



中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

证券研究报告



德尔玛：灵活高效的互联网家电新秀

——“新方向 &冷思考” 2023W27

邓欣（家电、医美&科技消费）

SAC证书编号：S0740518070004

2023.06.25

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

一、公司定位

多品类多品牌的小家电新秀

成长：以代运营起步的新秀公司

公司从代运营起家，后背靠顺德供应链基础逐步自建产能；现已成为集产销研一体、具多品牌矩阵、具互联网基因的小家电公司。

品牌初创阶段（2011-2014）：起步广告设计，后抓住电商红利起步代运营，2011年孵化自有品牌“德尔玛”。

能力构筑阶段（2014-2018）：自建产能，提高自研自产能力。

多品类全球化布局阶段（2018-至今）：先后通过孵化自有品牌、收购“飞利浦”业务线以及外延“小米”ODM合作等方式 构建多品类多品牌矩阵，并向海外拓展。

公司成长脉络

品牌维度

2011年
创立主品牌
德尔玛

2018年
收购**飞利浦**水健康业务，创立**微新**品牌

2019年
与小米合作，提供**米家**定制产品

2021年
获得**飞利浦**移动按摩产品独家授权

运营维度

2007年
提供品牌形象策划和创意设计服务

2010年
转向**电商**
代运营

2014年
开始**自建**
产能

2016年
自建生产车间和园区配套

2018年后
设立苏州研发中心；在多地成立直播基地

公司股权结构图（上市前）



姓名	职务	出生年份	备注
蔡铁强	总经理	1987	公司创始人
Alex Rishoej	副总经理	1984	飞利浦水健康人员原高管
蔡演强	副总经理	1991	与蔡铁强为兄弟关系
孙斐	副总经理、财务总监	1982	
孙秀云	副总经理、董事会秘书	1986	
陈龙	首席产品官	1989	参与公司早期创业

数据来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

业绩：营收利润稳健增长

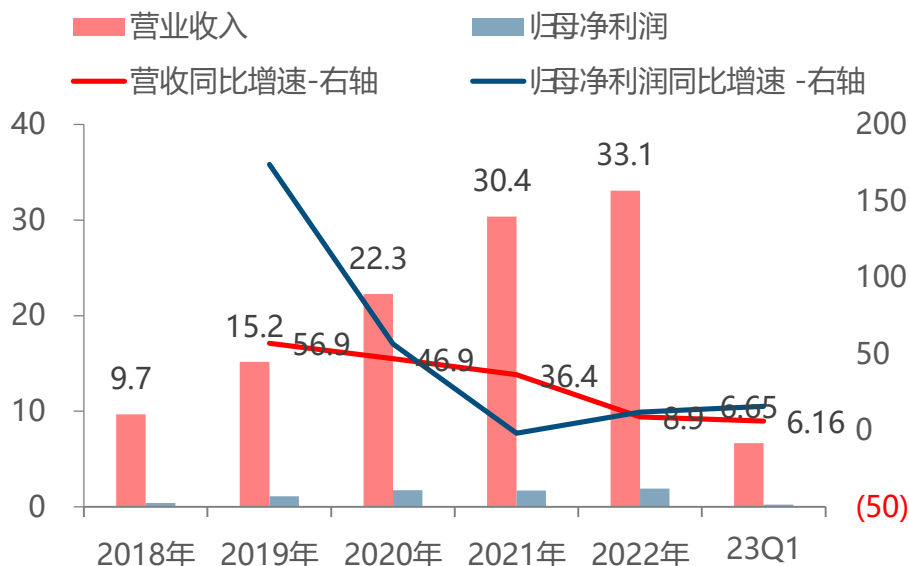
营收端：22年收入**33亿**（+9%），18-22年复合增速**36%**，收购飞利浦品牌 & 合作小米ODM业务拓展贡献主要营收增量。

利润端：22年归母**1.9亿**（+12%），18-22年复合增速**48%**。近两年受疫情影响增速放缓。

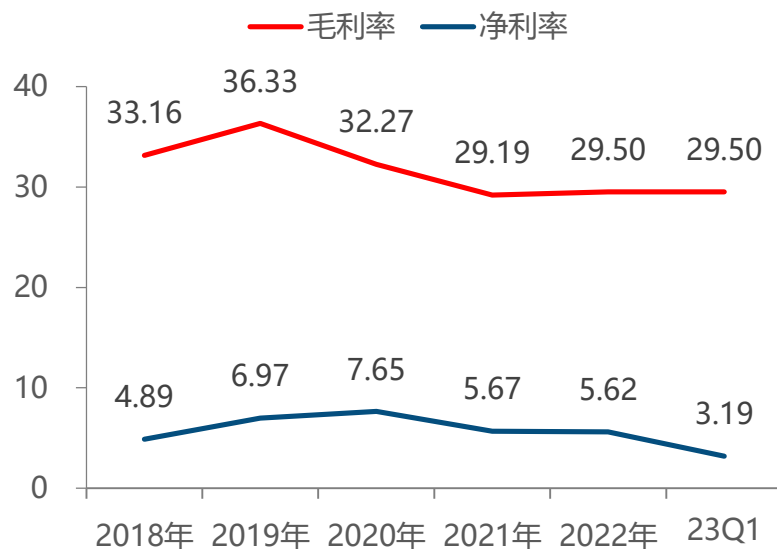
毛利率：22年**30%**，受ODM业务占比提高及原材料价格影响略向下（20年下滑有收入准则影响2.7pct），22年内销中线上直销毛利率**46%**，线上经销毛利率**31%**；内销ODM毛利率**11%**。

净利率：22年**5.6%**，其中品牌授权费约影响**1-1.5pct**。23Q1因淡季原因净利率低于全年。

公司营收和利润规模及增速（亿元）



公司盈利能力变化（%）



品牌：自建+授权，飞利浦为主增长点

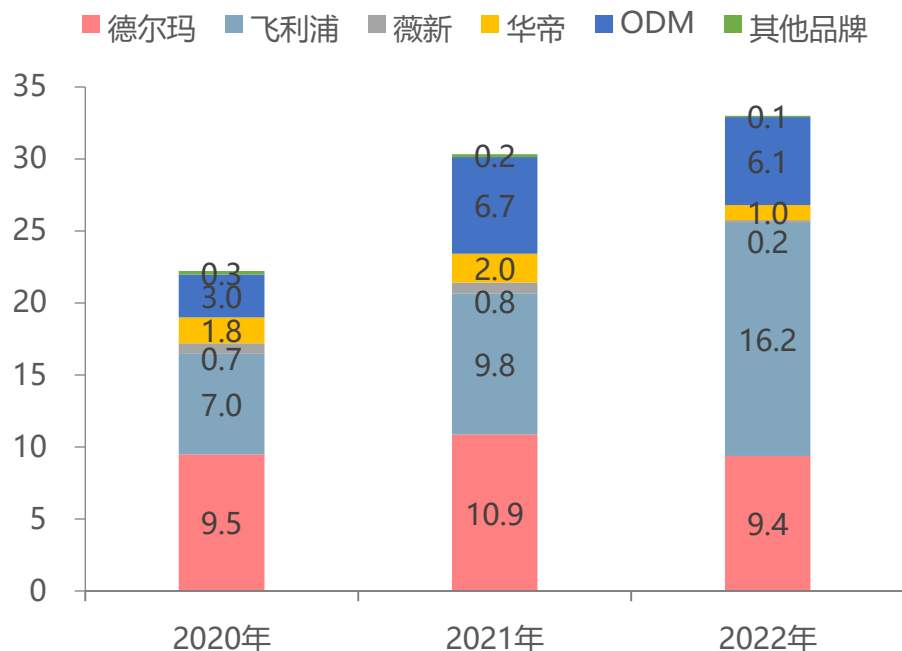
公司通过自建+授权已搭建多品牌矩阵，过去三年核心增长点来自授权获得的飞利浦品牌。

- ①从体量上看，飞利浦品牌规模最大，22年营收占比49%，德尔玛品牌次之，22年营收占比28.4%，薇新和华帝品牌当前收入贡献相对较低，仍处发展期；
- ②从增速上看，飞利浦品牌近两年CAGR高达52.4%，成为拉动公司营收增长的核心驱动力，自有品牌德尔玛近两年CAGR相对持平，但其中洗地机已现高速爆发，驱动未来增长。

公司品牌矩阵情况

品牌	类型	产品类别	2020-2022营收CAGR
飞利浦	授权品牌	水健康类+个护健康类	52.4% 其中水健康+23%
德尔玛	自有品牌	家居环境类	-0.6%
薇新	自有品牌	个护健康类	-47.3%
华帝	授权品牌	生活卫浴类	-24.2%
小米	ODM	家居环境类	43.4%

各品牌历年营收情况（亿元）



数据来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

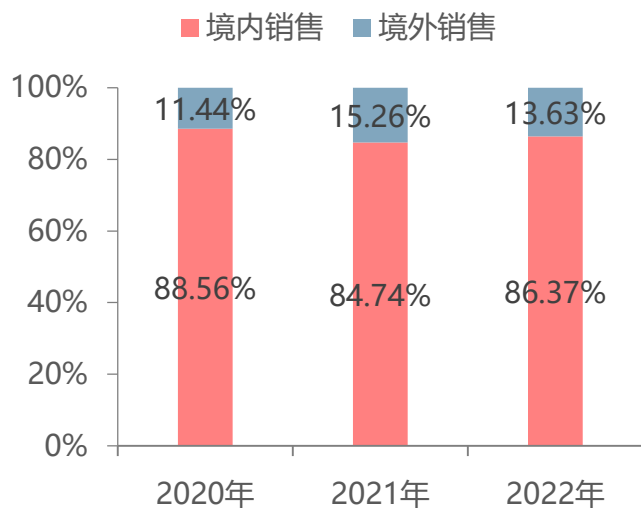
渠道：主攻线上，直营占比高于同业

公司主打内销（营收占比85%），外销主为飞利浦品牌海外线下经销。

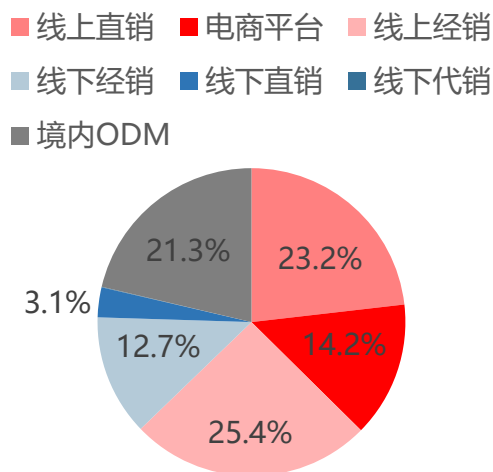
内销主攻线上渠道：剔除ODM业务后（22年在内销中占比21%），公司**品牌业务线上占比高达内销80%**，说明线上为公司最核心销售渠道。

线上直营经销并行。内销中公司**线上直营占线上37%**，直营占比高于同业彰显其灵活高效：德尔玛品牌主采用直营，部分经销；飞利浦品牌个护按摩类主要采用线上经销。

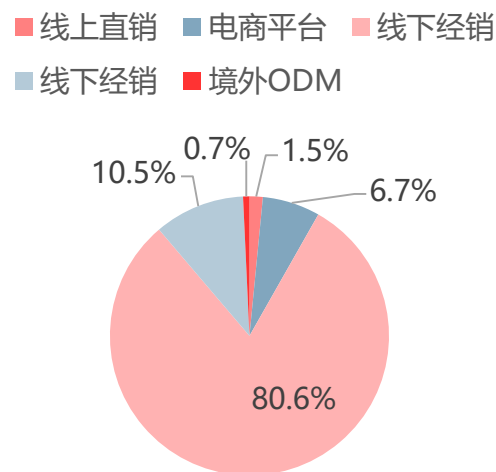
公司以境内市场为主



2022年境内各渠道占比



2022年境外各渠道占比



数据来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

募投：制造能力进一步提升

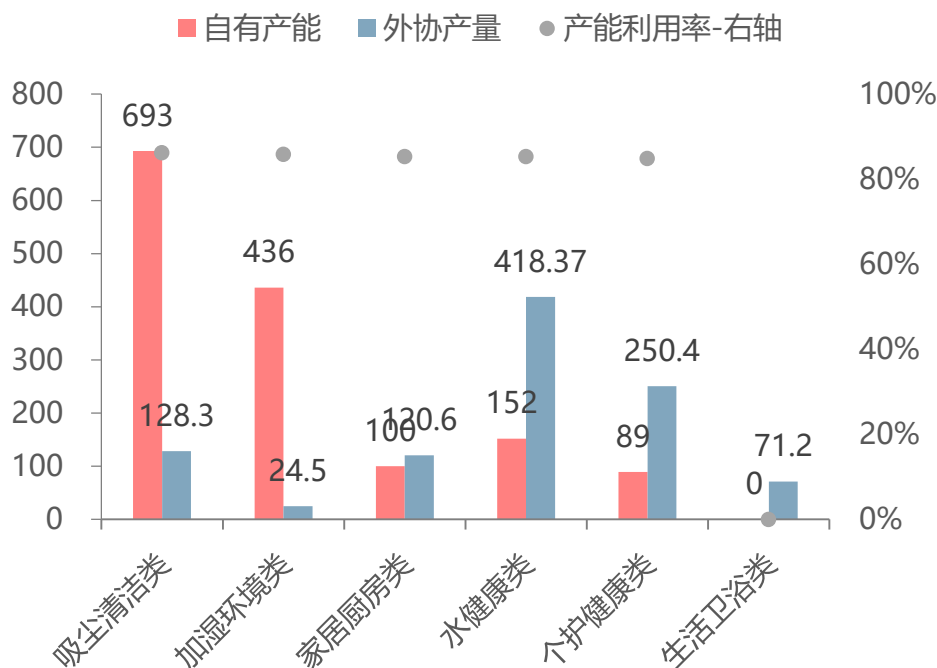
公司本次上市募资15亿主用于智能家电制造基地项目，并强化研发品控和信息化建设。

公司此前水健康、个护健康、生活卫浴类产品主要依靠外协，上市募资后自有产能有望进一步扩大，降低外协依赖，提升生产效率和毛利率水平。

德尔玛募投项目（亿元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金
智能家电制造基地项目	12.38	12.38
研发品控中心建设项目	1.27	1.27
信息化建设项目	1.00	1.00
合计	14.64	14.64

2022年德尔玛产能情况（万台）



数据来源：招股说明书、中泰证券研究所

二、公司策略

——以德尔玛品牌为例

先宽后深、先大后强、拥抱红利

品类定义：先宽后深，先大后强

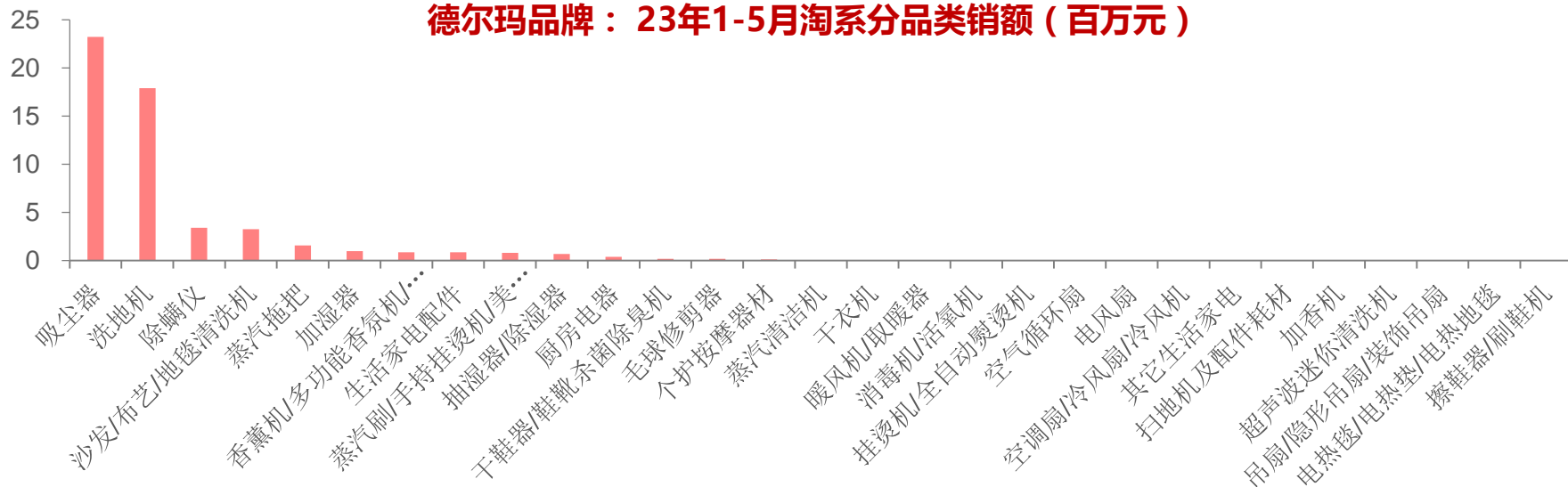
以主品牌德尔玛为例看公司核心策略：

持续拓品，主力为吸尘器+洗地机，此外厨小个护也有所涉及。

迅速成长：①品类上，起家主靠吸尘器、加湿器；后续每年维持拓品，当前成长出洗地机、除螨仪等新支柱产品；②品牌上，公司也持续拓展品牌授权和ODM，先大后强。

先宽后深：我们认为有利于①规避早期单品类的竞争风险，如加湿器近年巨头进入竞争加剧，多品类布局可减轻单一品类竞争压力；②成长空间上不易陷入单一品类发展瓶颈；③打法协同，如吸尘器成功经验可复制洗地机。

德尔玛品牌：23年1-5月淘系分品类销额（百万元）



产品定义：高性价比，差异化爆款

拓品思路主打性价比+差异化。拓品思路强调高性价比和产品差异化，从三个维度入手：①**无线化**，从电源线入手重做部分传统品类；②**组合化**，例如一个喷水拖把，拆下水模块后能扫地；③**mini化便捷化**，尽可能缩小产品体积。

思路明确之下，拓新投入可控。新项目研发多采用 3-6 人小团队，预算投入 200-700 万元水平。22 年公司研发投入 1.2 亿，研发人员 403 人，能支持较多新项目同时研发

德尔玛产品上大多具备独特卖点

公司部分研发项目投入示例



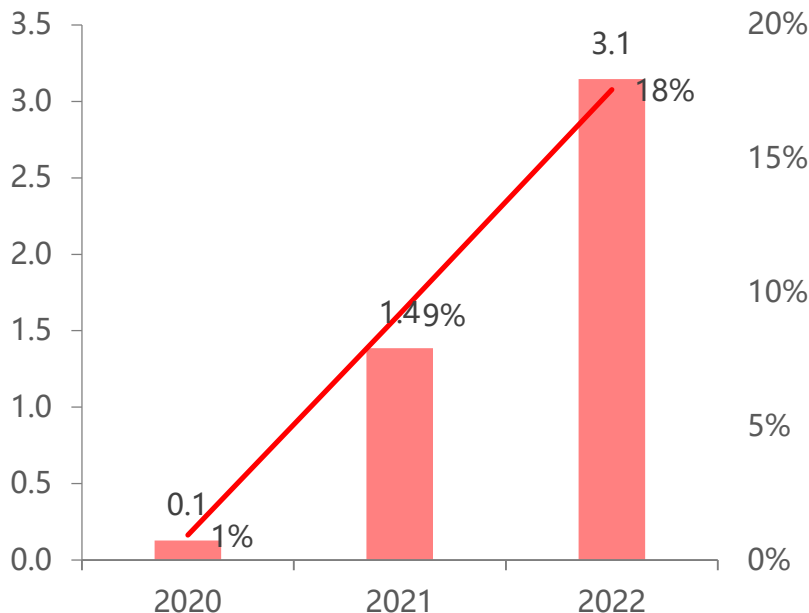
研发项目	核心研发人员数量	预算投入 (万元)
双杯吸尘器	4人	200
双杯除螨仪	3人	250
高转速降噪深层除螨刷头技术	6人	700
布艺清洁机	3人	500
电解水洗地机	5人	700

渠道定义：互联网基因，享抖音红利

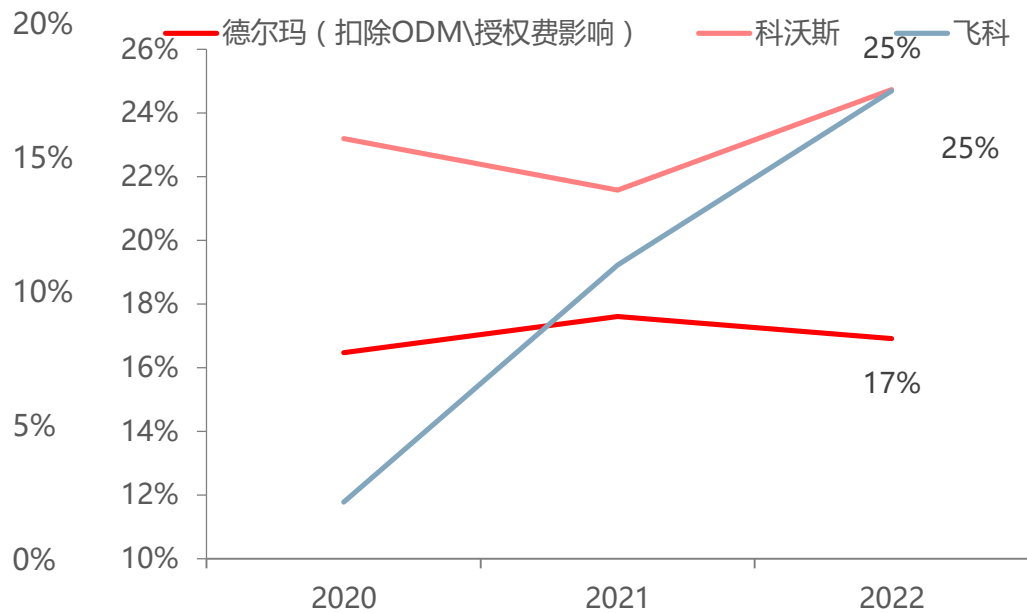
起家代运营具互联网基因，拥抱直播红利。公司早期即抓住淘宝直播合作薇娅（薇娅丈夫谦寻董事长董海锋23年0518持股德尔玛2.27%），后也多次在快手抖音平台合作辛巴、陈赫、罗永浩等。**公司抖音占比显著高于同业：22年抖音占比线上18%。**

抖音占比虽高但费用可控，转化率较可观。对比飞科/科沃斯等抖音占比线上同样偏高的企业，公司销售费用率更低，预计因主推品牌自播降低费率压力，盈利能力或有一定保证。

公司抖音收入（亿元）及占线上收入比例



公司销售费用率（扣除ODM与授权费影响）vs同业



数据来源：德尔玛招股说明书、中泰证券研究所（德尔玛销售费用率计算： $(\text{德尔玛销售费用} - \text{品牌授权费}) / (\text{德尔玛总收入} - \text{ODM收入})$ ）

三、增长展望

洗地机+水家电为未来核心突破点

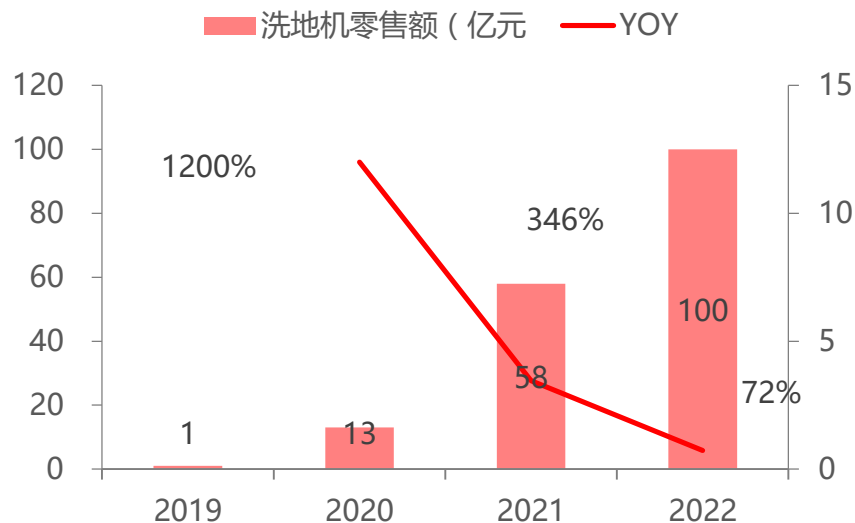
增长看点1：洗地机贡献增量

德尔玛品牌看点——拓展洗地机，享行业爆发红利。

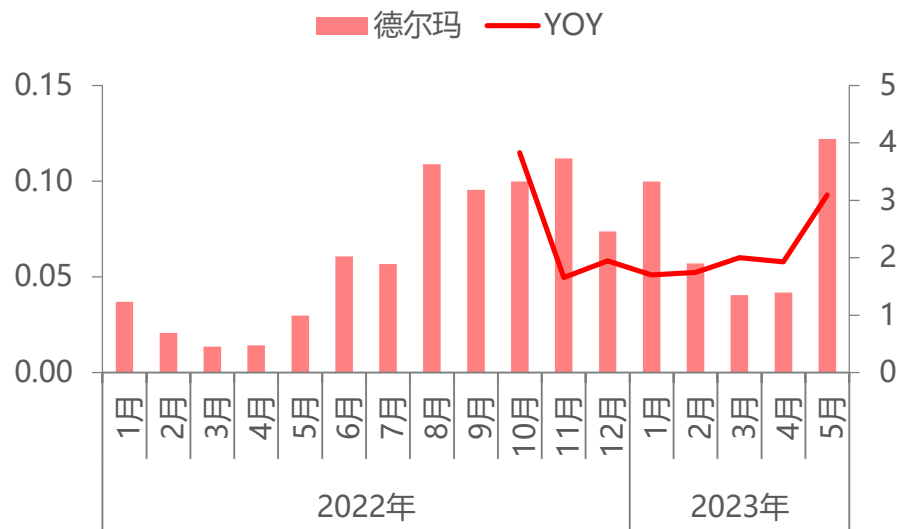
22年公司清洁业务收入11亿（YOY-3%）占比32%，下滑预计与小米ODM收缩有关。

洗地机线上持续高增。洗地机为家电当红新兴品类，20-22年销额**CAGR177%**高速增长，公司从吸尘器切入洗地机拥抱红利。参考奥维，23年1-5月德尔玛洗地机线上销额**+213%**。

洗地机行业销售额高增（亿元）



德尔玛洗地机线上月度销售额（亿元，奥维口径）



增长看点1：洗地机贡献增量

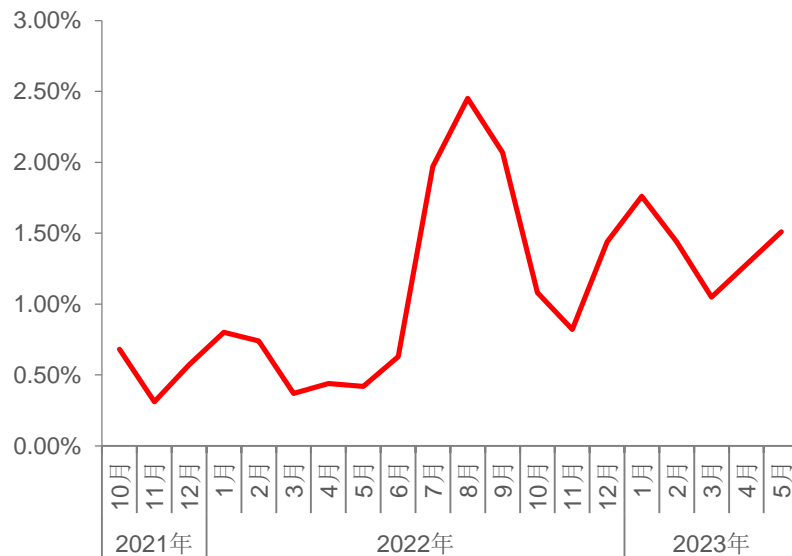
德尔玛品牌看点——拓展洗地机，享行业爆发红利。

公司洗地机23年1-5月市场份额1.5%，高性价比迅速放量。从竞争地位看，公司当前处于行业中游，德尔玛品牌洗地机产品价格带<2000元，主打高性价比，当前正享品类下沉及价格带高速扩容红利。

23年1-5月线上洗地机品牌市占及价格变化（奥维口径）

排名	洗地机品牌	市占率	市占率变化	均价（元）
1	添可	48%	-7%	3001
2	追觅	16%	+10%	3016
3	美的	7%	+4%	2045
4	石头	5%	+2%	2455
5	海尔	3%	+0.3%	2570
6	小米	3%	+0.3%	2009
7	米博	2.2%	+1%	3993
11	德尔玛	1.46%	+1%	1284

公司洗地机销额线上市占率呈提升趋势（奥维）



增长看点2：飞利浦持续放量

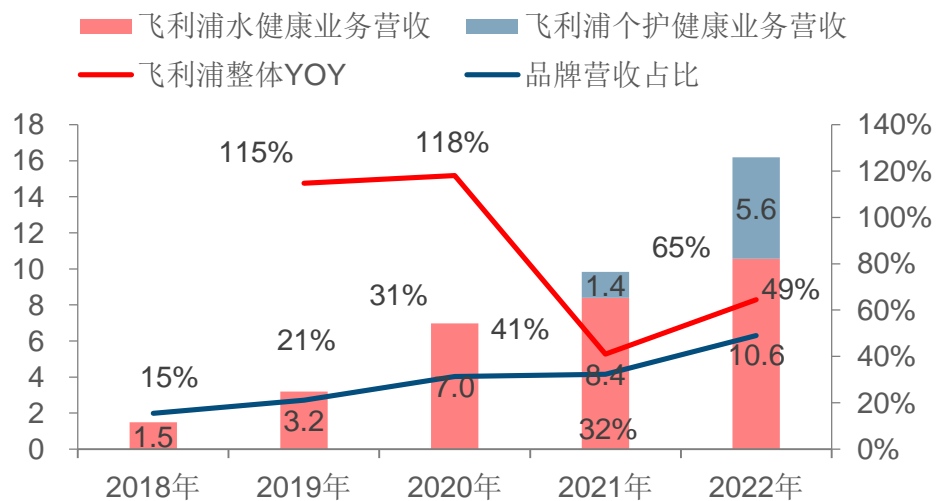
飞利浦品牌看点——拓展个护业务+水家电净饮机类目高增。

22年公司飞利浦业务收入16亿（YOY+65%）占比49%，持续增长放量。

增长一部分源于合作范围扩大。公司18年5月收购飞利浦水健康业务；21年2月深化合作获按摩产品独家授权，6月开始运营，拉动21-22年新拓的个护业务高增。

部分源于品牌力与运营力加持。21、22年品牌水健康业务分别同比+20.3%和25.7%，优于行业水平；个护业务自21年6月运营，22年迅速成长至5.6亿体量+291%，体现运营能力。

飞利浦品牌营收增速和贡献（亿元）



各维度整合赋能

维度	动作
销售	将自身电商运营经验赋能飞利浦，对水健康线上销售体系进行优化
研发	融合研发体系，飞利浦研发保持“系统化”的同时实现“敏捷化”，加快产品推新速度
成本控制	重塑供应链体系，压缩成本，提高毛利率
中后台	将财务、IT、品质等部门与自身相关部门整合，提高管理效率
生产（未来）	12.38亿元募集资金用于智能家电制造基地项目，项目期3年

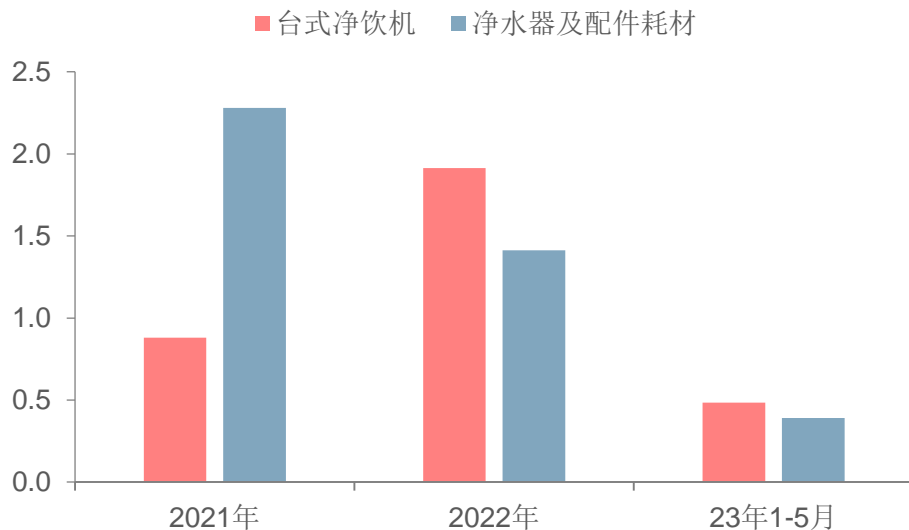
增长看点2：飞利浦持续放量

飞利浦品牌看点——拓展个护业务+水家电净饮机类目高增。

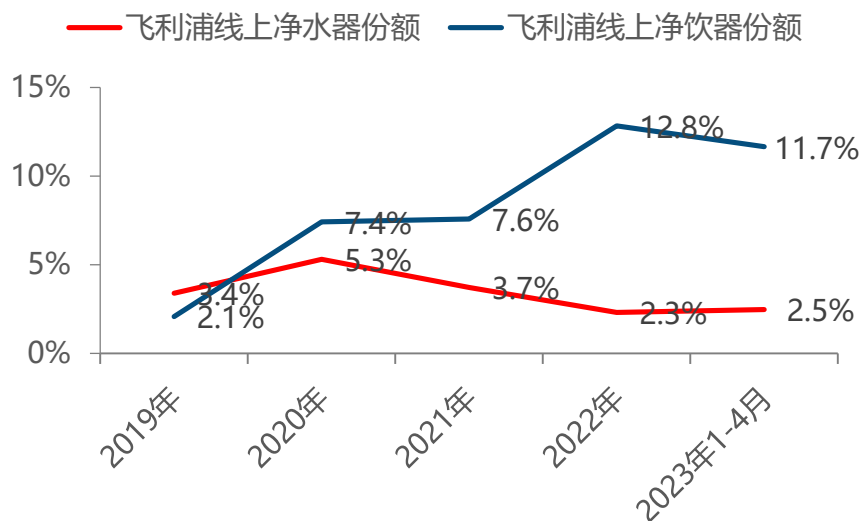
飞利浦水家电主做台式净饮机+净水器，其中净饮机份额在德尔玛有效运营下迅速提升。

参考魔镜淘系口径，21年公司线上主打净水器，22年起净饮机销售额迅速增长，成为拉动整体品牌收入高增的主要驱动力。据奥维统计，飞利浦净饮器线上市场份额从19年的2.1%快速提升至22年的12.8%，为线上**TOP2**。

飞利浦台式净饮机、净水器销额（亿元，魔镜淘系）



飞利浦在净饮机市场份额提高（奥维）



四、研究启示

研究结论

透过互联网新秀标的——德尔玛，公司在有效拓品及运营方面带给我们以下研究启示：

我们理解公司亮点在于：

- ①**高速拓品**：相较同业，公司早期即选择了迅速拓展品类，当前涉及清洁家电 + 水家电 + 厨小个护多个类目，思路上先宽后深先大后强，避免了单一品类竞争压力和天花板。
- ②**注重定义**：公司产品上在定位上打性价比，在细节上重差异化，研发上采取几人小团队形式，每年持续有效大量拓新。
- ③**运营转化**：公司起步代运营，互联网基因强，谦寻董事长入股，公司直营直播占比高灵活运营，充分把握抖音红利且预计营销转化率有相当优势。

我们认为未来看点在于：

- ①**德尔玛**：持续拓品，洗地机望驱动增长，直播渠道运营突出。洗地机快速扩容，德尔玛定位性价比+擅长营销，有望随行业红利持续成长。
- ②**飞利浦**：强品牌力+强运营力协同成长。水家电抓住净饮机扩容机遇，飞利浦品牌力强，市场份额快速提升，未来自建产能后灵活性有望进一步提高。

投资建议

中泰家电行业观点：

➤ 坚守空调：

产业链上下游维持景气趋势，后续内销增长的驱动力有望从补库转换为终端动销，估值仍有提升空间；此外短期政策预期及资金面回流等情绪转好有望助推修复。

推荐标的：坚守一线美的集团、格力电器；博弈二线弹性海信家电；关注长虹美菱。

➤ 关注地产链：

弱经济环境下进入政策博弈期，厨电Q2环比Q1出现边际改善，低估值厨电有望展现弹性。

推荐标的：老板电器、亿田智能、火星人；关注华帝股份。

➤ 关注可选链：

内销618中小熊、石头线上高增，科沃斯全渠道有超预期机会；此外若外销订单好转，出口占比高的新宝、石头在低基数下有望受益。

推荐标的：科沃斯、石头科技、新宝股份、小熊电器；关注倍轻松。

风险提示

1、景气不及预期

存在宏观扰动下，消费复苏低于预期，景气恢复斜率不及预期的可能性。

2、竞争加剧

存在公司涉及的部分子行业竞争加剧的风险。

3、疫情反复

当前国内存在部分疫情反复现象。若疫情爆发程度高于预期，或将干扰整体消费复苏进程。

4、第三方数据失真

本文中援引多个第三方数据进行论证。存在第三方数据失真或未及时更新，导致未能准确反映行业现状的风险。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

感谢您的信任与支持!

邓欣（家电、医美&科技消费）
SAC证书编号：S0740518070004