

成长于第三消费时代的小家电新势力

德尔玛(301332)

公司成立于2011年，早期业务以电商代运营为主，后转向品牌运营，目前主要运营品牌包括自有品牌德尔玛（家居环境类）及授权品牌飞利浦（水健康类及个护健康类）。受益于家电行业整体销售渠道向线上转移，飞利浦及德尔玛双品牌驱动下，公司业绩增长较快。22年实现收入33.07亿元，归母净利润1.97亿元，19-22年公司收入、归母净利润复合增速分别为30%、20%。

▶ 借力飞利浦，布局水健康及个护健康赛道。

水健康及个护健康均为低渗透高成长大赛道，公司18年收购飞利浦水健康业务，目前拥有飞利浦品牌水健康类全球授权及按摩电器类大中华区、澳新等地授权。飞利浦品牌、研发端优势与公司电商运营能力互哺，该品牌业务18-22年收入复合增速达85%。分品类看，奥维预计水家电类23年行业规模有所恢复，飞利浦净饮机为线上第一梯队且卖点突出；个护健康类自21年取得品牌授权后连续两年高增，潜力充足。

▶ 自主品牌德尔玛主打极致性价比，布局高成长家居环境赛道。

德尔玛品牌聚焦吸尘清洁品类，定位极致性价比，根据奥维云网，其在手持清洁电器低端市场份额可观。目前吸尘器价位段有上探；洗地机产品设计切中痛点，性能领先，低端市场占据龙头地位。清洁电器仍处在渗透初期，德尔玛品牌战略定位清晰且已经成功卡位目标价位段，有望受益行业渗透率提升。

▶ 具备电商基因与优势，渠道捕获与爆款打造能力强。

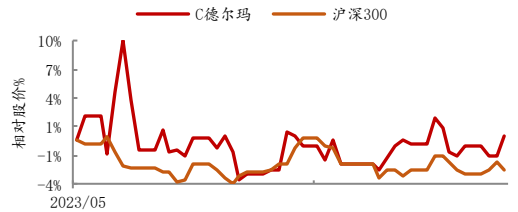
前瞻性布局新流量入口，公司早在19年即布局抖音，根据公司招股书，22年抖音占境内线上直销收入比例48%，已超过淘系38%，且毛利率水平为电商渠道中最高。公司通过发展中小达人、投入自播等降低抖音获客成本，考虑到抖音渠道高毛利，我们判断公司抖音渠道或正盈利。收入构成中直销占比高，直面消费者能够采集到更多C端数据。渠道的销售运营即产品经理，需求导向的研发体系聚焦痛点解决，德尔玛品牌曾推出多款爆品。

投资建议

预计23-25年公司收入分别为39.68/47.51/55.39亿元，同比增速分别为20%/20%/17%。毛利率方面，高毛利水健康及个护类收入占比提升，预计带动整体毛利率稳步提升。费用率方面，考虑到品牌业务扩张，预计销售费用率有所提升，其他期间费用率将随收入扩张有所摊薄。预计23-25年公司归母净利润分别为2.42/3.02/3.69亿元，同比增速分别为27%/25%/22%。对应EPS分别为0.52/0.65/0.80元，以23年7月12日收盘价14.39元计算，则对应23-25年PE分别为27.48/ 21.98/ 17.99倍。可比公司23年平均PE为20.7倍，公司产品、品牌、渠道

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	14.39
股票代码：	301332
52周最高价/最低价：	16.08/13.51
总市值(亿)	66.42
自由流通市值(亿)	12.16
自由流通股数(百万)	84.53



分析师：陈玉卢
邮箱：chenyl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522090001
联系电话：

联系人：李琳
邮箱：lilin1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

多维度优势突出，首次覆盖，给予“增持”评级

风险提示

商标授权无法续期风险；第三方数据失真风险；消费复苏不及预期风险；原材料涨价风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,038	3,307	3,968	4,751	5,539
YoY (%)	36.3%	8.8%	20.0%	19.7%	16.6%
归母净利润(百万元)	170	191	242	302	369
YoY (%)	-1.9%	12.0%	26.9%	25.0%	22.2%
毛利率 (%)	29.2%	29.5%	30.2%	30.7%	31.2%
每股收益 (元)	0.46	0.52	0.52	0.65	0.80
ROE	13.6%	13.2%	8.3%	9.4%	10.3%
市盈率	31.28	27.67	27.48	21.98	17.99

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 多品牌、多品类、全球化布局的小家电新势力	5
2. 借力飞利浦，布局水健康及个护健康赛道	9
2.1. 水健康：以净水类为主，其中净饮机市占率提升明显	10
2.2. 个护健康：自取得飞利浦独家授权后 21-22 年连续高增	14
3. 德尔玛品牌极致性价比，布局高成长家居环境赛道	15
4. 具备电商基因与优势，渠道捕获与爆款打造能力强	20
5. 盈利预测与投资建议	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1 首次新股发行前后，公司前十大股东持股比例	5
图 2 受益于家电行业整体销售渠道向线上转移，公司业绩增长较快	6
图 3 飞利浦品牌业务高增，22 年占主营业务收入比例接近 50%	7
图 4 家居环境/水健康类为主要收入构成，水健康/个护健康类业务增速亮眼	7
图 5 目前以境内收入为主，境外收入高增（单位：百万元）	8
图 6 境外线下经销商、跨境电商企业跻身前五大客户（单位：万元）	9
图 7 飞利浦品牌业务收入增速亮眼（单位：百万元）	10
图 8 飞利浦品牌业务毛利贡献比例高于收入	10
图 9 水健康业务覆盖净水器、台式净饮机、气泡水机、水杯、热水器、智能马桶等多品类	11
图 10 水健康类收入增速亮眼	11
图 11 净水类为水健康类主要收入构成	11
图 12 2016-2022 年中国净水类家电市场规模及增速	12
图 13 净水器、饮水机、净饮机为主要的净水产品	12
图 14 地产、疫情多重因素下净水器市场规模下滑	12
图 15 净饮机线上销额规模及增速	12
图 16 23 截至 M4 飞利浦净水器线上销额市占率排名第九	13
图 17 23 年截至 M4 飞利浦净饮机线上销量市占率排名第三	13
图 18 飞利浦净饮机采用水通道蛋白过滤技术，实现稳定长效净化	14
图 19 个护健康类 21-22 年收入高增（百万元）	15
图 20 个护健康类产品包括诸多按摩器等	15
图 21 德尔玛品牌 22 年收入暂时性下滑	15
图 22 德尔玛品牌覆盖吸尘器、洗地机等品类	15
图 23 洗地机市场规模持续高增，无线吸尘器有所承压（单位：亿元）	16
图 24 线上吸尘器低端机型占据销量主流	16
图 25 线上洗地机主流价位段为 2500-2999 元	16
图 26 线上吸尘器 499 元以下德尔玛销量份额略有下滑	17
图 27 线上吸尘器 500-999 元德尔玛销量份额持续提升	17
图 28 德尔玛 VC80 在价格更低的同时性能全面领先竞品	18
图 29 线上洗地机 999 元以下德尔玛为龙头	19
图 30 线上洗地机 1000-1499 元德尔玛销量份额 13%	19
图 31 德尔玛 P30 洗地机价格更低，参数领先	19
图 32 飞鱼电商主营业务	20
图 33 抖音渠道收入高增	21
图 34 22 年抖音在线上直销收入中占比已超过淘系	21
图 35 抖音渠道毛利率高于淘系及京东自营	21
图 36 近 180 天 1w-10w 小达人数量占比最多为 38%	22
图 37 近 180 天 10w-100w 腰部达人贡献 63% 销售额	22
图 38 抖音渠道获客成本与传统电商平台差距进一步收窄	22
图 39 22 年境内品牌销售收入中直销占比 48%	23

图 40 德尔玛品牌爆品组合式蒸汽熨烫机	23
图 41 收入拆分	24
图 42 可比公司估值表	24

1. 多品牌、多品类、全球化布局的小家电新势力

成长于第三消费时代的小家电新势力。公司前身为 2011 年成立的德尔玛有限公司，目前运营自有品牌德尔玛、薇新，并以授权合作的方式运营飞利浦、华帝等，涉足品类包括家居环境类，水健康类，个护健康类以及生活卫浴类。23 年 5 月于深交所创业板上市，公司历程可以划分为三个阶段：

- 1) **初创阶段（2011 年-2014 年）**：创始人蔡铁强先生 07 年创立飞鱼广告，10 年抓住电商爆发机遇将业务转向电商代运营，11 年创立自有品牌德尔玛，并持续为华帝、万和等品牌提供电商代运营服务。14 年开始逐渐自建产能。
- 2) **夯实研发生产核心能力（2014 年-2018 年）**：从 14 年租赁厂房到 18 年建成生产车间及园区配套并持续拓展租赁厂房，公司持续提升自有生产能力。14 年组建产品自研团队，初期 10 人左右，以吸尘器、加湿器为主，随着队伍壮大，18 年研发方向扩展至多品类。
- 3) **多品牌、多品类、全球化布局（2018 年-至今）**：18 年公司收购飞利浦水健康业务，并陆续获得包括净水器、热水器、智能卫浴、移动按摩等产品在内的飞利浦品牌独家授权（授权区域不同）。同年公司设立薇新品牌涉足个护健康领域；与华帝达成品牌授权合作。全球化方面，公司在海外多地设立分支机构，协同飞利浦品牌成熟的多品类全球渠道网络，积极出海。

股权结构较为集中，控制权稳定。首次新股发行前创始人蔡铁强先生通过飞鱼电器、佛山鱼聚及珠海鱼池合计持有公司 44.61% 的股份，为公司实际控制人。蔡演强系蔡铁强之弟，持有发行前 8.65% 的股份，为其一致行动人，二人合计持股 53.26%。发行后，蔡铁强通过飞鱼电器、佛山鱼聚合计持股 35.26%，蔡演强持股 6.92%，二人合计为 42.18%。

图 1 首次新股发行前后，公司前十大股东持股比例

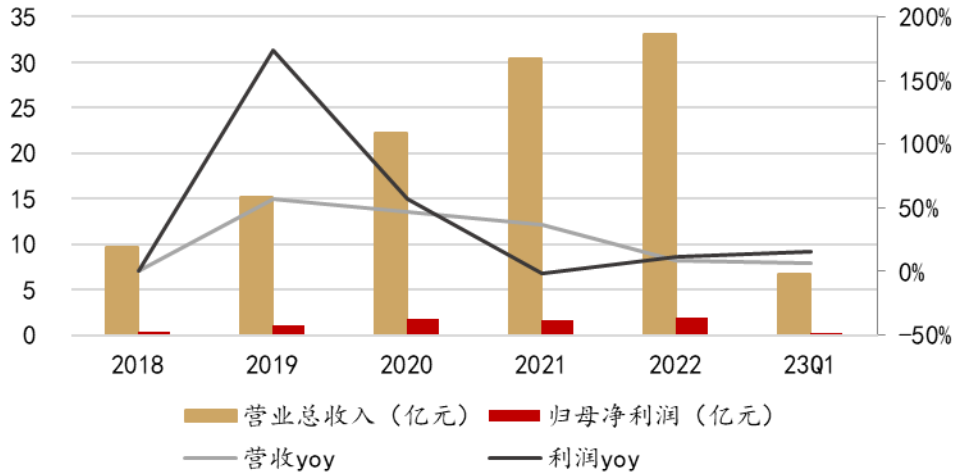
序号	前十大股东	持股比例 (%)	
		发行前	发行后
1	飞鱼电器	36.97	29.57
2	上海磐茂	23.70	18.96
3	蔡演强	8.65	6.92
4	佛山鱼聚	7.11	5.69
5	Euro Fancy	3.79	3.03
6	金镒投资	2.84	2.27
7	董海峰	2.84	2.27
8	天津金米	2.37	1.90
9	Generation HK	2.21	1.77
10	珠海科嘉	2.21	1.77

资料来源：公司公告，华西证券研究所

受益于家电行业整体销售渠道向线上转移，飞利浦及德尔玛双品牌驱动，公司业绩增长较快。22 年公司实现收入 33.07 亿元，归母净利润 1.97 亿元，19-22 年公

司收入、归母净利润复合增速分别为 30%、20%。根据公告，23Q1 公司实现收入 6.65 亿元，同比+6%，实现归母净利润 0.23 亿元，同比+16%。

图 2 受益于家电行业整体销售渠道向线上转移，公司业绩增长较快

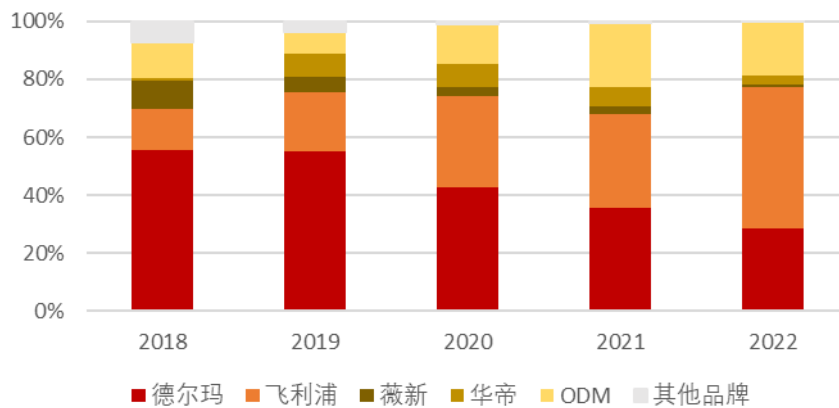


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司拥有成熟的品牌矩阵，以多品牌覆盖多品类，渗透广义小家电场景。目前公司旗下品牌包括自有品牌德尔玛（吸尘清洁类、加湿环境类以及家居厨房类等家居环境类）、薇新（个护健康类）；及授权品牌飞利浦（水健康类及个护健康类）、华帝（生活卫浴类）。

飞利浦、德尔玛双品牌驱动收入快增。收入构成上以飞利浦及德尔玛品牌为主，22 年飞利浦/德尔玛/华帝/薇新/代工业务占主营业务收入比例分别为 49%/28%/3%/1%/19%，19-22 年复合增速分别为 74%/4%/-6%/-36%/73%，其中代工业务主要客户为小米（22 年米家 ODM 业务占公司主营业务收入比例为 18%），飞利浦品牌业务高增。

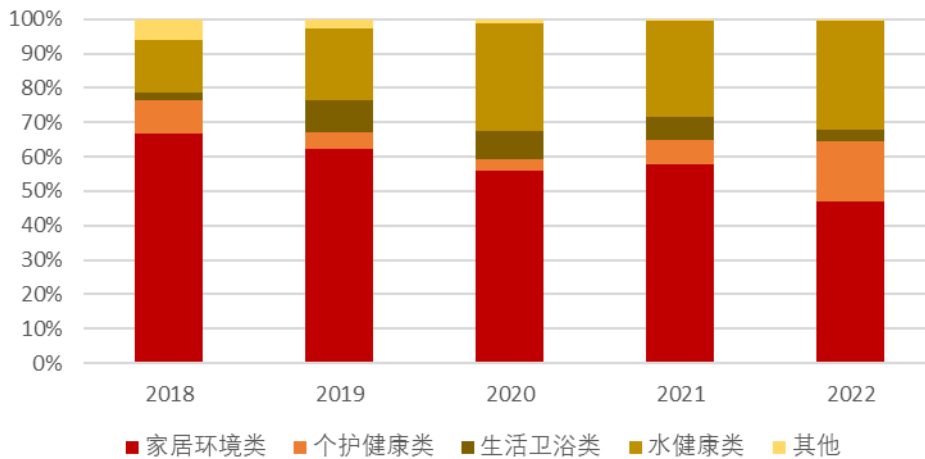
图3 飞利浦品牌业务高增，22年占主营业务收入比例接近50%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

家居环境/水健康类为主要收入构成，水健康/个护健康类业务增速亮眼。分品类看，22年家居环境/水健康/个人护理/生活卫浴类占主营业务收入比例分别为47%/32%/18%/3%，从增速的角度，19-22年家居环境/水健康/个人护理/生活卫浴类收入复合增速分别为18%/49%/95%/-9%，水健康/个护健康类业务增速亮眼。

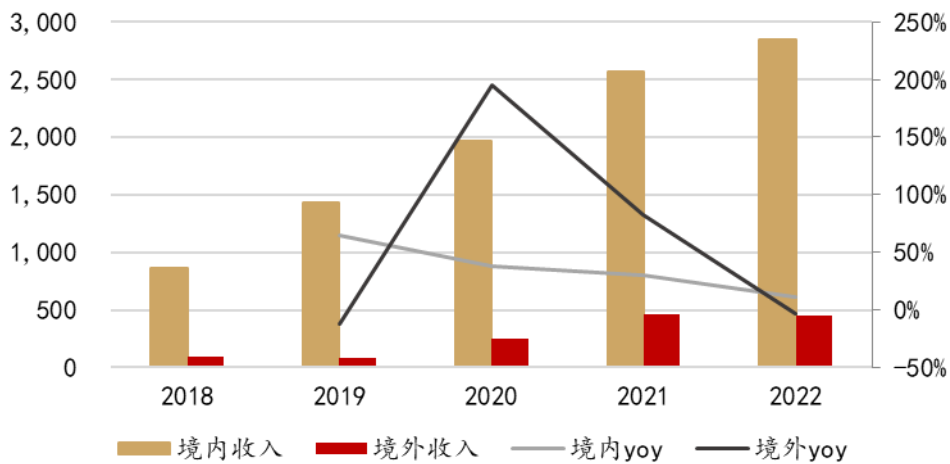
图4 家居环境/水健康类为主要收入构成，水健康/个护健康类业务增速亮眼



资料来源：公司公告，华西证券研究所

以境内收入为主，境外收入增速高。收入拆分地区看，目前公司以境内收入为主，22年境内收入占主营业务收入比例达86%，19-22年境内收入复合增速达26%。境外收入高增，19-22年境外收入复合增速达74%，占主营收入比例从6%提升至14%。

图 5 目前以境内收入为主，境外收入高增（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

境外收入主要由飞利浦、德尔玛品牌贡献，渠道主要为线下经销，目前公司已拥有飞利浦品牌水家电类全球授权及便携按摩器澳新地区授权，增长空间充足。境外线下经销商、跨境电商企业跻身公司前五大客户。

