

德尔玛 (301332.SZ)

2023 年三季报点评：核心品类稳中向好，毛利率同环比提升

买入

核心观点

三季度收入下滑 9%，净利润受费用投放加大影响。公司 2023 年前三季度实现营收 22.7 亿/-1.3%，归母净利润 1.0 亿/+1.7%，扣非归母净利润 0.9 亿/+0.3%。其中 Q3 收入 7.2 亿/-9.0%，归母净利润 0.3 亿/-13.2%，扣非归母净利润 0.3 亿/-20.8%。Q3 公司收入高个位数下滑，预计主要受非核心业务收缩影响，同时费用投放加大致利润短期双位数下滑。

核心品类依然稳中向好，预计外销保持增长。1) 德尔玛品牌：奥维数据显示前 9 月低价位段的洗地机放量明显，2000 元以内价格带的销额占比提升 10.7pct 至 24.9%，公司清洁小家电定位性价比，契合消费降级与行业趋势，根据久谦，Q3 德尔玛品牌线上全渠道销额同比+25.6%；2) 飞利浦品牌：根据久谦数据，Q3 飞利浦水家电线上销额同比-4.3%，同时预计个护类收入有所承压。行业仍处低渗透阶段，期待后续飞利浦品牌进一步提升份额；3) 外销：预计 Q3 外销在增量市场和渠道开拓的拉动下延续增长趋势。

非核心业务收缩短期影响收入。为进一步聚焦核心品牌和品类，前期公司已终止与华帝品牌的合作，厨小业务也有一定收缩，业务战略性调整对当期的收入增长产生拖累，同时预计公司 ODM 业务亦有所下滑。

毛利率同环比均实现提升，净利率整体稳健。Q3 公司毛利率 33.0%，同比+3.1pct，环比+2.5pct，毛利率提升预计系受益于产品结构优化与新品拉动。Q3 公司销售费用率大幅增长 6.2pct 至 23.1%，主要是公司对新品类强化营销等投入；财务费用率同比-1.2pct 至-1.2%，其中 Q3 利息收入带来财务正收益 843.5 万；管理/财务费用率分别同比+0.4pct/+0.8pct 至 4.6%/4.4%。公司 Q3 净利率同比-0.2pct 至 4.5%，净利润率整体表现稳健。

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。

考虑到公司处于业务调整和新品类开拓期，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 1.8/2.5/3.4 亿元（前值 2.2/2.9/3.7 亿），同比增速 -8%/41%/37%，当前股价对应 PE=39/28/20 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在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。

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	3,486	4,156	4,877
(+/-%)	36.3%	8.8%	5.4%	19.2%	17.4%
净利润(百万元)	170	191	176	247	339
(+/-%)	-1.9%	12.0%	-7.7%	40.7%	36.9%
每股收益(元)	0.46	0.52	0.38	0.54	0.73
EBIT Margin	6.4%	5.7%	4.7%	6.1%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	13.6%	13.2%	6.0%	8.0%	10.1%
市盈率 (PE)	32.2	28.7	38.9	27.6	20.2
EV/EBITDA	25.5	26.17	39.24	26.68	20.66
市净率 (PB)	4.39	3.79	2.33	2.20	2.04

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·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	12.73 元
总市值/流通市值	5876/1076 百万元
52 周最高价/最低价	16.65/11.80 元
近 3 个月日均成交额	87.41 百万元

市场走势

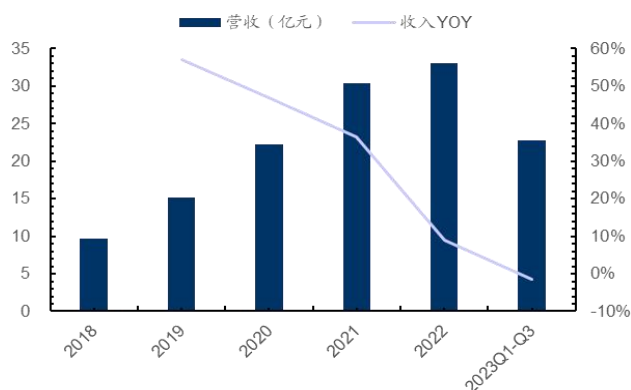


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

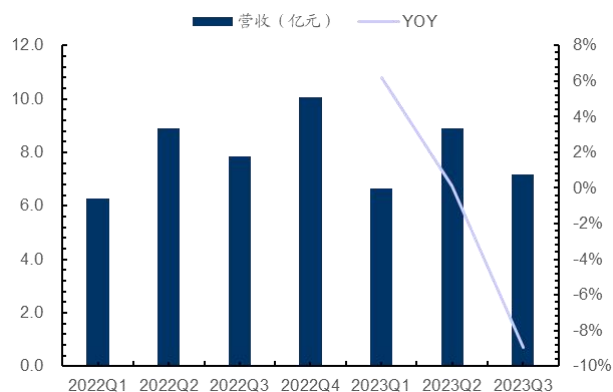
《德尔玛 (301332.SZ) -2023 年中报点评：外销表现亮眼，核心品类稳健增长》——2023-08-31
 《德尔玛 (301332.SZ) -再获飞利浦品类授权，健身器材行业大有可为》——2023-07-13
 《德尔玛 (301332.SZ) -小家电差异化破局者，多品牌高效运营》——2023-05-22

图1：公司营业收入及增速



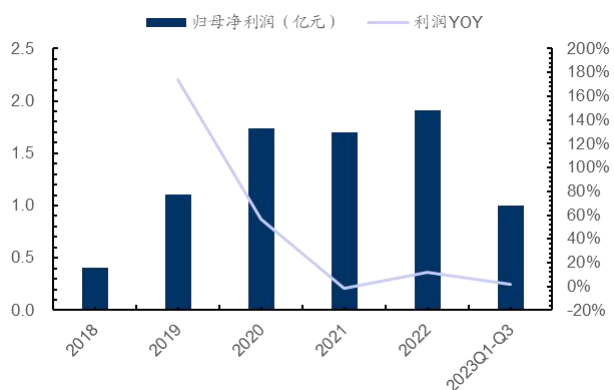
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



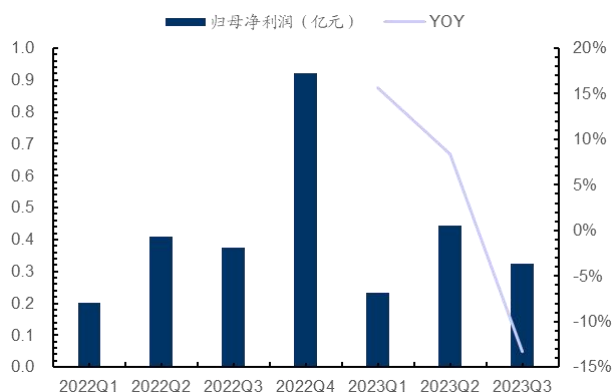
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速

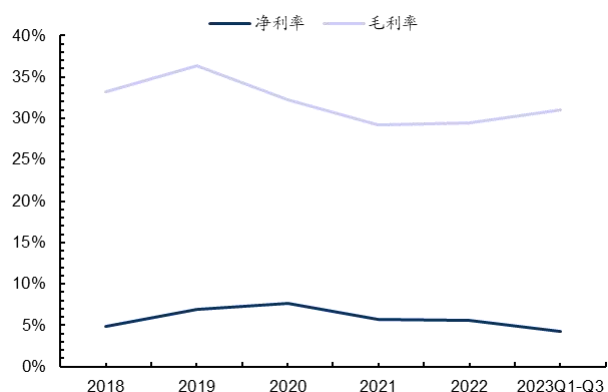


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

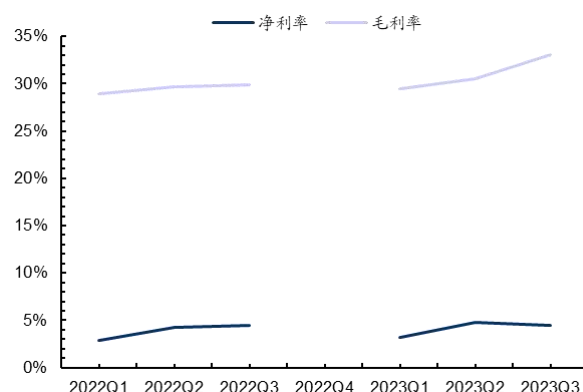
图4：公司单季归母净利润及增速



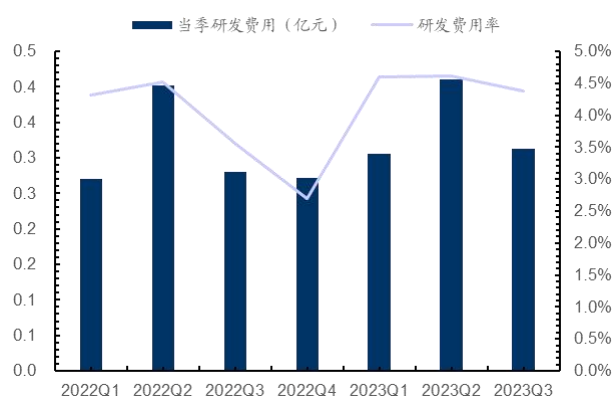
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率


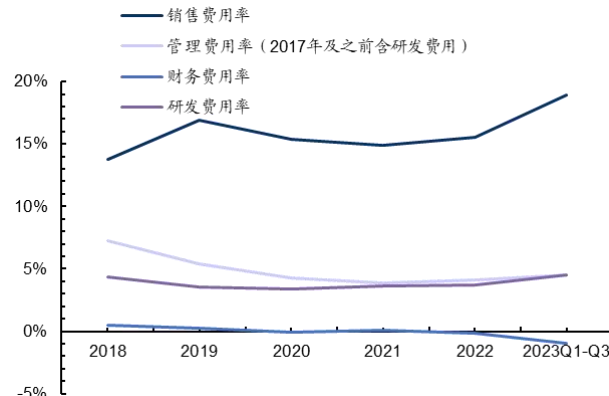
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 亿元	EPS				PE				PEG (23E)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
301332.SZ	德尔玛	12.73	59	0.52	0.38	0.54	0.73	24.5	33.5	23.6	17.4	0.9	买入
002959.SZ	小熊电器	56.66	89	2.48	3.13	3.62	4.11	22.9	18.1	15.7	13.8	1.2	买入
002032.SZ	苏泊尔	51.00	411	2.56	2.71	3.02	3.36	19.9	18.8	16.9	15.2	1.7	买入
002242.SZ	九阳股份	13.36	102	0.69	0.76	0.87	0.95	19.4	17.5	15.4	14.0	1.5	买入
603868.SH	飞科电器	57.90	252	1.89	2.35	2.84	3.34	30.6	24.6	20.4	17.3	1.3	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：飞科电器采用 wind 一致预测值

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	2164	2279	2549	营业收入	3038	3307	3486	4156	4877
应收款项	373	539	512	600	738	营业成本	2151	2331	2452	2873	3338
存货净额	502	498	562	649	745	营业税金及附加	11	15	16	19	22
其他流动资产	100	145	129	157	193	销售费用	454	514	586	686	780
流动资产合计	1661	1971	3367	3685	4225	管理费用	227	258	268	324	380
固定资产	240	515	689	766	806	财务费用	3	(6)	(14)	(26)	(29)
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	4625	5007	5576	营业利润	199	205	196	282	389
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	1205	1393	1674	利润总额	196	203	194	278	385
其他流动负债	228	208	299	309	356	所得税费用	24	17	18	28	42
流动负债合计	1173	1450	1512	1713	2041	少数股东损益	2	(5)	(0)	2	3
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	176	247	339
其他长期负债	49	40	45	50	51						
长期负债合计	49	163	168	174	174	现金流量表（百万元）					
负债合计	1222	1613	1681	1887	2216	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	16	10	9	12	15	净利润	170	191	176	247	339
股东权益	1247	1445	2935	3108	3345	资产减值准备	(6)	(7)	13	3	2
负债和股东权益总计	2485	3068	4625	5007	5576	折旧摊销	68	81	53	72	82
						公允价值变动损失	17	9	3	10	7
						财务费用	3	(6)	(14)	(26)	(29)
						营运资本变动	(56)	37	64	5	61
						其它	8	3	(14)	(1)	1
						经营活动现金流	201	314	295	337	492
						资本开支	0	(320)	(230)	(150)	(120)
						其它投资现金流	10	0	0	0	0
						投资活动现金流	10	(320)	(230)	(150)	(120)
						权益性融资	(3)	0	1367	0	0
						负债净变化	(0)	124	0	0	0
						支付股利、利息	(0)	(2)	(53)	(74)	(102)
						其它融资现金流	(196)	(134)	(5)	3	(0)
						融资活动现金流	(199)	109	1309	(71)	(102)
						现金净变动	12	103	1375	115	270
						货币资金的期初余额	674	686	789	2164	2279
						货币资金的期末余额	686	789	2164	2279	2549
						企业自由现金流	0	(28)	36	156	339
						权益自由现金流	0	(39)	44	183	365

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所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