

德尔玛 (301332.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

小家电新秀何以打开成长空间?

公司简介

公司以电商运营起家，现发展为生活类小家电企业，运营自有品牌德尔玛（清洁电器，22年收入占比28%）、薇新（个护），授权品牌飞利浦（水家电、按摩小电、健身器材，占比49%），米家ODM业务（清洁电器，占比19%，后续不是发展重点）。公司于23年5月18日登陆深交所创业板，募资净额12.3亿元，募投资金主要用于公司智能家电工厂、研发品控中心和信息化建设。1-3Q23公司收入为22.7亿元/-1.4%，归母净利润为1亿元/+1.7%。

投资逻辑：

何以成长？成长赛道+知名品牌+差异化产品策略+高效运营。

1) 成长赛道：公司所在生活类小家电行业规模可观，且仍具成长性，据AVC，我国清洁电器行业17-22年规模CAGR达17%至322亿元，22年我国水家电行业规模超300亿，据国金数字lab，按摩小电、健身器材市场线上规模均约百亿。据欧睿，所经营细分行业渗透率均低于20%，行业发展空间广阔。**2) 知名品牌：**飞利浦品牌全球认知度高，公司持续拓宽授权品类，战略合作稳定，未来收入增长确定性强。**3) 差异化产品策略：**飞利浦强调创新功能与产品体验；自有品牌德尔玛主营清洁电器，定位性价比。**4) 快速感知+高效运营：**公司擅长通过数据体系分析挖掘消费者需求，前端敏锐感知消费者痛点，叠加后端研发生产能力支撑下能快速进行产品开发迭代；公司精准把握流量红利，抖音渠道占线上收入比例由20年1%提升至22年的18%（占比高于行业水平）。**成长看点？内销：**飞利浦成长赛道提份额，德尔玛性价比定位助力洗地机业务规模快速提升。**外销：**飞利浦强品牌加持，随渠道铺设趋于完善，国际市场有望实现更快发展。重点聚焦欧洲、东南亚市场发力。

盈利水平提升？预计随产品结构优化（低毛利率米家ODM、厨房、加湿品类占比下降）、自有品牌认知度提升、规模效应释放，公司盈利能力仍有提升空间。

盈利预测、估值和评级

预计2023-2025年公司实现营业收入34.0/39.1/45.1亿元，同比+2.7%/+15.1%/+15.2%，归母净利润为2.0/2.5/3.0亿元，同比+4.1%/+24.0%/+21.8%，EPS为0.43/0.53/0.65元，对应PE为29.8/24.1/19.8x，考虑公司所处成长赛道，品牌优势显著，给予24年26x PE，目标价13.85元，给予“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧风险；品牌授权业务潜在风险；限售股解禁风险。

国金证券研究所

分析师：苏晨（执业S1130522010001）

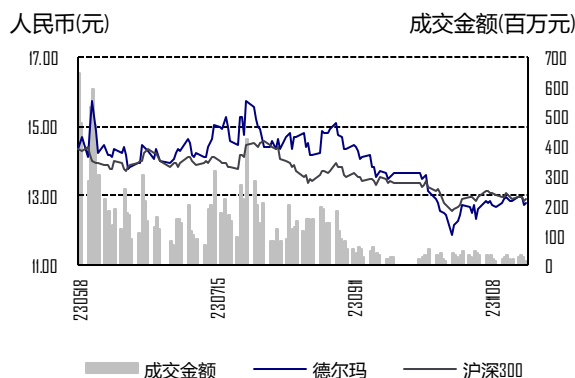
suchen@gjzq.com.cn

联系人：鲍秋宇

baoqueyu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：12.82元

目标价（人民币）：13.85元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,038	3,307	3,397	3,911	4,507
营业收入增长率	36.35%	8.85%	2.72%	15.14%	15.24%
归母净利润(百万元)	170	191	198	246	300
归母净利润增长率	-1.85%	12.03%	4.09%	23.99%	21.83%
摊薄每股收益(元)	0.461	0.516	0.430	0.533	0.649
每股经营性现金流净额	0.67	0.72	0.44	1.03	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.64%	13.19%	6.81%	8.04%	9.25%
P/E	0.00	0.00	29.84	24.06	19.75
P/B	0.00	0.00	2.03	1.93	1.83

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：电商运营起家，现发展为多品牌多品类布局的小家电新势力.....	5
二、何以成长？成长赛道+知名品牌+差异化产品+高效运营.....	7
2.1、成长行业：生活类小家电行业规模可观，行业渗透率低于20%，未来提升空间广阔.....	7
2.2、知名品牌：飞利浦品牌全球认知度高，公司深化与其战略合作，收入增长确定性强.....	14
2.3、差异化产品策略：飞利浦强调创新功能与产品体验，自有品牌主打性价比.....	16
2.4、快速反应+高效运营：互联网基因赋能，快速精准把握消费者需求与流量红利.....	18
三、成长看点？内销：成长赛道提份额，外销：强品牌助发展.....	19
3.1、内销：飞利浦成长赛道提份额，德尔玛性价比定位助力规模增长.....	19
3.2、外销：飞利浦强品牌加持，随渠道铺设趋于完善，国际市场有望实现更快发展.....	19
四、财务分析：短期仍有压力，盈利能力随产品结构优化仍有提升空间.....	20
五、盈利预测与投资建议.....	23
5.1、盈利预测.....	23
5.2、投资建议与估值.....	26
六、风险提示.....	26

图表目录

图表 1： 公司当前已进入多品牌、多品类、全球化布局阶段.....	5
图表 2： 公司分品牌、品类、渠道营收及毛利率变化情况.....	6
图表 3： 2022 年公司家居环境品类以自有产能为主，水健康及个护健康品类以外协产能为主.....	7
图表 4： 公司 IPO 募投资金主要用于公司智能家电工厂、研发品控中心和信息化建设.....	7
图表 5： 全球清洁电器市场规模呈增长态势.....	8
图表 6： 各国清洁电器规模占比：美国领先，中国提升迅速.....	8
图表 7： 我国清洁电器市场规模快速增长.....	8
图表 8： 我国清洁电器渗透率不足 20%，远低于欧美日韩等国.....	8
图表 9： 我国洗地机市场规模呈高位增长态势.....	9
图表 10： 洗地机线上品牌数量快速增加（个）.....	9
图表 11： 洗地机行业均价下行趋势明显.....	9
图表 12： 近年中低段价位洗地机销额增长尤为迅速.....	9
图表 13： 线上洗地机销额市占率：德尔玛品牌 23 年提升明显.....	10
图表 14： 线上洗地机销量市占率：德尔玛品牌 23 年提升明显.....	10
图表 15： 近年来我国净水器行业规模因地产低迷有所下滑.....	10
图表 16： 近年来我国净水器行业均价维持平稳.....	10
图表 17： 我国净水器市场线上销售额占比约四成，且线上占比近年持续提升.....	11



图表 18:	净水器线上 RO 600G+大通量销额占比逐年提升.....	11
图表 19:	水家电主要品类线上销售额占比: 净水器占比最大, 水家电品类逐年增多.....	11
图表 20:	我国净水器渗透率仍处于较低水平.....	12
图表 21:	净水器线上销额市占率: 美的领先, 22 年飞利浦占比约 3%.....	12
图表 22:	台式净饮机线上销额市占率: 飞利浦市占率提升迅速, 截至 23M10 已处于行业第一水平.....	12
图表 23:	我国按摩小电线上市场销额不断增长.....	13
图表 24:	我国按摩小电线上市场均价近年提升趋势明显.....	13
图表 25:	我国按摩器渗透率仍处于较低水平.....	13
图表 26:	按摩小电线上销额市占率: SKG 位列市占率第一, 飞利浦份额提升迅速.....	14
图表 27:	按摩小电线上销量市占率: 奥克斯凭借高性价比定位份额领先于行业, 飞利浦份额进一步提升... ..	14
图表 28:	我国健身器材市场线上规模约百亿, 21 年前持续增长.....	14
图表 29:	健身器材行业线上销额市占率: 市场格局分散.....	14
图表 30:	飞利浦品牌授权条款.....	15
图表 31:	公司实际商标授权费高于最低商标授权费.....	16
图表 32:	2022 年全球个护电器市占率 (按销量), 飞利浦位列全球第三.....	16
图表 33:	2022 年分地区个护电器市占率 (按销量), 飞利浦多个市场市占率位居前列.....	16
图表 34:	吸尘清洁类 19-22 年 CAGR 达 40%, 占比提升.....	17
图表 35:	23M1-10 德尔玛洗地机均价处于行业低位.....	17
图表 36:	公司自有品牌德尔玛于 1000 元以内洗地机市场占据 44% 市场份额.....	17
图表 37:	德尔玛 P20 洗地机性价比优势突出.....	17
图表 38:	公司抖音渠道销额增长迅速.....	18
图表 39:	23M1-10 小家电公司线上渠道分布: 德尔玛抖音占比明显高于同业.....	18
图表 40:	飞利浦&德尔玛抖音渠道销售模式及带货渠道分布: 以自播为主.....	19
图表 41:	公司境外营收保持快速增长态势.....	20
图表 42:	公司海外线下经销商数量逐年增多.....	20
图表 43:	公司分客户销售占比: 部分境外经销商跻身公司前五大客户.....	20
图表 44:	可比公司营收增速对比.....	21
图表 45:	可比公司归母净利润增速对比.....	21
图表 46:	公司毛利率处于行业较低水平.....	21
图表 47:	公司销售费用率处于行业较低水平.....	21
图表 48:	公司管理费用率略高于行业平均水平.....	22
图表 49:	公司研发费用率保持稳定.....	22
图表 50:	公司净利率保持稳定, 处于行业较低水平.....	22
图表 51:	公司存货周转天数低于行业平均水平 (天).....	22
图表 52:	公司应收账款周转天数小幅度提升 (天).....	22



图表 53: 公司应付账款周转天数呈上升趋势, 并高于行业平均水平 (天)	23
图表 54: 公司净现比、收现比维持健康水平	23
图表 55: 公司分业务收入预测	25
图表 56: 可比公司估值比较	26



一、公司概况：电商运营起家，现发展为多品牌多品类布局的小家电新势力

公司为具备互联网基因的多品牌小家电新秀。公司成立于2011年，前身为佛山市飞鱼广告策划设计有限公司，初以品牌设计和电商运营起家，后切入小家电赛道，现公司旗下运营品牌包括自有品牌德尔玛、薇新，授权品牌飞利浦，涉足产品品类包含家居环境类、水健康类、个护健康类。公司坚持“用产品改善生活细节，让用户提高生活品质”的使命，以“多品牌、多品类、全球化”的发展战略，以消费者需求为导向进行创新产品的定义和开发，打造符合新消费需求的创新家电产品，历经数十年的发展，已成为小家电行业新兴势力。

- **初创阶段（2011年~2014年）**：公司创始人蔡铁强先生于2007年创立飞鱼广告策划设计公司，提供画报、海报、宣传报等品牌形象策划和创意设计服务。2010年，公司抓住电商发展机遇，转向为华帝、万和等家电品牌提供电商代运营服务。2011年创立自主品牌德尔玛，完成从电商业务到家电自有品牌运营的转变。
- **研发&生产核心能力构筑阶段（2014年~2018年）**：2014年公司开始自建产能，并创立第一支产品自研团队，2018年，公司持续拓展车间厂房，通过自建生产车间，逐步扩建产能，公司储备了现代化制造流水线等产业链后端能力。
- **多品牌、多品类、全球化布局阶段（2018年~至今）**：2018年，公司获得飞利浦品牌水健康业务授权，2019年公司参与小米供应链，开展米家ODM业务，2021年2月公司获得飞利浦品牌按摩品类授权，又于2023年7月获得飞利浦品牌运动健康品类授权。知名品牌力加之优秀运营能力，公司规模得到迅速扩张。

图表1：公司当前已进入多品牌、多品类、全球化布局阶段

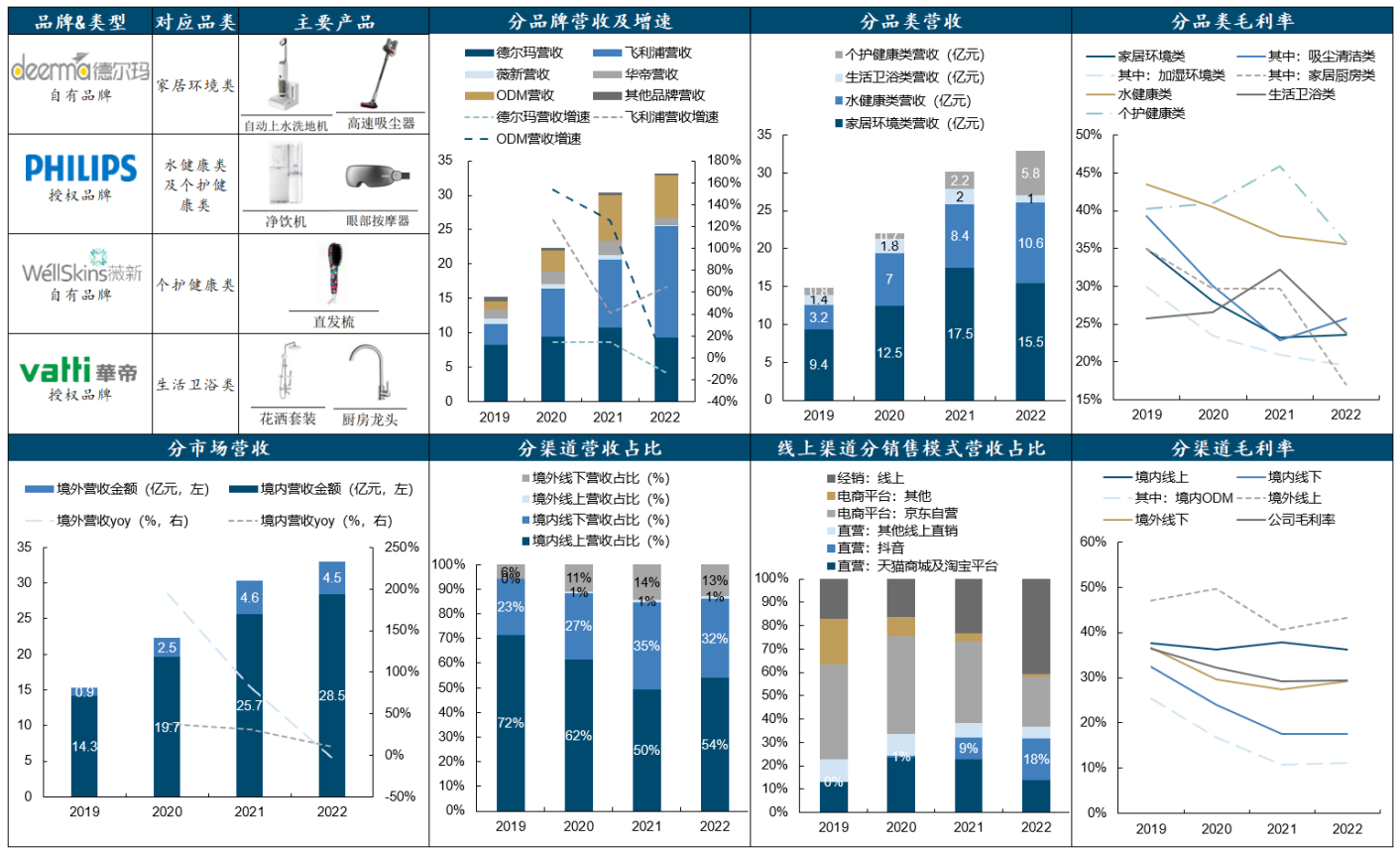


来源：公司公告，国金证券研究所

公司重点覆盖净水、按摩、清洁品类，品牌矩阵清晰。其中，“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，如洗地机、吸尘器、加湿器；“飞利浦”品牌主要包括水健康类及个护健康类产品，如净水器、按摩器；“薇新”品牌主要覆盖个护健康类产品，如卷发棒、艾灸盒。



图表2: 公司分品牌、品类、渠道营收及毛利率变化情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所; 注: 公司于 2023H1 后将不再开展华帝品牌生活卫浴类产品业务。

分品牌来看, 公司近年收入高增主因旗下飞利浦品类扩充、产品推新带来的销售额高增, 以及代工业务带来的新增量。2019-2022 年公司收入 CAGR 高达 30%, 拆分来看:

- 得益于强大品牌力与不断拓展的产品授权领域, 飞利浦品牌为公司第一大营收来源, 且增长最为迅速。2022 年飞利浦品牌营收达 16.2 亿元, 收入占比高达 49%, 2019-2022 年飞利浦品牌营收 CAGR 达 74%。
- 自有品牌德尔玛近年增速不快主因品类战略调整, 缩减除清洁电器外品类。公司自 2022 年以来调整自有品牌战略, 原先德尔玛自有品牌主要覆盖吸尘清洁类、加湿环境类及家居厨房类产品, 未来德尔玛将逐步精简 SKU, 聚焦于清洁电器赛道。2022 年德尔玛品牌营收为 9.4 亿元, 占比总营收达 28%, 2019-2022 年德尔玛品牌营收 CAGR 达 4%。
- 代工业务预计占比将逐渐下滑。2019 年下半年, 公司与小米集团开展米家 ODM 业务, 同年 ODM 业务营收达 1.7 亿元, 得益于小米订单的增量, 2019-2022 年公司 ODM 业务收入 CAGR 为 73%, 2022 年 ODM 业务营收达 6.1 亿元, 占总营收比例达 18%。开展 ODM 业务主因增加公司供应链优势、提升规模效应, 但公司 23 中报发展规划提到, 未来 ODM 业务不是公司发力重点, 占比或逐渐下滑。
- 此外公司逐渐减少薇新及华帝品牌投入, 相关品牌收入有所下降。公司于 1H23 后将不再开展华帝品牌生活卫浴类产品业务。

分区域来看, 公司收入以内销为主, 外销占比逐年提升。2022 年公司内销达 28.5 亿元, 占比高达 86%, 境外业务占比虽小但保持快增态势, 2019-2022 年, 境外业务占比由 5.7% 提升至 13.6%, 2022 年外销达 4.5 亿元, 主要贡献来自包括德尔玛、飞利浦等品牌的境外销售。

分渠道来看, 公司以线上销售为主, 新兴社交电商发展迅速。2022 年线上营收占比达 55%, 除覆盖国内主流电商渠道外, 公司还积极开拓直播、短视频平台等新兴销售渠道, 2020-2022 年抖音平台收入激增, 2022 年公司抖音渠道收入达 3.15 亿元, 占线上收入比例达 18%。

盈利端来看, 2020-2021 年受原材料价格、用工成本等压力加大, 以及较低毛利率的米家



ODM 业务占比提升的影响，公司毛利率短期有所下行，2022 年进入相对平稳状态。家居环境大类中加湿环境类产品可选属性较强且包含代工业务（米家加湿器），家居厨房类产品赛道相对竞争激烈，加之规模效应未显现，两者毛利率均处于较低水平，预计后续随公司聚焦吸尘清洁品类战略持续推进（加湿环境及家居厨房类占比下降），以及 ODM 业务占比下降，整体毛利率水平有望提升。

产能方面，公司自有品牌德尔玛（以家居环境品类为主）以自有产能为主，授权品牌飞利浦（以水健康及个护健康品类为主）以外协产能为主。2022 年公司家居环境类、水健康类、个护健康类产品外协产量占比分别达 20.6%、76.3%、76.8%，针对飞利浦品牌授权的相关产品仍以外协产能为主的问题，公司募投项目中也包含了自有智能工厂建设，旨在扩充自有产能、提升产品质量把控力度。

图表3：2022 年公司家居环境品类以自有产能为主，水健康及个护健康品类以外协产能为主

品类	自有产能 (万台)	自有产量 (万台)	外协产量 (万台)	外协产量占比	产能利用率
家居环境类					
吸尘清洁类	693	597.42	128.29	17.7%	86.2%
加湿环境类	436	374.19	24.51	6.1%	85.8%
家居厨房类	100	85.33	120.59	58.6%	85.3%
水健康类	152	129.69	418.37	76.3%	85.3%
个护健康类	89	75.54	250.35	76.8%	84.9%
生活卫浴类	-	-	71.2	100%	-
合计	1470	1262.16	1013.31	44.5%	85.85%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司于 2023 年 5 月 18 日正式登陆深交所创业板，首次公开发行股票数量为 9231.25 万股，每股发行价格为 14.81 元，募集资金净额为 12.31 亿元。此次 IPO 募投资金主要用于公司智能家电工厂、研发品控中心和信息化建设，公司制造能力有望进一步提升。其中，智能家电制造基础项目总投资 12.4 亿元，将围绕现有主营业务，打造功能完善、设备齐全的智能化工厂，实现智能家电规模化生产，支持主营业务规模扩张；研发品控中心建设项目有利于公司保持技术优势，以快速应对市场需求变化；信息化系统建设项目旨在进一步加强公司信息化基础设施建设，提高公司信息化管理水平和公司运营效率。

图表4：公司 IPO 募投资金主要用于公司智能家电工厂、研发品控中心和信息化建设

项目名称	总投资 (亿元)	拟用募投资额 (亿元)	项目介绍	项目实施建设期
智能家电制造基地项目	12.38	12.38	智能家电制造基地项目将围绕现有主营业务，建设小家电车间、水健康车间、配件车间等生产车间及仓库、配套办公宿舍楼，打造一个功能完善、设备齐全的智能化工厂，实现智能家电规模化生产。项目的建设将实现在已掌握的技术、生产工艺及人才储备的基础上进行智能化生产，以应对不断扩大的市场需求。是公司扩大现有主营业务规模的重要举措，与公司现有的核心技术高度关联。	3 年
研发品控中心建设项目	1.27	1.27	研发品控中心建设项目将根据公司业务发展现状，新建涵盖小家电和水健康产品的研发实验室、综合评价实验室、成品检验室、来料检验室及配套办公楼；引进先进研发测试及评价试验仪器设备；扩建研发品控场地，引入专家人才，构建先进的自主研发平台。项目建设满足公司主营业务增长的需要，将进一步保持公司技术优势，提升公司应对市场需求变化及客户个性化需求的反应速度，实现产品研发与市场的良性互动，巩固公司在研发品控领域的核心竞争力。	2 年
信息化建设项目	1.00	1.00	信息化建设项目旨在进一步加强公司信息化基础设施建设，提高公司信息化管理水平和公司运营效率。项目建设有利于公司信息化技术的积累与沉淀，为未来提升智能家电产品信息化水平和增强核心竞争力提供坚实基础。	3 年
合计	14.64	14.64		

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

二、何以成长？成长赛道+知名品牌+差异化产品+高效运营

2.1、成长行业：生活类小家电行业规模可观，行业渗透率低于 20%，未来提升空间广阔

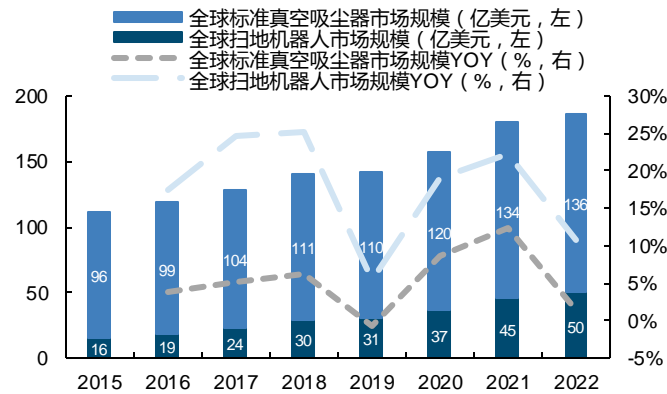
2.1.1、我国清洁电器 17-22 年 CAGR 为 17%，22 年达 322 亿规模，渗透率不足 20%



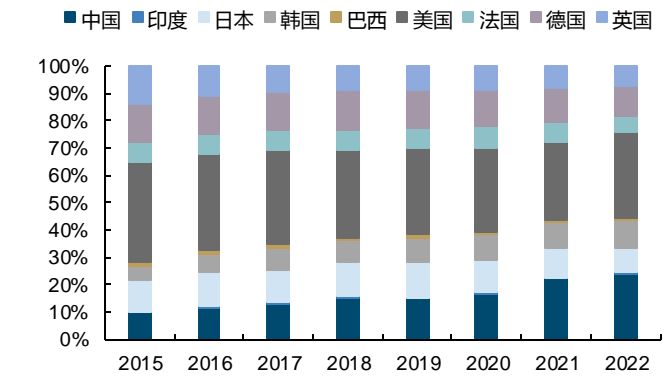
清洁电器市场快速发展，全球市场规模近 200 亿美元。据欧睿数据显示，2022 年全球清洁电器市场规模为 186.6 亿美元，2017-2022 年销额 CAGR 达 7.8%，清洁电器可有效帮助消费者减轻清洁劳动负担，为家电品类中新兴成长赛道，随着产品技术不断突破，有望拉动行业规模持续增长。分市场来看，美国市场规模领先，2022 年约占全球销额 31.2%，中国市场规模占比从 2015 年 9.7% 逐年提升至 2022 年的 24.2%。

我国清洁电器近 5 年 CAGR 为 17% 达 322 亿规模，但渗透率较欧美等国仍有较大提升空间。据奥维云数据，2022 年我国清洁电器市场规模达到 322 亿元，2017-2022 年 CAGR 达 17%。目前来看中国清洁电器渗透率仅约 15.3%，因家庭清洁需求较刚需，叠加产品持续推新，我们预计我国清洁电器市场 2022-2027 年或仍能实现 10% 以上的复合增速。

图表5：全球清洁电器市场规模呈增长态势



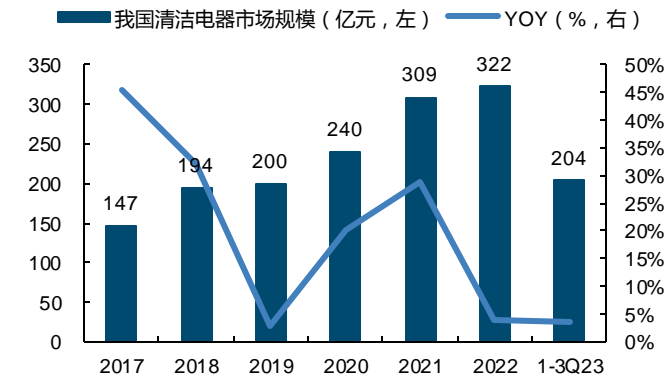
图表6：各国清洁电器规模占比：美国领先，中国提升迅速



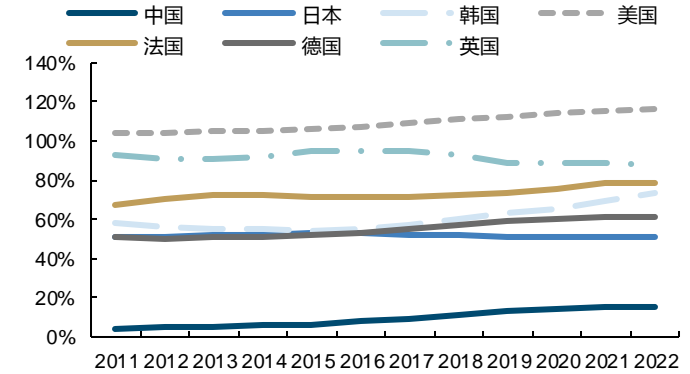
来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表7：我国清洁电器市场规模快速增长



图表8：我国清洁电器渗透率不足 20%，远低于欧美日韩等国



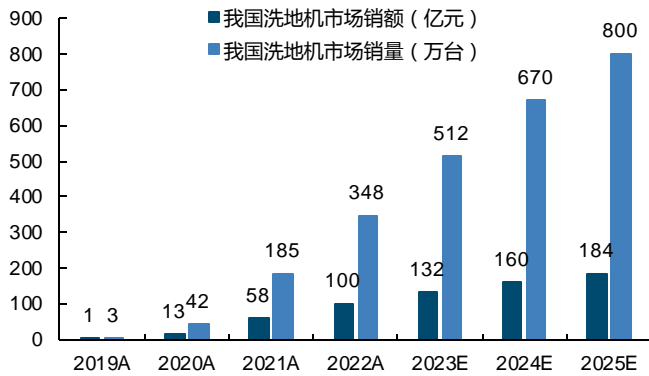
来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所，注：假设清洁电器 4 年更换周期

分品类来看，近年来扫地机、洗地机逐渐代替吸尘器品类成为清洁电器的主流品类，其中洗地机吸拖一体更为适应中国湿拖地面环境，叠加产品功能快速迭代，根据奥维数据，2023 年 Q1 洗地机后来居上，超越扫地机成为清洁电器第一大品类，销额占比达到 31.1%，2020-2022 年，洗地机全渠道销额由 13 亿元迅速增长至 100 亿元，2022 年在清洁电器行业整体下行的市场环境下，洗地机品类仍保持 72.4% 的高位增长态势。

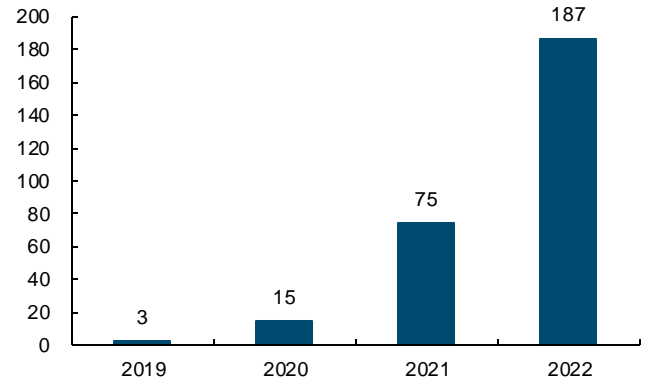


图表9：我国洗地机市场规模呈高位增长态势



来源：奥维云网，国金证券研究所

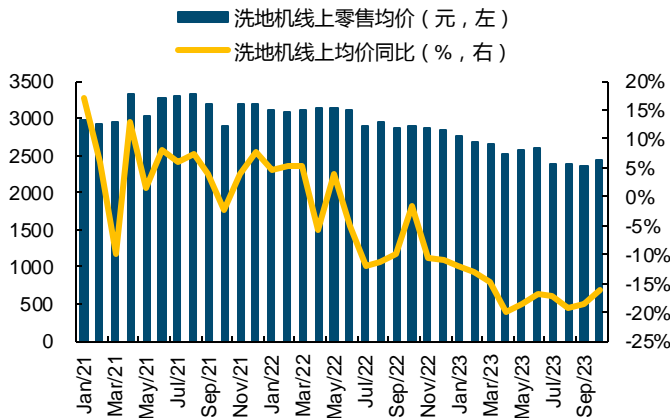
图表10：洗地机线上品牌数量快速增加 (个)



来源：IT 桔子，国金证券研究所

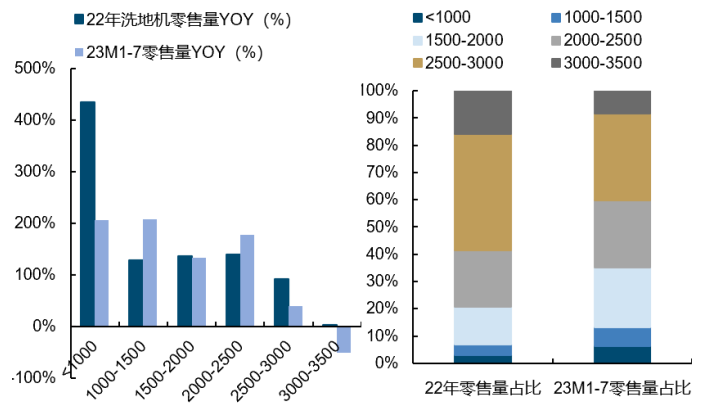
行业竞争加剧，洗地机均价下行趋势明显。2022 年行业竞争加剧，洗地机线上品牌由 2021 年的 75 个增长至 187 个，叠加行业规模效应的释放带来产品成本的下降，越来越多的品牌推出高性价比产品弥补低端市场空白，据奥维云网数据显示，2021 年我国洗地机品类均价为 3124 元，2022 年则下降至 2863 元，而从目前各价段的市场表现看，2000 元以下的洗地机规模占比虽低，然而增长最快。

图表11：洗地机行业均价下行趋势明显



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表12：近年中低段价位洗地机销额增长尤为迅速

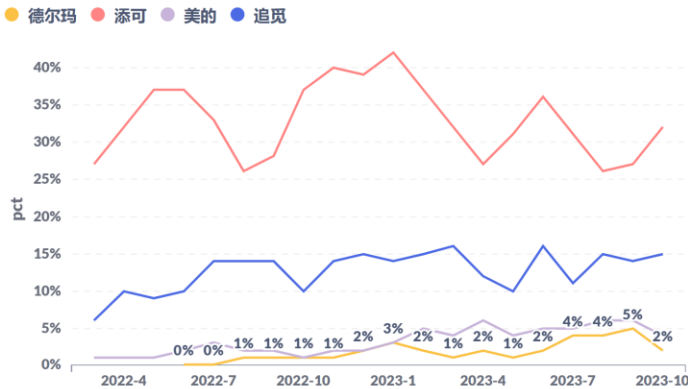


来源：奥维云网，国金证券研究所

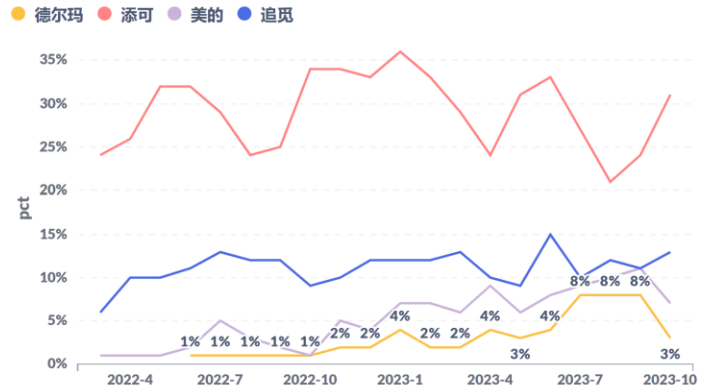
从洗地机竞争格局来看，添可行业第一地位稳固，追觅、美的等第二梯队份额提升显著。添可作为开发洗地机品类的先驱者，在行业初期获得较大市场份额，当前在品牌势能积累下线上市占率依旧大幅领先，但追觅、美的、德尔玛等中腰部品牌也后起而上，以微创新、性价比等优势蚕食龙头份额，加快自身成长。公司自有品牌德尔玛 2023 年以来市占率明显提升，2023 年 7-9 月维持约 8% 的销量市占率，10 月销量市占率有所下滑或因头部品牌双十一大促影响以及月度波动误差。



图表13: 线上洗地机销额市占率: 德尔玛品牌23年提升明显



图表14: 线上洗地机销量市占率: 德尔玛品牌23年提升明显



来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音

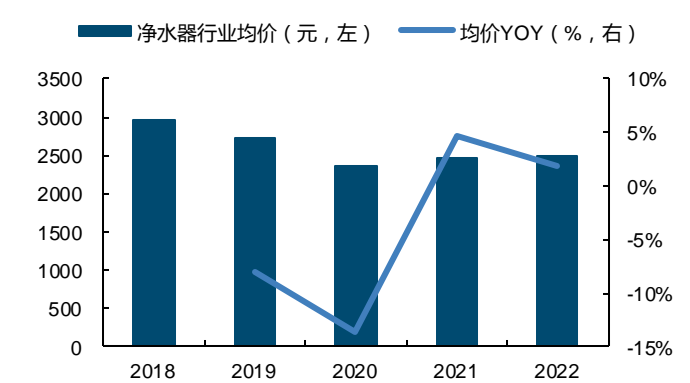
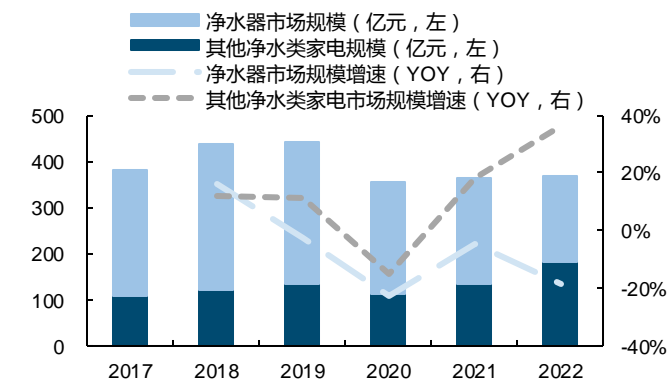
来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音

2.1.2、水家电市场超300亿规模，渗透率不足20%，产品迭代+品类延伸拉动行业增长

水家电市场规模超过300亿，其中占比最大品类为净水器，净水器受房地产低迷影响，近年行业规模有所下降。我国水家电市场分为前端与末端场景，前端主要包括前置过滤器、中央净水器、软水机等，末端主要包括净水器（常与管线机配套使用，体积偏大，有一定安装属性）、净饮机（净水+饮水功能集成，一般为台式，体积偏小，安装属性弱）、饮水机（与净饮机相比无净水功能）等。据奥维云网全渠道推总数据显示，2022年我国水家电零售额为367亿元，其中占比最高（22年占比超50%）的细分品类净水器零售额为185亿元，价格方面来看，净水器行业近年均价维持平稳，2022年达2503元，同比+1.8%。近年净水器品类规模有所下滑主因部分净水器品类如嵌入式净水机具有安装属性，一般在新房装修时一并安装，其线下零售额占比约6成，且多以精装房配套的工程渠道为代表，因此净水器销售情况与地产行业景气度较为相关，近年房地产市场低迷、疫情反复安装不便、消费信心不足等背景导致我国净水器市场有所下滑。

图表15: 近年来我国净水器行业规模因地产低迷有所下滑

图表16: 近年来我国净水器行业均价维持平稳

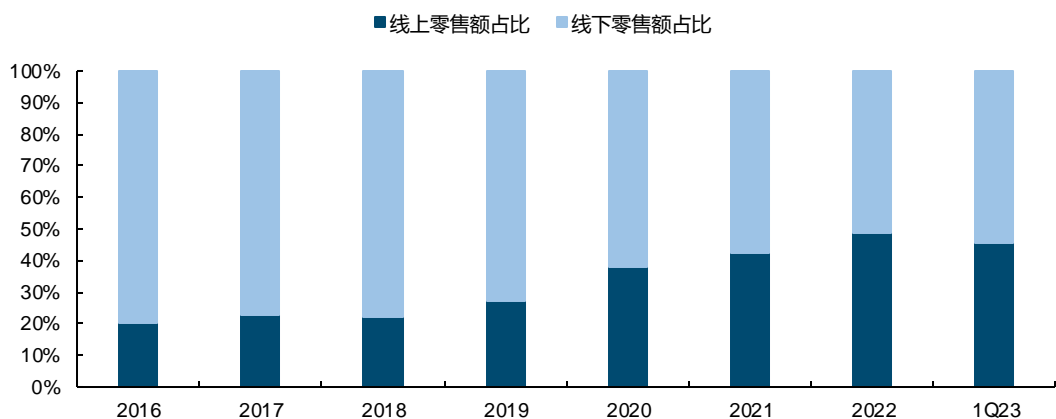


来源: 奥维云网全渠道推总, 国金证券研究所; 注: 其他净水类家电包含净饮机、饮水机、软水机、中央净水器、前置过滤器等。

来源: 奥维云网, 国金证券研究所



图表17: 我国净水器市场线上销售额占比约四成, 且线上占比近年持续提升

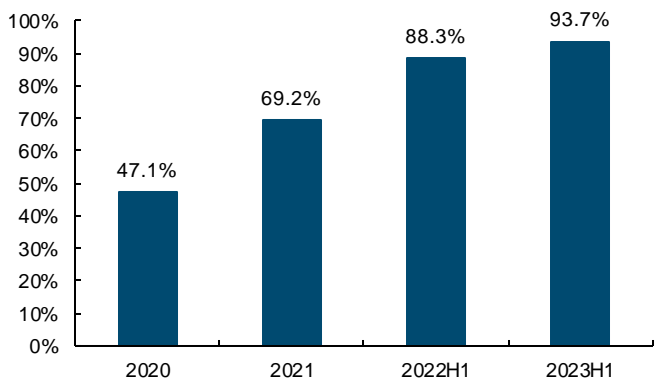


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

从行业趋势来看, 水家电产品迭代、集成化、品类延伸、套系化等未来有望促进行业持续发展。

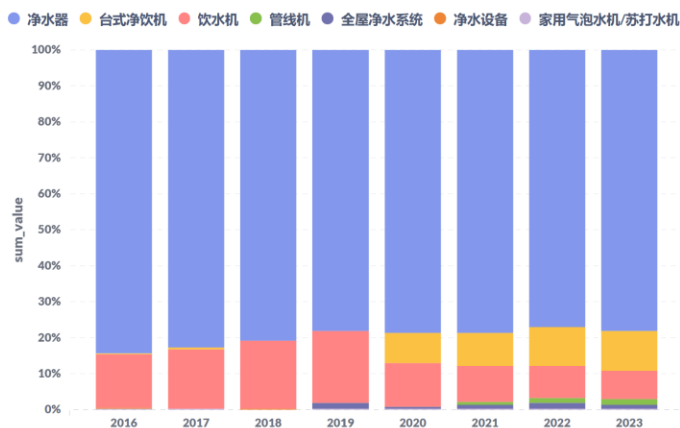
- 产品迭代升级, 大通量与长效滤芯寿命份额提升。此外附加功能卖点产品渗透率提升, 如双出水、净热一体, 智能化 (APP 连接、智能水龙头显示、TDS 水质显示、滤芯更换提醒等)。
- 集成化功能的衍生产品规模快速增长, 例如净饮机结合净水器和饮水机的功能, 可实现过滤、加热和出水。
- 满足细分品类需求的气泡水机等新品类也诞生, 有望拉动行业规模增长。
- 全屋净水一站式需求提升, 套系化销售线上愈发走俏, 据奥维云数据, 2022 年线上净水套餐实现销额 4.3 亿元, 同比+4.7%, 其中净水器+管线机占比 49.1%。

图表18: 净水器线上 RO 600G+大通量销额占比逐年提升



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表19: 水家电主要品类线上销售额占比: 净水器占比最大, 水家电品类逐年增多

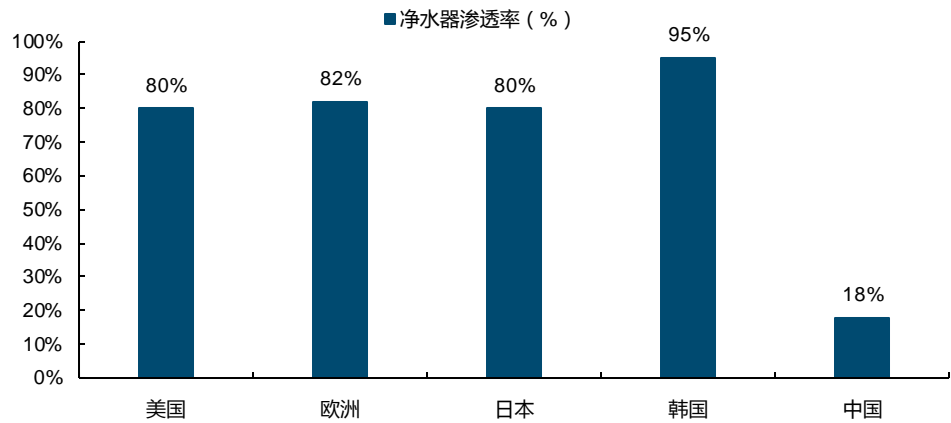


来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音; 2023 年指 23M1-10

我国净水器品类渗透率较低。根据头豹研究院数据, 相较于其他国家 80% 以上的渗透率, 我国约 18% 的净水器渗透率仍较低, 随着居民用水健康意识的增强, 净水器渗透率未来提升空间广阔。



图表20: 我国净水器渗透率仍处于较低水平



来源: 头豹研究院, 奥维云网, 国金证券研究所

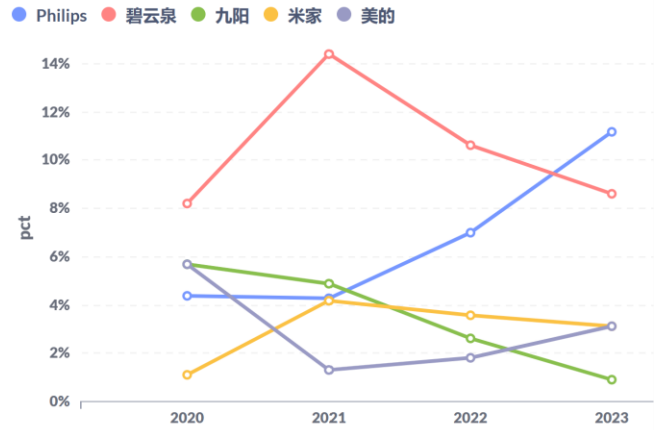
公司水家电产品市占率位于行业前列, 在台式净饮机等净水新品类中份额提升迅速。公司于 2018 年获得飞利浦水健康业务授权, 公司优秀的电商运营能力加上飞利浦品牌的知名度, 使得公司净水器业务市场规模不断扩大, 根据国金数字 lab, 23M1-10 飞利浦净水器、台式净饮机线上销售额市占率分别为 2.5%、11.2%, 特别在台式净饮机市场, 公司近年市占率提升迅速, 截至 23M1-10 已跃升于行业第一水平。

图表21: 净水器线上销售额市占率: 美的领先, 22 年飞利浦占比约 3%

图表22: 台式净饮机线上销售额市占率: 飞利浦市占率提升迅速, 截至 23M10 已处于行业第一水平



来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 2023 年指 23M1-10; 列示 2022 年市场 TOP7 企业



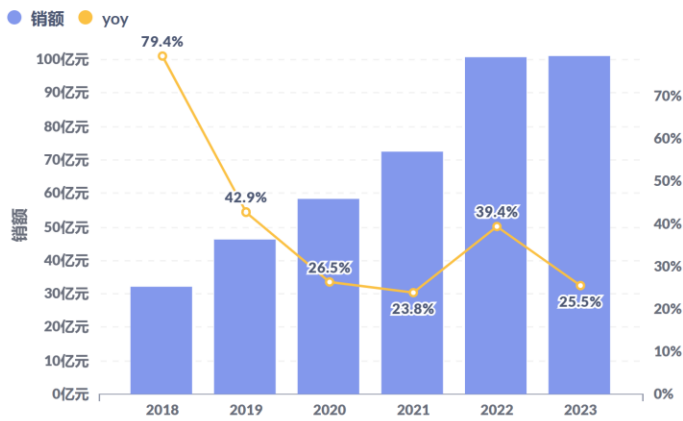
来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 2023 年指 23M1-10; 列示 2022 年市场 TOP5 企业

2.1.3、按摩小电线上市场规模逾百亿, 渗透低潜力足

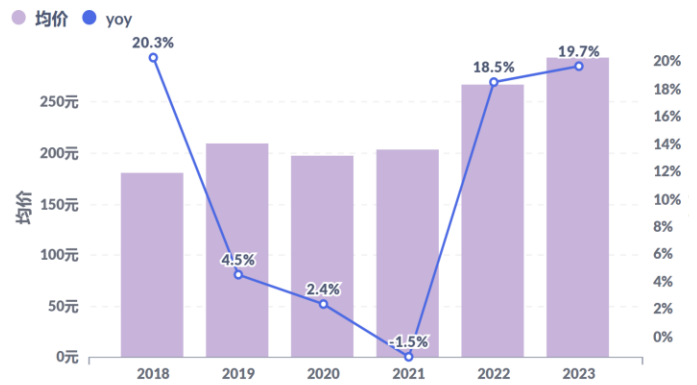
我国按摩小电线上规模约百亿, 我国按摩小家电行业尚处早期发展阶段, 按摩小家电市场未来发展空间广阔。在“老龄化”、“亚健康”两大趋势的发展下, 按摩小家电两大目标需求群体——身体各项机能下降, 拥有较强保健护理需求的老年群体以及长期久坐工作导致肩颈等部位不舒适的年轻群体逐步扩大, 有力拉动了按摩小家电市场的上升。根据国金数字 lab, 2022 年我国按摩小电线上市场销售额达 101 亿元, 同比增长 39%。从均价角度来看, 近年或因按摩新品频出, 行业均价提升趋势明显。虽然我国按摩小家电市场自 2017 年起就保持高速增长态势, 但据华经产业研究网, 目前我国按摩器渗透率仅为 1.5%, 相较于其他国家地区 10% 以上的渗透率仍有较大提升空间, 未来发展前景广阔。



图表23: 我国按摩小电线上市场销额不断增长



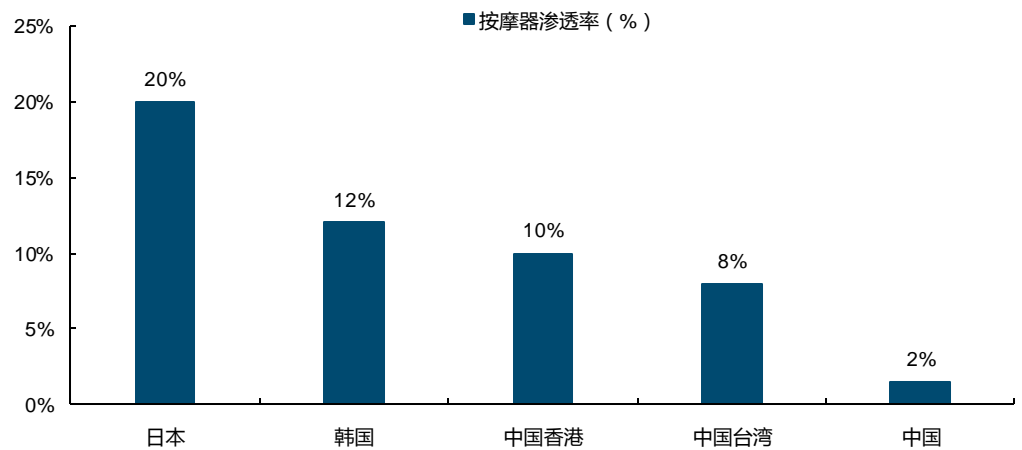
图表24: 我国按摩小电线上市场均价近年提升趋势明显



来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音; 注: 2023 年指 23M1-10

来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音; 注: 2023 年指 23M1-10

图表25: 我国按摩器渗透率仍处于较低水平

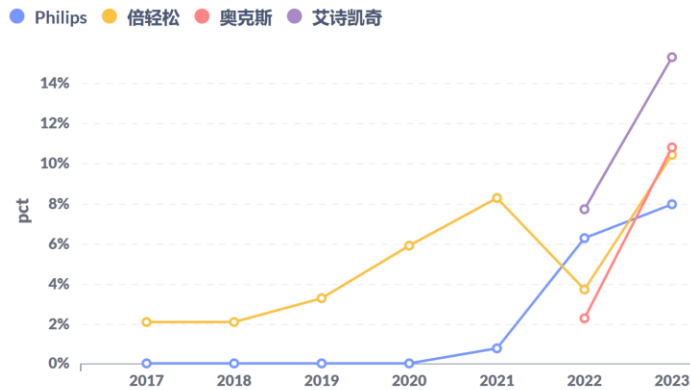


来源: 华经产业研究网, 国金证券研究所

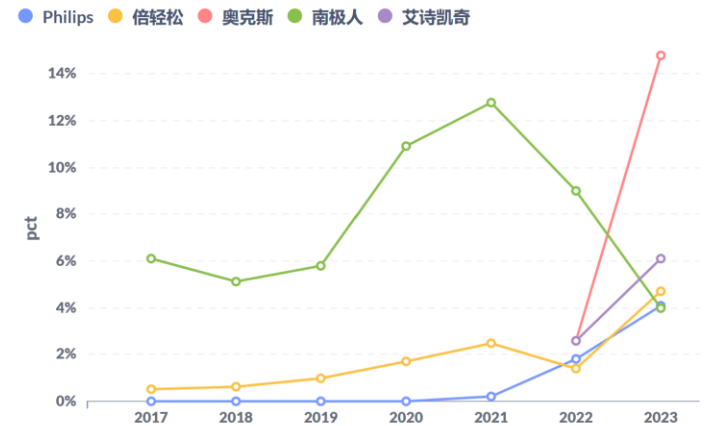
公司按摩小家电业务自得到授权以来规模迅速提升, 目前市占率处于行业前列。根据国金数字 lab, 销量方面来看, 当前奥克斯凭借高性价比产品销量份额领先于行业, 23M1-10 线上市占率达 14.8%, 销额方面来看, SKG 位列市占率第一, 23M1-10 线上市占率达 15.4%。集中度来看, 23M1-10 按摩小家电行业线上销额 CR4 达到 44.6%, 头部份额进一步集中。公司于 2021 年正式获得飞利浦品牌在按摩器品类上的授权, 受益于我国按摩小家电行业的迅速发展, 及飞利浦品牌自身的强劲实力, 根据国金数字 lab, 23M1-10 飞利浦按摩小家电线上销额、销量市占率分别为 8.0%、4.1%, 处于行业前列, 较 2022 年市占率进一步提升。



图表26: 按摩小电线上销额市占率: SKG 位列市占率第一, 飞利浦份额提升迅速



图表27: 按摩小电线上销量市占率: 奥克斯凭借高性价比定位份额领先于行业, 飞利浦份额进一步提升



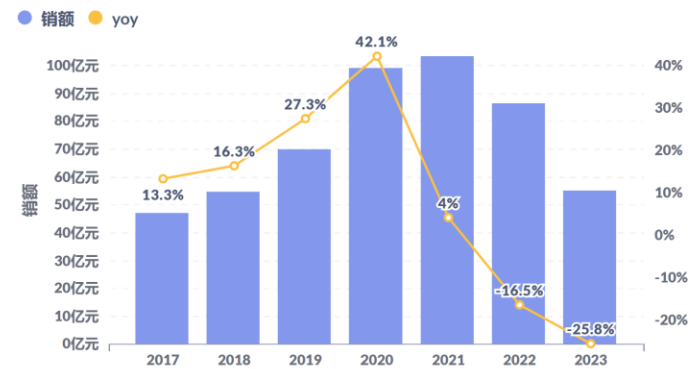
来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音; 2023 年指 23M1-10; 列示 2022 年市场 TOP5 企业

来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音; 2023 年指 23M1-7; 列示 2022 年市场 TOP5 企业

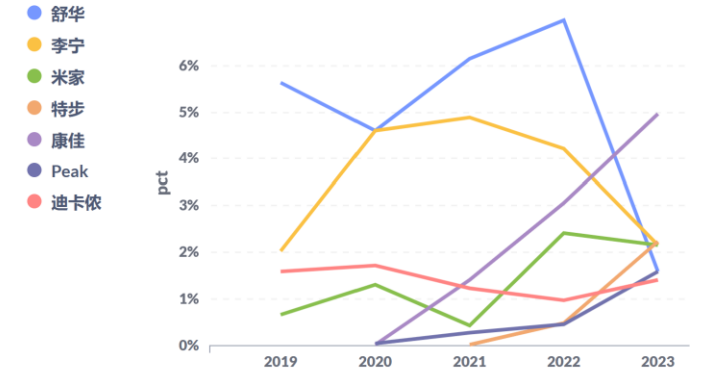
2.1.4、健身器材市场线上规模约百亿, 健身文化普及促进行业规模提升

我国健身器材行业线上销额约百亿, 当前行业格局较分散。近两年来, 得益于健身文化的普及, 我国健身人口有所增长, 对健身器材的需求也随之提高, 2022 年我国健身器材行业在线上主流电商平台年销近百亿元, 规模可观, 且我们预计因健身器材购买前体验需求较强, 以及健身房这类 TOB 端的存在, 线下市场空间或更为广阔, 行业未来发展潜力巨大。竞争格局来看, 我国健身器材行业头部品牌舒华、李宁、康佳等市占率较小, 2022 年行业线上 CR5 不足 20%, 行业格局较为分散, 公司市占率提升空间较大。公司看中行业市场前景, 2023 年抓住机遇获得飞利浦品牌健身器材品类授权。授权品类主要包括跑步机和踏步机、动感单车、划船机、智能运动哑铃、智能健身镜等, 在飞利浦强品牌+公司优秀产品制造实力赋能下, 期待业务后续放量。

图表28: 我国健身器材市场线上规模约百亿, 21 年前持续增长



图表29: 健身器材行业线上销额市占率: 市场格局分散



来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音; 2023 年指 23M1-10

来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音; 2023 年指 23M1-10; 列示 2022 年市场 TOP7 企业


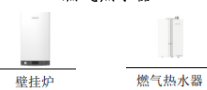



2.2、知名品牌: 飞利浦品牌全球认知度高, 公司深化与其战略合作, 收入增长确定性强

公司与皇家飞利浦合作覆盖品类范围较广、许可期限时间长、战略合作稳定。2018 年 6 月, 公司与皇家飞利浦签署《飞利浦商标许可协议》, 获得飞利浦商标在净水器、饮水机、滤芯、热水器等品类的授权, 2021 年, 公司又与皇家飞利浦签署《商标许可协议修正案》, 取得了按摩产品授权, 2023 年, 公司与皇家飞利浦签署《关于健康运动类产品的飞利浦商标许可补充协议》, 取得了健身器材相关业务授权。飞利浦水健康品类授权年限合计 20 年, 按摩器品类授权时长为 17 年零 5 个月, 健身器材品类授权时长为 4 年。公司根据季度销售报告按条款向皇家飞利浦支付相应季度销售期的许可费, 其中, 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。公司及时支付商标许可费, 实际支付商标许可费远高于最低许可费, 与皇



家飞利浦之间不存在纠纷，展望未来，公司商标许可协议被终止的可能性较低，且商标许可期限届满后，公司就进一步延长合作期限拥有与皇家飞利浦的优先磋商权。

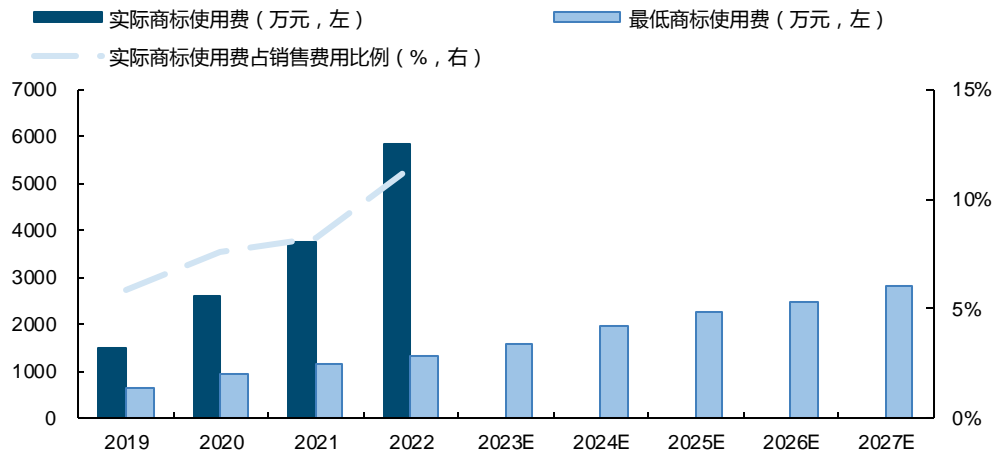
图表30：飞利浦品牌授权条款

授权分类	被授权产品	被授权区域	许可期限	许可费																
水健康品类	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） 	全球	合计授权时长为 20年 ，初始期限为2018年7月1日至2028年6月30日。 在被许可方同时满足以下2项条件时，商标许可可自动续展10年或由被许可方在初始期限届满前12个月书面通知许可方不再续期。 前述条件包括：（1）2025-2027年各年度净营业额对应的可变许可费均值达到200万欧元；（2）被许可方于初始期限内重大方面遵守《飞利浦商标许可协议》的条款。	初始期限，许可费为净营业额的 3% ； 延长期限，许可费为净营业额的 4% ，同时协议对每年最低许可费金额做出约定： <table border="1" data-bbox="1077 660 1492 884"> <thead> <tr> <th>日历年</th> <th>保证的最低使用许可费（欧元）</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2019</td><td>850,000</td></tr> <tr><td>2020</td><td>1,200,000</td></tr> <tr><td>2021</td><td>1,500,000</td></tr> <tr><td>2022</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2023</td><td>1,900,000</td></tr> <tr><td>2024-2028年</td><td>2,000,000</td></tr> <tr><td>延长期限内每年</td><td>2,000,000</td></tr> </tbody> </table>	日历年	保证的最低使用许可费（欧元）	2019	850,000	2020	1,200,000	2021	1,500,000	2022	1,700,000	2023	1,900,000	2024-2028年	2,000,000	延长期限内每年	2,000,000
	日历年	保证的最低使用许可费（欧元）																		
	2019	850,000																		
	2020	1,200,000																		
2021	1,500,000																			
2022	1,700,000																			
2023	1,900,000																			
2024-2028年	2,000,000																			
延长期限内每年	2,000,000																			
燃气热水器 	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）、 澳大利亚、新西兰、 大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）																		
电子坐便器、坐便器和坐便盖（一体式和分体式） 	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）																			
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	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）																			
便携按摩品类 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TEENS技术或者红外热技术的按摩器） 	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）、 澳大利亚、新西兰（为授权试用期）、 越南、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚、韩国、日本（为授权试用期）	合计授权时长为 17年零5个月 ，大中华区初始期限为2021年2月1日至2028年4月30日。 澳大利亚和新西兰的初始试用期期限为2022年5月1日至2024年12月31日。 越南、新加坡等地区初始授权期限为2023年1月1日至2025年12月31日。	便捷式按摩产品在 澳大利亚和新西兰 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%，保证最低许可使用费22/23/24年/取得正式授权后自2025年起的每年分别为 0/5w/10w/10w 欧元。 便捷式按摩产品在 越南、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚、韩国、日本 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%。保证最低许可使用费23/24/25年/取得正式授权后自2026年起的每年分别为 10w/20w/30w/30w 欧元。																	
健身器材品类 跑步机和踏步机，动感单车，划船机，具有感应跟踪功能的智能运动哑铃，具有智能体型检测和锻炼程序的智能健身镜，通过智能或任何其他智能设备控制上述5项中任何类别产品的软件应用程序。 	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）	合计授权时长为 4年 。 初始授权期限为2024年1月1日-2027年12月31日	按销售健身器材净营业额的 3% 计算，但不得低于下述最低许可使用费： <table border="1" data-bbox="1077 1254 1492 1400"> <thead> <tr> <th>日历年</th> <th>健身器材品类保证最低许可使用费（欧元）</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2024</td><td>200,000</td></tr> <tr><td>2025</td><td>500,000</td></tr> <tr><td>2026</td><td>800,000</td></tr> <tr><td>2027</td><td>1,200,000</td></tr> </tbody> </table>	日历年	健身器材品类保证最低许可使用费（欧元）	2024	200,000	2025	500,000	2026	800,000	2027	1,200,000							
日历年	健身器材品类保证最低许可使用费（欧元）																			
2024	200,000																			
2025	500,000																			
2026	800,000																			
2027	1,200,000																			

来源：公司招股说明书，国金证券研究所



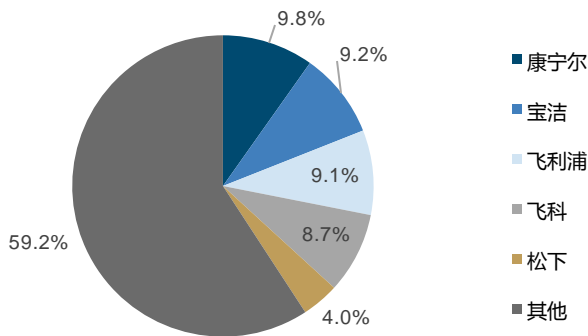
图表31：公司实际商标授权费高于最低商标授权费



来源：公司招股说明书，国金证券研究所；注：假设欧元兑人民币汇率为 2023/11/23 的 7.79

飞利浦具有全球品牌影响力。根据欧睿数据，2022 年飞利浦位列全球个护电器销量市占率第三，在海外个护品类中品牌认知度高，多区域市占率位居前列，飞利浦作为综合品牌企业，预计能够较好实现品牌影响力迁移至新品类的过程。

图表32：2022 年全球个护电器市占率 (按销量)，飞利浦位列全球第三



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表33：2022 年分地区个护电器市占率 (按销量)，飞利浦多个市场市占率位居前列

区域	品牌	2022年区域市占率 TOP3 + 飞利浦市占率	飞利浦市占率排名
美国	Conair (Conair Corp)	28.8%	5
	Revlon (Revlon Inc)	8.9%	
	Oral-B (Procter & Gamble Co, The)	8.8%	
	Philips (Koninklijke Philips NV)	5.7%	
法国	Oral-B (Procter & Gamble Co, The)	27.3%	2
	Philips (Koninklijke Philips NV)	21.3%	
	Babylliss (Conair Corp)	9.6%	
德国	Oral-B (Procter & Gamble Co, The)	22.5%	2
	Philips (Koninklijke Philips NV)	21.0%	
	Braun (Procter & Gamble Co, The)	16.9%	
英国	Oral-B (Procter & Gamble Co, The)	14.3%	5
	Babylliss (Conair Corp)	12.9%	
	Braun (Procter & Gamble Co, The)	12.4%	
	Philips (Koninklijke Philips NV)	7.3%	
印度	Philips (Koninklijke Philips NV)	32.8%	1
	Panasonic (Panasonic Corp)	7.7%	
	Braun (Procter & Gamble Co, The)	3.0%	
日本	Panasonic (Panasonic Corp)	38.5%	7
	Tescom (Tescom Co Ltd)	7.4%	
	Koizumi (Koizumi Corp)	7.3%	
	Philips (Koninklijke Philips NV)	3.7%	
韩国	Oral-B (Procter & Gamble Co, The)	27.4%	2
	Philips (Koninklijke Philips NV)	6.0%	
	Unix (UNIX Corp)	4.9%	

来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.3、差异化产品策略：飞利浦强调创新功能与产品体验，自有品牌主打性价比

飞利浦水健康产品具有独特过滤技术，可实现稳定长效净化。飞利浦净饮机专注提升核心净水能力，传统净水器的 RO 过滤技术将水从高浓度向低浓度渗透，长期使用后会使得渗透膜原水测积累杂质导致过滤效率降低，而飞利浦净饮机使用的水通道蛋白膜净化技术，可主动筛选水分子，保证长期使用的净化效果。

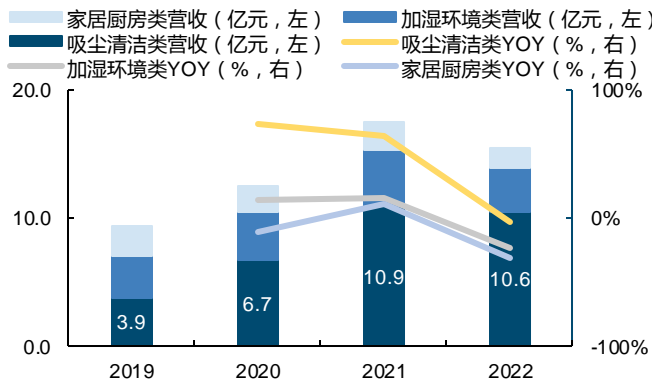
按摩电器主要评价指标在于产品实际体验感，需要大量技术与营销投入。在按摩小家电板块上，公司按摩器业务主要授权品类分为眼部按摩器、按摩披肩、膝盖按摩器、筋膜枪、足浴按摩器、颈部按摩器以及按摩眼罩等。评价按摩器好坏的指标更多指消费者的体验感（能否缓解疲劳、按摩是否舒服、产品使用便捷程度），这些指标因个人体质不同，难以有统一的标准评判。我们比较同价格段位的颈部和眼部按摩的产品，发现产品量化的参数差异不大，主要差异化体现为特色的技术、产品形态，这些也是各产品的卖点之一，因此如何使得产品按摩效果获得更多人的认可，以及产品的宣传力度也是各家重点关注的问题，长期需要关注产品推新（更好的产品形态和体验）、线下渠道拓展（增加品牌知名度和客



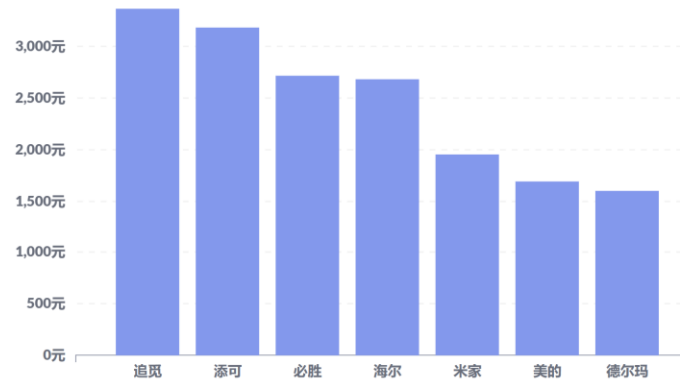
户体验机会)、营销方式(品类较为可选,更依赖营销促进消费者购买欲望)的边际变化。飞利浦产品具有多种特色按摩功能,例如眼部的 AirEase 镂空气囊按摩,可还原手指版的按摩体验,颈部的 Vibwave 微频震动,可减少颈部大幅震动,产品体验备受好评。

公司自有品牌德尔玛聚焦清洁电器品类,主打性价比产品。公司自有品牌德尔玛创立于2011年,近年来随着我国清洁电器市场的快速增长,公司自有品牌转换发展策略,战略收缩非核心品类,聚焦清洁电器赛道,2022年公司吸尘清洁类营收已达10.6亿元,2019-2022年CAGR达40.0%,公司提供极具性价比的手持清洁电器产品,产品均价处于行业低位,选取公司定价999元的P20洗地机与定价相似的竞品产品进行对比,德尔玛P20在续航、电池、水箱、吸力等方面优于同类产品,做到了低价优质,德尔玛品牌已在1000元以内的洗地机市场中占据44.0%的销量份额,同时在1000-1500元价格段也补足产品矩阵,2023M1-7市占率达22.0%,较2022年的12.8%提升明显。在疫情结束后短期消费信心下降的背景下,性价比产品更迎合当前消费形势,进一步放大公司品牌认知度,2023年公司市占率得以快速提升。

图表34: 吸尘清洁类 19-22 年 CAGR 达 40%, 占比提升



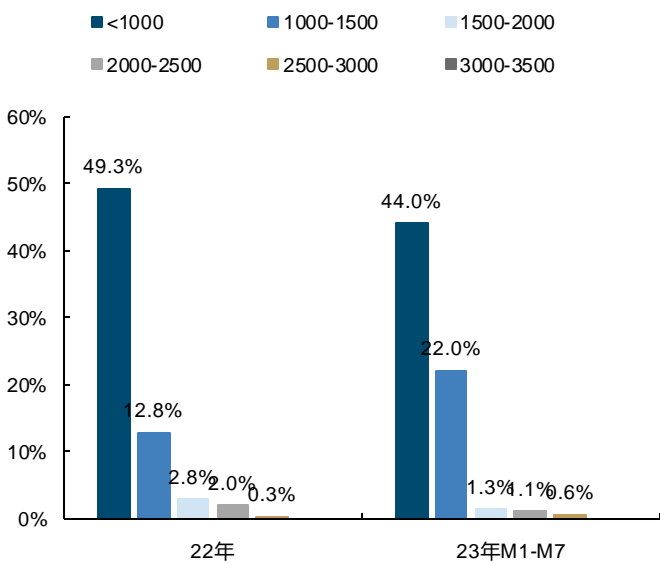
图表35: 23M1-10 德尔玛洗地机均价处于行业低位



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 国金数字 lab, 国金证券研究所; 注: 统计平台包括天猫、京东、拼多多、抖音

图表36: 公司自有品牌德尔玛于 1000 元以内洗地机市场 占据 44% 市场份额



图表37: 德尔玛 P20 洗地机性价比优势突出

产品参数	德尔玛DEM-P20	美的Midea X7	苏泊尔K1轻量级洗地机	德尼Smart FW25010YCN
价格	¥999	¥999	¥989	¥999
续航时间	30min	25min	45min	20min
电池容量	4000mAh	2600mAh	2000mAh	2500mAh
充电时间	4h	3-5h	3-4h	5h
上市时间	Apr-23	May-22	Aug-22	Mar-23
产品净重	5.6kg	3.7kg	3kg	4.1kg
清水箱/污水箱容量	0.62L/0.6L	0.6L/0.45L	0.38L/0.25L	0.6L/0.5L
滚轮转速	前刷: 360转/分钟 后刷330转/分钟	2500转/分钟	400转/分钟	550-600转/分钟
噪音	<=82dB	83dB	-	<=78dB
最大吸力	15kPa	6.8kPa	无吸力	10kPa
LED屏显	有	无	无	有
语音提示	有	无	无	有
是否有固液分离	无	无	有	有
特色功能	贴边无框滚刷, S型省力造型, 360°双向防缠绕, 自动/吸水/节能三种模式	回水率90%, 高速滚刷更干净, 头发防缠绕	长续航, 大角度平躺	红外线传感器智慧识污, 毛发防缠绕, 智能清扫/智能吸水/强力三种模式

来源: 奥维云网, 国金证券研究所, 注: 使用销量市占率

来源: 京东平台, 国金证券研究所; 注: 统计时间截至 2023/11/23



2.4、快速反应+高效运营：互联网基因赋能，快速精准把握消费者需求与流量红利

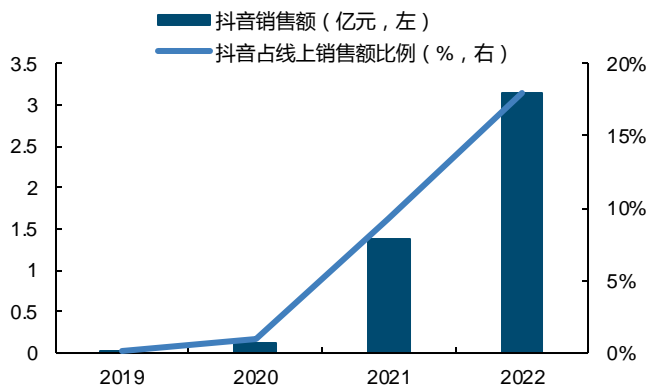
2.4.1、前端大数据敏锐感知+后端生产研发支撑，公司推新反应速度快

公司起家于电商运营，擅长利用互联网数据体系分析精准把握消费者需求，解决用户痛点。公司互联网基因深厚，由电商运营步入小家电赛道后充分运用互联网数据体系使用经验，深度挖掘消费者需求，抓住市场热点/消费者痛点实现产品的快速开发迭代。同时公司在收购飞利浦水健康业务后，也不断向飞利浦学习研发体系的系统化能力，打造标准化的研发流程，提升产品开发和质量控制的稳定性。在前端敏锐感知力+后端研发中心&自有产能支持下，公司快速洞察消费者需求和痛点，第一时间启动产品概念验证，例如德尔玛洗地机清晰秉承自身性价比定位，快速推出填补千元价格段空白。

2.4.2、优秀电商运营能力赋能，抖音平台增长迅速且已实现一定盈利水平

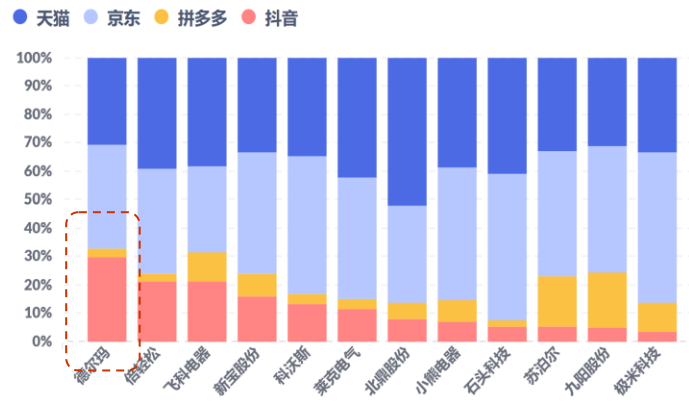
公司精准把握电商渠道发展红利，抖音平台发展领先于行业。借助当前抖音的高营销效率，强流量红利，2022年公司抖音渠道收入达到3.15亿元，占线上收入比例从2020年的1%提升至2022年的18%（公司口径），根据国金数字lab统计，2023年1-10月累计来看，公司线上抖音GMV占比接近3成，明显高于同业20%以下水平。

图表38：公司抖音渠道销额增长迅速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表39：23M1-10小家电公司线上渠道分布：德尔玛抖音占比明显高于同业



来源：国金数字lab，国金证券研究所；注：德尔玛为统计的品牌维度数据，其余为均统计的公司维度数据

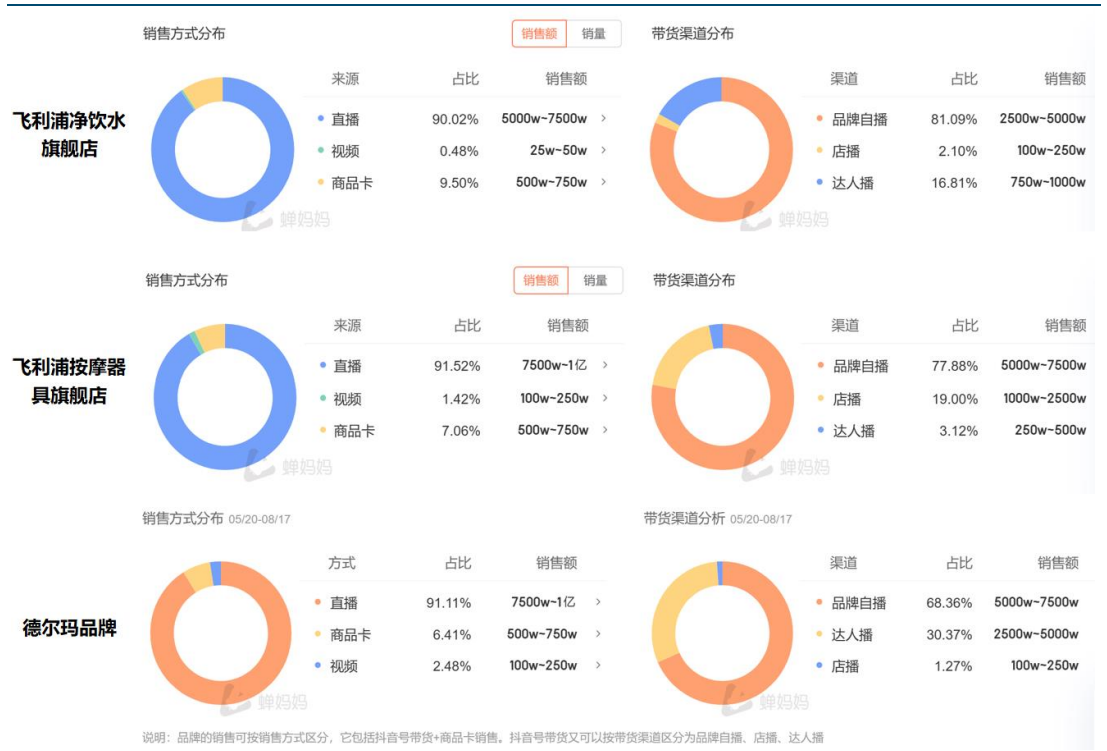
凭借高效自播转化率+规模效应逐渐释放，公司在抖音平台已实现一定盈利水平。当前家电行业共性的问题在于，抖音平台目前虽然销额增长极快，但家电公司普遍反映抖音渠道净利率不高，究其原因，我们认为平台费用投放效率较低（如在超头主播带货模式下费用投入较高），再加上规模效应未完全释放（目前小家电企业抖音渠道销售占比仍较低，大部分小家电公司低于10%）。

抖音销售模式分为直播带货、视频推送、商品卡三种，据抖音官方公布，2022年抖音平台直播及视频带来的GMV占比约为70%，不同于传统货架电商，抖音玩法更加注重对于短视频内容创作、直播间话术编排、场景搭建等，公司深谙其道，根据蝉妈妈数据，公司当前销售方式以直播为主（占比9成）其中又以品牌自播占比最高，公司早期通过头部主播快速放大品牌声量，随后由达人带货逐步转变为品牌自播模式，省去了较大线上平台抽成以及线下费用，公司重视培养自播能力，目前已在佛山、杭州、湖南自建了直播团队，抖音内容创作、主播、投流皆由自有团队完成，有利于把控视频质量，提高视频完播率从而增强宣传效果，降低成本费用，从而提高直播转化效率。从抖查查数据来看，公司洗地机产品目前公司在抖音渠道带货率转换率位于行业前列，整体来看，公司在抖音渠道已实现较优盈利水平。

另外，从结果导向来看，理论上消费者直接点击商品卡购买的消费模式品牌方ROI最高（平台补贴高、额外投流少），直播或视频推送ROI略低，而公司在保持较高直播占比的同时，还能实现较好盈利水平，反映公司自营直播带货转化实力强劲。



图表40：飞利浦&德尔玛抖音渠道销售模式及带货渠道分布：以自播为主



来源：国金证券研究所；注：时间统计区间为 23/5/20-23/8/17

三、成长看点？内销：成长赛道提份额，外销：强品牌助发展

3.1、内销：飞利浦成长赛道提份额，德尔玛性价比定位助力规模增长

飞利浦授权品类净水、局部按摩器、健身器材目前我国都是低渗透率的成长行业，行业规模有望持续增长。此外公司在飞利浦强品牌力、自身优秀推新能力加持下，市占率有望持续提升。

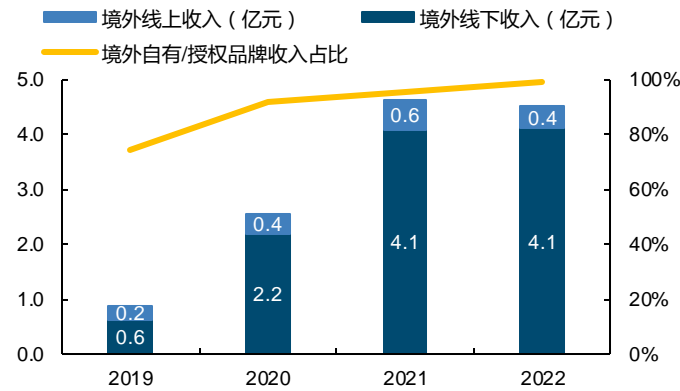
德尔玛品牌定位性价比，于洗地机 1000 元以下销量市场份额接近 50%，在洗地机低价位段已经具备一定品牌认知度，未来随着洗地机产品的渗透率进一步提升，行业价格持续下探，德尔玛产品销售预计受益更为明显。

3.2、外销：飞利浦强品牌加持，随渠道铺设趋于完善，国际市场有望实现更快发展

公司海外业务占比虽小但发展迅速。在制造优势、产业链优势的基础上，公司积极拓展海外销售渠道，2019-2022 年公司境外销售收入的年均复合增长率达 73.5%，2022 年境外收入达 4.5 亿元，占总体收入比由 5.7% 增长至 13.6%。1) 分品牌来看，境外业务的增长主要由飞利浦和自有品牌德尔玛贡献，2022 年两个品牌占海外收入比例达 99.2%。飞利浦主要在中国香港、欧洲、东南亚地区销售，德尔玛主要在东欧和东南亚地区售卖，飞利浦与德尔玛外销销售额比例大约在 6:4 左右。2) 分渠道来看，当前海外收入仍以线下渠道为主，销售模式以境外线下经销和境外贸易商为主，但近年也新拓展境外零售、境外大型企业团体等直销渠道。

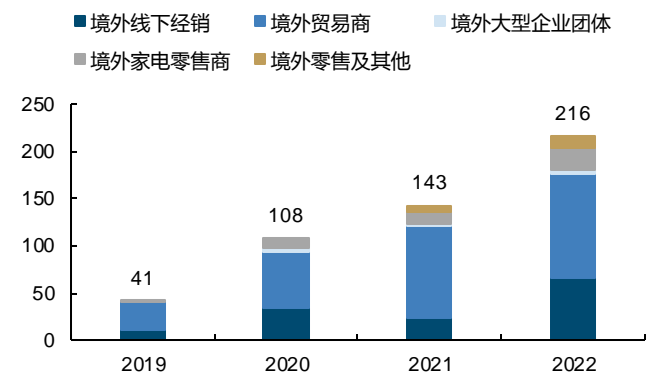


图表41：公司境外营收保持快速增长态势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

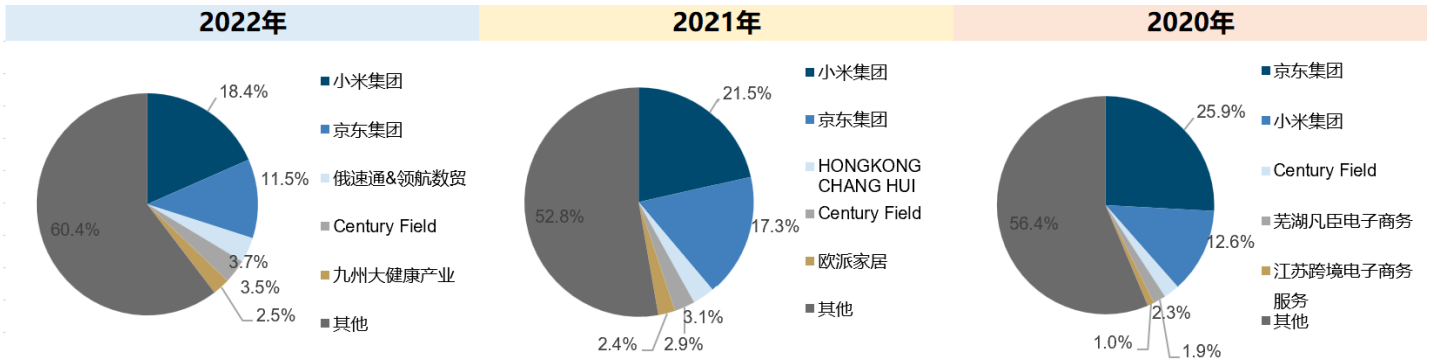
图表42：公司海外线下经销商数量逐年增多



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司积极开发跨境贸易商，建立完善返利政策机制。其中 Century Field International Limited 为原飞利浦客户，业务覆盖中国香港及澳门地区，主要销售飞利浦水健康类产品，自 2020 年以来为公司前五大客户；HONGKONG CHANG HUI COMMUNICATION LIMITED 主要面向东南亚等地区，主要销售家居环境电器例如吸尘器和加湿器，销售情况良好，跻身公司 2021 年前五大客户；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德尔玛品牌商品。此外，为开拓市场公司也建立了完善的返利政策机制，水健康业务境内包括售前/售后产品补贴、净水产品销售商返利计划等，境外增加了市场营销推广补贴、专属产品补贴及捆绑销售补贴在内的更多返利政策，返利比例超过 15%。

图表43：公司分客户销售占比：部分境外经销商跻身公司前五大客户



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

飞利浦全球强品牌力+德尔玛供应链优势，助力公司海外市场开拓。本身我国小家电出海就具有成本低、产业链完善、生产效率高、产品性能优秀等制造优势，再加上飞利浦多年累积的品牌力深入人心，公司海外市场未来将重点发力东南亚、欧洲。东南亚家电市场规模快速增加，同时社交电商成为东南亚消费者购物新方式，公司纯熟的线上运营模式能成为打开东南亚市场的有力突破点。欧洲市场消费力较强，仍是我国家电出口的主要市场。未来，公司将稳步推进品牌出海，通过产业链优势打造海外市场快速上新能力，实现产品快速进入目标国家，提升市场份额，此外，深化境外渠道布局，重点发展线上电商平台，线上线下相结合带动境外业务发展。

四、财务分析：短期仍有压力，盈利能力随产品结构优化仍有提升空间

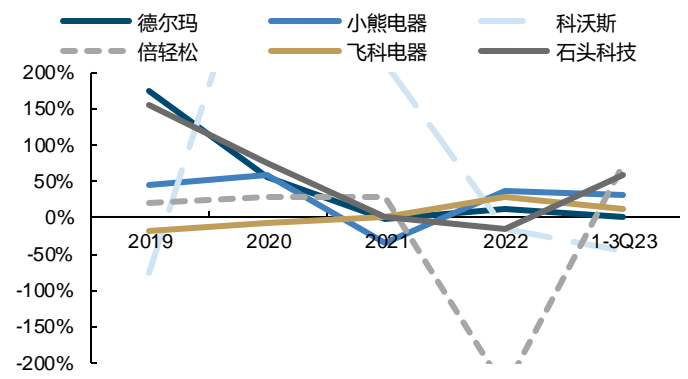
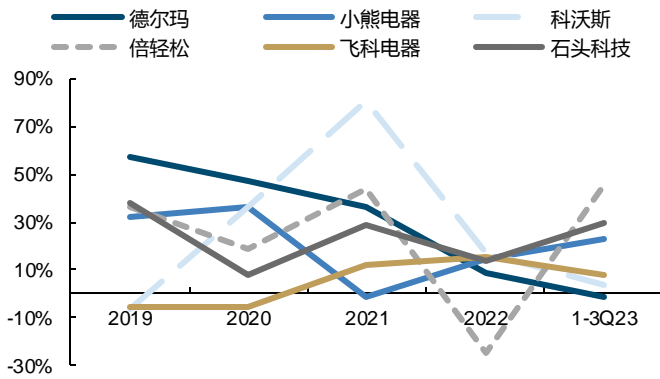
公司营收增速于 22 年之前保持较高水平，净利润增速相对平稳，23 年以来因非核心品类战略收缩、费用投放加大等原因收入利润增速均有放缓。2022 年之前公司营收增速高于行业平均主因 1) 受益于家居环境类和水健康类产品的快速增长，加之飞利浦品牌授权赋能。2) 受到疫情的影响，2022 年线下消费有所承压，而公司线上占比达 90%，受影响较小，此外公司于抖音渠道 ROI 较高，享受抖音渠道快速增长红利。3) 公司为小米品牌代工，2019-2022 年，为小米代工业务分别实现营收 1.2 亿元/3.0 亿元/6.7 亿元/6.1 亿元，2022 年度占公司总营收达 18%。1-3Q23 公司收入 22.7 亿元，同比-1.4%，归母净利润为 1.0 亿元，同比+1.7%，收入利润增速均有放缓主因非核心品类（加湿环境、家居厨房）



战略收缩，以及内销疲弱、行业竞争加剧、公司费用投放增加等原因。

图表44: 可比公司营收增速对比

图表45: 可比公司归母净利润增速对比



来源: wind, 国金证券研究所

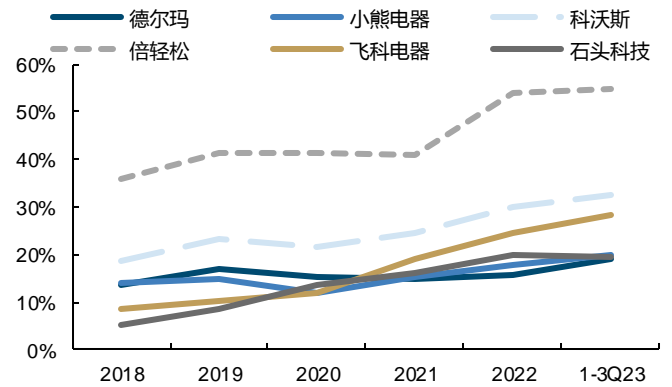
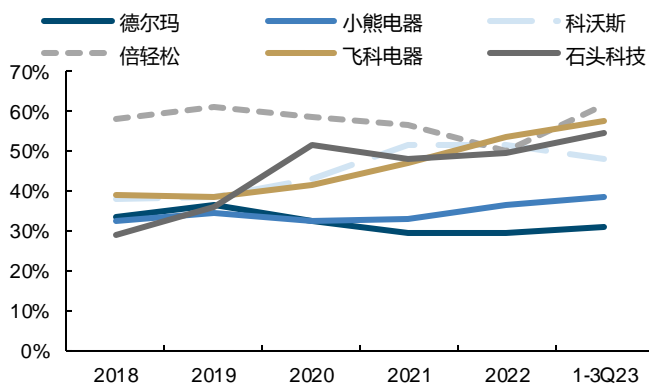
来源: wind, 国金证券研究所

公司毛利率水平处于行业低位，预计未来业务结构优化将助力毛利率提升。公司毛利率水平较为稳定，但低于行业平均水平，主因 1) 米家 ODM 毛利率较低，22 年仅为 11.1%，而收入占比达 22%，拖累公司整体毛利率水平。2) 公司自有品牌仍在发展期，2022 年毛利率为 31.5%，品牌知名度、规模效应仍有提升空间。预计随公司产品结构优化（低毛利率米家 ODM、厨房、加湿品类占比下降）、自有品牌认知度提升、规模效应释放，公司盈利能力仍有提升空间。1-3Q23 公司毛利率为 31.0%，同比+1.5pct，毛利率提升预计系受益于产品结构优化（高毛利的吸尘器、水健康产品占比提升）与新品拉动。

公司费率保持稳定。1) 公司销售费率近年呈平稳态势，处于行业较低水平。2) 公司管理费用率略高于行业平均水平。公司管理费用主要分为职工薪酬、折旧摊销以及服务费，在职工薪酬方面，由于公司规模不断增长，并于 2018 年 6 月收购飞利浦水健康业务，管理人员职工薪酬逐年增长，在折旧摊销方面，公司收购飞利浦水健康业务带来的无形资产评估增值了合并层面摊销，以及新固定资产和无形资产带来了巨大新增摊销，在服务费方面，公司发生收购及多轮融资，产生较多中介机构服务费。3) 公司重视研发投入，研发费用率保持稳定，研发创新的投入为公司未来营收增长打下基础。1-3Q23 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 18.9%/+2.7pct、9.0%/+0.6pct、4.5%/+0.4pct，销售费用率提升主因公司加大抖音等新兴渠道投入导致费率较高。

图表46: 公司毛利率处于行业较低水平

图表47: 公司销售费用率处于行业较低水平

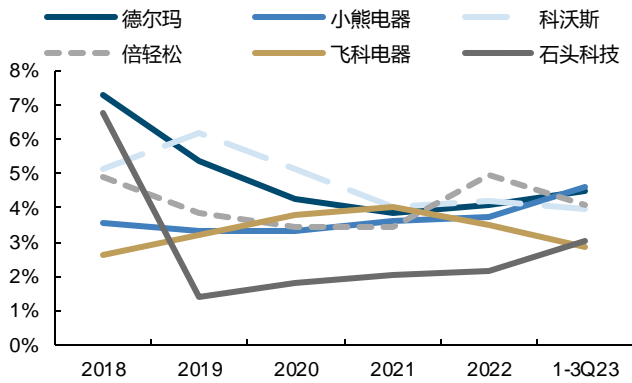


来源: wind, 国金证券研究所

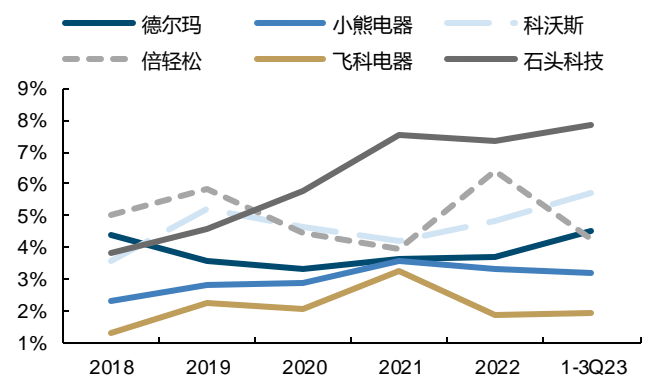
来源: wind, 国金证券研究所



图表48: 公司管理费用率略高于行业平均水平



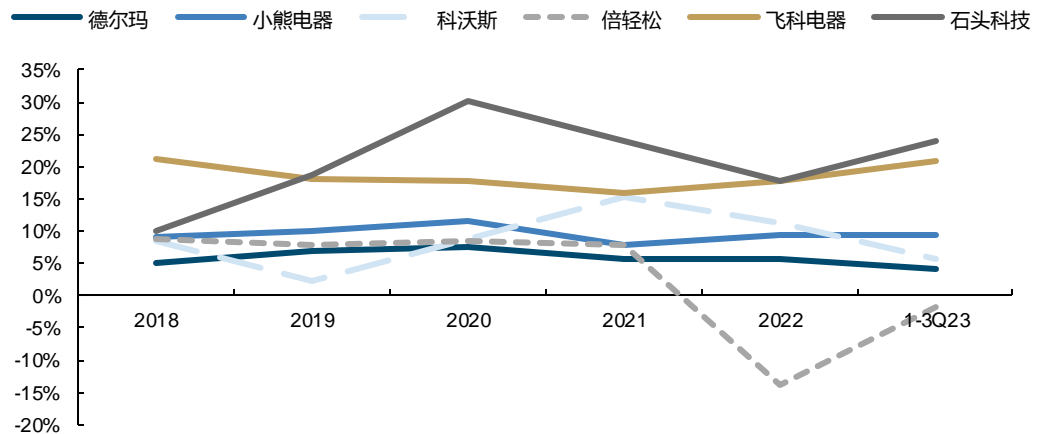
图表49: 公司研发费用率保持稳定



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

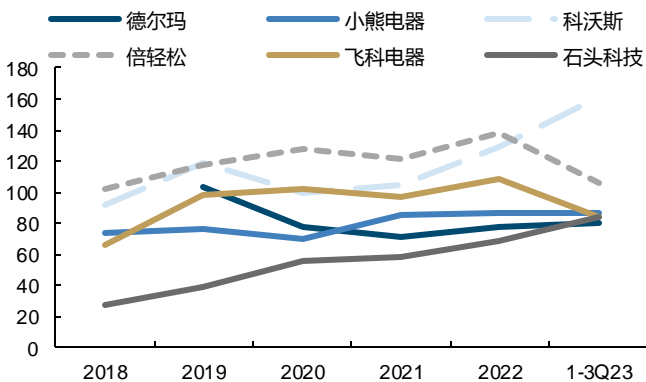
图表50: 公司净利率保持稳定, 处于行业较低水平



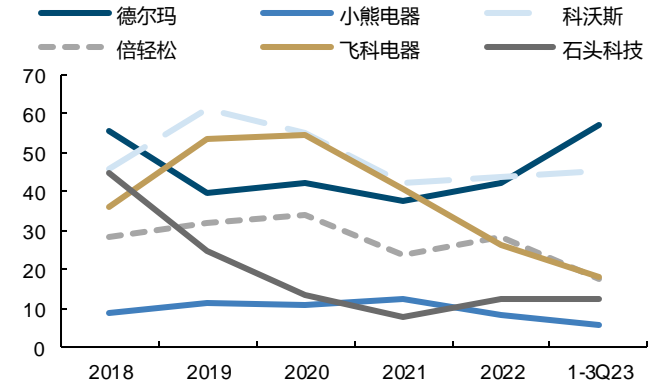
来源: wind, 国金证券研究所

营运效率与盈利质量较好。1) 公司以线上销售为主, 存货周转天数低于行业平均水平, 存货周转速度快, 销售状况良好。2) 公司应收账款周转天数近年有所提升, 主因公司业务规模快速增长, 且米家 ODM 业务收入规模较高, 该业务模式回款周期较长所致, 总体来看, 公司在营业收入增长较快的情况下应收账款整体回款情况良好。3) 公司应付账款周转天数呈现上升趋势, 反映公司向上游议价能力有所增强。4) 现金流方面, 公司盈利质量较好, 历年收现比维持在 100% 左右。1-3Q23 公司经营性现金流为 1.8 亿元, 同比+25.1%。

图表51: 公司存货周转天数低于行业平均水平 (天)



图表52: 公司应收账款周转天数小幅度提升 (天)

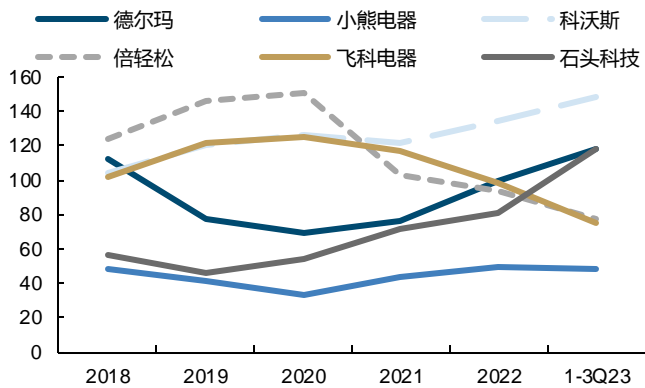


来源: wind, 国金证券研究所

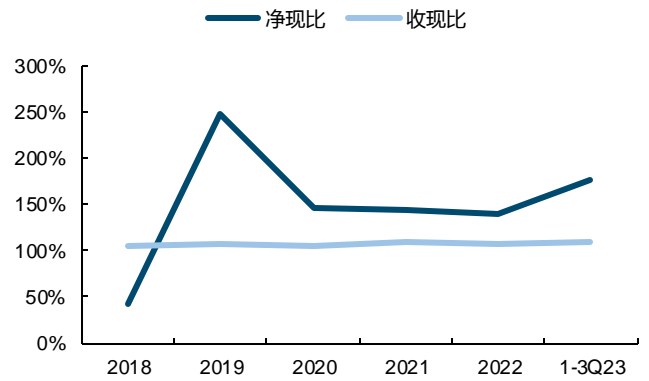
来源: wind, 国金证券研究所



图表53: 公司应付账款周转天数呈上升趋势, 并高于行业平均水平(天)



图表54: 公司净现比、收现比维持健康水平



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

公司依托电商时代成长, 电商运营经验丰富, 再加上获得知名品牌飞利浦授权品类, 赛道成长空间广阔。我们拆分公司不同品类产品进行收入预测:

家居环境类: 2022 年/1H23 公司家居环境类业务收入达 15.5 亿元/7.2 亿元, 占比公司总收入 46.8%/46.3%, 受益于吸尘清洁业务板块中洗地机产品的持续放量, 预期未来营收将实现稳健增长。我们预计 2023-2025 该品类营收为 15.4/16.8/18.4 亿元, 同比 -1%/+9%/+10%; 其中销量同比 -7%/+5%/+6%, 均价同比 +6%/+4%/+3%。家居环境类产品整体毛利率随着米家 ODM 产品占比下滑、高毛利率吸尘清洁业务占比提高, 预计毛利率持续上升, 预测 2023-2025 年家居环境业务毛利率为 25.5%/25.9%/26.3%。

水健康类: 2022 年/1H23 公司水健康类业务收入达 10.6 亿元/5.2 亿元, 占比公司总收入 32.0%/33.7%, 包括飞利浦授权品牌的净水、智能马桶、热水器类产品, 净水及滤芯产品拉动公司水健康业务持续增长, 未来, 受益于净水产品低渗透率高增量, 以及产品自身大容量、长寿命等结构化升级趋势, 预计未来盈利水平将持续提升。我们预计 2023-2025 年该品类营收为 12.2/14.5/17.3 亿元, 同比 +16%/+19%/+19%; 其中销量同比 +14%/+14%/+14%, 均价同比 +2%/+4%/+4%。伴随公司战略调整, 飞利浦授权品牌中高端产品占比提升, 预计净水类业务毛利率将小幅度回升, 预计 2023-2025 年水健康业务毛利率为 36.6%/36.1%/36.3%。

个人护理类: 2022 年/1H23 公司个人护理类业务收入达 5.8 亿元/3.0 亿元, 占比公司总收入 17.7%/19.2%, 旗下包括飞利浦授权品牌按摩电器及薇新自有品牌艾灸贴、直卷发梳类产品, 2023 年内销整体较为承压, 而按摩电器品类较为可选, 压力更大, 随着内销恢复, 公司在飞利浦品牌力加持+持续新品迭代下, 按摩器业务 2024 年有望重回高增轨道。我们预计 2023-2025 年该品类营收为 6.2/7.6/9.2 亿元, 同比 +6%/+23%/+20%; 其中销量同比 +5%/+21%/+18%, 均价同比 +1%/+2%/+2%。预计 2023-2025 年个人护理业务毛利率维持 33% 水平。

生活卫浴类: 2022 年/1H23 公司生活卫浴类业务收入达 1.0 亿元/0.4 亿元, 占比公司总收入 3.1%/0.3%, 旗下包括华帝授权品牌的水槽、厨房龙头、花洒类产品, 公司聚焦核心品牌和品类, 逐步减少包括“华帝”等品牌非核心品类的业务投入, 并于 2023 年与华帝股份有限公司协商一致签署《商标授权使用许可合同》终止协议, 后继将不再开展“华帝”品牌生活卫浴类产品业务, 预计 2023 年以后生活卫浴品类销量逐渐减少。我们预计 2023-2025 年营收为 0.04/0.03/0.03 亿元, 同比 -96%/-33%/+0%。由于公司正在减少华帝类生活卫浴类市场投放, 但仍拥有飞利浦生活卫浴类产品授权, 预计该品类毛利率将保持回升趋势, 预计 2023-2025 年生活卫浴类业务毛利率为 -28%/15%/25% 水平。

其他主营业务: 包括配件及其他产品销售, 预计 2023-2025 年该业务营收为 0.09/0.09/0.08 亿元, 同比 -10%/-5%/-5%, 毛利率维持 2% 水平。

其他业务: 包括废料及废品的销售, 预计 2023-2025 年该业务营收增速维持 5% 水平, 毛利率维持 11% 水平。



通过以上分析，我们预测公司 2023-2025 年收入为 34.0/39.1/45.1 亿元，同比 +2.7%/+15.1%/15.2%，毛利率为 30.7%/31.0%/31.4%。

费用端：2024 年公司收入有望重回双位数增长，规模效应显现，加之公司需要持续投入费用以提升自有品牌知名度，销售费用率预计保持稳定略降，预计 2023-2025 年公司销售费用率为 16.4%/16.3%/16.2%；管理费用率预计维持在 4.0% 水平；2023 年公司获得飞利浦新品类（智能健身器材）授权，预计研发生产需等 2024 年才有明显进展，我们预计 2024 年研发费用率略有提升，因此预计 2023-2025 年公司研发费用率分别为 3.7%/3.8%/3.8%。



图表55: 公司分业务收入预测

单位: 百万元		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	总营业收入	966.7	1516.8	2228.0	3037.8	3306.6	3396.7	3910.8	4506.7
	YOY		56.9%	46.9%	36.3%	8.8%	2.7%	15.1%	15.2%
	成本	646.1	965.8	1509.0	2150.9	2331.3	2353.5	2698.9	3091.9
	毛利率	33.2%	36.3%	32.3%	29.2%	29.5%	30.7%	31.0%	31.4%
按产品拆分									
家居环境类 包含德尔玛(清洁电器; 加湿器;挂烫机、毛球修剪器、果汁杯)+米家ODM(清洁电器、加湿器)	家居环境类收入	641.6	939.5	1245.4	1753.8	1547.6	1536.5	1678.3	1843.7
	YOY		46.4%	32.6%	40.8%	-11.8%	-0.7%	9.2%	9.8%
	销售量(万台)	758.3	982.4	1144.1	1460.3	1298.0	1211.5	1277.1	1357.6
	YOY		29.6%	16.5%	27.6%	-11.1%	-6.7%	5.4%	6.3%
	均价(元/台)	84.6	95.6	108.9	120.1	119.2	126.8	131.4	135.8
	YOY		13.0%	13.8%	10.3%	-0.7%	6.4%	3.6%	3.3%
	成本	443.5	610.9	896.6	1346.4	1183.5	1144.5	1243.1	1359.3
毛利率	30.9%	35.0%	28.0%	23.2%	23.5%	25.5%	25.9%	26.3%	
吸尘清洁类	吸尘清洁类收入	265.0	385.4	668.6	1093.6	1057.3	1176.2	1366.1	1573.0
	YOY		45.4%	73.5%	63.6%	-3.3%	11.2%	16.2%	15.1%
	毛利率	35.3%	39.3%	30.0%	22.8%	25.8%	27.5%	27.5%	27.5%
加湿环境类	加湿环境类收入	216.8	328.1	375.7	435.7	334.2	245.6	216.7	191.1
	YOY		51.4%	14.5%	16.0%	-23.3%	-26.5%	-11.8%	-11.8%
	毛利率	24.1%	30.0%	23.5%	21.0%	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%
家居厨房类	家居厨房类收入	159.8	226.0	201.1	224.4	156.1	114.7	95.6	79.6
	YOY		41.4%	-11.0%	11.6%	-30.5%	-26.5%	-16.7%	-16.7%
	毛利率	32.8%	34.9%	29.7%	29.7%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
水健康类 飞利浦(净水、智能马桶、热水器)	水健康类收入	148.6	319.9	697.8	839.7	1055.5	1220.9	1449.9	1725.2
	YOY		115.2%	118.1%	20.3%	25.7%	15.7%	18.8%	19.0%
	销售量(万台)	91.1	192.9	306.2	400.1	495.3	563.5	644.5	737.5
	YOY		111.8%	58.7%	30.7%	23.8%	13.8%	14.4%	14.4%
	均价(元/台)	163.2	165.9	227.9	209.9	213.1	216.7	225.0	233.9
	YOY		1.6%	37.4%	-7.9%	1.5%	2%	4%	4%
成本	99.5	180.8	415.4	532.4	680.0	773.6	926.7	1099.6	
毛利率	33.1%	43.5%	40.5%	36.6%	35.6%	36.6%	36.1%	36.3%	
净水类	净水类收入	100.9	214.5	539.7	633.0	788.7	925.1	1117.1	1348.9
	YOY		112.6%	151.6%	17.3%	24.6%	17.3%	20.8%	20.8%
	毛利率	29.6%	41.3%	40.7%	36.0%	34.9%	36.0%	35.0%	35.0%
滤芯	滤芯收入	47.7	84.9	91.5	113.9	149.5	174.0	206.1	244.2
	YOY		77.8%	7.8%	24.5%	31.3%	16.4%	18.5%	18.5%
	毛利率	40.5%	51.6%	47.2%	48.2%	51.9%	52.0%	52.0%	52.0%
热水器类	收入		12.5	23.4	24.6	72.1	71.9	71.7	71.5
	YOY			86.8%	5.0%	193.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
	毛利率		36.5%	20.8%	7.8%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
智能马桶类	收入		8.0	43.3	68.3	45.3	49.9	55.0	60.7
	YOY			439.7%	57.8%	-33.7%	10.3%	10.3%	10.3%
	毛利率		28.6%	34.0%	32.8%	26.1%	26.0%	26.0%	26.0%
个人护理类 飞利浦(按摩电器)+ 薇新(艾灸贴、直卷发梳)	收入	96.1	78.6	73.5	218.6	583.2	618.5	763.3	918.7
	YOY		-18.2%	-6.4%	197.3%	166.8%	6.1%	23.4%	20.4%
	销售量(万台)	95.4	79.4	69.3	126.6	259.3	272.3	329.5	388.8
	YOY		-16.7%	-12.7%	82.6%	104.8%	5%	21%	18%
	均价(元/台)	100.7	98.9	106.1	172.7	224.9	227.1	231.7	236.3
	YOY		-1.8%	7.3%	62.7%	30.2%	1%	2%	2%
成本	53.8	46.9	43.4	118.4	374.1	414.4	511.4	615.5	
毛利率	44.0%	40.3%	41.0%	45.8%	35.8%	33.0%	33.0%	33.0%	
生活卫浴类 飞利浦(水槽、厨房龙头、花洒, 华帝授权终止)	收入	19.0	136.6	182.9	201.4	103.4	4.4	3.0	3.0
	YOY		620.1%	33.9%	10.1%	-48.7%	-95.7%	-32.5%	0.0%
	毛利率	34.5%	25.7%	26.6%	32.3%	23.8%	-28.1%	15%	25%
其他主营业务 配件及其他产品销售	收入	58.6	39.2	23.9	19.9	10.3	9.3	8.8	8.4
	YOY		-33.1%	-38.9%	-16.7%	-48.3%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	41.2%	40.8%	30.1%	31.8%	12.6%	2%	2%	2%
其他 废料及废品的销售	收入	2.8	3.0	4.3	4.4	6.7	7.0	7.4	7.7
	YOY		8.3%	45.4%	2.3%	50.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.5%	14.6%	41.1%	15.4%	10.7%	11%	11%	11%

来源: 公司公告, 国金证券研究所



5.2、投资建议与估值

综合收入、成本预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.0/2.5/3.0 亿元，同比 +4.1%/+24.0%/+21.8%，EPS 为 0.43/0.53/0.65 元，对应 2023/11/23 收盘价 PE 为 29.8/24.1/19.8x，我们选取 6 家主营业务、渠道发展相似、未来发展前景较好的小家电公司进行可比公司估值比较，科沃斯、石头科技均为清洁电器品牌公司，开能健康为净水器品牌公司，小熊电器、飞科电器均为线上占比较大的成长型小家电公司，可比公司 24E PE 中位值在 17.7x。我们认为有着飞利浦全球知名品牌赋能，所在品类赛道长坡厚雪，加之公司对新产品、新渠道的快速反应和高效运作，抖音新渠道的高速发展，形成新销额及利润增长点，公司未来发展前景广阔，且公司 23 年刚上市，账上现金资产充裕，理应享受一定估值溢价，我们给予公司 24 年 26x PE，对应目标价 13.85 元，给予“增持”评级。

图表56：可比公司估值比较

代码	证券简称	股价（人民币元）	EPS（元）						PE（倍）					
		2023/11/23	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
603486.SH	科沃斯	45.17	1.14	3.51	2.96	2.08	2.72	3.30	77.89	42.95	15.25	21.74	16.58	13.71
002959.SZ	小熊电器	56.52	2.74	1.81	2.48	2.97	3.53	4.11	41.30	35.26	22.82	19.05	15.99	13.75
688169.SH	石头科技	294.73	20.54	20.99	12.63	14.12	16.72	19.79	50.44	38.73	19.34	20.87	17.62	14.89
603868.SH	飞科电器	53.31	1.47	1.47	1.89	2.46	2.99	3.51	31.93	29.52	20.34	21.68	17.85	15.18
300272.SZ	开能健康	6.40	0.05	0.18	0.16	0.26	0.28	0.32	111.59	39.58	21.34	25.07	22.53	19.97
688793.SH	倍轻松	38.99	1.53	1.49	-2.02	0.32	1.23	1.73	0.00	70.12	-19.31	122.84	31.68	22.57
	中位数								45.87	39.15	19.84	21.71	17.74	15.04
301332.SZ	德尔玛	12.82	0.47	0.46	0.52	0.43	0.53	0.65				29.84	24.06	19.75

来源：wind，国金证券研究所；注：股价采用 2023/11/23 收盘价

六、风险提示

行业竞争加剧风险。随着行业中涌现出一批以少数爆品为核心竞争力的新兴家电公司，以及行业内家电巨头不断切入小家电赛道，市场竞争加剧。公司主要产品集中于清洁、净水及个护小家电，当市场竞争加剧，细分行业涌入大量竞争者，公司将面临较大竞价压力，如果公司不能紧跟消费者需求进行产品的研发创新，可能会面临市场份额减小、盈利能力下滑的情况。

线上销售波动风险。公司产品线上销售占比较高，2020-2022 年，公司线上销售收入占比主营业务收入为 61.7%/49.7%/54.2%，其中传统电商渠道收入占比最大，随着网购用户增量趋于稳定，电商竞争加剧，公司传统电商收入增速有所放缓，除传统电商外，公司还积极开拓如抖音等新兴直播电商平台，如果新兴平台渠道开拓受阻或者低于预期水平，将导致公司收入水平下行。

品牌授权业务潜在风险。目前飞利浦品牌授权业务已成为公司的主营业务，2022 年，飞利浦品牌营收占比公司总营收达 49%，若公司在初始期限内未能达到续约条件，飞利浦品牌授权业务存在不能持续运营风险，一旦停止飞利浦授权品牌业务的运营，将对公司整体收入与盈利水平产生重大影响。

原材料价格波动风险。公司采购原材料和零部件主要包括电子电器、塑料原料、电机、包材、电子元器件和五金制品等，以塑料原料为例，随着国际原油价格的持续上行，塑料市场价格也持续上涨，未来若原材料价格波动较大，公司业绩可能出现下行情况。

汇率波动风险。公司外销产品以美元计价，汇率波动会对公司产品海外竞争力、海外毛利率水平、汇兑损益科目产生影响。

限售股解禁风险。公司限售股于 2023/11/27、2024/05/20 有大额解禁，分别占总股本 1.22%、37.85%。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,228	3,038	3,307	3,397	3,911	4,507
增长率		36.3%	8.8%	2.7%	15.1%	15.2%
主营业务成本	-1,509	-2,151	-2,331	-2,353	-2,699	-3,092
%销售收入	67.7%	70.8%	70.5%	69.3%	69.0%	68.6%
毛利	719	887	975	1,043	1,212	1,415
%销售收入	32.3%	29.2%	29.5%	30.7%	31.0%	31.4%
营业税金及附加	-13	-11	-15	-15	-18	-20
%销售收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-343	-454	-514	-557	-637	-730
%销售收入	15.4%	14.9%	15.5%	16.4%	16.3%	16.2%
管理费用	-95	-117	-136	-136	-156	-180
%销售收入	4.3%	3.9%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-75	-110	-122	-126	-149	-171
%销售收入	3.4%	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	193	195	189	209	252	313
%销售收入	8.7%	6.4%	5.7%	6.2%	6.4%	6.9%
财务费用	1	-3	6	10	14	16
%销售收入	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-23	-17	-9	-10	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	1	5	5	5
%税前利润	1.8%	2.0%	0.5%	2.1%	1.7%	1.4%
营业利润	183	199	205	234	289	352
营业利润率	8.2%	6.6%	6.2%	6.9%	7.4%	7.8%
营业外收支	0	-3	-2	-1	0	0
税前利润	184	196	203	233	289	352
利润率	8.2%	6.5%	6.1%	6.9%	7.4%	7.8%
所得税	-13	-24	-17	-35	-43	-53
所得税率	7.2%	12.3%	8.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	170	172	186	198	246	300
少数股东损益	-3	2	-5	0	0	0
归属于母公司的净利润	173	170	191	198	246	300
净利率	7.8%	5.6%	5.8%	5.8%	6.3%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	170	172	186	198	246	300
少数股东损益	-3	2	-5	0	0	0
非现金支出	80	101	107	115	156	201
非经营收益	-19	0	2	-14	11	11
营运资金变动	22	-28	-27	-94	63	63
经营活动现金净流	255	246	268	205	477	575
资本开支	-89	-213	-325	-372	-286	-266
投资	1	10	0	-473	0	0
其他	4	4	1	5	5	5
投资活动现金净流	-83	-199	-324	-840	-281	-261
股权募资	275	0	0	1,348	0	0
债权募资	-15	0	124	162	0	0
其他	-75	-23	-24	-91	-115	-136
筹资活动现金净流	185	-23	99	1,419	-115	-136
现金净流量	354	20	51	785	81	178

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	674	686	789	1,569	1,642	1,812
应收款项	370	398	593	619	680	759
存货	355	502	498	493	565	648
其他流动资产	61	75	91	570	577	585
流动资产	1,461	1,661	1,971	3,250	3,464	3,804
%总资产	69.2%	66.9%	64.2%	70.2%	69.4%	70.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	194	240	515	798	936	1,010
%总资产	9.2%	9.7%	16.8%	17.2%	18.8%	18.7%
无形资产	423	516	498	493	488	483
非流动资产	651	824	1,097	1,383	1,524	1,596
%总资产	30.8%	33.1%	35.8%	29.8%	30.6%	29.6%
资产总计	2,112	2,485	3,068	4,633	4,988	5,399
短期借款	0	12	13	12	12	12
应付款项	866	1,017	1,276	1,211	1,389	1,591
其他流动负债	134	144	161	166	192	223
流动负债	1,000	1,173	1,450	1,389	1,593	1,826
长期贷款	0	0	124	293	293	293
其他长期负债	29	49	40	30	33	32
负债	1,029	1,222	1,613	1,712	1,920	2,151
普通股股东权益	1,070	1,247	1,445	2,912	3,059	3,239
其中：股本	369	369	369	462	462	462
未分配利润	138	294	471	590	737	917
少数股东权益	13	16	10	10	10	10
负债股东权益合计	2,112	2,485	3,068	4,633	4,988	5,399

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.469	0.461	0.516	0.430	0.533	0.649
每股净资产	2.898	3.377	3.912	6.308	6.628	7.017
每股经营现金净流	0.689	0.665	0.724	0.445	1.033	1.246
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.172	0.213	0.260
回报率						
净资产收益率	16.19%	13.64%	13.19%	6.81%	8.04%	9.25%
总资产收益率	8.20%	6.84%	6.21%	4.28%	4.93%	5.55%
投入资本收益率	16.17%	13.16%	10.75%	5.51%	6.35%	7.48%
增长率						
主营业务收入增长率	46.89%	36.35%	8.85%	2.72%	15.14%	15.24%
EBIT 增长率	27.25%	1.00%	-2.84%	10.65%	20.40%	24.17%
净利润增长率	56.55%	-1.85%	12.03%	4.09%	23.99%	21.83%
总资产增长率	40.00%	17.64%	23.45%	51.04%	7.66%	8.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.8	38.1	42.7	55.0	52.0	50.0
存货周转天数	79.1	72.7	78.3	78.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	70.4	76.8	101.3	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	31.8	26.9	28.2	39.0	37.5	30.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-63.18%	-53.40%	-44.85%	-59.45%	-58.98%	-60.96%
EBIT 利息保障倍数	-149.7	59.6	-30.0	-20.8	-18.3	-19.3
资产负债率	48.73%	49.17%	52.59%	36.95%	38.48%	39.83%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究