

消费行业研究组

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

投资评级： 增持（维持）

当前价格： 53.9 元

登康口腔 001328.SZ

美容护理行业

产品结构升级，电商渠道放量

事件：

公司发布了 2024 年&2025 年一季度业绩。2024 年公司实现收入 15.6 亿元，同比增长 13.4%，归母净利润为 1.61 亿元，同比增长 14.1%，其中 2024 年 Q4 公司实现收入 5.07 亿元，同比增长 39.1%，归母净利润为 0.43 亿元，同比增长 28.6%。

2025 年 Q1 公司实现收入 4.3 亿元，同比增长 19.4%，归母净利润 0.43 亿元，同比增长 15.6%。业绩基本符合预期。

投资要点：

◆公司 2024Q4 收入增长加速，电商渠道快速增长。1) 从渠道划分来看，公司 2024 年电商渠道实现了 4.81 亿的收入，同比增长了 52%，收入占比达到了 31%，传统经销渠道实现收入 10.32 亿元，同比增长 3.7%，收入占比为 66%；在电商渠道，公司借助中心电商和兴趣电商两大平台以“顶层设计，战略发展，精细落地，品效一体”为指导原则，清晰品牌定位，爆品战略优先导向，构建高质量电商产品矩阵，实现了高速增长。2) 分产品看，成人牙膏营收 12.5 亿，同比增 16%，口腔医疗和美容护理收入 3784 万，同比增 35.45%；成人牙刷营收 1.6 亿，同比增 3%，儿童牙膏营收 0.7 亿，同比减 0.5%。公司核心品牌“冷酸灵”经过多年的培育与发展，已成长为我国抗敏感牙膏细分领域的领导品牌。根据尼尔森零售研究数据显示，2022~2024 年，“冷酸灵”品牌在抗敏感细分领域的线下零售市场份额占比分别为 61.74%、64.41%和 64.72%，市占率持续提升。

◆公司高端产品放量，毛利率大幅提升。2024 年公司毛利率为 49.4%，同比 2023 年提升了 5.3pcts；2025 年 Q1 毛利率进一步提升至 55.51%，主要是受益于电商渠道毛利率产品放量，产品结构大幅提升所致。2024 年销售费用率 32.0%，同比提升了 3.9pcts，管理和研发费用率分别为 4.7%和 3.1%，同比下降 0.1pcts 和下降 0.02pcts；最终 2024 年公司净利率为 10.33%，同比提升 0.06pcts。

◆估值和投资建议：随着公司产品结构的提升和电商渠道的放量，我们认为公司产品未来价值量将均会得到持续提升。同时，公司将重点布局和发展电动牙刷、冲牙器等一系列电动口腔护理品类，形成公司发展第二曲线。我们上调公司 2025-2027 年公司净利润为 2.11 亿、2.64 亿和 3.17 亿，同比增速分别为 31.2%、25%和 20%，对应目前市值的估值为 43.9x、35.1x 和 29.2x；维持“增持”投资评级。

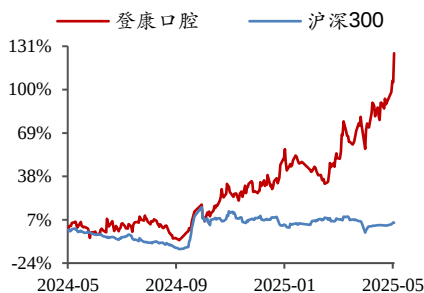
◆风险提示：行业竞争激烈，行业景气度下行，新品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

市场数据

总股本(百万股)	172.17
A 股股本(百万股)	172.17
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	25.00
12 个月最高/最低(元)	53.90/21.92
第一大股东	重庆轻纺控股(集团)公司
第一大股东持股比例(%)	59.83
上证综指/沪深 300	3342.00/3846.16

数据来源：聚源 注：2025 年 5 月 9 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	27.99	57.78	116.84
绝对收益	30.54	56.82	121.75

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深 300 相比

相关研究报告

1. 江海证券-公司深度报告（首次覆盖）-登康口腔 (001328.SZ)：国货崛起，抗敏牙膏龙头重回高增 - 2025.02.13

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,375.78	1,560.07	1,769.04	2,130.72	2,514.25
增长率（%）	4.76%	13.40%	13.39%	20.44%	18.00%
归母净利润（百万元）	141.30	161.18	211.48	264.43	317.41
增长率（%）	4.97%	14.07%	31.21%	25.04%	20.04%
ROE（%）	10.05%	11.08%	12.69%	14.09%	14.92%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.82	0.94	1.23	1.54	1.84
P/E（倍）	65.68	57.58	43.88	35.10	29.24
P/B（倍）	6.60	6.38	5.57	4.95	4.36

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1584	1499	1746	1962	2242
现金	534	504	475	624	853
应收票据及应收账款	45	37	56	56	77
其他应收款	2	4	3	5	4
预付账款	9	6	11	9	14
存货	189	219	230	299	325
其他流动资产	805	731	970	970	970
非流动资产	285	466	475	502	529
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	182	175	188	212	237
无形资产	16	20	19	18	18
其他非流动资产	87	271	269	271	274
资产总计	1869	1966	2221	2463	2771
流动负债	395	451	494	527	584
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	150	148	180	206	249
其他流动负债	245	303	314	320	335
非流动负债	68	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	68	60	60	60	60
负债合计	464	511	555	587	644
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	172	172	172	172	172
资本公积	997	997	997	997	997
留存收益	239	288	427	579	772
归属母公司股东权益	1405	1454	1666	1877	2127
负债和股东权益	1869	1966	2221	2463	2771

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	151	181	207	229	318
净利润	141	161	211	264	317
折旧摊销	13	21	17	20	24
财务费用	-17	-10	-7	-8	-12
投资损失	-2	-16	-18	-5	-10
营运资金变动	9	37	5	-41	1
其他经营现金流	7	-12	-1	-1	-2
投资活动现金流	-717	41	-243	-35	-34
资本支出	44	47	26	46	51
长期投资	-670	59	0	0	0
其他投资现金流	-2	28	-217	11	17
筹资活动现金流	725	-112	7	-46	-55
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	43	0	0	0	0
资本公积增加	783	0	0	0	0
其他筹资现金流	-100	-112	7	-46	-55
现金净增加额	160	110	-29	148	229

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1376	1560	1769	2131	2514
营业成本	769	790	870	1024	1207
营业税金及附加	9	10	12	14	17
销售费用	386	499	557	665	784
管理费用	67	74	76	92	108
研发费用	43	48	53	64	75
财务费用	-17	-10	-7	-8	-12
资产和信用减值损失	-3	-5	-4	-4	-5
其他收益	19	20	15	15	15
公允价值变动收益	11	7	5	6	7
投资净收益	2	16	18	5	10
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	147	187	242	302	362
营业外收入	14	1	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	161	187	243	302	363
所得税	20	26	32	38	45
净利润	141	161	211	264	317
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	141	161	211	264	317
EBITDA	156	198	253	314	374
EPS (元)	0.82	0.94	1.23	1.54	1.84

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	4.8	13.4	13.4	20.4	18.0
营业利润(%)	1.8	26.9	29.4	24.4	20.1
归属于母公司净利润(%)	5.0	14.1	31.2	25.0	20.0
获利能力					
毛利率(%)	44.1	49.4	50.8	51.9	52.0
净利率(%)	10.3	10.3	12.0	12.4	12.6
ROE(%)	10.1	11.1	12.7	14.1	14.9
ROIC(%)	8.6	10.1	11.9	13.3	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	24.8	26.0	25.0	23.8	23.3
净负债比率(%)	-33.1	-30.5	-24.9	-30.0	-37.3
流动比率	4.0	3.3	3.5	3.7	3.8
速动比率	3.5	2.8	3.0	3.1	3.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	37.2	54.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.6	5.3	11.7	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.94	1.23	1.54	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	1.05	1.20	1.33	1.85
每股净资产(最新摊薄)	8.16	8.45	9.68	10.90	12.35
估值比率					
P/E	65.7	57.6	43.9	35.1	29.2
P/B	6.6	6.4	5.6	4.9	4.4
EV/EBITDA	51.3	41.0	31.2	24.7	20.1

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。