

德尔玛(301332)

2023A&2024Q1 业绩点评:

轻装上阵，关注经营拐点

事件:

德尔玛发布 2023 年报及 2024 年一季报: 2023A, 实现营收 31.53 亿元, 同比-4.64%, 归母净利润 1.09 亿元, 同比-42.93%, 扣非净利润 1.00 亿元, 同比-44.39%; 2023Q4, 实现营收 8.82 亿元, 同比-12.18%, 归母净利润 0.09 亿元, 同比-90.39%, 扣非净利润 0.09 亿元。2023 年公司拟分红 0.46 亿元, 分红率 42.45%; 2024Q1, 公司实现营收 7.16 亿元, 同比+7.69%, 实现归母净利润 0.23 亿元, 同比+0.52%, 扣非净利润 0.21 亿元, 同比+0.32%。

► 非核心业务有干扰，稳步发展海外自主品牌

公司 2023 年逐步剥离华帝品牌等非核心业务, 损失 1.0 亿元收入; 若剔除此拖累, 2023 年收入降幅从-4.6%收窄至-1.8%。拆分内外销, 公司海外稳步开拓飞利浦、德尔玛自主品牌销售, 2023 年海外收入同比+29.8%至 5.8 亿元, 占比达 18.5%; 上下半年分别同比+43.7%/+19.9%; 预计 2024Q1 延续较优增长; 内销在 2023H2 随着环境走弱, 增长有所降速, 此外内销 ODM 下滑也有拖累。2024Q1 随着非核心业务不再拖累, 收入步入稳健增长通道。

► 保持费用投入力度，盈利能力有所承压

公司毛利率持续改善, 但由于坚持大力投入销售/研发以建设长期实力, 盈利承压。具体来看, 公司积极推动降本增效, 2023 年内销/外销毛利率分别同比+0.4pct、+4.7pct 至 29.6%、36.0%, 叠加毛利率较高的海外占比提升, 综合毛利率改善; 2024Q1 毛利率改善趋势延续, 同比+1.4pct。公司 2023A、2024Q1 销售费用分别同比+18.7%、23.9%, 保持了较大营销推广力度, 对应费率分别同比+3.8、+2.5pct; 2023A、2024Q1 研发费用分别同比+23.5%、24.9%, 研发人员及投入均有增加, 对应费用率分别同比+1.1、+0.7pct。

► 核心业务发展健康，静待公司经营拐点

在非核心业务调整下, 公司 2023 年收入增长平淡, 但自主品牌业务仍保持健康发展; 2024 年公司轻装上阵, Q1 收入已现改善拐点, 后续收入增长预计较为稳健: 其一, 飞利浦品牌影响力较强, 净水/个护的市场竞争力有望持续提升; 其二, 2024 年健身器材品类有望开始投入市场, 并为公司带来收入增量; 其三, 公司飞利浦、德尔玛品牌的海外发展持续培育, 有望维持较优增长; 叠加去年同期经营基数逐季转低, 公司经营改善拐点在即。

► 轻装步入新财年，给予公司“买入”评级

我们预计公司 2024-2025 年营收分别 36.8、42.3 亿元, 同比增速分别为 16.7%、15.0%, 归母净利润分别 1.7、2.0 亿元, 同比增速分别为 55.6%、20.6%, EPS 分别 0.37、0.44 元, 2023-2026 年 CAGR 为 31.0%。鉴于公司灵活创新、高效营销, 自主品牌海内外发展潜力较大, 叠加盈利能力持续改善; 给予公司 2024 年 35 倍 PE, 目标价 12.95 元, 给予公司“买入”评级。

风险提示: 1) 贸易政策变化; 2) 汇率大幅波动; 3) 原材料价格大幅波动。

行业: 家用电器/小家电
投资评级: 买入(首次)
当前价格: 11.60 元
目标价格: 12.95 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	461.56/90.18
流通 A 股市值(百万元)	1,046.14
每股净资产(元)	6.09
资产负债率(%)	33.00
一年内最高/最低(元)	16.65/7.70

股价相对走势



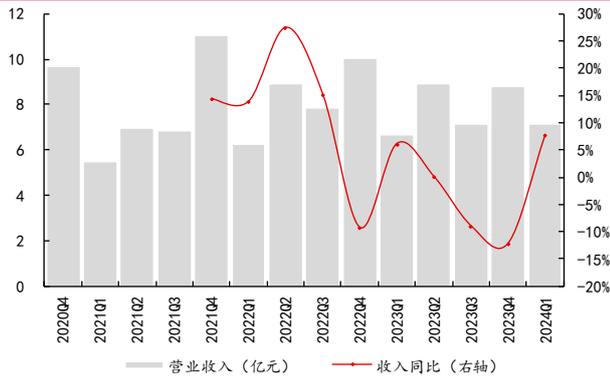
作者

分析师: 管泉森
执业证书编号: S0590523100007
邮箱: guanqs@glsc.com.cn
分析师: 孙珊
执业证书编号: S0590523110003
邮箱: sunshan@glsc.com.cn
分析师: 崔甜甜
执业证书编号: S0590523110009
邮箱: cuitt@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3307	3153	3679	4232	4852
增长率(%)	8.85%	-4.64%	16.67%	15.02%	14.66%
EBITDA(百万元)	294	208	362	411	464
归母净利润(百万元)	191	109	169	204	245
增长率(%)	12.03%	-42.93%	55.59%	20.58%	19.90%
EPS(元/股)	0.41	0.24	0.37	0.44	0.53
市盈率(P/E)	29.0	50.9	32.7	27.1	22.6
市净率(P/B)	3.8	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	17.8	21.1	10.7	8.5	6.7

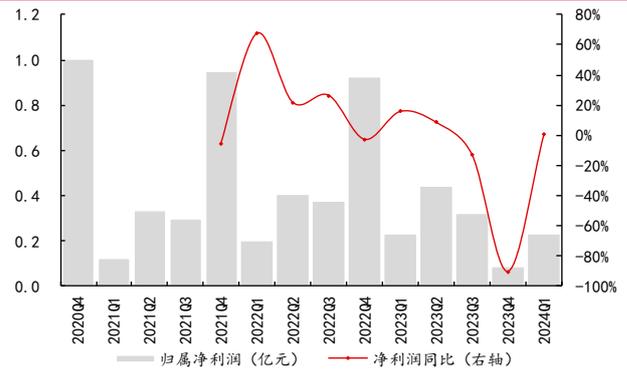
数据来源: 公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 07 日收盘价

图表1：公司 2023 年收入同比-5%，2024Q1 收入同比+8%



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表2：公司 2023 年业绩同比-43%，2024Q1 业绩同比+1%



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表3：德尔玛收入拆分（单位：亿元）

2023 年	营业收入	营收 yoy	毛利率	毛利率 yoy
分行业				
小家电行业	31.53	-5%	31%	1%
分产品				
家居环境类	13.89	-10%	25%	2%
水健康类	11.64	10%	38%	2%
个护健康类	5.75	-1%	31%	-5%
分地区				
境内销售	25.69	-10%	30%	0%
境外销售	5.84	30%	36%	5%
分销售模式				
线上销售	16.27	-11%	38%	1%
线下销售	15.26	3%	23%	2%

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表4：德尔玛 2023A&2024Q1 利润表项目

	2023Q4	2022Q4	同比变动	2023A	2022A	同比变动	2024Q1	2023Q1	同比变动
营业收入	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	69.88%	70.64%	-0.76pct	69.24%	70.50%	-1.27pct	69.14%	70.50%	-1.36pct
毛利率	30.12%	29.36%	0.76pct	30.76%	29.50%	1.27pct	30.86%	29.50%	1.36pct
营业税金及附加	0.36%	0.45%	-0.09pct	0.38%	0.45%	-0.07pct	0.34%	0.37%	-0.03pct
销售费用率	20.41%	13.95%	6.46pct	19.32%	15.53%	3.79pct	18.92%	16.44%	2.48pct
管理费用率	4.42%	3.72%	0.70pct	4.49%	4.10%	0.38pct	4.70%	4.91%	-0.21pct
研发费用率	5.46%	2.70%	2.76pct	4.79%	3.70%	1.09pct	5.33%	4.59%	0.73pct
财务费用率	-0.77%	-0.76%	-0.01pct	-0.89%	-0.19%	-0.70pct	-0.93%	-0.16%	-0.77pct
其他收益	0.40%	0.59%	-0.19pct	1.00%	0.56%	0.44pct	1.28%	0.84%	0.44pct
投资净收益	0.59%	0.00%	0.59pct	0.31%	0.03%	0.28pct	0.75%	0.01%	0.74pct
公允价值变动净收益	0.01%	0.00%	0.01pct	0.04%	0.00%	0.04pct	0.02%	0.00%	0.02pct
信用减值损失	0.33%	0.30%	0.03pct	0.08%	0.11%	-0.03pct	-0.23%	-0.28%	0.04pct
资产减值损失	0.38%	0.20%	0.18pct	0.22%	0.17%	0.04pct	0.74%	0.48%	0.26pct
资产处置收益	0.00%	0.00%	0.00pct	0.00%	0.00%	0.00pct	0.01%	-0.02%	0.04pct
营业利润率	0.55%	9.40%	-8.85pct	3.72%	6.21%	-2.49pct	4.04%	3.95%	0.09pct
营业外收入	0.01%	0.01%	0.00pct	0.02%	0.09%	-0.07pct	0.02%	0.08%	-0.07pct
营业外支出	-0.06%	0.07%	-0.12pct	0.07%	0.17%	-0.10pct	0.10%	0.02%	0.08pct
利润总额	0.61%	9.34%	-8.73pct	3.67%	6.14%	-2.46pct	3.96%	4.01%	-0.05pct
所得税	-0.25%	-0.09%	-0.16pct	0.40%	0.51%	-0.12pct	0.67%	0.82%	-0.16pct
净利润	0.86%	9.42%	-8.56pct	3.28%	5.62%	-2.35pct	3.29%	3.19%	0.10pct
少数股东损益	-0.14%	0.24%	-0.38pct	-0.17%	-0.14%	-0.03pct	0.03%	-0.31%	0.34pct
归属母公司股东净利	1.00%	9.18%	-8.18pct	3.45%	5.76%	-2.31pct	3.26%	3.49%	-0.23pct

资料来源：iFinD，国联证券研究所

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	789	1362	1797	2205	2668	营业收入	3307	3153	3679	4232	4852
应收账款+票据	572	463	547	629	721	营业成本	2331	2183	2536	2904	3316
预付账款	29	27	40	46	53	营业税金及附加	15	12	15	17	19
存货	498	496	570	653	745	营业费用	514	609	656	754	865
其他	83	605	422	452	485	管理费用	258	293	304	350	402
流动资产合计	1971	2954	3375	3985	4672	财务费用	-6	-28	-5	-7	-9
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-6	-7	-10	-11	-13
固定资产	276	360	331	288	233	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	260	497	415	332	249	投资净收益	1	10	5	5	5
无形资产	309	293	226	160	93	其他	15	29	19	18	18
其他非流动资产	252	215	213	210	210	营业利润	205	117	187	225	270
非流动资产合计	1097	1366	1185	990	785	营业外净收益	-2	-1	-2	-2	-2
资产总计	3068	4320	4560	4974	5456	利润总额	203	116	185	223	268
短期借款	0	9	0	0	0	所得税	17	13	19	23	28
应付账款+票据	1229	1257	1299	1488	1699	净利润	186	103	166	200	239
其他	221	200	254	291	332	少数股东损益	-5	-5	-4	-4	-5
流动负债合计	1450	1466	1553	1779	2031	归属于母公司净利润	191	109	169	204	245
长期带息负债	132	15	3	-8	-18	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	31	49	49	49	49	成长能力					
非流动负债合计	163	64	51	40	31	营业收入	8.85%	-4.64%	16.67%	15.02%	14.66%
负债合计	1613	1530	1604	1819	2062	EBIT	-1.48%	-55.33%	105.08%	19.89%	19.62%
少数股东权益	10	-1	-5	-9	-14	EBITDA	3.51%	-29.19%	73.85%	13.50%	12.90%
股本	369	462	462	462	462	归属于母公司净利润	12.03%	-42.93%	55.59%	20.58%	19.90%
资本公积	564	1707	1707	1707	1707	获利能力					
留存收益	511	622	791	995	1240	毛利率	29.50%	30.76%	31.06%	31.36%	31.66%
股东权益合计	1454	2790	2956	3155	3395	净利率	5.62%	3.28%	4.50%	4.72%	4.94%
负债和股东权益总计	3068	4320	4560	4974	5456	ROE	13.19%	3.90%	5.71%	6.45%	7.18%
						ROIC	19.01%	6.28%	10.60%	15.00%	20.50%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	52.59%	35.42%	35.18%	36.57%	37.78%
净利润	186	103	166	200	239	流动比率	1.4	2.0	2.2	2.2	2.3
折旧摊销	97	120	182	195	205	速动比率	1.0	1.4	1.7	1.7	1.8
财务费用	-6	-28	-5	-7	-9	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	4	2	-74	-83	-92	应收账款周转率	6.5	7.9	7.9	7.9	7.9
营运资金变动	-30	214	109	25	28	存货周转率	4.7	4.4	4.4	4.4	4.4
其它	17	17	72	81	90	总资产周转率	1.1	0.7	0.8	0.9	0.9
经营活动现金流	268	428	449	410	461	每股指标(元)					
资本支出	-324	-350	0	0	0	每股收益	0.4	0.2	0.4	0.4	0.5
长期投资	0	-547	0	0	0	每股经营现金流	0.6	0.9	1.0	0.9	1.0
其他	0	-10	2	2	2	每股净资产	3.1	6.0	6.4	6.9	7.4
投资活动现金流	-324	-906	2	2	2	估值比率					
债权融资	114	-108	-21	-11	-10	市盈率	29.0	50.9	32.7	27.1	22.6
股权融资	0	92	0	0	0	市净率	3.8	2.0	1.9	1.7	1.6
其他	-14	1109	5	7	9	EV/EBITDA	17.8	21.1	10.7	8.5	6.7
筹资活动现金流	99	1094	-17	-4	0	EV/EBIT	26.5	50.0	21.5	16.2	12.0
现金净增加额	51	622	435	409	463						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 07 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼 **上海**：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼 **深圳**：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼

电话：0510-85187583