

登康口腔(001328)

报告日期: 2025年10月28日

主动收缩投入致线上降速, 关注后续投入恢复

——登康口腔 2025Q3 业绩点评报告

投资要点

□ 登康口腔披露 2025Q3 业绩:

2025Q1-3 公司实现营业收入 12.3 亿元, 同比+16.7%, 实现归母净利润 1.4 亿元, 同比+15.2%, 扣非后归母净利润 1.1 亿元, 同比+19.8%; 25Q3 单季公司实现营业收入 3.9 亿元, 同比+10.5%, 实现归母净利润 0.51 亿元, 同比+11.4%, 扣非后归母净利润 0.41 亿元, 同比+11.0%。

□ 主动收缩投入致线上增速放缓, 线下渠道延续稳健表现

分渠道: 我们预计 25Q3 公司线下渠道延续稳健增长表现。同时跟踪久谦及飞瓜数据, 25Q3 公司抖音 GMV 同比-8.1%, 京东 GMV 同比+49.1%, 天猫 GMV 同比+24.1%, 因此综合我们预计公司 25Q3 线上渠道收入同比+19%左右, 环比 25Q2 增速有所放缓。我们认为原因主要为面对抖音平台流量成本攀升、品牌方 ROI 普遍降低的环境, 公司主动收缩抖音投入, 叠加去年同期抖音高基数, 致使 25Q3 抖音同比承压。

□ 收缩抖音投入致使毛利率短期下降, 但净利率提升

毛利率: 2025Q3 公司毛利率为 45.9%, 同比-8.0pct, 环比-3.7pct。25Q3 公司毛利率同环比下滑较多, 我们认为主要受收缩抖音投入后致使公司高毛利率的医研系列销售占比下滑影响。医研系列在抖音平台销售占比最高, 长期可以维持在 60%+水平, 跟踪飞瓜数据, 25Q1-3 医研系列在抖音平台的销售占比分别为 74%、62%、63%, Q2 后医研在抖音的销售占比有所下滑。叠加 25Q3 因收缩投入, 抖音整体同比下滑, 进一步拉低了医研在全渠道的销售占比。我们认为伴随公司未来线上投入恢复以及医研系列在线下渠道加快导入, 公司毛利率仍有望逐步恢复。

净利率: 2025Q3 公司净利率为 13.1%, 同比+0.1pct, 环比+2.9pct。拆分费用率看, 2025Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.5%/ 4.8%/ 3.7%/ -0.7%, 分别同比-8.0/+0.4/-0.1/-0.2pct。受益对抖音的投入收缩, 公司销售费用率同比大幅节降。因此综合影响下, 公司净利率仍有提升。

□ 关注公司未来新品催化+投入恢复, 仍坚定看好公司长期成长

短期看, 公司已于 Q3 上新医研重组蛋白系列叠加 Q4 双十一旺季, 预计对医研抖音占比形成支撑。同时未来公司有望持续推新, 进一步丰富高价值医研系列产品线, 打开产品结构优化空间。同时线下渠道也有望加速导入医研系列产品, 推动线下产品结构升级。我们认为伴随未来新品上市+线上流量成本逐步回归常态, 公司为配合推新和品宣线上投入有望恢复, 驱动公司线上成长修复。长期看, 行业头部品牌格局松动, 给予登康超额成长的空间。我们持续看好公司中长期份额成长。

□ 盈利预测与估值

公司为抗敏牙膏领域绝对龙头, 后续通过产品持续高端化升级及多元化品类布局, 渠道端进一步完善下沉市场布局并切入抖音等势能强劲线上平台, 后续增长潜力充足。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 18.23/ 21.94/ 25.71 亿元, 同比增长 16.83%/ 20.40%/ 17.16%; 归母净利润 1.98/ 2.36/ 2.85 亿元, 同比增长 23.10%/ 19.04%/ 20.83%, 对应当前市值公司 PE 分别为 33/ 28/ 23X, 维持“增持”评级。

投资评级: 增持(维持)

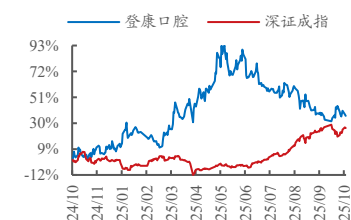
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 褚远熙
 执业证书号: S1230524090009
 chuyuanxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 38.57
总市值(百万元)	6,640.74
总股本(百万股)	172.17

股票走势图



相关报告

- 《线上为核心驱动, 关注后续医研新品催化》 2025.09.01
- 《电商为核心驱动, 产品结构优化助毛利率提升》 2025.04.22
- 《乘格局松动之机崛起, 借单品红利之风起航》 2025.03.20

□ 风险提示

行业竞争加剧、新品研发不及预期、原材料成本大幅波动、销量及价格提升不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,560	1,823	2,194	2,571
(+/-) (%)	13.40%	16.83%	20.40%	17.16%
归母净利润	161	198	236	285
(+/-) (%)	14.07%	23.10%	19.04%	20.83%
每股收益(元)	0.94	1.15	1.37	1.66
P/E	41.20	33.47	28.11	23.27

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,499	1,676	1,845	2,265
现金	504	626	747	1,067
交易性金融资产	731	731	731	731
应收账款	37	80	64	112
其它应收款	4	0	5	1
预付账款	6	12	11	13
存货	219	215	263	308
其他	0	12	23	33
非流动资产	466	559	640	687
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	175	203	210	201
无形资产	20	70	100	115
在建工程	32	47	92	132
其他	239	239	239	239
资产总计	1,966	2,234	2,486	2,952
流动负债	451	521	536	717
短期借款	0	0	0	0
应付款项	148	208	158	268
预收账款	0	0	0	0
其他	303	313	379	449
非流动负债	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0
其他	60	60	60	60
负债合计	511	581	596	777
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,454	1,653	1,889	2,175
负债和股东权益	1,966	2,234	2,486	2,952

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	84	230	218	375
净利润	161	198	236	285
折旧摊销	18	23	23	23
财务费用	(12)	0	0	0
投资损失	(18)	(2)	(3)	(11)
营运资金变动	(29)	12	(37)	76
其它	(37)	(0)	(2)	1
投资活动现金流	41	(108)	(96)	(56)
资本支出	(47)	(110)	(99)	(67)
长期投资	59	0	0	0
其他	28	2	3	11
筹资活动现金流	(112)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(112)	0	0	0
现金净增加额	110	122	121	320

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,560	1,823	2,194	2,571
营业成本	790	886	1,056	1,230
营业税金及附加	10	12	15	17
营业费用	499	583	713	836
管理费用	74	86	106	122
研发费用	48	65	79	95
财务费用	(10)	(13)	(16)	(19)
资产减值损失	(6)	(4)	(4)	(5)
公允价值变动损益	7	0	0	0
投资净收益	16	2	3	11
其他经营收益	20	24	29	31
营业利润	187	225	268	327
营业外收支	(0)	5	6	3
利润总额	187	230	274	331
所得税	26	32	38	45
净利润	161	198	236	285
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	161	198	236	285
EBITDA	175	237	277	325
EPS (最新摊薄)	0.94	1.15	1.37	1.66

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	13.40%	16.83%	20.40%	17.16%
营业利润	26.94%	20.41%	18.88%	22.22%
归属母公司净利润	14.07%	23.10%	19.04%	20.83%
获利能力				
毛利率	49.37%	51.37%	51.87%	52.17%
净利率	10.33%	10.89%	10.76%	11.10%
ROE	11.08%	12.00%	12.50%	13.13%
ROIC	9.16%	11.20%	11.57%	11.98%
偿债能力				
资产负债率	26.00%	26.02%	24.00%	26.34%
净负债比率	-34.65%	-37.89%	-39.56%	-49.07%
流动比率	3.33	3.22	3.44	3.16
速动比率	2.83	2.76	2.89	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.87	0.93	0.95
应收账款周转率	54.95	42.35	39.90	37.72
应付账款周转率	5.29	4.98	5.78	5.78
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.15	1.37	1.66
每股经营现金	0.49	1.34	1.26	2.18
每股净资产	8.45	9.60	10.97	12.63
估值比率				
P/E	41.20	33.47	28.11	23.27
P/B	4.57	4.02	3.52	3.05
EV/EBITDA	28.29	25.36	21.30	17.14

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>