

## 品牌出海顺利推进，品类拓展打开成长空间

### 核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年半年度报告, 2023H1 公司实现营业收入 15.55 亿元, 同比增长 2.60%; 归母净利润为 6,747.08 万元, 同比增长 10.79%; 扣非归母净利润为 6,326.21 万元, 同比增长 13.59%。分季度来看, 2023Q2 公司实现营业收入 8.90 亿元, 同比增长 0.09%; 归母净利润为 4423.68 万元, 同比增长 8.39%。
- **自主品牌稳中向好, 飞利浦品牌延续增势。** 公司聚焦“德尔玛”和“飞利浦”双核心品牌发展, 自有品牌“德尔玛”专注洗地机等高成长的居家清洁细分赛道; 授权品牌“飞利浦”水健康类和个护健康类产品增势良好, 贡献公司收入主体部分。2023H1 公司家居环境类业务实现营收 7.20 亿元, 同比增长 1.97%, 公司环境清洁类产品在中端细分市场占率领先, 有望凭借性价比优势, 继续深挖洗地机品类下沉; 水健康类/个护健康类分别实现营收 5.24/2.98 亿元, 同比增长 14.44%/5.51%, 飞利浦品牌收入延续良好增长。
- **产品出海顺利, 外销毛利率大幅改善。** 2023H1 公司整体毛利率 30.09%, 同比回升 0.73pct, 预计受益于原材料价格回落以及境外销售毛利率大幅增长 4.53pct 的带动。分业务来看, 水健康类/个护健康类产品毛利率分别为 36.80%/30.99%, 同比变化+1.90/-7.27pct; 家居环境类产品毛利率 25.54%, 同比显著改善 3.02pct, 国内市场竞争激烈, 公司以价换量、抢占份额, 家居环境类产品毛利率偏低。2023H1 销售/管理/研发费率为 16.99%/4.46%/4.60%, 同比分别抬升 1.11/0.17/0.17pct, 销售费率上升主要系促销推广费及平台使用费增加所致。
- **新获健身产品授权, 品类拓展的成长空间值得期待。** 2023 年 7 月公司新获飞利浦 PHILIPS 商标开展健身器材相关产品的业务授权, 涉及品类包括跑步机和踏步机、动感单车、划船机、具有感应跟踪功能的智能运动哑铃、具有智能体型检测和锻炼程序的智能健身镜; 同月公司拟出资 485 万元 (持股 97%) 成立合资公司, 经营范围包括智能机器人、可穿戴智能设备制造销售、虚拟现实设备制造等。公司有望借助飞利浦品牌影响力及多年积累的渠道优势, 快速复制优势品类成长经验, 为后续收入增长打造新的驱动。
- **投资建议:** 公司自主品牌德尔玛定位精准, 在中端洗地机细分市场稳步提升。借助飞利浦强大的国际化品牌形象, 和渠道优势持续赋能, 新品类拓展有望为公司增长续航。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.31/2.74/3.17 亿元, EPS 分别为 0.50/0.59/0.69 元/股, 对应 PE 分别为 30/25/22 倍, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 商标授权业务持续运营的潜在风险; 原材料价格波动的风险; 市场竞争加剧的风险。

## 德尔玛(301332.SZ)

### 推荐(首次评级)

杨策

☎: 010-80927615

✉: yangce\_yj@chinastock.com.cn

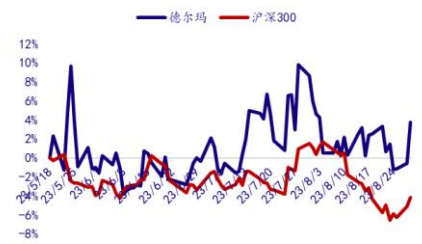
分析师登记编码: S0130520050005

### 市场数据

2023-08-29

A 股收盘价(元)	14.88
股票代码	301332.SZ
A 股一年内最高价(元)	16.65
A 股一年内最低价(元)	13.51
上证指数	3,135.89
市盈率 TTM	34.85
总股本 (万股)	46,156
实际流通 A 股 (万股)	8,453
流通 A 股市值(亿元)	12.58

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

**主要财务指标**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3306.65	4088.33	4687.11	5388.65
收入增长率%	8.85	23.64	14.65	14.97
净利润（百万元）	190.52	231.21	274.07	316.81
利润增速%	12.03	21.35	18.54	15.59
摊薄 EPS (元)	0.41	0.50	0.59	0.69
PE	36.05	29.71	25.06	21.68
PB	4.75	2.35	2.15	1.96

数据来源: iFind, 中国银河证券研究院

## 公司财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1970.94</b>	<b>3493.15</b>	<b>4036.69</b>	<b>4671.01</b>	营业收入	3306.65	4088.33	4687.11	5388.65
现金	789.04	2001.23	2308.72	2670.65	营业成本	2331.30	2848.15	3271.50	3762.63
应收账款	475.09	565.82	646.71	743.63	营业税金及附加	14.79	16.66	19.11	21.97
其它应收款	20.80	34.07	39.06	44.91	营业费用	513.51	674.57	773.37	889.13
预付账款	28.75	56.96	65.43	75.25	管理费用	135.62	175.80	201.55	231.71
存货	498.09	632.92	727.00	836.14	财务费用	-6.31	-6.30	-28.12	-33.65
其他	159.18	202.14	249.77	300.43	资产减值损失	-5.78	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>1096.71</b>	<b>1076.58</b>	<b>1032.91</b>	<b>973.80</b>	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.94	3.23	3.71	4.26
固定资产	255.65	311.95	308.98	282.24	营业利润	205.43	254.79	302.12	349.31
无形资产	309.10	309.10	309.10	309.10	营业外收入	3.07	3.00	3.00	3.00
其他	531.96	455.53	414.83	382.46	营业外支出	5.52	2.50	2.50	2.50
<b>资产总计</b>	<b>3067.65</b>	<b>4569.73</b>	<b>5069.60</b>	<b>5644.81</b>	利润总额	202.98	255.29	302.62	349.81
<b>流动负债</b>	<b>1450.27</b>	<b>1478.00</b>	<b>1705.52</b>	<b>1965.89</b>	所得税	17.03	25.53	30.26	34.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	185.95	229.76	272.36	314.83
应付账款	759.71	712.04	817.88	940.66	少数股东损益	-4.57	-1.44	-1.71	-1.98
其他	690.56	765.97	887.64	1025.24	归属母公司净利润	190.52	231.21	274.07	316.81
<b>非流动负债</b>	<b>163.15</b>	<b>165.86</b>	<b>165.86</b>	<b>165.86</b>	EBITDA	296.65	364.64	399.03	456.14
长期借款	123.55	123.55	123.55	123.55	EPS(元)	0.41	0.50	0.59	0.69
其他	39.61	42.31	42.31	42.31					
<b>负债合计</b>	<b>1613.42</b>	<b>1643.86</b>	<b>1871.37</b>	<b>2131.75</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	9.71	8.27	6.56	4.58	营业收入	8.85%	23.64%	14.65%	14.97%
归属母公司股东权益	1444.51	2917.59	3191.67	3508.48	营业利润	3.02%	24.03%	18.58%	15.62%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3067.65</b>	<b>4569.73</b>	<b>5069.60</b>	<b>5644.81</b>	归属母公司净利润	12.03%	21.35%	18.54%	15.59%
					毛利率	29.50%	30.33%	30.20%	30.17%
					净利率	5.76%	5.66%	5.85%	5.88%
					ROE	13.19%	7.92%	8.59%	9.03%
					ROIC	11.42%	7.29%	7.38%	7.77%
					资产负债率	52.59%	35.97%	36.91%	37.76%
					净负债比率	110.95%	56.18%	58.51%	60.68%
					流动比率	1.36	2.36	2.37	2.38
					速动比率	0.95	1.84	1.84	1.84
					总资产周转率	1.19	1.07	0.97	1.01
					应收帐款周转率	8.55	7.86	7.73	7.75
					应付帐款周转率	3.60	3.87	4.28	4.28
					每股收益	0.41	0.50	0.59	0.69
					每股经营现金	0.58	0.14	0.85	0.97
					每股净资产	3.13	6.32	6.91	7.60
					P/E	36.05	29.71	25.06	21.68
					P/B	4.75	2.35	2.15	1.96
					EV/EBITDA	-2.17	13.75	11.80	9.52
					P/S	1.66	1.68	1.47	1.27

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师简介及承诺

**杨策**，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于2018年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系：

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐媛玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)