

婴童个护：驱蚊婴童赛道有望再添新军

华泰研究

2023年8月14日 | 中国内地

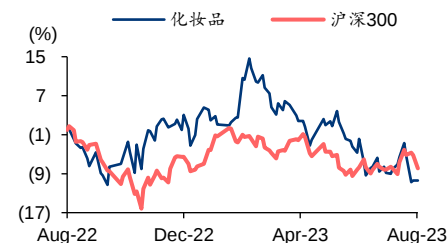
专题研究

化妆品

增持（维持）

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. BQO796	+(86) 755 8249 2388

行业走势图



资料来源：华泰研究

驱蚊、婴童赛道需求日益多元化，有望酝酿新机遇

驱蚊、个人护理市场不断发展，根据不同的使用对象、使用场景等，消费者需求不断细分化，衍生出众多细分品类发展机遇。已有多家上市企业布局驱蚊/婴童领域，发力细分领域新品。2023年8月3日，证监会同意润本股份首次公开发行股票注册，驱蚊婴童赛道有望再添新军。公司坚持“大品牌、小品类”的差异化经营战略，不断发现消费者未被满足的需求与痛点，专注于细分市场。其产品已覆盖居家生活、出游踏青、四季护肤、沐浴清洁等多元应用场景。

驱蚊：个性化需求提升，“老树”有望开“新花”

据灼识咨询，19年我国驱蚊杀虫市场零售额84.34亿元，16-19年CAGR7.96%，其预计24年市场零售额可达120.06亿元。据欧睿，2021年驱蚊杀虫市场CR5在60%左右，超威、雷达、榄菊、彩虹、枪手均为本土传统品牌。2018年后行业集中度趋向缓慢下降。伴随消费者对蚊虫的防治理念从杀灭转变为驱避、预防，驱蚊产品使用便捷性、个性化需求提升，电热蚊香液、驱蚊液等温和、便捷类驱蚊产品正逐步替代传统型驱蚊产品，从而为新玩家带来弯道超车机遇。

婴童护理：新生代父母引领消费升级，优质国货有望崛起

尽管自2016年以来出生率下跌，但母婴人群基数仍然庞大。16-21年中国婴童护理产品市场规模从170.7亿元扩张至320.7亿元，CAGR13.6%（欧睿），2021年中国母婴消费人群中90后占比已超过60%（艾瑞），新生代父母对产品的品质、成分、配方、设计、颜值、功能等方面都提出更高阶需求，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。美业研究院数据显示，2022年淘系婴童护理前十品牌分布上，国货占据七席，抢占外资品牌份额。

已有多家上市企业布局驱蚊/婴童领域

上海家化：个护品牌六神已初步实现了花露水的多场景应用，驱蚊、清凉、止痒、居家和外出均有渗透率的提升；母婴护理品牌启初建立了专业婴童护理专家形象。贝泰妮：旗下薇诺娜宝贝以儿童皮肤科学为基础，依托云南丰富的资源提取植物精粹，匠心构筑“宝宝脆弱肌专业护理”理念，致力打造守护婴幼儿肌肤健康的专业皮肤学级护肤品牌。朝云集团：一站式多品类加剧护理、宠物产品及个人护理平台，旗下拥有杀虫驱蚊品牌超威、专业儿童适用杀虫驱护品牌贝健等。

润本股份：“大品牌、小品类”的差异化经营战略

2006年润本品牌成立，以线下经销模式为主，2010年进军天猫，2019年以来伴随线上渗透率提升高速增长，22年公司营收/归母净利达8.6/1.6亿元，19-22年CAGR45.38%/64.93%。公司围绕母婴群体打造驱蚊、护理、精油三大系列产品，并围绕细分方向推出驱蚊加热器、儿童清透防晒霜、啪啪手环、舒舒贴等新品，持续挖掘细分需求，开拓新市场。22年公司驱蚊系列、婴童护理系列和精油系列产品营收占比分别为31.92%/45.59%/17.10%。2023年8月3日，证监会同意公司首次公开发行股票注册。

风险提示：驱蚊婴童行业市场竞争加剧；市场增长放缓；新企业上市进展不顺；对提及公司的信息是来自客观信息的整理，不代表对公司的研究覆盖和推荐。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

驱蚊、婴童护理：行业稳健增长，把握细分成长机遇	4
驱蚊：行业持续稳增，需求不断细化	4
婴童护理：育儿观念转变迎来多重发展机遇	6
润本股份：优质的驱蚊个护国货品牌	9
股权结构集中，设立员工持股平台充分激励	10
管理团队多元化	10
业绩高速增长，盈利能力稳中有升	11
“大品牌小品类”，产研销融合稳步提升业绩	14
产品：绿色健康国货定位，高性价比差异竞争	14
渠道：线上渠道领跑，全渠道布局打开增量空间	15
产研：加码研发技术创新，募投工厂有望进一步扩大产能	16
募投：提升产能、研发能力，进一步拓展渠道及推广品牌	18
红色小象：精细化打造母婴护理全链路产品	19
销售：营收稳定增长	19
洞察需求细分布局，打造品牌“简护”理念	19
渠道端：多触点打造私域+线下零售深化	20
戴可思：安全+有效+天然，满足中国宝宝需求	21
启初：细分+专业+创新的一站式护肤	22
薇诺娜宝贝：专业婴幼儿护理品牌	24
风险提示	25
报告提及公司一览	26

图表目录

图表 1：驱蚊产品发展历程	4
图表 2：中国驱蚊杀虫市场规模持续增长	4
图表 3：2021 年驱蚊类产品占中国已登记卫生杀虫剂比例超 30%	4
图表 4：16-19 年杀虫驱蚊类产品复合增长率对比	5
图表 5：驱蚊行业儿童类产品市场规模增速快	5
图表 6：2021 年中国驱蚊杀虫行业各品牌市场份额	5
图表 7：我国人口出生率近年来变化情况	6
图表 8：我国育龄妇女生育意愿下降	6
图表 9：婴童护理用品包括护肤、防晒、护发、洗漱等七大类	6
图表 10：婴童护理市场规模持续扩大	6
图表 11：2021 年天猫婴童护理品牌 TOP20	7
图表 12：2022 年淘系婴童护理品牌 TOP10 销量及价格分布	7
图表 13：母婴消费市场线上占比不断提升	7
图表 14：2021 年母婴消费者主要关注安全性、品质及实用性	7
图表 15：2021 年中国母婴消费人群中 90 后（20-31 岁）占比 60.6%	8
图表 16：2021 年中国母婴消费人群中近 80%为本科以上学历	8
图表 17：母婴消费人群更愿意为品质和颜值付费	8
图表 18：润本股份发展历程	9

图表 19: 润本产品应用场景丰富	9
图表 20: 上市前润本股份股权结构图	10
图表 21: 润本股份高管团队履历	10
图表 22: 19-22 年公司营收高速增长	11
图表 23: 19-22 年公司归母净利润持续增长	11
图表 24: 三大核心系列产品贡献主要营收	11
图表 25: 婴童护理系列产品营收增速较快	11
图表 26: 公司以线上渠道销售为主	12
图表 27: 线上直销营收保持较高增长	12
图表 28: 公司第二、三季度营收占比较高	12
图表 29: 非平台经销收入以华东地区为主	12
图表 30: 公司毛利率保持在 50% 以上	13
图表 31: 线上直销保持高毛利率水平且持续增长	13
图表 32: 19-22 年公司期间费用率	13
图表 33: 22 年公司净利率稍有下滑	13
图表 34: 润本品牌产品系列	14
图表 35: 润本驱蚊产品处于中低端价格带	15
图表 36: 润本婴童护理产品处于中低端价格带	15
图表 37: 公司销售以线上渠道为主	16
图表 38: 公司天猫和京东渠道销售收入上升	16
图表 39: 公司 19-22 年线上推广费用增加	16
图表 40: 公司 20-22 年抖音渠道销售额快速增长	16
图表 41: 润本主要核心技术情况	16
图表 42: 润本在研项目及预期目标	17
图表 43: 19-22 年公司研发费用持续增加	17
图表 44: 19-22 年公司研发设计团队逐渐扩大	17
图表 45: 22 年主要产品各生产方式生产量	17
图表 46: 19-22 年公司产品产能利用率	17
图表 47: 润本股份募集资金用途	18
图表 48: 2022 年起淘系销售额月度变化	19
图表 51: 2022 年起启初淘系销售额月度变化	22
图表 52: 临床检测数据验证产品有效性	24
图表 53: Dermatest 五星认证产品安全性	24
图表 54: 薇诺娜宝贝 (Winona Baby) 产品矩阵不断丰富	25
图表 55: 自 22Q3 以来薇诺娜宝贝天猫销售额快速增长	25
图表 56: 品牌系列产品满足差异化需求	25
图表 57: 报告涉及公司	26

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

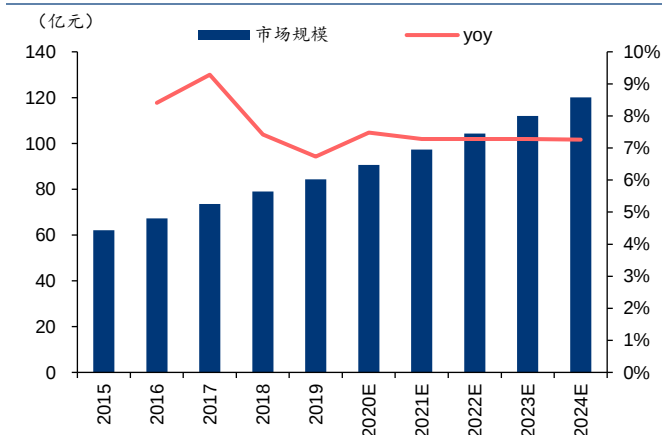
我国驱蚊行业持续稳定增长。驱蚊需求自古就有，驱蚊产品为居民日常消费品。目前，室内驱蚊产品已由盘香向电子化蚊香转变，电热蚊香具有安全环保、无烟无灰、高效低毒的特点。农业部数据显示，截至 2021 年，我国处于登记有效期的卫生杀虫剂总数为 2859 个。其中，气雾剂产品登记数 493 个，蚊香产品 375 个，电蚊香液/片 459 个，驱蚊类产品合计占比达 34.5%。根据灼识咨询数据，我国驱蚊杀虫市场零售额由 2015 年的 62.09 亿元增至 2019 年的 84.34 亿元，CAGR7.96%；预计 2024 年市场零售额达 120.06 亿元。

图表1：驱蚊产品发展历程

时间	范围	产品	原理	优点	缺点	价格
1960 年代	室内	盘香	明火点燃热源，在长时间内不断地、均衡地将杀虫药剂（除虫菊酯）释放	驱蚊效果明显	释放烟雾、有异味、不宜连续长时间使用	9.9-12.9 元 /40 盘
1980 年代	室内	固体电热蚊香	通过电加热产生温度，使药片中的有效成份（除虫菊酯）挥发到空间	无烟、安全卫生、高效低毒	药片挥发较快，需每天更换	10.5-18.0 元 /40 片
	室外	驱蚊液、驱蚊花露水	添加化学成分避蚊胺（DEET）、驱蚊酯（IR3535）	清洁高效、气味芳香	浓度低持续性有限，浓度过高则有刺激性	10-15.5 元 /100ml
21 世纪	室内	液体电热蚊香	电加热恒温器，瓶中药液经过多孔质吸液芯棒被吸到棒上端后，受热挥发	安全环保、无烟无灰、清洁高效，不需要频繁更换药剂	不宜连续长时间使用	8.8-16.4 元 /40ml
	室外	驱蚊贴、驱蚊手环	避蚊胺、驱蚊酯经过工艺，处理涂抹在贴纸或手环上	便携、温和和安全	持续性有限	19.9-48 元 /30 只

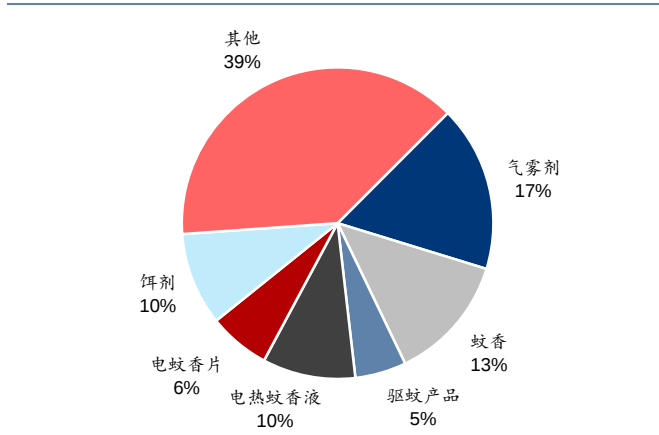
资料来源：观研天下，华泰研究

图表2：中国驱蚊杀虫市场规模持续增长



资料来源：灼识咨询，朝云集团招股说明书，华泰研究

图表3：2021 年驱蚊类产品占中国已登记卫生杀虫剂比例超 30%

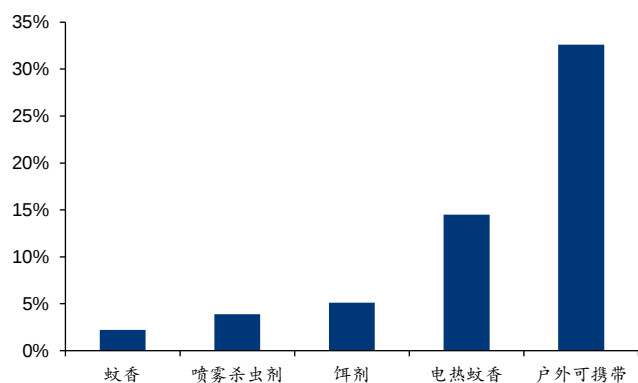


资料来源：农业部，观研天下，华泰研究

用户需求转变推动驱蚊市场蓬勃发展，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。目前电热蚊香液、驱蚊液等温和、便捷类驱蚊产品正逐步替代传统型驱蚊产品。智研咨询数据显示，电热蚊香液是目前国内驱蚊用品市场最大的细分品类，22 年电热蚊香液规模为 34.93 亿元。受益于户外出行盛行，户外驱蚊市场发展前景持续向好，根据观研天下，用于户外出行的新兴可携带驱蚊产品基数小、增速快，其零售额 16-19 年 CAGR 达 32.6%，预计 19-24 年 CAGR 为 16.4%。

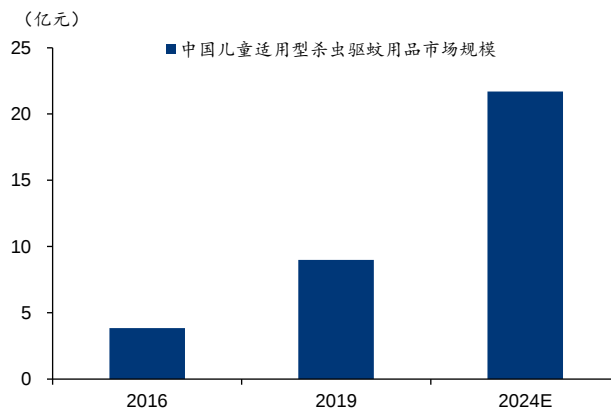
安全性、绿色性成为行业发展趋势。随着人们消费水平不断提高，对驱蚊用品要求也不断提高，尤其是儿童适用型驱蚊用品比成人更为注重环保性、安全性，该细分品类的市场规模也呈持续扩大的趋势。根据观研天下，儿童类驱蚊产品市场规模从 2016 年 3.85 亿元增长至 2019 年的 9 亿元，CAGR 为 32.72%，预计 2024 年市场规模将达到 21.7 亿元。

图表4：16-19年杀虫驱蚊类产品复合增长率对比



资料来源：观研天下，华泰研究

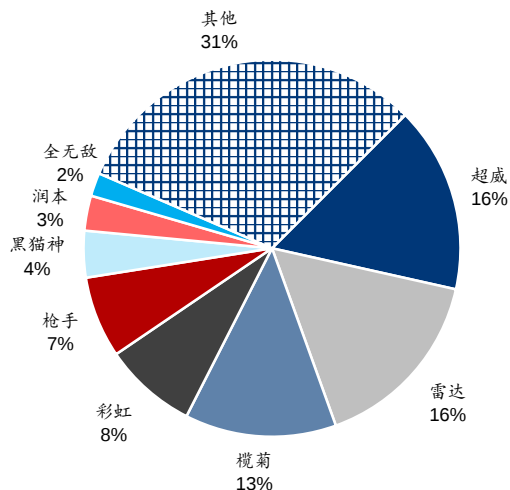
图表5：驱蚊行业儿童类产品市场规模增速快



资料来源：观研天下，华泰研究

驱蚊杀虫行业整体竞争格局稳定，本土品牌占比高。根据欧睿数据，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。

图表6：2021年中国驱蚊杀虫行业各品牌市场份额



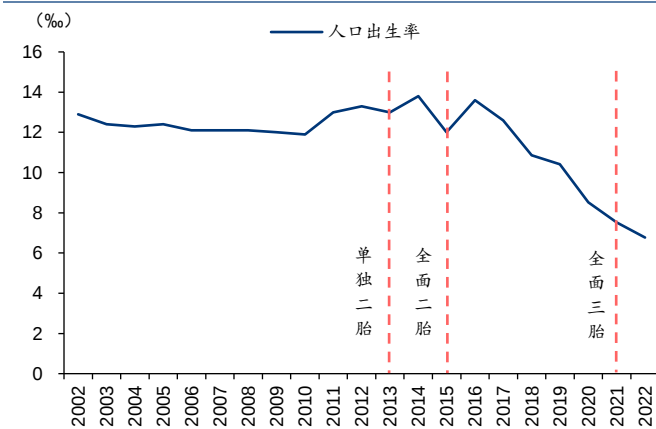
资料来源：Euromonitor，华泰研究

新兴细分赛道为未来增长关键。驱蚊杀虫行业发展已久，由于近年来驱蚊杀虫产品同质化日趋严重，传统蚊香、杀虫剂等产品市场竞争力已有所下滑，根据智研咨询，蚊香市场规模在新型产品的挤压下，规模从2010年的35.19亿元萎缩至2022年的18.43亿元。天猫电蚊香液热销榜单显示，截至23年7月28日，前10名产品名称中均带有“婴儿”“孕妇”等字眼。我们认为，在愈加激烈的行业竞争中，绿色温和、户外便携类等新兴驱蚊产品为未来增长的关键。

婴童护理：育儿观念转变迎来多重发展机遇

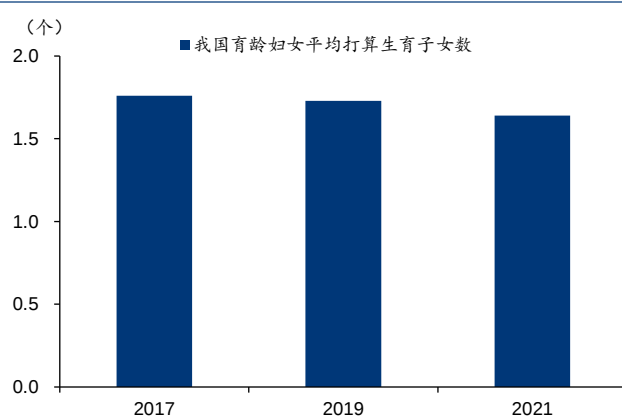
婴童消费市场由增量转存量。据国家卫健委官方公布的调研来看，2017-2021 年我国育龄妇女平均打算生育子女数量呈下降趋势，婴童消费逐渐转变为存量市场。

图表7：我国人口出生率近年来变化情况



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表8：我国育龄妇女生育意愿下降



资料来源：国家卫健委，华泰研究

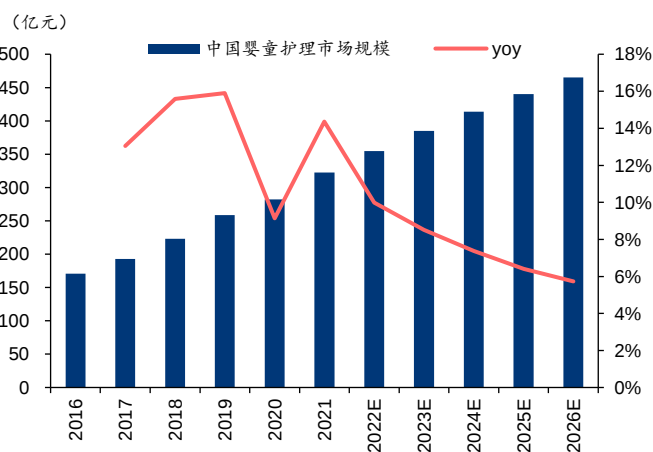
婴童护理市场规模持续扩大。在 21 年第七届全球母婴大会上，强生基础护理与个人护理事业部总经理沈宁提到，尽管自 2016 年以来出生率下跌，“但母婴人群基数仍然庞大，在全国人均可支配收入增长的情况下母婴人群购买力不断提高，尤其是母婴洗护品类平均价格上升，市场规模仍在持续扩大”。欧睿数据显示，2016-2021 年中国婴童护理产品的市场规模从 170.7 亿元扩张至 322.7 亿元，整体规模增长 89.1%，CAGR13.6%；预计 2026 年市场规模将扩张至 465.3 亿元，整体规模较 2021 年将增长 44.2%。

图表9：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、热疹粉、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10：婴童护理市场规模持续扩大

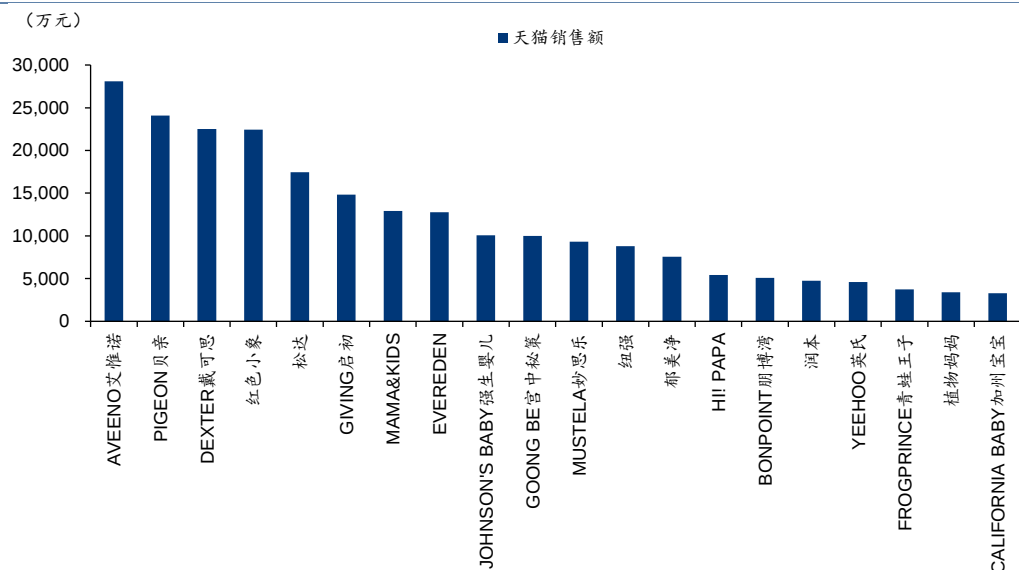


注：婴童专用产品（即婴童护理大分类）包括 0-3 岁婴幼儿产品和 11 岁以下儿童产品（带有二级声明的成人产品，如“适合儿童和敏感皮肤”，不包括在内）

资料来源：Euromonitor，华泰研究

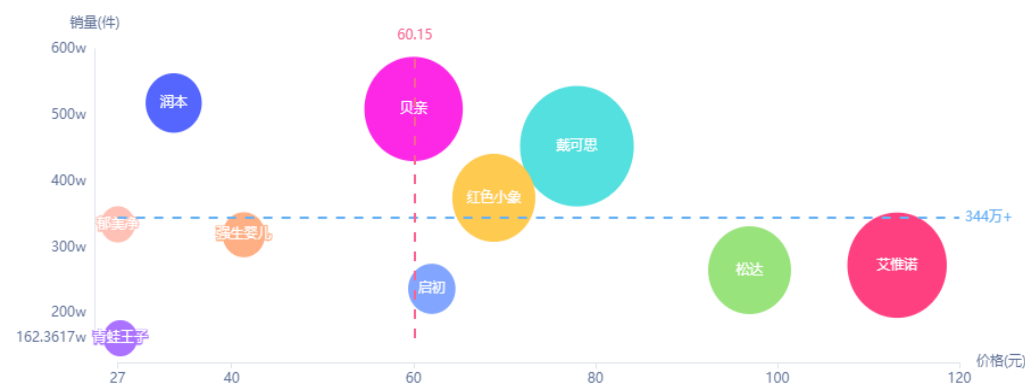
优质国货势头正猛。根据解数咨询，2021 年天猫婴童护理品牌销售额 TOP20 中，除国际品牌外，涌现出戴可思、红色小象、松达、启初众多国货新锐品牌。美业研究院数据显示，2022 年淘系婴童护理前十品牌分布上，国货占据七席，润本拔得销量头筹，戴可思销售额最高，本土品牌市场竞争力旗鼓相当；优质国货稀释了传统外资大牌在国内的市场份额。

图表11：2021年天猫婴童护理品牌TOP20



注：因重复数据等原因，所得结果与实际情况存在一定差距，仅供参考
 资料来源：解数咨询，华泰研究

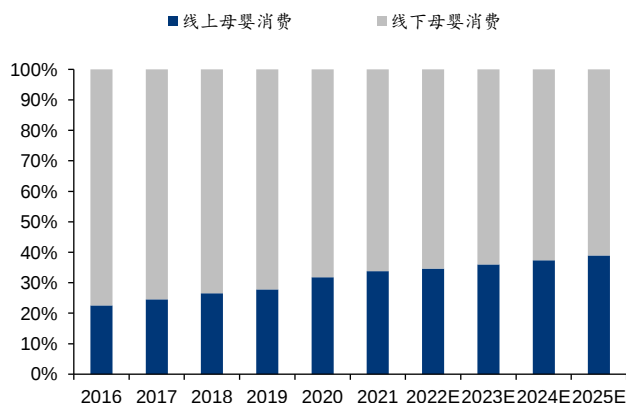
图表12：2022年淘系婴童护理品牌TOP10销量及价格分布



资料来源：美业颜究院，华泰研究

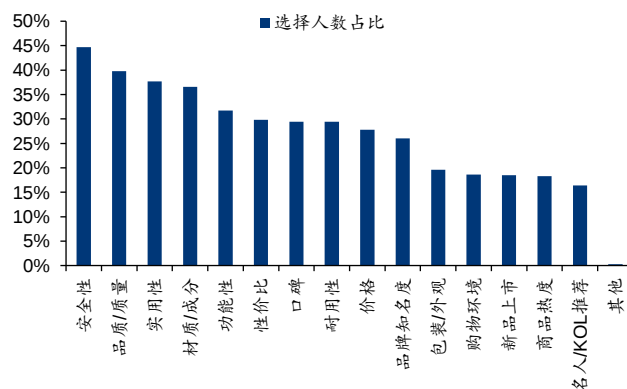
线下母婴店、商超为母婴主要销售渠道，线上占比提升。随着新一代消费者消费习惯的改变及疫情影响，越来越多的母婴人群转向线上消费，线上母婴消费规模持续增长。根据艾瑞咨询，2021年母婴线上消费占比达33.8%，预计到2025年中国母婴线上消费规模占比将达到39.0%。

图表13：母婴消费市场线上占比不断提升



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

图表14：2021年母婴消费者主要关注安全性、品质及实用性

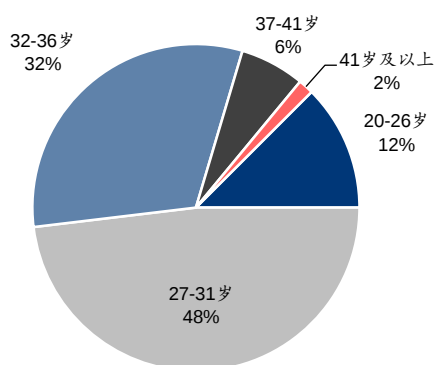


资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

婴童护理消费群体趋于年轻化和高学历化，母婴消费市场迎来新趋势。根据艾瑞咨询，2021年中国母婴消费人群中90后占比已超过60%，近80%为本科以上学历。与70后、80后相比，90后新生代父母群体有更强烈的健康理念，在为宝宝选择产品时更加务实和精明，更关注商品的安全和品质。

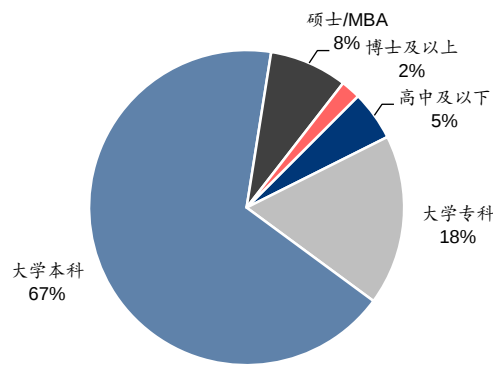
婴童护理走向细分化和功效化。目前市场上针对婴儿期的品牌较多，但针对3-12岁年龄组专用的品牌选择性较少；此外，在功效护肤领域也存在很大缺口。90/95后追求个性化，对产品的品质、成分、配方、设计、颜值、功能等方面都提出了更高阶需求。根据艾瑞调研数据，90/95后新手爸妈购买中高端价格母婴商品意愿更强烈，也愿意为颜值高的商品付出更高的金额，我们认为未来婴童护理市场将不断细分专业化。

图表15：2021年中国母婴消费人群中90后（20-31岁）占比60.6%



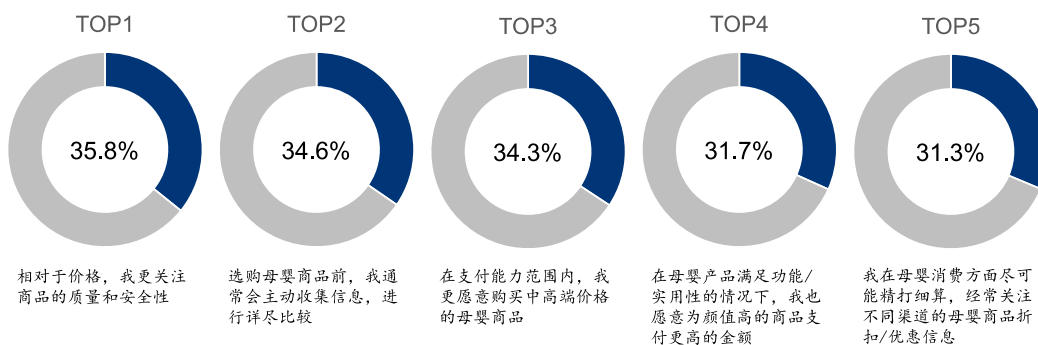
资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

图表16：2021年中国母婴消费人群中近80%为本科以上学历



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

图表17：母婴消费人群更愿意为品质和颜值付费



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

润本股份：优质的驱蚊个护国货品牌

润本品牌前身为其子公司鑫翔贸易，创立于 2006 年，以驱蚊类产品的生产和销售为出发点，经过多年发展目前已形成驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列。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。

公司发展历程大致分为三个阶段：**1) 品牌初创期（2006-2012）**：2006 年润本品牌成立，以线下经销模式为主，2010 年开设首个线上直营店铺——天猫“润本旗舰店”，逐步切入主流线上流量入口，专注驱蚊、婴童护理领域，奠定坚实基础；**2) 积累成长期（2013-2018）**：公司购入广州黄埔生产基地，持续加大研发投入，拓展线上销售渠道，构建起“研产销一体化”经营模式，积累品牌口碑；**3) 多元驱动&高速发展期（2019-至今）**：公司注重消费者体验，完善产品矩阵，采用差异化战略推进各细分市场，同时在浙江义乌新建生产基地扩充产能，提升生产自动化与供应链智能化程度。

图表18：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

图表19：润本产品应用场景丰富



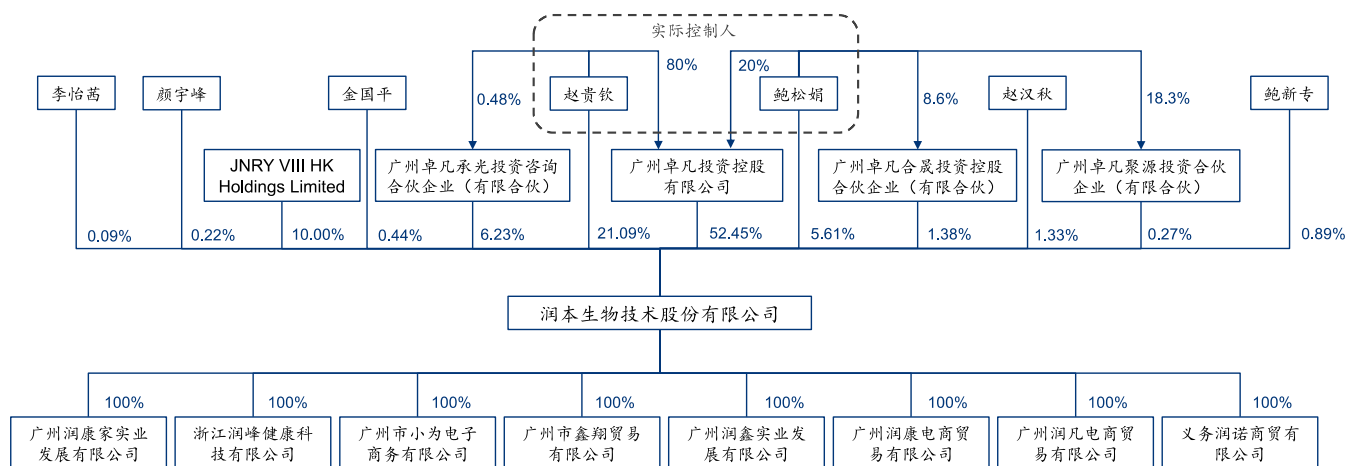
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

股权结构集中，设立员工持股平台充分激励

股权结构较为集中，发行前实际控制人夫妇合计控制超 80%。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 21.09%、5.61% 的股份，并通过卓凡投控间接持有公司 52.45% 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 6.23% 的股份表决权，赵贵钦和鲍松娟夫妇合计控制 85.38% 的股份表决权。

设立两大员工持股平台激发积极性。公司设立卓凡合晟及卓凡聚源两个员工持股平台，合计持股 1.65%，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，促进员工勤勉尽责为公司长期发展服务。

图表20：上市前润本股份股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

管理团队多元化

管理层来自多行业，从业经验丰富。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。

图表21：润本股份高管团队履历

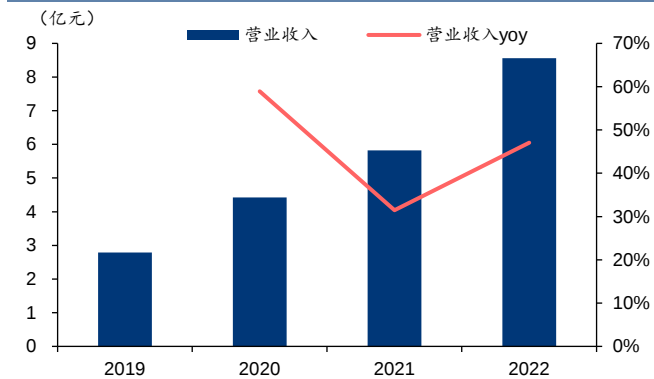
姓名	现任职位	任职履历
赵贵钦	董事长，总经理	公司实际控制人、法定代表人、董事长、总经理。曾从事个体经营，历任广州市鑫翔贸易有限公司执行董事、总经理，广东润峰经理、执行董事兼经理，广州润峰执行董事兼经理。
鲍松娟	董事，副总经理	公司实际控制人、董事、副总经理。曾从事个体经营，历任广州市中启贸易有限公司执行董事兼总经理，广东润峰监事，广州润峰监事。
林子伟	董事，电商销售中心副总监	大专学历，历任广州小为电子商务有限公司董事、总经理，广州何杜林餐饮有限公司监事。
张帆	监事会主席	本科学历，曾担任佛山市三水健力宝中学美术教师，广东缤果动漫集团有限公司高级设计师，正合奇胜品牌策划机构美术指导，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，曾担任任佐妮妮（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

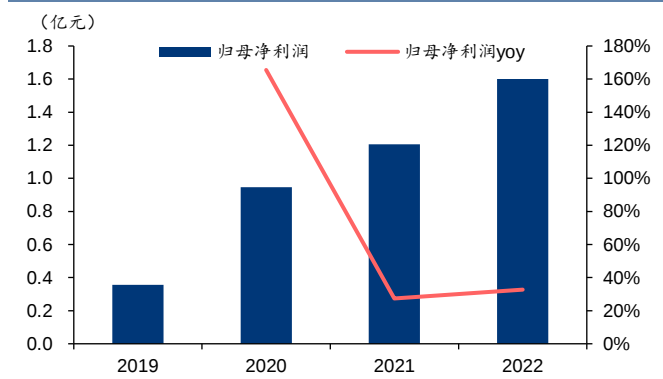
渠道优势+品类拓展助力业绩高速增长。公司较早布局线上渠道，享受电商发展红利，同时在细分赛道上积极拓展品类，开发婴童护理、精油新业务，不断积累口碑，实现业绩高速增长。19-22 年公司营业收入由 2.8 亿元增长至 8.6 亿元，CAGR45.38%；归母净利润由 0.4 亿元增长至 1.6 亿元，CAGR64.93%。

图表22：19-22 年公司营收高速增长



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

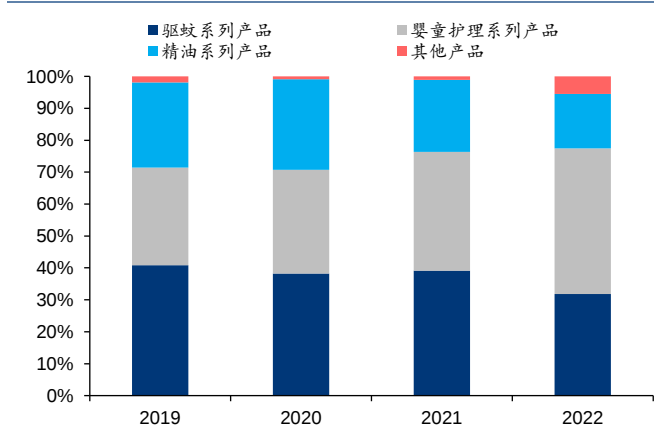
图表23：19-22 年公司归母净利润持续增长



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

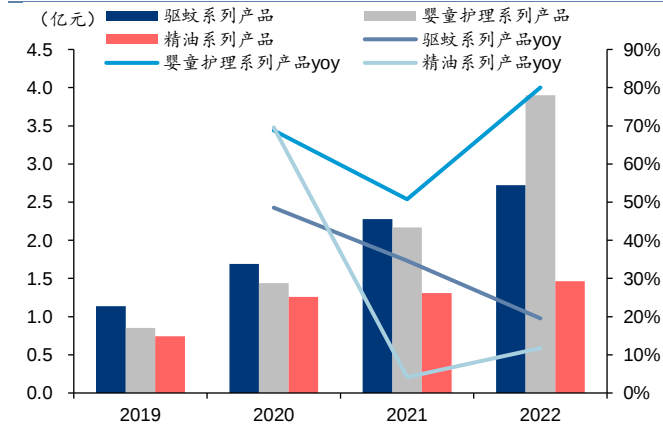
拓展婴童护理系列品类，22 年营收占比首次超过驱蚊系列。公司以驱蚊系列、婴童护理系列和精油系列产品为主线，22 年营收占比分别为 31.92%/45.59%/17.10%。得益于公司品牌不断积累的口碑和丰富的产品应用场景，驱蚊产品营业收入在 19-22 年内持续增长，分别实现营收 1.1/1.7/2.3/2.7 亿元；同时，公司不断拓展完善婴童护理系列产品品类，19-22 年分别实现营收 0.9/1.4/2.2/3.9 亿元，同比增速高达 68.78%/50.75%/80.03%，22 年营收占比首次超过驱蚊系列。

图表24：三大核心系列产品贡献主要营收



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

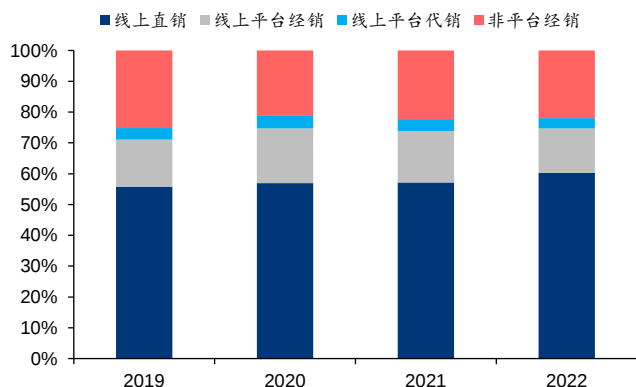
图表25：婴童护理系列产品营收增速较快



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

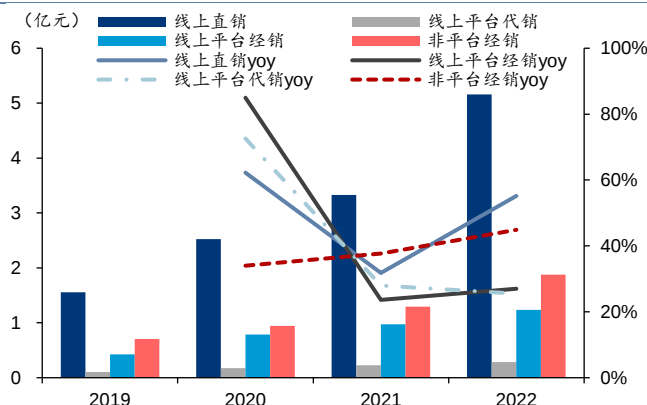
线上渠道为主，直销占比持续提升。公司主要通过线上直销（天猫、抖音、京东、拼多多等平台设自营店铺）、线上平台经销（京东自营、朴朴超市等）、线上平台代销（唯品会、杭州丁香健康管理有限公司）和非平台经销进行产品销售，22 年收入占比分别为 60.32%/14.42%/3.31%/21.96%。公司积极把握电商发展契机，19-22 年线上直销模式保持较高增长，占比从 55.85%上升至 60.32%。

图表26：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

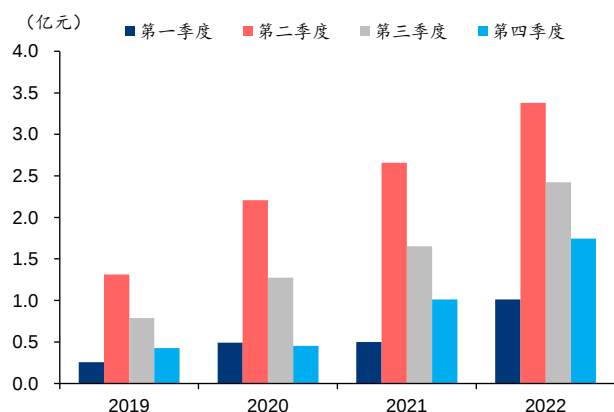
图表27：线上直销营收保持较高增长



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

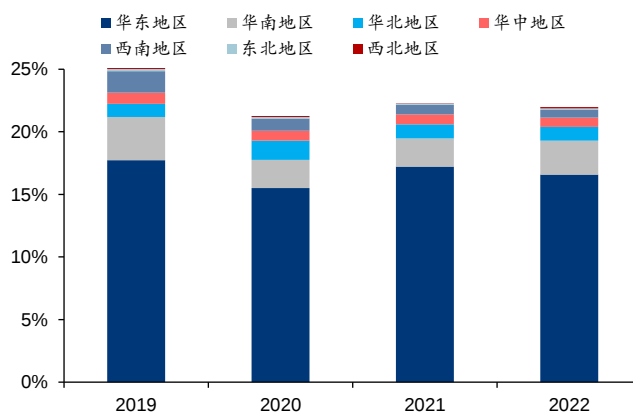
营收呈现季节性特征，非平台经销收入以华东区域为主。由于驱蚊系列产品主要用于夏秋季的驱蚊防蚊用途，故公司第二、第三季度营业收入占比较高，20-22 年第二季度的收入占比分别为 49.87%/45.66%/39.47%，第三季度的收入占比分别为 28.80%/28.41%/28.32%。非平台经销收入的区域分布以华东地区为主，主要系公司对华东地区经销商网络的布局时间较早且华东地区经销网络发达。

图表28：公司第二、三季度营收占比较高



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表29：非平台经销收入以华东地区为主

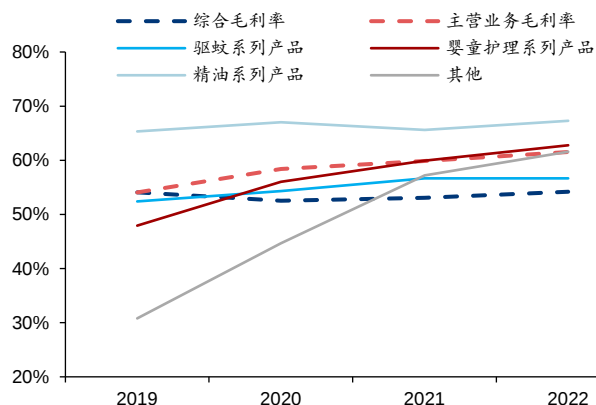


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

毛利率保持在 50%以上。公司 19-22 年的毛利率保持在 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分别为 54.06%/58.38%/59.89%/61.53%，呈逐年上升趋势，主要原因是产销规模扩大促使成本降低、高毛利率的线上直销模式占比上升和产品矩阵拓宽提升了公司的市场竞争力。

销售费用率维持较高水平，20-22 年净利率稍有下滑。公司整体费用管控能力较强，19-22 年费用端保持稳健。由于公司加大促销推广和新品的市场培育与推广力度，同时大力发展抖音平台新渠道，高推广费致使销售费用率保持较高水平，19-22 年销售费用率分别为 27.38%/21.48%/23.09%/27.09%，净利率从 20 年的 21.39%下滑至 22 年的 18.69%。

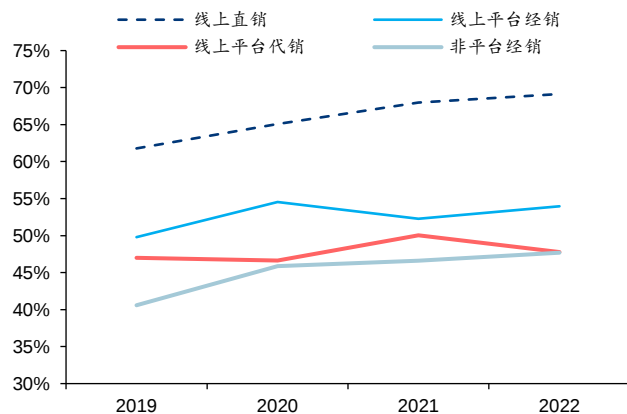
图表30：公司毛利率保持在50%以上



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”

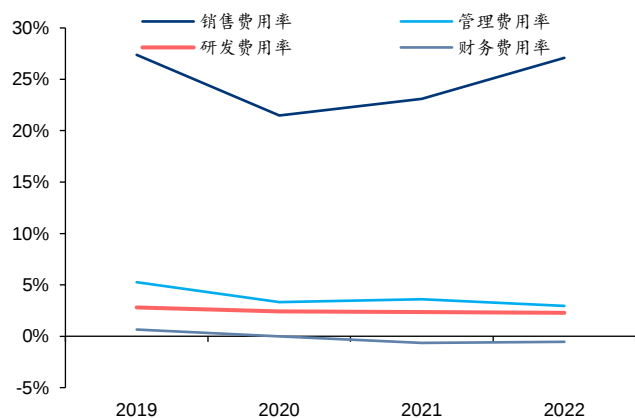
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表31：线上直销保持高毛利率水平且持续增长



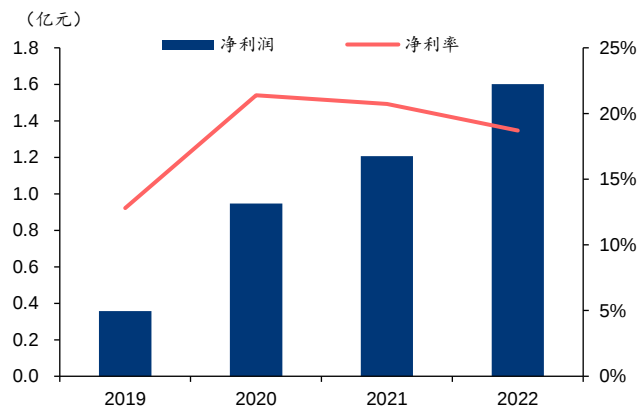
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表32：19-22年公司期间费用率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表33：22年公司净利率稍有下滑



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

产品：绿色健康国货定位，高性价比差异竞争

以驱蚊产品切入，丰富产品矩阵。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。由驱蚊产品切入，润本围绕母婴群体打造驱蚊、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；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。

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；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。

图表34：润本品牌产品系列

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，舒缓干裂；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，经口毒测试为无毒。	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；经口腔粘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	

产品名称	原料	功效特点	使用场景
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

注: 每个系列仅选取部分代表产品

资料来源: 公司招股说明书, 润本天猫旗舰店, 华泰研究

占位中低端价格带, 高性价比积累声誉。相较于可比公司同类产品, 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。润本凭借高性价比品牌特征, 成功打造明星单品, 据千牛工作台, 19-22 年润本蚊香液产品销售额在天猫平台占比分别达到 17.14%/16.42%/18.32%/19.99%, 连续四年排名第一, 并蝉联天猫热销榜和好评榜 TOP1。

图表35: 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
		宝宝户外驱蚊喷雾	0.18 元/ml
		儿童植物精油喷雾	0.18 元/ml
上海家化	六神	驱蚊花露水	0.16 元/ml
		宝宝植物精油喷雾	0.50 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	0.13 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。

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 华泰研究

图表36: 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	儿童舒润霜	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。

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 华泰研究

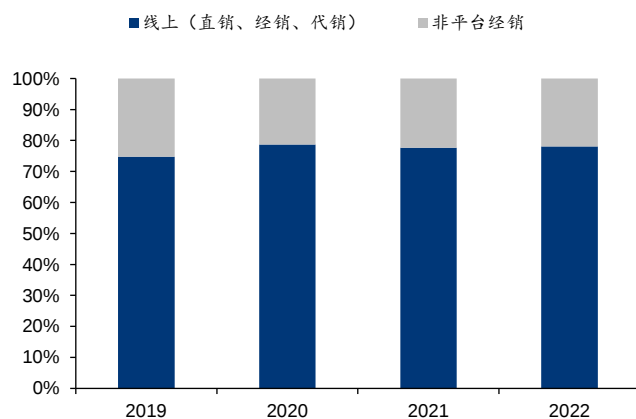
渠道: 线上渠道领跑, 全渠道布局打开增量空间

把握电商发展契机, 奠定线上渠道基础。公司早在 2010 年开设天猫旗舰店, 与天猫、京东等国内成熟电商平台合作多年, 积累了较大的客户流量优势, 也为后续拓展其他渠道奠定基础。据招股说明书, 19-22 年, 天猫和京东平台销售收入之和由 1.9 亿元增长至 4.3 亿元, CAGR30.71%; 天猫、京东平台直营店铺的年购买用户数由 19 年 537.95 万人增至 22 年 1041.22 万人, CAGR24.62%。

大力拓展抖音、快手、小红书等线上新渠道。公司目前已布局天猫、京东、拼多多等主流第三方电商平台, 并拓展至抖音、快手、小红书等新媒体电商平台。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, 带动品牌全面发展。

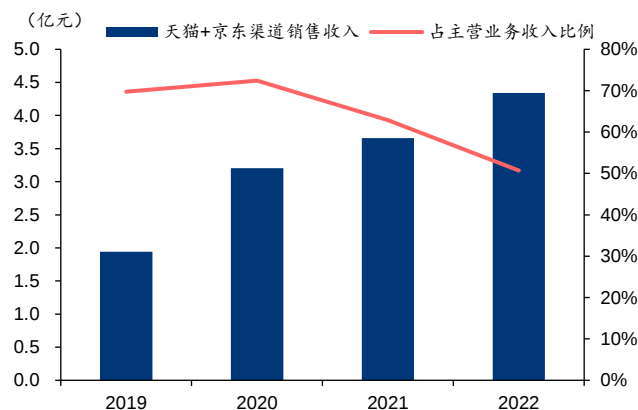
公司规划未来重点布局线下渠道, 搭建全渠道销售网络。据招股说明书, 截至 23 年 6 月, 公司非平台经销商已覆盖全国 30 多个省(市、自治区), 已开发的线下渠道包括大润发、沃尔玛/山姆会员店、7-11、屈臣氏、华润超市等 KA 渠道以及 WOW COLOUR 等特通渠道。此外, 公司已逐步推出由子公司广州润凡直接运营的官方经销商线上订货平台, 大大提高了经销商的采购效率, 降低了沟通成本。未来, 公司将在巩固现有营销渠道的基础上, 持续拓展公司产品销售的辐射区域, 强化产品销售渠道的深度和广度。

图表37：公司销售以线上渠道为主



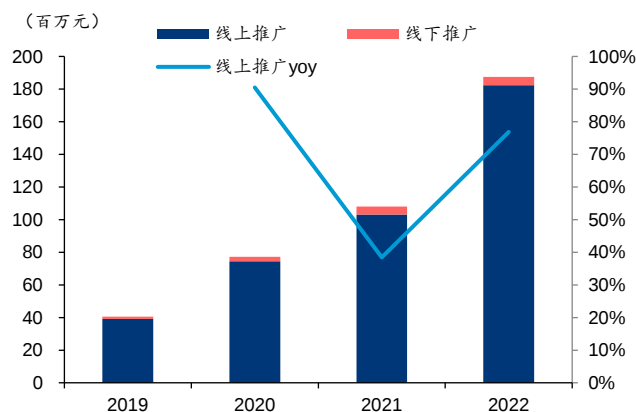
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表38：公司天猫和京东渠道销售收入上升



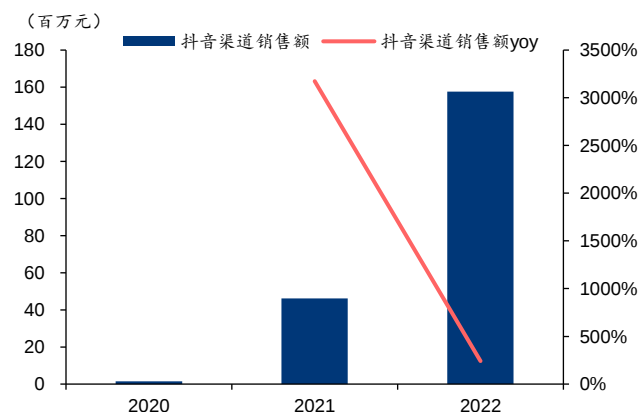
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表39：公司19-22年线上推广费用增加



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表40：公司20-22年抖音渠道销售额快速增长



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

产研：加码研发技术创新，募投工厂有望进一步扩大产能

掌握多项核心技术，重视研发技术创新。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。19-22年，公司持续加大研发投入，研发费用由19年7.8百万元增至22年19.5百万元，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。

图表41：润本主要核心技术情况

主要核心技术	技术成熟度
蚊香液智能加热器技术	批量生产的产业化阶段
驱蚊酯在水基型驱蚊产品中的应用技术	批量生产的产业化阶段
舒缓功效组合物应用技术	批量生产的产业化阶段
保湿护肤组合物应用技术	批量生产的产业化阶段
婴儿护臀产品的植物组合物及其制备技术	基础研究阶段
一种婴儿液体痱子粉的制备技术及其应用技术	批量生产的产业化阶段

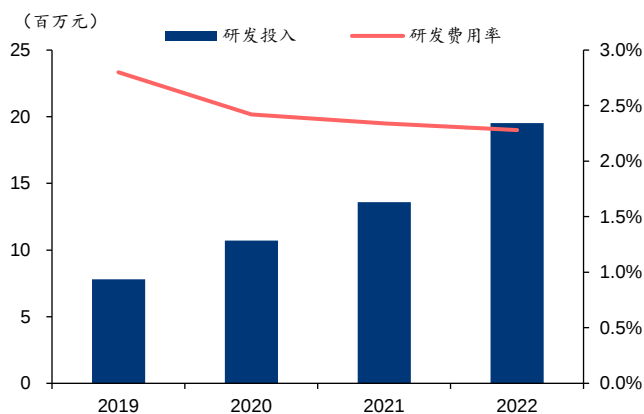
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表42：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
	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脲，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
	羟苯酯驱蚊产品的开发及应用	已经在申报农药登记证	制备出羟苯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
个护	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

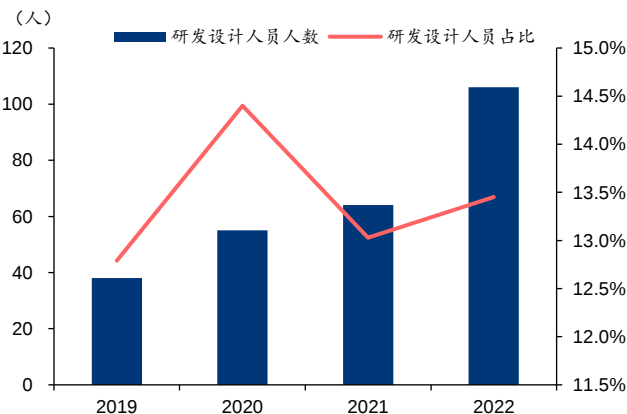
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表43：19-22 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

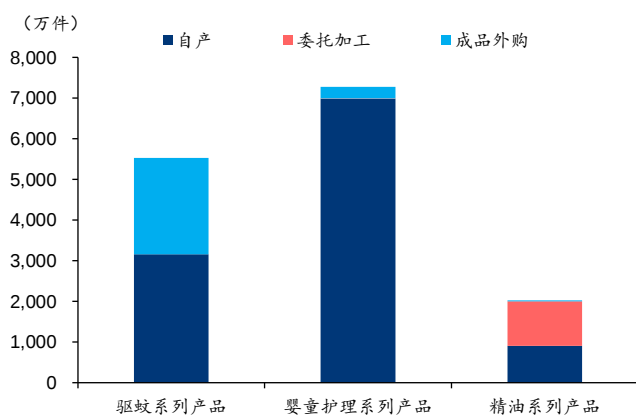
图表44：19-22 年公司研发设计团队逐渐扩大



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

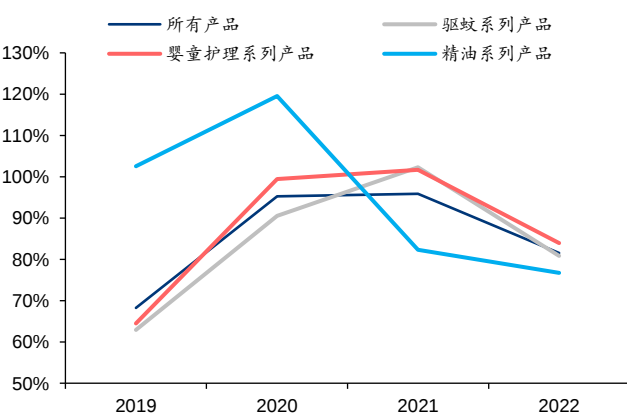
自产为主，持续扩充产能。公司目前已建成广州、义乌两大生产基地，建筑面积总计约 10.50 万平方米，实现用户需求驱动产品供给。20-22 年，公司产能利用率分别已达到 95.24%/95.87%/81.55%；为保证对产品品质的把控能力以及供应链的响应速度，进一步提升自产产能，公司拟对广州生产基地进行扩建，有望优化公司产品结构，促进公司业务规模的持续扩张。

图表45：22 年主要产品各生产方式生产量



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表46：19-22 年公司产品产能利用率



注：三大产品系列产能利用率=自产产量/产能

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

募投：提升产能、研发能力，进一步拓展渠道及推广品牌

公司本次募集资金主要用于黄埔工厂研发及产业化项目、渠道建设与品牌推广项目、信息系统升级建设项目和补充流动资金，总金额达 9 亿元。募投项目有助于提升产能和研发能力、丰富产品结构、加大品牌宣传投入、提升信息化水平，从而增强公司产品竞争力、提升品牌影响力与产品市场占有率，实现公司业务规模的持续增长。

图表47：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。
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

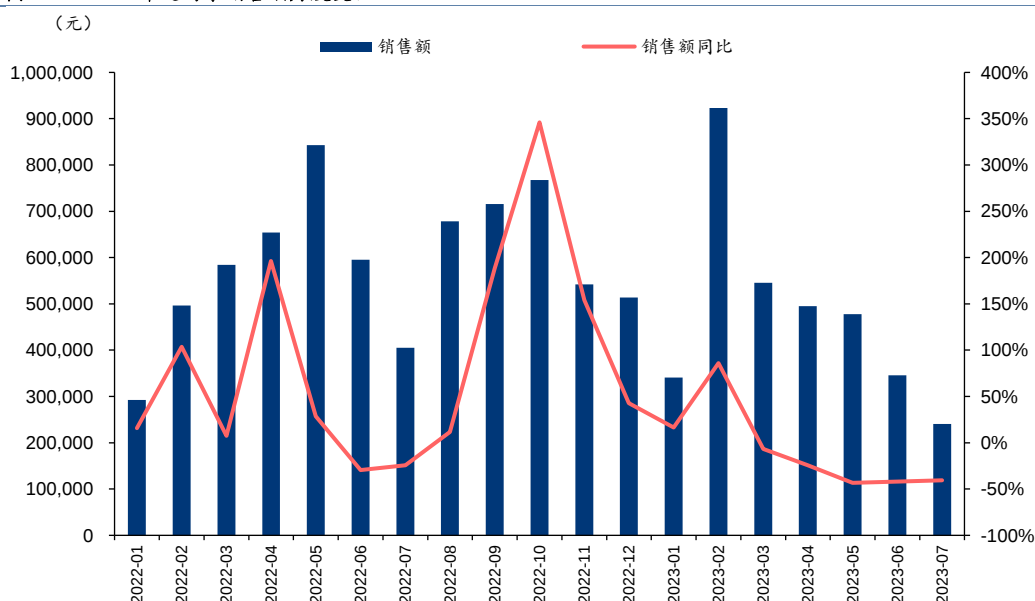
红色小象：精细化打造母婴护理全链路产品

红色小象创立于 2015 年，品牌标识灵感源于大象妈妈对小象“持久的母爱与呵护”。其定位是打造适合中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌，旨在成为婴童极简护肤的引领者。红色小象以「至简成分、安心有效」为核心，定位为陪伴每个宝宝健康快乐成长的品牌，承诺使用基于技术的无添加剂天然成份。2022 年度，红色小象获得第七届樱桃大赏—宝宝护肤品牌最佳表现力大奖，第八届樱桃大赏—年度宝宝洗浴品牌杰出表现大奖，FUTURE FMCG 年度创新产品榜单。

销售：营收稳定增长

高零售额行业领跑。品牌在创立第二年零售额就达到 2.5 亿元，零售额不断取得突破；据上美集团港股上市申报材料，21 年红色小象零售额超过 18 亿元。2022 年以来，市场份额扩张，销售额逐渐趋于稳定，线上销量稳居母婴护肤品类首位。

图表48：2022 年起淘系销售额月度变化



资料来源：魔镜市场，华泰研究

洞察需求细分布局，打造品牌“简护”理念

洞察消费需求，精细化产品布局。红色小象基于 DTC 反向定制逻辑，精准洞察消费者诉求，创新打造出“适合中国婴童肌肤”的差异化细分爆品，布局婴童洗沐、婴童护肤、孕妈产品线 and 通用线四大母婴品类。通过持续的技术创新，红色小象目前已实现分季节、分年龄、分性别的精细化产品布局，且产品一经推出，就快速成为其细分领域内的爆品。比如根据男女童推出的氨基酸洗发水，源于红色小象通过前期洞察发现，女童的头发易出现干枯、打结、发黄，对柔顺的需求高，而男童运动量大，油脂分泌量不同，对深层清洁的需求会更高，该产品。2023 年 8 月 4 日，上美股份红色小象推出“小学系列”新品，该系列专为中国 1.07 亿小学生研制，涵盖小学霜、小学乳、小学洁面泡多品类产品，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。

“简护、简育”理念，极简温和成分。2021 年，红色小象推出简护系列首个产品 90 安心霜，一经上市就成为品牌的拳头爆品。2022 年，红色小象进一步丰富安心简护系列的产品矩阵，推出 90 安心瓶洗沐二合一、90 元气朵朵洁面泡等产品。安心简护系列坚持 4700+ 争议成分 0 添加，成分天然指数 >90%。“明星”产品 90 安心霜，把全成分数精简到 9 个，组合出舒缓、退红、滋润等高效效，“轻”成分呵护中国婴童肌肤；在洗沐产品上，深研适合中国婴童的活性物和表活体系，添加锁水磁石（糖类同分异构体），使肌肤真正抓住水分，浴后有效远离干燥紧绷。

深度合作丁香医生，专业 IP 强背书。早在 2021 年，红色小象就获得老爸评测&郑玉巧、周高俊等儿科专家联袂推荐；2022 年，红色小象携手丁香医生 x 丁香妈妈联合打造的母婴原生 IP 栏目《专家在家吗》，用年轻爸妈喜闻乐见的轻松微综艺形式呈现，通过探访皮肤科医生的家，解锁医生宝妈生活态度、育儿观念及婴童洗护的选品理念，同时辅以真心话快问快答、网络热门视频鉴定、真演真练大作战及主持人口播等多样化场景，对红色小象安心简护系列产品“精简、有效”的特性，以及品牌倡导的“简护、简育”理念进行软性植入，对话新世代消费者。2022 年 4 月，红色小象联合丁香医生，携手 4 位专家共同成立“安心质简团”，用层层挑剔严苛的标准共同为红色小象提出的儿童化妆品选品标准——“4S 安心简护标准”（全绿安全 SAFETY、精简高阶 SIMPLE、舒缓维稳 SOOTHE 和敏肌适用 SENSITIVE）背书证言。

渠道端：多触点打造私域+线下零售深化

私域运营。根据公司公告披露，2022 年上美的线上渠道占比达到 74.9%。公司自建直播中心，匹配自己的电商团队，红色小象几乎覆盖母婴用户的所有小屏在线时间，持续不断地进行品牌自播，通过自播，把粉丝纳入品牌的私域流量池。此外，用户通过微信公众号就能添加到红色小象的客服，且日常推文除了产品及福利活动外，还会有用户关心的幼儿护肤问题答疑，以此增加用户粘性。通过公众号的引流，红色小象大部分私域流量会被引流到企业微信中。企业微信与用户的触点有 1V1 私聊成交、朋友圈以及社群，社群的定位是以福利群的方式搭建，可享受会员惊喜专项、超值优惠券、新品免费使用等。

线下零售属性的深化。由于疫情长期影响导致消费路径的倾向改变，传统线下门店受到了巨大冲击，但线下渠道能弥补线上所不具备的用户体验等问题，从纯推销的角色蜕变为科普成分功效、提供服务的角色，能带给用户更好的体验。作为多渠道发展的母婴洗护品牌，红色小象也在着重打造更多的母婴消费新场景，目前已与高端的月子中心、高端孕婴摄影机构、明星托育园等达成合作，并已覆盖屈臣氏、大润发、爱婴室等大型超市、精品零售店、母婴店、高端美妆店、高端百货等渠道。

戴可思：安全+有效+天然，满足中国宝宝需求

成分天然安全，针对中国宝宝，满足新生儿和敏感肌的需求。戴可思 Dexter，于 2017 年创立，无锡戴可思生物科技有限公司旗下母婴日化新锐品牌。品牌依托江南大学化妆品研究中心并专注于婴童护理，基于中国婴幼儿的肤质特点潜心研发，联手国内知名大学研究室与全球领先的配方和研究室，遵循成分天然、最大程度不添加、严苛质检三大原则，坚持为新生儿和敏感肌提供安全、有效、天然的肌肤护理产品。戴可思核心产品均不添加防腐剂，可做到在全成分都是植物来源的情况下不添加任何防腐剂、孕妇和敏感肌慎用成分，戴可思在研发和供应链端建立了自己的核心优势。

产品深耕细分领域，成就人气新锐品牌。2020 年，戴可思延伸产品线，成为母婴全品类日化品牌，产品线已覆盖婴幼儿肌肤护理品、3 岁以上儿童肌肤护理产品、生活日用品、孕产妇护理产品等。启初的主要产品有护肤乳等洗护产品和驱蚊产品，润肤乳单价在 59-108 元之间，金盏花系列洗护产品是核心爆款产品。

图表49：戴可思主打产品

产品名称	规格	价位	特点
婴儿金盏花特润霜	50g	66-88	保湿补水，针对干燥皴裂
婴儿金盏花护理乳液	50g	58-78	舒缓修护，针对泛红受损
舒润特护面霜	50g	73.5-98	舒缓保湿升级，针对脆弱敏感，酸奶慕斯质地

资料来源：淘数据，华泰研究

品牌创建以来体量不断增长。2019 年，戴可思的 GMV 不足 3000 万；2020 年，GMV 翻了 5 倍，达到 1.5 亿。2021 年，GMV 超过 7 亿。2022 年，因为工厂设在上海，戴可思受疫情影响较大，上半年有两个月没有生产，尽管如此，2022 年的 GMV 依然同比翻了一倍，接近 14 亿。

创新形式打造爆品。戴可思是一个最早以“湿疹护理”切入婴儿洗护市场的国货品牌。其核心产品的金盏花洗护系列就是以此为切入点，采用 INOLEX 的自防腐技术，能够预防和缓解宝宝存在的湿疹问题。2019 年，推出创新概念的金盏花液体爽身粉。区别于传统的粉末状爽身粉，液体爽身粉能够很好避免飞粉所引发的新生儿呼吸道不适问题。此外，戴可思还将植物木薯淀粉等成分加入乳液中，既能够舒缓肌肤，也能够吸干皮肤上的多余水分，达到祛痱、防痱的作用。

渠道端：在销售渠道上，戴可思主要走电商渠道，以天猫为主，同时也涵括母婴垂直电商的苏宁红孩子、京东商城、小红书旗舰店等多个渠道。2021 年 4 月，品牌进驻孩子王全国线下 470 家门店，在 2 个月时间内，成为孩子王洗护类目 TOP5。线下已入驻孩子王等头部知名母婴品牌连锁，盒马等商超渠道，累计合作门店近万家，遍布全国 200+ 多个城市的核心商圈。在营销上，品牌充分利用短视频等新电商模式进行营销，通过与老爸评测、丁香医生等专业内容方 KOL 的合作，在抖音等平台进行专业知识性的软输入，或将其赋能。

启初：细分+专业+创新的一站式护肤

传统日化公司孵化新锐品牌，满足个性化需求。启初创建于2013年，由百年民族企业日化巨头上海家化历时三年多孵化而成。是中国第一个以初生自然能量呵护初生婴幼儿身体发肤的个人护理品牌，致力研发“专属于0-3岁中国婴幼儿个人护理产品及方案”。20年年初正式进军孕妈市场并逐步深化拓展幼童市场，推出扩展至2-12岁儿童和孕产妇适用的产品，旨在为不同生命阶段的消费者提供专业的护理产品。21年3月启初上线新品水润防晒露和驱蚊花露水。启初针对中国婴儿身体发肤特性进行临床研究，遵循国内外先进标准进行科学研制生产，同时打造专业、安全的产品线，不断进行创新，全方位满足中国宝宝和孕产妇的个性化、高端化需求。

高端产线丰富，打造一站式个护品牌。启初的热销产品是婴儿润肤乳，产品单价在34-48元之间。

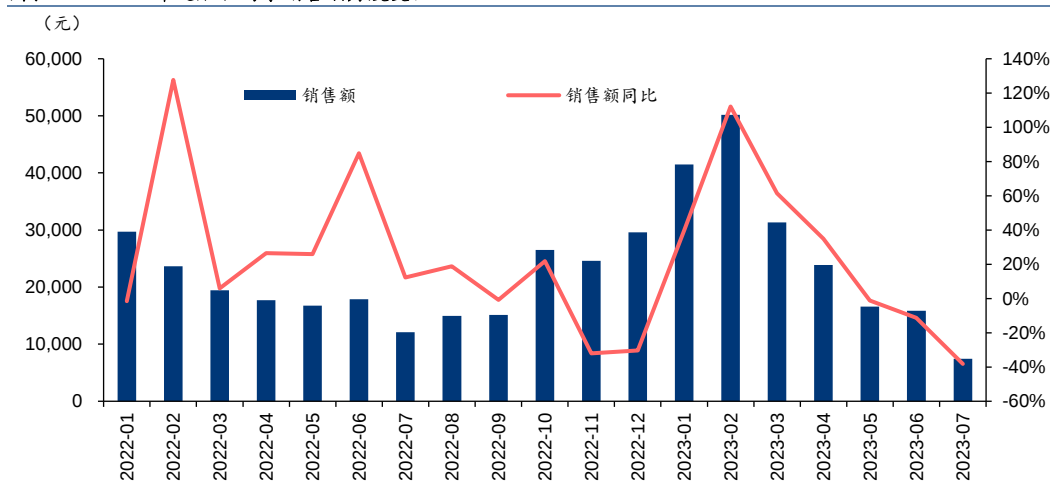
图表50：启初主打产品

产品名称	规格	价位	特点
婴儿水润保湿面霜	40g	34-46	清爽不油腻，出具精华，保湿舒缓
婴儿多效倍润面霜	40g	36-48	滋润不拔干，小麦胚乳，持续滋润
水润防晒霜	45g	62-98	初生向日葵精华，水感亲肤，安全温和

资料来源：淘数据，华泰研究

品牌创建以来市场规模上升并趋于稳定。2022年以来，启初月度销售额稳定在10000元以上，随季节有所浮动。2023年2月达到增长高峰。

图表51：2022年起启初淘系销售额月度变化



资料来源：魔镜市场，华泰研究

科研和产品端：上海家化自成立以来就对自主创新研发尤为重视，公司研发成果和专利中请数量居国内行业领先地位，并参与了众多国家标准的制定，科研实力在行业中处于领先地位。报告期内，新提交82项专利申请，同比增长68%，其中发明36项（其中5项PCT国际专利），8项实用新型、38项外观设计；截至报告期末，授权有效专利374项，其中发明89项，实用新型20项，外观设计265项。期内在行业主流期刊上发表21篇论文。

启初作为旗下品牌依托集团创新优势，致力于为消费者打造极致安全且有效的产品。除了强大的研发实力的专业背书外，启初还拥有着国内外双重背书，以启初生命之初舒缓系列为例，不仅通过了欧洲过敏研究基金中心（ECARF）品质认证，证明该产品有助于舒缓肌肤不适，还经过了首都儿科研究所功效测试，确认该产品能有效修护肌肤屏障。此外，还有行业首创的启初感官启蒙系列，拥有IFF公司、蒙特利尔大学专家、BRAINIMPACT欧洲研究中心的专业强支撑，突破性地将婴幼儿洗护、玩乐、早教三大场景高效合一。

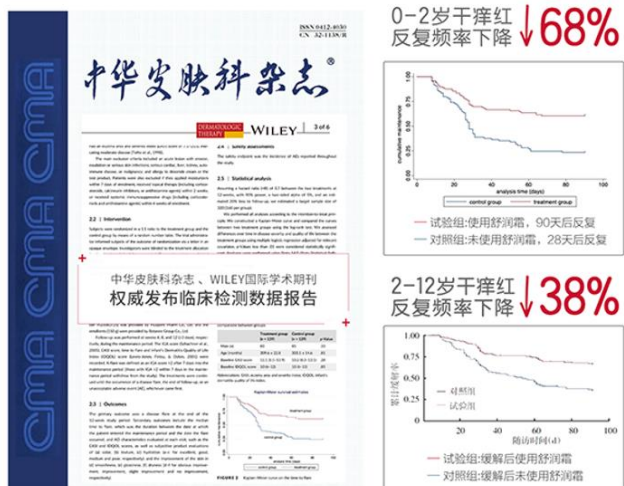
针对细分领域推出专业、安全的产品。水润防晒露为例，区别于大多数宝宝防晒的化学制品滥用及厚重油腻难推开，启初水润防晒露更轻薄、配方更安全温和，采用安心植物配方，不添加激素、酒精、矿物油等刺激性成分，既能有效抵御烈日直射，又不会加重宝宝皮肤负担。据尼尔森数据显示，启初的这款婴儿防晒在整个婴儿防晒市场销售份额占比超 50%，在天猫宝宝防晒类目更是占到了 TOP1，成为了年轻一代爸妈购买宝宝防晒的首选品牌。

渠道端：启初面向母婴高端市场，从医院和月子会所渠道开始率先进入专业渠道，接着开拓母婴连锁线下布局。近年来加大线上电商运营力度，获得淘系+抖音流量，21 年母公司上海家化线上渠道营收占比 42.04%。21 年线上自播占比不断提高，并开始尝试私域运营。拥抱智慧零售：积极拓展新零售业务，商超、百货、CS（化妆品专营店）等渠道通过到家、到店、云店等形式促进线下业务线上化，新零售业务报告期同比增速超过 100%，占国内线下业务占比超 10%，减缓了线下流量下降对主营业务的影响。

薇诺娜宝贝：专业婴幼儿护理品牌

专业婴幼儿护理品牌，有效性及安全性获权威认证。薇诺娜宝贝（Winona Baby）品牌创立于 2014 年，是专注于婴幼儿肌肤健康的专业皮肤学级护肤品牌，产品覆盖幼儿洗浴、润肤、防晒等多种婴童功效性护肤品。薇诺娜宝贝（Winona Baby）产品有效性有《中华皮肤科杂志》及《WILEY 国际学术期刊》上发表的 0-2 岁临床测试数据支持，产品安全性获德国皮肤科医生协会五星认证。2020 年“薇诺娜宝贝天猫旗舰店”正式开业，2022 年荣获天猫婴童护肤“最专业洗护奖”、天猫“双 11”婴童护肤行业排名 TOP4。

图表 52：临床检测数据验证产品有效性



资料来源：公司官网，华泰研究

图表 53：Dermatest 五星认证产品安全性



资料来源：公司官网，华泰研究

重点打造核心大单品，以此推动其他产品线。薇诺娜宝贝（Winona Baby）深耕婴童功效性护肤品赛道，持续重点打造核心大单品“舒润霜”。该系列产品 22 年获天猫“双 11”婴童乳液类目 TOP1、天猫金婴奖“年度最专业洗护奖”。在此基础上，品牌 22 年主推新品“温和倍护防晒乳”系列产品，并获得 22 年度天猫“双 11”婴童防晒类目 TOP1，展现公司强劲的产品研发及品牌运营能力。

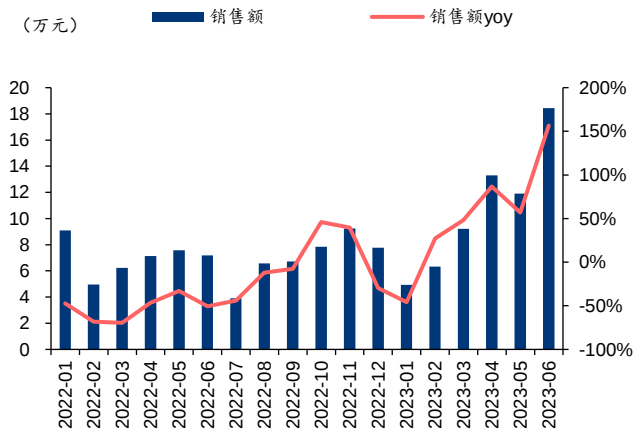
线上线下全渠道覆盖。1) 线上渠道：覆盖包括天猫、京东、抖音、快手等主要电商平台，持续提高曝光度。20 年 6 月品牌于“薇诺娜宝贝小程序商城”首发上市，7 月品牌天猫旗舰店正式上线；22 年 1 月京东旗舰店开业；2) 线下渠道：积极拓展线下渠道，培育原点人群，在线上进行放大。目前薇诺娜宝贝（Winona Baby）已入驻屈臣氏、中高端月子中心及 OTC 药房。23 年将重点试点线下母婴连锁店，精准触达和快速积累品牌目标用户，建设品牌会员体系。

22 年重新出发，分龄护肤多维度满足用户需求。据公司年报，薇诺娜宝贝（Winona Baby）针对婴童皮肤的阶段性差异，推出“分阶护肤”产品理念，细分 0-3 岁，3 岁+两条产品线。1) 0-3 岁：皮肤成型期，关注皮肤屏障功能和保水能力。主要产品包括面霜、防晒霜、身体乳及洗浴产品。品牌核心大单品“舒润霜”和 22 年主推新品“温和倍护防晒乳”均为 0-3 岁适用产品。2) 3 岁+：皮肤生长速度趋稳，重点抵御外界环境刺激。主要产品包括面霜、面部清洁、润唇膏及洗浴产品。此外，薇诺娜宝贝（Winona Baby）全线产品均为国家药监局备案的婴幼儿或儿童化妆品，其中“温和倍护防晒乳”和“温和倍护防晒喷雾”获特殊化妆品注册证。

图表54：薇诺娜宝贝（Winona Baby）产品矩阵不断丰富

适用年龄	系列	产品名称	产品定位	价格
0-3岁	舒润系列	舒润霜	全身可用，缓解干、红、湿、痒	258元/100g
	舒润系列	舒润倍安心面霜	面部专用，修护干痒红	268元/50g
	倍护系列	倍护轻盈面霜	面部专用，闷热多汗环境舒缓修护	228元/50g
	倍护系列	倍护高保湿霜	面部专用，干燥寒冷环境长效保湿	228元/50g
	倍护系列	倍护洗发沐浴泡泡	沐浴洗发二合一，新生儿可用	118元/260ml
	倍护系列	倍护沁柔洗发露	婴幼儿洗发露	128元/260ml
	倍护系列	倍护身体乳	缓解浴后干痒，新生儿可用	168元/150ml
	倍护系列	温和倍护防晒乳	0岁+婴幼儿、中大童面部及全身防晒	228元/50ml
3岁+	倍润系列	倍润防护沐浴乳	儿童温和洗浴	98元/150ml
	倍润系列	倍润防护洗发露	儿童温和洗发露	98元/150ml
	倍润系列	倍润防护润唇膏	儿童专用润唇膏	28元/1.4g
	倍润系列	倍润防护面霜（小护盾）	敏感脆弱肌儿童保湿面霜	228元/50g
	倍润系列	倍润云柔洁面泡沫	敏感脆弱肌儿童专用洁面	138元/100ml
	倍护系列	紫草舒缓膏	儿童蚊虫叮咬舒缓膏	78元/15g

资料来源：天猫，公司官网，华泰研究

图表55：自22Q3以来薇诺娜宝贝天猫销售额快速增长


注：统计数据可能存在遗漏，仅供参考；
 资料来源：魔镜数据，华泰研究

图表56：品牌系列产品满足差异化需求

产品				
功效	修护舒缓 滋润保湿	长效锁水保湿	舒缓修护 轻润锁水	修护干痒红 减少抓挠 长效保湿
肌肤问题	红脸蛋、干燥 起皮、痒感	干燥皴裂 起皮脱屑 屏障受损	晒后泛红不适 春夏季干燥脱屑	瘙痒不适 干燥、红脸蛋 肌肤敏感
适用场景 & 肤质	干、红、湿、痒 换季敏感脆弱	干燥寒冷环境 干皮宝宝	闷热多汗环境 油皮或中性肌肤	0岁+所有肤质 尤其是面部 干、红、湿、痒
质地	全身可用 细腻乳霜	面部专用 乳霜质地 滋润好吸收	面部专用 轻薄乳液 水润清透	面部专用 细腻乳霜

资料来源：天猫，华泰研究

风险提示

驱蚊婴童行业市场竞争加剧。可能影响行业良性发展及盈利能力。

市场增长放缓。若行业竞争加剧、消费复苏不如预期，或将导致行业内公司销售增长放缓，最终影响公司整体业绩水平。

新公司上市进展不顺。新公司有可能由于政策因素或其他因素被暂停上市，或定价、认购流程与预期不符，致使放缓上市计划。

对提及公司的信息是来自客观信息的整理，不代表对公司的研究覆盖和推荐。

报告提及公司一览

图表57：报告涉及公司

公司简称	公司代码	公司简称	公司代码
朝云集团	6601 HK	润本股份	未上市
彩虹集团	003023 CH	上海庄臣	未上市
上海家化	600315 CH	中山榄菊	未上市
贝泰妮	300957 CH	郁美净	未上市
上海上美	2145 HK	戴可思	未上市

资料来源：Bloomberg，华泰研究

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、林震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），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 2023 年华泰证券股份有限公司