



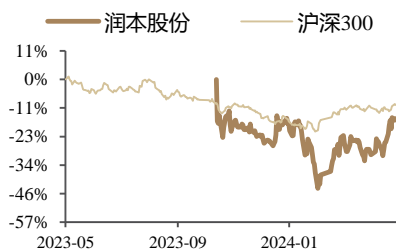
增持（维持）

所属行业：美容护理/个护用品
当前价格(元)：18.63

证券分析师

易丁依
资格编号：S0120523070004
邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	20.74	8.88	34.71
相对涨幅(%)	19.71	7.09	21.35

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《润本股份：卡位婴童+驱蚊赛道，差异定位打造“大品牌”》，2023.11.22

润本股份：23&24Q1 利润率维持高位，静待 Q2 旺季驱蚊及防晒表现

投资要点

- 润本股份 23&24Q1 增长加速，盈利能力上行。**1) 2023 年：实现营收 10.33 亿/+20.66%，归母净利润 2.26 亿/+41.23%，扣非归母净利 2.19 亿/+41.64%，业绩落在此前业绩预告中值；2) 23Q4：营收 2.09 亿/+19.72%，归母净利润 0.45 亿/+58.54%，扣非归母净利 0.42 亿；3) 24Q1：营收 1.67 亿/+10.02%，归母净利润 0.35 亿/+67.93%，扣非归母净利 0.31 亿/+45.36%，预计 Q1 受到天气影响驱蚊需求，毛利率达 55.69%/+2.85pcts，我们预计得益于高毛利产品占比提升；费用控制稳定，销售/管理/研发费率分别为 30.15%/+1.2pct、4.32%/-0.3pct、4.13%/+0.4pct，公司利息收入贡献 1046 万，占营收比例达 6.28%，综合看 24Q1 归母净利率维持 21.28% 的高位水平。
- 抖音渠道高增长，积极开拓 KA 及 CS 渠道。**1) 线上渠道 2023 年营收占比超 75%，其中线上直销/线上平台经销/线上平台代销分别实现收入 6.20/1.34/0.30 亿，同比增长 20.15%/8.63%/4.39%，我们预计以抖音为代表的直销渠道取得较高增长，且直销渠道的毛利率 61.38%/+3.45pcts，预计来自于产品结构调整；2) 非平台经销实现收入 2.49 亿/+32.36%，毛利率同比增加 1.69pcts，主因 23 年公司通过非平台经销商已开发合作线下渠道包括大润发、沃尔玛/山姆会员店等 KA 渠道以及 WOW COLOUR 等 CS 渠道。
- 坚持“大品牌、小品类”的研产销一体化战略，新品放量有望驱动 Q2 业绩超预期。**润本股份专注于个人护理和驱蚊类产品的研发、生产与销售，已构建婴童护理、驱蚊和精油三大核心产品系列，23 年共推出 50 余款新品，如积雪草冰沙霜、驱蚊喷雾-避蚊胺 10%、儿童洁面泡泡、婴童黄油皴裂棒等。1) 驱蚊系列：实现营收 3.25 亿/+19.20%，销量同比增长 20.76%，毛利率 50.32%/+1.96pcts，预计来自于产品结构调整，及规模效应摊薄固定成本；2) 婴童系列：实现收入 5.21 亿/+33.62%，销量同比增长 31.57%，毛利率 58.30%/+2.66pcts；近期上新儿童防晒霜，4 月在抖音平台的销量位列第二，显示了新品的市场接受度和潜在增长动力；润本旗舰店在天猫婴童洗护行业 618 全周期旗舰店排名第一；3) 精油系列：实现营收 1.46 亿元/-4.35%，略有下滑；销量同比增长 1.96%，毛利率 62.71%/+1.68pcts。
- 投资建议：**润本股份产品矩阵丰富，未来将拓展产品品类，拓宽销售渠道建设，进一步加强对线上渠道以及线下渠道的布局。预计 24-26 年营收为 13.43 亿/16.65 亿/19.82 亿，归母净利润为 2.90 亿/3.64 亿/4.38 亿，同增 28.1%/25.6%/20.4%，PE 为 26.0X/20.7X/17.2X，维持“增持”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险；电商平台流量提升；热销品依赖度过高风险。

股票数据

总股本(百万股):	404.59
流通 A 股(百万股):	60.69
52 周内股价区间(元):	12.45-22.08
总市值(百万元):	7,537.57
总资产(百万元):	2,065.16
每股净资产(元):	4.84

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	856	1,033	1,343	1,665	1,982
(+/-)YOY(%)	47.1%	20.7%	30.0%	24.0%	19.0%
净利润(百万元)	160	226	290	364	438
(+/-)YOY(%)	32.7%	41.2%	28.1%	25.6%	20.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.40	0.56	0.72	0.90	1.08
毛利率(%)	54.2%	56.3%	56.9%	57.3%	57.6%
净资产收益率(%)	22.1%	11.8%	13.6%	15.2%	16.1%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.72	0.90	1.08
每股净资产	4.75	5.28	5.93	6.71
每股经营现金流	0.62	0.70	0.92	1.11
每股股利	0.17	0.19	0.25	0.31
价值评估(倍)				
P/E	28.41	26.03	20.71	17.21
P/B	3.83	3.53	3.14	2.78
P/S	7.30	5.61	4.53	3.80
EV/EBITDA	26.31	22.10	16.89	13.43
股息率%	0.9%	1.0%	1.3%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	56.3%	56.9%	57.3%	57.6%
净利润率	21.9%	21.6%	21.8%	22.1%
净资产收益率	11.8%	13.6%	15.2%	16.1%
资产回报率	11.2%	12.8%	14.3%	15.2%
投资回报率	10.9%	11.9%	13.5%	14.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.7%	30.0%	24.0%	19.0%
EBIT 增长率	38.7%	21.9%	27.5%	21.1%
净利润增长率	41.2%	28.1%	25.6%	20.4%
偿债能力指标				
资产负债率	4.8%	5.4%	5.8%	6.0%
流动比率	18.0	16.2	15.2	14.8
速动比率	2.8	3.8	4.8	5.8
现金比率	2.6	3.6	4.6	5.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.0	1.5	1.5	1.6
存货周转天数	78.1	68.5	72.0	73.4
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	4.0	5.3	6.4	7.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	226	290	364	438
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	25	20	21	22
非经营收益	-21	-7	-3	-3
营运资金变动	23	-17	-8	-7
经营活动现金流	253	285	373	450
资产	-14	-24	-33	-34
投资	-1,301	0	0	0
其他	5	1	2	2
投资活动现金流	-1,310	-23	-32	-32
债权募资	0	-1	0	0
股权募资	995	0	0	0
其他	-23	-75	-100	-125
融资活动现金流	973	-75	-100	-125
现金净流量	-84	187	242	293

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,033	1,343	1,665	1,982
营业成本	451	579	711	840
毛利率%	56.3%	56.9%	57.3%	57.6%
营业税金及附加	10	13	17	20
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	269	369	463	555
营业费用率%	26.0%	27.5%	27.8%	28.0%
管理费用	33	40	48	56
管理费用率%	3.2%	3.0%	2.9%	2.8%
研发费用	26	47	53	59
研发费用率%	2.5%	3.5%	3.2%	3.0%
EBIT	248	303	386	468
财务费用	-15	-42	-47	-54
财务费用率%	-1.5%	-3.1%	-2.8%	-2.7%
资产减值损失	-2	-1	-0	-0
投资收益	1	1	2	2
营业利润	265	344	431	520
营业外收支	3	1	2	1
利润总额	268	345	433	521
EBITDA	270	322	407	490
所得税	42	55	69	83
有效所得税率%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	226	290	364	438

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	244	431	672	966
应收账款及应收票据	5	6	8	9
存货	93	128	157	185
其它流动资产	1,375	1,379	1,383	1,385
流动资产合计	1,716	1,944	2,220	2,545
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	255	256	264	274
在建工程	2	8	15	18
无形资产	19	18	18	17
非流动资产合计	303	314	329	342
资产总计	2,019	2,258	2,549	2,887
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	53	64	79	93
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	42	55	67	78
流动负债合计	95	120	146	172
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债总计	98	122	149	174
实收资本	405	405	405	405
普通股股东权益	1,921	2,136	2,400	2,713
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,019	2,258	2,549	2,887

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。