

➤ 本篇报告围绕当前市场对润本股份商业模式核心壁垒及发展空间最为关注的三个问题展开，剖析我们如何理解润本股份强劲业绩增长的壁垒及长期空间。

➤ **如何理解润本在驱蚊行业的突围以及能从驱蚊→婴童护理业务拓展？** 1) 敏锐抓住驱蚊品类内部结构变革机遇：传统驱蚊产品长途运输难度大，且多添加浓度相对高的驱蚊成分刺激性高，随消费者安全与健康意识的提升，驱蚊品类逐步从传统蚊香盘等切换至更易运输更安全的电热蚊香液等产品。润本驱蚊产品成分更安全、驱蚊效果温和有效，契合消费者对高安全性产品的需求，同时产品形态主要为电热驱蚊液、驱蚊喷雾等新式产品，精准把握驱蚊品类内部产品结构变革机遇。2) 切入婴童驱蚊细分赛道，布局婴童驱蚊这一成人及家庭驱蚊的需求终极形态，把握母婴人群对产品安全性要求更高需求，为品牌积累早期核心母婴人群资产：从供给视角看，市场上针对婴童群体更安全的驱蚊液产品少，润本差异化优势显著；从人群视角看，处于婴童的安全保障家庭最终驱蚊需求大多收敛至婴童驱蚊产品，早期购买婴童驱蚊液的消费者多为婴童护理品类潜在用户，润本驱蚊液积累的用户具备极强的从婴童驱蚊→婴童护理的消费连带潜力，同时润本婴童护理产品定位性价比，单价低易促成存量用户的高连带率，成为业务扩张的基础。

➤ **如何理解润本性价比、自有工厂的供应链壁垒？** 1) 润本的性价比定位符合目前主流消费趋势：润本产品件单价多<50元性价比高，婴童驱蚊产/婴童护理产品价格分别约为头部品牌的90%/60%，价格优势显著，符合性价比消费趋势。2) 自有供应链是公司低成本的核心：代工厂环节需要有利润保障，因此品牌外购产品的成本通常高于自产成本，润本目前拥有广州、义乌两大生产基地，生产能力强且规模优势显著，对比市场头部婴童护理品牌多以代工为主，润本自产为主的生产模式能更好控制生产成本，提供低价保障；此外，公司持续拓展产能，22年浙江义乌工厂全面投产后，24年9月公告计划建设智能制造未来工厂来更好满足业务规模扩大带来的增量生产需求。3) 自有供应链支撑公司灵活快速调整产线和产量，产品SKU数量多且全，满足精细化育儿趋势：润本聚焦补水防晒等婴童护理基础需求，布局乳液面霜等核心品类，同时基于多年来对母婴人群的深入洞察推出差异化、细分化但又精准把握目标人群需求痛点的产品如苦甲水、指缘油等，形成丰富度、完善度领先的产品矩阵，润本“研产销一体化”的自有供应链灵活保证公司可根据市场需求快速推新、在产品销售不及预期时及时灵活调整产线降低库存风险减少损失。

➤ **如何看待公司后续增长？** 1) 自有供应链保障品牌性价比定位长期稳定：润本产品定价满足性价比消费趋势，核心单品持续升级但不提价，如儿童唇膏、儿童防晒润肤乳，新品通过差异化的创新功能进行提价，如三档定时驱蚊液等，产品价格基础低同时基于创新提价进一步弱化消费者对提价的敏感度。2) 驱蚊产品持续推新和迭代升级，业务稳健增长：公司精准洞察市场需求，针对消费者痛点持续推新，如电热驱蚊液产品（经典绿瓶款→科技智能款、柔微光夜灯款、三档定时款等），精准领先抓住消费者需求，保障驱蚊业务长期增长韧性。3) 拓展高毛利婴童护理业务，并进一步带动四季化销售：20年起公司发力规模更大、盈利能力更强的婴童护理业务，推出积雪草冰沙霜、蛋黄油皴裂棒等婴童护肤产品，23年婴童护理业务收入占比已达50.46%。同时润本还根据不同季节特征推出四大针对性系列产品：小桃喜系列（春季）、积雪草系列（夏季）、洋甘菊系列（秋冬季）、蛋黄油系列（冬季），助力四季化销售，并储备防晒、安护精华霜、游泳洗发沐浴露等产品，产品矩阵持续完善。

➤ **投资建议：**公司坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，深耕细分市场实现差异化竞争，目前已在驱蚊和婴童护理市场建立良好的知名度和认知度，未来有望通过持续提升的研发生产能力、不断完善的渠道结构，驱动公司收入提升，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为3.08/4.01/4.91亿元，同比增速分别为36.4%/30.0%/22.5%，对应PE为33/25/21X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险；新品研发不及预期；产能建设不及预期风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,033	1,308	1,701	2,134
增长率 (%)	20.7	26.6	30.0	25.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	226	308	401	491
增长率 (%)	41.2	36.4	30.0	22.5
每股收益 (元)	0.56	0.76	0.99	1.21
PE	45	33	25	21
PB	5.3	4.7	4.1	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年1月16日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**25.02元**
**分析师 解慧新**

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

**研究助理 杨颖**

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

### 相关研究

1.润本股份 (603193.SH) 动态报告：三问三答，剖析润本的竞争壁垒与长期发展空间-2025/01/16

2.润本股份 (603193.SH) 2024年三季度点评：Q3淡季不淡，建议关注Q4婴童护理旺季催化，婴童护理龙头持续成长-2024/10/23

3.润本股份 (603193.SH) 事件点评：建设润本智能制造未来工厂，进一步拓展产能天花板，看好公司后续增长-2024/09/24

4.润本股份 (603193.SH) 2024年半年报点评：产品结构变化带动盈利能力提升，持续推进有质量增长-2024/08/16

5.润本股份 (603193.SH) 2024年半年度业绩预告点评：24H1业绩高增，驱蚊及婴童护理细分龙头加速崛起-2024/07/11

# 目录

1 如何理解润本在驱蚊行业的地位以及能从驱蚊业务逐步向婴童护理业务拓展? .....	3
2 如何理解润本性价比、自有工厂的供应链壁垒? .....	8
3 如何看待公司后续增长? .....	13
4 投资建议 .....	17
5 风险提示 .....	18
插图目录 .....	20
表格目录 .....	20

# 1 如何理解润本在驱蚊行业的地位以及能从驱蚊业务逐步向婴童护理业务拓展?

公司能以驱蚊业务起家主要系早期抓住主流驱蚊产品从传统的蚊香盘等产品切换至电热蚊香液等新品的品类结构性变革机会。

1) 传统驱蚊产品不适合长途运输，不利于品牌的全国化扩张。较多传统驱蚊产品不适合长途运输，例如喷雾灭蚊剂在受热膨胀或受到猛烈撞击时易燃易爆，长途运输将增大危险发生的概率；蚊香盘在受到挤压时易破碎，运输成本较高，不利于品牌的全国化扩张。

图1：传统驱蚊产品



资料来源：淘宝，民生证券研究院

2) 安全性方面，老式驱蚊产品的品牌多添加能够直接起到杀虫效果的驱蚊成分，润本电热蚊香液产品以驱蚊为目的，所含驱蚊成分浓度低、更加温和、低刺激性。第一代驱蚊产品多以杀灭蚊虫为目的，添加成分以有机磷农药、有机氯农药为主，毒性较高；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，倾向于选择温和、有效的驱蚊产品，电热蚊香液、驱蚊液等温和便捷的驱蚊产品逐步替代第一代有机磷类、有机氯类以及第二代早期产品盘式蚊香等化学防治驱蚊产品。润本的驱蚊产品主要为电热驱蚊液，添加避蚊胺、驱蚊胺等驱蚊成分，其中避蚊胺是通过影响蚊虫的 A 型嗅觉受体神经元的触角感器，使其感到不适而达到驱蚊效果，使用时浓度不得高于 30%；驱蚊胺主要通过掩盖人类散发的气味，使蚊虫无法感知到人类存在，达到驱蚊效果，两者成分驱蚊效果相对温和，更适用于母婴群体。

表1：市场主流驱蚊产品用途、作用方式、特点对比

类型	用途	作用方式	特点
有机磷类、有机氯类杀虫剂	室外杀虫	通过抑制害虫体内的乙酰胆碱酯酶活性，使乙酰胆碱在突触间隙大量积聚，导致害虫的神经系统过度兴奋，最终使害虫中毒死亡。	气味大、毒性高，灭杀害虫效率高，广泛应用于农业领域。
盘式蚊香	室内驱蚊	通过燃烧生热方式使得驱蚊药持续、均匀、稳定地散发，从而达到驱蚊功效。	盘式蚊香燃烧时可能会产生烟尘，相比电热蚊香液和电热蚊香片，多用于蚊虫较多的室外、室内局部区域。
电热蚊香片	室内驱蚊	属于电热蚊香产品，采用电加热方式进行工作。	通过加入稳定剂、挥散调整剂、指示剂等，使有效成分的挥发更均匀、持效期更长，实现温和、长效驱蚊。
电热蚊香液	室内驱蚊	通过电加热代替了盘式蚊香的燃烧加热，起到稳定、持续发挥药效作用。	电热蚊香液是在电热蚊香片的基础上改进发展的新兴产品，具备污染小、无烟熏、明火及粉尘，使用方便、干净、清洁等特点，广泛应用于室内驱蚊。
驱蚊液	室外驱蚊	通过将有效的化学驱蚊成分涂抹在身体上或喷撒在衣物上以发挥驱蚊的作用。	驱蚊液具有药效高、毒性小的特点，广泛应用于室外驱蚊。

资料来源：润本股份招股说明书，广东省有害生物预防控制中心，民生证券研究院

















对比传统驱蚊品牌的产品，润本驱蚊液产品毒性更小且驱蚊效果好。驱蚊成分浓度方面，润本电热蚊香液使用 0.6%浓度的氯氟醚菊酯，属于微毒范围，不会对人体造成影响，而传统驱蚊品牌的电热蚊香液多添加 1.2%浓度的氯氟醚菊酯，相对偏高；相比较看，润本产品的驱蚊成分浓度更低，安全等级更高，驱蚊效果更加温和，更契合婴童家庭对驱蚊产品的需求。同时，润本电热蚊香液的驱蚊范围能达到 28 m<sup>2</sup>，在保障低毒性的同时兼顾较优的驱蚊效果，产品实力较强。

表2：驱蚊行业头部品牌的电热蚊香液产品对比

品牌	产品名	产品图示	价格	核心驱蚊成分	驱蚊空间
润本	经典款电热蚊香液		29.9 元 (1 器 4 液)	0.6%氯氟醚菊酯	28 m <sup>2</sup>
润本	手机智控款电热蚊香液		58.9 元 (2 器 8 液)	0.6%氯氟醚菊酯	28 m <sup>2</sup>
超威	电热蚊香液 (薄荷)		29.9 元 (1 器 4 液)	1.2%氯氟醚菊酯	15 m <sup>2</sup>
超威	无香电热蚊香液		24.9 元 (1 器 3 液)	1.2%氯氟醚菊酯	15 m <sup>2</sup>
超威	贝贝健电热蚊香液		29.9 元 (1 器 3 液)	0.93%四氟甲醚菊酯	28 m <sup>2</sup>
彩虹	电热蚊香液		37.37 元 (1 器 4 液)	1.2%氯氟醚菊酯	28 m <sup>2</sup>
彩虹	乖乖电热蚊香液		34.9 元 (1 器 1 液)	0.62%四氟甲醚菊酯	28 m <sup>2</sup>
雷达	电热蚊香液		44.9 元 (1 器 4 液)	0.62%四氟甲醚菊酯	28 m <sup>2</sup>
雷达	佳儿护电热蚊香液		44.9 元 (1 器 3 液)	0.31%四氟甲醚菊酯	-
榄菊	电热蚊香液		29.9 元 (1 器 4 液)	1.2%氯氟醚菊酯	28 m <sup>2</sup>
榄菊	儿宝健电热蚊香液		29.8 元 (1 器 3 液)	0.52%四氟甲醚菊酯	12 m <sup>2</sup>
枪手	电热蚊香液		44.9 元 (1 器 4 液)	0.9%氯氟醚菊酯	28 m <sup>2</sup>
戴可思	电热蚊香液		35 元 (1 器 4 液)	0.6%氯氟醚菊酯	-
贝德美	温和版电热蚊香液		49.9 元 (1 器 4 液)	0.6%氯氟醚菊酯	28 m <sup>2</sup>
红色小象	电热蚊香液		35.9 元 (1 器 4 液)	1%氯氟醚菊酯	15 m <sup>2</sup>

资料来源：淘宝，民生证券研究院；数据统计时间为 2024 年 9 月 20 日

**表3：驱蚊行业头部品牌的驱蚊喷雾产品对比**

品牌	产品名	产品图示	价格	核心驱蚊成分	时效
润本	7%驱蚊酯温和驱蚊液		39.9 元 (220ml 赠 50ml)	7%驱蚊酯	5.7h
润本	20%羟哌酯强劲驱蚊喷雾		34.9 元 (110ml)	20%羟哌酯	7.3h
润本	避蚊胺驱蚊喷雾		19.9 元 (75ml)	9%避蚊胺	4.8h
润本	驱蚊花露水		26.9 元 (185ml)	5%驱蚊酯	6h
超威	羟哌酯驱蚊液		39.9 元 (60ml)	15%羟哌酯	6h
超威	驱蚊花露水		29.9 元 (195ml)	4.5%驱蚊酯	4h
超威	户外驱蚊喷雾		39.9 元 (80ml)	9%驱蚊酯	5h
超威	贝贝健驱蚊液		19.9 元 (30ml)	9%驱蚊酯	5h
彩虹	乖乖驱蚊液		12.37 元 (30ml)	10%驱蚊酯	8h
彩虹	户外便携驱蚊液		18.5 元 (100ml)	10%驱蚊酯	8h
彩虹	清爽型驱蚊液		34.75 元 (200ml)	10%驱蚊酯	8h
雷达	户外驱蚊液		21.9 元 (100ml)	15%避蚊胺	6h
榄菊	儿保健驱蚊喷雾		29.9 元 (35ml*3)	7%驱蚊酯	4h
榄菊	玻尿酸驱蚊液		39.9 元 (200ml)	7%驱蚊酯	4h
戴可思	驱蚊喷雾		69 元 (100ml)	20%羟哌酯	6.5h
贝德美	婴儿驱蚊喷雾		59 元 (75ml)	7%驱蚊酯	6h
红色小象	驱蚊液		34 元 (70ml)	7%驱蚊酯	6.2h

资料来源：淘宝，民生证券研究院；数据统计时间为 2024 年 9 月 20 日

**差异化定位婴童驱蚊细分赛道，合作优质原料供应商，高效形成高安全性的产品心智。**在我国，驱蚊产品中添加的驱蚊酯、避蚊胺等驱避剂成分属于农药范畴，驱蚊产品需取得农药登记证号并在包装标注才能上市销售；若产品已具备合法的农药登记证号和农药生产批准文号，通常说明其驱蚊成分含量已达到无毒无害的安全浓度；由此，品牌直接宣传产品的安全性较难在消费者中形成深刻的认知。润本精准把握婴童用户对产品安全性较为敏感的特点，差异化定位婴童驱蚊赛道进行营销推广，更高效地在目标客群中形成润本产品具备高安全性的产品心智。

此外，润本在原料端合作扬农化工、道达尔、默克等国内外知名原料企业，保障产品品质和高安全性，如润本驱蚊酯驱蚊液中所含的驱蚊酯成分主要由德国默克供应，润本羟哌酯驱蚊液中所含的羟哌酯成分由德国赛拓供应。

**表4：润本股份婴童驱蚊产品成分介绍**

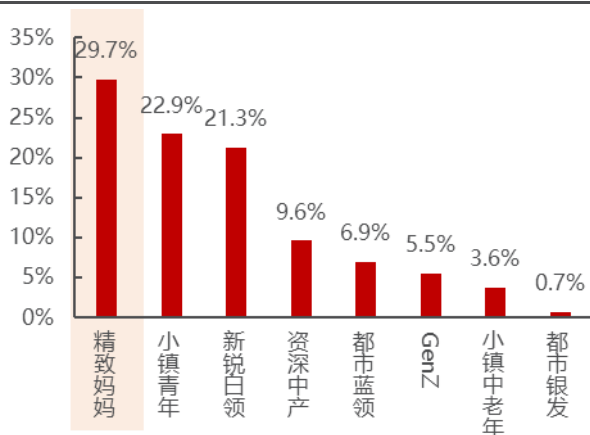
产品名称	示例图	产品及成分介绍
电热蚊香液		蚊香液核心用料来源于 <b>扬农化工、道达尔</b> 等国内外知名的原料厂商。产品无香精、无烟无灰，主要适用于室内驱蚊，系蚊虫季节家庭常备品。
经典款电热蚊香液		蚊香液核心用料来源于 <b>扬农化工</b> 等国内外知名的原料厂商，采用高品质、低刺激溶剂。氯氟醚菊酯浓度为 0.6%，安全高效。蚊香液经配套使用的电加热器加热后，以气态作用于蚊虫，达到驱蚊效果。产品无香精、无烟无灰，主要适用于室内驱蚊，系蚊虫季节家庭常备品。
避蚊胺驱蚊液		产品选用历史悠久且应用广泛的驱蚊成分——避蚊胺，涂喷后可有效掩盖身体气味；添加三重植物精粹，辅以“白桃乌龙”香氛，打造品牌第一款香氛驱蚊液。产品经皮肤刺激性试验，温和不刺激。
驱蚊酯驱蚊液		产品有效成分“驱蚊酯”源于 <b>德国默克</b> ，公司自研创新性配方剂型，设计出无酒精、无香精的驱蚊液，不含防腐剂；添加透明质酸钠和植物纯露，在防蚊同时达到肌肤补水功效；产品经皮肤刺激性试验，温和不刺激。
羟哌酯驱蚊液		产品有效成分“羟哌酯”源于 <b>德国赛拓</b> ，科学配比 20%有效浓度，安全高效，适合户外高蚊地区使用；添加薄荷、金银花、洋甘菊三重植萃，在防蚊同时具备护肤功效；产品经皮肤刺激性试验，温和不刺激。

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**婴童驱蚊是家庭驱蚊的终极需求形态，传统驱蚊产品用户是婴童驱蚊用品的潜在客群。**驱蚊产品是居民用于防治蚊虫的日常消费刚需产品，是多数家庭夏季常备单品；对于母婴童家庭，成分安全性为购买产品的首要考虑因素，由此相比传统驱蚊产品，婴童驱蚊产品能够同时满足安全性与驱蚊需求，天然更受到母婴童家庭的偏好，是家庭驱蚊的终极需求形态。

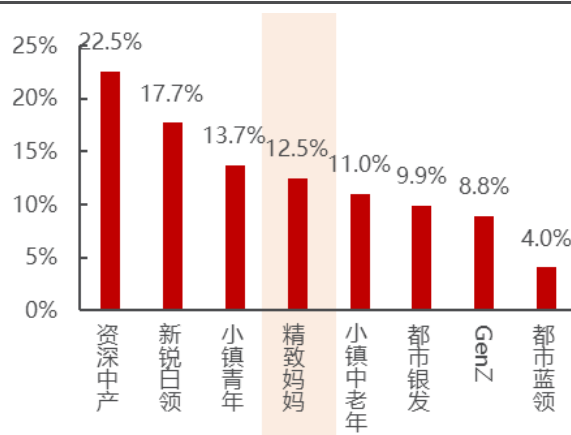
**驱蚊业务与婴童护理业务目标消费者画像重合度较高，润本深度挖掘品牌用户资产助力新业务破圈。**驱蚊产品消费者以女性为主，因此驱蚊业务与婴童护理业务的客群存在一定重合度，即妈妈群体，公司将业务从驱蚊拓展至婴童护理赛道，并充分利用原始用户资产，赋能婴童护理业务的发展。此外，相较于抖音、快手等电商平台，天猫平台的用户粘性更高，而公司最早进入的电商平台即为淘宝/天猫平台，公司目前最大的线上自营店铺天猫“润本旗舰店”已开设 14 年，截至 25

年1月13日店铺粉丝数已超过360万；润本在天猫旗舰店布局婴童护理产品，驱蚊业务积累的原始用户或将因品牌认可以及产品的高性价比而选择消费润本婴童护理产品，进而带动连带率提升。

**图2：润本抖音旗舰店粉丝画像**


资料来源：蝉妈妈，民生证券研究院；

注：数据截至2024年1月1日-2024年11月25日

**图3：超威抖音旗舰店粉丝画像**


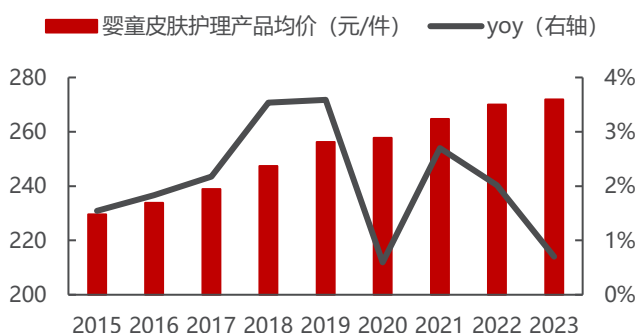
资料来源：蝉妈妈，民生证券研究院

注：数据截至2024年1月1日-2024年11月25日

## 2 如何理解润本性价比、自有工厂的供应链壁垒？

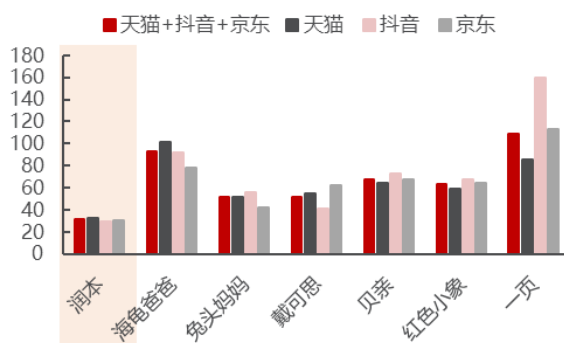
润本品牌的性价比定位符合目前主流消费趋势。根据欧睿数据，2015-2019年，我国婴童护肤行业的人均消费金额持续提升且同比增速逐年加快，2020年公共卫生事件显著影响婴童护肤人均消费额的增速水平，2021年在低基数下增速回升；2022-2023年我国婴童护肤人均消费额增速呈现逐年下降趋势，我们分析主要系2021年后我国经济增长步入放缓阶段，消费者消费信心下降，消费预期降低。根据尼尔森《2023中国消费者洞察与展望报告》，23年1月-7月，追求进阶价值的“悠然自若型”消费者占比从29%降至15%，追求性价比/平替产品（“精打细算型”+“重振旗鼓型”）的消费者占比从43%提升至54%，我国消费者的人群分层和分化持续扩大，性价比消费趋势崛起。润本产品件单价多位于50元以下，符合目前主流消费趋势；且润本的产品均价在头部婴童护肤品牌中处于较低价格带，价格优势显著。

图4：中国婴童皮肤护理产品均价（元）及增速



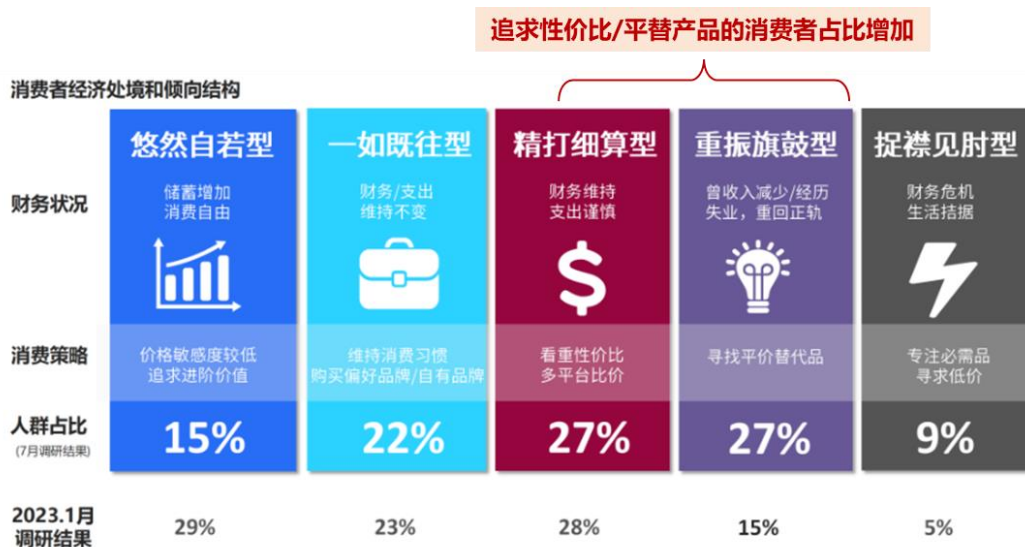
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图5：润本 VS 其他婴童护肤品牌的均价（元）



资料来源：久谦，民生证券研究院；注：数据统计周期为24年1-10月

图6：2023年我国消费者消费倾向变化情况（23年1月 VS 23年7月）



资料来源：尼尔森《2023中国消费者洞察与展望报告》，民生证券研究院



**润本婴童产品价格多为市场主流婴童品牌价格的 50-60%，具备价格优势。**

润本婴童产品定价主要位于 30-50 元区间，卡位相对较低的价格区域。具体分品类看，1) 婴童驱蚊产品：根据久谦数据，2024 年 1-11 月润本婴童驱蚊产品在天猫渠道的销售均价多低于 35 元，而贝德美、英氏、海龟爸爸等其他品牌多高于 35 元，润本均价多为其他婴童品牌的 9 折；2) 婴童护理产品：根据久谦数据，2024 年 1-11 月润本婴童护理产品在天猫渠道的销售均价多居于 30-40 元，而贝德美、红色小象、英氏等品牌多高于 50 元，润本均价多为其他婴童品牌的 5-6 折。

**表5：2024 年 1-11 月润本 VS 其他婴童品牌在天猫渠道的产品销售均价（元/件）**

品牌	婴童驱蚊产品均价（元/件）							润本产品均价/各品牌产品均价的比例						
	防蚊水	驱蚊器	驱蚊液	蚊香片	驱蚊贴	驱蚊手带	止痒膏	防蚊水	驱蚊器	驱蚊液	蚊香片	驱蚊贴	驱蚊手带	止痒膏
贝德美	39.5	44.4	35.0	-	40.9	41.7	29.1	65%	37%	110%	-	79%	91%	106%
贝亲	39.4	-	-	-	26.9	-	29.9	65%	-	-	-	120%	-	103%
袋鼠妈妈	32.0	-	38.4	-	13.8	-	31.3	80%	-	101%	-	235%	-	98%
英氏	-	-	40.5	-	37.1	-	31.6	-	-	95%	-	87%	-	97%
红色小象	41.0	-	43.2	-	31.2	-	33.2	62%	-	89%	-	104%	-	93%
<b>润本</b>	<b>25.5</b>	<b>16.3</b>	<b>38.6</b>	<b>56.5</b>	<b>32.4</b>	<b>38.0</b>	<b>30.8</b>							
海龟爸爸	59.0	-	-	-	-	-	44.9	43%	-	-	-	-	-	69%
启初	29.1	-	32.3	-	66.0	-	-	88%	-	120%	-	49%	-	-
兔头妈妈	39.7	-	-	-	-	-	33.1	64%	-	-	-	-	-	93%
一页	49.0	-	-	-	-	-	59.6	52%	-	-	-	-	-	52%
babycare	36.0	40.6	36.6	-	25.5	25.3	39.3	71%	40%	105%	-	127%	150%	78%

品牌	婴童护理产品均价（元/件）							润本产品均价/各品牌产品均价的比例						
	洗发水	爽身粉	润肤乳	乳液面霜	沐浴露	防晒霜	护唇润唇	洗发水	爽身粉	润肤乳	乳液面霜	沐浴露	防晒霜	护唇润唇
贝德美	72.8	-	64.2	54.1	66.2	77.8	40.3	50%	-	62%	83%	47%	72%	63%
贝亲	53.2	51.3	47.4	49.5	54.0	57.3	43.9	69%	59%	84%	91%	58%	97%	58%
袋鼠妈妈	73.0	51.2	73.0	103.1	55.1	120.8	42.4	50%	59%	54%	44%	57%	46%	60%
英氏	53.6	-	80.2	92.2	73.5	64.6	67.1	68%	-	49%	49%	43%	86%	38%
红色小象	64.6	47.9	64.3	46.7	57.8	56.2	24.1	57%	63%	62%	96%	54%	99%	106%
<b>润本</b>	<b>36.6</b>	<b>30.1</b>	<b>39.6</b>	<b>45.0</b>	<b>31.3</b>	<b>55.7</b>	<b>25.5</b>							
海龟爸爸	61.7	83.6	90.7	126.1	82.3	106.3	33.1	59%	36%	44%	36%	38%	52%	77%
启初	71.8	-	66.0	51.7	47.9	49.7	35.5	51%	-	60%	87%	65%	112%	72%
兔头妈妈	87.4	55.2	82.0	64.6	55.0	101.4	34.3	42%	55%	48%	70%	57%	55%	74%
一页	64.0	79.5	100.6	84.6	81.5	172.0	102.9	57%	38%	39%	53%	38%	32%	25%
babycare	47.6	51.2	72.3	105.8	82.4	86.3	52.1	77%	59%	55%	43%	38%	65%	49%

资料来源：久谦，民生证券研究院

**婴童护理产品的核心舒缓成分取自德国德之馨等头部原料商，产品品质高。**

润本婴童护理产品主打舒缓、保湿、温和的功效，其中起舒缓功效的原料选用世界四大香精公司德之馨的原料 Symcalmin、Symrelief，以及其他多种草本植物成分，整体看产品品质较高。

**表6：润本股份婴童护理产品成分介绍**

产品名称	示例图	产品及成分介绍
润本叮叮舒缓棒		产品选取德之馨舒缓原料 Symcalmin、Symrelief，复配多种草本植物成分，不添加酒精、激素、防腐剂等，产品经第三方报告验证，能有效改善皮肤刺激状态，温和亲肤。同时创新性研发棒状设计，涂抹不脏手，便捷卫生，适用于包括婴童在内的全年龄段人群。
紫草舒缓膏		产品选取德之馨舒缓原料 Symcalmin、Symrelief，复配多种草本植物成分，不添加酒精、激素、防腐剂等，涂抹在肌肤上，形成封闭性佳的保护膜，产品经第三方报告验证，能有效改善皮肤刺激状态。产品温和不刺激，适用于包括婴童在内的全年龄段人群。
婴儿爽身露		产品为液体凝露质地，有效解决传统爽身粉的飞粉问题，含桃叶精华和天然竹荛珍萃（欧盟 Ecocert 有机认证），添加德之馨舒缓原料 Symcalmin，复配金银花、野菊花等提取物，有效调节皮肤水油平衡。经皮肤刺激性试验，温和无刺激，适用于包括婴童在内的全年龄段人群。

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**较强的自产自足能力，能有效控制产品成本，是润本能提供高性价比产品的差异化核心。**根据招股说明书，公司外购产品的成本通常略高于自产成本，如 22 年蚊香液 45ml 的成品采购单价为 1.89 元/瓶，而公司自产成本为 1.67 元/瓶，其差异主要为供应商的生产制造环节的利润。公司目前拥有广州、义乌两大生产基地，建筑面积总计约 10.50 万平方米，共有 56 条自动化生产线，22 年公司超 80% 的产品可自行生产，具备较强的自产自足能力；公司可借助自有产能，有效控制生产环节的成本，以补偿原材料外采的成本，保障终端产品的低价；叠加优质原料商的背书，公司旗下产品具备较高的性价比优势。

**表7：润本蚊香液单瓶、润唇膏 4g 采购价格与自产成本的差异情况**

外购产品	时期	成品采购单价（不含税）（元/瓶）	自产单位成本（元/瓶）
蚊香液 45ml	2022 年	1.89	1.67
蚊香液 45ml	2021 年	1.87	1.65
蚊香液 45ml	2020 年	1.94	1.72
润唇膏 4g	2022 年	2.42	2.25

资料来源：润本股份招股说明书，民生证券研究院

**表8：润本 VS 其他母婴/驱蚊品牌的产品生产模式**

品牌	公司	产品生产模式	合作代工商
润本	润本生物技术股份有限公司	自产+代工，以自产为主	-
海龟爸爸	广州好肌肤科技有限公司	代工	自有工厂正在建设中，预计 25 年投产
袋鼠妈妈	广州爱韵生物科技有限公司	代工	广州天然国度生物科技有限公司
兔头妈妈	杭州蜜兔网络科技（集团）有限公司	代工	科丝美诗、韩国科玛等
贝亲	贝亲管理（上海）有限公司	自产	-
红色小象	上美股份	自产	-
一页	上美股份	自产	-
Babycare	杭州白贝壳实业股份有限公司	代工	-
彩虹	彩虹集团	自产+代工，以自产为主	-
超威	朝云集团	自产+代工，以自产为主	立白集团等

资料来源：润本股份公司公告，界面新闻，袋鼠妈妈官网，兔头妈妈官网，上美股份公司公告，朝云集团公司公告，贝亲官网，民生证券研究院

**新建产能进一步拓展生产能力，满足公司业务持续高增带来的增量需求。**润本自有工厂为其产品的性价比定位、强盈利能力提供强有力的保障，同时自有工厂也成为其能够在经营端快速推新、根据市场需求进行灵活排产、发挥规模优势稳定利润率的核心竞争要素。根据公司公告，2020-2021年，公司产能利用率分别为95.24%和95.87%，达到较高水平；2022年浙江义乌工厂全面投产一定程度缓解产能问题，22年产能利用率为81.55%。2023年至今，公司业务持续高增，23年/24Q1-3收入同比增速分别为20.66%/25.98%；为更好满足增量市场需求，2024年9月23日，公司发布关于签署投入产出监管协议暨对外投资的公告，计划投入7亿元建设润本智能智造未来工厂项目，用于开展个护用品、化妆品制造、医疗器械和医药制造产品的研发及生产等，进一步拓展生产能力。

**婴童皮肤屏障功能尚未完善，护肤需求聚焦于起保湿滋润等基础功效的乳液/面霜产品，产品类别集中度较高，细分品SKU的丰富度为品牌实现差异化的关键。**

相较于成人而言，婴童的皮肤屏障功能尚未发育完善、肌肤角质层薄、自身分泌油脂的能力较弱、锁水能力差易干燥，更容易产生泛红、湿疹、发痒等皮肤问题，由此母婴消费群体在选择产品时，更关注保湿、滋润、舒缓等基础功效，而非成年人护肤品所主推的抗衰、修复、美白等强功效；落地到产品端，消费者需求聚集在乳液、面霜、润肤乳等能提供较强保湿功能的产品，根据艾瑞咨询数据，婴童乳液/面霜、润肤乳均为0-3岁、3-12岁群体讨论热度位于前两名的护肤品类，且热度显著高于3-5名品类；整体看，婴童护肤品在功效方面的差异化以及优化空间较小，产品类别集中度较高，细分产品的丰富度为品牌实现差异化的关键。

图7：0-3岁婴童重点皮肤问题及相关提及品类 TOP5



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图8：3-12岁婴童重点皮肤问题及相关提及品类 TOP5



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**润本产品品类较其他头部婴童护肤品牌更丰富，能够覆盖更多消费者需求。**根据知行战略咨询《婴童护肤行业洞察报告》，2023年10月-2024年9月，对于润肤乳、婴童乳液/面霜、婴童防晒、护臀膏、儿童洗面奶、按摩油、爽身粉、护唇/润唇、儿童面膜、儿童爽肤水、护手霜、儿童护肤精华这13大主要婴童护肤品类，润本已布局12个，超过海龟爸爸（9个）、戴可思（10个）、松达（8个）、

贝亲 (9 个) 等品牌; 此外, 润本还推出指缘精华乳 (解决婴童手指倒刺问题)、防皴霜 (用于面部保湿)、天然淡彩唇膏 (能够提色的润唇膏) 等极致细分单品, 整体看润本的产品类型丰富度较高。

图9: 主流婴童护理品牌的品类布局及品类结构 (按销售额计算)

品牌/品类	核心布局情况 (共13个)		润肤乳		婴童乳液/面霜		婴童防晒		护臀膏		儿童洗面奶		按摩油		爽身粉		护唇/润唇		儿童面膜		儿童爽肤水		唇膏膏/霜/乳		护手霜		儿童护肤精华	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
海龟爸爸	11	9	4.8%	3.9%	6.5%	19.2%	54.7%	45.2%	0.0%	-	27.1%	24.4%	0.0%	-	0.0%	0%	1.4%	1.8%	5.0%	5.3%	0.4%	0.2%	-	-	0.0%	0.0%	-	-
戴可思 Dexter	10	10	60.3%	51.4%	5.8%	8.3%	0.7%	0.6%	4.2%	4.3%	0.6%	0.3%	9.7%	15.0%	10.7%	12.5%	7.9%	7.3%	-	0.1%	-	-	0.1%	0.1%	0.0%	-	-	-
松达	7	8	47.1%	46.8%	9.7%	8.3%	-	2.8%	3.8%	3.9%	0.5%	0.7%	22.1%	21.7%	16.0%	14.7%	0.8%	1.1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
贝亲 Pigeon	10	10	7.4%	3.3%	2.9%	6.3%	6.1%	3.2%	11.3%	10.3%	0.6%	0.7%	19.5%	14.2%	51.4%	60.0%	0.8%	1.7%	-	-	-	-	0.3%	0.3%	-	-	-	-
艾惟诺 Aveeno	7	9	71.6%	58.7%	21.1%	35.4%	2.5%	1.2%	-	-	-	-	1.5%	1.4%	0.7%	0.5%	2.6%	2.8%	-	0.0%	-	-	0.0%	0.0%	-	0.0%	-	-
<b>润本</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>55.7%</b>	<b>51.4%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>0.1%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>7.3%</b>	<b>6.8%</b>	<b>20.6%</b>	<b>20.8%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.9%</b>	<b>-</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Evereden	9	10	4.7%	6.4%	54.7%	51.2%	1.1%	3.9%	1.1%	0.3%	1.8%	1.8%	34.7%	33.8%	1.3%	1.4%	0.6%	1.0%	-	0.1%	-	-	-	-	-	-	-	-
兔头妈妈	10	10	36.9%	49.7%	19.9%	9.4%	0.4%	5.9%	0.2%	0.1%	38.8%	27.0%	0.3%	0.1%	0.8%	2.1%	1.9%	4.1%	0.4%	0.6%	0.4%	1.0%	-	-	-	-	-	-
贝乐欣	2	2	1.7%	6.0%	-	-	-	-	98.3%	94.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
一页 Newpage	11	11	25.9%	26.1%	57.1%	60.8%	-	1.5%	1.3%	0.7%	0.8%	0.8%	7.8%	5.8%	4.8%	1.2%	0.3%	0.4%	0.0%	-	-	-	1.6%	1.6%	0.3%	0.1%	1.8%	1.0%
贝德美 Bodcme	10	12	52.3%	59.3%	11.4%	4.1%	14.9%	12.7%	-	0.1%	13.2%	13.5%	3.1%	6.5%	0.1%	0.5%	3.0%	1.5%	1.6%	0.9%	-	0.3%	0.2%	0.2%	0.5%	0.3%	-	-
英氏 Yeehoo	8	9	78.4%	81.9%	5.2%	2.6%	0.0%	3.4%	0.8%	0.1%	2.1%	1.0%	-	-	5.1%	3.2%	8.3%	7.8%	-	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-	-	-	-
薇诺娜宝贝	9	9	80.0%	60.4%	2.4%	3.9%	12.6%	30.1%	0.0%	0.1%	3.1%	1.7%	0.3%	1.2%	0.6%	1.0%	1.1%	1.6%	-	-	-	0.0%	0.0%	-	-	-	-	-
纽强 New Child	11	11	100.0%	99.9%	-	-	-	-	0.0%	0.1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
启初 Giving	7	7	84.1%	88.1%	0.2%	-	14.7%	8.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	-	0.6%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
强生婴儿	6	6	29.6%	30.1%	9.9%	18.6%	-	-	0.8%	1.1%	0.8%	0.1%	49.2%	43.9%	9.7%	6.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
红色小象	10	10	50.7%	45.6%	29.5%	28.3%	1.0%	0.8%	1.0%	0.6%	8.1%	9.1%	0.4%	0.1%	7.4%	10.6%	1.0%	2.1%	0.9%	2.5%	-	-	-	-	0.1%	0.3%	-	-
朋博湾	8	8	28.3%	30.6%	60.4%	59.2%	2.1%	3.9%	-	-	4.8%	3.0%	1.2%	0.8%	-	-	2.2%	1.9%	-	-	0.2%	0.4%	-	-	0.8%	0.3%	-	-
妈妈宝贝	6	6	56.2%	48.7%	26.2%	25.9%	8.6%	13.5%	-	-	-	-	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	8.4%	11.3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
郁美净	7	9	95.8%	88.6%	2.6%	5.4%	0.1%	0.6%	0.2%	0.3%	1.0%	3.7%	0.3%	0.9%	-	0.2%	-	0.2%	-	-	-	-	-	-	0.0%	0.0%	-	-

资料来源: 知行战略咨询《婴童护肤行业洞察》报告, 民生证券研究院

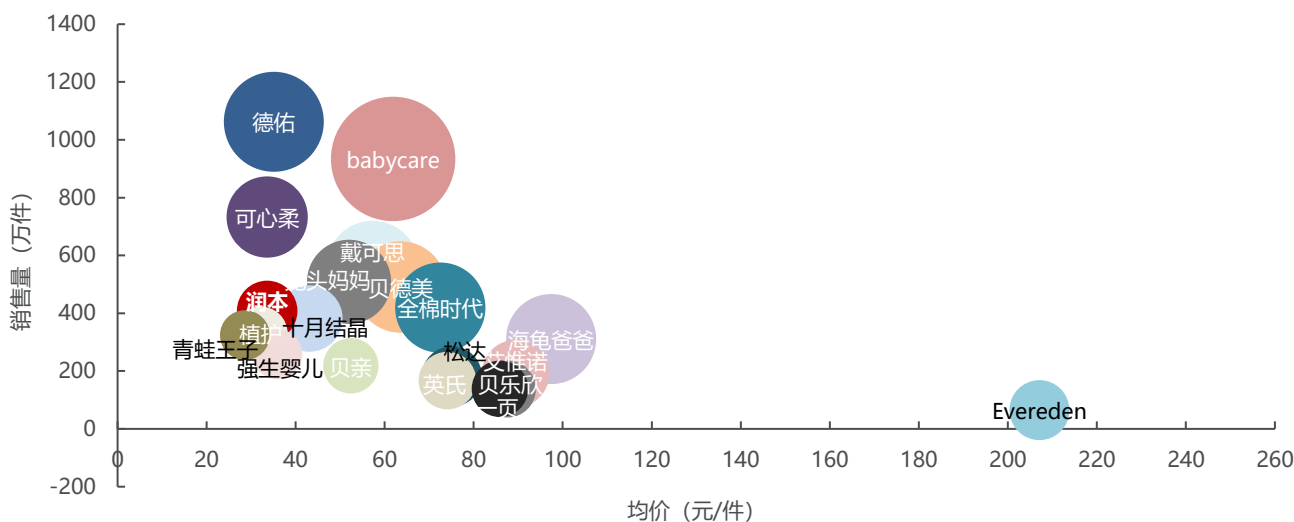
注: 2023 年数据统计周期为 2022 年 10 月-2023 年 9 月, 2024 年数据统计周期为 2023 年 10 月-2024 年 9 月, “-” 代表品牌在此类目未销售

**小众产品的边际生产成本较高, 自有供应链能够支撑品牌进行试水。**对于防止小朋友吃手的儿童苦甲水、涂手指边缘解决倒刺的指缘油等产品, 市场需求相对乳液面霜等大品类来说较小; 但由于啃手指等行为难以通过婴童自主意识更正得到解决, 需要借助外部产品实现调整, 婴童群体对苦甲水等小众产品的需求仍然存在, 公司对此类产品的布局能够提供增量收入, 根据久谦数据, 24 年 1-10 月润本苦甲水在抖音平台销售额为 339 万元, 润本指缘油在天猫平台销售额为 116 万元。小批量、多品种地生产产品通常需要频繁地更换生产设置和工作流程, 合作代工厂时或需为产品开设新产线, 进而可能导致更高的生产成本。润本自建供应链, 产线布局完成后可多次利用, 灵活根据市场需求生产产品, 即使后续产品上市销售不及预期, 也能及时调整产线和产量, 降低库存风险。

### 3 如何看待公司后续增长？

产品定价卡位中低端价格带，契合消费者对高性价比产品的需求。知行战略咨询《婴童护肤行业洞察报告》显示，消费者对婴童用品的痛点主要集中在气味、价格等关键维度，差评主要源自①价格贵，性价比不足；②量少，产品的容量与价格不成正比；③味道难闻，味道不喜欢或刺鼻等方面。润本产品在保证质量及效果的基础上，卡位具备竞争力的中低端价格水平，能够较好满足消费者对高性价比产品的需求。此外，品牌老品的价盘稳定，性能升级但不提价，提价主要通过推出差异化的创新产品实现，如三档定时驱蚊液等，产品创新性的附加能够有效减弱消费者对产品提价的敏感性，维护消费者对品牌的消费意愿。

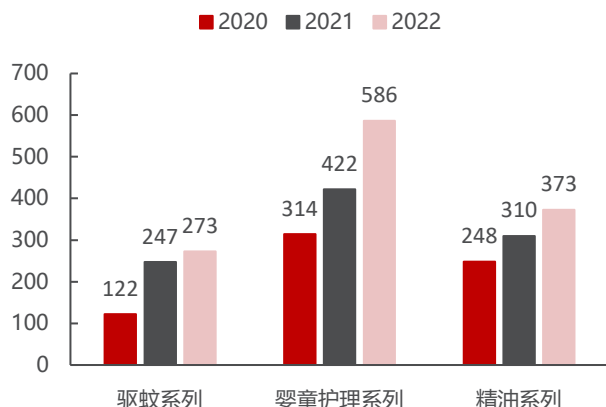
图10：2024年1-10月天猫婴幼儿个护清洁行业销量TOP20品牌的销售量(万件)、均价(元/件)、市场份额情况



资料来源：久谦数据，民生证券研究院；气泡大小为以销售额计的市场份额

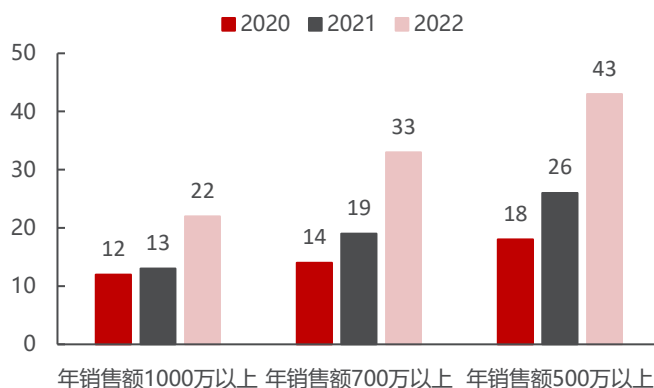
润本“完善的自有供应链+线上渠道为主”的C2M模式，使得公司能够敏锐洞察市场尚未被满足的细分产品需求并快速推新。依托线上渠道直达终端消费者的信息优势，公司能够快速洞察消费者偏好变化，不断推新和迭代产品，持续满足消费者需求、优化使用体验；同时“研产销一体化”的自有供应链能够保障产品品质与及时的产品供应，自有供应链的弹性、灵活度又可支撑公司快速推出新品并根据消费者的使用反馈进行产品的更新与完善。以抖音平台为例，公司在与抖音达人合作中采用直播和短视频带货模式进行产品销售，并设置专门的运营团队与抖音达人进行沟通维护，及时了解并收集消费者的使用体验及功效需求，扁平化的公司架构使消费者的反馈可迅速落实到产品的研发、更新与迭代，不断推出满足消费者个性化需求的热销产品，如皴裂膏、紫草修护膏、儿童保湿面膜等。根据公司公告，2020-2022年，公司SKU总数快速增长，从122个增至273个，同时热销单品数量逐年上升，年销售额1000万以上的单品数从20年的12个增至22年的22个，彰显公司较强的消费者洞察力。

图11: 2020-2022 年润本各业务 SKU 数量 (个)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院






图12: 2020-2022 年润本热销单品数量 (个)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**驱蚊产品持续推新和迭代升级, 业务实现稳健增长。**驱蚊系列产品为公司业务基本盘, 包含电热蚊香液、驱蚊液等, 其中经典绿瓶电热蚊香液 45ml 为驱蚊产品第一大单品, 20-22 年销售收入占驱蚊系列产品收入的比例分别为 27.44%、24.27% 和 19.89%。公司以经典绿瓶款电热蚊香液为基础, 推出简约跑车款 (造型升级、升级纤维棒芯)、科技智能款 (增加智能蓝牙模式)、柔微光夜灯款 (增加夜灯功能) 和三档定时款 (增加定时关闭功能) 等创新升级产品, 满足消费者更多场景使用需求; 此外, 公司推出驱蚊喷雾、驱蚊液等产品类型, 丰富产品矩阵。

图13: 润本电热蚊香液产品推新进程

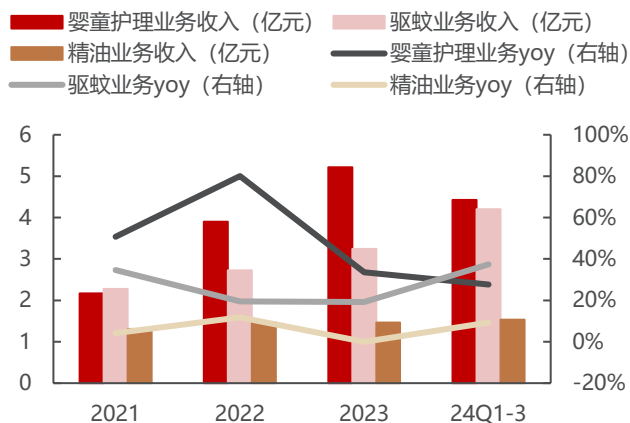
产品图					
产品名称	经典绿瓶款	简约跑车款 (现加入三档定时功能)	科技升级智能款	柔和微光夜灯款	三档定时款
上市时间	2013年	2020年	2021年	2022年	2024年
规格	单瓶45ml	单瓶45ml	单瓶45ml	单瓶45ml	单瓶45ml
价格	4液+1器 29.9元	4液+1器 34.9元	4液+1器 46.9元	3液+1器 39.8元	3液+1器 30.9元
迭代情况		<ul style="list-style-type: none"> <li>外观升级, 低调新潮百搭家居风</li> <li>创新纤维棒芯, 挥发不阻塞、无粉尘无异味、耐用不易折断</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>早晚自动开关, 蓝牙实现远程遥控</li> <li>温和/默认双模式, 分别适合老少和常規人群</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>驱蚊+夜灯, 方便有孩家庭起夜照看</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>8h、12h、24h三档定时开关</li> <li>自动断电防隐患</li> <li>更省液</li> </ul>

资料来源: 润本天猫旗舰店, 民生证券研究院

**把握结构性机会, 业务由低毛利红海的驱蚊市场向高毛利的婴童护理市场拓展。**16 年来我国新生儿数量缩减, 而婴童护肤市场规模持续增长, 且增速高于护肤行业整体规模增速, 根据欧睿数据, 16-23 年婴童护肤市场/护肤市场整体的市场规模复合增长率分别为 9.40%/7.10%, 并预计 23-28 年 CAGR 分别为 5.94%/4.90%, 整体看, 婴童护肤市场仍具备发展机会。近年来, 公司在稳驱蚊业

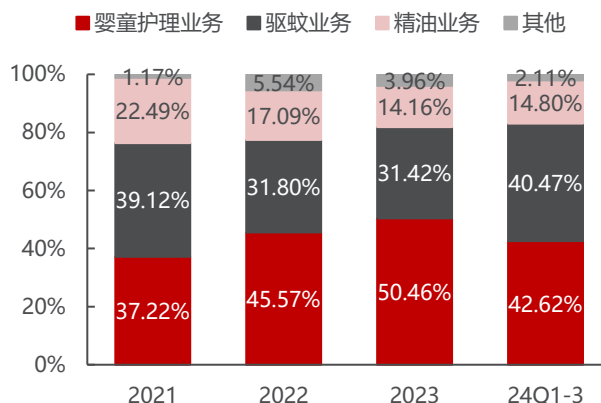
务大盘的同时，发力婴童护肤赛道，推出积雪草冰沙霜、蛋黄油皴裂棒等婴童护肤产品，推动业务结构从驱蚊市场向婴童护理市场转变，23年公司婴童护理业务收入占比已超过驱蚊业务，达50.46%。

图14：润本分业务收入（亿元）及增速



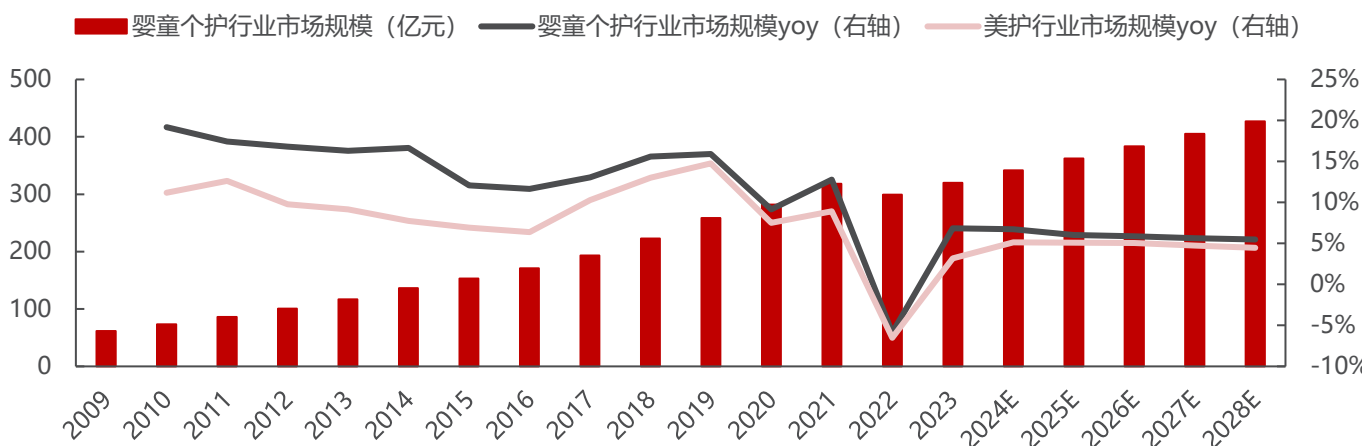
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：润本股份分业务收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：中国婴童皮肤护理市场规模（亿元）及增速



资料来源：欧睿，民生证券研究院

**业务四季化发展，降低季节性波动对经营的影响。**驱蚊业务季节性强，产品销售旺季仅夏秋季，公司将业务从驱蚊业务拓展至销售旺季在春冬季的婴童护理业务，能够较好平滑驱蚊业务季节性波动大对经营的影响，业务矩阵四季化发展。此外，公司同步丰富婴童护理产品矩阵，根据四大季节特征推出四大系列产品，分别为小桃喜系列（春季补水保湿，润而不油）、积雪草系列（夏季晒后舒缓）、洋甘菊系列（秋冬季补水防皴）以及蛋黄油系列（冬季长效保湿，保持皮肤滋润），满足婴童群体在不同季节的护肤需求，以及推出婴童游泳洗发水、沐浴露等全季节可用产品，赋能公司婴童护理业务在非传统旺季（夏秋季）的销售。

表9：润本婴童护理产品四大系列

产品系列	产品名	产品图	产品价格	适用群体	产品推出时间	产品特点
小桃喜系列	透润保湿霜清爽款		34.9 元/50g	0 岁+	2020	清爽版四季用，一抹爆水，保湿 +115.84%
	透润保湿霜滋润款		34.9 元/55g 49.9 元/75g	0 岁+	2024	滋润版秋冬用，一抹爆水，保湿 +115.84%，蜜桃精华，滋润补水
	植物润唇膏		19.9 元/3.5g	0 岁+	2022	经口无毒，0 防腐剂，天然补水保湿
积雪草系列	舒缓冰沙霜		39.9 元/50g 49.9 元/75g	0 岁+	2023.6	晒后舒红，-5℃冰感降温，专利积雪草成分
	冰冰露		39.9 元/200g	0 岁+	2023.6	全身水润，清爽舒红，一抹化水，清凉不粘腻
	舒缓冰川喷雾		19.9 元/30ml 39 元/99ml	0 岁+	2023.6	晒后急救补水，舒缓降红，飞机高铁可带
洋甘菊系列	【2.0 经典款】儿童护理霜		29.9 元/50g	0 岁+	2023.8	日常护理，舒缓保湿
	【3.0 升级款】儿童护理霜		60g/ ¥ 34.9	3 岁+学龄肌	2023.10	日常护理，舒缓保湿
	【3.0 升级款】舒缓水润霜		34.9 元/60g	0 岁+新生肌	2023.10	日常护理，舒缓保湿
蛋黄油系列	精华棒		29.9 元/18g	0 岁+	2024.8-9	随身补水，方便易涂
	特护精华霜		50g/ ¥ 49	0 岁+	2024.8-9	滋润版北方用
	润唇膏		29.9 元/4.2g	0 岁+	2024.8-9	改善唇部

资料来源：润本天猫旗舰店，民生证券研究院



## 4 投资建议

公司坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，通过深耕细分市场实现差异化竞争，目前已在驱蚊市场和婴童护理市场建立起良好的知名度和市场认知度，未来有望通过持续提升的研发能力和生产力、不断完善的渠道结构，推进新产品的上市和销售，驱动公司收入稳健提升，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.08、4.01、4.91 亿元，同比增速分别为 36.4%、30.0%、22.5%，对应 PE 为 33X、25X、21X，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 行业竞争加剧风险。**婴童护肤产品主要聚焦保湿等基础需求，产品同质化较高，若公司产品覆盖品类有更多新品牌入场，行业竞争或将加剧，进而影响公司盈利能力。

**2) 新品研发不及预期风险。**公司驱蚊类、个人护理类产品是面向大众市场的居民日常消费品，受消费者偏好的影响较大，如果未来公司未能及时洞察行业驱动因素的变化、消费者需求偏好的变化，无法及时开发及推出符合消费者偏好的新品，或公司现有产品不再满足消费者需求偏好，公司的市场竞争优势及产品市场认可度将被削弱，对公司经营和盈利能力产生不利影响。

**3) 产能建设不及预期风险。**2024年9月公司公告表示，公司将以自有或自筹资金投资7亿元建设“润本智能智造未来工厂项目”，进一步扩大产能，提高产品市场占有率；若产能释放不及预期，将影响产品销量和营收增长。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,033	1,308	1,701	2,134
营业成本	451	550	712	885
营业税金及附加	10	13	17	21
销售费用	269	344	455	598
管理费用	33	27	35	43
研发费用	26	31	39	47
EBIT	248	353	457	558
财务费用	-15	-3	-5	-8
资产减值损失	-2	-2	-3	-4
投资收益	1	4	5	6
营业利润	265	358	465	570
营业外收支	3	5	6	7
利润总额	268	363	471	577
所得税	42	54	71	87
净利润	226	308	401	491
归属于母公司净利润	226	308	401	491
EBITDA	270	379	491	597

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	244	448	691	1,008
应收账款及票据	5	4	5	8
预付款项	8	11	14	18
存货	93	111	141	174
其他流动资产	1,366	1,331	1,333	1,333
流动资产合计	1,716	1,906	2,184	2,540
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	255	331	395	450
无形资产	19	24	31	41
非流动资产合计	303	445	520	590
资产合计	2,019	2,350	2,705	3,129
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	53	63	80	97
其他流动负债	42	124	139	155
流动负债合计	95	187	219	252
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	3
非流动负债合计	2	2	2	3
负债合计	98	190	220	255
股本	405	405	405	405
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,921	2,161	2,484	2,875
负债和股东权益合计	2,019	2,350	2,705	3,129

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	20.66	26.61	30.03	25.49
EBIT 增长率	38.74	41.88	29.64	22.14
净利润增长率	41.23	36.38	29.97	22.48
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	56.35	57.92	58.14	58.52
净利率	21.88	23.57	23.56	22.99
总资产收益率 ROA	11.20	13.12	14.81	15.68
净资产收益率 ROE	11.76	14.27	16.13	17.07
<b>偿债能力</b>				
流动比率	18.04	10.17	9.99	10.08
速动比率	2.84	2.54	3.30	4.13
现金比率	2.56	2.39	3.16	4.00
资产负债率 (%)	4.84	8.07	8.14	8.13
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.70	1.23	1.15	1.36
存货周转天数	75.21	75.00	74.00	73.00
总资产周转率	0.73	0.60	0.67	0.73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.56	0.76	0.99	1.21
每股净资产	4.75	5.34	6.14	7.11
每股经营现金流	0.62	1.02	1.03	1.26
每股股利	0.17	0.19	0.25	0.30
<b>估值分析</b>				
PE	45	33	25	21
PB	5.3	4.7	4.1	3.5
EV/EBITDA	35.44	25.31	19.54	16.05
股息收益率 (%)	0.68	0.76	0.99	1.21

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	226	308	401	491
折旧和摊销	22	26	34	39
营运资金变动	23	105	-8	-9
经营活动现金流	253	412	417	510
资本开支	-14	-104	-100	-98
投资	-1,301	0	0	0
投资活动现金流	-1,310	-136	-95	-91
股权募资	995	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	973	-71	-80	-102
现金净流量	-84	205	242	317

## 插图目录

图 1: 传统驱蚊产品.....	3
图 2: 润本抖音旗舰店粉丝画像.....	7
图 3: 超威抖音旗舰店粉丝画像.....	7
图 4: 中国婴童皮肤护理产品均价 (元) 及增速.....	8
图 5: 润本 VS 其他婴童护肤品牌的均价 (元) .....	8
图 6: 2023 年我国消费者消费倾向变化情况 (23 年 1 月 VS 23 年 7 月) .....	8
图 7: 0-3 岁婴童重点皮肤问题及相关提及品类 TOP5 .....	11
图 8: 3-12 岁婴童重点皮肤问题及相关提及品类 TOP5 .....	11
图 9: 主流婴童护理品牌的品类布局及品类结构 (按销售额计算) .....	12
图 10: 2024 年 1-10 月天猫婴幼儿个护清洁行业销量 TOP20 品牌的销售量 (万件)、均价 (元/件)、市场份额情况.....	13
图 11: 2020-2022 年润本各业务 SKU 数量 (个) .....	14
图 12: 2020-2022 年润本热销单品数量 (个) .....	14
图 13: 润本电热蚊香液产品推新进程 .....	14
图 14: 润本分业务收入 (亿元) 及增速.....	15
图 15: 润本股份分业务收入占比.....	15
图 16: 中国婴童皮肤护理市场规模 (亿元) 及增速 .....	15

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 市场主流驱蚊产品用途、作用方式、特点对比.....	3
表 2: 驱蚊行业头部品牌的电热蚊香液产品对比.....	4
表 3: 驱蚊行业头部品牌的驱蚊喷雾产品对比.....	5
表 4: 润本股份婴童驱蚊产品成分介绍.....	6
表 5: 2024 年 1-11 月润本 VS 其他婴童品牌在天猫渠道的产品销售均价 (元/件) .....	9
表 6: 润本股份婴童护理产品成分介绍.....	10
表 7: 润本蚊香液单品、润唇膏 4g 采购价格与自产成本的差异情况.....	10
表 8: 润本 VS 其他母婴/驱蚊品牌的产品生产模式.....	10
表 9: 润本婴童护理产品四大系列 .....	16
公司财务报表数据预测汇总.....	19

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048