

登康口腔 (001328.SZ) 抗敏感龙头，产品升级、渠道拓展驱动业绩稳增长

2026年06月10日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

郭彬（分析师）

吕明（分析师）

guobin@kysec.cn

lvming@kysec.cn

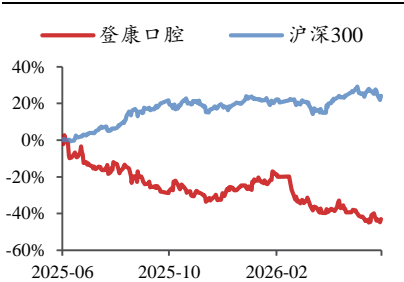
证书编号：S0790525090002

证书编号：S0790520030002

日期	2026/6/9
当前股价(元)	29.05
一年最高最低(元)	54.68/27.52
总市值(亿元)	50.02
流通市值(亿元)	46.98
总股本(亿股)	1.72
流通股本(亿股)	1.62
近3个月换手率(%)	54.06

● 抗敏感龙头，产品、渠道双轮驱动业绩稳增长，首次覆盖给予“买入”评级
登康口腔是国内口腔护理抗敏感赛道龙头，主营口腔护理用品的研发、生产与销售。当前国内口腔护理市场增长稳健、格局稳定，本土品牌份额持续提升，公司作为抗敏感领域领军企业，旗下冷酸灵牙膏细分市场市占率超60%，龙头地位稳固。未来公司将在巩固抗敏感基本盘的基础上，持续推进中高端产品布局与新品类开拓，并打破品类边界、延伸产品矩阵，向美白等细分功能延伸，布局全品类个护赛道，由细分龙头向综合个护龙头升级；渠道端则通过空白区域与高线城市渗透、线上渠道持续高增打开增长空间。长期来看公司有望从个护品牌龙头向产业链上下游延伸，打造个护日化全产业链龙头企业。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为2.17/2.60/3.09亿元，对应EPS为1.26/1.51/1.79元，当前股价对应PE为23.0/19.3/16.2倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

股价走势图



数据来源：聚源、开源证券研究所

● 产品增长点：基本盘牙膏增强中高端布局，加强新品类开拓
公司以成人基础口腔护理为核心基本盘，2025年成人牙膏收入13.80亿元，占总营收80.45%，核心基本盘稳固。公司依托行业领先的研发体系，建立国内首家抗牙齿敏感研究中心，2021-2025年研发费用率稳定在3.0%左右，2026Q1为2.65%，稳居可比公司前列，累计取得270余项国内授权专利，形成成熟的“线上投流验证+线下全渠道放量”大单品打造路径。核心双重抗敏感系列筑牢品牌与渠道基本盘，2024年推出的7天修护抗敏感牙膏成为中高端标杆爆款，2025年新推角蛋白修护牙膏进一步突破高端价格带，2026年已成长为核心爆品，成功切入外资头部品牌核心定价区间。当前公司整体产品均价仍显著低于行业头部品牌，未来随着高端大单品收入占比持续提升，产品结构优化将拉动公司整体均价与盈利能力上行。

● 渠道增长点：高线城市和部分区域仍有渗透空间，电商有望维持高增长
未来公司渠道增长将由线下空白开拓与线上高增双轮驱动。线下渠道方面，一二线高线城市高端网点渗透率仍有较大空白，可依托7天修护、角蛋白修护等高端大单品突破终端、渗透品牌高端心智；同时华北、华南及东北等弱势区域渠道覆盖不足，可复制西部、东部成熟运营模式深化全层级覆盖，释放区域增长潜力。线上渠道方面，电商已成为公司营收核心增长引擎，2021-2025年电商收入CAGR达40.7%，2025年全年实现收入5.88亿元，同比增长22.3%，占比提升至34.3%。同时渠道质量持续优化，2025年电商毛利率提升3.3个百分点，费用占比回落至39.7%，费效比显著改善，主要得益于高端产品线上占比持续提升，带动渠道毛利率同比提升6.4个百分点。面对2025年行业投流内卷的短期扰动，公司投流节奏稳健且与新品推广高度契合，有效规避无效投放，增长韧性凸显，后续随高端新品落地，电商有望延续稳健增长，收入占比进一步提升。

● 风险提示：市场竞争加剧、渠道拓展不及预期、原材料价格大幅波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,560	1,716	1,994	2,292	2,607
YOY(%)	13.4	10.0	16.2	15.0	13.7
归母净利润(百万元)	161	181	217	260	309
YOY(%)	14.1	12.3	20.0	19.5	19.0
毛利率(%)	49.4	52.2	52.2	52.9	53.7
净利率(%)	10.3	10.6	10.9	11.3	11.9
ROE(%)	11.1	12.0	13.8	15.2	16.3
EPS(摊薄/元)	0.94	1.05	1.26	1.51	1.79
P/E(倍)	31.0	27.6	23.0	19.3	16.2
P/B(倍)	3.4	3.3	3.2	2.9	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 抗敏感龙头、国内知名专业口腔护理企业.....	4
1.1、 发展历程：深耕口腔抗敏感多年，成长为国内专业口腔护理企业.....	4
1.2、 营收净利整体稳健增长，电商驱动盈利提升，运营效率持续改善.....	5
1.3、 股权结构集中，重庆国资委为实控人，股权激励绑定核心人员利益.....	12
2、 行业：国内口腔护理市场稳健增长，品牌集中度高.....	12
2.1、 行业规模：全球口腔护理市场稳健扩容.....	12
2.2、 行业空间：口腔患者基数大但人均消费低，成长空间较大.....	16
2.3、 竞争格局：行业集中度高，本土品牌表现亮眼.....	16
3、 增长点：产品中高端布局+外延新品类，渠道线下加强空白渗透+线上维持高增.....	18
3.1、 产品增长点：基本盘牙膏增强中高端布局，加强新品类开拓.....	18
3.2、 渠道增长点：线下高线城市和部分区域仍有渗透空间，线上有望维持高增长.....	21
4、 盈利预测和投资建议.....	23
4.1、 关键假设.....	23
4.2、 相对估值.....	25
5、 风险提示.....	26
附：财务预测摘要.....	27

图表目录

图 1： 深耕口腔抗敏感多年，成长为国内专业口腔护理企业.....	5
图 2： 2026Q1 公司实现营收 4.95 亿元（+15.1%）.....	5
图 3： 2026Q1 公司实现归母净利润 0.52 亿元（+20.0%）.....	5
图 4： 2025 年成人牙膏收入同比上升 10.7%.....	6
图 5： 2025 年儿童牙膏收入同比上升 8.8%.....	6
图 6： 2026Q1 公司销售毛利率高达 52.6%（-2.9 pct）.....	7
图 7： 2026Q1 公司期间费用率为 41.0%（-3.1 pct）.....	7
图 8： 2025 年电商模式实现收入 6.42 亿元（+22.2%）.....	8
图 9： 2025 年东部地区实现收入 2.47 亿元（+8.3%）.....	8
图 10： 2026Q1 经营现金流净额为 0.54 亿元（-17.1%）.....	8
图 11： 2026Q1 筹资现金流净额为 0.13 亿元.....	8
图 12： 2026Q1 公司期末现金及现金等价物为 1.13 亿元（-59.5%）.....	9
图 13： 2026Q1 应收账款周转天数同比下降 0.12 天.....	10
图 14： 2026Q1 应收账款周转率为 15.4%（+0.3 pct）.....	10
图 15： 2026Q1 存货周转天数同比下降 37.2 天.....	10
图 16： 2026Q1 存货周转率为 1.3%（+0.4 pct）.....	10
图 17： 公司产品多元化，主要分为四大类.....	11
图 18： 截至 2026Q1，公司股权结构集中，重庆国资委为实控人.....	12
图 19： 2024 年全球口腔护理市场规模为 532.5 亿美元.....	13
图 20： 2024 年中国口腔护理市场规模 429.41 亿元.....	13
图 21： 2026 年牙膏、电动牙刷在中国口腔护理用品市场中分别占 45.0%/20.0%.....	14
图 22： 渠道结构上，2024 年电商为口腔护理用品最主要销售渠道.....	14
图 23： 2024 上半年，牙龈护理在我国线下渠道占比 29.0%.....	15

图 24: 2025 年线下渠道抗敏感牙膏市场份额达 13.83%	15
图 25: 2024 年中国口腔患者人数达 7.18 亿人.....	16
图 26: 2025 年中国口腔护理人均消费为 42 元.....	16
图 27: 2024 年中国口腔市场品牌 CR5 为 45.3%.....	17
图 28: 2024 年云南白药口腔品牌在中国市占率达 13.1%	17
图 29: 2025Q2 牙膏品牌线下 CR5 为 58.8%.....	17
图 30: 2023 年牙刷品牌线上 CR5 为 29.4%.....	17
图 31: 冷酸灵牙膏线下销售份额稳定在 60%以上	18
图 32: 2024H1 冷酸灵牙刷线下销售额市场占比 5.64%	18
图 33: 2025 年公司牙膏出厂均价为 3.58 元/支	20
表 1: 2026Q1 登康口腔研发费用率高达 2.65%，稳居可比公司前列.....	19
表 2: 冷酸灵角蛋白修护牙膏单克单价约 0.45-0.50 元	19
表 3: 冷酸灵单支高端产品价格带在 35-50 元左右	21
表 4: 2025 年公司电商渠道毛利率高达 60.33%	23
表 5: 我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 19.94/22.92/26.07 亿元，分别同比+16.2%/15.0%/13.7%	24
表 6: 2026E 登康口腔 PE 为 23.9 倍，高于可比公司均值 16.9 倍.....	25

1、抗敏感龙头、国内知名专业口腔护理企业

登康口腔是中国口腔护理行业极具影响力的专业龙头企业，前身为重庆牙膏厂，发展历史可追溯至1939年，于2001年成立，2023年4月成功登陆深交所主板，主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售，并拥有国家级高新技术企业和重庆老字号，公司专注于口腔护理用品的研发、生产与销售，核心品牌“冷酸灵”深耕抗敏感细分赛道三十余年，以约60%的市场份额稳居行业第一，旗下产品矩阵覆盖牙膏、牙刷、漱口水、电动口腔护理用品及口腔医疗器械等全品类，通过线上线下融合的全渠道网络，为消费者提供多元化口腔健康解决方案，同时凭借持续的技术创新与品牌沉淀，成为国货口腔护理领域的标杆企业。

1.1、发展历程：深耕口腔抗敏感多年，成长为国内专业口腔护理企业

根据公司产品、品牌和渠道的不断完善，我们将公司发展分为三个阶段：

(1) 成立前身 (1939-2000年)：公司的发展历程可追溯到1939年的“大来化学制胰厂”。1956年由大来制皂厂、大成制皂厂、中华制皂厂公私合营而成“重庆大来肥皂厂”，后更名为“重庆大来化工厂”。1959年在重庆大来化工厂建成牙膏车间，生产出了第一代皂胚型“东风”牌和“巨龙”牌牙膏。1964年经中国轻工部批准成立为西南地区定点的第一家专业牙膏厂“重庆江北牙膏厂”，后更名为“重庆牙膏厂”。1987年冷酸灵脱敏牙膏正式上市，标志着“冷酸灵”的诞生。

(2) 成立后进入稳健发展期 (2001-2012年)：2001年12月，通过股份制改造，正式挂牌成立了重庆登康口腔护理用品股份有限公司。2002年荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定。2009年公司成立了冷酸灵抗牙齿敏感研究中心。2012年登康口腔相继通过了ISO9001、ISO14000、OHSAS18000三标一体化认证，成为行业内率先通过三标一体化认证的企业之一。

(3) 快速发展期 (2013至今)：2013年公司制定了“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，随后公司又制定了以“四梁八柱”为主体的业务规划和实施路径。2016年公司开始构建以ERP系统为核心，CRM系统为龙头，OA系统为支撑，SHR、大数据平台等系统为辅助的“互联网+产业链”数字化运营平台，为公司实施数字化转型升级奠定了坚实基础。2020年公司通过在重庆联合产权交易所公开挂牌增资引入了战略投资者，并实施了核心骨干员工持股，标志着混合所有制改革圆满完成。2021年4月公司成功获得第二类医疗器械生产许可证，标志着公司正式具备了自主生产牙齿脱敏剂的资质与能力。2023年4月公司在深交所主板市场成功上市。

图1：深耕口腔抗敏感多年，成长为国内专业口腔护理企业

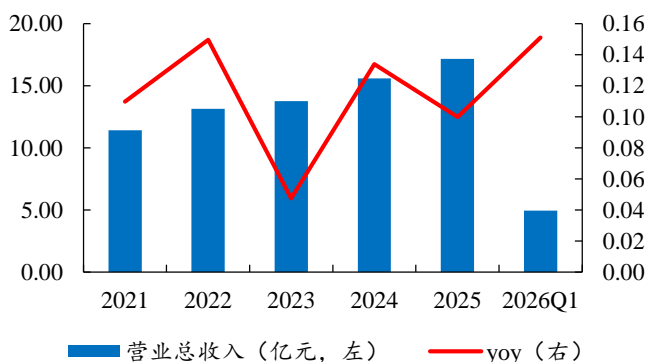
发展初期 (1939年-2000年)	快速发展期 (2001年-2012年)	全面发展期 (2013年-至今)
<ul style="list-style-type: none"> 1939年大来化学制胰厂成立 1956年由三厂公私合营形成重庆大来肥皂厂(后更名为“重庆大来化工厂”) 1959年生产出了第一代皂胚型“东风”牌和“巨龙”牌牙膏 1964年经中国轻工部批准成立为西南地区定点的第一家专业牙膏厂“重庆江北牙膏厂” 1987年冷酸灵脱敏牙膏正式上市，“冷酸灵”诞生 	<ul style="list-style-type: none"> 2001年通过股份制改造，正式挂牌成立了重庆登康口腔护理用品股份有限公司 2002年荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定 2008年完成了厂区迁建，搬迁至江北区海尔路389号 2009年成立了冷酸灵抗牙齿敏感研究中心 2012年成为行业内率先通过三标体化认证的企业之一 	<ul style="list-style-type: none"> 2013年制定了“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，以“四梁八柱”为主体的业务规划和实施路径 2016年开始构建“互联网+产业链”数字化运营平台，为数字化转型升级奠基 2020年混合所有制改革完成 2021年正式具备自主生产牙齿脱敏剂的资质与能力 2023年4月成功登陆深交所主板市场

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、营收净利整体稳健增长，电商驱动盈利提升，运营效率持续改善

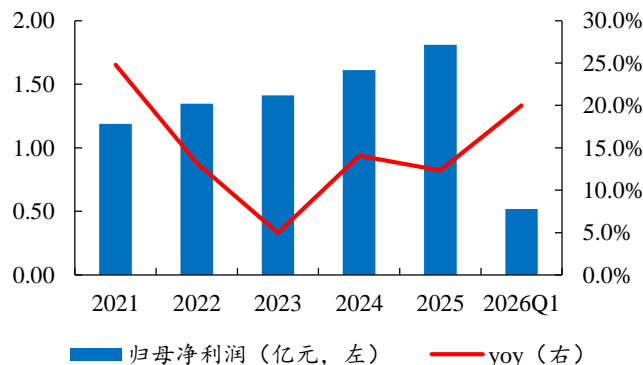
2021-2025 年营收净利稳增，2022-2023 年阶段性波动。2021-2025 年，公司营收从 11.43 亿元上升至 17.16 亿元，期间 CAGR 达 10.7%。2023 年公司营收同比仅增长 4.8%，主要系口腔护理行业整体增长乏力、公司线下渠道占比偏高且线上新兴渠道适配滞后，叠加头部品牌促销挤压市场份额所致。2024 年公司渠道优化与品类调整成效逐步兑现，营收重回双位数增长区间，同比提升 13.4% 至 15.60 亿元；2025 年增长态势持续巩固，全年营收同比增长 10.0%，经营规模稳步扩张。2021-2025 年，归母净利润从 1.19 亿元增长至 1.81 亿元，CAGR 为 11.1%，整体呈现稳健增长态势；扣非归母净利润从 0.97 亿元上升至 1.55 亿元，CAGR 为 12.4%。2026 年第一季度，公司实现营收 4.95 亿元（同比+15.1%，下同）；实现归母净利润 0.52 亿元（+20.0%）。

图2：2026Q1 公司实现营收 4.95 亿元（+15.1%）



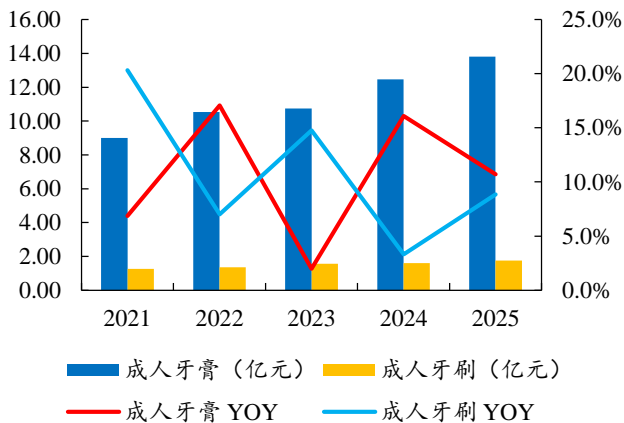
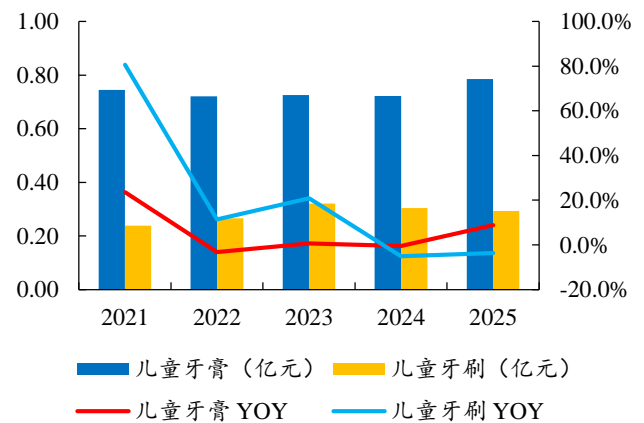
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2026Q1 公司实现归母净利润 0.52 亿元（+20.0%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

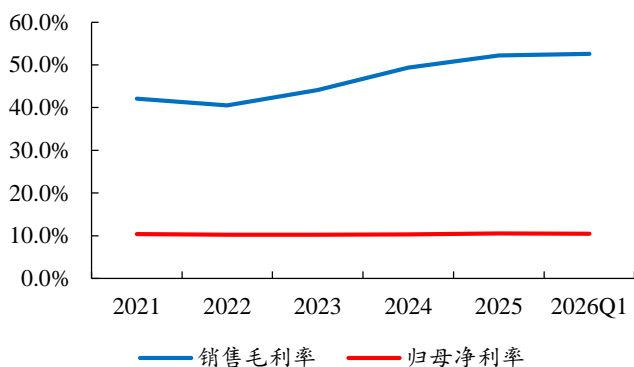
2021-2025 年公司基础口腔护理业务表现亮眼，2025 年全年延续稳健增长态势。产品主要分为四大类，分别是成人基础口腔护理产品（成人牙膏、牙刷）、儿童基础口腔护理产品（儿童牙膏、牙刷）、电动口腔护理产品（成人和儿童电动牙刷）、口腔医疗与美容产品（牙齿脱敏剂、牙线、漱口水、口喷等），2025 年收入占比分别为 90.64%、6.29%、0.84%、2.14%。2025 年成人口腔护理品类实现收入 15.55 亿元，2021-2025 年期间 CAGR 11.0%，主要系成人牙膏高端化升级持续驱动，其中 2025 年成人牙膏产品实现收入 13.80 亿元，同比增长 52.8%，毛利率达 52.8%；成人牙刷产品实现收入 1.75 亿元，同比增长 8.8%，毛利率达 44.1%；2025 年儿童口腔护理品类实现收入 1.08 亿元，2021-2025 年期间 CAGR 2.3%，其中儿童牙膏实现收入 0.79 亿元，同比增长 8.8%；儿童牙刷实现收入 0.29 亿元，同比下滑 3.6%，主要系儿童口腔护理赛道市场竞争加剧，细分品类份额出现结构性分流。

图4：2025 年成人牙膏收入同比上升 10.7%

图5：2025 年儿童牙膏收入同比上升 8.8%


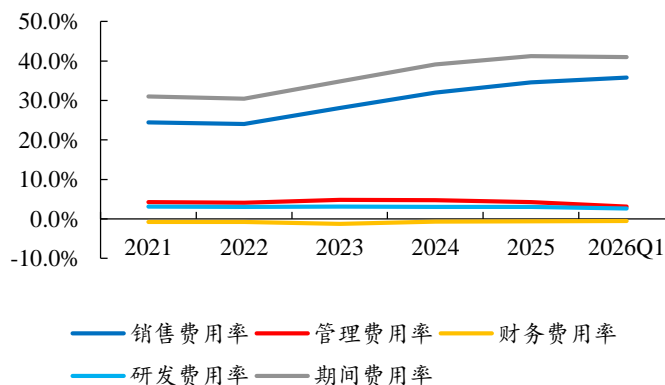
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

近年来，公司销售毛利率大幅提升，归母净利率保持稳定。2021 至 2025 年，公司销售毛利率累计上升 10.1 pct，受益于医研系列等高端高毛利产品销售占比持续提升，叠加电商渠道高毛利产品放量形成双重驱动。毛利率稳步抬升的背景下，归母净利率长期稳定在 10% 左右水平。核心原因在于期间费用率持续上行，对盈利增量形成明显对冲。其中销售费用率从 2021 年的 24.5% 提升至 2025 年的 34.5%，增长幅度显著，主要系公司持续推广医研系列高端产品，拓展抖音等电商新渠道，持续深化线下县域终端覆盖，不断加大品牌营销与渠道建设相关投入。2025 年，公司销售毛利率 52.2%，同比提升 2.9 pct；归母净利率 10.6%，同比提升 0.2 pct；期间费用率 41.2%，同比增加 2.1 pct。2026 年第一季度，公司实现销售毛利率 52.6%，同比下滑 2.9 pct；归母净利率 10.5%，同比上升 0.4 pct。费用端方面，2026Q1 期间费用率 41.0%，同比下滑 3.1 pct。结构层面，当期销售费用率同比下滑 2.8 pct 至 35.8%，管理费用率 3.1%，同比回落 0.3 pct，研发费用率 2.7%，同比保持平稳，财务费用率同比上升 0.1 pct 至 -0.6%，整体费用结构呈现优化态势。

图6：2026Q1 公司销售毛利率高达 52.6% (-2.9 pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

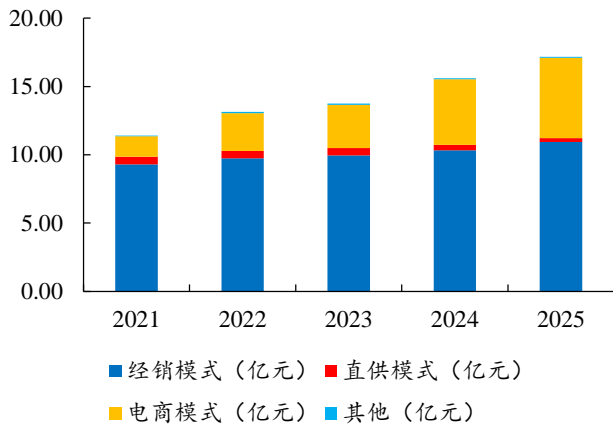
图7：2026Q1 公司期间费用率为 41.0% (-3.1 pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

经销稳增电商高增，2025 年登康口腔全渠道实现营业总收入 17.16 亿元，同比增长 10.0%，2021-2025 年 CAGR 达 10.8%，渠道结构持续优化，形成“经销稳盘、电商领跑、直供收缩”的清晰格局。其中，经销模式为公司核心基本盘，2025 年实现收入 10.93 亿元，同比增长 5.9%，2021-2025 年 CAGR 为 4.1%，在行业线下渠道整体承压的背景下实现逆势稳健增长，始终为公司第一大收入来源，核心驱动力为公司“精耕分销、强化 KA”的线下策略，依托成熟经销商网络深化终端动销，稳固了线下市场份额。电商模式为核心增长引擎，2025 年实现收入 5.88 亿元，同比增长 22.3%，增速远超整体营收水平，2021-2025 年 CAGR 高达 40.7%，收入占比提升至 34.3%，主要系公司深化中心电商 + 兴趣电商双平台布局，落地爆品孵化战略，抖音等新兴渠道放量带动线上规模快速扩容。直供模式持续收缩，2025 年实现收入 0.28 亿元，同比下降 31.1%，2021-2025 年 CAGR 为 -15.0%，核心原因是公司主动优化渠道结构，缩减低效直供业务，聚焦资源发力核心高增长渠道。其他渠道规模较小，对整体营收无显著影响。

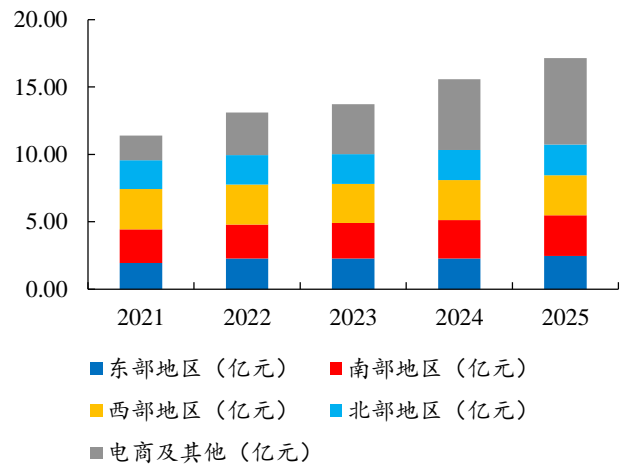
线下渠道以西部、南部为核心优势区域。线下四大区域中，东部地区 2025 年实现收入 2.47 亿元，同比增长 8.3%，2021-2025 年 CAGR 为 6.1%，为线下区域中增速最快的板块，依托华东市场强劲的消费升级需求，持续深化区域渠道下沉与终端覆盖，实现规模稳步扩容。南部地区 2025 年实现收入 3.00 亿元，同比增长 5.2%，2021-2025 年 CAGR 为 4.7%，作为公司线下核心优势区域，依托华南成熟的经销网络与扎实的消费基础，保持稳健增长态势。北部地区 2025 年实现收入 2.27 亿元，同比增长 2.2%，2021-2025 年 CAGR 为 1.4%，区域市场持续精耕细作，规模保持平稳抬升。西部地区 2025 年实现收入 2.98 亿元，同比增长 0.4%，区域市场保持规模稳定，收入占比同比下滑 1.6 pct 至 17.4%，主要系公司全国化布局持续推进、线上渠道全国化渗透提速所致。电商及其他板块跃升为公司第一大收入来源，2025 年实现收入 6.42 亿元，同比增长 22.2%，2021-2025 年 CAGR 高达 36.8%，收入占比从 2021 年的 16.1% 大幅提升至 2025 年的 37.4%，凭借线上渠道的全国化渗透能力，持续拓宽市场覆盖边界，成为驱动公司整体收入增长的绝对核心。

图8: 2025 年电商模式实现收入 6.42 亿元 (+22.2%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

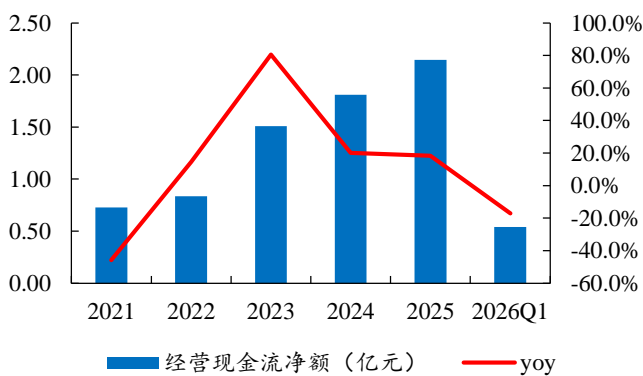
图9: 2025 年东部地区实现收入 2.47 亿元 (+8.3%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

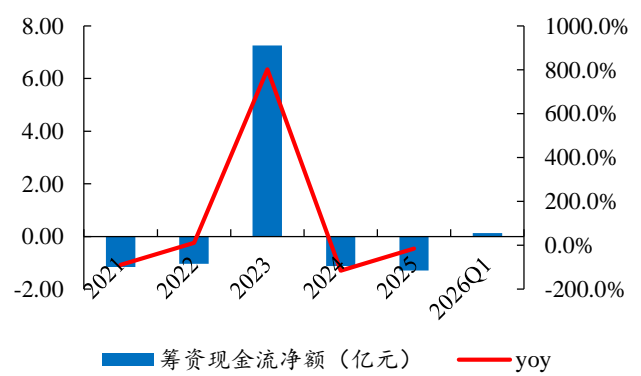
经营性现金流净额呈复苏增长趋势，筹资现金流净额呈阶段性波动。经营活动方面，2021 年受渠道调整影响，公司经营现金流净额同比下滑 45.9% 至 0.73 亿元，2022 年起进入持续增长通道，2022-2025 年连续四年实现正增长，规模从 0.84 亿元稳步攀升至 2.14 亿元。2025 年经营现金流净额同比增长 0.33 亿元，核心系营收增长带动销售回款同步增加，主业现金转化效率持续提升，为业务拓展提供了坚实的内生资金支撑。筹资活动层面，2021-2022 年公司筹资现金流持续净流出；2023 年受 IPO 募集资金到账带动，净额大幅转正至 7.25 亿元；2024-2025 年回归净流出状态，2025 年净额 -1.29 亿元，同比下降 15.4%，主要系公司提升股东回报、加大现金分红所致，变动完全贴合公司长期发展规划，未影响整体资金安全。2026Q1 公司现金流整体运行平稳，经营现金流净额 0.54 亿元，受春节假期结算节奏影响同比回落 17.1%；筹资现金流净额 0.13 亿元，核心系专项资金计入资本公积带来增量流入，为全年业务布局提供了资金保障，整体资金链保持稳健安全。

图10: 2026Q1 经营现金流净额为 0.54 亿元 (-17.1%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

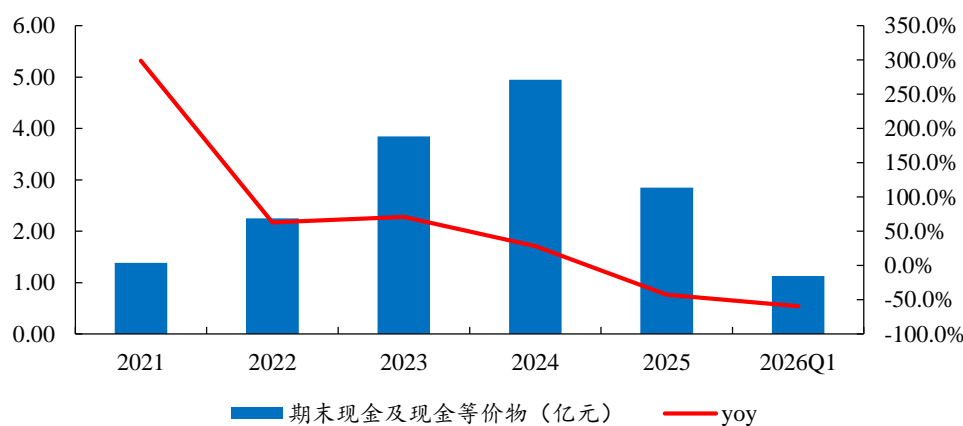
图11: 2026Q1 筹资现金流净额为 0.13 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司期末现金及现金等价物整体呈稳健增长态势。2021-2024 年，公司现金及等价物规模持续走高，从 2021 年的 1.38 亿元增长至 2024 年的 4.95 亿元，连续四年保持高增长，核心源于主业经营回款能力稳步提升，叠加 2023 年 IPO 募集资金到账，持续筑牢资金安全垫。2025 年末余额 2.85 亿元，同比下降 42.4%，主要系公司主动优化资金配置、加大股东现金分红力度所致，当期经营现金流仍保持稳健增长，主业造血能力稳固，现有储备可充分覆盖日常经营与核心业务拓展需求。2026Q1 公司期末现金及等价物余额 1.13 亿元，同比下降 59.5%，主因春节周期结算节奏差异及经营前置资金投放影响，当期筹资端专项资金入账带来增量现金流入，公司整体资金链始终保持稳健安全。

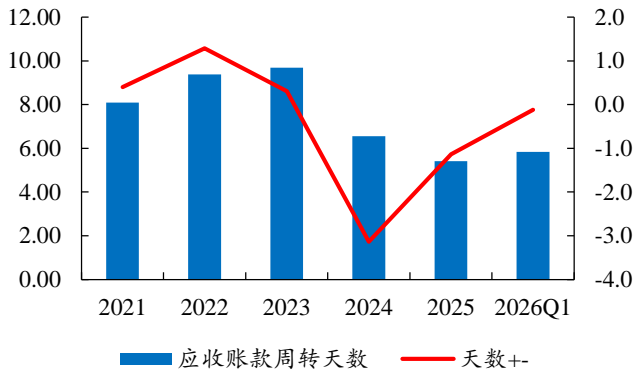
图12：2026Q1 公司期末现金及现金等价物为 1.13 亿元（-59.5%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

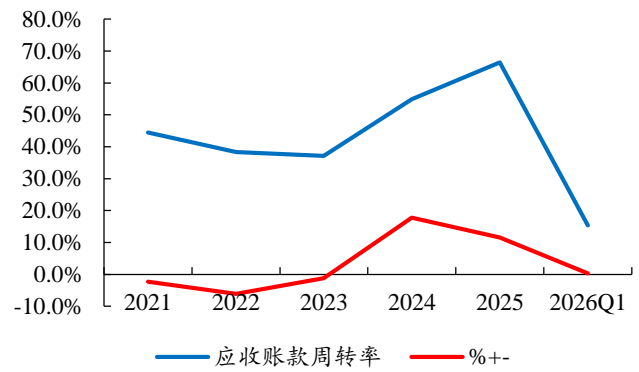
应收账款周转效率先降后升，2024 年起显著优化持续改善。2021-2023 年，公司应收账款周转天数从 8.09 天微升至 9.68 天，主要系公司推进全国化经销布局过程中，对优质经销商适度放宽信用政策所致。尽管周转天数有所上升，但仍低于行业平均水平，整体信用风险可控。2024 年起回款效率持续改善，2025 年周转天数降至 5.41 天，同比缩短 1.1 天，较 2023 年高点累计压缩 4.27 天，核心系公司强化回款精细化管控，叠加高周转电商渠道收入占比持续提升，带动回款周期大幅缩短。2026Q1 公司应收账款周转天数 5.84 天，同比微降 0.12 天，虽受春节结算节奏影响有小幅季节性波动，但仍稳定处于历史低位，渠道回款管控能力持续稳固。应收账款周转率与周转天数变动趋势完全匹配，2021-2023 年从 44.5% 回落至 37.2%，2024 年起持续上行，2025 年提升至 66.5%，同比提升 11.5 pct；2026Q1 公司应收账款周转率 15.4%，同比提升 0.3 pct，资产运营质量持续向好。

图13: 2026Q1 应收账款周转天数同比下降 0.12 天



数据来源: Wind、开源证券研究所

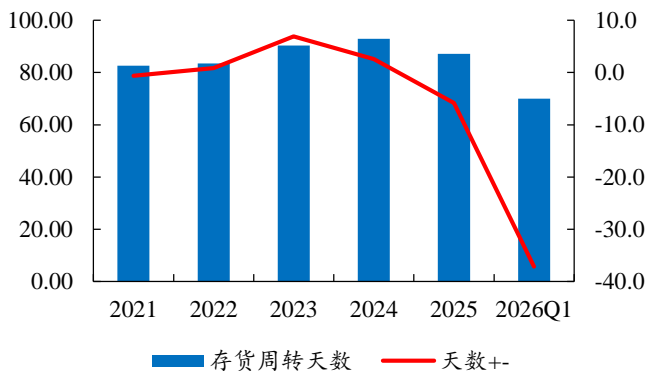
图14: 2026Q1 应收账款周转率为 15.4% (+0.3 pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

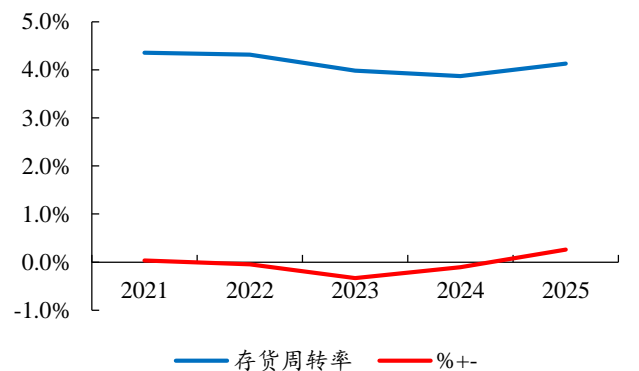
公司存货运营效率先稳后升，2025 年以来改善显著。2021-2024 年，受高端新品备货、渠道下沉及原材料储备影响，存货周转天数从 82.63 天升至 92.97 天，存货周转率从 4.4% 小幅回落至 3.9%，整体仍处于行业合理区间。2025 年公司主动优化库存管理，存货周转天数同比下降 5.8 天至 87.14 天，存货周转率回升至 4.1%，库存压力有效缓解。2026Q1 效率大幅跃升，周转天数下降至 85.00 天，同比减少 37.2 天，2026Q1 周转率 1.3%，创近年同期最优水平，主要得益于高端大单品动销超预期及供应链精细化管理能力提升。

图15: 2026Q1 存货周转天数同比下降 37.2 天



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2026Q1 存货周转率为 1.3% (+0.4 pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

登康口腔构建了覆盖全场景的产品矩阵，涵盖成人 / 儿童牙膏、牙刷、电动牙刷、冲牙器、漱口水等清洁护理用品，以及口腔抑菌产品、牙齿脱敏剂等卫生用品与医疗器械。2025 年，公司核心品牌“冷酸灵”以 60% 左右的抗敏感牙膏市占率领跑细分市场，爆款包括医研 7 天密集修护牙膏、重组蛋白护龈牙膏，还有适配正畸人群的 U 型凹槽牙刷；儿童线“贝乐乐”的汪汪队联名含氟牙膏、“萌芽”婴童软毛牙刷备受青睐，电动牙刷则以日月系列 36000 次 / 分钟震动款成为热门选择。

图17：公司产品多元化，主要分为四大类

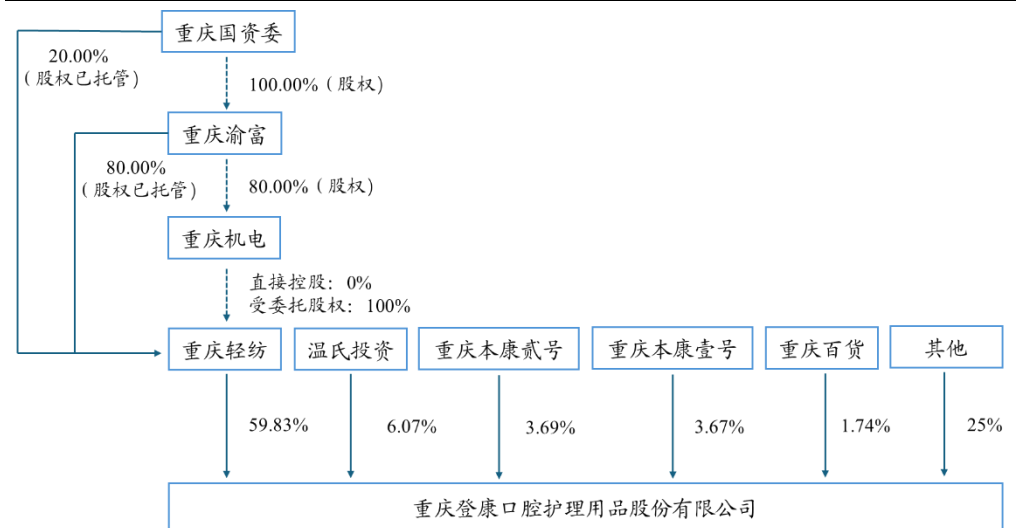
产品矩阵	种类	产品系列	产品介绍	产品图片
成人基础 口腔护理	成人牙膏	医研平台	该平台产品是公司高端、专业的代表产品，均采用具有临床研究的产品技术。 1、医研抗敏（专效修复）牙膏 2、医研抗敏（修护口腔粘膜）牙膏 3、医研抗敏（即速 60sTM）牙膏	
		专研平台	采用自主研发的“舒缓+修护”的双重抗敏感技术（硝酸钾舒缓因子+氯化锶修护因子），一重功效舒缓疼痛，二重功效修护牙齿敏感，并获得国家发明专利授权。 主要目标人群是有牙齿敏感感知的品质用户，解决其复合口腔问题。	
		预护平台	在含抗敏感功效成分的基础上，开发以美白、护龈、口气清新等年轻用户需求较强的产品需求系列。 1、美白系列 2、优护系列 3、口气清新系列 4、泵式系列	
		基础平台	在第一代抗敏感技术基础上焕新升级，开发清火、防菌、固齿护龈产品系列。	
	成人牙刷		围绕抗敏感核心定位，减少外源刺激，以不同刷毛的柔软度，开发系列产品。 1、猫爪刷，采用无铜片植毛生产工艺，刷出绵密泡沫，轻柔护龈； 2、专研泡刷系列，采用大方孔高纤维植毛技术，以护敏、抗菌、炭洁三款满足不同细分功能需求。	
儿童基础 口腔护理	儿童牙膏		针对 0-12 岁不同年龄段儿童口腔的发育特点和行为习惯，甄选优质原料、乐趣玩法、预防口腔问题。 1、贝乐乐儿童牙膏 定位“安心呵护乐享刷牙”，全系列产品选用优质安全原料，保护 2-12 岁儿童口腔。同时合作多个动画 IP，助力儿童快乐刷牙。 2、医研防龋儿童牙膏 数据显示，5 岁中国儿童患龋齿比率高达 70%。此系列产品含氟量分别为 850PPM、1,000PPM。 3、萌芽婴幼儿牙膏 针对 0-8 岁婴幼儿开发，定位“科学守护宝宝健康口腔小世界”。	
	儿童牙刷		1、贝乐乐儿童牙刷 刷柄采用食品级材质；根据 2-12 岁不同年龄段的口腔大小，设计不同大小刷头，且刷头采用柔密植毛，呵护稚嫩牙龈。 2、萌芽婴幼儿牙刷 专业针对 0-8 岁幼龄儿童开发，定位“科学守护宝宝健康口腔小世界”。根据 0-2 岁 2-5 岁、5-8 岁儿童口腔发育特点，提供一站式低龄儿童口腔护理解决方案。	
电动 口腔护理	电动牙刷	成人电动牙刷	围绕冷酸灵抗敏感核心，电动牙刷定位“净护平衡”，高效清洁、温柔护龈。 1、冷酸灵天地系列声波电动牙刷 SP1000 2、冷酸灵日月系列电动牙刷 S1000 3、冷酸灵云海系列电动牙刷 P1000	
		儿童电动牙刷	贝乐乐儿童电动牙刷 采用磨圆刷毛，柔软硅胶包覆刷头，内置彩虹观测灯。	
口腔医疗与美容护 理等产品	口腔医疗器械	牙齿脱敏剂	作为二类医疗器械，可用于术前预防性脱敏、术后脱敏修复及术间家庭式治疗，常见于医生术前、术中和术后推荐患者使用。	
	口腔卫生用品	口腔抑菌系列	针对消费者口腔抑菌需求，推出口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等口腔卫生用品。	
	口腔美容与专业护理用品	正畸护理系列	针对正畸人群的特殊需求，开发适合正畸及隐形正畸人群使用的凹型正畸牙刷、前凸型正畸牙刷、牙周护理牙刷、小尖头半束刷、正畸保持器清洁片等产品。	
		牙线系列	银离子抑菌牙线棒，抑菌率>99%，帮助消费者深入清洁牙缝。	
		漱口水系列	针对口腔健康要求更高的人群开发，在口气清新的基础上，0 酒精含量减少口腔刺激，帮助减少 99% 的口腔细菌，满足不同人群的深化护理需求。	
		口腔喷雾	针对年轻时尚人群开发，采用“口红式”旋转包装和高雾化喷头设计，搭配 3 种口味复调果香：含玻尿酸精粹精华，滋养口腔；0 酒精、减菌配方，维护口腔健康。	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、股权结构集中，重庆国资委为实控人，股权激励绑定核心人员利益

登康口腔股权结构集中，重庆国资委为实际控制人。截至 2026Q1，重庆国资委通过渝富、机电、轻纺的层级持股，间接持有登康口腔 59.83% 股权（上市前该比例为 79.77%），第二大股东广东温氏投资持股 6.07%（上市前为 8.10%）；2025 年 2 月渝富控股收购机电集团 80% 股权完成后，公司控股股东层面发生重庆市属国资体系内整合。2025 年 2 月收购完成前，重庆轻纺集团委托机电集团管理其持有的公司股份，机电集团因此支配登康口腔 59.83% 的表决权，重庆百货单独持有公司 1.74% 股权。2025 年 2 月收购完成后，渝富控股成为机电集团的控股股东，通过机电集团间接支配登康口腔 59.83% 的表决权；叠加其一致行动人重庆百货持有的 1.74% 股权，渝富控股合计可支配公司 61.57% 的表决权。本次股权变动属于市属国资体系内部的股权划转整合，公司实际控制人仍为重庆市国资委，未发生变化。

图18：截至 2026Q1，公司股权结构集中，重庆国资委为实控人



数据来源：公司公告、同花顺、开源证券研究所

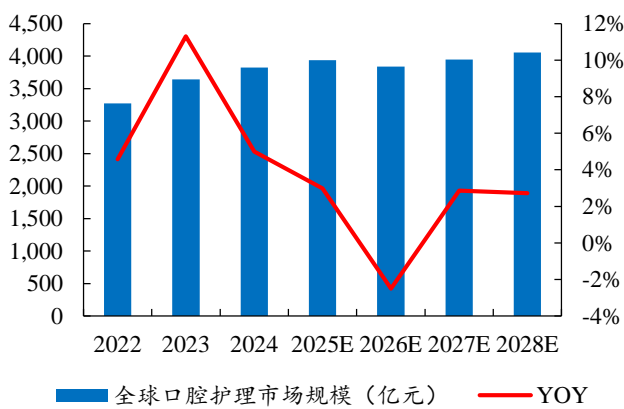
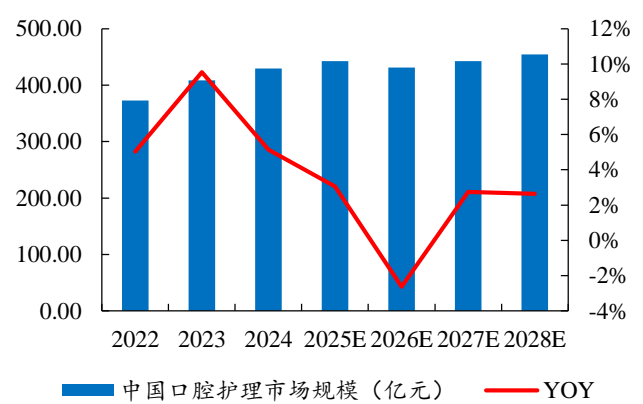
股权激励绑定核心人员利益。为绑定公司核心骨干利益并激发其积极性，公司 2020 年在开展混合所有制改革时，引入了员工持股平台本康壹号（2020 年由本康管理和 36 名员工出资设立）、本康贰号（2020 年由本康管理和 31 名员工设立）成为公司股东，二者合计持股 7.36%，且执行事务合伙人均为本康管理。

2、行业：国内口腔护理市场稳健增长，品牌集中度高

2.1、行业规模：全球口腔护理市场稳健扩容

全球及中国口腔护理市场呈现稳健扩容趋势，消费者口腔健康意识提升、产品品类升级等因素驱动下，行业规模平稳增长。2018-2024 年，全球口腔护理市场规模从 457.1 亿美元增长至 532.5 亿美元，2020-2024 年复合年增长率(CAGR)为 4.7%。行业增长节奏清晰：2020-2021 年受疫情冲击，增速归零后同比下滑 1.5%，出现阶

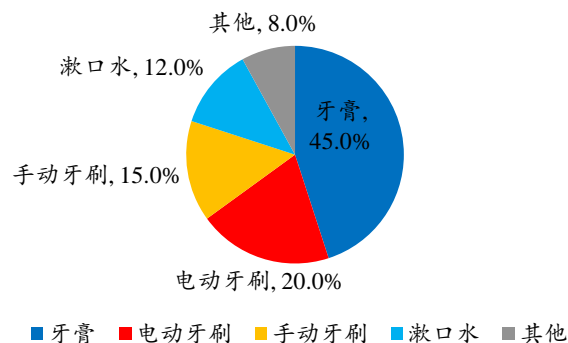
段性调整；2022 年重回 4.6% 增长通道；2023 年同比增长 11.3%，创近年增速峰值；2024 年回归稳健增长，同比增长 5.0%。Statista 预测 2028 年全球市场规模将达 596.2 亿美元，2020-2028 年 CAGR 为 3.1%，长期扩容趋势明确。中国市场为全球口腔护理赛道核心增长极，增长韧性突出。2018-2024 年，中国口腔护理市场规模从 335.28 亿元增长至 429.41 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 3.9%。行业增长节奏与国内消费环境高度契合：2018-2020 年保持 4.8% 平稳增长；2021 年受疫情影响同比下滑 3.6%，出现短期波动；2022 年重回 5.0% 增长轨道；2023 年伴随消费场景全面修复同比增长 9.5%，创近年增速新高；2024 年延续复苏态势，同比增长 5.1%。Statista 预测 2028 年中国市场规模将达 454.45 亿元，2020-2028 年 CAGR 为 2.7%，人均消费提升与品类结构升级将持续释放行业长期成长空间。

图19：2024 年全球口腔护理市场规模为 532.5 亿美元

图20：2024 年中国口腔护理市场规模 429.41 亿元


数据来源：Statista、开源证券研究所

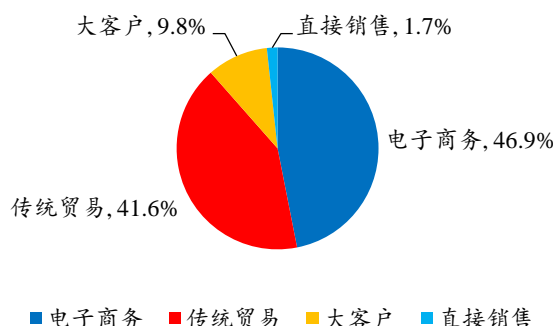
数据来源：Statista、开源证券研究所

2026 年中国口腔护理市场品类格局层减清。2026 年 4 月 16 日，从市场
份额来看，牙膏作为核心刚需品类，以 45.0% 的占比稳居行业首位；电动牙刷、手动牙刷分列二、三位，占比分别为 20.0%、15.0%；漱口水占比 12.0%，其余细分品类合计占比 8.0%，形成基础清洁品类为主体、功能型品类为补充的市场格局。**从增长表现来看**，电动牙刷以 25.0% 的同比增速领跑全行业，漱口水、其他细分品类分别实现 18.0%、15.0% 的双位数增长；牙膏维持 4.0% 的稳健增长；手动牙刷同比下滑 5.0%，是唯一负增长品类，市场份额持续被电动牙刷替代。**整体来看**，行业增长逻辑已从基础品类普及转向消费升级驱动的结构优化，电动化、全场景专业护理品类成长优势突出。

图21：2026年牙膏、电动牙刷在中国口腔护理用品市场中分别占45.0%/20.0%


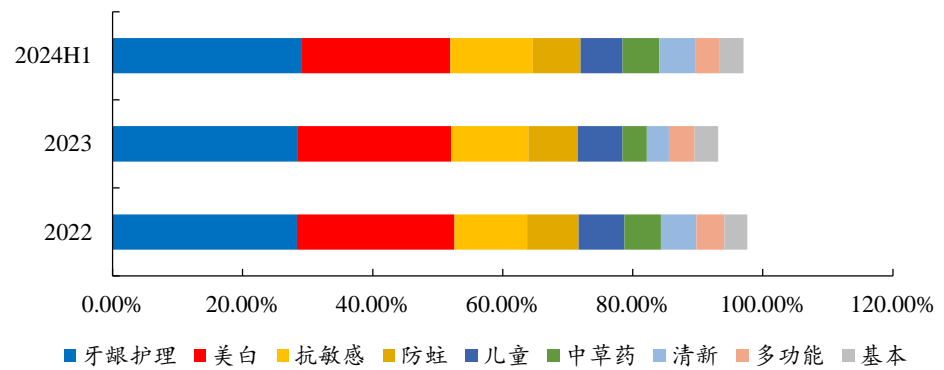
数据来源：勤策、开源证券研究所（注：数据截至2026年4月16日）

渠道结构上，电商为口腔护理用品最主要销售渠道且占比预计持续提升。根据欧睿国际数据库显示，拆分国内口腔护理销售渠道，2024年国内口腔护理产品销售渠道占比分布为：电商渠道46.9%、传统贸易41.6%、大客户9.8%、直接销售1.7%。受益于互联网普及、网购渗透深化及直播电商兴起，电商已成为核心销售渠道，预计未来占比将进一步提升。

图22：渠道结构上，2024年电商为口腔护理用品最主要销售渠道


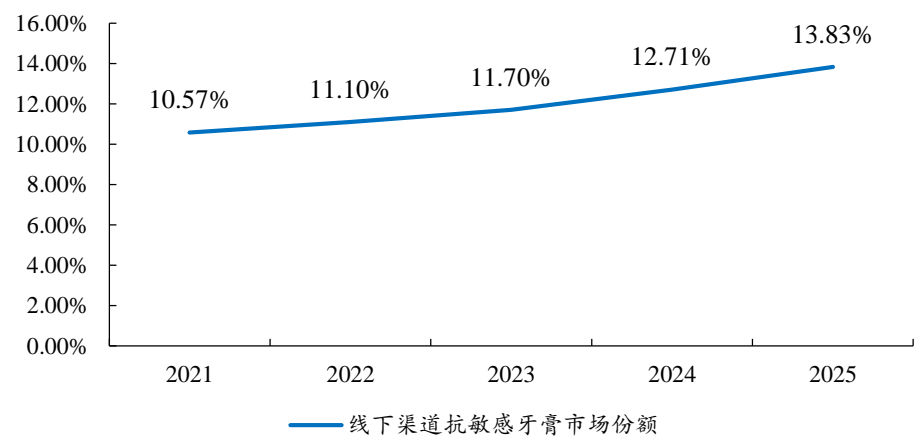
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

中国牙膏市场功能性消费趋势显著，功能性产品已成为行业增长核心驱动力。根据尼尔森零售研究数据，2024年上半年我国牙膏线下市场中，牙龈护理(29.0%)、美白(23.0%)、抗敏感(12.7%)三大功效占据市场份额前三。其中抗敏感是增长确定性最强的细分赛道，2022-2024年上半年市场份额从11.2%稳步提升至12.7%，累计提升1.5个百分点，是前三功效中增速最快的品类；同期美白牙膏份额从24.2%下滑至23.0%，儿童牙膏份额从7.0%下降至6.5%，增长动能相对较弱。渠道结构方面，线上已成为牙膏销售的重要增长极。中国口腔清洁护理用品工业协会数据显示，2024年我国牙膏产品销售额线上占比达42.6%，尼尔森预计2025年将进一步提升至45.8%。综合电商(天猫、京东、淘宝等)仍是线上销售主战场，直播带货、社交电商等新兴模式的兴起，为抗敏感这类强需求、高转化的功能性牙膏提供了高效的爆品孵化与推广渠道，进一步放大了赛道的增长潜力。

图23：2024上半年，牙龈护理在我国线下渠道占比29.0%


数据来源：尼尔森零售研究、开源证券研究所

从线下渠道的长期趋势来看，抗敏感牙膏的市场渗透率持续加速提升。2021-2025年，我国线下抗敏感牙膏市场份额从10.57%稳步攀升至13.83%，累计提升3.26个百分点。其中2024年全年份额达12.71%，与上半年12.7%的水平基本持平，2025年进一步提升1.12个百分点至13.83%，增长动能持续增强。登康口腔在抗敏感赛道占据领先地位，线下渠道壁垒深厚，依托覆盖全国31个省市自治区、两千余个区县的经销网络，能够充分承接行业线下抗敏感需求的持续释放，进一步巩固市场优势。

图24：2025年线下渠道抗敏感牙膏市场份额达13.83%


数据来源：尼尔森零售研究、公司公告、开源证券研究所

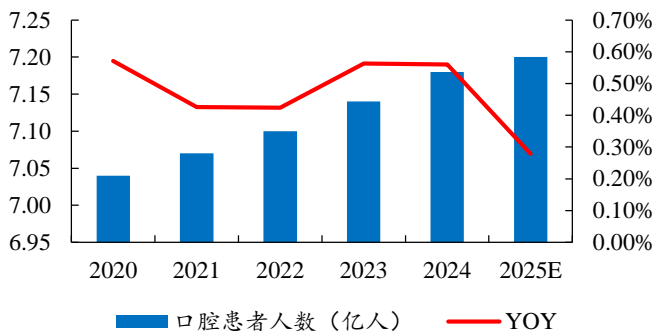
2.2、行业空间：口腔患者基数大但人均消费低，成长空间较大

Statista 预测，2020-2028 年我国口腔护理市场规模逐年增长，ECAGR 为 2.7%，2028 年有望达到 454.45 亿元。我们认为驱动因素包括：

(1) 量的维度：患者基数庞大，口腔健康意识持续提升。中国口腔疾病患者规模稳步增长，2020-2025 年复合年增长率为 0.45%，2025 年预计达 7.20 亿人。随着口腔健康科普宣传深化，居民诊疗需求持续释放，带动供给端快速扩张：2022-2025 年全国口腔在营机构数量从 12.22 万家增长至 14.08 万家，年均复合增长率达 4.8%，为口腔护理消费转化提供了坚实基础。

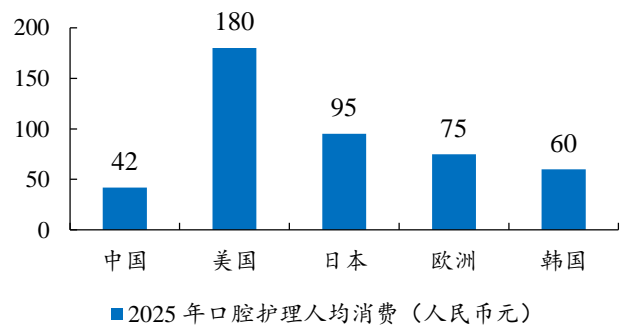
(2) 价的维度：人均支出仍处低位，提升空间广阔。根据勤策统计，2025 年中国人均口腔护理年消费仅为 42 元，显著低于美国（180 元）、日本（95 元）、欧洲（75 元）及韩国（60 元）等成熟市场。随着居民可支配收入提升与消费观念升级，口腔护理需求正从基础清洁向功能化、专业化延伸，抗敏感、牙龈护理、美白等中高端功能性产品渗透率持续提升，将推动行业人均消费支出稳步增长。

图25：2024 年中国口腔患者人数达 7.18 亿人



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

图26：2025 年中国口腔护理人均消费为 42 元



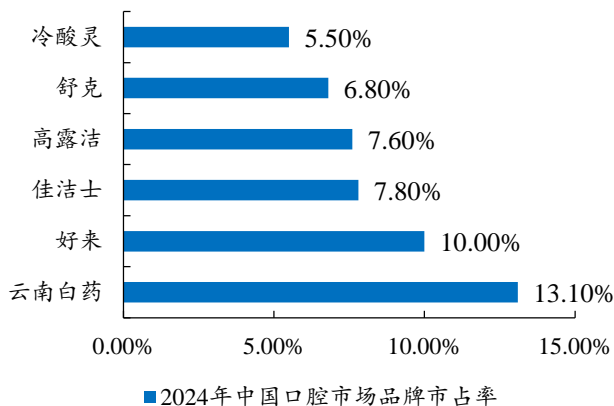
数据来源：勤策、开源证券研究所

2.3、竞争格局：行业集中度高，本土品牌表现亮眼

口腔护理行业集中度高，格局稳定。欧睿国际数据显示，2024 年我国口腔护理市场前五名企业均是云南白药（云南白药、13.1%）、好来集团（好来、10.0%）、宝洁集团（佳洁士、7.8%）、高露洁（高露洁、7.6%）、薇美姿（舒克、6.8%），CR5 为 45.3% 左右，CR10 为 63.2% 左右，行业集中度高。

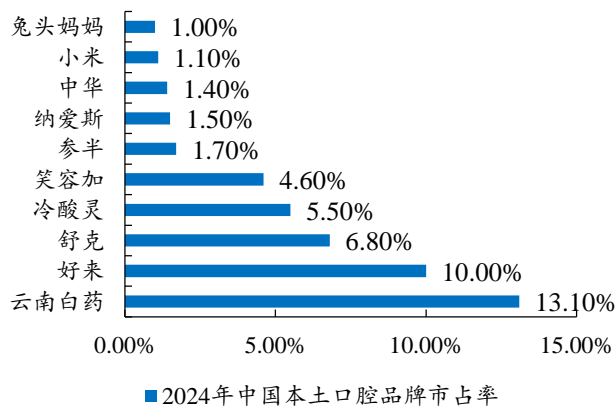
本土企业市场份额呈提升趋势。根据欧睿国际，2024 年我国口腔护理市场前十名中本土企业有五位，分别云南白药（云南白药、13.1%）、好来集团（好来、10.0%）、薇美姿（舒克、6.8%）、登康口腔（冷酸灵、5.5%）、小阔科技（笑容加、4.6%），合计市场份额为 40.0%。

图27：2024年中国口腔市场品牌 CR5 为 45.3%



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图28：2024年云南白药口腔品牌在中国市占率达 13.1%



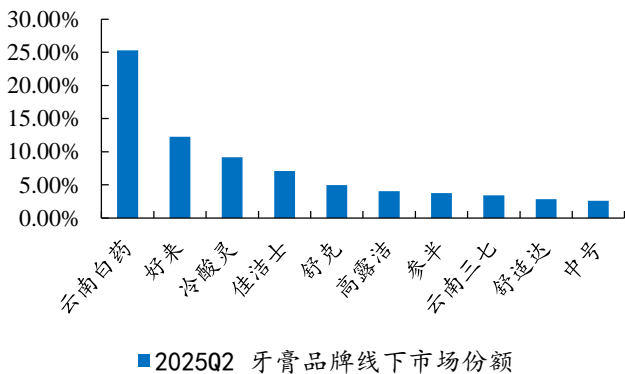
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

分品类看竞争格局，

(1) 牙膏：牙膏赛道行业集中度显著偏高。根据马上赢统计，2025年Q2牙膏全渠道零售额口径下，行业CR10达75.4%，CR5包含云南白药、好来化工、登康口腔、宝洁、薇美姿合计达58.8%，龙头聚集效应突出。行业呈现寡头竞争格局，头部企业依托品牌积淀、渠道布局与产品创新建立较强竞争壁垒，市场份额稳固，中小品牌突围难度较大。

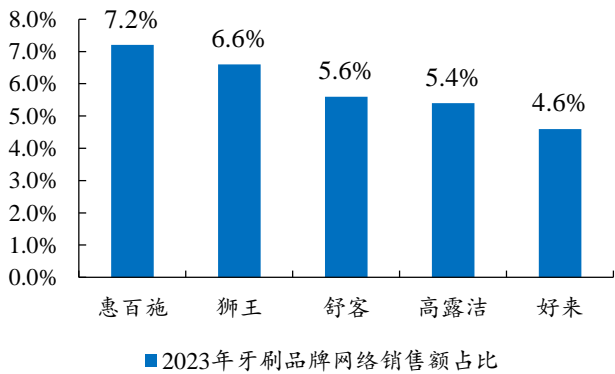
(2) 牙刷：集中度明显低于牙膏。根据中研普华统计，2023年中国牙刷市场CR5达58%，品牌众多且竞争格局多元化，高端市场由飞利浦、欧乐B等外资品牌主导，本土品牌舒客、usmile通过差异化定位抢占份额。网络零售额排名前五的品牌依次为惠百施(7.2%)、狮王(6.6%)、舒客(5.6%)、高露洁(5.4%)、好来(4.6%)，头部品牌格局相对稳定。这一格局形成主因在于牙刷行业门槛低于牙膏，功能属性相对较弱，同时电动化趋势下本土品牌依托性价比与本土化设计快速崛起，推动市场呈现“外资高端主导+本土大众突围”的分层竞争特征。

图29：2025Q2 牙膏品牌线下 CR5 为 58.8%



数据来源：马上赢、开源证券研究所

图30：2023年牙刷品牌线上 CR5 为 29.4%



数据来源：中研普华、开源证券研究所

登康口腔的市场地位：冷酸灵是抗敏感牙膏领导品牌

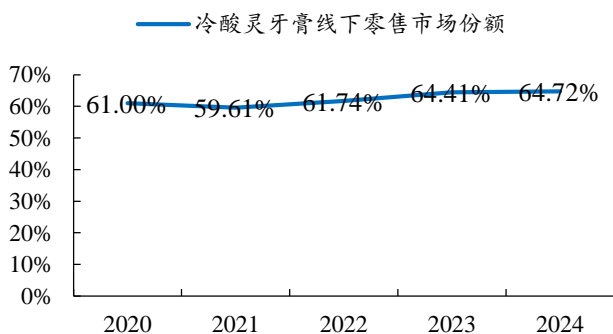
(1) 牙膏：根据尼尔森零售研究数据，2025 年，公司牙膏业务规模持续稳健增长，作为口腔护理市场的主战场，登康口腔在线下销售渠道中，牙膏产品的零售额市场份额排名位居行业第三、本土品牌第二。

其中，公司主打品牌“冷酸灵”是我国抗敏感牙膏细分领域领导品牌，近几年线下销售市场份额持续稳定在 60% 以上。

其次，公司儿童品类通过产品创新和热门 IP，持续提升市场份额，2025 年线下零售市场，冷酸灵贝乐乐儿童牙膏稳居行业第三，儿童牙刷保持行业第一。

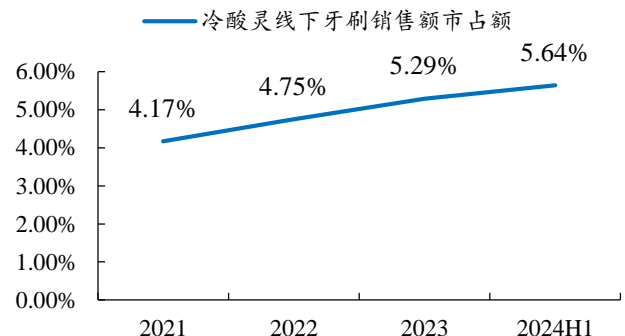
(2) 牙刷：根据尼尔森零售研究数据，冷酸灵品牌牙刷市场份额持续快速提升，2024 上半年线下销售额市占率达 5.64%，全年即实现进位，线下市场零售额份额跃居行业第二、本土品牌第二。2025 年公司增长势头延续，冷酸灵牙刷成为线下零售市场前十品牌中销售额份额增长最多的品牌，继续稳固行业第二、本土品牌第二的市场地位。

图31：冷酸灵牙膏线下销售份额稳定在 60% 以上



数据来源：尼尔森零售研究、开源证券研究所

图32：2024H1 冷酸灵牙刷线下销售额市场占比 5.64%



数据来源：尼尔森零售研究、开源证券研究所

3、增长点：产品中高端布局+外延新品类，渠道线下加强空白渗透+线上维持高增

3.1、产品增长点：基本盘牙膏增强中高端布局，加强新品类开拓

公司产品结构以成人基础口腔护理产品为绝对核心，成人牙膏构成业务基本盘。2025 年，公司实现营业收入 17.16 亿元，其中个护用品-洗护用品收入 17.14 亿元，占比 99.91%；其他业务 0.02 亿元，占比 0.09%。分品类来看，2025 年成人基础口腔护理产品收入 15.55 亿元，占营业收入的 90.64%。其中成人牙膏收入 13.80 亿元，占比 80.45%，持续稳固核心基本盘地位；成人牙刷收入 1.75 亿元，占比 10.19%。儿童基础口腔护理产品收入 1.08 亿元，占营业收入的 6.29%，其中儿童牙膏、儿童牙刷收入分别占比 4.58%、1.71%。新兴品类目前占比仍较小，2025

年电动口腔护理产品收入 0.14 亿元，占比 0.84%；口腔医疗与美容护理等产品收入 0.37 亿元，占比 2.14%，未来具备较大成长空间。

产品端增长点 1：研发赋能产品持续创新，大单品迭代引领中高端升级

(1) 公司是国内抗敏感牙膏赛道绝对龙头，冷酸灵在国内抗敏感牙膏细分市场市占率超 60%，龙头地位稳固。领先的市场份额背后，是公司深耕抗敏感领域数十年的技术沉淀：公司建立行业内首家抗牙齿敏感研究中心，坚持“生产一代、研发一代、储备一代”的研发机制，布局抗敏感 3.0 技术矩阵，打造“1+X”核心技术壁垒，累计参与 40 余项国家及行业标准制修订，取得国内授权专利 270 余项，其中发明专利 30 余项，核心技术覆盖双重抗敏感、生物活性玻璃陶瓷专效修复、牙釉质修护等多个领域，为核心大单品的迭代与高端化升级提供了底层技术支撑。

研发投入持续加码，研发费用率长期稳居可比公司前列。2021-2025 年，公司研发费用率分别为 3.11%、3.06%、3.11%、3.08%、3.04%，连续五年稳定在 3.0% 以上的较高水平，显著高于国内口腔护理行业平均研发投入强度。2026 年第一季度，公司研发费用率为 2.65%，仍保持合理投入节奏。持续稳定的研发投入为公司核心大单品迭代升级、新功效产品研发及技术突破提供了坚实保障。

表1：2026Q1 登康口腔研发费用率高达 2.65%，稳居可比公司前列

研发费用率	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
登康口腔	3.11%	3.06%	3.11%	3.08%	3.04%	2.65%
云南白药	0.91%	0.92%	0.86%	0.84%	0.85%	0.66%
两面针	1.64%	1.86%	1.58%	1.65%	1.80%	1.94%
倍加洁	3.05%	3.46%	2.74%	3.48%	3.69%	3.45%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 爆款大单品矩阵持续迭代：公司深耕成人牙膏核心赛道，以抗敏感品类为基本盘，形成“线上投流验证 + 线下全渠道放量”的成熟大单品打造路径，2021-2025 年成人牙膏收入 CAGR 达 11.3%。其中，核心双重抗敏感系列长期占据国内抗敏感大众市场龙头份额，为高端单品孵化奠定品牌与渠道基础；2024 年上市的 7 天修护抗敏感牙膏，依托生物活性玻璃技术卡位中高端赛道，通过兴趣电商投流快速完成产品力验证，随后推进线下全渠道铺市实现全渠道放量，成为公司高端化标杆单品；2025 年新推出角蛋白修护高端牙膏，产品在抗敏感核心功效基础上，新增角蛋白牙釉质修护技术实现产品力升级，同时突破更高价格带，承接 7 天修护单品的市场势能，持续完善高端产品矩阵，为公司整体产品均价提升提供新的增量支撑。

表2：冷酸灵角蛋白修护牙膏单克单价约 0.45-0.50 元

产品系列	代表单品	单支终端定价	单克单价	产品定位
基础平台	冷酸灵基础清火 / 固齿牙膏	7-13 元	0.07-0.13 元	大众基础款
专研平台	冷酸灵双重抗敏感牙膏	15-20 元	0.15-0.20 元	核心基础款
医研平台	冷酸灵 7 天修护抗敏感牙膏	35-40 元	0.35-0.40 元	中高端爆款

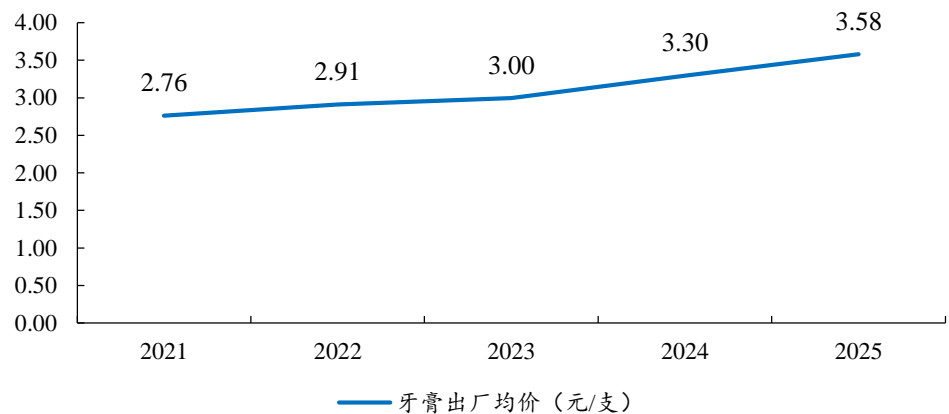
产品系列	代表单品	单支终端定价	单克单价	产品定位
高端升级系列	冷酸灵角蛋白修护牙膏	45-50 元	0.45-0.50 元	高端旗舰款

数据来源：京东官网、开源证券研究所

产品端增长点 2：当前均价仍有提升空间，高端大单品为核心增长引擎

(1) 产品出厂均价稳步上行，仍有充足提升空间。从出厂口径看，公司牙膏产品均价呈现加速提升态势，2021-2025 年量价双轮驱动收入增长：牙膏营业收入从 9.74 亿元增至 14.59 亿元，2021-2025 年复合年增长率（CAGR）达 10.6%；对应销量从 3.52 亿支增至 4.07 亿支，2021-2025 年 CAGR 为 3.7%；出厂均价从 2.76 元 / 支提升至 3.58 元 / 支，2021-2025 年 CAGR 达 6.7%，均价提升贡献了超过 60% 的收入增长，成为核心增长驱动力。公司牙膏销售均价稳步上行，核心源于行业与公司双重驱动：一方面，随着国民口腔健康理念普及、人均可支配收入稳步提升，消费者逐步转向品牌化、中高端产品，推动我国口腔护理行业消费结构持续升级，带动行业整体价格中枢稳步上移；另一方面，公司主动优化产品结构，中高端产品销售占比逐步提升，进一步拉动自身产品价格中枢上行。这一趋势为公司后续盈利能力持续提升奠定了坚实基础。

图33：2025 年公司牙膏出厂均价为 3.58 元/支



数据来源：公司招股书、公司公告、开源证券研究所

(2) 当前产品结构仍以基础平台、专研平台的大众款产品为主，整体价格带偏低，对标国内及外资行业 TOP 品牌，整体产品均价仍有充足的提升空间。从行业对标情况来看，尽管公司医研平台 7 天修护、角蛋白修护等高端大单品已成功切入外资头部品牌核心价格带，完成了高端价格带的卡位突破，但受大众基础款产品收入占比偏高的影响，公司整体产品均价与云南白药、舒适达等行业头部品牌仍存在显著差距；未来产品端的核心增长逻辑，将聚焦于高端大单品的收入占比持续提升，通过高端产品放量持续优化产品结构，不仅将直接拉动整体产品均价稳步上行，同时依托高端产品更高的毛利率水平，也将持续推动公司整体盈利能力提升，打开长期成长空间。

表3：冷酸灵单支高端产品价格带在 35-50 元左右

品牌	核心系列	单支终端定价	单克单价	品牌定位
冷酸灵	专研抗敏感核心系列	15-20 元	0.15-0.20 元	大众抗敏感龙头
冷酸灵	医研 7 天修护 / 角蛋白系列	35-50 元	0.35-0.50 元	中高端修护系列
云南白药	经典护龈系列	22-30 元	0.22-0.30 元	国内中高端龙头
舒适达	专业修复系列	30-40 元	0.30-0.40 元	外资抗敏感标杆
舒适达	高端专修系列	50 元以上	0.50 元以上	外资高端旗舰

数据来源：京东官网、开源证券研究所

3.2、渠道增长点：线下高线城市和部分区域仍有渗透空间，线上有望维持高增长

公司构建了经销、直供、电商三大模式协同的全渠道销售体系，形成以经销渠道为核心基本盘，电商渠道为核心增长引擎的渠道格局，渠道结构持续优化。2025 年公司实现营业总收入 17.16 亿元，同比增长 10.0%，2021-2025 年 CAGR 达 10.7%。分渠道来看，2025 年经销、电商、直供渠道收入占比分别为 63.7%、34.3%、1.7%，电商渠道占比持续提升，经销渠道占比稳步优化，线上线下协同发力支撑公司营收稳健增长。

(1) 经销渠道：线下基本盘稳固，合作体系稳定

经销模式为公司核心收入来源，采用产品卖断式经销，由经销商覆盖大卖场、超市、日杂店、母婴化妆品店等全类型线下零售终端，渠道下沉能力突出。2021-2025 年，公司经销模式收入由 9.30 亿元提升至 10.93 亿元，CAGR 为 4.1%，收入占比长期稳定在 60% 以上，为公司线下基本盘提供坚实支撑。2025 年经销模式实现收入 10.93 亿元，同比增长 5.9%，收入占比 63.7%，虽占比随电商渠道高增有所回落，但依然是公司线下渠道的核心支柱，也是高端大单品完成线上验证后实现全渠道渗透的核心载体。

公司与核心经销商保持长期稳定的合作关系。2019-2021 年公司合作经销商超 500 家，单家经销商平均提货额超 150 万元，其中持续稳定贡献收入的核心经销商超 340 家，稳定的经销商体系为公司线下终端的深度覆盖与持续渗透提供了保障。

(2) 直供渠道：聚焦核心 KA 与团购，规模持续收缩承压

直供模式主要覆盖国内大型连锁 KA 渠道及企业团购客户，公司与永辉超市、新世纪连锁、红旗连锁等核心零售客户建立了长期稳定的战略合作关系。受线下商超客流向线上转移的行业趋势影响，2021-2025 年公司直供模式收入由 0.54 亿元下降至 0.28 亿元，CAGR 为 -15.0%，收入占比从 4.8% 回落至 1.7%。2025 年直供模式实现收入 0.28 亿元，同比下降 31.1%，整体规模占比持续走低，渠道经营仍面临一定压力。

(3) 电商模式：持续高速增长，兴趣电商成为高端新品孵化核心阵地

电商模式为公司营收增长的核心驱动力，涵盖 B2B、B2C、电商经销商三大线上销售模式，同时也是公司高端大单品孵化、产品力验证的核心阵地，与“线上投

流打爆 - 线下全渠道导入”的大单品打造路径形成深度协同。2021-2025 年，公司电商模式收入由 1.50 亿元大幅提升至 5.88 亿元，2021-2025 年 CAGR 高达 40.7%，收入占比从 13.2% 快速攀升至 34.3%。2025 年电商渠道延续高增态势，实现收入 5.88 亿元，同比增长 22.3%，成为营收增长的第一拉动力，兴趣电商等新兴渠道表现尤为亮眼，为医研抗敏系列等高端新品的快速放量提供了关键支撑。

渠道增长点 1：高线城市和部分区域仍有较大空白市场可开拓

公司拥有层次分明、全面覆盖的销售网络体系，始终遵循“依托客户、业务前移、重心下沉、强化分销、服务市场”的渠道运作方针，通过覆盖全国 30 余个省、自治区、直辖市及 2000 余个区 / 县的经分销商，实现对数十万家零售终端的深度覆盖。其中针对县域乡镇市场打造的独特开发模式，构筑了公司在三四线及下沉市场的深厚渠道壁垒，为长期把握国内城镇化发展红利奠定了坚实基础。

未来公司市占率提升的核心增量主要来自：

(1) 城市能级维度：一二线高线城市为核心增量市场。公司当前渠道优势集中于三四线及下沉市场，一二线城市终端覆盖密度不足、高端零售网点渗透率仍有较大空白；而一二线城市作为国内高端口腔护理消费核心阵地，与公司 7 天修护、角蛋白修护等高端大单品的目标客群高度匹配。未来公司将以高端爆款单品为抓手，重点突破一二线城市高端商超、连锁便利店、专业口腔诊所等高端零售终端，同步推进品牌高端心智渗透与网点全覆盖，实现高线城市市占率稳步提升；

(2) 区域布局维度：弱势区域深度开拓释放增长潜力。需要特别说明的是，公司在全国四大区域的收入绝对值虽较为接近，但这恰恰反映了弱势区域较大的增长潜力，而非各区域市场地位相当：西部作为公司大本营，深耕重庆及西南市场数十年，渠道已下沉至县域及乡镇市场，市场基础极为扎实；东部区域依托长三角核心城市群布局，经过多年深耕建立了稳定的渠道网络，业务发展成熟。

反观华北、华南及东北区域，其整体人口基数和口腔护理市场总容量均显著大于西部区域，但公司在上述区域的收入规模与西部基本持平，收入贡献与区域消费潜力严重不匹配。同时，这些区域的渠道覆盖主要集中于省会等少数核心城市，地级市及县域市场存在大片空白，且品牌认知度显著低于公司优势区域。未来公司将把西部、东部市场成熟的县域开发模式、经销商管理体系复制至华北、东北区域，持续深化下沉市场覆盖；同时重点突破华南珠三角、华北京津冀等核心城市群的高线城市网点，补齐品牌心智短板，实现区域市场全层级覆盖，稳步提升弱势区域业务规模。

为保障空白市场开拓落地，公司将持续强化产品分销效率，搭配品牌区域推广活动巩固线下渠道优势；同时推进线上线下渠道融合，借助数字化管理工具赋能经销商、优化库存周转效率，进一步扩大社区团购、即时零售等到家业务规模，多维度挖掘渠道增量空间。

渠道增长点 2：电商渠道有望继续高增，占比持续提升

顺应口腔护理行业线上渗透率提升趋势，公司持续深化电商渠道布局，已成为营收增长核心引擎。2021-2025 年，电商渠道销售收入从 1.50 亿元增至 5.88 亿元，复合年增长率（CAGR）高达 40.7%，收入占比从 13.2% 快速攀升至 34.3%。2025 年全年延续高增态势，同比增长 22.3%，持续领跑各渠道增速。从盈利端看，渠道质量显著优化，公司主动调整投放策略聚焦 ROI，2025 年电商渠道毛利率同比提升 6.4 个百分点至 60.3%，2025 电商费用占比从 2022 年的 64.5% 回落至 39.7%，实现费效比与盈利水平双改善。

2025 年行业线上投流内卷加剧、流量成本上行属于短期阶段性现象，长期竞争将回归产品力与品牌力。公司投流节奏稳健理性，投放与高端新品推广高度契合，有效规避无效投放，凭借精准的运营策略与高端大单品的持续势能，电商渠道增长韧性凸显。长期来看，2026 年公司计划推出多款高端新品，将匹配新品节奏维持合理投流力度，预计电商渠道保持稳健增速，推动收入与占比持续提升。

表4：2025 年公司电商渠道毛利率高达 60.33%

单位：万元	2021	2022	2023	2024	2025
电商费用	3735.82	17815.06	17098.89	22137.85	23321.04
电商渠道销售收入	15019.83	27622.14	31619.06	48059.08	58789.12
占比	24.87%	64.50%	54.08%	46.06%	39.67%
毛利率	75.13%	35.50%	45.92%	53.94%	60.33%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测和投资建议

4.1、关键假设

收入端：如前文所述，公司收入增长点有 4 个：（1）针对牙膏基本盘，增强中高端市场布局，即提升医研、专研、预护等非基础平台系列、儿童产品收入占比，进而提升整体均价。（2）加强新品类的开拓，打造第二发展曲线，即除了成人/儿童基础口腔护理产品外，公司也加强开拓电动牙刷、漱口水、口腔抑菌膏、牙齿脱敏剂等新品类的开拓，这些新品类细分市场容量增长相对更快。（3）线下渠道上，高线城市和部分区域仍有较大空白市场可开拓，包括在一二线城市及华北、华南、东北等区域布局尚浅，未来将通过强化产品分销、深化渠道下沉、推进品牌推广及线上线下融合，持续挖掘增量。（4）线上渠道上，顺应线下转线上的销售趋势，公司持续加强电商渠道开拓力度，低基数下电商渠道有望保持高速增长。

盈利端：一是中高端牙膏（非基础平台系列）及高毛利儿童产品占比提升，直接拉动整体毛利率上行；二是电动护理、口腔美容等新品类未来规模化后，将进一步丰富高毛利矩阵，强化盈利弹性；三是线下渗透与线上高增带来的规模效应摊薄固定成本，叠加 CS 渠道、口腔医院等优质渠道拓展及电商运营效率提升，缓解线

上促销毛利压力，推动盈利质量持续改善。

综上，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 19.94/22.92/26.07 亿元，分别同比 +16.2%/15.0%/13.7%；归母净利润分别为 2.17/2.60/3.09 亿元，分别同比 +20.0%/19.5%/19.0%。

表5：我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 19.94/22.92/26.07 亿元，分别同比+16.2%/15.0%/13.7%

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入 (亿元)	13.13	13.76	15.60	17.16	19.94	22.92	26.07
YOY	15.2%	4.8%	13.4%	10.0%	16.2%	15.0%	13.7%
归母净利润 (亿元)	1.35	1.41	1.61	1.81	2.17	2.60	3.09
YOY	13.3%	5.0%	14.1%	12.3%	20.0%	19.5%	19.0%
销售毛利率	40.5%	44.1%	49.4%	52.2%	52.2%	52.9%	53.7%
变动	-1.6%	3.6%	5.3%	2.9%	-0.1%	0.8%	0.8%
归母净利率	10.2%	10.3%	10.3%	10.6%	10.9%	11.3%	11.9%
变动	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
期间费用率	30.5%	34.8%	39.1%	41.2%	41.0%	41.0%	41.0%
变动	-0.6%	4.4%	4.3%	2.1%	-0.2%	0.0%	-0.1%
成人牙膏 (亿元)	10.53	10.74	12.47	13.80	16.36	19.14	22.10
YOY	17.1%	2.0%	16.1%	10.7%	18.5%	17.0%	15.5%
毛利率	41.0%	45.0%	50.5%	52.8%	52.8%	52.8%	52.8%
变动	-1.6%	4.0%	5.5%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	80.2%	78.1%	79.9%	80.4%	82.0%	83.5%	84.8%
成人牙刷 (亿元)	1.36	1.55	1.61	1.75	1.88	2.00	2.11
YOY	7.0%	14.8%	3.3%	8.8%	7.5%	6.5%	5.5%
毛利率	30.4%	34.0%	35.3%	44.1%	44.1%	44.1%	44.1%
变动	1.4%	3.6%	1.4%	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	10.3%	11.3%	10.3%	10.2%	9.4%	8.7%	8.1%
儿童产品 (亿元)	0.99	1.05	1.03	1.08	1.12	1.16	1.20
YOY	0.3%	6.0%	-1.9%	5.1%	4.0%	3.5%	3.0%
毛利率	51.0%	50.5%	53.6%	54.9%	54.9%	54.9%	54.9%
变动	-4.0%	-0.5%	3.1%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	7.5%	7.6%	6.6%	6.3%	5.6%	5.1%	4.6%
其他业务 (亿元)	0.26	0.42	0.50	0.53	0.58	0.62	0.65
YOY	68.3%	59.0%	19.9%	5.5%	10.0%	7.5%	5.0%
毛利率	31.5%	43.1%	58.4%	59.3%	59.3%	59.3%	59.3%
变动	-4.4%	11.6%	15.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	2.0%	3.0%	3.2%	3.1%	2.9%	2.7%	2.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、相对估值

登康口腔是国内专业口腔护理龙头企业，核心聚焦抗敏感细分赛道，主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售。我们选取云南白药、倍加洁、润本股份作为核心可比公司进行估值对比。

登康口腔当前估值高于可比公司平均水平，其合理性主要源于业务结构、品牌力与增长确定性的显著差异：倍加洁以牙刷、湿巾等产品为主，代工业务占比较高，而登康口腔以牙膏为核心基本盘，自主品牌占比较高且品牌力更强；云南白药为综合日化与医药龙头，收入来源多元，除口腔护理外还涵盖药品、工业产品等板块，与登康口腔纯口腔护理的业务结构存在差异，整体估值中枢相对较低；润本股份以驱蚊等个护产品为核心，口腔护理业务仍处于拓展阶段，而登康口腔深耕口腔护理领域二十余年，抗敏感细分市场龙头地位稳固，增长确定性更强。**综合来看**，登康口腔作为国内抗敏感牙膏龙头，业务聚焦度高、自主品牌影响力突出且增长逻辑清晰，因此当前估值高于可比公司平均水平具备一定合理性。

多极增长下看好公司未来发展，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 2.17/2.60/3.09 亿元，对应 EPS 为 1.26/1.51/1.79 元，当前股价对应 PE 为 23.0/19.3/16.2 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：2026E 登康口腔 PE 为 23.0 倍，高于可比公司均值 16.7 倍

公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE (倍)			
		2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
云南白药	881.8	51.5	56.2	61.1	64.8	2.9	3.2	3.4	3.6	17.1	15.7	14.4	13.6
倍加洁	26.3	1.1	1.5	1.9	2.4	1.1	1.5	1.9	2.4	22.9	17.8	14.0	10.8
润本股份	86.7	3.1	3.8	4.5	5.3	0.8	0.9	1.1	1.3	27.6	22.9	19.3	16.3
可比公司均值										20.0	16.7	14.2	12.2
登康口腔	50.0	1.8	2.2	2.6	3.1	1.1	1.3	1.5	1.8	27.6	23.0	19.3	16.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2026/6/9，除登康口腔、润本股份盈利预测来自开源证券研究所外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

(1) 市场竞争加剧风险

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。随着近年来消费需求呈现多样化、个性化、品质化的趋势，市场竞争已经从价格、渠道竞争转向品牌、研发、产品结构、服务质量等全方位竞争，未来竞争有可能加剧压制企业盈利能力。

(2) 渠道拓展不及预期风险

公司产品销售以经销模式为主，虽然仍有空白市场未覆盖，但未来线下、线上渠道拓展可能不及预期进而影响销售目标。

(3) 原材料价格大幅波动风险

公司产品的主要原材料为二氧化硅、山梨（糖）醇等化工原料和包材，在成本中占比较高，如果原材料价格发生大幅度波动，对公司盈利能力将产生负面影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn