

单季度收入利润短暂承压

2023 年 10 月 27 日

► **事件：**10 月 26 日，德尔玛发布 2023 年三季报。公司前三季度实现营业收入 22.71 亿元，同比-1.35%；归母净利润 1.00 亿元，同比+1.66%；扣非归母净利润 0.91 亿元，同比 0.34%。其中，Q3 实现营业收入 7.15 亿元，同比-8.96%；归母净利润 0.32 亿元，同比-13.24%；扣非归母净利润 0.28 亿元，同比-20.75%。

► **聚焦核心业务，非核心业务收入大幅下滑：**23Q3 公司营收短暂承压，营业收入 7.15 亿元，同比-8.96%。我们认为公司 23Q3 收入下滑主要系业务结构调整所致：1) 公司聚焦飞利浦品牌业务，以及德尔玛清洁电器业务；公司厨房、生活类小家电收入下滑。2) 公司战略性缩减“华帝”等品牌非核心品类的业务投入。3) 公司 ODM 业务 23 年以来表现较弱，拖累整体收入增长。

► **毛利率水平有所回升，盈利能力短暂承压：**2023Q3 公司实现归母净利润 0.32 亿元，同比增长-13.24%，毛利率为 33.0%，同比+3.1pct。我们预计毛利率增长主要受益于公司高毛利清洁电器、水健康产品占比提升以及低毛利 ODM 业务占比下降。费用率方面，23Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.07%/4.62%/4.37%/-1.20%，同比+6.19%/+0.39%/+0.81%/-1.16pcts。其中，我们预计销售费用率提升主要系：1) 低费用率的 To B 业务比例下降；2) 自有品牌促销费用投入增加（抖音渠道营销投放增加、新品上市宣传投入及海外市场扩大营销等）。财务费用率下降原因预计为人民币贬值带来的汇兑收益。综合影响下，23Q3 公司归母净利率为 4.53%，同比-0.2pct。

► **核心能力互补+飞利浦品牌高知名度+电商基因，基本面扎实：**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、德尔玛洞察消费者和行业痛点敏捷化实现优势互补。渠道方面，公司积极抓住直播带货风口，借助 KOL 带货的营销模式，打造自身的直播推广计划，逐步建立自由直播体系。

► **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。预计公司 2023-2025 年营收分别为 36.4/41.4/48.3 亿，同比增长 10%/14%/17%。2023-2025 年归母净利润分别为 2.0/2.6/3.2 亿，同比增长 6.4%/27%/26%，对应当前股价 PE 分别 28、22、18 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业景气度低于预期，原材料价格波动超预期

推荐

维持评级

当前价格：

12.43 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

相关研究

1. 德尔玛 (301332.SZ) 首次覆盖报告：小家
电新秀，电商基因+高效拓品助力腾飞-2023
/09/28

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	3,641	4,143	4,829
增长率 (%)	8.8	10.1	13.8	16.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	191	203	257	323
增长率 (%)	12.0	6.4	27.0	25.6
每股收益 (元)	0.41	0.44	0.56	0.70
PE	30	28	22	18
PB	4.0	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

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	3,641	4,143	4,829
营业成本	2,331	2,499	2,818	3,268
营业税金及附加	15	18	21	24
销售费用	514	626	704	811
管理费用	136	146	166	193
研发费用	122	149	170	198
EBIT	199	220	284	356
财务费用	-6	-7	-2	-2
资产减值损失	-6	-6	-6	-6
投资收益	1	0	0	0
营业利润	205	220	280	351
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	203	220	280	351
所得税	17	18	22	28
净利润	186	203	257	323
归属于母公司净利润	191	203	257	323
EBITDA	297	361	518	690

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	789	1,285	1,296	1,480
应收账款及票据	539	574	653	761
预付款项	29	30	34	39
存货	498	508	550	621
其他流动资产	116	852	860	871
流动资产合计	1,971	3,249	3,393	3,772
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	1,386	1,623	1,754
资产合计	3,068	4,636	5,017	5,525
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,229	1,232	1,390	1,612
其他流动负债	221	207	234	265
流动负债合计	1,450	1,440	1,624	1,877
长期借款	124	293	293	293
其他长期负债	40	71	71	81
非流动负债合计	163	364	364	374
负债合计	1,613	1,804	1,988	2,251
股本	369	462	462	462
少数股东权益	10	10	10	10
股东权益合计	1,454	2,832	3,028	3,274
负债和股东权益合计	3,068	4,636	5,017	5,525

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 (%)				
营业收入增长率	8.85	10.11	13.80	16.54
EBIT 增长率	-0.13	10.09	29.23	25.51
净利润增长率	12.03	6.45	26.95	25.58
盈利能力 (%)				
毛利率	29.50	31.37	31.98	32.31
净利率	5.76	5.57	6.21	6.70
总资产收益率 ROA	6.21	4.38	5.13	5.85
净资产收益率 ROE	13.19	7.19	8.53	9.90
偿债能力				
流动比率	1.36	2.26	2.09	2.01
速动比率	0.95	1.59	1.47	1.43
现金比率	0.54	0.89	0.80	0.79
资产负债率 (%)	52.59	38.91	39.64	40.74
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	0.95	0.86	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	0.44	0.56	0.70
每股净资产	3.13	6.11	6.54	7.07
每股经营现金流	0.58	0.64	1.21	1.58
每股股利	0.00	0.13	0.17	0.21
估值分析				
PE	30	28	22	18
PB	4.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	16.68	13.69	9.54	7.17
股息收益率 (%)	0.00	1.06	1.35	1.69

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	186	203	257	323
折旧和摊销	97	142	235	334
营运资金变动	-27	-68	40	46
经营活动现金流	268	296	557	730
资本开支	-325	-404	-446	-429
投资	0	-376	0	0
投资活动现金流	-324	-1,133	-446	-429
股权募资	0	1,231	0	0
债务募资	124	169	0	0
筹资活动现金流	99	1,333	-100	-117
现金净流量	51	496	11	184

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。本报告清晰准确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。

本报告仅供本公司境内客户使用。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