

# 登康口腔 (001328.SZ)

## 买入 (首次评级)

### 从狮王战略聚焦看登康“高价值”逻辑

#### 投资要点:

- **对标海外，我国牙膏行业逐步由“量价齐增”向“价增驱动”切换，国货崛起正当时**

**①行业趋势：**美国、日本牙膏成熟市场过去10年保持中低个位数稳健增长，价增为主要贡献。中国牙膏零售额在过去10年增速中枢所有下降，行业增长逐步由量价齐增向价增过渡，对比美、日，我国居民人均牙膏消费额、零售单价均有倍增空间。牙膏功能升级是产品价值提升的重要驱动，对比海外，中国全方位护理、抗敏感、牙龈健康等的好功能&高价值牙膏占比仍有提升机会。

**②竞争格局：**目前我国牙膏公司CR3、CR5与海外成熟市场差异并不显著，但2014-2023年间，我国牙膏“国货”的占比自20%左右显著提升至40%左右，抢占外资份额。且从日本、美国的竞争结构看，本土公司均稳定占据头部。随着我国民族品牌的持续崛起，预计未来行业向“以国货为主导”的格局切换将为我国牙膏品牌提供发展机遇。

- **日本狮王：近10年战略聚焦“高价值”，价、利齐增有迹可循**

2012年狮王提出“聚焦高价值产品、海外发展”的经营战略，通过在日本国内提升各类高价值产品占比、发展东南亚及中国的海外业务，营收实现正增，盈利能力显著提升。2018-2022年狮王牙膏高价值产品销售额占比自25%提升至近45%，低价值产品占比则自30%降至18%左右。2010年以来，狮王牙膏板块基本每年均有新品上市，新品单克重零售均价基本在6日元/g (0.3元/g)以上，而经典基础款零售均价则在2-3日元/g (0.1-0.15元/g)左右。狮王2012-2020年经营利润中枢自3%左右显著提升至10%+，高价值战略对利增效果显著。

- **登康口腔：“冷酸灵”品牌势能强劲，产品渠道向上而行**

公司由重庆国资委控股，是口腔护理老牌企业，核心品牌“冷酸灵”以60%左右份额占据抗敏感牙膏领域头部。

**①产品升级：**近年公司产品价格带向上延伸，拉动毛利率提升。2020年以来公司牙膏的出厂克均价每年的同比增长幅度在2-5%之间，总销售量呈中高个位数增长，公司中高端系列“医研”、“专研”系列加大曝光，产品升级有序推进。对比电商平台竞品价格带，我们认为，未来，公司产品仍有持续向零售价0.15-0.2元/g的中高端价格带延伸的空间。

**②渠道扩张：**公司线下践行深度分销、近年份额逆势提升，1H24线下市占率达8.6%、排名升至第三；同时，在牙膏行业线上化趋势下（线上占比40%+），公司积极把握兴趣电商红利，布局全平台销售，19-23年电商渠道收入CAGR达53%。

- **盈利预测与投资建议**

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为1.6亿元、1.9亿元、2.2亿元，分别同比+13.8%、+18.4%、+17.1%，对应24、25年PE分别为30X、25X，略低于可比公司平均值。考虑到公司依托产品、渠道逐步释放成长势能，作为必选消费品具备一定品牌溢价，有望在较长周期实现盈利持续成长，首次覆盖给予“买入”评级。

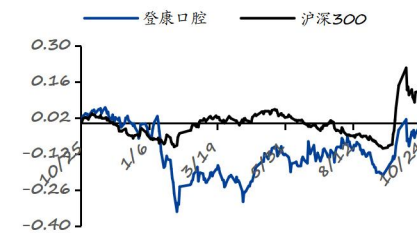
- **风险提示**

市场竞争风险，品牌形象维护风险，销售模式不能适应市场变化风险

#### 基本数据

日期	2024-10-24
收盘价:	28.07元
总股本/流通股本(百万股)	172.17/43.04
流通A股市值(百万元)	1,208.23
每股净资产(元)	7.93
资产负债率(%)	29.84
一年内最高/最低价(元)	30.56/17.52

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师: **李宏鹏(S0210524050017)**  
 lhp30568@hfzq.com.cn  
 分析师: **李含稚(S0210524060005)**  
 lhz30597@hfzq.com.cn

#### 相关报告



财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,313	1,376	1,496	1,718	1,970
增长率	15%	5%	9%	15%	15%
净利润（百万元）	135	141	161	190	223
增长率	13%	5%	14%	18%	17%
EPS（元/股）	0.78	0.82	0.93	1.11	1.29
市盈率（P/E）	35.9	34.2	30.1	25.4	21.7
市净率（P/B）	8.9	3.4	3.3	3.2	3.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1	牙膏行业：对标海外价增驱动，国货崛起正当时	5
1.1	行业增长：价增为主，高附加值功效驱动单价提升	5
1.2	渠道结构：中国电商迅速提升，日本线下渠道结构稳定	6
1.3	竞争格局：美、日本土龙头份额稳定，中国国货崛起	7
2	日本狮王：“高价值”驱动近10年盈利显著提升	9
2.1	国内牙膏：推新频次高，聚焦高价值产品	9
2.2	海外牙膏：中国为战略重心，分享电商红利	11
2.3	盈利能力与估值：近10年高价值战略显著拉动盈利，估值稳定	13
3	登康口腔：品牌为基，产品渠道向上	15
3.1	公司简介：国货品牌老字号，多年深耕口腔健康	15
3.2	产品升级：打造创新爆品，价格带上移空间广	18
3.3	渠道扩张：线下逆势提升，线上兴趣+中心电商协同布局	21
3.4	盈利能力：费用投入合理有序，毛利率驱动盈利提升	22
4	盈利预测与投资建议	25
4.1	盈利预测	25
4.2	投资建议	26
5	风险提示	27

## 图表目录

图表 1:	中国牙膏零售额及均价同比	5
图表 2:	日本牙膏零售额及均价同比	5
图表 3:	美国牙膏零售额及均价同比	5
图表 4:	海外牙膏零售价增驱动，中国向价增转向	5
图表 5:	各国牙膏零售均价对比	6
图表 6:	中国牙膏功能升级是单价增驱动之一	6
图表 7:	对比海外，中国全方位护理&抗敏感&牙龈健康类的高附加值牙膏占比仍有提升空间	6
图表 8:	中国口腔护理用品零售渠道结构(%)	7
图表 9:	日本口腔护理用品零售渠道结构(%)	7
图表 10:	美国口腔护理用品零售渠道结构(%)	7
图表 11:	中国牙膏公司零售竞争格局(%)	8
图表 12:	日本牙膏公司零售竞争格局(%)	8
图表 13:	美国牙膏公司零售竞争格局(%)	8
图表 14:	中国国牌牙膏抢占外资品牌份额(%)	8
图表 15:	1994-2023年狮王营收增速	9
图表 16:	狮王国内个护板块细分业务构成	9
图表 17:	狮王口腔护理业务收入增速>全国零售大盘&公司国内整体营收增速	9
图表 18:	18-22年狮王高价值产品占比持续提升	10
图表 19:	狮王日本牙膏主要品牌市占率	10
图表 20:	狮王分系列主要产品及测算零售克均价	10
图表 21:	狮王各年度新品、当年重点产品介绍及零售单克价格	11
图表 22:	狮王海外业务占比	12
图表 23:	狮王海外净利率略低于国内，趋势相似	12
图表 24:	狮王牙膏中国市占率及天猫市占率	12
图表 25:	青岛狮王营收情况及中期增长规划	12
图表 26:	狮王历史盈利能力复盘	13
图表 27:	狮王PE中枢稳定，总市值反映盈利趋势	14
图表 28:	狮王历史分红比例在25-30%左右	14
图表 29:	登康口腔主要发展历程	15
图表 30:	登康口腔分产品业务结构	16



图表 31:	登康口腔分渠道业务结构 .....	16
图表 32:	2024 年上半年-登康口腔股权结构图 .....	16
图表 33:	公司营业收入及同比增速 .....	17
图表 34:	公司归母净利润及同比增速 .....	17
图表 35:	公司毛利率、净利率 .....	17
图表 36:	公司期间费用率 .....	17
图表 37:	冷酸灵成人牙膏主要产品系列 .....	18
图表 38:	公司牙膏总销量及出厂单价增长情况 .....	19
图表 39:	公司成人牙膏及整体毛利率提升 .....	19
图表 40:	天猫旗舰店各品牌主要产品价格带 .....	20
图表 41:	中国牙膏零售在口腔护理占比高，但呈下降趋势 .....	20
图表 42:	公司牙膏占收入比重持续下降 .....	20
图表 43:	公司线下分区域营收结构 .....	21
图表 44:	公司 22-1H24 牙膏线下销售额持续正增 .....	21
图表 45:	中国牙膏线上销售增速及平台分布 .....	22
图表 46:	公司抖音、快手旗舰店次均消费额（元）较高 .....	22
图表 47:	冷酸灵近年来立体化全域营销活动 .....	23
图表 48:	日用消费品期间费用投入相对刚性 .....	23
图表 49:	公司销售费用结构明细 .....	23
图表 50:	狮王、高露洁历史毛利率、经营利润率同比（pct）看，毛利率提升是拉动盈利增长主要驱动 .....	24
图表 51:	公司业绩拆分预测表 .....	26
图表 52:	可比公司估值表 .....	26
图表 53:	财务预测摘要 .....	28

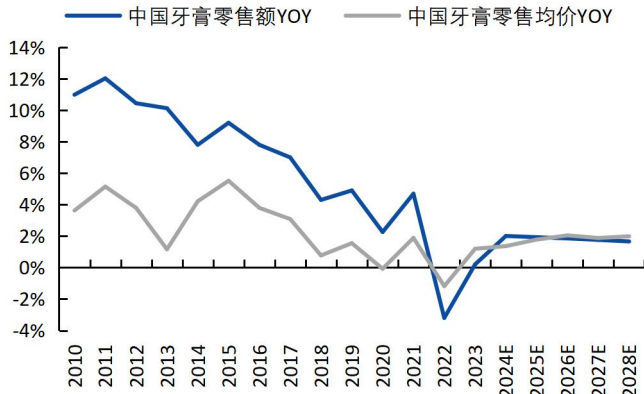
## 1 牙膏行业：对标海外价增驱动，国货崛起正当时

### 1.1 行业增长：价增为主，高附加值功效驱动单价提升

近年来我国经济的快速发展，国民人均收入水平不断提升，国民整体对口腔健康及美丽重要性的意识提升和消费升级的推动，国民在口腔清洁护理领域的人均投入不断增长，拥有庞大消费群体的中国口腔清洁护理市场呈现出巨大的增长潜力。

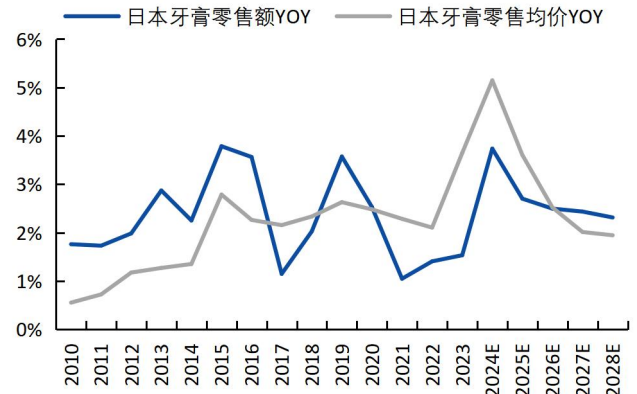
美国、日本市场的牙膏零售额 2010 年以来保持中低个位数稳健增长，行业的零售额增长的主要由价格拉动。中国牙膏市场在过去 10 年的零售额增速中枢自 10% 左右降至 2% 左右，行业增长逐步由量价齐增向价增过渡。同时，从牙膏零售单价看，目前我国较日本、美国仍有倍增空间。

