

德

尔

玛

(301332.SZ)

2025 年 04 月 27 日

受益国补 2024Q4 业绩高增&2025Q1 增长稳健,自主

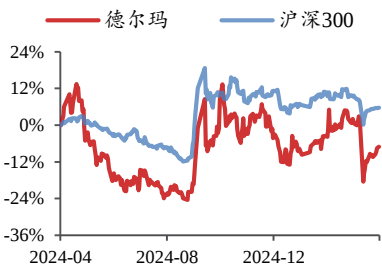
品牌出海延续亮眼表现

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2025/4/25
当前股价(元)	10.01
一年最高最低(元)	12.95/8.00
总市值(亿元)	46.20
流通市值(亿元)	26.52
总股本(亿股)	4.62
流通股本(亿股)	2.65
近 3 个月换手率(%)	128.03

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q3 业绩稳健，自主品牌出海延续亮眼表现——公司信息更新报告》-2024.10.31

《2024H1 营收平稳增长，外销及飞利浦品牌稳健增长——公司信息更新报告》-2024.8.27

《外销表现优于内销，业务结构优化下毛利率持续提升——公司信息更新报告》-2024.5.4

吕明（分析师）	周嘉乐（分析师）	林文隆（分析师）
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	linwenlong@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790522030002	证书编号：S0790524070004

● 2025Q1 业绩稳健，国补刺激内销&外销维持亮眼表现，维持“买入”评级

2024 年营收 35.31 亿元（同比+11.98%，下同），归母净利润 1.42 亿元（+30.95%），扣非归母净利润 1.30 亿元（+29.94%）。2024Q4 营收 11.32 亿元（+28.24%），归母净利润 0.38 亿元（+333.24%），扣非归母净利润 0.35 亿元（+272.43%）；2025Q1 营收 7.78 亿元（+8.61%），归母净利润 0.24 亿元（+1.15%），扣非归母净利润 0.21 亿元（-1.98%）。国补刺激营收增长，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.62/1.80/1.97 亿元（2025-2026 年原值为 1.48/1.68 亿元），当前股价对应 PE 分别为 28.4/25.7/23.4 倍，内销拓新品+外销德尔玛/飞利浦双品牌出海或贡献稳定业绩增长，维持“买入”评级。

● 内销水健康业务受益国补实现较高增长，2024H2 内外销增长提速

分业务，2024 年家居环境/水健康/个护健康类营收分别为 13.83/13.92/7.31 亿元，同比分别-0.45%/+19.51%/+27.11%（2024H1 同比分别-9%/+10%/+27%，2024H2 同比分别+9%/+27%/+28%），2024H2 水健康营收增长提速或系国补政策刺激需求提升。分区域，2024 年境内/境外营收分别为 28.28/7.03 亿元，同比分别+10.06%/+20.42%（2024H1 同比分别+2.63%/+11.82%），2024H2 境内外营收增长提速。展望后续，短期国补刺激下或继续带动内销营收增长。长期关注德尔玛自主品牌出海（欧洲、中东等地区）、飞利浦水健康以及个护按摩品类出海机会（欧洲、东南亚等地区），以及运动器材新品类贡献增量。

● 2025Q1 毛利率降幅收窄，国补叠加费用投放策略调整致费用率明显改善

2024 年公司毛利率 30.6%（-0.17pct），其中家居环境/水健康/个护健康类毛利率同比分别-0.9/-2.9/+4.1pct。2024Q4/2025Q1 毛利率同比分别-2.11/-0.48pct，毛利率下滑或主要系产品结构变化所致。费用端，2024/2024Q4/2025Q1 期间费用率同比分别-1.01/-5.55/-1.15pct。其中 2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-1.48/-0.66/+0.44/+0.55pct，销售费用率同比下降或系同期投放力度大致基数较高，整体费用率呈下降趋势。综合影响下 2024/2024Q4/2025Q1 归母净利率分别为 4.03%/3.39%/3.04%，同比分别+0.58/+2.39/-0.22pct，2025Q1 单季度净利率下降主要系其他收益/投资净收益占营收比重同比分别-0.98/-0.43pct。

● 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,153	3,531	3,886	4,196	4,472
YOY(%)	-4.6	12.0	10.1	8.0	6.6
归母净利润(百万元)	109	142	162	180	197
YOY(%)	-42.9	30.9	14.1	10.7	9.6
毛利率(%)	30.8	30.6	30.6	30.8	30.9
净利率(%)	3.4	4.0	4.2	4.3	4.4
ROE(%)	3.7	4.9	5.2	5.5	5.8
EPS(摊薄/元)	0.24	0.31	0.35	0.39	0.43
P/E(倍)	42.5	32.5	28.4	25.7	23.4
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2954	3125	3445	3835	4195	营业收入	3153	3531	3886	4196	4472
现金	1362	1138	1404	1659	1988	营业成本	2183	2451	2695	2904	3088
应收票据及应收账款	460	595	566	688	649	营业税金及附加	12	19	21	22	24
其他应收款	20	16	23	19	26	营业费用	609	623	680	728	771
预付账款	27	27	33	32	37	管理费用	141	154	165	172	179
存货	496	530	598	618	676	研发费用	151	190	210	225	237
其他流动资产	588	820	820	820	820	财务费用	-28	-23	-45	-30	-20
非流动资产	1366	1499	1431	1349	1236	资产减值损失	-7	-9	5	5	5
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	31	32	25	28	30
固定资产	334	665	651	609	546	公允价值变动收益	1	2	1	2	2
无形资产	293	285	274	266	242	投资净收益	10	15	0	2	2
其他非流动资产	739	549	506	473	448	资产处置收益	-0	1	0	0	0
资产总计	4320	4625	4876	5183	5431	营业利润	117	158	179	199	219
流动负债	1466	1696	1788	1930	1997	营业外收入	1	2	2	2	2
短期借款	9	13	13	13	13	营业外支出	2	5	4	4	4
应付票据及应付账款	1257	1417	1524	1645	1724	利润总额	116	155	176	197	216
其他流动负债	200	266	251	272	259	所得税	13	15	18	20	22
非流动负债	64	60	60	60	60	净利润	103	140	159	177	195
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-5	-2	-4	-3	-2
其他非流动负债	64	60	60	60	60	归属母公司净利润	109	142	162	180	197
负债合计	1530	1756	1848	1990	2057	EBITDA	181	248	278	305	330
少数股东权益	-1	-5	-8	-11	-13	EPS(元)	0.24	0.31	0.35	0.39	0.43
股本	462	462	462	462	462	主要财务比率					
资本公积	1707	1721	1721	1721	1721	成长能力					
留存收益	616	713	855	1008	1170	营业收入(%)	-4.6	12.0	10.1	8.0	6.6
归属母公司股东权益	2791	2874	3036	3205	3387	营业利润(%)	-42.9	34.7	13.1	11.3	10.0
负债和股东权益	4320	4625	4876	5183	5431	归属于母公司净利润(%)	-42.9	30.9	14.1	10.7	9.6
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	428	267	293	303	373	毛利率(%)	30.8	30.6	30.6	30.8	30.9
净利润	103	140	159	177	195	净利率(%)	3.4	4.0	4.2	4.3	4.4
折旧摊销	105	126	138	153	167	ROE(%)	3.7	4.9	5.2	5.5	5.8
财务费用	-28	-23	-45	-30	-20	ROIC(%)	2.4	3.8	4.1	4.2	4.3
投资损失	-10	-15	-0	-2	-2	偿债能力					
营运资金变动	214	-11	39	4	33	资产负债率(%)	35.4	38.0	37.9	38.4	37.9
其他经营现金流	43	51	2	1	1	净负债比率(%)	-47.2	-38.1	-45.0	-50.7	-57.7
投资活动现金流	-906	-468	-68	-67	-50	流动比率	2.0	1.8	1.9	2.0	2.1
资本支出	367	341	69	71	54	速动比率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
长期投资	-547	-149	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	8	22	1	4	4	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	1094	-81	42	18	6	应收账款周转率	7.2	7.7	7.7	7.7	7.7
短期借款	9	4	0	0	0	应付账款周转率	3.3	4.0	4.0	4.0	4.0
长期借款	-124	0	0	0	0	每股指标(元)					
普通股增加	92	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.31	0.35	0.39	0.43
资本公积增加	1143	14	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.58	0.63	0.66	0.81
其他筹资现金流	-27	-99	42	18	6	每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.23	6.58	6.94	7.34
现金净增加额	622	-278	267	254	329	估值比率					
						P/E	42.5	32.5	28.4	25.7	23.4
						P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
						EV/EBITDA	17.0	12.2	9.9	8.2	6.6

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3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