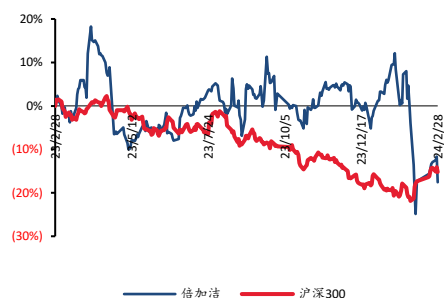


轻工制造 家居

## 倍加洁首次覆盖：口腔护理代工龙头，内生外延并进加码口腔大健康

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本(百万股)	100.45
总市值/流通(百万元)	1,890.00
12个月内最高/最低价	28.27/16.42

### 相关研究报告

<<倍加洁：海外去库影响 Q3 牙刷增速，关注薇美姿股权交割进展>>--2023-10-27

<<费用端优化和口腔护理增长带动业绩高增，持续加码口腔大健康增长可期>>--2023-07-19

### 证券分析师：郭彬

电话：

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编号：S1190519090001

## 报告摘要

深耕口腔护理代工 27 年，牙刷 ODM 起家，后布局湿巾代工，现为国内口腔护理的代工龙头企业。目前公司以 ODM 为主，海外国内市场并重。23Q1-Q3 公司营收同比增长 1.3% 至 7.66 亿元，牙刷/其他口腔护理/湿巾分别同比变动 3.5%/14.5%/-10.1% 至 3.28/1.92/2.39 亿元；在产品升级带动下毛利率同增 0.75pct 至 23.21%，在自主品牌主动控费下，净利率同比提升 2.02pct 至 7.72%。

**口腔护理行业：(1) 品牌端：**未来以价增驱动，细分赛道机会大。口腔清洁护理用品市场规模达到 500 亿，行业低单位数平稳增长。①传统品类以价增驱动为主：牙膏以复合功效驱动单价向上，牙刷以材质升级、技术工艺升级以及 IP 联名等带动产品升级；②国货品牌逆势向上、份额提升；后疫情时代国货品牌的线下根基深厚、组织灵活，把握渠道红利，快速相应需求端的变化；③新兴品类渗透率快速提升，新品类的功能和可选属性更强，细分品类多且格局较为分散，呈现出品类专注化的倾向。**(2) 制造端：**牙刷 ODM 企业格局较为分散，倍加洁的牙刷出口份额不到 3%。市场存在 3 倍增长空间，集中度有待提升，绑定优质品牌商的头部代工企业有望充分受益。

**内生外延并进，布局口腔大健康+。1) 内生：**牙刷业务采取积极的销售策略加快产能爬坡；湿巾业务顺应行业发展，稳老拓新以提升产能利用率；其他口腔业务抓住细分品类如牙线签、牙线、牙膏代工的市场机会，绑定头部品牌实现快速增长；自有品牌调整到位后有望贡献收入增量；**2) 外延：**薇美姿股权收购落地，薇美姿 2022 年牙膏/牙刷市占率为 8.0%/14.0%，位列国内第 5/3，渠道资源和运营经验帮助公司补齐品牌端能力，强化供应链的协同效应。收购善恩康布局益生菌产业链，承诺 2024/25/26 实现扣非净利润分别不低于 1200/1800/3000 万元，拓展公司业务范围，提升收入和利润水平。

**投资建议：**公司作为口腔护理领域龙头企业，凭借供应链、研发和客户优势把握牙刷和湿巾代工基本盘，持续拓展其他口腔护理品类带来业务增量，自主品牌团队调整后趋势向好；同时外延并购提升竞争力，持续加码口腔大健康领域。我们预计 2023/24/25 年的 EPS 分别为 1.14/1.74/2.15 元，对应 PE 分别为 17/11/9 倍。参考 2024 年可比公司平均估值为 18 倍，对应公司 24 年目标价为 31.3 元，首次覆盖给予“买入”评级，强烈推荐。

**风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动风险，订单不及预期，新客户拓展不及预期，商誉减值风险，自有品牌表现不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,050	1,124	1,363	1,605
（+/-%）	1.1%	7.0%	21.3%	17.7%
归母净利（百万元）	97	114	174	215
（+/-%）	30.1%	17.5%	52.5%	23.0%
摊薄每股收益（元）	0.97	1.14	1.74	2.14
市盈率（PE）	20	17	11	9

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 牙刷 ODM 龙头，积极布局口腔护理大健康板块.....	6
(一) 发展历程：牙刷→湿巾→口腔护理大健康供应商.....	6
(二) 财务表现：收入稳步增长，盈利能力企稳.....	9
二、 口腔护理行业：空间广、需求多元，代工企业顺势而为.....	11
(一) 品牌端：量增切换至价增，细分赛道机会大.....	11
(二) 制造端：顺势而为，优质 ODM 有望充分受益.....	15
三、 核心竞争力：规模、研发、客户共筑公司成长护城河.....	17
(一) 供应链优势：产能足产销高，成本传导下游顺利.....	17
(二) 技术优势：产品升级迭代，牙刷 ASP 提升.....	19
(三) 客户优势：深度绑定优质品牌客户，并积极拓新客.....	20
四、 未来成长驱动：内生外延并进，加快布局口腔大健康.....	21
(一) 内生：主业稳健，挖掘新兴细分赛道贡献增量.....	21
1、口腔护理业务：稳住牙刷基本盘，挖掘新兴细分赛道贡献增量.....	21
2、湿巾业务：顺应行业发展，稳老拓新以提升产能利用率.....	24
3、自有品牌团队调整中，蓄势待发.....	26
(二) 外延：收购薇美姿和善恩康，拓展业务范围.....	27
1、收购薇美姿，加速布局口腔大健康.....	27
2、收购善恩康，布局益生菌产业链.....	33
五、 盈利预测与估值.....	35
(一) 盈利预测.....	35
(二) 估值.....	36
六、 风险提示.....	37

## 图表目录

图表 1:	公司以牙刷 ODM 起家, 并布局湿巾, 之后积极探索口腔护理大健康板块	6
图表 2:	公司创始人持股直接持股 62.81% (截至 2023 年 9 月 30 日)	7
图表 3:	公司管理层情况	7
图表 4:	其他口腔护理用品快速增长	8
图表 5:	其他口腔护理用品收入贡献逐年提升	8
图表 6:	海外收入占比高于国内	9
图表 7:	海外毛利率高于国内	9
图表 8:	公司营收 (亿元) 及增速	10
图表 9:	公司归母净利润 (亿元) 及增速	10
图表 10:	公司分季度的营收及增速 (百万元)	10
图表 11:	公司分季度的归母净利润及增速 (百万元)	10
图表 12:	公司的毛利率、净利率及期间费用率	11
图表 13:	公司期间费用率变动情况	11
图表 14:	中国口腔清洁护理用品市场规模	12
图表 15:	2021 年我国口腔清洁护理用品产品结构	12
图表 16:	各国 2 次及 2 次以上刷牙人口占比	12
图表 17:	中国人均口腔支出存在较大的提升空间	12
图表 18:	牙膏行业市场规模 (亿元) 及增速	13
图表 19:	2019-2021 年牙刷全渠道销售额 (亿元)	13
图表 20:	牙膏分渠道的市场集中度	13
图表 21:	牙刷分渠道的市场集中度	13
图表 22:	牙膏行业分品牌的市场份额变化	14
图表 23:	漱口水市场规模及增速	15
图表 24:	2022 年漱口水/液的 CR5 为 76.4%	15
图表 25:	我国牙刷进口金额及数量	16
图表 26:	我国牙刷出口金额及数量	16
图表 27:	我国牙刷 ODM 企业的产能和产值情况	16
图表 28:	口腔护理行业主要企业的盈利能力情况	17
图表 29:	口腔护理行业产业链的价值分布情况 (以牙刷线下渠道为例)	17
图表 30:	牙刷的产能及产能利用率	18
图表 31:	牙刷的产销率	18
图表 32:	湿巾的产能及产能利用率	18
图表 33:	湿巾的产销率	18
图表 34:	牙刷 ASP 与主要原材料价格走势基本一致	19
图表 35:	湿巾 ASP 与主要原材料价格走势基本一致	19
图表 36:	公司的研发费用 (万元) 及研发费用率	20
图表 37:	公司牙刷 ASP 变动情况	20
图表 38:	普通金属植毛 VS 无铜植毛	20
图表 39:	公司前五大客户占比	21
图表 40:	品牌客户的市占率逐年提升	21
图表 41:	公司牙刷产能的销售策略	22
图表 42:	公司牙刷业务的收入 (百万元) 及增速	22
图表 43:	公司牙刷的销量和均价增速拆分	22
图表 44:	公司牙刷代工业务的收入预测 (基于现有产能规模和 ASP)	23

图表 45:	口腔护理行业细分品类的增速 .....	23
图表 46:	牙线行业线上销售情况及预测 .....	23
图表 47:	牙线行业的线上渠道 CR3 为 41.4% .....	24
图表 48:	公司其他口腔护理产品收入快速增长 .....	24
图表 49:	全球和中国湿巾市场规模及增速 .....	24
图表 50:	2021 年全球和中国各类湿巾消费占比 .....	24
图表 51:	国内主要的湿巾生产商的产能及产量情况 .....	25
图表 52:	我国湿巾市场规模及增速 .....	25
图表 53:	2017-2023 年我国湿巾产量现状及预测 .....	25
图表 54:	公司湿巾业务的收入 (百万元) 及增速 .....	26
图表 55:	公司湿巾的销量 (百万片) 及增速 .....	26
图表 56:	公司的销售费用 (百万元) 及增速 .....	27
图表 57:	公司的销售费用率 .....	27
图表 58:	薇美姿的股权结构 (截至 2023 年 11 月 1 日) .....	28
图表 59:	薇美姿的发展历程 .....	29
图表 60:	薇美姿提供一站式口腔护理 .....	29
图表 61:	薇美姿卡位美白细分赛道份额第一 .....	29
图表 62:	2013-22 年薇美姿零售额 (亿元) 及增速 .....	30
图表 63:	薇美姿的收入、净利润 (亿元) 及增速 .....	30
图表 64:	薇美姿毛利率、期间费用率及经调整净利率 .....	30
图表 65:	薇美姿的销售和管理费用率 .....	30
图表 66:	薇美姿分产品的营收 (亿元) 及占比 .....	31
图表 67:	薇美姿分产品的营收增速 .....	31
图表 68:	薇美姿分产品的毛利率 .....	31
图表 69:	薇美姿分产品的销售均价 .....	31
图表 70:	薇美姿分渠道的营收 (亿元) 及占比 .....	32
图表 71:	薇美姿分渠道营收及增速 .....	32
图表 72:	薇美姿的专利情况 .....	33
图表 73:	薇美姿近期研发重点 .....	33
图表 74:	善恩康的股权结构 (预计交割完成后) .....	34
图表 75:	全球益生菌原料的市场规模 (亿美元) .....	34
图表 76:	中国益生菌原料市场规模 (亿元) 及增速 .....	34
图表 77:	益生菌的下游应用领域 .....	34
图表 78:	益生菌原料的竞争格局 .....	34
图表 79:	公司的收入预测 .....	36
图表 80:	估值分析表 .....	37

## 一、牙刷 ODM 龙头，积极布局口腔护理大健康板块

### (一) 发展历程：牙刷→湿巾→口腔护理大健康供应商

公司成立于 1997 年，主要从事牙刷生产制造，后切入湿巾生产，并成立扬州倍加洁日化有限公司。2006 年公司成立扬州美星口腔护理用品有限公司，开始生产研发除牙刷之外的口腔护理产品。2021 年，公司全资子公司扬州倍加洁日化通过旗下股权投资基金持股薇美姿 15.77% 股份，2023 年拟追加收购薇美姿股权 16.49%，有利于进一步提升供应链的协同价值，更好地满足消费者的需求。

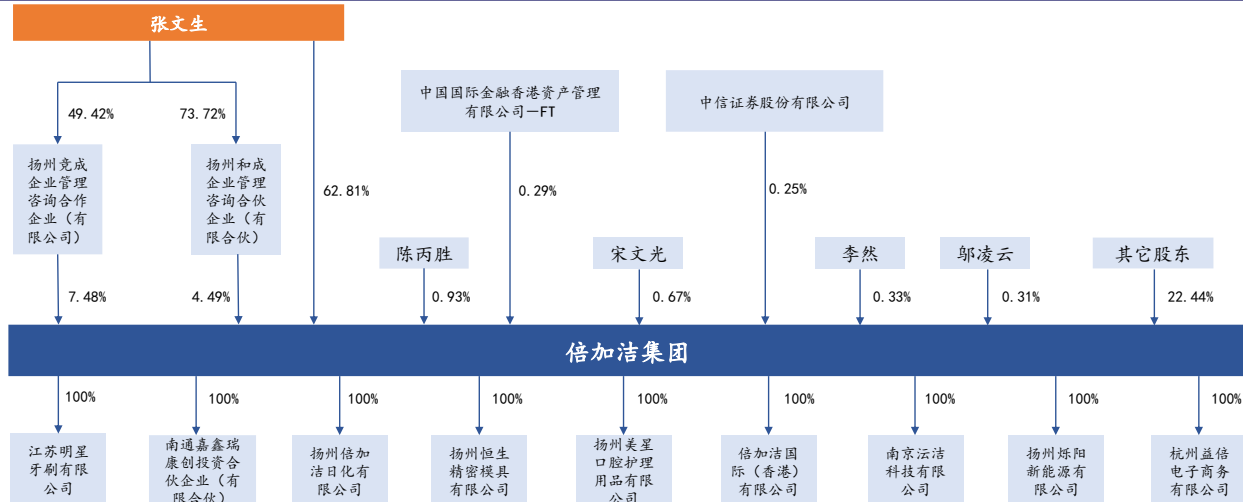
图表1：公司以牙刷 ODM 起家，并布局湿巾，之后积极探索口腔护理大健康板块

时间	事件
1997年1月	公司前身“扬州明星牙刷有限公司”设立，积极引进德国牙刷生产设备植毛机，提升自身技术。
2001年	经国家对外经济贸易合作部批准，获得自营进出口权，进入世界市场。
2002年	公司推出行业内控标准，达到了同类产品欧洲标准。
2003年10月	设立扬州恒生精密模具有限公司研究开发牙刷模具，在牙刷模具的设计与研发方面处于行业领先地位；参与制定中国牙刷产品国家标准。
2004年4月	在和跨国客户的合作过程当中切入湿巾生产，子公司扬州倍加洁日化有限公司成立。
2006年1月	子公司扬州美星口腔护理用品有限公司成立。
2007年	倍加洁牙刷成为年度国家免检产品。
2008年	倍加洁日化实施完成 UERP 系统，为公司后续信息化建设与推广提供示范。
2009年	牙刷扩产项目基建竣工，为规模化生产奠定基础；恒生模具成立“扬州市非金属模具工程技术研究中心”。
2010年	倍加洁口腔护理用品宿迁有限公司成立。
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格。
2018年3月	在上海证券交易所上市交易。
2019年	江苏明星牙刷有限公司1号仓库基建项目开工。
2020年12月	倍加洁全资子公司扬州美星口腔在上海设立子公司上海益生电子商务有限公司（“益生电子”）。为进一步拓展自主品牌渠道，在电商渠道实现品牌创新展示。
2021年3月	公司全资子公司扬州倍加洁日化有限公司出资持有珠海云舒股权投资基金合伙企业（以下简称“云舒一期”）98.21% 的出资份额，云舒一期持有薇美姿的股份比例为3.13%。倍加洁集团拟设立全资子公司南京法洁实业发展有限公司，出资2.5亿元，持有珠海云舒二期股权投资基金合伙企业（以下简称“云舒二期”）99.60% 的出资份额，云舒二期持有薇美姿的股份比例为12.65%。
2023年2月	倍加洁全资子公司扬州美星口腔在杭州设立子公司杭州益信电子商务有限公司（“益信电子”），借助于杭州良好的电商经营环境进一步拓展电商销售渠道，同时通过在电商渠道实现品牌露出，有效提升公司品牌的知名度和美誉度，从而提升公司综合竞争力。
2023年2月	收购薇美姿16.49%的股权，收购后公司将持有薇美姿的股份比例为32.17%，深化公司“口腔大健康+”的战略发展方向。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

股权结构较为集中，创始人直接持股 62.81%。截至 2023 年 9 月 30 日，公司创始人即实控人张文生直接持有公司股份 62.81%，通过扬州竞成、扬州和成分别间接持股 7.48% 和 4.49%，对公司拥有绝对控制权，保证公司战略顺利落地。此外公司旗下拥有众多子公司，其中子公司扬州倍加洁日化/扬州美星口腔/江苏明星牙刷分别生产销售湿巾/口腔护理产品/牙刷，扬州恒生精密模具则以模具设计制造为主业，2020 年成立上海益生电子商务公司全力发力自有品牌，2023 年 2 月重新在杭州设立杭州益信电子，依托杭州良好的电商环境，赋能自有品牌线上渠道拓展。

图表2：公司创始人持股直接持股 62.81%（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

高管深耕口腔护理行业多年，跟随公司多年，管理团队稳定。公司董事长深耕口腔护理行业多年，经验丰富；副总经理王新余、财务总监嵇玉芳等高管人员最早在倍加洁的前身—扬州明星牙刷任职，在公司的平均任职时间达到 20 年以上，管理团队稳定且相关行业经验丰富。

图表3：公司管理层情况

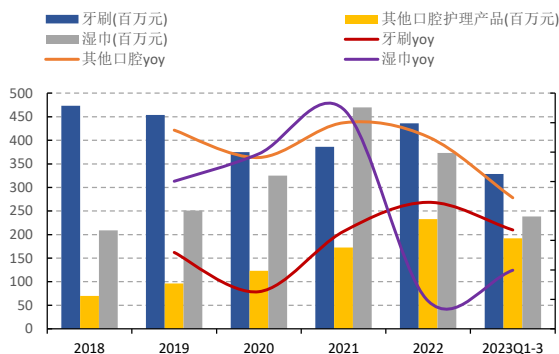
姓名	职位	主要工作经历
张 Wen 生	董事长、总经理	1984年8月至1985年12月就职于扬州市杭集塑料包装厂，任技术员。1986年1月至1988年12月就职于扬州市新生塑革针织厂，历任技术员、总账会计。1989年1月至1990年12月就职于扬州市杭集工业供销公司，任销售员。1991年1月至1996年12月从事牙刷产品生产制造的个体经营。1997年1月起至2016年6月任明星牙刷总经理，现任公司董事长、总经理，江苏明星牙刷、倍加洁日化、美星口腔、南京云洁执行董事，恒生模具执行董事兼总经理，扬州和成、扬州竟成执行事务合伙人，扬州农商行董事，张 Wen 生目前还兼任中国日用杂品工业协会牙刷分会会长、江苏省牙刷行业协会会长等职务。
王新余	副总经理	1991年8月至2009年11月就职于扬州群发化工有限公司，历任技术员、办公室副主任。2009年12月至2016年6月任明星牙刷办公室主任。历任公司董事、副总经理、董事会秘书。现任公司副总经理。
嵇玉芳	董事、财务总监	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。
薛运普	董事、董事会秘书	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，任任职员、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。现任公司董事、董事会秘书。
徐玲	产品中心总监、监事会主席	1998年10月至2016年6月历任明星牙刷销售部职员、经理。现任公司产品中心总监、监事会主席。
蔡君鑫	外销部销售副总监、监事	1998年6月至1999年5月就职于扬州外贸包装有限公司，1999年6月至2000年9月就职于扬州加得好针织有限公司，担任采购员。2000年12月至2016年6月就职于明星牙刷，历任销售员、外销部销售经理。现任公司外销部销售副总监、监事。
耿宜鹏	注塑工程科高级主任	2006年6月至今历任明星牙刷注塑技术员、注塑工艺员、试模组长、注塑工程师，现任注塑工程科高级主任。曾任公司职工监事。
陆留华	研发部高级研发工程师	2006年3月至今就职于公司研发部，现任研发部高级研发工程师。
姜强	副总经理，营销中心负责人	1991年9月至1992年7月就职于扬州橡胶总厂，任销售员。1992年8月至2001年2月就职于江苏扬农化工集团，任国际贸易部经理。2001年3月至2016年6月就职于明星牙刷，任外销部经理。现任公司副总经理兼营销中心负责人。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**ODM 为主，自有品牌储备，产品矩阵逐步丰富。**公司业务涵盖牙刷、牙线、齿间刷、牙线签、假牙清洁片等口腔清洁护理用品和湿巾等一次性卫生用品，形成了 ODM 为主兼顾自主品牌模式（2017 年 ODM 和自有品牌营收占比分别为 88%和 12%），其中外销以 ODM 为主，内销兼有 ODM 和自有品牌（2017 年内销的 ODM 和自有品牌营收占比分别为 76%和 24%）。1) **ODM 业务**：公司在牙刷和湿巾生产具有多年生产经验和稳定供应链，与舒客、云南白药、冷酸灵、纳爱斯等国内品牌客户以及 Medline、宝洁、狮王等优质的国外客户保持稳定的合作关系。2) **自有品牌业务**：通过搭建自主品牌团队，线上线下全渠道发力建设“倍加洁”自有品牌，2023 年推出 39°热感牙膏，在牙刷、牙线签、口喷等品类上表现优异。

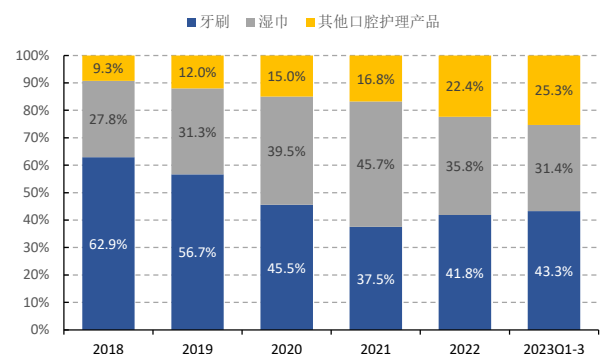
分产品来看，牙刷和湿巾构成业务基本盘，其他口腔护理产品占比逐步提升。2023Q1-Q3 公司营收同比增长 1.3%至 7.66 亿元，其中牙刷/其他口腔护理/湿巾分别同比变动 3.5%/14.5%/-10.1%至 3.28/1.92/2.39 亿元，牙刷和湿巾业务构成公司业务基本盘，其中牙刷稳步增长，湿巾经过 2021 年的爆发式增长后，2022 年需求回落，经过调整后，2023 年以来湿巾业务的降幅有所收窄。其他口腔护理产品快速增长，2018-22 年的 CAGR 为 35%，收入占比由 2018 年的 9.3%提升至 2023Q1-Q3 的 25.3%。

图表4：其他口腔护理用品快速增长



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5：其他口腔护理用品收入贡献逐年提升

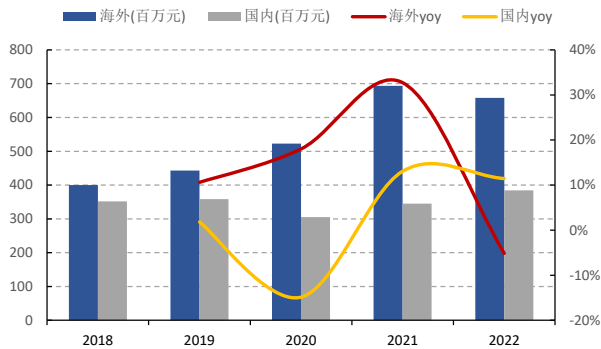


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

分地区来看，海外收入占比 60%，毛利率稳定且高于国内，国内毛利率波动较大，近些年有所提升。2022 年海外/国内收入分别同比变动-5.1%/11.4%至 6.58/3.84 亿元，其中海外主要受消毒湿巾的订单需求回落的影响。海外整体竞争环境友好，品牌客户定价稳定，毛利率高于国内且稳定在 22%-26%区间；国内竞争较为激烈，毛利率波动较大，近几年在产品升级和高毛利的新品类占比提升的带动下，国内毛利率由 2021 年的 16.27%快速提升至 2022 年的 21.67%。

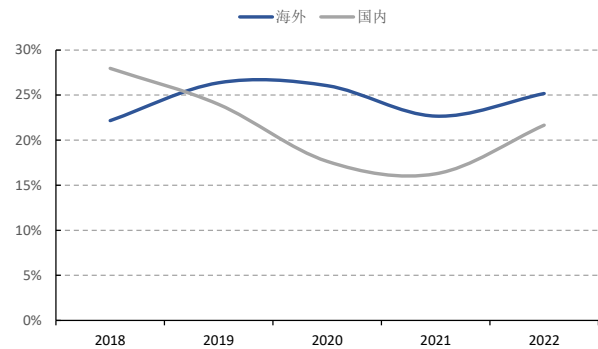


图表6：海外收入占比高于国内



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表7：海外毛利率高于国内



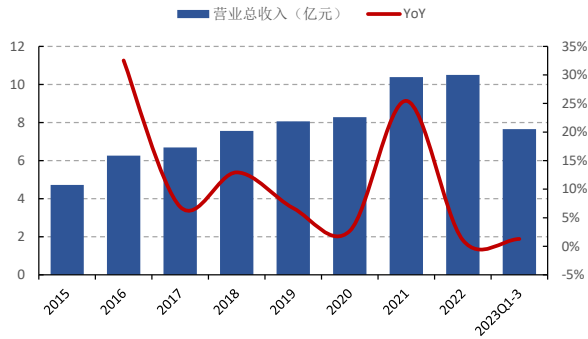
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 财务表现：收入稳步增长，盈利能力企稳

产能提升带动收入稳步增长,2015-22 年收入 CAGR 为 12.1%。公司 2015-20 年收入稳步增长,2019-20 年收入增幅较小主要系产能限制;2021 年产能扩张,叠加海外对消毒湿巾的需求剧增,公司收入同增 25.5%至 10.39 亿元,也是公司收入体量首次突破 10 亿元。2022 年消毒湿巾大客户订单量有所回落,牙刷订单量的增加和其他口腔护理产品起量对冲了这部分缺口,22 年收入微增 1.1%至 10.5 亿元。2023Q1-Q3 仍受到消毒湿巾订单回落(22 年同期高基数)和口喷业务调整带来的缺口,收入微增 1.3%至 7.66 亿元。公司近 3 年收入端受到多因素扰动,整体仍维持稳健。分季度来看,年内收入逐季增加,2021 年在海内外的多因素扰动下,存在小幅波动;经过 2022 年调整后,23 年逐步恢复至正常的经营水平区间。

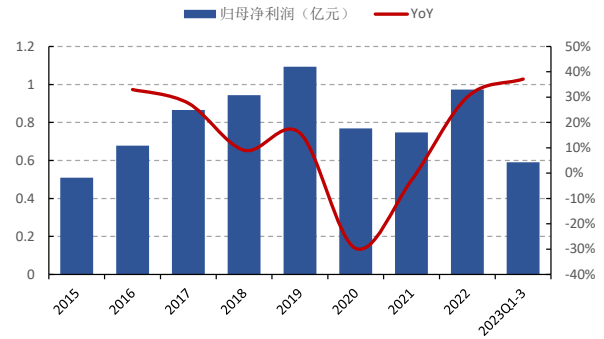
自主品牌控费下,利润端表现亮眼。公司在 2020 年成立上海益生电子商务公司重点发展自主品牌,通过市场营销投放包括抖音直播、小红书种草等方式,加大对口喷产品的推广,但考虑到整体营销投放的投入产出比,公司在 22H2 有所控制,2023 年 2 月调整自主品牌团队,在杭州设立益倍电子,依托杭州良好的电商环境,赋能自有品牌线上渠道拓展。在自主品牌费用控制下,2023 年利润端快速恢复。2023Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 37.2%至 0.59 亿元。

图表8：公司营收（亿元）及增速



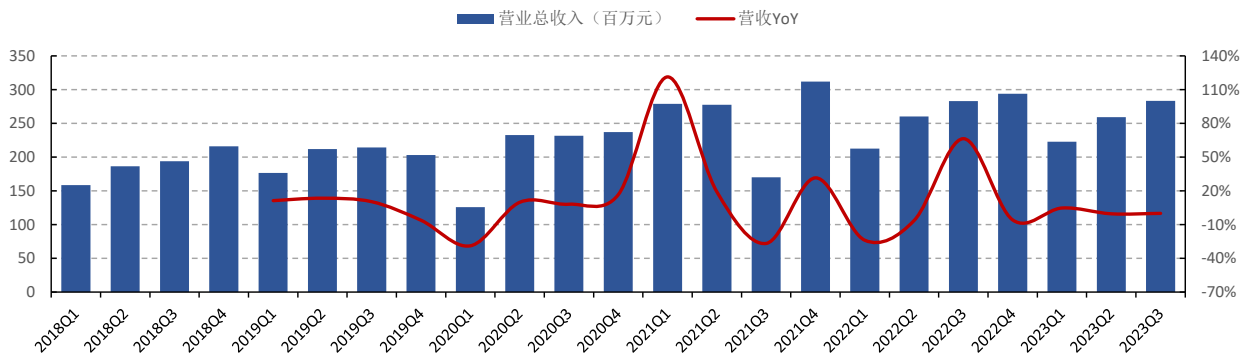
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表9：公司归母净利润（亿元）及增速



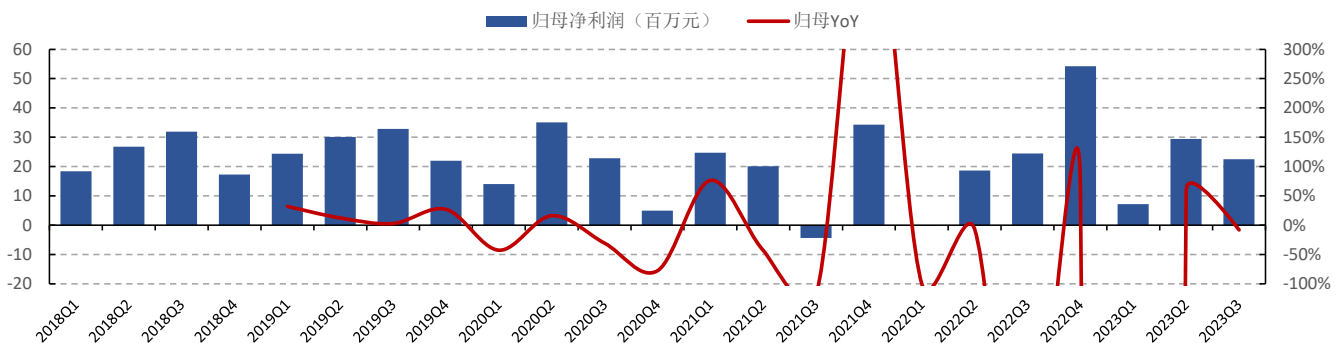
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：公司分季度的营收及增速（百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

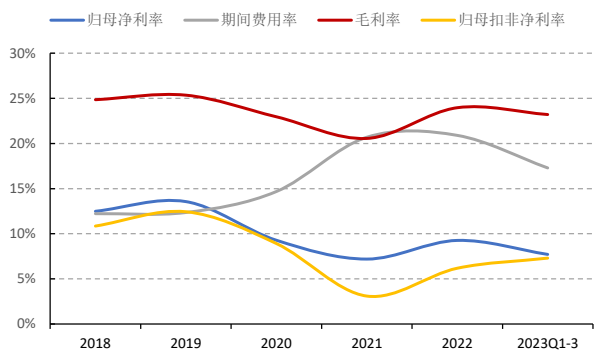
图表11：公司分季度的归母净利润及增速（百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

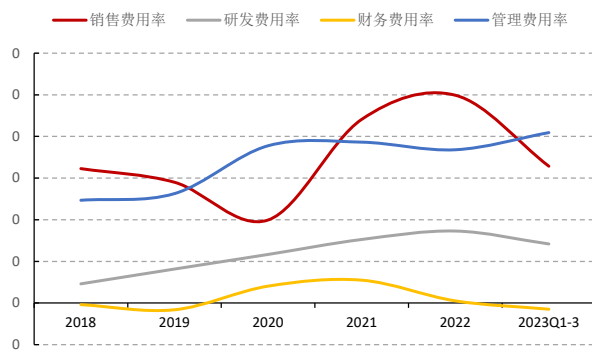
毛利率略有波动，产品结构升级+降本增效下盈利能力企稳回升。近些年公司毛利率略有波动，主要是受到产能扩张下的折扣费用增加、产品结构变化等影响，2021年公司牙刷和湿巾产能释放，毛利率下滑至20.56%，随着产能逐步释放，以及公司布局毛利较高的口腔护理新品类，2023Q1-Q3毛利率快速回升至23.21%，同比增加0.75pct。费用端来看，公司在22H2开始注重降本增效并对自主品牌的营销费用投放力度有所克制，2023Q1-Q3销售费用率同比减少4.76pct至6.57%。同时公司注重新品研发，研发费用率逐年提升由2018年的0.92%增加至2023Q1-Q3的2.84%，在销售费用优化的大幅影响下，2023Q1-Q3期间费用率同比下降4.8pct至17.29%。在毛利率提升和费用率优化的带动下，2023Q1-Q3公司净利率同比提升2.02pct至7.72%。

图表12：公司的毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表13：公司期间费用率变动情况



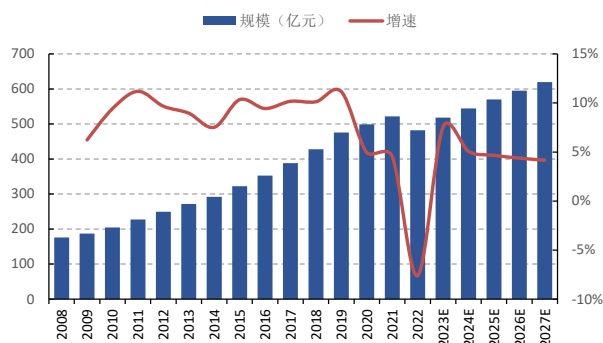
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 二、口腔护理行业：空间广、需求多元，代工企业顺势而为

### (一) 品牌端：量增切换至价增，细分赛道机会大

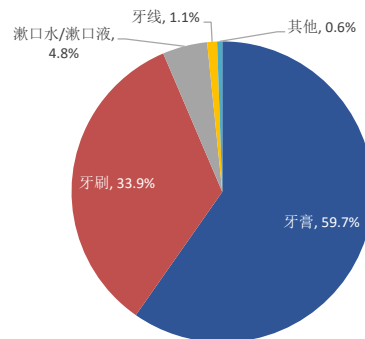
口腔清洁护理用品市场规模达到500亿，行业低个位数平稳增长。我国口腔清洁护理用品行业市场规模呈现逐年增长趋势，2017-2021 CAGR为7.65%。2021年我国口腔清洁护理用品行业市场规模同增4.56%至521亿元，其中牙膏、牙刷占比在59.7%/33.9%。2022年受疫情影响，行业略有下滑至482亿元，预计未来将保持5.2%的增速，2027年市场规模将达到620亿元。未来行业的增长驱动主要来自人均口腔支出的增加：1) 目前人群渗透率较高，但刷牙频次存在提升空间；2) 牙膏的复合功效、牙刷的联名IP设计和刷头的技术升级带来的件单价的提升；3) 新兴品类带来的创新需求。

图表14：中国口腔清洁护理用品市场规模



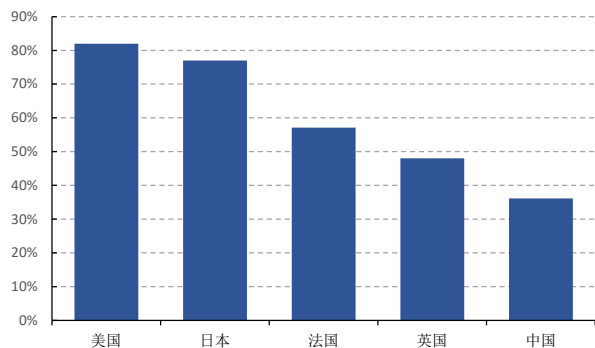
资料来源：欧睿，太平洋证券整理

图表15：2021年我国口腔清洁护理用品产品结构



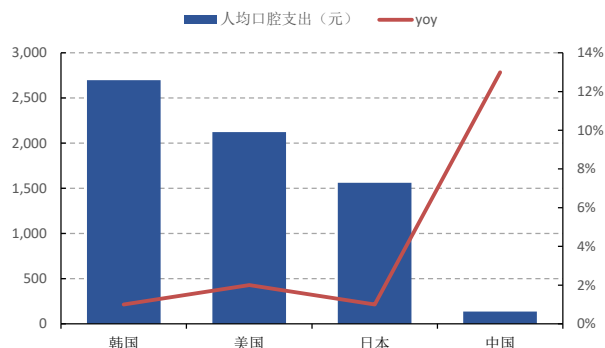
资料来源：登康口腔招股说明书，太平洋证券整理

图表16：各国2次及2次以上刷牙人口占比



资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表17：中国人均口腔支出存在较大的提升空间

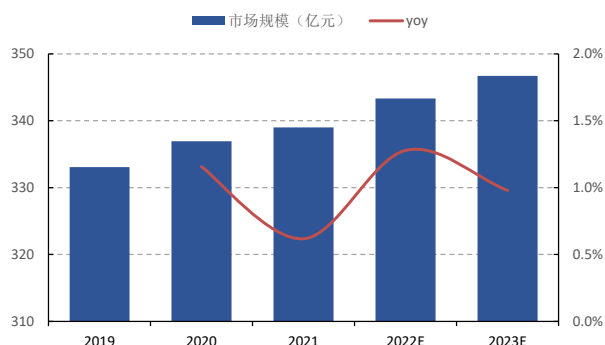


资料来源：《2021年天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》，太平洋证券整理

**传统品类增速放缓，由过去的量增切换至价增。**根据尼尔森数据，2019-2021年牙膏行业市场规模增速保持在1%左右，预计未来继续保持1%左右的增速，2023年的市场规模将达到347亿元。同样牙刷行业的销售额近3年略有下滑。牙刷牙膏行业整体增速有所放缓，增长动能切换，由过去渗透率提升带来的量增切换至产品升级迭代带来的价增。**我们认为价增驱动来自于：1) 牙膏：复合功效驱动单价向上**，随着消费者保护牙齿的意识逐渐增强，对产品功能性的要求提升，新成分牙膏如酵素美白牙膏、益生菌牙膏等定价普遍偏高，成分和细分功能带动牙膏均价持续向上；其中牙龈护理类以云南白药为代表，美白类以舒客为代表，抗敏感类以冷酸灵和舒适达为代表，牙膏品牌在细分功能赛道深耕并成功打造品牌的消费者心智。根据各品牌天猫旗舰店的牙膏单价可以看到，产品单价的上限较高，主要是由复合功效成分+外观设计带来的。**2) 牙刷：材质升级、技术工艺升级以及IP联名等**，比如采用进口刷丝替代国产刷丝、更多使用环保材质，或者

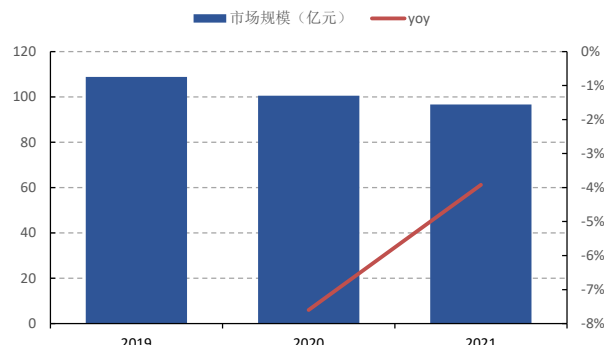
采用无铜植毛技术替代传统植毛，或通过 IP 联名的形象提高产品附加值等。

图表18: 牙膏行业市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 欧睿, 太平洋证券整理

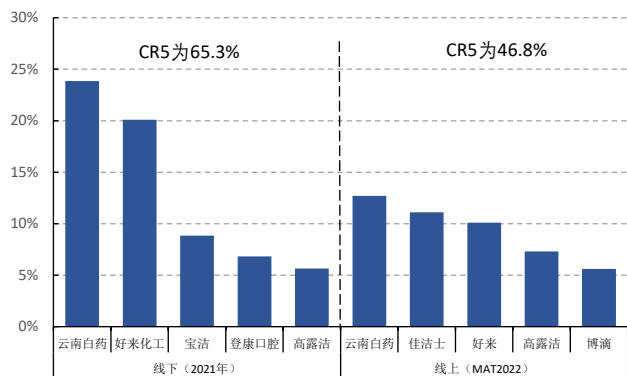
图表19: 2019-2021 年牙刷全渠道销售额 (亿元)



资料来源: 登康口腔招股说明书, 太平洋证券整理

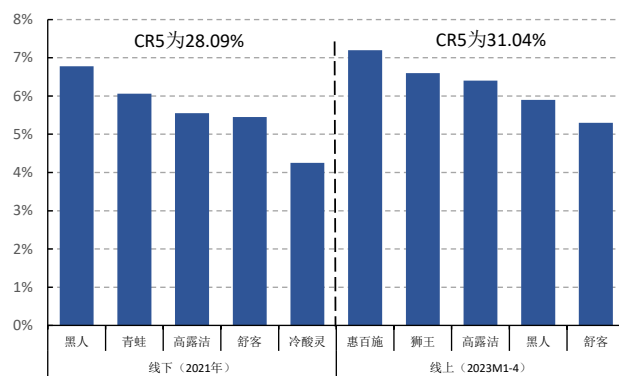
线下渠道壁垒深厚, 线上竞争激烈; 牙刷集中度较高, 头部品牌份额领先; 牙刷集中度较低, 呈现你追我赶局面。牙膏牙刷作为传统品类, 深耕线下渠道多年, 目前线下渠道占比仍在 70%+, 由于线下渠道需要前期大规模资金投入做好渠道铺设, 传统品牌的壁垒深厚, 新锐品牌难以突围; 线上渠道的竞争较为激烈, 尤其随着直播电商的兴起, 线上提供直接触达消费者、多元内容营销等方面, 为新锐品牌提供快速起量机会。分品类来看, 1) 牙膏集中度较高, 线上/线下 CR5 分别为 65.3%/46.8%, 线下头部品牌份额领先明显, 线上竞争激烈, 份额差距被拉小; 2) 牙刷线上线下的集中度不大差距且未出现明显领先的头部品牌, 我们认为主要是各品牌牙刷的差异性不大, 消费者对牙刷的品牌粘性和忠诚度不高。

图表20: 牙膏分渠道的市场集中度



资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券整理

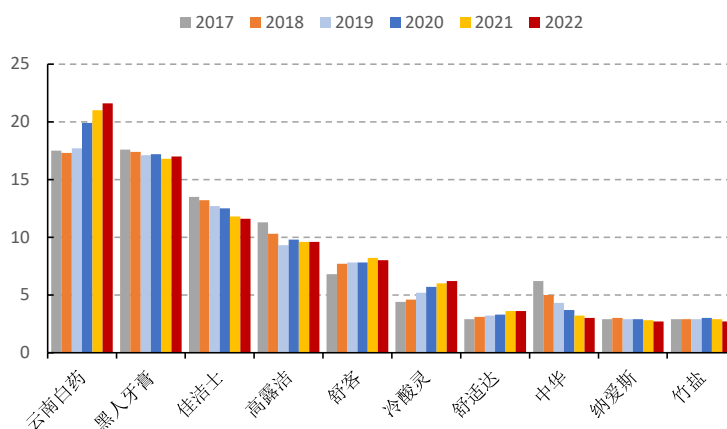
图表21: 牙刷分渠道的市场集中度



资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券整理

各品牌份额出现明显分化，渠道根基扎实且灵活的国货品牌逆势向上。云南白药、冷酸灵和舒客等国货品牌份额稳步提升，佳洁士、中华等外资品牌及长尾小品牌份额逐渐收缩。我们认为出现分化的原因：**(1) 线下渠道根基扎实**：疫情后 KA、商超等线下场所的流量回落，对品牌经销和分销体系产生冲击和挑战，线下渠道更考验品牌的深度分销能力，外资品牌的竞争力有所弱化；**(2) 把握新兴渠道带来增量市场**，面对直播电商等新兴渠道和新的营销方式，国货品牌反应迅速，快速布局新兴渠道把握流量红利的企业有望进一步获取市场份额；**(3) 市场洞察完成产品功效性升级**：需求端多元化和细分化的背景下，后疫情时代下国货品牌更能了解本土市场消费者需求，持续推出契合消费者需求的产品，把握消费者心智和维系用户粘性。

图表22：牙膏行业分品牌的市场份额变化

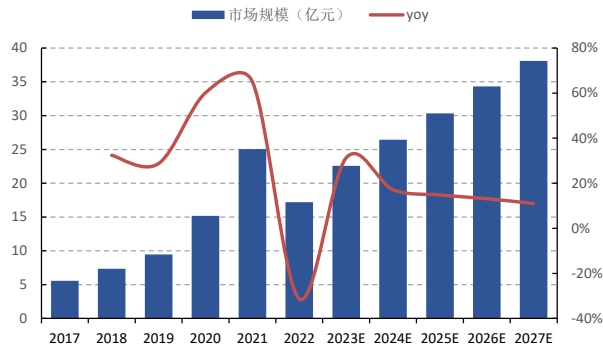


资料来源：欧睿，太平洋证券整理

**新兴品类增速快，处于渗透率提升阶段。**近年来，口腔护理用品行业新品类不断推出，比如漱口水能够帮助人们随时清新口腔、防治牙周疾病等，牙线可以去除相邻牙齿嵌塞的食物、防止牙齿龋坏的发生；同时推出牙线棒更适合新手使用。根据欧睿数据，2022年漱口水市场规模35.4亿元，2017-2022年行业CAGR为25.3%，其中量/价CAGR分别为24.3%/1%，处于以量增为主的渗透率提升阶段。

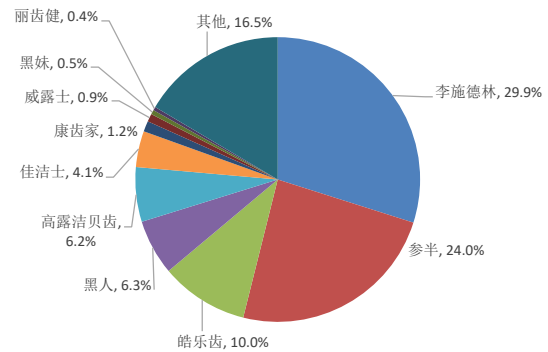
**功能和可选属性更强，细分品类多且格局较为分散，呈现出品类专注化的倾向。**从行业属性来看，新兴品类的功能属性较强，主要用于解决消费者生活场景中的碎片化痛点，提升生活质量，可选属性更强，随着中国消费主力的年轻化带动消费市场对新品类接受度提升、消费升级与懒人经济的共同催化下，消费者对产品品质、易用性、健康性等需求日渐高涨。同时细分品类也相对更多，品牌格局偏于分散，呈现出品类专注化的倾向。

图表23：漱口水市场规模及增速



资料来源：欧睿，太平洋证券整理

图表24：2022年漱口水/液的CR5为76.4%



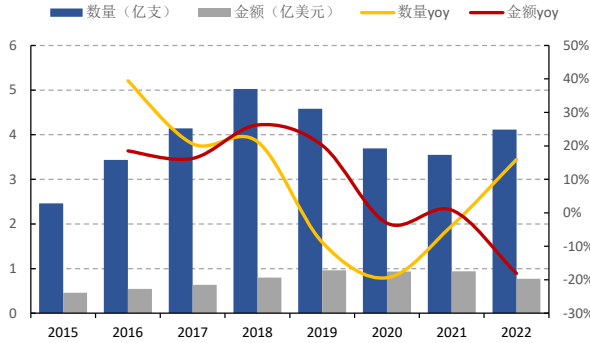
资料来源：欧睿，太平洋证券整理

## (二) 制造端：顺势而为，优质 ODM 有望充分受益

我国是世界上最大的牙刷出口国和生产国之一，牙刷 ODM 企业格局较为分散，倍加洁的牙刷出口份额不到 3%。2022 年全年出口牙刷（含齿板刷）9.6 亿美元，出口数量 65.9 亿支，分别增长 29.37%及 27.38%，我国牙刷进出口保持着贸易顺差地位。目前牙刷生产企业有近千家，其中江苏扬州的杭集镇作为中国牙刷之都，有 4000 多家牙刷企业，其中成规模的牙刷企业 82 家，年销售额亿元以上的有 23-25 家。年产牙刷 75 亿支，产量占据国内市场的 60%，占全球市场的 40%，聚集众多牙刷生产企业，产业集群效应下产业链完善、成本优势显著。头部口腔护理品牌通常选择合作具备规模优势的 ODM 尝试来保证供应的稳定性。

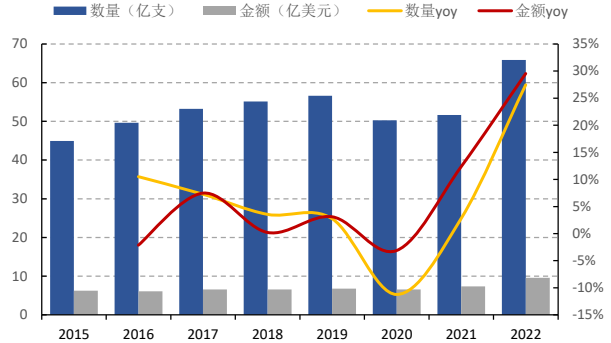
目前牙刷 ODM 企业中，高露洁三笑、倍加洁、三椒口腔、扬州三峰、晨洁日化等企业的产能份额较高，其中高露洁三笑为高露洁的全资子公司，其产能占高露洁全球供应链的 55%。倍加洁牙刷代工分为国内代工和海外代工，根据我们测算，22 年国内牙刷代工的市场份额（按国内牙刷消费的出厂口径）约为 13%，海外牙刷代工的市场份额（按牙刷出口金额）约为 2.8%。

图表25：我国牙刷进口金额及数量



资料来源：海关总署，太平洋证券整理

图表26：我国牙刷出口金额及数量



资料来源：海关总署，太平洋证券整理

图表27：我国牙刷 ODM 企业的产能和产值情况

企业	代工品牌	自有品牌	牙刷产能	产值
高露洁三笑	—	高露洁	14亿支+	—
倍加洁	云南白药, 冷酸灵, 舒客, 屈臣氏, 纳爱斯等	倍加洁	6.72亿支	4亿元+
三椒口腔	云南白药, 青蛙王子等	三椒, 怡雪	4亿支牙刷	—
扬州三峰	云南白药、舒克、冷酸灵、丹尼斯、家家悦、贵州合力、名创优品、屈臣氏、调色师、Baby care、年糕妈妈、兔头妈妈、欧尚、屈臣氏(全球)、麦德龙等	—	约4亿支	3亿元+
晨洁日化	沃尔玛全球、山姆会员店、家乐福、华润万家、北京华联、LOTTE MART (乐天玛特)、美特好等	晨洁、爽博士	2亿支+	—

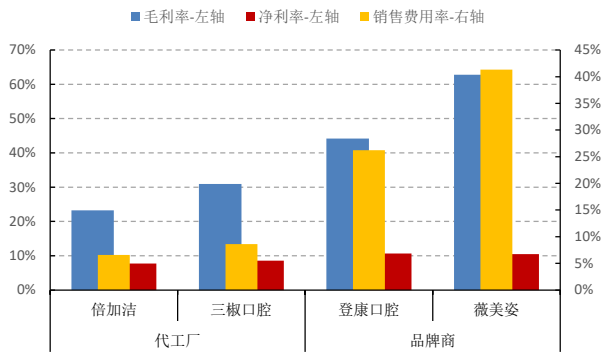
资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

产业链角度来看，品牌商的毛利率（40%-45%）要明显高于代工厂（25%-30%），净利率水平两者相差不大，主要系品牌商需要投入海量的资源去做品牌和渠道，尤其是近些年电商渠道流量成本上行下，压低品牌商的盈利能力；最终品牌商（10%-11%）和代工厂（8%-9%）的净利率差距不大。价值链角度来看，从制造商出厂价到终端零售的加价倍率在 6.5-7 倍，其中线下经销商渠道层级较多，包括经销商、分销商和零售商，渠道商在产业链中占据的价值量最大，品牌商在产业链中附加值最高。

市场存在 3 倍增长空间，集中度有待提升，绑定优质品牌商的头部代工企业有望充分受益。目前我国牙刷行业终端零售的规模在 90-100 亿元，按照我们测算的 6.5-7 倍的加价倍率计算出厂价口径的规模在 15 亿元左右；如果按照专业机构的建议，3 个月换一次牙刷，中国市场的年总需求约为 56 亿支，全球市场约为 320 亿支，按照 1 元/支的出厂价计算，对应中国/全球的牙刷行业的市场空间（出厂口径）为 56 亿/320 亿元，市场存在 3 倍增长空间，集中度有待提升。

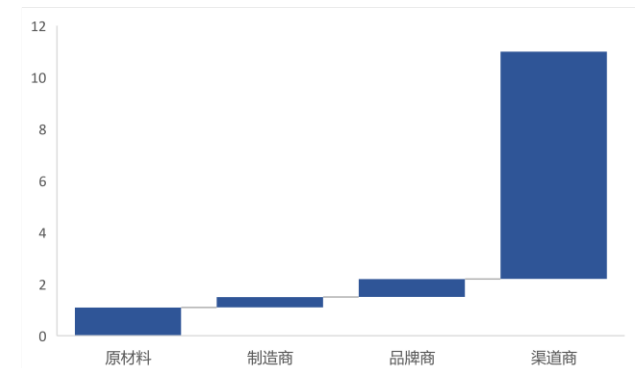


图表28：口腔护理行业主要企业的盈利能力情况



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理，注：倍加洁和登康口腔为23Q1-3数据，三椒口腔为2018年数据，薇美姿为21Q1-Q3的经调整净利率数据

图表29：口腔护理行业产业链的价值分布情况(以牙刷线下渠道为例)



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

### 三、核心竞争力：规模、研发、客户共筑公司成长护城河

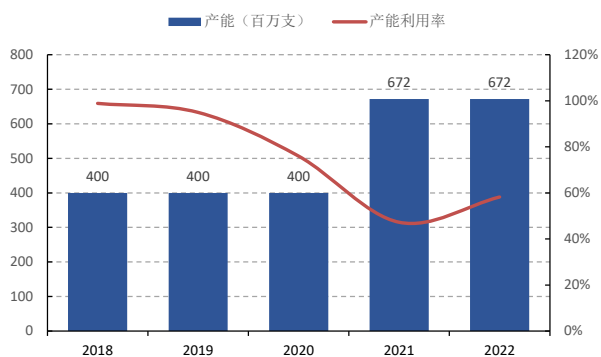
#### (一) 供应链优势：产能足产销高，成本传导下游顺利

**产能足，产销率高。**(1) 产能方面，2021年公司募投的产能扩张项目落地，牙刷产能由过去的4亿支/年提升至2021年的6.72亿支/年，湿巾产能由2018年的27亿片/年提升至2022年的180亿片/年。

(2) 产能利用率方面，产能扩张前，公司接近满产状态，牙刷和湿巾的产能利用率接近100%，产能扩张后产能利用率有所下滑，其中牙刷的产能利用率在21年达到47.2%，随着下游客户的订单需求增加和新客户的拓展，22年产能利用率提升至58.2%；湿巾的产能利用率在21年为103.5%（产能为70亿片），主要系海外受疫情影响对消毒湿巾的需求增加，22年消毒湿巾的订单回落，产能利用率下降至24%（产能为180亿片）。

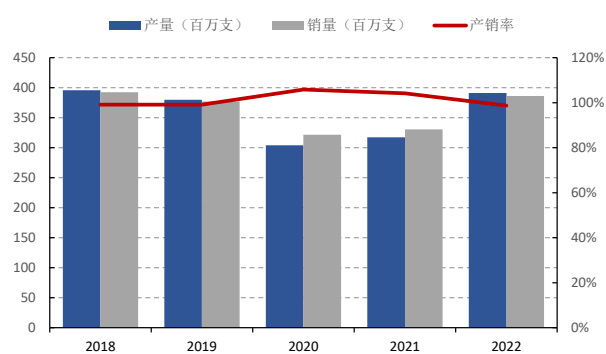
(3) 产销率方面，公司采取“以产定销”的经营方针，根据上月产销情况灵活调整本月生产计划，牙刷和湿巾产销率均维持在较高水平。在质量控制体系方面，公司与外部加工厂建立合作关系，订单旺季可通过外协加工解决短期产能不足问题。

图表30：牙刷的产能及产能利用率



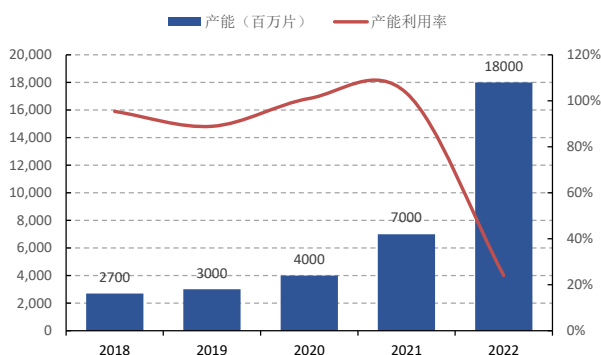
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表31：牙刷的产销率



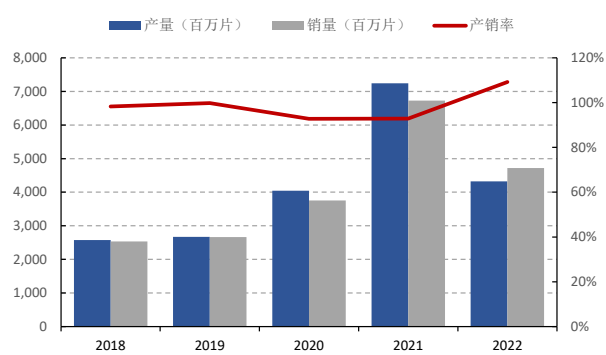
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表32：湿巾的产能及产能利用率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表33：湿巾的产销率

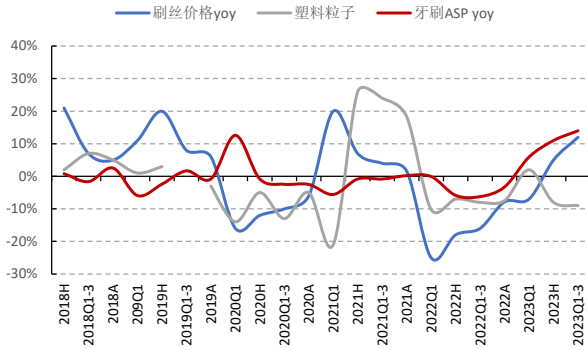


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**成本管控能力强，产品 ASP 变动与原材料价格变动趋同。**1) 牙刷的主要原材料为刷丝和塑料粒子，2020-21 年牙刷 ASP 的变动较原材料价格变动略有偏离或滞后；22 年起牙刷 ASP 的变动与原材料的价格变动趋同，表明公司在成本管控方面的能力逐渐增强，原材料价格向下游传导的能力提高。湿巾的主要原材料为无纺布，湿巾 ASP 变动与无纺布价格变动趋势基本一致。

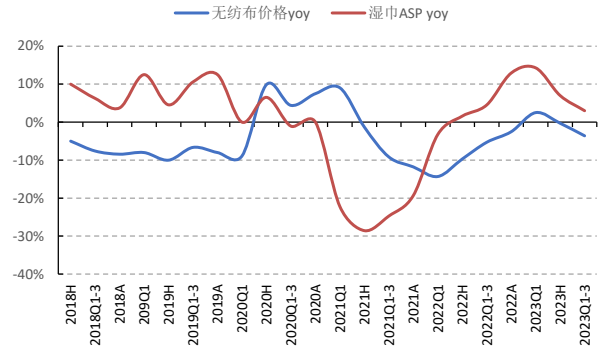
23Q1-3 刷丝/塑料粒子价格变动分别为+12%/-9%，牙刷 ASP 变动为+14%，牙刷 ASP 变动幅度较大主要系产品结构优化；无纺布价格变动为-4%，湿巾价格变动为 3%，价格的变动方向一致。

图表34：牙刷 ASP 与主要原材料价格走势基本一致



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表35：湿巾 ASP 与主要原材料价格走势基本一致



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 技术优势：产品升级迭代，牙刷 ASP 提升

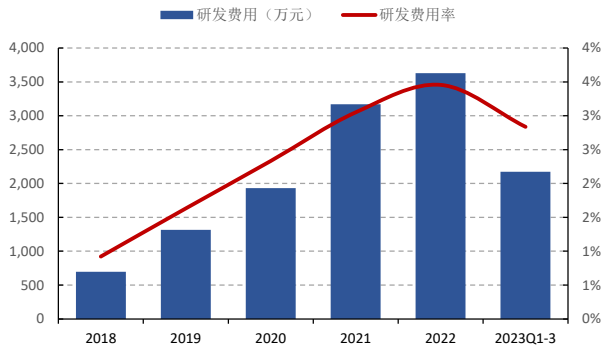
**多项自主专利，模具开发能力强。**公司拥有 200 多名研发技术人员，拥有 220 余项具有自主知识产权的各类专利，形成生产一批、开发一批和储存一批的梯次发展格局，并具备年产 200 套不同模具的能力。2023Q1-Q3 研发费用达到 2172 万元，研发费用率为 2.8%。

**供需共驱，产品结构升级，牙刷 ASP 稳步提升。**公司产品和技术储备丰富，比如无铜片植毛技术，可实现最有差异化的刷毛设计，为客户创造前沿的、差异化的产品，满足知名品牌及跨国公司客户的新品研发需求。2023Q3 牙刷 ASP 同增 18.7%至 1.28 元/支。

**无铜植毛 VS 普通金属植毛：国内无铜植毛技术受生产机器成本限制，尚处于推广初期。**(1) 传统牙刷由于生产工艺限制，刷毛须通过金属片固定，常用金属片为铁、铜、铝；目前国内市面约 95%的牙刷含有金属片（含铜片、铝片、铁片等），每只牙刷都要用到约 20 片。缺点主要是刷毛掉，此外使用一段时间后，铜片生锈会对口腔造成二次污染和伤害。(2) 无铜植毛牙刷是通过热熔的技术将刷毛固定在刷头上，稳固性更强，同时能够从根源上避免金属锈迹所产生的细菌，并使牙刷单孔植毛的密度更高。由于无铜植毛技术的成本较高，目前市场是主要应用在电动牙刷的刷头上。

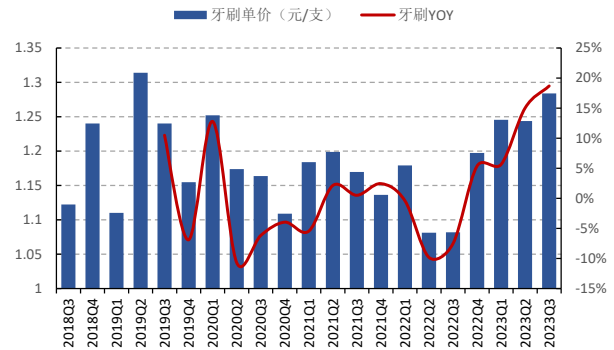
**持续推进自动化项目，实现减员增效。**2022 年，制造中心实施了牙刷理柄机、片剂灌装机设备优化、自动覆膜机等相关项目共计 30 余项，共计减员 171 人；核心产品牙刷计划准期交付能力提升明显，由 2021 年的 74%，提升至 91%。

图表36: 公司的研发费用(万元)及研发费用率



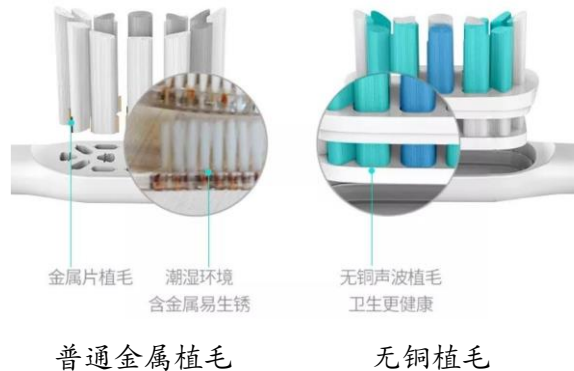
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表37: 公司牙刷 ASP 变动情况



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表38: 普通金属植毛 VS 无铜植毛

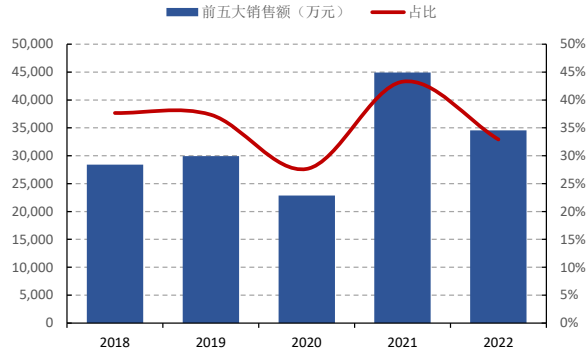


资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券整理

### (三) 客户优势: 深度绑定优质品牌客户, 并积极拓新客

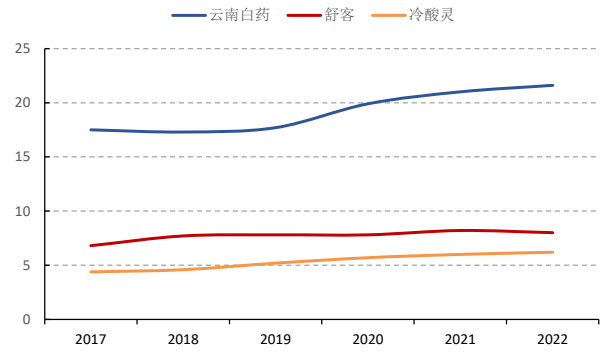
绑定优质品牌客户, 积极拓新客, 前五大客户销售额占比在 33%。公司成立以来, 开发并积累了一批优质客户资源, 并与之保持了长期稳定的合伙关系。1) 口腔护理产品方面, 公司与重庆登康口腔、薇美姿实业、云南白药、屈臣氏等重点客户建立了合作关系; 2) 湿巾产品, 公司与 Medline、CARDINAL HEALTH 等客户建立了合作关系。2022 年前五大客户销售额同比下滑 23%至 3.46 亿元, 下滑主要系大客户对消毒湿巾的需求回落。公司与头部大客户合作多年, 大客户的订单量较大且稳定优质, 更换供应商的难度大, 因此前五大客户在公司占有稳定的销售份额, 但公司并未存在过分依赖单一大客户的情况。公司同时积极拓展新客, 近年来先后开发了多个山头客户和优质客户。比如 2022 年新增 4 个山头客户, 2023 年上半年新增了 2 个山头客户。

图表39：公司前五大客户占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表40：品牌客户的市占率逐年提升



资料来源：欧睿数据，太平洋证券整理

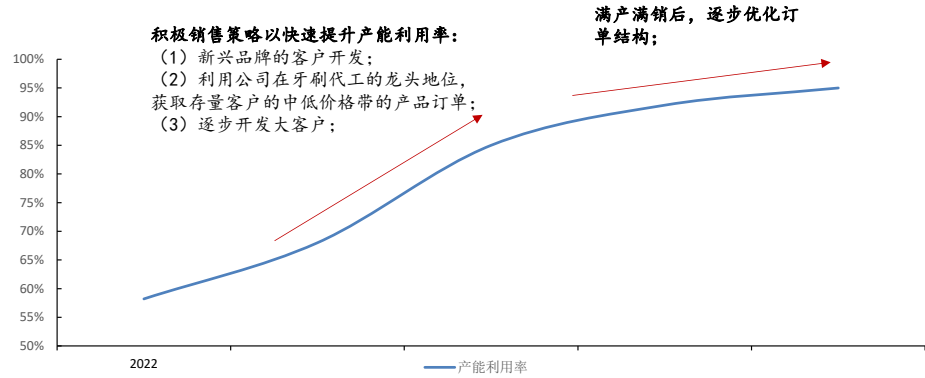
## 四、未来成长驱动：内生外延并进，加快布局口腔大健康

### (一) 内生：主业稳健，挖掘新兴细分赛道贡献增量

#### 1、口腔护理业务：稳住牙刷基本盘，挖掘新兴细分赛道贡献增量

牙刷基本盘稳健，积极的销售策略加快产能爬坡。2022 年公司牙刷的产能/产量分别为 6.72/3.91 亿支，产能利用率仅为 58.2%。目前存在富余产能关注下游的订单/销量的增长：1) 顺应重点客户的成长，订单稳步增长；目前牙刷行业量增在低单位数，但公司的品牌客户份额稳步提升，未来有望借助重点客户的成长获得订单的增长；2) 拓展存量客户的低价格带产品订单，以快速提高产能利用率：过去倾向于主动与中高端客户合作高端产品线；在产能布局到位后，通过拓展存量客户中的产品线，获得订单以快速提高产能利用率；3) 优质客户合作，产品结构升级带来 ASP 的增长。公司积极拓展大客户，在 2021 年和 2022 年分别与宝洁、狮王两大集团开展合作，一方面大客户的订单量稳定有望持续贡献收入增量；另一方面大客户品牌背书利于公司继续获得优质订单。我们认为公司在产能布局到位后的思路清晰，产能爬坡阶段采取积极的销售策略获得订单量的快速增长，可能会带来整体 ASP 的波动；满产满销后，再逐步优化订单结构。

图表41：公司牙刷产能的销售策略

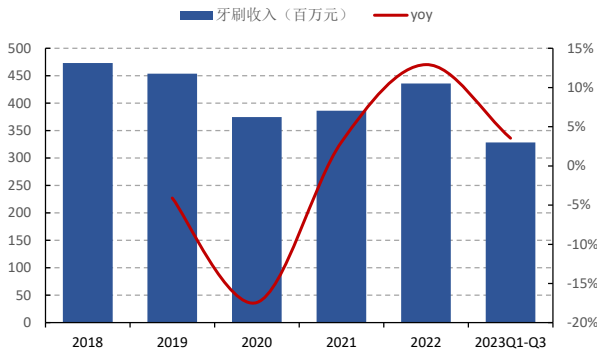


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**量增：**2023Q1-Q3 牙刷收入同比增长 3.5%至 3.28 亿元，其中主要来自 ASP 的增长；23Q3 牙刷增速有所放缓主要受海外品牌客户去库存导致的订单量减少影响。根据我们测算，考虑到更换模具时可能会带来部分效率损失，假设当产能利用率达到 90%即为满产，ASP 在 1.1-1.2 元/支的水平，预计未来牙刷代工业务能够贡献 6.7-7.3 亿的收入。

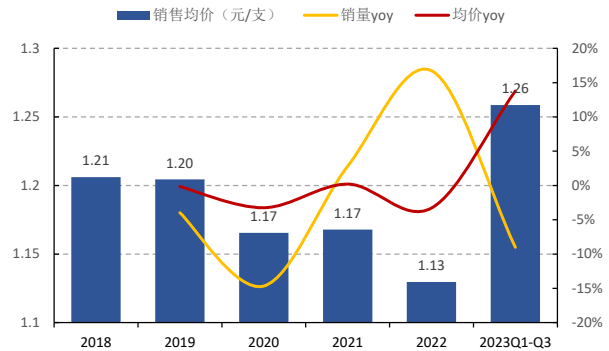
**价增：**牙刷同样可以通过外观设计和技术升级等方式来提升产品的单价，比如外观上通过丰富色彩设计、卡通 IP 联名等，产品上通过刷头的宽度、刷毛的密度等，技术升级为无铜植毛技术等。

图表42：公司牙刷业务的收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表43：公司牙刷的销量和均价增速拆分



资料来源：欧睿数据，太平洋证券整理

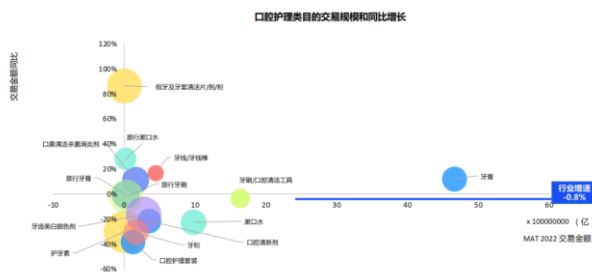
图表44：公司牙刷代工业务的收入预测（基于现有产能规模和ASP）

	2022年	测算结果	假设
产能 (亿支)	6.72	6.72	假设公司未来不再对牙刷产线进行扩产
产量 (亿支)	3.91	6.05	
产能利用率	58.2%	90.0%	考虑到更换不同模具存在部分产能损失，假设满产时产能利用率为90%
销量 (亿支)	3.86	6.05	
产销率	98.7%	100.0%	假设产销达到100%
ASP (元/支)	1.13	1.1-1.2	
ASP yoy	-3.3%	—	假设ASP在1.1-1.2元/支
收入 (亿元)	4.36	7.7-8.9	
代工占比	90.0%	90.0%	假设牙刷业务中代工:自有品牌=9:1
牙刷代工业务收入	3.92	6.7-7.3	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

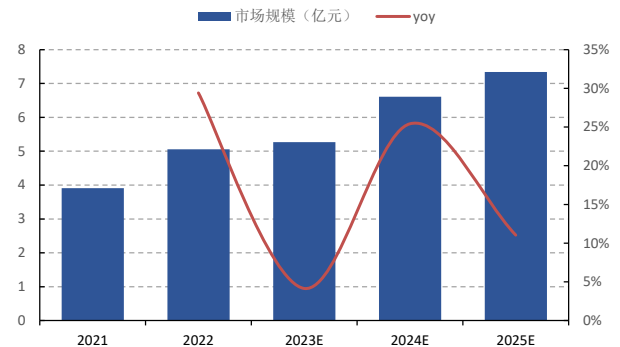
敏锐洞察行业新趋势，技术和产品储备帮助公司快速切入新兴细分赛道，丰富产品品类。近些年在口腔护理行业中涌现出许多细分品类，比如牙线签、牙线、漱口水、口喷等，其中牙线签和牙线在22年的交易额增速排在细分品类第三。细分赛道增速较快，容易出现龙头分据、在各自赛道一家独大的局面，比如牙线在线上渠道的CR3达到41.4%，其中头部玩家小鹿妈妈的份额由2021年的15.9%快速提升至2023M1-5的28.2%。公司凭借丰富的产品储备和技术储备快速切入，且深度绑定细分赛道的头部大客户，凭借先发优势占领细分赛道，细分品类终端的快速放量增厚公司的收入和利润。根据我们计算，2023Q1-Q3其他口腔护理产品（除牙刷）同比增长15%至1.92亿元，在营收的占比达到25%。

图表45：口腔护理行业细分品类的增速



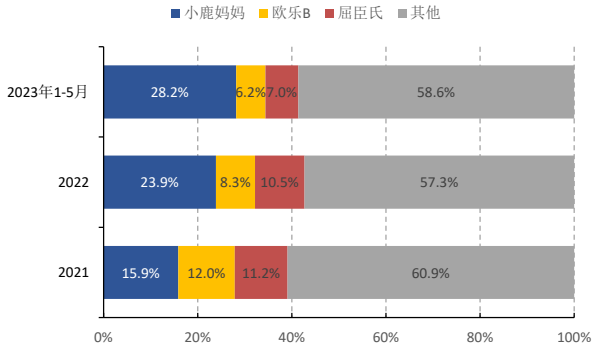
资料来源：蔚云科技

图表46：牙线行业线上销售情况及预测



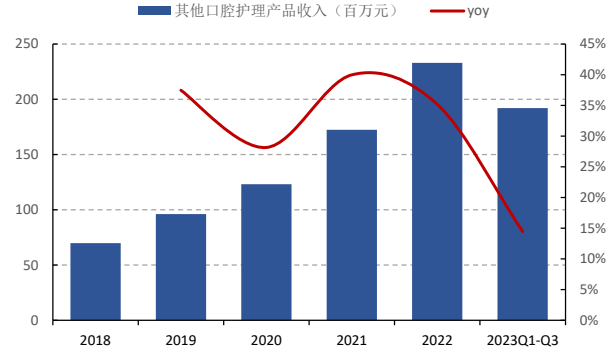
资料来源：艾媒咨询，太平洋证券整理

图表47：牙线行业的线上渠道 CR3 为 41.4%



资料来源：艾媒咨询，太平洋证券整理

图表48：公司其他口腔护理产品收入快速增长



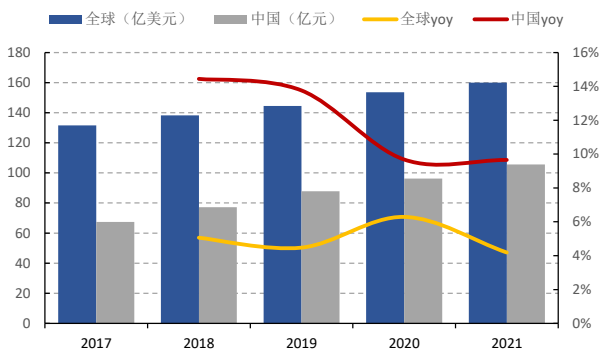
资料来源：艾媒咨询，太平洋证券整理

## 2、湿巾业务：顺应行业发展，稳老拓新以提升产能利用率

我国湿巾市场增速 (9.7%) 高于全球平均水平 (4.2%)。根据中国产业用纺织品行业协会的数据显示，2021 年全球湿巾行业市场规模为 159.98 亿美元 (同期 153.56 亿美元)，同比增长 4.2%。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。国内方面，2021 年我国湿巾行业市场规模为 105.6 亿元 (同期为 96.30 亿元)，同比增长 9.7%。

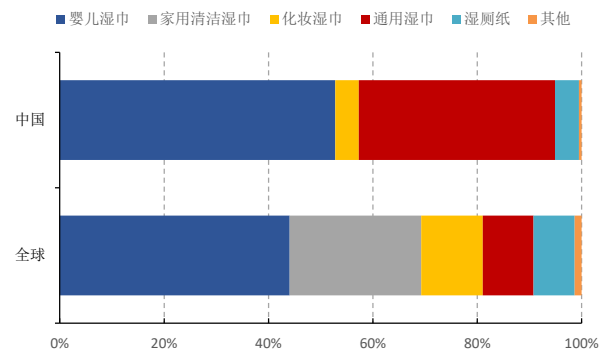
我国湿巾渗透率低，未来增长空间大。2020 年，美国人均湿巾消费额为 106.05 元，我国人均湿巾消费额仅为 6.28 元，仅为美国的 1/17。未来随着居民收入增加，健康意识的增强，消费者生活质量提高和卫生习惯的养成，对一次性卫生用品要求越来越高，湿巾逐渐成为人们的日常生活必需品。

图表49：全球和中国湿巾市场规模及增速



资料来源：华经情报网，太平洋证券整理

图表50：2021 年全球和中国各类湿巾消费占比



资料来源：华经情报网，太平洋证券整理



国内湿巾市场以外资品牌为主，生产企业数量众多。我国湿巾行业全国性品牌不多，主要以知名外资品牌为主。同时我国湿巾行业市场化程度较高，湿巾生产企业数量众多，但多数企业规模较小。外资品牌商通常选择湿巾行业具有丰富经验、研发实力雄厚的专业制造商采用 ODM/OEM 模式生产湿巾产品，自身则专注于品牌的宣传推广、维护和运营。因此形成了品牌商专注于品牌的维护与宣传推广、专业制造商专注于产品的研发生产的行业格局，我们认为从制造业的角度，品牌商寻找代工厂是基于利益最大化的原则，专业的事由专业的人来做，将自身的资源放在更具有优势的环节。

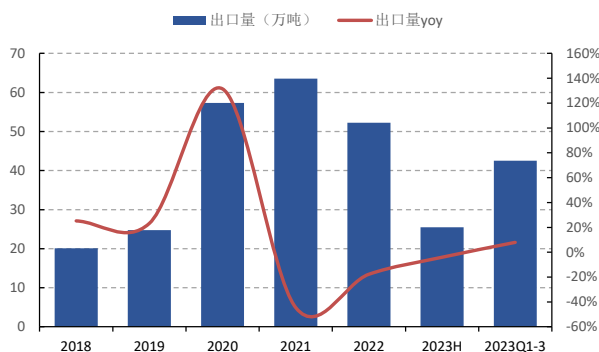
2020 年海外受疫情影响对消毒湿巾的需求剧增，湿巾出口量同比增长 131%至 57.33 万吨。此后需求回落，经过 2021-2022 年的调整，湿巾出口量的降幅逐年收窄，2023 年前三季度的湿巾出口量转正，同比增长 7.88%至 42.51 万吨。目前国内头部的湿巾代工企业主要有杭州国光（诺邦股份的控股子公司）、倍加洁、洁雅股份等企业。

图表51：国内主要的湿巾生产商的产能及产量情况

公司简称	2015年湿巾出口量排名	2016年湿巾出口量排名	2017年湿巾出口量排名	目前产能	2022年产量
杭州国光	1	1	1	——	——
倍加洁	3	2	2	180亿片	43亿片
洁雅股份	2	3	3	144亿片	100亿片

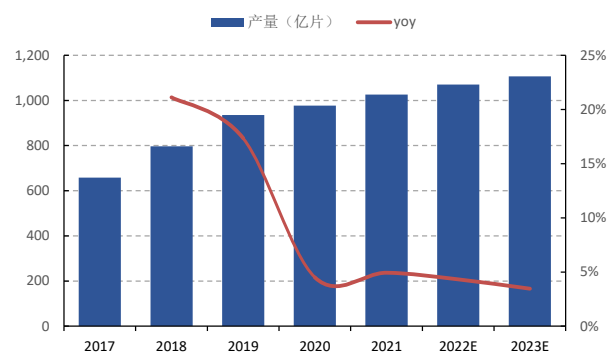
资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表52：我国湿巾市场规模及增速



资料来源：生活用纸杂志，太平洋证券整理

图表53：2017-2023 年我国湿巾产量现状及预测

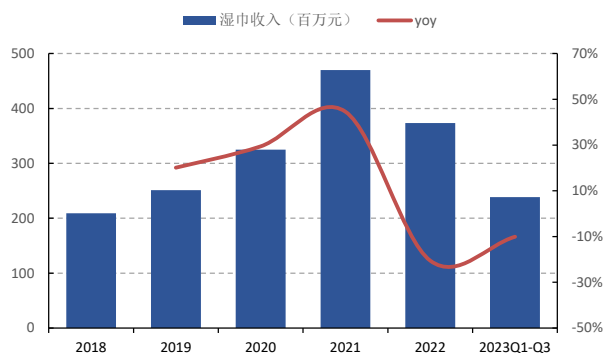


资料来源：观研网，太平洋证券整理

19 年的湿巾制造经验，2018-22 年湿巾收入 CAGR 为 16%。公司在拥有 19 年湿巾制造的专业

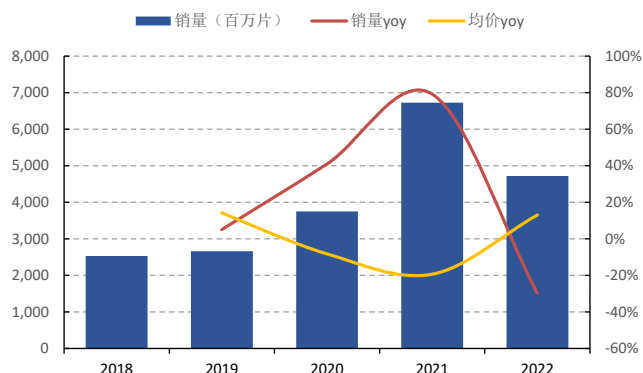
经验，研发团队在技术领域深耕并不断创新，湿巾产品覆盖范围广泛，现有产品包括婴儿湿巾、卸妆洁面湿巾、杀菌卫生湿巾等。公司的湿巾产品出口量长期位于国内前列，同时也是美国医疗市场湿巾的主流供应商之一，与 Medline、CARDINAL HEALTH 等客户建立了合作关系。2023Q1-Q3 湿巾业务收入同比下滑 10.1% 至 2.39 亿元，主要受到海外消毒湿巾订单回落和高基的影响。我们认为公司湿巾产品储备丰富，同样有能力抓住细分品类需求快速增长带来的机会。

图表54：公司湿巾业务的收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表55：公司湿巾的销量（百万片）及增速



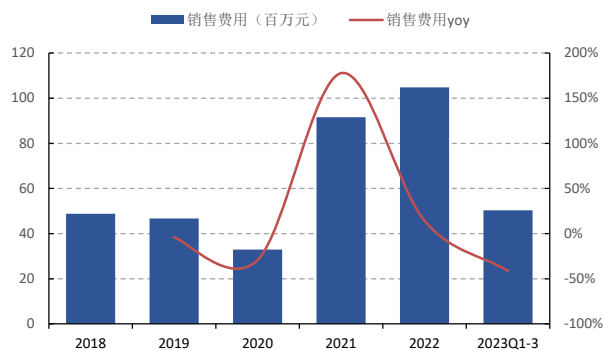
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 3、自有品牌团队调整中，蓄势待发

公司自 2020 年布局自主品牌，2021 年注册并使用“HEYPERFECT 倍加洁”及“HEYPERFECT”等商标，拉近与广大消费者的距离。营销投放方面，公司在 2021-22 年的销售费用投入较之前大幅增加，销售费用率由 2020 年的 4.0% 提升至 2022 年的 10%，2021 年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。

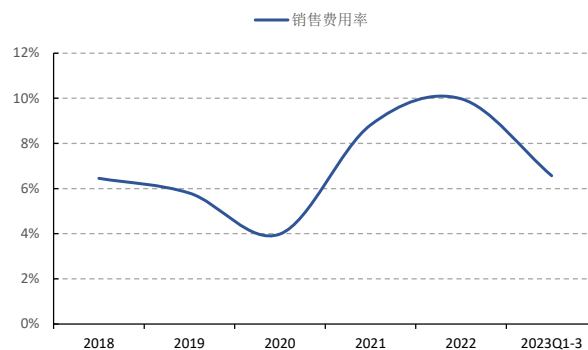
**自主品牌团队调整中，23 年营销投放有所克制。**2023 年 2 月公司发布公告，旗下全资子公司扬州美星口腔护理用品有限公司（“美星口腔”）在杭州设立子公司杭州益倍电子商务有限公司（“益倍电子”），借助杭州良好的电商经营环境，有利于进一步拓展电商销售渠道，培育新的利润增长点，实现公司可持续发展；同时在电商渠道实现品牌露出，有效提升公司品牌的知名度和美誉度，从而提升公司综合竞争力。在 2023 年公司在营销投放方面有所克制，23Q1-Q3 销售费用同比减少 41.3% 至 5000 万，销售费用率同比下降 4.8pct 至 6.6%。目前自主品牌的产品矩阵相对丰富，包括牙刷、牙膏、牙线签、口喷、漱口水等，期待在团队调整完成、品牌营销打法和渠道思路理顺后，自主品牌发力带来的增量贡献。

图表56: 公司的销售费用 (百万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表57: 公司的销售费用率



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

## (二) 外延: 收购薇美姿和善恩康, 拓展业务范围

### 1、收购薇美姿, 加速布局口腔大健康

追加收购薇美姿 16.4967% 股权, 截至 23 年 10 月底已完成股权交割, 倍加洁持有薇美姿的股份达到 32.165%, 成为薇美姿单一第一大股东, 不涉及经营管理权变更。2021 年, 倍加洁子公司倍加洁日化使用自有资金 5500 万元通过沅舒一期基金持有薇美姿 3.125% 股权, 全资子公司南京沅洁出资 2.5 亿元通过沅舒二期持薇美姿 12.6495% 股权。2023 年 2 月倍加洁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% 股权, 交易对价 4.71 亿元。

**交易对价支付方式:** 本次交易金额 47,115 万元, 在付款条件满足后 14 天内支付 20% 股份转让价款, 金额 9423 万元, 在付款条件满足后 240 天内 (即 8 个月) 支付剩余 80% 股份转让价款, 金额 3.76 亿元。截至 23 年 10 月底已完成全部款项支付。

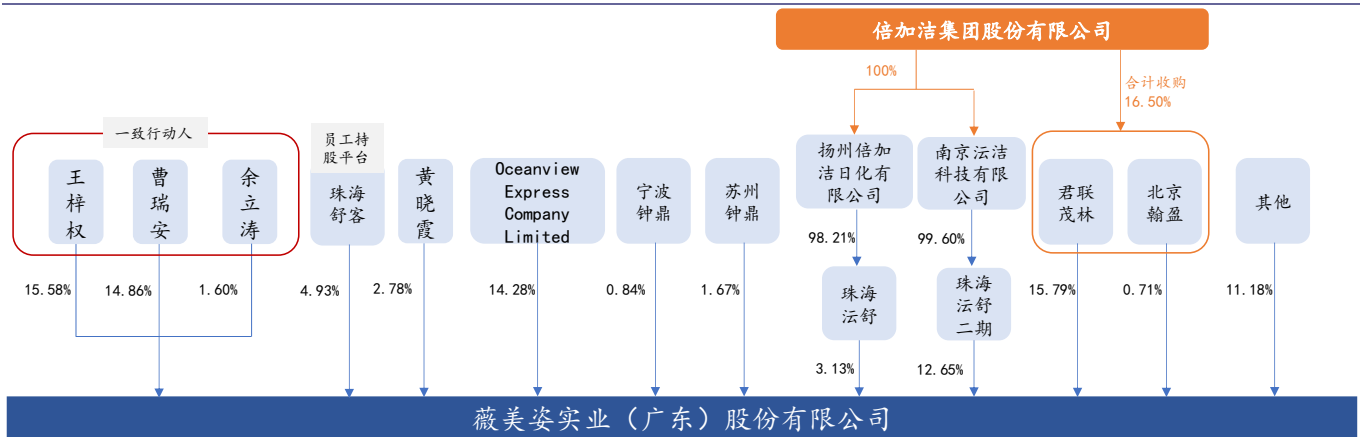
**资金来源:** 截至 22 年末, 公司账面货币资金约 1.3 亿元, 其中闲置资金 1 亿元, 能够支持 20% 款项, 剩余 80% 款项将通过融资支付。截至 2022 年末公司资产负债率 27%, 即使全部以债务融资方式筹措资金, 资产负债率也在 40% 左右, 资产负债结构仍处于合理范围。

**交易对价合理性评估:** 截至 2022 年 9 月 30 日近 12 个月, 薇美姿扣非 PE 倍数为 16.34 倍, PB 倍数为 6.83 倍。可比公司平均归母扣非 PE 倍数为 27.54 倍, 中位数为 26.06 倍; 平均 PB 倍数为 2.21 倍, 中位数 2.09 倍。薇美姿扣非 PE 倍数仅为可比上市公司的 59%, 为其中位数的 62.70%, 较为合理。由于薇美姿属轻资产运营模式, 其 PB 倍数高于可比上市公司也具备较大合理性。

**契合公司“口腔大健康+”的战略发展方向, 有利于强化供应链的协同效应。** 本次股权交割完成后, 倍加洁持有薇美姿股权达到 32.165%, 成为薇美姿单一第一大股东; 薇美姿的一致行动人合计持股 32.04%, 员工持股平台珠海舒客持有股份为 4.93%, 薇美姿的经营管理权并未变更。此次

股权收购符合倍加洁公司定位“口腔大健康+”的战略发展方向，薇美姿是国内领先的口腔护理用品提供商，旗下“舒客”品牌为中国高知名度口腔护理品牌，“舒客宝贝”品牌为中国儿童口腔护理产品市场最知名的品牌及消费者最满意的品牌。倍加洁的优势在供应链领域，专注于 ODM 业务，本次交易有利于进一步提升整个供应链的协同价值，更好地满足消费者的需求。

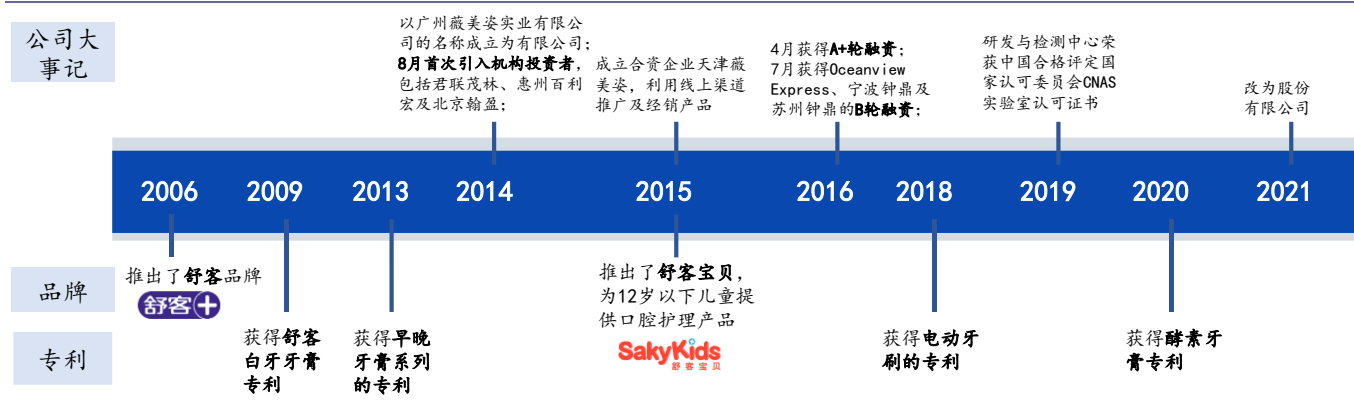
图表58：薇美姿的股权结构（截至 2023 年 11 月 1 日）



资料来源：倍加洁公司公告，薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

薇美姿成立于 2006 年，此前共获得 3 轮融资，2022 年递交港股 IPO。薇美姿的前身 GWPC 公司成立于 2006 年，于当年推出了舒客品牌进行口腔护理产品的研发和销售，2014 年 8 月 2 日以广州薇美姿实业有限公司的名称成立为有限公司，GWPC 在 2016 年 12 月 27 日撤销注册。2014 年薇美姿首次引入机构投资者，获得君联茂林、惠利百利宏、北京翰盈投资 7500 万元，2016 年 4 月再次获得 A+轮 7500 万元融资，2016 年 7 月公司又获得 Oceanview Express、苏州钟鼎、宁波钟鼎的 B 轮融资。

图表59：薇美姿的发展历程



资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

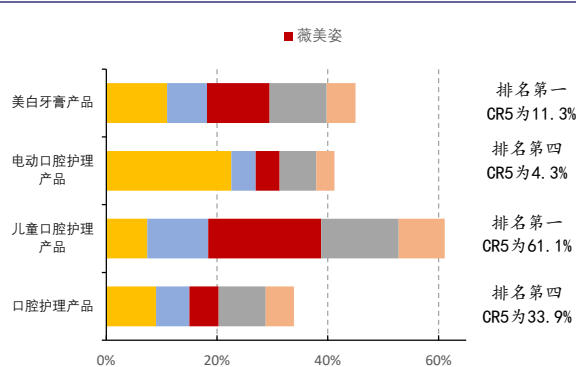
提供一站式的口腔护理产品，卡位美白细分赛道。公司的产品涵盖成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、电动口腔护理及专业口腔护理，旗下拥有舒客和舒客宝贝两大核心品牌，主打产品包括牙膏、手动牙刷、电动牙刷、洗牙器、漱口水、牙线以及其他产品。据弗若斯特沙利文数据，2020年薇美姿在中国口腔护理市场市占率排第四，在儿童口腔护理领域市占率第一，为20.4%，在美白牙膏类目中市占率第一，为11.3%，在电动牙刷类目中市场份额4.3%，排第四。

图表60：薇美姿提供一站式口腔护理



资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

图表61：薇美姿卡位美白细分赛道份额第一



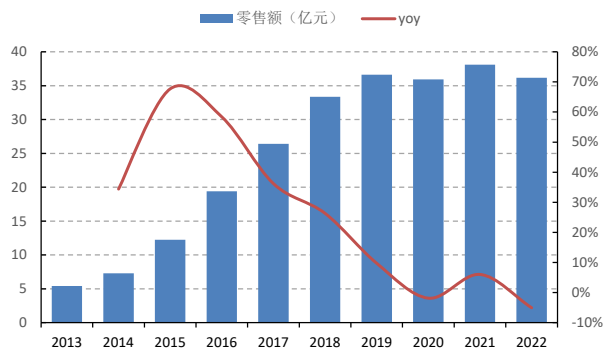
资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

营收和经调整净利润稳步增长。根据欧睿数据中口腔护理行业的市场规模及薇美姿的公司市占率测算，薇美姿2013-17年零售额CAGR为48.5%，2017-22年零售额CAGR为6.5%，公司已经进入稳步增长阶段。2021年营收同比12.2%至18.13亿元，22Q1-Q3营收为12.3亿元，同比基本持平，主要系22年口腔护理行业整体消费需求偏弱（行业同比下滑7.6%）。2021净利润为负，主

要系其他优先权的可赎回注资的账面值变动-57358万元，股权激励-5465万元，上市费用-1077万元，若剔除这部分影响，调整后的净利润（包含政府补助款2391万元）为19338万元。

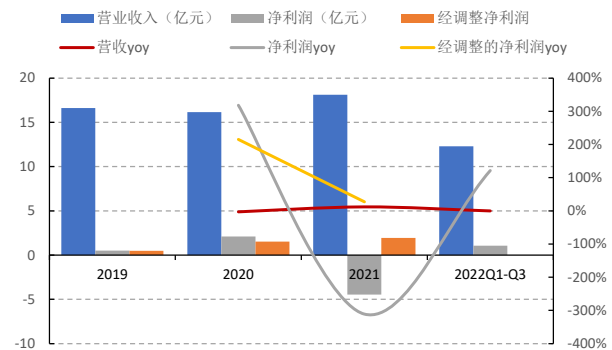
**毛利率和经调整净利率持续提升。**公司2021Q1-Q3的毛利率同比提升5.0pct至62.8%，主要系产品迭代升级和产品组合持续优化。销售费用率略有下降，其中21年加大渠道推广，其中21Q1-Q3的线上渠道推广支出占比为11.9%（同比+2.6pct）；21Q1-Q3管理费用率略有增加主要来自上市相关支出和股权激励费用；21Q1-Q3经调整的净利率同比提升2.8pct至10.5%。

图表62：2013-22年薇美姿零售额（亿元）及增速



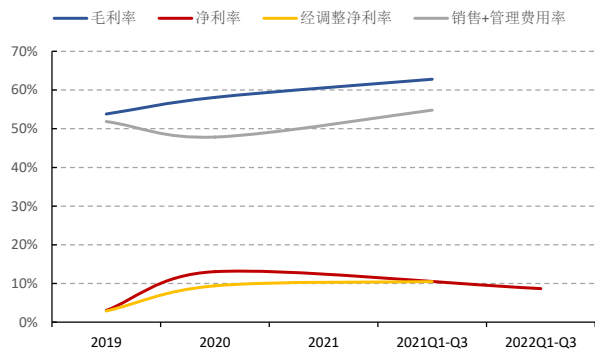
资料来源：欧睿，太平洋证券整理

图表63：薇美姿的收入、净利润（亿元）及增速



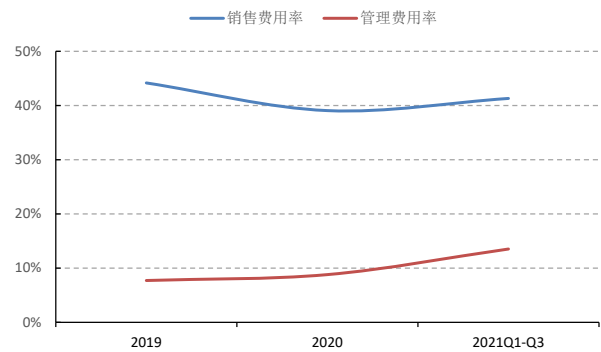
资料来源：薇美姿招股说明书，倍加洁公司公告，太平洋证券整理

图表64：薇美姿毛利率、期间费用率及经调整净利率



资料来源：薇美姿招股说明书，倍加洁公司公告，太平洋证券整理

图表65：薇美姿的销售和管理费用率



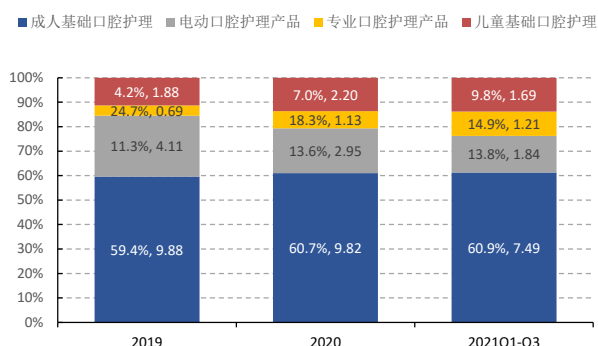
资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

**成人基础口腔护理收入贡献在60%左右，专业口腔护理占比稳步提升。**分产品看，2021Q1-3成人基础口腔护理的营收同增18.5%至7.49亿元，贡献六成收入；专业口腔护理产品受量价提升驱动收入同比增长58.1%至1.21亿元，收入占比由2019年的4.2%提升至2021Q1-Q3的9.8%；儿

童基础口腔护理收入同增 12.2%至 1.69 亿元，电动口腔护理产品下滑 11.5%至 1.84 亿元，主要系线下的营销推广和消费者教育进程受到疫情影响。

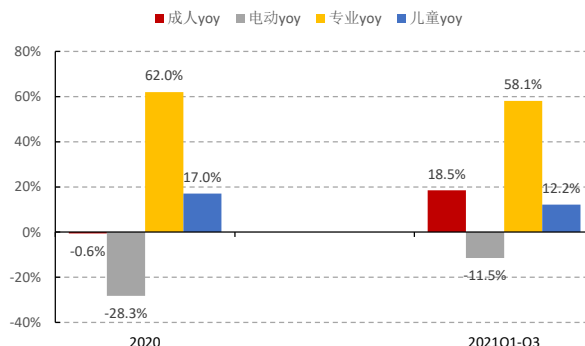
产品力品牌力提升带动各产品毛利率稳步向上。儿童、专业口腔护理产品的毛利率较高，电动口腔护理产品毛利率较低，主要系公司前期为了推广电动口腔护理产品选择低价战略，并提供折扣优惠。近些年公司产品均价呈现上涨趋势，其中成人牙膏/牙刷由 2019 年的 4.8/5.7 元提升至 2021Q1-Q3 的 5.2/7.1 元；尤其是电动牙刷向中高端升级，21Q1-Q3 均价为 42.2 元，较 2020 年提升 5.5 元，产品升级带动毛利率向上，由 2020 年的 43.2%提升至 2021Q1-Q3 的 47.9%。

图表66：薇美姿分产品的营收（亿元）及占比



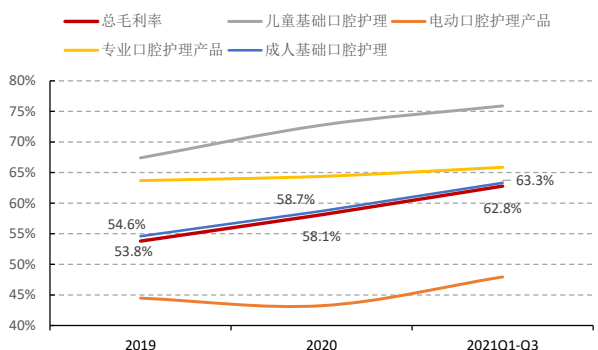
资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

图表67：薇美姿分产品的营收增速



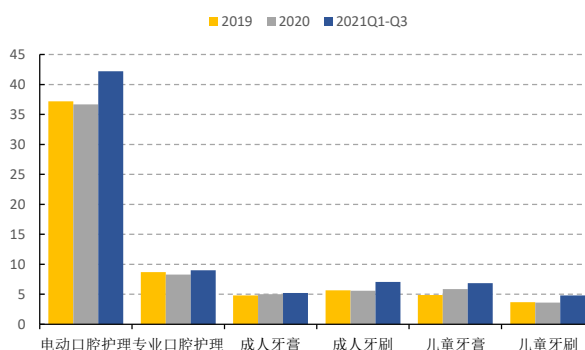
资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

图表68：薇美姿分产品的毛利率



资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

图表69：薇美姿分产品的销售均价

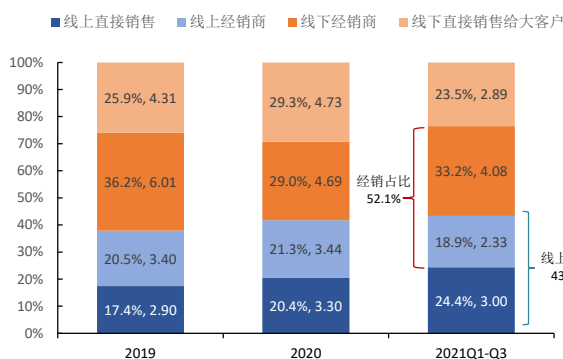


资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

线上线下双轮驱动，线上渠道运营成熟，未来重点布局线下渠道。2021Q1-Q3 线上/线下渠道收入分别同增 14%/15%至 5.3/7.0 亿元，线上/线下占比分别为 43%/57%，线上渗透率远高于行业平均水平。1) 线上：收入占比由 19 年的 37.9%提升至 21Q1-Q3 的 43.4%：公司把握线上渠道红

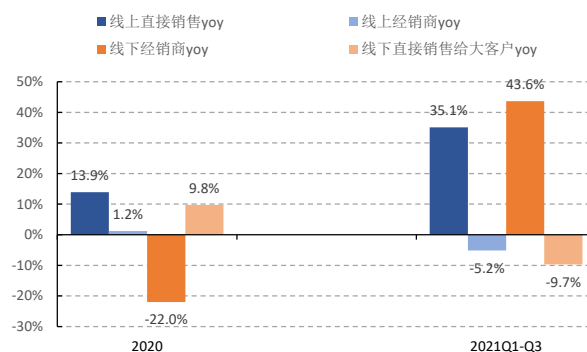
利，创始人营销和销售经验丰富，公司具备成熟的营销打法，较早采取明星策略发力线上营销，签约贝克汉姆、李冰冰以及 S.K.Y 天空少年团体作为品牌代言人，与各消费群体建立产品传播桥梁；线上直销/经销分别同比变动 35%/-5%至 3.0/2.3 亿元；2) 线下：经销商覆盖广，大客户关系稳定，未来加快布局下沉市场。①线下经销：公司拥有较为完备的线下经销商网络，覆盖 22 个省份、4 个直辖市和 5 个自治区，截至 2021Q3，线下经销商数量为 602 家，其中华东区的经销商数量占比最高达到 27.7%，近些年经销商数量有所减少主要系公司主动对经销商进行优化调整。②大客户：公司与沃尔玛、家乐福和大润发等大卖场及超市保持稳定关系，截至 2019/20/21Q3 的大客户数量分别为 30/32/32 名，2020 年线下直销同比+9.8%，主要系大客户数量增加，2021Q1-Q3 线下直销同比-9.7%，主要系疫情反复导致线下受到冲击、线上渠道对线下渠道的冲击。

图表70：薇美姿分渠道的营收（亿元）及占比



资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

图表71：薇美姿分渠道营收及增速

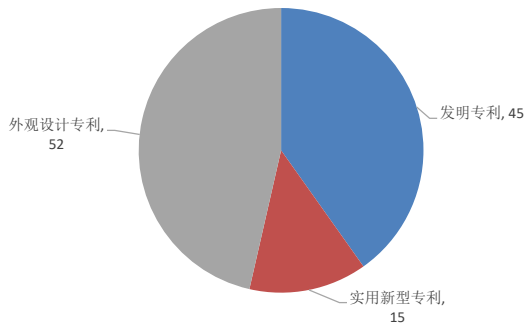


资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

**持续研发投入，支撑产品迭升级和新品推出。**1) 研发团队实力强：公司研发团队经验丰富，技术中心总监陈敏珊在口腔护理行业拥有超过 28 年的经验，管理 25 名研发成员，其中拥有硕士学位的人员约占 68%；公司内部拥有 7 个内部实验室，均配备先进的分析和测试设备；此外与大学和研究机构建立多种合作关系。2) 112 项专利+61 款新产品/升级产品：目前共有 112 项专利，其中 45 项发明专利、15 项实用新型专利和 52 项外观设计专利，另有 25 项专利在审批中。根据招股说明书，公司有 61 款新产品/升级产品正在研发中，包括 11 款牙膏、9 款漱口水、2 款口腔喷雾剂、16 款电动口腔护理产品、18 款手动牙刷和 5 款其他新产品类别。2019/20/21Q1-Q3 的研发支出分别为 3460/3540/1940 万元。



图表72：薇美姿的专利情况



资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

图表73：薇美姿近期研发重点

研发产品	情况
酵素美白牙膏	满足消费者牙齿美白的需求，我们的酵素美白牙膏在2019年被认定为广东省高新技术产品，在2020年获得 <b>相关技术专利</b> ；
龈韧臻护精萃牙膏	在产品中 <b>使用透明质酸</b> ，该产品的推出体现了我们对跨行业原材料的创新应用，与之相关的研究项目获得中国口腔清洁护理用品工业协会颁发的第三届国际口腔护理学术研讨会优秀论文一等奖；
Saky Pro 声波电动牙刷G33	该款牙刷具有 <b>5档高频振动模式、柔软刷毛及定时功能</b> ，并且经过权威且有资质的临床医院验证，与之相关的研究项目获得中国轻工业联合会颁发的 <b>科技进步奖二等奖</b> ；
儿童益生菌牙膏	该产品 <b>采用益生菌材料</b> ，结合不同口味满足儿童的喜好，目前可以提高草莓酸奶味和蓝莓酸奶味益生菌牙膏产品；与之相关的研究项目获得第三届国际口腔护理学术研讨会优秀论文三等奖、 <b>尼尔森IQ2021 BASES突破性创新优秀产品奖</b> 。

资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

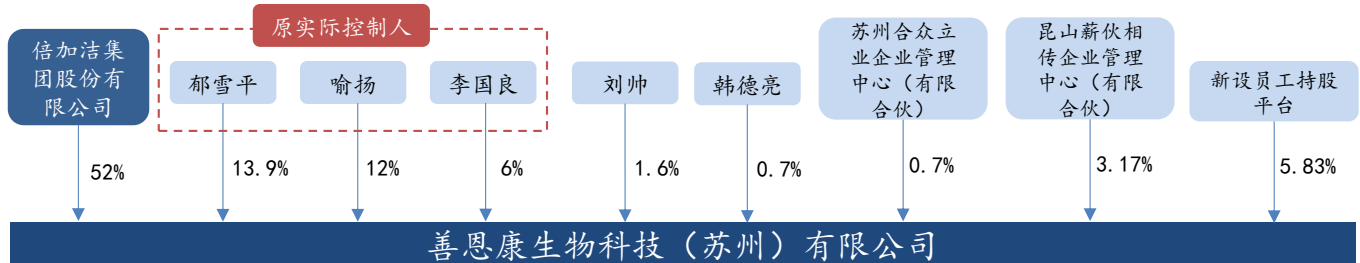
## 2、收购善恩康，布局益生菌产业链

23年11月12日倍加洁公告拟通过股权转让及增资方式收购善恩康52%股权，交易对价为2.1亿元（40%为自有资金，60%拟采用并购贷款），对应扣非PE为34.39倍。

支付时间：11月底股东大会通过交易协议，10天内支付第一期股权转让款3640万元，24年3月31日之前支付剩余股权转让款1.02亿元，进行工商变更交割；交割日后3个月内，支付因受让东台薪启佳企业管理合伙企业（有限合伙）股权而需补缴的1296万元注册资本出资款；交割日后1年内，根据标的公司经营情况增资6145万元。

交易对价合理性评估：采用收益法，标的公司100%股权的评估价值为2.72亿元，根据2023年6月30日可比上市公司市值、归母净资产和截止2023年6月近12个月的扣非归母净利润，平均归母扣非PE倍数为56.77，中位数为45.70；考虑到非上市公司流动性折扣因素，按整体估值3亿元计算，善恩康扣非PE倍数（2022年度）为34.39，仅为可比上市公司平均数的60.58%，为其中位数的75.25%，较为合理。3亿估值对应22年利润的PE为30X，对应2024-26年的平均2000万的利润为15X估值。

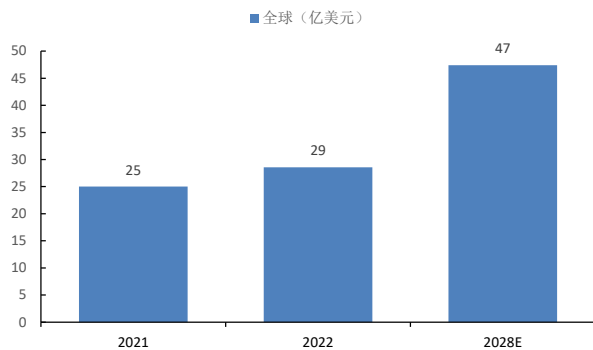
图表74：善恩康的股权结构（预计交割完成后）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

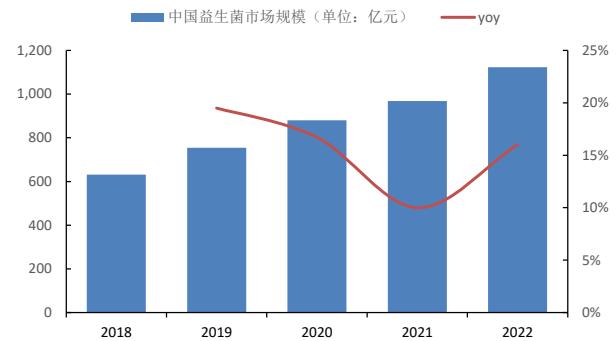
益生菌下游应用广阔，上游由国外厂商占主导地位。22年国内益生菌原料市场50亿元，外资的杜邦+科汉森占比85%，国内企业主要有微康生物、科拓生物和善恩康。下游主要应用于乳制品（占比74%）、食品、药品、宠物等。

图表75：全球益生菌原料的市场规模（亿美元）



资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表76：中国益生菌原料市场规模（亿元）及增速



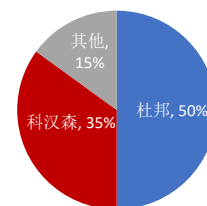
资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表77：益生菌的下游应用领域

应用领域	内容	占比
乳制品及其他发酵产品	益生菌发酵：生产包括酸奶、乳酸菌饮料、豆奶、乳酸酒、食醋等。食品添加剂：添加到糖果、冰淇淋、烘焙食品中，为食物提供特殊风味和营养；添加于婴儿、孕妇及中老年奶粉中，利于肠道菌群平衡	86%
保健食品及药品	主要包括有片剂、胶囊、颗粒剂、口香糖、牙膏等形式产品。常见益生菌保健品、药品包括合生元益生菌冲剂、复方嗜酸乳杆菌片等。	8%
动植物用益生菌	动物益生菌主要用于动物饲料调节禽畜肠道菌群并抑制肠道内致病菌生长；改善奶牛瘤胃微环境，提高奶牛产奶量。植物用益生菌主要用于农作物种植，能够改良土壤，预防土壤板结，提高肥料转化率。	6%

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表78：益生菌原料的竞争格局



资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

成立于 2016 年，专注于益生菌全产业链。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，在江苏苏州拥有 1 个研发中心，在江苏苏州及安徽宿州拥有 2 个生产基地；2022 年收入/净利润分别为 6297/910 万元，23M1-M9 收入/净利润分别为 5528/846 万元，23H1 毛利率/净利率分别为 49%/17%。公司承诺 2024/25/26 年扣非净利润不低于 1200/1800/3000 万元，三年累计扣非净利润不低于 6000 万元，对应 25/26 年扣非净利润增速分别为 50%/66.7%。

丰富菌株+研发专利，产能扩张带来高速增长。公司具备：1) 丰富的菌株资源，菌株 6,000 余株，并储备了大量可产业化菌株；2) 采用 THANKTECH 发酵技术和冻干保护技术，所以菌粉活性高、稳定性强；3) 有充足的发明专利。在产能布局方面，22/23 年产能在 20 吨，23 年 11 月新增 2 台冻干机，在产线调试完成后（2024 年 1-2 月）菌粉年产能逐步达到 40 吨（科拓公布的为 30 吨）。在客户拓展方面，24 年预计将新增产业化菌株 10 个以上，以满足客户多样化需求；同时积极开拓保健品头部企业、膳食补充剂头部企业等客户，并加大经销商体系建设以扩展销售渠道。

## 五、盈利预测与估值

### (一) 盈利预测

收入端：预计 2023/24/25 年营业总收入分别同增 7.0%/21.3%/17.7%至 11.2/13.6/16.1 亿元，主要基于以下测算：

1) 牙刷：按照量价拆分，预计 2023/24/25 年牙刷销量增速分别为 2.4%/25%/13%，均价增速分别为 10%/-8%/2%。主要是基于：①23Q3 受到海外客户去库存影响，订单增速同比回落，之后有所修复，预计牙刷全年的销量增速在 2%左右；②考虑到公司目前牙刷产能富余，未来先通过获取现存客户的低价格带的产品订单以快速提升产能利用率，满产满销后再逐步优化订单结构，预计 2024/25 年牙刷销量增速分别为 25%/13%；③23 年在原材料价格传导和产品结构升级下，ASP 提升明显，预计 23 年均价增速为 10%；24/25 年在产能爬坡阶段，ASP 会略有扰动，预计 24/25 年的均价增速分别为-8%/2%。

2) 其他口腔护理产品：预计 2023/24/25 年其他口腔护理产品的增速分别为 22%/31%/15%。主要来自细分品类如牙线签、牙线、牙膏的快速放量带来的快速增长。

3) 湿巾：按照量价拆分，我们预计 2023/24/25 年湿巾销量增速分别为-10%/10%/8%，均价增速分别为 1%/0%/0%。主要是基于：①23 年仍受到消毒湿巾订单需求回落以及高基数的影响，预计 23 年销量增速为-10%；24/25 年消毒湿巾影响消除且基数恢复常态，预计增速分别为 10%/8%；②

根据测算，23Q1-Q3 均价同比增长 3.2%，主要来自产品规格的变化，预计未来均价较为稳健，23/24/25 年均价增速分别为 1%/0%/0%。

**利润端：**随着产品结构的升级、高毛利的其他口腔护理产品的占比提升，公司的毛利率将持续提升，24 年牙刷加大接单毛利率可能会有所波动，但产能利用率的提升有望抵消这部分负向影响。此外公司收购善恩康，收购标的的毛利率水平在 45%+，并表后预计对公司毛利率有正向影响，我们预计 23/24/25 年的毛利率分别为 23.9%/24.6%/25.5%；自主品牌营销端投放有所克制叠加自主品牌业务逐步理顺贡献增量，预计费用端会有所优化带动净利率持续向上。

图表79：公司的收入预测

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>1039</b>	<b>1050</b>	<b>1124</b>	<b>1363</b>	<b>1605</b>
	<i>YoY</i>	<i>1.1%</i>	<i>7.0%</i>	<i>21.3%</i>	<i>17.7%</i>
主营业务收入	1029	1042	1114	1308	1481
1、口腔护理产品	559	669	774	935	1077
	<i>YoY</i>	<i>19.8%</i>	<i>15.7%</i>	<i>20.7%</i>	<i>15.2%</i>
(1) 牙刷	386	436	491	565	653
	<i>YoY</i>	<i>12.9%</i>	<i>12.6%</i>	<i>15.0%</i>	<i>15.6%</i>
	<i>占比</i>	<i>38%</i>	<i>42%</i>	<i>43%</i>	<i>44%</i>
销量(百万支)	331	386	395	494	560
	<i>销量YoY</i>	<i>16.7%</i>	<i>2.4%</i>	<i>25.0%</i>	<i>13.3%</i>
均价(元/支)	1.17	1.13	1.24	1.14	1.17
	<i>均价YoY</i>	<i>-3.3%</i>	<i>10.0%</i>	<i>-8.0%</i>	<i>2.0%</i>
(2) 其他口腔护理产品	172	233	283	370	425
	<i>YoY</i>	<i>35.2%</i>	<i>21.6%</i>	<i>30.7%</i>	<i>14.7%</i>
	<i>占比</i>	<i>17%</i>	<i>22%</i>	<i>28%</i>	<i>29%</i>
2、湿巾	470	373	339	373	403
	<i>YoY</i>	<i>-20.6%</i>	<i>-9.1%</i>	<i>10.0%</i>	<i>8.0%</i>
	<i>占比</i>	<i>46%</i>	<i>36%</i>	<i>30%</i>	<i>27%</i>
销量(百万片)	6727	4722	4250	4675	5049
	<i>销量YoY</i>	<i>-29.8%</i>	<i>-10.0%</i>	<i>10.0%</i>	<i>8.0%</i>
均价(元/支)	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08
	<i>均价YoY</i>	<i>13.1%</i>	<i>1.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
3、其他业务收入	10.0	7.6	10.0	10.0	10.0
4、善恩康-并表	0.0	0.0	0.0	45.0	114.0
	<i>YoY</i>				<i>153.3%</i>

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 估值

公司作为口腔护理领域的代工龙头，内生外延双轮驱动，1) 内生：以 ODM 为主，自有品牌逐步发力布局，境内境外兼顾；2) 外延：并购等方式补齐品牌端短板，薇姿美姿股权收购落地，进一步强化供应链协同效应；此外合作金鼎投资寻找优质并购标的，收购善恩康，向“口腔大健康+”的战略发展方向发力，完善产业链布局。

考虑到公司所属的一级申万行业分类为美容护理，产品品类包括牙刷、其他口腔护理产品和湿巾，业务类型包括代工和自有品牌，销售目的地为海外和国内；同时外延收购善恩康布局益生菌行业，我们选取：1) 口腔护理领域品牌商龙头企业登康口腔，2) 湿巾优质 ODM 供应商洁雅股份；3) 护理用品优质供应商嘉亨家化，4) 家居用品优质品牌商中顺洁柔，5) 通过国货崛起+电

商发力+产品升级实现快速成长的百亚股份；6) 益生菌行业中的科拓生物、蔚蓝生物、安琪酵母、汤臣倍健。

我们预计公司 2023/24/25 年的 EPS 分别为 1.14/1.74/2.14 元，2024 年 2 月 28 日的收盘价为 18.82 元，对应 PE 分别为 17/11/9 倍，低于可比公司平均估值 24/19/15 倍。公司 2023-25 年的归母净利润 CAGR 为 30%，高于可比公司的平均复合增速。考虑到目前公司业务仍以代工为主，自有品牌贡献的收入业绩占比较低；且益生菌原料受益于下游高景气且收购的善思康标的未来三年维持较高的增长，我们选择可比公司中制造商和益生菌生产商的 2024 年的平均估值 18X 作为公司 2024 年的目标 PE，对应 2024 年的目标价为 31.3 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表80：估值分析表

分类	公司代码	公司简称	总市值 (亿元)		EPS				3年CAGR	PE		
			2024/2/28	2024/2/28	2022	2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E
品牌商	001328.SZ	登康口腔	37.91	22.02	0.78	0.86	1.03	1.21	15.6%	25.57	21.44	18.24
品牌商	002511.SZ	中顺洁柔	121.05	9.06	0.26	0.29	0.43	0.54	27.1%	31.18	21.03	16.83
品牌商	003006.SZ	百亚股份	67.37	15.69	0.44	0.59	0.70	0.87	26.0%	26.75	22.32	17.98
制造商	301108.SZ	洁雅股份	22.37	27.55	1.74	1.56	1.80	2.04	5.6%	17.60	15.27	13.48
制造商	300955.SZ	嘉亨家化	14.11	14.00	0.69	0.77	1.25	1.66	33.8%	18.18	11.21	8.45
益生菌	300858.SZ	科拓生物	44.03	16.71	0.42	0.40	0.50	0.81	25.0%	41.32	33.10	20.51
益生菌	603739.SH	蔚蓝生物	24.85	9.82	0.28	0.44	0.55	0.64	32.3%	22.25	17.99	15.37
益生菌	600298.SH	安琪酵母	287.73	33.12	1.52	1.60	1.91	2.27	14.3%	20.73	17.32	14.57
益生菌	300146.SZ	汤臣倍健	281.14	16.53	0.81	1.04	1.23	1.43	20.5%	15.88	13.49	11.60
				行业平均					22.3%	24.39	19.24	15.23
代工为主	603059.SH	倍加洁	18.90	18.82	0.97	1.14	1.74	2.14	30.2%	16.51	10.82	8.79

资料来源：Wind，太平洋证券整理

注：倍加洁为太平洋证券预测，其他可比公司为 Wind 一致预期

## 六、风险提示

行业竞争加剧，原材料价格波动风险，订单不及预期，新客户拓展不及预期，商誉减值风险，自有品牌表现不及预期等。

**资产负债表 (百万)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	81	127	194	332	564
应收和预付款项	192	160	197	231	265
存货	164	145	161	195	223
其他流动资产	58	76	76	73	66
流动资产合计	494	507	628	832	1,118
长期股权投资	90	98	118	190	226
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	391	462	401	339	278
在建工程	71	30	30	30	30
无形资产开发支出	28	27	27	27	27
长期待摊费用	26	25	25	25	25
其他非流动资产	936	944	1,161	1,365	1,651
资产总计	1,541	1,586	1,762	1,976	2,237
短期借款	133	141	141	141	141
应付和预收款项	214	167	225	251	285
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	115	113	127	141	152
负债合计	462	421	492	532	578
股本	100	100	100	100	100
资本公积	510	514	522	522	522
留存收益	470	551	647	822	1,036
归母公司股东权益	1,079	1,165	1,270	1,444	1,659
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,079	1,165	1,270	1,444	1,659
负债和股东权益	1,541	1,586	1,762	1,976	2,237

**现金流量表 (百万)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	57	151	152	121	159
投资性现金流	-153	-82	-68	23	78
融资性现金流	73	-14	-16	-6	-6
现金增加额	-23	54	68	138	231

**利润表 (百万)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,039	1,050	1,124	1,363	1,605
营业成本	825	798	855	1,028	1,196
营业税金及附加	5	6	6	7	8
销售费用	92	105	96	109	128
管理费用	49	41	51	63	75
财务费用	11	1	6	6	5
资产减值损失	-3	-2	0	0	0
投资收益	16	18	22	75	104
公允价值变动	56	23	30	15	0
营业利润	92	113	134	205	252
其他非经营损益	-9	0	1	1	1
利润总额	83	113	135	205	252
所得税	8	16	20	31	38
净利润	75	97	114	174	215
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	75	97	114	174	215

**预测指标**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	20.6%	24.0%	23.9%	24.6%	25.5%
销售净利率	7.2%	9.3%	10.2%	12.8%	13.4%
销售收入增长率	25.5%	1.1%	7.0%	21.3%	17.7%
EBIT 增长率	-63%	119%	90%	50.2%	22.2%
净利润增长率	-2.7%	30.1%	17.5%	52.5%	23.0%
ROE	6.9%	8.4%	9.0%	12.1%	12.9%
ROA	4.9%	6.1%	6.5%	8.8%	9.6%
ROIC	2.5%	4.8%	8.5%	11.3%	12.2%
EPS (X)	0.75	0.97	1.14	1.74	2.14
PE (X)	30.8	19.7	17.5	11.4	9.3
PB (X)	2.1	1.6	1.6	1.4	1.2
PS (X)	2.2	1.8	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA (X)	22.9	13.1	9.6	6.6	4.9

资料来源: Wind, 太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 公司地址

---

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七号

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 17 楼 太平洋证券

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904

广州大道中圣丰广场 988 号 102 太平洋证券



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。