图表 1：中国牙膏零售额及均价同比



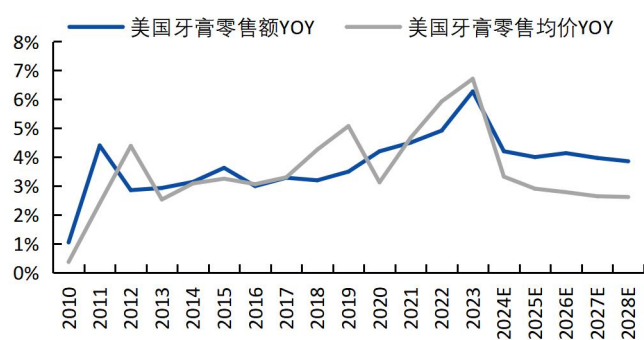
数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 2：日本牙膏零售额及均价同比



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 3：美国牙膏零售额及均价同比



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 4：海外牙膏零售价增驱动，中国向价增转向

国家	零售规模 CAGR			零售均价 CAGR		
	10-17	18-23	24E-28E	10-17	18-23	24E-28E
中国	9.2%	1.7%	1.8%	3.8%	0.7%	1.9%
日本	2.5%	2.0%	2.5%	1.7%	2.6%	2.5%
美国	3.3%	4.7%	4.0%	3.1%	5.1%	2.7%

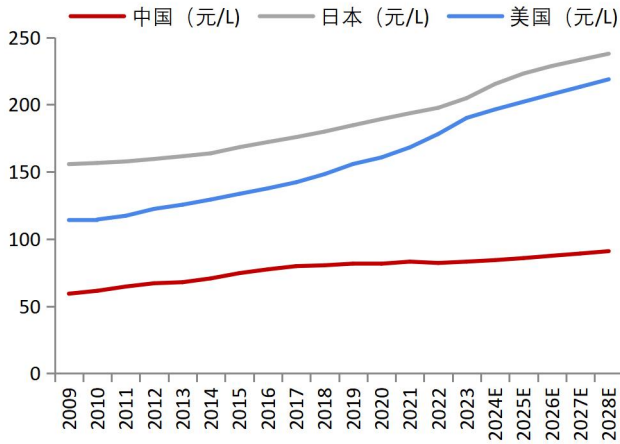
数据来源：欧睿，华福证券研究所

功能性牙膏逐步成为消费者购买的主要品类，消费升级空间广。从我国牙膏分功效结构看，据欧睿，我国牙膏在产品功效上，2016 年至今传统、护理、清新功能为主的产品占比有所下降，美白相对平稳，而抗敏感、牙龈健康功能为主的产品占比提升较显著。横向对比看，目前我国传统牙膏占比绝对值仍较美国、日本高，而抗敏感、牙龈健康等高附加值功效的品类占比仍较低。随着我国消费者对口腔健康



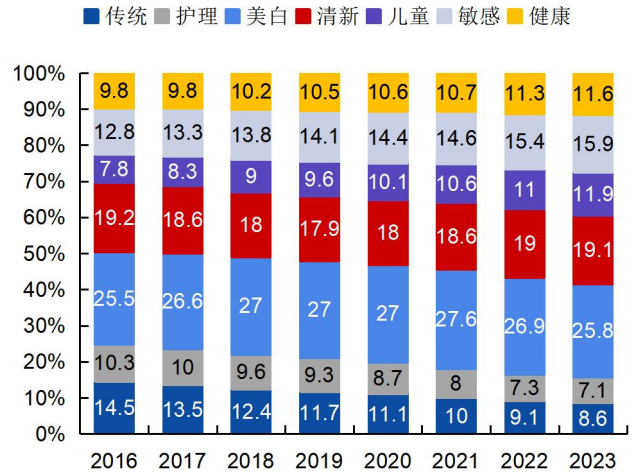
的重视程度提升，高附加值功能牙膏的占比提升有望拉动我国牙膏消费持续升级。

图表 5: 各国牙膏零售均价对比



数据来源: 欧睿, ifind, 华福证券研究所

图表 6: 中国牙膏功能升级是单价增驱动之一



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 7: 对比海外, 中国全方位护理&抗敏感&牙龈健康类的高附加值牙膏占比仍有提升空间

类型占比%		传统	全方位护理	美白	清新	敏感&抗酸	牙龈健康
中国	2016	14.5	10.3	25.5	19.2	12.8	9.8
	2023	8.6	7.1	25.8	19.1	15.9	11.6
	Δ	-5.9	-3.2	0.3	-0.1	3.1	1.8
日本	2016	5.4	14.8	21.5	9.3	15.7	29.8
	2023	4.5	12.2	22.4	10	17	31.2
	Δ	-0.9	-2.6	0.9	0.7	1.3	1.4
美国	2016	9.5	25.7	27.8	7.3	20.8	2.5
	2023	5.4	28	30.2	6.2	20	2.5
	Δ	-4.1	2.3	2.4	-1.1	-0.8	0.0

数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

### 1.2 渠道结构: 中国电商迅速提升, 日本线下渠道结构稳定

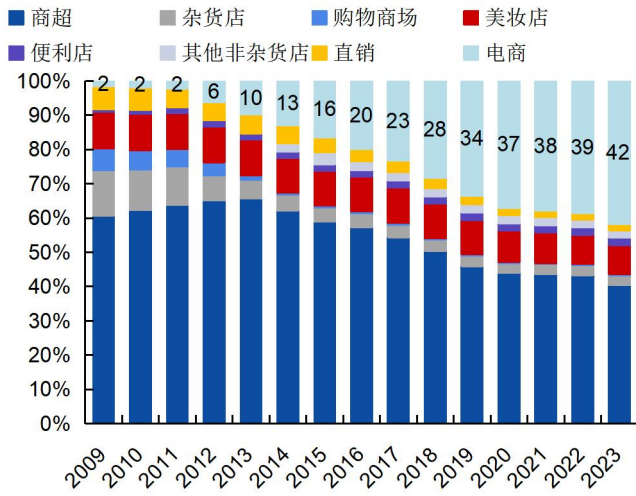
中国 2012 年以来电商占比快速提升, 超过商超。过去数 10 年中国口腔护理产品渠道结构发生了显著变化, 自 2012 年以来品类的电商渠道占比快速提升。目前中国口腔护理零售主要渠道为商超 (40.5%)、电商 (41.8%)。

日本线下渠道结构稳定, 美妆店为最大销售渠道。过去数 10 年中日本口腔护理产品渠道结构稳定, 产品销售的主要渠道为美妆店 (43%)、商超 (27.3%), 而电商的渗透率维持在较低水平。

美国疫情后电商渠道快速提升, 商超仍为最大渠道。过去数 10 年美国口腔护理产品渠道结构基本稳定, 但 2020 年疫情后电商渠道占比快速提升, 2021-2023 年电

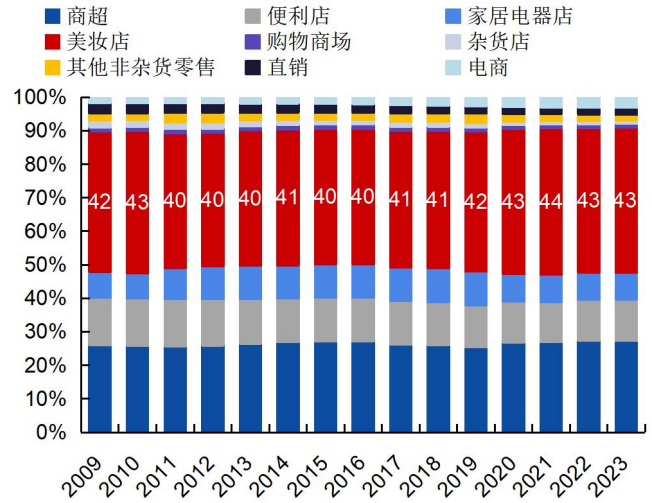
商仍呈稳定提升趋势，但商场仍为最大渠道（53%）。

图表 8: 中国口腔护理用品零售渠道结构 (%)



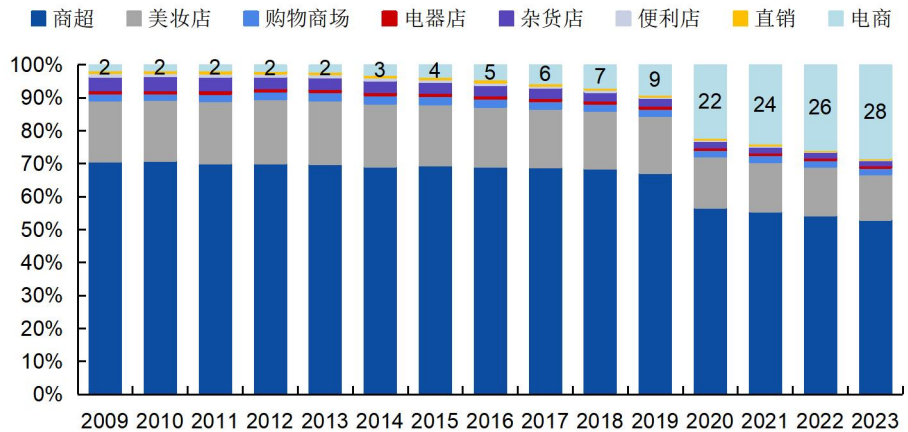
数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 9: 日本口腔护理用品零售渠道结构 (%)



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 10: 美国口腔护理用品零售渠道结构 (%)



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

### 1.3 竞争格局: 美、日本土龙头份额稳定, 中国国货崛起

中国牙膏龙头集中度与海外差异相对不大。2023 年前五名品牌分别为高露洁 (24.9%)、云南白药 (21.4%)、宝洁 (11.2%)、薇美姿 (7.7%)、登康 (6.7%)。2014-2023 年行业 CR3 自 59.4% 小幅降至 57.5%，CR5 维持在 72-73% 左右。

日本、美国牙膏龙头份额稳定, 本土品牌占据头部。①日本: 2023 年前四名公司分别为狮王 (29.5%)、花王 (19%)、舒适达 (17.3%)、Sunstar (16.5%)，除舒适达外其余均为日本本土公司。2014 年-2023 年行业 CR3 自 63% 小幅提升至 66%。

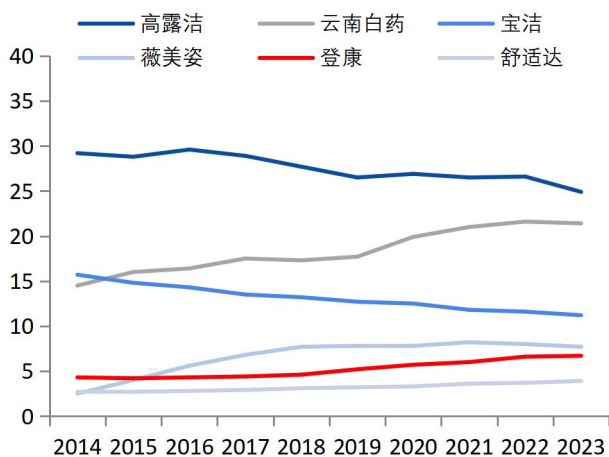
②美国: 2023 年前三名公司分别为高露洁 (36.7%)、宝洁 (35.1%)、舒适达 (21.5%)。2014 年-2023 年行业 CR3 自 88% 提升至 93.3%。总体看, 在日本和美国成熟市场, 牙膏龙头公司的份额稳固、强者恒强, 且本土公司具有较大优势。



**国货崛起，中国牙膏国货持续抢占外资份额。**随着国民民族自信和文化自信的持续增强，消费市场“国货国潮”势头不减，国产消费品凭借过硬的质量、过人的颜值、创新的技术和更高的性价比赢得了广大消费者，特别是年轻消费群体的青睐，包括冷酸灵在内的众多民族品牌通过不断升级产品结构、持续精耕销售渠道、快速响应市场变化等策略，持续提升市场份额，表现出强劲的发展潜力。

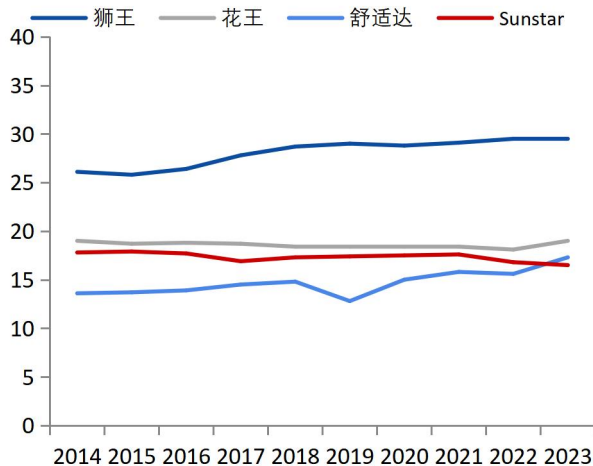
据欧睿，2014-2023 年间，在我国牙膏头部公司中，国产品牌公司的占比自 20% 左右显著提升至 40% 左右，主要抢占了以高露洁、佳洁士、联合利华为代表的外资品牌的份额。从日本、美国的牙膏公司股份看，本土公司均稳定占据行业头部，随着我国民族品牌的持续强势崛起，预计未来我国牙膏市场也将逐步向“以国货为主导”转变，格局切换或将为我国牙膏品牌提供了宝贵的发展机遇。

图表 11: 中国牙膏公司零售竞争格局 (%)



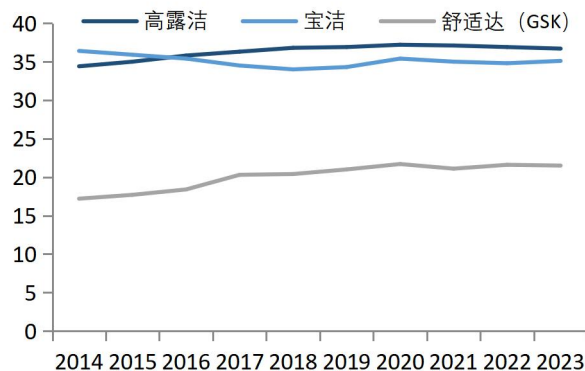
数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 12: 日本牙膏公司零售竞争格局 (%)



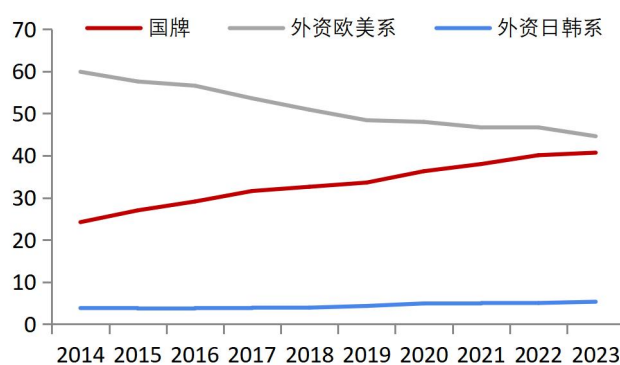
数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 13: 美国牙膏公司零售竞争格局 (%)



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 14: 中国国牌牙膏抢占外资品牌份额 (%)



数据来源：欧睿，华福证券研究所





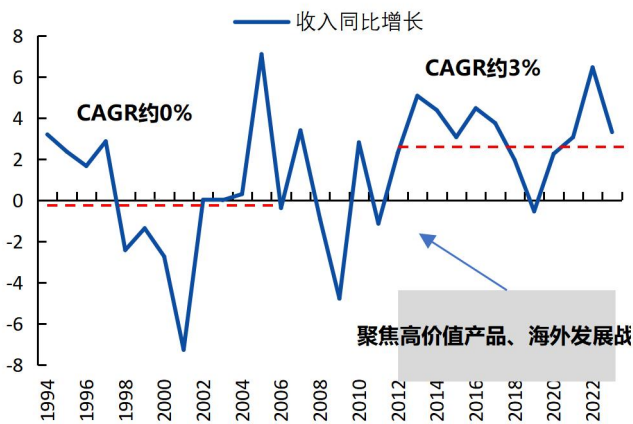
## 2 日本狮王：“高价值”驱动近 10 年盈利显著提升

### 2.1 国内牙膏：推新频次高，聚焦高价值产品

狮王国内个护业务 2010-2023 年营收 CAGR 为 0.1%，其中口腔护理板块 CAGR 为 3.1%>行业 1.8%增长。日本狮王成立于 1891 年，最初生产、销售肥皂、洁牙粉等产品。20 世纪前中期，公司推出多款日本首创产品，也是日本最早开始制造管状牙膏的企业。80-90 年代狮王开始通过强化品牌建设打造产品差异化，推出了日后畅销的 Clinica、Dentor Systema 牙膏品牌。但在 1990 年代-2000 年代日本经济泡沫破裂、次贷危机等背景下，公司经营大幅波动，整体营收 CAGR 约 0%。2012 年公司提出以盈利提升为导向的高价值经营战略，通过在日本国内提升各类高价值产品占比、发展东南亚及中国的海外业务，营收实现正增，盈利能力显著提升。

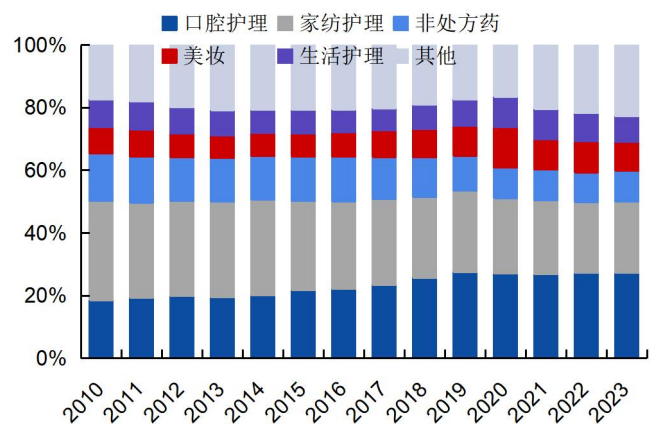
狮王国内个护业务包括口腔护理（27%）、家纺护理（23%）、美妆（9%）、生活护理（8%）、非处方药（10%），其中口腔护理作为公司优势品类，2010 年以来增速显著高于公司国内消费品板块整体增速以及日本口腔护理零售大盘。

图表 15：1994-2023 年狮王营收增速



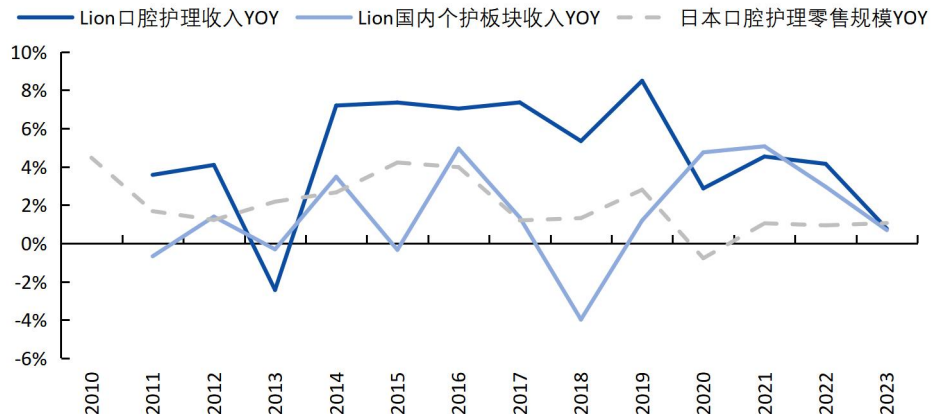
数据来源：彭博，狮王公司公告，华福证券研究所

图表 16：狮王国内个护板块细分业务构成



数据来源：彭博，狮王公司公告，华福证券研究所

图表 17：狮王口腔护理业务收入增速>全国零售大盘&公司国内整体营收增速



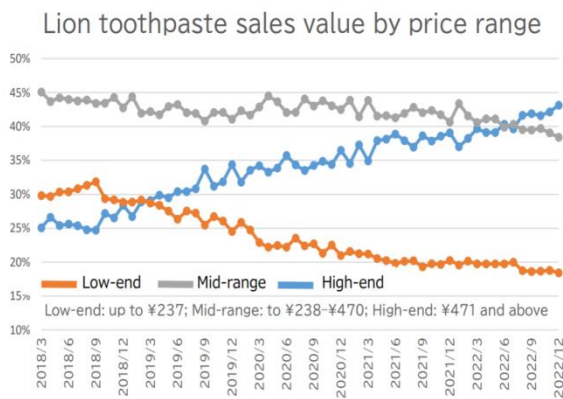
数据来源：欧睿，彭博，狮王公司公告，华福证券研究所

2018-2022年狮王高价值产品销售额占比迅速自25%提升至近45%，低价值产品占比则自约30%降至约18%，中端产品占比相对稳定。目前狮王旗下主要品牌为Clinica（齿力佳）、Systema（细齿洁）。

**Clinica 系列：**旗下产品零售克均价在2.3日元/g-10日元/g之间（0.1元/g-0.5元/g），主要产品为Clinica Advantage，价格偏平价。高价产品除了更换包装外观，还添加了酵素、除牙垢、防敏感等高附加值功效。

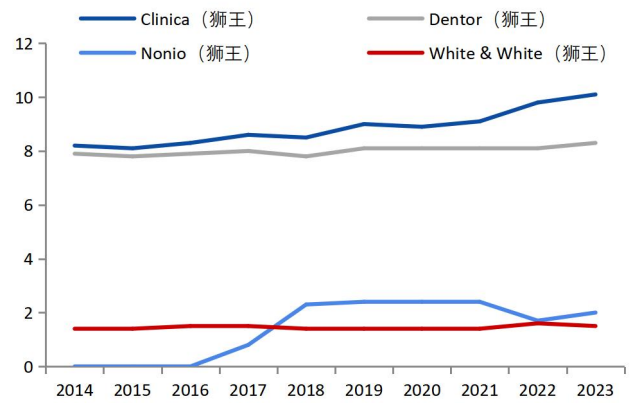
**Dentor Systema 系列：**旗下产品零售克均价在1.9日元/g-16日元/g之间（0.09元/g-0.8元/g），主要产品为Systema EX、Systema Haguki等，主要添加了口腔杀菌功效、牙齿美白、预防牙龈及牙科疾病，价格偏中高端。

图表 18: 18-22 年狮王高价值产品占比持续提升



数据来源：狮王公司公告，华福证券研究所

图表 19: 狮王日本牙膏主要品牌市占率



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 20: 狮王分系列主要产品及测算零售克均价

品牌	CLINICA (齿力加)			Dentor Systema (细齿洁)		
特色	酵素洁净、添加药用成分防护牙科问题			杀菌护理、去除牙垢、牙龈护理		
产品 (日元/g)	Clinica	2.3		Dentor Clear MAX	1.9	
	Clinica Enamel Pearl	2.4		Systema EX	3.0	
	Clinica Advantage	2.5		Systema Haguki Plus	7.8	
	Clinica PRO	7.7		Systema SP-T	14.8	
	Clinica Advantage NEXT STAGE	9.8		Dent Systema Hugki Plus EX	16.2	

数据来源：日本亚马逊、狮王公司官网、狮王公司公告，华福证券研究所

2010年以来，狮王牙膏板块基本每年均有新品上市，推新频率高。新品、重点产品主要为现有品牌线的产品升级（增加功效、更换包装等）。2015年以来大部分的牙膏新产品、重点产品单克重零售均价基本在6日元/g（0.3元/g）以上，而狮王的主力系列产品如 Clinica Advantage、Systema EX 等的零售均价则在2-3日元/g（0.1-0.15元/g）左右。

图表 21：狮王各年度新品、当年重点产品介绍及零售单克价格

时间	产品	介绍	日本亚马逊价格 (日元/g)	示意图	时间	产品	介绍	日本亚马逊价格 (日元/g)	示意图
2009	Clinica Advantage	三项预防牙科的基本功能：帮助氟化物保留、减少细菌生长和去除牙菌斑	2.5		2015	Clinica advantage dental gel	睡觉时有效增强牙齿，独家配方的凝胶使牙齿表面均匀涂层，预防牙齿疾病	31.3	
2010	Platias Creamy Up	美白牙膏	41.1		2017	NONIO牙膏	三重功效，对抗口臭，持久清新口气。帮助去除污渍，打造亮白牙齿	3.4	
2011	改良主力产品Systema EX	药用牙周病预防牙膏，可彻底消毒引起牙龈疾病的细菌，同时帮助预防口臭和蛀牙，提供全面保护，新增温和高科技	3.0		2019	Clinica Advantage NEXT STAGE	通过护理脆弱和敏感的牙齿的根部来支持“成人预防牙科”的实践。具有预防牙周病（牙龈炎、牙周炎）、美白牙齿等八项功	9.8	
2012	Clinica Enamel Pearl	一款药用牙膏，防止敏感引起的疼痛感，拥有专有的牙釉质护理配方，有助于保持坚固、闪亮的洁白牙齿	2.4		2021	Lightee	彻底去除牙膏的新型美白牙膏	16.6	
2013	ハイテクト生薬の恵み	中草药改良产品	50.0		2022	Systema Hugki Plus Yokubarina Whitening	一款具有八种功效的优质美白牙膏，包括使牙龈焕发活力，以及最重要的是美白护理，可将污渍一直清除到牙龈	7.3	
2015	Systema Haguki Plus	具有八种功效的优质配方牙膏，可活化牙龈，帮助预防牙龈疾病	7.8		2022	Clinica PRO	药用牙膏是日本唯一一款以酶为活性成分配制的牙膏，可分解和去除牙菌斑，而牙菌斑是许多口腔健康问题的根源。	7.7	

数据来源：日本亚马逊、狮王公司官网，华福证券研究所

## 2.2 海外牙膏：中国为战略重心，分享电商红利

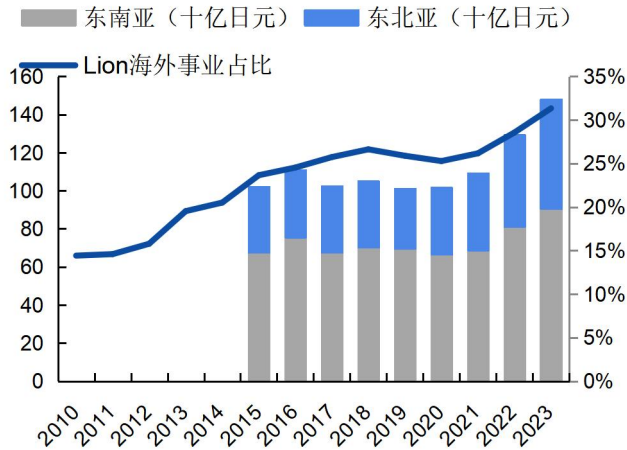
狮王海外业务自 2010 年起快速增长，占比自 14%左右提升至 2023 年的 30%+，2010-2023 年海外事业营收 CAGR 为 8%。

10-17 年海外业务快速扩大，18-19 年由于部分地区产品结构因素增长降速，2020 年后海外营收恢复较快增长，同时，公司提出聚焦发展中国青岛狮王、扩大销售区域的海外中期发展战略，规划到 2030 年海外业务占比提升至 50%。

公司海外业务主要在东南亚及东北亚（韩国、中国）销售。据 2018 年报，其中东南亚产品以家庭清洁用品为主，清洗产品在部分东南亚市场排名第一；韩国主要销售洗手液，份额排名第一；中国主要销售牙膏牙刷。狮王的海外发展战略面向亚洲各国的中产消费者，通过提供高价值产品提升盈利能力。

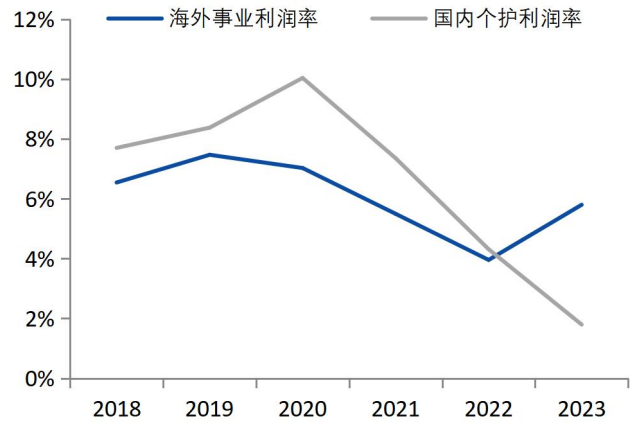


图表 22: 狮王海外业务占比



数据来源: 狮王公司公告, 彭博, 华福证券研究所

图表 23: 狮王海外净利率略低于国内, 趋势相似



数据来源: 狮王公司公告, 彭博, 华福证券研究所

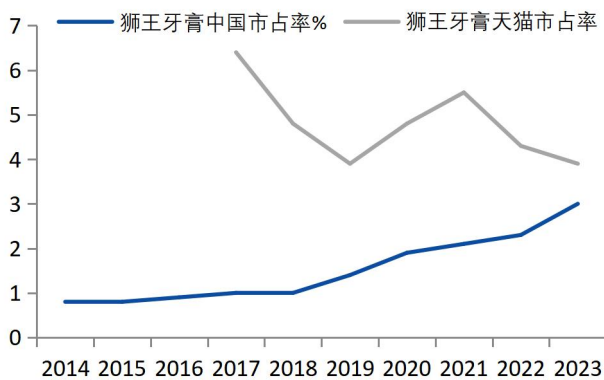
青岛狮王历史收入 CAGR 达 16%，是公司海外业务增长的重要引擎。

初入中国成功分享首波电商红利。狮王自 2011 年左右进入中国，避开竞争激烈的线下渠道，率先聚焦高速发展的电商渠道，2016 年狮王电商业务已占中国地区总体近 50% 的比重，显著高于其他竞品约 20% 占比。

强化线下渠道城市层级的渗透。2021-2022 年随着各品牌电商竞争加剧，狮王提出加强中国线下渠道，特别是向大型城市以外的区域渗透，亦配合加强中国本地生产的中端价格带产品的销售。

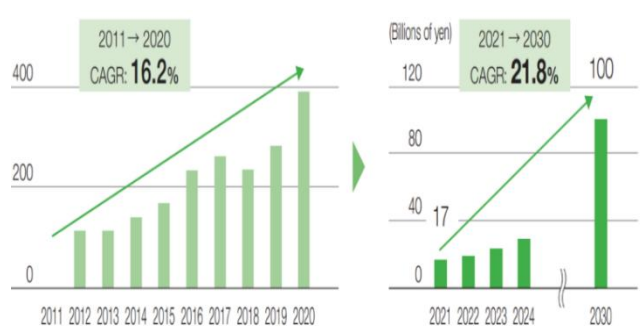
因地制宜，打造本地化产品。公司平价爆款“White & White”（大白）牙膏主要在中国销售，过去均为日产，23 年公司开始在中国本土生产大白，并向相对下沉的渠道铺货。2023 年公司上海亦新设研发中心，强化消费者洞察及配套产品研发。

图表 24: 狮王牙膏中国市占率及天猫市占率



数据来源: 欧睿, 久谦, 华福证券研究所

图表 25: 青岛狮王营收情况及中期增长规划



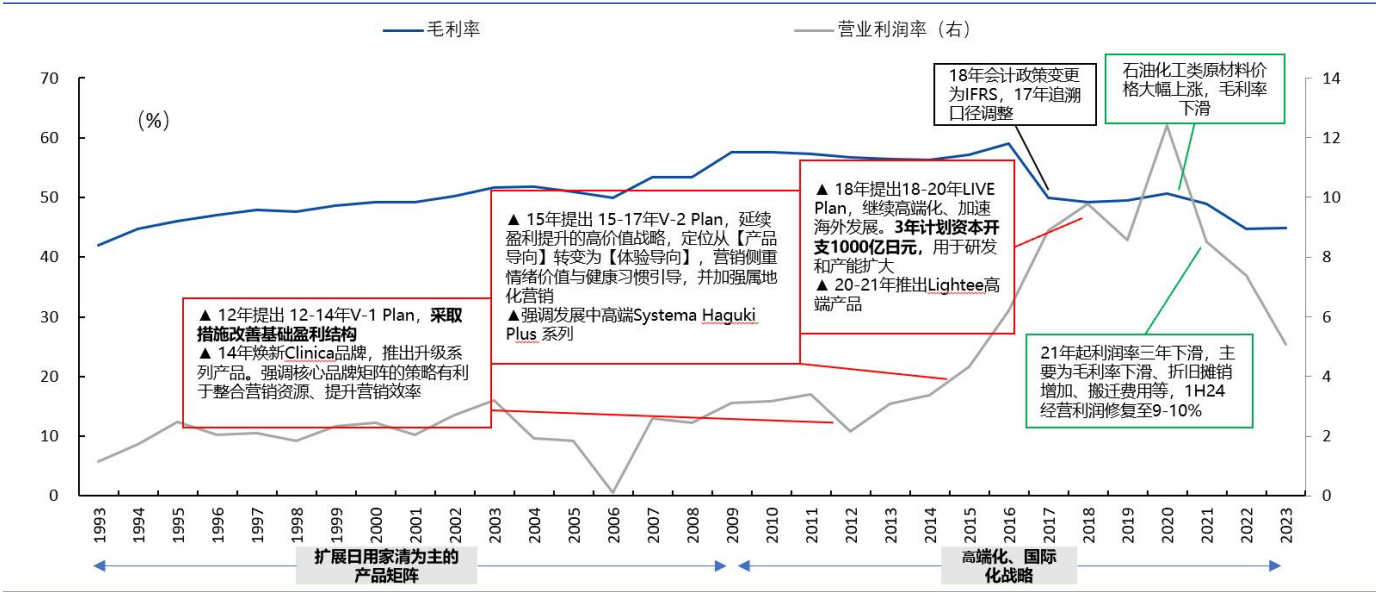
数据来源: 狮王公司公告, 华福证券研究所



### 2.3 盈利能力与估值：近 10 年高价值战略显著拉动盈利，估值稳定

2012 年-2020 年狮王营业利润率实现显著提升，高价值战略效果明显。2012 年-2018 年之间，狮王陆续提出分阶段的产品高端化战略，以提升企业的整体盈利能力，在公司的优势产品牙膏方面，狮王亦持续推出价格更高的焕新、创新产品。受益于海外扩张&产品高端化，在 12-20 年间狮王的盈利能力显著提升。2021 年起由于石油化工类原材料价格大幅上涨，狮王毛利率下滑，同时由于总部搬迁等费用增加，狮王盈利能力存在较大的下滑。但随着上述短期因素影响趋弱，截止至 1H24，狮王的经营利润率重新回到 10%左右的较高水平。

图表 26: 狮王历史盈利能力复盘



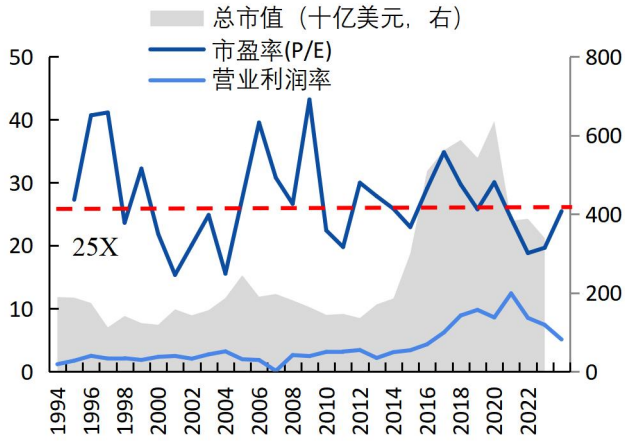
数据来源：彭博、狮王公司公告，华福证券研究所

估值稳定，总市值反映盈利趋势。1994 年以来狮王的估值稳定在 25X 左右，公司市值变化主要反映了公司的盈利趋势。1994-2011 年狮王的总市值无明显趋势性变化，在此期间公司营收、盈利均呈平稳波动。2012 年公司提出高价值战略，对现有产品矩阵采取品牌焕新、推新推高价、以及海外扩张等举措，公司在 2012-2020 年营收有所增长、营业利润率显著向上，带动公司总市值大幅提升。2021-2023 年由于原材料价格上涨侵蚀利润，公司市值随营业利润率向下波动。

股东回报稳定。公司在 2014-2020 年盈利快速提升时期的分红比例较低，约为 25%-30%，但公司分红金额随着盈利扩大总体呈提升趋势。

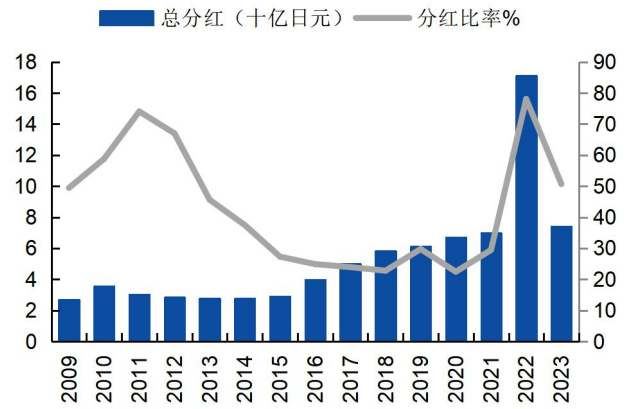


图表 27: 狮王 PE 中枢稳定, 总市值反映盈利趋势



数据来源: 彭博, 华福证券研究所

图表 28: 狮王历史分红比例在 25-30%左右



数据来源: 彭博, 狮王公司公告, 华福证券研究所



### 3 登康口腔：品牌为基，产品渠道向上

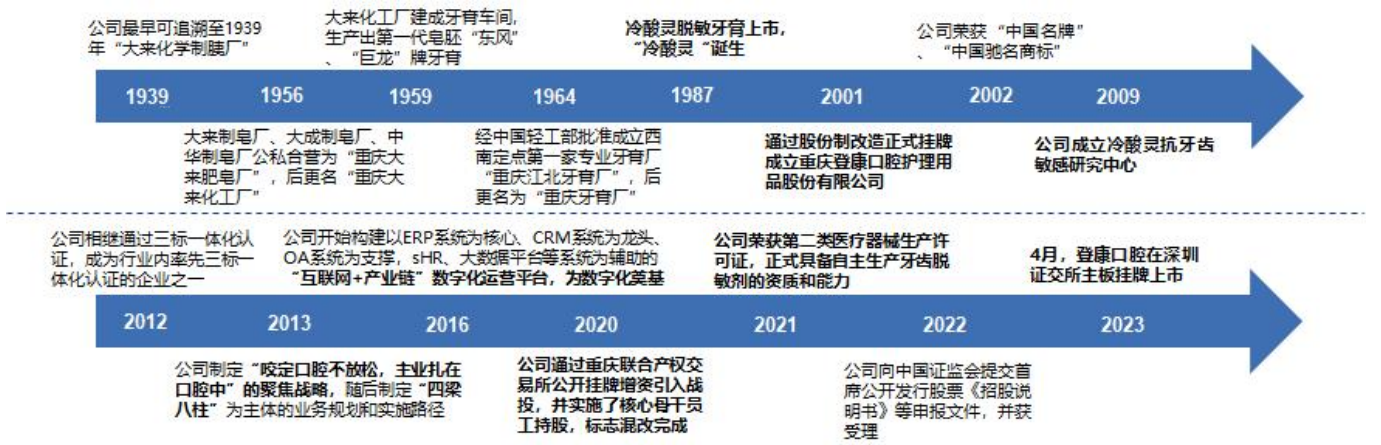
#### 3.1 公司简介：国货品牌老字号，多年深耕口腔健康

登康口腔为重庆老字号企业，多年深耕口腔护理行业。被誉为重庆轻工业“五朵金花”之一，多年雄踞重庆“工业企业五十强”、“制造业100强”、“中国工业企业综合评价最优500家”。

**历史沿革：**公司前身可追溯至1939年的“大来化学制胰厂”，2001年通过股份制改制“登康口腔”正式成立。2020年公司混改完成，通过重庆联合产权交易所公开挂牌增资引入战投，并实施了核心骨干成员员工持股。2023年公司在深交所主板正式挂牌上市。

**产品沿革：**公司于1987年推出了首款脱敏牙膏“冷酸灵”，目前已成为国内家喻户晓的口腔护理老字号品牌。2013年公司制定“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦战略，坚持深耕口腔护理赛道。2021年公司获得第二类医疗器械生产许可，具备自主生产牙齿脱敏剂的资质与能力。

图表 29：登康口腔主要发展历程



数据来源：登康口腔公司官网，华福证券研究所

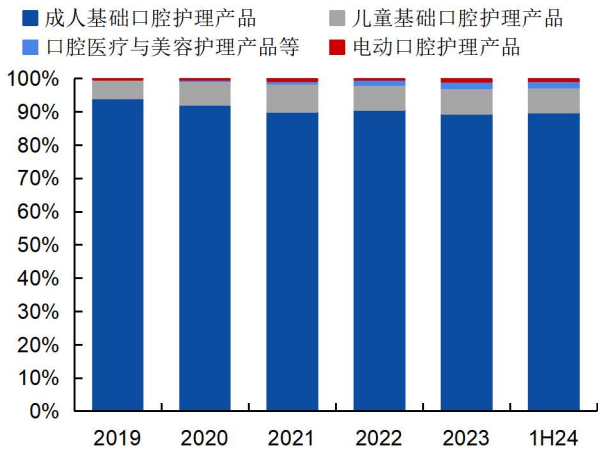
成人基础口腔护理占比90%为主要产品，22年以来电商渠道占比迅速提升。

**产品结构：**2019年以来公司成人基础口腔护理产品占总收入90%左右，产品以牙膏为主，亦含牙刷。截止1H24公司成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、口腔医疗与美容护理产品、电动口腔护理产品占比分别为90%、7.6%、1.9%、0.7%。

**渠道结构：**目前公司已构建了以经销模式、直供模式与电商模式为主的营销网络体系。经销模式覆盖的终端渠道有部分KA渠道、分销渠道新零售及特通渠道，采用直供模式覆盖部分KA渠道及团购客户，电商模式实现了电商渠道及平台的快速拓展。1H24公司经销、直供、电商渠道占比分别为73.5%、2.9%、22.9%。

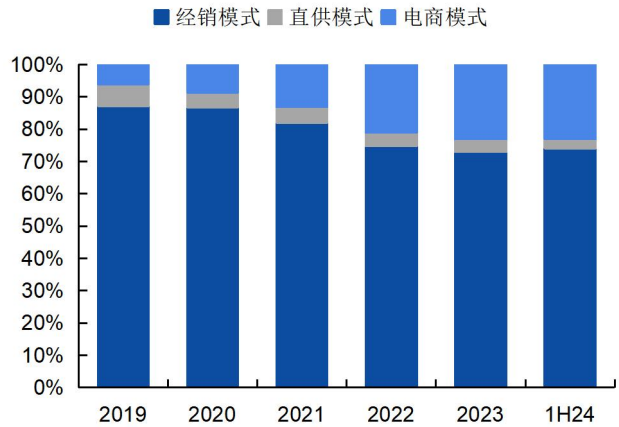


图表 30: 登康口腔分产品业务结构



数据来源: iFind, 登康口腔公司公告, 华福证券研究所

图表 31: 登康口腔分渠道业务结构

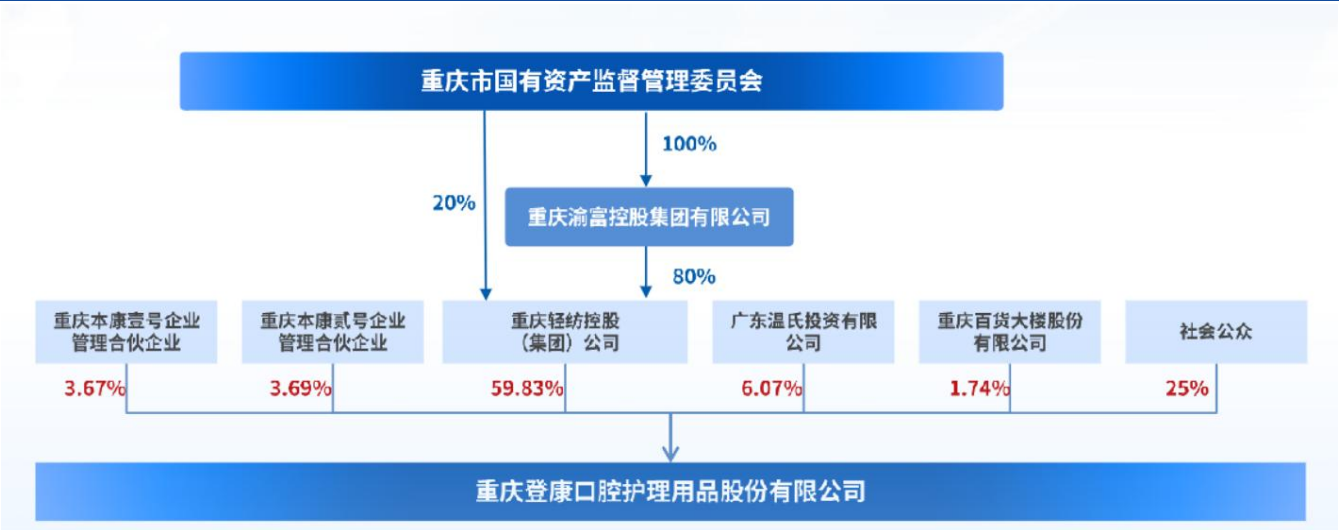


数据来源: 登康口腔公司公告, 华福证券研究所

公司是国有资本、民营资本、核心骨干、社会公众相互融合的混合所有制企业。截止 1H24, 重庆国资委持股比例为 59.8%; 员工持股平台本康壹号、本康贰号持股比例合计为 7.36%; 广东温氏投资持股 6.07%; 重庆百货持股 1.74%; 社会公众股东持股 25%。

**高分红、重回报。**公司 2023 年分红比例为 79%, 对应股息率为 2.3%。2024 年 8 月公司公告《首次公开发行股票并上市后未来三年股东分红回报规划》, 提出“建立对投资者持续、稳定、科学的分红回报机制, 以保证公司利润分配政策的连续性和稳定性, 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%。”(重大资金支出指公司未来 12 个月内拟对外投资、收购资产或购买设备等交易一次性或累计支出超过 3000 万元)。

图表 32: 2024 年上半年-登康口腔股权结构图



数据来源: 登康口腔 24 年半年度业绩说明会 PPT, 华福证券研究所

19-23 年公司营收 CAGR 为 10%、归母净利润 CAGR 为 22%, 盈利增长快于营

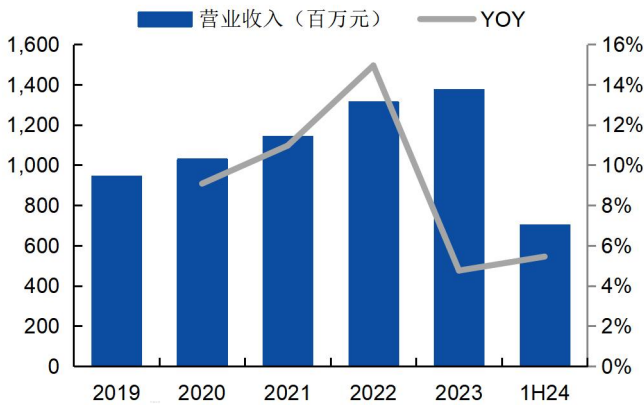


收。

**收入端：**2019-2023 年公司营收 CAGR 为 10%。1H24 公司实现营收 7.03 亿元，同比增长 5.4%，在产品升级、电商渠道高增拉动下，核心产品成人基础口腔护理同比增长 6.2%；分渠道看线下经销、直供渠道同比基本持平，电商渠道同比实现 28.5% 较快增长。

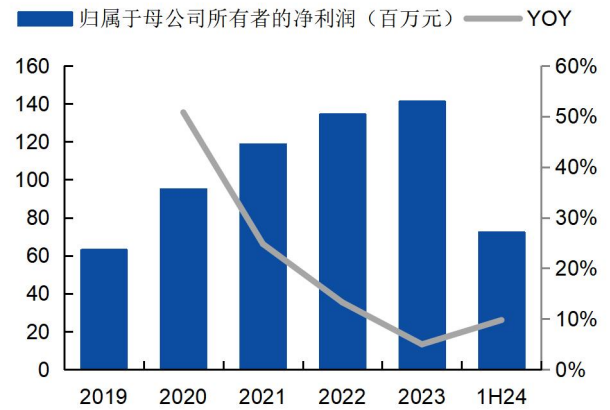
**盈利端：**2019-2023 年公司归母净利 CAGR 为 22%，盈利增长快于营收。1H24 公司实现归母净利 0.72 亿元，同比增长 9.8%。2022 年以来随着高价值产品拉动，公司毛利率实现较显著提升，同时销售费率同步有所增长，其他期间费用率维持相对平稳；2022 年以来公司归母净利率维持在 10.3% 左右。

图表 33: 公司营业收入及同比增速



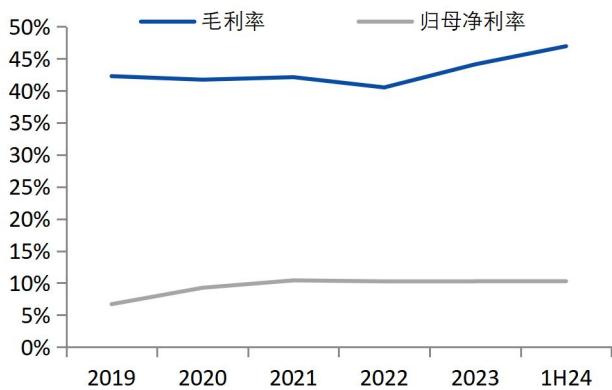
数据来源：登康口腔公司公告，iFind，华福证券研究所

图表 34: 公司归母净利润及同比增速



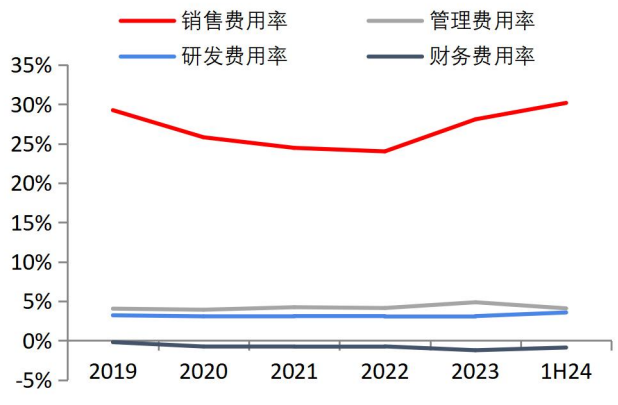
数据来源：登康口腔公司公告，iFind，华福证券研究所

图表 35: 公司毛利率、净利率



数据来源：登康口腔公司公告，iFind，华福证券研究所

图表 36: 公司期间费用率



数据来源：登康口腔公司公告，iFind，华福证券研究所

### 3.2 产品升级：打造创新爆品，价格带上移空间广

专业抗敏感，近年产品价格带向上延伸，拉动毛利率提升。公司核心品牌“冷酸灵”广告语“冷热酸甜、想吃就吃”耳熟能详，是抗敏感牙膏领域绝对龙头。根据公司年报，尼尔森统计显示近年来冷酸灵品牌在抗敏感细分领域的线下零售额份额保持 60%左右。在牙膏类型中，抗敏感、牙龈健康等强功效、高溢价的品类持续提升，也是各大品牌聚焦发力的产品方向。

在成人牙膏领域，目前公司已形成了“医研”、“专研”、“预护”、“基础”四大平台系列。

- ① **医研**：是公司高端、专业的代表性产品，均采用具有临床研究的产品技术，据冷酸灵天猫旗舰店产品信息，测算该系列零售均价约 0.3 元/g。
- ② **专研**：以“1+X”的抗敏与其他产品功能组合，满足多样化的功能需求，测算该系列零售均价约 0.15 元/g。
- ③ **预护**：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，主打时尚、新颖、便捷，测算该系列零售均价约 0.16 元/g。
- ④ **基础**：冷酸灵持续经营的经典抗敏感牙膏，在第一代抗敏感技术的基础上焕新升级，并开发清火、防菌、固齿护龈、健齿护龈等产品，测算该系列零售均价在 0.1 元/g 以下。

图表 37：冷酸灵成人牙膏主要产品系列

系列	医研平台		专研平台		预护平台		基础平台	
特色	采用具有临床研究的产品技术，专为有特定口腔问题困扰的用户开发		自主研发的“舒缓+修护”的双重抗敏感技术；基于牙齿敏感用户存在多种口腔问题的现状，以“1+X”的抗敏与其他产品功能组合		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；同时，采用突破创新的直立按压泵式包装		冷酸灵持续经营的经典抗敏感牙膏，在第一代抗敏感技术的基础上焕新升级，同时开发清火、防菌、固齿护龈、健齿护龈等产品系列	
产品 (元/g)	冷酸灵医研60s抗敏牙膏	0.30	冷酸灵专研抗敏防龋牙膏	0.16	冷酸灵光感美白抗敏感牙膏	0.16	冷酸灵美白抗敏小苏打牙膏	0.10
	冷酸灵医研专效7天密集修护牙膏	0.28	冷酸灵专研护龈抗敏牙膏	0.14	冷酸灵极地白泵式抗敏牙膏	0.16	冷酸灵抗敏感牙膏	0.07

数据来源：登康口腔公司公告，冷酸灵天猫旗舰店，华福证券研究所

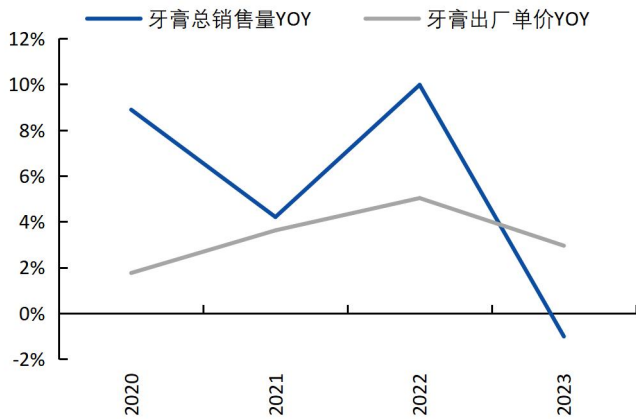
**产品量价**：2020 年以来公司牙膏（含成人牙膏、儿童牙膏）的出厂克均价每年的同比增长幅度在 2-5%之间；牙膏总销售量有所波动，但总体仍呈现中高个位数增长。从公司天猫旗舰店在售产品看，近年来公司产品系列成功从基础款不断向上延伸。1H24 公司完成 3 款牙膏新产品上市，分别为：采用灭活益生菌科技的冷酸灵专研抗敏（沁润白桃）牙膏、冷酸灵科研奥拉氟儿童牙膏、冷酸灵医研抗敏专效修



护牙膏，其中成人牙膏新品均为“医研”、“专研”创新高附加值系列。

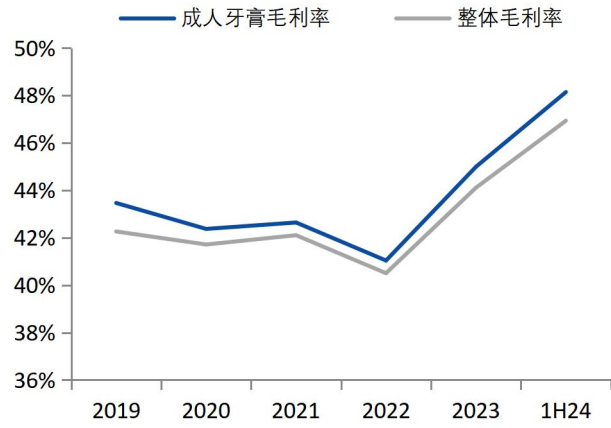
**产品毛利率：**在较高附加值的成人牙膏品类拉动下，公司整体毛利率自 2022 年的 40.5% 提升至 1H24 的 46.9%。

图表 38: 公司牙膏总销量及出厂单价增长情况



数据来源：登康口腔公司公告，iFind，华福证券研究所

图表 39: 公司成人牙膏及整体毛利率提升



数据来源：登康口腔公司公告，iFind，华福证券研究所

对比电商平台竞品价格带，公司中高端产品仍有较大升级空间。

**(1) 好来、高露洁、佳洁士等外资品牌主打美白，舒适达主打健康抗敏感：**除药企背景的舒适达外，外资品牌价格带布局较宽。低价格带区间相似；中价格带产品大部分在 0.15 元/g-0.3 元/g 之间，产品功能以美白为主打；高价格带产品如好来“深导白”、高露洁“红管酵素白”等也均以高科技牙齿去渍美白为主。舒适达则主打中高端抗敏感，产品零售价较高。

**(2) 云南白药、舒客等国货品牌主打中草药、口腔健康：**云南白药牙膏在“预防牙龈出血”品牌定位下整体偏中高端，基础产品也达到其他品牌中价格带水平。舒客多款中价格带产品则以酵素、益生菌等特色系列，聚焦口腔健康。

**冷酸灵在中高价格带仍有较大升级空间：**目前冷酸灵在 0.15-0.3 元/g 左右的中高价格带仍有继续提升的空间，而在高价格亦存在依托高技术创新产品向上突破的空间。若以公司随着创新推新、价格带向中高端延伸，公司整体零售克均价提升空间广。



图表 40: 天猫旗舰店各品牌主要产品价格带

品牌 (元/g)	平价系列	中端系列	高端系列
冷酸灵 (电商)	0.1-0.07以下	0.14-0.16	0.25以上
舒客 (电商)	0.09以下	0.14-0.2	0.4以上
狮王 (中国电商)	0.1以下	0.1-0.2	0.26以上
狮王 (日本全渠道)	0.12以下	0.17	0.23以上
佳洁士 (电商)	0.07-0.04以下		0.5-0.6以上
好来 (电商)	0.09以下	0.15-0.18	1.0以上
高露洁 (电商)		0.17-0.3	0.6以上
云南白药 (电商)		0.15-0.3	0.4以上
舒适达 (电商)		0.25左右	0.5以上

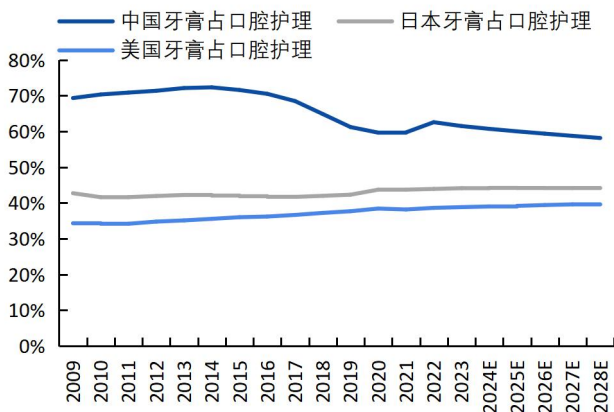
数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 狮王公司公告, 华福证券研究所

“大口腔” 打开拓品类空间, 口腔大健康生态链有望逐步完善。

我国牙膏零售占口腔护理比例高于海外国家, 但趋势下降。据欧睿, 以零售额计, 2023 年中国、日本、美国牙膏零售额占口腔护理领域的比重分别为 61.5%、44%、38.8%, 横向对比我国牙膏占比较大, 但整体呈下降趋势。随着我国消费者对口腔护理、卫生及美丽的认知提升, 以及消费需求的多样化和个性化, 加快了口腔清洁护理用品行业的细分及纵深化发展, 消费趋势呈现出产品功效需求多元化、产品品类需求多样化的趋势。

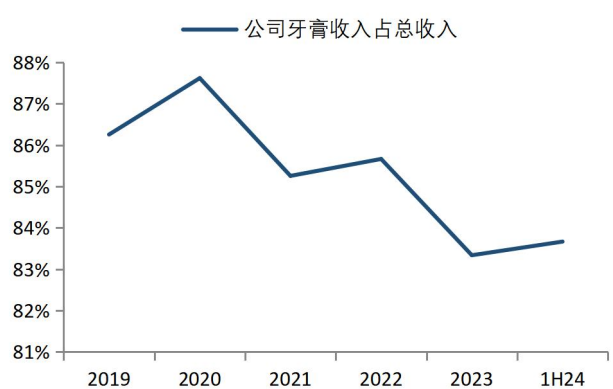
公司致力新品类拓展, 从“小口腔” 向“大口腔” 产业升级。公司围绕“一刷二通三冲” 口腔健康新理念, 大力拓展漱口水、牙线、电动牙刷、冲牙器等口腔新品类。2019 年以来公司牙膏 (含成人、儿童) 品类销售额占比亦呈下降趋势。目前公司产品中的医研平台、专研平台、预护平台、儿童系列以及部分基础平台牙膏、口腔卫生用品和医疗器械类以公司自主生产为主, 部分需求量较大的基础及预护平台牙膏, 以及牙刷、电动牙刷等其他口腔清洁护理用品主要采用委托生产。

图表 41: 中国牙膏零售在口腔护理占比高, 但呈下降趋势



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 42: 公司牙膏占收入比重持续下降



数据来源: iFind, 登康口腔公司公告, 华福证券研究所



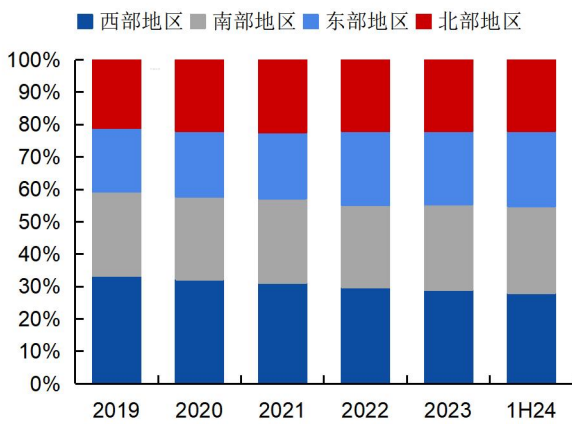
### 3.3 渠道扩张：线下逆势提升，线上兴趣+中心电商协同布局

公司全域全渠新布局，线下稳健、线上高增。目前公司已形成了高效协同发展的多渠道运作模式，制定了“精耕分销、强化 KA、电商和新零售并举、拓展新渠道”的销售渠道策略，形成了线上线下多渠道协同发展的良好态势。

线下实现广阔深度分销，公司线下份额逆势提升。公司拥有层次分明、基本覆盖全国的销售网络体系，通过分布在全国 31 个省、自治区、直辖市以及 2,000 余个区/县的经分销商，实现了对数十万家零售终端的覆盖。在深度分销渠道，公司形成了经分销商两级渠道管理体系，并打造县域开发运作模式，特别是针对最广阔的县城乡镇市场，公司以独特的县域开发模式打造了登康口腔在三四线市场的渠道壁垒，确保公司未来能够持续获得中国城镇化发展的红利。在 KA 渠道，公司建立了专业的零售管理模式，并结合新零售的发展，形成了线上线下整合营销渠道运营体系。

2022-1H24 牙膏线下渠道整体承压，公司是行业中唯一实现销售额正增长的前十厂商，1H24 公司线下份额达 8.6%，排名升至第三名。

图表 43：公司线下分区域营收结构



数据来源：iFind，登康口腔公司公告，华福证券研究所

图表 44：公司 22-1H24 牙膏线下销售额持续正增

线下销售额增速	2022	2023	1H24	1H24线下销售额份额
厂商1	-4.4%	-6.6%	-3.2%	25.1%
厂商2	-10.2%	-11.6%	-7.8%	18.1%
登康口腔	0.8%	1.1%	5.5%	8.6%
厂商4	-9.1%	-6.9%	-7.3%	8.5%
厂商5	-4.1%	-5.3%	-4.7%	5.2%
厂商6	-8.6%	-10.8%	-6.2%	5.0%
厂商7	-14.5%	-10.1%	-8.9%	3.5%
厂商8	-4.7%	-11.7%	4.7%	2.7%
厂商9	3.6%	-6.0%	-0.7%	2.2%
厂商10	-7.9%	-8.6%	-3.7%	1.8%
牙膏整体	-6.3%	-7.6%	-3.7%	80.7%

数据来源：登康口腔 24 年半年度业绩说明会 PPT，尼尔森，华福证券研究所

我国牙膏线上销售平台中，抖音占比快速提升。据久谦，2020 年以来牙膏线上销售额总体保持较快速的双位数增长，但 2022 年以来平台结构存在较大变化，抖音占比实现明显提升。

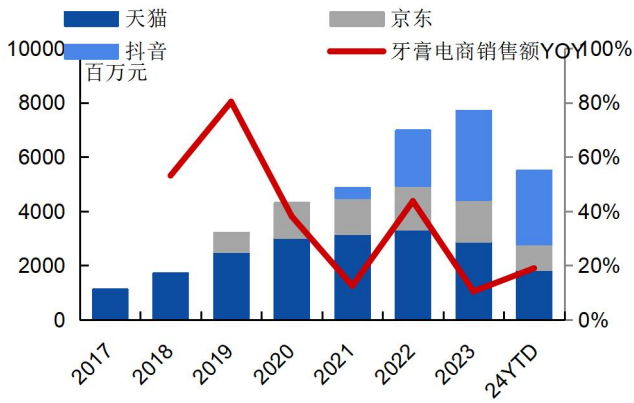
抖音成为消费品升级快车道，助推品牌份额“弯道超车”。①价值方面，从不同平台的牙膏价看，抖音次均消费额高于天猫。抖音作为兴趣电商核心平台，厂家通过在平台推出高附加、高颜值的新品，通过短视频、直播能够实现产品的快速传播与爆品打造，助推高附加值产品的销售上量。②竞争方面，一方面，电商作为后发渠道，各类品牌多样、竞争较激烈；另一方面，以抖音为代表的兴趣电商也成为



了消费品牌份额“弯道超车”的助推器。

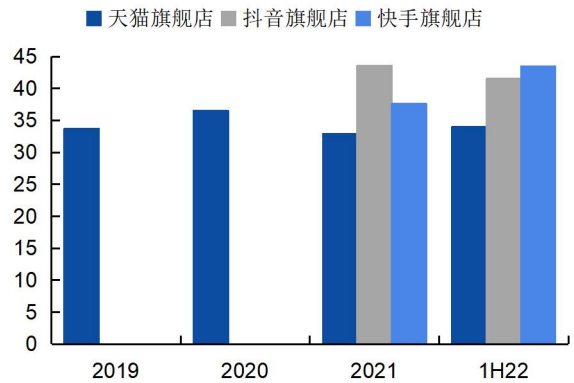
公司把握兴趣电商红利，积极布局全平台销售。在电商渠道，公司借助中心电商+兴趣电商两大平台以“顶层设计，战略发展，精细落地”为指导，坚定品牌定位，构建电商产品矩阵。通过精细化运营及平台资源的深度整合，通过用户沉淀、营销转化实现用户资产池积累、C端用户精准运营、“人货场”的有效连接，形成公司第二增长曲线，助推销量、利润新增长。

图表 45: 中国牙膏线上销售增速及平台分布



数据来源: 久谦, 华福证券研究所

图表 46: 公司抖音、快手旗舰店次均消费额(元)较高



数据来源: 登康口腔公司公告, 华福证券研究所

### 3.4 盈利能力: 费用投入合理有序, 毛利率驱动盈利提升

营销聚焦“整合传播”，品效合一创新迭代。公司通过电视广告、明星代言人、直播推广、公益教育、跨界营销等立体化营销矩阵整合传播。特别地，在兴趣电商与内容平台，公司通过精准品牌定位，以专业化打造爆品，聚焦核心产品冷酸灵医研抗敏专效修护牙膏，在抖音、小红书实现破冰推广和持续蓄水，打通品效销闭环链路，加速爆品打造，实现品效合一。

同时，公司还通过私域运营 多样化内容升级和数字化媒体矩阵，进一步提升用户对品牌的粘性与好感度，为营销数字化的创新升级提供“新引擎”。截至 2024 年 6 月 30 日，冷酸灵品牌私域沉淀会员 133 万。

图表 47: 冷酸灵近年来立体化全域营销活动

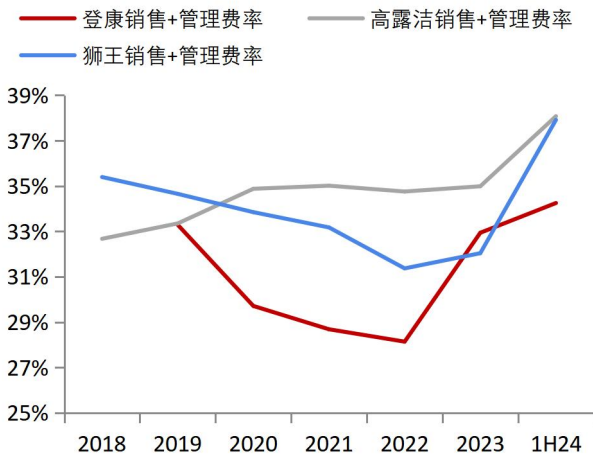
时间	营销活动
2024 年春节	CNY 营销通过延续“大平台投放、大企业合作、社交内容造势、线上线下跨界融合”的数字化传播策略，围绕“冷热酸甜幸福年年”精耕内容，首次联合央视新闻、中国日报等官媒权威发布。 合作超头部主播和多位明星主播，爆发式推广新品促进品效双收和品牌资产沉淀 品牌在全国广泛铺设飞机、高铁、楼宇、影院、商圈等线下户外广告，以及全国重点商超卖场新春氛围生动化打造，实现品牌曝光 132 亿次
2023 年春节	CNY 营销全网曝光超过 100 亿次，运用代言人势能，最大化实现国民品牌曝光，新春品牌片《角儿》荣获第十六届金投赏视频创意金奖，收获消费者与行业好评。
2023 年全国爱牙日	携手中国牙病防治基金会，面向大众开展一系列口腔健康科普教育与公益活动，口腔健康教育普及广大民众
2023 年杭州亚运会	携手央视新媒体衍生栏目《不一 Young 的亚运》，借助热门赛事沉浸式传递品牌价值主张
2019-2023 年	冷酸灵凭借火锅牙膏跨界营销、冷酸灵国博跨界整合营销、猫爪刷与 B 站整合营销、新春整合营销等创新品牌营销项目，荣获第十五届中国最佳公关关系案例大赛的企业品牌传播类金奖；2019~2020 虎啸奖整合营销类优秀奖、2021 年金旗奖短视频营销金奖、2023 年金投赏视频创意金奖等诸多荣誉

数据来源：登康口腔公司公告，华福证券研究所

日用消费品费用投入相对刚性，公司费用投入合理有序。由于需要在渠道及终端消费者中做持续曝光与推广、保持市场份额，日用消费品行业期间费用支出相对刚性。海外头部日用消费品公司高露洁、狮王的销售+管理费用率近年来均在 35%左右。2022 年以来公司销售+管理费用率有所提升，主要为促销费提升，相应地，公司电商渠道实现了较快成长；同时，从费率看公司也和海外头部公司基本相似。

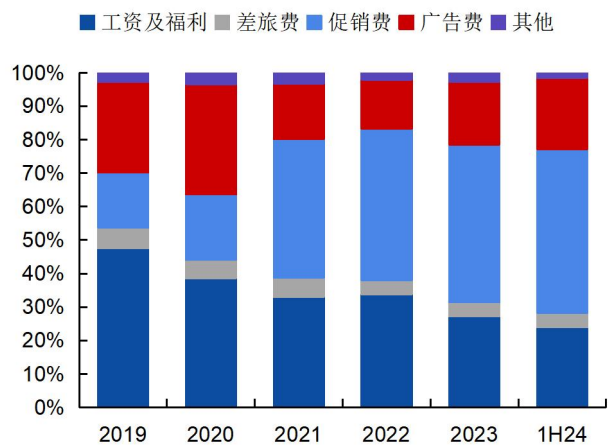
产品升级带来的毛利率提升是盈利提升的主要驱动。从狮王、高露洁历史毛利率、经营利润率同比变化看，中长周期中毛利率提升是盈利增长主要驱动。2022 年以来公司毛利率实现了较快速的提升，在费用合理有序投入前提下，产品升级带来的毛利率提升有望拉动盈利持续正向增长。

图表 48: 日用消费品期间费用投入相对刚性



数据来源：彭博，iFind，相关公司公告，华福证券研究所

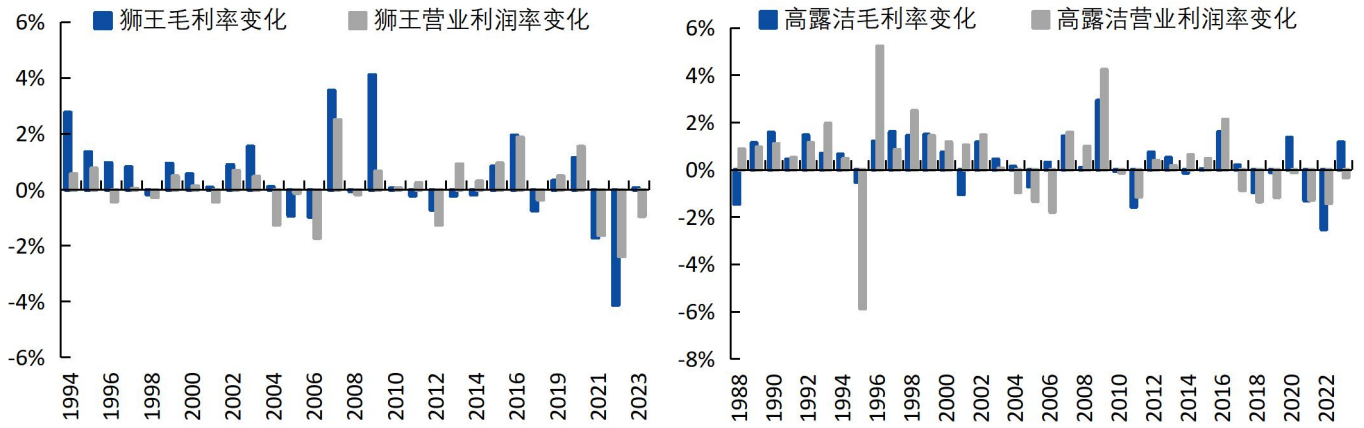
图表 49: 公司销售费用结构明细



数据来源：iFind，登康口腔公司公告，华福证券研究所



图表 50: 狮王、高露洁历史毛利率、经营利润率同比 (pct) 看, 毛利率提升是拉动盈利增长主要驱动



数据来源: 彭博, 相关公司公告, 华福证券研究所



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

#### (1) 收入：

- ① 经销：据上文分析，近年来我国牙膏线下渠道呈萎缩趋势，公司依托深度分销网络广泛渗透各层级城市级县域，预计公司经销渠道 2024-2026 年营收实现 2-3%左右增长。
- ② 直供：预计直供渠道与经销趋势相似，2024-2026 年持平略增。
- ③ 电商：公司近年来加速发展，兴趣电商+中心电商全面布局，有望依托电商渠道实现高价值产品升级，预计 2024-2026 年电商渠道保持快速增长。

**(2) 毛利率：**据上文分析，2022 年以来公司毛利率随高价值产品、电商渠道的增长持续提升，考虑到公司产品升级及渠道结构变化，预计 2024-2026 年公司毛利率保持向上提升趋势。

**(3) 期间费用率：**①销售费用率：随着发力电商渠道，预计相关费用投入将随线上扩张有所增长，预计 2024-2026 年公司销售费用率逐年提高。②管理、研发、财务费用率，预计维持相对稳定。

综上，我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 15.0 亿元、17.2 亿元、19.7 亿元，分别同比+8.7%、+14.9%、+14.7%，归母净利润分别为 1.6 亿元、1.9 亿元、2.2 亿元，分别同比+13.8%、+18.4%、+17.1%。


**图表 51: 公司业绩拆分预测表**

单位: 百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,143</b>	<b>1,313</b>	<b>1,376</b>	<b>1,496</b>	<b>1,718</b>	<b>1,970</b>
YOY	11.0%	15.0%	4.8%	8.7%	14.9%	14.7%
经销模式	930	975	995	1015	1045	1077
YOY	5.4%	4.7%	2.1%	2.0%	3.0%	3.0%
直供模式	54	54	54	55	56	58
YOY	16.1%	-0.3%	0.1%	2.0%	2.0%	2.0%
电商模式	150	276	316	411	596	808
YOY	69.8%	83.9%	14.5%	30.0%	45.0%	35.5%
营业成本	661	781	769	791	866	946
<b>毛利率</b>	<b>42.1%</b>	<b>40.5%</b>	<b>44.1%</b>	<b>47.1%</b>	<b>49.6%</b>	<b>52.0%</b>
销售费用	279	315	386	450	562	684
销售费用率%	24.5%	24.0%	28.1%	30.1%	32.7%	34.7%
管理费用	48	54	67	60	68	76
管理费用率%	4.2%	4.1%	4.9%	4.0%	3.9%	3.8%
研发费用	36	40	43	52	58	65
研发费用率%	3.1%	3.1%	3.1%	3.5%	3.4%	3.3%
财务费用	-9	-10	-17	-28	-44	-47
财务费用率%	-0.8%	-0.7%	-1.2%	-1.9%	-2.5%	-2.4%
<b>归母净利润</b>	<b>119</b>	<b>135</b>	<b>141</b>	<b>161</b>	<b>190</b>	<b>223</b>
YOY	24.8%	13.3%	5.0%	13.8%	18.4%	17.1%

数据来源: 登康口腔公司公告, iFind, 华福证券研究所

## 4.2 投资建议

公司产品升级加速、积极布局兴趣电商, 享有一定的品牌溢价, 重视员工利益共享与股东回报。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.6 亿元、1.9 亿元、2.2 亿元, 分别同比+13.8%、+18.4%、+17.1%, 对应 24、25 年 PE 分别为 30X、25X, 略低于可比公司平均值。考虑到公司依托产品、渠道逐步释放成长势能, 作为必选消费品有望在较长周期实现盈利持续增长, 首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 52: 可比公司估值表**

证券代码	公司名称	股价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE (倍)			
		2024-10-24	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
003006.SZ	百亚股份	27.36	2.38	3.25	4.23	5.37	49.30	36.15	27.79	21.87	
603983.SH	丸美股份	29.83	2.59	3.68	4.68	5.73	46.11	32.47	25.59	20.87	
603193.SH	润本股份	24.39	2.26	3.15	3.94	4.85	43.66	31.36	25.07	20.33	
<b>平均值</b>							<b>46.36</b>	<b>33.33</b>	<b>26.15</b>	<b>21.02</b>	
001328.SZ	登康口腔	28.07	1.41	1.61	1.90	2.23	34.20	30.07	25.40	21.70	

数据来源: iFind 一致预期, 华福证券研究所 (登康口腔为华福证券研究所预测)



## 5 风险提示

**市场竞争风险：**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。如果公司在品牌建设、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、盈利能力下降等风险。

**品牌形象维护风险：**口腔护理用品直接面向消费者，品牌形象是影响消费者购买选择的重要因素。为维护品牌形象，公司每年均在品牌建设方面投入较多资源，若公司未来无法保证品牌建设的持续投入，或无法取得预期效果，则将对公司的品牌影响力产生不利影响，从而导致公司业绩下滑。

**销售模式不能适应市场变化的风险：**随着兴趣电商、社区团购、B2B 和 O2O 等新业态不断兴起，越来越多的消费者加入到网络购物的行列中。如果未来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能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和持续性造成不利影响。



图表 53: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	534	531	566	607
应收票据及账款	45	55	59	67
预付账款	9	8	10	13
存货	189	193	212	233
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	807	809	811	813
流动资产合计	1,584	1,596	1,659	1,732
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	182	201	229	264
在建工程	16	36	46	56
无形资产	16	16	16	16
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	71	71	71	71
非流动资产合计	285	325	362	408
<b>资产合计</b>	<b>1,869</b>	<b>1,921</b>	<b>2,021</b>	<b>2,140</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	150	156	177	196
预收款项	0	0	0	0
合同负债	56	54	57	72
其他应付款	45	45	45	45
其他流动负债	143	140	154	169
流动负债合计	395	396	435	483
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	68	68	68	68
非流动负债合计	68	68	68	68
<b>负债合计</b>	<b>464</b>	<b>464</b>	<b>503</b>	<b>551</b>
归属母公司所有者权益	1,405	1,457	1,518	1,589
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,405</b>	<b>1,457</b>	<b>1,518</b>	<b>1,589</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,869</b>	<b>1,921</b>	<b>2,021</b>	<b>2,140</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>151</b>	<b>130</b>	<b>171</b>	<b>207</b>
现金收益	137	149	165	197
存货影响	8	-4	-19	-20
经营性应收影响	16	-5	-2	-7
经营性应付影响	-22	6	21	19
其他影响	12	-16	6	19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-717</b>	<b>-50</b>	<b>-51</b>	<b>-61</b>
资本支出	-44	-56	-56	-66
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-673	7	5	5
<b>融资活动现金流</b>	<b>725</b>	<b>-84</b>	<b>-85</b>	<b>-106</b>
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-103	-129	-152	-178
股东融资	841	0	0	0
其他影响	-12	45	67	73

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,376	1,496	1,718	1,970
营业成本	769	791	866	946
税金及附加	9	10	11	13
销售费用	386	450	562	684
管理费用	67	60	68	76
研发费用	43	52	58	65
财务费用	-17	-28	-44	-47
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-4	-4	-4
公允价值变动收益	11	2	2	2
投资收益	2	5	3	3
其他收益	19	19	19	19
<b>营业利润</b>	<b>147</b>	<b>183</b>	<b>217</b>	<b>254</b>
营业外收入	14	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>161</b>	<b>183</b>	<b>217</b>	<b>253</b>
所得税	20	22	26	31
<b>净利润</b>	<b>141</b>	<b>161</b>	<b>190</b>	<b>223</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>141</b>	<b>161</b>	<b>190</b>	<b>223</b>
EPS (按最新股本摊薄)	0.82	0.93	1.11	1.29

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	4.8%	8.7%	14.9%	14.7%
EBIT 增长率	5.8%	7.5%	11.8%	19.6%
归母公司净利润增长率	5.0%	13.8%	18.4%	17.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.1%	47.1%	49.6%	52.0%
净利率	10.3%	10.7%	11.1%	11.3%
ROE	10.1%	11.0%	12.5%	14.0%
ROIC	21.5%	23.5%	24.0%	26.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.8%	24.2%	24.9%	25.8%
流动比率	4.0	4.0	3.8	3.6
速动比率	3.5	3.5	3.3	3.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	10	8	8	8
存货周转天数	90	87	84	85
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.82	0.93	1.11	1.29
每股经营现金流	0.88	0.76	0.99	1.20
每股净资产	8.16	8.46	8.82	9.23
<b>估值比率</b>				
P/E	34	30	25	22
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	51	46	41	35

数据来源: 公司报告、华福证券研究所





## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn