

小家电新秀，电商基因+高效拓品助力腾飞

2023 年 09 月 28 日

► **发展历史：小家电赛道后起新秀，互联网基因浓厚。**公司成立于 2011 年，以互联网代运营业务起家，乘互联网电商行业东风创立自有品牌“德尔玛”，积极布局小家电行业。2018 年，德尔玛收购飞利浦水健康业务；2021 年，公司获得飞利浦品牌移动按摩产品独家授权。德尔玛坚持多品牌、多品类、全球化布局，产品矩阵不断完善，2023H1 实现营收 15.55 亿元，同比上升 2.6%；实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 10.8%。

► **飞利浦：净水业务稳健成长，按摩小电方兴未艾。**净水、按摩小电赛道长坡厚雪，市场空间广阔。飞利浦水健康产品价格定位中端市场，坚持极致性价比，产品性能配置突出。飞利浦净饮机淘系平台 2023H1 销售额 0.88 亿元，同比增长 12.5%；销量 5.41 万台，同比增长 33.9%；市场份额占比为 11.1%，位居同平台第三位。按摩小电国内市场渗透率较低，仅为 1.5%，未来成长空间广阔。按摩小电品类线上集中度不高，作为头部品牌，飞利浦在大品类中话语权更强，飞利浦按摩器材 2023H1 淘系平台销售额为 2.53 亿元，同比增长 44%淘系平台市占率 5.9%，排在第四位。

► **德尔玛：深耕家居健康市场，洗地机业务高增。**洗地机市场经过三年快速扩容行业增长逐步放缓，各厂商间竞争进入白热化。德尔玛顺应“以价换量”逻辑，逐步调整洗地机销售策略，推动洗地机均价下行，主推性价比优势，产品聚焦于二三线城市居民，刺激中低端消费市场需求释放。2023 年以来，德尔玛洗地机营收持续增长，销量销额均实现高增。

► **核心优势：核心能力互补+飞利浦品牌高知名度+电商基因精准捕捉行业风口。**作为小家电行业差异化破局者，公司凭借德尔玛“敏捷化”+飞利浦“系统化”双轮驱动，借助飞利浦系统化研发和供应链体系和德尔玛洞察消费者和行业痛点敏捷化实现优势互补。供应链优势、产品创新能力、高性价比产品、强大的线上经营能力以及飞利浦全球化品牌属性，公司逐渐打开境外市场，全球化扩张能力突出。依托互联网电商基因，精准营销挖掘互联网红利，直播体系逐步自建，抖音渠道有望成为重要利润增长点。

► **投资建议：**公司通过德尔玛、飞利浦等多品牌贡献产品矩阵持续扩充，叠加品牌互补、电商精准营销等核心优势，确保公司向上弹性。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 38.0/44.5/53.1 亿元，同比增长 14.9%/17.0%/19.5%，实现归母净利润 2.4/3.0/3.7 亿元，同比增长 25.9%/23.3%/24.0%，对应 EPS 分别为 0.52/0.64/0.80 元，当前市值对应 PE 为 26/21/17 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**海外市场拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料成本上涨，商标授权业务运营风险，海外业务增长较快导致的汇率风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,307	3,799	4,445	5,312
增长率 (%)	8.8	14.9	17.0	19.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	191	240	296	368
增长率 (%)	12.0	26.0	23.3	24.2
每股收益 (元)	0.41	0.52	0.64	0.80
PE	33	26	21	17
PB	4.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 27 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

13.55 元


分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

目录

1 公司概况：小家电赛道新势力，差异化竞争破局者	3
1.1 发展历程：乘电商发展东风，互联网基因深厚	3
1.2 股权结构：股权集中，管理层年轻化且行业经验丰富	4
1.3 业务结构：家居环境和水健康类为核心品类，线上销售为主	6
1.4 财务分析：营收增速较高，盈利能力有望改善	8
2 飞利浦：净水业务为基，按摩小电业务方兴未艾	9
2.1 水健康：市场短期承压，净水赛道长坡厚雪静待复苏	9
2.2 按摩小电：市场方兴未艾，按摩个护快速增长	14
3 德尔玛：深耕家居健康类市场，定位高性价比产品	17
3.1 清洁电器市场潜力巨大，消费需求持续释放	17
3.2 德尔玛：深耕家居健康类市场，定位高性价比产品	19
4 核心优势：核心能力互补+飞利浦品牌高知名度+电商基因精准捕捉行业风口	24
4.1 飞利浦+德尔玛优势互补，核心能力突出	24
4.2 飞利浦品牌优势明显，海外市场大有可为	25
4.3 依托互联网电商基因，精准营销挖掘互联网红利	26
5 盈利预测与投资建议	29
5.1 盈利预测假设与业务拆分	29
5.2 估值分析与投资建议	31
6 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	36

1 公司概况：小家电赛道新势力，差异化竞争破局者

1.1 发展历程：乘电商发展东风，互联网基因深厚

德尔玛公司发展主要经历了以下 3 个阶段：

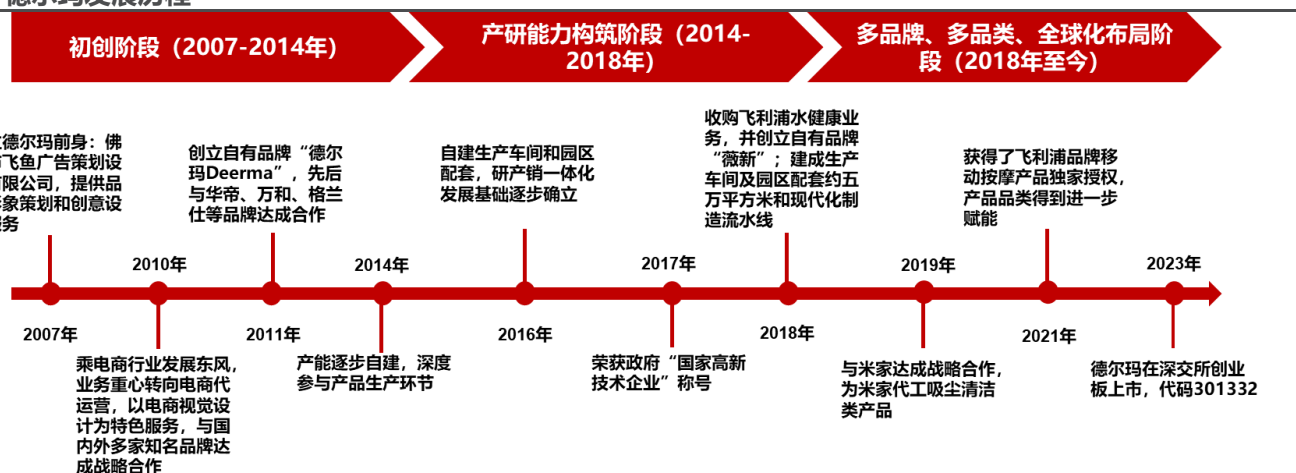
初创探索阶段（2007-2014 年）：乘电商行业发展东风，转型小家电行业。

2007 年，创始人蔡铁强创立佛山市飞鱼广告策划设计有限公司，提供品牌形象策划和创意设计服务。2010 年，面对国内电商发展的巨大机遇，公司将业务重心转向电商代运营，以电商视觉设计为特色服务，与国内外知名品牌形成战略合作，先后为华帝、万和、格兰仕等知名品牌提供代运营服务，持续提升电商运营能力，并于 2011 年创立自有品牌“德尔玛”。

产研能力自建阶段（2014-2018 年）：产研供能力逐步自建，产销一体化基础助力腾飞。2014 年起，公司逐渐自建产能，深度参与产品生产环节，并于 2016 年自建生产车间和园区配套，为研产销一体化发展奠定了基础。2018 年，公司建成生产车间及园区配套约五万平方米，并持续拓展租赁厂房，建成较为成熟的现代化制造流水线。

多品牌、多品类、全球化布局阶段（2018 年至今）：飞利浦品牌结合赋能全球化布局，自有品牌快速发展。2018 年，德尔玛收购飞利浦水健康业务，并创立“微新”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。

图1：德尔玛发展历程



资料来源：德尔玛官网，招股说明书，民生证券研究院

多品牌、多品类、全球化布局，产品矩阵不断完善。公司建立了成熟的品牌矩阵，通过不同品牌覆盖不同品类产品，切入不同的消费场景。其中，自有品牌“德尔玛”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；“微新”品牌主要覆盖

个护健康类产品；“华帝”品牌主要负责生活卫浴类产品的授权开展。公司逐渐聚焦业务重点，逐步减少“华帝”等品牌非核心品类业务投入，23年公司与华帝股份签署终止协议，后继将不再开展“华帝”品牌生活卫浴类产品业务。

图2：多品牌、多品类的产品矩阵

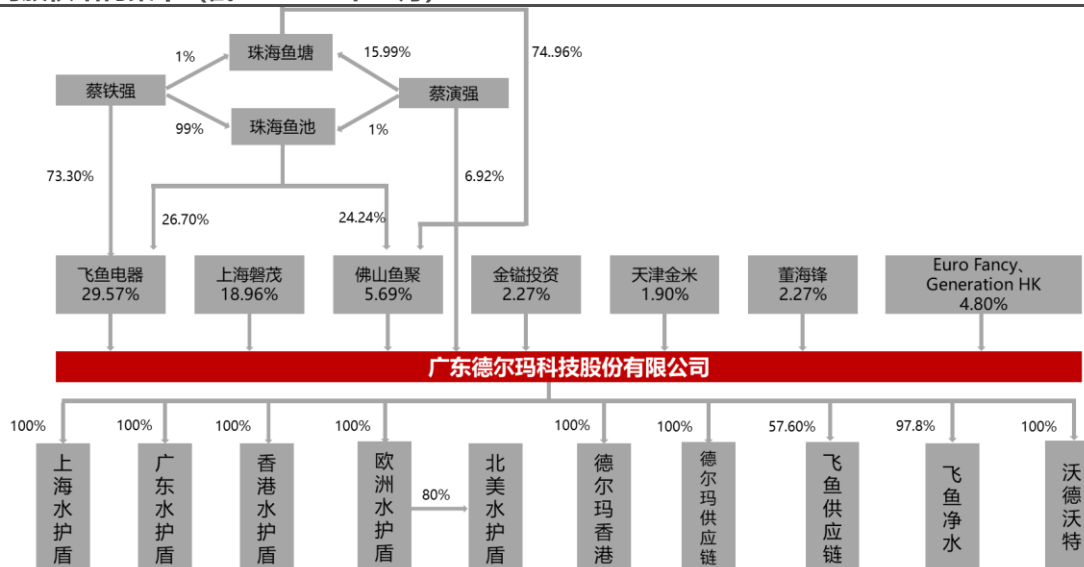


资料来源：公司官网，招股说明书，民生证券研究院

1.2 股权结构：股权集中，管理层年轻化且行业经验丰富

股权结构集中，家族化企业特征明显。德尔玛股权结构较为集中，公司控股股东为飞鱼电器，实际控制人为创始人蔡铁强。截至2023年6月，蔡铁强通过控制飞鱼电器、佛山鱼聚及珠海鱼池，间接控制公司35.7%的股份。蔡铁强之弟蔡演强直接持有公司股份6.9%，公司实际控制人及其一致行动人合计控制公司的股份占比为42.6%。

图3：德尔玛股权结构集中（截至2023年6月）



资料来源：wind，民生证券研究院

管理层团队年轻化，行业经验丰富。德尔玛拥有对小家电行业有着深刻理解的管理团队，管理团队年轻且经验丰富，平均年龄在 40 岁以下，自创业以来一直紧密合作，从 0 到 1 逐步搭建起销售体系、产品开发体系、制造体系，对消费者需求有着敏锐的洞察力，对小家电产品创新功能的开发有着独到的判断。

表1：管理层团队年轻且行业经营丰富

姓名	职位	年龄	主要履历
蔡铁强	董事长、总经理	36	2007 年创立佛山市飞鱼广告策划设计有限公司；2011 年创立飞鱼电商；2012 年创立佛山市顺德区飞鱼品牌设计有限公司；2011 年 7 月创立德尔玛前身德尔玛有限，并自 2011 年 7 月至 2015 年 1 月担任德尔玛有限监事，自 2015 年 1 月至 2020 年 9 月担任德尔玛有限董事长；2020 年 10 月德尔玛整体变更为股份公司至今，担任德尔玛董事长、总经理。
蔡演强	董事、副总经理	32	2010 年至 2011 年任职于佛山市飞鱼广告策划设计有限公司，担任淘宝店长；2011 年起任职于德尔玛前身德尔玛有限，其中 2011 年至 2013 年担任运营总监，2015 年 1 月至 2020 年 9 月担任德尔玛有限董事、总经理；2020 年 10 月德尔玛整体变更为股份公司至今任德尔玛董事、副总经理。
Alex Rishoej	副总经理	39	2005 年 7 月至 2009 年 8 月任职于 Monitor Group Hong Kong Limited，担任高级咨询顾问；2010 年 3 月至 2013 年 1 月任职于皇家飞利浦，担任战略发展高级经理；2013 年 1 月至 2018 年 7 月任职于飞利浦（中国）投资有限公司，担任商业及战略发展总监；2018 年 7 月至 2019 年 7 月任职于上海水护盾，担任首席执行官；2019 年 8 月至今任职于广东水护盾，担任首席执行官；2020 年 10 月德尔玛整体变更为股份公司至今，担任德尔玛副总经理。
孙斐	副总经理、财务总监	41	2007 年 3 月至 2011 年 3 月任职于佛山市顺德区碧桂园物业发展有限公司，担任资金管理部总经理助理；2011 年 3 月至 2015 年 10 月任职于广东美的生活电器制造有限公司和佛山市顺德区美的电热电器制造有限公司，担任财务经理；2015 年 11 月至 2017 年 11 月任职于佛山市云米电器科技有限公司，担任财务总监；2017 年 12 月至 2018 年 9 月任职于广东伟祥卫浴实业有限公司，担任副总经理；2018 年 10 月起至 2020 年 9 月任职于公司前身德尔玛有限，担任财务总监；2020 年 10 月德尔玛完成股份制改制后，担任德尔玛副总经理、财务总监。
陈龙	首席产品官	34	2007 年 4 月至 2011 年 7 月任职于佛山市飞鱼品牌策划设计有限公司，担任设计师；2011 年 7 月至今，在德尔玛担任首席产品官。

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

实施股权激励计划，深度绑定核心管理团队。公司通过珠海鱼塘作为持股平台，实施股权激励计划深度绑定核心管理层团队，并针对期权激励计划的行权，对相关业务经设定了业绩指标，以业绩指标达成情况确定授予对象可行权比例，对于调动员工的积极性和创造性和公司未来长期发展具有积极影响。

表2：股权激励计划授予情况

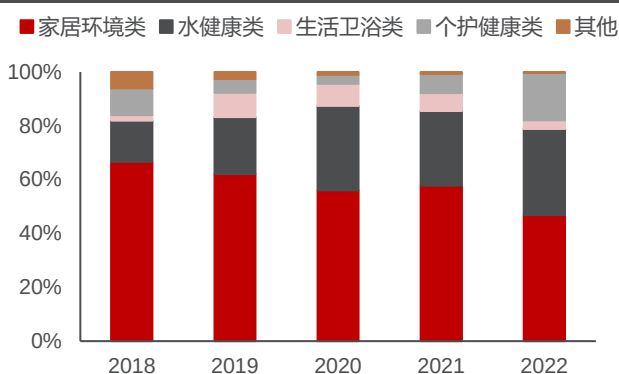
时间	授予对象	授予股比	授予价格	公允价值	股份支付金额
2019.12	李军卫等 8 名中高级管理人员及骨干员工	授予后激励对象合计持有珠海鱼塘 14.82% 份额，间接持有发行人 0.8333% 权益	1 元/1 份激励份额	30 亿元	2,444.33 万元
2020.10	Alex Rishoej、余峰、李军卫	上海水护盾注册资本总额的 19% 香港水护盾已发行股份的 19%	1.4698 元/注册资本 1.4698 港元/注册资本	577.52 万元 234.18 万元	577.52 万元 234.18 万元
2020.11	张永才	授予后张永才珠海鱼塘 0.5336% 份额，间接持有发行人 0.0296% 权益	1 元/1 份激励份额	50.75 亿元	147.99 万元

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

1.3 业务结构：家居环境和水健康类为核心品类，线上销售为主

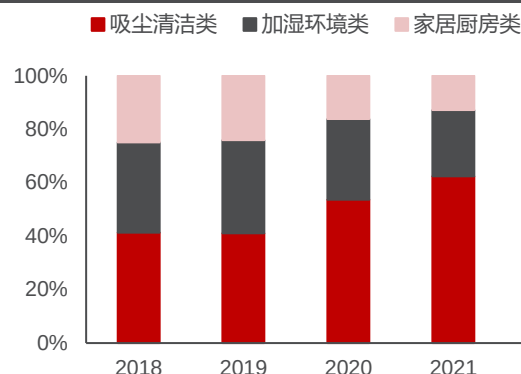
分品类看，家居环境类和水健康类产品为核心品类，个护健康类占比迅速提升。公司主营业务营收以家居环境类和水健康类产品为主，截至 2022 年年底，家居环境类和水健康类产品营收占比分别为 46.9%、32.0%。此外，公司也销售生活卫浴类和个护健康类产品，其中个护健康类占比快速增长，从 2018 年的 10.0% 增长至 2022 年的 17.7%，2021-2022 年营收 CAGR 为 52.8%。展望未来，飞利浦个护产品由于具备高中低端全覆盖优势，叠加 23 年个护赛道复苏并逐渐升温，公司个护健康类业务未来有望进一步放量。

图4：2018-2022 分业务营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

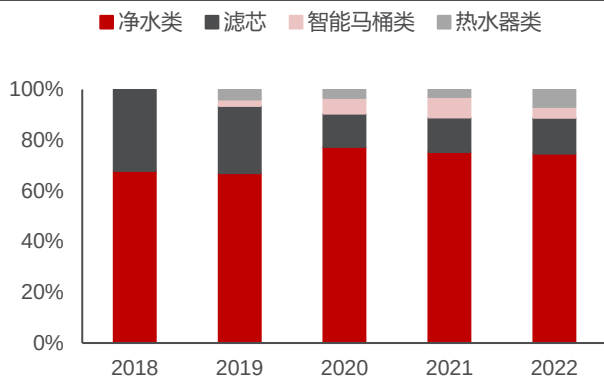
图5：2018-2022 家居环境类细分品类占比



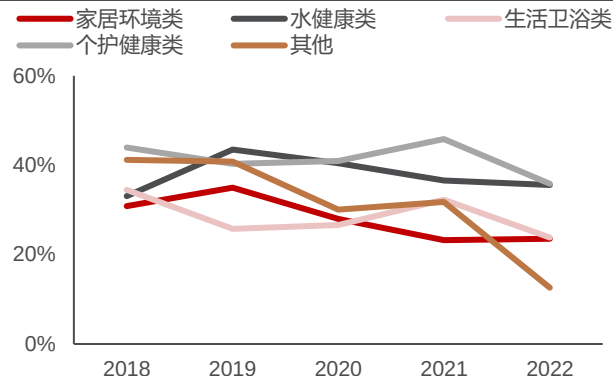
资料来源：wind，民生证券研究院

细分品类中，吸尘清洁类、净水类产品占比较高。家居环境类产品主要包括吸尘清洁类、加湿环境类和家居厨房类 3 类，水健康类产品主要包括净水类、滤芯、智能马桶类和热水器类，以净水类产品为主。截至 2022 年年底，吸尘清洁类/加湿环境类/家居厨房类产品占家居环境类比重分别为 68.3%/21.6%/10.1%，净水类/滤芯/智能马桶类/热水器类产品占水健康类产品的比重分别为 74.7%/14.2%/4.3%/6.8%。

水健康类和生活卫浴类产品毛利率水平较高。水健康类和生活卫浴类产品毛利率水平相对较高，截至 2022 年，公司家居环境类/水健康类/生活卫浴类/个护健康类/其他产品毛利率分别为 23.5%/35.6%/23.8%/35.9%/12.6%。

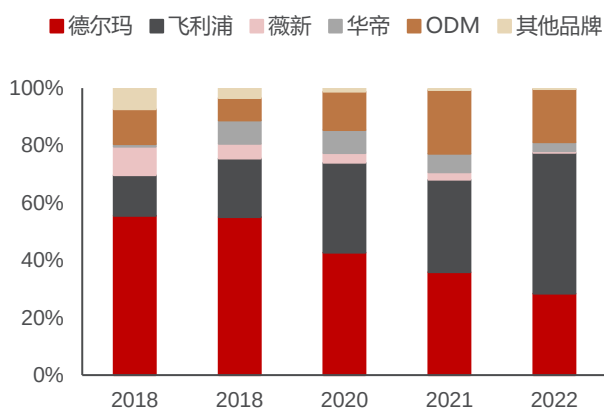
图6：2018-2022 水健康类细分品类占比


资料来源：wind，民生证券研究院

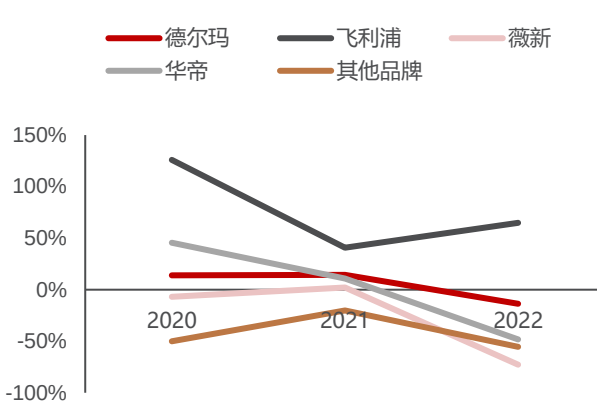
图7：水健康、个护健康类产品毛利率较高


资料来源：wind，民生证券研究院

分品牌看，德尔玛+飞利浦双品牌核心驱动，飞利浦占比迅速提升。德尔玛+飞利浦双品牌协同发力，贡献公司主要收入，2020/2021/2022 年两大品牌合计占营收比重分别为 74.1%/68.2%/77.5%。其中飞利浦水家电、个护健康类业务在并购整合后迎来快速放量，飞利浦品牌营收占比也逐渐从 2018 年的 14.2% 增至 2022 年的 49.0%，已成为公司第一大收入来源，个护健康类产品 2022 年营收也同比高增 166.8%。德尔玛品牌由于战略收缩 SKU，营收占比则有所下滑。

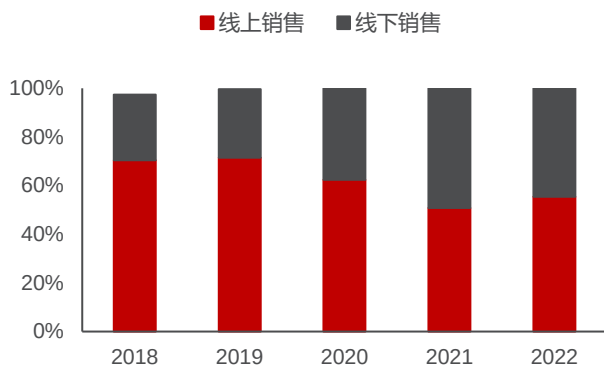
图8：2018-2022 年分品牌营收占比


资料来源：wind，民生证券研究院

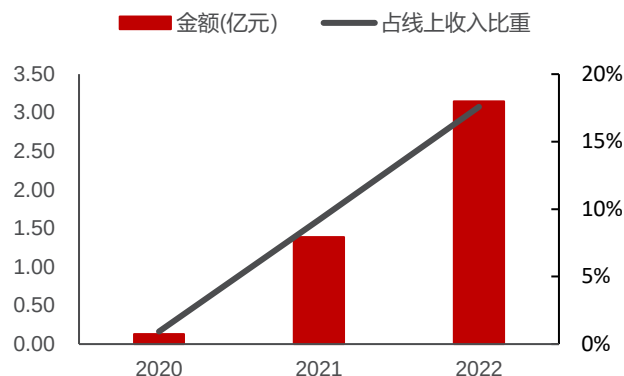
图9：2020-2022 年分品牌营收增速


资料来源：wind，民生证券研究院

分渠道看，线上线下游营收占比基本持平。自成立以来，公司坚持线上线下协同发展，2020/2021/2022 年线上销售营收占比为 62.4%/50.8%/55.4%，线下销售营收占比为 37.7%/49.2%/44.7%。线上渠道方面，公司拥有浓厚的互联网基因，抓住主流电商平台的流量红利，在依托传统线上渠道的同时，积极拓展新兴电商渠道。目前，公司线上销售方式包括线上经销、电商平台和线上直销三种，其中抖音渠道增长迅速，抖音渠道销售额从 2020 年的 0.13 亿元增长至 2022 年的 3.15 亿元。线下渠道方面，公司已建立境内外多方位销售网络，发力境外市场，与境外经销商保持密切合作，线下渠道拓展持续深化。

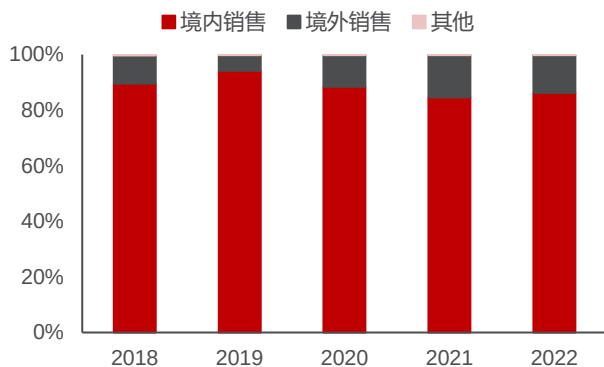
图10：线上线下载营收占比较为均衡


资料来源：wind，民生证券研究院

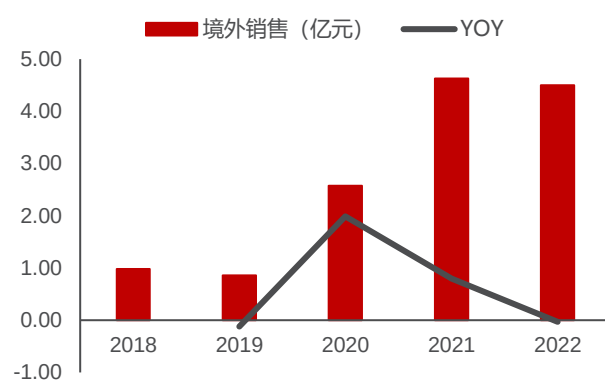
图11：抖音新兴渠道增长迅速


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

分地区看，海外业务有上升趋势，但仍以国内市场为主。德尔玛主要立足国内市场，目前国内市场营收占总营收的比例较大。截至 2022 年年底，境内销售营收占比达到 86.19%。近年来，公司积极开拓海外市场，完善海外市场布局。2018 年，公司收购飞利浦水健康业务，与飞利浦深度融合，借助飞利浦全球品牌知名度布局海外市场，境外销售额实现显著增长，从 2018 年的 0.98 亿元提升至 2022 年的 4.50 亿元，未来借助飞利浦品牌海外影响力叠加国内高效、低成本的供应链保障，海外市场未来有待进一步提升空间。

图12：德尔玛国内市场业务为主


资料来源：wind，民生证券研究院

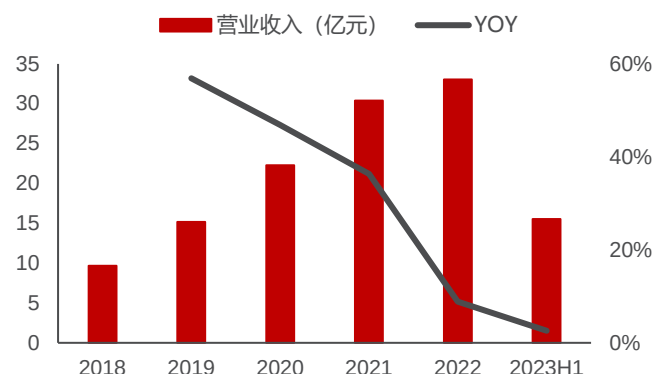
图13：海外业务有待进一步提升


资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 财务分析：营收增速较高，盈利能力有望改善

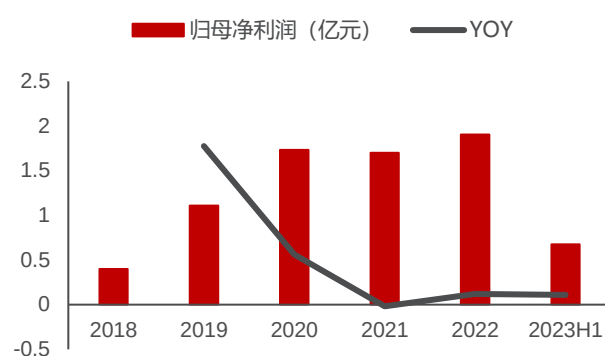
公司营收增速较高，利润端有望持续改善。1) 营收端：2023H1 实现营收 15.55 亿元，同比上升 2.6%，预计后续随着消费进一步复苏、海外市场拓展、授权品牌增长以及公司自有品牌的建设，公司营收有望进一步提升。2) 利润端：2023H1 年实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 10.8%。随着德尔玛、飞利浦等高毛利品牌份额逐步提升、原材料成本趋稳以及高毛利洗地机份额快速提升，预计归母净利润有望实现改善。

图14：2018-2023H1 营收及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

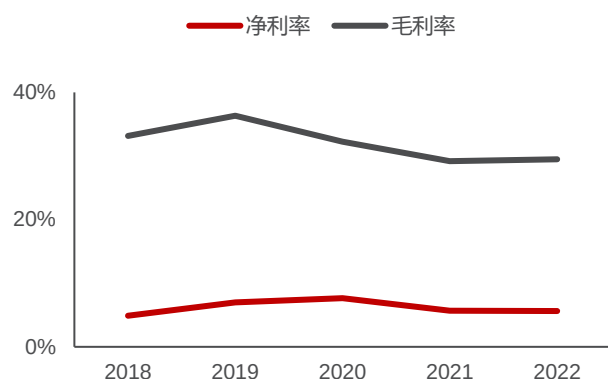
图15：2018-2023H1 归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

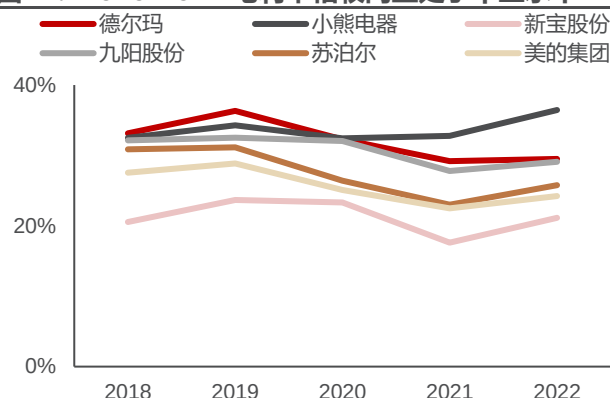
米家 ODM 业务拖累盈利能力，毛利率较同业处于中上水平。公司盈利能力受米家 ODM 业务毛利率低、规模较大影响，拉低公司整体盈利水平，2022 年毛利率 29.5%，净利率 5.6%，原因系米家品牌产品定位于性价比，且主要采用利润分成模式，米家 ODM 业务毛利率低于公司自有/授权品牌产品毛利率。2018-2022 年，公司毛利率整体呈现略微下滑态势，但始终维持在 30%左右水平，在同行业可比公司中处于中上地位。

图16：19 年以来公司毛利率/净利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2020-2022 毛利率相较同业处于中上水平



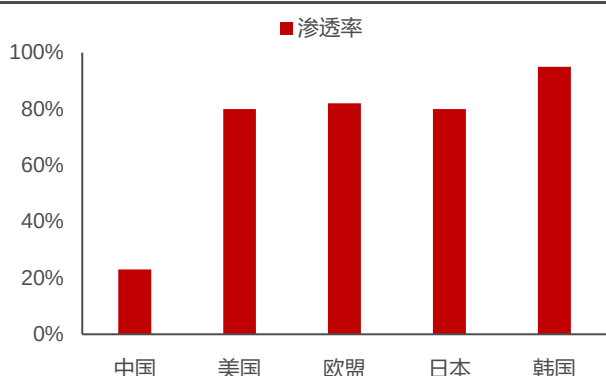
资料来源：wind，民生证券研究院

2 飞利浦：净水业务为基，按摩小电业务方兴未艾

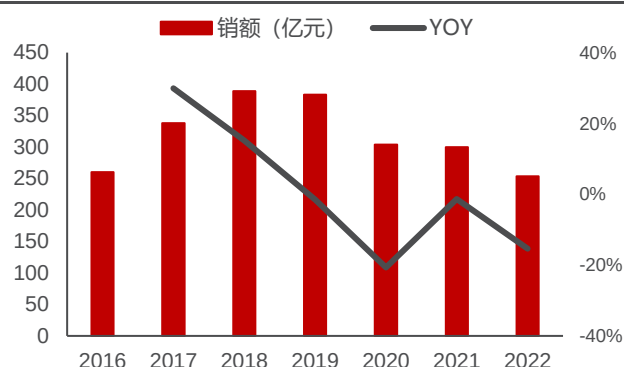
2.1 水健康：市场短期承压，净水赛道长坡厚雪静待复苏

水健康市场是指提供满足人们对于健康水质需求的服务和产品的市场，涵盖了从水源到消费者手中的整个过程，其中主要水健康产品包括净水类（净水器、净饮机、饮水机），热水器类和智能马桶类。以净水器为代表的水家电市场在我国渗透率比较低，有比较广阔的市场和潜在需求有待挖掘，净水市场在疫情过后需求缓慢释放，行业步入了新起点。在规模景气度方面，净水器市场需求保持收缩态势；净饮机市场 2022 年增长动力稍显不足，但未来依旧存在增长方向；饮水机市场产业结构加速调整，逐步发力海外市场。

净水类产品渗透率较低，国内市场短期受挫。发达国家的净水器市场更为成熟、渗透率更高。根据头豹研究院数据，2022 年，韩国净水器渗透率已经高达 95%，几乎实现了全民普及；欧盟、美国、日本等发达经济体的净水器渗透率同样也达到了 80% 及以上。2022 年中国净水器渗透率仅为 23%，市场潜力巨大。过去三年，受疫情影响，家电行业需求量下降，各细分品类也出现不同程度的波动，作为规模较大且市场品牌较为成熟的水家电行业受影响较为明显。2022 年，末端水家电销售额为 256 亿元，同比下降 15.4%。随着疫情过后市场需求缓慢释放，行业有望步入新起点。

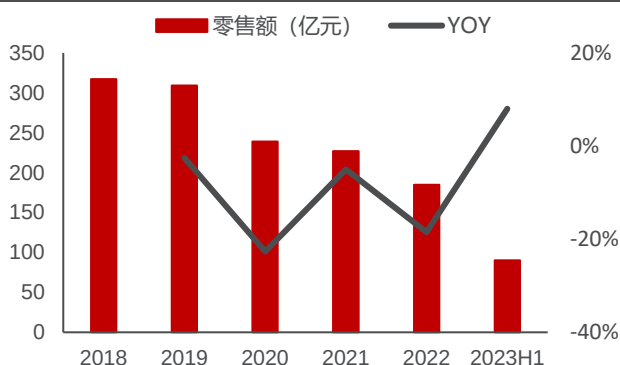
图18：中国净水器渗透率低于世界水平（2022 年）


资料来源：头豹研究院，民生证券研究院

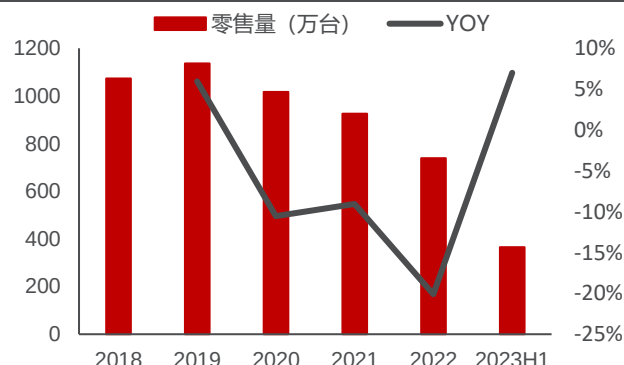
图19：2016-2022 年末端净水类行业销额及同比


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

净水器市场扭转颓势，复苏趋势明显。净水类家电自 2020 年后零售情况较为承压。根据奥维数据显示，2022 年我国净水器产品零售额为 185 亿元，同比下降 18.5%；净水器产品零售量为 739 万台，同比下降 20.11%。2023 年上半年净水器一扭颓势，产品零售额 90 亿元，零售量 365 万台，分别同比增长 8%，7%，复苏态势明显。

图20：2018-2023H1 净水器产品零售额及同比


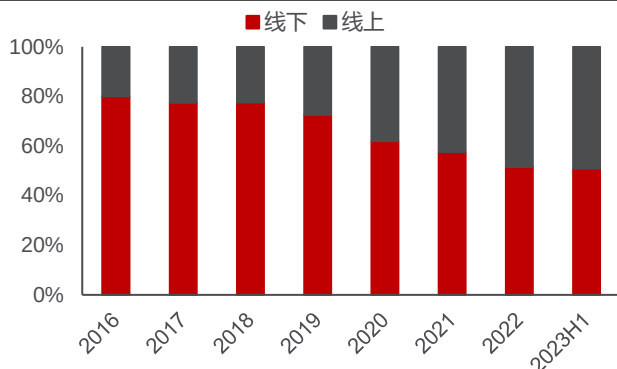
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图21：2018-2023H1 净水器产品零售量及同比


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

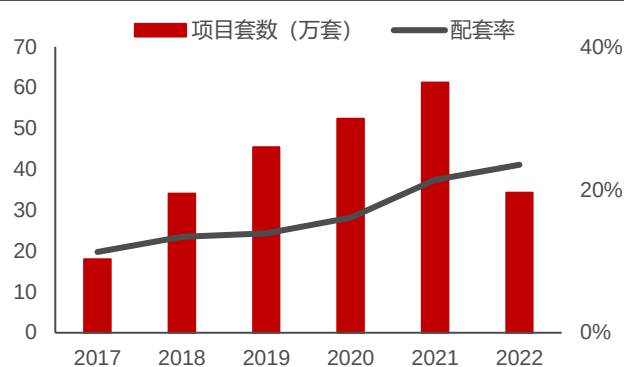
净水器零售线上渠道发力明显，精装地产配套率稳步提升。从渠道结构上看，2022 年整体线上规模接近线下市场规模，线上渠道占比从 2016 年的 19.9% 提升至 2023H1 的 49.1%，线上渠道有望在未来成为主导。地产精装修净水器配套率也不断增长，从 2017 年的 11.3% 增长至 2022 年的 23.5%，随着房地产市场复苏以及老房改造需求增长，有望实现进一步增长。

图22：2016-2022 年净水器产品分渠道结构



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

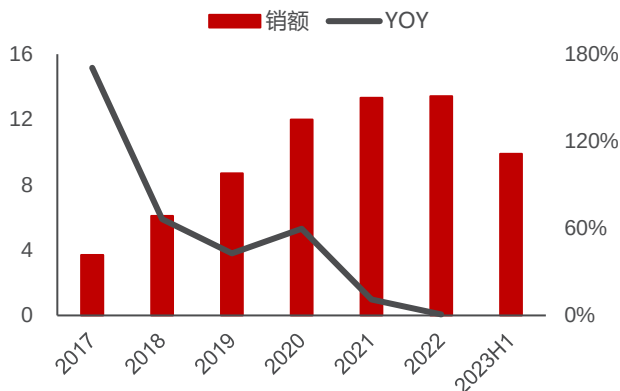
图23：地产精装修净水器配套率稳步提升



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

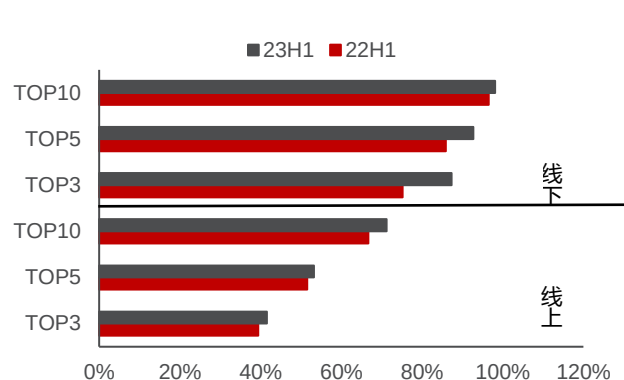
净饮机销售稳定增长，品牌集中度进一步提升。相较于净水机，台式净饮机集净水、饮水、加热功能于一体，免安装，移动摆放灵活，滤芯少，更换成本低，满足家庭饮水多重需求，应用空间更为广阔。23 年上半年市场的快速复苏给上半年净饮机市场注入一针强心剂，后期 618 促销期火热拉动净饮机线上市场增长。据奥维数据显示，2023 年上半年，净饮机全渠道销额 12 亿元，同比增长 24%，其中线上销额为 9.9 亿元，线上头部品牌推出功能复合型产品赢得消费者青睐，线下产品结构升级，带动集中度进一步提升。

图24：2017-2023H1 净饮机产品线上销额及同比



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图25：22H1-23H1 净饮机产品品牌集中度情况



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

飞利浦结合赋能全球化扩张，长期授权打造竞争优势。公司于 2018 年收购飞利浦水健康业务，获得了飞利浦品牌包括净水器、热水器、智能卫浴等在内的业务。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。德尔玛优秀运营和供应链能力+飞利浦品牌认知，有助于打造差异化竞争优势，飞利浦的全球影响力也将为公司全球化扩张赋能。

表3：飞利浦商标产品授权情况

地区	授权产品	授权期限	使用费																
全球	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）	合计 20 年，初始期限为 2018 年 7 月 1 日至 2028 年 6 月 30 日	初始期限内许可费为净营业额的 3%，延长期限内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：																
大中华区、俄罗斯	燃气热水器	合计 20 年，初始期限为 2018 年 7 月 1 日至 2028 年 6 月 30 日	<table><tr><th>日历年</th><th>保证的最低许可使用费率</th></tr><tr><td>2019</td><td>850000</td></tr><tr><td>2020</td><td>1200000</td></tr><tr><td>2021</td><td>1500000</td></tr><tr><td>2022</td><td>1700000</td></tr><tr><td>2023</td><td>1900000</td></tr><tr><td>2024-2028</td><td>2000000</td></tr><tr><td>延长期限内每年</td><td>2000000</td></tr></table>	日历年	保证的最低许可使用费率	2019	850000	2020	1200000	2021	1500000	2022	1700000	2023	1900000	2024-2028	2000000	延长期限内每年	2000000
日历年	保证的最低许可使用费率																		
2019	850000																		
2020	1200000																		
2021	1500000																		
2022	1700000																		
2023	1900000																		
2024-2028	2000000																		
延长期限内每年	2000000																		
澳大利亚、新西兰、大中华区	电子坐便器、坐便器和坐便盖（一体式和分体式）	合计 20 年，初始期限为 2018 年 7 月 1 日至 2028 年 6 月 30 日	便携式按摩器对于澳大利亚和新西兰，其许可费单独计算，其中可变许可使用费为两区域按摩品类合计净营业额的 3%，22/23/24 年最低许可费 0/5w/10w 欧元； 对于越南、新加坡等区域，其许可费单独计算，其中可变许可使用费为该等区域按摩品类合计净营业额的 3%，22/23/24 年最低许可费 10w/20w/30w 欧元																
大中华区	水龙头、淋浴器、不可移动（固定式）卫生间电子干手器和毛巾器	合计 20 年，初始期限为 2018 年 7 月 1 日至 2028 年 6 月 30 日																	
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	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，皮肤治疗按摩器以及基于 TENS 技术或红外加热技术的按摩器）	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、新加坡等授权试用期为 2023/1/1-2025/12/3																	

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

优秀运营+飞利浦品牌认知助力旗下产品腾飞。目前收入增量主要来自于台式净饮水机及厨下净水器产品，飞利浦品牌知名度显著赋能公司净水产品销售，此外飞利浦净水类产品迭代速度也在不断加快，多个水健康类产品在市场处于领先地位，市场反应良好。

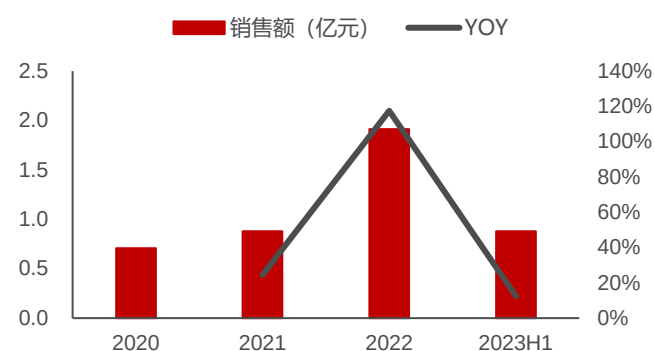
表4：2022 年飞利浦净水类产品主要电商排名情况

平台	品类	2022 年排名情况
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
	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
天猫	台式净饮水机	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
	抽水机	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：招股说明书，民生证券研究院

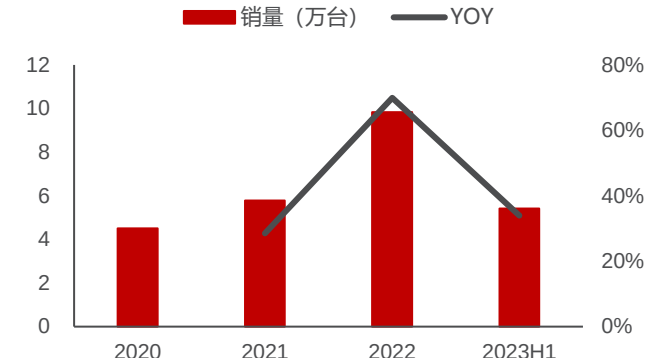
飞利浦净饮水机稳定增长，市场话语权较高。据魔镜数据显示，飞利浦净饮水机淘系平台 2023 年上半年销售额为 0.88 亿元，同比增长 12.5%；销量为 5.41 万台，同比增长 33.9%；市场份额占比为 11.1%，位居同平台第三位。飞利浦淘系平台净饮水机价格带占比中，3000-4000 元净饮水机贡献份额最多，达到 27.3%。

图26：2020-2023H1 飞利浦淘系平台净饮机销额及同比



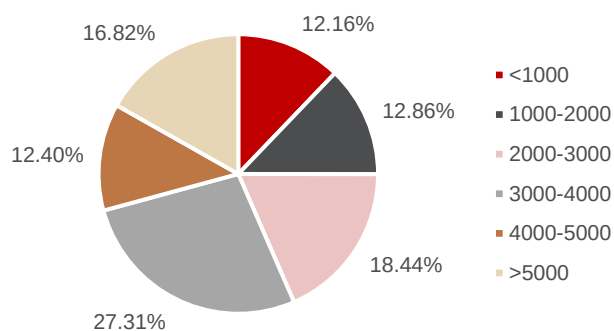
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图27：2020-2023H1 飞利浦净饮机淘系平台销量及同比



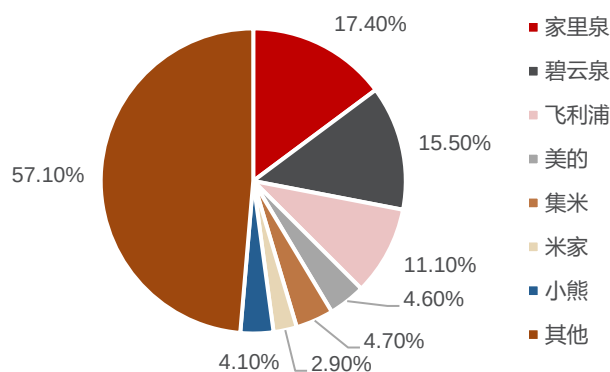
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图28：飞利浦淘系平台净饮机分价位段占比



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图29：2023H1 飞利浦净饮机淘系平台排名第三



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

飞利浦净饮机定位高性价比，产品力较强。通过与同行业公司碧云泉、小米旗下热销净饮机进行对比，公司产品定价位于行业中游，搭载多种实用功能，致力于解决消费者痛点。以飞利浦 ADD6860 产品为例，相较于多数品牌采取反渗透 RO 膜技术，该产品采用水通道蛋白膜新技术重组 RO 膜，有效解决了传统 RO 膜在长期使用后净化率衰减的问题，净水能力更加突出；大容量水箱解决了以往容量小频繁加水的痛点；富锶矿化技术析出有益微量元素。飞利浦净饮机产品力较为突出，产品性价比较高。

表5：主要品牌净饮机参数对比

品牌	示意图	价格	工作原理	加热方式	水箱容量	智能	可调节沸点	净化功能
飞利浦		2199	复合型过滤	稀土厚膜加热管	6L	支持	是	是
ADD6860								
碧云泉		3499	反渗透	稀土厚膜加热管	5L	支持	是	是
G7								

小米



智享版

1699

反渗透

不锈钢厚膜加热管

6.3L

支持

是

是

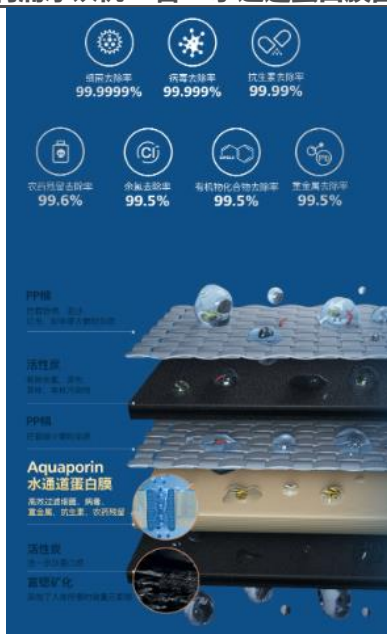
资料来源：天猫旗舰店，民生证券研究院

图30：飞利浦净饮水机产品力较强



资料来源：天猫旗舰店，民生证券研究院

图31：飞利浦净饮水机 5 合 1 水通道蛋白膜富锶滤芯

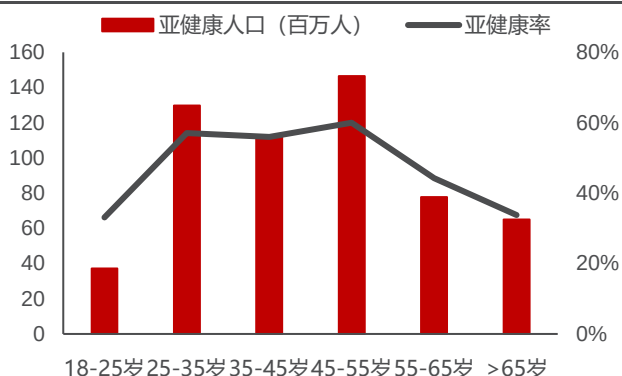


资料来源：天猫旗舰店，民生证券研究院

2.2 按摩小电：市场方兴未艾，按摩个护快速增长

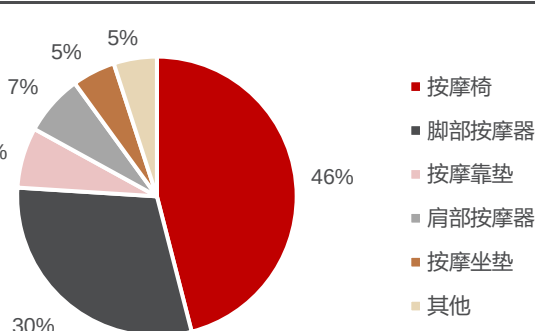
亚健康年轻人群为潜在消费群体，按摩小家电成为不二选择。中国按摩小家电的下游消费者群体之一为身体亚健康的年轻消费者。这部分消费者具有购买按摩器应对身体不适的消费习惯，且通常较为重视身体的健康状况，更愿意为身体健康花费金钱。年轻群体生活节奏快，工作压力大，休息时间碎片化，对按摩保健产品的灵活性和便携性提出了更高要求，小型按摩器具需求旺盛。

图32：年轻群体亚健康率较高



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

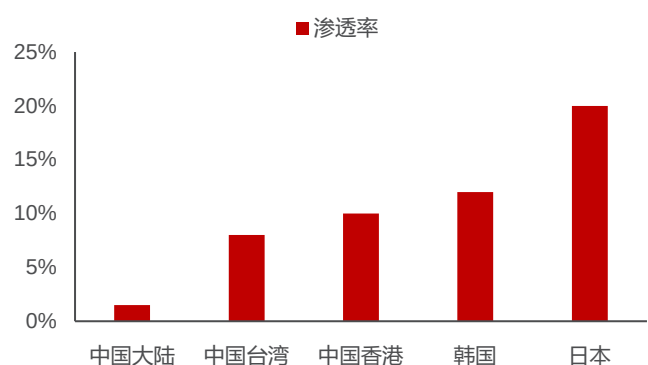
图33：中国各类按摩器具市场占比情况



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

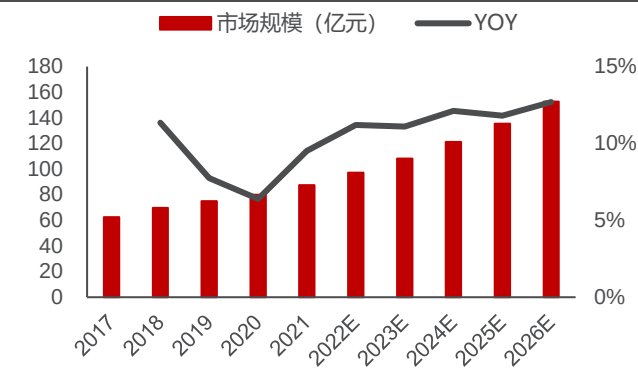
按摩小家电市场方兴未艾。按摩类小家电市场目前正处于发展的初期阶段，伴随者我国国民健康素养不断提升，老年人群及亚健康人群的按摩器消费需求有望快速提高，按摩类小家电市场前景广阔。中国大陆按摩小电市场渗透率相较于其他亚洲国家水平较低，仅为 1.5%。2017 年中国大陆按摩小电市场规模为 62.6 亿元，根据华经产业研究院数据，预计 2026 年中国大陆按摩小家电市场规模达到 152.7 亿元，未来市场空间广阔。

图34：主要亚洲区域按摩小电渗透率情况（2022 年）



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

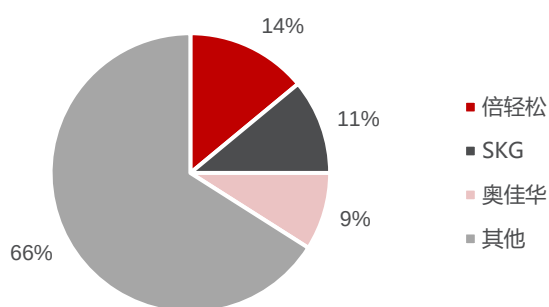
图35：2017-2026E 中国大陆按摩小电规模及增速



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

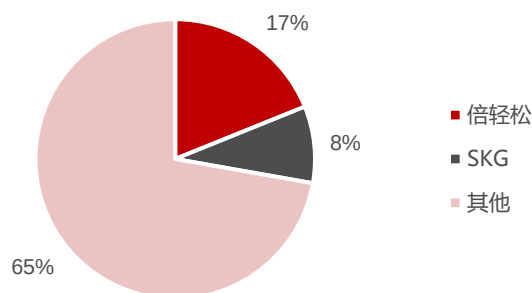
按摩小电市场集中度较低，SKG、倍轻松和奥佳华细分赛道优势明显。按摩器具产品技术壁垒较低，产品同质化现象严重，因此缺乏品牌形象的公司较难提高产品价格，行业集中度较低。整体按摩小家电行业中 SKG、倍轻松和奥佳华具备较明显的市占率优势。而每个细分的按摩小家电品类中都有一个市占率优势较为明显的品牌，细分赛道中的龙头地位明显。

图36：按摩小家电整体市占率情况



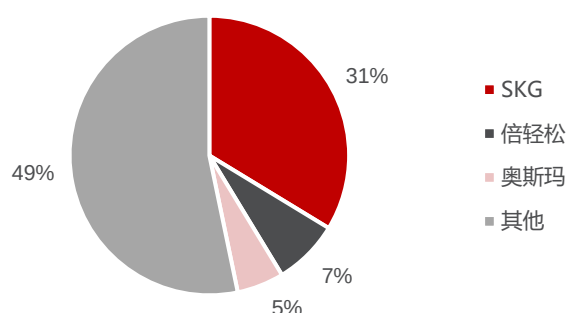
资料来源：头豹研究院，民生证券研究院

图37：淘系平台按摩小家电占比情况



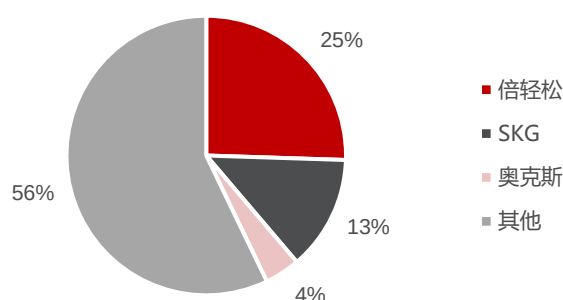
资料来源：头豹研究院，民生证券研究院

图38：淘系平台颈部/腰椎按摩器占比情况



资料来源：头豹研究院，民生证券研究院

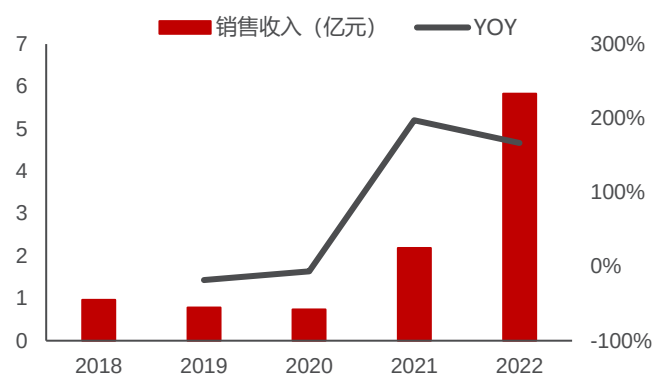
图39：淘系平台眼部按摩器占比情况



资料来源：头豹研究院，民生证券研究院

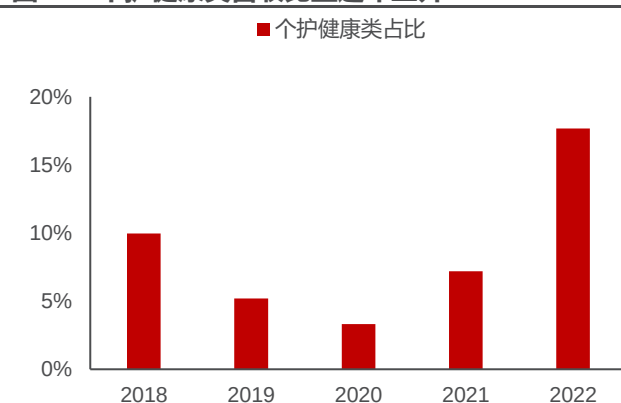
飞利浦按摩类产品逐步放量，有望成为新一增长点。2021年，公司获得了飞利浦品牌移动按摩产品独家授权，产品主要包括眼部按摩器、按摩披肩、膝盖按摩器、筋膜枪、足浴按摩器、颈部按摩器、按摩眼罩等。自授权后个护健康类收入快速上升，2022年，公司个护健康类收入5.8亿元，同比+167%，占总收入比重也相应提升至17.7%。

图40：飞利浦授权后个护健康类收入显著攀升



资料来源：Wind，民生证券研究院

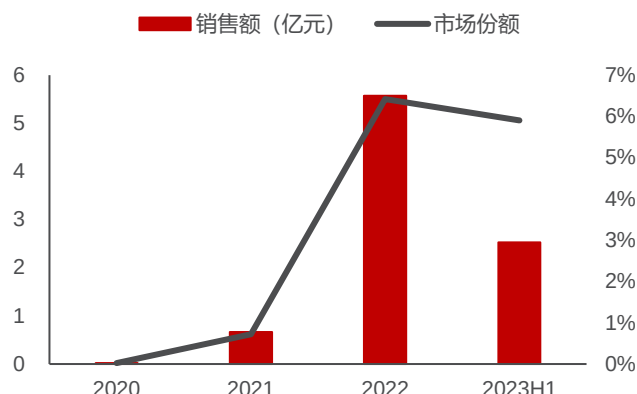
图41：个护健康类营收比重逐年上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

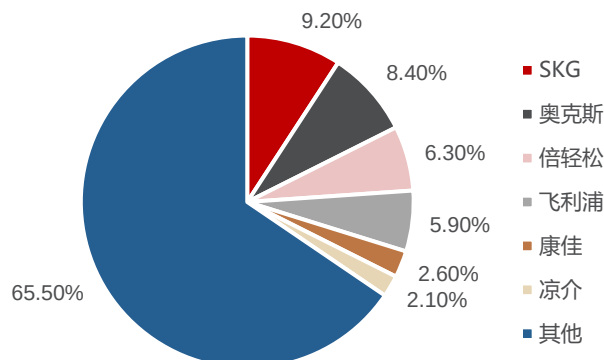
按摩类市场竞争激烈，飞利浦市场份额后来居上。按摩类仪器行业门槛相对较低，线上集中度不高，作为头部品牌，飞利浦热销品类主要为千元以下的眼部按摩器、腰颈按摩器等，产品优势主要表现在小巧便携、多功能集成和高质价比。飞利浦按摩类产品线上表现亮眼，据魔镜数据显示，飞利浦按摩器材2023H1在淘系平台市占率5.9%，排在第四位；其销售额保持基本稳定，2023H1淘系平台销售额为2.4亿元，同比略降1.5%。

图42：飞利浦市场份额后来居上



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图43：2023H1 飞利浦按摩器材淘系平台排名第四



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

飞利浦按摩小电性价比较为突出。飞利浦按摩小电不仅具备先进的技术，更注重产品的性价比。以飞利浦旗下最畅销产品眼部按摩仪 PPM7102E 为例，该产品净重 310g，与同价位段的友商按摩仪产品相比，除了集合热敷、按摩等基本功能外，还添加了骨传导耳机和个性化音效等同价位段产品所不具备的功能，力求以相同的价格为消费者带来除传统眼部按摩外的个性化体验。

表6：飞利浦按摩小电性价比较为突出

品牌	示意图	价格 (元)	功能	重量	电池容量	个性化设计
飞利浦		699	温感热敷+气囊按压按摩	310g	1200mAh	骨传导耳机+有机硅皮革+蓝牙连接+个性化音效
倍轻松		689	温感热敷+点震按摩	220g	1050mAh	可视化透光窗口+未来感外观+自适应硅胶触头+蓝牙连接
SKG		699	温感热敷+点震按摩	230g	1500mAh	蓝牙连接+4大按摩模式+360度可旋转设计+自适应伸缩按摩头

资料来源：京东，民生证券研究院

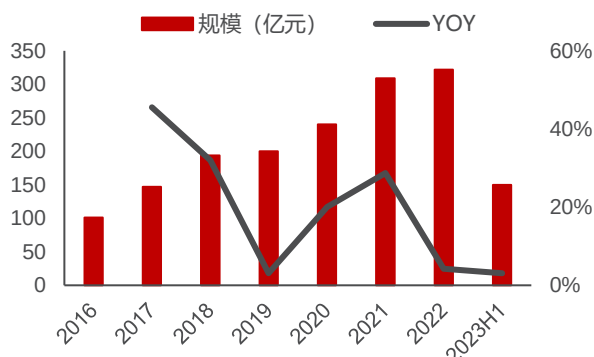
3 德尔玛：深耕家居健康类市场，定位高性价比产品

3.1 清洁电器市场潜力巨大，消费需求持续释放

清洁类电器市场潜力巨大。据欧睿国际数据显示，英美欧等发达国家的智能清洁电器渗透率常年保持在 90% 左右的高水平，而我国清洁电器目前整体渗透率较低，成长空间广阔。清洁类电器具有较强的懒人属性，懒人经济的发展以及智能家居的普及使得清洁类家电如扫地机、洗地机等小家电市场逐渐火热，为清洁类电器的发展带来了新的市场机遇。奥维云网全渠道推总数据显示，2023H1 清洁电器全渠道零售额 150 亿元，同比增长 3.1%，零售量 1092 万台，同比下滑

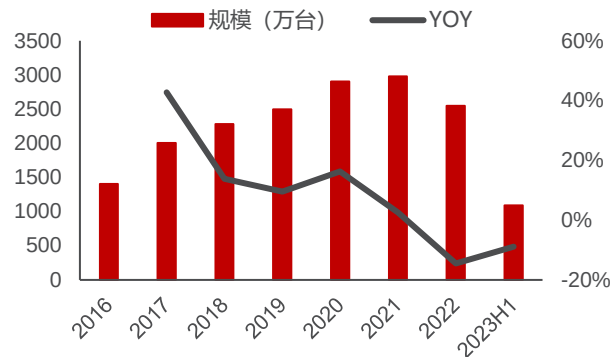
8.9%。

图44：2016-23H1 清洁类电器市场规模（按销额）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

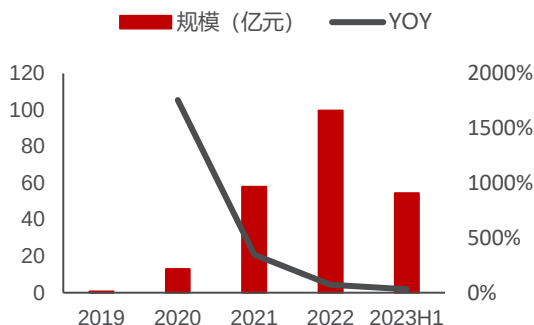
图45：2016-23H1 清洁类电器市场规模（按销量）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

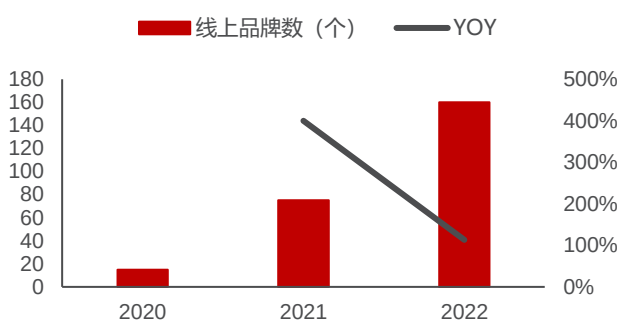
洗地机高增延续，品牌持续扩容。洗地机品类发展时间较短，市场潜力巨大，过去三年洗地机成为拉动清洁电器整体增长的最大驱动力，2023H1 洗地机全渠道销售额为 54.5 亿元，同比增长 31%，反超扫地机器人成清洁电器第一大细分品类。洗地机品牌也随之快速扩容，悠尼、米博、以内、马赫等一众新品牌进入市场叠加美的、海尔等传统品牌开始发力，三年来线上品牌数已经增长到 160 个。

图46：2019-2023H1 洗地机市场规模（按销额）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图47：洗地机线上品牌数快速扩容



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

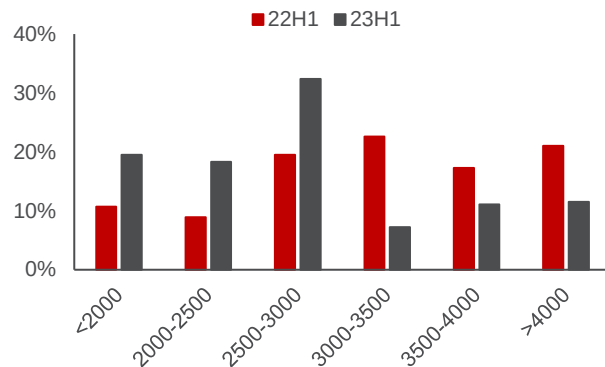
线上洗地机均价持续下探，3000 元内价格段竞争激烈。随着洗地机市场规模增长放缓，行业逐步走向成熟，用“以价换量”的方式来延续高增长成为众多企业的选择。据奥维云网数据显示，洗地机线上均价已从 22 年 1 月的 2960 元下探至 23 年 6 月的 2429 元。3000 元内价格段成为众多品牌竞争的焦点，2023 年上半年 3000 元内价格段洗地机占比 70.2%，同比+31.1pct。

图48：22.01-23.06 洗地机线上均价及同比



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

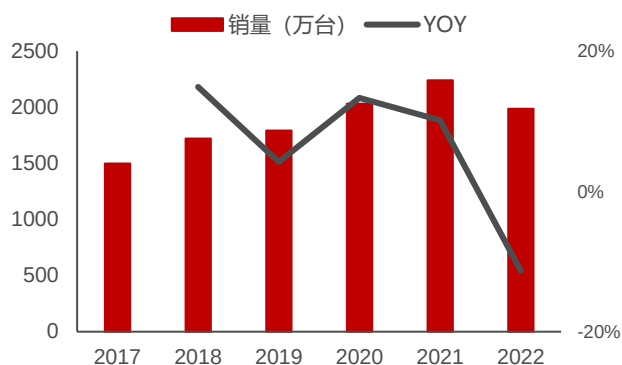
图49：3000 元以内洗地机占比提升



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

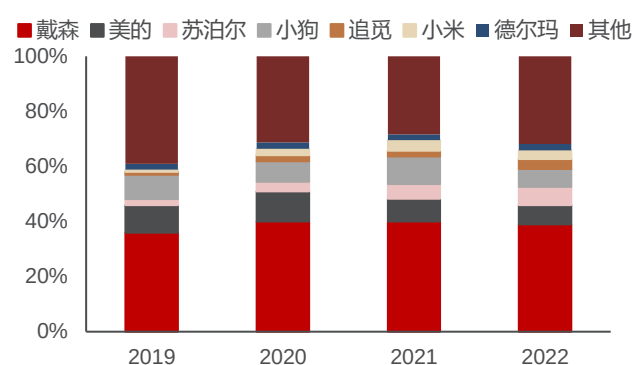
吸尘器行业短暂承压，戴森品牌一家独大。吸尘器作为清洁电器元老级产品，由于 2022 年国内家电市场消费需求持续低迷，吸尘器受到大环境影响出现下滑，2022 年销量为 1985 万台，同比下降 11.3%。从竞争格局来看，戴森吸尘器在行业独占鳌头，以天猫电商平台为例，2022 年戴森份额占比达到 39%；腰部品牌竞争激烈，市场份额也在快速变化。

图50：2016-2022 年吸尘器市场规模（按销量）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图51：戴森一家独大，腰部品牌竞争激烈

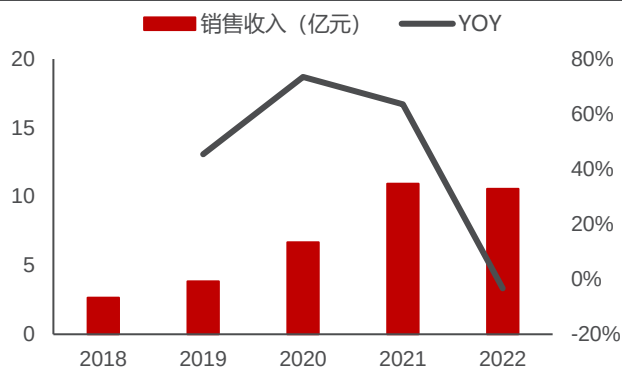


资料来源：久谦，民生证券研究院

3.2 德尔玛：深耕家居健康类市场，定位高性价比产品

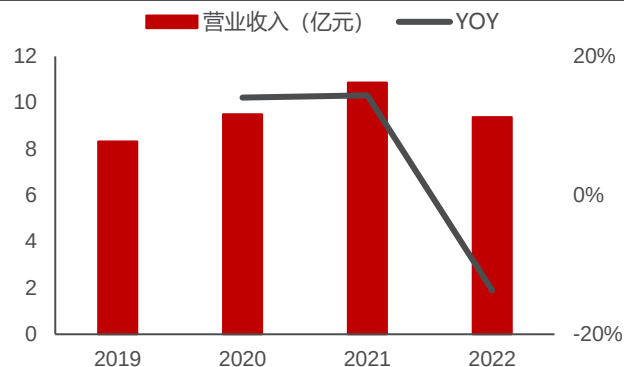
德尔玛品牌规模快速成长。德尔玛品牌主要覆盖吸尘清洁类、加湿环境类以及家居厨房类等家居环境类产品，其中吸尘清洁是核心，重点品类包括洗地机和吸尘器等。2018 年以来，吸尘清洁类产品快速放量，2022 年营收高达 10.6 亿元，其中德尔玛品牌 2022 年营收 9.4 亿元，贡献较多收入；2022 年小幅下滑主要系公司和米家合作的吸尘清洁类产品收入下降所致。

图52：2018-2022 年吸尘清洁类营收情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图53：2020-2022 年德尔玛品牌营收情况



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

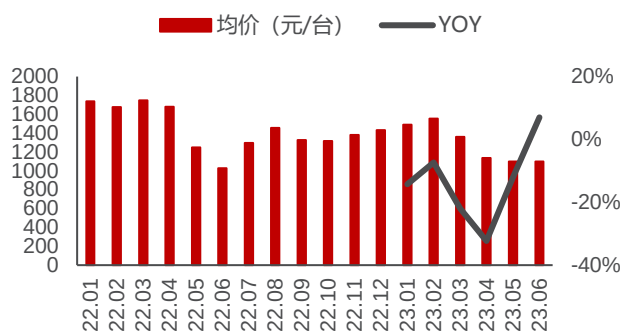
图54：德尔玛品牌产品矩阵

品类	产品
环境加湿类	 加湿器  除湿机  除湿盒  喷香机
吸尘清洁类	 洗地机  扫地机  吸尘器  布艺清洁机  蒸汽拖把  除螨仪  喷水拖把
厨房电动类	 绞肉机  破壁机  果汁机  料理机
厨房电热类	 早餐机  电热水壶  空气炸锅  电热水杯  三明治机  手冲壶  烘烤机  电煎锅
家居生活类	 挂烫机  电风扇  杀菌灯  毛球修剪器  吹风机  皂液机  烘鞋器

资料来源：公司官网，民生证券研究院

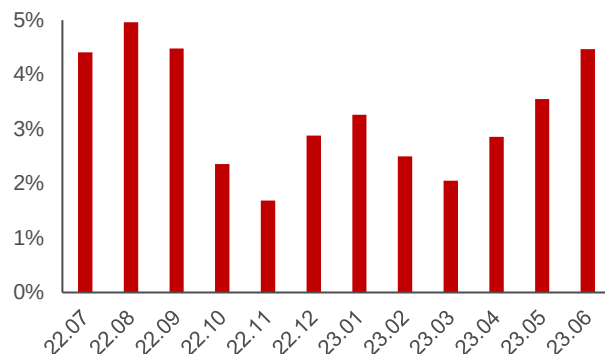
洗地机价格持续优化，德尔玛以价换量带来市场份额提升。洗地机市场经过三年快速扩容行业增长逐步放缓，各厂商间竞争进入白热化。德尔玛顺应“以价换量”逻辑，逐步调整洗地机销售策略，推动洗地机均价下行。根据奥维云网数据，2023 年以来德尔玛洗地机价格呈现下降趋势，从 23 年 1 月均价 1491 元逐步下调至 23 年 6 月的 1099 元，与之对应的是洗地机线上市占率从 3.26%提升至 4.47%。

图55：2022-2023H1 德尔玛洗地机线上均价及同比



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

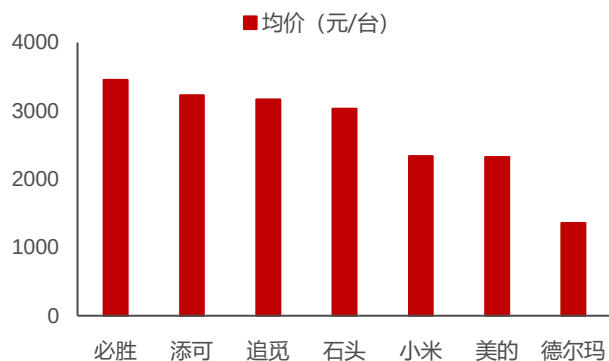
图56：22.07-23.06 德尔玛洗地机线上市占率变化



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

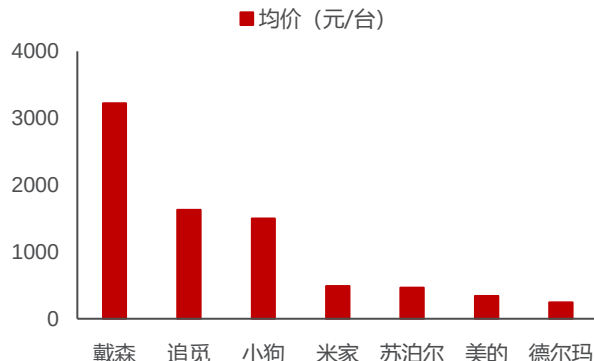
德尔玛主推性价比，刺激中低端市场消费需求。德尔玛品牌早期以吸尘器为主要品类，随着扫地机、洗地机行业快速发展，行业价格段也出现分层，中低端市场潜力巨大。德尔玛积极切入行业，主推性价比优势，产品聚焦于二三线城市居民，刺激中低端消费市场需求释放。2022 年，德尔玛洗地机、吸尘器均价分别为 1359 元/台、245 元/台，与同行业其他公司产品对比均价较低。

图57：2022 年主要品牌洗地机均价情况



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图58：2022 年主要品牌吸尘器均价情况



资料来源：久谦，民生证券研究院

表7：2022 年德尔玛品牌产品主要电商排名情况

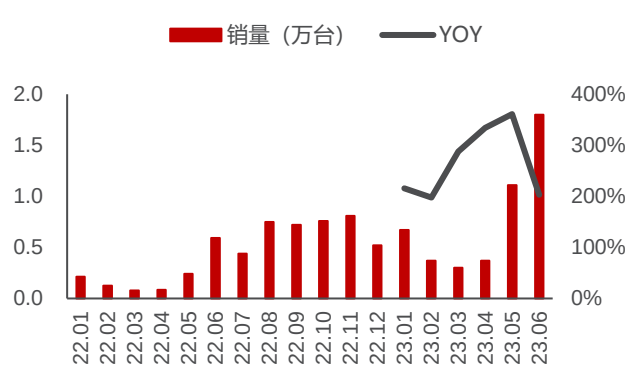
平台	品类	2022 年排名情况
京东	吸尘器	2 月排名第二，1 月/3-5 月/7-8 月排名第三，6 月/9-11 月排名第四，12 月排名第五
	加湿器	3 月排名第三，1-2 月/4 月/11-12 月排名第四，5-10 月排名第五
	除螨仪	7-12 月排名第五，3-6 月排名第六，1-2 月排名第七
	蒸汽清洁机	4-5 月排名第二，12 月排名第三，3 月/9 月/11 月排名第四，7 月/10 月排名第五，1 月/8 月排名第六，2 月/6 月排名第八
天猫	吸尘器	7 月排名第七，2-4 月/8 月/10-12 月排名第九，6 月排名第十，5 月/9 月排名第十一，1 月排名第十二
	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：招股说明书，民生证券研究院

德尔玛洗地机线上营收持续高增。2023 年以来，德尔玛洗地机营收持续增长，销量销额均实现高增。根据奥维云网数据，德尔玛洗地机 2023 年上半年线上销额 5596 万元，同比增长 216.9%，实现销量 4.62 万台，同比增长 246.4%，增势迅猛。

图59：2022-2023H1 德尔玛洗地机线上销额及同比

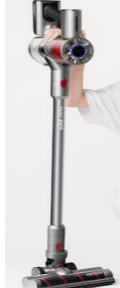

资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图60：2022-2023H1 德尔玛洗地机线上销量及同比


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

德尔玛吸尘器在同价位段产品对比中产品力处于领先地位。我们以京东商城同价位段的竞争对手产品对比发现，以德尔玛 T30 为例，该吸尘器在多项性能指标上处于领先地位，其最大吸力、续航能力、集尘容量等均优于米家和苏泊尔的同价位段产品，并装有绿光显尘系统，地板微尘可视化，9 锥气旋风道+强离心力+高密度过滤棉+蜂窝密集过滤网超强过滤，可过滤 0.3 μ m 以下微尘，滤尘率高达 99.7%。

表8：德尔玛吸尘器同价位段性价比更高

	德尔玛 T30	添可飘万 Lite	米家 2 Slim	苏泊尔 C10
示意图				
价格	799	1090	699	749
最大吸力	23kpa	9kpa	20kpa	16kpa
功率	240w	130w	230w	250w
续航	45min(2400mAh)	33min(2500mAh)	45min(1800mAh)	30min(2000mAh)
产品重量	2.7kg	1.75kg	2.9kg	2.8kg
过滤系统	9 锥气旋风道+强离心力+高密度过滤棉+蜂窝密集过滤网	6 锥分离过滤+旋风气流	7 锥尘气分离+五重过滤	HEPA 滤网+后置高分子海绵+金属蚀刻网+旋风分离
刷头	多用刷头+电动软绒地刷	电动软绒地刷	1+3 刷头组合	4+1 刷头组合
集尘容量	0.56L	0.5L	0.4L	0.55L
收纳挂架	有	无	有	有
光学显尘系统	有	无	无	无

资料来源：京东，民生证券研究院

德尔玛洗地机切入痛点，相同参数下价格更低。同样，我们以京东商城同价位的洗地机产品对比可以发现，德尔玛 P30 洗地机和其他品牌核心功能参数基本持平或者略有领先，并且配备了多种实用化设计如 LED 显示屏、语音提醒、智能感污等功能，切实切入用户痛点，带来极致的性价比体验。

表9：德尔玛洗地机参数相同下价格更低

	德尔玛 P30	添可芙万 ProAE	小米 2 Lite	美的 GX3
示意图				
价格	1199	1590	1599	1499
最大吸力	15kpa	12kpa	15kpa	15kpa
功率	180w	220w	200w	190w
续航	30min(4000mAh)	35min(4000mAh)	40min(4000mAh)	30min(2500mAh)
清水/污水箱容量	600ml/600ml	600ml/500ml	780ml/550ml	600ml/400ml
滚刷	前后双自驱	单自驱	单自驱	单自驱
滚刷贴边	6mm 贴边无框滚刷	贴边地刷	9mm 单侧贴边	无
LED 显示屏	有	有	有	无
一键自清洁	有	有	有	有
智能感污	有	有	有	无

语音提醒	有	有	有	无
智能水满感应	有	有	有	无
工作模式	除菌、自动、吸水	溶液、吸水、智能、除菌	自动、吸水	强力、标准

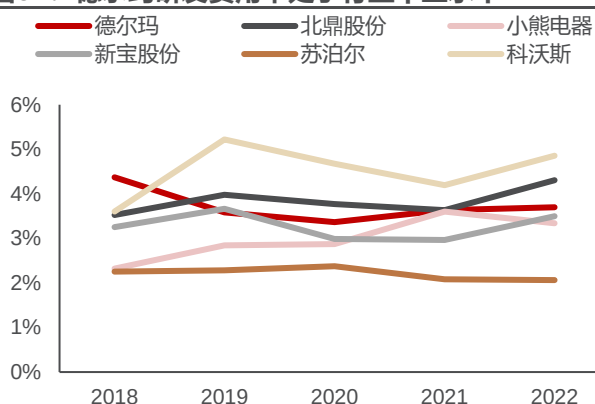
资料来源：京东，民生证券研究院

4 核心优势：核心能力互补+飞利浦品牌高知名度 +电商基因精准捕捉行业风口

4.1 飞利浦+德尔玛优势互补，核心能力突出

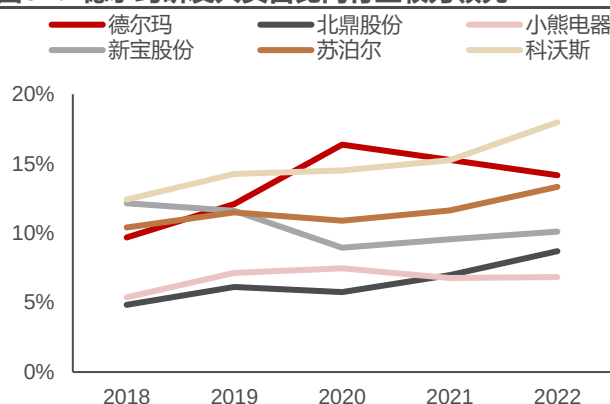
德尔玛“敏捷化”+飞利浦“系统化”双轮驱动构筑护城河。自2018年收购飞利浦水家电业务以来，公司通过原有研发体系与飞利浦研发体系的交互学习，持续提升自身研发能力。公司研发工作主要通过小家电研发中心和水质健康研发中心开展，两个研发中心在研发体系上互相借鉴学习，在研发项目上独立推进，实现“系统化”和“敏捷化”双轮驱动，借助飞利浦系统化研发和供应链体系和德尔玛洞察消费者和行业痛点敏捷化实现优势互补，公司研发费用率及研发人员占比同样位于行业中上水平。

图61：德尔玛研发费用率处于行业中上水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

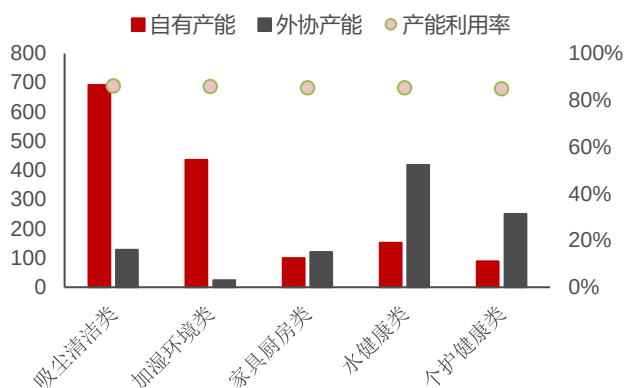
图62：德尔玛研发人员占比同行业较为领先



资料来源：Wind，民生证券研究院

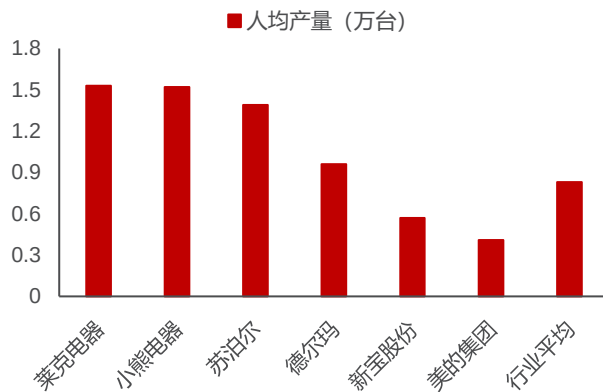
产能利用率较高，人均产量高于行业平均。强大的自有产能对新品类迭代具有重要意义，自2014年开始自建产能以来，公司不断投入自有产能，已经建立了强大的自主生产能力，但相较于行业巨头，公司自主生产规模仍有提升空间。其中，公司德尔玛品牌主要以自有产能生产为主，飞利浦以外协为主，各品类产能利用率均超过85%。2022年公司人均产量0.96万台，高于行业平均水平0.83万台，与行业其他品牌相比，部分品类仍存在自产提升空间。

图63：德尔玛自产为主，飞利浦外协为主，产能利用率均高于 85%



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图64：人均产量高于行业平均，仍有提升空间（2022年）

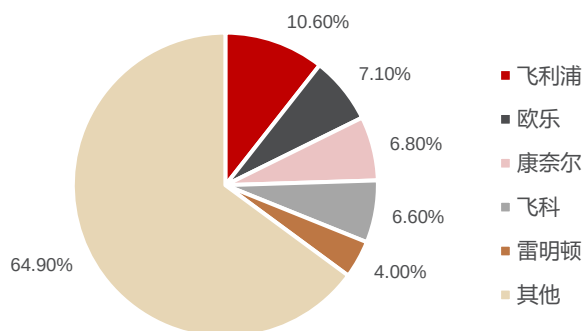


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

4.2 飞利浦品牌优势明显，海外市场大有可为

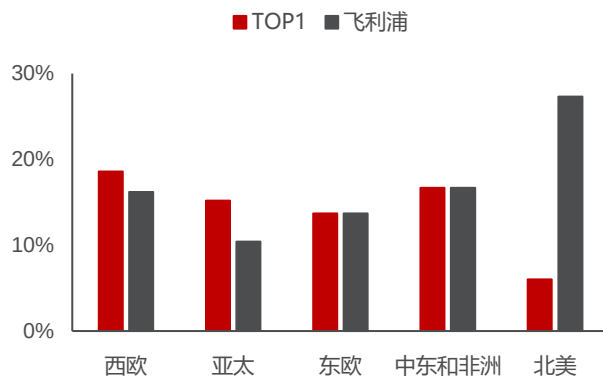
飞利浦品牌全球影响力优势明显。作为一家全球知名的品牌，飞利浦在全球市场上具有广泛的影响力，多个产品领域都占据着重要的市场份额。以个护行业为例，根据 Euromonitor 数据，飞利浦个护产品全球市场零售份额为 10.6%，高居全球第一，在西欧、亚太、东欧、中东非洲和北美等多个区域均位居前列。

图65：2022 年全球个护行业品牌份额（按零售量）



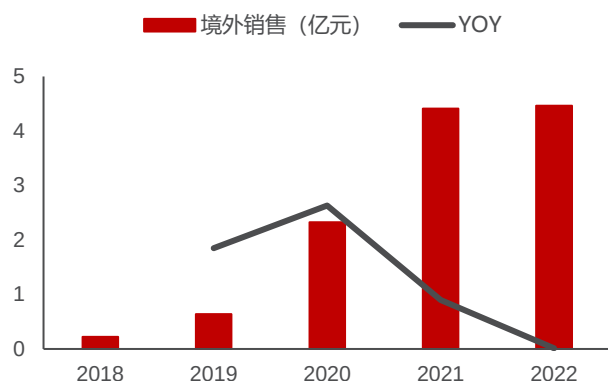
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图66：飞利浦个护品牌多区域位居前列

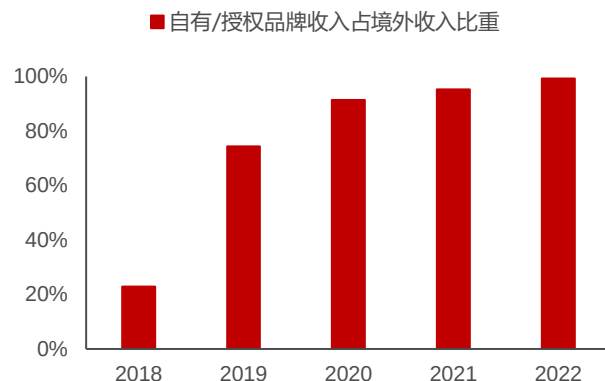


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

飞利浦品牌知名度叠加中国制造优势，境外业务持续扩张。公司持续重视境外市场开拓，建立了专业的境外销售运营团队，不断健全丰富境外销售网络，与欧洲、亚洲、南美洲的境外客户建立了良好的合作关系，并通过在亚马逊开设直营店面向境外销售。依托于供应链优势、产品创新能力、高性价比产品、强大的线上经营能力以及飞利浦全球化品牌属性，公司逐渐打开境外市场，全球化扩张能力突出。境外收入主要由飞利浦、德尔玛品牌贡献，2018-2022 年，公司自有/授权品牌境外销售分别为 0.2/0.6/2.3/4.4 /4.5 亿元，CAGR 为 111.1%。

图67：自有/授权品牌境外销售持续增长


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图68：境外业务收入主要由飞利浦、德尔玛品牌贡献


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

境外企业跻身前五大客户，海外市场有望扩容。从客户结构来看，境外客户逐步跻身公司前五大客户，其中 Century Field International Limited 为公司境外线下经销商，自 2020 年以来均为公司前五大客户；HONG KONG CHANG HUI COMMUNICATION LIMITED 主要面向东南亚等地区，2021 年成为公司前五大客户；黑龙江俄速通供应链管理有限公司及领航数贸科技股份有限公司，为 2022 新增前五大客户，主要向俄罗斯等地区客户销售。海外客户占比提升为公司海外业务扩张带来机遇，海外市场有望进一步扩容。

表10：公司前五大客户结构

年度	营收占比	客户名称
2022	18.43%	小米集团
	11.51%	京东集团
	3.66%	黑龙江俄速通供应链管理有限公司及领航数贸科技股份有限公司
	3.50%	Century Field International Limited
	2.50%	九州大健康产业（武汉）有限公司
2021	21.47%	小米集团
	17.34%	京东集团
	3.11%	HONGKONG CHANG HUI COMMUNICATION LIMITED
	2.92%	Century Field International Limited
	2.39%	欧派家居集团股份有限公司
2020	25.85%	京东集团
	12.61%	小米集团
	2.33%	Century Field International Limited
	1.87%	芜湖凡臣电子商务有限责任公司
	0.98%	江苏跨境电子商务服务有限公司

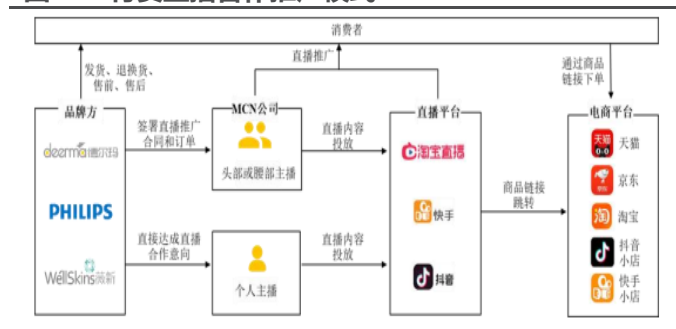
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

4.3 依托互联网电商基因，精准营销挖掘互联网红利

互联网电商基因精准捕捉直播风口。公司在 19 年就试水直播行业，积极抓住直播带货风口，借助 KOL 带货的营销模式，打造了自身的直播推广计划，与“薇娅”、“辛巴”、“罗永浩”等头部主播达成合作，同时积极开拓腰部主播合作和素人直播投放。除付费主播推广外，公司在湖南长沙、浙江杭州、广东佛山分

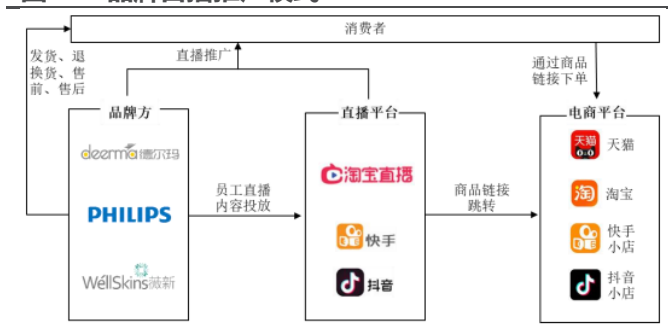
别成立直播基地，逐步建立自有直播体系。

图69：付费主播合作推广模式



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

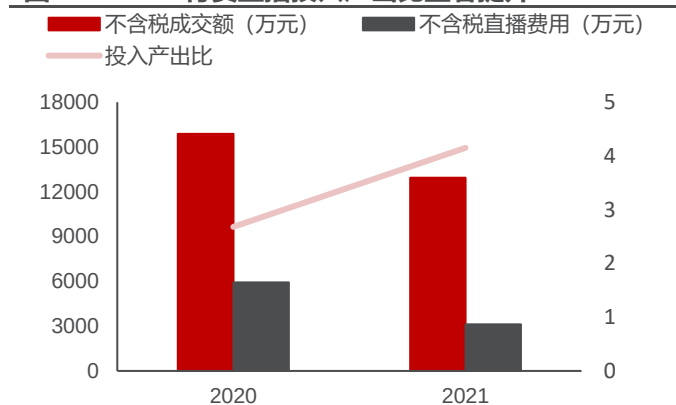
图70：品牌自播推广模式



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

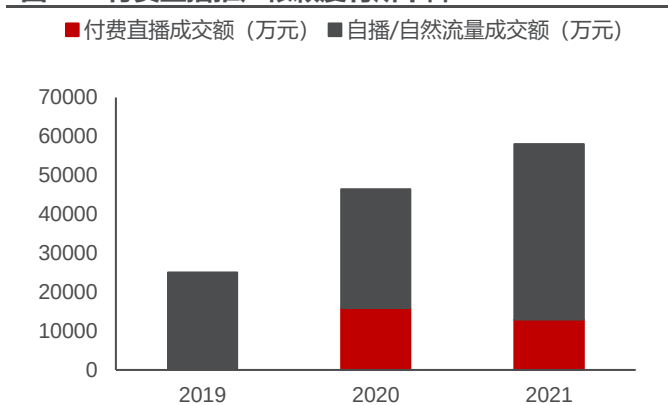
付费主播投入产出比提升，付费直播依赖度有所下降。得益于运行效率改善以及交易转化率提升，公司付费直播投入逐见成效，主要合作 MCN 付费直播的投入产出比从 2020 年的 2.7 提升至 2021 年的 4.2。与此同时，公司自播体系的建立与不断完善也使得对付费直播依赖度显著下降，直播推广费用产出投入比有望得到进一步改善。

图71：MCN 付费主播投入产出比显著提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图72：付费主播推广依赖度有所下降



资料来源：公司公告，民生证券研究院

抖音渠道日趋成熟，高毛利率贡献业绩有望进一步增长。结合抖音渠道特点，公司在抖音渠道主推洗地机产品和个护类产品，其中洗地机产品高客单价、高毛利的特点也为抖音渠道贡献较多利润。2021 年公司抖音渠道综合毛利率为 52.6%，分别高出淘系平台、京东平台 7.2、16.0pct。细分到具体品类，家居环境类和个护健康类产品抖音渠道毛利率优势更加明显。

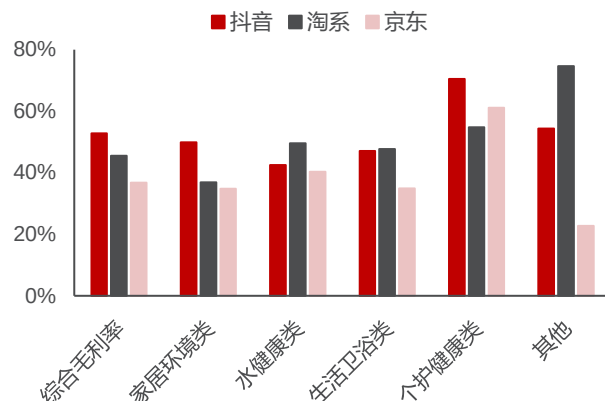
图73：德尔玛抖音渠道主推洗地机产品



注：统计时间段为 2023.02.23-2023.08.21

资料来源：蝉妈妈，民生证券研究院

图74：抖音渠道毛利率水平较高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

自播模式逐渐成熟，获客成本有所下降。2021 年以来，随着抖音电商业务的快速增长以及，公司通过品牌自播等方式加大对抖音的资源投入，自播模式逐渐成熟，根据蝉妈妈数据，德尔玛近 180 天（2023.2.23-2023.8.21）抖音自播销售额占比高达 64.2%。自播模式成熟以及付费直播依赖度下降带来抖音渠道获客成本下降，2021 年公司抖音渠道获客成本（促销推广费/收入）为 30.9%，同比-8.2pct，与京东、淘系平台差距进一步缩小。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们主要对公司的主要品类收入做出预测：

家居环境业务：

1) 吸尘清洁类：公司吸尘清洁业务包括德尔玛吸尘器、洗地机及米家吸尘器。从品牌层面看，米家定位高性价比，吸尘器销售情况较为亮眼。从行业层面看，德尔玛洗地机受益于洗地机行业渗透率不断提升，保持较高的增速水平。因此我们预计 2023-2025 年公司吸尘清洁板块营收同比+20.00%/+20.00%/+20.00%。

2) 加湿环境类：德尔玛从 2022 年开始进行产品结构的调整，逐步缩减非核心品类的投入，2021/2022 年公司加湿环境收入同比+15.96%/-23.30%。我们预计调整结束后，未来该业务有望实现低个位数增长，2023-2025 年营收同比-10.00%/+5.00%/+5.00%。

3) 家居厨房类：自有品牌德尔玛贡献公司家居厨房业务。德尔玛从 2022 年开始进行产品结构的调整，逐步缩减非核心品类厨房电器的投入。2021/2022 年公司加湿环境收入同比+11.59%/-30.46%，预计调整结束后，未来该业务有望实现低个位数增长，2023-2025 年营收同比-10.00%/+5.00%/+5.00%。

毛利率方面：原材料价格后市或将保持稳定，产品毛利率稳中有升。2022 年毛利率为 23.53%，我们预计 2023-2025 年公司家居环境板块毛利率为 25.21%/25.38%/25.54%。

水健康业务：

1) 净水类：飞利浦品牌辐射力持续提升，以及消费升级推动净水行业高端化趋势明显，公司水健康业务将保持高增长。我们预计 2023-2025 年公司净水板块营收同比+25.00%/+30.00%/+30.00%。

2) 滤芯：我们认为，滤芯与净水器为配套产品，预计增长率与净水类产品相近，2023-2025 年公司滤芯板块营收同比+25.00%/+25.00%/+25.00%。

3) 智能马桶：中怡康预测，23 年智能马桶行业销额同比呈现个位数增长。未来受益于居民消费水平和消费意愿的提升，预计市场规模增幅上升。此外，公司智能马桶业务有望在低基数的情况下受益于飞利浦的品牌优势，预计增长率超行业平均水平。因此我们预计 2023-2025 年公司智能马桶板块营收同比+15.00%/+15.00%/+15.00%。

4) 热水器：公司热水器类业务来源于授权品牌飞利浦。魔镜数据显示，23 M1-M8 淘系+京东平台飞利浦热水器销额同比+246%。23 年以来，热水器市场

配套规模同比大幅下滑，奥维云网预计下半年在多地出台利好政策后，地产端或将复苏。因此我们预计 2023-2025 年公司热水器板块营收同比+25.00%/+25.00%/+20.00%。

毛利率方面：原材料价格后市或将保持稳定，产品毛利率呈平稳趋势。2022 年毛利率为 35.58%，我们预计 2023-2025 年公司水健康板块毛利率为 36.56%/36.57%/36.55%。

生活卫浴业务：华帝贡献公司生活卫浴业务，主要产品包括手工水槽、厨房龙头、花洒套装。魔镜数据显示，23M1-M8 淘系、京东平台华帝生活卫浴类产品销额同比保持负增长。因此我们预计 2023 年公司生活卫浴业务营收同比+1.00%。公司近期与华帝签署终止协议，后继将不再开展华帝品牌生活卫浴类产品业务。同时，原材料价格后市或将保持稳定，产品毛利率稳中有升。2022 年毛利率为 23.82%，我们预计 2023 年公司生活卫浴板块毛利率为 24.00%。

个护健康业务：公司个护健康业务来源于飞利浦按摩器销售情况。魔镜数据显示，23M1-M8 淘系+京东平台飞利浦按摩器销额同比-3%。目前，亚健康群体逐渐年轻化，年轻群体养生意识增强。此外，居民工作压力增大导致腰椎、眼部的按摩需求高增，以及出行需求上升、社会老龄化严重均推动按摩行业市场规模增长。因此我们预计 2023-2025 年公司个护健康板块营收同比+15.00%/+15.00%/+10.00%。同时，原材料价格后市或将保持稳定，产品毛利率呈平稳趋势。2022 年毛利率为 35.85%，我们预计 2023-2025 年公司个护健康板块毛利率为 37.00%/37.00%/37.00%。

表11：德尔玛分业务营收预测（亿元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务营收	9.67	15.17	22.28	30.38	33.07	37.99	44.45	53.12
YOY		56.91%	46.89%	36.35%	8.85%	14.90%	16.98%	19.52%
毛利率	33.16%	36.33%	32.27%	29.19%	29.50%	31.18%	31.65%	31.83%
按品类拆分								
1、家居环境类								
营收	6.42	9.40	12.45	17.54	15.48	17.09	19.85	23.13
YOY		46.43%	32.56%	40.82%	-11.76%	10.43%	16.13%	16.50%
毛利率	30.88%	34.98%	28.01%	23.23%	23.53%	25.21%	25.38%	25.54%
1.1、吸尘清洁类								
营收	2.65	3.85	6.69	10.94	10.57	12.68	15.22	18.26
YOY		45.41%	73.49%	63.58%	-3.32%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	35.32%	39.28%	30.04%	22.81%	25.78%	27.00%	27.00%	27.00%
1.2、加湿环境类								
营收	2.17	3.28	3.76	4.36	3.34	3.01	3.16	3.31
YOY		51.38%	14.51%	15.96%	-23.30%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	24.07%	29.98%	23.47%	20.95%	19.43%	21.00%	21.00%	21.00%
1.3、家居厨房类								
营收	1.60	2.26	2.01	2.24	1.56	1.40	1.47	1.55
YOY		41.41%	-11.02%	11.59%	-30.46%	-10.00%	5.00%	5.00%

毛利率	32.76%	34.91%	29.74%	29.69%	17.02%	18.00%	18.00%	18.00%
2、水健康类								
营收	1.49	3.20	6.98	8.40	10.56	13.16	16.89	21.51
YOY		115.23%	118.14%	20.32%	25.71%	24.57%	28.36%	27.42%
毛利率	33.08%	43.50%	40.47%	36.59%	35.58%	36.56%	36.57%	36.55%
2.1、净水类								
营收	1.01	2.15	5.40	6.33	7.89	9.86	12.82	16.67
YOY		112.57%	151.60%	17.28%	24.60%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率		41.26%	40.70%	36.04%	34.92%	36.00%	36.00%	36.00%
2.2、滤芯								
营收	0.48	0.85	0.91	1.14	1.50	1.88	2.34	2.81
YOY		77.82%	7.79%	24.47%	31.31%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利率		51.60%	47.17%	48.16%	51.92%	52.00%	52.00%	52.00%
2.3、智能马桶类								
营收		0.08	0.43	0.68	0.45	0.52	0.60	0.68
YOY			439.73%	57.79%	-33.71%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率		28.60%	34.02%	32.80%	26.14%	27.00%	27.00%	27.00%
2.4、热水器类								
营收		0.13	0.23	0.25	0.72	0.90	1.13	1.35
YOY			86.85%	5.00%	193.44%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利率		36.45%	20.78%	7.82%	14.87%	16.00%	16.00%	16.00%
3、生活卫浴类								
营收	0.19	1.37	1.83	2.01	1.03	1.04	-	-
YOY		620.09%	33.93%	10.10%	-48.67%	1.00%	-	-
毛利率	34.48%	25.73%	26.61%	32.26%	23.82%	24.00%	-	-
4、个护健康类								
营收	0.96	0.79	0.74	2.19	5.83	6.70	7.71	8.48
YOY		-18.22%	-6.41%	197.25%	166.76%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	43.97%	40.27%	40.98%	45.85%	35.85%	37.00%	37.00%	37.00%
5、其他								
营收	0.59	0.39	0.24	0.20	0.10	0.10	0.10	0.10
YOY		-33.09%	-38.94%	-16.69%	-48.32%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	41.20%	40.77%	30.06%	31.75%	12.59%	14.00%	14.00%	14.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

公司主营业务覆盖范围较广，涵盖家居环境、水健康、家居厨房等板块业务。其中，吸尘清洁类可比公司为科沃斯；家居厨房板块主营产品为厨房小家电，可比公司为九阳股份、北鼎股份、苏泊尔。因此，我们选取科沃斯、九阳股份、苏泊尔、北鼎股份作为可比公司。

1) 科沃斯：公司成立于 1998 年，目前已成为全球家用服务机器人和智能生活电器行业的引领者，成功构建了科沃斯+添可双轮驱动的业务模式。2022 年实现营收 153.25 亿元，同比+17.11%。

2) 九阳股份：从单一豆浆机品类起家，逐步转型生活品质小家电，向清洁

电器品类扩张，成长为品质生活小家电龙头品牌。2022 年实现营收 101.77 亿元，同比-3.45%。

3) 苏泊尔：苏泊尔为全球炊具、厨房小家电龙头企业。公司目前已覆盖厨房小家电、炊具、厨卫电器与家居生活电器四大品类，形成“电器+炊具”双轮驱动的收入格局。2022 年实现营收 201.71 亿元，同比-6.55%。

4) 北鼎股份：公司以国际品牌 OEM/ODM 外销业务起家，后战略转型自主高端品牌，推出热销产品养生壶，为高端养生小家电领军者。2022 年实现营收 8.05 亿元，同比-4.98%。

23/24/25 年可比公司平均 PE 为 21x/18x/16x，我们预计德尔玛 23/24/25 年 EPS 分别为 0.52/0.64/0.80 元，对应 PE 为 26x/21x/17x，高于行业可比公司平均水平。公司估值较高主要系德尔玛依靠成熟的体系进行全球化布局，产品矩阵不断完善助力业绩持续亮眼。根据 23-25 年德尔玛与可比公司净利润 CAGR，我们得出德尔玛 PEG(2024E) 为 0.89，低于可比公司平均 PEG(2024E)=1.15，显示德尔玛具有较高成长空间。

表12：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				23-25 CAGR	PEG 2024E
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
603486.SH	科沃斯	48.92	2.96	2.8	3.32	3.95	17	17	15	12	18.77%	0.78
002242.SZ	九阳股份	14.27	0.69	0.82	0.95	1.06	21	17	15	13	13.70%	1.10
002032.SZ	苏泊尔	48.61	2.56	2.73	3.03	3.36	19	18	16	14	10.94%	1.47
300824.SZ	北鼎股份	9.92	0.14	0.3	0.37	0.44	71	33	27	23	21.11%	1.27
可比公司均值			-	-	-	-	32	21	18	16	-	1.15
301332.SZ	德尔玛	13.55	0.41	0.52	0.64	0.80	33	26	21	17	23.75%	0.89

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价为 2023 年 9 月 27 日收盘价

公司通过德尔玛、飞利浦等多品牌贡献产品矩阵持续扩充，叠加品牌互补、电商精准营销等核心优势，确保公司向上弹性。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 38.0/44.5/53.1 亿元，同比增长 14.9%/17.0%/19.5%，实现归母净利润 2.4/3.0/3.7 亿元，同比增长 25.9%/23.3%/24.0%，对应 EPS 分别为 0.52/0.64/0.80 元，当前市值对应 PE 为 26/21/17 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 海外市场拓展不及预期。公司持续拓展深耕海外市场，存在海外市场拓展乏力和销售不及预期的风险。

2) 行业竞争加剧。随着行业众多新加入者进入行业，可能存在竞争加剧导致收入增长不及预期，利润率降低的风险。

3) 原材料成本上涨。若当前原材料价格持续上涨，成本压力继续向上，公司盈利能力将受影响。

4) 商标授权业务运营风险。公司拥有飞利浦品牌多品类授权，存在因许可费用等因素导致商标到期无法续约的风险。

5) 海外业务增长较快导致的汇率风险。公司海外业务增长较快，营收可能受到汇率波动的影响，存在不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,307	3,799	4,445	5,312
营业成本	2,331	2,615	3,038	3,621
营业税金及附加	15	19	22	27
销售费用	514	615	720	855
管理费用	136	152	178	212
研发费用	122	156	182	218
EBIT	199	260	325	403
财务费用	-6	-7	-3	-3
资产减值损失	-6	-6	-6	-7
投资收益	1	0	0	0
营业利润	205	261	322	400
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	203	261	322	400
所得税	17	21	26	32
净利润	186	240	296	368
归属于母公司净利润	191	240	296	368
EBITDA	297	402	559	737

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	789	1,380	1,432	1,666
应收账款及票据	539	599	700	837
预付款项	29	31	36	43
存货	498	532	593	688
其他流动资产	116	816	826	839
流动资产合计	1,971	3,357	3,587	4,073
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	256	544	765	1,066
无形资产	309	329	347	365
非流动资产合计	1,097	1,376	1,613	1,744
资产合计	3,068	4,733	5,200	5,816
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,229	1,289	1,498	1,786
其他流动负债	221	217	251	290
流动负债合计	1,450	1,506	1,749	2,076
长期借款	124	293	293	293
其他长期负债	40	60	60	70
非流动负债合计	163	353	353	363
负债合计	1,613	1,859	2,102	2,439
股本	369	462	462	462
少数股东权益	10	10	10	10
股东权益合计	1,454	2,874	3,098	3,377
负债和股东权益合计	3,068	4,733	5,200	5,816

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业营收增长率	8.85	14.90	16.98	19.52
EBIT 增长率	-0.13	30.46	24.87	24.13
净利润增长率	12.03	25.98	23.32	24.19
盈利能力 (%)				
毛利率	29.50	31.18	31.65	31.83
净利率	5.76	6.32	6.66	6.92
总资产收益率 ROA	6.21	5.07	5.69	6.32
净资产收益率 ROE	13.19	8.38	9.58	10.92
偿债能力				
流动比率	1.36	2.23	2.05	1.96
速动比率	0.95	1.60	1.47	1.43
现金比率	0.54	0.92	0.82	0.80
资产负债率 (%)	52.59	39.27	40.42	41.94
经营效率				
应收账款周转天数	52.44	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	77.98	75.00	72.00	70.00
总资产周转率	1.19	0.97	0.89	0.96
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	0.52	0.64	0.80
每股净资产	3.13	6.21	6.69	7.30
每股经营现金流	0.58	0.75	1.32	1.71
每股股利	0.00	0.16	0.19	0.24
估值分析				
PE	33	26	21	17
PB	4.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	17.04	12.57	9.03	6.85
股息收益率 (%)	0.00	1.15	1.42	1.76

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	186	240	296	368
折旧和摊销	97	142	235	334
营运资金变动	-27	-57	53	62
经营活动现金流	268	345	609	791
资本开支	-325	-404	-446	-429
投资	0	-376	0	0
投资活动现金流	-324	-1,084	-446	-429
股权募资	0	1,231	0	0
债务募资	124	172	0	0
筹资活动现金流	99	1,330	-111	-128
现金净流量	51	591	52	234

插图目录

图 1: 德尔玛发展历程	3
图 2: 多品牌、多品类的产品矩阵	4
图 3: 德尔玛股权结构集中 (截至 2023 年 6 月)	4
图 4: 2018-2022 分业务营收占比	6
图 5: 2018-2022 家居环境类细分品类占比	6
图 6: 2018-2022 水健康类细分品类占比	7
图 7: 水健康、个护健康类产品毛利率较高	7
图 8: 2018-2022 年分品牌营收占比	7
图 9: 2020-2022 年分品牌营收增速	7
图 10: 线上线下营收占比较为均衡	8
图 11: 抖音新兴渠道增长迅速	8
图 12: 德尔玛国内市场业务为主	8
图 13: 海外业务有待进一步提升	8
图 14: 2018-2023H1 营收及同比增速	9
图 15: 2018-2023H1 归母净利润及增速	9
图 16: 19 年以来公司毛利率/净利率情况	9
图 17: 2020-2022 毛利率相较同业处于中上水平	9
图 18: 中国净水器渗透率低于世界水平 (2022 年)	10
图 19: 2016-2022 年末端净水类行业销额及同比	10
图 20: 2018-2023H1 净水器产品零售额及同比	10
图 21: 2018-2023H1 净水器产品零售量及同比	10
图 22: 2016-2022 年净水器产品分渠道结构	11
图 23: 地产精装修净水器配套率稳步提升	11
图 24: 2017-2023H1 净饮机产品线上销额及同比	11
图 25: 22H1-23H1 净饮机产品品牌集中度情况	11
图 26: 2020-2023H1 飞利浦淘系平台净饮机销额及同比	13
图 27: 2020-2023H1 飞利浦净饮机淘系平台销量及同比	13
图 28: 飞利浦淘系平台净饮机分价位段占比	13
图 29: 2023H1 飞利浦净饮机淘系平台排名第三	13
图 30: 飞利浦净饮机产品力较强	14
图 31: 飞利浦净饮机 5 合 1 水通道蛋白膜富锶滤芯	14
图 32: 年轻群体亚健康率较高	14
图 33: 中国各类按摩器具市场占比情况	14
图 34: 主要亚洲区域按摩小电渗透率情况 (2022 年)	15
图 35: 2017-2026E 中国大陆按摩小电规模及增速	15
图 36: 按摩小家电整体市占率情况	15
图 37: 淘系平台按摩小家电占比情况	15
图 38: 淘系平台颈部/腰椎按摩器占比情况	16
图 39: 淘系平台眼部按摩器占比情况	16
图 40: 飞利浦授权后个护健康类收入显著攀升	16
图 41: 个护健康类营收比重逐年上升	16
图 42: 飞利浦市场份额后来居上	17
图 43: 2023H1 飞利浦按摩器材淘系平台排名第四	17
图 44: 2016-23H1 清洁类电器市场规模 (按销额)	18
图 45: 2016-23H1 清洁类电器市场规模 (按销量)	18
图 46: 2019-2023H1 洗地机市场规模 (按销额)	18
图 47: 洗地机线上品牌数快速扩容	18
图 48: 22.01-23.06 洗地机线上均价及同比	19
图 49: 3000 元以内洗地机占比提升	19
图 50: 2016-2022 年吸尘器市场规模 (按销量)	19
图 51: 戴森一家独大, 腰部品牌竞争激烈	19
图 52: 2018-2022 年吸尘清洁类营收情况	20
图 53: 2020-2022 年德尔玛品牌营收情况	20
图 54: 德尔玛品牌产品矩阵	20

图 55: 2022-2023H1 德尔玛洗地机线上均价及同比	21
图 56: 22.07-23.06 德尔玛洗地机线上市占率变化	21
图 57: 2022 年主要品牌洗地机均价情况	21
图 58: 2022 年主要品牌吸尘器均价情况	21
图 59: 2022-2023H1 德尔玛洗地机线上销额及同比	22
图 60: 2022-2023H1 德尔玛洗地机线上销量及同比	22
图 61: 德尔玛研发费用率处于行业中上水平	24
图 62: 德尔玛研发人员占比同行业较为领先	24
图 63: 德尔玛自产为主, 飞利浦外协为主, 产能利用率均高于 85%	25
图 64: 人均产量高于行业平均, 仍有提升空间 (2022 年)	25
图 65: 2022 年全球个护行业品牌份额 (按零售量)	25
图 66: 飞利浦个护品牌多区域位居前列	25
图 67: 自有/授权品牌境外销售持续增长	26
图 68: 境外业务收入主要由飞利浦、德尔玛品牌贡献	26
图 69: 付费主播合作推广模式	27
图 70: 品牌自播推广模式	27
图 71: MCN 付费主播投入产出比显著提升	27
图 72: 付费主播推广依赖度有所下降	27
图 73: 德尔玛抖音渠道主推洗地机产品	28
图 74: 抖音渠道毛利率水平较高	28

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 管理层团队年轻且行业经营丰富	5
表 2: 股权激励计划授予情况	5
表 3: 飞利浦商标产品授权情况	12
表 4: 2022 年飞利浦净水类产品主要电商排名情况	12
表 5: 主要品牌净饮机参数对比	13
表 6: 飞利浦按摩小电性价比更为突出	17
表 7: 2022 年德尔玛品牌产品主要电商排名情况	22
表 8: 德尔玛吸尘器同价位段性价比更高	23
表 9: 德尔玛洗地机参数相同下价格更低	23
表 10: 公司前五大客户结构	26
表 11: 德尔玛分业务营收预测 (亿元)	30
表 12: 可比公司 PE 数据对比	32
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026