



Research and
Development Center

强运营塑造驱蚊&婴童护理品类领先国货品牌

—润本股份(603193)公司首次覆盖报告

2024年04月16日

刘嘉仁
社零&美护行业首席分析师
S1500522110002
liujiaren@cindasc.com

周子莘
美护行业分析师
S1500522110001
zhouzixin@cindasc.com

李汶静
美护行业研究助理
liwenjing@cindasc.com

证券研究报告

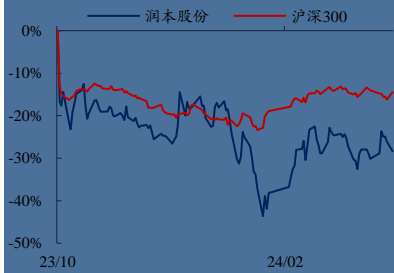
公司研究

公司首次覆盖报告

润本股份(603193)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	15.83
52 周内股价波动区间(元)	22.08-12.45
最近一月涨跌幅(%)	-4.12
总股本(亿股)	4.05
流通 A 股比例(%)	15
总市值(亿元)	64.05

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

润本股份(603193.SZ)首次覆盖报告：强运营塑造驱蚊&婴童护理品类领先国货品牌

2024 年 04 月 16 日

报告内容摘要：

- 以自然安全为本，深耕线上渠道形成三大品类布局。**润本品牌以驱蚊系列为始，基于婴童适用的驱蚊产品树立“自然、安全”与“好品好价”的品牌定位，并延伸至婴童护肤领域，2022 年婴童护理已高速增长为公司第一大系列，婴童/驱蚊/精油系列收入占总收入比重分别为 46%/32%/17%，2019-2022 年收入复合增速分别为 66%/34%/25%。分渠道看，线上为公司核心销售渠道，2022 年线上直销&平台经销&平台代销合计占比达 78%，其中线上直销收入主要由天猫与抖音贡献，而线上平台经销/代销的收入分别主要来自京东/唯品会渠道，把握多渠道增长红利。
- 于线上驱蚊/婴童赛道逐步建立品牌影响力。**根据灼识咨询，2022 年中国驱蚊市场（不包含杀虫）零售额为 74.59 亿元，22-27 年 5 年 CAGR 为 6.40%，其中 2022 年驱蚊线上市场规模为 18.27 亿元，22-27 年 5 年 CAGR 为 15.38%，2022 年公司驱蚊产品于整体/线上驱蚊行业的市占率分别为 5.0%/19.9%，线上渠道具备领先优势。根据欧睿数据，2022 年中国婴童产品市场规模为 308.7 亿元，22-27 年 5 年 CAGR 达 9.7%，对标日韩市场，中国 TOP5 品牌中国货品牌数量与市占率均远低于日韩，随着国内婴童市场中外资品牌市占率持续下降，国货崛起的机会逐步显现，2022 年公司婴童护理产品线上渠道市场份额达 4.2%，逐渐在电商渠道形成品牌影响力。
- 丰富电商运营经验赋能新渠道发展，线下渠道拓展有望提供新增量。**公司在电商发展早期敏锐观察到电商发展潜力，2010 年即进入天猫开设旗舰店，抢占线上渠道先发优势，积累了丰富的电商、直播运营经验，助力抖音实现高速增长，亦在线上渠道各个品类中取得优势地位。当前公司线下渠道拓展空间充足，未来通过合作线下零售商有望提供收入增量。
- 柔性供应链助力婴童“驱蚊+护理”持续迭代推新。**基于电商强运营能力把握消费趋势，通过柔性供应链迅速反馈至生产端推进产品研发迭代，如：推出形态更加简洁美观/具备蓝牙遥控功能/具备夜灯功能的电热驱蚊液产品，在护肤品类推出婴童防晒霜以满足多年龄段用户防晒需求，持续推出契合市场需求的新一代产品、新品类有望提升公司成长确定性。
- 盈利预测与投资评级：**润本基于在驱蚊领域积累的优势逐步向婴童护肤以及精油类目拓展，基于“大品牌、小品类”理念以及高性价比定位，实现婴童类目收入的迅速增长，未来通过细分品类拓新、线下渠道拓展有望推动公司保持优异增长态势。我们预计 2023-2025 年分别实现归母净利润 2.22/2.88/3.48 亿元，同比分别增长 38.7%/29.7%/20.7%，对应 PE 分别为 29/22/18X，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险因素：**细分赛道竞争加剧、新品推广销售效果不及预期、新渠道拓展节奏不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	582	856	1,078	1,341	1,624
增长率 YoY %	31.5%	47.1%	25.9%	24.5%	21.1%
归属母公司净利润(百万元)	121	160	222	288	348
增长率 YoY %	27.4%	32.7%	38.7%	29.7%	20.7%
毛利率%	53.0%	54.2%	55.3%	55.8%	56.3%
净资产收益率ROE%	21.5%	22.1%	11.6%	13.1%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.40	0.55	0.71	0.86
市盈率 P/E(倍)	53.09	40.02	28.85	22.24	18.42
市净率 P/B(倍)	11.40	8.86	3.34	2.90	2.51

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 15 日收盘价

目录

写在前面	6
1、润本：专注驱蚊&婴童护理，深耕电商实现高成长	7
1.1 扎根婴童驱蚊细分赛道，打造婴童护理、驱蚊、精油全品类	7
1.2 公司治理：股权结构集中，管理层经验丰富	8
1.3 核心业务：布局三大细分品类，深耕线上渠道	9
1.3.1 品类：布局“驱蚊+婴童+精油”细分赛道，逐步建立领先地位	10
1.3.2 渠道：线上直销为主，全渠道布局有望拓展增量市场	12
1.4 财务数据：营收业绩持续增长，毛利率稳步提升	14
1.5 募资概况：投入研发及品牌渠道建设，提升产能及信息化水平	16
2、驱蚊行业：深耕驱蚊赛道，把握细分领域高增机遇	17
2.1 户外便捷&儿童适用等驱蚊细分赛道具备增长机会	17
2.2 公司驱蚊&精油系列：聚焦差异化细分赛道实现弯道超车	19
3、婴童护理：以“好品好价”差异化定位驱动品牌市占率持续提升	22
3.1 优生优育理念推动行业增长，国货竞争力逐步凸显	22
3.2 公司婴童系列：基于原有客群拓新品类，“大品牌”实现高成长	26
4、精准定位+营销强化消费者心智，“研产销一体化”供应链打造竞争性 C2M 模式	28
4.1 婴童驱蚊+护理精准定位，定价亲民，锚定大众市场广阔消费者	28
4.2 精准营销+灵活运营奠定电商领先地位，未来线下拓展机遇充足	32
4.3 “研产销一体化”自主供应链+线上渠道为主打造独特 C2M 模式	35
5、盈利预测与投资建议	38
5.1 盈利预测	38
5.2 可比公司估值与投资建议	38
6、风险提示	40

图目录

图 1：以 OEM 为始，逐步构建“研产销一体化”经营模式，把握电商红利积累品牌认可度	7
图 2：以年画娃娃为 logo，提升消费者对于其婴童护理、绿色健康定位的认知	8
图 3：公司股权结构较为集中（截止 2023 年 10 月）	9
图 4：线上渠道为主，婴童护理已成长为第一大品类系列	10
图 5：多元化驱蚊、婴童护理、精油产品覆盖生活全场景	10
图 6：婴童护理系列产品营收高速增长	10
图 7：22 年婴童护理系列产品营收占比最高	11
图 8：婴童护理系列快速发展降低公司季节依赖性	11
图 9：婴童护理系列毛利率逐年提升至 62.77%	11
图 10：功能&基础护理产品占比提升推动婴童系列毛利率上行	11
图 11：线上直销占比稳步提升至 22 年的 60.32%	12
图 12：22 年线上直销营收增速最快，为 55.20%	12
图 13：渠道结构&产品结构调整推动毛利率持续提升	13
图 14：线上直销保持高毛利率水平且逐年提升	13
图 15：天猫渠道稳健增长，抖音渠道成长迅速	13
图 16：抖音渠道毛利率迅速提升	13
图 17：2019-2022 年线下非平台经销商数量（家）	14
图 18：大规模经销商销售金额占比逐年提升	14
图 19：前五大非平台经销商均以线上销售渠道为主	14
图 20：非平台经销商以机构客户为主	14
图 21：2019-2022 年公司营收维持高速增长	15
图 22：2022 年归母净利润达到 1.60 亿元/yoy+32.66%	15
图 23：抖音投放推动销售费用率提升，目前趋于稳定	15
图 24：销售费用率提升主要源于抖音平台相关投放	15
图 25：中国驱蚊市场规模 22-27 年 CAGR 为 6.40%	17
图 26：驱蚊行业线上渗透率或不断提升	17
图 27：欧睿统计的杀虫剂市场来看非 TO5 品牌市占率持续下降	18
图 28：新型形态驱蚊产品兴起，19-24 年 CAGR 为 13%	18

图 29:	户外可携带驱蚊产品 19-24 年 CAGR 达 16.4%.....	18
图 30:	中国儿童适用杀虫驱蚊产品增速亮眼.....	19
图 31:	中国植物精油行业市场规模持续扩大.....	19
图 32:	润本驱蚊产品具有婴儿/儿童标识, 主打“安全”“温和天然”卖点.....	20
图 33:	公司驱蚊产品在整体驱蚊行业份额不断提升.....	21
图 34:	公司驱蚊产品在细分驱蚊市场份额保持增长.....	21
图 35:	个护赛道中 17-22 年 CAGR 婴童产品排名第 4.....	22
图 36:	中国婴童护理市场 22-27 年 CAGR 有望达 9.7%.....	22
图 37:	头部外资市占率下滑导致行业 CR5 持续下降.....	23
图 38:	内资品牌市占率波动提升.....	23
图 39:	中国婴童护理市场 2022 年 CR5 为 16.3%.....	23
图 40:	电商平台成为婴童护理产品主要消费渠道之一.....	24
图 41:	婴童护理线上销售渠道占比逐年增长.....	24
图 42:	2021 年中国母婴人群 90 后占比超 60%.....	24
图 43:	中国母婴消费者最为重视安全性&质量.....	24
图 44:	婴童护理多品类呈良好增长态势, 乳液面霜类目潜力充足.....	25
图 45:	受 GDP 增速、生育率影响, 近年来日本婴童市场规模有所下滑.....	25
图 46:	高增过后, 韩国婴童市场开始低速稳增长.....	25
图 47:	中国婴童市场 CR5 远低于日韩水平.....	26
图 48:	日韩市场中 TOP5 品牌以本国品牌.....	26
图 49:	润本产品宣传强调配方安全、温和 0 刺激.....	27
图 50:	22 年婴童护理收入/销量分别增长 80%/75%.....	27
图 51:	2022 年淘系婴童护理品牌中, 润本具备较高性价比.....	27
图 52:	天猫消费 50-100 元客户的交易金额占比逐年提升.....	28
图 53:	京东消费 50 元以下客户的交易金额占比维持较高水平.....	28
图 54:	消费者对于高性价比产品的诉求促使淘系形成“价减量增”趋势.....	29
图 55:	润本核心驱蚊液系列持续丰富契合消费需求.....	30
图 56:	润本持续拓展了沐浴、家清等类目产品.....	30
图 57:	润本持续进行产品与成分的迭代更新以契合消费者需求.....	31
图 58:	润本推出儿童防晒乳, 完善防晒产品矩阵.....	31
图 59:	润本进入天猫“宝宝防晒热卖榜”.....	31
图 60:	进行 IP 联名合作提升品牌认知.....	32
图 61:	合作丁香医生提供安全性背书.....	32
图 62:	近一年润本抖音销售额主要来自品牌号直播.....	33
图 63:	近一年腰抖音部达人占达播比重约 76.8%.....	33
图 64:	线上推广费率提升驱动整体销售费率上行.....	34
图 65:	公司推广费率在同业中处于中游偏低水平.....	34
图 66:	强调“自研资产”, 自有工厂&独立科研.....	35
图 67:	22 年系列产品各类方式生产/采购数量 (万件).....	35
图 68:	公司产能利用率保持较高水平.....	35
图 69:	研发费用率保持相对稳定.....	36
图 70:	公司持续引入研发人才.....	36
图 71:	具备“快反”能力的柔性供应链帮助品牌把握销售趋势.....	37
图 72:	自产模式下可提供更高的毛利率.....	37
图 73:	驱蚊液产品定价较为类似.....	37

表目录

表 1:	公司核心管理层深耕行业多年, 具备较强电商运营管理能力.....	9
表 2:	公司销售模式以线上直销为主导.....	12
表 3:	募集资金用途.....	16
表 4:	我国驱蚊产品主要类型.....	17
表 5:	同其他传统驱蚊杀虫企业相比, 润本更为聚焦新型驱蚊产品.....	20
表 6:	“润本叮叮系列”热门精油产品, 天然植物配方安全驱蚊.....	21
表 7:	润本婴童护理核心产品具有绿色天然原料成分.....	26
表 8:	润本品牌中, 驱蚊以及婴童护肤产品具备较强性价比.....	28
表 9:	润本持续推出多品类新品丰富产品矩阵.....	29
表 10:	润本儿童防晒乳产品延续品牌高性价比定位.....	32

表 11: 润本驱蚊、婴童护理系列在部分线上平台具备领先地位.....	33
表 12: 公司推广费率与同行业对比情况.....	34
表 13: 润本 7 项自研核心技术一览.....	36
表 14: 公司在研项目储备.....	36
表 15: 分业务收入拆分预测.....	38
表 16: 可比公司情况.....	39

写在前面

随着精细化育儿趋势叠加消费者对于“质价比”的追求，消费者更加青睐兼顾产品力与价格力的产品与品牌，润本品牌以驱蚊系列为始，基于婴童适用的驱蚊产品树立“自然、安全”与“好品好价”的品牌定位，并延伸至婴童护肤领域，品牌认知度&细分赛道市占率逐年提升。我们认为公司：（1）丰富的电商运营经验赋能新渠道发展，具备把握需求趋势快速反应的能力；（2）在快速反应的基础上，自有柔性供应链助力婴童“驱蚊+护理”持续迭代推新，抓住品类增长机会且能够实现较同业更优的盈利水平。以上核心竞争力有望推动公司延续优异增长表现，继续巩固细分赛道内领先优势。

1、润本：专注驱蚊&婴童护理，深耕电商实现高成长

1.1 扎根婴童驱蚊细分赛道，打造婴童护理、驱蚊、精油全品类

婴童驱蚊细分领域切入，成长为国内知名驱蚊及个人护理用品公司。创始人以OEM起家，后创立自有品牌“润本”，以新一代驱蚊产品驱蚊液为切入点，以婴童友好为卖点提升认知，后继续深耕行业不断发掘消费者亟待满足的需求，完善产品线、实施“大品牌、小品类”战略，目前公司基于润本品牌已构建了婴童护理、驱蚊、精油产品三大核心产品系列，在电商渠道具备较强竞争优势——润本在天猫平台的蚊香液销售额占比连续三年（2020-2022年）排名第一，消费者认可度亦转化为公司增长动力，2023年Q1-Q3营业收入达8.24亿元/yoy+20.90%。

线下起家，抓住电商渠道红利、完善研产销一体化布局。公司发展经历三个阶段：

1) 品牌初创期 (2006-2012): 品牌初创，奠定基础。“润本”品牌创立于2006年，成立之初以线下经销模式为主，2010年及时把握电商渠道红利，于天猫渠道开设首个线上直营店铺，切入线上流量入口；

2) 品牌积累期 (2013-2018): 构建“研产销一体化”经营模式，积累品牌口碑。
 ①生产：公司购入广州黄埔生产基地，加强自产能力、加大研发投入、丰富产品结构。
 ②渠道：进一步拓展线上销售渠道，逐渐形成以线上渠道为主、线下渠道为辅的销售模式，实现销售规模快速增长；

3) 高速成长期 (2019至今): 丰富产品矩阵，提升品牌美誉度。公司逐渐完善驱蚊、婴童护理和精油三大系列产品主线，持续升级迭代产品，满足差异化细分市场消费者需求。2021年浙江义乌生产基地完工并开始逐步试产，提升生产自动化与供应链智能化程度，提升品牌品类拓展效率。

图1：以OEM为始，逐步构建“研产销一体化”经营模式，把握电商红利积累品牌认可度



资料来源：公司招股说明书，公司官网，信达证券研究开发中心

以“润本”为名，坚守自然理念，塑造优质国货品牌形象。在当前中国婴童市场国货认可度不断提升的趋势下，润本基于传统文化塑造了具备较强辨识度的品牌形象：1) 品牌名称源自中国传统文化：“润”引自杜甫佳句“润物细无声”，蕴意轻柔、细微地呵护；“本”既为“本草”，又指“本源”，寓意植物萃取之精华守护宝宝健康快乐成长；2) LOGO原型为木刻年画娃娃，呈现东方童子采得灵芝的经典画面故事，通过温和、活力的形象给消费者塑造简单又独特的记忆点；3) 以绿

色为主基调，传递绿色、健康、安全的设计理念，专注于通过自然植物成分提供温和舒缓、专业有效的产品。在文化觉醒浪潮下，润本吸收中国文化精髓，融入中国元素，研发、设计，不断深化品牌文化内涵和价值主张，推出满足消费者个性化需求并有文化感召力的产品。

图2：以年画娃娃为 logo，提升消费者对于其婴童护理、绿色健康定位的认知

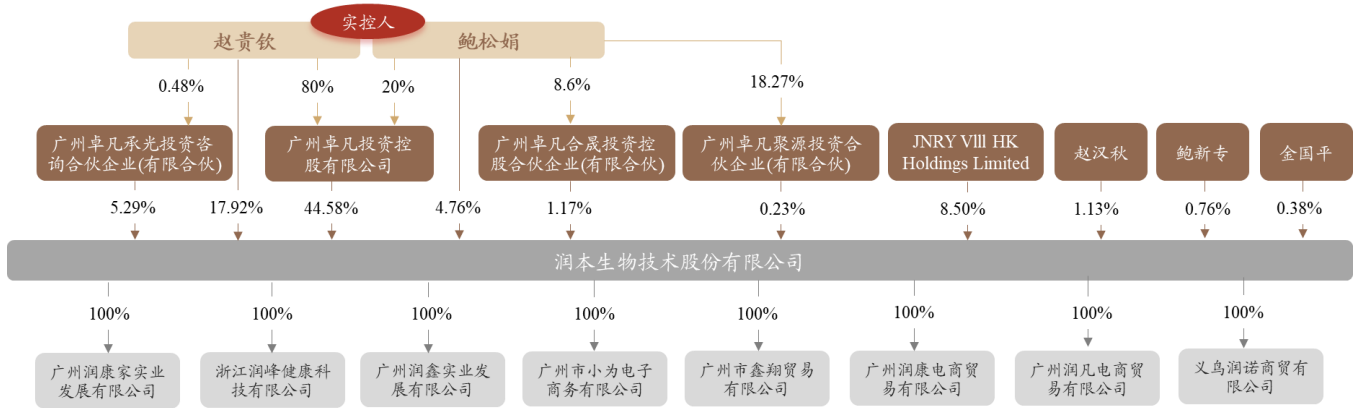


资料来源：公司官网，信达证券研究开发中心

1.2 公司治理：股权结构集中，管理层经验丰富

股权结构集中稳定，实际控制人合计控股 67.43%。公司共同实际控制人为赵贵钦先生和鲍松娟女士夫妇，截止 2023 年 10 月 17 日，赵贵钦先生和鲍松娟女士直接持有公司 22.68% 的股份，通过卓凡投控、卓凡承光、卓凡合晟、卓凡聚源间接控制公司 44.75% 的股份，合计控股 67.43%，整体股权结构相对集中。

设立两大员工持股平台，提升团队积极性。公司通过合伙制企业卓凡合晟及卓凡聚源实施员工持股计划，对高管及核心技术人员进行股权激励。员工持股机制能够充分调动核心人员积极性和创造性，有助于保障核心团队稳定、增强公司凝聚力，维护公司长期稳定发展。

图3：公司股权结构较为集中（截止 2023 年 10 月）


资料来源：wind、公司招股说明书，信达证券研究开发中心

核心管理层从业经验丰富，推动企业持续创新发展。公司董事长兼总经理赵贵钦先生与副总经理鲍松娟女士深耕日化领域十余载，商贸管理经验丰富，对行业具有敏锐洞察力及独特认知，利于进行战略决策及创新；公司电商销售中心副总监、董事林子伟 2015 年至今就职于电商部门多年，线上渠道运营经验丰富；此外，其他高管人员亦具有扎实专业基础及丰富管理运营经验，核心高管团队经验丰富。

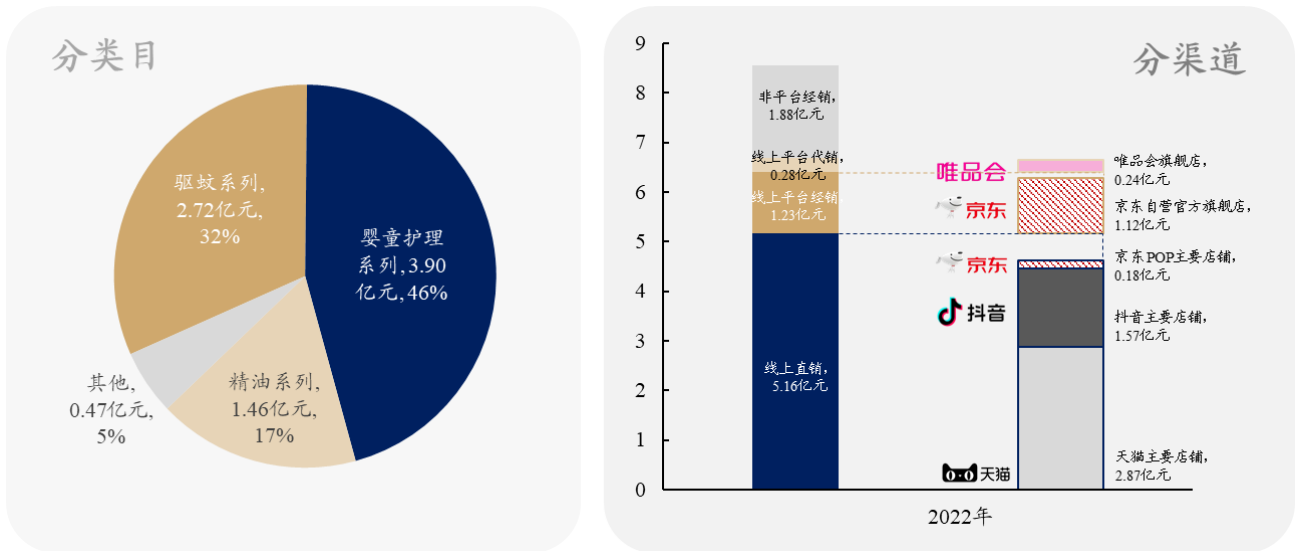
表1：公司核心管理层深耕行业多年，具备较强电商运营管理能力

姓名	出生年份	职务	简历
赵贵钦	1975	董事长、总经理	1995-2005 年，从事个体经营；2006 年 9 月至今，担任广州市鑫翔贸易有限公司执行董事、总经理；2013 年 4 月-2019 年 6 月，历任广东润峰经理、执行董事兼经理；2013 年 12 月-2017 年 8 月，任广州润峰经理；2017 年 8 月-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	1971	董事、副总经理	1990-2005 年，从事个体经营；2006 年 8 月-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-2019 年 6 月，担任广东润峰监事；2013 年 12 月-2020 年 11 月，担任广州润峰监事；2020 年 11 月至今，担任公司董事、副总经理。
林子伟	1994	董事、电商销售中心副总监	2015 年 2 月至今，担任广州小为电子商务有限公司董事、总经理；2017 年 8 月-2019 年 3 月，担任广州何杜林餐饮有限公司监事；2018 年 11 月至今，担任电商销售中心副总监；2020 年 11 月至今，担任公司董事、电商销售中心副总监。
吴伟斌	1978	财务总监、董事会秘书	2002 年 7 月-2006 年 6 月就职于立信会计师事务所（特殊普通合伙）任审计员；2006 年 7 月-2012 年 2 月就职于美的集团有限公司，任财务经理；2012 年 3 月-2015 年 8 月就职于美的小额贷款股份有限公司，任财务总监；2015 年 9 月-2016 年 5 月就职于天能电池集团股份有限公司，任财务副总监；2016 年 6 月-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-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：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

1.3 核心业务：布局三大细分品类，深耕线上渠道

以自然安全为本，深耕线上渠道形成三大品类布局。从 2022 年各品类销售额来看，婴童护理已经成长为第一大系列，占比 46%，驱蚊/精油系列分别占比 32%/17%。分渠道来看，电商为公司核心销售渠道，2022 年线上直销、平台经销、平台代销合计占比达 78%，其中线上直销收入主要由天猫&抖音贡献，而线上平台经销/代销的收入分别主要来自京东/唯品会渠道，多渠道共同发展把握增长红利。

图4：线上渠道为主，婴童护理已成长为第一大品类系列


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

注：分类目中数据标签为：产品类目/2022年类目销售额/销售额占2022年总收入比重

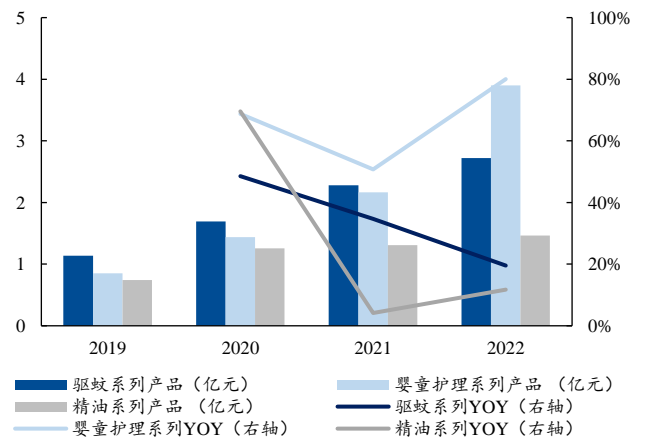
1.3.1 品类：布局“驱蚊+婴童+精油”细分赛道，逐步建立领先地位

深耕“驱蚊+婴童护理+精油”细分赛道，通过“拓圈”驱动收入增长。公司以驱蚊产品切入，并通过发掘客户需求逐步拓展至婴童护理及精油市场，不断围绕目标群体丰富品类，20-22年产品SKU总数分别759/1083/1331个，已覆盖居家生活、出游踏青、四季护肤等生活全场景，通过“拓圈”驱动收入持续增长，驱蚊/婴童/精油业务营收19-22年CAGR分别为33.7%/66.1%/25.4%。分品类来看：

- 1) 驱蚊业务快速增长：**品牌聚焦新一代驱蚊产品，以“婴童友好”概念占领消费者心智，22年营收同比增长19.5%至2.7亿元，收入占比为31.8%；
- 2) 婴童护理业务迅速发展至第一大业务：**基于驱蚊业务积累的客群优势以及出于降低季节销售波动的考量，公司拓展婴童护理业务并快速增长为公司第一大系列，22年营收同比增长80.0%至3.9亿元，收入占比达45.6%；
- 3) 精油业务维持稳定增长：**涵盖植物精油香圈、驱蚊贴等品类，22年营收同比增长11.8%至1.5亿元，收入占比为17.1%。

图5：多元化驱蚊、婴童护理、精油产品覆盖生活全场景

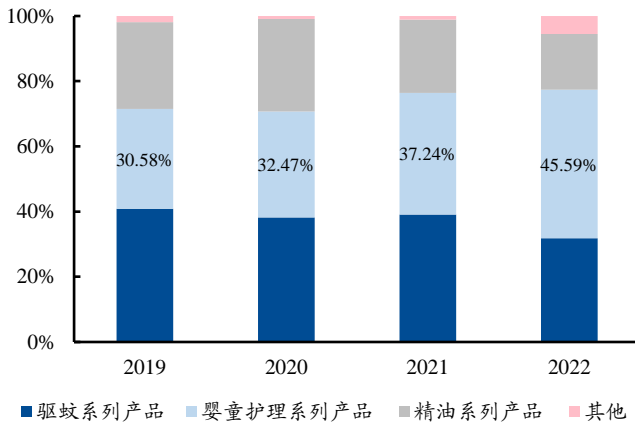

资料来源：公司官网，信达证券研究开发中心

图6：婴童护理系列产品营收高速增长


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

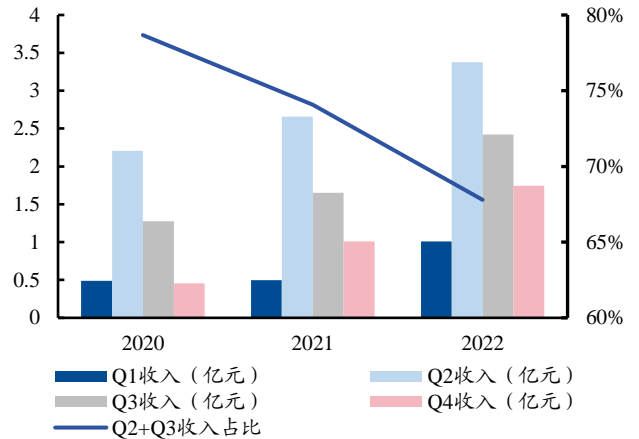
驱蚊业务营收呈现季节性特征，布局婴童业务减弱季节波动。公司驱蚊系列产品主要用于夏秋季驱蚊防蚊，因而 Q2&Q3 旺季营业收入占全年比重较高，20-22 年公司 Q2 收入占比分别为 49.87%/45.66%/39.47%，Q3 收入占比分别为 28.80%/28.41%/28.32%，收入的季节波动性相对明显。公司通过布局婴童护理业务，调整产品结构，如：推出适用于秋冬季节的皴裂膏、润唇膏等产品、以及全年适用的儿童保湿面膜、卫生湿巾等产品，平滑各个季度的收入波动，20-22 年 Q2、Q3 营收合计占比逐步从 79%降低至 68%，产品结构调整成效明显。

图7：22 年婴童护理系列产品营收占比最高



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

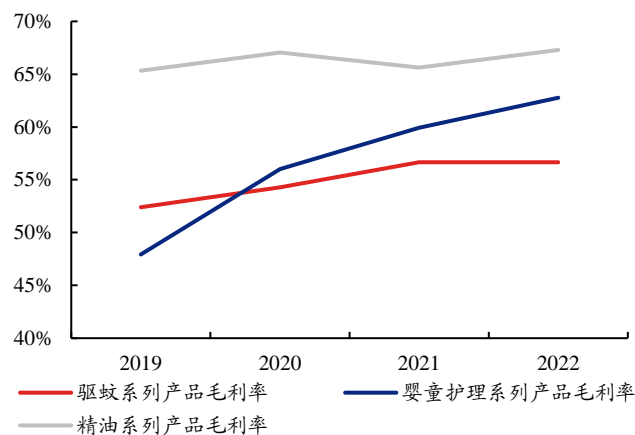
图8：婴童护理系列快速发展降低公司季节依赖性



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

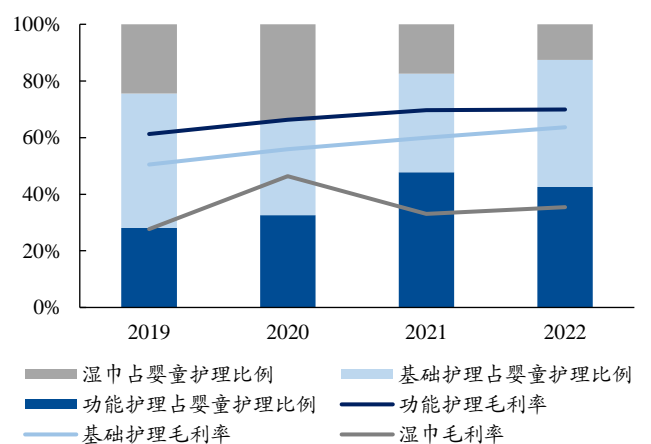
婴童、驱蚊系列毛利率稳定提升。（1）婴童护理系列毛利率自 19 年的 47.93% 快速提升至 22 年的 62.77%，主要源于规模效应和销售结构变化：①随着产销规模扩大，单产成本降低、规模效应体现；②婴童护理系列中毛利率较高的功能护理和基础护理产品的占比提升带动婴童护理系列毛利率结构性上行；（2）驱蚊系列产品毛利率自 19 年的 52.40% 稳定提升至 22 年的 56.66%；（3）精油系列毛利率基本维持在 65%-67% 的较高水平，2022 年毛利率达 67.29%，毛利率端优化亦推动公司盈利能力持续提升。

图9：婴童护理系列毛利率逐年提升至 62.77%



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图10：功能&基础护理产品占比提升推动婴童系列毛利率上行



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

1.3.2 渠道：线上直销为主，全渠道布局有望拓展增量市场

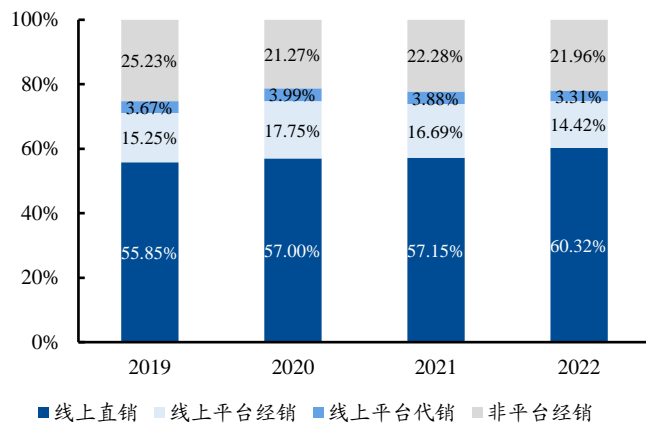
线上渠道表现亮眼，直销占比持续提升。公司销售模式主要包括线上直销、线上平台经销、线上平台代销和非平台经销（包括线上下渠道），22 年四种销售模式营收占比分别为 60.32%/14.42%/3.31%/21.96%，其中线上直营为核心销售渠道，2022 年实现营收 5.16 亿元/yoy+55.20%，线上直营业务收入高速增长亦驱动其占比从 19 年的 55.85%稳步提升至 22 年的 60.32%，为公司核心渠道之一。

表2：公司销售模式以线上直销为主导

销售模式	销售方式	渠道	22 年销售额占比
线上直销	公司于大型电商平台开设自营店铺，直接向消费者销售产品	天猫、抖音、京东、拼多多等	60.32%
线上平台经销	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	京东自营、朴朴超市等	14.42%
线上平台代销	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	唯品会、杭州丁香健康管理有限公司等	3.31%
非平台经销	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，主要采用先款后货结算方式，公司收到货款后将商品发货给非平台经销商	除平台电商以外经销商的线上或线下渠道	21.96%

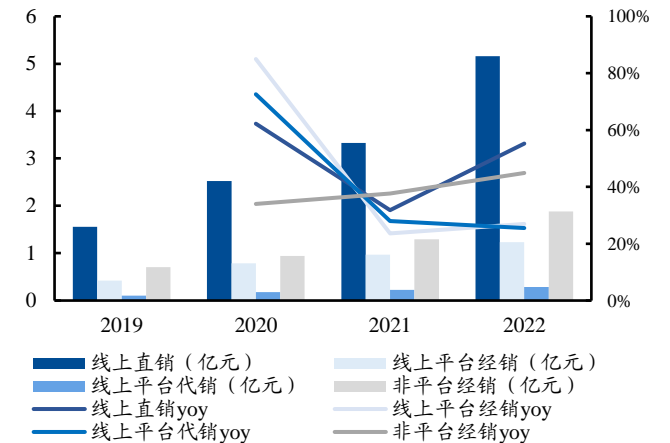
资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图11：线上直销占比稳步提升至 22 年的 60.32%



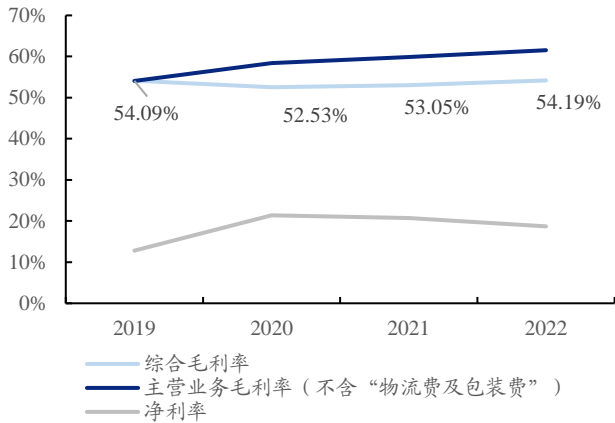
资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图12：22 年线上直销营收增速最快，为 55.20%

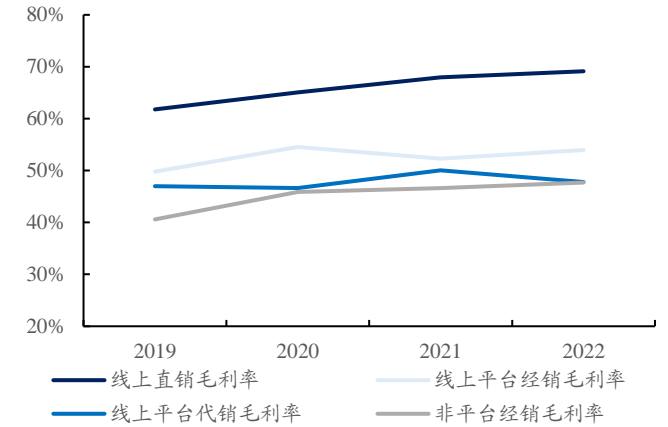


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

线上直营模式毛利率维持较高水平且持续提升。2019-2022 年各销售渠道毛利率基本保持稳定或向上态势，2022 年线上直销/线上平台经销/线上平台代销/非平台经销毛利率分别为 69.13%/53.97%/47.77%/47.69%，同比分别 +1.17/+1.68/-2.27/+1.07pct。线上直销模式毛利率高于其他销售模式，叠加该渠道销售占比持续增长，驱动整体毛利率结构性提升。

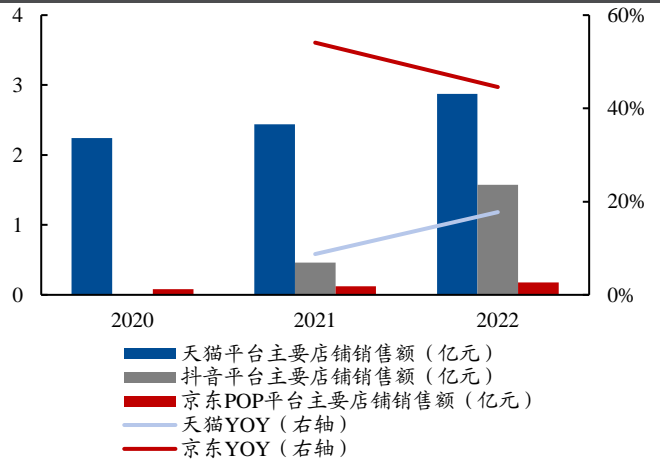
图13：渠道结构&产品结构调整推动毛利率持续提升


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心
 注：2020年起执行新收入准则，物流费及包装费算进成本中，可参考“不含物流费及包装费”的毛利率

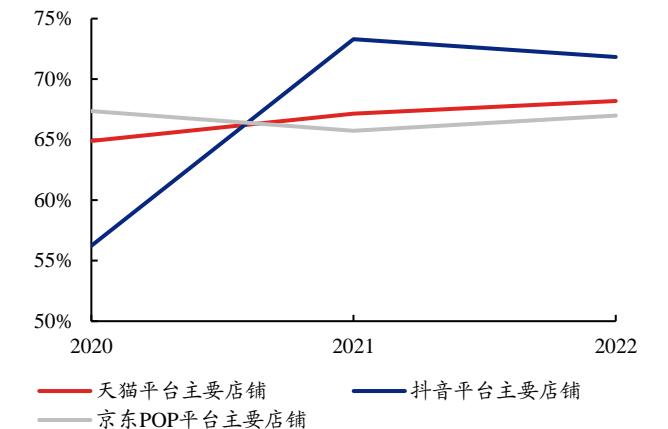
图14：线上直销保持高毛利率水平且逐年提升


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

线上直销模式核心来自天猫、抖音渠道贡献。2022年天猫/抖音/京东平台主要店铺销售收入分别为2.87/1.57/0.18亿元，同比分别增长18%/242%/45%，分别占当年线上直销收入56%/31%/3%。润本品牌于2010年在天猫开设旗舰店，较早即开始布局电商渠道、把握渠道流量红利，在天猫渠道建立较强竞争力与消费者认可度，在驱蚊细分赛道具备领先优势。2021年抖音渠道开始逐步发力，乘抖音直播电商崛起趋势实现销售收入高速增长，贡献显著增量，同时毛利率亦呈现迅速提升趋势，未来发展潜力可观。

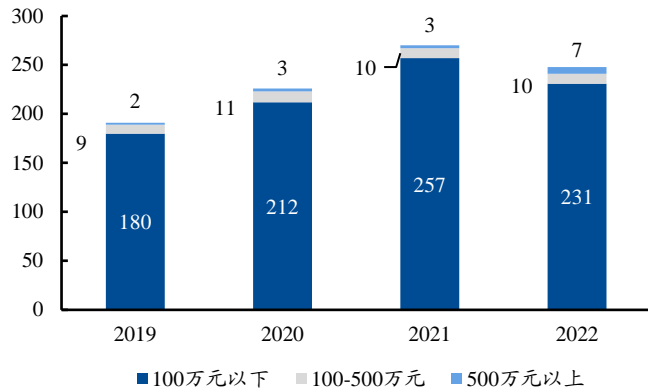
图15：天猫渠道稳健增长，抖音渠道成长迅速


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心
 注：天猫主要店铺指该渠道销售额TOP2店铺，抖音、京东主要店铺指渠道销售额TOP1店铺

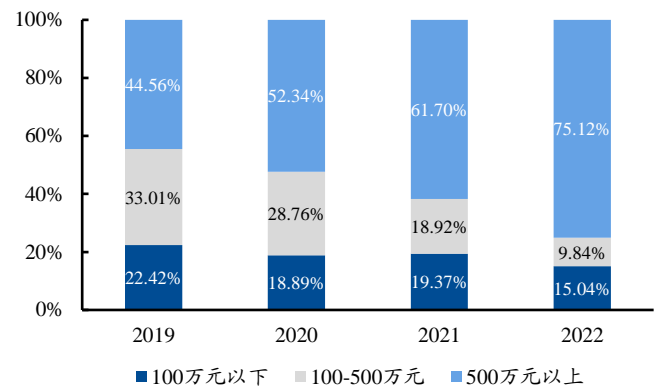
图16：抖音渠道毛利率迅速提升


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

持续优化非平台经销商结构，大客户贡献占比逐年提升。非平台经销模式为公司除线上直销模式外第二大营收来源，2022年实现营收1.88亿/yoy+44.89%/占总体营收比重为21.96%。2019-2022年公司非平台经销商客户数量分别为191/226/270/248家，22年经销商数量下降主要源自公司持续优化客户体系——加强与销售体量较大的经销商的合作力度，2022年公司500万以上销售体量的经销商数量从3家增长为7家，其销售金额占非平台经销渠道营收的75.12%，占比提升13.42pct。

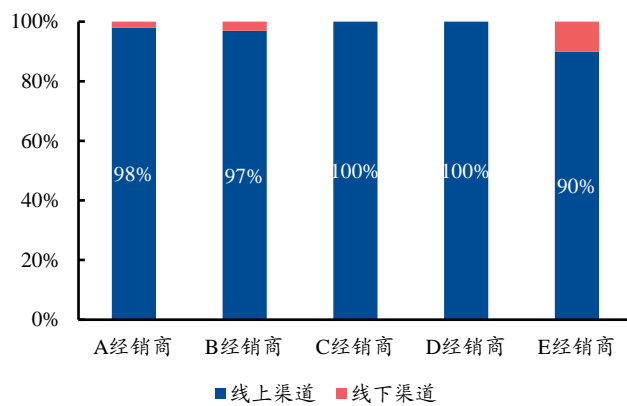
图17：2019-2022 年线下非平台经销商数量（家）


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

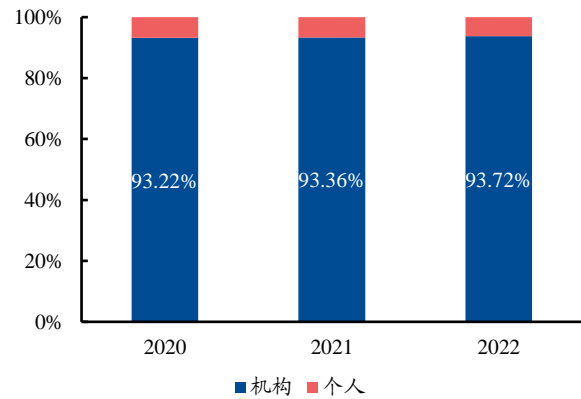
图18：大规模经销商销售金额占比逐年提升


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

非平台经销商亦以线上销售渠道为主。公司前五大非平台经销客户主要通过线上平台销售，较少比例销售给大型 KA 卖场、母婴专营店等下游网点，2022 年公司前五大经销商线上渠道销售占比均在 90% 以上。若按个人、机构类型分类，公司的非平台经销商以机构客户为主，主要通过母婴用品店、洗化用品批发部等线下渠道销售的个人客户 2022 年销售额仅占整体非平台经销收入 6.28%。我们假设：①整体机构客户的线上销售占比为前五大非平台经销商线上销售占比均值；②个人客户全部通过线下渠道销售，则测算得公司 2022 年 97% 的营收为通过线上渠道触达终端消费者实现，线下渠道可渗透拓展的空间较为充足。

图19：前五大非平台经销商均以线上销售渠道为主


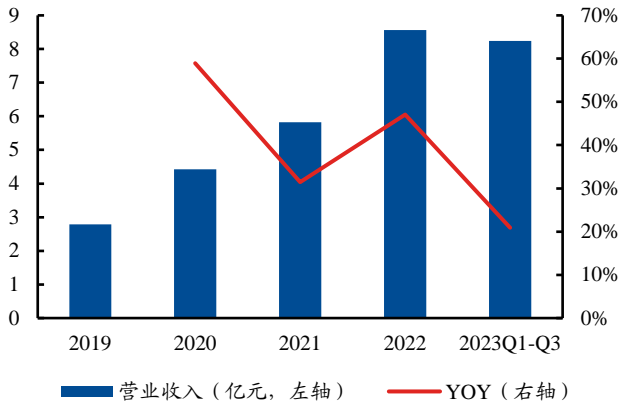
资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图20：非平台经销商以机构客户为主


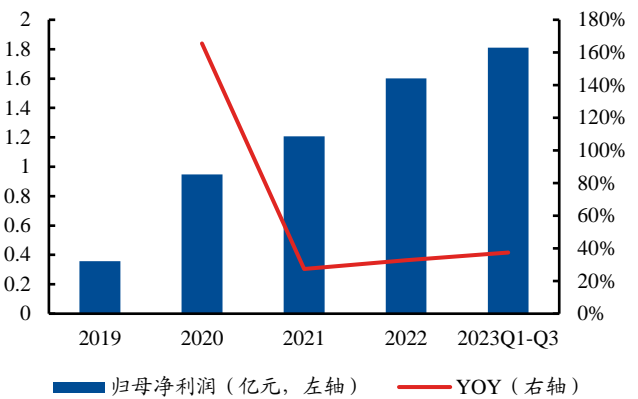
资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

1.4 财务数据：营收业绩持续增长，毛利率稳步提升

抓住流量风口+积极拓展品类，营收快速增长的同时规模效应凸显推升净利率。新品类、多渠道拓展推动公司营业收入由 19 年的 2.79 亿元增长至 22 年的 8.56 亿元，3 年 CAGR 为 45.4%，23 年 Q1-Q3 实现营收 8.24 亿元/yoy+20.90%。营收快速增长带来的规模效应叠加高毛利率产品占比提升推升净利率，归母净利润由 19 年的 0.36 亿元增长至 22 年的 1.60 亿元，3 年 CAGR 达 64.9%，23 年 Q1-Q3 实现归母净利润 1.81 亿元/yoy+37.47%，业绩端增速持续优于收入端表现。

图21：2019-2022 年公司营收维持高速增长


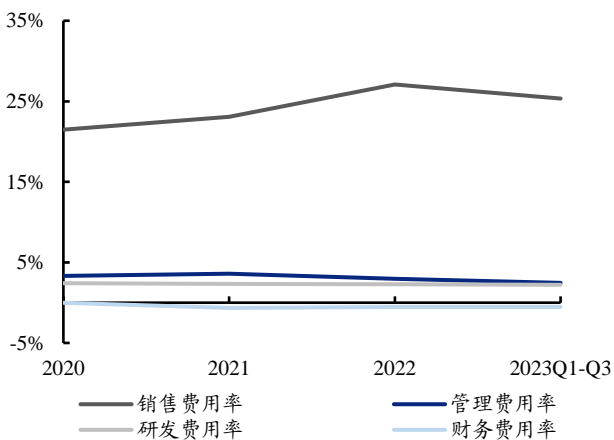
资料来源：ifind，信达证券研究开发中心

图22：2022 年归母净利润达到 1.60 亿元/yoy+32.66%


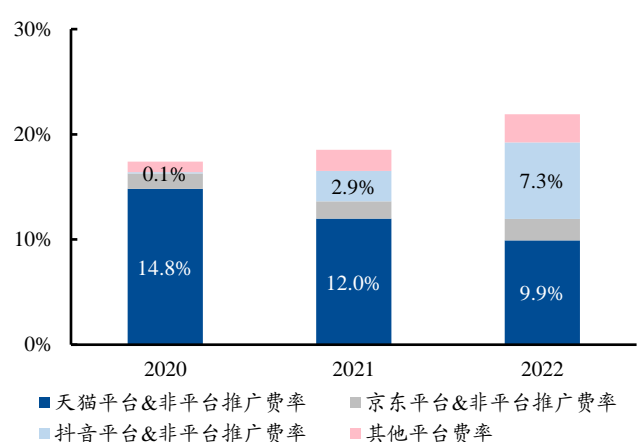
资料来源：ifind，信达证券研究开发中心

高毛利率产品/渠道带动整体毛利率稳中有升。公司毛利率自 20 年的 52.5%稳步提升至 22 年的 54.2%，23Q1-Q3 毛利率 56.1%/yoy+2.1pct。2020 年毛利率略有下降主要源于自该年起执行新收入准则物流费及包装费归集科目发生变化，该影响进行调整后，19-22 年公司主营业务毛利率呈逐年上升趋势，主要源于产销规模扩大降低产品成本、高毛利线上直销模式占比逐年提高、以及产品矩阵拓宽提高产品市场竞争力。

抖音投放增加驱动销售费用率整体呈提升趋势。随着天猫渠道整体增速逐步放缓，抖音渠道兴趣电商模式之下流量红利相对凸显，率先布局的品牌有望享受更多渠道红利，公司自 21 年起逐步调整销售费用投放结构，加大抖音渠道投放、天猫渠道费率稳定下降，抖音渠道费率自 20 年 0.1%增长至 22 年的 7.3%，驱动抖音渠道收入实现高速增长（20-22 年收入 CAGR 达 957%），考虑到抖音渠道的宣传存在一定溢出宣传效应、叠加公司在天猫渠道的多年深耕，虽然天猫费用投放比率下降，但天猫渠道收入亦保持稳定增长趋势，我们预计未来随着在各个渠道的投放布局在调整后，销售费用率表现将重新趋于稳定。

图23：抖音投放推动销售费用率提升，目前趋于稳定


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图24：销售费用率提升主要源于抖音平台相关投放


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

1.5 募资概况：投入研发及品牌渠道建设，提升产能及信息化水平

拟募集资金 9.03 亿元，主要用于新工厂及品牌渠道建设。公司本次募集资金用于黄埔工厂研发及产业化项目（41%）、渠道建设与品牌推广项目（38%）、信息系统升级建设项目（10%）、以及补充流动资金（11%）。募投项目的实施将有效缓解公司产能瓶颈，优化公司产品结构、强化研发能力和推广能力，提升信息化水平及运作效率，完善公司渠道布局进而增强品牌形象，支持公司业务快速发展。

表3：募集资金用途

项目	拟使用募集资金 (万元)	拟使用募集资金占比	建设期	项目概况 (资金用途)	项目目标
黄埔工厂研发及产业化项目	36,881	40.86%	3 年	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。	拟新增公司个人护理类产品的产能，达产年将新增产能 6720 万件，年营业收入 76104 万元。缓解公司产能瓶颈，优化公司产品结构，提升公司研发能力。
渠道建设与品牌推广项目	34,391	38.10%	5 年	拟用于公司渠道建设及“润本”品牌推广，公司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；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。	完善公司渠道布局，拓展公司产品销售的辐射区域；提升公司品牌知名度和影响力，进一步提升公司产品的市场占有率。
信息系统升级建设项目	9,000	9.97%	3 年	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。	有助于公司顺应行业信息化、数据化发展趋势，提升公司信息化、数字化运营水平，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。
补充流动资金	10,000	11.08%	-	-	-
合计	90,272	100%	-	-	-

资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

2、驱蚊行业：深耕驱蚊赛道，把握细分领域高增机遇

2.1 户外便捷&儿童适用等驱蚊细分赛道具备增长机会

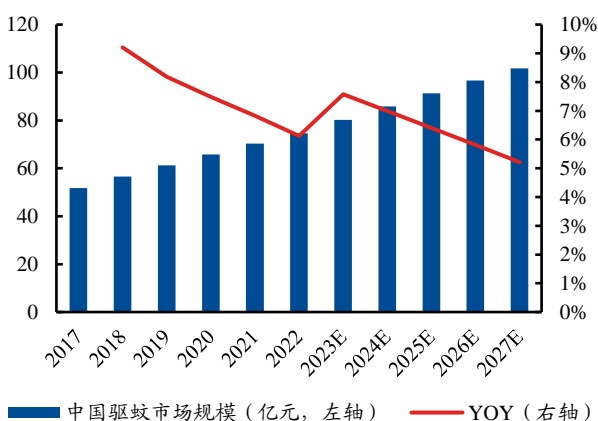
驱蚊行业保持稳增，线上渗透率不断提升。驱蚊产品指居民用于防治蚊虫的日常卫生杀虫用品，属于卫生农药的细分类别，目前我国形成以盘式蚊香、电热蚊香片/液、驱蚊液为主体的市场。我国庞大的人口基数为市场容量奠定基础，同时受益于户外出行盛行、用户需求转变等因素，我国驱蚊行业持续稳定增长。根据灼识咨询数据，我国驱蚊市场（不包含杀虫）零售额由 17 年的 51.81 亿元增至 22 年的 74.59 亿元，5 年 CAGR 为 7.56%，预计 27 年市场规模将达到 101.70 亿元，5 年 CAGR 为 6.40%。分渠道看，线上渠道持续增长，22 年驱蚊行业线上市场规模为 18.27 亿元，线上渗透率为 24.50%，预计 27 年将达到 36.75%，22-27 年线上渠道规模 CAGR 为 15.38%，明显高于线下渠道规模 2.70% 的 CAGR，线上渠道发展空间仍然较足。

表4：我国驱蚊产品主要类型

类型	用途	作用方式	特点
盘式蚊香		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、挥发调整剂、指示剂等，电热蚊香片有效成分的挥发更均匀、持效期更长，实现温和、长效驱蚊。
电热蚊香液		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	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	具有药效高、毒性小的特点，广泛应用于室外驱蚊。

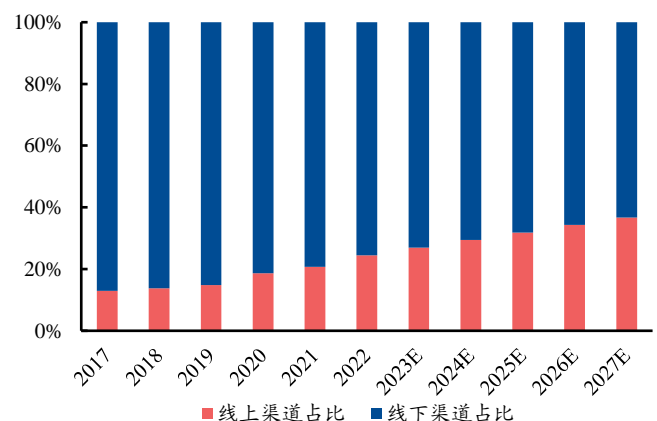
资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图25：中国驱蚊市场规模 22-27 年 CAGR 为 6.40%



资料来源：公司 IPO 问询函回复，灼识咨询，信达证券研究开发中心

图26：驱蚊行业线上渗透率或不断提升

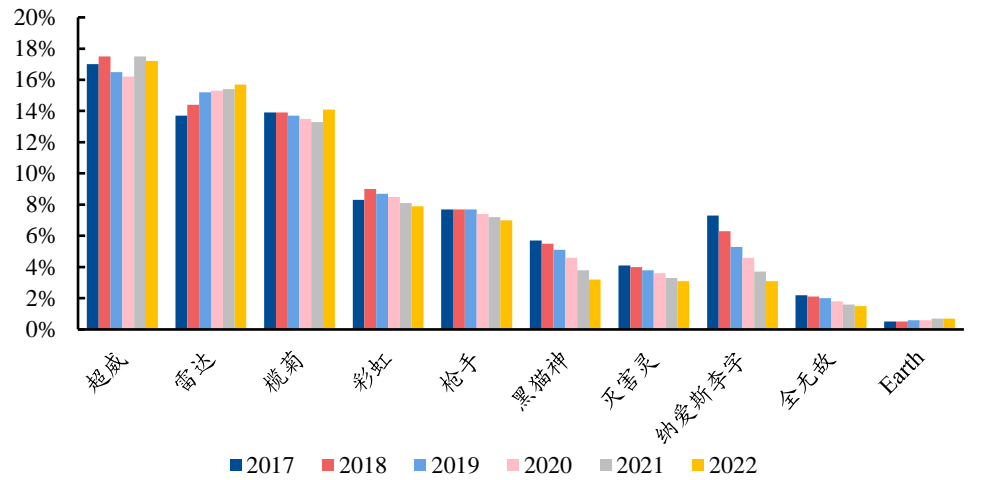


资料来源：公司 IPO 问询函回复，灼识咨询，信达证券研究开发中心

驱蚊行业集中度较高，创新产品、细分领域布局的品牌市占率维持高位/持续提升。根据欧睿数据，我国驱蚊市场 CR5 保持 60%+，竞争格局较为稳定；分品牌看，行业多巨头并存，22 年市占率 TOP5 分别为超威、雷达、榄菊、彩虹、枪手，对应市占率为 17%/16%/14%/8%/7%。创新、细分创造机会，市占率维持高位或持续

提升的品牌多为品类丰富、创新性强、细分程度高的品牌，均有孕妇/婴童适用等产品布局，而产品类别较少且仍核心布局传统驱蚊（如杀虫剂、蚊香等）的品牌市占率持续下行。由于欧睿统计的市占率为家用杀虫剂产品竞争格局，润本未被欧睿统计在内，参考招股说明书，2022年公司驱蚊产品的整体市场占有率约为5.0%。

图27：欧睿统计的杀虫剂市场来看非 TO5 品牌市占率持续下降

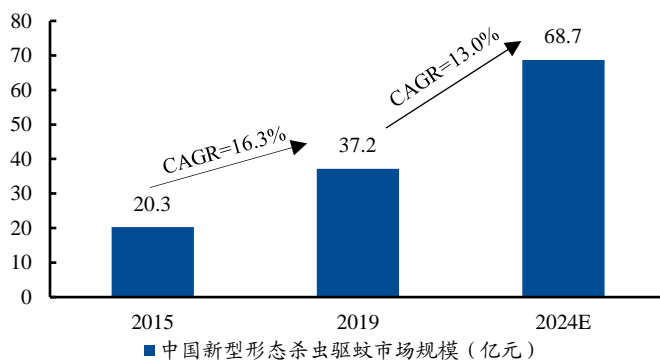


资料来源：欧睿，信达证券研究开发中心

注：欧睿提供的市占率是家用杀虫剂产品竞争格局，润本未被欧睿统计在内，参考招股说明书，2022年公司驱蚊产品的整体市场占有率约为5.0%

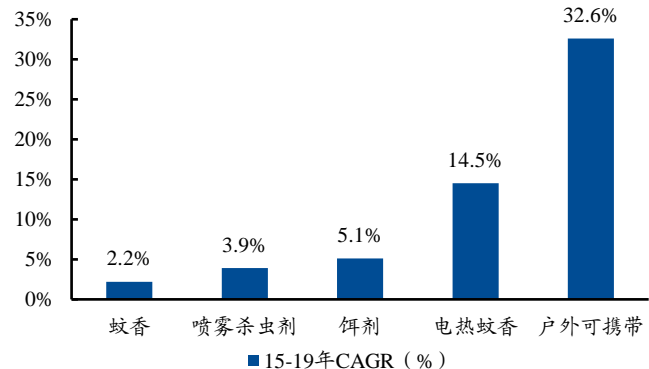
新形态驱蚊：消费者需求推动产品创新，新型便捷驱蚊产品市场前景广阔。随着人们对蚊虫的防治理念从杀灭转变为驱避、预防，且对驱蚊产品的温和、便捷性需求愈发强烈，传统驱蚊产品（蚊香、饵剂、喷雾杀虫剂）偏好度略有降低，而电热蚊香液/片、户外可携带驱蚊产品等新型形态产品逐渐成为主流。根据灼识咨询，我国新型形态驱蚊杀虫市场规模由15年的20.3亿元增长至19年的37.2亿元，预计24年可达到68.7亿元，19-24年行业规模CAGR为13.0%，远高于传统形态驱蚊杀虫产品市场1.7%的复合增速。此外，随着户外赛道热度不断攀升，便携式驱蚊产品需求亦渐趋旺盛，15-19年户外可携带驱蚊产品零售额以32.6%的CAGR从1.6亿元增长至2019年的5.2亿元，增速远超其他驱蚊细分品类，预计19-24年将以16.4%的CAGR继续增长至11.0亿元，户外驱蚊市场发展前景持续向好。

图28：新型形态驱蚊产品兴起，19-24年CAGR为13%



资料来源：朝云集团招股书，灼识咨询，信达证券研究开发中心

图29：户外可携带驱蚊产品19-24年CAGR达16.4%

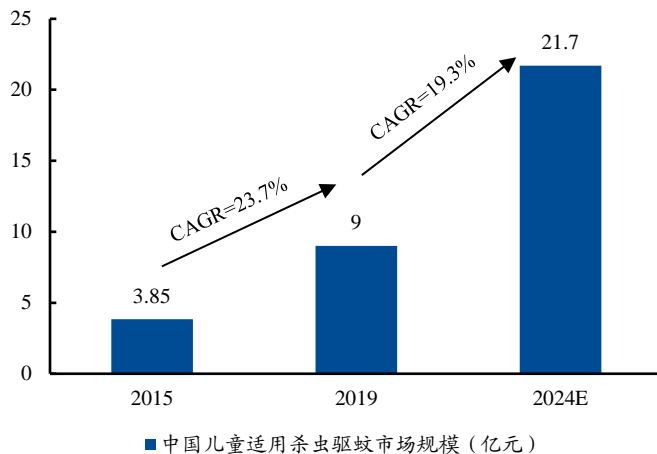


资料来源：朝云集团招股书，灼识咨询，信达证券研究开发中心

婴童驱蚊：产品安全、温和化转型，婴童驱蚊细分赛道快速发展。消费者对于产品安全性的需求不断提升，叠加《“十四五”全国农药产业发展规划》对产品安全及环保提出更严格标准，绿色&安全成为行业发展趋势，以传统驱蚊成分拟除虫菊酯为主的传统产品，将逐渐向更加安全温和的派卡瑞丁、驱蚊脂等产品转型。定位母婴赛道的无烟无味温和型驱蚊产品受益于其安全、环保特征，受到各类消费者青睐。根据灼识咨询，婴童驱蚊杀虫产品市场规模由15年的3.85亿元迅速增长至19年的9亿元，CAGR高达23.7%，并预计将以19.3%的CAGR增长至24年的21.7亿元，CAGR远高于19-22年整体驱蚊杀虫行业（7.3%），婴童驱蚊细分市场呈持续扩大趋势，未来前景向好。

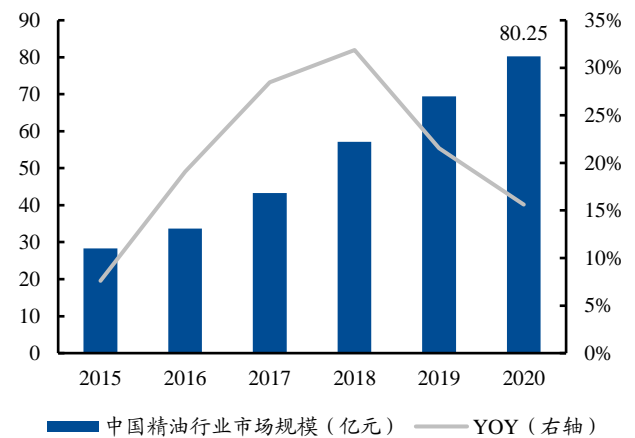
精油驱蚊：安全性诉求催生植物精油类驱蚊产品需求。天然植物提取的植物精油及相关应用产品日益受到青睐，根据中研普华产业研究院数据，20年中国植物精油行业市场规模达80.25亿元/yoy+16%，15-20年CAGR达23%。在驱蚊相关细分赛道中，消费者不断追求“安全性”的背景下，逐渐衍生出关于更天然的驱蚊止痒产品需求，以天然植物精油为核心成分的驱蚊贴、驱蚊手环、清凉舒缓喷雾等新型产品基于其便携、安全等优势，逐步受到消费者认可。

图30：中国儿童适用杀虫驱蚊产品增速亮眼



资料来源：朝云集团招股书、灼识咨询，信达证券研究开发中心

图31：中国植物精油行业市场规模持续扩大



资料来源：公司招股说明书、用户说了公众号、中研普华产业研究院，信达证券研究开发中心

2.2 公司驱蚊&精油系列：聚焦差异化细分赛道实现弯道超车

润本聚焦新一代驱蚊产品，以婴童驱蚊细分定位增强品牌认知。区别于其他在驱蚊领域“大而全”布局的品牌，公司核心策略为“大品牌、小品类”，以婴童友好、草本安全为切入点，差异化聚焦定位婴童驱蚊细分市场，有助于深化消费者对于润本品牌安全、专业的认知感受，积累忠诚客群，未来或可发掘消费者更多元的产品需求（如：护肤品）。

表5：同其他传统驱蚊杀虫企业相比，润本更为聚焦新型驱蚊产品

公司	旗下驱蚊品牌	主要品类	
		驱蚊	其他杀虫产品
朝云集团	超威	盘香、电热蚊香液、电蚊拍、驱蚊啫喱	杀虫气雾剂、杀蟑饵剂
彩虹集团	彩虹	盘式蚊香、电热蚊香液、电热蚊香片	杀虫气雾剂、延伸卫生杀虫用品
中山榄菊日化实业有限公司	榄菊	盘香、电热蚊香液、电热蚊香片、驱蚊液、花露水	杀虫气雾剂
庄臣有限公司	雷达	盘香、电热蚊香液、电热蚊香片、驱蚊液、花露水	杀虫气雾剂、杀蟑饵剂
润本股份	润本	电热蚊香液、驱蚊液（专业婴童）	-

资料来源：各公司官网，信达证券研究开发中心

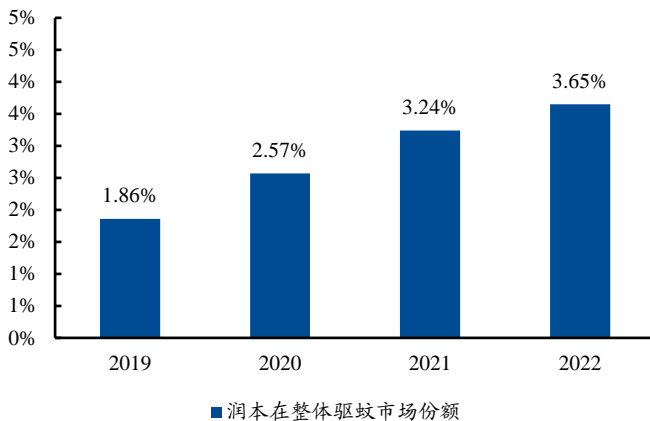
图32：润本驱蚊产品具有婴儿/儿童标识，主打“安全”“温和天然”卖点


资料来源：润本天猫官方旗舰店，信达证券研究开发中心

抢占线上市场先发优势，精准定位市占率不断提升。公司基于独特定位，通过优异的线上运营能力，占据线上驱蚊市场领先地位，2022年润本驱蚊业务营收达到2.72亿元/yoy+31.82%。

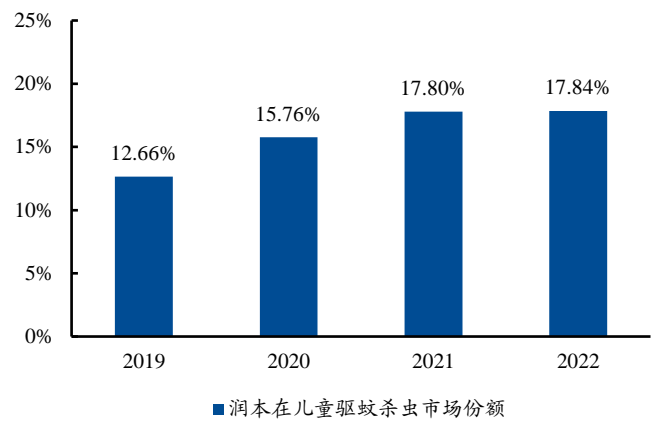
- 1) 整体驱蚊市场：**根据中国驱蚊市场规模以及润本驱蚊业务营收进行测算，润本在整体驱蚊行业市占率不断提升，由19年的1.86%提升到22年的3.65%¹，根据公司招股说明书，润本22年在线上渠道市场份额达到19.9%，位于头部行列；
- 2) 细分婴童驱蚊市场：**根据灼识咨询提供的儿童驱蚊杀虫市场规模数据（因未给出每年行业规模数据，故假设：19-24年市场规模每年同比增速=19-24年市场规模CAGR的19.3%），测算出公司儿童驱蚊细分行业市占率由19年12.66%不断提升至22年的17.84%；
- 3) 细分驱蚊品类：**根据招股说明书，2022年公司驱蚊液及电热蚊香液产品整体市占率分别达15.9%/16.2%，具备一定领先优势。

¹ 注：根据公司招股说明书，2022年公司驱蚊产品的整体市场占有率约为5.0%，差异点主要为本测算以公司营收/市场规模进行计算，而考虑到公司存在经销业务，公司产品对应的终端规模大于营收规模

图33：公司驱蚊产品在整体驱蚊行业份额不断提升


资料来源：灼识咨询，信达证券研究开发中心测算

注：根据公司招股说明书，2022 年公司驱蚊产品的整体市场占有率约为 5.0%，差异点主要为本测算以公司营收/市场规模进行计算，而考虑到公司存在经销业务，公司产品对应的终端规模大于营收规模

图34：公司驱蚊产品在细分驱蚊市场份额保持增长


资料来源：灼识咨询，信达证券研究开发中心测算





布局高成长性细分赛道+渠道渗透提升驱动润本保持销售规模&市占率不断提升。

综上所述，润本品牌在整体驱蚊市场/细分婴童驱蚊市场中市占率保持提升趋势，且线上渠道领先地位更为突出，随着：①品牌核心布局的新型便捷驱蚊产品、婴童驱蚊产品等细分驱蚊赛道保持优于行业整体增速的表现，在行业成长性的加持之下，品牌收入有望保持优异增速；②驱蚊行业线上渗透率不断提升，润本基于其线上运营能力，有望进一步确立品牌在驱蚊市场中的优势。此外，目前非平台经销商已经拓展线下 KA（大润发、沃尔玛/山姆会员店等）、特通渠道（WOW COLOUR），或提供增量收入来源；可期待公司的收入&市占率提升表现继续维持。

基于消费者“安全性”需求，延伸精油领域产品布局。

润本在驱蚊业务基础上延伸至精油业务，以蚊虫叮咬场景为主，推出驱蚊贴、驱蚊精油喷雾等“润本叮叮”精油系列产品，部分产品携手法国香精公司罗伯特，采用香茅油、桉叶油等纯植物精油配方，不含化学成分、绿色无毒、安全性高，契合当前消费者对于安全的诉求，22 年公司精油业务营收达 1.46 亿元/yoy+11.78%，其中“植物精油贴 36 片”产品营收为 0.38 亿元，占总体营收比重为 4.39%，为公司前五大销售单品之一，精油赛道产品发展潜力可观。

表6：“润本叮叮系列”热门精油产品，天然植物配方安全驱蚊

产品名称	产品图	核心原料成分	功效特点
植物精油贴		香茅精油、桉叶精油、薰衣草精油、薄荷精油、艾叶精油、茶树精油	萃取多种植物精油，释放独特清新气味，户外驱蚊
植物精油香圈			
香茅香薰盒		法国罗伯特 49%天然香茅精油	香茅含量更高、长效清香，通过缓慢挥发在人体周围形成香氛保护圈，温和、无刺激
植物精油喷雾		柠檬桉叶油、红没药醇、姜根提取物	户外防蚊、天然植物香、安心 0 刺激

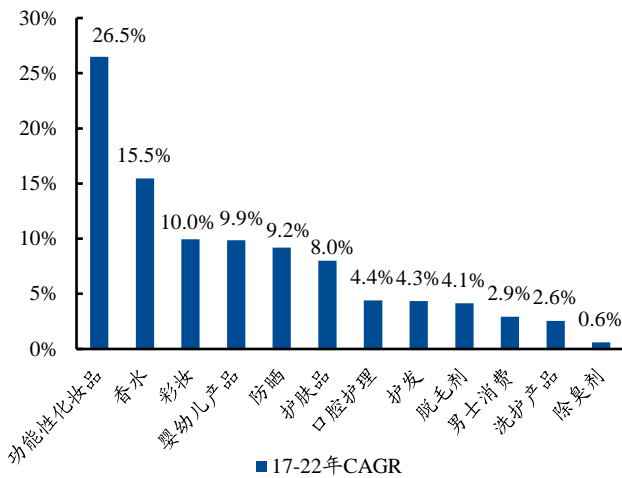
资料来源：润本天猫官方旗舰店，信达证券研究开发中心

3、婴童护理：以“好品好价”差异化定位驱动品牌市占率持续提升

3.1 优生优育理念推动行业增长，国货竞争力逐步凸显

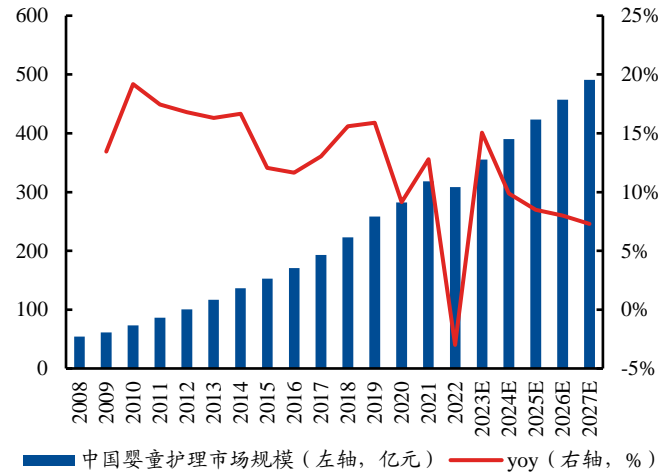
婴童细分赛道 22-27 年行业规模 CAGR 有望达 9.7%。根据欧睿数据，在中国个护（beauty and personal care）市场中，婴童产品市场规模 2017-2022 年复合增速为 9.9%，位列细分赛道第 4，增长潜力可观；2022 年中国婴童护理市场规模已达 308.7 亿元，虽然出生人口数有所下滑，但在当前“优生优育”趋势之下，欧睿数据显示 2027 年行业规模有望突破 490 亿元，2022-2027 年行业规模 CAGR 达 9.7%，依然保持较优增速。

图35：个护赛道中 17-22 年 CAGR 婴童产品排名第 4



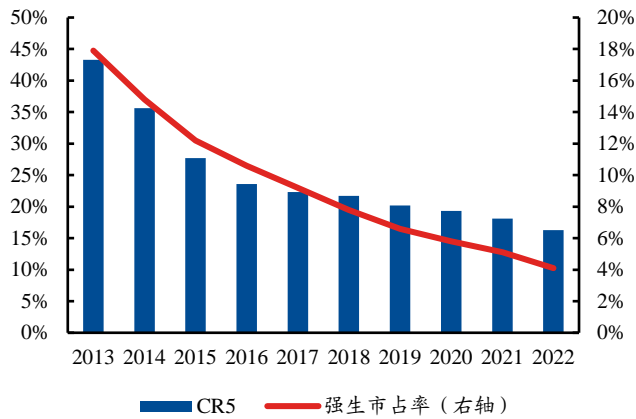
资料来源：欧睿，信达证券研究开发中心

图36：中国婴童护理市场 22-27 年 CAGR 有望达 9.7%

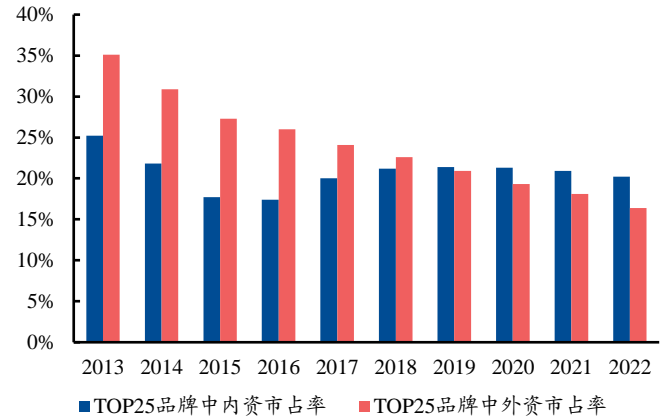


资料来源：欧睿，信达证券研究开发中心

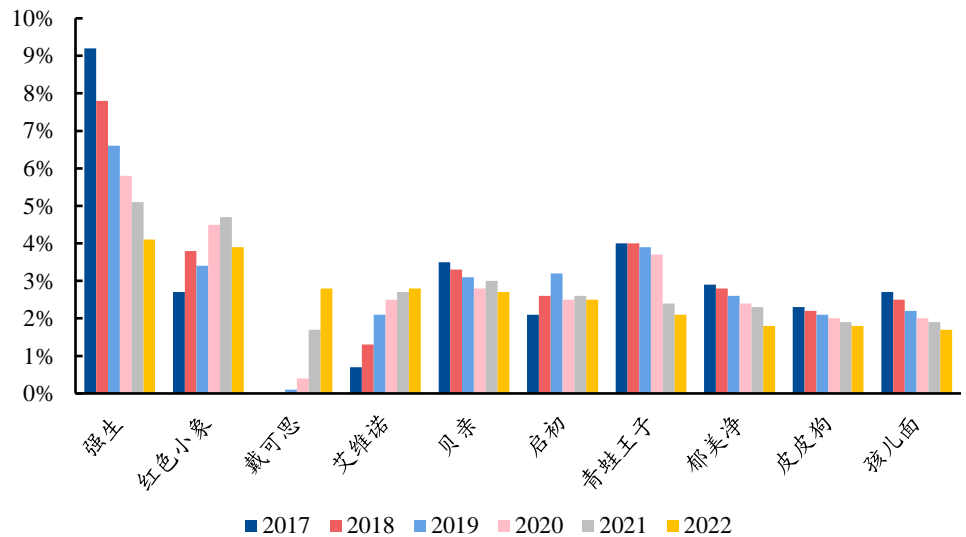
婴童护理行业中外资品牌竞争力略有下降，国货品牌逐渐崛起。我国婴童护理市场处于成长阶段，受市占率 TOP1 品牌强生市占率持续下滑影响，婴童护理市场 CR5 亦呈现下降趋势，若分内外资品牌观察，市占率 TOP25 的婴童护理品牌中，外资市占率持续下滑，19 年内资品牌市占率合计首次超越外资，22 年内资/外资品牌市占率分别为 20.2%/16.4%，内资品牌红色小象、戴可思挺进市占率 TOP5 行列，22 年市占率分别为 3.9%/2.8%，此外润本、海龟爸爸等新国货品牌依靠电商渠道红利逐渐打开市场，国产品牌发展势头强劲。

图37：头部外资市占率下滑导致行业 CR5 持续下降


资料来源：欧睿，信达证券研究开发中心

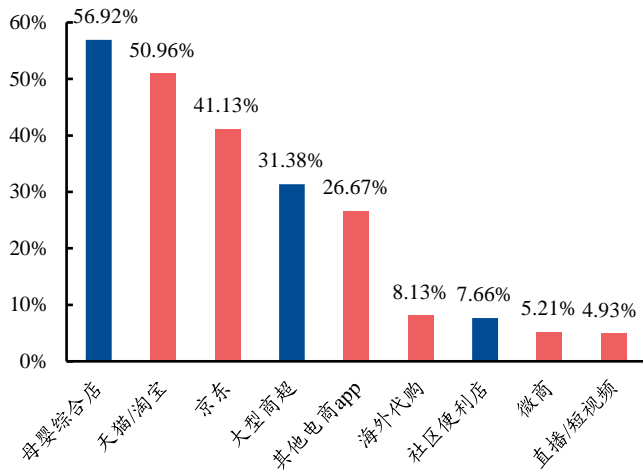
图38：内资品牌市占率波动提升


资料来源：欧睿，信达证券研究开发中心

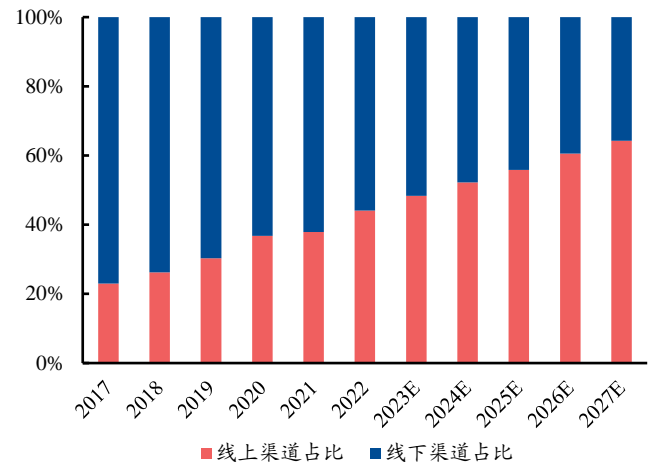
图39：中国婴童护理市场 2022 年 CR5 为 16.3%


资料来源：欧睿，信达证券研究开发中心

线上渠道销售占比持续提升。婴童护理产品线上销售渠道主要包括综合电商平台（天猫、京东等）、垂直母婴电商平台（贝贝、蜜芽等）、新媒体/直播平台（抖音、快手等）、母婴社区平台（宝宝树、妈妈网等）等，线下销售渠道主要包括商超、百货店、母婴品牌专卖店等。受新一代消费者消费习惯改变叠加疫情影响，婴童护理线上渠道销售规模保持较快增长，占比逐渐提升，根据灼识咨询数据，22年线上市场规模占比为44.07%，预计24年占比将超过线下渠道，品牌有望借助新一轮渠道红利快速增长。

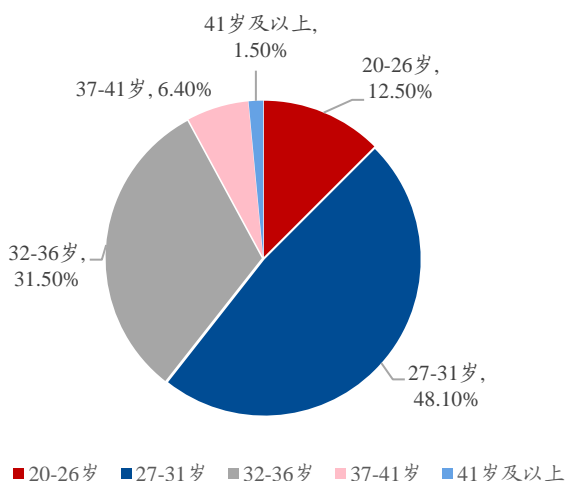
图40：电商平台成为婴童护理产品主要消费渠道之一


资料来源：公司招股说明书、《中国婴幼儿洗护调研报告 2021 年版》，信达证券研究开发中心

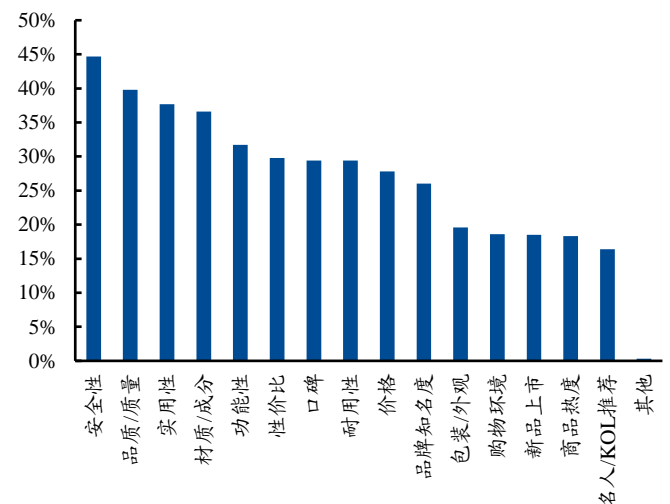
图41：婴童护理线上销售渠道占比逐年增长


资料来源：公司 IPO 问询函回复，灼识咨询，信达证券研究开发中心

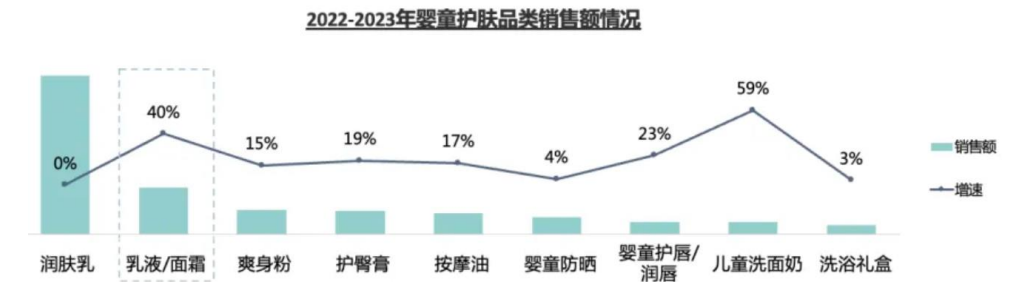
短期精细化育儿理念之下消费诉求加强，细分赛道成长性充足。随着 90、95 后进阶为新手爸妈，在父母教育水平相对更高、生育决策相对慎重、社媒&私域宣传教育持续推进的背景下，精细化育儿理念逐步深入人心，消费者对于专业母婴消费的需求亦不断增长（如：从不购买婴童护肤品/购买大众护肤品转移到购买专业婴童护肤品）。根据艾瑞咨询调研数据，中国母婴消费者更加看重商品的质量及安全性，因而可能在消费时更加青睐于能够确保安全性的专业婴童品牌。同时，消费者精细化需求推动婴童护理产品逐步进行细分，多品类呈良好增长态势，根据凯度数据，润肤乳仍为细分赛道中核心品类，婴童乳液/面霜市场规模相对可观且实现 40% 增速，洗面/润唇产品市场规模较小但发展潜力突出，增速分别为 59%/23%，通过布局高成长细分赛道有望实现弯道超车。

图42：2021 年中国母婴人群 90 后占比超 60%


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研究开发中心

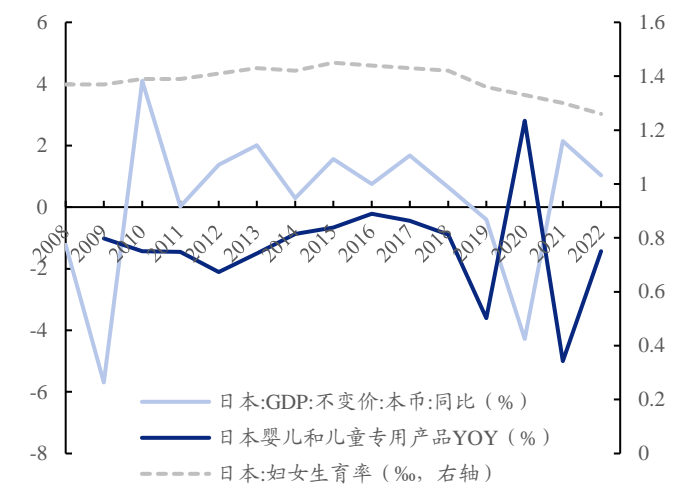
图43：中国母婴消费者最为重视安全性&质量


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研究开发中心

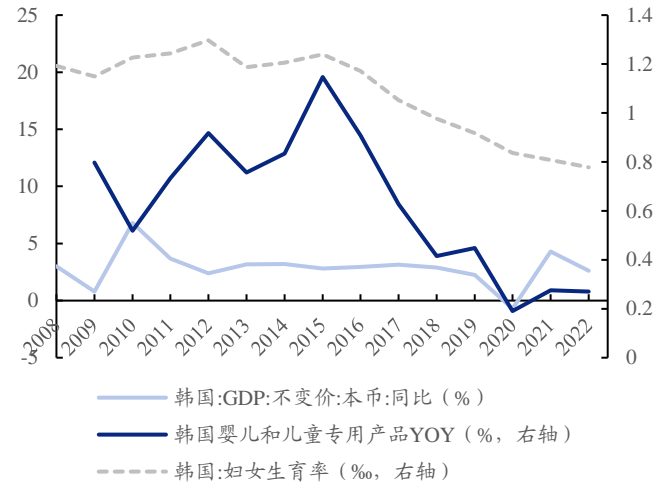
图44：婴童护理多品类呈良好增长态势，乳液面霜类目潜力充足


资料来源：凯度、TMIC 新品创新中心、启初 Giving，信达证券研究开发中心
 注：数据统计区间为 2022/4-2023/3

参考日韩市场，婴童母用品行业发展为低增速+高集中度格局。从增速角度看，若对比日本、韩国市场的婴童行业增速与本国生育率、GDP 增速，各项指标具备一定相关性，如韩国市场在 2012-2019 年 GDP 增速相对稳定，婴童市场规模增速与生育率变动趋势较为符合，而日本生育率下降幅度相对温和，婴童市场增速可能一定程度上受到 GDP 增长压制。

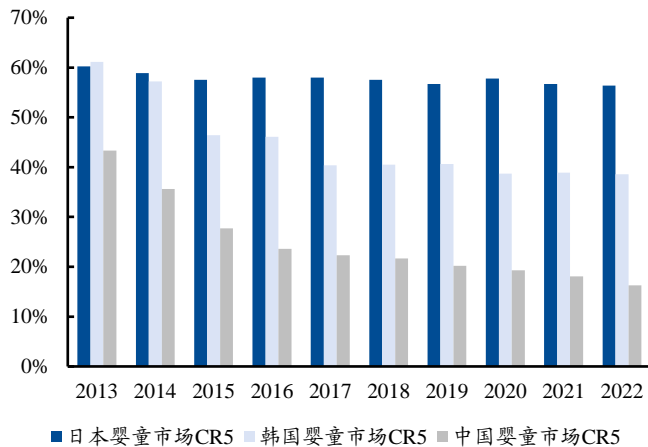
图45：受 GDP 增速、生育率影响，近年来日本婴童市场规模有所下滑


资料来源：欧睿、世界银行、同花顺，信达证券研究开发中心

图46：高增过后，韩国婴童市场开始低速稳增长


资料来源：欧睿、世界银行、同花顺，信达证券研究开发中心

从品牌集中度来看，2013 年以来日本婴童市场 CR5 基本稳定于 60%，韩国婴童市场 CR5 在品牌更迭中有所下降，自 2013 年的 61% 降至 38-40% 左右。对比中国，婴童市场 CR5 呈现逐年下降趋势，主要源于行业市占率 TOP1 品牌强生市占率持续下滑，2022 年中国婴童市场 CR5 为 16.3%，相较于日韩均有一定差距。且无论日本、韩国市场，其市占率前五品牌中均以本土品牌为主，而中国婴童 TOP5 品牌中，国产品牌仅占两席，未来能够把握增长机会的国产品牌有望继续扩大市场份额。

图47：中国婴童市场 CR5 远低于日韩水平


资料来源：欧睿，信达证券研究开发中心

注：中国婴童市场 CR5 下降主要源于 TOP1 品牌强生市占率持续下滑

图48：日韩市场中 TOP5 品牌以本国品牌

	品牌	市占率
2022年日本TOP5品牌	贝亲/Pigeon	14.4%
	强生	13.1%
	尤妮佳Moony	13.0%
	Oshiri Napu	11.6%
	花王/Merries	4.3%
2022年韩国TOP5品牌	宝必舒/BeBesup	10.2%
	Green Finger	10.0%
	宝松怡/Bosomi	8.0%
	Penelope	5.8%
	宫中秘策/Goongbe	4.6%
2022年中国TOP5品牌	强生	4.1%
	红色小象	3.9%
	艾维诺	2.8%
	戴可思	2.8%
	贝亲/Pigeon	2.7%

资料来源：欧睿，信达证券研究开发中心

注：蓝色底色品牌为市场中国品牌

3.2 公司婴童系列：基于原有客群拓新品类，“大品牌”实现高成长

由驱蚊相关功能产品切入，逐步完成多系列婴童产品布局。公司基于驱蚊系列产品积累的消费者认可，从专研垂直细分驱蚊领域切入，延伸至解决蚊虫叮咬引发的皮肤问题的婴童护理产品——“润本叮叮舒服系列”，主打蚊虫叮咬后止痒舒缓功效，包含：紫草舒缓膏、润本叮叮舒缓棒等产品，取得较好销售兑现，婴童护理系列前五大销售额产品始终有驱蚊相关功能产品之席。除驱蚊相关产品系列外，公司亦拓展了其他非驱蚊场景下的产品，如：肌肤护理系列、洗发沐浴系列、湿巾清洁系列，实现在婴童护理赛道的全方位布局。

表7：润本婴童护理核心产品具有绿色天然原料成分

系列	产品名称	产品图	核心原料成分	功效特点	定价	22年销售额占比
驱蚊相关婴童产品	润本叮叮舒缓棒		紫草根、当归根、防风根、地黄根、姜根，红没药醇等	有效改善皮肤刺激状态，舒缓肌肤泛红不适	21.9 元/7g	2.69%
	润本叮叮舒缓走珠冰露		库拉索芦荟叶水、白花春黄菊花水、红没药醇、姜根提取物	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，有效改善皮肤刺激状态	29.9 元/18ml	—
非驱蚊婴童产品	婴儿防皴霜		氢化椰油、牛油果树果脂、向日葵籽油、小麦胚芽油、毛瑞榈果油、透明质酸钠、维 E	专为婴儿研制温和配方，多重植物草本精萃搭配多种保湿成分滋润防干裂	39.9 元/50g*2	2.77%
	婴儿舒缓霜		母菊花/叶提取物、红没药醇、姜根提取物、角鲨烷、稻糠油、稻胚芽油、牛油果树果脂	配方温和，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	29.9 元/50g	—
成人护肤品	润本皴裂膏		神经酰胺、牛油果树果脂、大豆卵磷脂、维 E、红没药醇、姜根提取物、酸橙果皮油	温和润养，天然植萃，有效滋润肌肤、修复手脚干裂	29.9 元/15g*2 盒	3.74%

资料来源：公司招股说明书、公司公告、润本天猫官方旗舰店，信达证券研究开发中心

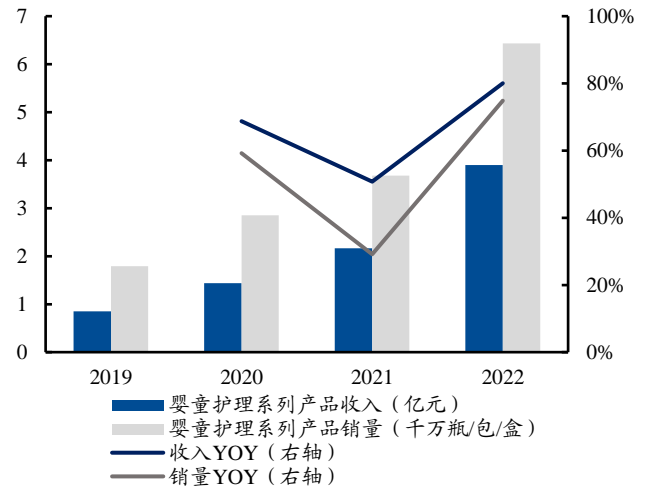
强调成分天然温和无刺激，聚焦拓展小品类实现婴童类目收入有力增长。 凭借在婴童驱蚊赛道的多年积累，润本已将品牌“安全”、“健康”、“天然环保”理念植入消费者心智，使用极简、温和配方，更大程度保证产品的安全温和无刺激。且差异化于其他婴童护理品牌，润本自驱蚊后止痒护理这一“小品类”出发，延伸扩张多类功效产品，如针对于保湿的面霜、身体乳、唇膏、皴裂膏等（其中皴裂膏推出后于 21、22 年销售额均为婴童护理系列第 1），以及婴童身体洗护、婴童衣物洗护等产品。同时，品牌亦在进行儿童防晒、婴童无泪洗护等具备发展潜力细分赛道产品的研发，满足消费者更精细化的产品需求。

图49：润本产品宣传强调配方安全、温和 0 刺激



资料来源：润本天猫官方旗舰店，信达证券研究开发中心

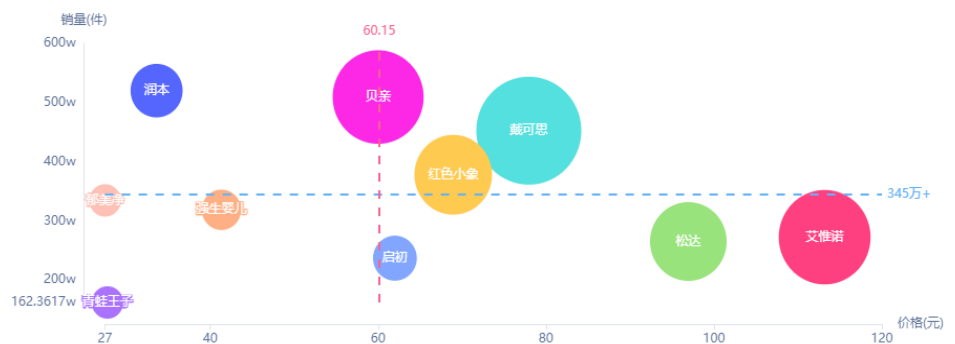
图50：22 年婴童护理收入/销量分别增长 80%/75%



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

以“好价好价”定位推动婴童收入持续实现有力增长。 借助线上渠道优势，公司婴童护理持续实现强劲增长，22 年营收达 3.90 亿元/yoy+80.03%，根据公司招股书，22 年公司婴童护理产品线上渠道市场份额达 4.2%，润本儿童面霜/儿童润唇膏整体市场份额分别达 8.6%/9.5%；根据美业颜究院数据，润本在 22 年淘系婴童护理品牌中销量排名第 1，在极具性价比的价格定位中不断增强品牌认知。润本秉持“好价好价，赋能新国货”的初心，以低价高质拥抱有婴童护肤诉求的各线城市消费者，发掘尚未被充分渗透的广阔市场。

图51：2022 年淘系婴童护理品牌中，润本具备较高性价比



资料来源：美业颜究院，信达证券研究开发中心

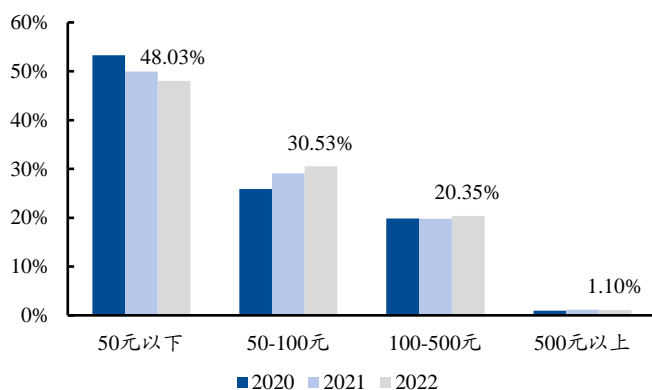
4、精准定位+营销强化消费者心智，“研产销一体化”供应链打造竞争性 C2M 模式

4.1 婴童驱蚊+护理精准定位，定价亲民，锚定大众市场广阔消费者

聚焦婴童“驱蚊+护理”，兼顾安全+性价比覆盖广阔客群。自 2006 年成立以来，润本品牌秉承“自然、平衡”理念，基于中国婴幼儿肤质特点，糅合东方本草精华与现代植物萃取科技，潜心研发打造绿色安全的婴童相关产品。润本从婴童驱蚊领域切入，成功获取细分领域的差异化领先地位，并借助驱蚊业务建立的客户心智将业务延伸至婴童护理领域，在产品开发、渠道运营、品牌营销等方面延续驱蚊业务优势。通过品类协同，润本品牌形成横跨婴童驱蚊/婴童护理两大领域的融合定位，始终强调“天然成分”、“温和无刺激”等特点，建立消费者对于产品安全性的较强信任感。

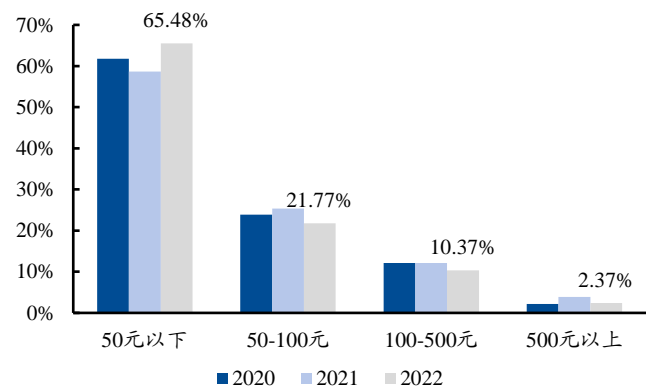
高性价比定位持续开拓市场。润本坚持“好品好价”的品牌定位，兼顾产品安全性和极致性价比，相较于部分国产婴童护肤品牌，润本在保持安全的同时定价相对偏低，产品单价多位于 15-40 元之间，具备明显价格优势，树立高性价比的品牌特质，有助于触达多层次城市更广阔的潜在消费人群，抓住与定位定价相符的广大核心人群，以润本核心线上渠道天猫、京东、抖音为例，2020-2022 年消费金额位于 50 元以下的消费者合计交易金额占比均处于较高水平，2022 年天猫/京东/抖音渠道消费额低于 50 元的交易金额占比分别为 48%/65%/95%，可见金额偏低的交易对于品牌销售额的贡献显著，以品质+性价比建立核心竞争力。

图52：天猫消费 50-100 元客户的交易金额占比逐年提升



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图53：京东消费 50 元以下客户的交易金额占比维持较高水平



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

表8：润本品牌中，驱蚊以及婴童护肤产品具备较强性价比

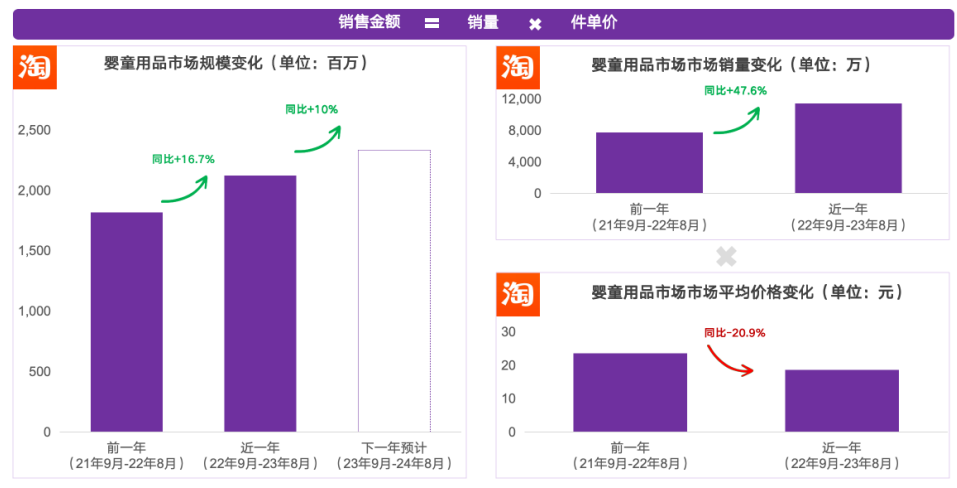
系列	公司名称	品牌	产品	价格	单价
驱蚊	润本股份	润本	蚊香液	¥39.9/45ml*6 瓶	¥0.15/ml
			驱蚊喷雾	¥22.9/100ml	¥0.23/ml
	上海家化	六神	驱蚊花露水喷雾	¥46.2/180ml*2	¥0.13/ml
			宝宝植物精油喷雾	¥52.9/100ml	¥0.53/ml
	上海庄臣	雷达	蚊香液	¥36.9/29.4ml*6 瓶	¥0.21/ml
			驱蚊喷雾	¥26.9/100ml	¥0.27/ml

	朝云集团	超威	蚊香液	¥49.9/40ml*6 瓶	¥0.21/ml
婴童护理	润本股份	润本	婴儿舒缓霜	¥29.9/50g	¥0.60/g
			婴儿润唇膏	¥29.9/4g*2	¥3.74/g
	上海家化	启初	宝宝水润面霜	¥47.5/40g	¥1.19/g
	上海上美	红色小象	婴儿多效霜	¥59/50g	¥1.38/g
			婴儿润唇膏	¥29/3.4g*2	¥4.26/g
贝泰妮	薇诺娜 Baby	舒润霜	¥138/100g	¥1.38/g	

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，信达证券研发中心

契合市场需求，润本有望以性价比定位抢占更多份额。根据艺恩营销智库统计数据，22年8月至23年8月淘系婴童用品市场规模同比增长16.7%，若拆分量价来看，销量/均价分别同比+47.6%/-20.9%，量价趋势分化较为明显，在当前消费者关注价格、各个电商平台均在提升“价格力”优先级的背景下，润本有望依靠“好品好价”定位获得更优的渠道资源和更多消费者青睐。

图54：消费者对于高性价比产品的诉求促使淘系形成“价减量增”趋势



资料来源：艺恩营销智库，信达证券研究开发中心

紧随最新趋势，产品系列持续迭代丰富以满足消费者各类需求。不同于其他传统驱蚊品牌产品矩阵相对固定，润本产品系列根据消费者需求不断丰富、迭代产品品类。

表9：润本持续推出多品类新品丰富产品矩阵

产品类别	年度	主要新增产品
驱蚊系列	2020年	多功能电蚊拍、驱蚊酯驱蚊液
	2021年	电热蚊香液蓝牙智能加热器
	2022年	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	2020年	皴裂膏、护唇膏、卫生湿巾、洗发沐浴露、润本叮叮舒缓棒
	2021年	润唇膏、清凉喷雾、羽绒服清洁湿巾
	2022年	儿童洁面泡泡、清透防晒霜
精油系列	2020年	植物精油香圈
	2021年	香茅香薰盒、精油手环（闪光型）
	2022年	薄荷清凉棒、啪啪手环、舒舒贴

其他类	2020年	—
	2021年	抑菌喷雾、内衣洗衣液
	2022年	柠檬酸除垢剂、抗静电香氛喷雾

资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

- 如：推出形态更加简洁美观/具备蓝牙遥控功能/具备夜灯功能的电热驱蚊液产品，使驱蚊液产品外观更加精致、使用更加安全方便，为消费者提供多元化产品的同时也丰富了价格带，与其他品牌提供的驱蚊产品形成一定差异化。

图55：润本核心驱蚊液系列持续丰富契合消费需求



资料来源：润本天猫官方旗舰店，信达证券研究开发中心

图56：润本持续拓展了沐浴、家清等类目产品



资料来源：润本天猫官方旗舰店，信达证券研究开发中心

- 如：紫草舒缓膏为品牌核心单品之一，最早推出的产品使用圆盒包装，①为提升涂抹的便捷性，推出“叮叮舒缓棒”，在户外环境使用更加方便；②在便捷使用基础上，润本推出“叮叮舒缓走珠冰露”，增加产品的冰凉镇定效果；③近期推出“紫草舒缓贴”，产品便携且贴状有助于核心成分持续发挥效果。公司追踪消费者使用反馈，根据实际需求持续更新产品成分与包装形态，体现出公司较强的终端需求把握能力与运营反应能力。

图57：润本持续进行产品与成分的迭代更新以契合消费者需求


资料来源：天猫，信达证券研究开发中心

契合市场持续增长的婴童防晒需求，完善防晒矩阵拓展收入增量。在婴童护肤、驱蚊之外，公司基于户外使用场景需求拓展婴童防晒产品，2024年3月上市儿童防晒乳，具备儿童防晒特征以及“安全无香”、“温水可卸”等特点，防晒产品使用人群自原本的12岁+拓宽至3岁+，扩大大群覆盖范围；婴童防晒延续润本品牌“好品好价”定位，相较于其他销售表现较好的同类产品，其定价/单毫升或单克均价相对较低，高性价比定位下或可期待儿童防晒产品提供全新收入增量。

图58：润本推出儿童防晒乳，完善防晒产品矩阵


资料来源：润本天猫官方旗舰店，信达证券研究开发中心

图59：润本进入天猫“宝宝防晒热卖榜”


资料来源：天猫，信达证券研究开发中心

表10：润本儿童防晒乳产品延续品牌高性价比定位

品牌	产品名称	原价（元）	规格（克/ml）	单克价格（元/克或 ml）
润本	润本儿童防晒乳	39.9	30	1.33 元/ml
海龟爸爸	海龟爸爸小雪山婴儿防晒乳	69	30	2.30 元/g
	海龟爸爸小光盾儿童清透防晒精华乳	149	45	3.31 元/g
贝德美	贝德美儿童防晒润肤乳	89	35	2.54 元/g
宫中秘策	宫中秘策防晒乳液	155	80	1.94 元/g
薇诺娜宝贝	薇诺娜宝贝温和倍护防晒乳	228	50	4.56 元/ml
启初	启初水润防晒露	48	45	1.07 元/g

资料来源：天猫，信达证券研究开发中心

4.2 精准营销+灵活运营奠定电商领先地位，未来线下拓展机遇充足

积极布局线上线下营销深化消费者认知。在电商渠道迅速兴起的趋势下，润本及时把握电商/社媒流量红利实现品牌声量提升，此外，针对于目前销售占比较低的线下渠道，公司也通过布局地铁广告等形式扩大品牌在泛人群中的曝光度，为未来布局线下渠道打下基础。

- 线上：**
 - 把握电商营销推广红利，布局直播、短视频等多方位营销种草：2019年借助淘宝直播红利，合作淘系头部主播，多款产品上线李佳琦直播间，增加品牌传播范围，为产品力充分背书；2019年入驻小红书，结合种草进行产品内容营销推广；2021年积极布局抖音电商，以自播为主，达播为辅，有效扩大品牌声量。
 - 通过IP联名丰富品牌内核，提升品牌认知度&信任感：
 - 润本2021年合作《国家宝藏》IP，以“承千年之风，精御蚊之术”为主题，推出联名款国风驱蚊贴、紫草膏、驱蚊水，将文物融入产品设计，加深国货品牌认知；
 - 2022年联名“小刘鸭”IP，结合更具童趣的卡通形象推出更新包装的电热蚊香液、驱蚊液、精油贴等产品，以趣味包装吸引消费者。
 - 品牌亦通过合作健康科普IP“丁香医生”对于产品的安全温和特性进行背书，有利于建设核心消费人群对于品牌的信任感。
- 线下：**布局线下推广，扩大品牌曝光。除线上渠道外，公司亦对地铁广告等线下传统推广渠道进行布局，通过泛人群的营销积累消费者认知度，为后续若布局线下渠道打下基础。

图60：进行IP联名合作提升品牌认知


资料来源：润本官方公众号，信达证券研发中心

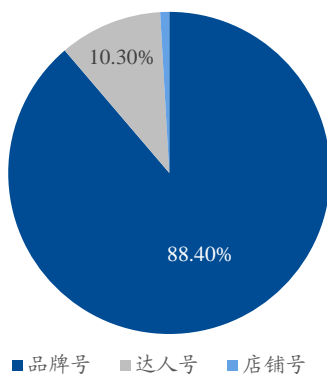
图61：合作丁香医生提供安全性背书


资料来源：丁香医生公众号，信达证券研发中心

早期即布局电商渠道，积累丰富运营经验赋能新渠道发展。公司在电商发展早期敏锐观察到电商发展潜力，如 2010 年即进入天猫开设旗舰店，抢占线上渠道先发优势，积累了丰富的电商、直播运营经验；2021 年发力抖音，迅速建立起了较强的自播销售能力，根据灰豚数据，品牌号近一年销售额贡献占比达 88.4%，达人号占比仅 10.3%，可见在品牌在抖音平台对于达人的依赖程度较为有限，通过确定性更高的品牌自播沉淀客户资源，积累消费者认可度，基于较强的运营能力实现长期发展。

针对消费者特征制定电商运营策略，推动实现线上平台优异销售表现。公司亦针对目标消费人群核心关注点以及消费动因制定运营策略，如：婴童产品消费者关注产品的质量以及安全性，会较为信任朋友/宝妈群体/母婴博主等私域渠道推荐产品；同时考虑到品牌的高性价比定位，部分消费者对于产品价格更为敏感、关注产品优惠力度，公司通过淘客、京挑客等能够提供价格优惠的推广策略吸引潜在消费者，在兴趣电商渠道，润本通过合作 KOL/KOC 等方式精准对目标客群进行营销转化，以抖音平台为例，根据灰豚数据，近一年腰部达人贡献了约 77% 的润本抖音达播销售额，通过更“接地气”的主播进行营销及销售转化。从销售表现来看，润本品牌在平台&兴趣电商平台的细分赛道均取得了较好的市场地位。

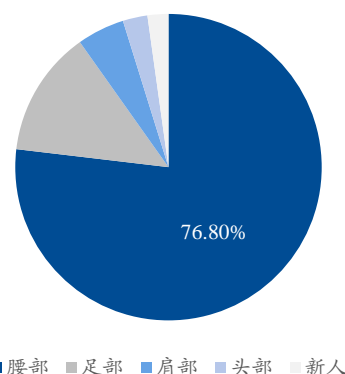
图62：近一年润本抖音销售额主要来自品牌号直播



资料来源：灰豚数据，信达证券研发中心

注：时间统计周期为 2023 年 3 月 1 日-2024 年 2 月 28 日

图63：近一年抖音腰部达人占达播比重约 76.8%



资料来源：灰豚数据，信达证券研发中心

注：时间统计周期为 2023 年 3 月 1 日-2024 年 2 月 28 日

表11：润本驱蚊、婴童护理系列在部分线上平台具备领先地位

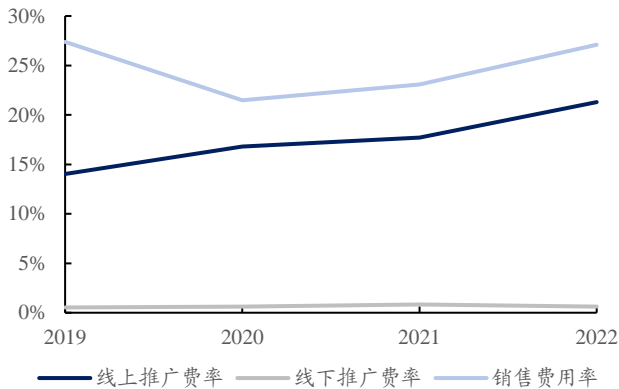
系列	平台	市占率/排名
驱蚊	天猫	2019-2022 年蚊香液产品销售额占比分别达到 17.14%、16.42%、18.32%和 19.99%，连续三年排名第一
	京东	“蚊香液”搜索结果按销量排序排名第一
	拼多多	“润本”品牌店铺分别位列拼多多“防蚊水店铺榜口碑榜”第一、“蚊香液店铺榜口碑榜”第一
婴童护理	天猫	2022 年天猫“618”活动“婴童用品”类目排名前三
	京东	“润本”京东自营官方旗舰店销售额在京东“618”活动月中连续三年（2020-2022 年）名列母婴用品之洗护用品品牌前二
	抖音	抖音 2022 年“618”活动“婴童用品”排名前三 2023 年抖音好物年货节“婴童用品”类目店铺排名第二

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

线上推广投入力度不断提升，未来拓展线下渠道有望推动投放效率继续优化。从公司销售费用率结构来看，以线上推广费用为主，线下推广费用率基本维持较低水平，线上推广费率提升为驱动销售费率增长的核心因素。若对比其他个护同业，

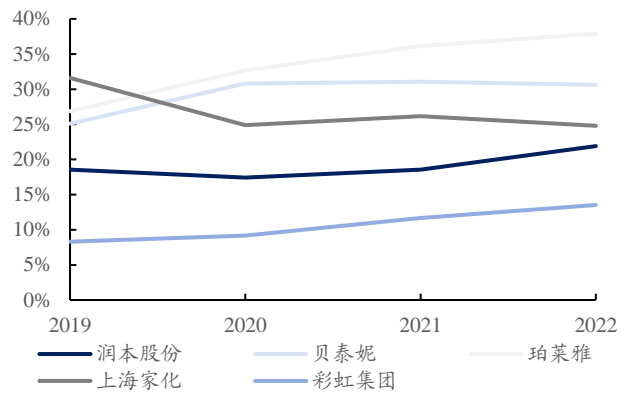
由于化妆品行业竞争相对婴童激烈，品牌方流量投放、KOL 合作、明星代言方面的费用投入更多，整体推广费用率更高；彩虹集团以线下经销渠道为主，且其主营的取暖、卫生杀虫用品市场竞争较个护更低，故推广费用率低于公司。当前公司推广、销售渠道仍以线上为主，未来通过发掘线下渠道机会有望实现销售投放效率的进一步提升。

图64：线上推广费率提升驱动整体销售费率上行



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图65：公司推广费率在同业中处于中游偏低水平



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

表12：公司推广费率与同行业对比情况

同行业公司	推广费用口径	主要推广方式
贝泰妮	渠道及广告宣传费	向主要搜索平台（如百度、360、搜狗等）付费获取黄金搜索展位；通过互联网广告公司等网站投放广告；通过在微信平台投放广告、短视频获取新用户关注公司品牌公众号，通过公众号定期文章及活动推送引导销售转化；通过建立微信群进行会员维护，通过定期或不定期推送文章或产品信息等方式，进行老客户的留存及复购；明星代言等
珀莱雅	形象宣传推广费	跨界合作、文化名人艺术家、品牌事件等一系列特定主题线下推广活动；明星代言等
水羊股份	平台推广服务费、线下推广服务费、品牌宣传费	影视剧与综艺节目广告植入；线下主题推广活动；明星代言等
润本股份	推广费	平台推广工具、短视频和直播及线下地铁广告进行推广

资料来源：公司招股说明书、公司 IPO 问询函回复，信达证券研究开发中心

线下拓展为发展点，多维度触达加快市场渗透。作为大众消费品品牌，线下渠道铺设有助于触达消费者，多点曝光有助于提升品牌认知，因而除了主要渠道线上多平台持续深耕以外，进一步拓展线下渠道有助于推动公司产品扩大品牌的辐射范围，并提升与线上渠道的协同。

可关注非平台经销未来线下渠道布局机会。目前公司已通过非平台经销商覆盖 30 多个省、市、自治区，开发包含大润发、沃尔玛、山姆等 KA 渠道及 WOW COLOUR 等特通渠道，将：1) 继续通过以非平台经销商为纽带，增加与商超、百货等线下实体店合作家数，2) 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，以高效、便捷、精准管理下游经销商，降低渠道管理成本，3) 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，并依靠“研产销一体化”优势即时响应消费者需求。

4.3 “研产销一体化” 自主供应链+线上渠道为主打造独特 C2M 模式

具有强大自由供应链，生产模式稳定，自产为主严控产品质量。公司目前已建成广州、义乌两大生产基地，建筑面积总计 10.50 万平方米，具备专业生产制造团队以及数字化供应链管理系统。2020-2022 年，公司自产比例分别为 70%/68%/75%；各业务产能利用率维持较高位，2020-2022 年整体产能利用率分别为 95%/96%/82%。强大的自有供应链确保公司能充分把控质量控制、生产进度、产品检测等环节，保障产品供应以及安全性。此外，部分情况下考虑到季节性销售因素/公司尚不具备生产能力等情况，公司会选择委托加工/成品外购，外购产品主要包括植物润唇膏、0.8%氯氟醚菊酯蚊香液、蚊香液加热器等。

图66：强调“自研资产”，自有工厂&独立科研

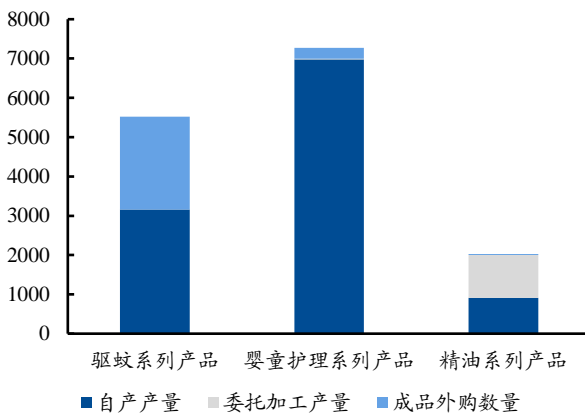
自研自产

2大自建生产基地面积超10万m²，打造10万级无尘车间，配备独立科研团队，共56条自动化生产线，为销售提供强有力的产能支持。



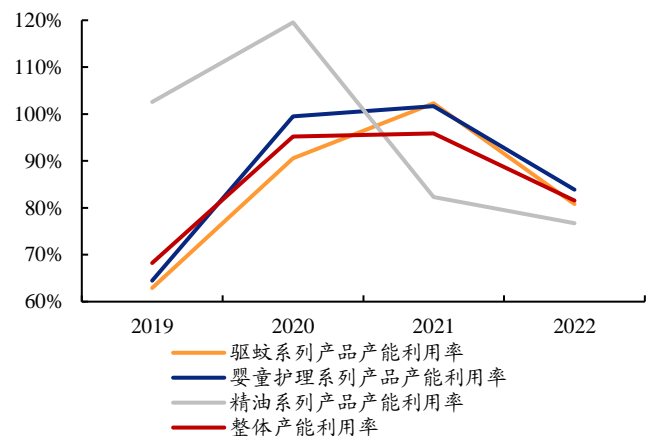
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图67：22年系列产品各类方式生产/采购数量（万件）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图68：公司产能利用率保持较高水平

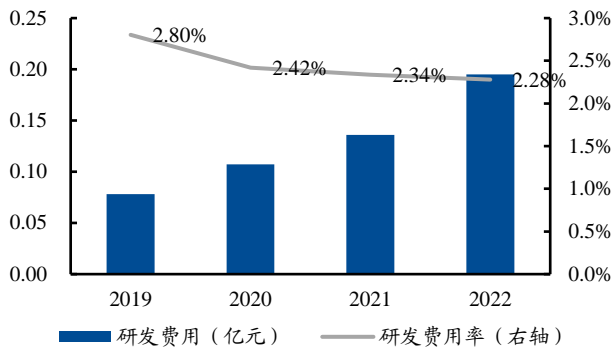


资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

保持相对稳定研发投入，储备多项核心技术及研发项目。2019-2022 年公司研发费用投入持续提升，但较快的收入端增长导致费用率略有下降，2019-2022 年研发费用率分别为 2.80%/2.42%/2.34%/2.28%。截至 22 年末，公司研发团队共 106 人，背景覆盖生物工程、精细化工、药理学等专业学科，专业技术团队将有效推动研发成果转化。截止 22 年底，公司已拥有 7 项自研核心技术，在多个环节建立起技

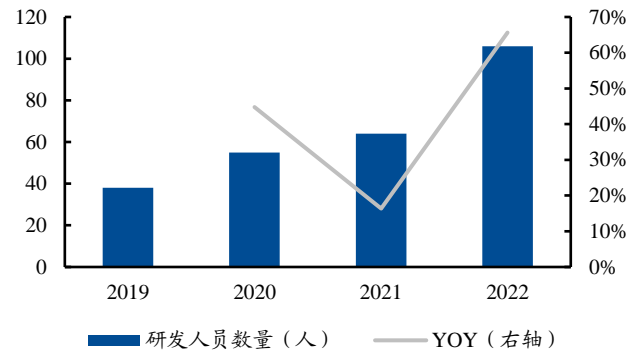
术优势。同时，公司以市场为需求积极储备研发项目，10项在研项目涵盖新产品开发以及现有品类迭代升级。

图69：研发费用率保持相对稳定



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

图70：公司持续引入研发人才



资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

表13：润本7项自研核心技术一览

类别	核心技术	技术所处阶段
驱蚊	蚊香液智能加热器技术	批量生产的产业化阶段
	驱蚊酯在水基型驱蚊产品中的应用技术	批量生产的产业化阶段
	舒缓功效组合物的应用技术	批量生产的产业化阶段
	保湿护肤组合物的应用技术	批量生产的产业化阶段
婴童个护	婴儿护臀产品的植物组合物及其制备技术	基础研究阶段
	一种婴儿液体痱子粉的制备技术及其应用技术	批量生产的产业化阶段
	低敏柔软的杀菌湿巾的应用技术	批量生产的产业化阶段

资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

表14：公司在研项目储备

类别	在研项目名称	所处阶段	拟达到目标
驱蚊	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
	羟哌酯驱蚊产品的开发及应用	申报农药登记证中	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
	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，并将其应用于现有冬季保湿产品中
婴童个护	儿童防晒产品	已获证	产品通过儿童防晒特征
	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
	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
	防皴裂组合物及其应用	开发阶段	防皴裂效果用植物组合物替代现有的尿素和羟乙基豚，并形成防皴裂植物组合物的专利
	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

资料来源：公司招股说明书，信达证券研究开发中心

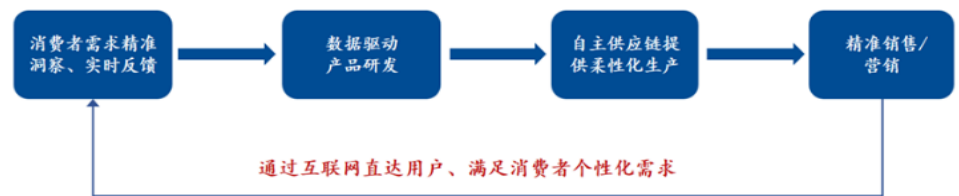
形成“自有供应链+线上渠道为主”的C2M模式，实现用户需求驱动产品供给。在该模式下，公司依托线上渠道直达终端消费者的信息优势，快速获取消费者的使用体验及功效需求等趋势信息。在公司扁平化组织架构下，销售端持续收集消费者评价与建议，并快速反馈至研发端以推进产品的更新迭代，而后公司依靠灵

活的自有供应链实现低成本、高效率生产，并通过线上渠道直接销售给终端消费者，由此形成良性循环，实现持续的产品效果优化以及产品品类拓展。

- 相较于以线下渠道为主的品牌，润本能够更加直接迅速地获取终端市场需求，制定相应的推广策略；
- 相较于以 OEM/ODM 模式 为主的品牌，润本“研产销一体化”模式帮助公司实现柔性生产，针对于消费者需求的变化能够及时进行原材料储备或新品研发的推进，更高效地把握销售机会，而代工为主的品牌则可能受到代工厂产能、排期的制约，反应相对偏慢。

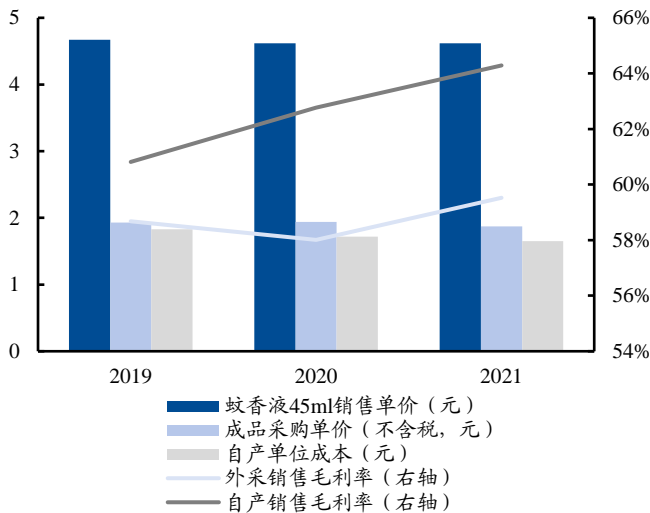
“完善的自有供应链+线上渠道为主”的 C2M 模式保证了公司“以产品为核心”的经营理念，使公司在产品创新、品质与成本控制方面建立了较高壁垒，助力公司实现长期可持续发展。

图71：具备“快反”能力的柔性供应链帮助品牌把握销售趋势



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心绘制

图72：自产模式下可提供更高的毛利率



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心
注：测算方法为外采毛利率=(销售单价-采购成本)/销售单价；自产毛利率=(销售单价-自产成本)/销售单价

图73：驱蚊液产品定价较为类似



资料来源：天猫，信达证券研发中心

自产可更好控制生产成本，打开盈利空间。根据招股说明书，蚊香液产品外采不含税单价高于自产单位成本，测算 2021 年自产/外采销售毛利率分别为 64%/60%，相较于其他部分以代工外采为主的品牌，润本具备一定成本优势，在同类产品定价相似的情况下或可实现更强的盈利水平。

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们认为公司未来的核心增长驱动力在于：（1）从品类角度看，产品类型持续丰富有望满足多年龄层消费者对于细分婴童/驱蚊产品的需求，以优异运营能力把握细分赛道增长机会。（2）从渠道角度看，公司深耕线上渠道，积累一定品牌认可度，未来可通过布局线下新零售渠道持续提升人群渗透，为公司提供收入增量。

我们预测公司驱蚊产品 2023-2025 年增速分别为 21.7%/20.0%/17.0%，22-25 年复合增速为 19%；婴童护理产品 2023-2025 年增速分别为 38.8%/32.0%/27.0%，22-25 年复合增速为 33%；精油类产品 2023-2025 年增速分别为 3.5%/10.0%/8.0%，22-25 年复合增速为 7%。对应 2023-2025 年公司总收入为 10.78/13.41/16.24 亿元，分别同比增长 25.9%/24.5%/21.1%。

表15：分业务收入拆分预测

(单位: 百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
驱蚊产品	169.13	227.75	272.26	328.70	394.44	461.49
YOY	48.6%	34.7%	19.5%	20.7%	20%	17%
毛利率(%)	54.3%	56.7%	56.7%	56.9%	56.7%	57.0%
业务收入比例(%)	38.2%	39.1%	31.8%	30.5%	29.4%	28.4%
婴童护理产品	143.73	216.68	390.09	541.41	714.66	907.62
YOY	68.8%	50.8%	80.0%	38.8%	32%	27%
毛利率(%)	56.0%	59.9%	62.8%	63.7%	64.0%	64.5%
业务收入比例(%)	32.5%	37.2%	45.6%	49.5%	52.6%	55.2%
精油产品	125.71	130.92	146.35	151.45	166.59	179.92
YOY	69.6%	4.1%	11.8%	3.5%	10%	8%
毛利率(%)	67.0%	65.6%	67.3%	68.0%	68.5%	68.5%
业务收入比例(%)	28.4%	22.5%	17.1%	14.1%	12.4%	11.1%
其他主营业务收入	4.09	6.56	46.96	56.04	65.57	75.40
YOY	-23.4%	60.4%	615.9%	19.3%	17%	15%
毛利率(%)	44.7%	57.2%	61.6%	60.9%	61.0%	61.0%
业务收入比例(%)	0.9%	1.1%	5.5%	5.2%	4.9%	4.6%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心测算

5.2 可比公司估值与投资建议

我们选取具备婴童与驱蚊花露水品牌的上海家化、具备婴童品牌的上美股份作为可比公司，测算 2023-2025 年平均 PE 分别为 30/20/16X。润本基于在驱蚊领域积累的优势逐步向婴童护肤以及精油类目拓展，基于“大品牌、小品类”理念以及高性价比定位，实现婴童类目收入的迅速增长，未来通过细分品类拓新、线下渠道拓展有望推动公司保持优异增长态势，考虑到公司作为细分赛道领先企业，当前处于高速发展阶段，可给予一定估值溢价。我们预计 2023-2025 年分别实现归母净利润 2.22/2.88/3.48 亿元，同比分别增长 38.7%/29.7%/20.7%，对应 PE 分别为 29/22/18X，首次覆盖给予“增持”评级。

表16：可比公司情况

股票代码	公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2023E/A	2024E	2025E	2023E/A	2024E	2025E
600315.SH	上海家化	17.55	118.68	0.74	0.96	1.12	24	18	16
2145.HK	上美股份	47.00	187.04	1.28	2.21	2.92	37	21	16
均值							30	20	16
603193.SH	润本股份	15.83	64.05	0.55	0.71	0.86	29	22	18

资料来源：wind，信达证券研发中心测算（收盘价为2024年4月15日）注：上美股份单位为港元

6、风险提示

细分赛道竞争加剧。部分赛道增速放缓，未来行业竞争可能日趋激烈，且电商渠道红利逐渐消退，可能导致费用投放效率降低，进而影响盈利能力。

新品推广销售效果不及预期。若品牌新品推广销售效果不佳可能导致类目增长放缓以及盈利能力波动。

新渠道拓展节奏不及预期。若公司拓展线下新渠道的速度较缓或线下销售起量较慢，可能影响收入增长节奏。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	344	510	1,717	2,021	2,388	
货币资金	206	368	1,506	1,769	2,100	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2	1	2	1	1	
预付账款	11	8	9	10	12	
存货	57	103	107	113	125	
其他	68	30	94	127	149	
非流动资产	302	315	312	322	327	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	190	264	258	261	260	
无形资产	20	19	19	19	18	
其他	92	32	35	43	49	
资产总计	646	825	2,029	2,343	2,715	
流动负债	76	97	108	133	156	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	46	48	51	61	71	
其他	29	49	57	72	85	
非流动负债	9	6	4	5	6	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	9	6	4	5	6	
负债合计	85	103	112	138	162	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	562	723	1,917	2,205	2,553	
负债和股东权益	646	825	2,029	2,343	2,715	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	582	856	1,078	1,341	1,624	
同比(%)	31.5%	47.1%	25.9%	24.5%	21.1%	
归属母公司净利润	121	160	222	288	348	
同比(%)	27.4%	32.7%	38.7%	29.7%	20.7%	
毛利率(%)	53.0%	54.2%	55.3%	55.8%	56.3%	
ROE%	21.5%	22.1%	11.6%	13.1%	13.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.40	0.55	0.71	0.86	
P/E	53.09	40.02	28.85	22.24	18.42	
P/B	11.40	8.86	3.34	2.90	2.51	
EV/EBITDA	-1.34	-1.81	18.04	13.91	10.76	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	582	856	1,078	1,341	1,624	
营业成本	273	392	482	593	709	
营业税金及附加	7	9	11	14	17	
销售费用	134	232	286	362	447	
管理费用	21	25	28	36	45	
研发费用	14	20	25	31	37	
财务费用	-4	-5	-5	-22	-26	
减值损失合计	-2	-1	-1	-2	-2	
投资净收益	2	2	3	4	5	
其他	5	2	5	7	8	
营业利润	141	186	259	337	407	
营业外收支	1	2	1	1	1	
利润总额	142	188	261	338	408	
所得税	21	28	39	50	60	
净利润	121	160	222	288	348	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	121	160	222	288	348	
EBITDA	146	199	272	334	401	
EPS(当年)(元)	0.36	0.47	0.55	0.71	0.86	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	139	165	253	316	368	
净利润	121	160	222	288	348	
折旧摊销	11	20	17	18	19	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-2	-2	-2	-3	-4	
营运资金变动	10	-5	21	14	6	
其它	-1	-8	-4	0	0	
投资活动现金流	-164	10	-85	-54	-38	
资本支出	-152	-41	-5	-28	-23	
长期投资	-14	48	-80	-30	-20	
其他	2	2	0	4	5	
筹资活动现金流	188	-9	970	1	1	
吸收投资	226	0	973	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-31	-3	0	0	0	
现金流净增加额	163	165	1,138	263	331	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。