

# 驱蚊龙头品牌商，婴童护理快速成长

## —润本股份（603193.SH）深度报告

投资评级：首次覆盖 | 增持

李媛媛 分析师 S1340523020001

美护&纺服行业负责人

中邮证券研究所

中邮证券

2023年10月24日

- **驱蚊龙头品牌上，婴童护理业务快速增长。**公司成立于2006年，形成驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列，打造“润本”国民品牌。公司实际控制人赵贵钦、鲍松娟夫妇上市前持股比例为85.4%，股权集中，核心员工上市前获得股权激励。22年公司收入、归母净利润分别为8.56亿元/1.6亿元，19-22年复合增速分别为45%/65%，23H1收入/归母净利润同增31.9%/57.8%（未经审计），保持快速增长，得益于婴童护理以及驱蚊产品快速增长。
- **驱蚊市场平稳增长，婴童护理格局分散。**根据灼识咨询，2019年驱蚊市场规模为84亿元，15年-19年复合增速为8.0%，其中电热蚊香片/液、户外可携带产品15年-19年分别保持14.5%/32.6%复合增速，远高于行业大盘增长，主要受益于产品有效成分更安全、多场景驱蚊需求得以满足。根据灼识咨询，驱蚊市场前五大厂家市占率为60%，润本依托新品类线上份额领先，位列前十。根据欧睿数据，2022年中国婴童市场市场规模为人民币308亿，17-22年复合增速9.85%，市场稳定增长，2022年中国婴童护理人均消费金额为18美金/年，低于韩国的77美金/年以及美国市场的62美金/年，对标美韩市场人均消费水平仍有较大增长空间；且婴童护理行业集中度较低，CR10仅28.3%，优质国货品牌依托产品背书、用户基础、流量运营能力有望突围。
- **供应链、选品、流量运营具备优势，多品类延展可期。**公司从驱蚊液小众类目切入，延展驱蚊水、驱蚊贴、舒缓棒等驱蚊周边产品，打造良好口碑积累用户群，逐步向婴童护理延展。公司竞争力体现在：1) 与全球知名原料商合作，严控产品品质；2) 推新能力强，打造电热蚊香液、舒缓棒、皴裂膏等大单品；3) 线上流量运营能力强，新兴渠道快速增长，成熟平台保持稳定毛销差。公司未来成长看点包括：1) 夯实驱蚊领域优势，加大细分品类创新，提升市占率；2) 婴童大单品放量、推新快速增长；3) 抖音、京东平台仍快速增长，非平台经销商体系不断壮大，线下布署有望增强。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司23年-25年归母净利润分别为2.2亿元、2.9亿元、3.7亿元，对应增速为36%/35%/26%，对应PE分别为32倍/24倍/19倍，我们看好公司未来成长，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争格局恶化，新品销售不及预期，流量成本提升影响利润率等。

# 目录

- 一 | **公司概况：驱蚊龙头，婴童护理快速增长**
- 二 | **行业分析：驱蚊市场平稳增长，婴童护理新品牌有望突围**
- 三 | **投资看点：持续扩品，供应链、选品、流量运营具备优势**
- 四 | **盈利预测及投资建议**

# 一

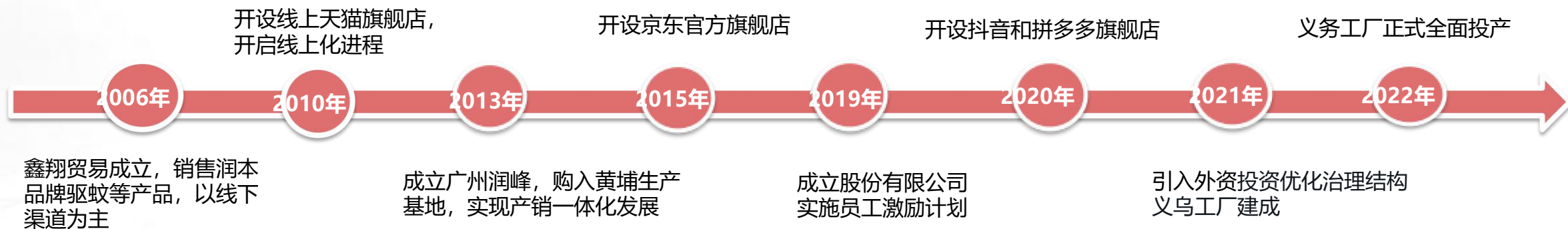
## 公司概况

- 1.1 基本情况：驱蚊龙头品牌商，股权高度集中
- 1.2 财务分析：收入业绩快速增长，维持较高净利率
- 1.3 业务分析：线上销售为主，婴童护理快速增长

# 1.1 发展历程：线下起家+线上发力，从驱蚊产品切入，布局婴童护理，打造“润本”国民品牌

- **深耕驱蚊领域十余年，切入婴童个护领域。**公司前身为鑫翔贸易，成立于2006年，主攻线下驱蚊相关产品，2010年开启线上化进程，目前已形成驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列，打造“润本”国民品牌。公司发展主要经过三个阶段：1) 2006年-2012年，品牌创立，奠定基础阶段；2) 2013年-2018年，构建研产销一体化经营模式，积累品牌口碑；3) 2019年至今，丰富产品矩阵，抓住流量风口，扩大品牌规模。公司秉承“为消费者美好健康生活创造价值”的企业使命，以新一代驱蚊产品切入消费者生活，不断发现消费者未被满足的需求与痛点，丰富品类，坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，目前已经打造出电蚊液、植物贴、润唇膏等大单品。

图表1：公司发展历程



# 1.1 产品矩阵：拥有驱蚊系列、婴童系列、精油系列三大主产品线

图表2：公司旗下产品布局情况

| 系列     | 主要SKU | 收入             | 代表产品            | 天猫价格                         | 产品简介                                                                        |
|--------|-------|----------------|-----------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 驱蚊系列   | 5     | 2.7亿元<br>(22年) | 电热蚊香液、蓝牙智能加热器套装 | 26.9元/3*45ml 驱蚊液+1加热器        | 产品核心成分为0.6%的氯氟醚菊酯，毒性低，能有效驱蚊。加热器有定时功能，手机App控制，提升驱蚊液使用效率。                     |
|        |       |                | <b>经典款电热蚊香液</b> | <b>21.9元/2*45ml 驱蚊液+1加热器</b> | <b>产品核心成分为0.6%的氯氟醚菊酯，毒性低，能有效驱蚊。无香精，无烟溶剂的电热蚊香液安全系数更高。</b>                    |
|        |       |                | 羟哌酯驱蚊液          | 34.9元/110ml                  | 产品有效成分“羟哌酯”源于德国，科学配比20%有效度，安全高效，适合户外高蚊地区使用；添加薄荷、金银花、洋甘菊三重植萃，具备护肤功。          |
|        |       |                | 驱蚊酯驱蚊液          | 19.9元/110ml                  | 产品有效成分“驱蚊酯”源于德国，公司自研创新性配方剂型，无酒精、无香精，不含防腐剂；添加透明质酸钠和植物纯露，具备肌肤补水功效。            |
| 婴童护理系列 | 14    | 3.9亿元<br>(22年) | 避蚊胺驱蚊液          | 19.9元/110ml                  | 产品选用驱蚊成分—避蚊胺；添加三重植物精粹，辅以“白桃乌龙”香氛。                                           |
|        |       |                | 婴儿润唇膏           | 39.8元/2*3.5克/支               | 产品精选四大植物成分，搭配天然蜂蜡，具有保湿、软化唇皮等功效。                                             |
|        |       |                | 植物润唇膏           | 24.9元/2*4克/支                 | 产品选用进口植物油脂，天然滋润双唇，经第三方验证，其经口毒理为无毒级，具有温和保湿、舒缓干燥唇肌的效果。                        |
|        |       |                | 润本叮叮舒缓棒         | 21.9元/7克/支                   | 产品选取德之馨舒缓原料 Symcalmin、Symrelief，复配多种草本植物成分，不添加酒精、激素、防腐剂等。                   |
|        |       |                | 紫草舒缓膏           | 24.9元/20克/盒                  | 产品选取德之馨舒缓原料 Symcalmin、Symrelief，复配多种草本植物成分，不添加酒精、激素、防腐剂等。                   |
|        |       |                | 润本叮叮舒缓走珠冰露      | 29.9元/18ml/支                 | 产品以芦荟原液代替纯水作为配方基质，不添加色素、香精、苯海拉明、素，采用304钢材走珠头，使用时冰感透爽，快速舒缓。                  |
|        |       |                | 婴儿舒缓霜           | 39.9元/55g*2罐                 | 产品添加洋甘菊成分，复配多重果油，可舒缓面部及身体肌肤干燥，达到锁水保湿、滋润舒缓肌肤的效果，配方温和。                        |
|        |       |                | 婴儿滋润防皴霜         | 39.9元/50g*2罐                 | 产品复配多重果油，搭配透明质酸钠，添加甘草提取物，帮助肌肤储存水分减少流失，增加保湿锁水力。                              |
|        |       |                | 小桃喜透润保湿霜        | 39.9元/50g/泵                  | 产品添加桃果精华、4D透明质酸钠，搭配拟态益生菌，采用四重保湿技术，增加保湿锁水力，调节肌肤平衡，改善换季带来的肌肤干燥问题。             |
|        |       |                | 婴儿爽身露           | 29.9元/100ml                  | 液体凝露质地，有效解决传统爽身粉的飞粉问题，含桃叶精华和天然竹荪珍萃（欧盟 Ecocert 有机认证），添加德之馨舒缓原料Symcalmin。     |
|        |       |                | 儿童洁面泡泡          | 29.9元/200ml                  | 仅九个成分，不添加香精，主要表面活性剂为新型 APG，呵护皮脂膜，降低刺激风险；经急性皮肤/眼刺激性试验以及敏感肌肤试验，温和不刺激。         |
|        |       |                | 儿童保湿面膜          | 24.9元/5片                     | 产品配方精简，含补水成分透明质酸钠，不添加防腐剂、香精，对眼睛、皮肤温和无刺激。                                    |
|        |       |                | 小黄柚倍护润肤乳        | 39.92元/300ml/瓶               | 产品配比两大德国专利成分 Symcalmin、Symrelief，搭配多种天然植萃精华，无香精，专注舒缓干燥泛红，在皮肤表层形成保护膜，隔离外界刺激。 |
|        |       |                | 积雪草舒缓冰沙露        | 39.9元/50g/罐                  | 主要成分为积雪草精华，搭配冰川水及保湿粒子，快速补水，有效舒缓晒后炎热肌肤；不添加香精，经皮肤刺激性试验，温和不刺激。                 |
| 精油系列   | 2     | 1.5亿元<br>(22年) | 婴童手口湿巾          | 19.9元/10包                    | 产品采用七次净化 EDI 纯水，添加益生元，清洁与呵护双效合一。                                            |
|        |       |                | 植物精油香圈          | 16.9元/3个扣                    | 产品选用法国罗伯特精油，其精油获得国际化香料组织 IFRA 认证；采用食品级的硅胶材质，佩戴柔软舒适。                         |
|        |       |                | 香茅香薰盒           | 54.8元/2*35克/盒                | 产品核心原料由法国罗伯特定制开发，香茅精油来源于大自然，采用蒸馏技术提取。                                       |

数据来源：公司公告，天猫旗舰店，中邮证券研究所

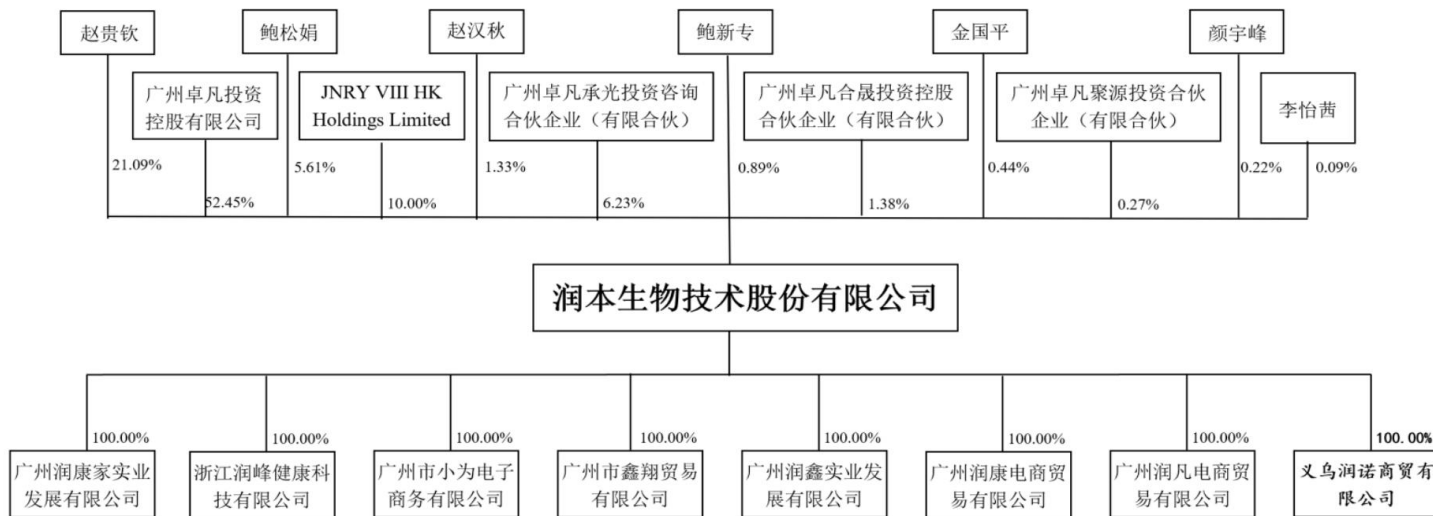
请参阅附注免责声明



# 1.1 股权结构：股权集中，上市前核心员工获得股权激励

- 实际控制人为赵贵钦、鲍松娟夫妇，上市前持股比例为85.4%，股权集中，核心员工获得激励。公司实际控制人为赵贵钦和鲍松娟夫妇，上市前直接持有公司 26.7%的股份，两人通过卓凡投控间接持有公司52.45%的股份，赵贵钦通过卓凡承光间接控股6.23%，赵贵钦和鲍松娟夫妇合计持股85.38%；赵汉秋（赵贵钦之父）及鲍新专（鲍松娟之兄）为赵贵钦和鲍松娟的一致行动人，分别持股1.33%和 0.89%，家族合计持股比例高。卓凡聚源（成立于2020年10月，员工3人）、卓凡合晟（成立于2019年12月，员工37人）为员工持股平台，合计持有公司 1.65%股份；公司于2021年3月引入外商投资JNRY VIII 持股 10.00%。整体而言，公司实际控制人持股比例高，上市前核心员工获得激励。

图表3：公司股权结构图（上市前）



图表4：公司部分股东入股价格及估值

| 股东名称          | 入股时间     | 入股价格/估值       |
|---------------|----------|---------------|
| 卓凡合晟          | 2019年12月 | 6.67元/估值4亿元   |
| 卓凡聚源          | 2020年12月 | 9.80元/估值10亿元  |
| 金国平/颜宇峰       | 2020年12月 | 19.60元/估值20亿元 |
| JNRY VIII/李怡茜 | 2021年3月  | 19.53元/估值20亿元 |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.1 高管情况：实际控制人深耕零售贸易行业近三十年，电商及研发 高管深耕细分领域多年，经验丰富

- **高管团队拥有丰富专业背景，行业经验丰富。**公司实际控制人赵贵钦先生与鲍松娟女士深耕零售贸易行业近三十年，拥有丰富零售运营管理经验；董事及电商副总监拥有8年电商运营管理经验，研发总监曾就职于科玛等知名企业，拥有丰富研发生产经验。整体而言，公司核心高管团队在细分领域经验丰富，团队稳定，为长期稳健发展奠定良好基础。

图表5：公司核心高管团队及从业背景

| 姓名  | 出生年份 | 职务           | 从业履历                                                                                                                                                                                                                                           |
|-----|------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 赵贵钦 | 1975 | 董长，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2020年11月，历任广州润峰经理，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 | 1971 | 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。                                                                                                           |
| 吴伟斌 | 1978 | 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2021年5月，历任广东道氏技术股份有限公司财务副总监和财务总监； <b>2021年6月至今</b> ，任发行人财务总监，2022年3月至今，兼任发行人董事会秘书。 |
| 林子伟 | 1994 | 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； <b>2018年11月至今</b> ，担任公司电商销售中心副总监；2020年11月至今，担任发行人董事。                                                                                                                           |
| 王俊林 | 1980 | 研发技术总监       | 2001年12月至2003年12月，于南海舰队服役；2005年5月至2010年9月，担任汕头市奇伟实业有限公司生产经理；2010年9月至2015年6月，担任广州市白云区麒胜装饰材料厂副总经理；2015年6月至2016年7月，担任广州千顺工业材料有限公司供应链经理；2016年7月至2019年3月， <b>担任广州科玛生物技术股份有限公司厂长。2019年3月进入公司工作</b> ，现任发行人研发技术总监。                                     |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明



# 1.1 募集资金及用途：主要用于工厂建设、研发以及营销渠道建设

- **募集资金将主要用于研发生产基地建设及品牌营销推广。**公司本次发行6069万股股份，占发行后总股本的15%，发行价格为17.38元/股，募集资金将主要用于投资有助于公司提升产能及产品质量管理水平的黄埔工厂研发及产业化项目（3.7亿元）、渠道建设与品牌营销推广项目（3.4亿元）、信息系统升级建设项目（0.9亿元）以及补充公司流动资金（1亿元）。通过本次募投项目的实施，有助于提升产能和研发能力、丰富产品结构、开拓市场、提升信息化水平，从而增强公司产品竞争力、提升品牌影响力与产品市场占有率。

图表6：公司募集资金用途（百万元）

| 项目名称         | 项目投资额         | 拟使用募集资金       |
|--------------|---------------|---------------|
| 黄埔工厂研发及产业化项目 | 368.81        | 368.81        |
| 渠道建设与品牌推广项目  | 343.91        | 343.91        |
| 信息系统升级建设项目   | 90            | 90            |
| 补充流动资金       | 100           | 100           |
| <b>合计</b>    | <b>902.72</b> | <b>902.72</b> |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所  
 请参阅附注免责声明

图表7：公司募集资金对应未来方向

| 成长方向 | 具体措施                                                                                                                  |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 营销渠道 | 营销渠道方面，公司将进一步推动线上和线下业务协同发展，加速国际市场的布局和销售，重点开拓和培育稳定、优质、发展潜力大的海外客户资源，使公司及旗下“润本”品牌在驱蚊及个人护理行业逐步确立市场地位，成为被广大消费者认可的全球知名品牌。   |
| 产能扩张 | 为进一步提升公司婴童护理系列和精油系列产品的自产产能，公司拟对广州生产基地进行扩建，此项目为募投项目之一。公司始终坚持提升供应链的智能化水平，持续不断提高自身对市场需求的响应能力，加大产能扩张、丰富产品品类，为客户带来更好的消费体验。 |
| 产品研发 | 沿着公司在驱蚊、婴童护理、精油等细分领域的技术发展路线，进一步加大研发投入，提升公司技术实力。                                                                       |
| 信息系统 | 通过本次募投项目之一的信息系统升级建设项目的投建，顺应行业信息化、数据化发展趋势，进一步提升公司信息化、数字化运营水平，提升公司运作效率和综合服务能力，从而提升公司的竞争力。                               |
| 人才建设 | 公司拟重点引进研发、销售和管理人才，培养和吸纳高层次专业人才，建立实力雄厚的团队，为公司未来发展打下坚实基础。                                                               |

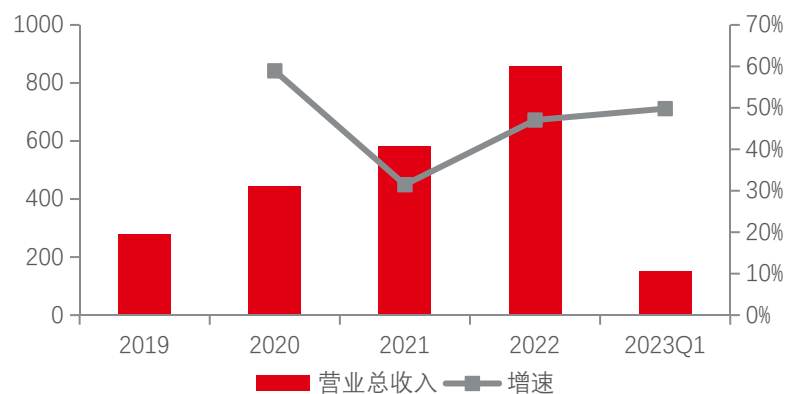
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 财务分析：收入业绩快速增长，维持20%左右高净利率

■ **收入业绩快速增长。**公司2022年收入、归母净利润分别为8.56亿元、1.6亿元，同比增速分别为47.1%、32.7%，19-22年复合增速分别为45.4%、64.9%；公司收入业绩快速增长，主要得益于产品类型不断丰富以及线上渠道发力。**23H1收入5.8亿元，同增31.9%，归母净利润1.2亿元，同增57.8%（未经审计），保持快速增长；预计23Q1-Q3收入/归母净利润增速中枢分别为28%-35%/37%-52%。**

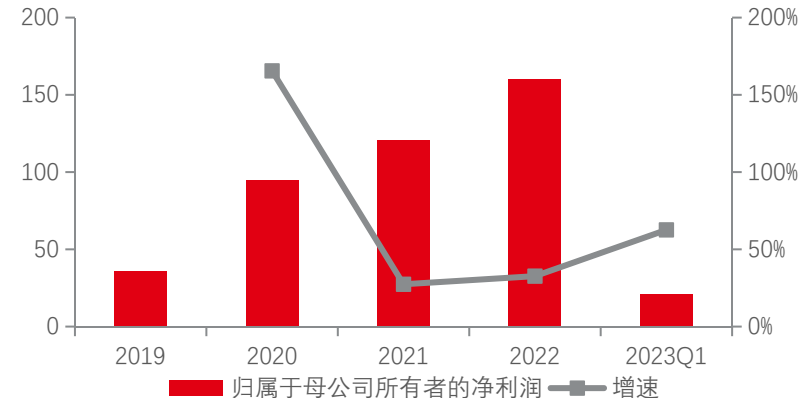
■ **维持较高毛利率及归母净利率。**公司2022年毛利率及归母净利率分别为54.19%/18.69%，公司20年以来毛利率稳步提升，22年归母净利率有所下降，主要在于线上流量成本上升带来销售费用率持续上升，整体净利率维持较高水平。**23H1净利率继续提升，主要系义乌工厂发货运费更低以及婴童类收入占比提升优化毛利率。**

图表8：公司收入及增速（百万元）



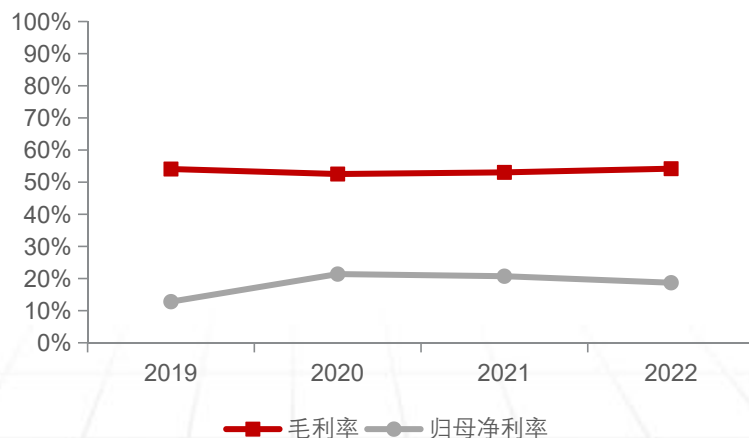
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表9：公司归母净利润及增速（百万元）



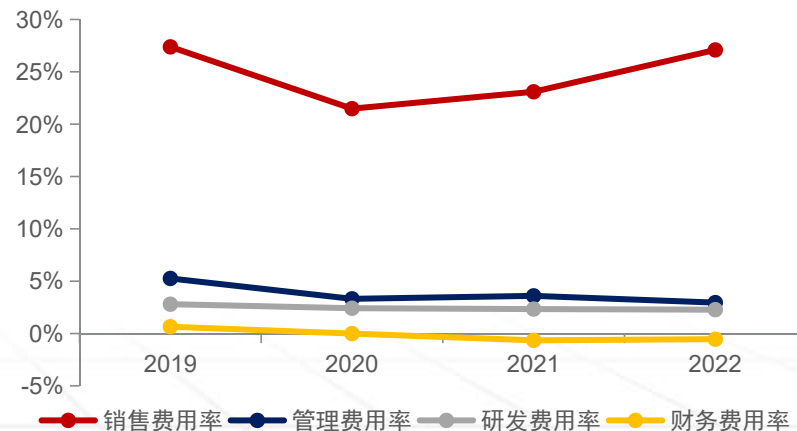
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表10：公司毛利率及归母净利率情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表11：公司期间费用率情况

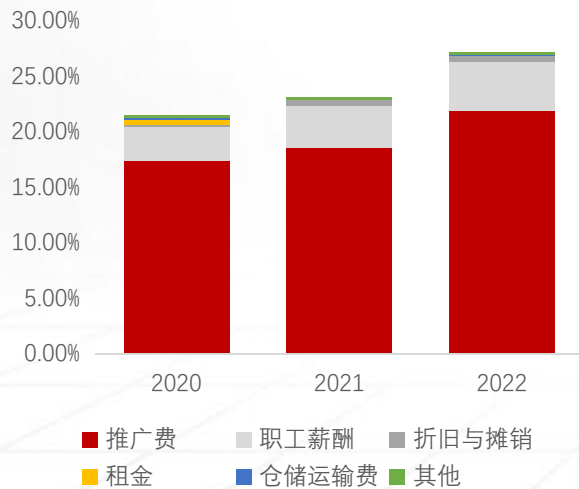


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.2 财务分析：推广费带动销售费率提升，股份支付及咨询费用下降带来管理费用优化

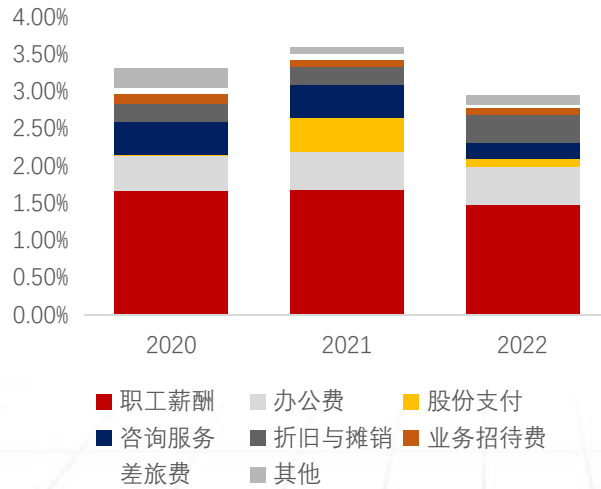
- **宣传推广费用带动销售费用率提升，股份支付及咨询服务费用带来管理费用率优化。** 从公司期间费用拆分来看：1) 公司销售费用率持续提升，主要受宣传推广费用提升所至，20-22年推广费占营业收入的比例分别为 17.4%、18.5%和 21.9%，线上流量成本提升带动宣传推广费用提升；2) 22年股份支付及咨询服务费用优化带动管理费率下降。
- **推广费整体呈上升趋势，主要系：**1) 22年抖音平台费用为6222万元，占比抖音直收入为39.5%，较上年同期提升3.3pct，抖音推广费用率上升；2) 天猫平台费用率略有提升。

图表12：销售费用明细占比收入



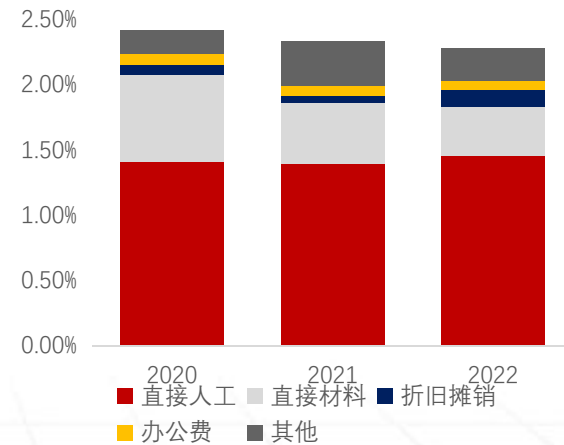
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表13：公司管理费用明细占比收入



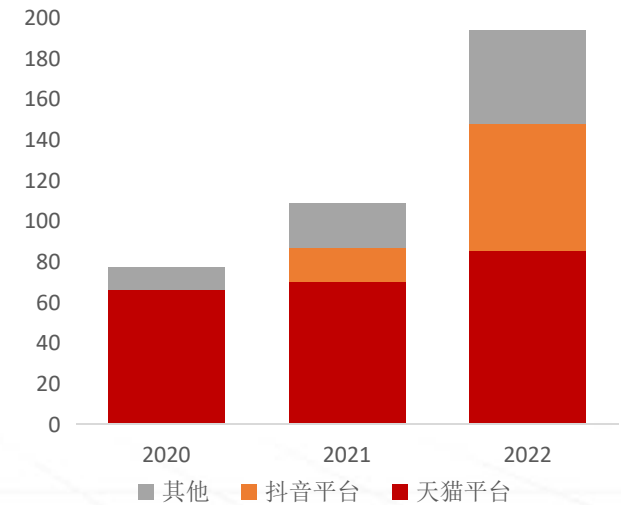
数据来源：公告公告，中邮证券研究所

图表14：公司研发费用明细占比收入



数据来源：公告公告，中邮证券研究所

图表15：公司推广费用明细（百万）



数据来源：公告公告，中邮证券研究所

# 1.2 财务分析：现金流创造能力良好，存货周转天数、义乌工厂落地等因素带动资产周转率下降，拖累ROE

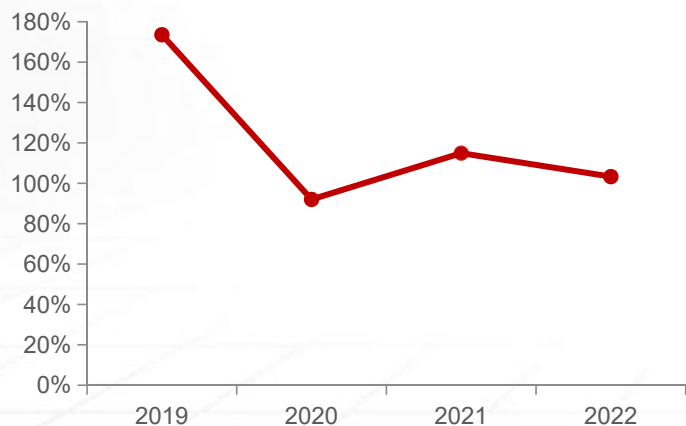
- **现金创造能力强，账面现金。**公司2022年账面现金（货币资金+交易性金融资产）为3.8亿元，20年-22年经营活动现金流净额/净利润维持在1左右，公司现金创造能力较佳。
- **存货周转天数提升，ROE有所下降。**公司2022年ROE为24.9%，近20年以来ROE有所下降，主要在于资产周转率下降，其中原材料增长等带动存货周转天数上升，此外，义乌工厂落地、现金资产增厚等带来总资产周转天数提升。

图表16：公司ROE变化及拆分情况

|                | 2020N        | 2021N        | 2022N        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售净利率 (%)      | 21.39        | 20.72        | 18.69        |
| 资产周转率 (次)      | 2.01         | 1.26         | 1.16         |
| 权益乘数           | 1.14         | 1.14         | 1.15         |
| <b>ROE (%)</b> | <b>48.88</b> | <b>29.72</b> | <b>24.93</b> |

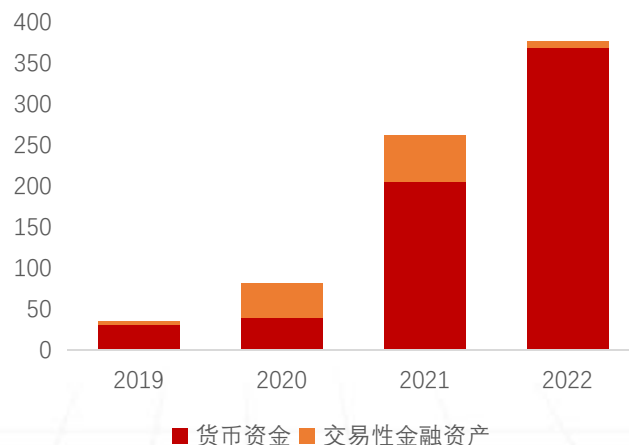
数据来源：iFinD，中邮证券研究所

图表17：公司经营活动现金流净额/净利润



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表18：公司货币资金情况（百万元）



数据来源：公告公告，中邮证券研究所

图表19：公司存货、应收、应付账款周转天数（天）

|          | 2020  | 2021  | 2022  |
|----------|-------|-------|-------|
| 存货周转天数   | 64.05 | 67.25 | 73.26 |
| 应收账款周转天数 | 2.48  | 1.58  | 0.74  |
| 应付账款周转天数 | 23.5  | 39.27 | 43.15 |

数据来源：公告公告，中邮证券研究所

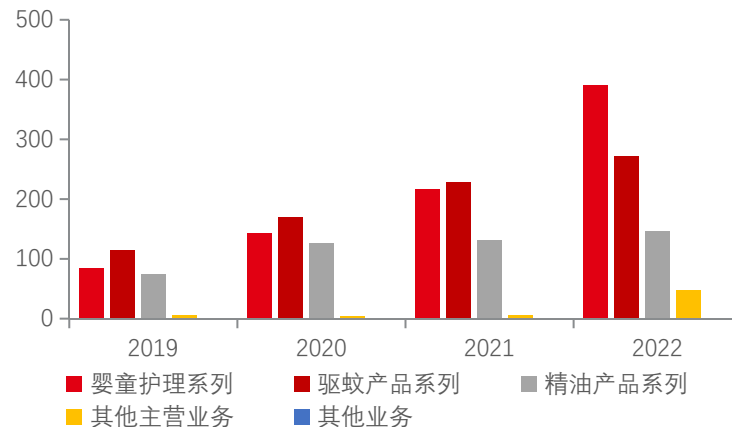
# 1.3 业务分析：婴童护理收入快速增长毛利率稳步提升，驱蚊产品稳健增长，精油产品保持高毛利率

## ■ 婴童护理系列和驱蚊系列营收快速增长，精油系列销售平稳。

2022年公司婴童护理系列产品收入3.9亿元，同比增长80.03%，占比公司收入45.6%，19年-22年复合增速为66.1%，实现快速增长；2022年驱蚊系列类产品收入2.7亿元，同比增加19.5%，占比公司收入31.8%，19-22年复合增速为33.7%，实现较快增长；2022年精油业务收入为1.5亿元，占比收入17.1%，19-22年复合增速为3.9%，精油业务保持相对稳定。此外，公司其他主营业务为普通日用品如抑菌喷雾、内衣洗衣液、柠檬酸除垢剂和抗静电香氛喷雾，22年收入占比为5.5%。

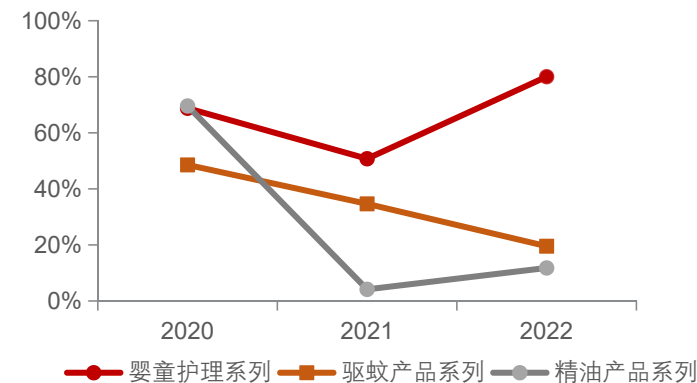
## ■ 婴童产品毛利率稳步提升，精油系列维持高毛利率。2022年婴童系列毛利率为62.8%，较20年提升6.75pct，主要系产品结构变化带来均价提升以及规模效应下单位成本下降。2022年驱蚊系列产品、精油系列产品毛利率分别为56.7%、67.3%，毛利率维持相对稳定，精油系列产品保持高毛利率。

图表20：按品类拆分公司营业收入（百万元）



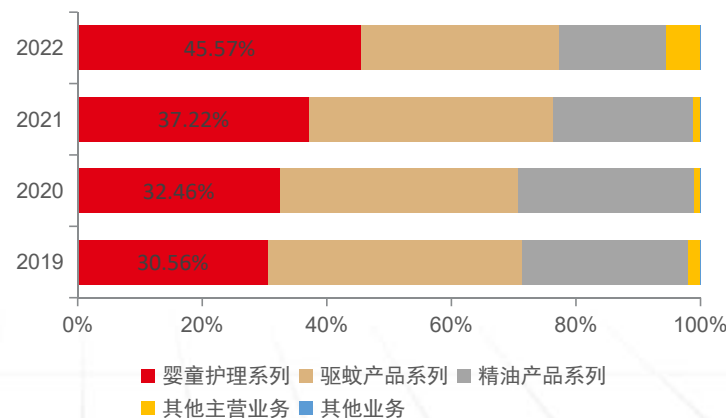
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表21：主要产品品类营收增长速度



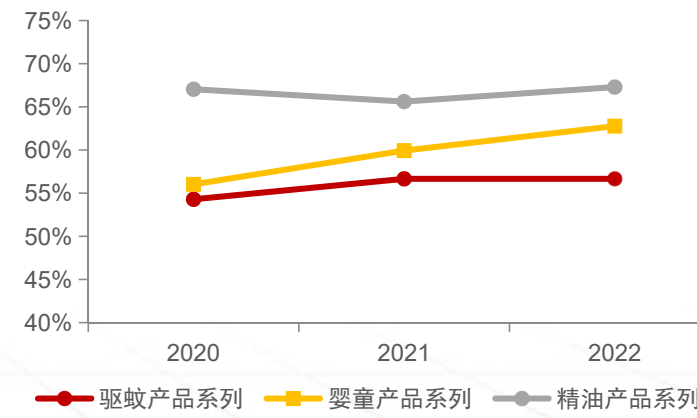
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表22：公司主要产品系列收入占比



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表23：2020-2022公司主要产品系列毛利率



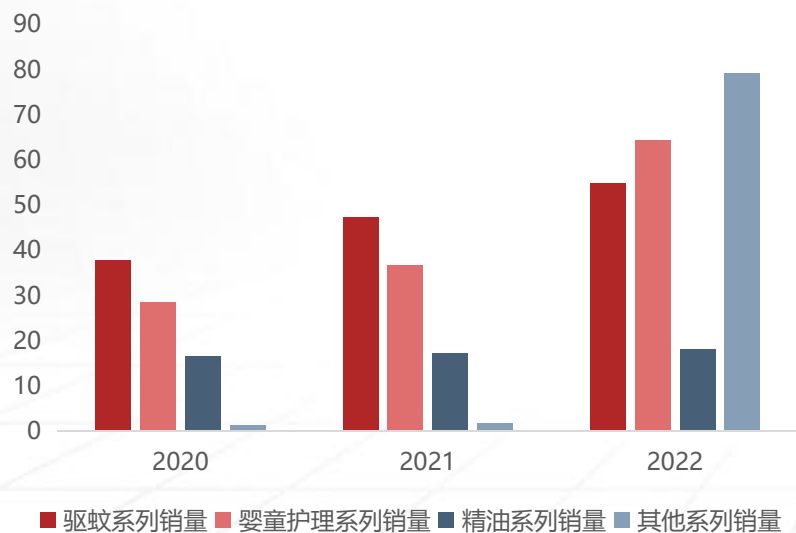
数据来源：公司公告，中邮证券研究所



## 1.3 业务分析：销量驱动为主，婴童护理产品价格小幅提升

- **销量驱动为主，婴童护理产品均价小幅提升。** 2020年-2022年驱蚊/婴童护理/精油系列产品销量复合增速分别为13.2%/31.2%/3.1%，均价复合增速分别为3.5%/6.3%/2.0%，销量为各业务收入增长的主要驱动力，婴童护理产品均价小幅提升。
- **成本价小幅提升，总体低于出厂价提升幅度。** 2020年-2022年驱蚊/婴童护理/精油系列产品成本价复合增速分别为1.6%/0.6%/1.8%，产品成本价均有小幅提升，总体提升幅度低于综合出厂价；婴童护理产品成本价提升幅度总体较小，受益于义乌工厂产能投放及产品规模效应。

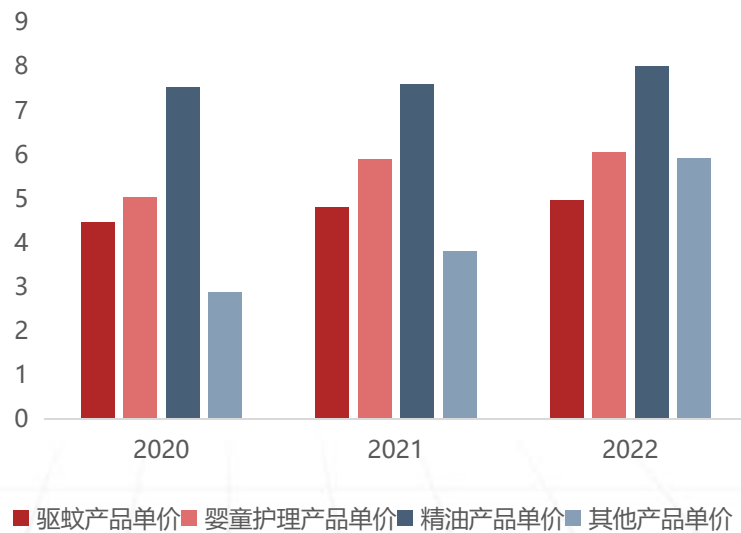
图表24：20-22年主营产品销量变化(百万瓶/盒/包)



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

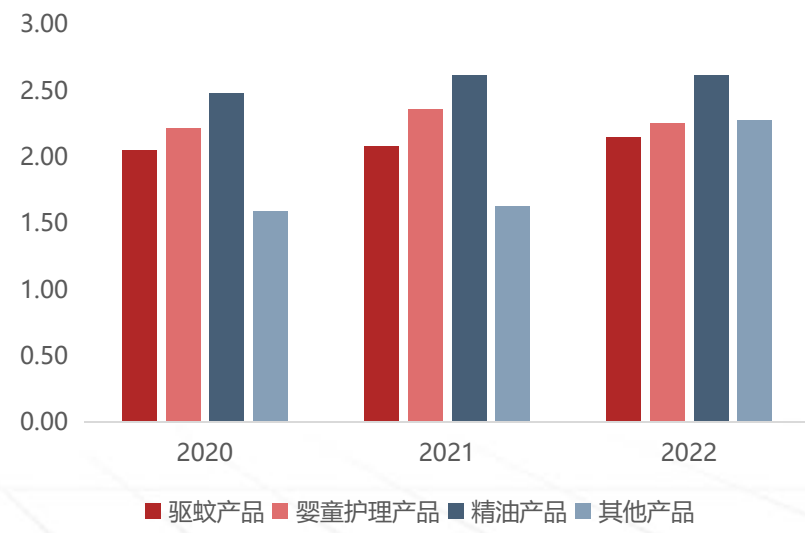
请参阅附注免责声明

图表25：2020-2022公司主要产品单价变化(元)



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表26：2020-2022公司主要产品成本价变化(元)

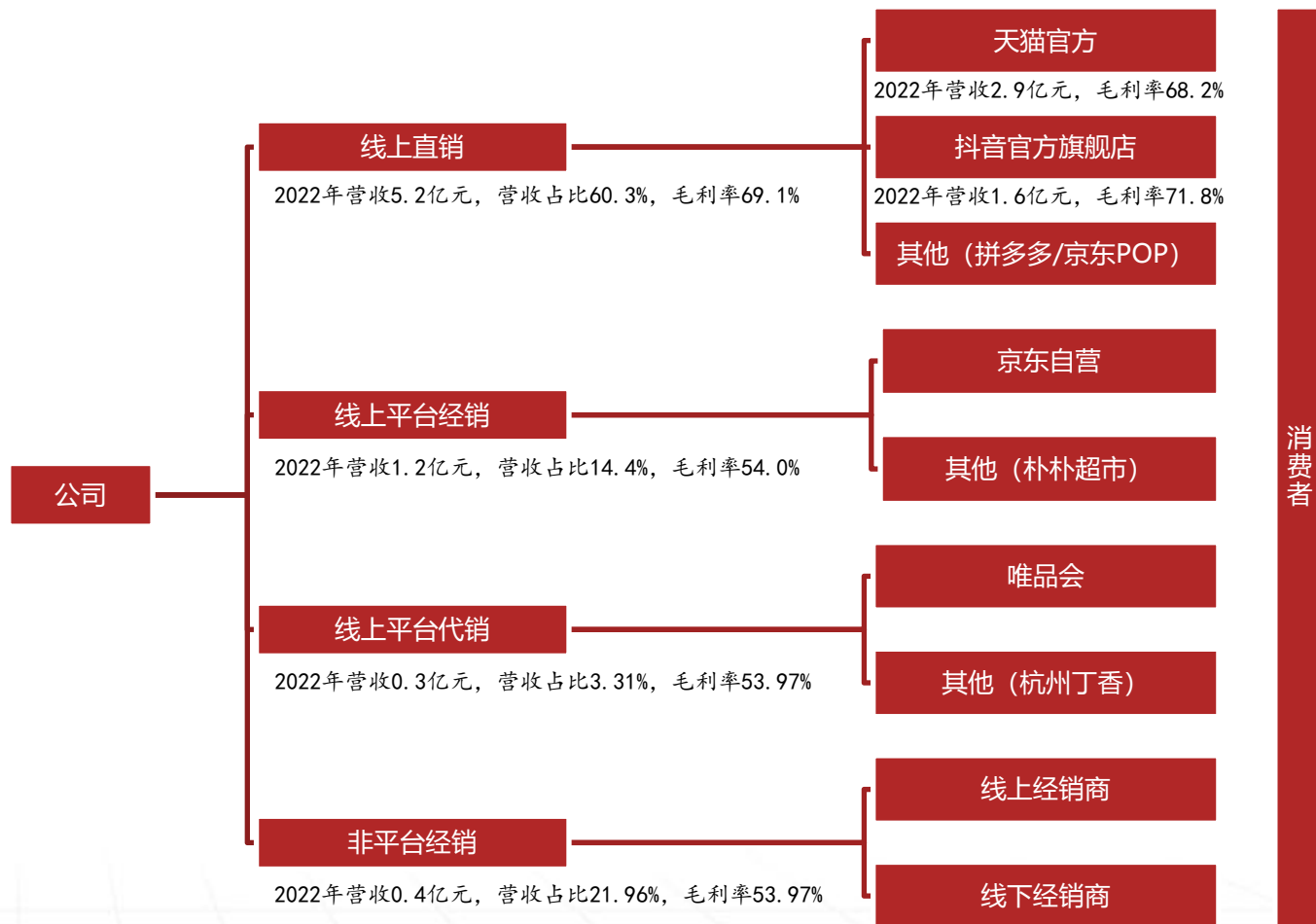


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.3 业务分析：分为线上直销、线上平台经/代销、非平台经销，线上直销及非平台经销快速增长，毛利率稳步提升

■ 公司销售模式主要分为线上直销、线上平台经销、线上平台代销以及非平台经销四种：**1) 直销模式**为公司在天猫、抖音、京东、拼多多等大型电商平台开设自营店铺，直接向消费者销售产品；**2) 线上平台经销模式**为公司将商品销售给线上平台经销商，由线上平台经销商通过其电商平台向消费者销售商品，主要涉及京东自营、朴朴超市等；**3) 线上代销模式**为公司向线上代销平台提供商品，由线上代销平台向消费者销售商品，主要涉及唯品会、杭州丁香健康等；**4) 非平台经销模式**是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，非平台经销商通过其线上或线下渠道向消费者销售商品。

图表27：公司渠道布局情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.3 业务分析：分为线上直销、线上平台经/代销、非平台经销，线上直销及非平台经销快速增长，毛利率稳步提升

- 线上直销、非平台经销收入快速增长。**2022年公司线上直销收入5.2亿元，同比增长55.2%，占比公司收入60.3%，19年-22年复合增速为49.2%，是公司最大渠道且增长最快；2022年非平台经销模式营收达1.9亿元，同比增长27.0%，占比公司收入22.0%，19年-22年复合增速为42.7%；2022年线上平台经销模式营收达1.23亿元，同比增长27.0%，占比公司收入14.37%，19年-22年复合增速为38.8%。
- 线上直销、非平台经销毛利率稳步提升。**2022年线上直销渠道毛利率为69.1%，较19年提升7.4pct，主要得益于单价提升；2022年线上平台经销/代销渠道毛利率分别为54.0%/47.8%，较19年变动率为4.2pct/0.8pct，2022年非平台经销渠道毛利率为47.7%，较19年提升7.10pct，产品结构变化驱动毛利率提升。

图表28：2019年-2022年公司渠道收入、毛利率情况（百万）

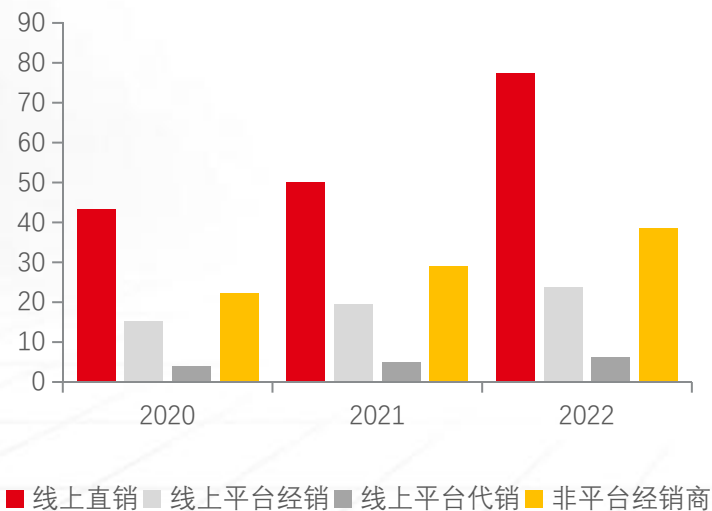
|          | 2019年  | 2020年  | 2021年  | 2022年  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 线上直销收入   | 155.52 | 252.30 | 332.54 | 516.10 |
| YOY      |        | 62.23% | 31.81% | 55.20% |
| 毛利率      | 61.78% | 65.06% | 67.96% | 69.13% |
| 总收入占比    | 55.81% | 56.97% | 57.12% | 60.29% |
| 线上平台经销收入 | 42.47  | 78.56  | 97.13  | 123.35 |
| YOY      |        | 84.99% | 23.63% | 26.99% |
| 毛利率      | 49.79% | 54.54% | 52.29% | 53.97% |
| 总收入占比    | 15.24% | 17.74% | 16.68% | 14.41% |
| 线上平台代销收入 | 10.22  | 17.64  | 22.58  | 28.34  |
| YOY      |        | 72.62% | 27.99% | 25.51% |
| 毛利率      | 47.00% | 46.63% | 50.04% | 47.77% |
| 总收入占比    | 3.67%  | 3.98%  | 3.88%  | 3.31%  |
| 非平台经销收入  | 70.27  | 94.15  | 129.66 | 187.86 |
| YOY      |        | 33.99% | 37.71% | 44.89% |
| 毛利率      | 40.59% | 45.89% | 46.62% | 47.69% |
| 总收入占比    | 25.22% | 21.26% | 22.27% | 21.94% |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.3 业务分析：各渠道以销量驱动为主，线上直销渠道产品单价有所提升，各品类加倍率稳步提升，不同渠道价格整体较为稳定

- **销量驱动各渠道增长，均价略有波动整体稳定。** 2022年线上直销、线上平台经销、线上平台代销、非平台经销模式下的销量分别为7721万、2359万、613万、3850万瓶/盒/包，20-22年复合增速分别为33.5%/24.8%/25.8%/32.1%。销售均价分别为6.4/5.1 /4.6 /4.5 元，20-22年复合增速分别为7.1%/0.4%/0.8%/6.9%。2021 年线上直销渠道均价提升较高，主要系单价较高的驱蚊酯驱蚊液、皴裂膏、润本叮叮舒缓棒销售占比上升，单价较低的精油贴等产品销售占比下降，整体渠道价格较为稳定。
- **不同品类加倍率稳步提升，非平台经销商毛利率空间较大，渠道价格整体较为稳定。** 以2022年为例，驱蚊、婴童、精油系列产品加倍率（线上直销价格/成本价）2.7倍、3.0倍、3.8倍，较2020年分别提升0.3倍、0.6倍、0.2倍，加倍率稳步提升；从各渠道价格来看，非平台经销商给予利润空间较大，整体价格体系稳定。

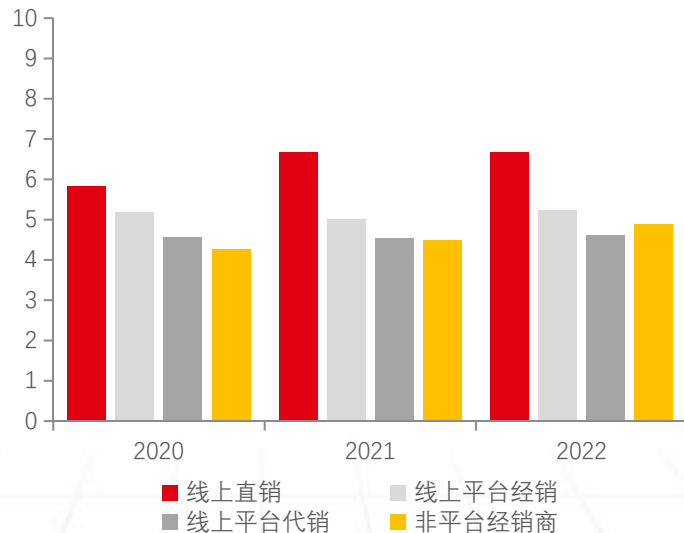
图表29：不同销售模式销量（百万/瓶/盒包）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表30：不同模式产品单价（元/瓶/盒/包）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表31：不同产品系列不同渠道定价情况（元）

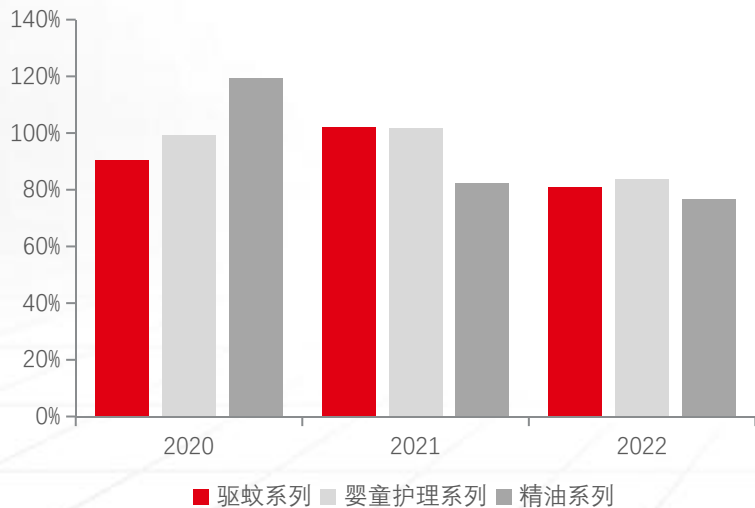
| 产品类别   | 22年成本价 | 销售模式   | 销售单价 |      |      |
|--------|--------|--------|------|------|------|
|        |        |        | 2022 | 2021 | 2020 |
| 驱蚊系列   | 2.15   | 线上直销   | 5.74 | 5.52 | 4.97 |
|        |        | 线上平台经销 | 4.33 | 4.33 | 4.18 |
|        |        | 线上平台代销 | 4.08 | 4.18 | 3.58 |
|        |        | 非平台经销  | 4.10 | 3.86 | 3.78 |
| 婴童护理系列 | 2.26   | 线上直销   | 6.73 | 6.87 | 5.32 |
|        |        | 线上平台经销 | 5.79 | 5.26 | 5.66 |
|        |        | 线上平台代销 | 4.59 | 4.26 | 4.8  |
|        |        | 非平台经销  | 5.19 | 4.91 | 4.4  |
| 精油系列   | 2.62   | 线上直销   | 9.86 | 9.7  | 8.82 |
|        |        | 线上平台经销 | 7.66 | 7.58 | 7.77 |
|        |        | 线上平台代销 | 6.35 | 6.55 | 5.75 |
|        |        | 非平台经销  | 5.63 | 5.13 | 5.34 |

数据来源：公告公告，中邮证券研究所

# 1.4 拥有广州、义乌两大生产基地，自有产能利用率高，驱蚊及精油类产品部分成品外购或委托加工，婴童产品自产为主

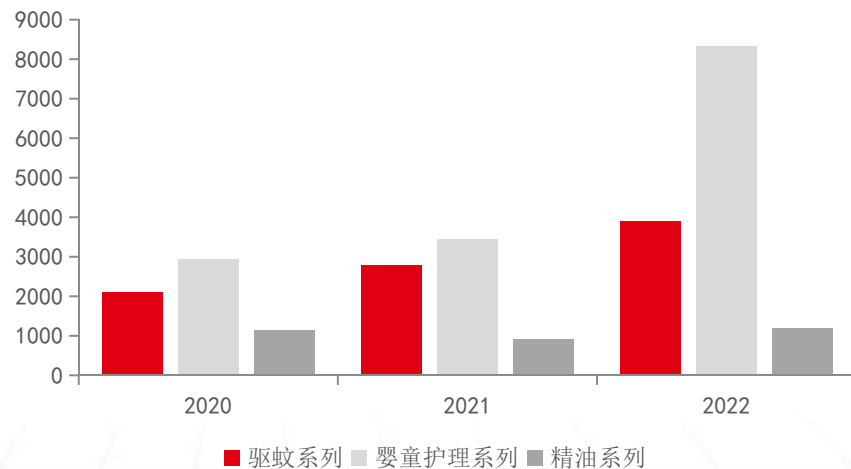
- **自产产能利用率高，驱蚊及精油类产品部分外购成品或委托加工生产。**公司目前建成广州、义乌两大生产基地，其中浙江义乌新建生产基地于2019年启动，计划总投资2亿元，截至2022年末已投入1.9亿元，助力快速响应华东市场需求。公司驱蚊产品以自产+成品外购为主的生产模式，2022年自产率为57.23%；婴童护理产品以自产为主，2022年自产率为95.97%；精油产品以委托加工+自产相结合的生产模式，2022年自产率为49.77%。总体而言，公司自有产能利用率较高，2020年-2022年公司自有产能利用率分别达到95.24%、95.87%和81.55%。
- 公司本次募投项目建成后，主要将新增个人护理类产品产能，预计达产年将新增产能6,720万件，年营业收入76,104万元。

图表32：20-22年公司分产品自有产能利用率



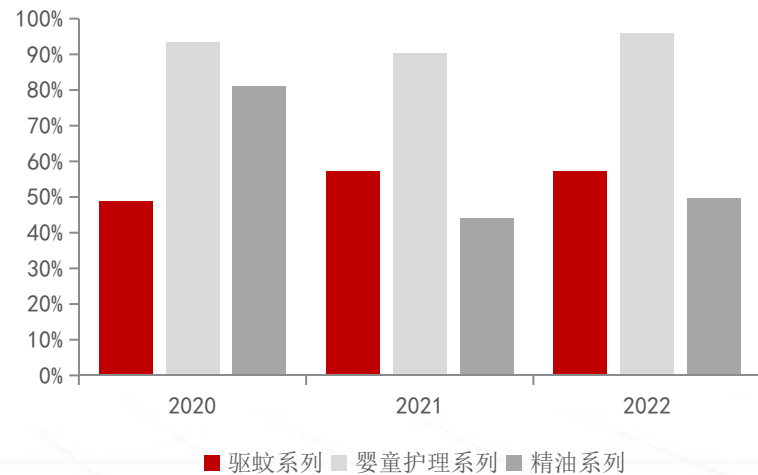
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表33：20-22年公司分产品线产能情况（万包/盒/瓶）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表34：20-22年公司分产品线自产率情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所



# 二

## 行业分析

- 2.1 驱蚊市场：电热驱蚊/户外可携带高景气度，润本线上份额领先
- 2.2 婴童市场：人均消费驱动行业平稳增长，低集中度为新生品牌提供契机

## 2.1 驱蚊市场：19年市场规模84亿元，平稳增长，电热蚊香片/液、户外可携带产品细分市场维持双位数高增长

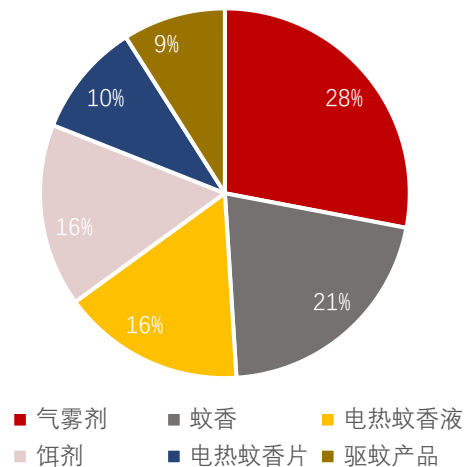
- **驱蚊市场维持平稳增长，电热蚊香片/液、户外可携带细分市场高景气度。**根据灼识咨询，2019年驱蚊市场规模为84亿元，15年-19年复合增速为8.0%，维持平稳增长。根据华经产业研究院驱蚊市场可分为气雾剂、蚊香、电热蚊香液、饵剂等品类，电热蚊香片/液、户外可携带产品受益于产品有效成分更安全、有效缓解多场景驱蚊等保持高景气度。根据灼识咨询，电热蚊香片/液、户外可携带产品15年-19年分别保持14.5%/32.6%复合增速，远高于行业大盘同期8%复合增长，预计19-24年仍将维持双位数增长。

图表35：2015-2024年中国驱蚊杀虫市场规模（亿元）



数据来源：灼识咨询，公司公告，中邮证券研究所

图表36：2019年驱蚊行业需求结构



数据来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

图表37：中国杀虫驱蚊市场复合年增长率

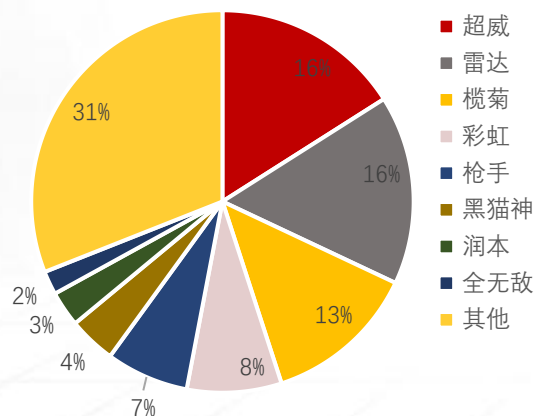
| 产品类型    | 2015-2019 | 2019-2024E |
|---------|-----------|------------|
| 大盘      | 8.0%      | 7.3%       |
| 盘香      | 2.2%      | -0.5%      |
| 喷雾杀虫剂   | 3.9%      | 3.8%       |
| 饵剂      | 5.1%      | 4.4%       |
| 电热蚊香片/液 | 14.5%     | 12.5%      |
| 户外可携带产品 | 32.6%     | 16.4%      |

数据来源：灼识咨询，中邮证券研究所

## 2.1 驱蚊市场：行业集中度较高，CR5约为60%，传统品牌依靠渠道基础仍占据主导，润本依靠新兴类目挤入前十

- **行业集较高，新兴类目驱动润本挤入前十。**根据灼识咨询，2019年驱蚊行业前五大厂家分别为超威/雷达/榄菊/彩虹/枪手，合计份额约为60%，行业集中度较高。行业龙头公司超威、雷达、榄菊、彩虹、枪手、黑猫神主要涉及蚊香、气雾剂等传统类目，早期通过线下扎实经销商基础进行广阔网点覆盖，考虑到当前驱蚊产品乡镇城市使用结构，传统类目依靠渠道基础仍占领较高市场份额。以润本为代表的品牌依托电热蚊香液等新兴类目挤入前十。

图表38：2019年驱蚊行业竞争格局



数据来源：灼识咨询，公司公告，中邮证券研究所

图表39：驱蚊行业主要竞争对手

| 公司名称 | 公司简介                                                                                                                  | 财务/渠道                                 |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| 上海家化 | 公司成立于1995年，在驱蚊领域主要有“六神”品牌，22年旗下个人护理清洁产品收入26.72亿，22年收入品类结构分别为护肤（27.82%）、个人护家清（37.63%）、母婴（30.17%）                       | 22年渠道结构为线上（39.24%）、线下（60.76%）         |
| 朝云集团 | 公司成立于2018年，在驱蚊领域拥有“超威”品牌，22年收入为14.42亿，归母净利润为6437万元，22年收入品类结构为杀虫驱蚊（64.9%）、家居清洁（24.3%）、空气护理（3.2%）、个人护理（6.3%）、宠物护理（0.7%） | 22年渠道结构为线上（16.3%）、线下（62.8%）、其他（20.9%） |
| 彩虹电器 | 公司成立于1994年，在驱蚊领域拥有“彩虹”品牌，22年收入为38.58亿，归母净利润为3.06亿，22年收入品类结构为取暖产品（62.88%）、卫生杀虫用品（34.18%）                               | 22年渠道结构为线上（42.30%）、线下（57.70%）         |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.1 驱蚊市场：婴童驱蚊市场线上景气度较高，催生蚊香液、止痒膏、防蚊水、驱蚊贴等细分市场，润本份额遥遥领先

- 润本在天猫蚊香液市场市占率领先。驱蚊产品市场有蚊香液、止痒膏、驱蚊贴、防蚊水等品类，根据公司招股书，2020-2022年“润本”品牌在天猫平台的蚊香液销售额占比逐年上升，分别达到 16.42%、18.32%和 19.99%，连续三年排名第一，润本在天猫驱蚊液市场份额领先。

图表40：润本品牌在不同渠道市占率

| 类别   | 份额                                                                   | 行业集中度                             |
|------|----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| 驱蚊   | 22年润本在驱蚊领域综合份额未5.0%，线上未19.9%；其中电热蚊香液综合份额为16.2%，驱蚊液综合份额为15.9%         | 国内行业企业超过5000家，处于登记有效期的卫生杀虫剂为2874家 |
| 天猫平台 | 2020-2022年“润本”品牌在天猫平台的蚊香液销售额占比逐年上升，分别达到16.42%、18.32%和19.99%，连续三年排名第一 |                                   |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表41：天猫母婴驱蚊行业主要竞争格局

| 类型  | 2022品牌top3 | 代表单品/定价/规格                       |
|-----|------------|----------------------------------|
| 蚊香液 | 润本         | 3液+1器/电热蚊香液45ml*3+小夜灯加热器*1/39.9元 |
|     | Babycare   | 3液+1器/电热蚊香液45ml*3+常规款加热器*1/34.9元 |
|     | 帕达诺        | 4液+1器/电热蚊香液45ml*3+常规款加热器*1/36.9元 |
| 止痒膏 | 润本         | 紫草膏/经典款15g*2/29.9元               |
|     | 帕达诺        | 紫草舒缓棒/6g*2/59.8元                 |
|     | Boiron     | 金盏花止痒膏/30g*1/69元                 |
| 驱蚊贴 | 润本         | 植物精油贴/经典款36贴*1/19.9元             |
|     | 帕达诺        | 植物精油贴/果园款36贴*1/31.9元             |
|     | 葵花         | 植物精油贴/PU款36贴*1/9.8元              |
| 防蚊水 | 润本         | 驱蚊液/110ml*1/18.9元                |
|     | 未来Vape     | 驱蚊水/200ml*1/55.92元               |
|     | 戴可思Dexter  | 驱蚊喷雾/100ml*1/89元                 |

数据来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所

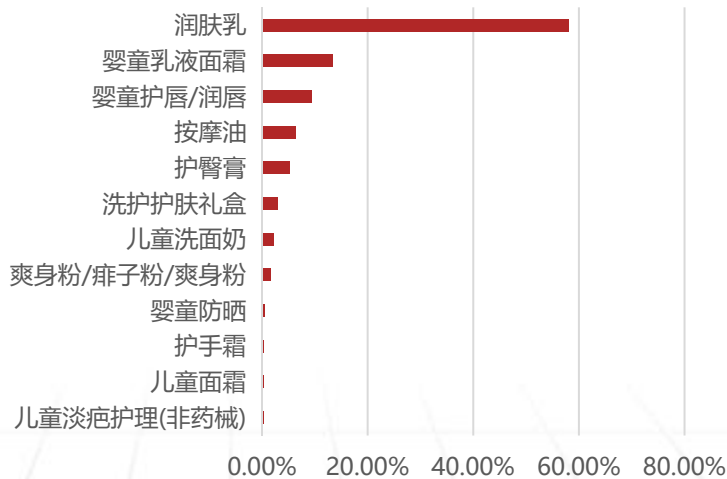
## 2.2 婴童护理：市场规模超300亿元，复合增速约10%，保持较高景气度，对标韩国、美国市场人均消费水平，行业仍居增长空间

- **婴童护理行业景气度较高，类目较丰富。**婴童护理品类丰富，包括润肤乳、乳液面霜、爽身粉、按摩油、护臀膏、洗护产品等，类目丰富，根据华经产业研究院，22年天猫婴童润肤乳份额较高，超过50%。根据欧睿数据，2022年中国婴童市场市场规模为人民币308亿，17-22年复合增速9.85%，市场稳定增长，保持较高景气度。
- **我国婴童人均消费处于低位，相比韩国、美国等市场具备提升空间。**2022年中国婴童护理人均消费金额为18美金/年，低于韩国的77美金/年以及美国市场的62美金/年，对标美韩市场人均消费水平仍有较大增长空间，尽管出生率下降影响人群基数，类目丰富化以及产品升级有望驱动婴童护理人均消费水平持续提升，带动行业增长。

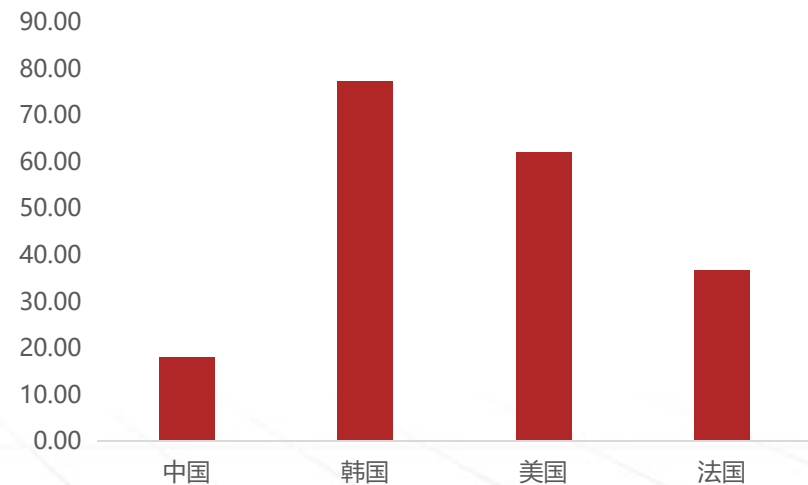
图表42：婴童护理市场规模及增速（亿元）



图表43：2022年婴童护肤细分赛道销售额占比



图表44：中外婴童人均消费金额比较(美元/年)



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

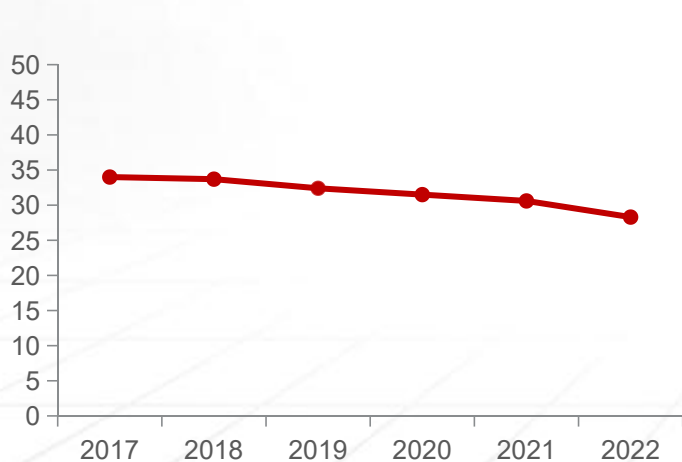
资料来源：欧睿数据，世界银行，中邮证券研究所



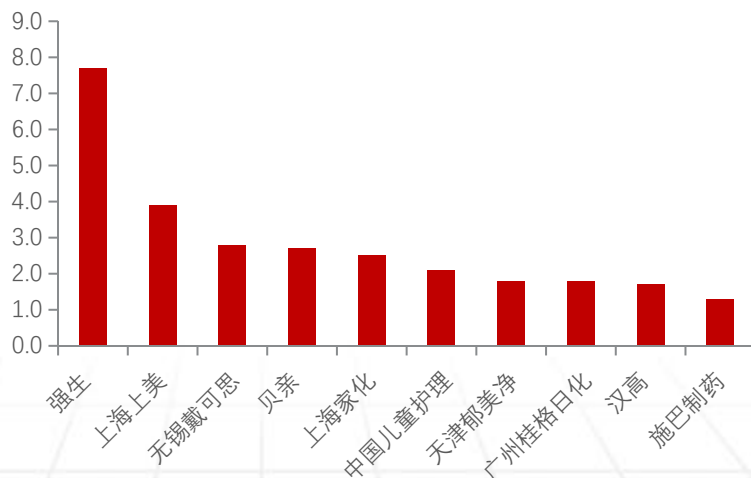
## 2.2 婴童护理：行业集中度较低，CR10仅28.3%，为新生代力量提供契机，强生占据市场前列，零售额约24亿元

- 行业集中度较低，CR10仅28.3%，为优质国货品牌提供机会。**根据欧睿数据，2022年中国婴童护理市场TOP10厂家分别为强生（强生、艾维诺）、上美（红色小象）、戴可思、贝亲、上海家化（启初）、中国儿童护理（青蛙王子）、郁美净、广州桂格（皮皮狗）、汉高（孩儿面）以及施巴制药，CR10占比合计28.3%，行业集中度较低，17年以来行业集中度不断下降，TOP10厂家中仅戴可思、上美、家化份额提升，提升幅度分别为2.8pct、1.2pct、0.4pct，其他公司均出现不同程度下降。我们认为，婴童护理市场处于市场竞争初期，国货品牌有望凭借良好的产品力以及灵活流量获取能力突围。
- 单品牌零售额超过10亿元，龙头仅强生打造多品牌矩阵。**根据欧睿咨询，22年前十大品牌中仅强生、红色小象零售额突破10亿元，前十大公司中强生打造多品牌矩阵（主要为强生、艾维诺），其他均以单品牌为主，通过多品牌打造，强生系22年零售额约24亿元，行业龙头天花板较高。
- 润本面霜崭露头角。**根据公司招股书，2022年公司婴童护理产品的整体市场份额约为1.9%（与欧睿数据存在差异），在线上渠道的市场份额约为4.2%，其中儿童面霜的整体市场份额约为8.6%；公司儿童润唇膏的整体市场份额约为9.5%，表现良好。

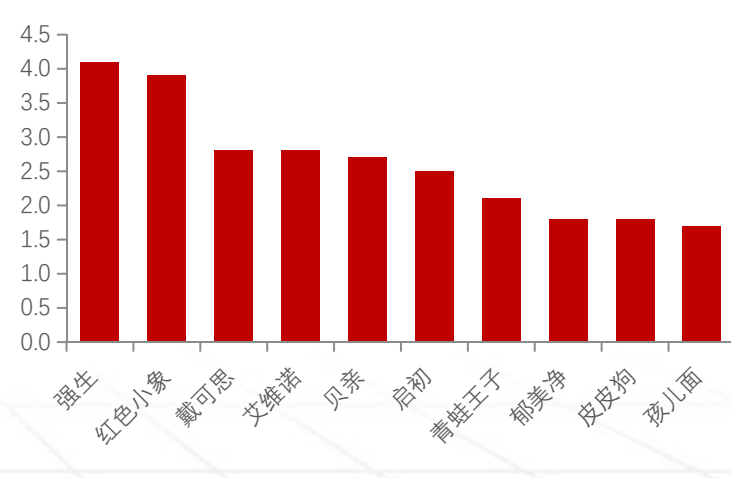
图表45：婴童护理市场CR10集中度趋势（%）



图表46：2022婴童市场TOP10公司竞争格局（%）



图表47：2022婴童市场TOP10品牌竞争格局（%）



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

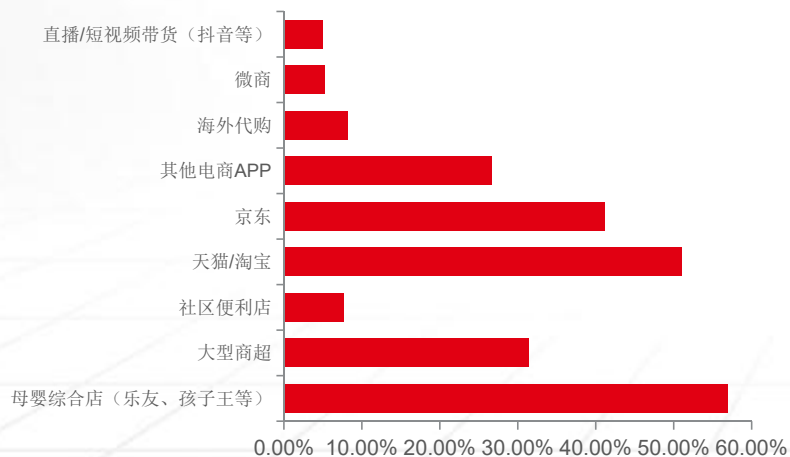
资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

## 2.2 婴童护理：产品成分要求高，具备专业背书品牌存在优势，渠道广布局增加消费者触达，助力品牌突围

- 婴童护理产品对成分要求较高，具备专业kol背书品牌更易突围，行业龙头及高端品牌纷纷绑定专家背书。此外，儿童医院、月子中心、丁香妈妈/美柚/宝宝树等母婴app、连锁母婴渠道等为接触到消费决策者的重要渠道，专业渠道布局助力品牌突围。行业龙头艾维诺、戴可思等均拥有专家背书，强生、红色小象、启初等线下渠道基础较好，助力品牌突围。

图表48：妈妈购买婴童洗护产品的渠道（多选）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表49：重点婴童护理品牌情况

| 类型    | 品牌       | 定位                                                        | 专业背书                                                                                 | SKU布局        | 价格区间             | 天猫官方旗舰店量 |
|-------|----------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------|------------------|----------|
| 专业类品牌 | 薇诺娜 baby | 高端婴童护理                                                    | 儿童皮肤学专家背书、三甲医院合作                                                                     | 面部护理、洗护      | 面霜268元/200g      | 51.5万    |
|       | 艾维诺      | 高端母婴护理                                                    | 皮肤学、婴幼儿专家背书                                                                          | 面部护理、洗护      | 面霜150元/60g       | 116.7万   |
|       | 戴可思      | 婴童护理                                                      | 携手丁香医生和广州市第一人民医院南沙医院儿科主治医师黄静娴以及杭州市第一人民医院皮肤科主治医师邓琳进行权威专家背书                            | 面部护理、洗护      | 面霜78元/50g        | 186万     |
|       | 纽强       | 高端婴童护肤                                                    | 医院背书，符合0-3岁婴幼儿安全评估和毒理学试验                                                             | 面部护理、身体护理    | 面霜248元/200g      | 4.3万     |
|       | 妙思乐      | 高端婴童护理                                                    | 权威婴儿皮肤学成果59篇，14项全球专利；皮肤科专家认证                                                         | 面部护理、身体护理    | 面霜208元/200ml     | 89万      |
| 大众类品牌 | 润本       | 专业驱蚊、婴童护理                                                 | 联手丁香医生宣传科学驱蚊，大部分婴童护理产品经过皮肤刺激性实验                                                      | 面部护理、身体护理    | 紫草膏19.71元/7g     | 338万     |
|       | 启初       | 婴幼儿个人护理                                                   | 上海家化与首都医科大学附属北京儿童医院皮肤科主任马琳教授达成医研共创战略合作                                               | 面部护理、身体护理    | 防皴霜35元/40g       | 260.1万   |
|       | 青蛙王子     | 婴童洗护                                                      | 携手丁香医生和上海市权威皮肤科医生袁超医生进行权威专家背书                                                        | 面部护理、身体护理    | 倍润霜32.9元/40g     | 153.1万   |
|       | 红色小象     | 婴童洗护                                                      | 携手丁香医生和育儿专家崔玉涛以及儿科专家李瑛进行权威专家背书                                                       | 面部护理、洗护      | 面霜39元-119元/50g   | 514万     |
|       | 郁美净      | 婴童护理                                                      | 获省市级企业技术中心认证，并已申请专利136项，其中包括国际发明专利2项，国内发明专利5项，实用新型专利13项。据权威部门检测，郁美净产品的安全使用性远远高于国家标准。 | 面部护理、洗护      | 保湿霜31.8元/50g买一送一 | 141万     |
| 贝亲    | 婴童护理     | 2020年获评艾媒金榜(iiMedia Ranking)发布的《2020中国棉柔巾品牌排行榜单TOP20》前20名 | 面部护理、婴幼儿用品                                                                           | 面霜52.65元/50g | 469万（综合）         |          |

资料来源：天猫旗舰店，百度百科，知乎，中邮证券研究所

# 三

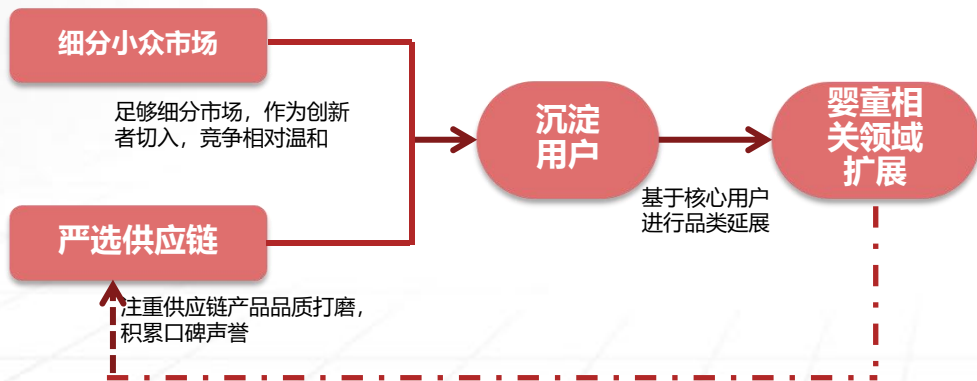
## 投资看点

- 3.1 商业模式：细分小众类目切入，积累用户，扩展品类
- 3.2 竞争优势：严选供应链，持续推新，线上流量反应快
- 3.3 未来看点：丰富产品储备，紧抓新兴渠道红利，积极布局线下

### 3.1 商业模式：小池大鱼策略，细分小众类目切入，严选原料供应链，注重产品品质，积累粉丝，以核心用户为基础逐步丰富品类

- 公司依托驱蚊液细分小众类目切入，严选供应链，由于安全性更高在婴童领域备受欢迎，以驱蚊液为核心延展驱蚊水、精油贴、舒缓棒等品类，服务超过1800万家庭，积累口碑。基于核心用户不断进行品类延展，解决用户核心痛点，婴童个护领域做突破，润肤乳、乳液面霜、足霜、洗衣液、婴童湿巾有所突破。根据久谦咨询，抖音平台在婴童护理领域产品推广良好，天猫平台润肤乳维持稳定销量，类目延展性良好。

图表50：润本核心商业模式认识



数据来源：中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表51：润本分平台旗舰店头部单品情况

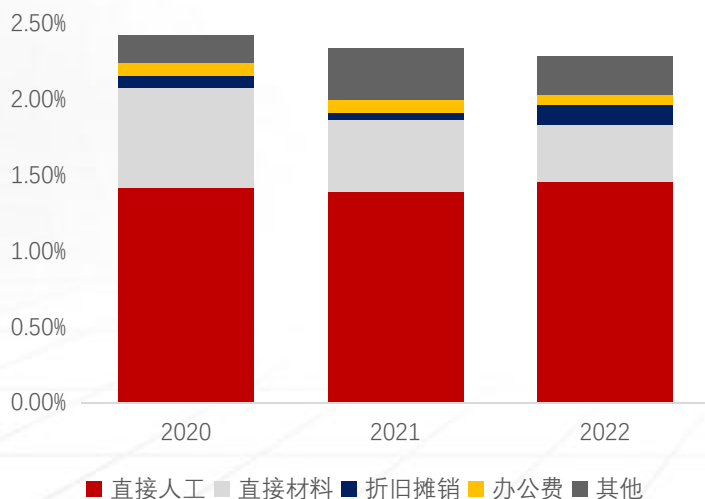
| 平台 | 序号 | 产品名称        | 定价                | 销量/评价                      |
|----|----|-------------|-------------------|----------------------------|
| 天猫 | 1  | 润本电热驱蚊液     | 29.9元/4瓶蚊香液+1瓶加热器 | 已售100万+                    |
|    | 2  | 润本户外驱蚊液（蓝色） | 39.9元/220ml赠50ml  | 已售70万+                     |
|    | 3  | 润本叮叮植物精油驱蚊贴 | 19.9元/盒(36贴)      | 已售70万+, 热销431万 (19M4-23M2) |
|    | 4  | 润本叮叮舒缓棒     | 21.9元/支(7g)       | 已售70万+                     |
|    | 5  | 润本叮叮植物精油香圈  | 22.9元/袋(30条)      | 已售50万+                     |
| 抖音 | 1  | 润本皴裂膏       | 16.9元/15g         | 已售224万+                    |
|    | 2  | 羽绒服清洁湿巾     | 11.9元/4包(每包10片)   | 已售105.5万+                  |
|    | 3  | 润本足跟皴裂凝露    | 29.9元/60ml        | 已售68.2万+                   |
|    | 4  | 润本内衣专用洗衣液   | 19.9元/300ml       | 已售65万+                     |
|    | 5  | 润本儿童保湿面膜    | 19.9元/5片          | 已售58.3万+                   |
| 京东 | 1  | 润本电热驱蚊液     | 29.9元/4瓶蚊香液+1瓶加热器 | 累计评价20万+                   |
|    | 2  | 润本叮叮植物精油驱蚊贴 | 18.9元/盒(36贴)      | 累计评价20万+                   |
|    | 3  | 润本叮叮植物精油香圈  | 22.9元/袋(30条)      | 累计评价10万+                   |
|    | 4  | 润本户外驱蚊液     | 37.9元/220ml赠50ml  | 累计评价5万+                    |
|    | 5  | 润本婴儿爽身露     | 18.9元/50ml        | 累计评价2万+                    |

数据来源：天猫，抖音，京东，中邮证券研究所（备注：时间为2023年8月，选择各个平台销量靠前商品）

## 3.2 竞争优势—研发：持续研发投入，驱蚊领域研发沉淀基础较好，以消费导向强化研发能力，持续赋能产品创新

- **研发投入快速增长，研发团队持续庞大。**公司2022年研发费用为1,951万元，研发费用率为2.3%，20年-22年研发费用复合增速为34.96%，研发投入逐年增加；22年公司研发人员为106人，占比总人员的13.5%，研发团队持续庞大。
- **驱蚊领域专利储备丰富。**截至2023年2月，公司取得境内有效专利71项，其中9项为发明专利，主要涉及驱蚊、湿巾等领域，公司在学术周刊发表论文2篇(日用化学工业《一款舒缓凝胶的临床功效评测研究》；广东化工《一种舒缓膏的舒缓功效研究与分析》)，参与制定1项化妆品原料的团体标准制定(团标《T/HPCIA 003-2021A:化妆品用原料油溶紫草(ARNEBIA EUCHROMA)提取物》)以及2项化妆品测定方法的团体标准制定(团标《T/HPCIA 006-2021化妆品温和刺激性的测定 斑马鱼胚法》/团标《T/HPCIA 004-2021 化妆品急性毒性的测定斑马鱼胚法》，彰显研发实力。

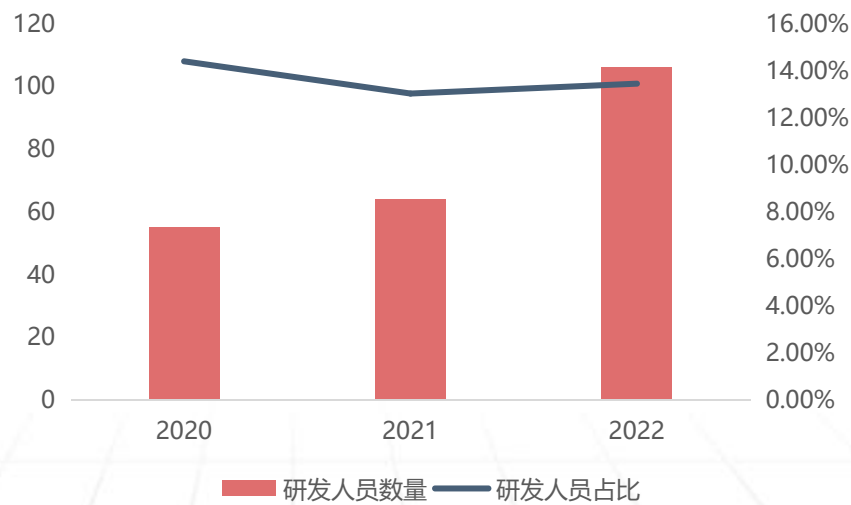
图表52：公司2020-2022年研发费用及研发费用率



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表53：公司研发人员及占比总人数比例



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表54：公司发明专利布局情况

| 专利名称                | 申请日期       |
|---------------------|------------|
| 茶树精油抗菌湿巾及其制备方法      | 2013.10.07 |
| 芦荟抗菌湿巾及其制备方法        | 2013.10.07 |
| 一种生物可降解的抗菌湿巾        | 2013.10.17 |
| 具有驱蚊效果的草本植物精油组合物    | 2015.11.06 |
| 防蚊驱蝇微胶囊整理剂及其制备方法和应用 | 2016.05.24 |
| 一种治疗红屁股的植物组合物及其应用   | 2020.05.25 |
| 一种植物精油组合物及其应用       | 2020.07.21 |
| 一种驱蚊组合物及其应用         | 2021.01.26 |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所



## 3.2 竞争优势—产品：与国内外知名原料企业合作，坚持精细化管理，确保产品信息可追溯性，严控产品品质

- 避蚊胺 (DEET)、驱蚊酯 (IR3535/伊默宁) 为美国环保署 (EPA) 注册且美国疾控中心 (CDC) 推荐的安全有效的驱蚊成分 (其他为派卡瑞丁 (Picaridin)、柠檬桉树油 (OLE) 或其提取物柠檬桉醇 (PMD), 注册认证的另加甲基壬基甲酮、猫薄荷油、香茅油, 但一般为辅料) 其中避蚊胺驱蚊效果好且持续时间长, 但对皮肤具有一定的刺激性, 对于儿童使用需控制含量 (在10% 以下), **驱蚊酯对皮肤没有毒副作用, 不渗透进皮肤, 是目前公认的比较安全的驱蚊产品, 羟哌酯在此基础上维持时间长, 高浓度下适合户外驱蚊。** 德之馨的SymCalmin是一种具有抗组胺活性的消炎止痒活性成分, SymRelief® 100是广泛应用的皮肤舒缓复合物, 可在有效减轻红肿、皮疹。

图表55：公司旗下驱蚊舒缓产品核心原料介绍

| 名称              | 简介                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 羟哌酯             | 1) 羟哌酯, 埃卡瑞丁 (Icaridin), 别名 <b>派卡瑞丁 (Picaridin)</b> , 是一种被美国疾病控制与预防中心 (CDC) 评为除了避蚊胺 (DEET) 以外另一种最有效的驱蚊剂, 最早拜耳上世纪90年度研发, 对不同的昆虫具有广泛的功效。2) 驱蚊原理为干扰蚊子的侦测器官, 让蚊子无法感测到人体, 达到驱虫效果。3) 安全性: 羟哌酯与DEET同样为有效防蚊成分, <b>但没有DEET的刺激性, 也不会融化塑料或其他合成物质; 皮肤粘附性好, 适合长效驱蚊。</b>                                                                                                                          |
| 驱蚊酯             | 1) 驱蚊酯 (BAAPE), 又名避蚊酯, 商品名 <b>伊默宁</b> , 是一种广谱、高效的昆虫驱避剂, 它对苍蝇、虱子、蚂蚁、蚊子等都有良好的驱避效果。合格的驱蚊酯可以在6~8小时内阻止99%的蚊咬, 普及使用超过20年, 欧洲广泛应用。2) 驱蚊原理: 其原理是药物直接作用于蚊子的触觉器官及化学感受器, 从而驱赶蚊虫。(类似于避蚊胺) 3) 安全性: <b>驱蚊酯对皮肤和粘膜无毒副作用、无过敏性及无皮肤渗透性等优点。与避蚊胺相比具有毒性更低、刺激性更小, 无皮肤渗透性、驱避时间更长等显著特点, 是避蚊胺理想的换代产品。</b> 4) 配伍性: 驱蚊酯与常用化妆品和药剂有很好的配伍性, 可以制成溶液、乳剂、油膏等专用驱避药剂, 也可以添加到其他制品或材料中(如花露水, 驱蚊水), 使之兼具驱避作用。              |
| 避蚊胺 (DEET)      | 1) 避蚊胺, 学名待乙妥 (缩写为DEET), 避蚊胺可防止蜱类叮咬, 防止一些立克次体引发的疾病、蜱媒脑炎和其他以蜱为媒介的疾病, 例如莱姆病。亦可防止登革热、疟疾、西尼罗河病毒、东部马脑炎病毒等以蚊子为媒介的病原。DEET对雨鞋冷鱼性鱼类有轻微毒性, 对于某些浮游生物也有毒性, 应用历史超过半个世纪。2) 驱蚊原理: 避蚊胺具有驱蚊功用主要是因为蚊虫不喜爱这种化学物质的味道。3) 安全性: 美国儿科学会已证实10-20%的DEET可直接用于儿童和成人, 但不建议使用于2个月以下的婴儿, 且不可每日使用, 一日内不可超过3次使用, 不可接触到黏膜组织与伤口, 可能引发神经性中毒, 并公告DEET的致癌与引发癫痫死亡风险。4) <b>DEET具有刺激性, 有些使用者的皮肤会对DEET有反应; 易挥发, 户外维持时间打折扣。</b> |
| 氯氟醚菊酯           | 1) 氯氟醚菊酯是一种除虫菊酯, 通常作为主要起作用成分出现在以蚊香、电热蚊片、电热蚊香液、气雾灭虫剂等为代表的家用灭蚊剂中, 它是一种广谱杀虫剂, 可防治多种害虫, 具有强烈的触杀作用, 在使用灭蚊剂的时候, 为了更好的杀灭蚊虫, 通常会尽量保持室内环境处于密闭状态, 使拟除虫菊酯的含量维持在一个较稳定的水平。常见蚊香液中氯氟醚菊酯含量有0.8%、1%、1.2%。2) 驱蚊原理: 扰乱昆虫的神经, <b>让它们由兴奋、痉挛到麻痹而亡。</b> 3) 安全性: 尽管拟除虫菊酯被吸入人体后能被代谢排出, <b>但它仍然具有轻微的毒性, 对人体神经系统会产生一定的影响, 长期接触还可能引起头晕、头痛、神经感觉异常甚至神经麻痹等症状。</b>                                                  |
| Symcalmin (德敏舒) | 1) 德之馨的SymCalmin是一种具有 <b>抗组胺活性的消炎止痒活性成分</b> 。2) 它是一种天然的抗刺激剂, 具备抗敏 (体外实验证明, 可以抑制肥大细胞的组胺释放, 抑制过敏反应) 抗刺激, 止痒 (临床证明, 可以有效抑制组胺引起的皮肤的红斑、水肿、瘙痒)。3) 应用: 用于各种敏感肌肤护理, 防晒和晒后护理; 止痒 (冬季干燥, 瘙痒皮肤, 老年瘙痒皮肤, 蚊虫叮咬后护理), 去屑香波与护发素等。                                                                                                                                                                   |
| Symrelief®100   | 1) 德之馨的SymRelief® 100 是 Dragosantol® 100 (高纯度合成比沙波尔) 和天然生姜提取物的协同混合物。SymRelief® 100 是一种非常经济、用途广泛的 <b>皮肤舒缓复合物</b> , 能有效抑制 IL-1、TNF、Cox-2 和 PGE2、TNF、COX-2 和 PGE2。2) 应用: SymRelief® 100 适用于 <b>紧张和敏感的皮肤, 能在 2 天内明显减轻红肿和皮疹。</b>                                                                                                                                                         |

数据来源: 维基百科, 医学百科, 人民网, 找原料网, Symselect网站, Skin techonology, 中邮证券研究所

## 3.2 竞争优势—产品：与国内外知名原料企业合作，坚持精细化管理，确保产品信息可追溯性，严控产品品质

- **与国内外指明原料企业合作，严控产品品质。**原料方面，公司主要原料包括农药原药、溶剂、功能性辅料、油脂类原料和表面活性剂等，公司与罗伯特、德之馨、扬农化工、道达尔、默克等国内外知名原料企业合作，严格控制原材料质量，从源头确保产品品质。

图表56：公司代表产品与国内外知名原料厂家合作表现

| 产品名称           | 产品图示                                                                                | 产品简介                                                                                             | 产品名称          | 产品图示                                                                                  | 产品简介                                                                                            |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 电热蚊香液蓝牙智能加热器套装 |    | 蚊香液核心用料 <b>0.6%氯氟醚菊酯</b> 来源于 <b>扬农化工、道达尔</b> 等国内外知名的原料厂商。相比于经典款增加智能功能                            | 润本叮叮舒缓棒/紫草舒缓膏 |    | 产品选取 <b>德之馨</b> 舒缓原料 Symcalmin、Symrelief，复配多种草本植物成分                                             |
| 经典款电热蚊香液       |    | 蚊香液核心用料 <b>0.6%氯氟醚菊酯</b> 来源于 <b>扬农化工</b> 等国内外知名的原料厂商，采用高品质、低刺激溶剂。产品无香精、无烟无灰，主要适用于室内驱蚊，系蚊虫季节家庭常备品 | 婴儿爽身露         |    | 液体凝露质地，有效解决传统爽身粉的飞粉问题，含桃叶精华和天然竹茎珍萃（欧盟 Ecocert 有机认证），添加 <b>德之馨</b> 舒缓原料 Symcalmin。               |
| 羟哌酯驱蚊液         |    | 产品有效成分羟哌酯由 <b>德国赛拓</b> 供应，科学配比20%有效度派卡瑞丁（羟哌酯），安全高效，适合 <b>户外高蚊地区使用，有效驱蚊7.3h</b>                   | 小黄柚倍护润肤乳      |    | 产品配比两大 <b>德国德之馨</b> 专利成分 Symcalmin、Symrelief，搭配多种天然植萃精华                                         |
| 驱蚊酯驱蚊液         |   | 产品有效成分7%驱蚊酯源于 <b>德国MERCK</b> 实验室，公司自研创新性配方剂型，温和驱蚊对敏感肌更友好， <b>有效驱蚊5.7h</b>                        | 植物精油香圈        |   | 产品选用 <b>法国罗伯特</b> 精油(6种天然植物提取： <b>巴西柠檬桉、中国香茅、法国薰衣草、摩洛哥艾叶、中国薄荷、澳大利亚茶树</b> )，其精油获得国际化香料组织 IFRA 认证 |
| 避蚊胺驱蚊液         |  | 产品有效成分“避蚊胺 (DEET)”源于 <b>美国凡特鲁斯</b> ,科学配比9%低浓度配方，有效驱蚊且对皮肤温和无刺激，拥有70年驱蚊历史，有效驱蚊4.8h                 | 香茅香薰盒         |  | 产品核心原料由 <b>法国罗伯特</b> 定制开发，香茅精油来源于大自然，采用蒸馏技术提取。                                                  |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 3.2 竞争优势-产品：牌照齐全，驱蚊产品获得双证壁垒高，成分注重 差异化创新彰显安全性

- **驱蚊产品双证齐全，具备牌照优势。**关于驱蚊产品国家标准是GB 24330—2020《家用卫生杀虫用品安全通用技术条件》（09年版本的替代版本），电热蚊香液、驱蚊水、驱蚊花露水属于此类监管范畴，需取得农药局颁布的登记证以及省农业厅颁布的生产许可证，双证获取具备一定的时间、产品等壁垒。根据公司公告，目前处于有效期内卫生杀虫产品超过2000个，新品农药登记证一般需要3年左右周期，牌照壁垒较高。公司电热蚊香液、驱蚊水均具备登记证及生产许可证，且储备饵剂产品登记证，相比于线上新锐品牌，公司具备牌照优势。

图表57：公司旗下驱蚊相关产品牌照情况

| 证件名称                       | 许可内容                                                                            | 发证单位         | 有效期限                    |
|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------------------------|
| 《农药生产许可证》<br>(农药生许(粤)0048) | 电热蚊香液、驱蚊液、电热香片、饵剂(2019-01-28)、驱蚊乳(2019-01-28)、驱蚊花露水(2019-01-28)、喷射剂(2019-01-28) | 广东省农业农村厅     | 2018.08.30 - 2023.08.29 |
| 《农药登记证》<br>(WP20210123)    | 驱蚊花露水                                                                           |              | 2021.06.11-2026.06.10   |
| 《农药登记证》<br>(WP20200027)    | 驱蚊液                                                                             | 中华人民共和国农业农村部 | 2020.05.22 - 2025.05.21 |
| 《农药登记证》<br>(WP20200025)    | 杀蟑饵剂                                                                            |              |                         |
| 《农药登记证》<br>(WP20200024)    | 电热蚊香液                                                                           |              |                         |

图表58：电热蚊香液的竞争对手登记证及有效成分比较

| 渠道   | 品牌       | 有效成分名及浓度          | 定价                     | 推出时间/农药登记证           |
|------|----------|-------------------|------------------------|----------------------|
| 新锐线上 | 润本经典款    | 0.6%氯氟醚菊酯+法国进口溶剂  | 29.99元/4瓶45ml蚊香液+1加热器  | 2013年/<br>WP20200027 |
|      | babycare | 0.8%氯氟醚菊酯+法国道尔达溶剂 | 29.99元/3瓶45ml蚊香液+1加热器  | WP20180015<br>(代工)   |
|      | 帕达诺      | 0.8%氯氟醚菊酯+法国道尔达溶剂 | 33.9元/4瓶45ml蚊香液+1加热器   | WP20180015<br>(代工)   |
| 老牌线下 | 超威(贝贝健)  | 0.93%四氟甲醚菊酯       | 29.99元/4瓶30ml蚊香液+1加热器  | WP20150115           |
|      | 雷达       | 0.62%四氟甲醚菊酯       | 23.9元/3瓶29.4ml蚊香液+1加热器 | WP20110157           |
|      | 彩虹       | 1.2%氯氟醚菊酯         | 24.21元/4瓶34ml蚊香液+1加热器  | WP20120232           |
|      | 榄菊       | 1.2%氯氟醚菊酯         | 29.9元/5瓶33ml蚊香液+1加热器   | WP20160050           |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

数据来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所（时间为2023年8月）



## 3.2 竞争优势-产品：驱蚊成分、浓度注重差异化，布局多样性

- 核心驱蚊成分注重差异化。电热驱蚊液方面，公司产品成分为0.6%氯氟醚菊酯，产品成分及浓度选择上均及其注重安全性；驱蚊水方面，公司将热门有效成分打造不同类型单品，具备最全产品矩阵，作为后起之秀迅速追赶。我们认为，尽管公司驱蚊产品并且行业首创，但相较于新锐品牌而言其牌照优势突出，相较传统品牌而言在产品线创新以及流量反应能力上均具备一定优势。

图表59：驱蚊液竞争对手登记证及有效成分比较

| 品牌   | 有效成分名及浓度                                   | 定价                                                                        | 批文时间                                                         |
|------|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 六神   | 驱蚊花露水-4.5%/2.8%驱蚊酯                         | 经典款22元/180ml<br>新品驱蚊蛋39.9元/50ml                                           | WP20080601（驱蚊酯浓度4.5%）<br>WP20090167（驱蚊酯浓度2.8%）               |
| 隆力奇  | 驱蚊花露水-5%避蚊胺                                | 24.9元/95ml                                                                | WP20080377                                                   |
| 宝宝金水 | 驱蚊花露水-4%驱蚊酯（新款）/5%<br>避蚊胺（旧款）              | 驱蚊花露水37.9元/145ml+75ml赠品<br>蚊香液24.9元/3瓶45ml蚊香液+1加热器                        | WP20130054（驱蚊酯驱蚊花露水）<br>WP20080580（避蚊胺驱蚊花露水）                 |
| 润本   | 专业驱蚊液-20%羟哌酯<br>温和驱蚊液-7%驱蚊酯<br>经典驱蚊液-9%避蚊胺 | 专业驱蚊液34.9元/100ml<br>温和驱蚊液19.9元/110ml<br>经典驱蚊液19.9元/110ml                  | WP20210158(经典驱蚊液),<br>WP20200027(温和驱蚊液)<br>WP20170093(专业驱蚊液) |
| 未来   | VAPE驱蚊液柑橘蓝、蜜桃粉-避蚊胺<br>VAPE驱蚊液金色天使-15%派瑞卡丁  | VAPE驱蚊液柑橘蓝63.9元/200ml<br>VAPE驱蚊液蜜桃粉71.91/200ml<br>VAPE驱蚊液金色天使89.91元/200ml | 原装进口无批文                                                      |
| 戴可思  | 驱蚊喷雾-20%羟哌酯                                | 驱蚊喷雾79元/80ml                                                              | WP20170041(驱蚊液)                                              |

数据来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所（时间为2023年8月）

请参阅附注免责声明

## 3.2 竞争优势—产品：紧跟市场需求持续推新，打造电热蚊香液、植物精油贴、皴裂膏等大单品产品线，22年前五大单品收入占比超过34%

- **驱蚊产品具备牌照优势。**驱蚊产品（驱蚊花露水、电蚊液等）需3证合一（农药登记证、农药生产许可证、产品质量标准号），其中农药登记证拿证周期为3年左右，根据招股书披露日，处于有效期内卫生杀虫剂数量为2874，存量产品较少，新品获批时间周期长，具备时间壁垒。
- **紧跟市场需求持续推新。**公司注重产品创新，根据解决用户需求痛点不断拓展新品类，20-22年保持稳定的新品开发节奏，涉及驱蚊、婴童护理、精油等多个产品系列。其中，驱蚊酯驱蚊液、皴裂膏、精油香圈等新品获得较好市场反响。
- **打造大单品能力较强。**公司打造电热蚊香液、植物精油贴、皴裂膏等热销大单品，20年-22年，公司前五大单品（包括**电热蚊香液 45ml、植物精油贴 36 片、皴裂膏15g**等）的收入占比达49.4%、44.0%和34.3%，前五大单品保持稳健增长；20年推出的皴裂膏、舒缓棒到22年销量分别达333万盒、278万盒，驱蚊酯驱蚊液22年收入超过4000万，孵化新品能力强

图表60：公司2020-2022年根据市场需求推出新品

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

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表61：公司2020-2022年重点打造的新品销量情况

|                    | 2020  | 2021  | 2022  |
|--------------------|-------|-------|-------|
| 前五大单品收入（百万元）       | 218.7 | 255.8 | 293.1 |
| 前五大单品总营收占比         | 49.4% | 44.0% | 34.3% |
| 代表产品：驱蚊酯驱蚊液收入（百万元） | —     | 34.9  | 45.6  |
| 代表产品：皴裂膏销量（万盒）     | 2.09  | —     | 332.6 |
| 代表产品：防皴霜销量（万盒）     | 24.7  | —     | 325.6 |
| 代表产品：舒缓棒销量（万盒）     | 16.8  | —     | 276.6 |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所



## 3.2 竞争优势-渠道：线上渠道快速抓取流量红利，新兴渠道高增长，多平台细分类目领先，成熟平台保持稳定毛销差彰显运营能力

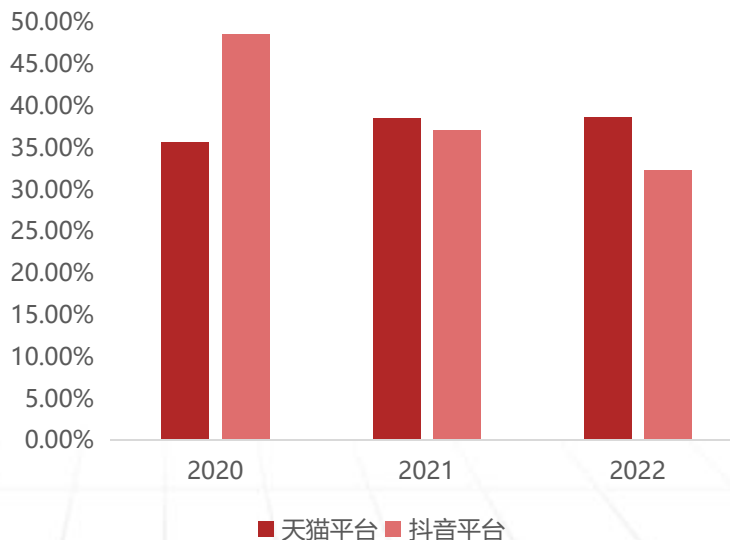
- **公司较早入驻各大主流线上销售平台，并获得较多荣誉。**公司早于2010年在天猫平台布局店铺，20年7月进入抖音，线上平台流量反应较快，入驻平台时间早，积极布局各类平台；同时，公司蚊香液连续三年位列天猫第一，母婴洗护用品连续3年京东618旗舰店第二，23年抖音好物节婴童用品店铺第二等荣誉，彰显线上实力。
- **京东自营和天猫平台毛销差维稳，抖音平台毛销差降低。**2022年公司在天猫平台、抖音平台和京东自营的毛销差（毛销差=毛利率-销售费用率-平台推广费用率）分别为38.61%/32.32%/43.10%，天猫、京东成熟平台毛销差维持相对稳定，彰显公司线上运营能力，抖音平台伴随竞争加剧有所下降，降幅收窄，彰显渠道运营能力。

图表62：公司在主流线上平台开设旗舰店时间及布局

| 平台    | 店铺          | 开设时间         |
|-------|-------------|--------------|
| 天猫平台  | 润本旗舰店       | 2010年9月      |
|       | 润本小为专卖店     | 2015年4月      |
|       | 润本润峰专卖店     | 2017年12月     |
| 京东平台  | 润本润康专卖店     | 21年1月，23年2月关 |
| 京东自营  | 润本官方旗舰店     | 2015年6月      |
|       | 润本驱蚊用品旗舰店   | 2020年1月      |
| 抖音平台  | 润本官方旗舰店     | 2020年7月      |
|       | 润本婴童生活旗舰店   | 2021年7月      |
| 拼多多平台 | 润本官方旗舰店     | 2021年2月      |
|       | 拼多多小为专营店    | 19年8月，21年8月关 |
|       | 润本家清官方旗舰店   | 2021年9月      |
|       | 润本居家日用官方旗舰店 | 2022年6月      |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表63：公司主流线上平台毛销差情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表64：公司近年来在主流线上平台荣誉

| 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<br>2022年天猫“618”活动“婴童用品”类目排名前三 |
| 京东  | 2020年-2022年，“润本”京东自营官方旗舰店销售额在京东“618”活动月中连续三年名列母婴用品之洗护用品品牌前二<br>“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<br>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                                        |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

# 3.3 未来看点-产品：畅销品持续迭代保持产品活力，加大湿巾、婴童防晒产品推广，开辟新成长曲线

■ 畅销单品持续迭代扩宽用户群，保持增长，提升份额。一方面，公司对畅销单品保持升级迭代，维持活力：1) 以电热驱蚊液为例，最早2013年推出，主打无烟无味安全溶剂+低浓度安全性有效成分，全网累计销售7000万件，2018年以来先后升级，目前合计5款产品，累计销售过亿万件，服务1800万家庭；2) 以皴裂膏为例，该产品2020年推出至今升级至第三代产品，从膏体形式到滚珠凝露形式，使用更便捷，产品定价从16.9元/15g提升至29.9元/60ml；3) 此外，公司对防皴霜（规格区分/季节驱蚊等）、驱蚊水（应用场景及时长区分）等畅销单品不断丰富细化SKU，满足消费者多样化诉求。另一方面，公司保持产品创新，维持畅销品活力，以植物精油产品为例，公司从植物贴、香圈、运动手环、香薰盒等多形态开发，满足多样化可携带驱蚊诉求，稳定精油产品大盘。

图表65：润本植物驱蚊产品迭代路径

| 产品        | 有效成分                           | 定价                        |
|-----------|--------------------------------|---------------------------|
| 润本叮叮植物精油贴 | 香茅精油、桉叶精油、薰衣草精油、薄荷精油、艾叶精油、茶树精油 | 19.9元/盒（36贴）              |
| 润本植物香圈    | 香茅、柠檬桉、薰衣草、薄荷、艾叶、茶树等植物精油       | 29.9元/包（30条）              |
| 润本植物香薰盒   | 49%天然香茅精油                      | 经典款24.9元/盒；<br>升级款29.9元/盒 |
| 润本植物发光手环  | 香茅、柠檬桉、薰衣草、薄荷、艾叶、茶树等植物精油       | 11.9元/条                   |

图表66：电热蚊香液产品升级路径



2013年经典款：29.99元/4瓶45ml蚊香液+1加热器

2018年小熊款（造型升级）：29.93元/3瓶45ml蚊香液+1加热器

2020年跑车款（造型升级）：26.9元/3瓶45ml蚊香液+1加热器

2021年智能蓝牙款（科技升级）：41.9元/2瓶45ml蚊香液+1智能蓝牙加热器

2022年小夜灯款（增加夜灯功能）：39.8元/3瓶45ml蚊香液+1小夜灯加热器

图表67：皴裂膏产品升级路径



2020年推出抖音热销榜单产品  
定价从第一代产品16.9元/15g提升至第三代产品29.9元/60ml

数据来源：天猫，中邮证券研究所（时间为2023年8月）

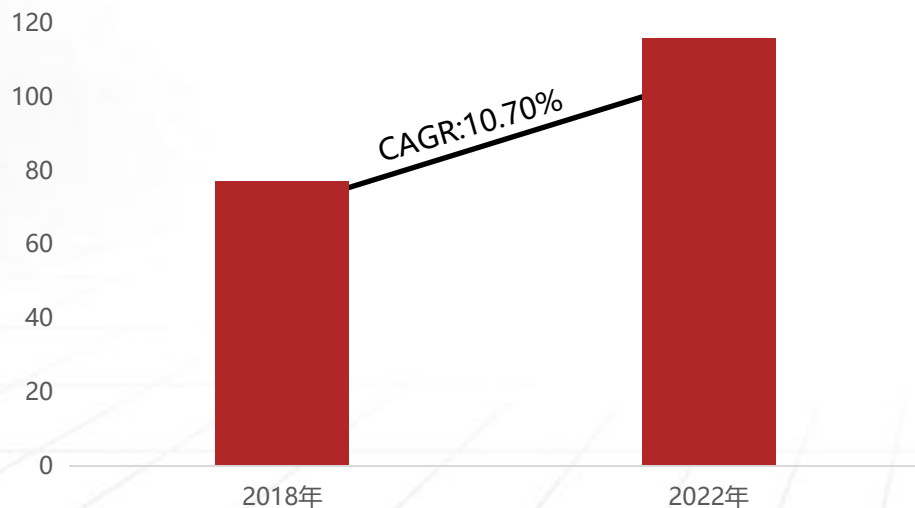
数据来源：天猫，中邮证券研究所（时间为2023年8月）

数据来源：抖音，中邮证券研究所（时间为2023年8月）

### 3.3 未来看点-产品：畅销品持续迭代提升份额，加大湿巾、婴童防晒产品推广，开辟新成长曲线

- 公司23年以来天猫官旗主要推广新品为湿巾以及防晒霜产品，持续丰富产品类型。根据新思界产业研究中心数据，22年我国湿巾市场规模为115.84亿元，17年-22年复合增速为10.70%，婴儿专用湿巾在整体湿巾市场中的占比最大，为47.38%，是个人清洁品类中较大细分品类，公司依托用户基础，未来有望提升市场份额。

图表68：湿巾行业市场规模(单位：亿元)



数据来源：新思界产业研究中心，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表69：2023年天猫旗舰店新品推广情况

| 序号 | 产品名称         | 定位                                                                                              | 定价                   |
|----|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 1  | 润本清凉湿巾温和型    | 温和型湿巾：0刺激0添加，配方温和不添加酒精，可安心触碰脸部颈部等敏感部位肌肤，专为宝宝及敏感肌人群设计<br>人群定位： <b>3+儿童及成人，酒精过敏者</b>              | 29.9元/10包<br>(一包10抽) |
| 2  | 润本清凉湿巾劲凉型    | 劲凉型湿巾：多重劲凉因子科学配比，肌肤加倍冰爽专为户外运动爱好者设计<br>人群定位： <b>12+儿童以及成人</b>                                    | 29.9元/10包<br>(一包10抽) |
| 3  | 润本水感防晒乳(升级款) | 润本水感防晒乳：SPF33,防晒时长达8。25小时，PA+++延缓晒黑约12小时，物理化学结合防晒，温和不刺激，儿童以及敏感肌人群适用<br>人群定位： <b>12+儿童以及成人</b>   | 39.9元/50g            |
| 4  | 润本清透防晒乳(基础款) | 润本清透防晒乳：SPF32，防晒时长达8小时，PA+++延缓晒黑约12小时，物理防晒，即擦即可发挥作用，温和不刺激，儿童以及敏感肌人群适用<br>人群定位： <b>12+儿童以及成人</b> | 39.9元/50ml           |

数据来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所（时间为2023年8月）



# 3.3 未来看点-产品：在研产品涉及驱蚊、婴童洗护/防晒/防皴裂、功能湿巾等领域，丰富未来产品储备

图表70：公司未来产品线储备

| 序号 | 项目名称              | 阶段       | 拟达成目标                                       | 技术水平比较                                                                                                                                                                                                |
|----|-------------------|----------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 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。         | 1、婴童的皮肤屏障比较脆弱，经皮失水率较高，对于保湿功效的需求更高。而普通的保湿剂保湿时间较短，在湿度较低的环境容易导致皮肤脱水。2、本项目旨在研制一款长效(超过8小时)的保湿产品，有效减少婴童使用护肤产品的频率，达到较好的保湿效果。                                                                                 |
| 2  | 含有驱蚊酯的驱蚊凝胶        | 配方基本完成   | 制备安全性高、持效性好、肤感清爽不粘腻的驱蚊凝胶产品。                 | 1、驱蚊喷雾存在人体吸入的风险，相比之下，驱蚊凝胶对于婴童使用者安全性更高、使用更加便捷。2、与同行业公司大部分的凝胶相比，本产品采用的缓冲剂不会破坏凝胶结构，且具有润肤的作用。3、本产品采用凝胶体系驱蚊酯，具有更低的降解率，驱蚊酯可缓慢释放，延长药效。                                                                       |
| 3  | 儿童防晒产品            | 配方已经完成   | 产品通过儿童防晒特征。                                 | 1、紫外光引发的晒红晒伤问题频发，儿童防晒受到家长的重视。研究表明在儿童和青少年时期定期使用防晒产品可显著降低皮肤癌的终生发病率。2、根据监管要求，儿童防晒产品所使用的原料安全性应更高、配方架构应更精简，同时满足防晒需求。                                                                                       |
| 4  | 婴童洗护无泪配方的研究及应用    | 中试阶段     | 制备可以通过无泪测试的产品。                              | 1、婴童眼部皮肤对外界刺激比较敏感，本产品主要选用温和表面活性剂或增大胶束结构来缓解对婴童眼部皮肤的刺激。2、一些纯天然的表面活性剂由于价格因素或者内在属性，较少应用于洗护产品。本项目旨在筛选天然来源的表面活性剂并通过调整各活性剂的搭配比例，以最大程度缓解对婴童眼部皮肤的刺激。                                                           |
| 5  | 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。 | 1、清洁湿巾由于其工艺的特殊性，需要在罐装过程中尽量避免泡沫。因此低泡且具有较好清洁力的表面活性剂迎合了市场需求。2、针对硬表面和织物表面，表面活性剂会呈现出不同的效果，因此需要细化应用领域，有针对性地选择表面活性剂。3、温和、可降解的表面活性剂能够降低产品的刺激性，降低使用过程中对皮肤的刺激性。                                                 |
| 6  | 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。                  | 1、目前行业内主要以植物提取物为主，搭配少量的薄荷醇为配方，以达到清热解毒的效果，以此缓解症状。而本项目旨在通过研究瘙痒产生的原理，筛选能够抑制瘙痒源头的活性物，直接从源头阻断痒感，达到快速止痒的效果；若添加抗炎症和退红的活性物，还能起到消肿的效果。                                                                         |
| 7  | 羟哌酯驱蚊产品的开发及应用     | 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。                     | 羟哌酯原药及配方更加稳定，可以适用于多种剂型，为后期制备配方提供了更大的选择空间。                                                                                                                                                             |
| 8  | 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                             | 1.薄荷二醇为天然的驱蚊原药，来源于柠檬桉叶的提取物。主要通过其特殊的气味达到驱蚊的效果，将其应用于驱蚊液产品中具有较好的市场卖点。2.薄荷二醇不在农药原料的目录范围内，需要进行新农药以及新剂型的登记。在行业内属于首次登记，具有较高的应用价值及市场空间。                                                                       |
| 9  | 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                             | 1.四氟苯菊酯属于高效低毒的卫生杀虫剂，其药效远远强于同类拟除虫菊酯产品，用药量将更少，对人及环境更安全。2.本项目的目的是将四氟苯菊酯应用于气雾剂产品中，减少其降解，延长药效。通过定量阀的作用进一步减少毒性，提高安全性也能满足杀虫效果。3.对四氟苯菊酯的化学性质、毒理及效果等进行研究，新登记一款四氟苯菊酯的杀虫气雾剂。                                     |
| 10 | 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脲，并形成防皴裂植物组合物的专利      | 1.皮肤皴裂是秋冬季节常见的皮肤问题，婴幼儿皮肤屏障较弱，属于高发人群。皮肤皴裂常伴随皮肤干燥、起皮、红肿、龟裂等现象。2.市场上的防皴膏大多以保湿滋润为主，本项目的目的在于综合预防由皴裂引起的各种皮肤问题。3.选择植物来源的活性物，通过长效保湿、增加皮肤弹性、改善皮肤泛红和建立皮肤屏障，全方位呵护皮肤。4.在配方架构上，通过采用液晶结构达到缓释活性物的作用，结构更加亲肤，提升产品使用体验。 |

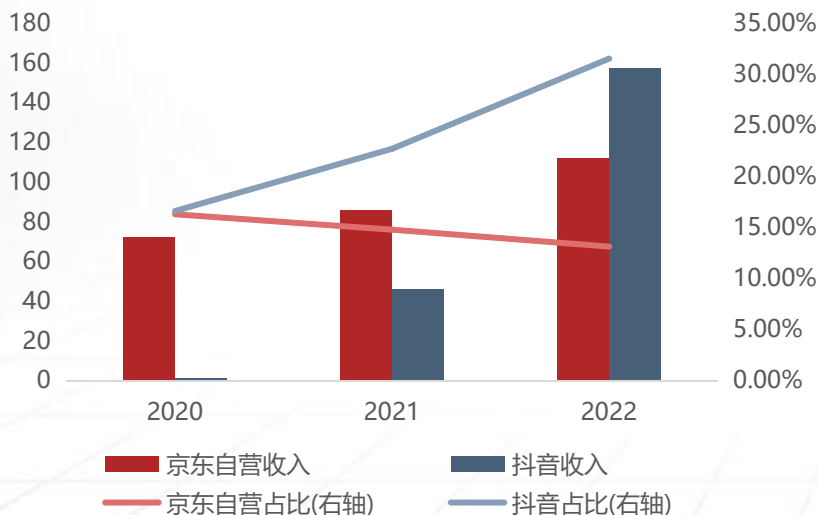
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

### 3.3 未来看点-渠道：抖音、京东平台实现快速增长，非平台经销商体系不断壮大快速成长，线下布署有望增强

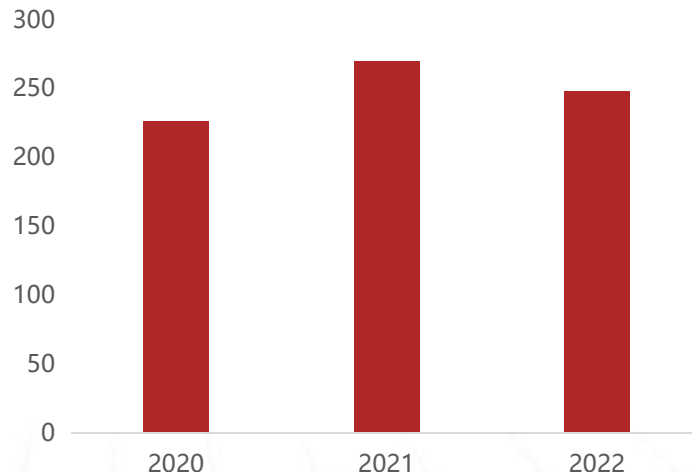
- **抖音、京东自营等线上平台快速增长。** 2022年抖音平台和京东自营收入分别为157.49百万元/112.17百万元，收入占比分别为18.40%/13.10%，2020-2022年复合增速分别为24.76%/956.86%。公司在线上平台销售额增长快且占总营收比例较高，未来有望持续高增长。
- **非平台经销商量价齐升。** 2022年非平台经销商数量为248家，2020-2022年复合增速为4.75%，2022年非平台经销商数量下降主要系公司持续完善和优化客户体系，提升运营效率，减少与部分规模较小的经销商合作。2022年非平台经销商平均提货额为75.75万元，2020-2022年复合增速为34.84%。随未来公司对规模较大的非平台经销商开发，平均提货额有望继续增长。

图表71：抖音、京东自营平台20-22年收入及占比（单位：百万元）



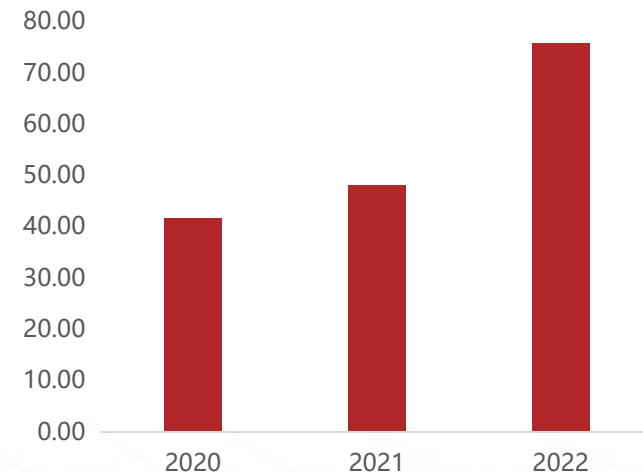
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表72：非平台经销商数量变化



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表73：非平台经销商平均提货额变化（单位：万元/年）



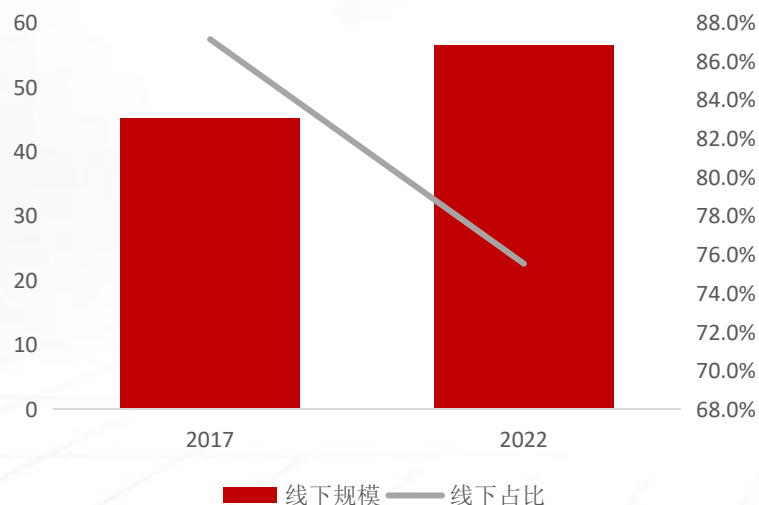
数据来源：公司公告，中邮证券研究所



### 3.3 未来看点-渠道：抖音、京东平台仍具流量红利快速增长，非平台经销商体系不断壮大快速成长，线下布署有望增强

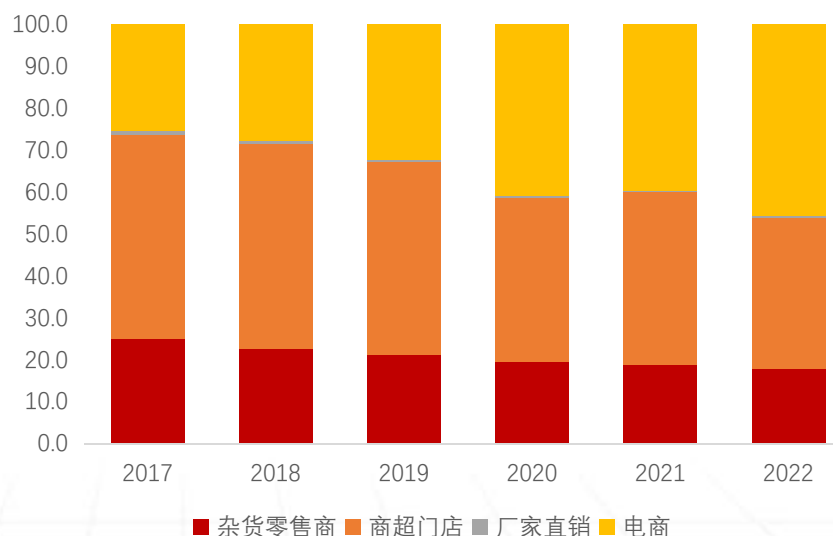
- **线下仍是婴童护理主渠道，扩展空间大。**根据欧睿数据，2022年婴童护理线下市场占比达54.4%，根据灼识咨询，2022年线上驱蚊市占率为24.5%，尽管近年来线下市场持续萎缩，仍为主导，同业上海家化、朝云集团、彩虹集团等同业公司线下收入比重超过55%；公司目前主要依托线上销售（仅非平台经销中有部分线下销售，前五大客户线上收入占比89%-100%），品类不断丰富后线下具备较大提升空间。
- **线上为主，积极布局线下。**公司总体坚持线上为主，积极扩展线下渠道策略，目前覆盖30多个省（市自治区），已开发包括大润发、沃尔玛、山姆、7-11、屈臣氏、华润超市等KA以及OW COLOUR等特渠，未来将增加与线下各类商超、百货商店等实体店合作；此外公司子公司润凡直接运营的线上经销商订货平台，将大幅提升采购效率，为加大线下布局夯实基础。

图表74：驱蚊线下市场及占比情况（亿元）



数据来源：各公司公告，中邮证券研究所

图表75：婴童护理行业渠道结构



数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图表76：公司线下渠道布局情况

| 时间   | 项目                                                                                                                                    |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 现有布局 | 覆盖30多个省（市自治区），已开发包括大润发、沃尔玛、山姆、7-11、屈臣氏、华润超市等KA以及OW COLOUR等特渠                                                                          |
| 未来规划 | <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 通过非平台经销商增加与线下各类实体店合作；</li> <li>2) 建设经销商数字化管理平台，提升线上订货效率；</li> <li>3) 打造专业化线下运营团队</li> </ol> |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

# 四

## 盈利预测及投资建议

# 盈利预测及投资建议

- 盈利预测及投资建议：** 公司通过不断推新+紧抓抖音等渠道红利带动婴童护理产品快速增长，驱蚊产品稳步提升市占率，我们预计公司23年-25年归母净利润分别为2.2亿元、2.9亿元、3.7亿元，对应增速为36%/35%/26%，对应PE分别为32倍/24倍/19倍，我们看好公司未来成长，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：** 行业竞争格局恶化，新品销售不及预期，流量成本提升影响利润率等。

图表77：公司分业务收入假设

| 项目\年度         | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 驱蚊产品收入(百万元)   | 390.1 | 591.9 | 886.0 | 1252.0 |
| YOY           | 80.0% | 51.7% | 49.7% | 41.3%  |
| 婴童护理产品收入(百万元) | 272.3 | 322.4 | 373.4 | 429.4  |
| YOY           | 19.5% | 18.4% | 15.8% | 15.0%  |
| 其他产品收入(百万元)   | 193.7 | 218.5 | 245.3 | 278.2  |
| YOY           | 40.7% | 12.8% | 12.3% | 13.4%  |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

请参阅附注免责声明

图表78：公司盈利预测简要指标 (百万元)

| 项目\年度         | 2022A  | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 856.09 | 1,132.84 | 1,504.68 | 1,959.61 |
| 增长率(%)        | 47.06  | 32.33    | 32.82    | 30.23    |
| EBITDA(百万元)   | 198.87 | 284.69   | 361.94   | 454.53   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 160.04 | 218.26   | 293.85   | 370.40   |
| 增长率(%)        | 32.66  | 36.37    | 34.63    | 26.05    |
| EPS(元/股)      | 0.40   | 0.54     | 0.73     | 0.92     |
| 市盈率(P/E)      | 43.81  | 32.13    | 23.86    | 18.93    |
| 市净率(P/B)      | 9.70   | 3.66     | 3.17     | 2.72     |
| EV/EBITDA     | -1.81  | 19.42    | 14.62    | 10.94    |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

| 财务报表和主要财务比率  |        |          |          |          | 主要财务比率         |        |          |        |        |
|--------------|--------|----------|----------|----------|----------------|--------|----------|--------|--------|
| 财务报表(百万元)    | 2022A  | 2023E    | 2024E    | 2025E    |                | 2022A  | 2023E    | 2024E  | 2025E  |
| <b>利润表</b>   |        |          |          |          | <b>成长能力</b>    |        |          |        |        |
| 营业收入         | 856.09 | 1,132.84 | 1,504.68 | 1,959.61 | 营业收入           | 47.06% | 32.33%   | 32.82% | 30.23% |
| 营业成本         | 392.15 | 510.22   | 672.96   | 876.08   | 营业利润           | 31.88% | 38.20%   | 34.63% | 26.05% |
| 税金及附加        | 8.88   | 11.33    | 15.05    | 19.60    | 归属于母公司净利润      | 32.66% | 36.37%   | 34.63% | 26.05% |
| 销售费用         | 231.91 | 307.00   | 428.83   | 572.21   | <b>盈利能力</b>    |        |          |        |        |
| 管理费用         | 25.30  | 28.32    | 36.11    | 45.07    | 毛利率            | 54.19% | 54.96%   | 55.28% | 55.29% |
| 研发费用         | 19.51  | 23.79    | 31.60    | 41.15    | 净利率            | 18.69% | 19.27%   | 19.53% | 18.90% |
| 财务费用         | -4.61  | -5.89    | -23.86   | -27.65   | ROE            | 22.15% | 11.40%   | 13.30% | 14.35% |
| 资产减值损失       | -1.13  | -1.30    | -1.30    | -1.30    | ROIC           | 20.84% | 11.10%   | 12.34% | 13.40% |
| 营业利润         | 185.80 | 256.77   | 345.70   | 435.77   | <b>偿债能力</b>    |        |          |        |        |
| 营业外收入        | 2.47   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 资产负债率          | 12.46% | 6.43%    | 7.19%  | 7.87%  |
| 营业外支出        | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 流动比率           | 5.28   | 13.26    | 11.80  | 10.86  |
| 利润总额         | 188.27 | 256.77   | 345.70   | 435.77   | <b>营运能力</b>    |        |          |        |        |
| 所得税          | 28.23  | 38.52    | 51.86    | 65.37    | 应收账款周转率        | 484.01 | 816.56   | 817.87 | 810.95 |
| 净利润          | 160.04 | 218.26   | 293.85   | 370.40   | 存货周转率          | 10.73  | 9.60     | 9.74   | 9.69   |
| 归母净利润        | 160.04 | 218.26   | 293.85   | 370.40   | 总资产周转率         | 1.16   | 0.79     | 0.68   | 0.76   |
| 每股收益(元)      | 0.40   | 0.54     | 0.73     | 0.92     | <b>每股指标(元)</b> |        |          |        |        |
| <b>资产负债表</b> |        |          |          |          | 每股收益           | 0.40   | 0.54     | 0.73   | 0.92   |
| 货币资金         | 368.21 | 1,491.55 | 1,727.95 | 2,044.77 | 每股净资产          | 1.79   | 4.73     | 5.46   | 6.38   |
| 交易性金融资产      | 8.24   | 8.24     | 8.24     | 8.24     | <b>估值比率</b>    |        |          |        |        |
| 应收票据及应收账款    | 1.19   | 1.58     | 2.10     | 2.73     | PE             | 43.81  | 32.13    | 23.86  | 18.93  |
| 预付款项         | 7.65   | 10.20    | 13.46    | 17.52    | PB             | 9.70   | 3.66     | 3.17   | 2.72   |
| 存货           | 102.71 | 133.22   | 175.72   | 228.75   | <b>现金流量表</b>   |        |          |        |        |
| 流动资产合计       | 510.04 | 1,667.18 | 1,951.92 | 2,328.99 | 净利润            | 160.04 | 218.26   | 293.85 | 370.40 |
| 固定资产         | 264.24 | 323.63   | 376.72   | 423.52   | 折旧和摊销          | 19.77  | 33.81    | 40.11  | 46.41  |
| 在建工程         | 5.76   | 5.76     | 5.76     | 5.76     | 营运资本变动         | -5.28  | -4.04    | -8.65  | -11.10 |
| 无形资产         | 19.36  | 18.86    | 18.36    | 17.86    | 其他             | -9.21  | -6.37    | -1.71  | -2.62  |
| 非流动资产合计      | 315.38 | 379.14   | 429.23   | 473.03   | 经营活动现金流净额      | 165.32 | 241.65   | 323.59 | 403.09 |
| 资产总计         | 825.42 | 2,046.32 | 2,381.15 | 2,802.02 | 资本开支           | -40.51 | -90.20   | -90.20 | -90.20 |
| 短期借款         | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 其他             | 50.05  | 0.24     | 3.01   | 3.92   |
| 应付票据及应付账款    | 47.63  | 60.94    | 80.38    | 104.64   | 投资活动现金流净额      | 9.53   | -89.96   | -87.19 | -86.28 |
| 其他流动负债       | 48.97  | 64.74    | 84.98    | 109.88   | 股权融资           | 0.00   | 972.58   | 0.00   | 0.00   |
| 流动负债合计       | 96.60  | 125.68   | 165.37   | 214.53   | 债务融资           | 0.00   | -0.68    | 0.00   | 0.00   |
| 其他           | 6.23   | 5.92     | 5.92     | 5.92     | 其他             | -9.39  | -0.25    | 0.00   | 0.00   |
| 非流动负债合计      | 6.23   | 5.92     | 5.92     | 5.92     | 筹资活动现金流净额      | -9.39  | 971.65   | 0.00   | 0.00   |
| 负债合计         | 102.83 | 131.60   | 171.29   | 220.45   | 现金及现金等价物净增加额   | 165.47 | 1,123.34 | 236.40 | 316.81 |
| 股本           | 343.90 | 404.59   | 404.59   | 404.59   |                |        |          |        |        |
| 资本公积金        | 102.59 | 1,014.48 | 1,014.48 | 1,014.48 |                |        |          |        |        |
| 未分配利润        | 240.46 | 427.28   | 678.35   | 994.49   |                |        |          |        |        |
| 少数股东权益       | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |                |        |          |        |        |
| 其他           | 35.63  | 68.37    | 112.44   | 168.00   |                |        |          |        |        |
| 所有者权益合计      | 722.59 | 1,914.72 | 2,209.87 | 2,581.57 |                |        |          |        |        |
| 负债和所有者权益总计   | 825.42 | 2,046.32 | 2,381.15 | 2,802.02 |                |        |          |        |        |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU



## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                       | 类型    | 评级   | 说明                        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上      |
|                                                                                                                                                                                              |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间  |
|                                                                                                                                                                                              |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|                                                                                                                                                                                              | 行业评级  | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|                                                                                                                                                                                              |       | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上      |
|                                                                                                                                                                                              |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|                                                                                                                                                                                              | 可转债评级 | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|                                                                                                                                                                                              |       | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上     |
|                                                                                                                                                                                              |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间  |
|                                                                                                                                                                                              |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间  |
|                                                                                                                                                                                              |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下     |

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中 邮 证 券**

CHINA POST SECURITIES