

## “庖丁解牛” 拆析招股书（十九）

# 润本股份：驱蚊赛道国货龙头，婴童护理业务未来可期

刘文正、解慧新、杨颖



## 摘要

- 润本股份：驱蚊&个护行业领先企业，定位驱蚊+婴童细分赛道实现差异化竞争。**“润本”品牌创立于2006年，主要从事驱蚊类、个人护理类产品的研发、生产和销售。公司把握新零售时代的发展机遇，发挥研产销一体化优势，成功打造出驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列，筑起品牌的护城河，快速成长为优质国货知名品牌。2022年，公司驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品分别实现营收2.72亿元、3.90亿元、1.46亿元，同比增长19.54%、80.03%、11.78%，占比分别为31.82%、45.59%、17.10%。
- 驱蚊/婴童护理行业稳健增长，儿童消费市场贡献主要动力。**
  - 驱蚊杀虫行业：**灼识咨询数据显示，驱蚊杀虫行业市场规模从15年的62.1亿元增至19年的84.3亿元，对应CAGR为7.9%；预计2024年市场规模有望达120.1亿元，对应19-24年CAGR为7.3%。近年来，母婴群体对安全、温和性的驱蚊用品的需求增加带动儿童驱蚊市场快速发展，华经产业研究院数据显示，我国儿童驱蚊消费市场规模从16年的3.9亿元增至19年的9.0亿元，24年有望达21.7亿元。竞争格局方面，中国驱蚊杀虫行业竞争格局较为稳定，12-21年我国驱蚊杀虫市场CR5~60%。
  - 婴童护理行业：**欧睿数据显示，中国婴童护理市场规模08年的54.2亿元增至19年的258.5亿元，对应CAGR为15.3%；2020年受新冠疫情、生育率下滑等多方面因素影响，婴童护理行业市场规模增速略有下滑；中长期来看，受益于国民收入水平持续提升、精细化育儿观念下育儿支出稳步提升等因素驱动，中国婴童护理市场规模有望在27年达到490.7亿元，对应22-27年CAGR为9.7%。竞争格局方面，我国婴童市场竞争格局相对分散，且近年来行业分散程度加剧，欧睿数据显示，13-22年我国婴童护理市场CR5从43.3%下降至16.3%，CR10从53.5%下降至26.2%。
- “丰富产品矩阵+全渠道销网布局+重研发与促产能”，公司护城河持续拓宽。**
  - 产品矩阵持续丰富，满足消费者多样化需求：**公司坚持“大品牌、小品类”战略，以驱蚊作为市场切入点，迅速拓展至更为广阔的婴童护理及精油市场，推出驱蚊喷雾、卫生湿巾、皴裂膏、精油香圈等满足消费者需求的新品，提升市场竞争力。
  - 线上“种草-直播-销售”+完善线下布局，打造全渠道销售网络：**公司开拓天猫、京东等传统线上平台以及抖音、拼多多、快手等新兴平台进行产品销售，通过小红书进行内容种草，辅以抖音达人、天猫超头主播等带货，品牌知名度迅速提升的同时线上渠道收入持续增长，20-22年公司线上渠道收入贡献度分别为78.7%、77.7%、78.0%；未来，公司将继续以线上销售为主，积极增加商超、百货商店等线下实体店的合作家数，线上线下融合发展，实现对消费者群体全方位覆盖。
  - 重视研发布局夯实产品基础，自建生产基地保障产能：**公司重视产品研发和技术创新，依托研发人员多元专业知识，开发7项自研技术，储备10余项研发项目，全方位赋能产品推陈出新。同时，公司自建广州、义乌两大生产基地，打造56条自动化生产线，实现80%+的产品可自行生产，快速响应客户需求。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险；电商平台销售相对集中的风险；新品研发不及预期风险。



- 01 公司概况
- 02 行业概况
- 03 公司核心竞争力
- 04 财务分析
- 05 风险提示

CONTENTS

# 目录



# 01. 公司概况

# 1.1 公司概况：润本股份为国内驱蚊&个人护理行业领先企业

- 润本股份：驱蚊&个人护理行业领先企业，构建“研产销一体化”模式，打造品牌护城河。**
  - 2006-2013年，品牌初创，搭建基础销售平台：**“润本”品牌由公司全资子公司广州鑫翔贸易在2006年创立，成立初期以线下经销为产品的主要销售模式；2010年，公司抓住契机进入电子商务领域，开设首个线上直营店铺“天猫润本旗舰店”，逐步切入主流线上流量入口。
  - 2013-2019年，扩大生产、拓展销售渠道，构建“研产销一体化”经营模式：**2013年，为满足日益增长的市场需求，公司购入黄埔生产基地，开始丰富产品结构；2019年，公司在浙江义乌建设生产基地，进一步扩充产能。同时，公司进一步开拓天猫、京东等多个线上销售渠道，形成以线上渠道为主、线下渠道为辅的渠道结构，逐步构建“研产销一体化”的经营模式。
  - 2019年至今，丰富产品矩阵，加快发展速度：**2019年起，公司逐渐将产品线从驱蚊产品外延至婴童护理系列和精油系列，不断丰富产品矩阵，满足消费者多元需求。基于在驱蚊、个人护理领域形成核心市场竞争力，公司成功筑起品牌的护城河，“润本”品牌已快速成长为优质国货的知名品牌。

图表：公司发展历程

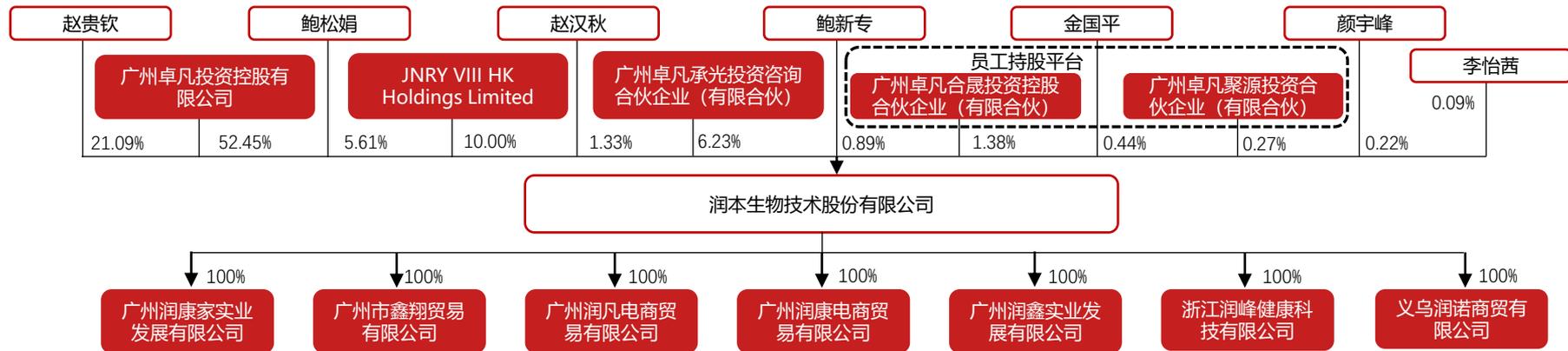


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 1.2 股权结构：实际控制人合计控股85.38%，股权结构集中稳定

- 公司实际控制人合计控股85.38%，股权结构集中稳定。截至2023年7月7日，公司实际控制人赵贵钦与鲍松娟夫妇合计直接持有公司26.7%的股份，通过卓凡投控间接持有公司52.45%的股份，并通过卓凡承光间接控制公司6.23%的股份，合计控股85.38%，整体股权结构相对集中。卓凡合晟和卓凡聚源为公司员工持股平台，其中卓凡合晟为鲍松娟、张娜等公司核心员工出资成立，卓凡聚源受公司董事兼副总经理鲍松娟、财务总监兼董秘吴伟斌控制，卓凡合晟和卓凡聚源合计持有公司1.65%的股份，员工持股绑定公司利益，有助于增强公司凝聚力，维护公司长期稳定发展。

图表：公司股权结构（截至2023年7月7日）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 1.3 管理团队：管理层从业经验丰富，赋能公司发展

- 公核心管理层从业经验丰富，赋能公司发展。** 董事长兼总经理赵贵钦先生曾任广州市鑫翔贸易有限公司执行董事、总经理；鲍松娟女士曾任广州市中启贸易有限公司执行董事、总经理，夫妇两人商贸管理经验丰富，利于管理公司战略决策。董事林子伟曾任广州小为电子商务有限公司总经理、电商销售中心副总监，电商行业从业经验丰富，有望高效赋能公司线上渠道运营。

图表：公司管理层简介一览

姓名	职务	履历
赵贵钦	董事长、总经理	1995年至2005年，从事个体经营；2006年9月至今，担任广州市鑫翔贸易有限公司执行董事、总经理；2013年4月至2019年6月，历任广东润峰经理、执行董事兼经理；2013年12月至2017年8月，任广州润峰经理；2017年8月至2020年11月，任广州润峰执行董事兼经理；2020年11月至今，担任发行人董事长、总经理。
鲍松娟	董事、副总经理	1990年至2005年，从事个体经营；2006年8月至2017年1月，任广州市中启贸易有限公司执行董事兼总经理；2013年4月至2019年6月，担任广东润峰监事；2013年12月至2020年11月，担任广州润峰监事；2020年11月至今，担任发行人董事、副总经理。
林子伟	董事、电商销售中心副总监	2015年2月至今，担任广州小为电子商务有限公司董事、总经理；2017年8月至2019年3月，担任广州何杜林餐饮有限公司监事；2018年11月至今，担任电商销售中心副总监；2020年11月至今，担任发行人董事。
吴伟斌	财务总监、董事会秘书	2002年7月至2006年6月就职于立信会计师事务所（特殊普通合伙），任审计员；2006年7月至2012年2月就职于美的集团有限公司，任财务经理；2012年3月至2015年8月就职于美的小额贷款股份有限公司，任财务总监；2015年9月至2016年5月就职于天能电池集团股份有限公司，任财务副总监；2016年6月至2017年4月，任广东道氏技术股份有限公司财务副总监，2017年4月至2021年5月，任广东道氏技术股份公司财务总监；2021年6月至今，任发行人财务总监，2022年3月至今，兼任发行人董事会秘书。

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

# 1.4 主营业务：主要从事驱蚊类、个人护理类产品的研发、生产和销售

- 公司主要从事驱蚊类、个人护理类产品的研发、生产和销售。1) 驱蚊类业务 (22年收入占比31.82%)：驱蚊系列产品，产品涵盖电热蚊香液、驱蚊液等品类。2) 个人护理类业务：①婴童护理系列产品 (22年收入占比45.59%)：产品涵盖润唇膏、舒缓膏、舒缓霜、保湿霜、润肤乳、湿巾等品类。②精油系列产品 (22年收入占比17.10%)：产品涵盖植物精油香圈等品类。

图表：2020-2022年公司主要产品系列及销售情况

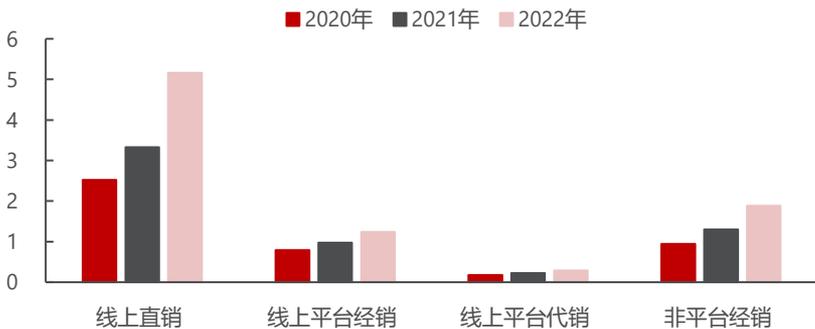
产品系列	2020年		2021年		2022年		具体产品品类	产品图示
	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比		
驱蚊系列产品	1.69	38.21%	2.28	39.14%	2.72	31.82%	电热蚊香液、蓝牙智能加热器套装、经典款电热蚊香液、羟哌酯驱蚊液、驱蚊酯驱蚊液、避蚊胺驱蚊液	
婴童护理系列产品	1.44	32.47%	2.17	37.24%	3.90	45.59%	婴儿润唇膏、植物润唇膏、润本叮叮舒缓棒、紫草舒缓膏、润本叮叮舒缓走珠冰露、婴儿舒缓霜、婴儿滋润防皴霜、小桃喜透润保湿霜、婴儿爽身露、儿童洁面泡泡、儿童保湿面膜、小黄柚倍护润肤乳、积雪草舒缓冰沙露、婴童手口湿巾	
精油系列产品	1.26	28.40%	1.30	22.50%	1.46	17.10%	植物精油香圈、香茅香薰盒	

