

德尔玛 (301332.SZ)

2023Q2 外销高增长，盈利能力稳步提升

2023年09月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/8/31
当前股价(元)	14.82
一年最高最低(元)	16.65/13.51
总市值(亿元)	68.40
流通市值(亿元)	12.53
总股本(亿股)	4.62
流通股本(亿股)	0.85
近3个月换手率(%)	799.06

● 2023Q2 盈利稳健，长期飞利浦以及外销市场有望成长，维持“买入”评级

2023H1 公司实现营收 15.55 亿元 (+2.6%)，归母净利润 0.67 亿元 (+10.79%)，扣非归母净利润 0.63 亿元 (+13.59%)。2023Q2 营收 8.9 亿元 (+0.09%)，归母净利润 0.44 亿元 (+8.39%)，扣非归母净利润 0.42 亿元 (+14.09%)。考虑到短期战略调整影响收入，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.27/2.90/3.46 亿元（原值为 2.57/3.28/4.04 亿元），对应 EPS 为 0.49/0.63/0.75 元，当前股价对应 PE 分别为 30.3/23.7/19.8 倍，伴随战略调整负向影响减弱，飞利浦新授权品类以及外销市场贡献增量，看好收入端改善，维持“买入”评级。

● 2023H1 外销市场高增长，战略调整致内销小幅下滑

分业务，2023H1 家居环境类实现营收 7.2 亿元 (+1.97%)，水健康类营收 5.24 亿元 (+14.44%)，个护健康类营收 3.0 亿元 (+5.51%)，生活卫浴类营收 0.04 亿元 (-92.48%)，战略调整后不再运营“华帝”品牌生活卫浴产品。分区域，2023H1 境内销售收入 12.87 亿元 (-3.18%)，境外销售收入 2.67 亿元 (+43.71%)，外销实现高增主要系德尔玛吸尘器以及飞利浦水健康产品出口增长。

● 业务结构优化+汇率利好等带动 2023Q2 盈利能力提升

2023H1 公司毛利率 30.09% (+0.73pct)，其中家居环境/水健康/个护健康毛利率分别+3.03pct/+1.9pct/-7.27pct，家居环境毛利率较大幅度提升或主要系高毛利洗地机占比提升，个护健康毛利率下降主要系入门级产品占比提升。分区域来看境内/境外毛利率分别+0.1pct/+4.53pct。单季度来看 2023Q2 公司毛利率 30.54% (+0.87pct)。费用端，2023Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.4%/4.13%/4.61%/-1.31%，同比分别+1.87pct/+0.15pct/+0.1pct/-1.54pct，销售费用率增加主要系促销推广费和平台费用增加所致，财务费用率下降主要系汇兑收益增加所致。综合影响下 2023H1 公司净利率 4.34% (+0.32pct)，2023Q2 净利率 4.97% (+0.38pct)，业务结构优化+汇率利好等因素带动盈利持续提升趋势。

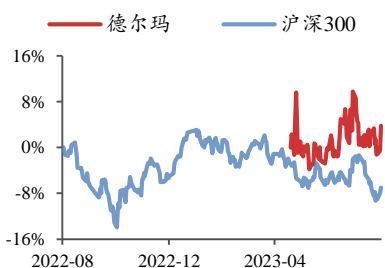
● 风险提示：新品类拓展不及预期；外销市场拓展不及预期；行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,038	3,307	3,558	4,290	4,979
YOY(%)	36.3	8.8	7.6	20.6	16.1
归母净利润(百万元)	170	191	227	290	346
YOY(%)	-1.9	12.0	18.9	28.0	19.5
毛利率(%)	29.2	29.5	30.5	31.7	32.0
净利率(%)	5.6	5.8	6.4	6.8	7.0
ROE(%)	13.6	12.8	13.3	14.6	14.9
EPS(摊薄/元)	0.37	0.41	0.49	0.63	0.75
P/E(倍)	40.4	36.0	30.3	23.7	19.8
P/B(倍)	5.5	4.8	4.1	3.5	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《家居环境类小家电新秀，品牌与品类聚焦打开长期成长空间——公司首次覆盖报告》-2023.8.4

目 录

1、 2023Q2 外销高增，盈利能力稳健.....	3
1.1、 收入拆分：2023H1 外销高增长，战略调整致内销小幅下滑.....	3
2、 业务结构优化+汇率利好支撑盈利能力提升.....	4
2.1、 盈利能力：业务结构优化带动毛利率提升，汇兑增厚盈利.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

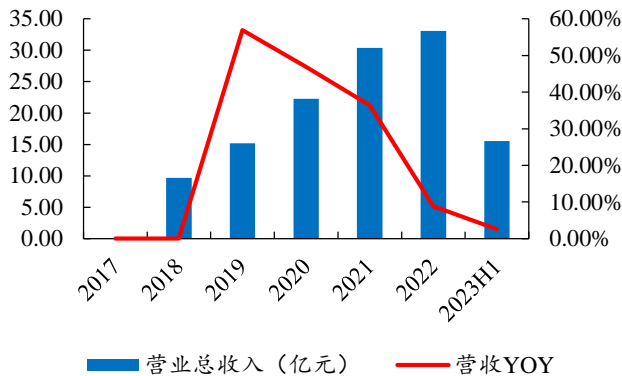
图表目录

图 1： 2023H1 公司实现营收 15.55 亿元（+2.6%）.....	3
图 2： 2023Q2 公司实现营收 8.9 亿元（+0.09%）.....	3
图 3： 2023H1 实现归母净利润 0.67 亿元（+10.79%）.....	3
图 4： 2023Q2 实现归母净利润 0.44 亿元（+8.39%）.....	3
图 5： 2023H1 公司毛利率 30.09%（+0.73pct）.....	4
图 6： 2023Q2 公司毛利率 30.54%（+0.87pct）.....	4
图 7： 2023H1 公司期间费用率 25.24%（+0.54pcts）.....	4
图 8： 2023Q2 期间费用率为 24.83%（+0.57pct）.....	4
图 9： 2023H1 公司扣非净利率为 4.07%（+0.39pct）.....	5
图 10： 2023Q2 公司扣非净利率为 4.72%（+0.58pct）.....	5

1、2023Q2 外销高增，盈利能力稳健

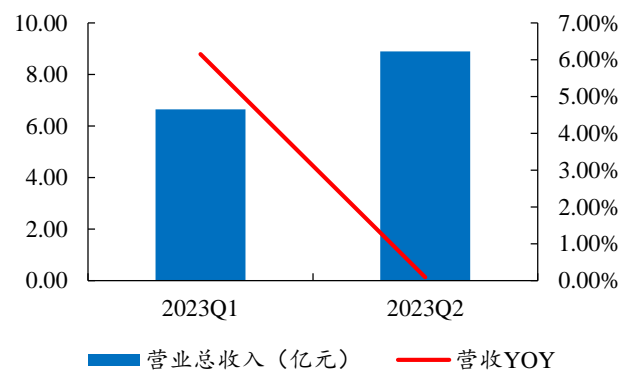
2023H1 公司实现营收 15.55 亿元(+2.6%)，归母净利润 0.67 亿元(+10.79%)，扣非归母净利润 0.63 亿元(+13.59%)。单季度来看 2023Q2 营收 8.9 亿元(+0.09%)，归母净利润 0.44 亿元(+8.39%)，扣非归母净利润 0.42 亿元(+14.09%)，业务结构优化+汇率利好等因素带动盈利能力提升。

图1：2023H1 公司实现营收 15.55 亿元 (+2.6%)



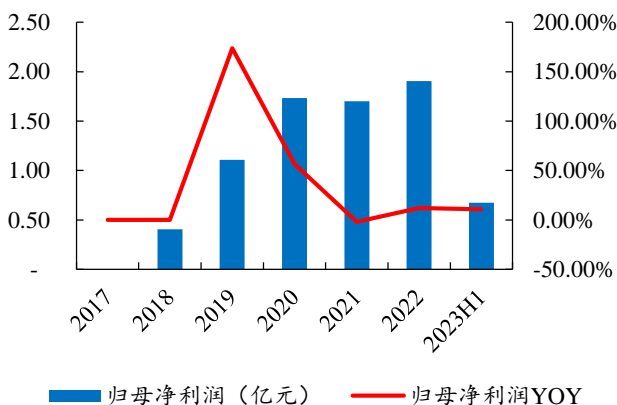
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q2 公司实现营收 8.9 亿元 (+0.09%)



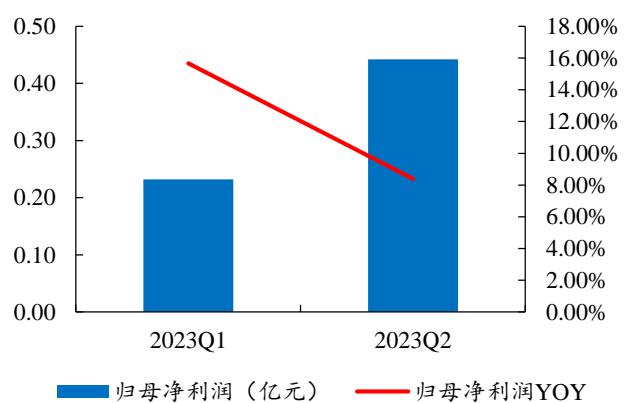
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023H1 实现归母净利润 0.67 亿元 (+10.79%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q2 实现归母净利润 0.44 亿元 (+8.39%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、收入拆分：2023H1 外销高增长，战略调整致内销小幅下滑

按业务拆分：2023H1 家居环境类实现营收 7.2 亿元(+1.97%)，水健康类营收 5.24 亿元(+14.44%)，个护健康类营收 3.0 亿元(+5.51%)，生活卫浴类营收 0.04 亿元(-92.48%)，生活卫浴较大幅度下降主要系减少“华帝”等非核心品类投入，后续公司不再开展“华帝”品牌生活卫浴类产品。

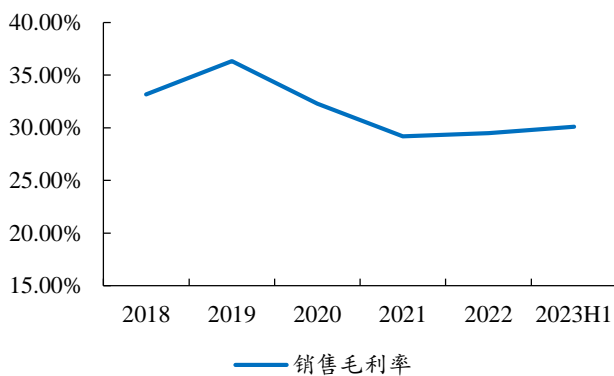
按区域拆分：2023H1 境内销售收入 12.87 亿元(-3.18%)，境外销售收入 2.67 亿元(+43.71%)，外销整体延续较高增长，主要系德尔玛吸尘器以及飞利浦水健康业务驱动。

2、业务结构优化+汇率利好支撑盈利能力提升

2.1、盈利能力：业务结构优化带动毛利率提升，汇兑增厚盈利

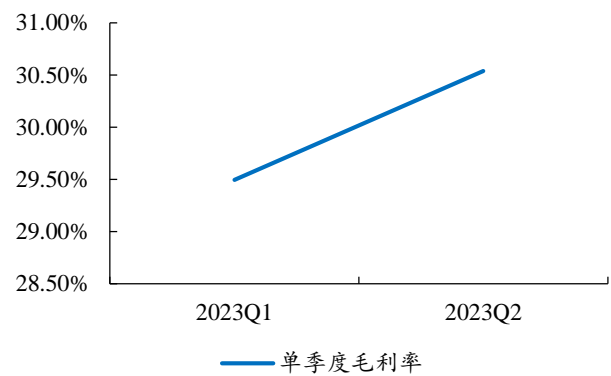
(1) **毛利率**：2023H1 公司毛利率 30.09% (+0.73pct)，其中家居环境/水健康/个护健康毛利率分别+3.03pct/+1.9pct/-7.27pct，家居环境毛利率较大幅度提升或主要系高毛利洗地机占比提升，个护健康毛利率下降或主要系向下拓展价格带等因素所致。分区域，境内/境外毛利率分别+0.1pct/+4.53pct。单季度来看 2023Q2 公司毛利率 30.54% (+0.87pct)。

图5：2023H1 公司毛利率 30.09% (+0.73pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

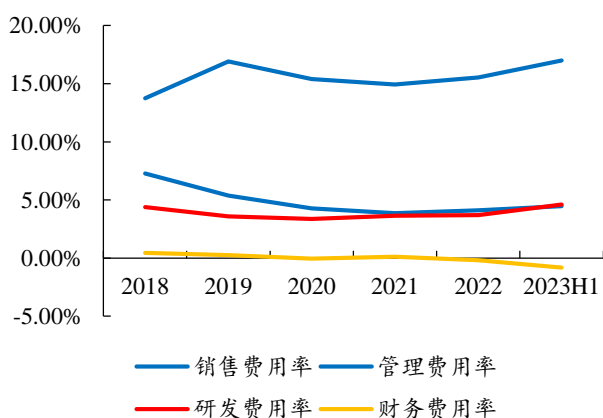
图6：2023Q2 公司毛利率 30.54% (+0.87pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

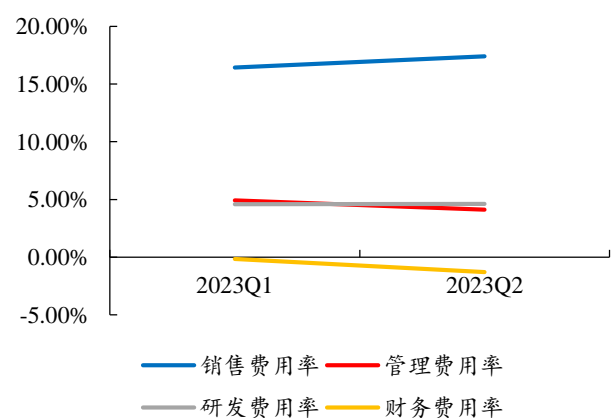
(2) **费用率**：2023H1 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.11pct/+0.17pct/+0.17pct/-0.92pct。2023Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.4%/4.13%/4.61%/-1.31%，同比分别+1.87pct/+0.15pct/+0.1pct/-1.54pct，销售费用率增加主要系促销推广费和平台费用增加所致，财务费用率下降主要系汇兑收益增加所致。

图7：2023H1 公司期间费用率 25.24% (+0.54pcts)



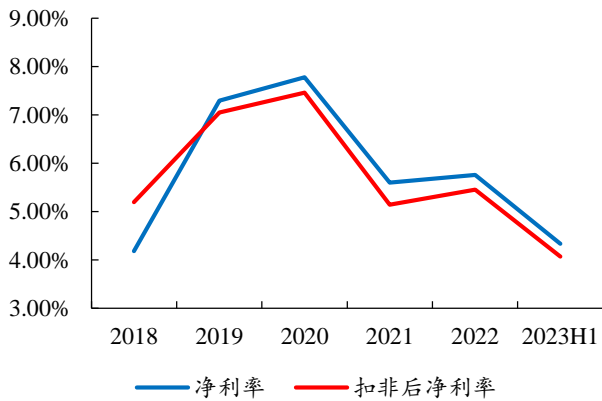
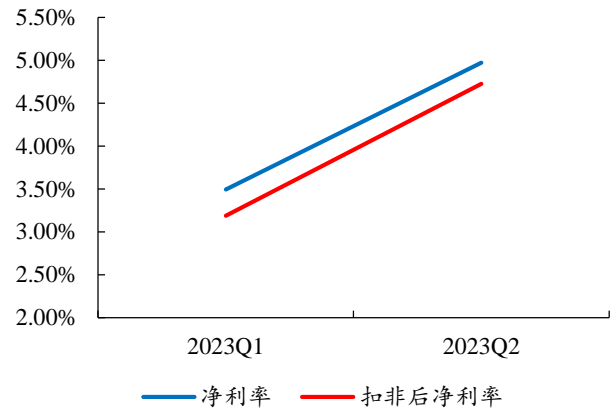
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023Q2 期间费用率为 24.83% (+0.57pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **净利率**：2023H1 公司净利率 4.34% (+0.32pct)，扣非净利率 4.07% (+0.39pct)。2023Q2 净利率 4.97% (+0.38pct)，扣非净利率 4.72% (+0.58pct)，业务结构优化+汇率利好等因素带动盈利延续提升趋势。

图9：2023H1 公司扣非净利率为 4.07% (+0.39pct)

图10：2023Q2 公司扣非净利率为 4.72% (+0.58pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

● **营运能力：存货周转效率提升，应收账款周转天数有所增加**

(1) **存货**：截至 2023H1 期末，公司存货 3.77 亿元，存货周转天数 72 天，较 2022 年减少 5 天，整体存货周转效率处于相对健康水平。

(2) **应收账款**：截至 2023H1 期末，公司应收账款 4.44 亿元，较 2022 年年末减少 6.5%，应收账款周转天数 53 天，较 2022 年增加 11 天，相较于历史水平相对可控。

3、盈利预测与投资建议

2023H1 公司实现营收 15.55 亿元 (+2.6%)，归母净利润 0.67 亿元 (+10.79%)，扣非归母净利润 0.63 亿元 (+13.59%)。2023Q2 营收 8.9 亿元 (+0.09%)，归母净利润 0.44 亿元 (+8.39%)，扣非归母净利润 0.42 亿元 (+14.09%)。考虑到短期战略调整影响收入，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.27/2.90/3.46 亿元（原值为 2.57/3.28/4.04 亿元），对应 EPS 为 0.49/0.63/0.75 元，当前股价对应 PE 分别为 30.3/23.7/19.8 倍，伴随战略调整负向影响减弱，飞利浦新授权品类以及外销市场贡献增量，看好收入端改善，维持“买入”评级。

4、风险提示

新品类拓展不及预期；外销市场拓展不及预期；行业竞争加剧等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1661	1971	2030	2836	3015
现金	686	789	859	1230	1437
应收票据及应收账款	373	539	442	741	633
其他应收款	16	21	19	29	27
预付账款	46	29	52	45	67
存货	502	498	563	695	757
其他流动资产	38	95	95	95	95
非流动资产	824	1097	1129	1158	1171
长期投资	0	0	-0	-0	-0
固定资产	224	256	294	352	383
无形资产	326	309	349	349	354
其他非流动资产	273	532	486	457	434
资产总计	2485	3068	3159	3994	4187
流动负债	1173	1450	1342	1914	1788
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	934	1229	1065	1655	1485
其他流动负债	240	221	278	259	303
非流动负债	49	163	139	115	91
长期借款	0	124	100	76	51
其他非流动负债	49	40	40	40	40
负债合计	1222	1613	1482	2029	1879
少数股东权益	16	10	6	3	1
股本	369	369	369	369	369
资本公积	563	564	564	564	564
留存收益	317	508	731	1018	1362
归属母公司股东权益	1247	1445	1671	1961	2307
负债和股东权益	2485	3068	3159	3994	4187

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	246	268	161	496	334
净利润	172	186	223	287	344
折旧摊销	70	84	64	79	96
财务费用	3	-6	-18	-4	-5
投资损失	-4	-1	-0	-2	-2
营运资金变动	-36	-30	-106	140	-96
其他经营现金流	40	35	-3	-3	-3
投资活动现金流	-199	-324	-97	-106	-107
资本支出	214	325	97	108	109
长期投资	10	0	0	0	0
其他投资现金流	4	1	-0	2	2
筹资活动现金流	-23	99	6	-20	-20
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	124	-24	-24	-25
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	8	1	0	0	0
其他筹资现金流	-31	-25	29	4	5
现金净增加额	20	51	70	371	207

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3038	3307	3558	4290	4979
营业成本	2151	2331	2473	2932	3385
营业税金及附加	11	15	16	20	23
营业费用	454	514	580	708	822
管理费用	117	136	149	178	204
研发费用	110	122	135	167	194
财务费用	3	-6	-18	-4	-5
资产减值损失	-12	-6	-5	-6	-7
其他收益	20	18	20	20	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	1	0	2	2
资产处置收益	0	0	-0	0	0
营业利润	199	205	250	320	384
营业外收入	1	3	1	2	2
营业外支出	4	6	4	3	4
利润总额	196	203	248	319	382
所得税	24	17	25	32	38
净利润	172	186	223	287	344
少数股东损益	2	-5	-4	-3	-2
归属母公司净利润	170	191	227	290	346
EBITDA	246	272	294	373	443
EPS(元)	0.37	0.41	0.49	0.63	0.75

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	36.3	8.8	7.6	20.6	16.1
营业利润(%)	9.0	3.0	21.8	28.1	19.9
归属于母公司净利润(%)	-1.9	12.0	18.9	28.0	19.5
获利能力					
毛利率(%)	29.2	29.5	30.5	31.7	32.0
净利率(%)	5.6	5.8	6.4	6.8	7.0
ROE(%)	13.6	12.8	13.3	14.6	14.9
ROIC(%)	12.2	10.8	11.5	12.8	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	49.2	52.6	46.9	50.8	44.9
净负债比率(%)	-53.2	-44.4	-43.4	-57.2	-58.7
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.7
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	9.6	8.5	8.5	8.5	8.5
应付账款周转率	4.8	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.41	0.49	0.63	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.58	0.35	1.08	0.72
每股净资产(最新摊薄)	2.70	3.13	3.62	4.25	5.00
估值比率					
P/E	40.4	36.0	30.3	23.7	19.8
P/B	5.5	4.8	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	19.7	17.9	16.2	11.7	9.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn