

倍加洁 (603059)

证券研究报告

2023年04月25日

口腔护理 ODM 龙头，内生外延发展可期

公司是国内知名的口腔护理用品 ODM 企业，发展自主品牌。公司口腔清洁护理用品以牙刷为主，逐步拓展牙线、牙线签、齿间刷、假牙清洁片、漱口水、口喷等全系列产品。公司业务国内和国外市场并重。自有品牌业务方面，营销及渠道共同发力，持续扩大品牌曝光率。

公司收入结构优化，盈利能力提升。22 年公司营收 10.50 亿元，同增 1.09%；归母净利润 0.97 亿元，同增 30.12%，主要系口腔护理产品销售增长，湿巾产品营收减少明显。22 年公司毛利率和归母净利率分别为 23.97%、9.27%，分别同比+3.41pct、+2.07pct。2022 年公司毛利率有所增长，**主要系 1) 产品结构优化，利润率高的产品销售增长。**22 年其他业务毛利率最高 (35.03%)，口腔清洁护理用品毛利率 (23.69%) 与湿巾毛利率 (24.24%) 差距不大。牙刷销量增长 (同比+16.75%)，湿巾销量减少 (同比-29.80%)。**2) 公司主要原材料价格减少。**22 年刷丝/塑料粒子/无纺布采购价较 21 年分别减少 12333.21/760.98/335.85 元/吨，同比降幅为 7.85%/7.46%/2.53%。

公司 ODM 业务奠定基本盘，成长潜力广阔。ODM 业务方面，公司模具主要系自行开发，为市场拓展和生产的稳定性提供充足保障。公司行业经验丰富，为多项牙刷领域国家标准主要起草单位。公司质量控制能力优秀，多项检测能力和检测设备在国内领先。客户方面，公司聚焦于大客户开发战略，22 年新增 4 个山头客户，现有客户围绕大客户开展深耕。湿巾方面，湿巾销量增速较快 (18-22 年 CAGR 为 16.85%) 且出口量处于国内前列。

公司投资薇美姿弥补 C 端短板，供应链协同效应有望赋能业务发展。根据中商产业研究院，2022 年薇美姿在中国口腔护理行业排名第五 (市占率为 5%)。产业布局方面，薇美姿 22 年口腔护理行业市占率排名第五，舒克和舒克宝贝品牌知名度较高，C 端优势明显。倍加洁长期深耕 ODM 业务，在 B 端经验丰富，两者结合有望提升公司在中国口腔护理领域的市场地位和话语权。业务合作方面，截至 2021 年 9 月底，倍加洁是薇美姿五大供应商之一，薇美姿对倍加洁的采购额占总采购成本 7.3%，双方具有较好的合作基础。随着并购后资源逐渐整合，供应链效率有望提升。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们选取同行业嘉亨家化、洁雅股份、百亚股份作为可比公司。其中嘉亨家化和洁雅股份以代工业务为主，百亚股份以自主品牌业务为主。给予倍加洁 23 年 PE 为 21.4x，对应目标市值 28.52 亿元，目标价格为 28.51 元。

风险提示：主要原材料价格波动的风险；市场竞争的风险；海外市场的风险；汇率波动的风险和出口退税率下调的风险；收购薇美姿股权的不确定性的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,038.59	1,049.93	1,301.19	1,609.96	1,896.15
增长率(%)	25.47	1.09	23.93	23.73	17.78
EBITDA(百万元)	191.57	199.28	263.46	300.88	347.90
归属母公司净利润(百万元)	74.78	97.31	133.01	161.73	188.66
增长率(%)	(2.73)	30.12	36.69	21.59	16.65
EPS(元/股)	0.75	0.97	1.33	1.62	1.89
市盈率(P/E)	28.78	22.12	16.18	13.31	11.41
市净率(P/B)	1.99	1.85	1.66	1.47	1.31
市销率(P/S)	2.07	2.05	1.65	1.34	1.13
EV/EBITDA	9.75	7.02	6.34	4.94	3.63

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	21.51 元
目标价格	28.51 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	100.05
流通 A 股股本(百万股)	100.05
A 股总市值(百万元)	2,152.10
流通 A 股市值(百万元)	2,152.10
每股净资产(元)	11.73
资产负债率(%)	28.48
一年内最高/最低(元)	28.27/15.50

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001 weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

内容目录

1. 口腔护理 ODM 龙头，布局自主品牌	4
2. 收入结构优化，盈利能力提升	7
3. 口腔护理 ODM 奠定基本盘，成长潜力广阔	10
4. 投资薇美姿，外延加速布局口腔大健康	13
5. 湿巾市场增速明显，应用场景丰富	16
6. 盈利预测与估值	18
7. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司产品类型和图片、主要客户、22 年收入及占比	4
图 2：公司发展历程	5
图 3：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）及部分控股公司	5
图 4：2013-2022 年营收按地区分（亿元）	5
图 5：2013-2022 年各地区营收占比（%）	5
图 6：2013-2022 年公司前五大客户销售额（亿元）及占比（%）	6
图 7：公司聘请知名女星刘雨昕为代言人	6
图 8：公司在抖音推广	6
图 9：22 年营收 10.50 亿元，同比+1.09%	7
图 10：22 年归母净利润 0.97 亿元，同比+30.12%	7
图 11：2013-2022 年营收按产品分（亿元）	7
图 12：2013-2022 年各产品营收占比（%）	7
图 13：2013-2022 年公司毛利率及归母净利率（%）	8
图 14：2018-2022 年公司各产品毛利率（%）	8
图 15：2018-2022 年公司牙刷均价（元/支）及销量（万支）	9
图 16：2018-2022 年公司湿巾均价（元/片）及销量（万片）	9
图 17：2005/01/03-2023/04/07 聚丙烯 PP 价格走势（元/吨）	9
图 18：2022/01/04-2023/04/07 聚丙烯 PP 价格走势（元/吨）	9
图 19：2013/01/02-2023/04/06 WTI 原油价格走势（美元/桶）	9
图 20：2020/01/02-2023/04/06 WTI 原油价格走势（美元/桶）	9
图 21：2015-2022 年公司毛利率按地区分（%）	10
图 22：13-22 年公司销售费率、管理费率、财务费率、研发费率（%）	10
图 23：2007 年和 2017 年我国 5 岁和 12 岁儿童龋患率（%）	10
图 24：2014 年和 2021 年我国消费者自认为口腔状况不健康占比（%）	10
图 25：2017-2021 年我国口腔清洁护理用品市场规模及增速（亿元）	11
图 26：2021 年我国口腔清洁护理用品消费结构（%）	11
图 27：2022 年口腔护理行业竞争格局（%）	11
图 28：2019-2021 年我国线下牙刷竞争格局（%）	11

图 29: 2018-2022 年公司牙刷 (亿支) 及湿巾 (亿片) 产能.....	12
图 30: 公司 ISO90001 认证证书.....	12
图 31: 公司 CNAS 认证证书.....	12
图 32: 2013-2022 年公司前五大客户销售额 (亿元) 及占比 (%)	13
图 33: 薇美姿股权结构 (截至 2022 年 1 月 30 日)	13
图 34: 薇美姿业务模式.....	14
图 35: 儿童基础口腔护理产品的渗透率由 2016 年的 28.4%提高至 2020 年的 36.1% (%)	15
图 36: 2020 年, 电动牙刷的渗透率为 8.7%, 预计 2025 年提高到 35.0%以上 (%)	15
图 37: 薇美姿 21 年收入 18.13 亿元, 同增 12.15%; 调整后净利润 1.93 亿元	15
图 38: 薇美姿 2021Q1-3 收入同增 14.8%, 主要系多种口腔护理产品销量和售价上升所致 (亿元)	16
图 39: 2020-2021Q1-3 薇美姿各口腔护理产品营收增幅 (%)	16
图 40: 2015-2020 年我国湿巾市场规模及增速 (亿元)	16
图 41: 2021 年我国湿巾消费结构 (%)	16
图 42: 2020 年中国和美国人均湿巾销售额对比 (元)	17
图 43: 2018-2022 年公司湿巾销量 (万片) 及增速 (%)	17
图 44: 公司湿巾业务所获荣誉.....	17
表 1: 2023-2025 年公司收入预测 (亿元)	18
表 2: 可比公司 PE (截至 2023/04/25)	19

1. 口腔护理 ODM 龙头，布局自主品牌

公司是国内知名的口腔护理用品 ODM 企业,产品矩阵逐渐丰富,新兴口腔产品增速明显。公司口腔清洁护理用品已形成以牙刷为主,逐步拓展牙线、牙线签、齿间刷、假牙清洁片、漱口水、口喷等全系列产品;湿巾已覆盖婴儿、妇女、老年、通用、医用等系列,可以为消费者提供一站式口腔护理用品产品和服务。22 年除牙刷和湿巾外,其他口腔护理产品营收增速为 32.33%。口腔护理产品方面,公司与重庆登康、薇美姿实业、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 1: 公司产品类型和图片、主要客户、22 年收入及占比

产品类型和图片				主要客户	22 年收入及占比
口腔清洁护理用品	牙刷	电动牙刷	牙膏	 	6.69亿元 63.72%
	牙线棒	齿间刷			
	假牙清洁片	假牙清洁刷	口喷		
	漱口水	冲牙器			
一次性卫生用品	病患		婴儿	 	3.73亿元 35.55%
	湿巾	杀菌	宠物		
		家居			

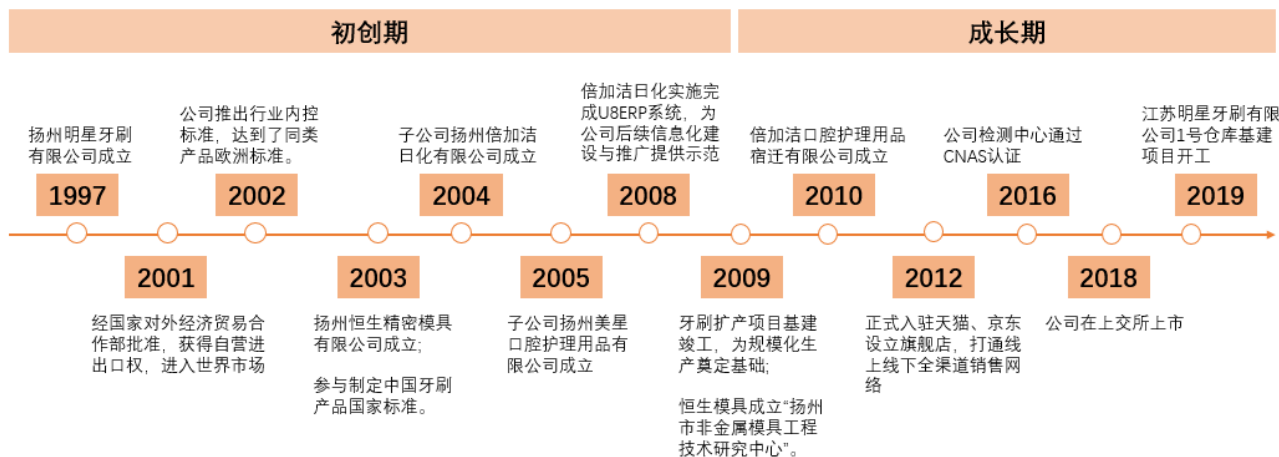
资料来源:公司公告,各公司官网,wind,天风证券研究所

公司历经多个发展时期:

1) 初创期 (1997-2008): 2001 年,经国家对外经济贸易合作部批准,获得自营进出口权。迈出世界市场第一步。2003 年,公司成立扬州恒生精密模具有限公司。同年,参与制定我国牙刷产品国家标准。2008 年,倍加洁日化实施完成 U8ERP 系统,为公司后续信息化建设与推广提供示范。

2) 成长期 (2009-2019): 2009 年,牙刷扩产项目基建竣工,为规模化生产奠定基础。同年,恒生模具成立“扬州市非金属模具工程技术研究中心”。2012 年,正式入驻天猫、京东设立旗舰店,打通线上线下全渠道销售网络。2016 年,公司检测中心通过 CNAS 认证。2017 年,全面品牌战略升级,从业务延展到品牌形象,全产业链布局并打造具有强大商业价值的消费品牌。2018 年,公司在上交所上市。2019 年,江苏明星牙刷有限公司 1 号仓库基建项目开工。

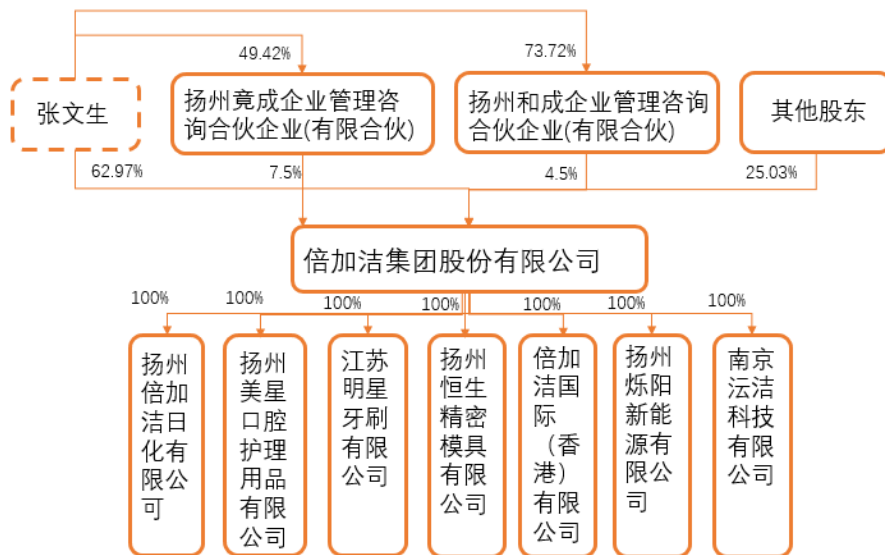
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权较为集中。张文生先生为实际控制人。截至 2022 年 12 月 31 日，直接持有公司 62.97% 股权，通过扬州竟成和扬州和成分别间接持有公司 3.71%、3.32% 的股权。扬州恒生精密模具有限公司销售塑胶制品、模具等；扬州美星口腔护理用品有限公司销售漱口水、牙线、牙签、牙签刷、假牙清洁片、口腔喷雾产品等。

图 3：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）及部分控股公司

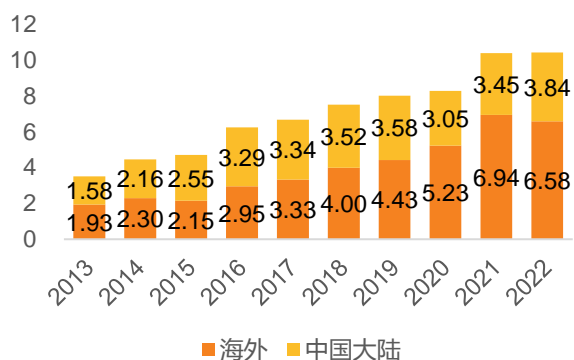


资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

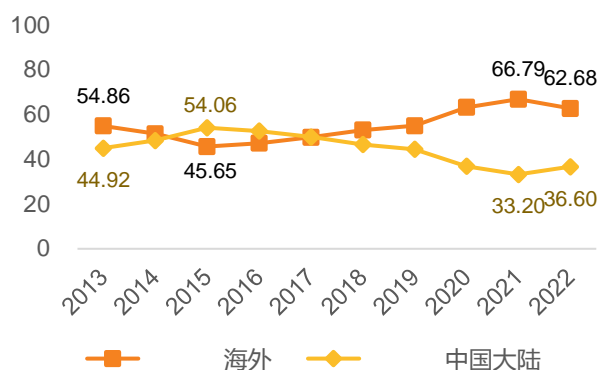
公司营收分地区看，外销占比较大（2022 年占总 62.68%）。2013-2017 年公司在大陆和海外营收占比差距不大。18-21 年外销比例逐渐大于内销比例。22 年外销营收占总 62.68%，同比-4.11pct，内销营收占总 36.60%，同比+3.40pct。

图 4：2013-2022 年营收按地区分（亿元）

图 5：2013-2022 年各地区营收占比（%）



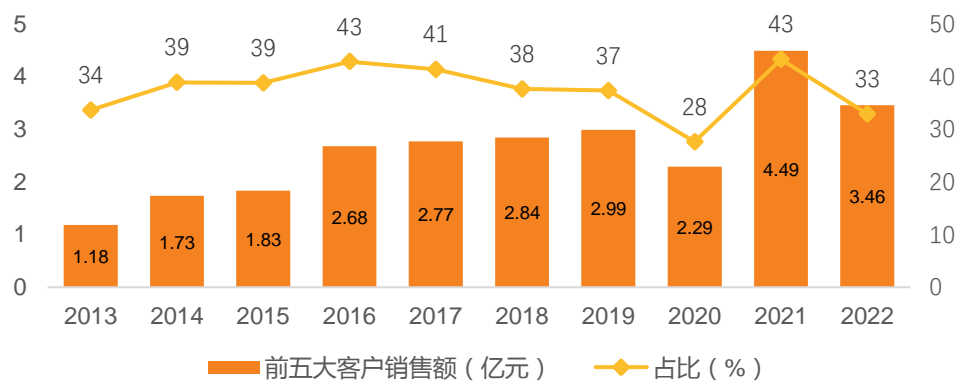
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司聚焦于大客户开发战略,近年来前五大客户占比整体呈增长趋势。22年新增4个山头客户,现有客户围绕大客户开展深耕,进一步拓展业务合作边界,增加合作产品种类,进一步打开市场合作空间。

图6: 2013-2022年公司前五大客户销售额(亿元)及占比(%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

自有品牌业务: 营销、渠道共同发力,持续扩大品牌曝光率。营销方面,公司自2020年布局自主品牌。2021年注册并使用“HEY PERFECT 倍加洁”及“HEY PERFECT”等商标,拉近与广大消费者的距离。21-22年销售费率较之前大幅增加,22年销售费用由21年的9158万元增至10477万元,销售费率由8.82%提升至9.98%。2021年5月,通过聘请知名女星刘雨昕为倍加洁品牌形象代言人,提高倍加洁品牌知名度。

下游销售渠道方面,线上建立了自媒体运营、微博、微信公众号、抖音等宣传矩阵,并通过主流社交平台KOL、KOC种草、达人推广等方式,扩大品牌知名度。2023年2月,子公司美星口腔在杭州设立子公司益倍电子商务有限公司,借助杭州良好的电商经营环境,进一步拓展电商销售渠道,培育新的利润增长点。线下扩大分销渠道。21年公司在重点客户(大润发、永辉超市等)、二三线城市商超及便利店、四五线细分市场等拥有上万家渠道点。

图7: 公司聘请知名女星刘雨昕为代言人

图8: 公司在抖音推广



资料来源：小红书，天风证券研究所



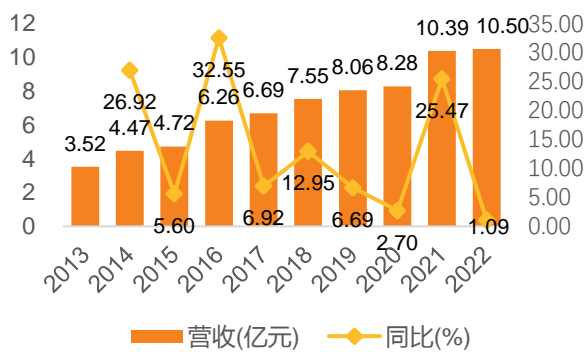
资料来源：抖音，天风证券研究所

2. 收入结构优化，盈利能力提升

22 年公司营收 10.50 亿元，同增 1.09%；归母净利润 0.97 亿元，同增 30.12%，主要系口腔护理产品销售增长，湿巾产品营收减少明显。

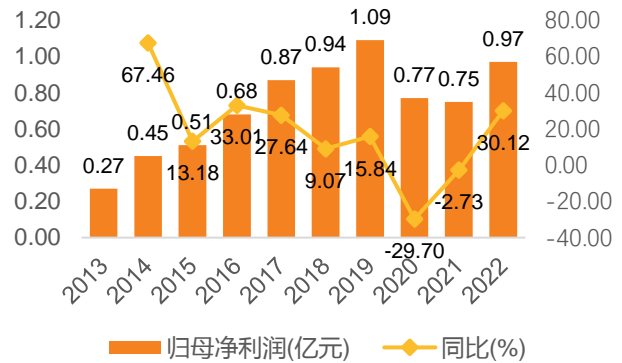
分产品看，2013-2017 年牙刷占总体营收比重最大（2013-2017 年占总约 70%），其次是湿巾（2013-2017 年占总约 20%）。22 年口腔清洁用品营收为 6.69 亿元，占比 63.72%，湿巾营收为 3.73 亿元，占比 35.55%。

图 9：22 年营收 10.50 亿元，同比+1.09%



资料来源：wind，天风证券研究所

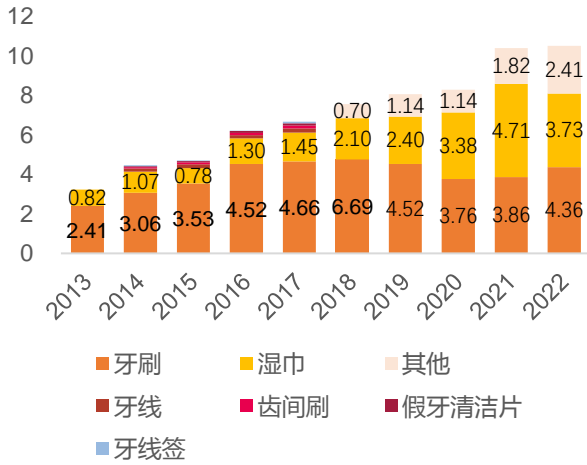
图 10：22 年归母净利润 0.97 亿元，同比+30.12%



资料来源：wind，天风证券研究所

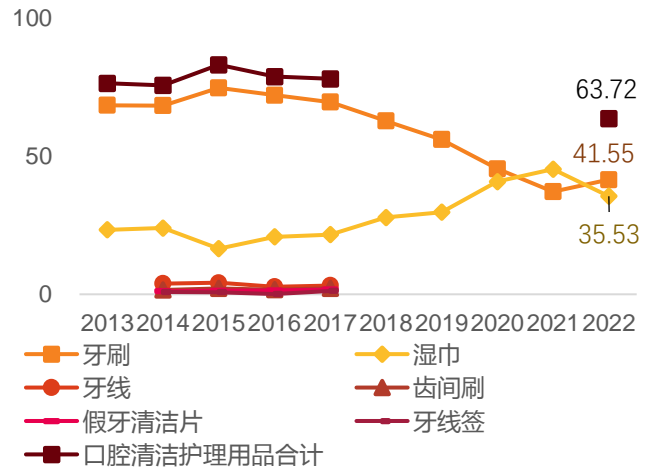
图 11：2013-2022 年营收按产品分（亿元）

图 12：2013-2022 年各产品营收占比（%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

(注: 18-22 年其他为除牙刷外所有口腔清洁用品)



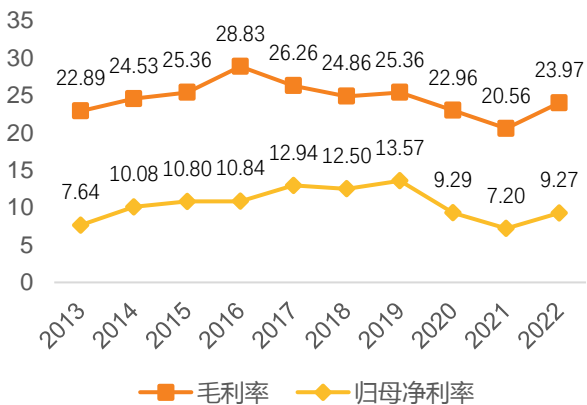
资料来源: wind, 天风证券研究所

22 年公司毛利率和归母净利率分别为 23.97%、9.27%，分别同比增长 3.41pct、+2.07pct。**2017-2021 年毛利率呈逐年减少趋势**，主要系 1) 我们认为低毛利产品占比提升，牙刷销量减少，湿巾销量大幅增加拖累毛利率。

根据 2013-2017 毛利率细分数据可知，湿巾毛利率较牙刷更低。另外，根据公司牙刷均价图显示，2018-2021 年公司牙刷均价稳定，基本保持在 1.2 元左右。但 2018-2020 年牙刷销量持续减少，湿巾的销量持续增加。2021 年牙刷销量增幅 (2.81%) 远小于湿巾销量增幅 (79.23%)。2) 原材料成本有所增长。根据原油价格走势显示，2017-2021 年原油价格整体呈稳健增长趋势。

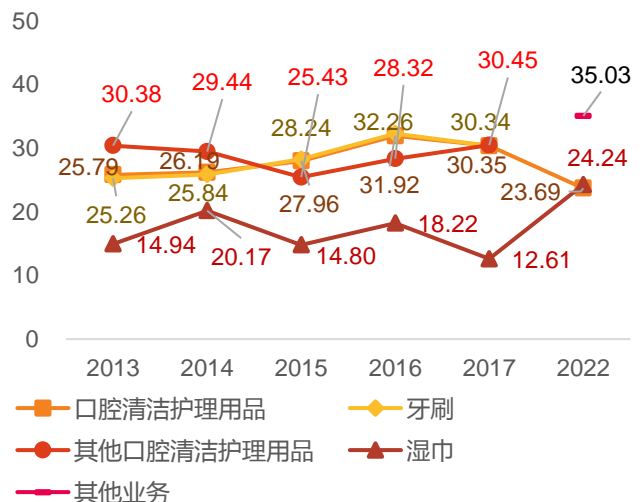
公司收入结构优化，盈利能力提升。2022 年毛利率有所增长，主要系 1) 产品结构优化，利润率高的产品销售增长。22 年其他业务毛利率最高 (35.03%)，口腔清洁护理用品毛利率 (23.69%) 与湿巾毛利率 (24.24%) 差距不大。牙刷销量增长 (同比增长 16.75%)，湿巾销量减少 (同比-29.80%)。2) 公司主要原材料价格减少，22 年刷丝/塑料粒子/无纺布采购价较 21 年分别减少 12333.21/760.98/335.85 元/吨，同比降幅为 7.85%/7.46%/2.53%。

图 13: 2013-2022 年公司毛利率及归母净利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

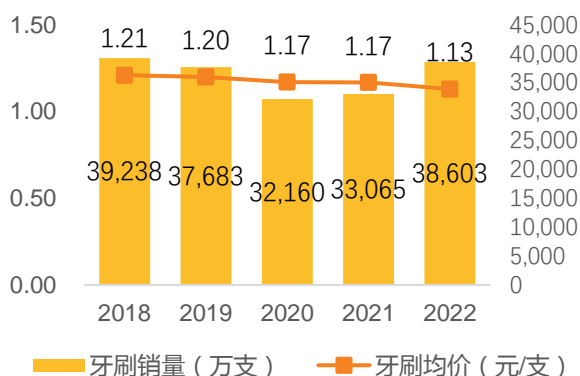
图 14: 2018-2022 年公司各产品毛利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

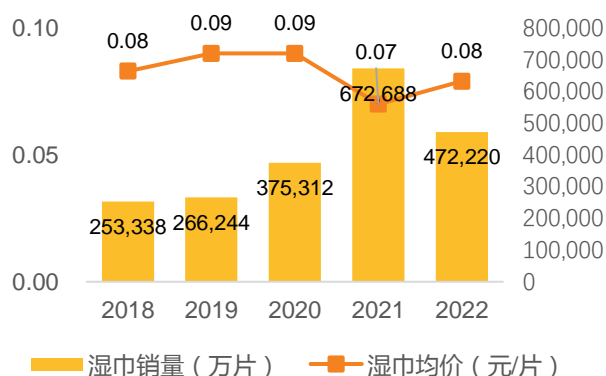
(注: 口腔清洁护理用品包括牙刷和其他口腔清洁用品, 其中其他口腔清洁护理用品包括牙线、齿间刷、假牙清洁片、牙线签等)

图 15: 2018-2022 年公司牙刷均价 (元/支) 及销量 (万支)



资料来源: wind, 天风证券研究所

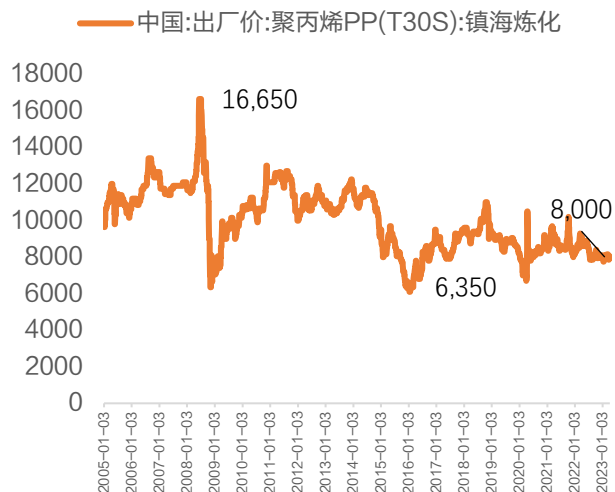
图 16: 2018-2022 年公司湿巾均价 (元/片) 及销量 (万片)



资料来源: wind, 天风证券研究所

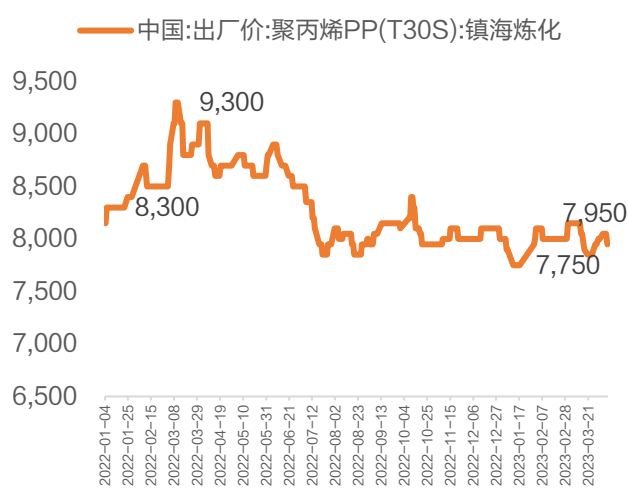
公司产品主要原材料多属于石化产品, 与国际原油价格关联性较高。刷丝、无纺布、塑料粒子、胶料、PVC/PET 片材等原材料中, 塑料粒子和刷丝主要用于牙刷。无纺布主要用于湿巾。由于生产工艺成熟, 技术可靠, 聚丙烯(PP)原料被广泛用于各种类型牙刷产品制作。

图 17: 2005/01/03-2023/04/07 聚丙烯 PP 价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 2022/01/04-2023/04/07 聚丙烯 PP 价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 19: 2013/01/02-2023/04/06WTI 原油价格走势 (美元/桶)

图 20: 2020/01/02-2023/04/06WTI 原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: wind, 天风证券研究所

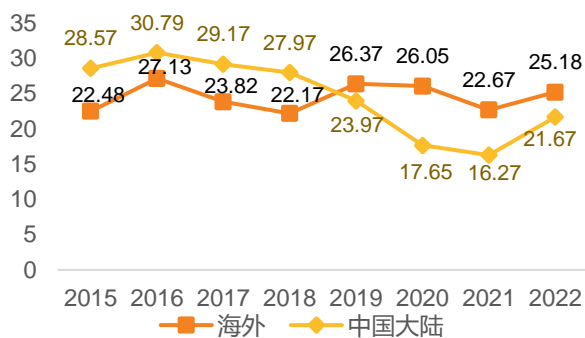


资料来源: wind, 天风证券研究所

2019-2022 年外销毛利率大于内销。2022 年中国大陆毛利率 21.67%，同比增长 5.40pct；国外毛利率为 25.18%，同比增长 2.51pct。

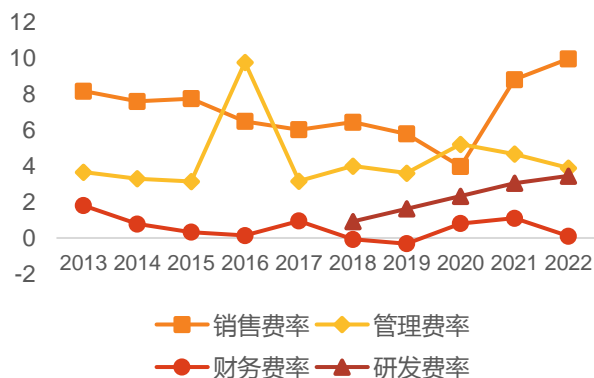
公司近年销售费率和研发费率有所增长。公司 21-22 年销售费率大幅增加，主要系公司为提高自主品牌市占率，销售人员薪酬增加、自主品牌营销宣传和渠道投入增加所致。18-20 年公司研发费率逐年增加，我们认为主要系公司持续坚持聚焦口腔护理产品主业，由客户引导模式向技术创新模式转变的经营计划。

图 21: 2015-2022 年公司毛利率按地区分 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 13-22 年公司销售费率、管理费率、财务费率、研发费率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

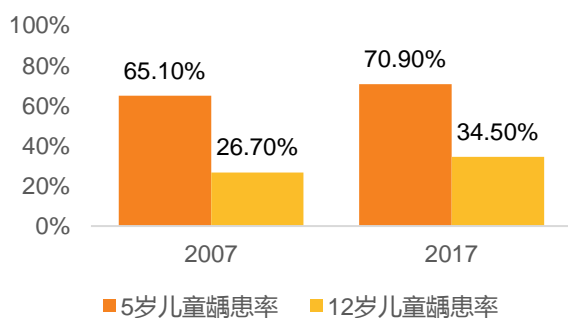
3. 口腔护理 ODM 奠定基本盘，成长潜力广阔

目前我国对民众口腔健康的发展高度重视。据国家发展和改革委员会，在《我国防治慢性病中长期规划(2017-2025)》中，口腔健康检查被纳入常规检查内容。这有助于提高我国民众对口腔健康的重视程度，扩大我国口腔护理行业的市场规模。

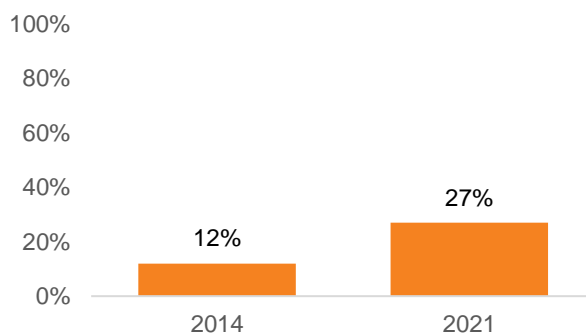
国人口腔状况仍待改善。据 2017 年 9 月国家卫生计生委员会发布的《第四次全国口腔健康流行病学调查》报告，儿童是龋齿高发人群，我国儿童患龋情况呈增长趋势，同时中年人的牙周健康状况也有提升的空间。

图 23: 2007 年和 2017 年我国 5 岁和 12 岁儿童龋患率 (%)

图 24: 2014 年和 2021 年我国消费者自认为口腔状况不健康占比 (%)



资料来源:《2022 国人口腔护理白皮书》, 第一财经, 天风证券研究所

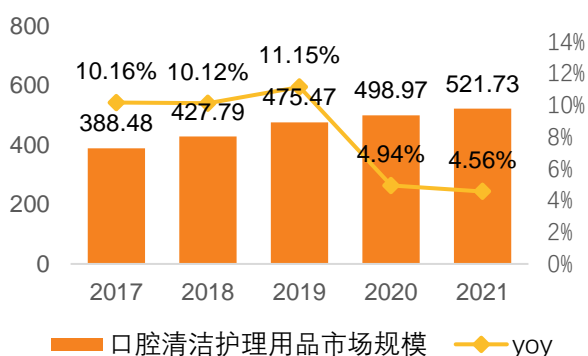


资料来源:《2022 国人口腔护理白皮书》, 第一财经, 天风证券研究所

我国口腔清洁护理用品行业市场规模呈现逐年增长趋势, 2017-2021CAGR7.65%。2021年我国口腔清洁护理用品行业市场规模为 521.73 亿元, 同增 4.56%。牙膏、牙刷是口腔清洁护理用品行业最主要的品类。

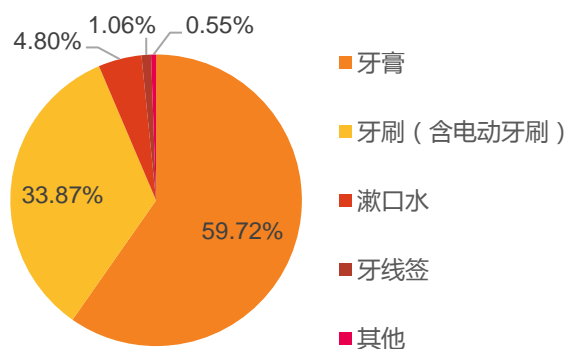
2021 年, 牙膏、牙刷(含电动牙刷)、漱口水、牙线签等细分品类占我国口腔清洁护理用品行业市场规模的比重分别为 59.72%、33.87%、4.80%和 1.06%。根据英敏特行业报告数据显示, 未来 5 年, 我国口腔护理用品市场预计以 CAGR 为 6.5%的速度增长, 2026 年将达到 640 亿元。

图 25:2017-2021 年我国口腔清洁护理用品市场规模及增速(亿元)



资料来源:公司公告, 天风证券研究所

图 26: 2021 年我国口腔清洁护理用品消费结构 (%)

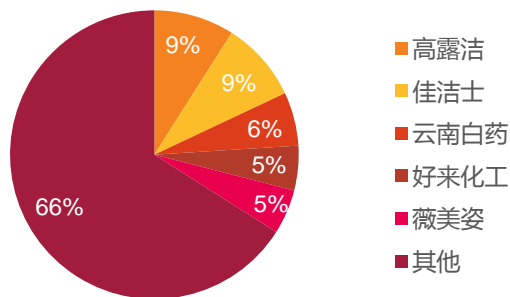


资料来源:公司公告, 天风证券研究所

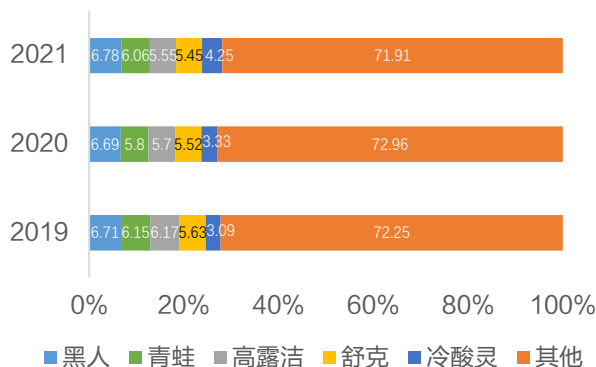
口腔护理行业发展竞争激烈, 但国产化趋势显现。22 年我国口腔护理行业 CR5 为 34%, 市场集中度低。其中, 我国本土化牙刷市占率呈增长趋势。从 2019-2021 年我国线下牙刷 TOP5 品牌市占率看, 我国本土的黑人和冷酸灵牙刷市场占有率均呈增长趋势。宝洁旗下的高露洁牙刷 2019-2021 年市占率呈逐年减少趋势。

图 27: 2022 年口腔护理行业竞争格局 (%)

图 28: 2019-2021 年我国线下牙刷竞争格局 (%)



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所



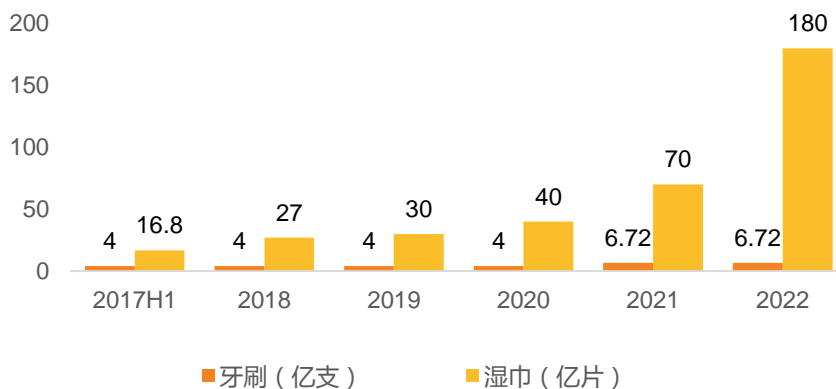
资料来源：尼尔森零售研究数据，登康口腔招股书，天风证券研究所

公司涉足生产制造和销售环节，产业链优势明显：

公司 ODM 业务技术领先且具有丰富行业经验。

模具开发方面，公司模具主要系自行开发，子公司恒生模具是国家高新技术企业，具备年生产 200 套不同的模具和制具的能力，为市场拓展和生产的稳定性提供充足保障。产能方面，公司牙刷和湿巾产能整体呈增长趋势。22 年公司具备年产 6.72 亿支牙刷、180 亿片湿巾的生产能力。行业经验方面，2016 年，倍加洁日化研发检测中心通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）ISO17025 认可。公司作为 GB 19342-2013《牙刷》、GB 30002-2013《儿童牙刷》、GB 30003-2013《磨尖丝牙刷》、QB/T4543-2013《牙刷用磨尖丝》等多项牙刷领域国家标准主要起草单位。

图 29：2018-2022 年公司牙刷（亿支）及湿巾（亿片）产能



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司质量控制能力优秀，公司品质控制涵盖了新产品开发、验证、供应商管理、制程检验、转序检验、成品检验、客户反馈、数据分析等。公司拥有 ISO90001、ISO13485、BRC、ISO22716、GMPC-US 体系认证证书，研发检测实验室已通过 CNAS 认证，可出具国际互认的权威检测报告，多项检测能力和检测设备在国内领先。

图 30：公司 ISO90001 认证证书

图 31：公司 CNAS 认证证书



资料来源：公司官网，天风证券研究所

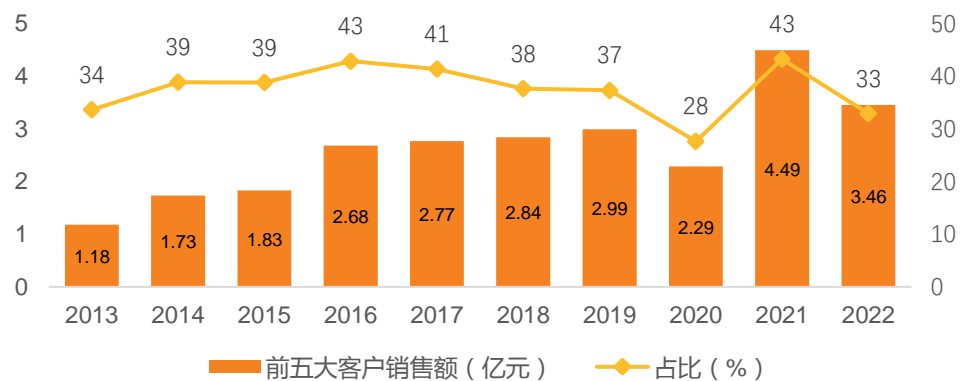


资料来源：公司官网，天风证券研究所

聚焦大客户开发战略，客户资源优质且稳定。

公司自成立开发并积累了一批优质客户资源，并为之保持了长期稳定的合伙关系。口腔护理产品，公司与重庆登康、薇美姿实业、云南白药、屈臣氏等重点客户建立了合作关系；湿巾产品，公司与 Medline、CARDINAL HEALTH 等客户建立了合作关系。同时，公司聚焦于大客户开发战略，22 年新增 4 个山头客户，现有客户围绕大客户开展深耕，进一步拓展业务合作边界，增加合作产品种类，进一步打开市场合作空间。

图 32：2013-2022 年公司前五大客户销售额（亿元）及占比（%）

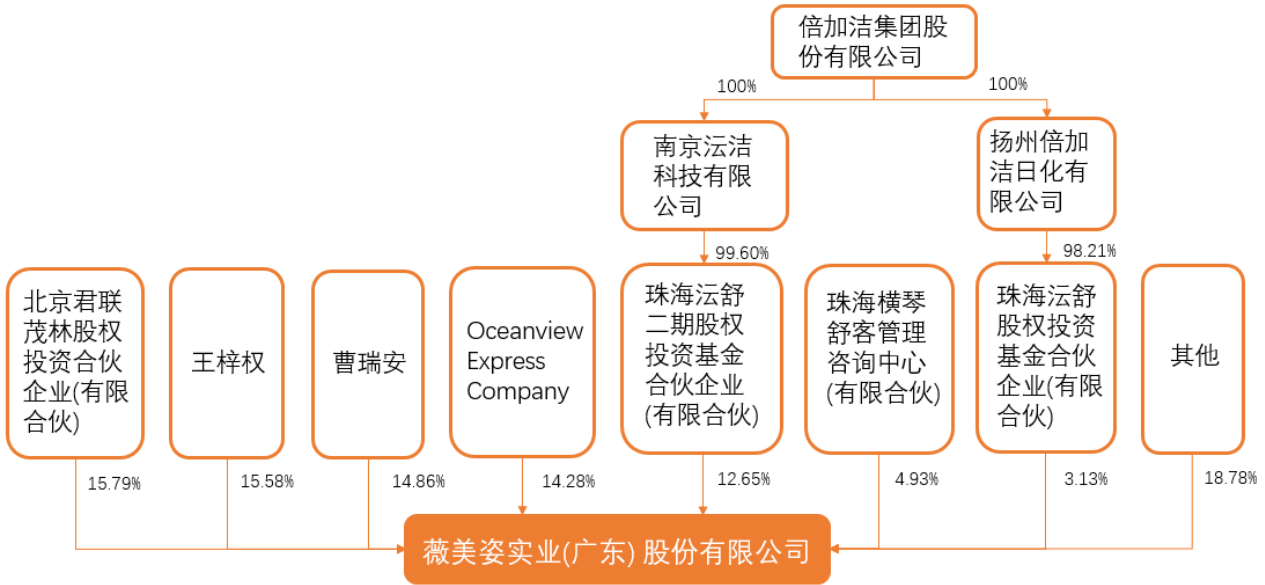


资料来源：wind，天风证券研究所

4. 投资薇美姿，外延加速布局口腔大健康

公司拟出资 4.71 亿元追加投资薇美姿，如收购完成将持有薇美姿 32.17% 的股权。2021 年 1 月和 3 月公司使用自有资金 5,500 万元和 2.5 亿元，通过云舒、云舒二期控制薇美姿 3.13%/12.65% 股权。2023 年 2 月公司与北京君联、北京翰盈签署股份转让协议，拟以现金方式收购北京君联、北京翰盈持有的薇美姿共计 16.50% 的股权，交易对价 47114.69 万元。

图 33：薇美姿股权结构（截至 2022 年 1 月 30 日）



资料来源：薇美姿招股书，爱企查，天风证券研究所

薇美姿行业地位处于前列。根据中商产业研究院，2022 年薇美姿在口腔护理行业排名第五（市占率为 5%）。根据弗若斯特沙利文资料显示，2020 年薇美姿是我国最大的儿童口腔护理产品提供商（市占率为 20.4%）及最大的美白牙膏品牌（市占率为 11.3%）。2020 年薇美姿在我国电动口腔护理市场排名第四（市占率为 4.3%）。

薇美姿旗下品牌为舒克和舒克宝贝，已建立全面而广泛的全渠道销售及经销网络。薇美姿主要从事开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。截至 2021 年 9 月 30 日，全渠道销售及经销网络包括 1）在线渠道，包括天猫、京东、拼多多及其他主流电子商务平台以及抖音等其他新兴在线渠道上的 32 家自营网店及 48 名在线经销商；及 2）线下渠道，包括 32 个大客户以及涵盖大卖场、连锁超市、个人护理店、母婴店、便利店、杂货店及加油站等全方位零售业态的 602 个线下经销商网络。

图 34：薇美姿业务模式

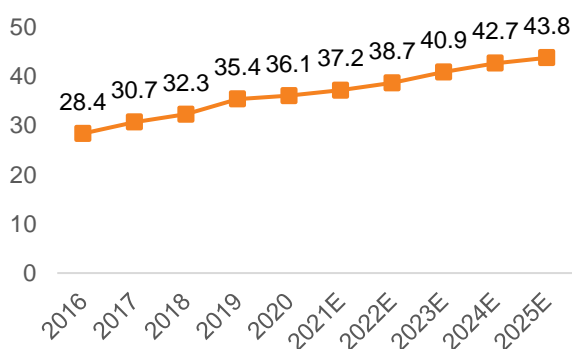


资料来源：薇美姿招股书，天风证券研究所

我国儿童基础口腔护理产品和电动牙刷市场的渗透率较低，市场潜力较大。得益于旨在调控 12 岁儿童龋齿率的扶持政策，更多家长意识到专为儿童设计的口腔护理产品的好处，例如可爱的人体工程学设计让儿童的小手感觉舒适，水果味牙膏味道有助于养成刷牙习惯、天然及安全的材料等。儿童基础口腔护理产品的渗透率由 2016 年的 28.4% 提高至 2020 年的 36.1%，预计 2025 年为 43.8%。

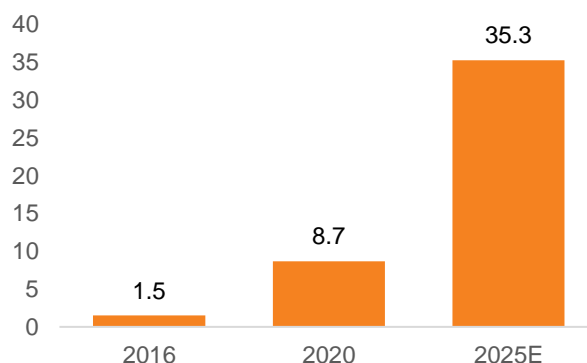
2016 年之前，我国电动牙刷市场仍处于发展初期，市场渗透率低。近年来，随着公众口腔健康意识及购买力的提高，电动牙刷行业进入快速增长期。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年，电动牙刷的渗透率为 8.7%，预计 2025 年提高到 35.0% 以上。

图 35：儿童基础口腔护理产品的渗透率由 2016 年的 28.4% 提高至 2020 年的 36.1% (%)



资料来源：弗若斯特沙利文，薇美姿招股书，天风证券研究所

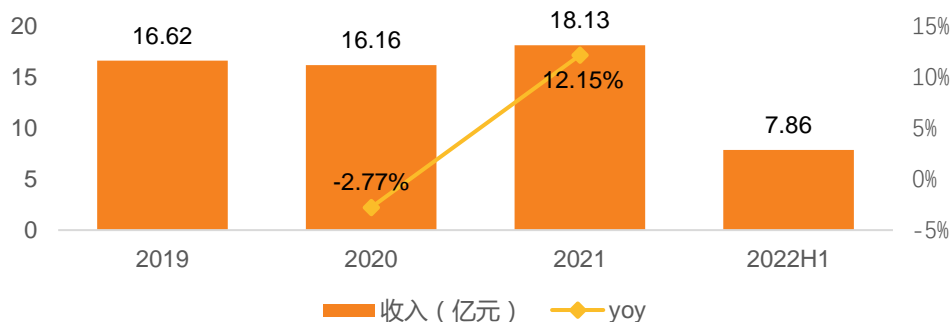
图 36：2020 年，电动牙刷的渗透率为 8.7%，预计 2025 年提高到 35.0% 以上 (%)



资料来源：弗若斯特沙利文，薇美姿招股书，天风证券研究所

薇美姿 21 年收入 18.13 亿元，同增 12.15%；调整后净利润 1.93 亿元。2022H1 收入 7.86 亿。利润方面，21 年薇美姿净利润为 -4.46 亿，主要系具有其他优先权的可赎回注资的账面价值变动、股权激励、上市费用所致，剔除后 21 年净利润为 1.93 亿。2022H1 公司净利润 0.52 亿元。

图 37：薇美姿 21 年收入 18.13 亿元，同增 12.15%；调整后净利润 1.93 亿元

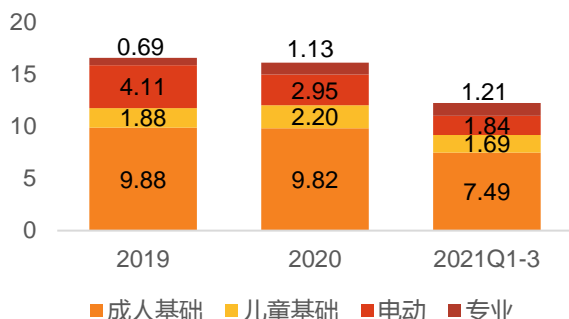


资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

薇美姿 2021Q1-3 收入同增 14.8%，主要系多种口腔护理产品销量和售价上升所致。销量上升主要系各产品需求增加及营销力度增强。成人基础口腔清洁产品收入同增 18.5%，儿童基础口腔护理产品收入同增 12.2%，专业口腔护理产品收入同增 58.1%。售价上升主要系产品组合优化。2020 年 9 月 30 日至 2021 年 9 月 30 日，成人牙刷平均售价从每只 5.4 元增至 7.1 元；儿童基础口腔护理产品均价由 4.9 元增至 6.1 元；电动口腔护理产品均价由

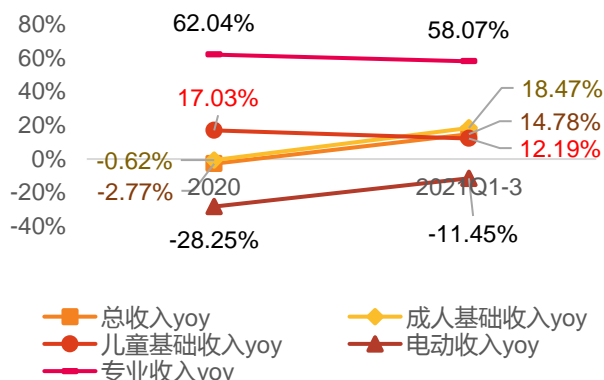
36.4 元增至 42.3 元；专业口腔护理产品均价由 8.1 元增至 9 元。

图 38：薇美姿 2021Q1-3 收入同增 14.8%，主要系多种口腔护理产品销量和售价上升所致（亿元）



资料来源：薇美姿招股书，天风证券研究所

图 39：2020-2021Q1-3 薇美姿各口腔护理产品营收增幅（%）



资料来源：薇美姿招股书，天风证券研究所

投资薇美姿弥补 C 端短板，供应链协同效应有望赋能业务发展。产业布局方面，薇美姿 22 年中国口腔护理行业市占率排名第五，舒克和舒克宝贝品牌知名度较高，C 端优势明显。倍加洁长期深耕 ODM 业务，在 B 端经验丰富，两者结合有望提升公司在中国口腔护理领域的市场地位和话语权。**业务合作方面**，截至 2021 年 9 月底，倍加洁是薇美姿五大供应商之一，薇美姿对倍加洁的采购额占总采购成本 7.3%，双方具有较好的合作基础。随着双方合作日渐加深，资源逐渐整合，供应链效率有望提升。

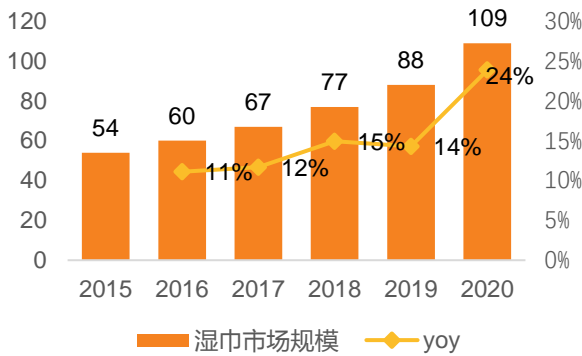
5. 湿巾市场增速明显，应用场景丰富

我国湿巾市场规模增速大于全球湿巾市场规模增速。据我国产业用纺织品行业协会数据显示，2021 年全球湿巾行业市场规模为 159.98 亿美元（上年同期 153.56 亿美元），同比增长 4.2%。2021 年我国湿巾行业市场规模为 105.6 亿元（上年同期为 96.30 亿元），同比增长 9.7%。北美、亚太和欧洲等发达地区是全球湿巾消费的主力市场。北美洲占比 37.6%，亚太占比 22.8%、西欧占比 22.5%。拉丁美洲、中东及非洲等占比较小。

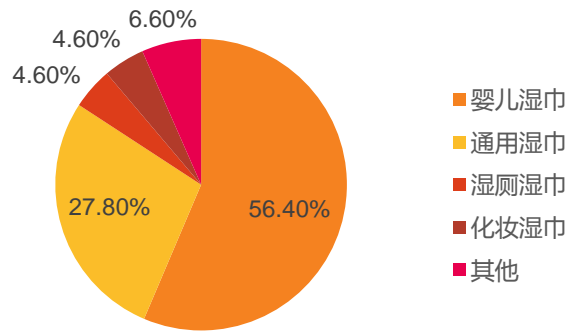
我国湿巾市场尚处于早期快速发展阶段。2015-2020 年 CAGR 为 15.3%，处于快速发展阶段。未来随着消费者不同年龄层级、多场景化需求提升，湿巾产品的细分化、差异化有望推动行业增长。

图 40：2015-2020 年我国湿巾市场规模及增速（亿元）

图 41：2021 年我国湿巾消费结构（%）



资料来源：欧睿国际，前瞻产业研究院，天风证券研究所

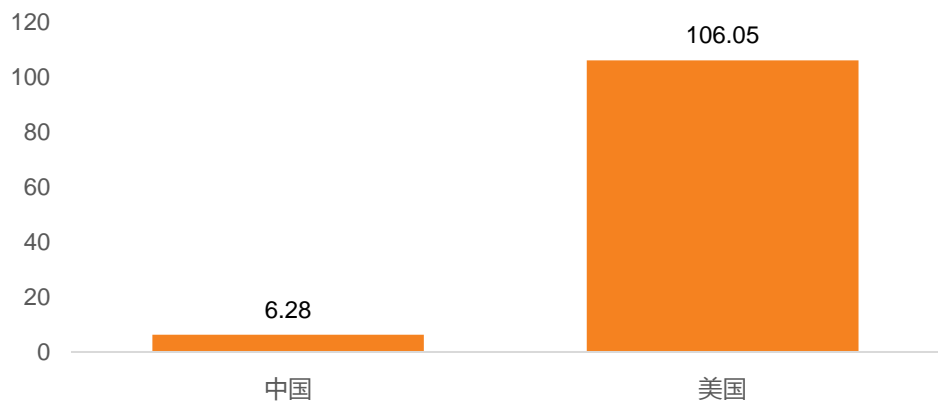


资料来源：中国生活用纸专业委员会，前瞻产业研究院，天风证券研究所

我国湿巾细分市场中婴儿湿巾占比最大。市场上的湿巾大致可以分为婴儿湿巾、通用湿巾、功能性湿巾(化妆用、湿厕用)三大类湿巾。据中国生活用纸专业委员会数据显示，我国湿巾细分市场中婴儿湿巾占比最大，占比超过一半（56.4%）。随后是通用湿巾（27.8%），其他功能性湿巾占比较小。

我国湿巾渗透率较低，湿巾行业市场增长空间巨大。以 2020 年为例，美国人均湿巾消费额为 106.05 元，而我国人均湿巾消费额仅 6.28 元，差距近 17 倍。随着居民收入增加，健康意识的增强，消费者生活质量提高和卫生习惯的养成，对一次性卫生用品要求越来越高，湿巾逐渐成为人们的日常生活必需品。

图 42：2020 年中国和美国人均湿巾销售额对比（元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

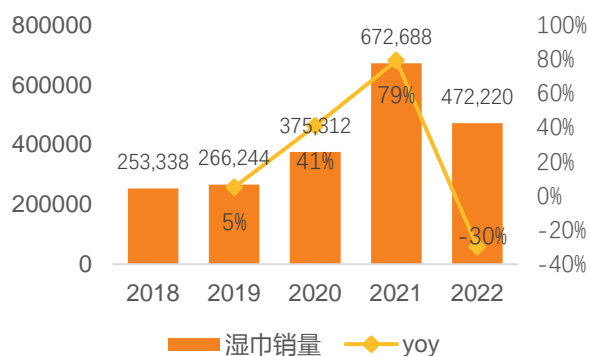
产品品类丰富，湿巾销量增速较快且出口量处于国内前列。

倍加洁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、纳米抗菌牙刷、宽头牙刷、秸秆牙刷、炭丝刷毛牙刷等。

公司拥有 19 年湿巾制造的专业经验，研发团队在技术领域深耕并不断创新，湿巾产品覆盖范围广泛，现有产品包括婴儿湿巾、卸妆洁面湿巾、杀菌卫生湿巾等。湿巾产品出口量长期位于国内前列。同时倍加洁日化也是美国医疗市场湿巾的主流供应商之一。18-22 年公司湿巾销量 CAGR 为 16.85%。2021 年，倍加洁日化荣获“2021 年度全国卫生和母婴用品擦拭材料综合竞争力十强企业”称号。

图 43：2018-2022 年公司湿巾销量（万片）及增速（%）

图 44：公司湿巾业务所获荣誉



资料来源: wind, 天风证券研究所

2021年度全国卫生和母婴用品擦拭材料综合竞争力十强企业

1. 晋江恒安家庭生活用纸有限公司
2. 杭州贝卿实业有限公司
3. 苏州金红叶纸业集团有限公司
4. 杭州国光旅游用品有限公司
5. 上海美馨卫生用品有限公司
6. 扬州倍加洁日化有限公司
7. 河南逸祥卫生科技有限公司
8. 诺斯贝尔化妆品股份有限公司
9. 杭州网易严选贸易有限公司
10. 浙江优全护理用品科技股份有限公司

资料来源: 中国产业用纺织品行业协会, 天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

核心假设

考虑公司在口腔护理行业的地位、行业广阔的发展前景, 我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 13.01/16.10/18.96 亿元。

- 牙刷和其他口腔护理用品: 因口腔护理行业渗透率低、公司收入结构优化导致盈利能力提升, 我们预计 2023-2025 年收入分别为 8.90/11.66/14.16 亿元。
- 湿巾: 因疫情好转、我国目前湿巾行业增长空间大, 我们预计 2023-2025 年收入分别为 4.03/4.35/4.70 亿元。
- 因疫情好转, 毛利率高的产品行业前景广阔, 公司收入结构或将优化, 且原材料成本有望稳中下行, 毛利率或将增长。根据财联社报道, 美国能源信息署(EIA)预计 2023 年布伦特原油价格为 83.63 美元/桶(之前预计为 83.10 美元), 预计 2024 年为 77.57 美元/桶(之前预计为 77.57 美元), 预计 2023 年 WTI 原油价格为 77.84 美元/桶(之前预计为 95.74 美元/桶), 预计 2024 年 WTI 原油价格为 71.57 美元/桶(之前预计为 88.58 美元/桶)。

我们预计公司 2023-2025 年公司毛利率分别为 25%/27.5%/27.6%; 归母净利润分别为 1.33/1.62/1.89 亿元, EPS 分别为 1.33/1.62/1.89 元/股。

表 1: 2023-2025 年公司收入预测 (亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10.50	13.01	16.10	18.96
yoy	1.09%	23.93%	23.73%	17.78%
牙刷和其他口腔清洁用品	6.69	8.90	11.66	14.16
yoy	73.24%	33.00%	31.00%	21.50%
湿巾	3.73	4.03	4.35	4.70
yoy	-20.73%	8.00%	8.00%	8.00%
其他业务	0.08	0.08	0.09	0.10
yoy		8.11%	8.31%	8.31%

资料来源: wind, 天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取同行业嘉亨家化、洁雅股份、百亚股份作为可比公司。其中嘉亨家化和洁雅股份以代工业务为主，百亚股份以自主品牌业务为主。给予倍加洁 23 年 PE 为 21.4x，对应目标市值 28.52 亿元，目标价格为 28.51 元。

表 2: 可比公司 PE (截至 2023/04/25)

	23E	24E	25E
嘉亨家化	15.29	10.87	10.69
洁雅股份	17.27	14.64	12.55
百亚股份	31.77	25.46	20.69
均值	21.44	16.99	14.64

资料来源: wind, 天风证券研究所 (可比公司 PE 来源均为 wind 一致预期)

7. 风险提示

1、主要原材料价格波动的风险

公司产品主要原材料包括刷丝、无纺布、塑料粒子、胶料、PVC/PET 片材等，均属于石化产品，与国际原油价格关联性较高。原油是国际大宗原材料，价格受经济周期、国际政治形势影响明显，波动幅度较大，若未来公司主要原材料价格上涨，将降低公司的盈利水平。

2、市场竞争的风险

口腔清洁护理用品因行业门槛相对较低，生产企业大多数规模较小、产品档次和质量较低、营销能力和产品开发能力有限，而中高端市场主要被大型外资企业所占据。为了维持生存和发展，行业内企业在规模化、品牌效应及服务质量等方面展开全方位的竞争。如果公司在产品品质、交货时间和服务水平等方面不能持续满足客户需求，可能会面临客户资源流失、市场份额下降的风险。

3、海外市场的风险

2022 年，公司外销收入占主营业务收入比重为 62.58%。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。但如果公司在产品质量控制、交货期、产品设计等方面不能持续满足客户需求，或者公司主要出口国或地区市场出现大幅度波动，出口市场所在国家或地区的政治、经济形势、贸易政策等发生重大变化以及这些国家、地区与我国政治、外交、经济合作关系发生变化，均会对公司的经营造成不利影响。

4、汇率波动的风险和出口退税率下调的风险

外销业务中公司采取的主要结算货币为美元。人民币汇率波动直接影响到公司外销产品的销售价格，公司面临一定的汇率波动风险。公司出口产品执行国家的出口产品增值税“免、抵、退”政策，主要出口产品享受的退税率为 13%，未来公司仍将大力拓展海外业务，如果国家未来下调产品的出口退税率，将对公司的外销业务造成不利影响。

5、收购薇美姿股权的不确定性的风险

公司拟收购薇美姿股权，交易的实施周期（包括但不限于付款方式、交割日期等）较长，存在一定的不确定性；投资资金较大，收购完成后，受市场环境波动、竞争环境不确定性等因素影响，薇美姿公司后续的经营业绩可能存在一定的不确定性，可能面临投资资金损失的情况发生。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	81.19	126.69	78.07	169.35	443.80
应收票据及应收账款	180.71	151.57	266.03	248.15	356.59
预付账款	10.89	8.36	17.10	12.43	22.11
存货	163.76	144.97	211.78	213.74	297.34
其他	57.57	75.88	139.12	126.13	94.60
流动资产合计	494.12	507.47	712.10	769.80	1,214.45
长期股权投资	89.82	98.18	104.18	110.18	116.18
固定资产	390.67	462.00	562.23	502.47	472.70
在建工程	70.96	29.60	59.60	45.28	36.72
无形资产	28.15	27.42	23.67	19.82	15.97
其他	467.45	461.40	324.97	384.80	363.03
非流动资产合计	1,047.05	1,078.61	1,074.66	1,062.55	1,004.61
资产总计	1,541.17	1,586.08	1,786.75	1,832.35	2,219.06
短期借款	132.92	140.65	36.01	0.00	0.00
应付票据及应付账款	213.72	167.47	331.30	249.93	430.33
其他	50.35	49.12	83.03	77.74	94.80
流动负债合计	396.99	357.24	450.35	327.67	525.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.13	53.24	38.89	45.09	45.74
非流动负债合计	43.13	53.24	38.89	45.09	45.74
负债合计	461.95	421.08	489.24	372.76	570.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	100.00	100.05	100.05	100.05
资本公积	510.04	514.48	514.48	514.48	514.48
留存收益	469.57	550.88	683.89	845.61	1,034.27
其他	(0.39)	(0.36)	(0.91)	(0.55)	(0.61)
股东权益合计	1,079.22	1,165.00	1,297.51	1,459.59	1,648.20
负债和股东权益总计	1,541.17	1,586.08	1,786.75	1,832.35	2,219.06

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	74.78	97.31	133.01	161.73	188.66
折旧摊销	69.32	73.16	101.52	111.62	131.62
财务费用	3.47	5.89	(0.96)	(4.32)	(7.86)
投资损失	(15.55)	(18.33)	(17.15)	(17.01)	(17.50)
营运资金变动	(347.44)	34.33	98.24	(121.83)	8.57
其它	272.54	(41.80)	47.79	(9.15)	(34.91)
经营活动现金流	57.12	150.56	362.46	121.04	268.58
资本支出	102.33	84.53	242.35	27.49	88.79
长期投资	7.47	8.36	6.00	6.00	6.00
其他	(262.52)	(175.21)	(555.25)	(31.91)	(96.73)
投资活动现金流	(152.72)	(82.32)	(306.90)	1.58	(1.94)
债权融资	88.90	6.64	(103.67)	(31.70)	7.86
股权融资	(14.42)	4.47	(0.50)	0.35	(0.05)
其他	(1.67)	(25.27)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	72.81	(14.16)	(104.17)	(31.34)	7.81
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(22.80)	54.08	(48.62)	91.28	274.45

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,038.59	1,049.93	1,301.19	1,609.96	1,896.15
营业成本	825.09	798.31	975.89	1,167.22	1,372.81
营业税金及附加	5.45	6.16	7.73	9.15	11.05
销售费用	91.58	104.77	124.39	139.10	144.87
管理费用	48.55	40.98	59.85	72.45	85.33
研发费用	31.68	36.29	38.34	42.66	50.25
财务费用	11.38	1.09	(0.96)	(4.32)	(7.86)
资产/信用减值损失	(4.07)	0.17	(2.51)	(2.14)	(1.49)
公允价值变动收益	55.90	22.70	47.79	(9.15)	(34.91)
投资净收益	15.55	18.33	17.15	17.01	17.50
其他	(134.51)	(91.91)	0.00	0.00	0.00
营业利润	91.98	113.04	158.37	189.42	220.80
营业外收入	1.54	0.64	0.92	1.03	0.86
营业外支出	10.27	0.18	5.74	5.40	3.77
利润总额	83.25	113.50	153.55	185.05	217.89
所得税	8.47	16.19	20.54	23.33	29.23
净利润	74.78	97.31	133.01	161.73	188.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	74.78	97.31	133.01	161.73	188.66
每股收益(元)	0.75	0.97	1.33	1.62	1.89

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	25.47%	1.09%	23.93%	23.73%	17.78%
营业利润	-5.56%	22.89%	40.10%	19.60%	16.57%
归属于母公司净利润	-2.73%	30.12%	36.69%	21.59%	16.65%
获利能力					
毛利率	20.56%	23.97%	25.00%	27.50%	27.60%
净利率	7.20%	9.27%	10.22%	10.05%	9.95%
ROE	6.93%	8.35%	10.25%	11.08%	11.45%
ROIC	17.19%	15.43%	20.77%	19.84%	23.24%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	29.97%	26.55%	27.38%	20.34%	25.73%
净负债率	4.79%	1.20%	-3.24%	-11.60%	-26.93%
流动比率	1.18	1.38	1.58	2.35	2.31
速动比率	0.79	0.99	1.11	1.70	1.75
营运能力					
应收账款周转率	6.24	6.32	6.23	6.26	6.27
存货周转率	7.37	6.80	7.29	7.57	7.42
总资产周转率	0.72	0.67	0.77	0.89	0.94
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.97	1.33	1.62	1.89
每股经营现金流	0.57	1.50	3.62	1.21	2.68
每股净资产	10.79	11.64	12.97	14.59	16.47
估值比率					
市盈率	28.78	22.12	16.18	13.31	11.41
市净率	1.99	1.85	1.66	1.47	1.31
EV/EBITDA	9.75	7.02	6.34	4.94	3.63
EV/EBIT	13.16	9.83	10.31	7.85	5.84

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com