下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

美容护理

2026 年 06 月 29 日

倍加洁 (603059)

——传统主业表现稳健，益生菌构筑新增长曲线

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2026 年 06 月 26 日
收盘价（元）	24.35
一年内最高/最低（元）	49.47/24.12
市净率	2.2
股息率%（分红/股价）	0.33
流通 A 股市值（百万元）	2,446
上证指数/深证成指	4,027.26/15,782.22

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	11.13
资产负债率%	49.05
总股本/流通 A 股(百万)	101/100
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
庞盈盈 A0230522060003
pangyy@swsresearch.com

联系人

庞盈盈 A0230522060003
pangyy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **倍加洁：代工主业稳健，益生菌打开成长空间。**倍加洁创办于 1997 年，牙刷、湿巾代工主业基石稳固，外延并购寻求新增长曲线，截止 2025 年底，公司合计持有薇美姿 33.9%股权，2024 年收购善恩康公司 52%股权，布局益生菌全产业链。发布 2026 年限制性股票与股票期权激励计划，绑定员工利益，焕发组织活。2025 年公司收入 15.35 亿元，同比增长 18.2%，分产品看，2025 年口腔护理、湿巾、益生菌产品收入占比分别为 68.1%、24.9%、7.0%；分区域看，2025 年公司境外、境内收入占比占比分别为 53.4%、46.6%。

- **布局口腔护理及湿巾，传统主业承载业务基石。1）口腔：深耕口腔护理，代工为基切入自主品牌。**公司口腔清洁护理用品涵盖牙膏、牙刷、牙线签、齿间刷、假牙清洁片、漱口水、口喷、电动牙刷等全系列产品，为客户提供全品类一站式服务，代工客户资源丰富，自主品牌逐步放量，与薇美姿、云南白药、屈臣氏等客户建立合作关系。**2）湿巾：2022-2025 年收入基本维稳，开拓新客户期待增长提速。**公司是美国医疗市场湿巾的主流供应商之一，2025 年全球湿巾终端市场规模为 191 亿美元，同比增长 4.1%，伴随新客户开拓，湿巾增长有望提速。

- **善恩康 AKK 菌布局领先，构筑新增长曲线。1）行业：AKK 菌产业强势崛起，下游品牌加速产品落地。**当前中国市场菌株资源以国际巨头为主，其中美国杜邦、丹麦科汉森合计占比约 85%，近年来以善恩康为代表的国产企业逐渐崛起。2025 年中国益生菌补充剂市场规模为 160 亿元，品牌 CR10 为 37.5%。AKK 菌全名嗜黏蛋白阿克曼氏菌（Akkermansia muciniphila），一菌多效，守护肠道屏障，调节代谢、免疫及生殖。2025 年 11 月，国家卫健委受理了灭活 AKK 菌的新食品原料申报，下游品牌积极布局 AKK 菌产品，有望加速市场培育，看好 AKK 菌产业链崛起。**2）善恩康：AKK 菌产业优势显著，期待快速放量。**善恩康菌株资源丰富，加速落地 AKK 菌合规进程，AKK PROBIO 灭活菌及活菌均已获得美国 GRAS 认证，且获得 FDA-NDI 认证。2025 年公司益生菌收入 1.07 亿元，同比增长 91.7%，2025 年善恩康净利润为 2122 万元，净利率为 19.9%。善恩康 AKK 菌产业优势明显，合规进程领先，有望乘 AKK 菌风口业务快速放量，构筑公司新增长曲线。

- **盈利预测及估值：**我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 1.47、1.88、2.30 亿元，分别同比增长 27.7%、28.6%、21.9%，当前市值对应 PE 分别为 17、13、11 倍。可比公司估值法下，给予公司 2026 年 23 倍 PE，首次覆盖，给予买入评级。

- **风险提示：**下游消费不及预期，AKK 菌市场发展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,535	419	1,801	2,068	2,335
同比增长率（%）	18.2	29.4	17.3	14.8	12.9
归母净利润(百万元)	115	20	147	188	230
同比增长率（%）	-	57.9	27.7	28.6	21.9
每股收益（元/股）	1.14	0.20	1.46	1.87	2.28
毛利率（%）	25.8	28.5	26.3	27.0	27.5
ROE（%）	10.5	1.8	12.1	13.9	15.1
市盈率	21		17	13	11

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

倍加洁创办于 1997 年，牙刷、湿巾代工主业基石稳固，外延并购寻求新增长曲线，截止 2025 年底，公司合计持有薇美姿 33.9%股权，2024 年收购善恩康公司 52%股权，布局益生菌全产业链。传统主业承载业务基石，深耕口腔护理，代工为基切入自主品牌，2022-2025 年湿巾收入基本维稳。益生菌领域，AKK 菌产业强势崛起，下游品牌加速产品落地。善恩康 AKK 菌产业优势显著，AKK PROBIO 灭活菌及活菌均 已获得美国 GRAS 认证，且获得 FDA-NDI 认证，合规进程领先，有望乘 AKK 菌风口业务快速放量，构筑公司新增长曲线。

我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 1.47、1.88、2.30 亿元，分别同比增长 27.7%、28.6%、21.9%，当前市值对应 PE 分别为 17、13、11 倍。可比公司估值法下，给予公司 2026 年 23 倍 PE，首次覆盖，给予买入评级。

关键假设点

1）益生菌：考虑子公司善恩康深耕益生菌产业链，尤其 AKK 菌优势明显，有望快速放量，预计 2026-2028 年公司益生菌收入分别为 1.79、2.51、3.27 亿元，分别同比增长 68.0%、40.0%、30.0%。

2）口腔护理：考虑公司口腔护理主业客户资源丰富，积极开拓新品类，自主品牌逐步放量，预计收入稳健增长，预计 2026-2028 年公司口腔护理收入分别为 12.24、14.07、15.90 亿元，分别同比增长 18.0%、15.0%、13.0%。

3) 湿巾：公司湿巾收入表现稳健，伴随新客户开拓，增长有望略有提速，预计 2026-2028 年公司湿巾收入分别为 3.98、4.10、4.18 亿元，分别同比增长 5.0%、3.0%、2.0%。

有别于大众的认识

市场尚未对公司益生菌业务给予充分认知。中国市场菌株资源以国际巨头为主，但近年来国产企业逐步崛起。公司子公司善恩康菌株资源丰富，尤其 AKK 菌布局领先，公司 AKK PROBIO 灭活菌及活菌均已获得美国 GRAS 认证，且获得 FDA-NDI 认证。AKK 菌一菌多效，下游品牌积极布局，善恩康有望乘行业风口快速放量，构筑新增长曲线，催化业绩及估值。

股价表现的催化剂

益生菌业务放量超预期

核心假设风险

下游消费不及预期，AKK 菌市场发展不及预期

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 倍加洁：代工主业稳健，益生菌打开成长空间 6

1.1 主业基石稳固，外延开拓新增长曲线 6
1.2 股权结构集中，员工持股焕发组织活力 7
1.3 收入增长稳健，2025 年益生菌收入占比 7.0% 8

2. 布局口腔护理及湿巾，传统主业承载业务基石 9

2.1 口腔：深耕口腔护理，代工为基切入自主品牌 9
2.2 湿巾：2022-2025 年收入基本维稳，开拓新客户期待增长提速 13

3. 善恩康 AKK 菌布局领先，构筑新增长曲线 15

3.1 行业：AKK 菌产业强势崛起，下游品牌加速产品落地 15
3.2 善恩康：AKK 菌产业优势显著，期待快速放量 19

4. 盈利预测与估值 21

4.1 盈利预测 21
4.2 估值分析 22

5. 风险提示 22

附录 23

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：倍加洁发展历程 6
图 2：倍加洁股权结构 7
图 3：2025 年公司收入同比增长 18.2% 8
图 4：2025 年公司归母净利润同比扭亏 8
图 5：2025 年公司毛利率、净利率均有修复 8
图 6：2025 年公司销售费用率同比提升 8
图 7：2025 年公司分产品收入占比 9
图 8：2025 年公司分区域收入占比 9
图 9：2025 年公司口腔护理收入同比增长 23.0% 9
图 10：2025 年公司口腔护理毛利率为 24.4% 9
图 11：倍加洁自主品牌产品系列 10
图 12：2025 年中国口腔护理市场规模同比增长 2.3% 11
图 13：中国口腔护理市场分品类市场规模 11
图 14：2025 年中国口腔护理线上渗透率为 45.4% 12
图 15：中国口腔护理市场线上渠道 GMV 数据 12
图 16：2025 年中国牙刷出口金额同比下滑 3.7% 13
图 17：2025 年中国牙刷出口量同比增长 3.4% 13
图 18：2025 年公司湿巾收入为 3.79 亿元 14
图 19：2025 年公司湿巾毛利率为 22.16% 14
图 20：2025 年中国湿巾市场终端规模为 132 亿元 14
图 21：2025 年全球湿巾终端市场规模为 191 亿美元 14
图 22：益生菌行业产业链 15
图 23：中国益生菌市场菌株资源份额 15
图 24：中国益生菌市场下游应用份额 16
图 25：2025 年中国益生菌补充剂市场规模 160 亿元 16
图 26：中国益生菌补充剂市场线上 GMV 快速放量 16
图 27：中国益生菌补充剂市场分平台 GMV 16
图 28：一代益生菌与二代益生菌比较 17
图 ：AKK 菌具备“一菌多效“ .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：2025 年善恩康益生菌收入为 1.07 亿元 20
图 31：2025 年善恩康益生菌毛利率为 48.73% 20

表 1：倍加洁高管介绍 7
表 2：倍加洁限制性股票与股票期权激励计划 8
表 3：倍加洁口腔护理产品展示 10
表 4：中国口腔护理品牌份额（全渠道） 11
表 5：中国口腔护理品牌份额（线上渠道） 12
表 6：倍加洁湿巾产品展示 14
表 7：中国益生菌补充剂品牌份额 16
表 8：中国益生菌补充剂市场品牌份额（线上渠道） 17
表 9：各国对于 AKK 菌的政策 19
表 10：下游品牌积极布局 AKK 菌产品 19
表 11：善恩康业务类型介绍 20
表 12：善恩康 AKK PROBIO 合规认证 20
表 13：善恩康业绩承诺完成情况 21
表 14：倍加洁盈利预测 21
表 15：可比公司估值分析 22
表 16：倍加洁利润表 23
表 17：倍加洁资产负债表 24
表 18：倍加洁现金流量表 25

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 倍加洁：代工主业稳健，益生菌打开成长空间

1.1 主业基石稳固，外延开拓新增长曲线

牙刷等代工业务为基，外延并购善恩康、薇美姿打开成长空间。倍加洁创办于1997 年，公司位于牙刷产业集群地扬州市，成立之初聚焦牙刷代工生产，客户基本为国内外优质的口腔护理品牌商，2004 年开始布局湿巾代工业务。2018 年公司于上交所主板上市，此后开启外延并购，2023 年收购薇美姿（舒客品牌）16.5%股权，交易完成后合计持有薇美姿的股份比例为 32.2%，截止 2025 年底，公司合计持有薇美姿 33.9%股权。2024 年收购善恩康生物科技（苏州）有限公司 52%股权，布局益生菌全产业链。

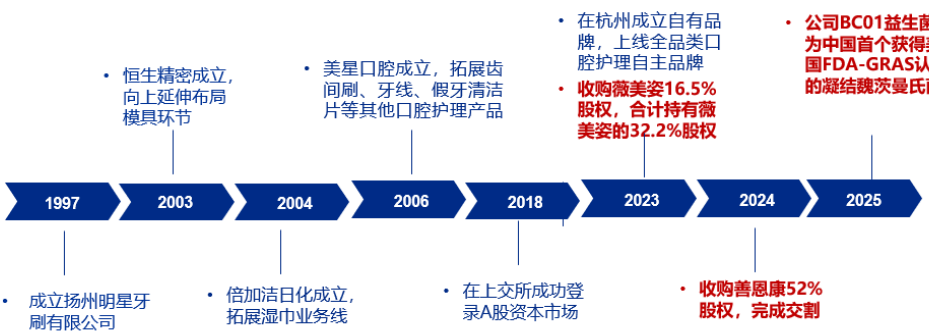
公司的发展历程大致分为三个阶段：

1）1997-2003 年：背靠牙刷产业集群优势，起步于牙刷代工业务。公司所在的扬州市杭集镇有“中国牙刷之都”的称号，公司背靠杭集镇的产业集群优势，从牙刷代工起家，凭借优质的制造能力，进入云南白药等知名牙膏品牌的牙刷供应链。2003 年公司成立恒生精密，向上游延伸布局牙刷模具，品控和制造能力进一步提升。

2）2004-2017 年：拓展业务线，形成了牙刷、湿巾两大单品，并不断拓展口腔护理细分品类。2004 年公司成立倍加洁日化子公司，开始布局湿巾代工业务，公司差异化占位盈利相对稳定的医疗湿巾赛道，绕过竞争激烈的零售湿巾业务，绑定 Medline、Cardinal Health 等海外大客户，湿巾逐渐发展成为公司第二大核心单品。2006 年公司成立美星口腔子公司，业务线向牙线、牙线签、齿间刷、假牙清洁片等口腔护理细分品类拓展，并拓展了 Ranir、TVP 等客户。

3）2018 年至今：上交所主板上市，外延并购切入益生菌等赛道。2018 年公司上交所上市， 布局口腔护理全赛道。2023 年 2 月，公司公告拟收购薇美姿（舒客品牌）16.5%股权，交易完成后，公司将合计持有薇美姿的股份比例为 32.2%，自主品牌布局实现较大跨越。2023 年 11 月公司发布公告，拟通过股权转让及增资方式，以 2.1 亿元取得善恩康生物科技（苏州）有限公司 52%股权，善恩康已于 2024 年 4 月完成交割，布局益生菌全产业链。

图 1：倍加洁发展历程



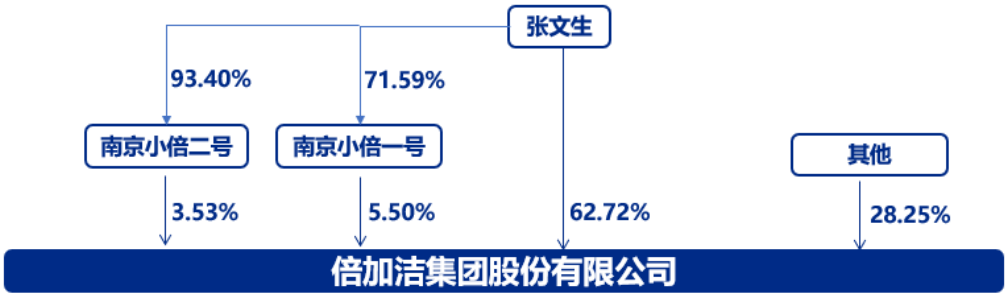
资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 股权结构集中，员工持股焕发组织活力

创始人持股比例较高，保证公司战略落地。截止 2026.06.02，实际控制人张文生先生直接持股 62.72%，员工持股平台南京小倍一号、南京小倍二号合计持股 9.03%。公司股权结构稳定集中，促进中长期经营战略稳健执行。员工持股平台绑定员工利益，焕发组织活力。

图 2：倍加洁股权结构



资料来源：wind，申万宏源研究

注：持股比例截止 2026.06.02

表 1：倍加洁高管介绍

名称	出生年份	职务	介绍
张文生	1968	实际控制人、董事长、总经理	中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。1984年8月至1985年12月就职于扬州市杭集塑料包装厂，任技术员。1986年1月至1988年12月就职于扬州市新生塑革针织厂，历任技术员、总账会计。1989年1月至1990年12月就职于扬州市杭集工业供销公司，任销售员。1991年1月至1996年12月从事牙刷产品生产制造的个体经营。1997年1月起至2016年6月任明星牙刷总经理，现任公司董事长、总经理，善恩康董事长，江苏明星牙刷、倍加洁日化、美星口腔、南京沄洁、佳吉投资、烁阳新能源、扬州明星牙刷执行董事，恒生模具执行董事兼总经理，小倍一号、小倍二号执行事务合伙人，扬州农商行、薇美姿董事，中国口腔清洁护理用品工业协会副理事长，中国日用杂品工业协会牙刷分会会长，江苏省牙刷行业协会会长等职务
徐玲	1979	副总经理	本科学历，1998年10月至2016年6月历任明星牙刷销售部职员、经理。2017年7月至2025年9月任倍加洁集团股份有限公司监事会主席。2017年7月至今任倍加洁集团股份有限公司ODM营销中心总监。
薛运普	1987	副总经理、董事会秘书	硕士研究生学历，2013年7月至2014年3月就职于中国移动通信集团广东有限公司中山分公司，任职员；2014年5月至2019年7月，就职于河南新飞电器集团有限公司，历任职员、战略规划部副部长（主持工作）、部长、总经理助理；2019年2月至2019年7月，就职于兰博（昆山）运载装备制造有限公司，任行政总监；2019年8月至2020年4月，就职于金轮蓝海股份有限公司，任总裁助理；2020年4月至今，就职于倍加洁集团股份有限公司，任总经理助理；2022年9月至今，任倍加洁集团股份有限公司董事、董事会秘书
嵇玉芳	1976	财务总监	中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。1994年9月至1996年12月就职于扬州市邗江区商业贸易局。1997年1月至2016年6月历任明星牙刷财务部职员、财务部部长。现任公司董事、财务总监，薇美姿董事，嘉华创投监事

资料来源：wind，申万宏源研究

发布 2026 年限制性股票与股票期权激励计划，绑定员工利益，焕发组织活力。2026 年公司发布限制性股票与股票期权激励计划，拟向激励对象授予的股票权益数量为 300 万股（份），占公司股本总额的 2.99%，其中首次授予 267.8 万股（限制性股票 16.9 万股，股票期权是 250.9 万份），预留股票期权 32.2 万份。激励计划首次授予的激励对象共计 147 人，包括公司（含子公司）任职的公司董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干等。激励计划授予激励对象的限制性股票的授予价格为 16.50 元/股，授予的股票期权的行权价格为 . 元/股。**业绩考核指标：**以 年收入为基数， 、 、 年收入增速分

下载日志已记录，仅供内部参考

别不低于 12%、24%、36%；以 2025 年扣非归母净利润为基数，2026、2027、2028 年扣非归母净利润增速分别不低于 12%、24%、36%。

表 2：倍加洁限制性股票与股票期权激励计划

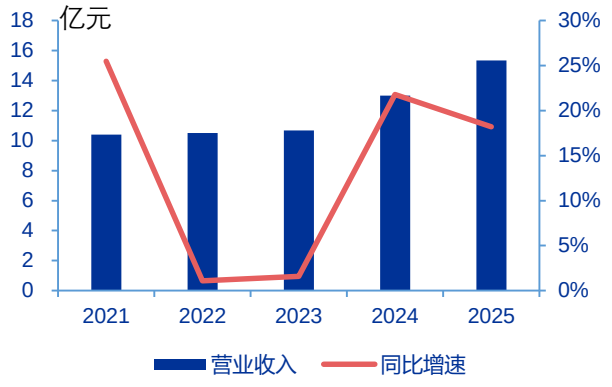
解除限售安排	解除限售时间	解除比例	考核年度	业绩考核指标
第一个限售期	自授予登记完成之日起12个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%	2026	以2025年营业收入为基数，2026年营业收入增长率不低于12%；或以2025年扣非归母净利润为基数，2026年扣非归母净利润增长率不低于12%
第二个限售期	自授予登记完成之日起24个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%	2027	以2025年营业收入为基数，2027年营业收入增长率不低于24%；或以2025年扣非归母净利润为基数，2027年扣非归母净利润增长率不低于24%
第三个限售期	自授予登记完成之日起36个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起48个月内的最后一个交易日当日止	40%	2028	以2025年营业收入为基数，2028年营业收入增长率不低于36%；或以2025年扣非归母净利润为基数，2028年扣非归母净利润增长率不低于36%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 收入增长稳健，2025 年益生菌收入占比 7.0%

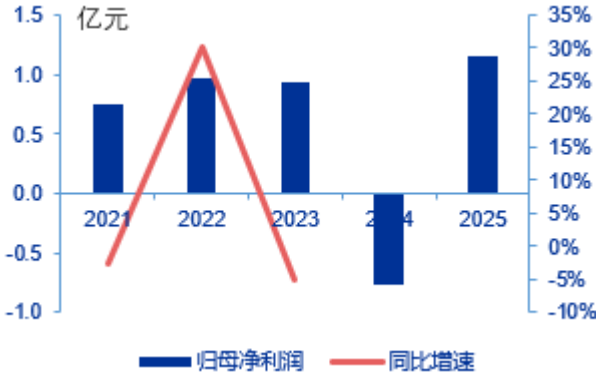
收入增长稳健，2025 年利润同比扭亏。2025 年公司收入 15.35 亿元，同比增长 18.2%，归母净利润 1.15 亿元，同比扭亏。2024 年公司归母净利润亏损 0.77 亿元，主要系善恩康商誉减值 3962 万元以及薇美姿长期股权投资减值 1.38 亿元。2025 年公司毛利率为 25.75%，同比提升 1.84pct，净利率为 8.00%，同比提升 14.03pct。2025 年公司期间费用率为 16.81%，同比提升 0.80pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 8.21%、3.65%、3.71%、1.24%，分别同比+1.20、-1.12、+0.25、+0.47pct。

图 3：2025 年公司收入同比增长 18.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2025 年公司归母净利润同比扭亏

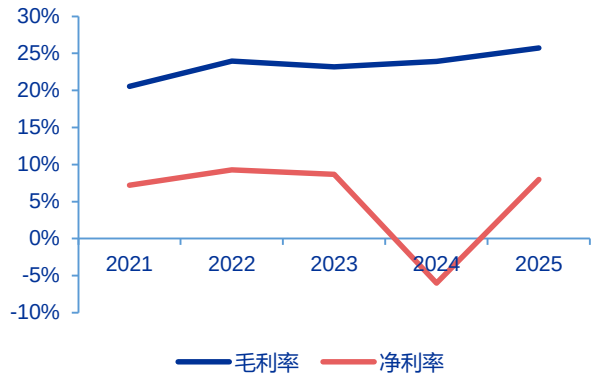


资料来源：公司公告，申万宏源研究

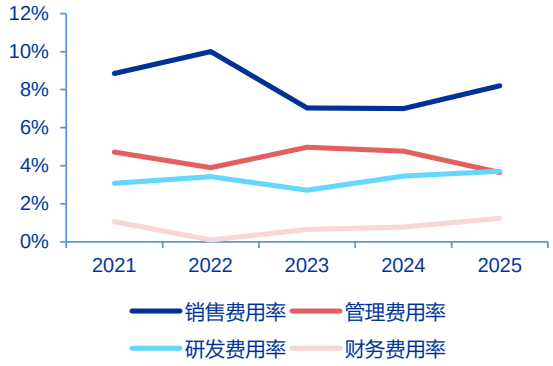
图 5：2025 年公司毛利率、净利率均有修复

图 6：2025 年公司销售费用率同比提升

下载日志已记录，仅供内部参考



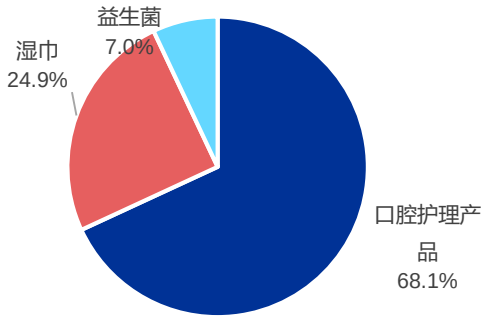
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

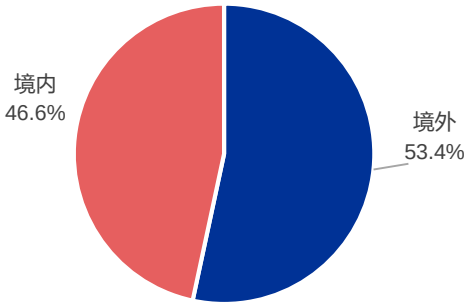
分产品看，公司业务涵盖口腔护理产品（牙刷、牙膏、牙线等）、湿巾、益生菌（子公司善恩康），2025 年口腔护理、湿巾、益生菌产品收入占比分别为 68.1%、24.9%、7.0%。**分区域看，**20205 年公司境外、境内收入占比占比分别为 53.4%、46.6%。

图 7：2025 年公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：2025 年公司分区域收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 布局口腔护理及湿巾，传统主业承载业务基石

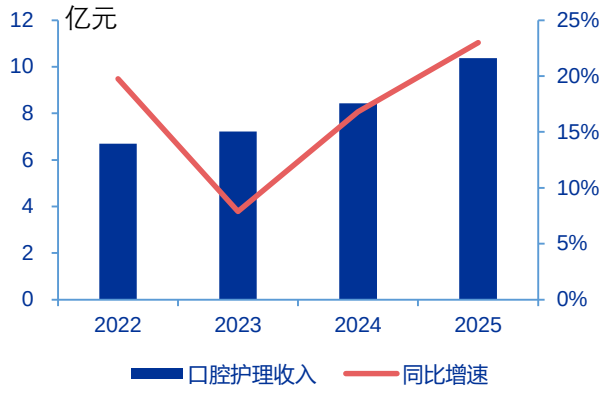
2.1 口腔：深耕口腔护理，代工为基切入自主品牌

口腔护理为公司基石业务，收入稳健增长。公司口腔清洁护理用品涵盖牙膏、牙刷、牙线签、齿间刷、假牙清洁片、漱口水、口喷、电动牙刷等全系列产品，可以为广大客户提供一站式口腔护理用品产品和服务。公司具备年产 6.72 亿支牙刷、133 亿片湿巾、1.54 亿支牙膏的生产能力。2025 年公司口腔护理产品收入为 10.37 亿元，同比增长 23.0%，2022-2025 年收入 CAGR 为 15.7%。2025 年口腔护理产品毛利率为 24.40%，同比提升 1.76pct。

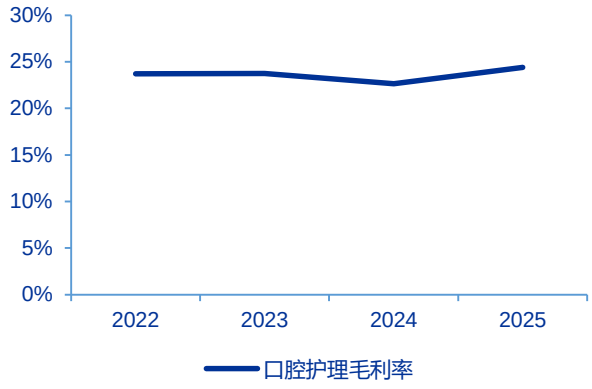
图 9：2025 年公司口腔护理收入同比增长 23.0%

图 10：2025 年公司口腔护理毛利率为 24.4%

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

产品种类丰富，为客户提供全品类一站式服务。公司牙刷系列产品涵盖儿童全年龄段及成人不同状态下口腔护理需求产品，其中明星产品有整束牙刷、无铜牙刷、宽头牙刷、秸秆牙刷、炭丝刷、毛牙刷等，品类丰富。公司配方类口腔护理产品涵盖牙膏、漱口水、口喷等品类，面向成人和全年龄段儿童需求开发，其中牙膏涉及清洁、防蛀、抗敏、抑制牙菌斑、减轻牙龈问题 5 大功效，明星产品包含后生元清新焕白/清新去渍牙膏、色修光学亮白牙膏、竹炭沸石清洁牙膏、草本清新牙膏、双氟双锡多效护理牙膏、儿童分龄防蛀牙膏等；漱口水及口喷产品种类繁多，具有持久清新、有效减菌、温和 0 添加等多种功效。

表 3：倍加洁口腔护理产品展示

产品系列	图示	产品系列	图示	产品系列	图示
牙刷		电动牙刷		牙膏	
牙线签		齿间刷		假牙清洁片	
假牙清洁刷		口喷		漱口水	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

代工客户资源丰富，自主品牌逐步放量。公司 ODM 业务延续良好增长态势，其中牙膏品类表现亮眼，2025 年牙膏品类实现营收 1.62 亿元，首次跨越亿元关口。口腔护理产品方面，公司与薇美姿、云南白药、屈臣氏等重点客户建立了合作关系。同时自有品牌业务实现一定增长，自主品牌推出牙刷、牙膏、牙线棒、漱口水等产品系列。围绕倍加洁品牌统一化战略，公司持续优化渠道布局、升级产品定位，品牌核心竞争力进一步夯实。

：倍圈洁自主品牌产品系列

下载日志已记录，仅供内部参考

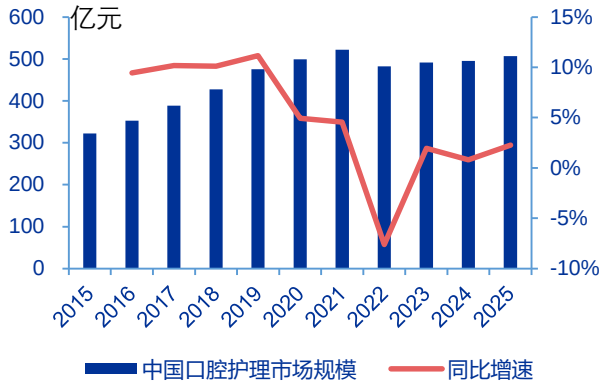


资料来源：淘宝，申万宏源研究

中国口腔护理行业：国产品牌弯道超车，新品类快速放量

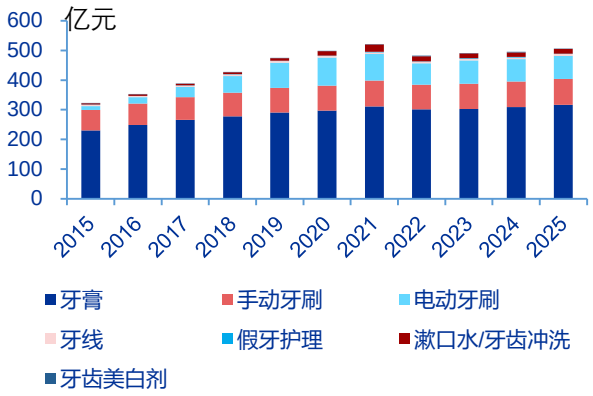
中国口腔护理行业稳步扩容，牙膏牙刷仍为核心品类。据欧睿数据统计，2025 年中国口腔护理终端市场规模为 507 亿元，同比增长 2.3%，2015-2025 年 CAGR 为 4.6%。分品类看，牙膏、牙刷仍为核心品类，牙线、假牙护理、漱口水、牙齿美白剂等新品类快速崛起。2025 年中国市场牙膏、普通牙刷、电动牙刷、牙线、假牙护理、漱口水、牙齿美白剂市场规模分别为 316.2、87.8、77.5、6.2、1.4、16.0、1.6 亿元，2015-2025 年 CAGR 分别为 3.2%、2.5%、19.1%、4.5%、9.7%、14.1%、8.5%。

图 12：2025 年中国口腔护理市场规模同比增长 2.3%



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

图 13：中国口腔护理市场分品类市场规模



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

2025 年中国口腔护理市场品牌 CR10 为 65.2%，其中国产品牌份额趋势提升。据欧睿数据统计，2025 年中国口腔护理品牌 CR10 为 65.2%，其中云南白药、好来分别位列第一名、第二名，份额分别为 13.0%、9.3%。我们认为，当下口腔护理市场国产品牌份额提升正当时：功效卖点多样化诉求推动国货产品积极迭代升级、电商渠道尤其抖音等助力国产品牌弯道超车、Z 时代年轻消费群体崛起对国货接受度提升。国产品牌舒客、冷酸灵、参半份额趋势提升，2025 年分别位列第五名、第六名、第八名，份额分别为 7.1%、5.8%、3.9%。

表 4：中国口腔护理品牌份额（全渠道）

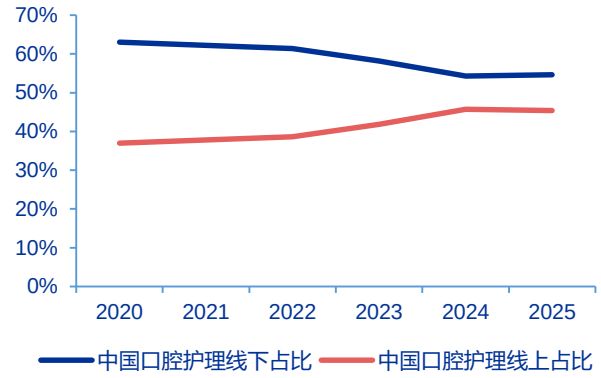
下载日志已记录，仅供内部参考

排名	品牌名	所属公司	所属国家	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	云南白药	云南白药	中国	11.9%	12.6%	13.5%	13.2%	13.1%	13.0%
2	好来（原黑人）	高露洁	美国	11.4%	11.2%	11.8%	10.6%	10.0%	9.3%
3	高露洁	高露洁	美国	9.0%	8.7%	9.0%	8.5%	8.6%	8.5%
4	佳洁士	宝洁	美国	9.4%	8.9%	9.1%	8.6%	7.8%	7.3%
5	舒客	薇美姿	中国	7.2%	7.1%	6.8%	6.4%	6.8%	7.1%
6	冷酸灵	登康口腔	中国	3.9%	4.2%	5.0%	5.1%	5.5%	5.8%
7	uSmile	广州皓醒湾	中国	1.8%	2.7%	2.3%	3.8%	4.6%	4.9%
8	参半	深圳小阔科技	中国	0.3%	1.2%	0.6%	0.9%	1.7%	3.9%
9	飞利浦	飞利浦	荷兰	4.2%	4.1%	4.1%	3.6%	3.1%	2.8%
10	舒适达	赫力昂	英国	-	-	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%

资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

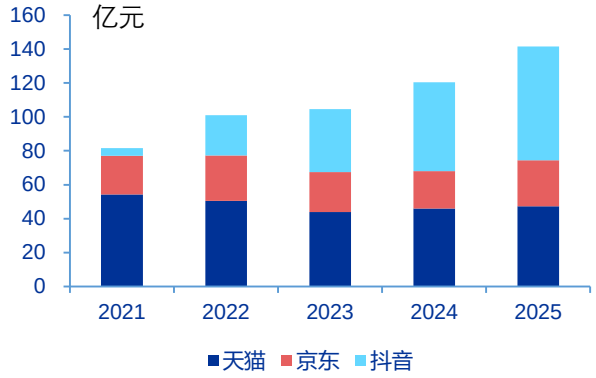
线上快速崛起，2025 年中国口腔护理市场线上渗透率为 45.4%。近年来线上渠道快速崛起，据欧睿数据统计，2025 年中国口腔护理市场线上渗透率为 45.4%。据久谦数据统计，2025 年中国口腔护理市场线上渠道（天猫+京东+抖音）GMV 为 142 亿元，同比增长 17.6%，其中天猫、京东、抖音 GMV 分别占比 33%、19%、47%，2025 年天猫、京东、抖音口腔护理 GMV 分别同比增长 2.5%、23.2%、28.4%。

图 14：2025 年中国口腔护理线上渗透率为 45.4%



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

图 15：中国口腔护理市场线上渠道 GMV 数据



资料来源：久谦数据，申万宏源研究

从线上渠道看，2025 年口腔护理品牌 CR10 为 53.0%。据久谦数据统计的线上 GMV 看，2025 年中国口腔护理市场品牌 CR10 为 53.0%，其中参半、云南白药、波普专研 Bop 位列前三名，市场份额分别为 9.2%、8.6%、4.9%，另外国产品牌舒客、冷酸灵份额趋势提升，2025 年分别位列第四名、第七名，份额分别为 6.1%、4.2%。

表 5：中国口腔护理品牌份额（线上渠道）

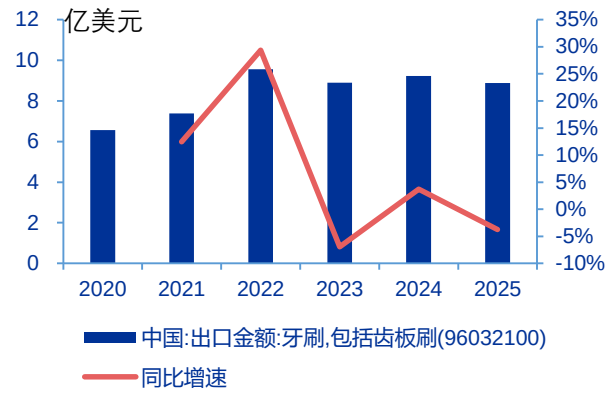
下载日志已记录，仅供内部参考

排名	品牌名	2021	2022	2023	2024	2025
1	参半 Nyscps	2.7%	1.9%	1.1%	4.1%	9.2%
2	云南白药	10.9%	10.2%	10.7%	9.6%	8.6%
3	波普专研 Bop	2.5%	1.9%	1.6%	2.0%	4.9%
4	舒客 Saky	5.3%	4.6%	5.2%	6.1%	6.1%
5	高露洁 Colgate	6.3%	6.8%	5.7%	6.0%	5.4%
6	好来 Darlie	7.5%	7.5%	7.7%	6.5%	5.3%
7	冷酸灵	2.3%	3.2%	3.4%	4.1%	4.2%
8	俊小白	-	0.0%	0.6%	2.5%	3.7%
9	佳洁士 Crest	6.4%	7.2%	6.6%	4.2%	3.1%
10	白惜	0.0%	0.3%	0.6%	1.8%	2.5%

资料来源：久谦数据，申万宏源研究

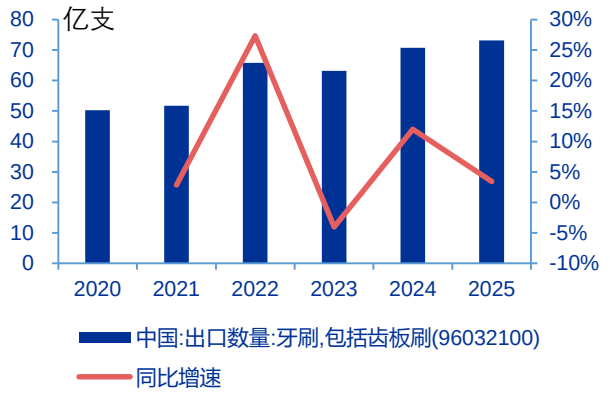
牙刷：2020-2025 年中国牙刷出口量 CAGR 为 7.8%，2025 年出口量达 73.2 亿支。2025 年中国牙刷出口金额为 8.9 亿美元，同比下滑 3.7%，2020-2025 年出口金额 CAGR 为 6.2%；2025 年中国牙刷出口量为 73.2 亿支，同比增长 3.4%，2020-2025 年出口量 CAGR 为 7.8%。

图 16：2025 年中国牙刷出口金额同比下滑 3.7%



资料来源：wind，海关总署，申万宏源研究

图 17：2025 年中国牙刷出口量同比增长 3.4%



资料来源：wind，海关总署，申万宏源研究

2.2 湿巾：2022-2025 年收入基本维稳，开拓新客户期待增长提速

公司是美国医疗市场湿巾的主流供应商之一，2022-2025 年湿巾收入基本维稳。公司一次性卫生用品（湿巾）已覆盖婴儿、妇女、老年、通用、医用等系列，助力公司主营业务稳定可持续发展，公司具备年产 133 亿片湿巾的产能。湿巾产品覆盖范围广泛，现有产品包括婴儿湿巾、杀菌卫生湿巾、湿厕纸等，同时公司也是美国医疗市场湿巾的主流供应商之一。2025 年公司湿巾收入为 3.79 亿元，同比下滑 2.3%，2022-2025 年湿巾收入 CAGR 为 0.49%，基本维稳，2025 年公司湿巾毛利率为 22.16%，同比下滑 1.38pct。

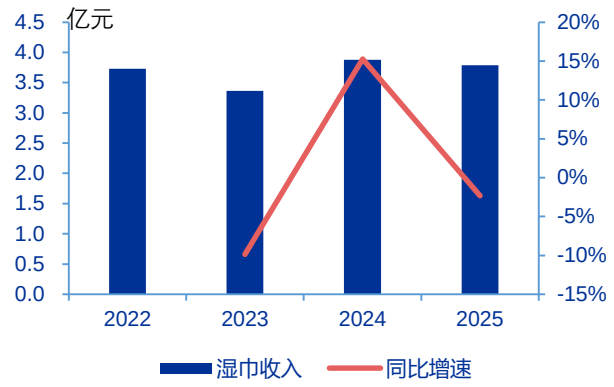
下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：倍加洁湿巾产品展示

产品系列	图示	产品系列	图示	产品系列	图示
病患湿巾（健康护理）		婴儿湿巾（婴儿手口湿巾）		绵柔杀菌卫生湿巾	
湿厕纸		宠物清洁湿巾（宠物护理）		家居清洁湿巾（家居护理）	

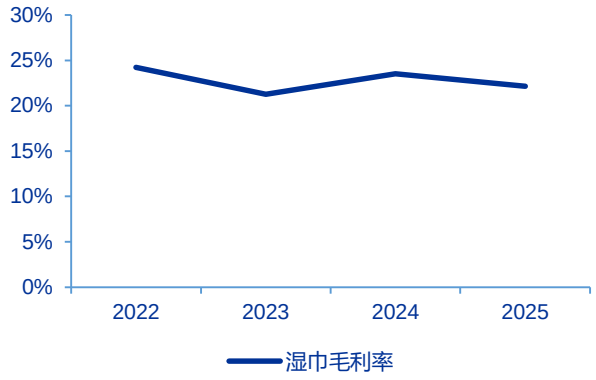
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：2025 年公司湿巾收入为 3.79 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

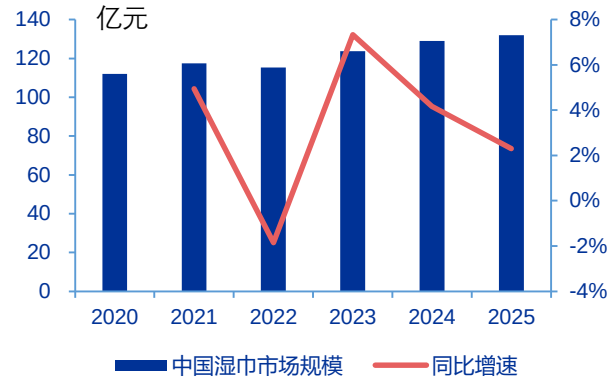
图 19：2025 年公司湿巾毛利率为 22.16%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

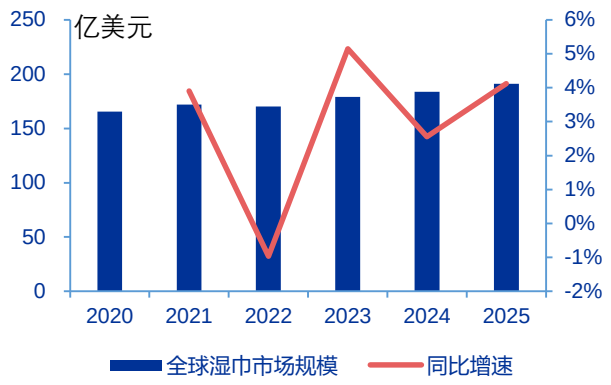
湿巾行业市场规模稳健增长。据欧睿数据统计，2025 年中国湿巾市场终端规模为 132 亿元，同比增长 2.3%，2020-2025 年湿巾市场规模 CAGR 为 3.3%；2025 年全球湿巾终端市场规模为 191 亿美元，同比增长 4.1%，2020-2025 年全球湿巾规模 CAGR 为 2.9%。

图 20：2025 年中国湿巾市场终端规模为 132 亿元



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

图 21：2025 年全球湿巾终端市场规模为 191 亿美元



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

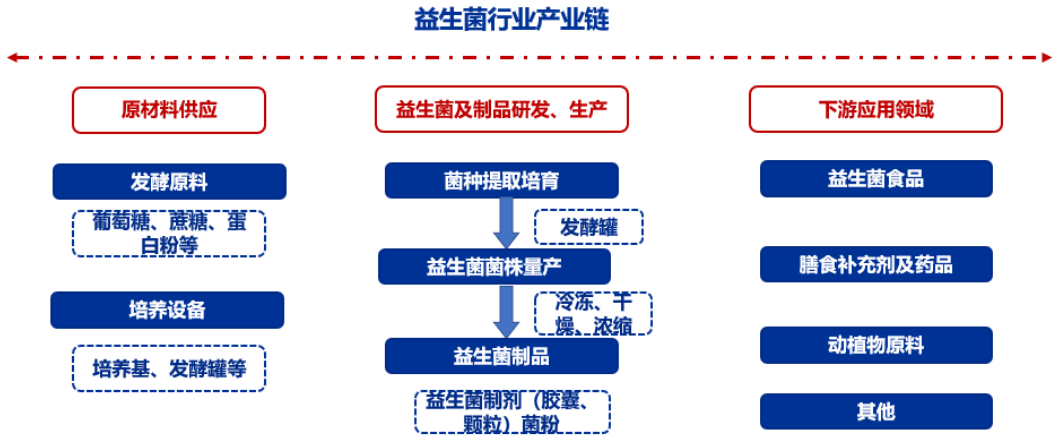
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 善恩康 AKK 菌布局领先，构筑新增长曲线

3.1 行业：AKK 菌产业强势崛起，下游品牌加速产品落地

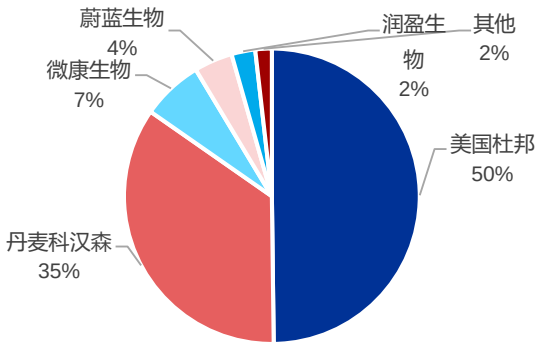
益生菌产业链：中国市场菌株资源仍以外资巨头为主。益生菌产业链上游提供发酵原料及培养设备；中游包括菌种提取、菌株量产及益生菌制品的加工；下游用于益生菌食品、膳食补充剂、动植物原料等。当前中国市场菌株资源以国际巨头为主，其中美国杜邦、丹麦科汉森合计占比约 85%，近年来国产原料企业逐渐崛起，微康生物、蔚蓝生物、科拓生物、善恩康等。

图 22：益生菌行业产业链



资料来源：嘉世咨询，申万宏源研究

图 23：中国益生菌市场菌株资源份额



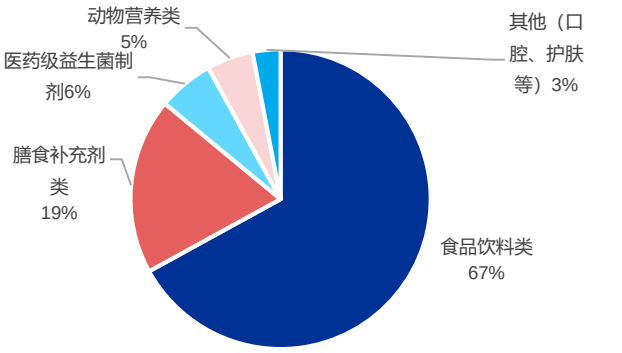
资料来源：嘉世咨询，申万宏源研究

益生菌下游应用广泛，2025 年中国益生菌补充剂市场规模为 160 亿元。从益生菌下游应用领域看，食品饮料占比 67%，包括酸奶、乳酸菌饮品及各类功能性发酵乳等；膳食补充剂占比 19%，包括益生菌菌粉、胶囊、口服液等；医药级益生菌制剂、动物营养类分别

下载日志已记录，仅供内部参考

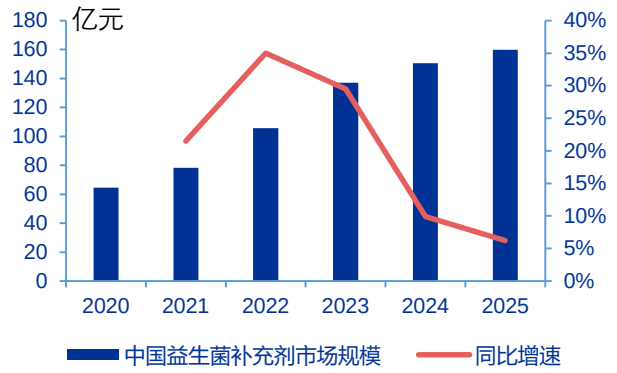
占比 6%、5%；其他（如益生菌牙膏、护肤品等）占比 3%。据欧睿数据统计，2025 年中国益生菌补充剂市场规模为 160 亿元，同比增长 6.2%，2020-2025 年 CAGR 为 19.9%。

图 24：中国益生菌市场下游应用份额



资料来源：嘉世咨询，申万宏源研究

图 25：2025 年中国益生菌补充剂市场规模 160 亿元



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

中国益生菌补充剂市场：2025 年品牌 CR10 为 37.5%。据欧睿数据统计，2025 年中国益生菌补充剂市场品牌 CR10 为 37.5%，其中万益蓝 WonderLab、益倍适 Life-space、纽崔莱 Nutrilite 位列前三名，品牌份额分别为 12.0%、8.2%、6.7%。

表 7：中国益生菌补充剂品牌份额

排名	品牌名称	企业名称	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	万益蓝WonderLab	深圳美丽营养	1.1%	2.8%	7.4%	10.4%	11.2%	12.0%
2	益倍适Life-space	汤臣倍健	6.8%	8.5%	10.7%	10.8%	8.5%	8.2%
3	纽崔莱Nutrilite	安利集团	9.1%	7.8%	7.3%	6.6%	6.9%	6.7%
4	斯维诗Swisse	健合集团	0.9%	1.4%	1.7%	1.8%	2.0%	2.2%
5	无限极Infinitus	无限极公司	1.9%	2.5%	2.3%	1.9%	1.8%	1.8%
6	美乐家Melaleuca	美乐家公司	4.4%	3.9%	2.9%	2.1%	1.9%	1.7%
7	月神Princess Luna	百草园	1.8%	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%
8	丽珠Livzon	丽珠医药集团	2.6%	2.7%	2.1%	1.8%	1.5%	1.3%
9	仁和Renhe	仁和集团	2.2%	2.2%	1.8%	1.6%	1.5%	1.1%
10	乐力Osteoform	维奥健康	3.9%	3.1%	2.0%	1.5%	1.1%	0.9%

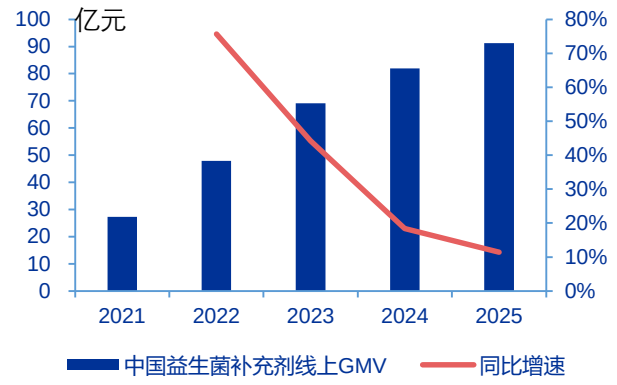
资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

中国益生菌补充剂市场线 GMV 快速放量，2025 年线上品牌 CR10 为 44.0%。据久谦数据统计，2025 年国益生菌补充剂线上渠道（天猫+京东+抖音）GMV 为 91 亿元，同比增长 11.4%，2021-2025 年 CAGR 为 35.2%。2025 年天猫、京东、抖音 GMV 分别为 27、16、48 亿元，占比分别为 30%、18%、53%。从线上品牌看，2025 年线上品牌 CR10 为 44.0%，其中万益蓝 Wonderlab、益倍适 Life Space、鸣咔实验室 Buffplus 位列前三名，品牌份额分别为 17.7%、6.9%、6.3%。

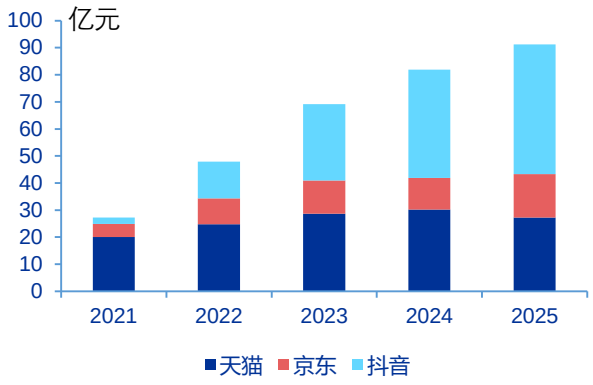
图 26：中国益生菌补充剂市场线上 GMV 快速放量

图 27：中国益生菌补充剂市场分平台 GMV

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：久谦数据，申万宏源研究



资料来源：久谦数据，申万宏源研究

表 8：中国益生菌补充剂市场品牌份额（线上渠道）

排名	品牌	2021	2022	2023	2024	2025
1	万益蓝Wonderlab	9.3%	12.7%	15.4%	15.8%	17.7%
2	益倍适 Life Space	13.1%	11.2%	11.0%	9.0%	6.9%
3	呜咔实验室 Buffplus	0.0%	0.3%	0.2%	4.4%	6.3%
4	斯维诗 Swisse	0.8%	1.6%	2.1%	3.1%	2.8%
5	江中	0.3%	0.9%	2.2%	2.1%	2.5%
6	舒伯特 Life's Flora	0.0%	0.6%	0.9%	1.8%	2.3%
7	华大营养	0.0%	0.7%	0.6%	0.9%	1.4%
8	拜奥 Biogaia	1.8%	1.4%	2.1%	1.5%	1.4%
9	月神 Princess Luna	2.8%	2.5%	3.3%	3.2%	1.3%
10	合生元 Biostime	2.0%	1.2%	1.1%	0.7%	1.3%

资料来源：久谦数据，申万宏源研究

一代益生菌 VS 二代益生菌：AKK 菌为二代益生菌的明星菌株。在传统科学研究中益生菌主要与肠胃健康和免疫系统相关，但随着对益生菌研究的深入，益生菌市场逐步形成以下几大细分赛道:肠胃健康、口腔保健、过敏舒缓、美容抗衰、治疗辅助、情绪调节、女性私护、运动提能、免疫调节等，且不同人群需求亦有所差异。益生菌需要科学家及企业的长期研发投入才能筛选出优质菌株，在这个不断探索的过程中，市场逐渐提出了"一代益生菌“和”二代益生菌“的概念。**一代益生菌：**主要指被列入《可食用食品得菌种名单》的精选菌种，在肠道健康、缓解便秘和腹泻、提升免疫力、维护口腔健康、调节情绪功能等方面，已被大量研究佐证。**二代益生菌：**主要指通过特定机制调节宿主生理功能，在足够剂量下能够一定程度改善特定健康问题的活性微生物，代表性菌株如嗜黏蛋白阿克曼氏菌（Akkermansia muciniphila）。

图 28：一代益生菌与二代益生菌比较

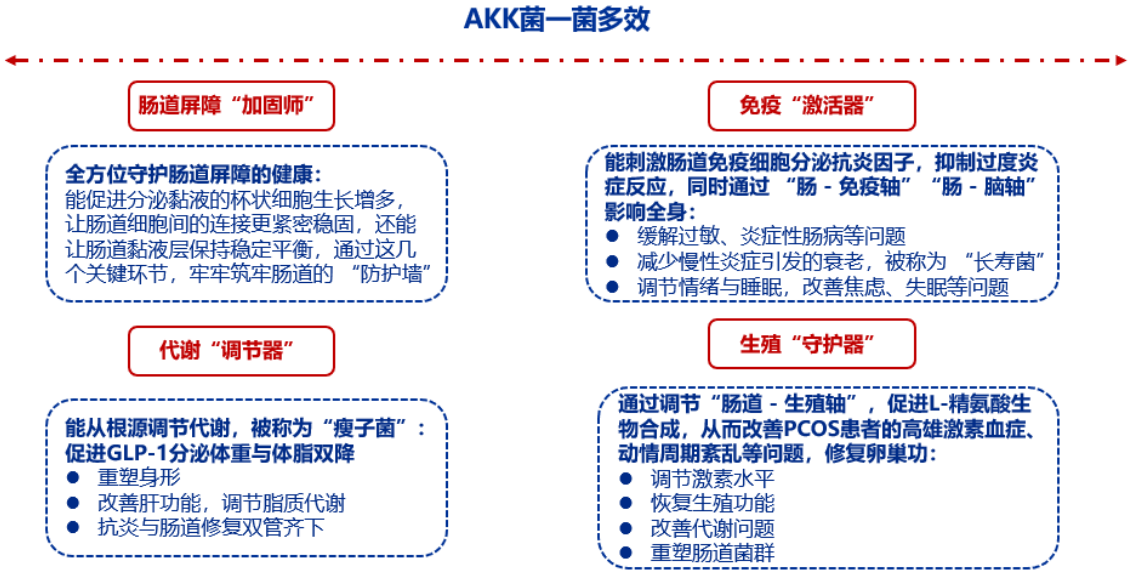
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：善恩康公众号，申万宏源研究

AKK 菌具备“一菌多效“。AKK 菌，全名嗜黏蛋白阿克曼氏菌（Akkermansia muciniphila），2004 年荷兰瓦赫宁根大学 WillemdeVos 研究团队首次从成人粪便中分离鉴定出具有粘蛋白降解特性的细菌。AKK 菌凭借独特的肠道生存方式和与人体互利共生的代谢模式，近年来成为大健康领域的研究明星。它专门分解肠道黏液层的黏蛋白，既能在肠道里站稳脚跟、稳固自身优势地位，还能参与调整人体的能量代谢方式，作用机制和普通益生菌不同。AKK 菌广泛分布于母乳和消化道的各个部位，如小肠、大肠、胰腺和胆道系统，其在健康成人肠道丰度为 3%-5%。

图 29：AKK 菌具备“一菌多效“



资料来源：善恩康公众号，申万宏源研究

AKK 菌政策：欧美较为开放，中国已接受申报。欧盟：2022 年批准灭活 AKK 菌为新型食品，仅限成人使用；2026 年 2 月欧盟委员会正式发布批准决定将巴氏灭活 AKK 菌的适用人群，从成人扩展至 – 岁普通青少年群体，这是全球范围内灭活 AKK 菌首次

下载日志已记录，仅供内部参考

获批用于健康青少年 ，标志着这一 “下一代益生菌” 原料在安全性、有效性上获得最严格监管体系的进一步认可。美国：GRAS（一般公认安全） + NDI 新膳食成分，多家企业菌株完成 GRAS 认证，灭活与活菌均可申报；中国：2025 年 11 月，国家卫健委受理了灭活 AKK 菌的新食品原料申报。

表 9：各国对于 AKK 菌的政策

区域	AKK菌政策
欧盟	2022年批准灭活 AKK 菌为新型食品（Novel Food），仅限成人使用；2026年适用人群扩展至 12-18 岁青少年；仅批准灭活型，活菌暂不认可
美国	GRAS（一般公认安全）+ NDI 新膳食成分；企业自主或向 FDA 提交正式通知获取 “无异议函”；多家企业菌株完成 GRAS 认证， 灭活与活菌均可申报
中国	2025年11月国家卫健委正式受理巴氏灭活嗜黏蛋白阿克曼氏菌新食品原料申请

资料来源：欧盟委员会，FDA，国家卫健委，植提桥公众号，申万宏源研究

下游品牌积极布局 AKK 菌产品，有望加速市场培育。下游品牌抓住 AKK 菌卖点，加速产品落地，如若羽臣旗下斐萃品牌、NuiBay 品牌均推出 AKK 菌产品，Wonderlab、百草园等品牌也推出 AKK 菌产品。下游品牌积极布局，有望加速国内市场培育，看好 AKK 菌产业链崛起。

表 10：下游品牌积极布局 AKK 菌产品

公司	若羽臣		深圳美丽营养	澳大利亚METAGENICS	百草园
品牌	FineNutri翡翠	NuiBay	WonderLab	InnerHealth	百草园
产品					
价格	1199元/瓶（60粒）	239元/瓶（30粒）	699/瓶（30粒）	699/瓶（30粒）	209/盒（30条）
每日费用	每天1粒，每日20元	每天1粒，每日8元	每天1粒，每日23元	每天1粒，每日23元	每日1-2条，每日7-14元

资料来源：淘宝，申万宏源研究

3.2 善恩康：AKK 菌产业优势显著，期待快速放量

收购善恩康 52%股权，2024 年 4 月并表。2023 年 11 月公司发布公告，拟通过股权转让及增资方式，以 2.1 亿元取得善恩康生物科技（苏州）有限公司 52%股权，善恩康已于 2024 年 4 月完成交割，成为倍加洁的控股子公司。公司收购善恩康时，善恩康实际控制人承诺善恩康 2024-2026 年实现扣非净利润分别不低于 1200、1800、3000 万元，三年累计不低于 6000 万元。

善恩康菌株资源丰富，积极布局新一代 AKK 益生菌产业化。善恩康成立于 2016 年，是一家专注于微生物益生菌全产业链研发、生产和销售的企业，在江苏苏州与安徽宿州设有两大研发中心，目前善恩康已建成拥有自主知识产权的菌种资源库，涵盖乳酸菌、双歧杆菌及下一代益生菌共计 15000 余株，并成为国内首家实现耐温型孢子益生菌 BC01 与新一代 AKK 益生菌产业化的领军企业。善恩康拥有 个生产基地，规划产能为年产益生菌原料

下载日志已记录，仅供内部参考

菌粉 200 吨、益生菌制剂及相关产品 2000 吨，目前已落地产能为年产益生菌原料菌粉 40 吨、菌制剂及相关产品 400 吨。

表 11：善恩康业务类型介绍

业务类型	业务介绍	图示
益生菌原料菌粉	包含传统益生菌、后生元与凝结魏茨曼氏菌、嗜黏蛋白阿克曼氏菌（AKK 菌）等	
益生菌OEM/ODM代工	通过将核心功能菌株与益生元等活性辅料进行严谨的科学配伍与组方研究，公司已构建起多维度、深层次的终端产品体系：其中，即食益生菌粉及固体饮料系列通过先进工艺保持较高稳定性的菌数水平，精准对接消费者便捷化、高活性的益生菌摄入需求；压片糖果系列则实现了口感与健康功能的平衡，适配当前休闲零食健康化与功能化的市场趋势	
益生菌CDMO	为药企、乳企及大健康领军企业提供专业化的益生菌CRO（合同研究组织）与CDMO（合同定制研发生产服务）全生命周期解决方案。公司依托深厚的科研底蕴与产业化平台，为合作伙伴提供从实验室到市场的一体化技术支撑：研发端（CRO）：涵盖菌株精准筛选、安全评价、功能性验证、临床研究实施及专利菌株授权转让。产业端（CDMO）：提供深入的生产工艺优化与规模化产业化落地服务	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

积极落地 AKK 菌合规进程，赋能益生菌全球产业化。围绕下一代核心菌株 AKK PROBIO，公司从菌株源头溯源、安全科学评估、国际资质认证到标准化生产质控，搭建起全方位、体系化的合规闭环，为菌株长效、稳定、高品质产业化落地筑牢根基。AKK PROBIO 已获得美国 GRAS 认证，其活菌与灭活菌形态均可合规应用于各类食品原料；同时顺利完成 FDA 新膳食成分（NDI）通知程序并取得无异议反馈，可合法用于膳食补充剂产品，为产品进军国际市场、实现全球化布局筑牢合规根基。

表 12：善恩康 AKK PROBIO 合规认证

时间	发展历程
2024年10月	AKK PROBIO灭活菌荣获中国首个AKK菌GRAS认证
2025年2月	AKK PROBIO活菌斩获GRAS认证，成为全球首个同时拥有"活菌+灭活菌"双GRAS认证的AKK菌
2025年8月	AKK PROBIO强势斩获美国FDA-NDI认证，成为中国首个获得FDA官方认证的AKK菌

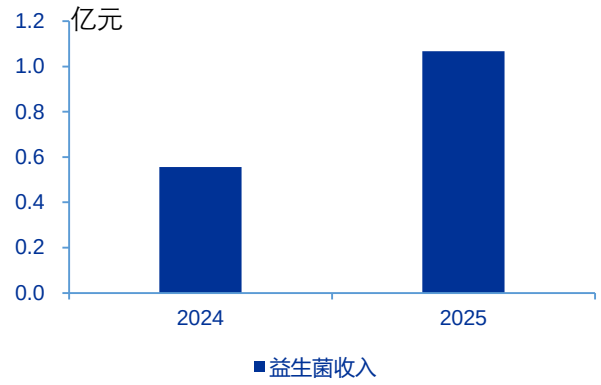
资料来源：善恩康公众号，申万宏源研究

公司益生菌收入快速放量，2025 年净利润率约 20%。2025 年公司益生菌收入 1.07 亿元，同比增长 91.7%，2025 年益生菌毛利率为 48.73%，同比提升 11.03pct，2025 年善恩康净利润为 2122 万元，测算 2025 年净利率为 19.9%。善恩康 AKK 菌产业优势明显，合规进程领先，有望乘 AKK 菌风口业务快速放量，构筑公司新增长曲线。

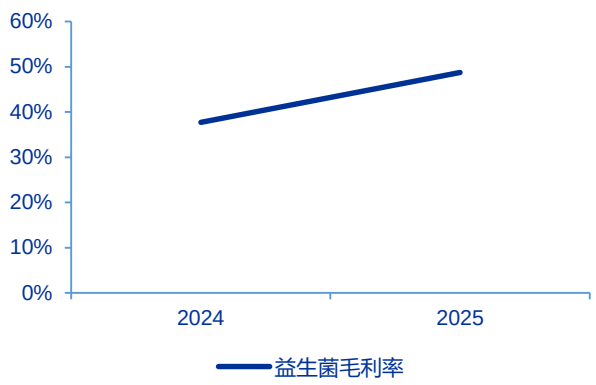
图 30：2025 年善恩康益生菌收入为 1.07 亿元

图 31：2025 年善恩康益生菌毛利率为 48.73%

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 13：善恩康业绩承诺完成情况

承诺方	承诺期间	承诺指标	承诺金额（万元）	实际完成金额（万元）	完成率
公司原实际控制人郁雪平、喻扬、李国良	2024年	扣非净利润	1200	-90.26	未完成
	2025年		1800	2061.55	达标
	2026年		3000	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

分产品品类，我们对公司 2026-2027 年收入进行预测

1）益生菌：考虑子公司善恩康深耕益生菌产业链，尤其 AKK 菌优势明显，有望快速放量，预计 2026-2028 年公司益生菌收入分别为 1.79、2.51、3.27 亿元，分别同比增长 68.0%、40.0%、30.0%。

2）口腔护理：考虑公司口腔护理主业客户资源丰富，积极开拓新品类，自主品牌逐步放量，预计收入稳健增长，预计 2026-2028 年公司口腔护理收入分别为 12.24、14.07、15.90 亿元，分别同比增长 18.0%、15.0%、13.0%。

3）湿巾：公司湿巾收入表现稳健，伴随新客户开拓，增长有望略有提速，预计 2026-2028 年公司湿巾收入分别为 3.98、4.10、4.18 亿元，分别同比增长 5.0%、3.0%、2.0%。

我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 18.01、20.68、23.35 亿元，分别同比增长 17.3%、14.8%、12.9%。

：倍加洁盈利预测

下载日志已记录，仅供内部参考

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1299**	**1535**	**1801**	**2068**	**2335**
同比增速	21.8%	18.2%	17.3%	14.8%	12.9%
毛利率	23.9%	25.8%	26.3%	27.0%	27.5%
分产品拆分					
益生菌收入	**56**	**107**	**179**	**251**	**327**
同比增速	0.0%	91.9%	68.0%	40.0%	30.0%
个人护理收入	**1231**	**1416**	**1621**	**1817**	**2008**
同比增速	16.3%	15.0%	14.5%	12.1%	10.5%
口腔护理收入	**843**	**1037**	**1224**	**1407**	**1590**
同比增速	16.8%	23.0%	18.0%	15.0%	13.0%
湿巾收入	**388**	**379**	**398**	**410**	**418**
同比增速	15.3%	-2.3%	5.0%	3.0%	2.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值分析

预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 18.01、20.68、23.35 亿元，分别同比增长 17.3%、14.8%、12.9%；2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.47、1.88、2.30 亿元，分别同比增长 27.7%、28.6%、21.9%。当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 17、13、11 倍。

采用可比公司估值法，我们选取登康口腔（口腔护理业务）、科拓生物（益生菌业务）、诺邦股份（湿巾业务）为可比公司，参考可比公司 2026 年 PE 均值为 23 倍，我们给予倍加洁 2026 年 PE 为 23 倍 PE，首次覆盖，给予买入评级。

表 15：可比公司估值分析

证券代码	企业名称	市值（百万元，2026/6/26）	归母净利润（百万元）			归母净利润同比增速			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
001328.SZ	登康口腔	43	225	270	318	24.5%	19.8%	17.6%	19	16	14
300858.SZ	科拓生物	38	109	146	213	14.8%	34.6%	45.6%	35	26	18
603238.SH	诺邦股份	20	141	170	207	20.0%	20.5%	22.2%	15	12	10
均值									23	18	14
603059.SH	**倍加洁**	25	147	188	230	27.7%	28.6%	21.9%	17	13	11

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：登康口腔、诺邦股份为申万宏源预测，科拓生物为 wind 一致预测

5. 风险提示

1) 下游消费不及预期。公司传统主业布局口腔护理及湿巾领域，若下游消费不及预期，则会影响公司传统主业业绩。

2）AKK 菌市场发展不及预期。公司善恩康子公司积极布局 AKK 菌市场，若行业发展不及预期，则会影响公司益生菌业务放量。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录

表 16：倍加洁利润表

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,299	1,535	1,801	2,068	2,335
营业收入	1,299	1,535	1,801	2,068	2,335
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
营业总成本	1,207	1,409	1,670	1,888	2,106
营业成本	988	1,140	1,327	1,510	1,694
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	11	12	14	16	18
销售费用	91	126	171	186	205
管理费用	62	56	72	83	89
研发费用	45	57	72	83	93
财务费用	10	19	14	10	7
其他收益	5	10	10	10	10
投资收益	3	30	30	30	30
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	20	-19	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	-4	-2	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-180	-12	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1	-1
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
营业利润	-65	132	169	219	267
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	-65	132	169	219	267
所得税	13	9	12	17	21
净利润	-78	123	157	202	246
持续经营净利润	-78	123	157	202	246
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	-1	8	10	13	16
归属于母公司所有者的净利润	-77	115	147	188	230

资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表 17：倍加洁资产负债表

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	73	117	190	334	510
交易性金融资产	62	49	49	49	49
衍生金融资产	0	0	0	0	0
经营性应收款项	274	301	331	376	420
应收票据、应收账款及应收款项融资	253	270	300	345	389
应收账款	249	270	300	345	389
应收票据及应收款项融资	4	0	0	0	0
其他应收款	6	7	7	7	7
预付款项	15	24	24	24	24
存货	175	202	229	252	282
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	16	49	49	49	49
持有待售资产及其他	0	0	0	0	0
流动资产合计	**599**	**718**	848	1,059	1,310
债权投资	0	0	0	0	0
其他债权投资	0	0	0	0	0
长期应收款	0	1	1	1	1
长期股权投资	826	844	844	844	844
其他权益工具投资	0	0	0	0	0
其他非流动金融资产	53	47	47	47	47
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	498	490	486	484	484
在建工程	34	29	29	19	14
无形资产类	93	92	92	92	92
无形资产	42	41	41	41	41
商誉	51	51	51	51	51
开发支出	0	0	0	0	0
长期待摊费用	28	34	34	34	34
递延所得税资产	8	12	12	12	12
其他非流动资产	5	27	27	27	27
使用权资产及其他	0	26	26	26	26
非流动资产合计	1,544	1,603	1,598	1,586	1,581
资产总计	**2,143**	**2,320**	2,446	2,645	2,891
短期借款	482	470	430	440	440
短期借款	396	434	390	400	420
一年内到期的非流动负债	86	36	40	40	20
交易性金融负债	0	0	0	0	0
经营性应付款项	306	355	419	472	530
合同负债	11	16	16	16	16
其他应付款	16	19	19	19	19
其他流动负债	1	1	1	1	1
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	**815**	**862**	885	948	1,007
长期借款	71	68	48	28	28
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	160	165	165	165	165
递延所得税负债	33	28	28	28	28
租赁负债及其他	0	23	23	23	23
非流动负债合计	**264**	**284**	264	244	244
负债合计	**1,079**	**1,146**	1,150	1,192	1,251
股本	100	100	101	101	101
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	366	366	366	366	366
减：库存股	0	0	0	0	0
其他综合收益	1	-4	-4	-4	-4
盈余公积	51	51	51	51	51
未分配利润	477	583	695	838	1,009
专项储备及其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	995	1,097	1,209	1,352	1,523
少数股东权益	69	77	87	101	117
股东权益合计	**1,064**	**1,174**	1,296	1,452	1,640
负债和股东权益总计	**2,143**	**2,320**	2,446	2,645	2,891

资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表 18：倍加洁现金流量表

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-78	123	157	202	246
计提的资产减值准备	180	12	0	0	0
信用减值损失	4	2	0	0	0
固定资产折旧	70	68	35	37	40
无形资产摊销	5	4	0	0	0
长期待摊费用摊销	14	18	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0	1	1	1	1
公允价值变动损失（收益以“—”号列示）	-20	19	0	0	0
财务费用 （收益以“—”号列示）	21	22	14	10	7
投资损失（收益以“—”号列示）	-3	-30	-30	-30	-30
递延所得税资产减少（增加以“—”列示）	4	-4	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“—”列示）	-5	-5	0	0	0
存货的减少 （增加以“—”列示）	-19	-34	-27	-23	-31
经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	-58	-10	-30	-45	-44
经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	25	26	64	53	59
其他-经营活动现金流	-1	1	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	139	213	184	206	248
收回投资所收到的现金	3	13	0	0	0
取得投资收益收到的现金	2	6	30	30	30
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	1	1	0	0	0
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	0			
收到其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	6	20	30	30	30
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	62	90	30	25	35
投资所支付的现金	38	54	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	0	0	1	1	1
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	90	0			
投资活动现金流出小计	190	144	31	26	36
投资活动产生的现金流量净额	-184	-124	-2	3	-7
吸收投资收到的现金	1	0	0	0	0
取得借款收到的现金	524	517	20	30	40
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	526	517	20	30	40
偿还债务支付的现金	436	535	80	40	40
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	36	24	49	56	66
支付的其它与筹资活动有关的现金	1	1	0	0	0
筹资活动现金流出小计	474	559	129	96	106
筹资活动产生的现金流量净额	52	-43	-109	-66	-66
现金及现金等价物净增加额	7	47	73	144	176
货币资金的期初余额	46	54	117	190	334
货币资金的期末余额	54	100	190	334	510

资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。