

润本股份(603193.SH)

契合消费需求，驱蚊、婴童护理齐发力

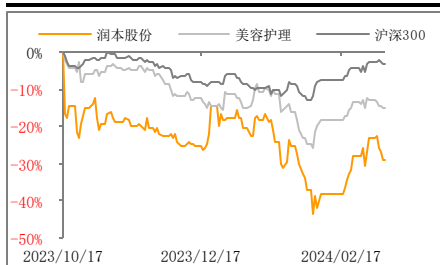
推荐（首次）

股价：15.70元

主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.runben.com
大股东/持股	广州卓凡投资控股有限公司/44.58%
实际控制人	鲍松娟,赵贵钦
总股本(百万股)	405
流通A股(百万股)	59
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	64
流通A股市值(亿元)	9
每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	8.29 (20230930)

行情走势图



证券分析师

胡琼方 投资咨询资格编号
S1060524010002
Huqiongfang722@pingan.com.cn



平安观点：

- **驱蚊及婴童护肤行业格局分散。**1) 驱蚊行业：根据灼识咨询数据，我国驱蚊杀虫市场零售额由2015年的62.09亿元增至2019年的84.34亿元（cagr=7.96%），行业内知名参与者有上海家化旗下六神、朝云集团旗下超威品牌及润本品牌。公司驱蚊业务2022年收入2.72亿元，2022年公司蚊香液产品在天猫平台销售额占比达到19.99%。2) 婴童护肤：根据欧睿数据，2021年我国婴童护理领域市场规模约50亿美元。除润本外其他主要品牌还有上海家化旗下启初、上美集团红色小象、贝泰妮薇诺娜宝贝（Winona Baby）、天津郁美净等。2022年公司旗下婴童护理产品收入3.9亿元，据招股书，其婴童业务整体市场份额约1.9%，在线上渠道的市场份额约为4.2%。3) 精油行业处在快速成长期。
- **近年来可选消费的各项细分中功效势头兴起，**如功效性/功能性护肤品，敏感肌产品等，公司涉足的驱蚊和婴童护理领域同样注重功效，同时也更加看中温和、安全&环保、差异化。在婴童护肤领域，年轻一代父母的精致育儿理念下，婴童护理产品快速增长；同时婴童皮肤发育尚未完全、皮肤耐受力也不同于成人，产品方面也格外追求安全无害、温和、安心。
- **围绕消费者需求，不断迭代产品、拓展业务。**公司成立于2006年，成立之初以驱蚊业务为主，不断丰富产品品类，经营领域从相对单一且有明显季节性的驱蚊业务延伸至婴童护理，2022年婴童护理业务收入规模超过驱蚊业务至3.90亿元（驱蚊业务收入为2.72亿元）。现公司已形成驱蚊、婴童护理、精油三大系列。
- **公司在渠道方面也持续以消费者为中心。**2010年公司就开设了第一家天猫旗舰店，之后以线上销售为主，从天猫平台拓展至京东、唯品会，之后伴随着新型的抖音、小红书等新媒体平台不断扩张，2022年公司在抖音平台销售收入达到1.58亿元。未来持续成长可期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	582	856	1,123	1,403	1,748
YOY(%)	31.5	47.1	31.2	24.9	24.6
净利润(百万元)	121	160	225	285	355
YOY(%)	27.4	32.7	40.4	26.8	24.7
毛利率(%)	53.0	54.2	54.9	55.0	55.2
净利率(%)	20.7	18.7	20.0	20.3	20.3
ROE(%)	21.5	22.1	11.7	12.9	13.9
EPS(摊薄/元)	0.30	0.40	0.56	0.70	0.88
P/E(倍)	52.7	39.7	28.3	22.3	17.9
P/B(倍)	11.3	8.8	3.3	2.9	2.5

- **盈利预测及投资建议：**公司从驱蚊业务起家，后拓展婴童护理业务、精油业务，持续拓宽业务线条，上市后公司旗下品牌有助于快速提升知名度和品牌影响力。2024-1-24 公司发布 2023 年业绩预告，预计全年归母净利润约 2.15-2.35 亿元，同比增长 34.34%-46.83%。考虑公司三块业务稳健增长，我们预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.25、2.85、3.55 亿元，对应当前市值（对应 2024-3-7 市值）分别约 28、22 和 18 倍 PE。公司所处的美容护理领域下属各细分赛道成长性有一定差异，可比公司增速也有不同，PE（2023 年）区间约在 20-40 倍，增速相对平稳的珀莱雅、贝泰妮等约在 0.9xPEG，综合考虑公司三块业务成长性，结合当前可比公司估值水平，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济对包括婴童护理、驱蚊及精油领域在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步对公司业绩造成影响。2) 婴童市场收缩，市场竞争激烈：近年来新生儿数量下降，婴童市场存量细分领域可能面临收缩风险，市场竞争程度或将继续提升；3) 新产品研发和推广不及预期、新渠道拓展不力等：目前的婴童市场环境下，新品类、新产品等拓张能力奠定成长基础，且国内渠道更迭相对较快，公司新产品研发及推广可能不达预期，或者新渠道拓展不力。

正文目录

一、 历经十余载，成优质国货品牌.....	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 线上驱动高速增长	6
1.3 三大业务同步发力	7
二、 传统赛道也有新需求.....	8
2.1 公司主营赛道格局相对分散	8
2.2 功效势头渐起，品质需求旺盛	10
三、 多业务抹平季节扰动，持续迭代拓展.....	10
3.1 夏秋驱蚊+冬春护肤，多品类抹平季节性扰动.....	10
3.2 跟踪市场需求，细分功能赛道上不断出彩.....	11
3.3 紧跟渠道变化，始终与消费者同频.....	14
四、 募投项目提升研发生产水平，满足规模扩张需要.....	15
4.1 产能趋于饱和，急需募投项目打破瓶颈	15
4.2 募投项目	16
五、 投资建议	16
六、 风险提示	18

图表目录

图表 1	公司发展历程	5
图表 2	公司股权结构（上市后）	5
图表 3	公司历次增资及股权转让	6
图表 4	公司在电商平台的市场占有率或排名	6
图表 5	公司销售渠道结构（亿元，%）	7
图表 6	公司营收及业绩情况（亿元，%）	7
图表 7	公司利润率水平	7
图表 8	公司期间费用率水平	7
图表 9	公司三大业务营收及同比增速（亿元，%）	8
图表 10	2015-2024 年中国驱蚊杀虫市场规模与增速	8
图表 11	公司及朝云集团杀虫驱蚊业务毛利率水平（%）	8
图表 12	朝云集团家居护理及其细分杀虫驱蚊业务收入情况（亿元）	9
图表 13	2015-2021 年中国婴童市场规模与增速	9
图表 14	公司收入季度分布及增速（亿元，%）	10
图表 15	公司收入季度分布（%）	10
图表 16	公司各系列产品收入占比情况（%）	11
图表 17	过去三年公司主要新推出产品	11
图表 18	公司在研项目情况	12
图表 19	公司细分产品系列毛利率情况（%）	13
图表 20	公司三大产品系列销量（万瓶、万包、万盒）	13
图表 21	公司三大产品系列单价（元/瓶，元/盒，元/包）	13
图表 22	公司产品在京东、天猫两大平台客单价情况（元/人）	14
图表 23	公司销售渠道结构变迁	14
图表 24	公司各平台自营店铺	14
图表 25	公司销售渠道结构（亿元）	15
图表 26	公司线上直销渠道情况（亿元）	15
图表 27	公司线上线下推广情况（万元）	15
图表 28	公司销售费用率及推广费率（%）	15
图表 29	2022 年不同生产方式产量（万瓶、万包等）	16
图表 30	公司三大业务产能利用率情况（%）	16
图表 31	公司募投项目情况	16
图表 32	润本股份盈利预测拆分（亿元）	17
图表 33	可比公司估值比较	17

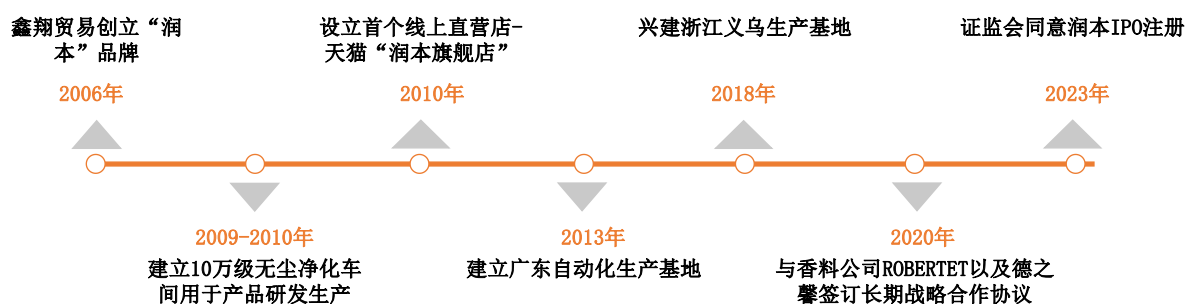
一、 历经十余载，成优质国货品牌

公司成立于 2006 年，成立之初以驱蚊业务作为切入点，不断丰富产品品类，经营领域迅速拓展至更广阔的个护市场。现公司已形成驱蚊、婴童护理、精油三大系列，在细分市场的差异化竞争中具有优势。

1.1 公司发展历程

公司成立以来经历三个阶段的发展：**1) 2006-2012 年品牌初步创立。**公司子公司鑫翔贸易于 2006 年创立“润本”品牌。2010 年公司抓住电子商务蓬勃发展的契机，开设天猫“润本旗舰店”作为首个线上直营店铺。**2) 2013-2018 年公司构建一体化经营模式，逐步积累品牌口碑。**公司依托广州黄埔生产基地，加大研发投入并不断丰富产品结构。同时，公司持续开拓线上销售渠道，实现销售规模快速增长。**3) 2019 年至今公司进一步扩大规模，提升品牌声誉。**公司持续对产品的品质和设计进行升级，满足了消费者多样化的需求。同时，公司在义乌兴建生产基地以扩充产能，从而进一步提高生产供应能力。

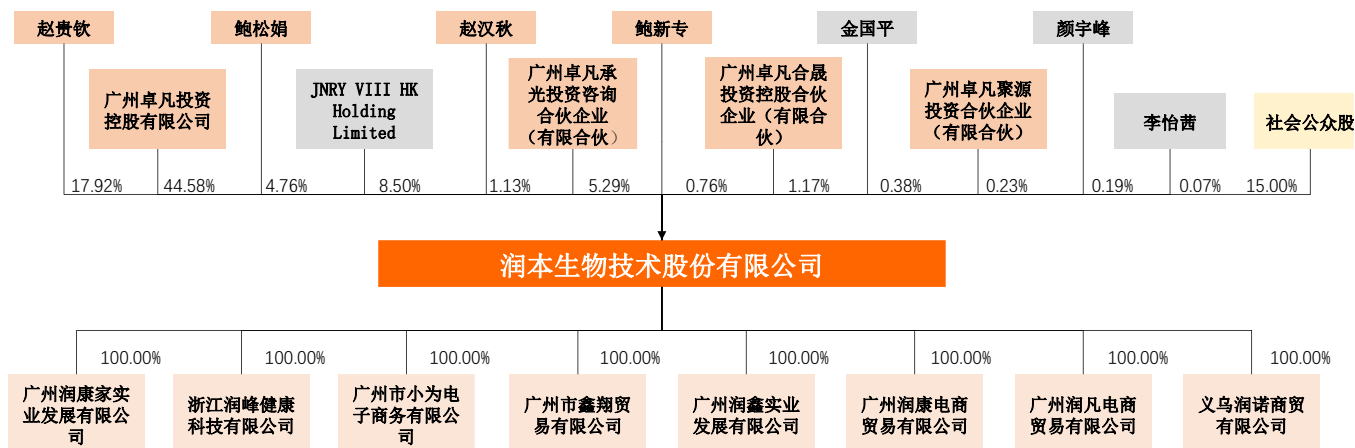
图表1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

公司实际控制人为赵贵钦先生和鲍松娟女士（夫妻关系），分别直接持有公司 17.92%、4.76%的股份，同时又通过卓凡投控间接持股 44.58%。赵贵钦先生和鲍松娟女士在公司成立初期起任高管，有丰富的运营管理经验。

图表2 公司股权结构（上市后）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，平安证券研究所

公司发展至今共经历八次重要的增资/股权变动。2013 年，广东润峰注册 100 万元用于公司设立；2019 年 6 月，公司股东赵贵钦先生和鲍松娟女士共出资 1000 万元用于吸收合并广东润峰；2019 年 12 月，广州润峰连续三次增资，新增卓凡投控和卓凡承光两大股东，用于满足扩大公司规模、调整实际控制人家族财产分配以及股权架构的需要，同时设立卓凡合晟作为员工股权激励平台；2020-2021 年公司连续四次增资，引入金国平、颜宇峰等外来投资人作为股东，同时设立卓凡聚源作为公司第二个员工股权激励平台。

图表3 公司历次增资及股权转让

序号	时间	事项	增资方/受让方	认购/受让 出资/股份	出资方式	入股价格	定价依据	资金来源	增资/转让背景、原因
1	2013.12.30	设立, 注册资本 100 万元	广东润峰	100 万元	货币	1 元/注册资本	按照注册资本实缴 出资定价	广东润峰股东向 广东润峰的实缴出资	广州润峰设立
2	2019.06.28	吸收合并广东 润峰, 注册资 本增加至 1,000 万元	赵贵钦	800 万元	/	1 元/注册 资本	/	股东对广东润峰的 出资	精简公司管理架构、提高管理 效率
			鲍松娟	200 万元	/				
3	2019.12.06	广州润峰第一 次增资	卓凡投 控	3,510 万元	货币	1 元/注册 资本	按照注册资本	卓凡投控股东向卓 凡投控实缴的出资 及提供的借款	基于扩大公司规模、实际控制 人家族内部财产分配及股权架 构调整的需要。其中, 新股东 卓凡投控系赵贵钦、鲍松娟持 股 100% 的企业, 卓凡承光系 赵贵钦与其子女共同持股的企 业, 鲍新专系鲍松娟之兄
			卓凡承 光	420 万元	货币			合伙人向合伙企	
			赵贵钦	712 万元	货币			自有资金	
			鲍松娟	178 万元	货币			自有资金	
			鲍新专	60 万元	货币			自有资金	
4	2019.12.18	广州润峰第二 次增资	卓凡投 控	27 万元	货币	1 元/注册 资本	按照注册资本实缴 出资定价	卓凡投控股东向卓 凡投控实缴的出资 及提供的借款	扩大公司规模, 实际控制人家 族内部财产分配及股权结构调 整的需要
	2019.12.27	广州润峰第三 次增资	卓凡合 晟	93 万元	货币	6.67 元/ 注册资本	按照对公司投后 4 亿元的估值定价	合伙人向合伙企 业的实缴出资	员工股权激励
	2020.11.06	广州润峰第一 次股权转让	赵汉秋	90 万元	货币	1 元/注册 资本	按照注册资本实缴 出资定价	自有资金	家族内部财产分配
5	2020.11.26	润本股份第一 次增资	/	/	资本公 积转增	/	/	/	拟增加公司股本规模
6	2020.12.31	润本股份第二 次增资	金国平	51.00 万股	货币	19.60 元/ 股	按照公司投前估值 20 亿元定价	自有资金	投资人看好公司发展前景
			颜宇峰	25.50 万股	货币	19.60 元/ 股		家庭财产	投资人看好公司发展前景
			卓凡聚 源	30.60 万股	货币	9.80 元/ 股	按照公司投前估值 10 亿元定价	合伙人向合伙企 业的实缴出资	员工股权激励
7	2021.03.24	润本股份第三 次增资	JNRY VIII	1146.3444 万股	货币	19.53 元/ 股	按照公司投前估值 20 亿元定价	股东向 JNRY VIII 的实缴出资	投资人看好公司发展前景, 同 时公司为进一步完善治理结 构, 引入投资人
			李怡茜	9.9994 万 股	货币	19.53 元/ 股		自有资金	
8	2021.12.23	润本股份第四 次增资	/	/	资本公 积转增	/	/	/	拟增加公司股本规模

资料来源: 公司招股说明书, 平安证券研究所

1.2 线上驱动高速增长

公司抓住电子商务的蓬勃发展契机, 以线上销售为主。随着互联网新媒体的进一步发展, 公司与天猫、京东、唯品会等主流电商平台深入合作, 并结合抖音、小红书等新媒体平台进行推广营销, 不断完善线上销售模式。公司产品在天猫、京东、抖音等平台均保持不错的市场占有率。根据公司招股说明书, **2020-2022 年公司蚊香液产品在天猫平台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” 京东自营官方旗舰店销售额在京东 “618” 活动中连续三年在母婴用品之洗护用品榜单前二。公司充分发挥研产销一体化优势, 正快速成长为优质国货品牌。2019-2022 年公司线上渠道 (包含线上直销, 线上平台经销和代销) 对销售收入的直接贡献为 2.08/3.49/4.52/6.68 亿元, 占总营收的比例均维持在 75% 以上。**

图表4 公司在电商平台的市场占有率或排名

平台	市占率/排名
天猫	报告期内公司蚊香液产品销售额占比分别达到 16.42%、18.32% 和 19.99%, 连续三年排名第一
	2022 年天猫 “618” 活动 “婴童用品” 类目排名前三

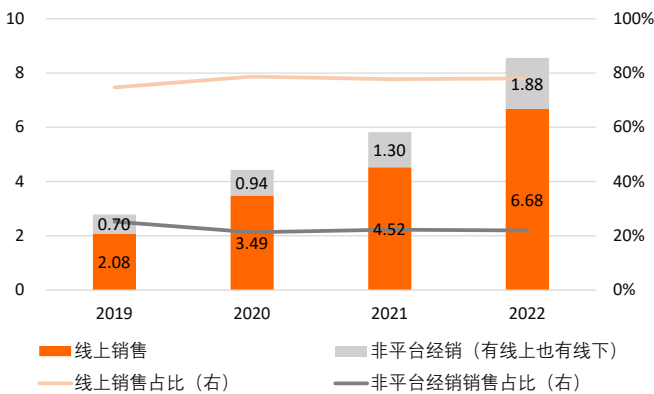
京东	2020年-2022年，“润本”京东自营官方旗舰店销售额在京东“618”活动月中连续三年名列母婴用品之洗护用品品牌前二 “蚊香液”搜索结果按销量排序排名第一
抖音	抖音2022年“618”活动“婴童用品”排名前三 2023年抖音好物年货节“婴童用品”类目店铺排名第二
拼多多	“润本”品牌店铺分别位列拼多多“防蚊水店铺榜口碑榜”第一、“蚊香液店铺榜口碑榜”第一

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

注：排名指标主要依据电商平台公开的特定活动排名数据

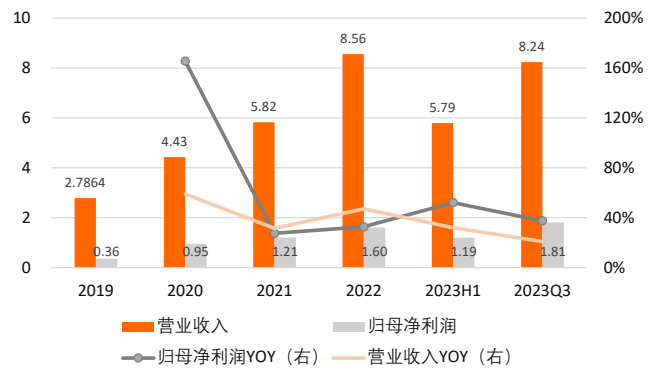
线上业务的高速发展驱动公司业绩增长。2022年公司营业收入和归母净利润分别为8.56亿元、1.60亿元，分别同比增长47.06%，32.66%。

图表5 公司销售渠道结构（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

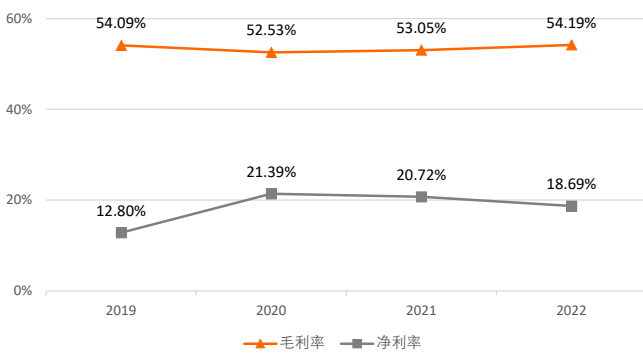
图表6 公司营收及业绩情况（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书，公司2023年中报、三季报，平安证券研究所

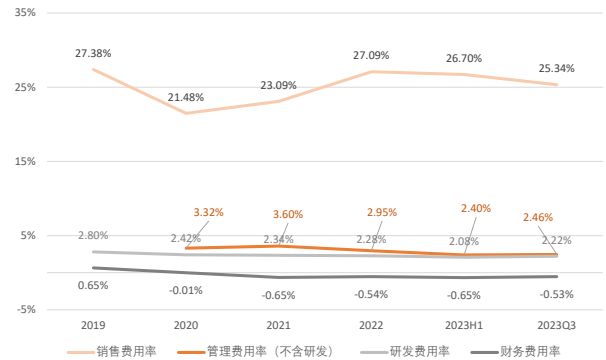
公司盈利能力总体稳定，销售费用率有所提升。公司2019至2022年毛利率始终维持在50%-55%，毛利率水平稳定；近两年公司加大线上推广力度使得推广费用增加，从而推动整体销售费用率上升。

图表7 公司利润率水平



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表8 公司期间费用率水平



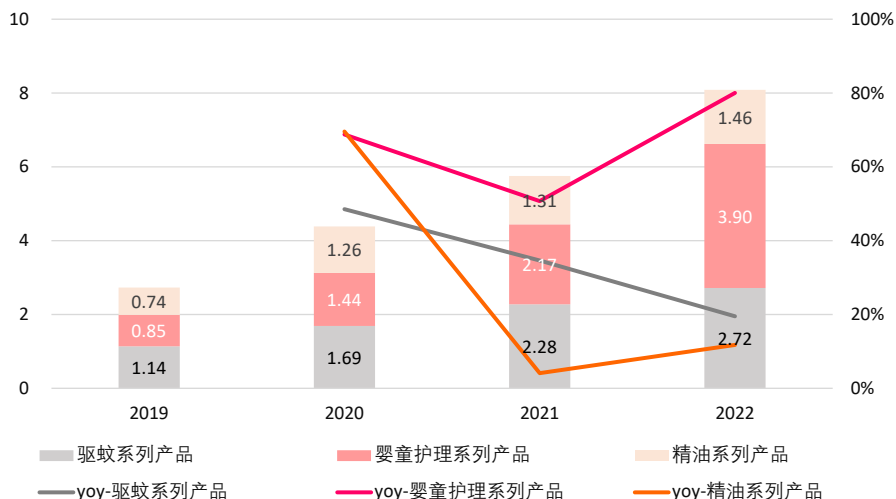
资料来源：公司招股说明书，公司2023年中报、三季报，平安证券研究所

1.3 三大业务同步发力

公司主营业务按照产品类型可分为：驱蚊系列、婴童护理系列、精油系列。三大系列产品为公司营业收入主要来源；2020-2022年，驱蚊、婴童护理、精油三大产品总销售收入占营业收入比重分别为99.08%、98.87%、94.51%，其中驱蚊系列产

品和婴童护理产品占比较大，共占比约 80%；2022 年驱蚊、婴童护理、精油三大业务营收分别达到 2.72 亿元、3.90 亿元、1.46 亿元。其中婴童护理业务收入 2020 至 2022 年连续三年保持高速增长，同比增速分别为 68.78%，50.75%，80.03%。

图表9 公司三大业务营收及同比增速（亿元，%）



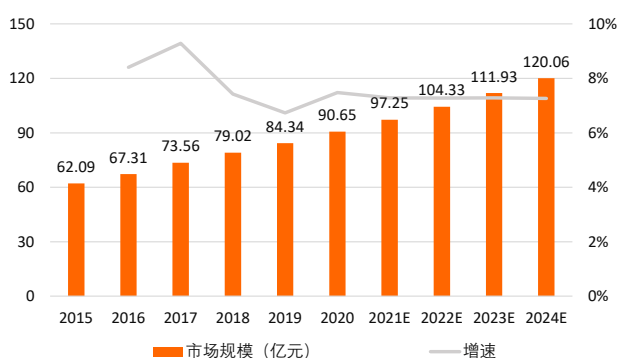
资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

二、传统赛道也有新需求

2.1 公司主营赛道格局相对分散

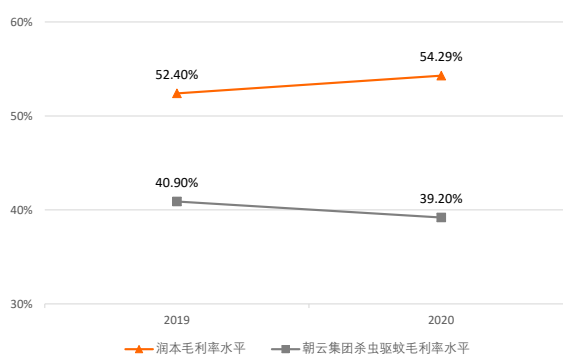
驱蚊行业相对传统，我国驱蚊市场持续稳定增长。根据灼识咨询数据，我国驱蚊杀虫市场零售额由 2015 年的 62.09 亿元增至 2019 年的 84.34 亿元 (cagr=7.96%)，预计 2024 年上升至 120.06 亿元 (2020-2024 年 cagr=7.28%)。根据朝云集团招股书，我国儿童适用杀虫驱蚊市场规模由 2015 年的 3.85 亿元上升至 2019 年的 9.00 亿元，并预计于 2024 年上升至 21.7 亿元。

图表10 2015-2024 年中国驱蚊杀虫市场规模与增速



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表11 公司及朝云集团杀虫驱蚊业务毛利率水平 (%)



资料来源：公司招股说明书，朝云集团聆讯后资料集，朝云集团 2020 年报，平安证券研究所

驱蚊市场整体规模相对较小，公司驱蚊业务收入在 2022 年为 2.7 亿元。行业内也有上海家化旗下六神、朝云集团旗下超威等知名品牌。六神花露水无具体销售数据和利润率情况。据朝云集团聆讯资料集，2019 年其杀虫驱蚊业务销售额为 8.76 亿元 (占比朝云集团总收入的 63%，占朝云集团家居护理业务收入比例为 67%)，2020 年报显示当年杀虫驱蚊业务收入为

9.96 亿元 (占总收入比例 58.5%，占家居护理业务收入比例为 63.8%)。朝云集团 2020 年后不再单独披露杀虫驱蚊业务收入情况，2022 年年报披露家居护理业务 (含杀虫驱蚊、家居清洁及空气护理) 收入为 12.97 亿元，考虑朝云集团旗下杀虫驱蚊以外业务快速成长，杀虫驱蚊业务收入比例稳中有降，我们测算杀虫驱蚊业务在总收入占比于 2021、2022 年分别为 55.0% 和 54.0%，对应杀虫驱蚊业务在家居护理业务中占比约 6 成左右，则 2022 年杀虫驱蚊业务收入约 7.8 (=12.97*60%) 亿元，预计其杀虫驱蚊业务体量目前仍高于公司驱蚊业务收入。据朝云集团聆讯后资料集及 2020 年报，2019、2020 年朝云集团旗下驱蚊业务毛利率分别为 40.90%，39.20%，低于公司驱蚊业务毛利率水平。

图表 12 朝云集团家居护理及其细分杀虫驱蚊业务收入情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总收入	13.46	13.50	13.83	17.02	17.69	14.42
家居护理收入	13.28	13.31	13.00	15.61	16.08	12.97
杀虫驱蚊业务收入	9.20	9.36	8.76	9.96	9.73	7.79
杀虫驱蚊业务收入/总收入	68.4%	69.4%	63.3%	58.5%	55.0%	54.0%
杀虫驱蚊业务收入/家居护理收入	69.3%	70.4%	67.4%	63.8%	60.5%	60.0%

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

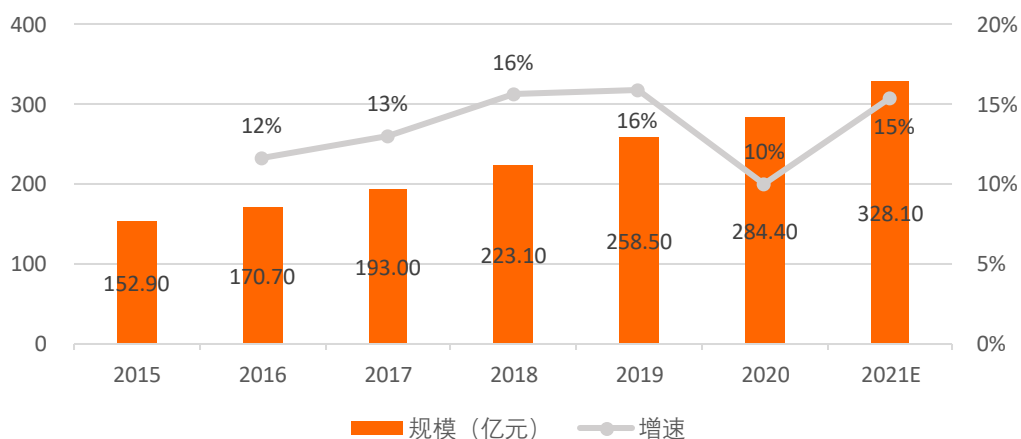
注：根据前期趋势假设 2021、2022 年朝云集团旗下杀虫驱蚊业务占总收入的比例约 55% 和 54% 左右，计算杀虫驱蚊业务家居护理收入约 60% 左右。

据彩虹集团 2022 年报，其家用卫生杀虫用品系列 2022 年收入为 4.02 亿元，收入占比 34.18%，毛利率 40.88% (相比 2021 年 -0.87pct)。

公司在驱蚊市场外，不断拓展婴童护肤业务及精油业务。

随着年轻一代父母对品质生活的追求和电商渠道的普及，婴童护理行业实现了快速增长。根据欧睿国际数据，2015-2019 我国婴童护理行业始终保持快速稳定增长，2021 年婴童护理 (Baby and Child-specific Products) 领域市场规模约 50 亿美元。除润本品牌外，国内婴童护肤市场主要品牌还有上海家化旗下启初、上美集团旗下红色小象、贝泰妮旗下的薇诺娜宝贝 (Winona Baby)、天津郁美净等，行业非常分散。2022 年公司婴童护理产品收入 3.9 亿元，根据公司招股书，公司婴童业务整体市场份额约 1.9%，在线上渠道的市场份额约为 4.2%；同期贝泰妮 2022 年报显示旗下薇诺娜宝贝 (Winona Baby) 2022 年收入 1.01 亿元，上美 2022 年报中披露红色小象在 2022 年收入同比下滑 24.8% 至 6.55 亿元 (上海疫情影响较重。2021 年收入为 8.71 亿元)。

图表 13 2015-2021 年中国婴童市场规模与增速



资料来源：灼识咨询、欧睿国际，朝云集团招股书，平安证券研究所

精油行业为新兴行业，在快速成长阶段。据中研普华产业研究院数据显示，2017-2021年中国植物精油行业市场规模逐年扩大，2019年市场规模达到69.4亿元，同比增长21.54%；2020年市场规模达到80.25亿元，同比增长15.63%。2022年公司精油业务收入增长至1.46亿元。

2.2 功效势头渐起，品质需求旺盛

近年来可选消费的各项细分中功效势头兴起，如功效性/功能性护肤品，敏感肌产品等，公司涉足的驱蚊和婴童护理领域同样注重功效，同时也更加看中温和、安全、差异化。

驱蚊行业近年来一方面户外可携带驱蚊产品快速增长——根据灼识咨询数据，其零售额2015年-2019年的年均复合增长率达7.96%；另一方面温和、专业、个性化需求旺盛，电热蚊香片、电热蚊香液、驱蚊液等温和、环保类驱蚊产品逐步替代第一代有机磷类、有机氯类以及第二代早期产品盘式蚊香等化学防治驱蚊产品。

年轻一代父母的精致育儿理念下，婴童护理产品快速增长；同时婴童皮肤发育尚未完全、皮肤耐受力也不同于成人，产品方面也格外追求安全无害、温和、安心。

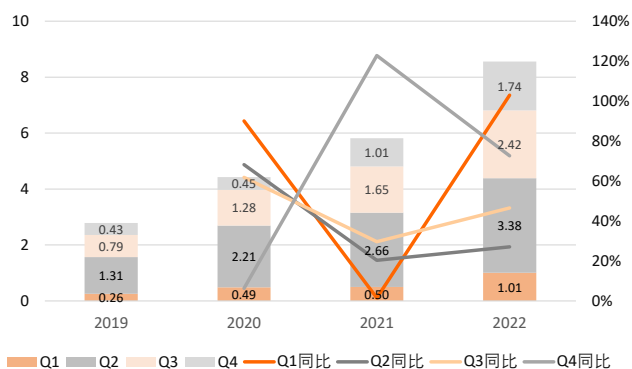
三、多业务抹平季节扰动，持续迭代拓展

公司秉承“为消费者美好健康生活创造价值”的企业使命，深耕家居个人生活领域，坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，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和痛点，丰富品类。

3.1 夏秋驱蚊+冬春护肤，多品类抹平季节性扰动

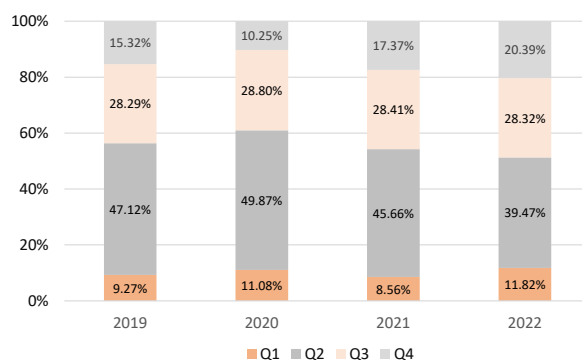
公司从驱蚊产品起家建立“润本”品牌，不过驱蚊行业有较为明显的季节性，公司过往收入也呈现出季节差异，驱蚊系列产品收入占比较大时季节性差异更大。2022年公司Q2收入占比降至约4成（2020年为约50%），Q4收入占比提升至20%（2020年对应为10%）。

图表14 公司收入季度分布及增速（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

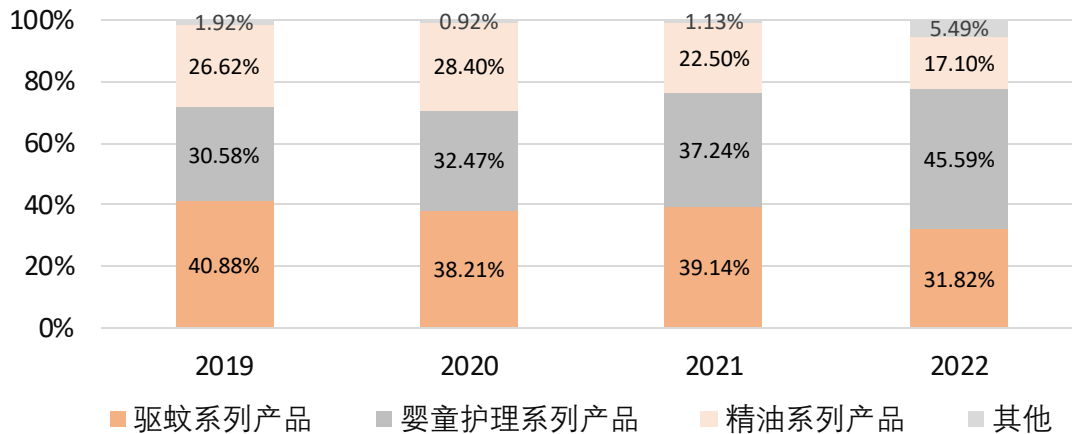
图表15 公司收入季度分布 (%)



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

公司通过拓展婴童护肤系列、精油产品来抹平驱蚊行业的淡旺季差异，同时构建第二增长曲线。2022年公司婴童护理系列收入首次超过驱蚊产品系列，收入占比达到45.59%。

图表16 公司各系列产品收入占比情况 (%)



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

3.2 跟踪市场需求，细分功能赛道上不断出彩

公司以新一代驱蚊产品切入消费者生活，根据细分市场需求，持续升级产品的包装、配方和原料等，不断完善产品规格型号。主要产品均有明确功效：驱蚊、防皴、舒缓等，品牌核心定位安全、温和、有效，截止目前并无进入营销属性更重的成人化妆品领域。

图表17 过去三年公司主要新推出产品

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

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

公司在驱蚊、婴童护理两大领域有多项在研项目。驱蚊产品研发的切入点主要在于原料的创新性和安全性，而婴童护理产品研发的切入点主要在于低刺激性、舒缓作用等方面。

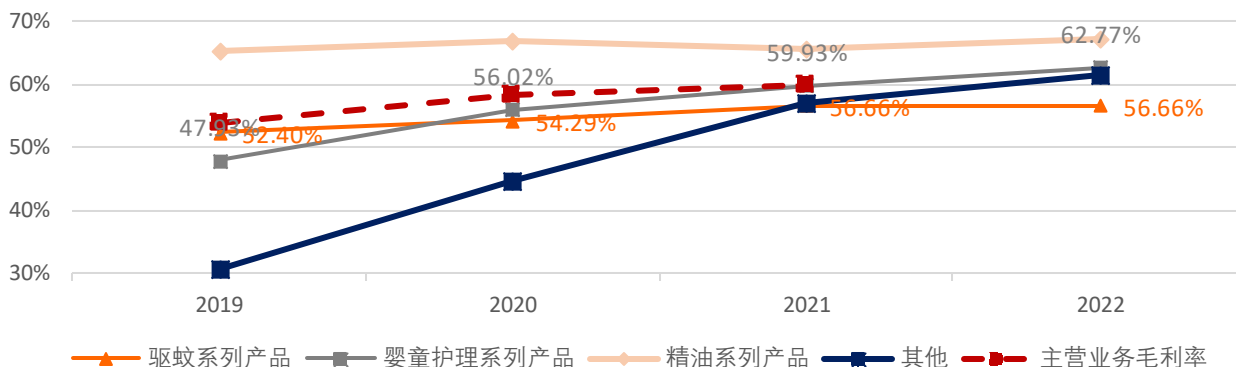
图表18 公司在研项目情况

序号	项目名称	所处阶段	拟达到目标	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	配方已经完成	制备安全性高、持久性好、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、与同行业企业大部分的凝胶相比,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
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。 3、儿童防晒产品需要通过稳定性测试、动物毒理测试、斑贴测试、SPF和PA等一系列测试,测试合格后才可上市销售。
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	大批量生产阶段	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物,并形成专利。	1、蚊虫叮咬时常伴随瘙痒和红肿症状,而婴童的反复抓挠容易导致皮肤破损发炎,甚至出现过敏反应。因此,在婴童被蚊虫叮咬后,急需快速缓解婴童瘙痒、红肿症状。 2、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,直接从源头阻断瘙痒感,达到快速止痒的效果;若添加抗炎和退红的活性物,还能起到消肿的效果。
7	羟哌酯驱蚊产品的开发及应用	已经在申报药登记证	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,对人和环境更安全。 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。

资料来源:公司招股说明书,平安证券研究所

公司研发并推出的驱蚊喷雾、卫生湿巾、皴裂膏、精油香圈等满足新一代消费者需求的新品用于丰富产品品类，获取细分领域市场竞争优势。这一有效丰富产品矩阵的举措使得公司产品具有一定的市场竞争力，从而推动公司各类产品毛利率处于高位并持续提升。

图表19 公司细分产品系列毛利率情况 (%)

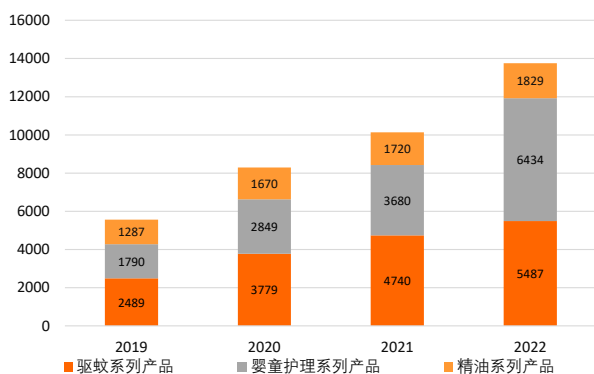


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

注：为和分品类统一，主营业务毛利率不含物流费及包装费，因此与财务报表口径毛利率不一致

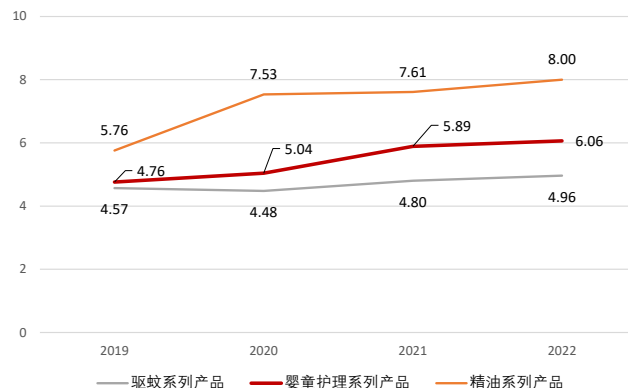
公司驱蚊系列产品单价保持稳定，而婴童护理系列和精油系列产品单价逐年增加；在销量方面，驱蚊、婴童护理、精油三大系列产品销量逐年增加，在 2022 年分别达到 5487，6434，1829 万瓶/万包/万盒。而婴童护理产品在单价和销量两个指标上均展现出强劲活力，在三大业务中表现突出。

图表20 公司三大产品系列销量 (万瓶、万包、万盒)



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

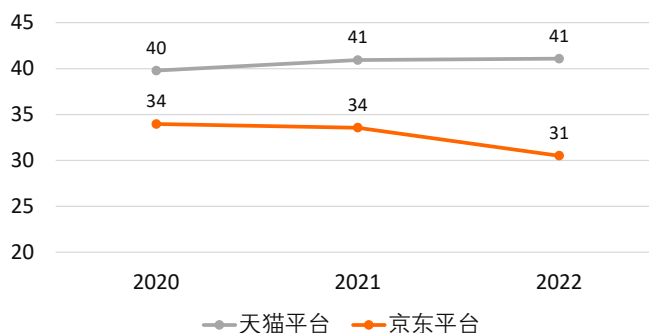
图表21 公司三大产品系列单价 (元/瓶, 元/盒, 元/包)



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

公司在天猫平台销售客单价约为 40 元，在京东平台销售客单价约为 30 元。

图表22 公司产品在京东、天猫两大平台客单价情况（元/人）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所 注：客单价=总收入/当年购买人数

3.3 紧跟渠道变化，始终与消费者同频

“润本”品牌由公司子公司鑫翔贸易创立于**2006年**，起初以线下经销模式为主，2010年公司开设首个线上直营店铺——天猫“润本旗舰店”。2013-2018年公司收购广州黄埔生产基地，加大研发，丰富产品结构，夯实润本品牌，**渠道方面转变为以线上为主、线下为辅的销售结构**，持续开拓包括天猫、京东在内的多个线上销售渠道。2019年开始公司持续升级产品品质和设计、完善产品规格和型号，在浙江义乌新建生产基地，提高产业链供应能力。

图表23 公司销售渠道结构变迁



资料来源：公司招股说明书，公司官网，平安证券研究所

图表24 公司各平台自营店铺

销售平台	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
	润本润康专卖店	2021年1月，2023年2月关店
京东平台	润本润康专卖店	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1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	2019年8月，2021年8月关店
	润本家清官方旗舰店	2021年9月

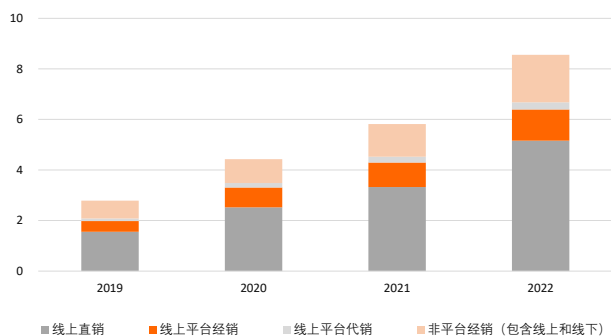
润本居家日用官方旗舰店

2022年6月

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

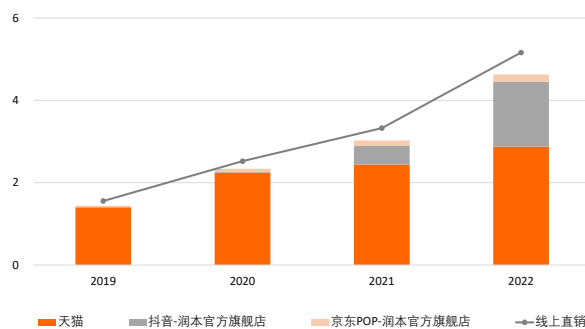
2020年疫情以来，诸多细分可选消费线上占比快速提升，特别是以抖音为代表的直播业态增长迅猛。公司以线上推广为主，主要投放在天猫、京东、抖音、拼多多等。天猫、京东平台直营店铺的年购买用户数由2019年537.95万人增至2022年1,041.22万人，年复合增长率为24.62%；公司也开拓了抖音、快手、小红书等新型电商平台，2022年公司在抖音渠道销售金额达到1.58亿元。

图表25 公司销售渠道结构（亿元）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

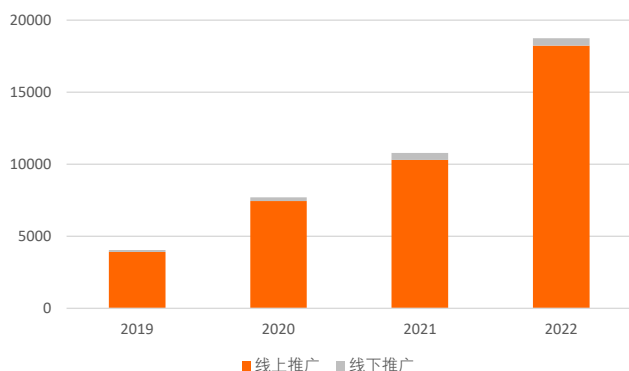
图表26 公司线上直销渠道情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

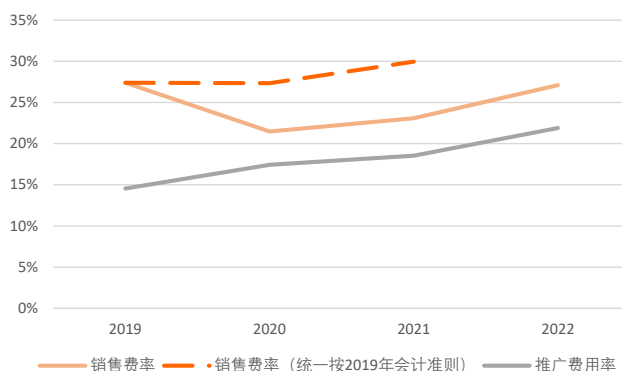
2020-2022年公司一方面加大促销推广和新品培育，另外2021、2022年加大了对抖音平台的推广力度和线下推广活动（线下采用地铁广告形式推广品牌，2022年线下推广费515.55万元，占总体投放的2.75%；其中地铁广告费用为465.77万元），销售费用率有所提升。

图表27 公司线上线下推广情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表28 公司销售费用率及推广费率（%）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

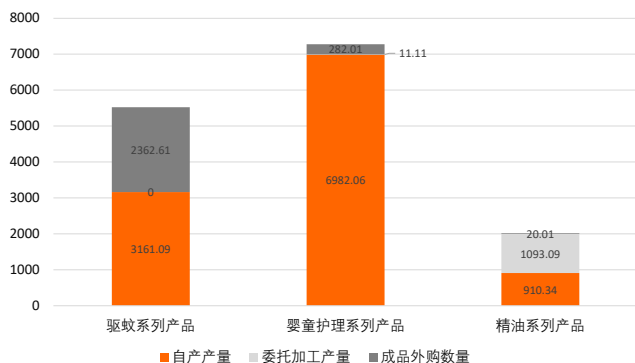
2019年公司销售费用率为27.38%，包含与销售直接相关的包装费、运输费，2020年起公司执行新收入准则（与销售直接相关的包装费、运输费调至主营业务成本），2020-2021年销售费用率为21.48%、23.09%，如还原与2019年同口径，2019-2021年销售费用占营业收入的比例分别为27.38%、27.35%和29.96%。

四、募投项目提升研发生产水平，满足规模扩张需要

4.1 产能趋于饱和，急需募投项目打破瓶颈

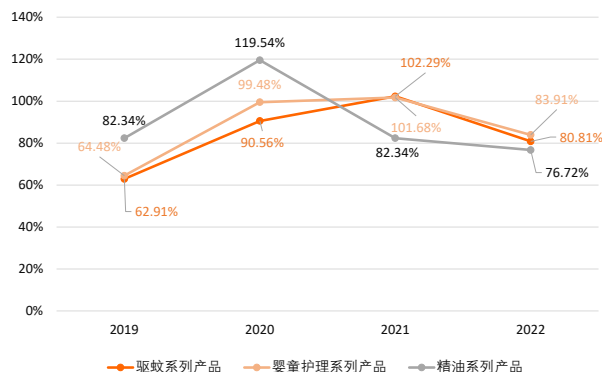
公司当前各项业务规模持续增长，而生产和设施并没有随之拓展升级，导致公司产能持续承压，产能利用率保持高位。其中驱蚊系列产品和婴童护理系列产品在 2021 年的产能利用率已超过 100%。2021 年 Q4 浙江义乌新厂完工并开始逐步试生产，2022 年公司三大产品利用率均降低到 100% 以下，产能利用率得到初步缓解。

图表29 2022年不同生产方式产量（万瓶、万包等）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表30 公司三大业务产能利用率情况（%）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

4.2 募投项目

公司 IPO 发行股份 6069 万股，募投资金将投资于黄埔工厂研发及产业化、渠道建设与品牌推广、信息系统升级建设、补充流动资金。黄埔工厂研发及产业化项目计划投资 3.69 亿元，拟在三年后建成新生产车间并配备先进的研发设施，以提升公司个人护理类产品产能；渠道建设与品牌推广项目计划投资 3.44 亿元，拟在五年后建成线上线下推广相结合的新营销渠道并通过新媒体扩大品牌辐射；信息系统升级项目计划投资 9000 万元，拟在三年后完成营销数字化平台、信息平台建设、企业 5G 应用三大细分项目的落地。募投项目的实施将助力公司缓解产能瓶颈、提升研发能力、加强品牌推广、提升运营效率及管理水平，从而满足公司目前不断增长经营规模的发展需要。

图表31 公司募投项目情况

序号	项目名称	拟使用募集资金金额（万元）	预计建设周期（年）	项目概况
1	黄埔工厂研发及产业化项目	36,881	3	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
2	渠道建设与品牌推广项目	34,391	5	拟用于公司开展线上线下渠道建设，拓展公司产品销售的辐射区域，通过广告投放、新媒体等方式实现品牌扩张
3	信息系统升级建设项目	9,000	3	包含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。项目的实施有助于提高公司的运营效率和综合服务能力，从而进一步提升公司的市场竞争力
4	补充流动资金	10,000		保证公司日常生产经营活动的顺利开展，满足业务增长与业务战略布局所带来的流动资金需求
合计		90,272		

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

五、投资建议

我们测算公司驱蚊系列产品稳定增长（预计未来三年均约 15% 左右增速），婴童业务处于快速成长期（预计未来三年增长约 40%、30%、30%），另外精油业务体量尚小（预计未来三年约 23%、20%、20% 左右增长）。

图表32 润本股份盈利预测拆分（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2.78	4.43	5.82	8.56	11.23	14.03	17.48
yoy		58.96%	31.46%	47.04%	31.26%	24.93%	24.61%
毛利率（新会计准则）		52.53%	53.05%	54.19%	54.91%	55.05%	55.19%
毛利（各细分业务毛利合计额，旧会计准则，成本中不包含物流费和包装费）	1.51	2.58	3.49	5.27	7.01	8.78	10.96
毛利率（旧会计准则，成本中不包含物流费和包装费）	54.06%	58.38%	59.90%	61.53%	62.41%	62.55%	62.69%
驱蚊系列产品							
收入	1.14	1.69	2.28	2.72	3.13	3.60	4.14
yoy		48.55%	34.66%	19.54%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	52.40%	54.29%	56.66%	56.66%	57.00%	57.00%	57.00%
婴童护理系列产品							
收入	0.85	1.44	2.17	3.90	5.50	7.15	9.30
yoy		68.8%	50.8%	80.0%	41.0%	30.0%	30.0%
毛利率	47.93%	56.02%	59.93%	62.77%	65.00%	65.00%	65.00%
精油系列产品							
收入	0.74	1.26	1.31	1.46	1.80	2.16	2.59
yoy		69.58%	4.15%	11.78%	23.00%	20.00%	20.00%
毛利率	65.33%	67.04%	65.61%	67.29%	65.00%	65.00%	65.00%
其他							
收入	0.05	0.04	0.07	0.47	0.80	1.12	1.46
yoy		-23.42%	60.54%	615.47%	70.38%	40.00%	30.00%
毛利率	30.80%	44.70%	57.21%	61.58%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

注：根据公司招股书，各细分业务毛利率均统一按照旧会计准则处理，即物流费及包装费未计入营业成本，而是计入了销售费用。公司2023年8月招股说明书中更新了2020-2022年新会计准则下的毛利率水平。

公司从驱蚊业务起家，后拓展婴童护理业务、精油业务，持续拓宽业务线条，上市后公司旗下品牌有助于快速提升知名度和品牌影响力。2024-1-24 公司发布 2023 年业绩预告，预计全年归母净利润约 2.15-2.35 亿元，同比增长 34.34%-46.83%。考虑公司三块业务稳健增长，我们预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.25、2.85、3.55 亿元，对应当前市值（对应 2024-3-7 市值）分别约 28、22 和 18 倍 PE。公司所处的美容护理领域下属各细分赛道成长性有一定差异，可比公司增速也有不同，PE（2023 年）区间约在 20-40 倍，增速相对平稳的珀莱雅、贝泰妮等约在 0.9xPEG，综合考虑公司三块业务成长性，结合当前可比公司估值水平，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表33 可比公司估值比较

	可比公司	市值/亿元	2022 年净利润/亿元	2023 年净利润预期/亿元	2023 年净利润增速预期	PE-2023E	PEG (PE-2023E/G-2023)	PE-2024E	PE-2025E
300957	贝泰妮	267.50	10.51	12.88	22.48%	20.8	0.9	16.5	13.2
688363	华熙生物	290.21	9.71	5.87	-39.50%	49.4	-1.3	29.0	23.8

603605	珀莱雅	367.48	8.17	11.18	36.77%	32.9	0.9	26.0	21.1
02145	上美股份	163.99	1.47	4.40	199.11%	37.3	0.2	27.9	22.1
	可比公司平均	-		-		35.1	0.9	24.9	20.1
603193	润本股份	63.52	1.60	2.25	40.37%	28.3	0.7	22.3	17.9

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

注1：市值指标更新至20240307。

注2：2023年净利润预期中华熙生物已披露业绩快报，上美股份披露正面盈利预告（预计2023年公司拥有人应占利润介于4.2-4.6亿元，此处取中值）；其余除润本股份外，可比公司净利润预期来自wind一致预测。

注3：可比公司PEG平均指标项由于华熙生物、上美股份增速特殊，以贝泰妮和珀莱雅计算。

六、风险提示

1. 宏观经济波动：

宏观经济对包括婴童护理、驱蚊及精油领域在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步对公司业绩造成影响。

2. 婴童市场收缩，市场竞争激烈：

近年来新生儿数量下降，婴童市场存量细分领域可能面临收缩风险，市场竞争程度或将继续提升。

3. 新产品研发和推广不及预期、新渠道拓展不力等：

目前的婴童市场环境下，新品类、新产品等拓张能力奠定成长基础，且国内渠道更迭相对较快，公司新产品研发及推广可能不达预期，或者新渠道拓展不力。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	510	1,762	2,117	2,550
现金	368	1,596	1,912	2,297
应收票据及应收账款	1	4	5	7
其他应收款	6	5	6	7
预付账款	8	13	17	21
存货	103	116	144	179
其他流动资产	24	28	33	39
非流动资产	315	269	223	177
长期投资	0	0	0	0
固定资产	272	230	188	146
无形资产	19	16	13	10
其他非流动资产	24	23	22	21
资产总计	825	2,031	2,341	2,727
流动负债	97	108	135	167
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	48	60	74	93
其他流动负债	49	48	60	75
非流动负债	6	4	3	1
长期借款	5	4	2	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	103	113	137	168
少数股东权益	0	0	0	0
股本	344	405	405	405
资本公积	103	1,013	1,013	1,013
留存收益	276	501	785	1,141
归属母公司股东权益	723	1,918	2,203	2,558
负债和股东权益	825	2,031	2,341	2,727

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	165	249	291	352
净利润	160	225	285	355
折旧摊销	20	46	46	46
财务费用	-5	-6	-26	-32
投资损失	-2	-5	-3	-5
营运资金变动	-6	-13	-12	-15
其他经营现金流	-2	3	1	2
投资活动现金流	10	2	2	3
资本支出	41	-0	0	0
长期投资	48	0	0	0
其他投资现金流	-80	2	2	3
筹资活动现金流	-9	976	24	30
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-3	-2	-2	-2
其他筹资现金流	-7	978	26	32
现金净增加额	165	1,227	317	385

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	856	1,123	1,403	1,748
营业成本	392	506	631	783
税金及附加	9	12	15	19
营业费用	232	303	383	481
管理费用	25	33	39	49
研发费用	20	26	32	40
财务费用	-5	-6	-26	-32
资产减值损失	-1	-3	-3	-4
信用减值损失	-0	-0	-0	-0
其他收益	2	8	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	5	3	5
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	186	259	333	413
营业外收入	2	5	2	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	188	264	335	418
所得税	28	40	50	63
净利润	160	225	285	355
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	160	225	285	355
EBITDA	203	304	355	433
EPS (元)	0.40	0.56	0.70	0.88

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	47.1	31.2	24.9	24.6
营业利润(%)	31.9	39.6	28.4	24.0
归属于母公司净利润(%)	32.7	40.4	26.8	24.7
获利能力				
毛利率(%)	54.2	54.9	55.0	55.2
净利率(%)	18.7	20.0	20.3	20.3
ROE(%)	22.1	11.7	12.9	13.9
ROIC(%)	42.1	49.2	60.6	76.3
偿债能力				
资产负债率(%)	12.5	5.5	5.9	6.2
净负债比率(%)	-50.2	-83.0	-86.7	-89.8
流动比率	5.3	16.3	15.7	15.2
速动比率	4.0	14.9	14.3	13.9
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	716.8	256.7	256.7	256.7
应付账款周转率	8.2	8.5	8.5	8.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.56	0.70	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.62	0.72	0.87
每股净资产(最新摊薄)	1.79	4.74	5.45	6.32
估值比率				
P/E	39.7	28.3	22.3	17.9
P/B	8.8	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	29.9	16.0	12.9	9.8

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层