

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

润本股份(603193)

投资评级 增持

上次评级 增持

刘嘉仁 社零&amp;美护行业首席分析师

执业编号: S1500522110002

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护行业分析师

执业编号: S1500522110001

邮箱: zhouzixin@cindasc.com

李文静 美护行业研究助理

邮箱: liwenjing@cindasc.com

相关研究

润本股份(603193.SZ)首次覆盖报告:  
强运营塑造驱蚊&婴童护理品类领先  
国货品牌

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 润本股份(603193.SH) 23年&24Q1财报点评: 23年婴童&驱蚊持续亮眼增长, 期待旺季优异表现延续

2024年04月25日

**事件:** 公司发布23年年报及24年一季报, 2023年公司实现收入10.33亿元/yoy+20.7%, 归母净利润2.26亿元/yoy+41.2%, 扣非归母净利润2.19亿元/yoy+41.6%; 单Q4来看, 公司实现收入2.09亿元/yoy+19.7%, 归母净利润0.45亿元/yoy+58.5%。24Q1公司实现收入1.67亿元/yoy+10.0%, 归母净利润0.35亿元/yoy+67.9%, 扣非归母净利润0.31亿元/yoy+45.4%。

► **分品类来看: 23年婴童护理增长持续优异, 占比进一步提升。**

(1) 23年: ①婴童护理实现收入5.2亿元/yoy+33.6%/占比50%, 毛利率58.3%/yoy+2.66pct; ②驱蚊系列实现收入3.2亿元/yoy+19.2%/占比31%, 毛利率50.3%/yoy+1.96pct; ③精油系列实现收入1.5亿元/yoy-0.1%/占比14%, 毛利率62.7%/yoy+1.68pct; ④其他产品实现收入0.4亿元/yoy-14.3%/占比4%, 毛利率55.8%/yoy+1.59pct。各个品类毛利率均有不同程度提升, 或源于各品类物流包装费成本均有不同程度下降/远低于收入端增速。

(2) 24Q1: 婴童护理/驱蚊/精油品类分别实现收入1.08/0.39/0.12亿元, 占比分别为65%/24%/7%, 季节因素所致24Q1婴童护理占比高于23年全年水平; 均价来看, 婴童护理/驱蚊/精油均价分别同比+42%/+4%/-20%, 婴童均价增长主要源于单价较高的产品保湿霜、防晒乳、皴裂棒销量同比增长, 精油均价下滑主要源于单价较高的产品舒舒贴、精油香圈同比销量减少。

► **分渠道来看: 增长核心来自线上直销+非平台经销驱动。** 1) 线上直销实现收入6.2亿元/yoy+20.2%/占比60%, 毛利率61.8%/yoy+3.45pct; 2) 线上平台经销实现收入1.3亿元/yoy+8.6%/占比13%, 毛利率48.7%/yoy-2.95pct; 3) 线上平台代销实现收入0.3亿元/yoy+4.4%/占比3%, 毛利率47.6%/yoy+5.05pct; 4) 非平台经销商实现收入2.5亿元/yoy+32.4%/占比24%, 毛利率47.7%/yoy+1.69pct。

► **毛利率&费用率优化有望共促盈利能力向好。** 2023年公司毛利率/净利率/期间费用率分别为56.35%/21.88%/30.22%, 同比分别+2.15%/+3.19%/-1.57%, 费用端来看, 销售/管理/财务/研发费用率分别为26.02%/3.19%/-1.47%/2.49%, 同比分别-1.07%/+0.23%/-0.93%/+0.21%, 管理费率有所增长主要源于职工薪酬和咨询服务费增加, 咨询服务费预计为上市相关费用, 后续影响或将消除。24Q1公司毛利率/净利率/期间费用率分别同比+2.9/+7.3/-4.7pct, 费用端来看, 销售/管理/财务/研发费用率分别+1.2/-0.3/-6.0/+0.4pct, 财务费率优化主要源于上市募集资金后利息收入增长所致(23Q3/23Q4/24Q1财务费用率分别为-0.23%/-5.19%/-6.25%)。

► **盈利预测与投资评级:** 公司基于“大品牌、小品类”理念以及高性价比定位, 23年婴童类目收入迅速增长、占比持续提升, 未来通过细分品类拓新(如: 婴童防晒)、通过非平台经销模式线下渠道拓展有望推动公司保持优异增长态势, 毛利率&费率端优化有望共促盈利能力向好。我们预计2024-2026年分别实现归母净利润2.89/3.57/4.24亿元, 同比分别增长28%/24%/19%, 对应PE分别为26/21/18X, 维持“增持”评级。

► **风险因素:** 新品获批进度/新品推广效果不及预期、市场竞争加剧。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	856	1,033	1,317	1,619	1,922
增长率 YoY %	47.1%	20.7%	27.5%	22.9%	18.7%
归属母公司净利润(百万元)	160	226	289	357	424
增长率 YoY%	32.7%	41.2%	27.7%	23.7%	18.7%
毛利率%	54.2%	56.3%	56.6%	57.0%	57.3%
净资产收益率ROE%	22.1%	11.8%	12.8%	13.7%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.56	0.71	0.88	1.05
市盈率 P/E(倍)	46.62	33.01	25.84	20.90	17.60
市净率 P/B(倍)	10.32	3.88	3.32	2.86	2.46

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年4月24日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>510</b>	<b>1,716</b>	<b>2,064</b>	<b>2,433</b>	<b>2,877</b>	
货币资金	368	244	343	592	910	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1	5	5	6	7	
预付账款	8	8	10	12	14	
存货	103	93	126	133	144	
其他	30	1,366	1,580	1,690	1,801	
<b>非流动资产</b>	<b>315</b>	<b>303</b>	<b>302</b>	<b>313</b>	<b>318</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	264	255	247	249	247	
无形资产	19	19	18	18	18	
其他	32	29	36	46	53	
<b>资产总计</b>	<b>825</b>	<b>2,019</b>	<b>2,366</b>	<b>2,746</b>	<b>3,195</b>	
<b>流动负债</b>	<b>97</b>	<b>95</b>	<b>115</b>	<b>137</b>	<b>161</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	48	53	60	72	82	
其他	49	42	55	66	79	
<b>非流动负债</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	6	2	0	1	2	
<b>负债合计</b>	<b>103</b>	<b>98</b>	<b>116</b>	<b>139</b>	<b>163</b>	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	723	1,921	2,250	2,607	3,031	
<b>负债和股东权益</b>	<b>825</b>	<b>2,019</b>	<b>2,366</b>	<b>2,746</b>	<b>3,195</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	856	1,033	1,317	1,619	1,922	
同比(%)	47.1%	20.7%	27.5%	22.9%	18.7%	
归属母公司净利润	160	226	289	357	424	
同比(%)	32.7%	41.2%	27.7%	23.7%	18.7%	
毛利率(%)	54.2%	56.3%	56.6%	57.0%	57.3%	
ROE%	22.1%	11.8%	12.8%	13.7%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.56	0.71	0.88	1.05	
P/E	46.62	33.01	25.84	20.90	17.60	
P/B	10.32	3.88	3.32	2.86	2.46	
EV/EBITDA	-1.81	26.31	21.33	16.50	13.23	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>856</b>	<b>1,033</b>	<b>1,317</b>	<b>1,619</b>	<b>1,922</b>	
营业成本	392	451	572	697	822	
营业税金及附加	9	10	13	15	18	
销售费用	232	269	350	431	513	
管理费用	25	33	39	48	57	
研发费用	20	26	32	37	44	
财务费用	-5	-15	-24	-24	-25	
减值损失合计	-1	-2	-1	-2	-2	
投资净收益	2	1	1	2	2	
其他	2	6	2	5	6	
<b>营业利润</b>	<b>186</b>	<b>265</b>	<b>339</b>	<b>420</b>	<b>500</b>	
营业外收支	2	3	1	1	1	
<b>利润总额</b>	<b>188</b>	<b>268</b>	<b>340</b>	<b>421</b>	<b>501</b>	
所得税	28	42	52	64	77	
<b>净利润</b>	<b>160</b>	<b>226</b>	<b>289</b>	<b>357</b>	<b>424</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>160</b>	<b>226</b>	<b>289</b>	<b>357</b>	<b>424</b>	
EBITDA	199	270	334	416	496	
EPS(当年)(元)	0.47	0.64	0.71	0.88	1.05	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>165</b>	<b>253</b>	<b>81</b>	<b>285</b>	<b>349</b>	
净利润	160	226	289	357	424	
折旧摊销	20	22	18	19	20	
财务费用	0	-14	0	0	0	
投资损失	-62	-2	-1	-1	-2	
营运资金变动	-5	23	-219	-90	-93	
其它	-8	-4	-5	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>-1,310</b>	<b>-19</b>	<b>-37</b>	<b>-32</b>	
资本支出	-41	-14	-9	-29	-24	
长期投资	48	-1,301	-10	-10	-10	
其他	2	5	0	2	2	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-9</b>	<b>973</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	
吸收投资	0	995	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-3	0	0	0	0	
<b>现金流净增加额</b>	<b>165</b>	<b>-84</b>	<b>59</b>	<b>249</b>	<b>318</b>	

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**林凌**，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。