

驱蚊及个护领先企业，以质为本，润物细无声

——润本股份（603193）首次覆盖

买入（首次）

2024年08月12日

投资要点：

概况：婴童护理及驱蚊日化企业，近年业务快速发展。公司创立于2006年，专注于驱蚊、个人护理等领域产品的研发、生产和销售，是国内知名的婴童护理及驱蚊日化企业。多年来公司坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，润本品牌已成长为国货知名品牌。目前，公司已形成驱蚊产品，婴童护理产品，精油产品三大核心产品系列，2023年三大系列产品的收入占比分别为31.42%/50.46%/14.16%。此外，公司股权集中，实控人家族合计持股74.44%。近年来公司经营状况良好，财务指标表现优秀，2019-2023年，公司营业收入/归母净利润CAGR分别为38.76%/58.66%。

行业：驱蚊和婴童护理行业稳健增长，精油行业需求旺盛。（1）**驱蚊：**我国驱蚊行业市场规模稳步增长，线上渠道占比逐年升高。随着消费者个人健康卫生意识增强以及防治观念的改变，电热蚊香液、驱蚊液等新型驱蚊产品逐步替代传统的盘式蚊香、喷雾杀虫剂等化学防治驱蚊产品。从竞争格局来看，尽管驱蚊企业数量众多，但头部品牌凭借产品、渠道、品牌等优势，拥有较高的市占率，2021年CR5为60%。根据公司公告数据，润本2022年市占率为5%，在线上渠道方面处于“领头羊”的地位，市占率为19.9%。（2）**婴童护理：**近年来科学育儿和精致育儿理念深入人心，推动婴童护理行业发展。尽管婴童护理市场较为分散，行业集中度较低，但部分国货品牌凭借对电商渠道的精准把握和深度运用，发展势头强劲，例如近年来红色小象、戴可思、启初市占率均有所提升。2022年，润本婴童护理产品的市占率约为1.9%，在线上渠道的市占率约为4.2%，在国内儿童面霜市场、儿童润唇膏市场均具有明显领先优势。（3）**精油：**2014-2021年，中国精油行业市场规模从26.3亿元逐年扩大至91.5亿元，CAGR高达19.5%。精油行业作为新兴领域，近年来由于国民消费水平提升、旅游业繁荣促进户外活动增加、悦己经济以及嗅觉经济崛起，处于快速发展阶段。

公司看点：具备产品、品牌、渠道三重优势。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1032.95	1231.04	1451.99	1717.71
增长比率(%)	20.66	19.18	17.95	18.30
归母净利润(百万元)	226.03	296.67	365.84	452.97
增长比率(%)	41.23	31.26	23.31	23.82
每股收益(元)	0.56	0.73	0.90	1.12
市盈率(倍)	30.95	23.58	19.12	15.44
市净率(倍)	3.64	3.30	2.96	2.62

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	404.59
流通A股(百万股)	60.69
收盘价(元)	17.26
总市值(亿元)	69.83
流通A股市值(亿元)	10.48

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师：

李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liyingsl@wlzq.com.cn

产品优势：供应链优势+高效运营，打造产品高性价比。（1）**产品价格优势：**公司主要采用自主生产的生产模式，委外加工比例较低，2020-2022年公司自主生产的产量占比分别为68.95%/67.84%/75.69%。随着公司产能规模逐渐扩大，成本优势凸显。同时，公司团队精简高效，费用率控制良好，净利率水平行业领先。得益于供应链优势+高效运营，公司的产品价格相较同行更低，在理性消费大背景下，倍受消费者青睐。（2）**产品质量优势：**公司与罗伯特、德之馨、扬农化工、道达尔、默克等国内外知名原料企业合作，从源头严格控制原材料质量。（3）**产品快速迭代优势：**公司以研发赋能产品，研发费用逐年上升。同时及时洞察消费者的需求，在驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大系列的基础上，不断拓展新品。2020-2022年，公司SKU总数量分别为759/1083/1331个，呈快速增长趋势，同时核心大单品不断迭代，助力公司业绩高速发展。

品牌优势：坚持“大品牌、小品类”，打造高质量国货品牌。公司坚持“大品牌、小品类”战略，深耕润本品牌和三大系列。二十多年以来，公司不断丰富“润本”品牌的产品品类，在细分领域形成差异化竞争优势，产品覆盖居家生活、出游踏青、四季护肤、沐浴清洁等多元应用场景，建立了一个庞大且粘性强的客户群体。同时，以产品高性价比、高质量、快速迭代俘获人心，强化优质国货品牌形象。

渠道优势：全渠道销售网络，线上线下联合营销。公司坚持全渠道发展，2023年线上/线下收入占比分别为76%/24%。**线上渠道方面，**以传统电商平台为基础，积累早期用户，并不断发力抖音、小红书等新兴渠道，带动传统平台销售。**线下渠道方面，**公司积极发展非平台经销商，联动大型商超、连锁店，完善全渠道布局。截至2023年底，公司非平台经销商已覆盖全国30多个省（市、自治区），包括大润发、沃尔玛/山姆会员店、7-11、屈臣氏、华润超市等KA渠道以及WOW COLOUR等特通渠道。**营销方面，**公司通过线上“直播+种草”、线下“经销商+广告”、IP联名等营销方式，全方位提高品牌知名度。2024年新推出“蛋仔派对”定制款精油贴等产品，吸引母婴儿童消费群体。

盈利预测与投资建议：公司创立于2006年，专注于驱蚊和个人护理等领域，经过二十余年的深耕，目前已成为国内知名婴童护理及驱蚊日化企业。公司坚持“大品牌、小品类”的战略，不断丰富产品品类，润本品牌已深入人心。在理性消费大背景下，公司凭借自建产线形成供应链优势，叠加团队精简、高效运营，产品在保质保量的前提下打造出明显的价格优势，广受消费者青睐。随着未来研发赋能产品，新品不断推出上新，未来公司业绩有望保持较快速度增长。我们预计，公司2024-2026年EPS分别为0.73/0.90/1.12元/股，对应2024年8月7日股价的PE分别为24/19/15倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：宏观经济波动及消费复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险、新品拓展不及预期风险、渠道过于集中风险。

正文目录

1 概况：“大品牌、小品类”，以质为本，润物细无声	5
1.1 业务布局完善，打造多元化产品矩阵	5
1.2 行业深耕十余年，“润本”品牌稳健发展	6
1.3 股权结构集中，股权激励到位	6
1.4 经营状况良好，财务表现优秀	8
2 行业概况：行业稳健增长，发掘潜力细分赛道	11
2.1 驱蚊行业：市场稳步发展，儿童驱蚊成为增量赛道	11
2.2 婴童护理行业：精细化育儿推动行业增长，国货产品表现亮眼	12
2.3 精油行业：用户需求旺盛，市场规模迅速扩大	13
3 公司看点：具备产品、品牌、渠道三重优势	14
3.1 供应链优势+高效运营，打造产品高性价比	14
3.1.1 自主生产占比高，规模效应下优势凸显	14
3.1.2 团队精简高效，净利率水平行业领先	15
3.1.3 供应链优势+高效运营，公司产品性价比高	17
3.2 品牌文化深入人心，优选高质量原料和成分	19
3.3 研发赋能产品，新品推出节奏快	20
3.4 全渠道发展，线上发力新兴渠道，线下联动大型商超+连锁店	21
3.4.1 渠道：线上发力新兴渠道，线下发展非平台经销商	21
3.4.2 营销：线上线下联合宣传，IP联名带动量价齐升	24
4 盈利预测与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 投资建议	26
5 风险因素	27
图表 1: 公司三大业务布局	5
图表 2: 润本品牌多元化产品	5
图表 3: 公司发展历程	6
图表 4: 公司股权结构	7
图表 5: 公司部分管理层介绍	7
图表 6: 历年来公司营业收入及同比增速	8
图表 7: 历年来公司归母净利润及同比增速	8
图表 8: 分产品收入占比情况	9
图表 9: 分产品毛利率情况	9
图表 10: 主营业务收入分销售渠道情况	9
图表 11: 非平台经销分地区占比情况	9
图表 12: 历年公司线上线下渠道收入占比	10
图表 13: 历年公司分地区毛利率	10
图表 14: 销售费用率/管理费用率情况	10
图表 15: 历年来公司毛利率和净利率情况	10
图表 16: 2017-2027E 中国驱蚊行业市场规模	11
图表 17: 2017-2027E 驱蚊行业渠道构成	11
图表 18: 2015-2024E 我国婴童驱蚊市场规模	11

图表 19: 2021 年我国驱蚊行业市场格局	12
图表 20: 公司市占率/排名	12
图表 21: 2017-2027E 婴童护理行业市场规模	12
图表 22: 2017-2027E 婴童护理行业渠道构成	12
图表 23: 我国婴童护理行业市场集中度情况	13
图表 24: 公司品牌排名&荣誉	13
图表 25: 2014-2024E 我国精油行业市场规模情况	13
图表 26: 公司生产模式比例	14
图表 27: 2022 年公司各系列产品生产模式比例	14
图表 28: 公司研发生产布局	14
图表 29: 历年来各系列产品产能情况 (单位: 万瓶、万包、万盒等)	15
图表 30: 历年来各系列产品产能利用率情况	15
图表 31: 历年来各系列产品产销率情况	15
图表 32: 历年来主要细分产品销售成本情况 (单位: 个、盒等、元)	15
图表 33: 2023 年人均贡献归母净利润同业对比	16
图表 34: 管理费用率同业对比	16
图表 35: 历年公司推广费情况	16
图表 36: 销售费用率同业对比	16
图表 37: 毛利率同业对比	17
图表 38: 净利率同业对比	17
图表 39: 存货周转率同行对比	17
图表 40: 总资产周转率同行对比	17
图表 41: 竞品价格对比	18
图表 42: 润本品牌文化底蕴深厚	19
图表 43: 公司引进全球认证的体系的原料	20
图表 44: 公司驱蚊产品主打安全、温和特性	20
图表 45: 公司世界级合作伙伴	20
图表 46: 公司获得的部分专利	20
图表 47: 公司研发费用情况	20
图表 48: 2020-2022 年三大系列 SKU 数 (个)	21
图表 49: 2020-2022 年热销单品数量 (个)	21
图表 50: 公司全域销售网络	22
图表 51: 历年公司线上线下渠道收入占比	22
图表 52: 历年公司分地区毛利率	22
图表 53: 历年公司线上各渠道收入情况 (万元)	23
图表 54: 历年公司线上直销各平台收入占比	23
图表 55: 公司拓展线下渠道的主要计划	23
图表 56: 公司线上渠道投放情况	24
图表 57: 公司线下渠道投放情况	24
图表 58: 公司 IP 联名情况	24
图表 59: 收入、毛利率拆分及预测	25
图表 60: 可比公司估值表	26

1 概况：“大品牌、小品类”，以质为本，润物细无声

1.1 业务布局完善，打造多元化产品矩阵

国内知名婴童护理及驱蚊日化企业，已形成三大核心产品系列。公司创立于2006年，主营业务为驱蚊、个人护理等领域产品的研发、生产和销售，致力于“为消费者美好健康生活创造价值”，是国内知名的婴童护理及驱蚊日化企业。2023年10月，公司在主板上市。目前，公司已形成驱蚊产品，婴童护理产品，精油产品三大核心产品系列，2023年三大系列产品的收入占比分别为31.42%/50.46%/14.16%。

多年来，公司坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，成功在驱蚊、个人护理领域形成核心市场竞争力，旗下“润本”品牌已快速成长为优质国货的知名品牌。其中，驱蚊系列主要产品包括有驱蚊液、蚊香液；婴童护理系列主要产品包括舒缓霜、舒缓棒、润唇膏、爽身露、洁面泡泡、润肤乳、冰沙露、婴童手口湿巾等；精油系列主要产品包括有香薰盒、精油香圈等。公司产品主要应用于居家生活、出游、通勤、四季护肤、沐浴清洁等多个场景。