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 1.5 销售模式：直销为主，经、代销为辅

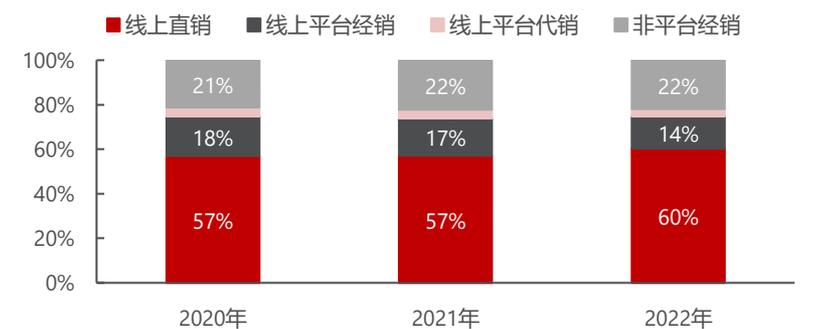
- **公司销售模式以直销为主，经、代销为辅。**
  - 1) 线上直销模式 (22年销售收入占比60.32%)**：公司在天猫、抖音、京东、拼多多等大型电商平台开设自营店铺，消费者线上点单，公司收到订单直接发货。
  - 2) 线上平台经销模式 (22年销售收入占比14.42%)**：公司将商品销售给线上平台经销商，由线上平台经销商自行通过其电商平台向消费者销售商品，公司与线上平台经销商根据验收入库的商品清单进行结算。
  - 3) 线上平台代销模式 (22年销售收入占比3.31%)**：公司向线上代销平台提供商品，由线上代销平台自行向消费者销售商品，线上代销平台根据实际销售情况发送代销清单与公司定期结算。
  - 4) 非平台经销模式 (22年销售收入占比21.96%)**：非平台经销商指除平台电商以外的经销商，公司通过直接与非平台经销商签订销售合同达成经销关系，主要采用先款后货的结算方式，公司收到货款后将商品发货给非平台经销商，由经销商签收后完成交易。

图表：2020-2022年各销售模式收入 (亿元)



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年各销售模式占比



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 1.5 线上销售：天猫、京东贡献主要收入，抖音快速增长

- 天猫、京东等传统大型电商贡献主要收入，抖音等新兴平台快速增长。**公司线上合作平台包含天猫、京东、京东POP、抖音、唯品会等。分平台看，天猫、京东等旗舰店贡献公司线上主要收入，其中天猫平台润本旗舰店采取直销模式，为公司最主要的线上销售平台，22年实现收入2.79亿元，同比增长19.41%，占线上平台总收入的比例为46.55%；京东平台的润本京东自营官方旗舰店为线上经销模式，22年收入1.12亿元，同比增长30.58%，占线上平台总收入的比例为18.73%。抖音平台的润本官方旗舰店为直销模式，20-22年分别实现收入141万元、0.46亿元、1.57亿元，21-22年分别同比增长3167.57%、241.76%，抖音平台旗舰店收入高速增长。

图表：2020-2022年公司线上渠道主要店铺销售信息

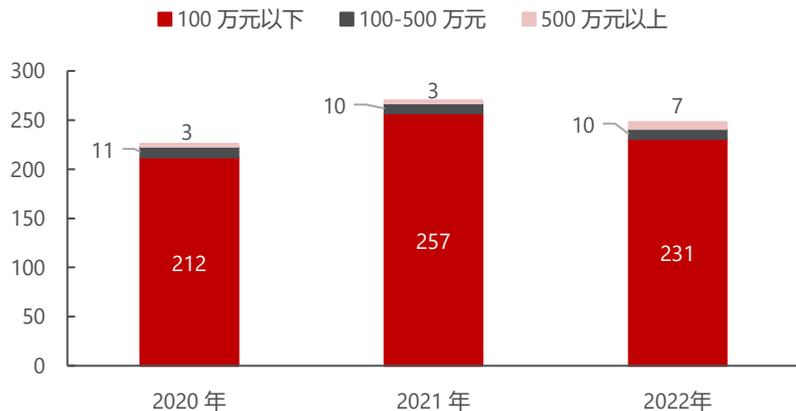
销售模式	电商平台	店铺名称	销售收入 (万元)			毛利率		
			2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年
线上直销	天猫	润本旗舰店	20293	23351	27883	65.09%	67.38%	68.32%
线上直销	天猫	润本润峰专卖店	2149	1055	855	63.05%	62.20%	63.94%
线上直销	抖音	润本官方旗舰店	141	4608	15749	56.23%	73.30%	71.83%
线上直销	京东POP	润本官方旗舰店	801	1234	1784	67.36%	65.73%	66.98%
线上平台经销	京东自营	润本京东自营官方旗舰店	7206	8590	11217	54.43%	52.47%	54.33%
线上平台代销	唯品会	润本官方特卖旗舰店	1695	1738	2413	46.17%	47.69%	46.56%

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 1.5 线下销售：经销商结构持续优化，大客户占比逐年提升

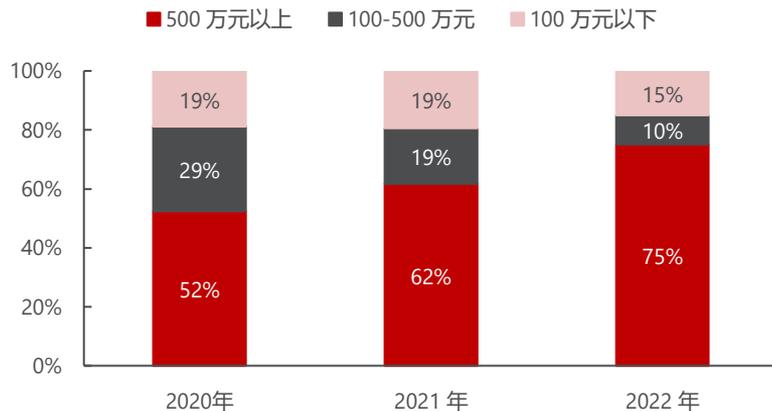
- 公司线下销售渠道瞄准头部大体量客户，客户结构持续优化。**公司线下渠道主要客户为非平台经销商，20-22年公司非平台经销商客户数量分别为226家、270家和248家，其中22年经销商数量下降主要系公司持续完善和优化客户体系，减少与部分规模较小的经销商合作。同时，公司积极推进与大客户的合作，大客户数量和收入贡献均有所提升。从数量看，20-22年公司500万元以上的线下非平台经销商数量分别为3家、3家、7家，21-22年分别同比持平、+133%；从收入占比看，20-22年公司500万元以上的线下非平台经销商销售收入占比分别为52%、62%、75%，21-22年分别同比+10pct、+13pct，公司头部客户收入占比提升明显，客户结构持续优化。

图表：2020-2022年线下非平台经销商数量（家）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年不同规模的线下非平台经销商的销售金额占比



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 1.6 募资用途：主要用于新工厂建设和品牌渠道建设，提升公司综合竞争力

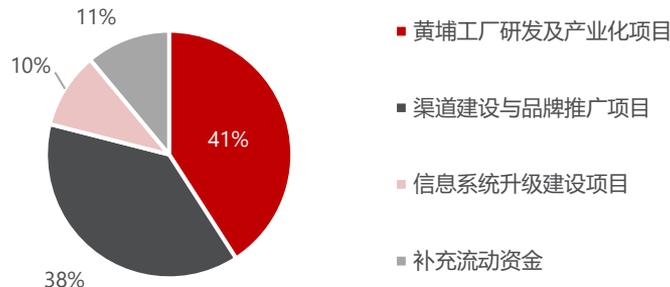
- **拟募集资金9.03亿元，主要用于新工厂建设和品牌渠道建设。**
  - 1) 41%用于黄埔工厂研发及产业化项目：**项目总投资3.69亿元，拟新建生产车间、研发中心及配套基础设施、并购置先进的自动化生产及研发设备和配备充足的生产及研发人员，有利于缓解公司产能瓶颈，提高研发能力。
  - 2) 38%用于渠道建设与品牌推广项目：**项目总投资3.44亿元，资金拟用于公司渠道建设及“润本”品牌推广，将通过开展线上平台推广和线下营销活动等方式进行渠道建设，提升公司品牌知名度和影响力。
  - 3) 10%用于信息系统升级建设项目：**项目总投资0.9亿元，具体应用营销数字化平台项目、信息平台建设项目和企业5G应用落地项目。
  - 4) 11%用于补充流动资金：**将本次募集资金中的1亿元用于补充流动资金，以满足业务增长与业务战略布局所带来的流动资金需求。

图表：募集资金用途

项目	主要内容	拟使用募集资金 (亿元)	建设期
黄埔工厂研发及产业化项目	新建生产车间、研发中心及配套基础设施、并购置先进的自动化生产及研发设备和配备充足的生产及研发人员。	3.69	3
渠道建设与品牌推广项目	进行公司渠道建设及“润本”品牌推广，将通过开展线上平台推广和线下营销活动等方式进行渠道建设，拓展公司产品销售的辐射区域，通过广告投放、新媒体、明星代言及品牌策略咨询等方式实现品牌推广。	3.44	5
信息系统升级建设项目	细分为营销数字化平台项目、信息平台建设项目和企业5G应用落地项目。全面提升公司信息系统的。	0.90	3
补充流动资金	补充营运资金	1.00	/
<b>合计</b>		<b>9.03</b>	

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：不同项目所用资金占募集资金的比例



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 02. 行业概况

## 2.1 驱蚊杀虫行业：产品持续迭代升级，温和类驱蚊产品逐步成为市场主体

- 驱蚊产品持续迭代升级，温和产品逐步成为市场主体。**驱蚊产品是指居民用于防治蚊虫的日常卫生杀虫用品，以有机磷类、有机氯类为代表的传统型驱蚊产品多以杀灭蚊虫为目的，随着消费者个人健康卫生意识增强，人们对蚊虫的防治理念从杀灭转变为驱避、预防，倾向于选择温和、有效的驱蚊产品，电热蚊香液、驱蚊液等温和便捷的驱蚊产品逐步替代第一代有机磷类、有机氯类以及第二代早期产品盘式蚊香等化学防治驱蚊产品，截至目前我国驱蚊产品市场以盘式蚊香、电热蚊香片、电热蚊香液、驱蚊液为主体。

图表：驱蚊产品类型、用途、作用方式、特点及图示

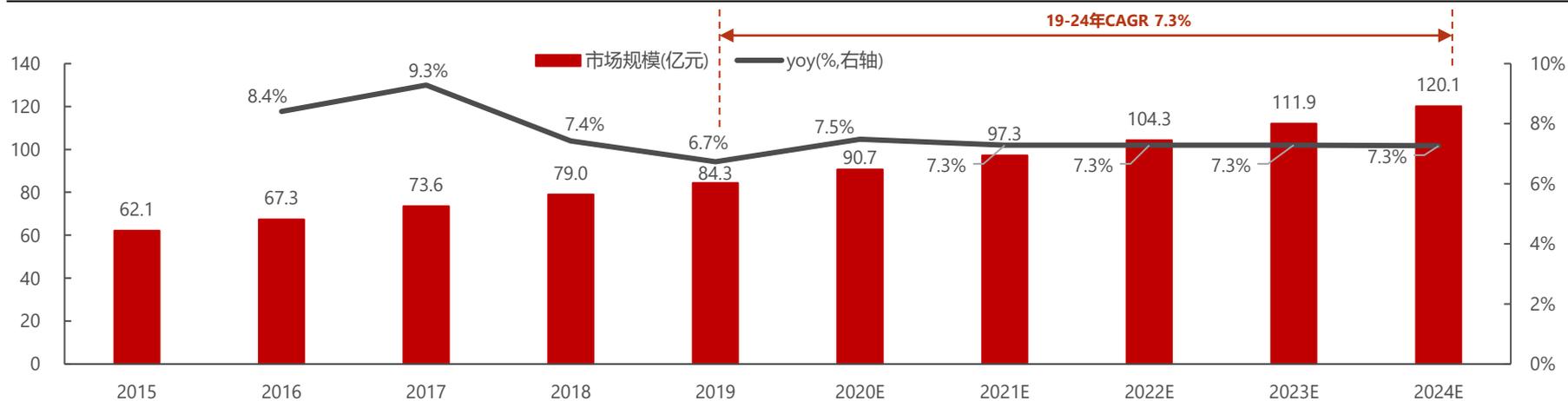
类型	用途	作用方式	特点	图示
盘式蚊香	室内驱蚊	通过燃烧生热方式使得驱蚊药持续、均匀、稳定地散发，从而达到驱蚊功效	盘式蚊香燃烧时可能会产生烟尘，相比电热蚊香液和电热蚊香片，多用于蚊虫较多的室外、室内局部区域，在农村市场以及城镇特定区域较受欢迎。	
电热蚊香片	室内驱蚊	属于电热蚊香产品，采用电加热方式进行工作	通过加入稳定剂、挥散调整剂、指示剂等，电热蚊香片有效成分的挥发更均匀、持效期更长，实现温和、长效驱蚊。	
电热蚊香液	室内驱蚊	通过电加热代替了盘式蚊香的燃烧加热，起到稳定、持续发挥药效作用	电热蚊香液是在电热蚊香片的基础上改进发展的新兴产品，具备污染小，无烟熏、明火及粉尘，使用方便、干净、清洁等特点，因独特的优势特征而广受青睐，广泛应用于室内驱蚊。	
驱蚊液	室外驱蚊	通过将有效的化学驱蚊成分涂抹在身体上或喷洒在衣物上以发挥驱蚊的作用	驱蚊液具有药效高、毒性小的特点，广泛应用于室外驱蚊。	

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 2.1 驱蚊杀虫行业：预计24年市场规模达120亿元，19-24CAGR为7.3%

- 户外出行盛行、用户需求转变等因素推动我国驱蚊杀虫行业稳定增长，预计24年市场规模达到120亿元，19-24年CAGR为7.3%。受益于：1) 户外出行盛行驱动户外可携带驱蚊产品快速增长，2) 人们对蚊虫的防治理念从杀灭转变为驱避、预防，且对驱蚊产品日常使用的便捷性、个性化需求增加，推动温和、便捷类驱蚊产品对传统型驱蚊产品的替代，我国驱蚊杀虫行业持续稳定增长。根据灼识咨询数据，我国驱蚊杀虫行业零售额由15年的62.1亿元增至19年的84.3亿元，对应CAGR为7.9%；预计2024年市场零售额达120.1亿元，19-24年CAGR为7.3%。

图表：2015年-2024E中国驱蚊杀虫市场规模（亿元）及增速

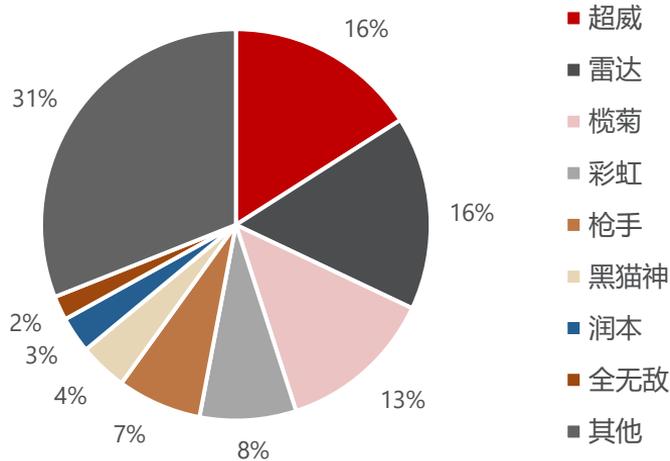


资料来源：灼识咨询，朝云集团招股说明书，民生证券研究院

## 2.1 驱蚊杀虫行业：竞争格局较为稳定，CR5维持在60%左右

- 国内驱蚊杀虫行业竞争格局较为稳定，CR5维持在60%左右。根据华经产业研究院数据，2012-2021年我国驱蚊杀虫市场CR5在60%水平上下波动，竞争格局较为稳定。分品牌看，驱蚊杀虫行业竞争格局呈现多巨头并存现象，21年市占率前三的品牌为超威、雷达、榄菊，对应市占率16%、16%、13%。

图表：2021年中国驱蚊杀虫市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图表：21年驱蚊杀虫行业市占率前五公司的基本情况



➢ 创立于2006年，凭借“专业、安全、有效、绿色”的产品开发理念和创新性产品，深受广大消费者喜好。



➢ 创立于1886年，美国大型杀虫剂公司庄臣公司旗下的品牌，拥有50多年专业杀虫用品生产历史。品牌主要涵盖杀虫剂、驱虫喷雾、蚊香等产品。



➢ 成立于1982年，是国内早期电热驱蚊产品的制造企业，主要从事蚊香、电蚊液、电蚊片、驱蚊电器类等消杀产品的研发、生产和销售。



➢ 成立于1994年，主要从事电热毯、电热暖手器等系列家用柔性取暖器具以及电热蚊香液、电热蚊香片、盘式蚊香、杀虫气雾剂等系列家用卫生杀虫用品的研发、生产和销售。



➢ 创立于1989年，倡导“健康、无味、无烟”的新概念，是同行业内最早提出“绿色杀虫、环保护家”的杀虫产品。

资料来源：各公司官网，百度百科，民生证券研究院

## 2.1 驱蚊杀虫行业趋势：产品安全化、温和化转型，儿童消费市场持续扩大

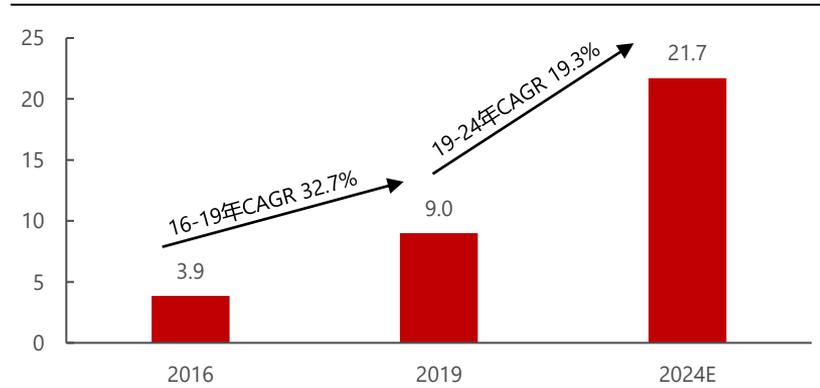
- **传统驱蚊产品逐渐向安全温和的派卡瑞丁、驱蚊酯等产品转型。**在“十四五”农药产业发展规划对绿色、高质量、安全产品的发展提出更高要求政策背景下，过去以传统驱蚊成分拟除虫菊酯为主的驱护产品，将逐渐向更加安全温和的派卡瑞丁、驱蚊酯等产品转型。
- **母婴群体对用品的安全、温和性诉求更高，儿童驱蚊市场快速发展。**儿童较成人更需健康安全、绿色无害的产品，因此母婴对无烟无味温和型驱蚊产品的要求更高，含有透明质酸钠等保湿舒缓成分的驱蚊产品恰能满足母婴群体消费诉求。根据华经产业研究院数据，从儿童消费市场看，我国儿童驱蚊消费市场规模从16年的3.9亿元增至19年的9亿元，16-19年期间CAGR为32.7%，预计24年市场规模达到21.7亿元，19-24年期间CAGR达19.3%，具有良好的发展前景。

图表：传统驱蚊产品与新型驱蚊产品的成分、优缺点对比

对比角度	传统驱蚊产品	新型驱蚊产品
代表性产品	盘香、固体电热蚊香	液体电热蚊香、驱蚊贴
成分	除虫菊酯、避蚊胺等	派卡瑞丁、驱蚊酯等
优缺点	驱蚊效果明显，但气味浓烈、易产生污染，对使用者健康可能有损伤	驱蚊效果明显，绿色环保、对环境无污染，温和安全，不会对使用者产生损伤

资料来源：观研天下，民生证券研究院

图表：2016年-2024E中国儿童杀虫驱蚊用品市场规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

## 2.2 个人护理产品：产品范围涵盖广泛，应用场景多元

- 个人护理产品指用于保护或调理皮肤以及个人卫生的居民日常消费品，产品涵盖范围较广，常见产品有护肤品、洗浴品、纸制品等。随着人民生活水平不断提高、消费者卫生习惯的改善以及大众日化产品的普及，个人护理行业蓬勃发展并加速细分，目前个护产品可细分为身体清洁、基础护理、手足护理、颈部护理、特殊护理等品类，代表性产品有沐浴露、身体乳、手足霜、颈霜、除臭止汗产品等，覆盖居家生活、出游踏青、四季护肤、沐浴清洁等多元应用场景。

图表：个人护理产品分类及主要内容

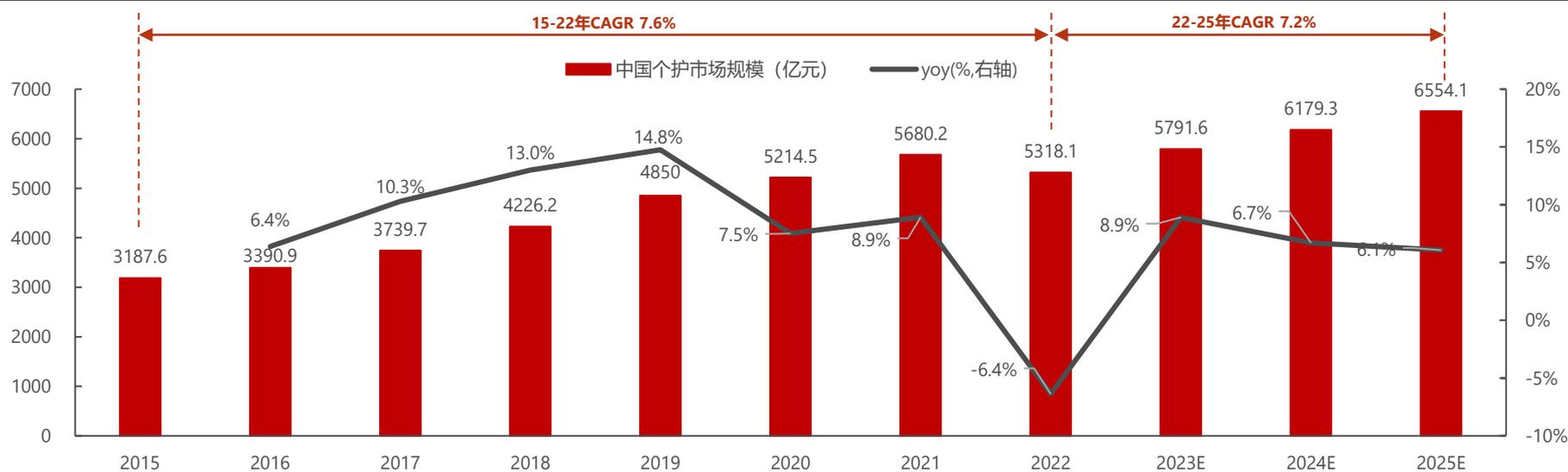
分类	主要内容	产品图示
身体清洁	沐浴露、沐浴皂、脱毛产品等	
基础护理	身体乳、体膜、爽身粉等	
手足护理	手足霜、手足膜等	
颈部护理	颈霜、颈膜等	
特殊护理	除臭、止汗、防蚊等	

资料来源：果集数据，前瞻产业研究院，民生证券研究院

## 2.2 个人护理行业：预计25年市场规模达6554亿元，22-25年CAGR为7.2%

- 我国个人护理行业持续增长，预计25年市场规模达到6554亿元，22-25年CAGR为7.2%。受益于消费者消费升级叠加健康意识的提升，个人护理行业规模有望持续增长，欧睿数据显示，15-22年，我国个护行业市场规模从3187.6亿元增长至5318.1亿元，对应CAGR为7.6%；预计22-25年将以7.2%的CAGR维持增长态势，25年市场规模达6554.1亿元。

图表：2015年-2025E中国个人护理市场规模（亿元）及增速



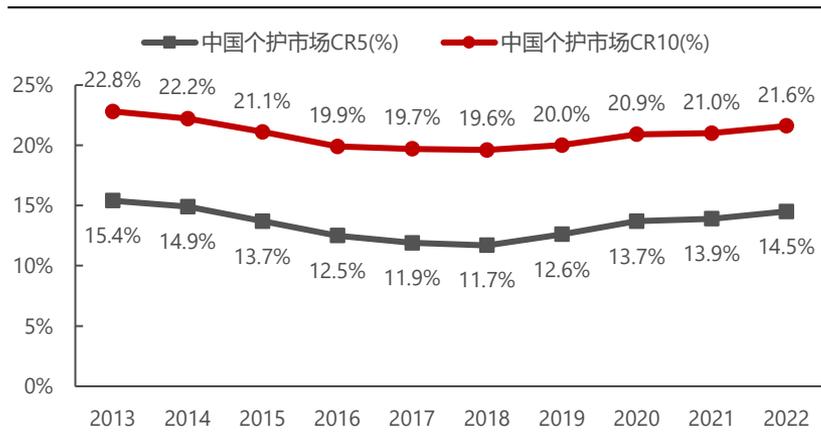
资料来源：欧睿，民生证券研究院

## 2.2

# 个人护理行业：市场格局分散，22年CR5为14.5%

- 国内个人护理行业竞争激烈，市场集中度较低，22年CR5为14.5%。欧睿数据显示，我国个人护理市场竞争激烈，市场格局较为分散，近年来市场集中度有所提升，CR5、CR10分别由18年11.7%/19.6%提升至22年14.5%/21.6%。
- 国际品牌占据头部市场，本土品牌持续扩张。根据欧睿数据，国际品牌占据我国个人护理行业头部市场，22年个人护理市场市占率前三的品牌分别为巴黎欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛，市占率分别为4.2%/3.8%/2.7%。本土品牌中，薇诺娜、珀莱雅等龙头护肤品牌实现逆势扩张，近年来市占率稳步提升，从17年0.3%/0.6%增长至22年1.4%/1.3%。

图表：2013-2022年个人护理市场CR5、CR10



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：2022年个人护理行业市占率前十品牌及其市占率变化

所属国家	品牌名称	17年	18年	19年	20年	21年	22年
法国	巴黎欧莱雅	3.6%	3.6%	3.6%	3.9%	3.9%	4.2%
法国	兰蔻	1.8%	2.1%	2.7%	3.2%	3.5%	3.8%
美国	雅诗兰黛	1.4%	1.7%	2.1%	2.6%	2.8%	2.7%
中国	百雀羚	1.7%	1.8%	1.9%	1.8%	1.7%	1.9%
美国	Olay	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%
中国	自然堂	2.1%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
美国	海飞丝	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
法国	迪奥	1.1%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.4%
中国	薇诺娜	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.4%
中国	珀莱雅	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.3%

资料来源：欧睿，民生证券研究院

## 2.2.1 婴童护理：功能划分细致，质量持续提升

- 婴童护理产品是指专门针对婴幼儿和儿童皮肤研发，用于婴幼儿和儿童日常清洁、保护皮肤的护理产品。婴童护理产品可细分为护肤用品、洗浴用品、清洁用品，产品主要包括沐浴液、润肤露、按摩油、乳液、湿巾等。近年国货婴童护理类产品迭代升级的重点放在产品的成分、配方、安全性本身，产品成分更加安全有效、品类功能划分更加细致、时尚感更强，国货婴童护理产品质量持续提升。

图表：婴童护理产品分类及主要产品

类别	主要产品	主要功能	示意图
护肤用品	身体油、面霜、乳液、爽身粉、防晒护理用品（防晒产品、晒后护理用品等）及孕产护肤类产品等	抗寒风、紫外线、烈日的照射，防止皮肤干裂、脱落，保持皮肤湿润、光滑、富有弹性	
洗浴用品	沐浴添加剂、香皂、沐浴露、洗发露、沐浴球、香氛类（婴儿古龙水、驱蚊止痒液）及洗漱用品（产妇牙刷、牙膏）等	清除皮肤表面的彩妆、污垢、皮脂、角质层碎片等，保持个人卫生	
清洁用品	洗衣液、餐具清洁液、空气净化喷雾及婴儿湿巾等	对衣物等直接接触肌肤的物品进行清洁，保持皮肤湿润，等等	

资料来源：智研咨询，观研天下，民生证券研究院

## 2.2.1 婴童护理：预计25年市场规模达423亿元，22-27CAGR为9.7%

- 婴童护理行业市场持续稳健增长，08-27年CAGR达12.3%。根据欧睿数据，08-19年中国婴童护理市场实现快速稳健增长，市场规模由54.2亿元增至258.5亿元，对应CAGR为15.3%。2020年受新冠疫情、生育率下滑等多方面因素影响，婴童护理行业市场规模增速略微放缓，21年市场规模突破300亿元。中长期来看，受益于国民收入水平持续提升、精细化育儿观念下育儿支出稳步提升等因素驱动，中国婴童护理市场规模将稳健增长，预计27年达到490.7亿元，22-27年CAGR为9.7%。

图表：2015年-2021E中国婴童护理行业市场规模（亿元）及增速

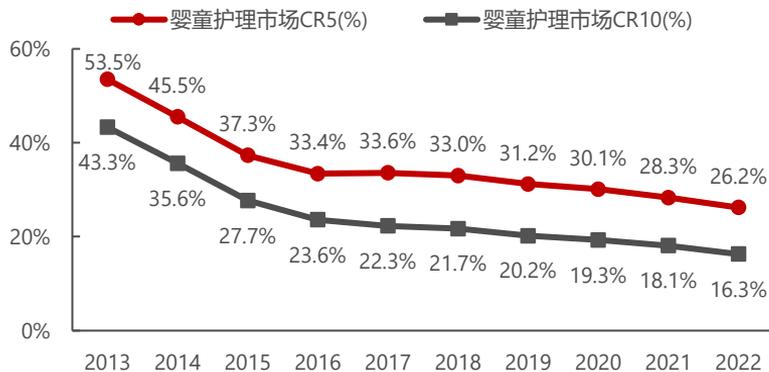


资料来源：欧睿，民生证券研究院

## 2.2.1 婴童护理：行业竞争激烈，市场集中度较低，22年CR5为16.3%

- 国内婴童护理行业竞争激烈，22年CR5为16.3%。我国婴童市场竞争较为激烈，行业竞争格局相对分散，根据欧睿数据，13-22年，我国婴童护理市场CR5由43.3%下降至16.3%，CR10由53.5%下降至26.2%，行业竞争持续加剧。
- 分品牌来看，强生市占率下滑明显，国货品牌加速掠夺市场份额。根据欧睿数据，2020年之前，强生强势领先，17-19年市占率分别为9.2%、7.8%、6.6%，市场份额将近第二名的两倍；2020年后，优秀国货品牌加速崛起，抢占强生的市场份额，强生市占率从17年的9.2%降至22年的4.1%，国货红色小象、戴可思、启初加速崛起，市占率分别从17年的2.7%/0.7%/2.1%提升至22年的3.9%/2.8%/2.5%。

图表：2013-2022年中国婴童护理品牌CR5、CR10 (%)



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：2022年婴童护理行业市占率前十品牌及其市占率变化

所属国家	品牌名称	17年	18年	19年	20年	21年	22年
美国	强生	9.2%	7.8%	6.6%	5.8%	5.1%	4.1%
中国	红色小象	2.7%	3.8%	3.4%	4.5%	4.7%	3.9%
美国	Aveeno	-	0.0%	0.1%	0.4%	1.7%	2.8%
中国	戴可思	0.7%	1.3%	2.1%	2.5%	2.7%	2.8%
日本	Pigeon	3.5%	3.3%	3.1%	2.8%	3.0%	2.7%
中国	启初	2.1%	2.6%	3.2%	2.5%	2.6%	2.5%
中国	青蛙王子	4.0%	4.0%	3.9%	3.7%	2.4%	2.1%
中国	郁美净	2.9%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%	1.8%
中国	皮皮狗	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
中国	孩儿面	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%

资料来源：欧睿，民生证券研究院

## 2.2.1 婴童护理：精细化育儿驱动婴童护肤多品类增长，乳液面霜为高潜力品类

- 90后成为主要育龄人群，育儿方式精细化发展，婴童护肤多品类高速增长。近年来，90后逐渐成为生育人群的中坚力量，2022年中国已育女性中有70%是90后（20-32岁），其中20-27岁/28-32岁人群分别占总体的21%/49%。由于90年的平均受教育水平更高，对科学育儿理念的认同度更高，因此精细化育儿需求提升，婴童护肤快速发展，多品类呈现良好增长态势。
- 细分赛道中，婴童乳液面霜增速表现亮眼，品类发展潜力较高。根据《2023中国婴童护肤白皮书》，婴童护理行业细分赛道中，润肤乳为主要销售品类，但增长速度较慢；乳液面霜销售规模仅次于润肤乳，同比增速处于较高水平，22年同比增速约40%，为高潜力品类。

图表：2022年4月-2023年3月婴童护肤品类销售情况



资料来源：《2023中国婴童护肤白皮书》，民生证券研究院

图表：婴童乳液面霜主流国货品牌



资料来源：凯度，各公司官网，民生证券研究院

## 2.2.2

# 精油产品：产品种类丰富，纯精油产品为主要消费品类

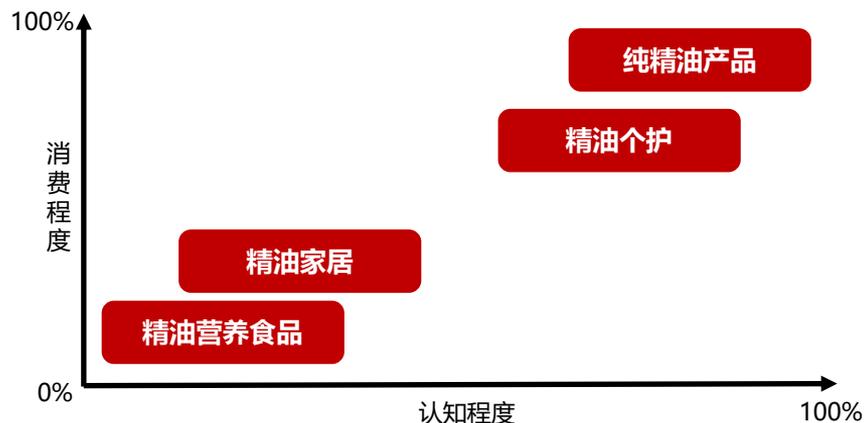
- 精油产品种类丰富，纯精油产品为主要消费品类。**精油产品是指包含从香料植物或泌香动物中加工提取得到的挥发性含香物质的配方产品，具体可分为纯精油产品、精油个护、精油家居、精油营养食品四大品类，其中纯精油产品和精油个护产品为消费者认知度较高且消费较多的品类。尼尔森数据显示，2022年，消费者对纯精油产品、精油个护产品的认知度分别为94%、92%；而对精油家居、精油营养食品的认识度仅65%、58%。

图表：精油产品分类

分类	介绍	产品示意图
纯精油产品	通过涂抹、按摩、嗅吸、香薰等方式使用的精油产品，如单方精油、复方精油等	
精油个护	添加精油的护肤产品和个人护理产品，如面霜、面膜、沐浴露等	
精油家居	添加精油的家居产品，如洗衣液、洗洁精	
精油营养食品	添加精油的食品、饮品、保健品等	

资料来源：尼尔森，民生证券研究院

图表：精油子品类认知程度与消费程度



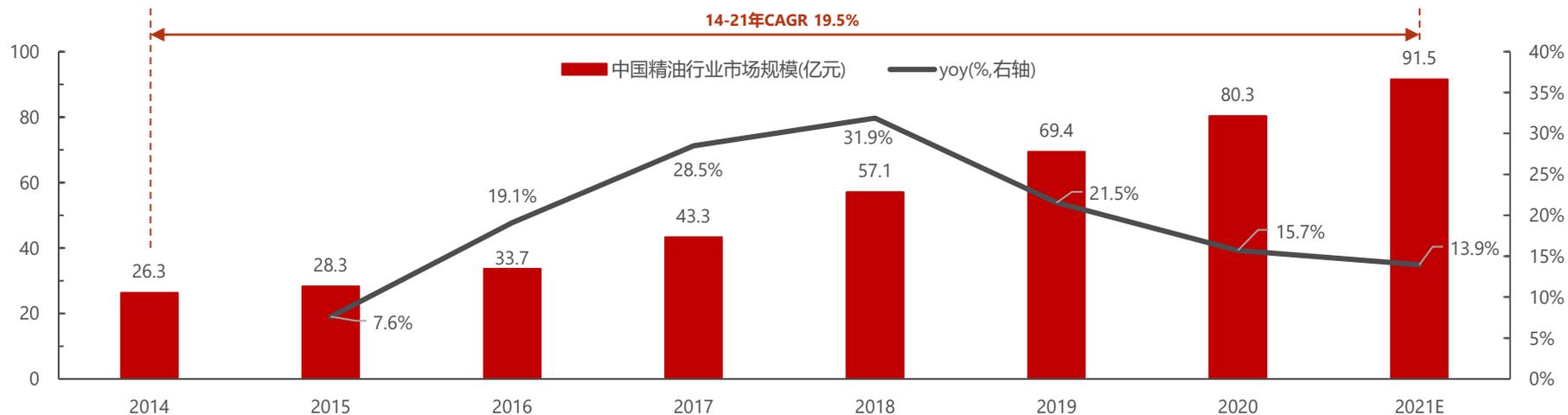
资料来源：尼尔森，民生证券研究院；

注：1) 了解度：认为自己对该品类非常了解/比较了解（打分4-5分）的人群百分比；2) 基数=1571。

## 2.2.2 精油行业：20年市场规模为80亿元，14-21年CAGR为19.5%

- 精油行业处于初步发展期，市场规模逐年扩大，14-21年期间CAGR达19.5%。根据中研普华产业研究院数据，14-21年中国植物精油行业市场规模由26.3亿元扩大至91.5亿元，对应CAGR达19.5%。考虑1) 在医用、日用化妆品等领域，天然植物提取的植物精油因相对健康、环保受到终端消费者欢迎，具备较大市场潜力；2) 在农业领域，植物精油作为替代抗生素的产品受到下游饲料行业以及养殖业的广泛应用，中国植物精油市场需求正在逐渐扩大，有望推动行业进一步发展。

图表：2014年-2021E中国精油行业市场规模（亿元）及增速



资料来源：中研普华产业研究院，民生证券研究院

# 03. 公司核心竞争力

### 3.1 品牌：塑造兼具品质、功能与设计的国货形象，契合国潮新趋势

- “润本”品牌定位与品牌形象把握国潮新趋势。近年来，随着消费水平的提升与文化觉醒，消费者越来越注重产品对于其特定需求及精神层面的满足，更加偏好融入中国元素的商品。“润本”品牌取名灵感源自中国古文诗词（“润”取自杜甫佳句“随风潜入夜，润物细无声”，取润泽、润育之义，蕴意轻柔、细微地呵护；“本”一为本草之义，二指本源、起始，寓意人生本初），品牌形象借鉴民俗年画经典人物“年画娃娃”，鲜明国产品牌形象契合国潮兴起后消费者对个性化并有文化感召力的产品的需求。

图表：“润本”品牌形象及含义



资料来源：润本官网，民生证券研究院

图表：“润本”品牌宣传

致力于打造“好用不贵”的优质国货品牌

温和纯粹 坚持用 天然植物萃取	全球选材 从源头严选 优质原料	品质严苛 生产工序 全链路把控
-----------------------	-----------------------	-----------------------



经过皮肤 过敏测试	欧盟 有机认证	IFRA安心 原料认证	符合中国 药典标准
--------------	------------	----------------	--------------

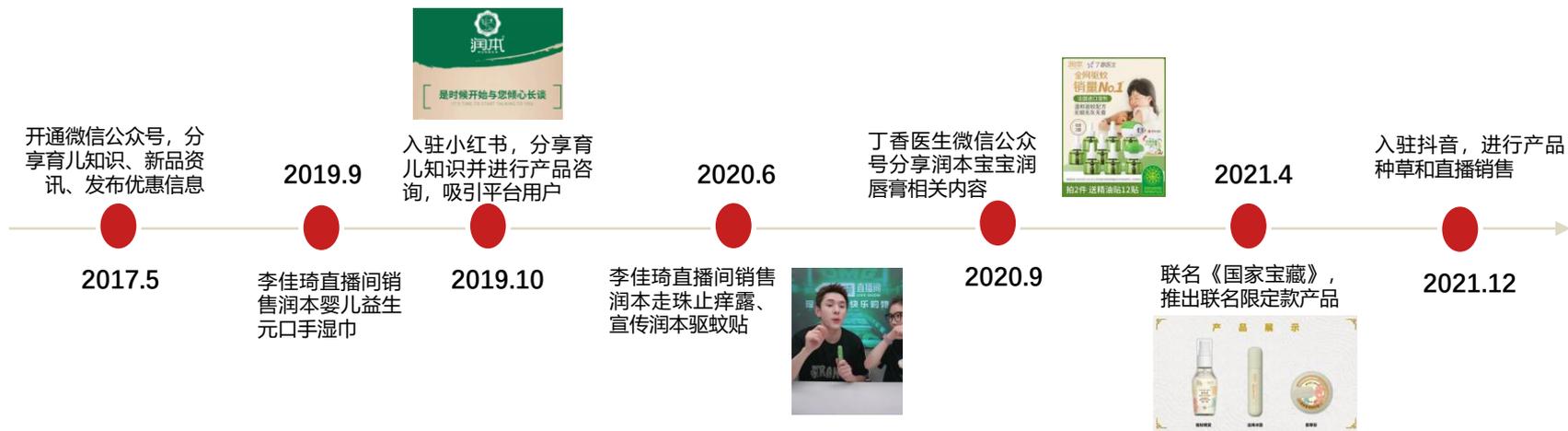


资料来源：润本官网，民生证券研究院

### 3.1 品牌：种草+直播+地广，品牌知名度提升

- 线上“种草+直播”，线下“多门店+地广”，多方位营销提高品牌知名度。线上端，公司持续加大天猫直通车、京东京准通等平台推广工具的投入，并结合小红书种草、直播、短视频、IP联名等多种方式进行产品内容营销推广，例如2020年与健康科普IP丁香医生合作，分享润本宝宝润唇膏等产品的相关内容；19-21年间多款产品在李佳琦直播间销售；21年合作《国家宝藏》推出联名驱蚊喷雾和止痒走珠冰露。线下端布局地铁广告等线下推广渠道，进一步扩大营销活动辐射范围，带动品牌知名度和销售收入提升。

图表：公司营销相关事件



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 3.2 产品：深耕驱蚊、婴童护理细分赛道，持续拓宽产品矩阵

- 从驱蚊杀虫赛道出发，迅速扩展至婴童护理、精油等细分赛道，产品矩阵持续丰富。公司以驱蚊作为市场切入点，逐步拓展至婴童护理及精油市场，并进一步深耕“驱蚊+精油+母婴护理”等极致细分赛道，获取细分领域的差异化竞争。目前，公司在驱蚊领域已开发蚊香液、驱蚊喷雾、驱蚊液、蚊香片等产品，在婴童护理领域已开发爽身乳、爽身粉、舒缓喷雾、湿巾、儿童唇膏、洁面等产品；在“驱蚊+精油+母婴护理”领域推出精油驱蚊贴、精油香圈、精油扣、香茅驱蚊喷雾等产品。

图表：“润本”产品覆盖领域



资料来源：润本官网，民生证券研究院

图表：“润本”产品矩阵

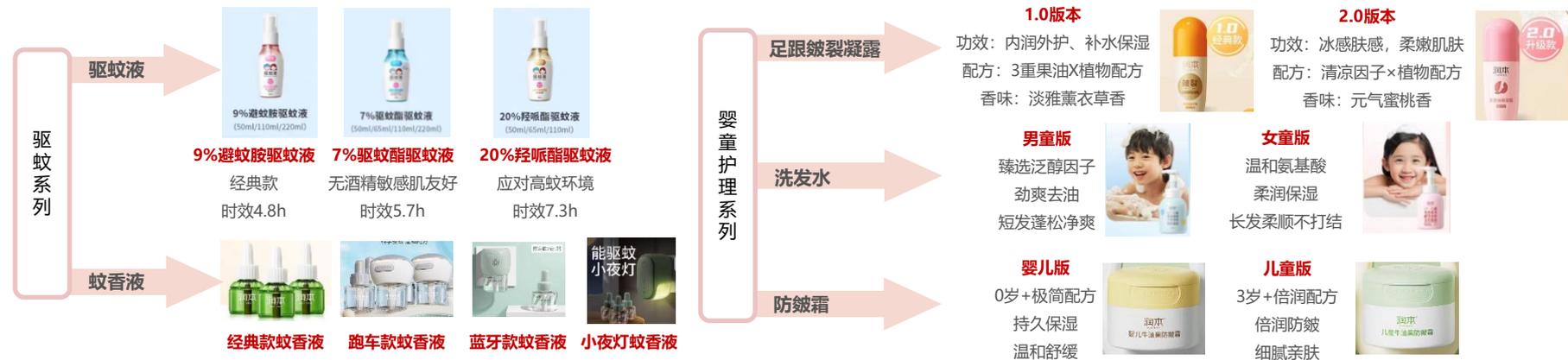


资料来源：润本天猫旗舰店，民生证券研究院

## 3.2 产品：扩SKU+迭代升级，满足不同消费需求

- 横向丰富产品规格，纵向持续迭代升级，产品矩阵进一步完善。**公司依托自身产品研发设计实力，不断发现用户需求与痛点，并结合行业最新的流行趋势，进行产品的型号扩充和功效升级，例如在驱蚊杀虫领域，公司持续扩充电热蚊香液品类，20年推出跑车款电热蚊香液，21年针对消费者“智能驱蚊”需求推出蓝牙款电热蚊香液，22年针对有孩家庭起夜生活推出小夜灯电热蚊香液；在母婴护理领域，公司升级足跟皲裂凝露（23年迭代推出2.0版，增加蜜桃香味、升级凉感肤感）等产品，并根据儿童性别、年龄推出适用不同群体的防皴霜、洗发水等。公司在丰富产品SKU的同时升级产品，产品竞争力持续提升，打开业务规模增长空间。

图表：公司部分产品扩充型号及性能升级情况



资料来源：云巢创新咨询微信公众号，润本天猫旗舰店，民生证券研究院

### 3.3 渠道：巩固线上+探索线下，打造全渠道销售网络

- 以线上渠道为驱动，打造全渠道销售网络，多维度触达终端消费者。公司以线上渠道为核心，与天猫、京东、唯品会等主流电商平台深入合作。同时，公司结合抖音、小红书等新媒体平台和地铁广告等传统宣传渠道进行品牌推广和营销，提高公司品牌知名度，打造公司及产品口碑。在此基础上，公司进一步构建以母婴连锁店、大型连锁超市和社区小店等终端为主的线下销售网络，完善公司渠道布局，全方位实现多渠道共同发展。目前，公司已搭建起较为完善的全渠道销售网络，线上端合作天猫、京东、抖音、唯品会、拼多多等大型电商平台，线下开拓家乐福、华润万家等商超渠道以及爱婴岛、乐友等母婴零售渠道。

图表：公司销售渠道布局



资料来源：润本微信公众号，民生证券研究院

图表：部分电商平台市占率及排名

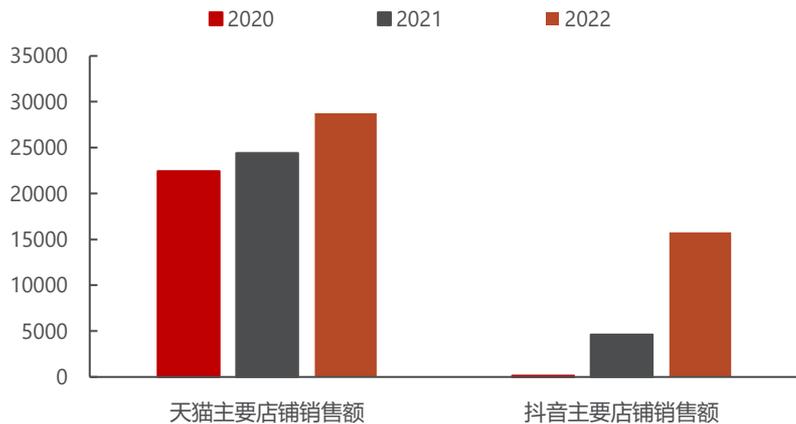
平台	市占率/排名
天猫	20-22年公司蚊香液产品销售额占比分别达到 16.42%、18.32% 和19.99%，连续三年排名第一；2022 年天猫“618”活动“婴童用品”类目排名前三。
京东	20-22年，“润本”京东自营官方旗舰店销售额在京东“618”活动中连续三年名列母婴用品之洗护用品品牌前二；“蚊香液”搜索结果按销量排序排名第一。
抖音	抖音2022年“618”活动“婴童用品”排名前三；2023 年抖音好物年货节“婴童用品”类目店铺排名第二。
拼多多	“润本”品牌店铺分别位列拼多多“防蚊水店铺榜口碑榜”第一、“蚊香液店铺榜口碑榜”第一。

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

### 3.3 渠道：巩固线上+探索线下，打造全渠道销售网络

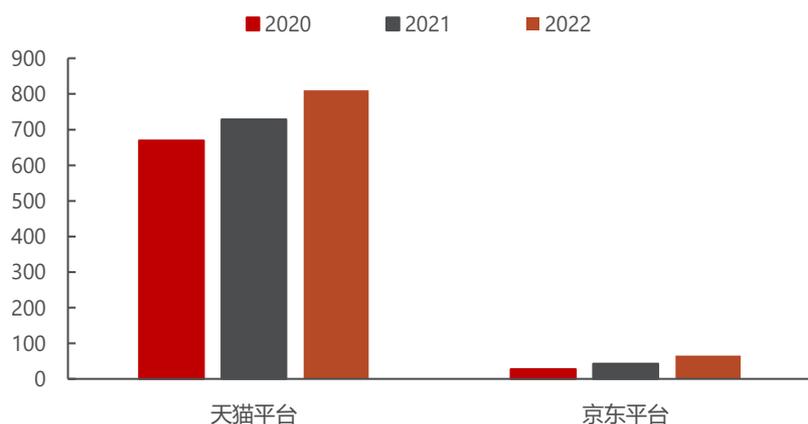
- 1) 线上渠道：**公司线上渠道采取C2M模式，通过与消费者深度互动，分析消费者的购买习惯和新品使用反馈，精准制定并推出以消费者喜好为导向的产品，积累客户流量优势，推动销售规模稳健提升。2019-2022年，天猫、京东平台直营店铺的年购买用户数从537.95万人增至1041.22万人，对应CAGR为24.62%；天猫平台直营店铺销售收入金额从1.48亿元增长至3.00亿元，对应CAGR达26.57%。此外，公司还积极布局抖音、快手、小红书等新媒体电商平台，其中抖音渠道高速发展，22年销售金额达1.58亿元，带动品牌全面发展。

图表：2020-2022年天猫、抖音平台主要店铺销售情况（单位：万元）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年天猫、京东平台年购买用户数情况（单位：万人）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

### 3.3 渠道：巩固线上+探索线下，打造全渠道销售网络

- 2) 线下渠道：**公司积极与全国知名连锁商超、便利店、百货商店建立合作关系，不断加强在各类型实体店的宣传促销力度，进一步完善线下渠道布局。目前公司线下渠道网络已通过非平台经销商覆盖全国30多个省（市、自治区），开发大润发、沃尔玛/山姆会员店、7-11、屈臣氏、华润超市等KA渠道以及WOWCOLOUR等特通渠道。未来公司将通过搭建以经销商为纽带的全国线下渠道网络，借助经销商充足的线下渠道资源增加公司合作的商超、百货商店等线下实体店的合作家数，深挖终端市场潜力；并建设经销商渠道数字化管理平台、打造专业化线下渠道运营团队，提升线下渠道运营效率。

图表：公司拓展线下渠道的主要措施

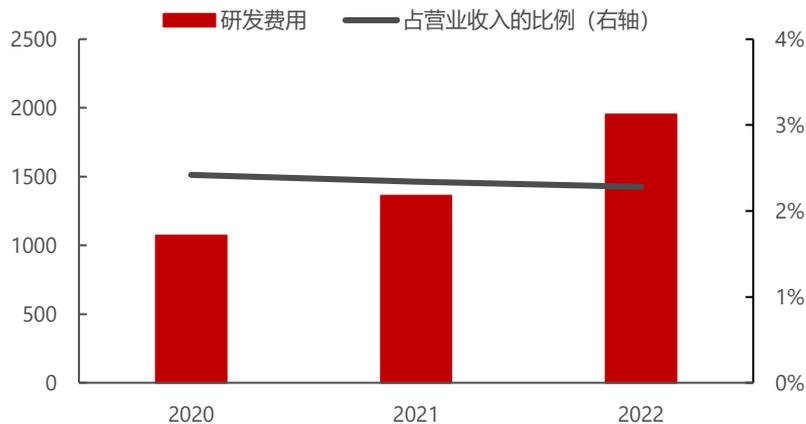
措施	主要内容	意义
搭建以经销商为纽带的线下渠道网络	根据业务拓展需要遴选具有丰富线下运营与团队管理经验的经销商，搭建以经销商为纽带的全国线下渠道网络；进一步完善有进有出、优胜劣汰的分级动态经销商渠道管理制度	充分发挥资源共享优势，深挖终端市场潜力，扩大公司产品的品牌影响力和市场覆盖面；保证渠道质量
建设经销商渠道数字化管理平台	建设完善的经销商渠道管理系统，搭建网络化、数字化的渠道管理平台，功能涵盖经销商采购下单、物流验收、进销存管理、信用政策管理等模块	使得公司对下游经销商渠道的管理更加高效、便捷和精准，从而降低渠道管理成本
打造专业化线下渠道运营团队	通过人员招聘、内部培训和外部同行业交流等方式持续打造专业化线下渠道运营团队；通过与各地经销商加强沟通交流，及时获取线下零售终端对于细分品类、客群结构等方面的反馈信息	利于公司发挥“研产销一体化”的优势，通过及时推出适合线下渠道的新品或产品套装，优化供应品类，即时响应消费者需求，提升线下消费者的用户体验

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 3.5 研发：研发团队专业背景多元，赋能多细分赛道产品创新

- 研发团队专业背景多元，赋能多细分赛道产品推陈出新。**截至2022年末，公司研发团队共106人，团队成员学科背景覆盖生物工程、精细化工、药理学等领域，其多元知识储备有助于公司驱蚊产品、婴童护理系列、精油系列等细分赛道的产品研发。2020-2022年，公司凭借自身研发优势，持续加大研发投入，推进旧产品迭代升级和新产品的开发，在驱蚊赛道推出电热蚊香液蓝牙智能加热器、避蚊胺驱蚊液、羟哌酯驱蚊液，婴童护理赛道推出润本叮叮舒缓棒、皴裂膏，精油赛道推出植物精油香圈、植物精油香圈等具备竞争力的产品，有效促进公司营收增长。

图表：2020-2022年公司研发投入相关数据（单位：万元）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年公司新增产品一览

年度	产品类别	主要新增产品
2020年	驱蚊系列	多功能电蚊拍、驱蚊酯驱蚊液
	婴童护理系列	皴裂膏、护唇膏、卫生湿巾、洗发沐浴露、润本叮叮舒缓棒
2021年	精油系列	植物精油香圈
	驱蚊系列	电热蚊香液蓝牙智能加热器
	婴童护理系列	润唇膏、清凉喷雾、羽绒服清洁湿巾
	精油系列	香茅香薰盒、精油手环（闪光型）
2022年	其他类	抑菌喷雾、内衣洗衣液
	驱蚊系列	加热器（型号：RUNBEN-4）、避蚊胺驱蚊液、羟哌酯驱蚊液
	婴童护理系列	儿童洁面泡泡、清透防晒霜
	精油系列	薄荷清凉棒、啪啪手环、舒舒贴
	其他类	柠檬酸除垢剂、抗静电香氛喷雾

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

### 3.5

## 研发：拥有7项核心技术储备，技术优势领先

- **拥有7项自研核心技术，技术优势行业领先。**截至22年底，公司共开发出7项核心技术，通过优化产品成分以及所用技术提升产品性能，其中1) 蚊香液智能加热器技术：通过加热器内的蓝牙芯片进行远程控温、控时，实现药液间歇、持续性地挥发；2) 驱蚊酯在水基型驱蚊产品中的应用技术：通过使用其他天然替代物代替酒精提升驱蚊酯的溶解性，并添加舒缓和保湿的活性成分将适用人群扩至敏感肌群体；3) 舒缓功效组合物的应用技术、婴儿护臀产品的植物组合物及其制备技术：筛选出具有舒缓作用的活性物/原料并应用于产品中；4) 保湿护肤组合物的应用技术通过复配甘油等具有保湿作用的安全温和原料，提升吸湿保湿功效；5) 一种婴儿液体痱子粉的制备技术及其应用技术、低敏柔软的杀菌湿巾的应用技术：使用植物原料制作减少产品刺激性。

图表：七项核心技术简介

技术名称	所处阶段	技术先进性具体表征
蚊香液智能加热器技术	批量生产	该技术基于加热器内的蓝牙芯片，可通过手机小程序的设定，实现加热器自动加热。
驱蚊酯在水基型驱蚊产品中的应用技术	批量生产	通过使用其他天然替代物代替酒精提升驱蚊酯的溶解性，并添加舒缓和保湿的活性成分，敏感肌人群也可适用。同时，无酒精配方也可降低驱蚊酯的挥发性，延长药效。
舒缓功效组合物的应用技术	批量生产	术筛选化妆品原料目录中具有舒缓作用的活性物，通过组胺刺激实验评价其舒缓效果，并确定其用量和配比，将组合物应用在紫草舒缓膏、舒缓棒、舒缓走珠冰露等产品中，实现良好舒缓效果。
保湿护肤组合物的应用技术	批量生产	复配甘油、透明质酸钠、甘油葡糖苷、矿脂等具有保湿作用的安全温和原料。将其应用在护肤膏霜中，既可以起到较好的吸湿保湿作用，同时减少水分挥发延长保湿时间。
婴儿护臀产品的植物组合物及其制备技术	基础研究	筛选具有舒缓作用的油性原料，并将其应用于婴儿的臀部护理产品，能有效退红，抗水成膜，有助维护施用部位正常健康的肌肤状态。
一种婴儿液体痱子粉的制备技术及其应用技术	批量生产	通过采用液体粉的形式代替传统的痱子粉，降低人体吸入的风险；并通过添加多种植物提取物如金银花、野菊花等，有助于舒缓痱子肌肤的刺激状态。
低敏柔软的杀菌湿巾的应用技术	批量生产	通过筛选多种植物杀菌剂，复配化学杀菌剂苯扎氯胺，配备成湿巾药液。有效降低化学杀菌剂的用量，减少刺激性；有保湿和舒缓的作用，能滋润皮肤；采用水刺无纺工艺，具有亲肤、柔软、透气、不掉絮、反复擦拭不起球，不易扯破的特点。

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 3.5 研发：储备10余项研发项目，中长期发展机会充足

- 储备10余项研发项目，中长期发展机会充足。**截至2022年底，公司在研重要项目共有10项，其中驱蚊领域项目包含具有长效保湿的植物提取物的应用研究、含有驱蚊酯的驱蚊凝胶、羟哌酯驱蚊产品的开发及应用、薄荷二醇驱蚊液的制备及其应用、四氟苯菊酯气雾剂的制备及其应用；婴童护理领域项目包含：儿童防晒产品、婴童洗护无泪配方的研究及应用、功能型湿巾、婴童舒缓止痒产品的开发、防皴裂组合物及其应用。公司在核心业务领域的项目储备充足，且功能性湿巾已进入大批量生产阶段，儿童防晒产品、含有驱蚊酯的驱蚊凝胶两大项目的配方基本完成，项目逐步落地有望进一步巩固公司在驱蚊和婴童护理两大赛道的差异化竞争力。

图表：十项主要在研技术项目简介

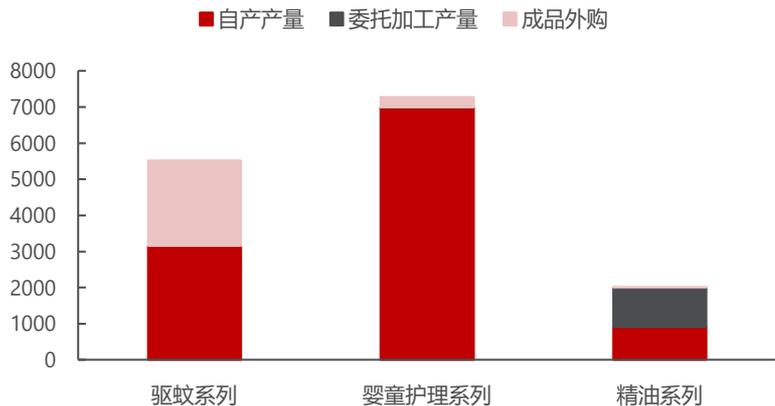
项目名称	所处阶段	拟达到目标
具有长效保湿的植物提取物的应用研究	开发阶段	筛选出可持续保湿8小时的植物提取物，并将其应用于现有的冬季保湿产品中。
含有驱蚊酯的驱蚊凝胶	配方已经基本完成	制备安全性高、持效性好、肤感清爽不粘腻的驱蚊凝胶产品
儿童防晒产品	配方已经完成	制备可以通过无泪测试的产品。
婴童洗护无泪配方的研究及应用	中试阶段	创新性采用逐步缩合的定向多肽合成方法得到具有特定顺序的合成多肽，包括二硫键成环、酰胺键成环以及其它特殊结构成环技术
功能型湿巾	大批量生产	筛选出低泡沫的表面活性剂组合物，并制备温和不伤手的硬表面清洁湿巾以及织物表面清洁湿巾
婴童舒缓止痒产品的开发	开发阶段	能够应用于各种剂型的婴童舒缓止痒组合物，并形成专利
羟哌酯驱蚊产品的开发及应用	已经在申报农药登记证	制备出羟哌酯的驱蚊乳及驱蚊液并申报农药登记证。
薄荷二醇驱蚊液的制备及其应用	开发阶段	申报农药登记证和驱蚊液产品上市
四氟苯菊酯气雾剂的制备及其应用	开发阶段	申报农药登记证和气雾剂产品上市
防皴裂组合物及其应用	开发阶段	防皴裂效果用植物组合物替代现有的尿素和羟乙基豚，并形成防皴裂植物组合物的专利

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 3.5 生产：自主生产、委托加工相结合，22年自主生产产量占比76%

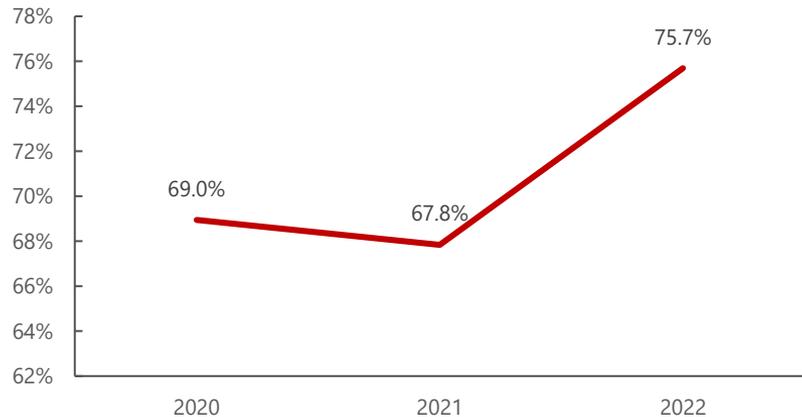
- 公司坚持“研产销一体化”模式，采用自主生产、委托加工相结合的方式安排生产，其中自主生产系主要模式。1) 自主生产：公司依靠自有生产设备、技术和工人组织生产，采取“以销定产”的生产模式，自主研发产品配方及独立设计产品外包装。20-22年，公司通过自主生产的产量占比分别为 68.95%、67.84%和 75.69%。2) 公司产品产销具有一定的季节性特征，部分产品旺季订单量大、交期短，为提高生产效率和对订单需求的反应能力，更好地发挥专业化分工优势，公司将部分非核心生产工序进行委托加工，包含半成品委托加工及成品委托加工。

图表：2022年分系列生产情况（单位：万瓶、万包、万盒）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年公司自主生产占比情况



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 3.6 生产：自建广州、义乌生产基地，助力生产效率和市场响应能力提升

- 自建广州、义乌两大生产基地，提供强力产能支持。**公司持续扩充产能，不断提升生产自动化与供应链智能化程度，目前已建成广州、义乌两大生产基地，建筑面积总计约10.50万平方米，配备独立科研团队，共有56条自动化生产线，2022年公司80.56%的产品可自行生产。强大的自有供应链确保公司充分把控质量控制、生产进度、产品检测等环节，提高生产效率和市场响应能力，实现用户需求驱动产品供给。

图表：广州、义乌两大生产基地简介



广州生产基地

占地13490m<sup>2</sup>  
 建筑面积34496.40m<sup>2</sup>  
 兴建自动化生产基地



义乌生产基地

占地22714.56m<sup>2</sup>  
 建筑面积70479.69m<sup>2</sup>  
 智能化管理，提高产能



独立科研队伍

研发中心面积1700m<sup>2</sup>  
 掌握独立研发技术



10万级无尘净化车间

新型自动化生产流水线  
 产能稳定高效



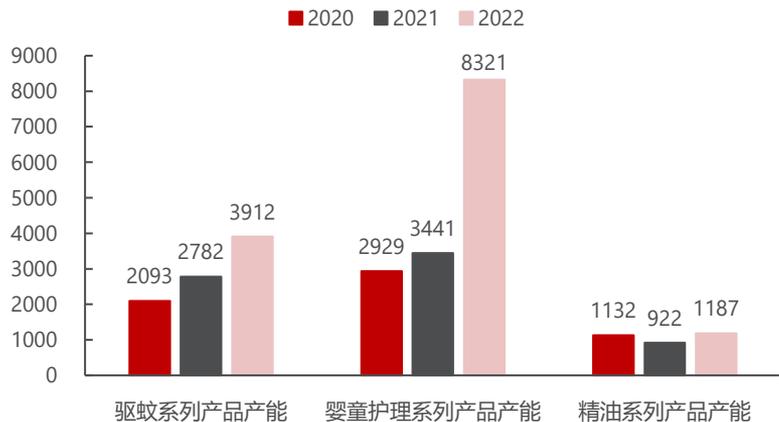
全自动分拣线

3000m<sup>2</sup>电商仓库  
 专业的信息化库控管理

## 3.6 生产：自有产能持续扩大，新产能爬坡有望带动产能利用率回升

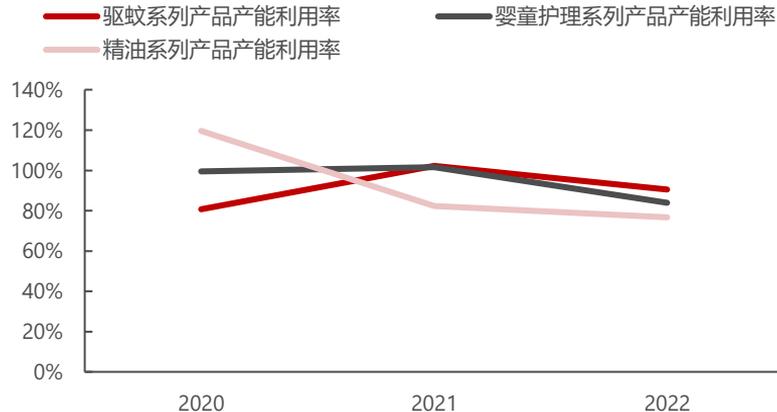
- 自有产能持续扩大，新产能爬坡影响产能利用率。**2020-2021年，随着公司业务规模不断增长，公司产能利用率处于较高水平，分别为95.24%和95.87%。为了满足消费者多样化需求、缩短运输距离从而加快对消费者订单需求的反应，公司在浙江义乌新建生产基地，持续扩充产能。截至22年底，公司驱蚊系列产品自有产能为3911.66万件，婴童护理系列产品产能为8321.22万件，精油系列产品产能为1186.57万件；22年公司驱蚊、婴童护理、精油三大主营业务22年产能利用率略有所下滑，分别为80.81%、83.91%、83.91%，主要系义务工厂新建产线处于量产初期，产能未完全释放未来随着公司新建产能持续爬坡，整体产能利用率有望稳步回升。

图表：2020-2022年公司自有产能情况（单位：万瓶、万包、万盒）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年公司产能利用率及变化情况



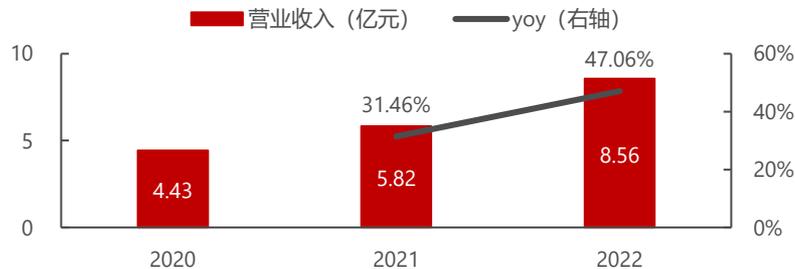
资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

# 04. 财务分析

## 4.1 营业收入持续高增，22年收入同比增长47%至8.56亿元

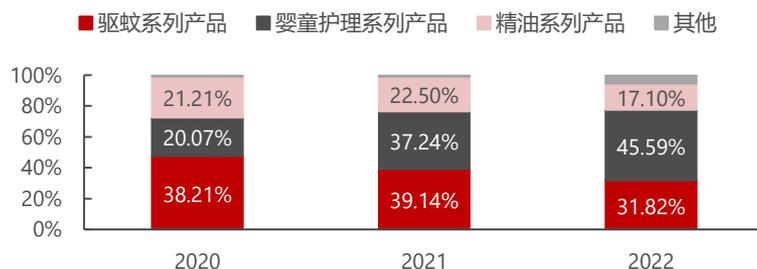
- 公司营收持续高增，2022年总营收同比+47.04%至8.56亿元。** 20-22年公司营业收入分别为4.43亿元、5.82亿元、8.56亿元，21-22年同比增长31.46%、47.06%，收入高速增长主因1) 公司所处行业发展较快且市场空间巨大；2) 电子商务快速发展为公司线上渠道提供发展机会；3) 公司深耕驱蚊及个人护理用品多年，品牌知名度高，受益于行业增长及消费升级的大趋势，销售规模逐年增长。
- 分业务看，驱蚊产品为公司基本盘，婴童护理业务加速发展。** 1) 驱蚊产品系列：20-22年销售额分别为1.69亿元、2.28亿元、2.72亿元，21-22年同比增长34.66%、19.54%，主要系消费者个人卫生健康意识增强及线上购物占比的提升带动公司产品销量增长；驱蚊产品为公司核心品类，20-22年收入占主营业务收入的比重分别为38.21%、39.14%、31.82%；2) 婴童护理系列产品：20-22年销售额分别为1.44亿元、2.17亿元、3.9亿元，21-22年同比增长50.75%、80.03%，主要系公司推出多款热销产品带动婴童业务量价齐升；3) 精油系列产品：20-22年销售额分别为1.26亿元、1.31亿元、1.46亿元，21-22年同比增长4.15%、11.78%。

图表：2020-2022年公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年各业务占主营业务收入比例

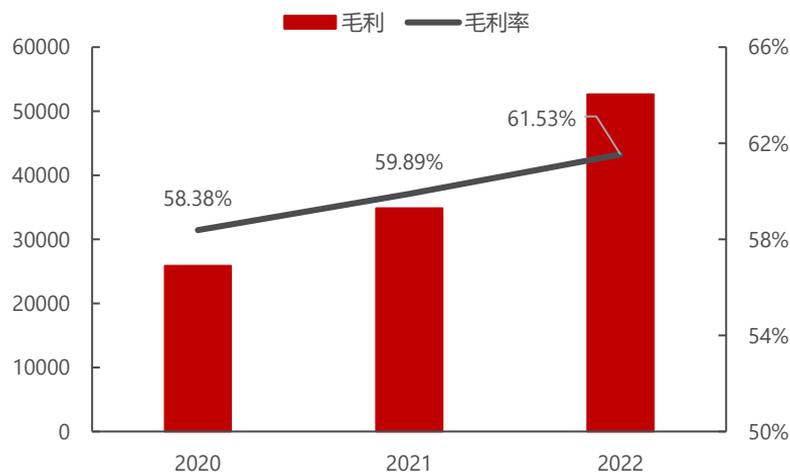


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 4.2 整体毛利水平持续增长，盈利能力增强，22年毛利率~62%

- **毛利率逐年上升，22年毛利率达61.5%**。20-22年，公司毛利率分别为58.38%/59.89%/61.53%，呈逐年上升趋势，公司维持较高毛利率且持续增长主因：1) 公司以电商为主要销售渠道，直接面向终端消费者，相比以线下为主要销售渠道的模式利润空间更大；2) 产销规模扩大，规模效应降低产品成本；3) 高毛利的线上直销模式的收入占比逐年提升；4) 持续推出毛利率更高的新品；5) 公司采购规模不断扩大，对上游原材料供应商的议价能力逐渐增强。

图表：2020-2022年公司毛利（万元）及毛利率



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：润本股份与可比公司的渠道结构、毛利率对比

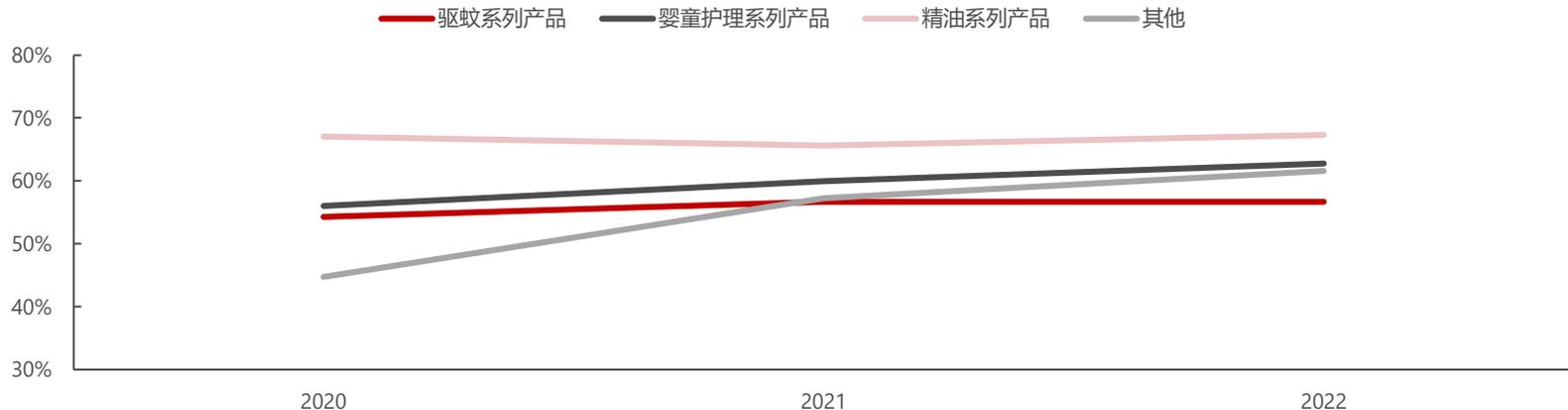
项目	2022年渠道结构	毛利率		
		2020年	2021年	2022年
上海家化	线上 (39.24%) 线下 (60.76%)	59.95%	58.73%	57.12%
贝泰妮	线上 (80.33%) 线下 (19.67%)	76.25%	76.01%	75.21%
珀莱雅	线上 (90.98%) 线下 (9.02%)	63.55%	66.46%	69.70%
润本股份	线上 (78.73%) 线下 (21.27%)	58.38%	59.89%	61.53%

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 4.2 驱蚊系列、婴童护理系列毛利率逐年上升，精油系列毛利率较为稳定

- 分业务看，驱蚊系列、婴童护理系列产品毛利率整体呈上升趋势，精油系列毛利率较为稳定。1) 驱蚊系列产品：20-22年毛利率分别为54.29%、56.66%、56.66%，毛利率稳中有升；2) 婴童护理系列产品：20-22年毛利率分别为56.02%、59.93%、62.77%，毛利率逐年上升主因高毛利的功能护理类产品和基础护理产品的收入占比提升，功能护理类产品收入占比从20年的32.56%提升至22年的42.50%，基础护理产品收入占比从20年的33.39%提升至22年的44.97%；3) 精油系列产品：20-22年毛利率分别为67.04%、65.61%、67.29%，毛利率较为稳定且维持较高水平。

图表：2020-2022年公司分业务毛利率

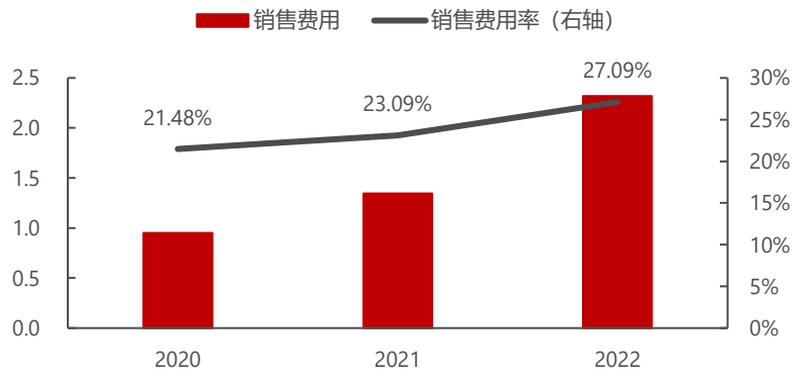


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 4.3 业务规模扩大，销售费用持续增长，22年销售费用率为27.09%

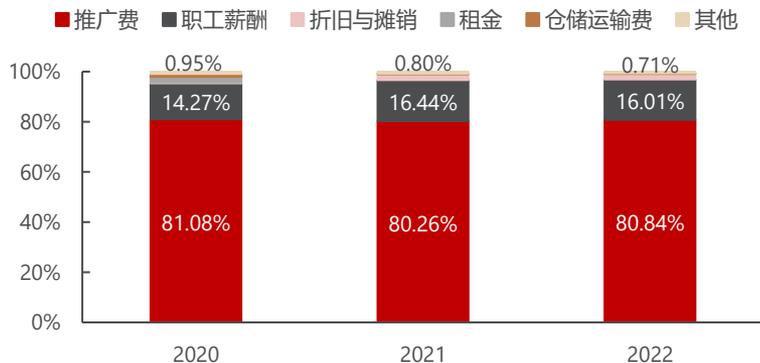
- **公司业务规模扩大，销售费用逐年增长，销售费用率显著提升。** 20-22年，公司销售费用分别为0.95亿元、1.34亿元、2.32亿元，21-22年同比增长41.33%、72.5%；销售费用率分别为21.48%、23.09%、27.09%，21-22年同比+1.61pct、+4.00pct。
- **推广费、职工薪酬是公司销售费用的主要组成部分，两者合计占比超过95%。** 1) 推广费：20-22年推广费投入分别为0.77亿元、1.08亿元、1.87亿元，占营业收入的比例分别为17.42%、18.54%、21.90%，推广费及费率呈上升趋势主要系公司加大对抖音、地铁等渠道的品牌推广力度以及新品的市场培育力度。2) 职工薪酬：20-22年销售人员薪酬分别为0.14亿元、0.22亿元、0.37亿元，占营业收入的比例分别为3.07%、3.80%、4.34%，公司销售人员薪酬持续上升主因公司销售人员人数增加以及社会劳动力成本提高。

图表：2020-2022年公司销售费用（亿元）及销售费用率



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年公司销售费用结构

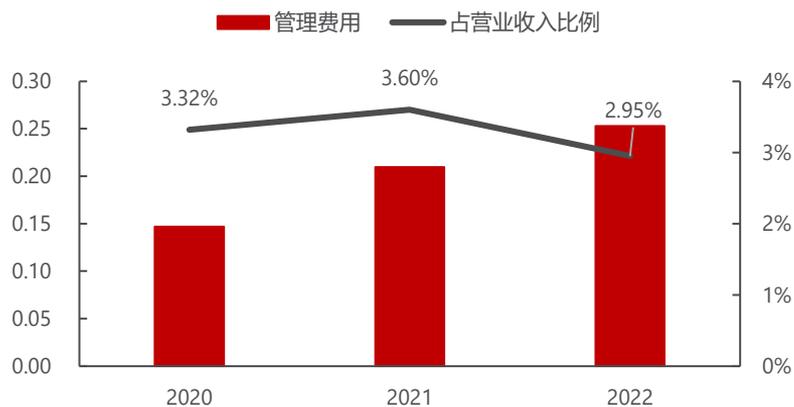


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 4.3 管理费用小幅增长，22年管理费用率为2.95%

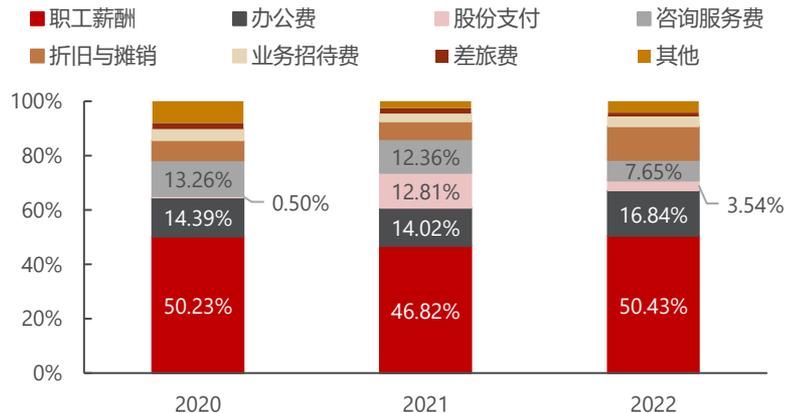
- 管理费用逐年增长，管理费用率有所改善。**管理费用方面，20-22年，公司管理费用分别为0.15亿元、0.2亿元、0.25亿元，21-22年同比增长42.7%、20.74%，其中21年管理费用增加主要系公司21年确认股份支付费用268.43万元，以及公司管理人员数量和平均薪酬随着业务规模的增长有所上升，22年管理费用同比增长主要系公司规模持续扩大且子公司浙江润峰正式投产使得公司管理人员数量增加、浙江义乌工厂及新办公楼的投入使用使得物业管理费增长。**管理费用率方面**，20-22年公司管理费用率分别为3.32%、3.60%、2.95%，21-22年同比+0.28pct、-0.65pct，管理费用率改善主因公司相对扁平的管理模式提升管理效率、营收快速增长。

图表：2020-2022年公司管理费用（亿元）及管理费用率



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年公司管理费用结构

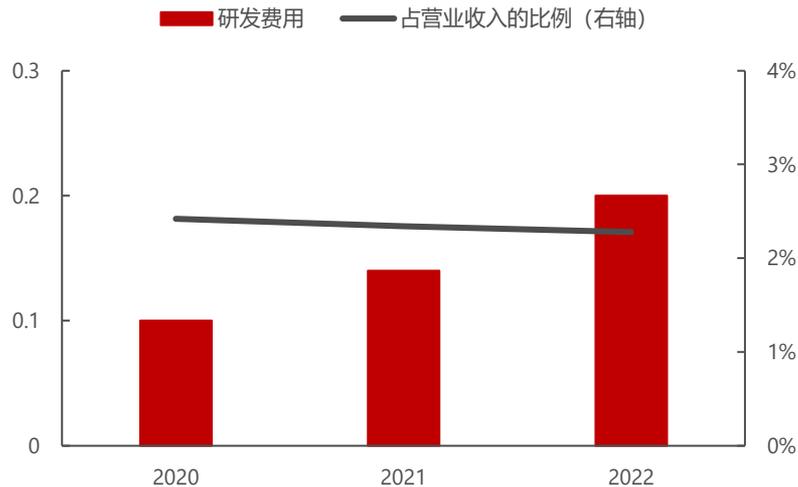


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 4.3 研发投入逐年增加，22年研发费用同比增42.86%至0.2亿元

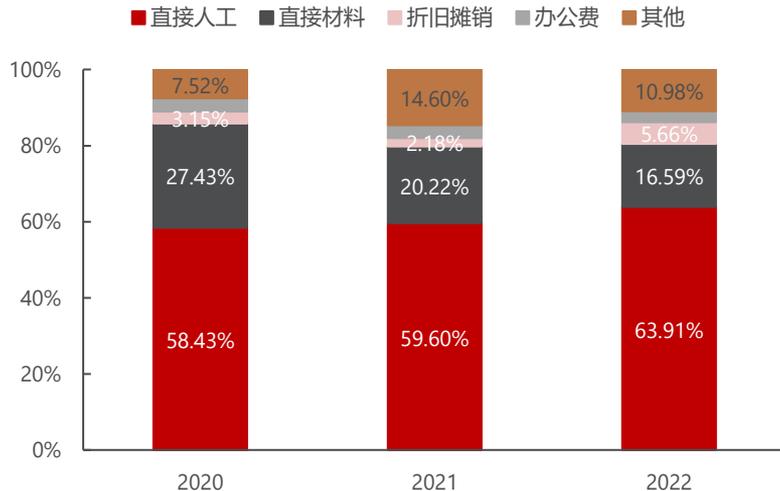
- 研发费用逐年增长，研发费用率呈下降趋势。**20-22年，公司研发费用分别为0.1亿元、0.14亿元、0.2亿元，21-22年同比增长40%、42.86%，研发费用增长主要系直接人工、其他和直接材料的投入增加导致；研发费用率方面，由于公司营业收入快速增加，研发费用率逐年下降，20-22年研发费用率分别为2.42%、2.34%、2.28%，21-22年同比-0.08pct、-0.06pct。

图表：2020-2022年公司研发费用（亿元）及研发费用率



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年公司研发费用结构

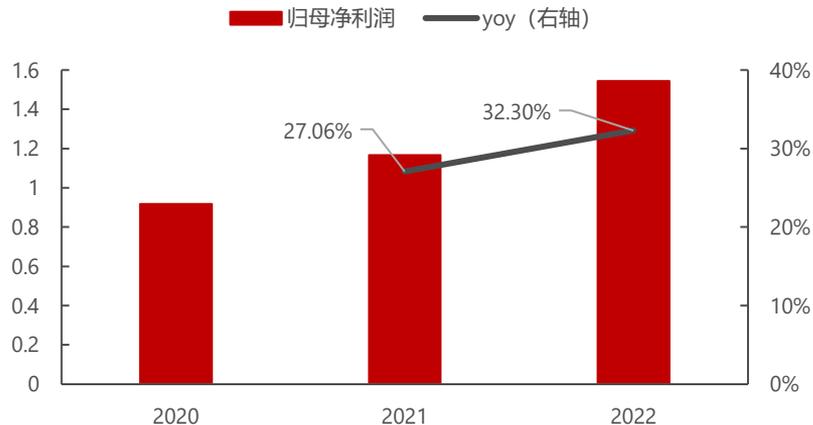


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 4.4 费用端短期承压，归母净利率小幅下滑，22年约19%

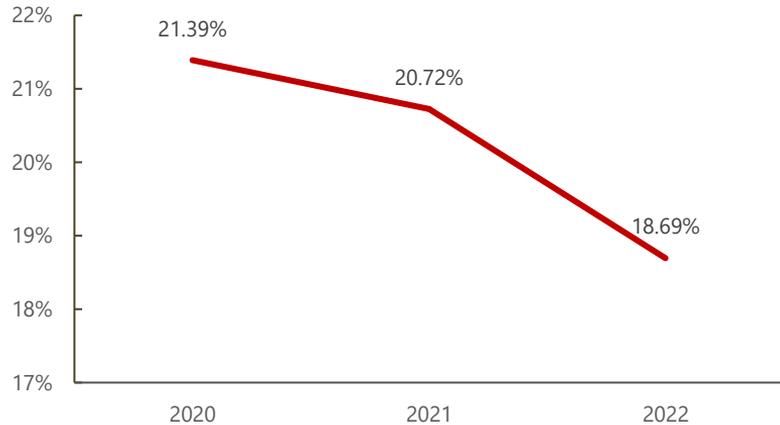
- **归母净利润高速增长，22年同比增长32.3%至1.54亿元。**20-22年，公司分别实现归母净利润0.92亿元、1.17亿元、1.54亿元，21-22年分别同比增长27.06%、32.30%，盈利能力较好。
- **归母净利率平稳略降，22年归母净利率为18.69%。**20-22年，公司归母净利率分别为21.39%、20.72%、18.69%，归母净利率略微下滑主要系费用端短期承压。

图表：2020-2022年公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年公司归母净利率

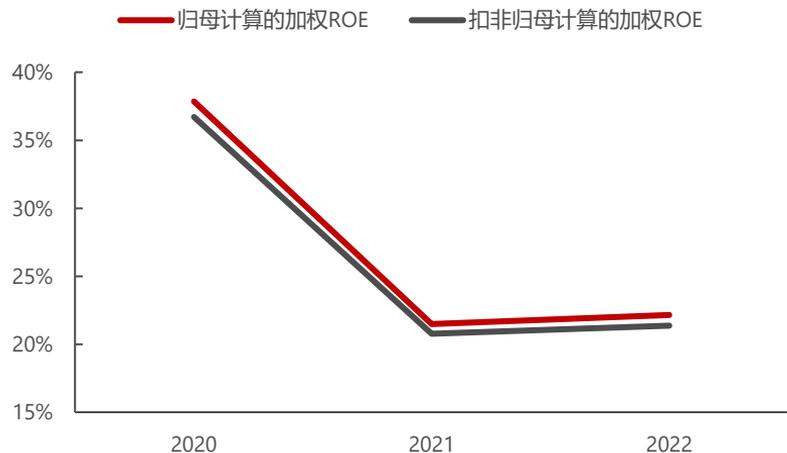


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 4.5 ROE小幅改善，2022年ROE同比+0.67pct至22.15%

- ROE小幅改善，2022年ROE同比+0.67pct至22.15%。2020-2022年，公司权益回报率分别为37.86%、21.86%、22.15%。拆分来看，20-22年公司权益乘数分别为1.11、1.15、1.14，整体较为稳定；20-22年总资产周转率分别为160.17%、90.07%、103.72%，总资产周转率大幅降低致ROE下滑。

图表：2020-2022年公司加权ROE



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年ROE拆分

	2020年	2021年	2022年
权益乘数 (总资产/所有者权益)	1.11	1.15	1.14
总资产周转率 (营业收入/总资产)	160.17%	90.07%	103.72%
归母净利率 (归母净利润/营业收入)	21.39%	20.72%	18.69%
<b>ROE</b>	<b>37.86%</b>	<b>21.48%</b>	<b>22.15%</b>

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

# 05. 风险提示

- **1) 行业竞争加剧风险:** 日化行业在我国属于充分竞争行业, 国内外知名企业数量众多, 同时国内存在较多小规模企业, 市场集中度低, 行业竞争较为激烈。此外, 近年来随着线上销售模式的推广与普及, 传统日化企业正逐步开始加码互联网销售渠道的建设与布局。如果未来市场参与者数量不断增加, 线下传统企业加大电商渠道投入, 导致行业全渠道尤其线上渠道竞争愈发激烈, 而公司又未能持续投入资源进行产品开发、供应链优化、市场维护和开拓来应对复杂和激烈的市场竞争环境, 公司的生产经营将面临不利影响。
- **2) 电商平台销售相对集中的风险:** 公司主要通过天猫、京东、抖音等电商平台实现产品的销售, 2020-2022年公司通过天猫、京东、抖音实现的销售收入占主营业务收入的比例分别为72.75%、70.77%和 69.14%, 集中度较高。如果公司未来无法与电商平台持续保持良好的合作关系, 或电商平台的销售政策、收费标准等发生对公司重大不利的变化、或公司在天猫、京东、抖音等主流电商平台的经营情况不佳且未能及时开拓其他电商平台, 公司的销售规模和经营业绩将受到不利影响。
- **3) 新品研发不及预期风险:** 公司驱蚊类、个人护理类产品是面向大众市场的居民日常消费品, 受消费者偏好的影响较大, 如果未来公司未能及时洞察行业驱动因素的变化、消费者需求偏好的变化, 无法及时开发及推出符合消费者偏好的新品, 或公司现有产品不再满足消费者需求偏好, 公司的市场竞争优势及产品市场认可度将被削弱, 对公司经营和盈利能力产生不利影响。

# THANKS 致谢

## 民生商社研究团队：



**分析师 刘文正**

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com



**分析师 解慧新**

执业证号：S0100522100001

电话：15051878378

邮件：xiehuixin@mszq.com



**研究助理 杨颖**

执业证号：S0100123070030

电话：17621712895

邮件：yangying@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

## 分析师声明:

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登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

## 免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。