

德尔玛 (301332.SZ)

外销表现优于内销，业务结构优化下毛利率持续提升

2024年05月04日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

林文隆（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

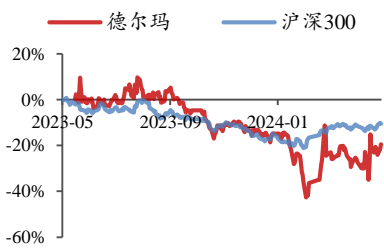
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122070043

日期	2024/4/30
当前股价(元)	11.55
一年最高最低(元)	16.65/7.70
总市值(亿元)	53.31
流通市值(亿元)	10.42
总股本(亿股)	4.62
流通股本(亿股)	0.90
近3个月换手率(%)	443.43

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q3 业绩承压，长期看好品类聚焦带动业绩改善——公司信息更新报告》-2023.11.2

《2023Q2 外销高增长，盈利能力稳步提升——公司信息更新报告》-2023.9.1

《家居环境类小家电新秀，品牌与品类聚焦打开长期成长空间——公司首次覆盖报告》-2023.8.4

● **2024Q1 营收恢复正增长，长期关注自有品牌及出海增长，维持“买入”评级**
2023 年公司实现营收 31.53 亿元（同比-4.64%，下同），归母净利润 1.09 亿元（-42.93%），扣非净利润 1.00 亿元（-44.39%）。2023Q4 营收 8.82 亿元（-12.18%），归母净利润 0.09 亿元（-90.39%），扣非净利润 0.09 亿元（-89.64%）。2024Q1 营收 7.16 亿元（+7.69%），归母净利润 0.23 亿元（+0.52%），扣非净利润 0.21 亿元（+0.32%）。考虑到业务战略调整及行业需求致营收和业绩承压，我们下调 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.62/1.94/2.26 亿元（2024-2025 年原值为 2.90/3.46 亿元），当前股价对应 PE 分别为 32.9/27.5/23.6 倍，伴随战略调整负向影响减弱，清洁中高端品线、个护按摩出口以及新授权品类贡献增量，关注后续业绩改善，维持“买入”评级。

● **外销增长优于内销，关注后续清洁中高端品线以及个护按摩出口增量**
分业务：2023 年家居环境/水健康/个护健康/生活卫浴类营收分别为 13.89/11.64/5.75/0.04 亿元，同比分别-10.2%/+10.3%/-1.4%/-95.7%，2023H2 同比分别-20.5%/+7.2%/-7.8%/-100%。2023H2 内需相对承压，水健康在新品拉动下整体维持稳健增长。**分区域：**2023 年境内/境外营收分别为 25.69/5.84 亿元，同比分别-10.1%/+29.8%，2023H2 同比分别-16%/+19.9%，外销维持较好增长。展望后续，关注清洁中高端品线、个护按摩等出口增长，以及新市场拓展贡献增量。

● **业务结构优化等带动毛利率同比提升，费用投入阶段性增加致盈利承压**
2023 年公司毛利率 30.76%（+1.27pct），其中家居环境/水健康/个护健康毛利率分别+1.92pct/+1.99pct/-5.13pct，家居环境毛利率较大幅度提升或主要系高毛利洗地机以及品牌业务占比提升。分区域。单季度来看 2023Q4/2024Q1 公司毛利率 30.12%（+0.76pct）/30.86%（+1.36pct）。**费用端**，2023 年公司期间费用率为 27.71%（+4.57pct），2023Q4/2024Q1 期间费用率分别为 29.52%（+9.91pct）/28.02%（+2.23pct），其中 2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+6.46/+0.70/+2.76/-0.01pct，2024Q1 同比分别+2.84/-0.21/+0.73/-0.77pct。2023Q4 销售费用率较大幅度提升一方面系收入规模下降使得摊薄效应减少，另一方面或系新品及大促营销投入增加所致。综合影响下 2023 年公司净利率 3.45%（-2.31pct），扣非净利率 3.18%（-2.27pct）。2023Q4/2024Q1 净利率 1.00%（-8.18pct）/3.26%（-0.23pct），扣非净利率 1.05%（-7.87pct）/2.97%（-0.22pct）。

● **风险提示：**新品类拓展不及预期；外销市场拓展不及预期；行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,307	3,153	3,518	3,959	4,389
YOY(%)	8.8	-4.6	11.6	12.5	10.9
归母净利润(百万元)	191	109	162	194	226
YOY(%)	12.0	-42.9	49.1	19.5	16.5
毛利率(%)	29.5	30.8	31.9	32.6	33.0
净利率(%)	5.8	3.4	4.6	4.9	5.1
ROE(%)	12.8	3.7	5.4	6.1	6.6
EPS(摊薄/元)	0.41	0.24	0.35	0.42	0.49
P/E(倍)	28.0	49.0	32.9	27.5	23.6
P/B(倍)	3.7	1.9	1.8	1.7	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

内容目录

1、2023Q4/2024Q1 业绩阶段承压，2024Q1 营收恢复正增长	3
2、2023Q4/2024Q1 毛利率延续同比提升趋势，费用投入阶段性增加致盈利能力承压	4
3、盈利预测与投资建议	5
4、风险提示	5
附：财务预测摘要	6

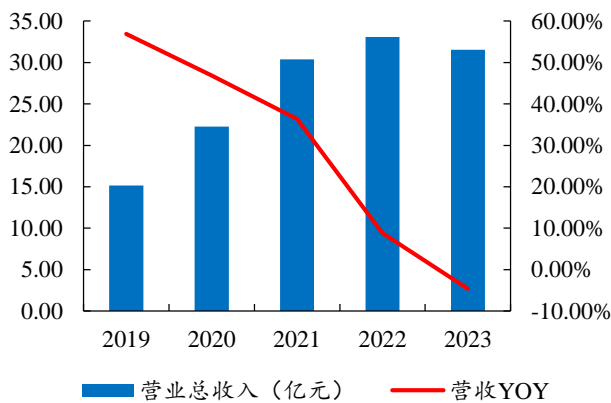
图表目录

图 1：2023 年公司实现营收 31.53 亿元（-4.64%）	3
图 2：2023Q4/2024Q1 公司实现营收 8.82 亿元（-12.18%）/7.16 亿元（+7.69%）	3
图 3：2023 年实现归母净利润 1.09 亿元（-42.93%）	3
图 4：2023Q4/2024Q1 实现归母净利润 0.09 亿元（-90.39%）/0.23 亿元（+0.52%）	3
图 5：2023 年公司毛利率 30.76%（+1.27pct）	4
图 6：2023Q4/2024Q1 公司毛利率 30.12%（+0.76pct）/30.86%（+1.36pct）	4
图 7：2023 年公司期间费用率 27.71%（+4.57pct）	4
图 8：2023Q4/2024Q1 期间费用率为 29.52%（+9.91pct）/28.02%（+2.23pct）	4
图 9：2023 年公司扣非净利率为 3.18%（-2.27pct）	5
图 10：2023Q4/2024Q1 公司扣非净利率为 1.05%（-7.87pct）/2.97%（-0.22pct）	5

1、2023Q4/2024Q1 业绩阶段承压，2024Q1 营收恢复正增长

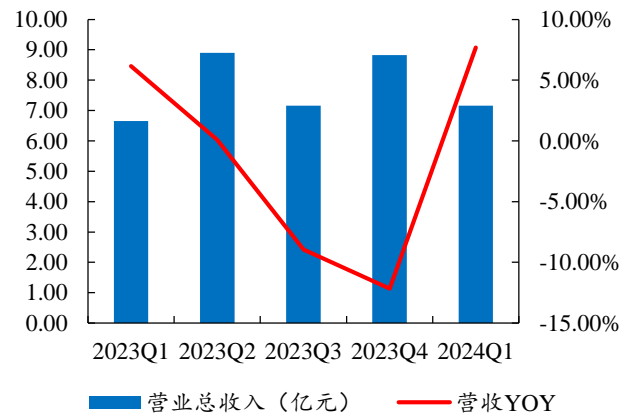
2023 年公司实现营收 31.53 亿元 (-4.64%)，归母净利润 1.09 亿元 (-42.93%)，扣非归母净利润 1.00 亿元 (-44.39%)。单季度来看 2023Q4 营收 8.82 亿元 (-12.18%)，归母净利润 0.09 亿元 (-90.39%)，扣非归母净利润 0.09 亿元 (-89.64%)。2024Q1 营收 7.16 亿元 (+7.69%)，归母净利润 0.23 亿元 (+0.52%)，扣非归母净利润 0.21 亿元 (+0.32%)。

图1：2023 年公司实现营收 31.53 亿元 (-4.64%)



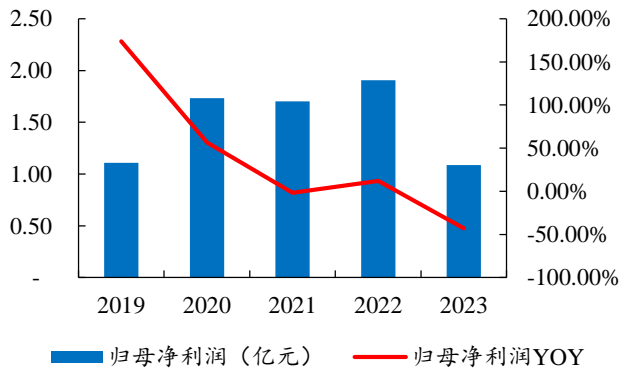
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q4/2024Q1 公司实现营收 8.82 亿元 (-12.18%) / 7.16 亿元 (+7.69%)



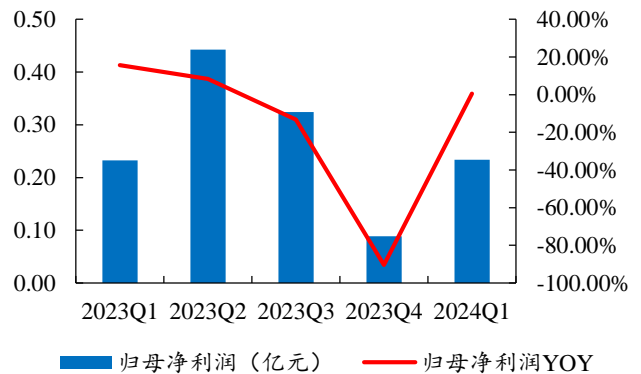
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年实现归母净利润 1.09 亿元 (-42.93%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4/2024Q1 实现归母净利润 0.09 亿元 (-90.39%) / 0.23 亿元 (+0.52%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

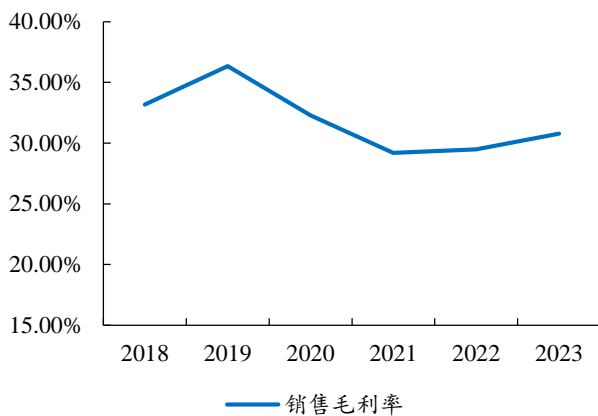
按业务拆分：2023 年家居环境/水健康/个护健康/生活卫浴类营收分别为 13.89/11.64/5.75/0.04 亿元，同比分别-10.2%/+10.3%/-1.4%/-95.7%。2023H2 同比分别-20.5%/+7.2%/-7.8%/-100%。2023H2 整体内需相对承压，水健康品类在新品拉动下整体维持稳健增长，生活卫浴类较大幅度下滑主要系公司逐步减少包括“华帝”等品牌非核心品类的业务投入

按区域拆分：2023 年境内/境外营收分别为 25.69/5.84 亿元，同比分别-10.1%/+29.8%，2023H2 同比分别-16%/+19.9%。

2、2023Q4/2024Q1 毛利率延续同比提升趋势，费用投入阶段性增加致盈利能力承压

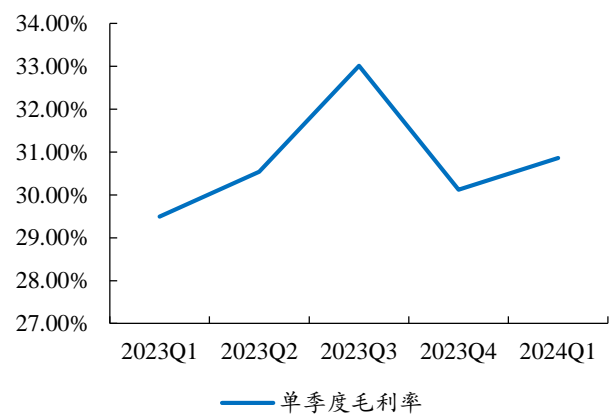
(1) **毛利率**：2023 年公司毛利率 30.76% (+1.27pct)，其中家居环境/水健康/个护健康毛利率分别+1.92pct/+1.99pct/-5.13pct，家居环境毛利率较大幅度提升或主要系高毛利洗地机以及品牌业务占比提升，个护健康毛利率下降或主要系产品结构变化所致。分区域，境内/境外毛利率分别+0.36pct/+4.7pct。单季度来看 2023Q4/2024Q1 公司毛利率 30.12% (+0.76pct) /30.86% (+1.36pct)。

图5：2023 年公司毛利率 30.76% (+1.27pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

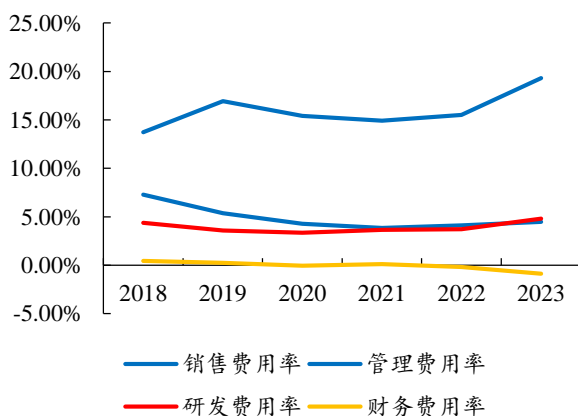
图6：2023Q4/2024Q1 公司毛利率 30.12% (+0.76pct) /30.86% (+1.36pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

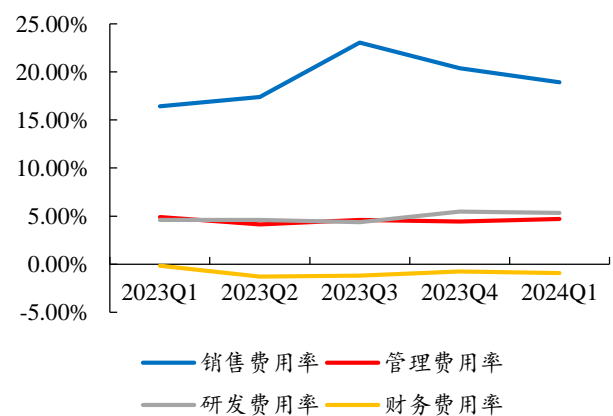
(2) **费用率**：2023 年公司期间费用率为 27.71% (+4.57pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+3.79/+0.38/+1.09/-0.70pct。单季度上看 2023Q4/2024Q1 公司期间费用率分别为 29.52% (+9.91pct) /28.02% (+2.23pct)，2023Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+6.46/+0.70/+2.76/-0.01pct，2024Q1 同比分别+2.84/-0.21/+0.73/-0.77pct。2023Q4 销售费用率较大幅度提升一方面系收入规模下降使得摊薄效应减少，另一方面或系新品及大促营销投入增加所致。

图7：2023 年公司期间费用率 27.71% (+4.57pct)



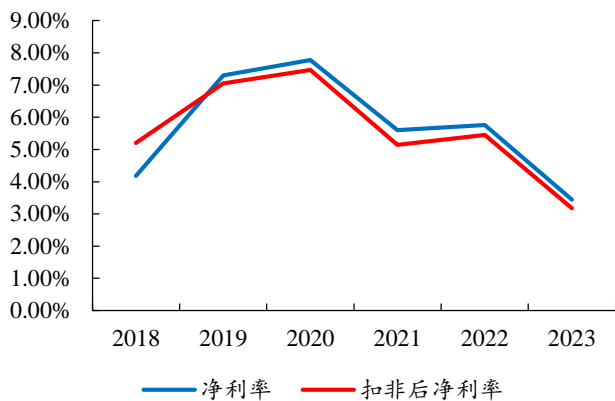
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023Q4/2024Q1 期间费用率为 29.52% (+9.91pct) /28.02% (+2.23pct)

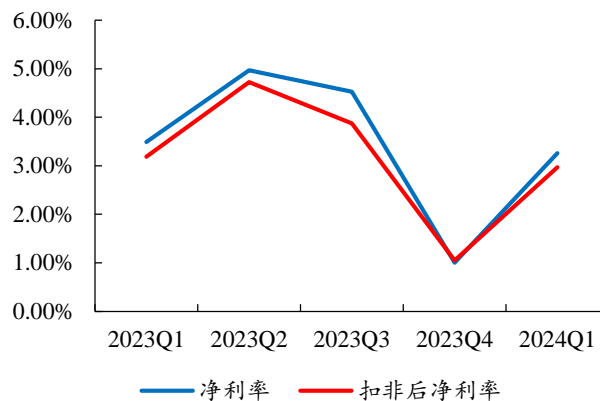


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)净利率:2023 年公司净利率 3.45%(-2.31pct),扣非净利率 3.18%(-2.27pct)。2023Q4/2024Q1 净利率 1.00%(-8.18pct)/3.26%(-0.23pct),扣非净利率 1.05%(-7.87pct)/2.97% (-0.22pct)。

图9: 2023 年公司扣非净利率为 3.18% (-2.27pct)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2023Q4/2024Q1 公司扣非净利率为 1.05% (-7.87pct) /2.97% (-0.22pct)


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

2023 年公司实现营收 31.53 亿元 (-4.64%), 归母净利润 1.09 亿元 (-42.93%), 扣非净利润 1.00 亿元 (-44.39%)。2023Q4 营收 8.82 亿元 (-12.18%), 归母净利润 0.09 亿元(-90.39%), 扣非净利润 0.09 亿元(-89.64%)。2024Q1 营收 7.16 亿元(+7.69%), 归母净利润 0.23 亿元 (+0.52%), 扣非净利润 0.21 亿元 (+0.32%)。考虑到业务战略调整及行业需求致营收和业绩承压, 我们下调 2024-2025 年盈利预测, 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.62/1.94/2.26 亿元 (2024-2025 年原值为 2.90/3.46 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 32.9/27.5/23.6 倍, 伴随战略调整负向影响减弱, 清洁中高端品线、个护按摩出口以及新授权品类贡献增量, 关注后续业绩改善, 维持“买入”评级。

4、风险提示

新品类拓展不及预期; 外销市场拓展不及预期; 行业竞争加剧等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1971	2954	3355	3679	4167
现金	789	1362	1457	1809	1997
应收票据及应收账款	539	460	655	600	791
其他应收款	21	20	25	25	31
预付账款	29	27	35	35	43
存货	498	496	594	621	717
其他流动资产	95	588	588	588	588
非流动资产	1097	1366	1337	1302	1257
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	256	334	405	444	450
无形资产	309	293	281	271	265
其他非流动资产	532	739	652	587	541
资产总计	3068	4320	4692	4981	5424
流动负债	1450	1466	1680	1778	1998
短期借款	0	9	9	9	9
应付票据及应付账款	1229	1257	1470	1569	1777
其他流动负债	221	200	201	199	212
非流动负债	163	64	64	64	64
长期借款	124	0	0	0	0
其他非流动负债	40	64	64	64	64
负债合计	1613	1530	1743	1842	2062
少数股东权益	10	-1	-5	-8	-10
股本	369	462	462	462	462
资本公积	564	1707	1707	1707	1707
留存收益	508	616	775	966	1189
归属母公司股东权益	1445	2791	2953	3147	3372
负债和股东权益	3068	4320	4692	4981	5424

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	268	428	120	396	239
净利润	186	103	158	191	223
折旧摊销	84	105	88	111	129
财务费用	-6	-28	-45	-30	-30
投资损失	-1	-10	-0	-2	-2
营运资金变动	-30	214	-84	124	-83
其他经营现金流	35	43	2	2	2
投资活动现金流	-324	-906	-58	-73	-81
资本支出	325	367	59	76	84
长期投资	0	-547	0	0	0
其他投资现金流	1	8	1	3	3
筹资活动现金流	99	1094	33	30	30
短期借款	0	9	0	0	0
长期借款	124	-124	0	0	0
普通股增加	0	92	0	0	0
资本公积增加	1	1143	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-27	33	30	30
现金净增加额	51	622	95	352	188

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3307	3153	3518	3959	4389
营业成本	2331	2183	2395	2669	2939
营业税金及附加	15	12	14	16	17
营业费用	514	609	690	776	869
管理费用	136	141	148	162	176
研发费用	122	151	158	174	193
财务费用	-6	-28	-45	-30	-30
资产减值损失	-6	-7	5	5	5
其他收益	18	31	25	28	30
公允价值变动收益	0	1	0	1	1
投资净收益	1	10	0	2	2
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	205	117	176	214	250
营业外收入	3	1	1	2	1
营业外支出	6	2	4	4	3
利润总额	203	116	174	212	248
所得税	17	13	16	21	25
净利润	186	103	158	191	223
少数股东损益	-5	-5	-4	-3	-2
归属母公司净利润	191	109	162	194	226
EBITDA	272	181	223	277	323
EPS(元)	0.41	0.24	0.35	0.42	0.49

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	8.8	-4.6	11.6	12.5	10.9
营业利润(%)	3.0	-42.9	50.4	21.3	16.7
归属于母公司净利润(%)	12.0	-42.9	49.1	19.5	16.5
获利能力					
毛利率(%)	29.5	30.8	31.9	32.6	33.0
净利率(%)	5.8	3.4	4.6	4.9	5.1
ROE(%)	12.8	3.7	5.4	6.1	6.6
ROIC(%)	10.8	2.4	4.1	4.7	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	52.6	35.4	37.2	37.0	38.0
净负债比率(%)	-44.4	-47.2	-48.3	-56.6	-58.4
流动比率	1.4	2.0	2.0	2.1	2.1
速动比率	1.0	1.4	1.4	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	8.5	7.2	7.2	7.2	7.2
应付账款周转率	3.6	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.24	0.35	0.42	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.93	0.26	0.86	0.52
每股净资产(最新摊薄)	3.13	6.05	6.40	6.82	7.31
估值比率					
P/E	28.0	49.0	32.9	27.5	23.6
P/B	3.7	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	17.3	20.9	16.5	12.0	9.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn