

德尔玛 (301332.SZ)

2023 年中报点评：外销表现亮眼，核心品类稳健增长

买入

核心观点

二季度收入业绩保持稳健。公司 2023H1 收入+2.6%至 15.6 亿元，归母净利润+11%至 0.67 亿元，扣非净利润 0.63 亿元，同比增长 14%；其中 Q2 收入+0.1%至 8.9 亿元，归母净利润+8.4%至 0.44 亿元，扣非净利润增长 14%至 0.42。

内销聚焦核心品类，外销亮眼增长。公司主动进行品类和赛道的精简和聚焦，H1 家居环境/水健康/个护收入分别+2%/+14%/+5.5%至 7.2/5.2/2.98 亿元，生活卫浴类由于主动聚焦核心品类，终止与华帝的合作而降低 92%。整体看内销收入 H1 剔除生活卫浴后同比持平。外销则预计在增量市场和渠道的开拓拉动下同比增长 44%至 2.7 亿元。

毛利率优化，旺季费用投放提升。H1 毛利率+0.73pct 至 30.09%，Q2 毛利率+0.87pct 至 30.54%，分品类看家居环境/水健康/个护毛利率分别+3.0%/+1.9%/+7.3%至 25.5%、36.8%、31.0%，家居环境和水健康预计在产品结构优化和原材料助力下稳中有升，而个护或由于产品矩阵的丰富化导致结构性降低。整体内销毛利率 H1 略增 0.1pct 至 29.8%，外销提升 4.5pct 至 31.43%。费用方面，销售/管理/研发费用率+1.9%/+0.2%/+0.1pct 至 17.4%/4.2%/4.6%，传统线上平台流量费用提升和竞争使销售费用率有所增加。另外，汇兑和现金管理带来财务正收益约 0.13 亿。

拓品类+扩市场+提份额，品牌杠杆望进一步放大。2023 年 7 月公司获健康运动类产品的飞利浦商标许可，并与高管成立相关合资公司推进业务，健身器材行业仅线上规模预计在 50-100 亿体量，CR10 仅为 24%，或利用飞利浦品牌杠杆成为未来重要增长极。同时外销方面公司在欧洲、东南亚等区域的渠道和销售布局已经有了较好基础，叠加飞利浦的品牌效应加持，外销的区域扩张和份额提升有望进一步推进。

风险提示：份额提升不及预期；国内市场竞争加剧；海外扩张不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到品类的聚焦化调整和新品类仍处于扩张爬坡期，我们下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 2.2/2.9/3.7 亿元(前值 2.5/3.3/4.2 亿)，同比增速 14%/33%/29%，当前股价对应 PE=31/24/18 倍。公司研发生产渠道运营和营销能力完备出众，内销拓品类的同时外销也持续推进区域和渠道的拓展，加之飞利浦和德尔玛的双品牌加持，有利于提升拓品类的效率，放大品牌杠杆，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

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

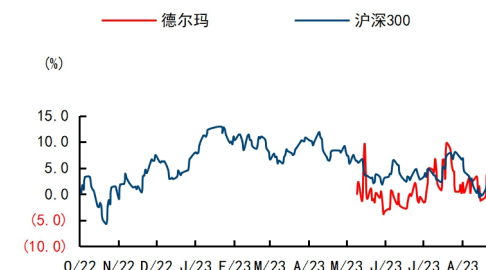
zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.80 元
总市值/流通市值	6831/1251 百万元
52 周最高价/最低价	16.65/13.51 元
近 3 个月日均成交额	155.14 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

《德尔玛 (301332.SZ) - 再获飞利浦品类授权，健身器材行业大有可为》——2023-07-13

《德尔玛 (301332.SZ) - 小家电差异化破局者，多品牌高效运营》——2023-05-22

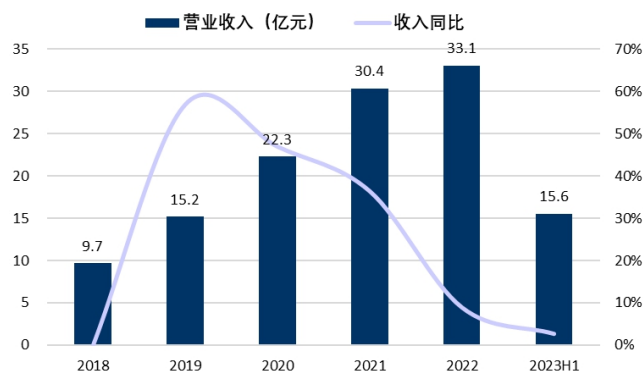
盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,038	3,307	3,570	4,245	4,972
(+/-%)	36.3%	8.8%	8.0%	18.9%	17.1%
净利润(百万元)	170	191	218	290	372
(+/-%)	-1.9%	12.0%	14.3%	33.0%	28.5%
每股收益(元)	0.46	0.52	0.47	0.63	0.81
EBIT Margin	6.4%	5.7%	5.9%	7.2%	7.9%
净资产收益率(ROE)	13.6%	13.2%	7.3%	9.1%	10.9%
市盈率(PE)	32.2	28.7	31.4	23.6	18.4
EV/EBITDA	25.5	26.17	32.32	23.16	19.04
市净率(PB)	4.39	3.79	2.31	2.16	1.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

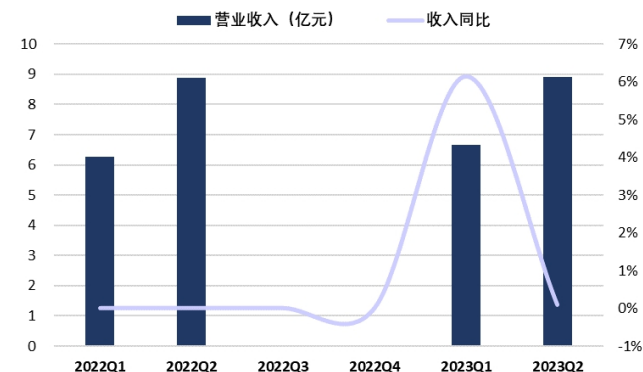
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1：公司营业收入及增速



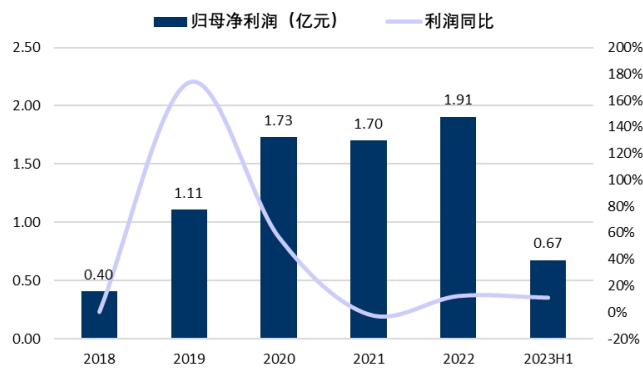
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



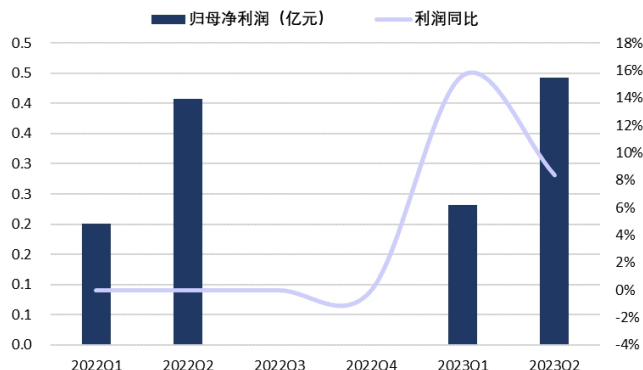
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



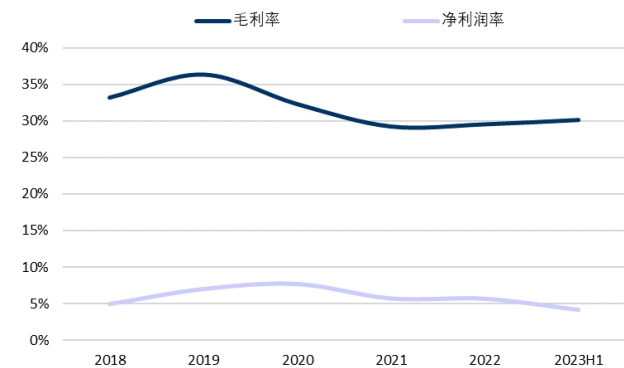
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



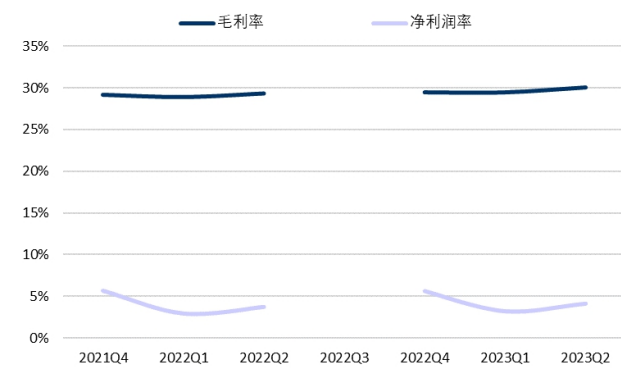
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率

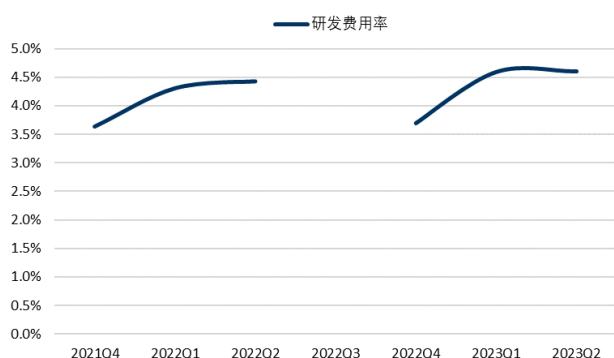


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

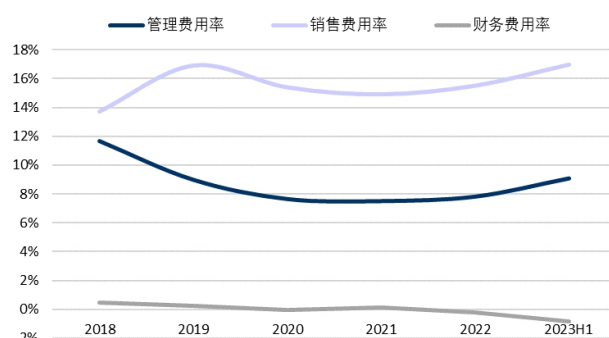
图6：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 百万元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
301332.SZ	德尔玛	14.8	6831	0.52	0.47	0.63	0.81	28.5	31.4	23.6	18.4	13.2	1.0	买入
002959.SZ	小熊电器	60.52	9476	2.48	3.17	3.78	4.40	24.4	19.1	16.0	13.8	16.3	1.1	买入
002032.SZ	苏泊尔	47.98	38706	2.56	2.79	3.08	3.42	18.8	17.2	15.6	14.0	29.4	1.6	买入
002242.SZ	九阳股份	13.97	10715	0.69	0.95	1.10	1.24	20.2	14.7	12.7	11.3	16.0	1.0	买入
603868.SH	飞科电器	67.66	29473	1.89	2.58	3.18	3.78	35.8	26.3	21.3	17.9	24.0	1.2	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：飞科电器为Wind一致预测

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	2194	2337	2630	营业收入	3038	3307	3570	4245	4972
应收款项	373	539	525	612	753	营业成本	2151	2331	2503	2927	3396
存货净额	502	498	574	661	758	营业税金及附加	11	15	17	19	23
其他流动资产	100	145	132	161	197	销售费用	454	514	564	667	776
流动资产合计	1661	1971	3425	3771	4337	管理费用	227	258	275	327	383
固定资产	240	515	689	766	806	财务费用	3	(6)	(12)	(22)	(25)
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)	(3)	(10)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	21	18	18	9	9
资产总计	2485	3068	4682	5094	5688	营业利润	199	205	241	329	424
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	1230	1420	1704	利润总额	196	203	239	325	420
其他流动负债	228	208	303	312	361	所得税费用	24	17	23	34	46
流动负债合计	1173	1450	1541	1744	2076	少数股东损益	2	(5)	(1)	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	218	290	372
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	1710	1917	2250	净利润	170	191	218	290	372
少数股东权益	16	10	8	9	11	资产减值准备	(6)	(7)	13	3	2
股东权益	1247	1445	2964	3167	3427	折旧摊销	68	81	53	72	82
负债和股东权益总计	2485	3068	4682	5094	5688	公允价值变动损失	17	9	3	10	7
关键财务与估值指标						财务费用	3	(6)	(12)	(22)	(25)
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(56)	37	66	5	62
每股收益	0.46	0.52	0.47	0.63	0.81	其它	8	3	(15)	(2)	(1)
每股红利	0.00	0.01	0.14	0.19	0.24	经营活动现金流	201	314	338	377	525
每股净资产	3.38	3.91	6.42	6.86	7.43	资本开支	0	(320)	(230)	(150)	(120)
ROIC	16%	13%	12%	17%	21%	其它投资现金流	10	0	0	0	0
ROE	13.6%	13.2%	7.3%	9.1%	10.9%	投资活动现金流	10	(320)	(230)	(150)	(120)
毛利率	29%	29%	29.9%	31.0%	31.7%	权益性融资	(3)	0	1367	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	7%	8%	负债净变化	(0)	124	0	0	0
EBITDA Margin	8.6%	8.2%	7.4%	8.9%	9.6%	支付股利、利息	(0)	(2)	(65)	(87)	(112)
收入增长	36%	9%	8%	19%	17%	其它融资现金流	(196)	(134)	(5)	3	(0)
净利润增长率	-2%	12%	14%	33%	28%	融资活动现金流	(199)	109	1297	(84)	(112)
资产负债率	50%	53%	37%	38%	40%	现金净变动	12	103	1405	143	293
息率	0.0%	0.0%	1.2%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	674	686	789	2194	2337
P/E	32.2	28.7	31.4	23.6	18.4	货币资金的期末余额	686	789	2194	2337	2630
P/B	4.4	3.8	2.3	2.2	2.0	企业自由现金流	0	(28)	80	200	376
EV/EBITDA	25.5	26.2	32.3	23.2	19.0	权益自由现金流	0	(39)	86	223	398

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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