

增持（首次）

立足于电商优势，自主&授权品牌齐发展

德尔玛（301332）深度报告

2023年7月31日

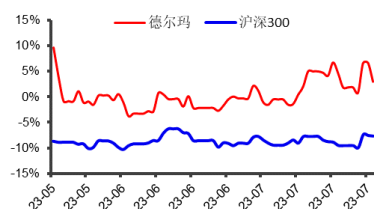
投资要点：

分析师：谭欣欣
SAC 执业证书编号：
S0340523030001
电话：0769-22119410
邮箱：
tanxinxin@dgzq.com.cn

主要数据 2023年7月28日

收盘价(元)	15.74
总市值(亿元)	72.65
总股本(亿股)	4.62
流通股本(亿股)	0.85
ROE(TTM)	13.17%
上市以来最高价(元)	15.74
上市以来最低价(元)	13.51

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **德尔玛系创新家电品牌企业。**公司旗下拥有德尔玛、飞利浦、薇新、华帝等自主品牌及授权品牌，产品覆盖家居环境、水健康、个护健康和生活卫浴领域。公司以需求为导向，以创新为根基，通过多品牌、多品类、全球化的发展战略，打造符合新消费需求的创新家电产品。公司积累了多项核心技术，在主营的多个小家电品类中，公司地位位居市场前列。
- **德尔玛的营收利润整体保持快速增长。**2018-2022年，公司的营业总收入从9.67亿元增长至33.07亿元，期间CAGR为36.00%；同期，公司的归母净利润从0.40亿元增加至1.91亿元，期间CAGR为47.34%。得益于公司品牌和产品矩阵的不断完善，产品开发的连续创新，产品研发的持续深入，叠加互联网销售模式的加持，公司营收保持良好增长。
- **德尔玛把握电商新业态，抖音收入高增。**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，近年线上收入占比稳定在50%以上。近年，公司的电商基因与内容电商的飞跃发展发生碰撞，抖音业务快速增长，2020-2022年抖音收入CAGR高达395.56%。
- **飞利浦品牌收入快速增长，净水器市场份额领先。**公司与皇家飞利浦深入合作超过4年，目前已获得包括净水器、热水器、智能卫浴、移动按摩、健身器材等产品在内的飞利浦品牌独家授权。2020-2022年，飞利浦品牌收入CAGR为52.36%，2022年营收占比达48.93%。从品类来看，2019年，飞利浦净水器在国内线上线下市占率分别为13%和17%，均排名第二。
- **德尔玛品牌聚焦性价比，洗地机前景良好。**近年来，受到宏观经济环境、新冠疫情等因素影响，公司自有品牌德尔玛的收入增速放缓。德尔玛品牌主打极致性价比，无线吸尘器、洗地机等产品较受欢迎。目前，洗地机行业维持高景气，2023年H1国内洗地机销额同比增长31%，其中低价格带产品占比快速增长。随着经济复苏和行业发展，主打性价比和创新的德尔玛洗地机有望进一步抢占市场份额。
- **投资策略：**预计公司2022-2023年每股收益分别为0.56元和0.70元，对应估值分别为28倍和23倍。德尔玛是创新家电品牌企业，坚持多品牌、多产品、全球化的战略布局。一方面，公司与飞利浦保持长期稳定的良好合作关系，借助飞利浦品牌优势推动水健康类和个护类业务规模快速扩张；另一方面，公司凭借自身丰富的电商代运营经验、自主品牌的创新研发实力以及产品的性价比优势，保持家居环境类业务的稳步发展。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、国际贸易环境变化风险、创新风险、商标授权业务持续运营的潜在风险、直播带货模式风险等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 以创新为本，发展多元化战略	4
1.1 德尔玛系创新家电品牌企业	4
1.2 营收利润整体保持快速增长	5
1.3 产品矩阵丰富，多元化战略坚定	7
1.4 股权激励彰显信心，推动公司持续发展	11
2. 小家电行业概况	12
2.1 全球小家电市场稳步发展	12
2.2 中国小家电市场增速优于全球	14
3. 乘互联网之风，自有品牌+授权品牌齐头并进	16
3.1 把握电商新业态，线上线下共发展	16
3.2 收购飞利浦多个业务线，业务收入快速增长	18
3.3 德尔玛聚焦性价比，家居环境赛道高成长	20
4. 投资策略	23
5. 风险提示	24

插图目录

图 1：德尔玛发展历程	5
图 2：公司营业总收入及变化情况	5
图 3：公司归母净利润及变化情况	5
图 4：公司业务收入分布（分地区）	6
图 5：公司国内业务收入分布	6
图 6：公司销售毛利率和销售净利率	7
图 7：公司期间费用率情况	7
图 8：公司各业务情况（分产品，亿元）	9
图 9：公司核心产品为家居环境类和水健康类产品	9
图 10：公司家居环境类产品收入情况（分产品，亿元）	9
图 11：吸尘清洁类产品收入占比快速增长	9
图 12：公司水健康类产品收入情况（分产品，亿元）	9
图 13：净水产品在水健康产品中占比超七成	9
图 14：公司各产品毛利率情况	10
图 15：公司家居环境类产品毛利率情况	10
图 16：公司水健康类产品毛利率情况	10
图 17：德尔玛股权结构（截至 2023 年 7 月 19 日）	11
图 18：全球小家电市场（不含净水类）规模	12
图 19：全球净水类家电行业市场规模	12
图 20：2019 年全球家电出口额占比	13
图 21：2019 年全球小家电出口额 TOP 6 的国家	13
图 22：2021 年前十大小家电消费国	13
图 23：中国小家电市场（不含净水类）零售规模及增速	14
图 24：中国净水类家电市场规模及增速	14
图 25：中国小家电市场（不含净水类）电商渠道零售量规模及比例	15

图 26：中国小家电各细分品类市场规模及其预测值（亿元）	16
图 27：德尔玛销售模式	16
图 28：公司线上收入占比过半	17
图 29：公司业务境内外线上线下载分布情况	17
图 30：公司线上直销收入分布情况	17
图 31：公司抖音渠道收入高速增长（万元）	17
图 32：公司飞利浦品牌收入快速增长	18
图 33：公司各品牌收入占比情况	18
图 34：2023 年 H1 净水设备市场规模分布（按销额）	18
图 35：2023 年 H1 净水设备市场规模分布（按销量）	18
图 36：2019 年中国净水器行业线上竞争格局	19
图 37：2019 年中国净水器行业线下竞争格局	19
图 38：德尔玛品牌收入情况	20
图 39：国内洗地机市场销售快速增长	21
图 40：国内洗地机线上竞争格局	21
图 41：线上洗地机各价格段销额占比	21
图 42：德尔玛洗地机产品展示	22

表格目录

表 1：德尔玛公司主要品牌情况	4
表 2：德尔玛公司主要产品情况	7
表 3：飞利浦品牌线上平台销售排名情况	19
表 4：德尔玛品牌线上平台销售排名情况	20
表 5：公司盈利预测简表（2023/7/28）	23

1. 以创新为本，发展多元化战略

1.1 德尔玛系创新家电品牌企业

德尔玛系创新家电品牌企业。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，覆盖家居环境类、水健康类、个护健康类以及生活卫浴类产品。公司以需求为导向，以创新为根基，通过多品牌、多品类、全球化的发展战略，打造符合新消费需求的创新家电产品。公司积累形成了多项核心技术，取得了多项科技创新成果，并获评专精特新“小巨人”企业、高新技术企业等称号。在主营的多个小家电品类中，公司位居市场前列。

公司品牌矩阵成熟，以“德尔玛”和“飞利浦”为核心。品牌多元化战略下，公司旗下拥有自有品牌“德尔玛”和“薇新”，以及授权品牌“飞利浦”和“华帝”等，通过不同品牌覆盖不同品类产品，把握不同消费场景。其中，“德尔玛”品牌主要覆盖家居环境类产品，“飞利浦”品牌主要覆盖水健康类及个护健康类产品，“薇新”品牌主要覆盖个护健康类产品，此外，生活卫浴类产品主要通过“华帝”品牌授权开展。

表 1：德尔玛公司主要品牌情况

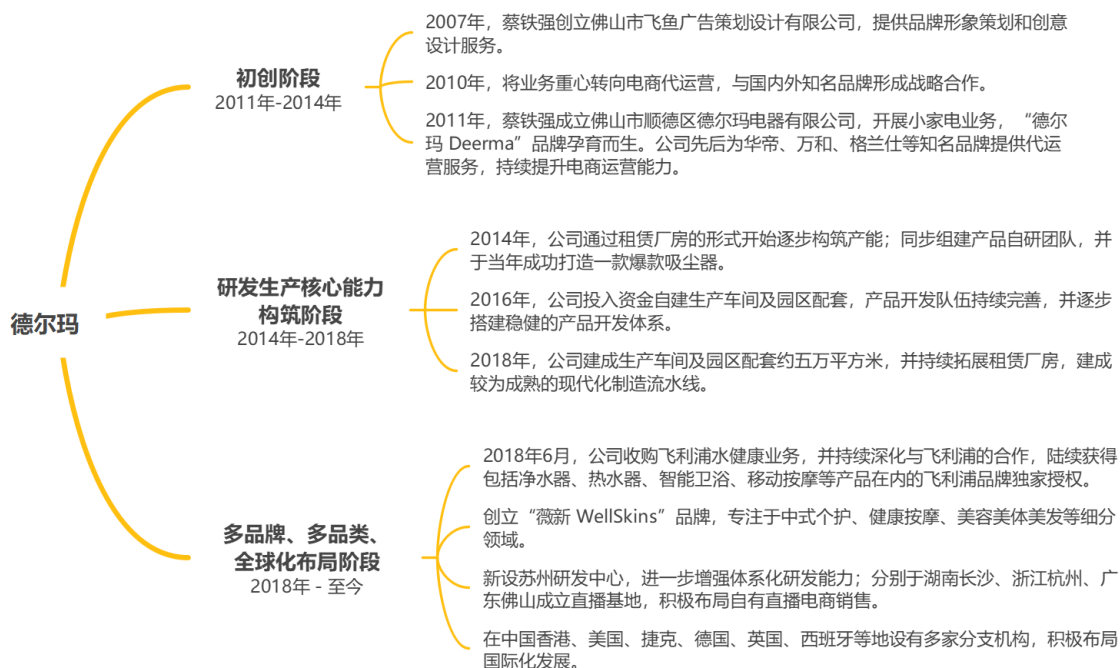
品牌	类型	品牌定位及介绍	主要产品品类
德尔玛	自有品牌	小家电品牌，以“设计、品质和性价比”为品牌理念，持续为用户提供一系列优质生活小家电，致力于通过产品改善生活细节，从细微处着手，满足消费者提升生活品质的美好愿望。 其中，Deerma Pro 高端产品系列甄选具备新奇特、新潜力、新功能的产品品类进行开发，结合现代潮流设计及色彩元素，进一步满足消费者对美好生活品质的向往。	家居环境类
飞利浦	授权品牌	水健康及个护健康品牌，秉承“创新为你”的品牌理念，致力于提供全屋净饮水健康解决方案、热水健康解决方案、智能卫浴健康解决方案等一站式水健康服务，以及围绕健康、个人护理等元素向消费者提供便携按摩产品，用有意义的创新改善人们的生活。	水健康类及个护健康类
薇新	自有品牌	个人护理品牌，以“传统护理方式的科技化升级”为品牌理念，坚持用创新安全的技术，改善和升级传统护理方式，专注于中式个护、健康按摩、美容美体美发等细分领域，为更多女性提供创新、潮酷、便捷、安全、高效的个护产品。	个护健康类
华帝	授权品牌	生活卫浴品牌，以“智慧+时尚家”为产品理念，为用户提供厨卫场景下的生活卫浴类产品，持续为用户创造智慧、时尚、美好的生活体验。	生活卫浴类

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

德尔玛的发展历程。公司实际控制人蔡铁强先生拥有丰富的电商代运营经验，于 2011 年创立自主品牌“德尔玛”，主营小家电业务，小家电供应链管理能力和逐步增强。2014 年开始，公司开始自建产能，产品开发体系持续完善，为研产销一体化发展奠定了基础。2018 年，公司创立“薇新”品牌，同年，公司开启了收购发展之路。2018 年至今，公司收购了飞利浦公司的水健康业务，与皇家飞利浦开展商标许可合作，水健康和个护健

康类产品持续丰富。2023 年，公司全资子公司上海水护盾，获得飞利浦授权，可在大中华区使用 PHILIPS 商标开展健身器材相关产品的业务。公司通过原有研发体系与飞利浦研发体系的交互学习，持续提升自身研发能力，保持系统化的同时实现敏捷化，促进产品快速迭代。此外，公司借助飞利浦的全球品牌优势，积极开展业务全球化，开拓境外线下经销以及跨境电商等渠道，同时助力自主品牌出海。目前，公司产品已销往中国香港、巴西、韩国、俄罗斯、乌克兰、印尼、日本、泰国等地。

图 1：德尔玛发展历程



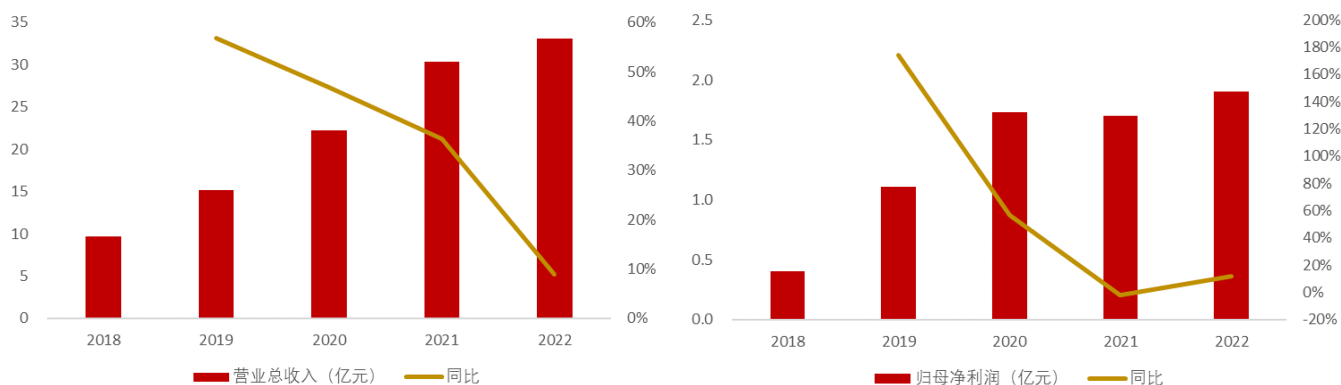
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.2 营收利润整体保持快速增长

近年，德尔玛的营收利润整体保持快速增长。根据 iFind，2018-2022 年，公司的营业总收入从 9.67 亿元增长至 33.07 亿元，期间 CAGR 为 36.00%；同期，公司的归母净利润从 0.40 亿元增加至 1.91 亿元，期间 CAGR 为 47.34%。得益于公司品牌和产品矩阵的不断完善，产品开发的连续创新，产品研究的持续深入，叠加互联网销售模式的加持，公司营收保持良好增长。其中，公司 2019 年业绩增速亮眼，主要系因为 2018 年公司收购飞利浦水健康业务后，公司产品品类持续扩张，紧握高效供应链优势，收入规模明显扩大。

图 2：公司营业总收入及变化情况

图 3：公司归母净利润及变化情况



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

中国大陆是目前主要销售贡献地区，国外业务占比近年有所提升。根据 Wind，2018-2022 年，公司在中国大陆的收入从 8.66 亿元增加至 28.50 亿元，年均复合增速接近 35%，营收占比稳定保持在八成以上。海外业务方面，随着皇家飞利浦的授权业务范围拓宽，产品品类持续丰富，借助飞利浦的品牌和产品优势，公司积极开拓境外销售渠道，实现境外销售额快速增长。根据 Wind，2018-2022 年，公司海外业务收入从 0.98 亿元增长至 4.50 亿元，期间复合增速达 46.40%。2022 年，公司海外业务营收占比为 13.63%，较 2018 年提升 3.50 个百分点。

图 4：公司业务收入分布（分地区）

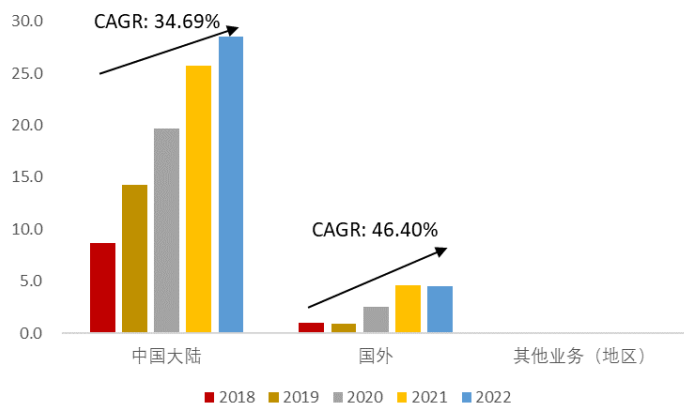
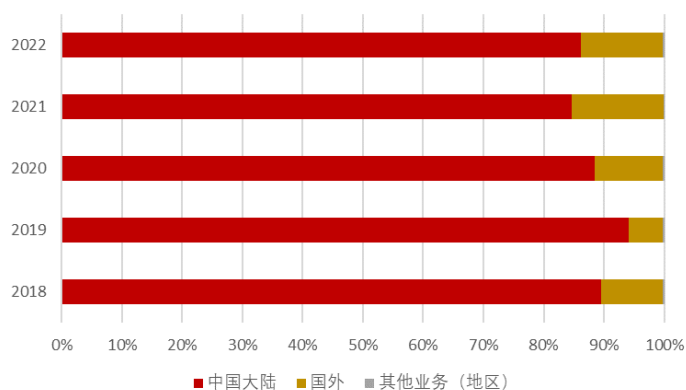


图 5：公司国内业务收入分布

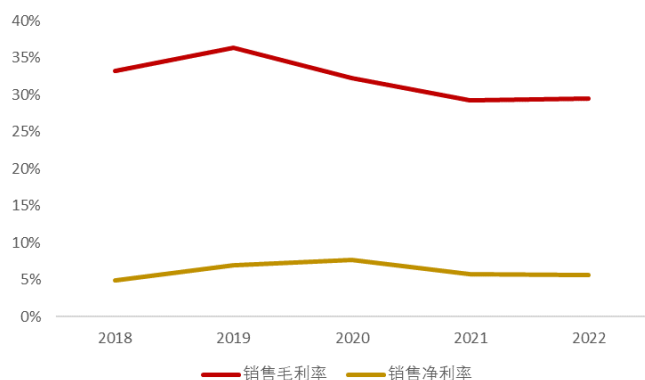


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

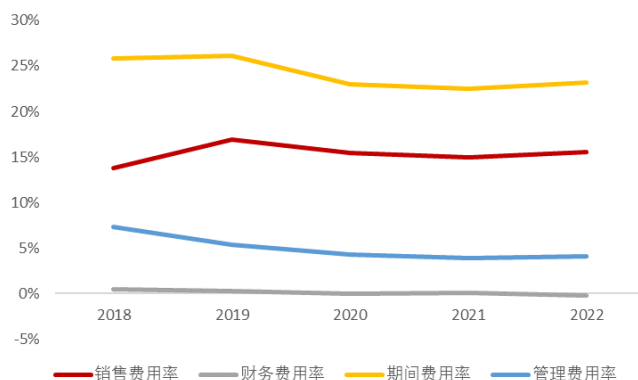
公司盈利能力相对稳定。近几年，公司销售毛利率有所下降，2022 年销售毛利率为 29.50%，同比回升 0.30 个百分点。2020-2021 年，公司主营业务毛利率下降，主要原因包括：①用工成本、原材料采购成本整体有所提高，单位成本上升；②米家 ODM 产品收入占比提高，米家 ODM 产品毛利率较低，对公司整体毛利率有一定拖累。净利率方面，2018-2022 年，公司销售净利率从 4.89%提升至 5.62%，整体来看盈利能力相对稳定，主要得益于期间费用率的控制妥当。从费用率来看，2018-2022 年，公司期间费用率从 25.84%下降至 23.14%；其中，管理费用率优化明显，同期优化了 3.18 个百分点。

图 6：公司销售毛利率和销售净利率



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 7：公司期间费用率情况



资料来源：iFind，东莞证券研究所

1.3 产品矩阵丰富，多元化战略坚定

随着品牌多元化加深，德尔玛的产品矩阵持续丰富。公司围绕“德尔玛”、“飞利浦”、“薇新”等品牌，以无线化、小型便携化、多功能组合化、智能物联和健康生活为产品开发理念，不断丰富产品品类。目前，公司主要产品覆盖家居环境、水健康、个护健康和卫生卫浴领域。德尔玛品牌专注吸尘清洁类、加湿环境类、家居厨房类等家居环境类产品，包括吸尘器、拖地机、蒸汽清洁机、加湿器等。水健康类产品主要来自于授权品牌“飞利浦”，包括净饮机、管线机、气泡机、饮水机、厨下净水器、智能马桶、燃热和电热等。个护健康领域，公司主要通过“飞利浦”和“薇新”品牌实现销售，包括眼部、颈部、肩部、膝盖和足部按摩器，以及筋膜枪等产品。此外，生活卫浴类产品主要通过“华帝”品牌授权开展，例如手工水槽、厨房龙头和花洒套装等产品。

表 2：德尔玛公司主要产品情况

家居环境类				
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
				
热蒸馏加湿器	布艺清洁机	挂烫机	毛球修剪器	无线料理机
				
水健康类				

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	
				
个护健康类				
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		
				
生活卫浴类				
手工水槽	厨房龙头	花洒套装		
				

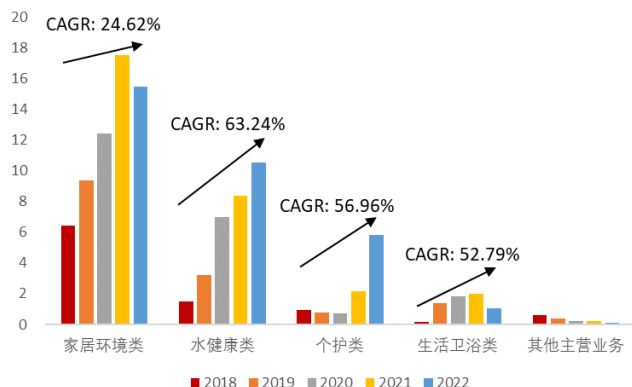
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

分产品看，家居环境类和水健康类为德尔玛的核心产品。根据 Wind，2018-2022 年，公司家居环境类产品收入从 6.42 亿元增长至 15.48 亿元，营收占比从 66.38% 下降至 46.80%，但仍保持着公司第一大核心品类的地位；同期，公司水健康类产品从 1.49 亿元增长至 10.56 亿元，营收占比从 15.38% 大幅增加至 31.92%，成为公司第二大核心品类。此外，个护类产品收入在近年亦快速增长，2022 年营收占比提升至 17.64%，而生活卫浴类产品的营收占比相对较小。

家居环境类和水健康类产品增速放缓，个护类产品在近两年崭露头角。根据 Wind，2018-2021 年，公司家居环境类产品收入保持着近 40% 的年均复合增速增长，2022 年受宏观经济环境偏弱、清洁电器行业竞争加剧等因素影响，家居环境类产品收入同比下滑。公司收购飞利浦水健康业务后，2019-2020 年得到快速发展，水健康产品收入年均复合增速超过 100%；2021-2022 年受到疫情等因素限制，同比增速下降至 20%-26% 之间。个护类业务在近两年则表现亮眼，2021 年公司拿到了“飞利浦”个护品类授权，得益于飞利浦品牌的高中低端全面覆盖的产品线，公司 2021-2022 年个护类产品收入的复合增速

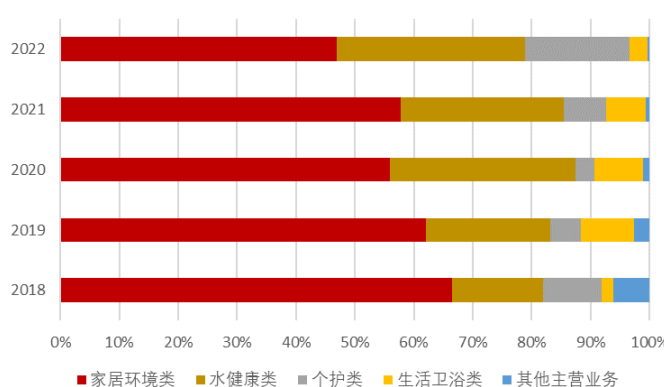
高达 181.6%。

图 8：公司各业务情况（分产品，亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

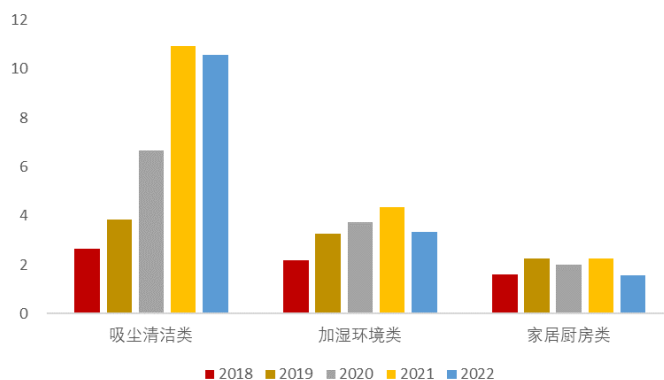
图 9：公司核心产品为家居环境类和水健康类产品



资料来源：Wind，东莞证券研究所

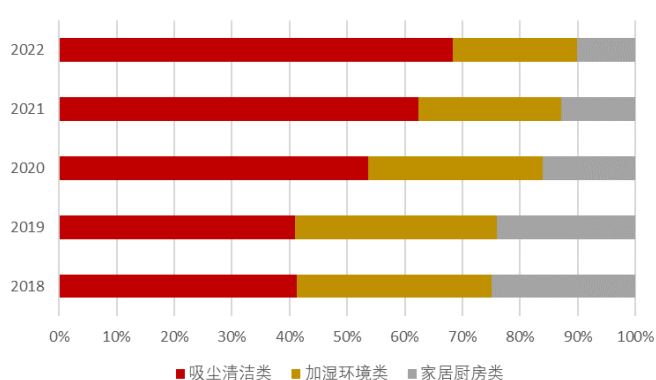
家居环境领域，以吸尘清洁类产品为主。根据 Wind，2022 年，公司吸尘清洁类产品收入 10.57 亿元，在家居环境类产品中占比 68.32%，较 2018 年提升 27.02 个百分点。从增速来看，2018-2022 年，吸尘清洁类、加湿环境类、家居厨房类的产品收入年均复合增速分别为 41.33%、11.43%和-0.60%。显而易见，吸尘清洁类产品的市场接受度更高，近年市场需求旺盛，公司产品主打性价比，销售规模快速扩张。

图 10：公司家居环境类产品收入情况（分产品，亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 11：吸尘清洁类产品收入占比快速增长

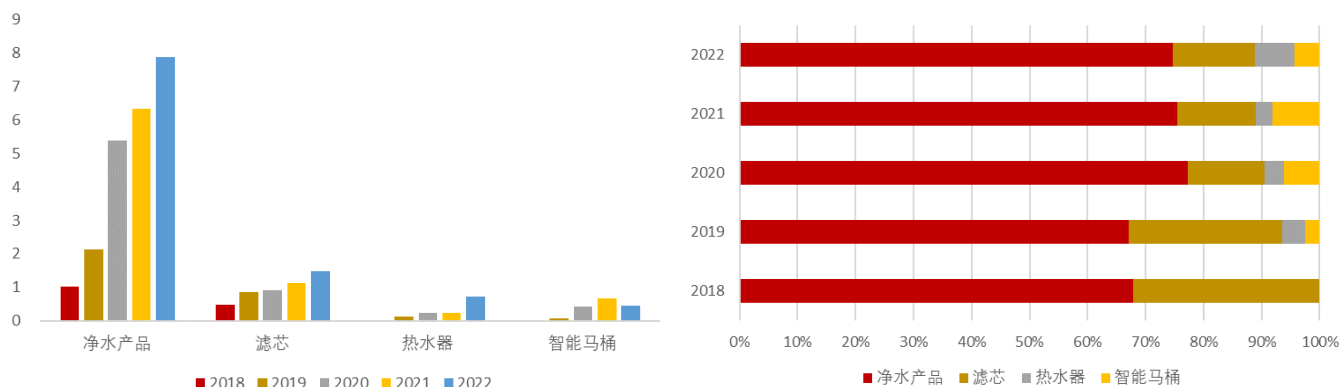


资料来源：Wind，东莞证券研究所

水健康领域中，净水产品占比已超七成。公司水健康类产品，包括净水产品、滤芯、热水器和智能马桶四大细分品类。根据 Wind，2018-2022 年，公司净水产品收入持续增长至 7.89 亿元，在水健康领域中的收入占比从 67.89%提升至 74.72%。同期，滤芯产品收入占比从 32.11%下降至 14.16%，热水器和智能马桶的收入占比从 0%分别提升至 6.83%和 4.29%。

图 12：公司水健康类产品收入情况（分产品，亿元）

图 13：净水产品在水健康产品中占比超七成

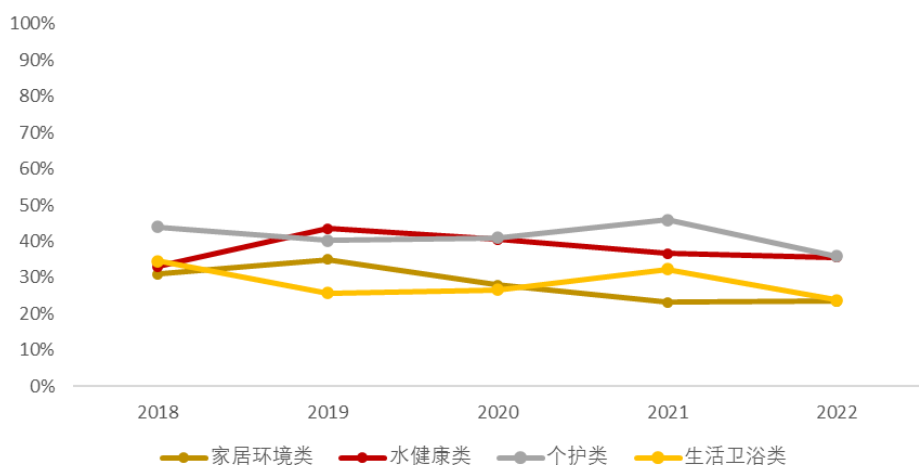


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

受细分品类结构差异影响，公司各类产品毛利率有所波动。根据 Wind，2022 年，公司家居环境类、水健康类、个护类和生活卫浴类产品的毛利率分别为 23.53%、35.58%、35.85% 和 23.82%，其中水健康类产品毛利率较 2018 年有所提升，其他品类毛利率较 2018 年有所下降。家居环境类产品中，德尔玛品牌毛利率较为稳定，近年维持在 31% 左右，但由于近年来毛利率较低的米家 ODM 业务占比提升，同时 2020 年执行新收入准则，导致家居环境类产品毛利率有所下降。2018-2022 年，由于细分领域产品结构、销售渠道、下游行业景气度等因素的变化，水健康类产品毛利率在 33%-44% 之间波动，个护健康类和生活卫浴类产品的毛利率呈现不同程度的下降。

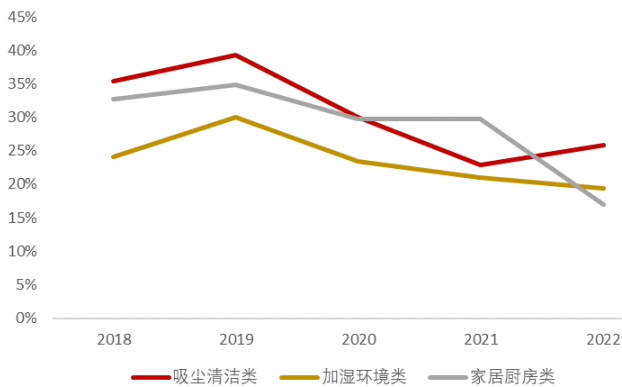
图 14：公司各产品毛利率情况



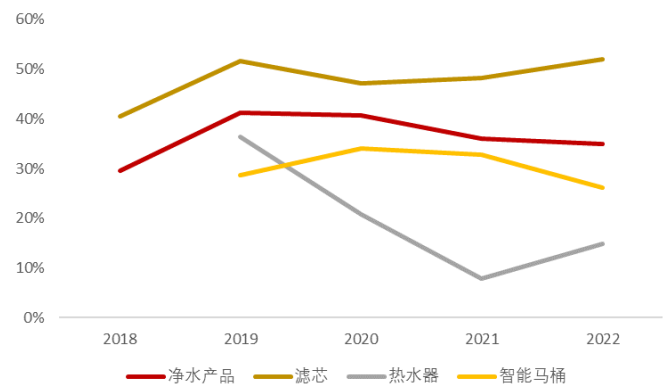
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 15：公司家居环境类产品毛利率情况

图 16：公司水健康类产品毛利率情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所



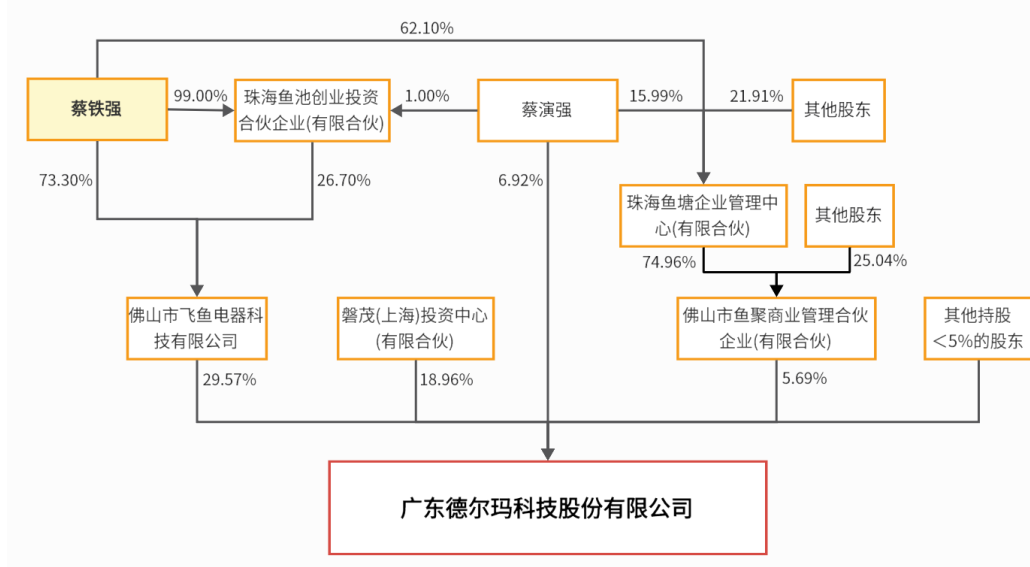
资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.4 股权激励彰显信心，推动公司持续发展

德尔玛的股权结构相对集中。公司实际控制人为蔡铁强先生，担任公司董事长和总经理职务。截至 2023 年 7 月 19 日，蔡铁强通过佛山飞鱼电器市科技有限公司、珠海鱼池创业投资合伙企业（有限合伙）和佛山市鱼聚商业管理合伙企业（有限合伙）间接持有公司 32.14% 的股份。蔡演强先生为蔡铁强先生之兄弟，系蔡铁强的一致行动人。截至 2023 年 7 月 19 日，蔡演强直接持有公司 6.92% 股份，通过珠海鱼池创业投资合伙企业（有限合伙）和佛山市鱼聚商业管理合伙企业（有限合伙）间接持有公司 0.76% 的股份，合计持有 7.68% 的股份。

股权激励捆绑核心员工与公司利益，推动管理团队带领公司持续发展。公司通过珠海鱼塘作为持股平台实施股权激励计划，激励对象主要为公司核心管理人员和技术骨干。公司通过股权激励，充分调动员工的积极性和创造性，提升团队凝聚力，实现公司核心员工与公司的利益捆绑，有效保障管理团队稳定，推动公司可持续发展。

图 17：德尔玛股权结构（截至 2023 年 7 月 19 日）



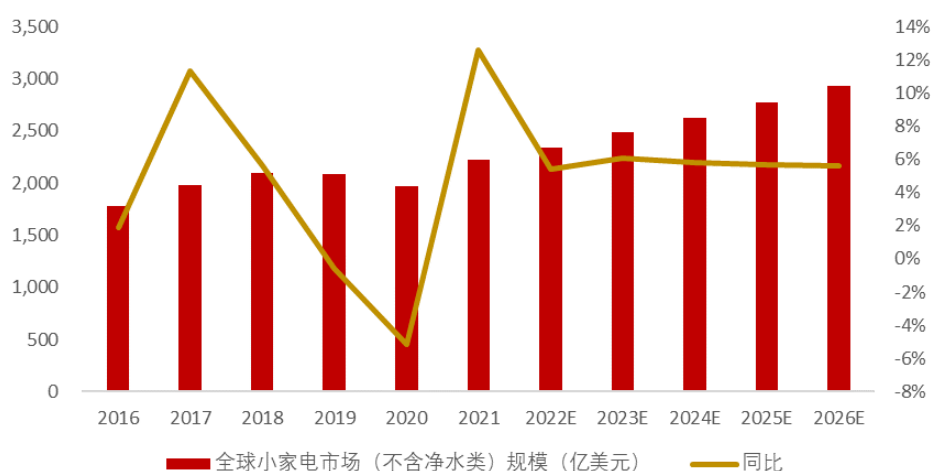
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

2. 小家电行业概况

2.1 全球小家电市场稳步发展

全球小家电市场规模保持稳健增长。根据 Euromonitor，2016-2021 年，全球小家电市场（不含净水类）规模从 1,778.9 亿美元增长至 2,221.8 亿美元，期间 CAGR 约为 4.55%。其中，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同比回升。Euromonitor 预测，疫情过后全球市场将温和复苏，叠加新兴市场的快速发展，2026 年全球小家电市场（不含净水类）规模有望将扩张至 2,931.7 亿美元，2021-2026 年期间复合增速预计为 5.70%。

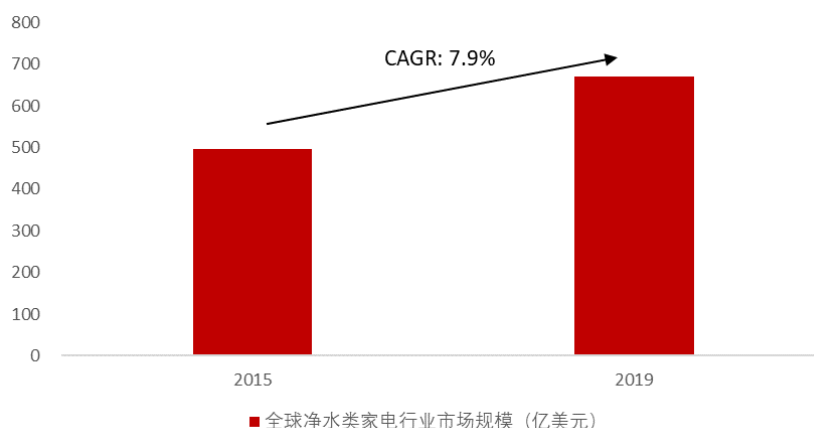
图 18：全球小家电市场（不含净水类）规模



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

全球净水类家电市场规模保持增势。据 Transparency Market Research 相关数据，2015-2019 年，全球净水类家电市场规模从 495 亿美元增长至 670 亿美元，期间 CAGR 为 7.86%。

图 19：全球净水类家电行业市场规模

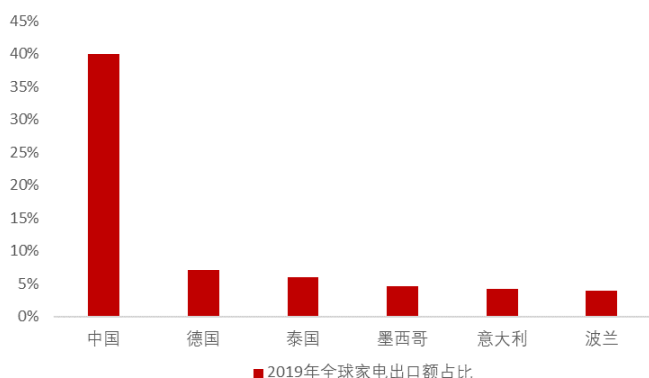


资料来源：Transparency Market Research，东莞证券研究所

中国家电出口额占比领先全球。根据中国家用电器协会，2019 年，全球家电出口额中，中国占比高达 40.0%，远高于排名靠前的德国、泰国、墨西哥、意大利等国家。这主要得益于中国强大的家电产业链供应链优势，目前国内已形成珠三角集群、长三角集群和环渤海集群等领先的家电产业链集群，为家电产品大量出口打下坚实基础。

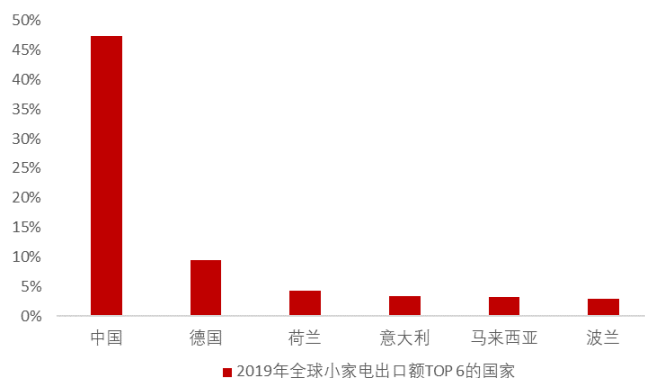
中国是全球最大的小家电出口国。中国家用电器协会数据显示，2019 年，中国小家电出口额的全球占比达到 47.4%；德国、荷兰等国家跟随其后，其对应的小家电出口额全球占比均为个位数水平，与中国相比有较大差距。

图 20：2019 年全球家电出口额占比



资料来源：中国家用电器协会，东莞证券研究所

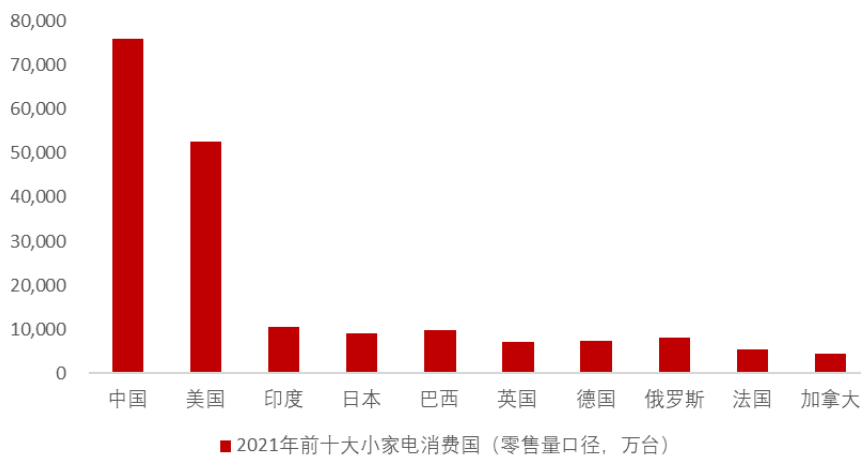
图 21：2019 年全球小家电出口额 TOP 6 的国家



资料来源：中国家用电器协会，东莞证券研究所

中国是全球最大的小家电消费国。据 Euromonitor，2021 年，中国小家电零售量 75,940.3 万台，稳居世界第一，小家电需求旺盛。同期，美国小家电零售量排名第二，规模超 52,000 万台，约为中国同期水平的 2/3 左右。中国和美国的小家电零售规模优势显著，其余国家和地区的规模相对较小。

图 22：2021 年前十大小家电消费国

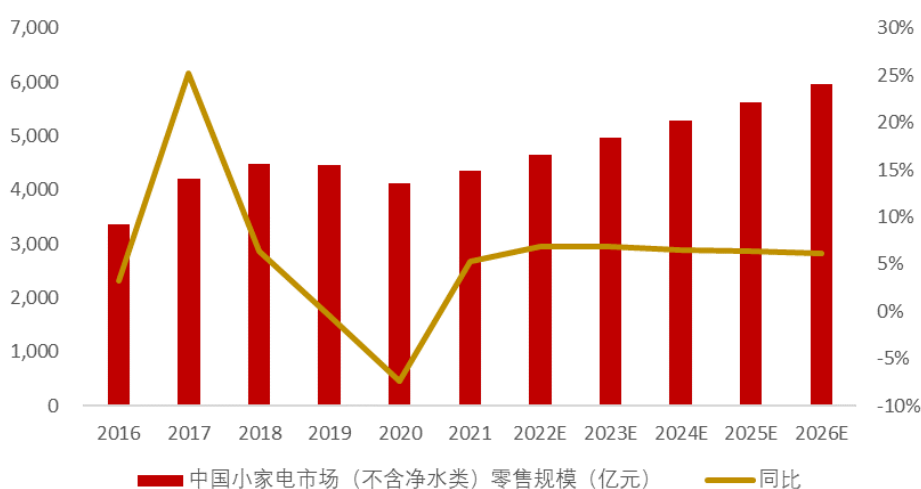


资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

2.2 中国小家电市场增速优于全球

中国小家电市场保持良好增势，增速优于全球水平。根据 Euromonitor，2016-2021 年，我国小家电市场（不含净水类）零售额从 3,363.7 亿元增长至 4,351.9 亿元，期间 CAGR 为 5.29%，较同期全球水平高出 0.74 个百分点。2019-2021 年，受新冠疫情、宏观经济环境、地缘政治冲突等因素扰动，我国小家电市场规模有所波动；预计未来随着疫情影响消退、经济复苏、消费分级、渠道变革等方面的影响，我国小家电市场将逐渐恢复较稳增长。Euromonitor 预测数据显示，2026 年我国小家电市场（不含净水类）零售额将增加至 5,969.4 亿元，2021-2026 年期间复合增速预计为 6.52%。

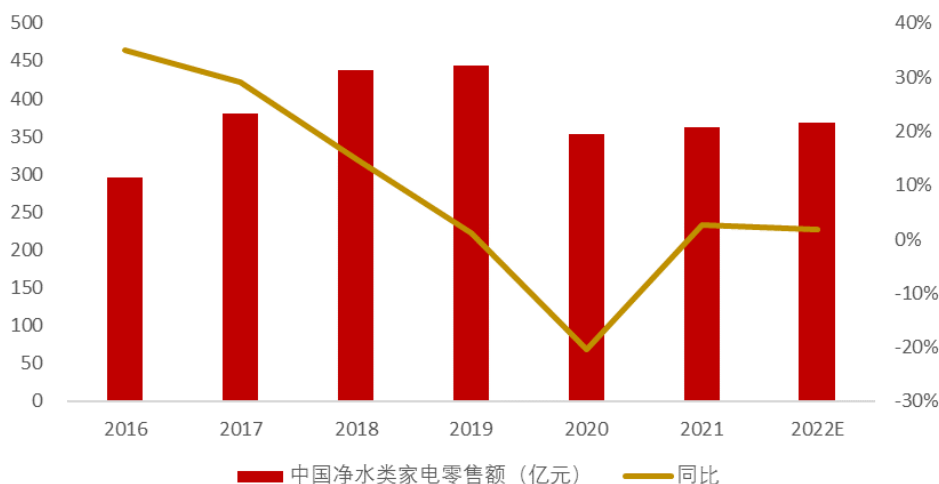
图 23：中国小家电市场（不含净水类）零售规模及增速



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

中国净水类家电市场发展短期受扰动，逐步筑底复苏。根据奥维云网，2016-2021 年，中国净水类家电市场零售额从 295.1 亿元增长至 362.1 亿元，期间 CAGR 为 4.2%，整体呈增长趋势。其中，2020 年，中国净水类家电市场受经济环境影响较大，当年市场规模同比下滑近 20%。2021 年，疫情影响逐步减弱，整体经济环境有所回暖，中国净水类家电市场规模开始恢复增长。奥维云网预测，随着渠道下沉，疫情催化下消费者健康意识增强，产品更新换代需求增长，2022 年中国净水类家电市场规模预计达到 368.6 亿元，预计同比增长 1.8%。

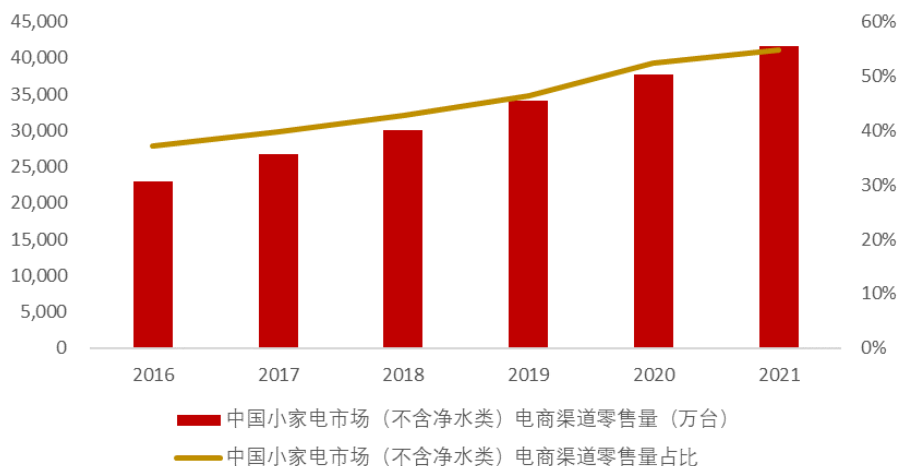
图 24：中国净水类家电市场规模及增速



资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

目前，中国小家电销售以电商渠道为主。随着互联网发展、物联网下沉，新冠疫情对消费者消费习惯转变的催化，小家电的销售也逐步从线下转移至线上。根据 Euromonitor，2016 年以来，我国小家电市场（不含净水类）零售量的电商渠道占比逐年提升，逐渐发展成为第一大渠道。2021 年，我国小家电市场（不含净水类）零售量的电商渠道占比已达到 54.8%。从销量增速来看，2016-2021 年，我国小家电市场（不含净水类）电商渠道零售量的年均复合增速为 12.7%。

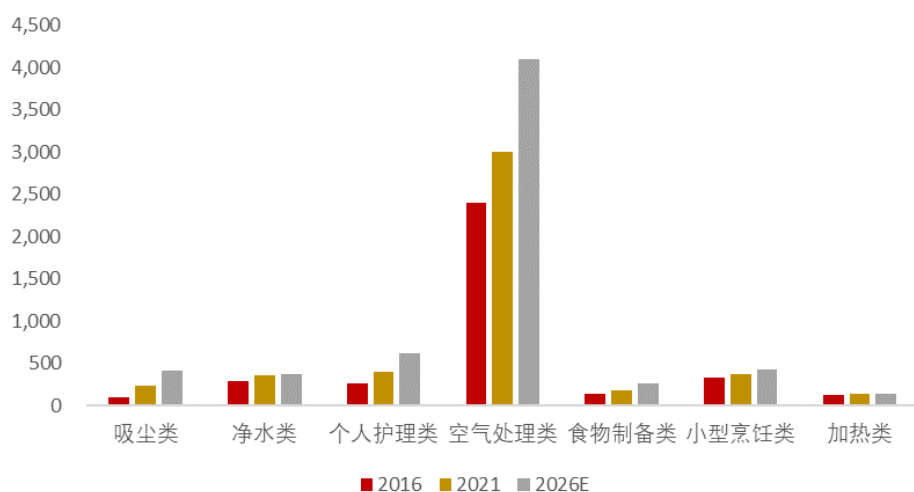
图 25：中国小家电市场（不含净水类）电商渠道零售量规模及比例



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

中国小家电各品类中，吸尘类产品规模增速亮眼，空气处理类产品规模最大。据 Euromonitor、奥维云网：2021 年，国内空气处理类产品规模为 3,005 亿元，远高于其他细分品类。从增速来看，2016-2021 年，国内吸尘类市场规模从 92 亿元增长至 236 亿元，期间 CAGR 达 20.73%，预计 2021-2026 年将以 11.79%的复合增速增长至 412 亿元。其次，个人护理类产品表现紧随其后，2016-2021 年个护类产品规模复合增速为 9.25%，预计 2021-2026 年将以 8.91%的复合增速增长至 613 亿元。

图 26：中国小家电各细分品类市场规模及其预测值（亿元）



资料来源：Euromonitor、奥维云网，东莞证券研究所

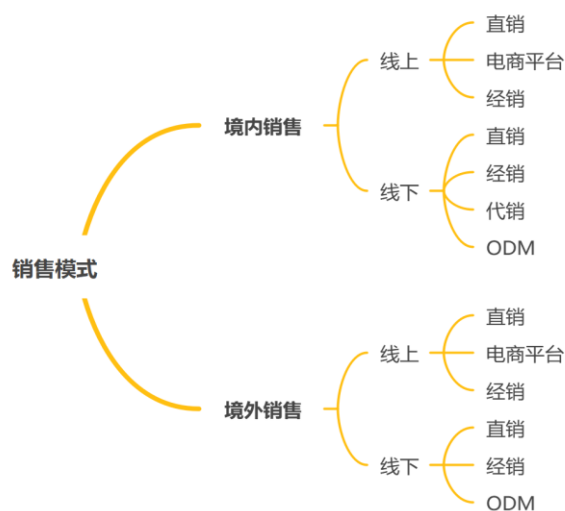
备注：除净水类外，CAGR 计算区间为 2016 年实际规模至 2026 年预测规模；净水类市场规模数据分别为 2016 年实际规模、2021 年实际规模以及 2022 年预测规模，CAGR 计算区间为 2016 年实际规模至 2022 年预测规模。

3. 乘互联网之风，自有品牌+授权品牌齐头并进

3.1 把握电商新业态，线上线下共发展

德尔玛以线上销售为主，线下销售为辅。线上销售模式下，公司利用线上销售直面消费者、无限地域覆盖、渠道成本低等优点，以线上直销、电商平台和线上经销相结合的方式开展业务；线下销售模式下，公司主要以线下自有/授权品牌销售和 ODM 的方式开展业务。

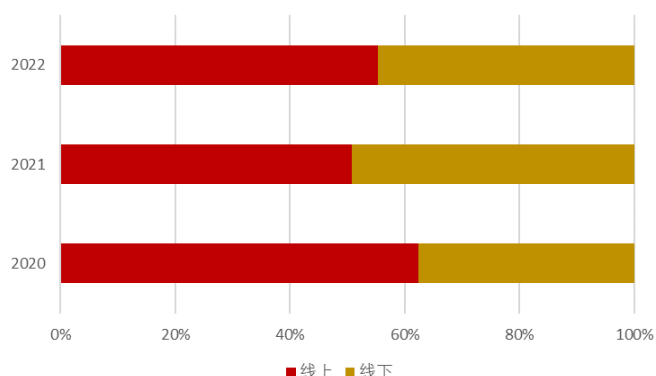
图 27：德尔玛销售模式



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

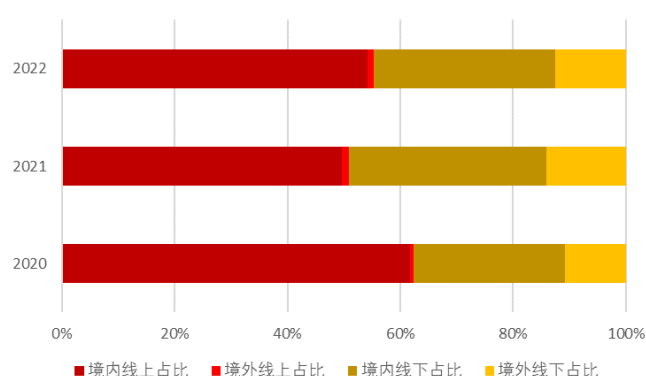
德尔玛依托自身电商基因，线上线下共同发展。公司凭借多年电商代运营经验，紧密依托互联网产业，实现从研发到流通的全面数字化，经营效率不断优化。此外，公司精准把握消费者需求变化，不断推出爆款产品，推动业务规模持续扩张。德尔玛线上销售收入占据半壁江山，2020-2022 年，公司线上销售占比有所波动，但稳定保持在 50%以上。从区域来看，公司当前销售以境内为主；同时，借助飞利浦品牌优势，公司已逐步开展业务全球化。根据公司招股说明，2020-2022 年，公司境外线上收入复合增速超过 57%，境外线下收入复合增速约 31.32%。

图 28：公司线上收入占比过半



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

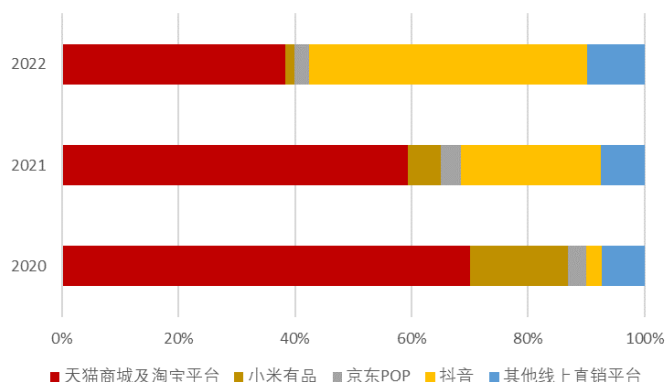
图 29：公司业务境内外线上线下分布情况



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

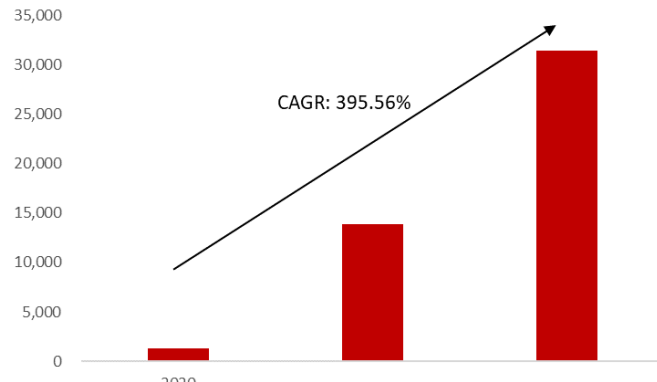
德尔玛把握电商新业态，抖音渠道收入高速增长。通过近十年的发展，公司沉淀了丰富的互联网营销能力，已全面覆盖国内主流电商平台，线上销售渠道主要集中在天猫商城、淘宝平台、抖音、京东自营及小米有品。近年来，公司的线上渠道随着互联网发展而变化，公司的电商基因与内容电商的飞跃发展发生碰撞。公司积极将内容创意、交互创新应用于营销活动中，运用直播、短视频等新兴营销方式来提高交易转化率，其抖音渠道业务收入快速增长。根据公司招股说明书，2020-2022 年，公司抖音渠道收入从 1,281.21 万元增长至 31,463.76 万元，期间复合增速高达 395.56%。

图 30：公司线上直销收入分布情况



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 31：公司抖音渠道收入高速增长（万元）

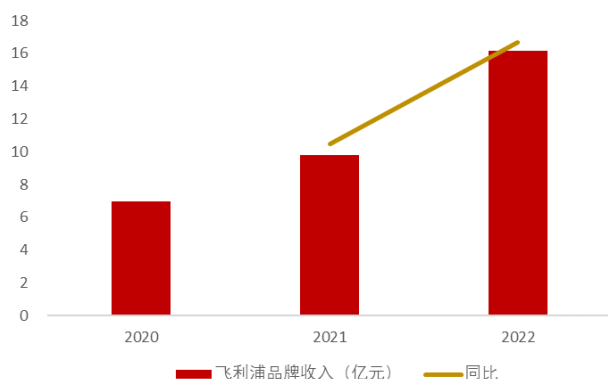


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

3.2 收购飞利浦多个业务线，业务收入快速增长

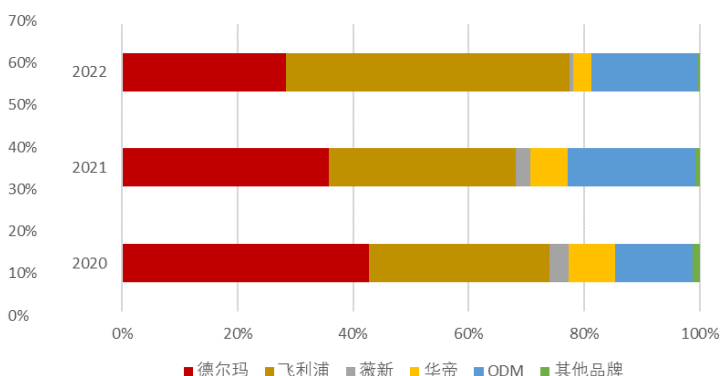
德尔玛与皇家飞利浦建立稳定合作关系，飞利浦品牌收入快速增长。公司收购飞利浦水健康业务后，与皇家飞利浦深入合作超过4年，目前已获得包括净水器、热水器、智能卫浴、移动按摩、健身器材等产品在内的飞利浦品牌独家授权。凭借公司的电商运营、供应链、研发等方面优势，公司授权品牌飞利浦业务收入快速增长，2020-2022年以52.36%的年均复合增速增长至16.18亿元，占营业总收入比重达48.93%，超过德尔玛品牌成为公司第一大品牌。其中，2022年净水产品收入7.89亿元，在水健康类产品中占比超七成。通过与飞利浦的合作，公司收入规模持续扩张，而飞利浦在获得授权许可费用的同时，还能提升品牌在净水、按摩产品等领域的市场地位，双方互惠共赢，合作关系保持良好稳定。根据《飞利浦商标许可协议》的约定，整体许可期限（包括初始期限及延长期限，至2038年6月30日）届满后，公司拥有的同等条件下的续期优先磋商权，因此两者间的合作具备可持续性。

图 32：公司飞利浦品牌收入快速增长



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 33：公司各品牌收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

净水类产品中，净水器规模较大，净饮机增速较快。根据奥维云网，2023年H1，国内净水器、饮水机、净饮机的销额分别为90亿元、24亿元和12亿元，分别同比增长8%、5%和24%。线下市场的快速复苏，以及线上618等节日大促，为净水器市场注入活力；净饮机市场在产品结构升级的推动下，销额增速表现较为突出。

图 34：2023 年 H1 净水设备市场规模分布（按销额）

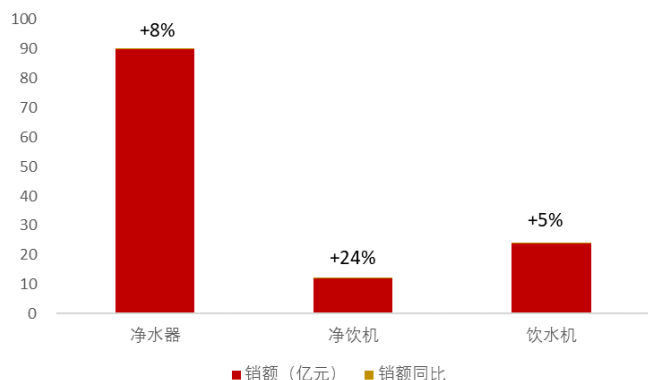
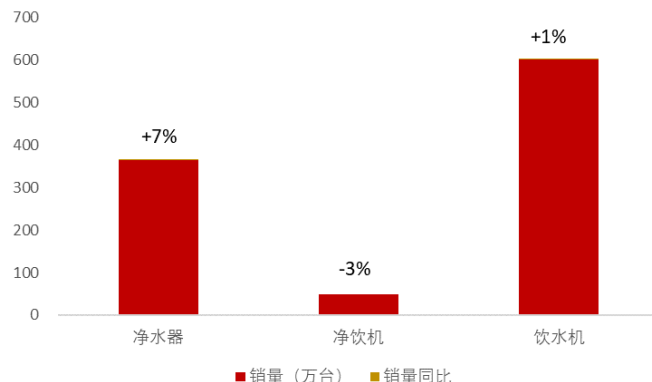


图 35：2023 年 H1 净水设备市场规模分布（按销量）



资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

净水器市场品牌众多，飞利浦线上线下市场份额均在前列。据奥维云网，2019 年，线上渠道来看，小米、飞利浦的市占率分别为 27%和 13%，其余品牌市场份额均在 10%以下；线下市场中，头部品牌间差距相对小于线上市场，排名前三的品牌有惠而浦、飞利浦、AO 史密斯，对应线下市占率分别为 19%、17%和 13%。综合来看，国内净水器市场中，飞利浦在全渠道均具有较高的市场地位。与德尔玛公司合作以后，凭借德尔玛在国内的经营优势和电商代运营经验，飞利浦品牌地位进一步提升。根据公司公告，2022 年，飞利浦净水器产品在天猫、京东等平台排名靠前，台式净饮机、气泡水机、抽水机产品在天猫、京东等平台有多个月份排名跻身于前三甲。

图 36：2019 年中国净水器行业线上竞争格局

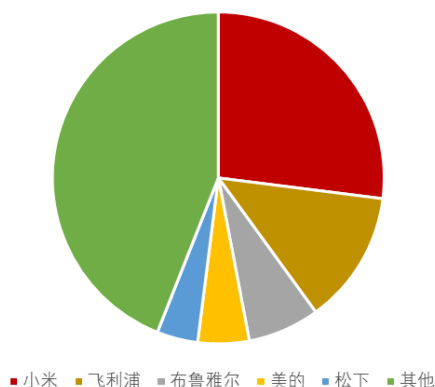
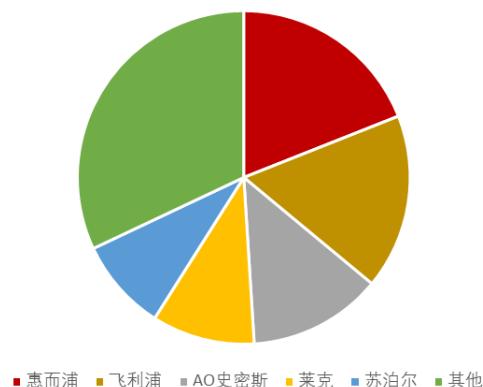


图 37：2019 年中国净水器行业线下竞争格局



资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

表 3：飞利浦品牌线上平台销售排名情况

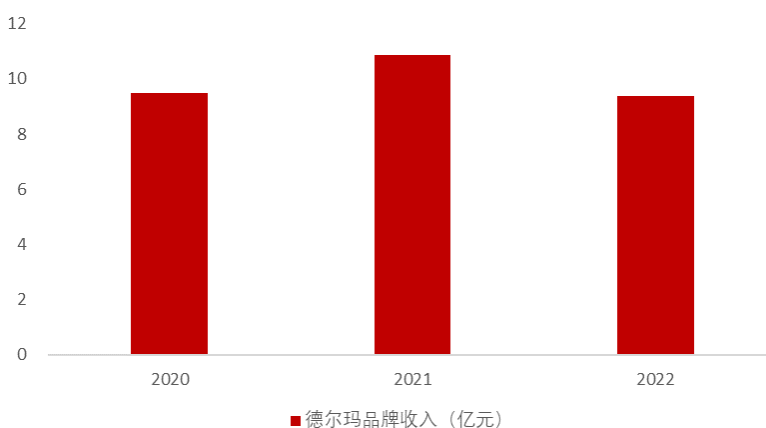
品牌	平台	品类	2022 年排名情况
飞利浦	京东	净水器	11 月排名第四，3 月/12 月排名第五，4-6 月排名第六，1-2 月/12 月排名第七，8-10 月排名第八，7 月排名第九。
	天猫	净水器	7 月排名第十一，1-2 月排名第十二，3 月/5 月排名第十三，4 月/6 月排名第十四，8-9 月/12 月排名第十五，11 月排名第十七，10 月排名第十八。
		台式净饮机	5-12 月排名第二，2-4 月排名第三，1 月排名第四。
		气泡水机	5-12 月排名第一，2-4 月排名第二，1 月排名第三。
		抽水器	3 月排名第一，1-2 月/4-6 月排名第二，7-8 月/11 月排名第三，9-10 月/12 月排名第四。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

3.3 德尔玛聚焦性价比，家居环境赛道高成长

德尔玛品牌为公司核心的自有品牌。近年来，受到宏观经济环境、新冠疫情等因素影响，公司旗下德尔玛品牌收入增速放缓，收入表现处于相对稳定状态。根据公司招股说明书，2020-2022 年，德尔玛品牌收入在 9.5 至 11.0 亿元之间波动。从营收占比来看，由于飞利浦品牌和 ODM 业务在此期间增长较快，德尔玛品牌对公司的收入贡献率在近年有所下降，2022 年德尔玛品牌收入占公司营业总收入的比重约为 28.38%。细分产品来看，2022 年公司吸尘清洁类产品收入 10.57 亿元，在家居环境类产品中占比达 68.32%，为德尔玛品牌收入做出较大贡献。

图 38：德尔玛品牌收入情况



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

德尔玛的核心产品在市场上受欢迎程度较好。从定位来看，德尔玛品牌主打极致性价比，主要销售家居环境类小家电产品，其中无线吸尘器、洗地机等产品较受欢迎。根据公司公告，德尔玛拥有多年的吸尘器生产和销售经验，同时与小米战略合作推出多款米家吸尘器，其吸尘器产品在京东、天猫等平台的销售排名靠前。从行业来看，目前吸尘器市场整体承压，奥维云网数据显示，2023 年 H1，国内无线吸尘器销额为 21.7 亿元，同比下滑 23%。

表 4：德尔玛品牌线上平台销售排名情况

品牌	平台	品类	2022 年排名情况
德尔玛	京东	吸尘器	2 月排名第二，1 月/3-5 月/7-8 月排名第三，6 月/9-11 月排名第四，12 月排名第五。
		加湿器	3 月排名第三，1-2 月/4 月/11-12 月排名第四，5-10 月排名第五。
		除螨仪	7-12 月排名第五，3-6 月排名第六，1-2 月排名第七。
		蒸汽清洁机	4-5 月排名第二，12 月排名第三，3 月/9 月/11 月排名第四，7 月/10 月排名第五，1 月/8 月排名第六，2 月/6 月排名第八。
	天猫	吸尘器	7 月排名第七，2-4 月/8 月/10-12 月排名第九，6 月排名第十，5 月/9 月排名第十一，1 月排名第十二。
		除螨仪	1-2 月/7-8 月排名第十，3 月/5-6 月/9 月排名第十一，4 月排名第十

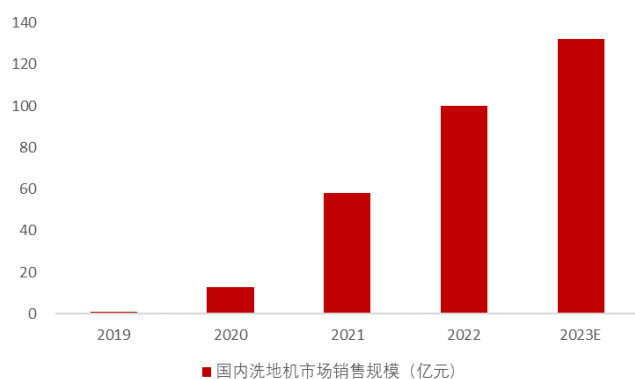
			三，10-11 月排名第十四，12 月排名第十六。
		蒸汽清洁机	3-4 月/7-12 月排名第二，1-2 月/5-6 月排名第三。
	小米有品	吸尘器	小米有品吸尘器热销榜第一名。
		挂烫机	小米有品挂烫机热销榜第三名。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

洗地机产品发展前景良好。纵观国内小家电行业，洗地机表现一骑绝尘，增速保持强劲。根据奥维云网，2019-2022 年，国内洗地机市场销售规模从 1 亿元快速增长至 100 亿元，期间 CAGR 高达 364.2%，行业实现质的飞跃。2023 年 H1，国内洗地机销额同比增长 31% 至 54.5 亿元，奥维云网预测，2023 年国内洗地机销额有望达到 132 亿元。

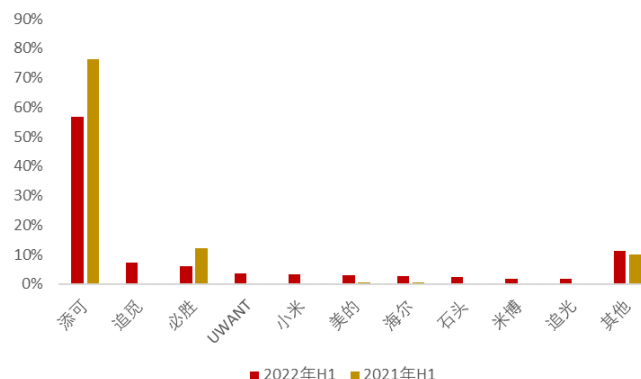
洗地机行业格局尚不稳定，品牌数量大量增长。国内洗地机线上竞争格局暂不稳定，据奥维云网，添可品牌的线上份额从 2021 年 H1 的 76.3% 下降至 2022 年 H1 的 56.7%，但仍保持线上龙头地位。其次，追觅、必胜、UWANT、小米、美的、海尔、石头等品牌跟随其后，有多个品牌实现突破。近几年，洗地机品牌数量火速增长，奥维云网预计 2023 年年底洗地机品牌个数有望突破 250 个。随着行业不断成熟，竞争加剧，在品牌、渠道、产品创新力、产品差异化等方面具备优势的洗地机企业有望脱颖而出。

图 39：国内洗地机市场销售快速增长



资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

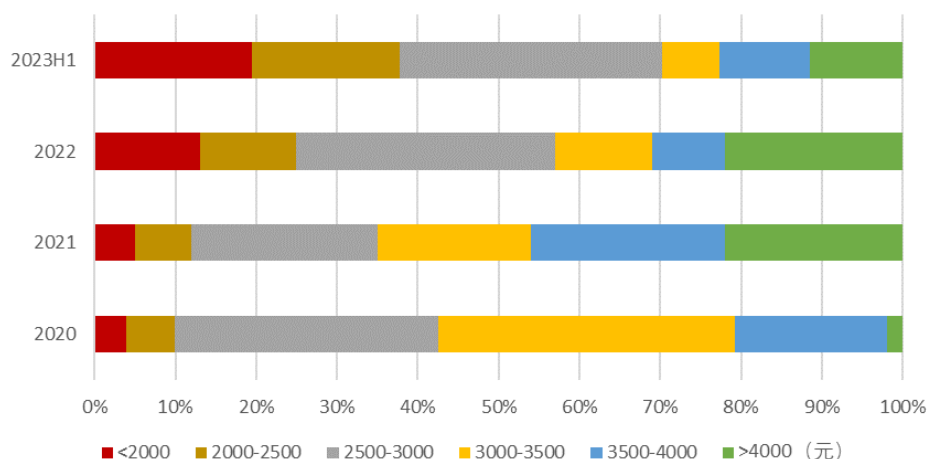
图 40：国内洗地机线上竞争格局



资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

洗地机行业开启“价格战”，低价格带产品占比快速增长。经历几年高速发展，洗地机行业的产品结构也出现明显变化。根据奥维云网，2020-2023 年 H1，价格低于 2000 元的洗地机线上销额占比从 4% 增长至 19.5%，2000-2500 元价格段的洗地机线上销额占比从 6% 提升至 18.3%，2500-3000 元区间的销额占比有所波动，3000-4000 元区间的销额占比大幅度下滑，4000 元以上的线上高端洗地机销额占比先升后降。

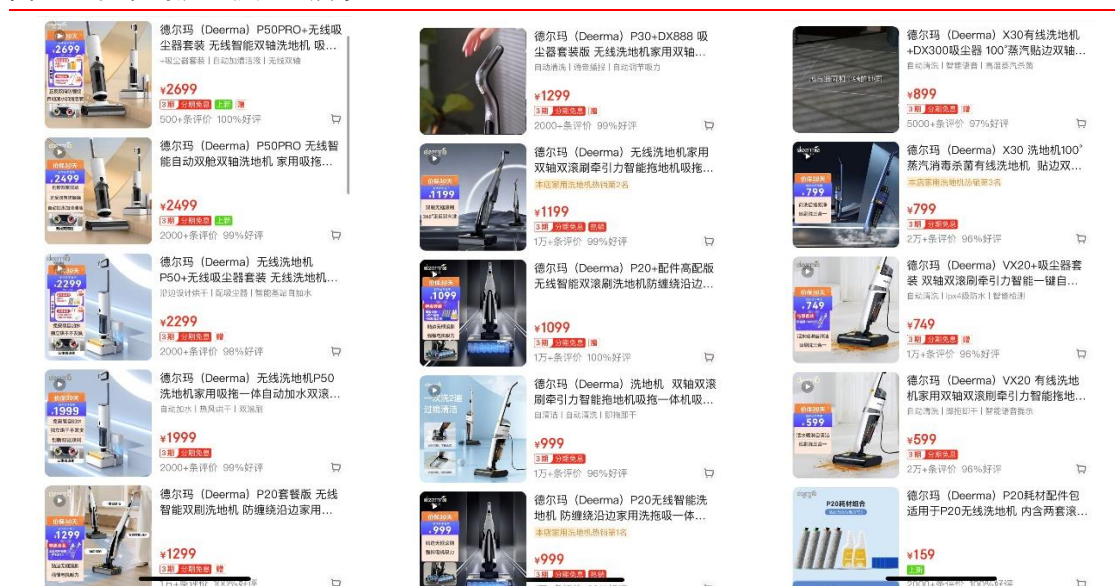
图 41：线上洗地机各价格段销额占比



资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

德尔玛洗地机主打中低端价格，发展空间广。以京东为例，德尔玛洗地机产品大多处于 2000 元以下的低价格段，是目前的放量增长区间；部分洗地机产品价格分布在 2000-3000 元，处于目前市场的主要销售区间，其中 2000-2500 元价格段的市场产品占比增势良好。考虑到在受到新冠疫情重创后，全球经济仍在复苏阶段，消费分级现象愈发明显，高性价比的小家电产品有望在未来继续抢占更多市场份额。我们预计，随着经济逐步复苏，在抖音等新兴渠道的辅助下，主打性价比和创新的德尔玛洗地机有望进一步抢占市场份额，助力品牌逐渐恢复增长势头。

图 42：德尔玛洗地机产品展示



资料来源：京东 App，东莞证券研究所

4. 投资策略

首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计公司 2022-2023 年每股收益分别为 0.56 元和 0.70 元，对应估值分别为 28 倍和 23 倍。德尔玛系创新家电品牌企业，旗下拥有德尔玛、薇新等自主品牌，以及飞利浦、华帝等授权品牌。公司产品覆盖家居环境、水健康、个护健康、生活卫浴等领域。一方面，公司与飞利浦保持长期稳定的良好合作关系，借助飞利浦品牌优势推动水健康类和个护健康类业务规模快速扩张；另一方面，公司凭借自身丰富的电商代运营经验、自主品牌的创新研发实力以及产品的性价比优势，保持家居环境类业务的稳步发展。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 5：公司盈利预测简表（2023/7/28）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,307	3,962	4,670	5,397
营业总成本	3,111	3,695	4,333	4,975
营业成本	2,331	2,755	3,231	3,710
营业税金及附加	15	18	21	24
销售费用	514	594	696	799
管理费用	136	158	184	208
财务费用	-6	19	19	18
研发费用	122	151	182	216
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0
营业利润	205	287	356	441
加：营业外收入	3	2	2	2
减：营业外支出	6	4	4	4
利润总额	203	285	355	439
减：所得税	17	30	37	46
净利润	186	256	318	394
减：少数股东损益	-5	-3	-3	-4
归母公司所有者的净利润	191	258	321	398
摊薄每股收益(元)	0.41	0.56	0.70	0.86
PE（倍）	38	28	23	18

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

（1）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。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。

（2）国际贸易环境变化风险

公司主要境外销售区域包括中国香港、巴西、韩国、俄罗斯、乌克兰、印尼、日本、泰国等，目前上述国家或地区对公司出口产品没有特殊贸易限制。但是，当前全球国际贸易市场摩擦不断，贸易保护主义有所抬头，地缘政治冲突频发，大国博弈加剧，给全球经济带来诸多不确定影响。国际贸易摩擦可能给公司带来关税成本上升、原材料价格波动、汇率波动等不利影响，从而对公司的国际业务开展和盈利能力造成不利影响。

（3）创新风险

公司是一家创新家电品牌企业，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。对于公司而言，提升创新能力，抓住消费潮流，快速反应并研发、设计、生产出满足消费者需求的产品，是取得产品优势、占据市场份额的重要因素。如果公司未来不能根据市场需求变化进行产品创新、业务模式创新以及技术创新，或者对行业的整体发展趋势判断失误，则公司相较竞争对手可能难以保持竞争优势，从而对公司的市场份额、发展前景以及业绩造成不利影响。

（4）商标授权业务持续运营的潜在风险

飞利浦水健康业务、华聚卫浴等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。

（5）直播带货模式风险

直播带货系近年来兴起的推广模式。直播带货模式下，公司与MCN公司或主播签署品牌推广合作相关协议，由主播对公司提供的特定产品进行直播推广。由于直播带货属于新兴的促销推广模式，行业处于快速发展阶段，相关法律法规和监管尚处于不断完善的过程中，行业生态也在向更为规范、有序、健康的方向发展。在直播电商行业的持续发展过程中，部分主播存在不当行为、非法宣传、未依法履行纳税义务等负面事件，可能会对公司的付费主播直播推广活动产生一定不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn