

“大品牌、小品类”研产销一体，发力婴童护理
——润本股份（603193.SH）首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点：

● **润本股份：“大品牌、小品类”，专注驱蚊及个护用品，财务表现优异**
公司成立于2006年，驱蚊个护线下经销起家，2007-2008年自研生产国内第一批驱蚊贴，较早布局新型驱蚊；2010年在平台创立早期布局天猫，2013年购入广州工厂布局自有供应链，2015年起公司紧抓电商机遇，先后布局京东、拼多多、抖音多渠道并逐步切入婴童护理。2022年义乌工厂正式投产。2019-2022年营收和净利润CAGR分别为47.06%/64.93%。据最新业绩预告，2023年公司实现归母净利润2.15-2.35亿元，同增34.34%-46.83%。

● **驱蚊及婴童护理行业：关注细分新兴需求，挖掘潜力赛道**

(1) **驱蚊市场**：刚需属性强，增长稳健，2027年有望突破百亿，高毛利新型驱蚊产品贡献主要增量。行业竞争较为激烈，头部企业多兼顾传统与新型驱蚊产品，润本差异化定位新型驱蚊，2022年市场份额约为5%。(2) **婴童护理市场**：2015-2021年CAGR为15%，在美妆个护细分赛道中增速居前，预计2026年规模近千亿元。中大童贡献稳定存量需求，下沉市场贡献结构性增量。品类精细化推动市场扩容，婴童防晒等品类具备增长潜力。竞争格局来看，2022年CR5为16.3%，海外品牌心智受舆论事件影响有所回落，新锐国货品牌借力线上渠道崛起。

● **公司业务：坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略**

研产销一体化，自有供应链+线上渠道打造C2M模式形成良性闭环。1) **生产研发端**：2013年起自建产线，广州、义乌双基地自有供应链，保证产品质量和及时供应，支撑品牌快速更新迭代。2) **产品端**：以新型驱蚊起家树立品牌优势，随后切入婴童护理赛道，定位高性价比，合作德之馨等国际知名原料商，植物草本成分+极简配方打造差异化，聚焦优势品类细分需求精耕细作并基于热销单品进行系列化扩充，快速推新。3) **渠道端**：以天猫为基先发布局线上积累粉丝流量，群店模式+腰部达人投放布局下沉市场实现抖音、拼多多的渠道高增。线下经销模式联动2000+大型商超连锁，完善全渠道销售网络。

● **投资建议与盈利预测**

公司聚焦大品牌小品类策略，驱蚊及个护两大赛道双轮驱动。我们预计公司2023-2025年实现归母净利润2.24/2.68/3.42亿元，EPS为0.55/0.66/0.85元，对应PE为27/22/17x，首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示**

行业竞争加剧风险，新品表现不及预期的风险等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	582.15	856.09	1071.15	1353.20	1711.07
收入同比(%)	31.46	47.06	25.12	26.33	26.45
归母净利润(百万元)	120.65	160.04	224.22	268.37	342.47
归母净利润同比(%)	27.38	32.66	40.10	19.69	27.61
ROE(%)	21.48	22.15	11.51	12.10	13.38
每股收益(元)	0.30	0.40	0.55	0.66	0.85
市盈率(P/E)	49.57	37.36	26.67	22.28	17.46

资料来源：Wind,国元证券研究所 注：本报告数据更新至2024年1月31日。

基本数据

52周最高/最低价(元):22.08/13.83

A股流通股(百万股):58.86

A股总股本(百万股):404.59

流通市值(百万元):814.10

总市值(百万元):5595.53

过去一年股价走势

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

目录

1. 润本股份：“大品牌、小品类”，专注驱蚊及个护用品.....	5
2. 财务分析：业绩高成长，财务表现优异.....	8
3. 驱蚊及婴童护理行业：关注细分需求，挖掘潜力赛道.....	13
3.1 驱蚊行业：市场规模稳健增长，新型驱蚊贡献增量.....	13
3.2 婴童护理：个护市场潜力细分赛道，国产品牌有望享渠道红利.....	17
4. 公司业务：坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略.....	23
4.1 生产和研发：双基地自主生产保障品控，研发成果丰富.....	24
4.2 产品和品牌：大品牌小品类，驱蚊个护双轮驱动.....	25
4.2.1 驱蚊：专注新型驱蚊，稳中求新.....	25
4.2.2 婴童护理：聚焦植物成分开拓细分市场，质优价廉.....	28
4.3 渠道：先发布局线上，拓展新型渠道发力下沉市场，完善全渠道网络....	33
5. 盈利预测与投资建议.....	40
6. 风险提示.....	42

图表目录

图 1：润本股份发展历程.....	5
图 2：润本三大产品系列.....	6
图 3：润本股份股权结构.....	6
图 4：公司 2019-2023Q3 营业收入及增速.....	8
图 5：公司 2019-2023Q3 归母净利润及增速.....	8
图 6：营业收入按品类拆分（亿元）.....	9
图 7：公司各品类占比.....	9
图 8：营业收入按渠道拆分（亿元）.....	9
图 9：公司分渠道营收占比.....	9
图 10：综合毛利率、主营业务毛利率及产品拆分毛利率.....	10
图 11：婴童护理系列产品细分毛利率.....	10
图 12：分渠道拆分毛利率.....	10
图 13：2019-2023Q3 公司期间费用率.....	11
图 14：2019-2023Q3 公司净利率.....	11
图 15：可比公司应收账款周转率.....	11
图 16：可比公司存货周转率.....	11
图 17：公司现金流情况.....	12
图 18：公司收现比、净现比.....	12
图 19：2017-2027E 中国驱蚊市场规模及预测.....	13
图 20：中国驱蚊杀虫市场各品类 CAGR.....	14
图 21：2022 年驱蚊细分品类市场占比.....	14
图 22：中国儿童适用驱蚊杀虫市场规模及预测（亿元）.....	15
图 23：2017-2027E 驱蚊产品线上线下渠道占比.....	16

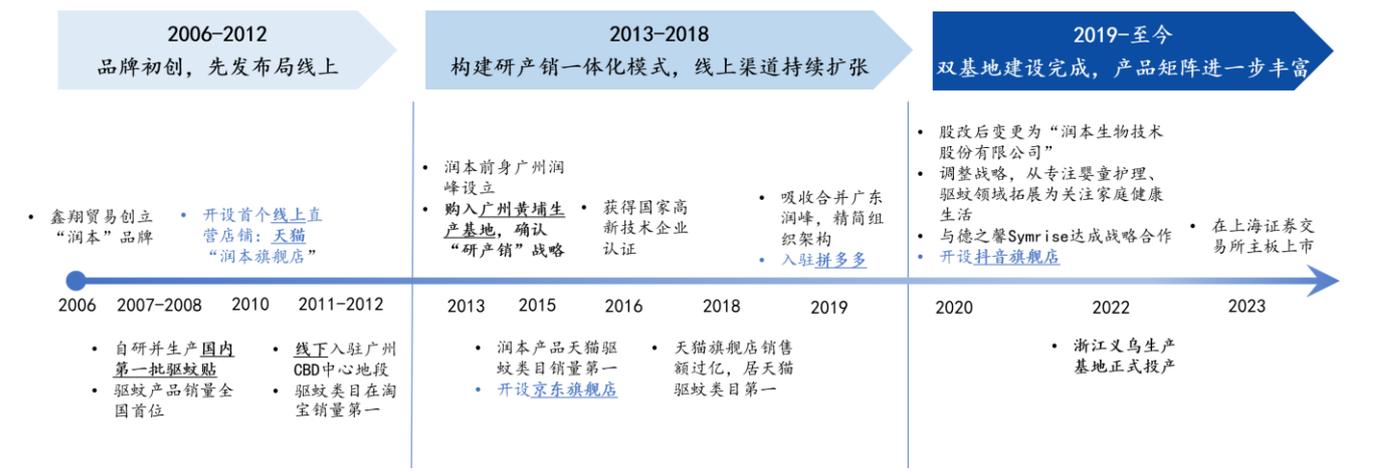
图 24: 2022 年部分知名驱蚊杀虫企业渠道布局	16
图 25: 2015-2026E 中国母婴护理市场规模及预测	17
图 26: 我国出生人数及出生率	18
图 27: 我国人口年龄结构占比	18
图 28: 各国人均婴童产品消费金额 (美元)	18
图 29: 2021 年母婴人群学历分布	18
图 30: 婴童护肤产品精细化布局	19
图 31: 2022M10-2023M9 淘系母婴人群护理产品重点细分品类销量及增速	20
图 32: 2017-2027E 中国婴童护理市场各渠道占比及预测	20
图 33: 母婴洗护产品购买渠道	20
图 34: 国内婴童市场集中度及强生品牌市占率 (%)	21
图 35: 2022 年国内 Top10 婴童护理品牌市占率	21
图 36: 公司研产销一体化 C2M 模式	23
图 37: 公司研发生产布局	24
图 38: 公司 2020-2022 产能 (万瓶、万包、万盒等) 及利用率	24
图 39: 公司研发设计人员及占比	25
图 40: 公司获多项专利	25
图 41: 公司“大品牌, 小品类”战略	25
图 42: 驱蚊系列产品矩阵	26
图 43: 电热蚊香液 45ml 销售金额及占比 (亿元)	26
图 44: 润本电热蚊香液全系列	27
图 45: 婴童护理类产品矩阵	29
图 46: 国内婴童护肤各品牌产品均价 (元)	29
图 47: 2020-2022 年各品类 SKU 数量情况	31
图 48: 按系列和品类划分产品矩阵	31
图 49: 2022M10-2023M9 婴童防晒销量占比	32
图 50: 公司分渠道销额 (亿元) 及占比	33
图 51: 2020-2022 公司线上直销分平台 ROI	34
图 52: 2020-2022 可比公司 ROI	34
图 53: 2020-2022 天猫官旗分品类销额 (万元)	35
图 54: 润本抖音渠道店群布局	36
图 55: 公司抖音渠道销售额及同比增速	36
图 56: 公司抖音达人佣金投放	36
图 57: 润本抖音平台 2023 年销售趋势	36
图 58: 2019-2021 拼多多 GMV 及客单价	37
图 59: 公司拼多多渠道销售额及同比增速	37
图 60: 非平台经销商数量及销售金额	38
图 61: 润本全渠道布局逐步完善	38
图 62: 润本与明星超头合作带货、内容投放	38
图 63: 润本与多个 IP 联名	38
图 64: 2020-2022 年线上/线下推广费用 (亿元)	39
图 65: 线下地铁广告投放	39

表 1: 润本股份部分高管及核心技术人员	7
表 2: 公司募集资金用途	7
表 3: 我国驱蚊产品发展历程	14
表 4: 主流驱蚊成分驱蚊效果、适用人群及产品应用	15
表 5: 头部驱蚊杀虫企业对比	16
表 6: 2022 年社媒平台重点关注的皮肤问题、功效及品类	19
表 7: 2017-2022 国内婴童市场前五大品牌	21
表 8: 国内重点婴童护理品牌对比	22
表 9: 重点品牌低浓度电热蚊香液农药登记情况	27
表 10: 公司驱蚊原料合作厂商	28
表 11: 市场主流驱蚊液产品对比	28
表 12: 润本产品与热门竞品价格对比	30
表 13: 润本婴童护理产品及主要成分	30
表 14: 2020-2022 婴童护理前五大单品销售额及占比	32
表 15: 公司防晒注册证储备	33
表 16: 线上各平台主要店铺布局及市场表现	34
表 17: 国货婴童护肤品牌天猫官旗粉丝数	35
表 18: 润本股份盈利预测拆分	40
表 19: 可比公司估值	41

1. 润本股份：“大品牌、小品类”，专注驱蚊及个护用品

专注驱蚊个护 17 年国货老品牌，先发布局线上销量居前。公司创立于 2006 年，历经三大发展阶段：（1）**初创阶段（2006-2012）**：2006 年，创始人赵贵钦鲍松娟夫妇出资成立广州市鑫翔贸易有限公司，创立“润本”品牌，从事驱蚊、婴童护理类产品的线下经销。2007-2008 年公司自研并生产了国内第一批驱蚊贴，驱蚊产品销量全国首位。2010 年公司紧抓电商高速发展机遇，在天猫开设首个直营店铺。2011-2012 年驱蚊类产品在淘宝销量夺冠。（2）**战略布局阶段（2013-2018）**：2013 年润本股份前身广州润峰设立。同年公司购入广州黄埔生产基地，确认“研产销”一体化战略。2015 年润本产品天猫驱蚊类目销量第一，拓展京东渠道，逐步形成以线上为主、线下为辅的销售模式。（3）**快速发展阶段（2019-至今）**：2020 年公司实施股改并调整经营战略，业务领域从婴童护理、驱蚊领域拓展为至家居个人生活，并与国际知名原料厂商德之馨 Symrise 达成战略合作。2022 年浙江义乌生产基地正式投产，双基地布局完成。2023 年润本股份成功在上海证券交易所主板上市。

图 1：润本股份发展历程



资料来源：招股说明书，润本公众号，国元证券研究所

公司多年深耕新型驱蚊，坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，切入婴童护理赛道持续拓展个护业务，目前已形成驱蚊、婴童护理、精油三大业务布局。公司采用“自有供应链+线上渠道为主”的 C2M 模式依托自有供应链，通过线上渠道快速获取消费者的偏好信息进行产品迭代。在驱蚊领域，公司自研并生产了国内第一批驱蚊贴，聚焦电热蚊香液、驱蚊液等新型驱蚊产品深耕多年，2022 年占整个驱蚊市场的份额约为 5.0%，占线上渠道市场份额约 19.9%。公司依托在驱蚊市场的“大品牌”，拓展至更为广阔的个人护理市场，立足于婴童护理细分“小品类”拓宽产品矩阵，2022 年婴童护理系列占比 45.59%，超越驱蚊成为第一大品类。“润本”已成为婴童护理细分领域的头部品牌之一，线上市场占有率约为 4.2%，领先同业。

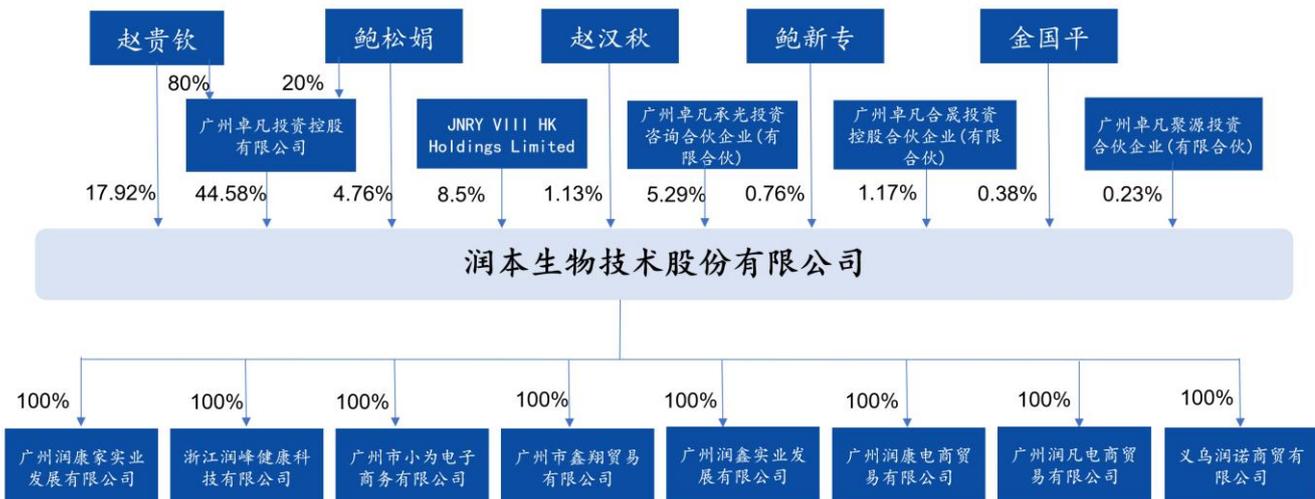
图 2：润本三大产品系列



资料来源：润本公众号，国元证券研究所

公司实控人为创始人赵贵钦鲍松娟夫妇，合计控股 72.57%。公司股权集中，赵贵钦、鲍松娟夫妇分别直接持有润本股份 17.92%/4.76%的股份，通过卓凡投控间接持股 44.58%。二人合计控股 72.57%，系润本股份的共同实控人。公司通过合伙制企业卓凡合晟、卓凡聚源实施员工持股计划，占公司总股本比例分别为 1.17%/0.23%。公司下设 8 家全资子公司，其中广州润康家主要从事 驱蚊系列产品的生产和销售，广州小为和鑫翔贸易等主要从事线上店铺的销售和管理。

图 3：润本股份股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

创始人深耕行业多年，核心高管团队电商销售及研发生产经验丰富。创始人赵贵钦担任公司董事长兼总经理，鲍松娟担任公司董事及副总经理，从事驱蚊个护业务十七年。董事林子伟为鲍松娟之子，担任公司董事、电商销售中心副总监，自2015年来长期负责公司电商业务，研发技术总监王俊林曾就职于科玛生物等知名企业。公司创始人长期深耕行业，核心高管团队在电商销售及研发生产领域具备丰富经验，为公司长期发展奠定良好基础。

表 1：润本股份部分高管及核心技术人员

姓名	职务	性别	出生年份	履历
赵贵钦	董事长、总经理	男	1975	2006年9月至今，担任广州市鑫翔贸易执行董事、总经理；2013年至2020年，历任广东润峰经理、执行董事兼经理、广州润峰执行董事兼经理；2020年11月至今，担任董事长、总经理。
鲍松娟	董事、副总经理	女	1971	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年至2020年，历任广东润峰、广州润峰监事；2020年11月至今，担任董事、副总经理。
林子伟	董事、电商销售中心副总监	男	1994	2015年至2019年，历任广州小为电子商务有限公司董事、总经理，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，担任董事。
吴伟斌	财务总监、董事会秘书	男	1978	历任立信会计师事务所审计员、美的集团财务经理、天能电池集团财务副总监、广东道氏技术股份有限公司财务副总监/财务总监；2021年6月至今，任财务总监，2022年3月至今，兼任董事会秘书。
王俊林	研发技术总监	男	1980	2005年5月至2019年3月，历任汕头市奇伟实业有限公司生产经理、广州千顺工业材料有限公司供应链经理、广州科玛生物技术股份有限公司厂长。2019年3月任研发技术总监。

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

公司上市募集资金9.03亿元，主要用于黄埔工厂研发及产业化、渠道建设和品牌推广、信息系统升级建设等项目。公司拟投入3.7亿元用于黄埔工厂研发及产业化项目，进一步提升产能和公司研发能力，加快研发成果转化及产业化；拟投入3.4亿元用于线上线下渠道建设与品牌推广，有望进一步提升公司品牌知名度进而提升市占。

表 2：公司募集资金用途

项目	计划建设期	拟使用募集资金(万元)	项目内容
黄埔工厂研发及产业化项目	3年	36,881	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。
渠道建设与品牌推广项目	5年	34,391	拟用于公司渠道建设及“润本”品牌推广，开展线上平台推广和线下营销活动等方式进行渠道建设，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。
信息系统升级建设项目	3年	9,000	包括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。
补充流动资金	-	10,000	用于补充公司营运资金。
合计		90,272	-

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

2. 财务分析：业绩高成长，财务表现优异

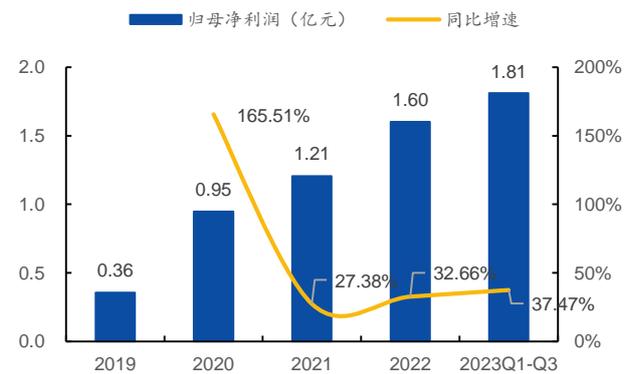
过去五年公司营业收入和归母净利润增速亮眼，根据业绩预告，23年公司归母净利润增长34.34%至46.83%。公司营业收入快速增长，2022年实现营收8.56亿元，同比增长47.06%，2019-2022年CAGR达45.38%。净利润方面，公司2022年实现归母净利润1.60亿元，同比增长32.66%，2019-2022年CAGR达64.93%。根据公司最新业绩预告，2023年公司实现归母净利润2.15至2.35亿元，同比增长34.34%至46.83%。

图 4：公司 2019-2023Q3 营业收入及增速

图 5：公司 2019-2023Q3 归母净利润及增速



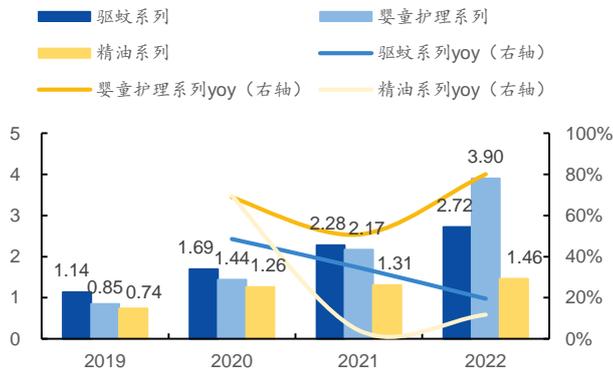
资料来源：招股说明书，国元证券研究所



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

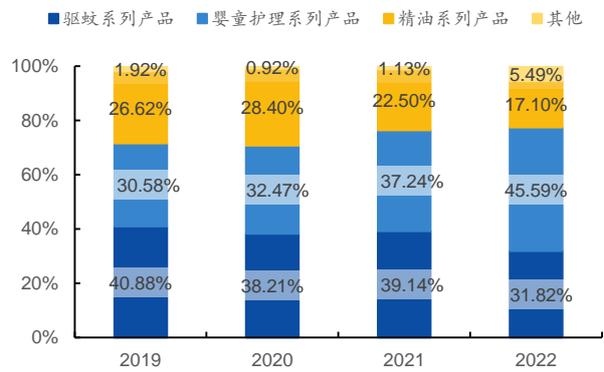
分业务来看，驱蚊业务为基本盘，产品渠道双轮驱动下婴童护理快速增长，2022年占比超越驱蚊成为第一大品类。公司以驱蚊业务起家，2022年前驱蚊系列始终为第一大品类，2020-2022年分别实现营收1.69/2.28/2.72亿元，CAGR26.88%，2022年占比31.82%，公司在天猫、京东等线上平台驱蚊类目销售排名常年保持前列。婴童护理系列2020-2022年营收分别为1.44/2.17/3.90亿元，复合增长率为64.74%，营收占比由2019年的30.58%提升至2022年的45.59%，超越驱蚊成为第一大品类。婴童护理系列收入快速增长主要得益于公司不断拓展完善婴童护理系列产品品类，推出皴裂膏、润唇膏、润本叮叮舒缓棒、防皴霜等热销产品，婴童护理系列产品量价齐升，同时抖音等渠道增长亮眼。精油系列2022年收入为1.46亿元，2019-2022年CAGR7.90%。

图 6：营业收入按品类拆分（亿元）



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

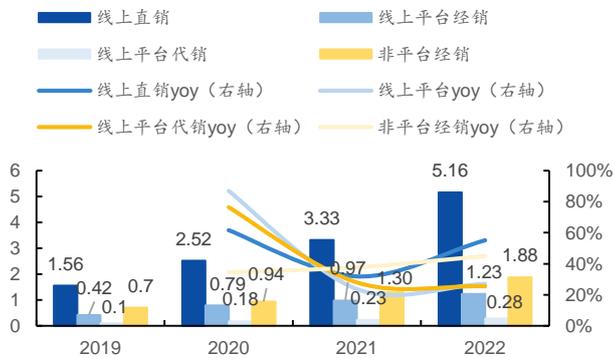
图 7：公司各品类占比



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

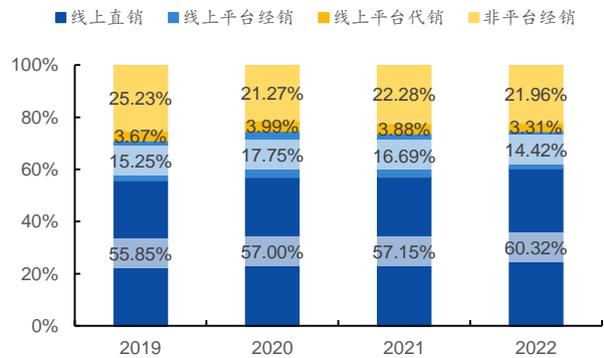
线上直销为主，非平台经销为辅，线上渠道占比近 80%。线上直销为公司第一大渠道，2022 年营收占比 60.32%，2020-2022 年分别实现收入 2.52/3.33/5.16 亿元，CAGR 达 43.02%。此外公司还通过线上平台经销和代销两种模式进行销售，2022 年线上渠道合计收入占比超 78.05%。非平台经销为第二大渠道，主要系与电商平台以外的经销商签订合同，由经销商自主销售。经销商主要销售渠道以线上为主。2020-2022 年非平台经销营收占比保持稳定，分别为 21.27%/22.28%/21.96%。

图 8：营业收入按渠道拆分（亿元）



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 9：公司分渠道营收占比



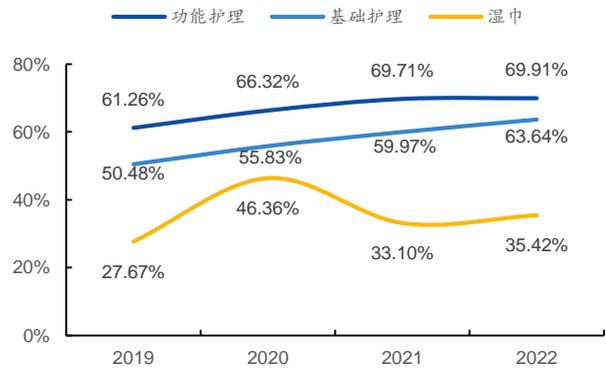
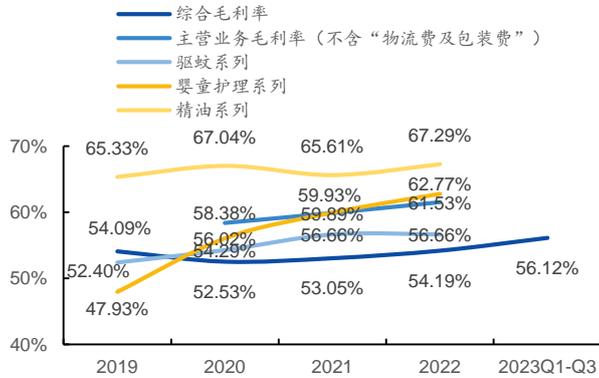
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

综合毛利率在婴童护理类产品驱动下大幅优化，驱蚊及精油系列毛利率稳中有升。2019-2023Q3 公司综合毛利率逐年上升，由 54.09%提升至 56.12%，主要系规模效应扩大以及高毛利婴童护理品类营收占比随新品上市和新渠道拓展显著上升所致。公司于 2020 年起执行新收入准则，“物流费及包装费”重分类至主营业务成本，2020-2022 年不含“物流费及包装费”的主营业务毛利率由 58.38%提升至 61.53%。分品类来看，驱蚊系列毛利率稳中有升，2019-2022 年间由 52.40%提升至 56.66%，主要系规模效应凸显以及高毛利新品市场反响较好所致。婴童护理系列毛利率大幅波动上涨，从 2019 年的 47.93%提升至 2022 年的 62.77%，主要原因系 1) 高毛利功能护理类产品 2020-2022 年收入占比由 32.56%提升至 42.50%；2) 基础护理类产品规模效应凸显叠加产品结构优化；3) 湿巾品类中卫生湿巾、羽绒服湿巾及擦鞋

湿巾等高毛利湿巾产品销售占比提升。精油系列毛利率稳定在较高水平，2022 年为 67.29%。

图 10：综合毛利率、主营业务毛利率及产品拆分毛利率

图 11：婴童护理系列产品细分毛利率

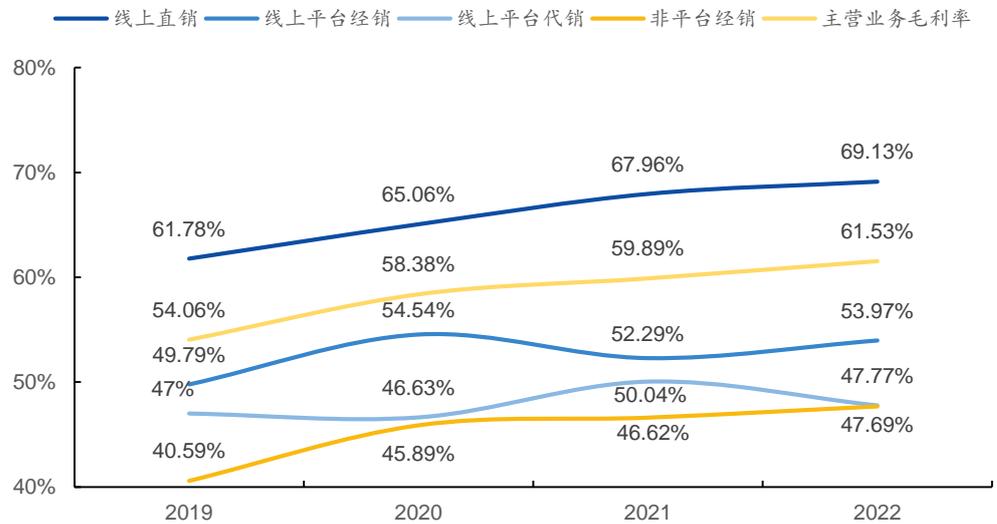


资料来源：招股说明书，国元证券研究所

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

分渠道来看，线上直销毛利率保持高位增长，2019-2022 年由 61.78% 提升至 69.13%，主要系公司 2020 年中开始拓展抖音渠道，抖音销售商品主要为毛利率较高的婴童护理系列，抖音平台销售金额及占比的增长持续拉高整体线上渠道毛利；线上平台经销、线上平台代销、非平台经销毛利率稳定，2022 年分别为 53.97%/47.77%/47.69%。

图 12：分渠道拆分毛利率

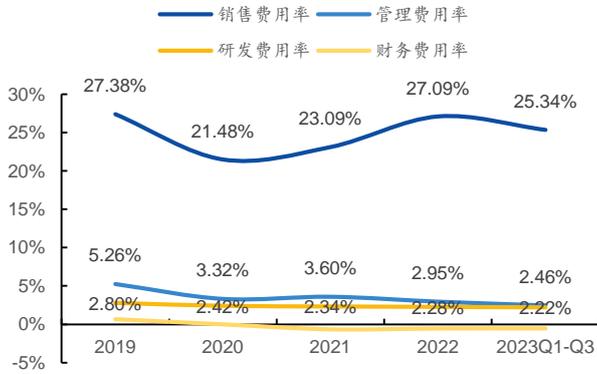


资料来源：招股说明书，国元证券研究所

销售费率随渠道拓展有所提升，管理费率随营收增长持续优化，净利率 23 年明显修复，有望实现稳中有升。销售费用中 80% 为推广费用，2020-2022 年随抖音渠道拓展逐年提升，2023Q1-Q3 公司销售费率为 25.34%，与 22 年同期（25.91%）基本持平。管理费用率随营收快速增长持续优化，2019-2023 前三季由 5.26% 降低至 2.46%。综合来看，2021-2022 年公司净利率在销售费率大幅提升下有所承压，

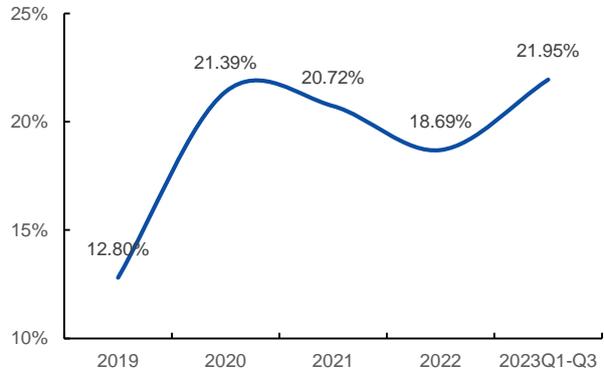
2023Q1-Q3 在毛利率改善驱动下净利率达 21.95%，较 2022 年同期（19.30%）明显修复。

图 13：2019-2023Q3 公司期间费用率



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

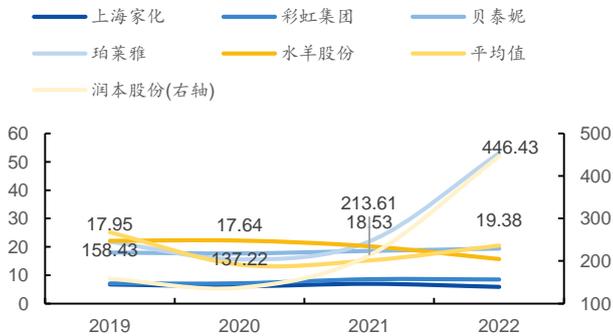
图 14：2019-2023Q3 公司净利率



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

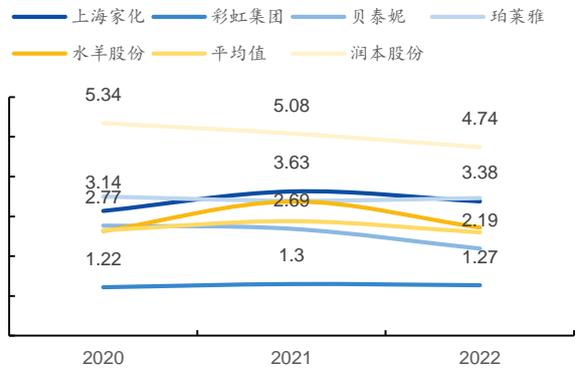
应收账款及存货周转率显著高于同业，营运能力强。2020-2022 年公司应收账款周转率分别为 137.22/213.61/446.43 次，显著高于同行业可比公司，主要系公司主导的线上直销渠道不产生应收账款，线上其他渠道款项结算周期较短所致。存货周转率整体保持高位稳定，显著高于可比公司平均水平。

图 15：可比公司应收账款周转率



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

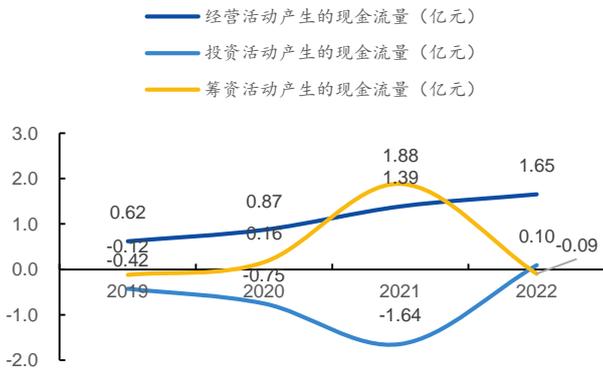
图 16：可比公司存货周转率



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

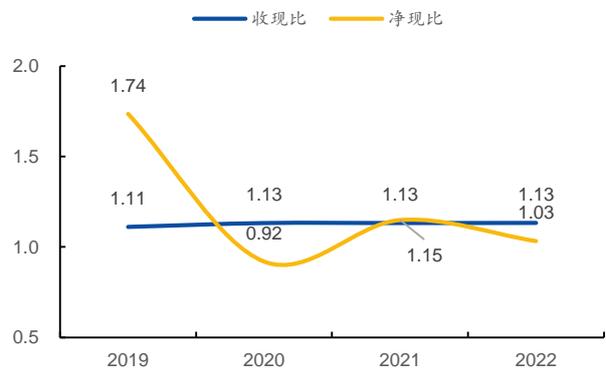
经营性现金流充足，回款状况优。2020-2022 年公司经营现金流分别为 0.87/1.39/1.65 亿元，随公司销售规模的扩大稳步提升。2021 年筹资现金流出现大幅增长主要系股东增资所致。2020-2022 年收现比 1.13/1.13/1.13，净现比 0.92/1.15/1.03，整体处于健康水平，回款能力强。

图 17: 公司现金流情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 18: 公司收现比、净现比



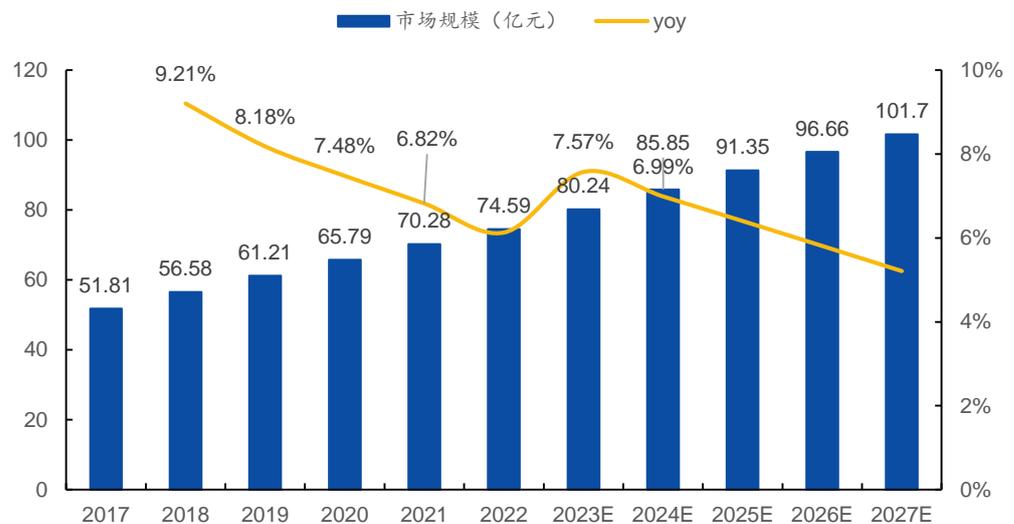
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

3. 驱蚊及婴童护理行业：关注细分需求，挖掘潜力赛道

3.1 驱蚊行业：市场规模稳健增长，新型驱蚊贡献增量

驱蚊赛道刚需属性强，市场规模稳步增长，2017-2022 CAGR 达 7.56%，2027 年有望突破百亿。驱蚊产品包括盘式蚊香、电热蚊香片、电热蚊香液、驱蚊液。我国驱蚊行业整体处于稳步发展阶段，市场规模由 2017 年的 51.81 亿元增至 2022 年的 74.59 亿元，CAGR 约为 7.56%，其中线上规模 18.27 亿，预计 2027 年市场规模可达 101.70 亿元。

图 19：2017-2027E 中国驱蚊市场规模及预测



资料来源：灼识咨询，国元证券研究所

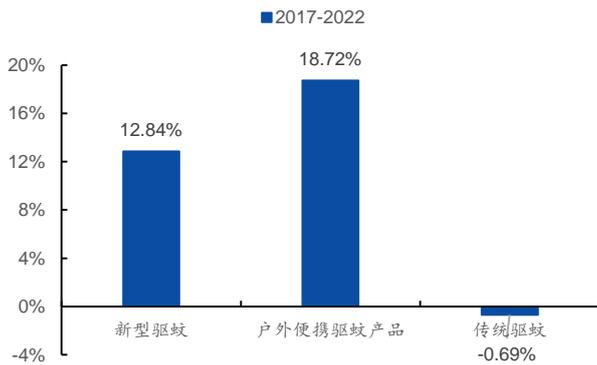
从品类来看，驱蚊理念转变叠加户外出行兴起，温和便捷的新型驱蚊类产品逐步替代传统驱蚊产品贡献行业主要增量。新型驱蚊产品主要包括电热蚊香液、电热蚊香片、驱蚊液等，较第一代有机磷类、有机氯类以及第二代早期产品盘式蚊香等传统驱蚊产品更为温和、环保，随着驱蚊理念从杀灭到驱避、预防的转变逐步成为主流。根据灼识咨询，新型驱蚊产品 2017-2022 年 CAGR 为 12.84%，远高于传统产品的-0.69%。2017-2022 年新型驱蚊产品的市场占比由 54.87% 上升至 69.72%，2027 年有望达到 79.09%。细分品类中电热蚊香液居市占率居首位，2022 年占比 23.50%。此外，户外出行盛行带动驱蚊液、驱蚊贴、驱蚊手环等便携类驱蚊产品热销。2017-2022 年户外便携驱蚊产品零售额 CAGR 达到 18.72%。电蚊香液、驱蚊液等新型品类满足了消费者对于驱蚊的进阶需求，具备更强消费属性和溢价空间，整体毛利率更高，贡献行业增量。

表 3: 我国驱蚊产品发展历程

时间	范围	产品	原理	优点	缺点	价格
1960年代	室内	盘香	明火点燃热源, 在长时间内不断地、均衡地将杀虫药剂(除虫菊酯)释放	驱蚊效果明显	释放烟雾、有异味、不宜连续长时间使用	9.9-12.9元(40盘)
1980年代	室内	固体电热蚊香	通过电加热产生温度, 使药片中的有效成份(除虫菊酯)挥发到空间	无烟、安全卫生、高效低毒	药片挥发较快, 需每天更换	10.5-18.0元(40片)
	室外	驱蚊液、驱蚊花露水	添加化学成分通蚊胺(DEET)、驱蚊酯(IR3535)	清洁高效、气味芳香	浓度低持续性有限, 浓度过高则有刺激性	10-15.5元(100ml)
21世纪	室内	液体电热蚊香	电加热恒温器, 瓶中药液经过多孔质吸液芯棒被吸到棒上端后, 受热挥发	安全环保、无烟无灰、清洁高效, 不需要频繁更换药剂	不宜连续长时间使用	8.8-16.4元(40ml)
	室外	驱蚊贴、驱蚊手环	避蚊胺、驱蚊酸经过工艺, 处理涂抹在贴纸或手环上	便携、温和安全	持续性有限	19.9-48元(30只)

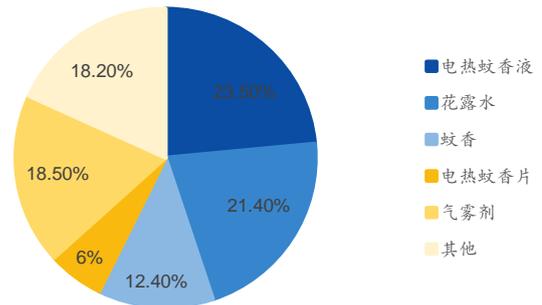
资料来源: 观研天下, 国元证券研究所

图 20: 中国驱蚊杀虫市场各品类 CAGR



资料来源: 润本问询函回复, 国元证券研究所

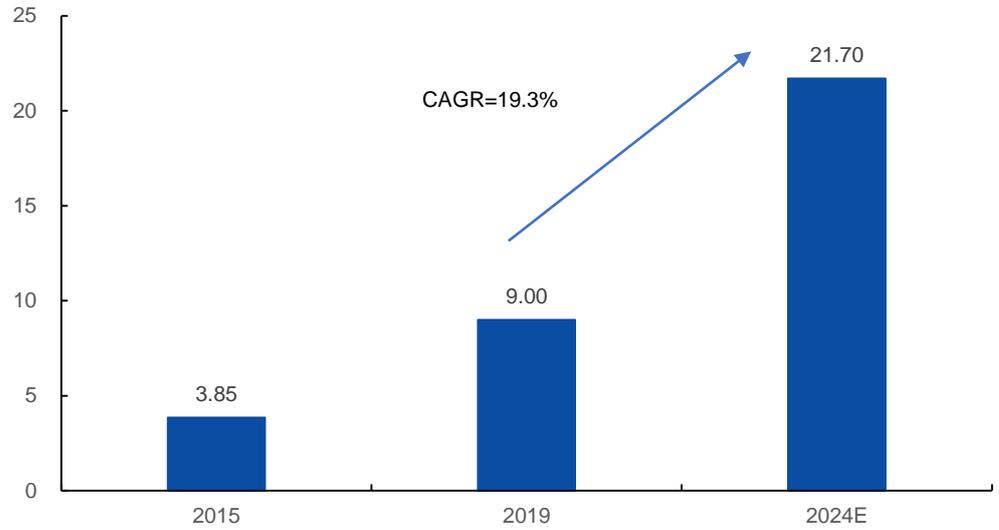
图 21: 2022 年驱蚊细分品类市场占比



资料来源: 观研天下, 国元证券研究所

从适用群体来看, 婴童驱蚊赛道增速高于大众驱蚊赛道, 看好相关公司布局。根据灼识咨询, 2015-2019 年我国儿童适用的杀虫驱蚊市场规模由 3.85 亿元增长至 9 亿元, 预计于 2024 年超过 20 亿元。2019-2024 年 CAGR 预计将达到 19.3%, 高于驱蚊市场整体增速 (7%)。需求端来看, 婴幼儿出汗多、皮肤娇嫩、抵抗蚊虫的能力也较弱, 更易被蚊虫叮咬, 是驱蚊产品的重要适用人群, 而从供给端来看, 驱蚊产品为实现良好效果多添加避蚊胺、驱蚊酯、羟吡酯以及菊酯类低毒成分, 易对抵抗力较弱的低龄人群造成不良影响。消费者购买时注重安全性和驱蚊效果的均衡, 对质量要求更高, 往往对品牌具备更高粘性。

图 22：中国儿童适用驱蚊杀虫市场规模及预测（亿元）



资料来源：灼识咨询，朝云集团招股书，国元证券研究所

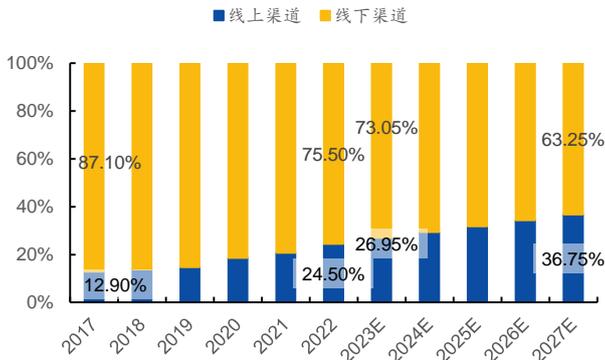
表 4：主流驱蚊成分驱蚊效果、适用人群及产品应用

适用成分	驱蚊效果	适用人群	产品应用
避蚊胺 DEET	20%-30%浓度，驱蚊不超过 6 小时 10%-20%浓度，可驱蚊 2-4 小时 7.5%-10%浓度，驱蚊不超过 2 小时	>2 月龄可用	润本避蚊胺驱蚊液、雷达欧护驱蚊液、Vape 未来驱蚊液（柑橘味）
驱蚊酯 IR3535	7.5%浓度，驱蚊 10-60 分钟 10%-20%浓度，驱蚊不超过 6 小时	>2 月龄可用	六神驱蚊花露水、润本驱蚊酯驱蚊液
派卡瑞丁（羟派酯）/Picaridin	20%浓度，可驱蚊 8-12 小时 10%浓度，驱蚊不超过 6 小时 5%浓度，可驱蚊 3-4 小时	>2 月龄可用，6 月龄以下避免使用 20%浓度	Vape 未来驱蚊液（升级款）、超威驱蚊液、润本羟派酯驱蚊液
柠檬桉叶 OLE 菊酯类	可维持最多 2 小时的驱蚊效果 多用于杀蚊灭蚊	>3 岁可用 根据空间、人群选择	润本叮叮植物精油喷雾 蚊香盘、电蚊香液

资料来源：丁香生活研究所，国元证券研究所

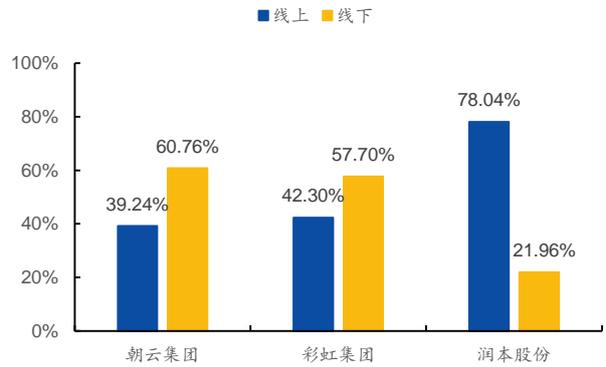
从渠道结构来看，线下渠道仍为主导，消费场景逐步向线上转移。目前国内驱蚊市场仍以线下为主流渠道，2022 年线上/线下渠道占比分别为 24.5%/75.5%，朝云集团、彩虹集团等传统驱蚊企业线下渠道占比均超过线上。从趋势上来看，2017-2022 年驱蚊产品在线上销售额 CAGR 为 22.28%，远高于线下渠道的 4.53%。

图 23：2017-2027E 驱蚊产品线上线下渠道占比



资料来源：润本问询函回复，国元证券研究所

图 24：2022 年部分知名驱蚊杀虫企业渠道布局



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

竞争格局方面，行业竞争较为激烈，头部企业多兼顾传统与新型驱蚊产品，润本差异化定位电热蚊香液等新一代驱蚊产品同时聚焦线上渠道，2022 年市场份额约为 5%，线上渠道份额约为 19.9%。驱蚊用品行业在我国属于充分竞争行业，国内外企业数量众多，市场集中度低，行业竞争较为激烈，企业超过 5000 家，同时本土企业为主导，除了润本外，还包括上海家化、朝云集团、彩虹集团、中山榄菊等；国际企业包括庄臣（雷达）、日本安速、日本 Vape 等。根据灼识咨询数据，前五大企业市场占有率约在 5%-15% 之间。行业内主要企业多同时覆盖驱蚊产品与其他杀虫产品、经营的驱蚊产品也兼有传统驱蚊产品和新型驱蚊产品。润本在驱蚊行业中则更为聚焦，以新型的驱蚊产品为主，与行业内企业产品类型存在差异，同时聚焦线上渠道。2022 年润本驱蚊产品市场份额约为 5.0%，线上渠道市场份额约为 19.9%；细分品类中，2022 年润本电热蚊香液的整体市场份额约为 16.2%，驱蚊液的整体市场份额约为 15.9%。

表 5：头部驱蚊杀虫企业对比

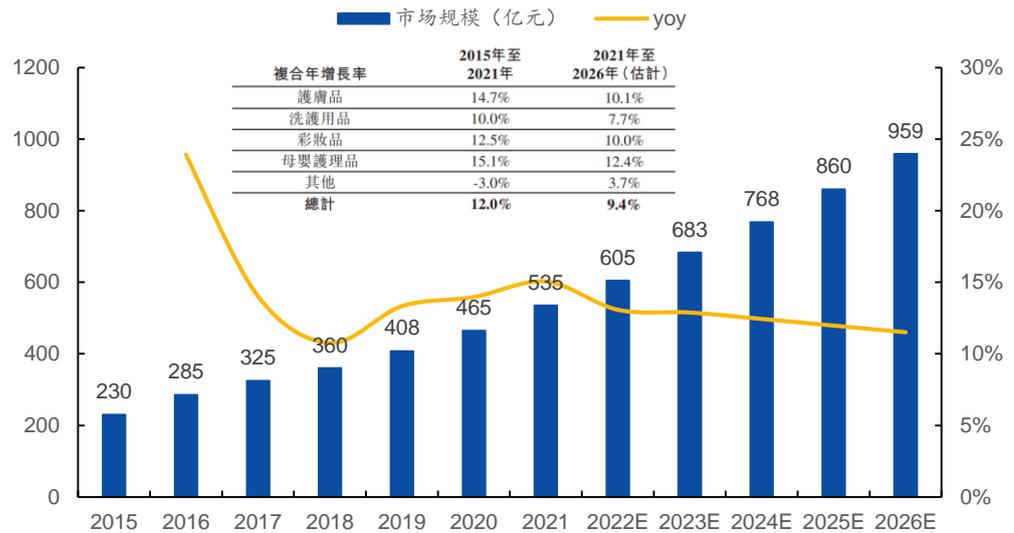
公司	品牌	主要产品类		规模
		驱蚊	其他杀虫	
朝云集团	超威	盘香、电热蚊香液、驱蚊网、驱蚊啫喱	杀虫气雾剂、杀蟑饵剂	2021 年杀虫驱蚊品类营业收入 11.14 亿元
彩虹集团	彩虹	电热蚊香液、电热蚊香片、盘式蚊香	杀虫气雾剂、延伸卫生杀虫用品	2022 年卫生杀虫用品营业收入 4.02 亿元
上海庄臣	雷达	盘香、电热蚊香液、电热蚊香片	杀虫气雾剂、杀蟑饵剂	-
上海家化	六神	花露水	-	-
润本股份	润本	电热蚊香液、驱蚊液	-	2022 年驱蚊品类营业收入 2.72 亿元

资料来源：招股说明书，润本问询函回复、国元证券研究所

3.2 婴童护理：个护市场潜力细分赛道，国产品牌有望享渠道红利

我国母婴护理市场持续扩容，2015-2021年 CAGR 为 15%，增速在美妆个护各细分赛道中居前，预计 2026 年规模近千亿元。根据弗若斯特沙利文，2015-2021 年中国母婴护理品市场规模由 230 亿元增长至 535 亿元，CAGR 为 15.1%，高于护肤、彩妆等细分赛道，预计 2021-2026 年间仍能保持 12.4% 的复合增速，2026 年达到 959 亿元。

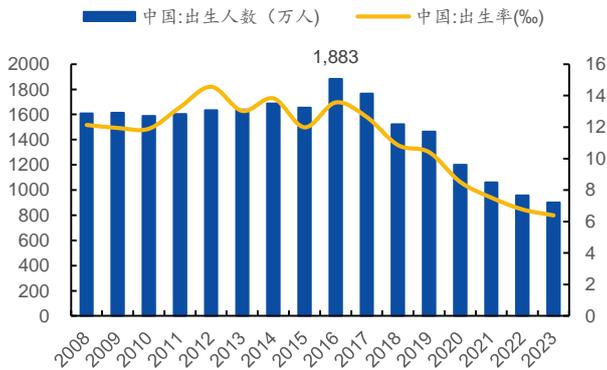
图 25：2015-2026E 中国母婴护理市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

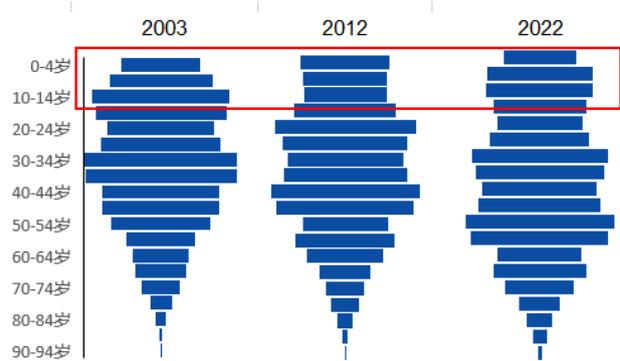
目前婴童市场主力消费群体为 5-14 岁中大童，贡献稳定存量需求；下沉市场新生儿占比超 60%，有望贡献结构性增量。2023 年我国出生人口 902 万人，出生率 6.39%，出生人数延续下降趋势。存量方面，2016 年起国家逐步开放二孩、三孩政策并颁布相应扶持政策鼓励生育，2016-2017 年出生人数迎来高峰（两年合计约 3500 万）。从 2022VS2012 人口年龄结构占比来看，虽然 0-4 岁婴童人口占比明显收缩，但 5-14 岁中大童占比明显提升。目前婴童市场已进入到 6 岁+年龄主导阶段，我们认为在相当一段时间内 5-14 岁中大童仍能够贡献稳定存量需求。以国内母婴童领域头部企业孩子王为例，全龄段儿童生活馆于去年 7 月开业，截至 9 月 30 日，商品交易额同增超 20%，服务交易额同增近 10%。其中，4-14 岁中大童商品交易额同增超 30%，服务交易额同增超 90%，远高于平均水平。增量方面，我国新生儿主要集中在下沉市场，2021 年占比达 66.7%，长期稳定高位。我们认为在出生率持续下滑背景下，下沉市场婴童消费表现将好于高线城市，有望贡献结构性增量。

图 26：我国出生人数及出生率



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

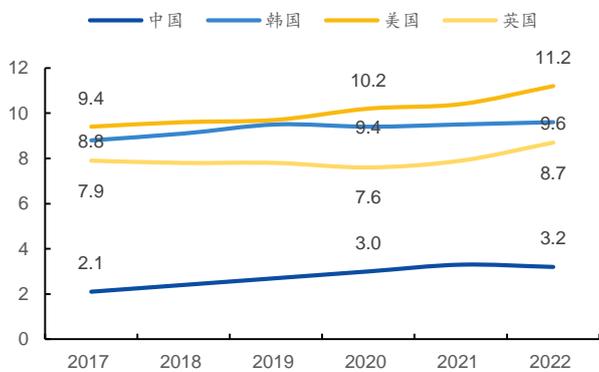
图 27：我国人口年龄结构占比



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

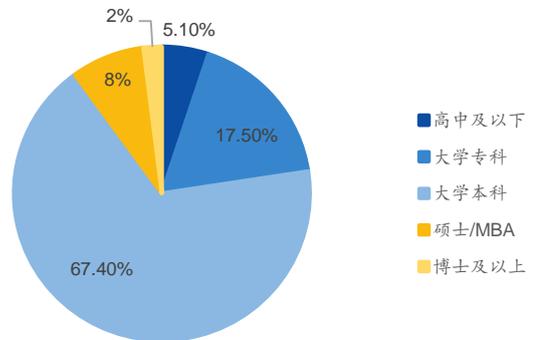
科学精细化育儿理念推动婴童消费升级，对标海外市场我国人均婴童产品消费有较大提升空间。从婴童消费水平来看，目前婴童消费由 90/95 后年轻父母主导，大学本科及以上学历的消费人群占比达 77.4%，高学历消费群体健康意识超前，更加注重科学精细化育儿，对婴童护肤的需求亦不再局限于基础的清洁保湿，而是更关注针对性解决婴童皮肤问题的功能性护肤产品。据欧睿统计 2017-2022 我国人均婴童产品消费由 2.1 美元提升至 3.2 美元。从整体来看，我国人均婴童产品消费金额仅为韩国、美国的约 1/3，对比海外市场未来仍有较大提升空间。

图 28：各国人均婴童产品消费金额（美元）



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 29：2021 年母婴人群学历分布



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

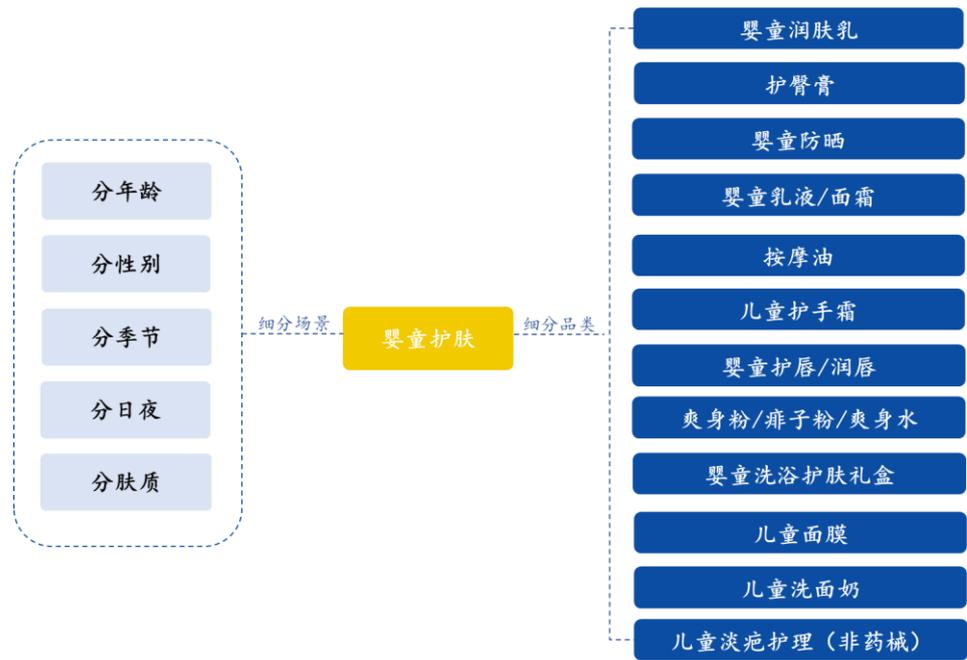
相较于成人，婴童皮肤具有角质层薄，屏障易受损等特点，消费者更注重配方精简、成分安全、低过敏性，以及根据不同婴童皮肤问题针对性修护，婴童护肤产品以安全性为基，向多元化、精细化方向逐步延展，进一步推动市场扩容。目前中国婴童护肤市场主要分为婴童护肤乳、护臀膏、乳液面霜等 12 个细分品类，根据婴童年龄、性别、肤质等个体化差异，以及季节和日夜等使用场景不同可进行进一步细致划分。

表 6：2022 年社媒平台重点关注的皮肤问题、功效及品类

	重点皮肤症状	重点关注功效（按关注度排序）	重点关注品类（按关注度排序）
分年龄段	0-3 岁	湿疹起疹、干燥脱皮、红屁屁	婴童乳液/面霜、润肤乳、护臀膏、爽身粉/痱子粉/爽身水、按摩油
	3-12 岁	湿疹起疹、敏感泛红、晒伤	婴童乳液/面霜、润肤乳、婴童防晒、爽身粉/痱子粉/爽身水、护臀膏
	12-16 岁	敏感泛红、晒伤、痤疮	婴童乳液/面霜、润肤乳、婴童防晒、儿童洗面奶、儿童面膜
分季节	春	湿疹起疹、敏感泛红	婴童乳液/面霜、润肤乳、护臀膏
	夏	红屁屁、晒伤、痤疮	婴童乳液/面霜、婴童防晒、护臀膏
	秋	湿疹起疹、敏感泛红、干燥脱皮	婴童乳液/面霜、润肤乳、按摩油
	冬	干燥脱皮、冻伤	婴童乳液/面霜、润肤乳、护手霜

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

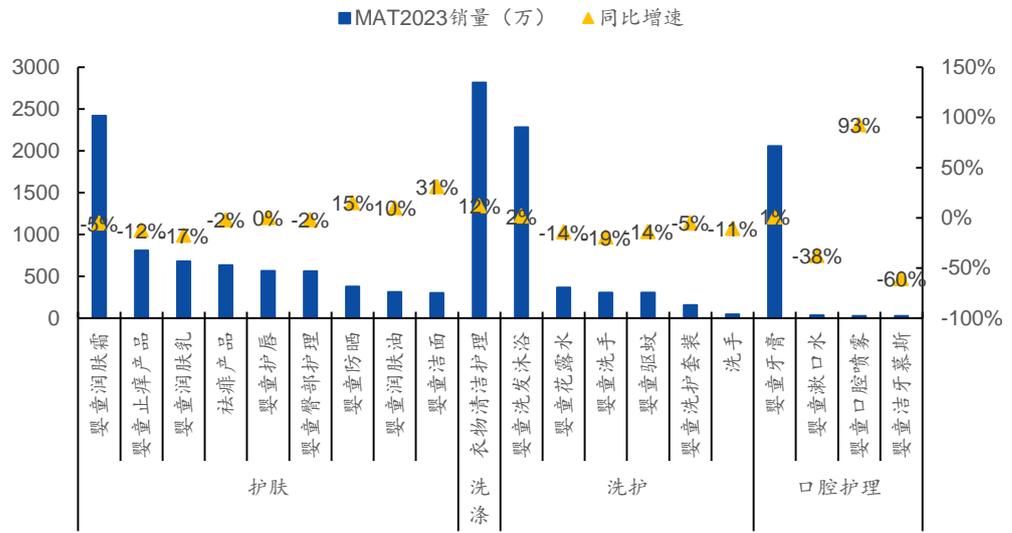
图 30：婴童护肤产品精细化布局



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

从细分品类来看，婴童护肤品类占据半壁江山，婴童防晒、洁面、润肤、衣物洗涤以及口腔喷雾等品类具备增长潜力。根据美业颜究院统计，2022M10-2023M9 淘系母婴人群护理产品中护肤、洗护、洗涤、口腔护理类分别占据 46.6%/21.8%/16.8%/13.4% 的销量份额，其中婴童防晒、婴童润肤、婴童洁面、婴童衣服清洁以及口腔喷雾五大品类同比增速超过 10%，具备持续增长潜力。

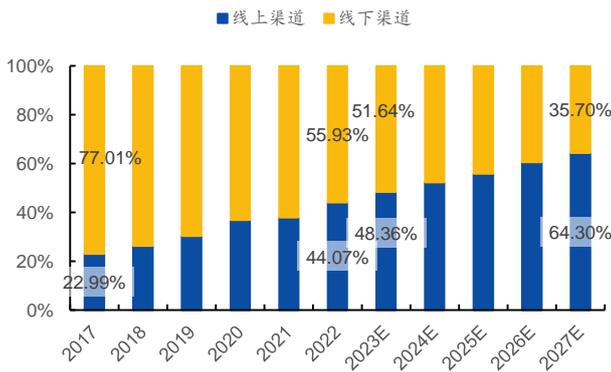
图 31：2022M10-2023M9 淘系母婴人群护理产品重点细分品类销量及增速



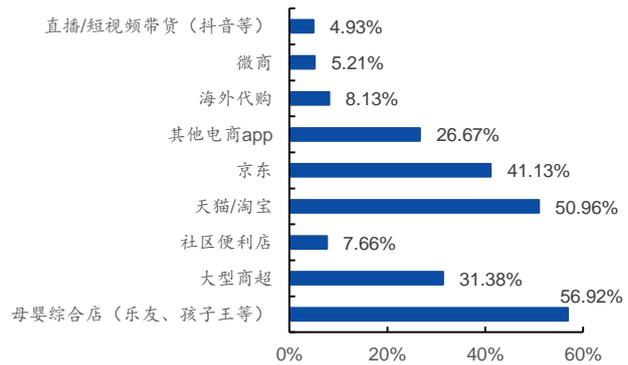
资料来源：美业颜究院，国元证券研究所

从零售渠道端来看，线上渠道份额不断提升，预计于 2024 年反超线下市场，综合电商平台成为线上主要购买渠道。根据灼识咨询，2022 年我国婴童护理线上市场规模达 130.94 亿元，渠道占比从 2017 年的 22.99% 提升至 2022 年的 44.07%，CAGR 达到 25.08%。线上渠道增速远高于线下，预计 2022-2027E 线上市场规模仍将保持超过 20% 的高速增长，并于 2024 年反超线下市场成为婴童护理市场的主要零售渠道。以母婴洗护产品为例，目前综合电商平台已成为母婴洗护产品的主要渠道，仅次于线下母婴综合店，超过大型商超。

图 32：2017-2027E 中国婴童护理市场各渠道占比及预测 图 33：母婴洗护产品购买渠道



资料来源：灼识咨询，润本问询函回复，国元证券研究所



资料来源：《中国婴幼儿洗护调研报告 2021 年版》，国元证券研究所

国内婴童护理市场较为分散，2022 年 CR5 为 16.3%，CR10 为 26.2%，行业集中度自 2017 年来逐年下降。赛道中国际玩家包括强生、艾惟诺、贝亲等，国产品牌主要包括戴可思、启初、红色小象、薇诺娜宝贝、郁美净、青蛙王子等。根据 Euromonitor，2022 年全球 TOP3 的品牌分别为强生/红色小象/戴可思，市占率分别

4.1%/3.9%/2.8%，行业 CR5 为 16.3%，CR10 为 26.2%

图 34：国内婴童市场集中度及强生品牌市占率（%）

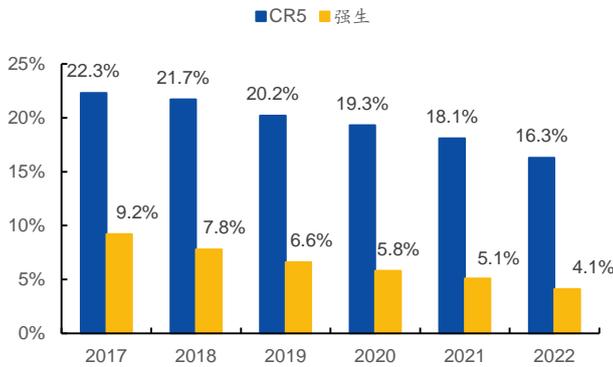
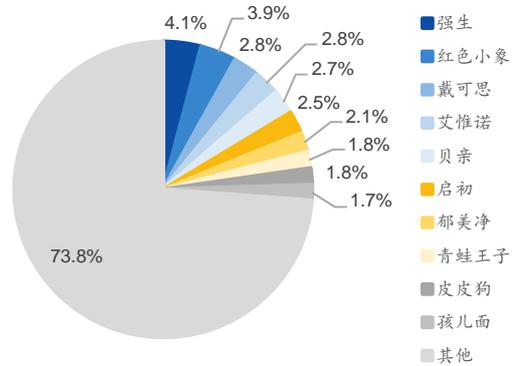


图 35：2022 年国内 Top10 婴童护理品牌市占率



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

2022 前五品牌分别为强生、红色小象、戴可思、艾惟诺以及贝亲，新锐国货品牌借力线上渠道崛起。纵观国内婴童市场前五大品牌的变迁，海外品牌依然强势占领消费者心智，强生、艾惟诺、贝亲长期居于前五，然而经历了强生滑石粉事件后强生品牌市占率由 9.2% 下滑至 4.1%。与此同时 2017 年来，渠道结构切换下国货品牌经历洗牌。青蛙王子、郁美净等重点布局线下的老牌国货品牌逐渐跌出前五。新锐国货品牌借力线上渠道以及短剧等新型营销模式迅速崛起，上美旗下红色小象市占率由 2.7% 提升至 3.9%，近三年来稳居行业第二，2022 年实现销售额 12.13 亿元；戴可思 2022 年实现销售额 8.77 亿元，首次进入行业前五。

表 7：2017-2022 国内婴童市场前五大品牌

2017	2018	2019	2020	2021	2022
强生	强生	强生	强生	强生	强生
青蛙王子	青蛙王子	青蛙王子	红色小象	红色小象	红色小象
贝亲	红色小象	红色小象	青蛙王子	贝亲	戴可思
郁美净	贝亲	启初	贝亲	艾惟诺	艾惟诺
红色小象	郁美净	贝亲	艾惟诺	启初	贝亲

资料来源：欧睿，国元证券研究所

表 8：国内重点婴童护理品牌对比

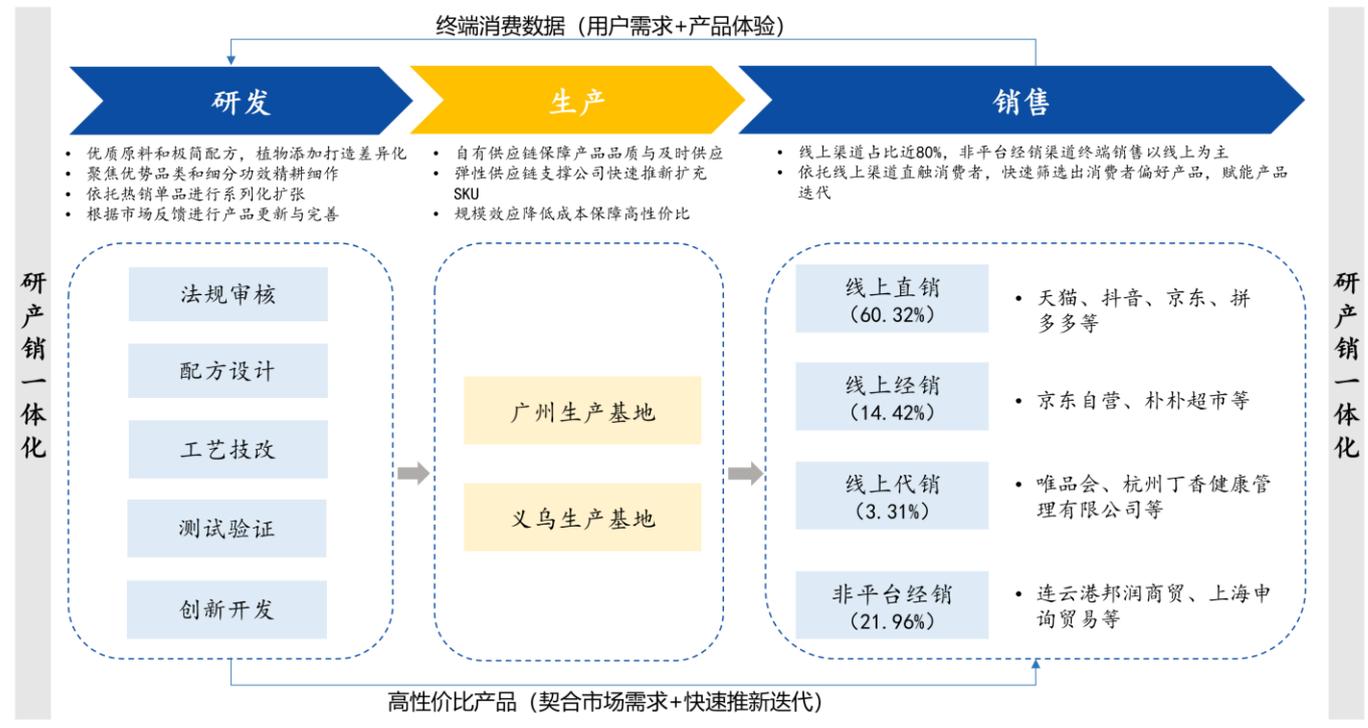
品牌	创立时间	所属公司	品牌定位	核心单品	2022 销售额
 强生 婴儿 Johnson's baby	1886	强生公司	128 年守护婴童肌肤健康，专业婴童，分龄护理	婴儿润肤油、牛奶沐浴露、牛奶身体乳、牛油果面霜	12.79 亿元（欧睿口径）
 红色小象	2015	上海上美	适合中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌，至简成分，安心有效	儿童面霜、爽身粉、洗发沐浴露二合一、女孩专用洗发水	12.13 亿元（欧睿口径）
 戴可思	2017	无锡戴可思	温柔守护每一个中国宝宝	儿童沐浴露、儿童唇膏、电蚊香液、婴儿金盏花面霜、婴幼儿花朵洗手液	8.77 亿元（欧睿口径）
 HiPapa 海龟爸爸	2019	广州好肌肤	儿童抗光损护肤第一品牌	青少年防晒、儿童防晒、儿童洗面奶（女孩、男孩专用）、儿童面霜	2023 年 GMV 约 10 亿+
 Aveeno	1945	强生公司	黄金燕麦，天然润护	燕麦润肤乳、洗发沐浴二合一	8.57 亿元（欧睿口径）
 Giving 启初	2013	上海家化	专为 0-3 岁婴幼儿定制，取自然之初，育生命之初	胚米面霜、儿童防晒、儿童身体乳、洗发沐浴二合一	7.58 亿元（欧睿口径）
 青蛙王子	1994	中国儿童护理有限公司	细分护理更专业	儿童倍润霜、洗发沐浴二合一、儿童润唇膏、儿童益生菌牙膏、电蚊香液	6.44 亿元（欧睿口径）
 郁美净	1991	天津郁美净	中国儿童霜领军品牌	鲜奶宝宝霜、儿童舒柔保湿霜、乳木果身体乳	5.71 亿元（欧睿口径）
 润本	2006	润本	婴幼儿本草护理品牌	电蚊香液、儿童面霜、植物精油贴、紫草膏、驱蚊液	3.90 亿元（欧睿口径）
 WINONA Baby	2018	云南贝泰妮	宝宝脆弱肌专业护理品牌	舒润霜、温和倍护防晒	1.01 亿元（公司公告口径）
 NEW PAGE 一页	2022	上海上美	医研共创，专注敏感肌宝宝的婴童功效性护肤品牌	蛋黄油面霜、儿童身体乳、洗发水沐浴露二合一、润肤乳	23H1 收入 5900 万，同增 209 倍（公司公告口径）

资料来源：公司公告，欧睿，未来迹公众号，国元证券研究所

4. 公司业务：坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略

研产销一体化，自有供应链+线上渠道打造 C2M 模式形成良性闭环，保障产品品质和性价比优势，为快速响应市场需求并针对性迭代推新奠定基础，助力品牌在激烈竞争中持续巩固领先优势。1) 研发：润本产品定位高性价比，合作德国默克、德之馨等国际知名原料商，植物草本成分+极简配方打造差异化。聚焦优势品类细分需求精耕细作并基于热销单品进行系列化扩充，快速推新。2) 生产：公司 2013 年起自建产线，较 OEM/ODM 为主的营销驱动型企业，强大的自有供应链可保证产品品质和及时供应，自有供应链的弹性又可支撑公司快速推新并根据消费者反馈进行产品的更新与完善。2022 年公司 80.56% 的产品可自行生产，规模效应下成本优势为向消费者提供性价比产品奠定基础。3) 销售：公司先发布局多个线上渠道，消费者积淀深厚。渠道结构以线上为主，直触终端消费者，快速获得消费者偏好信息，筛选出受到消费者欢迎的产品，赋能产品迭代。我们认为，公司 10 多年自主供应链布局为产品高质量、低成本提供强力保障，婴童产品均价仅为强生等海外品牌的 1/3，相较戴可思等 OEM 模式为主的新型国产品牌也具备竞争力。进一步来看，公司线上直销的主要经营模式结合供应链弹性，能够实现根据用户需求与产品使用体验反馈不断丰富产品矩阵的良性循环，具备较强市场快反能力。第三，润本性价比定位天然适配下沉渠道客单价区间，而下沉市场又是新生儿的重要增量市场，有望凭借强大的推新能力和线上渠道运营进一步提升市占率。

图 36：公司研产销一体化 C2M 模式



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

4.1 生产和研发：双基地自主生产保障品控，研发成果丰富

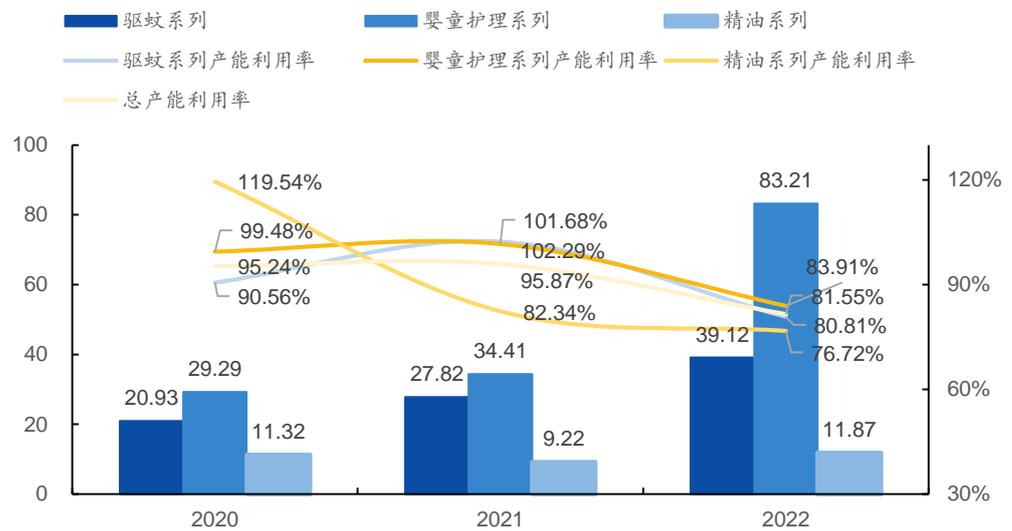
生产方面，公司自建广州、义乌两大生产基地，保证产品质量，快速响应市场需求，产能利用率维持较高水平。公司主要采用自主生产、委托加工相结合的生产模式，2020-2022 年自主生产的产量占比分别为 68.95%/67.84%/75.69%。公司拥有符合 FDA 标准的世界级生产设备，10 万级无尘车间和 56 条自动化生产线。在广州和义乌拥有 2 大自建生产基地，面积约 10 万平方米，为产品销售提供强大产能支持。其中浙江工厂于 2022 年全面投产，婴童护理系列产能由 34.41 万扩充至 83.21 万。2020-2022 年公司产能利用率分别达 95.24%/95.87%/81.55%，维持较高水平。

图 37：公司研发生产布局



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 38：公司 2020-2022 产能（万瓶、万包、万盒等）及利用率



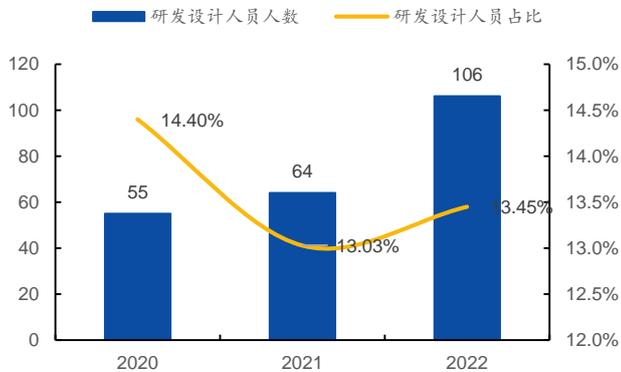
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

研发方面，研发设计人员持续扩充，研发成果丰富，拥有境内有效专利 71 项。2020-2022 年，公司研发设计人员由 55 名提升至 106 名，占公司总人数的比例保持稳定。专业背景深厚，覆盖生物工程、精细化工、药理学等学科。公司研发成果显著，截至 2023 年 2 月 28 日，已经取得境内有效专利 71 项，其中包括 9 项发明专利，9 项实

用新型专利，53项为外观设计专利；学术周刊发表论文2篇；参与制定1项化妆品原料的团体标准制定以及2项化妆品测定方法的团体标准制定。

图 39：公司研发设计人员及占比

图 40：公司获多项专利



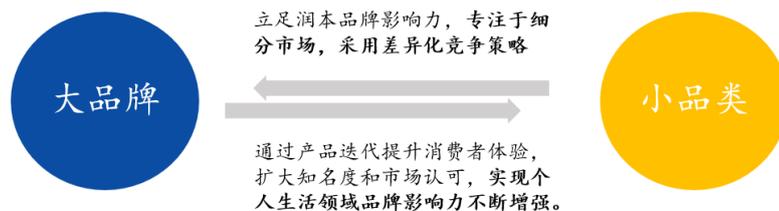
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.2 产品和品牌：大品牌小品类，驱蚊个护双轮驱动

产品方面，公司以“大品牌、小品类”的经营战略为核心。公司以驱蚊产品作为基本盘，润本品牌经过多年培育已具有较高影响力。在此基础上，公司一方面专注于细分市场，采用差异化竞争策略，在个人护理行业持续发力，以品质为核心，聚焦消费者未被满足的需求与痛点，丰富润本品牌的产品品类。另一方面，通过产品迭代不断提升消费者使用体验，成为细分领域的头部品牌，以优质的国货品牌形象赋能小品类持续扩张，形成良性闭环。

图 41：公司“大品牌，小品类”战略



资料来源：招股说明书，润本问询函回复，国元证券研究所

4.2.1 驱蚊：专注新型驱蚊，稳中求新

润本以新型驱蚊起家，从品类、渠道端实现差异化，驱蚊产品市占率行业领先。润本于2007-2008年自研生产国内第一批驱蚊贴，在新型驱蚊产品领域布局居于市场前列，多年专注于电热蚊香液、驱蚊液等，在品类端与传统盘香、固体蚊香等产品形成区隔。2010年公司抓住电商渠道发展红利，率先在天猫平台开设润本旗舰店，在线上平台快速打响品牌知名度，抢占市场份额。2022年公司驱蚊产品市场份额约为5.0%，线上渠道市占率约为19.9%，处于行业头部。

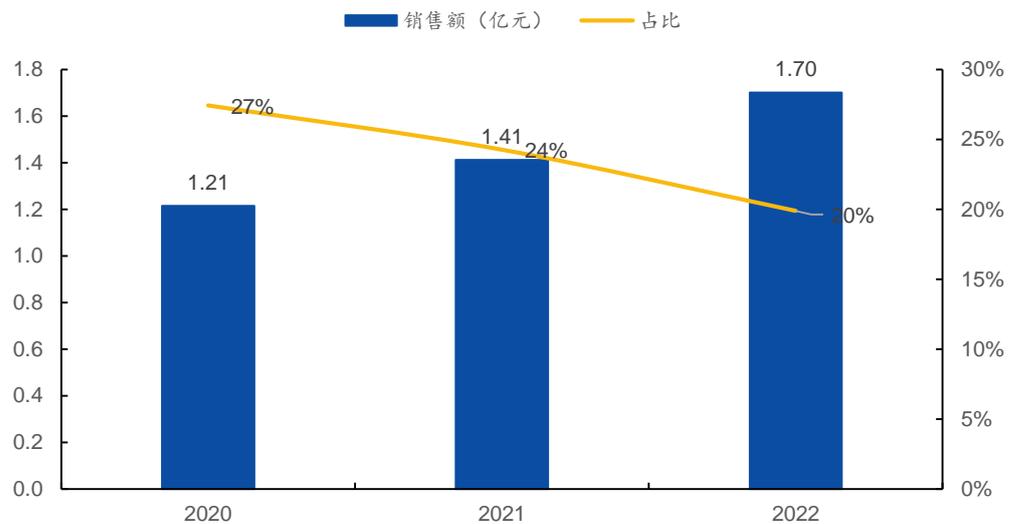
图 42：驱蚊系列产品矩阵



资料来源：润本公众号，国元证券研究所

电热蚊香液：驱蚊系列核心大单品，FDA 认证进口溶剂保证产品质量，连续三年天猫驱蚊销量第一。电热蚊香液主要成分为菊酯类，0.6%为婴童安全浓度。润本 0.6%浓度电热蚊香液于 2012 年获农药产品登记证号，在众多品牌中居于前列。溶剂采用 FDA 批准的法国道达尔溶剂，无烟无香精，挥发稳定。电热蚊香液连续五年天猫驱蚊销量第一，2022 年第一大单品 45ml 装电热蚊香液实现销售额 1.7 亿元，占比 20%。

图 43：电热蚊香液 45ml 销售金额及占比（亿元）



资料来源：润本问询函回复，国元证券研究所

表 9：重点品牌低浓度电热蚊香液农药登记情况

登记证号	农药名称	农药类别	总含量	登记证持有人	品牌
WL20080453	电热蚊香液	卫生杀虫剂	0.62%	上海庄臣有限公司	雷达
WL20100056	电热蚊香液	卫生杀虫剂	0.62%	四川省成都彩虹电器(集团)股份有限公司	彩虹
WL20100066	电热蚊香液	卫生杀虫剂	0.60%	江苏三笑集团有限公司	三笑
WL20100111	电热蚊香液	卫生杀虫剂	0.60%	福建省金鹿日化股份有限公司	金鹿
WL20100266	电热蚊香液	卫生杀虫剂	0.60%	中山榄菊日化实业有限公司	榄菊
WL20110016	电热蚊香液	卫生杀虫剂	0.60%	鑫县金诺达制香有限公司	清诺
WL20120035	电热蚊香液	卫生杀虫剂	0.60%	元龙(福建)日用品有限公司	润本
WP20140221	电热蚊香液	卫生杀虫剂	0.62%	广州超威日用化学用品有限公司	超威

资料来源：中国农药信息网，国元证券研究所

配方、功能、包装持续迭代创新，满足消费者不同场景下个性化需求。针对室内驱蚊产品，润本形成了蚊香液智能加热器技术，实现加热器的自动加热与远程操控，2021年推出智能蓝牙款电热蚊香液，智能掌控多种模式，2022年新增小夜灯功能，满足消费者起夜需求。在包装设计上，电热蚊香液从2018年开始陆续推出童趣小熊款、简约跑车款，契合年轻消费者的审美偏好。

图 44：润本电热蚊香液全系列



资料来源：招股说明书，润本天猫旗舰店，国元证券研究所

驱蚊液：合作国际知名原药研发企业，产品覆盖三大主流驱蚊成分。从成分来看，目前通过国际权威机构认证的外用驱蚊成分包括驱蚊酯、羟吡酯、避蚊胺以及柠檬桉，各有优劣。其中避蚊胺原药历史悠久、应用广泛，但毒性较高。羟吡酯相对温和，抗汗性及驱蚊能力更强，但成本相对较高。驱蚊酯刺激性较小，但其降解快，效果较差。公司驱蚊液产品涵盖三大市场主流驱蚊成分，核心原料来源于德国默克、德国赛拓和美国凡特鲁斯等海外优质原药研发生产商，保障产品质量。多种成分满足消费者多样化需求。如针对敏感人群，润本推出不添加酒精的驱蚊酯驱蚊液，使用多元醇和表面活性剂复配增加驱蚊酯的溶解性，相关产品已形成专利。

表 10：公司驱蚊原料合作厂商

合作厂商	原料成分	原料特点	原料成分认证
德国默克 	驱蚊酯	相对于避蚊胺毒性更低，但其降解快，驱蚊效果劣于较羟哌酯和避蚊胺差	美国儿科协会、美国疾控中心、美国环保局、世卫组织
德国赛拓 	羟哌酯	相对于避蚊胺更加温和，抗汗性强，且同样剂量下作用时间更长，但成本较高	美国儿科协会、美国疾控中心、美国环保局、世卫组织、FDA
美国凡特鲁斯 	DEET-避蚊胺	原药历史悠久、应用广泛，适用人群广，2个月以下婴儿禁止使用	美国儿科协会、美国疾控中心、美国环保局、世卫组织

资料来源：天猫润本旗舰店，招股说明书，国元证券研究所

卡位国货婴童驱蚊，定位中高端，植物草本成分打造差异化。相对六神等国民驱蚊品牌，润本卡位婴童驱蚊赛道，享婴童消费升级红利。据魔镜统计，2022M4-2023M3 天猫渠道防蚊水排名前三的品牌分别为 vape、润本以及戴可思。成分方面，润本产品覆盖三大主流驱蚊成分，且全系列添加艾叶、洋甘菊等草本成分，形成差异化。价格方面来看，润本驱蚊水单 ml 价格在 0.2-0.3 元左右，远低于 ODM 模式为主的国货品牌戴可思（1 元/ml），略低于日本品牌 vape（0.35-0.45 元/ml），与美国品牌雷达基本持平，高于传统国货驱蚊液花露水和宝宝金水（约 0.1 元/ml）。

表 11：市场主流驱蚊液产品对比

品牌	图示	地区	产品	价格	成分	适用人群	驱蚊时效
Vape		日本	金色天使驱蚊喷雾	90/200ml	15%羟哌酯，透明质酸钠	>3 个月	6-8h
			柑橘蓝驱蚊喷雾	70/200ml	10%避蚊胺，透明质酸钠	>6 个月	4-6h
润本		中国	温和驱蚊	20/100ml	7%驱蚊酯，艾叶，洋甘菊，透明质酸钠	>2 个月	5.7h
			强劲驱蚊	35/110ml	20%羟哌酯，薄荷，洋甘菊，金银花	新生儿适用	7.3h
			经典驱蚊	30/150ml	9%避蚊胺，洋甘菊提取物，艾叶，薄荷	-	4.3h
戴可思		中国	驱蚊喷雾	100/100ml	20%羟哌酯，含酒精	>6 个月	6.5h
雷达欧护		美国	草本艾叶	149/600ml	7%避蚊胺	母婴可用	4h
			元气柠檬	28/100ml	15%避蚊胺	-	6h
			清爽芦荟	19/100ml	7%避蚊胺	-	4h
六神		中国	驱蚊花露水	20/195ml	4.5%驱蚊酯，六神原液	孕妇过敏者禁用	7h
宝宝金水		中国	金银花防蚊液	25/145ml	4%驱蚊酯/5%避蚊胺，金银花草本	新生儿适用	1-4h

资料来源：各品牌天猫旗舰店，国元证券研究所

4.2.2 婴童护理：聚焦植物成分开拓细分市场，质优价廉

公司依托驱蚊品类的品牌优势，以蚊虫叮咬舒缓类婴童护肤品切入婴童护理赛道，已形成植物舒缓、肌肤护理、湿巾清洁三大系列。公司基于驱蚊产品建立的强品牌心智，借助针对蚊虫叮咬的舒缓系列切入婴童护理赛道，推出紫草修护膏、润本叮叮舒缓棒等大单品，2022 年线上渠道市占率约为 4.2%。公司婴童护理产品矩阵可分为三大系列，舒缓系列主打止痒护理，适用于包括婴童在内的全年龄段人群；润肤护理系

列包含护唇膏、宝宝面霜、身体乳、儿童面膜等多类型产品，满足细分护肤需求；清洁湿巾系列包括儿童洁面泡泡、手口湿巾。

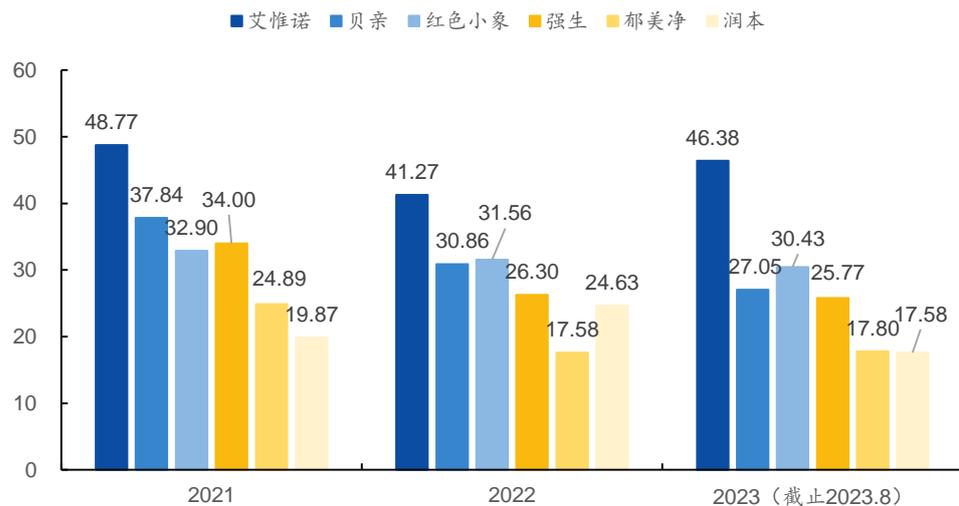
图 45：婴童护理类产品矩阵



资料来源：润本公众号，国元证券研究所

定位高性价比国货婴童品牌，价格优势明显。根据 Euromonitor，2020-2022 年，润本产品均价分别为 19.87/24.63/17.58 元。对比国际品牌，润本均价约为艾惟诺的 1/2，相较于贝亲、红色小象等国产品牌，价格也更加亲民。

图 46：国内婴童护肤各品牌产品均价（元）



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

表 12：润本产品与热门竞品价格对比

产品	图片	价格	产品	图片	价格	
舒缓棒	润本叮叮舒缓棒		21.9 元/7g	Babycare 紫草膏		24.9 元/6g
	润本婴儿舒缓霜		0.6 元/g	启初胚米倍润面霜 3.0		1.03 元/g
宝宝面霜	红色小象儿童多效面霜		1.18 元/g	郁美净婴儿舒缓霜		0.2 元/g

资料来源：各品牌天猫旗舰店，国元证券研究所

天然植物成分为核心，合作德之馨，配方极简，满足婴童护理安全、舒缓需求。相较于成人，婴童皮肤具有角质层薄，屏障易受损等特点，消费者更注重配方精简、成分安全、低过敏性。润本婴童护理植物舒缓系列采用德之馨独家舒缓原料 Symcalmin、Symrelief 复配多种草本植物成分，不添加酒精、激素、防腐剂等，温和亲肤。肌肤护理系列的婴儿舒缓霜、舒缓棒等产品均采用紫草精华、洋甘菊、金盏花等天然植物成分，满足婴童护理安全、舒缓需求。

表 13：润本婴童护理产品及主要成分

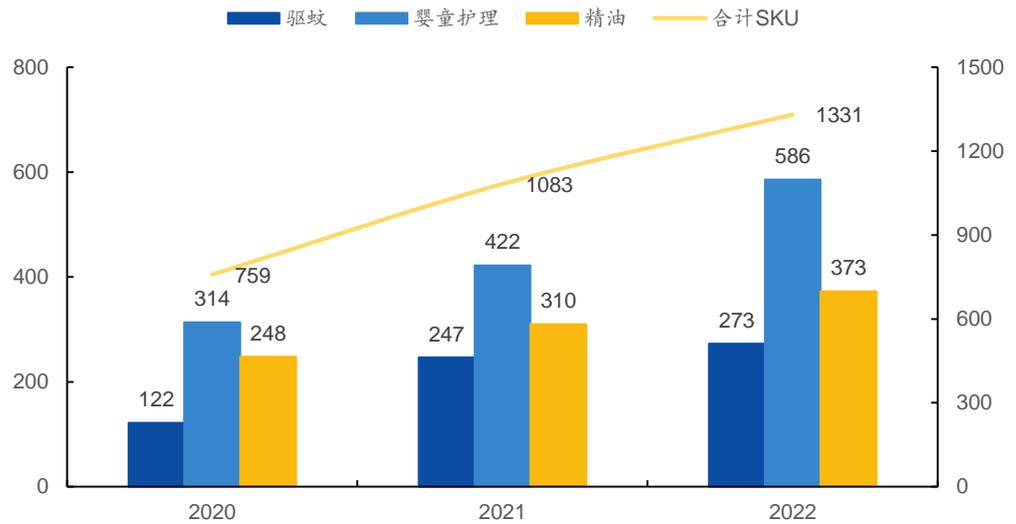
产品名称	主要成分
润本叮叮舒缓棒	德之馨舒缓原料 Symcalmin、Symrelief，复配多种草本植物成分（姜根、地黄根、防风根、当归根和紫草根）、蓝桉叶油。
紫草舒缓膏	选取德之馨舒缓原料 Symcalmin、Symrelief，复配多种草本植物成分。
润本叮叮舒缓走珠冰露	以芦荟原液代替纯水作为配方基质，不添加色素、香精、苯海拉明、激素
婴儿舒缓霜	添加洋甘菊成分，复配多重果油，可舒缓面部及身体肌肤干燥，达到锁水保湿、滋润舒缓肌肤的效果，配方温和。
婴儿润唇膏	精选四大植物成分，搭配天然蜂蜡，具有保湿、软化唇皮等功效。
植物润唇膏	选用进口植物油脂，天然滋润双唇，经第三方验证，其经口毒理为无毒级，具有温和保湿、舒缓干燥唇肌的效果。
婴儿滋润防皴霜	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	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。
积雪草舒缓冰沙露	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。
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荃珍萃（欧盟 Ecocert 有机认证），添加德之馨舒缓原料 Symcalmin，复配金银花、野菊花等提取物，有效调节皮肤水油平衡。

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

面霜、润唇膏细分品类市占率居前，聚焦功效、季节、剂型细分需求迅速拓展 SKU，构建立体化产品矩阵。据灼识咨询，公司在国内儿童面霜市场的市占率约为 8.6%，在国内儿童润唇膏市场的市占率约为 9.5%，具有明显领先优势。公司聚焦优势品类和细分功效做精做细，并依托热销单品进行系列化扩张。以面霜品类为例，品牌针对冬季推出防皴霜和洋甘菊护理霜，针对夏季推出小桃喜舒润霜，23 年推出积雪草冰沙霜产品用于晒后修复。各面霜单品又根据年龄细分为婴童用和儿童用，根据使用场

景又可分为普通款和圆筒状的便携款。功效方面来看，公司聚焦防皴裂需求，已打造出防皴棒、防皴膏、防皴面霜、防皴润唇膏等一系列单品，其中皴裂膏销量从2020年的2.09万瓶增长至2022年的332.59万瓶，防皴霜销量从2020年的24.65万瓶增长至2022年的325.83万瓶。另一方面品牌也积极布局羽绒服清洁湿巾、防静电喷雾、内衣洗衣液等新型细分个护家清品类，2020-2022年SKU数量由314个快速增长至586个。

图 47：2020-2022 年各品类 SKU 数量情况



资料来源：润本问询函回复，国元证券研究所

图 48：按系列和品类划分产品矩阵



资料来源：润本官方旗舰店，国元证券研究所

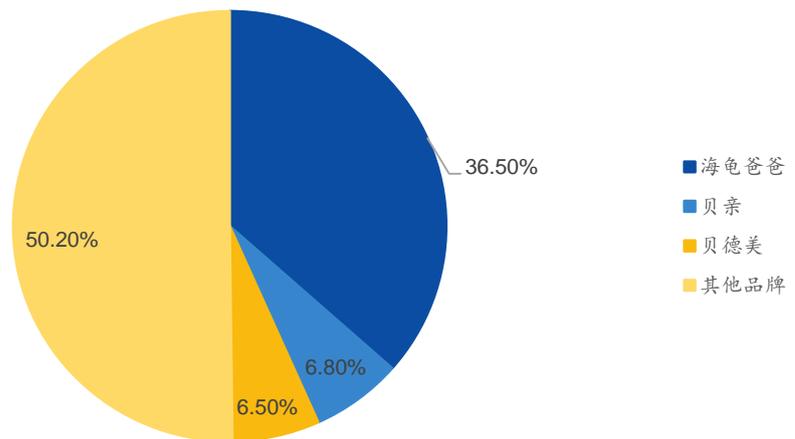
表 14：2020-2022 婴童护理前五大单品销售额及占比

2022			2021			2020		
单品名称	销售额 (万元)	占比	单品名称	销售额 (万元)	占比	单品名称	销售额 (万元)	占比
皴裂膏 15g	3204.23	3.74%	皴裂膏 15g	2170.95	3.73%	婴儿手口 湿巾 80 片	1818.16	4.11%
婴儿防皴 霜 50g	2372.46	2.77%	紫草修护 膏 15g	2101.89	3.61%	卫生湿巾 20 片	1797.27	4.06%
润本叮叮 舒缓棒 7g	2302.88	2.69%	叮叮舒缓 棒 7g	2081.02	3.58%	紫草修护 膏 15g	1654.70	3.74%
足跟皴裂 凝露 60ml	2224.62	2.60%	婴儿护唇 膏 4g	1663.25	2.86%	婴儿护唇 膏 4g	965.21	2.18%
婴儿润肤 乳 300ml	1971.99	2.30%	婴儿手口 湿巾 80 片	1647.90	2.83%	止痒走珠 冰露 18ml	906.65	2.05%

资料来源：润本问询函回复，国元证券研究所

新品方面，婴童防晒特征 23 年获批，有望持续拓展祛痘等细分品类，打开全新增量。根据美业颜究院统计，婴童防晒为婴童护肤赛道高潜细分，2022M10-2023M9 销量达 377.9 万，增速达 15%，远高于行业均值（-1.4%）。从市场格局来看，海龟爸爸作为专注于学龄儿童抗光损护肤品牌，占比 36.5%，贝亲及贝德美分别占比 6.8%和 6.5%，市场仍处于消费者教育初期，渗透率有较大提升空间。目前公司防晒特征已于 23 年 12 月获批，截至 22 年底儿童防晒产品配方已经基本完成。23 年公司已推出用于晒后修复的积雪草冰沙霜，并扩充至水感防晒乳和面膜品类。24 年公司有望基于防晒系列持续扩充 sku 并拓展祛痘等细分品类，进一步打开成长空间。

图 49：2022M10-2023M9 婴童防晒销量占比



资料来源：美业颜究院，国元证券研究所

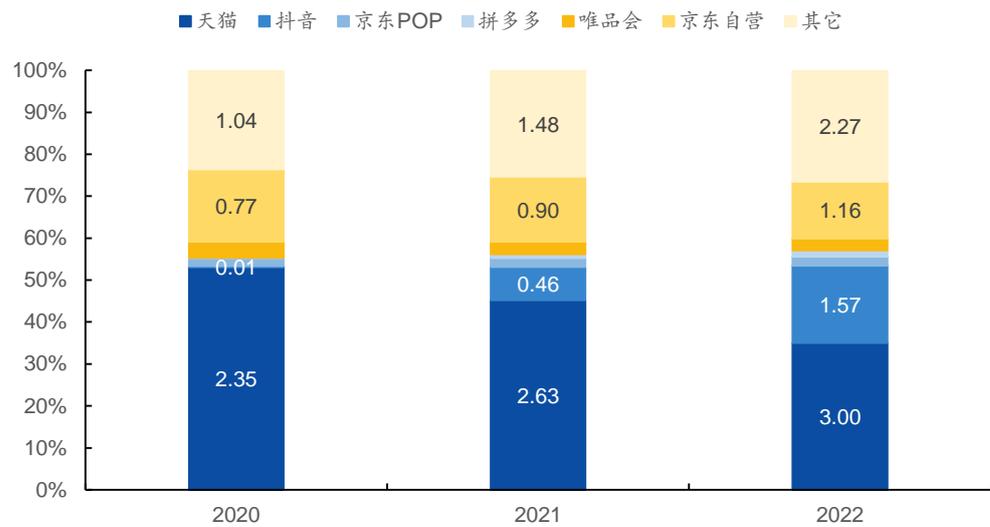
表 15：公司防晒注册证储备

产品名称	防晒系数	注册证号
润本儿童防晒乳	SPF20, PA++	国妆特字 20235264
润本水感防晒乳	SPF33 PA+++	国妆特字 20230211
润本清透防晒乳	SPF32, PA+++	国妆特字 G20211796

资料来源：NMPA，国元证券研究所

4.3 渠道：先发布局线上，拓展新型渠道发力下沉市场，完善全渠道网络

把握电商发展机遇先发布局，尽享平台早期红利，用户积累深厚。公司凭借敏锐市场嗅觉，在各大电商平台成立初期先发入驻，尽享平台早期红利，积累了巨大的客户流量优势。2010 年公司在天猫平台设立首个直营店铺“润本旗舰店”，截至 2024 年初，官方旗舰店粉丝数量 346 万。2015 年公司在京东平台开设旗舰店，2019-2022 年天猫、京东平台直营店铺的年购买用户由 537.95 万人增至 1041.22 万人。2020 年公司把握兴趣电商发展机遇，在抖音开设旗舰店，主要销售婴童类产品。截至 2024 年初，官方旗舰店粉丝数量 91 万。从渠道结构来看，2022 年公司天猫、抖音、京东自营分别实现收入 3.00/1.57/1.16 亿元，总营收占比分别为 35.05%/18.40%/13.51%。

图 50：公司分渠道销额（亿元）及占比


资料来源：润本问询函回复，国元证券研究所

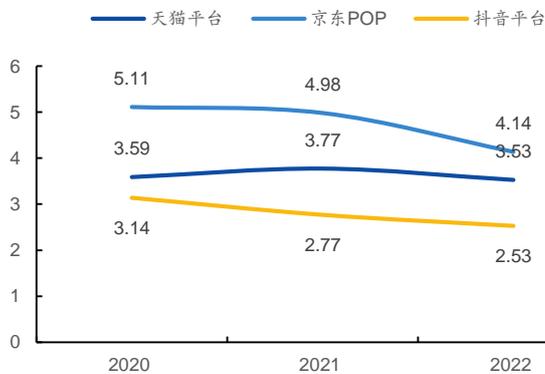
表 16：线上各平台主要店铺布局及市场表现

销售模式	电商平台	店铺	开设时间	市占率/排名
直销	天猫	润本旗舰店	2010.9	2020-2022 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
		润本润峰专卖店	2017.12	2022 年天猫“618”活动“婴童用品”类目排名前三
	抖音	润本官方旗舰店	2020.7	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	润本官方旗舰店	2021.2
	京东 POP	润本官方旗舰店	2015.6	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
平台经销	京东自营	润本京东自营官方旗舰店	2016.7	“蚊香液”搜索结果按销量排序排名第一
平台代销	唯品会	润本官方特卖旗舰店	2019.2	-

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

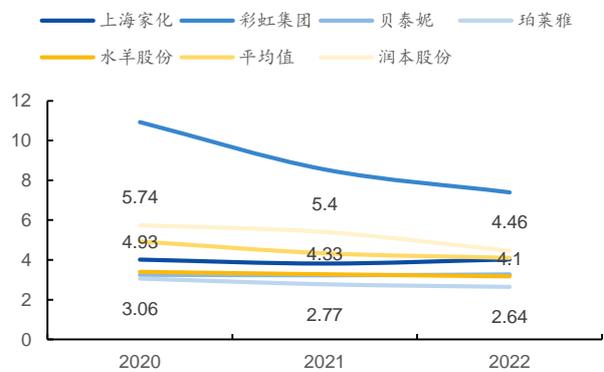
ROI 水平较高，运营优势明显。公司 ROI 明显高于可比公司均值。线上直销分渠道来看，京东平台 ROI 水平最高，主要系京东 POP 店铺的流量来源除公司投入的推广工具外，另有来自京东自营店铺的部分；天猫平台次之，由于开店时间早，客户基础较强，引流成本较低，近年来稳定在 3.5 左右；抖音平台推广方式依赖达人的短视频和直播推广，佣金费率和平台服务率均高于天猫，ROI 较低。

图 51：2020-2022 公司线上直销分平台 ROI



资料来源：润本问询函回复，国元证券研究所

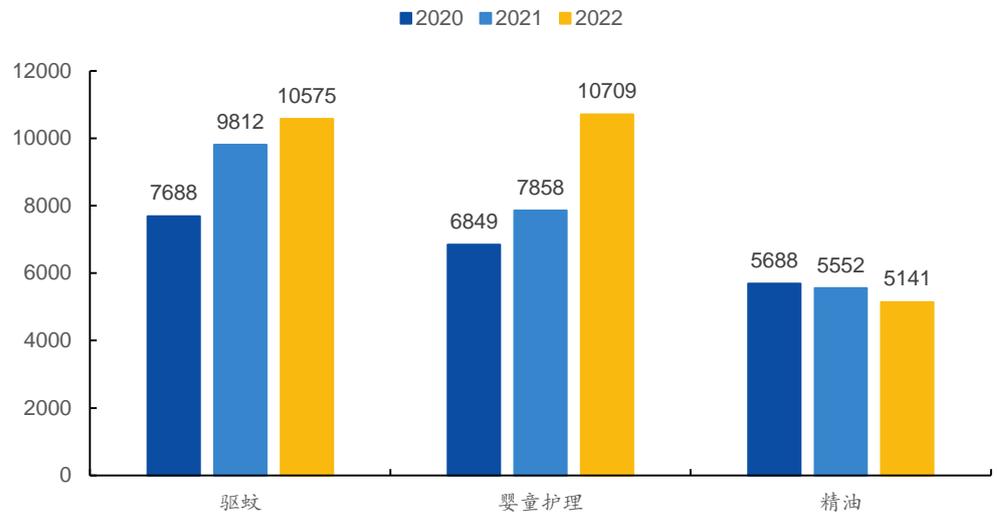
图 52：2020-2022 可比公司 ROI



资料来源：润本问询函回复，国元证券研究所

天猫渠道为基本盘，品类连带效应凸显。公司通过先发布局天猫积累了庞大的线上消费者群体和品牌口碑，截至 2024 年初，润本官方旗舰店粉丝数量 346 万，高于多数头部婴童品牌。公司以消费者为基拓展至更为广阔的婴童护理及精油市场。2022 年天猫旗舰店驱蚊/婴童/及精油产品销额分别为 1.06 亿元/1.07 亿元/5140 万元，品类连带效应凸显。2020-2022 年天猫旗舰店营收金额由 2.24 亿元增长至 2.87 亿元，CAGR 为 13.19%。

图 53：2020-2022 天猫官旗分品类销额（万元）



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

表 17：国货婴童护肤品牌天猫官旗粉丝数

店铺	粉丝数	店铺	粉丝数
润本天猫旗舰店	346w	薇诺娜宝贝官方旗舰店	68.4w
红色小象旗舰店	515.2w	郁美净旗舰店	157.8w
启初旗舰店	263.4w	强生中国官方旗舰店	109w

资料来源：天猫，国元证券研究所 注：统计截止 2024 年 1 月 2 日。

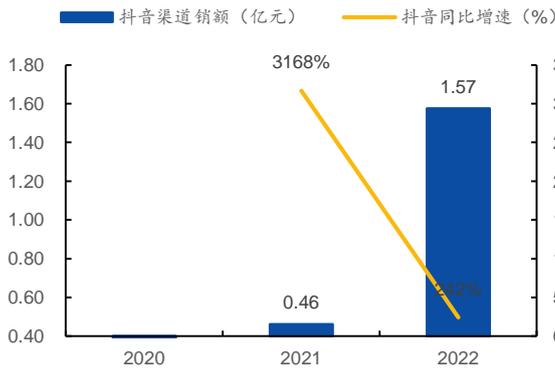
抖音平台主营婴童类产品，自播达播双轮驱动，2022 年实现井喷式增长，带动传统电商平台销售。抖音运营团队高度专业化，群店模式+中腰部达人投放加速市场渗透，与此同时抖音平台自有的流量优势也有效带动天猫、京东等传统电商平台婴童品类销售。自播方面，公司采用群店模式，开设润本品牌在不同细分分类目的多个官方旗舰店，抢占平台流量入口，增加店铺曝光率和流量，且不同店铺可结合自身实际情况规划主推品，多个单品保障整体爆发。达播方面，公司抖音直播合作达人集中腰尾部，通过少量头部达人扩大声量，腰部达人持续渗透影响，尾部达人平铺布局扩大受众，有效利用达人的长尾流量价值。2020-2022 年达人佣金投放由 38 万元增加至 2517 万元。2022 年公司抖音平台销售额达 1.57 亿元，同比增长 241.75%，2023 年整体保持良好增长，经历 Q3 抖音流量扶持政策转变后 Q4 GMV 稳步恢复。

图 54：润本抖音渠道店群布局



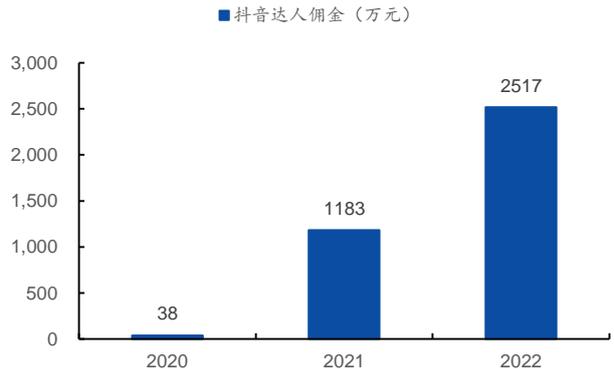
资料来源：抖音 APP，国元证券研究所

图 55：公司抖音渠道销售额及同比增速



资料来源：润本问询函回复，国元证券研究所

图 56：公司抖音达人佣金投放



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

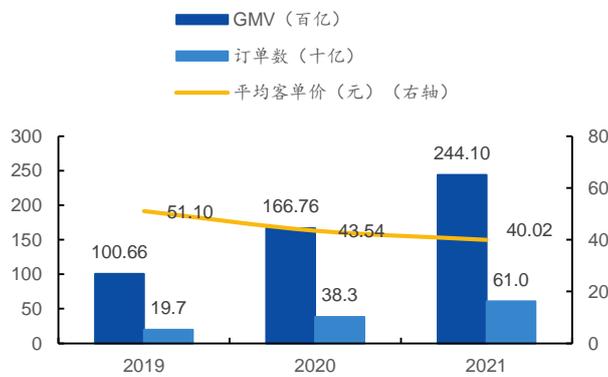
图 57：润本抖音平台 2023 年销售趋势



资料来源：飞瓜，国元证券研究所

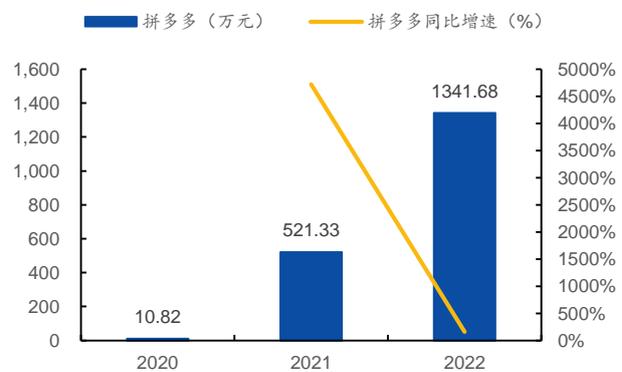
品牌价格区间与拼多多渠道定位高度契合，主推小规格性价比单品发力下沉市场，有望贡献增量。从运营模式来看，公司在拼多多线上直销初期通过专卖店形式开展，因消费者倾向选择官方旗舰店购物，2020 年经营效果不佳。2021 年公司调整经营策略，采取店群模式开设多个官方旗舰店平铺布局增加流量入口，扩大覆盖。从价格和策略来看，据拼多多财报，2020/2021 年，根据拼多多全年 GMV 和订单数量折算平台平均客单价为 43.54/40.02 元，抖音/淘系/京东渠道平均客单价 90/120-150/200 元，而小红书的客单价在 450 元以上。而根据公司公告润本品牌在天猫/京东 POP/抖音/京东自营平台平均订单金额分别为 31.83/28.12/26.47/48.38 元，价格区间和拼多多渠道高度契合。公司在拼多多平台主推驱蚊系列小规格单品（如 45ml 电热蚊香液、50ml 7% 驱蚊酯驱蚊液等），符合平台低价好物的调性，持续渗透下沉市场人群。公司 2022 年拼多多渠道销售额 1342 万元，同比实现跨越式增长，随拼多多平台渗透率提升有望延续高增态势。

图 58：2019-2021 拼多多 GMV 及客单价



资料来源：拼多多公司公告，国元证券研究所

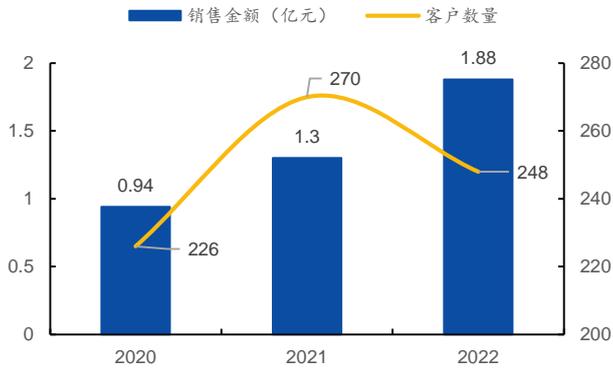
图 59：公司拼多多渠道销售额及同比增速



资料来源：润本问询函回复，国元证券研究所

线下通过非平台经销商联动大型商超、连锁店等，全渠道布局逐步完善，有望随线下渠道转暖迎来恢复性增长。公司通过非平台经销商开发线下渠道，目前非平台经销商已覆盖全国 30 多个省（市、自治区）。2020-2022 年，公司持续优化客户体系，加强大客户合作，目前已开发包括大润发、沃尔玛/山姆会员店、7-11、屈臣氏、华润超市在内 2000 多个 KA 渠道以及 WOW COLOUR 等特通渠道。此外，公司已逐步推出由子公司广州润凡直接运营的官方经销商线上订货平台，优化经销商的采购效率，为公司进一步完善线下渠道的布局奠定基础。

图 60：非平台经销商数量及销售金额



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 61：润本全渠道布局逐步完善



资料来源：公司官网，国元证券研究所

线上线下营销结合，线上多维发力内容营销，联名国家宝藏、小刘鸭等 IP 加深品牌渗透，线下地铁广告投放快速提升品牌知名度。2019 年起公司在天猫合作超头李佳琦，多款产品陆续登陆直播间。在抖音等兴趣电商采取“直播+短视频”的方式进行推广，多次合作明星达人进行直播带货，并结合小红书种草等多种方式进行产品内容营销推广。在 IP 联名方面，2021 年携手国家宝藏宣扬品牌文化，2022 年驱蚊液跨界合作 1828 王老吉，联名 IP 小刘鸭吸引年轻消费群体。线下主要采用地铁广告投放，通过辐射效应提升品牌认知度。

图 62：润本与明星超头合作带货、内容投放



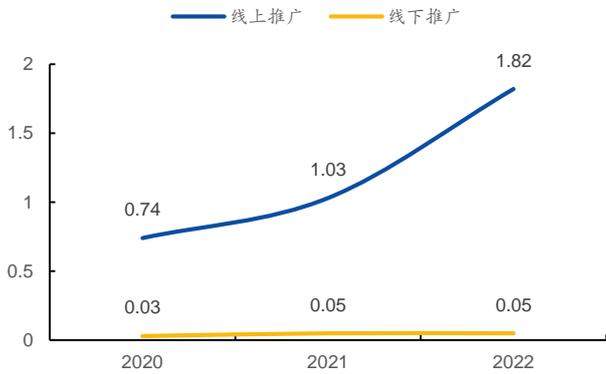
资料来源：润本公众号，国元证券研究所

图 63：润本与多个 IP 联名



资料来源：润本公众号，国元证券研究所

图 64：2020-2022 年线上/线下推广费用（亿元）



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 65：线下地铁广告投放



资料来源：润本 RUNBEN 官方微博，国元证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

(1) 驱蚊业务：驱蚊赛道刚需属性强，市场规模稳步增长，润本差异化定位电热蚊香液等新一代驱蚊产品同时聚焦线上渠道，已建立强品牌心智，市占率领先，预计 2023-2025 年间驱蚊产品营收增速分别为 20%/20%/18%。

(2) 婴童护理业务：母婴护理品市场增速高于护肤、彩妆等细分赛道，公司持续扩充婴童护理高潜品类，凭借高性价比发力下沉渠道，预计 2023-2025 年间营收增速分别为 33%/35%/35%。

(3) 精油业务：公司的精油产品整体体量较小，预计 2023-2025 年间营收增速分别为 20%/20%/20%。

表 18：润本股份盈利预测拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万）	582.15	856.09	1071.15	1353.20	1711.07
同比增速	31.46%	47.06%	25.12%	26.33%	26.45%
毛利率	53.05%	54.19%	56.08%	57.05%	58.10%
驱蚊护理系列					
收入（百万）	227.75	272.26	326.71	392.05	462.62
同比增速	34.66%	19.54%	20.00%	20.00%	18.00%
毛利率	56.66%	56.66%	57.00%	56.00%	56.00%
婴童护理系列					
收入（百万）	216.68	390.09	518.82	700.41	945.55
同比增速	50.75%	80.03%	33.00%	35.00%	35.00%
毛利率	59.93%	62.77%	63.00%	63.00%	63.00%
精油系列					
收入（百万）	130.92	146.35	175.62	210.744	252.8928
同比增速	4.15%	11.78%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	65.61%	67.29%	67.00%	67.00%	67.00%

资料来源：Wind，iFind，国元证券研究所

可比公司估值：

参考公司招股书选取珀莱雅、水羊股份、上美股份作为同行业可比公司，2023 年可比公司估值均值为 27.89x。考虑到公司聚焦大品牌小品类策略，新型驱蚊领域具备优势并拓展至婴童护理细分高潜品类，婴童产品性价比优势明显，我们预计 2023-2025 年实现归母净利润 2.24/2.68/3.42 亿元，EPS 为 0.55/0.66/0.85 元，对应 PE 为 27/22/17x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 19：可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	82.39	32,697	2.82	3.56	4.41	29.22	23.14	18.68
600315.SH	水羊股份	17.90	12,104	0.91	1.10	1.27	19.67	16.27	14.09
2145.HK	上美股份	32.00	12,735	0.84	1.17	1.49	34.78	24.81	19.51
	平均						27.89	21.41	17.43
603193.SH	润本股份	14.78	5,980	0.55	0.66	0.85	26.67	22.28	17.46

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：收盘价截至 2024.1.31，上美股份收盘价及市值单位均为港币。

6. 风险提示

行业竞争加剧风险，新品表现不及预期的风险等。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	344.36	510.04	1737.21	2041.14	2420.59
现金	206.19	368.21	1562.84	1835.24	2176.74
应收账款	2.34	1.19	3.30	3.62	4.45
其他应收款	1.39	5.94	5.13	6.91	9.08
预付账款	11.39	7.65	12.34	15.44	18.12
存货	56.90	102.71	111.11	139.55	173.79
其他流动资产	66.15	24.33	42.49	40.38	38.41
非流动资产	301.98	315.38	314.32	298.88	278.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	190.43	264.24	247.60	230.96	214.33
无形资产	19.88	19.36	18.88	18.36	17.85
其他非流动资产	91.67	31.77	47.83	49.55	46.02
资产总计	646.34	825.42	2051.53	2340.02	2698.78
流动负债	75.52	96.60	96.14	115.91	132.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	46.37	47.63	60.12	77.11	92.60
其他流动负债	29.14	48.97	36.02	38.81	39.83
非流动负债	9.18	6.23	6.53	6.87	6.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	9.18	6.23	6.53	6.87	6.65
负债合计	84.69	102.83	102.67	122.79	139.08
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	343.90	343.90	404.59	404.59	404.59
资本公积	101.69	102.59	1043.95	1043.95	1043.95
留存收益	116.05	276.09	500.32	768.69	1111.15
归属母公司股东权益	561.65	722.59	1948.86	2217.23	2559.70
负债和股东权益	646.34	825.42	2051.53	2340.02	2698.78

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	138.65	165.32	206.67	262.53	334.80
净利润	120.65	160.04	224.22	268.37	342.47
折旧摊销	8.01	17.25	17.20	17.22	17.24
财务费用	-3.78	-4.61	-4.78	-5.14	-2.85
投资损失	-1.96	-2.05	-1.80	-1.91	-1.90
营运资金变动	7.21	-6.18	-12.03	-14.79	-23.41
其他经营现金流	8.53	0.86	-16.15	-1.22	3.26
投资活动现金流	-164.14	9.53	-19.55	4.52	4.06
资本支出	152.03	40.65	0.00	0.00	0.00
长期投资	14.43	-48.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	2.32	2.19	-19.55	4.52	4.06
筹资活动现金流	188.39	-9.39	1007.52	5.35	2.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	240.83	0.00	60.69	0.00	0.00
资本公积增加	-15.58	0.90	941.36	0.00	0.00
其他筹资现金流	-36.86	-10.28	5.47	5.35	2.63
现金净增加额	163.15	165.47	1194.63	272.40	341.49

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	582.15	856.09	1071.15	1353.20	1711.07
营业成本	273.34	392.15	470.40	581.20	716.86
营业税金及附加	6.83	8.88	11.78	14.89	18.82
营业费用	134.44	231.91	273.14	372.13	479.10
管理费用	20.95	25.30	37.49	47.36	59.89
研发费用	13.60	19.51	24.64	32.48	41.92
财务费用	-3.78	-4.61	-4.78	-5.14	-2.85
资产减值损失	-2.41	-1.13	-1.50	-1.53	-1.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.96	2.05	1.80	1.91	1.90
营业利润	140.89	185.80	261.62	313.51	400.46
营业外收入	1.00	2.47	1.59	1.78	1.83
营业外支出	0.26	0.00	0.09	0.09	0.07
利润总额	141.63	188.27	263.12	315.20	402.22
所得税	20.98	28.23	38.90	46.83	59.75
净利润	120.65	160.04	224.22	268.37	342.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	120.65	160.04	224.22	268.37	342.47
EBITDA	145.12	198.44	274.05	325.59	414.84
EPS (元)	0.35	0.47	0.55	0.66	0.85

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	31.46	47.06	25.12	26.33	26.45
营业利润(%)	27.88	31.88	40.81	19.83	27.74
归属母公司净利润(%)	27.38	32.66	40.10	19.69	27.61
获利能力					
毛利率(%)	53.05	54.19	56.08	57.05	58.10
净利率(%)	20.72	18.69	20.93	19.83	20.01
ROE(%)	21.48	22.15	11.51	12.10	13.38
ROIC(%)	50.84	46.83	67.60	81.68	103.31
偿债能力					
资产负债率(%)	13.10	12.46	5.00	5.25	5.15
净负债比率(%)	2.83	2.45	2.00	1.85	1.61
流动比率	4.56	5.28	18.07	17.61	18.28
速动比率	3.81	4.22	16.91	16.41	16.97
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.16	0.74	0.62	0.68
应收账款周转率	227.44	484.01	476.31	390.70	423.97
应付账款周转率	9.17	8.34	8.73	8.47	8.45
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.40	0.55	0.66	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.41	0.51	0.65	0.83
每股净资产(最新摊薄)	1.39	1.79	4.82	5.48	6.33
估值比率					
P/E	49.57	37.36	26.67	22.28	17.46
P/B	10.65	8.28	3.07	2.70	2.34
EV/EBITDA	38.61	28.23	20.44	17.21	13.50

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188