

买入（首次）

母婴赛道新声，润物生长

润本股份（603193）深度报告

2026年2月25日

投资要点：

魏红梅

SAC执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：陈姿倩

SAC执业证书编号：

S0340125070028

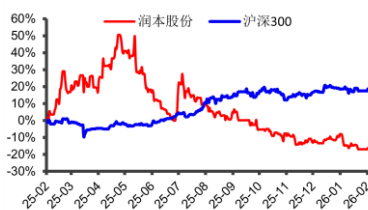
电话：0769-22119430

邮箱chenziqian@dgzq.com.cn

主要数据 2026年2月24日

收盘价(元)	23.44
总市值(亿元)	93.84
总股本(亿股)	4.05
流通股本(亿股)	1.03
ROE(TTM)	14.05%
12月最高价(元)	43.43
12月最低价(元)	23.20

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，ifind

相关报告

- **品类聚焦，业绩稳健。**润本股份以婴童驱蚊为起点，依托研产销一体化能力，逐步扩展至婴童护理与植物精油，形成多品类日化生态。核心品类驱蚊与婴童护理占比超85%，带动客单价提升，推动营收与盈利持续增长。2021-2024年，公司营业收入从5.82亿元增至13.18亿元，CAGR 31.32%；净利润从1.21亿元增至3.00亿元，盈利韧性强。毛利率稳步提升至58.17%，净利率维持21%以上，费用率持续优化。渠道布局线上线下协同发展，非平台经销增长迅速，线上直销稳健扩容，整体经营结构优化，核心增长动力明确，财务稳健。
- **行业空间广阔，增长确定性高。**全球及中国驱蚊与婴童洗护市场稳健增长。儿童驱蚊喷雾全球市场2024年达17.95亿元，2023-2027年CAGR为4.26%；中国儿童驱蚊市场同期CAGR约6.1%，线上渠道为核心增长动力。全球婴童洗护市场2024年达144.8亿美元，预计2023-2027年CAGR约3.97%；中国婴童洗护市场同年达329亿元，预计2023-2027年CAGR约7.97%。行业头部品牌集中度提升，本土品牌快速崛起，马太效应明显。居民收入稳步增长及城镇化加速，为消费升级提供支撑，推动母婴产品向高品质化、功效化方向发展，为润本股份核心品类增长创造长期空间。
- **研产销一体化构筑长期竞争壁垒。**润本股份依托研发、生产与销售一体化布局，形成高效自有生产体系，广州、浙江两大工厂产能充足且灵活，未来拟投资7亿元建设智能工厂、6亿元扩建研发生产基地，进一步提升产能与研发协同效率。通过规模化生产与标准化流程，公司实现单位成本优势，同时保障产品安全与质量稳定。研产销协同模式可前瞻性规划产能和原料，降低库存及缺货风险，同时形成短期难以复制的长期市场壁垒。
- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**润本股份作为母婴个护细分赛道的新兴国货标杆，依托“细分破局+生态扩容”战略，核心品类驱蚊与婴童护理持续高增长，2025年前三季度收入与净利润均保持正向提升，经营基本面稳固。核心看点在于，公司通过研产销一体化布局及自有生产基地建设，构筑高安全性与成本优势，形成短期难以复制的长期市场壁垒；同时，电商渠道稳步拓展，抖音、天猫等新兴平台增长迅速，线下终端覆盖稳健，形成线上线下双轮驱动的增长模式。预计公司2025-2026每股收益分别为0.80元和0.99元，对应估值分别为29.27倍和23.74倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争风险、投流税政策变化风险、新品推广不及预期风险、产品质量与合规风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 从细分破局到生态扩容 助力平台化成长	4
1.1 从婴童驱蚊到多品类日化生态的成长路径	4
1.2 聚焦品类深耕，构建精细化产品矩阵	4
1.3 产品结构核心集中，布局持续优化	5
1.4 业绩稳健增长，盈利态势向好	6
1.5 渠道营收稳步扩容，协同发展态势良好	7
2. 行业格局与趋势洞察	7
2.1 驱蚊行业	7
2.2 婴童洗护行业	9
2.3 行业发展驱动因素	10
3. 竞争优势	12
3.1 毛利率与存货周转效率双高	12
3.2 以安全为核心，打造母婴壁垒	14
3.3 研产销一体化能力驱动竞争优势与长期壁垒	15
4. 投资策略	15
5. 风险提示	16

插图目录

图 1：2021-2025H1 公司营收结构（分产品类别）	5
图 2：2021-2025Q1-Q3 公司营业收入与增速（亿元，%）	6
图 3：2021 年-2025Q1-Q3 公司净利润与增速（亿元，%）	6
图 4：公司毛利率净利率（%）	7
图 5：公司期间费用率（%）	7
图 6：2020-2024 年公司分渠道营收（亿元）	7
图 7：2021-2024 年公司分渠道营收增速（%）	7
图 8：2024-2031E 年全球儿童驱蚊喷雾市场规模（亿元，%）	8
图 9：2017-2027E 年中国驱蚊市场规模及渠道构成（亿元，%）	8
图 10：2024 年全球婴童洗护行业市场规模分布	9
图 11：2021-2028E 年全球婴童洗护行业市场规模（亿美元，%）	9
图 12：2024 年分龄产品销售结构	10
图 13：2021-2028E 年中国婴童洗护行业市场规模（亿元，%）	10
图 14：2024 年 1 月-2025 年 6 月婴童护肤 CR5 走势（%）	10
图 15：2021-2025 年我国农村居民人均可支配收入（万元）	11
图 16：2021-2025 年我国城镇居民人均可支配收入（万元）	11
图 17：2020-2023 年全国城镇化率（%）	11
图 18：可比公司销售净利率对比（%）	12
图 19：可比公司存货周转天数（天）	13
图 20：应收账款周转天数（天）	14
图 21：战略合作签约大会	15

表格目录

表 1：公司发展历程	4
表 2：公司热门产品矩阵	4
表 3：中国驱蚊用品 TOP10 品牌市场份额占比（%）	9

表 4: 2025 年上半年中国婴童护肤 TOP10 品牌	10
表 5: 公司主要竞争对手	12
表 6: 公司盈利预测简表（2026/2/24）	16

1. 从细分破局到生态扩容 助力平台化成长

1.1 从婴童驱蚊到多品类日化生态的成长路径

以“细分破局+生态扩容”为核心逻辑。润本生物技术股份有限公司是聚焦母婴个护领域的新兴国货标杆企业，其发展源头可追溯至2006年子公司鑫翔贸易的创立，2023年成功登陆上海证券交易所主板，正式迈入资本化发展快车道。公司最初深耕婴童驱蚊细分赛道，凭借“温和安全、高性价比”的产品定位快速积累核心母婴用户，随后依托用户资产复用与研产销一体化优势，逐步拓展至婴童护理、精油两大核心业务板块，形成“驱蚊筑牢基本盘、护理拉动高增长、精油培育新动能”的业务格局，成功实现从单一品类品牌向多场景综合日化企业的跨越。

