

依靠飞利浦品牌，业务有所恢复

2025年5月9日

核心观点

- **事件：**公司发布 2024 年年度报告&2025 年一季度报告。2024 年营业收入 35 亿元,同比+12.0%;归母净利润 1.4 亿元,同比+30.9%。2024 年分红率 48.3%。2024Q4 营业收入 11 亿元,同比+28.2%;归母净利润 0.4 亿元,同比+333.2%。2025Q1 营业收入 7.8 亿元,同比+8.6%;归母净利润 0.2 亿元,同比+1.2%。
- **聚焦双品牌协同战略，2024 年飞利浦保持增长。**（1）“德尔玛”定位性价比家居环境类产品。2024 年公司家居环境类产品实现收入 14 亿元,同比-0.5%,增速显著低于行业清洁电器类家电零售额增速 24.2%。清洁电器市场主要细分市场为扫地机和洗地机,公司的洗地机产品竞争力未能达到预期。收入占比 39.2%,同比-4.9pct;毛利率为 24.5%,同比-0.9pct。（2）授权品牌“飞利浦”覆盖水健康类、个护健康类以及体育用品类产品。2024 年公司水健康类产品实现收入 14 亿元,同比+19.5%,延续双位数增长,增速高于行业净水类家电零售额增速 17.2%;收入占比 39.4%,首次超过家居环境类产品;毛利率为 34.7%,同比-2.9pct。2024 年公司个护健康类产品实现收入 7 亿元,同比+27.1%,主要源于筋膜枪和肩部按摩产品迭代升级、渠道扩宽优化带来的销售增长;收入占比 20.7%,同比+2.5pct,呈现持续提升态势;毛利率为 34.8%,同比+4.1pct。
- **公司立足国内主要市场，积极拓展国外销售。**（1）2022 年以来,中国小家电零售市场持续低于预期,公司经营受到压力。受益地方政府将部分小家电纳入国补,小家电零售市场有所改善。2024 年公司国内实现收入 28 亿元,同比+10.1%;毛利率为 29.8%,同比+0.2pct。（2）2024 年公司国外实现收入 7 亿元,同比+20.4%;收入占比 19.9%,同比+1.4pct;毛利率为 33.7%,同比-2.3pct。目前公司国外销售区域已覆盖东南亚、日韩、欧洲、中东等。公司持续深化境外渠道布局、开拓当地核心商超和电商平台,叠加关注“德尔玛”和“飞利浦”品牌出海机遇。美国地区收入占比很小,美国关税上调对公司影响不大。
- **公司盈利能力还有待恢复。**2023 年以来,公司盈利能力承压,虽然有所恢复,但净利润率依然低于市场预期。我们预计公司压力主要来自于德尔玛品牌。清洁电器市场竞争激烈,特别是洗地机市场面临石头、科沃斯、追觅、云鲸的激烈竞争压力,公司有待提升产品竞争力。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.7/1.9/2.0 亿元,分别同比增长 15.8%/15.1%/7.4%,EPS 分别为 0.36/0.41/0.44 元,当前股价对应 PE 分别为 28.7/25.0/23.2 倍。考虑到公司当前面临的市场竞争压力,下调评级至“谨慎推荐”。
- **风险提示：**商标授权业务持续运营的潜在风险;原材料价格波动的风险;市场竞争加剧的风险。

德尔玛 (股票代码: 301332.SZ)

谨慎推荐 下调

分析师

何伟

☎: 021-2025-7811

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525010001

刘立思

✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070002

杨策

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

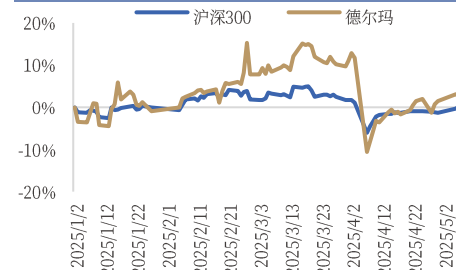
分析师登记编码: S0130520050005

研究助理: 陆思源

市场数据 2025-5-9

股票代码	301332.SZ
A 股收盘价(元)	10.17
上证指数	3,342.00
总股本(万股)	46,156
实际流通 A 股(万股)	26,490
流通 A 股市值(亿元)	27

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,531	3,886	4,237	4,507
收入增速	12.0%	10.0%	9.1%	6.4%
归母净利润（百万元）	142	165	190	204
利润增速	30.9%	15.8%	15.1%	7.4%
摊薄 EPS(元)	0.31	0.36	0.41	0.44
PE	33.3	28.7	25.0	23.2

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

(一) 公司业务拆分

分产品来看，2024 年家居环境类实现收入 14 亿元，同比-0.5%；水健康类实现收入 14 亿元，同比+19.5%；个人护理类实现收入 7 亿元，同比+27.1%。

分区域来看，2024 年公司国内实现收入 28 亿元，同比+10.1%；国外实现收入 7 亿元，同比+20.4%。

分渠道来看，2024 年公司线上渠道实现收入 16 亿元，同比+0.6%；线下渠道实现收入 19 亿元，同比+24.1%。

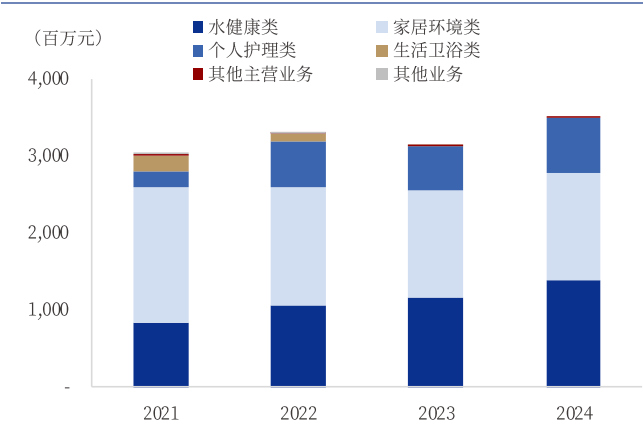
表1：公司营业收入拆分

拆分方式	类别	指标	2021	2022	2023	2024
按产品	家居环境类	营业收入（百万元）	1,754	1,548	1,389	1,383
		YOY	40.8%	-11.8%	-10.2%	-0.5%
		营业成本（百万元）	1,346	1,184	1,036	1,044
		毛利率	23.2%	23.5%	25.4%	24.5%
	水健康类	营业收入（百万元）	840	1,056	1,164	1,392
		YOY	20.3%	25.7%	10.3%	19.5%
		营业成本（百万元）	532	680	727	909
		毛利率	36.6%	35.6%	37.6%	34.7%
	个人护理类	营业收入（百万元）	219	583	575	731
		YOY	197.3%	166.8%	-1.4%	27.1%
		营业成本（百万元）	118	374	398	476
		毛利率	45.8%	35.8%	30.7%	34.8%
	生活卫浴类	营业收入（百万元）	201	103	4	
		YOY	10.1%	-48.7%	-95.7%	
		营业成本（百万元）	136	79	6	
		毛利率	32.3%	23.8%	-25.0%	
	其他主营业务	营业收入（百万元）	20	10	20	25
		YOY	-16.7%	-48.3%	92.7%	27.4%
		营业成本（百万元）	14	9	16	22
		毛利率	31.8%	12.6%	17.6%	13.8%
	其他业务	营业收入（百万元）	4	7		
		YOY	2.3%	50.4%		
		营业成本（百万元）	4	6		
		毛利率	15.4%	10.7%		
按区域	国内	营业收入（百万元）	2,570	2,850	2,569	2,828
		YOY	30.5%	10.9%	-9.9%	10.1%
		营业成本（百万元）	1,815	2,016	1,809	1,985
		毛利率	29.4%	29.3%	29.6%	29.8%

	国外	营业收入（百万元）	463	450	584	703
		YOY	82.0%	-2.8%	29.8%	20.4%
		营业成本（百万元）	332	309	374	466
		毛利率	28.3%	31.3%	36.0%	33.7%
	其他	营业收入（百万元）	4	7		
		YOY	2.3%	50.4%		
		营业成本（百万元）	4	6		
		毛利率	14.0%	10.2%		
按渠道	线上	营业收入（百万元）	1,542	1,827	1,627	1,636
		YOY	11.2%	18.5%	-10.9%	0.6%
		营业成本（百万元）	959	1,160	1,010	1,003
		毛利率	37.8%	36.5%	37.9%	38.7%
	线下	营业收入（百万元）	1,492	1,480	1,526	1,895
		YOY	78.2%	-0.8%	3.1%	24.1%
		营业成本（百万元）	1,189	1,171	1,173	1,448
		毛利率	20.3%	20.9%	23.1%	23.6%
	其他	营业收入（百万元）	4			
		YOY	2.3%			
		营业成本（百万元）	4			
		毛利率	14.0%			

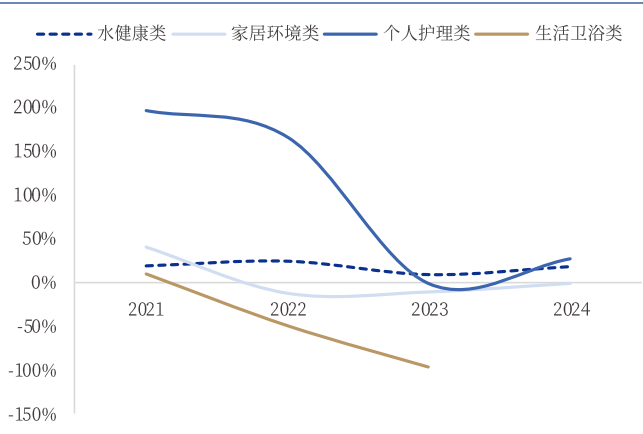
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1：公司营业收入拆分（年度，按产品）



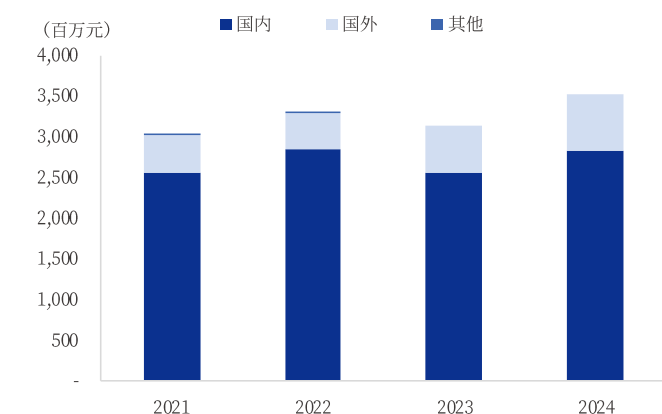
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司营业收入拆分 YOY（年度，按产品）



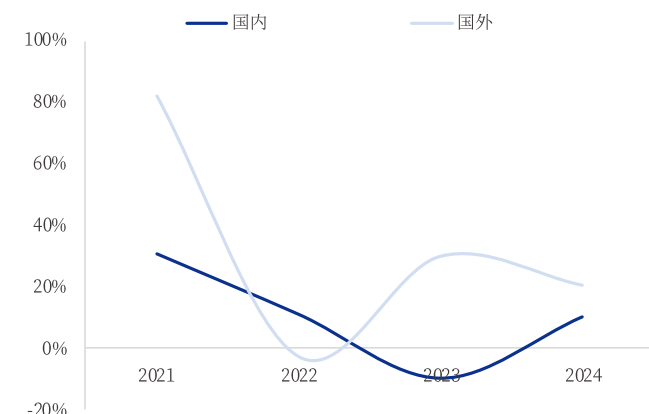
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3: 公司营业收入拆分 (年度, 按区域)



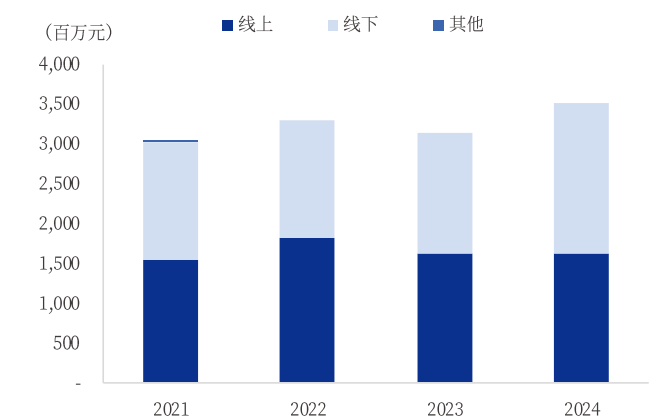
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图4: 公司营业收入拆分 YOY (年度, 按区域)



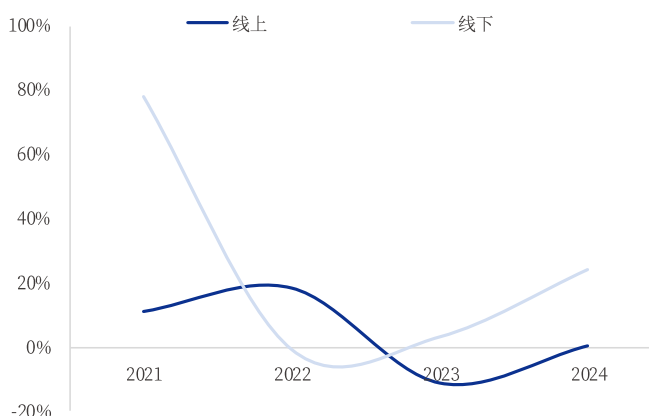
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图5: 公司营业收入拆分 (年度, 按渠道)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图6: 公司营业收入拆分 YOY (年度, 按渠道)

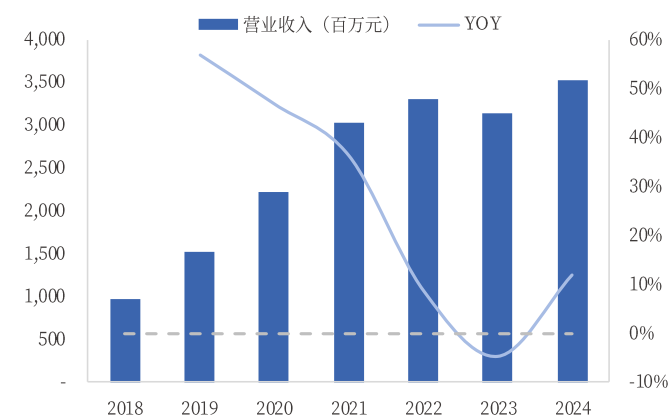


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

（二）公司主要财务

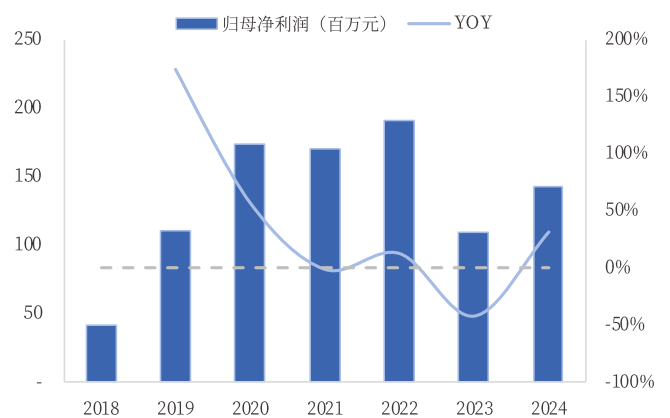
2024 年，公司实现营业收入 35 亿元，同比+12.0%，归母净利润 1.4 亿元，同比+30.9%。ROE-平均为 5.0%，同比-0.1pct；销售毛利率为 30.6%，同比-0.2pct；归母净利率为 4.0%，同比+0.6pct；分红率为 48.3%。

图7：公司营业收入（年度）



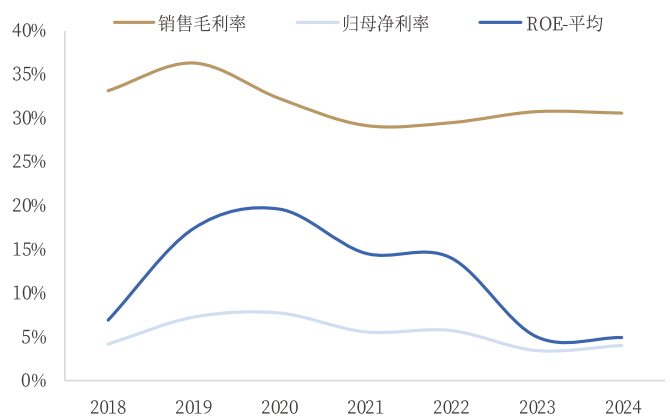
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图8：公司归母净利润（年度）



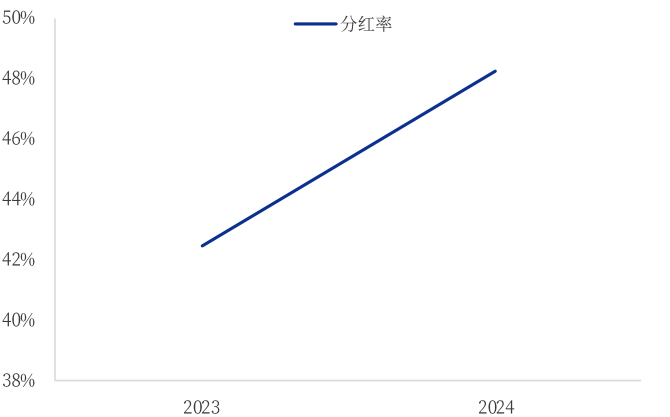
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图9：公司 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率（年度）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：公司分红率（年度）

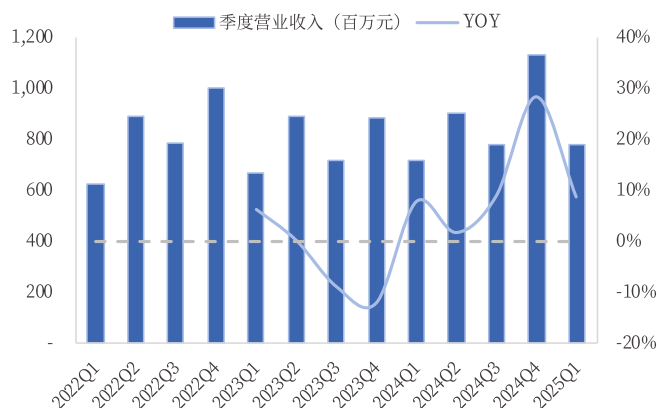


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

公司于 24H1/24H2 分别实现营业收入 16/19 亿元，分别同比+4.2%/+19.5%；归母净利润 0.68/0.74 亿元，分别同比+0.7%/+80.4%。

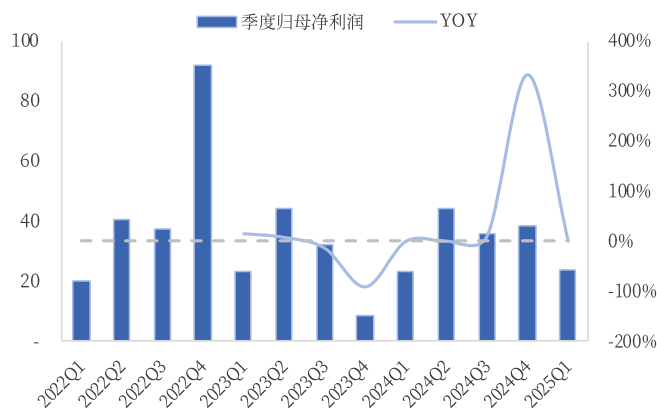
公司于 24Q1/24Q2/24Q3/24Q4/25Q1 分别实现营业收入 7/9/8/11/8 亿元，分别同比+7.7%/+1.6%/+8.8%/+28.2%/+8.6%；归母净利润 0.23/0.45/0.36/0.38/0.24 亿元，分别同比+0.5%/+0.8%/+11.2%/+333.2%/+1.2%。

图11: 公司营业收入 (季度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 公司归母净利润 (季度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、投资建议

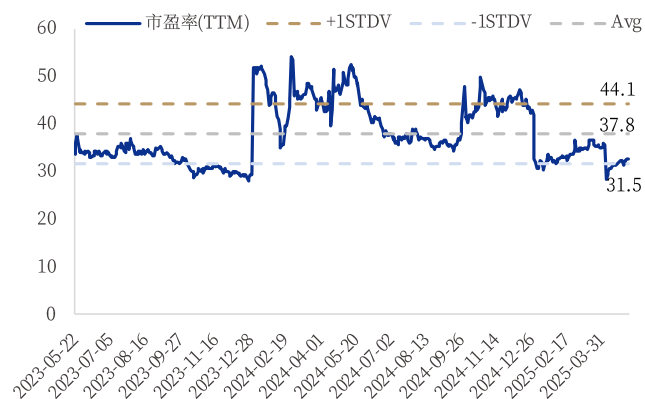
我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.7/1.9/2.0 亿元, 分别同比增长 15.8%/15.1%/7.4%, EPS 分别为 0.36/0.41/0.44 元, 当前股价对应 PE 分别为 28.7/25.0/23.2 倍。考虑到公司当前面临的市场竞争压力, 下调评级至“谨慎推荐”。

表2: 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,531	3,886	4,237	4,507
收入增速	12.0%	10.0%	9.1%	6.4%
归母净利润 (百万元)	142	165	190	204
利润增速	30.9%	15.8%	15.1%	7.4%
摊薄 EPS(元)	0.31	0.36	0.41	0.44
PE	33.3	28.7	25.0	23.2

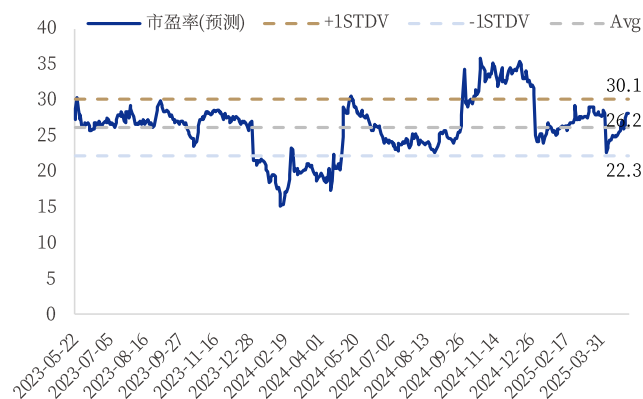
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图13: 公司历史估值区间 (市盈率 TTM)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图14: 公司历史估值区间 (市盈率 预测)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

三、风险提示

商标授权业务持续运营的潜在风险；原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,125	3,166	3,374	3,530
现金	1,138	1,113	1,206	1,250
应收账款	525	542	585	640
其它应收款	16	22	23	24
预付账款	27	32	34	36
存货	530	589	646	679
其他	890	869	879	901
非流动资产	1,499	1,606	1,701	1,784
长期投资	0	0	0	0
固定资产	665	681	686	679
无形资产	285	276	267	256
其他	549	649	749	849
资产总计	4,625	4,772	5,075	5,314
流动负债	1,696	1,749	1,945	2,075
短期借款	13	13	13	13
应付账款	648	767	794	850
其他	1,034	970	1,138	1,211
非流动负债	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0
其他	60	60	60	60
负债总计	1,756	1,809	2,005	2,135
少数股东权益	-5	-5	-5	-5
归属母公司股东权益	2,874	2,967	3,075	3,184
负债和股东权益	4,625	4,772	5,075	5,314

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	271	397	358
净利润	140	165	190	204
折旧摊销	135	125	137	149
财务费用	-3	1	1	1
投资损失	-16	-10	-14	-15
营运资金变动	-11	0	75	11
其它	22	-10	8	9
投资活动现金流	-468	-224	-220	-219
资本支出	-340	-234	-234	-234
长期投资	-149	0	0	0
其他	21	10	14	15
筹资活动现金流	-81	-72	-83	-95
短期借款	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-85	-72	-83	-95
现金净增加额	-278	-25	94	44

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,531	3,886	4,237	4,507
营业成本	2,451	2,688	2,924	3,106
税金及附加	19	18	19	22
销售费用	623	677	730	768
管理费用	154	169	185	196
研发费用	190	213	240	265
财务费用	-23	-22	-22	-24
资产减值损失	-9	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资收益及其他	46	42	53	55
营业利润	158	185	213	229
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	5	4	4	4
利润总额	155	183	211	226
所得税	15	18	21	22
净利润	140	165	190	204
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	142	165	190	204
EBITDA	267	286	327	352
摊薄 EPS (元)	0.31	0.36	0.41	0.44

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	12.0%	10.0%	9.1%	6.4%
营业利润增长率	34.7%	17.0%	15.4%	7.2%
归母净利润增长率	30.9%	15.8%	15.1%	7.4%
毛利率	30.6%	30.8%	31.0%	31.1%
净利率	4.0%	4.2%	4.5%	4.5%
ROE	5.0%	5.6%	6.2%	6.4%
ROIC	4.1%	4.9%	5.5%	5.7%
资产负债率	38.0%	37.9%	39.5%	40.2%
净资产负债率	61.2%	61.1%	65.3%	67.1%
流动比率	1.84	1.81	1.73	1.70
速动比率	1.36	1.31	1.25	1.23
总资产周转率	0.79	0.83	0.86	0.87
应收账款周转率	7.66	7.29	7.52	7.36
应付账款周转率	3.99	3.80	3.75	3.78
每股收益	0.31	0.36	0.41	0.44
每股经营现金	0.58	0.59	0.86	0.78
每股净资产	6.23	6.43	6.66	6.90
P/E	33.29	28.74	24.97	23.24
P/B	1.65	1.60	1.54	1.49
EV/EBITDA	13.55	12.77	10.88	9.97
PS	1.34	1.22	1.12	1.05

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费负责人。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；于 2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。

刘立思，家电和轻工行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电和轻工行业研究工作。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
行业评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn