



联合研究 | 公司深度 | 倍加洁 (603059.SH)

倍加洁深度报告：本固枝荣，菌起新程

报告要点

倍加洁为国内口腔护理代工龙头，ODM 业务绑定行业内头部客户，基本盘稳固。公司通过“内生+外延”双轮驱动构建大健康平台：内生端，牙膏品类 2025 年首破亿元，品类拓展打开增长天花板，自有品牌双品牌体系持续完善，品牌化升级路径日渐清晰；外延端，控股子公司善恩康凭借 AKK 菌全球首个双 GRAS 认证的先发优势，2025 年营收破亿并超额完成业绩承诺，第二增长曲线蓄势待发。我们认为公司平台化转型正进入价值兑现期，看好“代工基本盘+品类拓展+AKK 益生菌”三轮驱动下的中长期成长空间。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



米雁翔

SAC: S0490520070002



陈硕旸

SAC: S0490524020002

倍加洁 (603059.SH)

2026-07-29

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

倍加洁深度报告：本固枝荣，菌起新程

口腔护理代工龙头，平台化转型进入落地期

倍加洁为国内口腔护理代工龙头，正通过“内生+外延”构建“口腔护理+益生菌”大健康平台。公司深耕口腔护理近 30 年，ODM 业务绑定登康口腔、云南白药、薇美姿（舒客）、屈臣氏等头部客户，同时参股薇美姿 33.86% 强化产业协同，控股善恩康（约 52%）切入益生菌赛道。2025 年公司实现营收 15.35 亿元（同比+18.2%）、归母净利润 1.15 亿元（同比扭亏为盈），平台化布局进入加速落地期。

个人护理：品类拓展打开天花板，品牌化驱动估值重塑

公司 ODM 基本盘稳固，品类拓展打开增长天花板。牙刷代工业务壁垒深厚、客户粘性强，在此基础上向牙膏、牙线、漱口水等配方类口腔护理品类延伸，2025 年牙膏品类首次突破亿元达 1.78 亿元，成为传统业务新增长极。自有品牌“倍加洁”与“HEY PERFECT”双品牌体系持续完善，品牌化转型路径日渐清晰。同时公司布局越南生产基地，以应对关税扰动、完善全球产能配置。我们看好公司以代工制造能力作为基本盘，继续实现品类拓展与品牌化升级。

AKK 菌先发卡位，第二曲线蓄势待发

公司控股子公司善恩康拥有自主知识产权菌库，核心产品 AKK PROBIO 为全球首个同时获得活菌与灭活菌双 GRAS 认证的菌株，技术壁垒突出。2025 年益生菌业务（善恩康）实现营收 1.08 亿元（同比+89.99%）、扣非净利润 2061.55 万元，超额完成业绩承诺。当前 AKK 菌正处于从白牌教育到头部品牌做大蛋糕的关键突破阶段，Wonderlab、莱特维健、若羽臣等下游品牌商陆续入场，叠加公司产能扩张将支撑进一步放量。我们认为 AKK 将成为国产益生菌弯道超车的破局之矛，善恩康凭借菌株+认证+产能的先发优势，有望充分受益于行业从 0 到 1 向从 1 到 N 的加速跨越。

三轮驱动协同发力，平台化价值渐入释放期

倍加洁正从口腔护理代工龙头向“口腔护理+益生菌”大健康平台加速演进。主业端，公司 ODM 业务延续良好增长态势，品类边界持续拓宽；自有品牌围绕“倍加洁”与“HEY PERFECT”双品牌体系推进统一化战略，渠道与产品定位全面升级，2025 年起向上趋势逐步形成。外延端，参股公司薇美姿 2025 年实现净利润 0.91 亿元，经营显著修复，投资收益由负转正；控股子公司善恩康依托 AKK 菌全球首个活菌与灭活菌双 GRAS 认证的先发优势，2025 年实现扣非净利润 2061.55 万元，成为新的利润增长极。展望来看，ODM 基本盘稳固叠加牙膏等新品类放量，善恩康 AKK 菌产能扩张在即，公司平台化布局正进入价值释放期，大健康企业定位有望加速兑现。看好公司从代工龙头到大健康平台化落地，预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润 1.53/1.91/2.33 亿元，对应 PE 估值 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、需求恢复较慢风险；
- 2、行业竞争进一步加剧风险；
- 3、消费者消费习惯发生改变风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

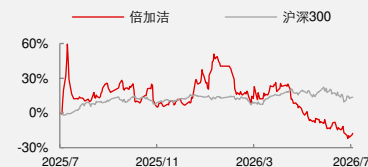
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	22.92
总股本(万股)	10,062
流通A股/B股(万股)	10,045/0
每股净资产(元)	11.13
近12月最高/最低价(元)	49.47/21.45

注：股价为 2026 年 7 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

牙刷代工起家，益生菌并购催化增长.....	6
个人护理夯实主业，收并购跨界益生菌生产制造.....	6
历史沿革：从牙刷生产商走向大健康上游平台企业.....	7
股权结构：股权集中加强转型期决策落地.....	8
个人护理：制造平台化能力凸显，自有品牌培育初见雏形.....	10
个人护理基石，从 ODM 平台化到自有品牌孵化.....	10
股权投资及自有品牌布局加码，从 B 向 C 逐步实现全面覆盖.....	11
益生菌业务：AKK 菌进入产业拐点右侧，原料龙头善恩康受益.....	13
收购善恩康进入益生菌原料赛道，子公司 2025 年经营进入经营右侧.....	13
AKK 菌：全产业共振，国产益生菌加速原料端破局.....	14
善恩康：益生菌上游全链路服务能力完善，AKK PROBIO 全球反馈优异.....	18
从代工龙头到大健康平台，看好公司平台化加速落地.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图 1：公司收入及同比增速.....	6
图 2：公司归母净利润.....	6
图 3：公司主营业务分行业占比（2025 年度）.....	6
图 4：公司分行业收入变化趋势（亿元）.....	6
图 5：公司主营业务整体及分行业毛利率变化.....	7
图 6：公司费用比率变化.....	7
图 7：公司发展主要历史节点.....	7
图 8：公司股权结构（截至 2026Q1 末）.....	8
图 9：我国口腔护理行业收入规模及同比增速.....	10
图 10：我国口腔护理行业产品结构（2025 年度）.....	10
图 11：公司口腔护理及湿巾业务收入及同比变化.....	11
图 12：公司口腔护理业务分产品收入占比（2025 年度）.....	11
图 13：公司倍加洁品牌天猫产品部分列示.....	12
图 14：我国益生菌相关产品市场规模.....	14
图 15：2024 年我国益生菌行业下游需求分品类占比.....	14
图 16：2022 年中国益生菌行业原料端竞争格局.....	14
图 17：AKK 主要作用原理.....	16
图 18：AKK 相关研究年度发表量及索引量趋势.....	17
图 19：AKK 相关研究国别差异.....	17
图 20：抖音 AKK 保健品销售收入（月度）.....	17
图 21：抖音 AKK 保健品关联直播数（日度）.....	17
图 22：善恩康益生菌业务具备全产业链服务能力.....	18

图 23：善恩康制造水平领先	18
图 24：公司具备多类菌属开发储备	18
图 25：AKK PROBIO 菌于多个海外评选中获奖	19
表 1：公司部分子公司及相关业务（截至 2025 年末）	8
表 2：公司主要产品产能及相关规划	11
表 3：善恩康股权情况（截至 2026 年 5 月）	13
表 4：善恩康目标和经营情况	14
表 5：国外厂商菌株数量丰富	15
表 6：传统益生菌和 NGPs 的区别	15
表 7：AKK 相关原料政策状态梳理	17
表 8：公司营业总收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）	21

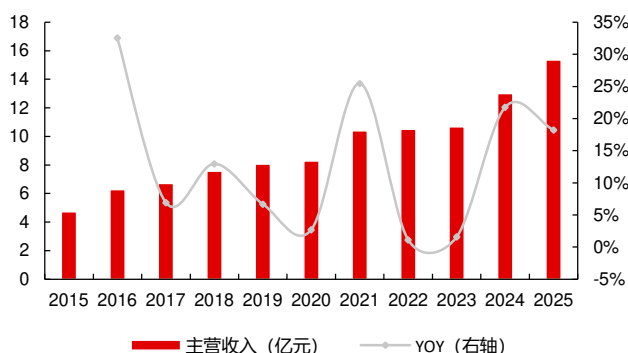
牙刷代工起家，益生菌并购催化增长

倍加洁为我国口腔护理代工龙头。近年来逐渐由牙刷 ODM 龙头升级为“口腔护理+湿巾”个人护理制造平台，并通过少数股权投资及收并购向自有品牌及益生菌大健康产业延伸。在经历经营调整期以后，2025 年以来公司已经逐步走出一条大健康产业优质制造者的平台化之路。

个人护理夯实主业，收并购跨界益生菌生产制造

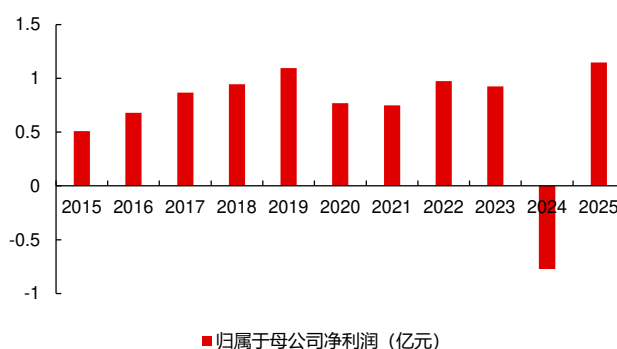
个人护理业务为基，食用益生菌添彩。倍加洁 2025 年营收 15.35 亿元（同比+18.2%），归母净利润 1.15 亿元，较 2024 年显著修复。公司主要有两大核心业务，个人护理及食用益生菌制品。其中个人护理业务（口腔护理+湿巾）2025 年营业收入占比 92%左右。公司个人护理业务分为代工和自有品牌两个部分，且以代工为主。食用益生菌业务收入来自子公司善恩康（包括菌粉、代工等），2025 年营业收入占比 7%左右。

图 1：公司收入及同比增速



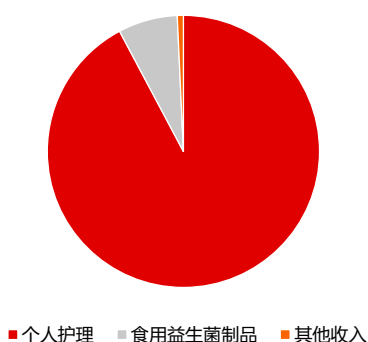
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：公司归母净利润



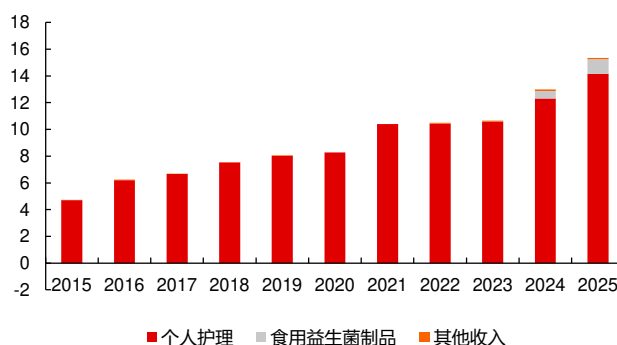
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：公司主营业务分行业占比（2025 年度）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

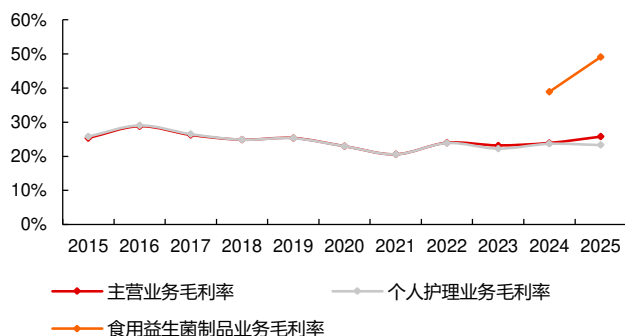
图 4：公司分行业收入变化趋势（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

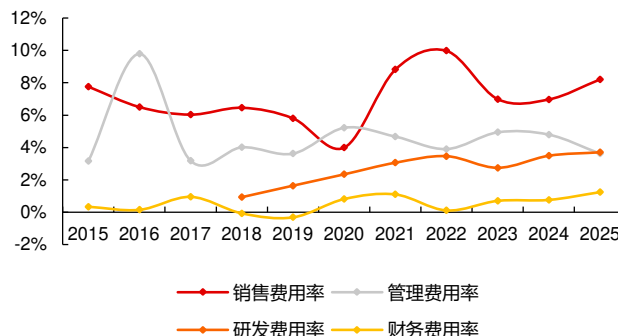
公司产品个人护理业务毛利率相对稳定，2015 年以来基本处于 25% 上下，2024 年起出现上升趋势预计系自有品牌支撑。益生菌业务利润率较高且于 2025 年显著提升预计系原料菌粉业务占比（尤其是 AKK 菌粉占比）提升影响。历史上看，公司销售费用率波动较大，预计主要系自有品牌投放节奏影响。

图 5：公司主营业务整体及分行业毛利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：公司费用比率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

历史沿革：从牙刷生产商走向大健康上游平台企业

公司发展大致可分为三个阶段。

第一阶段（1997—2003 年）能力奠基期：核心是以牙刷代工起家，并通过模具自制夯实制造端护城河。

第二阶段（2004—2017 年）品类扩张期：公司进入湿巾领域，设立倍加洁日化；成立美星口腔，切入齿间刷、牙线、假牙清洁片等细分品类。公司逐步形成“口腔护理+湿巾”的双主业制造格局。

第三阶段（2018 年至今）资本化与平台化转型期：2018 年登陆上交所主板，2021 年至 2024 年持续增持薇美姿股权至 33.86%，2024 年完成对善恩康 52.00% 股权收购，正式把业务边界从个人护理延伸至益生菌及营养健康领域。

图 7：公司发展主要历史节点

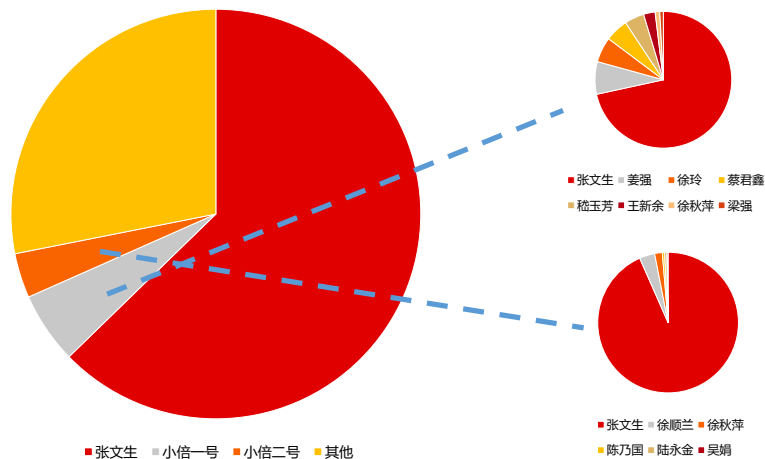


资料来源：公司官网，长江证券研究所

股权结构：股权集中加强转型期决策落地

创始人主导，决策权集中。从股权与治理结构看，倍加洁仍保持明显的创始人主导特征。截至 2026Q1 末张文生直接持有公司 62.72%股份，叠加通过持股平台间接持有，合计持有公司约 70.05%股权，控制权稳定。张文生担任董事长、总经理，兼任善恩康董事长，并在多家核心子公司任职，说明公司仍是高度集中的创业者治理模式。这一结构有利于战略推进效率，尤其在并购整合与平台升级阶段，效率较高。

图 8：公司股权结构（截至 2026Q1 末）



资料来源：Wind，长江证券研究所

内生外延，能力边界不断外扩。从子公司与外延布局看，倍加洁的平台化轮廓已经较为清晰。公司拥有倍加洁日化、美星口腔、恒生模具、江苏明星牙刷等多家全资子公司，分别对应湿巾、口腔护理、模具、牙刷等核心业务；同时控股善恩康、参股薇美姿，并通过新加坡子公司及越南孙公司推进海外产能建设。这意味着公司未来的平台外延，不仅是品类扩张，也包含供应链全球化重构。

表 1：公司部分子公司及相关业务（截至 2025 年末）

公司名称	主要业务	持股比例
扬州倍加洁日化有限公司	湿巾生产、销售	100%
扬州美星口腔护理用品有限公司	口腔护理产品的生产、销售	100%
扬州恒生精密模具有限公司	模具的设计、制造	100%
江苏明星牙刷有限公司	牙刷生产、销售	100%
扬州明星牙刷口腔护理有限公司	日用品销售、企业管理咨询、股权投资	100%
上海益生电子商务有限公司	电子商务	100%
杭州益倍生物科技有限公司	电子商务	100%
南京沅洁科技有限公司	家电、日化品的生产、销售	100%
倍加洁国际（香港）有限公司	商品贸易	100%
薇美姿实业（广东）股份有限公司	日化品制造、销售	33.86%
善恩康生物科技（苏州）有限公司	益生菌制品研发、生产和销售	52.00%
杭州益亲电子商务有限公司	电子商务	100%
MARITIME SILK PTE.LTD	商品贸易	100%

Maritime Silk Vietnam Company Limited	日化用品制造、销售	100%
扬州益倍进出口有限公司	进出口贸易	100%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

个人护理：制造平台化能力凸显，自有品牌培育初见雏形

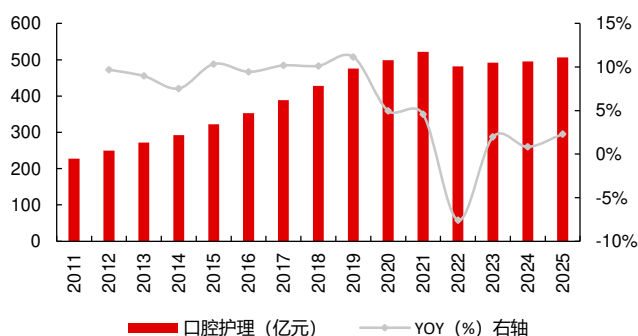
倍加洁个人护理主业的核心特征是以 ODM 基本盘托底、以牙膏新品类放量打开增量、以湿巾结构优化维持现金流韧性、以自有品牌逐步改善渠道质量的稳健扩张路径。

个人护理基石，从 ODM 平台化到自有品牌孵化

个人护理基石，于稳健市场攫取份额。公司主业为个人护理业务（主要包括口腔护理和湿巾业务），分为代工和自有品牌两种业务模式。从产品形态的角度看，主要包括牙刷、牙膏、湿巾及其他（牙线、牙线签、齿间刷、假牙清洁片、漱口水、口喷等）。

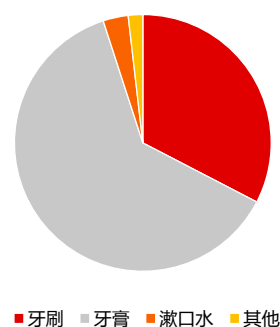
公司所在行业相对传统，根据欧睿数据，2025 年中国口腔护理行业销售收入合计 507 亿元，2022~2025 复合增速约 2%。

图 9：我国口腔护理行业收入规模及同比增速



资料来源：欧睿，长江证券研究所

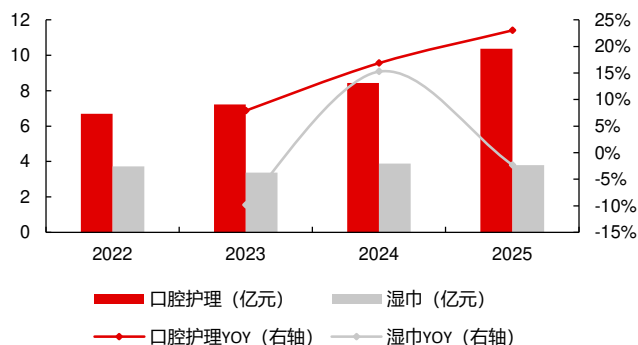
图 10：我国口腔护理行业产品结构（2025 年度）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

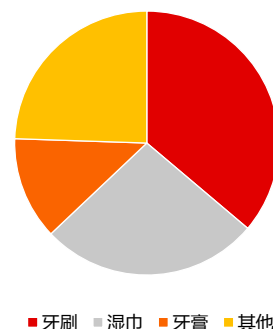
口腔护理业务：品类扩张有序，一站式口腔护理产品与服务升级。口腔业务（牙刷、牙膏及其他）仍然是公司主业的第一支柱。2025 年公司口腔护理产品收入 10.37 亿元（同比+23.01%），在公司整体收入中的权重继续抬升。这一增长并非单一牙刷放量驱动，而是牙刷稳盘、牙膏快速放量、牙线签等细分品类持续增长共同形成的结构性结果。从平台能力看，倍加洁已经不是单纯意义上的牙刷代工厂。公司现有口腔清洁护理用品覆盖牙膏、牙刷、牙线、牙线签、齿间刷、假牙清洁片、漱口水、口喷等全系列产品，能够为客户提供一站式口腔护理产品与服务。这种全品类布局的意义在于：一方面提高了对头部客户的服务深度，另一方面也提高了公司自身对行业需求变化的适应能力。

图 11：公司口腔护理及湿巾业务收入及同比变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12：公司口腔护理业务分产品收入占比（2025 年度）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

湿巾业务：调整后再出发。公司湿巾业务历史上存在一定波动，主要系海外客户订单及补库周期影响。公司湿巾业务 2025 年收入为 3.79 亿元（同比-2.33%），毛利率由 2024 年的 23.54% 下降至 2025 年的 22.16%。经调整，2025 年公司湿巾设计产能降至 133 亿片。与此同时，2025 年湿巾产能利用率提升至 41.79%，较 2024 年的 28.98% 明显改善。

表 2：公司主要产品产能及相关规划

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能	在建产能预计完工时间
牙刷	6.72 亿支	59.05	/	/
牙膏	1.54 亿支	58	0.8 亿支	2026 年 5 月
湿巾	133 亿片	41.79	/	/

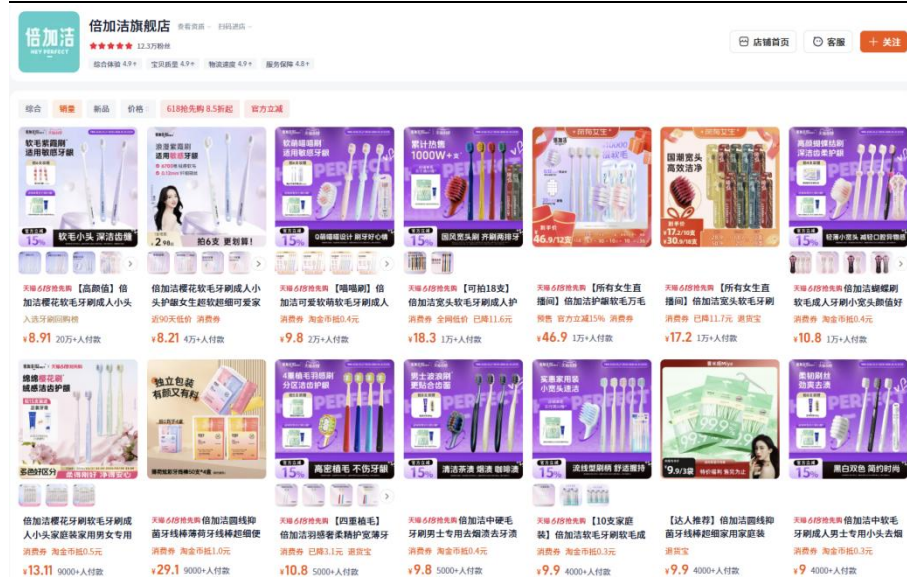
资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权投资及自有品牌布局加码，从 B 向 C 逐步实现全面覆盖

股权投资增强客户粘性，2025 年薇美姿经营改善倍加洁受益。在 B 端代工业务布局完善后，公司于近年来加速资本化运作加强进军 C 端渠道。截至 2025 年末，公司持有薇美姿 33.86% 的股权。2025 年，薇美姿经营表现显著修复，实现营业收入 24.92 亿元，净利润 0.91 亿元。

自有品牌逐步加强矩阵构筑。公司自有品牌建设经历调整与重构，2022 年度销售费用投入较大，后经过调整于 2024 年正式围绕“倍加洁”与“HEY PERFECT”双品牌体系推进统一化战略升级——“倍加洁”主打国民度与渠道力，“HEY PERFECT”精准触达年轻消费群体、传递“口腔护理专家”定位。线上重点通过牙膏品类突破带动其他品类，线下在重点市场寻求突破。

图 13：公司倍加洁品牌天猫产品部分列示



资料来源：天猫，长江证券研究所

益生菌业务：AKK 菌进入产业拐点右侧，原料龙头善恩康受益

2024 年，公司通过收购善恩康 52% 左右股权正式进入益生菌赛道。2024Q4-2025 年，随着 AKK 益生菌原料产业内多个菌株获批落地，AKK 相关保健品营销逐步升级，带动 AKK 菌粉龙头善恩康正式进入经营右侧状态，成为倍加洁重要的第二增长曲线。

收购善恩康进入益生菌原料赛道，子公司 2025 年经营进入经营右侧

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、生产和销售的高新技术企业。公司掌握益生菌发酵冻干核心制备技术，主要原料菌粉（如鼠李糖乳酪杆菌、植物乳植杆菌）货架期稳定性在中国领先。善恩康建设了自有知识产权的菌库，包含乳酸菌、双歧杆菌及下一代益生菌，是国内首家产业化耐温型孢子益生菌 BC01 和新一代 AKK 益生菌的企业。

当前，善恩康主要股东除倍加洁占比 52% 左右外，原核心人员郁雪平、喻扬、李国良分别占比 12.9%/12.0%/6.0%，基本保留了善恩康原核心成员框架。从当前股权结构及交易方案来看，本次收购补充了善恩康经营现金流，为公司后续发展注入了重要支持。

表 3：善恩康股权情况（截至 2026 年 5 月）

股东名称	持股比例
倍加洁集团股份有限公司	52.00%
郁雪平	12.90%
喻扬	12.00%
李国良	6.00%
扬州薪火相传投资合伙企业（有限合伙）	5.83%
上海善和立企业管理中心（有限合伙）	4.80%
昆山薪火相传企业管理中心（有限合伙）	3.17%
刘帅	1.60%
凌振静	1.00%
韩德亮	0.70%

资料来源：企查查，长江证券研究所

倍加洁收购后或帮助善恩康实施产能规划落地。善恩康规划产能为年产益生菌原料菌粉 200 吨、益生菌制剂及相关产品 2000 吨，截至 2025 年末已落地产能为年产益生菌原料菌粉 40 吨、益生菌制剂及相关产品 400 吨。收购的重要目的之一就是帮助善恩康按照规划顺利扩产及完成销售任务。

从经营结果看，2025 年善恩康已经逐步走到拐点右侧。根据公告信息，收购时善恩康原实际控制人承诺标的公司 2024 年、2025 年、2026 年实现扣非净利润分别不低于 1200 万元、1800 万元、3000 万元，三年累计实现扣非净利润不低于 6,000 万元，收购时产生商誉 1.4 亿元。2024 年善恩康经营低于预期，2024 年商誉减值 3962 万元拖

累公司业绩。2025 年随着产业趋势的变化及客户订单的优化，公司 2025 年末对善恩康进行进一步减值。

表 4：善恩康目标和经营情况

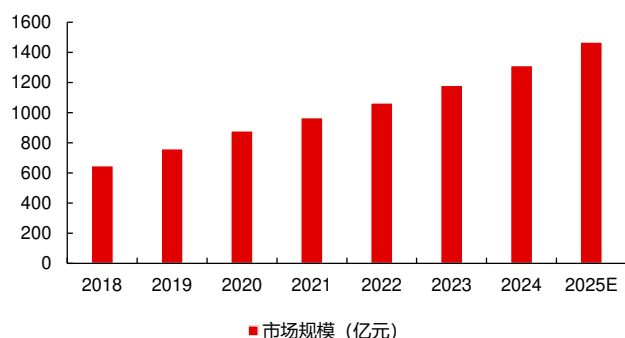
年份	扣非利润目标（万元）	实际情况（万元）	备注
2024	1200	-90.26	商誉减值 3962 万元
2025	1800	2061.55	未减值
2026	3000		

资料来源：公司公告，长江证券研究所

AKK 菌：全产业共振，国产益生菌加速原料端破局

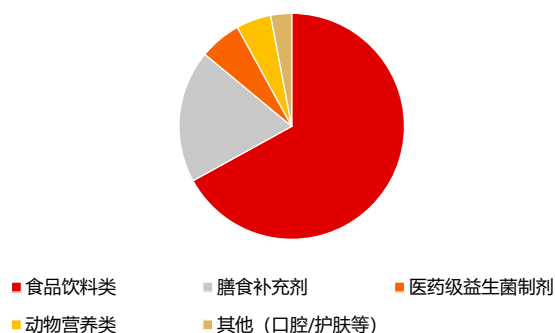
益生菌相关 C 端市场景气上行。我国益生菌相关产品 C 端市场规模 2024 年超 1300 亿元，2018-2024 复合增速超 12%。其中 2024 年食品饮料类（例如酸奶、饮品等）为主要场景占比 67%左右，膳食补充剂占比 19%左右。C 端因场景多样，因此参与方类型相对较多（乳制品、饮料、保健品、制药企业等）。从菌粉添加习惯来看，因监管政策不同，一般膳食补充剂（保健品）产业对新型菌株的接纳度更高。

图 14：我国益生菌相关产品市场规模



资料来源：嘉世咨询，长江证券研究所

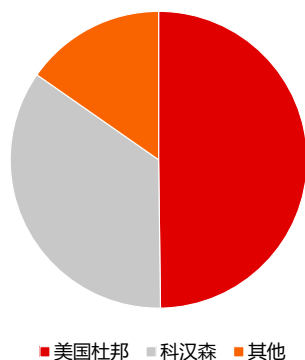
图 15：2024 年我国益生菌行业下游需求分品类占比



资料来源：嘉世咨询，长江证券研究所

益生菌上游集中度高，且海外企业主导。从上游原料端看，我国益生菌原料供给方主要为海外企业，其中杜邦和科汉森占据主导地位，2022 年 CR2 达 85%左右。

图 16：2022 年中国益生菌行业原料端竞争格局



资料来源：嘉世咨询，长江证券研究所

造成这一现象的原因是（1）菌株专利保护（2）下游在选用原料时看重针对特定菌株的文献和临床数据支持，因此开发较早的优质传统菌属具备先发优势，比如美国杜邦公司和丹麦科汉森公司成立时间早，菌株库积累丰富，拥有众多优质专利菌株。国外传统菌株的分离时间更早，应用时间更长，拥有更加丰富的科研背书。持续的功效论证将不断拓宽菌株的应用领域，加强其安全性、稳定性背书。

表 5：国外厂商菌株数量丰富

公司	成立时间	公司简介	代表菌株
杜邦	1802	杜邦公司是一家以科研为基础的全球性企业，2011 年杜邦收购丹麦丹尼斯克公司，进军益生菌领域	鼠李糖乳杆菌 HN001、乳双歧杆菌 HN019、嗜酸乳杆菌 NCFM、乳双歧杆菌 Bi-07 等
科汉森	1874	科汉森是一家位于丹麦的全球生物科学公司，致力于开发食品、营养、制药和农业行业的天然解决方案	动物双歧杆菌乳双歧亚种 BB-12、鼠李糖乳杆菌 GG (LGG)、嗜酸乳杆菌 LA-5、罗伊氏乳杆菌 RC-14 和鼠李糖乳杆菌 GR-1 等

资料来源：热心肠研究院，长江证券研究所

海外优质菌株多为传统益生菌，下一代菌株存在破局机会。行业确存在先发优势，但集中于传统益生菌（乳杆菌属、双歧杆菌属等）。然而除了传统益生菌外，在人或动物消化道内发现的一类具有很大益生潜力但非常难培养的细菌，称之为下一代益生菌（next-generation probiotics, NGPs）。

下一代益生菌开发时间晚且功能性更丰富。随着基因测序能力的增强，更多的益生菌被人类发现并进入到开发周期，且中外的研发能力差距已经显著缩短。同时部分下一代菌株因具有更高的生物活性、更强的环境适应性及更广谱的健康促进性等优势，在宿主健康干预领域具有突破传统框架的潜力。这类非传统微生物多来源于人体微生物群中双歧杆菌属和乳杆菌属之外的类群，例如阿克曼氏菌属（Akkermansia, AKK）、拟杆菌属（Bacteroides）、小克里斯滕森氏菌属（Christensenella）、普氏粪杆菌属（Faecalibacterium）及韦荣氏菌属（Veillonella）等，**更新的功能和更全面的市场前景也为益生菌行业企业实现破局提供了基本条件。**

表 6：传统益生菌和 NGPs 的区别

项目	传统益生菌	下一代益生菌
分离来源	来源于肠道、母乳、发酵食品	来源于宿主共生菌
属种范围	范围小,源于有限属,主要是乳杆菌属、双歧杆菌属	范围大,候选菌群多,通过健康和患病宿主的比较结果中识别获得
使用历史	很长的使用历史	随着基因组学和高通量测序技术的发展开始被研究,但还处于起步阶段
目标效果	不包括转基因微生物,目标宿主处于亚健康状态	包括转基因细菌,可针对特定代谢障碍
安全性	安全	不同候选菌群的安全性还有待研究
开发途径	主要是作为食品和保健品开发利用,部分作为饲料添加剂	期望以微生态制剂的形式开发利用

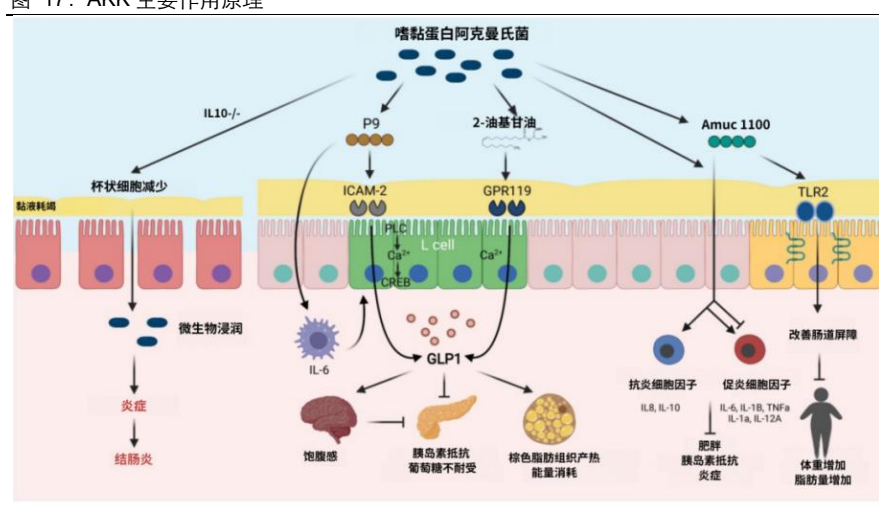
资料来源：《下一代益生菌作用机制及功能特性研究进展》焦帅等（2022-04-20），长江证券研究所

在众多下一代益生菌，AKK 功能多样，可营销场景多成为焦点。在众多 NGPs 中，人类肠道菌群中的嗜黏蛋白阿克曼菌（AKK）近年来关注度较高。该菌分布在人类的消化



道中，一般到 18 岁左右约占人体主要微生物群落总数的 3%~5%（相对丰度）达到峰值，并随着后续年龄增长递减。根据《嗜黏蛋白阿克曼菌的药理作用研究进展》马文玉等（2021-01-20），综合已有的文献报道其功能主要涉及抗癌、延缓衰老、降脂消炎、提升免疫力、调节神经系统功能等多种领域。根据《下一代益生菌作用机制及功能特性研究进展》焦帅等（2022-04-20），AKK 的这些功能主要系其可通过潘氏细胞释放抗菌肽再生胰岛源性 3γ（Reg III γ）到肠内腔，协同增加肠道生态系统的抗炎环境。而且 AKK 显著提高了肠道内大麻素系统中的生物活性脂质 2-油酰甘油的含量，2-油酰甘油通过激活 G 蛋白偶联受体 119（GPR119）刺激 GLP-1 和 GLP-2 的分泌，使得葡萄糖耐量增加和新陈代谢加快，进而影响肠道功能和能量稳态。**总结来看 AKK 具备提高代谢和抗炎等功能。**

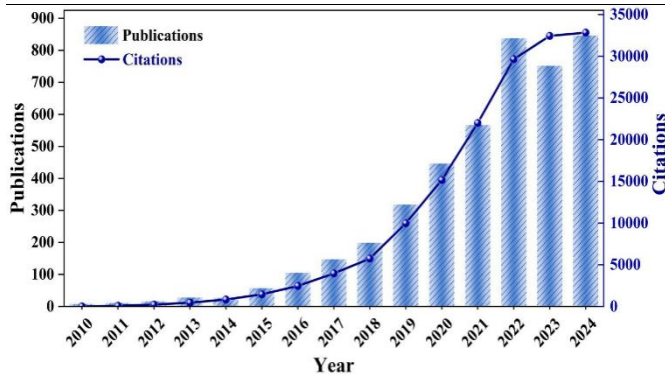
图 17：AKK 主要作用原理



资料来源：《AKK 学术白皮书》善恩康（2025），长江证券研究所

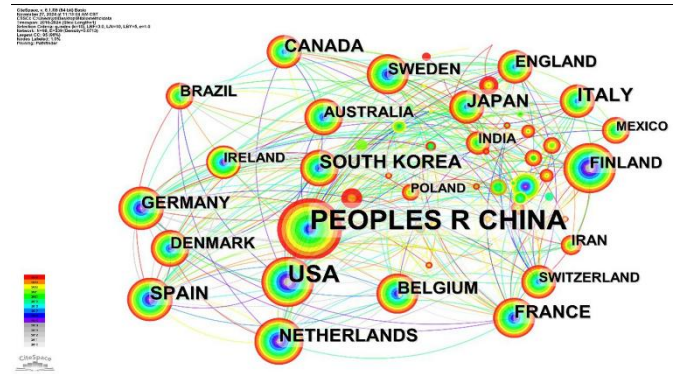
AKK 于 2011 年完成全基因组测序，中外企业在起步阶段不存在代差。2004 年，AKK 菌从健康成人的粪便样本中被分离出来；2011 年，AKK 菌完成了全基因组测序；随后，菌株一步步实现临床前的动物实验、代谢综合症人类临床实验和新食品原料应用。**全球的研究加速于 2014 年，中国在相关研究中贡献了重要力量，具备产业破局的机会。**2010 年至 2014 年，AKK 相关出版物较少，表明该领域尚处于起步阶段，但 2014 年的引用频率显著上升。随着对 AKK 在代谢健康、肥胖、糖尿病以及肠道微生物组中作用的深入研究，2015 年至 2024 年该领域发展迅速。从国别来看，有 98 个国家/地区参与了 AKK 的研究，中国位居榜首，美国紧随其后。因此从科研端来看，我国走在 AKK 益生菌研究的前列。

图 18: AKK 相关研究年度发表量及索引量趋势



资料来源：《Bibliometric analysis of research trends and prospective directions of Akkermansia muciniphila from 2010 to 2024》（Yanan Wang 等），长江证券研究所

图 19: AKK 相关研究国别差异



资料来源：《Bibliometric analysis of research trends and prospective directions of Akkermansia muciniphila from 2010 to 2024》（Yanan Wang 等），长江证券研究所 注：圆形大小/颜色及相关线段代表发表数量及中介中心度高低

各国政策存在差异，美国及欧洲已放开 AKK 审批。从政策端来看，AKK 益生菌原料在美国和欧洲已经获批，中国 2025 年 11 月受理了一株灭活 AKK 菌新食品原料申请。因此当前我国主要通过中国原料出口到海外，于当地制成成品后运输回国（即跨境电商通路）售卖。

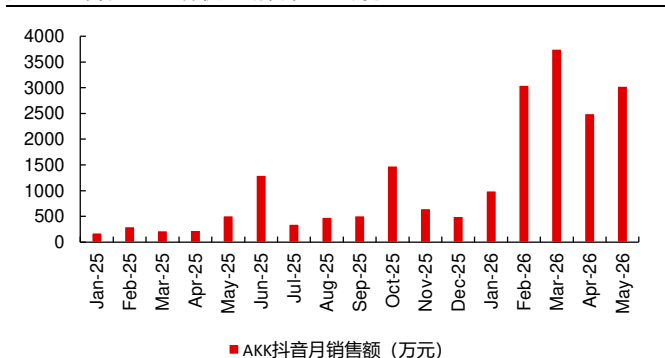
表 7: AKK 相关原料政策状态梳理

政策状态	
美国	多款菌株（包括活菌和灭活菌）获 GRAS 认证
欧洲	2022 年批准巴氏灭活 AKK 菌作为新型食品上市
中国	2025 年 11 月 14 日，国家卫健委发布最新新食品原料受理情况公告（灭活嗜黏蛋白阿克曼氏菌 YGMCC2645）

资料来源：植提桥，卫健委，功能食品圈，长江证券研究所

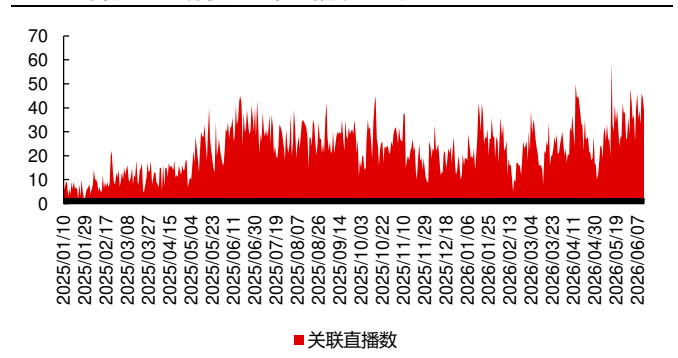
在部分国家或地区政府通过审批以后，AKK 开始快速进入到产业化周期。从中国市场来看，当前 AKK 相关保健品处于从白牌建立认知到核心品牌做大蛋糕的初步成长期。2025 年初以来，AKK 益生菌相关保健品初步呈现上行趋势，反映了市场基本完成了从 0-1 的原料认知培育阶段。当前抖音核心品牌 Wonderlab、斐萃、Nuibay 等亦布局相关产品，市场在头部企业进入后或迎来进一步的曝光，预计市场容量或加速上行。

图 20: 抖音 AKK 保健品销售收入（月度）



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

图 21: 抖音 AKK 保健品关联直播数（日度）



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

善恩康：益生菌上游全链路服务能力完善，AKK PROBIO 全球反馈优异

产业链服务能力完善，发酵产线优质。善恩康是我国优质的益生菌菌粉研发和生产企业。其具备从产品设计、生产、法律法规到动物实验设计的全链路服务能力。同时相关发酵工厂水平领先，公司通过了 NSF/GMP、FSSC22000、ISO22000、HACCP、HALAL 等国际体系认证。

图 22：善恩康益生菌业务具备全产业链服务能力



资料来源：善恩康官网，长江证券研究所

图 23：善恩康制造水平领先



资料来源：善恩康官网，长江证券研究所

从传统菌属到下一代益生菌，多类型菌株储备彰显公司菌种开发能力。公司具备较强的菌株研发技术储备，包括乳杆菌、双歧杆菌、AKK 菌等均拥有品质较好的专利菌株供应市场。

图 24：公司具备多类菌属开发储备

功能 (Function)	益生菌原料 (Probiotics)	功能 (Function)	益生菌原料 (Probiotics)	功能 (Function)	益生菌原料 (Probiotics)
减肥降脂	植物乳杆菌 H6 发酵粘液乳杆菌 CQPC04 植物乳杆菌 S58 凝结魏氏氏菌 BC01 植物乳杆菌 CQPC02 植物乳杆菌 LP104	改善便秘	凝结魏氏氏菌 BC01 凝结魏氏氏菌 BC69 发酵粘液乳杆菌 CQPC04 植物乳杆菌 CQPC02 短双歧杆菌 BB05 乳酸乳杆菌乳亚种 HFY14	老年（抗氧化、衰老、疲劳、肿瘤）	发酵粘液乳杆菌 CQPC04 植物乳杆菌 CQPC02 戊糖片球菌 YF01 瑞士乳杆菌 LH-08B 德氏乳杆菌保加利亚亚种 KSFY07 格氏乳杆菌 GS18
降低胆固醇、血糖、血压	植物乳杆菌 H6 植物乳杆菌 H6 后生元 凝结魏氏氏菌 BC69	提高免疫力、改善过敏	凝结魏氏氏菌 BC01 鼠李糖乳杆菌 NJ551	改善肺炎	发酵粘液乳杆菌 CQPC04 嗜黏蛋白阿克曼氏菌 AKK PROBIO
抗幽门螺杆菌感染、护胃	嗜酸乳杆菌 LA-10A 罗伊氏粘液乳杆菌 LR09	改善肝损伤、胃炎	植物乳杆菌 HFY15 植物乳杆菌 CQPC02 瑞士乳杆菌 LH-08	高产 γ-氨基丁酸 改善失眠焦虑	植物乳杆菌 SG5
改善骨质疏松	植物乳杆菌 HFY15	改善阴道炎 宫颈糜烂	卷曲乳杆菌 CP515 卷曲乳杆菌 RS08 后生元	防治子宫内膜炎	格氏乳杆菌 JM6
男性生殖损伤	动物双歧杆菌动物亚种 BB-10ABC 嗜黏蛋白阿克曼氏菌 AKK PROBIO				

资料来源：善恩康官网，长江证券研究所

2019 年起投入 AKK 研究，AKK PROBIO 菌国际多次获奖。善恩康自 2019 年起便投身 AKK 菌研究，是国内最早深耕这一领域的企业，未来将持续依托全球最大 500 余株 AKK 菌库。AKK PROBIO 菌表现尤为突出，该菌株源自中国游泳冠军肠道，经全基因组测序和毒理学评估证实其安全性，保藏编号为 CGMCC No.20955，是全球首个同时获得美国 GRAs（一般公认安全）认证的活菌与灭活菌双形态 AKK 菌株。其活菌多途径、全方位的免疫调节机制已被系统解析，相关成果发表于《Food Bioscience》等国际期刊，并于多个国际大赛获奖。

图 25: AKK PROBIO 菌于多个海外评选中获奖



资料来源：善恩康公众号，长江证券研究所

综上所述，AKK 益生菌当前处于产业化落地后的放量起步阶段，其中优秀的国产原料供应商有望打破国内双寡头格局，以 AKK 菌为矛打破海外原料供应商在国内的多年垄断。以善恩康的研究能力、发酵水平和产品开发进度来看，我们有望看到公司在这一轮的起势中获得较好的身位引领市场发展。

从代工龙头到大健康平台，看好公司平台化加速落地

倍加洁正从口腔护理代工龙头向“口腔护理+益生菌”大健康平台加速演进。主业端，公司 ODM 业务延续良好增长态势，2025 年口腔护理业务收入 10.37 亿元（同比+23.01%），其中牙膏品类首次突破亿元达 1.78 亿元，品类边界持续拓宽；自有品牌围绕“倍加洁”与“HEY PERFECT”双品牌体系推进统一化战略，渠道与产品定位全面升级，OBM 业务实现一定增长，向上趋势逐步形成。外延端，参股公司薇美姿（持股 33.86%）2025 年实现净利润 0.91 亿元，经营显著修复，投资收益由负转正；控股子公司善恩康依托 AKK 菌全球首个活菌与灭活菌双 GRAS 认证的先发优势，2025 年实现营收 1.08 亿元（同比+89.99%）、扣非净利润 2061.55 万元，超额完成业绩承诺，成为新的利润增长极。展望来看，ODM 基本盘稳固叠加牙膏等新品类放量，善恩康 AKK 菌产能扩张在即，公司平台化布局正进入加速落地期，大健康企业定位有望加速兑现。

看好公司从代工龙头到大健康平台化落地，预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润 1.53/1.91/2.33 亿元，对应 PE 估值 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、需求恢复较慢风险。过去几年行业的发展轨迹及居民的消费习惯有所改变，随着经济的逐步修复，未来国内需求恢复预计呈现震荡向上特征，但仍然存在恢复较慢的风险，若未来行业及政策发生较大变化，将极大考验公司经营的可持续性和抗风险能力。

2、行业竞争进一步加剧风险。随着需求逐步修复，行业进入新一轮铺货及补货周期，短期可能会导致整体行业竞争进一步加剧，费用投放进一步放大，对企业潜在盈利产生一定影响。

3、消费者消费习惯发生改变风险。消费品公司的产品设计、渠道模式、营销手段通常迎合消费者的消费习惯，当前弱复苏背景下消费者的消费习惯或发生改变，对公司策略灵活变动的能力提出挑战。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司新产品的扩展和海外订单的修复，公司利润或维持良性上行的趋势。预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润 1.53/1.91/2.33 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若行业竞争加剧导致运营不及预期，预计公司 2026/2027/2028 年营业总收入 16.70/18.23/19.68 亿元，归母净利润 1.28/1.44/1.64 亿元。

表 8：公司营业总收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1535.29	1811.80	2071.26	2357.76	1535.29	1670.48	1823.10	1968.31
YOY	18.20%	18.01%	14.32%	13.83%	18.20%	8.81%	9.14%	7.97%
毛利率	25.75%	26.98%	28.10%	29.18%	25.75%	26.48%	27.68%	28.46%
归母净利润	114.79	152.67	190.65	232.62	114.79	128.39	144.29	164.08
YOY	-248.47%	33.00%	24.88%	22.01%	-248.47%	11.84%	12.38%	13.72%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1535	1812	2071	2358	货币资金	117	172	357	581
营业成本	1140	1323	1489	1670	交易性金融资产	49	39	29	19
毛利	395	489	582	688	应收账款	270	329	376	426
%营业收入	26%	27%	28%	29%	存货	202	238	266	299
营业税金及附加	12	14	16	18	预付账款	24	24	28	32
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	55	61	61	63
销售费用	126	156	182	207	流动资产合计	718	863	1117	1419
%营业收入	8%	9%	9%	9%	长期股权投资	844	957	1001	1063
管理费用	56	65	75	85	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	490	481	467	444
研发费用	57	67	77	87	无形资产	41	45	48	51
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	51	69	86	100
财务费用	19	22	21	24	递延所得税资产	12	11	11	11
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	164	206	226	245
加：资产减值损失	-12	-14	-14	-14	资产总计	2320	2632	2956	3334
信用减值损失	-2	-2	-2	-2	短期贷款	434	504	560	618
公允价值变动收益	-19	-10	-10	-10	应付款项	227	250	284	320
投资收益	30	33	36	40	预收账款	0	0	0	0
营业利润	132	173	223	281	应付职工薪酬	46	53	60	67
%营业收入	9%	10%	11%	12%	应交税费	8	10	11	13
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	147	179	193	211
利润总额	132	173	223	281	流动负债合计	862	996	1108	1229
%营业收入	9%	10%	11%	12%	长期借款	68	68	68	68
所得税费用	9	12	22	37	应付债券	0	0	0	0
净利润	123	161	201	245	递延所得税负债	28	28	28	28
归属于母公司所有者的净利润	115	153	191	233	其他非流动负债	188	190	190	190
少数股东损益	8	8	10	12	负债合计	1146	1283	1395	1516
EPS（元）	1.14	1.52	1.89	2.31	归属于母公司所有者权益	1097	1263	1466	1711
现金流量表（百万元）					少数股东权益	77	85	95	107
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	1174	1348	1561	1818
经营活动现金流净额	213	205	261	304	负债及股东权益	2320	2632	2956	3334
取得投资收益收回现金	6	33	36	40	基本指标				
长期股权投资	-18	-112	-44	-63		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-89	-119	-124	-116	每股收益	1.14	1.52	1.89	2.31
其他	-23	-26	0	0	每股经营现金流	2.12	2.04	2.59	3.02
投资活动现金流净额	-124	-224	-132	-138	市盈率	26.39	15.11	12.10	9.91
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.75	1.83	1.57	1.35
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	14.55	9.79	7.81	6.12
银行贷款增加（减少）	35	70	56	58	总资产收益率	4.9%	5.8%	6.4%	7.0%
筹资成本	-24	0	0	0	净资产收益率	10.5%	12.1%	13.0%	13.6%
其他	-54	3	0	0	净利率	7.5%	8.4%	9.2%	9.9%
筹资活动现金流净额	-43	73	56	58	资产负债率	49.4%	48.8%	47.2%	45.5%
现金净流量（不含汇率变动影响）	47	54	185	224	总资产周转率	0.69	0.73	0.74	0.75

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。