

# 驱蚊赛道国货龙头，婴童护理业务打开增长空间

2024年03月20日

➤ **润本股份：驱蚊&个护行业领先企业，定位驱蚊+婴童细分赛道实现差异化竞争。** 润本品牌创立于2006年，主要从事驱蚊和个护产品的研发、生产和销售。公司把握新零售时代发展机遇，发挥研产销一体化优势，成功打造出驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列。根据公司招股书，22年公司驱蚊产品在驱蚊市场的份额约5.0%，婴童护理产品在婴童护理市场份额约1.9%，公司在驱蚊和婴童护理细分行业较分散的市场竞争格局下均取得较高的市占率，市场认可度较高。23年公司在上交所主板上市，计划使用9.03亿元募资建设新工厂和品牌渠道等，募投项目完成有望进一步提升公司竞争力。

➤ **驱蚊/婴童护理行业稳健增长，儿童消费市场贡献主要动力。** 1) **驱蚊杀虫行业：**灼识咨询数据显示，我国驱蚊杀虫行业市场规模从17年的51.8亿元增至22年的74.6亿元，对应CAGR为7.6%；2027年市场规模有望达101.7亿元，对应22-27年CAGR为6.4%。近年来，母婴群体对安全、温和性的驱蚊用品的需求增加带动儿童驱蚊市场快速发展，华经产业研究院数据显示，我国儿童驱蚊消费市场规模从16年的3.9亿元增至19年的9.0亿元，24年有望达21.7亿元。竞争格局方面，中国驱蚊杀虫行业竞争格局较为稳定，12-21年我国驱蚊杀虫市场CR5~60%。2) **婴童护理行业：**欧睿数据显示，08-19年，中国婴童护理市场规模从54.2亿元增至258.5亿元，对应CAGR为15.3%；20年受新冠疫情、生育率下滑等多因素影响，婴童护理行业市场规模增速略有下滑；中长期来看，受益于国民收入水平持续提高、精细化育儿意识提升等因素驱动，中国婴童护理市场规模有望在27年达到490.7亿元，对应22-27年CAGR为9.7%。竞争格局方面，在国内新兴品牌快速成长以及外资品牌的加入下，我国婴童护理市场行业竞争加剧，行业集中度降低，欧睿数据显示，13-22年我国婴童护理市场CR5从43.3%降至16.3%，CR10从53.5%降至26.2%。我国婴童护理市场目前处于增长阶段且呈现多元化、精细化发展趋势，行业格局尚未稳定，短期看竞争格局将随入局者的增加进一步分散。

➤ **“丰富产品矩阵+全渠道销网布局+重研发与促产能”，公司护城河持续拓宽。** 1) **产品矩阵持续丰富，满足消费者多样化需求：**公司坚持“大品牌、小品类”战略，以驱蚊作为市场切入点，迅速拓展至更为广阔的婴童护理及精油市场，推出驱蚊喷雾、卫生湿巾、皴裂膏、精油香圈等新型产品，持续拓宽消费客群；同时产品原料合作默克、德之馨等国际知名供应商，定价卡位0~60元的高性价比价格带，具备较强的产品竞争力。2) **线上“种草-直播-销售”+线下布局完善，打造全渠道销售网络：**公司开拓天猫、京东等传统线上平台以及抖音、拼多多、快手等新兴平台进行产品销售，通过小红书进行内容“种草”，辅以抖音达人、天猫超头主播等带货，品牌知名度迅速提升的同时线上渠道收入持续增长，20-22年公司线上渠道收入贡献度分别为78.7%、77.7%、78.0%；未来，公司将继续以线上销售为主，积极增加商超、百货商店等线下实体店的合作家数，线上线下融合发展，实现对消费者群体全方位覆盖。3) **重视研发布局夯实产品基础，自建生产基地保障产能：**公司重视产品研发和技术创新，截至22年末，公司开发6项自研技术，储备9余项研发项目，全方位赋能产品推陈出新。同时，公司自建广州、义乌两大生产基地，打造56条自动化生产线，实现80%+的产品可自行生产，快速响应客户需求。

➤ **投资建议：**公司坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，通过深耕细分市场实现差异化竞争，目前已在驱蚊市场和婴童护理市场建立起良好的知名度和市场认可度，未来有望通过持续提升的研发能力和生产力、不断完善的渠道结构，推进新产品的上市和销售，驱动公司收入稳健提升，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为2.16、2.89、3.61亿元，同比增速分别为35.0%、33.9%、24.9%，3月20日收盘价对应PE为31X、23X、19X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**电商平台销售相对集中；新品研发不及预期；募投项目进展不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	856	1,110	1,400	1,733
增长率(%)	47.1	29.7	26.1	23.8
归属母公司股东净利润(百万元)	160	216	289	361
增长率(%)	32.7	35.0	33.9	24.9
每股收益(元)	0.40	0.53	0.72	0.89
PE	42	31	23	19
PB	9.4	3.5	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年3月20日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

16.71元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

# 目录

<b>1 润本股份：国内驱蚊&amp;个护行业领先企业，定位细分赛道实现差异化竞争</b>	<b>3</b>
1.1 公司概况：坚持“大品牌、小品类”战略深挖细分市场，“研产销一体化”模式打造品牌护城河	3
1.2 股权结构：实控人合计控股 73%，股权结构集中稳定	4
1.3 管理团队：核心管理层从业经验丰富，赋能公司发展	4
1.4 主营业务：以驱蚊类和个人护理类产品为核心，线上渠道引领发展	5
1.5 募资用途：主要用于新工厂建设和品牌渠道建设	7
<b>2 行业概况：驱蚊/婴童护理行业稳健增长，儿童消费市场贡献主要动力</b>	<b>9</b>
2.1 驱蚊杀虫行业：驱蚊产品新型化升级，儿童驱蚊市场快速发展	9
2.2 婴童护理行业：行业竞争加剧，精细化育儿驱动行业规模持续扩张	12
2.3 精油行业：市场潜力巨大，植物精油需求增长	15
<b>3 核心竞争力：产品、渠道、研发多点发力，公司护城河持续拓宽</b>	<b>17</b>
3.1 产品：国货品牌形象深入人心，产品定位高性价比	17
3.2 渠道：以线上渠道为驱动，打造全渠道销售网络	22
3.3 研发：研发实力强劲，研发体系持续完善	26
3.4 生产：坚持“研产销一体化”模式，自有产能持续扩大	28
<b>4 财务分析</b>	<b>30</b>
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>35</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	35
5.2 估值分析	37
5.3 投资建议	37
<b>6 风险提示</b>	<b>38</b>
<b>插图目录</b>	<b>40</b>
<b>表格目录</b>	<b>41</b>

# 1 润本股份：国内驱蚊&个护行业领先企业，定位细分赛道实现差异化竞争

## 1.1 公司概况：坚持“大品牌、小品类”战略深挖细分市场，“研产销一体化”模式打造品牌护城河

润本股份创立于2006年，坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，以驱蚊系列、婴童护理系列和精油系列产品为主线，采用差异化战略，推出满足细分市场消费者需求的多种类产品实现发展，逐步成长为国内知名驱蚊及个人护理用品公司。根据公司招股书，2022年公司驱蚊产品在整个驱蚊市场的份额约为5.0%，在线上渠道的市场份额约为19.9%；婴童护理产品的整体市场份额约为1.9%，在线上渠道的市场份额约为4.2%，公司已在驱蚊和婴童护理领域形成较强的品牌知名度和市场认可度。

图1：公司发展历程



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

我们对公司2006年成立以来的发展历程进行复盘，主要可以分为三个阶段：

**1) 2006-2013年：品牌初创，搭建基础销售平台。** 润本品牌由公司全资子公司广州鑫翔贸易在2006年创立，成立初期以线下经销为产品的主要销售模式；2010年，公司抓住契机进入电子商务领域，开设首个线上直营店铺“天猫润本旗舰店”，逐步切入主流线上流量入口。

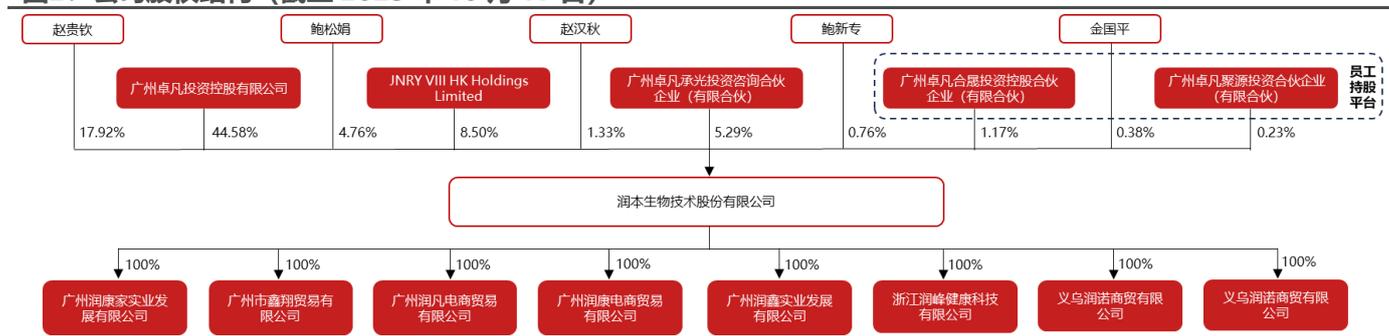
**2) 2013-2019年：扩大生产、拓展销售渠道，构建“研产销一体化”经营模式。** 2013年，为满足日益增长的市场需求，公司购入黄埔生产基地，开始丰富产品结构；2019年，公司在浙江义乌建设生产基地，进一步扩充产能。同时，公司进一步开拓天猫、京东等多个线上销售渠道，形成以线上渠道为主、线下渠道为辅的渠道结构，逐步构建“研产销一体化”的经营模式。

**3) 2019 年至今：丰富产品矩阵，加快发展速度。**2019 年起，公司逐渐将产品线从驱蚊产品外延至婴童护理系列和精油系列，不断丰富产品矩阵，满足消费者多元需求。基于在驱蚊、个人护理领域形成的核心市场竞争力，公司成功筑起品牌的护城河，润本品牌已快速成长为知名的优质国货品牌。

## 1.2 股权结构：实控人合计控股 73%，股权结构集中稳定

**公司实际控制人合计控股 72.55%，股权结构集中稳定。**截至 2023 年 10 月 17 日，公司实际控制人赵贵钦与鲍松娟夫妇合计直接持有公司 22.68% 的股份，通过卓凡投控间接持有公司 44.58% 的股份，并通过卓凡承光间接控制公司 5.29% 的股份，合计控股 72.55%，整体股权结构相对集中。卓凡合晟和卓凡聚源为公司员工持股平台，其中卓凡合晟为鲍松娟、张娜等公司核心员工出资成立，卓凡聚源受公司董事兼副总经理鲍松娟、财务总监兼董秘吴伟斌控制，卓凡合晟和卓凡聚源合计持有公司 1.40% 的股份，员工持股绑定公司利益，有助于增强公司凝聚力，维护公司长期稳定发展。

图2：公司股权结构（截至 2023 年 10 月 17 日）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 1.3 管理团队：核心管理层从业经验丰富，赋能公司发展

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

**表1：公司管理层简介一览**

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

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 1.4 主营业务：以驱蚊类和个人护理类产品为核心，线上渠道引领发展

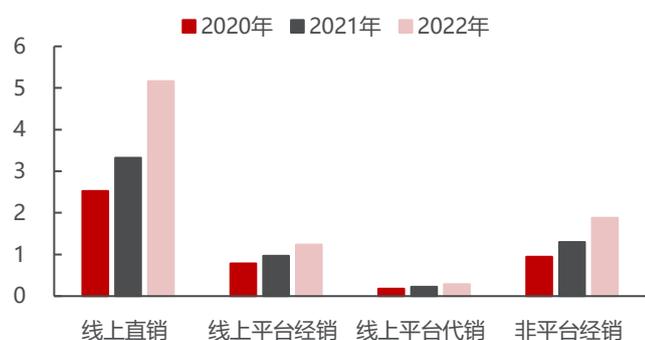
公司主要从事驱蚊类、个人护理类产品的研发、生产和销售。1) 驱蚊类业务 (22 年收入占比 31.82%)：驱蚊系列产品涵盖电热蚊香液、驱蚊液等品类。2) 个人护理类业务 (22 年收入占比 62.69%)：①婴童护理系列产品 (22 年收入占比 45.59%)：产品涵盖润唇膏、舒缓膏、舒缓霜、保湿霜、润肤乳、湿巾等品类；②精油系列产品 (22 年收入占比 17.10%)：产品涵盖植物精油香圈等品类。

**表2：2020-2022 年公司主要产品系列及销售情况**

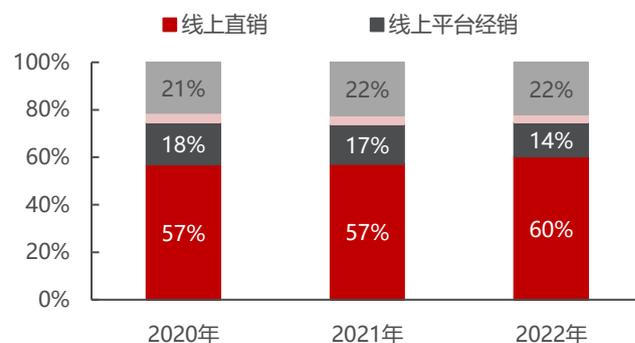
产品系列	2020 年		2021 年		2022 年		具体产品品类	产品图示
	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比		
驱蚊系列产品	1.69	38.21%	2.28	39.14%	2.72	31.82%	电热蚊香液、蓝牙智能加热器套装、经典款电热蚊香液、羟哌酯驱蚊液、驱蚊酯驱蚊液、避蚊胺驱蚊液	
婴童护理系列产品	1.44	32.47%	2.17	37.24%	3.90	45.59%	婴儿润唇膏、植物润唇膏、润本叮叮舒缓棒、紫草舒缓膏、润本叮叮舒缓走珠冰露、婴儿舒缓霜、婴儿滋润防皴霜、小桃喜透润保湿霜、婴儿爽身露、儿童洁面泡泡、儿童保湿面膜、小黄柚倍润肤乳、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

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

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

**图3：2020-2022 年各销售模式收入 (亿元)**


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**图4：2020-2022 年各销售模式占比**


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

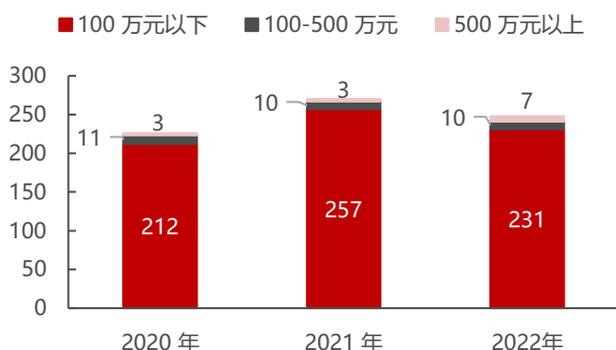
**天猫、京东等传统大型电商贡献主要收入，抖音等新兴平台快速增长。**公司线上合作平台包含天猫、京东、京东 POP、抖音、唯品会等。分平台看，天猫、京东等旗舰店贡献公司线上主要收入，其中天猫平台润本旗舰店采取直销模式，为公司最主要的线上销售平台，22 年实现收入 2.79 亿元，同比增长 19.41%，占线上平台总收入的比例为 46.55%；京东平台的润本京东自营官方旗舰店为线上经销模式，22 年收入 1.12 亿元，同比增长 30.58%，占线上平台总收入的比例为 18.73%。抖音平台的润本官方旗舰店为直销模式，20-22 年分别实现收入 141 万元、0.46 亿元、1.57 亿元，21-22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

**表3：2020-2022 年公司线上渠道主要店铺销售信息**

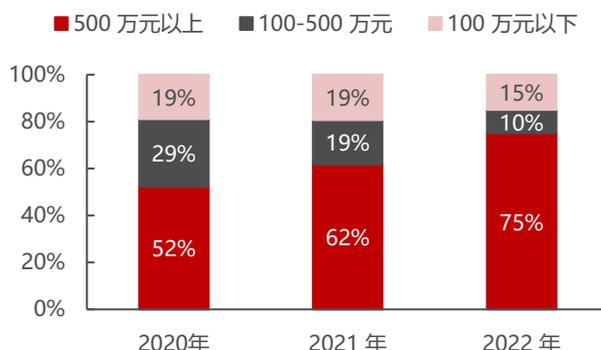
销售模式	电商平台	店铺名称	销售收入 (万元)			毛利率		
			2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年
线上直销	天猫	润本旗舰店	20293	23351	27883	65.09%	67.38%	68.32%
线上直销	天猫	润本润峰专卖店	2149	1055	855	63.05%	62.20%	63.94%
线上直销	抖音	润本官方旗舰店	141	4608	15749	56.23%	73.30%	71.83%
线上直销	京东 POP	润本官方旗舰店	801	1234	1784	67.36%	65.73%	66.98%
线上平台经销	京东自营	润本京东自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

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

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

**图5：2020-2022 年线下非平台经销商数量（家）**


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**图6：不同规模的线下非平台经销商的销售金额占比**


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

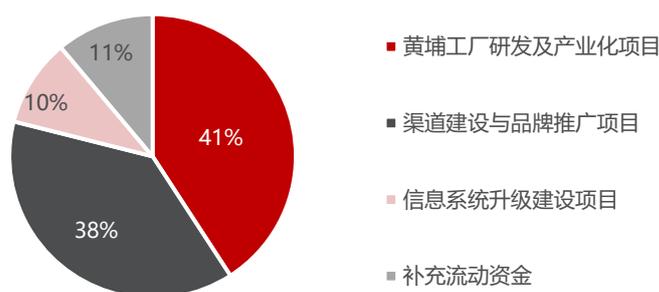
## 1.5 募资用途：主要用于新工厂建设和品牌渠道建设

**公司计划将 9.03 亿元 IPO 募资净额用于新工厂建设和品牌渠道建设等。**2023 年，公司在上交所主板上市，实际募资净额 9.71 亿元，其中 9.03 亿元将主要用于新工厂建设和品牌渠道建设；具体来看，**1) 41%用于黄埔工厂研发及产业化项目：**项目总投资 3.69 亿元，拟新建生产车间、研发中心及配套基础设施、并购置先进的自动化生产及研发设备和配备充足的生产及研发人员，有利于缓解公司产能瓶颈，提高研发能力。**2) 38%用于渠道建设与品牌推广项目：**项目总投资 3.44 亿元，资金拟用于公司渠道建设及润本品牌推广，将通过开展线上平台推广和线下营销活动等方式进行渠道建设，提升公司品牌知名度和影响力。**3) 10%用于信息系统升级建设项目：**项目总投资 0.9 亿元，具体应用于营销数字化平台项目、信息平台建设项目和企业 5G 应用落地项目。**4) 11%用于补充流动资金：**将本次募集资金中的 1 亿元用于补充流动资金，以满足业务增长与业务战略布局所带来的流动资金需求。

**表4：募集资金用途**

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

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**图7：不同项目所用资金占募集资金的比例**


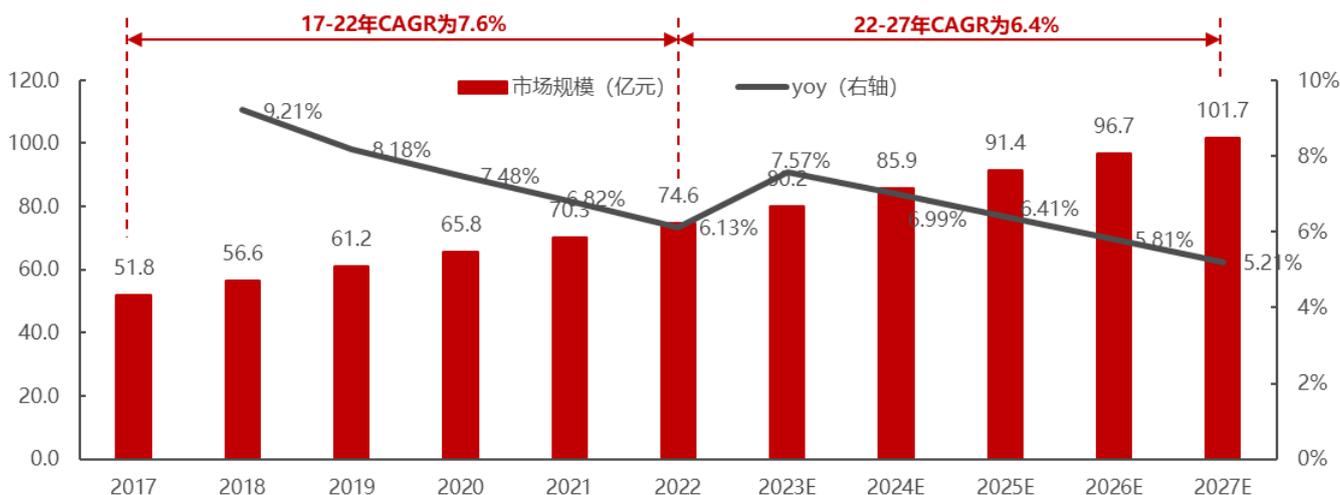
资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 2 行业概况：驱蚊/婴童护理行业稳健增长，儿童消费市场贡献主要动力

### 2.1 驱蚊杀虫行业：驱蚊产品新型化升级，儿童驱蚊市场快速发展

户外出行盛行、用户需求转变等因素推动我国驱蚊杀虫行业稳定增长，预计 22-27 年 CAGR 为 6.40%，27 年市场规模有望达 101.7 亿元。受益于：1) 户外出行盛行驱动户外可携带驱蚊产品快速增长，2) 人们对蚊虫的防治理念从杀灭转变为驱避、预防，且对驱蚊产品日常使用的便捷性、个性化需求增加，推动温和、便捷类驱蚊产品对传统型驱蚊产品的替代，我国驱蚊杀虫行业持续稳定增长。根据灼识咨询，2017-2022 年，我国驱蚊市场规模从 51.81 亿元增至 74.59 亿元，对应 CAGR 为 7.56%；预计 2027 年达 101.70 亿元，22-27 年 CAGR 为 6.40%。

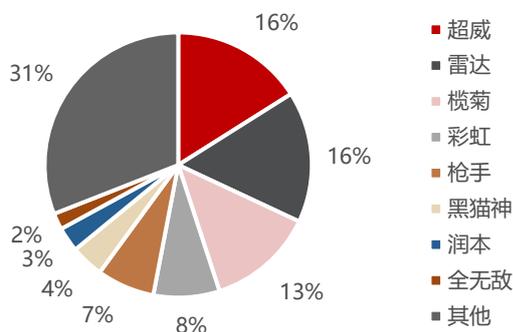
图8：2017年-2027E中国驱蚊市场规模（亿元）及增速



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

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

图9：2021年中国驱蚊杀虫市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图10：2021年驱蚊杀虫行业市占率前五公司的概况



资料来源：各公司官网，百度百科，民生证券研究院

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

表5：驱蚊产品类型、用途、作用方式、特点及图示

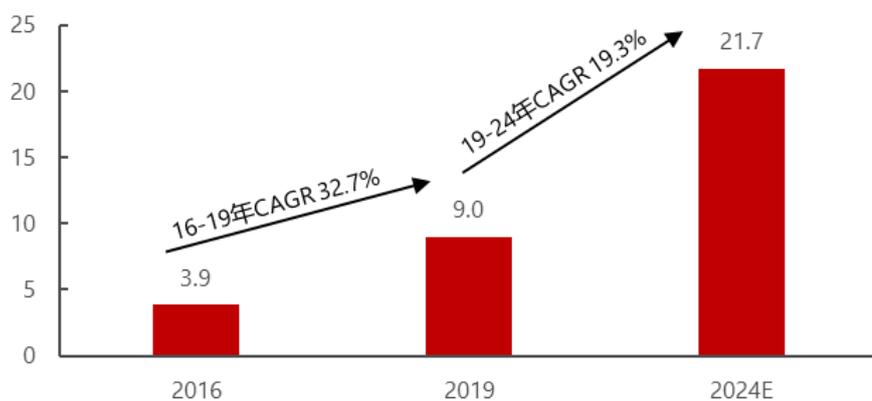
类型	用途	作用方式	特点	图示
<b>传统驱蚊产品</b>				
盘式蚊香	室内驱蚊	通过燃烧生热方式使得驱蚊药持续、均匀、稳定地散发，从而达到驱蚊功效	盘式蚊香燃烧时可能会产生烟尘，相比电热蚊香液和电热蚊香片，多用于蚊虫较多的室外、室内局部区域，在农村市场以及城镇特定区域较受欢迎。	
电热蚊香片	室内驱蚊	属于电热蚊香产品，采用电加热方式进行工作	通过加入稳定剂、挥散调整剂、指示剂等，电热蚊香片有效成分的挥发更均匀、持效期更长，实现温和、长效驱蚊。	
<b>新一代驱蚊产品</b>				
电热蚊香液	室内驱蚊	通过电加热代替了盘式蚊香的燃烧加热，起到稳定、持续发挥药效作用	电热蚊香液是在电热蚊香片的基础上改进发展的新兴产品，具备污染小，无烟熏、明火及粉尘，使用方便、干净、清洁等特点，因独特的优势特征而广受青睐，广泛应用于室内驱蚊。	
驱蚊液	室外驱蚊	通过将有效的化学驱蚊成分涂抹在身体上或喷洒在衣物上以发挥驱蚊的作用	驱蚊液具有药效高、毒性小的特点，广泛应用于室外驱蚊。	

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**驱蚊产品成分更注重安全性，契合婴童群体对驱蚊产品诉求，儿童驱蚊市场快速发展。**在“十四五”农药产业发展规划对绿色、高质量、安全产品的发展提出更高要求的政策背景下，过去以传统驱蚊成分拟除虫菊酯为主的驱护产品，逐渐向更加安全温和的派卡瑞丁、驱蚊酯等产品转型。儿童群体活动量大、出汗多，汗液中

的三甲胺和乳酸含量更高，较成人更易被蚊子叮咬，驱蚊需求更多；由于儿童皮肤稚嫩，更需健康安全、绿色无害的产品，新一代以相对安全、温和的派卡瑞丁、驱蚊酯等为主要成分的驱蚊产品恰能满足婴童群体消费诉求，儿童驱蚊市场快速发展。根据华经产业研究院数据，我国儿童驱蚊消费市场规模从 16 年的 3.9 亿元增至 19 年的 9.0 亿元，16-19 年 CAGR 为 32.7%，预计 24 年市场规模达到 21.7 亿元，19-24 年 CAGR 达 19.3%，儿童驱蚊行业仍有良好的发展前景。

**图11：2016年-2024E 中国儿童杀虫驱蚊用品市场规模（亿元）**



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

**表6：主流驱蚊成分适用人群、驱蚊效果对比**

成分	适用群体	驱蚊效果	使用建议
避蚊胺	>6 月龄可用	浓度 30%：约 6 小时 浓度 20%：约 4 小时 浓度 7.5%-10%：约 1-3 小时	6 个月-2 岁：浓度 <10%，一天一次 2-12 岁：浓度 <10%，一天最多 3 次 12 岁以上：浓度 <30%
驱蚊酯	>2 月龄可用	浓度 <10%：驱蚊效果差 浓度 5%：4 小时	2 岁以下：一天不宜超过 1 次 2 岁以上：一天不宜超过 3 次，易过敏者慎用
派卡瑞丁	>6 月龄可用	浓度 20%：约 7-8 小时 浓度 10%：约 5 小时	2 个月-2 岁：浓度 <20%
柠檬桉油	>3 岁可用，孕妇不可用	浓度 30%：约 6 小时	易过敏慎用

资料来源：儿童动物园公众号，民生证券研究院

## 2.2 婴童护理行业：行业竞争加剧，精细化育儿驱动行业规模持续扩张

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

表7：婴童护理产品分类及主要产品

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

资料来源：智研咨询，观研天下，民生证券研究院

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

图12：2008 年-2027E 中国婴童护理行业市场规模（亿元）及增速

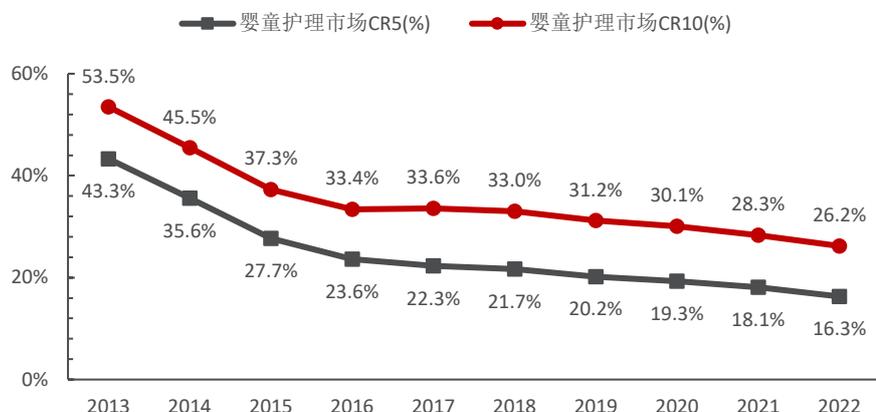


资料来源：欧睿，民生证券研究院

国内婴童护理行业竞争激烈，22 年 CR5 为 16.3%。在新兴婴童品牌逐步崛起以及跨境电商发展使得外资品牌进入国内市场的背景下，我国婴童市场竞争持续加剧。根据欧睿数据，13-22 年，我国婴童护理市场 CR5 由 43.3% 下降至 16.3%，

CR10 由 53.5% 下降至 26.2%，行业竞争较为激烈，竞争格局分散。

图13: 2013-2022 年中国婴童护理品牌 CR5、CR10



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

分品牌来看, 强生市占率下滑明显, 国货品牌加速掠夺市场份额。根据欧睿数据, 2020 年之前, 强生强势领先, 17-19 年市占率分别为 9.2%、7.8%、6.6%, 市场份额将近第二名的两倍; 2020 年后, 优秀国货品牌加速崛起, 抢占强生的市场份额, 强生市占率从 17 年的 9.2% 降至 22 年的 4.1%, 国货红色小象、戴可思、启初加速崛起, 市占率分别从 17 年的 2.7%/0.7%/2.1% 提升至 22 年的 3.9%/2.8%/2.5%。

表8: 2022 年婴童护理行业市占率前十品牌及其市占率变化

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

资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

母婴人群代际变化, 科学育儿逐渐成为主流育儿理念, 驱动婴童护肤产品精细化发展。近年来, 90 后逐渐成为生育人群的中坚力量, 根据尼尔森数据, 2022 年中国已育女性中 90 后 (20-32 岁) 占 70%, 其中 20-27 岁/28-32 岁人群分别占总体的 21%/49%。由于 90 后的平均受教育水平更高, 对科学育儿理念的认同度更高, 育儿观念从过去简单的吃饱穿暖升级为“科学喂养、科学护理”, 对婴童护肤产品的功效也在清洁保湿的基础上增加功能性护肤需求, 部分消费者甚至分场景、分年龄、分性别购买婴童护肤品。

图14：新一代父母婴童护肤观念变化



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

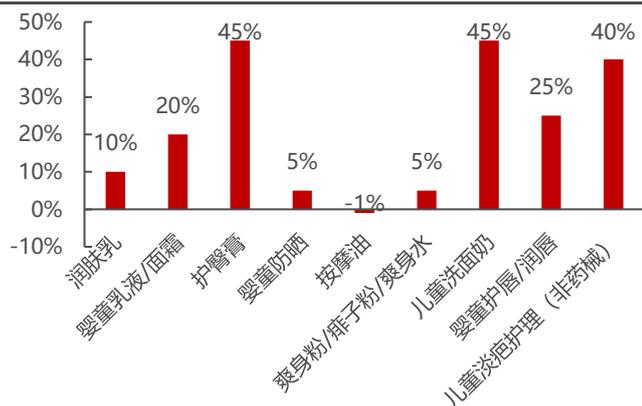
图15：中国婴童护理市场细分品类、细分场景

细分品类		细分场景
婴儿润肤乳	婴童护唇/润唇	分年龄
护臀膏	爽身粉/水	分性别
婴童防晒	婴童洗浴	分季节
婴童乳液/面霜	儿童面膜	分日夜
按摩油	儿童洗面奶	
儿童护手霜	儿童淡疤护理	

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**细分赛道中，乳液面霜品类市场规模较大且增速较高，22年销售额同比增速约20%，品类发展潜力较高。**根据艾瑞咨询数据，婴童护肤行业细分赛道中，润肤乳为主要销售品类，但增长速度较慢；乳液面霜销售规模仅次于润肤乳，同比增速处于较高水平，22年销售额同比增速约20%，为高潜力品类。

图16：22年中国婴童护肤市场分品类销售额同比增速



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图17：婴童乳液面霜主流国货品牌



资料来源：凯度，各公司官网，民生证券研究院

**健康意识觉醒，安全性成为母婴人群进行产品购买决策时的重要衡量因素。**根据艾瑞咨询《2023年中国跨境婴童功能护肤行业趋势报告》，新一代年轻父母对婴童护肤产品的成分安全性的关注度最高，讨论度占比为31.1%，位居首位；配方温和无刺激及功效效果的讨论度次之，分别为29.4%、25.4%；且根据美业研究院《2023母婴护理市场分析及消费人群趋势洞察》数据，MAT2023年淘系销量TOP 20母婴人群护理产品所宣称的成分中，有15种成分为天然植物提取物，可见消费者对护肤产品的安全性的重视程度提升，且使用天然成分的产品更易受到消费者青睐。



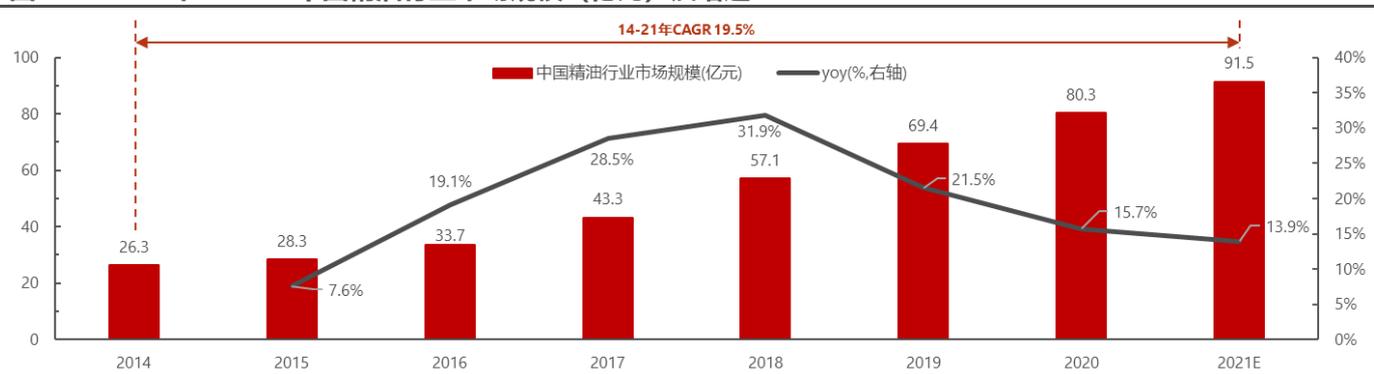
表9：精油产品分类

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

资料来源：尼尔森，民生证券研究院

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

图21：2014年-2021E中国精油行业市场规模(亿元)及增速



资料来源：中研普华产业研究院，民生证券研究院

### 3 核心竞争力：产品、渠道、研发多点发力，公司护城河持续拓宽

#### 3.1 产品：国货品牌形象深入人心，产品定位高性价比

润本品牌具备深厚的中华传统文化底蕴，紧抓国货崛起时代机遇。近年来，随着消费水平的提升与文化觉醒，消费者越来越注重产品对于其特定需求及精神层面的满足，国货品牌加速发展，融入中国元素的商品日渐成为消费新时尚。润本品牌取名灵感源自中国古文诗词，其中“润”字取自杜甫佳句“随风潜入夜，润物细无声”，取润泽、润育之义，蕴意轻柔、细微地呵护；“本”字一为本草之义，二指本源、起始，寓意人生本初；品牌形象借鉴民俗年画经典人物“年画娃娃”，国产品牌形象鲜明，润本品牌紧抓国货崛起背后的消费红利实现发展。

图22：润本品牌形象及含义



资料来源：润本官网，民生证券研究院

图23：润本品牌宣传

致力于打造“好用不贵”的优质国货品牌



资料来源：润本官网，民生证券研究院

坚持“大品牌、小品类”的经营战略，深耕细分市场实现差异化竞争。公司以驱蚊产品起家，深耕行业十余年，已逐步成为电商驱蚊领域的头部品牌，建立起较强的品牌知名度，2023年位列国内消费品牌独立调查排名网站 MAIGOO “驱蚊液十大品牌榜”第一。公司依托在驱蚊市场建立起的“大品牌”影响力，迅速向更为广阔的个人护理市场扩展，深挖婴童护理、精油产品等“小品类”市场，在细分市场实现差异化竞争。

图24：润本品牌产品的覆盖品类



资料来源：润本官网，民生证券研究院

**产品矩阵丰富，能够满足消费者多元需求。**目前，公司在驱蚊领域已开发蚊香液、驱蚊喷雾、驱蚊液、蚊香片等产品；在婴童护理领域已开发爽身乳、爽身粉、舒缓喷雾、湿巾、儿童唇膏、洁面等产品；在“驱蚊+精油+母婴护理”领域推出精油驱蚊贴、精油香圈、精油扣、香茅驱蚊喷雾等产品。

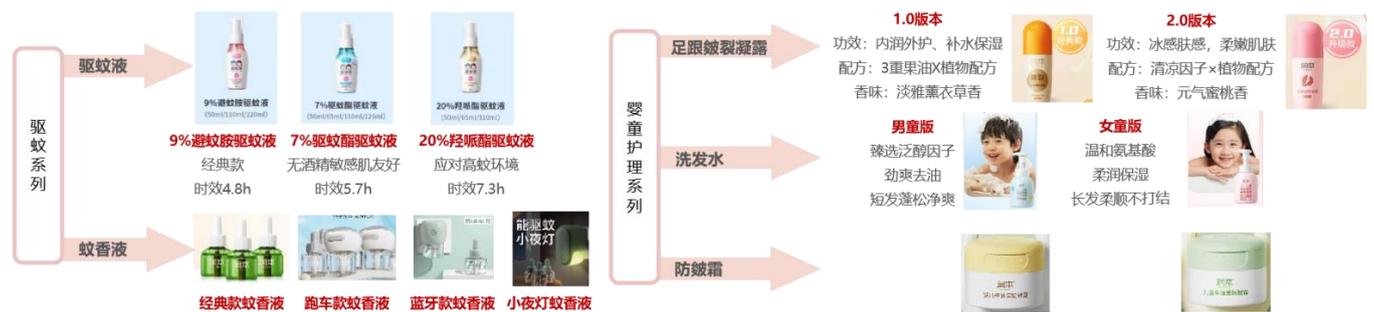
图25：润本品牌产品矩阵



资料来源：润本天猫旗舰店，民生证券研究院

**产品品类和功效迭代升级，产品矩阵精细化扩张。**公司依托自身产品研发设计实力，不断发现用户需求与痛点，并结合行业最新的流行趋势，进行产品的品类扩充和功效升级，例如在驱蚊杀虫领域，公司持续扩充电热蚊香液品类，20年推出跑车款电热蚊香液，21年针对消费者“智能驱蚊”需求推出蓝牙款电热蚊香液，22年针对有孩家庭起夜生活推出小夜灯电热蚊香液，电热蚊香液产品适用场景持续拓宽；在母婴护理领域，公司升级足跟皴裂凝露（23年迭代推出2.0版，增加蜜桃香味、升级凉感肤感）等产品，并根据儿童性别、年龄推出适用不同群体的防皴霜、洗发水等，产品结构精细化发展，产品矩阵竞争力持续提升。

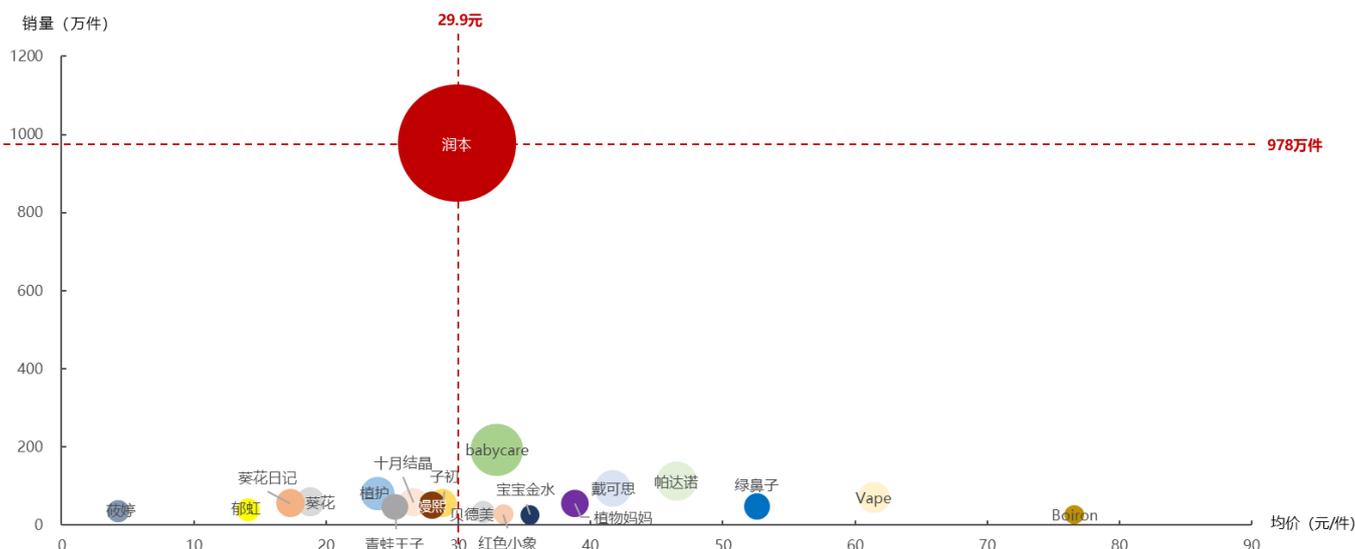
图26：公司部分产品扩充型号及性能升级情况



资料来源：云巢创新咨询微信公众号，润本天猫旗舰店，民生证券研究院

**产品定价卡位中低端价格带，性价比优势凸显。**公司旗下品牌产品在保证质量及效果的基础上，卡位具备竞争力的中低端价格水平，打造高性价比优势。以驱蚊产品为例，在传统驱蚊产品赛道，产品同质化较为严重，润本驱蚊产品价格多集中于 7-45 元，与传统驱蚊行业龙头品牌六神、雷达 9-75 元的价格带相比，价格更亲民；在婴幼儿驱蚊产品赛道，根据久谦数据，2023 年天猫婴幼儿驱蚊用品行业销量 TOP20 品牌中，均价位于 50 元以上中高价格带的品牌占 15%，位于 20-50 元中低价格带的品牌占 35%，位于 30 元以下低价格带的品牌占 50%，润本品牌的产品均价为 29.9 元，卡位中低端价格带，且产品多添加天然植物提取物成分，产品品质和安全性较高，具备高性价比。久谦数据显示，2023 年，润本在天猫婴幼儿驱蚊用品行业实现销售额 2.93 亿元，销售量 978 万件，销售额和销售量均位于行业首位。

图27：2023 年天猫婴幼儿驱蚊用品行业销量 TOP20 品牌的销售量 (万件)、均价 (元/件)、市场份额情况



资料来源：久谦数据，民生证券研究院；气泡大小为以销售额计的市场份额

**表10：驱蚊类产品对比**

品牌	产品	产品图	价格	产品介绍
<b>蚊香液</b>				
润本	润本叮叮蚊香液		7.5 元/45ml (约 0.17 元/ml)	温和驱赶蚊虫，无香无烟，对老人小孩更友好
超威	超威蚊香液		9.3 元/40ml (约 0.23 元/ml)	进口溶剂，温和配方，专利配件，全家适用
雷达	雷达蚊香液		8.9 元/39.4ml (约 0.23 元/ml)	进口配方，长效驱蚊，无烟无灰，温和守护
<b>驱蚊喷雾</b>				
润本	润本驱蚊喷雾		19.9 元/100ml (约 0.20 元/ml)	温和驱蚊，皮肤无刺激，敏感肌适用，特添保湿配方
超威	超威驱蚊喷雾		19.9 元/20ml (约 1.00 元/ml)	8 小时长效驱蚊，小巧随身带，多场景适用
六神	六神驱蚊喷雾		47 元/50ml (约 0.94 元/ml)	7 小时长效驱蚊，特调香氛，小巧随时喷

资料来源：天猫，民生证券研究院；注：价格数据截至 2024 年 2 月 23 日

**表11：婴童护理类产品对比**

品牌	产品	产品图	价格	产品介绍
<b>面霜</b>				
润本	儿童舒缓水润霜		29.9 元/50g (约 0.60 元/g)	透润好吸收，有效舒缓红敏肌肤，保湿强韧屏障
启初	婴儿水润高保湿面霜		49.3 元/40g (约 1.23 元/g)	柔润舒缓，提升防御，养护肌肤，温和亲肤
红色小象	小学霜		79 元/50g (约 1.58 元/g)	温和乳霜质地，润而不油，触肤柔润，丝滑易吸收
<b>洗发沐浴露</b>				
润本	婴儿洋甘菊洗发沐浴露		29.9 元/500ml (约 0.06 元/ml)	三重表活成分，温和清洁宝宝肌肤，植物精萃滋润保湿，发丝柔顺不打结，呵护肌肤皮脂膜，洗护二合一，搞定洗头洗澡
贝亲	婴儿洗发沐浴泡沫		82 元/500ml (约 0.16 元/ml)	桃叶精华，爽滑舒适，洗净幼肌，柔顺童发，绵密泡沫，一冲即净，洗沐合一，省时省力
红色小象	婴童多效洗发沐浴露		69 元/500ml (约 0.14 元/ml)	安心无泪，净享水润，洗发沐浴二合一，新手妈妈好省心

资料来源：天猫，民生证券研究院；注：价格数据截至 2024 年 2 月 23 日

**合作国内外知名原料商，产品品质较高。**公司蚊香液核心用料来源于扬农化工、道达尔、默克等原料厂商，其中驱蚊酯成分主要由德国默克供应，该成分和同浓度的避蚊胺（DEET）相比，具有毒性更低、刺激性更小、驱避时间更长等优点；婴童护理产品紫草舒缓膏选取德之馨的舒缓原料 Symcalmin、Symrelief；精油系列产品选用法国罗伯特精油。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达成合作，从源头严格控制原材料质量，产品品质和安全性较高。

**表12：润本股份产品成分介绍**

产品名称	示例图	成分介绍
<b>驱蚊产品</b>		
避蚊胺驱蚊液		产品选用历史悠久且应用广泛的驱蚊成分——避蚊胺，涂喷后可有效掩盖身体气味；添加三重植物精粹，辅以“白桃乌龙”香氛，打造品牌第一款香氛驱蚊液。产品经皮肤刺激性试验，温和不刺激。
驱蚊酯驱蚊液		产品有效成分“驱蚊酯”源于德国默克，公司自研创新性配方剂型，设计出无酒精、无香精的驱蚊液，不含防腐剂；添加透明质酸钠和植物纯露，在防蚊同时达到肌肤补水功效；产品经皮肤刺激性试验，温和不刺激。
羟哌酯驱蚊液		产品有效成分“羟哌酯”源于德国赛拓，科学配比 20%有效浓度，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，在防蚊同时具备护肤功效；产品经皮肤刺激性试验，温和不刺激。
<b>婴童护理产品</b>		
润本叮叮舒缓棒		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，产品经第三方报告验证，能有效改善皮肤刺激状态，温和亲肤。同时创新性研发棒状设计，涂抹不脏手，便捷卫生，适用于包括婴童在内的全年龄段人群。
紫草舒缓膏		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，涂抹在肌肤上，形成封闭性佳的保护膜，产品经第三方报告验证，能有效改善皮肤刺激状态。产品温和不刺激，适用于包括婴童在内的全年龄段人群。
婴儿爽身露		产品为液体凝露质地，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。经皮肤刺激性试验，温和无刺激，适用于包括婴童在内的全年龄段人群。
<b>精油产品</b>		
植物精油香圈		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。产品采用食品级的硅胶材质，佩戴柔软舒适，可佩戴于手腕、脚踝等处。
香茅香薰盒		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，具有温和、无刺激特点。产品设计小巧便携，开盖即用，使用方便。

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

以天然植物成分为卖点，满足母婴童群体对产品成分添加的安全性诉求。与成人相比，婴童皮肤表皮层薄，容易吸收化学物质，且功能发育不完全，无法抵御细菌繁殖，因此婴童护理群体高度关注产品的成分安全性。润本以天然草本植物为主要产品成分，驱蚊产品添加艾叶、洋甘菊等草本成分，婴童护理产品复配桃果、积雪草等多种草本植物，精油产品使用桉叶、香茅、薰衣草等多种天然原料，以温和无害无刺激的配方满足市场需求。

表13：润本股份部分产品介绍

产品名称	示例图	产品介绍
<b>驱蚊产品</b>		
润本叮叮植物精油喷雾		夏日防护，乐享户外，全家适用；植物成分，含 <b>柠檬桉叶油来源成分、红没药醇、姜根提取物</b> ，舒缓修护肌肤不适，温和无刺激；轻如薄翼，肤感清爽不粘腻，是居家、出游常备佳品。
润本驱蚊酯驱蚊液		无酒精、无香精，不含防腐剂；添加驱蚊酯、 <b>艾叶纯露提取物、洋甘菊纯露提取物</b> 、4D透明质酸，在防蚊同时达到肌肤补水功效；产品经皮肤刺激性试验，温和不刺激。
<b>婴童护理产品</b>		
润本洋甘菊舒缓水润霜/ 儿童护理霜		产品添加 <b>母菊花/叶提取物、红没药醇、姜根提取物、稻糠油、稻胚芽油、牛油果树果脂、角鲨烷</b> ；透润好吸收，有效舒缓红敏肌肤，保湿，强屏障。
润本小桃喜透润保湿霜		产品添加 <b>桃果提取物、紫草根提取物、牛油果树果脂、霍霍巴籽油、透明质酸钠、神经酰胺NP、乳酸杆菌发酵产物</b> ；密集补水，柔润倍护，滋润宝宝干燥肌。
<b>精油产品</b>		
润本叮叮植物精油贴		萃取多种植物精油，含 <b>香茅精油、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</b> ，释放独特清新气味，持久芬芳小巧便携，随用随贴，适合夏日居家、外出、旅游等，全家适用。

资料来源：天猫，民生证券研究院

### 3.2 渠道：以线上渠道为驱动，打造全渠道销售网络

线上渠道为核心同时加码线下渠道，打造全渠道销售网络。公司以线上渠道为核心，与天猫、京东、唯品会等主流电商平台深入合作。同时，公司结合抖音、小红书等新媒体平台和地铁广告等传统宣传渠道进行品牌推广和营销，提高公司品牌知名度，打造公司及产品口碑。在此基础上，公司进一步构建以母婴连锁店、大

型连锁超市和社区小店等终端为主的线下销售网络,完善公司渠道布局,全方位实现多渠道共同发展。目前,公司已搭建起较为完善的全渠道销售网络,线上端合作天猫、京东、抖音、唯品会、拼多多等大型电商平台,线下开拓家乐福、华润万家等商超渠道以及爱婴岛、乐友等母婴零售渠道。

图28: 公司销售渠道布局



资料来源: 润本微信公众号, 民生证券研究院

表14: 部分电商平台市占率及排名

平台	市占率/排名
天猫	20-22年公司蚊香液产品销售额占比分别达到16.42%、18.32%和19.99%,连续三年排名第一;2022年天猫“618”活动“婴童用品”类目排名前三。
京东	20-22年,润“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: 润本股份招股说明书, 民生证券研究院

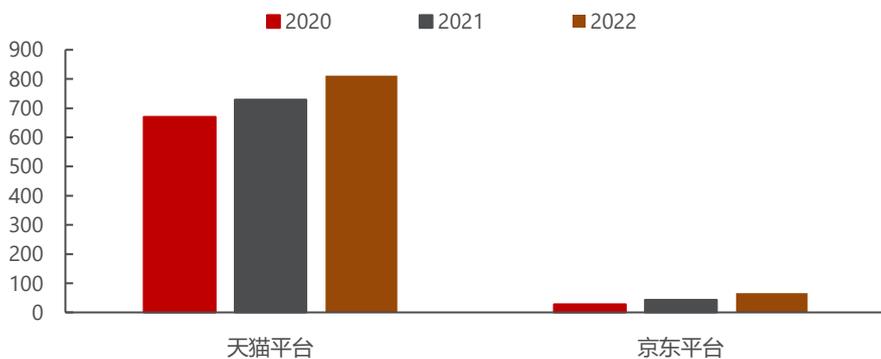
**天猫、京东等传统货架电商平台发展成熟,粉丝积累深厚。**公司在线上以直销为主要销售模式,通过在天猫、抖音、京东、拼多多等大型电商平台开设自营店铺直接向消费者销售产品。线上渠道中,天猫和京东为较早布局的电商平台,2010年9月开设天猫平台首店“润本旗舰店”,2015年6月开设京东平台首店“润本官方旗舰店”。发展至今(截至24年2月23日),天猫“润本旗舰店”粉丝数达345.6万,京东“润本官方旗舰店”拥有59.9万粉丝,天猫、京东平台直营店铺的年购买用户数也从2019年的537.95万人增至2022年的1041.22万人,对应CAGR为24.62%,品牌已收获庞大的用户群体,具备客户流量优势。此外,从收入端看,2019-2022年天猫平台直营店铺销售收入金额从1.48亿元增至3.00亿元,对应CAGR为26.57%,品牌在天猫平台的运营体系较为成熟,天猫已成为驱动公司收入增长的重要渠道。

图29：润本线上自营店铺开设进程梳理



资料来源：润本股份招股说明书，天猫，抖音，京东，民生证券研究院；注：粉丝数统计时间为2024年2月23日

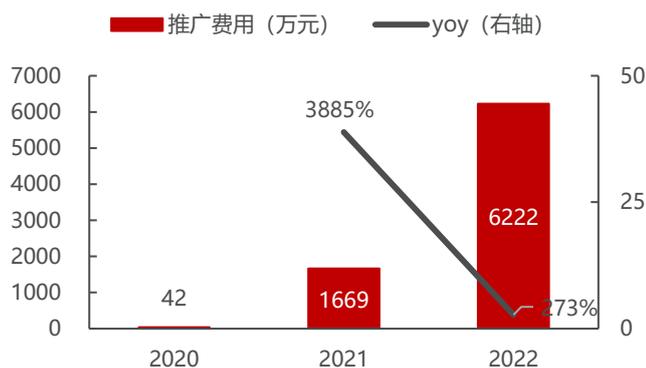
图30：2020-2022年天猫、京东平台年购买用户数情况（单位：万人）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

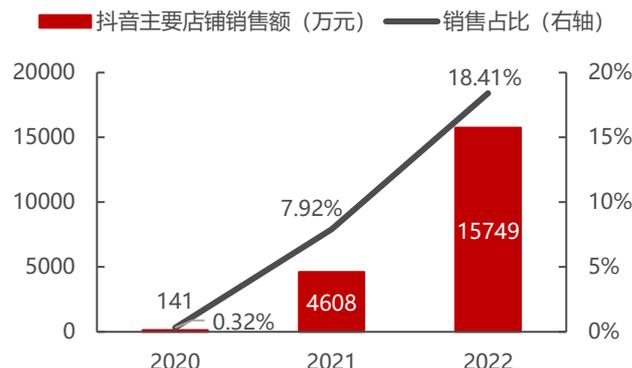
**发力抖音等渠道，品牌销售持续提升。**公司积极把握新兴电商平台发展红利，积极布局抖音、快手、小红书等平台，其中抖音渠道于2020年中开始拓展，2020年7月开设“润本官方旗舰店”，2021年7月开设“润本婴童生活旗舰店”。近年来，公司加大抖音渠道推广力度，合作达人并进行投流，带动抖音渠道销售增长。根据公司招股书，2020-2022年，润本在抖音渠道的推广费用从42万元提升至6222万元，销售额从141万元增至15749万元，销售占比从0.32%提升至18.41%，抖音渠道实现高速发展，带动品牌全面发展。

图31：抖音平台推广费用（万元）及增速



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图32：2020-2022年抖音平台主要店铺销售情况



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

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

**表15：公司拓展线下渠道的主要措施**

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

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

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

**图33：公司营销相关事件**

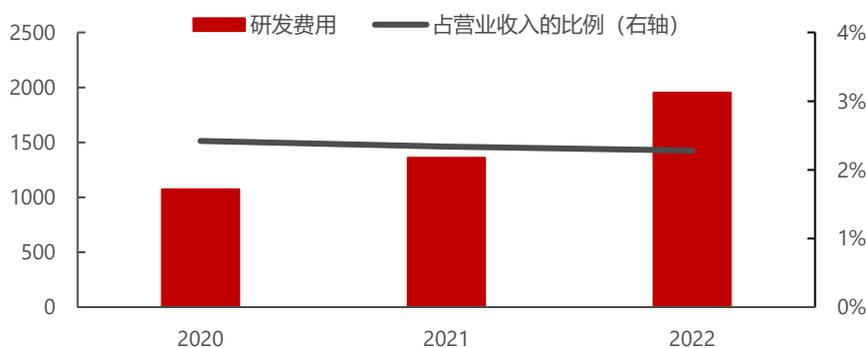


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

### 3.3 研发：研发实力强劲，研发体系持续完善

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

图34：2020-2022 年公司研发投入相关数据（单位：万元）



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

表16：2020-2022 年公司新增产品一览

年度	产品类别	主要新增产品
2020 年	驱蚊系列	多功能电蚊拍、驱蚊酯驱蚊液
	婴童护理系列	皴裂膏、护唇膏、卫生湿巾、洗发沐浴露、润本叮叮舒缓棒
	精油系列	植物精油香圈
2021 年	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	驱蚊系列	加热器（型号：RUNBEN-4）、避蚊胺驱蚊液、羟哌酯驱蚊液
	婴童护理系列	儿童洁面泡泡、清透防晒霜
	精油系列	薄荷清凉棒、啪啪手环、舒舒贴
	其他类	柠檬酸除垢剂、抗静电香氛喷雾

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**6 项自研核心技术已实现批量生产，技术优势行业领先。**截至 22 年底，公司共有 6 项核心技术进入批量生产的产业化阶段，其中 1) 蚊香液智能加热器技术：通过加热器内的蓝牙芯片进行远程控温、控时，实现药液间歇、持续性地挥发；2) 驱蚊酯在水基型驱蚊产品中的应用技术：通过使用其他天然替代物代替酒精提升

驱蚊酯的溶解性，并添加舒缓和保湿的活性成分将适用人群扩至敏感肌群体；3) 舒缓功效组合物的应用技术：筛选出具有舒缓作用的活性物/原料并应用于产品中；4) 保湿护肤组合物的应用技术，通过复配甘油等具有保湿作用的安全温和原料，提升吸湿保湿功效；5) 一种婴儿液体痱子粉的制备技术及其应用技术、低敏柔软的杀菌湿巾的应用技术：使用植物原料制作减少产品刺激性。

**表17：六项核心技术简介**

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

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**储备 9 余项研发项目，中长期发展机会充足。**截至 22 年底，公司在研重要项目共有 9 项，其中驱蚊领域项目包含：具有长效保湿的植物提取物的应用研究、含有驱蚊酯的驱蚊凝胶、羟哌酯驱蚊产品的开发及应用、薄荷二醇驱蚊液的制备及其应用、四氟苯菊酯气雾剂的制备及其应用；婴童护理领域项目包含：儿童防晒产品、婴童洗护无泪配方的研究及应用、婴童舒缓止痒产品的开发、防皴裂组合物及其应用。公司在核心业务领域的项目储备充足，其中儿童防晒产品、含有驱蚊酯的驱蚊凝胶两大项目的配方基本完成，其他项目逐步落地有望进一步巩固公司在驱蚊和婴童护理两大赛道的差异化竞争力。

**表18：九项主要在研技术项目简介**

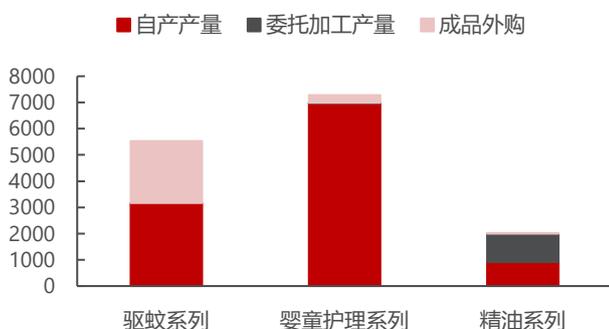
项目名称	所处阶段	拟达到目标
具有长效保湿的植物提取物的应用研究	开发阶段	筛选出可持续保湿 8 小时的植物提取物，并将其应用于现有的冬季保湿产品中。
含有驱蚊酯的驱蚊凝胶	配方已经基本完成	制备安全性高、持效性好、肤感清爽不粘腻的驱蚊凝胶产品。
儿童防晒产品	配方已经完成	制备可以通过无泪测试的产品。
婴童洗护无泪配方的研究及应用	中试阶段	创新性采用逐步缩合的定向多肽合成方法得到具有特定顺序的合成多肽，包括二硫键成环、酰胺键成环以及其它特殊结构成环技术。
婴童舒缓止痒产品的开发	开发阶段	能够应用于各种剂型的婴童舒缓止痒组合物，并形成专利。
羟哌酯驱蚊产品的开发及应用	已经在申报农药登记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

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

### 3.4 生产：坚持“研产销一体化”模式，自有产能持续扩大

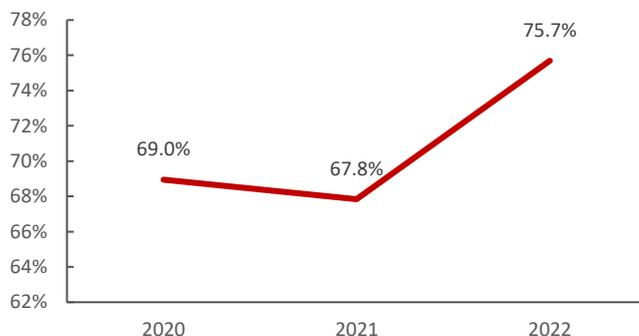
公司坚持“研产销一体化”模式，采用自主生产、委托加工相结合的方式安排生产，其中自主生产系主要模式。1) 自主生产：公司依靠自有生产设备、技术和工人组织生产，采取“以销定产”的生产模式，自主研发产品配方及独立设计产品外包装。20-22年，公司自主生产的产量占比分别为68.95%、67.84%和75.69%。2) 公司产品产销具有一定的季节性特征，部分产品旺季订单量大、交期短，为提高生产效率和对订单需求的反应能力，更好地发挥专业化分工优势，公司将部分非核心生产工序进行委托加工，包含半成品委托加工及成品委托加工。

图35：22年分系列生产情况(单位：万瓶、万包、万盒)



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

图36：2020-2022年公司自主生产占比情况



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

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

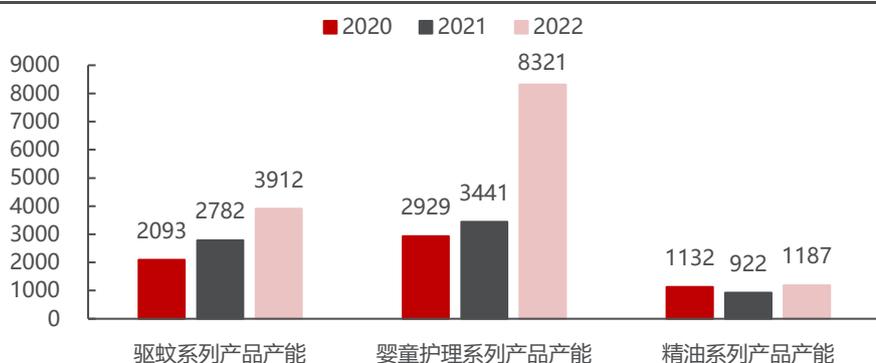
图37：广州、义乌两大生产基地简介



资料来源：润本官网，民生证券研究院

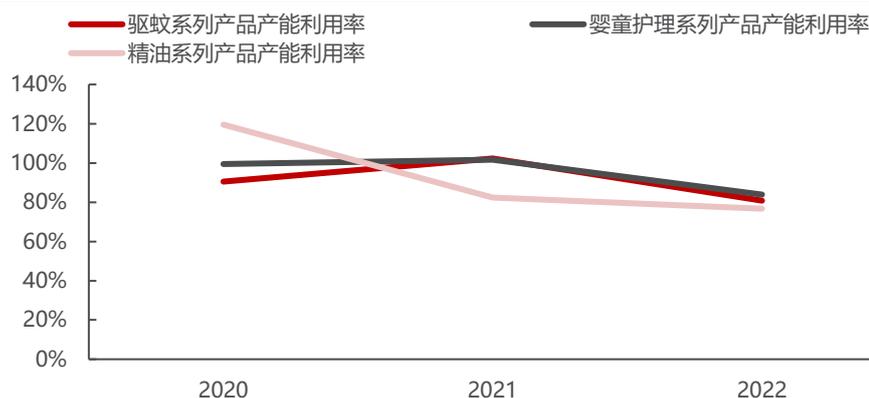
**自有产能持续扩大，新产能爬坡影响产能利用率。**2020-2021年，随着公司业务规模不断增长，公司产能利用率处于较高水平，分别为95.24%和95.87%。为了满足消费者多样化需求、缩短运输距离从而加快对消费者订单需求的反应，公司在浙江义乌新建生产基地，持续扩充产能。截至22年底，公司驱蚊系列产品自有产能为3911.66万件，婴童护理系列产品产能为8321.22万件，精油系列产品产能为1186.57万件；公司驱蚊、婴童护理、精油三大主营业务22年产能利用率略有所下滑，分别为80.81%、83.91%、76.72%，主要系义乌工厂新建产线处于量产初期，产能未完全释放，未来随着公司新建产能持续爬坡，整体产能利用率有望稳步回升。

**图38：2020-2022年公司自有产能情况（单位：万瓶、万包、万盒）**



资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**图39：2020-2022年公司产能利用率及变化情况**

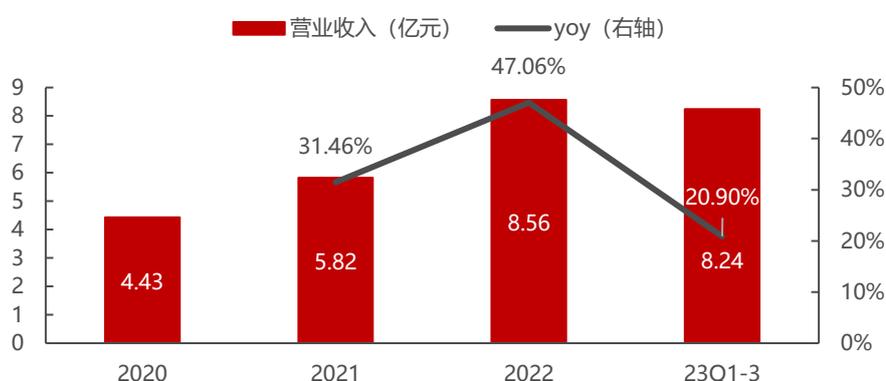


资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

## 4 财务分析

公司营收持续高增，2022 年总营收同比+47.06%至 8.56 亿元。20-22 年公司营业收入分别为 4.43 亿元、5.82 亿元、8.56 亿元，21-22 年同比增长 31.46%、47.06%，收入高速增长主因：1) 公司所处行业发展较快且市场空间大；2) 电子商务快速发展为公司线上渠道提供发展机会；3) 公司深耕驱蚊及个人护理用品多年，品牌知名度高，受益于行业增长及消费升级的大趋势，销售规模逐年增长。23 年 Q1-3 公司实现营收 8.24 亿元，同比增长 20.90%。

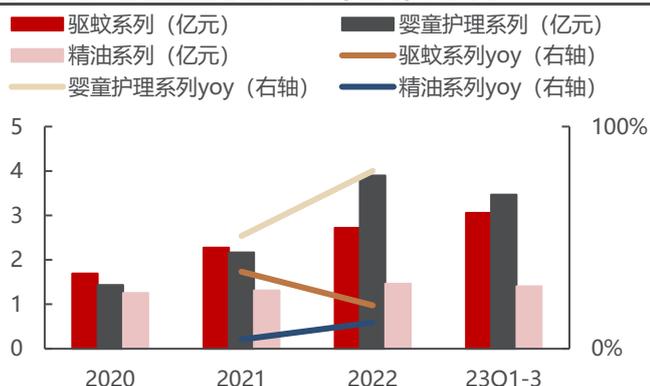
图40：公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

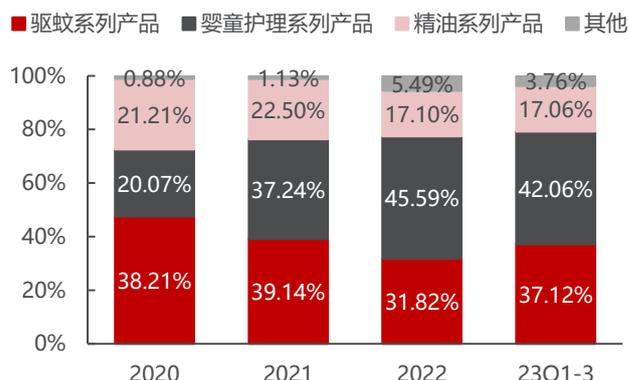
分业务看，驱蚊产品为公司基本盘，婴童护理业务加速发展。1) 驱蚊产品系列：20-22 年销售额分别为 1.69 亿元、2.28 亿元、2.72 亿元，21-22 年分别同比增长 34.66%、19.54%，主要系消费者个人卫生健康意识增强及线上购物占比的提升带动公司产品销量增长；驱蚊产品为公司核心品类，20-22 年收入占公司主营业务收入的比例分别为 38.21%、39.14%、31.82%；2) 婴童护理系列产品：20-22 年销售额分别为 1.44 亿元、2.17 亿元、3.9 亿元，21-22 年分别同比增长 50.75%、80.03%，主要系公司推出多款热销产品带动婴童业务量价齐升；3) 精油系列产品：20-22 年销售额分别为 1.26 亿元、1.31 亿元、1.46 亿元，21-22 年分别同比增长 4.15%、11.78%。

图41：公司分业务营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

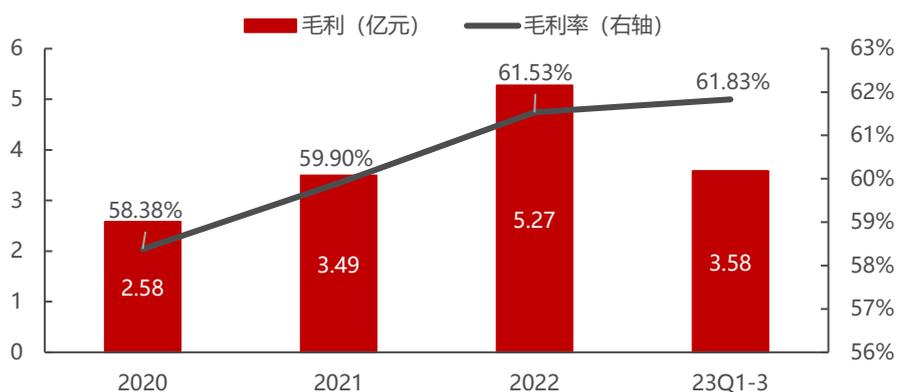
图42：公司分业务营收占比



资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

**毛利率逐年上升，22 年毛利率达 61.5%。**20 年-23Q1~3，公司毛利率分别为 58.38%/59.90%/61.53%/61.83%，呈逐年上升趋势，公司维持较高毛利率且持续增长主因：1) 公司以电商为主要销售渠道，直接面向终端消费者，相比以线下为主要销售渠道的模式利润空间更大；2) 产销规模扩大，规模效应降低产品成本；3) 高毛利的线上直销模式的收入占比逐年提升；4) 持续推出毛利率更高的新品；5) 公司采购规模不断扩大，对上游原材料供应商的议价能力逐渐增强。

**图43：公司毛利（亿元）及毛利率**



资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

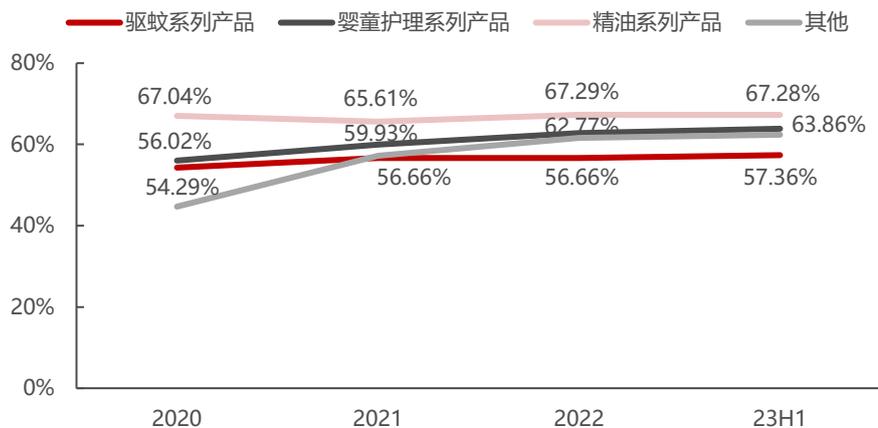
**表19：润本股份与可比公司的渠道结构、毛利率对比**

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

资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

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

图44：公司分业务毛利率



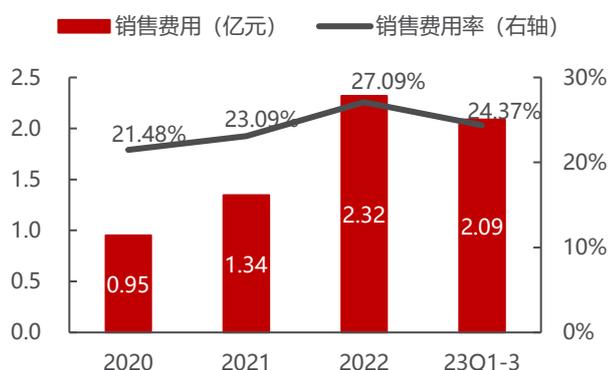
资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

**公司业务规模扩大，销售费用逐年增长，销售费用率显著提升。**20-22年，公司销售费用分别为0.95亿元、1.34亿元、2.32亿元，21-22年同比增长41.33%、72.5%；销售费用率分别为21.48%、23.09%、27.09%，21-22年同比+1.61pct、+4.00pct。

**推广费、职工薪酬是公司销售费用的主要组成部分，两者合计占比超过95%。**

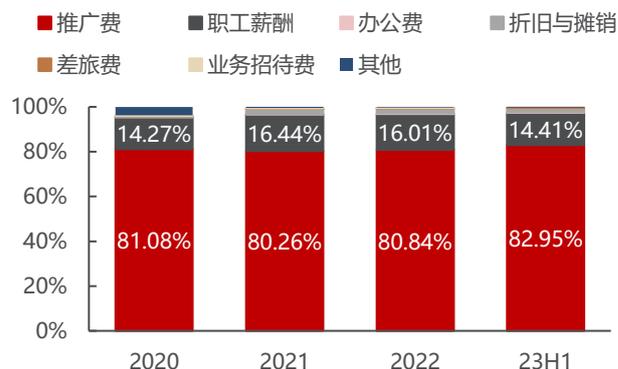
1) 推广费：20-22年推广费投入分别为0.77亿元、1.08亿元、1.87亿元，占营业收入的比例分别为17.42%、18.54%、21.90%，推广费及费率呈上升趋势主要系公司加大对抖音、地铁等渠道的品牌推广力度以及新品的市场培育力度。2) 职工薪酬：20-22年销售人员薪酬分别为0.14亿元、0.22亿元、0.37亿元，占营业收入的比例分别为3.07%、3.80%、4.34%，公司销售人员薪酬持续上升主因公司销售人员人数增加以及社会劳动力成本提高。

图45：公司销售费用（亿元）及销售费用率



资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

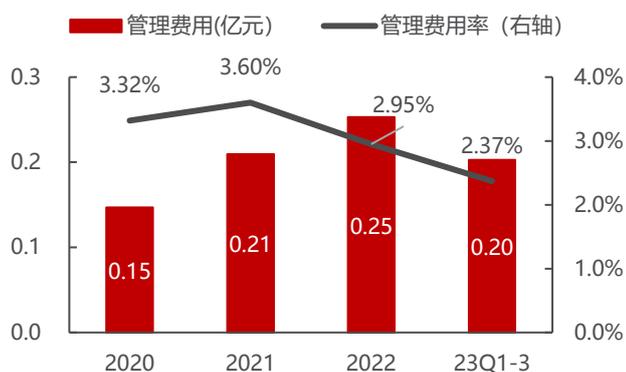
图46：公司销售费用结构



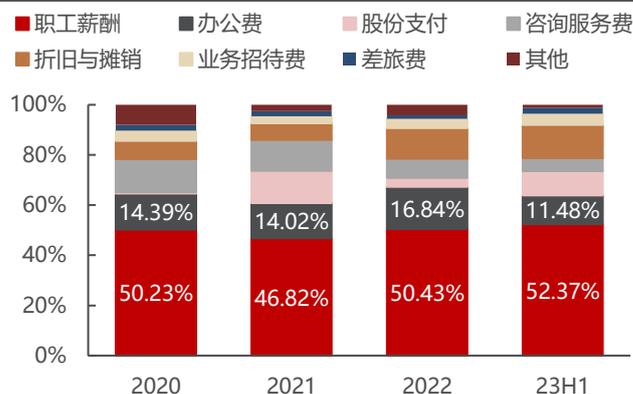
资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

**管理费用逐年增长，管理费用率有所改善。**管理费用方面，20-22年，公司管理费用分别为0.15亿元、0.21亿元、0.25亿元，21-22年同比增长42.7%、20.74%，其中21年管理费用增加主要系公司21年确认股份支付费用268.43万元，以及公司管理人员数量和平均薪酬随着业务规模的增长有所上升，22年管理费用同比增长主要系公司规模持续扩大且子公司浙江润峰正式投产致公司管理人

员数量增加、浙江义乌工厂及新办公楼的投入使用致物业管理费增长。管理费用率方面，20-22 年公司管理费用率分别为 3.32%、3.60%、2.95%，21-22 年同比 +0.28pct、-0.65pct，管理费用率改善主因公司相对扁平的管理模式提升管理效率、营收快速增长。

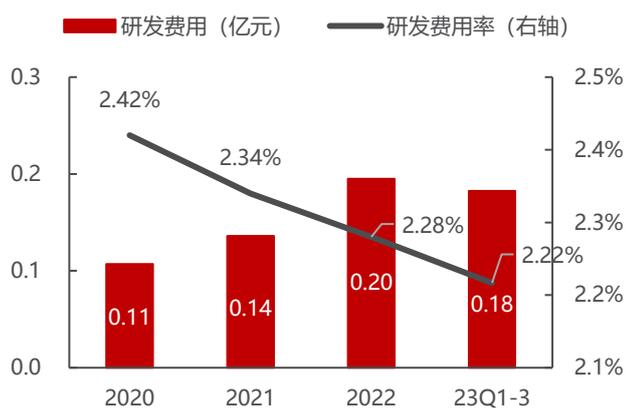
**图47：公司管理费用（亿元）及管理费用率**


资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

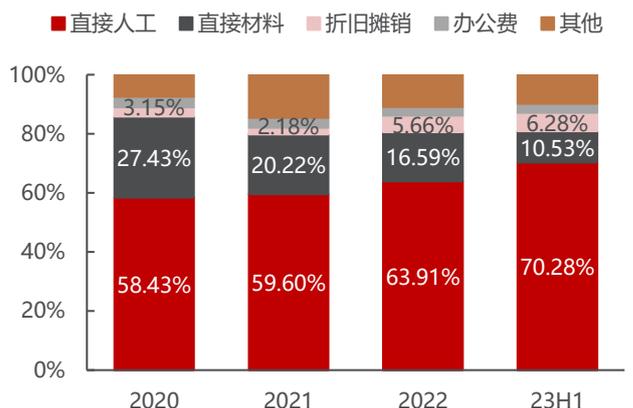
**图48：公司管理费用结构**


资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

**研发费用逐年增长，研发费用率呈下降趋势。**20-22 年，公司研发费用分别为 0.11 亿元、0.14 亿元、0.2 亿元，21-22 年同比增长 40%、42.86%，研发费用增长主要系直接人工、其他和直接材料的投入增加导致；研发费用率方面，由于公司营业收入快速增加，研发费用率逐年下降，20-22 年研发费用率分别为 2.42%、2.34%、2.28%，21-22 年同比-0.08pct、-0.06pct。

**图49：公司研发费用（亿元）及研发费用率**


资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

**图50：公司研发费用结构**


资料来源：公司公告，润本股份招股说明书，民生证券研究院

**归母净利润高速增长，22 年达 1.54 亿元，对应 22 年归母净利率为 18.69%。**

20 年-23Q1~3，公司分别实现归母净利润 0.95 亿元、1.21 亿元、1.60 亿元、1.81 亿元，21 年-23Q1~3 分别同比增长 27.38%、32.66%、37.47%，盈利能力较好。归母净利率方面，20-22 年，公司归母净利率分别为 21.39%、20.72%、18.69%，归母净利率略微下滑主要系费用端短期承压。23Q1~3，得益于公司毛利率提升以及费用率优化，公司归母净利率回升，归母净利率同比+2.64pct 至 21.95%。

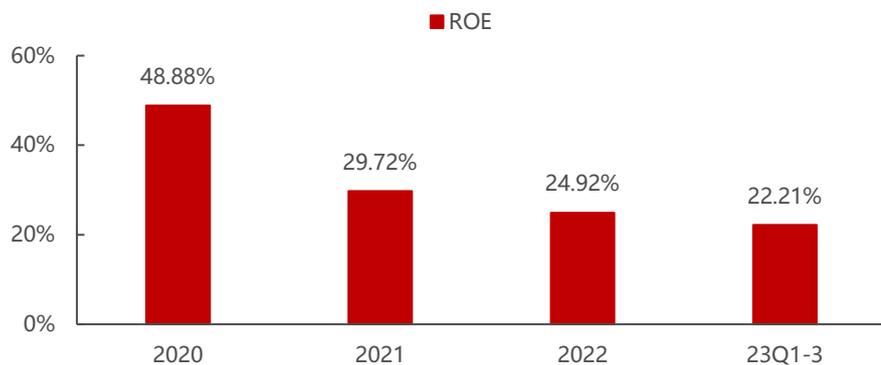
**图51: 公司归母净利润 (亿元) 及增速**


资料来源: 公司公告, 润本股份招股说明书, 民生证券研究院

**图52: 公司归母净利率**


资料来源: 公司公告, 润本股份招股说明书, 民生证券研究院

**2022年 ROE 为 22.21%。**20年-23Q1~3, 公司权益回报率分别为 48.88%、29.72%、24.92%、22.21%。拆分来看, 20年-23Q1~3 公司权益乘数分别为 1.14、1.14、1.15、1.11, 整体较为稳定; 20年-23Q1~3 总资产周转率分别为 2.01、1.26、1.16、0.91 次, 总资产周转率大幅降低致 ROE 下滑。

**图53: 公司 ROE**


资料来源: 公司公告, 润本股份招股说明书, 民生证券研究院

**表20: 公司 ROE 拆分**

	2020年	2021年	2022年	23Q1~3
权益乘数	1.14	1.14	1.15	1.11
总资产周转率 (次)	2.01	1.26	1.16	0.91
归母净利率	21.39%	20.72%	18.69%	21.95%
ROE	48.88%	29.72%	24.92%	22.21%

资料来源: 公司公告, 润本股份招股说明书, 民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

**1) 驱蚊业务:** 根据公司招股书, 2022 年, 国内驱蚊行业企业超过 5000 家, 而润本品牌驱蚊产品在驱蚊行业的市占率 (以销售额计) 达到 5.0%, 润本品牌已在驱蚊行业建立起较好的品牌心智。考虑公司卡位增速高于传统驱蚊行业的新型驱蚊细分赛道, 叠加公司计划未来 3 年布局线下市场开拓新增长渠道, 公司驱蚊业务收入有望稳健增长, 预计 2023-2025 年公司驱蚊业务分别实现收入 3.27 亿元、3.86 亿元、4.47 亿元, 同比增速分别为 20.0%、18.0%、16.0%。毛利率方面, 预计 2023-2025 年驱蚊业务毛利率有望得益于高毛利的户外驱蚊产品销售占比的上升而持续提升, 分别为 56.8%、56.9%、57.0%。

**2) 婴童护理:** 近年来, 婴童护理行业市场规模在精细化育儿的驱动下实现稳健增长, 公司依靠“大品牌、小品类”经营战略, 持续发力婴童护理业务, 推出高性价比产品, 婴童护理业务实现高速发展, 22 年业务规模已超过驱蚊业务。考虑公司已在线上渠道打造皴裂膏等大单品, 同时升级婴童面霜, 储备有儿童防晒 (2023 年 12 月取得儿童防晒特证) 等新品类, 婴童护理业务仍存较大增长空间, 预计 2023-2025 年公司婴童护理业务有望维持高增长, 分别实现收入 5.66 亿元、7.64 亿元、9.93 亿元, 同比增速分别为 45.0%、35.0%、30.0%。毛利率方面, 公司持续推出高毛利产品带动婴童护理业务毛利率增长, 未来随婴童护理产品矩阵进一步扩大, 婴童护理业务毛利率有望进一步提升, 预计 2023-2025 年婴童护理业务毛利率分别为 63.2%、63.4%、63.5%。

**3) 精油业务:** 公司精油业务体量较少, 短期内仍处于成长阶段, 收入增速持续提升, 预计 2023-2025 年公司精油业务收入分别为 1.68 亿元、1.99 亿元、2.38 亿元, 同比增速分别为 15.0%、18.0%、20.0%; 考虑公司精油产品较少且产品结构较为稳定, 毛利率水平将稳定发展, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 66.0%、66.0%、66.0%。

**4) 其他业务:** 主要包含洗衣液、洗衣皂、织物祛味喷雾等祛渍祛味家庭清洁产品及其他家居日用产品, 2020-2022 年其他类产品收入分别为 408.79 万元、656.28 万元、4695.51 万元, 其中 2022 年其他业务收入较快增长主要系洗衣液及织物祛味喷雾销售良好。我们预计 2023-2025 年市场对家居日用产品的需求较为稳定, 公司其他业务收入将稳定增长, 分别为 0.49 亿元、0.52 亿元、0.54 亿元, 同比增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%; 洗衣液、洗衣皂等日用品升级和迭代频率较低, 毛利率较为稳定, 预计 2023-2025 年其他业务毛利率分别为 60.0%、60.0%、60.0%。

**表21：润本股份分业务收入拆分**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	442.83	582.15	856.09	1110.43	1400.01	1733.12
YOY	58.93%	31.46%	47.06%	29.71%	26.08%	23.79%
毛利率	52.53%	53.05%	54.19%	54.81%	55.49%	56.15%
<b>1) 驱蚊系列</b>						
营业收入(百万元)	169.13	227.76	272.26	326.71	385.52	447.20
YOY	48.55%	34.66%	19.54%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	54.29%	56.66%	56.66%	56.80%	56.90%	57.00%
<b>2) 婴童护理系列</b>						
营业收入(百万元)	143.73	216.68	390.09	565.63	763.60	992.68
YOY	68.78%	50.75%	80.03%	45.00%	35.00%	30.00%
毛利率	56.02%	59.93%	62.77%	63.20%	63.40%	63.50%
<b>3) 精油系列</b>						
营业收入(百万元)	125.71	130.92	146.35	168.30	198.59	238.31
YOY	69.58%	4.15%	11.78%	15.00%	18.00%	20.00%
毛利率	67.04%	65.61%	67.29%	66.00%	66.00%	66.00%
<b>4) 其他系列</b>						
营业收入(百万元)	4.09	6.56	46.96	49.30	51.77	54.36
YOY	-23.42%	60.54%	615.47%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	44.70%	57.21%	61.58%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测

费用率方面，**1) 销售费用率**：公司不断强化运营管理，持续提高运营管理效率，预计在扩大业务规模的同时，销售费用率小幅增加，假设 2023-2025 年销售费用率分别为 26.8%、27.0%、27.2%；**2) 管理费用率**：公司主营业务突出，管理架构相对扁平，管理效率较高，未来有望维持高效状态，管理费用率随收入增长而有所下降，预计 2023-2025 年公司管理费用率分别为 2.6%、2.4%、2.3%；**3) 研发费用率**：公司坚持“研产销一体化”模式，以研发驱动多细分赛道产品推陈出新，预计未来公司继续加大研发投入，研发费用率稳步提升，预计 2023-2025 年公司研发费用率分别为 2.4%、2.6%、2.7%；**4) 财务费用率**：预计 2023-2025 年公司财务费用率为-0.38%、-1.31%、-1.15%。

**表22：润本股份费用率预测**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	21.48%	23.09%	27.09%	26.80%	27.00%	27.20%
管理费用率	3.32%	3.60%	2.95%	2.60%	2.40%	2.30%
研发费用率	2.42%	2.34%	2.28%	2.40%	2.60%	2.70%
财务费用率	-0.01%	-0.65%	-0.54%	-0.38%	-1.31%	-1.15%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

可比公司方面，选择珀莱雅、上海家化为可比公司，主要系 1) 珀莱雅：以线上作为主要销售渠道，22 年线上渠道收入占比约 90.98%，渠道结构与润本股份相似；2) 上海家化：为我国较早从事日化产品生产的企业，旗下有驱蚊品牌“六神”和母婴护理品牌“启初”，品牌矩阵与润本股份相似。经计算，2023-2025 年可比公司 PE 均值为 31X/23X/19X；预计 2023-2025 年润本股份 PE 为 31X/23X/19X，与可比公司均值相当。

**表23：可比公司 PE 估值对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元/港元)	EPS (元/港元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	96.24	2.88	2.82	3.56	4.40	58	34	27	22
600315.SH	上海家化	19.56	0.70	0.74	0.98	1.15	46	29	20	17
<b>平均值</b>							<b>62</b>	<b>31</b>	<b>23</b>	<b>19</b>
603193.SH	润本股份	16.71	0.40	0.53	0.72	0.89	42	31	23	19

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：股价时间为 2024 年 3 月 20 日，可比公司数据为 wind 一致预期，上美股份数据单位为港元，1 港元=0.92 人民币；上海家化 2023 年数据为实际值

## 5.3 投资建议

公司坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，通过深耕细分市场实现差异化竞争，目前已在驱蚊市场和婴童护理市场建立起良好的知名度和市场认度度，未来有望通过持续提升的研发能力和生产力、不断完善的渠道结构，推进新产品的上市和销售，驱动公司收入稳健提升，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.16、2.89、3.61 亿元，同比增速分别为 35.0%、33.9%、24.9%，3 月 20 日收盘价对应 PE 为 31X、23X、19X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 电商平台销售相对集中的风险。**公司主要通过天猫、京东、抖音等电商平台实现产品的销售，2020-2022 年公司通过天猫、京东、抖音实现的销售收入占主营业务收入的比例分别为 72.75%、70.77%和 69.14%，集中度较高。如果公司未来无法与电商平台持续保持良好的合作关系，或电商平台的销售政策、收费标准等发生对公司重大不利的变化，或公司在天猫、京东、抖音等主流电商平台的经营情况不佳且未能及时开拓其他电商平台，公司的销售规模和经营业绩将受到不利影响。

**2) 新品研发不及预期风险。**公司驱蚊类、个人护理类产品是面向大众市场的居民日常消费品，受消费者偏好的影响较大，如果未来公司未能及时洞察行业驱动因素的变化、消费者需求偏好的变化，无法及时开发及推出符合消费者偏好的新品，或公司现有产品不再满足消费者需求偏好，公司的市场竞争优势及产品市场认可度将被削弱，对公司经营和盈利能力产生不利影响。

**3) 募投项目进展不及预期风险。**公司 IPO 募资金额主要用于新工厂建设和品牌渠道建设等项目，有利于提高公司产能，提升研发能力，扩大公司品牌知名度和影响力。如果公司募投项目进展不及预期，公司经营或受到影响，可能导致公司业绩实现不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	856	1,110	1,400	1,733
营业成本	392	502	623	760
营业税金及附加	9	11	14	17
销售费用	232	298	378	471
管理费用	25	29	34	40
研发费用	20	27	36	47
EBIT	179	250	322	405
财务费用	-5	-4	-18	-20
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	2	0	0	0
营业利润	186	253	339	423
营业外收支	2	1	1	2
利润总额	188	254	340	425
所得税	28	38	51	64
净利润	160	216	289	361
归属于母公司净利润	160	216	289	361
EBITDA	199	271	348	438

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	368	1,539	1,682	1,886
应收账款及票据	1	1	2	2
预付款项	8	15	19	23
存货	103	109	127	144
其他流动资产	30	14	16	19
流动资产合计	510	1,679	1,845	2,074
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	264	284	332	369
无形资产	19	24	44	63
非流动资产合计	315	354	459	563
资产合计	825	2,033	2,304	2,636
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	48	69	94	125
其他流动负债	49	49	61	74
流动负债合计	97	118	154	199
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	5	5	3
非流动负债合计	6	5	5	3
负债合计	103	123	159	202
股本	344	405	405	405
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	723	1,910	2,145	2,434
负债和股东权益合计	825	2,033	2,304	2,636

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	47.06	29.71	26.08	23.79
EBIT 增长率	32.52	39.54	28.82	25.74
净利润增长率	32.66	34.97	33.95	24.88
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	54.19	54.81	55.49	56.15
净利润率	18.69	19.45	20.67	20.85
总资产收益率 ROA	19.39	10.63	12.56	13.71
净资产收益率 ROE	22.15	11.31	13.49	14.84
<b>偿债能力</b>				
流动比率	5.28	14.28	11.95	10.43
速动比率	3.97	13.21	11.00	9.58
现金比率	3.81	13.09	10.90	9.49
资产负债率 (%)	12.46	6.05	6.90	7.67
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.51	0.50	0.45	0.40
存货周转天数	95.60	80.00	75.00	70.00
总资产周转率	1.16	0.78	0.65	0.70
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.40	0.53	0.72	0.89
每股净资产	1.79	4.72	5.30	6.02
每股经营现金流	0.41	0.63	0.81	1.02
每股股利	0.00	0.13	0.18	0.22
<b>估值分析</b>				
PE	42	31	23	19
PB	9.4	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	31.71	23.23	18.10	14.41
股息收益率 (%)	0.00	0.80	1.07	1.34

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	160	216	289	361
折旧和摊销	20	22	27	33
营运资金变动	-5	22	13	18
经营活动现金流	165	256	328	412
资本开支	-41	-51	-127	-131
投资	48	0	0	0
投资活动现金流	10	-53	-127	-131
股权募资	0	971	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-9	968	-58	-77
现金净流量	165	1,171	143	204

## 插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 10 月 17 日) .....	4
图 3: 2020-2022 年各销售模式收入 (亿元) .....	6
图 4: 2020-2022 年各销售模式占比.....	6
图 5: 2020-2022 年线下非平台经销商数量 (家) .....	7
图 6: 不同规模的线下非平台经销商的销售金额占比.....	7
图 7: 不同项目所用资金占募集资金的比例.....	8
图 8: 2017 年-2027E 中国驱蚊市场规模 (亿元) 及增速 .....	9
图 9: 2021 年中国驱蚊杀虫市场竞争格局.....	10
图 10: 2021 年驱蚊杀虫行业市占率前五公司的概况.....	10
图 11: 2016 年-2024E 中国儿童杀虫驱蚊用品市场规模 (亿元) .....	11
图 12: 2008 年-2027E 中国婴童护理行业市场规模 (亿元) 及增速 .....	12
图 13: 2013-2022 年中国婴童护理品牌 CR5、CR10 .....	13
图 14: 新一代父母婴童护肤观念变化.....	14
图 15: 中国婴童护理市场细分品类、细分场景.....	14
图 16: 22 年中国婴童护肤市场分品类销售额同比增速 .....	14
图 17: 婴童乳液面霜主流国货品牌 .....	14
图 18: 2022 年社媒平台婴童护肤产品讨论情况.....	15
图 19: 中国婴童护理市场细分品类、细分场景.....	15
图 20: 精油子品类认知程度与消费程度.....	15
图 21: 2014 年-2021E 中国精油行业市场规模 (亿元) 及增速.....	16
图 22: 润本品牌形象及含义.....	17
图 23: 润本品牌宣传 .....	17
图 24: 润本品牌产品的覆盖品类.....	18
图 25: 润本品牌产品矩阵.....	18
图 26: 公司部分产品扩充型号及性能升级情况.....	19
图 27: 2023 年天猫婴幼儿驱蚊用品行业销量 TOP20 品牌的销售量 (万件)、均价 (元/件)、市场份额情况.....	19
图 28: 公司销售渠道布局.....	23
图 29: 润本线上自营店铺开设进程梳理 .....	24
图 30: 2020-2022 年天猫、京东平台年购买用户数情况 (单位: 万人) .....	24
图 31: 抖音平台推广费用 (万元) 及增速.....	24
图 32: 2020-2022 年抖音平台主要店铺销售情况.....	24
图 33: 公司营销相关事件.....	25
图 34: 2020-2022 年公司研发投入相关数据 (单位: 万元) .....	26
图 35: 22 年分系列生产情况 (单位: 万瓶、万包、万盒) .....	28
图 36: 2020-2022 年公司自主生产占比情况 .....	28
图 37: 广州、义乌两大生产基地简介 .....	28
图 38: 2020-2022 年公司自有产能情况 (单位: 万瓶、万包、万盒) .....	29
图 39: 2020-2022 年公司产能利用率及变化情况.....	29
图 40: 公司营业收入 (亿元) 及增速.....	30
图 41: 公司分业务营业收入 (亿元) 及增速.....	30
图 42: 公司分业务营收占比.....	30
图 43: 公司毛利 (亿元) 及毛利率 .....	31
图 44: 公司分业务毛利率.....	32
图 45: 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率.....	32
图 46: 公司销售费用结构.....	32
图 47: 公司管理费用 (亿元) 及管理费用率.....	33
图 48: 公司管理费用结构.....	33
图 49: 公司研发费用 (亿元) 及研发费用率.....	33
图 50: 公司研发费用结构.....	33
图 51: 公司归母净利润 (亿元) 及增速 .....	34
图 52: 公司归母净利率 .....	34
图 53: 公司 ROE.....	34

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司管理层简介一览 .....	5
表 2: 2020-2022 年公司主要产品系列及销售情况 .....	5
表 3: 2020-2022 年公司线上渠道主要店铺销售信息 .....	6
表 4: 募集资金用途 .....	8
表 5: 驱蚊产品类型、用途、作用方式、特点及图示 .....	10
表 6: 主流驱蚊成分适用人群、驱蚊效果对比 .....	11
表 7: 婴童护理产品分类及主要产品 .....	12
表 8: 2022 年婴童护理行业市占率前十品牌及其市占率变化 .....	13
表 9: 精油产品分类 .....	16
表 10: 驱蚊类产品对比 .....	20
表 11: 婴童护理类产品对比 .....	20
表 12: 润本股份产品成分介绍 .....	21
表 13: 润本股份部分产品介绍 .....	22
表 14: 部分电商平台市占率及排名 .....	23
表 15: 公司拓展线下渠道的主要措施 .....	25
表 16: 2020-2022 年公司新增产品一览 .....	26
表 17: 六项核心技术简介 .....	27
表 18: 九项主要在研技术项目简介 .....	27
表 19: 润本股份与可比公司的渠道结构、毛利率对比 .....	31
表 20: 公司 ROE 拆分 .....	34
表 21: 润本股份分业务收入拆分 .....	36
表 22: 润本股份费用率预测 .....	36
表 23: 可比公司 PE 估值对比 .....	37
公司财务报表数据预测汇总 .....	39

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

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

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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