

## 登康口腔 (001328.SZ)

## 产品创新升级+全域渠道布局，口腔护理龙头再进阶

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.02/2.53/3.22 亿元，对应 PE 分别为 37/29/23 x。公司产品刚需筑底、功效强化与内容电商提升单价，线下渠道壁垒深厚，电商拓展顺畅，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

- 公司依托兴趣电商聚焦医研爆品打造，驱动 24Q3 以来销售提速与产品结构调整。公司调整电商团队与打法策略，将抖音作为线上增长的核心引擎，2024 年冷酸灵抖音平台 GMV 同比增速逐季提速，Q1-Q4 分别实现同比增长 21%/87%/176%/203%，2024 年明确线上“推高卖新”拉高价格带，成功打造“7 天修护”高端爆品，定价 39.9 元/支（约为传统产品 2 倍），借势抖音平台与大促节点拉新推广，25Q1 医研系列 GMV 在抖音平台占比达 80%，中高端 2024 年电商渠道实现量价齐升，电商渠道/公司综合毛利率同比+8.0/5.3 pct。2025Q1 渠道与产品结构调整的效果持续释放，公司营业收入同比+19%，扣非归母净利润同比+27%，毛利率同比+7.1 pct。
- 复盘“7 天修护”：渠道调整叠加优秀产品力，帮助公司成功打造中高端爆品。公司在消费者出现线上化、专业化的趋势下，通过抖音“打赏引流+连麦互动+切片传播”进行拉新引流，聚焦专利“锶盐+生物活性玻璃陶瓷”技术的科普，在直播间常驻护理师演示牙龈检测，帮助流量转化，在产品端“7 天修护”卖点突出，定价错位竞争，最终实现爆款打造。
- 优秀管理团队护航，营销、研发、渠道全面能力支持，公司具备持续输出爆品的能力。1) 公司管理层深耕行业且多为内部培养，多具备多年一线销售经验，在面对外资牙膏品牌入华、舒适达竞争均准确判断行业趋势变化，多次准确调整战略重点带领公司有效应对挑战。2) 面对渠道碎片化多元化，公司进行全域渠道布局，线下渠道基础扎实深入下沉到县域，线上渠道较早捕捉抖音红利，全面承接流量，并顺应消费趋势，积极布局 O2O、进院特通等新渠道；3) 公司研发投入持续且稳定，研发费用率稳定在 3-3.5%，处于行业较高水平，在“研发一代、储备一代、投入一代”的策略下，公司储备新品充裕，未来有望推出基于 4.0 抗敏感技术的新品，从抗敏出发，推出抗敏+复合功效的产品，逐步切入其他份额更大的功效赛道，提升公司跨细分赛道竞争力及市场占有率。
- 给予“强烈推荐”投资评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.02/2.53/3.22 亿元，对应 PE 分别为 37/29/23 x。公司产品刚需筑底、功效强化与内容电商提升单价，线下渠道壁垒深厚，电商拓展顺畅，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：行业竞争加剧风险、新品推广不及预期风险、电商平台竞争加剧、营销投放效果不及预期、原材料成本波动风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1376	1560	1873	2283	2819
同比增长	5%	13%	20%	22%	23%
营业利润(百万元)	147	187	234	294	373
同比增长	2%	27%	25%	26%	27%

## 强烈推荐 (首次)

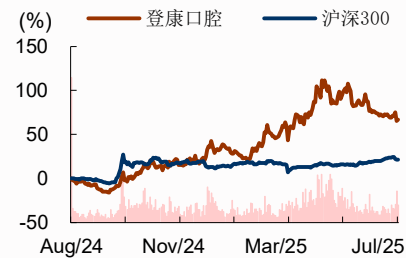
消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 43.33 元

## 基础数据

总股本(百万股)	172
已上市流通股(百万股)	43
总市值(十亿元)	7.5
流通市值(十亿元)	1.9
每股净资产(MRQ)	8.7
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	26.5%
主要股东	重庆轻纺控股(集团)公司
主要股东持股比例	59.83%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	25	69
相对表现	-13	18	49



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 刘丽 S1090517080006  
liuli14@cmschina.com.cn  
杨蕊菁 S1090524100002  
yangruijing1@cmschina.com.cn

归母净利润(百万元)	141	161	202	253	322
同比增长	5%	14%	25%	26%	27%
每股收益(元)	0.82	0.94	1.17	1.47	1.87
PE	52.8	46.3	37.0	29.4	23.2
PB	5.3	5.1	4.9	4.6	4.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 成功打造医研爆品，驱动销售提速与产品结构调整 .....	5
二、 复盘“7天修护”：凭渠道与产品把握格局松动机会获得成功 .....	7
2.1、渠道变迁带来格局变化，为积极求变的品牌提供份额提升空间 .....	7
2.2、抖音推高卖新，带动线上线下产品推新升级 .....	8
2.3、“7天修护”卖点突出，定价错位竞争 .....	10
三、 展望未来，公司具备持续输出爆品的能力 .....	11
3.1、深耕行业的优秀管理团队保驾护航 .....	11
3.2、全域渠道布局，线下渠道扎实，灵活应对渠道多元化碎片化 .....	12
3.3、研发储备充分，产品力行业领先 .....	14
四、 盈利预测及投资评级 .....	16
五、 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：公司电商渠道增速快于整体，产品结构优化带动公司单价及毛利率提升	5
图 2：24 年冷酸灵抖音 GMV 同比增速逐季提升 .....	6
图 3：抖音平台销售占比显著提升 .....	6
图 4：2024 年冷酸灵抖音平台客单价逐季上升，25Q1 天猫单价回升（元） ...	6
图 5：冷酸灵销量 TOP10 产品中 7 天医研占比提升，牙膏牙刷漱口水套装占比下降 .....	7
图 6：本土口腔护理品牌市占率持续提升 .....	8
图 7：口腔护理行业电商渠道增长强势，成最大销售渠道（%） .....	8
图 8：牙膏成分构成复杂，产品差异宣传更多依赖可视化效果展示 .....	8
图 9：牙膏在抖音平台销售单价高于天猫、京东（元） .....	8
图 10：抖音主播听泉鉴宝与冷酸灵互动带货 .....	9
图 11：冷酸灵抖音直播间常驻专业护理师，强化专业化背书 .....	9
图 12：冷酸灵抖音平台 24H2 牙膏品类排名提升 .....	9
图 13：冷酸灵天猫平台 24H2 牙膏品类排名提升 .....	9
图 14：冷酸灵抖音 GMV 同比提升 .....	10
图 15：公司通过抖音平台加强了对一线城市的覆盖，一线城市消费偏好高于大	

