

2024年08月21日

润本股份 (603193.SH)

——驱蚊&婴童赛道优质国货 多维实力共筑品牌护城河

投资要点:

- 公司定位国内知名婴童护理及驱蚊日化公司。润本品牌创立于2006年，主要从事驱蚊和个护产品的研发、生产和销售，19-23年营收/归母净利润 CAGR 分别为 38.7%/58.3%。公司敏锐抓住电商渠道高速发展机遇，发挥研产销一体化优势，当前布局驱蚊、婴童护理及精油三大核心领域，2020-2022年产品总SKU数分别为759/1083/1331个，驱蚊/婴童护理/精油SKU的CAGR分别为50%/37%/23%，公司对产品配方、原料及包装等各维度持续迭代升级，产品矩阵持续精细化扩充，满足消费端多元化需求。
- 品牌：安全温和为产品主基调，定位高质低价锚定大众价格带。“润本”品牌形象及产品设计高度契合婴童市场消费痛点，以安全温和作为品牌主基调，在竞争激烈的驱蚊市场中凸显品牌差异化，成功攻占消费者心智。同时，产品定价卡位中低价格带，价格优势显著。公司产品秉持“好用不贵”的品牌理念，在具备安全高效的基础上保持极致性价比，根据美业颜究院，2022年润本在淘系渠道婴童护理赛道销量稳居第一，持续以高质低价的产品全面触达各线城市消费者。与同业比较，根据天猫官旗，驱蚊产品方面，润本电热蚊香液售价0.13元/g，在可比公司产品价格带中位居中低水平；婴童护理产品方面，润本婴童身体乳（0.10元/ml）及儿童防晒霜（0.67元/ml）单售价均比比公司同系列产品低。
- 渠道：线上渠道加速发力，全渠道布局拓展增量空间。线下渠道方面，公司主要以非平台经销商为纽带增加与各类型线下实体店的合作，加强品宣力度。公司非平台经销商已覆盖全国30余个省（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，此外，公司已逐步推出官方经销商线上订货平台，在降低沟通成本的同时大幅提高经销商的订单下单效率；线上渠道方面，把握社媒流量红利占据主流线上流量入口，提升品牌声量。“润本”品牌通过持续加大天猫直通车、京东京准通等平台推广工具的投入，结合小红书种草、直播、短视频等多方营销推广，高效实现产品对各类消费群体的深度触达。从市占率来看，根据灼识咨询，2022年，公司驱蚊产品在线上渠道的市占率约19.9%、婴童护理产品在线上渠道的市占率约4.2%；和同业对比来看，在驱蚊和婴童护理两大领域，润本品牌在主流电商渠道（淘天、京东及抖音）的粉丝量均位居同业前列。
- 产研：产研销一体化，迅速响应市场需求。生产方面，公司目前已建成广州、义乌两大生产基地，根据公司招股说明书，2020-2022年公司自产比率分别达70%/68%/75%，公司自有供应链具备高弹性及强灵活度，同时依托线上渠道快速获取消费者个性化需求进行产品升级迭代，依托C2M模式实现用户需求与生产供应的高效信息交互，及时动态调整资源投入及生产计划，在提高市场响应速度及生产效率的同时实现用户需求驱动产品供给；研发方面，公司将研发创新能力作为核心战略，持续贯彻研产销一体化的发展理念，持续加强产业链研发资源整合，并完善从原料端至成品端关键环节的研发布局，涵盖基础研究、配方开发及产品功效评估等，此外，多项自研核心技术进入批量生产阶段，核心领域在研项目储备丰富。
- 盈利预测与估值：预计公司2024-2026年实现营业收入13.5/17.0/21.0亿元，同比增速分别为30%/26%/23%，实现归母净利润3.0/3.8/4.7亿元，同比增速分别为33%/26%/24%，我们选取拥有婴童品牌的上美股份和拥有驱蚊品牌的上海家化作为可比公司，根据Wind，2024年行业可比公司一致预期平均PE为20倍，考虑公司深耕细分赛道十余年，已成功打造优质的国货品牌形象，凭借“大品牌、小品类”的经营战略及极致性价比在细分赛道中竞争优势显著，未来通过持续精细化拓宽品牌矩阵，公司有望维持高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧风险；品牌声誉受损的风险；新品孵化风险。

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	856.09	1032.95	1345.71	1696.51	2095.07
同比增长率（%）	47.06	20.66	30.28	26.07	23.49
归母净利润（百万元）	160.04	226.03	301.22	380.57	472.67
同比增长率（%）	32.66	41.23	33.27	26.34	24.20
每股收益（元/股）	0.40	0.56	0.74	0.94	1.17
毛利率（%）	54.19	56.35	57.49	57.90	58.33
ROE（%）	22.15	11.76	13.55	14.62	15.37
市盈率	44.49	31.50	23.64	18.71	15.07

证券分析师

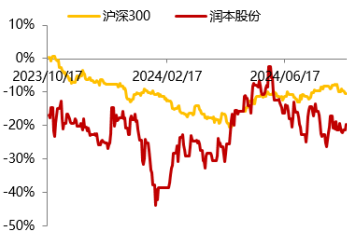
丁一
S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

研究支持

联系人

丁一
S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024年8月19日

收盘价(元)	17.60
一年内最高/最低(元)	26.68/11.92
总市值(亿元)	71.21
基础数据: 2024年6月30日	
总股本(亿股)	4.05
总资产(亿元)	22.34
净资产(亿元)	20.33
每股净资产(元)	5.02
市净率PB	3.80

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 13.5/17.0/21.0 亿元，同比增速分别为 30%/26%/23%，实现归母净利润 3.0/3.8/4.7 亿元，同比增速分别为 33%/26%/24%，当前股价对应 PE 分别为 24/19/15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

收入端：婴童护理系列方面，公司以“大品牌、小品类”战略持续发力婴童护理领域，自 2020 年以来线上成功推出皴裂膏、润唇膏、润本叮叮舒缓棒、防皴霜等热销产品，2021 年至今，婴童护理系列产品实现量价齐升，2022 年婴童业务营收贡献首次超过驱蚊业务，且公司不断拓展完善婴童护理系列产品品类，婴童护理业务未来仍存在较大成长空间，预计 2024-2026 年婴童护理营业收入分别同比增长 42%/35%/30%；**驱蚊系列方面**，公司聚焦新一代驱蚊产品，在驱蚊市场份额位于头部，已成功塑造较为成熟的品牌心智，此外，公司在维持线上较高增速的同时，未来计划开拓线下渠道，驱蚊业务未来有望维持稳健发展态势，预计 2024-2026 年驱蚊业务营业收入分别同比增长 26%/20%/18%；**精油系列方面**，精油业务营收贡献稳定，中短期处稳步成长阶段，预计 2024-2026 年精油业务营业收入分别同比增长 5%/5%/5%。

利润端：毛利率方面，随着高毛利的婴童护理产品叠加高毛利的户外驱蚊产品营收贡献提升，综合毛利率呈稳步向上态势，**期间费用率方面**，考虑润本为电商驱蚊领域的头部品牌，品牌优势较为突出，叠加由于所处行业赛道竞争程度不及化妆品，引流成本低于化妆品赛道，因此销售费用率整体可控，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 26.1%/26.2%/26.3%；公司坚持“研产销一体化”模式，持续加大研发投入不断推陈出新，预计 2024-2026 年研发费用率分别为 2.6%/2.7%/2.8%。

投资逻辑要点

公司深耕细分赛道十余年，已成功打造优质的国货品牌形象，凭借“大品牌、小品类”的经营战略及极致性价比在细分赛道中竞争优势显著，未来通过持续精细化拓宽品牌矩阵，公司有望维持高速增长。

核心风险提示

行业竞争加剧风险；品牌声誉受损的风险；新品孵化风险。

目录

1. 国内优质婴童护理/驱蚊国货品牌	6
1.1 核心管理团队经验丰富，赋能公司高质量发展	7
1.2 营收及归母净利润两端增势良好，盈利水平稳步提升	8
1.3 聚焦驱蚊+婴童护理+精油三大领域，精细化扩充产品矩阵	9
2. 品牌+渠道+产研多维发力，持续加深核心竞争力	11
2.1 品牌：安全温和为产品主基调，定位高质低价锚定大众价格带	11
2.2 渠道：线上渠道加速发力，全渠道布局拓展增量空间	13
2.3 产研：产研销一体化，迅速响应市场需求	16
3. 收入拆分及盈利预测	19
4. 风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程梳理	7
图 2：2019-2024H1 公司营收及增长情况（亿元）	8
图 3：2019-2024H1 公司归母净利润及增长情况（亿元）	8
图 4：2019-2024H1 公司毛利率及净利率情况	9
图 5：2019-2024H1 公司费用率情况	9
图 6：公司产品矩阵	9
图 7：公司 2020-2024H1 以产品口径拆分公司主营业务收入（亿元）	11
图 8：公司 2020-2023 年各产品平均单价及变动情况（元/瓶、元/盒、元/包） ..	11
图 9：润本品牌形象	12
图 10：2021 年中国母婴消费者购买商品时看重因素	12
图 11：2022 年淘系婴童护理品牌销量及价格对比	12
图 12：2020-2023 年按渠道拆分收入情况（亿元）	14
图 13：2020-2023 年按渠道拆分毛利率情况	14
图 14：驱蚊业务润本与同业在主流线上渠道官旗粉丝数对比（万人）	15
图 15：婴童护理业务润本与同业在主流线上渠道官旗粉丝数对比（万人）	15
图 16：公司坚持自研自产	16
图 17：2020-2022 年公司各产品线产能利用率情况	16
图 18：2020-2022 年公司各产品线自产比率情况	16
图 19：C2M 模式与传统模式、电商模式的对比	17
图 20：2020-2024H1 公司研发费用及同比情况	18
图 21：2020-2024Q1 公司研发费用率与同业比较	18
表 1：公司管理层情况	7
表 2：公司 2020-2024H1 各系列主要上新产品	10
表 3：公司与同业竞品单位售价比较	12
表 4：公司拓展线下渠道的主要举措及效果情况	14

表 5: 公司在各大电商平台的市场占有率及排名情况	15
表 6: 公司核心技术及具体情况梳理	18
表 7: 公司在研项目梳理情况	19
表 8: 公司收入拆分及预测 (百万元)	20
表 9: 公司盈利预测 (百万元)	21
表 10: 可比公司估值情况	21

1. 国内优质婴童护理/驱蚊国货品牌

定位国内知名婴童护理及驱蚊日化公司。润本品牌前身为子公司鑫翔贸易，其成立于2006年。公司主营系驱蚊类、个人护理类产品的研发、生产及销售，当前拥有驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列。基于驱蚊及个人护理行业激烈竞争的背景下，公司以润本品牌为基础，2010年敏锐抓住电商渠道高速发展机遇，发挥“大品牌、小品类”的研产销一体化战略优势，线上渠道表现亮眼，在两大领域均占较高市场份额。根据公司公告，“润本”品牌在天猫平台获2024年“天猫618母婴洗护用品第一”、在京东平台获“京东618母婴洗护用品第一”及在拼多多平台获2024年“拼多多618母婴洗护用品第一”。

公司发展可分为三个阶段：

1) 初创阶段 (2006-2012年)：品牌初创，奠定品牌基础。2006年创始人赵贵钦夫妇创立广州市鑫翔贸易有限公司，同年推出“润本”品牌，主推驱蚊及婴童护理类产品的线下经销渠道。2010年，公司敏锐抓住电子商务发展契机，在天猫开设首个线上直营店铺，逐步切入线上，彼时公司主要销售品类包括驱蚊类及婴童护理类产品；

2) 战略布局阶段 (2013-2018年)：构筑“研产销一体化”模式，积累品牌口碑。公司购入广州黄埔生产基地，坚持“研产销”一体化战略，同时加大研发投入并获得国家高新技术企业认定。此外，公司积极开拓线上渠道，逐步形成以线上渠道为主、线下渠道为辅的销售模式；

3) 高速成长阶段 (2019年至今)：持续扩充产品矩阵，提升品牌美誉度。2020年公司调整经营策略，持续业务领域，以驱蚊系列、婴童护理系列及精油系列产品为主线，持续升级产品品质、包装设计及其规格型号，满足消费者细分需求，此外公司与国际知名原料厂商德之馨 Symrise 签定长期战略合作。2022年，公司于浙江义乌新建生产基地，提升生产自动化及供应链智能化的扩充产能，加快华东市场的响应速度。2023年公司于上海证券交易所主板上市。

图 1：公司发展历程梳理


资料来源：公司微信公众号，华源证券研究

1.1 核心管理团队经验丰富，赋能公司高质量发展

核心管理团队从业经验丰富，推动公司持续高质量发展。公司实控人赵贵钦先生与鲍松娟女士深耕日化十余年，商贸零售从业经验丰富，对行业具备敏锐的洞察力，董事林子伟自 2015 年开始任职于电商部门，线上渠道运营经验丰富。整体来看，公司核心管理团队专业性高且稳定性强，为公司长期发展奠定稳定基石。

表 1：公司管理层情况

姓名	职务	履历
赵贵钦	董事长、总经理	1995 年至 2005 年，从事个体经营；2006 年 9 月至今，担任广州市鑫翔贸易有限公司执行董事、总经理；2013 年 4 月至 2019 年 6 月，历任广东润峰经理、执行董事兼经理；2013 年 12 月至 2017 年 8 月，任广州润峰经理；2017 年 8 月至 2020 年 11 月，任广州润峰执行董事兼经理；2020 年 11 月至今，担任公司董事长、总经理。
鲍松娟	副董事长、副总经理	1990 年至 2005 年，从事个体经营；2006 年 8 月至 2017 年 1 月，任广州市中启贸易有限公司执行董事兼总经理；2013 年 4 月至 2019 年 6 月，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，担任公司董事、副总经理，2023 年 12 月至今担任公司副董事长、副总经理。
吴伟斌	财务总监、董事会秘书	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月担任公司财务总监，2022年3月至今担任公司财务总监兼董事会秘书。

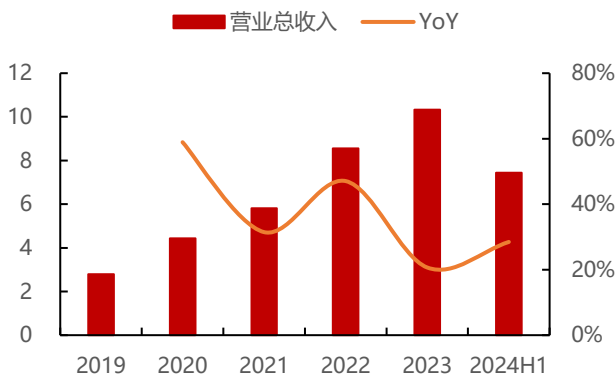
林子伟 董事、销售中心 2015年2月至今，担任广州小为电子商务有限公司董事、总经理；2018年11月至2023年10月，担任电商销售
总经理 中心副总监；2023年10月至今，担任销售中心总经理；2020年11月至今，担任公司董事。

资料来源：公司年报，华源证券研究

1.2 营收及归母净利润两端增势良好，盈利水平稳步提升

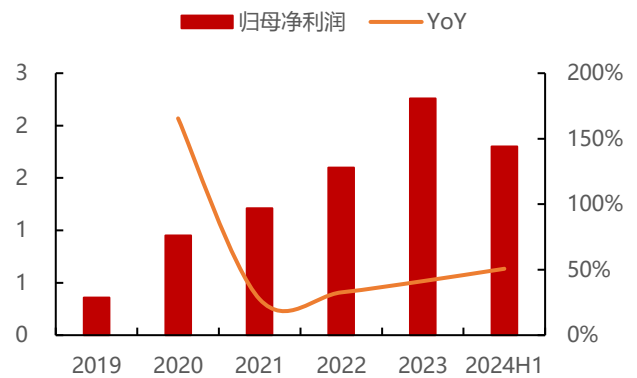
营收及归母净利润两端增势良好。公司营收由2019年的2.79亿元增长至2023年的10.33亿元，19-23年CAGR达38.7%，归母净利润由2019年的0.36亿元增长至2023年的2.26亿元，19-23年CAGR达58.3%。根据公司公告，24H1实现归母净利润1.80亿元，同比增长50.7%，净利润大幅增长主因一方面系线上直销平台抖音渠道实现较快增长，另一方面系公司不断提升运营管理效率，控本增效效果显著。

图 2：2019-2024H1 公司营收及增长情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华源证券研究

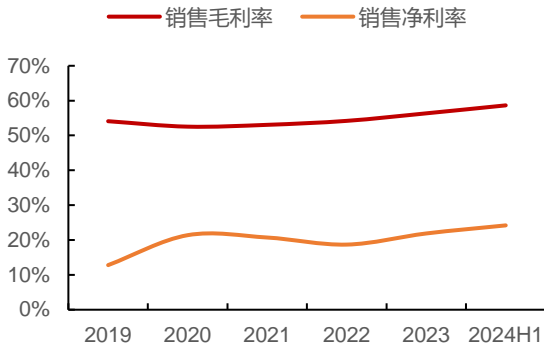
图 3：2019-2024H1 公司归母净利润及增长情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华源证券研究

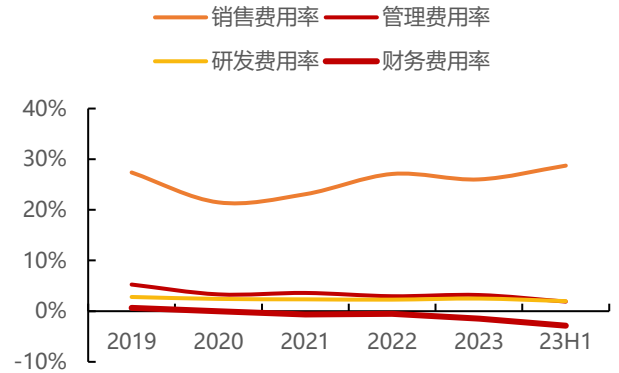
盈利水平稳步提升，期间费用率管控良好。2024H1公司综合毛利率为58.6%，同比+3.1pct。公司2019-2024H1综合毛利率均维持在52%以上，其中2020年毛利率小幅下降主因系自该年起根据新收入准则致使原计入成本的物流费及包装费归集会计科目发生变化，自2020年后公司综合毛利率逐年稳步增长，主因系毛利率较高的线上直销渠道营收占比不断提升叠加“研产销”一体化战略模式具备显著成本优势。公司期间费用管控良好，期间费用率由2019年的36.1%下降至2024H1的29.7%，净利率由2019年的12.8%提升至2024H1的24.2%，主因系毛利率提升叠加期间费用率下滑。

图 4：2019-2024H1 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华源证券研究

图 5：2019-2024H1 公司费用率情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华源证券研究

1.3 聚焦驱蚊+婴童护理+精油三大领域，精细化扩充产品矩阵

产品矩阵持续精细化扩充，已全面覆盖家居个人生活领域。公司从驱蚊品类切入，并通过洞察消费者需求，逐步拓展婴童护理和精油市场，目前，公司布局驱蚊、婴童护理及精油三大核心领域，2020-2022 年产品总 SKU 数分别为 759/1083/1331 个，驱蚊/婴童护理/精油 SKU 的 CAGR 分别为 50%/37%/23%，公司紧抓细分市场的需求，对产品配方、原料及包装等各维度持续迭代升级，可满足消费端多元化需求。此外，公司热销单品数量持续上升，热销产品矩阵逐年拓展，2022 年公司年销售额 500 万/700 万/1000 万以上的单品数量分别为 43/33/22 个，较 2020 年分别增加 25/19/10 个。

图 6：公司产品矩阵



资料来源：公司微信公众号，华源证券研究

表 2：公司 2020-2024H1 各系列主要上新产品

时间	产品类别	主要新增产品
2020	驱蚊系列	多功能电蚊拍、驱蚊酯驱蚊液
	婴童护理系列	皴裂膏、护唇膏、卫生湿巾、洗发沐浴露、润本叮叮舒缓棒
	精油系列	植物精油香圈
2021	驱蚊系列	电热蚊香液蓝牙智能加热器
	婴童护理系列	润唇膏、清凉喷雾、羽绒服清洁湿巾
	精油系列	香茅香薰盒、精油手环（闪光型）
	其他类	抑菌喷雾、内衣洗衣液
2022	驱蚊系列	加热器（型号：RUNBEN-4）、避蚊胺驱蚊液、羟哌酯驱蚊液
	婴童护理系列	儿童洁面泡泡、清透防晒霜
	精油系列	薄荷清凉棒、啪啪手环、舒舒贴
	其他类	柠檬酸除垢剂、抗静电香氛喷雾
2023	驱蚊系列	驱蚊喷雾-避蚊胺 10%（白桃乌龙）
	婴童护理系列	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
	其他类	积雪草冰沙霜
2024	驱蚊系列	定时功能加热器电热蚊香液、驱蚊喷雾-避蚊胺 9%（栀栀夏梦）
	婴童护理系列	润本积雪草冰沙露、积雪草沐浴露、积雪草冰川喷雾、积雪草冰冰露、儿童防晒、婴童游泳去氯洗发水沐浴露
	其他类	儿童防晒

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华源证券研究

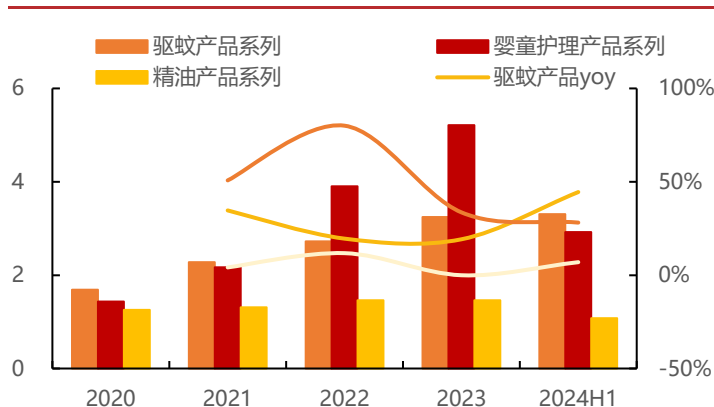
驱蚊系列产品构成收入基本盘，婴童护理系列为近年发力重点。具体来看：

1) 驱蚊业务为收入基本盘。公司聚焦新一代驱蚊产品，主打“婴童友好”品牌概念抢占消费者心智，在驱蚊行业的整体市占率位居前列，根据生意参谋，2019年4月至2024年1月，润本在淘天渠道驱蚊类目销量位列第一。2020-2023年驱蚊业务占总营收比重维持30%以上，CAGR达24.3%，2024H1驱蚊业务营收3.3亿元，同比增长44.5%；

2) 婴童护理业务近年为公司发力重点。基于驱蚊业务塑造的安全国货品牌形象，公司拓展婴童护理业务并迅速发展为第一大业务，2020-2023年婴童护理业务收入CAGR达53.6%，同期婴童护理系列产品量价齐升，2021-2023年婴童护理系列产品销量分别增长29.1%/74.9%/31.6%，销量持续增长主因系公司持续扩充婴童护理系列产品品类，推出润唇膏、皴裂膏、防皴霜、润本叮叮舒缓棒等热销产品，此外，2021-2023年婴童护理系列产品单价分别增长16.7%/3.0%/13.6%，平均单价上升主因系线上直销平台销售占比上升叠加销售单价较高的走珠冰露、润本叮叮舒缓棒及皴裂膏销售占比上升。

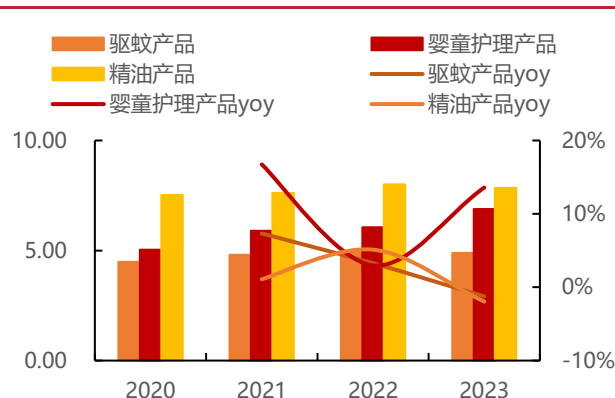
3) 精油业务体量维稳。精油系列2020-2024H1产品结构较为稳定，包括精油贴、精油香圈、香茅香薰盒等。2024H1精油业务营收1.1亿元，同比小幅增长6.9%，占总营收比重为14.5%。

图 7: 公司 2020-2024H1 以产品口径拆分公司主营业务收入 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华源证券研究

图 8: 公司 2020-2023 年各产品平均单价及变动情况(元/瓶、元/盒、元/包)



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华源证券研究

2. 品牌+渠道+产研多维发力，持续加深核心竞争力

2.1 品牌：安全温和为产品主基调，定位高质低价锚定大众价格带

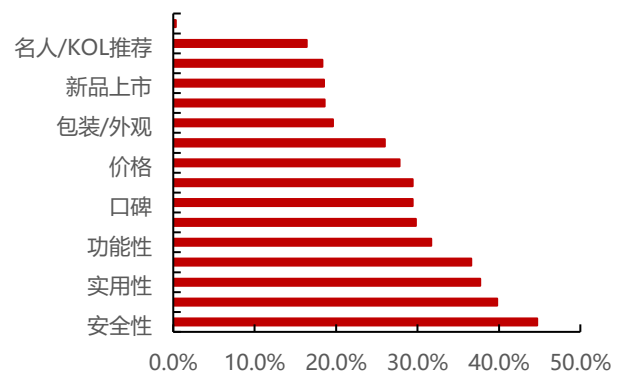
定位婴幼儿本草国货，打造安全高效的优质品牌形象。公司当前仅拥有一个品牌“润本”，**品牌名称方面**，“润”字取自唐代杜甫诗句“随风潜入夜，润物细无声”，寓意润泽、润育之义，强调品牌调性为轻柔、细微呵护，“本”字涵盖两层含义，一方面指本草之义，表明品牌专注使用天然植物成分，另一方面指本源、起始，喻意人生本初，即婴幼儿阶段，强调品牌主攻婴童护理的产品开发；**设计方面**，品牌形象取年画娃娃手执一株本草，彰显品牌质朴亲切之感。根据艾瑞咨询，2021 年中国母婴消费者在购买母婴商品时更看重的因素为安全性（44.7%）及品质（39.8%），而国货品牌润本的品牌形象及产品设计高度契合婴童市场消费痛点，以安全温和作为品牌主基调，在竞争激烈的驱蚊市场中凸显品牌差异化，成功攻占消费者心智。

图 9：润本品牌形象



资料来源：公司官网，华源证券研究

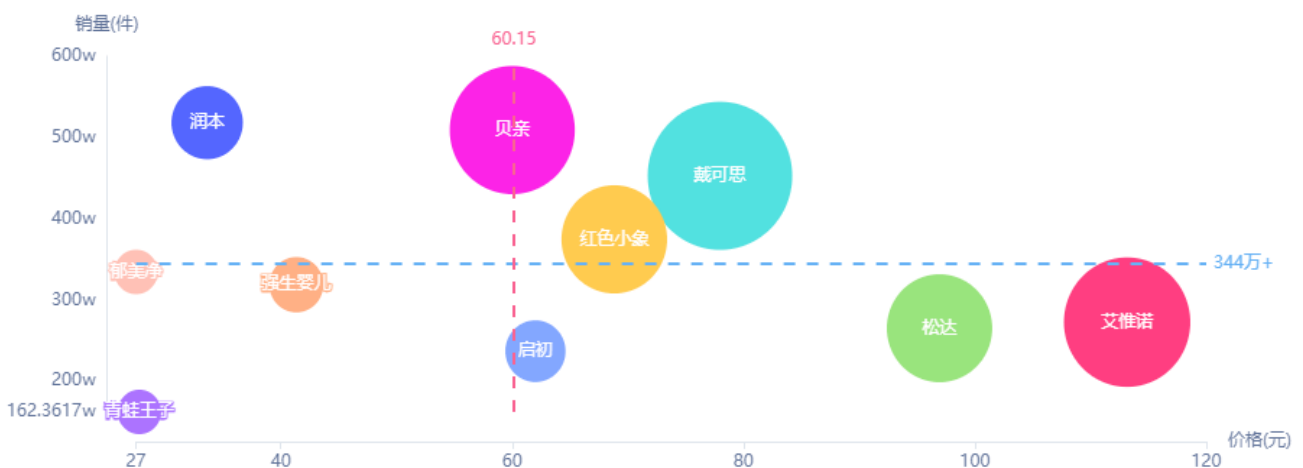
图 10：2021 年中国母婴消费者购买商品时看重因素



资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究

产品定价卡位中低价格带，价格优势显著。公司产品秉持“好用不贵”的品牌理念，在具备安全高效的基础上保持极致性价比，根据美业颜究院，2022年润本在淘系渠道婴童护理赛道销量稳居第一，持续以高质低价的产品全面触达各线城市消费者。具体而言，根据天猫官旗，驱蚊产品方面，润本电热蚊香液售价 0.13 元/g，在可比公司产品价格带中位居中低水平；婴童护理产品方面，润本婴童身体乳（0.10 元/ml）及儿童防晒霜（0.67 元/ml）单售价均比可比公司同系列产品低。

图 11：2022 年淘系婴童护理品牌销量及价格对比



资料来源：美业颜究院，华源证券研究

表 3：公司与同业竞品单位售价比较

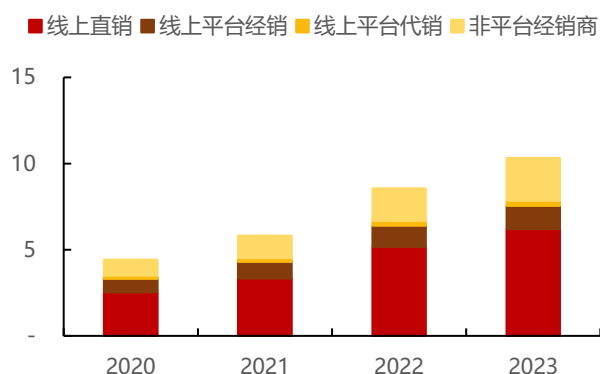
品类	公司	品牌	产品	单位售价(元/ml、元/g)
驱蚊	润本股份	润本	润本电热蚊液	0.131

		润本驱蚊喷雾婴儿宝宝户外专用	0.148
上海家化	六神	六神玻璃瓶花露水系列	0.131
		六神喷雾花露水系列	0.148
朝云集团	超威	超威电热蚊液	0.087
		超威驱蚊喷雾	0.125
彩虹集团	彩虹	彩虹乖乖定时电热蚊香液	0.145
		彩虹驱蚊喷雾婴儿宝宝户外专用	0.665
中山榄菊	榄菊	榄菊电热蚊液	0.149
		榄菊驱蚊喷雾	0.463
		润本桃子水爽身水	0.108
润本股份	润本	润本儿童身体乳	0.098
		润本儿童防晒霜	0.668
上海家化	启初	启初儿童物理防晒霜	0.705
		启初胚米 3.0 婴儿水润保湿面霜	0.735
婴童	上美股份	红色小象婴儿多效霜	1.180
		红色小象儿童防晒霜	1.114
薇诺娜	薇诺娜	薇诺娜宝贝婴儿舒润霜	1.380
		薇诺娜宝贝儿童防晒霜	4.160
天津郁美净	郁美净	郁美净儿童霜袋装	0.120
		郁美净儿童舒柔保湿霜	0.399

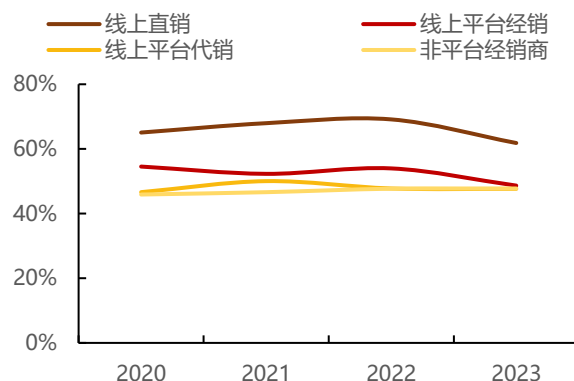
资料来源：天猫，华源证券研究（注：数据统计截至 2024 年 8 月 20 日）

2.2 渠道：线上渠道加速发力，全渠道布局拓展增量空间

构建以“线上为主+线下为辅”的销售模式。公司勠力耕耘线上渠道，并积极拓展线下渠道。从营收来看，2020-2023 年，线上渠道（线上直销、线上平台经销及线上平台代销）贡献营收占比均超过 75%；从毛利率来看，各销售渠道毛利率呈稳中有升态势，其中线上直销渠道毛利率最高，2020-2023 年线上直销模式毛利率分别为 65.1%/68.0%/69.1%/61.8%，呈稳步抬升态势，主要系两方面原因：1) 公司 2020 年中开始拓展抖音渠道，在抖音上销售的商品中毛利率较高的婴童护理系列产品占比较大，因此抖音渠道整体毛利率较高，抖音平台营收持续增长则拉升线上直销渠道的整体毛利率；2) 直销模式下拥有零售端的自主定价权，而非直销渠道下消费者引流及销售推广的工作主要由平台或经销商完成且需维持一定利润空间，因此产品供货价较低致使非直销渠道毛利率较低。

图 12：2020-2023 年按渠道拆分收入情况（亿元）


资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

图 13：2020-2023 年按渠道拆分毛利率情况


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

➤ 线下渠道

主要以非平台经销商为纽带增加与各类型线下实体店的合作，加强品宣力度。公司非平台经销商已覆盖全国 30 余个省（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，其中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、屈臣氏等 KA 渠道及 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，在降低沟通成本的同时大幅提高经销商的订单下单效率。

表 4：公司拓展线下渠道的主要举措及效果情况

步骤	实施内容	举措效果
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，为保证渠道质量，公司将进一步完善有进有出、优胜劣汰的分级动态经销商渠道管理制度	充分发挥资源共享优势，深挖终端市场潜力，扩大公司产品的品牌影响力和市场覆盖面，同时确保公司线下渠道体系的活力和良性发展
建设经销商渠道数字化管理平台	建设完善的经销商渠道管理系统，搭建网络化、数字化的渠道管理平台，功能涵盖经销商采购下单、物流验收、进销存管理、信用政策管理等模块	使公司对下游经销商渠道的管理更加高效、便捷和精准，从而降低渠道管理成本
打造专业化线下渠道运营团队	通过人员招聘、内部培训和外部同行业交流等方式持续打造专业化线下渠道运营团队；通过与各地经销商加强沟通交流，及时获取线下零售终端对于细分品类、客群结构等方面的反馈信息，通过及时推出适合线下渠道的新品或产品套装，优化供应品类	发挥“研产销一体化”的优势，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：公司招股说明书，华源证券研究

➤ 线上渠道

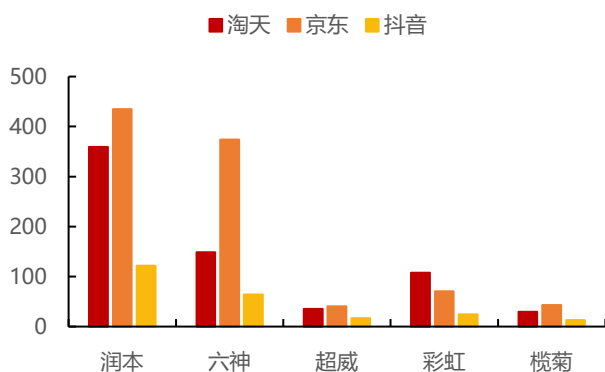
把握社媒流量红利占据主流线上流量入口，提升品牌声量。“润本”品牌已完成包括天猫、京东、拼多多等主流电商平台布局，并拓展至抖音、小红书、唯品会等渠道，通过持续加大天猫直通车、京东京准通等平台推广工具的投入，结合小红书种草、直播、短视频等多方营销推广，高效实现产品对各类消费群体的深度触达。**从市占率来看**，根据灼识咨询，2022年，公司驱蚊产品在线上渠道的市占率约19.9%、婴童护理产品在线上渠道的市占率约4.2%；截至2022年底，公司“润本”品牌蚊香液在天猫平台市场占有率连续三年排名第一。在京东平台，根据京东官方统计数据，2020-2022年，“润本”京东自营官方旗舰店销售额在京东“618”活动月中连续三年名列母婴用品之洗护用品品牌前二。**和同业对比来看**，在驱蚊和婴童护理两大领域，润本品牌在主流电商渠道（淘天、京东及抖音）的粉丝量均位居同业前列。

表 5：公司在各大电商平台的市场占有率及排名情况

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

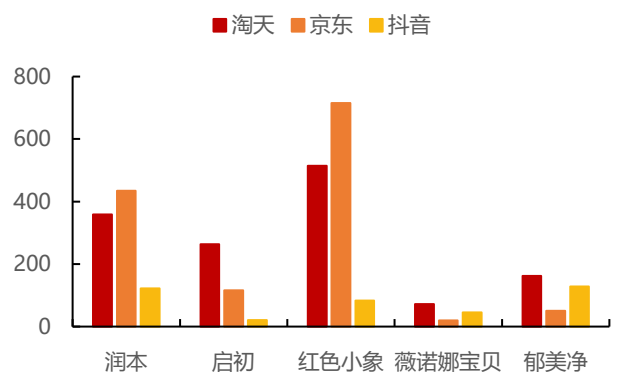
资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

图 14：驱蚊业务润本与同业在主流线上渠道官旗粉丝数对比（万人）



资料来源：淘天，京东，抖音，华源证券研究（数据统计截至 2024 年 8 月 20 日）

图 15：婴童护理业务润本与同业在主流线上渠道官旗粉丝数对比（万人）



资料来源：淘天，京东，抖音，华源证券研究（数据统计截至 2024 年 8 月 20 日）

2.3 产研：产研销一体化，迅速响应市场需求

生产模式稳定，高自产率严控产品质量。公司持续扩充产能，持续提升生产自动化与供应链智能化程度，目前已建成广州、义乌两大生产基地，建筑面积总计约 10.5 万平方米，根据公司年报，2020-2022 年公司产能利用率分别达 95%/96%/82%，同期自产比率分别达 70%/68%/75%，强大的自有供应链为公司严格把控质量控制、生产进度及产品检测等关键环节奠定了坚实基础。

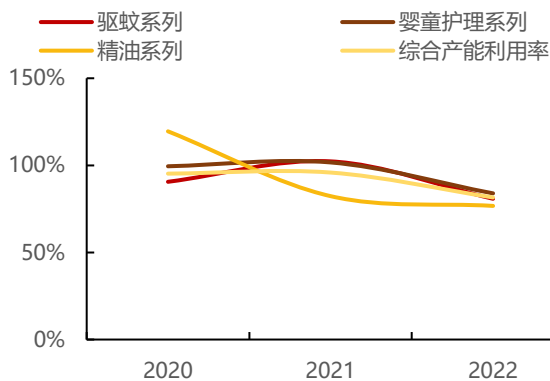
图 16：公司坚持自研自产

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



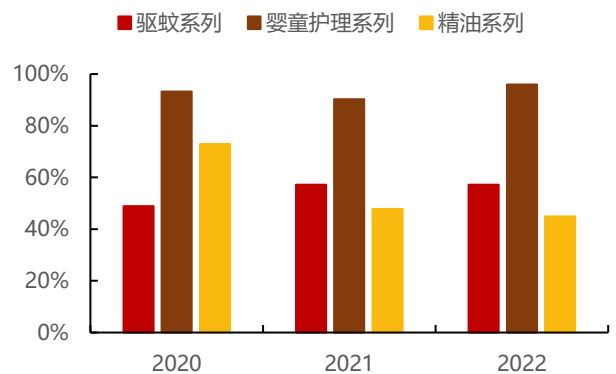
资料来源：公司官网，华源证券研究

图 17：2020-2022 年公司各产品线产能利用率情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

图 18：2020-2022 年公司各产品线自产比率情况



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

公司依托 C2M 模式实现用户需求驱动产品供给。公司自有供应链具备高弹性及强灵活性，同时依托线上渠道快速获取消费者个性化需求进行产品升级迭代，依托 C2M 模式实现用户需求与生产供应的高效信息交互，及时动态调整资源投入及生产计划，在提高市场响应速度及生产效率的同时实现用户需求驱动产品供给。我们认为，相较于市场较常见的

OEM 及 ODM 代工模式或常面临生产周期较长制约反应速度等问题，公司的 C2M 模式成功构建从洞察消费者需求到产品升级落地的柔性供应链路，及时把握市场新兴趋势。

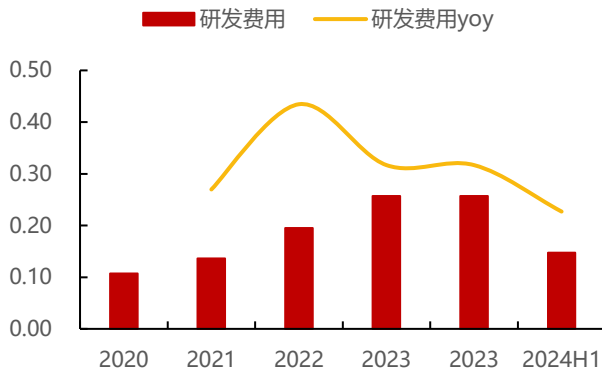
图 19：C2M 模式与传统模式、电商模式的对比



资料来源：德勤中国《新零售下的新物流：以消费者为中心实现数字化跨越》，华源证券研究

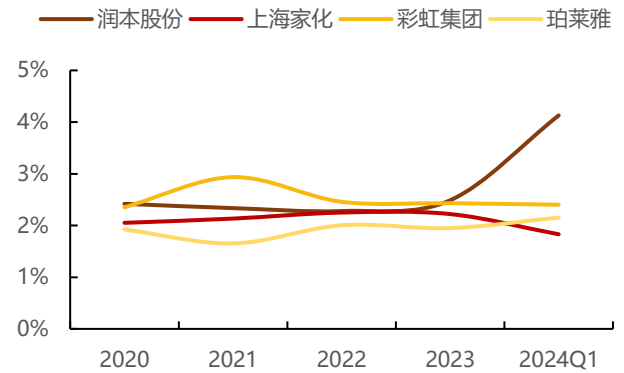
以消费者为导向强化研发能力，持续赋能产品创新。公司将研发创新能力作为核心战略，持续贯彻研产销一体化的发展理念，持续加强产业链研发资源整合，并完善从原料端至成品端关键环节的研发布局，涵盖基础研究、配方开发及产品功效评估等。**具体来看，研发费用方面**，2024H1 公司研发费用为 0.15 亿元，研发费用率为 2.0%，研发费用率在同业中维持较高水平；**研发团队方面**，公司研发团队具备多元专业背景，成员背景覆盖了生物工程、精细化工、药理学等专业学科。截至 2023 年底，公司研发人员占比达 13.5%；**专利方面**：2024 上半年公司新申请专利 14 项，新获得 3 项专利。截至 2024 年 6 月底，公司拥有国家授权发明专利 11 项、实用新型专利 11 项、外观设计专利 63 项，合计拥有专利 85 项；**标准发布方面**：2024 上半年公司作为起草人发布 1 项团体标准。截至 2024 年 6 月底，公司累计主导或参与制定团体标准 6 项。

图 20：2020-2024H1 公司研发费用及同比情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华源证券研究

图 21：2020-2024Q1 公司研发费用率与同业比较



资料来源：wind，华源证券研究

多项自研核心技术进入批量生产阶段，核心领域在研项目储备丰富。截至 2022 年底，公司 6 项核心技术进入批量生产的产业化阶段，包括蚊香液智能加热器技术、驱蚊酯在水基型驱蚊产品中的应用技术、舒缓功效组合物的应用技术、保湿护肤组合物的应用技术、一种婴儿液体痱子粉的制备技术及其应用技术、低敏柔软的杀菌湿巾的应用技术。此外，公司在驱蚊与婴童护理两大核心领域储备多项在研项目，其中驱蚊领域研发重点围绕原料的安全性及持效时间，婴童驱蚊领域研发重点则在于产品的温和及舒缓刺激性。截至 2022 年底，含有驱蚊酯的驱蚊凝胶配方已经基本完成，采用凝胶体系驱蚊酯，契合消费者对驱蚊方式多样化的需求，在研项目有序推进有望提升公司在驱蚊及婴童护理赛道的核心竞争力。

表 6：公司核心技术及具体情况梳理

核心技术	技术具体内容	所处阶段
蚊香液智能加热器技术	该技术基于加热器内的蓝牙芯片，可通过手机小程序的设定，实现加热器自动加热。该技术提供个性、普通两种模式。在个性模式下，主要通过控温实现药液间歇性挥发，达到温和驱蚊效果；在普通模式下，可通过设定时间持续加热驱蚊液，达到高效驱蚊的效果。此外，该加热器采用防火材料和 PCT 陶瓷发热元件，可有效降低安全事故发生率。	批量生产的产业化阶段
驱蚊酯在水基型驱蚊产品中的应用技术	由于驱蚊酯在水中较难溶解，目前市面上普遍采用酒精促使其溶解，但酒精存在挥发性高、渗透性强、刺激性大的属性，持续使用容易导致皮肤干燥。本技术通过使用其他天然替代物代替酒精提升驱蚊酯的溶解性，并添加舒缓和保湿的活性成分，敏感肌人群也可适用。同时，无酒精配方也可降低驱蚊酯的挥发性，延长药效。	批量生产的产业化阶段
舒缓功效组合物的应用技术	该技术筛选化妆品原料目录中具有舒缓作用的活性物，通过组胺刺激实验评价其舒缓效果，并确定其用量和配比，将组合物应用在紫草舒缓膏、舒缓棒、舒缓走珠冰露等产品中，经第三方机构人体功效评价显示：在使用含有该活性物组合物的产品后，具有良好的舒缓效果。	批量生产的产业化阶段
保湿护肤组合物的应用技术	该技术复配甘油、透明质酸钠、甘油葡糖苷、矿脂等具有保湿作用的安全温和原料。将其应用在护肤膏霜中，既可以起到较好的吸湿保湿作用，同时减少水分挥发延长保湿时间。	批量生产的产业化阶段
婴儿护臀产品的植物组合物及其制备技术	该技术通过筛选具有舒缓作用的油溶性原料，并将其应用于婴儿的臀部护理产品，能有效退红，抗水成膜，有助维护施用部位正常健康的肌肤状态。	基础研究阶段

一种婴儿液体痱子粉的制备技术及其应用技术	该技术通过采用液体粉的形式代替传统的痱子粉，降低人体吸入的风险；并通过添加多种植物提取物如金银花、野菊花等，有助于舒缓痱子肌肤的刺激状态。	批量生产的产业化阶段
低敏柔软的杀菌湿巾的应用技术	该技术通过筛选多种植物杀菌剂，复配化学杀菌剂苯扎氯胺，配备成湿巾药液。与市面上普遍采用化学杀菌剂的湿巾相比，该技术使用植物杀菌剂可有效降低化学杀菌剂的用量，减少刺激性；同时，该技术所选用的茶树精油、芦荟提取物有保湿和舒缓的作用，能滋润皮肤。此外，该湿巾布采用水刺无纺工艺，具有亲肤、柔软、透气、不掉絮、反复擦拭不起球，不易扯破的特点。	批量生产的产业化阶段

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

表 7：公司在研项目梳理情况

项目名称	所处阶段	拟达到目标
具有长效保湿的植物提取物的应用研究	开发阶段	筛选出可持续保湿 8 小时的植物提取物，并将其应用于现有的冬季保湿产品中
含有驱蚊酯的驱蚊凝胶	配方已经基本完成	制备安全性高、持久性好、肤感清爽不粘腻的驱蚊凝胶产品
儿童防晒产品	配方已经完成	产品通过儿童防晒特证
婴童洗护无泪配方的研究及应用	中试阶段	制备可以通过无泪测试的产品
功能型湿巾	大批量生产阶段	筛选出低泡沫的表面活性剂组合物，并制备温和不伤手的硬表面清洁湿巾以及织物表面清洁湿巾
婴童舒缓止痒产品的开发	开发阶段	能够应用于各种剂型的婴童舒缓止痒组合物，并形成专利
羟哌酯驱蚊产品的开发及应用	已经在申报农药登记证	制备出羟哌酯的驱蚊乳及驱蚊液并申报农药登记证
薄荷二醇驱蚊液的制备及其应用	开发阶段	申报农药登记证和驱蚊液产品上市
四氟苯菊酯气雾剂的制备及其应用	开发阶段	申报农药登记证和气雾剂产品上市
防皴裂组合物及其应用	开发阶段	防皴裂效果用植物组合物替代现有的尿素和羟乙基豚，并形成防皴裂植物组合物的专利

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

3. 收入拆分及盈利预测

关键假设：

收入端：

1) 婴童护理系列：公司以“大品牌、小品类”战略持续发力婴童护理领域，自 2020 年以来线上成功推出皴裂膏、润唇膏、润本叮叮舒缓棒、防皴霜等热销产品，2021 年至今，婴童护理系列产品实现量价齐升，2022 年婴童业务营收贡献首次超过驱蚊业务，且公司不断拓展完善婴童护理系列产品品类，婴童护理业务未来仍存在较大成长空间，预计 2024-2026 年婴童护理营业收入分别同比增长 42%/35%/30%；

2) 驱蚊系列：公司聚焦新一代驱蚊产品，在驱蚊市场份额位于头部，已成功塑造较为成熟的 brand 心智，此外，公司在维持线上较高增速的同时，未来计划开拓线下渠道，驱蚊业务未来有望维持稳健发展态势，预计 2024-2026 年驱蚊业务营业收入分别同比增长 26%/20%/18%；

3) 精油系列: 精油业务营收贡献稳定, 中短期处稳步成长阶段, 预计 2024-2026 年精油业务营业收入分别同比增长 5%/5%/5%。

利润端:

1) 毛利率: 随着高毛利的婴童护理产品叠加高毛利的户外驱蚊产品营收贡献提升, 综合毛利率呈稳步向上态势, 预计 2024-2026 年综合毛利率水平分别为 57.5%/57.9%/58.3%;

2) 期间费用率: 考虑润本为电商驱蚊领域的头部品牌, 品牌优势较为突出, 叠加由于所处行业赛道竞争程度不及化妆品, 引流成本较低, 因此销售费用率整体可控, 预计 2024-2026 年销售费用率分别为 26.1%/26.2%/26.3%; 公司坚持“研产销一体化”模式, 持续加大研发投入不断推陈出新, 预计公司未来持续加大研发投入, 预计 2024-2026 年研发费用率分别为 2.6%/2.7%/2.8%。

表 8: 公司收入拆分及预测 (百万元)

时间	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
婴童护理系列						
营业收入	216.7	390.1	521.2	740.2	999.2	1299.0
yoy	50.8%	80.0%	33.6%	42.0%	35.0%	30.0%
毛利率	59.9%	62.8%	58.3%	59.4%	59.8%	60.2%
驱蚊系列						
营业收入	227.7	272.3	324.5	408.9	490.7	579.0
yoy	34.7%	19.5%	19.2%	26.0%	20.0%	18.0%
毛利率	56.7%	56.7%	50.3%	52.1%	52.4%	52.8%
精油系列						
营业收入	130.9	146.3	146.3	153.6	161.3	169.3
yoy	4.1%	11.8%	-0.05%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	65.6%	67.3%	62.7%	63.1%	63.4%	63.7%
其他						
营业收入	6.6	47.0	40.2	42.3	44.4	46.6
yoy	60.5%	615.5%	-14.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	57.2%	61.6%	55.8%	57.0%	57.0%	57.0%

资料来源: wind, 华源证券研究

盈利预测: 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 13.5/17.0/21.0 亿元, 同比增速分别为 30%/26%/23%, 实现归母净利润 3.0/3.8/4.7 亿元, 同比增速分别为 33%/26%/24%, 当前股价对应 PE 分别为 24/19/15 倍。

表 9：公司盈利预测（百万元）

时间	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	856.09	1032.95	1345.71	1696.51	2095.07
收入同比	47%	21%	30%	26%	23%
毛利	463.94	582.03	773.70	982.20	1222.14
毛利同比	50%	25%	33%	27%	24%
归母净利润	160.04	226.03	301.22	380.57	472.67
归母净利润同比	33%	41%	33%	26%	24%

资料来源：wind，公司年报，华源证券研究

公司作为婴童护理及驱蚊赛道领先企业，我们选取拥有婴童品牌的上美股份和拥有驱蚊品牌的上海家化作为可比公司，根据 Wind，2024 年行业可比公司一致预期平均 PE 为 20 倍，考虑公司深耕细分赛道十余年，已成功打造优质的国货品牌形象，公司以“大品牌、小品类”的经营战略及极致性价比在细分赛道中竞争优势显著，未来通过持续精细化拓宽品牌矩阵，公司有望维持高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE			EPS		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600315.SH	上海家化	16.98	114.82	18.84	16.07	13.98	0.90	1.06	1.22
2145.HK	上美股份	31.52	125.44	20.34	14.45	11.1	1.16	2.18	2.84
	平均			19.59	15.26	12.54	1.03	1.62	2.03
603193.SH	润本股份	17.60	71.21	23.64	18.71	15.07	0.74	0.94	1.17

资料来源：wind，华源证券研究（注：可比公司的盈利预测来自 wind 一致预期，润本盈利预测来自华源证券研究，数据更新基于 2024 年 8 月 19 日收盘价）

4. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险：日化赛道企业数量众多，且行业竞争格局较为分散，近年来随着线上渠道的推广，传统日化企业纷纷加码布局线上渠道，若公司品牌策略及渠道投放未顺应市场趋势，投放效果不及预期，或将影响公司营收；

2) 品牌声誉受损的风险：若公司无法有效实施产品质量控制及品牌声誉保护措施，一旦产品出现质量问题，由此引起消费者权益纠纷及投诉，或将对公司品牌口碑产生不利影响，进而对公司经营情况产生不利影响；

3) 新品孵化风险：若公司未能准确预测行业趋势致使新品销售情况不及预期，公司业绩或将受不利影响。

财务报表预测

资产负债表 (百万元)							利润表 (百万元)						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	206.19	368.21	243.83	439.36	674.15	1011.59	营业收入	582.15	856.09	1032.95	1345.71	1696.51	2095.07
应收票据及账款	2.34	1.19	4.82	4.52	5.70	7.04	营业成本	273.34	392.15	450.93	572.01	714.31	872.94
预付账款	11.39	7.65	8.31	11.43	14.41	17.79	税金及附加	6.83	8.88	9.52	10.77	13.57	16.76
其他应收款	1.39	5.94	2.30	5.18	6.53	8.07	销售费用	134.44	231.91	268.74	351.23	444.48	551.00
存货	56.90	102.71	92.91	128.92	160.99	196.74	管理费用	20.95	25.30	32.95	37.68	47.50	58.66
其他流动资产	66.15	24.33	1364.17	1419.00	1519.00	1619.00	研发费用	13.60	19.51	25.69	34.99	45.81	58.66
流动资产总计	344.36	510.04	1716.33	2008.41	2380.79	2860.23	财务费用	-3.78	-4.61	-15.21	-0.92	-1.40	-2.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	10.00	20.00	30.00	资产减值损失	-2.41	-1.13	-2.41	0.00	0.00	0.00
固定资产	200.51	271.80	258.60	307.92	345.34	370.86	信用减值损失	0.00	-0.04	-0.15	0.00	0.00	0.00
在建工程	7.17	5.76	1.82	1.60	1.37	1.14	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	19.88	19.36	18.76	14.81	10.86	6.91	投资收益	1.96	2.05	0.84	1.44	1.44	1.44
长期待摊费用	0.00	0.00	1.41	0.71	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	74.43	18.45	21.94	21.94	21.94	21.94	资产处置收益	0.00	0.05	0.08	0.04	0.04	0.04
非流动资产合计	301.98	315.38	302.54	356.98	399.51	430.86	其他收益	4.56	1.92	5.91	5.91	5.91	5.91
资产总计	646.34	825.42	2018.87	2365.39	2780.30	3291.09	营业利润	140.89	185.80	264.62	347.35	439.63	546.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	1.00	2.47	3.32	2.90	2.90	2.90
应付票据及账款	46.37	47.63	52.71	72.77	87.73	107.63	营业外支出	0.26	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	29.14	48.97	42.41	60.33	75.69	92.74	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	75.52	96.60	95.12	133.10	163.42	200.38	利润总额	141.63	188.27	267.93	350.25	442.52	549.62
长期借款	7.91	5.39	2.04	9.37	13.38	14.55	所得税	20.98	28.23	41.90	49.04	61.95	76.95
其他非流动负债	1.27	0.84	0.45	0.45	0.45	0.45	净利润	120.65	160.04	226.03	301.22	380.57	472.67
非流动负债合计	9.18	6.23	2.49	9.82	13.83	15.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	84.69	102.83	97.61	142.92	177.26	215.38	归属母公司股东净利润	120.65	160.04	226.03	301.22	380.57	472.67
股本	343.90	343.90	404.59	404.59	404.59	404.59	EBITDA	148.38	203.43	274.69	404.89	508.59	626.00
资本公积	101.69	102.59	1014.55	1014.55	1014.55	1014.55	NOPLAT	114.04	151.30	206.97	297.90	376.84	468.19
留存收益	116.05	276.09	502.12	803.34	1183.91	1656.58	EPS(元)	0.30	0.40	0.56	0.74	0.94	1.17
归属母公司权益	561.65	722.59	1921.26	2222.47	2603.04	3075.71							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
股东权益合计	561.65	722.59	1921.26	2222.47	2603.04	3075.71							
负债和股东权益合计	646.34	825.42	2018.87	2365.39	2780.30	3291.09							

现金流量表 (百万元)						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	120.65	160.04	226.03	292.36	371.72	463.82
折旧与摊销	10.53	19.77	21.98	55.56	67.46	78.66
财务费用	-3.78	-4.61	-15.21	-0.92	-1.40	-2.27
投资损失	-1.96	-2.05	-0.84	-1.44	-1.44	-1.44
营运资金变动	7.21	-6.18	21.47	-58.57	-107.26	-105.06
其他经营现金流	6.01	-1.66	-0.91	10.25	10.25	10.25
经营性现金净流量	138.65	165.32	252.52	297.24	339.33	443.95
资本支出	152.86	41.08	14.05	100.00	100.00	100.00
长期投资	-14.43	48.00	-1300.76	-10.00	-10.00	-10.00
其他投资现金流	3.15	2.62	5.13	0.05	0.05	0.05
投资性现金净流量	-164.14	9.53	-1309.68	-109.95	-109.95	-109.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	7.91	-2.51	-3.35	7.33	4.02	1.17
普通股增加	240.83	0.00	60.69	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-15.58	0.90	911.95	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-44.77	-7.77	3.55	0.92	1.40	2.27
筹资性现金净流量	188.39	-9.39	972.84	8.25	5.41	3.44
现金流量净额	163.15	165.47	-84.32	195.53	234.79	337.44

资料来源: ifind, 华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数