

## 登康口腔 (001328.SZ)

## 增持 (首次)

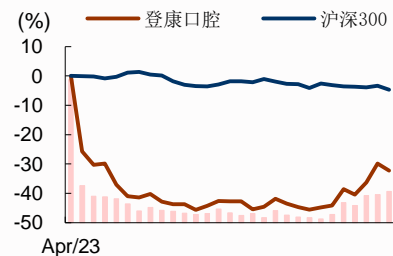
消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 38.4 元

## 基础数据

总股本 (万股)	17217
已上市流通股 (万股)	4218
总市值 (亿元)	66
流通市值 (亿元)	16
每股净资产 (MRQ)	8.1
ROE (TTM)	9.9
资产负债率	25.7%
主要股东	重庆轻纺控股(集团)公司
主要股东持股比例	59.83%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	92	92
相对表现	24	87	95



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

赵中平 S1090521080001  
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn  
王鹏 S1090522040002  
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn  
王月 研究助理  
✉ wangyue20@cmschina.com.cn

## “抗敏感+”市场渗透价格向上, 拓展口腔大健康

登康口腔从事口腔护理用品的研发、生产和销售, 始终致力于研究、开发适合中国口腔健康的优质口腔护理产品。公司始于重庆, 迈向全国, 1987年上市的冷酸灵品牌逐步成长为我国抗敏牙膏领导者, 13年公司战略升级, 制定“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。按照“1247工程”, 坚持1+X多品牌发展战略、“三品三化”建设, 致力于成为世界一流的、专一专业的口腔健康与美丽产业引领者。

□ **产品增长逻辑: 抗敏渗透+多元功效+价格向上。**①量: 50岁以上人群牙本质敏感占比较高, 随着我国老龄化进程推进, 牙本质敏感人群占比有望进一步提升(当前为32.4%), 随着消费者教育以及卫生健康意识的提升(抗敏感功效认知+2次刷牙率提升), 牙本质敏感人群中抗敏牙膏渗透率有望提升, 经我们测算, 当前渗透率约为10%, 提升空间较大, 公司“冷热酸甜, 想吃就吃”的slogan历经近30年已深入人心, 叠加不断升级的抗敏技术, 其抗敏牙膏龙头地位稳固, 线下抗敏牙膏市场份额达到60%左右, 有望优先受益于行业成长。此外, 公司通过“抗敏感+”策略切入高景气功效及成分赛道, 获取增量消费者。②价: 冷酸灵与同以“抗敏”见长的外资品牌舒适达与同为本土品牌的云南白药价格带均相比均处于较低水平, 公司通过IP联名、话题营销、明星代言等方式助力品牌年轻化, 为价格带提升打好基础, 通过推出新品、提升“专研”等平台收入占比实现产品结构升级, 释放价格带向上升级潜力。

□ **渠道增长逻辑: 线上发力, 线下渗透。**①线上: 疫情加速了口腔护理线上化进程, 公司亦积极响应, 线上渠道收入快速增长, 22年达到2.8亿, 收入占比达到21%, 线上市场份额逐年提升, 预计公司将进一步加强投入, 通过营销活动、首发新品等方式提升品牌美誉度, 驱动公司收入成长; ②线下: 公司通过分布在全国的经销商+分销商实现了对数十万家零售终端的覆盖, 并通过独特的县域开发模式实现了在三四线市场的渠道壁垒, 未来一方面公司在强势区域的部分市场仍有渗透空间, 另一方面公司弱势区域, 包括一二线市场, 的市占率提升空间仍大, 公司将通过可复制的县域模式进一步对下沉市场进行渗透, 并通过对重点系统的专项突破实现一二线市场的拓张, 进而提升公司全国的市占率水平(22年牙膏线下市场份额约7.3%)。

□ **盈利预测及投资建议。**我们预计公司2023-2025年实现归母净利润1.60/1.93/2.27亿元, 分别同比增长19%/20%/18%, 23日股价对应23年PE为41X, 首次覆盖给予“增持”评级。

□ **风险提示: 经济增长不及预期的风险, 市场竞争加剧的风险, 原材料价格大幅波动的风险, 股价大幅波动的风险。**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1143	1313	1534	1773	2045
同比增长	11%	15%	17%	16%	15%
营业利润(百万元)	136	145	175	209	246
同比增长	24%	6%	21%	20%	18%
归母净利润(百万元)	119	135	160	193	227
同比增长	25%	13%	19%	20%	18%
每股收益(元)	0.69	0.78	0.93	1.12	1.32
PE	55.6	49.1	41.3	34.3	29.1
PB	13.0	12.2	4.3	4.0	3.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、登康口腔：抗敏牙膏领军品牌，“扎根口腔不放松”	5
二、成长逻辑：产品+渠道双轮驱动，品牌形象升级迈向口腔大健康	10
2.1 产品端：抗敏渗透+多元功效+价格向上	10
2.2 渠道端：线上发力，线下渗透	13
2.3 向“口腔大健康”解决方案龙头迈进	16
三、盈利预测及风险因素	18

## 图表目录

图 1：登康口腔发展历程	5
图 2：登康口腔股权结构图	6
图 3：部分管理层情况一览	7
图 4：2019-2022 公司营业收入及同比增长	7
图 5：2019-2022 公司毛利率及净利率变化	7
图 6：消费者选择牙膏时最关注的因素	10
图 7：2019-2021 年我国牙膏线下产品功效结构占比及变化	10
图 8：抗敏感 3.0 技术矩阵	13
图 9：登康研发费用投入领先	13
图 10：2017-2022 口腔护理行业主要公司线上市场份额	14
图 11：2017-2022 牙膏品类主要公司线上市场份额	14
图 12：登康口腔历年电商平台收入结构	14
图 13：登康口腔历年电商费用率	14
图 14：2019-2021 抗敏牙膏线下市场份额结构	15
图 15：登康口腔历年天猫收货地域分布前十(万元)	15
图 16：登康口腔历年抖音收货地域分布前十(万元)	15
图 17：登康口腔历年快手收货地域分布前十(万元)	15
图 18：跨界联名宣传海报	16
图 19：全国主要国家人口口腔消费	17

表 1：主营业务收入按产品拆分	8
-----------------	---

表 2: 主营业务收入按渠道拆分 .....	9
表 3: 经销模式收入按地区拆分 .....	9
表 4: 外资牙膏品牌及产品.....	11
表 5: 国产牙膏品牌及产品.....	12
表 6: 各年龄层牙齿敏感人群比例及人数.....	13
表 7: 抗敏牙膏市场渗透率 .....	13
表 8: 登康口腔主要产品矩阵.....	17
表 9: 公司业绩预测简表 .....	19
附: 财务预测表.....	20

## 一、登康口腔：抗敏牙膏领军品牌，“扎根口腔不放松”

### 1.1 公司概况：始于重庆，深耕西南，扩张全国

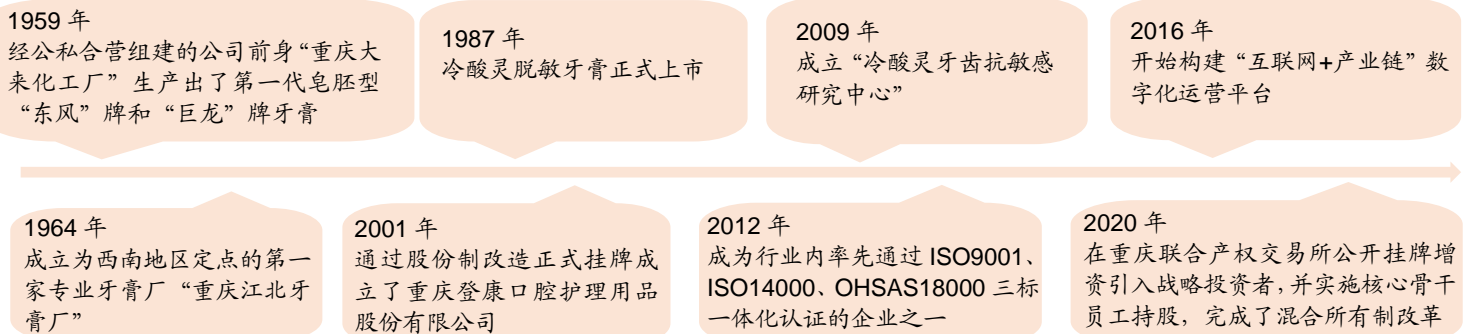
登康口腔从事口腔护理用品的研发、生产和销售，始终致力于研究、开发适合国人口腔健康的优质口腔护理产品。主要产品涵盖：牙膏、牙刷等口腔清洁护理用品；电动牙刷等智能口腔护理用品；口腔抑菌膏等口腔消毒用品；牙齿脱敏剂等口腔医疗器械用品。

**1939-1986年：始于西南的专业牙膏厂。**公司的发展历程最早可追溯到1939年的“大来化学制胰厂”，1959年经公私合营组建的公司前身“重庆大来化工厂”生产出了第一代皂胚型“东风”牌和“巨龙”牌牙膏，64年西南地区定点的第一家专业牙膏厂“重庆江北牙膏厂”成立。

**1987-2013年：核心产品“冷酸灵”逐步成长为抗敏牙膏领域龙头品牌。**“冷酸灵”1987年正式上市，在1996年的广告语“冷热酸甜、想吃就吃”的推动下其品牌形象逐步深入人心，2001年股份制改造为该品牌的发展进一步注入活力。2003年“冷酸灵”自主研发“双重抗敏感”技术并在当年达到国产牙膏品牌销量第一名。2005年其销量已增加至1.87亿支，年销售收入在改制后进一步增长，从改制前的千万级达到了人民币3.26亿。2009年其成立了行业内首家抗牙齿敏感研究中心——“冷酸灵牙齿抗敏感研究中心”。而经过近两年的深入研究，更是成功研制出锶盐+钾盐的“双重抗敏感牙膏”。“冷酸灵”经过三十多年的发展，目前在抗敏感牙膏细分领域拥有60%左右的市场份额。并荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定，收入05-13年实现了9%左右的年复合增长。

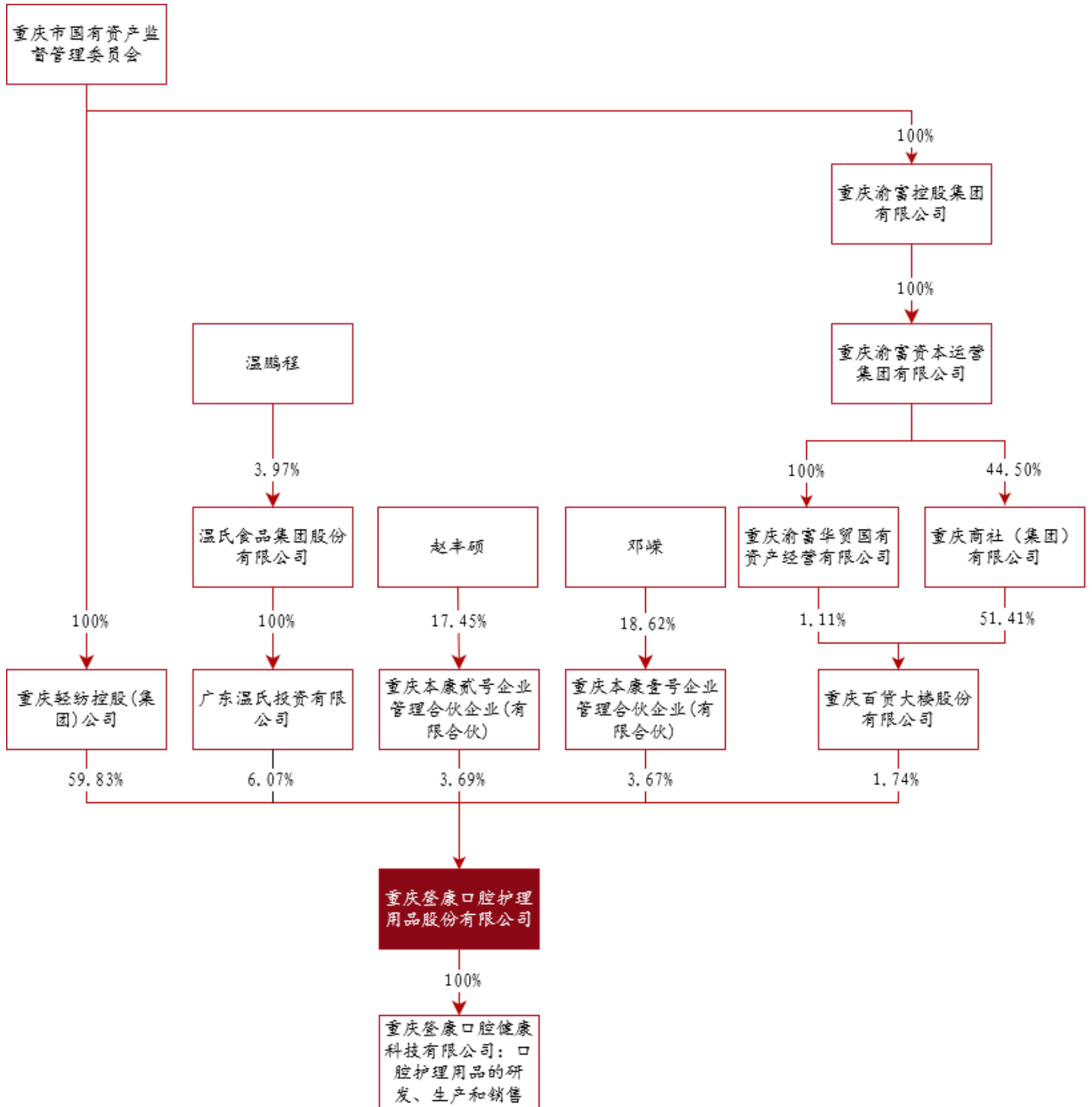
**2013-至今：战略升级，致力于为大众提供口腔健康与美丽整体解决方案，成为世界领先口腔健康专家。**2013年，公司制定了“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，随后公司又制定了以“四梁八柱”为主体的业务规划和实施路径，把握行业趋势对业务逐步进行多元化、多层次的拓展，在牙膏等口腔清洁护理用品的基础上，积极拓展包括智能口腔护理用品、口腔消毒用品及口腔医疗器械用品等业务，旗下拥有口腔护理知名品牌“登康”、“冷酸灵”，高端专业口腔护理品牌“医研”、儿童口腔护理品牌“贝乐乐”和高端婴童口腔护理品牌“萌芽”。根据尼尔森2022年线下零售统计数据，公司牙膏市场零售额份额位居行业第四、本土品牌第二；冷酸灵牙刷市场零售额份额位居行业第五、本土品牌第三；“贝乐乐”儿童牙刷、儿童牙膏零售额份额分列儿童品类行业第三、第五。公司目前也正逐步开拓口腔大健康全产业链市场，加快数字化转型，致力于为大众提供口腔健康与美丽整体解决方案，成为世界领先口腔健康专家。

图 1：登康口腔发展历程



**公司股权结构集中，有助于公司稳定。**重庆市国有资产监督管理委员会分别通过重庆轻纺控股（集团）公司和重庆百货大楼股份有限公司间接持有公司股份，成为重庆登康口腔护理用品股份有限公司的实际控制人。广东温氏投资有限公司持有6.07%股份，重庆本康壹号企业管理有限合伙企业和重庆本康贰号企业管理合伙企业分别持有3.67%和3.69%股份。

图 2: 登康口腔股权结构图



资料来源: iFinD、公司招股说明书、招商证券

核心高管团队扎根公司多年，多为营销出身活力强。公司核心高管均于公司从业多年，董事长邓嵘先生、总经理赵丰硕先生在“重庆牙膏厂”时期便加入公司，从一线岗位一路走来，对行业及公司的理解深入，对发展趋势的判断准确，对内严格考核的同时不失人情味，亦可见公司人才培养体系的强大，与组织架构的稳定，将为公司长远发展不断赋能。

图 3: 部分管理层情况一览

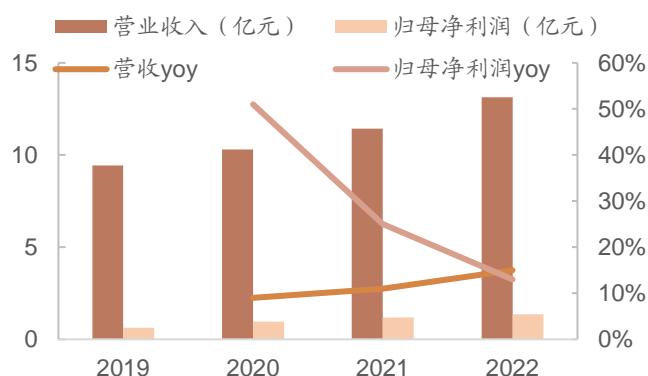
姓名	职位	主要工作经历
邓嵘	董事长、董事	1967 年生，中国国籍，无境外永久居留权，重庆工商管理硕士学院工商管理研究生，经济师。1984 年 12 月至 2001 年 12 月，历任重庆牙膏厂制管车间员工、销售科销售员、销售科科长、副厂长、党委委员；2001 年 12 月至 2005 年 4 月，历任登康口腔党委委员、副总经理、纪委书记、工会主席；2005 年 4 月至 2007 年 5 月，任登康口腔党委委员、副总经理；2007 年 5 月至 2012 年 8 月，任登康口腔党委委员、总经理；2012 年 8 月至 2016 年 12 月，任登康口腔党委书记、董事长、总经理；2016 年 12 月至今，任登康口腔党委书记、董事长。
赵丰硕	董事、总经理	1975 年生，中国国籍，无境外永久居留权，重庆大学工商管理硕士研究生，正高级经济师。1996 年 7 月至 2001 年 12 月，任重庆牙膏厂销售科销售员；2002 年 1 月至 2012 年 11 月，历任登康口腔营销部副经理、经理、副部长、总经理助理兼营销部部长、党委委员；2012 年 11 月至 2016 年 6 月，任登康口腔党委委员、副总经理；2016 年 6 月至 2016 年 12 月，任登康口腔党委委员、董事、副总经理；2016 年 12 月至 2018 年 9 月，任登康口腔党委委员、董事、总经理；2018 年 9 月至今，任登康口腔党委副书记、董事、总经理。
王青杰	董事、财务总监	1979 年生，中国国籍，无境外永久居留权，重庆工商大学会计学本科毕业、管理学学士，高级会计师。曾任登康口腔财务部长、董事会秘书。
邓全富	副总经理	1975 年生，中国国籍，无境外永久居留权，澳门城市大学工商管理硕士，高级工程师。历任登康口腔营销部销售员、市场科副科长、市场科科长、营销部副部长、销售部部长、总经理助理、党委委员；2018 年 11 月至 2019 年 6 月，任登康口腔党委委员、副总经理；2019 年 6 月至 2020 年 2 月，任登康口腔党委委员、董事、副总经理；2020 年 2 月至今，任登康口腔党委委员、副总经理。
杨祥思	董事会秘书	1976 年生，中国国籍，无境外永久居留权，重庆大学工商管理硕士研究生，工程师。曾就职于重庆长安汽车股份有限公司、中煤国际工程集团重庆设计研究院、重庆美的通用制冷设备有限公司，历任团总支书记、企管文秘书主任、院办副主任、综合管理部部长等职务。2009 年 6 月加入登康口腔，曾任企业管理部部长；2018 年 11 月至今，任登康口腔董事会秘书，投资规划部、董事会办公室/证券部部长。

资料来源：公司公告、招商证券

## 1.2 经营概况：收入逆势成长，产品及渠道不断优化

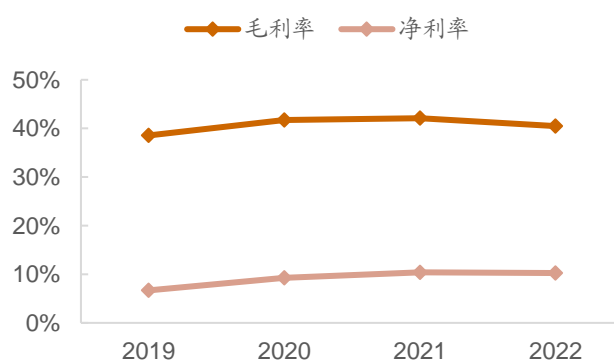
2019 年以来，公司营业收入及归母净利润稳步增长，毛利率及净利率水平稳定。受益于公司主要产品销售数量与均价的提升，及公司对于多渠道运营模式的积极布局，公司营收从 2019 年的 9.44 亿元稳步增长至 2022 年的 13.13 亿元，年均复合增速达到 11.6%；归母净利润亦处于提升通道，2019-2022 年均复合增速达到 28.9%；公司毛利率及净利率相对稳定。

图 4: 2019-2022 公司营业收入及同比增长



资料来源：公司公告、招商证券

图 5: 2019-2022 公司毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告、招商证券

成人基础口腔护理产品为公司主要收入来源。公司成人基础口腔护理产品销售规模逐年增长，但随公司产品结构的优化，成人基础口腔护理产品在营收中占比呈现下降趋势；儿童基础口腔护理产品、电动口腔护理产品与口腔医疗与美容护理等产品收入在 2019-2022 年间高速增长，CAGR 分别达到 22.9%、35.3%与 304.0%，是公司未来产品拓展和收入增长的重要领域。

成人牙膏及牙刷收入整体提升，量价双增。自 2019 年以来，由于公司产品升级迭代、国民口腔健康理念的转变等，两者收入整体均增长；其中，成人牙膏的单价及销量逐年上涨，而 2020 年因口腔清洁护理行业牙刷品类线下渠道出现销售萎缩，成人牙刷销量与单价均有所下跌，致使其销售收入同比下降。成人牙膏及牙刷毛利率整体呈上升趋势，但受市场影响阶段性存在波动。成人牙膏与牙刷毛利率整体则有所上升；其中，由于成人牙膏于 2022 年受到原料价格上涨的影响，毛利率相比于 2021 年下滑 1.6pct。

儿童基础口腔护理产品盈利能力较强。截止 2022 年，儿童基础口腔护理产品毛利率均高于 50%，是公司盈利能力最强的品类，原因主要是精细用料带来的高定价；儿童基础口腔护理产品可细分为儿童牙膏与儿童牙刷，其中，儿童牙刷通过成本控制及包装更新等方式，维持了毛利率的上升趋势；而儿童牙膏 2022 年 1-6 月的销售单价较 2021 年下降 4.52%（儿童牙膏套装及促销装占比提升），单位成本上升 9.52%，造成其收入及毛利率的下降，且由于儿童牙膏在儿童基础口腔护理产品中占比 70%以上，导致 2022 年儿童基础口腔护理产品整体收入同比增长仅 0.3%，远低于 2020 与 2021 年增速。

表 1：主营业务收入按产品拆分

单位：百万元	2019	2020	2021	2022
成人基础口腔护理产品	886	947	1,026	1,188
占比	94.1%	92.2%	90.0%	90.6%
YoY		6.9%	8.4%	15.8%
毛利率	41.4%	40.7%	41.0%	39.8%
其中：成人牙膏	773	842	900	1,053
占比	82.1%	81.9%	78.9%	80.3%
YoY		8.8%	6.9%	17.1%
毛利率	39.8%	42.4%	42.6%	41.0%
成人牙刷	113	105	127	136
占比	12.0%	10.2%	11.1%	10.3%
YoY		-6.7%	20.3%	7.0%
毛利率	23.08%	27.2%	29.0%	30.4%
儿童基础口腔护理产品	53	74	98	99
占比	5.6%	7.1%	8.6%	7.5%
YoY		38.5%	33.8%	0.3%
毛利率	53.0%	55.6%	55.0%	51.0%
其中：儿童牙膏	41	60	75	72
占比	4.3%	5.9%	6.5%	5.5%
YoY		48.2%	23.6%	-3.3%
毛利率	60.8%	61.1%	59.9%	54.5%
儿童牙刷	12	13	24	27
占比	1.3%	1.3%	2.1%	2.0%
YoY		6.6%	80.6%	11.3%
毛利率	27.5%	30.4%	39.8%	41.5%
电动口腔护理产品	2	4	7	5
占比	0.2%	0.4%	0.6%	0.4%
YoY		88.2%	74.3%	-24.5%
毛利率	55.95%	35.7%	35.2%	18.2%
口腔医疗与美容护理产品等	0	3	9	19
占比	0.1%	0.3%	0.8%	1.5%
YoY		998.6%	182.6%	112.4%
毛利率	17.5%	32.4%	36.5%	35.1%

资料来源：公司数据、招商证券

经销模式为产品销售主要渠道，电商渠道奋起直追。2019-2022 各年经销模式收入占各期主营业务收入的比例均在 70% 以上，公司与经销商合作稳定，经销收入稳步增长，CAGR 达到 6.1%，但因公司不断拓展新销售渠道，其占比呈现逐年下降的态势；直供模式客户主要为大型商超，受宏观环境影响商超客流减少，加之线上消费趋势愈发明显，该渠道营收有所下滑，年均复合增长率为-4.8%；电商渠道销售收入增速远高于其他渠道，CAGR 达到 69%，销售占比逐年提升，相较于 2019 年，2022 年其占主营业务收入的比例上升 15.0pct。电商模式下，公司为了提升渠道流量，推出较多促销活动，导致产品成交均价偏低，进而导致毛利率水平偏低；2019-2022 年，经销模式毛利率水平在 40%-43% 范围内波动，但整体呈现上升趋势。



表 2: 主营业务收入按渠道拆分

单位: 百万元		2019	2020	2021	2022
经销模式		816	882	930	975
	占比	86.6%	85.9%	81.6%	74.3%
	YoY		8.2%	5.4%	4.5%
经销商数量	毛利率	40.8%	41.5%	42.7%	41.1%
		521	494	534	
	增加数量	28	45	66	
	撤销数量	49	45	30	
直供模式		63	47	54	54
	占比	6.7%	4.6%	4.8%	4.1%
	YoY		-25.5%	16.1%	-0.3%
	毛利率	57.2%	54.8%	60.1%	56.3%
电商模式		57	88	150	276
	占比	6.1%	8.6%	13.2%	21.1%
	YoY		54.0%	69.8%	45.6%
	毛利率	45.7%	38.9%	32.0%	35.5%
其他		6	10	5	6
	占比	0.6%	0.9%	0.4%	0.5%
	YoY		74.6%	-47.8%	15.6%
	毛利率	42.1%	26.8%	41.9%	40.5%

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 新增及退出客户数量未包含因客户更名或同一控制下主体更换所造成的变动。

经销模式收入地区分布均衡, 西部地区市场渗透率更具优势。2019-2022 上半年, 各地区经销收入占总经销收入的比例均达到 20% 以上, 其中南部和西部地区的收入占比相对较高, 西部为公司总部所在区域, 公司在该区域品牌号召力较领先; 东部地区由于 22H1 封控时间较长, 公司积极对接社区团购业务, 因此于 22H1 占比提升较快。

表 3: 经销模式收入按地区拆分

单位: 百万元		2019	2020	2021	22H1
东部地区		169	181	195	117
	占比	20.8%	20.6%	20.9%	24.8%
	YoY		7.1%	7.4%	
经销商数量		116	108	125	124
	数量占比	22.3%	21.9%	23.4%	23.6%
南部地区		225	230	250	122
	占比	27.6%	26.1%	26.9%	25.7%
	YoY		2.2%	8.6%	
经销商数量		184	168	180	174
	数量占比	35.3%	34.0%	33.7%	33.1%
西部地区		228	246	246	116
	占比	28.0%	27.9%	26.5%	24.5%
	YoY		7.9%	0.1%	
经销商数量		80	79	88	87
	数量占比	15.4%	16.0%	16.5%	16.5%
北部地区		179	196	211	104
	占比	21.9%	22.2%	22.7%	21.8%
	YoY		9.4%	7.9%	
经销商数量		130	115	124	125
	数量占比	25.0%	23.3%	23.2%	23.8%
其他		14	29	28	15
	占比	1.7%	3.3%	3.0%	3.1%
	YoY		106.3%	-3.4%	
经销商数量		11	24	17	16
	数量占比	2.1%	4.9%	3.2%	3.0%

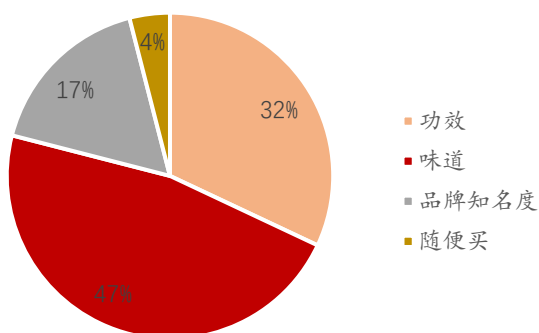
资料来源: 公司公告、招商证券

## 二、成长逻辑：产品+渠道双轮驱动，品牌形象升级迈向口腔大健康

### 2.1 产品端：抗敏渗透+多元功效+价格向上

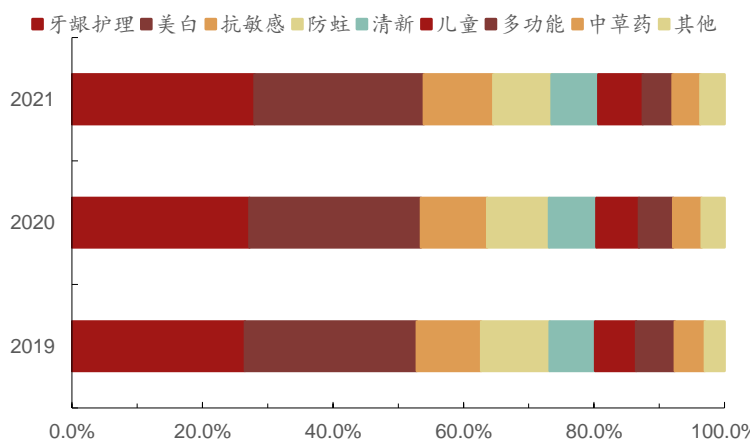
**行业判断：功效+味道是消费者两大关注要素，护龈+美白+抗敏感为消费者关注功效TOP3。**随着近年国民消费升级加速及健康意识的提升，消费者最为关注的要素为味道（47%），其次为功效（32%），从功效上来讲，我国当前牙膏市场消费者需求从单一的清洁需求，逐步延伸出更为多元的护龈、美白、抗敏感、防蛀等多样化需求。

图 6：消费者选择牙膏时最关注的因素



资料来源：CBNData 消费站，招商证券

图 7：2019-2021 年我国牙膏线下产品功效结构占比及变化



资料来源：招股说明书，招商证券

外资品牌加入成分及功效之争高举高打，国产品牌则更加重视拓展细分市场，凸显出更强的灵活性及市场适应性，二者均通过功效升级推动高价位新品面世。自90年代进入中国以来，外资品牌较强的产品功能性使其在中国牙膏传统市场中突围占领主流市场，但近年在消费者需求多样化的发展趋势下，其品类功效相对单一的特征，也导致其对于国内消费者日益增多的需求反应较慢。在此趋势下外资品牌也不断进行精细化调整推动产品升级。如高露洁在防蛀、美白等基础功能上，推出酵素美白牙膏，强化美白功效，采用无水技术添加活性酵素等成分，主打逆转15年牙渍，价格分别分布在40-50元/支，而其他中低端的美白系列产品，如火山泥、小苏打系列价格分布在10-30元/支；好来大部分产品价格定位在10-20元/支，而高端深导白产品价格则为109元/支。中国品牌传统代表云南白药，主推药物活性成分，深入中草药牙膏细分市场，主打护龈止血功效，近年线上及线下零售额稳居市场第一，新推出口腔黏膜修护活性肽牙膏，添加生物活性肽及云南白药活性成分，针对性修护口腔黏膜，定价在70-80元/支，明显高于主力产品价格带。

登康实施“1+X”产品策略，打造“抗敏感+”适应市场功效多元化趋势。目前市场中抗敏感牙膏主要成分是氯化锶、硝酸钾、氟化物的单一成分或其混合物。抗敏感牙膏的功效差异主要来源于技术及成分导致的脱敏效果差异。如国际抗敏感巨头舒适达针对牙釉质磨损及牙龈萎缩这两项牙齿敏感主要成因，采用针对专研牙齿敏感的配方及技术，生产针对性解决不同牙齿敏感问题的抗敏感产品。冷酸灵则致力于以1+x战略在抗敏感的核心功效上全方位多维度进行功效拓展。如抗敏感+美白、抗敏感+牙龈护理、抗敏感+抑菌等，在抗敏感的基础功效上通过“抗敏感+”多维度的技术进行产品功效升级。如主推的新品“专研”系列通过 1+x抗敏感多维度技术，全方位满足消费者美白、护龈、抗糖、清新口气等多样化、差异化的需求。

表 4: 外资牙膏品牌及产品

外资品牌	外观	产品形态	畅销主推	价格 (元/支)	新品	价格 (元/支)
高露洁	红色底纹, 白色商标, 颜色醒目	传统挤压式管状设计为主, 可直立;  创新直立按压式牙膏采用直立设计, 节约空间, 单手操作, 无需拧盖, 真空按压牙膏不回流	<b>多效护理牙膏:</b> 防蛀、美白、清新口气、全面多效护理	15-20	<b>氨基酸牙膏:</b> 改善牙龈出血及牙敏感;	原价: 49.9 天猫折扣价: 39.9 折扣率: 20.0%
					<b>无水酵素美白牙膏:</b> 百亿活性酵素美白、无水配方高效溶解牙渍	原价: 116.9 天猫折扣价: 84.9 折扣率: 27.4%
					<b>劲白小苏打牙膏:</b> 添加高纯度小苏打, 美白去渍	原价: 13.3 天猫折扣价: 10.0 折扣率: 27.4%
佳洁士	蓝白相间底纹、红色蓝色搭配商标, 简洁醒目	传统挤压式管状设计为主, 可直立	<b>3D 炫白牙膏:</b> 清新口气、绵密泡沫、美白到齿缝;  <b>健康专家系列牙膏:</b> 专业抗蛀、清新口气	10-15	<b>双色锁白牙膏:</b> 美食易积累色素, 双色膏体隔离色素、防渍净白	原价: 16.2 天猫折扣价: 15.0 折扣率: 24.8%
					<b>热感融渍牙膏:</b> 热感升温溶解牙渍, 含烟酰胺, 去除咖啡烟渍等大色素	原价: 21.6 天猫折扣价: 20.0 折扣率: 7.4%
					<b>专研全优 7 效牙膏:</b> 含专业口腔护理成分: 亚锡-氟体系, 清火护龈、抗敏感	原价: 29.9
好来	黄绿色膏管对比突出, 黑人白牙笑脸商标记忆点强	传统挤压式管状设计为主, 可直立	<b>黑人茶倍健薄荷牙膏:</b> 薄荷口味清新口气及美白	10-20	<b>深导白牙膏:</b> 膏体专利无水配方, 保持酵素活性、遇水激活美白效果	原价: 109.0 天猫折扣价: 99.0 折扣率: 9.2%
					<b>白酵素牙膏:</b> 千亿活性酵素分子, 溶解色素及顽固牙渍, 添加黑珍珠成分, 温和亮白	原价: 30.0 天猫折扣价: 20.0 折扣率: 33.3%
中美史克	白色底纹、蓝色商标, 简洁醒目	传统挤压式管状设计为主, 可直立, 需拧盖使用较为不便, 但牙膏不易粘盖	<b>舒适达抗敏感牙膏:</b> 多效日常护理系列, 含钾化物抗敏感、减少牙菌斑、氟离子强化牙釉质。专业修护系列, 采用 NOVAMIN 技术, 修复牙齿内部有效阻隔刺激, 缓解敏感酸痛	20-40	<b>修复牙釉质牙膏:</b> 突破性牙釉重塑科技, 根源修护牙釉质	原价: 58.0
狮王	蓝白相间底纹、红色蓝色搭配商标, 简洁醒目	传统挤压式管状设计为主, 可直立	<b>美白牙膏:</b> 弱碱性配方去除牙渍, 美白防蛀, 强效系列可去除烟渍	15-20	<b>抗糖酵素美白护龈玻尿酸牙膏:</b> 添加抗糖酵素实现防蛀、护龈、清新口气等多项护理	原价: 29.8

资料来源: 天猫、久谦、招商证券

表 5: 国产牙膏品牌及产品

国产品牌	外观	产品形态	畅销主推	价格 (元/支)	新品	价格 (元/支)
冷酸灵	白色底纹, 蓝色商标, 颜色醒目	传统挤压式管状设计为主, 可直立;  创新直立按压式牙膏采用直立设计, 节约空间, 单手操作、无需拧盖, 真空按压牙膏不回流	抗敏感牙膏: 添加硝酸钾等多重活性成分缓解牙齿敏感	10-15	益生菌抗糖防龋牙膏: 平衡口腔菌群、有效减少牙菌斑、缓解牙齿敏感	原价: 20.0 天猫折扣价: 15.0 折扣率: 25.0%
					医研即速 60s 双重抗敏按压牙膏: 采用双重抗敏感技术封闭牙小管, 60 秒起效	原价: 39.9 天猫折扣价: 29.9 折扣率: 25.1%
云南白药	蓝色底纹, 白色商标, 简洁素雅	传统挤压式管状设计为主, 可直立, 需拧盖使用较为不便, 但牙膏不易粘盖;  创新直立按压式牙膏采用直立设计, 节约空间, 单手操作、无需拧盖, 真空按压牙膏不回流	经典清香型牙膏: 内含的云南白药活性成分, 减轻牙龈、口腔黏膜及其他口腔问题	20-30	口腔黏膜修护小蓝管活性肽牙膏: 生物活性肽+云南白药活性成分, 修护口腔黏膜损伤缓解疼痛	原价: 89.0 天猫折扣价: 69.0 折扣率: 22.5%
					益生菌亮白牙膏: 平衡口腔菌群、持续清新口气	原价: 29.9 天猫折扣价: 18.9 折扣率: 36.8%
两面针	多采用花卉及草药图案包装, 简洁素雅	传统挤压式管状设计为主, 可直立, 需拧盖使用较为不便, 但牙膏不易粘盖	中药系列牙膏: 含中草药及天然草本等成分, 缓解牙龈出血	5-15	青蒿素牙膏: 天然青蒿素提取物, 预防口腔细菌滋生、清火护龈	原价: 16.9
薇美姿	镭射配色, 时尚新潮, 获 52 项为外观设计专利	传统挤压式管状设计为主, 可直立, 需拧盖使用较为不便, 但牙膏不易粘盖	舒客成人美白牙膏: 酵素及小苏打等成分, 温和美白防蛀	20-30	智感焕白美白牙膏: 定向焕白因子技术, 防渍固白	原价: 79.9 天猫折扣价: 56.9 折扣率: 28.8%
					酵素美白牙膏: 添加进口双酵素, 活性生物酶高效焕白、呵护牙釉质	原价: 29.9
倍加洁	低饱和度配色, 时尚清新年轻化	传统挤压式管状设计为主, 可直立	益生菌牙膏: 添加益生菌及小苏打, 平衡口腔菌群	10-20	双酵净白氨基酸牙膏: 双重天然酵素、预防色素沉着、氨基酸温和保护牙釉质	原价: 29.9 天猫折扣价: 19.9 折扣率: 33.4%

资料来源: 天猫、久谦、招商证券

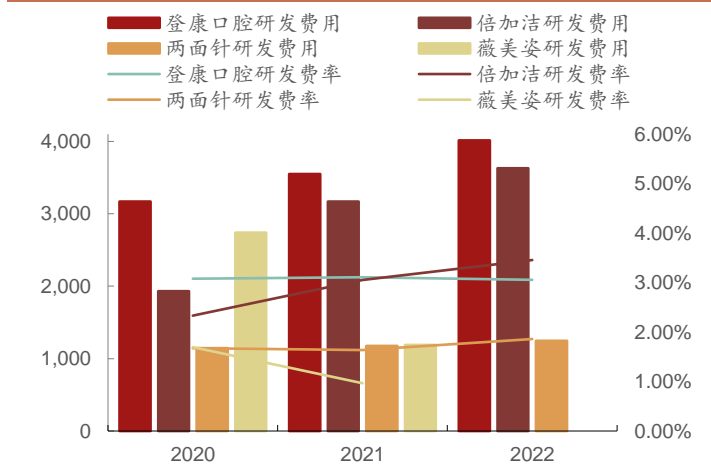
**登康积极布局抗敏感 3.0 技术矩阵, 重视研发。**登康口腔公司积极布局了抗敏感 3.0 技术矩阵, 围绕抗敏感为核心拓展强相关产品市场。公司拥有国际国内行业领先的生物活性玻璃陶瓷材料技术等 14 项技术成果及 13 项在研项目, 获 170 项国内授权专利。在双重抗敏感技术方面也首先推出了行业领先的含有钾盐和锶盐的双重抗敏感专利技术, 经四川华西口腔临床验证具有显著的功效, 被评为中国口腔清洁护理用品行业重大的科技进步一等奖, 成果一等奖, 抗敏感效果显著, 实现成果转化 18 项。登康口腔研发费用投入逐年增长, 且处于行业领先水平。

图 8: 抗敏感 3.0 技术矩阵



资料来源：招股说明书、招商证券

图 9: 登康研发费用投入领先



资料来源：公司数据、招商证券

注：薇美姿数据来源为招股说明书中 2020 年及 2021 年 1-9 月数据

公司助力赛道抗敏牙膏市场渗透率增长空间仍存，产品价格具向上空间。2021 年我国线下渠道抗敏感牙膏的市场零售规模达 27.48 亿元，相比 2020 年增长 2.35%，成为牙膏品类中第三大线下细分市场，市场份额占比达到 10.65%。根据第四次全国口腔健康流行病学调查结果测算，当前抗敏牙膏在牙齿敏感人群中的使用渗透率仅约为 10%，提升空间较大。从价格带角度看，作为目前国内抗敏感牙膏细分领域市场占有率第二的企业，舒适达产品在全球最大药厂之一的葛兰素史克的背书下，配合其全球营销战略，自 2008 年进入中国市场以来即定位高端、专业，品牌溢价明显。冷酸灵目前产品主要处于中低端价格带，较同样主打抗敏的舒适达及同为本土品牌的云南白药均有较大提升空间。

表 6: 各年龄层牙齿敏感人群比例及人数

年龄层	样本牙齿敏感比例	全国人口数 (万人)	牙齿敏感人数 (万人)
20-29	19.1%	16,678	3,185
30-39	30.3%	22,315	6,761
40-49	34.4%	20,717	7,127
50-59	39.8%	22,256	8,858
60-69	36.4%	14,738	5,365
合计	32.4%	96,704	31,296

资料来源：中华口腔医学会、招商证券

表 7: 抗敏牙膏市场渗透率

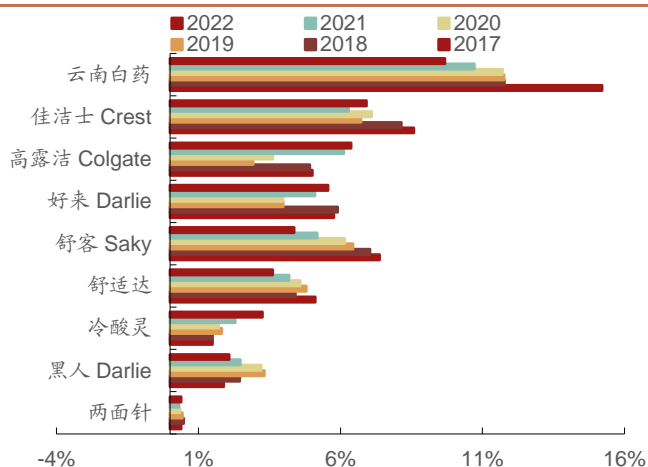
当前国内牙膏用量 (人/年)	400g
抗敏牙膏人均消费 (元/年)	107
牙齿敏感人群抗敏牙膏消费人数 (万人)	3,220
牙齿敏感人群总人数 (万人)	31,296
市场渗透率	10.3%

资料来源：第四次全国口腔健康流行病学调查、招商证券

## 2.2 渠道端：线上发力，线下渗透

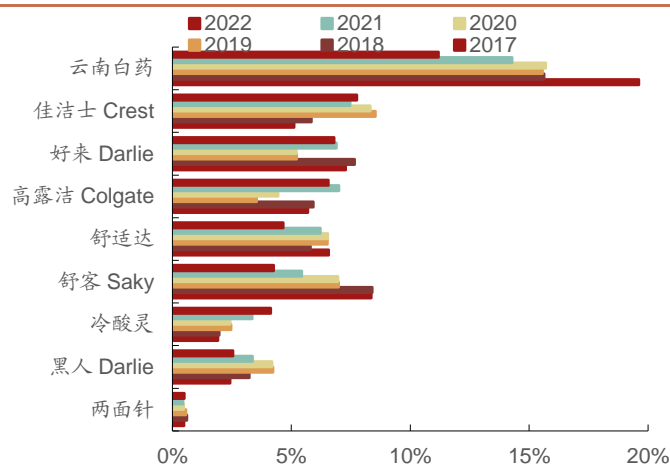
线上份额排名相对稳定，冷酸灵线上份额逐年提升。2017-2022 年口腔护理行业及牙膏品类相关品牌线上销售收入排名情况稳定，排名前十品牌电商销售收入在行业总收入中占比达到 50% 以上，冷酸灵线上市场占有率有所增长，2022 年位列第七，与公司大力发展电商渠道密切相关。

图 10: 2017-2022 口腔护理行业主要公司线上市场份额



资料来源: 久谦、招商证券

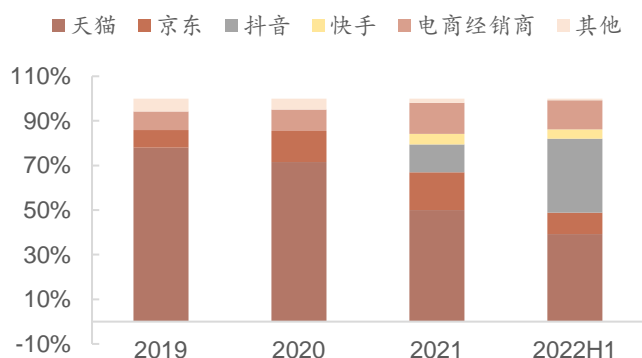
图 11: 2017-2022 牙膏品类主要公司线上市场份额



资料来源: 久谦、招商证券

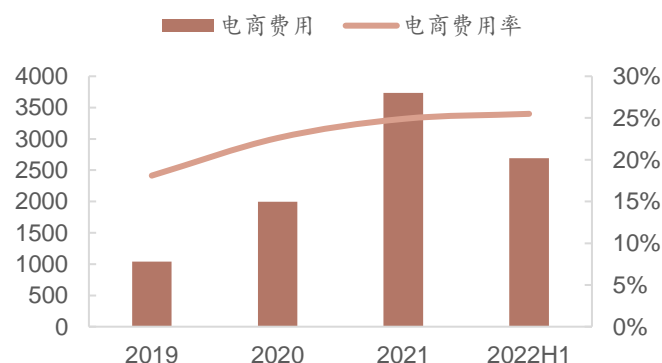
抖音成为线上销售增长重要驱动力，线上渠道费用率有望优化。2022 年抖音平台收入占比明显提升，是公司线上渠道收入增长的重要驱动力，公司上线抖音旗舰店后，在巨量千川进行广告投放，并与达人合作推广产品，2021 年抖音平台推广费约为 300 万元，但仅 22 年上半年公司在抖音平台投入的推广费就达 600 万元，产品在抖音平台曝光度进一步加大，促成了抖音销售额的迅速增加。2019-2021 年公司电商不断加大电商推广费的投入，电商平台布局逐渐优化，目前以天猫、抖音与京东为主；公司电商费用率逐年上升，但增幅趋缓，运营效率有所提升，主要出于电商平台布局的逐步完善与精准营销使得前期沉淀的潜在用户转化为品牌消费者，进一步推动销量与收入的增长。

图 12: 登康口腔历年电商平台收入结构



资料来源: 登康口腔招股说明书、招商证券

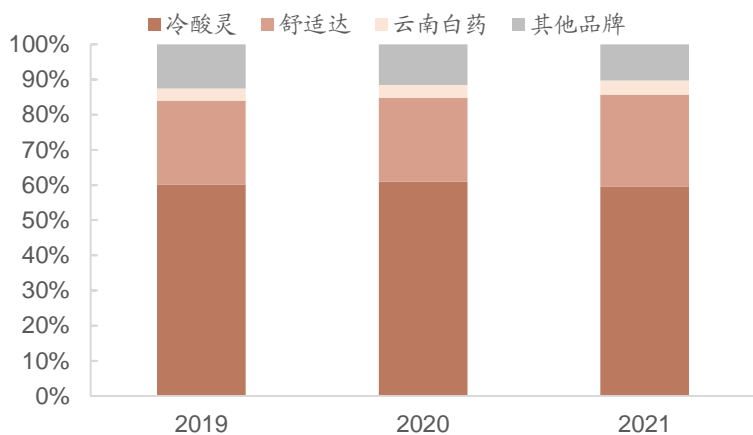
图 13: 登康口腔历年电商费用率



资料来源: 公司公告、招商证券

公司线下渠道优秀，抗敏产品线下市场份额独占鳌头。冷酸灵在抗敏领域不断研究升级，2019-2021 年品牌抗敏牙膏线下市场占有率高达 60% 左右，远超第二名舒适达（市场份额仅在 25% 左右），品牌线下销售渠道布局初步完善，已具备行业领先的线下推广与销售能力；深度分销，县域开发模式构造三四线市场渠道壁垒，线下销售能力进一步增强。公司依靠遍布 2000 余个区/县的经、分销商，实现了对数十万家零售终端的覆盖，将市场拓展到最广阔的县域及乡镇市场，“重心下沉、强化分销”的渠道运作方式为公司快速铺货、掌控终端销售情况以及持续获取城镇化红利保驾护航；在此优势下，公司需依托现有线下销售渠道，积极开发新产品，增加线下渠道内可销售产品种类，以实现线下市场份额的新突破。

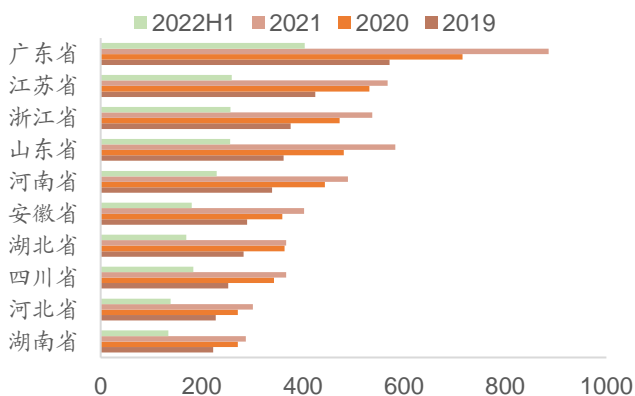
图 14: 2019-2021 抗敏牙膏线下市场份额结构



资料来源: 登康口腔招股说明书、招商证券

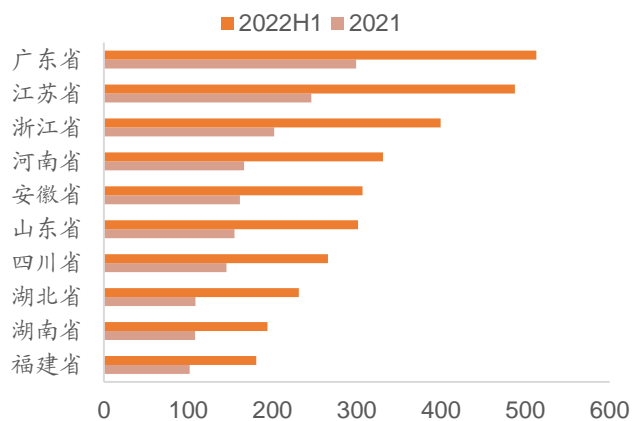
稳固低线市场基本盘, 发力中高端产品迈步高线城市。从线下渠道区域分布来看, 公司构成相对集中, 但考虑到不同市场体量不同, 可推测公司于部分市场的市占率仍有较大提升空间, 从线上旗舰店收货地分布分析可推测公司在华南、华东等地具备一定的品牌认知度与消费基础, 公司区域拓张潜力仍大。

图 15: 登康口腔历年天猫收货地域分布前十(万元)



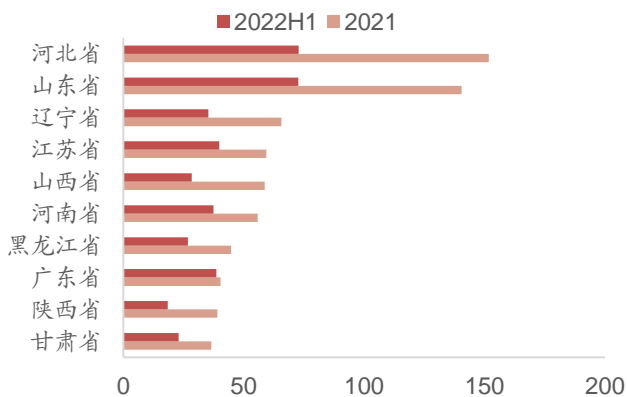
资料来源: 登康口腔招股说明书、招商证券

图 16: 登康口腔历年抖音收货地域分布前十(万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 17: 登康口腔历年快手收货地域分布前十(万元)



资料来源: 登康口腔招股说明书、招商证券

## 2.3 向“口腔大健康”解决方案龙头迈进

登康口腔旗下“冷酸灵”品牌为牙膏抗敏感细分市场的领导者。登康口腔连续十年担任中国口腔清洁护理用品工业协会理事长单位，是中国抗敏感牙膏市场的领导品牌，荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定。广告语：“冷热酸甜、想吃就吃”耳熟能详。这句家喻户晓的 slogan 自 1996 年推出沿用至今。

“冷酸灵”借助 IP 联名和选择 95 后流量实力兼具的明星作为代言人的营销策略完成了品牌年轻化的转变。在国货崛起的背景下，“冷酸灵”抓住年轻人对国货品牌的自豪感，通过跨界联名与成都火锅品牌小龙坎推出“火锅牙膏”，在线上营销渠道引发极大热度，迅速售罄。同年，冷酸灵与中国国家博物馆跨界合作，推出了 5 款具有文化特色的“新国宝”牙膏，引发关注。当前品牌代言人为年轻流量吴磊，吸引了一波 Z 世代粉丝的关注，也使得品牌更年轻化。公司通过符合年轻人风潮的整合营销和代言人选择，提升了品牌知名度，也完成了“中国老字号”到“潮品国货”的转型。

图 18: 跨界联名宣传海报

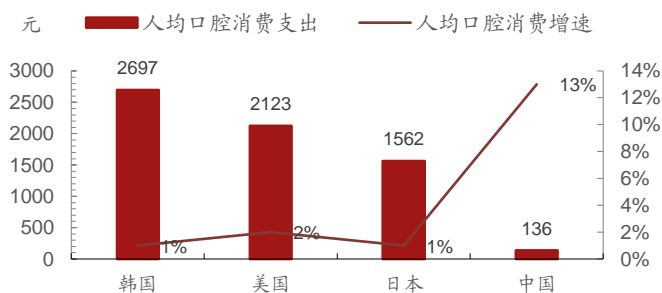


资料来源：公开资料、招商证券

我国的口腔护理人均支出增长空间较大，登康口腔在口腔护理市场的发展潜力可期。相比海外发达国家，中国口腔护理的增长规模和速度在口腔护理行业品类扩充后值得期待。2020 年中国的口腔消费规模为 1952 亿元，美国是其 3.6 倍，人均消费为 136 元，较海外成熟市场差距较大。随着消费者不断被教育，口腔护理消费有望不断提升。登康口腔进行前瞻性战略规划，其业务潜力值得期待。登康口腔未来规划构筑“四梁八柱”顶层设计，着力打造口腔大健康生态链，努力成为世界领先的专业口腔健康与美丽产业引领者，建立口腔护理（基础口腔护理、智能口腔护理）；口腔医疗（口腔药械、口腔诊所）；口腔美容（牙齿美白、牙齿正畸）；口腔资本（股权投资、产业并购）的口腔健康生态圈。

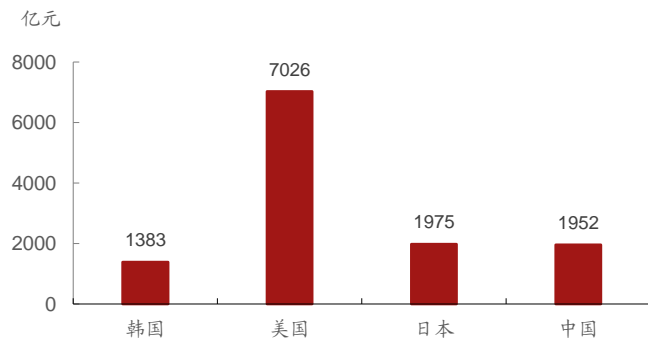


图 19: 全国主要国家人口口腔消费



资料来源: 头豹研究院、招商证券

图 20: 全国主要国家口腔消费规模



资料来源: 头豹研究院、招商证券

口腔护理行业消费品类持续渗透，登康口腔多元布局。从整个消费者群体来看，口腔护理的多样化需求增加。局部精细化护理带动细分市场发展，牙刷、牙膏等基础品类占比领先，但属于成熟产品品类，市场增速放缓；随着消费者的口腔保护受教育程度提升，新品品类如水牙线、漱口水等迅速崛起，增速可观。“冷酸灵”在成人牙膏不断深耕，漱口水和新型喷雾围绕年轻化设计，搭配果味和便捷性包装，受到年轻人的喜爱和追捧。

表 8: 登康口腔主要产品矩阵

产品矩阵	产品类别	产品介绍	产品图片
成人基础口腔护理	成人牙膏	分为基础款、专研系列、预护系列和医研系列，分别满足不同层级的消费者对牙齿“抗敏感”的需求。其中预护系列包含美白、口气清新等功效，也有便捷、时尚的泵式套装。	
	成人牙刷	围绕冷酸灵抗敏感的核心定位，减少外源性刺激，结合牙刷的柔软特性，以不同刷毛的柔软度，开发出猫爪刷、专研泡泡刷系列产品。	
儿童基础口腔护理	儿童牙膏	该系列针对 0-12 岁不同年龄段儿童，包含冷酸灵医用防龋儿童牙膏和贝乐乐系列。	
	儿童牙刷	贝乐乐儿童牙刷刷柄采用食品级材质，使用安全卫生；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，柔软减压，温和呵护稚嫩牙龈。	
电动口腔护理	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。细腻呵护齿龈，精细双尖丝深入清洁齿缝和牙龈。	
	儿童电动牙刷	贝乐乐儿童电动牙刷在功能上，采用磨圆刷毛，柔软硅胶包覆刷头，内置彩虹观测灯。	

<p>牙齿脱敏剂</p>	<p>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。</p>	
<p>正畸护理</p>	<p>针对正畸人群的特殊需求，开发出适合钢丝托槽正畸及隐形正畸人群使用的正畸牙刷、正畸保持器清洁片等产品。</p>	
<p>口腔医疗与美容护理等产品</p>	<p>银离子抑菌牙线棒，抑菌率&gt;99%，独立单支卫生包装，帮助消费者深入清洁牙缝。</p>	
<p>漱口水</p>	<p>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。</p>	
<p>口腔喷雾</p>	<p>针对年轻时尚人群开发，采用全新“口红式”旋转包装和高雾化喷头设计，搭配 3 种不同口味复调果香，清新口气且便于替换；含玻尿酸精粹精华，滋养口腔；0酒精、减菌配方。</p>	

资料来源：公司招股说明书、招商证券

登康口腔的 IPO 募投资金重点用于全渠道营销网络升级及品牌推广建设项目及智能制造升级项目。

全渠道营销网络升级及品牌推广建设项目助力品牌建设投入，深化企业与机构和专业渠道的合作，促进品牌升级和渠道扩张。该项目一方面能深挖冷酸灵品牌专业化价值，加深国货老字号的年轻化转型，另一方面通过数字化营销进一步提升品牌知名度及用户黏性，从而提升企业的市场竞争力。

智能制造升级项目助力生产制造及仓储物流的智能化升级，提高供应链运营能力成本控制能力。项目达产后，公司在产能、效率、装备自动化和智能化水平等方面的综合实力将得到显著提升，能更好的适应下游市场的需求变化。智能仓储管理体系能进一步提高仓储运转效率，减少劳动力支出和外包库房仓储费用，提升公司的盈利水平。本项目的建设将提升市场反应速度、成本控制能力和客户满意度等，帮助企业在激烈的市场竞争中更高质量地发展。

### 三、盈利预测及风险因素

#### 3.1 盈利预测

我们预计公司 23-24 年实营收 15.3/17.7/20.4 亿元，分别同比增长 16.8%/15.5%/15.3%，核心假设如下：

- ① **收入端**：电商渠道发力，线下进一步下沉优势华西区域，突破弱势区域，提升整体市占率，成人牙膏提升“专研”、“预护”平台占比，实现均价提升，成人牙刷通过爆品打造贡献增量，实现稳健增长，儿童口腔护理产品有望依托公司成熟的渠道体系实现良好增长，电动口腔护理及口腔医疗美容是公司未来发展的重要增长点，随着品类渗透率的提升以及公司新品的铺货，有望实现快速增长。
- ② **盈利端**：随着高毛利平台收入占比的提升，公司收入主力成人牙膏业务条线毛利率有望实现稳中有升，带动公司

整体毛利率稳步向上，儿童护理产品套装销售及折扣力度偏大毛利率预计平稳，电动口腔及口腔医疗美容产品毛利率有望随着产品收入增长，规模效应提升，带动毛利率增长。

表 9: 公司业绩预测简表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成人牙膏</b>	<b>900</b>	<b>1,053</b>	<b>1,216</b>	<b>1,392</b>	<b>1,587</b>
YoY	7%	17%	16%	15%	14%
收入占比	79%	80%	79%	79%	78%
毛利率	42.6%	41.0%	41.5%	41.7%	41.8%
<b>成人牙刷</b>	<b>127</b>	<b>136</b>	<b>156</b>	<b>172</b>	<b>190</b>
YoY	20%	7%	15%	11%	11%
收入占比	11%	10%	10%	10%	9%
毛利率	29.0%	30.4%	31.9%	33.2%	34.4%
<b>儿童牙膏</b>	<b>75</b>	<b>72</b>	<b>90</b>	<b>108</b>	<b>128</b>
YoY	24%	-3%	25%	20%	18%
收入占比	7%	5%	6%	6%	6%
毛利率	59.9%	54.5%	53.0%	52.0%	52.0%
<b>儿童牙刷</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>35</b>
YoY	81%	11%	12%	8%	8%
收入占比	2%	2%	2%	2%	2%
毛利率	39.8%	41.5%	42.5%	43.5%	44.5%
<b>电动口腔护理用品</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
YoY	74%	-24%	25%	23%	22%
收入占比	1%	0%	0%	0%	0%
毛利率	35.2%	18.2%	23.2%	25.2%	26.2%
<b>口腔医疗与美容</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>34</b>	<b>58</b>	<b>93</b>
YoY	183%	112%	80%	70%	60%
收入占比	1%	1%	2%	3%	5%
毛利率	36.5%	35.1%	35.1%	36.1%	37.1%
<b>营业收入</b>	<b>1,143</b>	<b>1,313</b>	<b>1,534</b>	<b>1,773</b>	<b>2,045</b>
YoY	11.0%	14.9%	16.8%	15.5%	15.3%
毛利率	42.1%	40.5%	41.0%	41.3%	41.5%

资料来源：公司公告、招商证券

### 3.2 风险因素

- 1. 经济增长不及预期的风险：**人均口腔护理支出提升是行业长期发展的重要驱动力之一，若经济增长不及预期，消费者存在口腔护理支出提升缓慢或下降的风险，对行业增长及公司增长形成压力，因此提示经济增长不及预期的风险。
- 2. 市场竞争加剧的风险：**口腔护理行业竞争激烈，玩家众多，若市场竞争加剧，公司将面临更强大的促销压力，进而对盈利能力产生影响，因而提示市场竞争加剧的风险。
- 3. 原材料价格大幅波动的风险：**公司产品成本中化工原料及包材占比较高，若原材料成本大幅波动将对公司盈利能力产生影响，因而提示原材料价格大幅波动的风险。
- 4. 股价大幅波动的风险：**考虑到公司存在大量限售股对流动性会有影响，因而提示股价大幅波动的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	599	662	1616	1764	1943
现金	288	268	1208	1307	1435
交易性投资	96	113	104	109	107
应收票据	13	10	18	18	21
应收款项	28	41	29	34	39
其它应收款	4	2	2	2	3
存货	165	197	219	252	290
其他	5	32	37	42	49
<b>非流动资产</b>	365	355	405	454	503
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	91	83	134	184	234
无形资产商誉	17	16	14	13	11
其他	257	257	257	257	257
<b>资产总计</b>	<b>964</b>	<b>1018</b>	<b>2021</b>	<b>2218</b>	<b>2446</b>
<b>流动负债</b>	356	387	404	456	515
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	129	181	189	223	257
预收账款	23	48	51	56	67
其他	204	159	165	177	191
<b>长期负债</b>	99	88	88	88	88
长期借款	0	0	0	0	0
其他	99	88	88	88	88
<b>负债合计</b>	<b>455</b>	<b>476</b>	<b>493</b>	<b>545</b>	<b>603</b>
股本	129	129	172	172	172
资本公积金	214	214	997	997	997
留存收益	165	199	359	504	673
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	509	542	1528	1673	1842
<b>负债及权益合计</b>	<b>964</b>	<b>1018</b>	<b>2021</b>	<b>2218</b>	<b>2446</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	73	84	140	183	220
净利润	119	135	160	193	227
折旧摊销	11	10	10	16	21
财务费用	(10)	(11)	(10)	(18)	(19)
投资收益	(10)	(3)	(25)	(25)	(26)
营运资金变动	(41)	(55)	(4)	4	2
其它	3	7	9	14	14
<b>投资活动现金流</b>	147	107	(36)	(54)	(52)
资本支出	(24)	(56)	(70)	(75)	(80)
其他投资	171	162	34	21	28
<b>筹资活动现金流</b>	(116)	(103)	836	(30)	(39)
借款变动	(147)	(98)	0	0	0
普通股增加	6	0	43	0	0
资本公积增加	30	0	783	0	0
股利分配	0	0	0	(48)	(58)
其他	(6)	(6)	10	18	19
<b>现金净增加额</b>	<b>104</b>	<b>87</b>	<b>939</b>	<b>99</b>	<b>129</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	1143	1313	1534	1773	2045
营业成本	661	781	905	1041	1196
营业税金及附加	10	9	10	12	14
营业费用	279	315	367	424	485
管理费用	48	54	61	71	82
研发费用	36	40	47	54	62
财务费用	(9)	(10)	(10)	(18)	(19)
资产减值损失	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	1	0	1	1	1
其他收益	15	23	18	19	20
投资收益	10	3	6	6	5
<b>营业利润</b>	136	145	175	209	246
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	2	0	2	1	1
<b>利润总额</b>	135	146	173	209	246
所得税	16	11	13	16	19
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>119</b>	<b>135</b>	<b>160</b>	<b>193</b>	<b>227</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	11%	15%	17%	16%	15%
营业利润	24%	6%	21%	20%	18%
归母净利润	25%	13%	19%	20%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.1%	40.5%	41.0%	41.3%	41.5%
净利率	10.4%	10.2%	10.4%	10.9%	11.1%
ROE	23.4%	25.6%	15.5%	12.1%	12.9%
ROIC	21.9%	23.7%	14.6%	11.0%	11.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.2%	46.7%	24.4%	24.6%	24.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.7	4.0	3.9	3.8
速动比率	1.2	1.2	3.5	3.3	3.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.3	1.0	0.8	0.9
存货周转率	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4
应收账款周转率	25.9	28.7	31.5	36.1	36.6
应付账款周转率	5.8	5.0	4.9	5.1	5.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.69	0.78	0.93	1.12	1.32
每股经营净现金	0.42	0.49	0.81	1.06	1.28
每股净资产	2.95	3.15	8.88	9.72	10.70
每股股利	0.00	0.00	0.28	0.34	0.40
<b>估值比率</b>					
PE	55.6	49.1	41.3	34.3	29.1
PB	13.0	12.2	4.3	4.0	3.6
EV/EBITDA	44.6	42.4	35.1	29.5	24.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 团队介绍

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王月：**香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。