

评级变动报告

登康口腔 001328.SZ



鉴于行业竞争及渠道投入发生变化，我们针对登康口腔两个业务未来三年的收入增速做出调整，导致公司整体远期估值中枢略有下降。核心原因如下：

线下渠道增长超预期：2026Q1线下渠道由于高端“七天修护”动销表现较好、医研角蛋白牙膏自1月持续向线下铺货，收入实现开门红。由于公司在新兴渠道（即时零售、零食便利店、美妆集合店等）持续拓展、后续新品储备充足，预计增长将持续向好。

电商渠道投流收缩：电商渠道牙膏品牌中传统巨头、新锐品牌与白牌产品竞争加剧，流量成本的攀升与转化率的持续下滑迫使品牌集体收缩投流，头部品牌纷纷将营销重心从烧钱换量转向内容种草与盈利质量，因此难以保持此前预计的较高的增速。

短期对电商渠道增速的下调对业绩影响更为明显，但我们整体对公司远期发展的核心逻辑不变，公司医研系列以及中高端新品的持续迭代将持续带动冷酸灵单价提升，且随着线上品牌影响力增强、线下渠道的拓展，市占率有望提升。经综合评估，我们对登康口腔的估值做出下调，目前公司的DDM估值为偏低估状态。

公司基本信息



登康口腔于2001年由重庆牙膏厂通过股份制改造成立，前身为1964年成立的重庆江北牙膏厂，2023年于深交所上市。公司是国内领先的抗敏牙膏赛道龙头，依托“冷酸灵”品牌而深受消费者熟知，是中国抗敏感牙膏市场的领导品牌。

公司深度评级

所属行业	消费品	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	76.56亿（较上期-2.00%）
当前股价	30.49元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏低估（上行空间+46%）
总市值	52.50亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	27.67	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	66.99亿（较上期-2.70%）
PB-MRQ	3.34			状态	偏低估（上行空间+28%）

公司盈利预测

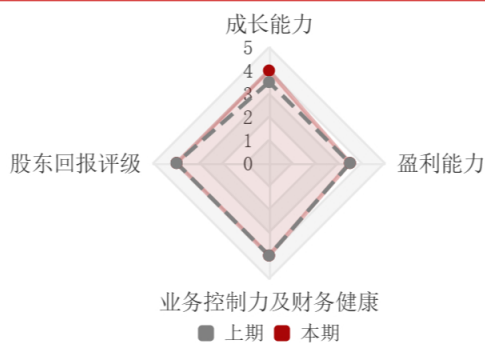
登康口腔	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	13.8	15.6	17.2	19.7	22.1	24.2	26.2	28.5
归母净利润(亿)	1.4	1.6	1.8	2.3	2.7	3.2	3.6	3.8
归母净利润增速(%)	5.1	14.1	12.3	29.1	15.0	18.1	14.3	6.0
经营性净利润(亿)	1.2	1.4	1.6	2.3	2.6	3.1	3.6	3.8
经营性净利润增速(%)	-4.3	14.9	17.1	42.5	15.5	18.6	14.6	6.2
经营性归母净利润(亿)	1.2	1.4	1.6	2.3	2.6	3.1	3.6	3.8
经营性归母净利润增速(%)	-4.3	14.9	17.1	42.5	15.5	18.6	14.6	6.2

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力提升0.5星级：上期星级3.5星，本期星级4.0星。

公司成长能力有所提升，主要由于2026年第一季度公司业绩超预期，收入同比增长15.1%，归母净利润同比增长20%。公司牙膏线下渠道收入逆势增长20%以上，实现开门红，因此成长能力提升0.5星。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的核心业务包括：线下渠道、电商渠道和其他。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

对于线下渠道业务：

收入假设：

公司在线下渠道深耕多年，已建立了覆盖全国的经销网络，2025年冷酸灵牙膏市占率行业排名第三。经销渠道为公司线下渠道收入的主要来源。未来一方面将受益OTC、美妆店等其他流通店开拓和渠道持续下沉拉动销量稳健增长，另一方面随着“七天修护”、“医研”系列等高端产品由线上向线下铺货，以及新品持续推出迭代，将带动产品结构持续升级。但考虑到牙膏行业整体需求空间有限，因此未来5年给予其约6.6%左右增长，远期3-5%增速预期。

盈利能力假设：

受益于“七天修护”、“医研”系列高端产品占比提升带动单价提升，该业务毛利率预计稳中有升，未来有望稳步提升至52.5%。线下渠道的多数费用为固定费用，可被规模充分摊薄，销售费用预计维持稳定。

对于电商渠道业务：

收入假设：

公司在抖音渠道持续推出高端新品，医研系列线上表现较好，随着医研大单品产品红利期在抖音进一步兑现，预计短期将保持快速增长。但考虑到电商渠道各品牌竞争加剧、营销转化降低，导致投流收缩，尤其是受抖音投放策略调整的影响，抖音渠道预计长期较难维持前期翻倍级的高增速，长期在流量外溢下天猫、京东等平台销售有望提速。因此未来5年给予该业务15%-20%的增长。

盈利能力假设：

公司抖音渠道重点推广超高端新品，天猫、京东聚焦专研系列盈利单品。随着高端产品持续迭代带动客单价进一步提升，预计毛利率仍有小幅提升空间，半显性期维持约62.5%。为维持一定的营销力度，线上投放的销售费用短期可能仍将保持较高水平，后续随着ROI持续修复和对投流的控制，盈利空间有望得到释放。

公司整体业绩预测

登康口腔	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	13.8	15.6	17.2	19.7	22.1	24.2	26.2	28.5
归母净利润(亿)	1.4	1.6	1.8	2.3	2.7	3.2	3.6	3.8
归母净利润增速(%)	5.1	14.1	12.3	29.1	15.0	18.1	14.3	6.0
经营性净利润(亿)	1.2	1.4	1.6	2.3	2.6	3.1	3.6	3.8
经营性净利润增速(%)	-4.3	14.9	17.1	42.5	15.5	18.6	14.6	6.2
经营性归母净利润(亿)	1.2	1.4	1.6	2.3	2.6	3.1	3.6	3.8
经营性归母净利润增速(%)	-4.3	14.9	17.1	42.5	15.5	18.6	14.6	6.2

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

线下渠道	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.5	10.7	11.2	12.3	13.2	14.0	14.7	15.4
收入增速(%)	2.0	2.3	4.5	10.0	7.1	6.1	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.9	0.9	1.0	1.4	1.5	1.8	2.0	2.1
经营性净利率(%)	8.5	8.3	8.5	11.3	11.3	12.6	13.9	13.4
经营性净利润增速(%)	-11.1	0.5	6.6	46.0	7.4	18.4	15.9	1.2
电商渠道	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.2	4.8	5.9	7.3	8.8	10.1	11.5	12.9
收入增速(%)	14.5	52.0	22.3	25.0	20.0	15.0	13.0	13.0
经营性净利润(亿)	0.3	0.5	0.6	0.9	1.1	1.3	1.5	1.7
经营性净利率(%)	8.9	9.5	10.7	11.8	12.6	13.1	13.1	13.1
经营性净利润增速(%)	24.2	61.5	37.7	37.9	28.8	18.9	13.0	13.0
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
收入增速(%)	25.5	-36.9	6.3	-13.8	4.2	4.2	4.3	4.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	8.8	10.0	9.6	10.3	10.1	10.0	9.9	9.8
经营性净利润增速(%)	28.8	-28.0	2.2	-7.4	1.7	3.2	3.2	3.0

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
线下渠道	4.2%	中低	较好	强	7.5%	16.5	2.1
电商渠道	7.4%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	1.7
其他	3.8%	中低	一般	一般	6.8%	14.07	0.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
线下渠道(亿)	6.0	25.6	31.5	7.5	-	-	39.0
电商渠道(亿)	3.8	19.1	22.8	5.0	-	-	27.8
其他(亿)	0.0	0.1	0.1	0.1	-	-	0.2
公司整体测算(亿)	9.8	44.7	54.5	12.5	-	-	67.0

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
线下渠道(亿)	17.4	18.5	35.9	7.5	-	-	43.4
电商渠道(亿)	13.4	14.6	28.0	5.0	-	-	33.0
其他(亿)	0.1	0.1	0.1	0.1	-	-	0.2
公司整体测算(亿)	30.9	33.2	64.1	12.5	-	-	76.6

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性良好, 主要系公司历史盈利能力波动性较小, 且公司与市场积极交流, 电商销售数据也具备一定可持续跟踪性。但公司高端化新品集中于线上销售, 线下推广情况具有不确定性, 较难以定量预测, 因此对估值确定性星级有所拖累。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断, 不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期, 本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时, 本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改, 客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用, 均不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险, 投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“壹评级”, 且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。