

德尔玛 (301332.SZ)

优于大市

2025 年中报点评： 营收利润表现平稳，水健康类新品带动增长

核心观点

收入利润稳健增长。公司 2025H1 实现营收 16.9 亿/+4.0%，归母净利润 0.7 亿/+1.1%，扣非归母净利润 0.6 亿/-1.1%。其中 Q2 收入 9.1 亿/+0.3%，归母净利润 0.5 亿/+1.0%，扣非归母净利润 0.4 亿/-0.7%。

水健康类电器增长较好，个护健康类有所承压。2025H1 在新需求与以旧换新政策拉动下，我国水家电（净水器、净饮机、饮水机等）行业规模增长良好。奥维云网数据显示，H1 水家电零售额同比增长 21.3%至 156.5 亿，其中净水器销额增长 22.0%，净饮机销额增长 41.4%，饮水机销额增长 8.9%。公司 H1 飞利浦水健康类收入同比增长 13.7%至 6.6 亿，在新品的带动下实现较快增长。清洁电器等家居环境类电器需求有所复苏，H1 收入同比增长 3.3%至 6.8 亿。个护健康类受行业需求分化及高基数影响，收入下降 9.2%至 3.4 亿。

境内收入增长良好，海外收入规模有所回落。H1 公司境内收入同比增长 6.3%至 14.0 亿，境外收入下降 6.0%至 2.8 亿。公司 2024 年海外收入增长超 20%，H1 预计受高基数及库存影响，规模有所回落。后续随着公司持续拓展境外销售渠道，加快飞利浦水健康及个护健康类产品出海，海外发展有望持续贡献增长动能。

毛利率受渠道结构影响，盈利保持稳定。公司 H1 毛利率同比-0.4pct 至 31.7%，其中 Q2 毛利率同比-0.2pct 至 32.9%。分产品，H1 公司家居环境类毛利率受渠道结构变动影响，同比-5.5pct 至 22.0%；水健康类毛利率在新品的带动下快速提升，同比+5.6pct 至 39.6%；个护健康类毛利率同比-1.0pct 至 36.5%。分渠道，公司内销受洗地机等家居环境类拖累，毛利率同比-1.2pct 至 30.9%；外销毛利率同比+3.8pct 至 35.7%。公司费用率有所优化，Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别 -1.3/+0.1/-0.2/+0.2pct 至 18.4%/4.0%/5.1%/-0.5%。Q2 公司公允价值变动损失和资产及信用减值损失同比有所增加；Q2 归母净利率为 5.0%，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。考虑到公司海外收入有所下降、洗地机竞争加剧，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.5/1.8/2.0 亿（前值为 1.8/2.0/-亿），同比 +7%/+16%/+11%，对应 PE 为 34/29/26 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,153	3,531	3,755	4,094	4,384
(+/-%)	-4.6%	12.0%	6.3%	9.0%	7.1%
净利润(百万元)	109	142	153	178	197
(+/-%)	-42.9%	30.9%	7.4%	16.1%	10.8%
每股收益(元)	0.24	0.31	0.33	0.38	0.43
EBIT Margin	1.8%	2.7%	4.2%	4.2%	4.4%
净资产收益率 (ROE)	3.9%	5.0%	5.2%	5.8%	6.2%
市盈率 (PE)	47.7	36.4	33.9	29.2	26.3
EV/EBITDA	42.3	32.34	27.67	24.88	22.88
市净率 (PB)	1.86	1.80	1.75	1.69	1.62

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
证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
证券分析师：李晶 0755-81981518
lijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 10.81 元
总市值/流通市值 4989/2864 百万元
52 周最高价/最低价 12.95/8.00 元
近 3 个月日均成交额 69.69 百万元

市场走势

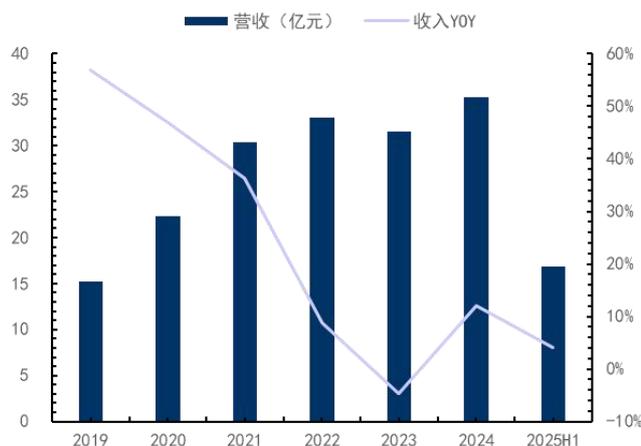


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

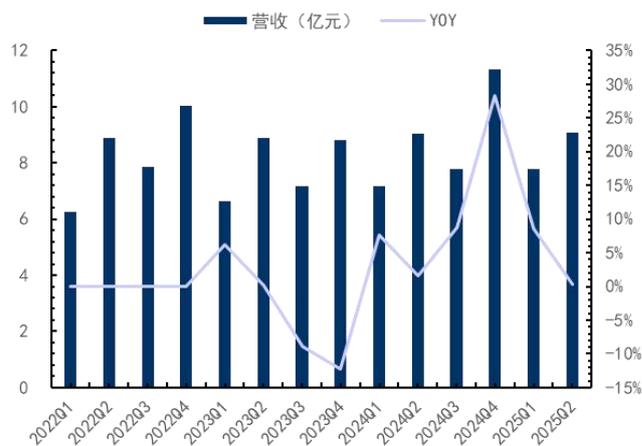
《德尔玛 (301332.SZ) - 2024 年中报点评：经营表现平稳，境外收入增长 12%》——2024-08-28
《德尔玛 (301332.SZ) - 2023 年三季报点评：核心品类稳中向好，毛利率环比提升》——2023-10-30
《德尔玛 (301332.SZ) - 2023 年中报点评：外销表现亮眼，核心品类稳健增长》——2023-08-31

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



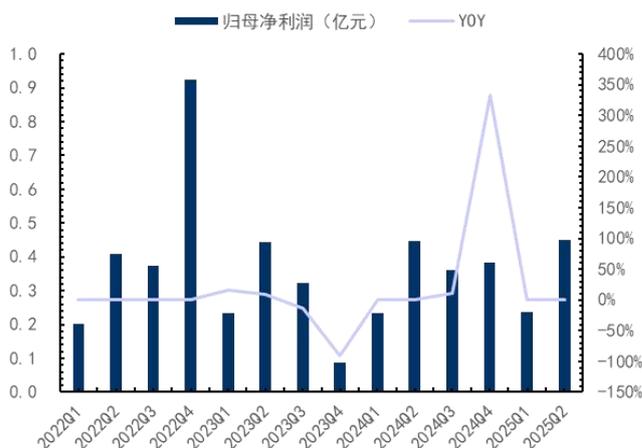
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



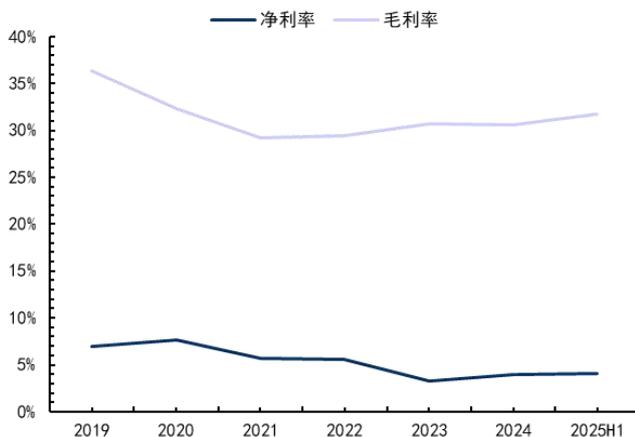
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



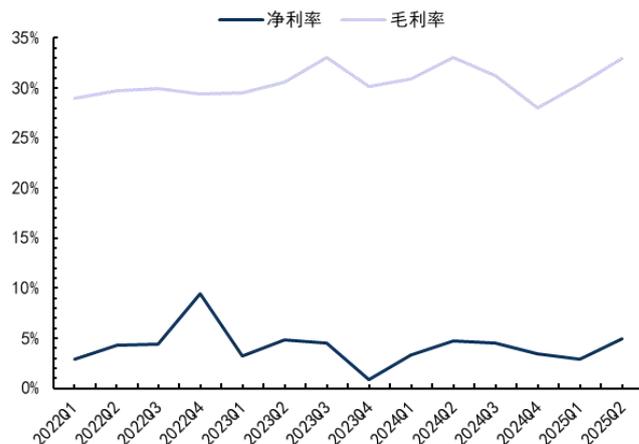
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



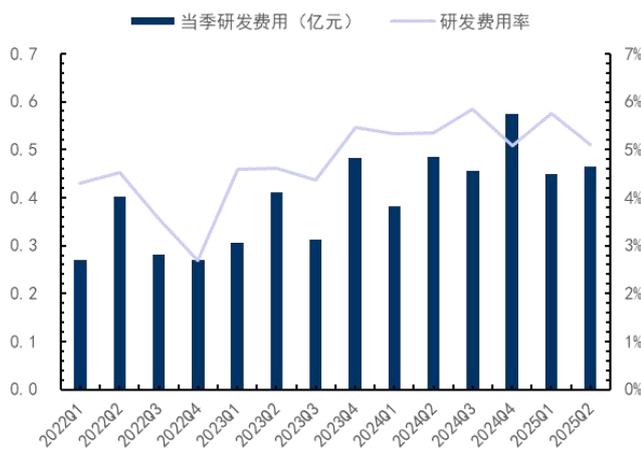
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



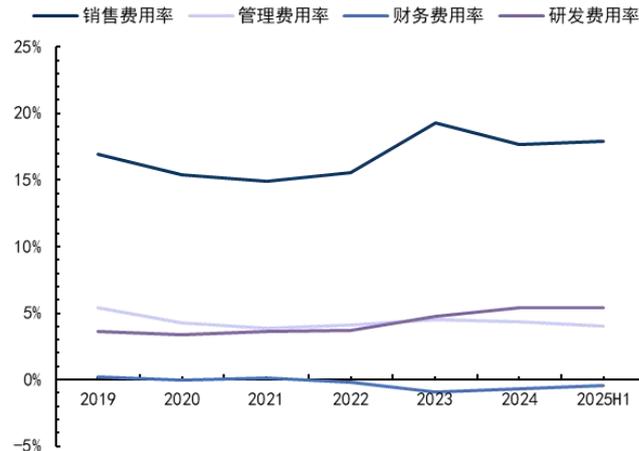
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (25E)	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
301332.SZ	德尔玛	11.23	52	0.31	0.33	0.38	0.43	36.4	33.9	29.2	26.3	2.5	优于大市	
002959.SZ	小熊电器	52.83	83	1.83	2.34	2.70	3.03	28.8	22.6	19.5	17.4	1.6	优于大市	
002242.SZ	九阳股份	10.42	80	0.16	0.41	0.48	0.56	65.3	25.5	21.5	18.7	1.5	优于大市	
002032.SZ	苏泊尔	51.78	415	2.80	3.00	3.18	3.36	18.5	17.3	16.3	15.4	3.0	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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1362	1138	1621	1696	1866	营业收入	3153	3531	3755	4094	4384
应收款项	480	611	611	666	728	营业成本	2183	2451	2607	2842	3033
存货净额	496	530	573	629	664	营业税金及附加	12	19	17	19	21
其他流动资产	389	353	334	427	429	销售费用	609	623	620	676	723
流动资产合计	2954	3125	3140	3417	3687	管理费用	293	343	353	385	412
固定资产	832	965	1099	1136	1134	财务费用	(28)	(23)	(27)	(33)	(35)
无形资产及其他	293	285	274	263	251	投资收益	10	15	2	4	3
投资性房地产	241	248	248	248	248	资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	31	32	0	8	4
资产总计	4320	4625	4761	5064	5320	营业利润	117	158	179	210	228
短期借款及交易性金融负债	21	16	17	18	17	营业外净收支	(1)	(3)	(1)	(3)	(1)
应付款项	1257	1417	1466	1627	1730	利润总额	116	155	177	207	227
其他流动负债	188	263	246	269	298	所得税费用	13	15	23	27	27
流动负债合计	1466	1696	1729	1914	2045	少数股东损益	(5)	(2)	1	2	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	109	142	153	178	197
其他长期负债	64	60	70	80	86						
长期负债合计	64	60	70	80	86	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1530	1756	1799	1994	2131	净利润	109	142	153	178	197
少数股东权益	(1)	(5)	(4)	(2)	(1)	资产减值准备	0	1	5	1	0
股东权益	2791	2874	2966	3072	3190	折旧摊销	102	119	94	115	125
负债和股东权益总计	4320	4625	4761	5064	5320	公允价值变动损失	8	8	8	8	8
						财务费用	(28)	(23)	(27)	(33)	(35)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(120)	95	24	(8)	38
每股收益	0.24	0.31	0.33	0.38	0.43	其它	(5)	(2)	(5)	1	1
每股红利	0.02	0.11	0.13	0.15	0.17	经营活动现金流	94	363	280	295	370
每股净资产	6.05	6.23	6.43	6.66	6.91	资本开支	(392)	(225)	(230)	(150)	(120)
ROIC	3%	4%	6%	6%	7%	其它投资现金流	(226)	(267)	493	0	0
ROE	3.9%	5.0%	5.2%	5.8%	6.2%	投资活动现金流	(619)	(492)	263	(150)	(120)
毛利率	31%	31%	31%	31%	31%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBIT Margin	2%	3%	4%	4%	4%	负债净变化	(124)	0	0	0	0
EBITDA Margin	5.0%	6.1%	6.7%	7.0%	7.3%	支付股利、利息	(10)	(49)	(61)	(71)	(79)
收入增长	-5%	12%	6%	9%	7%	其它融资现金流	1359	3	0	1	(1)
净利润增长率	-43%	31%	7%	16%	11%	融资活动现金流	1097	(94)	(61)	(70)	(80)
资产负债率	35%	38%	38%	39%	40%	现金净变动	573	(224)	483	75	171
息率	0.2%	0.9%	1.2%	1.4%	1.5%	货币资金的期初余额	789	1362	1138	1621	1696
P/E	47.7	36.4	33.9	29.2	26.3	货币资金的期末余额	1362	1138	1621	1696	1866
P/B	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	企业自由现金流	(360)	75	26	108	215
EV/EBITDA	42.3	32.3	27.7	24.9	22.9	权益自由现金流	876	77	50	138	245

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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