本营川渝 ..... 10

图 16: 公司定位舒适达与普通抗敏牙膏之间的相对空白价格带, 定价错位竞争 ..... 11

图 17: 公司过往市场竞争应对策略有效 ..... 12

图 18: 公司线下不同地区间销售占比分布相对均匀 ..... 13

图 19: 公司经销毛利率稳定, 2024 年随产品结构优化提升 ..... 13

图 20: 面对渠道碎片化趋势, 公司实现全域渠道布局 ..... 14

图 21: 公司电商渠道收入占比逐年提升 ..... 14

图 22: 公司电商渠道收入维持较高增速 ..... 14

图 23: 公司研发费用率维持稳定且位于行业较高水平 ..... 15

图 24: 公司三代抗敏技术矩阵 ..... 15

图 25: 抗敏感牙膏市占率提升 ..... 15

图 26: 公司在抗敏感赛道市占率最高且持续提升 ..... 15

表 1: 公司高管团队稳定、从业经验丰富 (2025.07) ..... 12

表 2: 登康口腔销售收入结构预测 ..... 16

表 3: 登康口腔净利润预测 ..... 16

附: 财务预测表 ..... 18

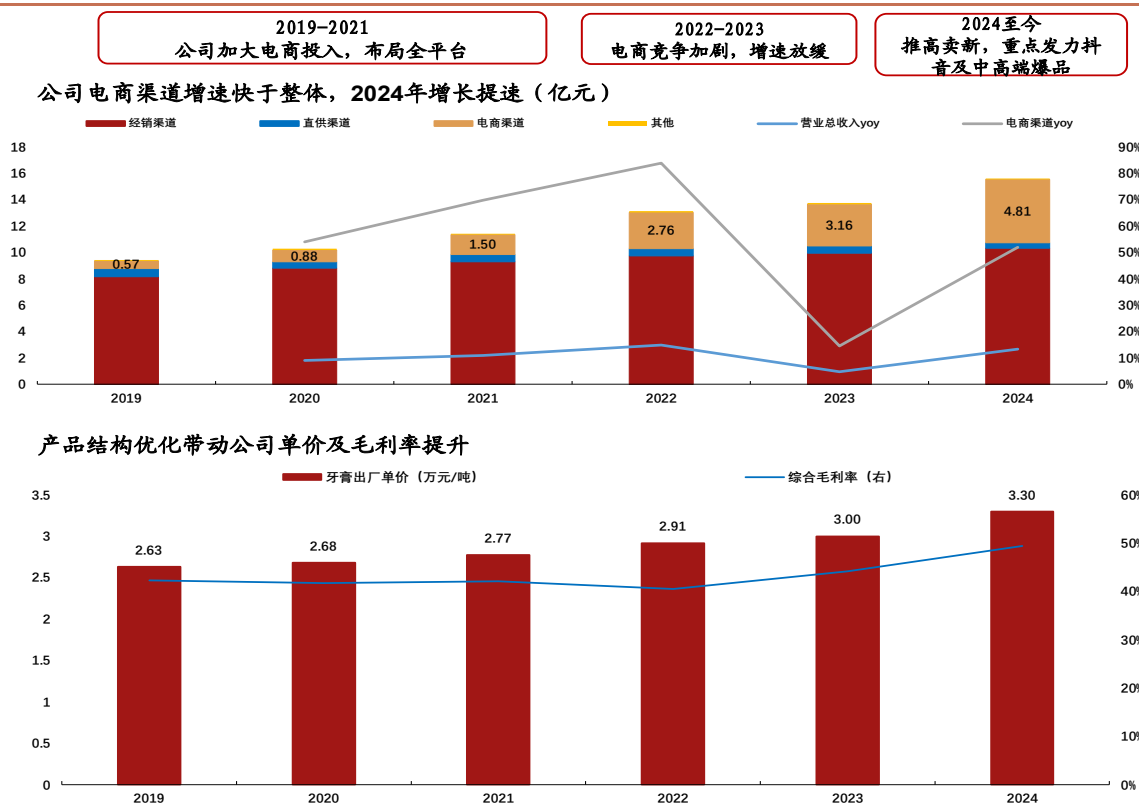
# 一、成功打造医研爆品，驱动销售提速与产品结构调整

公司 2023 年底调整电商策略，2024Q2 推出医研系列中高端爆品，渠道调整与中高端爆品共同驱动销售提速与产品结构优化。

公司顺应行业线上化销售趋势，2020 年开始进一步加强电商渠道的开拓力度，布局电商平台从货架电商逐步推广到抖音、快手等内容电商，2019-2021 年电商费用从 1038 万元推广到 3736 万元，电商渠道销售占比从 18% 提升至 25%。

2023 年底公司调整电商团队与打法策略，以兴趣电商为主渠道，2024 年明确线上定位中高端系列，通过线上营销与功能迭代打造中高端爆品医研“7 天修护”系列，推动公司销售增长提速与产品结构优化，2024 年电商渠道实现量价齐升，收入同比+52%，增速较 23 年提速，电商渠道/公司综合毛利率同比+8.0/5.3 pct。2025Q1 渠道与产品结构调整的效果持续释放，公司营业收入同比+19%，扣非归母净利润同比+27%，毛利率同比+7.1 pct。

图 1：公司电商渠道增速快于整体，产品结构优化带动公司单价及毛利率提升



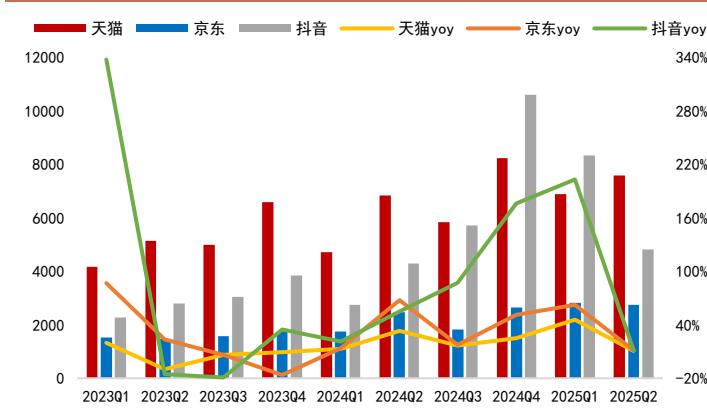
资料来源：公司公告、招商证券

具体看 2024 年及 25H1，

- 1) 结合平台及品类特点，将抖音作为线上增长的核心引擎，平台投入成效显著。公司将抖音平台便于效果展示与牙膏品类重功能与营销的特点结合，加大抖音平台投入如优化抖音自播团队、与头部达人联动、增加切片视频投放，2024 年冷酸灵抖音平台 GMV 同比增速逐季提速，Q1-Q4 分别实现同比增长

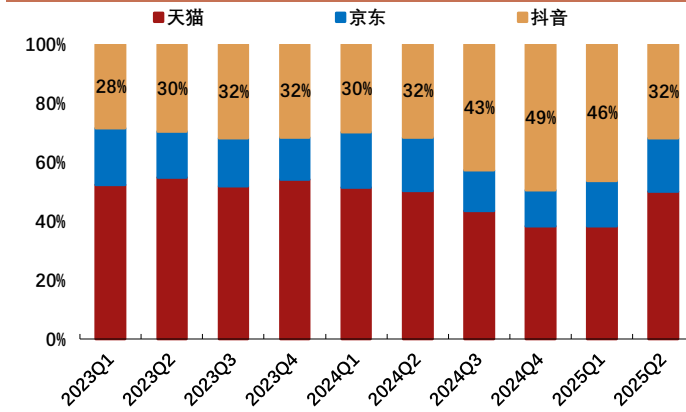
21%/87%/176%/203%，抖音平台销售占比从年初 29% 提升至年末 34%，抖音平台的高速增长拉动公司 24 年电商收入增速同比增长 52%。

图 2：24 年冷酸灵抖音 GMV 同比增速逐季提升



资料来源：久谦、招商证券

图 3：抖音平台销售占比显著提升

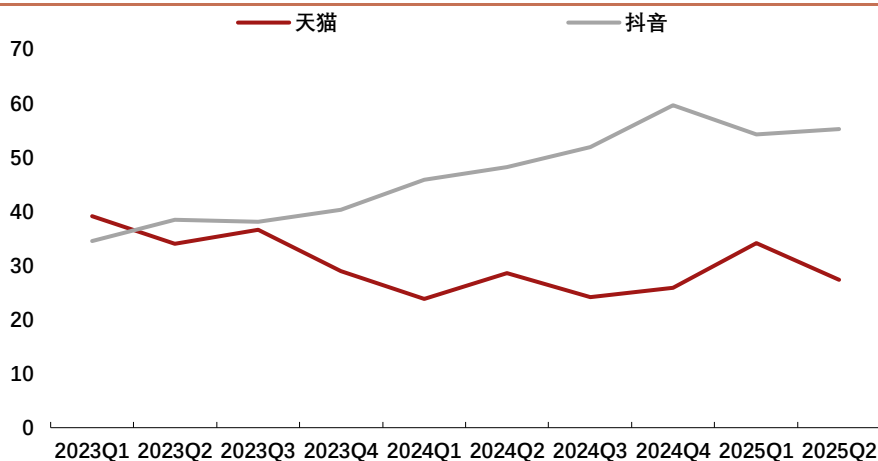


资料来源：久谦、招商证券

2) 线上“推高卖新”拉高价格带，成功打造“7 天修护”高端爆品。2024 年公司在线上产品定位上，从主推件单价偏低的组合套装转向“推高卖新”策略，在抖音渠道推出更高价格带的新品，如 2024Q2 在抖音推出功能迭代升级的医研系列新品“7 天密集修护”，定价 39.9 元/支（约为传统产品 2 倍），并借势抖音平台与大促节点拉新推广。据久谦数据，25Q1 冷酸灵高端医研系列 GMV 在抖音平台占比达 80%，较 24Q3 提升 28pct，在天猫平台占比 12%，较 23Q3 提升 6pct。

从单季度均价看，2024 年冷酸灵抖音平台客单价逐季上升，25Q1 天猫单价回升。

图 4：2024 年冷酸灵抖音平台客单价逐季上升，25Q1 天猫单价回升（元）



资料来源：久谦、招商证券

从 23Q2/25Q2 冷酸灵抖音销量 TOP10 产品看，23Q2 虽然销量前 10 产品均价基本在 30 元以上，并且多为 40 元以上，整体而言单价都并不算低，但从结构看，23Q2 中销量 TOP10 产品多为牙膏牙刷漱口水套装，单件售价并不高，而 25Q2 TOP10 产品中，均价约为普通牙膏 2 倍的“7 天修护”前 10 占 7，公司通过医研爆品打造实现了产品结构优化与均价质量的提升。

图 5: 冷酸灵销量 TOP10 产品中 7 天医研占比提升, 牙膏牙刷漱口水套装占比下降

25Q2		23Q2	
品名	均价 (元)	品名	均价 (元)
医研修护牙膏7天密集修护牙齿	61.3	按压泵式抗牙本质敏感洁牙清新牙膏组合装	31.9
7天密集修护医研抗敏专效封堵牙釉质	57.4	极地白130克*2+国博100克*4+防龋旅行装30g*3+牙刷*4	99
7天修护牙齿受损封堵牙小管美白牙膏	61.3	国货推荐牙膏组合-赠品牙刷牙膏	39.9
医研抗敏专效7天密集修护便携漱口水套装	63	组合洁牙清新多效牙膏漱口水组合套装	39.9
7天专效修护美白牙膏护齿护龈修护牙膏组合	58.2	组合洁牙亮白清新抗敏牙膏牙刷套装	29.9
双重抗敏感酵素美白去渍清新口气清洁泵式牙膏	59.7	专研抗敏牙膏国货套装清新口气美白护龈牙膏	66.5
极地白清新口气成人牙膏牙刷组合	38.5	洁牙亮白清新呵护多效牙膏牙刷套装	31.9
7天修护医研抗敏美白清新成人牙膏	68.3	升级组合洁牙清新护理多效抗牙本质敏感牙膏牙刷套装	49.5
医研抗敏专效7天密集修护便携漱口水套装	59	洁牙亮白清新抗牙本质敏感牙膏漱口水套装	31.9
极地白护齿去牙渍美白夏日必备便携套装	38.1	抗牙本质敏感多效呵护清新护理洁白牙膏牙刷漱口水套装	49.9

资料来源: 久谦、招商证券

## 二、复盘“7天修护”: 凭渠道与产品把握格局松动机会获得成功

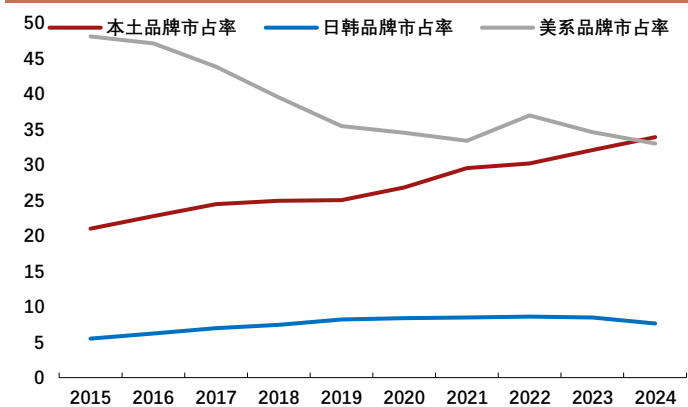
回顾“7天修护”医研爆品的成功, 我们认为主要是在行业竞争格局随渠道变迁而有所松动的情况下, 公司借力抖音电商快速发展的机遇, 将抖音场景化输出与抖音用户消费倾向、购买牙膏的习惯结合, 配合线上营销造势, 推出功效营销抓手更强的中高端产品而实现的。

### 2.1、渠道变迁带来格局变化, 为积极求变的品牌提供份额提升空间

口腔护理市场呈现高集中度与格局重塑并存的特征。从竞争格局角度看, 口腔护理市场头部份额集中, 据 Euromonitor, 2024 年 CR3 达到 42%, CR10 约 69%, 但结构上, 呈现头部品牌份额此消彼长、国产品牌份额提升的趋势。2015 到 2024 年前 13 大品牌中, 国货品牌市场份额从 21% 提升至 34%, 而美国品牌市场份额则从 48% 下降至 33%。

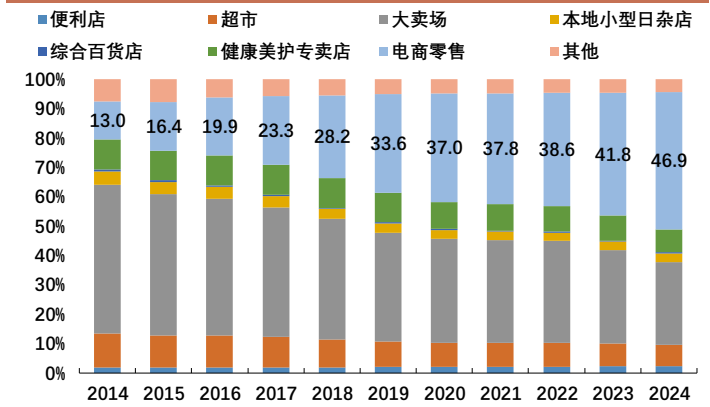
线上渠道增长强势, 带给国产品牌份额替代机遇。2014-2024 年, 口腔护理行业电商零售额占比已从 13% 提升 47%, 成为最大销售渠道。外围货场的变化使得开拓线上增量盘成为牙膏品牌实现增长的必由之路, 也带来了国货品牌凭借更精准的本土化营销和快速迭代能力, 在高速发展的电商渠道与传统品牌开展错位竞争, 持续抢占市场份额的空间。

图 6: 本土口腔护理品牌市占率持续提升



资料来源: 欧睿、招商证券

图 7: 口腔护理行业电商渠道增长强势, 成最大销售渠道 (%)



资料来源: 欧睿、招商证券

## 2.2、抖音推高卖新, 带动线上线下产品推新升级

牙膏消费者并非一味追求性价比, 可以通过功效、成分、场景细分等打造差异化创新点, 打造单价提升有效抓手。据尼尔森调研, 42%的消费者为自己购买口腔护理产品时会优先考虑功能, 而不是一味追求性价比, 这意味着, 如果牙膏产品能够帮助消费者有效解决特定口腔问题, 则涨价在一定程度上是可以被消费者接受的。同样据尼尔森调研, 94%的消费者认为自己的口腔存在一定问题, 这使得功效驱动的涨价具备较好的受众基础。此外, 牙膏占日常消费支出比重低, 这一品类特点使得单价提升阻力更小。

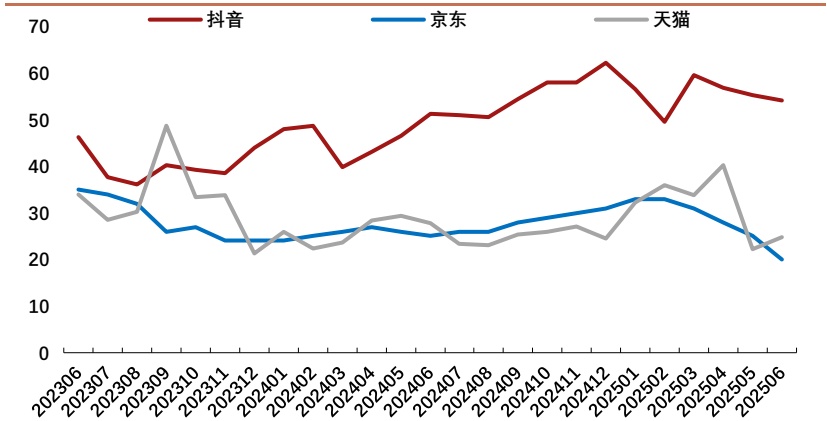
牙膏重功效重营销, 抖音平台可视化效果展现更适配品牌引流拉新以及中高端产品推新。消费者聚焦牙膏功效、成分等功能化差异点, 但牙膏成分构成复杂、难以直观理解, 差异化感知更多依靠品牌广告或者包装宣传实现, 抖音短视频属性更适配这一特点, 成为品牌新品推广以及消费者拉新重要平台, 2024 年抖音口腔护理销售额增速达 36%, 而同期在综合电商增速仅 3.6%, 而从单价看, 2024 年抖音平台牙膏单价 52 元, 高于天猫 (41 元)/京东 (39 元)。

图 8: 牙膏成分构成复杂, 产品差异宣传更多依赖可视化效果展示



资料来源: 淘宝、招商证券

图 9: 牙膏在抖音平台销售单价高于天猫、京东 (元)



资料来源: 久谦、招商证券

公司通过抖音营销组合拳实现“7天修护”爆品打造，24H2以来电商销售放量、排名提升。

- 公司在拉新端通过“打赏引流+连麦互动+切片传播”进行广泛引流。公司通过垂类内容打造、头部达人引流、自播团队建设、切片视频投放等多种方式吸引流量，2024年9月，冷酸灵通过打赏连麦抖音顶流主播听泉鉴宝，首次实现单场直播间在线人数峰值达4万+（较前日增长17倍），带动“7天修护”牙膏链接单日成交破万单。在此次合作后，公司持续绑定听泉鉴宝IP并发布切片视频进行非直播间引流，10月冷酸灵账号涨粉超27万人。
- 在流量转化端，聚焦专利“锶盐+生物活性玻璃陶瓷”技术的科普，在直播间常驻护理师演示牙龈检测，建立“贵但专业”认知，推动客流转化与客单价提升，24Q4公司抖音平台客单价59.6元，较24Q1的45.8元有显著提升，销售排名在多平台也有所提升。

图 10: 抖音主播听泉鉴宝与冷酸灵互动带货

图 11: 冷酸灵抖音直播间常驻专业护理师，强化专业化背书

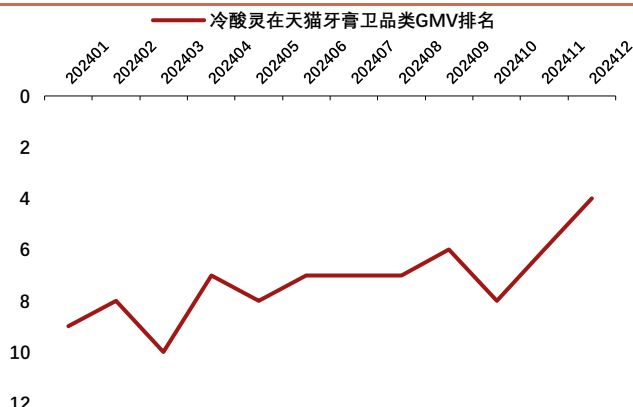
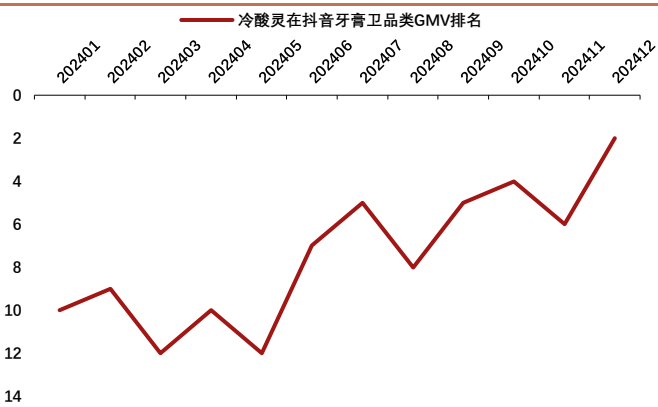


资料来源：抖音、招商证券

资料来源：抖音、招商证券

图 12: 冷酸灵抖音平台 24H2 牙膏品类排名提升

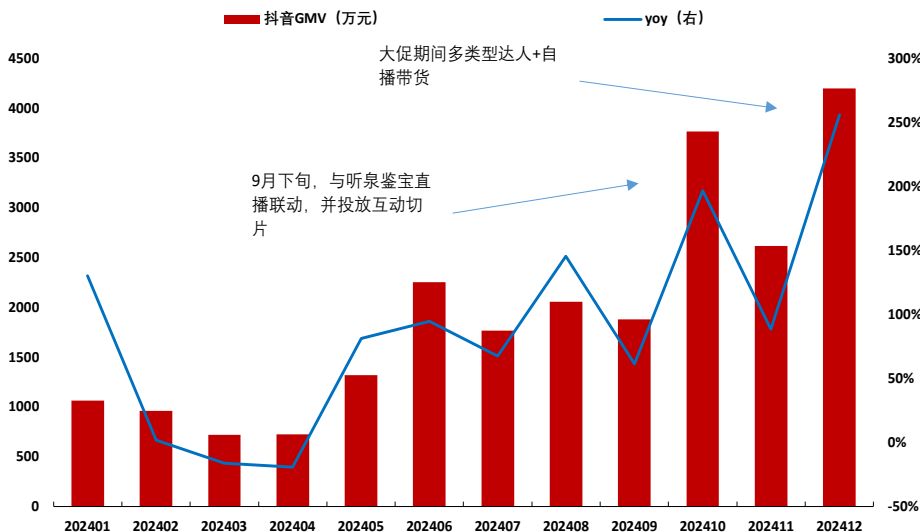
图 13: 冷酸灵天猫平台 24H2 牙膏品类排名提升



资料来源：久谦、招商证券

资料来源：久谦、招商证券

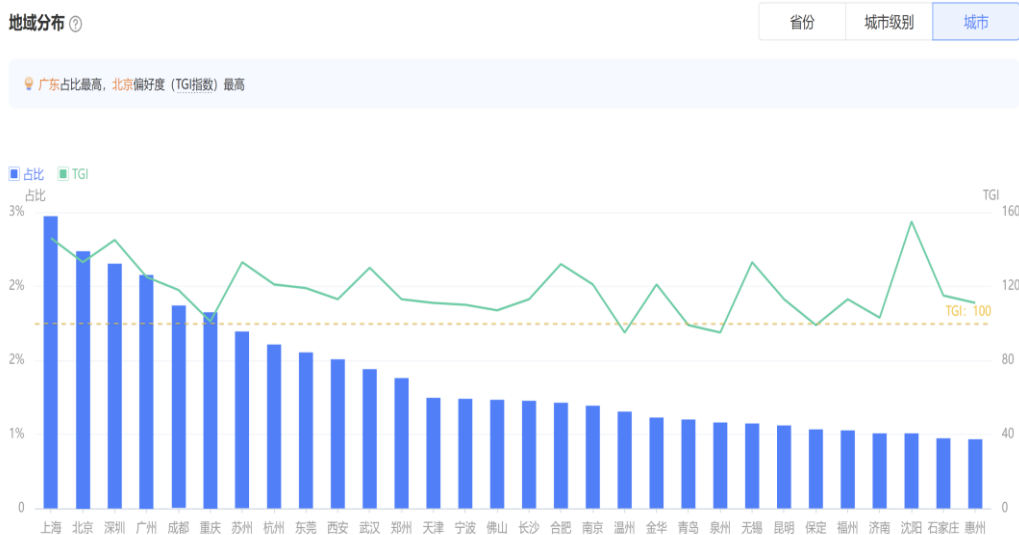
图 14: 冷酸灵抖音 GMV 同比提升



资料来源: 久谦、招商证券

抖音中高端爆品拉高品牌势能，强化一线城市人群覆盖，反哺高线城市产品结构优化。公司线下优势区域主要在县域以及二三线市场，公司通过抖音辐射一方面能够辐射更多位于二线及以上城市的消费人群，有望实现人群覆盖的补强，强化高线城市覆盖，另一方面，通过抖音渠道中高端产品宣传效果外溢，有望带动线下市场产品升级。

图 15: 公司通过抖音平台加强了对一线城市的覆盖，一线城市消费偏好高于大本营川渝



资料来源: 巨量算数、招商证券

### 2.3、“7 天修护”卖点突出，定价错位竞争

在产品定位及宣传上，公司定价 39.9 元错位竞争，将修护过程量化为“7 天密集修护”，突出为主攻卖点，同时结合公司专利技术、实验数据、产品售后服务等多种手段做好卖点包装。在价格定位上，“7 天修护”定价 39.9 元，属于公司

彼时产品系列中单价最高的产品,但横向对比看,相较于外资高端的舒适达 50-80 元的定价还是具备性价比,而相对于传统品牌 10-25 元的产品,功能属性更为突出,切入了普通抗敏品牌与外资高端品牌中间的空白价格带,实现了定价上的错位竞争。

图 16: 公司定位舒适达与普通抗敏牙膏之间的相对空白价格带, 定价错位竞争

	冷酸灵7天修护系列	舒适达高端抗敏系列	普通抗敏牙膏
核心成分	生物活性玻璃陶瓷、羟基磷灰石	NovaMin®技术、氟磷灰石、乙酸锶	硝酸钾(单一抗敏成分)
抗敏机理	1. 释放钙/磷离子促进牙釉质再矿化 2. 热感技术促进渗透	1. 形成羟基磷灰石修复层封闭牙小管 2. 钾离子阻断神经信号	仅通过硝酸钾麻痹牙神经
功效周期与效果	1. 7天密集修护 2. 5天缓解冷热刺激敏感	1. 7天修复 2. 60秒快速缓解敏感(劲速系列)	1. 需持续使用2-4周见效 2. 无临床数据支持
产品设计特点	1. 礼盒装-含自测卡+记录本 2. 泵式真空包装防氧化	1. 无菌旋转瓶盖设计 2. 新旧包装随机发货	1. 常规管装 2. 无特殊包装技术
价格定位(单支)	39.9元(礼盒装69.9元)	50-80元	10-25元
适用人群	中重度敏感、牙釉质磨损需快速修复者	长期敏感护理、医美后修复需求	轻度敏感或日常预防

资料来源: 淘宝、招商证券

### 三、展望未来, 公司具备持续输出爆品的能力

展望未来, 公司在优秀积极的管理团队保驾护航, 以及营销、渠道、研发等全面能力支持下有望持续输出类似“7天修护”的中高端爆品, 带动公司销售增长提速及产品结构优化。

#### 3.1、深耕行业的优秀管理团队保驾护航

准确判断市场变化, 多次准确调整战略重点带领公司应对行业竞争、攻坚克难。

- 1) 上世纪 90 年代, 以高露洁、佳洁士为代表的外资品牌入华, 凭借进口品牌优势顺利进驻知名 KA、CVS, 在产品定位上主打美白与科学护齿, 公司面对外资品牌美白牙膏竞争, 主动切入细分抗敏赛道, 满足消费者差异化需求, 并在渠道上错位竞争, 深入县域市场夯实二三线以及县城市场份额。
- 2) 2008 年国际制药巨头葛兰素史克以舒适达抗敏专家的定位进入大陆市场, 并通过中华口腔医学会、医生渠道背书打造专业抗敏品牌形象, 公司及时与中华口腔医学会达成合作, 发布口腔护理行业蓝皮书并成立业内首个国家级口腔抗敏实验室, 维持抗敏赛道专业形象与细分赛道第一份额。
- 3) 当前, 面对口腔护理专业化/线上化/电动化的趋势, 公司积极调整产品、营销以及渠道动作, 在产品端推出抗敏+其他功效的产品以及电动牙刷、冲牙器等电动化产品, 满足消费者多重功效与更高端专业的需求, 营销端兼顾注重年轻群体覆盖以及专业化内容展现, 在渠道端加码电商全平台, 积极投入抖音电商。

图 17: 公司过往市场竞争应对策略有效

发展阶段	行业变化	竞品动作	公司应对
外资主导期 (1990s-2000年代初)	上世纪90年代,以高露洁、佳洁士为代表的外资品牌先后进入中国市场	1) 外资主打美白功效与科学护齿,凭借成熟供应链、研发实力和广告攻势抢夺份额,迅速抢占高端市场 2) 传统优势品牌(如中华、蓝天六必治)营销滞后,逐渐退守区域市场,部分品牌切入细分赛道,如黑妹强调清新口气	切入细分抗敏赛道差异化竞争
国产品牌破局期 (2000年代中期-2010年)	县级以上零售渠道爆发,国货品牌从产品及渠道寻找规避外资正面竞争的切入点	1) 2008年国际制药巨头葛兰素史克以舒适达抗敏专家的定位进入大陆市场 2) 云南白药开辟中草药细分市场,定位高端,“两面针、田七强化中药成分”	1) 与中华口腔医学会合作,发布口腔护理行业蓝皮书并成立业内首个国家级口腔抗敏实验室 2) 渠道错位竞争,加大下沉市场耕耘
国货全面超越期 (2010-2020年)	国货全面超越期 (2010-2020年) 外资品牌增长乏力,电商助力国货	1) 高露洁、佳洁士陷入价格战(如佳洁士“只售两块九”),品牌形象有所老化 2) 云南白药、舒客、参半等国产品牌等通过电商与大卖场渠道,以“中高端价格+功能性宣称”策略	深耕抗敏功效赛道,积极探索抗敏+产品以及电动化产品,积极参与电商平台竞争,避免卷入价格战
精细化竞争期 (2020年至今)	国货主导,口腔护理行业呈现专业化/线上化/电动化	1) 参半、冰泉等新锐品牌聚焦年轻群体,通过高颜值包、社交媒体营销切入市场 2) 传统品牌竞争维度更加多元,聚焦功能细分	坚持拓展抗敏+产品以及电动化产品,年轻化、专业化营销,加码电商全平台,侧重内容电商拉新及产品升级

资料来源: 公司招股书、中国工业新闻网、新浪财经、招商证券

公司管理层深耕行业,多具备多年一线销售经验,核心高管团队稳定。公司董事长邓嵘、总经理赵丰硕、副总经理邓全富均具备一线基层销售经验,扎根行业一线 30 余年,核心高管团队稳定,平均司龄 20+ 年。

表 1: 公司高管团队稳定、从业经验丰富 (2025.07)

姓名	职务	司龄	工作经历
邓嵘	重庆轻纺集团党委书记、董事、经理,登康口腔董事长	41	1984 年加入公司前身重庆牙膏厂,曾任制管车间员工、销售科销售员、销售科科长、副厂长、总经理
赵丰硕	公司党委副书记(主持工作)、董事、总经理	29	1996 年加入公司前身重庆牙膏厂,曾任营销部副经理、经理、副部长、总经理助理兼营销部部长、副总经理
邓全富	公司党委委员、副总经理,登康健康执行董事	27	1998 年加入公司前身重庆牙膏厂,曾任营销部销售员、市场科副科长、市场科科长、营销部副部长、销售部部长、总经理助理
王青杰	党委委员、财务总监、工会主席	23	2002 年加入公司,曾任财务部科员、主办科员、财务部会计科副科长、董事会秘书、财务部副部长、财务部部长
杨祥思	党委委员、董事会秘书、战略发展总监、投资规划部部长、董事会办公室/证券部部长	16	2009 年加入公司,曾任主任科员、总经理办公室主任助理、企业管理部副部长、部长;曾就职于长安汽车、中煤国际集团重庆设计研究院、重庆美的通用制冷设备公司

资料来源: 公司公告、招商证券

### 3.2、全域渠道布局,线下渠道扎实,灵活应对渠道多元化碎片化

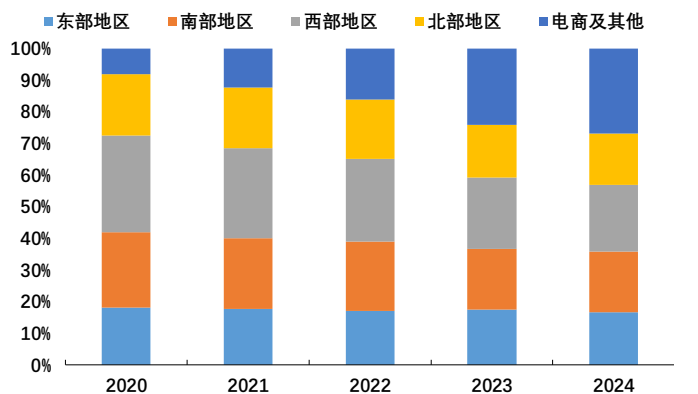
基本盘: 全国深度分销,线下渠道是公司参与市场竞争的压舱石。

公司以经销模式为核心(2024 年收入占比 66%),覆盖全国 2000 余个区县、数

十万家终端网点，深度渗透县域市场。尤其是针对较为广阔的乡镇市场，公司通过两级分销体系（经销商+分销商）以及独特的县域开发模式，打造下沉市场壁垒，2024 年经销渠道收入 10.32 亿元（同比+3.7%）。

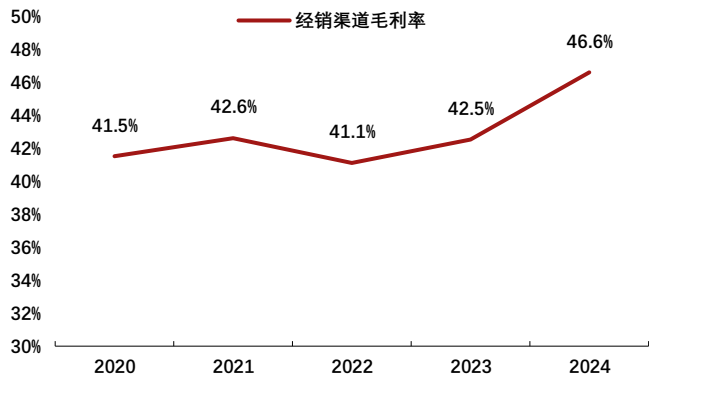
**经销商渠道精细化管理。**公司严格执行准入/退出/激励制度（季度折扣+年度返利+促销支持），公司通过县域模式与积极分润绑定优质经销商，对经销商进行较为充分让利的同时，进行了制度化管理，匹配严格筛选机制，公司经销商端毛利稳定在 40%以上，2024 年随产品结构优化有明显提升。

图 18: 公司线下不同地区间销售占比分布相对均匀



资料来源: Wind、招商证券

图 19: 公司经销毛利率稳定，2024 年随产品结构优化提升



资料来源: 公司公告、招商证券

**新变化: 渠道多元化碎片化，公司积极应对渠道端新变化。**行业在渠道端呈现碎片化、多元化趋势，消费者信息触达渠道及决策链路更为多元，需要厂商进行全渠道布局以承接日益分散的流量。

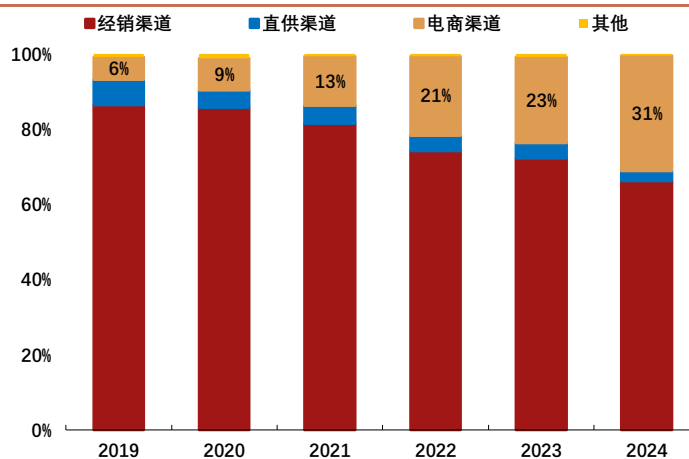
- 1) **较早捕捉抖音红利，全面承接流量。**如前文第一章、第二章所述，公司 2020 年起加大电商投入，把握抖音渠道红利机会进行电商投流倾斜与电商渠道结构调整，自 2020 年以来电商渠道收入占比持续提升，2024 年占比达到 31%，收入同比增速达 52%。
- 2) **顺应消费趋势，积极布局 O2O、进院特通等新渠道。**电商渠道持续增长的同时，内容电商、即时零售迅速成长，在传统大型渠道持续下滑的背景下，以中小食杂店为代表的传统通路转型升级，加速线下业态的洗牌重塑。在此背景下，公司直供模式入驻胖东来、Ole’ 等精品商超聚焦高端，此外还开拓 O2O、进院特通渠道。

图 20: 面对渠道碎片化趋势, 公司实现全域渠道布局



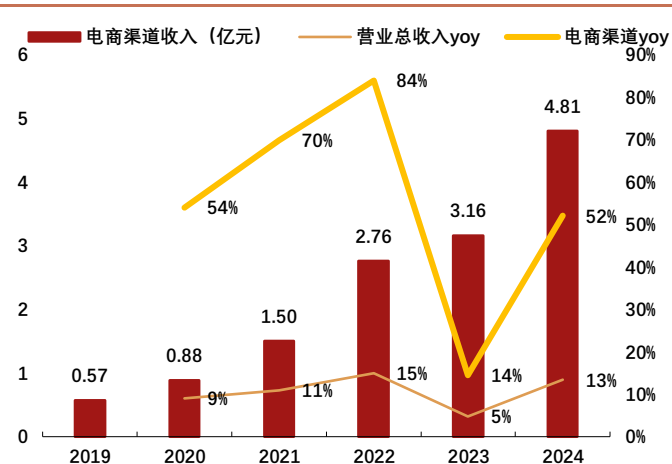
资料来源: 公司公告、招商证券

图 21: 公司电商渠道收入占比逐年提升



资料来源: 公司公告、招商证券

图 22: 公司电商渠道收入维持较高增速

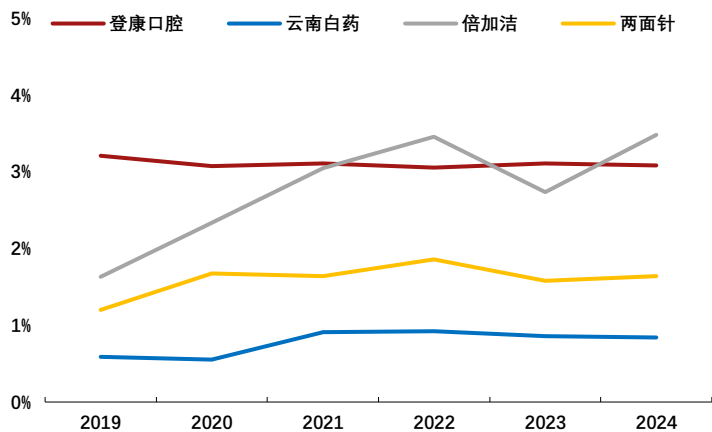


资料来源: 公司公告、招商证券

### 3.3、研发储备充分, 产品力行业领先

公司实行研发驱动+快速迭代策略, 保障产品力行业领先。公司研发投入持续且稳定, 研发费用率稳定在 3-3.5%, 处于行业较高水平, 2009 年建立起了全国唯一的抗牙齿敏感研究中心, 冷酸灵抗牙齿敏感研究中心, 在技术储备上, 公司生物玻璃陶瓷技术达到国际先进水平, 并牵头定制国家标准。目前公司在牙齿抗敏领域已实现 1.0 锶盐抗敏、2.0 双重抗敏、3.0 生物矿化抗敏三代技术积累, 截至 2024 年末已取得国内授权专利 250 余项、发明专利 30 余项。

图 23: 公司研发费用率维持稳定且位于行业较高水平



资料来源: Wind、招商证券

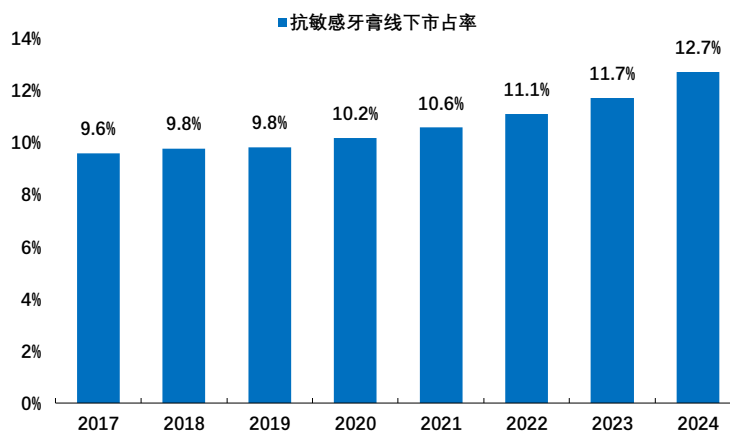
图 24: 公司三代抗敏技术矩阵



资料来源: 公司公告、招商证券

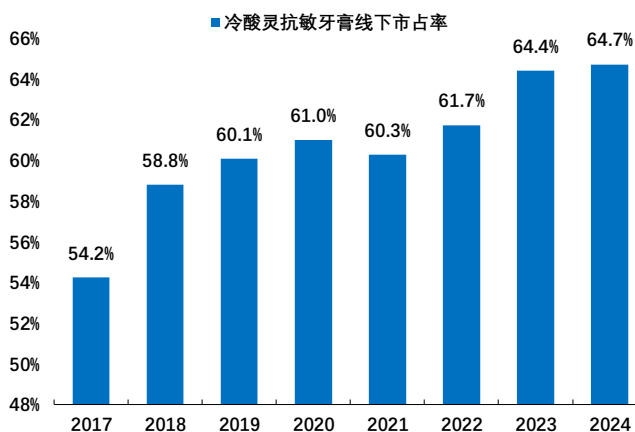
“研发一代、储备一代、投入一代”的策略下，公司新品储备充裕，逐步向复合功效探索，提升抗敏+赛道竞争力。今年5月，公司推出黄连清火护龈牙膏，探索中草药+护龈功能赛道，公司有望在未来推出基于4.0抗敏感技术的新品，继续从抗敏出发，推出抗敏+复合功效的产品，逐步切入其他份额更大的功效赛道，提升公司跨细分赛道竞争力及市场占有率

图 25: 抗敏感牙膏市占率提升



资料来源: 尼尔森、公司公告、招商证券

图 26: 公司在抗敏感赛道市占率最高且持续提升



资料来源: 尼尔森、公司公告、招商证券

## 四、盈利预测及投资评级

公司主营以成人牙膏为主的口腔护理为主，收入贡献最大的成人牙膏品类需求刚性，线下渠道壁垒深厚基本盘稳健，积极投入电商渠道拉动销售增长及产品结构优化，预计收入维持较快增长，毛利率随中高端产品占比提升而逐步稳增；公司始终注重费用投放，以盈利能力考核为先，加之产品结构优化，预计利润增长略快于收入。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.02/2.53/3.22 亿元，对应 PE 分别为 37/29/23 x。公司产品刚需筑底、功效强化与内容电商提升单价，线下渠道壁垒深厚，电商拓展顺畅，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

表 2: 登康口腔销售收入结构预测

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1376	1560	1873	2283	2819
成人基础口腔护理产品	1229	1407	1693	2050	2493
儿童基础口腔护理产品	105	103	105	109	113
口腔医疗与美容护理等产品	28	38	61	109	196
电动口腔护理产品	12	10	11	12	14
营业收入增长率	4.8%	13.4%	20.0%	21.9%	23.5%
成人基础口腔护理产品	3.5%	14.5%	20.3%	21.1%	21.6%
儿童基础口腔护理产品	6.0%	-1.9%	2.7%	3.7%	3.7%
口腔医疗与美容护理等产品	47.6%	35.5%	60.0%	80.0%	80.0%
电动口腔护理产品	129.5%	-14.3%	15.0%	12.0%	12.0%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 登康口腔净利润预测

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1376	1560	1873	2283	2819
YoY	5%	13%	20%	22%	23%
毛利率	44.1%	49.4%	51.9%	52.9%	53.9%
净利率	10.3%	10.3%	10.8%	11.1%	11.4%
归母净利润	141	161	202	253	322
YoY	5%	14%	25%	26%	27%

资料来源: 公司公告、招商证券

## 五、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险:** 口腔护理赛道吸引新锐品牌涌入，可能引发价格战
- 2、新品推广不及预期风险:** 电动牙刷、口腔美容等新品类培育期可能延长
- 3、电商平台竞争加剧:** 电商平台流量成本不断上涨，同时国产新兴品牌维持或加大重视电商引流投放力度，电商平台存在竞争加剧的风险
- 4、营销投放效果不及预期:** 品牌竞争愈发激烈、渠道流量成本不断攀升，营销投放及新兴渠道拓展效果可能不及预期

5、**原材料成本波动风险：**石化原料、包装材料价格上涨可能挤压毛利

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1584	1499	1624	1791	2001
现金	534	504	589	696	829
交易性投资	794	731	731	731	731
应收票据	12	13	16	19	24
应收款项	33	23	28	34	42
其它应收款	2	4	5	6	7
存货	189	219	249	298	360
其他	20	6	7	8	9
<b>非流动资产</b>	285	466	458	451	445
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	182	175	170	164	160
无形资产商誉	16	20	18	16	14
其他	87	271	271	271	271
<b>资产总计</b>	<b>1869</b>	<b>1966</b>	<b>2082</b>	<b>2242</b>	<b>2446</b>
<b>流动负债</b>	395	451	495	565	655
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	150	148	169	201	243
预收账款	56	50	57	68	82
其他	188	253	269	296	330
<b>长期负债</b>	68	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0	0
其他	68	60	60	60	60
<b>负债合计</b>	<b>464</b>	<b>511</b>	<b>555</b>	<b>625</b>	<b>715</b>
股本	172	172	172	172	172
资本公积金	997	997	997	997	997
留存收益	236	285	358	448	562
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1405	1454	1527	1617	1731
<b>负债及权益合计</b>	<b>1869</b>	<b>1966</b>	<b>2082</b>	<b>2242</b>	<b>2446</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	151	181	188	234	307
净利润	141	161	202	253	322
折旧摊销	13	21	21	20	19
财务费用	(7)	(5)	(12)	(15)	(18)
投资收益	(2)	(16)	(27)	(34)	(28)
营运资金变动	1	36	5	10	12
其它	5	(16)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(717)	41	14	21	15
资本支出	(44)	(47)	(13)	(13)	(13)
其他投资	(672)	87	27	34	28
<b>筹资活动现金流</b>	725	(112)	(117)	(149)	(190)
借款变动	(26)	(2)	0	0	0
普通股增加	43	0	0	0	0
资本公积增加	783	0	0	0	0
股利分配	(77)	(112)	(129)	(163)	(208)
其他	3	2	12	15	18
<b>现金净增加额</b>	<b>160</b>	<b>110</b>	<b>85</b>	<b>107</b>	<b>133</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	1376	1560	1873	2283	2819
营业成本	769	790	900	1075	1299
营业税金及附加	9	10	12	15	19
营业费用	386	499	614	761	944
管理费用	67	74	89	107	132
研发费用	43	48	58	75	93
财务费用	(17)	(10)	(12)	(15)	(18)
资产减值损失	(3)	(5)	(4)	(4)	(5)
公允价值变动收益	11	7	6	8	7
其他收益	19	20	14	18	11
投资收益	2	16	7	8	10
<b>营业利润</b>	147	187	234	294	373
营业外收入	14	1	3	3	4
营业外支出	0	1	0	1	1
<b>利润总额</b>	161	187	236	297	377
所得税	20	26	35	43	55
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>141</b>	<b>161</b>	<b>202</b>	<b>253</b>	<b>322</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	5%	13%	20%	22%	23%
营业利润	2%	27%	25%	26%	27%
归母净利润	5%	14%	25%	26%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.1%	49.4%	51.9%	52.9%	53.9%
净利率	10.3%	10.3%	10.8%	11.1%	11.4%
ROE	14.5%	11.3%	13.5%	16.1%	19.2%
ROIC	11.8%	10.5%	12.6%	15.1%	18.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.8%	26.0%	26.7%	27.9%	29.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.0	3.3	3.3	3.2	3.1
速动比率	3.5	2.8	2.8	2.6	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.1	1.2
存货周转率	4.0	3.9	3.8	3.9	4.0
应收账款周转率	28.5	38.0	46.6	46.9	47.2
应付账款周转率	4.6	5.3	5.7	5.8	5.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.82	0.94	1.17	1.47	1.87
每股经营净现金	0.88	1.05	1.09	1.36	1.78
每股净资产	8.16	8.45	8.87	9.39	10.05
每股股利	0.65	0.75	0.95	1.21	1.55
<b>估值比率</b>					
PE	52.8	46.3	37.0	29.4	23.2
PB	5.3	5.1	4.9	4.6	4.3
EV/EBITDA	51.4	37.1	30.2	24.4	19.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。