

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

深耕驱蚊+婴童"小品类", "大品牌"成长可期

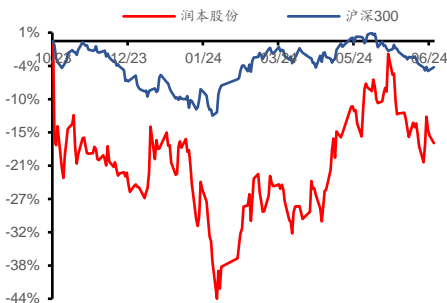
买入（首次）

行业：美容护理
日期：2024年07月02日分析师：梁瑞
Tel：021-53686409
E-mail：liangrui@shzq.com
SAC 编号：S0870523110001

基本数据

最新收盘价（元）	18.11
12mth A 股价格区间（元）	12.45-22.08
总股本（百万股）	404.59
无限售 A 股/总股本	15.00%
流通市值（亿元）	10.99

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

润本股份：坚持大品牌、小品类战略，驱蚊+婴童护理双轮驱动

公司主要从事驱蚊类、个人护理类产品的研发、生产和销售，目前已形成驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列。公司2023年营收达到10.33亿元，同比增速20.66%；归母净利润2.26亿元，同比增速41.23%。其中驱蚊类业务2023年占主营收入的比重为31.49%，婴童护理类业务占比为50.48%，精油类业务占比为14.15%，其他业务占比3.88%，婴童业务占比逐年提升。

驱蚊、婴童护理行业稳健增长

受益于户外出行盛行和人们对蚊虫的防治观念转变，我国驱蚊杀虫行业持续稳定增长。根据灼识咨询数据，我国驱蚊杀虫市场零售额由2015年的62.09亿元增至2019年的84.34亿元，年均复合增长率为7.96%；预计2024年市场零售额达120.06亿元，2020-2024年年均复合增长率为7.28%。得益于年轻一代父母追求品质生活的需求以及线上渠道的增长，中国婴童护理市场保持稳健增长。根据欧睿咨询数据，2015-2019年中国婴童护理市场实现快速稳健增长，2020年行业增速略微放缓，预计2021年市场规模突破300亿元。

竞争优势：产品定位清晰，供应链及运营能力强

(1) 产品具有高性价比：我们认为公司旗下品牌产品在保证质量及效果的基础上，具有高性价比优势。根据公司天猫旗舰店，公司王牌爆款产品售价大多在20-50元之间。(2) 持续推出差异化新品，强化品牌心智：公司注重消费者的消费使用体验，根据细分市场的需求，持续升级产品的品质和设计，不断完善产品规格型号，满足消费者的多样化需求。(3) 坚持研产销一体化，供应链能力强：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，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。(4) 线上运营能力强，积极拓展线下渠道：线上表现亮眼，2023年润本旗舰店在天猫婴童洗护行业618全周期旗舰店排名第一，“润本”品牌销售额在天猫婴童洗护行业618全周期排名第一。“润本”品牌获得京东平台“618全周期超级王牌品牌”。公司积极拓展线下渠道，通过非平台经销商已开发合作线下渠道包括大润发、沃尔玛/山姆会员店、7-11、名创优品、屈臣氏、华润超市等KA渠道以及WOW COLOUR等特通渠道，我们认为有望促进公司总体市占率的进一步提升。

■ 投资建议

公司坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，积极开拓线上、线下渠道，进一步丰富产品矩阵，我们看好公司品牌价值的持续提升。预计公司2024-2026年营收分别为13.52/17.14/20.33亿元，同比增速分别为30.84%、26.85%、18.60%；归母净利润分别为2.90/3.65/4.42亿元，同比增速分别为28.51%、25.60%、21.20%，每

股收益为0.72/0.90/1.09元，对应2024年7月1日收盘价PE为25/20/17X。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧、品牌声誉受损的风险、新品推广不及预期、渠道拓展不及预期、宏观经济波动影响等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1033	1352	1714	2033
年增长率	20.7%	30.8%	26.9%	18.6%
归母净利润	226	290	365	442
年增长率	41.2%	28.5%	25.6%	21.2%
每股收益（元）	0.56	0.72	0.90	1.09
市盈率（X）	32.42	25.23	20.08	16.57
市净率（X）	3.81	3.42	2.99	2.59

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年07月01日收盘价）

目 录

1 润本：坚持大品牌、小品类战略，婴童护肤业务快速发展	4
1.1 国内驱蚊龙头，拓展婴童护肤业务.....	4
1.2 驱蚊+婴童护理双轮驱动，盈利能力保持稳定.....	4
2 行业分析：驱蚊、婴童护理行业稳健增长	6
2.1 户外驱蚊倍受关注，温和、便捷类驱蚊产品带动市场发展.....	6
2.2 婴童护理规模逐步提升，发展前景广阔.....	7
3 竞争优势：产品定位清晰，供应链及运营能力强	8
3.1 产品具有性价比优势，持续强化品牌心智.....	8
3.2 坚持“研产销一体化”模式，重视研发创新.....	9
3.3 深耕线上渠道，扩展全渠道布局.....	11
4 盈利预测	13
5 投资建议	14
6 风险提示	15

图

图 1：公司发展历史.....	4
图 2：公司营业收入及增速.....	5
图 3：公司归母净利润及增速.....	5
图 4：公司主营业务收入占比.....	5
图 5：公司毛利率和净利率.....	6
图 6：公司费用率.....	6
图 7：2015-2024 年中国驱蚊杀虫市场规模及增速.....	6
图 8：驱蚊产品类型、用途、作用方式和特点.....	7
图 9：2015-2021E 中国婴童护理市场规模及增速.....	7
图 10：妈妈们购买婴童洗护产品的渠道（多选）.....	8
图 11：公司主要产品价格情况.....	8
图 12：2023 年公司部分新增产品.....	9
图 13：2020-2022 年公司产能利用率.....	9
图 14：广州、义乌两大生产基地简介.....	10
图 15：2023 年公司主要工厂情况.....	10
图 16：公司研发费用及增速.....	11
图 17：公司研发费用率.....	11
图 18：公司分渠道营收及增速（百万元、%）.....	12
图 19：公司分地区收入占主营业务收入比重.....	12
图 20：可比公司估值.....	14

表

表 1：公司收入拆分.....	13
-----------------	----

1 润本：坚持大品牌、小品类战略，婴童护肤业务快速发展

1.1 国内驱蚊龙头，拓展婴童护肤业务

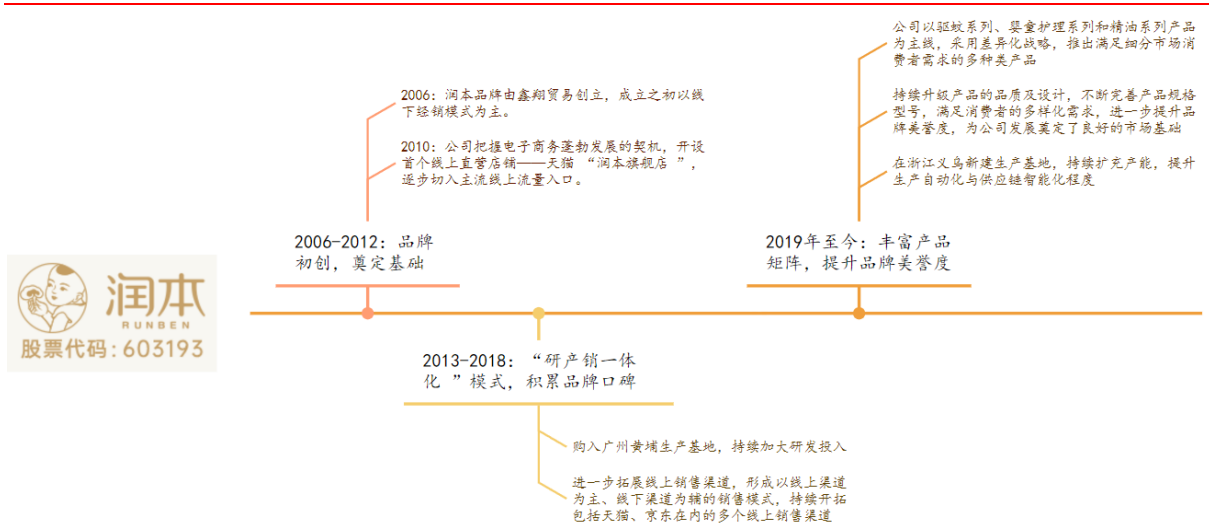
公司主要从事驱蚊类、个人护理类产品的研发、生产和销售，目前已形成驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列。润本品牌自 2006 年成立至今，主要有三个发展阶段：

(1) **2006-2012 年**：润本品牌创立，以线下经销为主，并把握流量变化开始布局线上店铺。

(2) **2013-2018 年**：公司购入广州黄埔生产基地，持续加大研发投入，不断发现消费者未被满足的需求与痛点，丰富产品结构；同时，公司进一步拓展线上销售渠道，形成以线上渠道为主、线下渠道为辅的销售模式，持续开拓包括天猫、京东在内的多个线上销售渠道，逐步构建研产销一体化的经营模式。

(3) **2019 年至今**：公司以驱蚊系列、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，同时公司对于新型渠道业态持续保持敏锐度，新业务规模实现跨越式增长，并于 2023 年 10 月成功实现 IPO。

图 1：公司发展历史



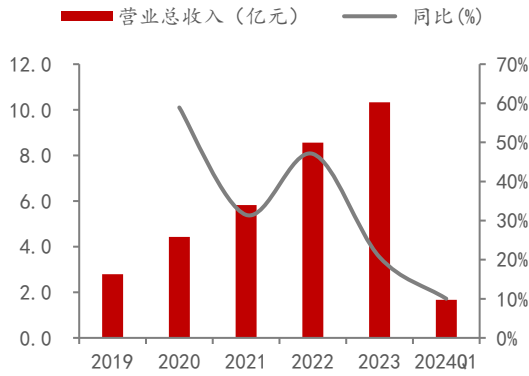
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

1.2 驱蚊+婴童护理双轮驱动，盈利能力保持稳定

公司营收和利润保持快速增长，婴童业务占比持续提升。公司 2023 年营收达到 10.33 亿元，同比增速 20.66%；归母净利润

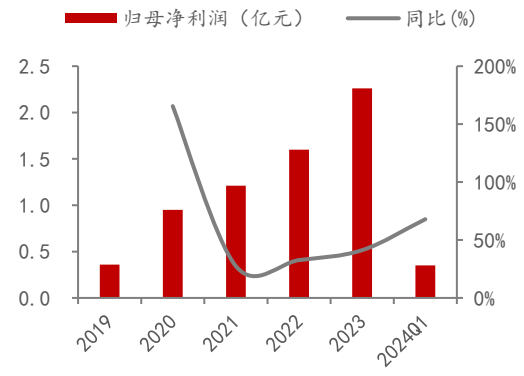
2.26 亿元，同比增速 41.23%。公司主要从事驱蚊类、个人护理类产品的研发、生产和销售。其中驱蚊类业务 2023 年占主营收入的比重为 31.49%，婴童护理类业务占比为 50.48%，精油类业务占比为 14.15%，其他业务占比 3.88%，婴童业务占比逐年提升。

图 2：公司营业收入及增速



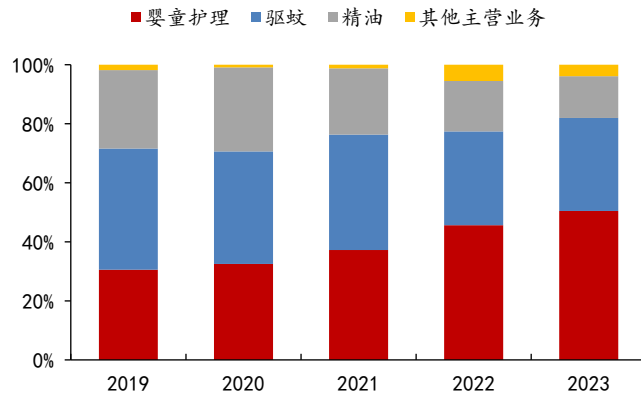
资料来源：wind，上海证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速



资料来源：wind，上海证券研究所

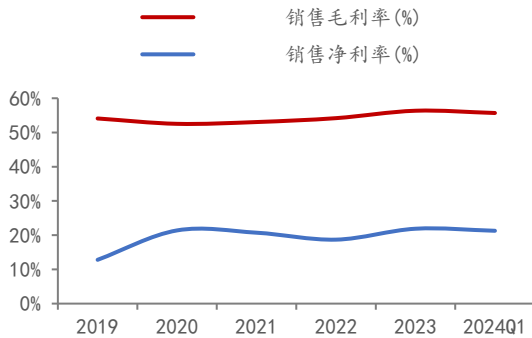
图 4：公司主营业务收入占比



资料来源：wind，上海证券研究所

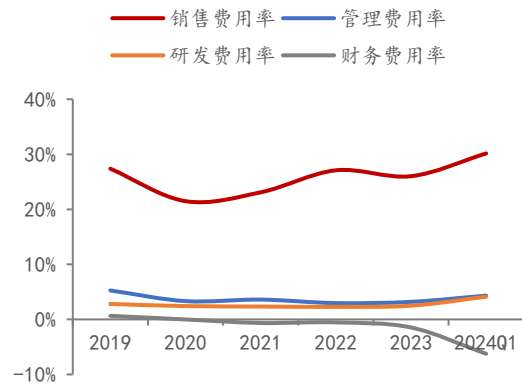
公司盈利能力稳定，销售费用率有所增长。2023 年公司毛利率为 56.35%，同比+2.16pcts。从费用率看，公司销售费用率总体呈现提升趋势，2023 年为 26.02%。管理费用率和研发费用率相对平稳，2023 年分别为 3.19%和 2.49%。

图 5：公司毛利率和净利率



资料来源：wind，上海证券研究所

图 6：公司费用率



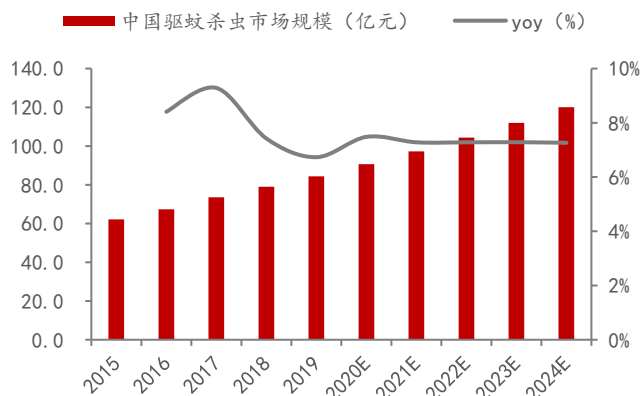
资料来源：wind，上海证券研究所

2 行业分析：驱蚊、婴童护理行业稳健增长

2.1 户外驱蚊倍受关注，温和、便捷类驱蚊产品带动市场发展

受益于户外出行盛行和人们对蚊虫的防治观念转变，我国驱蚊杀虫行业持续稳定增长。根据灼识咨询数据，我国驱蚊杀虫市场零售额由 2015 年的 62.09 亿元增至 2019 年的 84.34 亿元，年均复合增长率为 7.96%；预计 2024 年市场零售额达 120.06 亿元，2020-2024 年年均复合增长率为 7.28%。

图 7：2015-2024 年中国驱蚊杀虫市场规模及增速



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

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逐渐从灭杀转变为驱避、预防等较为温和的方式，所选择的驱蚊产品也逐步从第一代有机磷类、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变成电热蚊香液、驱蚊液等温和便捷

的驱蚊产品。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。

图 8：驱蚊产品类型、用途、作用方式和特点

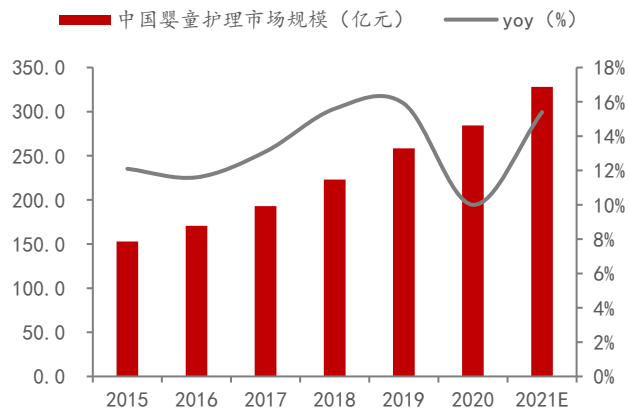
类型	用途	作用方式	特点
盘式蚊香	室内驱蚊	通过燃烧生热方式使得驱蚊药持续、均匀、稳定地散发，从而达到驱蚊功效	盘式蚊香燃烧时可能会产生烟尘，相比电热蚊香液和电热蚊香片，多用于蚊虫较多的室外、室内局部区域，在农村市场以及城镇特定区域较受欢迎。
电热蚊香片		属于电热蚊香产品，采用电加热方式进行工作	通过加入稳定剂、挥发调整剂、指示剂等，电热蚊香片有效成分的挥发更均匀、持效期更长，实现温和、长效驱蚊。
电热蚊香液		通过电加热代替了盘式蚊香的燃烧加热，起到稳定、持续发挥药效作用	电热蚊香液是在电热蚊香片的基础上改进发展的新兴产品，具备污染小，无烟熏、明火及粉尘，使用方便、干净、清洁等特点，因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：公司招股书，上海证券研究所

2.2 婴童护理规模逐步提升，发展前景广阔

得益于年轻一代父母追求品质生活的需求以及线上渠道的增长，根据欧睿咨询数据，2015-2019年，中国婴童护理市场实现快速稳健增长，2020年行业增速略微放缓，预计2021年市场规模突破300亿元。

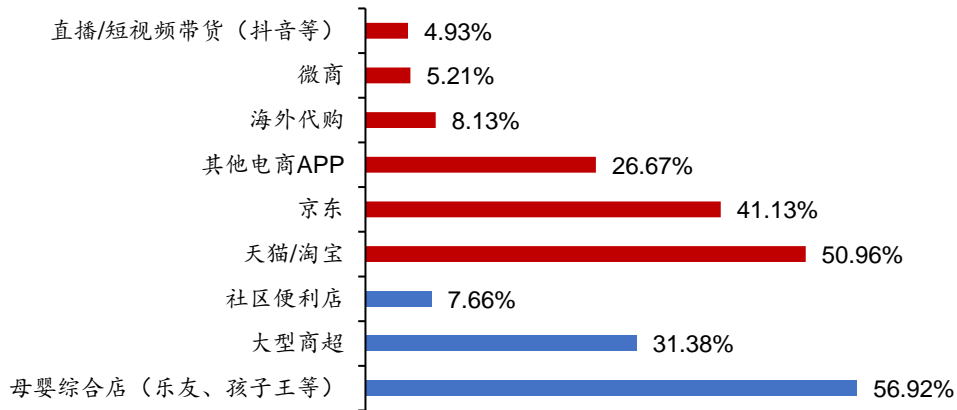
图 9：2015-2021E 中国婴童护理市场规模及增速



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

线上渠道占比大：根据《中国婴幼儿洗护调研报告 2021 年版》显示，对于婴童护理产品，随着电商渠道的日益普及，综合电商平台（天猫/淘宝、京东等）已经成为妈妈们选购洗护产品的主要渠道之一。

图 10: 妈妈们购买婴童洗护产品的渠道 (多选)



资料来源: 公司招股书, 上海证券研究所

3 竞争优势: 产品定位清晰, 供应链及运营能力强

3.1 产品具有性价比优势, 持续强化品牌心智

我们认为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, 具有高性价比优势。根据公司天猫旗舰店, 公司王牌爆款产品售价大多在 20-50 元之间。

图 11: 公司主要产品价格情况



资料来源: 天猫旗舰店, 上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

驱蚊、婴童护理、精油系列是公司的主要产品线，公司注重消费者的消费使用体验，根据细分市场需求，持续升级产品的品质和设计，不断完善产品规格型号，满足消费者的多样化需求，产品逐步覆盖居家生活、出游踏青、四季护肤、沐浴清洁等多元应用场景。根据公司 2023 年报，2023 年公司推出了 50 余款新产品，包括润本积雪草冰沙霜、润本驱蚊喷雾-避蚊胺 10%（白桃乌龙）、润本儿童温和洁面泡泡和润本青少年温和洁面泡泡、润本婴童蛋黄油皴裂棒等产品，进一步丰富公司产品 SKU 和应用场景。

图 12：2023 年公司部分新增产品

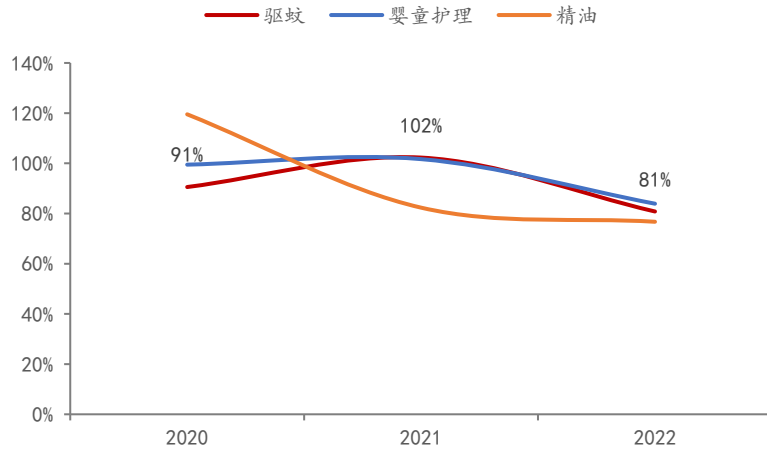
产品名称	特点
润本积雪草冰沙霜	满足消费者对于夏日面霜的需求
润本驱蚊喷雾-避蚊胺 10%（白桃乌龙）	把香氛和驱蚊有机结合在一起，提出了“驱蚊香氛”的概念，在成人驱蚊市场取得了快速的突破
润本儿童温和洁面泡泡和润本青少年温和洁面泡泡	产品使用极简配方，仅含 9 个成分，推出“无泪配方级的儿童洗面奶”。
润本婴童蛋黄油皴裂棒	产品改变了以往面霜的形式，结合妈妈给孩子涂脸的场景，提出了面霜棒的概念，用棒状的形式增强了亲子之间的互动，取得了不错的市场反馈。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.2 坚持“研产销一体化”模式，重视研发创新

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。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。2022 年，公司自主生产的产量占比达到 75.69%，其中驱蚊、婴童护理、精油产能利用率达到 80.81%、83.91%、76.72%。

图 13：2020-2022 年公司产能利用率



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

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，公司已建成广州、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 14：广州、义乌两大生产基地简介



资料来源：润本官网，上海证券研究所

图 15：2023 年公司主要工厂情况

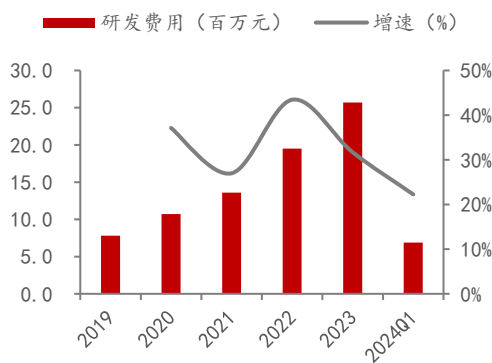
主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)
广州工厂	10381 万件/年	65.28
浙江工厂	9012 万件/年	81.38

资料来源：公司公告，上海证券研究所

高度重视研发创新，市场需求为导向，研发费用持续增长。研发费用从 2019 年的 7.81 百万元提升至 2023 年的 25.69 百万元。截至 2023 年 12 月 31 日，公司研发人员共 124 人，占公司

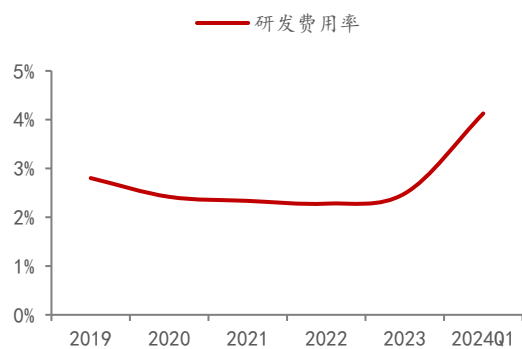
总人数的 13.52%。公司始终将研发创新能力置于公司的核心战略地位，贯彻研产销一体化的发展理念，不断加强产业链研发资源的整合，持续提升公司的研发技术水平。公司目前已建立一支具备多元专业背景的研发团队，成员背景覆盖了生物工程、精细化工、药理学等专业学科。公司通过全方位整合行业研究资源，从原材料供应商的技术团队到专业学术机构，再到高校的理论研发团队以及第三方实验室，形成理论与实践有机结合的高效研发体系。截至 2023 年底，公司拥有国家授权发明专利 11 项、实用新型专利 10 项、外观设计专利 61 项，合计拥有专利 82 项。

图 16：公司研发费用及增速



资料来源：wind，上海证券研究所

图 17：公司研发费用率



资料来源：wind，上海证券研究所

3.3 深耕线上渠道，扩展全渠道布局

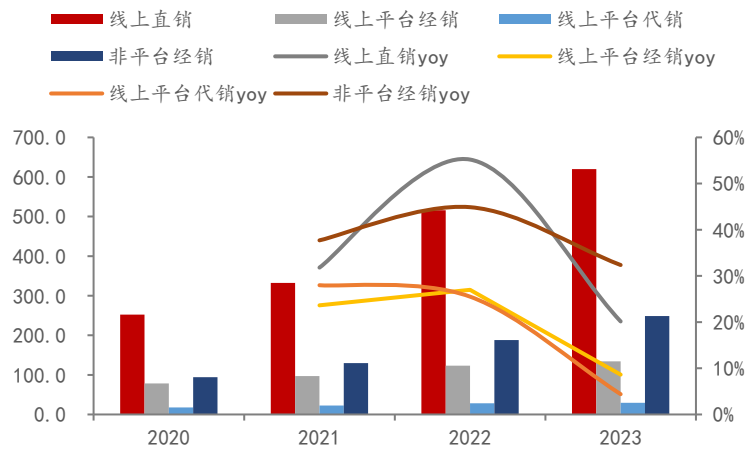
线上直销模式为主。公司建立了以线上销售为驱动的全渠道销售网络，多维度触达终端消费者，线上主要包括线上直销、线上平台经销、线上平台代销模式。线上直销主要通过公司在天猫、抖音、拼多多、快手等电商平台开设直营店铺、自主运营的方式进行销售，线上经销以京东自营为代表，线上代销主要包括唯品会等。2023 线上渠道合计营收达 7.84 亿元，同比+17.35%，占主营业务收入比重达 75.91%。

线上运营能力优异，市场占有率较高。分平台看，公司在天猫、京东、抖音等平台的细分赛道中保持较高的市占率，根据灼识咨询数据，2022 年公司驱蚊产品在线上渠道的市场占有率约为 19.9%、婴童护理产品在整个线上渠道的市场占有率约为 4.2%。分品类看，2020-2022 年润本品牌在天猫平台的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。2023 年润本旗舰店在天猫婴童洗护行业 618 全周期旗舰店排名第一，“润本”品牌销售额在天猫婴童洗护行业 618 全周期排名第一。

请务必阅读尾页重要声明

“润本”品牌获得京东平台“618全周期超级王牌品牌”。

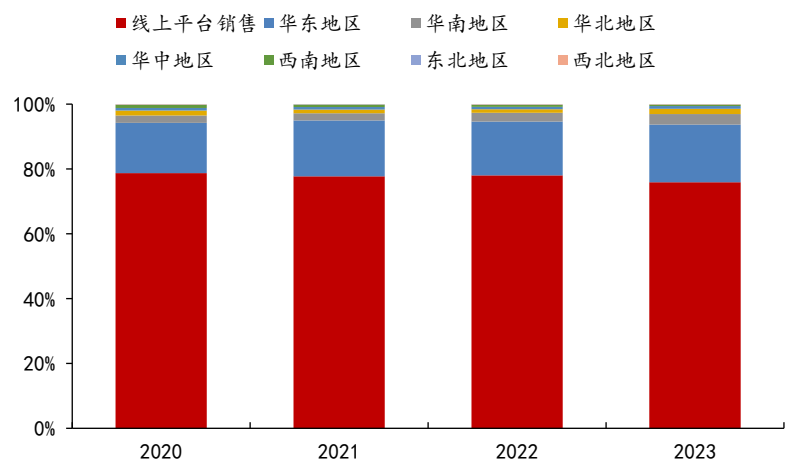
图 18: 公司分渠道营收及增速 (百万元、%)



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 上海证券研究所

公司积极拓展线下渠道。线下销售渠道有利于为消费者提供专业的销售服务, 满足即时性需求, 提升用户购物体验, 扩大品牌影响力。打造线上线下融合发展的多元化销售渠道是提升品牌知名度、开拓细分市场的重要途径。公司通过非平台经销商已开发合作线下渠道包括大润发、沃尔玛/山姆会员店、7-11、名创优品、屈臣氏、华润超市等 KA 渠道以及 WOW COLOUR 等特通渠道。2023 年公司推出经销商线上订货平台, 大大提高了经销商的订单下单效率, 降低了沟通成本。

图 19: 公司分地区收入占主营业务收入比重



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 上海证券研究所

4 盈利预测

(1) 我们预计公司驱蚊类产品保持较快增长趋势，2024-2026 年营收分别为 4.04/4.81/5.59 亿元，同比增速分别为 24.44%、19.18%、16.15%；

(2) 精油类产品保持平稳增长，预计 2024-2026 年营收分别为 1.63/1.83/2.03 亿元，同比增速分别为 11.24%、12.20%、11.10%；

(3) 随着公司更多新品推出及渠道拓展，预计公司婴童护理业务保持高增，销售占比逐年提升，预计公司 2024-2026 年营收分别为 7.25/9.76/11.83 亿元，同比增速分别为 39.05%、34.64%、21.20%。

表 1：公司收入拆分

百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,032.95	1,351.52	1,714.45	2,033.38
YOY	20.66%	30.84%	26.85%	18.60%
营业成本	450.93	586.37	738.16	869.60
毛利	582.03	765.15	976.29	1,163.78
毛利率	56.35%	56.61%	56.94%	57.23%
1. 驱蚊产品	324.54	403.86	481.32	559.05
YOY	19.20%	24.44%	19.18%	16.15%
占比	31.42%	29.88%	28.07%	27.49%
2. 精油产品	146.27	162.71	182.57	202.83
YOY	-0.05%	11.24%	12.20%	11.10%
占比	14.16%	12.04%	10.65%	9.98%
3. 婴童护理系列产品	521.24	724.79	975.85	1182.74
YOY	33.62%	39.05%	34.64%	21.20%
占比	50.46%	53.63%	56.92%	58.17%
4. 其他主营业务	40.24	60.16	74.71	88.76
YOY	-14.30%	49.50%	24.20%	18.80%
占比	3.90%	4.45%	4.36%	4.37%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

5 投资建议

公司坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，积极开拓线上、线下渠道，进一步丰富产品矩阵，我们看好公司品牌价值的持续提升。预计公司 2024-2026 年营收分别为 13.52/17.14/20.33 亿元，同比增速分别为 30.84%、26.85%、18.60%；归母净利润分别为 2.90/3.65/4.42 亿元，同比增速分别为 28.51%、25.60%、21.20%，每股收益为 0.72/0.90/1.09 元，对应 2024 年 7 月 1 日收盘价 PE 为 25/20/17X。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 20：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603605.SH	珀莱雅	107.68	3.85	4.75	5.77	28	23	19
300957.SZ	贝泰妮	48.16	2.53	3.13	3.74	19	15	13
600315.SH	上海家化	17.92	0.90	1.06	1.22	20	17	15
003006.SZ	百亚股份	24.05	0.72	0.91	1.14	33	27	21
平均值			2.00	2.46	2.96	25	20	17

资料来源：wind，上海证券研究所

备注：可比公司 EPS 和 PE 来自 wind 一致预期，收盘价时间为 20240701

6 风险提示

(1) 行业竞争加剧：若未来市场参与者数量不断增加，线下传统企业加大电商渠道投入，导致行业全渠道尤其线上渠道竞争愈发激烈，而公司又未能持续投入资源进行产品开发、供应链优化、市场维护和开拓，公司的生产经营可能面临不利影响。

(2) 品牌声誉受损的风险：如果公司无法有效实施产品质量控制和品牌声誉保护措施，一旦发生产品质量问题，由此引起消费者权益纠纷、投诉等事件，或公司的产品、品牌被仿冒进行非法生产、销售，将对公司品牌口碑和产品销售造成不利影响。

(3) 新品推广不及预期：公司持续进行新品的推出，拓展公司产品的应用场景，若新品上市后销售推广不及预期，可能会对公司经营产生影响。

(4) 渠道拓展不及预期：公司积极进行线上天猫、京东、抖音等多平台及线下屈臣氏等渠道的拓展，若渠道拓展进展不及预期，或将影响公司整体销售进展。

(5) 宏观经济波动影响：公司主要产品包括驱蚊类及母婴类产品，受到总体宏观消费环境的影响，如果宏观经济波动将对公司经营产生影响。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	244	426	710	1075
应收票据及应收账款	5	5	7	9
存货	93	131	164	190
其他流动资产	1375	1383	1386	1390
流动资产合计	1716	1944	2267	2663
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	255	286	303	315
在建工程	2	2	2	2
无形资产	19	18	18	17
其他非流动资产	27	31	29	27
非流动资产合计	303	337	352	361
资产总计	2019	2281	2619	3025
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	53	75	91	107
合同负债	6	8	10	12
其他流动负债	36	53	67	77
流动负债合计	95	136	167	196
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	98	138	169	198
股本	405	405	405	405
资本公积	1015	1015	1015	1015
留存收益	502	724	1031	1407
归属母公司股东权益	1921	2143	2450	2826
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1921	2143	2450	2826
负债和股东权益合计	2019	2281	2619	3025

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	253	305	384	468
净利润	226	290	365	442
折旧摊销	22	31	32	35
营运资金变动	23	-5	-8	-3
其他	-18	-11	-6	-6
投资活动现金流量	-1310	-54	-41	-38
资本支出	-14	-57	-44	-42
投资变动	-1301	0	0	0
其他	5	3	3	4
筹资活动现金流量	973	-69	-58	-66
债权融资	0	-1	0	0
股权融资	995	0	0	0
其他	-23	-69	-58	-66
现金净流量	-84	182	285	364

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1033	1352	1714	2033
营业成本	451	586	738	870
营业税金及附加	10	14	17	20
销售费用	269	345	448	531
管理费用	33	44	55	65
研发费用	26	34	47	53
财务费用	-15	-5	-8	-14
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
投资收益	1	3	3	4
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	265	340	428	520
营业外收支净额	3	3	3	3
利润总额	268	343	431	523
所得税	42	52	66	80
净利润	226	290	365	442
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	226	290	365	442

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	56.3%	56.6%	56.9%	57.2%
净利率	21.9%	21.5%	21.3%	21.7%
净资产收益率	11.8%	13.6%	14.9%	15.6%
资产回报率	11.2%	12.7%	13.9%	14.6%
投资回报率	10.9%	13.3%	14.6%	15.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	20.7%	30.8%	26.9%	18.6%
EBIT 增长率	38.7%	36.0%	25.0%	20.3%
归母净利润增长率	41.2%	28.5%	25.6%	21.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.72	0.90	1.09
每股净资产	4.75	5.30	6.06	6.99
每股经营现金流	0.62	0.75	0.95	1.16
每股股利	0.17	0.17	0.14	0.16
营运能力指标				
总资产周转率	0.73	0.63	0.70	0.72
应收账款周转率	343.59	270.14	280.48	253.39
存货周转率	4.61	5.24	5.01	4.92
偿债能力指标				
资产负债率	4.8%	6.1%	6.5%	6.6%
流动比率	18.04	14.31	13.58	13.61
速动比率	2.84	3.35	4.45	5.67
估值指标				
P/E	32.42	25.23	20.08	16.57
P/B	3.81	3.42	2.99	2.59
EV/EBITDA	26.31	18.72	14.55	11.51

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。