

2023年04月24日

德尔玛 (301332.SZ)

投资要点

◆ 本周四（4月27日）有一家创业板上市公司“德尔玛”询价。
 ◆ **德尔玛 (301332):** 公司是一家集原创设计、自有生产、自营销售于一体的创新家电品牌企业，旗下品牌包括“德尔玛”、“飞利浦”、“薇新”等，主要产品类型包括家居环境类、水健康类、个护健康类以及生活卫浴类。公司2020-2022年分别实现营业收入22.28亿元/30.38亿元/33.07亿元，YOY依次为46.89%/36.35%/8.85%，三年营业收入的年复合增速29.67%；实现归母净利润1.73亿元/1.70亿元/1.91亿元，YOY依次为56.55%/-1.85%/12.03%，三年归母净利润的年复合增速19.85%。根据初步预测，2023年1-3月公司预计实现归母净利润2,100万元至2,420万元，同比增长4.55%至20.49%。

- ① **投资亮点：**1、公司于2018年收购飞利浦水健康业务后，持续深化合作关系，陆续取得移动按摩等飞利浦品牌的独家授权。2018年，公司为拓展品牌和产品矩阵，收购了皇家飞利浦的净水业务，并通过商标许可协议获得飞利浦品牌在净水器、饮水装置、滤芯、电热水器等品类的全球独家授权；2021年，公司又获得飞利浦品牌在移动按摩产品的亚洲区域独家授权。公司与飞利浦的合作，一方面将利好公司拓展其产品品类，另一方面，公司可借助飞利浦品牌优势，与飞利浦品牌成熟的全球渠道网络布局相协同，积极拓展包括跨境电商在内的境外销售渠道，进一步完善国际化布局。报告期间，随着合作深化，公司来自飞利浦品牌产品的销售收入增长较快，分别实现6.97亿、9.81亿元、16.18亿元。2、公司与小米集团的战略合作关系不断深化，推动公司的收入规模的扩张。境内ODM模式下，公司于2019年下半年起，与小米等知名品牌进行合作开发品牌定制产品，由公司负责产品开发、物料采购及成品生产，并在品牌客户的渠道陈列并销售。报告期间，公司与小米集团的合作关系不断深化，来自小米集团的销售收入也由2020年的2.81亿元提升至2022年的6.10亿元，目前小米集团已成为公司的第一大客户。
- ② **同行业上市公司对比：**根据主营产品的相似性，选取九阳股份、小熊电器、石头科技、科沃斯、新宝股份、莱克电气、美的集团、苏泊尔为德尔玛的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年第四季度至2022年第三季度可比公司的平均收入规模为540.89亿元，可比PE-TTM为21.83X，销售毛利率为30.68%；相较而言，公司营收规模不及可比公司，但毛利率水平与同业均值相当。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	2,228.0	3,037.8	3,306.6
同比增长(%)	46.89	36.35	8.85



新股覆盖研究

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	369.25
流通股本 (百万股)	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙
 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

- 慧智微-新股专题覆盖报告 (慧智微) -2023年第72期-总第269期 2023.4.23
 航天南湖-新股专题覆盖报告 (航天南湖) -2023年第71期-总第268期 2023.4.22
 蜂助手-新股专题覆盖报告 (蜂助手) -2023年第73期-总第270期 2023.4.22
 华纬科技-新股专题覆盖报告 (华纬科技) -2023年第70期-总第267期 2023.4.22
 友车科技-新股专题覆盖报告 (友车科技) -2023年第69期-总第266期 2023.4.19

营业利润(百万元)	183.0	199.4	205.4
同比增长(%)	48.56	8.96	3.02
净利润(百万元)	173.3	170.1	190.5
同比增长(%)	56.55	-1.85	12.03
每股收益(元)	0.49	0.46	0.52

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、德尔玛	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2016 年-2026 年全球小家电市场 (不含净水类) 规模及增速 (单位: 亿美元)	5
图 6: 2021 年度前十大小家电消费国 (零售量口径)	6
图 7: 2016 年-2026 年中国小家电市场 (不含净水类) 零售规模及增速	6
图 8: 2016 年-2022 年中国净水类家电市场规模及增速	7
图 9: 2016 年-2026 年中国小家电各细分品类市场规模	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、沃尔玛

公司是一家集自主研发、原创设计、自有生产、自营销售于一体的创新家电品牌企业，旗下品牌包括“沃尔玛”、“飞利浦”、“薇新”等，主要产品类型包括家居环境类、水健康类、个护健康类以及生活卫浴类。

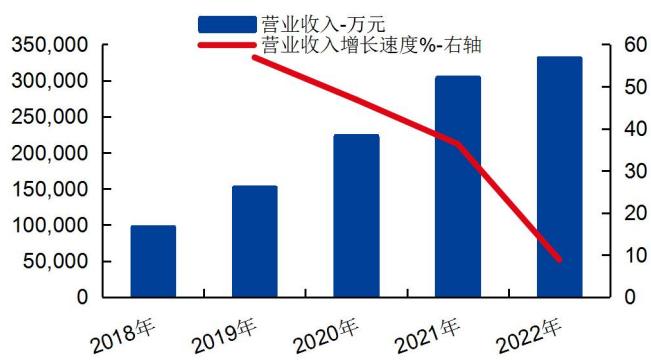
在积累了丰富的电商代运营经验后，公司创始团队于 2011 年创立自主品牌“沃尔玛”；并于 2014 年开始逐渐自建产能，为研产销一体化发展奠定了基础；2018 年，公司收购飞利浦水健康业务，并创立“薇新”品牌，逐渐实现通过多品牌覆盖多品类的业务布局；2021 年，公司获得了飞利浦品牌移动按摩产品独家授权，实现了产品品类的进一步延伸。通过近十年的发展，公司沉淀了丰富的互联网营销能力，已全面覆盖国内主流电商平台。

(一) 基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 22.28 亿元/30.38 亿元/33.07 亿元，YOY 依次为 46.89%/36.35%/8.85%，三年营业收入的年复合增速 29.67%；实现归母净利润 1.73 亿元/1.70 亿元/1.91 亿元，YOY 依次为 56.55%/-1.85%/12.03%，三年归母净利润的年复合增速 19.85%。

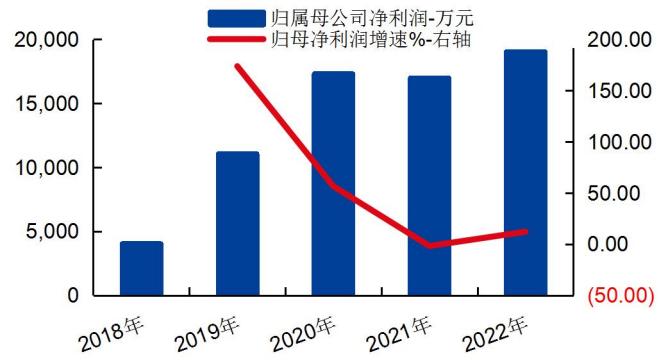
2022 年，公司主营收入按产品类型可分为五大板块，分别为家居环境类（15.48 亿元，46.90%）、水健康类（10.56 亿元，31.99%）、生活卫浴类（1.03 亿元，3.13%）、个护健康类（5.83 亿元，17.67%）、其他产品（0.10 亿元，0.31%）。2020 年至 2022 年报告期间，家居环境类及水健康类产品始终为公司的核心产品，合计销售收入占比维持在 75%以上；此外，个护健康类产品的销售收入占比呈现明显的逐年增长趋势，由 2020 年的 3.31%增至 2022 年的 17.67%。

图 1：公司收入规模及增速变化



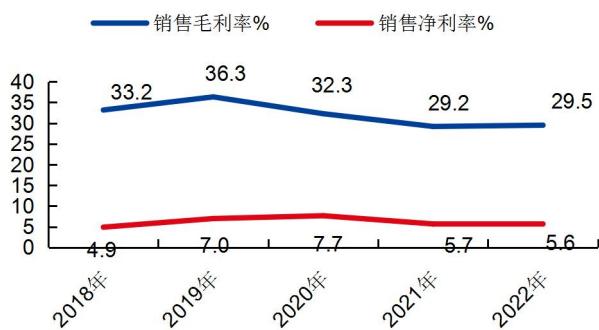
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



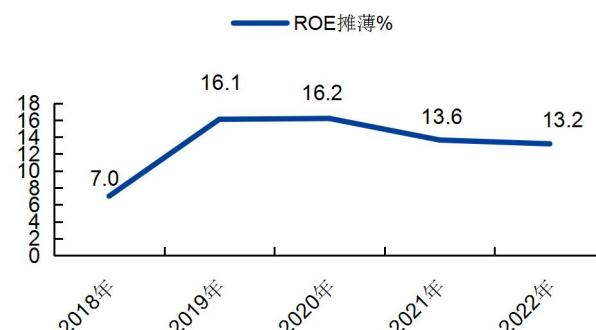
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 4: 公司 ROE 变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

(二) 行业情况

公司是一家集自主研发、原创设计、自有生产、自营销售于一体的创新家电品牌企业，主要产品类型包括家居环境类、水健康类、个护健康类以及生活卫浴类；根据产品属性，公司家电业务属于小家电市场。

1、小家电市场

近年来，全球小家电行业整体保持稳定发展态势。根据 Euromonitor 数据，全球小家电行业的市场规模（按零售额计，不含净水类）从 2016 年的 1,778.9 亿美元增加到 2019 年的 2,079.9 亿美元，年复合增长率为 5.35%。2020 年受经济环境影响，全球小家电市场规模有所下降。2021 年伴随经济回暖，全球小家电市场规模有所提升，实现 12.6% 的同比增长。考虑到全球经济的温和复苏及新兴市场发展，预计全球小家电行业未来将保持 5%-6% 左右的增长速度，在 2026 年达到 2,931.7 亿美元。根据 Transparency Market Research 相关数据，全球净水类家电行业市场规模从 2015 年的 495 亿美元增加到 2019 年的 670 亿美元，年复合增长率为 7.86%。

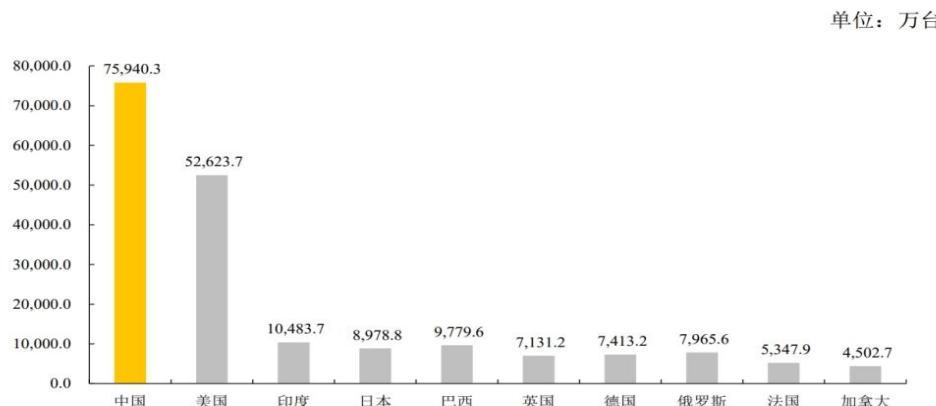
图 5: 2016 年-2026 年全球小家电市场（不含净水类）规模及增速（单位：亿美元）



资料来源: Euromonitor, 华金证券研究所

目前，中国已成为全球最大的小家电消费国。根据 Euromonitor 数据，2021 年度中国小家电零售量为 75,940.3 万台，排名第一，市场需求优势显著。

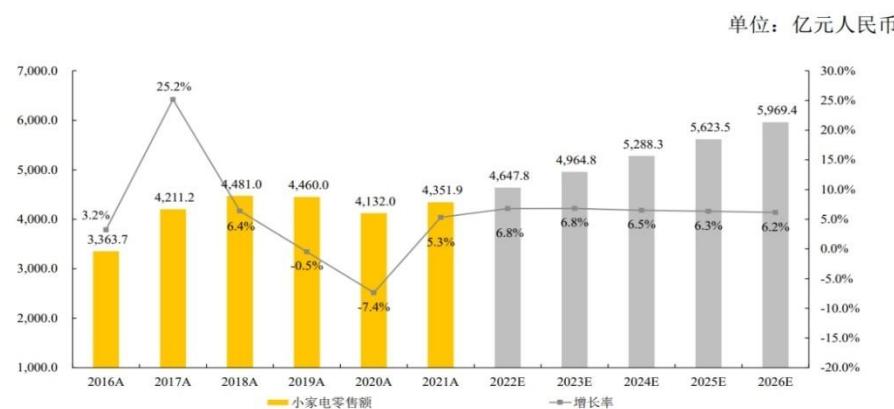
图 6：2021 年度前十大小家电消费国（零售量口径）



资料来源：Euromonitor，华金证券研究所

根据 Euromonitor 数据，我国小家电市场近年来保持较快增长，国内小家电市场规模（不含净水类）从 2016 年的 3,363.7 亿元增长至 2019 年的 4,460.0 亿元，年复合增长率为 9.86%。2020 年受经济环境影响，国内小家电市场规模有所下降。2021 年伴随经济回暖，中国小家电市场规模有所回升。受益于居民可支配收入上升、消费升级推进产品更新、电商渠道快速发展等因素，我国小家电市场未来增速可期，预计中国小家电行业未来将保持 6%-7% 左右增速，2026 年小家电行业市场规模（不含净水类）预计达到 5,969.4 亿元。

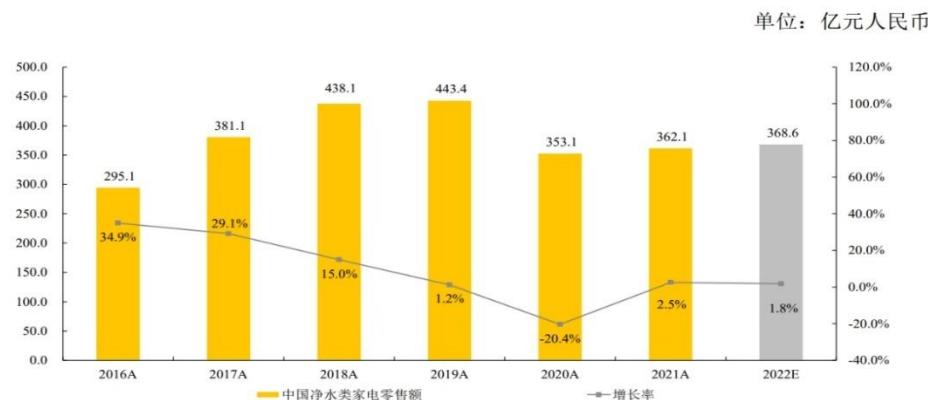
图 7：2016 年-2026 年中国小家电市场（不含净水类）零售规模及增速



资料来源：Euromonitor，华金证券研究所

根据奥维云网数据，国内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，年复合增长率为 14.54%，增长强劲。受经济环境影响，净水类家电 2020 年市场规模出现一定程度的下滑，伴随经济回暖 2021 年实现一定回升。后续伴随居民水健康意识不断提升、更新换代产品需求以及三四线市场下沉发展等因素，预计净水类家电将实现较快发展。

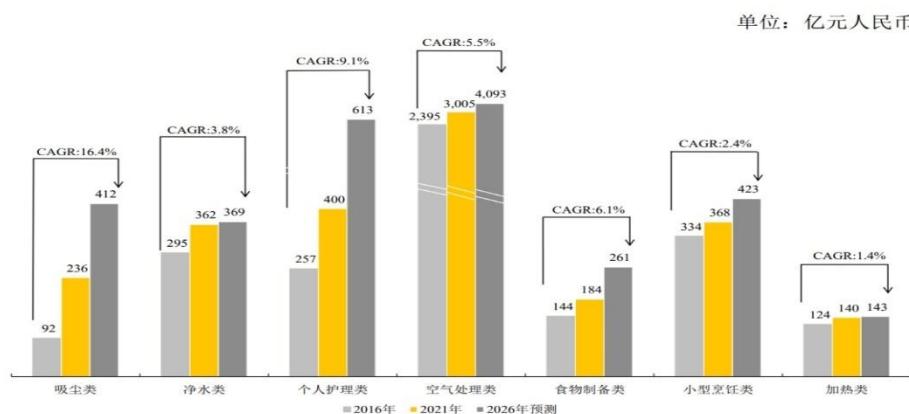
图 8: 2016 年-2022 年中国净水类家电市场规模及增速



资料来源: 奥维云网, 华金证券研究所

根据 Euromonitor 数据, 2016 年-2021 年, 中国小家电各细分品类 (不含净水类) 市场规模均保持较快增长, 其中吸尘类小家电和个人护理类小家电增速最快, 位居小家电行业前列, 复合增长率分别为 20.8% 和 9.2%, 2021 年-2026 年预测复合增长率分别为 11.8% 和 8.9%。根据奥维云网数据, 2016 年-2021 年, 中国净水类家电市场规模复合增长率为 4.2%。

图 9: 2016 年-2026 年中国小家电各细分品类市场规模



资料来源: Euromonitor, 奥维云网, 华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司于 2018 年收购飞利浦水健康业务后, 持续深化合作关系, 陆续取得移动按摩等飞利浦品牌的独家授权。2018 年, 公司为拓展品牌和产品矩阵, 收购了皇家飞利浦的净水业务, 并通过商标许可协议获得飞利浦品牌在净水器、饮水装置、滤芯、电热水器等品类的全球独家授权; 2021 年, 公司又获得飞利浦品牌在移动按摩产品的亚洲区域独家授权。公司与飞利浦的合作, 一方面将利好公司拓展其产品品类, 另一方面, 公司可借助飞利浦品牌优势, 与飞利浦品牌成熟的全球渠道网络布局相协同, 积极拓展包括跨境电商在内的境外销售渠道, 进一步完善国际化布局。报告期内, 随着合作深化, 公司来自飞利浦品牌产品的销售收入增长较快, 分别实现 6.97 亿、9.81 亿元、16.18 亿元。

2、公司与小米集团的战略合作关系不断深化，推动公司的收入规模的扩张。境内 ODM 模式下，公司于 2019 年下半年起，与小米等知名品牌进行合作开发品牌定制产品，由公司负责产品开发、物料采购及成品生产，并在品牌客户的渠道陈列并销售。报告期内，公司与小米集团的合作关系不断深化，来自小米集团的销售收入也由 2020 年的 2.81 亿元提升至 2022 年的 6.10 亿元，目前小米集团已成为公司的第一大客户。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

- 1、智能家电制造基地项目：**本项目将建设小家电车间、水健康车间、配件车间等生产车间，并通过购置自动化组装线、精益组装线、注塑机、PCBA 生产线等一系列先进生产、检测及其他辅助设备，打造功能完善、设备齐全的智能化工厂。
- 2、研发品控中心建设项目：**本项目将建设涵盖小家电和水健康产品的研发实验室、综合评价试验室、成品检验室，并引进安规测试设备、材料测试设备、声学测试设备、电磁兼容测试系统等先进测量仪器设备，为现有产品及拟开发产品提供微生物分析、理化分析、材料成分分析，以及常规功能测试、加标测试、加速寿命测试、试样装配、试样存储等。
- 3、信息化建设项目：**本项目将基于公司现有信息系统现状，建设私有云平台、数据分析平台、大营销平台和智能办公平台，私有云平台建设将通过部署全球多节点计算中心，为公司提供稳健的网络通信、计算和存储能力。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	智能家电制造基地项目	123,798.18	123,798.18	3 年
2	研发品控中心建设项目	12,683.94	12,683.94	2 年
3	信息化建设项目	9,965.43	9,965.43	3 年
	总计	146,447.55	146,447.55	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 33.07 亿元，同比增长 8.85%；实现归属于母公司净利润 1.91 亿元，同比增长 12.03%。根据初步预测，公司预计实现营业收入区间为 63,000 万元至 73,000 万元，同比增长 0.53%至 16.49%；预计 2023 年 1-3 月归属于母公司股东的净利润区间为 2,100 万元至 2,420 万元，同比增长 4.55%至 20.49%；预计 2023 年 1-3 月扣除非经常性损益归属于母公司的净利润区间为 1,900 万元至 2,170 万元，同比增长 0.86%至 15.19%。

公司作为创新家电品牌企业，主要产品类型包括家居环境类、水健康类、个护健康类以及生活卫浴类家电产品；根据主营产品的相似性，选取九阳股份、小熊电器、石头科技、科沃斯、新宝股份、莱克电气、美的集团、苏泊尔为德玛的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年第四季度至 2022 年第三季度可比公司的平均收入规模为 540.89 亿元，可比 PE-TTM（算数平

均) 为 21.83X, 销售毛利率为 30.68%; 相较而言, 公司营收规模不及可比公司, 但毛利率水平与同业均值相当。

表 2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM (亿元)	收入增速 -TTM	归母净利润 -TTM (亿元)	净利润增长 率-TTM	销售毛利 率-TTM	ROE 摊 薄-TTM
002242.SZ	九阳股份	124.87	23.58	104.34	-6.62%	5.87	-38.80%	26.97%	15.89%
002959.SZ	小熊电器	131.06	33.93	39.40	11.72%	3.35	13.43%	33.93%	15.03%
688169.SH	石头科技	293.25	24.58	64.12	19.24%	13.67	-8.00%	47.33%	13.50%
603486.SH	科沃斯	436.45	24.22	149.66	32.02%	18.02	4.67%	51.34%	30.29%
002705.SZ	新宝股份	144.93	15.12	149.26	0.99%	10.41	29.62%	19.64%	15.20%
603355.SH	莱克电气	164.17	19.42	89.42	14.93%	8.45	116.98%	21.11%	23.95%
000333.SZ	美的集团	3,991.84	13.49	3,521.93	6.44%	295.88	3.24%	22.37%	21.25%
002032.SZ	苏泊尔	419.93	20.31	209.01	-0.27%	20.12	0.27%	22.78%	27.69%
301332.SZ	德尔玛	/	/	33.07	8.85%	1.91	12.03%	29.50%	13.19%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

备注: 由于可比上市公司尚未全部披露 2022 年报, 可比上市公司的收入-TTM、净利润-TTM 数据范围为 2021Q4-2022Q3; 德尔玛的收入-TTM、净利润-TTM 数据为 2022 年全年数据。

(六) 风险提示

创新风险、商标授权业务持续运营的潜在风险、直播带货模式风险、米家 ODM 业务规模和占比提高的风险、线上销售占比高风险、国际贸易环境变化的风险、外协生产及外协加工风险、产品质量控制的风险、商誉减值风险、存货余额较大及存货跌价的风险、实际控制人控制不当的风险、资产和经营规模迅速扩张带来的管理风险、诉讼风险、知识产权纠纷及知识产权被宣告无效的相关风险、投资协议中存在回购条款的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn