

润本股份 (603193)

差异化深耕“小品类”，打造优质国货“大品牌”

买入 (首次)

2024年09月23日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

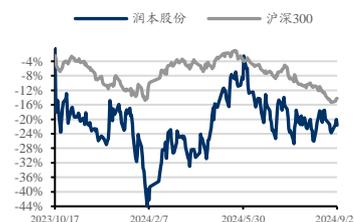
证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	856.09	1,032.96	1,339.92	1,695.66	2,106.20
同比 (%)	47.06	20.66	29.72	26.55	24.21
归母净利润 (百万元)	160.05	226.03	312.69	397.63	500.47
同比 (%)	32.66	41.23	38.34	27.17	25.86
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.40	0.56	0.77	0.98	1.24
P/E (现价&最新摊薄)	43.63	30.88	22.32	17.55	13.95

股价走势



投资要点

- **搭建“驱蚊+婴童护理+精油”主线，差异化战略点亮市场口碑：**公司成立于2006年，差异化定位于“大品牌、小品类”，构建起研产销一体的经营模式，逐步形成驱蚊、婴童护理、精油三大核心产品系列。公司营收业绩均保持较快增速，2020~2023年公司营收/归母净利润增速CAGR分别为32.6%/24.0%，2024H1公司营收/归母净利润分别为7.4/1.8亿元，分别同增28.5%/50.7%。
- **行业概况：细分赛道增长潜力较大，新型驱蚊、婴童护理增速均好于大盘：**(1) **新型驱蚊：**2022年中国驱蚊市场规模(不含杀虫)近75亿元(yoy+7.6%)。驱蚊市场增长主要由新型驱蚊产品贡献，灼识咨询预计2019~2024年新型驱蚊产品增速为10%~20%。(2) **婴童护理：**2022年中国婴童护理市场规模达297.1亿元，2017~2022年规模增速CAGR为9.8%，婴童护理包含诸多潜力细分品类，润肤乳规模最大，乳液/面霜、儿童洗面奶等增长较快。驱蚊、婴童护理的线上化均不断加深，2022年线上渠道占比分别为25%/44%。
- **公司竞争优势：坚持“大品牌，小品类”，品质性价比之选：**(1) **产品：**产品矩阵不断丰富、质优价廉广受认可。公司产品SKU较多、每年上新频次较快，主要通过“迭代升级+产品精细化+主动创造需求”方式丰富产品矩阵。同时，公司价格在品类定位仅略高于白牌，是品质性价比之选。(2) **渠道：**线上多平台布局顺利，线下逐步拓展。深耕线上渠道多年，2010年起开始布局天猫、抖音、京东、唯品会等线上平台，其中2023年线上直销营收占比达60.1%。此外，公司积极搭建以经销商为纽带的线下渠道网络。(3) **营销：**全渠道多形式营销，产品外观简洁有吸引力。一方面，通过社媒种草、主播达人宣传带货、IP联名和线下地铁等方式营销宣传；另一方面，在产品包装上也极具吸引力，突出展现其安全性、功能性、需求场景。(4) **供应链：**在原料采购环节优中选优，并通过C2M模式实现研发生产和消费者反馈的强关联。公司拥有广州、义乌两大生产基地，2022年自主生产比例达75.7%，公司拟将3.69亿元IPO募投基金用于黄埔工厂升级，奠定未来发展基础。
- **盈利预测与投资评级：**公司持续深耕“大品牌、小品类”的差异化定位，布局驱蚊、婴童护理等细分品类，具有较大增长潜力。我们预计公司2024~26年分别实现归母净利润3.1/4.0/5.0亿元，分别同增38.3%/27.2%/25.9%，当前市值对应2024~26年PE 22/18/14X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，新品推广进展不及预期，宏观经济波动。

市场数据

收盘价(元)	17.25
一年最低/最高价	11.92/26.68
市净率(倍)	3.43
流通A股市值(百万元)	1,046.90
总市值(百万元)	6,979.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.02
资产负债率(% ,LF)	9.01
总股本(百万股)	404.59
流通A股(百万股)	60.69

内容目录

1. 搭建“驱蚊+婴童护理+精油”主线，差异化战略点亮市场口碑.....	5
1.1. 管理层背景多元化，相关行业经验丰富.....	7
1.2. 股权高度集中，股权激励激发团队活力.....	7
1.3. 财务分析：营收快速增长，盈利水平表现优异.....	8
2. 细分赛道增长潜力较大，新型驱蚊、婴童护理增速均好于大盘.....	11
3. 坚持“大品牌，小品类”，品质性价比之选.....	19
3.1. 产品：产品矩阵不断丰富、质优价廉广受认可.....	19
3.1.1. 迭代升级，产品精细化，主动创造细分需求.....	19
3.1.2. 平价顺应消费趋势，性价比优势突出.....	21
3.1.3. 高品质产品形象深入人心，持续打造优质大单品.....	23
3.2. 渠道：线上多平台布局顺利，线下逐步拓展.....	24
3.3. 营销：全渠道多形式营销，产品外观简洁有吸引力.....	28
3.4. 供应链：产能持续扩充保障增长，原料配方力求安全精简.....	29
3.5. IPO 募集资金投资项目规划.....	33
4. 盈利预测与估值评级.....	34
4.1. 盈利预测.....	34
4.2. 估值比较.....	35
4.3. 投资建议.....	36
5. 风险提示.....	36

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	6
图 2:	公司股权架构.....	8
图 3:	公司营业收入及同比增速.....	8
图 4:	公司归母净利润及同比增速.....	8
图 5:	公司各季度间占比差异逐步减小.....	9
图 6:	公司毛利率和净利率变化.....	9
图 7:	分产品系列毛利率变化.....	9
图 8:	公司期间费用率变化.....	10
图 9:	公司分品类营收规模 (亿元)	10
图 10:	公司分品类主营业务收入占比.....	10
图 11:	公司分品类营收同比增速.....	11
图 12:	中国驱蚊市场规模和同比增速.....	12
图 13:	中国驱蚊市场线上线下规模和同比增速.....	13
图 14:	中国驱蚊市场线上渠道占比.....	13
图 15:	驱蚊杀虫细分产品市场增速 CAGR	14
图 16:	驱蚊杀虫细分产品市场规模 (百万元)	14
图 17:	中国婴童护理市场规模和同比增速.....	17
图 18:	中国婴童护理市场线上线下规模和同比增速.....	17
图 19:	中国婴童护理市场线上渠道占比.....	18
图 20:	2022~2023 年天猫婴童护肤细分产品增速	18
图 21:	中国育儿理念发展历程.....	19
图 22:	公司丰富产品矩阵思路.....	19
图 23:	产品精细化思路.....	21
图 24:	主动创造需求思路.....	21
图 25:	各品类前 TOP5 产品在主营业务收入占比	23
图 26:	电热蚊香液大单品在品类和主营业务收入占比.....	23
图 27:	公司天猫平台面霜&防晒品类 GMV 占比	23
图 28:	公司抖音平台面霜&防晒品类 GMV 占比	23
图 29:	2023 年润本股份销售渠道.....	24
图 30:	公司分渠道销售规模 (亿元)	24
图 31:	公司分渠道销售收入占比.....	24
图 32:	各渠道销售收入增速.....	25
图 33:	各渠道毛利率.....	25
图 34:	公司分平台销售收入占比.....	25
图 35:	公司分平台销售收入 (亿元)	26
图 36:	各线上平台销售收入增长率.....	26
图 37:	公司在电商平台大促中取得优异成绩.....	27
图 38:	公司近年抖音平台月度销售额.....	27
图 39:	公司近年天猫平台月度销售额.....	27
图 40:	非平台经销商数量.....	28
图 41:	非平台经销商数根据销售金额的分布情况.....	28
图 42:	公司营销动作.....	28

图 43:	公司联名&自创 IP.....	29
图 44:	润本产品宣传图.....	29
图 45:	公司实施研产销一体化.....	30
图 46:	公司自主生产和委托生产占比.....	30
图 47:	公司各品类产能.....	31
图 48:	公司各品类产能利用率.....	31
图 49:	公司总体产能.....	31
图 50:	公司总体产能利用率.....	31
图 51:	公司引进全球认证体系的原料.....	32
图 52:	公司产品配方合作世界级合作伙伴.....	32
表 1:	公司管理层主要履历.....	7
表 2:	公司主要产品.....	11
表 3:	驱蚊领域主要生产企业对比.....	15
表 4:	常见驱蚊杀蚊产品原料成分对比.....	15
表 5:	可比公司驱蚊产品细分对比.....	16
表 6:	电热蚊香液迭代过程.....	20
表 7:	公司产品与竞品的价格对比.....	22
表 8:	公司在主流电商平台中表现优异, 均有较高的市占率和排名.....	26
表 9:	公司驱蚊相关产品备案牌照储备情况.....	32
表 10:	公司婴童护理产品配方精简.....	33
表 11:	募集资金投资项目具体情况.....	34
表 12:	公司分业务收入拆分预测.....	35
表 13:	可比公司估值比较.....	35

1. 搭建“驱蚊+婴童护理+精油”主线，差异化战略点亮市场口碑

公司创立于 2006 年，经过历年的变更与发展，于 2020 年正式更名为润本生物技术股份有限公司。作为创造健康生活方式的高新技术企业，润本生物集专业研发、生产和销售为一体，扎根驱蚊品类，延伸至婴童护理品类与精油品类，采用差异化的战略不断丰富细分市场产品矩阵，积累品牌口碑。

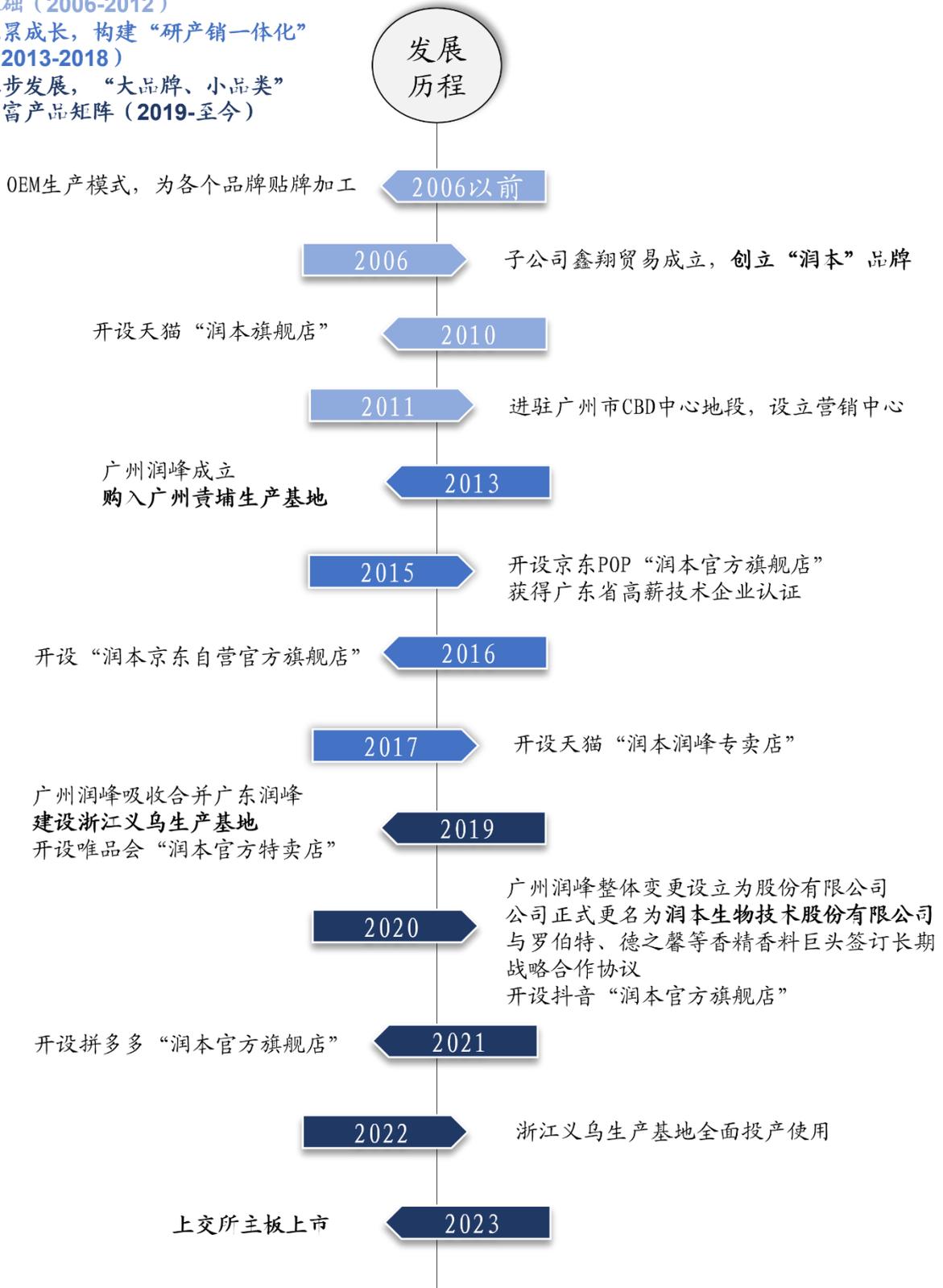
初创品牌，奠定长期稳定发展的基础（2006-2012）：润本创始人赵贵钦和鲍松娟夫妇最初做 OEM 起家，为各个品牌贴牌加工，曾做过痱子粉和相关止痒产品，在积累一定资金与技术后，于 2006 年成立鑫翔贸易（现润本股份全资子公司），并推出“润本”品牌。本阶段内，公司主要致力于驱蚊、婴童护理类的产品与销售。产品方面，公司较早布局新型驱蚊，于 2007-2008 年自研生产出国内第一批驱蚊贴。产能方面，公司建立产品研发、生产基地，建立 10 万级无尘净化车间。渠道方面，2006-2009，以线下经销为主；2010 年把握电子商务蓬勃发展的契机，进驻线上商城，开设天猫“润本旗舰店”；2011 年，润本进驻广州市 CBD 中心地段，设立营销中心。

积累成长，构建“研产销一体化”（2013-2018）：2013 年广州润峰（润本股份前身）成立，同年购入广州黄埔生产基地扩大产能，并增加研发投入，于 2015 年获得广东省高新技术企业认证。渠道方面，公司持续开拓线上销售渠道，分别与 2015、2016、2017 年开设京东 POP“润本官方旗舰店”、“润本京东自营官方旗舰店”、天猫“润本润峰专卖店”，逐步构建“研产销一体化”的经营模式。

稳步发展，“大品牌、小品类”丰富产品矩阵（2019-至今）：2020 年广州润峰整体变更设立为股份有限公司，并正式更名为润本生物技术股份有限公司，于 2023 年 10 月在上海证券交易所主板上市。本发展阶段内，公司坚持“大品牌、小品类”发展战略，注重丰富产品矩阵，“驱蚊+婴童护理+精油”三大系列逐渐成型，并且持续推陈出新。为了加快对消费者需求的响应，一方面，公司于 2020 年与罗伯特、德之馨等香精香料巨头签订长期战略合作协议，另一方面继续扩充产能，于 2019 年在浙江义乌新建生产基地，努力提升生产自动化与供应链智能化程度，2022 年义乌基地已开始全面投产使用。渠道方面，线上与线下稳步拓展，公司分别于 2019、2020、2021 年开设唯品会“润本官方特卖店”、抖音“润本官方旗舰店”、拼多多“润本官方旗舰店”，山姆、朴朴超市等高周转的线下渠道也在持续发展，2024 年已确立与屈臣氏的合作。

图1: 公司发展历程

- 初创品牌，奠定长期稳定发展的基础 (2006-2012)
- 积累成长，构建“研产销一体化” (2013-2018)
- 稳步发展，“大品牌、小品类”丰富产品矩阵 (2019-至今)



数据来源：公司招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

1.1. 管理层背景多元化，相关行业经验丰富

创始人产业经验丰富，电商及研发注入年轻血液。赵贵钦为公司董事长兼总经理；鲍松娟为公司董事兼副总经理；二者为夫妻关系，有数十年从事个体经营的经验；公司董事兼电商销售中心副总监林子伟曾任广州小为电子商务有限公司董事兼总经理和广州何杜林餐饮有限公司监事；公司财务总监兼董事会秘书吴伟斌曾就职于立信会计师事务所，并曾任美的小额贷款股份有限公司的财务经理；公司研发技术总监王俊林曾任奇伟实业有限公司等多家公司的生产经理和供应链经理。

表1: 公司管理层主要履历

姓名	出生年份	职务	主要工作经历
赵贵钦	1975	董事长、总经理	曾从事个体经营、任广州市鑫翔贸易有限公司执行董事、总经理、历任广东润峰经理、执行董事兼经理、广州润峰经理，执行董事兼经理。
鲍松娟	1971	董事、副总经理	曾从事个体经营、任广州市中启贸易有限公司执行董事兼总经理、广东润峰监事、广州润峰监事。
林子伟	1994	董事、电商销售中心副总监	曾任广州小为电子商务有限公司董事、总经理、广州何杜林餐饮有限公司监事。
吴伟斌	1978	财务总监兼董事会秘书	曾就职于立信会计师事务所（特殊普通合伙）、任美的集团有限公司财务经理、美的小额贷款股份有限公司以及广东道氏技术股份有限公司财务总监、天能电池集团股份有限公司财务副总监。
王俊林	1980	研发技术总监	曾任汕头市奇伟实业有限公司生产经理、广州市白云区麒胜装饰材料厂副总经理、广州千顺工业材料有限公司供应链经理、广州科玛生物技术股份有限公司厂长。

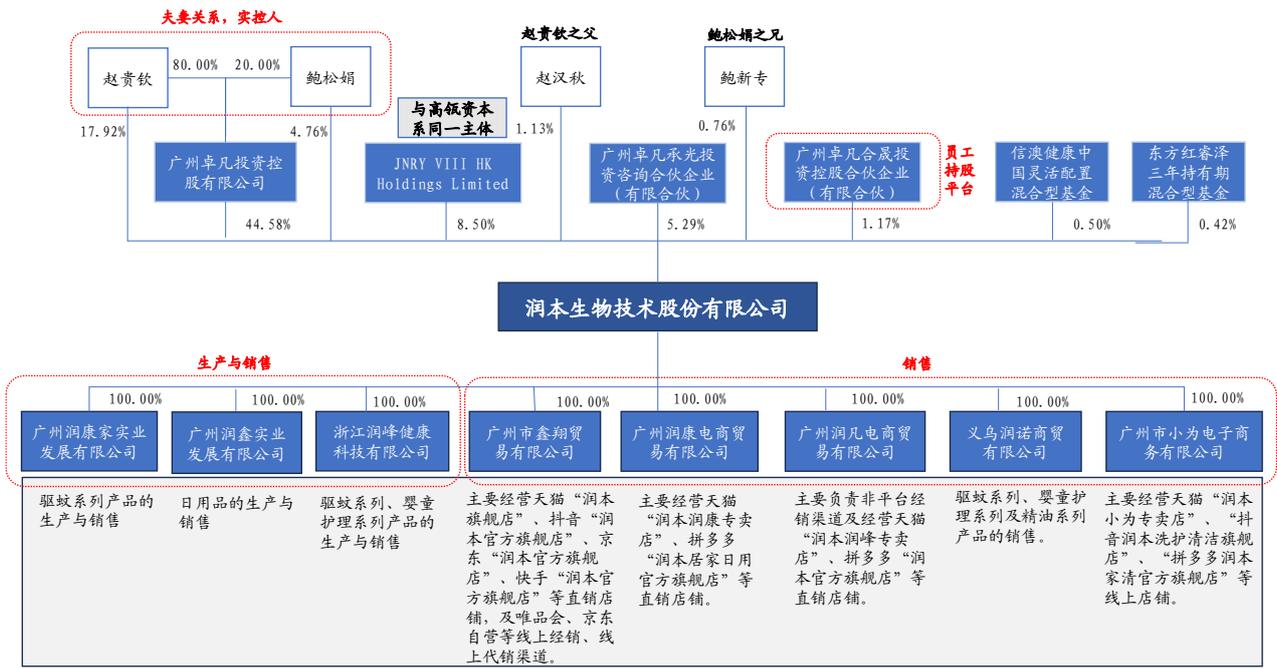
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 股权高度集中，股权激励激发团队活力

公司股权集中，实控人合计控制 72.55% 的股份表决权。公司实际控制人为夫妻赵贵钦、鲍松娟，截至 2024H1 分别直接持有润本生物 17.92% 和 4.76% 的股份，并通过广州卓凡投资间接持有公司 44.58% 的股份。同时，赵贵钦通过担任卓凡承光的执行事务合伙人间接控制公司 5.29% 的股份表决权，赵贵钦与鲍松娟夫妇合计控制润本股份 72.55% 的股份表决权；赵贵钦之父赵汉秋、鲍松娟之兄鲍新专分别持股 1.13%、0.76%；广州卓凡合晟和广州卓凡聚源为员工持股平台；外商投资 JNRY VIII（与高瓴资本系同一主体）股权占比 8.50%。

员工持股计划有助于调动员工积极性，吸引与留住优秀人才。公司建设员工持股平台，即卓凡合晟和卓凡聚源，不仅能够培养员工与公司共同发展的意识，调动员工积极工作的潜力，更能够绑定优秀核心员工利益，留住关键杰出人才，为公司日后稳定、长远、高效发展奠定坚实的基础。

图2: 公司股权架构

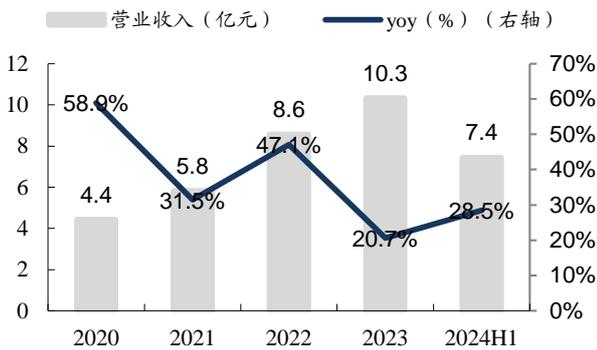


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所 (注: 股权结构截至 2024H1)

1.3. 财务分析: 营收快速增长, 盈利水平表现优异

2020 年以来公司营收、归母净利润保持快速增长。2023 年公司营收/归母净利润分别为 10.3/2.3 亿元, 分别同增 20.7%/41.2%。2020~2023 年公司营收/归母净利润增速 CAGR 分别为 32.6%/24.0%。2024H1 公司营收/归母净利润分别为 7.4/1.8 亿元, 分别同增 28.5%/50.7%。

图3: 公司营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

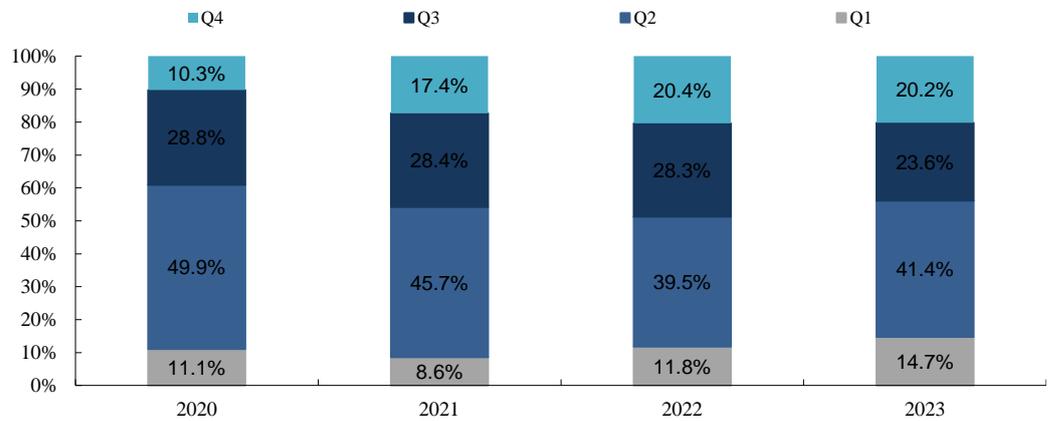
图4: 公司归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

营收分季度看，Q2 和 Q3 占比相对较高，随着婴童护理占比提升，各季度营收占比差异在逐步缩小。具体看，Q2 和 Q3 是驱蚊产品的销售旺季，在全年中销售占比较高，护肤的销售旺季是从 Q3 末到次年初。随着婴童护理的布局加深，各季度之间的营收占比差异在逐步缩小。

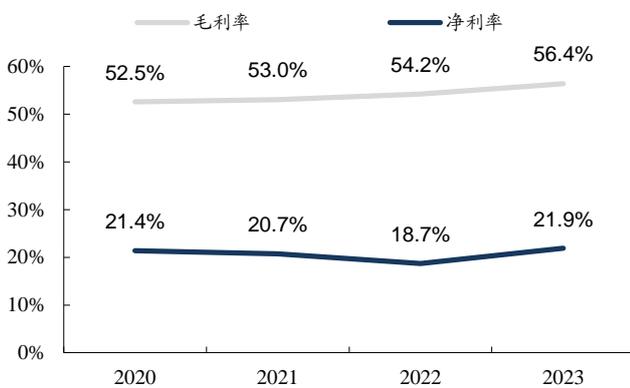
图5: 公司各季度间占比差异逐步减小



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

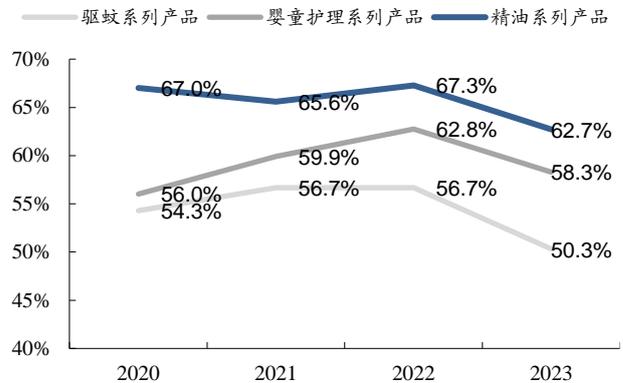
受高毛利的婴童护理占比提升&规模效应发挥, 公司毛利率呈现提升趋势, 净利率相对稳定。公司毛利率呈现提升趋势, 2023 年毛利率为 56.4%, 较 2020 年提升了 3.9pct, 主要系毛利率更高的婴童护理占比提升&规模效应的发挥。分品类看, 2023 年精油/婴童护理/驱蚊的毛利率分别为 62.7%/58.3%/50.3%, 分别较上年同比 +1.68pct/+2.66pct/+1.96pct (以新收入口径看, 2023 年营业成本中增加了运输费)。考虑到 2022 年各品类毛利率也均较 2020 年有所提升, 因此从同一口径看, 2020~2023 年各品类毛利率均呈现提升趋势。受期间费用率略有提升影响, 2020 年以来公司净利率基本保持稳定。

图6: 公司毛利率和净利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 分产品系列毛利率变化

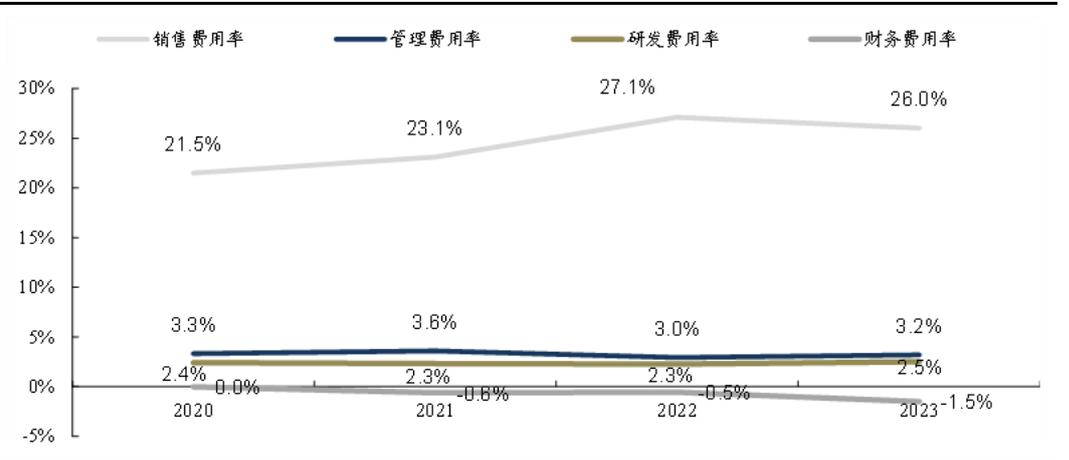


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2020~2023 年, 推广力度加大使得销售费用率有所提升, 管理费用率&研发费用率基本维持稳定, 理财收益增加使得财务费用率有所下降。2023 年公司销售/管理/研发/财

务费用率分别为 26.0%/3.2%/2.5%/-1.5%，分别同比变化了-1.1pct/+0.2pct/+0.2pct/-1.0pct。2020~2023 年销售费用率总体有所提升，主要系随着产销规模增加推广力度提升、以及加大了对抖音平台的推广力度。财务费用率有所下降，主要系将闲置资金投资定期存款产生利息收入增加。

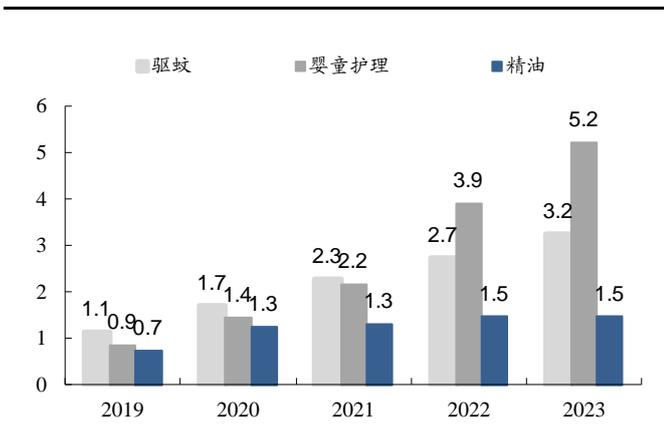
图8: 公司期间费用率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

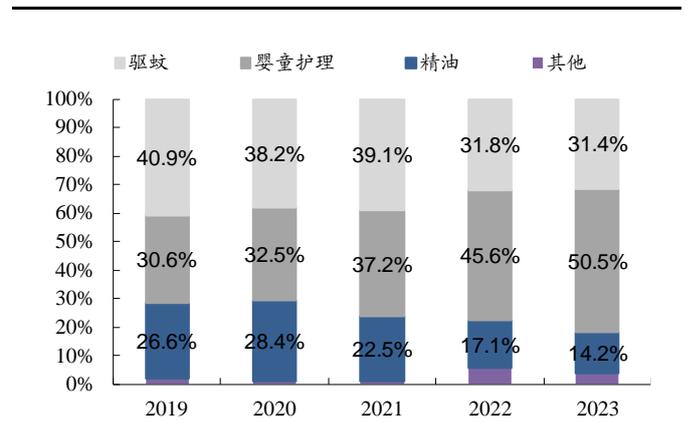
驱蚊品类增速稳健，婴童护理增速较快。公司的生产的主要品类包括驱蚊、婴童护理和精油。2023 年公司驱蚊/婴童护理/精油品类分别实现营收 3.2/5.2/1.5 亿元，分别同比+19.2%/+33.6%/-0.05%，主营业务收入占比分别为 31.4%/50.5%/14.2%。2019~2023 年，驱蚊/婴童护理/精油品类增速 CAGR 分别为 29.9%/57.3%/18.5%。公司婴童护理业务增速最快，营收占比也逐年增加，2023 年婴童护理业务的主营业务占比已达一半左右。

图9: 公司分品类营收规模 (亿元)



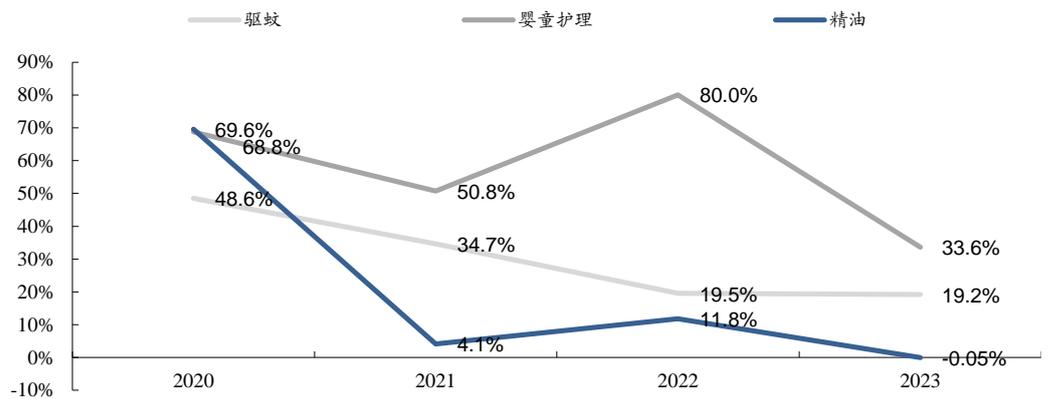
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 公司分品类主营业务收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 公司分品类营收同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 细分赛道增长潜力较大, 新型驱蚊、婴童护理增速均好于大盘

润本生物已经形成以“驱蚊+婴童护理+精油”为产品主线, 家清日化品类为辅的成长迅速的产品布局, 在细分市场上拥有核心竞争优势。驱蚊品类方面, 针对室内驱蚊与室外驱蚊的不同用途, 公司推出了蚊香片、电热蚊香液、驱蚊液等不同产品, 并且不断推陈出新, 迭代升级, 为不同的消费者群体量身定制, 以优化产品使用体验感。目前, 科技方面, 驱蚊产品已经实现蓝牙智控, 宝妈与敏感肌的消费者也可以选择为其定制打造的小夜灯驱蚊液和无酒精成分的驱蚊液; **婴童护理方面**, 公司力求在实现功效的基础上精简配方, 满足消费者对温和、安全、舒缓的需求, 婴童护理产品主要形成了润本叮叮舒肤系列、肌肤护理系列、洗发沐浴系列、湿巾清洁系列; **精油方面**, 研发人员不断丰富产品的外观设计, 使其童趣可爱, 佩戴柔软舒适, 主要形成了精油贴、精油扣、精油香圈、精油手环、其他精油等产品; **家清日化方面**, 主要包括衣服洁净和鞋子清洁系列, 例如织物去味剂、羽绒服清洁湿巾、鞋子除臭剂等。

表2: 公司主要产品

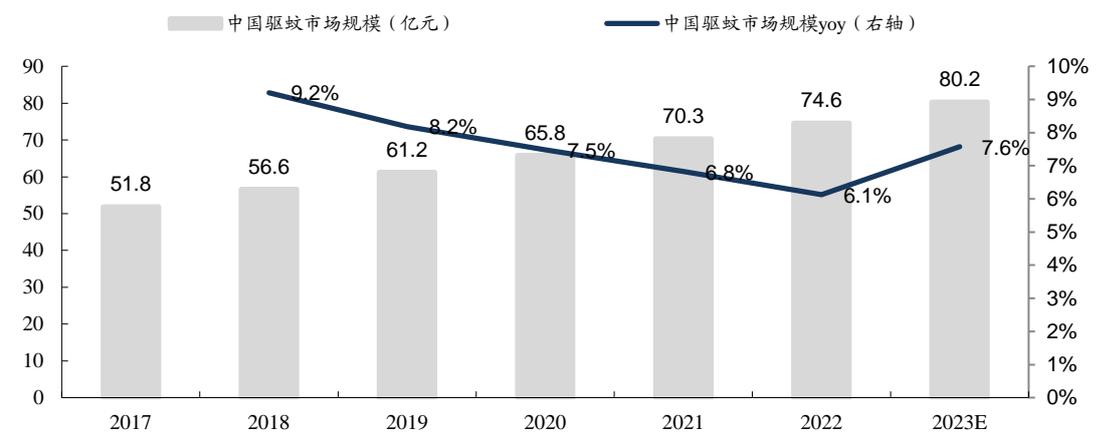
产品分类	产品概要	代表产品图示				
驱蚊	主要包括室内驱蚊系列、室外驱蚊系列					
		绿瓶蚊香液	蓝牙蚊香液	小夜灯蚊香液	无酒精驱蚊喷雾	香氛驱蚊喷雾
婴童个护	主要包括润本叮叮舒肤系列、肌肤护理系列、洗发沐浴系列、湿巾清洁系列					
		洋甘菊舒缓水润霜	牛油果防皱霜	全身润肤乳	婴儿润唇膏	小桃喜舒润霜

精油	主要包括精油贴、精油扣、精油香圈、精油手环、其他精油产品					
		经典精油贴	恐龙精油贴	精油扣	香茅香薰盒	精油喷雾
家清日化	主要包括衣服洁净和鞋子清洁系列					
		成人内衣洗衣液	织物除味剂	退热贴	奶瓶果蔬净	防静电喷雾

数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

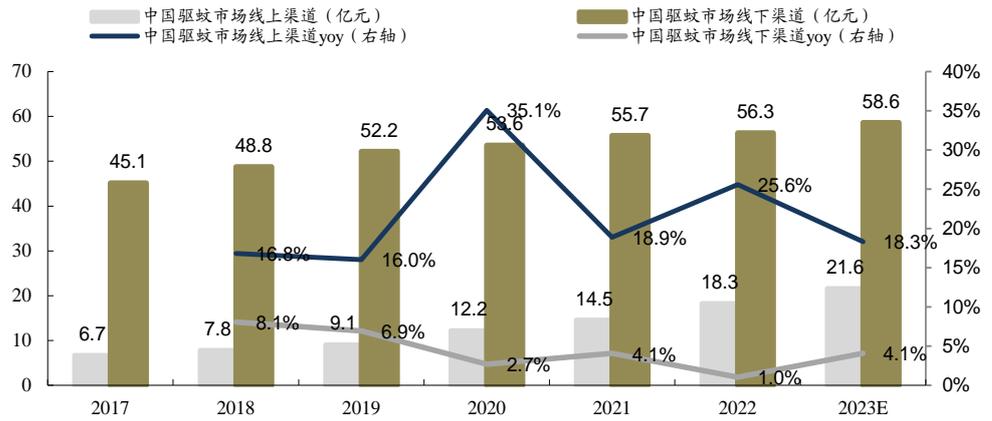
2022年中国驱蚊市场规模（不含杀虫）近75亿元，其中线上占比不断提升。根据灼识咨询数据，2022年中国驱蚊市场（不含杀虫）规模达74.6亿元，同增6.1%，2017~2022年中国驱蚊市场规模增速CAGR为7.6%。分渠道看，2022年中国驱蚊市场线上/线下市场规模分别为56.3/18.3亿元，分别同增25.6%/1.0%。线上渠道贡献主要增长，2017~2022年中国驱蚊市场线上/线下规模增速CAGR分别为22.3%/4.5%，2017~2022年线上渠道在中国驱蚊市场占比由13%提升至25%。

图12：中国驱蚊市场规模和同比增速



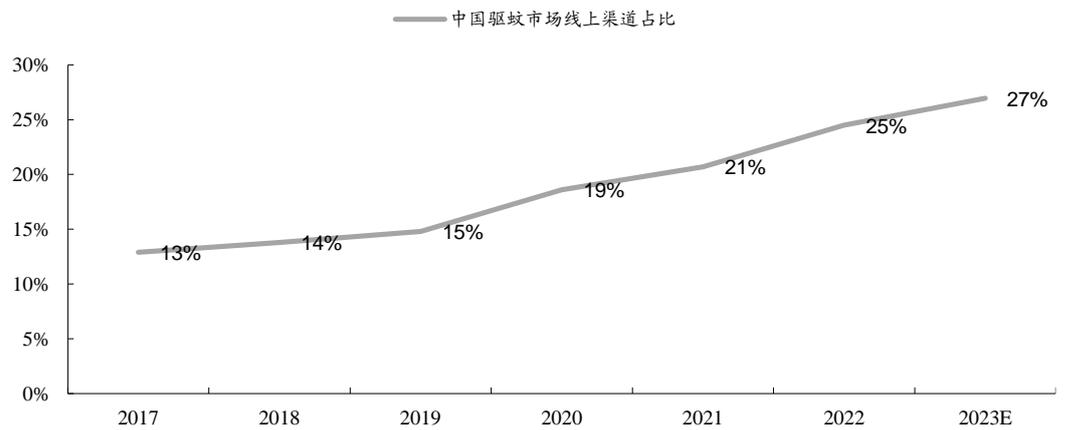
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图13: 中国驱蚊市场线上线下规模和同比增速



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

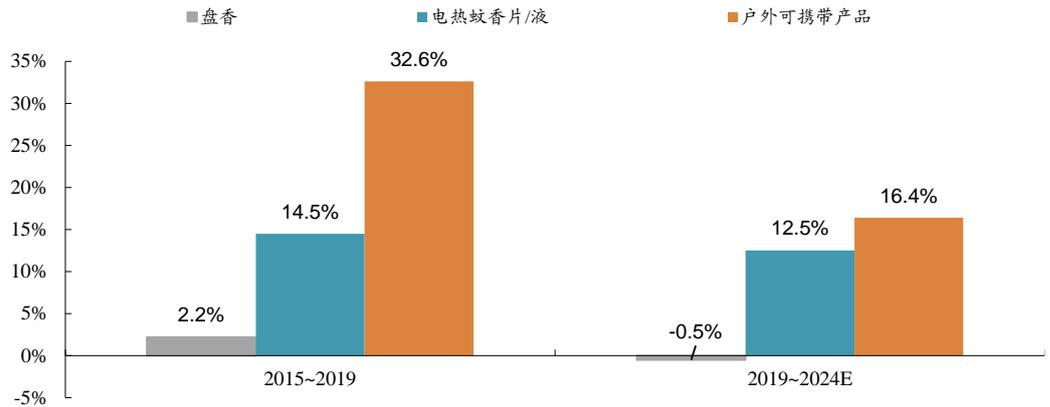
图14: 中国驱蚊市场线上渠道占比



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

细分品类看, 新型驱蚊产品增速较为突出, 传统盘香市场占比逐步下降。其中, 新型驱蚊产品增速较为突出, 2015~2019年户外可携带产品/电热蚊香片液规模增速 CAGR 分别为 32.6%/14.5%, 而传统盘香规模增速 CAGR 仅为 2.2%。根据灼识咨询预测, 2019~2024年新型驱蚊产品仍将保持 10%~20%的增速, 传统盘香市场占比将进一步下降。

图15: 驱蚊杀虫细分产品市场增速 CAGR



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图16: 驱蚊杀虫细分产品市场规模 (百万元)



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

驱蚊行业大部分代表企业均以传统驱蚊产品起家, 线下渠道基础较好。不同于润本股份, 驱蚊行业大部分代表企业在驱蚊领域以盘香等传统产品起家, 部分企业还同时覆盖杀虫领域。渠道方面, 大部分其他驱蚊领域代表企业在商超等线下渠道具有较好基础, 但是在线上渠道发展相对较慢。2023 年超威品牌的母公司朝云集团线上占比仅 34%, 2023 年彩虹品牌的母公司彩虹集团线上占比仅 45%。润本股份从品类上只聚焦于新型驱蚊细分品类, 从渠道上则在 2010 年起即陆续进驻天猫等线上平台, 2023 年润本的线上渠道占比 (仅考虑线上直销+平台经销/代销) 达 75%+。

表3: 驱蚊领域主要生产企业对比

公司	品牌	主要产品类		规模	公司渠道占比
		驱蚊	其他杀虫		
润本股份	润本	电热蚊香液、驱蚊液	-	2023年驱蚊品类营收3.25亿元	2023年线上(仅考虑直销+平台经销/代销)占比达75%+
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	2023年卫生杀虫用品营收4.31亿元	2023年线上/线下营收占比分别为45%/55%
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	2021年杀虫驱蚊品类营收11.14亿元	2023年线上/线下营收占比分别为34%/66%
美国庄臣	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	-	-	六神商超基础好, 线下占比远大于线上

数据来源: 各公司公告, 各公司官网, 草根调研, 东吴证券研究所

市场上驱蚊杀蚊产品的成分较为复杂, 润本股份驱蚊产品采用高效、温和的成分。市场上的驱蚊杀蚊产品的常用成分主要包括避蚊胺、羟哌酯、驱蚊酯、柠檬桉叶油、氟氯醚菊酯等。其中, 菊酯类(如氯菊酯、四氟甲醚菊酯、氟氯醚菊酯)是较好的杀虫类产品成分, 只需较低浓度即可麻痹蚊子的神经系统, 可用于蚊香片、蚊香液等产品, 但是这类成分不可直接作用于皮肤。避蚊胺、羟哌酯、驱蚊酯、柠檬桉叶油是较为常见的驱蚊成分, 其中避蚊胺是历史最为悠久的驱蚊成分, 驱蚊效果也较好, 但是效果好要求浓度也较高, 存在一定腐蚀性; 驱蚊酯和柠檬桉叶油毒性较低, 但是驱蚊效果也相对较弱; 羟哌酯作用时间较长且具有一定抗汗性, 但成本较高。

表4: 常见驱蚊杀蚊产品原料成分对比

原料成分	成分特点	成本
DEET-避蚊胺	原药历史悠久、应用广泛, 驱蚊效果强持续时间长, 但有一定毒性, 对皮肤有刺激效果, 对化纤、皮革等有一定腐蚀性	低
Picaridin-羟哌酯/派卡瑞丁	相对于避蚊胺更加温和, 抗汗性强, 且同样剂量下作用时间更长, 但 成本较高	较高
IR3535-驱蚊酯/伊默宁	相对于避蚊胺毒性更低, 但其降解快, 驱蚊效果不如羟哌酯和避蚊胺	较低
OLE/PMD-柠檬桉叶油/对-薄荷烷二醇	美国疾病预防控制中心推荐的驱蚊成分中唯一一种天然植物成分, 美国食药监警示柠檬桉叶油不能用于3岁以下的儿童	较低
氟氯醚菊酯	氟氯醚菊酯作为一种低毒、高效的驱蚊杀蚊成分, 在驱蚊杀蚊产品中得到了广泛应用	低

数据来源: 天猫旗舰店, 招股说明书, 东吴证券研究所

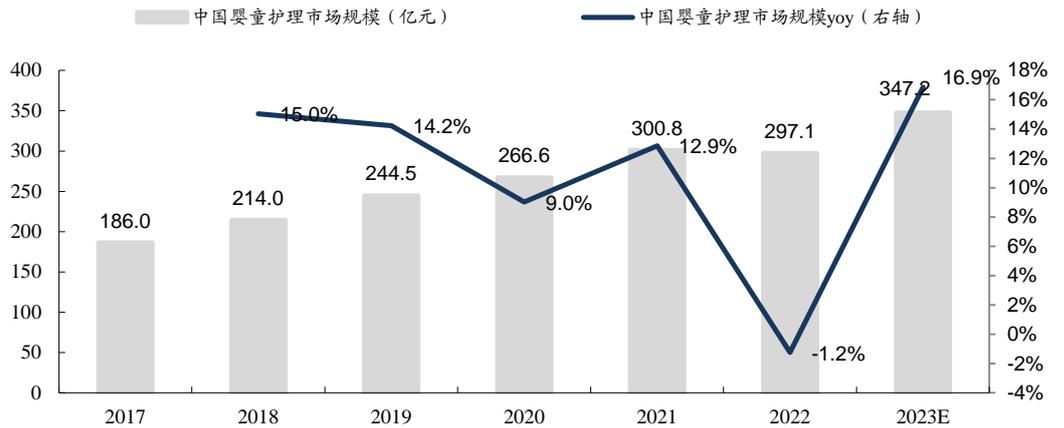
表5: 可比公司驱蚊产品细分对比

品牌	地区	图示	产品	价格	成分	适用人群	驱蚊时效
电热蚊香液							
彩虹	中国		彩虹电热蚊香液	0.21 元/ml (37.37/45ml*4)	1.2%氟氯醚菊酯	母婴适用	60 晚*4
润本	中国		润本电热蚊香液	0.17 元/ml (29.90/45ml*4)	0.6%氟氯醚菊酯	母婴适用	60 晚*4
超威	中国		超威电热蚊香液	0.24 元/ml (39.9/45ml*3+30ml)	1.2%氟氯醚菊酯	母婴适用	60 晚*3+45 晚
雷达	美国		雷达电热蚊香液	0.42 元/ml (48.90/29.4ml*4)	0.62%四氟甲醚菊酯	-	56 晚*4
			雷达植萃电热蚊香液	0.76 元/ml (54.90/24ml*3)	0.8%氟氯醚菊酯	-	45 晚*3
驱蚊液							
彩虹	中国		彩虹乖乖驱蚊液	0.19 元/ml (18.50/100ml)	10%驱蚊酯	母婴适用	8h
润本	中国		温和驱蚊	0.18 元/ml (19.9/110ml)	7%驱蚊酯	>2 个月	5.7h
			强劲驱蚊	0.32 元/ml (34.9/110ml)	20%羟哌酯	新生儿适用	7.3h
超威	中国		超威驱蚊液	1.5 元/ml (29.9/正装 10ml+补液 10ml)	15%羟哌酯	-	8h
六神	中国		驱蚊花露水	0.15 元/ml (53 元/180ml*2)	4.5%驱蚊酯	-	7h
雷达	美国		雷达欧护温和驱蚊液	0.29 元/ml (28.90/100ml)	7%避蚊胺	-	4h
			雷达欧护户外驱蚊液	0.48 元/ml (47.90/100ml)	15%避蚊胺	-	6h

数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 东吴证券研究所

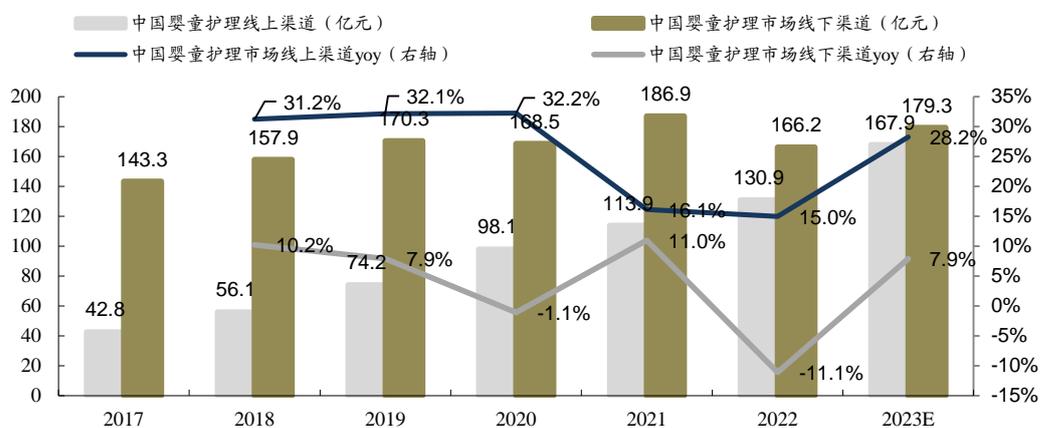
2022 年我国婴童护理市场规模近 300 亿元，线上渠道增速持续领先。根据灼识咨询数据，2022 年中国婴童护理市场规模达 297.1 亿元，受新冠疫情线下母婴渠道增长承压影响，规模增长同比微降，2017~2022 年中国婴童护理市场规模增速 CAGR 为 9.8%。分渠道看，2022 年中国婴童护理市场线上/线下市场规模分别为 130.9/166.2 亿元，分别同比变化+15.0%/-11.1%。2017~2022 年中国婴童护理市场线上/线下规模增速 CAGR 分别 25.1%/3.0%，2017~2022 年线上渠道在中国婴童护理市场由 23%提升至 44%。

图17：中国婴童护理市场规模和同比增速



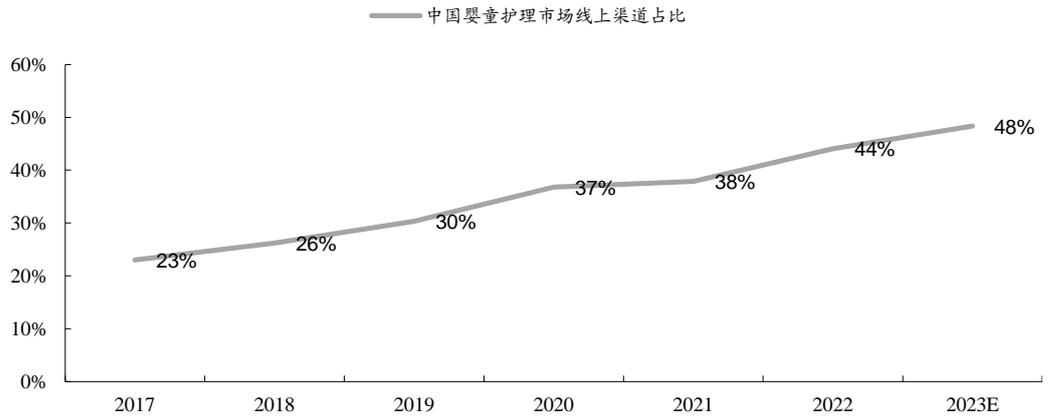
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图18：中国婴童护理市场线上线下规模和同比增速



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

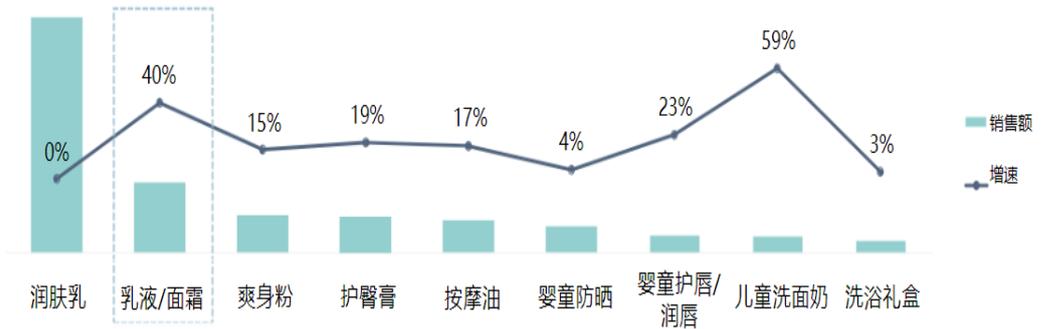
图19: 中国婴童护理市场线上渠道占比



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

细分品类中润肤乳规模最大, 乳液/面霜以及儿童洗面奶等增速较快。细分品类中, 润肤乳规模最大但是增速较缓, 乳液/面霜品类规模较大且增速快, 发展潜力较大, 儿童洗面奶等品类亦体现出较大发展潜力。

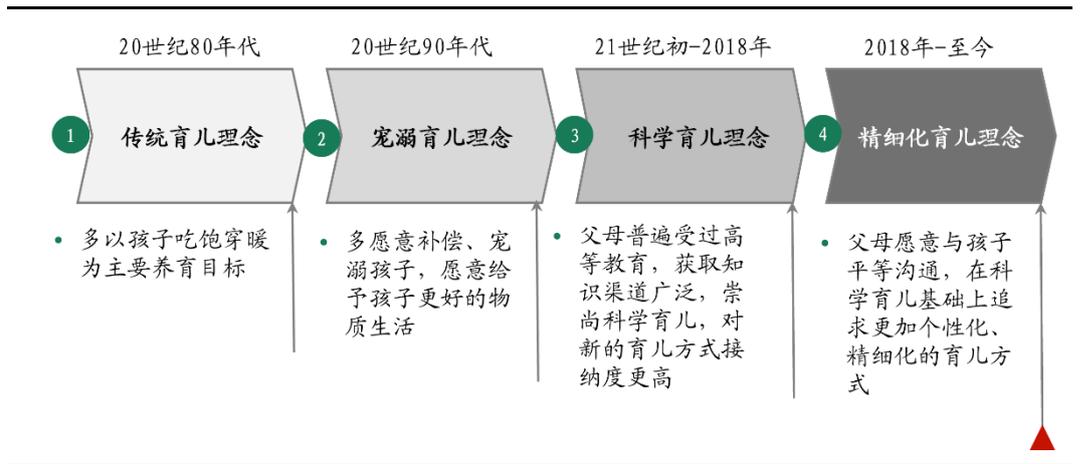
图20: 2022~2023 年天猫婴童护肤细分产品增速



数据来源: 凯度, 东吴证券研究所 (注: 统计周期为 2022.4~2023.3)

育儿观念的转变使得市场向产品精细化方向延展。中国母婴市场发展变革的核心驱动因素是主要消费群体即中国婴童父母的育儿理念的演变, 现阶段宝爸宝妈已经是 90、95 后为代表的新生代父母, 新一代注重科学精细育儿, 对婴童护理产品的需求是不仅能达到一定的功效, 更要保证成分安全、温和舒缓。针对新生代父母对婴童的全面全方位精细护理需求, 逐渐衍生了婴童润肤乳、宝宝面霜、按摩油、宝宝洗护、儿童防晒、儿童面膜等多个细分品类。

图21：中国育儿理念发展历程



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

3. 坚持“大品牌，小品类”，品质性价比之选

3.1. 产品：产品矩阵不断丰富、质优价廉广受认可

3.1.1. 迭代升级，产品精细化，主动创造细分需求

在丰富产品矩阵方面，公司主要采取了“迭代升级+产品精细化+主动创造需求”的策略。具体来说，迭代升级：公司瞄准驱蚊市场的细分赛道，并结合户外出行大趋势，迭代升级出电热蚊香液和驱蚊喷雾实现对传统蚊香盘的替代；产品精细化：公司细分场景，分肤质、季节、年龄地研发出各系列产品，并不断细化款式规格供消费者选择；主动创造需求：公司瞄准市场上较为空白的产品需求，主动创造需求，别出心裁地研发出消费者乐于购买却被市场所忽视的产品。

图22：公司丰富产品矩阵思路



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

迭代升级方面，公司以多年的技术探索与积累为基础，在产品造型、产品配方以及科技等方面不断升级，以适应不断变化的消费需求，提升消费者的使用体验，新款价格较老款也略有提升。驱蚊系列中，室内驱蚊产品方面：公司首先实现了电热蚊香液对传

统蚊香盘的替代，而后又对电热蚊香液持续创新升级，以经典绿瓶款电热蚊香液为基础，相继推出了童趣小熊款、简约跑车款、科技智能款、柔微光夜灯款和三档定时款，该系列产品不仅造型美观有创意，而且改进了纤维棒芯，还可通过智能蓝牙实现手机控制，并支持母婴和常规两种模式驱蚊，小夜灯款的推出进一步方便了有孩家庭起夜照看，三档定时款深入实际应用场景，满足用户不同需求；室外驱蚊方面：公司首先改良了驱蚊有效成分和浓度，由含9%避蚊胺的经典款升级成含7%避蚊酯的温和款，以满足消费者对成分安全舒缓的需求。而后，在户外出行的大趋势下，公司又研发出专业款，在成分温和的前提下，有效提升驱蚊时效至7.3小时。从价格看，新款价格往往高于最先推出的经典款，毛利率一般也会相对更高。

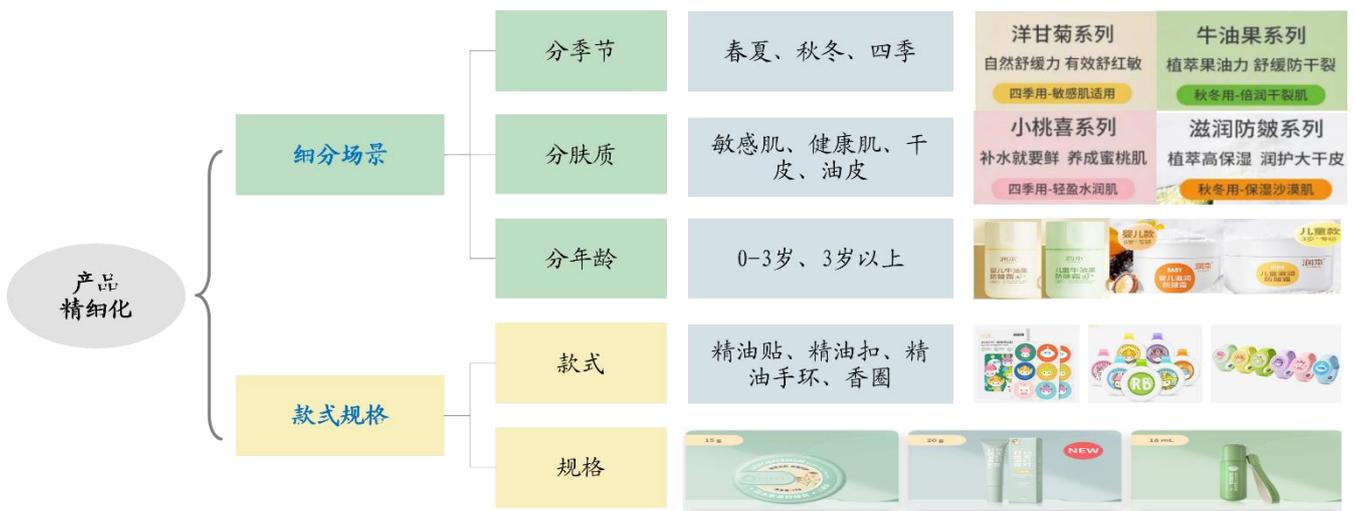
表6: 电热蚊香液迭代过程

产品图示						
产品名称	经典绿瓶款	童趣小熊款	简约跑车款	科技智能款	柔和微光夜灯款	三档定时款
上市时间	2013年	2018年	2020年	2021年	2022年	2024年
规格	45ml	45ml	45ml	45ml	45ml	45ml
价格	4液+1器 23.90元	暂时下架	4液+1器 32.90元	4液+1器 49.90元	3液+1器 39.80元	3液+1器 34.90元
迭代逻辑		<ul style="list-style-type: none"> ▶造型升级，创新外观备受喜爱 	<ul style="list-style-type: none"> ▶造型升级，低调新潮百搭家具风 ▶创新纤维棒芯，蚊香液实现挥发不阻塞、无粉尘无异味、耐用不易折断 	<ul style="list-style-type: none"> ▶智能蓝牙实现手机智控 ▶母婴/默认两种模式，分别适用母婴和常规人群 ▶耐用省液防浪费 	<ul style="list-style-type: none"> ▶增加夜灯功能，驱蚊+夜灯方便有孩家庭起夜照看 	<ul style="list-style-type: none"> ▶增加三档定时，到点自动关闭满足不同需求 ▶耐用省液防浪费 ▶出门不怕留隐患

数据来源：润本天猫旗舰店，东吴证券研究所（注：截止至2024年7月31日）

产品精细化方面，公司不仅细分使用场景，而且通过细化款式规格等方式多元化产品。细分使用场景方面，润本品牌婴童护理系列的宝宝面霜按照季节和肤质划分，形成洋甘菊系列、牛油果系列、小桃喜系列、滋润防皱系列、蛋黄油系列；防皱霜根据0-3岁和3岁以上划分出婴儿防皱霜系列和儿童防皱霜系列；润唇膏日间和夜间可以分别选用不同款式。款式规格方面，精油系列产品样式丰富，包括不同动画系列的精油圈、精油扣等；儿童舒缓膏和成人皴裂膏等产品可以分别选用盒装膏状款、走珠冰露款等不同规格。

图23: 产品精细化思路



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

主动创造需求方面, 公司弥补市场空缺, 引领消费新趋势。公司能够准确捕捉现有市场上被忽视的需求, 查缺补漏, 主动创造新需求。例如, 市面上的内衣洗衣液主要面向成人消费者, 因此公司推出了儿童款, 该产品不仅针对宝宝难洗的便尿污渍, 专项去除宝宝残留, 而且对手部肌肤无刺激且不伤衣物。公司已经上市了羽绒服湿巾、内衣洗衣液、防静电香氛喷雾、迷你手口湿巾、除味剂等众多产品, 广泛受到消费者的喜爱。

图24: 主动创造需求思路



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.1.2. 平价顺应消费趋势, 性价比优势突出

公司顺应消费趋势, 产品价格高于白牌价格低于竞品公司价格, 锁定平价价格带。公司以“好物好价好国货”为企业使命, 在消费力受限的大环境下致力于“为消费者美好健康生活创造价值。”与竞品公司相比, 润本在驱蚊、婴童护理、精油系列的主要品类的价格制定方面, 选择了相对较低的价格区域。总的来说, 公司产品价格高于白牌产品价格低于竞品公司产品价格, 性价比较高, 能够满足绝大多数消费者的日常需求。

表7: 公司产品与竞品的价格对比

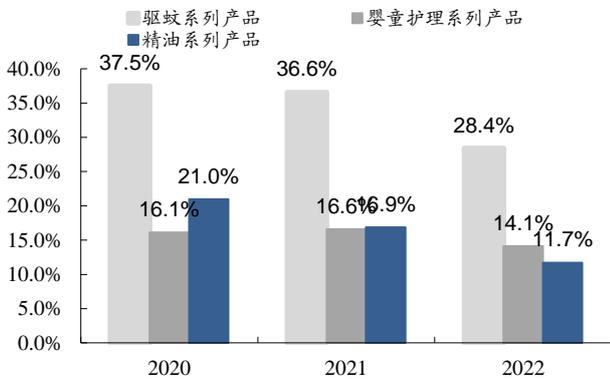
分类	品牌	产品名称	产品图示	价格	单位规格价格
电热蚊香液	白牌	电热蚊香液		16.0元 (4*45ml+1 加热器)	0.09 (元/ml)
	润本	绿瓶蚊香液		23.9元 (4*45ml+1 加热器)	0.13 (元/ml)
	超威	无味蚊香液		39.9元 (3*40ml+1*30ml+1 加热器)	0.27 (元/ml)
	雷达	电热蚊香液		39.9元 (4*29.4ml+1 加热器)	0.34 (元/ml)
驱蚊喷雾	白牌	经典驱蚊液		8.0元 (50ml)	0.16 (元/ml)
	润本	驱蚊液		19.9元 (110ml)	0.18 (元/ml)
	六神	驱蚊花露水		70.5元 (3*180ml)	0.13 (元/ml)
	雷达	金银花驱蚊液		19.9元 (100ml)	0.20 (元/ml)
	超威	超威驱蚊液		39.9元 (60ml)	0.67 (元/ml)
婴儿面霜	白牌	润肤霜		20.0元 (50g)	0.40 (元/g)
	润本	牛油果面霜		34.9元 (55g)	0.63 (元/g)
	强生	牛油果面霜		58.5元 (60g)	0.98 (元/g)
	红色小象	儿童保湿霜		69.0元 (50g)	1.38 (元/g)
精油贴	白牌	精油贴		20.0元 (52片)	0.38 (元/片)
	润本	植物精油贴		19.9元 (36片)	0.55 (元/片)
	戴可斯	小熊贴		27.9元 (36片)	0.78 (元/片)
	贝德美	防护贴		34.1元 (42片)	0.81 (元/片)

数据来源: 天猫官方旗舰店, 东吴证券研究所 (注: 截止至 2024 年 7 月 31 日)

3.1.3. 高品质产品形象深入人心，持续打造优质大单品

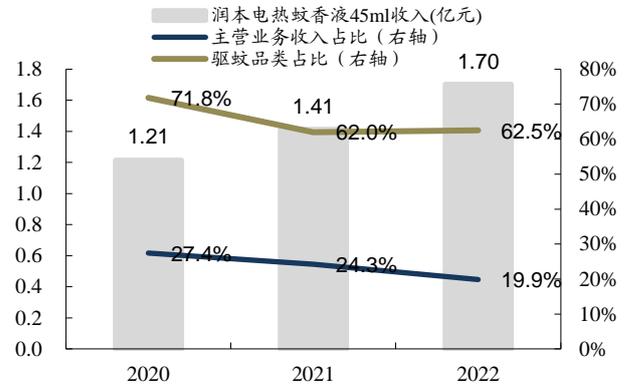
驱蚊品类大单品较为突出，婴童护理重视品类扩展。(1)**驱蚊品类：**大单品较为突出，其核心大单品电热蚊香液45ml在2020~2022年收入规模分别为1.21/1.41/1.70亿元，其在主营业务收入占比为27.4%/24.3%/19.9%，在2020~2022年的驱蚊品类占比达71.8%/62.0%/62.5%，主要系公司对经典产品持续迭代，除了经典款外，也开发出小夜灯款、定时款等。(2)**婴童护理品类：**由于布局相对较晚，单一产品份额没有驱蚊品类高，2022年单一产品主营业务收入占比均小于5%，公司对于婴童护理仍处于品类扩展阶段，包括面霜、润唇膏、身体乳、舒缓类、婴童防晒等。例如，得益于较多新品的推出，根据我们统计的第三方爬虫平台数据，2024年7月天猫平台&抖音平台的面霜、婴童防晒的GMV占比均较2023年7月有所提升。

图25: 各品类前TOP5产品在主营业务收入占比



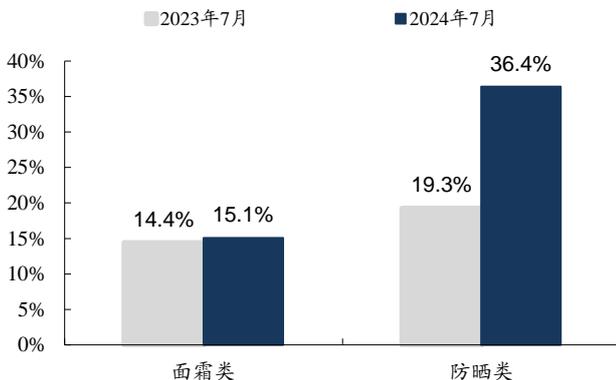
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26: 电热蚊香液大单品在品类和主营业务收入占比



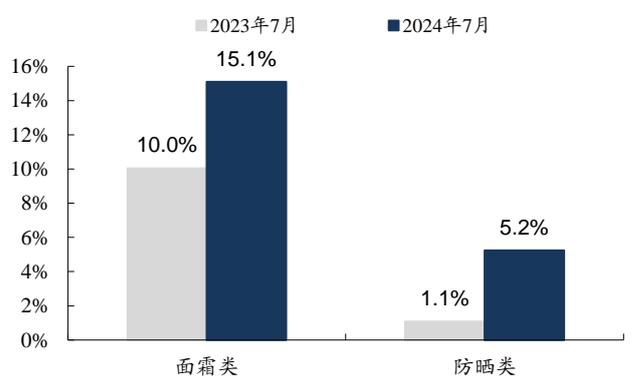
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27: 公司天猫平台面霜&防晒品类 GMV 占比



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所（注：爬虫数据统计可能有偏差）

图28: 公司抖音平台面霜&防晒品类 GMV 占比

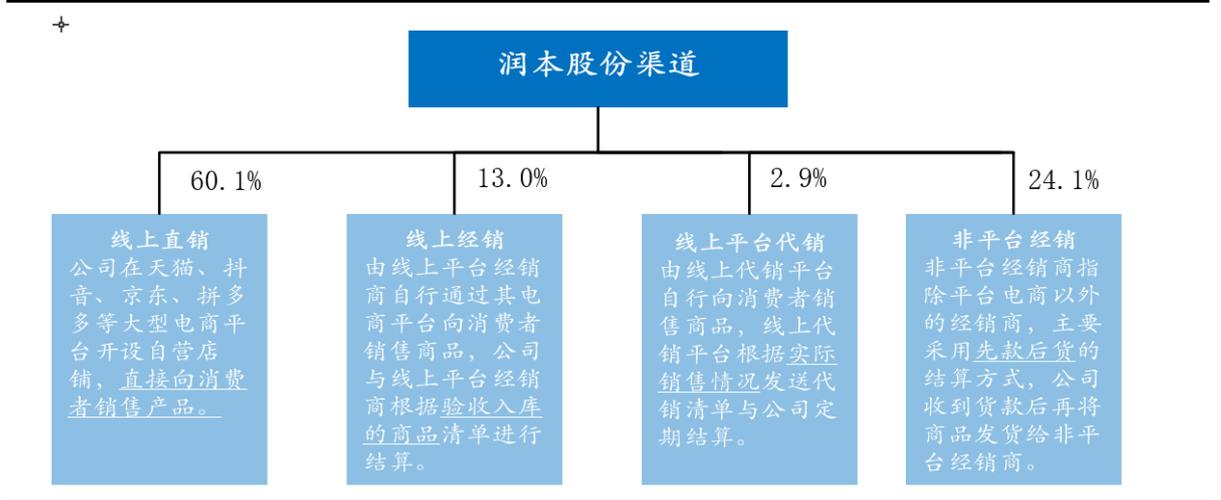


数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所（注：爬虫数据统计可能有偏差）

3.2. 渠道：线上多平台布局顺利，线下逐步拓展

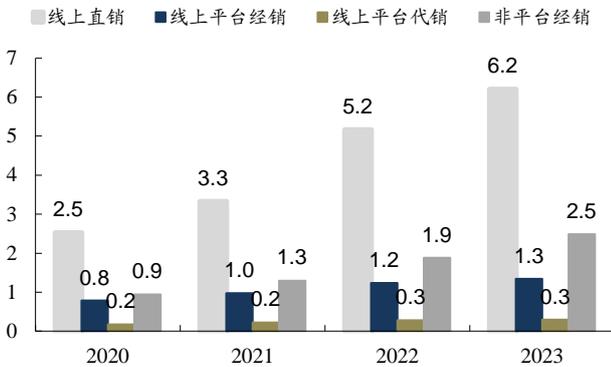
公司在线上渠道继续发力，天猫、京东、唯品会等传统电商平台稳健增长，新型电商平台抖音增速亮眼，线下渠道逐步开拓。公司销售渠道以线上直销为主，已布局线上渠道多年，与天猫、京东、抖音、拼多多等大型电商平台建立了稳定的合作关系，2020~2023 年线上直销占总营收均在 55%以上，2023 年占比 60.1%。

图29：2023 年润本股份销售渠道



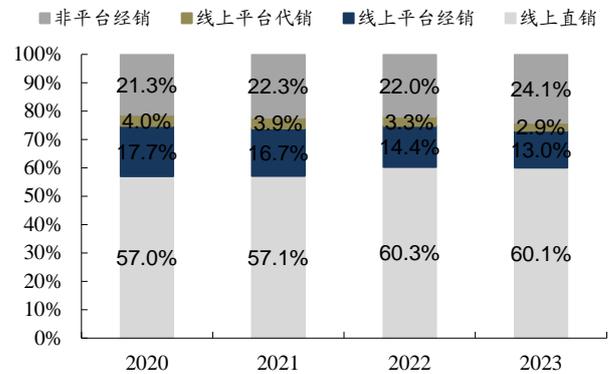
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图30：公司分渠道销售规模（亿元）



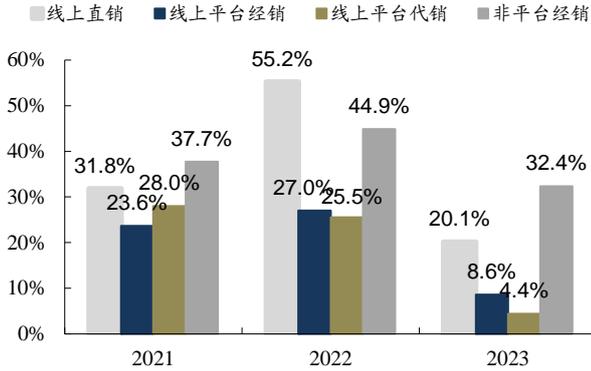
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图31：公司分渠道销售收入占比



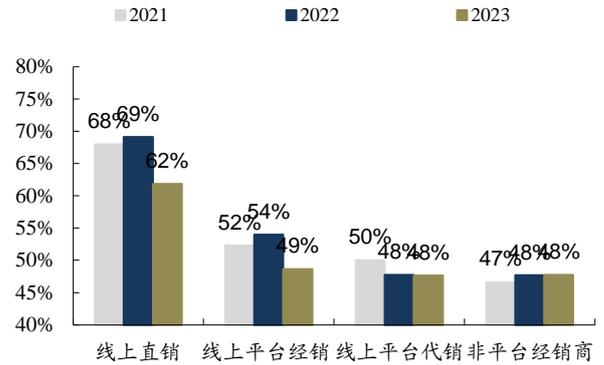
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图32: 各渠道销售收入增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图33: 各渠道毛利率

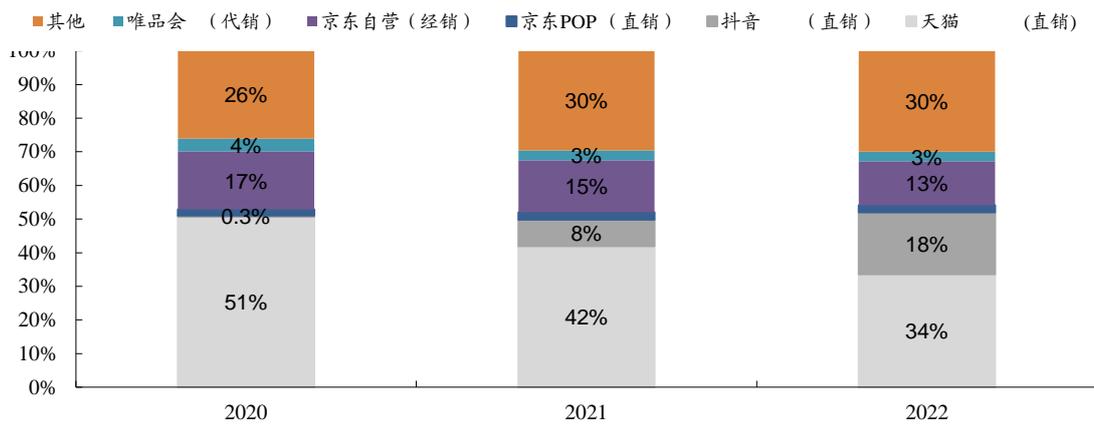


数据来源: 招股说明书, 公司年报, 东吴证券研究所

公司深耕线上渠道多年, 在各线上渠道表现均位列行业前列, 抖音平台增速亮眼。

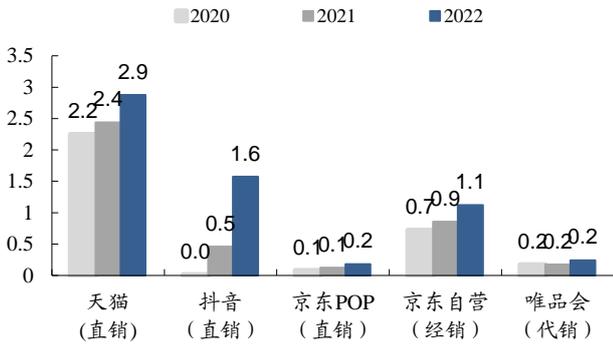
- (1) **天猫:** 公司在天猫的销售收入最高, 2010年进驻天猫的润本旗舰店是润本最早的线上自营店铺, 2019-2022年, 天猫平台直营店铺销售收入金额由1.48亿元增长至3.00亿元, 业务规模增速在天猫平台处于领先地位, 公司“润本”品牌蚊香液在天猫平台市场占有率2020-2022连续三年排名第一, 2024年天猫“618”活动“婴童洗护”类目排名第一。
- (2) **京东:** 公司兼顾母婴用品、驱蚊产品, 润本”京东自营官方旗舰店销售额在京东“618”活动月中连续三年名列母婴用品之洗护用品品牌前二, “蚊香液”搜索结果按销量排序排名第一, 2024年京东“618”活动月中“婴童洗护用品”品牌排名第一。
- (3) **抖音:** 公司在抖音平台上体量的扩大将同时增加产品的曝光度、提升品牌知名度, 由上新较多的婴童护理品类拓展到更多的驱蚊品类, 公司在2023年抖音“双十一”活动“驱蚊用品”排名第三, 在2024年“618”活动“婴童用品”排名第四。

图34: 公司分平台销售收入占比



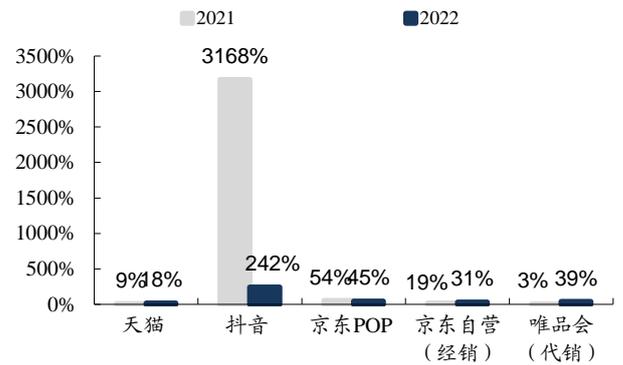
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图35: 公司分平台销售收入 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图36: 各线上平台销售收入增长率



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

表8: 公司在主流电商平台中表现优异, 均有较高的市占率和排名

平台	市占率/排名
天猫	2020-2022 年公司蚊香液产品销售额占比分别达 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
	2023 年天猫“618”活动母婴亲子店铺排名第二
	2024 年天猫“618”活动“婴童洗护”类目排名第一
京东	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
	“蚊香液”搜索结果按销量排序排名第一
	2024 年“京东”“618”活动月中“婴童洗护用品”品牌排名第一
	婴儿驱蚊手环产品热卖榜霸榜第一第二
抖音	抖音 2022 年“618”活动“婴童用品”排名前三
	抖音 2023 年“618”活动“婴童用品”排名前五
	2023 年抖音好物年货节“婴童用品”类目店铺排名第二
	2023 年抖音“双十一”活动“驱蚊用品”排名第三
	抖音 2024 年“618”活动“婴童用品”排名第四
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

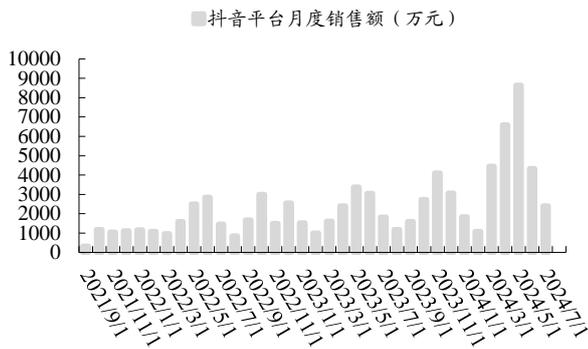
数据来源: 招股说明书, 天猫, 京东, 抖音, 东吴证券研究所

图37: 公司在电商平台大促中取得优异成绩



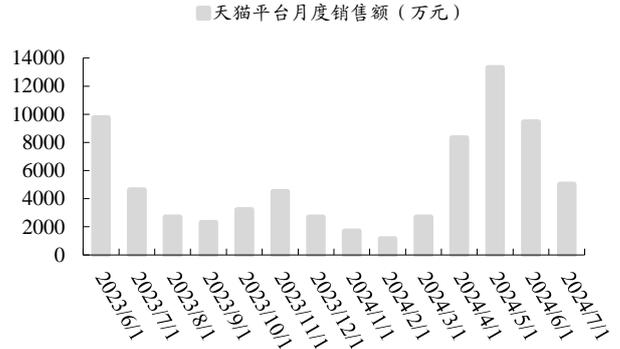
数据来源: 天猫, 京东, 抖音, 亿邦动力, 东吴证券研究所

图38: 公司近年抖音平台月度销售额



数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

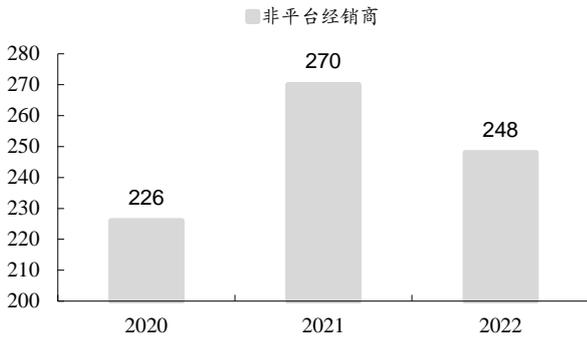
图39: 公司近年天猫平台月度销售额



数据来源: 炼丹炉, 东吴证券研究所

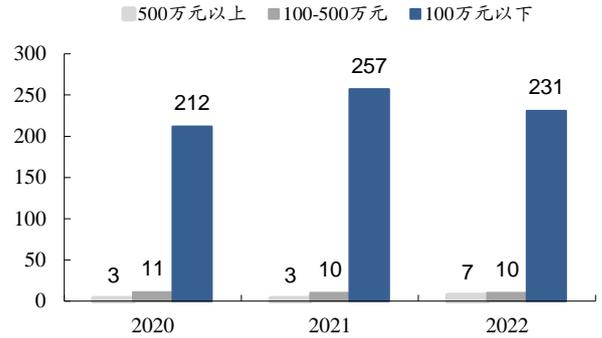
公司提升运营效率, 精简非平台经销商、优化客户体系, 积极搭建以经销商为纽带的线下渠道网络。公司的非平台经销商以机构客户为主(占比超93%), 个人客户较少, 非平台经销客户的主要销售渠道以线上销售(天猫、淘宝、抖音、拼多多等)为主, 少部分非平台经销商亦通过线下渠道如大型KA卖场、母婴专营店等下游网点向下游客户销售。21年以来, 公司持续完善和优化客户体系, 提升运营效率, 减少与部分规模较小的经销商合作, 非平台经销商数缩减至248家, 但销售规模超500万的非平台经销商反而增加至7家。公司积极搭建以经销商为纽带的线下渠道网络, 扩大润本品牌的辐射范围, 公司非平台经销商在线下渠道方面已覆盖全国30多个省(市、自治区), 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40: 非平台经销商数量



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图41: 非平台经销商数根据销售金额的分布情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

3.3. 营销: 全渠道多形式营销, 产品外观简洁有吸引力

多平台、多形式营销宣传。线下渠道方面, 公司连续4年在广州、深圳、杭州的多线地铁站点投放广告, 日均触达人数百万人次。同时积极参与各项公益活动, 提高品牌曝光率; 线上渠道方面, 在天猫、抖音、快手等电商直播平台上, 公司邀请了各路明星达人对热销单品进行推广, 将其打造为爆款。在小红书、微信等社交平台上分析专业类、测评类、情感类优质笔记, 对产品进行多维度种草。公司携手联名溯源多款IP, 并自创品牌自主IP, 打造产品独特、可爱外观。

图42: 公司营销动作



数据来源: 润本微信公众号, 东吴证券研究所

图43: 公司联名&自创 IP



数据来源: 东吴证券研究所

产品包装极具吸引力, 突出展现其安全性、功能性、需求场景。润本抓住颜值对于年轻父母的吸引力, 踩准婴幼儿产品安全性敏感点, 公司产品外观上显现出可爱、时尚的特性, 大字凸显其安全性、功能性, 且大多产品单价较低, 吸引一众年轻宝爸宝妈无负担种草消费。

图44: 润本产品宣传图



数据来源: 润本天猫旗舰店, 东吴证券研究所

3.4. 供应链: 产能持续扩充保障增长, 原料配方力求安全精简

公司实现研产销一体化的策略。包括在原料采购环节合作国内外知名原料企业, 在生产端实现较高自主生产比例, 并通过 C2M 模式实现研发生产和消费者反馈的强关联, 根据市场反映快速调整和持续推新。

图45: 公司实施研产销一体化

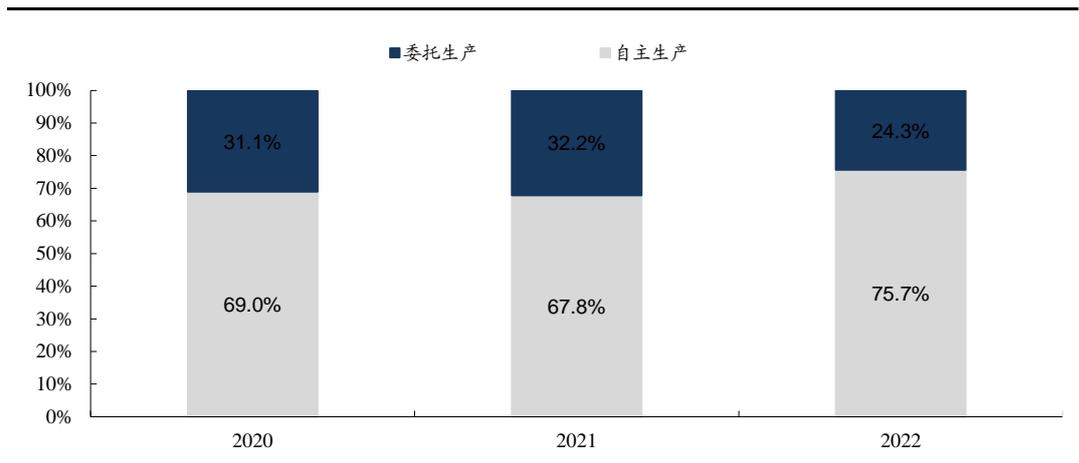


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

坚持自建产能, 黄埔工厂升级奠定未来发展基础。公司始终坚持自产自销, 2022年自主生产比例达 75.7%。工厂方面, 公司共拥有广州、义乌两大生产基地, 建筑面积超 10 万平方米, 包括 56 条自动化生产线。自主生产的模式下, 公司不仅可以节约生产成本, 还可以根据销售反馈灵活调整生产, 保障更快的市场反应能力, 2022 年公司自主生产占比达 75.7%。

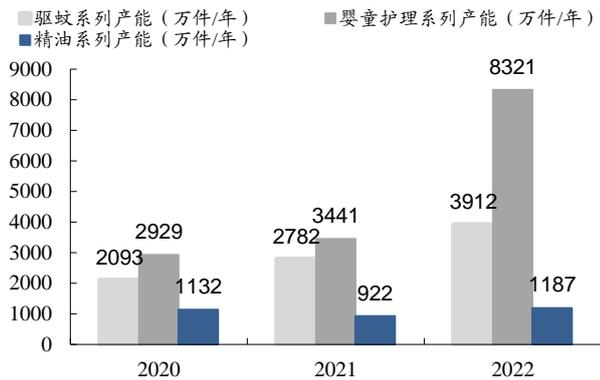
2022 年公司总体产能利用率为 81.6%, 其中驱蚊/婴童护理/精油系列的产能利用率分别为 80.8%/83.9%/76.7%。考虑到公司持续较快的增长亟待进一步扩大产能。公司拟将 IPO 募投资金的 3.69 亿元用于“黄埔工厂研发及产业化项目”, 公司预计建设期为 3 年, 主要将新增公司个人护理类的产能, 达产后将新增产能 6720 万件, 年营业收入 7.61 亿元。

图46: 公司自主生产和委托生产占比



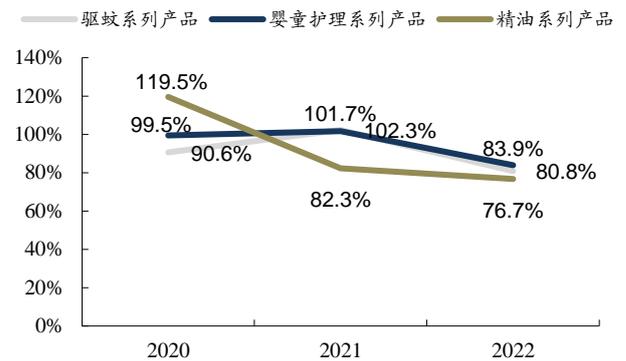
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图47: 公司各品类产能



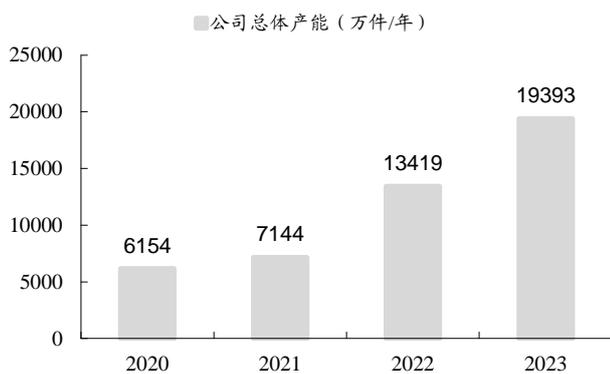
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图48: 公司各品类产能利用率



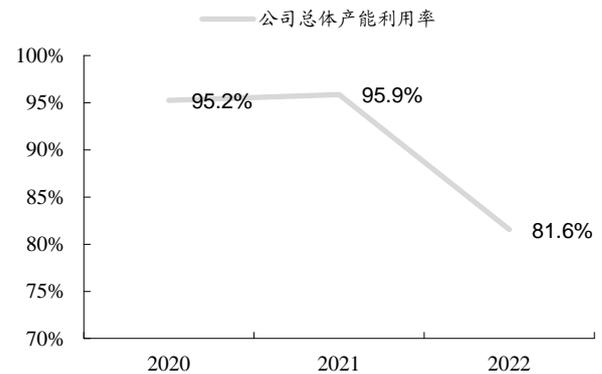
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图49: 公司总体产能



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图50: 公司总体产能利用率



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

原料采购与国内外知名企业合作, 配方力求安全精简。公司通过与世界知名的原料商合作, 原料取得世界级的安全认证, 用温和有效的产品呵护宝宝的健康成长, 打消宝妈的安全疑虑。同时, 与世界知名品牌合作共创研发基地, 不断取得产品配方的创新升级, 提升用户的产品体验。此外, 公司已取得业务经营所必须的《化妆品生产许可证》《农药生产许可证》等资质证书及备案文件。从配方看, 公司产品配方力图安全和精简, 例如公司的婴童面霜和儿童面膜品类成分数量均少于竞品。

图51: 公司引进全球认证体系的原料

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



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图52: 公司产品配方合作世界级合作伙伴

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



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表9: 公司驱蚊相关产品备案牌照储备情况

证件名称	许可内容	发证单位	有效期限
《农药生产许可证》(农药生许(粤)0048)	电热蚊香液、驱蚊液、电热蚊香片、饵剂(2019-01-28)、驱蚊乳(2019-01-28)、驱蚊花露水(2019-01-28)、喷射剂(2019-01-28)	广东省农业农村厅	2018.08.30-2023.08.29
《农药登记证》(WP20210123)	驱蚊花露水	中华人民共和国农业农村部	2021.06.11-2026.06.10
《农药登记证》(WP20200027)	驱蚊液		2020.05.22-2025.05.21
《农药登记证》(WP20200025)	杀蟑饵剂		2020.05.22-2025.05.21
《农药登记证》(WP20200024)	电热蚊香液		2020.05.22-2025.05.21
《农药生产许可证》(农药生许(浙)0085)	电热蚊香液, 电热蚊香片, 驱蚊液, 驱蚊乳, 驱蚊花露水, 喷射剂	浙江省农业农村厅	2022.01.28-2027.01.27

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

表10: 公司婴童护理产品配方精简

类别	产品	品牌	成分数量	主要成分
婴儿面霜	润本	儿童牛油果面霜	11	水、牛油果树果脂、甘油、异壬酸异壬酯、鲸蜡硬脂醇橄榄油酸酯、山梨坦橄榄油酸酯、1,2-己二醇、对羟基苯乙酮、丙烯酰二甲基牛磺酸铵/VP 共聚物、红没药醇、姜根提取物
	红色小象	幼儿保湿霜	28	水、甘油、辛酸/癸酸甘油三酯、甘油三(乙基己酸)酯、甜菜碱、鲸蜡硬脂醇、鲸蜡硬脂醇橄榄油酸酯、山梨坦橄榄油酸酯、聚二甲基硅氧烷、牛油果树果脂、丙烯酸钠/丙烯酰二甲基牛磺酸钠共聚物、异十六烷、苯氧乙醇、聚山梨醇酯-80、乙基己基甘油、蛋黄油、油橄榄果油、毛瑞桐果油、生育酚(维生素E)、牛油果树果提取物、丁二醇、黄原胶、辛甘醇、对茴香酸、柠檬酸、EDTA 二钠、山梨坦油酸酯、香精
	启初	婴儿水润保湿面霜	38	水、甘油、辛酸/癸酸甘油三酯、鲸蜡硬脂醇、1,2-戊二醇、甘油硬脂酸酯、角鲨烷、聚二甲基硅氧烷、硬脂酸、己基癸醇、苯氧乙醇、果糖、卡波姆、苯甲酸钠、甲基硬脂酰基牛磺酸钠、泛醇、鲸蜡硬脂基葡糖苷、(日用)香精、黄原胶、氨丁三醇、生育酚乙酸酯、EDTA 二钠、油橄榄叶提取物、红没药醇、N-棕榈酰羟甲基脯氨酸鲸蜡酯、油菜甾醇类、丙二醇、海藻糖、稻胚芽提取物、谷维素、梁胚芽提取物、雏菊花提取物、叶酸、麦芽糊精、乙基己基甘油、柠檬酸钠、柠檬酸、维生素 B12
儿童面膜	润本	儿童保湿面膜	7	水、库拉索芦荟、丁二醇、透明质酸钠、泛醇、1,2-己二醇、对羟基苯乙酮
	戴可思	金盏花保湿面膜	8	库拉索芦荟叶水、甘油、1,2-己二醇、对羟基苯乙酮、水解小核菌胶、透明质酸钠、金盏花提取物、甘草酸二钾
	红色小象	儿童益生元樱花面膜	22	水、甘油、丁二醇、甘油聚醚-26、海藻糖、甜菜碱、PEG/PPG-17/6 共聚物、1,2-己二醇、对羟基苯乙酮、卡波姆、精氨酸、丙烯酸羟乙酯/丙烯酰二甲基牛磺酸钠共聚物、甘草酸二钾、库拉索芦荟叶水、东京樱花叶提取物、燕麦提取物、菊粉、α-葡聚糖寡糖、聚谷氨酸钠、透明质酸钠、甘油丙烯酸酯/丙烯酸共聚物、山梨坦异硬脂酸酯、PVM/MA 共聚物

数据来源: 美丽修行 APP, 东吴证券研究所

3.5. IPO 募集资金投资项目规划

公司 IPO 募集资金主要投向产能扩充、渠道和品牌建设、信息化升级以及补充流动资金方向。公司的 IPO 募集资金合计为 9.03 亿元, 将用于黄埔工厂研发及产业化项目(3.7 亿元)、渠道建设与品牌营销推广项目(3.4 亿元)、信息系统升级建设项目(0.9 亿元)以及补充公司流动资金(1 亿元)。公司 IPO 募投项目将有助于公司提升产能、产品质量管理水平、品牌知名度、产品市占率以及信息化水平。

表11: 募集资金投资项目具体情况

项目名称	项目总投资 (万元)	建设期	占比	建设原因
黄埔工厂研发及产业化项目	36,881.00	3年	41%	项目主要新增个人护理类产品的产能, 达产年将新增产能 6,720.00 万件, 年营业收入 76,104.00 万元。
渠道建设与品牌推广项目	34,391.00	5年	38%	拟用于公司渠道建设及“润本”品牌推广, 提升公司品牌知名度和影响力, 进一步提升公司产品的市场占有率, 为公司业务的快速发展提供支持。
信息系统升级建设项目	9,000.00	3年	10%	本项目细分为营销数字化平台项目、信息平台建设项目和企业 5G 应用落地项目。
补充流动资金	10,000.00	-	11%	保证公司日常生产经营活动的顺利开展, 满足业务增长与业务战略布局所带来的流动资金需求。
合计	90,272.00	-	-	-

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值评级

4.1. 盈利预测

■ 收入结构假设

(1) **驱蚊系列:** 驱蚊行业较为稳定, 公司所聚焦的新型驱蚊品类销量稳定增长。我们预计 2024~26 年化妆品活性成分及其原料的销售收入分别为 3.85/4.44/4.98 亿元, 分别同增 18.6%/15.4%/12.2%。

(2) **婴童护理系列:** 婴童护理行业存在诸多高潜力细分品类机会, 公司凭借高质高性价比的产品持续吸引消费者。我们预计 2024~26 年婴童护理的销售收入分别为 7.57/10.42/13.86 亿元, 分别同增 45.3%/37.6%/33.0%。

(3) **精油系列:** 产品类型不断培育丰富。我们预计 2024~26 年精油的销售收入分别为 1.57/1.68/1.80 亿元, 分别同增 7.1%/7.1%/7.1%。

■ 毛利率和费用率假设

(1) **毛利率:** 随着婴童护理品类占比提升以及新品持续推出, 公司毛利率预计也将呈现增长趋势。我们预计 2024~26 年毛利率分别为 58.3%/59.1%/60.1%。

(2) **费用率:** 公司逐步布局抖音等新兴渠道、品牌推广力度有所加大, 预计销售费用率有所提升; 上市后管理费用率预计有所下降; 利息收入预计有所增加, 公司费用率预计总体稳中略升。

表12: 公司分业务收入拆分预测

产品类别	项目	2023A	2024E	2025E	2026E
驱蚊系列产品	收入 (百万元)	325	385	444	498
	YOY	19.2%	18.6%	15.4%	12.2%
	毛利率	50.3%	52.2%	52.7%	53.4%
婴童护理系列产品	收入 (百万元)	521	757	1,042	1,386
	YOY	33.6%	45.3%	37.6%	33.0%
	毛利率	58.3%	60.4%	61.2%	62.2%
精油系列产品	收入 (百万元)	146	157	168	180
	YOY	0.0%	7.1%	7.1%	7.1%
	毛利率	62.7%	64.0%	64.3%	64.5%
其他	收入 (百万元)	41	41	42	42
	YOY	-13.7%	0.8%	1.2%	1.7%
	毛利率	54.9%	54.5%	53.8%	52.9%
总计	收入 (百万元)	1,033	1,340	1,696	2,106
	YOY	20.7%	29.7%	26.5%	24.2%
	毛利率	56.4%	58.3%	59.1%	60.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

4.2. 估值比较

公司业务主要涵盖个人护理&家居护理领域, 研产销一体化, 深耕“大品牌、小品类”的差异化定位, 具有较强的增长动能和确定性。我们选取美容个护产业链的五家可比公司珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、丸美股份、巨子生物, 2024年可比公司 PEG 均值为 1.0。考虑公司品类发展潜力较大、业绩增速较快且确定性较强, 我们保守给予公司 2024年 PEG 为 0.9x (2023~25年归母净利增速 CAGR 为 32.7%), 即我们给予公司 2024年 PE 为 29x, 对应市值约为 90 亿元。根据 9 月 20 日收盘价, 公司当前市值为 70 亿元, 则公司估值提升空间约为 25~35%, 公司估值处于相对低位值得关注。

表13: 可比公司估值比较

证券代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)			2024 PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603605.SH	珀莱雅	323	11.9	15.4	19.2	27	21	17	0.8
300957.SZ	贝泰妮	169	7.6	10.0	12.8	22	17	13	0.6
688363.SH	华熙生物	220	5.9	6.5	7.7	37	34	28	2.4
603983.SH	丸美股份	85	2.6	3.5	4.5	33	24	19	0.8
2367.HK	巨子生物	362	14.5	19.6	24.7	25	18	15	0.6
	平均值					29	23	18	1.0
603193.SH	润本股份	70	2.3	3.1	4.0	31	22	18	0.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 均为东吴证券预测; 估值日期为 2024.9.20)

4.3. 投资建议

公司持续深耕“大品牌、小品类”的差异化定位，布局驱蚊、婴童护理等细分品类，具有较大增长潜力。我们预计公司 2024~26 年分别实现归母净利润 3.1/4.0/5.0 亿元，分别同增 38.3%/27.2%/25.9%，当前市值对应 2024~26 年 PE 22/18/14X，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

(1) 行业竞争加剧。若所在品类有更多新品牌进入市场，且同质化较为严重，则行业竞争有可能加剧，造成整体盈利水平下降。

(2) 新品推广进展不及预期。公司每年推出新品数量较多、频次较快，若新品在中端推广进展不及预期，则可能影响营收规模增长。

(3) 宏观经济波动。若经济环境波动则可能影响消费意愿，进而对公司业绩造成影响。

润本股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,716	1,991	2,434	2,982	营业总收入	1,033	1,340	1,696	2,106
货币资金及交易性金融资产	263	507	909	1,415	营业成本(含金融类)	451	559	694	841
经营性应收款项	13	15	21	25	税金及附加	10	12	16	19
存货	93	115	143	173	销售费用	269	362	465	586
合同资产	0	0	0	0	管理费用	33	31	39	48
其他流动资产	1,347	1,354	1,361	1,368	研发费用	26	33	42	52
非流动资产	303	293	277	261	财务费用	(15)	(15)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	8	10	12
固定资产及使用权资产	259	244	229	213	投资净收益	1	1	1	2
在建工程	2	2	2	2	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	19	18	18	17	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	265	367	467	589
其他非流动资产	22	27	27	27	营业外净收支	3	3	3	3
资产总计	2,019	2,284	2,710	3,243	利润总额	268	370	471	592
流动负债	95	118	147	179	减:所得税	42	57	73	92
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	1	1	1	净利润	226	313	398	500
经营性应付款项	53	65	81	98	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6	8	10	12	归属母公司净利润	226	313	398	500
其他流动负债	34	44	55	67	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.77	0.98	1.24
非流动负债	2	0	0	0	EBIT	248	355	455	577
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	270	376	478	600
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	56.35	58.27	59.10	60.08
租赁负债	2	0	0	0	归母净利率(%)	21.88	23.34	23.45	23.76
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	20.66	29.72	26.55	24.21
负债合计	98	119	147	179	归母净利润增长率(%)	41.23	38.34	27.17	25.86
归属母公司股东权益	1,921	2,165	2,563	3,063					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,921	2,165	2,563	3,063					
负债和股东权益	2,019	2,284	2,710	3,243					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	253	318	404	508	每股净资产(元)	4.75	5.35	6.33	7.57
投资活动现金流	(1,310)	(13)	(12)	(12)	最新发行在外股份(百万股)	405	405	405	405
筹资活动现金流	973	(71)	0	0	ROIC(%)	15.79	14.65	16.26	17.32
现金净增加额	(84)	233	391	496	ROE-摊薄(%)	11.76	14.44	15.51	16.34
折旧和摊销	22	22	22	23	资产负债率(%)	4.84	5.19	5.44	5.53
资本开支	(14)	(3)	(3)	(3)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.88	22.32	17.55	13.95
营运资本变动	23	(7)	(11)	(10)	P/B(现价)	3.63	3.22	2.72	2.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>