

登康口腔 (001328. SZ)

电商渠道持续放量，产品升级迭代驱动毛利率上行

优于大市

核心观点

二季度业绩稳定增长。公司2025H1实现营收8.42亿/yoY+19.72%；归母净利润0.85亿/yoY+17.59%。单Q2营业收入4.11亿/yoY+20.11%；归母净利润0.42亿元/yoY+19.66%，扣非归母净利润同比增长24.02%。公司持续发力电商渠道，并成功打造高毛利大单品，驱动整体业绩量价齐升。

分品类看，成人牙膏作为核心品类，实现营收6.77亿/yoY+23.00%，是增长的主要驱动力，收入占比提升至80.43%。成人牙刷业务保持稳健，实现营收0.83亿/yoY+4.16%。新兴品类表现亮眼，电动牙刷实现营收0.07亿/yoY+37.33%；口腔医疗与美容护理实现营收0.21亿/yoY+54.85%，展现出强劲的增长潜力。儿童口腔护理业务中，儿童牙膏营收同比微增1.15%，儿童牙刷营收同比下滑4.59%。**分渠道看，**2025H1电商及其他渠道实现营收3.25亿元，同比大幅增长81.13%，成为增长核心引擎，收入占比从去年同期的25.53%提升至38.62%。公司积极把握抖音等兴趣电商红利，通过打造“医研”系列等高价值爆品，成功实现线上渠道的快速放量。线下渠道（东、南、西、北四大地区合计）实现营收5.16亿/yoY+1.28%，基本盘保持稳固。

毛利率和销售费用率均有所提升。2025Q2实现毛利率49.57%/10.21%，分别同比+4.22/-0.04pct，以“医研”系列为代表的高毛利产品占比提升带动毛利率上行。费用率方面，销售/管理/研发费用率分别为34.35%/3.30%/3.48%，分别同比+5.85/-1.09/-0.04pct，线上占比提升带动销售费用率上行。营运能力方面，公司2025H1存货周转天数98天，同比减少6天，应收账款周转天数7天，同比减少2天，营运能力较稳定。现金流方面，公司2025Q2经营性现金流净额为0.0亿，去年同期为0.05亿，基本持平。

风险提示：宏观环境风险，研发及新产品开发风险，行业竞争加剧。

投资建议：公司二季度业绩持续保持稳定增长，电商渠道快速扩张成为主要驱动力，同时产品结构不断向高毛利、高价值方向升级，盈利能力稳步提升。公司在渠道拓展和品牌打造方面成效显著，展现出良好的成长性和市场竞争力，长期成长空间值得期待。我们维持2025-2027年归母净利润为2.24/2.86/3.44亿，对应PE为34/27/22x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,376	1,560	2,010	2,444	2,845
(+/-%)	4.8%	13.4%	28.9%	21.6%	16.4%
净利润(百万元)	141	161	224	286	344
(+/-%)	5.0%	14.1%	39.1%	27.4%	20.3%
每股收益(元)	1.09	0.94	1.30	1.66	2.00
EBIT Margin	7.4%	8.9%	11.1%	11.9%	12.5%
净资产收益率(ROE)	10.1%	11.1%	14.9%	18.4%	21.1%
市盈率(PE)	40.5	47.4	34.1	26.7	22.2
EV/EBITDA	54.1	50.8	33.6	26.2	21.9
市净率(PB)	4.07	5.25	5.09	4.90	4.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·个护用品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

44.34元

收盘价

7634/1909百万元

总市值/流通市值

59.44/21.92亿元

52周最高价/最低价

114.24百万元

近3个月日均成交额

44.34元

7634/1909百万元

59.44/21.92亿元

114.24百万元

44.34元

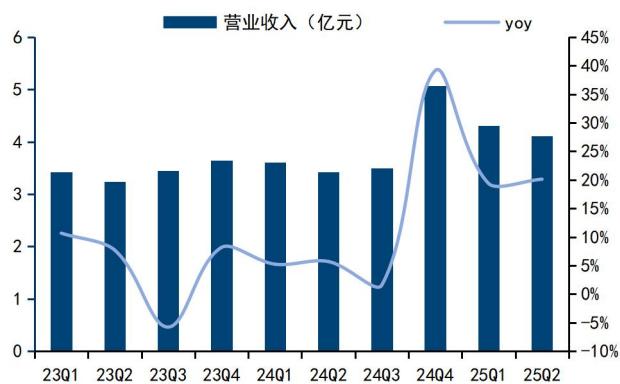
7634/1909百万元

公司2025H1实现营收8.42亿/yoym+19.72%；归母净利润0.85亿/yoym+17.59%；扣非归母净利润0.69亿/yoym+25.67%。单Q2营业收入4.11亿/yoym+20.11%；归母净利润0.42亿元/yoym+19.66%，扣非归母净利润同比增长24.02%。公司持续发力电商渠道，并成功打造高毛利大单品，驱动整体业绩量价齐升。

分品类看，成人牙膏作为核心品类，实现营收6.77亿/yoym+23.00%，是增长的主要驱动力，收入占比提升至80.43%。成人牙刷业务保持稳健，实现营收0.83亿/yoym+4.16%。新兴品类表现亮眼，电动牙刷实现营收0.07亿/yoym+37.33%；口腔医疗与美容护理实现营收0.21亿/yoym+54.85%，展现出强劲的增长潜力。儿童口腔护理业务中，儿童牙膏营收同比微增1.15%，儿童牙刷营收同比下滑4.59%。

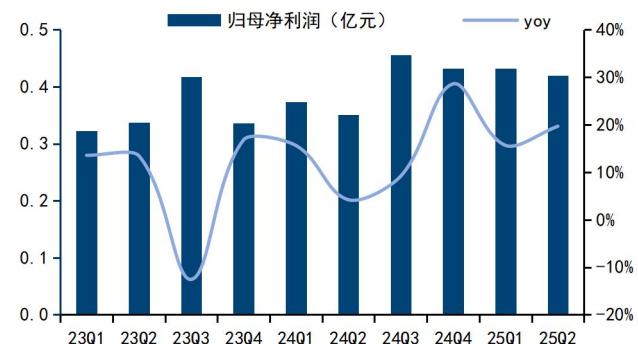
分渠道看，2025H1电商及其他渠道实现营收3.25亿元，同比大幅增长81.13%，成为增长核心引擎，收入占比从去年同期的25.53%提升至38.62%。公司积极把握抖音等兴趣电商红利，通过打造“医研”系列等高价值爆品，成功实现线上渠道的快速放量。线下渠道（东、南、西、北四大地区合计）实现营收5.16亿元，同比微降1.28%，基本盘保持稳固。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

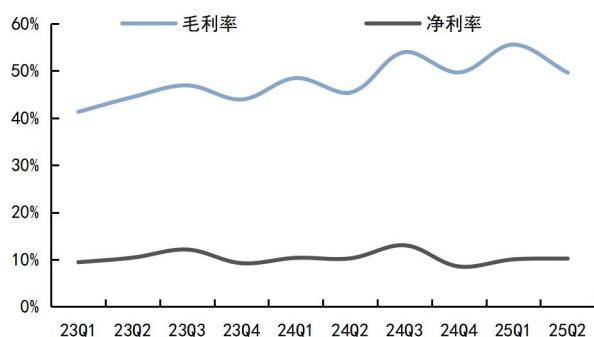
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

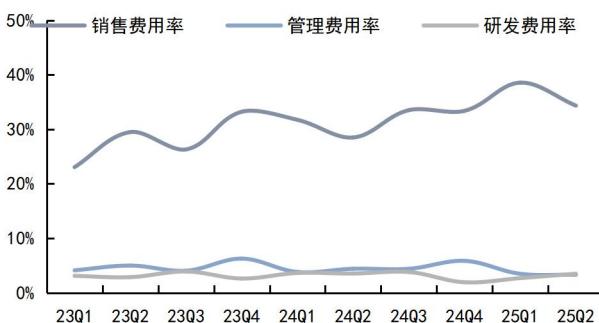
盈利能力方面，2025Q2实现毛利率49.57%/10.21%，分别同比+4.22/-0.04pct，以“医研”系列为代表的高毛利产品占比提升带动毛利率上行。**费用率方面**，销售/管理/研发费用率分别为34.35%/3.30%/3.48%，分别同比+5.85/-1.09/-0.04pct，线上占比提升带动销售费用率上行。

图3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

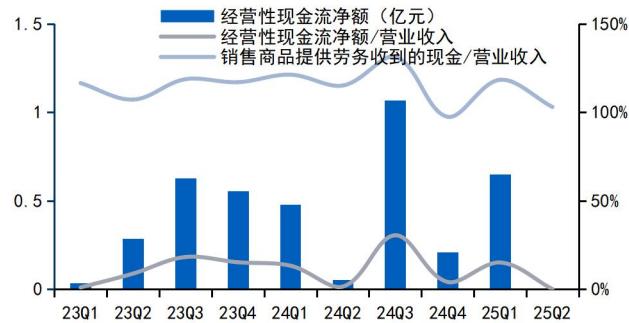
营运能力方面，公司 2025H1 存货周转天数 98 天，同比减少 6 天，应收账款周转天数 7 天，同比减少 2 天，营运能力较稳定。**现金流方面**，公司 2025Q2 经营性现金流净额为 0.0 亿，去年同期为 0.05 亿，基本持平。

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

公司二季度业绩持续保持稳定增长，电商渠道快速扩张成为主要驱动力，同时产品结构不断向高毛利、高价值方向升级，盈利能力稳步提升。公司在渠道拓展和品牌打造方面成效显著，展现出良好的成长性和市场竞争力，长期成长空间值得期待。我们维持 2025-2027 年归母净利润为 2.24/2.86/3.44 亿，对应 PE 为 34/27/22x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-08-25)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级	
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
001328.SZ	登康口腔	44.34	76	0.94	1.30	1.66	2.00	33.93	34.06	26.73	22.21	11.08	0.87	优于大市
003006.SZ	百亚股份	28.48	122	0.67	0.86	1.13	1.46	35.80	33.22	25.31	19.49	19.84	1.19	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	534	504	456	474	531	营业收入	1376	1560	2010	2444	2845
应收款项	47	40	72	85	97	营业成本	769	790	963	1125	1294
存货净额	189	219	241	278	327	营业税金及附加	9	10	13	16	18
其他流动资产	20	6	34	42	48	销售费用	386	499	669	845	993
流动资产合计	1584	1499	1597	1673	1798	管理费用	67	74	80	94	104
固定资产	198	207	247	272	297	研发费用	43	48	61	72	82
无形资产及其他	16	20	19	18	18	财务费用	(17)	(10)	(11)	(11)	(12)
投资性房地产	71	239	239	239	239	投资收益	2	16	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	14	13	7	8	8
资产总计	1869	1966	2102	2202	2352	其他收入	13	9	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	43	2	2	营业利润	147	187	244	312	377
应付款项	150	148	191	223	257	营业外净收支	13	(0)	5	5	5
其他流动负债	245	303	324	391	452	利润总额	161	187	249	317	382
流动负债合计	395	451	558	616	711	所得税费用	20	26	25	32	38
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	68	60	45	30	15	归属于母公司净利润	141	161	224	286	344
长期负债合计	68	60	45	30	15	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	464	511	603	646	727	净利润	141	161	224	286	344
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	2	(1)	0	0
股东权益	1405	1454	1499	1556	1625	折旧摊销	13	21	21	25	28
负债和股东权益总计	1869	1966	2102	2202	2352	公允价值变动损失	(14)	(13)	(7)	(8)	(8)
						财务费用	(17)	(10)	(11)	(11)	(12)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	112	(128)	(34)	26	13
每股收益	1.09	0.94	1.30	1.66	2.00	其它	2	(2)	1	(0)	(0)
每股红利	0.80	0.65	1.04	1.33	1.60	经营活动现金流	252	42	204	328	376
每股净资产	10.88	8.45	8.71	9.04	9.44	资本开支	0	(43)	(52)	(41)	(45)
ROIC	26.50%	23.72%	28%	38%	46%	其它投资现金流	(681)	63	(63)	0	0
ROE	10.05%	11.08%	15%	18%	21%	投资活动现金流	(681)	20	(115)	(41)	(45)
毛利率	44%	49%	52%	54%	55%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	9%	11%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	10%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(103)	(112)	(179)	(228)	(275)
收入增长	5%	13%	29%	22%	16%	其它融资现金流	900	132	43	(41)	0
净利润增长率	5%	14%	39%	27%	20%	融资活动现金流	694	(92)	(137)	(269)	(275)
资产负债率	25%	26%	29%	29%	31%	现金净变动	266	(30)	(48)	18	56
股息率	1.3%	1.5%	2.3%	3.0%	3.6%	货币资金的期初余额	268	534	504	456	474
P/E	40.5	47.4	34.1	26.7	22.2	货币资金的期末余额	534	504	456	474	531
P/B	4.1	5.2	5.1	4.9	4.7	企业自由现金流	0	(27)	137	272	314
EV/EBITDA	54.1	50.8	33.6	26.2	21.9	权益自由现金流	0	105	189	241	326

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032