根据招股书，Century Field 自 20 年起即为公司前五大客户，在公司收购飞利浦水健康业务前已与飞利浦保持了长期合作关系，收购完成后成为公司境外线下经销商，负责飞利浦品牌水健康类产品在中国香港及澳门地区的分销。HONG KONG CHANG HUI COMMUNICATION 20 年起与公司达成合作，为公司经销商，面向东南亚地区客户销售家居环境类产品。俄速通 19 年开始合作，向俄罗斯地区客户销售德尔玛品牌商品，22 年跻身前五大客户。

图 6 境外线下经销商、跨境电商企业跻身前五大客户（单位：万元）

年度	序号	客户名称	销售金额	营业收入占比
2022	1	小米集团	60,950.91	18.43%
	2	京东集团	38,070.18	11.51%
	3	黑龙江俄速通供应链管理有限公司及领航数贸科技股份有限公司	12,109.15	3.66%
	4	Century Field International Limited	11,582.26	3.50%
	5	九州大健康产业（武汉）有限公司	8,273.94	2.50%
		合计	130,986.44	39.61%
2021	1	小米集团	65,210.65	21.47%
	2	京东集团	52,677.34	17.34%
	3	HONGKONG CHANG HUI COMMUNICATION LIMITED	9,435.43	3.11%
	4	Century Field International Limited	8,873.64	2.92%
	5	欧派家居集团股份有限公司	7,272.75	2.39%
		合计	143,469.82	47.23%
2020	1	京东集团	57,590.76	25.85%
	2	小米集团	28,103.11	12.61%
	3	Century Field International Limited	5,182.83	2.33%
	4	芜湖凡臣电子商务有限责任公司	4,155.52	1.87%
	5	江苏跨境电子商务服务有限公司	2,190.80	0.98%
		合计	97,223.02	43.64%

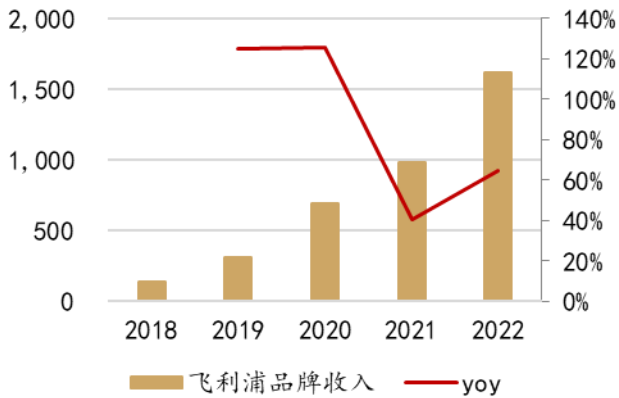
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 借力飞利浦，布局水健康及个护健康赛道

收购飞利浦水健康业务，以授权形式运营飞利浦品牌，该品牌 18-22 年收入复合增速达 85%。前文提到在公司运营诸多品牌中，飞利浦品牌表现最为亮眼，22 年实现收入 16.18 亿元，同比+65%，占主营业务收入比例达 49%，18-22 年收入复合增速达 85%。盈利方面，由于飞利浦品牌业务毛利率水平较高，对主营业务毛利的贡献比例高于收入，22 年为 59%。

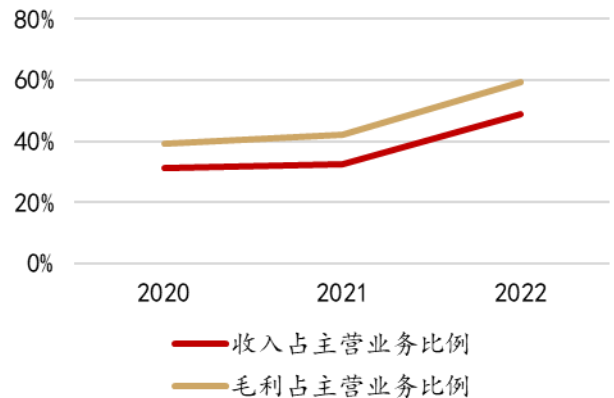
18 年 6 月公司收购飞利浦水健康业务，并将核心管理团队和业务团队搬迁至公司总部佛山，原水健康事业部总经理 Alex Rishoej 纳入公司管理层体系，并在 20 年 10 月成为公司副总经理。业务整合上，飞利浦在品牌、研发生产端优势与公司电商运营能力互哺，公司借力飞利浦品牌成功介入水健康赛道，根据公告，公司取得飞利浦商标在净水器、饮水机、滤芯、热水器等品类的全球独占性授权，从经营成果看此轮收购可谓成功。此后，公司深化与飞利浦的合作，陆续获得包括燃气热水器、坐便器、淋浴器、按摩器等产品在内的飞利浦品牌部分区域独家授权。

图7 飞利浦品牌业务收入增速亮眼（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图8 飞利浦品牌业务毛利贡献比例高于收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

授权使用期限长，预计稳定性较高。根据公司招股书，《飞利浦商标许可协议》及《商标许可协议修正案》约定，许可期限合计 20 年，初始期限为 2018 年 7 月 1 日至 2028 年 6 月 30 日，公司同时满足：1) 2025-2027 年各年度净营业额对应的可变许可费均值达到 200 万欧元；2) 初始期限内重大方面遵守《飞利浦商标许可协议》的条款，商标许可自动续展 10 年或由公司在初始期限届满前 12 个月书面通知飞利浦不再续期。此外，许可期限届满后，公司就进一步延长合作期限拥有与皇家飞利浦的优先磋商权。

根据许可费约定比例，初始期限内为净营业额的 3%，延长期限提升至 4%，结合近三年公司商标使用费金额，我们预计商标授权稳定性较高。考虑到公司掌握相关业务开展所需的底层能力及资源，即使商标许可无法续期或被终止，仍可将相关能力及资源应用至其他品牌或建立新的品牌，我们预计授权无法续期的负面影响较低。

2.1. 水健康：以净水类为主，其中净饮机市占率提升明显

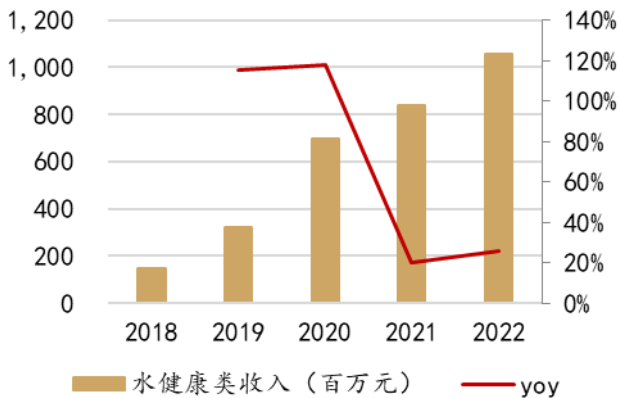
水健康业务收入构成以净水类为主，增速亮眼。22 年公司水健康类实现收入 10.56 亿元，占主营收入比例 32%，19-22 年复合增速达 49%。根据招股书，飞利浦品牌水健康业务覆盖净水器、台式净饮机、气泡水机、水杯、热水器、智能马桶等多品类，从收入构成看，以净水类为主，22 年净水类/滤芯/热水器类/智能马桶类占水健康类收入比重分别为 75%/14%/7%/4%，19-22 年复合增速分别为 54%/21%/79%/78%。

图9 水健康业务覆盖净水器、台式净饮机、气泡水机、水杯、热水器、智能马桶等多品类

				
净饮机	管线机	水杯	过滤水杯	气泡机
				
全屋净水	前置过滤器	厨下净水器	净水壶	智能马桶
				
壁挂炉	电热水器	燃气热水器	饮水机	

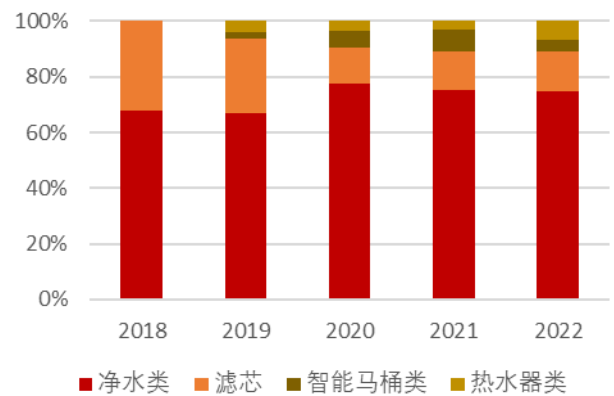
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图10 水健康类收入增速亮眼



资料来源：公司公告，华西证券研究所

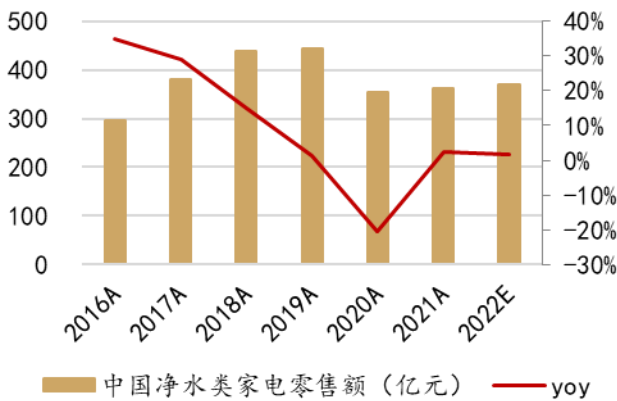
图11 净水类为水健康类主要收入构成



资料来源：公司公告，华西证券研究所

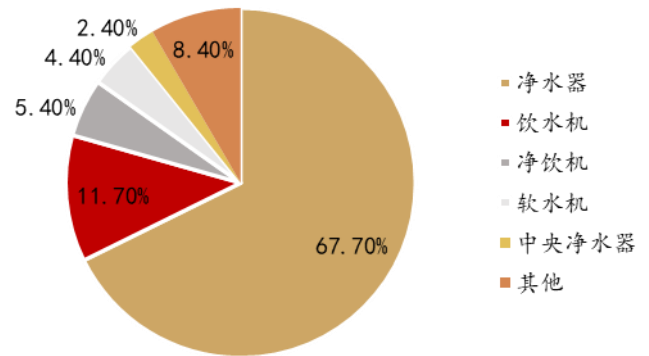
中国净水类家电市场规模恢复中，未来的增长点在于居民水健康意识提升及下沉渠道开拓。中国净水类家电市场规模从2016年的295.1亿元增长至2019年的443.4亿元，年复合增长率15%，20年受经济环境影响承压下滑，目前缓慢恢复中。从细分品类构成看，根据奥维统计，净水器、饮水机、净饮机为主要构成，20年销售额占比分别为68%/12%/5%。

图 12 2016-2022 年中国净水类家电市场规模及增速



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 13 净水器、饮水机、净饮机为主要的净水产品

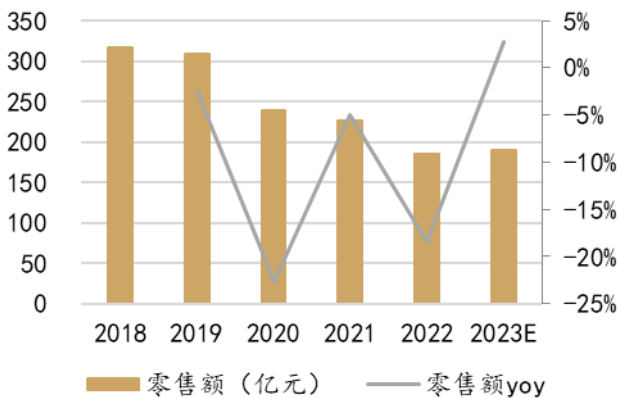


资料来源：奥维云网，华西证券研究所

净水器市场规模持续下滑，预计 23 年有所恢复。受疫情反复、地产承压影响，22 年净水器市场规模持续下滑，根据奥维推总数据，22 年中国净水器市场零售额 185 亿元，同比下滑 19%。考虑到疫情好转，消费有所复苏，奥维预计 23 年行业零售额同比微增 2.7%。渠道结构方面，线上渠道占比持续提升，22 年线上渠道零售额占比达 48.5%。

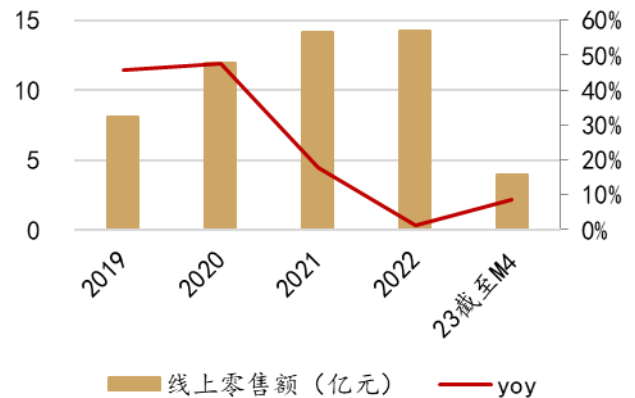
净饮机市场规模相对较小，增速表现好于净水器。根据奥维数据，23 年截至 M4 净饮机线上零售额同比+9%，增速环比 22 年已有明显提振。

图 14 地产、疫情多重因素下净水器市场规模下滑



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 15 净饮机线上销额规模及增速

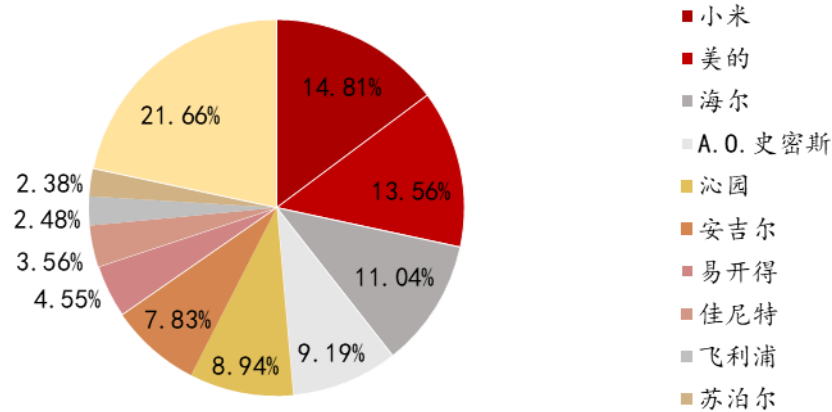


资料来源：奥维云网，华西证券研究所

从线上渠道看，净水器市场格局分散，根据奥维云网，飞利浦净水器 23M4 年累计销额市占率在 10 名左右。净水器品类技术门槛低，净水功能趋同，且消费者对产品力感知不明显，但涉及饮水健康，因此品牌及渠道在销售中重要性凸显。考虑到线上渠道的特性，价格也是重要因素。线上销额市占率排名 TOP3 的品牌小米/美的/海尔品牌知名度高，份额基本在 10%-15%之间，定价 1800 元左右，基本为略高于行业均价 1628 的水平，低于 TOP10 中的其他品牌。

根据奥维统计，23 年截至 M4 飞利浦净水器线上销额市占率 2.5%，同比小幅下滑 0.3pct，排名第九，均价 2124 元。考虑到价格因素，销量市占率表现相对弱于销额，为 1.9%。

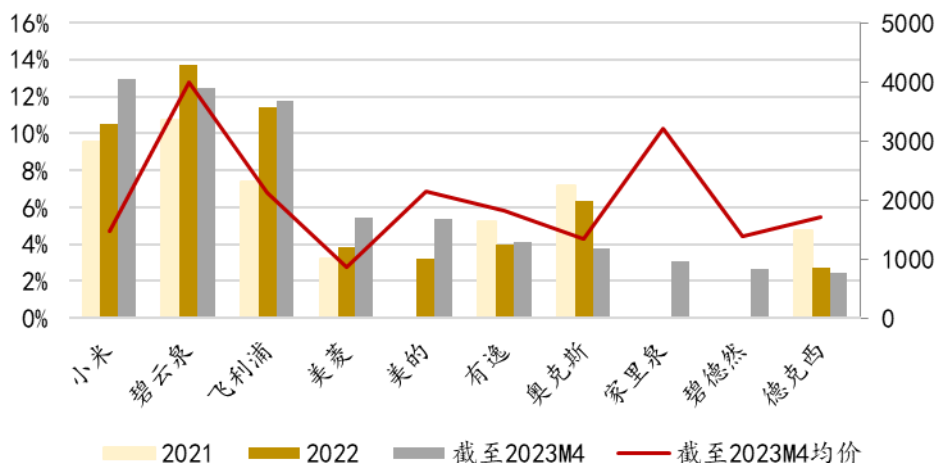
图 16 23 截至 M4 飞利浦净水器线上销额市占率排名第九



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

净饮机则为线上第一梯队，22 年市占率提升明显。根据奥维统计，22 年飞利浦净饮机线上销量市占率 11.4%，排名第二，同比+4.1pct，23 年截至 M4 进一步提升至 11.8%。若从销额的角度，则为 11.7%，仅次于碧云泉 23.3%。

图 17 23 年截至 M4 飞利浦净饮机线上销量市占率排名第三



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

净饮机参数趋同，飞利浦卖点突出。在 1500 元、2000 元和 3000 元三个价位段产品对比中，飞利浦在保持各项参数不落后于竞品的同时，专注于提升核心净水和矿

化能力，配置水通道蛋白膜净化技术。相较于普通 RO 技术将水从高浓度向低浓度渗透，长期使用后渗透膜原水侧积累杂质导致过滤效率降低，水通道蛋白膜则可主动筛选水分子，在过滤更多种类杂质的同时保持了长期使用净化效果稳定。

图 18 飞利浦净饮机采用水通道蛋白过滤技术，实现稳定长效净化

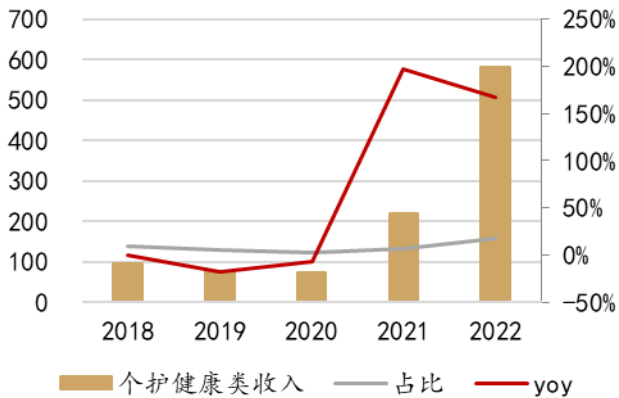
参数	飞利浦ADD6815	沁园LRD5951-5D	飞利浦ADD6801	小米台式净饮机 冷热版	飞利浦ADD6865	美的JR2185T
价格	¥1499	¥1399	¥2199	¥2199	¥3399	¥2999
外观						
过滤系统	Aquaporin水通道蛋白净化	4级过滤系统	Aquashield过滤系统	双芯6级过滤	Aquaporin水通道蛋白净化	5级过滤系统
矿化系统	无	无	无	无	富锶矿化	无
滤芯	水通道蛋白复合滤芯	PPC复合滤芯+RO膜+后置炭滤芯	All in one Pro复合滤芯	RO反渗透滤芯+PPC复合滤芯	水通道蛋白复合滤芯	陶氏RO膜一体F1ST滤芯
UV抑菌	有，除菌率高于99.9%	有，除菌率高于99.9%	有，除菌率高于99.9%	有，除菌率高于99.9%	过流式UV灭菌，除菌率高于99.9%	照射式UV灭菌，除菌率高于99.9%
原水箱容量	4L	-	4L	4L	6L	5L
热水效率	3秒厚膜即热	3秒厚膜即热	3秒厚膜即热	3秒厚膜即热	3秒厚膜即热	精刚芯速热
外置水壶	无	无	无	无	1.8L纯水壶	无
水温范围	4档水温	3档水温	常温-99°C 无极调温	5-15°C、40-95°C 无极调温	常温-99°C 无极调温	46-98°C 无极调温
水量范围	4档水量	3档水量	无极控量	无极控量	无极控量	无极控量
屏幕	触摸屏	LED大屏	LED大屏	OLED显示屏	LED大屏	双数显氛围灯LED屏
童锁	有	有	有	-	-	-
TDS检测	无	有	无	无	有	无
其他功能	防干烧蜂鸣、48小时换水提醒、智能冲洗、滤芯寿命提醒	原废水隔离、智能冲洗	Quick Twist快速换芯	冷热双出水管、水杯感应、原废水隔离、三色氛围灯	防干烧蜂鸣、滤芯寿命检测、智能冲洗、48小时换水提醒	45dB低噪声
手机App	无	无	有	有	-	有

资料来源：京东旗舰店（价格日期为 2023/6/29），华西证券研究所

2.2. 个护健康：自取得飞利浦独家授权后 21-22 年连续高增

个护健康类为公司第三大品类，自 21 年获得飞利浦品牌移动按摩产品大中华区、澳大利亚、新西兰、越南、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚、韩国、日本区域的独家授权后，连续两年收入高增。公司以自有品牌薇新及授权品牌飞利浦布局个护健康赛道，21 年个护健康类实现收入 2.18 亿元，同比+197%，主要系当年获得飞利浦品牌移动按摩产品独家授权，下半年推出诸多飞利浦品牌产品。22 年个护健康类实现收入 5.83 亿元，同比+167%，延续高增，在主营业务收入中占比 18%。

图 19 个护健康类 21-22 年收入高增（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 个护健康类产品包括诸多按摩器等

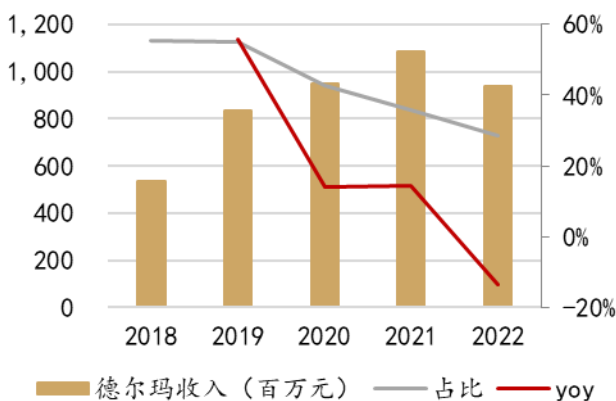
眼部按摩器	按摩披肩	膝盖按摩器	筋膜枪
足浴按摩器	颈部按摩器	按摩眼罩	直发梳

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 德尔玛品牌极致性价比，布局高成长家居环境赛道

聚焦吸尘清洁类，收缩加湿环境及家居厨房类的投入，22 年收入暂时性下滑。自有品牌德尔玛布局高成长家居环境赛道，覆盖吸尘器、洗地机、加湿器等多品类。22 年收入规模 9.38 亿元，同比下滑 14%，占主营业务收入比例 28%，19-22 年复合增速为 4%。22 年收入下滑主要系德尔玛品牌战略聚焦吸尘清洁品类，减少在加湿环境及家居厨房品类的投入，加湿环境类及家居厨房类产品收入同比下降。

图 21 德尔玛品牌 22 年收入暂时性下滑



资料来源：公司公告，华西证券研究所

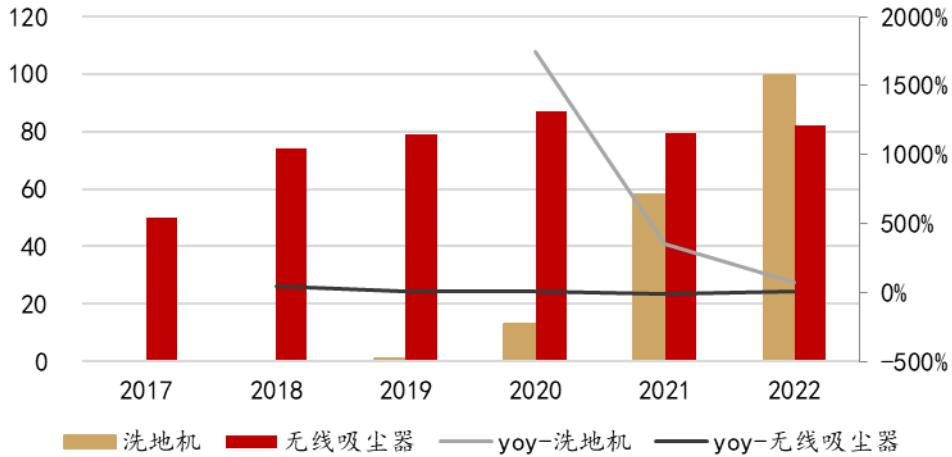
图 22 德尔玛品牌覆盖吸尘器、洗地机等多品类

高速吸尘器	无线吸尘器	吸拖吸尘器	有线吸尘器	扫拖机器人
自动上水洗地机	双轴洗地机	蒸汽清洁机	超声波加湿器	无雾加湿器
热蒸汽加湿器	布艺清洁机	挂烫机	毛球修剪器	无线料理机

资料来源：公司公告，华西证券研究所

从功能来讲，洗地机对吸尘器有所替代，洗地机适配中国家庭扫拖需求，近年来爆发式增长，对应无线吸尘器市场规模有所承压。根据奥维推总数据，22 年洗地机市场销售额 100 亿元，同比高增 73%，无线吸尘器市场规模 82 亿元，同比微增 3%。

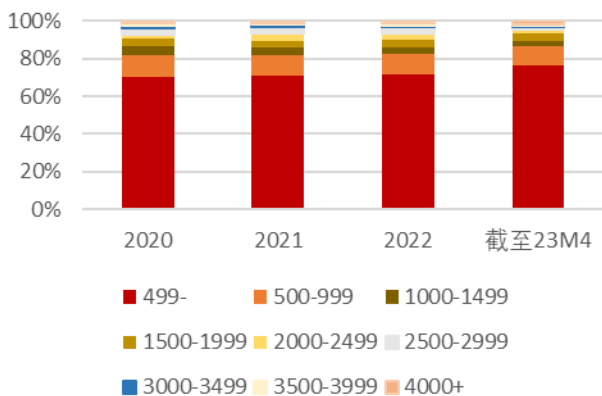
图 23 洗地机市场规模持续高增，无线吸尘器有所承压（单位：亿元）



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

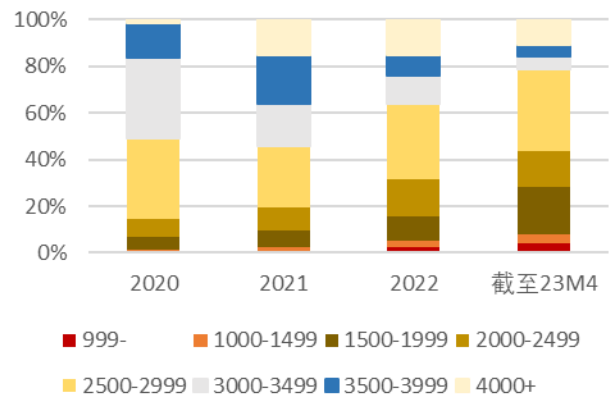
从价位段分布看，线上吸尘器低端机型占据主流，洗地机主流价位段则在 2500-2999 元之间。根据奥维对行业线上分价位段销量市占率的统计，吸尘器 499 元以下价位段占据主流，23 截至 M4 销量市占率达到 76.5%。500-999 元价位段市占率第二，两者合计达 82%。洗地机主流价位段则较高，23 截至 M4 最主流价位段 2500-2999 元销量市占率达 35%。

图 24 线上吸尘器低端机型占据销量主流



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 25 线上洗地机主流价位段为 2500-2999 元

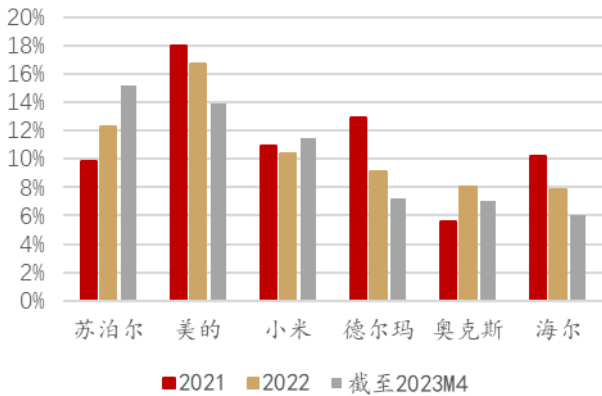


资料来源：奥维云网，华西证券研究所

从德尔玛品牌在不同价位段的线上销量市占率看，吸尘器、洗地机均聚焦低端价位段，产品定位极致性价比。具体地：

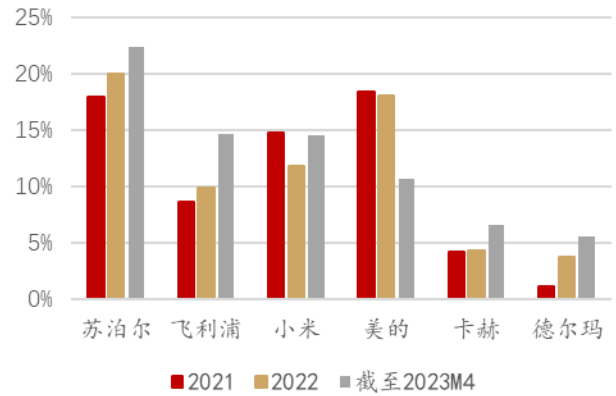
吸尘器：结构有升级，价格带上探。仅 499 元以下和 500-999 元价位段有布局，结构拆分上，受苏泊尔、奥克斯等挤压，499 元以下销量市占率略有下滑；主力机型 VC80 带动下，500-999 元份额持续提升。

图 26 线上吸尘器 499 元以下德尔玛销量份额略有下滑



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 27 线上吸尘器 500-999 元德尔玛销量份额持续提升



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

在与 TOP 品牌 500-999 价位段主力产品对比中，德尔玛 VC80 在价格更低的同时性能领先。核心参数上：其最大吸力、额定功率等与定价更高的苏泊尔 C11 一致，电池容量更大，续航时间更长，且增加前置空净滤芯和 6 锥气旋过滤系统；功能集成上：加赠二合一方刷，满足更多家居清洁场景；电池可拆卸且可脱离机器单独充电、前置探照灯、大容量尘桶等贴心设计充分体现了公司以解决用户需求痛点为中心的产品设计思路。

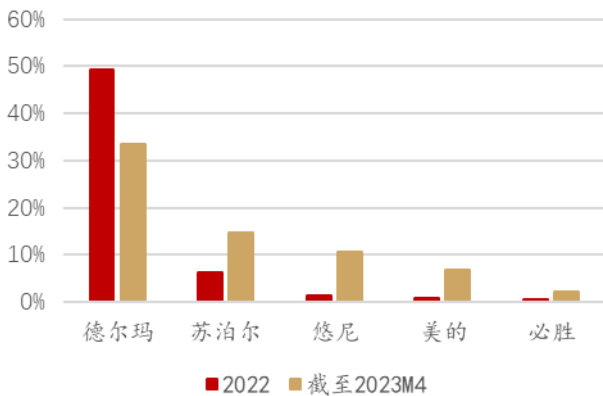
图 28 德尔玛 VC80 在价格更低的同时性能全面领先竞品

参数	德尔玛VC80	苏泊尔C11	美的Q3
价格	¥699	¥949	¥699
外观			
续航	55分钟 (2600mAh)	45分钟 (2200mAh)	45分钟
最大吸力	25kpa	25kpa	23kpa
功率	350W	350W	350W
过滤系统	气旋滤尘+前置空净滤芯+金属网+ 6锥气旋 +后置空净滤芯	气旋滤尘+金属网+海绵+后置空净滤芯	前置空净滤芯+气旋压缩技术+聚丙烯滤网+微孔滤网+双级单锥气旋
尘桶容量	0.6L	0.55L	0.7L
刷头	地刷、除螨刷、缝隙刷、 二合一一方刷	地刷、除螨刷、缝隙刷	地刷、缝隙刷、 二合一刷
地刷类型	8200转独立电机软绒滚刷	脚踏水箱软绒滚刷	独立电机软绒滚刷
除螨刷类型	7600转独立电机除螨刷	普通除螨刷	无
电池是否可拆卸更换	是, 电池可拆下单独充电	否	否
数显面板	有	有	无
前置LED探照灯	有	无	无
收纳挂架	有	有	有

资料来源：京东旗舰店（价格日期为 2023/6/29），华西证券研究所

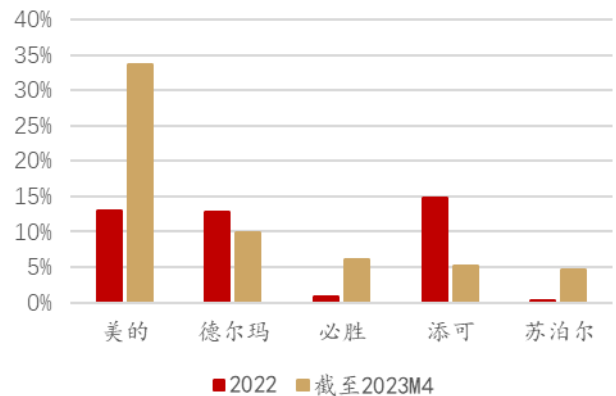
洗地机：产品设计切中痛点，低端市场为龙头。22 年发力，低端市场德尔玛品牌为第一梯队，其中 999 元以下市占第一，在该价位段线上销量份额达 49%；1000-1499 元价位段 22 年份额为 13%。从 23 年截至 M4 数据看，份额略有下滑，考虑到奥维统计口径不包括抖音等社交电商平台，而公司抖音渠道占比较高，我们预计实际表现好于统计数据。

图 29 线上洗地机 999 元以下德尔玛为龙头



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 30 线上洗地机 1000-1499 元德尔玛销量份额 13%



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

在德尔玛 1000-1499 元档主力洗地机产品 P30 和竞品参数对比中，P30 在价格更低的同时，各参数基本持平或领先竞品，且在产品设计上切中死角清洁等痛点。核心性能上，P30 吸力达 15kpa，且搭配行业 2500 元以上产品的双滚刷配置，支持前后滚刷贴边；在产品智能体验上，P30 配备 LED 状态显示屏、语音提醒、根据污渍情况自动调节吸力、污水桶智能水满感应等功能。

图 31 德尔玛 P30 洗地机价格更低，参数领先

参数	德尔玛 P30	美的 GX3	小米无线洗地机 2 Lite
价格	¥1199	¥1499	¥1599
外观			
整机功率	180w	190w	200w
电池续航	30分钟	35分钟	40分钟
清水/污水箱容积	600ml/700ml	600ml/400ml	780ml/550ml
滚刷数量	前后双自驱滚刷	单自驱滚刷	单自驱滚刷
滚刷贴边	6mm单侧贴边	无	9mm单侧贴边
滚刷转速	400rpm/min	2000rpm/min	500rpm/min
电机	95w无刷电机	无刷电机	无刷电机
吸力	15kpa	15kpa	14kpa
LED屏显	有	无	有
一键自清洁	有	有	有
自清洁模式	滚刷正反转双向洗+离心风干	清洗+离心风干	清洗+离心风干
智能感污	有	无	有
语音提醒	有	无	有
智能水满感应	有	无	无
清洁模式	除菌、自动、吸水	标准、强力	自动、吸水
其他	前后防缠绕锯齿梳，IPX4防水	74dB低噪声	噪音80db

资料来源：京东旗舰店（价格日期为 2023/6/29），华西证券研究所

4. 具备电商基因与优势，渠道捕获与爆款打造能力强

脱胎于电商，业务模式由电商代运营转品牌运营。在成立德尔玛之前，创始人蔡铁强先生于 07 年组建飞鱼广告策划公司，从事画报、海报、宣传单等品牌形象策划和广告设计业务；08 年布局视觉识别 (VI) 市场，即从品牌 logo 出发、展开系统性的品牌形象设计。10 年，捕捉到电商爆发趋势，同时观察到部分网店的商品描述和店铺装饰简陋难以吸引流量，将业务扩展至电商代运营，负责对品牌网店包装、营销和宣传，逐渐成为当时华南地区最大的电子商务公司和全国最大的家电类电子商务运营企业之一。

根据公众号顺商《他是个惊喜制造者 —— 飞鱼集团蔡铁强：勇于开拓新市场的“飞鱼”》，11 年飞鱼与华帝签约，全方位策划华帝的品牌、网店、产品等视觉营销，并于 12 年为华帝线上创造出 3 亿元销售额。同年 10 月份自有品牌德尔玛成立，聚焦空气领域和家居清洁。18 年收购飞利浦品牌水健康业务，并获得品牌授权，退出电商代运营业务，主攻飞利浦、德尔玛等旗下品牌。

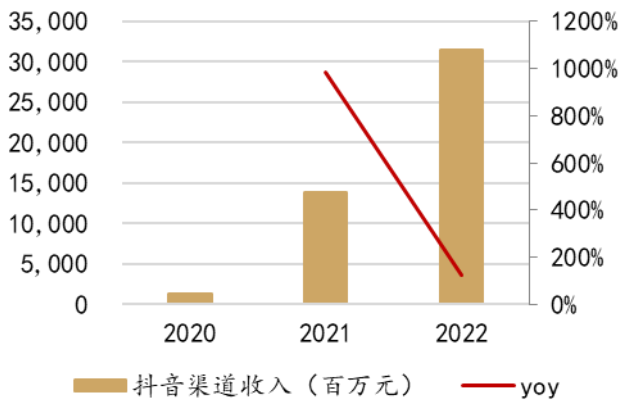
图 32 飞鱼电商主营业务

服务名称	服务内容
销售产品	通过电商平台销售自主品牌产品、自有品牌创建。
电商增值服务	包括电子商务咨询服务、品牌市场战略、平台资源投放、众筹、电商技术、创新研发类服务等。
代运营服务	依托飞鱼电商专业与创新的电子商务运营能力和自主培养的电子商务运营团队，为传统渠道开拓新兴渠道以及新型网络品牌提供品牌的线上代理运营服务。通过帮助制造企业在电商平台销售其产品服务，销售过程包括：运营、客服、仓储等。
视觉设计服务	提供电商店铺市场策划、设计包装服务等。基于飞鱼电商在视觉设计和品牌设计领域里 10 年多市场研究和实战设计以及凭借自有品牌的线上视觉实操经验，对用户浏览、视觉引导、创意设计、视觉营销植入等做了深入的研究和考证，总结出了一套视觉营销核心概念，为品牌线上形象和店铺包装等提供更为精细化和颇具营销思想的视觉设计，为店铺和产品创造更高的转化率。

资料来源：德尔玛公众号，华西证券研究所

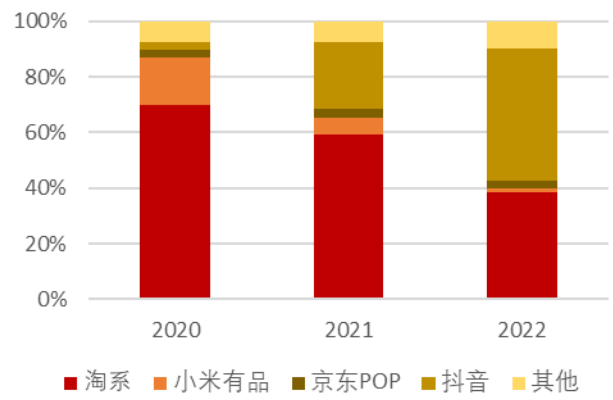
具备浓厚的电商基因、敏锐的市场嗅觉，渠道捕获及爆款打造能力强。前瞻性布局新流量入口，22 年抖音在境内线上直销收入中占比已超过淘系。根据南方日报《新零售之变：一大批网红搅动制造风云》，早在 19 年公司即试水直播带货，以抖音为例，与家电公司多数在 21 年布局不同，20 年公司已自建短视频和直播团队。根据公司招股书，21 年公司通过抖音渠道实现收入 1.39 亿元，占境内线上直销比例达 24%，伴随着抖音电商规模扩张，公司通过品牌自播等方式加大抖音投入，22 年抖音渠道延续快增，同比+127%，占线上直销比例 48%，已超过淘系 38%。

图 33 抖音渠道收入高增



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 34 22 年抖音在线上直销收入中占比已超过淘系

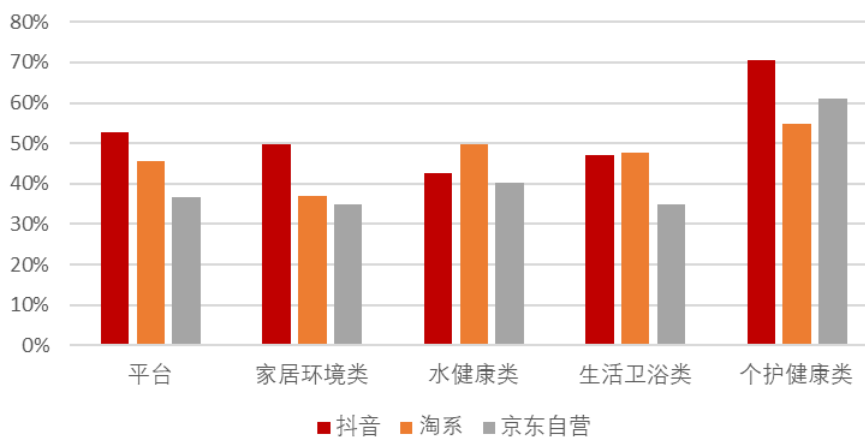


资料来源：公司公告，华西证券研究所

抖音渠道打法成熟，毛利率水平高于淘系、京东自营。公司在抖音渠道以销售相对高客单价、高毛利洗地机产品为主，且精简 SKU 主推爆品。根据抖查查，近 90 天公司抖音平台热销前十单品中有 9 款为洗地机产品，其中 4 款为定位 3500 元+的 P50 系列，5 款为 1500 元左右的 P20 系列。

品类及产品的精准定位保证了抖音平台的高毛利水平，21 年公司抖音渠道综合毛利率 52.75%，分别高于淘系（天猫商城和淘宝平台）、京东自营平台 7.22pct、16pct。细分品类看，更适配抖音直播带货模式的家居环境类及个护健康类毛利率优势更为明显，21 年家居环境类产品毛利率 49.87%，高于淘系和京东自营 13pct、15.1pct；个护健康类毛利率为 70.48%，分别高于淘系和京东自营 15.69pct、9.34pct。

图 35 抖音渠道毛利率高于淘系及京东自营



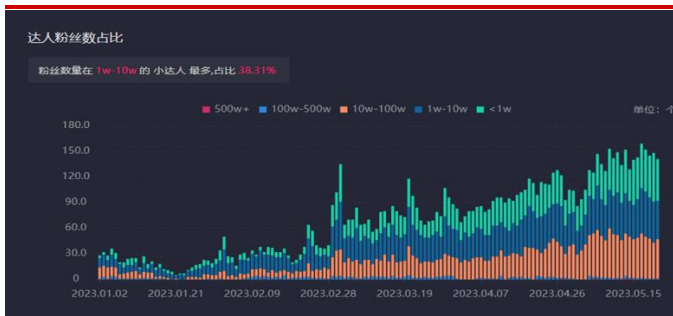
资料来源：公司公告，华西证券研究所

通过发展中小达人、投入自播等降低抖音获客成本，考虑到抖音渠道高毛利，我们判断公司抖音渠道或正盈利。由于公司抖音渠道营收基本由直播带货贡献，且

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

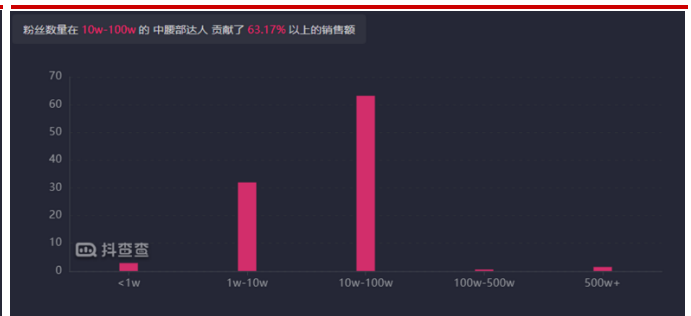
以达播为主，线上佣金（一般为 20%）及线下坑位费用叠加下，抖音渠道费用较高。公司倾向于发展中小达人，根据抖查查，近 180 天公司新增合作以 10w-100w 粉丝数中腰部达人及 10w 粉丝以下小达人为主，目前达人构成上粉丝数量为 1w-10w 的小达人占比最多为 38%。收入同样主要由中小达人贡献，其中 10w-100w 粉丝数量的腰部达人贡献了 63% 以上的销售额。

图 36 近 180 天 1w-10w 小达人数量占比最多为 38%



资料来源：抖查查，华西证券研究所

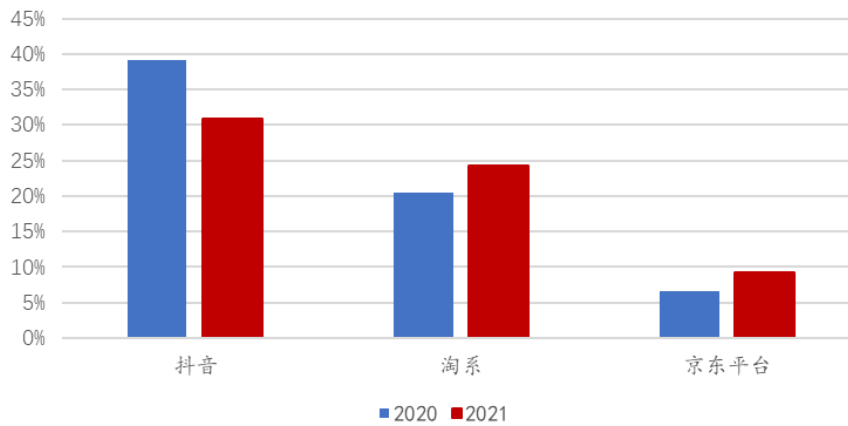
图 37 近 180 天 10w-100w 腰部达人贡献 63% 销售额



资料来源：抖查查，华西证券研究所

21 年抖音渠道获客成本（计算方式为促销推广费/各平台收入）为 31%，同比收窄 8.23pct，与京东平台和淘系的差距进一步缩小。传统电商平台流量变贵，抖音作为新流量入口关注度提升，我们认为公司将受益于较早布局的先发优势，持续夯实抖音渠道竞争力。

图 38 抖音渠道获客成本与传统电商平台差距进一步收窄



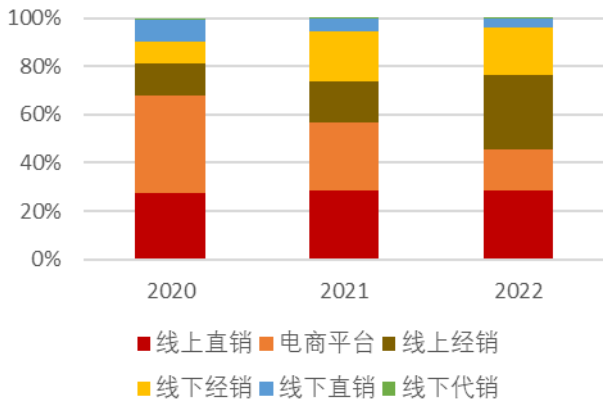
资料来源：公司公告，华西证券研究所；备注：各电商平台的获客成本按促销推广费占对应平台收入的比例计算

收入构成中直销占比高，渠道的销售运营即产品经理，需求导向研发体系助力爆款打造。公司境内品牌销售分渠道构成看，22 年直销收入占比 33%，以线上直销为主。直面消费者能够采集到更多的 C 端数据，根据“案例 SHOWCASE”公众号中浪潮产品奖对公司首席设计师陈龙的采访，渠道的销售运营承担产品经理的职责，基于市场分析提出产品的功能需求、确定售价，再进行外观设计和研发生产。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

需求导向的研发体系聚焦痛点解决，构筑底层产品定义能力，德尔玛品牌曾推出果汁摇摇杯、二合一毛球修剪器、轻羽无线吸尘器、组合式熨烫机等多款爆品。以 20 年在罗永浩直播间主推的爆品组合式蒸汽熨烫机为例，通过巧妙的设计，将熨斗和挂烫机合二为一，满足多种场景下的熨衣需求，解决了消费者「买熨斗好，还是挂烫机好」的纠结。

图 39 22 年境内品牌销售收入中直销占比 48%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 40 德尔玛品牌爆品组合式蒸汽熨烫机



资料来源：《德尔玛熨烫机：更适合中国家庭的熨烫机，为何是它？》，华西证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

收入拆分：

- 1) 家居环境类：由于家居环境类收入可近似为德尔玛品牌实现收入与 ODM 业务收入之和，因此在对家居环境类进行测算时细分为该两项。德尔玛为公司自主品牌，且布局高成长家居环境赛道，22 年战略进一步清晰至吸尘清洁品类。当前清洁电器在国内仍有相当高的渗透率提升空间，公司布局低端价位段，且在洗地机低端市场已经占据龙头，有望受益行业渗透率提升。中性预计 23-25 年德尔玛品牌收入增速分别为 10%/10%/8%。ODM 业务非战略重心，预计规模维持在 6 亿元左右。
- 2) 水健康类：行业端好转，根据奥维，预计 23 年中国净水器市场规模微增，净饮机线上已有明显复苏。飞利浦品牌线上净水器市占率维稳，净饮机同比有明显提升，预计 23-25 年水健康类收入增速分别为 25%/25%/20%。
- 3) 个护健康类：主要为按摩器等，行业格局较为分散，飞利浦品牌力较强，且近两年高增速，预计 23-25 年收入增速分别为 50%/40%/30%。
- 4) 生活卫浴类：主要为水槽、厨房龙头、花洒套装等，属于地产后周期且具备安装属性，22 年承压下滑，预计 23 年有所恢复，考虑到地产周期，预计 24-25 年维稳。

图 41 收入拆分

百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	967	1517	2228	3038	3307	3968	4751	5539
yoy		57%	47%	36%	9%	20%	20%	17%
家居环境类	642	940	1245	1754	1548	1643	1746	1837
yoy		46%	33%	41%	-12%	6%	6%	5%
德尔玛	535	833	950	1087	938	1032	1135	1226
yoy		56%	14%	14%	-14%	10%	10%	8%
ODM	117	117	297	671	611	611	611	611
yoy		0%	153%	125%	-9%	0%	0%	0%
水健康类	149	320	698	840	1056	1319	1649	1979
yoy		115%	118%	20%	26%	25%	25%	20%
个护健康类	96	79	74	219	583	875	1225	1592
yoy		-18%	-6%	197%	167%	50%	40%	30%
生活卫浴类	19	137	183	201	103	114	114	114
yoy		620%	34%	10%	-49%	10%	0%	0%
其他	61	42	28	24	17	17	17	17
yoy		-31%	-33%	-14%	-30%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

预计 23-25 年公司收入分别为 39.68/47.51/55.39 亿元，同比增速分别为 20%/20%/17%。毛利率方面，高毛利水健康及个护类收入占比提升，预计带动整体毛利率稳步提升。费用率方面，考虑到品牌业务扩张，预计销售费用率有所提升，其他期间费用率将随收入扩张有所摊薄。预计 23-25 年公司归母净利润分别为 2.42/3.02/3.69 亿元，同比增速分别为 27%/25%/22%。对应 EPS 分别为 0.52/0.65/0.80 元，以 23 年 7 月 12 日收盘价 14.39 元计算，则对应 23-25 年 PE 分别为 27.48/21.98/17.99 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 20.7 倍，公司产品、品牌、渠道多维度优势突出，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 42 可比公司估值表

股票名称	股价(元)	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
科沃斯	75.83	3.37	3.96	4.61	22.5	19.2	16.4
石头科技	353.99	14.71	17.58	20.68	24.1	20.1	17.1
苏泊尔	52.60	2.83	3.13	3.47	18.6	16.8	15.2
九阳股份	14.68	0.95	1.10	1.24	15.5	13.3	11.9
小熊电器	74.38	3.28	3.86	4.49	22.7	19.3	16.6
平均数					20.7	17.7	15.4
德尔玛	14.39	0.52	0.65	0.80	27.5	22.0	18.0

资料来源：wind(23 年 7 月 12 日收盘价，取 wind 一致预期)，华西证券研究所

6. 风险提示

- 1) 商标授权无法续期风险：飞利浦品牌占公司收入比重较高，若授权到期后无法续期将会对公司经营造成风险。
- 2) 第三方数据失真风险：分析所用数据多来自第三方，若数据失真将会对分析过程及结果产生影响。
- 3) 消费复苏不及预期风险：宏观经济较弱背景下，若消费持续疲软将会对公司经营产生影响。
- 4) 原材料涨价风险：原材料涨价将削弱公司盈利能力。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,307	3,968	4,751	5,539	净利润	186	239	299	364
YoY (%)	8.8%	20.0%	19.7%	16.6%	折旧和摊销	97	106	126	140
营业成本	2,331	2,770	3,292	3,811	营运资金变动	-27	-61	173	-97
营业税金及附加	15	18	21	24	经营活动现金流	268	280	594	403
销售费用	514	636	771	910	资本开支	-325	-343	-324	-332
管理费用	136	161	192	224	投资	0	0	0	0
财务费用	-6	2	3	1	投资活动现金流	-324	-340	-321	-328
研发费用	122	144	173	202	股权募资	0	1,231	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0	债务募资	124	0	0	0
投资收益	1	3	3	4	筹资活动现金流	99	1,231	0	0
营业利润	205	264	330	402	现金净流量	51	1,172	273	75
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	203	264	330	402	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	17	25	32	38	成长能力				
净利润	186	239	299	364	营业收入增长率	8.8%	20.0%	19.7%	16.6%
归属于母公司净利润	191	242	302	369	净利润增长率	12.0%	26.9%	25.0%	22.2%
YoY (%)	12.0%	26.9%	25.0%	22.2%	盈利能力				
每股收益	0.52	0.52	0.65	0.80	毛利率	29.5%	30.2%	30.7%	31.2%
					净利率	5.8%	6.1%	6.4%	6.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	6.2%	5.3%	5.6%	6.3%
货币资金	789	1,961	2,234	2,308	净资产收益率 ROE	13.2%	8.3%	9.4%	10.3%
预付款项	29	48	54	61	偿债能力				
存货	498	664	716	888	流动比率	1.36	2.16	1.91	1.98
其他流动资产	655	593	879	832	速动比率	0.95	1.65	1.50	1.49
流动资产合计	1,971	3,266	3,882	4,089	现金比率	0.54	1.30	1.10	1.12
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	52.6%	36.4%	40.5%	38.3%
固定资产	256	302	309	307	经营效率				
无形资产	309	371	411	449	总资产周转率	1.19	1.03	0.95	0.99
非流动资产合计	1,097	1,334	1,533	1,725	每股指标 (元)				
资产合计	3,068	4,600	5,415	5,814	每股收益	0.52	0.52	0.65	0.80
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.91	6.32	6.98	7.77
应付账款及票据	1,229	1,201	1,692	1,686	每股经营现金流	0.72	0.61	1.29	0.87
其他流动负债	221	311	337	378	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,450	1,512	2,029	2,064	估值分析				
长期借款	124	124	124	124	PE	27.67	27.48	21.98	17.99
其他长期负债	40	40	40	40	PB	0.00	2.28	2.06	1.85
非流动负债合计	163	163	163	163					
负债合计	1,613	1,676	2,192	2,227					
股本	369	462	462	462					
少数股东权益	10	7	4	-1					
股东权益合计	1,454	2,924	3,223	3,587					
负债和股东权益合计	3,068	4,600	5,415	5,814					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业研究助理，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。