

公司深度

润本股份(603193.SH)

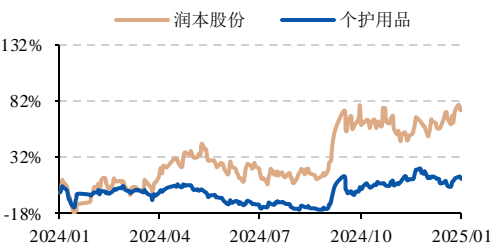
美容护理 | 个护用品 差异化定位“小品类”，优质国货品牌乘风破浪

2025年01月23日

评级 买入  
评级变动 维持

交易数据	
当前价格(元)	25.90
52周价格区间(元)	12.45-26.48
总市值(百万)	10478.97
流通市值(百万)	2676.41
总股本(万股)	40459.33
流通股(万股)	10333.63

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
润本股份	10.21	-1.52	72.09
个护用品	-5.78	6.87	10.35

张曦月 分析师

执业证书编号:S0530522020001  
zhangxiyue@hncasing.com

相关报告

1 润本股份(603193.SH)2024年三季报点评: 24Q3 净利润延续高增, 期待婴童护理新品旺季放量 2024-10-29

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	8.56	10.33	13.41	17.05	21.33
归母净利润(亿元)	1.60	2.26	2.97	3.66	4.54
每股收益(元)	0.40	0.56	0.73	0.91	1.12
每股净资产(元)	1.79	4.75	5.41	6.22	7.23
P/E	65.22	46.18	35.13	28.50	22.99
P/B	14.45	5.43	4.77	4.15	3.57

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 公司介绍: 差异化定位驱蚊+婴童护理赛道, 打造优质国货品牌。“润本”品牌诞生于2006年, 2023年在主板挂牌上市。公司主要从事个人护理类、驱蚊类产品的研发、生产和销售。公司始终坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略, 以新一代驱蚊产品切入消费者生活, 不断发现消费者未被满足的需求与痛点, 持续拓展产品矩阵。截至目前, 公司已形成了婴童护理产品、驱蚊产品、精油产品三大核心产品系列, 并拥有广州黄埔、浙江义乌两大生产基地。
- 行业概况: 驱蚊、婴童护理、精油细分赛道蓝海市场, 市场潜力巨大。

  - 1) 驱蚊赛道: 多样化需求驱动产品升级迭代, 驱蚊市场稳健增长。庞大的人口基数为驱蚊市场持续扩容奠定了基础, 2027年驱蚊市场规模预计达到101.7亿元。一方面, 技术进步和生活方式的变迁不断推动产品迭代升级, 更温和、更便捷、更智能的新型产品持续为驱蚊行业注入增长动力。另一方面, 人均可支配收入的不断提高以及户外出行的日益盛行, 共同推动驱蚊市场蓬勃发展。此外, 线上驱蚊市场的高速增长也不断助力驱蚊行业规模扩张。
  - 2) 婴童护理赛道: 精细化育儿理念兴起推动行业增长, 国产替代空间广阔。得益于科学精细育儿理念的不断兴起, 以及线上渠道的快速扩张, 婴童护理赛道发展迅速, 2027年市场规模预计超500亿元。此外, 具体从渠道来看, 线上渠道保持了高速增长趋势, 且逐渐崛起成为婴童护理市场主要销售渠道。据润本股份上市问询审核问询函回复援引的灼识咨询数据统计, 到2027年末, 我国线上渠道市场份额预计提升至64.3%, 成为婴童护理细分行业主要销售渠道和增量来源。
  - 3) 精油市场: 精油行业作为个人护理行业中的一个细分赛道, 近年来得益于健康、环保等理念的盛行, 天然植物提取物制成的植物精油及其相关应用产品备受终端消费者的青睐, 市场展现出巨大的潜力。与此同时, 随着悦己经济、嗅觉经济的不断兴起, 以及居民人均可支配收入的持续增长, 我国用香场景和品类需求呈现出快速增长的态势。以润本股份为例, 据iFnd数据统计, 2020-2023年, 公司精油系列产品营收年复合增长率为18.52%, 呈现快速增长趋势。展望未来, 随着下游日化、医疗等领域需求的不断增长, 以及香氛渗透率的持续提升, 我国植物精油市场规模有望持续增长。

- **公司竞争力分析:精准聚焦小品类细分需求,研产销一体化战略进一步夯实竞争壁垒。**1) **品牌端:**深耕行业数十年,安全、温和、天然的品牌形象高度契合消费者需求。2) **产品端:**“大品牌、小品类”构筑差异化竞争优势,产品矩阵不断拓展。3) **渠道端:**持续加码线上渠道,积极打造全渠道销售网络。
- **投资建议:**我们预计 2024-2026 年营收分别为 13.41 亿元/17.05 亿元/21.33 亿元,归母净利润分别为 2.97 亿元/3.66 亿元/4.54 亿元,对应 PE 分别为 35 倍/29 倍/23 倍,考虑到:1) 2025 年,公司营收增速预计在 25% 以上,利润增速预计在 20% 以上;2) 根据 Wind 一致预期,截至 2025 年 1 月 23 日,可比公司上海家化、贝泰妮、珀莱雅、百亚股份 2025 年业绩对应的 PE 分别为 24.44、18.23、17.56、24.64 倍,PE 平均值为 21.22 倍;而润本作为差异化定位驱蚊、婴童护理等细分赛道的国货,后续随着产品迭代加速,线上线下渠道持续拓展,公司业绩有望延续快速增长,市场份额大概率持续提升。此外,相较于化妆品市场品牌众多,市场竞争日趋激烈,个护用品市场相对分散,市场集中度较低,目前处于蓝海市场,发展潜力巨大,持续看好公司未来业绩弹性。综上,我们给予公司 2025 年 30-35 倍 PE 估值,对应的合理目标价为 27.3-31.85 元。维持公司“买入”评级。
- **风险提示:**市场需求变化的风险;行业竞争加剧风险;原材料价格波动的风险;电商平台销售相对集中的风险;经销商合作风险等。

## 内容目录

<b>1 公司介绍</b> .....	<b>5</b>
1.1 差异化定位驱蚊+婴童护理赛道，打造优质国货品牌.....	5
1.2 核心管理层深耕行业多年，管理经验丰富.....	6
1.3 营收稳步增长，净利率快速提升.....	8
<b>2 行业分析</b> .....	<b>10</b>
2.1 驱蚊赛道：多样化需求驱动产品升级迭代，驱蚊市场稳健增长.....	10
2.2 婴童护理赛道：精细化育儿理念兴起驱动行业增长，国产替代空间广阔.....	13
2.3 精油赛道：处于新兴行业初期发展阶段，成长空间不断打开.....	14
<b>3 公司分析</b> .....	<b>15</b>
3.1 竞争力分析：精准聚焦小品类细分需求，研产销一体化战略进一步夯实竞争壁垒.....	15
3.1.1 品牌端：深耕行业数十年，安全、温和、天然的品牌形象高度契合消费者需求.....	15
3.1.2 产品端：“大品牌、小品类”构筑差异化竞争优势，产品矩阵不断拓展.....	16
3.1.3 渠道端：持续加码线上渠道，积极打造全渠道销售网络.....	19
3.2 盈利能力分析.....	21
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>22</b>
4.1 盈利预测.....	22
4.2 投资建议.....	23
<b>5 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：润本股份业务分布情况.....	5
图 2：润本股份发展历程.....	6
图 3：公司股权结构.....	7
图 4：润本股份历年营收情况（亿元，%）.....	8
图 5：润本股份历年归母净利润情况（亿元，%）.....	8
图 6：润本股份三大核心产品系列营收情况（亿元）.....	9
图 7：润本股份三大核心产品系列营收增速.....	9
图 8：2017-2027 年中国驱蚊市场规模及同比增速.....	10
图 9：人均可支配收入情况（元）.....	11
图 10：2018-2023 年牧高笛、比音勒芬、三夫户外历年营收情况（亿元）.....	11
图 11：2017-2027 年驱蚊产品线上渠道规模及占比.....	12
图 12：2017-2027 年中国个人护理行业市场规模及渠道构成.....	13
图 13：2017-2027 年中国婴童护理行业市场规模及渠道构成（亿元）.....	14
图 14：个人护理及其细分的婴童护理行业的线上、线下渠道增速情况.....	14
图 15：润本品牌形象.....	16
图 16：安全、温和、天然品牌形象深度契合消费者.....	16
图 17：世界级认证体系.....	17
图 18：世界级合作伙伴.....	17
图 19：润本品牌核心产品矩阵.....	18
图 20：润本湿巾清洁系列.....	19
图 21：润本家轻日化系列.....	19
图 22：润本股份全渠道销售网络.....	19
图 23：润本股份与同行业可比公司产品结构、渠道销售对比情况.....	20

图 24: 润本各分销渠道销售收入占比.....	21
图 25: 润本各渠道销售收入同比增速.....	21
图 26: 公司毛利率和净利率情况(%, %)	22
图 27: 公司各板块毛利率情况(%)	22
图 28: 润本股份历年费用率情况(%, %)	22
表 1: 公司核心管理层 .....	7
表 2: 驱蚊产品细分.....	11
表 3: 驱蚊行业的线上、线下渠道的年均复合增长率.....	12
表 4: 驱蚊行业前五大企业主要产品情况 .....	12
表 5: 国内主要婴童护理上市企业情况.....	14
表 6: 润本在天猫、京东、抖音、拼多多四大电商平台市场占有率和排名情况 .....	15
表 7: 润本配方设计六大体系.....	16
表 8: 润本驱蚊系列产品及行业部分竞品对比情况 .....	17
表 9: 润本婴童面霜及行业部分竞品对比情况 .....	18
表 10: 可比公司估值分析.....	24

## 1 公司介绍

### 1.1 差异化定位驱蚊+婴童护理赛道，打造优质国货品牌

“润本”品牌诞生于2006年，2023年在主板挂牌上市。公司主要从事个人护理类、驱蚊类产品的研发、生产和销售。公司始终秉承“为消费者美好健康生活创造价值”的企业使命，深耕家居个人生活领域，坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，以新一代驱蚊产品切入消费者生活，不断发现消费者未被满足的需求与痛点，持续拓展产品矩阵。截至目前，公司已形成了婴童护理产品、驱蚊产品、精油产品三大核心产品系列，并拥有广州黄埔、浙江义乌两大生产基地，产品矩阵不断完善，市场份额持续提升。

图 1：润本股份业务分布情况



资料来源：润本股份招股说明书

复盘公司发展历程，发现公司发展主要可以分为三个阶段：

**第一阶段（2006-2012年）品牌初创，奠定基础阶段。**“润本”品牌由发行人子公司鑫翔贸易创立于2006年，品牌成立之初，公司以线下经销模式为主。2010年，公司把握电子商务蓬勃发展的契机，开设首个线上直营店铺—天猫“润本旗舰店”，逐步切入线上流量入口。在本阶段，公司致力于驱蚊类、婴童护理类产品的生产与销售。凭借对产品质量的不懈追求和对市场需求的精准把握，公司逐步树立起了良好的品牌形象，并为后续长期、稳定、高效的发展奠定了坚实的基础。

**第二阶段（2013-2018年）构建“研产销一体化”经营模式，积累品牌口碑的关键**

阶段。在这一阶段，公司已拥有一定的资本积累和稳固的客户基础。为应对市场上日益增长的需求，公司做出了战略性决策，购入了广州黄埔生产基地，这一举措不仅增强了公司的生产能力，更为后续的研发创新提供了坚实的硬件支撑。与此同时，公司深知研发的重要性，积极挖掘消费者尚未被满足的需求与痛点。通过不断的探索与创新，公司成功丰富了产品结构，为消费者提供了更多样化的选择。与此同时，公司进一步拓展线上销售渠道，形成以线上渠道为主、线下渠道为辅的多元化销售模式，积极开拓了包括天猫、京东在内的多个线上销售渠道，有效扩大了市场覆盖范围。这一阶段，公司逐步构建“研产销一体化”的经营模式，品牌口碑得到快速积累，公司销售规模进入快速增长阶段。

**第三阶段(2019-至今)产品矩阵不断丰富，市场竞争力快速提升阶段。**本阶段，公司致力于丰富产品矩阵，以驱蚊系列、婴童护理系列及精油系列产品为核心支柱，巧妙运用差异化战略，精心推出了多款针对细分市场消费者需求的特色产品。同时，公司对新兴渠道业态保持高度敏锐，新业务板块实现了从量变到质变的飞跃式增长。此外，为了更好地支撑业务的快速发展，公司在浙江义乌新建了生产基地，此举不仅大幅扩充了产能，还显著提升了生产自动化水平和供应链智能化程度。这一战略布局极大地加快了对华东市场的响应速度，为公司提高产品供应能力、满足市场需求奠定了牢固的基础。

图 2：润本股份发展历程



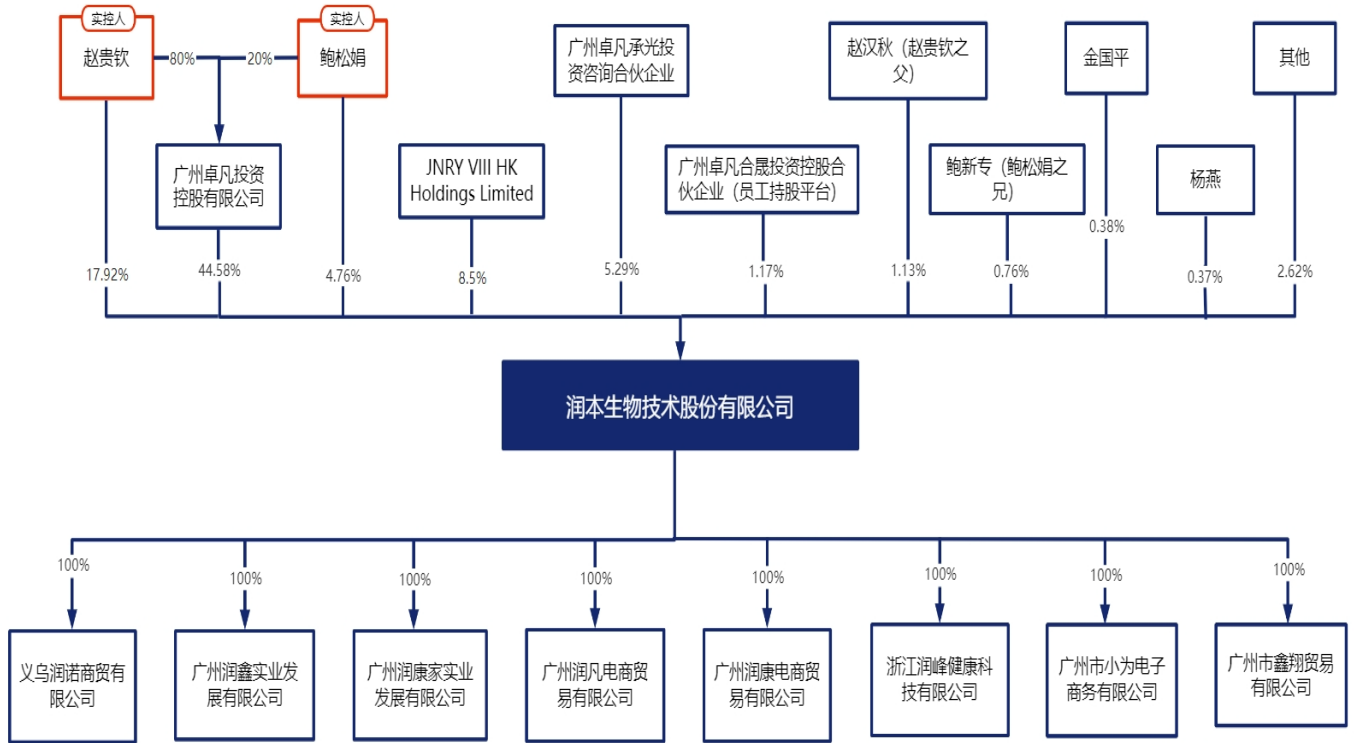
资料来源：润本股份招股说明书，财信证券

## 1.2 核心管理层深耕行业多年，管理经验丰富

实控人赵贵钦、鲍松娟夫妇合计控股 72.55%，股权结构集中且稳定。公司实际控制人为赵贵钦、鲍松娟夫妇，夫妻两人分别直接持有公司股份 17.92%、4.76%，并通过广州卓凡投资控股间接持有公司 44.58% 的股份。与此同时，赵贵钦通过担任卓凡承光的执行事务合伙人还间接控制公司 5.29% 的股份表决权。结合其配偶所持有股份，赵贵钦夫妇合计控制了公司 72.55% 的股权。此外，公司股权结构中还包含实控人子女持股平台、员工

持股平台以及外部投资人。其中，卓凡承光为实控人子女持股平台，持股比例为 5.2%；卓凡合晟为员工持股平台，持股比例为 1.17%，员工利益与公司发展高度绑定，有利于充分调动工作积极性，激发公司活力。

图 3：公司股权结构



资料来源：iFind，财信证券

**实控人深耕行业多年，管理经验丰富。**公司创始人兼实控人赵贵钦、鲍松娟夫妇深耕行业数十年，对行业发展趋势有深刻的理解，并担任了多家企业管理人员，经验丰富。销售中心总经理林子伟具有多年电商行业从业经历，对线上渠道、运营有着独到的认知，为公司新兴渠道注入了年轻活力。财务总监兼董事会秘书吴伟斌具有多年审计经历，业内相关经验丰富。

表 1：公司核心管理层

姓名	职务	职务
赵贵钦	董事长、总经理	出生于 1975 年，中国国籍，无境外永久居留权； 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；
鲍松娟	副董事长	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。 出生于 1971 年，中国国籍，无境外永久居留权； 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** 财务总监兼董事会秘书

出生于1978年，中国国籍，无境外永久居留权，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、销售中心总经理

出生于1994年，中国国籍，无永久境外居留权，大专学历。

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；

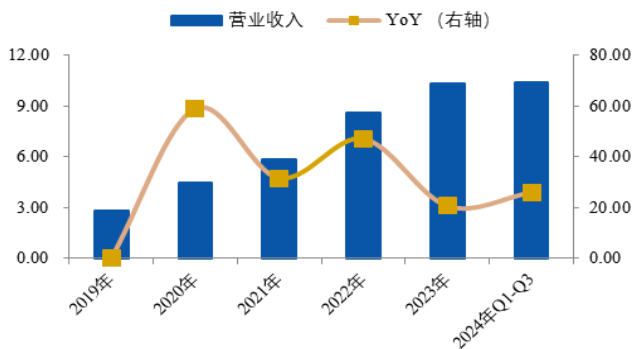
2020年11月至今，担任润本生物技术股份有限公司董事。

资料来源：iFind，财信证券

### 1.3 营收稳步增长，净利率快速提升

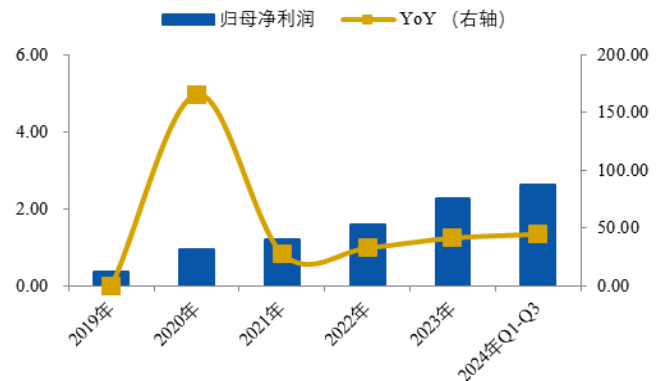
2020-2023年，公司经历了高速发展时期，公司营业收入由4.43亿元增长至10.33亿元，4年CAGR为38.76%；归母净利润由0.95亿元增长至2.26亿元，4年CAGR为58.66%。2024年前三季度，公司实现营业收入10.38亿元，同比增长25.98%；实现归母净利润2.61亿元，同比增长44.35%，主要系收入端快速增长，以及财务盈余的增厚。

图4：润本股份历年营收情况（亿元，%）



资料来源：iFind，财信证券

图5：润本股份历年归母净利润情况（亿元，%）

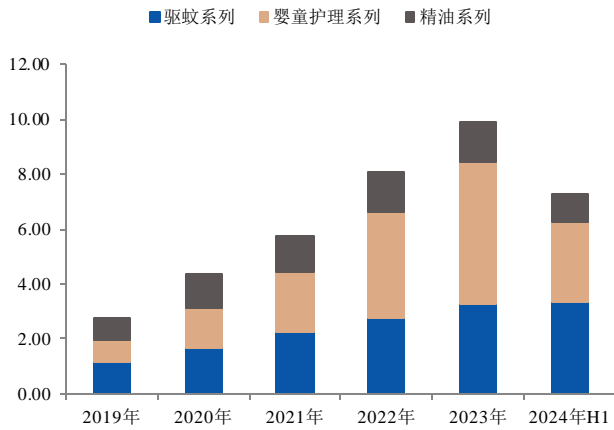


资料来源：iFind，财信证券



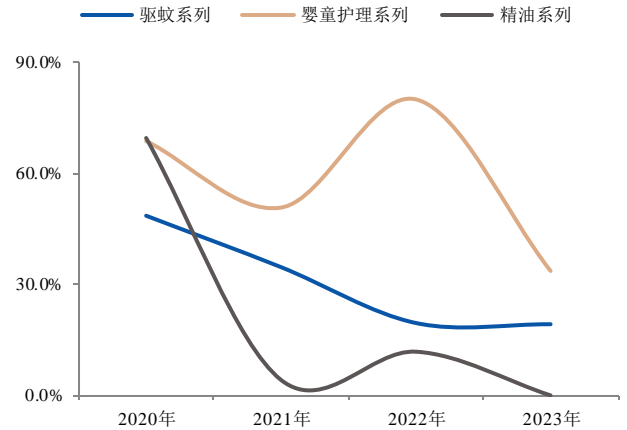
其中，婴童护理产品增长最快，成为公司主要增量来源。具体分产品类型来看，2020-2023年，公司驱蚊、婴童护理、精油三大核心产品系列营收CAGR分别为29.94%、57.29%、18.52%。截至2024年中报，公司驱蚊、婴童护理、精油三大核心产品系列分别实现营收3.31亿元、2.92亿元、1.08亿元，占比分别为44.46%、39.25%、14.49%。

图 6：润本股份三大核心产品系列营收情况（亿元）



资料来源：iFind，财信证券

图 7：润本股份三大核心产品系列营收增速



资料来源：iFind，财信证券

“润本”品牌在驱蚊领域形成核心市场竞争力，营业收入实现快速增长。自成立以来，公司集中优势资源专注打造“润本”品牌，成功在驱蚊领域形成了核心竞争力。据润本股份上市审核问询函回复显示，2020-2022年公司润本品牌蚊香液在天猫平台的市场占有率连续三年排名第一。与此同时，公司始终致力于产品的持续优化和创新，相继推出了具备更安全、更环保、更温和等特点的电热蚊香液、驱蚊液等新型驱蚊产品，得到了市场的广泛认可。截至目前，“润本”品牌已快速成长为驱蚊领域头部品牌之一。2020-2023年，公司驱蚊产品系列营收从1.69亿元提升至3.25亿元，4年CAGR为29.94%，营业收入实现了快速增长。

公司延续了“大品牌、小品类”策略，婴童护理产品矩阵不断拓展，产品量价齐升为公司业绩增长持续提供有力支撑。目前，公司婴童护理系列产品线丰富，涵盖了婴儿舒缓霜、婴儿紫草护肤油、紫草舒缓膏、舒缓走珠冰露、湿巾、以及洗发沐浴露等多款产品。为满足消费者日益多样化的需求，公司持续创新，相继推出了积雪草冰沙露、积雪草沐浴露、冰川喷雾、儿童防晒、游泳去氯洗发沐浴露等夏季护理新品，旨在满足婴童在防晒、晒后补水修复以及缓解游泳后皮肤不适等方面的需求。与此同时，“润本”品牌影响力持续向上，据润本股份招股说明书显示，2023年，“润本”获得天猫平台最受欢迎婴童洗护品牌、抖音平台运营先锋品牌、京东平台母婴卓越品牌等称号。2020-2023年，公司婴童护理产品系列产品进入量价齐升的高速发展阶段，营收由1.44亿元提升至5.21亿元，4年CAGR高达57.29%。

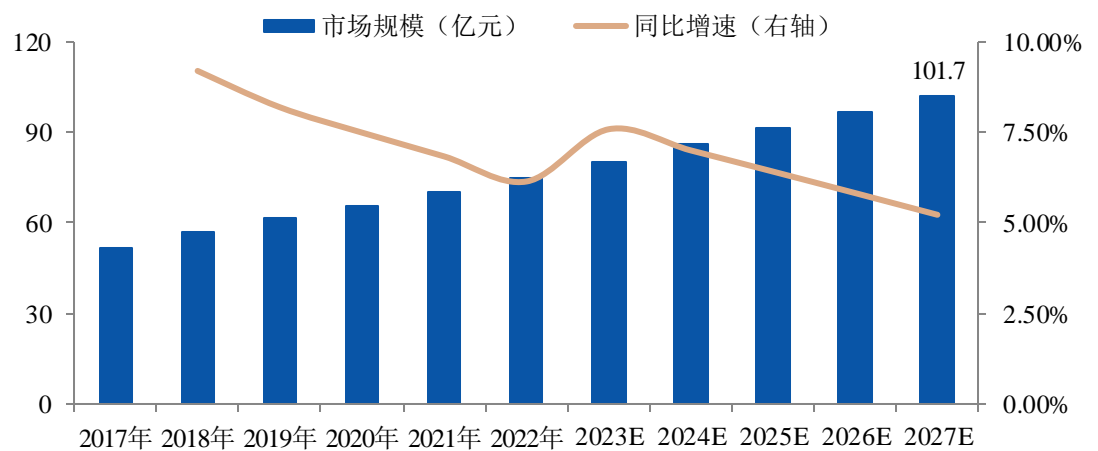
“润本”精油业务稳步推进，系列产品逐步拓展。公司精油系列产品主要包括精油贴、精油香圈、香茅香薰盒等。相较于驱蚊系列，精油系列产品能够稳定的贯穿四季，业绩表现相对稳定。2020-2023年，润本股份精油产品系列营收由1.26亿元提升至1.46亿元，4年CAGR为18.52%。

## 2 行业分析

### 2.1 驱蚊赛道：多样化需求驱动产品升级迭代，驱蚊市场稳健增长

庞大的人口基数为驱蚊市场持续扩容奠定了基础，驱蚊市场稳健增长，2027年驱蚊市场规模预计达到101.7亿元。驱蚊需求自古有之，驱蚊产品也已成为居民日常生活中偏刚需的消费品。与此同时，我国庞大的人口基数更是为驱蚊市场持续扩容奠定了基础。据润本股份上市审核问询函回复援引的灼识咨询的数据统计，我国驱蚊市场规模（狭义的驱蚊，不包含杀虫）由2018年的56.58亿元增长至2022年74.59亿元，年复合增长率约为7.56%，2027年市场规模预计达到101.7亿元，2022-2027年复合增长率约为6.35%。

图 8：2017-2027 年中国驱蚊市场规模及同比增速



资料来源：灼识咨询，润本股份上市审核问询函回复，财信证券

其次，技术进步和生活方式的变迁不断推动产品迭代升级，更温和、更便捷、更智能的新产品持续为驱蚊行业注入新的增长动力。驱蚊产品是指居民用于防治蚊虫的日常卫生杀虫用品，属于卫生农药细分品类。按具体类型划分，我国驱蚊产品可以分为盘式蚊香、电热蚊香片、电热蚊香液、驱蚊液等；按具体使用场景划分，可以分为室内驱蚊和室外驱蚊。早期驱蚊产品主要为盘式蚊香，一般是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。而随着行业的发展，人们对蚊虫的防治理念从杀灭转变为驱避、预防。新一代驱蚊产品发挥功效的方式更加多样化，可以满足消费者的个性化、多场景的使用需求。2022年，农业农村部等八部委印发了《“十四五”全国农药产业发展规划》。其中，明确提出“坚持高质量发展。优化生产布局，开发推广高效低毒农药替代高毒高风险农药，推进绿色化、智能化、连续化生产，着力打造农药产业升级版，培育大企业，创响大品牌。”在此背景下，一系列更安全、更环保、更智能的新型驱蚊产品不断涌现，持续为驱蚊行业注入新的增长动力。据润本股份上市问询审核问询函回复援引的灼识咨询数据统计，2022年，新型驱蚊产品的市场占比为69.72%，2027年预计提升至79.09%，新型驱蚊产品市场渗透率大概率持续提升。

表 2：驱蚊产品细分

使用场景	类型	作用方式	特点
室内驱蚊	盘式蚊香	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，在农村市场以及城镇特定区域较受欢迎。
	电热蚊香片	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，电热蚊香片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	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型产品，具备污染小，无烟熏、明火及粉尘，使用方便、干净、清洁等特点，因独特的优势特征而广受青睐，广泛应用于室内驱蚊。
室外驱蚊	驱蚊液	通过将有效的化学驱蚊成分涂抹驱蚊液的作用。	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，财信证券

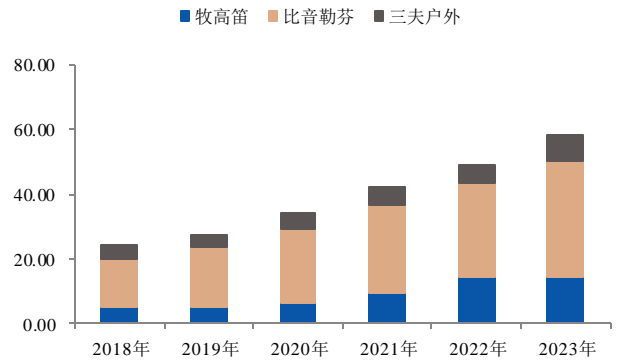
再者，人均可支配收入的不断提高以及户外出行的日益盛行，共同推动驱蚊市场蓬勃发展。随着居民人均可支配收入稳步提升，人们对生活质量和生活方式有了更高的追求，尤其是在疫情后，户外运动和游玩成为了越来越多人的选择。据 iFinD 数据统计，2019-2023 年期间，与户外出行紧密相关的牧高笛、比音勒芬、三夫户外三家龙头企业，其营收复合增长率均在 15% 以上，展现出强劲的发展势头。而蚊虫防控作为户外游玩中必不可少的重要环节，成为居民偏刚需的消费品，驱蚊市场空间不断打开。以润本股份为例，据润本股份上市审核问询函回复显示，受益于户外出行盛行，公司驱蚊液的销售金额由 2020 年的 172.94 万元增长至 2022 年的 5764.08 万元，2021-2022 年复合增长率为 477.32%。

图 9：人均可支配收入情况（元）



资料来源：iFinD，财信证券

图 10：2018-2023 年牧高笛、比音勒芬、三夫户外历年营收情况（亿元）



资料来源：iFinD，财信证券

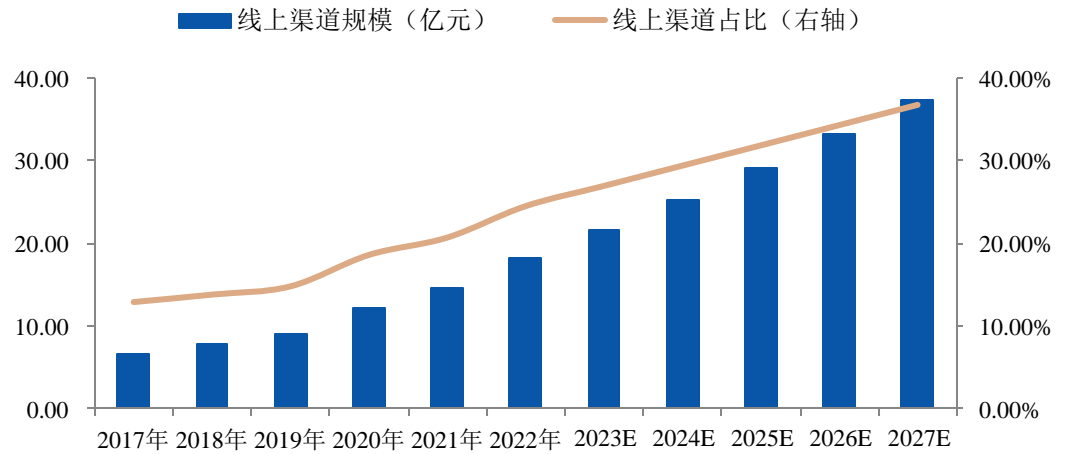
此外，线上驱蚊市场的高速增长也不断助力驱蚊行业规模扩张。据润本股份上市审核问询函回复显示，具体从渠道来看，2018-2022 年，我国线上驱蚊市场规模由 7.81 亿元增长至 18.27 亿元，年复合增长率为 22.28%；2022-2027 年，线上渠道复合增长率预计保持在 15.38%，线上渠道的迅速崛起也成了驱蚊行业持续增长的核心驱动力。

表 3：驱蚊行业的线上、线下渠道的年均复合增长率

渠道	2017-2022 年	2022 年-2027 年（预计）
线上渠道	22.28%	15.38%
线下渠道	4.53%	2.70%

资料来源：润本股份上市审核问询函回复

图 11：2017-2027 年驱蚊产品线上渠道规模及占比



资料来源：灼识咨询，润本股份上市审核问询函回复，财信证券

市场竞争格局方面，国内企业占据驱蚊行业主导，市场集中度低，行业竞争较为激烈。据润本股份上市审核问询函回复援引的灼识咨询数据统计，2022 年中国驱蚊行业企业超 5000 家，处于登记有效期的卫生杀虫剂总数为 2874 个。其中，国内头部企业主要有润本股份、上海家化、朝云集团、彩虹集团、中山榄菊、庄臣等。据润本股份上市审核问询函回复援引灼识咨询数据统计，2022 年驱蚊市场前五大企业市场占有率约在 5%-15% 之间，市场集中度相对较低，行业竞争较为激烈。

表 4：驱蚊行业前五大企业主要产品情况

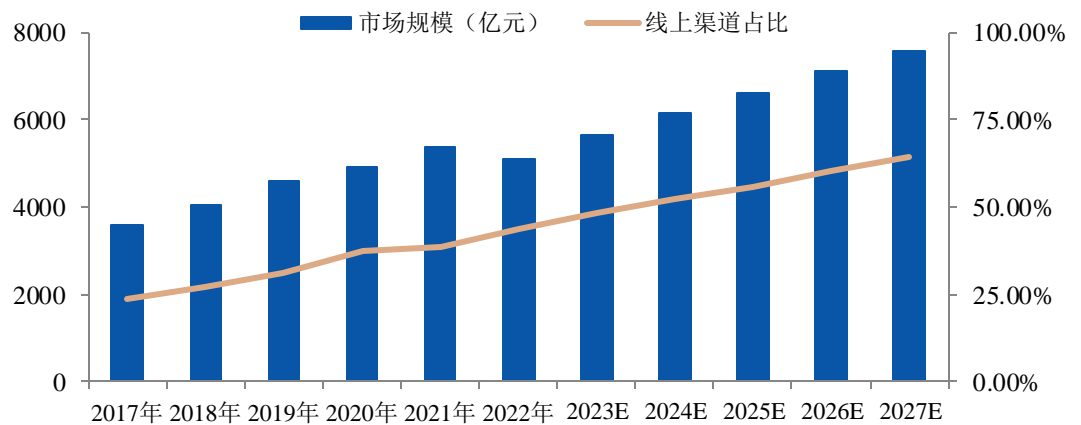
公司	主要品牌	驱蚊品类	其他杀虫品类
朝云集团	超威	盘香、电热蚊香液、驱蚊网、驱蚊啫喱；	杀虫气雾剂、杀蟑饵剂；
彩虹集团	彩虹	盘香、电热蚊香液、电热蚊香片；	杀虫气雾剂、延伸卫生杀虫用品；
中山榄菊日化事业有限公司	榄菊	盘香、电热蚊香液、电热蚊香片、驱蚊液、花露水；	杀虫气雾剂；
上海庄臣有限公司	雷达	盘香、电热蚊香液、电热蚊香片；	杀虫气雾剂、杀蟑饵剂；
上海家化	六神	花露水；	-
润本股份	润本	电热蚊香液、驱蚊液。	-

资料来源：灼识咨询，润本股份上市审核问询函回复

## 2.2 婴童护理赛道：精细化育儿理念兴起驱动行业增长，国产替代空间广阔

个人护理市场需求广阔，发展潜力较大。个人护理产品是指用于保护或调理皮肤以及维持个人卫生的日常消费品。其产品覆盖范围较广，涵盖了护肤品、洗浴品、纸制品等多个品类。随着居民卫生习惯的改善、大众日化产品的普及、人均收入水平的提升、以及销售渠道的多元化发展，我国个人护理市场规模持续扩大。据润本股份上市审核问询函回复援引的灼识咨询数据统计，2022年，我国个人护理市场规模已达到5118亿元，预计到2027年，市场规模将进一步增长至7592亿元，年复合增长率为5.94%。另外，据润本股份上市审核问询函回复援引的弗若斯特沙利文数据统计，2021年国内个人护理产品人均支出不到美国、日本及韩国的1/5。这表明，相较于发达国家，我国个人护理产品市场仍拥有较大的发展空间和潜力。

图 12：2017-2027 年中国个人护理行业市场规模及渠道构成

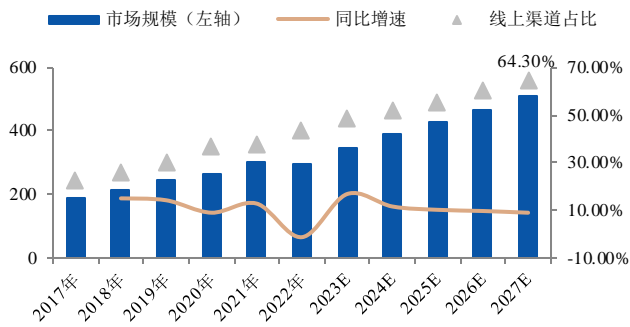


资料来源：润本股份上市审核问询函回复，灼识咨询，财信证券

其中，得益于科学精细育儿理念的不断兴起、以及线上渠道的快速扩张，个护行业中的婴童护理市场迎来了高速发展，2027年市场规模预计超500亿元。根据润本股份上市审核问询函回复援引的灼识咨询数据显示，2018-2022年，我国婴童护理市场规模由214.01亿元增长至297.11亿元，年复合增长率为9.82%。到2027年，我国婴童护理市场规模预计超过500亿元，展现出极为广阔的市场空间。此外，根据润本股份上市审核问询函回复援引观研数据统计，2021年我国人均婴童用品消费仅为韩国、美国的1/3左右。相较于发达国家，我国婴童护理市场还存在较大提升空间。

具体从渠道来看，线上渠道保持了高速增长趋势，且逐渐崛起成为婴童护理市场主要销售渠道。据润本股份上市审核问询函回复援引的灼识咨询数据统计，2017-2022年，婴童护理行业线上、线下渠道年复合增长率分别为25.08%、3.01%，线上渠道增速远超线下；2022-2027年，我国婴童护理行业线上、线下渠道年复合增长率预计为20.21%、1.89%，线上渠道将持续保持高速增长，且增速领先于线下渠道；到2027年，婴童护理线上市场占比预计提升至64.3%，成为该细分行业主要销售渠道和增长动力来源。

图 13：2017-2027 年中国婴童护理行业市场规模及渠道构成（亿元）



资料来源：灼识咨询，润本股份上市审核问询函回复，财信证券

图 14：个人护理及其细分的婴童护理行业的线上、线下渠道增速情况

行业	渠道	2017-2022年	2022-2027年
个人护理行业	线上渠道	21.53%	16.70%
	线下渠道	0.82%	-1.00%
其中：婴童护理细分行业	线上渠道	25.08%	20.21%
	线下渠道	3.01%	1.89%

资料来源：灼识咨询，润本股份上市审核问询函回复，财信证券

从市场竞争格局来看，我国婴童护理市场较为分散，行业集中度较低。据润本股份上市审核问询函回复援引弗若斯特沙利文数据显示，2022 年，我国产母婴护理产品前五大企业的市场占有率在 1.3%-3.3% 之间，市场占比相对较小。而欧莱雅、宝洁、雅诗兰黛等综合性日化巨头，凭借其雄厚的研发优势、健全的产品体系、以及强大的品牌影响力，占据了较大市场份额。近年来，随着国货品牌对市场理解不断加深、渠道营销策略有效推进、研发实力持续增强、以及消费观念逐步转变，国货品牌市场占有率持续提升。据润本股份上市审核问询函回复援引 Euromonitor 数据显示，2019 年，在母婴个护行业 TOP25 品牌中，国货品牌的合计市场份额首次超越了外资品牌；2021 年，TOP25 品牌中国产、外资品牌的市场份额分别为 20.2%、17.4%。我们认为，后续随着国货品牌产品矩阵不断丰富，以及线上渠道优势进一步夯实，婴童护理市场的国产替代空间依旧广阔。

表 5：国内主要婴童护理上市企业情况

公司名称	成立时间	婴童护理品牌	主要品类	相关板块营业收入
上海家化	1995 年	启初	护肤、个护家清、母婴产品等。	2023 年母婴业务营收为 18.56 亿元。
上美股份	2004 年	红色小象	护肤品、母婴用品、彩妆及洗护用品。	旗下婴童护理品牌红色小象 2023 年营收为 3.76 亿元。
贝泰妮	2010 年	薇诺娜宝贝	应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品。	旗下婴童护理品牌薇诺娜宝贝 2023 年营收为 1.5 亿元。
润本股份	2006 年	润本	驱蚊类、婴童护理类、精油护理类等。	2023 年婴童护理系列产品营收为 5.21 亿元。

资料来源：润本股份上市审核问询函回复，iFinD，财信证券

### 2.3 精油赛道：处于新兴行业初期发展阶段，成长空间不断打开

精油行业属于新兴行业，目前处于初期发展阶段。精油行业作为个人护理行业中的一个细分赛道，近年来得益于健康、环保等理念的盛行，天然植物提取物制成的植物精油及其相关应用产品备受终端消费者的青睐，市场展现出巨大的潜力。与此同时，随着悦己经济、嗅觉经济的不断兴起、以及居民人均可支配收入的持续增长，我国用香场景和品类

需求呈现出迅速增长的态势。以润本股份为例，据 iFnd 数据统计，2020-2023 年，公司精油系列产品营收年复合增长率为 18.52%，呈现快速增长。展望未来，随着下游日化、医疗等领域需求的不断增长，以及香氛渗透率的持续提升，我国植物精油市场规模有望继续增长。

### 3 公司分析

#### 3.1 竞争力分析：精准聚焦小品类细分需求，研产销一体化战略进一步夯实

##### 竞争壁垒

润本以驱蚊产品作为市场切入点和基本盘，迅速拓展。截至目前，公司已形成了包括驱蚊、婴童护理、精油三大核心系列在内的产品矩阵，品牌知名度和市场认可度不断提升。据润本股份上市审核问询函回复显示，截至 2022 年，公司驱蚊产品在整体市场的占有率约为 5.0%，在线上市场的占有率约为 19.9%，位于头部行列。据润本股份上市审核问询函回复援引灼识咨询数据显示，2022 年公司婴童护理产品在整体市场的占有率为 1.9%，在线上市场的占有率为 4.2%，在婴童护理行业较为分散的市场格局下，公司市场份额已居行业前列，成为婴童护理分析领域头部品牌之一。

**表 6：润本在天猫、京东、抖音、拼多多四大电商平台市场占有率和排名情况**

平台	市场占有率/排名
天猫	2020-2022 年，公司蚊香液产品销售额占比分别达到 16.42%、18.32% 和 19.99%，连续三年排名第一。 2023 年，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	2022 年，“蚊香液”搜索结果按销量排序排名第一。 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；2023 年，润本品牌获得京东平台“618 全周期超级王牌品牌”。
抖音	2022 年，润本品牌在“618”活动婴童用品中排名前三。 2023 年，润本品牌在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：润本股份上市审核问询函回复，润本股份 2023 年年度报告，财信证券

##### 3.1.1 品牌端：深耕行业数十年，安全、温和、天然的品牌形象高度契合消费者需求

公司深耕行业十余年，以产品为核心，形成了兼具品质、功效与设计的优质国货品牌形象。旗下品牌“润本”诞生于 2006 年，“润”，取润泽、润育之义，蕴意轻柔、细微地呵护；“本”取本草、人生本初之义。公司高度重视特色植物资源在化妆品中的应用，并在婴童护理、精油系列产品中大量融入了天然草本植物提取液，成功塑造出兼具安全、温和、天然的品牌形象，且高度契合消费者对婴童及个人护理产品所追求的核心理念。公司始终坚持“大品牌、小品类”的经营战略，不断丰富“润本”品牌的产品矩阵，持续满足消费者多样化的需求。通过数次产品的迭代升级，消费者使用体验不断提升，并逐渐在细

分领域中脱颖而出，成为头部品牌之一。优质的国货品牌形象深入人心，品牌护城河不断加强，构筑起强大的品牌壁垒。

图 15：润本品牌形象



资料来源：润本股份官网

图 16：安全、温和、天然品牌形象深度契合消费者



资料来源：润本股份官网

### 3.1.2 产品端：“大品牌、小品类” 构筑差异化竞争优势，产品矩阵不断拓展

公司始终秉持“大品牌、小品类”的经营战略，深入挖掘个性化的细分市场需求和场景，不断拓展产品的功能和应用范围。在各个细分赛道中，公司着力于打造差异化的产品优势，引领个性化需求潮流。通过将多个细分“小品类”的领先优势汇聚一堂，共同铸就了润本“大品牌”的显著优势。

表 7：润本配方设计六大体系

配方体系	配方成分	对应性能
乳化体系	烷基葡糖苷、山梨坦橄榄油酸酯等乳化剂；	稳定性、肤感；
增稠体系	丙烯酸羟乙酯/丙烯酸二甲基牛磺酸钠共聚物、聚丙烯酸酯交联聚合物-6等增稠剂；	稳定性、肤感、粘度；
功效体系	红没药醇、神经酰胺、透明质酸钠、积雪草提取物、角鲨烷、姜根提取物等活性物；	功效性、安全性；
防腐体系	苯氧乙醇、对茴香酸等防腐剂；	刺激性、安全性、稳定性；
感官修饰体系	肤感调节剂、香精香料、精油；	肤感、刺激性；
抗氧化体系	生育酚、对羟基苯乙酮等抗氧化剂。	外观、稳定性、气味。

资料来源：润本股份上市审核问询函回复

从产品配方方面来看，公司坚持打造极简配方。在婴童护理领域，相较于市场上成分繁多的竞品，公司始终坚守原料和配方的极简主义原则。通过深入研发测试及精心筛选，公司在确保产品的功效性和安全性的前提下，最大限度地精简了配方成分，从而有效降低了产品的刺激性和致敏性。此外，为保证原料的品质和稳定性，公司通常选用法国赛比克生产的乳化剂、美国路博润生产的增稠剂、以及德国科莱恩、德国德之馨、德国巴斯夫的防腐剂和功效活性物。这些国际知名供应商产品品质稳定、值得信赖，在提升消费者



使用体验的同时，还能进一步减少产品对皮肤的刺激性。在驱蚊领域，公司在满足多样化应用场景和多元化用户需求的同时，不断优化产品配方，使得产品配方更温和、更安全。据公司招股说明书显示，公司驱蚊喷雾产品均采用获得美国 AAP、EPA、CDC 和世卫组织推荐使用的成分，且经过第三方多次皮肤刺激测试评估，显示均具备温和、不刺激、健康无害，且能够持久驱蚊的特点。此外，公司驱蚊系列核心有效成分-驱蚊原药均源于国内外优质的原药研发生产商。其中，氯氟醚菊酯、驱蚊酯、羟吡酯和避蚊胺分别来自扬农化工、德国默克、德国朗盛和美国凡特鲁斯公司。这些公司不仅历史悠久，还在原药研发制备方面积累了丰富的经验，进一步确保了公司产品优良的品质和稳定的性能。在精油领域，公司坚守高品质精油来源，品质可靠稳定。公司精油系列产品的核心有效成分为天然植物精油，主要来源于全球十大香精香料公司之一的法国罗伯特公司。其在精油产品的研发和生产方面拥有丰富的经验和悠久的历史，在精油提取过程中，对杂质等风险物质含量控制严格，从而能够有效确保精油品质的可靠稳定。

图 17：世界级认证体系

### 世界级认证体系

产品引进全球认证体系的原料，确保温和有效



资料来源：润本股份官网

图 18：世界级合作伙伴

### 世界级合作伙伴

依托世界级品牌的研发力量，  
共创研发实验中心，潜心专研  
产品配方



资料来源：润本股份官网

从产品性价比来看，公司主打高性价比的大众消费品，产品价格相对偏低。依托于公司研发、技术、供应链优势，再叠加完善的质量管理体系，润本在保障优质的产品质量的同时，产品价格也较为亲民，满足了大众的驱蚊与个人护理需求。据润本股份上市审核问询函回复显示，2022 年，公司在天猫、京东 POP、抖音平台的客单价平均值分别为 32.9 元、29.45 元、28.39 元，产品价格相对偏低。

表 8：润本驱蚊系列产品及行业部分竞品对比情况

产品	品牌	产品主要成分	价格区间
电热蚊香液	润本	氯氟醚菊酯	0.13-0.16 元/ml
	超威	氯氟醚菊酯	0.14-0.18 元/ml
	榄菊	氯氟醚菊酯	0.18-0.25 元/ml
驱蚊喷雾	润本	驱蚊酯、羟吡酯、避蚊胺	0.12-0.29 元/ml
	超威	驱蚊酯、羟吡酯	0.29-1.75 元/ml
	六神	驱蚊酯	0.13-0.74 元/ml
	榄菊	驱蚊酯	0.26-0.57 元/ml

资料来源：天猫润本旗舰店，天猫超威居家日用旗舰店，天猫榄菊家居旗舰店，天猫六神官方旗舰店，财信证券

表 9：润本婴童面霜及行业部分竞品对比情况

公司	品牌	产品	规格 (g)	售价 (元)	单价 (元/g)
润本股份	润本	婴儿面霜	50	29.9	0.6
贝泰妮	薇诺娜宝贝	轻盈面霜	100	161	1.61
上海家化	启初	婴儿水润保湿面霜	60	39.9	0.67
上海上美	红色小象	婴儿多效霜	50	49	0.98
戴可思	戴可思	金盏花婴儿特润霜	28	48	1.71
郁美净	郁美净	婴儿舒缓水润面霜	50	69.9	1.4

资料来源：天猫戴可思旗舰店，天猫润本旗舰店，天猫薇诺娜宝贝旗舰店，天猫郁美净旗舰店，天猫红色小象旗舰店，天猫启初旗舰店，财信证券

从产品结构来看，公司聚焦差异化需求，持续拓展产品矩阵。目前，公司已形成了驱蚊、婴童护理、精油三大核心产品系列。驱蚊方面，公司以电热蚊香液、驱蚊液为基本盘，针对不同需求场景、时效和功能，持续对产品进行迭代升级，先后推出了多款新型产品。例如，更适合户外运动场景使用、抗汗性、驱蚊能力更强的羟哌酯驱蚊液，以及更适用于敏感肌的无酒精配方的驱蚊产品等，消费者使用体验不断优化。婴童护理方面，公司的主要产品有湿巾、紫草膏、润唇膏、舒缓棒、皴裂膏、洗发沐浴露等。一方面，得益于皴裂膏、防皴霜、润唇膏、润肤乳等产品在秋冬季节的显著优势，公司积极拓展秋冬产品线，不断巩固提升其市场地位。针对秋冬季时节皮肤易干燥敏感的特点，2023 年公司推出了蕴含蛋黄油 and 多重植物果油的蛋黄油皴裂棒，旨在巩固宝宝肌肤屏障的同时，提供长达 24 小时的有效保湿。另一方面，针对夏季肌肤补水与修复的需求，公司推出了积雪草冰沙露、积雪草冰冰露、以及积雪草冰川喷雾等一系列新品，进一步拓展了公司夏季产品矩阵。此外，公司还布局了儿童防晒布局，推出了专属于 3 岁+儿童的温和型防晒产品，丰富了公司防晒产品的应用场景。精油方面，公司始终紧跟市场热点和流行趋势，不断创新产品线，陆续推出了精油贴、精油香圈、精油扣、精油手环、香薰盒、植物精油喷雾等产品。这些产品不仅丰富了消费者的选择，还展现了公司在精油领域深厚的研发实力和对市场需求的精准把握。通过不断推出新颖独特的精油产品，公司进一步巩固了其在精油市场的领先地位。

图 19：润本品牌核心产品矩阵



资料来源：润本股份官网，财信证券

其他方面，公司始终聚焦于消费者需求痛点，不断加速产品推陈出新。其中，针对夏季婴童游泳后肌肤紧绷、头发打结等问题，公司精心研发并推出了婴童游泳去氯洗发水、沐浴露。该产品采用活性抗氯成分-大苏打，能够有效祛除皮肤中的残留氯，从而缓解游泳后造成的皮肤伤害。此外，公司还研发推出了主打母婴友好配方、高效去污的洗衣液、祛味喷雾等产品，满足了母婴家庭对衣物清洁和异味消除等高品质的需求。

图 20：润本湿巾清洁系列



资料来源：润本股份官网

图 21：润本家轻日化系列

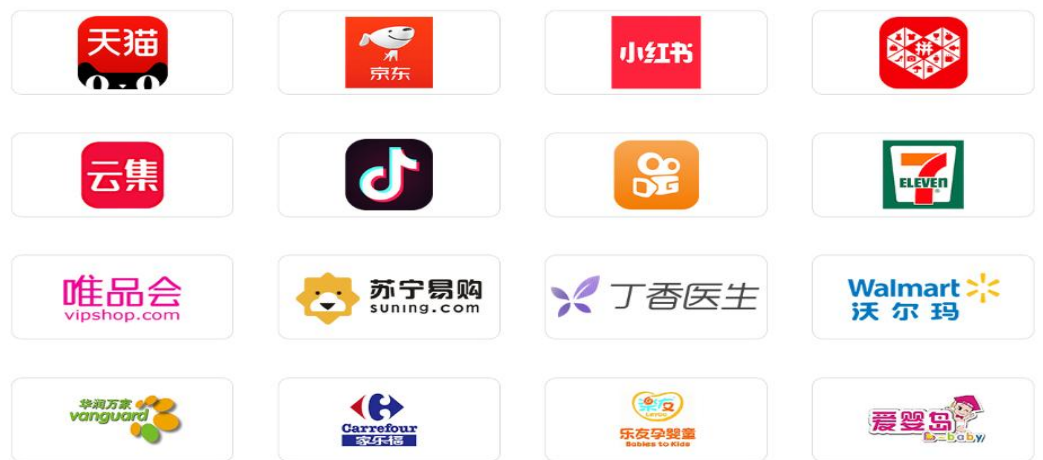


资料来源：润本股份官网

### 3.1.3 渠道端：持续加码线上渠道，积极打造全渠道销售网络

公司基于自身的实力及品牌定位，努力耕耘包括天猫、京东、抖音、拼多多等在内的多个线上渠道，并积极拓展线下渠道，力求实现市场的全方位覆盖。目前，公司已形成线上、线下深度融合且互为补充的全渠道销售网络。截至 2023 年底，公司线上渠道合计实现营业收入 7.84 亿元，同比增长 17.35%，占主营业务收入的比重为 75.91%。

图 22：润本股份全渠道销售网络



资料来源：润本股份官网

线上渠道方面,公司以线上渠道为核心,并持续加码天猫、抖音等主流电商平台,线上增长动能强劲。通过天猫、京东、抖音、唯品会、拼多多、快手等多个电商平台,公司能够广泛触达终端消费者,从而在主流电商中抢占了先机。2010年,润本入驻天猫开设了旗舰店,逐步打开线上市场。2015年公司进驻京东平台,相继开设了品牌直营店和京东自营店。近年来,公司更是敏锐捕捉到渠道变革带来的机遇,前瞻性地布局了抖音等兴趣电商,线上市场份额进一步扩大。据润本股份上市审核问询函回复、以及润本股份2023年度报告显示,2020-2023年润本股份线上销售营收占比分别为78.73%、77.72%、78.04%、75.91%,线上渠道成为公司营收持续增长的核心力量。

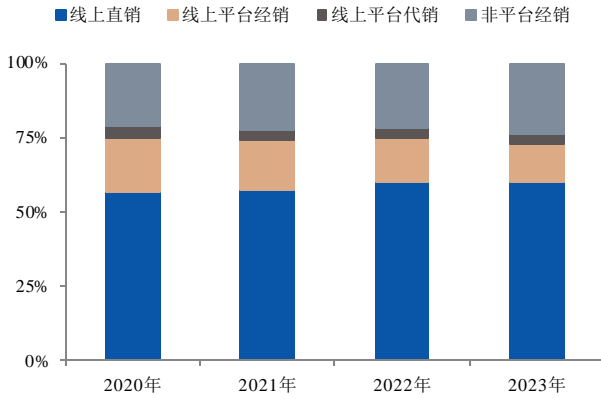
图 23: 润本股份与同行业可比公司产品结构、渠道销售对比情况

可比公司	产品类别	2022年品类结构	销售模式及渠道	2022年渠道结构
上海家化 (600315.SH)	产品涵盖美妆、个护家清、母婴等多个领域	护肤(27.82%)、个护家清(37.63%)、母婴(30.17%)	收入主要源于线下渠道	线上(39.24%)、线下(60.76%)
彩虹集团 (003023.SZ)	产品主要包括电热毯、暖手宝、生活电器、蚊香液、蚊香片等	取暖产品(62.88%)、卫生杀虫用品(34.18%)	收入主要源于地区性经销商模式	线上(42.30%)、线下(57.70%)
贝泰妮 (300957.SZ)	产品主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品及隔离霜、BB霜、卸妆水等彩妆类产品及皮肤护理相关医疗器械产品	护肤品(90.89%)、医疗器械(7.73%)、彩妆(1.06%)	收入主要源于线上销售	线上(80.33%)、线下(19.67%)
珀莱雅 (603605.SH)	公司主品牌珀莱雅,产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等化妆品领域	护肤品(86.20%)、美容彩妆类(11.82%)、洗护类(1.98%)	收入主要源于线上销售	线上(90.98%)、线下(9.02%)
水羊股份 (300740.SZ)	产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等化妆品领域	面膜(19.17%)、水乳膏霜(74.37%)	收入主要源于线上销售	线上(90.37%)、线下(9.63%)
发行人	公司主要产品根据成分及用途,可以分为驱蚊类、个人护理类两大类,目前已形成驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列。	驱蚊系列(31.82%)、婴童护理系列(45.59%)、精油系列(17.10%)、其他(5.49%)	收入主要源于线上销售	线上(78.04%)、线下(21.96%)

资料来源:润本股份招股说明书

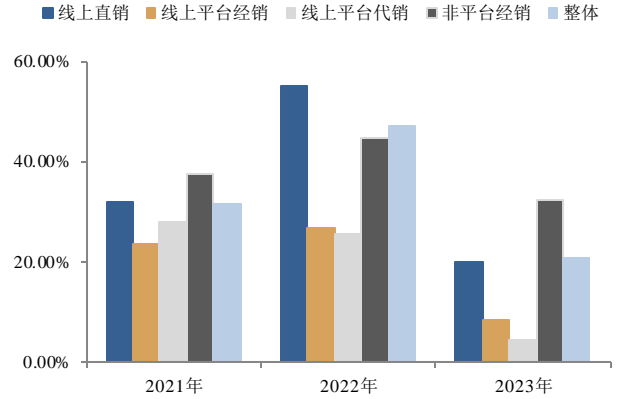
整体而言,我国驱蚊、个人护理行业线上渠道增速明显高于线下渠道,且已经形成了较大的市场规模,成为整个市场增长的主要的增量来源,预计未来仍将保持较快增长。此外,由于公司产品在国内主流电商平台均有较高的市场份额和销售排名,公司线上优势显著。后续随着个人护理行业持续增长,以及公司线上优势延续,公司市场份额有望不断提升。

图 24：润本各分销渠道销售收入占比



资料来源：润本股份上市审核问询函回复，润本股份 2023 年年报，财信证券

图 25：润本各渠道销售收入同比增速



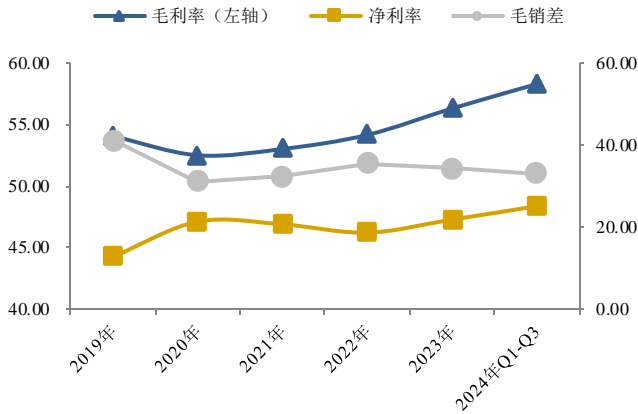
资料来源：润本股份上市审核问询函回复，润本股份 2023 年年报，财信证券

线下渠道方面，公司积极拓展线下渠道，品牌声量和产品渗透率持续提升。相较线上渠道的迅速发展，线下渠道发展相对稳健，线下渠道在市场规模和毛利率方面虽不具备一定优势，但其在客户触达、购物体验等方面展现出独特的魅力。因此，公司仍将线下渠道作为未来布局的重点。截至目前，公司非平台经销商已开发了大润发、沃尔玛/山姆会员店、711、名创优品等 KA 渠道以及 WOW COLOUR 等特通渠道，非平台经销商网络进一步丰富，线下渠道布局日益完善。与此同时，公司还推出了经销商线上订货平台，有效提升了经销商的订单下单效率，降低了沟通成本，为线下渠道的进一步拓展奠定了坚实基础。未来，随着线下渠道的持续拓展和产品销售辐射区域的不断扩大，公司线下渠道的市场渗透率有望持续提升。

### 3.2 盈利能力分析

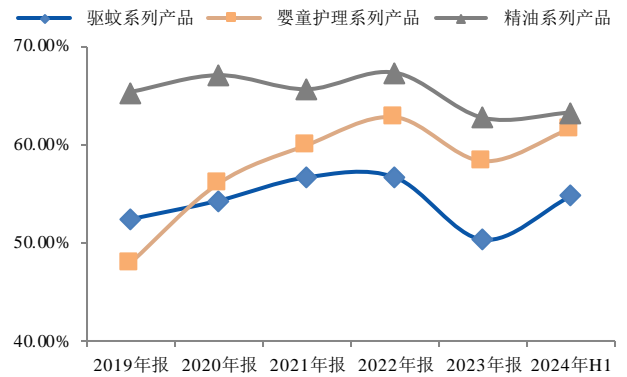
受益于产品结构优化和规模效应，公司毛利率稳中有升。2020-2023 年，公司毛利率分别为 52.53%、53.05%、54.19%、56.35%，毛利率稳步提升。主要系两方面原因：一是婴童护理系列、精油系列等高毛利产品占比提升。截至 2023 年底，公司婴童护理系列产品营收占比已超过 50%，毛利率为 58.3%；二是产能逐步落地，“研-产-销”一体化优势显著，极大降低了产品成本。净利率方面，公司当前战略重点在于提升市占而非利润率，因此公司整体净利率在 2020 年大幅提升后，表现相对稳定，基本维持在 22% 左右。截至 2024 年三季度末，公司销售毛利率、净利率分别为 58.33%、25.15%，同比增长 2.22pct、3.2pct。

图 26: 公司毛利率和净利率情况 (% , %)



资料来源: iFind, 财信证券

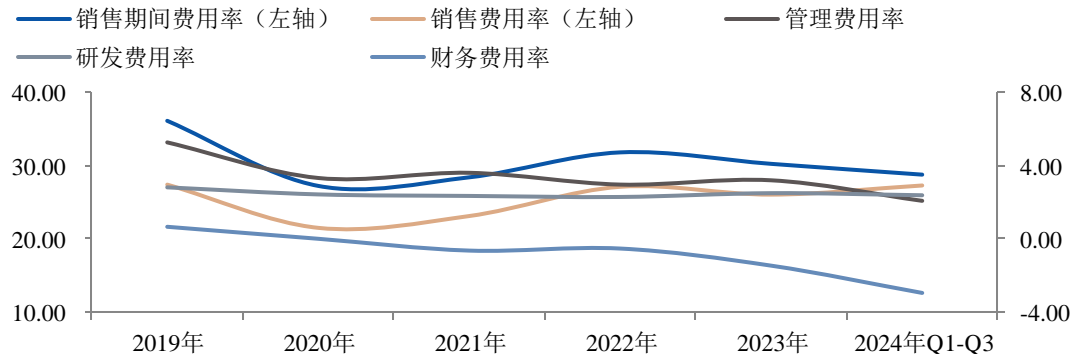
图 27: 公司各板块毛利率情况 (%)



资料来源: iFind, 财信证券

销售推广及品宣力度加大,销售费用率持续提升。2020-2023年,公司期间费用率分别为 27.21%、28.38%、31.79%、30.22%,整体呈现上升趋势。其中,管理费用率稳中有降,由 2020 年的 3.32% 下滑至 2023 年的 3.19%;研发费用率相对稳定,基本在 2.5% 左右;销售费用率则逐步提升,由 2020 年的 21.48% 提升至 2023 年的 26.02%。为提升市场份额,公司加大了品牌宣传、以及抖音等电商渠道投放力度,流量成本明显提升所致。截至 2024 年三季度末,公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 27.27%、2.07%、2.37% 和 -2.96%。

图 28: 润本股份历年费用率情况 (% , %)



资料来源: iFind, 财信证券

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

主要业务的收入假设:

1、驱蚊系列:“润本”品牌的新型驱蚊产品主打天然健康,并凭借着高性价比在市场中广受消费者关注,市场占有率持续提升。我们预计随着驱蚊产品品牌心智不断深入人心,以及产品迭代贡献业绩增量,驱蚊产品系列销售或将快速增长。我们预计 2024-2026 年驱蚊产品系列的销售收入分别为 4.25/5.54/6.97 亿元,对应增长 30.85%/30.55%/25.64%。

2、母婴护理系列：婴童护理系列为公司核心产品线。截至 2023 年末，母婴护理系列营收占比已超过 50%，成为公司最重要的收入来源。后续随着精细化育儿趋势以及竞争格局重塑，润本有望凭借线上运营优势、以及差异化产品定位持续放量。我们预计 2024-2026 年婴童护理系列产品的销售收入分别为 7.12/9.28/11.9 亿元，对应增长 36.63%/30.24%/28.31%。

3、精油业务：公司精油系列营收占比相对较低，截至 2023 年末，公司精油业务营收占比仅为 14.16%。后续随着公司品牌及产品优势不断积累，公司精油业务或将逐步推进。我们预计 2024-2026 年精油系列产品的销售收入分别为 1.62/1.78/1.99 亿元，对应增长 10.46%/10.31%/11.55%。

毛利率和费用率假设：

1、毛利率：后续随着高毛利的婴童护理产品加速推陈出新以及营收占比提升，再叠加线上市场持续渗透，公司毛利率大概率呈现增长趋势，我们预计 2024-2026 年公司整体毛利率分别为 58.4%/58.85%/59.28%。

2、费用率：**1)销售费用率**：随着公司持续加码抖音等兴趣电商、加大品牌推广力度、以及不断拓展线下渠道，公司销售费用率预计持续上行，2024-2026 年，公司销售费用率预计为 27.28%、27.91%、28.43%；**2)管理费用率**：考虑到公司管理人员薪酬成本和其他行政费用支出一般与公司规模增长相匹配，管理费用率预计略有提升，2024-2026 年预计为 2.1%、2.56%、2.62%；**3)研发费用率**：公司高度重视研发，致力于加快产品更新迭代，产品研发费用率预计保持相对稳定，2024-2026 年研发费用率预计为 2.36%、2.42%、2.41%；**4)财务费用率**：2024-2026 年财务费用率预计为-0.09%、-0.11%、-0.14%；综合影响下，公司整体费用率预计稳中略升。

## 4.2 投资建议

基于上述关键假设，我们预计 2024-2026 年营收分别为 13.41 亿元/17.05 亿元/21.33 亿元，归母净利润分别为 2.97 亿元/3.66 亿元/4.54 亿元，对应 PE 分别为 35 倍/29 倍/23 倍，考虑到：1) 2025 年，公司营收增速预计在 25% 以上，利润增速预计在 20% 以上；2) 根据 Wind 一致预期，截至 2025 年 1 月 23 日，可比公司上海家化、贝泰妮、珀莱雅、百亚股份 2025 年业绩对应的 PE 分别为 24.44、18.23、17.56、24.64 倍，PE 平均值为 21.22 倍；而润本作为差异化定位驱蚊、婴童护理等细分赛道的国货，后续随着产品迭代加速，线上线下渠道持续拓展，公司业绩有望延续快速增长，市场份额大概率持续提升。此外，相较于化妆品市场品牌众多，市场竞争日趋激烈，个护用品市场相对分散，市场集中度较低，目前处于蓝海市场，发展潜力巨大，持续看好公司未来业绩弹性。综上，我们给予公司 2025 年 30-35 倍 PE 估值，对应的合理目标价为 27.3-31.85 元。维持公司“买入”评级。

**表 10：可比公司估值分析**

代码	公司名称	市值（亿元）	2024PE	2025PE	2026PE
600315.SH	上海家化	106.62	33.5	24.44	20.37
300957.SZ	贝泰妮	168.85	23.96	18.23	15.29
603605.SH	珀莱雅	335.42	21.64	17.56	14.57
003006.SZ	百亚股份	98.44	36.12	24.64	19.28
	平均值		28.81	21.22	17.38
<b>603193.SH</b>	<b>润本股份</b>	<b>104.79</b>	<b>35.13</b>	<b>28.5</b>	<b>22.99</b>

资料来源：Wind，财信证券

备注：可比公司 PE 来自 Wind 一致预期，收盘价时间为 20250123

## 5 风险提示

市场需求变化的风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动的风险；电商平台销售相对集中的风险；经销商合作风险等。



报表预测(单位:百万元)						财务和估值数据摘要					
<b>利润表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>主要指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
营业收入	856.09	1,032.95	1,341.02	1,705.30	2,133.27	营业收入	856.09	1,032.95	1,341.02	1,705.30	2,133.27
减:营业成本	392.15	450.93	557.84	701.82	868.59	增长率(%)	47.06	20.66	29.82	27.16	25.10
营业税金及附加	8.88	9.52	13.99	17.80	22.26	归属母公司股东净利润	160.04	226.03	297.14	366.20	454.05
营业费用	231.91	268.74	365.83	475.95	606.49	增长率(%)	32.66	41.23	31.46	23.24	23.99
管理费用	25.30	32.95	28.16	43.66	55.89	每股收益(EPS)	0.40	0.56	0.73	0.91	1.12
研发费用	19.51	25.69	31.65	41.27	51.41	每股股利(DPS)	0.00	0.17	0.07	0.09	0.11
财务费用	-4.61	-15.21	-1.14	-1.89	-2.92	每股经营现金流	0.40	0.62	0.75	0.97	1.29
减值损失	-1.17	-2.56	-3.57	-4.54	-5.67	销售毛利率	0.54	0.56	0.58	0.59	0.59
加:投资收益	2.05	0.84	1.61	1.61	1.61	销售净利率	0.19	0.22	0.22	0.21	0.21
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.22	0.12	0.14	0.15	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.42	0.48	0.17	0.20	0.23
<b>营业利润</b>	<b>185.80</b>	<b>264.62</b>	<b>348.01</b>	<b>429.41</b>	<b>532.94</b>	市盈率(PE)	65.22	46.18	35.13	28.50	22.99
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(PB)	14.45	5.43	4.77	4.15	3.57
<b>利润总额</b>	<b>188.27</b>	<b>267.93</b>	<b>350.19</b>	<b>431.58</b>	<b>535.12</b>	股息率(分红/股价)	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
减:所得税	28.23	41.90	53.05	65.38	81.06	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>净利润</b>	<b>160.04</b>	<b>226.03</b>	<b>297.14</b>	<b>366.20</b>	<b>454.05</b>	收益率					
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	54.19%	56.35%	58.40%	58.85%	59.28%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>160.04</b>	<b>226.03</b>	<b>297.14</b>	<b>366.20</b>	<b>454.05</b>	三费/销售收入	30.58%	30.68%	29.47%	30.58%	31.19%
<b>资产负债表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EBIT/销售收入	21.45%	24.47%	26.03%	25.20%	24.95%
货币资金	368.21	243.83	432.32	674.24	1,026.41	EBITDA/销售收入	23.47%	26.40%	27.62%	26.90%	26.64%
交易性金融资产	8.24	19.00	60.00	65.00	70.00	销售净利率	18.69%	21.88%	22.16%	21.47%	21.28%
应收和预付款项	8.85	13.13	20.85	26.51	33.16	资产获利率					
其他应收款(合计)	5.94	2.30	5.16	6.57	8.21	ROE	22.15%	11.76%	13.58%	14.55%	15.52%
存货	102.71	92.91	125.72	158.17	195.76	ROA	19.39%	11.20%	12.76%	13.60%	14.45%
其他流动资产	16.09	1,345.17	1,355.77	1,354.35	1,313.24	ROIC	42.15%	48.12%	16.68%	19.80%	23.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	12.46%	4.84%	6.01%	6.54%	6.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	52.96%	87.36%	78.69%	72.44%	65.07%
固定资产和在建工程	277.56	260.42	287.89	370.65	460.17	带息债务/总负债	5.24%	2.09%	1.41%	1.45%	1.36%
无形资产和开发支出	19.36	18.76	18.42	18.11	17.84	流动比率	5.28	18.04	14.55	13.20	12.34
其他非流动资产	18.45	23.36	21.95	19.83	18.42	速动比率	3.97	2.84	3.65	4.34	5.18
资产总计	825.42	2,018.87	2,328.08	2,693.43	3,143.22	股利支付率	0.00%	30.43%	10.14%	10.14%	10.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	69.57%	89.86%	89.86%	89.86%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产管理效率</b>					
应付和预收款项	88.82	86.36	123.79	155.74	192.75	总资产周转率	1.04	0.51	0.58	0.63	0.68
长期借款	5.39	2.04	1.98	2.55	2.96	固定资产周转率	3.15	3.99	4.66	4.60	4.64
其他负债	8.62	9.21	14.06	17.82	22.20	应收账款周转率	716.81	214.37	297.48	297.48	297.48
负债合计	102.83	97.61	139.83	176.12	217.91	存货周转率	3.82	4.85	4.44	4.44	4.44
股本	343.90	404.59	404.59	404.59	404.59	<b>估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	102.59	1,014.55	1,014.55	1,014.55	1,014.55	EBIT	183.67	252.72	349.04	429.69	532.20
留存收益	276.09	502.12	769.12	1,098.17	1,506.17	EBITDA	200.91	272.66	370.39	458.66	568.30
归属母公司股东权益	722.59	1,921.26	2,188.26	2,517.31	2,925.31	NOPLAT	153.99	210.33	294.28	362.71	449.69
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归母净利润	160.04	226.03	297.14	366.20	454.05
股东权益合计	722.59	1,921.26	2,188.26	2,517.31	2,925.31	EPS	0.40	0.56	0.73	0.91	1.12
负债和股东权益合计	825.42	2,018.87	2,328.08	2,693.43	3,143.22	BPS	1.79	4.75	5.41	6.22	7.23
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	PE	65.22	46.18	35.13	28.50	22.99
经营性现金净流量	162.80	250.49	305.35	390.67	523.59	PEG	2.00	1.12	1.12	1.23	0.96
投资性现金净流量	9.53	-1,309.68	-87.79	-114.08	-128.69	PB	14.45	5.43	4.77	4.15	3.57
筹资性现金净流量	-9.39	972.84	-29.06	-34.68	-42.73	PS	12.19	10.11	7.78	6.12	4.89
现金流量净额	162.95	-86.35	188.50	241.91	352.17	PCF	64.12	41.67	34.19	26.72	19.94

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其他渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438