

润本股份 (603193.SH) 驱蚊及婴童护理细分龙头，立足小品类、打造大品牌

2024年01月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

吕明（分析师）

杨柏炜（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

lvming@kysec.cn

yangbowei@kysec.cn

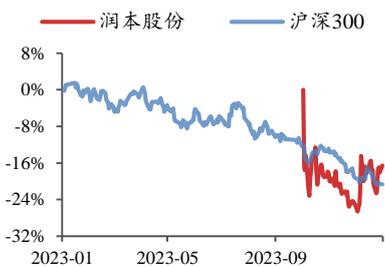
证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790122040052

日期	2024/1/15
当前股价(元)	18.42
一年最高最低(元)	26.68/16.15
总市值(亿元)	74.53
流通市值(亿元)	10.84
总股本(亿股)	4.05
流通股本(亿股)	0.59
近3个月换手率(%)	980.4

股价走势图



数据来源：聚源

● “驱蚊+婴童护理”细分市场龙头，首次覆盖给予“买入”评级

润本股份是“驱蚊+婴童护理”细分市场龙头，秉持“大品牌、小品类”独特经营战略并依托“研产销一体化”构筑经营壁垒，未来有望依靠敏锐市场洞察力、灵活自有供应链在家庭日用消费品领域持续开拓高潜力细分市场。我们预计公司2023-2025年归母净利润为2.19/2.78/3.51亿元，对应EPS为0.54/0.69/0.87元，当前股价对应PE为34.0/26.8/21.2倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 驱蚊行业稳健增长，婴童护理行业潜力较大，国货品牌大有可为

(1) **驱蚊**：我国驱蚊市场规模约百亿元，行业集中度较高，超威、榄菊等国货品牌占据主导。驱蚊产品作为家庭卫生必需品，需求较为刚性，未来户外便携、温和安全等细分需求有望带动行业增长。(2) **婴童护理**：横向对比护肤、彩妆等赛道，我国母婴护理行业更具增长潜力，2026年规模预计近千亿元；市场部分观点担心新生儿人口下滑导致行业承压，但我们认为，中大童需求为行业提供充足存量空间，未来精细化育儿理念渗透则有望进一步驱动增长。此外，我国母婴护理市场竞争格局较海外相对分散，线上新兴平台崛起为国货品牌带来超车机会。

● “研产销一体化”构筑壁垒，立足小品类打造大品牌，稳步迈向长期成长

公司商业模式可总结为：(1) 线上直销渠道直面消费者，洞察市场痛点和细分需求；(2) 自有供应链加持下，将需求迅速落实到产品开发，实现高效率、低成本推新；(3) 基于消费者反馈不断升级、强化产品力，以持续提升细分市场份额；(4) 复用“润本”品牌在单个细分市场中积累的品牌效应，赋能公司拓展其他小品类。我们认为，公司独特的“大品牌、小品类”经营战略，与日企小林制药“小池大鱼”战略有异曲同工之妙，而核心大单品“电热蚊香液”的成功与近年来快速放量的新品也多次验证公司敏锐洞察和快速推新的能力。未来公司有望在家庭日用消费品领域持续开拓高潜力细分市场，通过在多个细分小品类市场立足，进一步打造“润本”大品牌，助力公司实现长期稳步成长。

● 风险提示：消费意愿下行、新品不及预期、品牌形象混乱、过度依赖营销。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	582	856	1,091	1,378	1,723
YOY(%)	31.5	47.1	27.4	26.4	25.0
归母净利润(百万元)	121	160	219	278	351
YOY(%)	27.4	32.7	36.9	27.0	26.1
毛利率(%)	53.0	54.2	55.0	55.6	56.0
净利率(%)	20.7	18.7	20.1	20.2	20.4
ROE(%)	21.5	22.1	11.0	12.2	13.4
EPS(摊薄/元)	0.30	0.40	0.54	0.69	0.87
P/E(倍)	61.8	46.6	34.0	26.8	21.2
P/B(倍)	13.3	10.3	3.7	3.3	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 “驱蚊+婴童护理”细分龙头，经营业绩持续增长.....	4
1.1、 公司概况：深耕“驱蚊+婴童护理”，差异化定位打造三大系列.....	4
1.2、 财务表现：近年来整体经营情况良好，三大系列表现略有分化.....	6
2、 驱蚊行业有望稳健增长，婴童护理具备潜力大有可为.....	8
2.1、 驱蚊：百亿级别赛道稳健增长，户外便携等细分需求驱动成长.....	8
2.2、 婴童护理：未来空间或达千亿级别，优秀国货品牌有望弯道超车.....	10
3、 多样化、性价比产品满足需求，“研产销一体化”构筑壁垒.....	13
3.1、 产品：性价比高，聚焦“大品牌、小品类”满足差异化需求.....	13
3.2、 渠道：借力线上直销洞察市场需求，抖音表现亮眼、未来拓展线下.....	15
3.3、 产研：自有工厂提供产能支撑，叠加需求导向研发打造正向循环.....	17
4、 立足“小品类”、打造“大品牌”，有望实现长期增长.....	18
4.1、 他山之石：小林制药与“小池大鱼”，细分小市场也能跑出大公司.....	18
4.2、 “敏锐洞察+快速推新”支撑“大品牌、小品类”经营战略.....	19
4.2.1、 核心单品是典型“小池中的大鱼”，畅销新品多次印证公司敏锐洞察力.....	19
4.2.2、 推新速度快、在研项目丰富，未来有望持续开拓高潜力细分市场.....	20
5、 盈利预测与投资建议.....	22
5.1、 关键假设.....	22
5.2、 盈利预测与投资建议.....	23
6、 风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

图表目录

图 1： 润本股份深耕“驱蚊+婴童护理”十余年，旗下“润本”品牌稳健发展.....	4
图 2： 驱蚊、婴童护理、精油三大系列合计贡献公司超九成营收.....	4
图 3： 公司股权结构较集中，设立持股平台激发员工积极性.....	5
图 4： 近年来公司营业收入维持稳健增长.....	6
图 5： 近年来公司归母净利润维持较快增长.....	6
图 6： 近年来公司毛利率稳步提升，净利率维持相对稳健.....	7
图 7： 2020 年来公司销售费用率有所提升.....	7
图 8： 2022 年婴童护理成为公司营收占比第一大品类.....	7
图 9： 驱蚊、精油毛利率稳定，婴童护理毛利率稳步提升.....	7
图 10： 盘式蚊香、电热蚊香片等产品均属于农药范畴.....	8
图 11： 预计 2024 年我国驱蚊杀虫市场规模达 120 亿元.....	8
图 12： 国货驱蚊品牌占据市场主导地位（2021 年）.....	8
图 13： 超威、彩虹均为知名国货驱蚊品牌.....	8
图 14： 细分市场情况看，户外便携式驱蚊产品 2015-2019 年 CAGR 表现突出.....	9
图 15： 驱蚊是宝妈重点关注话题，社媒上讨论热度较高.....	9
图 16： 天猫电蚊香液热销榜产品多标榜与“母婴”相关.....	9
图 17： 预计 2026 年我国母婴护理市场规模近千亿元.....	10
图 18： 美妆个护细分行业中母婴护理预计增速最快.....	10
图 19： 新生儿（0-1 岁）仅占儿童（0-12 岁）较小占比（2020 年）.....	11

图 20: 女童头发较成人、男童均存在差异, 需针对护理.....	11
图 21: 兔头妈妈打造“分龄”产品满足精细化育儿需求.....	11
图 22: 我国母婴护理市场线上渠道占比有望持续提升.....	12
图 23: 电商平台已成为婴童护理产品主要购买渠道.....	12
图 24: 公司产品矩阵丰富、覆盖多元应用场景, 一揽子解决消费者多样化需求.....	13
图 25: 润本旗下儿童面霜折算单价较低, “性价比”是公司产品突出特点.....	14
图 26: 明星产品电热蚊香液系列 2013 年推出以来在外观、功能等方面持续迭代.....	14
图 27: 公司以线上直销模式为主, 有利于公司直面消费者、捕获市场需求.....	15
图 28: 天猫、抖音在公司线上直销渠道中占比大, 近年来天猫稳健、抖音快速放量.....	16
图 29: 公司已入驻 WOW COLOUR 等渠道, 计划进一步拓展线下渠道强化影响力.....	16
图 30: 广州、义乌两大生产基地为公司提供强有力的产能支撑.....	17
图 31: “小池大鱼”的核心是在小市场中做到高市占率.....	18
图 32: 小林制药秉持“你想到, 我做到”的开发理念.....	18
图 33: 小林制药遵循“小池大鱼”战略推出多款成功单品, 2022 年实现销售额 1662 亿日元, 营业利润达 16.0%.....	18
图 34: 公司将各个小品类都汇集在“润本”这个“大品牌”之下.....	19
图 35: 大单品蚊香液兼顾效果和安全, 精确命中有娃家庭痛点, 奠定细分龙头地位.....	19
图 36: 公司针对儿童内衣裤容易出现难洗污渍痛点, 推出“儿童内衣洗衣液”.....	20
图 37: 热门美妆品牌年均新品数量仅约 95.1 个.....	20
表 1: 公司管理团队背景多元化, 产业经验丰富.....	5
表 2: 募集资金投资项目从多个维度出发, 为公司未来发展壮大奠定基础.....	6
表 3: 相较于美法日韩等海外成熟市场, 我国母婴护理市场格局较分散 (2021 年).....	10
表 4: 近年来多个不同领域公司入局婴童护理, 侧面印证行业景气度较高.....	12
表 5: 公司研发以消费者为导向, 各核心技术能有效解决消费者痛点.....	17
表 6: 公司储备在研项目丰富, 涵盖儿童防晒、无泪洗护、驱蚊凝胶等细分赛道产品.....	21
表 7: 预计公司婴童护理系列较快增长、驱蚊系列保持稳健.....	22
表 8: 润本股份有望在家庭日用消费品领域持续开拓高潜力细分市场, 立足小品类打造大品牌, 实现长期成长.....	23

1、“驱蚊+婴童护理”细分龙头，经营业绩持续增长

1.1、公司概况：深耕“驱蚊+婴童护理”，差异化定位打造三大系列

润本股份深耕“驱蚊+婴童护理”行业十余年，公司旗下“润本”品牌持续稳健发展。

(1) 初创期 (2006-2012年): “润本”品牌 2006 年成立，主攻驱蚊类、婴童护理类产品，2010 年开设“天猫润本旗舰店”切入线上渠道。(2) 积淀期 (2013-2018年): 一方面持续拓展天猫、京东等线上渠道，另一方面购入广州黄埔生产基地并加大研发投入，“研产销一体化”经营模式逐步成型。(3) 新阶段 (2019 年至今): 驱蚊、婴童护理、精油三大主线系列成型，产品矩阵丰富、渠道持续拓展，品牌美誉度不断提升；此外，公司浙江义乌新生产基地于 2022 年投产，进一步夯实发展基础。

图1：润本股份深耕“驱蚊+婴童护理”十余年，旗下“润本”品牌稳健发展

产品布局	2006年 致力于驱蚊、婴童护理类产品生产销售		2019年 新建生产基地，注重丰富品牌矩阵		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		2022年 新增避蚊胺驱蚊液、羟苯酯驱蚊液等产品	
	2010年 开设首个线上直营店铺天猫官旗，切入线上流量入口		2015年 进一步拓展天猫、京东等线上销售渠道，并持续积累品牌口碑		2019年 进军唯品会平台		2020年 进军抖音平台	
渠道布局	2006年 品牌成立初期，以线下经销模式为主		2013年 购入广州黄埔生产基地、持续加大研发投入，构建“研产销”一体化经营模式		2019年 建设浙江义乌生产基地，提升生产自动化与供应链智能程度		2022年 浙江润峰义乌厂房全面投产使用	
产能建设	2006-2012年：品牌初创期		2013-2018年：成长积淀期		2019年至今：发展新阶段			

资料来源：公司招股书、润本官方网易号、开源证券研究所

驱蚊、婴童护理、精油三大系列贡献超九成营收，在细分领域牢牢把握消费者心智。公司三大主线产品分别为 (1) 驱蚊：主要包括核心大单品电热蚊香液及近年几款驱蚊液新品，2022 年该系列营收占总营收的比为 31.8%；(2) 婴童护理：主要包括润唇膏、保湿面膜、防皴霜、舒缓棒等畅销单品，2022 年营收占比 45.6%；(3) 精油：主要包括植物精油香圈、香薰盒等单品，2022 年营收占比 17.1%，三大系列合计占比超 90%。公司在驱蚊细分领域已牢牢把握住消费者心智：2020-2022 年公司蚊香液在天猫平台的销售额占比分别为 16.4%/18.3%/20.0%，连续三年排名平台第一。

图2：驱蚊、婴童护理、精油三大系列合计贡献公司超九成营收



驱蚊系列 (2022年占比31.8%)
电热蚊香液、驱蚊液等

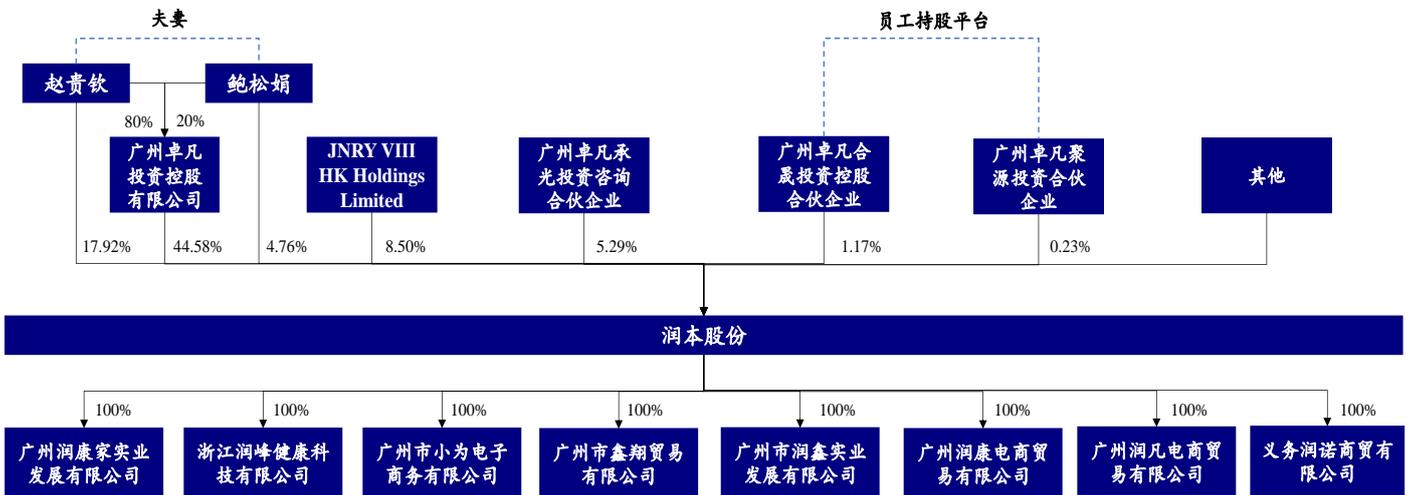
婴童护理系列 (2022年占比45.6%)
润唇膏、保湿面膜、防皴霜等

精油系列 (2022年占比17.1%)
植物精油香圈、香薰盒

资料来源：公司招股书、润本官方网易号、开源证券研究所

公司股权结构较集中，设立持股平台激发员工积极性。截至 2023 年 10 月 17 日，公司股权结构较集中，实际控制人赵贵钦、鲍松娟夫妇通过直接或间接持股方式合计拥有超 60% 股份表决权；除完善的薪酬、福利补贴以及科学的绩效考核机制以外，公司还通过合伙制企业卓凡合晟、卓凡聚源实施员工持股计划，充分调动员工积极性，卓凡合晟、卓凡聚源分别持有公司 1.17%、0.23% 的股份。

图3：公司股权结构较集中，设立持股平台激发员工积极性



资料来源：公司招股书、开源证券研究所（注：截至 2023 年 10 月 17 日）

管理团队背景多元化、相关产业经验丰富。公司拥有一支具有专业性、执行力和凝聚力的核心管理团队，创始人赵贵钦、鲍松娟均拥有超过 20 年的公司经营管理经验；而其他核心管理人员背景多元，涉及电子商务、贸易、美术设计、财务会计、供应链采购等多个领域，产业经验丰富，且大多具备美妆个护相关从业经验。

表1：公司管理团队背景多元化，产业经验丰富

	姓名	职位	高管履历
高级 管理 人员	赵贵钦	董事长、总经理	与鲍松娟为夫妻关系。曾从事个体经营，担任广州市鑫翔贸易有限公司执行董事兼总经理、广州润峰执行董事兼经理。
	鲍松娟	董事、副总经理	与赵贵钦为夫妻关系。曾从事个体经营，担任过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。
	吴伟斌	财务总监、董事会秘书	本科学历，曾就职于立信会计师事务所，历任美的集团财务经理、美的小额贷款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、广东道氏技术股份有限公司财务副总监，广东道氏技术股份公司财务总监。
其他 核心 管理 人员	林子伟	董事、电商销售中心副总监	鲍松娟之子。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、电商销售中心副总监。
	张帆	监事会主席、设计总监	本科学历，曾任美术教师、广东缤果动漫集团有限公司高级设计师、正合奇胜品牌策划机构美术指导、星美传媒集团有限公司资深美术指导、广州梵之容化妆品有限公司设计总监/品牌总监。
	王俊林	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。
	孙金媛	研发部工程师	研究生学历，曾任广州睿森生物科技有限公司研发工程师。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

IPO 募资拟用于扩产&研发、渠道&品牌及信息系统建设等,奠定公司长期发展基础。公司本轮 IPO 募投资金合计约 9 亿元,拟用于黄埔工厂研发及产业化、渠道建设与品牌推广、信息系统升级建设及补充流动资金,四大项目投入资金占比分别为 40.9%、38.1%、10.0%、11.1%。以上项目有利于公司缓解产能瓶颈、提升研发能力、完善渠道布局、提升品牌知名度、提高信息化水平,为公司未来发展壮大奠定坚实基础。

表2: 募集资金投资项目从多个维度出发,为公司未来发展壮大奠定基础

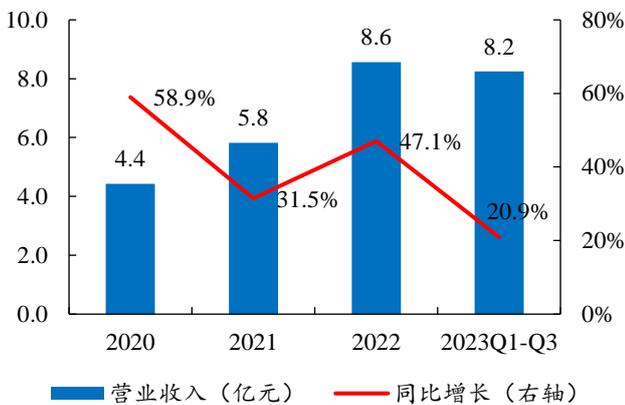
项目	项目投资 (亿元)	拟使用募集 资金(亿元)	建设期	建设内容	项目预期成果
黄埔工厂研发及产业化项目	3.69	3.69	3 年	拟新建生产车间、研发中心及配套基础设施,并购置先进的自动化生产及研发设备和配备充足的生产及研发人员。	新增个人护理产能,达产年将新增产能 6720 万件,年营业收入 7.61 亿元。
渠道建设与品牌推广项目	3.44	3.44	5 年	拟线上推广、线下营销以进行渠道建设,并通过广告投放、新媒体、明星代言及品牌策略咨询等方式推广品牌。	拓展公司产品销售辐射区域,并提升公司品牌知名度和影响力,进一步提升公司产品的市场占有率。
信息系统升级建设项目	0.90	0.90	3 年	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。	提升公司信息化、数字化运营水平、运营效率和综合服务能力。
补充流动资金	1.00	1.00	-	-	满足公司流动资金需求。
合计	9.0	9.0			

资料来源:公司招股书、开源证券研究所

1.2、财务表现:近年来整体经营情况良好,三大系列表现略有分化

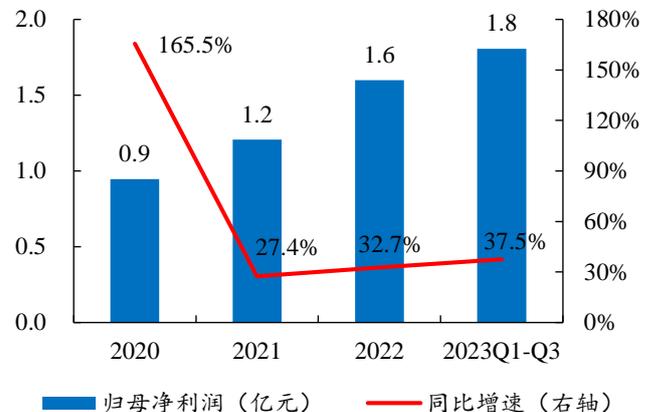
公司整体营收、利润近年来增长良好,2023 年三季度营收端略有承压。2020-2022 年间公司营收分别为 4.4/5.8/8.6 亿元,同比分别增长 58.9%/31.5%/47.1%;归母净利润分别为 0.9/1.2/1.6 亿元,同比分别增长 165.5%/27.4%/32.7%;2020-2022 年收入、利润 CAGR 分别为 39.0%、30.0%,经营表现良好。此外,2023 年前三季度公司实现营收 8.2 亿元(+20.9%)、归母净利润 1.8 亿元(+37.5%);其中单 2023Q3 实现营收 2.4 亿元(+0.9%)、归母净利润 0.6 亿元(+15.7%),营收端略有承压。

图4: 近年来公司营业收入维持稳健增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

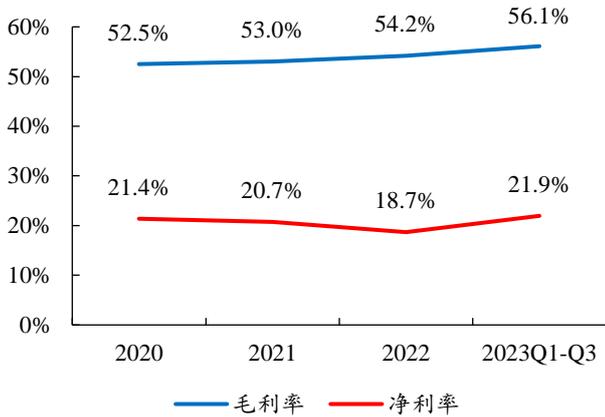
图5: 近年来公司归母净利润维持较快增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

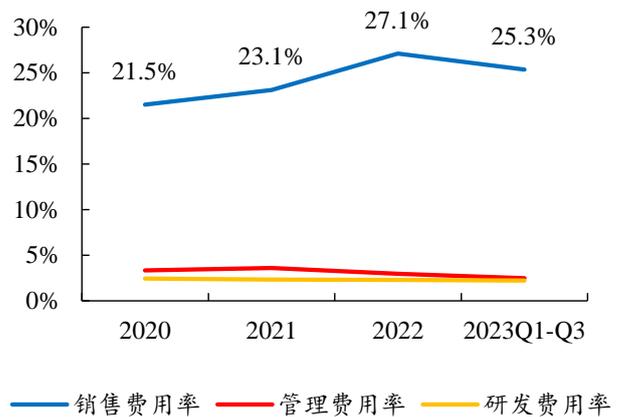
公司整体盈利能力指标表现优异，2020 年来销售费用率有所提升。盈利能力方面：受益于渠道结构改善、产品结构优化以及产销规模扩大带来的规模效应，公司毛利率稳步提升，已从 2020 年的 52.5% 提升至 2023Q1-Q3 的 56.1%；2020 年来公司净利率略有波动，但始终维持在 20% 左右。期间费用率方面：2020 年以来，伴随公司在在线上渠道推广力度加大，销售费用率有所提升；此外，公司管理费用率稳步优化、研发费用率则基本保持稳定。

图6：近年来公司毛利率稳步提升，净利率维持相对稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

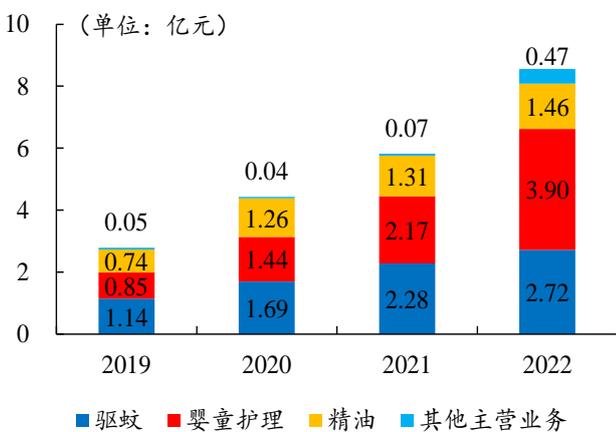
图7：2020 年来公司销售费用率有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

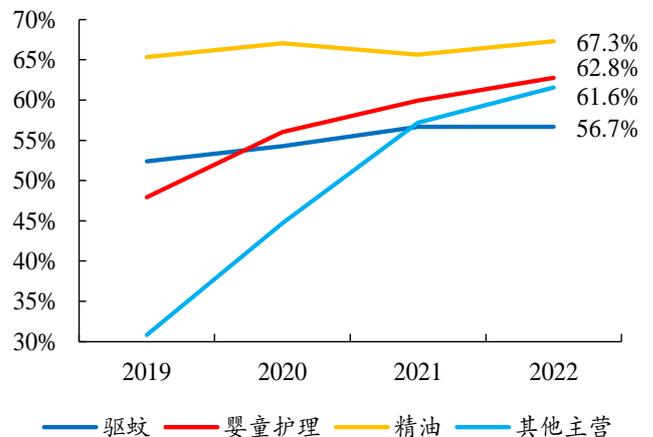
分系列看，驱蚊系列稳健、精油系列增长趋缓，婴童护理系列发展较好。(1) 驱蚊：2020-2022 年营收同比增速分别为 48.6%/34.7%/19.5%，维持稳健增长，2022 年占主营业务收入占比为 31.8%；毛利率相对稳定，但较其他业务略低。(2) 婴童护理：2020-2022 年营收同比增速分别为 68.8%/50.8%/80.0%，2022 年占比达 45.6% 成为公司第一大品类；受益产品结构优化，毛利率呈现稳步提升态势，整体发展势头良好。(3) 精油：2020-2022 年营收同比增速分别为 69.6%/4.1%/11.9%，波动较大，2022 年占比为 17.1%；毛利率水平为各系列中最高。(4) 其他：营收占比较小，主要为洗衣液、洗衣皂、织物祛味喷雾等祛渍祛味家清产品，2022 年收入占比为 5.5%。

图8：2022 年婴童护理成为公司营收占比第一大品类



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：驱蚊、精油毛利率稳定，婴童护理毛利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所 (注：分品类毛利率不考虑 2020 年起执行新收入准则，物流费及包装费归集科目发生变化的影响)

2、驱蚊行业有望稳健增长，婴童护理具备潜力大有可为

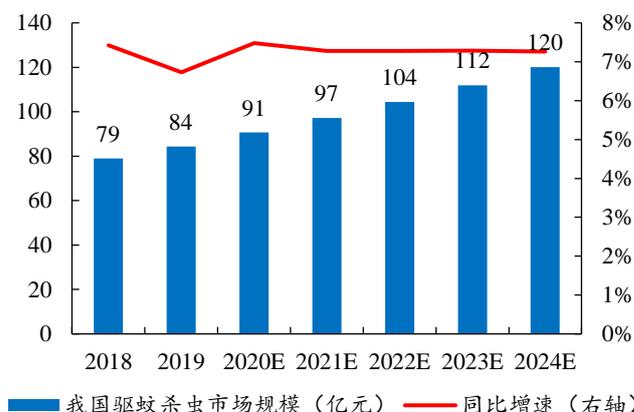
2.1、驱蚊：百亿级别赛道稳健增长，户外便携等细分需求驱动成长

驱蚊产品属于农药范畴，预计 2024 年市场规模超百亿元，未来有望维持稳健增长。驱蚊产品是指居民用于防治蚊虫的一类日常消费品，常见类型包括盘式蚊香、电热蚊香片、电热蚊香液、驱蚊液等；根据农业农村部规定，宣称产品具备驱蚊功能的产品均属农药范畴，需按农药进行管理。我们认为，驱蚊用品是家庭卫生必需品，需求具备刚性、市场规模未来有望稳健增长；根据灼识咨询数据，预计 2024 年我国驱蚊杀虫市场规模零售额将达 120 亿元（预计 2019-2024 年 CAGR 为 7.3%）。

图10：盘式蚊香、电热蚊香片等产品均属于农药范畴



图11：预计 2024 年我国驱蚊杀虫市场规模达 120 亿元

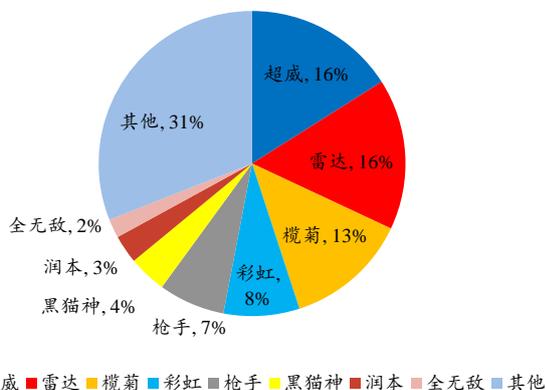


资料来源：淘宝 APP、农业农村部官网、开源证券研究所

数据来源：灼识咨询、公司招股书、开源证券研究所

国内驱蚊市场集中度较高，国货品牌占据主导地位。根据公司招股书数据，国内驱蚊行业企业超过 5000 家，而处于登记有效期的卫生杀虫剂总数为 2874 个。另外华经产业研究院数据显示，2021 年我国驱蚊杀虫行业 CR5 为 60%，市场集中度处于较高水平；市占率排名前五的品牌分别为超威（朝云集团）、雷达（庄臣集团）、榄菊（中山榄菊）、彩虹（彩虹集团）、枪手（河北康达），其中除“雷达”以外均为国货品牌，可见，我国驱蚊市场中，国货品牌占据主导地位。

图12：国货驱蚊品牌占据市场主导地位（2021 年）



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

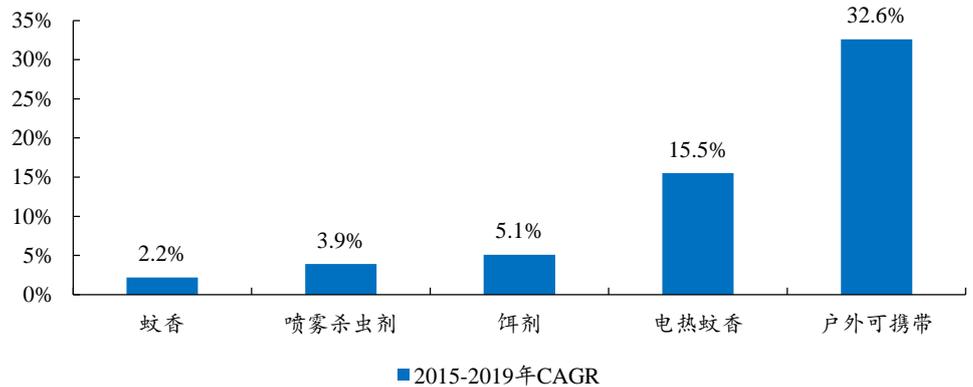
图13：超威、彩虹均为知名国货驱蚊品牌



资料来源：各公司官网

露营等户外出行活动兴起，带动驱蚊产品市场增长。随着人们健康观念、生活方式升级，近年来露营等户外游玩场景盛行，而蚊虫防控正是户外游玩重要环节之一，户外经济火热有望带动户外驱蚊市场发展向好。细分市场情况来看，根据华经产业研究院数据，蚊香、喷雾杀虫剂、饵剂、电热蚊香、户外可携带型驱蚊杀虫产品2015-2019年间CAGR分别为2.2%、3.9%、5.1%、15.5%、32.6%，户外便携型产品增速亮眼。综合看，我们认为未来户外便携驱蚊品类有望带动整体驱蚊市场增长。

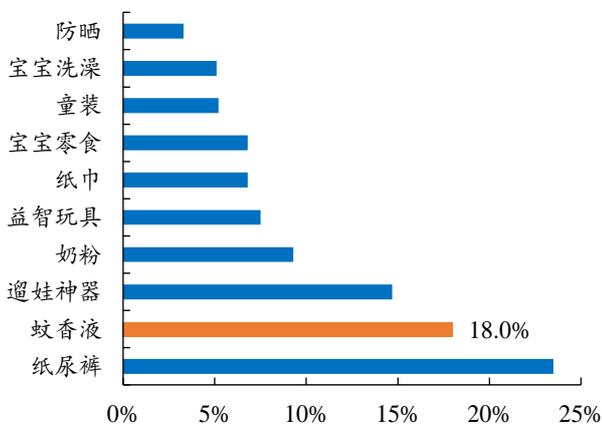
图14：细分市场情况看，户外便携型驱蚊产品2015-2019年CAGR表现突出



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

驱蚊是宝妈重点关注话题，温和安全的驱蚊产品较受欢迎。艺恩数据显示，伴随夏季到来、户外活动需求增多，社交媒体上“蚊香液”热度居高不下，在母婴品类中仅次于“纸尿裤”这样的长青刚需品（2023年2月10日-5月10日监测数据）。我们发现，线上天猫电蚊香液热销榜单前10名产品多带有“婴童”“孕妇”等宣传标签。此外根据华经产业研究院数据，儿童驱蚊杀虫用品市场2019-2024年CAGR为19.3%，显著高于整体驱蚊市场增速。我们认为，驱蚊产品从蚊香等传统产品向更温和、更安全的产品过渡是大趋势，尤其针对母婴消费群体，电热蚊液、驱蚊液等主打无烟、温和，以安全、母婴适用为卖点的驱蚊产品将更受欢迎。

图15：驱蚊是宝妈重点关注话题，社媒上讨论热度较高



数据来源：艺恩数据、开源证券研究所（注：2023年2月-5月）

图16：天猫电蚊香液热销榜产品多标榜与“母婴”相关

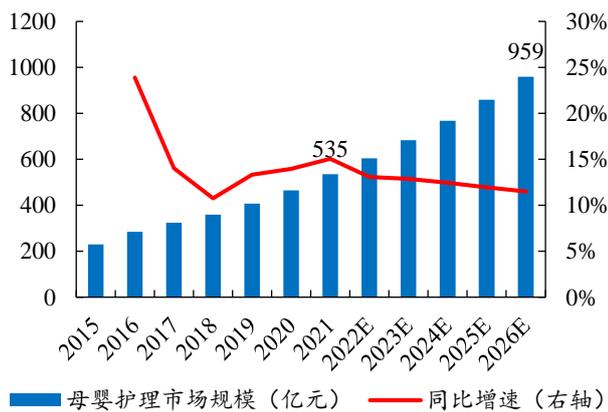


资料来源：淘宝APP（注：截至2023年12月17日数据）

2.2、婴童护理：未来空间或达千亿级别，优秀国货品牌有望弯道超车

母婴护理 2026 年规模有望逼近千亿元，较其他美妆个护细分更具潜力。母婴护理产品是指专为儿童（0-12 岁）、新生儿母亲和孕妇提供皮肤和个人护理的产品，其中面向婴幼儿和儿童的又被称为“婴童护理产品”。Frost & Sullivan 数据显示，2021 年我国母婴护理产品市场规模已达 535 亿元（2015-2021 年 CAGR 为 15.1%），而 2026 年市场规模有望达到 959 亿元（预计 2021-2026 年 CAGR 为 12.4%），横向对比护肤、彩妆、洗护等美妆个护细分赛道，母婴护理赛道 2021-2026 年预计复合增速最快，增长潜力突出。

图17：预计 2026 年我国母婴护理市场规模近千亿元



数据来源：Frost&Sullivan、上美股份招股书、开源证券研究所

图18：美妆个护细分行业中母婴护理预计增速最快

复合年增长率	2015-2021	2021-2026E
护肤	14.7%	10.1%
洗护	10.0%	7.7%
彩妆	12.5%	10.0%
母婴护理	15.1%	12.4%
其他	-3.0%	3.7%
合计	12.0%	9.4%

数据来源：Frost&Sullivan、上美股份招股书、开源证券研究所

行业格局方面，我国婴童护理市场集中度较低，国货品牌仍有较大发展空间。根据华经产业研究院数据，2021 年我国婴童护理市场排名前五的公司分别为强生（5.0%）、红色小象（4.7%）、青蛙王子（3.6%）、贝亲（3.0%）、艾维诺（2.6%），CR5 为 18.9%；而美国、法国、日本、韩国 2021 年婴童护理市场 CR5 分别为 38.3%、44.1%、56.4%、37.1%，海外成熟市场的婴童护理品牌集中程度较高，相较而言，我国婴童护理市场格局较分散、存在提升空间。早期我国婴童护理市场以外资品牌为主（2011 年强生在我国婴童护理市场上市占率达 13.2%），但随着消费者对国货品牌认可度持续提升，2011-2021 年间强生市场份额持续下滑，2021 年仅占 5.0%，较 2011 年下滑 8.2pct。参考发达市场经验，我们认为，未来我国婴童护理市场集中度有望提升，而且本土企业对国内消费者更了解，国货品牌有望继续抢占外资品牌份额。

表3：相较于美法日韩等海外成熟市场，我国母婴护理市场格局较分散（2021 年）

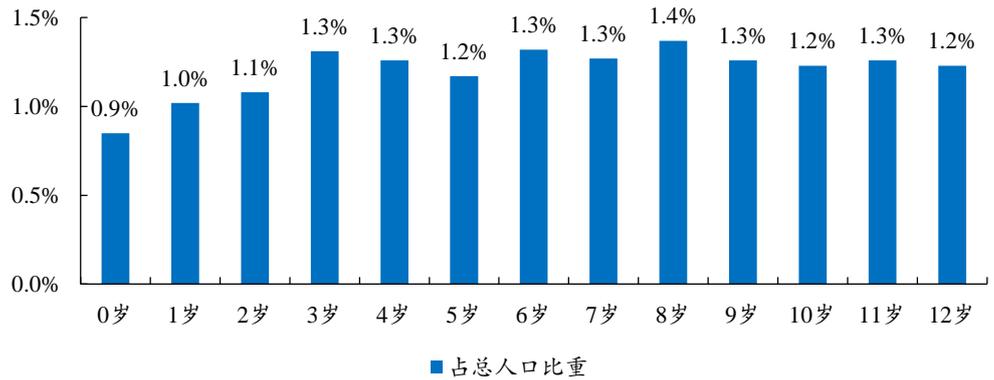
排名	美国		法国		日本		韩国		中国	
1	好奇	16.6%	妙思乐	13.6%	尤妮佳	14.5%	宝必舒	10.2%	强生	5.0%
2	帮宝适	8.9%	帮宝适	9.2%	贝亲	13.0%	绿手指	9.6%	红色小象	4.7%
3	强生	6.7%	MIXA	8.2%	强生	12.9%	宝松怡	8.1%	青蛙王子	3.6%
4	亚马逊	3.1%	贝乐欣	6.9%	OshiriNapu	11.3%	Penelope	4.9%	贝亲	3.0%
5	艾维诺	3.0%	法贝儿	6.2%	花王	4.7%	宫中秘策	4.3%	艾维诺	2.6%
CR5	38.3%		44.1%		56.4%		37.1%		18.9%	

数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

虽然新生儿呈现下滑趋势，但存量中大童仍为行业提供充足空间。市场上部分观点认为，新生儿下滑将导致婴童护理行业发展受限并导致行业规模萎缩。但我们认为，一方面新生儿（0-1岁）数量仅占儿童（0-12岁）较小占比，存量儿童市场足够广阔；另一方面，5岁以上儿童的皮肤护理需求会随着生活户外场景增多而增多（外出游玩、上学等），这部分群体理论上对婴童护理产品的需求更大，是支撑行业增长的中坚力量；综合来看，我们认为短期看新生儿下滑对婴童护理行业影响有限，而5岁以上中大童的存量市场广阔，行业仍有充足发展空间。

图19：新生儿（0-1岁）仅占儿童（0-12岁）较小占比（2020年）



数据来源：《中国人口普查年鉴2020》、开源证券研究所

精细化育儿理念驱动细分品类增长，推动我国婴童护理市场不断发展。由于不同年龄、性别的婴童生活习惯与状态均存在差异，其适用的品类与功效也不尽相同。在科学育儿理念推动下，年轻爸妈的养育诉求不断细化，婴童护理用品呈现出差异化、精细化的消费需求新格局。供给端看，各品牌方打造诸多婴童精细化护理产品，分年龄/性别/季节的婴童护理产品齐开花：（1）青蛙王子在2019年就针对女孩特殊肤质首创了女童专属洗护产品；（2）红色小象推出针对宝宝皮肤干燥、泛红等问题的冬季面霜；（3）兔头妈妈通过“分龄”概念打造适合不同年龄段儿童的产品。我们认为，随着精细化育儿理念加速渗透，现有产品或难以满足年轻一代宝宝爸妈需求，细分品类将应运而生、推动我国婴童护理市场持续增长。

图20：女童头发较成人、男童均存在差异，需针对护理



资料来源：青蛙王子天猫旗舰店

图21：兔头妈妈打造“分龄”产品满足精细化育儿需求



资料来源：兔头妈妈官网

我国母婴护理市场线上渠道占比持续提升，新兴平台为国货品牌提供弯道超车机会。早期我国母婴护理市场以传统线下零售渠道为主，但随着网络购物普及，母婴护理市场线上渠道占比也已经超过线下，Frost&Sullivan 数据显示，2021 年我国母婴护理市场线上零售额占比为 57%，较 2015 年提升 30pct，未来有望进一步增长。此外，抖音等新兴线上平台，亦为国货品牌提供弯道超车国际大牌的机会；聚美丽资料显示，部分新锐国货母婴护理品牌在抖音渠道的销量已超过一些国际领先品牌。快团团等基于微信社群的渠道也在快速崛起。

图22：我国母婴护理市场线上渠道占比有望持续提升

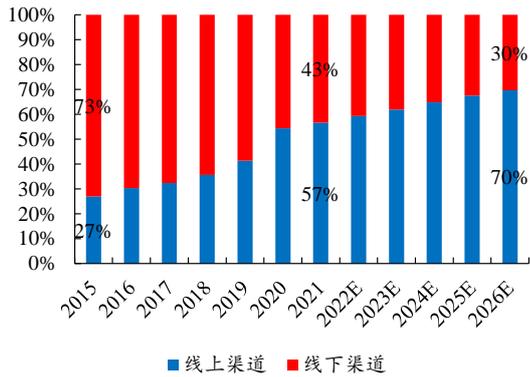
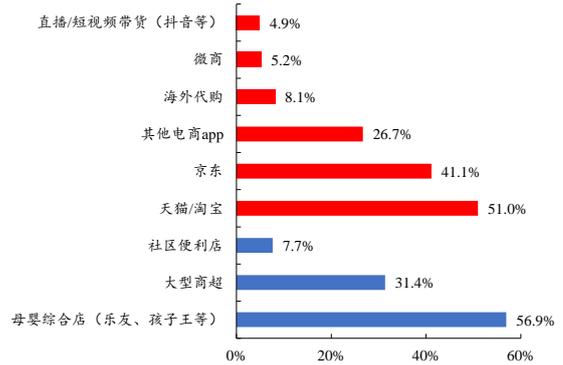


图23：电商平台已成为婴童护理产品主要购买渠道



数据来源：Frost&Sullivan、上美股份招股书、开源证券研究所

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

不同领域公司入局婴童护理，侧面也印证行业的较高景气。近年来，很多美妆个护企业纷纷推出了面向婴童的品牌，甚至还有公司跨界打造婴童品牌入局：(1) 芦荟植物类护肤品牌寻荟记推出儿童线，发挥品牌在植物原料方面的专业性和安全性；(2) 美妆龙头企业上美集团继成功打造“红色小象”之后，又推出一个专注于婴童敏感肌的婴童功效护肤品牌“Newpage 一页”；(3) 口腔护理品牌“参半”成立儿童品牌“CanbanKids”；(4) 婴幼儿服饰品牌“papa 爬爬”推出面向儿童的洗护品牌“minamina 米那米那”。不同领域公司纷纷布局，侧面也印证婴童护理赛道的较高景气度。

表4：近年来多个不同领域公司入局婴童护理，侧面印证行业景气度较高

品牌/公司	示意图	定位	简介
Newpage 一页 (上美集团)		婴童敏感肌	由儿科专家崔玉涛和前宝洁首席科学家黄虎共同参与研发，主打“医研共创”，专注于婴童敏感肌，产品包括“宝宝蛋黄霜”“儿童氨基酸洗面奶”等。
寻荟记 (寻荟记)		儿童护肤品	发挥品牌原本在植物原料方面的专业性优势，围绕有机芦荟原料的特点，为晒后修复和痱子等问题提供天然有机的儿童护理产品。
CanbanKids (参半)		儿童口腔护理	品牌决定为消费者提供“从儿童到老人”的全生命周期的轻健康口腔护理产品，故推出儿童品牌 CanbanKids，强调转为 3-12 岁宝宝研发。
minamina (papa)		儿童洗护	专为 3-12 岁亚洲宝宝肌肤研发，90%植物来源，强调天然、安全、呵护。

资料来源：聚美丽公众号、开源证券研究所

3、多样化、性价比产品满足需求，“研产销一体化”构筑壁垒

3.1、产品：性价比高，聚焦“大品牌、小品类”满足差异化需求

产品矩阵丰富覆盖多元应用场景，一揽子解决消费者多样化需求。公司以驱蚊系列产品作为基本盘，逐步拓展至更为广阔的个人护理市场，现已覆盖居家生活、出游踏青、四季护肤、沐浴清洁等多元应用场景。以 2022 年情况来看：

- (1) **驱蚊**：核心单品为电热蚊香液，不同规格蚊香液合计贡献驱蚊产品超 6 成营收；另外也包括蚊香液加热器（营收占比 10.2%）、不同规格成分的驱蚊液等单品。
- (2) **婴童护理**：可进一步分为功能护理（保湿面膜、舒缓系列、皴裂系列等）、基础护理（护唇膏/润唇膏、保湿霜等）、湿巾，这三类产品占婴童护理类营收的比分别为 42.5%、45.0%、12.5%。
- (3) **精油**：主要包括精油贴、精油香圈、精油扣、精油喷雾、香茅香薰盒等形态，其中不同规格精油贴合计贡献精油类产品超 3 成营收。
- (4) **其他**：包括洗衣液、织物祛味喷雾等家清用品，其中内衣洗衣液占比超 8 成。

图24：公司产品矩阵丰富、覆盖多元应用场景，一揽子解决消费者多样化需求



资料来源：润本股份官网

“性价比”是公司产品突出特点。润本旗下产品在保证品质的同时，相较同类产品还能做到价格亲民，以儿童面霜为例，小红花评测数据显示，润本婴儿洋甘菊舒缓霜折算单价仅 0.6 元/克，价格相较其他品牌产品更低。公司主打高性价比的大众消费品，产品价格相对较低，公司公告数据显示，2020-2022 年期间公司在天猫、京东 POP、抖音平台客单价平均值分别为 32.90 元、29.45 元、28.39 元。

图25：润本旗下儿童面霜折算单价较低，“性价比”是公司产品突出特点

品名	规格	价格/元	每克/元	购买渠道	品名	规格	价格/元	每克/元	购买渠道
Milk B**bab 72小时高保湿面霜	280g	159	0.6	天猫海外旗舰店	B*lla B 婴儿全效面霜	50g	89	1.8	天猫海外旗舰店
贝D美 婴儿多效霜	50g*2	59	0.6	天猫旗舰店	kok*ro love 初葆润肤乳霜	100g	198	2.0	天猫旗舰店
润B 婴儿洋甘菊舒缓霜	50g	29.9	0.6	天猫旗舰店	怡S丁 爱肤呵护倍润滋养面霜	50mL	99	2.0	天猫海外旗舰店
哈L闪 婴儿温和护肤霜	75mL	69	0.9	天猫旗舰店	巴黎BB 面霜	100mL	298	3.0	天猫海外旗舰店
十Y结J 婴儿多效滋养面霜	50g	49	1.0	天猫旗舰店	奇M时G 深海水润多效保湿霜	30g	99	3.3	天猫旗舰店
全M时D 婴儿草棉籽保湿面霜	45mL	46	1.0	天猫旗舰店	华X法M 婴儿桂花多效修护霜	50g	168	3.4	天猫旗舰店
英S一之可爱坚果倍护霜	50g*2	109	1.1	天猫旗舰店	维L德 婴儿白锦葵保湿面霜	50mL	239	4.8	天猫海外旗舰店
凯E得L 婴幼儿保湿面霜	50g	58	1.2	天猫旗舰店	宝H 金盏花冰淇淋婴儿面霜	20g	99	5.0	天猫海外旗舰店
贝Q 婴儿柚子润肤面霜(滋润型)	50g	59	1.2	天猫旗舰店	伦敦小H蝶 婴儿面霜	50mL	279	5.6	天猫海外旗舰店
启C 自信宝宝雪绒霜	55g	78	1.4	天猫旗舰店	luck*d 嫩芽宝宝婴幼儿舒缓乳霜	20g	199	10.0	天猫旗舰店
海G爸B 牛油果保湿霜	30g*2	89	1.5	天猫旗舰店	bonpo*nt 挚爱面霜	50mL	635	12.7	天猫旗舰店

资料来源：小红花评测公众号、开源证券研究所（注：数据于 2021 年 9 月取自各电商平台）

公司推新速度快、效果好，核心大单品不断升级迭代。2020-2022 年公司 SKU 总数分别为 759 个、1083 个 (+43%)、1331 个 (+23%)，年复合增速达 32%，分品类看驱蚊、婴童护理、精油系列 SKU 年复合增速分别为 50%、37%、23%，推新速度快；值得一提的是，2022 年公司年销售额 500 万元以上的热销单品数量已达 43 个（较 2020 年增加 25 个），公司推新兼顾数量与质量。此外，公司对已经成功的核心大单品也持续升级：明星产品电热蚊香液自 2013 年推出以来，在外观（推出可爱、简约等不同设计风格）、功能（添加蓝牙、夜灯等新不同功能）等方面持续迭代升级，以便更好满足消费者需求。

图26：明星产品电热蚊香液系列 2013 年推出以来在外观、功能等方面持续迭代

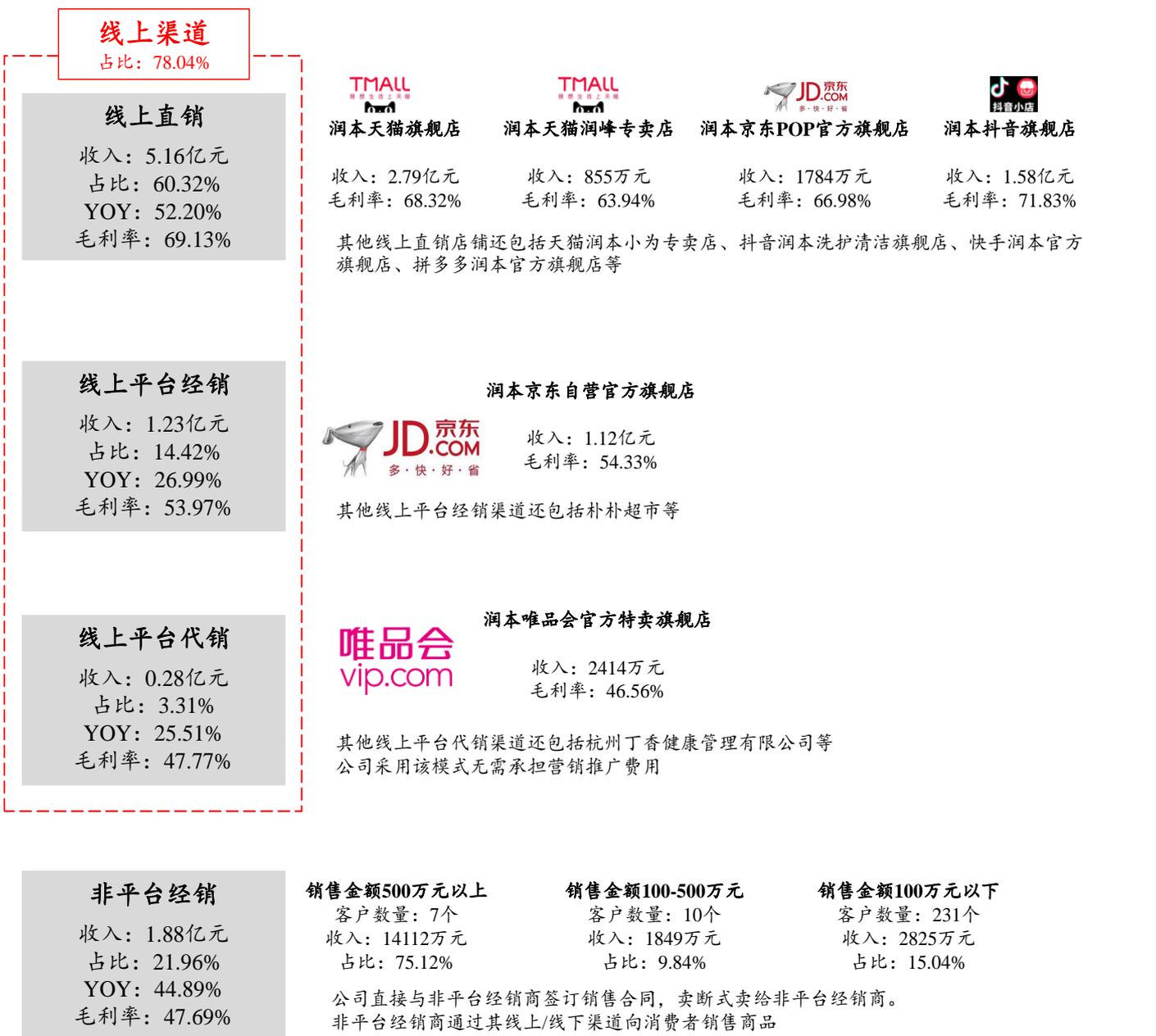


资料来源：润本天猫旗舰店、开源证券研究所

3.2、渠道：借力线上直销洞察市场需求，抖音表现亮眼、未来拓展线下

以高毛利率线上直销模式为主，有利于直面消费者、捕获市场需求。公司销售模式主要包括线上直销、线上平台经销、线上平台代销、非平台经销，其中以线上直销模式为主（2022年占主营业务收入比重达60.3%）。该模式下，公司直接通过天猫、抖音和京东等电商平台开设直营店铺，直面消费者开展销售业务，有利于公司洞察行业趋势、捕获市场需求，从而真正实现以解决消费者痛点为导向的产品开发。以抖音平台为例，公司设置了专门运营团队与抖音达人进行沟通维护，以便及时了解并收集消费者使用体验及功效需求。盈利能力方面，2022年公司线上直销、线上平台经销、线上平台代销、非平台经销毛利率分别为69.13%、53.97%、47.77%、47.69%，线上直销渠道毛利率最高。

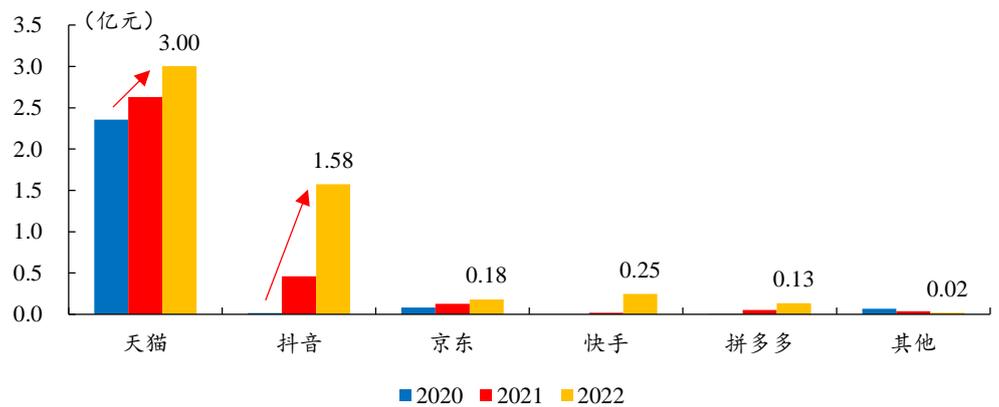
图27：公司以线上直销模式为主，有利于公司直面消费者、捕获市场需求



资料来源：公司招股书、天猫等平台官网、开源证券研究所（注：图中均为2022年数据）

线上直销渠道中天猫稳健增长、抖音快速放量，公司有望在线上渠道继续拓土开疆。天猫、抖音是公司线上直销渠道中占比最高的两大渠道，2022 年分别贡献线上直销渠道 58.2%、30.6% 的营收，合计占比达 88.7%。**(1) 天猫：**公司 2010 年开设“润本天猫旗舰店”，该店现已成为公司规模最大线上自营店铺，积累了 346 万名粉丝（截止 2024 年 1 月）；2021、2022 年天猫渠道整体分别实现营收 2.63 亿元（+11.6%）、3.00 亿元（+14.2%）。**(2) 抖音：**抖音成立正式电商业务部门后，公司于 2020 年 7 月迅速入局并取得较好成效；2021、2022 年在抖音渠道分别实现营收 0.46 亿元（+3174%）、1.58 亿元（+242%），增速亮眼。此外，公司在京东、快手、拼多多等平台上亦取得较好增长，未来线上渠道有望继续拓土开疆。

图28：天猫、抖音在公司线上直销渠道中占比大，近年来天猫稳健、抖音快速放量



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

未来计划进一步拓展线下渠道，扩大品牌辐射范围。公司紧跟“线上销售为主、线下销售为辅”的行业趋势，线下渠道方面已通过非平台经销商覆盖全国 30 多个省(市、自治区)，渠道类型包括大润发、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。未来公司计划通过搭建以经销商为纽带的线下渠道网络、建设经销商渠道数字化管理平台、打造专业化线下渠道运营团队等方法，进一步拓展线下渠道以优化线上线全渠道供给，扩大“润本”品牌辐射范围、强化品牌影响力。

图29：公司已入驻 WOW COLOUR 等渠道，计划进一步拓展线下渠道强化影响力



资料来源：WOW COLOUR 官网

3.3、产研：自有工厂提供产能支撑，叠加需求导向研发打造正向循环

两大生产基地提供强有力产能支撑，募投项目新增产能有望提供新增量。公司在生产经营中，采取自主生产、委托加工、成品外购相结合的方式，其中自主生产是公司最主要生产模式，2022年公司自主生产的产量占比达75.7%（其中婴童护理系列产品自产比率高达96.0%）。公司官网信息显示，公司现有广州、义乌两大生产基地，合计建筑面积超10万平方米、共56条自动化生产线，我们认为自有供应链有助于公司节省生产成本、提高运营效率与市场反应能力。此外，公司计划使用募集资金3.69亿元用于“黄埔工厂研发及产业化项目”，项目建成后预计新增个人护理类产能6720万件，有望带来7.61亿元年营收增量。

图30：广州、义乌两大生产基地为公司提供强有力的产能支撑



资料来源：润本股份官网

研发以解决消费者痛点为导向，“研产销一体化”打造正向循环。公司依托线上直销渠道直达终端消费者的信息优势可敏锐洞察行业趋势，并进一步以消费者需求为导向进行产品开发。在较扁平的治理架构下，公司研发部门能够及时高效跟踪、响应市场需求，再进一步凭借自有供应链的快速生产能力，不断丰富品类、迭代产品，实现“洞察-推品-洞察-迭代”的正向循环。我们认为，这正是公司推新速度快、效果好，在细分小品类中实现高增长的主要原因。

表5：公司研发以消费者为导向，各核心技术能有效解决消费者痛点

公司核心技术	技术简介
蚊香液智能加热器技术	加热器添加蓝牙芯片可实现 自动加热 ，提供 个性、普通双模式 ，分别达到温和驱蚊与高效驱蚊的效果；同时采用防火材料和PCT陶瓷发热元件，有效降低事故发生率。
驱蚊酯在水基型驱蚊产品中的应用技术	本技术通过使用其他天然替代物代替酒精提升驱蚊酯的溶解性，并添加舒缓和保湿的活性成分， 敏感肌人群也可适用 。无酒精配方也可降低驱蚊酯的挥发性， 延长药效 。
舒缓功效组合作物的应用技术	筛选化妆品原料中具有舒缓作用的活性物，并确定其用量和配比，将组合物应用在紫草舒缓膏、舒缓棒等产品中，第三方机构评价显示其使用后具有良好的舒缓效果。
保湿护肤组合作物的应用技术	该技术复配甘油、透明质酸钠、甘油葡糖苷等具有保湿作用的安全温和原料。将其应用在护肤面霜中，既可以起到较好的稀释保湿作用，同时 减少水分挥发延长保湿时间 。
婴儿液体痱子粉的制备、应用技术	该技术通过 采用液体粉的形式代替传统的痱子粉 ，降低人体吸入的风险；并通过添加多种植物提取物如金银花、野菊花等，有助于舒缓痱子肌肤的刺激状态。
低敏柔软的杀菌湿巾中的应用技术	筛选多种植物杀菌剂，复配化学杀菌剂苯扎氯胺，可 有效降低化学杀菌剂的用量，减少刺激性 ；湿巾布采用水刺无纺工艺，具有柔软透气、不起球、不易扯破的特点。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

4、立足“小品类”、打造“大品牌”，有望实现长期增长

4.1、他山之石：小林制药与“小池大鱼”，细分小市场也能跑出大公司

百年日企小林制药拥有独特经营理念，遵循“小池大鱼”战略在细分市场占山为王。小林制药成立于1886年，聚焦药品、医疗器械、日用品等领域；公司遵循独特的“小池大鱼”经营理念，瞄准细分小市场，以获取高市占率、高利润率为目标，旗下代表产品洁厕剂 Bluelet、空气清新剂 Sawaday 等都是成功案例。此外，公司以“倾听消费者的声音”为原点，秉持“你想到，我做到”的开发理念，不断发掘那些日常生活中尚未被产品化（但如果有相应产品，则会让消费者觉得特别心动）的需求，并将其转化为高品质、高附加值的商品。2022年小林制药实现销售额1662亿日元（按12月15日汇率，1日元=0.05元，约合83亿元）、营业利润率达16.0%。

图31：“小池大鱼”的核心是在小市场中做到高市占率



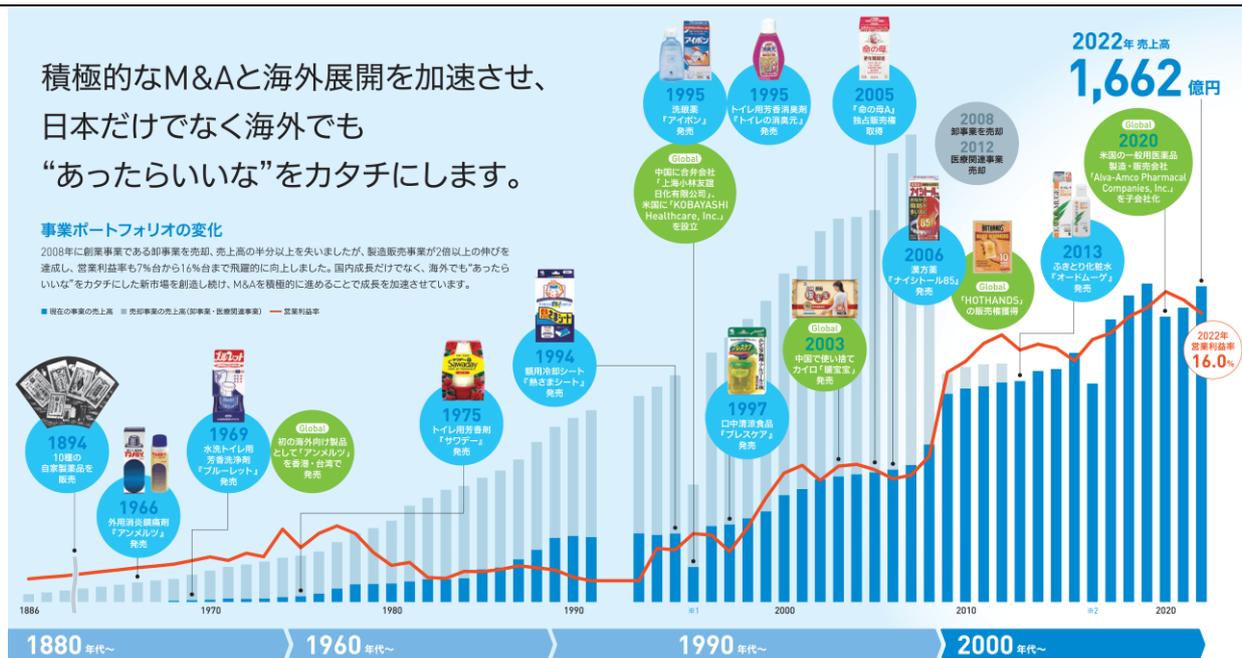
资料来源：小林制药（中国）官网

图32：小林制药秉持“你想到，我做到”的开发理念



资料来源：小林制药（中国）官网

图33：小林制药遵循“小池大鱼”战略推出多款成功单品，2022年实现销售额1662亿日元，营业利润达16.0%



资料来源：小林制药2022年年报

4.2、“敏锐洞察+快速推新”支撑“大品牌、小品类”经营战略

润本股份“大品牌，小品类”经营战略与小林制药“小池大鱼”有异曲同工之妙。“同”主要体现在：（1）公司通过线上直销渠道直面消费者，洞察细分市场需求并进一步落实到产品开发；（2）自有供应链加持下实现高效率、低成本推新迭代动作；（3）立足小品类并通过迭代升级，不断提升自身在细分市场的份额。“异”则主要体现在：小林制药不同管线以不同品牌的形式存在，而润本股份则将各个小品类都汇集在“润本”这个“大品牌”之下；我们认为，统一品牌有助于在跨品类布局时复用已积攒的品牌效应，且公司当前产品多主打“温和”，能有效强化这一心智。

图34：公司将各个小品类都汇集在“润本”这个“大品牌”之下



资料来源：润本股份官网

4.2.1、核心单品是典型“小池中的大鱼”，畅销新品多次印证公司敏锐洞察力

“0.6%浓度电热蚊香液”兼顾效果和安全性，精准击中有娃家庭痛点。电热蚊香液属于农药、具有微弱毒性，多数家长担忧电热蚊香液对孩子身体健康造成不良影响，不敢轻易使用。丁香园旗下科学母婴公众号“丁香妈妈”曾撰文建议：“综合考虑驱蚊效果和安全性，建议有孩子的家庭选择浓度在0.6%~0.8%的电热蚊香液”。而润本股份的经典绿瓶电热蚊香液，正好采用0.6%浓度的氯氟醚菊酯，兼顾效果和安全性，叠加“婴童用”等宣传营销，精准击中有娃家庭痛点。

核心单品助力公司在电热蚊香液领域奠定细分龙头地位。根据公司招股书，（1）天猫平台上2020-2022年公司蚊香液产品销售额占比分别为16.42%、18.32%和19.99%，连续三年排名平台第一；（2）京东平台上搜索“蚊香液”并将结果按销量排序，公司旗下产品排名第一（2023年4月）；（3）拼多多平台上“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（2023年4月）。

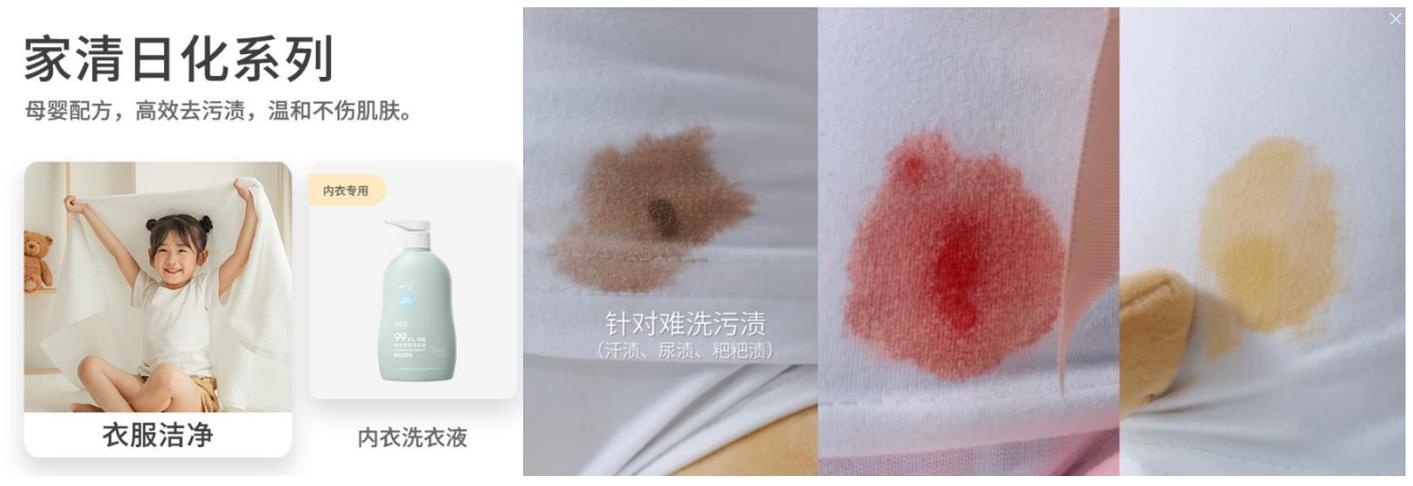
图35：大单品蚊香液兼顾效果和安全性，精确命中有娃家庭痛点，奠定细分龙头地位



资料来源：润本天猫旗舰店

皴裂膏、儿童内衣洗衣液等单品快速放量，公司敏锐市场洞察力已多次得到验证。公司深耕家清个护行业，深入洞察消费者尚未被满足的需求与痛点，从细分市场中挖掘小品类机会，近年来陆续推出多款热销细分单品。(1) 瞄准秋冬季常见的“皮肤皴裂”问题，公司在 2020 年推出皴裂膏、婴儿滋润防皴霜，这两款单品在 2022 年营收体量分别已达 3208 万元、2260 万元，2020-2022 年 CAGR 分别为 1296%、492%；(2) 注意到儿童内衣裤存在容易出现汗渍、尿渍等难洗污渍的痛点，公司于 2021 年推出儿童内衣洗衣液，2022 年该品类快速放量，实现营收 3998 万元(同比+3911%)。我们认为，皴裂膏、儿童内衣洗衣液等不同细分品类单品的快速成长，多次印证了公司拥有较敏锐市场洞察能力。

图36：公司针对儿童内衣裤容易出现难洗污渍痛点，推出“儿童内衣洗衣液”



资料来源：润本股份官网

4.2.2、推新速度快、在研项目丰富，未来有望持续开拓高潜力细分市场

“研产销一体化”赋能新品开发，婴童护理系列推新显著快于美妆行业平均水平。2021、2022 年公司婴童护理系列分别新增 SKU 数量 108 个、164 个，综合看公司平均不到 3 天就推出一款新婴童护理 SKU。横向比较美妆品牌来看，根据美丽修行大数据，我们将 2021 年 10 月-2022 年 9 月滚动一年期间，每个月的热门品牌平均新备案产品数加总，可得“美妆行业热门品牌年均新品数量”近似为 95.1 个。而受益于扁平化组织架构及自有供应链，2021-2022 年润本股份年均推出婴童护理新品 136 个，约为热门美妆品牌平均水平的 1.4 倍。

图37：热门美妆品牌年均新品数量仅约 95.1 个



数据来源：美丽修行大数据、开源证券研究所

在研项目丰富，多为定位细分赛道、精准解决痛点的产品。根据公司招股书资料，公司布局了“儿童防晒产品”并已经完成了配方，我们以此为例，剖析公司布局思路：（1）由于婴幼儿皮肤的结构、功能以及相关成分和成人有明显差异，儿童的皮肤对紫外线等更加敏感，而且儿童时期过度紫外线暴露也会增加后期皮肤疾病发生概率，因此精细化育儿趋势下儿童防晒细分赛道有望录得较好增长；（2）儿童需要成分更安全、功效更温和的产品，而市场上依然缺乏针对儿童的经典防晒产品，公司新品有望解决市场痛点。除上述儿童防晒外，公司还储备了多个在研项目，涵盖无泪洗护、驱蚊凝胶等定位细分赛道、精准解决痛点的新产品，也包括薄荷二醇驱蚊液等对原有产品迭代升级类的产品。

表6：公司储备在研项目丰富，涵盖儿童防晒、无泪洗护、驱蚊凝胶等细分赛道产品

品类	项目名称	所处阶段	拟满足的需求痛点
	具有长效保湿的植物提取物	开发	婴童的经皮失水率较高，而普通保湿剂保湿时间较短，在湿度较低的环境皮肤易脱水。本项目旨在研制一款长效（>8小时）的保湿产品，有效减少婴童使用护肤品的频率。
	儿童防晒产品	配方已完成	紫外光引发的晒红晒伤问题频发，儿童防晒受到家长的重视，研究表明在儿童和青少年时期定期使用防晒产品可显著降低皮肤癌的终生发病率。
婴童护理	婴童洗护无泪配方	中试	纯天然的表面活性剂由于价格等因素少用于洗护产品，本项目筛选天然来源的表面活性剂并通过调整各活性剂的搭配比例，缓解对婴童眼部皮肤的刺激。
	婴童舒缓止痒产品	开发	业内产品主要以缓解蚊虫叮咬带来的瘙痒症状为主；而本项目旨在通过研究瘙痒产生原理，筛选能抑制瘙痒源头的活性物从源头阻断痒感，并添加抗炎症和退红活性物起到消肿效果。
	防皴裂组合物	开发	皮肤皴裂是秋冬季节常见的皮肤问题，婴幼儿皮肤屏障较弱，属于高发人群；市场上防皴膏大多以保湿滋润为主，本项目目的在于综合预防由皴裂引起的各种皮肤问题。
	含有驱蚊酯的驱蚊凝胶	配方基本完成	驱蚊喷雾存在人体吸入风险，而驱蚊凝胶对婴童安全性更高、使用更加便捷，具备润肤作用且维持更长时间药效。
驱蚊	羟哌酯驱蚊产品	申报农药登记证	羟哌酯原药及配方更加稳定，可以适用于多种剂型，为后期制备配方提供更大选择空间。
	薄荷二醇驱蚊液	开发	薄荷二醇为天然的驱蚊原药，应用于驱蚊液产品具有较好的市场卖点。但薄荷二醇不在农药原料的目录范围内，本品在行业内属于首次登记，具有较高的应用价值及市场空间。
	四氟苯菊酯气雾剂	开发	四氟苯菊酯属于高效低毒的卫生杀虫剂，且对人及环境更安全。本项目计划将四氟苯菊酯应用于气雾剂产品中，减少其降解，延长药效，并通过定量阀进一步减少毒性，提高安全性。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(一) 营收端假设

驱蚊系列：该系列是公司基本盘，由于驱蚊是消费者刚需，预计核心大单品电热蚊香液有望在不断升级迭代背景下保持稳健增长，带动驱蚊系列整体增长。根据灼识咨询数据，2022-2027年驱蚊行业线上渠道 CAGR 预计为 15.4%，公司主要经营渠道在线上且已形成品牌效应，增速有望快于行业整体。我们预计 2023-2025 年公司驱蚊系列产品营收同比增速分别为 22.0%/20.0%/19.0%。

婴童护理系列：行业视角看，一方面精细化育儿理念正加速普及，另外一方面过往专注婴童的个人护理产品供给有限；因此我们认为，该系列与公司“大品牌、小品类”经营战略较契合，有望在敏锐洞察+快速推新支持下较快增长。根据灼识咨询数据，2022-2027年婴童护理行业线上渠道 CAGR 预计为 20.2%，公司主要经营渠道在线上且已打造皴裂膏等知名单品，增速有望快于行业整体。我们预计 2023-2025 年公司婴童护理系列产品营收同比增速分别为 40.5%/36.9%/32.9%。

精油系列：近年来该系列增速放缓，我们保守预计 2023-2025 年公司精油系列产品营收同比增速分别为 5.0%/5.0%/5.0%。

其他主营业务：主要系家清产品，预计 2023-2025 年公司其他主营业务收入同比增速分别为 20.0%/20.0%/20.0%。

其他业务：主要系废品废料销售收入，预计随主营业务规模扩大增长，占比恒定。

表7：预计公司婴童护理系列较快增长、驱蚊系列保持稳健

(单位：百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	443	582	856	1091	1378	1723
YOY	58.9%	31.5%	47.1%	27.4%	26.4%	25.0%
驱蚊系列	169	228	272	332	399	474
YOY	48.6%	34.7%	19.5%	22.0%	20.0%	19.0%
占主营业务收入的比	38.2%	39.1%	31.8%	30.5%	28.9%	27.5%
婴童护理系列	144	217	390	548	750	997
YOY	68.8%	50.8%	80.0%	40.5%	36.9%	32.9%
占主营业务收入的比	32.5%	37.2%	45.6%	50.3%	54.5%	57.9%
精油系列	126	131	146	154	161	169
YOY	69.6%	4.1%	11.9%	5.0%	5.0%	5.0%
占主营业务收入的比	28.4%	22.5%	17.1%	14.1%	11.7%	9.8%
其他主营	4	7	47	56	68	81
YOY	-23.4%	60.5%	615.5%	20.0%	20.0%	20.0%
占主营业务收入的比	0.9%	1.1%	5.5%	5.2%	4.9%	4.7%
其他业务	0.2	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9
YOY	6.7%	38.6%	85.8%	23.7%	26.4%	25.0%
占主营业务收入的比	0.04%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：橙色字体为假设值）

（二）利润端假设

毛利率：（1）考虑公司自有供应链及业务自身性质，我们预计驱蚊系列、精油系列、其他主营业务的 2023-2025 年毛利率稳健，将分别维持在 49.5%、60.0%、54.0%；（2）预计品类结构优化驱动婴童护理系列毛利率稳步提升，2023-2025 年分别为 57.0%、58.0%、58.5%；整体看，我们预计 2023-2025 年公司综合毛利率分别为 55.0%、55.6%、56.0%。

费用率：（1）一方面线上竞争加剧、流量成本在提升，但另一方面我们认为聚焦竞争相对温和的细分市场，并通过统一品牌复用品牌效应的“大品牌、小品类”经营战略，有助于公司控制销售费用，综合看我们预计公司销售费用率缓慢提升；（2）受益于营收规模扩大，我们预计管理费用率缓慢下降；（3）我们预计研发、财务费用率保持相对稳健。

5.2、盈利预测与投资建议

润本股份是“驱蚊+婴童护理”细分市场龙头，秉持“大品牌、小品类”独特经营战略，打造驱蚊、婴童护理、精油三大系列，依托“研产销一体化”构筑经营壁垒。

通过复盘公司过往单品情况，我们发现公司拥有较敏锐的市场洞察力，而自有供应链也赋予了公司快速灵活的推新能力。我们认为，公司独特的经营战略与小林制药“小池大鱼”战略有异曲同工之妙，且与其自身能力契合；未来公司有望在家庭日用消费品领域持续开拓高潜力细分市场，立足多个细分小品类打造“润本”大品牌，实现长期成长。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 10.91/13.78/17.23 亿元，2023-2025 年归母净利润为 2.19/2.78/3.51 亿元，对应 EPS 为 0.54/0.69/0.87 元，当前股价对应 PE 为 34.0/26.8/21.2 倍。

公司拥有驱蚊、婴童护理两大业务，缺乏完全可比的上市公司，我们选取美妆个护品牌方公司珀莱雅、华熙生物、上海家化、丸美股份、登康口腔，合计 5 家公司作为可比公司，2024 年可比公司平均估值水平为 PE 27.1X。当前公司 2024 年估值水平为 PE 26.8X，低于可比公司平均水平，估值合理。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：润本股份有望在家庭日用消费品领域持续开拓高潜力细分市场，立足小品类打造大品牌，实现长期成长

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			归母净利润同比增速		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	买入	374	94.23	2.90	3.68	4.64	32.5	25.6	20.3	40.5%	27.1%	26.1%
688363.SH	华熙生物	买入	322	66.90	1.76	2.21	2.70	38.0	30.3	24.8	-12.9%	25.7%	22.5%
600315.SH	上海家化	未评级	138	20.35	0.91	1.10	1.27	22.3	18.5	16.0	30.7%	20.3%	15.8%
603983.SH	丸美股份	未评级	119	29.75	0.70	0.90	1.11	42.2	33.0	26.9	62.2%	27.9%	22.7%
001328.SZ	登康口腔	未评级	50	29.20	0.87	1.04	1.22	33.4	28.1	24.0	11.9%	18.7%	17.2%
可比公司平均								33.7	27.1	22.4			
603193.SH	润本股份	买入	75	18.42	0.54	0.69	0.87	34.0	26.8	21.2	36.9%	27.0%	26.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2024/1/15；其中珀莱雅、华熙生物 EPS 采用开源证券预测数据，上海家化、丸美股份、登康口腔 EPS 使用 Wind 一致预期预测数据）

6、风险提示

居民消费意愿下行：将直接影响行业景气度及公司产品销售；

新品拓展不及预期：新品无法满足消费者需求、销售惨淡，影响公司销售业绩；

品牌定位形象混乱：涉足细分品类过多过杂导致品牌定位不清晰，影响品牌力建设；

过度依赖营销推广：市场竞争激烈，过度依赖营销推广将侵蚀盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	344	510	1801	2060	2420
现金	206	368	1656	1859	2204
应收票据及应收账款	2	1	3	2	5
其他应收款	1	6	3	8	6
预付账款	11	8	17	14	24
存货	57	103	97	152	157
其他流动资产	66	24	24	24	24
非流动资产	302	315	323	346	370
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	190	264	270	280	296
无形资产	20	19	23	26	27
其他非流动资产	92	32	31	39	47
资产总计	646	825	2124	2406	2791
流动负债	76	97	121	125	159
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	46	48	70	77	105
其他流动负债	29	49	51	48	53
非流动负债	9	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	6	6	6	6
负债合计	85	103	127	131	165
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	344	344	405	405	405
资本公积	102	103	1097	1097	1097
留存收益	116	276	495	773	1124
归属母公司股东权益	562	723	1996	2275	2626
负债和股东权益	646	825	2124	2406	2791

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	139	165	256	239	383
净利润	121	160	219	278	351
折旧摊销	8	17	20	22	24
财务费用	-4	-5	-5	-7	-9
投资损失	-2	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	7	-6	24	-53	18
其他经营现金流	9	1	0	0	0
投资活动现金流	-164	10	-25	-43	-47
资本支出	152	41	27	45	49
长期投资	-14	48	0	0	0
其他投资现金流	2	2	2	2	2
筹资活动现金流	188	-9	1058	7	9
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	241	0	61	0	0
资本公积增加	-16	1	994	0	0
其他筹资现金流	-37	-10	3	7	9
现金净增加额	163	165	1288	203	345

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	582	856	1091	1378	1723
营业成本	273	392	491	612	759
营业税金及附加	7	9	11	14	17
营业费用	134	232	289	372	470
管理费用	21	25	33	39	44
研发费用	14	20	24	30	38
财务费用	-4	-5	-5	-7	-9
资产减值损失	-2	-1	-1	-1	-1
其他收益	5	2	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	141	186	255	324	410
营业外收入	1	2	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	142	188	258	327	413
所得税	21	28	39	49	62
净利润	121	160	219	278	351
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	121	160	219	278	351
EBITDA	143	194	247	297	376
EPS(元)	0.30	0.40	0.54	0.69	0.87

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	31.5	47.1	27.4	26.4	25.0
营业利润(%)	27.9	31.9	37.1	27.4	26.4
归属于母公司净利润(%)	27.4	32.7	36.9	27.0	26.1
获利能力					
毛利率(%)	53.0	54.2	55.0	55.6	56.0
净利率(%)	20.7	18.7	20.1	20.2	20.4
ROE(%)	21.5	22.1	11.0	12.2	13.4
ROIC(%)	49.3	43.6	58.8	57.8	72.9
偿债能力					
资产负债率(%)	13.1	12.5	6.0	5.5	5.9
净负债比率(%)	-36.1	-50.6	-82.9	-81.7	-83.9
流动比率	4.6	5.3	14.9	16.5	15.3
速动比率	3.5	4.0	13.8	15.0	14.0
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	0.7	0.6	0.7
应收账款周转率	227.4	484.0	484.0	484.0	484.0
应付账款周转率	9.2	8.3	8.3	8.3	8.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.40	0.54	0.69	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.41	0.63	0.59	0.95
每股净资产(最新摊薄)	1.39	1.79	4.93	5.62	6.49
估值比率					
P/E	61.8	46.6	34.0	26.8	21.2
P/B	13.3	10.3	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	50.1	36.4	23.4	18.8	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

25 / 27

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn