

德尔玛 (301332.SZ)

小家电差异化破局者，多品牌高效运营

买入

核心观点

具备互联网基因的小家电差异化“破局者”。公司以互联网代运营起家，2011年创立德尔玛品牌开展小家电业务，2018年收购飞利浦水家电业务并获得净水器等部分品类的“飞利浦”品牌授权，形成以自有品牌“德尔玛”、授权品牌“飞利浦（含水家电及局部按摩器品类）”等小家电多品牌布局。公司2018-2022年收入复合增长36%至33亿，归母净利润复合增长48%至1.9亿。

生活类小家电行业保持活力，腰部品牌存差异化机会。公司所处的手持清洁电器、水健康和局部按摩器均为长坡厚雪赛道。（1）**手持清洁电器**近五年规模复合增速17%至近200亿规模，但当前仅不到20%的保有率无论对标半刚需品类还是海外均存翻倍以上空间；（2）**水家电**规模超300亿，且新品不断涌现保证行业规模稳中向好；（3）**局部按摩器**短期近百亿规模，当前1.5%的保有水平是最具增长潜力的赛道。当前清洁电器一超多强，而水家电和局部按摩器CR4仅为50%、31%，因此清洁电器更需要打造差异化抢占细分市场，而水家电和局部按摩器亟待孕育出兼具产品、渠道和品牌力的龙头。

公司核心优势：快速反应+高效运营+飞利浦品牌认知度高。（1）公司的自有产能和完善的研发体系支撑了多品牌对产品不同的要求，且线上直销占比39%超越大多数小家电品牌，这使得公司能够对终端需求进行更快的响应和产品迭代；（2）公司抖音占线上收入比例近20%，高效运营使得抖音渠道高增的同时还有望带来利润的贡献；（3）飞利浦在全球各地的小家电市场均具有较高的市场份额，品牌认知度较高。公司已拥有飞利浦水家电的全球品牌授权和按摩仪的亚太澳新区域授权，叠加自身的高效运营及产品打造能力，在海外渠道的逐渐优化拓展下，公司海外业务有望实现较快的发展。

增长展望：德尔玛深耕生活类家电，飞利浦水家电与按摩仪内外销空间充足。
德尔玛：国内清洁类电器规模超千亿，而德尔玛当前市占率仅有2.3%。随着品类渗透率的进一步提升，德尔玛在低价格带的优势有望进一步被放大，内销份额提升空间较广。
飞利浦：净水类、局部按摩器在国内均为低渗透率新兴品类，飞利浦目前合计市占率不足2%。在产品力和运营能力加持下，飞利浦有望达到中腰部份额；外销方面，水家电及局部按摩仪在海外拥有140亿美元行业规模，随着渠道逐渐建立，飞利浦有望凭借品牌势能抢占更多份额。

盈利预测与估值：预计2023-2025年归母净利润为2.4/3.0/3.7亿元，同比增长25.8%/24.6%/23.4%，对应EPS分别为0.52/0.65/0.80元。综合绝对估值和相对估值，给予公司2023年目标市值68-77亿元，对应每股14.83-16.63元，对应2023年PE为29-32倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：商标授权业务持续运营风险；内销份额提升不及预期；行业竞争加剧；海外渠道拓展不及预期风险；国内外需求复苏不及预期风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,038	3,307	4,009	4,792	5,642
(+/-%)	36.3%	8.8%	21.2%	19.5%	17.7%
净利润(百万元)	170	191	240	299	369
(+/-%)	-1.9%	12.0%	25.9%	24.7%	23.4%
每股收益(元)	0.46	0.52	0.52	0.65	0.80
EBIT Margin	6.4%	5.7%	6.3%	6.7%	7.1%
净资产收益率(ROE)	13.6%	13.2%	8.0%	9.2%	10.5%
市盈率(PE)	31.9	28.4	28.2	22.6	18.3
EV/EBITDA	25.3	25.98	28.22	22.65	19.38
市净率(PB)	4.34	3.75	2.25	2.09	1.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

家用电器·小家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	14.83 - 16.63元
收盘价	14.67元
总市值/流通市值	6771/1240百万元
52周最高价/最低价	16.08/13.51元
近3个月日均成交额	563.58百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

德尔玛：具备互联网基因的小家电差异化“破局者”	6
多品牌矩阵齐发力，互联网基因深厚	6
收入实现快速增长，净利润稳步提升	8
商标授权可持续性，合作关系长期稳定	10
募投项目扩充自有产能，提升研发与品质管控	12
生活小家电：行业活力充足，腰部品牌存差异化机会	13
生活类小家电：保有率均在 20%以下，行业成长活力充足	13
生活类小家电：行业格局较为分散，中腰部品牌有差异化成长机会	20
国内外结合的稀缺优势：快速反应+高效运营+飞利浦品牌认知度高	24
快速反应：背后是研发-生产-运营的全链路支撑	24
抖音等新平台的优秀运营能力	28
飞利浦在全球都具有较高的品牌认知，有助于海外业务拓展	31
增长展望：扩品类、提份额、全球化	33
财务分析	35
成长性分析	35
盈利能力分析	35
现金流量分析	37
盈利预测	38
假设前提	38
未来 3 年业绩预测	40
盈利预测的敏感性分析	40
估值与投资建议	41
绝对估值：以 FCFF 方法得到合理股价估值为 14.83-18.03 元/股	41
绝对估值的敏感性分析	42
相对估值：采用 PE 和 PEG 综合考虑目标估值为 13-17 元/股	42
投资建议	43
风险提示	44
附表：财务预测与估值	47

图表目录

图 1: 公司发展历程: 进入多品牌、多品类、全球化布局阶段	6
图 2: 公司品牌、产品矩阵丰富 (德尔玛、薇新为自有品牌, 飞利浦、华帝为授权品牌)	7
图 3: 公司股权结构: 蔡铁强为实际控制人, 小米为战略投资者	7
图 4: 收入实现快速增长, 2018-2022 年复合增速 36%	8
图 5: 分地区: 国内收入为主, 同时积极拓展境外销售	8
图 6: 双核心品牌贡献主要收入, ODM 业务稳健	9
图 7: 水健康类、个护类产品占比快速提升	9
图 8: 归母净利润稳步提升, 2018-2022 年复合增速 47%	9
图 9: 2019 年以来毛利率受原材料及 ODM 占比提升影响下滑	9
图 10: 水健康类、个护类产品毛利率较高	10
图 11: 随着规模及管理能力提升, 公司期间费率有所下降	10
图 12: 公司外协产能占比超过 40%, 自有产能利用率在 85%以上	13
图 13: 近 5 年手持清洁电器零售额实现 17%的较快复合增长	14
图 14: 手持清洁电器零售均价存在明显的提升趋势	14
图 15: 洗地机行业近年实现高增	14
图 16: 吸尘器为代表的其他手持类清洁产品体量维持在 100 亿	14
图 17: 手持清洁电器产品保有率还处于相对较低的水平, 存在翻倍以上提升的空间	15
图 18: 海外发达国家吸尘产品保有率普遍超过 90%	15
图 19: 水家电零售规模相对有所承压, 新兴净水产品的增长良好	16
图 20: 净水器线下零售额占比依然超过 50%, 线上零售额增长较为稳健	16
图 21: 地产精装修净水器配套率实现逐年提升	17
图 22: 地产精装修净水器销量在 2022 年受地产下滑影响较大	17
图 23: 净水器实现智能化、便捷化等功能升级	18
图 24: 净水器+饮水机向净饮机做品类创新	18
图 25: 净水产品衍生出净水壶、过滤水杯等新兴品类	18
图 26: 净水器行业均价有所下降	18
图 27: 2022 年我国净水器保有率约 15%, 与发达国家仍有较大差距	19
图 28: 国内按摩器具总市场总体稳健, 2022 年下降明显	19
图 29: 淘系局部按摩器以颈部和足部为主 (亿元)	19
图 30: 中国按摩器渗透率仅 1.5%, 仍有较大提升空间	20
图 31: 吸尘器行业戴森一家独大, 部分腰部品牌份额提升	21
图 32: 洗地机行业添可独占鳌头, 部分中腰部品牌份额提升	21
图 33: 净水器线上格局: 中腰部品牌较多	21
图 34: 净水器线下格局: 中腰部品牌较多, 外资份额下滑	21
图 35: 局部按摩仪行业集中度较低, 22 年飞利浦占比在 7%	22
图 36: 飞利浦在头部、眼部市占率领先 (2022 年)	22
图 37: 营销推广中内容与场景的传达贯穿始终	23

图 38: 德尔玛洗地机新品同样切中洗地机痛点	24
图 39: 德尔玛洗地机在 2022 年迅速上量, 2023 延续增长	24
图 40: 德尔玛洗地机份额稳中有增 (京东)	24
图 41: 德尔玛洗地机性价比优势明显	24
图 42: 飞利浦抓住了净饮机的行业机遇	25
图 43: 飞利浦抓住了按摩小家电的行业机遇	25
图 44: 飞利浦净水天猫官旗近三个月新品领先行业	25
图 45: 飞利浦局部按摩仪天猫官旗近三个月新品领先行业	25
图 46: 德尔玛研发费用率处于行业中等水平	26
图 47: 德尔玛研发人员占比在行业中较为领先	26
图 48: 公司产能利用率较高, 多个品类仍存自产提效空间	26
图 49: 公司人效提升仍有空间	26
图 50: 线上收入中, 直接 2C 的比例高达 37% (2022 年)	27
图 51: 整体内销收入中, 直接 2C 比例同样较高 (2022 年)	27
图 52: 公司内销的线上直销的毛利率显著高于经销	27
图 53: 整体看, 公司销售费用投放效率同样较高	27
图 54: 2022 年德尔玛促销推广费率保持在 8%	28
图 55: 公司推广类占销售费用比重处于行业优秀水平	28
图 56: 头部主播带货主要与 MCN 公司或个人主播结算佣金	29
图 57: 自播直接对接直播平台	29
图 58: 公司抖音收入在 2022 已经占到线上收入的 18%	29
图 59: 2020-2021 年德尔玛和飞利浦的抖音线上占比迅速提升	29
图 60: 抖音吸尘器销额份额中, 德尔玛份额保持前三	30
图 61: 抖音净饮机销额份额中, 当前飞利浦份额接近 40%	30
图 62: 德尔玛抖音平台的产品以洗地机和吸尘器为主	30
图 63: 飞利浦抖音平台的主要产品均价较高	30
图 64: 抖音的高毛利率支撑了渠道的盈利能力	31
图 65: 抖音渠道的综合获客成本约为 31% (2021 年)	31
图 66: 公司付费直播投入产出比提升	31
图 67: 公司对付费直播的依赖度下降	31
图 68: 飞利浦品牌在全球小家电份额中保持领先 (2021 年)	32
图 69: 飞利浦品牌在个护领域的品牌认知度高, 多区域登顶	32
图 70: 公司外销保持高增速	32
图 71: 公司海外合作伙伴数量显著增长	32
图 72: 扩品类“铁三角”: 规模、品牌形象和产品力的交集最有可能获得扩品类的成功	33
图 73: 公司收入体量较小, 仍有较大成长空间	35
图 74: 公司收入增速较为领先	35
图 75: 公司毛利率处于行业中等水平	36
图 76: 净利率较可比公司偏低	36
图 77: 公司销售费用率保持在 15%左右	36
图 78: 公司 ROE 处于行业偏低水平, 预计上市融资后将有所下降	37

图 79: 现金流能力较为稳定, 获取现金及回款能力较强	37
图 80: 应收账款情况良好, 存货周转天数下滑	37
表 1: 公司及子公司股权激励情况	8
表 2: 飞利浦及华帝商标授权模式及内容	11
表 3: 飞利浦将自己大部分 C 端产品出售或采用授权合作的方式交给第三方	12
表 4: 公司募投资金将全部用于智能家电制造基地等 3 个项目	12
表 5: 2022 年预计我国手持清洁电器保有率为 16.0%-18.9%	14
表 6: 以眼部按摩器为例, 各品牌硬件参数差距不大, 差异化主要体现在个性化体验方面	23
表 7: 飞利浦天猫平台的店铺 2020 年以来跨越性增长	28
表 8: 飞利浦的海外授权中包含水家电的全球授权以及亚太区域的按摩器	33
表 9: 飞利浦内销行业上千亿空间, 而市占率仅有不到 2%	34
表 10: 德尔玛内销合计市占率仅有 2.3%, 提升空间仍广	34
表 11: 飞利浦全球化扩张面临的是一个近 140 亿美元的市场	35
表 12: 德尔玛收入拆分及预测	39
表 13: 未来 3 年盈利预测表	40
表 14: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	41
表 15: 公司盈利预测假设条件 (%)	41
表 16: 资本成本假设	41
表 17: 德尔玛 FCFE 估值表	42
表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	42
表 19: 同类公司估值比较	43

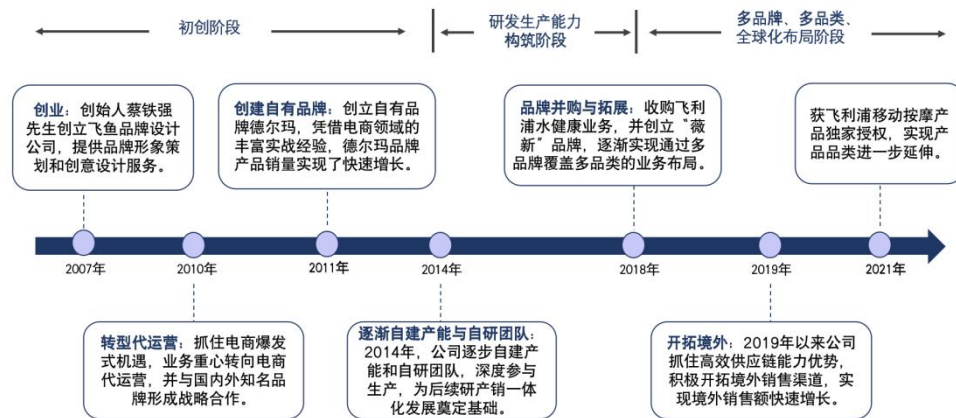
德尔玛：具备互联网基因的小家电差异化“破局者”

多品牌矩阵齐发力，互联网基因深厚

电商代运营战略转型小家电业务，互联网基因深厚。公司创始人蔡铁强先生电商运营经验积累丰厚，以品牌设计和电商代运营公司起家，2011年带领团队创立自有品牌德尔玛开展小家电业务，2018年主导收购飞利浦水健康业务并持续深化合作，确立了公司“多品牌、多品类、全球化”的发展战略。当前公司集自主研发、原创设计、自有生产、自营销售于一体，紧密依托互联网产业、把握电商新业态，以新消费需求为导向打造创新性小家电产品。

- **2011-2014年：初创阶段。**凭借电商代运营的丰富经验，2011年创立自有品牌德尔玛，完成从电商业务到创新家电品牌的转变。
- **2014-2018年：构筑研发生产能力。**2014年开始自建产能、搭建自研团队，深度参与生产环节，为研产销一体化奠定基础。
- **2018年至今：多品牌、多品类、全球化布局。**2018年收购飞利浦水家电业务并创立“薇新”品牌，2019年以来积极开拓境外销售渠道，2021年获得飞利浦品牌移动按摩产品独家授权，实现品类的进一步延伸。

图1：公司发展历程：进入多品牌、多品类、全球化布局阶段



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

多品牌覆盖不同品类，公司产品矩阵丰富成熟。公司旗下包括自有品牌“德尔玛”、“薇新”，以及授权品牌“飞利浦”、“华帝”，以不同品牌切入不同的消费场景。其中德尔玛品牌主要覆盖吸尘清洁类、加湿环境类以及家居厨房类等家居环境类产品，飞利浦品牌主要覆盖水健康类及个护健康类产品，薇新品牌主要覆盖女性个人护理等产品，生活卫浴类产品主要通过华帝品牌开展。

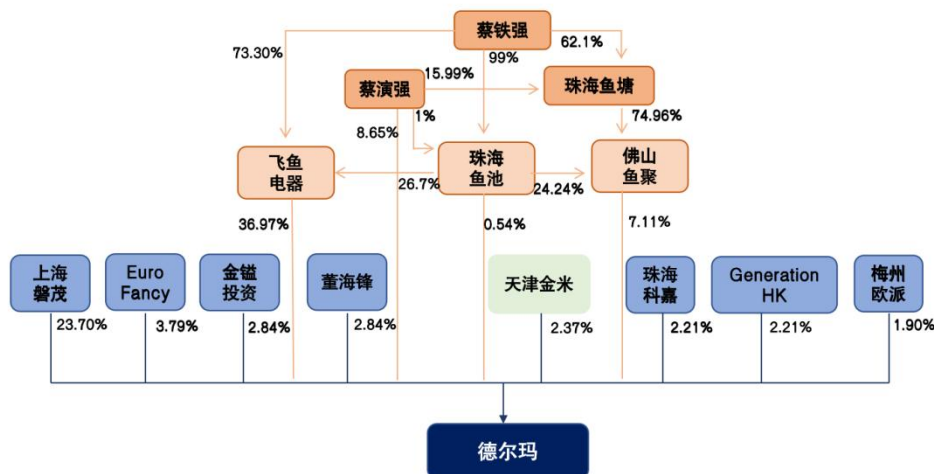
图2：公司品牌、产品矩阵丰富（德尔玛、薇新为自有品牌，飞利浦、华帝为授权品牌）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

创始人蔡铁强先生为实际控制人，小米为战略投资者。公司拥有较明显的家族企业特征，截至 2023 年 2 月 28 日，公司创始人蔡铁强通过飞鱼电器、佛山鱼聚以及珠海鱼池合计持有公司 44.6% 股份，为公司实际控制人；其兄弟蔡演强直接持有公司 8.7% 股份，为蔡铁强的一致行动人；珠海鱼塘为公司高管及骨干的股权激励实施平台，此外小米作为战略投资者通过旗下天津金米持有公司 2.4% 股份。公司股权结构集中、控制权较为稳定。

图3：公司股权结构：蔡铁强为实际控制人，小米为战略投资者



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理
注：股权结构截止 2023 年 2 月 28 日

公司及子公司股权激励充分，绑定核心团队利益。公司以珠海鱼塘作为持股平台实施股权激励，子公司期权计划以业绩指标达成情况确定授予对象可行权比例，以充分调动员工的积极性和创造性，深度绑定核心高管及骨干员工利益，提升团队凝聚力，赋能公司长远发展。

表1: 公司及子公司股权激励情况

	授予对象	授予股比	授予价格	公允价值	股份支付金额
公司股权激励计划					
2019年12月	李军卫、孙斐、孙秀云、熊丽波、杨传志、蔡洪丽、温文聪、叶志荣8人,均为公司中高级管理人员或骨干员工。	授予后激励对象合计持有珠海鱼塘14.82%份额,间接持有公司0.83%权益。	1元/1份激励份额	2020年3月外部融资估值计算,公司整体公允价值30亿元。	2444.33万元,服务期内分摊
2020年11月	品质中心总监张永才	授予后张永才持有珠海鱼塘0.53%份额,间接持有公司0.03%权益。	1元/1份激励份额	2020年11月外部融资估值计算,公司整体公允价值为50.75亿元。	147.99万元,服务期内分摊。
子公司期权激励计划					
2020年10月	Alex Rishoej、李军卫、余锋	上海水护盾注册资本的19%	1.4698元/注册资本	577.52万元	期权公允价值577.52万元,等待期内进行分摊 期权公允价值234.18万元,等待期内进行分摊
		香港水护盾以发行股份的19%	0.9749港元/股	234.18万元	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

收入实现快速增长,净利润稳步提升

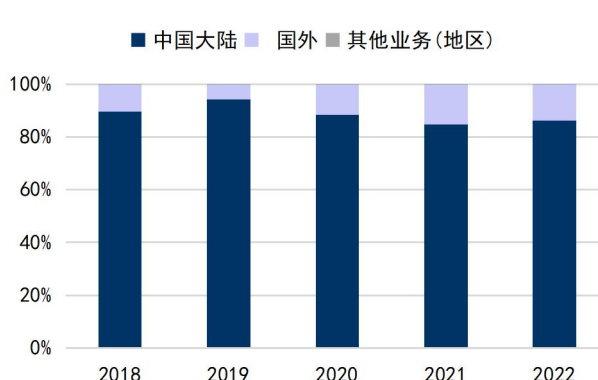
境内销售为主,近年收入实现快速增长。随着多元化品牌矩阵的完善、ODM业务发展以及海外市场的初步开拓,近年公司收入增长强劲,从2018年的9.7亿增长至2022年的33.1亿,年复合增长率达36.0%。公司以国内销售为主,报表口径下境内收入占比保持在85%以上,同时积极拓展自有品牌的境外销售,2022年实现境外收入4.5亿。

图4: 收入实现快速增长,2018-2022年复合增速36%



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

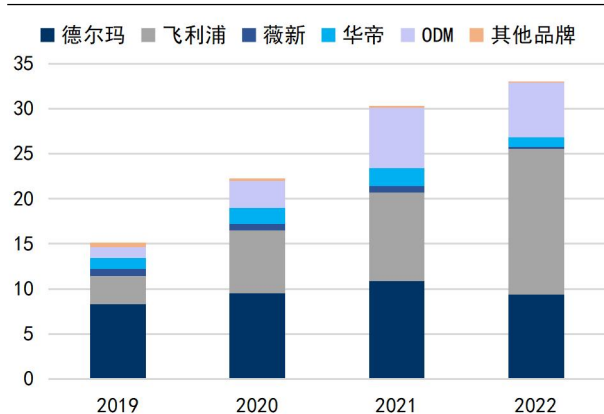
图5: 分地区: 国内收入为主,同时积极拓展境外销售



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

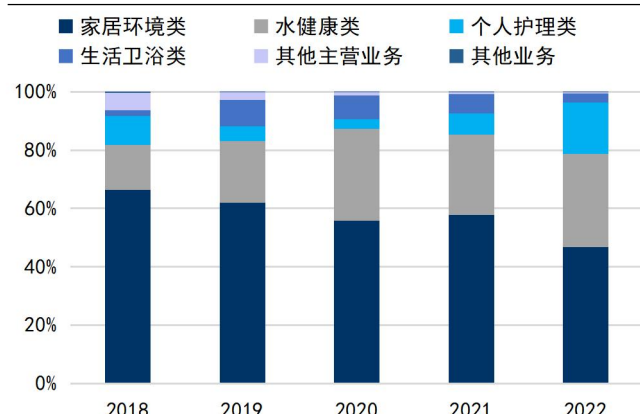
德尔玛与飞利浦双核心品牌驱动增长,ODM业务收入稳健。德尔玛与飞利浦品牌贡献公司主要收入,2022年合计收入占比达77.5%,其中飞利浦水家电业务在并购整合后迎来快速放量,德尔玛品牌由于战略收缩SKU在2022年收入下滑;公司ODM业务自2019年与小米合作以来实现快速增长,2019-2021年复合增速达139.0%,2022年代工业务收入略有收缩稳定在6亿左右。

图6: 双核心品牌贡献主要收入, ODM 业务稳健



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 水健康类、个护类产品占比快速提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

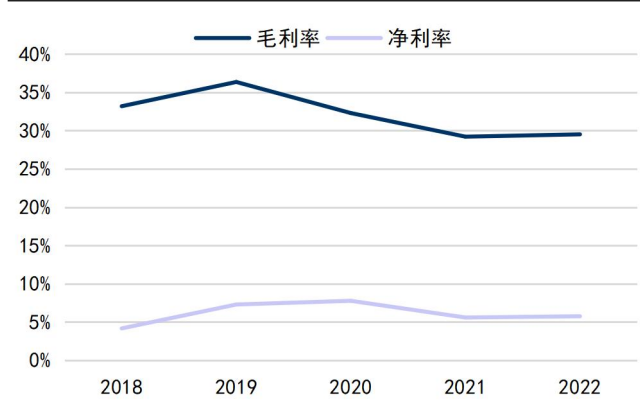
毛利率受原材料及 ODM 占比提升影响, 净利润稳步提升。公司毛利率从 2019 年的 36.3% 下滑至 2021 年 29.2%，主要系受原材料成本上涨、米家 ODM 业务的占比提升等结构变化影响，2022 年在原材料压力缓解及高毛利率的飞利浦品牌业务占比拉升下，公司毛利率企稳回升增长 0.3pct 至 29.5%。公司归母净利润从 2018 年的 0.4 亿稳步提升至 2022 年的 1.9 亿，年复合增速 47.4%，其中股份支付及收购带来的折旧摊销对净利润有部分负面影响，后续随着高毛利率的自有品牌进一步放量有望提升盈利能力。

图8: 归母净利润稳步提升, 2018-2022 年复合增速 47%



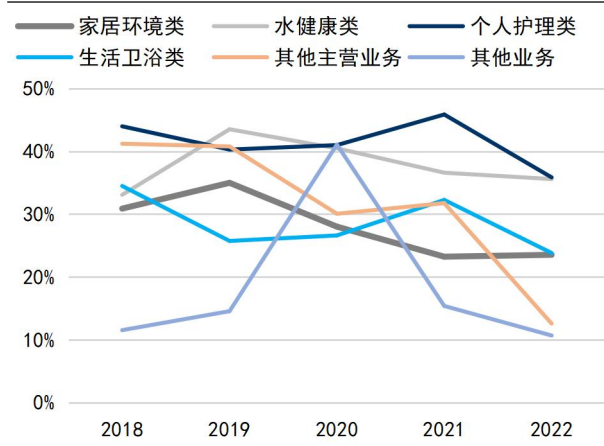
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 2019 年以来毛利率受原材料及 ODM 占比提升影响下滑



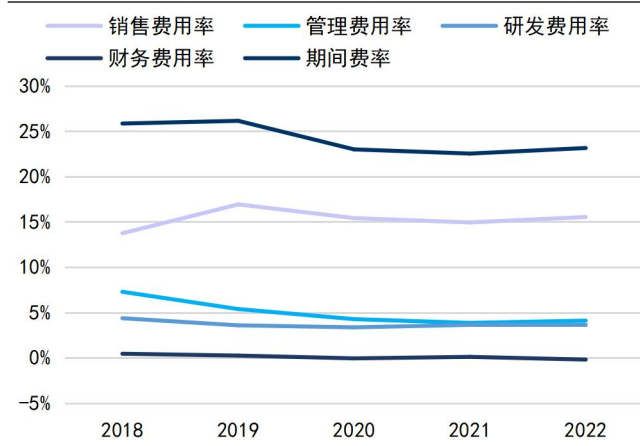
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 水健康类、个护类产品毛利率较高



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 随着规模及管理能力提升, 公司期间费率有所下降



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

商标授权可持续性较强, 合作关系长期稳定

公司于 2018 年 6 月以 4.7 亿元对价收购皇家飞利浦旗下的水家电业务(业务主体为飞利浦下属公司上海水护盾和香港水护盾公司, 以 2017 年收入利润计, 综合收购对价约 21 倍 PE/2.5 倍 PS), 并陆续获得飞利浦的水家电、卫浴、局部按摩器等品类的品牌授权。另外, 由于早年的代运营合作基础, 公司于 2018 年获得华帝在卫浴品类的品牌授权, 进而形成了自有品牌+授权的完善品牌和品类矩阵。

飞利浦: 许可期限为 10 年+10 年, 其中许可初始期限为 2018/7/1-2028/6/30; 在被许可方满足约定条件下(详见表 2), 商标许可可在初始期限届满后自动续展 10 年或被许可方选择不再续期, 为独占性、不可分割、不可转让、无分许可权的许可。自公司 2018 年收购飞利浦水健康业务并与皇家飞利浦开展商标许可合作以来, 授权产品已从合作初期的净水器、饮水机、滤芯等品类扩展至燃气热水器、坐便器、按摩器等产品, 已经建立了良好稳定的合作关系。

华帝股份: 1 年 1 签, 为普通非独占许可。公司的子公司自 2018 年与华帝股份开始商标许可合作以来, 已连续合作超 5 年, 现行许可期限为 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。

表2：飞利浦及华帝商标授权模式及内容

飞利浦商标授权主要内容			
许可使用具体资源要素	净水器、饮水装置和制作饮品的装置、滤芯、电热水器（包括家用电热水器和空气能热水器）	燃气热水器	全球
	电子坐便器、坐便器和坐便盖（一体式和分体式）		大中华区、俄罗斯
	水龙头、淋浴器、不可移动卫生间电子干手器和毛巾器		澳大利亚、新西兰、大中华区
	便携式按摩器（不包括按摩椅、个人隐私部位按摩器、头皮按摩器等）		大中华区
许可方式	独占性的、不可分割的、不可转让的、无分许可权的许可		
许可费	被许可人应根据季度销售报告按条款向许可人支付相应季度销售期的许可费。其中， 初始期限内（前 10 年）许可费为净营业额的 3%，延长期限内（后 10 年）许可费为净营业额的 4% ，同时协议对每年的最低许可费金额进行了约定；此外，上海水护盾另需缴纳与商标许可费相关的所得税、附加税等税金。（净营业额为飞利浦品牌商标许可相关业务的税后收入）		
许可期限	截至上市前最新的《商标许可协议修正案》，每年最低的许可费金额（不含授权试用期的地域）为：2019 年 85 万欧；2020 年 120 万欧；2021 年 150 万欧；2022 年 170 万欧；2023 年 190 万欧；2024-2028 年 200 万欧；延长期限内每年 200 万欧。		
	合计 20 年 ，初始期限为 2018 年 7 月 1 日至 2028 年 6 月 30 日，在被许可方同时满足以下 2 项条件时，商标许可自动续展 10 年或由被许可方在初始期限届满前 12 个月书面通知许可方不再续期。前述条件包括：		
	(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) 被许可方可于初始期限内在重大方面遵守《飞利浦商标许可协议》的条款许可期限届满后，发行人就进一步延长合作期限拥有与皇家飞利浦的优先磋商权；		
公司于 2021 年获得便携按摩类品类许可，大中华区授权初始期为 2021/2/1-2028/6/30；澳大利亚和新西兰的授权试用期为 2022/5/1-2024/12/31；越南、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚、韩国、日本的授权试用期为 2023/1/1-2025/12/31。			
华帝商标授权主要内容			
许可使用具体资源要素	授权在中国特定商品上使用华帝股份特定商标。		
许可方式	普通非独占许可		
许可费	年度授权费用按照许可人认可的被许可人授权商品的 年度销售收入（含税）总额的 2% 核算		
许可期限	1 年 1 签，2023/1/1-2023/12/31，经被许可人提交申请材料、并经许可人同意，双方可另行签署授权合同延续授权时间。		

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

商标授权合作对飞利浦来说是战略调整的常见选择。随着国内家电企业的崛起，外资企业的份额受到较大的挤压，盈利压力也日渐显现。同时，在飞利浦的业务结构中，医疗保健业务占比最大，而家电业务占比较低，且盈利相对更差，家电业务相对较为边缘。根据飞利浦 2019 年财报，医疗保健业务占飞利浦营收的 66%，家电仅占比 12%。为了能更加聚焦于医疗业务的发展，飞利浦陆续分拆并出售了自身的家电等业务，只保留了如剃须刀、电动牙刷等市占率依然较高、盈利较好的业务。

表3: 飞利浦将自己大部分 C 端产品出售或采用授权合作的方式交给第三方

产品线	产品品类	具体产品	授权合作公司
视听产品	电视、显示器和视频	电视、显示器、投影仪、媒体播放机等	冠捷、日本船井、吉普森公司
	音频	家庭音响、耳机、扬声器等	
	通信	手机和平板电脑、有线电话、传真机	
个人护理	男士专用	面部剃须刀、面部造型器和理容套件、理发器、美容护理器及附件等	未出售
	女士专用	肌肤护理、脱毛、美发护发等	
	口腔护理	电动牙刷、牙刷头、电动水牙线、喷气式洁牙器等	
	光照护理	光照护理	
母婴护理	母乳喂养	吸乳器和护理、温奶器和消毒锅等	未出售
	奶瓶奶嘴	婴儿奶瓶与奶嘴、安抚奶嘴、婴儿辅食机和餐具、肌肤护理等	
	出行用品	婴儿车、儿童安全座椅	
厨房及家居	饮品	咖啡机、电水壶、榨汁机	高瓴资本
	智能安防	智能门锁、电子保险柜	凯迪仕（品牌授权）
	厨房电器	空气炸锅、点煲饭、压力锅、面条机等	高瓴资本、南京智浦（空调品牌授权）
	熨烫和清洁	电熨斗和挂烫机、智能晾衣架、吸尘器	
	空气净化	空气净化器、加湿器、空调、空调扇、取暖器等	德尔玛
照明	水处理	饮水解决方案、热水解决方案、浴室设施	德尔玛
	智能照明	飞利浦 Hue 智能照明	Signify
健康	家居照明	家居照明	Signify
	睡眠呼吸	睡眠和呼吸护理、睡眠治疗产品、制氧机、雾化治疗等	未出售
	听力解决	助听器	未出售
汽车	个人按摩	个人按摩器（不含按摩椅）	德尔玛（品牌授权）
	车灯	所有车灯（汽车、摩托车灯）	美国阿波罗基金
	配件	汽车空气质量、胎压监测、车载音响、冰箱等	美国阿波罗基金

资料来源：飞利浦官网，各公司官网，国信证券经济研究所整理

注：已出售或授权出去的品类均为官网报道，部分未授权（出售）品类可能存在遗漏

募投项目扩充自有产能，提升研发与品质管控

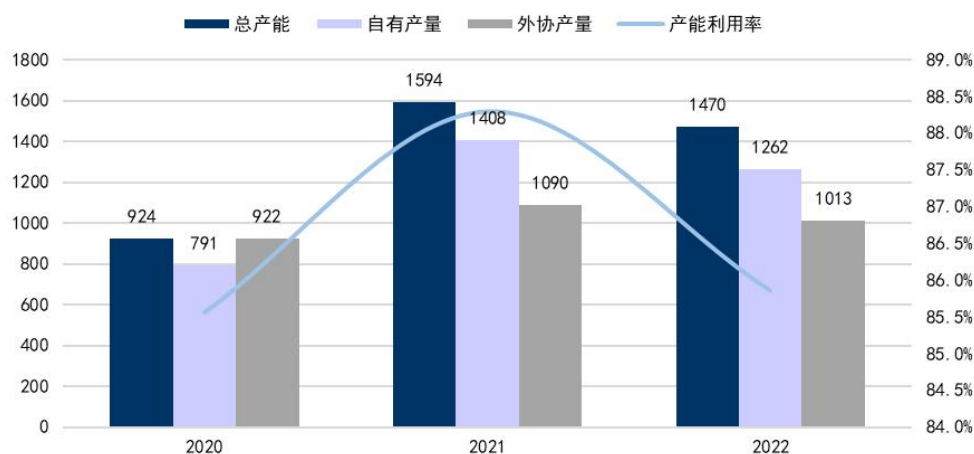
公司此次发行价为 14.81 元/股，对应 2022 年扣非前后孰低归属于母公司股东的净利润摊薄后市盈率为 37.9 倍，共发行 9231.3 万股（占发行后总股本的 20%），对应募资总额为 13.7 亿元，扣除发行费用后的募资净额为 12.3 亿元。公司募集资金将全部用于公司主营业务相关的项目建设，包括 1) 智能家电制造基地项目、2) 研发品控中心建设项目、3) 信息化建设项目，以提高公司智能家电制造能力、研发品控能力和信息化能力。

表4: 公司募投资金将全部用于智能家电制造基地等 3 个项目

序号	方向/项目名称	总投资额	拟用募集资金投入金额	项目介绍	项目建设期
1	智能家电制造基地项目	12.38 亿元	12.38 亿元	智能家电制造基地项目将围绕现有主营业务，建设小家电车间、水健康车间、配件车间等生产车间及仓库、配套办公宿舍楼，打造一个功能完善、设备齐全的智能化工厂，实现智能家电规模化生产。项目的建设将实现在已掌握的技术、生产工艺及人才储备的基础上进行智能化生产，以应对不断扩大的市场需求。是公司扩大现有主营业务规模的重要举措，与公司现有的核心技术高度关联。	3 年
2	研发品控中心建设项目	1.27 亿元	1.27 亿元	研发品控中心建设项目将根据公司业务发展现状，新建涵盖小家电和水健康产品的研发实验室、综合评价实验室、成品检验室、来料检验室及配套办公楼；引进先进研发测试及评价试验仪器设备；扩建研发品控场地，引入专家人才，构建先进的自主研发平台。项目建设满足公司主营业务增长的需要，将进一步保持公司技术优势，提升公司应对市场需求变化及客户个性化需求的反应速度，实现产品研发与市场的良性互动，巩固公司在研发品控领域的核心竞争力。	2 年
3	信息化建设项目	1.00 亿元	1.00 亿元	信息化建设项目旨在进一步加强公司信息化基础设施建设，提高公司信息化管理水平和公司运营效率。项目建设有利于公司信息化技术的积累与沉淀，为未来提升智能家电产品信息化水平和增强核心竞争力提供坚实基础。	3 年
合计		14.64 亿元	14.64 亿元		

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图12: 公司外协产能占比超过 40%，自有产能利用率在 85%以上



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

生活小家电：行业活力充足，腰部品牌存差异化机会

小家电种类繁多，按场景和功能的差异，小家电可分为厨房小家电、清洁电器、炊具、家居个护小家电等。德尔玛主要从事清洁电器及家居个护小家电，我们将这两类统称为生活类小家电并展开分析。

生活类小家电：保有率均在 20%以下，行业成长活力充足

相较于厨房小家电，生活类小家电的发展相对滞后，但增长潜力更为充足。厨房小家电更偏刚需，在我国的发展和普及相对更早，部分品类如电饭煲、热水壶等渗透率相对更高。而生活类小家电往往用于提升生活品质，在消费水平较高时渗透率会快速提升，且生活类小家电使用场景更为多元，客厅、卧室、浴室等新的场景应用不断挖掘和更新，整体的成长活力更为充足。如清洁电器中的扫地机、洗地机、吸尘器等就经历过持续的迭代升级及价格调整，从而打开并推动行业规模的持续增长。

手持清洁电器：零售规模接近 200 亿，保有率预计不足 20%

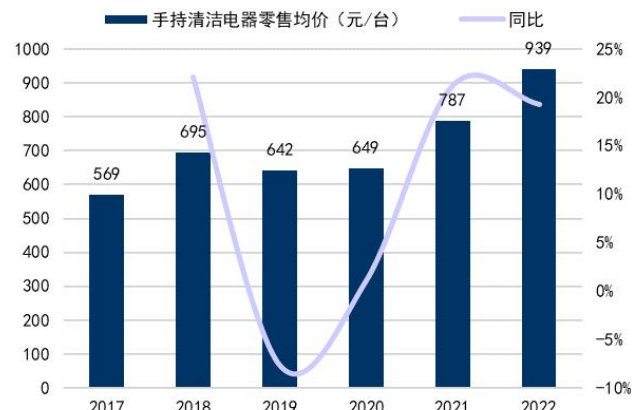
考虑到德尔玛清洁电器主要为吸尘器及洗地机等手持类清洁电器，此处以吸尘器和洗地机等手持清洁电器（不含扫地机）作为重点分析。根据奥维云网的数据，2022 年手持清洁电器零售规模达到 198 亿元，同比增长 4.6%，2017-2022 年复合增速高达 16.8%；行业零售均价达到 939 元/台，同比上涨 19.3%，2017-2022 年复合增速为 10.5%。在洗地机等高价新品类的带动下，手持清洁电器行业规模成长较快，实现量价齐升。

图13: 近5年手持清洁电器零售额实现17%的较快复合增长



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

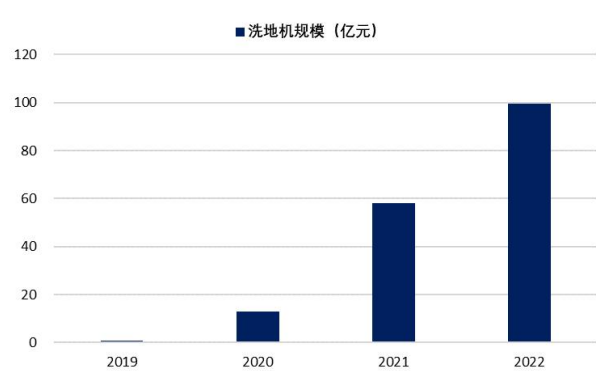
图14: 手持清洁电器零售均价存在明显的提升趋势



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

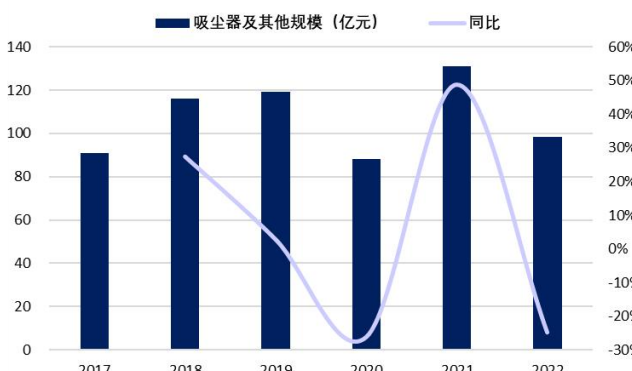
从手持清洁电器的两大主要品类来看, 洗地机是近年增长的主要贡献, 而吸尘器及其他清洁类产品则整体保持在约100亿左右的市场规模。

图15: 洗地机行业近年实现高增



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图16: 吸尘器为代表的其他手持类清洁产品体量维持在100亿



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

洗地机“拖地”这一特点较为符合国内清洁需求, 有效带动了低保有率的清洁品类的增长, 进而有望拉动手持清洁电器的长期增长。目前来看, 我国清洁电器整体保有率仍处于较低水平。手持清洁电器的使用年限一般在3-10年之间, 考虑到部分无绳产品电池较为容易老化, 我们假设手持清洁电器的使用寿命为5年, 则目前手持清洁电器的总保有量约为1.0亿台。考虑到吸尘器、洗地机、蒸汽拖把等存在共用的情况, 假设每户家庭所拥有的手持清洁电器数量在1.1-1.3台, 以全国有4.9亿家庭来计算, 2022年我国手持清洁电器的保有率在16.0%-18.9%之间。

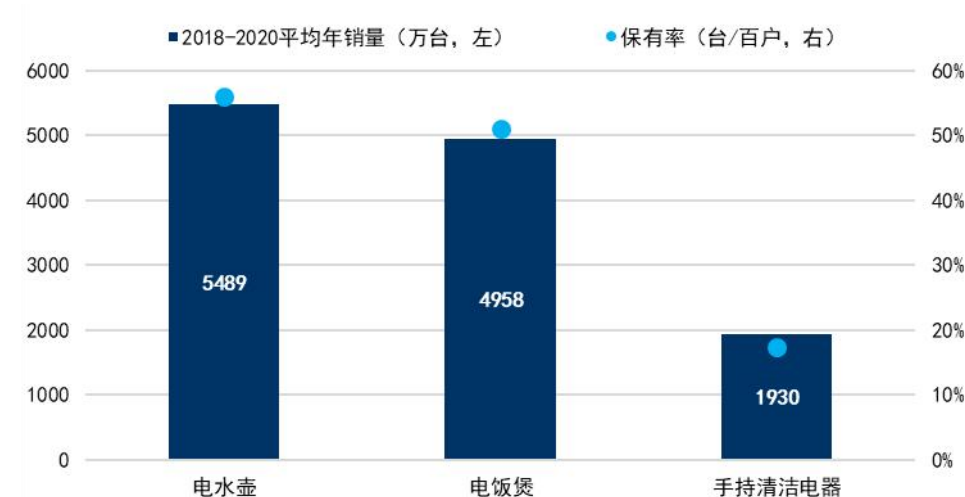
表5: 2022年预计我国手持清洁电器保有率为16.0%-18.9%

年份	2018	2019	2020	2021	2022
手持清洁电器零售量（万台）	1668	1870	2251	2402	2107
预计使用寿命：5 年	手持清洁电器总保有量：			10297 万台	
全国家庭户数：49416 万户	预计每户手持清洁电器平均保有量：			1.1-1.3 台	
对应 2022 年我国手持清洁电器的渗透率：	16.0%-18.9%				

资料来源: 奥维云网, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

对比国内成熟厨房小家电的保有水平，电饭煲 2018–2020 年年均约 5000 台的销量假设 5 年更新周期，则预计存量保有量为 2.5 亿台，对应保有率为 51%。以此计算，电水壶的保有率约为 56%。展望中长期来看，随着生活水平的提高，作为能便捷化解决清洁需求的工具，手持清洁电器的保有率有望达到与国内成熟厨电一致的保有率水平。如果手持清洁电器的保有率达到 55%，则对应年销量为 4181–4942 万台（考虑到每户保有 1.1–1.3 台的情况），对应 2022 年销量存在翻倍增长的空间。

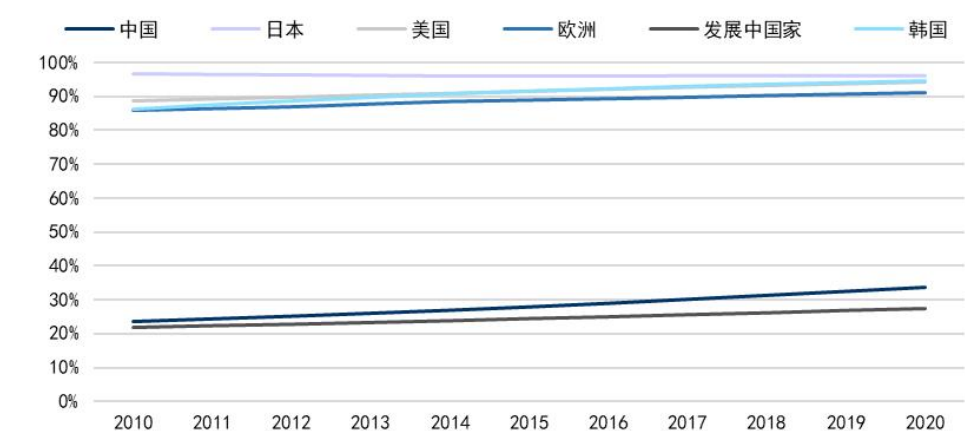
图17：手持清洁电器产品保有率还处于相对较低的水平，存在翻倍以上提升的空间



资料来源：奥维云网，国家统计局，国信证券经济研究所整理

考虑到厨电产品存在一定的替代性和地域性（如可用高压锅煮饭替代电饭煲、部分地区不以米饭作为主食等），普适性更强的手持清洁电器理论上所能覆盖的人群相对更为广泛。而且随着产品的创新和迭代升级，更多的细分需求有望被满足，如布艺清洗机等，叠加新品推出后价格的逐步下探，渗透率有望达到更高的水平。根据欧睿咨询的数据，海外发达国家吸尘器保有率普遍在 90% 以上。预计长期来看，伴随着我国经济的发展和消费力的提升，我国手持清洁电器渗透率也有望达到超过 90% 的保有率水平。

图18：海外发达国家吸尘产品保有率普遍超过 90%



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

水健康类：新品类注入新活力，净水产品保有率不足 15%

德尔玛水健康类收入中 89%来自于净水产品（含滤芯，2022 年数据），热水器及智能马桶占比较少，此处我们重点分析净水行业的情况。根据奥维云网推总数据，2022 年我国净水器零售规模达到 185 亿元，同比下滑 18.7%；2021 年水家电（含前端过滤器、中央净水器、软水机、净水器、净饮机、饮水机等）零售额达到 362 亿元，同比增长 2.5%，预计 2022 年受到地产及消费趋弱的影响，水家电零售额下滑在 10%以上。复盘 2017-2022 年的历史规模来看，水家电行业的规模在净水器的拖累下有所下滑，但部分新型净水器如软水机、前置过滤器等增长较为强劲。

图19：水家电零售规模相对有所承压，新兴净水产品的增长良好



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

注：其他水家电包含前端过滤器、中央净水器、软水机、净饮机、饮水机等净水产品

2022 年其他水家电零售额为预测值，其余数据均为奥维云网推总数据

净水家电自 2020 年后零售较为承压与渠道结构较为相关，线下依然是主销渠道，线上和地产占比有所提升。净水产品与身体健康密切相关，且均价高达 2000 元以上，讲解和购物体验对产品销售依然具有较为重要的价值，尤其是对于高端净水产品来说，因而线下渠道在净水产品的零售中占比依然较高。根据奥维云网的数据，2022 年净水器零售额中，线下占比 51.5%，而在 2020 年之前，线下占比均在 70%以上。所以 2020 年疫情之后，由于线下消费受阻、安装不便，净水器零售有所承压。

图20：净水器线下零售额占比依然超过 50%，线上零售额增长较为稳健



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

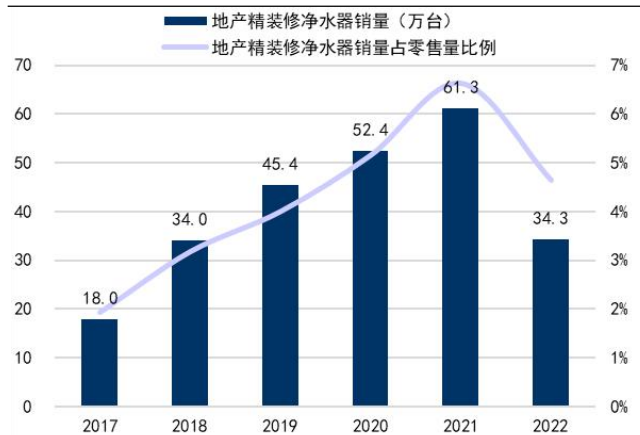
此外，精装修地产也是净水器销售的渠道之一，配套率逐渐上升。根据奥维云网的数据，2022 年地产精装修净水器配套率达到 23.5%，同比提升 2.1pct，2017-2022 年年均提升 2.4pct。2022 年地产精装修配套的净水器销量达到 34.3 万台，占净水器零售量的 4.6%。

图21：地产精装修净水器配套率实现逐年提升



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图22：地产精装修净水器销量在 2022 年受地产下滑影响较大



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

虽然行业在线下及地产的拖累下有所承压，但净水器产品依然在持续迭代升级，同时向不同的品类进行延展创新，创造出更多功能的净水产品。

- 在净水器功能的迭代升级上，为了加强用户的使用体验，净水器在智能化、零陈水、超大净水流速、便捷化换芯等方面发力，如净水器可联网，通过 APP 显示水质及滤芯状况；升级滤芯，换芯频率降低、换芯更方便等。
- 净水器向其他品类延伸创新，如净饮机结合净水器和饮水机的功能，实现过滤、加热和出水，功能更为集成；为了满足部分细分需求，衍生出气泡水机、净饮壶等新品类，拉动行业规模的增长。
- 产品升级的同时，净水器的均价保持稳中有降。2022 年净水器零售均价达到 2503 元/台，2017-2022 年均价复合增速为-2.8%。

图23: 净水器实现智能化、便捷化等功能升级



资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

图24: 净水器+饮水机向净饮机做品类创新



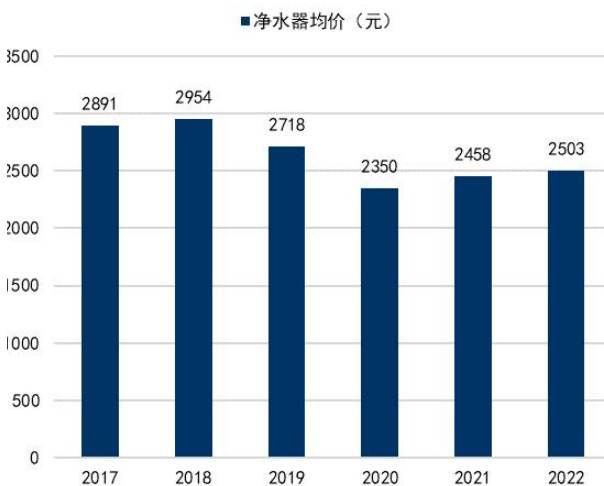
资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

图25: 净水产品衍生出净水壶、过滤水杯等新兴品类



资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

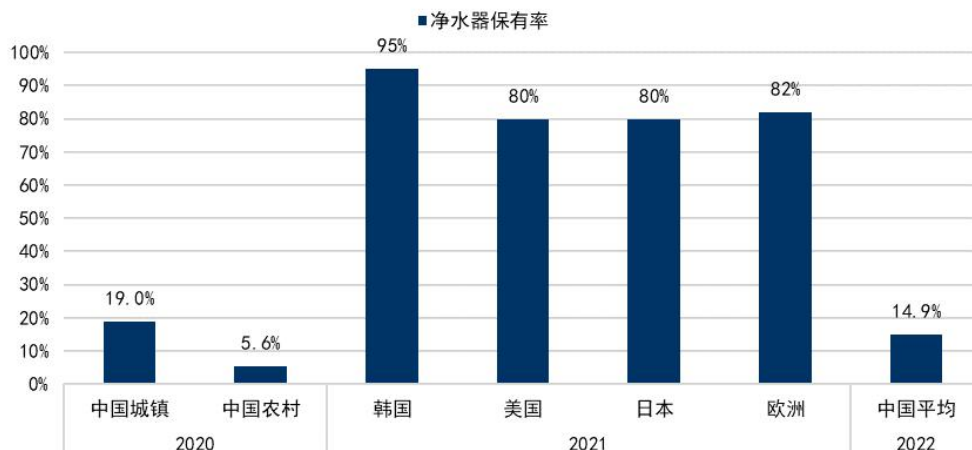
图26: 净水器行业均价有所下降



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

预计2022年我国净水器保有率接近15%。根据《家用电器安全使用年限》，净水器的安全使用年限为8年。我们以8年为一个更新周期计算，截至2022年我国净水器的保有量达到7354万台（包含零售及地产销量）。以4.9亿户家庭计算，2022年我国净水器保有率达到14.9%。分地区来看，根据奥维云网的推总数据，2020年我国净水产品的城镇渗透率达到19.0%，农村地区为5.6%。对比发达国家来看，根据头豹研究院的数据，2021年，以美国、欧洲、日本、韩国为代表的发达国家净水器普及率均达80%以上，渗透率分别为80%、82%、80%和95%。

图27: 2022 年我国净水器保有率约 15%，与发达国家仍有较大差距

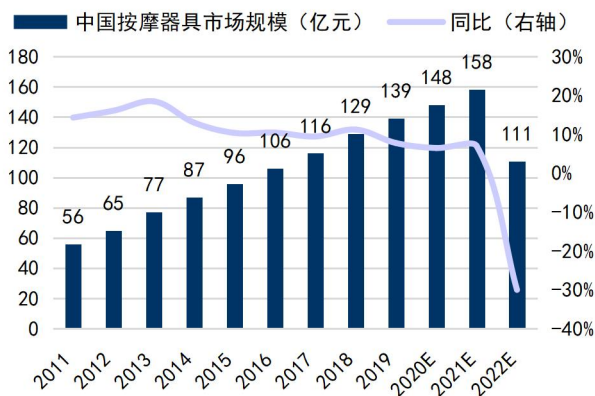


资料来源：奥维云网，头豹研究院，国信证券经济研究所整理

个护类：按摩仪器低渗透大潜力，长期规模有望达 540 亿

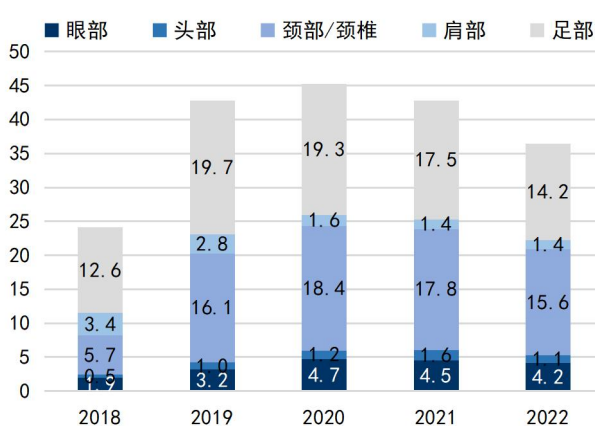
按摩器市场总规模超百亿，以线上渠道为主。国内按摩器具总市场规模保持十年双位数增长，2019 年达到 139 亿元，疫情期间增速有所下滑，根据淘宝和京东平台的按摩器 GMV 数据显示，按摩器在 2021、2022 年分别增长 9.8%、-21.1%，我们假设全渠道增速分别为 7%、-30%，预估 2022 年按摩器总规模为 111 亿元。线上是局部按摩器的主要渠道，2022 年淘系和京东合计局部按摩器（颈、眼、肩背、头、足部和按摩枪等为主）GMV 约 36 亿元，假设淘系占全渠道的 50%（京东规模较小），则预计局部按摩器市场规模约为 72 亿元。

图28: 国内按摩器具总市场总体稳健，2022 年下降明显



资料来源：倍轻松公告，京东，天猫，国信证券经济研究所整理

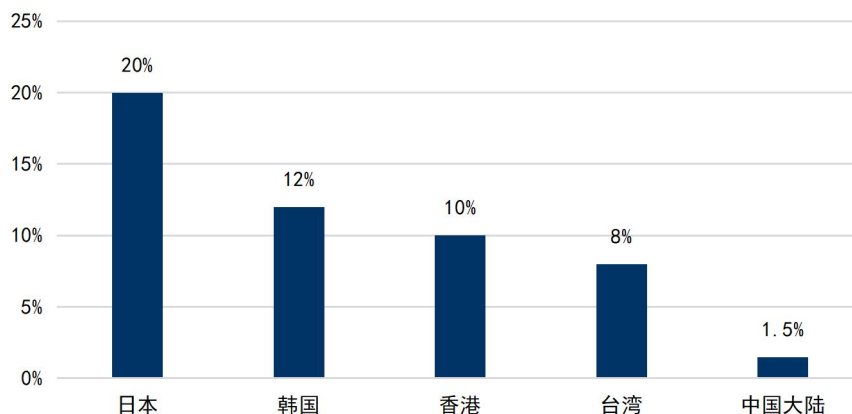
图29: 淘系局部按摩器以颈部和足部为主（亿元）



资料来源：淘宝、天猫，国信证券经济研究所整理

渗透率提高趋势仍在，人口老龄化与亚健康推动健康需求释放。目前中国的按摩器渗透率仅 1.5%，而同样受到中医穴位按摩理论影响的日本、韩国则分别达到 20%、12%，我国按摩器具赛道仍处于导入阶段，中国“人口老龄化+中青年亚健康”的国情下按摩保健的需求有望持续增长。

图30: 中国按摩器渗透率仅 1.5%，仍有较大提升空间



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

高端化和按摩部位精细化驱动长期理想规模达 540 亿。局部按摩器更高频、不受空间和时间限制的按摩特点本身就具有一定的差异化优势，并非人工按摩的完全平替，而在此基础上，产品高端化、部位/功能精细化等趋势有望推动行业向上发展。我们在此前发布的深度报告《倍轻松 breo，让健康更轻松》中测算了按摩仪器的远期规模：尽管按摩器较人工按摩效果和体验存差距，但作为有力补充，假设消费者按摩总预算不变，若按摩器的使用可以使每月 1 次的频率降低到每 1.5 个月一次，以 100 元/次的人工按摩支出计算，则按摩器的年均支出上限为每年节省下的人工按摩支出 400 元，而按摩器目标消费者基数超 1.3 亿，预计长期稳态下空间有望达 540 亿元。

生活类小家电：行业格局较为分散，中腰部品牌有差异化成长机会

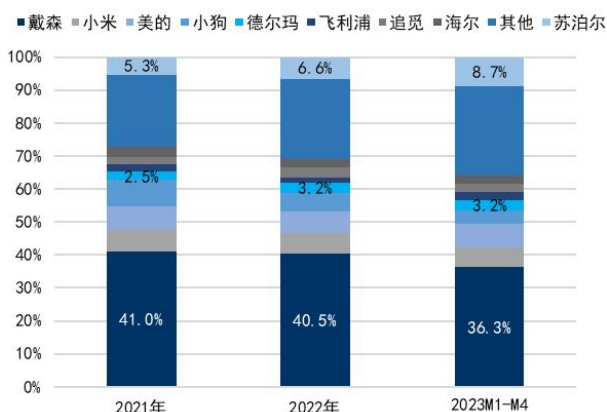
与传统的厨房小家电相比，生活类小家电的行业格局也更为分散。一方面，生活类小家电的发展仍较为初期，产品创新与迭代层出不穷，给很多新品牌进入和发展的机会；另一方面，生活类小家电使用场景与厨电等存在一定的差异，需求也更为细分和碎片化，在品牌认知和技术上存在差异，传统厨电（小家电）龙头在生活类小家电上的发力较难找到协同点，适合品牌的差异化发展。

手持清洁类：品类创新者一家独大，跟随者微创新抢龙头份额

清洁电器作为技术门槛较高、创新性较强的品类，创新者在初期能获得较大的份额，此后跟随者通过微创新来抢龙头的份额。清洁电器主要的几大品类均是如此，全球吸尘器戴森一家独大，扫地机器人 iRobot 前期市占率超过一半，国内洗地机添可市占率独占鳌头。

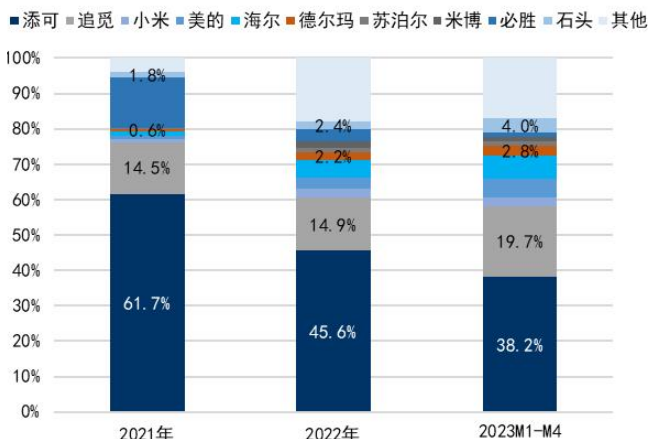
在国内吸尘器的格局上，我们抓取了主要电商平台天猫、京东和抖音的数据，2022 年戴森的销额份额达到 40.5%，其次为苏泊尔和美的，市占率均为 6.6%，头部和腰部品牌份额相差较大。但戴森的市占率相对有小幅降低，部分中腰部品牌市占率在提升。洗地机的格局及变动趋势也是如此，虽然添可 2022 年在线上市占率依然领先，但追觅、石头、德尔玛等中腰部品牌不断蚕食龙头的份额，自身成长较快。

图31: 吸尘器行业戴森一家独大，部分腰部品牌份额提升



资料来源：久谦，京东，天猫，抖音，国信证券经济研究所整理

图32: 洗地机行业添可独占鳌头，部分中腰部品牌份额提升



资料来源：久谦，京东，天猫，抖音，国信证券经济研究所整理

展望后续格局变动，产品力依然是最为关键的决定因素，其次为营销和渠道。从行业龙头的情况可以看到，戴森由于高速马达的领先技术，添可由于首次将洗地机应用大规模扩展，均凭借超强的产品力获得领先的份额。在技术之外，快速的产品上新迭代、高品质低成本的供应链等也是产品力的重要一环，都将决定产品面世后的销售表现。其次，随着产品发展日渐成熟，在技术愈发趋同的背景下，如何利用营销精准击中用户的买点、通过渠道精准触达用户也是关键决定因素。

水健康类：中腰部品牌较多，外资份额有所下降

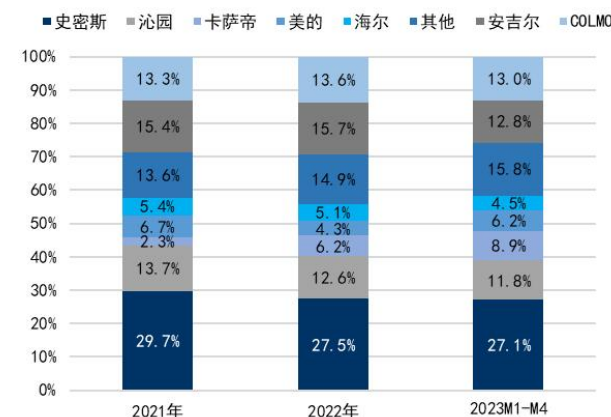
净水器行业格局较为分散，中腰部品牌较多，外资份额在下降。根据奥维云网的数据，净水器线上市，小米、美的、海尔及沁园占据前四，市占率在10%-15%之间，2022年CR4为50.8%；线下市场中，史密斯占据头部，2022年市占率达到27.5%/-2.3pct，其次为安吉尔、COLMO和沁园，市占率在12%-16%之间，CR4为69.4%。线上线下市场中，龙头的份额均不足30%，10%左右的中腰部品牌较多，此前占据领先位置的外资品牌如史密斯等份额有所下滑。

图33: 净水器线上格局：中腰部品牌较多



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图34: 净水器线下格局：中腰部品牌较多，外资份额下滑



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

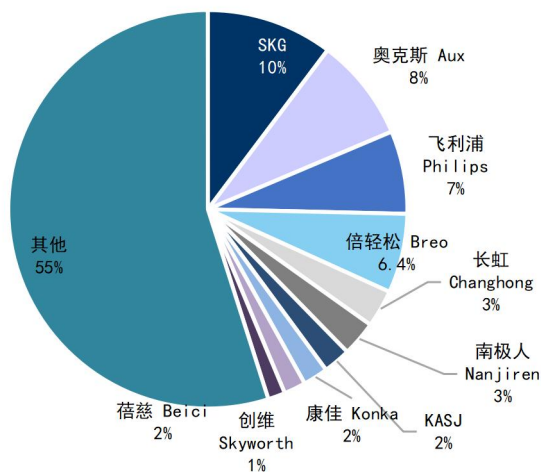
展望后续格局来看，各家在净水功能上的差距并不明显，品牌和渠道营销、产品品质等综合实力是竞争的关键，预计中腰部品牌市占率有望进一步提升。净水器的技术门槛相对较低，且消费者很难直接从外观或短期使用上看出明显差异，因

而头部品牌的净水器在产品力上较难拉开差距。而净水器又事关消费者的身体健康，因而品牌及渠道的信誉度相对更为重要。所以产品品质稳定带来的品牌力，营销宣传进一步放大品牌影响力，渠道稳定提供信任，对净水器的销售来说都较为重要。而净水器头部及中腰部品牌，在品牌影响力上和品质上相对均较为不错，后续份额依然有望提升。

个护类：行业格局分散，头部品牌有望抢占多品类份额

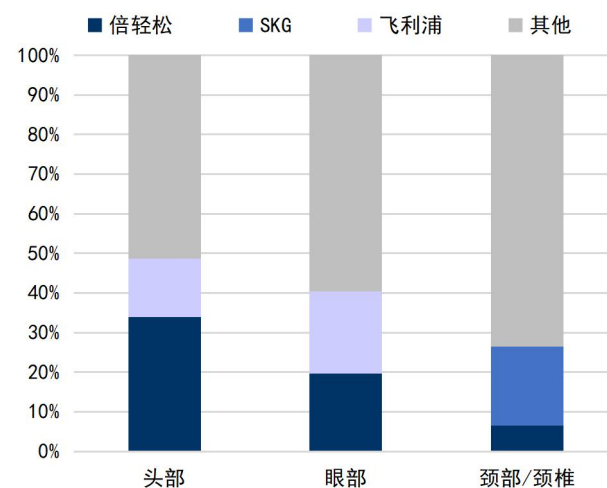
从格局来看，便携按摩器具线上集中度低，头部品牌在大品类中话语权更强。从线上市占率来看，在 2022 年淘系平台局部按摩仪中，SKG 以 10.3% 的市占率保持领先，飞利浦以 6.7% 的市占率位列第三，但在眼部、头部细分领域市占率均排名前列，分别达到 20.8%、14.7%。整体来看按摩器领域的集中度仍处于较低水平，综合品类的 CR8 仅为 37.9%。

图 35：局部按摩仪行业集中度较低，22 年飞利浦占比在 7%



资料来源：天猫，久谦，国信证券经济研究所整理

图 36：飞利浦在头部、眼部市占率领先（2022 年）



资料来源：淘宝，天猫，国信证券经济研究所整理

“有用”和“常用”是首要重点，产品仍存优化空间。目前主流技术包括物理和电脉冲两大类，两者按摩的原理都以刺激为手段达到放松局部。作为典型的非标产品，评价指标较为模糊（感到放松、疲劳得到缓解等），加之产品制造门槛不高，因此外观、量化参数的差异并不大，主要的差异化则体现在产品设计细节和增值体验方面，因此研发支撑下的产品实际效果和差异化功能依然是重要的竞争壁垒，也是行业提升发展的关键。

表6: 以眼部按摩器为例, 各品牌硬件参数差距不大, 差异化主要体现在个性化体验方面

品牌	形态	价格(元)	主打功能	按摩模式	重量(g)	音量(dB)	电量(mAh)/续航	个性化体验
飞利浦 PPM7201E		679	点震揉按, 温感热敷	活力/护眼/睡眠/暖眼 4 种模式, 4 档调节	351g	-	1200mAh	外接蓝牙设备; 应急可视窗; 炫彩屏显; 智能语音
倍轻松 SeeX2pro		699	气囊按压, 温感热敷	护眼/爱眼/睡眠 3 种模式; 3 档调节	300g	50dB	1050mAh/7 天	可视窗设计; 鼻梁眼底更贴合; W 环形大面积热敷
SKG K5		699	电震按摩, 18 种指腹手法, 恒温热敷,	活力/放松/睡眠/护眼保健操 4 种模式; 1 档调节	245g	66dB	1500mAh/7 天	自适应伸缩按摩头, 蓝牙音乐,
华为智选-飞利浦 PPM7303E		699	电震按摩, 电振热敷	活力/眼保健操/睡眠/亮眼/律动等 6 种模式;	245g	-	1200mAh	骨传导蓝牙音乐; 云压感轻柔贴合; 支持鸿蒙智联; 智能语音

资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

此外, 作为成长期的新兴品类, **营销和推广能力依然是成长期的重要要素**, 考虑到当下相对较高的线上渠道占比和产品相对较低的差异化, 品牌力对于营销的短期依赖仍相对较高, 核心内容的传达和持续不断的立体传播是头部品牌声量提升的关键。而在产品普及率提升后, 线下仍然是打开增长天花板的重要领域, 因此长期看**线下渠道拓展和产品的迭代创新**是扩大基本盘和提升复购的两大重要能力和壁垒。

图37: 营销推广中内容与场景的传达贯穿始终



资料来源: 各公司公众号, 国信证券经济研究所整理

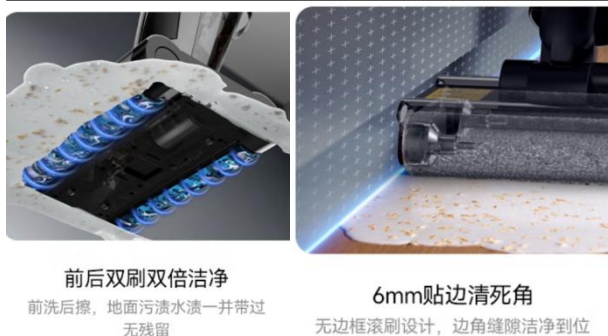
国内外结合的稀缺优势：快速反应+高效运营+飞利浦品牌认知度高

快速反应：背后是研发-生产-运营的全链路支撑

长期以来，小家电行业的增长稳健性尽管相对更好，但具体新品类增长的预测难度无论对于产业还是市场都很大，因此面对行业增长点的不确定性，**引领和抓住新品类增长的能力至关重要**。而德尔玛自身的优秀消费者洞察力、研发生产体系和供应链则全面的保障了多品牌的差异化产品力。

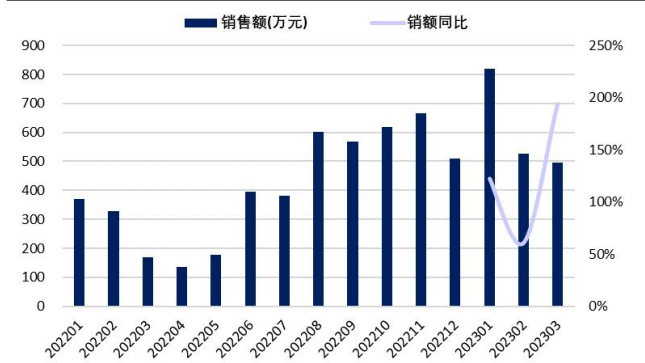
公司能够在行业爆品品类出现后迅速组织资源，**更高效的跟上行业增长的步伐**。典型如**德尔玛洗地机**，德尔玛品牌早年以吸尘器为主要品类，而洗地机行业爆发后公司迅速跟上，同时清晰秉承自身性价比定位，抓住了高价洗地机和大众消费者需求之间的空白，在保证产品力的基础上，相较行业头部高端品牌具备明显的性价比优势。

图38：德尔玛洗地机新品同样切中洗地机痛点



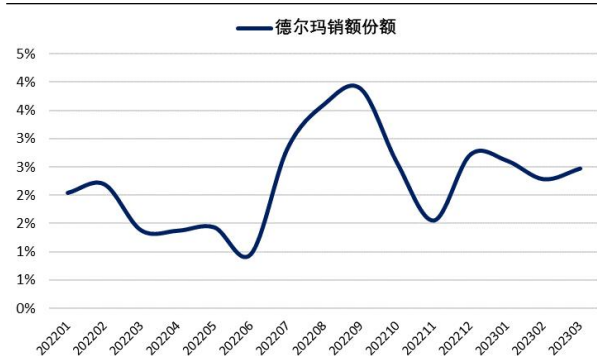
资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

图39：德尔玛洗地机在 2022 年迅速上量，2023 延续增长



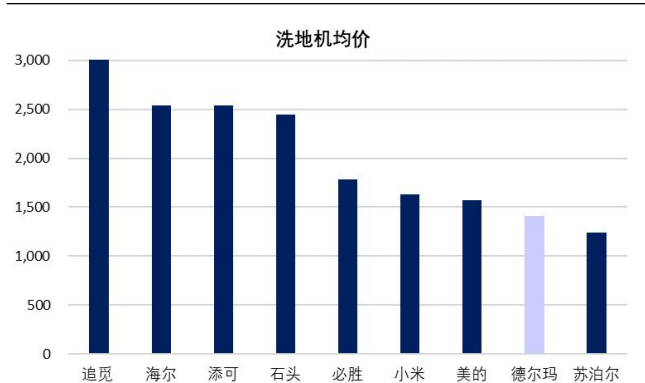
资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

图40：德尔玛洗地机份额稳中有增（京东）



资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

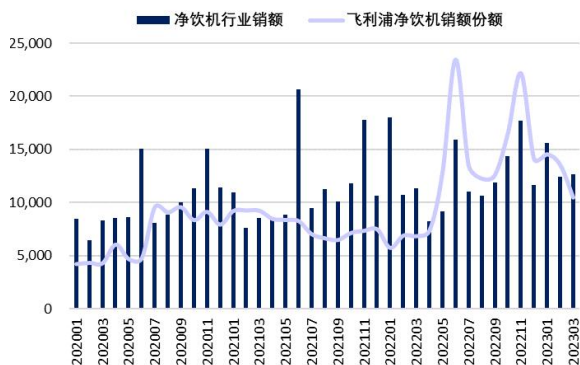
图41：德尔玛洗地机性价比优势明显



资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

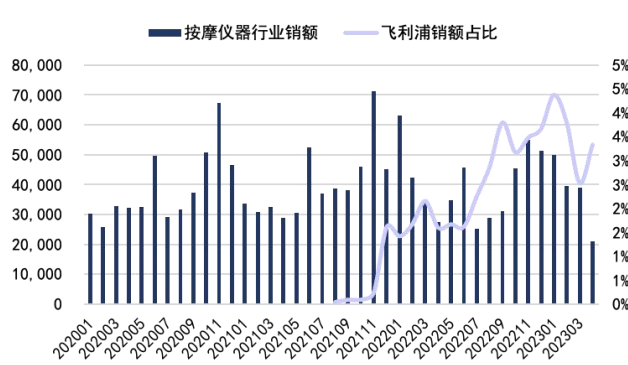
同时飞利浦的品类迭代加速同样也印证了公司的产品能力，在获得授权后，飞利浦在国内的产品更新迭代速度显著提升，与传统外资品牌“产品力强但更新迭代速度慢”的特点形成了显著的竞争优势。以各头部品牌的京东自营旗舰店为例，飞利浦净水器、净饮机、按摩小家电的品类数量、新品数量均不弱于国内龙头。

图42: 飞利浦抓住了净饮机的行业机遇



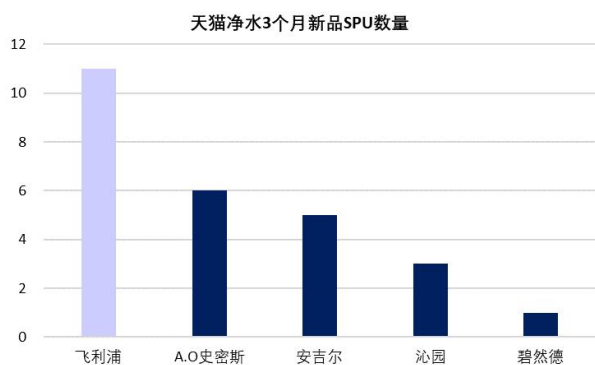
资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

图43: 飞利浦抓住了按摩小家电的行业机遇



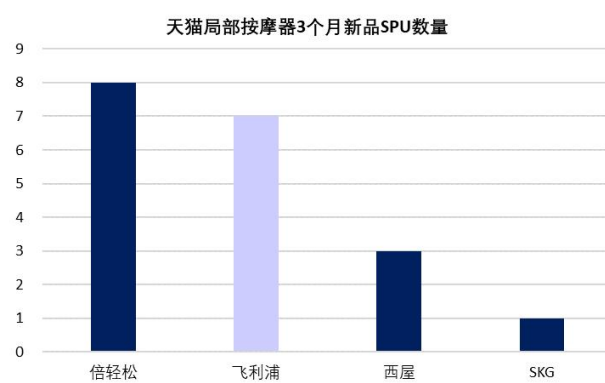
资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

图44: 飞利浦净水天猫官旗近三个月新品领先行业



资料来源: 炼丹炉数据, 国信证券经济研究所整理

图45: 飞利浦局部按摩仪天猫官旗近三个月新品领先行业



资料来源: 炼丹炉数据, 国信证券经济研究所整理

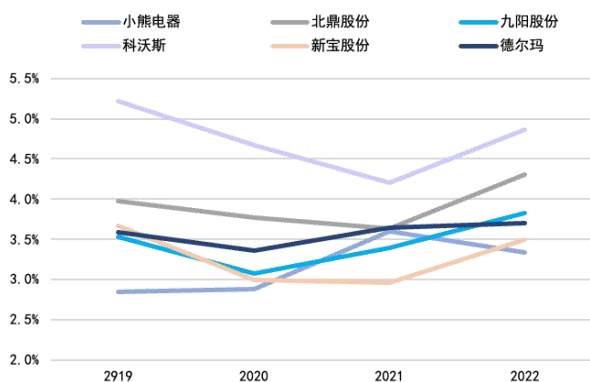
研发与生产基本功扎实

之所以公司能够快速抓住行业高增的品类, 离不开公司的(1)完善的前后端研发体系和双研发中心; (2)自有产能带来的更快的研发-生产迭代周期。

(1) 德尔玛“敏捷化”+飞利浦“系统化”研发优势互补

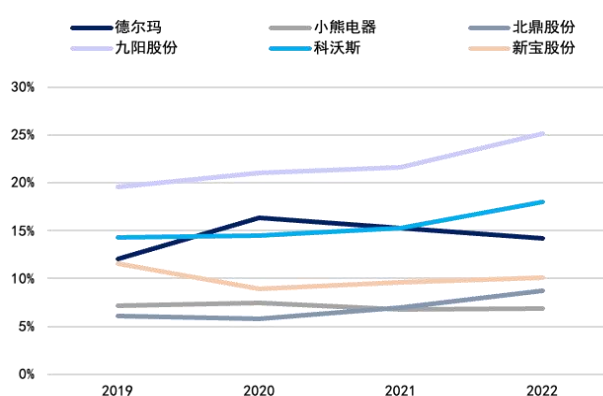
公司2018年6月收购飞利浦水家电业务以来, 核心团队和业务进行了充分融合。研发方面目前通过小家电研发中心和健康研发中心开展, 实现“系统化”和敏捷化的融合。系统化方面, 公司积极学习飞利浦系统化的研发及供应链管理流程; 敏捷化方面, 公司发挥互联网品牌直接面对消费者的优势, 与消费者保持紧密连接和交流, 快速洞察消费者需求和痛点, 第一时间启动产品概念验证。对应地, 公司研发费用率和研发人员占比均维持在行业中上水平。

图46: 德尔玛研发费用率处于行业中等水平



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图47: 德尔玛研发人员占比在行业中较为领先

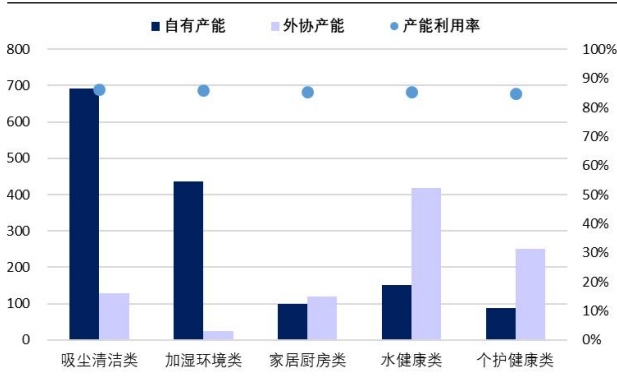


资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

(2) 自有产能的意义重在缩短品类上市周期, 盈利能力仍有提升空间。

公司 2018 年建成自有产能以来, 已经系统化打造了完善的生产系统, 尤其是清洁类、加湿器产能有效支撑了德尔玛品牌的增长, 自有产能的意义更多在于缩短新品上市周期; 而水健康和个护健康目前处于外协转自产的过程中, 不仅有利于进一步提升新品迭代的周期, 若进一步对比对应品类的龙头品牌, 人效的提升仍存在较大空间, 而飞利浦外协比例的降低也有利于进一步提升品类的生产制造效率。

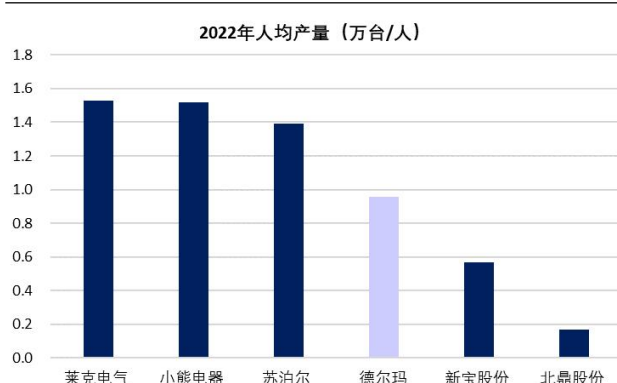
图48: 公司产能利用率较高, 多个品类仍存自产提效空间



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 采用 2022 年数据, 产能单位: 万台

图49: 公司人效提升仍有空间



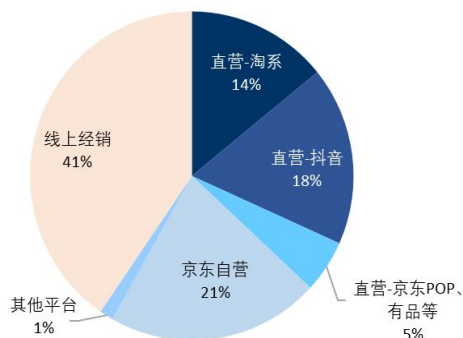
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

另外, 组织架构也对研发生产带来了坚实的支撑。公司的供应链中心统筹协调小家电、水健康和卫浴事业部的全流程供应链管理工作, 包括供应商体系建立、物料供应、物料核价、生产计划、仓储管理、物流管理以及供应商管理等环节, 这也使得飞利浦在 2018 年品牌授权后大幅提效的原因之一。

互联网出身带来更高的直销占比, 更靠近消费者, 也有望进一步提盈利

德尔玛品牌的直接 2C 带来了更高效的新品迭代效率。从渠道构成来看, 当前公司国内销售中, 线上线下直接 2C 的比例高达 40%, 若聚焦线上则 2C 的收入比例达到 65% (线上 2C 的计算包括淘系、抖音和线下的直接 2C 以及京东自营, 若仅计算淘系、抖音等直销则占比则为 37%), 显著高于同行品牌一般 30% 以下的直营比例。高比例直营实则对线上运营、库存管理、营销等一系列环节提出了更高的要求, 而公司的代运营背景则对此起到了强有力的支撑。

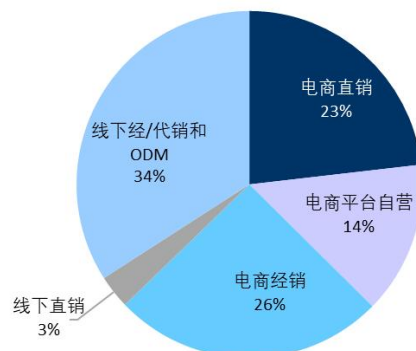
图50: 线上收入中, 直接 2C 的比例高达 37% (2022 年)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 京东自营中飞利浦品牌为主要贡献

图51: 整体内销收入中, 直接 2C 比例同样较高 (2022 年)

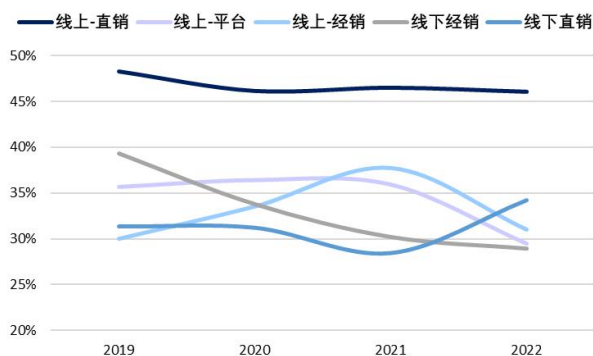


资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 电商平台自营主要以京东自营为主

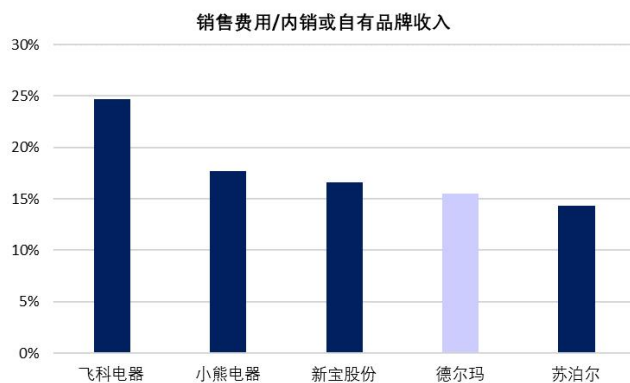
国内高比例的直销带来的中间环节减少, 一方面为毛利留出了更大的空间, 线上直销 45-50%的毛利率对比经销类 30-35%的毛利率水平高出了约 10-15pct 的空间, 随着自身的运营与履约效率的提升, 盈利能力仍存在提升的空间。另一方面更高的 2C 比例也能够更好地从消费者侧获得更为直接的产品需求和用户习惯的洞察, 以更好地服务产品的迭代和创新。

图52: 公司内销的线上直销的毛利率显著高于经销



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

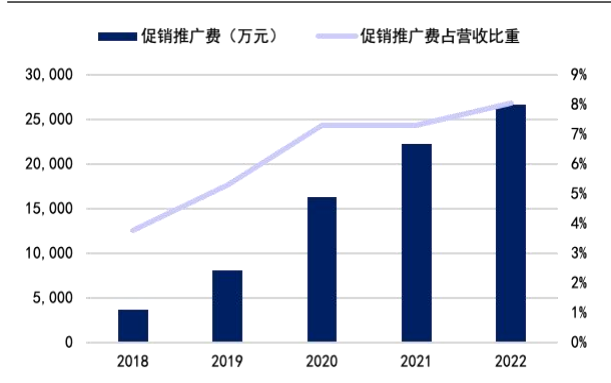
图53: 整体看, 公司销售费用投放效率同样较高



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

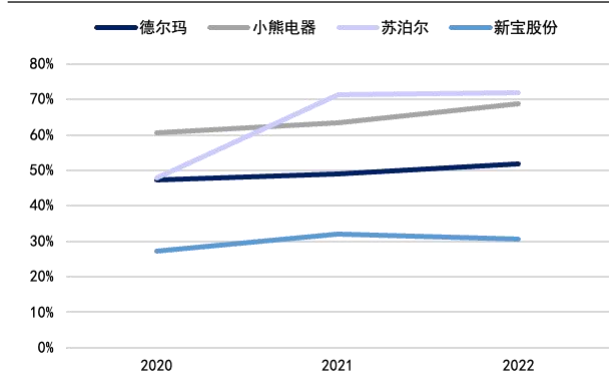
尽管更高的直销比例势必也会带来更高的销售费用率, 但运营能力的形成和规模的扩大, 意味着规模效应能够带来更好的盈利能力改善的空间。可以看到, 公司的销售费用构成中, 除去和销售强绑定的履约类支出 (这部分是公司高直营对比其他品牌必须持续承担的超额支出), 推广类的费用占比已经处于同行业相对优秀的水平。

图54: 2022 年德尔玛促销推广费率保持在 8%



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图55: 公司推广类占销售费用比重处于行业优秀水平



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

另外，飞利浦从代理转自营后同样取得更高的效率，也进一步拉近了品牌和消费者之间的距离。收购飞利浦水健康业务后，结合德尔玛丰富的电商运营经验优化了其线上销售体系，在天猫商城、淘宝及抖音等渠道新开设多家飞利浦运营店铺，以长期运营的店铺作参考，2019 年以来线上运营的各维度数据均实现了显著提升，随着新品类的逐步放量和直营比例的提升，整体运营效率有望进一步提升。

表7: 飞利浦天猫平台的店铺 2020 年以来跨越性增长

店铺	关键指标	2019	2020	2021
飞利浦飞鱼专卖店	访客数量 (万人)	104	202	157
	支付转化率	3.18%	6.41%	4.14%
	客单价 (元/人)	327.8	1,116.05	755.80
飞利浦水护盾专卖店	访客数量 (万人)	-	315.26	214.34
	支付转化率	-	7.27%	4.11%
	客单价 (元/人)	-	481.99	432.86
飞利浦净水旗舰店	访客数量 (万人)	-	-	557.77
	支付转化率	-	-	3.04%
	客单价 (元/人)	-	-	528.61

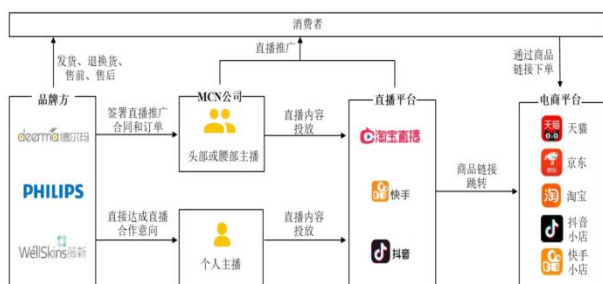
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2021 年下滑主要由于 2020 年公司淘系直播带货使当年基数较高

抖音等新平台的优秀运营能力

公司曾经的代运营能力积淀下，让公司具备了敏锐的流量感知和运营能力，近年新渠道崛起的背景下，公司抖音渠道取得了行业领先的增速。公司的抖音平台运营主要包括头部主播带货和公司自播。

图56: 头部主播带货主要与 MCN 公司或个人主播结算佣金



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

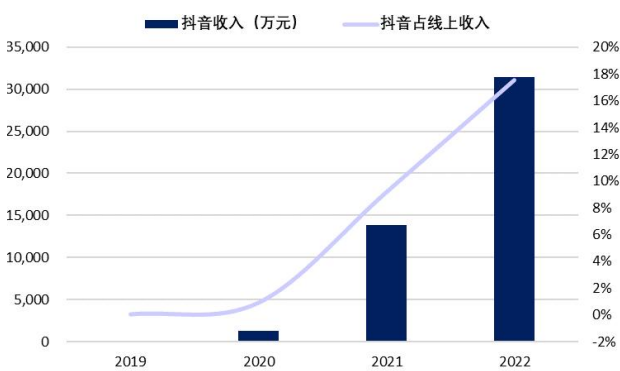
图57: 自播直接对接直播平台



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

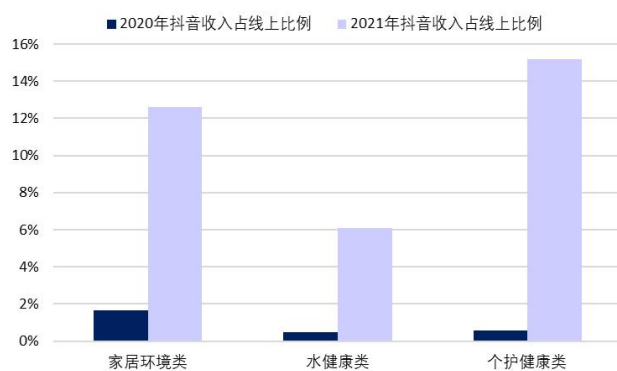
主要品类抖音收入迅速提升。2022 抖音的收入占线上收入的比例达到了 18%，其中德玛和飞利浦两品牌的抖音占比均迅速提升，2021 年公司家居环境（德玛品牌为主）、水健康和个护（飞利浦为主）品类占线上收入的比例也均达到了 12.6%、6.1%、15.2%。

图58: 公司抖音收入在 2022 已经占到线上收入的 18%



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

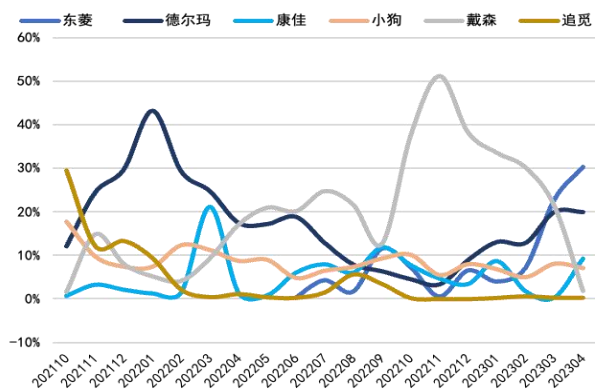
图59: 2020-2021 年德玛和飞利浦的抖音线上占比迅速提升



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

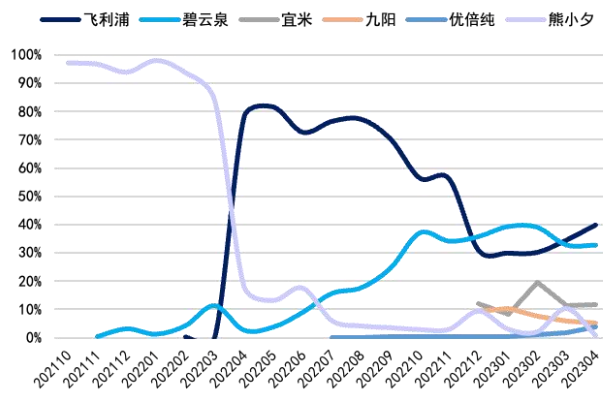
同时德玛和飞利浦的主力品类均在抖音取得了更高的份额。久谦月频数据显示，德玛吸尘器在抖音渠道的销额占比基本保持在行业 Top3，自 2022 年 11 月以来稳步提升至 20%，目前仅次于东菱；飞利浦净饮水机品类在抖音渠道表现靓丽，2022 年的销额份额一度接近 80%，虽然随着市场新进者增多市场份额有所下滑，但依然处于行业领先地位。

图60: 抖音吸尘器销额份额中, 德尔玛份额保持前三



资料来源: 抖音, 国信证券经济研究所整理

图61: 抖音净饮机销额份额中, 当前飞利浦份额接近 40%

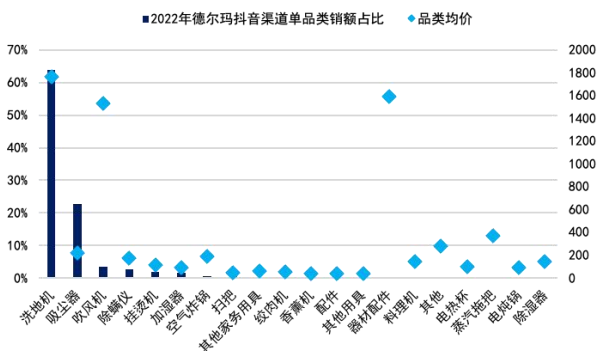


资料来源: 抖音, 国信证券经济研究所整理

另外公司也是少数在新渠道成本高企背景下, 依然实现新渠道盈利的优秀典型。

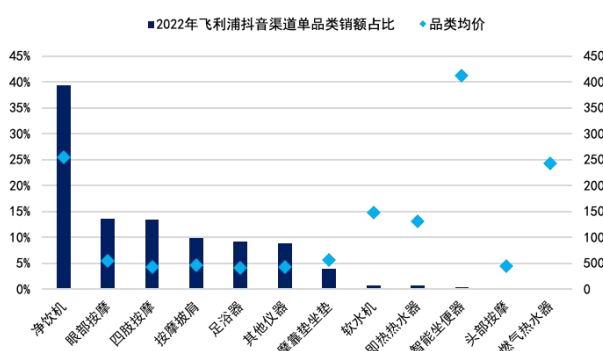
首先相对完备的产品矩阵对毛利率形成了较好的支撑, 使得抖音渠道的各品类毛利率均高于传统平台。公司在抖音渠道的畅销品类主要是清洁小电、水家电以及按摩仪器类产品, 均属于小家电行业中客单价较高的品类, 也带来了更高的综合毛利率水平, 2022 年公司抖音渠道综合毛利率达 52.8%, 分别较淘系、京东平台的毛利率 39.3%、36.8%高出 13.5pct、16.0pct。

图62: 德尔玛抖音平台的产品以洗地机和吸尘器为主



资料来源: 抖音, 国信证券经济研究所整理

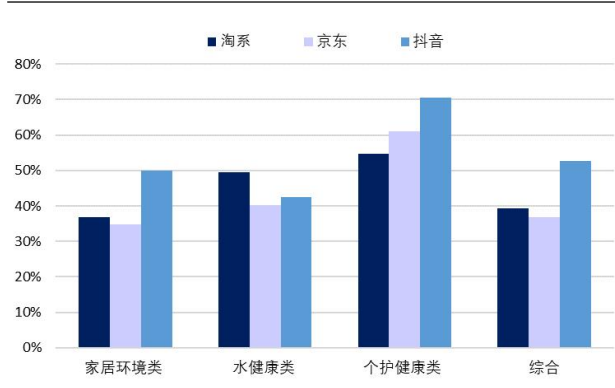
图63: 飞利浦抖音平台的主要产品均价较高



资料来源: 抖音, 国信证券经济研究所整理

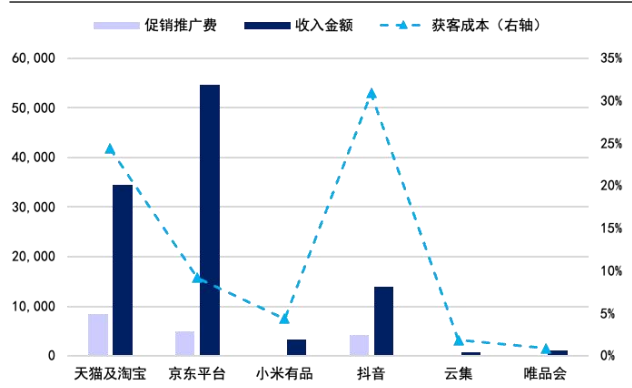
其次若考虑到引流、分佣的费用支出, 预计抖音渠道仍能够实现盈利。抖音平台的主要费用支出包括直播佣金(线上佣金+线下坑位费等)、平台推广费以及履约相关的包装、安装等费用。以单件飞利浦按摩仪为例, 其中线上佣金率以行业平均约 20%的水平计(考虑税和退货等因素, 对应到收入口径的费用率约为 25%), 与引流相关的促销推广广告费率约为 10%, 而需要分摊的人工及刚性履约费用率约为 9%, 因此公司抖音平台的主要品类营业利润率至少在个位数以上, 高毛利率的个护类品类有望实现更好的盈利。

图64: 抖音的高毛利率支撑了渠道的盈利能力



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

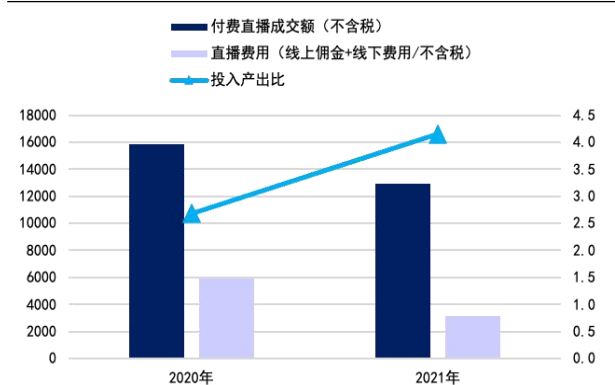
图65: 抖音渠道的综合获客成本约为 31% (2021 年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

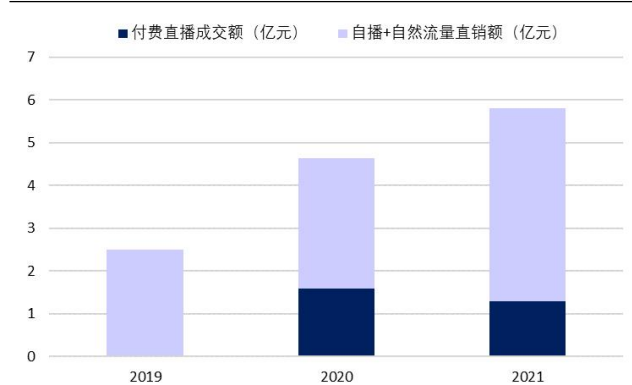
公司能够实现盈利的主要来源一方面在于毛利率的支撑，另一方面在于更高效的线上运营效率带来的更低推广费用率、更高的投入产出比，主要合作 MCN 付费直播的投入产出比从 2020 年的 2.7 提升至 2021 年的 4.2。而展望来看，公司对头部主播的依赖度有效降低，2021 年线上付费主播带来的收入占直销收入的比例降低 8pct 至 22%，随着自播和直营引流能力的提升，公司有望进一步降低对头部主播的依赖度，进而降低佣金支出。

图66: 公司付费直播投入产出比提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图67: 公司对付费直播的依赖度下降

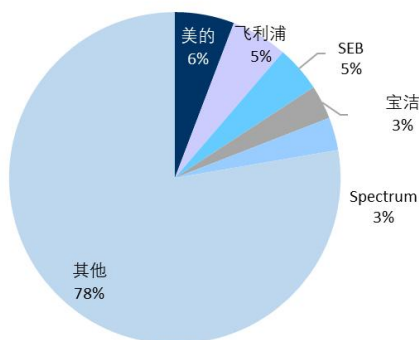


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

飞利浦在全球都具有较高的品牌认知，有助于海外业务拓展

飞利浦的全球品牌影响力具有辐射作用。飞利浦多年积累的综合类家电品牌认知已深入人心，在全球小家电品类中常年占据较高份额，在各地均具有较强的品牌认知。根据 Euromonitor 的数据，飞利浦品牌（不区分授权品牌及非授权品牌）在东欧、西欧、亚太、北美、中东非等全球个护小家电市场均占据较为头部的份额。尽管飞利浦的主要高份额品类仍以体外的飞利浦个护为主，但不能否认的是，其综合类品牌的特点能够很好地将对优势品类的影响力迁移到新品类上。

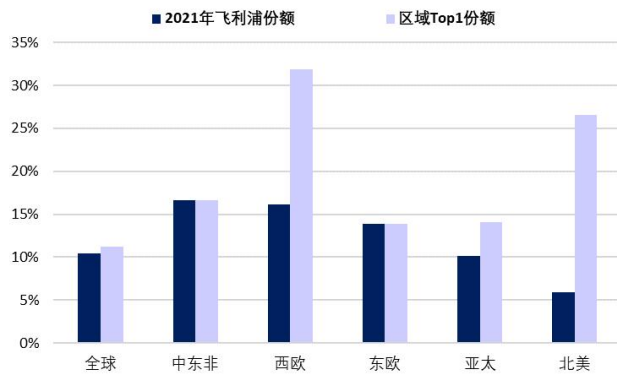
图68: 飞利浦品牌在全球小家电份额中保持领先 (2021 年)



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注: 采用销量口径, 此处为飞利浦品牌合计销量份额, 包含了授权和非授权的所有品类

图69: 飞利浦品牌在个护领域的品牌认知度高, 多区域登顶



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注 1: 采用销量口径, 此处为飞利浦品牌合计销量份额, 包含了授权和非授权的所有品类

注 2: 飞利浦在中东非和东欧均为份额第一, 全球、西欧、亚太和北美的销量份额第一分别为宝洁、宝洁、飞科和 Conair

海外拓展已蓄势待发。近三年公司海外布局已经打下了相对坚实的基础, 海外近三年收入保持 39%复合增速至 4.5 亿元, 外销中线下经销商销售占比相对较高, 但家电零售商等直销渠道的合作伙伴数量近年显著增加, 2022 年下游合作的家电零售商数量增加到 22 个, 考虑到线下直销渠道中与家电零售商的接入壁垒较高, 一旦切入后有望在后续贡献更高的规模。

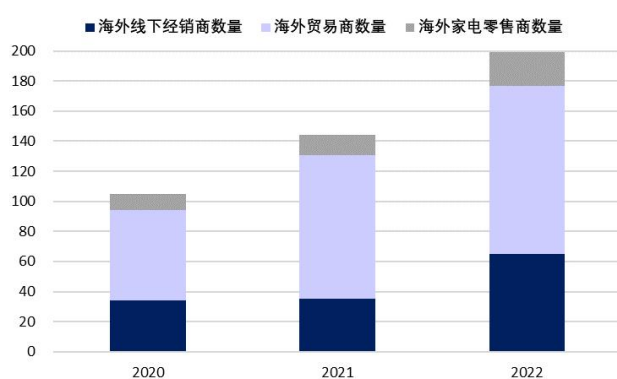
图70: 公司外销保持高增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 2022 年外销下滑主要受线下的贸易商去库存影响

图71: 公司海外合作伙伴数量显著增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

当前公司已经拥有飞利浦的水家电全球范围内授权、便携按摩器的亚太澳新区域等授权, 在已经具备的品牌优势基础上, 类似于目前活跃在国际市场的众多中外合作品牌, 飞利浦的产品力具备德玛的高效体系支撑、渠道经过近年的优化拓展后已经具备放量基础。

表8: 飞利浦的海外授权中包含水家电的全球授权以及亚太区域的按摩器

飞利浦授权品类	授权区域
水家电净水器、饮水装置和制作饮品的装置、滤芯、电热水壶（包括家用电热水器和空气能热水器）	全球
燃气热水器	大中华区、俄罗斯
电子坐便器、坐便器和坐便盖（一体式和分体式）	澳大利亚、新西兰、大中华区
水龙头、淋浴器、不可移动卫生间电子干手器和毛巾器	大中华区
便携式按摩器（不包括按摩椅、个人隐私部位、头皮按摩器等）	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

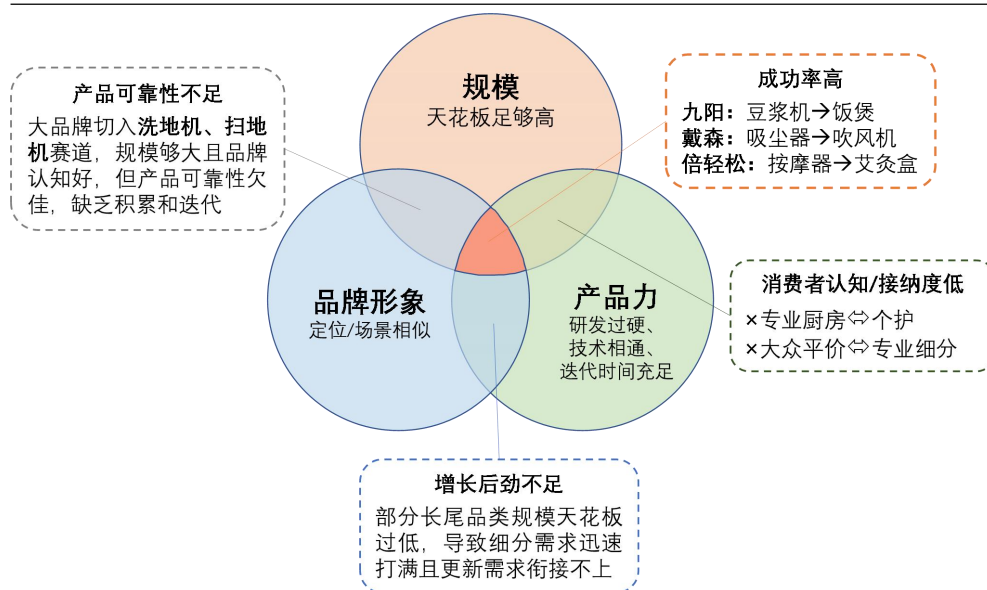
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

增长展望：扩品类、提份额、全球化

扩品类、提份额路径清晰，打开增长空间

通过对历史扩品类案例的总结，我们认为规模、品牌形象和产品力的交集最有可能获得扩品类的成功，其中行业规模是往往是扩品类的前提，而产品力与品牌形象则是品牌商能快速切入新品类并站稳脚跟的两大坚实支撑。

图72: 扩品类“铁三角”：规模、品牌形象和产品力的交集最有可能获得扩品类的成功



资料来源：国信证券经济研究所绘制

飞利浦品牌势能与产品竞争力兼备，品类扩张顺势而为。作为全球知名品牌，飞利浦在亚美欧主流市场均享有较高的市场声誉与品牌知名度，在个护、水健康等小家电领域已深入消费者心智。2018年德尔玛收购飞利浦水家电业务后进一步整合构筑了其供应链能力和产品开发定义能力，采购降本和产品推新效率均实现了大幅提升。从净水类发力，后续逐步切入厨房、卫浴及个护等低渗透高天花板的品类，飞利浦品牌扩品类、提份额路径清晰。

进一步测算未来飞利浦与德尔玛品牌提份额、扩品类的成长空间：

1) **飞利浦品牌：**参考前文各品类的规模测算，净水类、个护类小家电在我国均为低渗透率新兴品类，行业集中度较低且增长空间广阔。合计来看，飞利浦（德尔玛已获授权品类）所处的国内行业空间超千亿，而目前飞利浦 GMV（根据收入为

GMV 口径除税后的 80%测算 GMV 规模) 对应的市占率仅有 1.6%，考虑到飞利浦较强的品牌影响力和德尔玛自身的产品打造营销能力，未来飞利浦内销市占率提升的空间较为广阔。

表9：飞利浦内销行业上千亿空间，而市占率仅有不到 2%

	品类	2022 年飞利浦 GMV(亿元)	2022 年行业规模 (亿元)	2022 年飞利浦份额	2027 年品类规模预计 (亿元)
净水类	净饮机	4.9	59	8.3%	119
	净水器	5.8	185	3.1%	214
卫浴类	热水器	1.0	471	0.2%	471
	智能马桶	0.6	177	0.3%	260
个护类	按摩仪器	7.6	111	6.9%	163
合计		16.2	1003	1.6%	1227

资料来源：公司公告，久谦，奥维云网推总，国信证券经济研究所整理

注 1：假设净饮机、净水器、热水器、智能马桶、按摩仪器未来五年复合增速 15%、3%、0%、8%、8%得到 2027 年品类规模测算

注 2：由于直营比例较高，因此假设收入为 GMV 口径除税后的 80%

2) 德尔玛品牌：长期看可选属性强的清洁类小家电赛道仍有较大提升空间，公司有望受益于清洁行业的持续扩容，同时考虑到德尔玛品牌近年不断精简 SKU 聚焦吸尘清洁类赛道，并以性价比优势在低价位段市场已占据一席之地，预计德尔玛在低价位段的份额亦有望进一步夯实。根据测算，2022 年德尔玛在所进入的品类中，合计市占率为 2.3%，也处于较低的水平，借助公司的优势，预计内销份额也有较大的提升空间。

表10：德尔玛内销合计市占率仅有 2.3%，提升空间仍广

	品类	2022 年德尔玛 GMV (亿元)	2022 年行业规模 (亿元)	2022 年德尔玛份额	2027 年品类规模预计 (亿元)
吸尘清洁类	吸尘器	8.0	98	8.2%	100
	洗地机	1.9	100	1.9%	250
	除螨仪等品类	0.9	46	2.1%	74
加湿环境类	加湿器	0.7	20	3.3%	25
	除湿器	0.1	20	0.3%	26
厨房长尾	空气炸锅、打蛋器、保温杯等	2.1	300	0.7%	383
合计		13.7	584	2.3%	858

资料来源：公司公告，久谦，奥维云网推总，国信证券经济研究所整理

注 1：假设吸尘器规模基本持平，洗地机、除螨仪等、加/除湿器及厨电未来五年复合增速 20%、10%、5%、5%得到 2027 年品类规模测算

注 2：由于直营比例较高，因此假设收入为 GMV 口径除税后的 80%

全球化空间广阔，授权品类与区域卡位精准

水家电和局部按摩仪是公司目前全球化扩张的重要潜力品类，其中水家电已经获得全球授权，飞利浦水家电所处的全球水家电行业预计规模超百亿美元；而局部按摩仪作为在亚洲需求更旺盛的品类，对应的亚太地区授权也恰好切中了区域需求痛点。

表11: 飞利浦全球化扩张面临的是一个近 140 亿美元的市场

品类	区域	行业规模 (亿美元)	行业格局参考
水家电	北美	30	北美头部 A.O. Smith 份额约 11% 国内线上美的、小米份额为 13%、9%
	EMEA	76	
	亚太（不含中国）	18	
局部按摩仪	亚太	15	国内线上 SKG、倍轻松约 7%、5%
合计		139	

资料来源: Euromonitor, A.O. Smith 公告, 国信证券经济研究所整理

因此总结来看, 公司未来的发展方向主要有三:

德尔玛——内销深耕清洁和生活: 清晰的性价比特点已经建立起了消费者认知, 随着洗地机产品的渗透率进一步提升, 低价格带产品的占比提升有望进一步放大德尔玛的优势, 叠加长尾清洁生活品类的份额爬升;

飞利浦——内销增长赛道提份额: 净水和局部按摩器目前都是处于低渗透的成长品类, 随着产品力和快反能力的持续强化, 以及新渠道带来的持续助力, 市场规模和份额有望双提升。

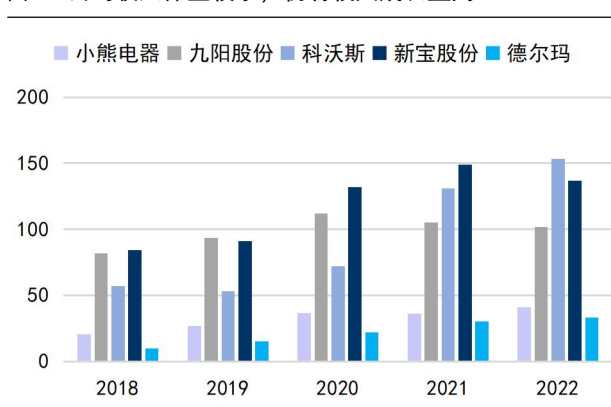
飞利浦——外销大品类蓄势待发: 飞利浦外销是典型的全球品牌优势+国内的供应链优势, 同时考虑到水家电和局部按摩器同样为大赛道, 因此在渠道能力逐步补齐后份额有望逐步提升向行业头部份额看齐。

财务分析

成长性分析

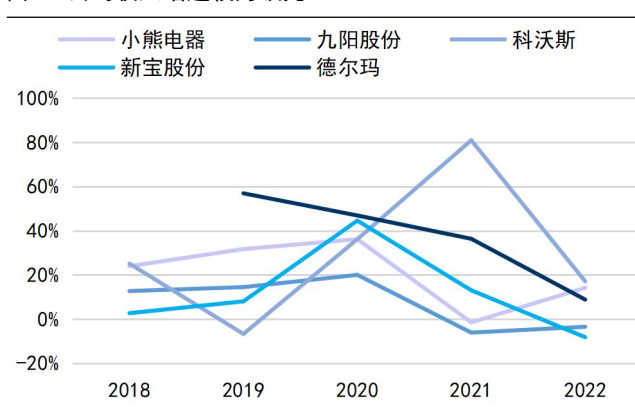
公司收入体量较小, 仍有较大成长空间。2022 年公司收入规模达 33 亿, 但与可比公司 100 亿以上的收入规模相比, 公司体量仍较小, 成长空间充足; 从收入增速来看, 受益于水健康类、个护类及清洁类产品的快速增长, 公司收入增速较为领先。公司在主营的小家电品类中已经建立起一定竞争优势, 后续随着自有品牌发展以及飞利浦授权品类进一步丰富, 有望保持快速增长态势。

图73: 公司收入体量较小, 仍有较大成长空间



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图74: 公司收入增速较为领先



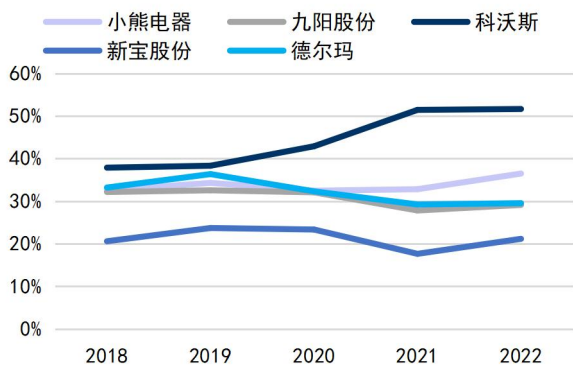
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

公司毛利率受 ODM 业务影响，在行业中处于中等水平。2019 年公司毛利率高于行业可比公司均值，主要是公司经营模式和销售品类与可比公司存在差异，公司销售品类丰富，包括清洁类、水健康及个护类品类等高毛利率品类，此外 ODM 业务占比也较小。2020 年以来综合毛利率在行业中处于中等水平，主要是低毛利率的米家业务占比快速提升，同时科沃斯等可比公司的自有品牌发展较快。

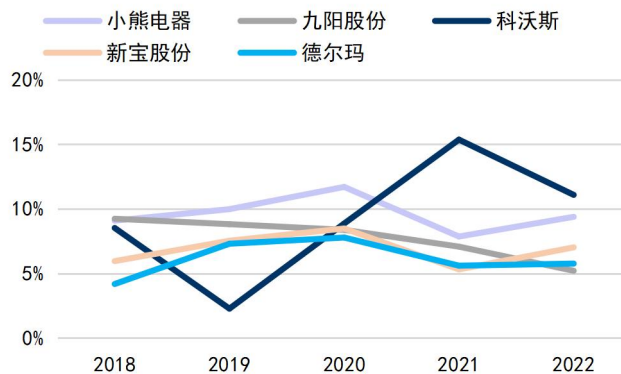
销售投入较大，净利率较可比公司偏低。公司正处于快速成长期，相较可比公司线上直销占比更高，随着公司规模扩大，期间费率扩大主要系促销推广费、平台使用费与佣金等销售费用增长较快，公司销售费率保持在 15% 左右。高销售费用投入下公司净利率在行业中处于偏低水平，后续随着高毛利率的自有品牌业务进一步发展，有望抬升净利率。

图 75：公司毛利率处于行业中等水平



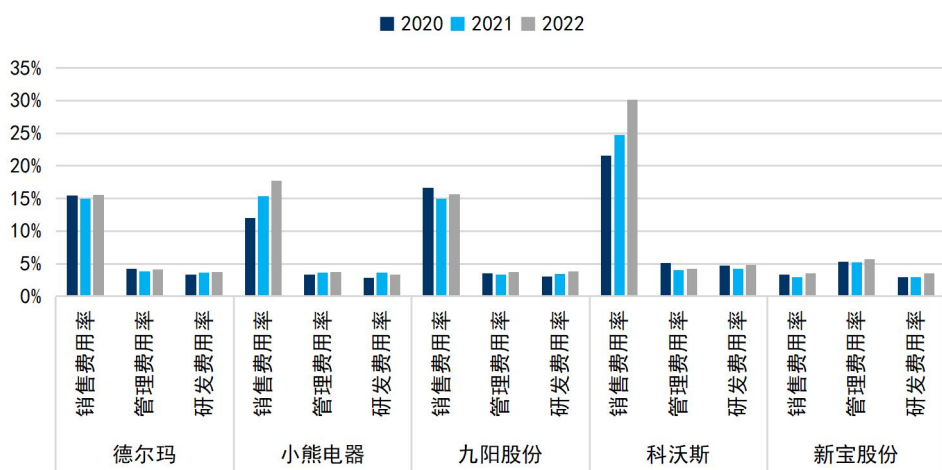
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 76：净利率较可比公司偏低



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

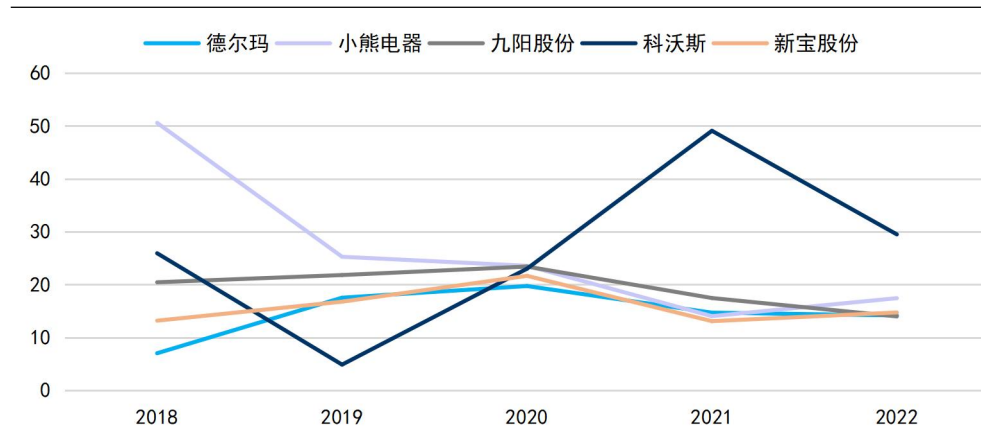
图 77：公司销售费用率保持在 15% 左右



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

公司 ROE 较稳定且保持良好水平。2020-2022 年公司 ROE 分别为 19.7%、14.7%、14.2%，ROE 主要受净利率变动影响，上市融资后大额 IPO 募集资金到位短期将会显著增高公司总资产规模，预计后续 ROE 会有所回落。

图78: 公司 ROE 处于行业偏低水平, 预计上市融资后将有所下降



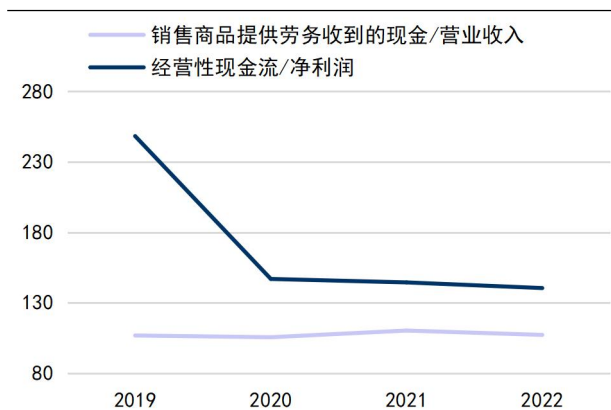
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

现金流量分析

现金流能力较为稳定, 获取现金及回款能力较强。2020-2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比例分别为 105%、110%和 107%, 保持在合理范围内, 表明公司收益质量较高、主营业务收入获取现金的能力较强, 销售回收现金情况良好。2020-2022 年公司经营活动现金流量净额占净利润的比例分别为 149%、143%、144%, 主要原因系公司当期应付票据和应付账款增加较多所致, 公司经营模式不变的情况下预计后续仍能保持高质量的获取现金能力和回款能力。

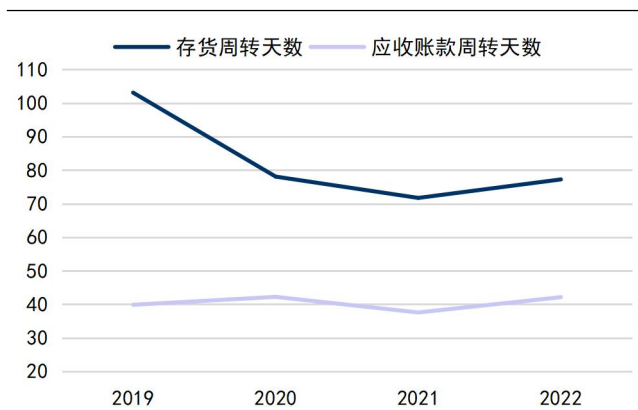
应收账款情况良好, 存货周转天数下滑。2019-2022 年公司应收账款周转天数保持在 40-50 天左右波动, 主要受小米业务的回款周期及结算方式影响; 得益于公司日渐完善的存货管理制度和更精准的排产计划, 2019-2022 年公司存货周转天数呈下滑态势, 2022 年存货周转天数为 73 天。

图79: 现金流能力较为稳定, 获取现金及回款能力较强



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图80: 应收账款情况良好, 存货周转天数下滑



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

家居环境品类：以德尔玛品牌内销为主，假设洗地机行业高增背景下，2000 元以内价格带的行业销量占比持续提升，德尔玛在低价格带的份额保持稳中有增，拉动洗地机收入高于行业增速；吸尘器则在大盘相对维稳的基础上份额温和增长；除螨及其他清洗类保持与行业整体相当约低双位数增长；代工业务保持稳定。预计清洁品类收入 2023-2025 年同比增长至 16%/14%/12%至 12.3/14.0/15.7 亿元。加湿环境和家居厨房品类考虑到若复苏背景下消费者对低价格带产品的消费倾向更强，因此假设两品类德尔玛份额稳步提升，预计 2023-2025 年加湿环境类收入保持约 3%的复合增长，家居厨房品类收入复合增长约 4%。整体家居环境品类增长 12%/12%/10%至 17.3/19.3/21.2 亿元。

考虑到 2023 年原材料价格相对维稳背景下，清洁类产品的毛利率在行业竞争压力下稳中略降，但更高的收入规模带来结构性提升，预计 2023-2025 年家居环境毛利率稳定在约 24%的水平，分别为 23.7%/23.8%/23.9%。

水健康：内销在供应链和线上运营效率提升助力下净水器和净饮机两大品类份额有效提升，预计内销 2023-2025 年收入增速 36%、30%、26%；外销在 2023 年仍面临海外需求压力，但随着渠道布局的成熟，在低基数下 2023-2025 年收入保持双位数增速，滤芯增速预计与净水产品增速相当；热水器则在行业整体相对平稳的基础上份额提升实现约 30%的复合增速。因此水健康整体 2023-2025 年收入增长 26%/25%/23%至 13.3/16.7/20.6 亿元。而在直营占比提升的拉动下，预计 2023-2025 年毛利率稳步提升，分别为 35.2%/35.6%/36.0%。

个人护理：内销行业基数压力有所缓解，考虑到飞利浦产品线完备，叠加线上运营提效，份额有望实现较快提升，带动内销收入 2023-2025 年保持双位数复合增长至 7.5 亿元；外销同样处于低基数起步阶段，考虑到亚太地区对品牌认可度相对较高，假设短期份额平稳提升，则局部按摩器外销增速超 40%。因此个人护理整体 2023-2025 年收入增长 37%/29%/25%至 8.0/10.3/12.9 亿元。随着自有产能上量和直营占比提升，预计 2023-2025 年毛利率稳步提升至 36.3%/37.0%/37.0%。

生活卫浴：考虑到 2022 年地产影响下滑幅度较大，预计 2023 年出现恢复性增长后保持稳健增长，预计 2023-2025 年收入增速 31%/8%/8%，毛利率同样在 2022 年低基数的基础上恢复性增长后稳定在约 25%的水平。

表12: 德尔玛收入拆分及预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
家居环境业务						
收入 (亿元)	12.5	17.5	15.5	17.3	19.3	21.2
增速		41%	-12%	12%	12%	10%
毛利 (亿元)	3.5	4.1	3.6	4.1	4.6	5.1
毛利率	28.0%	23.2%	23.5%	23.7%	23.8%	23.9%
其中: 清洁类						
收入 (亿元)	6.7	10.9	10.6	12.3	14.0	15.7
增速		64%	-3%	16%	14%	12%
毛利 (亿元)	2.0	2.5	2.7	3.1	3.6	4.0
毛利率	30.0%	22.8%	25.8%	25.5%	25.5%	25.5%
加湿及厨房						
收入 (亿元)	5.8	6.6	4.9	5.0	5.3	5.5
增速		14%	-26%	2%	5%	4%
毛利 (亿元)	1.5	1.6	0.9	1.0	1.0	1.1
毛利率	25.7%	23.9%	18.7%	19.3%	19.3%	19.3%
水健康						
收入 (亿元)	7.0	8.4	10.6	13.3	16.7	20.6
增速		20%	26%	26%	25%	23%
毛利 (亿元)	2.8	3.1	3.8	4.7	6.0	7.4
毛利率	40.5%	36.6%	35.6%	35.2%	35.6%	36.0%
其中: 净水类						
收入 (亿元)	5.4	6.3	7.9	9.8	12.3	15.4
增速		17%	25%	24%	26%	25%
毛利 (亿元)	2.2	2.3	2.8	3.5	4.4	5.5
毛利率	40.7%	36.0%	34.9%	35.2%	35.5%	35.8%
热水器等其他						
收入 (亿元)	1.6	2.1	2.7	3.5	4.4	5.2
增速		31%	29%	32%	25%	19%
毛利 (亿元)	0.6	0.8	1.0	1.2	1.6	1.9
毛利率	39.7%	38.3%	37.5%	35.3%	36.0%	36.7%
个人护理类						
收入 (亿元)	0.7	2.2	5.8	8.0	10.3	12.9
增速		197%	167%	37%	29%	25%
毛利 (亿元)	0.3	1.0	2.1	2.9	3.8	4.8
毛利率	41.0%	45.8%	35.8%	36.3%	37.0%	37.0%
生活卫浴及其他						
收入 (亿元)	2.1	2.3	1.2	1.5	1.6	1.7
增速		7%	-47%	25%	7%	8%
毛利 (亿元)	0.6	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4
毛利率	27.3%	31.9%	22.1%	23.7%	23.8%	23.8%
合计						
总营收 (亿元)	22.3	30.4	33.1	40.1	47.9	56.4
增速		36%	9%	21%	20%	18%
毛利 (亿元)	7.2	8.9	9.8	12.0	14.7	17.7
毛利率	32.3%	29.2%	29.5%	30.1%	30.8%	31.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年公司营收为40.1/47.9/56.4亿元, 同比+21%/+20%/+18%, 毛利率为30.1%/30.8%/31.3%。

费用及其他收益假设:

销售费用: 随着全球销售体系的建设及品牌的推广, 和品牌业务占比的提升, 预计公司销售费用率将逐渐提升, 预计2023-2025年分别为15.5%、15.8%和16.0%。

管理费用: 公司的管理费用率基本维持在4%左右, 随着规模的扩张, 后续管理费

用率或保持相对稳定，预计 2023–2025 年管理费用率均为 4.0%。

研发费用：随着公司品牌业务的占比提升及新业务的扩张，后续研发费用投入力度或有所加大，预计 2023–2025 年研发费用率分别为 3.7%、3.8%和 3.8%。

财务费用：随着公司上市完成募资，资金储备将进一步增加，带来利息收入的增长，预计 2023–2025 年财务费用率分别为-0.3%、-0.5%和-0.5%。

未来 3 年业绩预测

表13：未来 3 年盈利预测表

（单位：百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3307	4009	4792	5642
营业成本	2331	2804	3318	3875
销售费用	514	621	757	903
管理费用	258	311	374	440
财务费用	-6	-11	-23	-26
营业利润	205	264	336	419
利润总额	203	262	332	415
归属于母公司净利润	191	240	299	368
EPS	0.52	0.52	0.65	0.80
ROE	13%	8%	9%	11%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023–2025 年收入分别为 40.1/47.9/56.4 亿元；归属母公司净利润 2.4/3.0/3.7 亿元，利润年增速分别为 25.8%/24.6%/23.4%；每股收益 2023–2025 年分别为 0.52/0.65/0.80 元。

盈利预测的敏感性分析

由于公司品类较多，此处我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下，公司业绩的敏感性主要体现在 2023 年的利润增速上，若收入、毛利率整体处于乐观/悲观情况下（收入增速提升/下降 10pct、毛利率提升/下降 0.5pct）净利润增速的波动保持在约 20pct 左右。

表14: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,038	3,307	4,340	5,621	7,181
(+/-%)	36.3%	8.8%	31.2%	29.5%	27.7%
净利润(百万元)	170	191	280	377	502
(+/-%)	-1.9%	12.0%	46.8%	34.6%	33.2%
摊薄 EPS	0.46	0.52	0.61	0.82	1.09
中性预测					
营业收入(百万元)	3,038	3,307	4,009	4,792	5,642
(+/-%)	36.3%	8.8%	21.2%	19.5%	17.7%
净利润(百万元)	170	191	240	299	368
(+/-%)	-1.9%	12.0%	25.8%	24.6%	23.4%
摊薄 EPS(元)	0.46	0.52	0.52	0.65	0.80
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,038	3,307	3,678	4,029	4,341
(+/-%)	36.3%	8.8%	11.2%	9.5%	7.7%
净利润(百万元)	170	191	203	232	264
(+/-%)	-1.9%	12.0%	6.5%	14.4%	13.7%
摊薄 EPS	0.46	0.52	0.44	0.50	0.57
总股本（百万股）	369	369	462	462	462

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：以 FCFF 方法得到合理股价估值为 14.83–18.03 元/股

未来 5 年估值假设条件见下表：

表15: 公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	46.9%	36.3%	8.8%	21.24%	19.54%	17.74%	14.00%	12.00%
营业成本/营业收入	67.7%	70.8%	70.5%	69.94%	69.23%	68.68%	68.68%	68.68%
管理费用/营业收入	6.8%	6.9%	7.2%	7.75%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%
销售费用/销售收入	15.4%	14.9%	15.5%	15.50%	15.80%	16.00%	16.00%	16.00%
营业税及附加/营业收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.46%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税税率	7.2%	12.3%	8.4%	9.30%	10.01%	11.00%	12.00%	13.00%
股利分配比率	0.6%	0.0%	1.1%	20.00%	20.00%	30.00%	40.00%	40.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表16: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.15%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.97
公司股价（元）	14.67	Ke	9.26%
发行在外股数（百万）	462	E/(D+E)	98.09%
股票市值(E, 百万元)	6771	D/(D+E)	1.91%

债务总额(D, 百万元)	132	WACC	9.17%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所假设

表17: 德尔玛 FCFE 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	254.3	321.9	398.6	454.4	509.0
所得税税率	9.30%	10.01%	11.00%	12.00%	13.00%
EBIT*(1-所得税税率)	230.7	289.6	354.8	399.9	442.8
折旧与摊销	52.8	72.2	82.2	90.7	98.7
营运资金的净变动	101.2	15.4	77.2	63.5	48.3
资本性投资	(230.0)	(150.0)	(120.0)	(110.0)	(123.2)
FCFF	154.7	227.3	394.1	444.1	466.5
PV(FCFF)	141.7	190.7	302.9	312.6	300.9
核心企业价值	6,063.9				
减: 净债务	(1,421.2)				
股票价值	7,485.1				
每股价值	16.22				

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC 变化				
		8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%
永续 增长 率变 化	3.0%	20.53	18.89	17.52	16.35	15.35
	2.5%	19.47	18.03	16.82	15.77	14.86
	2.0%	18.58	17.31	16.22	15.27	14.44
	1.5%	17.82	16.68	15.69	14.83	14.07
	1.0%	17.17	16.14	15.24	14.44	13.74

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 采用 PE 和 PEG 综合考虑目标估值为 13-17 元/股

选取小家电作为可比公司, 其中新宝股份、苏泊尔、九阳股份存在部分外销代工业务, 因此 PE 估值给予自有品牌占比相对更高的小熊电器、北鼎股份, 同时考虑到公司具备相对更高的预期高利润增速, 因此结合可比公司估值以及 PEG=1 给予公司 2023 年 PE 估值 25-32 倍, 对应市值为 60.0-76.8 亿元, 对应股价区间为 12.99-16.63 元/股。

表19：同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）		PE	
				2023E	2024E	2023E	2024E
002959.SZ	小熊电器	83.00	129	5.1	6.0	25	22
300824.SZ	北鼎股份	10.46	34	1.0	1.2	35	28
603486.SH	科沃斯	70.96	406	19.3	22.8	21	18
002705.SZ	新宝股份	16.91	140	10.5	12.0	13	12
603355.SH	莱克电气	24.66	142	10.4	11.8	14	12
002032.SZ	苏泊尔	52.35	422	22.8	25.3	19	17
002242.SZ	九阳股份	15.78	121	7.3	8.4	17	14
301332.SZ	德尔玛	14.67	68	2.1	2.5	33	27

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

注：莱克电气、北鼎股份取 wind 一致预期

投资建议

预计公司 2023–2025 年收入为 40.1/47.9/56.4 亿元，同比+21.2%/+19.5%/+17.7%；归属母公司净利润 2.4/3.0/3.7 亿元，同比+25.8%/+24.6%/+23.4%，对应 EPS 分别为 0.52/0.65/0.80 元。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理估值区间为 14.83–16.63 元，市值区间为 68–77 亿元，对应 2023 年 PE 为 29–32 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 72-84 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的小家电企业，选取了可比公司 2023 年加权 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司更高的成长性，对标内销占比更高的同业企业，最终给予公司 2023 年 25-32 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 21%/20%/18%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 30.1%/30.8%/31.3%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司募投产能主要于 2024 年贡献增量，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

商标授权业务持续运营的潜在风险：2018 年，公司收购飞利浦水健康业务，皇家飞利浦作为许可方向公司方授予独占性的、不可分割的、不可转让的、无分许可权的在许可期限内，在特定地域内使用商标的许可，许可期限分为初始期限和延长期限。在许可期限内，公司若出现停止正常营业、无力偿债导致破产、损害许可方声誉等特定情形，且未按要求补救的，则商标许可存在被皇家飞利浦收回的风险；此外，若公司于初始期限内最后 3 个自然年度未达到协议约定的许可费缴纳水平、或于初始期限内未在重大方面遵守商标许可协议的条款，则该商标许可存在无法续约的风险。

2018 年，公司控股子公司华聚卫浴与华帝股份达成品牌授权合作，签署商标授权许可合同，华聚卫浴被授权以普通非独占的方式在中国（不包括中国香港、中国澳门、中国台湾）特定商品上使用华帝股份的特定商标。该等许可

的许可期限为一年，每年度授权到期前，被许可方向许可方提交续约申请，许可方同意延续则双方另签合同，不同意延续则期限届满自动终止。现行许可的许可期限为 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。若被许可方在合同有效期内，出现合同约定的严重亏损、违法使用、逾期 3 个月未缴纳款项、生产产品不符合标准或许可方不愿意延续等情形，则商标许可可能被终止。

2020-2022 年公司飞利浦品牌产品销售收入为 69,701.36 万元、98,102.63 万元和 161,794.14 万元，占公司主营业务收入比例分别为 31.35%、32.34%和 49.03%；报告期内，公司华帝品牌产品收入分别为 17,980.41 万元、19,945.42 万元和 10,322.63 万元，占公司主营业务收入比例分别为 8.09%、6.58%和 3.13%。被许可使用商标为公司的重要资源要素，且该资源要素因使用方式为特定期限内的许可使用，如公司在授权期限内出现商标许可被收回，商标授权期限届满或初始期限届满而出现任何阻碍商标续期或自动续展，或许可方未尽到商标维护义务而影响公司合法使用商标的情形，则将会对公司相关业务的业绩造成不利影响。

米家 ODM 业务规模和占比提高的风险：公司与小米合作开展米家 ODM 业务，由公司负责产品开发、物料采购及成品生产，并以协议价格销售给小米，由小米负责渠道销售。2020-2022 年公司通过米家 ODM 业务实现的销售收入快速增长，收入金额分别为 27,113.33 万元、64,394.59 万元和 60,773.31 万元，占当期主营业务收入比例分别为 12.19%、21.23%和 18.42%。此外，由于米家品牌产品定位于性价比，且主要采用利润分成模式，米家 ODM 业务毛利率低于公司自有/授权品牌产品毛利率，2020 年度、2021 年度和 2022 年度，米家 ODM 业务毛利率分别为 16.49%、10.63%和 11.17%。如果未来公司米家 ODM 业务收入规模和占主营业务收入比例进一步提高，或者米家 ODM 业务毛利率进一步下降，将可能拉低公司整体毛利率，从而对公司的经营业绩产生一定程度的不利影响。

产品价格下行及毛利率下降的风险：公司主要产品由于生产制造壁垒相对较低，行业整体发展较为成熟，随着行业竞争加剧，价格竞争或导致公司终端产品价格下降，进而影响毛利率。另外，受原材料价格及人工成本上涨等因素的影响，未来公司产品毛利率存在进一步下降的风险。

新品类扩张不及预期风险：公司目前在个护按摩、水家电、洗地机等新兴领域仍处于品类和产品的扩张期，若公司研发和产能爬坡进度不及预期，则存在扩品类和提份额不及预期的风险，进而导致公司收入增速不及预期。

海外渠道扩张不及预期风险：公司产品外销目前基数较低，但渠道扩张过程中存在海外传统零售渠道壁垒较高、产品试销周期较长的挑战，若公司的产品和渠道合作进度不及预期，则会导致海外扩张受阻，进而影响未来外销售增速。

境外经营的风险：公司在海外面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，同时若贸易摩擦进一步加剧，境外客户可能会减少订单、要求公司降价或者承担相应关税，进而对公司的经营业绩形成不利影响。从而对公司业绩造成不利影响。

市场竞争加剧风险：近年来，随着居民收入水平不断提高、家电行业渠道变革、创新产品的不断推出，行业中涌现出一批以少数爆品为核心的家电公司；同时，行业内家电巨头亦不断切入小家电领域，市场竞争进一步加剧。尽管

公司自成立以来呈现良好发展态势，但市场竞争加剧对公司是否能保持过往增长速度带来不确定性。报告期内，公司积极挖掘消费者需求，不断开发创新产品，老款产品降价对发行人整体毛利率影响较小，但受到激烈的市场竞争影响，小家电产品的技术不断迭代，老款产品存在一定降价风险。如果公司不能持续保持以消费者为中心，紧跟消费趋势进行研发、设计和生产，将可能面临市场份额和盈利能力下滑的风险。

财务风险

应收账款风险：公司应收账款及票据账面余额为 5.4 亿元，占总资产的比例为 18%，尽管下游客户主要为国内外大型零售商、品牌商和品牌商，但如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

商誉减值风险：公司 2018 年收购飞利浦水家电等业务产生较多商誉，目前为 1.85 亿元，若飞利浦业务出现经营波动则存在一定减值风险。

存货跌价风险：公司存货账面价值为 4.98 亿元，若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

技术风险

关键技术人才流失风险：尽管公司目前已经形成了相对体系化的研发机制，但由于飞利浦品牌的研发仍依赖原研发运营团队的人员，因此随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

政策风险

公司水家电、局部按摩器等产品目前正处于外销拓展的阶段，未来由于贸易摩擦、中国出口退税政策可能发生改变，进而导致公司经营存在不确定的风险。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。发行后公司实际控制人及一致行动人合计控制公司 43%的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	686	789	2270	2460	2766	营业收入	3038	3307	4009	4792	5642
应收款项	373	539	589	691	854	营业成本	2151	2331	2804	3318	3875
存货净额	502	498	644	751	867	营业税金及附加	11	15	19	22	26
其他流动资产	100	145	148	181	223	销售费用	454	514	621	757	903
流动资产合计	1661	1971	3651	4084	4710	管理费用	227	258	311	374	440
固定资产	240	515	688	764	805	财务费用	3	(6)	(12)	(24)	(27)
无形资产及其他	326	309	297	284	272	投资收益	4	1	2	2	2
投资性房地产	257	272	272	272	272	资产减值及公允价值变动	(17)	(9)	(4)	(10)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	21	18	0	0	0
资产总计	2485	3068	4908	5405	6059	营业利润	199	205	264	337	420
短期借款及交易性金融负债	12	13	8	11	11	营业外净收支	(3)	(2)	(2)	(4)	(4)
应付款项	934	1229	1381	1614	1949	利润总额	196	203	262	333	416
其他流动负债	228	208	339	355	414	所得税费用	24	17	24	33	46
流动负债合计	1173	1450	1728	1980	2374	少数股东损益	2	(5)	(2)	1	1
长期借款及应付债券	0	124	124	124	124	归属于母公司净利润	170	191	240	299	369
其他长期负债	49	40	45	50	51	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	49	163	168	174	174		2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1222	1613	1896	2153	2548	净利润	170	191	240	299	369
少数股东权益	16	10	8	9	9	资产减值准备	(6)	(7)	13	3	2
股东权益	1247	1445	3004	3243	3501	折旧摊销	68	81	53	72	82
负债和股东权益总计	2485	3068	4908	5405	6059	公允价值变动损失	17	9	4	10	8
关键财务与估值指标						财务费用	3	(6)	(12)	(24)	(27)
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(56)	37	101	15	77
每股收益	0.46	0.52	0.52	0.65	0.80	其它	8	3	(15)	(3)	(2)
每股红利	0.00	0.01	0.10	0.13	0.24	经营活动现金流	201	314	396	397	537
每股净资产	3.38	3.91	6.51	7.03	7.59	资本开支	(72)	(320)	(230)	(150)	(120)
ROIC	16%	13%	15%	18%	22%	其它投资现金流	10	0	0	0	0
ROE	13.6%	13.2%	8.0%	9.2%	10.5%	投资活动现金流	(62)	(320)	(230)	(150)	(120)
毛利率	29%	29%	30.1%	30.8%	31.3%	权益性融资	(3)	0	1367	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	(0)	124	0	0	0
EBITDA Margin	8.6%	8.2%	7.7%	8.2%	8.5%	支付股利、利息	(0)	(2)	(48)	(60)	(111)
收入增长	36%	9%	21%	20%	18%	其它融资现金流	(124)	(134)	(5)	3	(0)
净利润增长率	-2%	12%	26%	25%	23%	融资活动现金流	(127)	109	1314	(57)	(111)
资产负债率	50%	53%	39%	40%	42%	现金净变动	12	103	1481	190	306
息率	0.0%	0.0%	0.9%	1.1%	2.0%	货币资金的期初余额	674	686	789	2270	2460
P/E	31.9	28.4	28.2	22.6	18.3	货币资金的期末余额	686	789	2270	2460	2766
P/B	4.3	3.7	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	111	(28)	155	227	394
EV/EBITDA	25.3	26.0	28.2	22.6	19.4	权益自由现金流	(13)	(39)	161	251	418

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032