

从投资角度看润本：七问七答

华西证券轻工团队

2025年1月3日

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系人：罗天啸

邮箱：luotx@hx168.com.cn

继上一篇深度报告《润本股份：深耕婴童日化的国货新势力，大有可为》后，我们以七问七答的形式，从投资者角度，再次剖析婴童护理行业和润本自身：本篇聚焦于行业赛道的供需求展望，润本自身如何跑出阿尔法，以及当前时点对润本的投资建议。

核心结论：当前**婴童护理行业还远未触及天花板，且竞争格局更有利于优质的国货品牌，而润本凭借着研产销一体化的完善生产链，对市场动态反应迅速，保证公司在消费者偏好变化中领先市场，之后随着销售规模持续扩大以及公司优秀的运营水平，有望孵化出更多大单品，进一步凸显飞轮效应**。近日IPO前股东股份解禁，**高瓴减持落地，公司基本面稳固，股东减持有望进一步提高A股流动性**，婴童护理龙头成长后劲十足。

我们维持收入预测，受下游消费需求略弱于预期影响，下调盈利预测，预计公司2024-2026年营收分别为13.1/16.9/21.6亿元，每股收益0.75/0.96/1.21元（前值0.79/1.01/1.27元），对应2025年1月2日收盘价23.21元，PE分别为31.00/24.12/19.25X，以2025年为基准，可比公司平均PEG 1.08倍，公司立足优质婴童赛道，同时自身经营优秀、产品与渠道成长确定性强，我们给予1.25倍PEG，目标价34.33元，维持“买入”评级。

风险提示：生育率下降快于预期；行业竞争加剧；新渠道拓展不及预期。

图：公司盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	856	1,033	1,313	1,694	2,158
YoY（%）	47.1%	20.7%	27.1%	29.0%	27.4%
归母净利润（百万元）	160	226	303	389	488
YoY（%）	32.7%	41.2%	34.0%	28.5%	25.3%
毛利率（%）	54.2%	56.3%	56.8%	57.6%	57.8%
每股收益（元）	0.47	0.64	0.75	0.96	1.21
ROE	22.1%	11.8%	14.1%	15.8%	17.0%
市盈率	49.38	36.27	31.00	24.12	19.25

资料来源：公司公告，华西证券研究所

婴童护理赛道空间及格局变化？

人均消费快速增长，蓝海品类空间广阔。根据欧睿国际统计，2023年中国婴童护理市场空间已达320亿元，2018-2023年CAGR为7.5%，其中婴童护肤及防晒增长均快于大盘，随着精细育儿理念普及，婴童护理品类快速拓宽，人均消费有望快速提升。行业格局来看，婴童市场整体集中度下降，但国产品牌凭借在电商渠道上的先发布局，研发、产品与营销力的持续提升不断抢占国内消费者心智，市占率不断提升，外资品牌的传统运营模式已难以适应市场环境。**近年新兴的本土品牌注重差异化运营**，如主打儿童防晒的海龟爸爸和主打分龄洗护的兔头妈妈，**销售均快速放量，润本凭借更扎实的研产销一体化模式有望加速超车进一步抢占份额。**

润本的竞争力如何维持及提升？

公司根基：研产销一体，产品质价比突出，品牌粘性强&复购率高。润本已建立成熟的研产销一体模式，通过精细化成本控制和供应链管理，产品质价比突出，保证优质原材料和安全性的同时提供有竞争力的价格。此外，润本对市场的反应速度迅速，以线上起家带来买卖双方的信息高对称性，研发-生产-消费者反馈改进形成正循环，新品更新迅速，在相对较蓝海的婴童护理行业中，公司可以持续推新，让消费者自然筛选出更受欢迎的产品，之后根据消费者需求再调整生产。**我们认为公司后续在婴童护理线持续爬坡下有望在众多SKU中孵化出爆款大单品，从而进一步抢占消费者心智，强化品牌影响力和粘性，带来更强业绩确定性。**

如何看待润本未来的成长性与估值？

品类渠道持续拓展，规模效益带动盈利能力提升。品类上润本在婴童产品线逐渐完善后，已开始探索将产品扩展到青少年市场，推出如青少年防晒、青少年洁面产品等，新年龄段的扩展有望为公司带来新的业绩增量。**渠道**上传统电商天猫和京东等稳步推进，结合小红书、抖音直播和短视频等多元化营销策略，线下持续开拓优质经销商，销售渠道仍有较大发展潜力。**研产销一体模式为公司带来强规模效应**，公司毛利率净利率双双持续走高，2024H1公司毛利率58.6%，净利率24.2%，业务上高毛利率的婴童护理占比提升，结合公司相对克制的费用率水平，未来盈利能力预计仍将保持较高水平。**公司立足优质婴童赛道，同时自身经营优秀、产品与渠道成长确定性强，以2025年为基准，我们给予1.25倍PEG，目标价34.33元，维持“买入”评级。**

行业篇

- 1、如何看待婴童护理需求空间
- 2、婴童护理行业发展阶段及竞争格局

公司篇

- 3、润本怎样保持品牌黏性
- 4、润本如何维持高盈利能力
- 5、润本的竞争壁垒如何体现

估值篇

- 6、如何理解润本的成长性
- 7、润本如何定价

风险提示

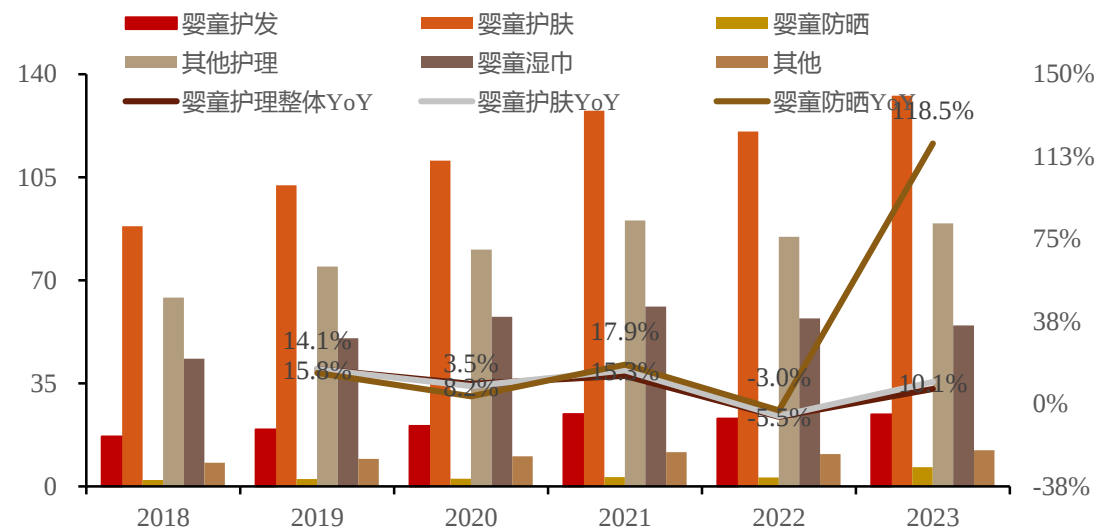


01 如何看待婴童护理需求空间

1.1 婴童护理行业：渗透率持续提升，品类拓宽

根据欧睿国际统计，2023年中国婴童护理市场空间已达320亿元，2018-2023年CAGR为7.5%，婴童护肤增速快于大盘，2023年市场空间为132.7亿元，2018-2023年CAGR 8.5%。随着精细育儿理念普及，婴童护理品类快速拓宽，以护肤品举例，婴童专用的面霜、润唇膏、面膜等品类快速占领市场，同时场景也按年龄、季节等进一步细化，行业仍有巨大潜力。

图：婴童护理细分市场空间（单位：亿元）



图：婴童护理转向精细化、全面化



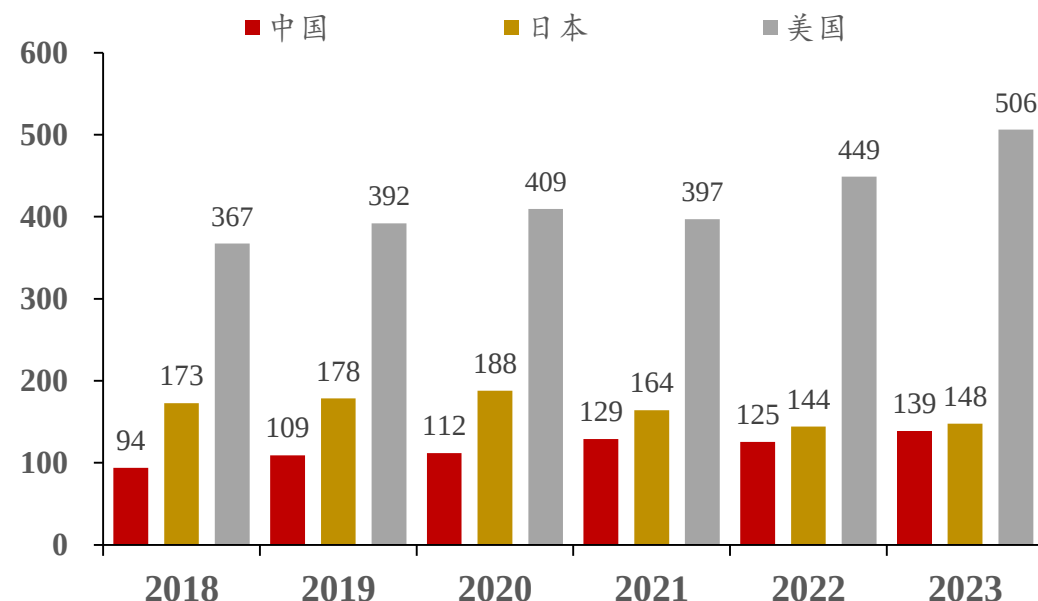
1.2 人均消费显著提升，政策催化下生育率或有提升空间

我们认为婴童护理行业成长逻辑主要为婴童护理精细化、全面化带来的消费品类增加，实现客单价提升。根据欧睿统计的婴童护理市场空间及人口数据测算，2023年中国婴童护理人均消费（按0-14岁人口口径计算）仅139元/年，2017-2023年CAGR 8.1%，相比美国超过500元的人均消费还有巨大空间。随着婴童护理愈发受到年轻家长重视，消费品类更加精细、全面是未来趋势，虽近年内出生率呈下滑趋势，但婴童护理市场除2022年有所下滑外稳定成长，主要是客单价提升，对比全年龄段的个护消费水平，婴童护理的人均消费还有较大提升空间；此外，自2021年以来放开“三孩政策”，随人均可支配收入提高以及配套鼓励生育政策的逐步出台，出生率有望回暖。

图：中国计划生育政策逐步放宽



图：三国婴童护理人均消费对比（单位：元人民币）



资料来源：政府网站，欧睿国际，Wind，华西证券研究所，婴童护理人均消费计算为：婴童护理市场空间/0-14岁人口（美国为0-13岁）

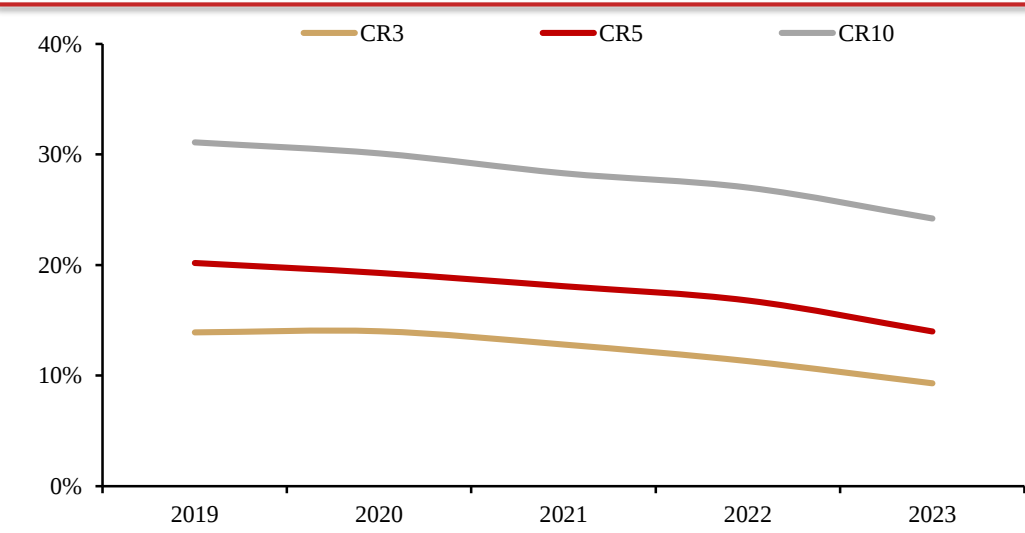


02 婴童护理行业发展阶段及竞争格局

2.1 国货品牌崛起，竞争格局重塑

从婴童护理行业市场竞争格局来看，**竞争加剧下市场较分散且集中度呈现下降趋势**，CR5由2019年20.2%下滑至2023年14.0%，CR10则由2019年31.1%下滑至24.2%。外资份额近年来整体呈现下降趋势；与此相反的是国产品牌凭借在电商渠道上的先发布局，研发、产品与营销力的持续提升不断抢占国内消费者心智，市占率不断提升，**CR10中国产品牌市占率由2019年15.2%提升至2023年16.3%，国产品牌数量由5个上升至7个，国货品牌持续突围**。婴童护理市占率第十名郁美净2023年销售额约5.8亿元，润本的婴童护理业务收入5.2亿元，其他两板块驱蚊和精油分别收入3.3、1.5亿元，成长速度显著领先于行业，后续看好润本加速抢占市场份额。

图：国内历年婴童护理行业集中度



图：国内历年婴童护理行业分品牌市占率

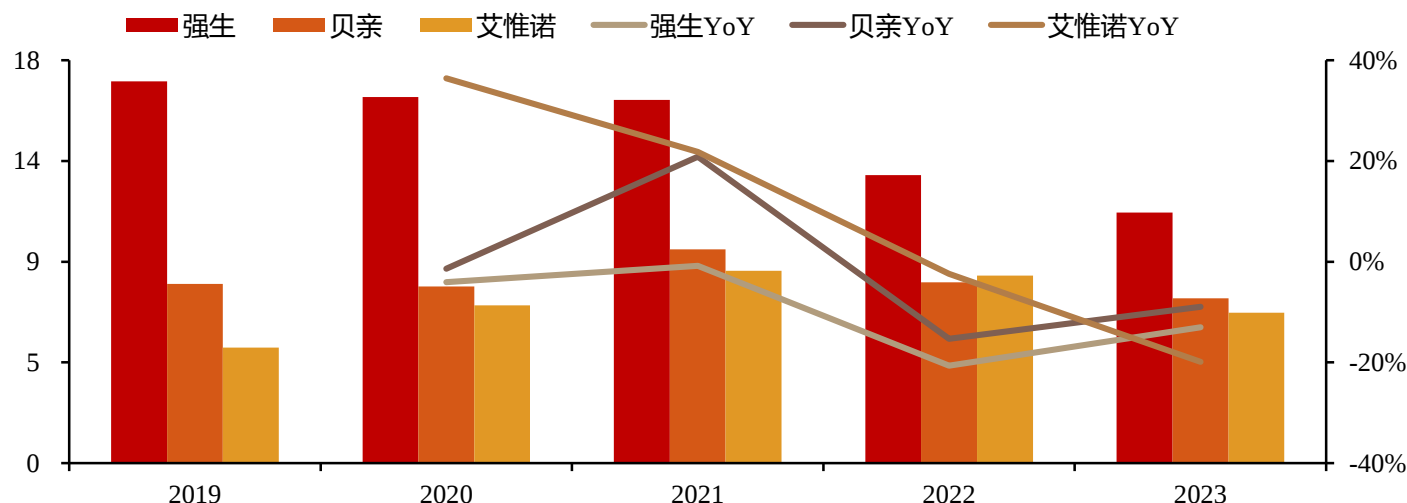
品牌	国家	2019	2020	2021	2022	2023
强生	美国	6.6%	5.8%	5.1%	4.3%	3.5%
戴可思	中国	0.1%	0.4%	1.7%	2.9%	3.3%
贝德美	中国	0.3%	0.6%	1.0%	1.7%	2.5%
红色小象	中国	3.4%	4.5%	4.7%	4.1%	2.4%
贝亲	日本	3.1%	2.8%	3.0%	2.7%	2.3%
青蛙王子	中国	3.9%	3.7%	2.4%	2.2%	2.2%
海龟爸爸	中国				0.9%	2.1%
艾惟诺	美国	2.0%	2.5%	2.7%	2.8%	2.1%
启初	中国	3.2%	2.5%	2.6%	2.5%	2.0%
郁美净	中国	2.6%	2.4%	2.3%	1.9%	1.8%

资料来源：欧睿国际，华西证券研究所

2.2 外资品牌：本土化不足，份额全面收缩

在整体消费内需承压的背景下，外资品牌本土化程度不足的问题凸显，市场份额呈现下降趋势。据亿邦动力统计，2024年1月至8月，共有至少17个外资美妆品牌撤出中国。产品本身上中国消费者更偏好重功效、高性价比产品，渠道上抖音、小红书等新兴电商平台崛起，外资品牌的传统线上运营模式已难以适应市场环境。婴童护理品牌来看，强生婴儿（Johnson's Baby）因自身经营以及产品安全舆论等因素影响，2019至2023年中国市场市占率从6.6%下滑至3.5%，贝亲（Pigeon）和艾惟诺（Aveeno）份额同样呈下降趋势，**根据欧睿数据，三大外资品牌2023年婴童护理收入分别同比下滑13.0%、9.0%、19.9%。**

图：外资品牌婴童护理收入及同比变化（单位：亿元）



图：强生出现婴童产品安全问题

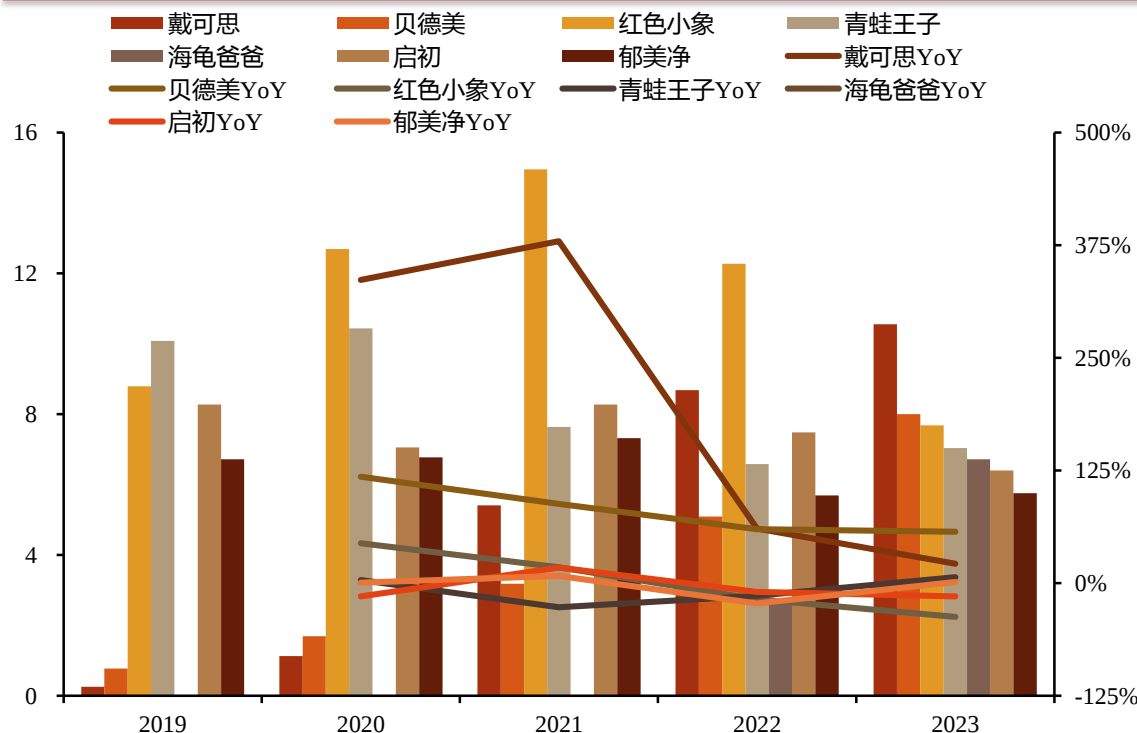
#强生拨39亿美元应对产品致癌诉讼#【强生婴儿爽身粉致癌引发上千起诉讼，强生公司为此拨款39亿美元】近日，美国，据《纽约邮报》报道，日前强生公司因婴儿爽身粉含有石棉面临上千起诉讼。强生公司的监管文档显示，2020年它拨出了39亿美元的诉讼费用，主要用于诉讼相关的准备与和解金。目前，强生面临 ... 全文



2.3 本土品牌：国货崛起确定性强，新兴线上品牌突围

本土品牌产品精准把控国内消费者痛点，同时渠道上在抖音、小红书等社交电商渠道，以达人营销、短视频、短剧、综艺等方式快速赢得流量。以海龟爸爸为例，品牌于2019年创立，抓住科学精细育儿的兴起，精准切入细分品类-婴童防晒领域，首推“温水可卸”的产品标准，温和不刺激，同时深耕线上电商渠道，以欧睿数据计算，品牌成立仅不到五年，2023年收入已达6.7亿元，婴童防晒市占率达65.5%；兔头妈妈则切入儿童分龄洗护，如牙膏、洁面、面霜等产品均有细分年龄段产品，同样抓住线上流量，2022年销售额已超5亿元。我们认为**婴童护理大盘下还有众多蓝海品类和概念值得发掘，国货品牌成长潜力巨大。**

图：本土品牌婴童护理收入及同比变化（单位：亿元）



图：海龟爸爸部分发展历程



图：新兴品牌线上畅销

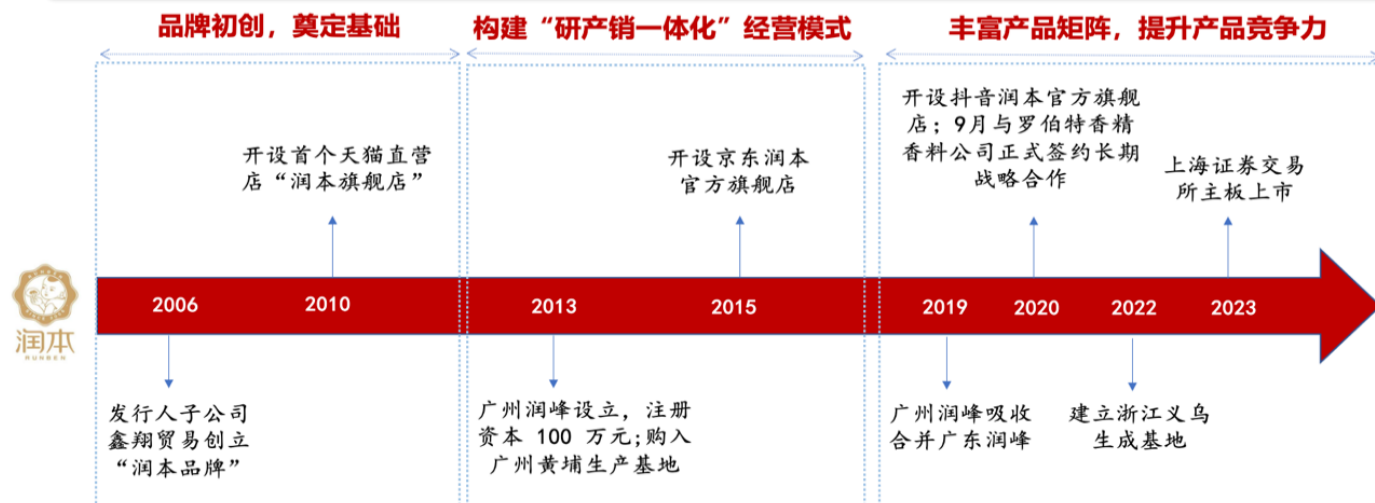


资料来源：欧睿国际，海龟爸爸官网，天猫，华西证券研究所

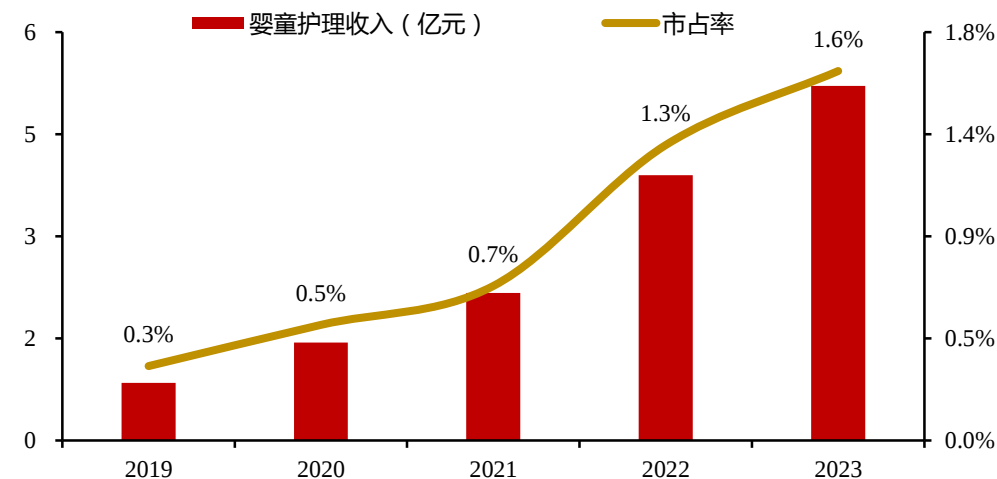
2.4 润本：从婴童驱蚊迈向全品类，加速抢占市场

润本从婴童驱蚊起家，从创始之初，便强调温和、低刺激、儿童可用、有效驱蚊等特点，通过电热蚊香液、蓝牙智能加热器套装、驱蚊喷雾系列等，吸引了一批稳定的宝妈用户群体。此后公司凭借驱蚊领域的产品和渠道经验以及核心客群，扩充产品矩阵至大婴童护理行业，公司凭借自研-自产-自销的完整链路，产品品类和规模快速扩张，2019-2023年婴童护理收入CAGR高达57.3%，我们测算公司婴童护理产品的收入按规模市占率已达1.6%，**在坚持优质原料、自主可控生产线、高性价比的运营理念下飞轮效应初显，随着婴童护理产品线持续完善，份额有望持续提升。**

图：润本股份发展历程



图：润本股份婴童护理收入及市占率



资料来源：公司公告，欧睿国际，华西证券研究所



03 润本怎样保持品牌黏性：

线上起家透明度高，产品注重质价比

3.1.1 线上起家：信息对称催生消费者对性价比优品的青睐追求

1、信息对称，提升消费者信任度

产品信息透明化：润本股份在天猫、京东等电商平台设有官方旗舰店，所有产品信息均详细展示，包括成分、功效、使用方法、适用人群等。消费者可以直观地了解产品，便于做出购买决策。例如，润本驱蚊产品的页面详细介绍了驱蚊成分、使用场景和效果，让消费者放心选择。

用户评价真实可靠：电商平台上的用户评价机制，使得消费者可以了解到其他购买者的使用体验。润本产品凭借优良的品质和口碑，积累了大量正面评价，提升了消费者信任度。据天猫数据显示，润本旗舰店的描述相符评分指标为4.8，超出同行业13.46%。

2、优质服务，提升用户体验

快速响应：润本股份在线上渠道设有专业的客服团队，能够及时解答消费者疑问，提供优质的售前、售中、售后服务。

无忧退换货：润本股份承诺七天无理由退换货，让消费者购物无忧。这一政策有效降低了消费者的购买风险，提升了用户体验。

图：电热蚊香成分及使用方法



资料来源：天猫，华西证券研究所

图：电热蚊香用户评价及店铺评分



资料来源：天猫，华西证券研究所

3.1.2 线上起家：信息对称催生消费者对性价比优品的青睐追求

3、精准营销，提高转化率

个性化推荐：电商平台通过大数据分析，为消费者提供个性化推荐。

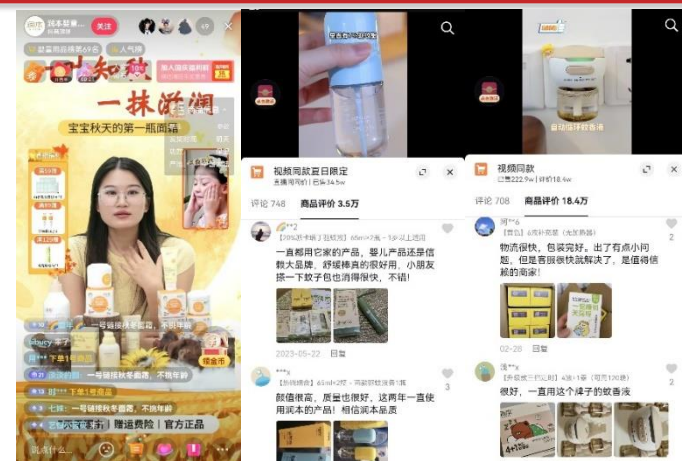
内容营销：润本股份在社交媒体、短视频平台等进行内容营销，通过生动有趣的方式展示产品特点，吸引消费者关注。例如，在抖音平台上，润本股份发布了一系列关于驱蚊、婴童护理知识的短视频，累计获得超过100万点赞。

4、高性价比，满足消费者需求

平价策略：润本股份的产品定价亲民，让消费者能够以较低的价格购买到高品质的产品。根据公司2023年年报，驱蚊产品单价约为4.9元，婴童护理产品单价约为6.9元，精油产品单价约为7.8元，这样的价格策略使得产品具有很高的性价比。

优惠活动丰富：润本股份在线上渠道经常开展促销活动，如限时抢购、满减优惠、赠品赠送等，进一步降低消费者购买成本。这些活动吸引了大量消费者关注和购买，提高了产品销量。

图：抖音平台营销及用户评价



资料来源：抖音，华西证券研究所

图：天猫双11促销优惠



资料来源：天猫，华西证券研究所

3.2.1 产品：“平价好用”

成本控制与供应链优化：润本产品的平价性并非简单地降低产品质量，而是在保证品质的前提下，通过精细化的成本控制和供应链管理来实现。润本与供应商建立了长期稳定的合作关系，通过集中采购、规模化生产等方式降低原材料和生产成本。同时，润本还不断优化生产流程，提高生产效率，进一步压缩成本，使得产品能够在保持高品质的同时，以更加亲民的价格面向消费者。

产品设计与市场需求紧密结合：润本产品的设计充分考虑了消费者的实际需求和习惯。例如，其驱蚊产品采用了便携式设计，方便宝妈们在外出时携带；婴童护理产品则注重温和无刺激，确保婴童娇嫩肌肤的使用安全。这种以用户为中心的设计理念，使得产品能够更好地满足消费者的需求。

技术创新与持续研发：润本品牌注重技术创新，不断投入研发资源，以提升产品性能。例如，润本推出的婴童游泳去氯洗发水沐浴露，是针对夏季婴童游泳后肌肤紧绷、头发打结等问题推出细分产品，采用活性抗氯成分大苏打，祛除皮肤中的残留氯，缓解游泳后造成的皮肤伤害。

严格的质量控制体系：润本品牌建立了严格的质量控制体系，借助自有供应链，公司可充分把控质量控制、生产进度、产品检测等环节，同时驱蚊、防晒等品类资质要求严格，公司资质及备案齐全，为产品质量奠定保障。

图：润本驱蚊酯便携



资料来源：天猫，华西证券研究所

图：婴童游泳去氯洗发水沐浴露



资料来源：天猫，华西证券研究所

3.2.2 产品：“安全性”为先

严格的原材料筛选：润本产品在原材料的选择上执行极为严格的标准。品牌坚持使用高品质及天然的原料，例如，在驱蚊产品中，除有效成分外，润本额外添加植物精油成分，如薄荷油、金银花等，同时核心原料多来自国际知名供应商，如扬农化工、道达尔，通过严格的原材料筛选，润本确保了产品从源头上的安全性。

科学配方与研发投入：润本注重产品的科学配方，投入大量资源进行产品研发。研发团队背景覆盖了生物工程、精细化工、药理学等专业学科。借助自有研发团队，公司保障产品有效的同时，始终以温和、安全为先。

国际质量认证和标准遵循：润本产品在生产过程中遵循国际质量管理体系标准，如ISO 22716等，并通过了多项国际质量认证，如SGS、CMA等。这些认证不仅证明了润本产品的质量，也体现了品牌在安全性方面的严格要求。遵循国际标准，使得润本产品能够在全球范围内得到认可，增强了消费者的信任感。

完善的安全性评估：润本对产品的安全性进行全面评估，基于产品化学、毒理、药效、居民健康风险等方面的检测和评估确认配方，实现蚊香液高效、安全的驱蚊效果。

图：润本驱蚊液成分

润本羟哌酯驱蚊液

产品规格： 50ml/110ml

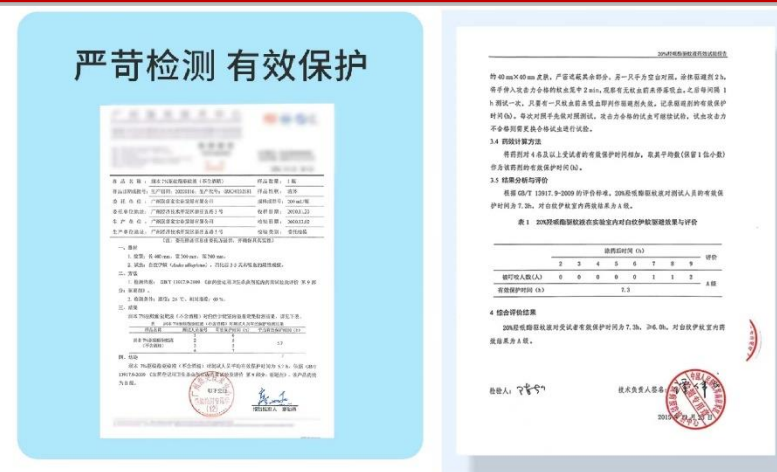
主要成分： 20% 羟哌酯、金银花、洋甘菊纯露提取物、薄荷

使用方法： 在距离肌肤约 10-15cm 处适量喷洒，然后用手涂抹效果更佳，用于颈部与脸部时，请喷在手心后再涂抹

农药登记证: WP20170093

资料来源：天猫，华西证券研究所

图：润本驱蚊液检测报告



资料来源：天猫，华西证券研究所

04 润本如何维持高盈利能力：

规模效应初显，盈利能力持续增强

4.1 研产销一体模式带来产品高毛利

研发方面：公司不断研发创新,精准制定以消费者喜好为导向的产品开发和营销策略，更好的满足消费者需求。2024年上半年累计推出50余款新产品，其中包括“润本儿童防晒”，“栀栀夏梦”等产品在各自细分领域市场均取得了一定的成绩。

生产销售方面：公司通过构建自主特色的数字化供应链管理系统,打造以线上销售为驱动的全渠道销售网络，在天猫、抖音、拼多多、快手等多平台开设直营店铺，直接面向消费者进行产品售卖。据2024中报，润本2024年在天猫、京东和拼多多三大电商平台618获得中获“母婴洗护用品第一”的成绩。

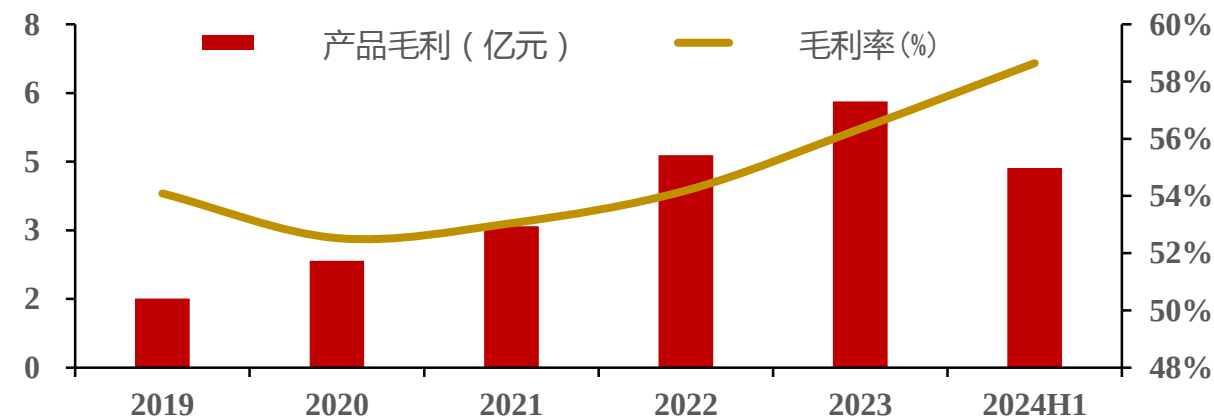
在“研产销”一体化策略下，公司规模不断扩大，规模效应逐步发挥。自2020年以来，公司产品毛利毛利率双双持续走高。2019-2024H1，润本产品毛利分别1.51/2.33/3.09/4.64/5.82/4.36亿元，毛利率54.1%/52.5%/53.1%/54.2%/56.4%/58.6%；2024H1公司产品毛利4.36亿元，毛利率58.6%，同比+35.4%,+3.09pct。

图：润本线上各平台排名销售

平台	市占率/排名
天猫	2022年天猫“618”活动“婴童用品”类目排名前三；2024天猫618母婴洗护用品第一
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 2024年京东 618 母婴洗护用品第一
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 2024年“拼多多 618 母婴洗护用品第一”

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：公司历年产品毛利及毛利率



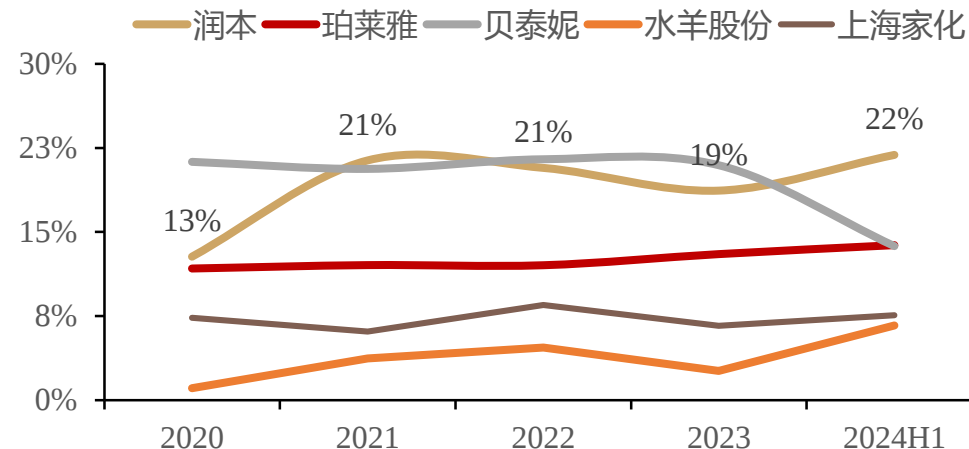
资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 费用克制，净利率持续走强

净利率方面：得益于研产销一体化的战略，一定程度减少了销售的中间环节和代加工费用。润本较珀莱雅、贝泰妮等其他化妆品公司在销售费率，管理费率上有着一定优势：2019-2024H1，润本销售费率分别：

27.4%/21.5%/23.1%/27.1%/26.0%/28.7%，远低于同行，我们认为主要是公司线上营销主要依靠中尾部达人带货以及自播，同时依靠品牌口碑与性价比带来用户高粘性、高复购，从而在克制的费用投入下仍实现规模快速成长。良好的费用管理共同带来了润本更高的净利率：2019-2024H1，润本净利率率：12.80%/21.39%/20.72%/18.69%/21.88%/24.20%。

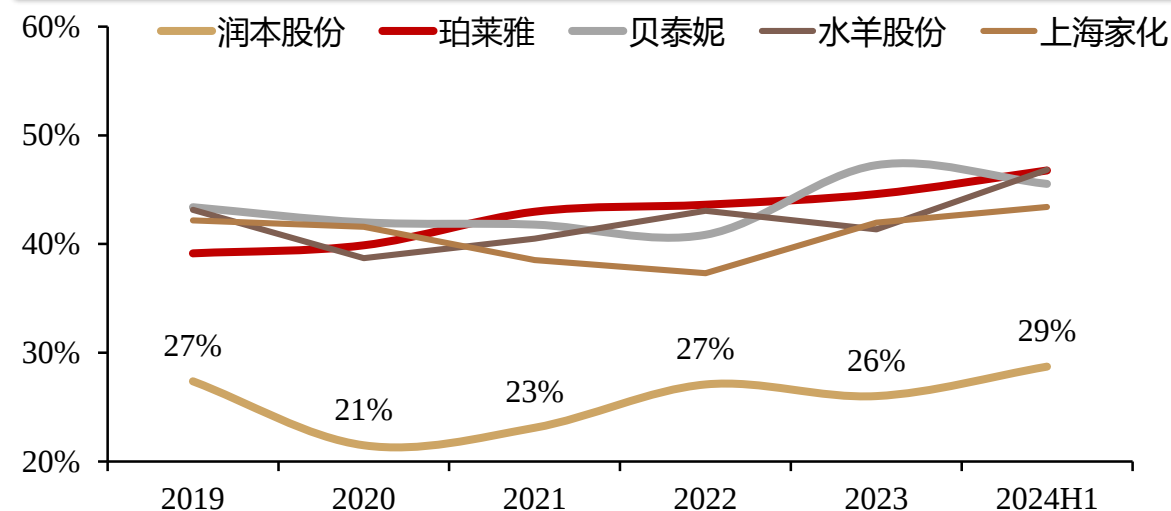
图：可比公司净利率对比



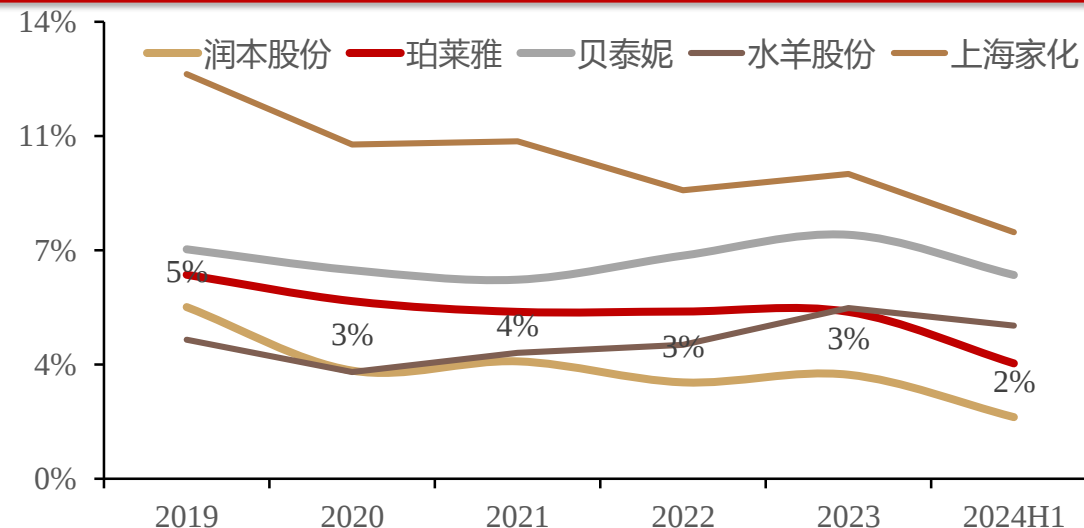
资料来源：wind，华西证券研究所

图：可比公司管理费率对比

图：可比公司销售费用率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

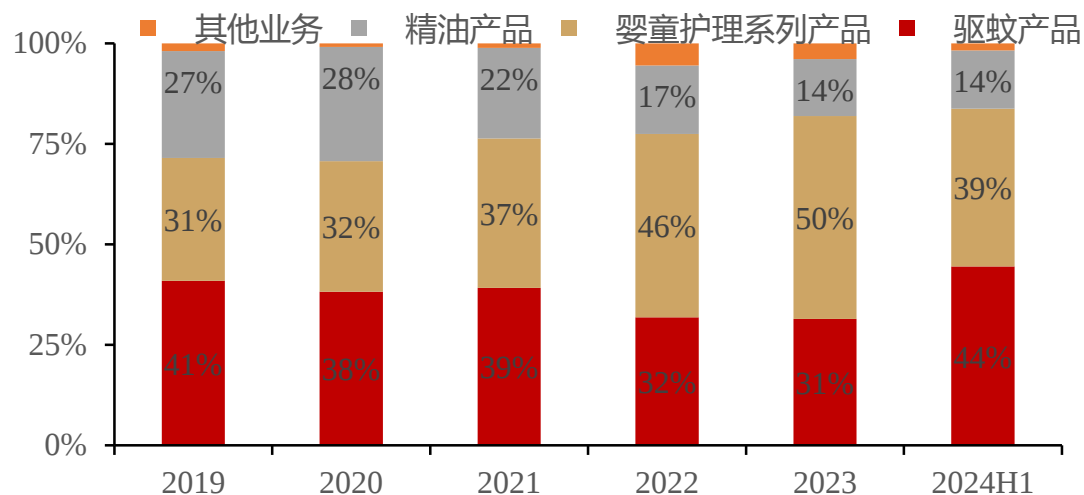


资料来源：wind，华西证券研究所

4.3 婴童护理比重持续提高，盈利能力仍有上行空间

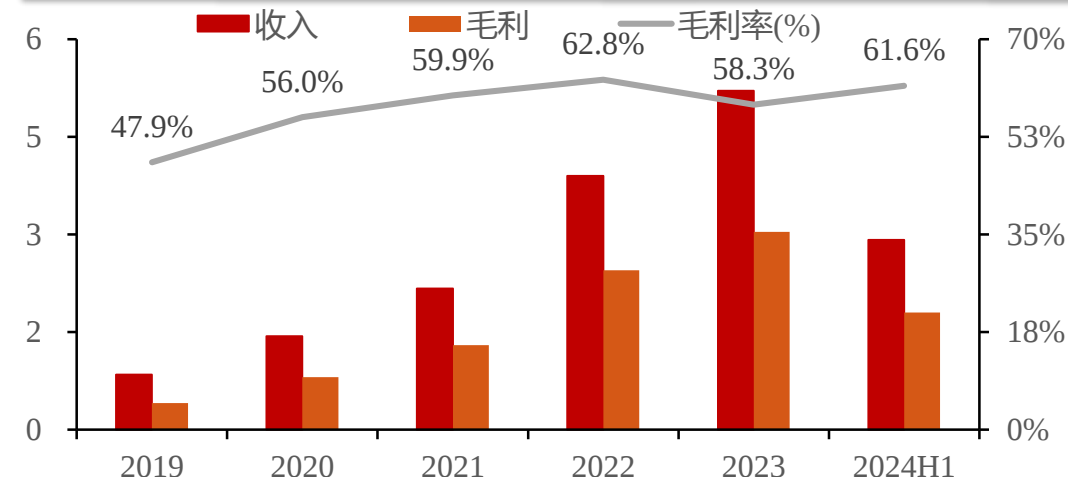
润本婴童护理产品保持收入和毛利的稳定增长，2024H1，润本婴童护理产品收入2.92亿元，毛利率61.64%，同比增加28.07%，-2.22pct，其中销售费用率28.73%，属业内较低水平。相较于其他一线化妆品公司而言，润本整体毛利率暂处相对低位，但随着研产销一体化销售链路的不断打通，生产和销售的规模效应体现，叠加高毛利率的婴童护理产品占比提升，结合其相对克制的费用率水平，未来盈利能力预计仍有较大提升空间。

图：润本各产品收入占比（%）



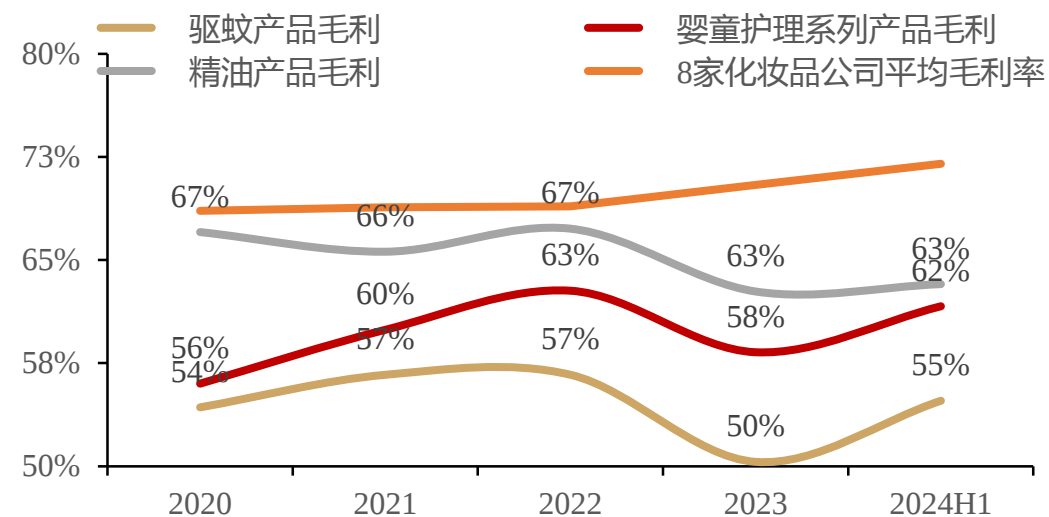
资料来源：wind，华西证券研究所

图：润本婴童护理系列产品收入、毛利及毛利率（亿元，%）



资料来源：润本股份公告，华西证券研究所

图：润本及8家主流化妆品公司产品毛利率对比



资料来源：iFinD，wind，华西证券研究所

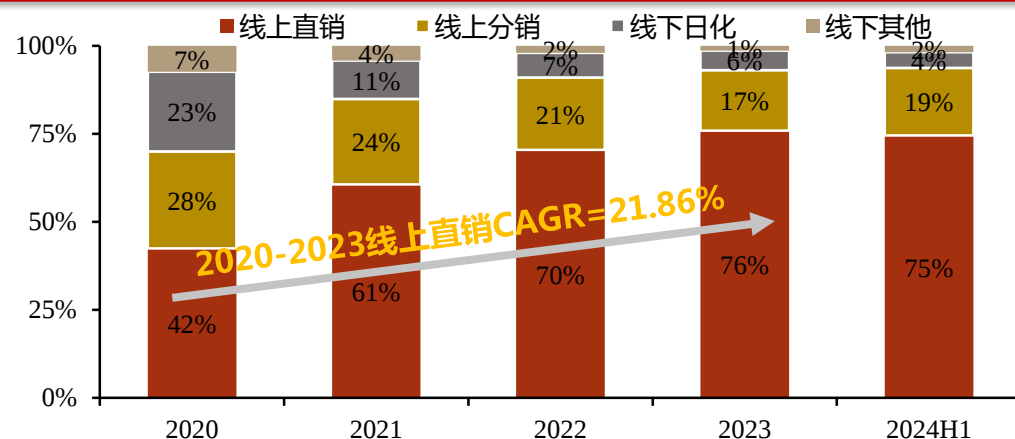


05 润本的竞争壁垒如何体现

5.1.1 珀莱雅的成功经验复盘1：线上顺势发力带动规模快速成长

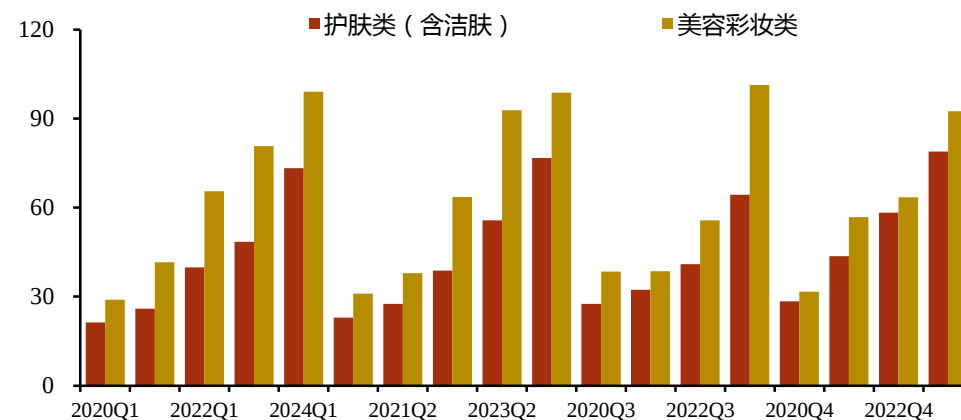
2012年，公司在上市前已设立美丽谷专门从事网络渠道销售，较早的与天猫、淘宝、京东、聚美优品、唯品会等国内知名购物网站建立了密切的合作关系，在自身深耕线下渠道的同时，积极把握电商红利，通过积极线上布局进一步打开了自身营收面；上市之后，公司持续发力线上渠道，线上直销收入占比从2020年42.45%上升至2024年H1的74.56%，线上直销与分销合计已接近94%，发展迅速；此外，2020年以来，公司凭借大单品策略和产品优化升级，核心业务均价均实现逐季上增趋势，推动公司毛利率保持稳定向上。

图：历年珀莱雅主要渠道收入占比



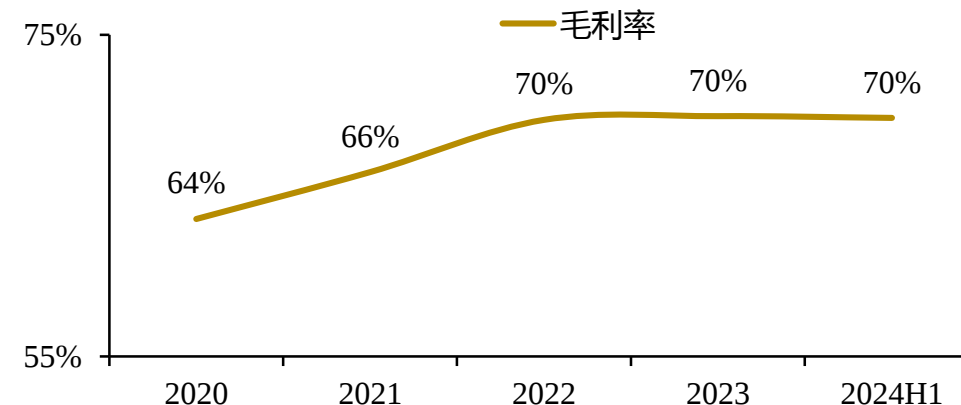
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：历年珀莱雅主要产品均价（元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：历年珀莱雅毛利率

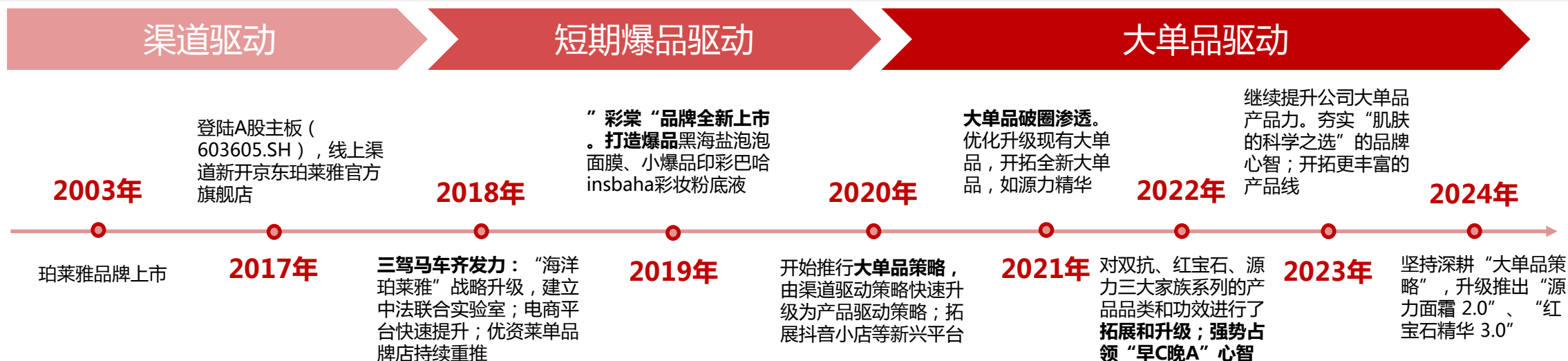


资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.1.2 珀莱雅的成功经验复盘2：大单品战略构筑稳固护城河

从渠道驱动到短期爆品至长效大单品，珀莱雅逐渐确立产品驱动策略。珀莱雅在上市之初，主打海洋护肤概念，产品系列众多，多以较为基础性的水乳套装为主，客单价较低；随着抖音、快手等兴趣电商的崛起，公司紧抓流量趋势，于2019年打造了爆品黑海盐泡泡面膜（天猫旗舰店冲月销 100 万盒+，破天猫美妆历史，获“抖音美容护肤榜”第 1 名）以及小爆品印彩巴哈 insbaha 彩妆粉底液，但以营销渠道为导向的爆品生命周期较短，难以给公司带来长期效益；2020年，公司由渠道驱动策略快速升级为产品驱动策略，推行大单品策略，确保产品质量最优化，打造具备品牌心智、代表性的明星单品，大单品系列包括红宝石精华、红宝石面霜、双抗精华、双抗眼霜等产品；随后，通过大单品形成的市场效应，公司进一步凭借“早C晚A”概念出圈，整合大单品套装，提高产品客单值；同时，公司于2021年推出源力修复精华大单品，形成“ABC”护肤公式，持续优化产品结构。至此，公司凭借产品驱动策略，在敏锐洞察消费者需求基础上，打造了丰富的大单品矩阵，持续抢占用户心智，提高了客单价和复购率，增强品牌粘性。

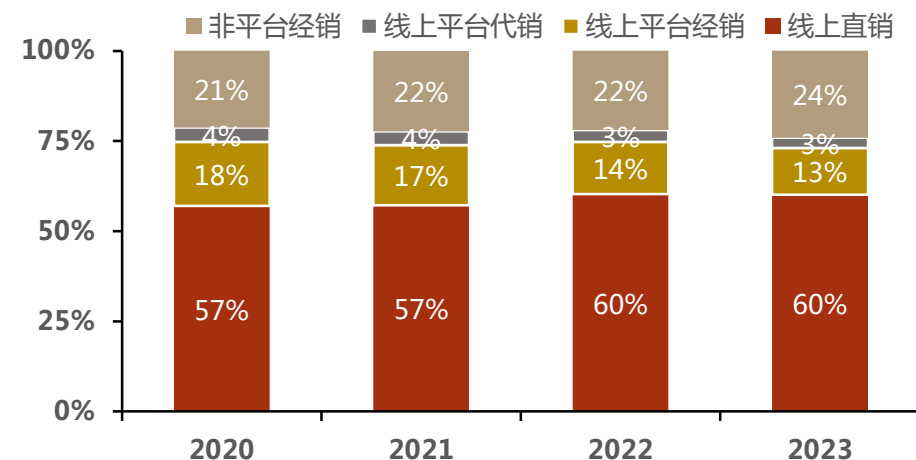
图：珀莱雅产品策略进化之路



5.2.1 润本：线上起家，注重产品创新

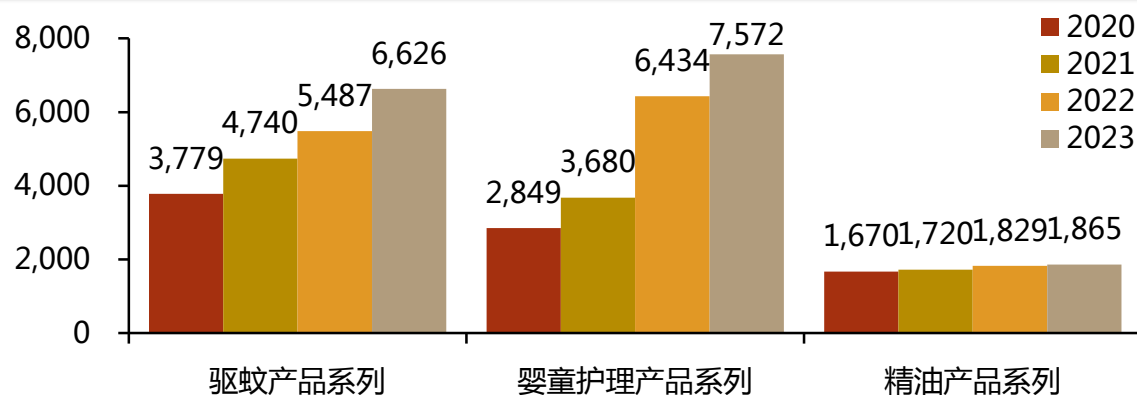
参照珀莱雅从渠道营销转向产品力为先并强调大单品战略的发展路径，润本建立了以线上销售为驱动的全渠道销售网络，多维度触达终端消费者，以线上直销为主，主要通过公司在天猫、抖音、拼多多、快手等电商平台开设直营店铺、自主运营的方式进行销售，2023年线上直销收入占比60.07%，对应毛利率61.83%，线上直销与经销合计收入占比93.07%，公司通过与消费者深度互动，分析消费者的购买习惯和新品使用反馈，精准制定以消费者喜好为导向的产品开发和营销策略，持续强化公司产品的创新能力。2020年以来，公司凭借研产销一体化战略和产品推陈出新，核心业务销售量均实现逐年增长趋势，高毛利产品占比提升推动公司毛利率保持稳定向上。

图：润本股份主要渠道收入占比



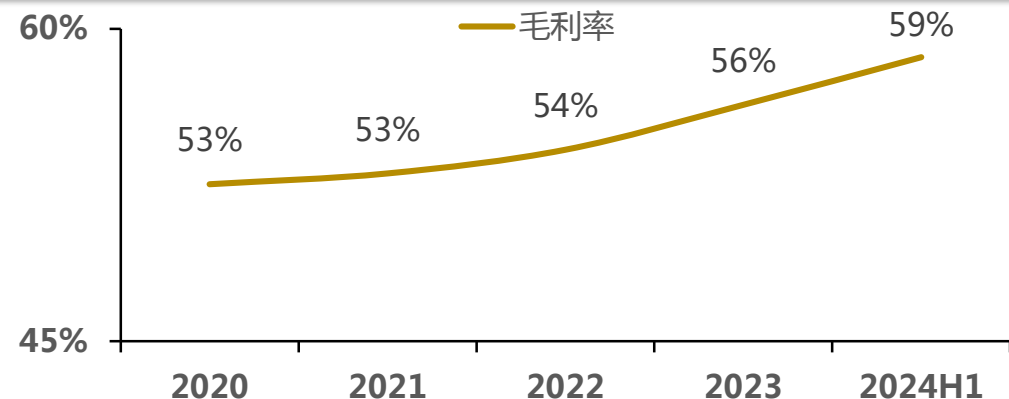
资料来源：公司招股书，公司公告，华西证券研究所

图：润本股份主营业务产品销量（万瓶/万包/万盒）



资料来源：公司招股书，公司公告，华西证券研究所

图：润本股份历年毛利率



资料来源：公司招股书，公司公告，华西证券研究所

5.2.2 润本：仍在扩品类阶段，大单品可期

- **产品不断推陈出新，满足消费者差异化需求：**公司在主营婴童护理产品、驱蚊产品、精油产品三大产品系列的基础上，根据用户需求、年龄群体、应用场景持续拓展产品品类，丰富产品矩阵，开发适应消费者需求的新品，满足消费者多样化的需求。公司不断加强新产品开发，丰富公司产品品类，对产品线进行扩充，有效满足市场需求，拓展品牌受众人群，带动公司营业收入快速增长。受益于行业增长及消费升级的大趋势，凭借产品研发优势，公司产品迭代升级和新产品的推出有效促进了营业收入的增长。
- **注重消费者的消费使用体验：**根据细分市场需求，持续升级产品的包装、配方、原料等，不断完善产品规格型号，保证消费者良好的使用体验，满足其多样化需求。
- **“大单品”可期：**当前公司婴童护理产品线仍以完善品类为主，借鉴珀莱雅的发展路径，我们认为公司后续有望在众多SKU中孵化出爆款大单品，从而进一步抢占消费者心智，强化品牌影响力。

图：润本股份年度推新情况

年度	新增产品
2020年	多功能电蚊拍、驱蚊酯驱蚊液、护唇膏、卫生湿巾、润本舒缓棒、职务精油香圈等
2021年	电热蚊香液蓝牙智能加热器、润唇膏、清凉喷雾、羽绒服清洁湿巾、精油手环（闪光型）、香茅香薰盒等
2022年	避蚊胺驱蚊液、羟哌酯驱蚊液、儿童洁面泡泡、清透防晒霜、啪啪手环、舒舒贴、柠檬酸除垢剂等
2023年	积雪草冰沙霜、白桃乌龙驱蚊香薰喷雾、无泪配方级儿童洗面奶、婴童蛋黄皴裂帮等50余款新品
2024年	定时功能加热器电热蚊香液、积雪草沐浴露、积雪草冰川喷雾、儿童防晒、去氯洗发水沐浴露等50余款新品

资料来源：公司招股书，公司公告，华西证券研究所



06 如何理解润本的成长性：

品类横纵扩张，渠道多元进阶

6.1 品牌升级扩充品类，并逐步拓展青少年市场

不同年龄段的儿童护肤需求有较大差异，以护肤品类为例，婴幼儿产品主要需求是不含香精、酒精、防腐剂，且保湿性好，而青少年需求则是有一定控油效果的功效性保湿产品，润本在婴童产品线逐渐完善后，已开始探索将产品**扩展到青少年市场**，推出如青少年防晒、青少年洁面产品等，**新年龄段的扩展有望为公司带来新的业绩增量**。

图：润本股份扩展年龄段相关产品



图：不同年龄段婴童护理需求

项目	新生儿期（0-28天）	婴幼儿期（0-3岁）	学龄前期和学龄期（3-12岁）	青春期（12岁-18岁）
洗浴/清洁	- 方式/频率/时间：盆浴，隔日洗，每次5-10分钟； - 室温水温：室温26-28度左右，水温37-38度； - 擦干方式：洗浴后用轻柔的毛巾蘸干、拍干，涂抹； - 产品：尽量少使用，建议不用含有碱性物质的产品；	- 方式：一岁内尽量盆浴，1岁-3岁可淋浴，每次5-10分钟； - 频率：6个月前可隔日洗，会爬后增加频率； - 水温：34-36度； - 产品：建议使用温和、不刺激且添加保湿成分的弱酸性或中性产品；	- 方式：淋浴为主，每次5-10分钟； - 频率：每天一次或隔日洗； - 水温：32-34度； - 产品：pH值5-5.5的产品，更接近正常皮肤的pH值；	- 日常清洁：中性的或温和的洁面产品； - 油性/痤疮：选择维生素B、丹参酮等活性成分，或低浓度水杨酸、果酸、视黄醇； - 水温：30度左右，不要过热； - 频率：一天一次，不过度清洁。
润肤/护肤	- 皮肤干燥是新生儿常见的现象，需要大量的润肤剂来保护孩子皮肤； 每12小时用一次润肤剂，轻轻涂全身；	- 洗浴之后的5分钟内使用润肤剂效果最佳； - 成分：建议不含香料、染料、酒精、防腐剂。 - 剂型：根据皮肤干燥程度、季节、地域选择；建议秋冬季用霜剂或膏剂，春夏季选霜或者稀一点的乳液。	产品：不要选非常厚重、过油的产品，可能会堵住毛孔；	控制油脂成分的功效性保湿产品；
防晒	新生儿较少户外活动，一般不需要防晒；	- 户外活动增加，建议一天晒1-3次，每次10分钟； - 方式：物理防晒为主（戴帽子、打伞、穿深色的长衣长裤）； - 产品：6个月以下不建议涂抹防晒产品；6个月-3岁选用SPF10、PA+的产品。	- 产品：日常—SPF30，PA+++；紫外线强—SPF50，PA++++； - 使用方式：出去前15分钟涂抹，每隔两小时重复涂抹。	注意防晒：SPF 30-50，PA+++或PA++++。

6.2 主线产品精准回应消费者痛点

通过研发、生产与销售于一体的经营模式，**公司对产品的掌控力极强，同时对市场热点的反应速度快**，如公司明星新品蛋黄油面霜，抓住秋冬换季时期婴童保湿需求的增加；以及苦瓜指缘油，改善手指倒刺的同时有明显苦味防止婴童啃咬指甲。

研发端，公司贯彻研产销一体化的发展理念，不断完善从原料端到成品端的关键环节的研发布局，包括基础研究、配方开发、理化分析和产品功效评估等方面。

- 截至2024H1，公司共拥有国家授权发明专利11项、实用新型专利11项和外观设计专利63项，合计85项专利。
- 此外，在标准发布方面，2024年公司作为起草人参与制定了《沐浴油》团体标准。截至2024H1，公司累计主导或参与制定了6项团体标准。

公司新品开发能力已基本得到市场认可，研产销一体为公司带来的产品竞争力有望长期持续。

图：公司精准解决消费者痛点的新品

**48h保湿*
牢锁肌肤水分**

滋润版
48h含水量提升
+103.36%

轻润版
48h含水量提升
+68.68%

**真人实测
7天改善倒刺*
24h保湿****

24h皮肤含水量提升率
255.02%*

99.99%认同
7天能持续改善倒刺*

99.99%认同
能滋润指缘、强韧亮泽甲*

99.99%认同
有明显苦味，会防止咬手

资料来源：天猫，华西证券研究所

6.3 线上渠道为核心，线下渠道协同发展

公司采用**线上直销、线上平台经销、线上平台代销、非平台经销**的模式为消费者提供优质产品。线上直销主要通过公司在天猫、抖音、拼多多、快手等电商平台开设直营店铺、自主运营的方式进行销售，线上经销以京东自营为代表，线上代销主要包括唯品会等。非平台经销商主要是线下经销商，公司通过直接与非平台经销商签订销售合同达成经销关系，主要采用先款后货的结算方式，公司收到货款后将商品发货给非平台经销商，由非平台经销商签收后完成交易。公司主要通过与天猫、京东、抖音、唯品会、拼多多等大型电商平台合作，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。2023年，**线上渠道对销售收入的直接贡献度为75.91%，销售模式基本保持稳定。**

图 ：2023年公司主要渠道收入占比

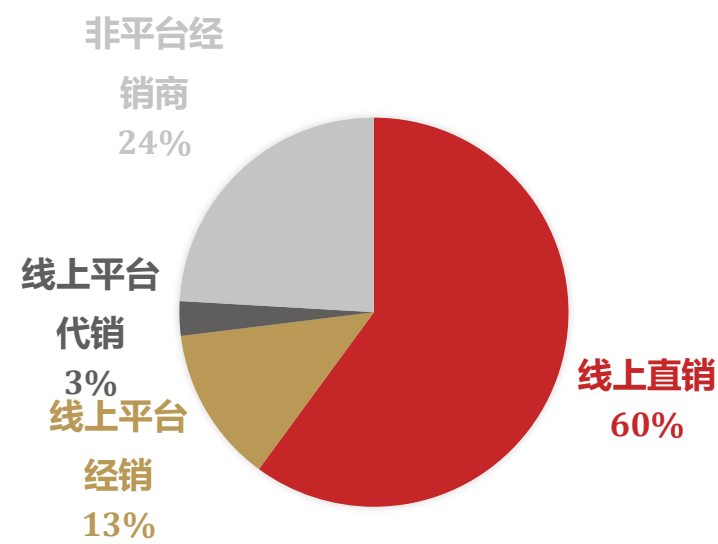
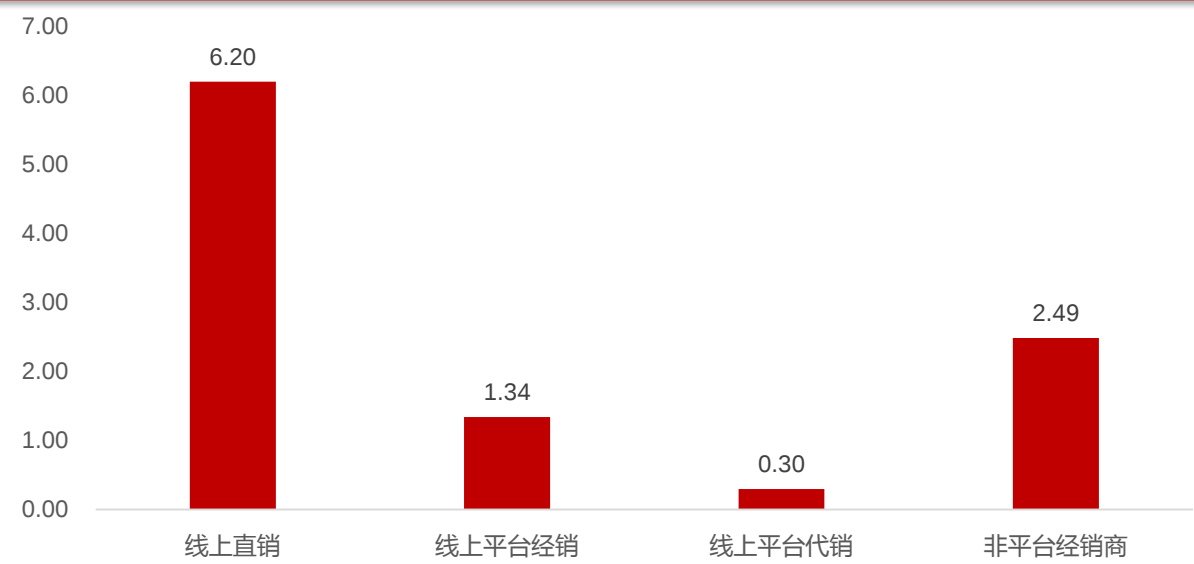


图 ：2023公司主要渠道收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

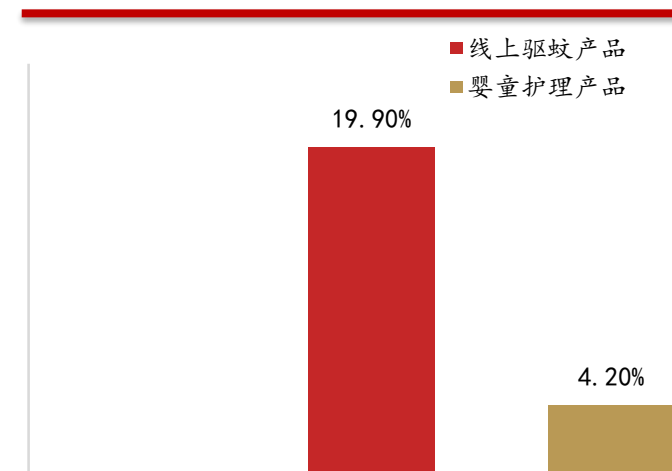
6.3.1 线上渠道：线上直销为核心，其他平台经销、代销共同发展

公司以互联网渠道起家，布局线上渠道多年，与天猫、京东、抖音、唯品会等大型电商平台建立稳定合作关系，积累了巨大的线上消费者群体：

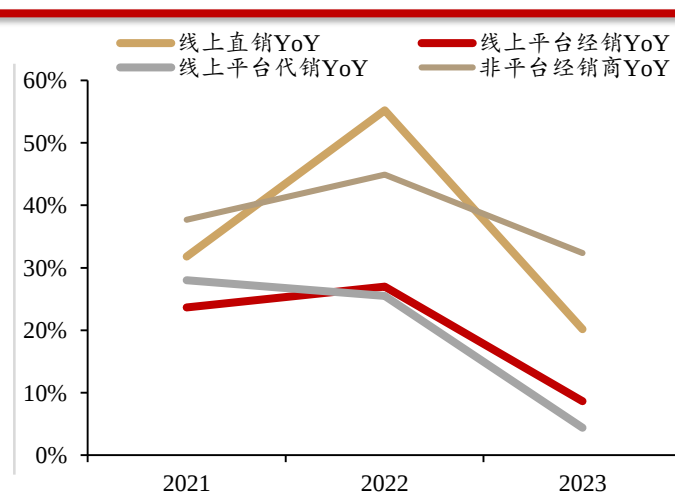
- 传统电商平台，2019-2022年，天猫平台直营店铺销售收入金额由1.48亿元增长至3.00亿元，业务规模增速在天猫平台处于领先地位；天猫、京东平台直营店铺的年购买用户数由2019年538万人增至2022年1,041万人；
- 新型电商平台，公司亦通过新媒体电商平台（如抖音、快手、小红书等）向消费者提供丰富的优质产品，公司在抖音渠道的销售金额2022年达到1.6亿元，带动品牌全面发展。
- 线上直销（天猫、京东旗舰、抖音等）在线上渠道增速最快，2020-2023年收入CAGR达34.22%。

近几年，润本品牌通过加大在天猫和京东等电商平台的推广力度，结合小红书、自播、达播和短视频等多元化营销策略，成功提升了品牌声量，实现了产品对不同消费群体的深入触达。根据公司招股书，2022年润本的线上驱蚊产品市占率达到19.9%，而婴童护理产品市占率为4.2%，显示其在市场中的竞争力和影响力。

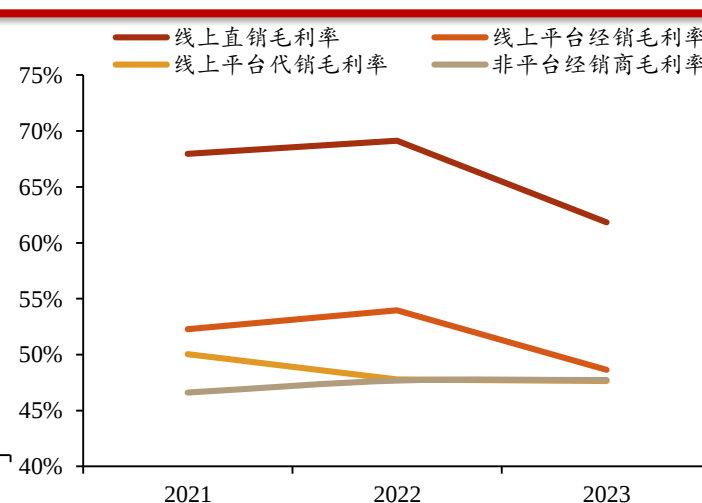
图：2022年主要产品市场占有率



图：分渠道收入增速



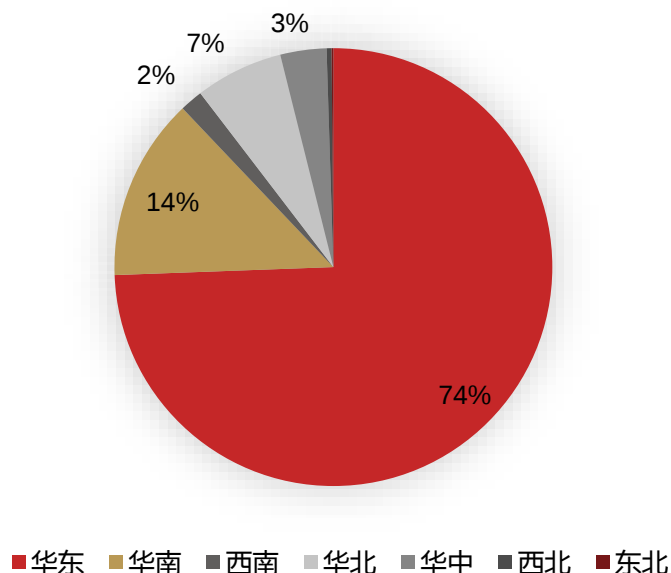
图：分渠道毛利率



6.3.2 线下渠道：发展迅速，成长性好

根据公司招股书，公司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，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，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，以确保公司线下渠道体系的活力和良性发展。线下渠道方面，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。

图：2024H1公司线下渠道收入结构



图：公司开发的线下渠道





07 润本如何定价

7.1 盈利预测

公司深耕婴童驱蚊及护理产品多年，在研产销一体以及优质品牌形象的深厚护城河下有望加速抢占市场份额。驱蚊产品受益于夏季需求旺盛以及线下销售渠道拓展，预计2024-2026年收入中速增长；婴童护理产品作为公司的第二增长曲线起量加快，同时产品均价有所提升，预计收入加速增长；精油产品近年产销量基本维持稳定，预计收入基本稳定。

图：公司收入拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
驱蚊	272. 26	324. 54	423. 72	527. 28	634. 63
YoY	19. 54%	19. 20%	30. 56%	24. 44%	20. 36%
占比	31. 80%	31. 42%	32. 26%	31. 13%	29. 41%
毛利	154. 26	163. 31	216. 10	271. 55	330. 01
毛利率	56. 66%	50. 32%	51. 00%	51. 50%	52. 00%
婴童护理	390. 09	521. 24	697. 94	970. 49	1319. 48
YoY	80. 03%	33. 62%	33. 90%	39. 05%	35. 96%
占比	45. 57%	50. 46%	53. 15%	57. 29%	61. 14%
毛利	244. 86	303. 88	411. 79	582. 29	791. 69
毛利率	62. 77%	58. 30%	59. 00%	60. 00%	60. 00%
精油	146. 35	146. 27	150. 69	155. 24	163. 10
YoY	11. 78%	-0. 05%	3. 02%	3. 02%	5. 06%
占比	17. 09%	14. 16%	11. 47%	9. 16%	7. 56%
毛利	90. 12	91. 73	94. 94	97. 80	102. 75
毛利率	61. 58%	62. 71%	63. 00%	63. 00%	63. 00%
其他	47. 40	40. 90	40. 90	40. 90	40. 90
YoY	597. 00%	-13. 71%	0. 00%	0. 00%	0. 00%
占比	5. 54%	3. 96%	3. 11%	2. 41%	1. 90%
毛利	-25. 30	23. 11	23. 31	23. 31	23. 31
毛利率	-53. 39%	56. 50%	57. 00%	57. 00%	57. 00%
收入合计	856. 09	1032. 95	1313. 25	1693. 91	2158. 11
YoY	47. 06%	20. 66%	27. 14%	28. 99%	27. 40%
毛利合计	463. 94	582. 03	746. 13	974. 96	1247. 76
毛利率	54. 19%	56. 35%	56. 82%	57. 56%	57. 82%

资料来源：wind，华西证券研究所

7.2 投资建议

婴童护理行业正处于品类拓宽带动人均消费增长的快速成长期，公司**产品端**加速推陈出新，有望孵化出蚊香液以外更多的大单品，**渠道端**加大新兴电商投入，线下继续开发优质客户，品牌影响力有望进一步提升。近日IPO前股东持有股份解禁，高瓴计划减持，减持前持股8.5%，拟通过集中竞价和大宗交易分别减持1%和2%，公司基本面稳固，股东减持有望进一步提高A股流动性。

我们维持收入预测，受下游消费需求略弱于预期影响，下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年 营 收 分 别 为 13.1/16.9/21.6 亿 元 ， 每 股 收 益 0.75/0.96/1.21元（前值0.79/1.01/1.27元），对应2025年1月2日收盘价23.21元，PE分别为31.00/24.12/19.25X，以2025年为基准，可比公司平均PEG 1.08倍，公司立足优质婴童赛道，同时自身经营优秀、产品与渠道成长确定性强，**我们给予1.25倍PEG，目标价34.33元，维持“买入”评级。**

图：可比公司估值

公司简称	股票代码	收盘价	市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）				PEG（倍）		
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
珀莱雅	603605.SH	84.88	336	3.01	3.92	4.86	5.88	28.20	21.66	17.47	14.44	0.72	0.73	0.69
登康口腔	001328.SZ	32.70	56	0.88	0.93	1.09	1.29	37.16	35.23	30.01	25.40	6.42	1.72	1.40
百亚股份	003006.SZ	23.14	99	0.56	0.76	0.98	1.25	41.32	30.63	23.55	18.48	0.88	0.78	0.67
平均值				1.48	1.87	2.31	2.81	35.56	29.17	23.67	19.44	2.67	1.08	0.92
润本股份	603193.SH	23.21	94	0.64	0.75	0.96	1.21	36.27	31.00	24.12	19.25	1.83	0.85	0.76

资料来源：wind，华西证券研究所（注：可比公司盈利预测来自万得一致预期）

图：公司盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	856	1,033	1,313	1,694	2,158
YoY（%）	47.1%	20.7%	27.1%	29.0%	27.4%
归母净利润（百万元）	160	226	303	389	488
YoY（%）	32.7%	41.2%	34.0%	28.5%	25.3%
毛利率（%）	54.2%	56.3%	56.8%	57.6%	57.8%
每股收益（元）	0.47	0.64	0.75	0.96	1.21
ROE	22.1%	11.8%	14.1%	15.8%	17.0%
市盈率	49.38	36.27	31.00	24.12	19.25

资料来源：公司公告，华西证券研究所



08 风险提示

风险提示

- 生育率下降快于预期
- 行业竞争加剧
- 新渠道拓展不及预期

财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率									
利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,033	1,313	1,694	2,158	净利润	226	303	389	488
YoY (%)	20.7%	27.1%	29.0%	27.4%	折旧和摊销	22	18	21	24
营业成本	451	567	719	910	营运资金变动	23	-16	-14	-9
营业税金及附加	10	13	17	21	经营活动现金流	253	302	393	498
销售费用	269	352	454	587	资本开支	-14	-67	-67	-67
管理费用	33	35	47	65	投资	-1,301	-10	-10	-10
财务费用	-15	-34	-32	-39	投资活动现金流	-1,310	-74	-74	-73
研发费用	26	34	44	56	股权募资	995	0	0	0
资产减值损失	-2	-2	-2	-2	债务募资	0	-2	0	0
投资收益	1	3	3	4	筹资活动现金流	973	-71	-75	-85
营业利润	265	353	455	571	现金净流量	-84	156	244	340
营业外收支	3	3	3	3	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
利润总额	268	356	458	574	成长能力 (%)				
所得税	42	53	69	86	营业收入增长率	20.7%	27.1%	29.0%	27.4%
净利润	226	303	389	488	净利润增长率	41.2%	34.0%	28.5%	25.3%
归属于母公司净利润	226	303	389	488	盈利能力 (%)				
YoY (%)	41.2%	34.0%	28.5%	25.3%	毛利率	56.3%	56.8%	57.6%	57.8%
每股收益	0.64	0.75	0.96	1.21	净利率	21.9%	23.1%	23.0%	22.6%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率ROA	11.2%	13.2%	14.8%	15.8%
货币资金	244	400	644	984	净资产收益率ROE	11.8%	14.1%	15.8%	17.0%
预付款项	8	10	13	16	偿债能力 (%)				
存货	93	132	156	194	流动比率	18.04	14.35	13.75	12.47
其他流动资产	1,371	1,394	1,417	1,440	速动比率	2.84	3.26	4.29	4.96
流动资产合计	1,716	1,936	2,229	2,635	现金比率	2.56	2.97	3.97	4.66
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	4.8%	5.9%	6.2%	6.9%
固定资产	255	297	345	392	经营效率 (%)				
无形资产	19	18	18	17	总资产周转率	0.73	0.61	0.69	0.75
非流动资产合计	303	354	403	450	每股指标 (元)				
资产合计	2,019	2,291	2,633	3,085	每股收益	0.64	0.75	0.96	1.21
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.75	5.33	6.10	7.10
应付账款及票据	53	76	88	119	每股经营现金流	0.62	0.75	0.97	1.23
其他流动负债	42	59	75	92	每股股利	0.17	0.18	0.00	0.00
流动负债合计	95	135	162	211	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	36.27	31.00	24.12	19.25
其他长期负债	2	0	0	0	PB	3.83	4.97	4.34	3.73
非流动负债合计	2	0	0	0					
负债合计	98	135	163	212					
股本	405	405	405	405					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,921	2,156	2,470	2,873					
负债和股东权益合计	2,019	2,291	2,633	3,085					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。