表 1：公司发展历程

时间	公司重要事件
第一阶段：品牌初创，奠定基础	2006年，由子公司鑫翔贸易创立“润本”品牌，初期以线下经销为主。
	2010年，抓住电商风口，开设天猫旗舰店，切入主流线上流量入口，聚焦驱蚊与婴童护理产品，完成早期业务沉淀。
第二阶段：构建“研产销一体化”经营模式，积累品牌口碑	2013年，购入广州黄埔生产基地，加大研发投入并获评国家高新技术企业。
	2015年，拓展京东等线上渠道，形成“线上为主、线下为辅”的销售格局，构建起研产销一体化经营模式，实现销售规模快速增长。
第三阶段：丰富产品矩阵，抓住流量风口，进一步提升品牌美誉度	2019年，广州润峰吸收合并广东润峰，开设义乌生产基地；以驱蚊、婴童护理、精油三大系列为核心，推出差异化细分产品，开启多品类扩张。
	2020年，广州润峰改制为润本股份，开设抖音旗舰店，布局新兴流量渠道。
	2023年，公司在上交所主板上市，品牌影响力进一步提升。

资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

1.2 聚焦品类深耕，构建精细化产品矩阵

润本股份深耕三大核心赛道，精筑多元产品矩阵。润本股份持续深化“专业、安全、温和”的品牌心智。驱蚊防护领域，电热蚊香液覆盖基础、定时、童锁等多档位，核心含0.6%氯氟醚菊酯，驱蚊液分为7%驱蚊酯温和款与20%羟哌酯强劲款，多规格适配多元场景；母婴护理以天然植萃为基底，唇膏系列细分多品类，复配白池花籽油、VE 精华等活性成分，儿童身体乳设有轻润、滋润双配方，精准匹配母婴需求；植物精油品类推出精油贴、香圈等便携产品，紫草舒缓喷雾主打叮咬后修护，形成场景协同。

表2：公司热门产品矩阵

品类	产品	价格	核心成分
驱蚊	电热蚊香液	29.9元（1器+4液） 39.9元（1器三档定时+5液） 39.9元（6液）	0.6%氯氟醚菊酯
	电热蚊香液（小棕熊款） 全新升级：防烫阻燃	34.9元（1器三档定时+4液） 36.9元（1器定时童锁+4液） 39.9元（6液）	0.6%氯氟醚菊酯
	驱蚊液（温和驱蚊）	39.9元（买220ml送50ml）	7%驱蚊酯

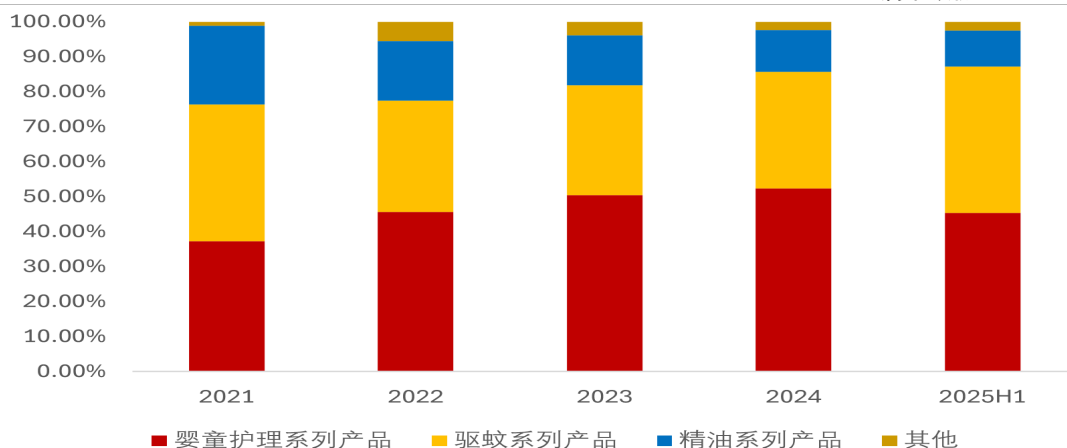
	派卡瑞丁驱蚊液（强劲驱蚊）	32.9元 110ml 37.9元 50ml*2	20%羟哌酯驱蚊液
母婴护理	经典唇膏	24.8元 经典唇膏4g*2	白池花籽油、蜂蜡、稻糠油、牛油果树果脂、毛瑞桐果油、小烛树蜡、向日葵籽蜡、酸橙果皮油
	葡萄柚味唇膏/小桃喜唇膏/防皱唇膏	25.8元 葡萄柚味/小桃喜/防皱唇膏4g+防皱唇膏4g	沙棘果油、葡萄柚果皮油/稻糠油、小烛树蜡、紫草提取物/霍霍巴籽油、毛瑞桐果油、VE 精华、红没药醇、酸橙果皮油
	天然果萃彩护唇膏	24.9元 1支 39.8元 2支	向日葵籽油、白池花籽油、牛油果树果脂、草莓果提取物、角鲨烷、红没药醇、萝卜根提取物、甘薯根提取物、姜黄根提取物等
	蛋黄油补水棒：面霜棒/身体棒	69.8元 面霜棒18g+身体棒50g 74.8元 面霜棒18g*3 79.8元 身体棒50g*2	蛋黄油、欧洲赤松芽提取物、红没药醇、角鲨烷、库拉索芦荟提取物、椰子油、透明质酸钠/蛋黄油、红没药醇、沙棘果油、向日葵籽油、透明质酸钠、乳酸杆菌发酵产物、神经酰胺 NP
	儿童身体乳（轻润款、滋润款）	59.8元 300ml*2轻润款 69.8元 300ml*2滋润款	轻润款：甘油、氢化椰油、牛油果树果脂、生育酚乙酸酯、精氨酸 滋润款：透明质酸钠、葡萄柚果皮油、精氨酸、尿素、矿脂、鲸蜡硬脂醇
精油	物精油贴	29.9元 72贴 39.8元 120贴 59.8元 168贴	香茅精油、桉叶精油、薰衣草精油、薄荷精油、艾叶精油、茶树精油
	植物精油香圈	16.8元 20条 19.9元 30条 34.9元 60条	香茅油、柠檬桉叶油、薄荷等植物精油
	紫草舒缓喷雾	14.9元 30ml 24.9元 60ml	紫草根提取物、姜根提取物、防风根提取物、地黄根提取物、当归根提取物、红没药醇

资料来源：润本旗舰店，东莞证券研究所

1.3 产品结构核心集中，布局持续优化

驱蚊与婴童护理为核心，结构集中度持续提升。润本股份产品结构清晰，驱蚊系列与婴童护理系列构成收入核心，驱蚊系列凭借母婴赛道精准定位，有效带动客单价提升，二者共同构筑公司核心增长，产品占比呈“核心集中、辅助收缩”特征。三大核心系列中，婴童护理占比从2021年37.22%升至2024年52.36%，2025年中报回落至45.26%，是带动客单价的核心力量；驱蚊系列2021年占比达39.12%，随后在2022 - 2024年回落并稳定于31% - 33%区间，2025年中报再次上行至41.92%，核心地位进一步强化。精油系列占比持续下滑，2025年中报降至10.29%。其他业务占比长期低于5%，对营收结构影响较小。两大核心板块合计占比超85%，稳固支撑公司营收格局，其协同效应进一步推动客单价与营收双提升。

图1：2021-2025H1公司营收结构（分产品类别）

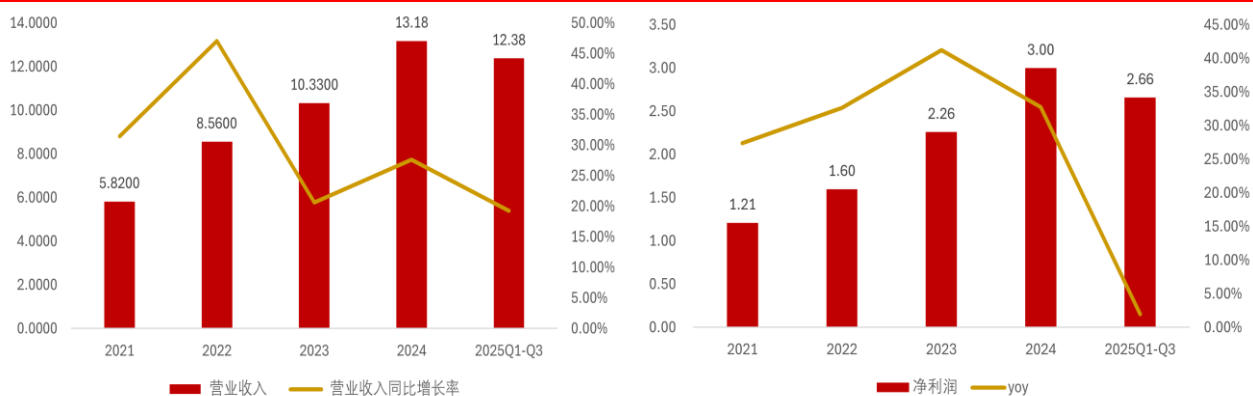


资料来源：ifind，东莞证券研究所

1.4业绩稳健增长，盈利水平保持稳定

业绩持续正向增长。2021-2024年，公司依托核心品类协同发力，经营规模实现稳步扩容，营业总收入从5.82亿元增长至13.18亿元，CAGR达31.32%；净利润整体保持较快增长，从1.21亿元提升至3.00亿元，盈利规模显著扩大。期间业绩增速呈现阶段性差异，主要受行业经营周期、核心品类季节性波动及渠道运营投入等因素影响，属于正常的阶段性调整，未改变公司长期增长逻辑。具体来看，2021-2024年营业收入同比增速分别为31.46%、47.06%、20.66%、27.61%，2022年实现阶段性增长高峰后，2023年增速较前一年有所回落，2024年维持稳健增长态势；净利润同比增速整体保持较高水平，期间呈现阶段性波动，分别为27.38%、32.66%、41.23%和32.80%。2025年前三季度，公司实现营业总收入12.38亿元，同比增长19.28%；实现净利润2.66亿元，同比增长1.98%，收入与利润均保持正向增长，经营基本面持续稳固，盈利水平保持稳定。

图2：2021-2025Q1-Q3公司营业收入与增速（亿元，%）图3：2021年-2025Q1-Q3公司净利润与增速（亿元，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

盈利及费用指标整体改善。2020-2024年毛利率从52.53%稳步攀升至58.17%，2025年前三季度微升至58.27%，主要受规模效应释放、产品结构优化以及供应链与成本管控能力提升等因素驱动。净利率整体保持在较高水平，2020年21.39%，2022年阶段性回落后快速回暖，2024年达22.77%，2025年前三季度小幅回落至21.5%。费用端结构持续优化，销售费用率随渠道拓展与品牌投入加大呈阶段性上行趋势，体现公司主动投入增长的经营策略，管理费用率降至4.01%，彰显管控成效，财务费用率长期为负，整体财务稳健，经营

质效持续改善。

图4：公司期间费用率（%）

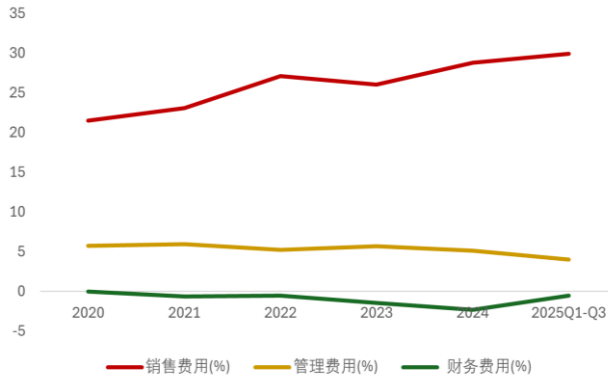
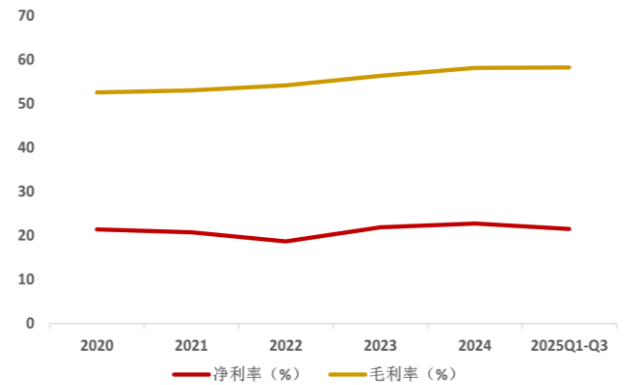


图5：公司毛利率净利率（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

1.5渠道营收稳步扩容，协同发展态势良好

渠道营收稳步扩容，结构布局持续优化。2020 - 2024年，公司主要渠道营收整体保持增长态势，但不同渠道增速分化明显。其中，非平台经销业务表现最为突出，营收由0.9亿元增长至3.5亿元，2021 - 2024年同比增速均保持在30%以上，年均复合增速32.50%，彰显线下渠道拓展成效；线上直销业务紧随其后，营收由2.5亿元增至7.7亿元，年均复合增速27.30%，同比增速整体稳健。线上渠道中，平台经销与代销业务稳步扩张，2020 - 2024年年均复合增速分别为16.41%和9.26%，其中平台代销增速逐年放缓，增长动能相对偏弱。整体来看，线上与线下渠道协同发力，营收规模持续扩大，渠道结构与公司经营战略高度契合，体现公司稳健增长韧性。

图6：2020-2024年公司分渠道营收（亿元）

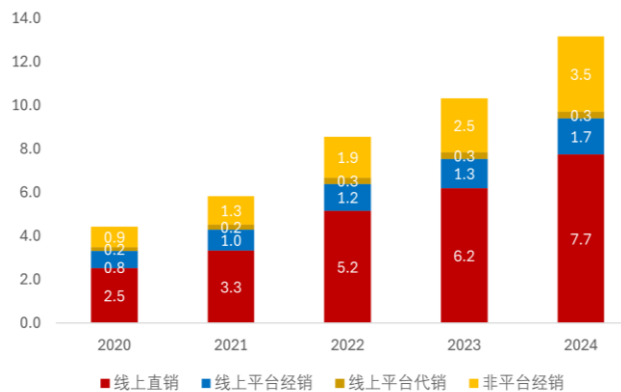
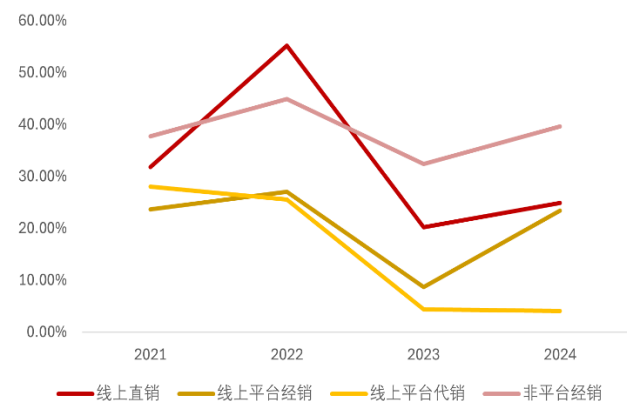


图7：2021-2024年公司分渠道营收增速（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

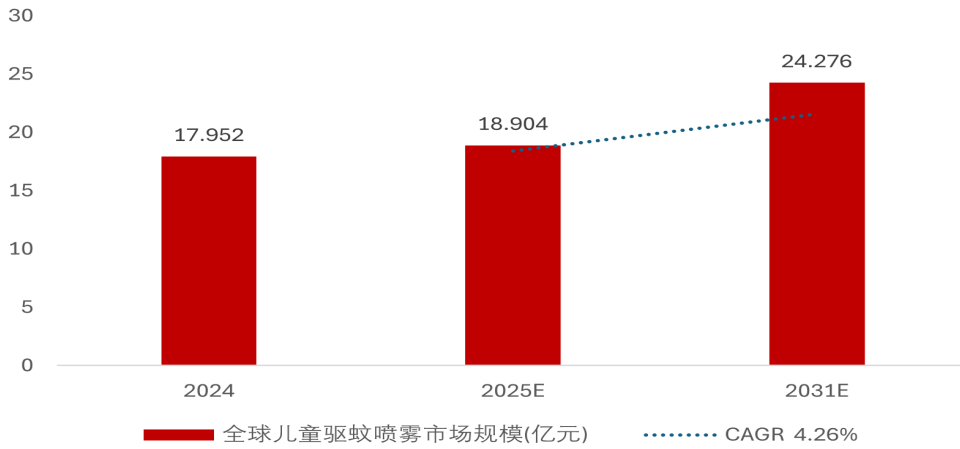
2.行业格局与趋势洞察

2.1驱蚊行业

全球儿童驱蚊喷雾市场稳步扩容，增长稳健。从市场规模来看，2024年该市场规模达17.95亿元，预计2025年将稳步增长至18.90亿元，长期布局下，2031年市场规模有望攀升至24.28亿元，扩容空间明确。从增长速率分析，2025-2027年全球儿童驱蚊喷雾市场CAGR稳定维持在4.26%，增速稳健且可持续，反映出行业发展基

本面稳固。市场增长主要得益于家长对儿童健康防护意识提升、专用产品需求释放，以及全球户外出行场景拓展，共同驱动行业良性发展。

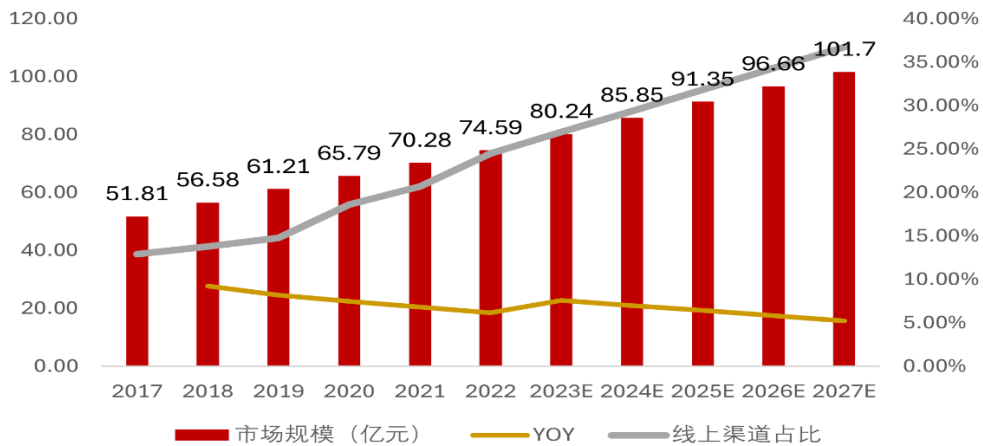
图8：2024-2031E年全球儿童驱蚊喷雾市场规模（亿元，%）



资料来源：YH RESEARCH，东莞证券研究所

中国驱蚊行业作为刚需赛道实现稳健增长。2017-2022年中国驱蚊市场（不含杀虫）规模从51.81亿元增至74.59亿元，CAGR达7.56%。预计2023-2027年市场规模将从80.24亿元升至101.70亿元，CAGR约6.1%，增长基本面稳固。渠道端线上化趋势显著，2022年线上市场规模18.27亿元，同比增速为24.5%，2017-2022年线上渠道占比从12.9%提升至24.5%，2023-2027年将进一步攀升至36.75%，成为行业增长核心动力。需求端受益于户外出行盛行，叠加居民健康认知升级，蚊虫防治需求向“驱避+预防”转变，电热蚊香液、驱蚊液等新型产品逐步成为市场主流，持续驱动行业迭代升级。

图9：2017-2027E年中国驱蚊市场规模及渠道构成（亿元，%）



资料来源：润本股份：8-1发行人及保荐机构回复意见，识咨咨询，东莞证券研究所

中国驱蚊行业竞争格局。中国驱蚊用品市场呈现“头部集中、尾部分散”的竞争格局，品牌梯队分化显著，TOP10品牌合计占据市场核心份额，其中行业CR5达42.31%，反映出头部品牌的强势主导力，行业集中度处于中等偏上水平。本土龙头表现亮眼，超威以16.12%的市场份额稳居榜首，榄菊紧随其后占比达11.15%，两大品牌合计占比超27%，凭借深厚的渠道积淀和广泛的用户基础，形成明显的头部优势。外资品牌雷达以7.45%的占比位列第三，依托外资背景和品牌口碑占据中高端市场一席之地；

润本、VAPE则凭借差异化定位突围，前者聚焦母婴细分赛道，后者主打便捷化产品，两者市场份额分别为3.84%、3.75%，形成了自身独特的市场竞争力。

表3：中国驱蚊用品TOP10品牌市场份额占比（%）

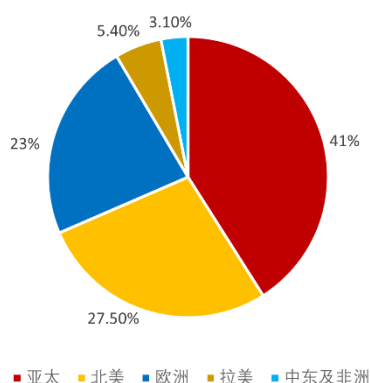
排名（1-10）	品牌	市场份额（%）
1	超威	16.12
2	榄菊	11.15
3	雷达	7.45
4	润本	3.84
5	VAPE	3.75
6	拜灭士	3.53
7	彩虹	2.75
8	枪手	2.30
9	皎洁	2.14
10	李字	1.92

资料来源：新快网，东莞证券研究所

2.2 婴童洗护行业

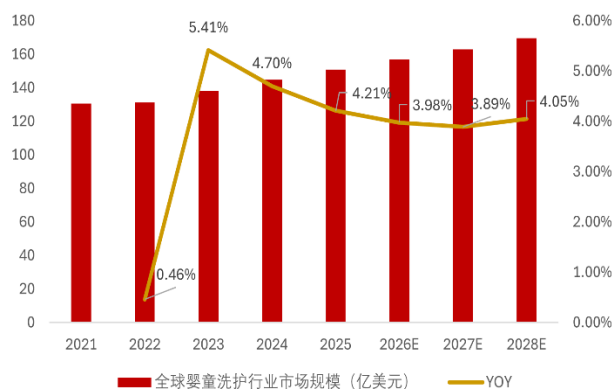
全球婴童洗护行业稳健增长，发展态势平稳。2021年行业市场规模为130.6亿美元，2022年同比微增0.46%至131.2亿美元，增速放缓后，2023年回升至138.3亿美元，同比增长5.41%，2024年进一步增至144.8亿美元，保持稳健增长。2021-2025年行业CAGR达3.68%，预计2025年市场规模将升至150.9亿美元，2026E-2028E年CAGR提升至3.97%，增长潜力持续释放。区域分布方面，2024年亚太地区以41%的市场份额位居首位，为核心市场；北美、欧洲分别占比27.50%、23%，合计占全球市场超过一半；拉美、中东及非洲占比分别为5.40%、3.10%，虽占比偏低，但随着育儿意识提升，有望成为未来增长潜力市场。

图10：2024年全球婴童洗护行业市场规模分布



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

图11：2021-2028E年全球婴童洗护行业市场规模（亿美元，%）

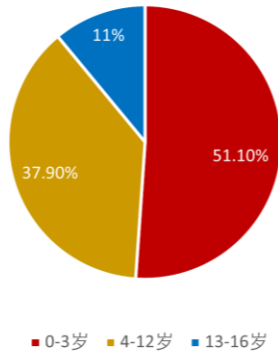


资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

中国婴童洗护行业稳健增长。2017-2022年，行业年均复合增长率达6.26%，其中2021年市场规模为274.2亿元，2022年受疫情影响同比微降3.46%至264.7亿元，但很快实现反弹。2023年市场规模回升至301.6亿元，同比增长13.94%，2024年进一步增至329亿元。预计2023-2027年，行业增长势头将持续稳健，年均复合增长率

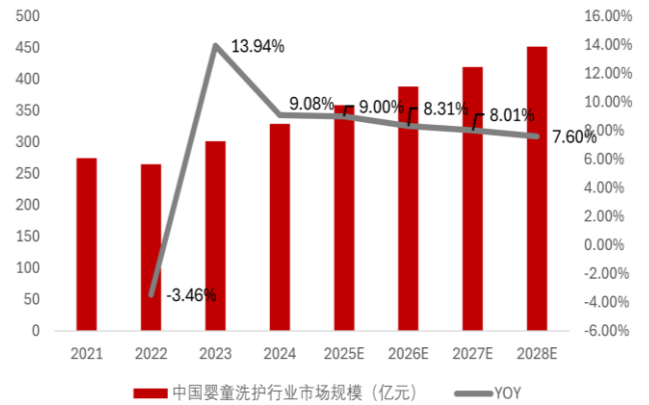
达7.97%，2027年市场规模将达419.5亿元，2028年有望突破450亿元，除2022年外，行业整体增速均保持在7.5%以上。与此同时，分龄市场呈现差异化发展态势，2024年，0-3岁婴幼儿阶段占比达51.10%，虽凭借皮肤刚需占据市场半壁，但受人群规模下滑影响竞争日益激烈；4-12岁儿童阶段占比37.90%，为品牌重点布局赛道；13-16岁青少年阶段占比仅11%，为潜在增长蓝海。中国凭借庞大婴童基数，本土品牌快速崛起，未来增速预计高于全球水平，兼具高规模与高增速的特点，已成为全球行业增长的重要驱动力。

图12：2024年分龄产品销售结构



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

图13：2021-2028E年中国婴童洗护行业市场规模（亿元，%）



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

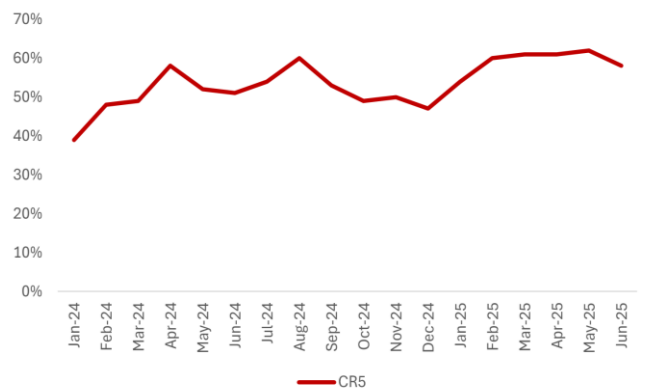
从竞争格局来看，中国婴童洗护行业的马太效应持续显现，头部品牌的市场话语权不断提升。以婴童护肤细分赛道为例，2024年1月至2025年5月，行业CR5从39%快速攀升至62%，市场集中度实现了跨越式提升。其中，袋鼠妈妈、海龟爸爸、一页、润本、贝德美稳居TOP5，通过明星单品建立差异化竞争壁垒。

表 4：2025 年上半年中国婴童护肤 TOP10 品牌

品牌	代表产品	价格范围 (元)
袋鼠妈妈	袋鼠妈妈祛痘水乳	0.01-169
海龟爸爸	海龟爸爸小雪山防晒乳 4.0	16.98-59
一页	一页紫草面霜	147.05-159
润本	润本儿童面霜舒缓	16.94-49.9
贝德美	贝德美儿童沙冰面霜	45-66.23

资料来源：集瓜数据，东莞证券研究所

图14：2024年1月-2025年6月婴童护肤CR5走势（%）



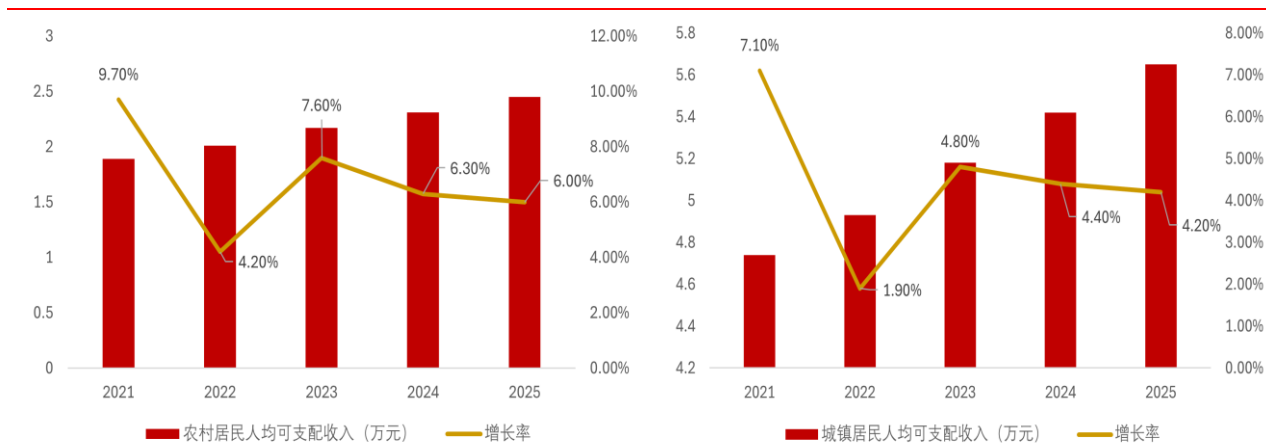
资料来源：集瓜数据，东莞证券研究所

2.3 行业发展驱动因素

居民收入稳步提升为母婴消费升级奠定基础。根据国家统计局数据，近五年我国城镇居民人均可支配收入持续增长，从2021年的4.74万元提升至2025年的5.65万元，年均复合增长率约为4.49%，各年度增速分别为2021年7.10%、2022年1.90%、

2023年4.80%、2024年4.40%、2025年4.20%，整体保持稳健增长；农村居民人均可支配收入由2021年的1.89万元提升至2025年的2.45万元，年均复合增长率约为6.70%，增长韧性明显。居民收入稳步提升，为驱蚊及婴童洗护行业消费升级及产品向功效化、中高端化发展提供了坚实基础。

图15：2021-2025年我国农村居民人均可支配收入（万元）
图16：2021-2025年我国城镇居民人均可支配收入（万元）

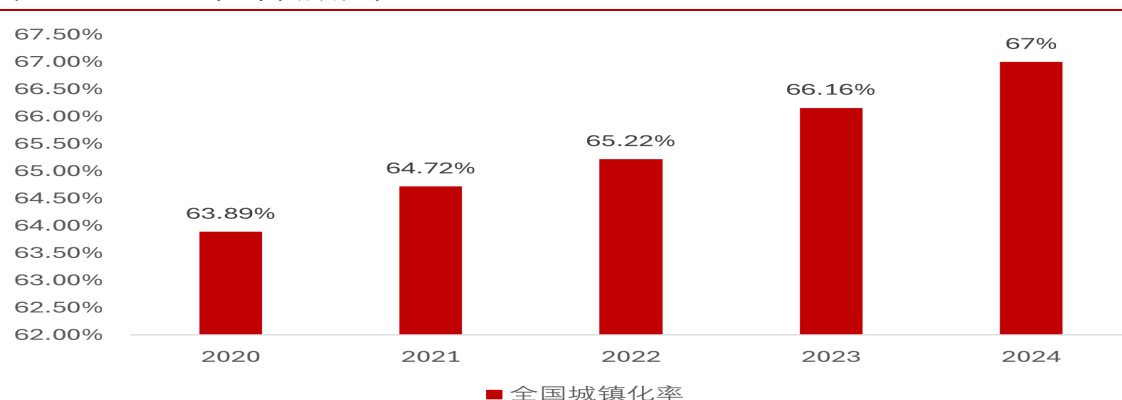


资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

中国城镇化进程加速，推动消费市场稳步扩大。根据国家统计局数据，我国城镇化率由2010年的49.95%提升至2024年的67%，人口持续向城市集中。随之而来，城市居民消费能力和消费意愿同步提升，城市基础设施、商业配套及零售体系不断完善，推动渠道布局优化及市场渗透率提升；同时，城市生活节奏加快及育儿精细化需求增强，使家长更加关注婴童肌肤健康和家庭生活品质，从而推动婴童洗护及驱蚊防护等母婴相关产品的消费需求增长。居民收入增长与城镇化加速共同构成母婴消费升级的核心驱动力，为行业高端化和细分化发展提供稳固基础。

图17：2020-2023年全国城镇化率（%）



资料来源：中国统计年鉴2025，东莞证券研究所

3. 竞争优势

3.1 销售净利率与存货周转效率双高

3.1.1 可比公司选取

可比公司选取。我们选取上海家化、珀莱雅和丸美生物作为公司的可比公司，主要基于它们在化妆品行业中的业务模式、市场定位、品牌布局及研发创新能力等方面与公司具有较强的可比性。丸美生物以眼部护理为核心，通过研发创新和多品牌协同拓展市场；珀莱雅以“科技护肤”为核心战略，构建多品牌矩阵，在功效护肤和彩妆领域实现快速增长；上海家化作为国内历史最悠久的日化企业，品牌矩阵完善，涵盖护肤、个护及婴童护理等多个领域，渠道体系成熟。三家公司在产品创新与市场布局上与公司具有高度可比性，可为分析其行业地位与竞争优势提供有益参考。

表5：公司主要竞争对手

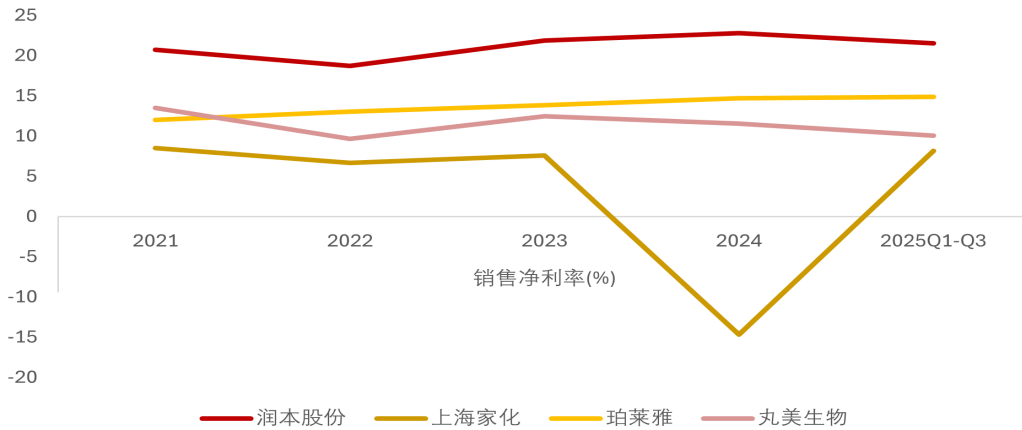
企业名称	主要品牌名称	企业概况
上海家化 (600315.SH)	佰草集、六神、高夫、美加净	上海家化成立于1898年，是中国历史最悠久的日化企业之一，总部位于上海。公司集研发、生产、销售于一体，主营个人护理、护肤、美妆及家居清洁等业务。旗下品牌矩阵覆盖护肤、洗护、婴童护理等多个领域。近年来，公司加大科研与数字化投入，推进品牌年轻化升级，巩固其在国内日化行业的领先地位。
珀莱雅 (603605.SH)	珀莱雅 (PROYA)、彩棠 (TIMAGE)、悦芙媞 (UPT)	珀莱雅成立于2006年，总部位于浙江杭州，是一家集化妆品研发、生产、销售于一体的综合性美妆企业。公司以“科技护肤”为核心战略，主营护肤和彩妆产品，涵盖洁面、保湿、抗老、美白、防晒等领域。主品牌“珀莱雅”定位大众功效护肤，“彩棠”聚焦高端国风彩妆。公司通过多品牌矩阵和全渠道布局，实现稳健增长，已跻身中国本土美妆行业前列。
丸美生物 (603983.SZ)	丸美、春纪、恋火	成立于2002年，以眼部护理起家，丸美眼霜广受认可。公司后续推出春纪、恋火等品牌，覆盖年轻群体和彩妆市场。2019年上市后，公司加大研发投入，推出多肽、修护等功能型新品。近年来强化大单品战略，依托科技赋能和多品牌协同，实现业绩高增。

资料来源：贝泰妮、丸美生物、上海家化2024年度财务报告，东莞证券研究所

3.1.2 销售净利率显著高于可比公司

销售净利率整体处于行业较高水平。2021-2025Q1-Q3期间，润本股份销售净利率分别为20.72%、18.69%、21.88%、22.77%、21.50%，除2022年阶段性回落外，整体维持在较高水平并呈震荡上行态势，2024年达到阶段性高点22.77%，盈利稳定性和核心竞争力突出。润本股份净利率持续领先可比公司，核心得益于高性价比定位与极强的运营管控能力。公司以大众定价为主，产品单价多位于50元以下，婴童护理产品价格仅为头部品牌约60%，精准契合主流消费需求。同时依托自有生产基地严控成本，实现低价不低质，并通过规模化销售与精细化运营提升盈利效率，最终形成行业领先的盈利水平。

图18：可比公司销售净利率对比（%）

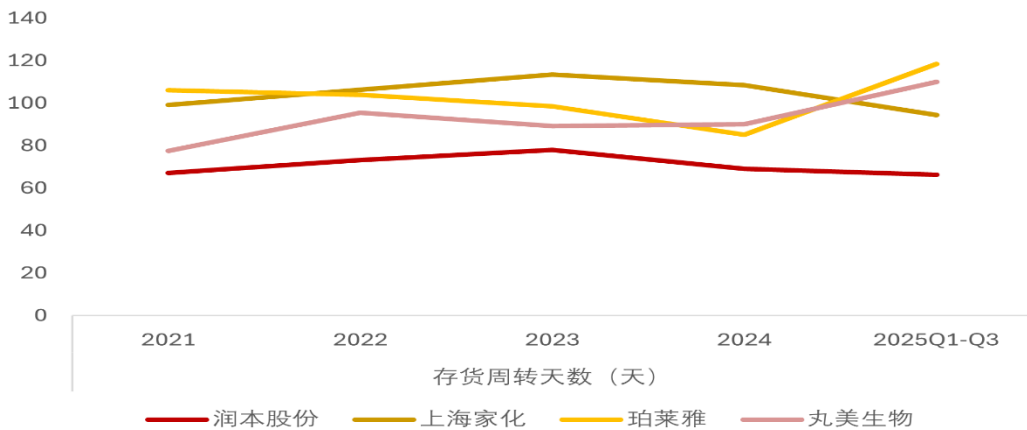


资料来源：ifind，东莞证券研究所

3.1.3 存货周转能力高于可比公司

存货周转效率行业领先。2021-2025Q1-Q3，公司存货周转天数分别为67.25天、73.26天、78.09天、69.04天、66.29天，整体保持在较低水平且持续优化，2025Q1-Q3回落至66.29天，运营效率稳步提升。公司存货周转效率显著优于上海家化、珀莱雅、丸美生物等可比公司，存货周转天数持续处于行业低位，体现出优异的供应链管控、库存调配与产品动销能力。依托精准的市场需求研判、高效的产销衔接以及精细化库存管理，公司有效加快存货周转、降低资金占用与跌价风险，整体运营质量突出，彰显行业领先的供应链管理优势。

图19：可比公司存货周转天数（天）

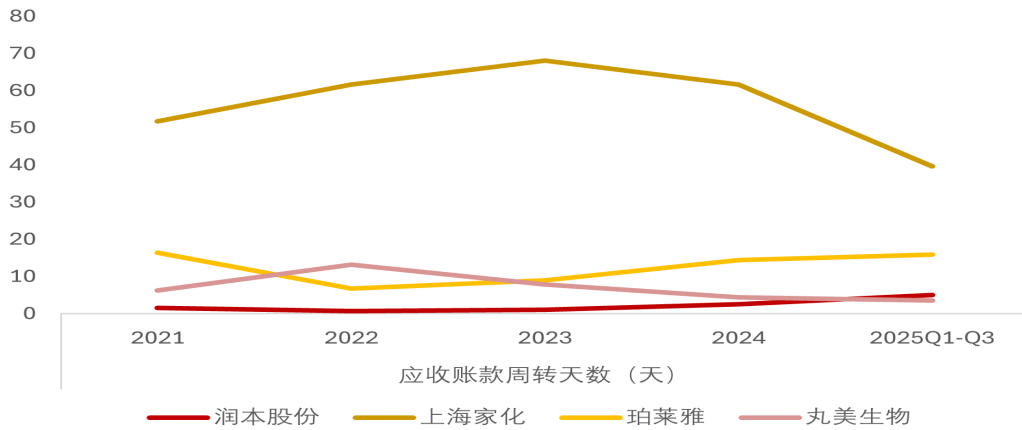


资料来源：ifind，东莞证券研究所

3.1.4 应收账款回款效率整体保持优异水平

应收账款周转效率长期处于行业较高水平。2021-2025Q1-Q3，公司应收账款周转天数分别为1.58天、0.74天、1.05天、2.51天、5.00天，整体周转效率较高，资金回笼速度较快。依托线上为主、线下为辅的渠道结构，公司线上直销模式不产生应收账款，线上平台经销与代销结算周期短、回款及时，奠定了高效回款的基础。2025年应收账款周转天数阶段性提升，主要系非平台经销商业快速扩张、授信规模相应增加，属于渠道多元化布局下的阶段性变化。当期回款效率略低于丸美生物等回款效率极高的可比公司，但仍显著优于上海家化、珀莱雅等企业，整体资产运营质量保持稳健。

图20：应收账款周转天数（天）



资料来源： ifind，东莞证券研究所

3.2以安全为核心，打造母婴壁垒

在驱蚊及婴童护理等高安全敏感度细分市场中，消费者对成分安全与原料可追溯性的关注显著高于一般日化产品。润本股份依托明确的安全战略，在原料供应端就建立了显著竞争优势，这一优势不仅来源于严格的内部质量控制流程，更来源于其与国际及国内优质原料供应商的深度战略合作。

原料供应商具有国际背书，有助于提升安全性与质量信任。润本于2025年1月组织了与多家全球优质原料商的合作签约仪式，合作方包括巴斯夫、德之馨、罗伯特、默克、道达尔能源、禾大等国际知名原料供应商。这些合作伙伴在各自细分原料领域具有广泛行业认可度与高品质口碑，其原料在全球众多日化及医药级应用中被广泛采用，为润本产品原料安全性提供了强有力的背书。

供应链稳定性有助于长期风险控制与合规保障。公司原材料种类繁多，涉及表面活性剂、精油、农药原药、功能性辅料等多种品类，这些品类的供应通常受制于全球化工企业的产能与监管要求。公司通过与多个大型原料企业合作，有助于缓冲供应链波动风险，并提高原料质量可追溯性，这在高安全性要求的婴童与驱蚊细分市场尤为重要。

品牌安全性认知从源头获得加速沉淀。在消费者认知层面，润本的原料合作伙伴名单本身就是安全性背书：全球原料巨头的参与提升了产品安全性的外部信任度，有助于品牌在“婴童可用”“低刺激”“高可控”这些关键属性上形成市场心智。这种心智一旦在目标用户群体中沉淀，将转化为品牌的长期壁垒，有效阻隔竞争对手短期复制与侵蚀。

图21：战略合作签约大会



资料来源：新华财经，东莞证券研究所

3.3 研产销一体化能力驱动竞争优势与长期壁垒

自有生产体系提升质量可控性与市场响应速度。润本股份通过研发、生产与销售一体化布局，将产品安全与质量优势转化为可持续运营能力。公司自有广州、浙江两大核心生产基地，覆盖华南与华东主要消费市场。截至2024年，广州工厂设计产能由10381万件/年提升至16301万件/年，承担新增需求与柔性生产职能；浙江工厂设计产能由9012万件/年提升至10507万件/年，聚焦成熟产品的规模化制造。2024年公司拟以自有或自筹资金投资7亿元建设“润本智能制造未来工厂”项目，进一步扩充产能、提高制造效率和市场响应能力；2025年公司计划投资6亿元建设“润本生物技术研发生产基地”，支持研发与生产一体化布局。研发团队可直接对接生产端进行工艺验证与放大测试，缩短新品研发到量产周期，提高旺季供给稳定性和市场响应速度。

规模化生产与标准化流程支撑成本优势。润本产品结构长期聚焦于核心品类，SKU集中度高，有利于实现规模化生产和流程标准化。通过集中采购成熟原料、优化产线排布及提高设备利用率，公司在单位制造成本上形成优势，为电商渠道中的价格竞争提供支撑。值得注意的是，这一成本优势建立在稳定原料体系与成熟工艺基础上，不以牺牲安全或质量为代价，与高质量原料供应商的协同效应进一步强化产品竞争力。

研产销协同增强经营确定性与长期壁垒。研产销一体化模式使公司能够根据历史销售数据和季节性规律进行前瞻性产能规划与原料备货，降低库存积压和缺货风险。在驱蚊等季节性品类中尤为重要，有助于平滑业绩波动并提升整体运营效率。同时，该模式对管理能力和前期投入要求较高，短期难以被新进入者复制，形成公司在细分市场长期扩张的核心壁垒。

4. 投资策略

首次覆盖，给予“买入”评级。润本股份作为母婴个护细分赛道的新兴国货标杆，依托“细分破局+生态扩容”战略，核心品类驱蚊与婴童护理持续高增长，2025年前三季度收入与净利润均保持正向提升，经营基本面稳固。核心看点在于，公司通过研产销一体化

布局及自有生产基地建设，构筑高安全性与成本优势，形成短期难以复制的长期市场壁垒；同时，电商渠道稳步拓展，抖音、天猫等新兴平台增长迅速，线下终端覆盖稳健，形成线上线下双轮驱动的增长模式。预计公司2025-2026每股收益分别为0.80元和0.99元，对应估值分别为29.27倍和23.74倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：公司盈利预测简表（2026/2/24）

科目（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,318	1588	1,931	2336
营业总成本	982	1225	1,479	1780
营业成本	551	698	822	968
营业税金及附加	15	18	23	28
销售费用	380	465	581	722
管理费用	32	31	28	22
财务费用	-31	-34	-38	-42
研发费用	35	47	63	83
公允价值变动净收益	4	4	5	6
投资净收益	4	5	6	8
营业利润	347	376	467	572
加 营业外收入	5	6	6	7
减 营业外支出	0	0	0	1
利润总额	352	382	473	578
减 所得税	52	58	73	92
净利润	300	324	400	486
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	300	324	400	486
基本每股收益(元)	0.74	0.80	0.99	1.20
PB（倍）	31.60	29.27	23.74	19.51

数据来源：ifind，东莞证券研究所

5. 风险提示

（1）**市场竞争风险**。我国化妆品行业市场化程度高，行业开放度大，国际化妆品巨头凭借强大研发、品牌与渠道优势占据较高市场份额。近年来，本土企业通过功效创新、精准投放和渠道拓展快速提升品牌影响力，但与国际一线品牌相比仍存在差距。若公司未能在大单品打造、品牌建设及营销投放方面保持持续投入，或未能及时捕捉新兴消费需求，公司产品的市场份额和盈利能力可能受到不利影响。

（2）**投流税政策变化风险**。2025年起，国家对电商投流费用的监管进一步趋严，企业在天猫、抖音、快手、小红书等平台的流量投放、直播合作及推广服务均被明确归入广告费与业务宣传费范畴，并需遵守税前扣除比例上限。按照新规，化妆品企业广告费和业务宣传费的税前扣除比例虽放宽至当年营业收入的30%，但若投流费用占比过高，超过部分需结转以后年度扣除，将导致企业短期税负增加。同时，政策明确要求

电商平台及主播主体强化涉税信息申报，监管与稽查力度提升。若公司未能及时优化投流结构，可能面临费用率上升、利润空间压缩，甚至因投流合规瑕疵而被追缴税款或处罚，对经营业绩造成不利影响。

（3）**新品推广不及预期风险。**公司新品的市场表现对业绩增长具有较高敏感度。若新品在成分创新、功效验证或包装设计等方面未能满足消费者期待，可能导致推广效果不及预期。同时，护肤品市场竞争激烈，流量成本上升、消费者偏好变化较快，若公司在推广节奏、内容传播或渠道投放上响应不及时，新品首发转化率及复购率可能受影响。

（4）**产品质量与合规风险。**驱蚊和婴童护理等新品类快速发展，对原料、配方及注册备案要求更高。若公司原材料采购或生产过程中出现瑕疵，可能引发消费者不适或投诉；若未能严格遵守特证备案、功效宣称及广告合规要求，可能面临监管处罚。若处理不当，还可能带来媒体负面报道和品牌形象受损，进而影响公司销售与业绩。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn