

买入

德尔玛 (301332.SZ)

再获飞利浦品类授权，健身器材行业大有可为

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 家用电器 · 小家电

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	陈伟奇	0755-81982606	chenweiqi@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110004
证券分析师：	王兆康	0755-81983063	wangzk@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120004
证券分析师：	邹会阳	0755-81981518	zouhuiyang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523020001

事项：

公司的全资子公司上海水护盾与飞利浦签署关于健康运动类产品的飞利浦商标许可补充协议，授予上海水护盾在大中华区使用 PHILIPS 商标开展健身器材相关产品的业务。授权品类主要包括：（1）跑步机和踏步机；（2）动感单车；（3）划船机；（4）具有感应跟踪功能的智能运动哑铃；（5）具有智能体型检测和锻炼程序的智能健身镜；（6）通过智能手机或任何其他智能设备控制上述（1）-（5）项中任何类别产品的软件应用程序（应用程序）。

授权期限为 4 年，自 2024 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日。授权许可费为销售健身器材净营业额的 3%，但 2024-2027 年不得低于 20/50/80/120 万欧元。授权区域为中国。

若健身器材的销售与市场表现达到或超过以下 2 个标准：（1）2024 年 1 月 1 日至 2027 年 6 月 30 日期间，健身器材的月平均净营业额达到 150 万欧元；（2）在 2027 年 6 月 30 日之前（含）的至少 30 天内，相关应用在谷歌应用商店或苹果应用商店的平均评分 ≥ 4.0 ，则该品类将于 2028 年 1 月 1 日起加入飞利浦商标许可协议的正式授权品类（即许可期限与其他授权品类保持一致）。

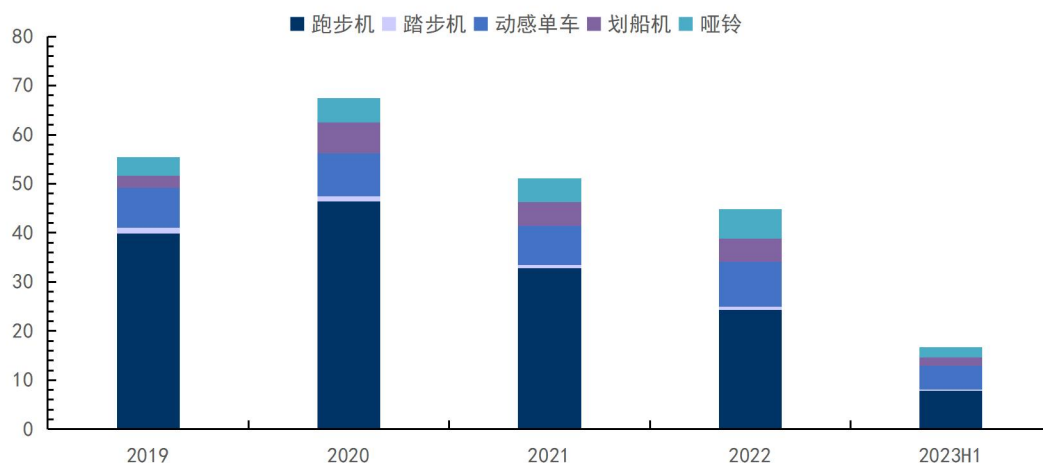
国信家电观点：1) 获授权的健身器材品类所属行业在京东和天猫年销约 40-60 亿，行业格局分散，是适合切入的优质赛道。2) 公司此前在净水及按摩器具上的成功已充分证明公司具备借助“飞利浦”品牌做大做强的能力，切入健身器材有望给公司带来新的增量。3) 投资建议：“飞利浦”在我国具有较强的品牌优势，叠加德尔玛的产品定义及打造能力和电商运营基因，有望为公司的增长注入新的动力，维持盈利预测，预计公司 2023-25 年归母净利润为 2.4/3.0/3.7 亿元，同比增长 25.8%/24.6%/23.4%，对应 EPS 分别为 0.52/0.65/0.80 元，对应当前股价 PE 为 28/22/18X，维持“买入”评级。5) 风险提示：商标授权业务持续运营风险；行业竞争加剧；海外渠道拓展不及预期风险。

评论：

◆ 健身器材行业规模可观，格局较为分散，是适合入局的优质赛道

公司获授权的健身器材品类所属行业在京东及天猫合计年销售规模 40-60 亿，其中跑步机规模占比超过一半。根据久谦中台的数据，与德尔玛获授权相关的主要品类，跑步机和踏步机、动感单车（含健身车）、划船机、哑铃 2019-2022 年在京东及天猫上的合计销售额在 40-60 亿之间，2020 年由于居家需求增加，销售规模最高达到 68 亿；2022 年由于物流受阻、消费承压，销售规模降至 45 亿。分不同的品类看，跑步机规模最大，2022 年占上述品类规模的 54%，其余品类规模均在几个亿左右。

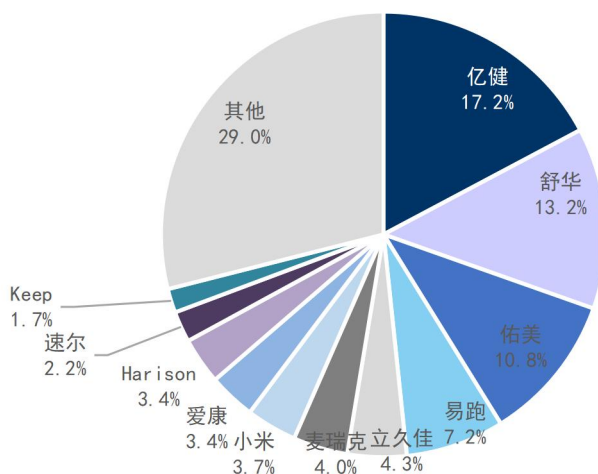
图1: 跑步机等健身器材品类在京东&天猫上的年销售规模在 40-60 亿元左右



资料来源: 久谦中台, 京东, 天猫, 国信证券经济研究所整理

行业头部品牌市占率不高, 跑步机 CR3 仅有 41%。目前健身器材行业格局较为分散, 头部品牌话语权不足。以上述品类中规模最大的跑步机为例, 2023 年 1-6 月京东及天猫上行业 CR3 仅有 41%, 龙头市占率不足 20%, 中腰部品牌较多。较为分散的品牌格局, 有利于公司凭借“飞利浦”的品牌优势和强大的电商运营能力快速切入该市场。

图2: 2023H1 京东&天猫平台上跑步机的格局较为分散



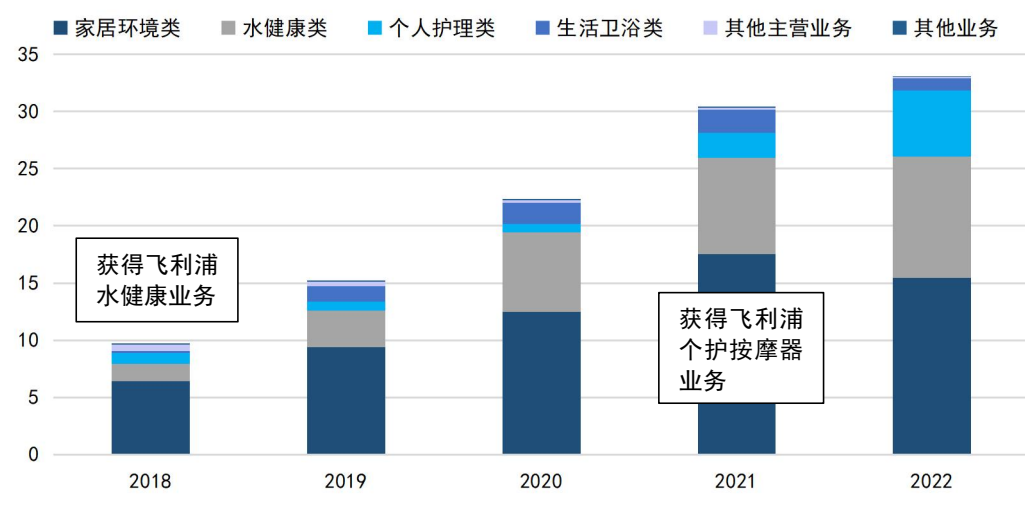
资料来源: 久谦中台, 京东, 天猫, 国信证券经济研究所整理

◆ 有望充分发挥“飞利浦”品牌势能, 助推公司规模增长

公司此前于 2018 年和 2021 年分别获得飞利浦水健康业务和便携式按摩器业务授权, 2019 年公司水健康业务收入 3.2 亿, 同比增长超过 115%, 2022 年该业务已成长至 10.6 亿体量; 2022 年公司个护按摩类产品收入 5.8 亿, 同比增长 167%, 规模较 2020 年增加 5.1 亿。考虑到公司获授权的健身器材行业规模与个护按摩、水健康相近, 行业格局同样较为分散, 预计公司同样能顺利切入到健身器材行业, 有望给公司带来上亿营收规模的增量。

从转为正式授权品类的标准来看, 2024 年 1 月-2027 年 6 月平均月净营业额达到 150 万欧元, 以 1 欧元=8.0 人民币计算, 折合月收入 1200 万元, 年收入 1.44 亿元。参考公司在水健康及个护按摩品类上的超预期表现, 预计该标准达成难度不大。

图3: 德尔玛获得“飞利浦”品类授权后, 该品类会获得爆发式增长



资料来源: 德尔玛招股说明书, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 新增飞利浦健身器材品类授权, 品牌优势+运营实力助力新增量, 维持“买入”评级

“飞利浦”在我国具有较强的品牌优势, 叠加德尔玛的产品定义及打造能力和电商运营基因, 有望为公司的增长注入新的动力, 维持盈利预测, 预计公司 2023-25 年归母净利润为 2.4/3.0/3.7 亿元, 同比增长 25.8%/24.6%/23.4%, 对应 EPS 分别为 0.52/0.65/0.80 元, 对应当前股价 PE 为 28/22/18X, 维持“买入”评级。

◆ 风险提示

商标授权业务持续运营风险; 行业竞争加剧; 海外渠道拓展不及预期风险。

相关研究报告:

《德尔玛 (301332.SZ) - 小家电差异化破局者, 多品牌高效运营》——2023-05-22

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	686	789	2270	2460	2766	营业收入	3038	3307	4009	4792	5642
应收款项	373	539	589	691	854	营业成本	2151	2331	2804	3318	3875
存货净额	502	498	644	751	867	营业税金及附加	11	15	19	22	26
其他流动资产	100	145	148	181	223	销售费用	454	514	621	757	903
流动资产合计	1661	1971	3651	4084	4710	管理费用	227	258	311	374	440
固定资产	240	515	688	764	805	财务费用	3	(6)	(12)	(24)	(27)
无形资产及其他	326	309	297	284	272	投资收益	4	1	2	2	2
投资性房地产	257	272	272	272	272	资产减值及公允价值变动	(17)	(9)	(4)	(10)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	21	18	0	0	0
资产总计	2485	3068	4908	5405	6059	营业利润	199	205	264	337	420
短期借款及交易性金融负债	12	13	8	11	11	营业外净收支	(3)	(2)	(2)	(4)	(4)
应付款项	934	1229	1381	1614	1949	利润总额	196	203	262	333	416
其他流动负债	228	208	339	355	414	所得税费用	24	17	24	33	46
流动负债合计	1173	1450	1728	1980	2374	少数股东损益	2	(5)	(2)	1	1
长期借款及应付债券	0	124	124	124	124	归属于母公司净利润	170	191	240	299	369
其他长期负债	49	40	45	50	51	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	49	163	168	174	174	净利润	170	191	240	299	369
负债合计	1222	1613	1896	2153	2548	资产减值准备	(6)	(7)	13	3	2
少数股东权益	16	10	8	9	9	折旧摊销	68	81	53	72	82
股东权益	1247	1445	3004	3243	3501	公允价值变动损失	17	9	4	10	8
负债和股东权益总计	2485	3068	4908	5405	6059	财务费用	3	(6)	(12)	(24)	(27)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(56)	37	101	15	77
每股收益	0.46	0.52	0.52	0.65	0.80	其它	8	3	(15)	(3)	(2)
每股红利	0.00	0.01	0.10	0.13	0.24	经营活动现金流	201	314	396	397	537
每股净资产	3.38	3.91	6.51	7.03	7.59	资本开支	(72)	(320)	(230)	(150)	(120)
ROIC	16%	13%	15%	18%	22%	其它投资现金流	10	0	0	0	0
ROE	13.6%	13.2%	8.0%	9.2%	10.5%	投资活动现金流	(62)	(320)	(230)	(150)	(120)
毛利率	29%	29%	30.1%	30.8%	31.3%	权益性融资	(3)	0	1367	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	(0)	124	0	0	0
EBITDA Margin	8.6%	8.2%	7.7%	8.2%	8.5%	支付股利、利息	(0)	(2)	(48)	(60)	(111)
收入增长	36%	9%	21%	20%	18%	其它融资现金流	(124)	(134)	(5)	3	(0)
净利润增长率	-2%	12%	26%	25%	23%	融资活动现金流	(127)	109	1314	(57)	(111)
资产负债率	50%	53%	39%	40%	42%	现金净变动	12	103	1481	190	306
息率	0.0%	0.0%	0.9%	1.1%	2.1%	货币资金的期初余额	674	686	789	2270	2460
P/E	31.2	27.9	27.7	22.2	18.0	货币资金的期末余额	686	789	2270	2460	2766
P/B	4.3	3.7	2.2	2.0	1.9	企业自由现金流	111	(28)	155	227	394
EV/EBITDA	24.9	25.6	27.8	22.3	19.1	权益自由现金流	(13)	(39)	161	251	418

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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