

2025 年 08 月 05 日

## 登康口腔(001328.SZ)

投资评级：增持（首次）

——国内口腔护理行业优质国货 品牌势能持续释放

## 证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 07 月 31 日

收盘价（元）	45.39
一年内最高/最低（元）	59.44/21.92
总市值（百万元）	7,814.97
流通市值（百万元）	1,953.74
总股本（百万股）	172.17
资产负债率（%）	26.47
每股净资产（元/股）	8.70

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **国内口腔护理行业领先的本土品牌。**公司主营业务为口腔护理产品研发、生产与销售，旗下拥有“冷酸灵”、“贝乐乐”等具有较高品牌认知度的自有品牌，产品涵盖成人牙膏、牙刷、电动牙刷、冲牙器及儿童分龄护理产品，致力于为大众提供科学专业、精准高效的口腔健康护理解决方案。公司通过“医研+专研+预护+基础”四大平台产品策略，有效覆盖多样化的消费需求。根据尼尔森，2024 年登康口腔牙膏产品线下市场份额位居行业第三、本土品牌第二，核心品牌“冷酸灵”在抗敏感牙膏细分市场长期稳居领导地位。
- **“渠道+品牌+研发”构筑核心竞争优势。**1) 渠道：构建“全渠全域”立体网络，电商渠道快速发展。公司构建以经销模式、直供模式与电商模式为主的立体化营销体系，形成高效协同发展的多渠道运作模式。具体渠道战略为“精耕分销、强化 KA、电商和新零售并举、拓展新渠道”，通过全链路的数字化管理实现渠道商与消费者数据资产的沉淀，线上线下多渠道协同发展，或驱动消费人群的购物习惯由“到店”迁移至“到店+到家”；2) 品牌：构筑多层次的品牌矩阵，深化品牌分层运营强化用户心智。目前，公司拥有成人基础口腔护理产品、儿童基础口腔护理产品、电动口腔护理产品、口腔医疗与美容护理产品等四大产品矩阵，其中核心品牌“冷酸灵”作为中国抗敏感牙膏细分市场的优质国货品牌，经历三十余载培育建设，已在行业内建立较高的知名度和美誉度。根据公司年报，近三年“冷酸灵”牙膏在抗牙齿敏感领域零售额市场份额达 60%+。从功能定位层面来看，公司推出冷酸灵“专研系列”、“抗敏·修护”系列、“正畸护理”系列等细分产品线，围绕抗敏、美白、脱敏、正畸等高频场景实现针对性覆盖，公司在不同产品线的功能体验、包装视觉及传播语言等维度做出细分差异化区隔，满足多层次人群个性化口腔护理需求，进一步持续提升品牌渗透率；3) 研发：持续加大研发投入力度，构筑“自主创新+协同创新”双通路创新模式。自主创新方面，公司构建 CBR 体系，通过跨职能团队协作与并行开发流程，高效完成从产品概念、研发计划、样品开发到验证、量产与生命周期管理的全过程闭环，有效提升新品研发效率与上市成功率；协同创新方面，公司以产学研医融合为路径，打造开放型协同创新生态链。公司依托国家级博士后科研工作站等知名高校及科研机构，推出包括“7 天专效修护牙膏”等多项标志性成果。整体而言，公司在口腔与医疗专业领域不断开展原创性、突破性研究，持续巩固行业技术领先地位。
- **盈利预测与评级：**预计公司 25-27 年实现营收 18.6/21.9/25.5 亿元，同比增速分别为 19.3%/17.5%/16.5%，实现归母净利润 2.0/2.5/3.0 亿元，同比增速分别为 25.5%/22.0%/20.9%，当前股价对应 PE 分别为 39/32/26 倍。我们选取同为个护公司的百亚股份、润本股份、拉芳家化作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 45 倍，考虑到公司作为国内专业口腔护理品牌，冷酸灵经多年品牌积累，已成功塑造较高品牌壁垒，中高端品类驱动均价上行，驱动综合毛利率持续增长，未来随着公司持续产品创新升级叠加电商渠道加速渗透，或有望进一步打开业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争日益加剧的风险；研发及新产品开发风险；营销网络拓展的风险。

## 盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,376	1,560	1,862	2,188	2,548
同比增长率（%）	4.76%	13.40%	19.33%	17.51%	16.47%
归母净利润（百万元）	141	161	202	247	298
同比增长率（%）	4.97%	14.07%	25.49%	22.03%	20.90%
每股收益（元/股）	0.82	0.94	1.17	1.43	1.73
ROE（%）	10.05%	11.08%	13.51%	15.92%	18.49%
市盈率（P/E）	55.31	48.49	38.64	31.66	26.19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 25-27 年实现营收 18.6/21.9/25.5 亿元，同比增速分别为 19.3%/17.5%/16.5%，实现归母净利润 2.0/2.5/3.0 亿元，同比增速分别为 25.5%/22.0%/20.9%，当前股价对应 PE 分别为 39/32/26 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

1) 成人基础口腔护理产品：作为公司营收基本盘，基于升级迭代功效驱动价格提升叠加线上渠道加速渗透，预计营收实现稳步增长，2025-2027 年成人基础口腔护理产品营收同比 +20%/+18%/+17%；

2) 儿童基础口腔护理产品：作为公司重要业务补充，其产品溢价空间较大，随着公司逐步扩充产品矩阵，预计 2025-2027 年儿童基础口腔护理产品营收同比 +8%/+8%/+8%；

3) 口腔护理品类：基于口腔疾病发病率攀升与健康消费升级的双重驱动下，消费者口腔护理意识，口腔专业护理意识逐步增强，细分人群口腔护理需求趋向精细化、专业化发展，预计 2025-2027 年口腔医疗与美容护理产品等营收同比 +30%/+25%/+18%；预计 2025-2027 年电动口腔护理产品营收同比 +5%/+8%/+8%。

### 投资逻辑要点

我们选取同为个护公司的百亚股份、润本股份、拉芳家化作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 45 倍，考虑到公司作为国内专业口腔护理品牌，冷酸灵经多年品牌积累，已成功塑造较高品牌壁垒，中高端品类驱动均价上行，驱动综合毛利率持续增长，未来随着公司持续产品创新升级叠加电商渠道加速渗透，或有望进一步打开业绩增长空间。

### 核心风险提示

市场竞争日益加剧的风险；研发及新产品开发风险；营销网络拓展的风险。

## 内容目录

1. 国内专业口腔护理品牌，持续拓展多功能赛道 .....	5
2. “渠道+品牌+研发”构筑核心竞争优势 .....	7
2.1. 渠道：构建“全渠全域”立体网络，电商渠道快速发展 .....	7
2.2. 品牌：构筑多层级的品牌矩阵，品牌价值深入人心 .....	8
2.3. 研发：加大研发投入力度，持续领跑业界研发水平 .....	9
3. 盈利预测与评级 .....	11
3.1. 盈利预测 .....	11
3.2. 相对估值 .....	12
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品系列 .....	5
图表 2: 2019-2025Q1 公司营收(亿元)及 yoy .....	6
图表 3: 2019-2025Q1 公司归母净利润(亿元)及 yoy .....	6
图表 4: 2019-2025Q1 公司销售毛利率及销售净利率 .....	6
图表 5: 2019-2025Q1 公司期间费用率情况 .....	6
图表 6: 分产品拆分公司营收(亿元) .....	7
图表 7: 分产品拆分公司毛利率 .....	7
图表 8: 公司按模式拆分公司营收(亿元) .....	8
图表 9: 冷酸灵医研抗敏系列专利 .....	8
图表 10: 冷酸灵口腔医疗器械——牙齿脱敏剂 .....	8
图表 11: 2022-2024 年公司研发人员(人)及研发人员数量占总员工比重 .....	9
图表 12: 2019-2025Q1 研发费用(亿元)及研发费用率情况 .....	9
图表 13: 公司主要在研项目情况 .....	10
图表 14: 分产品拆分公司营收预测(亿元) .....	12
图表 15: 可比公司估值表 .....	12

~

## 1. 国内专业口腔护理品牌，持续拓展多功能赛道

**国内口腔护理行业领先的本土品牌。**公司前身可追溯至 1939 年创建的大来化学制胰厂，2001 年通过股份制改造新设成立，2023 年 4 月在深交所主板上市，主营业务为口腔护理产品研发、生产与销售，旗下拥有“冷酸灵”、“贝乐乐”等具有较高品牌认知度的自有品牌，产品涵盖成人牙膏、牙刷、电动牙刷、冲牙器及儿童分龄护理产品，致力于为广大提供科学专业、精准高效的口腔健康护理解决方案。公司持续推动品牌年轻化、产品高端化，通过“医研+专研+预护+基础”四大平台产品策略，有效覆盖多样化的消费需求。根据尼尔森，2024 年登康口腔牙膏产品线下市场份额位居行业第三、本土品牌第二，核心品牌“冷酸灵”在抗敏感牙膏细分市场长期稳居领导地位。

图表 1：公司主要产品系列

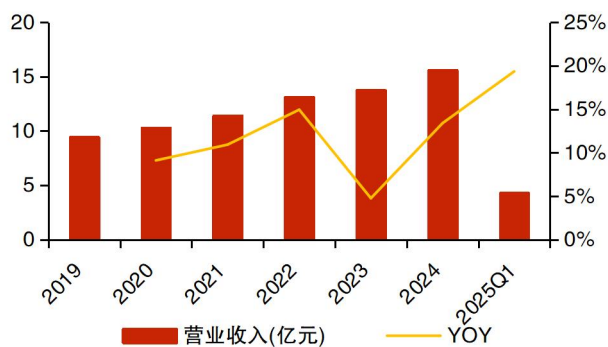
矩阵	种类	产品系列	产品介绍
成人基础 口腔护理	成人牙膏	医研平台	产品搭载 Bioguard 生物活性玻璃技术，7 天修护敏感牙齿受损部位。
		专研平台	产品采用硝酸钾+氯化锶双重抗敏技术，结合益生菌等功能成分复配，满足多效复合需求。
		预护平台	产品添加轻度抗敏成分，聚焦美白、护龈、清新等日常护理，泵式包装创新便捷。
		基础平台	冷酸灵经典抗敏产品，升级一代抗敏技术，涵盖清火、防菌、护龈等多个系列。
	成人牙刷		围绕护敏定位，开发柔软刷丝与高颜值设计，代表产品有猫爪刷、密泡刷等。
儿童基础 口腔护理	儿童牙膏	贝乐乐系列	产品添加冻干益生菌与科学微氟，覆盖 0-12 岁防蛀需求，具分龄配方与趣味设计。
		萌芽系列	产品面向 0-8 岁婴幼儿，主打温和成分与低泡设计，专为口腔生态养护研发。
	儿童牙刷	贝乐乐系列	分龄定制尺寸与刷丝，结合“猫爪刷”“糖果刷”等创意外形提升儿童接受度。
		萌芽系列	产品使用柔软硅胶全包裹刷头，开发硅胶指套、洁牙棉签等婴幼儿专属口腔工具。
电动口腔 护理	电动牙刷	成人电动牙刷	“天地/日月/云海”系列，集成智能模式、温和马达与多种刷头组合，提升护敏体验。
		冲牙器	云海系列便携冲牙器，约 1250 次/分钟高频脉冲，精准清洁齿缝与牙龈沟。
		儿童电动牙刷	产品采用微气泡声波振动技术、柔软刷毛和彩虹灯设计，陪伴小朋友尽享刷牙乐趣
口腔医疗 与美容护 理等产品	口腔医疗器械	牙齿脱敏剂	作为第二类医疗器械，术前术后使用，有效缓解牙本质敏感，适用于医院与家庭脱敏护理场景。
		口腔溃疡含漱液	产品通过物理屏障与伤口保护缓解溃疡疼痛，适用于牙龈炎、口腔术后修复，属二类医疗器械。
	口腔卫生用品	口腔抑菌系列	推出抑菌牙膏、护理喷雾等产品，覆盖日常抗菌、洁齿及口腔防护等多重抑菌需求。
		口腔美容系列	产品主打“7 天白 3 度”溶渍美白贴，添加活氧美白因子，温和亮白牙齿，适配日常与轻医美场景。
	口腔美容与专 业护理用品	正畸护理系列	产品为正畸人群定制弓型牙刷、牙间刷、正畸保护蜡，满足矫治期清洁护理与异物保护需求。
		牙线系列	推出银离子抑菌牙线棒、竹炭深洁牙线，强化齿间清洁力，适用于多年龄段日常使用。
		漱口水系列	针对多人群开发漱口水产品，具备抗菌、清新口气、缓解牙龈问题等多重功能，适配日常口腔管理。

资料来源：公司公告，华源证券研究所



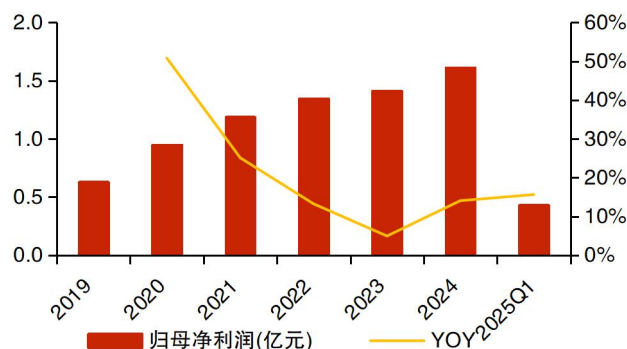
**产品及渠道双轮优化，公司营收与利润稳健增长。**公司推动以牙膏为核心向电动护理、医疗护理、儿童护理等高附加值赛道拓展，同时加快线上电商渠道渗透，驱动盈利能力稳步增长，2019-2024 年，公司营业收入由 9.4 亿元增至 15.6 亿元，CAGR 达 10.6%，同期归母净利润由 0.6 亿元增至 1.6 亿元，CAGR 达 20.7%。2025Q1 公司实现营业收入 4.3 亿元，同比增长 19.4%，实现归母净利润 0.4 亿元，同比增长 15.6%，同期综合毛利率为 55.5%，同比增长 7.1pct，主因高毛利新品占比提升叠加线上结构优化驱动毛利率增长。

图表 2：2019-2025Q1 公司营收(亿元)及 yoy



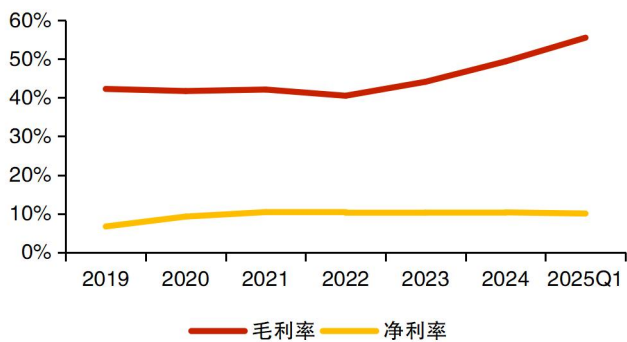
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：2019-2025Q1 公司归母净利润(亿元)及 yoy



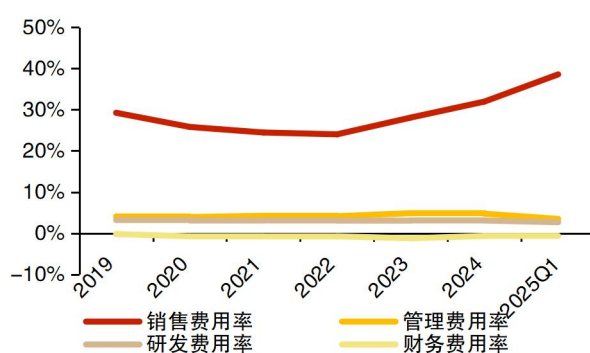
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2019-2025Q1 公司销售毛利率及销售净利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

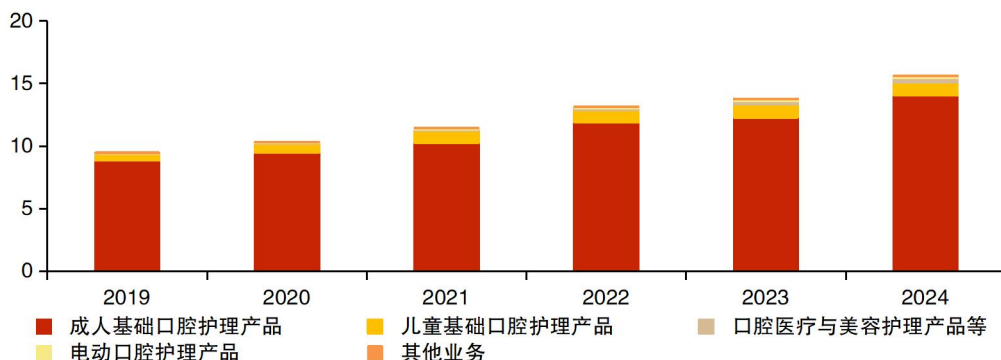
图表 5：2019-2025Q1 公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

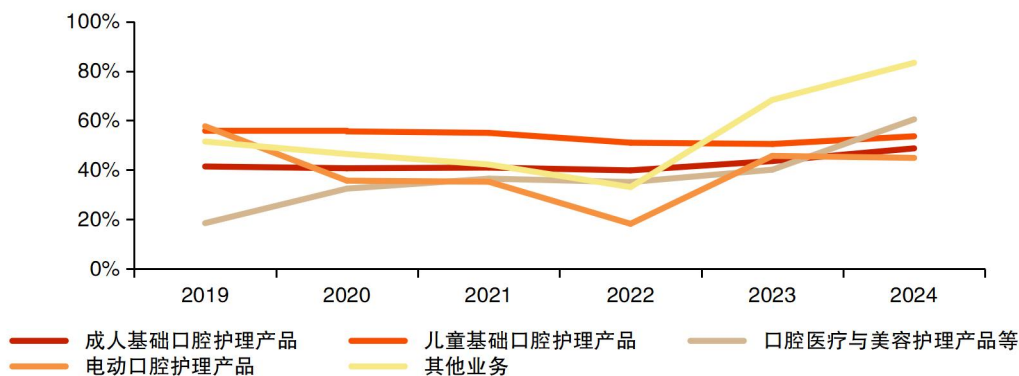
**聚焦成人基础护理主阵地，产品结构优化驱动盈利能力提升。**拆分营收来看，2024 年成人基础口腔护理/儿童基础口腔护理/口腔医疗与美容护理/电动口腔护理/其他业务分别实现营收 14.07/1.03/0.38/0.10/0.02 亿元，分别同比增长 14.5%/-1.9%/+35.5%/-14.3%/+2.6%，成人基础口腔护理构成公司收入基本盘，其营收占比由 2021 年的 89.8%稳步提升至 2024 年的 90.2%。**拆分毛利率来看**，2024 年成人基础口腔护理/儿童基础口腔护理/口腔医疗与美容护理/电动口腔护理/其他业务分别实现毛利 6.86/0.55/0.23/0.04/0.02 亿元，对应毛利率为 48.7%/53.6%/60.5%/44.9%/83.4%。

图表 6：分产品拆分公司营收（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：分产品拆分公司毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2. “渠道+品牌+研发” 构筑核心竞争优势

### 2.1. 渠道：构建“全渠全域”立体网络，电商渠道快速发展

公司构建以经销模式、直供模式与电商模式为主的立体化营销体系，形成高效协同发展的多渠道运作模式。具体渠道战略为“精耕分销、强化 KA、电商和新零售并举、拓展新渠道”，通过全链路的数字化管理实现渠道商与消费者数据资产的沉淀，线上线下多渠道协同发展，或驱动消费人群的购物习惯由“到店”迁移至“到店+到家”。

分模式来看：

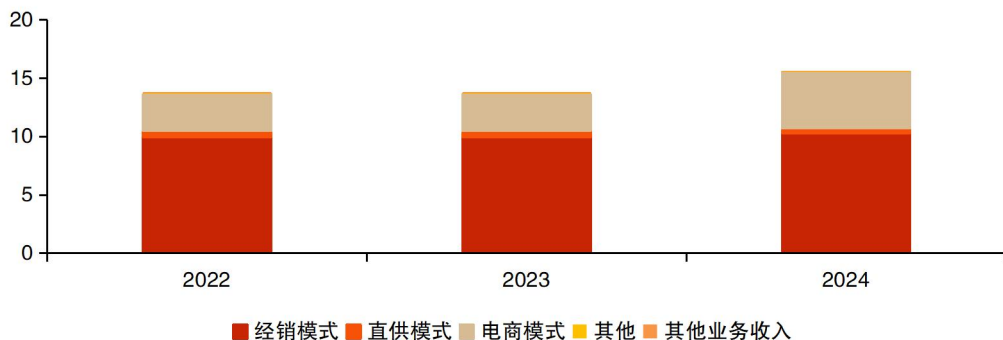
1) **经销模式**：以经销模式覆盖的终端渠道有部分 KA 渠道(涵盖连锁大卖场及连锁商超渠道)、分销渠道(包括中小型超市、社区店、日杂店等)、新零售及特通渠道(涵盖社区团购、母婴店等)。2024 年该模式实现营收 10.32 亿元，同比增长 3.7%，2022-2024 年 CAGR 为 1.8%，贡献营收占比达 66.1%；

2) **电商模式**：基于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，明确品牌定位，以爆品战略优先为导向，构建高质量电商产品矩阵，精细化运营 C 端用户，深度整合平台资源，实现用户资产池积累及“人货场”的有效连接，

提高品牌知名度和渗透度，形成公司第二增长曲线。2024 年电商营收达 4.81 亿元，同比增长 52.0%，2022–2024 年 CAGR 为 23.3%；

**3) 直供模式：**以直供模式覆盖部分 KA 渠道及团购客户，该模式能够提升终端陈列掌控力及价格执行效率。2024 年，直供模式实现营收 0.41 亿元，占比 2.6%。

图表 8：公司按模式拆分营收（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2.2. 品牌：构筑多层级的品牌矩阵，品牌价值深入人心

**构筑多层级的品牌矩阵，深化品牌分层运营强化用户心智。**目前，公司拥有成人基础口腔护理产品、儿童基础口腔护理产品、电动口腔护理产品、口腔医疗与美容护理产品等四大产品矩阵，深化品牌分层运营强化用户心智。其中，公司核心品牌“冷酸灵”作为中国抗敏感牙膏细分市场的优质国货品牌，经历三十余载培育建设，已在行业内建立较高的知名度和美誉度，其坚持“三品三化”战略，突出产品“三品”，增品种、提品质、创品牌，聚焦品牌“三化”，专业化、年轻化及国民化。根据公司年报，近三年“冷酸灵”牙膏在抗牙齿敏感领域零售额市场份额达 60%+，为中国抗敏感牙膏细分市场的优质国货品牌，从功能定位层面来看，公司推出冷酸灵“专研系列”、“抗敏·修护”系列、“正畸护理”系列等细分产品线，围绕抗敏、美白、脱敏、正畸等高关注场景实现针对性覆盖，公司在不同产品线的功能体验、包装视觉及传播语言等维度做出细分差异化区隔，满足多层次人群个性化口腔护理需求，进一步持续提升品牌渗透率。

图表 9：冷酸灵医研抗敏系列专利



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 10：冷酸灵口腔医疗器械——牙齿脱敏剂



资料来源：公司官网，华源证券研究所

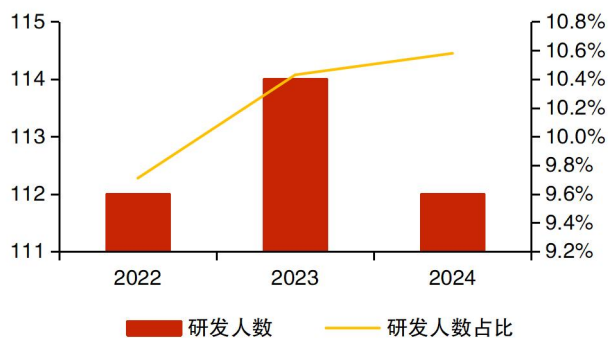


## 2.3. 研发：加大研发投入力度，持续领跑业界研发水平

持续加大研发投入力度，构筑“自主创新+协同创新”双通路创新模式。自主创新方面，公司构建 CBR（Consumer & Business Research）体系，围绕企业战略制定产品战略，明确研发方向与市场机会，并通过跨职能团队协作与并行开发流程，高效完成从产品概念、研发计划、样品开发到验证、量产与生命周期管理的全过程闭环，有效提升新品研发效率与上市成功率；协同创新方面，公司以产学研医融合为路径，打造开放型协同创新生态链。公司依托国家级博士后科研工作站、重庆市博士后科研工作站人才创新基地，联合华中科技大学、四川大学华西口腔医学院、重庆医科大学附属口腔医院、西南大学药学院等知名高校及科研机构，在口腔大健康、牙齿疾病机理、中药现代化等方向展开联合攻关，推出了包括“7 天专效修护牙膏（生物活性玻璃陶瓷技术）”在内的多项标志性成果。

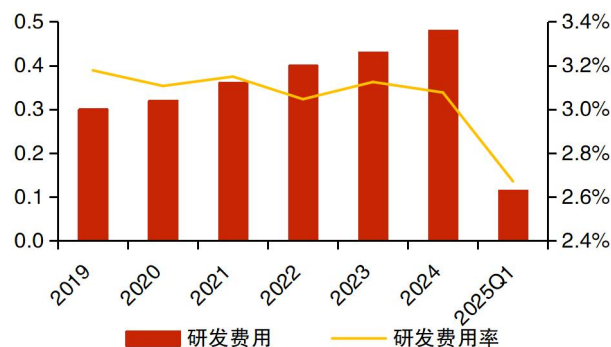
研发投入方面，25Q1 公司研发费用为 0.11 亿元，研发费用率为 2.7%，截至 24 年底，公司已承担国家级和省部级科研项目 58 项，参与 40 余项国家、行业标准的制修订工作，已取得国内授权专利 250 余项，其中发明专利 30 余项，科研技术成果突出。整体而言，公司在口腔与医疗专业领域 不断开展原创性、突破性研究，持续巩固行业技术领先地位。

图表 11：2022-2024 年公司研发人员（人）及研发人员数量占总员工比重



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：2019-2025Q1 研发费用（亿元）及研发费用率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 13：公司主要在研项目情况**

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
抗牙本质敏感机理新维度技术研究	细化和优化抗敏研究体外模型，提升抗敏感研究科研能力，建立新维度抗牙本质敏感功效评价方法	开发阶段	建立新维度的抗牙本质敏感评价方法，为创新抗敏技术赋能	提高核心抗敏系列产品专业化技术竞争力
口腔硬组织修护作用研究	研究酸蚀等作用对于牙体硬组织的强度、组织结构影响，研究生物活性类材料对硬组织相互作用及修护研究	研究阶段	建立牙体硬组织酸蚀和再矿化的基础研究平台，为强化新材料的生物学效应赋能	提高核心医研修护系列产品专业化技术竞争力
面向口腔健康的抗敏生物材料开发研究与产业化	解析新一代抗敏生物的构效关系、设计原则和作用机制，开发具有抗牙本质敏感效果的口腔生物材料及生物合成路径	开发阶段	开发创新生物材料，迭代抗敏技术	培育全新抗敏技术，丰富公司医研系列产品线
地域特色中草药在口腔中抑菌效果研究	建立适合口腔清洁护理用品抑菌效果的评价方法，创新抑菌技术，强化产品抑菌功效	开发阶段	筛选地域特色中草药材对口腔有害菌作用研究，为开发具有高效抑菌效果的中草药口腔清洁护理用品提供研究基础	提高核心抑菌系列产品专业化技术竞争力
抗糖护齿技术及牙膏开发产业化项目	研究抗糖酸的成分的机理及模型，开发抗糖类的新产品	放大与验证阶段	成人抗糖酸牙膏上市	拓展公司功效种类，赋能牙膏品类的可持续发展
新型防龋材料的开发及其在儿童牙膏系列产品开发	提升产品抗糖酸防龋效能，研发新型防龋材料防龋系列儿童牙膏产品	放大与验证阶段	实现新型防龋材料在儿童产品的应用转化，提升儿童牙膏产品抗糖酸防龋效能	建立新型防龋功效技术平台，巩固和加强儿童牙膏技术壁垒
预护平台抗口气功效提升及产品升级	开展相关功效研究及产品配方升级研究	放大与验证阶段	爽系列升级配方上市，赋予预护平台产品全新的口气清新体验	提升预护平台产品竞争能力
口腔护理产品中灭活益生菌技术研究	开展灭活益生菌在口腔护理产品中的定性定量研究	研究阶段	实现灭活益生菌定性检测技术方法成功开发，填补行业空白	益生菌系列产品线拓展，整体盈利能力加强，市场占有率进一步提升
新型智能抑菌新材料的联合开发	研究口腔抑菌新机制新作用靶点，开发具有应用潜力一种新机制的抑菌新材料	论证阶段	开发创新抑菌材料，为创新新技术赋能	提高核心抑菌系列产品专业化技术竞争力
医用牙科脱敏膏研制与开发	研究开发一款抗牙齿敏感效果更优的脱敏产品	放大与验证阶段	聚焦抗敏感核心技术，添加羟基磷灰石等生物材料提升产品抗敏感功效	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，丰富公司第二类口腔医疗器械产品线
口腔溃疡含漱液研制与开发	研究开发一款用于缓解因口腔溃疡、口腔炎症、义齿或手术造成的创面所带来的疼痛的第二类医疗器械产品	放大与验证阶段	通过在溃疡表面或组织创面形成保护层，物理遮蔽创口从而缓解口腔溃疡不适症状	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，丰富公司第二类口腔医疗器械产品线
牙科用毛刷产品开发	开发一款用于在牙齿上涂抹牙科材料的第一类医疗器械，用于口腔专业渠道产品布局	放大与验证阶段	针对不同场景使用需求，设计开发第一类医疗器械牙科用毛刷产品	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，丰富公司第一类口腔医疗器械产品线
剔挖器产品开发	开发一款用于清除牙齿表面牙垢或在口腔治疗过程	放大与验证阶段	针对不同场景使用需求，设计开发第一类医疗器	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，丰富公

	中，对组织或材料进行剔、挖、刮等操作，兼顾日常使用和口腔治疗过程使用，用于口腔专业渠道产品布局		械剔挖器产品	司第一类口腔医疗器械产品线
口腔抑菌膏升级配方研制与开发	研究开发一款配方升级的第二类消毒产品	放大与验证阶段	进一步提升产品抑菌功效	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，丰富公司口腔卫生用品产品线
光感美白牙贴研制与开发	研究开发公司第一款美白牙贴产品，并开展临床试验工作	放大与验证阶段	延伸冷酸灵品牌在“美白”品类布局，为消费者提供牙齿美白的有效解决方案	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，拓展公司口腔美容产品线
智能口腔产品研制	智能化口腔技术开发，并开展临床试验	开发阶段	研究智能口腔领域的自动化、数字化、智能化技术升级	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，丰富公司智能口腔产品线

资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 3. 盈利预测与评级

### 3.1. 盈利预测

#### 关键假设：

1) **成人基础口腔护理产品**：作为公司营收基本盘，基于升级迭代功效驱动价格提升叠加线上渠道加速渗透，预计营收实现稳步增长，2025-2027 年成人基础口腔护理产品营收同比+20%/+18%/+17%；

2) **儿童基础口腔护理产品**：作为公司重要业务补充，其产品溢价空间较大，随着公司逐步扩充产品矩阵，预计 2025-2027 年儿童基础口腔护理产品营收同比+8%/+8%/+8%；

3) **口腔护理品类**：基于口腔疾病发病率攀升与健康消费升级的双重驱动下，消费者口腔护理意识，口腔专业护理意识逐步增强，细分人群口腔护理需求趋向精细化、专业化发展，预计 2025-2027 年口腔医疗与美容护理产品等营收同比+30%/+25%/+18%；预计 2025-2027 年电动口腔护理产品营收同比+5%/+8%/+8%。

**盈利预测**：我们预计公司 2025-2027 年实现营收 18.6/21.9/25.5 亿元，同比增速分别为 19.3%/17.5%/16.5%，实现归母净利润 2.0/2.5/3.0 亿元，同比增速分别为 25.5%/22.0%/20.9%，当前股价对应 PE 分别为 39/32/26 倍。

**图表 14：分产品拆分公司营收预测（亿元）**

时间	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成人基础口腔护理产品</b>				
收入	14.1	16.9	19.9	23.3
yoy	14.5%	20.0%	18.0%	17.0%
毛利率	48.7%	49.2%	49.5%	49.8%
<b>儿童基础口腔护理产品</b>				
收入	1.0	1.1	1.2	1.3
yoy	-1.9%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	53.6%	53.8%	54.0%	54.2%
<b>口腔医疗与美容护理产品等</b>				
收入	0.4	0.5	0.6	0.7
yoy	35.5%	30.0%	25.0%	18.0%
毛利率	60.5%	61.0%	61.5%	62.0%
<b>电动口腔护理产品</b>				
收入	0.1	0.1	0.1	0.1
yoy	-14.3%	5.0%	8.0%	8.0%
毛利率	44.9%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 3.2. 相对估值

我们选取同为个护公司的百亚股份、润本股份、拉芳家化作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 45 倍，考虑到公司作为国内专业口腔护理品牌，冷酸灵经多年品牌积累，已成功塑造较高品牌壁垒，中高端品类驱动均价上行，驱动综合毛利率持续增长，未来随着公司持续产品创新升级叠加电商渠道加速渗透，或有望进一步打开业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表 15：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2025/7/31	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
003006.SZ	百亚股份	25.55	0.88	1.14	1.45	29.03	22.41	17.62	
603193.SH	润本股份	31.89	0.97	1.23	1.53	32.88	25.93	20.84	
603630.SH	拉芳家化	22.10	0.3	0.39	0.49	73.67	56.67	45.10	
平均值						45.19	35.00	27.86	
001328.SZ	登康口腔	45.39	1.17	1.43	1.73	38.64	31.66	26.19	

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价及 eps 为人民币，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，登康口腔盈利预测来自华源证券研究所（截至 2025 年 7 月 31 日收盘价）

## 4. 风险提示

**1) 市场竞争日益加剧的风险：**中国口腔清洁护理用品行业市场环境成熟，可供消费者选择的品牌和品类数量众多，市场化竞争程度较高。若公司在品牌建设、核心技术突破、产品力提升、营销模式创新和客户高水平服务等方面不能持续满足市场需求，可能面临市场份额流失风险；

**2) 研发及新产品开发风险：**公司高度重视技术研发工作，若在新产品研发过程中，公司未能收回新产品的开发、生产及市场培育成本，或因研发周期较长而影响市场拓展先机，可能会对公司的盈利能力造成不利影响；

**2) 营销网络拓展的风险：**若市场消费习惯和渠道发展出现重大变化，但公司的销售模式未根据变化进行相应调整从而满足市场消费需求，将对公司销售业绩的稳定性及持续性造成不利影响。



**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	504	486	503	541
应收票据及账款	37	43	49	57
预付账款	6	7	8	9
其他应收款	4	4	4	4
存货	219	230	254	277
其他流动资产	731	752	764	776
<b>流动资产总计</b>	<b>1,499</b>	<b>1,522</b>	<b>1,582</b>	<b>1,664</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	175	181	203	224
在建工程	32	57	51	46
无形资产	20	27	44	60
长期待摊费用	0	10	10	10
其他非流动资产	239	263	286	306
<b>非流动资产合计</b>	<b>466</b>	<b>538</b>	<b>594</b>	<b>646</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,966</b>	<b>2,060</b>	<b>2,177</b>	<b>2,310</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	148	172	188	208
其他流动负债	303	330	378	428
<b>流动负债合计</b>	<b>451</b>	<b>502</b>	<b>566</b>	<b>636</b>
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	60	60	60	60
<b>非流动负债合计</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
<b>负债合计</b>	<b>511</b>	<b>562</b>	<b>627</b>	<b>696</b>
股本	172	172	172	172
资本公积	997	997	997	997
留存收益	285	328	381	445
归属母公司权益	1,454	1,498	1,550	1,614
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1,454</b>	<b>1,498</b>	<b>1,550</b>	<b>1,614</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,966</b>	<b>2,060</b>	<b>2,177</b>	<b>2,310</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	161	168	211	262
折旧与摊销	21	33	47	51
财务费用	-10	-2	-2	-2
投资损失	-16	-5	-5	-5
营运资金变动	37	20	31	36
其他经营现金流	-12	30	30	30
<b>经营性现金净流量</b>	<b>181</b>	<b>244</b>	<b>313</b>	<b>373</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>41</b>	<b>-104</b>	<b>-104</b>	<b>-102</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-112</b>	<b>-157</b>	<b>-192</b>	<b>-233</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>110</b>	<b>-18</b>	<b>16</b>	<b>38</b>

**利润表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,560	1,862	2,188	2,548
营业成本	790	934	1,092	1,264
税金及附加	10	12	15	17
销售费用	499	586	683	790
管理费用	74	86	98	110
研发费用	48	56	66	76
财务费用	-10	-2	-2	-2
资产减值损失	-6	-6	-7	-8
信用减值损失	1	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	16	5	5	5
公允价值变动损益	7	7	8	9
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	20	21	21	21
<b>营业利润</b>	<b>187</b>	<b>215</b>	<b>264</b>	<b>320</b>
营业外收入	1	5	5	5
营业外支出	1	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>187</b>	<b>220</b>	<b>268</b>	<b>324</b>
所得税	26	18	21	26
<b>净利润</b>	<b>161</b>	<b>202</b>	<b>247</b>	<b>298</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>161</b>	<b>202</b>	<b>247</b>	<b>298</b>
EPS(元)	0.94	1.17	1.43	1.73

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	13.40%	19.33%	17.51%	16.47%
营业利润增长率	26.94%	14.96%	22.51%	21.26%
归母净利润增长率	14.07%	25.49%	22.03%	20.90%
经营现金流增长率	20.09%	34.92%	28.01%	19.31%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	49.37%	49.81%	50.10%	50.38%
净利率	10.33%	10.86%	11.28%	11.71%
ROE	11.08%	13.51%	15.92%	18.49%
ROA	8.20%	9.82%	11.34%	12.92%
<b>估值倍数</b>				
P/E	48.49	38.64	31.66	26.19
P/S	5.01	4.20	3.57	3.07
P/B	5.37	5.22	5.04	4.84
股息率	1.65%	2.04%	2.49%	3.00%
EV/EBITDA	21	26	21	18

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。