

倍加洁（603059）

内生拓品类，外延赋能成长

事件：公司发布 2024 年报及 2025 一季报

25Q1 公司实现收入 3.2 亿元，同比+13.3%；归母净利润 0.1 亿元，同比-34.5%；扣非归母净利润 0.1 亿元，同比-36.4%；

2024 公司实现收入 13.0 亿元，同比+21.8%；归母净利润-0.8 亿元，同比-183.6%；扣非归母净利润-1.0 亿元，同比-366.6%。

24 年业绩下滑主要系参股公司薇美姿经营业绩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。

分产品，24 年牙刷收入 5.0 亿元，同比+8.5%，销量 4.2 亿支，同比+14.7%，单价 1.19 元，同比-5.5%；湿巾 3.9 亿元，同比+15.3%，销量 52.8 亿片，同比+19.0%，单价 0.07 元，同比-4.0%。

25Q1 牙刷收入 1.2 亿元，同比-1.2%，销量 0.99 亿支，同比-1.3%，单价 1.19 元，同比+0.08%；湿巾 0.79 亿元，同比-16.0%，销量 10.76 亿片，同比-14.9%，单价 0.07 元，同比-1.35%。

24 年公司毛利率 23.9%，同比+0.7pct，其中口腔护理毛利率 22.6%，同比-1.1pct，湿巾毛利率 23.5%，同比+2.3pct，益生菌毛利率为 37.7%。

积极拓展牙膏品类，ODM&自主品牌并行发展

目前公司具备年产 6.72 亿支牙刷、180 亿片湿巾的生产能力，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；同时积极拓展牙膏品类，目前已开拓了舒适达、舒客、BOP 等牙膏品牌客户，2024 年下半年以来，由于与牙膏品类客户合作的不断深入，公司牙膏品类的年产能由 6000 万支逐步增至 1.2 亿支（以 100g/支计）。

公司以 ODM 业务为主兼顾自有品牌业务发展，2025 年公司 ODM 业务明确客户经理责任区域和客户，聚焦大客户开发与服务，力求以产能和客户资源优势持续夯实竞争力；自有品牌方面，2025 年公司聚焦于牙膏、牙刷及正畸口腔护理产品三大品类，在确保合理利润下优先进行规模发展，线上重点通过牙膏品类突破带动其他品类，线下力争在重点市场取得突破。

外延并购：薇美姿经营亟待优化；善恩康聚焦大客户战略，Q1 扭亏为盈

2024 年，薇美姿实现净利润 3296.04 万元。2025 年第一季度，薇美姿暂时处于亏损状态，公司及时了解薇美姿的运营状况并给出合理化建议，以供薇美姿管理层参考，助力其业绩不断提升。

2024 年 7 月份以来，公司持续加强对控股子公司善恩康的赋能工作，通过与善恩康管理团队协同开展新一年的战略规划、进一步加强大客户的开发、建立经营分析会机制与绩效考核机制等一系列工作，助力善恩康业绩实现改善和提升；2025Q1 善恩康净利润同比扭亏为盈。2025 年善恩康进一步聚焦于大客户开发战略，将收入目标分解至各个目标客户，并按月跟踪客户开发进展及客户销售额；产品方面聚焦 AKK 菌细分市场开拓，以 AKK 菌为差异化卖点和客户建立联系并达成合作，通过大客户开发与产品差异化优势的双轮驱动，确保 2025 年度经营目标的达成。

调整盈利预测，维持“买入”评级

根据 25Q1 业绩情况，考虑参股控股公司业绩仍波动，我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 0.8/1.1/1.4 亿元（25-26 年前值分别为 1.4/1.9 亿元），对应 PE 分别为 29X/21X/17X。

风险提示：薇美姿经营不及预期；牙膏客户拓展不及预期；外销需求下滑风险等。

证券研究报告
2025 年 06 月 22 日

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	100.45
流通 A 股股本(百万股)	100.45
A 股总市值(百万元)	2,410.77
流通 A 股市值(百万元)	2,410.77
每股净资产(元)	10.02
资产负债率(%)	50.35
一年内最高/最低(元)	27.46/17.99

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《倍加洁-半年报点评:内生外延齐头并举》 2024-09-03
- 《倍加洁-年报点评报告:2024 力争收入增长 20%以上》 2024-04-23
- 《倍加洁-公司点评:拟收购善恩康，内生+外延增强竞争力》 2023-11-16

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,066.54	1,298.85	1,519.65	1,767.97	2,050.84
增长率(%)	1.58	21.78	17.00	16.34	16.00
EBITDA(百万元)	294.02	424.07	244.25	277.29	305.75
归属母公司净利润(百万元)	92.51	(77.32)	83.62	114.16	144.52
增长率(%)	(4.93)	(183.57)	(208.15)	36.53	26.59
EPS(元/股)	0.92	(0.77)	0.83	1.14	1.44
市盈率(P/E)	26.06	(31.18)	28.83	21.12	16.68
市净率(P/B)	1.93	2.42	2.24	2.02	1.80
市销率(P/S)	2.26	1.86	1.59	1.36	1.18
EV/EBITDA	8.46	6.46	11.16	9.48	8.08

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	70.12	72.55	91.18	123.76	164.07
应收票据及应收账款	192.79	249.19	247.05	336.21	345.18
预付账款	12.31	15.03	14.24	20.50	20.26
存货	159.81	175.02	242.24	233.90	311.26
其他	34.04	87.17	70.90	62.97	64.85
流动资产合计	469.07	598.96	665.62	777.33	905.61
长期股权投资	934.12	826.12	772.12	709.12	639.12
固定资产	455.87	497.64	450.56	390.48	321.40
在建工程	2.30	34.50	64.50	76.13	100.74
无形资产	28.68	41.67	34.19	26.61	19.04
其他	124.99	144.31	178.25	224.01	289.06
非流动资产合计	1,545.96	1,544.24	1,499.62	1,426.36	1,369.36
资产总计	2,015.04	2,143.20	2,165.24	2,203.69	2,274.97
短期借款	346.80	396.08	290.45	221.45	96.10
应付票据及应付账款	228.23	258.26	294.03	351.42	398.51
其他	52.92	150.02	160.13	130.77	134.64
流动负债合计	627.95	804.37	744.61	703.64	629.24
长期借款	86.07	71.24	90.10	92.50	104.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.23	192.64	183.00	145.00	133.00
非流动负债合计	126.31	263.88	273.10	237.50	237.50
负债合计	765.95	1,079.29	1,017.71	941.14	866.74
少数股东权益	0.00	68.96	69.34	70.02	71.18
股本	100.45	100.45	100.45	100.45	100.45
资本公积	522.89	365.95	365.95	365.95	365.95
留存收益	625.37	527.97	611.58	725.74	870.26
其他	0.38	0.58	0.20	0.39	0.39
股东权益合计	1,249.09	1,063.91	1,147.52	1,262.55	1,408.23
负债和股东权益总计	2,015.04	2,143.20	2,165.24	2,203.69	2,274.97

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	92.51	(78.37)	83.62	114.16	144.52
折旧摊销	80.72	89.03	85.56	90.66	94.66
财务费用	9.44	20.51	8.57	3.98	3.49
投资损失	(9.62)	(2.83)	(6.22)	(4.52)	(5.37)
营运资金变动	310.32	138.63	(8.56)	(54.98)	(32.12)
其它	(328.86)	(28.08)	(14.61)	(5.01)	(4.20)
经营活动现金流	154.51	138.90	148.35	144.28	200.97
资本支出	882.78	(46.94)	70.64	72.63	54.61
长期投资	835.94	(107.99)	(54.00)	(63.00)	(70.00)
其他	(2,214.16)	(29.01)	(41.24)	(28.56)	(11.05)
投资活动现金流	(495.43)	(183.95)	(24.61)	(18.93)	(26.44)
债权融资	284.78	110.58	(104.74)	(92.96)	(134.22)
股权融资	(10.50)	(156.74)	(0.38)	0.19	0.00
其他	(0.33)	98.40	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	273.96	52.24	(105.12)	(92.77)	(134.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(66.96)	7.20	18.63	32.58	40.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,066.54	1,298.85	1,519.65	1,767.97	2,050.84
营业成本	819.25	988.25	1,140.50	1,326.68	1,537.72
营业税金及附加	8.46	11.19	12.16	15.03	18.25
销售费用	74.53	90.52	104.10	122.34	142.12
管理费用	52.66	62.28	71.42	83.98	98.44
研发费用	29.19	45.24	51.67	59.23	65.63
财务费用	7.44	9.81	8.57	3.98	3.49
资产/信用减值损失	(55.80)	(183.52)	(29.14)	(27.79)	(23.07)
公允价值变动收益	53.48	19.65	(14.99)	(5.70)	(5.36)
投资净收益	9.62	2.83	6.22	4.52	5.37
其他	(16.92)	317.94	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	84.62	(65.34)	93.33	127.77	162.13
营业外收入	0.63	0.97	0.75	0.78	0.83
营业外支出	0.43	1.02	0.54	0.66	0.74
利润总额	84.82	(65.38)	93.53	127.89	162.22
所得税	(7.69)	12.98	9.54	13.04	16.55
净利润	92.51	(78.37)	83.99	114.84	145.67
少数股东损益	0.00	(1.05)	0.37	0.68	1.16
归属于母公司净利润	92.51	(77.32)	83.62	114.16	144.52
每股收益（元）	0.92	(0.77)	0.83	1.14	1.44

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1.58%	21.78%	17.00%	16.34%	16.00%
营业利润	-25.14%	-177.21%	-242.84%	36.90%	26.89%
归属于母公司净利润	-4.93%	-183.57%	-208.15%	36.53%	26.59%
获利能力					
毛利率	23.19%	23.91%	24.95%	24.96%	25.02%
净利率	8.67%	-5.95%	5.50%	6.46%	7.05%
ROE	7.41%	-7.77%	7.76%	9.57%	10.81%
ROIC	15.30%	-4.53%	6.58%	8.49%	10.55%
偿债能力					
资产负债率	38.01%	50.36%	47.00%	42.71%	38.10%
净负债率	29.04%	45.18%	31.89%	19.35%	5.21%
流动比率	0.73	0.73	0.89	1.10	1.44
速动比率	0.48	0.52	0.57	0.77	0.94
营运能力					
应收账款周转率	6.19	5.88	6.12	6.06	6.02
存货周转率	7.00	7.76	7.28	7.43	7.52
总资产周转率	0.59	0.62	0.71	0.81	0.92
每股指标（元）					
每股收益	0.92	-0.77	0.83	1.14	1.44
每股经营现金流	1.54	1.38	1.48	1.44	2.00
每股净资产	12.44	9.91	10.73	11.87	13.31
估值比率					
市盈率	26.06	-31.18	28.83	21.12	16.68
市净率	1.93	2.42	2.24	2.02	1.80
EV/EBITDA	8.46	6.46	11.16	9.48	8.08
EV/EBIT	10.91	7.85	17.18	14.08	11.70

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com