图表1:公司三大业务布局



资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：收入占比、毛利率数据取自2023年。

图表2:润本品牌多元化产品



资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.2 行业深耕十余年，“润本”品牌稳健发展

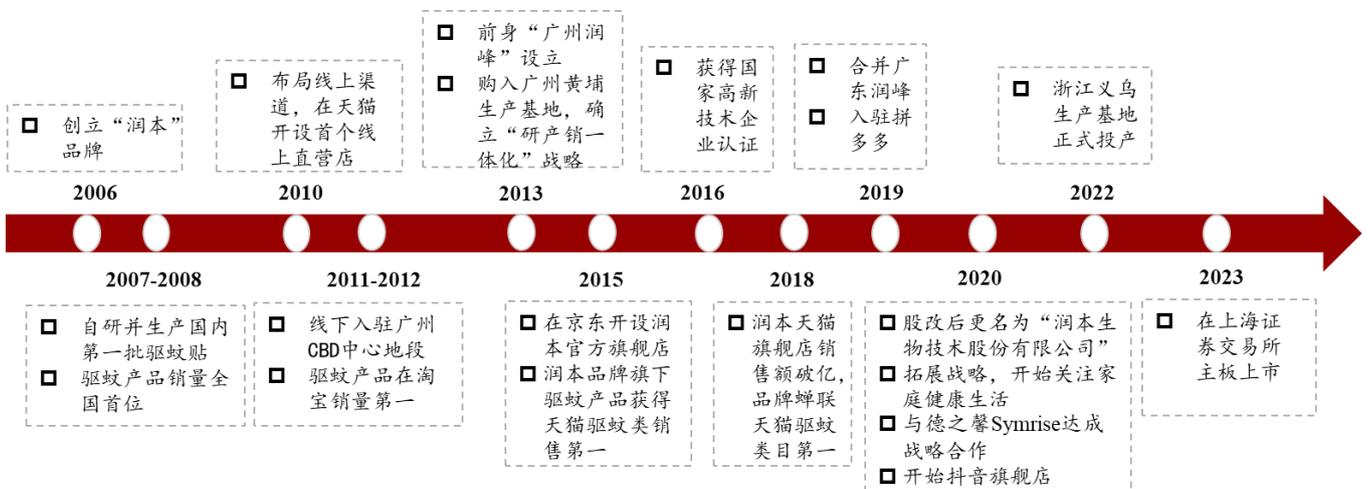
公司发展历程可分为三个阶段：

第一阶段（2006-2012年）：公司创立于2006年，旗下“润本”品牌成立初期以线下经销模式为主。2010年，公司把握电子商务发展的机遇，开设品牌第一家线上直营店铺——天猫“润本旗舰店”，正式切入线上渠道。在此阶段，公司致力于驱蚊类、婴童护理类产品的生产与销售。

第二阶段（2013-2018年）：为满足日益增长的市场需求，2013年，公司建立黄埔生产基地，并持续加大研发投入、丰富产品矩阵，同时进一步拓展线上销售渠道，形成以线上为主，线下为辅的销售模式，持续开拓包括天猫、京东在内的多个线上销售渠道，积累品牌口碑，实现销售规模的快速增长，逐步构建“研产销一体化”的经营模式。2018年，润本天猫旗舰店销售过亿，品牌蝉联天猫驱蚊类目第一。

第三阶段（2019年至今）：在品牌已经基本成熟之后，公司以“大品牌、小品类”为定位，驱蚊、婴童护理、精油三大主线系列成型，并采用差异化战略，推出满足细分市场消费者需求的多种类产品，产品矩阵丰富。同时，公司对于新型渠道业态保持敏锐度，渠道持续拓展。2020年，润本进行股改，同时进行战略调整，从专注婴童护理、驱蚊领域拓展为关注家庭健康生活。2022年，公司浙江义乌新生产基地正式投产，产能进一步扩大，双基地布局完成，进一步夯实发展基础。2023年，公司正式在主板上市，发展进入快车道。

图表3:公司发展历程



资料来源：公司公告、微信官方公众号、万联证券研究所

1.3 股权结构集中，股权激励到位

实控人家族合计持股74.44%，股权结构集中稳定。公司实控人为创始人赵贵钦、鲍松娟夫妇，分别直接持有公司17.92%、4.76%的股份，同时夫妻二人又通过卓凡投控间接持股44.58%，此外，夫妻二人的子女通过卓凡承光间接控制公司5.29%的股权，赵贵钦的父亲赵汉秋直接持股鲍松娟的哥哥鲍新专直接持股0.76%，即实控人夫妇及其家族成员共计持股74.44%，股权结构集中稳定。

为增强公司凝聚力、维护公司长期稳定发展，公司通过卓凡合晟、卓凡聚源两大持股平台实施员工持股计划，对核心技术人员及多位财务、审计、经理等高管进行股权激励。

励，深度绑定管理人员，提高员工积极性。截止2024年7月29日，卓凡合晟、卓凡聚源分别持有公司1.17%、0.23%的股份。

图表4:公司股权结构



资料来源：公司公告、同花顺iFinD、万联证券研究所

管理层稳定性强，具备丰富的行业经验。公司高管均具备丰富的行业经验，董事长赵贵钦与副董事长鲍松娟拥有将近20年的从业经验，董事长赵贵钦曾在鑫翔贸易担任执行董事、总经理，在广东润峰婴儿用品有限公司历任经理、执行董事兼经理；副董事长鲍松娟曾在广州市中启贸易有限公司执行董事兼总经理，在广东润峰婴儿用品有限公司担任监事；董事林子伟拥有丰富的电商行业经验；财务总监兼董秘吴伟斌曾在多家企业担任财务总监、财务副总监。此外，公司管理层稳定性强，公司董事长和副董事长由创始人夫妇分别担任，副董事长鲍松娟之子林子伟担任公司董事，且公司通过员工持股计划对核心技术人员及多位财务、审计、经理等高管进行股权激励，深度绑定管理人员。

图表5:公司部分管理层介绍

姓名	职务	年龄	简介
赵贵钦	董事长, 总经理	49	1995年至2005年，从事个体经营；2006年9月至今，担任鑫翔贸易执行董事、总经理；2013年4月至2019年6月，历任广东润峰婴儿用品有限公司经理、执行董事兼经理；2013年12月至2017年8月，任广州润峰婴儿用品有限公司经理；2017年8月至2020年11月，任广州润峰婴儿用品有限公司执行董事兼经理；2020年11月至今，担任润本生物技术股份有限公司董事长、总经理。
鲍松娟	副董事长, 副总经理	53	1990年至2005年，从事个体经营；2006年8月至2017年1月，任广州市中启贸易有限公司执行董事兼总经理；2013年4月至2019年6月，担任广东润峰婴儿用品有限公司监事；2013年12月至2020年11月，担任广州润峰婴儿用品有限公司监事；2020年11月至2023年12月，担任润本生物技术股份有限公司董事、副总经理，2023年12月至今担任润本生物技术股份有限公司副董事长、副总经理。
吴伟斌	财务总监, 董事长秘书	46	本科学历，2002年7月至2006年6月，在上海立信会计师事务所海南分所从事审计工作；2006年7月至2012年1月，任美的集团有限公司财务经理；2012年2月至2015年8月，任美的小额贷款股份有限公司财务总监；2015年9月至2016年5月，任天能电池集团股份有限公司财务副总监；2016年6月至2021年5月历任广东道氏技术股份有限公

司财务副总监、财务总监；2021年6月至2022年2月担任润本生物技术股份有限公司财务总监，2022年3月至今担任润本生物技术股份有限公司财务总监兼董事会秘书。

林子伟

董事

30

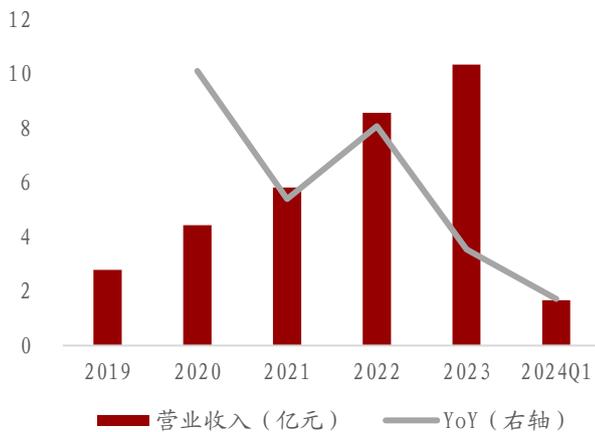
2015年2月至今，担任广州小为电子商务有限公司董事、总经理；2018年11月至2023年10月，担任电商销售中心副总监；2023年10月至今，担任销售中心总经理；2020年11月至今，担任润本生物技术股份有限公司董事。

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

1.4 经营状况良好，财务表现优秀

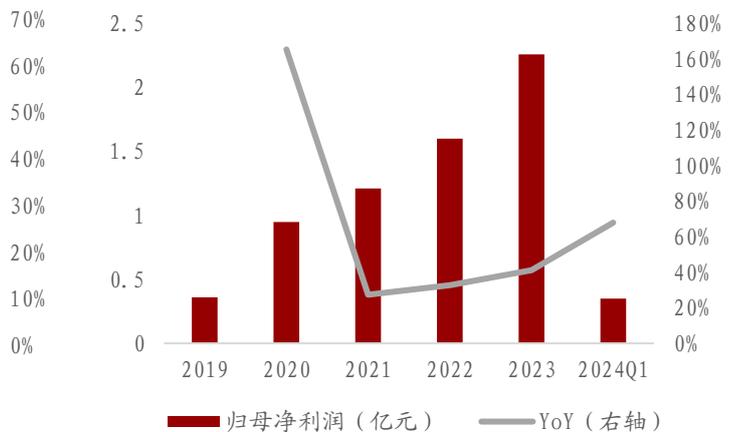
近年来公司经营状况良好，收入和净利润快速增长。近年来随着公司生产规模的扩大，自有产能和品牌知名度进一步提升，公司业务规模和经营业绩快速增长。2019-2023年，公司营业收入从2.79亿元增加至10.33亿元，CAGR为38.76%；归母净利润从0.36亿元增加至2.26亿元，CAGR为58.66%。2024H1，公司预计实现归母净利润1.75-1.85亿元，同比增长46.48%-54.85%；预计实现扣非归母净利润1.70-1.80亿元，同比增长43.86%-52.30%，业绩实现亮眼增长，主因：1)公司持续加大研发、丰富产品矩阵，品牌知名度进一步提升；2)积极拓展线上和线下渠道，线上直销平台抖音及非平台经销渠道均实现了较快增长；3)运营管理效率提升，控本增效成果显著。

图表6:历年来公司营业收入及同比增速



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

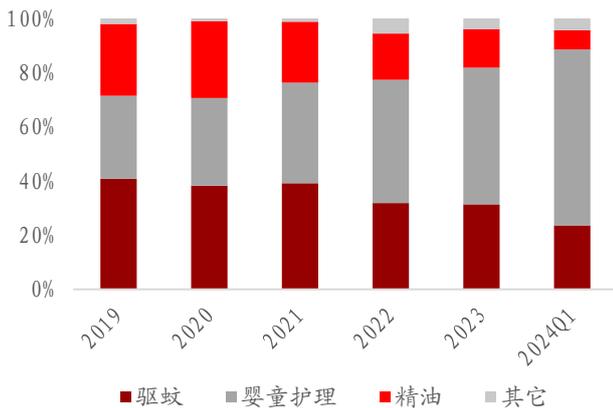
图表7:历年来公司归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

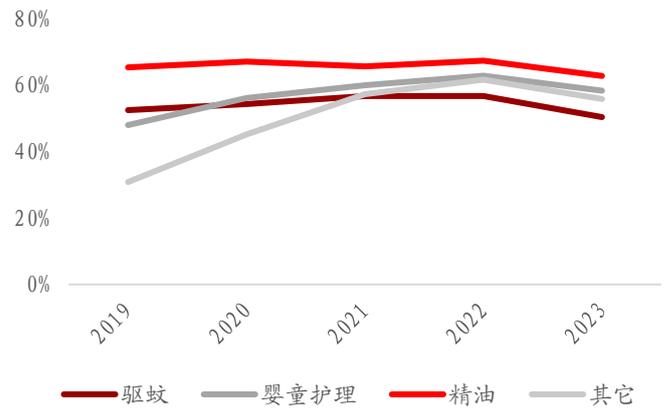
分产品：驱蚊系列发展稳健，婴童护理系列快速增长，成为第一大品类。业务收入占比方面，2019-2021年期间，驱蚊系列为第一大品类，2019-2021年分别实现营收1.14/1.69/2.28亿元，占营收比例分别为40.86%/38.19%/39.12%。但由于驱蚊业务受季节与地区影响较大，公司在婴童护理系列重点发力，推出润本叮叮舒缓棒、防皴霜、润唇膏等热销产品，婴童护理系列产品收入占比在2022年提升至45.57%，超越驱蚊系列，成为公司第一大品类。**毛利率方面**，驱蚊系列毛利率相对稳定，维持在50%-57%；婴童护理系列毛利率逐年提升，从2019年的47.93%提升到2023年的58.30%；精油系列毛利率稳定且高于其它业务，维持在60%左右。

图表8:分产品收入占比情况



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

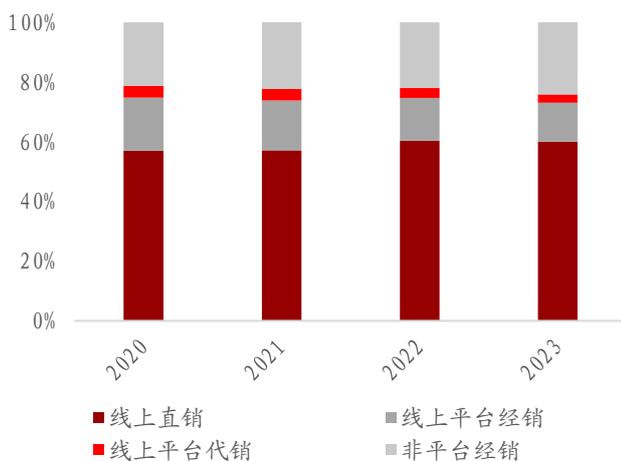
图表9:分产品毛利率情况



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

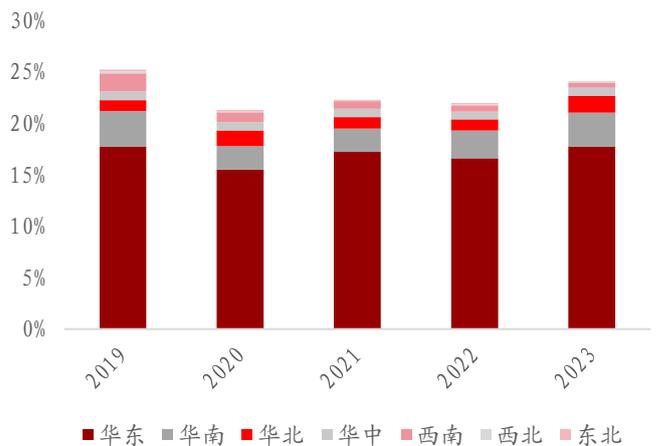
分渠道: 线上渠道为主, 线上直销占比60%。公司主要通过与天猫、京东、抖音、唯品会、拼多多、快手等大型电商平台建立合作关系, 采用线上直销、线上平台经销、线上平台代销等互联网销售模式为消费者提供优质产品。**线上直销**指公司在天猫、抖音、京东、拼多多等大型电商平台开设自营店铺, 直接销售产品; **线上平台经销**指公司将商品销售给京东自营、朴朴超市等线上平台经销商, 由线上平台经销商自行销售商品; **线上平台代销**指公司向唯品会、丁香健康管理有限公司等线上代销平台提供商品, 由代销平台自行销售商品, 代销平台根据实际销售情况发送代销清单与公司定期结算。**非平台经销**指公司通过与非平台经销商签订销售合同达成经销关系, 采用先款后货的结算方式。公司以线上渠道为主, 线上渠道占比高。2023年线上/线下收入占比分别为76%/24%, 其中线上直销占比超过60%, 为公司的主要销售模式。非平台经销以华东区域为主, 2023年华东地区收入占主营业务收入比例为17.74%, 其次为华南、华北、华中地区。毛利率方面, 线上平台毛利率高于线下, 2023年线上平台毛利率为61.24%。

图表10:主营业务收入分销售渠道情况



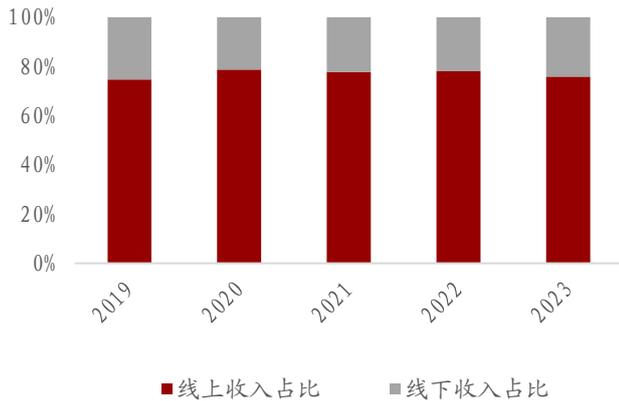
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表11:非平台经销分地区占比情况

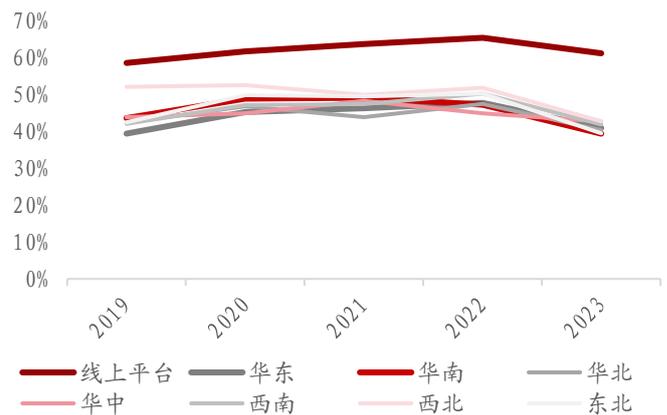


资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表12:历年公司线上线下渠道收入占比



图表13:历年公司分地区毛利率

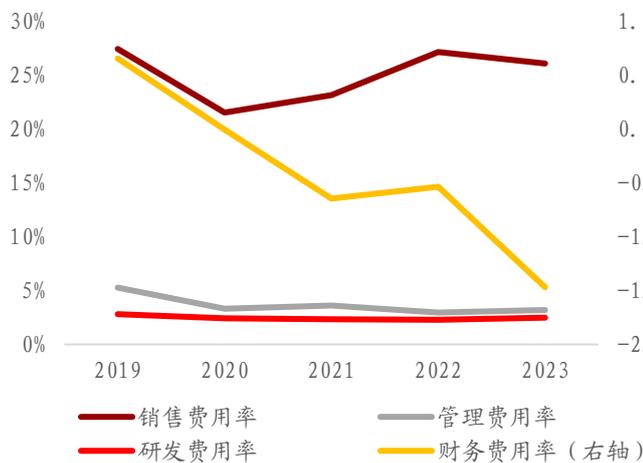


资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

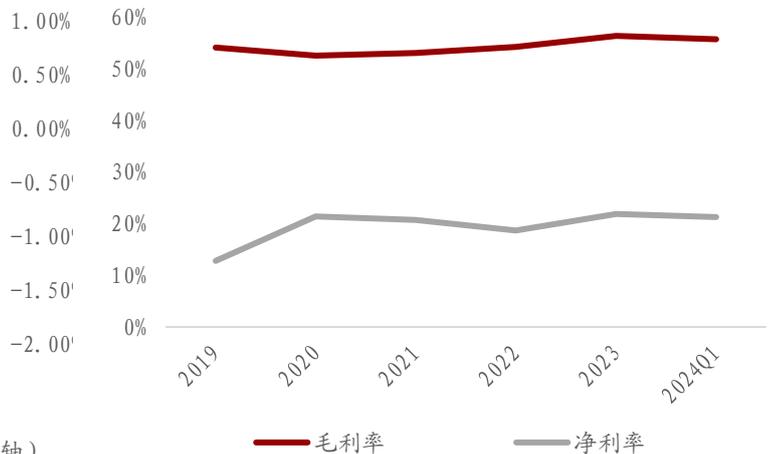
资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

毛利率持续提升,净利率保持稳定。随着规模效应的扩大以及毛利率较高的婴童护理系列产品收入占比提升,近年来公司毛利率持续提升。2019-2023年,公司毛利率从54.09%上涨至56.35%。费用率方面,2020年以来,公司销售渠道不断拓宽,销售费用率随之上涨,2020-2023年分别为21.48%/23.09%/27.09%/26.02%;管理费用总体较为稳定,随着公司业务规模的扩大,管理费用率从2019年的5.26%降低到了2023年的3.19%;研发费用率保持相对稳定,2020-2023年维持在2.2%-2.5%之间;财务费用率逐年下降,主因公司将闲置资金投资定期存款产生利息。得益于毛利率的持续提升以及费用率管控较为良好,2020-2023年,公司净利率维持在20%左右。

图表14:销售费用率/管理费用率/研发费用率情况



图表15:历年来公司毛利率和净利率情况



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

2 行业概况：行业稳健增长，发掘潜力细分赛道

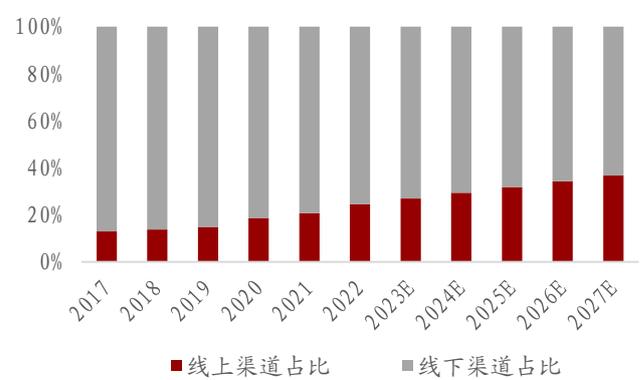
2.1 驱蚊行业：市场稳步发展，儿童驱蚊成为增量赛道

我国驱蚊行业市场规模稳步增长，线上渠道占比逐年升高。我国驱蚊用品市场产品结构呈现多样化，驱蚊产品包括蚊香等传统产品，也包括电热蚊香液、驱蚊液、气雾剂、驱蚊手环、驱蚊贴等新型产品。根据灼识咨询的数据显示，我国驱蚊市场规模在近年来持续增长，2017-2022年，从51.81亿元增长至74.59亿元，CAGR约为7.56%，预计到2027年，中国驱蚊市场规模有望突破100亿元。**销售渠道方面**，线上市场已成为重要的增长动力。2022年，中国驱蚊线上市场规模约为18.27亿元，线上渗透率约为24.50%，且该比例仍在不断上升。2017-2022年，中国驱蚊市场线上规模CAGR高达22.28%，增速远超线下渠道，为驱蚊市场贡献了主要增量。预计2022-2027年驱蚊线上市场将保持快速增长。

图表16:2017-2027E 中国驱蚊行业市场规模



图表17:2017-2027E 驱蚊行业渠道构成

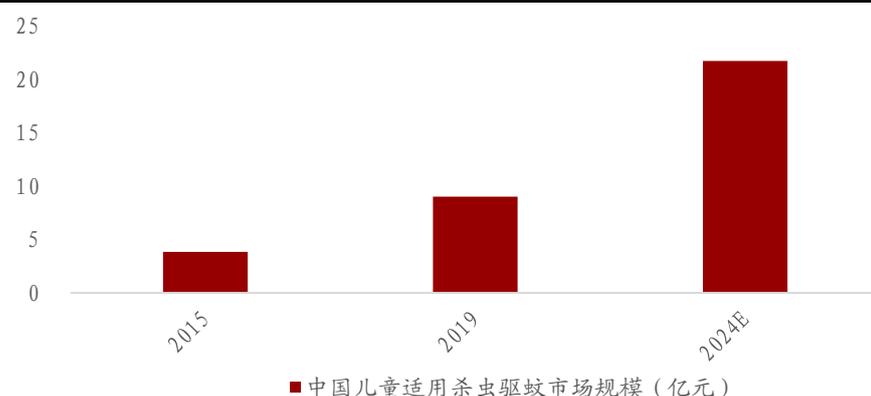


资料来源：灼识咨询、公司公告、万联证券研究所

资料来源：灼识咨询、公司公告、万联证券研究所

细分：温和便携的驱蚊产品逐步成为主流，婴童驱蚊赛道增速高于大众驱蚊赛道。随着消费者个人健康卫生意识增强，人们对蚊虫的防治理念从杀灭转变为驱避、预防，倾向于选择更加温和的驱蚊产品，电热蚊香液、驱蚊液等温和便捷的驱蚊产品逐步替代盘式蚊香、喷雾杀虫剂等化学防治驱蚊产品。根据华经产业研究院的数据，2022年我国驱蚊用品中电热蚊香液的占比较大，为23.5%，其次为花露水，占比为21.4%，蚊香产品占比为12.4%。**在细分赛道中**，婴童驱蚊快速发展，市场规模由2015年的3.85亿元迅速增长至2019年的9亿元，CAGR达23.7%，预计2024年婴童驱蚊市场规模将达到21.7亿元，CAGR为19.3%，远高于19-22年整体驱蚊杀虫行业。

图表18:2015-2024E 我国婴童驱蚊市场规模

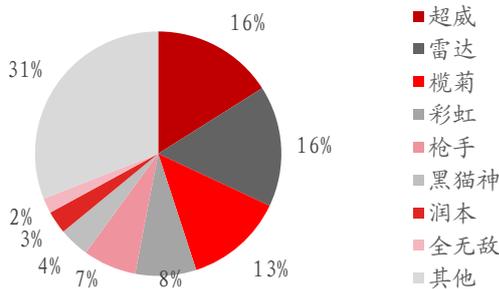


资料来源：华经产业研究院、万联证券研究所

我国驱蚊行业企业数量众多，头部品牌市占率较高。根据公司公告显示，国内驱蚊行业企业超过5000家，行业头部企业除润本股份外，还有上海家化（旗下拥有“六神”品牌）、朝云集团（旗下拥有“超威”品牌）、彩虹集团、中山榄菊等；国际企业包括庄臣集团旗下的“雷达”品牌、日本安速、日本Vape等。在驱蚊行业中，2022年前五大企业市占率约在5%-15%之间，润本市占率约为5%，在前五行列。另外，根据华经产业研究院的数据，2021年我国驱蚊行业市场竞争格局较为集中，CR5为60%，润本排名第7，市占率为3%。

根据公司公告显示，润本在线上渠道方面处于“领头羊”的地位，市占率为19.9%。此外，润本核心产品电热蚊香液、驱蚊液是驱蚊行业中增长最快的两大细分品类，润本2022年电热蚊香液的整体市场份额约为16.2%，驱蚊液的整体市场份额约为15.9%。

图表19:2021年我国驱蚊行业市场格局



资料来源：华经产业研究院，万联证券研究所

图表20:公司市占率/排名

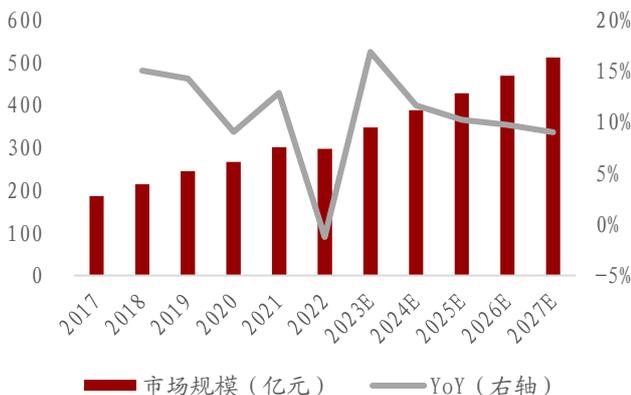
平台	润本市占率/排名
天猫	2010-2022年公司蚊香液产品销售额占比分别达到16.42%、18.32%和19.99%，连续三年排名第一
京东	“蚊香液”搜索结果按销量排序排名第一
拼多多	“润本”品牌店铺分别位列拼多多“防蚊水店铺榜口碑榜”第一、“蚊香液店铺口碑榜”第一

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 婴童护理行业：精细化育儿推动行业增长，国货产品表现亮眼

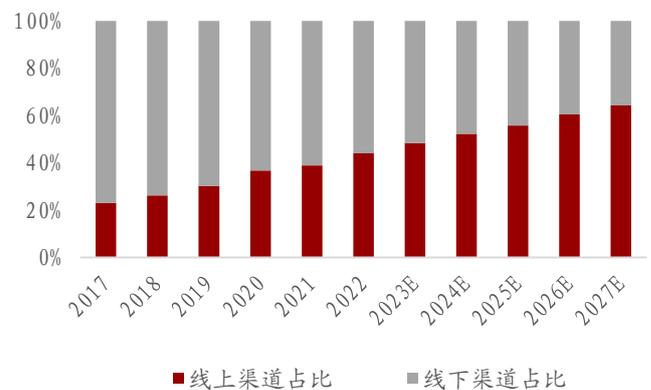
精细化育儿推动婴童护理行业发展，线上渠道占比进一步提高。随着科学育儿和精致育儿理念的深化，中国父母们越来越倾向于为他们的宝宝选购专门的婴童产品，且更加追求产品的安全性、可靠性和高品质。这种趋势极大地推动了婴童护理行业的发展。根据灼识咨询的数据，2017-2022年，我国婴童护理市场规模从186.02亿元提升至297.11亿元，CAGR为9.82%。根据灼识咨询的预测，中国婴童护理市场规模将在2027年达到511.19亿元，2022-2027年CAGR为11.46%。分渠道来看，近年来线上渠道的蓬勃发展，占比逐年提升，2022年线上渠道贡献了130.94亿元，占比高达44.07%，较2017年的22.99%大幅提升了21.08个pct，且这一趋势还在逐年增强。

图表21:2017-2027E 婴童护理行业市场规模



资料来源：灼识咨询，万联证券研究所

图表22:2017-2027E 婴童护理行业渠道构成

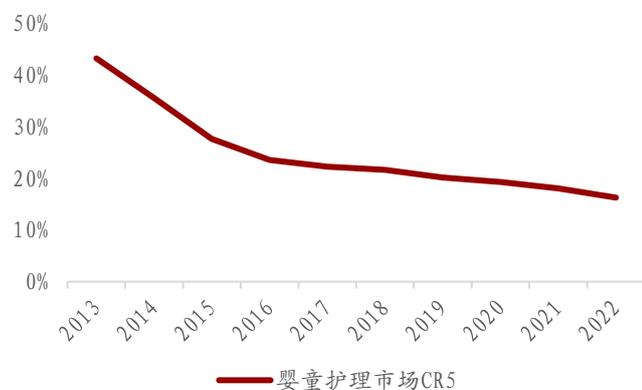


资料来源：灼识咨询，万联证券研究所

市场竞争激烈，但国货品牌正在崛起。根据弗若斯特沙利文数据显示，2022年，国内婴童护理企业超过1000家，2021年国产母婴护理产品前五大企业的市占率仅在1.3%至3.3%之间，最高的上美集团市占率也仅为3.3%，市场较为分散，行业集中度较低，竞争较为激烈。据观研天下的数据显示，在近几年我国婴童护理市场集中度不断下滑，2013-2022年，婴童护理市场CR5从43.3%下滑至16.3%。不过，一些国货品牌凭借对电商渠道的精准把握和深度运用，逐渐在市场中崭露头角，发展势头强劲。例如2017-2022年，国内品牌红色小象市占率从2.7%提升至3.9%，戴可思市占率由0.7%增长至2.8%，启初市占率由2.1%增长至2.5%，这一数据进一步凸显了国货品牌在婴童护理行业中的强劲崛起。

润本在婴童护理行业占有一定的市场份额，在细分品类有领先优势。根据公司公告数据，2022年，润本婴童护理产品的整体市场份额约为1.9%，在线上渠道的市场份额约为4.2%；在国内儿童面霜市场的市场占有率约为8.6%，国内儿童润唇膏市场的市场占有率约为9.5%，润本品牌在婴童护理的部分细分品类已具有明显领先优势。

图表23:我国婴童护理行业市场集中度情况



资料来源：观研天下、万联证券研究所

图表24:公司品牌排名&荣誉

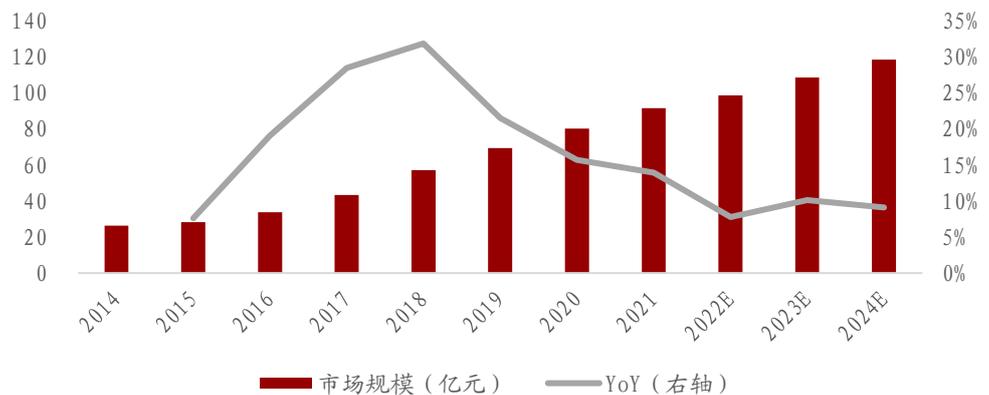
平台	润本市占率/排名
天猫	“润本”品牌获得天猫平台“2023年度金婴奖最受欢迎婴童洗护奖”；润本旗舰店在天猫婴童洗护行业618全周期旗舰店排名第一，“润本”品牌销售额在天猫婴童洗护行业618全周期排名第一。
京东	“润本”品牌获得京东平台“京东母婴2023年度卓越品牌”和“618全周期超级王牌品牌”。
抖音	“润本”品牌获得抖音平台“2023年度运营先锋品牌”

资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.3 精油行业：用户需求旺盛，市场规模迅速扩大

我国精油行业用户需求旺盛，市场规模迅速扩大。精油行业作为新兴领域，近年来由于国民消费水平提升、旅游业繁荣促进户外活动增加、悦己经济以及嗅觉经济崛起，我国精油行业处于快速发展阶段。根据观研天下数据显示，2014-2021年，中国精油行业市场规模从26.3亿元逐年扩大至91.5亿元，CAGR高达19.5%。观研天下预计，到2024年中国精油市场规模将达到118.5亿元，2021-2024年CAGR达到9.0%。

图表25:2014-2024E我国精油行业市场规模情况



资料来源：观研天下、万联证券研究所

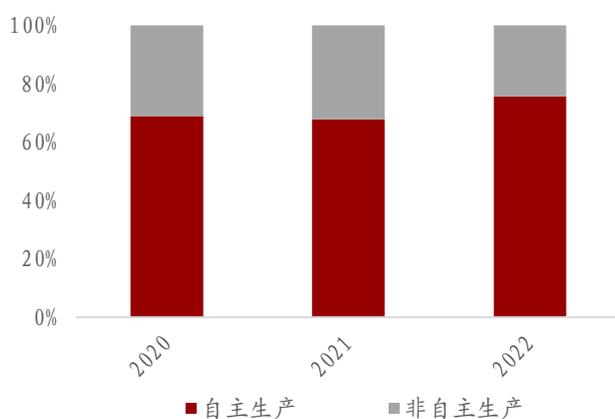
3 公司看点：具备产品、品牌、渠道三重优势

3.1 供应链优势+高效运营，打造产品高性价比

3.1.1 自主生产占比高，规模效应下优势凸显

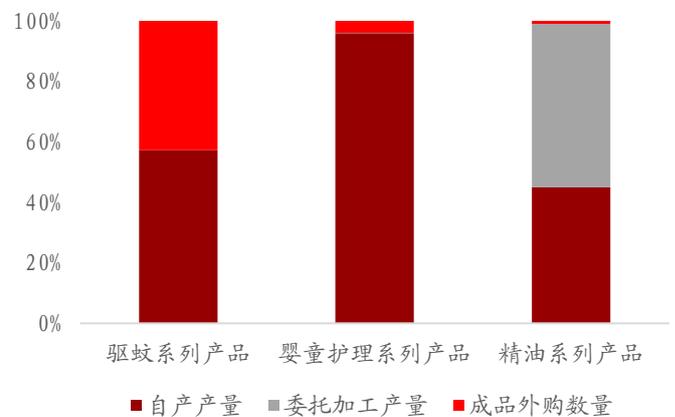
公司主要采用自主生产的生产模式，委外加工比例较低。公司产品价格亲民，主打性价比，主要原因是产品大部分采用自主生产的模式，一定程度降低了生产的成本。2020-2022年公司自主生产的产量占比分别为68.95%/67.84%/75.69%。分品类来看，由于婴童护理产品对性能和质量要求较高，婴童护理系列产品自主生产的比例最高，2022年高达95.97%；驱蚊系列产品由于需要根据季节的需求快速备货，因此以自产和成品外购为主，2022年自主生产比例为57.23%；精油系列产品2022年自主生产比例为44.99%，主要是由于与日化产品关联度低且生产工艺简单，不少精油产品通过外协加工成品。

图表26:公司生产模式比例



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表27:2022年公司各系列产品生产模式比例



资料来源：公司公告、万联证券研究所

拥有两大生产基地，供应链智能化加快响应速度。目前公司拥有广州、义乌两大生产基地，建筑面积总计约10.50万平方米。生产基地以智能制造为核心理念，生产系统在自动生产、在线检测、数字化管理、数字化全生命周期管控等领域都运用了前沿技术，先进的制造系统将为良好品质提供有力保障。持续扩充产能，提升生产自动化与供应链智能化程度，加快对市场的响应速度。

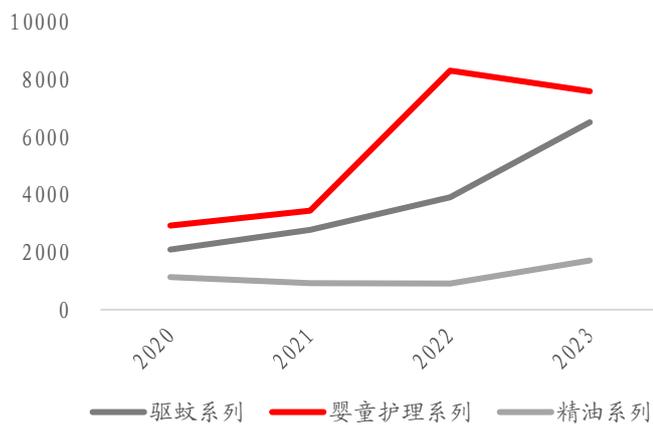
图表28:公司研发生产布局



资料来源：公司官网、万联证券研究所

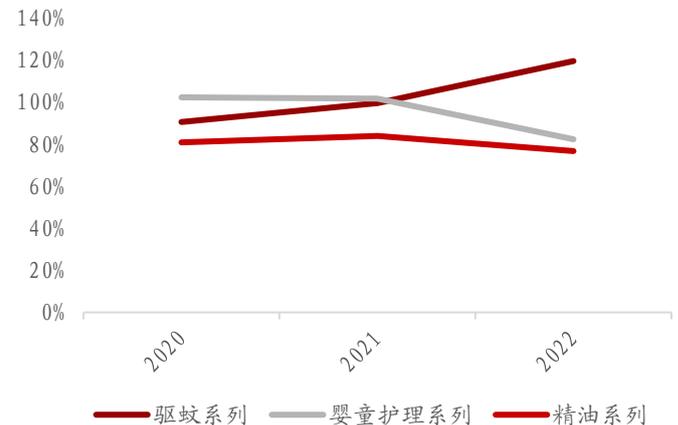
产能不断扩大，规模效应降低产品成本。随着公司不断发展，产能规模逐渐扩大，固定成本被摊薄，主要系列产品单位销售成本随着产销数量的增长逐年下降，表现出较为明显的规模效应，对公司毛利率增长产生正向贡献。2020-2023年，公司毛利率从52.53%一路提升至56.35%。未来公司将进一步扩大自产产能，保证对产品品质的把控能力以及供应链的响应速度，同时加快引进优质人才和先进生产技术，以提升公司市场占有率和市场竞争力。

图表29:历年来各系列产品产能情况(单位:万瓶、万包、万盒等)



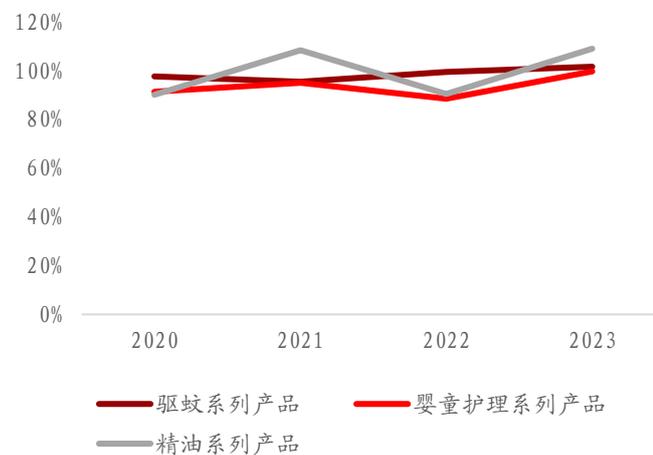
资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表30:历年来各系列产品产能利用率情况



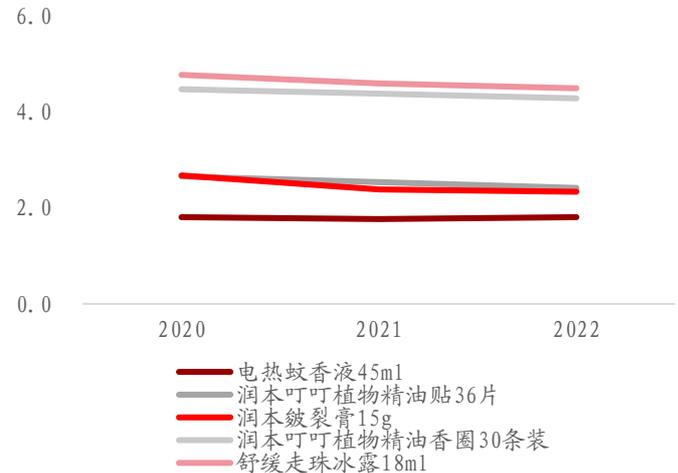
资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表31:历年来各系列产品产销率情况



资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表32:历年来主要细分产品销售成本情况(单位:个、盒等、元)

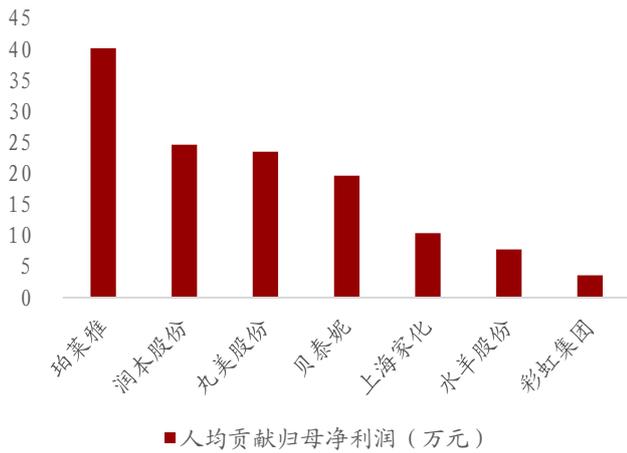


资料来源:公司公告、万联证券研究所

3.1.2 团队精简高效，净利率水平行业领先

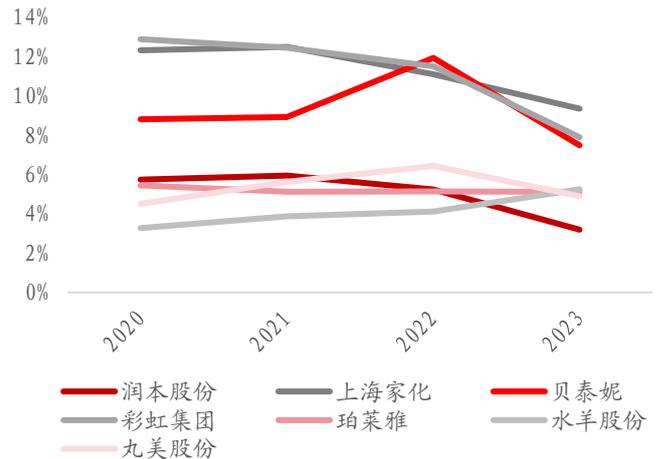
公司精简团队，员工效能高，管理费用率行业内最低。截至2023年底，公司在职员工数量为917人，远低于上海家化、贝泰妮、珀莱雅等业内公司，人员精简同时从人均贡献中可以看出，公司归母净利润人均贡献处于行业前列，说明公司人员效率水平较高。此外，近年来公司精简架构，控制管理费用，到2023年，公司管理费用率已处于行业低位，为3.19%。

图表33:2023年人均贡献归母净利润同比对比



资料来源:公司公告、万联证券研究所

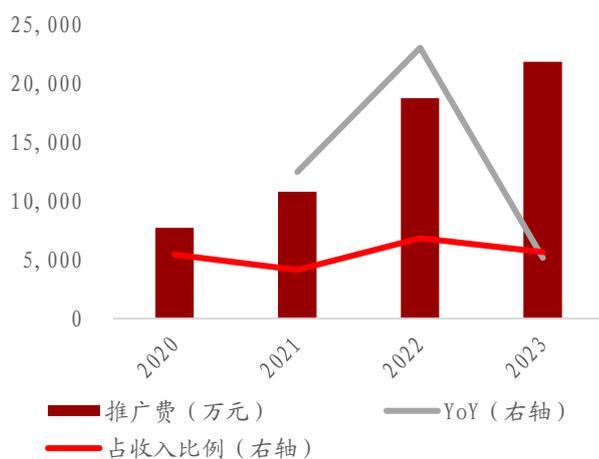
图表34:管理费用率同业对比



资料来源:公司公告、万联证券研究所

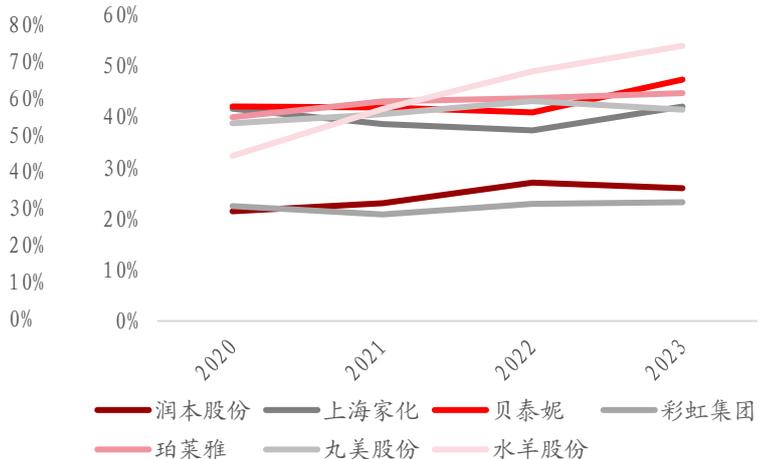
销售费用率管控得当,居于行业较低水平。公司进一步加码渠道建设和品牌推广,2020-2023年推广费用逐年上升,2023年推广费用突破2亿元,但整体来说公司销售费用管控得当,销售费用率在同业对比中处于较低水平,并且近两年来存在下滑趋势。2023年公司销售费用率为26.02%。

图表35:历年公司推广费情况



资料来源:公司公告、万联证券研究所

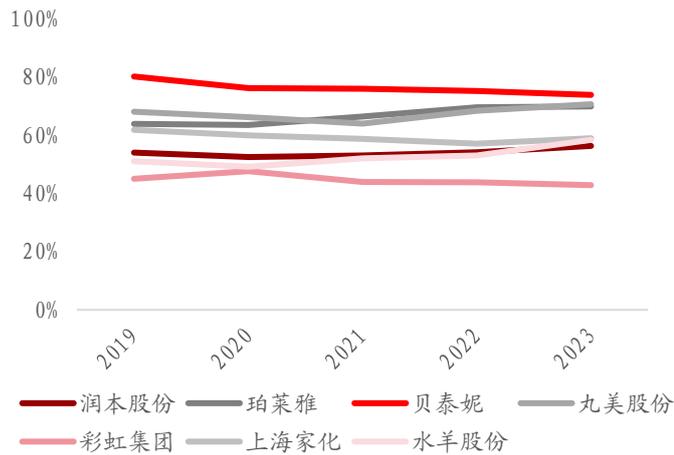
图表36:销售费用率同业对比



资料来源:公司公告、万联证券研究所

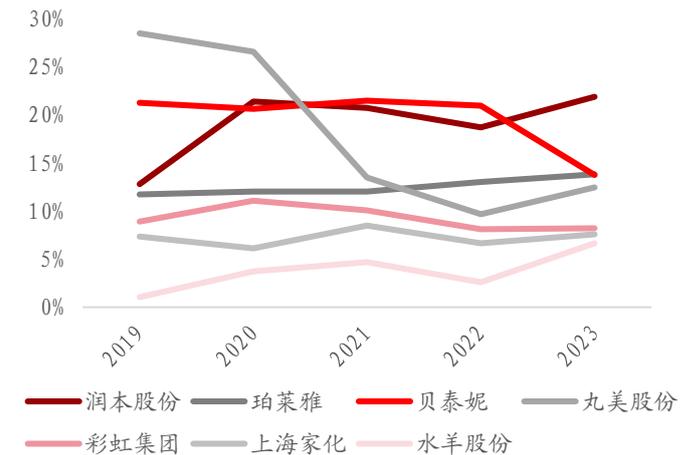
得益于费用管控良好,公司净利率水平在行业中保持领先地位。近年来,公司毛利率处于行业中游水平,稳中有进,毛利率从2019年的54.09%震荡提升至2023年的56.35%,提升了2.26个pct;得益于期间费用管控良好,净利率震荡提升,逐步由2019年的行业中游水平提升至2023年的行业领先水平。2023年,公司净利率为21.88%,相较于2019年提升9.08个pct,净利率超越贝泰妮、丸美股份、珀莱雅、彩虹集团、水羊股份等。

图表37:毛利率同业对比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表38:净利率同业对比

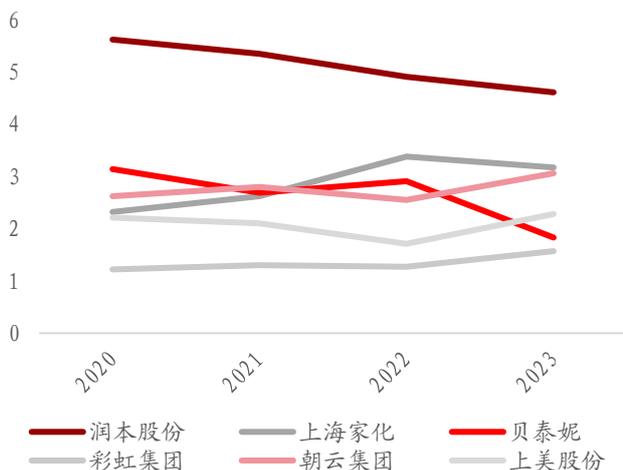


资料来源: 公司公告、万联证券研究所

3.1.3 供应链优势+高效运营, 公司产品性价比高

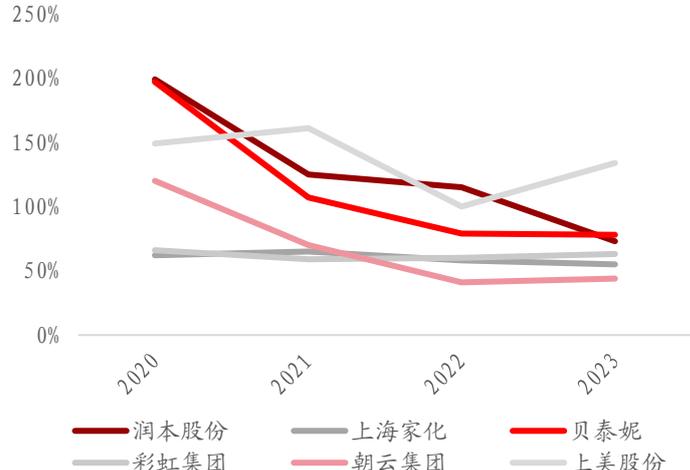
高效的供应链+销售模式, 公司营运能力显著高于同行。得益于公司自建产线与供应链, 拥有良好的库存管理能力, 叠加团队精简高效、线上占比高回款能力强, 公司整体运营效率较高, 存货周转率与总资产周转率均处于行业领先地位。其中, 公司2023年存货周转率为4.61, 超越同行上海家化3.17、朝云集团3.06、上美股份2.28、贝泰妮1.83、彩虹集团1.57; 2023年公司总资产周转率为0.73, 超越彩虹集团0.63、上海家化0.55、朝云集团0.44。

图表39:存货周转率同行对比



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表40:总资产周转率同行对比



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

润本产品性价比高, 定位中低端价格带, 价格亲民。得益于公司自建产线打造的供应链优势、产品自产比例高, 以及团队精简高效、运营效率高, 公司旗下的产品在保质保量的前提下, 打造出了高性价比优势。以驱蚊产品为例, 在传统驱蚊赛道, 产品同质化较为严重, 润本驱蚊产品价格多在7-45元, 与传统驱蚊行业龙头品牌超威、雷达9-75元的价格带相比, 价格更亲民; 在驱蚊液容量上, 润本叮叮驱蚊液提供了45毫升的容量, 多于超威和雷达等竞品, 性价比更高。电热蚊香液连续五年天猫驱蚊销量第一, 2022年第一大单品45ml装电热蚊香液实现销售额1.7亿元, 占比19.89%。

图表41:竞品价格对比

类型	产品	品牌	产品名称	主要产品及定价
驱蚊类	电热蚊香液	润本	润本叮叮蚊香液	 39.9元/6*45ml 约0.15元/ml
	电热蚊香液	雷达	雷达蚊香液	 37.9元/3*34ml 约0.37元/ml
	电热蚊香液	超威	超威蚊香液	 39.9元/6*40ml 约0.17元/ml
	驱蚊喷雾	润本	润本驱蚊液	 19.9元/110ml 约0.18元/ml
	驱蚊喷雾	六神	六神驱蚊蛋喷雾	 33.9元/50ml 约0.68元/ml
	驱蚊喷雾	青蛙王子	青蛙王子婴幼儿驱蚊液喷雾	 20.9元/60ml 约0.35元/ml
婴童护理类	面霜	润本	润本舒缓水润霜	 29.9元/50g 约0.60元/g
	面霜	红色小象	保湿霜	 19.0元/25g 约0.76元/g
	面霜	青蛙王子	水润保湿霜	 40.0元/50g 约0.80元/g
精油类	精油贴	润本	植物精油贴	 19.9元/36贴 约0.55元/贴
	精油贴	红色小象	植物精油贴	 29.9元/36贴 约0.83元/贴

资料来源: 润本天猫官方旗舰店、万联证券研究所

3.2 品牌文化深入人心，优选高质量原料和成分

润本品牌具备深厚的中华传统文化底蕴，国货品牌深入人心。随着人们收入水平的提高，消费者对于产品品质、设计和体验的要求也越来越高，国货品牌通过不断创新和提升产品品质，逐渐赢得了消费者的信任和喜爱。公司的润本品牌诞生于2006年，名称源自中国古典诗词，其中“润”字源自杜甫佳句“随风潜入夜，润物细无声”，取润泽、润育之义，亦有呵护的初衷；“本”字一则寓意本草，二指本源、起始，寓意人生本初；品牌形象为“木刻年画娃娃”，童子手执本草一株，面容清秀、神态自若，呈现东方童子采得灵芝的经典画面故事，品牌形象鲜明。公司不断深化、更新品牌的文化内涵和价值主张，不断丰富“润本”品牌的产品品类，获取细分领域的差异化竞争优势，产品覆盖居家生活、出游踏青、四季护肤、沐浴清洁等多元应用场景，建立了一个庞大、忠诚且持续增长的客户群体，优质的国货品牌形象深入人心。

图表42:润本品牌文化底蕴深厚



资料来源：公司官网、万联证券研究所

优选高质量原料和植物草本成分，让用户体验更安心。公司与罗伯特、德之馨、扬农化工、道达尔、默克等国内外知名原料企业合作，从源头严格控制原材料质量。润本电热蚊香液为驱蚊系列核心大单品，全网驱蚊类目销量第一，主要成分为菊酯类，0.66%以内为婴童安全浓度。而润本0.6%浓度的电热蚊香液在2012年获农药产品登记证号，居于众多品牌前列。其中溶剂采用FDA批准的法国道达尔溶剂，无烟无香精，挥发稳定；驱蚊酯成分主要由德国默克供应，该成分和同浓度的避蚊胺（DEET）相比，具有毒性更低、刺激性更小、驱避时间更长等优点。婴童护理产品紫草舒缓膏、小黄柚倍护润肤乳选取德之馨的舒缓原料 Symcalmin、Symrelief；精油系列产品植物精油香圈选用法国罗伯特精油。

图表43:公司引进全球认证的体系的原料



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

图表44:公司驱蚊产品主打安全、温和特性



资料来源: 润本天猫官方旗舰店、万联证券研究所

图表45:公司世界级合作伙伴



资料来源: 润本官网、万联证券研究所

3.3 研发赋能产品，新品推出节奏快

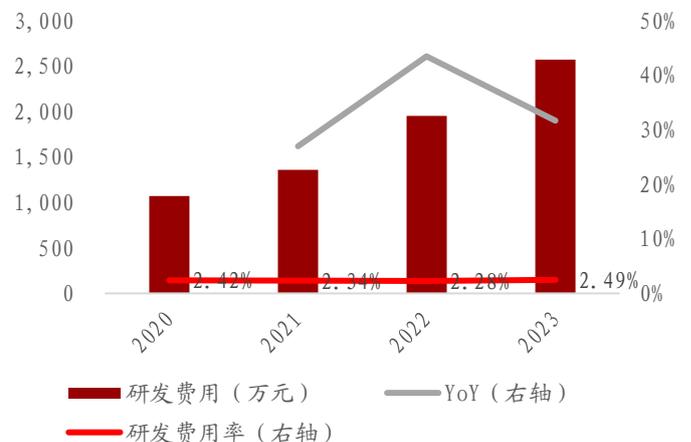
公司不断加大研发投入，持续扩充研发人员，丰富研发成果。公司研发费用逐年上升，2023年公司研发费用达到2569万元，同比增长31.68%，研发费用率为2.49%。研发人员方面，2020-2023年，公司研发设计人员由55名提升至124名，占总员工比重达13.52%。此外，公司研发成果显著，2023年末已经取得境内有效专利82项，其中包括11项发明专利，10项实用新型专利，61项外观设计专利。

图表46:公司获得的部分专利

专利名称	申请日期	有效期
茶树精油抗菌湿巾及其制备方法	2013. 10. 07	20年
芦荟抗菌湿巾及其制备方法	2013. 10. 07	20年
具有驱蚊效果的草本植物精油组合物	2015. 11. 06	20年
防蚊驱蝇微胶囊整理剂及其制备方法和应用	2016. 05. 24	20年
一种驱蚊组合物及其应用	2021. 01. 26	20年
一种双头电热蚊香	2022. 05. 16	10年

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表47:公司研发费用情况

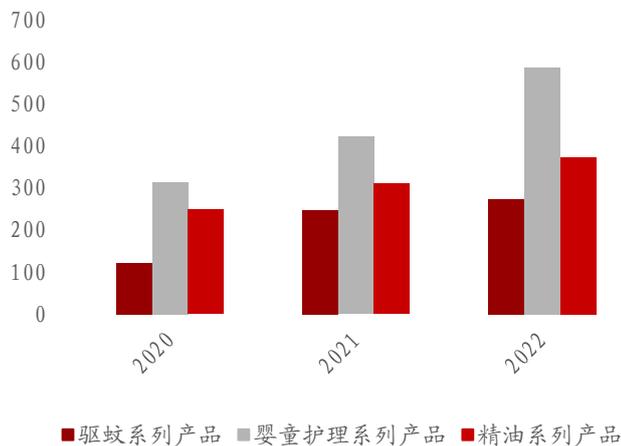


资料来源: 同花顺iFinD、公司公告、万联证券研究所

公司SKU数量丰富，新品推出节奏快。公司及时洞察消费者真实需求，在驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大系列的基础上，不断拓展产品品类，丰富产品矩阵，推出更多能有效解决消费者痛点的新产品，满足消费者多样化的需求。2020-2022年，公司SKU总数量分别为759个、1083个、1331个，呈快速增长趋势。其中，驱蚊系列产品的SKU总数量分别为122个、247个、273个，婴童护理系列产品的SKU总数量分别为314个、422个、586个，精油系列产品的SKU总数量分别为248个、310个、373个，新品市场表现良好。2023年，公司推出了50余款新产品，如润本积雪草冰沙霜，满足消费者对于夏日面霜的需求；推出润本婴童蛋黄油皴裂棒，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。

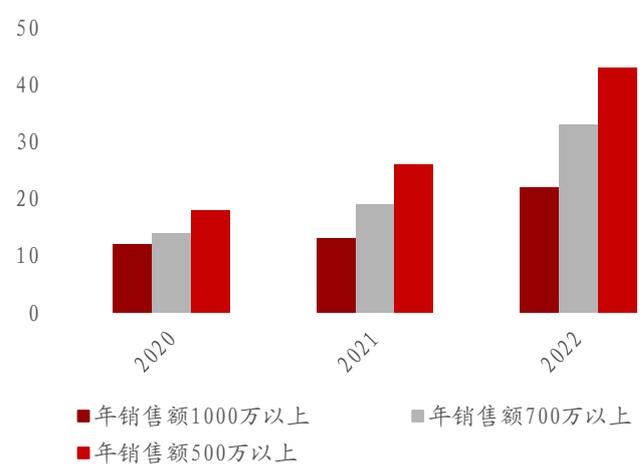
同时，公司新品推出兼顾数量和质量，热销单品数量逐年上升，热销产品矩阵不断拓展。2020-2022年公司年销售额500万以上的单品数量分别达到18/26/43个，年销售额700万以上的单品数量分别为14/19/33个，年销售额1000万以上的单品数量分别达到12/13/22个，其中，包括有润本叮叮蚊香液等多个核心大单品，热销产品数量不断上升，产品矩阵不断拓宽，助力公司业绩快速发展。

图表48:2020-2022年三大系列SKU数(个)



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表49:2020-2022年热销单品数量(个)



资料来源：公司公告、万联证券研究所

3.4 全渠道发展，线上发力新兴渠道，线下联动大型商超+连锁店

3.4.1 渠道：线上发力新兴渠道，线下发展非平台经销商

“线上为主，线下为辅”的销售布局。公司线上渠道占比高，2023年线上/线下收入占比分别为76%/24%，其中线上直销占比超过60%，为公司的主要销售模式。线上主要通过天猫、京东、抖音、唯品会、拼多多、快手等大型电商平台建立合作关系，采用线上直销、线上平台经销、线上平台代销等互联网销售模式为消费者提供优质产品。线下进一步构建以连锁超市、母婴连锁店和社区店等终端为主的销售网络，全方位实现多渠道共同发展。

图表50:公司全域销售网络

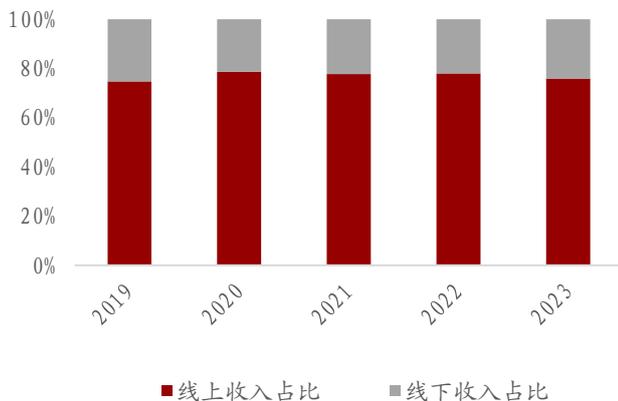
全域销售

面对瞬息万变的市场，润本一方面加速电商全渠道建设，保持高速增长，全网驱蚊类目连年销量第一。同时布局线下销售体系，共进驻2000多个知名百货、商超、母婴连锁。



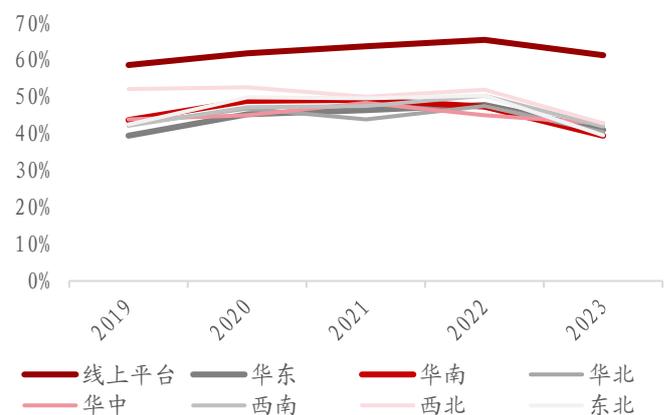
资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表51:历年公司线上线下渠道收入占比



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表52:历年公司分地区毛利率



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

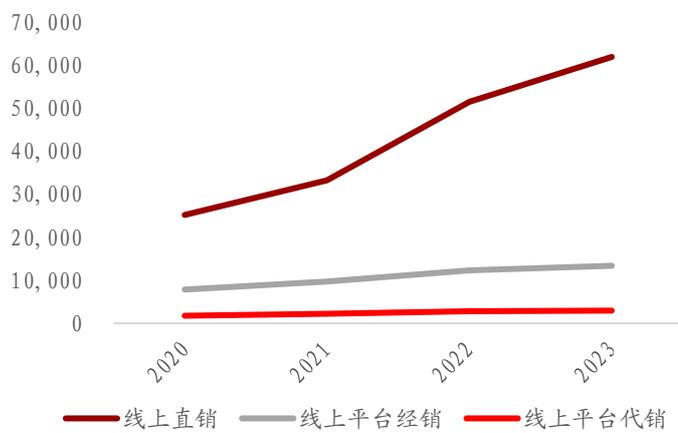
➤ 线上：传统电商平台为基础，发力新兴渠道

天猫、京东等传统电商平台为基本盘，积累早期用户。2010年，公司在天猫平台设立首个直营店铺“润本旗舰店”，截至2024年6月22日，官方旗舰店粉丝数量达到355.5万。2015年公司在京东平台开设“润本官方旗舰店”，截至2024年6月22日，粉丝数量达到80.7万，积累了一批忠实客户，天猫、京东平台直营店铺的年购买用户数由2019年的537.95万人增至2022年的1041.22万人。

发力抖音、小红书等新兴渠道，带动传统平台销售。随着社交媒体发展、短视频娱乐方式兴起，线上销售渠道更加多元，用户流量逐步从天猫、京东等传统电商平台向抖音、快手、小红书等短视频内容平台及社交平台分散。公司也因此顺应消费者线上消费习惯的变化，对线上渠道进一步开拓，于2020年7月开设抖音“润本官方旗舰店”，2021年7月开设“润本婴童生活旗舰店”，通过群店自播+中腰部达人投放提高曝光率、

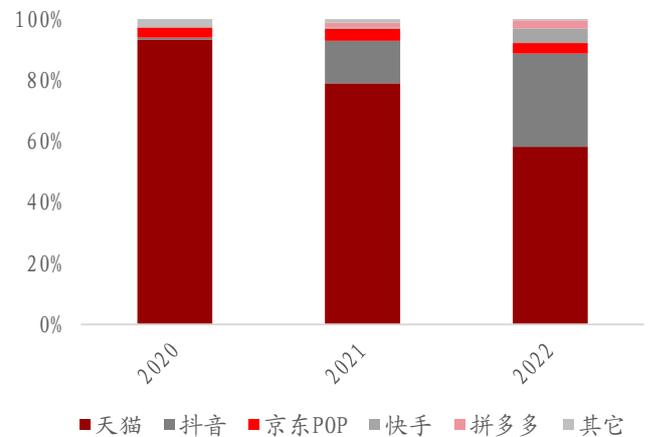
加速市场渗透，以此带动传统电商平台销售。2020-2022年，公司抖音渠道推广费从44.89万元增长至6222.33万元，销售额从141.03万元增长至15748.02万元，销售占比从0.32%提升至18.41%，抖音渠道高速发展，带动品牌全面发展。

图表53:历年公司线上各渠道收入情况(万元)



资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表54:历年公司线上直销各平台收入占比



资料来源:公司公告、万联证券研究所

➤ 线下: 多元联动商超和连锁店, 发展非平台经销商

发展线下非平台经销商, 联动大型商超、连锁店, 完善全渠道布局。公司积极构建以连锁超市、母婴连锁店和社区店等终端为主的销售网络, 不断加强在各类型实体店的宣传促销力度, 进一步完善线下渠道布局, 全方位实现多渠道共同发展。截至2023年底, 公司非平台经销商已覆盖全国30多个省(市、自治区), 驱蚊类、个人护理类产品已渗透至部分商超、便利店等线下渠道, 公司非平台经销商已开发的线下渠道包括大润发、沃尔玛/山姆会员店、7-11、屈臣氏、华润超市等KA渠道以及WOW COLOUR等特通渠道。此外, 公司已逐步推出由子公司广州润凡直接运营的官方经销商线上订货平台, 大大提高了经销商的采购效率, 降低了沟通成本, 为公司进一步完善线下渠道的布局奠定基础。

图表55:公司拓展线下渠道的主要计划

措施	主要内容	效果
搭建以经销商为纽带的线下渠道网络	根据业务拓展需要遴选具有丰富线下运营与团队管理经验的经销商, 搭建以经销商为纽带的全国线下渠道网络, 通过借助经销商充足的线下渠道资源, 增加公司合作的商超、百货商店等线下实体店的合作家数。同时进一步完善有进有出、优胜劣汰的分级动态经销商渠道管理制度, 以确保公司线下渠道体系的活力和良性发展。	充分发挥资源共享优势, 深挖终端市场潜力, 扩大公司产品品牌影响力和市场覆盖面。
建设经销商渠道数字化管理平台	建设完善的经销商渠道管理系统, 搭建网络化、数字化的渠道管理平台, 功能涵盖经销商采购下单、物流验收、进销存管理、信用政策管理等模块。	对下游经销商渠道的管理更加高效、便捷和精准, 从而降低渠道管理成本。
打造专业化线下渠道运营团队	通过人员招聘、内部培训和外部同行业交流等方式持续打造专业化线下渠道运营团队; 通过与各地经销商加强沟通交流, 及时获取线下零售终端对于细分品类、客群结构等方面的反馈信息。	发挥“研产销一体化”的优势, 优化供应品类, 即时响应消费者需求, 提升线下消费者的用户体验。

资料来源:公司公告、万联证券研究所

3.4.2 营销：线上线下联合宣传，IP 联名带动量价齐升

线上线下营销相结合，全方位提高品牌知名度。线上渠道方面，公司采用“直播+种草”的模式，在自播的基础上联合知名带货主播，多款产品陆续登录各大直播间，同时创新性的通过小红书博主种草和抖音短视频推介的方式扩大知名度。线下渠道方面，公司采取“经销商+广告”的方式，持续优化经销商体系，加强大经销商合作；同时布局地铁广告等推广渠道，进一步扩大营销辐射范围，提高品牌知名度。IP联名方面，公司2021年携手国家宝藏推出联名驱蚊喷雾和止痒走珠冰露，宣扬品牌文化，2024年新推出“蛋仔派对”定制款精油贴等产品，吸引母婴儿童消费群体，带动品牌知名度和销售收入齐升。国际市场方面，公司2023年进一步加大跨境电商业务资源投入，拓展国际市场，提高品牌知名度。

图表56:公司线上渠道投放情况



资料来源：润本天猫官方旗舰店、万联证券研究所

图表57:公司线下渠道投放情况



资料来源：公众号、万联证券研究所

图表58:公司 IP 联名情况



资料来源：公司官网、万联证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司业务按产品拆分为驱蚊系列产品、婴童护理系列产品、精油系列产品和其
他业务和其他五类。

驱蚊系列产品: 近年来驱蚊行业发展稳健, 市场竞争者众多, 但竞争格局较为稳定, 2021年CR5为60%, 头部几大品牌包括润本占据了较大的市场份额。公司驱蚊系列产品营收占比在30%左右, 产品主要包括有电热蚊香液、驱蚊液等, 随着新型驱蚊产品对传统驱蚊产品的进一步替代, 公司驱蚊系列产品收入有望维持较快增长。预计公司2024-2026年驱蚊系列产品收入分别同比+18%/+16%/+16%, 毛利率维持在50%以上水平。

婴童护理系列产品: 公司婴童护理系列产品收入占比较高, 为第一大品类, 2023年业务收入占比达到50%。而由于婴童护理产品对性能和质量要求较高, 公司的婴童护理系列产品自主生产的比例极高, 在2022年达到95.97%, 自产供应链优势+高效运营使得公司的婴童系列产品性价比凸显, 在理性消费的大背景下倍受消费者青睐。预计2024-2026年, 公司婴童护理系列产品收入增速分别为+25%/+23%/+23%。且随着公司规模扩大, 规模效应之下成本优势被放大, 预计2024-2026年, 婴童护理系列产品毛利率分别为58.5%/59.0%/59.5%。

精油系列产品: 2014-2021年中国精油行业市场规模从26.3亿元逐年扩大至91.5亿元, CAGR高达19.5%。未来随着国民消费水平提升、旅游业繁荣促进户外活动增加、悦己经济以及嗅觉经济崛起, 我国精油行业有望保持较快的速度发展。公司精油产品收入占比较少, 目前仍处于发展阶段, 预计2024-2026年公司精油系列产品收入分别同比+5%/+5%/+5%, 毛利率维持在63%左右。

图表59:收入、毛利率拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收 (百万元)	856.09	1032.95	1231.04	1451.99	1717.71
yoy	47.06%	20.66%	19.18%	17.95%	18.30%
毛利率	54.19%	56.35%	56.52%	56.97%	57.43%
驱蚊系列产品:					
收入 (百万元)	272.26	324.54	382.96	444.23	515.31
yoy	19.54%	19.20%	18.00%	16.00%	16.00%
占营业收入比例	31.80%	31.42%	29.49%	29.25%	29.25%
毛利率	48.36%	50.32%	50.50%	51.00%	51.50%
婴童护理系列产品:					
收入 (百万元)	390.09	521.24	651.55	801.41	985.74
yoy	80.03%	33.62%	25.00%	23.00%	23.00%
占营业收入比例	45.57%	50.46%	52.79%	55.75%	57.98%
毛利率	55.64%	58.30%	58.50%	59.00%	59.50%
精油系列产品:					
收入 (百万元)	146.35	146.27	153.59	161.27	169.33
yoy	11.78%	-0.05%	5.00%	5.00%	5.00%
占营业收入比例	17.09%	14.16%	11.98%	10.74%	9.79%
毛利率	61.03%	62.71%	63.00%	63.30%	63.50%
其他业务:					

收入 (百万元)	47.40	40.89	42.94	45.08	47.34
yoy	596.72%	-13.72%	5.00%	5.00%	5.00%
占营业收入比例	5.54%	3.96%	5.68%	4.21%	2.94%
毛利率	54.64%	56.62%	57.00%	57.00%	57.00%
费用端:					
销售费用率	27.09%	26.02%	24.00%	23.50%	23.00%
管理费用率	2.95%	3.19%	2.80%	2.50%	2.20%
研发费用率	2.28%	2.49%	2.20%	2.10%	2.00%
财务费用率	-0.54%	-1.47%	-1.50%	-1.20%	-1.00%
利润端:					
归母净利润 (百万元)	160.04	226.03	296.67	365.84	452.97
yoy	32.66%	41.23%	31.25%	23.31%	23.82%
(归母)净利率	18.69%	21.88%	24.10%	25.20%	26.37%

资料来源: iFind、公司公告、万联证券研究所预测

4.2 投资建议

可比公司估值: 我们选取化妆品品牌端的公司上海家化、贝泰妮、珀莱雅、丸美股份作为可比公司, 其中, 上海家化作为国内日化龙头, 旗下拥有驱蚊品牌“六神”和婴童护理品牌“启初”, 业务与润本股份相似; 贝泰妮作为国内敏感肌护肤龙头, 旗下品牌薇诺娜宝贝 WINONA Baby 致力于婴幼儿护肤; 而珀莱雅、丸美股份则为国内领先美妆企业, 旗下拥有多个护肤品牌, 业务与润本股份相近。2024-2026年, 可比公司平均PE分别为22/18/15倍, 与润本股份PE相近。

投资建议: 公司创立于2006年, 专注于驱蚊和个人护理等领域, 经过二十余年的深耕, 目前已成为国内知名婴童护理及驱蚊日化企业。公司坚持“大品牌、小品类”的战略, 不断丰富产品品类, 润本品牌已深入人心。在理性消费大背景下, 公司凭借自建产线形成供应链优势, 叠加团队精简、高效运营, 产品在保质保量的前提下打造出明显的价格优势, 广受消费者青睐。随着未来研发赋能产品, 新品不断推出上新, 未来公司业绩有望保持较快速度增长。我们预计, 公司2024-2026年EPS分别为0.73/0.90/1.12元/股, 对应2024年8月7日股价的PE分别为24/19/15倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表60:可比公司估值表

		股价 (元)		EPS (元/股)			PE (倍)		
		2024/8/7	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600315.SH	上海家化	17.78	0.91	1.06	1.22	19.54	16.71	14.56	
300957.SZ	贝泰妮	46.98	2.54	3.14	3.75	18.52	14.98	12.54	
603605.SH	珀莱雅	90.15	3.85	4.74	5.76	23.44	19.04	15.65	
603983.SH	丸美股份	23.38	0.95	1.20	1.46	24.73	19.50	15.99	
平均值						21.56	17.56	14.68	
603193.SH	润本股份	17.29	0.73	0.90	1.12	23.58	19.12	15.44	

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所整理及预测

注: 润本股份EPS取自我们团队预测, 其余公司EPS采用同花顺一致预测, PE为2024年8月7日收盘价除以一致预测的EPS所得出

5 风险因素

- 1) **宏观经济波动及消费复苏不及预期风险:** 当前国内宏观经济发展面临较为复杂的局面, 给消费市场复苏带来不确定性, 需要警惕消费复苏不及预期对公司经营产生的负面影响。
- 2) **行业竞争加剧风险:** 驱蚊行业和婴童护理行业竞争激烈, 随着竞品的不断推出, 市场竞争进一步加剧。若公司无法及时推出满足市场需求的新品、持续维护市场与渠道维护和开拓, 则有可能面临业绩下滑风险。
- 3) **新品拓展不及预期风险:** 新品推出情况可能会受到消费环境和消费偏好变化的影响, 若公司不能及时洞察行业趋势和消费者偏好变化, 新品推出情况可能不佳, 将会导致公司难以维持或提升现有的市场份额。
- 4) **渠道过于集中风险:** 公司以线上渠道为主, 线上渠道收入占比约为75%。一旦线上电商平台改变收费政策和销售政策, 都将会对公司的线上经营产生较大的影响。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1033	1231	1452	1718
同比增速 (%)	20.66	19.18	17.95	18.30
营业成本	451	535	625	731
毛利	582	696	827	986
营业收入 (%)	56.35	56.52	56.97	57.43
税金及附加	10	11	13	15
营业收入 (%)	0.92	0.92	0.90	0.88
销售费用	269	295	341	395
营业收入 (%)	26.02	24.00	23.50	23.00
管理费用	33	34	36	38
营业收入 (%)	3.19	2.80	2.50	2.20
研发费用	26	27	30	34
营业收入 (%)	2.49	2.20	2.10	2.00
财务费用	-15	-15	-16	-19
营业收入 (%)	-1.47	-1.20	-1.12	-1.12
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	6	6	7	9
投资收益	1	1	1	2
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
营业利润	265	348	430	532
营业收入 (%)	25.62	28.29	29.59	30.98
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	268	352	433	535
营业收入 (%)	25.94	28.55	29.82	31.17
所得税费用	42	55	67	82
净利润	226	297	366	453
营业收入 (%)	21.88	24.10	25.20	26.37
归属于母公司的净利润	226	297	366	453
同比增速 (%)	41.23	31.26	23.31	23.82
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.56	0.73	0.90	1.12

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.56	0.73	0.90	1.12
BVPS	4.75	5.24	5.84	6.59
PE	30.95	23.58	19.12	15.44
PEG	0.75	0.75	0.82	0.65
PB	3.64	3.30	2.96	2.62
EV/EBITDA	26.31	18.39	14.46	11.21
ROE	11.76%	14.01%	15.48%	16.98%
ROIC	10.89%	13.40%	14.88%	16.36%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	244	417	660	962
交易性金融资产	19	29	34	39
应收票据及应收账款	5	7	8	9
存货	93	117	131	146
预付款项	8	11	12	15
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1347	1359	1369	1380
流动资产合计	1716	1939	2215	2551
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	255	244	233	222
在建工程	2	0	0	0
无形资产	19	18	17	17
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	21	26	26	26
其他非流动资产	6	6	6	6
资产总计	2019	2234	2498	2822
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	53	64	75	87
预收账款	0	0	0	0
合同负债	6	7	9	10
应付职工薪酬	13	16	18	21
应交税费	19	23	27	31
其他流动负债	4	4	4	4
流动负债合计	95	114	132	153
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	2	1	1	1
负债合计	98	116	134	155
归属于母公司的所有者权益	1921	2118	2364	2667
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1921	2118	2364	2667
负债及股东权益	2019	2234	2498	2822

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	253	288	372	461
投资	-1301	-10	-5	-5
资本性支出	-14	-4	-6	-6
其他	5	1	1	2
投资活动现金流净额	-1310	-13	-10	-9
债权融资	0	-2	0	0
股权融资	995	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	0	-100	-120	-150
其他	-23	0	0	0
筹资活动现金流净额	973	-101	-120	-150
现金净流量	-84	173	243	302

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场