

德尔玛 (301332.SZ)

2024年中报点评：经营表现平稳，境外收入增长12%

优于大市

核心观点

收入利润平稳增长，经营韧性凸显。公司2024H1实现营收16.2亿/+4.2%，归母净利润0.68亿/+0.7%，扣非归母净利润0.65亿/+2.2%。其中Q2收入9.0亿/+1.6%，归母净利润0.45亿/+0.8%，扣非归母净利润0.43亿/+3.2%。在小家电作为可选品类，需求相对承压的背景下，公司积极拓展外销、加速产品迭代，经营业绩实现平稳增长。

飞利浦个护及水家电增长较快，德尔玛家居环境电器有所承压。2024H1我国水家电（净水器、净饮机、饮水机等）行业规模增长稳健。奥维云网数据显示，H1水家电零售额同比增长3%至138亿，其中净饮机、饮水机增长10%左右。公司H1飞利浦水健康类收入同比增长10.3%至5.8亿，个护健康类收入增长26.5%至3.8亿，表现相对亮眼。清洁电器需求相对承压，奥维云网数据显示，2024H1洗地机零售额同比增长7.0%，无线吸尘器零售额同比下降8.8%。公司H1德尔玛家居环境类收入同比下降9.1%至6.6亿。

海外收入增长良好。H1公司境外收入同比增长11.8%至3.0亿，境内收入增长2.6%至13.2亿。公司积极拓展境外销售，利用国内强大的生产研发能力和飞利浦品牌的全球影响力，加快飞利浦水健康及个护健康类产品出海，强化全球渠道布局。未来海外发展有望持续贡献增长动能。

毛利率积极改善，盈利保持稳定。公司H1毛利率同比提升2.0pct至32.1%，其中Q1/Q2毛利率分别+1.4/+2.6pct。分产品看，H1公司家居环境类毛利率同比+2.0pct至27.5%，水健康类毛利率同比-2.8pct至34.0%，个护健康类毛利率同比+6.5pct至37.5%，毛利率变化预计主要系公司主动调整产品结构和渠道结构。公司加大了营销费用的投放力度，Q2销售费用率+2.2pct至19.6%；研发/管理/财务费用率分别+0.7/-0.2/+0.6pct至5.4%/3.9%/-0.7%。公司Q2归母净利率为4.9%，同比基本持平。

风险提示：行业竞争加剧；海外扩张不及预期；国内外需求增长不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司具备较强的渠道运营及产品打造能力，通过聚焦优势品类、加速海外扩展，借助“飞利浦”及“德尔玛”双品牌矩阵，公司有望实现长期稳健增长。考虑到当前国内小家电需求相对承压，下调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为1.43/1.75/1.99亿（前值为1.76/2.47/3.39亿），同比+32%/+22%/+14%，对应PE为27/22/19倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,307	3,153	3,409	3,826	4,244
(+/-%)	8.8%	-4.6%	8.1%	12.2%	10.9%
净利润(百万元)	191	109	143	175	199
(+/-%)	12.0%	-42.9%	31.6%	22.4%	13.6%
每股收益(元)	0.52	0.24	0.31	0.38	0.43
EBIT Margin	5.7%	1.8%	3.6%	4.0%	4.3%
净资产收益率(ROE)	13.2%	3.9%	5.0%	5.9%	6.4%
市盈率(PE)	16.1	35.3	26.8	21.9	19.3
EV/EBITDA	17.3	33.84	28.50	22.46	20.09
市净率(PB)	2.13	1.38	1.33	1.29	1.24

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

联系人：李晶 nlijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.32元
总市值/流通市值	3840/2204百万元
52周最高价/最低价	15.38/7.70元
近3个月日均成交额	28.59百万元

市场走势

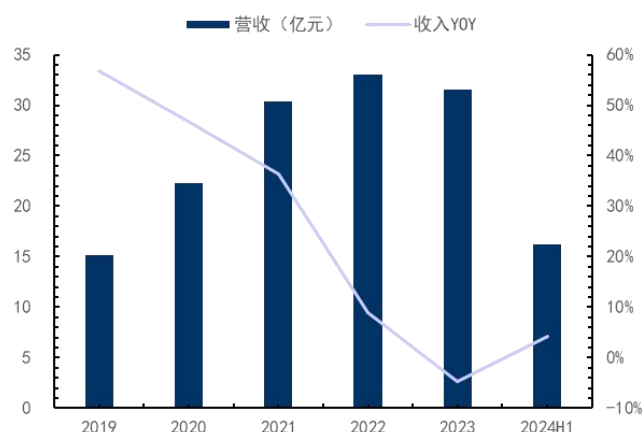


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

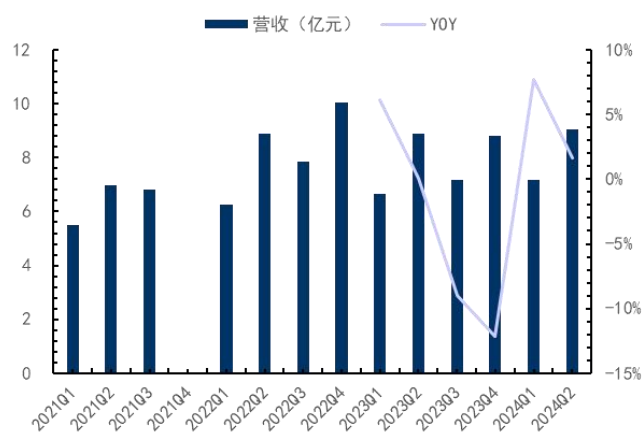
- 《德尔玛(301332.SZ)-2023年三季度点评：核心品类稳中向好，毛利率环比提升》——2023-10-30
- 《德尔玛(301332.SZ)-2023年中报点评：外销表现亮眼，核心品类稳健增长》——2023-08-31
- 《德尔玛(301332.SZ)-再获飞利浦品类授权，健身器材行业大有可为》——2023-07-13
- 《德尔玛(301332.SZ)-小家电差异化破局者，多品牌高效运营》——2023-05-22

图1: 公司营业收入及增速



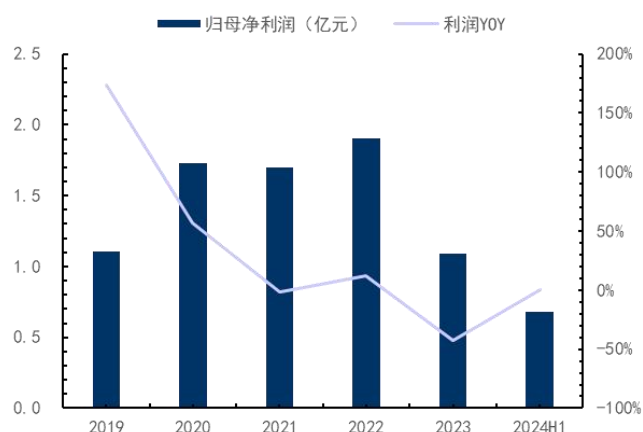
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



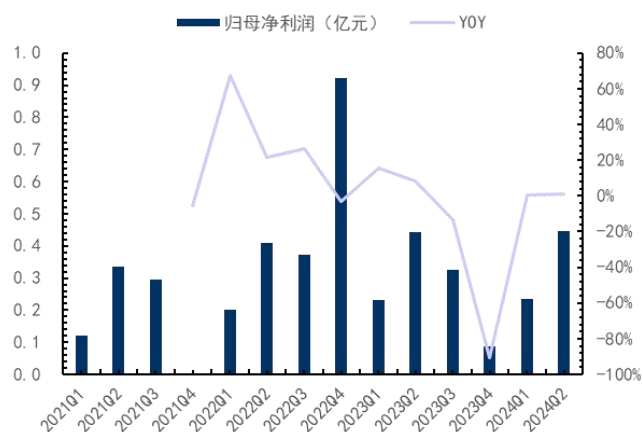
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



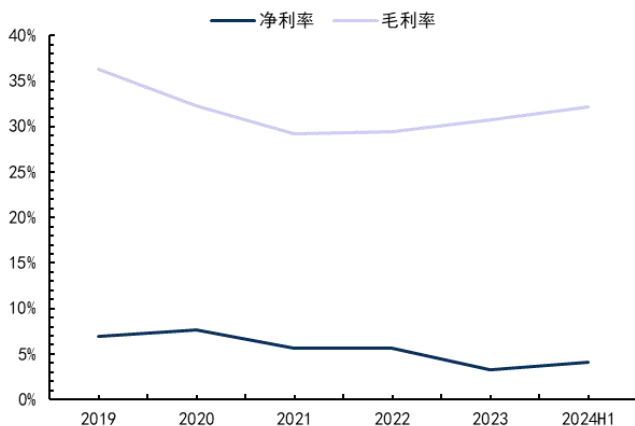
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



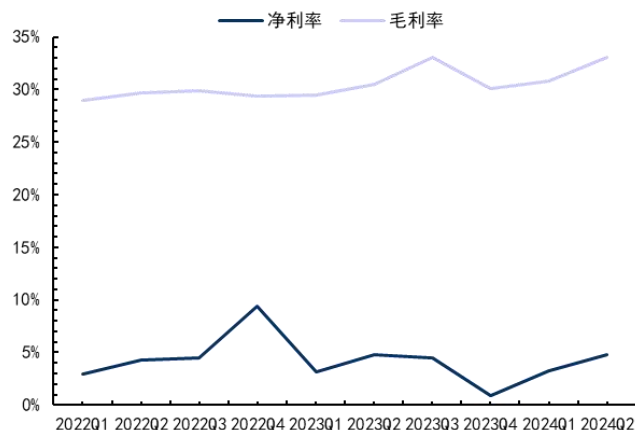
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



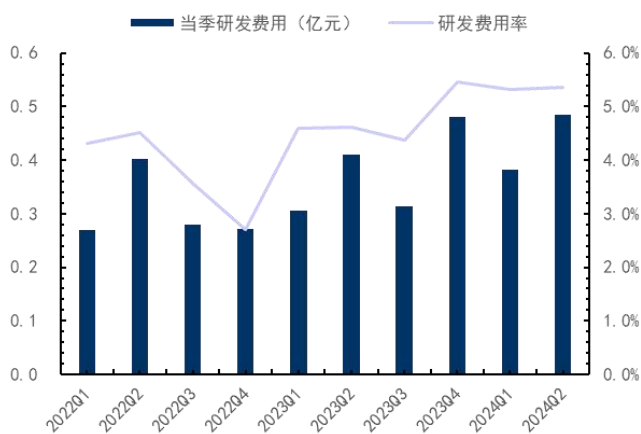
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



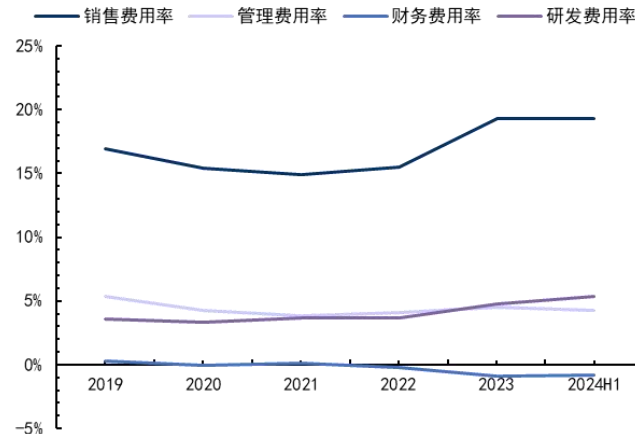
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用率情况



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				EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(24E)				
301332.SZ	德尔玛	8.32	38	0.24	0.31	0.38	0.43	35.3	26.8	21.9	19.3	1.5	优于大市			
002959.SZ	小熊电器	42.32	66	2.84	3.11	3.48	3.92	14.9	13.6	12.2	10.8	1.1	优于大市			
002705.SZ	新宝股份	12.53	103	1.19	1.37	1.54	1.71	10.5	9.2	8.1	7.3	0.8	优于大市			
002242.SZ	九阳股份	10.16	78	0.51	0.63	0.72	0.81	20.0	16.1	14.1	12.6	1.2	优于大市			
002032.SZ	苏泊尔	50.94	408	2.70	2.91	3.12	3.35	18.9	17.5	16.3	15.2	2.4	优于大市			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	789	1362	1625	1694	1803	营业收入	3307	3153	3409	3826	4244
应收款项	539	480	498	588	640	营业成本	2331	2183	2320	2596	2874
存货净额	498	496	524	576	646	营业税金及附加	15	12	14	16	17
其他流动资产	145	389	227	298	379	销售费用	514	609	654	727	806
流动资产合计	1971	2954	2875	3156	3467	管理费用	258	293	300	333	365
固定资产	515	832	988	1046	1065	财务费用	(6)	(28)	(29)	(33)	(34)
无形资产及其他	309	293	282	270	258	投资收益	1	10	5	8	6
投资性房地产	272	241	241	241	241	资产减值及公允价值变动	(9)	(8)	(3)	(7)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	18	31	5	7	5
资产总计	3068	4320	4386	4713	5032	营业利润	205	117	158	195	222
短期借款及交易性金融负债	13	21	15	17	18	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)
应付款项	1229	1257	1196	1398	1560	利润总额	203	116	156	193	221
其他流动负债	208	188	229	242	266	所得税费用	17	13	16	19	23
流动负债合计	1450	1466	1441	1656	1844	少数股东损益	(5)	(5)	(3)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	124	0	0	0	0	归属于母公司净利润	191	109	143	175	199
其他长期负债	40	64	71	79	92	现金流量表 (百万元)					
长期负债合计	163	64	71	79	92	净利润	191	109	143	175	199
负债合计	1613	1530	1512	1735	1935	资产减值准备	(7)	0	16	3	1
少数股东权益	10	(1)	(3)	(4)	(4)	折旧摊销	81	102	67	94	105
股东权益	1445	2791	2877	2982	3101	公允价值变动损失	9	8	3	7	6
负债和股东权益总计	3068	4320	4386	4713	5032	财务费用	(6)	(28)	(29)	(33)	(34)
关键财务与估值指标						营运资本变动	37	(120)	119	12	(2)
每股收益	0.52	0.24	0.31	0.38	0.43	其它	3	(5)	(17)	(3)	(2)
每股红利	0.01	0.02	0.12	0.15	0.17	经营活动现金流	314	94	330	287	308
每股净资产	3.91	6.05	6.23	6.46	6.72	资本开支	(320)	(392)	(230)	(150)	(120)
ROIC	13%	3%	5%	7%	7%	其它投资现金流	0	(226)	226	0	0
ROE	13.2%	3.9%	5.0%	5.9%	6.4%	投资活动现金流	(320)	(619)	(4)	(150)	(120)
毛利率	29%	31%	31.9%	32.1%	32.3%	权益性融资	8	1279	0	0	0
EBIT Margin	6%	2%	4%	4%	4%	负债净变化	124	(124)	0	0	0
EBITDA Margin	8.2%	5.0%	5.5%	6.5%	6.8%	支付股利、利息	(2)	(10)	(57)	(70)	(80)
收入增长	9%	-5%	8%	12%	11%	其它融资现金流	(142)	86	(6)	1	1
净利润增长率	12%	-43%	32%	22%	14%	融资活动现金流	109	1097	(63)	(69)	(78)
资产负债率	53%	35%	34%	37%	38%	现金净变动	103	573	263	68	109
息率	0.1%	0.3%	1.5%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	686	789	1362	1625	1694
P/E	16.1	35.3	26.8	21.9	19.3	货币资金的期末余额	789	1362	1625	1694	1803
P/B	2.1	1.4	1.3	1.3	1.2	企业自由现金流	(28)	(360)	64	95	147
EV/EBITDA	17.3	33.8	28.5	22.5	20.1	权益自由现金流	(46)	(397)	85	125	179

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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提及的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