



## 研产销一体化优势突出, 大品牌小品类空间广阔

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 公司正迈入收入利润快速成长阶段: 1) 婴童护理赛道专业化、分龄化, 单童护理支出较快增长, 目前品牌集中度低, 2023年品牌CR10为24.2%, 且线上渠道增速显著高于线下, 国产成长品牌可借助线上渠道弯道超车。2) 公司产品定位性价比, 且新品迭代速度快, 公司借助天猫、抖音等电商渠道与用户高频互动, 有望较快打开市场, 2020-2023年线上直销渠道收入复合增长41.3%; 3) 产品结构优化带动毛利率结构性优化, 公司婴童护理、精油系列产品毛利率更高, 新品、功能性产品毛利率超过60%, 新品类和新SKU的快速增长有望带动毛利率中枢上移。
- 驱蚊及母婴赛道格局分散+需求个性化, 国产品牌优势突出。** 驱蚊及母婴赛道市场规模增长均稳健, 2023年驱蚊/母婴产品市场规模分别约为80亿元/320亿元, 2018-2023年CAGR分别为7.6%/8.8%。其中母婴护理产品行业格局极其分散, 无强势品牌。根据我们测算, 2017-2023年中国单童护理产品消费从90元上涨至170元左右, CAGR为11%, 消费金额提升较快, 婴童护理呈现精细化、分年龄段化、专业化趋势, 国产品牌凭借敏锐的市场需求感知和新品开发能力, 成长性突出。海外市场婴童护理集中度相对中国更高, 头部品牌市占率可达15%左右, 国内品牌集中度仍有提升空间。
- 研产销一体化, 性价比+创新力打造产品竞争力。** 1) 品牌端: 润本品牌在目标群体中认知度较高, 有较高复购率和品牌粘性, 以合理的费用投放撬动销量增长, 品牌认知持续提升。2) 生产端: 自建产能使公司节降生产成本, 从而让利终端, 部分产品自产成本低于外采成本10%以上, 性价比优势较高。3) 产品端: 各品类年均推出新品2款以上, 新品扩充速度快, 凭借研产销一体化优势, 准确把握消费者痛点, 及时推出顺应市场需求的产品, 注重创新, 多款新品具备爆品潜质。4) 渠道端: 线上渠道充分享受平台红利实现较快增长, 线下渠道加快布局, 经销商盈利空间充分, 扩张动力充足。
- 客单价及复购率提升空间大, 有望迎来量利齐升。** 1) 公司产品总体定价亲民, 截至2024Q1, 公司驱蚊/婴童/精油产品单价分别为4.6元/7.2元/6.7元, 性价比高。随着产品功能丰富、新品占比提高, 公司各品类均价和客单价仍有提升空间。2) 下沉市场和线下市场公司尚有较多市场空白有待开发, 随着公司品牌力提升, 并逐步招商加密线下网点布局, 增加区域和用户覆盖范围, 并帮助公司进一步打开知名度, 形成线上+线下的品牌合力。3) 各品类毛利率精油系列>婴童护理系列>驱蚊系列, 增速较快的婴童品类毛利率较高, 2023年公司精油/婴童/驱蚊系列产品毛利率分别为62.7%/58.3%/50.3%, 新品和功效性产品毛利率也显著高于老品, 随着公司不断推新, 丰富产品矩阵, 公司毛利率中枢有望上移。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年净利润复合增速30%, 2024-2026年EPS分别为0.73元、0.96元、1.23元, 对应PE分别为23倍、18倍、14倍。考虑到公司产品结构持续优化, 赛道成长空间充足, 给予2025年25倍估值, 对应目标价24元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动、市场竞争加剧、新品推广速度不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1032.95	1345.06	1729.57	2194.76
增长率	20.66%	30.22%	28.59%	26.90%
归属母公司净利润(百万元)	226.03	296.23	386.78	498.14
增长率	41.23%	31.06%	30.57%	28.79%
每股收益EPS(元)	0.56	0.73	0.96	1.23
净资产收益率ROE	11.76%	13.71%	15.64%	17.33%
PE	31	23	18	14
PB	3.60	3.20	2.79	2.40

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭  
执业证号: S1250522080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: zht@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.05
流通A股(亿股)	0.61
52周内股价区间(元)	12.45-22.08
总市值(亿元)	69.10
总资产(亿元)	20.65
每股净资产(元)	4.84

### 相关研究

## 投资要件

### 关键假设

1) 婴童护理产品近年处于快速成长期，新功效、新包装产品持续推出，带动品类量价齐升，毛利率中枢上移。假设 2024-2026 年婴童护理产品销量增长 28%/24%/22%，单价增长 15%/12%/10%，毛利率分别为 59.5%/60.5%/61%；

2) 驱蚊产品品类较为成熟，均价稳定，公司产品有效成分丰富，规格齐全，销量持续增长，假设 2024-2026 年驱蚊品类销量分别增长 18%/16%/16%，单价分别增长 2%，毛利率分别为 50.8%/51%/51.5%；

3) 精油产品短期处于培育期，2024 年公司精油产品结构继续优化，2025-2026 年稳健增长，假设 2024-2026 年收入分别增长 0%/10%/10%。

### 区别于市场的观点

市场认为润本股份所处的驱蚊、母婴护理用品赛道品牌众多，产品同质化，难以形成品牌认知和用户粘性，无法形成有较高市占率的大品牌。

我们并不否认，国内消费者对个护品类需求个性化、多样化，同时要求具备一定性价比，导致目前个护品类尤其是母婴护理赛道市场格局极其分散，但公司品牌成立较早并自建产能多年，所形成的产品开发能力和对市场需求的把握好于新成立品牌，看好公司产研销一体化优势下，以产品力和品牌力驱动市占率提升。主要发力点在于：1) 依托自有产能，创新产品功能性，同时保持较低的费用投放以维持产品高性价比。公司深耕大赛道中的小品类，近年推出婴童防晒、防皴裂棒等新功能、新包装产品，多款大单品销售额突破千万级别，同时新品迭代较快也帮助公司树立专业+平价的婴童品牌形象；2) 公司线上品牌势能逐步建立，产品复购率和 ROI 优于同业，抖音等新渠道加速增长，对外资品牌和国产传统品牌弯道超车。目前公司线下渠道占比较低，品牌力有望逐步向线下渠道复制。

### 股价上涨的催化因素

暑期旺季到来驱蚊、儿童防晒产品加速放量；新品推出、动销超预期。

### 估值和目标价格

预计公司 2024-2026 年净利润复合增速 30%，2024-2026 年 EPS 分别为 0.73 元、0.96 元、1.23 元，对应 PE 分别为 23 倍、18 倍、14 倍。考虑到公司产品结构持续优化，赛道成长空间充足，给予 2025 年 25 倍估值，对应目标价 24 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 投资风险

原材料价格波动风险，市场竞争加剧的风险，新品推广速度不及预期的风险等。

## 目 录

<b>1 公司概况：深耕驱蚊、母婴细分赛道的差异化个护品牌</b>	<b>1</b>
<b>2 行业分析：格局分散+需求个性化，国产品牌弯道超车</b>	<b>5</b>
2.1 驱蚊品类：市场规模稳增，户外及母婴专用产品市场空间充足	5
2.2 婴童护理品类：单童消费金额增长对冲出生率下降影响，行业规模较快扩张	7
<b>3 公司分析：研产销一体化，性价比+持续创新打造产品竞争力</b>	<b>11</b>
3.1 产品力：深挖消费者需求，具备打造大单品能力	11
3.2 品牌：品牌具备一定用户基础，ROI和复购率优于同业	14
3.3 渠道：线上新渠道高增，线下逐步开拓，品牌力充分复制	15
3.4 产能：自建产能构建成本优势	18
<b>4 成长空间：客单价及复购率提升空间大，有望迎来量利齐升</b>	<b>19</b>
4.1 逐步完善产品矩阵，提高客单价天花板及复购率	19
4.2 坚守性价比定位，下沉市场、线下市场空间充足	20
4.3 产品结构向好，盈利有望结构性改善	22
<b>5 财务分析：高周转低负债，财务指标健康</b>	<b>23</b>
<b>6 盈利预测与估值</b>	<b>25</b>
6.1 盈利预测	25
6.2 绝对估值	27
6.3 相对估值	27
<b>7 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图 目 录

图 1: 公司驱蚊、婴童、精油三大品类主要产品 .....	1
图 2: 润本股份发展历程 .....	2
图 3: 润本股份股权结构 .....	2
图 4: 公司 2019 年以来营业收入及增速 .....	3
图 5: 公司 2019 年以来归母净利润及增速 .....	3
图 6: 2023 年公司各品类收入占比 .....	3
图 7: 2023 年各渠道收入占比 .....	3
图 8: 2019-2024Q1 公司分产品收入 (亿元) .....	4
图 9: 2020-2023 年各系列产品收入增速 .....	4
图 10: 2020-2023 年分渠道收入规模 (亿元) .....	4
图 11: 2020-2023 年分渠道收入增速 .....	4
图 12: 中国狭义驱蚊市场规模及增速 (不包含杀虫) .....	5
图 13: 2023 年驱蚊杀虫产品前十大品牌市占率 .....	5
图 14: 驱蚊产品线上/线下渠道规模及增速 .....	5
图 15: 驱蚊产品线上渠道占比 .....	5
图 16: 国内婴童护理行业市场规模及增速 .....	7
图 17: 2023 年婴童护肤各品类销售额增速 .....	7
图 18: 国内婴童护理行业线上/线上市场规模 .....	8
图 19: 婴童护理产品线上渠道占比 .....	8
图 20: 婴童乳液面霜市场年销量按价格定位分布 .....	8
图 21: 2023 年婴童护理品牌市占率 .....	8
图 22: 2021 年美国市场婴童护理 TOP5 品牌市占率 .....	10
图 23: 2022 年日本市场婴童护理 TOP5 品牌市占率 .....	10
图 24: 2022 年韩国市场婴童护理 TOP5 品牌市占率 .....	11
图 25: 艾惟诺产品通过皮肤科医生背书 .....	11
图 26: 润本驱蚊及婴童产品主要产品 .....	11
图 27: 公司 TOP5 大单品收入及占总收入比例 .....	12
图 28: 公司第一大单品驱蚊液占驱蚊产品收入比例 .....	12
图 29: 润本品牌的产品包装创新 .....	13
图 30: 公司研发人员数量 (人) .....	13
图 31: 公司与同业公司研发费用率对比 .....	13
图 32: 润本股份与其他同业品牌 ROI 对比 (%) .....	15
图 33: 润本股份不同电商平台 ROI 与其他同业品牌对比 (%) .....	15
图 34: 抖音自营直播间 .....	17
图 35: 抖音达人视频 .....	17
图 36: 2020-2023 年公司各渠道毛利率 .....	17
图 37: 2020-2022 年各电商平台毛利率 .....	17
图 38: 公司库存金额及库存周转天数 .....	18
图 39: 公司应收账款规模及周转天数 .....	18

图 40: 2020-2022 年各品类自产比例.....	18
图 41: 公司产研销一体化布局.....	18
图 42: 公司代工成本和自产成本差异.....	19
图 43: 芭薇股份净利率.....	19
图 44: 2024 年抖音 618 大促期间母婴消费者区域分布.....	21
图 45: 中国婴儿纸尿裤市场各渠道占比.....	21
图 46: 2023 年国内化妆品销售渠道占比.....	21
图 47: 2023 年公司非平台经销区域分布占比.....	22
图 48: 2021-2023 年公司非平台经销各区域收入增速.....	22
图 49: 2023 年公司生产成本拆分.....	22
图 50: 2022 年公司各项原材料占比.....	22
图 51: 2020-2023 年分产品毛利率.....	23
图 52: 2020-2024Q1 公司毛利率/净利率.....	23
图 53: 2022 年公司母婴细分品类毛利率.....	23
图 54: 2022 年公司驱蚊产品老品/新品毛利率.....	23
图 55: 2020-2024Q1 润本股份&可比公司毛利率.....	24
图 56: 2020-2024Q1 润本股份&可比公司净利率.....	24
图 57: 2020-2024Q1 公司各项费用率.....	24
图 58: 销售费用率同业对比.....	24
图 59: 2020-2023 年公司 ROE 与同业对比.....	25
图 60: 2020-2023 年公司 ROE 拆分.....	25
图 61: 2020-2023 年公司资产负债率与同业对比.....	25
图 62: 2020-2023 年公司总资产周转率与同业对比.....	25

## 表 目 录

表 1: 润本股份各季度收入及占比 (百万元)	3
表 2: 主要驱蚊品牌的产品品类及单价	6
表 3: 常见驱蚊成分使用特性及适用年龄	6
表 4: 国内 12 岁以下婴童人数和单童个护消费	7
表 5: 主流婴童护理品牌概况和产品价格对比	9
表 6: 儿童化妆品相关监管政策	10
表 7: 2020-2023 公司产品上新情况	12
表 8: 母婴主流品牌电商平台粉丝数量及销量	14
表 9: 驱蚊品牌电商平台粉丝数量及销量	14
表 10: 2022 年公司天猫平台按用户年度累计消费金额分层数据	14
表 11: 公司电商平台佣金费率低于化妆品品类	15
表 12: 2020-2023 年公司主要电商平台收入 (亿元)	16
表 13: 润本品牌在各电商平台销售排名	16
表 14: 公司产能及产能利用率	18
表 15: 2020-2023 年公司各品类量价变化	19
表 16: 婴童护理产品市场规模测算	20
表 17: 2023 年抖音和天猫母婴前五大品牌市占率和均价	21
表 18: 分业务收入及毛利率	26
表 19: 绝对估值假设条件	27
表 20: FCFF 估值结果	27
表 21: 可比公司估值	28
附表: 财务预测与估值	29

## 1 公司概况：深耕驱蚊、母婴细分赛道的差异化个护品牌

润本生物技术股份有限公司创立于 2006 年，集专业研发、生产和销售为一体，是国内知名驱蚊及个人护理用品公司。公司以自有品牌“润本”进行产品销售，目前拥有驱蚊系列、婴童护理系列、精油系列三大产品矩阵，产品 SKU 丰富。

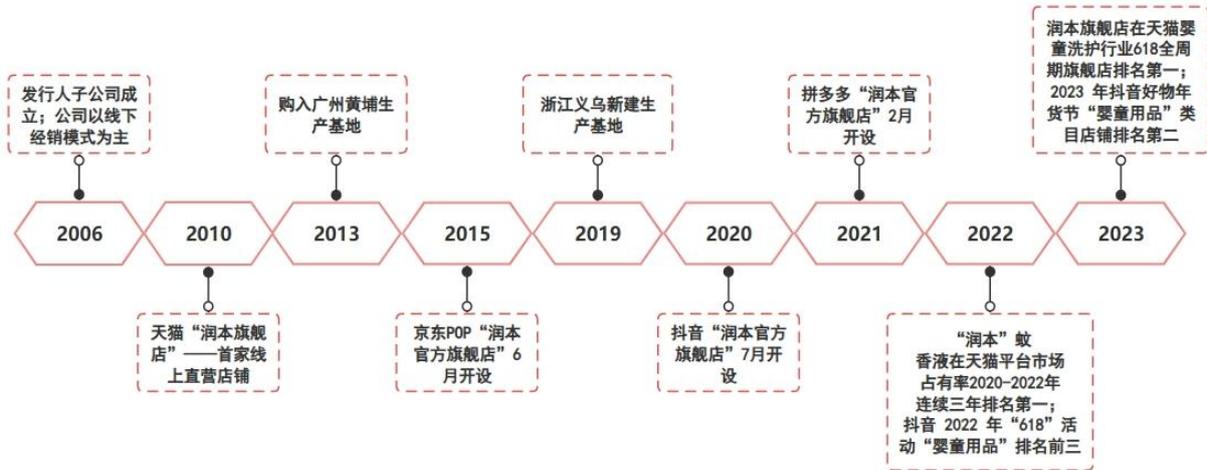
图 1：公司驱蚊、婴童、精油三大品类主要产品

产品名称	产品图示	产品名称	产品图示	产品名称	产品图示
电热蚊香液、蓝牙智能加热器套装		婴儿润唇膏		植物精油香圈	
经典款电热蚊香液		儿童洁面泡泡			
驱蚊酯驱蚊液		积雪草舒缓冰沙露		香茅香薰盒	

数据来源：润本股份招股书，润本官网，西南证券整理

**确立自主品牌+自建产能路线，较早切入电商渠道，品牌积淀已久。**润本品牌成立于 2006 年，成立之初以线下经销渠道为主。2010 年公司开设首家线上直营店天猫官方旗舰店，充分受益于电商快速发展的红利期，全面转型线上，此后陆续开设京东、抖音、拼多多等旗舰店，线上布局广阔。2013 年公司即开始布局广州自有工厂，2019 年新建议乌生产基地，产能释放之际切入母婴护理产品第二增长曲线，带动公司收入增长空间打开。2020 年后公司产品势能进一步增强，在驱蚊和婴童用品多个电商平台榜单位居前列。

图 2：润本股份发展历程



数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

股权结构较为集中，股权激励充分。公司实际控制人为赵贵钦先生和鲍松娟女士。赵贵钦与鲍松娟分别直接持有公司 17.9%、4.8% 的股份，两人通过卓凡投控间接持有公司 44.6% 的股份，同时，赵贵钦通过担任卓凡承光的执行事务合伙人间接控制发行人 5.3% 的股份表决权，赵贵钦与鲍松娟夫妇合计控制公司 72.6% 的股份表决权，股权结构较为集中。公司分别于 2019 年和 2020 年设立卓凡合晟和卓凡聚源两大员工持股平台以进行股权激励计划，并在 2021 年引入高瓴系财务投资者 JNRY VIII。

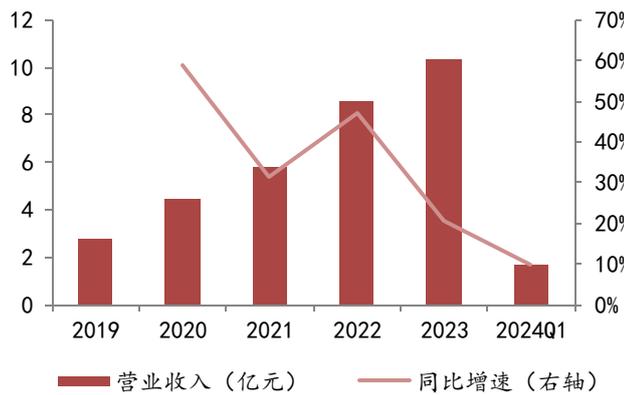
图 3：润本股份股权结构



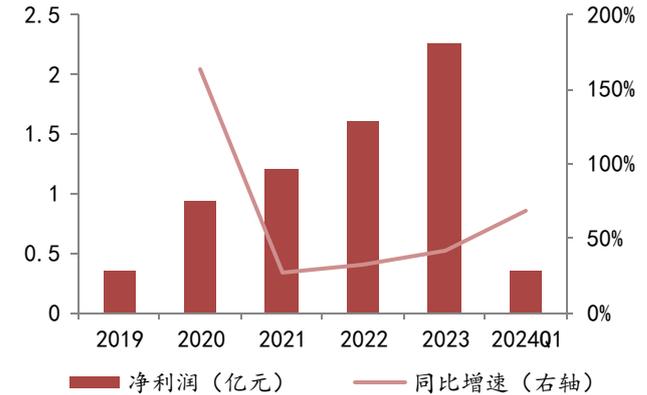
数据来源：Wind，西南证券整理

2019 年以来公司收入利润增长较快，2023 年收入破 10 亿。2019 年切入母婴赛道后，公司收入规模加速提升，2019-2023 年公司营业收入从 2.8 亿元上升至 10.3 亿元，复合增速为 38.7%，收入迈入 10 亿关口，第二增长曲线婴童护理产品起量后，公司收入天花板进一步打开。2019-2023 年归母净利润从 0.4 亿元增长至 2.3 亿元，复合增速 58.3%，在收入增长的同时，公司保持了较好的盈利能力，利润增速快于收入增速。

公司收入呈现一定季节性，二三季度收入占比较高。公司驱蚊系列产品主要用于夏秋季的驱蚊防蚊用途，旺季为夏季即二三季度，其中南方地区旺季周期较长。公司母婴系列产品矩阵逐步完善，夏季主要为防晒和舒缓类产品销售旺季，春秋冬季为滋润类面霜唇膏销售旺季，全年淡旺季相对均衡。整体来看，公司二三季度收入占比较高，2023年Q1-Q4单季度收入分别占总收入比例 14.7%/41.4%/23.7%/20.3%。2024年Q1总营收为 1.7 亿元，同比增长 10%，受 24 年初气候偏冷影响，旺季滞后，部分订单延迟至二季度，收入增速有放缓；2024Q1 实现归母净利润 0.4 亿元，同比增长 67.9%。

**图 4：公司 2019 年以来营业收入及增速**


数据来源：润本股份公告，西南证券整理

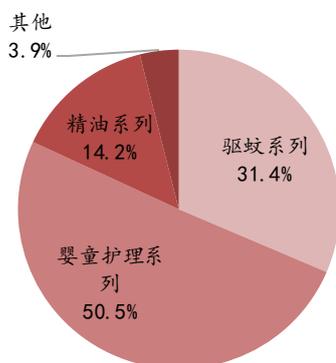
**图 5：公司 2019 年以来归母净利润及增速**


数据来源：润本股份公告，西南证券整理

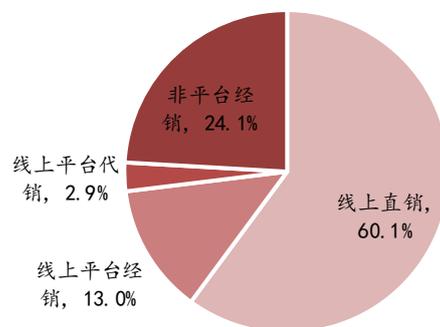
**表 1：润本股份各季度收入及占比（百万元）**

	2023 年		2022 年		2021 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
第一季度	151.5	14.7%	101.1	11.8%	49.8	8.6%	49.0	11.1%
第二季度	427.7	41.4%	337.7	39.5%	265.7	45.7%	220.7	49.9%
第三季度	244.4	23.7%	242.3	28.3%	165.3	28.4%	127.5	28.8%
第四季度	209.4	20.3%	174.5	20.4%	101.1	17.4%	45.4	10.2%

数据来源：润本股份招股书，Wind，西南证券整理

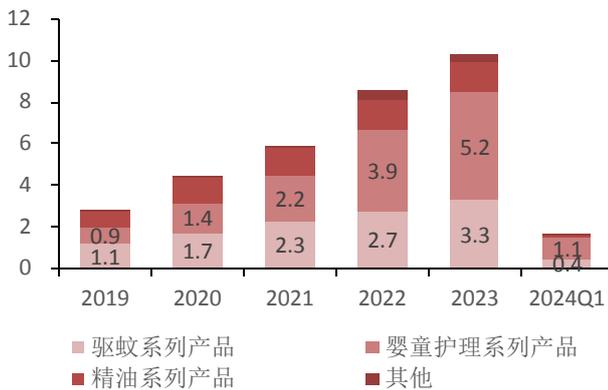
**图 6：2023 年公司各品类收入占比**


数据来源：润本股份公告，西南证券整理

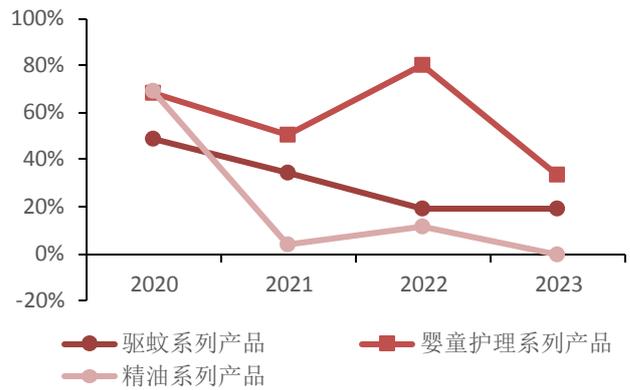
**图 7：2023 年各渠道收入占比**


数据来源：润本股份公告，西南证券整理

驱蚊产品增长稳健，婴童护理第二增长曲线快速打开收入天花板，目前已成为公司主要收入来源。公司主要产品系列为驱蚊、婴童护理、精油系列，其中驱蚊产品为公司最早推出的产品，已经形成市场认知较高的大单品，目前进入稳健增长阶段。婴童护理产品公司自2018年发力产品开发以来，收入快速成长，2023年收入占比超过50%，收入规模达到5.2亿元，已成为公司第一大品类，贡献主要收入增量。2020-2023年婴童系列产品收入复合增速达57.3%，目前仍保持较快增长态势。精油产品尚处于培育期，产品SKU数量及收入规模均较少。2023年驱蚊、婴童、精油三个系列收入分别占比31.4%/50.5%/14.2%，其中婴童护理系列占比提升明显，2019-2023年收入占比提升约20pp。

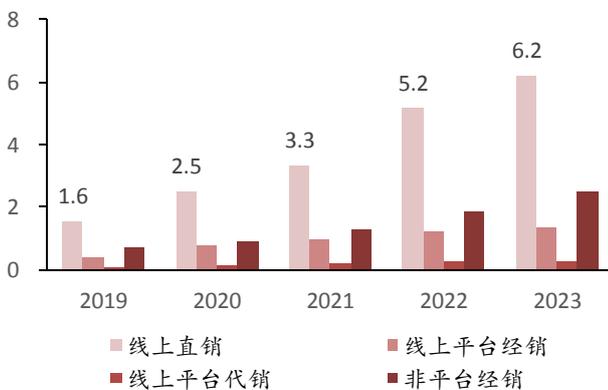
**图 8：2019-2024Q1 公司分产品收入（亿元）**


数据来源：润本股份公告，西南证券整理

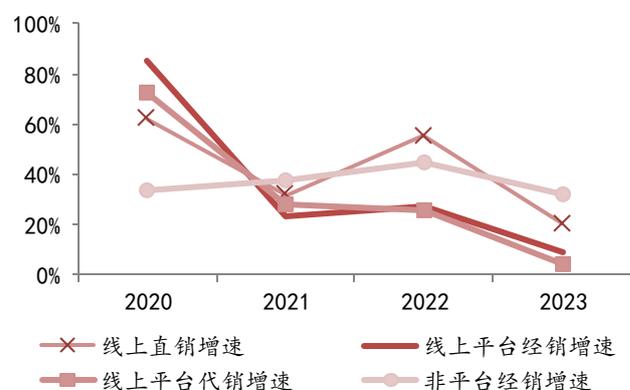
**图 9：2020-2023 年各系列产品收入增速**


数据来源：润本股份公告，西南证券整理

线上渠道运营成熟，线下渠道积极开拓。分渠道来看，公司以线上销售为主，线下销售处于起步期。2023年公司各渠道线上直销/线上平台经销/线上平台代销/非平台经销收入占比分别为60.1%/13.0%/2.9%/24.1%。考虑到部分非平台经销商买断产品后也在线上渠道销售，公司实际线上渠道占比在90%左右。其中线上直销主要为天猫、抖音、京东旗舰店；线上平台经销主要为京东自营；线上平台代销主要为唯品会；非平台经销为向经销商卖断的销售模式，经销商先款后货向公司购买产品后，自行在线上经销店或线下商超等渠道销售。从收入增速来看，公司各渠道收入增速波动趋势较为一致，2022-2023年线上直销和非平台经销渠道收入增速更快。

**图 10：2020-2023 年分渠道收入规模（亿元）**


数据来源：润本股份公告，西南证券整理

**图 11：2020-2023 年分渠道收入增速**


数据来源：润本股份公告，西南证券整理

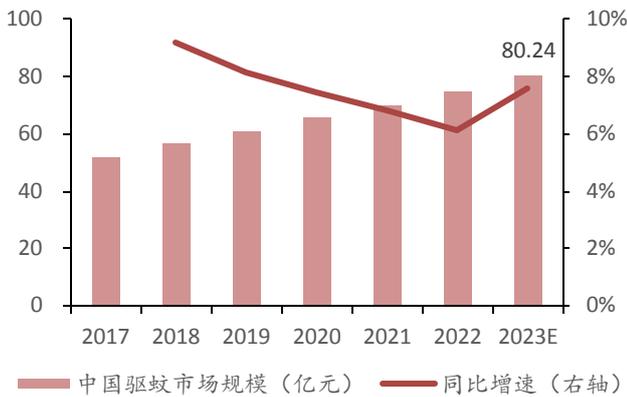
## 2 行业分析：格局分散+需求个性化，国产品牌弯道超车

### 2.1 驱蚊品类：市场规模稳增，户外及母婴专用产品市场空间充足

**驱蚊产品市场规模稳增。**2023 年国内不包含杀虫的狭义驱蚊市场规模约 80 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 7.6%，增速较为稳定。驱蚊品牌集中度相对较高，高市占率品牌主打强功效属性。根据欧睿数据，驱蚊杀虫品牌前三大品牌市占率相对较高，CR3 达到 47.8%，排名第一品牌为超威，市占率为 17%，产品功能较为同质化。

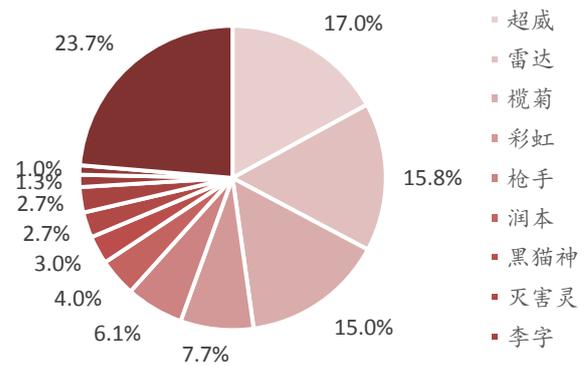
**线下为主渠道，线上消费占比持续提升。**分渠道来看，驱蚊产品即时性需求多，消费场景以线下为主，线下渠道增长稳健。随着物流效率提升，以及线上组合套装性价比凸显，线上渠道占比逐年提升，2023 年驱蚊产品线上渠道占比 27%，2017-2023 年提升 14.1pp。2018-2023 年线下/线上渠道 CAGR 分别为 4.5%/21.6%，线上渠道市场规模增长更快，电商渠道为主的品牌充分享受渠道红利。

图 12：中国狭义驱蚊市场规模及增速（不包含杀虫）



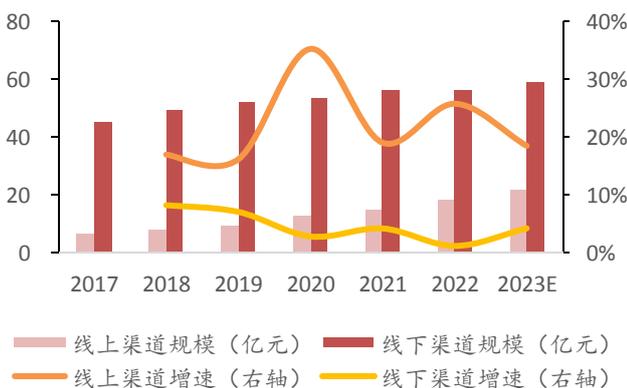
数据来源：润本股份上市审核问询函回复，灼识咨询，西南证券整理

图 13：2023 年驱蚊杀虫产品前十大品牌市占率



数据来源：欧睿，西南证券整理

图 14：驱蚊产品线上/线下渠道规模及增速



数据来源：润本股份上市审核问询函回复，灼识咨询，西南证券整理

图 15：驱蚊产品线上渠道占比



数据来源：润本股份上市审核问询函回复，灼识咨询，西南证券整理

各驱蚊品牌开始布局母婴产品和户外场景的新产品，并开设定位母婴专用驱蚊产品的子品牌，侧面证明强效驱蚊产品和母婴驱蚊产品用户需求差异较大。儿童驱蚊产品通常通过降低驱蚊成分用量、使用更温和的溶剂等降低产品刺激性，但驱蚊效果和持续性相对差。超威、

雷达、榄菊、彩虹主品牌强调强效驱蚊，主品牌定位已经占领消费者心智情况下，需要培育新品牌进入婴童市场，例如超威子品牌“贝贝健”、雷达子品牌“欧护佳”等。但子品牌用户画像和主品牌存在差异，需要用户积累和品牌投入的资源倾斜，目前来看以上子品牌普遍SKU和新品较少，尚未开始大规模进行产品开发和推广。

**表 2：主要驱蚊品牌的产品品类及单价**

品牌	公司	品类	新品	单件价格(元/件)
六神	上海家化	花露水、驱蚊水、洗发水、沐浴露、洗手液	驱蚊蛋喷雾花露水 50ml	34.9
润本	润本股份	不同驱蚊成分及浓度的蚊香液、驱蚊喷雾、止痒走珠、舒缓棒、舒缓贴纸等	婴儿宝宝户外专用防蚊喷雾 110ml	19.9
超威	朝云集团	电热蚊香液/蚊香片，户外长效驱蚊， <b>超威子品牌“贝贝健”定位儿童驱蚊</b>	贝贝健儿童驱蚊喷雾 30ml 套装	15
雷达	美国庄臣	户外驱蚊、宝宝驱蚊、及其他厨卫个护家清， <b>雷达子品牌“欧护佳”定位儿童驱蚊</b>	桃气吨吨妈妈宝宝可用驱蚊喷雾 100ml	22.9
榄菊	中山榄菊	驱蚊液、驱蚊喷雾、杀虫剂， <b>榄菊子品牌“儿宝健”定位儿童驱蚊</b>	无香婴儿防蚊水 110ml	12.9
彩虹	彩虹集团	驱蚊液、防蚊喷雾、电蚊拍， <b>彩虹子品牌“乖乖”定位儿童驱蚊</b>	婴儿宝宝户外专用防蚊喷雾 100ml	18.8

数据来源：各品牌官方旗舰店，西南证券整理

市面常用驱蚊成分较多，母婴儿童专用驱蚊产品降低了消费者选择难度，细分赛道有望保持较快成长。市面驱蚊产品有效成分以菊酯类、避蚊胺、驱蚊酯、羟吡酯、柠檬桉叶油等为主，其中菊酯由于价格低廉，普遍应用于传统盘香和电热蚊香液，但毒性较高；避蚊胺和驱蚊酯安全性更高，适用于 2 个月以上婴幼儿；羟吡酯有抗汗性同时驱蚊能力更强，普遍应用于户外专用驱蚊产品；柠檬桉叶油主要应用于精油类产品。

**表 3：常见驱蚊成分使用特性及适用年龄**

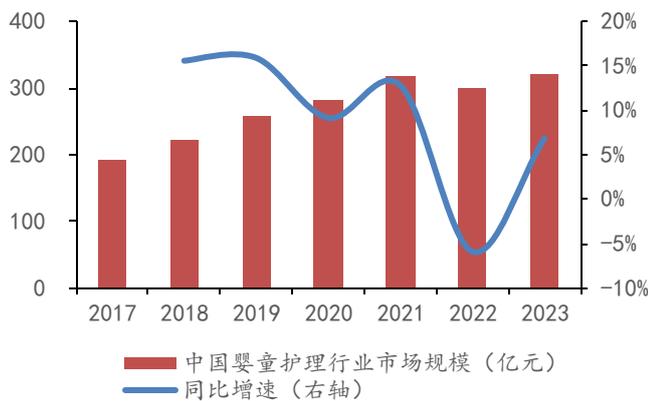
成分	使用特性	适用年龄
氯氟醚菊酯	普遍应用于传统盘香和电热蚊香液，为广谱杀虫剂，灭蚊效果好，价格低廉	安全标准要求为 0.1%~1.2%，目前国内没有单独设置儿童的蚊香液安全标准
避蚊胺	原药历史悠久、应用广泛、具有淡香氛功能，毒性很小，有效浓度为 10%~30%	美国儿科学会（AAP）建议 2 月龄以上婴儿使用避蚊胺，2 月龄以下的婴儿不宜使用，2 岁以内的儿童每天不宜使用超过 1 次，12 岁以下不可使用浓度超过 30%
驱蚊酯/伊默宁	在欧洲已被使用 20 多年，被认为是比避蚊胺更加安全低毒的广谱驱避剂，在消化道摄入、呼吸道吸入和皮肤使用时都没有明显毒性，可以多次涂抹，但对眼睛有一定刺激性。防护效果低于避蚊胺，更适合短时间防护	孕妇和 2 月以上婴幼儿可以使用
羟吡酯/派卡瑞丁	有抗汗性及驱蚊能力更强	美国环保署（CDC）建议 2 月龄以上婴儿使用派卡瑞丁，加拿大儿科学会建议 6 月龄以上婴幼儿使用。建议儿童使用浓度不要超过 20%
柠檬桉叶油	提取自桉树的天然物质，驱蚊效力相对短，柠檬桉中的香茅醇可能致敏	3 岁以下禁用

数据来源：润本股份公告，chemicalbook，澎湃新闻，西南证券整理

## 2.2 婴童护理品类：单童消费金额增长对冲出生率下降影响，行业规模较快扩张

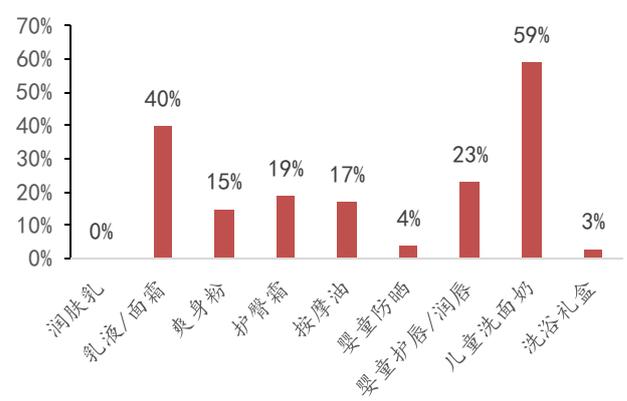
尽管出生率下滑，婴童护理产品市场规模逆势增长，线上和线下渠道增速分化明显。2023年国内婴童护理市场规模约320亿元，2018-2023年CAGR为8.8%，在出生率下降背景下，婴童护理产品市场规模保持稳健增长。根据凯度发布的《2023中国婴童护肤白皮书》，2023年婴童护肤品种，乳液/面霜、儿童洗面奶、婴童护唇/润唇等细分品类增速较高，儿童与成人护肤产品逐渐区隔，儿童润肤护肤品专业化、功能更加细分。

图 16：国内婴童护理行业市场规模及增速



数据来源：欧睿，西南证券整理

图 17：2023年婴童护肤各品类销售额增速



数据来源：凯度《2023中国婴童护肤白皮书》，西南证券整理

婴童护理精细化、分年龄段化、专业化，单童消费较快提升，弥补出生率下降的影响。2017-2023年随着出生率下降，12岁以下儿童数量有所下滑，2023年约为1.9亿人左右。近年适合不同年龄层的儿童保湿、防晒、舒缓功能润肤产品、儿童专用洁面/洗发/沐浴洗护等新功效、新成分产品涌现，婴童护理产品消费精细化、专业化成为供需双方的共同诉求。从消费端来看，少子化使得家长对婴童养护更加精细，对产品安全性更加关注；供给端来看，激烈竞争下品牌需要通过新品彰显品牌专业性和差异化，增加用户粘性，行业中期趋势为消费人群总量减少但客单价提升。根据我们测算，2017-2023年中国单童护理产品消费从90元上涨至170元左右，复合增速11.1%，消费金额提升较快，单童护理投入增加平滑了出生率下降的影响。展望后续来看，单童护理投入仍有较大提升空间。以40-50元/件的婴童护理产品单价来计算，170元/年的单童消费仅对应3-4件产品。随着婴童护理产品功能丰富，以及婴童护肤专用化的普及，婴童护理产品客单价仍有较大提升空间。

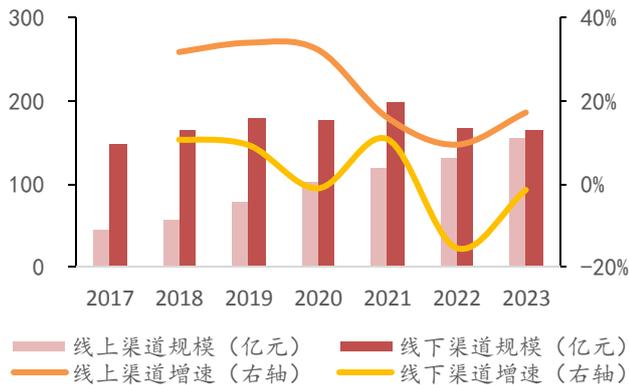
表 4：国内12岁以下婴童人数和单童个护消费

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国婴童护理行业市场规模 (亿元)	192.97	223.05	258.52	282.17	318.26	299.49	320.05
同比增长		15.59%	15.90%	9.15%	12.79%	-5.90%	6.87%
12岁以内婴童人数 (亿人)	2.13	2.13	2.11	2.07	2.02	1.95	1.88
同比增长		-0.4%	-0.6%	-1.9%	-2.6%	-3.3%	-3.6%
单童个护消费 (元/人/年)	90.4	105.0	122.3	136.1	157.6	153.3	169.9
同比增长		16.1%	16.6%	11.2%	15.8%	-2.7%	10.8%

数据来源：Wind，欧睿，西南证券测算

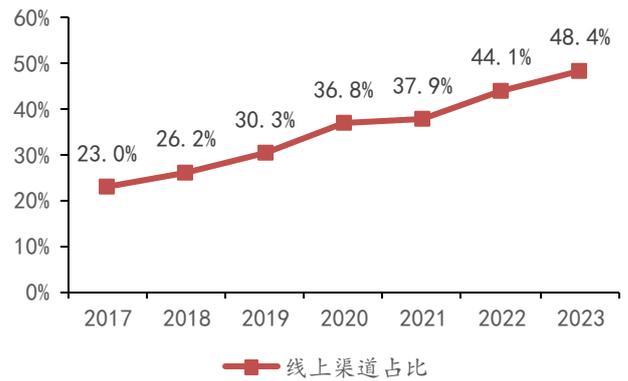
婴童护理产品线上化率快速提升，电商品牌充分享受渠道红利。分渠道来看，2023 年婴童护理产品线下/线上婴童护理产品市场规模分别为 165.3/154.8 亿元，其中线上销售占比 48.4%，2017-2023 年提升了 25.4pp。2018-2023 年线下/线上渠道市场规模 CAGR 分别为 1.8%/23.2%，线上线下渠道增速分化明显，依赖线下渠道的传统品牌预计在过去 5 年内增长压力较大，而线上品牌借助近年直播电商、兴趣电商、母婴垂类电商等新渠道，跟随平台快速扩张。展望后续，电商品牌有望借助平台势能实现对传统品牌的弯道超越。

图 18：国内婴童护理行业线上/线下市场规模



数据来源：欧睿，西南证券整理

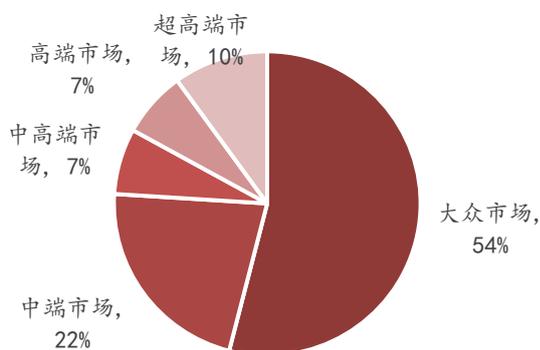
图 19：婴童护理产品线上渠道占比



数据来源：欧睿，西南证券整理

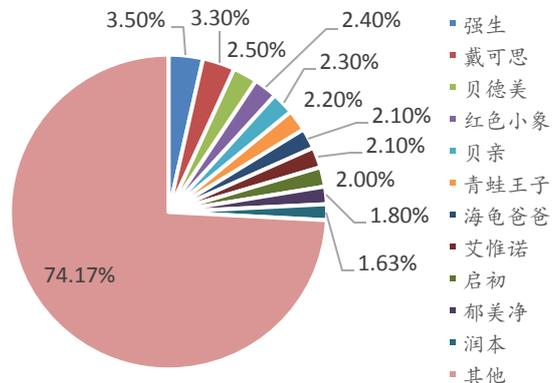
婴童护理行业市场格局高度分散，无强势领导力品牌。婴童护理品牌格局分散，2023 年品牌 CR5 为 14%，CR10 为 24.2%，2011 年婴童护理 CR10 为 59.2%。2011-2023 年期间行业集中度下降较为明显，主要由于市占率第一的强生品牌 2019 年受婴儿痱子粉检测出有害物质的负面新闻影响，市场份额回落较快，行业从一超多强格局回归分散竞争格局。目前强生仍为市占率第一品牌，但市场份额仅为 3.5%，其余市占率为个位数的品牌众多，无强势品牌，市占率提升空间充足。价格分布来看，以婴童乳液面霜为例，大众市场和中高端市场占据 76% 市场份额，中端和性价比仍为主流消费市场。

图 20：婴童乳液面霜市场年销量按价格定位分布



数据来源：《2023 中国婴童护肤白皮书》，西南证券整理

图 21：2023 年婴童护理品牌市占率



数据来源：欧睿，西南证券整理

头部品牌中外资品牌占据中高端，国产新锐品牌高举高打，性价比价格带存在空缺。我们以婴儿舒缓保湿面霜为例，对比不同品牌的定价。50g左右标准包装婴童舒缓面霜产品仅有润本和青蛙王子单价在30元/盒，强生单价40元/盒，其余品牌单价均在50元及以上。头部品牌总体定价偏高，一方面由于外资品牌进入中国市场时就定位中高端，消费者对外资品牌高定价的接受度较高；另一方面大部分国产品牌以线上渠道为主，用产品高定价维持高毛利，同时保持高渠道费用投放，导致性价比价格带品牌存在空缺。

表 5：主流婴童护理品牌概况和产品价格对比

品牌	公司	国家	成立年份	主要渠道	是否自产	品类	核心单品	核心单品价格(元/件)
强生	强生集团	美国	1886	全渠道	否	宝宝面霜、爽身粉、洗发水沐浴露等	婴儿无香舒缓滋润霜 40g	40
戴可思	无锡戴可思	中国	2017	线上为主	是，2021年自建工厂	特润面霜、沐浴露、身体乳、宝宝洗衣液、湿巾棉柔巾等	婴儿金盏花沁润面霜 50g	78
贝德美	贝德美	中国	2016	线上为主	否	儿童洗沐、身体乳、儿童面霜、洁面慕斯等	冰川雪融霜 50g	69
红色小象	上美股份	中国	2015	线上为主	是	儿童彩妆、婴童多效霜、婴童洗浴、口腔护理	婴童多效霜 50g	69
贝亲	贝亲	日本	1949	全渠道	是	婴儿洗护、婴儿湿巾、婴儿健康护理、孕产美肌、奶瓶奶嘴、婴儿水杯等	婴儿桃叶精华冰感面霜 50g	56
青蛙王子	丝耐洁(福建)口腔健康科技有限公司	中国	1994	全渠道	否	儿童洗发沐浴露、婴幼儿湿巾、益生菌牙膏、洁面泡沫	舒缓水水霜 50g	30
海龟爸爸	海龟爸爸	中国	2019	线上为主	否，自有工厂启动奠基，预计25年投产	小光盾防晒乳、祛痘洁面乳、面霜、面膜、洗浴等	植萃冰沙霜 50g	69
艾惟诺	强生集团	美国	2016 进入中国	全渠道	否	宝宝面霜、婴儿多效滋润棒、婴儿身体乳、婴儿洗发沐浴露、成人润肤乳等	夏季新生婴幼儿冷萃霜 55g	66
启初	上海家化	中国	2013	线上为主	是	宝宝面霜、防晒驱蚊、特护霜、洗漱沐浴、奶瓶奶嘴等	舒缓冰沙面霜 45g	50
郁美净	郁美净	中国	2000	全渠道	是	婴儿特护霜、洗发沐浴露、儿童身体乳、儿童洗面奶、成人面霜乳液等	郁美净儿童舒缓冰沙霜 50g	69.9
润本	润本股份	中国	2006	线上为主	是	电热蚊香液、婴儿润唇膏、儿童洁面泡泡、植物精油香圈等	洋甘菊儿童护理霜/冰沙霜 50g	29.9

数据来源：各品牌官网及官方旗舰店，西南证券整理

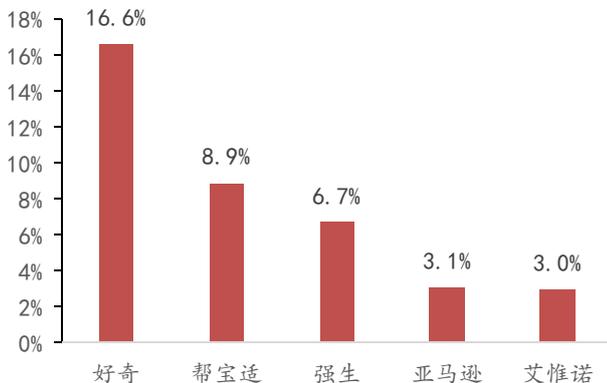
行业法规明晰化，促进婴童护理行业优化出清。2021年10月《儿童化妆品监督管理规定》正式发布，将儿童化妆品划归药监局管理。这是我国首个专门针对儿童化妆品的监管法规文件，内容涉及儿童化妆品的定义、标签要求、配方设计原则、安全评估、生产经营要求等，并明确指出儿童化妆品配方设计应遵循的“安全优先、功效必需、配方极简”三大原则。其中儿童防晒产品根据不同功能（SPF值、PA等级等）需进行不同检测取得特征，生产许可获取周期长，进入门槛高。随着产品检测标准趋严，行业格局有望逐步优化。

**表 6：儿童化妆品相关监管政策**

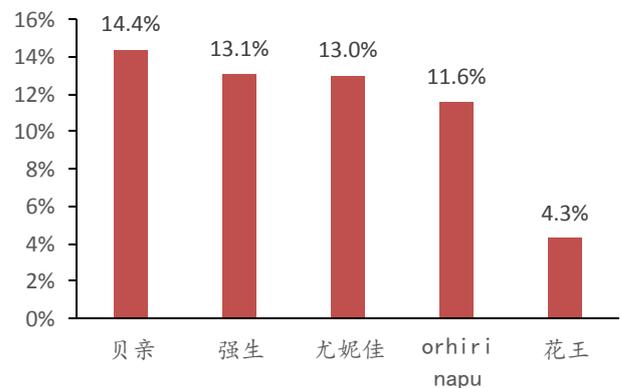
政策	实施日期	主要条款
国家药监局《儿童化妆品监督管理规定》	2022/1/1	儿童化妆品配方设计应遵循的“安全优先、功效必需、配方极简”三大原则 儿童化妆品应当在销售包装展示面标注国家药监局规定的儿童化妆品标志（“小金盾”） 将化妆品注册人、备案人、境内责任人、受托生产企业以及儿童化妆品销售行为较为集中的化妆品经营者列入重点监管对象，加大监督检查频次
中国食品药品检定研究院《儿童化妆品技术指导原则》	2023/8/31	细化原料使用要求、微生物和理化指标要求、标签要求、毒理学试验和人体安全性试验判定标准、配方设计原则、含可能易致敏香料组分的要求 儿童防晒类产品由于功能性强，检测流程更长，包括化妆品用户注册和权限开通、产品资料收集、审核和确认、产品检测（根据产品实际情况，包含功效检测）、系统资料填报、药监局技术审评、注册公示

数据来源：国家药品监督管理局，中国食品药品检定研究院，西南证券整理

海外市场婴童护理集中度相对中国更高，头部品牌市占率可达15%左右，国内品牌集中度仍有提升空间。婴童护理品牌消费者极其注重产品安全和功效性，天然偏好经历过市场检验的老品牌。海外头部品牌普遍历史悠久，品类覆盖婴童护肤、日用纸品、清洁用品、婴童餐饮具等，产品矩阵较广；且品牌自身知名度高，部分品牌如艾惟诺等背靠医研体系，为产品功效和安全性背书。2021年美国婴童护理第一品牌好奇市占率为16.6%，CR5为38.3%；2022年日本/韩国婴童护理第一品牌市占率分别为14.4%/10.2%，CR5分别为56.3%/38.6%。从海外市场经验来看，婴童护理品类众多，较少出现单一垄断品牌，但头部品牌市占率可以达到10%以上，对比来看国内品牌集中度仍有较大提升空间。

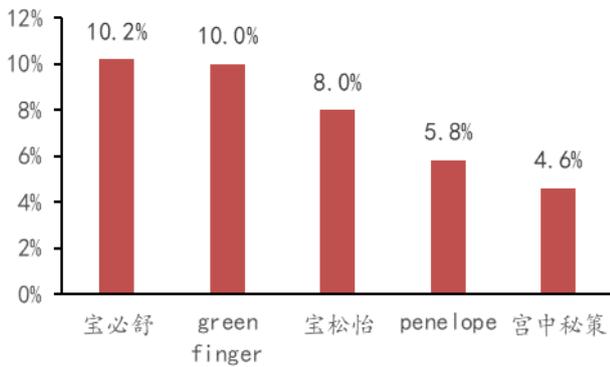
**图 22：2021 年美国市场婴童护理 TOP5 品牌市占率**


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

**图 23：2022 年日本市场婴童护理 TOP5 品牌市占率**


数据来源：立鼎产业研究院，西南证券整理

图 24：2022 年韩国市场婴童护理 TOP5 品牌市占率



数据来源：立鼎产业研究院，西南证券整理

图 25：艾惟诺产品通过皮肤科医生背书



数据来源：教英 DIGITALING，西南证券整理

### 3 公司分析：研产销一体化，性价比+持续创新打造产品竞争力

#### 3.1 产品力：深挖消费者需求，具备打造大单品能力

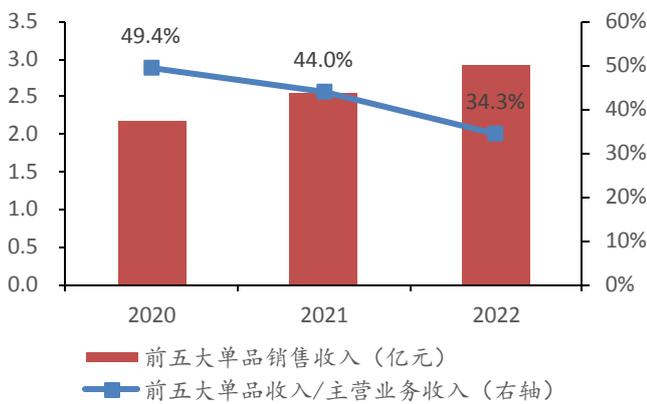
深耕“大品牌、小品类”战略，专注解决消费者痛点，避免同质化竞争。对比市面上竞品，公司产品规格丰富，致力于充分满足消费者细分领域的不同需求。公司驱蚊产品的有效成分和添加浓度选择多样，常见有效成分驱蚊酯、派卡瑞丁、避蚊胺、菊酯等均有产品覆盖，产品用途包括户外驱蚊、驱蚊香氛、婴童驱蚊、日常驱蚊和花露水等不同范围，充分满足消费者不同使用场景需求。公司婴童产品也在护肤和洗护大类做细致的产品功能开发，如儿童水感防晒霜、晒后舒缓面霜、适合男童/女童不同发质的洗发水产品、儿童游泳后去氯洗发水等，对消费者需求的挖掘充分。2024 年公司新获得儿童防晒两款不同 SPA 值的审批特征，仍有多款不同防晒指标产品在开发和审批中，新产品储备充足。

图 26：润本驱蚊及婴童产品主要产品

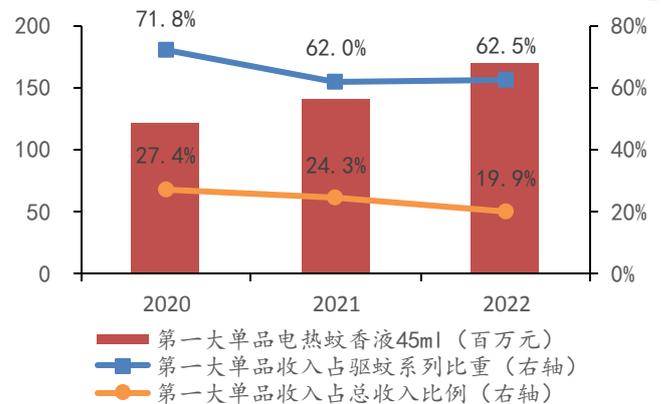
类别	示意图	驱蚊				
		用途	有效成分及浓度	规格	示意图	用途
驱蚊		专业级户外长效驱蚊	20%派卡瑞丁	50ml, 99ml		驱蚊+香氛
		驱蚊+香氛	9%避蚊胺	75ml		宝宝防水0酒精温和配方
		家用日常温和安全驱蚊	0.6%低浓度氟氯醚菊酯	45ml 定时开关/带夜灯		定时循环不怕忘关
		驱蚊花露水	5%驱蚊酯，清新香调	185ml		驱蚊花露水
婴童		水感防晒乳/儿童防晒乳	SPF33 PA+++ / SPF20 PA++	40g, 50g, 80g, 100g		积雪草夏季舒缓面霜/补水喷雾/冰冰露
		儿童保湿润唇膏		4g		BABY LIP BALM
		针对男童/女童不同发质的洗发水		350ml		专为婴童游泳去氯洗发沐浴露
		秋冬防皴裂		30g, 45g		深润养护柔滑干燥肌

数据来源：润本官方旗舰店，西南证券整理

**成功打造多款优质单品，产品生命力旺盛。**公司充分利用自身产研销一体化优势，对消费者需求识别准确，具备打造大单品的能力。目前 45ml 电热蚊香液为公司收入占比最高的大单品，2022 年 45ml 电热蚊香液大单品收入占总收入比例约为 20%，占驱蚊产品收入比例超过 60%，这得益于公司对经典款产品持续升级迭代，例如增加定时开关、增加夜灯功能、升级配方、增加不同组合装产品等。目前公司主要大单品还包括儿童面霜、舒缓膏、儿童湿巾，以及 2024 年上市的儿童防晒产品等，多款 SKU 具备爆品潜质。2020-2022 年公司前五大单品收入规模持续增长，经典产品具备持续的生命力，同时前五大单品占总收入比例下降，2022 年为 34.3%，较 2020 年下降 15.1pp，产品丰富度提升后公司收入对单一产品依赖度降低。

**图 27：公司 TOP5 大单品收入及占总收入比例**


数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

**图 28：公司第一大单品驱蚊液占驱蚊产品收入比例**


数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

**各品类年均推出新品 2 款以上，新品扩充速度快。**公司对市场需求反应迅速，自主掌握产品研发和生产，产品开发周期短，各品类每年均有 2 款以上产品推出。同时注重创新，公司通过深挖产品使用习惯，改变产品包装形态，推出唇膏型舒缓棒、可倒喷驱蚊喷雾、防误触驱蚊喷雾等，切实解决消费者使用痛点。

**表 7：2020-2023 公司产品上新情况**

年度	产品类别	主要新增产品	年度	产品类别	主要新增产品
2020 年新增	驱蚊系列	多功能电蚊拍、驱蚊酯驱蚊液	2022 年新增	驱蚊系列	加热器、避蚊胺驱蚊液、羟哌酯驱蚊液
	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		婴童护理系列	儿童洁面泡泡、清透防晒霜
	精油系列	植物精油香圈		精油系列	薄荷清凉棒、啪啪手环、舒舒贴
2021 年新增	驱蚊系列	电热蚊香液蓝牙智能加热器	2023 年新增	其他类	柠檬酸除垢剂、抗静电香氛喷雾
	婴童护理系列	润唇膏、清凉喷雾、羽绒服清洁湿巾		驱蚊系列	驱蚊喷雾-避蚊胺 10% (白桃乌龙), “驱蚊香氛”的概念
	精油系列	香茅香薰盒、精油手环 (闪光型)		婴童护理系列	无泪配方儿童温和洁面泡泡, 青少年温和洁面泡泡, 婴童蛋黄油皴裂棒, 积雪草冰沙霜
	其他类	抑菌喷雾、内衣洗衣液			

数据来源：润本股份招股书、润本股份年报、润本官方旗舰店，西南证券整理

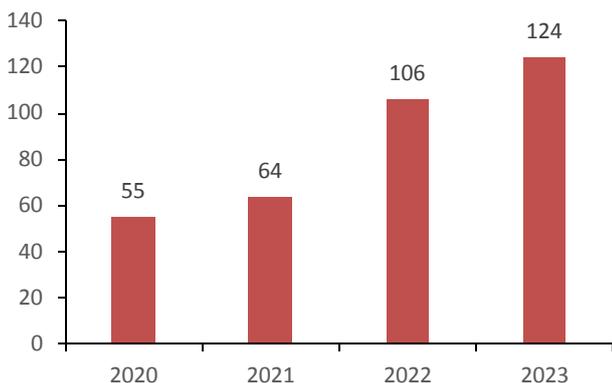
图 29：润本品牌的产品包装创新

		迭代前	迭代后	
驱蚊	产品图			
	功能	普通喷雾瓶	持续喷雾，按一次可持续出水雾2秒，有防误触童锁设计	可倒喷，倒立状态仍可喷雾
母婴	产品图			
	功能	旋盖设计，涂抹时手指直接接触	唇膏设计，不直接接触膏体，更方便卫生	冰凉走珠设计，增加冰凉肤感，带挂绳可挂包

数据来源：润本官方旗舰店，西南证券整理

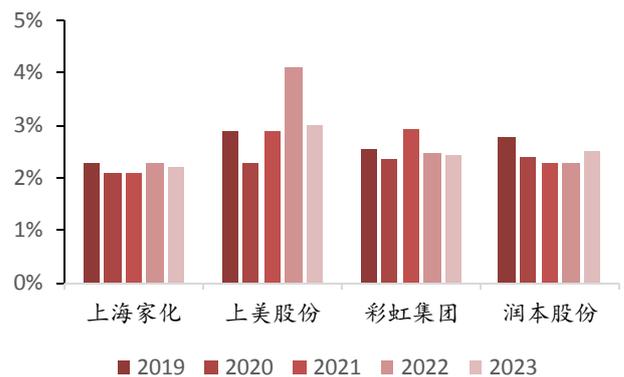
**研发团队扩容，激励机制完善。**2023 年公司研发团队人数达到 124 人，近两年扩充速度较快，主要由于婴童护理品类丰富后引进专业人才。公司目前已建立一支具备多元专业背景的研发团队，成员背景覆盖了生物工程、精细化工、药理学等专业学科，具备一定的研发实力。公司对研发骨干员工给予有竞争力的薪酬和股权激励，鼓励研发人员开展自主研究，自主撰写专利文件，申请发明专利。同时设立了奖励机制，对重点产品技术攻关突破有较大贡献、承担并完成重要研发项目、完成研发项目申报、取得荣誉证书及专利申请等的研发设计人员给予奖励，充分调动核心技术人员的积极性和创造性。

图 30：公司研发人员数量（人）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 31：公司与同行业公司研发费用率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

### 3.2 品牌：品牌具备一定用户基础，ROI和复购率优于同业

润本品牌在目标群体中认知度较高，消费者主要为年轻宝妈群体，有互相推荐品牌的消费习惯，形成复购高和品牌粘性，费用投放效率高，品牌认知可持续。润本品牌在各电商平台官方旗舰店粉丝数量和销量均较高，其中天猫官旗粉丝数约 350 万，在母婴个护主要品牌中仅次于贝亲；润本抖音官旗粉丝数 114 万，少于海龟爸爸、戴可思等电商品牌，但累计销量远多于以上品牌，主要由于公司产品性价比高，SKU 丰富且新品推出较快，新用户更容易在直播渠道成交，或者同时购买多件商品，动销良好。

表 8：母婴主流品牌电商平台粉丝数量及销量

品牌	天猫		抖音	
	官方旗舰店粉丝数	月销量	官方旗舰店粉丝数	累计销量
润本	354.4 万	超过 300 万件	114 万	2058.1 万件
海龟爸爸	58.6 万	超过 80 万件	164 万	1280.8 万件
戴可思	220.6 万		151.9 万	1242 万件
启初	264 万	超过 10 万件	21.2 万	19.7 万件
贝亲	509 万		143.4 万	349.7 万件

数据来源：天猫、抖音，西南证券整理

表 9：驱蚊品牌电商平台粉丝数量及销量

	天猫	抖音	
	官方旗舰店粉丝数	官方旗舰店粉丝数	累计销量
超威	35.1 万	13.7 万	112.3 万件
六神	146.3 万	58.9 万	86.3 万件
雷达	119 万	9.8 万	87.6 万件

数据来源：天猫、抖音，西南证券整理

**客单价低，复购率整体较高。**以天猫平台为例，润本消费者主要为单次购买金额 50 元以下的小单值用户，人均每年购买 1.1 次，单次消费金额 23.5 元，这部分人群占到整体客户数量的 75.8%；每年累计购买 50-100 元金额的消费者人均购买 1.6 次/年，单次消费金额 41.8 元。对比全年累计消费 50 元以下消费者来看，累计购买 50-100 元的消费者，不仅复购率增加，客单价也有明显提升，说明消费者成为公司粘性用户后，消费量价均有提升空间。整体来看，天猫平台合计人均购买次数为 1.3，证明至多 30% 消费者在当年形成 1 次复购，复购率较高。

表 10：2022 年公司天猫平台按用户年度累计消费金额分层数据

	客户数量 (万个)	购买次数 (万次)	人均购买次数 (次)	人均购买金额 (元/人年)	次均消费金额 (元/单)
50 元以下	614.4	680.5	1.1	26.0	23.5
50-100 元	151.4	243.5	1.6	67.2	41.8
100-500 元	44.7	120.9	2.7	151.8	56.1
500 元以上	0.4	3.0	7.7	936.6	120.4
合计	810.8	1047.9	1.3	41.1	31.8

数据来源：润本股份对上市问询函的回复公告，西南证券整理

**ROI 优于大部分同行，费用投放效率高。**公司作为母婴家清类目产品，平台服务费率低于化妆品品类，具备成本优势。例如天猫平台母婴/家清类平台服务费率水平 2-3%，而化妆品品类平台服务费 4-5%；抖音平台母婴/家清类目平台服务费率水平 2-5%，化妆品类目费率水平 4-5%。2022 年公司 ROI 在 4.5% 左右，同样以线上为主要渠道的贝泰妮、珀莱雅等化妆品品牌 ROI 在 3-4% 之间，润本品牌投资回报率相对更高。

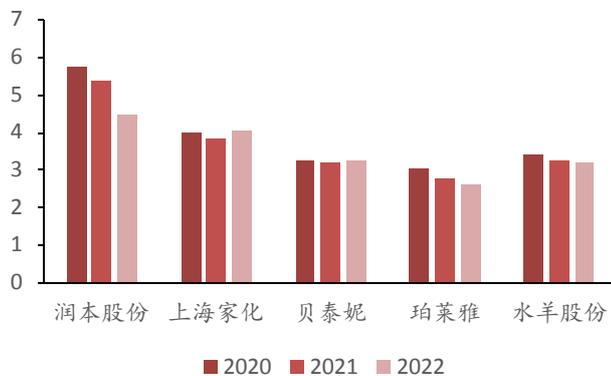
**分平台来看，抖音流量成本上升 ROI 略降，天猫 ROI 相对稳定。**分平台来看，润本在天猫、抖音平台 ROI 均为中等偏上，天猫渠道 ROI 稳定。由于抖音渠道品牌竞争加剧，流量成本上升，抖音渠道 2020-2022 年 ROI 略有回落，2022 年抖音渠道 ROI 约为 2.5%。

表 11：公司电商平台佣金费率低于化妆品品类

推广费类型	平台	类目	润本费率水平
佣金	天猫平台	日常销售活动	5%-10%
		促销活动	20%-30%
	抖音平台	达人佣金	20%-30%
平台服务费	天猫平台	母婴/家清	2%-3%
	抖音平台	母婴/家清	2%-5%
推广费类型	平台	类目	化妆品品牌费率水平
平台服务费	抖音平台	化妆品	4-5%
	天猫平台	化妆品	4-5%

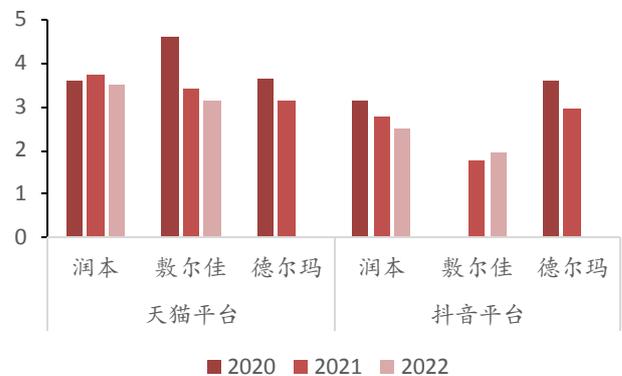
数据来源：润本股份对上市问询函的回复公告，抖音商家官网，天猫商家官网，西南证券

图 32：润本股份与其他同业品牌 ROI 对比 (%)



数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

图 33：润本股份不同电商平台 ROI 与其他同业品牌对比 (%)



数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

### 3.3 渠道：线上新渠道高增，线下逐步开拓，品牌力充分复制

**线上平台布局广泛，抖音增速靓丽。**公司销售渠道以线上直销模式为主，2023 年线上直销占总收入比例占比 60.1%，以天猫、抖音为主。抖音渠道增速靓丽，2020 年公司切入抖音渠道以来，通过达人直播+自营直播方式快速打开知名度，收入规模快速提升。线上经销以京东为主，占比 10%+，增速平稳；平台代销主要为唯品会渠道，占比 2.9%；非平台经销主要为经销商模式，买断商品后自行销售进线上或线下网点，占比 24.1%。

**表 12：2020-2023 年公司主要电商平台收入（亿元）**

	2020	2021	2022	2023
<b>线上直销</b>				
线上直销收入	2.52	3.33	5.2	6.2
线上直销增速		<b>31.8%</b>	<b>55.2%</b>	<b>20.1%</b>
——天猫	2.24	2.44	2.87	
——抖音	0.01	0.46	1.57	
——京东 POP	0.08	0.12	0.18	
<b>线上平台经销</b>				
线上平台经销收入	0.79	0.97	1.2	1.3
线上平台经销增速		<b>23.6%</b>	<b>27.0%</b>	<b>8.6%</b>
——京东自营	0.72	0.86	1.12	
<b>线上平台代销</b>				
线上平台代销收入	0.18	0.23	0.3	0.3
线上平台代销增速		<b>28.0%</b>	<b>25.5%</b>	<b>4.4%</b>
——唯品会	0.17	0.17	0.24	
<b>非平台经销</b>				
非平台经销收入	0.94	1.30	1.9	2.5
非平台经销增速		<b>37.7%</b>	<b>44.9%</b>	<b>32.4%</b>

数据来源：润本股份招股书，润本股份年报，西南证券整理

传统平台电商公司品牌基础良好，销售榜单排名居前。公司驱蚊、母婴产品在各平台销售榜单和品牌认可度位列前茅，公司蚊香液产品在天猫平台份额排名第一，母婴产品的品牌力也逐步发挥，2024 年 618 润本品牌在多个平台婴童用品类榜单排名第一。尽管天猫、京东等传统电商平台整体销售大盘存在压力，公司在传统平台电商仍实现较快增长。

**表 13：润本品牌在各电商平台销售排名**

平台	市占率/排名
天猫	2020-2022 年公司蚊香液产品销售额占比分别达到 16.42%、18.32%和 19.99%，排名第一
	天猫平台“2023 年度金婴奖最受欢迎婴童洗护奖”
京东	2023 年京东平台“618 全周期超级王牌品牌”
	“蚊香液”搜索结果按销量排序排名第一
	京东平台“京东母婴 2023 年度卓越品牌”
抖音	2023 年抖音好物年货节“婴童用品”类目店铺排名第二
	2024 年 618 婴童用品销额排名 TOP5，销量排名 TOP2
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
	2024 年 618 全周期“婴童用品品牌销售榜”第一

数据来源：润本股份公告、润本股份招股书，天猫、拼多多、蝉魔方，西南证券整理

抖音自播达播同步进行，增加品牌露出。公司抖音渠道成长较快，作为抖音渠道的新锐品牌，一方面公司建立多个自有直播间，将驱蚊、婴童润肤、婴童洗护、青少年护肤等用户分开精细运营，通过全天候、多直播间的高频自播，建立与用户的互动和反馈机制。自营直播间在产品上新后及时讲解产品特性并做套装推广，同时根据气候时令变化持续优化直播间

产品结构，在婴童蓝海市场实现品牌力突围。另一方面公司持续合作母婴垂类赛道的优质中腰部主播，坑位费和分佣比例低，潜移默化影响消费者购买决策的同时降低营销成本。

图 34：抖音自营直播间



数据来源：抖音，西南证券整理

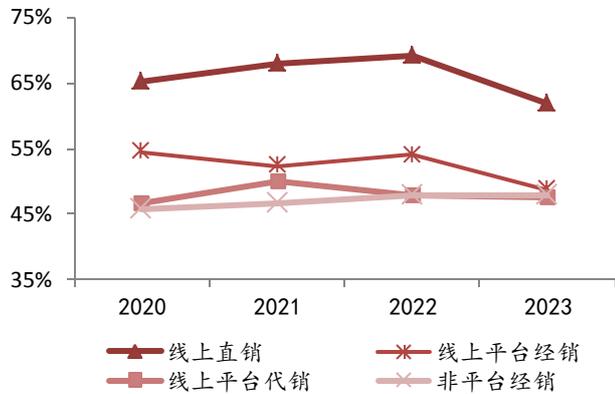
图 35：抖音达人视频



数据来源：抖音，西南证券整理

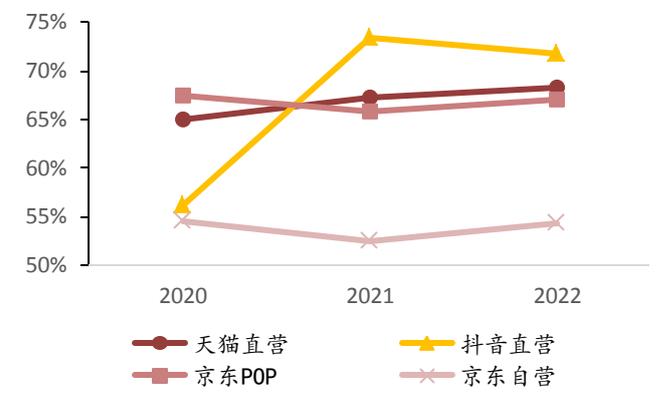
在电商平台流量成本上行同时，保持较好的盈利空间。分平台来看，公司线上直营渠道均保持高毛利。其中抖音平台毛利率最高，2022 年毛利率达到 71.8%，主要由于抖音新品占比较高，通过推新减少了抖音渠道费用偏高对利润的冲击；天猫直营和京东 POP 毛利率接近，2022 年分别为 68.2%/67%。京东自营毛利率偏低，主要由于公司不承担店铺运营和库存管理，给予京东平台采购一定规模折价优惠，相应销售费用也较少。

图 36：2020-2023 年公司各渠道毛利率



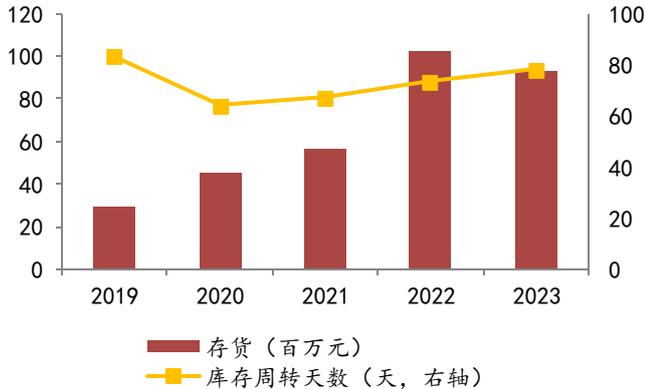
数据来源：润本股份公告，Wind，西南证券整理

图 37：2020-2022 年各电商平台毛利率

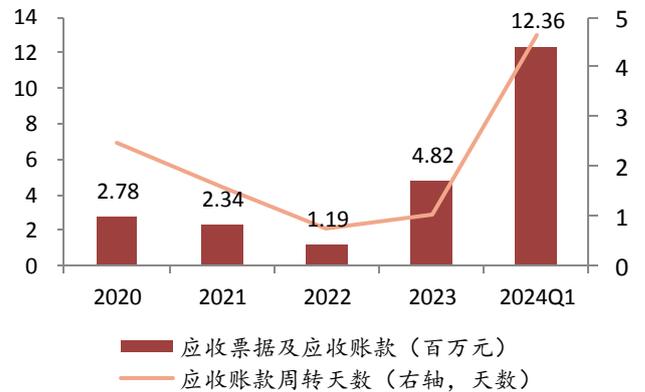


数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

线下渠道轻、开拓快，经销商经营质量良好。公司线下渠道通过经销商扩张，截至 2023 年公司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、华润超市等主要 KA 渠道。公司对下游议价能力较强，公司非平台经销商均为先款后货向公司买断式采购，经销商采购周期短，月均下单 2-3 次，公司以自身高效的生产配货能力及及时向经销商发货，保证了经销商库存低、周转快、经营质量良好。公司渠道从线上延伸至线下也具备一定后发优势，线下渠道包袱轻，公司给予经销商充足盈利空间，并严格管理终端指导价格，避免线上促销活动频繁导致线上线下价盘混乱。在公司良好的议价能力和渠道管理下，公司自身库存周转天数较短，2023 年约为 78 天；应收账款数额极低，2023 年底仅为 482 万元。

**图 38: 公司库存金额及库存周转天数**


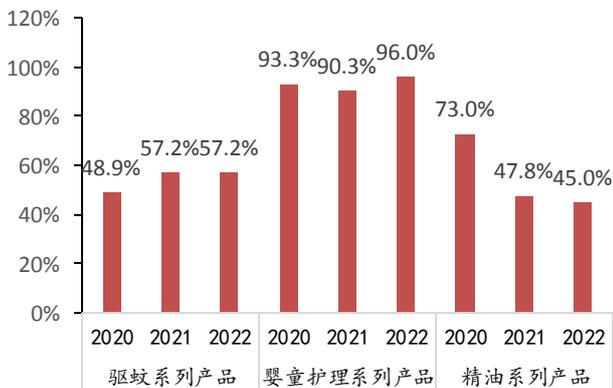
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 39: 公司应收账款规模及周转天数**


数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3.4 产能：自建产能构建成本优势

布局自建工厂，产研销一体化构筑成本优势。2013 年公司即布局黄埔工厂，自产比例逐步提升；2021 年 Q4 公司浙江义乌工厂开始试生产，2022-2023 年产能较快提升，同时浙江工厂充分享受小件发货的物流优势，物流发货成本有所节降。考虑到公司驱蚊产品具备一定季节性，淡季期间产能饱和度不高，旺季产能满负荷生产，全年产能利用率低于婴童护理产品，公司驱蚊产品适当使用外协产能，2022 年公司驱蚊产品自产比例 57.2%，婴童护理产品自产比例 96%，精油系列自产比例 45%，最大化发挥产能效率。

**图 40: 2020-2022 年各品类自产比例**


数据来源: 润本股份招股书, 西南证券整理

**图 41: 公司产研销一体化布局**

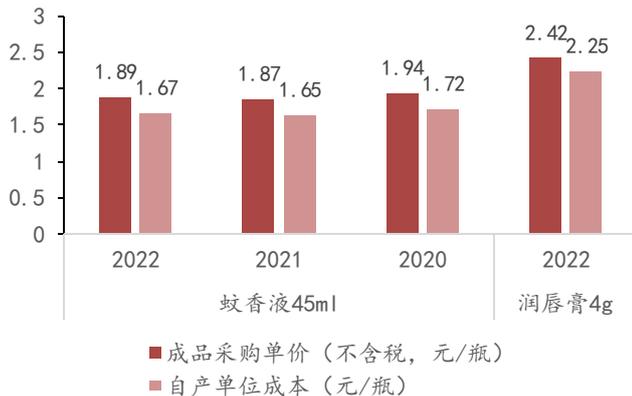

数据来源: 润本股份官网, 西南证券整理

**表 14: 公司产能及产能利用率**

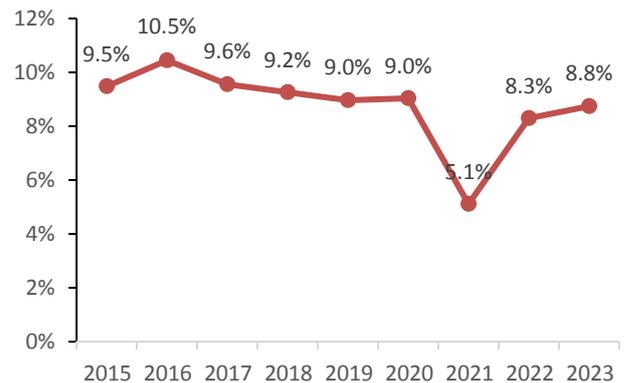
	2020	2021	2022	2023
产能 (万件)	6153.9	7144.4	13419.5	19393 其中黄埔工厂 10381 义乌工厂 9012
产量 (万件)	6162.2	7103.1	11053.5	14111
产能利用率	100.1%	99.4%	82.4%	72.8%

数据来源: 润本股份招股书, 润本股份年报, 西南证券整理

自建产能使公司节降生产成本，部分产品自产成本较外采低 10%。以部分产品为例，公司 45ml 蚊香液成品采购单价较自产单位成本高 13% 左右，4g 润唇膏外采成本较自产成本高 8% 左右，自产成本显著低于外采成本，主要由于代工厂环节自身有盈利诉求。以化妆品代工公司芭薇股份为例，芭薇作为代工环节，其净利率约为 8-10%。自建工厂的润本可节约代工环节的盈利，并通过性价比的产品定价让利终端消费者。

**图 42：公司代工成本和自产成本差异**


数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

**图 43：芭薇股份净利率**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 成长空间：客单价及复购率提升空间大，有望迎来量利齐升

### 4.1 逐步完善产品矩阵，提高客单价天花板及复购率

母婴品类价格稳步上升，驱蚊及精油类产品价盘稳定。公司产品总体定价不高，截至 2024Q1，公司驱蚊/婴童/精油产品单价分别为 4.6 元/7.2 元/6.7 元，性价比十足。从价格趋势来看，公司收入占比最高的母婴产品单价稳步上升，驱蚊及精油类产品均价总体波动幅度较小。2020-2024Q1，公司婴童护理产品均价较快提升，主要由于公司高单价的功能性新品如舒缓面霜、防晒等产品占比提升。展望后续，公司产品定位性价比，均价较低，随着产品功能丰富、新品占比提高，公司各品类均价仍有提升空间。

**表 15：2020-2023 年公司各品类量价变化**

	2020	2021	2022	2023	2024Q1
<b>驱蚊</b>					
销量 (万件)	3778.5	4740.3	5487.3	6626.2	849.3
yoy		25.50%	15.80%	20.80%	
单价 (元/件)	4.5	4.8	5	4.9	4.63
yoy		7.10%	3.30%	-1.30%	4.4%
<b>婴童</b>					
销量 (万件)	2849.4	3679.6	6433.7	7572.3	1,508.2
yoy		29.10%	74.80%	17.70%	
单价 (元/件)	5	5.9	6.1	6.9	7.19

	2020	2021	2022	2023	2024Q1
yoy		16.90%	2.90%	13.60%	42.2%
<b>精油</b>					
销量 (万件)	1669.7	1720.1	1829.1	1865	175.6
yoy		3.00%	6.30%	2.00%	
单价 (元/件)	7.5	7.6	8	7.8	6.71
yoy		1.1%	5.1%	-2.0%	-19.7%

数据来源：润本股份招股书，润本股份公告，西南证券整理

公司驱蚊、婴童、精油产品共享品牌，容易形成品牌信赖，同时不同需求群体可以互相引流，提升客单值。目前大部分母婴品牌普遍专注细分赛道，打造细分领域专业形象，如海龟爸爸专注婴童防晒、贝德美专注婴童洗护，综合性品牌较少，且普遍定位中高端。我们认为，不同于成人化妆品，婴童护理产品对安全性要求高于专业性要求，家长同时购买多品牌产品需要验证不同品牌的口碑，筛选成本过高，因此细分赛道品类存在天花板。润本作为综合性的性价比品牌，品类间容易形成连带销售，公司对品牌的费用投放在不同品类间可以共享。中长期来看，随着公司产品矩阵丰富，客单价和市占率天花板更高。

我们假设 2024 年及以后每年新出生人口数量同比减少 5%，和 2023 年趋势类似；同时假设单童消费 2024-2026 年仍以 12% 增速稳健增长，测算得到 2026 年婴童护理产品市场规模约为 392 亿。分场景来看，假设中性预期到 2026 年 12 岁以下 1.6 亿目标群体中有 10% 使用润本品牌产品，每年消费金额在 90 元，公司在母婴品类的市场空间约为 15 亿元。

表 16：婴童护理产品市场规模测算

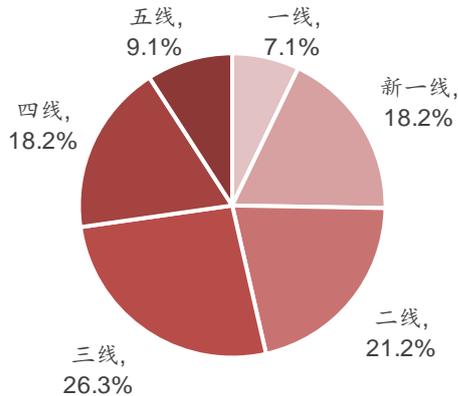
	2023	2024E	2025E	2026E
预计 12 岁以下婴童人数 (亿人)	1.88	1.81	1.73	1.64
单童消费 (元/人/年)	169.9	190.3	213.1	238.7
---yoy		12%	12%	12%
市场规模 (亿元)	320.1	344	368	392

数据来源：Wind，欧睿，西南证券测算

## 4.2 坚守性价比定位，下沉市场、线下市场空间充足

依托抖音等新渠道进入下沉市场，以性价比定位匹配下沉市场用户需求。分平台来看，抖音母婴用户结构中低线城市占比较高，且销量排名靠前的品牌单价低于天猫，用户更为下沉。根据中婴网数据，2024 年抖音 618 大促期间三四五线城市消费者占比过半，其中三线城市占比最高，达到 26.3%。公司抖音渠道起量较快，可跟随平台进行渠道下沉，进一步在下沉市场打开品牌知名度。此外公司拼多多等性价比渠道占比较低，但增速较快，预计用户结构仍有进一步下沉空间。

图 44：2024 年抖音 618 大促期间母婴消费者区域分布



数据来源：中婴网，蝉魔方，西南证券整理

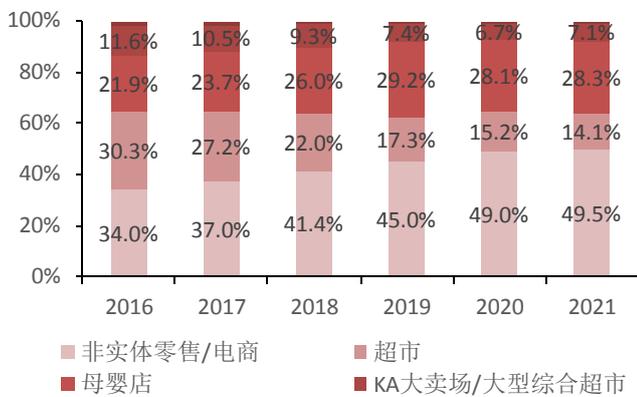
表 17：2023 年抖音和天猫母婴前五大品牌市占率和均价

抖音电商平台					
品牌名称	迪士尼	Hipapa	贝德美	布班迪	babycare
商品均价	¥149.2	¥98.2	¥41.8	¥61.3	¥100-300
市占率	3.1%	2.9%	2.8%	1.9%	1.8%
天猫平台					
品牌名称	babycare	huggies	爱他美	帮宝适	飞鹤
商品均价	¥106.5	¥197.5	¥532.0	¥198.9	¥432.4
市占率	4.1%	4.1%	3.3%	2.2%	1.8%

数据来源：魔镜洞察，西南证券整理

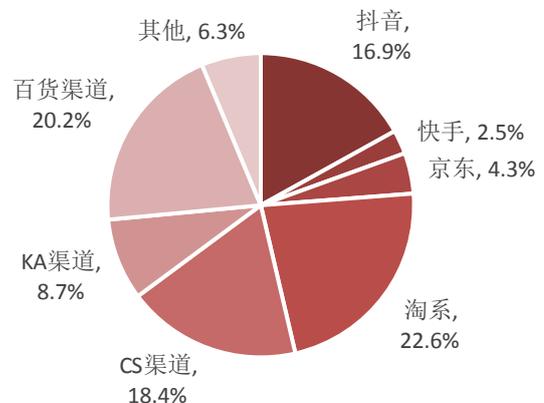
长期来看，线下渠道市场空间充足，更容易加强品牌认知从而反哺线上。无论是驱蚊产品还是母婴个护产品，线下渠道均占据一半以上的市场份额，线下市场空间充足。参考婴儿纸尿裤的渠道结构，根据艾媒咨询数据，2016-2021 年婴儿纸尿裤线下渠道中母婴店渠道占比较为坚挺，KA 卖场占比略下滑，小超市占比下降明显。对比成人化妆品的渠道结构，2023 年化妆品销售渠道中 CS 渠道/KA 渠道/百货渠道分别占比 18.4%/8.7%/20.2%，合计占比 47.3%，线下仍然为化妆品销售的重要渠道，而婴童护肤品在屈臣氏等 CS 渠道布局不足。综合来看，母婴店和 CS 渠道是婴童护理产品的潜力渠道。

图 45：中国婴儿纸尿裤市场各渠道占比



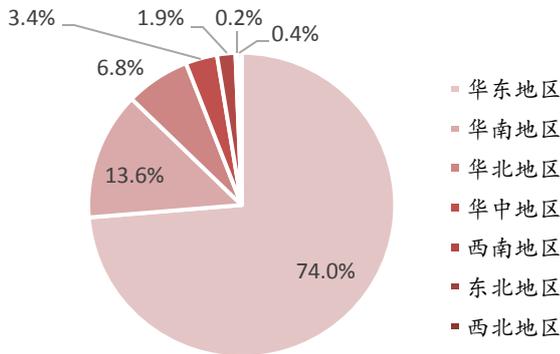
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 46：2023 年国内化妆品销售渠道占比

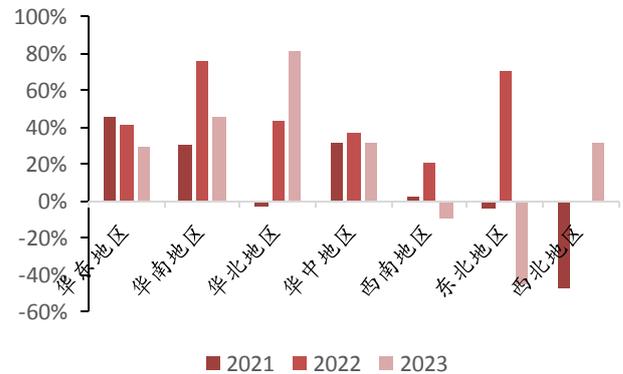


数据来源：青眼情报，西南证券整理

深入布局线下渠道，形成线上+线下品牌合力。目前公司通过经销商进驻线下渠道，经销商区域分布集中在华东地区，主要由于公司对华东地区经销网络布局较早，且华东地区线下商超网络自身较为发达。目前公司线下占比仍然较低，华南、华中等公司线上优势市场占比仍有较大提升空间，线下空白市场较多。截至 2023 年公司已经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。随着公司品牌力提升，并逐步招商加密线下网点布局，增加区域和用户覆盖范围，并帮助公司进一步打开知名度，形成线上+线下的品牌合力。盈利角度来看，公司不承担线下渠道后续销售和人员费用，仅承担总部分摊的研发管理费用，线下渠道盈利能力也非常可观。

**图 47：2023 年公司非平台经销区域分布占比**


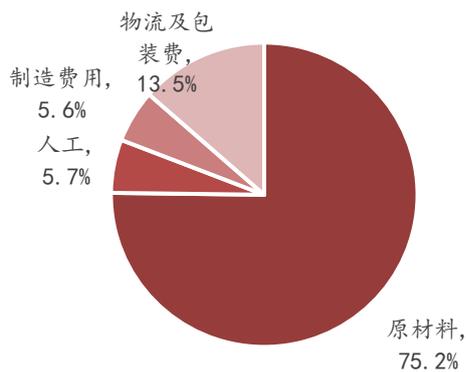
数据来源：润本股份公告，西南证券整理

**图 48：2021-2023 年公司非平台经销各区域收入增速**


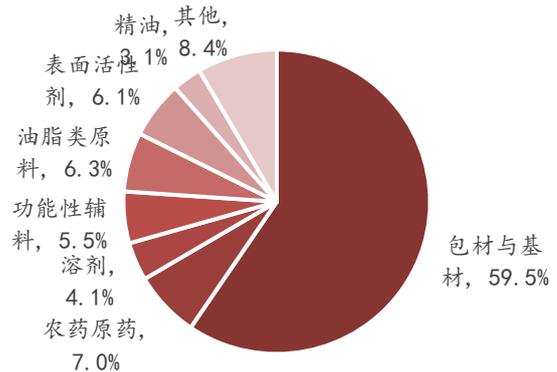
数据来源：润本股份公告，西南证券整理

### 4.3 产品结构向好，盈利有望结构性改善

公司生产成本中原材料成本占大部分，原材料采购结构分散，依靠采购规模优势或者提升工厂人效的降本的空间不大，中长期来看盈利改善的空间仍来自于产品结构优化或提价。2023 年公司生产成本中，原材料成本占生产成本比例 75% 以上，物流及包装费用占比 13.5%，人工及制造费用占比较低，合计约为 11.3%。公司采购的原材料包括包材与基材、农药原药、溶剂、功能性辅料等，其中包材与基材采购包括塑瓶、无纺布、纸盒、膜袋等，合计占比接近 60%，为主要采购的原材料。公司原材料品种繁多，成本实际受单一原材料价格变化影响较小。公司目前产线自动化程度不断提升，灌装、包装环节均由机器取代人工，人效较高。展望后续来看，由于品类制造费用和人工成本本身占比不高，成本节降空间有限，毛利率提升将主要依赖于产品结构优化或产品价格提升。

**图 49：2023 年公司生产成本拆分**


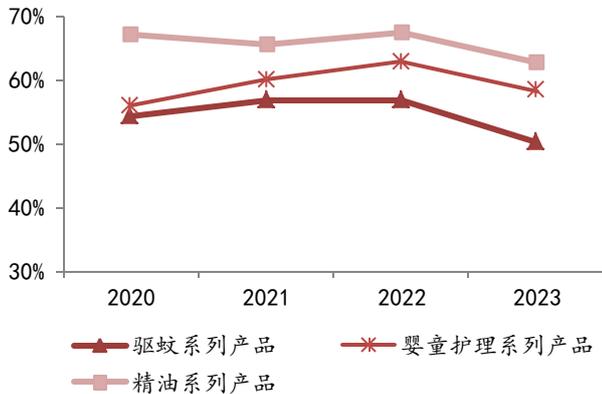
数据来源：润本股份年报，西南证券整理

**图 50：2022 年公司各项原材料占比**


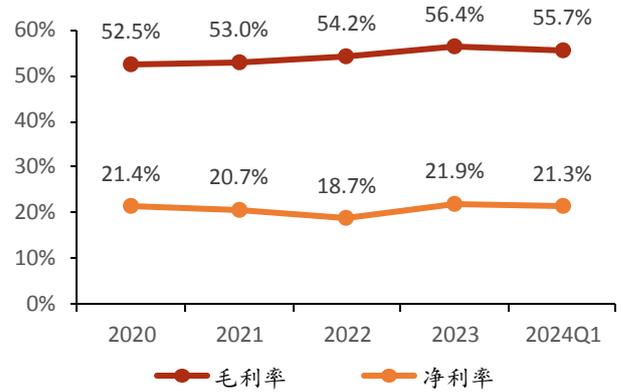
数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

各品类毛利率排序精油系列>婴童护理系列>驱蚊系列，增速较高的母婴品类毛利率更高，带动毛利率整体结构改善。2023 年公司精油/婴童/驱蚊系列产品毛利率分别为 62.7%/58.3%/50.3%，婴童和精油系列产品毛利率普遍高于驱蚊产品，这主要由于这两个品类新品较多，产品功能化空间大，而新品和功能性产品毛利率显著更高。例如 2022 年公司驱蚊酯驱蚊液毛利率约为 65%，高于传统大单品普通菊酯蚊香液；婴童功能护理毛利率接近

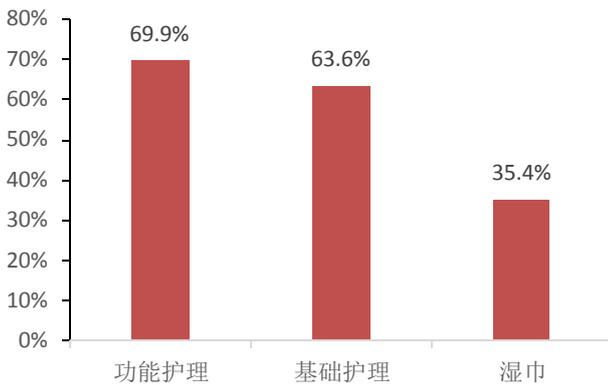
70%，也高于基础护理产品。随着公司不断推新，丰富产品矩阵，公司毛利率中枢有望上移。2023年各品类毛利率下降，主要由于收入准则变化，2023年各品类营业成本中增加了运输费。以新收入准则口径为准，驱蚊/婴童/精油系列产品 2023年毛利率分别同比+2pp/+2.7pp/+1.7pp。

**图 51：2020-2023 年分产品毛利率**


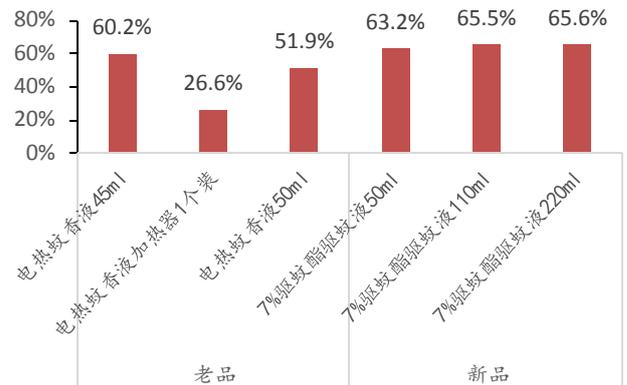
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 52：2020-2024Q1 公司毛利率/净利率**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 53：2022 年公司母婴细分品类毛利率**


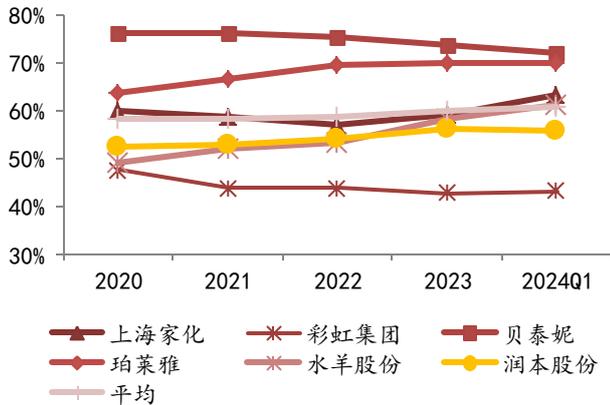
数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

**图 54：2022 年公司驱蚊产品老品/新品毛利率**


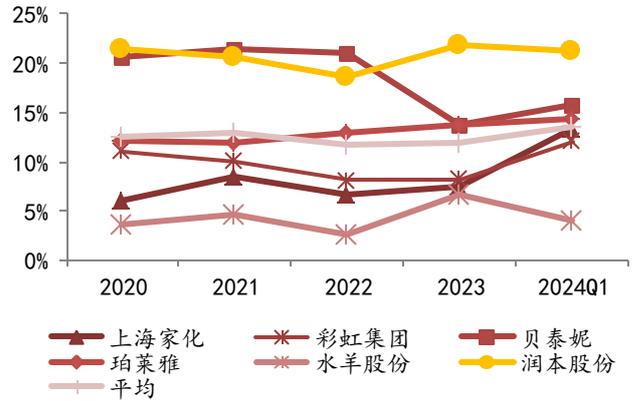
数据来源：润本股份招股书，西南证券整理

## 5 财务分析：高周转低负债，财务指标健康

毛利率行业中下，净利率行业中上，低投放+性价比策略成效显著。2020-2024Q1 公司综合毛利率分别为 52.5%/53.1%/54.2%/56.4%/55.7%，略低于行业平均毛利率水平。主要由于公司产品定价偏性价比，通过自身节降生产和销售成本，让利终端消费者。但从净利率来看，公司净利率保持行业中上，2020-2024Q1 公司净利率分别为 21.4%/20.7%/18.7%/21.9%/21.3%。公司以合理的费用投放撬动收入增长，业绩可持续性较强。

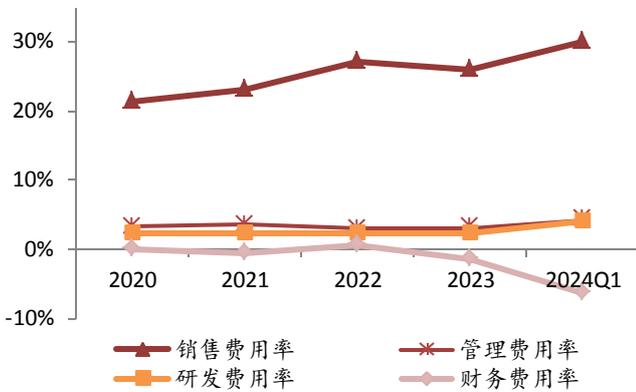
**图 55：2020-2024Q1 润本股份&可比公司毛利率**


数据来源：Wind, 西南证券整理

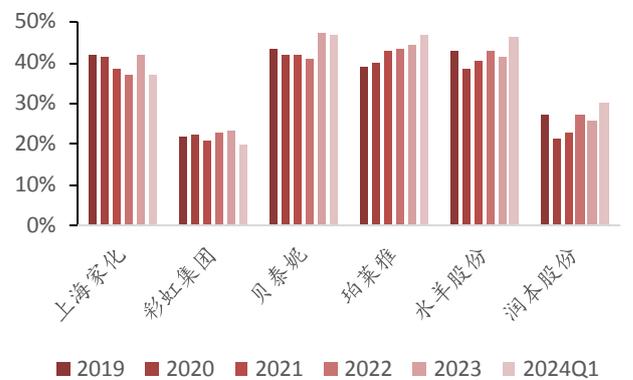
**图 56：2020-2024Q1 润本股份&可比公司净利率**


数据来源：Wind, 西南证券整理。

**销售费用率略增，管理、研发费用率较为稳定，财务费用率有所下降。**2020-2024Q1 销售费用率略增，主要由于公司加大抖音等电商渠道投放，流量成本有所上升；管理费用率、研发费用率相对稳定；财务费用率 2023 年有所降低，主要由于公司 IPO 资金入账后尚未投资完毕，部分流动资金通过一年内到期的银行定期存单存储，利息收入增加。同行业对比来看，公司销售费用率处于行业中游水平，考虑到公司毛利率结构持续优化，可支撑短期费用投放增长。中长期来看，公司对营销费用的投入总体谨慎，费用投放对获客和推新产生的效果有望逐步沉淀，费效比随着公司品牌力提升而优化，保持总体盈利能力的稳中向好。

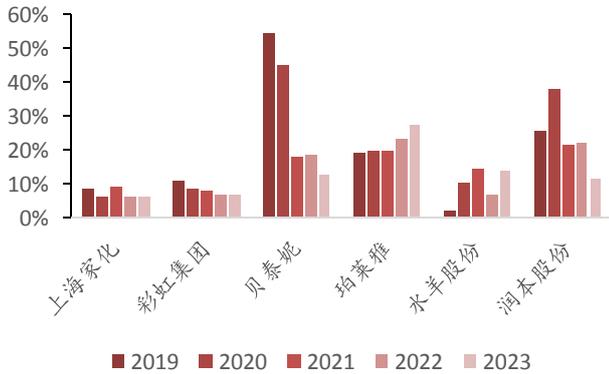
**图 57：2020-2024Q1 公司各项费用率**


数据来源：Wind, 西南证券整理

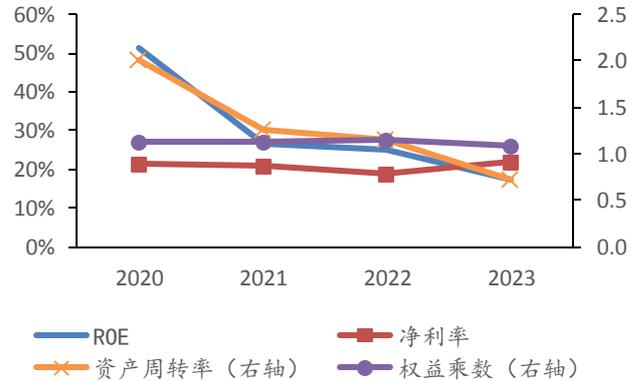
**图 58：销售费用率同业对比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

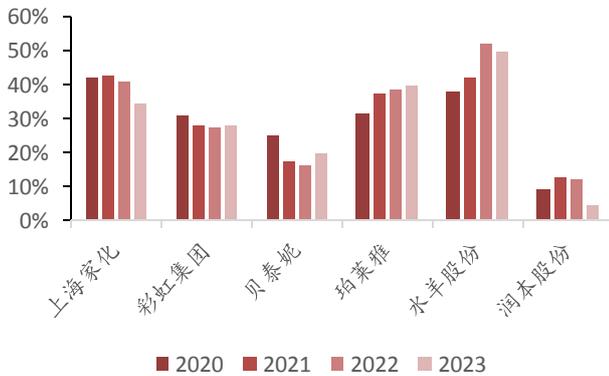
**受新产能投放影响 ROE 略降，对比同业仍处于较好水平。**2019-2023 公司 ROE 从 26% 降至 11.8%，主要由于资产周转率下降影响。公司浙江义乌生产基地于 2021 年底投入使用，资产周转率总体下降，2020-2023 年从 2.0 下降至 0.7；权益乘数总体稳定，2023 年公司资产负债率为 4.8%，负债率远低于行业平均水平；净利率稳中有升。

**图 59：2020-2023 公司 ROE 与同业对比**


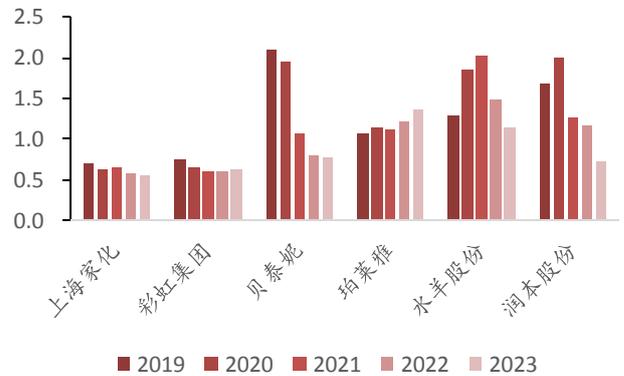
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 60：2020-2023 公司 ROE 拆分**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 61：2020-2023 年公资产负债率与同业对比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 62：2020-2023 年公司总资产周转率与同业对比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

关键假设：

1) 婴童护理产品近年处于快速成长期，新功效、新包装产品持续推出，带动品类量价齐升，毛利率中枢上移。假设 2024-2026 年婴童护理产品销量增长 28%/24%/22%，单价增长 15%/12%/10%，毛利率分别为 59.5%/60.5%/61%；

2) 驱蚊产品品类较为成熟，均价稳定，公司产品有效成分丰富，规格齐全，销量持续增长，假设 2024-2026 年驱蚊品类销量分别增长 18%/16%/16%，单价分别增长 2%，毛利率分别为 50.8%/51%/51.5%；

3) 精油产品短期处于培育期，2024 年公司精油产品结构继续优化，2025-2026 年稳健增长，假设 2024-2026 年收入分别增长 0%/10%/10%。

**表 18：分业务收入及毛利率**

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入	1033.0	1345.1	1729.6	2194.7
yoy	20.7%	30.2%	28.6%	26.9%
营业成本	450.9	575.5	725.3	906.8
毛利率	56.3%	57.2%	58.1%	58.7%
<b>婴童护理产品</b>				
收入	521.2	767.3	1065.6	1430.0
yoy	33.6%	47.2%	38.9%	34.2%
销量 (万件)	7572.3	9692.5	12018.7	14662.8
yoy	17.7%	28%	24%	22%
单价 (元/件)	6.9	7.9	8.9	9.8
yoy	13.6%	15%	12%	10%
成本	217.36	310.7	420.9	557.7
毛利率	58.3%	59.5%	60.5%	61.0%
<b>驱蚊产品</b>				
收入	324.5	390.6	462.2	546.8
yoy	19.2%	20.4%	18.3%	18.3%
销量 (万件)	6626.2	7819.0	9070.0	10521.2
yoy	20.8%	18%	16%	16%
单价 (元/件)	4.9	5.0	5.1	5.2
yoy	-1.3%	2%	2%	2%
成本	161.24	192.2	226.5	265.2
毛利率	50.3%	50.8%	51.0%	51.5%
<b>精油产品</b>				
收入	146.27	146.3	160.9	177.0
yoy	-0.1%	0.0%	10.0%	10.0%
成本	54.55	54.1	59.5	65.5
毛利率	62.7%	63.0%	63.0%	63.0%
<b>其他</b>				
收入	40.9	40.9	40.9	40.9
yoy	-13.7%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	17.8	18.4	18.4	18.4
毛利率	56.5%	55.0%	55.0%	55.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 13.5 亿元 (+30.2%)、17.3 亿元 (+28.6%) 和 21.9 亿元 (+26.9%)，归母净利润分别为 3 亿元 (31.1%)、3.9 亿元 (+30.6%)、5 亿元 (+28.8%)，EPS 分别为 0.73 元、0.96 元、1.23 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、18 倍、14 倍。

## 6.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率选取 10 年期国债基准利率 2.23%，市场组合报酬率选取沪深 300 指数五年平均收益率 6.82%；
- 2) 考虑到公司暂无短期借款和长期借款，假设债务资本比重为 0；
- 3) 有效税率假设为 15% 不变。

表 19：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	10.00%
永续期增长率	5.00%
无风险利率 Rf	2.23%
市场组合报酬率 Rm	6.82%
无杠杆 $\beta$	1.50
有杠杆 $\beta$	1.54
债务资本比重 Wd	0.00%
债务资本成本 Kd	6.03%
有效税率 Tx	15.00%
股权资本成本 Ke	9.96%

数据来源：西南证券

表 20：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值 (亿元)	14680.21
净债务价值 (亿元)	(931.36)
股票价值 (亿元)	15611.57
每股价值 (元)	38.59

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 38.59 元。考虑绝对估值对过渡期增长率、永续增长率、WACC 等假设敏感度过高，故不采用绝对估值。

## 6.3 相对估值

考虑到公司业务包含日用家化和化妆品两大类，我们选取日用家化龙头公司上海家化，化妆品优质品牌商珀莱雅、贝泰妮，及个护成长品牌百亚股份为可比公司。上海家化、珀莱雅、贝泰妮收入规模均较大，其中上海家化品类包括个人护理、母婴护理、美容护肤等；珀莱雅品类包括护肤品、彩妆等化妆品品类；贝泰妮旗下品牌薇诺娜以针对敏感肌的化妆品品类和医疗器械为主。考虑到润本股份目前处于快速成长期，线上渠道较快增长，线下渠道开拓空间较大，我们也选取同样处于快速成长期的个护品牌百亚股份作为可比公司。

**表 21：可比公司估值**

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			归母净利润 复合增速	PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024-2026	
603605.SH	珀莱雅	87.38	3.85	4.75	5.77	22.70	18.41	15.16	24.2%	0.94
300957.SZ	贝泰妮	45.41	2.53	3.13	3.74	17.94	14.51	12.16	27.9%	0.64
600315.SH	上海家化	16.94	0.90	1.06	1.21	18.79	16.03	13.95	18.0%	1.04
003006.SZ	百亚股份	20.62	0.72	0.91	1.15	28.58	22.55	17.98	27.4%	1.04
平均值			2.00	2.46	2.97	22.00	17.88	14.81	24.4%	0.92
603193.SH	润本股份	16.41	0.73	0.96	1.23	22.41	17.17	13.33	30.1%	0.74

数据来源：Wind，西南证券整理，数据截至 2024/7/29

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 22.4 倍，行业平均值为 22 倍，公司估值水平与行业平均水平接近。从 PEG 角度来看，以 2024-2026 年归母净利润复合增速计算，润本股份 PEG 为 0.74，低于行业平均水平，我们认为公司优质的成长性有望支撑估值空间进一步打开。考虑到公司产品结构持续优化，赛道成长空间充足，给予 2025 年 25 倍估值，对应目标价 24 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 7 风险提示

**原材料价格波动风险：**公司生产成本中原材料采购成本占比较高，如果未来原材料价格产生大幅波动，而公司不能适时采取有效措施，公司将面临利润下降的风险。

**市场竞争加剧的风险：**由于目前驱蚊和母婴护理品类品牌众多，如果未来品牌间为了争夺市场份额，加大价格竞争力度，公司产品性价比优势将有所减弱，从而出现产品竞争力下降的风险。

**新品推广速度不及预期的风险：**公司每年推出新品较多，新品对提升公司专业的品牌形象以及提升毛利率有重要作用，如果公司新品推广速度未能满足市场需求，可能面临品牌动销困难的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1032.95	1345.06	1729.57	2194.76	净利润	226.03	296.23	386.78	498.14
营业成本	450.93	575.46	725.31	906.82	折旧与摊销	19.95	23.33	24.89	26.58
营业税金及附加	9.52	13.47	16.96	15.14	财务费用	-15.21	-1.52	-3.13	-5.01
销售费用	268.74	356.44	466.98	596.97	资产减值损失	-2.41	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	32.95	64.56	79.56	105.35	经营营运资本变动	-1307.64	241.21	205.64	193.34
财务费用	-15.21	-1.52	-3.13	-5.01	其他	1331.81	0.10	-7.95	-7.47
资产减值损失	-2.41	-2.00	-2.00	-2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>252.52</b>	<b>557.36</b>	<b>604.23</b>	<b>703.57</b>
投资收益	0.84	9.00	9.00	9.00	资本支出	13.14	-50.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1322.82	9.00	9.00	9.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1309.68</b>	<b>-41.00</b>	<b>-31.00</b>	<b>-31.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>264.62</b>	<b>347.65</b>	<b>454.88</b>	<b>586.48</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.31	2.60	2.82	2.83	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>267.93</b>	<b>350.25</b>	<b>457.69</b>	<b>589.31</b>	股权融资	972.64	0.00	0.00	0.00
所得税	41.90	54.02	70.92	91.17	支付股利	0.00	-56.51	-74.06	-96.69
净利润	226.03	296.23	386.78	498.14	其他	0.20	-0.44	3.13	5.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>972.84</b>	<b>-56.94</b>	<b>-70.93</b>	<b>-91.68</b>
归属母公司股东净利润	226.03	296.23	386.78	498.14	<b>现金流量净额</b>	<b>-84.32</b>	<b>459.42</b>	<b>502.30</b>	<b>580.89</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	243.83	703.24	1205.54	1786.43	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	15.43	23.08	27.71	35.26	销售收入增长率	20.66%	30.22%	28.59%	26.90%
存货	92.91	135.56	171.38	213.08	营业利润增长率	42.42%	31.38%	30.84%	28.93%
其他流动资产	1364.17	1095.05	883.79	677.43	净利润增长率	41.23%	31.06%	30.57%	28.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.74%	37.17%	29.01%	27.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	256.69	285.74	303.24	319.06	毛利率	56.35%	57.22%	58.06%	58.68%
无形资产和开发支出	18.76	16.51	14.26	12.01	三费率	27.73%	31.19%	31.42%	31.77%
其他非流动资产	27.09	26.95	26.81	26.67	净利率	21.88%	22.02%	22.36%	22.70%
<b>资产总计</b>	<b>2018.87</b>	<b>2286.13</b>	<b>2632.73</b>	<b>3069.93</b>	ROE	11.76%	13.71%	15.64%	17.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.20%	12.96%	14.69%	16.23%
应付和预收款项	84.76	117.94	151.56	185.89	ROIC	18.32%	16.84%	23.93%	33.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.08%	27.47%	27.56%	27.70%
其他负债	12.86	7.20	7.47	8.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>97.61</b>	<b>125.15</b>	<b>159.03</b>	<b>194.78</b>	总资产周转率	0.73	0.62	0.70	0.77
股本	404.59	404.59	404.59	404.59	固定资产周转率	3.98	5.28	6.71	8.41
资本公积	1014.55	1014.55	1014.55	1014.55	应收账款周转率	318.56	255.81	288.44	289.73
留存收益	502.12	741.85	1054.56	1456.01	存货周转率	4.16	4.76	4.45	4.51
归属母公司股东权益	1921.26	2160.98	2473.70	2875.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.78%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1921.26</b>	<b>2160.98</b>	<b>2473.70</b>	<b>2875.15</b>	资产负债率	4.84%	5.47%	6.04%	6.34%
负债和股东权益合计	2018.87	2286.13	2632.73	3069.93	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	18.04	15.95	14.62	14.10
					速动比率	17.07	14.85	13.52	13.00
					股利支付率	0.00%	19.08%	19.15%	19.41%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.56	0.73	0.96	1.23
					每股净资产	4.75	5.34	6.11	7.11
					每股经营现金	0.62	1.38	1.49	1.74
					每股股利	0.00	0.14	0.18	0.24
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	269.35	369.46	476.64	608.05					
PE	30.57	23.33	17.87	13.87					
PB	3.60	3.20	2.79	2.40					
PS	6.69	5.14	4.00	3.15					
EV/EBITDA	24.59	16.68	11.88	8.35					
股息率	0.00%	0.82%	1.07%	1.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---