

大品牌、小品类，优质国货崛起时

华泰研究

2024年3月18日 | 中国内地

首次覆盖

化妆品

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

21.30

研究员 孙丹阳
SAC No. S0570519010001 sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696 +(86) 21 2897 2038

研究员 林寰宇
SAC No. S0570518110001 linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQQ796 +(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	21.30
收盘价(人民币 截至3月15日)	16.66
市值(人民币百万)	6,741
6个月平均日成交额(人民币百万)	130.00
52周价格范围(人民币)	12.45-22.08
BVPS(人民币)	2.24

股价走势图



资料来源: Wind

好物好价好国货，新渠道/新产品带来新增长点

润本股份专注驱蚊、个护领域，定位“好物好价好国货”，坚持以质为本、“研-产-销”模式、“大品牌、小品类”经营战略，不断发现消费者未被满足的需求与痛点。产品已覆盖居家生活/出游踏青/四季护肤/沐浴清洁等多元场景。20-22年营收 CAGR45.38%，线上渠道为主驱动，婴童护理收入占比持续提升。期待内容电商/大KA等渠道持续放量；儿童防晒等新品发力有望带来新增长点。我们预计23-25年公司EPS0.55/0.71/0.92元，24年可比公司Wind一致盈利预测PE27倍，公司处快速增长阶段，给予24年30倍PE，目标价21.30元，首次覆盖给予增持评级。

驱蚊及婴童个护行业个性化需求提升，为新玩家带来新机遇

驱蚊：行业发展成熟/增长稳健，本土品牌得益于渠道/品牌等优势占据较高份额。19年我国零售额84.34亿元/16-19年CAGR7.96%，预计27年市场规模达101.70亿元（灼识）；21年CR5在60%左右（欧睿），超威等本土传统品牌份额居前。18年后行业集中度缓慢下降。环保/安全/便捷等个性化需求提升为新玩家带来弯道超车机遇。婴童护理：22年我国婴童护理市场规模137.3亿元/17-22CAGR9.9%，预计27年达217.8亿元（艾瑞咨询），新生代父母引领婴童护理消费走向细分化和功效化，也为优质国货带来崛起机会。22年淘系婴童护理TOP10品牌榜单国货已占七席（美业颜究院）。

贯彻“大品牌、小品类”的差异化经营战略

公司突出“驱蚊+婴童”品牌形象，产品已覆盖居家生活/出游踏青/四季护肤/沐浴清洁等多元场景，并不断完善产品矩阵，更好地满足用户的各种需求，如围绕细分方向推出的驱蚊加热器、儿童清透防晒霜、啾啾手环、舒舒贴等。20-22年润本SKU总数从759个增长到1331个，CAGR32.4%，创始人团队持股集中（截至2023年10月17日持股74.44%）/产业经验丰富，员工持股平台有助激发员工活力。

以质为本、坚持“研-产-销”一体

1) 产品：践行“大品牌、小品类”，以驱蚊产品切入，应用场景多元化，高性价比。热销单品产品力突出；同时不断推陈出新，培育新增长点，皴裂膏/叮叮舒缓棒等产品推出以来快速放量。2) 渠道：线上渠道为近年来增长主力驱动（19-22年收入CAGR47.47%），抖音等新渠道引领增速。线下有望持续加强屈臣氏、华润超市等大KA渠道合作。3) 产研：公司集研产销一体，“聚全球资源、造匠心国货”。在研羟哌酯驱蚊产品等多项目，2023年12月儿童防晒特征已获批，有望带来后续增长点。

风险提示：线上增速放缓/新产品推出较慢/市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	582.15	856.09	1,055	1,378	1,793
+/-%	31.46	47.06	23.24	30.58	30.17
归属母公司净利润(人民币百万)	120.65	160.04	221.17	288.32	372.29
+/-%	27.38	32.66	38.19	30.36	29.13
EPS(人民币,最新摊薄)	0.30	0.40	0.55	0.71	0.92
ROE(%)	29.72	24.92	16.26	13.46	15.05
PE(倍)	55.87	42.12	30.48	23.38	18.11
PB(倍)	12.00	9.33	3.37	2.95	2.53
EV EBITDA(倍)	43.63	31.42	20.49	15.99	11.40

资料来源:公司公告、华泰研究预测

正文目录

与市场不同的观点.....	4
概况：国内领先的驱蚊/个护国货品牌.....	5
深耕行业十年，优质国货形象深入人心	5
股权结构集中，打造员工持股平台	7
业绩高速增长，盈利能力稳中有升.....	8
“大品牌小品类”，产研销融合稳步提升业绩.....	11
参考借鉴：小林制药贯彻“小池大鱼”战略，做细分市场领导者	11
产品：物美价廉的国民品牌.....	13
渠道：线上渠道领跑，全渠道布局打开增量空间	17
产研：重视研发创新，募投工厂有望进一步扩大产能.....	18
驱蚊、婴童护理：行业稳健增长，把握细分成长机遇	21
驱蚊：行业持续稳增，需求不断细化	21
婴童护理：育儿观念转变迎来多重发展机遇	22
盈利预测和估值	24
盈利预测.....	24
估值.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图表 1：润本股份发展历程	5
图表 2：公司代表性单品.....	6
图表 3：润本股份股权结构图（截止至 23 年 10 月 17 日）	7
图表 4：润本股份高管团队履历	7
图表 5：19-23Q1-3 年公司营收高速增长	8
图表 6：19-23Q1-3 年公司归母净利润呈上升趋势	8
图表 7：三大核心系列产品贡献主要营收	8
图表 8：婴童护理系列产品营收增速较快	8
图表 9：公司以线上渠道销售为主	9
图表 10：线上直销营收保持较高增长.....	9
图表 11：线上直销平台销售额.....	9
图表 12：线上经销和代销平台销售额变化	9
图表 13：公司综合毛利率保持在 50%以上	9
图表 14：驱蚊系列、婴童护理系列毛利率持续增长	9
图表 15：2019-2023Q1-Q3 费用率水平.....	10
图表 16：销售费用结构	10
图表 17：小林制药发展历程.....	11

图表 18: 小林制药 2022 年销售额 1662 亿元	12
图表 19: 小林制药各品类占销售额比例 (2022 年)	12
图表 20: “大池小鱼”目标高市占率及高利润率	12
图表 21: 小林制药保持高毛利率	12
图表 22: “你想到, 我做到”挖掘消费者需求	13
图表 23: 小林制药持续扩大新产品市场	13
图表 24: 公司驱蚊系列前五大单品销售集中度呈下降趋势	13
图表 25: 公司婴童护理系列销售收入稳步增长	14
图表 26: 公司精油系列产品	14
图表 27: 公司前五大单品 (电热蚊香液 45ml 等) 营收占比较高	15
图表 28: 公司不断培育新增长点, 新品销量快速增长	15
图表 29: 润本 2020-2022 年推出的新产品	15
图表 30: 润本驱蚊产品处于中低端价格带	15
图表 31: 润本婴童护理产品处于中低端价格带	15
图表 32: 润本股份与可比公司对比 (截止至 2023 年 12 月)	16
图表 33: 公司与丁香医生合作宣传	17
图表 34: 润本将“婴童/母婴电热驱蚊液”与自己的品牌联系起来	17
图表 35: 公司天猫渠道历年销售收入及 yoy	17
图表 36: 公司天猫渠道销售稳步增长	17
图表 37: 公司京东渠道历年销售收入及 yoy	18
图表 38: 公司京东 POP 销售稳步增长	18
图表 39: 润本在研项目及预期目标	19
图表 40: 19-22 年公司研发费用持续增加	19
图表 41: 19-22 年公司研发设计团队逐渐扩大	19
图表 42: 润本股份生产基地	20
图表 43: 润本股份募集资金用途	20
图表 44: 中国驱蚊市场规模持续增长	21
图表 45: 2021 年驱蚊类产品占中国已登记卫生杀虫剂比例超 30%	21
图表 46: 2022 年中国驱蚊用品市场结构	21
图表 47: 中国驱蚊杀虫行业各品牌市场份额	21
图表 48: 婴童护理用品包括护肤、防晒、护发、洗漱等七大类	22
图表 49: 婴童护理市场规模持续扩大	22
图表 50: 2022 年淘系婴童护理品牌 TOP10 销量及价格分布	22
图表 51: 公司分渠道盈利预测	25
图表 52: 公司毛利率及费用率预测	25
图表 53: 可比公司估值表	25
图表 54: 润本股份 PE-Bands	26
图表 55: 润本股份 PB-Bands	26

与市场不同的观点

市场担忧公司所切入的驱蚊/婴童护理市场增长趋缓，公司天花板不高。我们认为：

1) 公司定位“好物好价好国货”，持续开拓细分需求。围绕细分方向，公司不断推出新产品，如驱蚊加热器、啪啪手环、舒舒贴等，持续开拓市场，创新能力较强，新品不断涌现。2021年，推出婴儿专用洗衣液，配方主打温和不刺激，2022年洗衣液销量由9.4万瓶增长至680.84万瓶，在儿童内衣洗衣液细分赛道走出新一步。根据公司招股说明书，公司有多项针对细分需求的项目在研，如功能性湿巾和婴童洗护无泪配方等。

2) 现有规模尚小，伴随渠道发力/品类扩张，后续成长空间广阔。对标海外小林制药，公司起步于驱蚊类产品，不断拓宽细分赛道，贯彻“大品牌，小品类”经营战略，同样以在细分市场持续挖掘差异化需求、覆盖场景多元为特色，现在已经形成驱蚊+婴童护理+精油三大业务版图，2022年收入规模达8.56亿元。我们认为公司现有规模尚小，伴随渠道发力/品类扩张，后续成长空间广阔。

3) 我们认为公司的竞争优势在于：差异化定位、敏锐市场洞察、快速推新、灵活自有供应链。

差异化市场定位：伴随着消费需求升级，驱蚊场景衍生出“安全”“无刺激”“婴童可用”等细分需求，公司推出的蚊香液等产品主打“儿童/婴儿”可用，秉持“温和配方，科学驱蚊”理念，联手“丁香医生”等专业大V强化品牌形象，并借势电商渠道快速发展，相较于传统蚊香品牌走出差异化道路。

敏锐市场洞察、快速推新：公司不断推出个性化差异化产品，涉足新的细分赛道，力求保证消费者良好的使用体验，拓展品牌受众人群。2020-2022年润本SKU总数从759个增长到1331个，CAGR32.4%。

灵活自有供应链：在浙江义乌新建生产基地，持续扩充产能，提升生产自动化与供应链智能化程度，加快对华东市场的响应速度，为提高产品供应能力打下坚实基础。

推荐核心逻辑：1) 公司差异化定位于驱蚊/婴童护理市场，参考日本小林制药，“小池大鱼”策略成就细分市场领导者，22年营收1662亿日元，OTC药品、清凉贴和暖宝宝等核心单品贡献重要营收。润本现有规模尚小，定位与小林制药有异曲同工之处，后续发力空间大。2) 公司市场洞察敏锐，快速推新，灵活自有供应链奠定增长基础。3) 20-22年伴随线上渠道快速增长，营收快速增长；伴随着产品不断推陈出新，全渠道打开增量空间，我们预测其仍处于快速成长阶段，23-25年营收CAGR25.6%，品牌势能亦有望持续放大。预计23-25年公司EPS0.55/0.71/0.92元，24年可比公司PE27倍，给予30倍PE，目标价21.30元，评级增持。

概况：国内领先的驱蚊/个护国货品牌

深耕行业十年，优质国货形象深入人心

润本品牌前身为其子公司鑫翔贸易，创立于 2006 年，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和痛点，丰富产品类别。经过多年发展，公司已形成驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列。品牌成立之初，公司以线下经销模式为主，2010 年公司抓住电商发展契机，凭借线上渠道优势快速增长。据公司招股说明书，润本品牌蚊香液实现天猫平台 20-22 连续三年销售额排名第一，母婴洗护用品在京东“618”活动月中 20-22 连续三年销售额排名第二。

图表1：润本股份发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，华泰研究

以驱蚊、婴童护理和精油产品为核心，产品矩阵丰富。公司目前已形成驱蚊产品、婴童护理产品和精油产品三大核心产品系列。2020-2022 年润本品牌在天猫平台的蚊香液销售额占比分别达到 16.42%、18.32%和 19.99%，连续三年排名第一。

图表2：公司代表性单品

产品名称	原料	功效特点	使用场景
驱蚊系列 电热蚊香液、蓝牙智能加热器套装	 核心用料来源于扬农化工、道达尔等国内外知名的原料厂商	无香精、无烟无灰，可搭配蓝牙加热器定时开关、智能控制驱蚊液的释放量	适用于室内驱蚊，蚊虫季节家庭常备品
经典款电热蚊香液	 扬农化工、道达尔溶剂，0.6%浓度氯氟醚菊酯浓度	无香精、无烟无灰，温和驱蚊	适用于室内驱蚊，蚊虫季节家庭常备品
驱蚊酯驱蚊液	 7%驱蚊酯，源于德国；透明质酸钠，植物纯露	无酒精、无香精且不含防腐剂；添加透明质酸钠和植物纯露，在防蚊同时达到肌肤补水功效；产品经皮肤刺激性试验，温和不刺激	日常居家，户外探索，公园游玩，小区散步等室内外各种场景
婴童护理系列 婴儿舒缓霜	 德国洋甘菊，牛油果树果脂，红没药醇，姜根提取物，神经酰胺，角鲨烷，植物甾醇	0激素0刺激，可舒缓面部及身体肌肤干燥，达到锁水保湿、滋润舒缓肌肤的效果；配方温和，适用于包括婴童在内的全年龄段人群。	补水滋润，舒缓干痒红
婴儿滋润防皴霜	 牛油果树果脂，毛瑞桐果油，椰子油，甘草提取物，透明质酸钠	帮助肌肤储存水分减少流失，增加保湿锁水力	保湿维稳，舒缓干皴；适用于包括婴童在内的全年龄段人群
婴儿润唇膏	 蜂蜡，牛油果树果脂，小烛树蜡，向日葵籽蜡，酸橙果皮油	具有保湿、软化唇皮等功效；不添加防腐剂、香精、色素，对皮肤无刺激，经口毒测试无毒。	滋润保湿；适用于包括婴童在内的全年龄段人群
润本叮叮舒缓棒	 德之馨舒缓原料 Symcalmin、Symrelief；5重根萃，红没药醇，蜂蜡，薄荷醇，蓝桉叶提取物	不添加酒精、激素、防腐剂等，能有效改善皮肤刺激状态，温和亲肤。棒状设计，涂抹不脏手，便捷卫生。	舒缓抓挠不适、泛红，熬夜党、学生、白领提神
婴儿爽身露	 德之馨舒缓原料 Symcalmin，金银花、野菊花提取物，桃叶提取物，有机竹粉	产品为液体凝露质地，有效解决传统爽身粉的飞粉问题，含桃叶精华和天然竹茎珍萃，有效调节皮肤水油平衡，温和无刺激。	保持肌肤干爽柔滑，针对宝宝夏季多汗肌肤
儿童洁面泡泡	 水，癸基葡糖苷、柠檬酸、酸橙果皮油、透明质酸钠等	根据婴童肌肤特点，配方极简，仅九个成分，不添加香精，主要表面活性剂为新型APG，呵护皮脂膜，降低刺激风险；温和不刺激。	温和洁面；适用于包括婴童在内的全年龄段人群
婴童手口湿巾	 桃子精华，EDI纯水珍珠纹无纺布	采用七次净化EDI纯水，洁净无污染；添加益生元，清洁与呵护双效合一；经口腔黏膜刺激测试及多次皮肤刺激性测试，产品温和无刺激，亲肤柔软。	婴童手口、玩具餐具洁净等，可随身携带
精油系列 植物精油香圈	 法国罗伯特精油，柠檬桉，香茅，薰衣草，艾叶，薄荷，茶树；硅胶	食品级硅胶材质，佩戴柔软舒适；造型多样，防水防汗。	可佩戴于手腕、脚踝等处，户外驱蚊
香茅香薰盒	 法国罗伯特49%天然香茅精油	香茅精油来源于大自然，采用蒸馏技术提取，具有温和、无刺激特点；高密度海绵内芯缓释散香，更持久；产品设计小巧便携，开盖即用，使用方便。	夏季居家，户外露营、游玩野餐

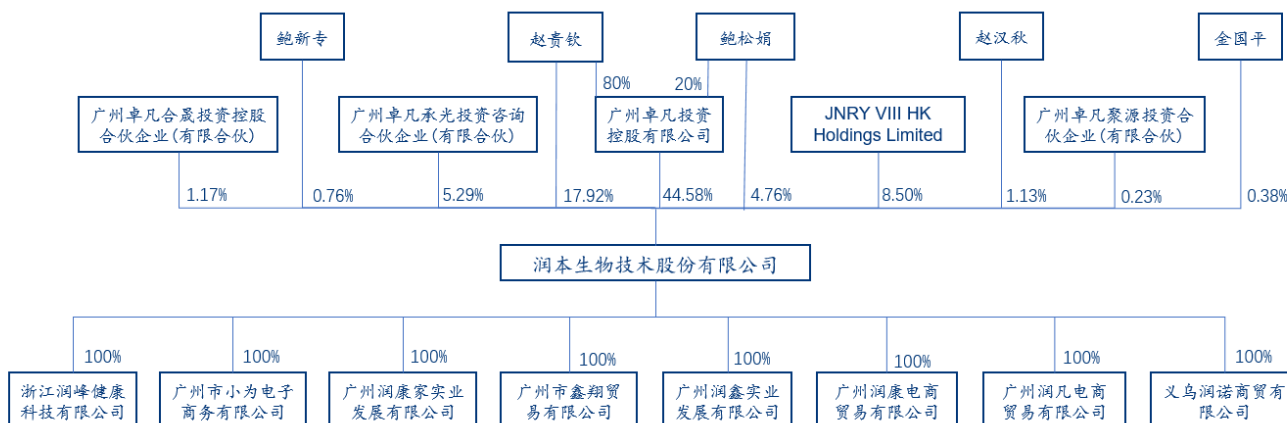
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

股权结构集中，打造员工持股平台

创始人团队持股集中，产业经验深厚。润本股份实际控制人为赵贵钦和鲍松娟夫妇，分别直接持有 17.92%、4.76%的股份，并通过卓凡投控间接持有公司 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 5.29%的股份表决权，赵贵钦和鲍松娟夫妇合计控制 72.55%的股份表决权，系公司的共同实际控制人。此外，赵汉秋（赵贵钦之父）及鲍新专（鲍松娟之兄）为赵贵钦和鲍松娟的一致行动人，分别持股 1.13%和 0.76%。赵贵钦和鲍松娟作为公司联合创始人，均拥有超过 20 年的公司经营经历；其余高级管理层来自各行各业，涉及贸易、电子商务、美术设计、财务管理、物流采购等多个维度，行业经历深厚。

两大员工持股平台有助激发积极性。公司分别于 2019 年和 2020 年设立卓凡合晟及卓凡聚源两个员工持股平台，占公司总股本比例分别为 1.17%和 0.23%，并制定了完善的员工持股平台内部流转退出机制和股权管理机制。公司实施的员工持股计划为公司吸引与保留优秀管理人才和业务骨干，提高员工对公司经营管理的参与度，增强公司凝聚力，促进员工勤勉尽责为公司长期发展服务。

图表3：润本股份股权结构图（截止至 23 年 10 月 17 日）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：润本股份高管团队履历

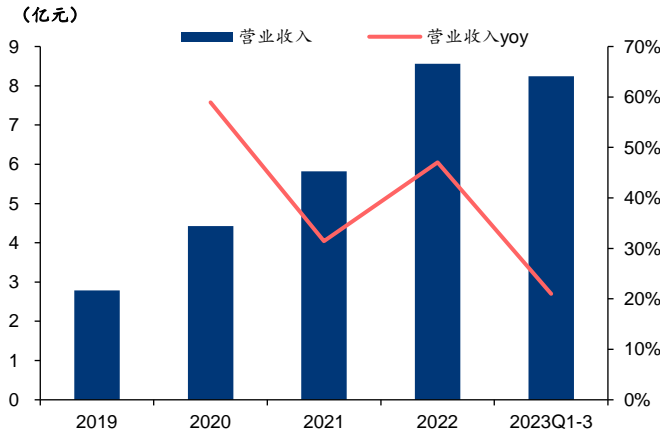
姓名	现任职位	任职履历
赵贵钦	董事长，总经理	公司实际控制人、法定代表人、董事长、总经理。曾从事个体经营，历任广州市鑫翔贸易有限公司执行董事、总经理，广东润峰经理、执行董事兼经理，广州润峰执行董事兼经理。
鲍松娟	董事，副总经理	公司实际控制人、董事、副总经理。曾从事个体经营，历任广州市中启贸易有限公司执行董事兼总经理，广东润峰监事，广州润峰监事。
林子伟	董事，电商销售中心副总监	大专学历，历任广州小为电子商务有限公司董事、总经理，广州何杜林餐饮有限公司监事。
张帆	监事会主席	本科学历，曾担任佛山市三水健力宝中学美术教师，广东缤果动漫集团有限公司高级设计师，正合奇胜品牌策划机构美术指导，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，润本股份设计总监。
王芳	监事，审计经理	本科学历，曾担任佛山市高明长松电子科技有限公司总账会计，广州市鑫翔贸易有限公司会计、财务主管、资金经理，卓凡合晟执行事务合伙人，卓凡聚源执行事务合伙人。
茹俊雄	职工代表监事，采购总监	本科学历，曾担任佐登妮丝（广州）美容化妆品有限公司采购专员，上海美颂化妆品有限公司采购主管/经理，广州品赫生物科技有限公司采购经理。
吴伟斌	财务总监兼董事会秘书	本科学历，曾担任立信会计师事务所审计员，美的集团有限公司财务经理，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、财务总监。

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

业绩高速增长，盈利能力稳中有升

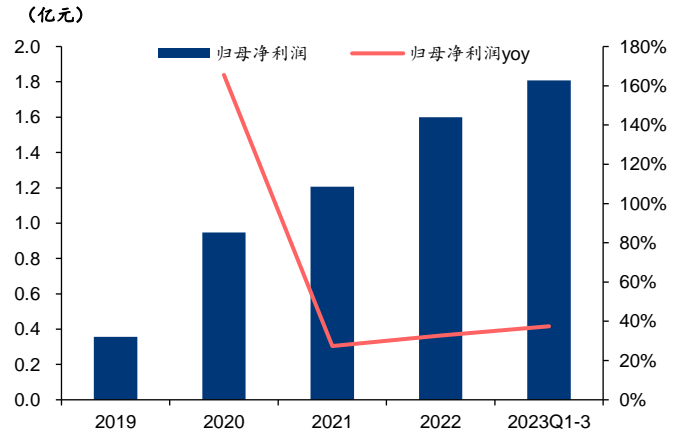
近年来营收高速增长。19-22年公司营收由2.8亿元跃升至8.6亿元，20-22年CAGR45.38%；归母净利润由0.4亿元增长至1.6亿元，CAGR64.93%。23Q1-Q3，公司营收8.24亿元/yoy21.0%，归母净利1.81亿元/yoy37.5%。根据公司2023业绩预告，预计2023年度归母净利润达到2.15亿元至2.35亿元，与上年同期相比，将增加5,495.51万元至7,495.51万元，同比增长34.34%至46.83%。

图表5：19-23Q1-3年公司营收高速增长



资料来源：Wind，华泰研究

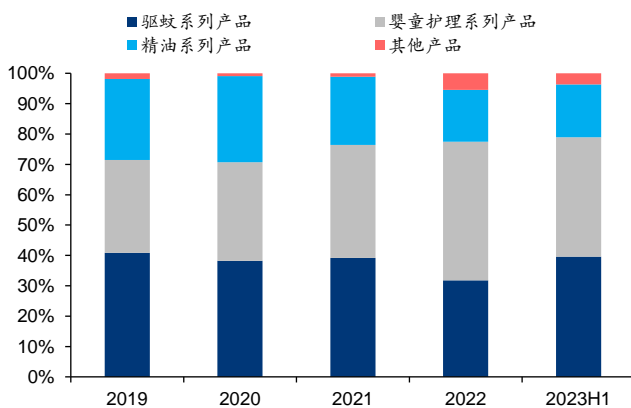
图表6：19-23Q1-3公司归母净利呈上升趋势



资料来源：Wind，华泰研究

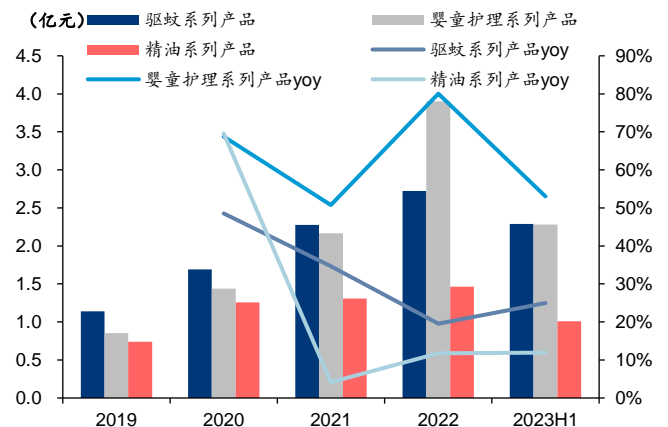
拓展婴童护理系列品类，22年营收占比首次超过驱蚊系列，23年中期略低于驱蚊。公司以驱蚊系列、婴童护理系列和精油系列产品为主线，22年营收占比分别为31.92%/45.59%/17.10%。驱蚊产品20-22年营收1.7/2.3/2.7亿元，CAGR34.89%，23H1营收2.3亿元/yoy24.97%；同时，公司不断拓展完善婴童护理系列产品品类，推出皴裂膏、润唇膏、润本叮叮舒缓棒、防皴霜等热销产品并大力拓展抖音等销售渠道，19-22年婴童护理系列营收从0.9亿元提升至3.9亿元，20-22年CAGR63.03%，23H1营收2.3亿元/53.02%。精油系列19-22年营收从0.7亿元提升至1.5亿元，CAGR为28.92%。23H1公司精油系列营收1亿元/yoy11.89%。

图表7：三大核心系列产品贡献主要营收



资料来源：Wind，华泰研究

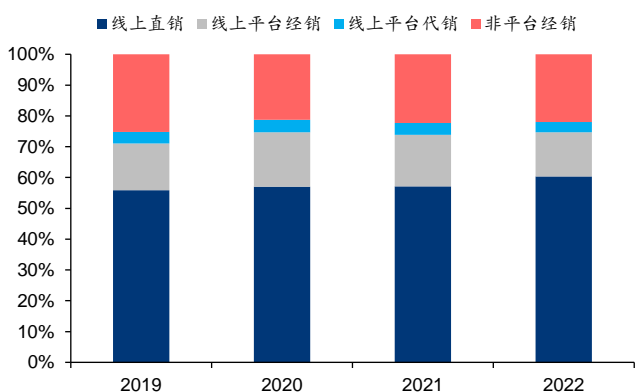
图表8：婴童护理系列产品营收增速较快



资料来源：Wind，华泰研究

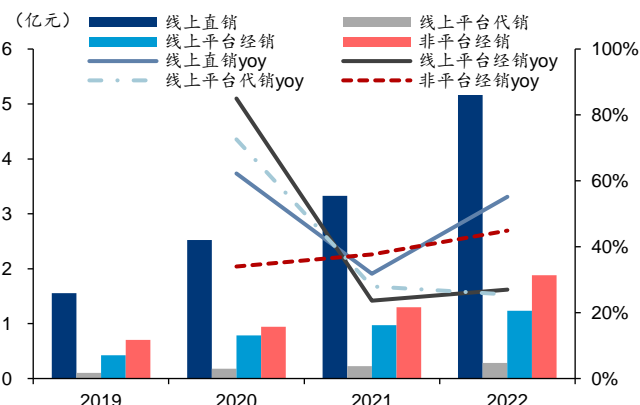
线上渠道为主，直销占比持续提升。公司主要通过线上直销（天猫、抖音、京东、拼多多等平台设自营店铺）、线上平台经销（京东自营、朴朴超市等）、线上平台代销（唯品会、杭州丁香健康管理有限公司）和非平台经销进行产品销售，22年收入占比分别为60.32%/14.42%/3.31%/21.96%。公司积极把握电商发展契机，19-22年线上直销模式保持较高增长，占比从55.85%上升至60.32%。

图表9：公司以线上渠道销售为主



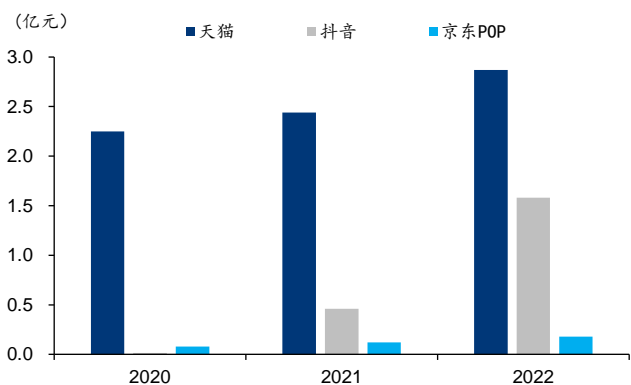
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表10：线上直销营收保持较高增长



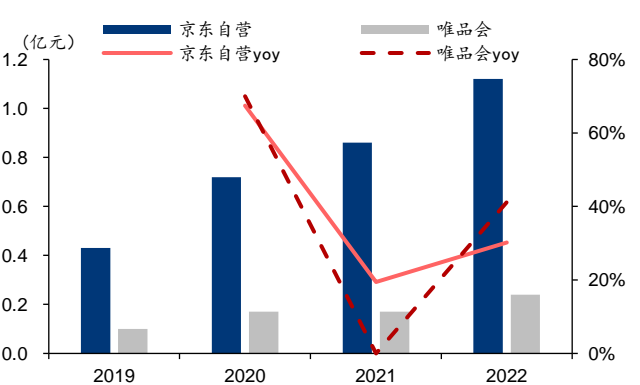
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表11：线上直销平台销售额



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

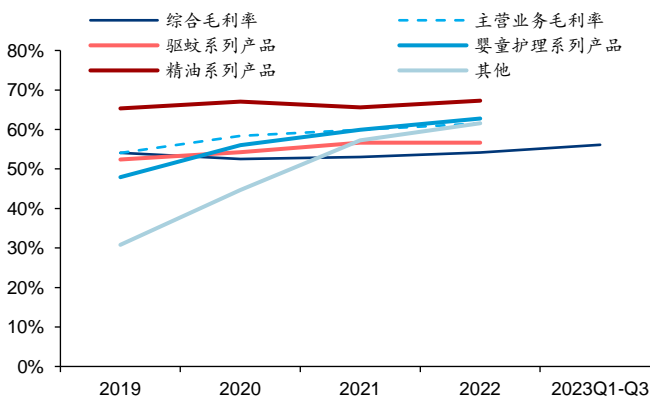
图表12：线上经销和代销平台销售额变化



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

线上渠道收入占比提升，近年来毛利率持续增长。公司19-22年的综合毛利率保持在50%以上，20年毛利率下降主要系自该年起执行新收入准则导致物流费及包装费归集科目发生变化。对该影响进行调整后，19-22年公司主营业务毛利率54.06%/58.38%/59.89%/61.53%，呈逐年上升趋势，主因公司高毛利率的线上销售占比提升。

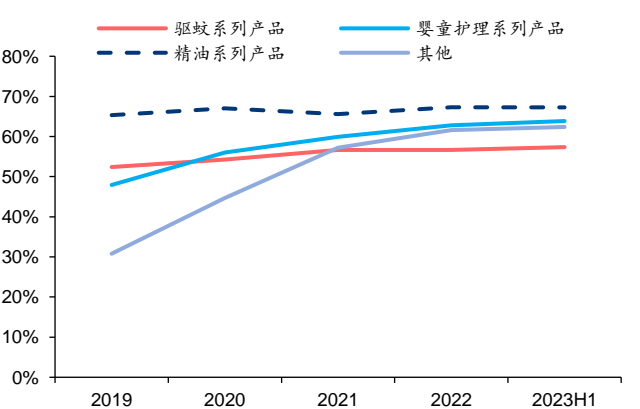
图表13：公司综合毛利率保持在50%以上



注：公司于2020年1月1日执行新收入准则，将控制权转移给客户之前发生的运输费用及线上自营发货时的包装材料费用调整至主营业务成本，此处主营业务毛利率不含“物流费及包装费”

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

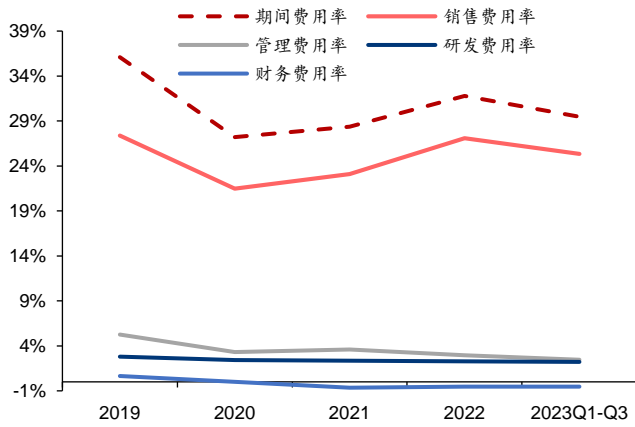
图表14：驱蚊系列、婴童护理系列毛利率持续增长



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

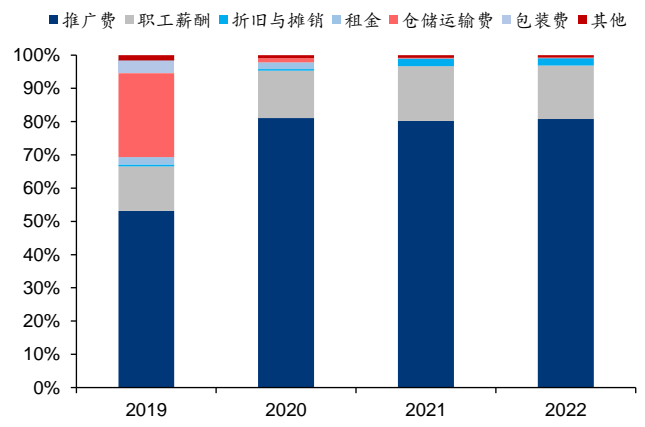
2020-23Q1-Q3, 公司期间费用率维持在 32% 以下。其中, 销售费用在总费用中占比较高。结构端来看, 随着线上渠道的发展, 公司在天猫京东等电商平台支付流量推广费用, 推广费在销售费用中的占比从 2019 年的 53.17% 跃升到 2020 年的 81.08%, 随后稳定在 80% 左右的水平。

图表 15: 2019-2023Q1-Q3 费用率水平



资料来源: Wind, 华泰研究

图表 16: 销售费用结构



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

“大品牌小品类”，产研销融合稳步提升业绩

参考借鉴：小林制药贯彻“小池大鱼”战略，做细分市场领导者

小林制药品牌前身为小林忠兵卫在 1886 年创立的“合名公司小林盛大堂”，以杂货和化妆品店为出发点，经过多年发展目前已在医药品、芳香剂、营养辅助食品（补品）、日用杂货等领域提供多种产品。公司发展历程大致分为四个阶段：1) 作为药品批发商推广大众药品（1880-1950）：作为杂货店和化妆品店创业。2) 通过融合西方文化开拓市场（1960-1980）：保留主要批发业务的同时，致力于成为制造商；开拓新的利基市场，以避免与批发合作伙伴竞争。3) 提出新的生活方式理念（1990s）：加强新产品开发，以满足未被满足的生活方式需求，并创建了众多核心品牌及全面进军海外市场 4) 开拓新的海外市场（2000s 至今）：剥离原有批发业务和医疗器械业务，促进新的核心业务进一步发展并将经营资源集中在制造业业务上。

图表17：小林制药发展历程

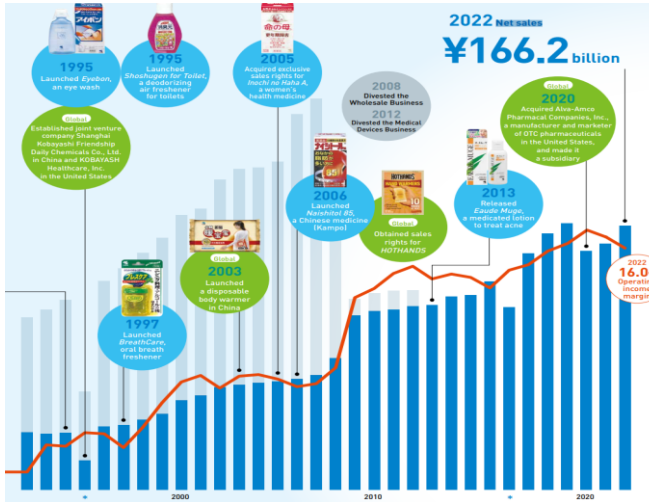


资料来源：小林制药官网，华泰研究

“小池塘”成就千亿日元大公司。22 年，小林制药销售额 1662 亿日元/yoy7.1%（约 81.2 亿人民币，2024 年 3 月 16 日汇率人民币对日元 1:20.71）。据小林制药官网，公司连续 25 年保持净利润增长，22 年净利润 200 亿日元/yoy1.6%。据砺石商业评论，目前小林制药已经占领了 95% 的日本疤痕药市场，64% 的鼻腔清洗剂市场和 57% 的女性保健品市场。

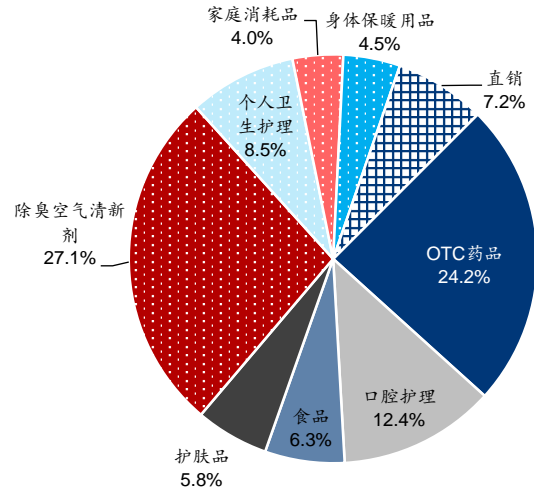
百年日企小林制药围绕核心产品系列推出个性化商品，占领细分市场。小林制药国内以医药品、空气清新剂及口腔护理为核心，国际以暖宝宝、医药品为核心，产品矩阵丰富。集团提供医药产品、口腔护理、营养辅助食品（补品）、护肤品、除臭空气清新剂、个人卫生护理和家庭消耗品七大类别产品。公司目前在国内已经形成 OTC 药品、除臭空气清新剂和口腔护理三大产品系列，20-22 年国内三大核心产品分别占净销售额的 68.2%/68.7%/63.7%。

图表18: 小林制药 2022 年销售额 1662 亿元



注: 自 2016 年 3 月财年起, 公司将财年年末从 3 月 31 日改为 12 月 31 日
资料来源: 小林制药 2022 年报, 华泰研究

图表19: 小林制药各品类占销售额比例 (2022 年)



资料来源: 小林制药 2022 年报, 华泰研究

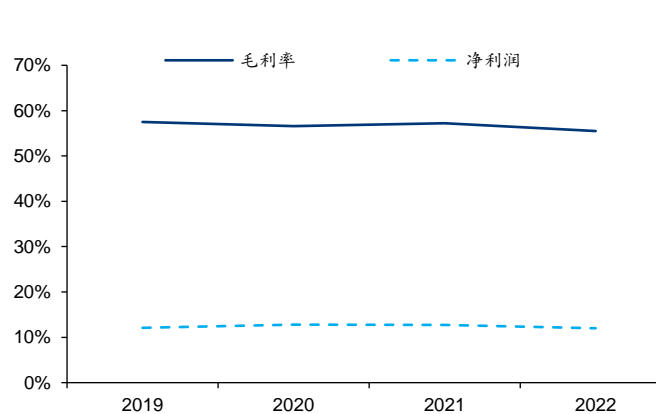
实行利基战略, 保持高利润率及市占率。小林制药贯彻“大池小鱼”战略, 努力寻找规模较小 (1 亿规模) 却颇具潜力的新兴市场, 通过远高于大市场的占有率 (50%) 从而获得更高的收入以及更加丰厚的利润。19-22 年, 小林制药毛利率始终维持在 55% 以上。

图表20: “大池小鱼”目标高市占率及高利润率



资料来源: 小林制药官网, 华泰研究

图表21: 小林制药保持高毛利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

研发能力强大, 挖掘灵感高效开发。小林制药口号为“你想到, 我做到”。据天图创投, 小林制药在内部设立了创意机制激励员工进行新产品提案。该机制从 1982 年开始一直贯彻至今, 无论任何岗位、任何职责的员工都能参与其中。小林对此专门进行了 KPI 的设置, 每年提案数量是对于管理层的重要考核之一; 同时也将“每半年在市场上推出 2 种新产品”作为硬指标。FY2023, 小林制药的员工共提交了 38700 个创意。

图表22: “你想到, 我做到”挖掘消费者需求



资料来源: 小林制药官网, 华泰研究

图表23: 小林制药持续扩大新产品市场



资料来源: 小林制药官网, 华泰研究

润本股份“大品牌小品类”与小林制药“小池大鱼”异曲同工。不同之处在于, 润本股份聚焦“大品牌”润本, 在此之下推出不同细分“小品类”产品, 而小林制药旗下拥有 157 个品牌, 分别占领不同细分市场。相同之处在于, 两家公司同样以 SKU 丰富度高、立足小品类并在细分市场持续挖掘差异化需求为特色, 润本股份推出驱蚊、婴童护理和精油三大系列产品, 覆盖多重使用场景, 满足消费者多样的需求; 小林制药注重创新研发, 针对消费者需求做到“你想到, 我做到”的开发。

产品: 物美价廉的国民品牌

践行“大品牌、小品类”, 以驱蚊产品切入, 应用场景多元化。润本践行“大品牌、小品类”的理念, 相较于同业更突出“驱蚊+婴童”概念, 树立差异化品牌形象, 秉持“为消费者美好健康生活创造价值”的企业使命, 不断满足消费者未被满足的需求和痛点。公司以驱蚊类产品作为基本盘, 迅速拓展至更为广阔的个人护理市场形成驱蚊、护理、精油三大系列产品, 覆盖居家生活、出游踏青、沐浴清洁、日常护肤等使用场景, 以满足消费者多样的绿色健康需求。

驱蚊系列: 公司核心品类, 包括电热蚊香液、蓝牙智能加热器套装及驱蚊喷雾等温和、环保类驱蚊产品, 2022 年驱蚊系列产品的 SKU 总数量为 273 个/yoy10.5%。

图表24: 公司驱蚊系列前五大单品销售集中度呈下降趋势

年份	产品销售情况						
2020	产品类别	润本电热蚊香液 45ml	润本电热蚊香液加热器 1 个装	润本电热蚊香液 50ml	润本电热蚊香片 30 片	润本多功能电蚊拍 1 个装	总计
	销售金额	12,148.58	2,533.08	1,403.44	370.23	125.72	16,581.04
	占比	27.44%	5.72%	3.17%	0.84%	0.28%	37.46%
2021	产品类别	润本电热蚊香液 45ml	润本电热蚊香液加热器 1 个装	润本电热蚊香液 50ml	润本 7%驱蚊酯驱蚊液 50ml	润本 7%驱蚊酯驱蚊液 110ml	总计
	销售金额	14,123.29	2,745.21	1,859.64	1,788.34	758.86	21,275.34
	占比	24.27%	4.72%	3.20%	3.07%	1.30%	36.56%
2022	产品类别	润本电热蚊香液 45ml	润本电热蚊香液加热器 1 个装	润本 7%驱蚊酯驱蚊液 50ml	润本电热蚊香液 50ml	润本 7%驱蚊酯驱蚊液 110ml	总计
	销售金额	17,015.39	2,776.50	2,269.33	1,191.57	1,025.81	24,278.61
	占比	19.89%	3.24%	2.65%	1.39%	1.20%	28.37%

注: 销售金额占比为销售收入及占主营业务收入比例

资料来源: 公司问询函回复公告, 华泰研究

婴童护理系列: 2022 年, 公司婴童护理系列产品销售金额占主营业务比重达到 45.59%, 主要包括皴裂膏、润唇膏、叮叮舒缓棒、婴儿爽身露、儿童洁面泡泡和婴童手口湿巾等, 2022 年销量为 6,433.69 万(瓶/盒/包), 2022 年产品的 SKU 总数量为 586 个/yoy38.9%。

图表25: 公司婴童护理系列销售收入稳步增长

年份	产品销售情况						
2020	产品类别	润本婴儿手口湿巾 80片	润本卫生湿巾 20片	润本紫草修护膏 15g	润本婴儿护唇膏 4g	润本止痒走珠冰露 18ml	总计
	销售金额	1,818.16	1,797.27	1,654.70	965.21	906.65	7,141.99
	占比	4.11%	4.06%	3.74%	2.18%	2.05%	16.13%
2021	产品类别	润本皴裂膏 15g	润本紫草修护膏 15g	润本叮叮舒缓棒 7g	润本婴儿护唇膏 4g	润本婴儿手口湿巾 80片	总计
	销售金额	2,170.95	2,101.89	2,081.02	1,663.25	1,647.90	9,665.01
	占比	3.73%	3.61%	3.58%	2.86%	2.83%	16.61%
2022	产品类别	润本皴裂膏 15g	润本婴儿防皴霜 50g	润本叮叮舒缓棒 7g	润本足跟皴裂凝露 60ml	润本婴儿润肤乳 300ml	总计
	销售金额	3,204.23	2,372.46	2,302.88	2,224.62	1,971.99	12,076.17
	占比	3.74%	2.77%	2.69%	2.60%	2.30%	14.11%

注: 销售金额占比为销售收入及占主营业务收入比例

资料来源: 公司问询函回复公告, 华泰研究

精油系列: 2020-2022年, 公司婴童护理系列产品销售金额占主营业务比重分别为 28.4%、22.5%和 17.1%, 主要包含植物精油香圈。其中润本叮叮植物精油贴 36 片 2020-2022 年销量稳定在四百万个以上。2022 年精油系列产品 SKU 总数量为 373 个/yoy20.3%。

图表26: 公司精油系列产品

年份	产品销售情况						
2020	产品类别	润本叮叮植物精油贴 36 片	润本叮叮植物精油香圈 30 条装	润本叮叮植物精油喷雾 35ml	润本叮叮植物精油扣 1 个装	润本叮叮植物精油喷雾 150ml	总计
	销售金额	3,571.86	1,690.53	1,513.53	1,281.28	1,215.99	9,273.19
	占比	8.07%	3.82%	3.42%	2.89%	2.75%	20.95%
2021	产品类别	润本叮叮植物精油贴 36 片	润本叮叮植物精油香圈 30 条装	润本叮叮植物精油贴 60 片	润本叮叮植物精油喷雾 35ml	润本叮叮植物精油喷雾 150ml	总计
	销售金额	3,981.73	2,553.38	1,415.33	959.20	899.96	9,809.60
	占比	6.84%	4.39%	2.43%	1.65%	1.55%	16.86%
2022	产品类别	润本叮叮植物精油贴 36 片	润本叮叮植物精油香圈 30 条装	润本叮叮植物精油贴 60 片	润本舒舒贴 16 片	润本叮叮香茅香薰盒 35g	总计
	销售金额	3,754.45	2,557.29	1,539.31	1,192.93	985.85	10,029.83
	占比	4.39%	2.99%	1.80%	1.39%	1.15%	11.72%

注: 销售金额占比为销售收入及占主营业务收入比例

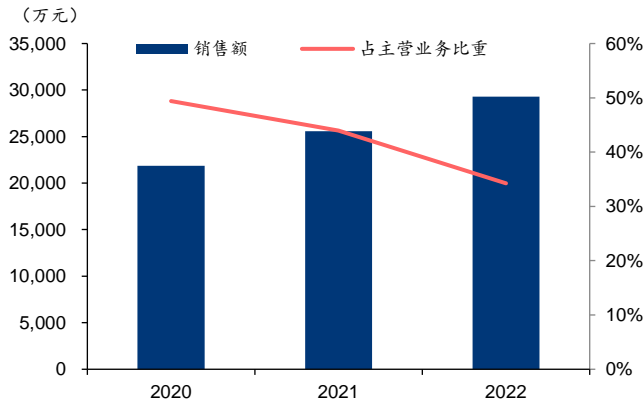
资料来源: 公司问询函回复公告, 华泰研究

热销单品产品力突出。2020-2022年, 电热蚊香液 45ml、植物精油贴 36 片、皴裂膏 15g 等在内的前五大单品的销售金额分别为 21,868.95 万、25,574.55 万元和 29,307.86 万元, 营收占主营业务比重分别达 49.40%、43.95%和 34.25%。其中第一大单品电热蚊香液 45ml 2020-2022 年占驱蚊系列产品收入比例分别为 27.44%、24.27%和 19.89%。

注重产品开发, 不断推陈出新, 培育新增长点。公司不断推出个性化差异化产品, 涉足新的细分赛道, 力求保证消费者良好的使用体验, 拓展品牌受众人群。2020-2022 年润本 SKU 总数从 759 个增长到 1331 个, CAGR32.4%。例如, 公司在 2021 年推出婴儿专用洗衣液, 配方主打温和不刺激, 2022 年洗衣液销售收入从 99.69 万增长至 3,998.26 万元, 销量由 9.4 万瓶增长至 680.84 万瓶, 在儿童内衣洗衣液细分赛道走出新一步。同时, 围绕细分方向推出驱蚊加热器、儿童清透防晒霜、啪啪手环、舒舒贴等, 持续开拓市场。

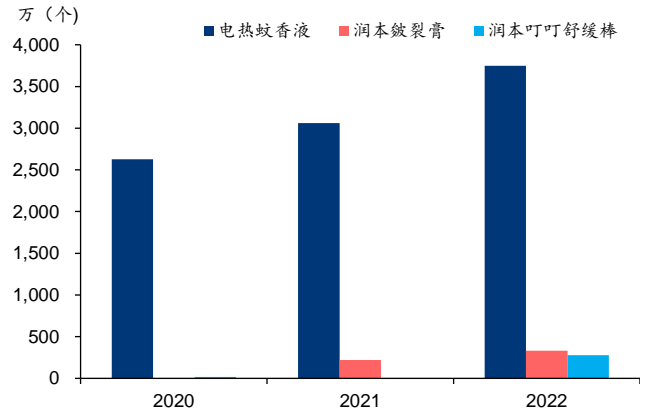
其中, 皴裂膏销量从 2020 年的 2.09 万瓶增长至 2022 年的 332.59 万瓶, 植物润唇膏 2021 年、2022 年的销量增长率分别为 100.77%、46.31%, 润本叮叮舒缓棒销量从 2020 年的 16.78 万瓶增长至 2022 年的 276.58 万瓶, 防皴霜销量从 2020 年的 24.65 万瓶增长至 2022 年的 325.83 万瓶。

图表27: 公司前五大单品(电热蚊香液 45ml 等)营收占比较高



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表28: 公司不断培育新增长点, 新品销量快速增长



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表29: 润本 2020-2022 年推出的新产品

	2020	2021	2022
驱蚊系列	多功能电蚊拍、驱蚊酯驱蚊液	电热蚊香液蓝牙智能加热器	加热器(型号: RUNBEN-4)、避蚊胺驱蚊液、羟派酯驱蚊液
婴童护理系列	皴裂膏、护唇膏、卫生湿巾、洗发沐浴露、润本叮叮舒缓棒	润唇膏、清凉喷雾、羽绒服清洁湿巾	儿童洁面泡泡、清透防晒霜
精油系列	植物精油香圈	香茅香薰盒、精油手环(闪光型)	薄荷清凉棒、啪啪手环、舒舒贴
其他		抑菌喷雾、内衣洗衣液	柠檬酸除垢剂、抗静电香氛喷雾

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

物美价廉、高性价比。 相较可比公司同类产品, 润本在保证品质的同时定价较低。根据各品牌天猫旗舰店在售产品统计得到, 驱蚊产品方面, 润本蚊香液以 0.14 元/ml 的单价位于可比公司产品的中低价格带; 婴童护理产品方面, 润本婴童面霜、身体乳均低于同类品牌启初、红色小象及薇诺娜 Baby。

图表30: 润本驱蚊产品处于中低端价格带

公司名称	品牌	产品	价格
润本股份	润本	蚊香液	0.14 元/ml
		户外驱蚊喷雾	0.18 元/ml
上海家化	六神	驱蚊花露水	0.15 元/ml
上海上美	红色小象	儿童蚊香液	0.13 元/ml
彩虹集团	彩虹	蚊香液	0.15 元/ml
朝云集团	超威	蚊香液	0.15 元/ml
上海庄臣	雷达	蚊香液	0.23 元/ml
中山榄菊	榄菊	蚊香液	0.18 元/ml

注: 根据各品牌天猫旗舰店在售产品统计整理, 可能与实际销售情况存在差异, 仅供参考。(数据截止至 2024 年 1 月 30 日)

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 华泰研究

图表31: 润本婴童护理产品处于中低端价格带

公司名称	品牌	产品	价格
润本股份	润本	婴儿舒缓霜	0.54 元/g
		儿童身体乳	0.09 元/ml
上海家化	启初	婴儿面霜	0.71 元/g
		婴儿润肤乳	0.14 元/ml
上海上美	红色小象	儿童保湿霜	1.06 元/g
		儿童身体乳	0.13 元/ml
贝泰妮	薇诺娜 Baby	儿童舒缓霜	1.38 元/g
		倍护身体乳	1.16 元/ml
郁美净	郁美净	儿童舒柔保湿霜	0.24 元/g
		儿童嫩肤露	0.24 元/g

注: 根据各品牌天猫旗舰店在售产品统计整理, 可能与实际销售情况存在差异, 仅供参考。(数据截止至 2024 年 1 月 30 日)

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 华泰研究

图表32：润本股份与可比公司对比（截止至 2023 年 12 月）

品牌名称	品牌定位	热门单品	品类特点	收入增速
润本股份	专注驱蚊、婴童护理 18 年国货品牌	润本电热蚊香液、润本皴裂膏和润本叮叮植物精油贴	分驱蚊、婴童护理和精油三大系列 22 年 SKU1331 个,20-22CAGR32.4%，SKU 集中度逐年下降	19-22 年公司营收由 2.8 亿元跃升至 8.6 亿元，20-22 年 CAGR45.38%
红色小象	分龄呵护，婴童极简护肤	南极霜、霞多丽葡萄霜、90 安心霜、男女童氨基酸洗发水	分婴童洗护、婴童护肤、孕妈系列及通用线，超过 100 款 SKU	23H1 红色小象营收 1.89 亿元 /yoy-38.2%
薇诺娜 baby	宝宝脆弱肌专业护理	宝贝舒润霜	分婴幼儿线、儿童线和专业线	2022 年薇诺娜 baby 营收 1.01 亿元，2023H1 营收 2512 万元
海龟爸爸	儿童个护防晒产品	小雪山防晒霜 SPF20、儿童防晒乳	分防晒光敏肌系列、龙胆红敏肌系列、积雪草油敏肌系列、蓝藻敏敏肌系列和童趣干敏肌系列	截至 2023 年 10 月，海龟爸爸全渠道 GMV 同比增长 122%
戴可思	新生儿和敏感肌肌肤护理	金盏花面霜、金盏花液体爽身粉、派卡瑞丁驱蚊喷雾、婴幼儿洗发沐浴露	主要分 0-3 婴幼儿系列、3+ 婴童系列、日用家清系列和孕妈护理系列	2023 上半年增速近 40%

资料来源：各公司官网，青眼，华泰研究

主打温和配方，严把产品品质。润本以驱蚊、婴童为定位，采用更温和安全的功效配方。原料方面，公司与罗伯特、德之馨、扬农化工、道达尔、默克等国内外知名原料企业合作，严格控制原材料质量，从源头确保产品品质；在产品配方的研发上，公司根据使用场景、用户需求偏好等研发产品配方，并基于化学、居民健康等方面的检测和评估确认配方，同时将自身的技术成果应用于产品生产上，保证产品品质的稳定。售前生产和售后服务方面，公司坚持精细化管理，利用信息化管理系统对生产销售多个环节进行有效记录，确保各环节产品信息的可追溯性，严把生产质量关。

瞄准驱蚊细分市场需求，“老树开新花”，差异化市场定位奠定公司发展基础。伴随着消费需求升级，驱蚊场景衍生出“安全”“无刺激”“婴童可用”等细分需求，公司推出的蚊香液等产品主打“儿童/婴儿”可用，秉持“温和配方，科学驱蚊”理念，联手“丁香医生”等专业大 V 强化品牌形象，并借势电商渠道快速发展，相较于传统蚊香品牌走出差异化道路。据洞察 IPO，润本股份与丁香医生合作，在产品介绍页面中引用丁香医生的科普内容。作为医疗科普领域的大 V，丁香医生所代表的安全、靠谱契合润本目标客群的需求；而从驱蚊与母婴两大领域，也很容易令母婴客户对润本的驱蚊产品比别家产品产生一层“安全无害”的品牌认知。

在婴童驱蚊品类建立品牌认知后，公司顺势切入婴童护理，打开新增长曲线。公司品牌名为“润本”。“润”，正如唐·杜甫佳句“随风潜入夜，润物细无声”，取润泽、润育之义，蕴意轻柔、细微地呵护。“本”，一为本草之义；二指本源、起始，寓意人生本初。借着高强度和大规模的营销策略，润本在短时间内将“婴童/母婴电热驱蚊液”这一品类与润本品牌实现强联系，在小品类中完成“品牌即品类”的认知塑造，也让润本这个品牌快速从一众品牌中脱颖而出，完成传统驱蚊品牌花费数年才建立起的消费者心智教育，不断加强品牌护城河。在此基础上，公司持续围绕婴童细分方向推出新产品，满足消费者需求。

图表33: 公司与丁香医生合作宣传



资料来源: 润本股份天猫旗舰店, 华泰研究

图表34: 润本将“婴童/母婴电热驱蚊液”与自己的品牌联系起来



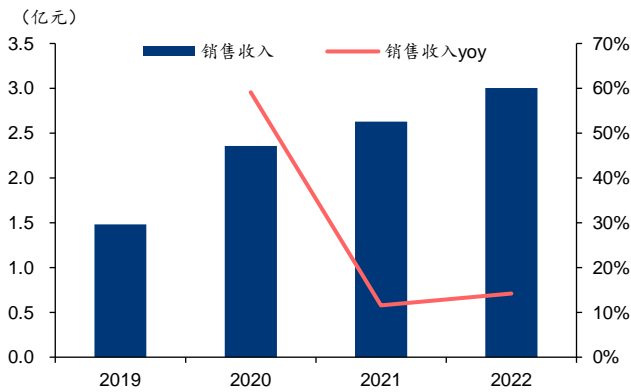
资料来源: 公司招股说明书, 公司问询函华泰研究

渠道: 线上渠道领跑, 全渠道布局打开增量空间

较早布局电商, 线上渠道为近年来增长主力驱动。2010年润本即入驻淘宝, 目前已与天猫、京东等国内成熟电商平台有多年合作基础。22年公司线上渠道收入6.7亿元, 收入占比78.04%, 19-22年CAGR47.47%。23H1公司线上渠道收入4.3亿元/yoy31.88%, 维持较快增速。

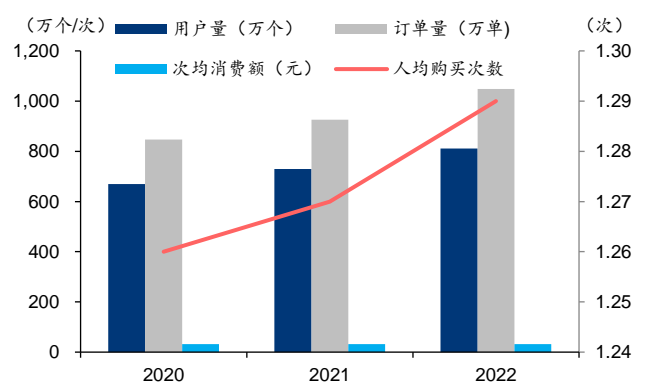
淘系: 天猫直营店为主。2019-2022年, 天猫平台直营店铺(主要为润本旗舰店和润本润峰专卖店两大店铺)销售收入从2019年的1.5亿元增长到2022年的3亿元, CAGR26.57%。2022年天猫购买群体数量810.79万个/yoy11.2%, 订单量1,047.89万单/yoy13.1%, 人均购买次数1.29次/yoy1.6%, 次均消费额31.78元/yoy-1.2%。

图表35: 公司天猫渠道历年销售收入及yoy



资料来源: 公司招股说明书, 公司问询函, 华泰研究

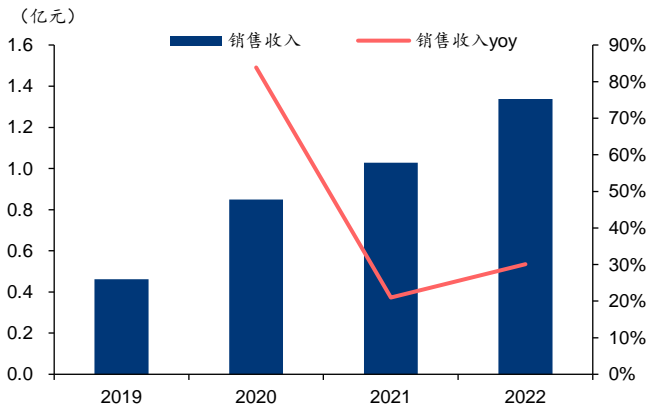
图表36: 公司天猫渠道销售稳步增长



资料来源: 公司招股说明书, 公司问询函华泰研究

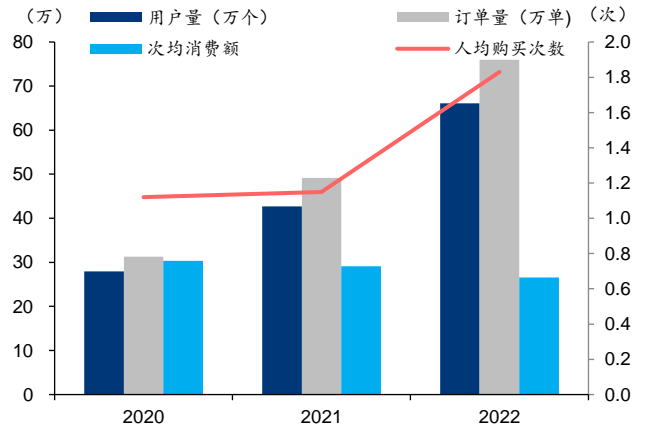
京东: 自营模式为主。2019-2022年, 京东线上销售收入从2019年的0.46亿元增长到2022年的1.34亿元, CAGR42.8%。其中, 2022年京东自营店铺购买群体数量333.23万个/yoy24.3%, 订单量373.25万单/yoy24.1%, 人均购买次数1.12次, 次均消费额49.54元/yoy4.3%; 2022年京东POP购买群体数量66.1万个/yoy54.8%, 订单量75.97万单/yoy54.6%, 人均购买次数1.83次/yoy59.1, 次均消费额26.54元/yoy-9.0%。

图表37: 公司京东渠道历年销售收入及 yoy



资料来源: 公司招股说明书, 公司问询函, 华泰研究

图表38: 公司京东 POP 销售稳步增长



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

大力拓展抖音、快手、小红书等新渠道。公司目前已布局天猫、京东、拼多多等主流第三方电商平台, 同时拓展至抖音、快手、小红书等新媒体电商平台, 通过新媒体电商平台向消费者提供优质产品。21-22年公司加大对抖音平台的推广力度, 据招股说明书, 抖音渠道总销售金额从20年的141.03万元增长至22年的15768.02万元。

23年双11润本在抖音渠道表现突出。润本抖音营销紧扣“3-5岁的宝贝都可以用、红苹果脸、换季干燥”等话语, 筛选出精准客户群, 提高用户粘性; 同时产品成分中牛油果、积雪草等成为主要卖点, 凸显产品的绿色和安全。据有米有数, 2023年9月24日到10月23日, 润本抖音官方旗舰店卖出75-100万件产品, 实现GMV2500万-5000万。润本抖音平台双十一表现仍旧亮眼, 截止11月11号零点, 润本抖音销售额在婴童驱蚊品牌榜单中排名第3, 在婴童用品品牌榜单中排名第14。快手双十一润本品牌销售额在婴童用品细分品类中排名第10。

公司规划未来重点布局线下渠道, 搭建全渠道销售网络。针对线下渠道, 公司计划以非平台经销商为纽带, 增加与各类型线下实体店的合作。截至目前, 公司非平台经销商已覆盖全国30多个省(市、自治区), 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。此外, 公司已逐步推出由子公司广州润凡直接运营的官方经销商线上订货平台, 大大提高了经销商的采购效率, 降低了沟通成本。未来, 公司将继续积极布局线下渠道, 做到线上线下相融合, 实现对消费群体的全方位覆盖, 推动公司业务规模的扩大。

产研: 重视研发创新, 募投工厂有望进一步扩大产能

科研实力强劲, 持续构建核心竞争力。驱蚊产品的技术壁垒主要为生产配方研发, 而个人护理产品的生产则需要大量前沿配方与经验积累。同时, 产品的研发要求企业具备经验丰富、人员充沛的研发团队, 并投入足够的技术支持, 新进入企业难以迅速获得大量优秀研发人才。19-22年, 公司持续加大研发投入, 研发费用由19年780万元增至22年1950万元, 研发设计人员团队由19年38人扩大至22年106人。截至23年2月28日, 公司已经取得境内有效专利71项, 其中9项为发明专利, 9项为实用新型专利, 53项为外观设计专利。

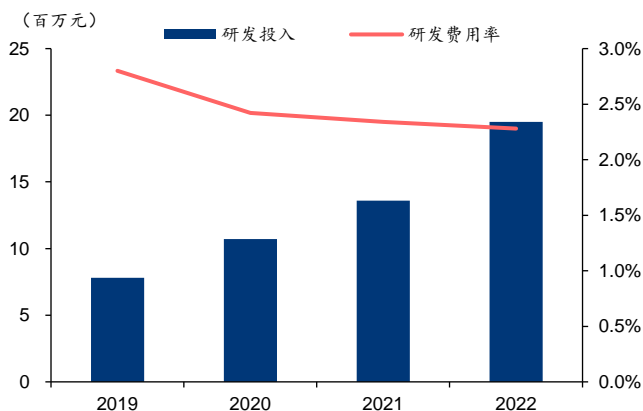
在研产品种类丰富, 24年有望发力儿童防晒。截至23年6月, 润本共拥有7项核心技术, 并以市场需求为导向积极开展产品开发, 共拥有10个在研项目, 产品品类有望进一步丰富。公司所拥有的专利及研发能力打造技术提供了公司的核心竞争力。23年12月6日, 公司已取得儿童防晒特证(国妆特字20235264), 24年儿童防晒产品亮点可期。

图表39：润本在研项目及预期目标

类别	在研项目名称	所处阶段	预期目标
婴童护理	具有长效保湿的植物提取物的应用研究	开发阶段	筛选出可持续保湿 8 小时的植物提取物，并将其应用于现有的冬季保湿产品中
	儿童防晒产品	配方已经完成	产品通过儿童防晒特征
	婴童洗护无泪配方的研究及应用	中试阶段	制备可以通过无泪测试的产品
	婴童舒缓止痒产品的开发	开发阶段	能够应用于各种剂型的婴童舒缓止痒组合物，并形成专利 you nn
	防皴裂组合物及其应用	开发阶段	防皴裂效果用植物组合物替代现有的尿素和羟乙基豚，并形成防皴裂植物组合物的专利
驱蚊	含有驱蚊酯的驱蚊凝胶	配方已经基本完成	制备安全性高、持久性好、肤感清爽不粘腻的驱蚊凝胶产品
	经派酯驱蚊产品的开发及应用	已经在申报农药登记证	制备出经派酯的驱蚊乳及驱蚊液并申报农药登记证
	薄荷二醇驱蚊液的制备及其应用	开发阶段	申报农药登记证和驱蚊液产品上市
	四氟苯菊酯气雾剂的制备及其应用	开发阶段	申报农药登记证和气雾剂产品上市
	功能型湿巾	大批量生产阶段	筛选出低泡沫的表面活性剂组合物，并制备温和不伤手的硬表面清洁湿巾以及织物表面清洁湿巾

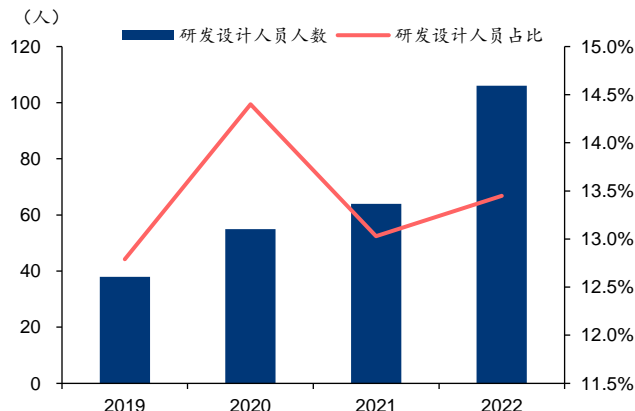
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表40：19-22 年公司研发费用持续增加



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表41：19-22 年公司研发设计团队逐渐扩大



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

秉持“绿色、健康、安全”理念，在产品配方上持续投入。公司主打新一代驱蚊产品及婴童护理等个护产品，始终坚持“为消费者美好健康生活创造价值”的品牌理想，不断在原料、配方等方面进行研发创新。例如：公司电热蚊香液等新型驱蚊产品较第二代盘式蚊香等传统产品更为环保；公司将洋甘菊、紫草、积雪草、姜根草等草本植物提取液物应用于婴童的皮肤护理产品，以天然植物提取的植物精油制作精油产品，不断研发赋能产品创新。

公司以自产为主，不断提升生产自动化与供应链智能化程度。2020-2022 年公司产能利用率分别已达到 95.24%、95.87%和 81.55%。2022 年，婴童护理系列产品自产率最高，达到 96%；驱蚊系列产品自产率稳定在 57%左右；精油系列产品自产比率略有下滑，约为 45%。此外，公司建立了相应的信息化管理流程体系，从数据抓取、系统开发、平台对接、数据分析等方面更好地服务于公司整体智能化生产和电商销售业务。

产能扩充奠定后续发展基础。公司目前已建成广州、义乌两大生产基地，建筑面积总计约 10.50 万平方米，共有 56 条自动生产线。公司拟将 IPO 募集资金 3.69 亿元用于黄埔工厂研发及产业化项目以扩充产能，公司预计建设期三年，建成后主要将新增公司个人护理类产品的产能，公司预计达产年将新增产能 6,720.00 万件，年营业收入 7.61 亿元。

图表42：润本股份生产基地



广州生产基地

占地13490m²
建筑面积34496.40m²
兴建自动化生产基地



义乌生产基地

占地22714.56m²
建筑面积70479.69m²
智能化管理，提高产能



独立科研队伍

研发中心面积1700m²
掌握独立研发技术



10万级无尘净化车间

新型自动化生产流水线
产能稳定高效



全自动分拣线

3000m²电商仓库
专业的信息化库控管理

资料来源：公司官网，华泰研究

图表43：润本股份募集资金用途

项目	项目总投资(万元)	拟使用募集资金(万元)	占比	项目概况	实施效果
黄埔工厂研发及产业化项目	36,881	36,881	40.86%	建设期3年。项目拟新建生产车间、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。	将新增公司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。有利于缓解公司产能瓶颈，优化公司产品结构，提升公司研发能力，缩短研发周期，加快研发成果转化及产业化，促进公司业务规模的持续扩张。
渠道建设与品牌推广项目	34,391	34,391	38.10%	建设期5年。拟用于公司渠道建设及“润本”品牌推广，通过开展线上平台推广和线下营销活动等方式进行渠道建设，拓展公司产品销售的辐射区域，通过广告投放、新媒体、明星代言及品牌策略咨询等方式实现品牌推广。	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	9,000	9.97%	建设期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。	有助于公司顺应行业信息化、数据化发展趋势，提升公司信息化、数字化运营水平，提高公司的运营效率和综合服务能力，从而进一步提升公司的市场竞争力。
补充流动资金	10,000	10,000	11.08%	-	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。

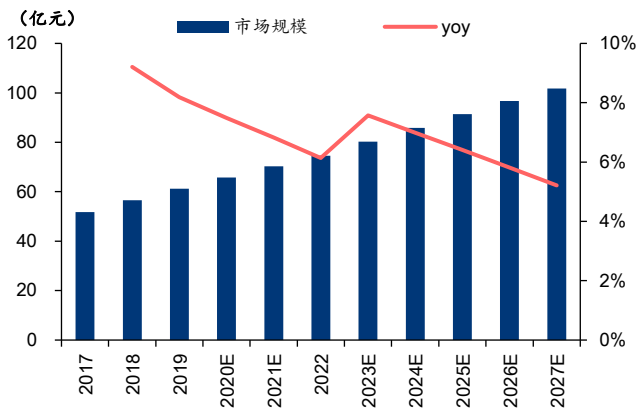
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

驱蚊、婴童护理：行业稳健增长，把握细分成长机遇

驱蚊：行业持续稳增，需求不断细化

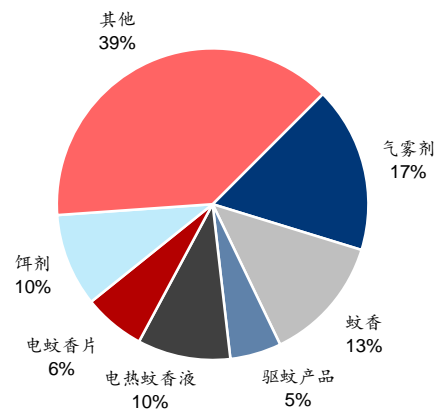
我国驱蚊行业持续稳定增长。驱蚊需求自古就有，驱蚊产品为居民日常消费品。作为居民刚需消费，驱蚊市场蕴藏着庞大潜在受众。灼识咨询数据显示，我国驱蚊（不含杀虫）市场规模由2017年的51.81亿元增长至2022年的74.59亿元，并有望在2027年达到101.70亿元。作为卫生农药范畴，驱蚊产品相关管理较为严格，目前，室内驱蚊产品已由盘香向电子化蚊香转变，电热蚊香具有安全环保、无烟无灰、高效低毒的特点。农业部数据显示，截至2021年，我国处于登记有效期的卫生杀虫剂总数为2859个。其中，气雾剂产品登记数493个，蚊香产品375个，电蚊香液/片459个，驱蚊类产品合计占比达34.5%。

图表44：中国驱蚊市场规模持续增长



资料来源：灼识咨询，华泰研究

图表45：2021年驱蚊类产品占中国已登记卫生杀虫剂比例超30%

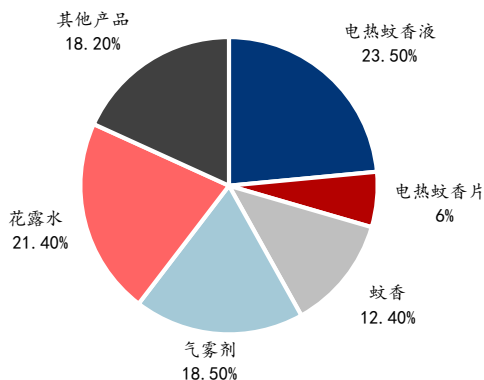


资料来源：农业部，观研天下，华泰研究

驱蚊市场消费场景不断细化。温和、便捷、个性化产品的替代效应为驱蚊行业注入新的活力。人们对蚊虫的防治理念从杀灭转变为驱避、预防，且对驱蚊产品日常使用的便捷性、个性化需求愈发强烈。电热蚊香液、驱蚊手环、驱蚊贴、驱蚊液、驱蚊灯等新型驱蚊产品应运而生，满足细分市场需求。儿童适用型驱蚊用品比成人更为注重环保性、绿色性、安全性，亦成为杀虫驱蚊市场新角逐点。

本土品牌占据主要份额。据欧睿数据，2012-2021年驱蚊杀虫市场CR5基本保持在60%左右，在2018年后集中度趋向缓慢下降。业内前五个品牌超威、雷达、榄菊、彩虹、枪手均为本土传统品牌，21年市占率分别为16%/16%/13%/8%/7%，市场份额相对固定，变化较小。2022年润本在整个驱蚊市场占据的市场份额达到5%，润本的驱蚊产品在线上渠道市场份额中占据19.9%，优势明显。

图表46：2022年中国驱蚊用品市场结构



资料来源：智研咨询，华泰研究

图表47：中国驱蚊杀虫行业各品牌市场份额

品牌	市场规模
润本	2022年驱蚊产品在整个驱蚊市场的份额约为5.0%
超威	2021年杀虫驱蚊品类营业收入11.14亿元
六神	/
雷达	/
彩虹	2022年卫生杀虫用品营业收入4.02亿元

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

婴童护理：育儿观念转变迎来多重发展机遇

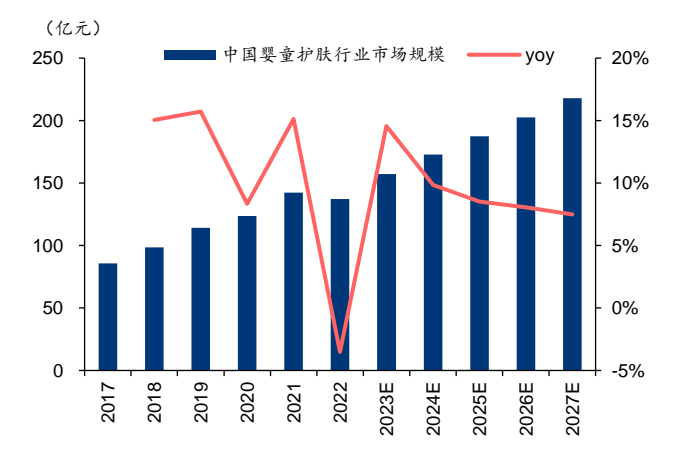
婴童护理市场规模持续扩大。据艾瑞咨询，2022年中国家庭育儿消费占家庭总消费的比例较高，47.6%的家庭育儿支出占比达25%-50%，15.6%达50%-75%。在经济发展、消费升级和科学育儿观念不断深化下，我国婴童护理市场规模仍呈现不断扩大的趋势。艾瑞咨询显示，2017-2022年中国婴童护肤行业市场规模从85.7亿元扩张至137.3亿元，受新冠疫情、线下母婴渠道关店影响，市场规模在2022年出现短暂下跌。随着社会经济逐渐恢复，艾瑞咨询预计2023年中国婴童护肤行业市场增长率达到14.6%，市场规模达到157.3亿元。

图表48：婴童护理用品包括护肤、防晒、护发、洗漱等七大类

婴童护理用品	
护肤品	儿童面霜、润肤乳、润肤液、爽身粉、热痱粉、护臀膏等
防晒用品	儿童防晒霜、防晒喷雾等
护发用品	儿童洗发水、护发素等
洗漱用品	儿童牙膏、身体乳、沐浴露、香皂等
洗衣清洁用品	婴儿洗衣皂、洗衣液等
驱蚊用品	儿童驱蚊水、驱蚊贴等
其他用品	儿童彩妆、儿童香水等

资料来源：前瞻产业研究院，华泰研究

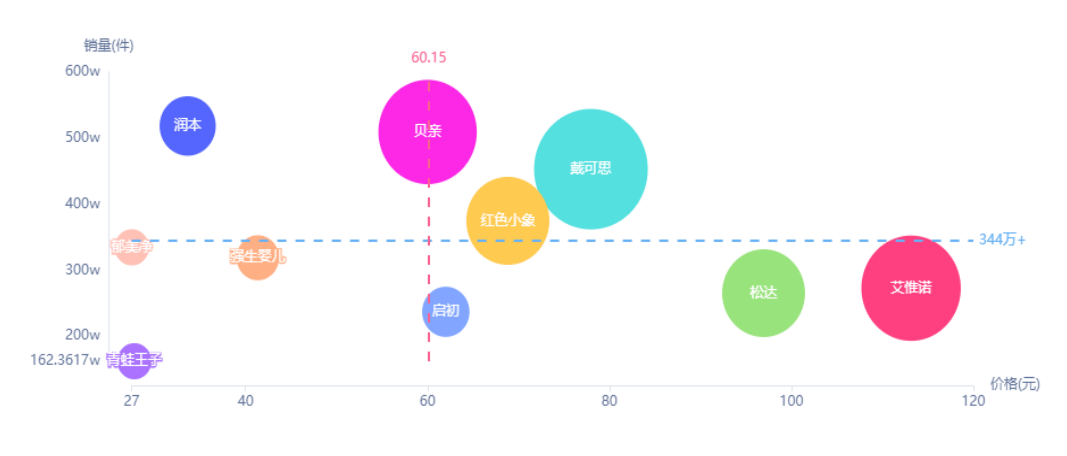
图表49：婴童护理市场规模持续扩大



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

优质国货崛起。根据解数咨询，2021年天猫婴童护理品牌销售额TOP20中，除国际品牌外，涌现出戴可思、红色小象、松达、启初众多国货品牌。美业颜究院数据显示，2022年淘系婴童护理前十品牌分布上，国货占据七席，润本拔得销量头筹。

图表50：2022年淘系婴童护理品牌TOP10销量及价格分布



资料来源：美业颜究院，华泰研究

消费者对婴童护肤品功效性关注度增长，婴童护理市场向细分化发展。根据2023年中国跨境婴童功能护肤行业趋势报告，在讨论婴童护肤产品时，宝爸宝妈最关注成分安全性，其次是配方温和和无刺激、功效效果，其中功效效果相关提及占比明显上升。在满足基础保湿、清洁、祛痱止痒等基础护肤需求外，消费者还额外关注其针对性功效。滋润、舒缓等功效受青睐，肤感、修复、防晒等功效关注度增长较快；金盏花、燕麦等成分关注度稳定增长。同时在不同年龄段，不同季节，消费者对护肤品功效都有不同的诉求。

个性化需求为新玩家带来新机遇。据春雷社，随着消费者的需求愈发多元全面，正向推动了婴童护理市场的产品正在向功效进阶、场景细分方向延展。用户的关注点不再局限于基础保湿，屏障修护、防晒、褪红、去湿疹等颇受消费者青睐。而分龄（0-3岁、3-12岁及13岁+）、分肤（普通肌、敏感肌）、分季等针对不同场景的产品亦如雨后春笋。

婴童护理赛道他山之石红色小象：品牌诞生于2015年，产品定位婴童护理，单品售价20-70元。红色小象通过大量营销，从电视广告、明星代言等多渠道触达用户，提高品牌营收。据红色小象品牌官网，2016年红色小象冠名芒果TV《妈妈是超人》，并成为湖南卫视《快乐大本营》特约合作伙伴；17年独家冠名CCTV-8黄金强档剧场；18年加大投放，赞助《了不起的孩子》，冠名《人偶总动员》；邀请赵薇、林志颖等明星做代言人；21年与超级IP迪士尼达成年度合作。据未来迹，红色小象在2019年成为“中国婴童护理第一品牌”。

16-18年终端零售额高速增长，20-21年回暖后，22年下滑。16-18年，红色小象冠名《快乐大本营》等节目、并签约林志颖，通过节目赞助、明星代言扩张品牌声量，终端零售额增速超过60%。19年红色小象增速放缓，yoy4.4%。20-21年，红色小象推出多款差异化细分爆品，如南极霜、霞多丽葡萄霜、90安心霜、牛油果植物彩妆等，终端零售额CAGR30.5%。21年红色小象终端零售额达到阶段性高点15.1亿元。22年红色小象终端零售额12.1亿元/yoy-19.3%，主要是由于2022年宏观环境及母婴护理行业竞争环境，导致线上自营及在线零售渠道销售收入减少。

细分产品线，打造爆品。红色小象致力于生产适合中国婴童肌肤的专业母婴护肤品，主要涵盖四大产品线：婴童洗护产品线、婴童护肤产品线、孕妈产品线和一般产品线。红色小象通过旗下四条产品线创建母婴产业的完备产品矩阵，针对母婴人群细分领域不同场景护肤需求，推出专属化、精细化产品。近年来，婴童洗护赛道不断朝着精细化的方向发展，红色小象也在不同时期推出了多款明星产品，如90安心霜、男女童氨基酸洗发水等。据红色小象官方公众号，90安心霜上市390天，累计销量突破19.6万瓶。

捕捉细分市场空白，不断推陈出新。2023年8月4日，红色小象正式推出“小学系列”新品。该系列涵盖小学霜、小学乳、小学洁面泡多品类产品，锚定“修护、锁水、防护、舒缓”四大核心功效，并添加自主研发的科技成果大象果油，从洗到护，一站式满足小学生在多个场景的个性化护肤需求，帮助家长解决儿童成长期的肌肤护理烦恼。

盈利预测和估值

盈利预测

收入方面，我们预计 23-25 年营收 10.55/13.78/17.93 亿元，yoy23.24%/30.58%/30.17%，核心假设如下：

分渠道看：

线上：1) 天猫：天猫平台是公司营收的主力渠道，22 年天猫平台营收占比超过 30%，增长率为 14.22%。23 年随营销策略的调整，天猫平台营收增速预计有所下降。随公司不断推出新产品，24 年天猫平台营收增速有望提升，25 年自然回落。我们预计 23-25 年公司在天猫平台的增速为 5%/17%/13%，对应营收 3.15/3.69/4.17 亿元。2) 抖音：近年公司抖音迅速崛起（22 年增速 241.5%），未来有望进一步放量，提升整体营收占比。23 年考虑基数扩大以后增速回落，基数扩大后，公司有望继续抓住抖音流量红利，加大在抖音平台的营销推广力度，开拓抖音平台市场份额，24-25 年维持较快增长，预计 23-25 年增速达到 30%/43%/42%，对应营收规模 2.05/2.93/4.16 亿元。3) 京东：京东近年增速相对可观。考虑京东增长较稳定，预计京东平台 23-25 年增速为 15%/17%/15%。4) 拼多多：考虑到拼多多平台基数较小，23 年基数扩大以后增速回落。随公司不断加大在拼多多平台的营销推广力度，24 年拼多多平台有望高速增长，25 年自然回落。我们预计 23-25 年公司在拼多多平台上的增速为 30%/100%/80%，对应营收 0.17/0.35/0.63 亿元。

线下：公司线下销售渠道主要为非平台经销商，21/22 年非平台经销商客户数量为 270/248 家，2022 年数量下降主要是因为公司优化客户体系，减少与部分规模较小的经销商合作。润本不断布局线下渠道，包括屈臣氏、WOW COLOUR 等，积极推进与大客户的合作，我们预计 23-25 年公司线下经销、代销渠道将保持 50%/40%/40%的稳定增长。

毛利率方面，综合考虑公司产品结构持续升级以及毛利率持续优化，我们预计 23-25 年线上渠道毛利率为 59.0%/60.0%/62.0%，略有上升；考虑屈臣氏以及各大商超等线下渠道的产品折扣力度相对较小，同时规模效应一定程度上有利于提升毛利率，且公司重点布局线下渠道固定成本有所增加，预计 23-25 年线下销售渠道毛利率为 38.0%/38.3%/39.0%；综合预计 23-25 年公司毛利率为 53.39%/53.78%/54.91%。

费用率方面，1) 考虑到公司目前正在积极布局线上线下渠道，不断加大抖音等平台营销推广力度，22 年销售费用率相比 21 年上升 4pct。23 年 Q1-Q3 同比有所回落，未来公司边际销售费用率仍会保持上升趋势，直到构建起相对成熟的销售渠道后再自然下降，预计 23-25 年销售费用率为 26.0%/27.0%/27.7%；2) 考虑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同向匹配，且公司无披露额外开支，预计未来管理费用率与当前水平相当，以最近 2 年均值计算得 23-25 年管理费用率为 2.6%/2.7%/2.7%。3) 20-22 年公司研发费用在不断提升，占营收的比重略有下降，但润本不断加码研发技术创新，提升产品力，研发费用率预计将呈现上升趋势。预计 23-25 年研发费用率为 2.22%/2.32%/2.32%。

图表51：公司分渠道盈利预测

单位：亿元（除特别指明外）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	5.82	8.56	10.55	13.78	17.93
线上销售	4.52	6.68	7.73	9.83	12.41
抖音	0.46	1.58	2.05	2.93	4.16
天猫	2.63	3.00	3.15	3.69	4.17
京东	1.03	1.34	1.54	1.80	2.07
拼多多	0.05	0.13	0.17	0.35	0.63
其他	0.35	0.63	0.82	1.06	1.38
线下销售	1.30	1.88	2.82	3.95	5.53
自营	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非平台经销	1.30	1.88	2.82	3.95	5.53
总收入增速		47.06%	23.24%	30.58%	30.17%
线上销售		47.79%	15.72%	27.14%	26.23%
抖音		241.50%	30.00%	43.00%	42.00%
天猫		14.22%	5.00%	17.00%	13.00%
京东		30.06%	15.00%	17.00%	15.00%
拼多多		157.36%	30.00%	100.00%	80.00%
其他		78.28%	30.00%	30.00%	30.00%
线下销售		44.62%	50.00%	40.00%	40.00%
自营		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
非平台经销		44.62%	50.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表52：公司毛利率及费用率预测

毛利率及费用率预测(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总毛利率	53.10%	54.21%	53.39%	53.78%	54.91%
线上销售	57.30%	58.83%	59.00%	60.00%	62.00%
线下销售	38.39%	37.58%	38.00%	38.30%	39.00%
销售费用率	23.09%	27.09%	26.00%	27.00%	27.70%
管理费用率	3.60%	2.95%	2.60%	2.70%	2.70%
研发费用率	2.34%	2.28%	2.22%	2.32%	2.32%
财务费用率	-0.65%	-0.54%	-2.80%	-3.64%	-3.16%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值

我们预计 23-25 年公司 EPS0.55/0.71/0.92 元，24 年可比公司 Wind 一致盈利预测 PE27 倍，公司处于快速增长阶段，给予 24 年 30 倍 PE，目标价 21.30 元，首次覆盖给予增持评级。

图表53：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	市盈率 PE(TTM)	2024 PE	2025 PE
603605 CH	珀莱雅	378.39	35.43	26.68	21.81
688363 CH	华熙生物	301.10	37.27	30.17	24.81
600315 CH	上海家化	130.11	23.53	17.79	15.44
603983 CH	丸美股份	124.15	54.45	32.35	26.16
	平均值	233.44	37.67	26.75	22.06

注：可比公司皆为 Wind 一致盈利预测；交易数据截止 2024 年 3 月 15 日；

资料来源：Wind，华泰研究；

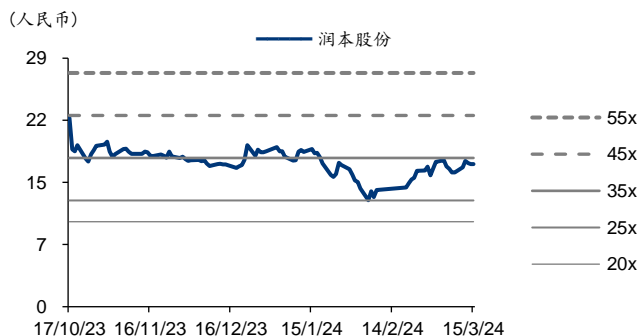
风险提示

线上增速放缓。公司主要通过天猫及抖音平台进行销售，如果未来无法与平台保持较好的合作或平台销售政策发生变化，公司业绩将会受到较大冲击。

新产品推出较慢。公司驱蚊系列产品销售额在销售总额中占比较大，对热销单品依赖性强。如果公司未来无法基于消费者需求的变化及时推出新产品，将会影响公司的增长速度。

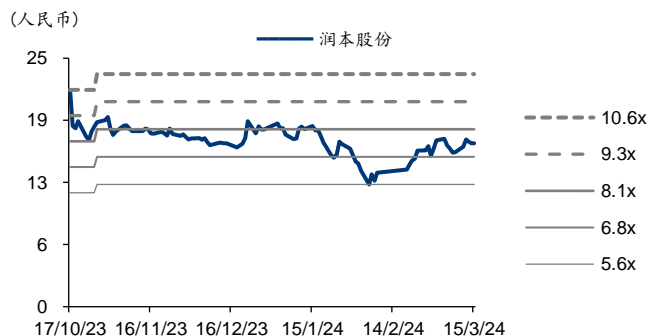
市场竞争加剧。若市场竞争加剧，可能给公司研发与销售端带来压力，或将导致销售费用率超预期上升，最终影响公司整体业绩水平。

图表54: 润本股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表55: 润本股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	344.36	510.04	1,771	1,986	2,292
现金	206.19	368.21	1,627	1,774	2,064
应收账款	2.34	1.19	3.17	2.53	4.88
其他应收账款	1.39	5.94	3.09	8.70	6.65
预付账款	11.39	7.65	15.81	14.83	25.06
存货	56.90	102.71	97.45	161.70	167.40
其他流动资产	66.15	24.33	24.33	24.33	24.33
非流动资产	301.98	315.38	357.51	441.06	544.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	190.43	264.24	300.49	381.63	480.09
无形资产	19.88	19.36	18.32	17.26	16.21
其他非流动资产	91.67	31.77	38.70	42.17	47.89
资产总计	646.34	825.42	2,128	2,427	2,836
流动负债	75.52	96.60	123.34	134.32	171.05
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	46.37	47.63	70.26	82.38	111.45
其他流动负债	29.14	48.97	53.09	51.94	59.60
非流动负债	9.18	6.23	6.23	6.23	6.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	9.18	6.23	6.23	6.23	6.23
负债合计	84.69	102.83	129.58	140.55	177.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	343.90	343.90	404.59	404.59	404.59
资本公积	101.69	102.59	1,097	1,097	1,097
留存公积	116.05	276.09	497.27	785.58	1,158
归属母公司股东权益	561.65	722.59	1,999	2,287	2,659
负债和股东权益	646.34	825.42	2,128	2,427	2,836

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	138.65	165.32	236.05	200.93	363.58
净利润	120.65	160.04	221.17	288.32	372.29
折旧摊销	10.53	19.77	19.15	22.01	29.48
财务费用	(3.78)	(4.61)	(29.51)	(50.10)	(56.68)
投资损失	(1.96)	(2.05)	(2.00)	(2.03)	(2.01)
营运资金变动	7.21	(6.18)	27.24	(57.26)	20.50
其他经营现金	6.01	(1.66)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(164.14)	9.53	(59.28)	(103.53)	(130.60)
资本支出	(152.03)	(40.65)	(59.12)	(102.10)	(128.83)
长期投资	(14.43)	48.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2.32	2.19	(0.16)	(1.43)	(1.77)
筹资活动现金	188.39	(9.39)	1,082	50.10	56.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	240.83	0.00	60.69	0.00	0.00
资本公积增加	(15.58)	0.90	994.10	0.00	0.00
其他筹资现金	(36.86)	(10.28)	26.99	50.10	56.68
现金净增加额	163.15	165.47	1,259	147.51	289.67

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	582.15	856.09	1,055	1,378	1,793
营业成本	273.34	392.15	491.78	636.71	808.58
营业税金及附加	6.83	8.88	11.66	14.75	19.51
营业费用	134.44	231.91	274.30	371.95	496.74
管理费用	20.95	25.30	27.43	37.20	48.42
财务费用	(3.78)	(4.61)	(29.51)	(50.10)	(56.68)
资产减值损失	(2.41)	(1.13)	(2.88)	(2.79)	(4.27)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.96	2.05	2.00	2.03	2.01
营业利润	140.89	185.80	258.30	336.95	435.79
营业外收入	1.00	2.47	1.74	2.11	1.92
营业外支出	0.26	0.00	0.13	0.07	0.10
利润总额	141.63	188.27	259.91	338.99	437.61
所得税	20.98	28.23	38.74	50.67	65.32
净利润	120.65	160.04	221.17	288.32	372.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	120.65	160.04	221.17	288.32	372.29
EBITDA	148.57	202.62	249.22	310.03	409.57
EPS (人民币, 基本)	0.36	0.47	0.55	0.71	0.92

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	31.46	47.06	23.24	30.58	30.17
营业利润	27.88	31.88	39.02	30.45	29.33
归属母公司净利润	27.38	32.66	38.19	30.36	29.13
获利能力 (%)					
毛利率	53.05	54.19	53.39	53.78	54.91
净利率	20.72	18.69	20.96	20.93	20.76
ROE	29.72	24.92	16.26	13.46	15.05
ROIC	50.26	45.02	54.36	48.90	55.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.10	12.46	6.09	5.79	6.25
净负债比率 (%)	(36.08)	(50.57)	(81.38)	(77.57)	(77.61)
流动比率	4.56	5.28	14.36	14.79	13.40
速动比率	3.52	3.97	13.31	13.35	12.18
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.16	0.71	0.60	0.68
应收账款周转率	227.44	484.01	484.01	484.01	484.01
应付账款周转率	9.17	8.34	8.34	8.34	8.34
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.40	0.55	0.71	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.41	0.58	0.50	0.90
每股净资产(最新摊薄)	1.39	1.79	4.94	5.65	6.57
估值比率					
PE (倍)	55.87	42.12	30.48	23.38	18.11
PB (倍)	12.00	9.33	3.37	2.95	2.53
EV EBITDA (倍)	43.63	31.42	20.49	15.99	11.40

免责声明

分析师声明

本人, 孙丹阳、林寰宇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师孙丹阳、林寰宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司