

营收稳步增长，外延发展打开成长空间

投资要点

- **业绩摘要:** 2024 年公司实现营收 13 亿元,同比+21.8%;实现归母净利润-7731.6 万元,同比-183.6%;实现扣非净利润-9590.9 万元,同比-366.6%。营收稳步增长,净利润承压主要系参股公司薇美姿经营业绩的波动以及控股子公司善恩康经营业绩影响(共计计提资产减值损失近 1.8 亿元)。2025Q1 公司实现营收 3.2 亿元,同比+13.3%;实现归母净利润 1241.1 万元,同比-34.5%;实现扣非净利润 1146.3 万元,同比-36.4%。
- **毛利率稳健增长,净利率暂时承压。** 2024 年公司整体毛利率为 23.9%,同比+0.7pp。分产品来看,2024 年口腔护理产品/湿巾分别为 22.6%/23.5%,同比-1.1pp/+2.3pp,益生菌毛利率为 37.7%。费用率方面,2024 年公司总费用率为 16%,同比+0.6pp,其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 7%/4.8%/0.8%/3.5%,同比+0/-0.1pp/+0.1pp/+0.7pp。综合来看,24 年公司净利率为-6%。2025Q1 毛利率为 25.7%,同比+3.9pp;总费用率为 17.1%,同比+1.6pp,其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.3%/4.2%/0.9%/3.7%,同比+0.2pp/-0.5pp/+0.8pp/+1.1pp;净利率为 4.1%,同比-2.5pp。
- **口腔护理持续增长,牙膏&益生菌品类成长空间广阔。** 分产品来看,2024 年口腔护理产品/湿巾/其他业务分别实现营收 8.4/3.9/0.1 亿元,同比+16.8%/+15.3%/+48.5%;益生菌品类实现营收 0.6 亿元。口腔护理产品的销售增加以及益生菌产品销售合并拉动了公司整体营收增长。从产销量来看,目前公司具备年产 6.72 亿支牙刷、180 亿片湿巾的生产能力,2024 年牙刷/湿巾销售量为 4.2 亿支/52.8 亿片,同比+14.7%/+19%,在口腔清洁护理用品和一次性卫生用品行业中保持较快增速。善恩康作为益生菌行业具有影响力的企业,为公司在益生菌的业务延伸提供助力,2024 年善恩康具有自主知识产权的 AKK 益生菌获得美国 Self-affirmed GRAS 认证,标志着产品可以出口到美国以及认可美国 GRAS 认证的其他国际市场按传统食品和饮料原料销售。
- **境外收入增长亮眼,战略收购拓展业务版图。** 分地区来看,境内/境外实现营收 5.1/7.9 亿元,分别同比+16.8%/+25.3%。为应对当前国际贸易摩擦,公司完成了新加坡全资子公司的设立工作,通过该子公司在越南成立项目公司建设生产基地。外延方面,公司目前对薇美姿合计持股比例为 33.9%,公司品牌矩阵进一步丰富,供应链协同价值提高;收购善恩康 52%股权已完成交割,通过控股善恩康,公司拓展了益生菌产品的业务,核心竞争力不断增加。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.89 元、1.09 元、1.36 元,对应 PE 分别为 24 倍、20 倍、16 倍。我们看好公司通过大客户开发+牙膏/益生菌品类市场突破,打开收入利润成长空间。首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 国际贸易摩擦加剧的风险,主要原材料波动的风险,市场竞争风险,汇率波动风险,善恩康未实现业绩承诺的风险,长期股权投资减值风险。

指标年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1298.85	1520.51	1776.10	2052.55
增长率	21.78%	17.07%	16.81%	15.57%
归属母公司净利润(百万元)	-77.32	89.78	109.44	137.03
增长率	-183.57%	216.12%	21.89%	25.22%
每股收益 EPS(元)	-0.77	0.89	1.09	1.36
净资产收益率 ROE	-7.37%	7.73%	8.74%	10.04%
PE	-28	24	20	16
PB	2.18	1.97	1.82	1.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 沈琪
电话: 023-67506873
邮箱: shenq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通 A 股(亿股)	1.00
52 周内股价区间(元)	18.4-26.9
总市值(亿元)	21.72
总资产(亿元)	21.69
每股净资产(元)	10.02

相关研究

1 深耕口腔护理行业，产品品类多元化布局

倍加洁集团股份有限公司是由成立 1997 年的扬州明星牙刷有限公司整体改制而设立的股份公司，主要从事口腔清洁护理用品以及一次性卫生用品的研发、生产和销售，在口腔清洁护理用品和一次性卫生用品行业中均占有重要地位。经过多年发展，公司形成了以 ODM 为主兼顾自主品牌、国内和国外市场并重的业务格局。公司现有口腔清洁护理用品、一次性卫生用品和益生菌制品三大产品系列，口腔清洁护理用品已形成以牙刷为主，涵盖牙线、牙线签、齿间刷、假牙清洁片、漱口水、口喷等全系列产品，为广大客户提供一站式口腔护理用品产品和服务。一次性卫生用品（湿巾）覆盖婴儿、妇女、老年、通用、医用等系列。益生菌制品主要包括益生菌原料菌粉和益生菌终端消费品。

图 1：倍加洁产品矩阵

产品系列	产品图示	产品系列	产品图示	产品系列	产品图示
牙刷		病患湿巾（健康护理）		益生菌原料菌粉	
电动牙刷		婴儿湿巾（婴儿手口湿巾）			
牙膏		绵柔杀菌卫生湿巾			
牙线签		湿厕纸		益生菌 OEM/ODM 代工	
牙线		宠物清洁湿巾（宠物护理）			
齿间刷		家居清洁湿巾（家居护理）			
假牙清洁片		卸妆湿巾		益生菌 CDMO	/
假牙清洁刷					
口喷					
漱口水					

数据来源：公司年报、公司官网，西南证券整理

纵观公司发展历程，可大致分为三个阶段：

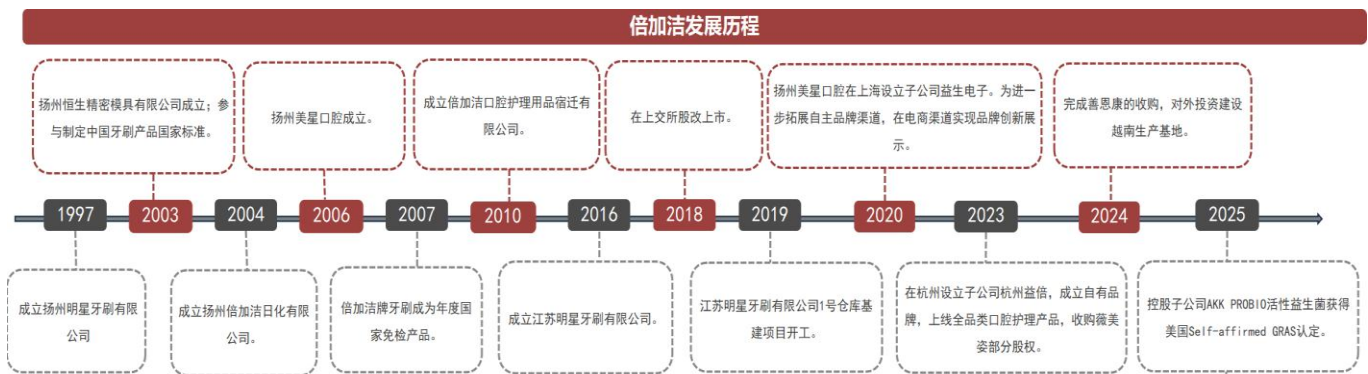
第一阶段（1997-2003）：牙刷代工业务起家。1997 年，倍加洁前身扬州明星牙刷有限公司成立，主要从事牙刷为主的口腔清洁护理用品的研发、生产和销售。2003 年成立扬州恒生精密模具有限公司，主要从事口腔清洁护理用品产品使用的精密模具的研发、生产和销售，产线向上游延伸。

第二阶段（2004-2017）：扩大产线，丰富产品矩阵。2004 年，扬州倍加洁日化有限公司成立，开启了湿巾方面业务布局。2006 年，扬州美星口腔成立，从事齿间刷、牙线、假

牙清洁片等产品的研发、生产和销售,进一步丰富了口腔护理产品矩阵。2010 年及 2016 年,分别成立倍加洁口腔护理用品宿迁有限公司以及江苏明星牙刷有限公司,主要从事牙刷及口腔护理产品的生产销售,进一步扩大了产能。

第三阶段（2018-至今）：上交所主板上市，开展战略收购发展自有品牌。2018 年，倍加洁在上交所上市，成功登陆 A 股资本市场。2020 年，扬州美星口腔设立子公司益生电子，进一步拓展自主品牌渠道。2023 年公司设立子公司杭州益倍，并成立自有品牌，上线全品类口腔护理产品，同年，公司收购薇美姿部分股份。2024 年公司完成了对善恩康的收购，拓展了益生菌制品方面的业务。

图 2：倍加洁发展历程

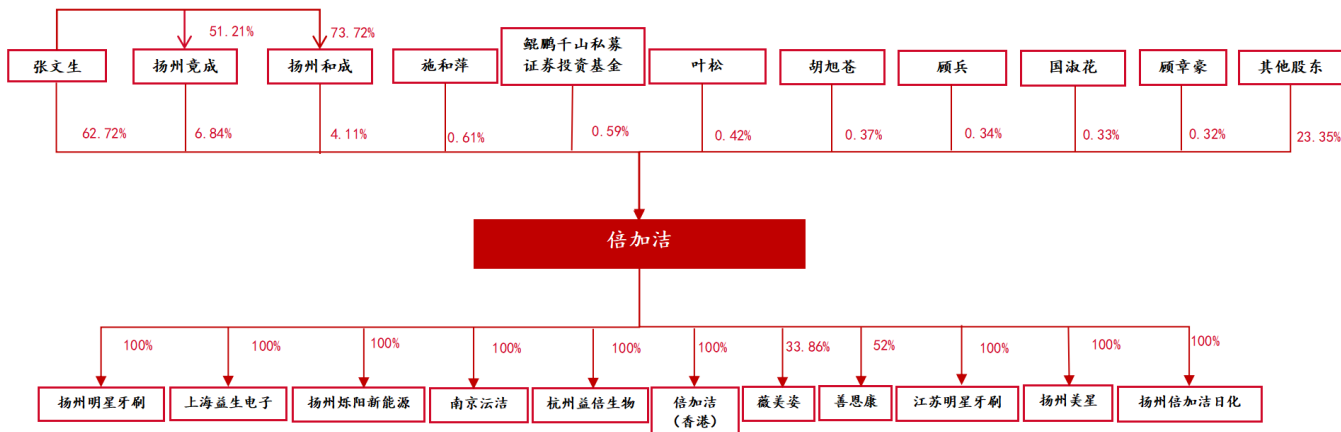


数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

1.1 实控股权较集中

董事长为实际控制人。公司的实际控制人是董事长兼总经理张文生。截至 2025 年 3 月 31 日，张文生直接持有公司 62.72%的股份，并通过扬州竞成企业管理咨询合伙企业（有限合伙）和扬州和成企业管理咨询合伙企业（有限合伙）分别间接持有公司 3.5%/3.03%的股份，合计持有 69.25%的股份，股权集中度较高。

图 3：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）

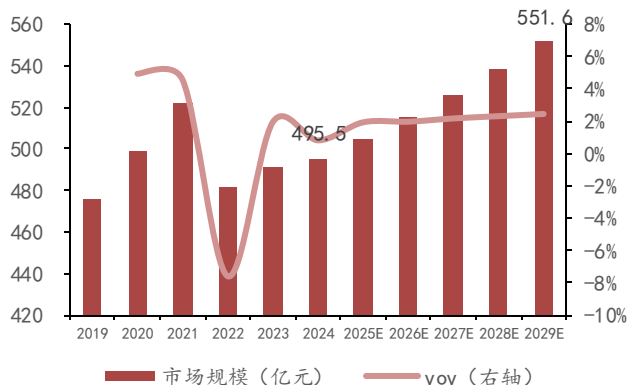


数据来源：iFinD、公司公告，西南证券整理

1.2 口腔护理新兴品类增长迅速，湿巾市场发展空间大

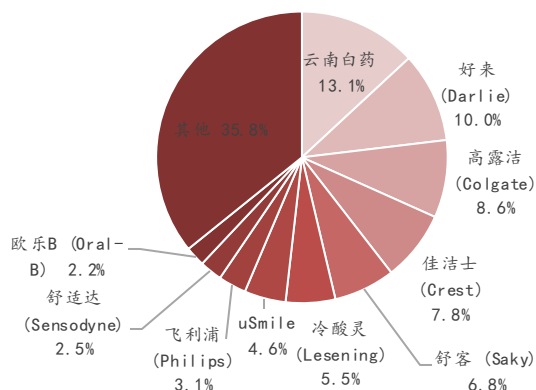
口腔护理：牙刷、牙膏占主导地位，假牙护理、漱口水及牙齿美白产品市场增长迅速。口腔清洁护理是指对口腔内的牙、舌、腭、颊等部位进行清洁和保护的行为，相关用品包括牙膏、牙刷、牙线、牙线签、假牙清洁片、漱口水、口喷、电动牙刷、冲牙器等，主要用于口腔清洁、美白、抗过敏、预防口腔疾病以及保持口腔卫生。根据欧睿数据，2024 年中国口腔护理市场规模为 495.5 亿元，同比+0.8%，2020-2024 年复合增长率为 0.8%。预计 2029 年，中国口腔护理市场规模达到 551.6 亿元，2025-2029 年复合增长率为 2.2%，整体呈上升趋势。就口腔清洁护理细分品类而言，牙膏、牙刷作为刚需品类占据主导地位，2024 年牙膏及牙刷所占市场份额分别为 61.5%/33.3%。假牙护理、漱口水及牙齿美白产品市场增长迅速，2019-2023 年 CAGR 分别为 12.9%/17.1%/17.5%，预计 2024-2028 年 CAGR 为 8.5%/6.6%/7.4%。从竞争格局来看，2024 年我国口腔护理市场市占率最大的品牌为云南白药（13.1%），其次为好来（10%），第三为高露洁占比 8.6%，CR5/CR10 分别为 46.3%/64.2%，市场集中度较高。

图 4：2019-2029 年中国口腔护理市场规模及增速



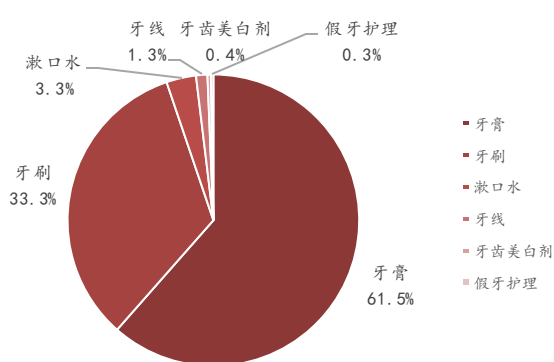
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 6：2024 年中国口腔护理 TOP10 品牌



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 5：2024 年口腔护理市场细分品类占比



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

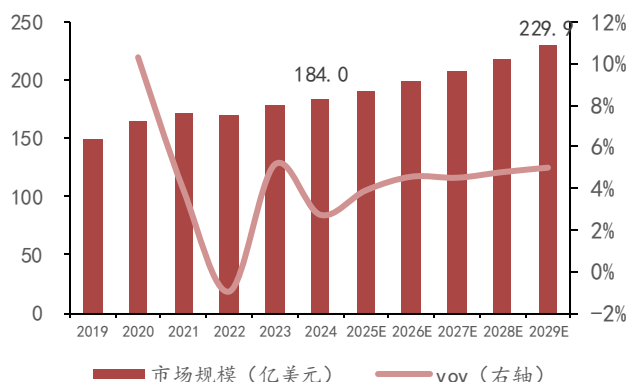
图 7：2023 年口腔护理市场及细分品类

品类	2023年市场规模 (亿元)	CAGR2019-2023	CAGR2024-2028
牙线	6.2	5.2%	4.8%
假牙护理	1.3	12.9%	8.5%
漱口水/洁牙液	16.2	17.1%	6.6%
牙齿美白产品	1.9	17.6%	7.4%
牙刷	163.7	3.7%	4.4%
牙膏	302.2	1.7%	1.8%
口腔护理	491.5	2.8%	3.0%

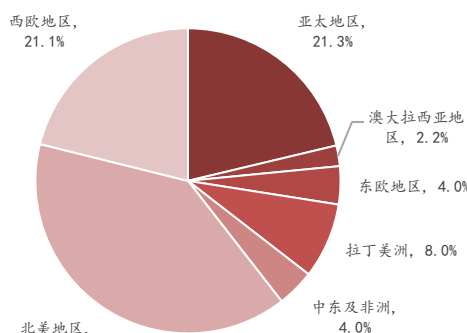
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

湿巾：欧美是主力消费市场。根据欧睿数据，2024 年全球湿巾市场规模为 184 亿美元，同比+2.7%，2020-2024 年复合增长率为 4.2%。预计 2029 年全球湿巾市场规模为 229.9 亿美元，2025-2029 年复合增长率为 4.6%。分地区来看，欧美地区市场规模占比达到 64.5%，

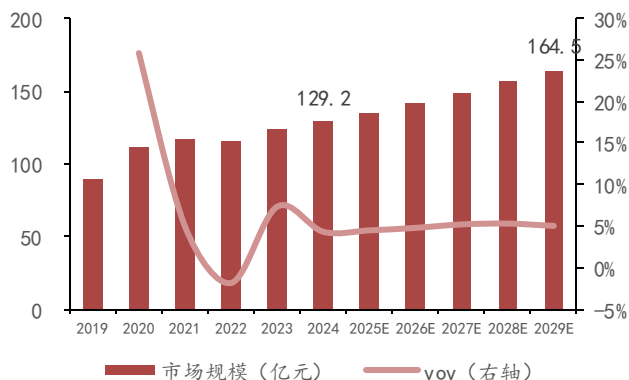
是全球湿巾消费的主要市场。2024 年中国湿巾市场规模为 129.2 亿元，同比+4.3%，2020-2024 年复合增长率为 7.7%。预计 2029 年中国湿巾市场规模为 164.5 亿元，2025-2029 年复合增长率为 5%。从细分品类来看，市场规模占比最大的为通用湿巾（35%），其次为婴儿湿巾（30.9%）和湿厕纸（28.1%）。后疫情时代，随着新一代父母育儿观念改变，卫生意识不断提高，婴儿湿巾的配方、柔软触感以及便利性等因素将逐步提高婴儿湿巾的渗透率，同时，受益于消费者卫生意识提升，以及社交媒体、电商平台加大对湿厕纸的宣传力度，湿厕纸市场渗透率有望持续加深。

图 8：2019-2029 年全球湿巾市场规模及增速


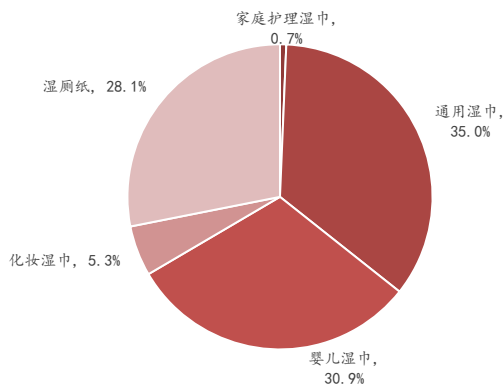
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 9：2024 年全球分地区湿巾市场规模占比


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 10：2019-2029 年中国湿巾市场规模及增速


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

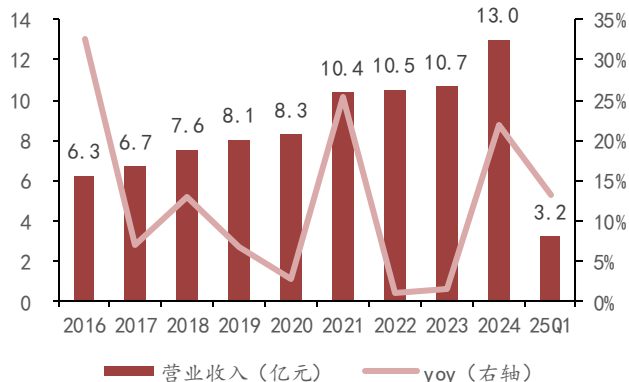
图 11：2024 年中国湿巾市场细分品类比例


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

1.3 营收稳步增长，利润短期承压

24 年营收稳步增长，利润短期承压。从收入端来看，2024 年公司实现营收 13 亿元，同比+21.8%，主要得益于益生菌产品销售合并和口腔护理产品销售增长。从利润端来看，2024 年公司归母净利润为 -7731.6 万元，同比-183.6%，主要系参股公司薇美姿经营业绩的波动以及控股子公司善恩康经营业绩不达预期，公司对长期股权投资及商誉分别计提减值准备。25Q1 公司实现营收 3.2 亿，同比+13.3%；实现归母净利润 1241.1 万元，同比-34.5%；实现扣非净利润 1146.3 万元，同比-36.4%。

图 12：2016-2025Q1 公司营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 13：2016-2025Q1 年公司归母净利润及增速



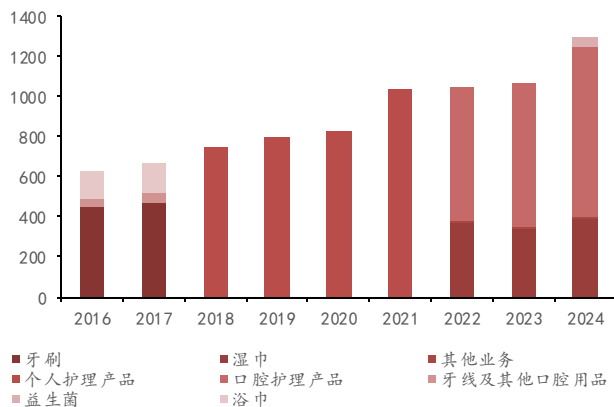
数据来源：iFinD，西南证券整理

1.4 产品矩阵持续丰富，口腔清洁护理用品稳健增长

分产品来看，公司收入主要由口腔清洁护理用品组成。口腔清洁护理用品主要包括牙刷、牙膏、牙线、齿间刷、牙线签等产品，同时公司还进行一次性卫生用品（包括湿巾等产品）的研发、生产和销售。随着 2023 年 11 月公司以 2.1 亿元取得善恩康 52% 股权，2024 年公司新增益生菌品类的研发生产与销售。

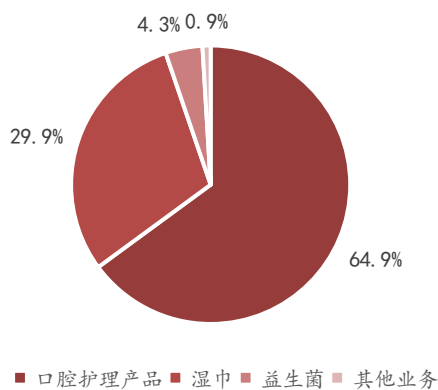
2024 年口腔护理产品/湿巾/益生菌制品分别实现营收 8.4/3.9/0.6 亿元，分别同比 +16.8%/+15.3%/不适用，分别占公司营业收入 64.9%/29.9%/4.3%。从销量来看，牙刷和湿巾销售量均有所上升。2024 年牙刷/湿巾销售量为 4.2 亿支/52.8 亿片，同比 +14.7%/+19%。

图 14：2016-2024 年分产品营业收入（百万元）

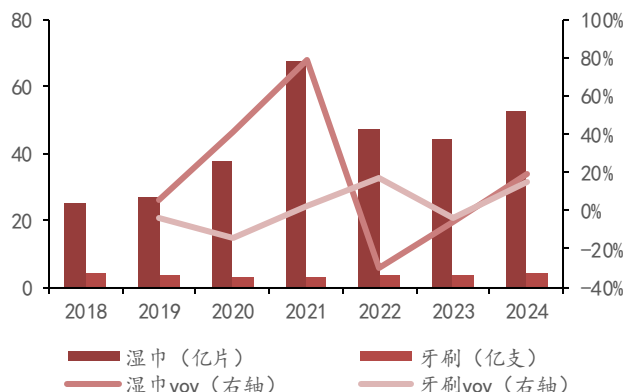


数据来源：iFinD，西南证券整理

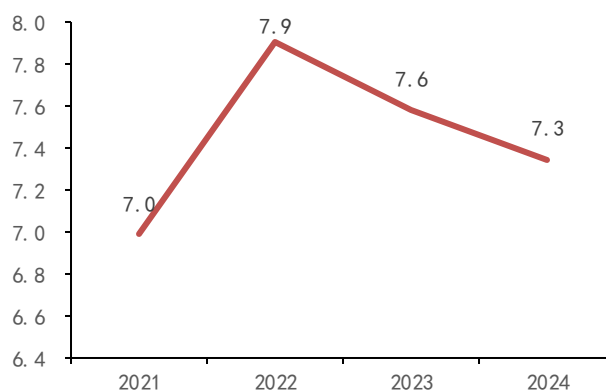
图 15：2024 年收入分产品占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 16：2018-2024 年湿巾和牙刷销量及增速


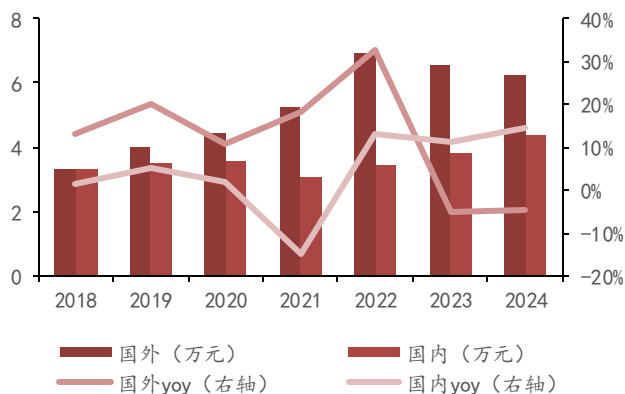
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 17：2021-2024 年公司湿巾销售单价（元/百片）


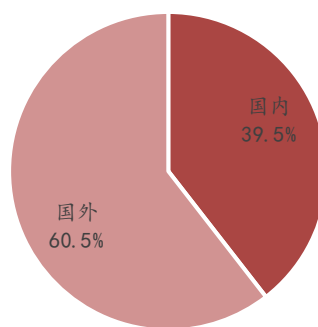
数据来源：iFinD，西南证券整理

1.5 海外业务占比超过 60%，国内市场增长强劲

分地区来看，24 年公司海外业务营收占比 60.5%。2024 年公司海外市场实现营收 7.9 亿元，同比+25.3%，占总营业收入 60.5%。经过多年的海外市场拓展，公司与美洲、欧洲、东南亚等地区的客户建立了良好稳定的合作关系，主要客户基本保持稳定。公司产品主要出口英国、荷兰、法国、意大利、美国、巴西、日本、哥伦比亚、泰国等多个国家和地区。此外，公司在 2024 年 10 月完成了新加坡全资子公司的设立工作，通过该子公司在越南成立项目公司建设生产基地，预计随着越南产能的释放，有望为公司带来营收增长。**国内市场持续增长**，2024 年国内市场实现营收 5.1 亿元，同比+16.8%，占总营业收入 39.5%。随着我国消费者健康意识的提高与卫生习惯的养成，公司口腔清洁产品、湿巾以及益生菌产品将持续放量。

图 18：2018-2024 年分地区营业收入及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 19：2024 年收入分地区占比


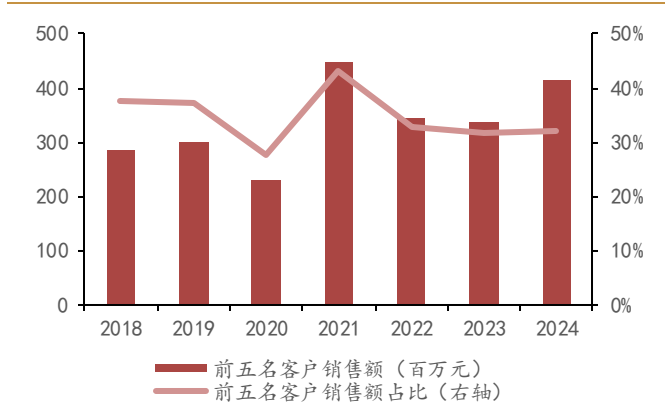
数据来源：iFinD，西南证券整理

1.6 以 ODM 业务为基石，聚焦大客户开发

公司业务模式主要为 ODM，聚焦大客户开发战略。2024 年公司前五大客户营收 4.2 亿元，同比+22.8%，占公司年度营收总额 32%，较 2023 年+0.27pp，集中度略有上升。公司

成立以来，开发并积累了一批优质客户资源，并与之保持了长期稳定的合伙关系。截至 2024 年底，口腔护理产品方面，公司与重庆登康、薇美姿、云南白药、屈臣氏等重点客户建立了合作关系；湿巾产品方面，公司与 Medline、CARDINAL HEALTH 等客户建立了合作关系。

图 20：2018-2024 年前五大客户营收及占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 21：倍加洁部分主要合作客户介绍

品类	客户	客户简介
口腔护理	重庆登康	主营业务是口腔护理用品的研发、生产与销售，主要产品包括成人牙膏、成人牙刷、儿童牙膏、儿童牙刷、电动牙刷、口腔医疗与美容护理产品。公司牙膏市场份额位居行业第三、本土品牌第二。
	薇美姿	主要从事研发及销售涵盖四大口腔护理产品类别（即成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、电动口腔护理及专业口腔护理）的多元化口腔护理产品组合。具有全面而广泛的全渠道销售及经销网络。
	云南白药	拥有药品、健康品、中药资源、云南省医药公司四大事业群，健康品事业群以牙膏品类为业务核心。2024 年实现营收 400.33 亿元，净利润 47.49 亿元，资产总额 529.14 亿元，持续巩固其在医药大健康领域的领先地位。
	屈臣氏	屈臣氏集团为全球知名的国际保健美容零售商，在 30 个市场经营 12 个品牌逾 16,800 家商店，集团 2023 年财政年度的营业额达 230 亿美元，每年通过 O+O 平台服务超过 60 亿名顾客，为他们提供科技化的线下及线上购物体验。
湿巾	Medline	主要为用户提供医疗一次性用品、护理产品以及药品等产品，并为用户提供伤口护理、感染预防和皮肤管理等临床解决方案，营收达 232 亿美元（约 1670 亿元），稳居全球第四大医疗器械公司。
	CARDINAL HEALTH	提供药品和医疗产品以及提高供应链效率的具有成本效益的解决方案，主要从事医疗、专业、科学及精密设备的批发贸易，业务涵盖全球采购、供应链管理，同时作为区域总部，负责运营及子公司管理。
益生菌	善思康	善思康为大健康、医药、乳制品、食品饮料、日用日化提供解决方案，产品包括益生菌菌粉、即食型益生菌、固体饮料、特色发酵剂、功能性食品及衍生品，提供益生菌糖果、烘焙、饮料和休闲零食等益生菌+食品解决方案。

数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

1.7 积极拓展业务布局，助力实现第二增长曲线

近年来，公司通过外延式发展拓展公司业务范围，促进供应链协同发展。一是善思康部分股权收购及增资：2023 年 11 月签署了《股权转让及增资协议》，通过股权转让及增资方式，以 2.1 亿元的价格，拟获得善思康 52.0006% 股权。2024 年 4 月 7 日，交割条件全部满足，善思康成为倍加洁的控股子公司，纳入合并报表范围。善思康成立于 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，为食品、大健康、医药、乳制品、保健品、日用日化等领域提供一站式解决方案，主营益生菌原料、益生菌制品及相关产品 OEM/ODM。

2022 年、2023 年 Q1-Q3 善思康营业收入分别为 6296.67/5527.59 万元，净利润分别为 910.20/846.42 万元，扣非净利润为 871.08/751.04 万元。公司收购善思康控股权时，善思康原实际控制人承诺善思康 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。在 2024 年上半年善思康营收同比大幅下降的情况下，公司通过投后赋能与善思康团队协同开展战略规划、大客户开发等工作，下半年善思康营收同比、环比均实现 40% 以上的增长。2024 年善思康自身净利润为 -3.02 万元，扣非净利润为 -90.26 万元，不达预期，造成 3962 万元的商誉减值。2024 年善思康按合并日可辨认净资产公允价值持续计算至年末善思康对公司收入的影响为 +5696.3 万元，净利润的影响为 -244.83 万元（不含商誉减值）。展望来看，善思康经过多年的技术研发投入，积累了多项先进的生产工艺技术，包含基于多尺度代谢调控的高密度发酵技术、冻干包埋保护技术、制剂稳定性技术等；安徽宿州建有标准的益生菌生产基地，总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，是国内重要的益生菌生产基地之一。通过公司赋能，有望发挥善思康领先的技术研发优势，打开收入和利润成长空间。

二是薇美姿股份收购：倍加洁于 2021 年 1 月/3 月分别通过云舒一期/云舒二期间接持有薇美姿 15.6683% 股权，之后又于 2023 年 2 月收购原北京君联、北京翰盈持有的薇美姿共计 16.4967% 股权，交易对价 4.7 亿元，2023 年 11 月交割完毕。第三次倍加洁全资子公司

于 2024 年 5 月竞得薇美姿 1.5878%股权，合计持有薇美姿的股权比例增加至 33.8590%。薇美姿为中国领先的口腔护理产品提供商，旨在通过多元化的产品供应改善消费者的口腔健康及卫生。薇美姿的收购有利于提升公司供应链协同价值，更好地顺应公司“口腔大健康+”的战略发展方向。2024 年薇美姿实现净利润 3296.04 万元，计提长期股权投资减值准备近 1.4 亿元。展望来看，公司加强对薇美姿管理赋能，有望经营企稳贡献利润增量。

图 22：公司善恩康与薇美姿股权收购历程

项目名称	公告时间	公告名称	具体内容
善恩康部分股权收购及增资	2023年11月13日	《关于收购善恩康部分股权及增资的公告》	- 公司签署《股权转让及增资协议》，通过股权转让及增资方式，以2.1亿元的价格，获得善恩康52.0006%股权。 - 自协议生效之日起10个工作日内，支付第一期股权转让款3640.6万元；在2024年3月31日前，向转让方支付剩余股权转让款1.0亿元；在交割日后的90天内支付需补缴的1296.3万元注册资本出资款。在交割日后1年内，根据标的公司经营情况向善恩康增资6144.6万元。 - 善恩康原实际控制人承诺标的公司2024年、2025年、2026年实现净利润分别不低于1200万元、1800万元、3000万元，三年累计实现净利润不低于6000万元。本次交易预计会形成商誉1.4亿元。
	2024年4月8日	《关于收购善恩康部分股权交割完成的公告》	- 本次交易的交割条件已经全部满足，善恩康已完成相关工商变更、登记手续，并于2024年4月7日取得昆山市行政审批局换发的《营业执照》。 - 本次交割完成后，公司持有善恩康52.0006%股权，善恩康成为公司的控股子公司，根据《企业会计准则》的相关规定，将纳入公司合并财务报表范围。
	2025年3月1日	《关于签署股权转让及增资协议之补充协议的公告》	增资款6144.6万元缴付时间由交割日后1年内变更为交割日后3年内，同时，新设员工持股平台向标的公司进行增资509.3万元，全部计入注册资本。
薇美姿股份收购	2023年2月3日	《关于收购薇美姿16.4967%股权的公告》	- 公司通过法舒一期（2021年1月）、法舒二期（2021年3月）间接持有薇美姿的股份比例合计15.6683%股权。 - 公司拟以现金方式收购北京君联、北京翰盈持有的薇美姿共计16.4967%的股权，交易对价4.7亿元，交易完成公司将持有（含直接持有+间接持有）薇美姿的股份比例为32.165%。
	2023年11月1日	《关于收购薇美姿少数股权完成交割的公告》	2023年10月31日，南京云洁科技有限公司收到薇美姿公司发来的新股东名册复印件（加盖标的公司公章）。至此，本次收购薇美姿16.4967%股权交割完毕。
	2024年5月25日	《关于全资子公司参与竞拍薇美姿实业（广东）股份有限公司1.59%股权进展的公告》	公司全资子公司南京云洁以起拍价2,531.47万元人民币竞得了陈子红持有的薇美姿1.59%股权。竞拍成功后，公司合计持有薇美姿的股权比例将增加至33.8612%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司自有品牌产品矩阵持续完善，持续推出系列口腔护理产品，随着倍加洁品牌统一化战略的深入以及品牌竞争力的增强，我们预计口腔护理产品 2025-2027 年营收同比+18%、+16%、+15%。

假设 2：公司海外生产基地布局持续完善，随着越南生产基地建设推进、产线不断扩展，未来产能将逐步释放，我们预计湿巾 2025-2027 年销量同比+18%、+17%、+16%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入与成本预测

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	1298.9	1520.5	1776.1	2052.6
yoy	21.8%	17.1%	16.8%	15.6%
营业成本	988.3	1162.1	1354.7	1562.2
毛利率	23.9%	23.6%	23.7%	23.9%
口腔护理产品				

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	843.2	994.9	1154.1	1327.2
yoy	16.8%	18.0%	16.0%	15.0%
成本	652.3	768.1	888.7	1019.3
毛利率	22.6%	22.8%	23.0%	23.2%
湿巾				
收入	387.8	448.4	535.2	627.0
yoy	15.3%	15.0%	10.0%	8.0%
成本	296.5	344.0	409.4	478.4
销售量（百万片）	5278.0	6228.0	7286.7	8452.6
yoy	19.0%	18.0%	17.0%	16.0%
单价（元/百片）	7.3	7.2	7.3	7.4
yoy	-3.1%	-2.0%	2.0%	1.0%
毛利率	23.5%	23.3%	23.5%	23.7%
益生菌				
收入	55.7	61.2	66.1	71.4
yoy	-	10.0%	8.0%	8.0%
成本	34.7	38.0	40.9	44.0
毛利率	37.7%	38.0%	38.2%	38.4%
其他				
收入	12.2	15.9	20.7	26.9
yoy	48.5%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	4.8	12.1	15.7	20.5
毛利率	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%

数据来源：iFinD，西南证券

可比公司方面，我们选取业务模式以中生活用纸产品的研发、生产和销售为核心，与倍加洁在个人护理用品领域有相似的业务布局的生活用纸龙头企业中顺洁柔；以水刺非织造材料及其制品的生产销售为主，产品涵盖湿巾、化妆棉等，与倍加洁的湿巾业务在产品结构、市场定位和销售渠道上具有高度相似性的诺邦股份；专注于口腔护理用品领域，以牙膏、牙刷等口腔护理产品的生产销售为主的登康口腔。2025 年可比公司平均 PE 为 30.37 倍。我们看好倍加洁通过大客户开发+牙膏/益生菌品类市场突破，打开收入利润成长空间，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002511.SZ	中顺洁柔	6.60	0.20	0.24	0.25	32.99	27.92	26.47
603238.SH	诺邦股份	14.76	0.75	0.90	1.05	19.70	16.38	14.01
001328.SZ	登康口腔	45.24	1.18	1.47	1.82	38.43	30.77	24.88
平均值						30.37	25.02	21.78

数据来源：iFinD，西南证券整理（截至 2025 年 5 月 5 日）。注：可比公司数据来自 iFinD 近 90 天内一致预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1298.85	1520.51	1776.10	2052.55	净利润	-78.37	90.39	110.30	138.19
营业成本	988.25	1162.09	1354.66	1562.15	折旧与摊销	89.03	67.73	71.44	75.42
营业税金及附加	11.19	12.05	14.48	17.45	财务费用	9.81	23.40	25.36	22.88
销售费用	90.52	108.72	128.77	150.86	资产减值损失	-179.88	30.00	20.00	10.00
管理费用	62.28	136.85	159.85	186.78	经营营运资本变动	-23.60	-36.43	-28.49	-30.17
财务费用	9.81	23.40	25.36	22.88	其他	321.90	-48.89	-42.74	-24.78
资产减值损失	-179.88	30.00	20.00	10.00	经营活动现金流净额	138.90	126.20	155.87	191.55
投资收益	2.83	5.09	10.76	10.53	资本支出	257.13	-60.00	-70.00	-120.00
公允价值变动损益	19.65	25.00	10.00	5.00	其他	-441.08	30.09	20.76	15.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-183.95	-29.91	-49.24	-104.47
营业利润	-65.34	77.49	93.74	117.95	短期借款	49.29	198.84	-16.75	8.33
其他非经营损益	-0.05	0.26	0.17	0.10	长期借款	-14.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	-65.38	77.75	93.91	118.05	股权融资	-156.93	0.00	0.00	0.00
所得税	12.98	-12.64	-16.39	-20.14	支付股利	-20.09	15.92	-18.52	-22.76
净利润	-78.37	90.39	110.30	138.19	其他	194.81	-109.92	-25.36	-22.88
少数股东损益	-1.05	0.61	0.86	1.16	筹资活动现金流净额	52.24	104.85	-60.63	-37.32
归属母公司股东净利润	-77.32	89.78	109.44	137.03	现金流量净额	7.20	201.14	46.01	49.76
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	72.55	273.69	319.70	369.46	成长能力				
应收和预付款项	269.84	297.97	352.35	409.89	销售收入增长率	21.78%	17.07%	16.81%	15.57%
存货	175.02	217.68	254.23	292.60	营业利润增长率	-177.21%	218.60%	20.97%	25.83%
其他流动资产	81.55	74.26	77.84	80.92	净利润增长率	-184.71%	215.34%	22.03%	25.29%
长期股权投资	826.12	826.12	826.12	826.12	EBITDA 增长率	-80.61%	403.22%	13.00%	13.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	532.14	533.83	541.82	595.82	毛利率	23.91%	23.57%	23.73%	23.89%
无形资产和开发支出	93.06	86.40	79.73	73.07	三费率	12.52%	17.69%	17.68%	17.56%
其他非流动资产	92.92	90.16	87.40	84.64	净利率	-6.03%	5.94%	6.21%	6.73%
资产总计	2143.20	2400.11	2539.20	2732.52	ROE	-7.37%	7.73%	8.74%	10.04%
短期借款	396.08	594.93	578.18	586.50	ROA	-3.66%	3.77%	4.34%	5.06%
应付和预收款项	305.90	353.12	413.60	479.89	ROIC	-8.45%	13.71%	15.13%	16.06%
长期借款	71.24	71.24	71.24	71.24	EBITDA/销售收入	2.58%	11.09%	10.73%	10.54%
其他负债	306.07	211.18	214.75	218.03	营运能力				
负债合计	1079.29	1230.47	1277.77	1355.67	总资产周转率	0.62	0.67	0.72	0.78
股本	100.45	100.45	100.45	100.45	固定资产周转率	2.72	3.06	3.59	4.16
资本公积	365.95	365.95	365.95	365.95	应收账款周转率	5.75	5.78	5.88	5.80
留存收益	527.97	633.67	724.59	838.87	存货周转率	5.54	5.70	5.50	5.52
归属母公司股东权益	994.95	1100.08	1191.00	1305.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.73%	—	—	—
少数股东权益	68.96	69.57	70.43	71.58	资本结构				
股东权益合计	1063.91	1169.64	1261.42	1376.85	资产负债率	50.36%	51.27%	50.32%	49.61%
负债和股东权益合计	2143.20	2400.11	2539.20	2732.52	带息债务/总负债	43.30%	54.14%	50.82%	48.52%
					流动比率	0.73	0.89	0.99	1.06
					速动比率	0.52	0.67	0.74	0.79
					股利支付率	-25.98%	-17.74%	16.92%	16.61%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	33.51	168.62	190.54	216.25	每股收益	-0.77	0.89	1.09	1.36
PE	-28.09	24.19	19.84	15.85	每股净资产	9.91	10.95	11.86	12.99
PB	2.18	1.97	1.82	1.66	每股经营现金	1.38	1.26	1.55	1.91
PS	1.67	1.43	1.22	1.06	每股股利	0.20	0.00	0.18	0.23
EV/EBITDA	75.37	14.45	12.46	10.79					
股息率	0.93%	—	0.85%	1.05%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn