



证券研究报告·公司深度报告

德尔玛：强品牌加持与新营销赋能

分析师：马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440521070002

发布日期：2023年5月12日

核心观点

- 作为电商运营起家的小家电品牌，梳理公司核心亮点，一是依托前端营销实现对于全链路运营的赋能，二是飞利浦强品牌力的加持。后续围绕家居环境、水健康、个护类三大核心业务，公司有望依托差异化定位与飞利浦强品牌力加持取得份额持续突破，从而带动整体业务的亮眼增长。
- 盈利预测：我们预计2023-2025年公司营收增速分别为25.12%/22.05%/21.45%，归母净利润增速分别为30.47%/26.40%/25.43%。

核心观点

- **历史回顾：电商运营起家的创新小家电品牌。**回顾公司发展历程，从电商运营业务起家，后逐步切入小家电赛道，目前已成长为多品牌、多品类布局的创新小家电品牌。从历史财务表现来看，近年来持续扩张的发展趋势下公司营收持续高增，盈利能力受外部因素的短期冲击略有下滑。核心管理层伴随公司一路成长，高持股比例下与公司利益高度绑定。
- **梳理公司核心亮点：**一是依托前端营销实现对于全链路运营的赋能，公司依托丰富线上运营经验在主流线上渠道均实现布局且成效显著。在此基础上，公司还充分利用线上销售数据指导后端产品开发、设计；另一方面则是飞利浦强品牌力的加持，在公司所布局的相关领域尚未形成强势品牌的前提下，公司有望借助飞利浦品牌实现突破。
- **分业务板块看：**
 - 1) 家居环境类业务，看好公司通过高性价比的差异化路线实现对于吸尘器与洗地机两大核心清洁品类份额的突破。
 - 2) 看水健康业务，品类规模增长与结构化升级趋势有望延续，新能效标准下市场亦开启新一轮洗牌，公司借助飞利浦强品牌力的同时加快布局自产能力，净水器业务有望取得份额进一步突破；
 - 3) 看个护业务，按摩器品类仍有可观前景，当前飞利浦品牌在主流电商平台已处领先地位，未来通过产品持续迭代推广，有望取得份额进一步突破。
- **盈利预测：**我们预计2023-2025年公司营收增速分别为25.12%/22.05%/21.45%，归母净利润增速分别为30.47%/26.40%/25.43%。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；线上销售占比较高的风险；资产和经营规模迅速扩张带来的管理风险等

PART 1

历史回顾：电商运营起家的创新小家电品牌

- 01. 创业历程：从电商运营逐步切入小家电赛道
- 02. 财务表现回顾，营收持续高速增长，盈利能力保持稳健
- 03. 管理层一路伴随公司成长，与公司利益深度绑定

PART 1

历史回顾：电商运营起家的创新小家电品牌

➤ 01. 创业历程：从电商运营逐步切入小家电赛道

2. 见客网电商营收持续高

0. 以卫安标的为切入点，竞争相抢占头部位置，第二梯队为以卫安标下的投资机会

03. 管理层一路伴随公司成长，卫安标

起步于电商运营，后围绕小家电赛道持续深耕

图：公司发展历程梳理

- 2007年蔡铁墙创立佛山市飞鱼广告策划设计有限公司
- 2010年以电商视觉设计为核心竞争，与国内位知名品牌战略合作。
- 2011年成立佛山市顺德区德尔玛电器有限公司“德尔玛Deerma”品牌诞生，销量快速增长。同时，公司为知名品牌提供代运营服务，持续提升电商运营能力。
- 2013年至2014年，深度参与工业设计、技术研发、供应链、生产品质等产品生产关键环节。
- 2014年通过租赁厂房的形式开始逐步构筑产能，同步组件产品自研团队，成功打造一款爆款吸尘器。
- 2016年投入资金自建生产车间及园区配套，为研产销一体化发展奠定坚实基础。进一步壮大产品开发团队，形成一支多环节的产品开发队伍，并逐步搭建起稳健的产品开发体系。
- 2018年建成生产车间及园区配套约五万平方米，并持续拓展租赁厂房，建成较为成熟的现代化制造流水线。开始拓展产品研发方向，逐步形成无线化、小型便捷化、多功能组合化、智能物联和健康生活的产品开发理念，奠定公司产品主要发展方向。
- 2018年6月，收购飞利浦水健康业务，持续深化与飞利浦的合作，陆续获得飞利浦品家独家授权。同时，创立“薇新WellSkins”品牌，“传统护理方式的科技化升级”为品牌理念。
- 公司带中国香港、美国、捷克、德国、英国、西班牙等地设有多家分支机构，积极布局国际化发展。一方面，通过优质的供应链能力和高效的研发能力继续拓展产品品类。一方面，积极开拓自由境外销售渠道，并与飞利浦品牌多品类全球渠道网络布局协同，通过中国核心优势和能力出海，与产业链优势抢占境外市场。总体，形成深耕国内市场，突破境外市场的业务发展格局。

初创阶段
2011年-2014年

研发生产核心能力构筑阶段
2014年-2018年

多品牌、多品类、全球化布局阶段
2018年-至今

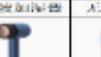
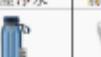
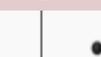
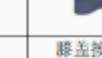
资料来源：招股书 中信建投

目前已成长为多品牌、多品类布局的小家电品牌

图：公司现阶段的品牌矩阵和产品品类布局

品牌	类型	主要产品品类	2022年营收占比
 德尔玛 Deerma	自有品牌	家居环境类	28.43%
 飞利浦 Philips	授权品牌	水健康类及个护健康类	49.03%
 薇新 WellSkins	自有品牌	个护健康类	0.62%
 华帝 Vatti	授权品牌	生活卫浴类	3.13%

资料来源：招股书 中信建投

品类	主要产品	2022年营收占比
家居环境类	 高速吸尘器  无线吸尘器  有线吸尘器  手持吸尘器  扫地机器人  手持蒸汽拖地机  双桶蒸汽拖地机  蒸汽清洁机  超声波加湿器  无雾加湿器  蒸汽加湿器  布艺清洗机  挂烫机  毛球修剪器  无线转圈机	46.90%
水健康类	 厨下净水器  净饮机  管线机  全屋净水  前置过滤器  气阻机  净水器  水秤  过滤水杯  碧然乐  电热水壶  电热水壶  蒸汽热水壶  饮水机	31.99%
个护健康类	 眼部按摩器  按摩披肩  膝盖按摩器  筋膜枪  足浴按摩器  颈部按摩器  按摩眼罩  直发梳	17.67%
生活卫浴类	 手工水槽  厨房龙头  花洒套装	3.13%

资料来源：招股书 中信建投

PART 1

历史回顾：电商运营起家的创新小家电品牌

业务方案：从电商运营逐步

➤ 02. 财务表现回顾，营收持续高速增长，盈利能力保持稳健

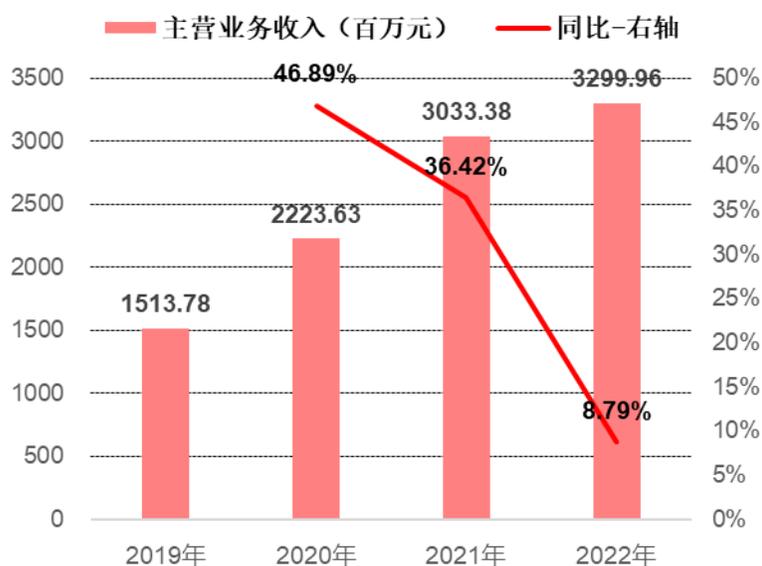
01. 互联网营销运营起家，线上线下渠道布局，竞争相抢占头部位置，第二梯队品牌，对剩下的投资机会

➤ 03. 管理层一路伴随公司成长，与行业

营收端：公司尚处快速扩张期，过去3年复合增长率在40%以上

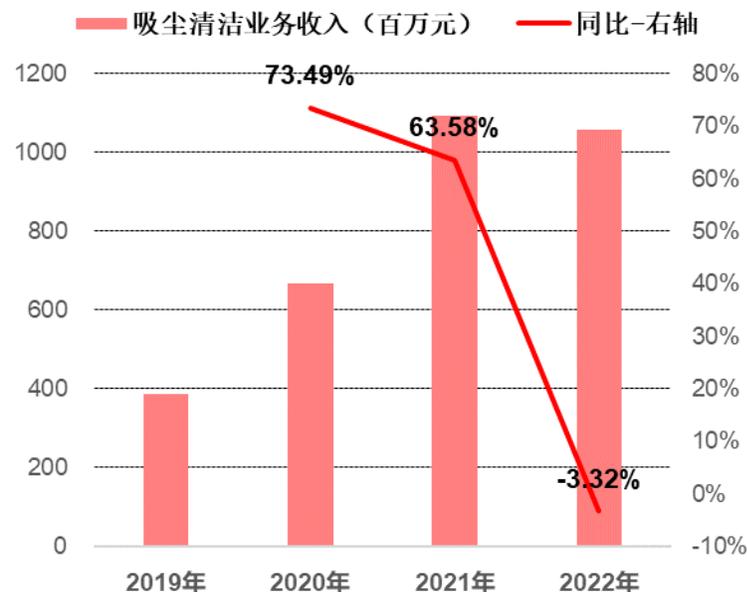
- **品牌扩充、产品推新等要素拉动公司近年收入持续高增。**从总体营收表现来看，19年至今公司主营业务收入持续维持高速增长。拆解增长原因，排除品类增长红利因素外，**公司所进行的多维度扩张是实现高速增长的重要原因：**
- 一方面，以吸尘器、蒸汽清洁机为代表的品类，公司持续研发开拓新品，打造爆款，有效的拉动了公司营收的增长。
- 此外，18年之后公司相继获得飞利浦水健康、按摩器业务授权，强品牌力加持也有效的拉动了相关品类的收入增长。

图：公司主营业务收入规模及变动



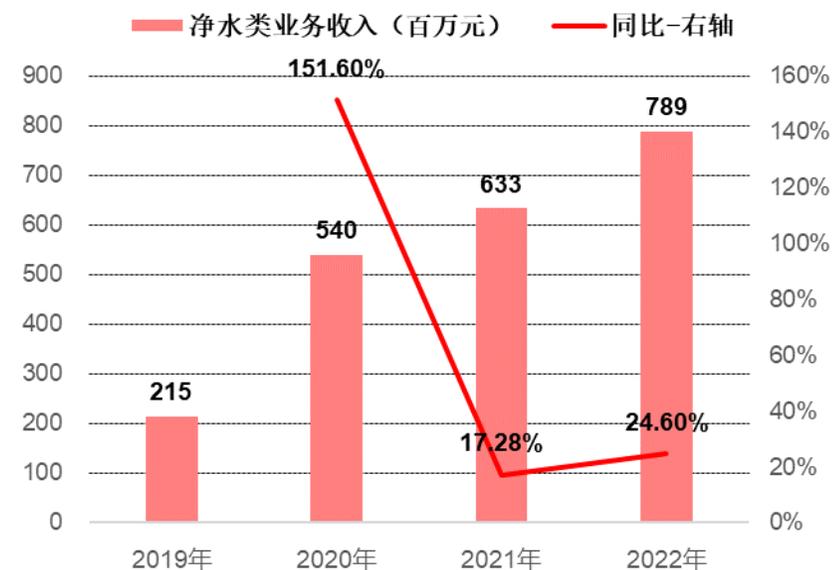
资料来源：招股书 中信建投

图：公司吸尘清洁产品销售情况



资料来源：招股书 中信建投

图：公司净水器业务收入表现

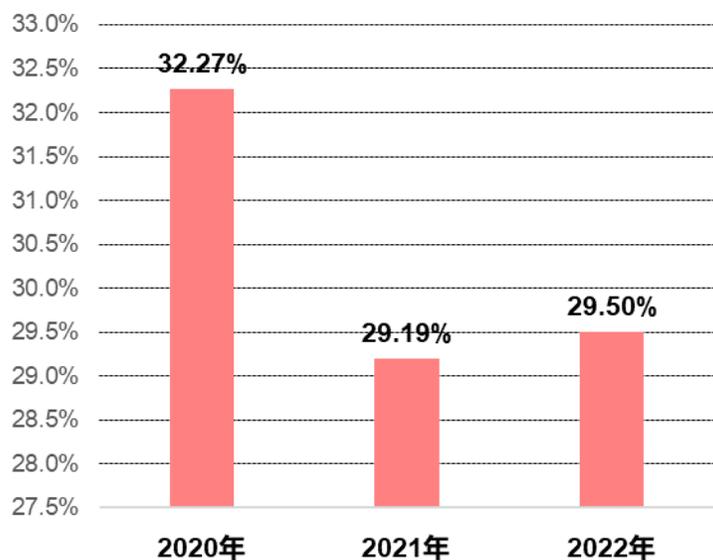


资料来源：招股书 中信建投

盈利端：外部环境冲击下公司整体盈利能力短期略有下滑

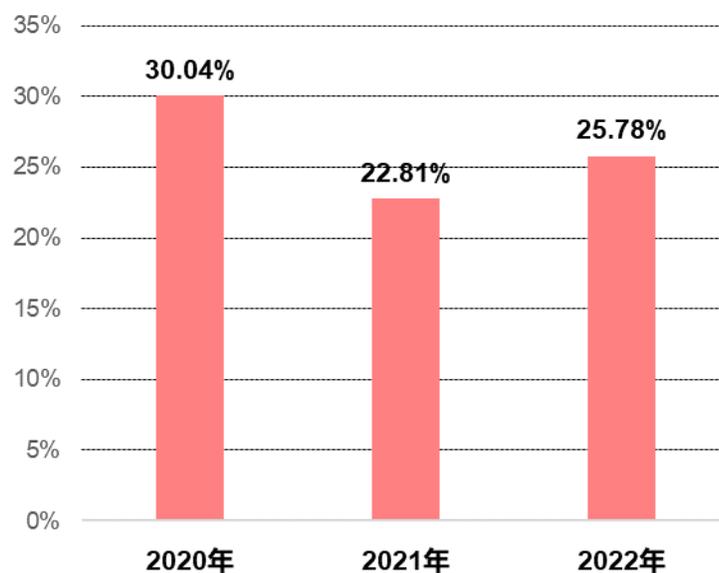
- **从公司整体盈利表现来看**，20-21年受原材料及相关成本压力加大以及低毛利米家ODM业务占比提升影响，公司毛利率短期有所下行，进入22年上半年维持相对平稳状态。
- **从核心品类吸尘清洁来看**，受米家业务占比持续提升以及部分年份对老款产品进行促销的影响，公司20-21年品类盈利能力有所下滑。
- **从核心品类净水器及滤芯来看**，20年受净饮机、厨下净水器等产品收入占比提升，产品结构优化的影响，毛利率同比有所改善，进入21年受低毛利渠道（线下经销&境外渠道）占比提升的影响，公司毛利率又有所下降，进入22年保持相对平稳。

图：公司整体毛利率变化



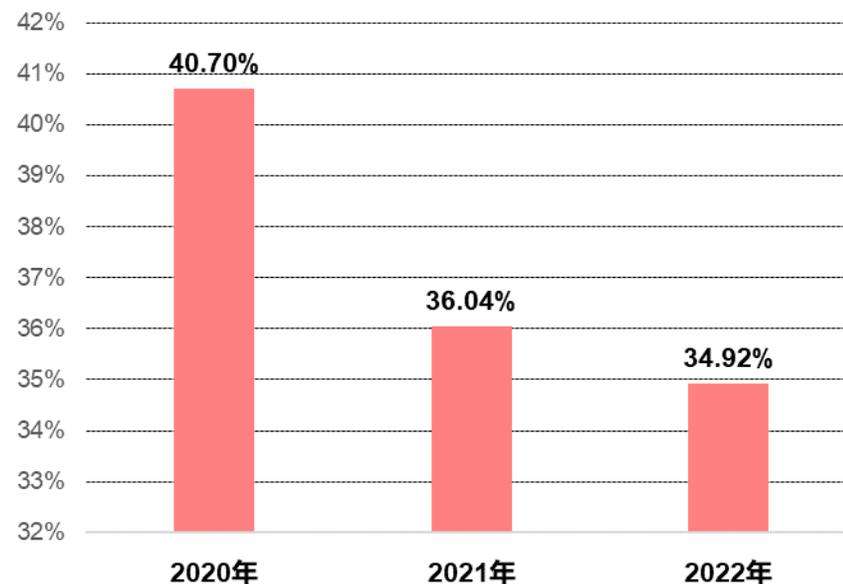
资料来源：招股书 中信建投

图：公司吸尘清洁产品毛利率变化



资料来源：招股书 中信建投

图：公司净水器业务毛利率变化

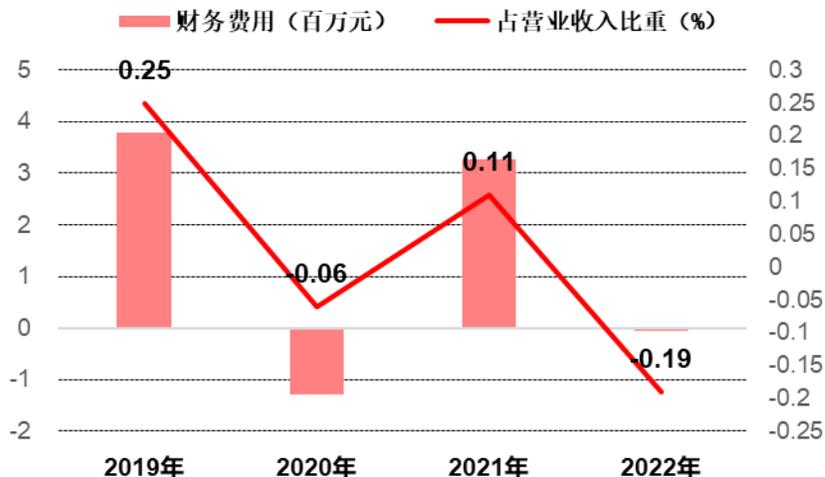
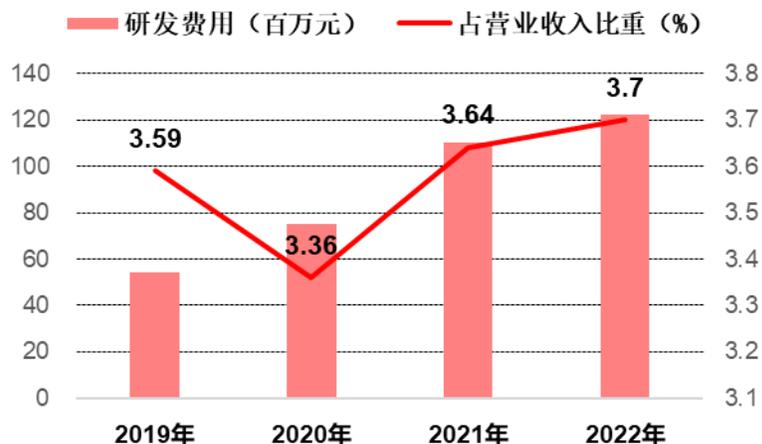
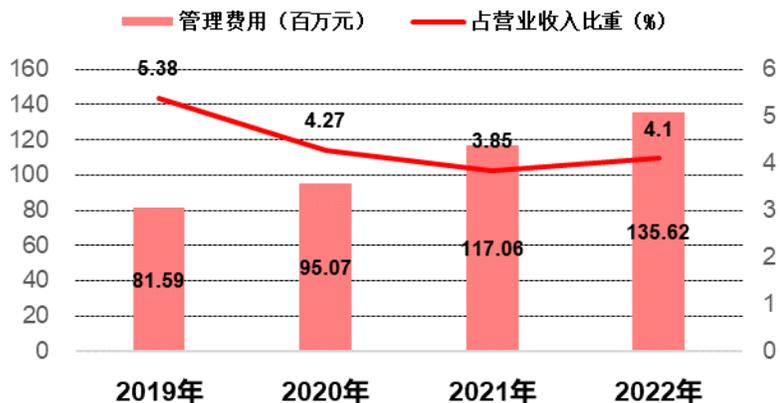
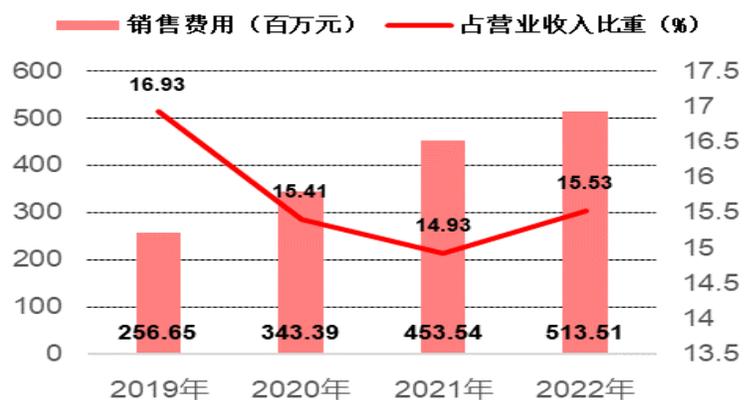


资料来源：招股书 中信建投

费用端：费用投放基本与公司营收规模同比例增长，其中销售费用占据最大比重

- 从期间费用率整体表现来看，19年以来，公司期间费用整体占营收比例基本稳定，即伴随公司营收体量的扩大，各项费用也基本同比例增加投放。从占比最高的销售费用来看，20年以来这一费用的快速增长主要系公司新品持续开拓过程中促销推广费增长所致。

图：公司各项费用及费用率变化



PART 1

历史回顾：电商运营起家的创新小家电品牌

1. 亿方堂：从电商运营逐步

2. 见客网：电商营收持续高

0. 互联网标榜的商业模式，竞争者争相抢占头部位置，第二梯队企业，在剩下的投资机会

➤ **03. 管理层一路伴随公司成长，与公司利益深度绑定**

核心高管一路伴随公司成长，与公司利益高度绑定

- 以创始人蔡铁强为代表的核心管理层从早期带领公司从电商运营转型小家电业务，到后期主导飞利浦品牌收购，打造多品牌、多产品线的布局，完整伴随公司整个发展周期，在公司供应链管理、产品设计、销售环节起到了核心的作用。
- 从核心管理层的持股比例来看，董事长及董事合计持有公司股权比例超一半，与公司利益高度绑定。

图：核心高管持股比例

姓名	职务/亲属关系	持股情况
蔡铁强	董事长、总经理	通过飞鱼电器、佛山鱼聚和珠海鱼池合计控制德尔玛44.61%的股份
蔡演强	董事、副总经理	直接持有德尔玛8.65%的股份
孙雯	副总经理、财务总监	通过珠海鱼塘间接持有德尔玛0.13%的股份
孙秀云	副总经理、董事会秘书	通过珠海鱼塘间接持有德尔玛0.08%的股份
陈龙	其他核心人员	通过珠海鱼塘间接持有德尔玛0.37%的股份

资料来源：招股书 中信建投

图：创始人蔡铁强履历

- 2007年 创立佛山市飞鱼广告策划设计有限公司
- 2011年 创立飞鱼电商
- 2011年7月 创立德尔玛前身德尔玛有限
- 2011年7月-2015年1月 担任德尔玛有限监事
- 2012年 担任佛山市顺德区飞鱼品牌设计有限公司
- 2015年1月至2020年9月 担任德尔玛有限董事长
- 2015年1月至2020年9月 德尔玛整体变更为股份公司至今，担任德尔玛董事长、总经理

资料来源：招股书 中信建投

PART 2

核心亮点：强势品牌力+营销赋能全链路运营

➤ 01. 飞利浦强品牌力加持，助力相关业务实现快速突破

02. 飞利浦强品牌力加持，助力相关业务实现快速突破

18年起公司陆续获得相关品类飞利浦品牌授权

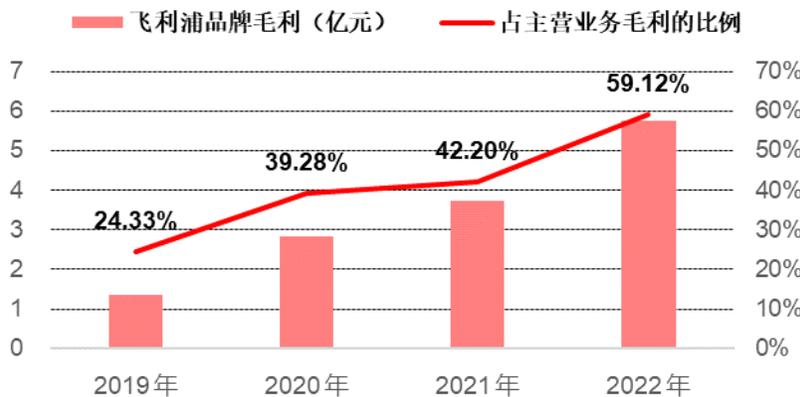
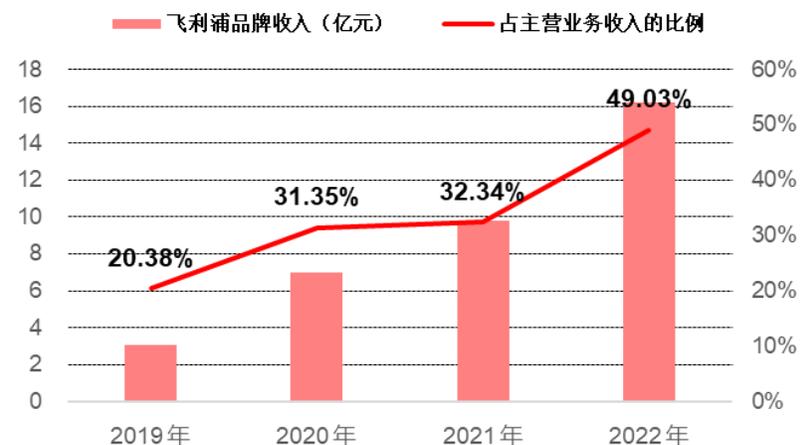
- 18年6月，公司与相关方签署《飞利浦商标许可协议》，就此公司获得飞利浦商标在净水器、饮水机、滤芯、热水器等品类的授权，并获得便携式按摩器的试用授权。在此基础上，21年2月，公司与相关方进一步签订《商标许可协议修正案》。自此，公司完全拥有了包含净水、燃气热水器、坐便器、便携式按摩器等系列品类上飞利浦的商标使用权。同期飞利浦品牌给公司贡献营收比重也逐步加大，截止22年上半年，飞利浦品牌营收贡献已经接近50%。

图：公司当前所获飞利浦品牌授权的相关品类及适用地区

被授权产品	被授权地域
净水器、饮水装置和制作饮品的装置、滤芯、电热水器（包括家用电热水器和空气能热水器）	全球
燃气热水器	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）、俄罗斯
电子坐便器、坐便器和坐便盖（一体式和分体式）	澳大利亚、新西兰、大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）
水龙头、淋浴器、不可移动（固定式）卫生间电子干手器和毛巾器	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）
便携式按摩器（不包括按摩椅，个人隐私部位按摩器，头皮按摩器，皮肤治疗按摩器以及基于TENS技术或红外加热技术的按摩器）	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门） 澳大利亚、新西兰、越南、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚、韩国、日本（为授权试用期）

资料来源：招股书 中信建投

图：飞利浦品牌为公司贡献营收及其所占比重

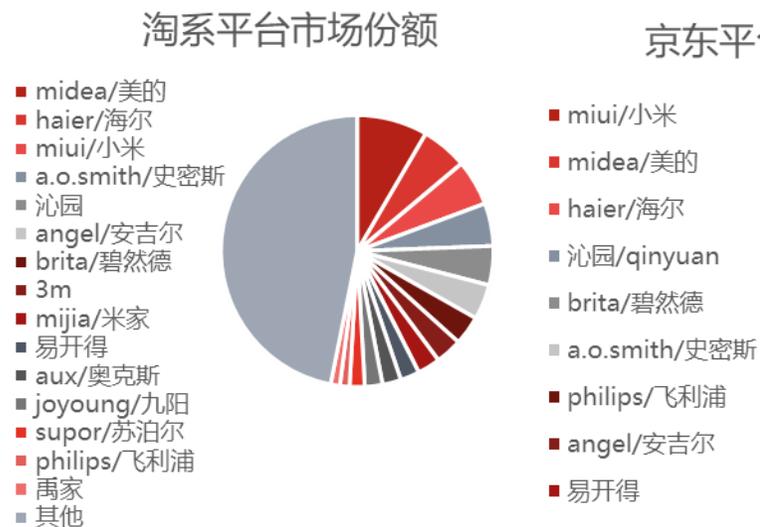


资料来源：招股书 中信建投

尚未形成强势品牌的背景下，相关品类有望借势飞利浦实现快速突破

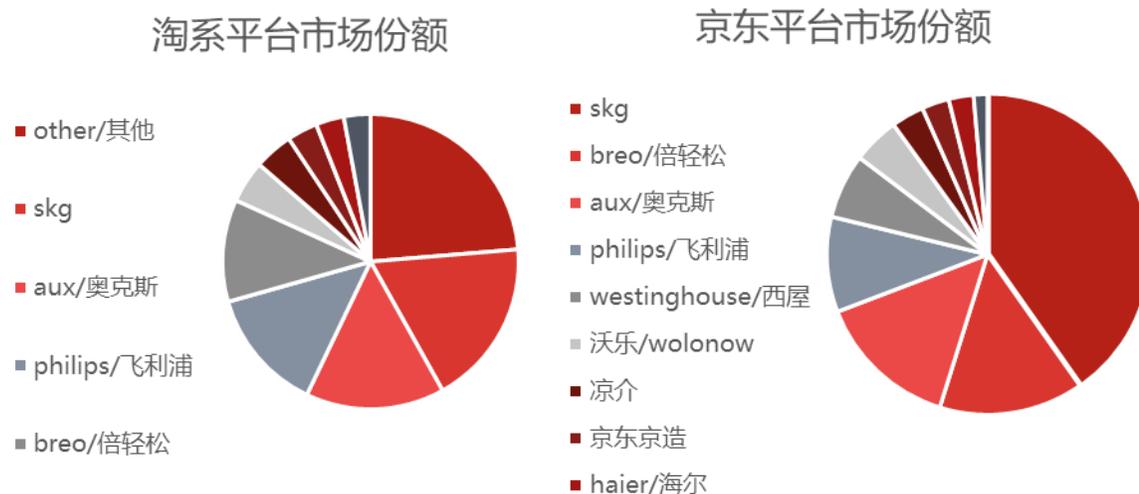
- 公司当前依托飞利浦品牌所布局的品类主要为净水器与便携按摩器，**而当前阶段来看，净水器与便携按摩器市场均尚未形成有效占据消费者心智的强势品牌。**首先是净水器品类，当前市场中尽管有一些传统品牌进行布局，但整体格局仍较为分散，市场并无明显强势品牌；对于便携按摩器品类而言，倍轻松、skg等国内专业性按摩器品牌取得一定先发优势，份额较为领先，但当前飞利浦品牌份额相较倍轻松、skg差异并非十分显著，我们预计后续仍然有望凭借深厚品牌积淀实现份额突破。
- **基于此，我们判断，公司有望借助飞利浦强大品牌力在净水器与便携按摩器业务上实现有效突破。**

图：23年一季度净水器品类淘系、京东市场格局



资料来源：魔镜数据 中信建投

图：23年一季度便携按摩器品类淘系、京东市场格局



资料来源：魔镜数据 中信建投

PART 2

核心亮点：强势品牌力+营销赋能全链路运营

02. **前端营销赋能全链路运营**

营销如何为全链路赋能？以消费者需求为起点，互联网为工具

➤ **遵循以消费者需求为导向的产品研发逻辑，高度重视消费者调研：**通过每两周召开的产品委员会，确定产品开发方向，通过产品设计、开发、开模、试产、验证、内测和封样等多个环节实现产品上线

➤ **产品快速迭代能力：**发挥互联网品牌直接对话消费者优势，通过网络快速洞察消费者需求痛点，第一时间启动产品概念验证，在提升品质的同时大大缩短推出新品周期，实现产品的快速开发迭代

➤ **快速响应的供应链能力：**通过打通产销系统，信息化形成订单排产、品质控制、仓储等经营生产管理计划体系，并不断加大自动化投入，不断提升生产效率

产品 **爆款** 营销

➤ **2010年进入电商代运营领域，沉淀了丰富的电商运营能力：**与主流电商、新兴社交电商、主播等合作紧密，打造自有直播

➤ **充分挖掘互联网销售带来的数据潜力，并以数据分析结果进一步指导营销活动：**基于私域用户数据，围绕知晓、兴趣、购买、忠诚的消费者生命周期，细化不同圈层的消费者画像，寻找新客，挖潜老客，提高营销的精准度和交互的转化率

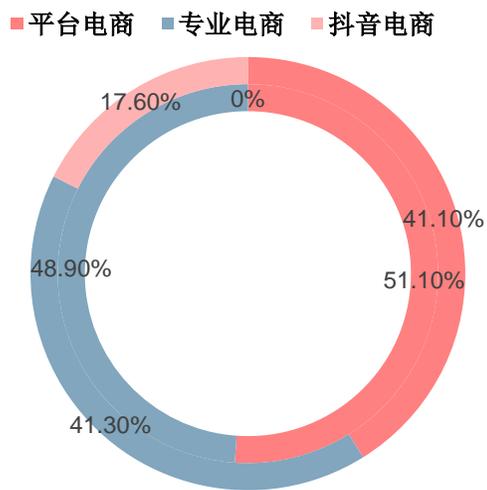
➤ **互联网数据引导产品开发：**从传统网购的好评/差评数据分析，到社群 KOC 用户的评价，再到大批量的消费者画像数据分析提出产品开发及改进理念

资料来源：招股书 中信建投

近年来线上渠道格局变化，营销打法也相应出现巨大变化

- 自22年开始，以抖音为代表的平台依托强大用户流量池开始发力内容电商，短期内交易规模大幅提升。从22年全年的情况来看，抖音平台销售额所占线上渠道整体的比重已经达到17.6%，很大程度上改变了以往站内平台（包含专业和平台电商平台）为主导的竞争格局。
- 线上渠道格局的变化使得品牌线上营销打法也出现明显的变化。**传统站内平台（天猫、京东）的营销推广方式主要围绕钻展、直通车、京准通等，以抖音为代表的站外平台主要传播形式转化为直播、短视频、图文内容等，因而在营销打法上更加注重对于短视频内容创作、直播间话术编排、场景搭建等，**与原本的站内平台推广营销模式出现了巨大的差异。**

图：公司2022年线上渠道各平台零售额结构



资料来源：奥维云网 中信建投

图：抖音平台主要营销推广方式（短视频、直播带货、图文）



资料来源：抖音app 中信建投

得益于此前电商运营经验，公司线上布局完善且模式成熟

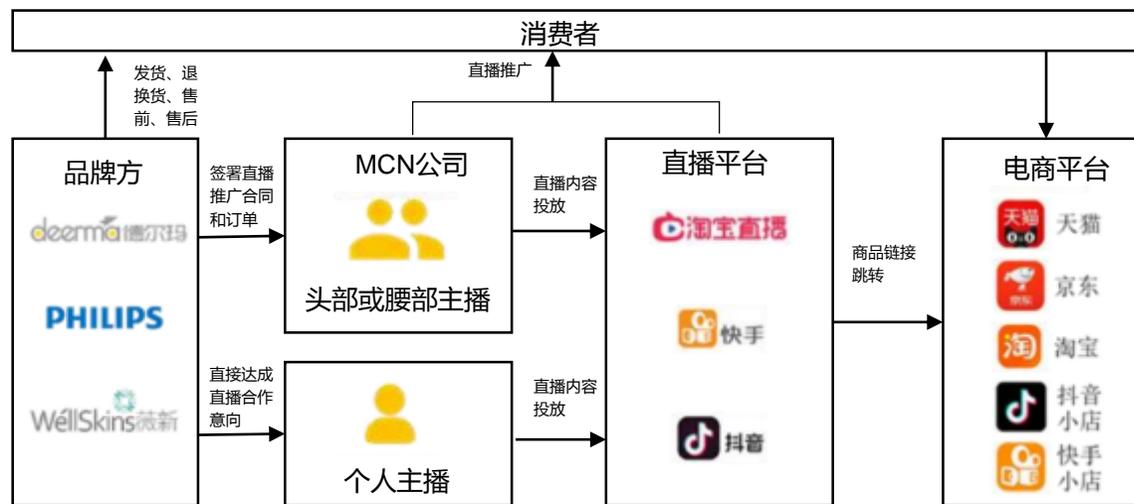
- 基于此前的电商运营经验，公司当前的销售模式亦核心聚焦线上渠道，目前已经通过不同模式几乎覆盖了包含天猫、京东、抖音、唯品会等在内的全部主流电商平台，线上渠道布局已经较为完善。
- 对应上线上渠道营销打法，除了淘系、京东这些传统站内平台推广工具（钻展、直通车等），围绕最新社交电商平台中所涌起的全新直播带货（含达播、自播）形式，当前公司也已经形成了一套成熟的业务模式。

图：公司当前线上渠道布局较为完善

分类	占比
线上直销	20.02%
电商平台	12.29%
线上经销	21.93%
线上渠道合计	54.23%

资料来源：招股书 中信建投

图：头部/腰部主播合作推广模式

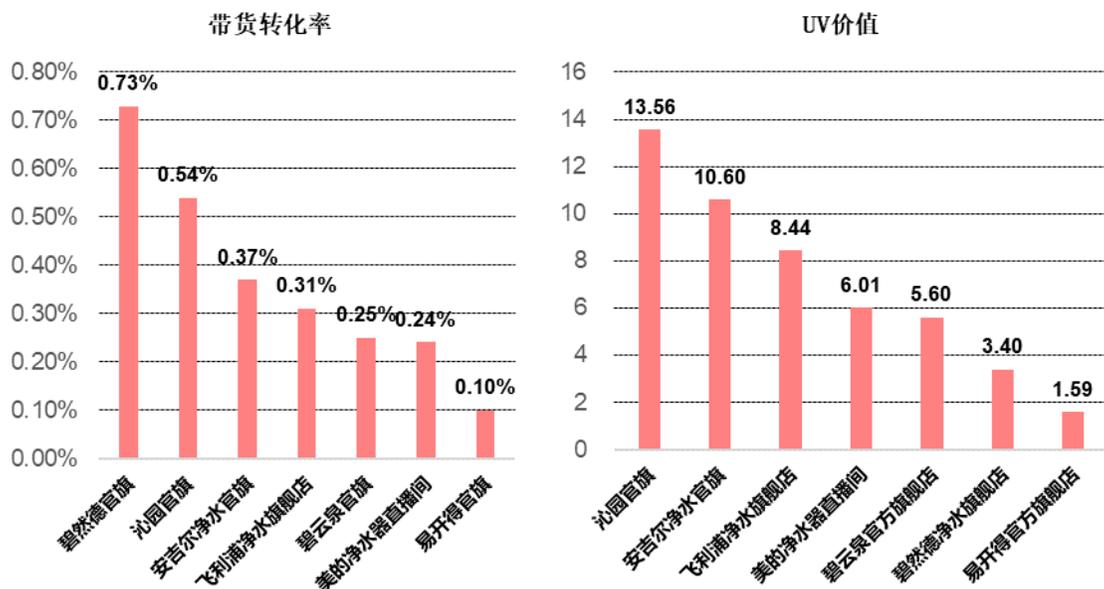


资料来源：招股书 中信建投

看抖音电商平台，公司运营成效在头部品牌中亦处领先地位

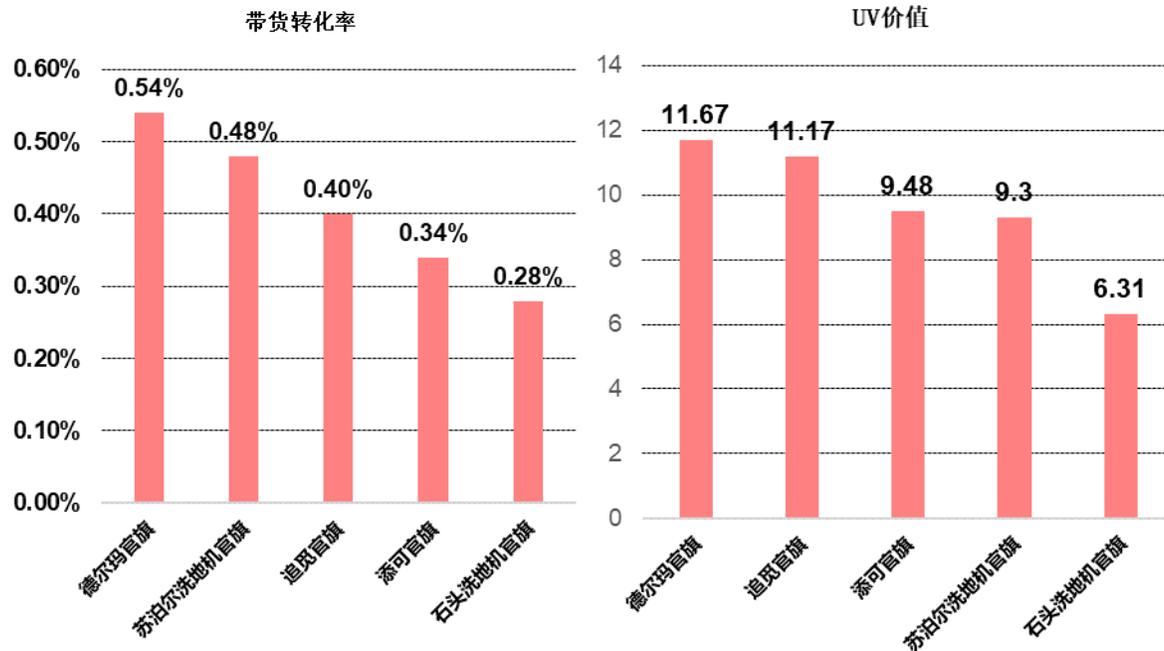
- 围绕净水、洗地机两大核心品类，通过抖查查数据对比公司与同业头部品牌旗舰店在抖音平台的运营成效。
- 看净水品类，飞利浦净水旗舰店直播间近90日转化率在0.31%，处于头部品牌中游水平，从单个访客所贡献的销售额（UV价值）来看，飞利浦净水器大约在8.8元，基本已经处于头部品牌中较高的水平；
- 看洗地机品类，德尔玛官旗直播间无论是在转化率还是UV价值维度均明显领先现有头部洗地机品牌。

图：净水品类主要品牌官旗抖音平台运营成效对比



资料来源：抖查查 中信建投

图：洗地机品类主要品牌官旗抖音平台运营成效对比

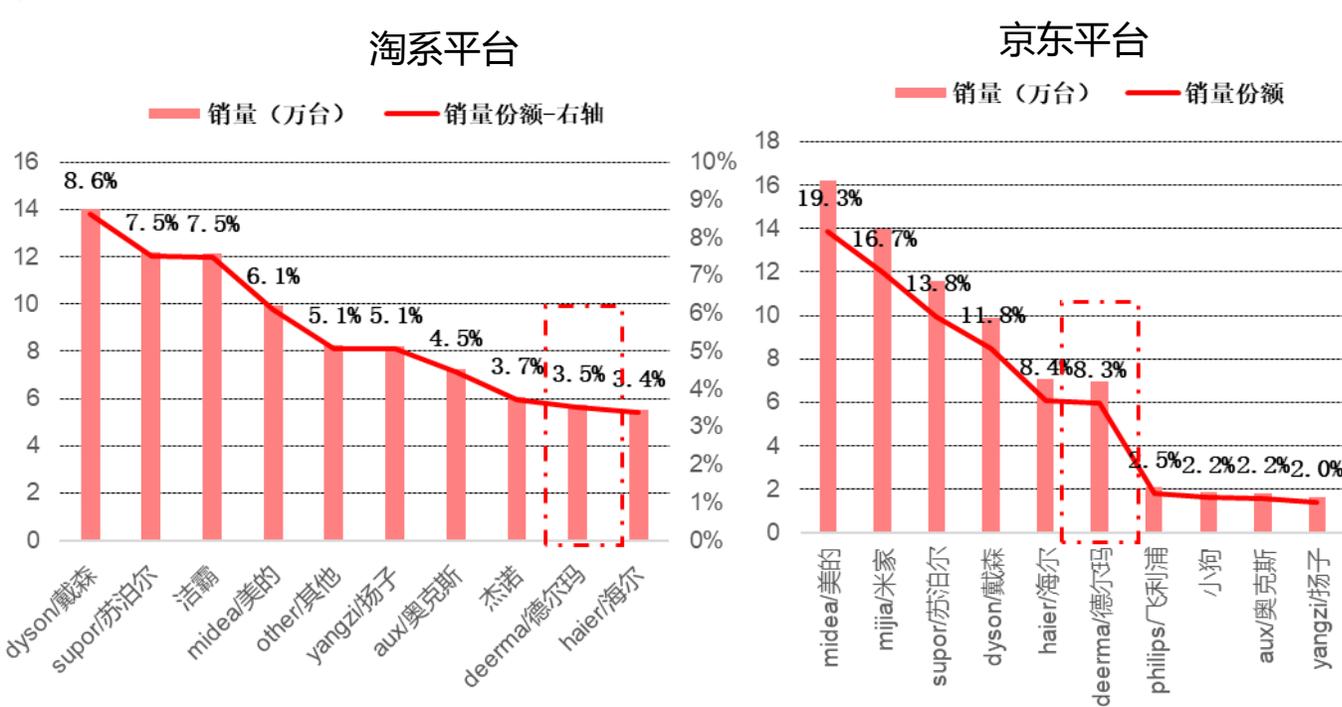


资料来源：抖查查 中信建投

目前公司核心品类在主要线上平台均取得亮眼经营表现

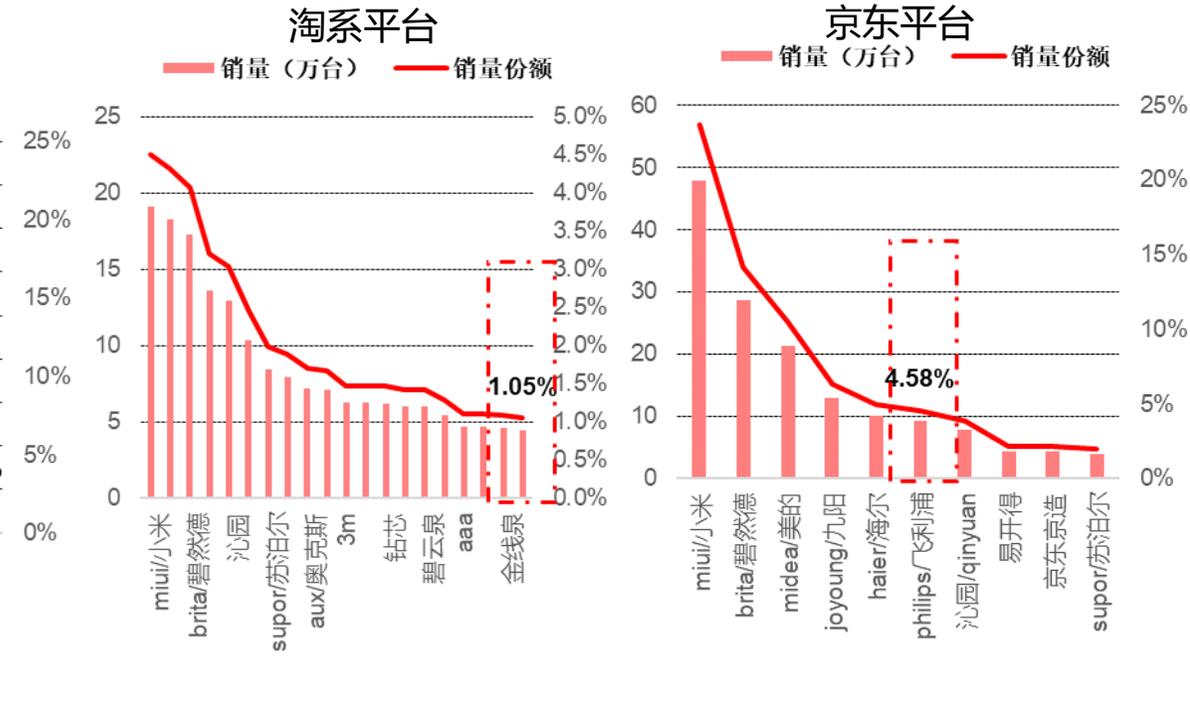
- 如果梳理公司在主流线上渠道的市场表现：
- 1) 从淘系、京东平台来看，23年一季度德尔玛品牌旗下吸尘器产品销售量基本稳居京东平台top6，在天猫平台排名亦基本处于top10，飞利浦品牌旗下净水器产品在京东平台销量排名亦基本处top6。
- 2) 如果从抖音平台的表现来看，当前德尔玛在吸尘器品类基本稳居Top4。

图：淘系/京东平台23年一季度吸尘器产品市场销量份额及排名



资料来源：魔镜数据 中信建投

图：淘系/京东平台23年一季度净水器市场销量份额及排名

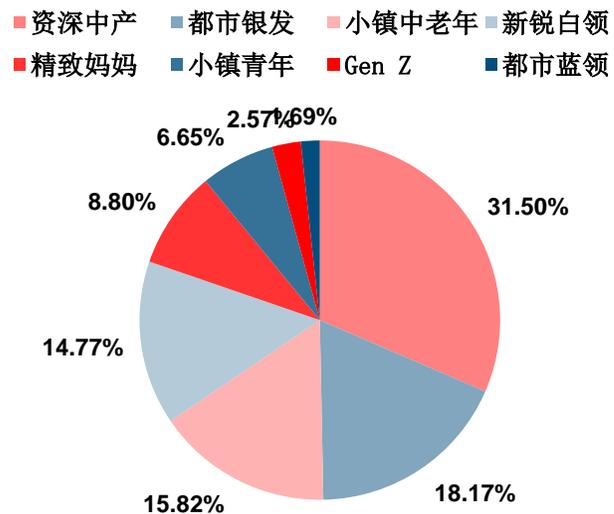


资料来源：魔镜数据 中信建投

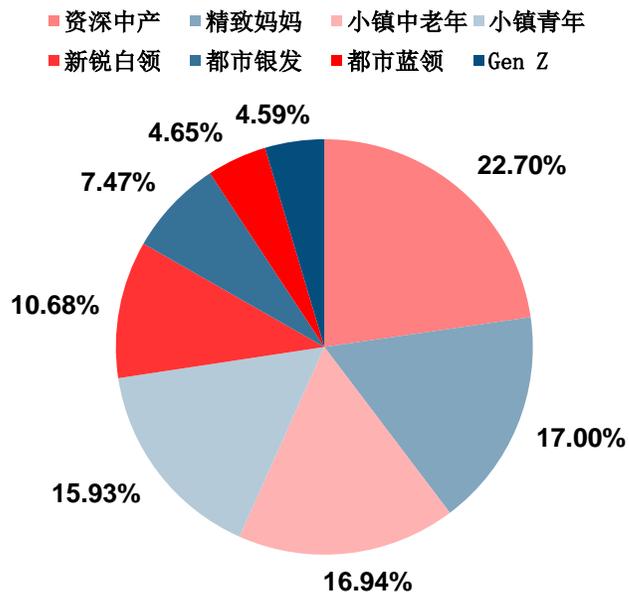
依靠线上终端销售数据，公司在后端产品开发、设计方面更有优势

公司当前以线上渠道为主的销售模式，很大程度上省去了零售商、分销商、批发商等中间环节，能够更为直接的对接消费者，了解终端消费者需求变化。从传统电商平台网购过程中的好评、差评数据、到社交电商平台中部分KOL评价以及众多电商数据平台所提供的用户画像数据，**基于此，公司可以从终端数据提出新的产品开发和改进要求，然后通过产品设计、开模、验证、内测等多个环节实现产品上线。**

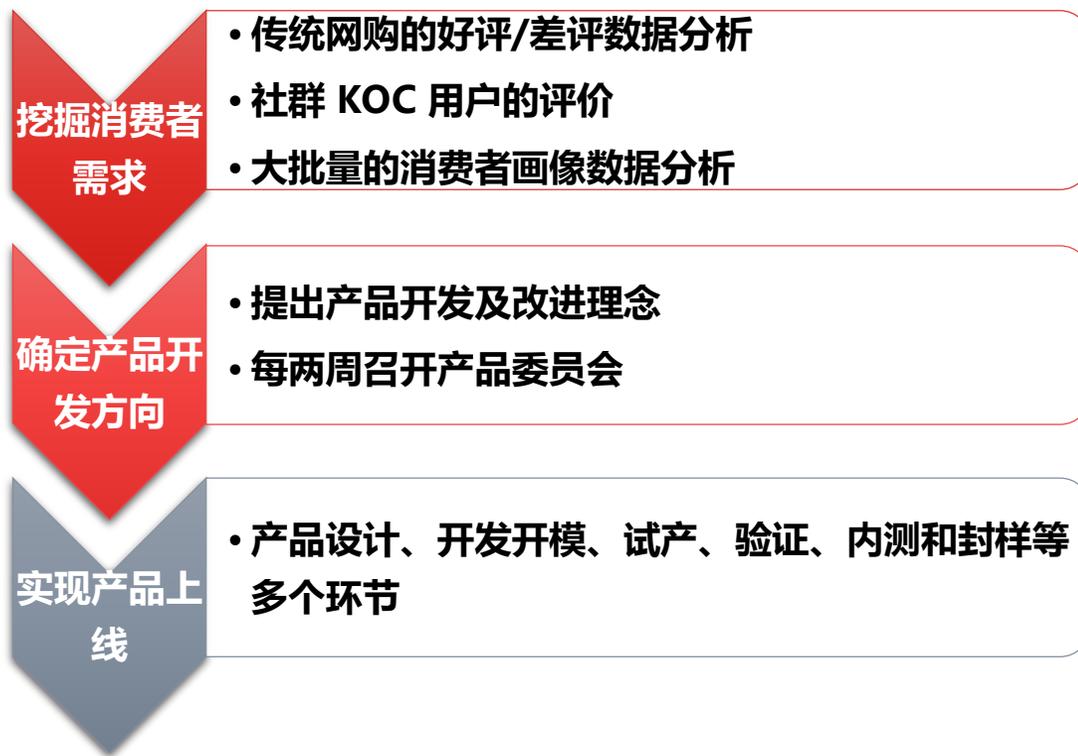
图：抖音平台飞利浦净水官旗消费人群分布



图：抖音平台德尔玛官旗消费人群分布



图：公司依托线上渠道前端数据进行选品的流程

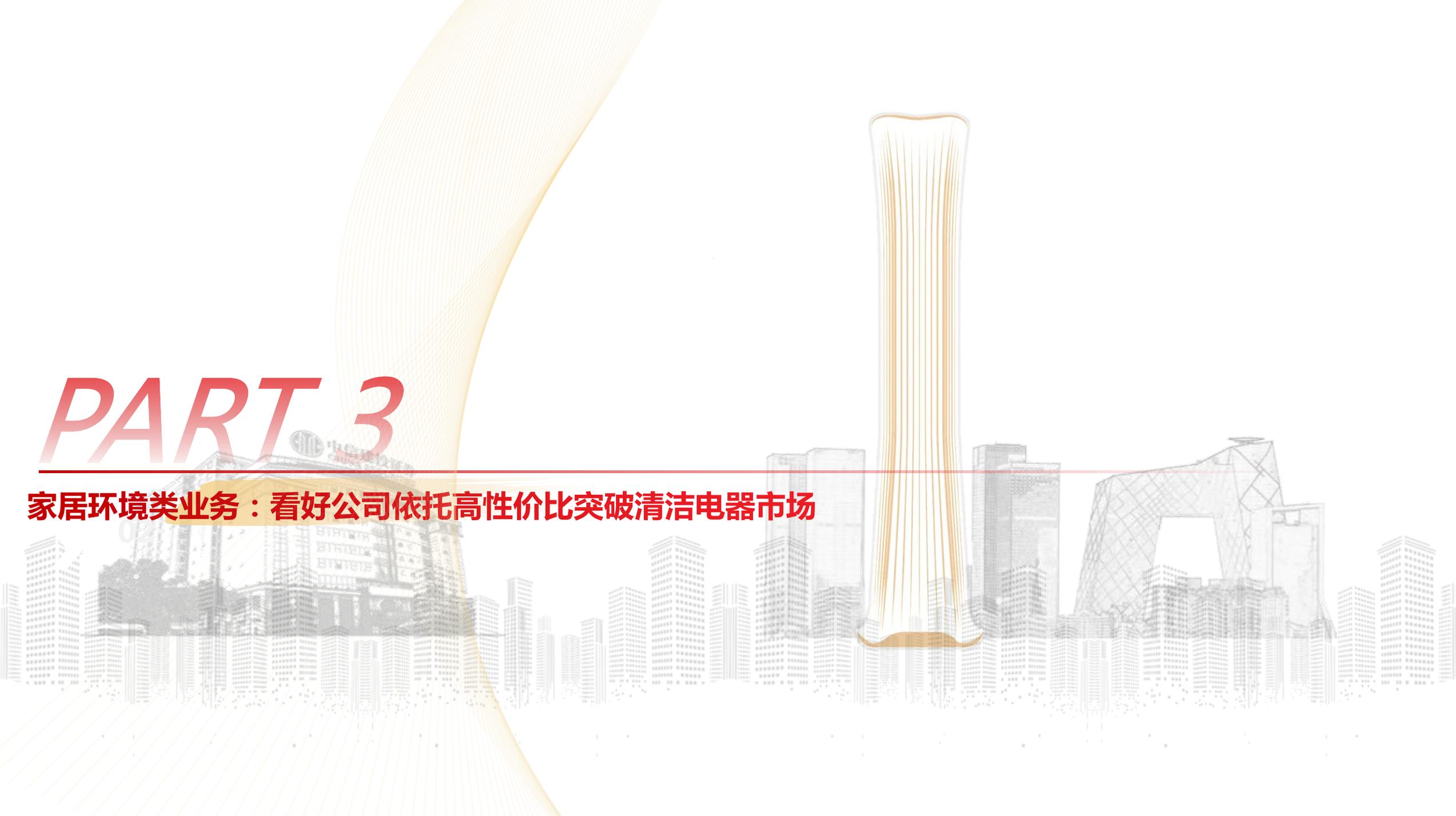


资料来源：飞瓜数据 中信建投

资料来源：招股书 中信建投

PART 3

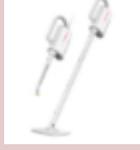
家居环境类业务：看好公司依托高性价比突破清洁电器市场



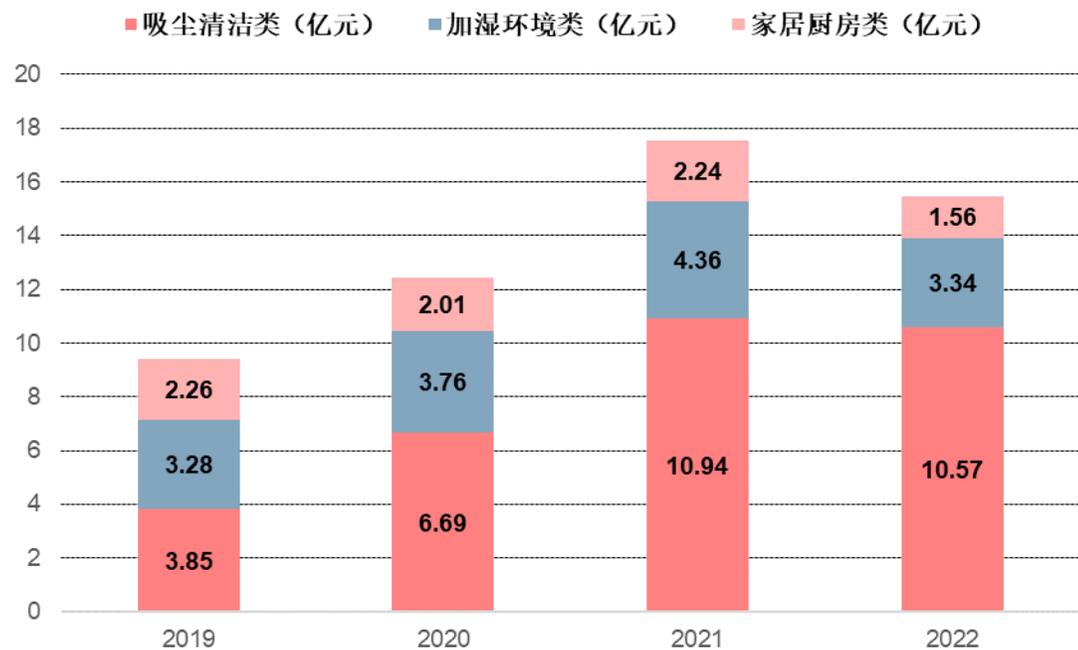
公司依托德尔玛品牌发力家居环境类业务，核心聚焦吸尘器、洗地机品类

- 从公司当前的业务布局来看，公司主力业务之一家居环境电器主要依托德尔玛品牌进行发力，产品品类覆盖吸尘器、洗地机、加湿器、挂烫机等，进一步拆分其家居环境业务结构，**当前吸尘清洁品类（包含吸尘器、洗地机）占据绝对比重，预计未来这两大品类尤其是洗地机品类也将作为核心发力点。**

图：公司家居环境类业务所覆盖产品展示

品类	主要产品				
家居环境类					
	高速吸尘器	无线吸尘器	吸拖吸尘器	有线吸尘器	拖地吸尘器
					
	自动上水洗地机	双轴洗地机	整齐清洁机	超声波加湿器	无雾加湿器
					
热蒸馏加湿器	布艺清洁机	挂烫机	毛球修剪器	无线料理机	

图：家居环境类业务收入结构



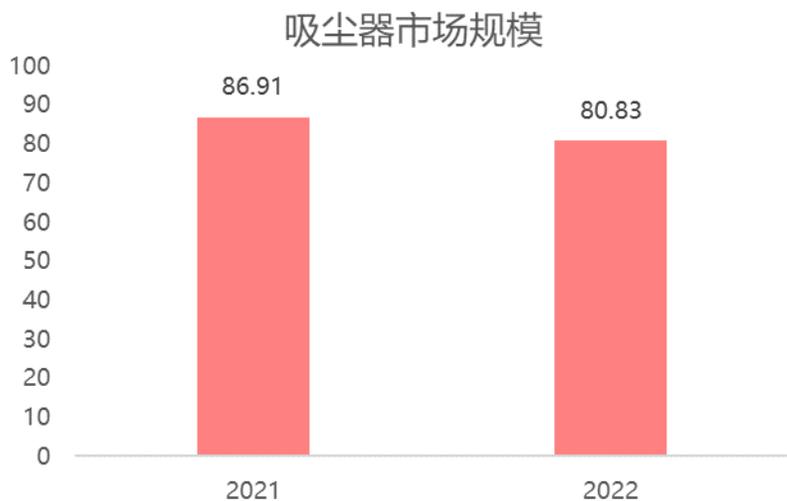
资料来源：招股书 中信建投

资料来源：招股书 中信建投

吸尘器业务：市场整体规模有所萎缩，德尔玛有望通过性价比取得突破

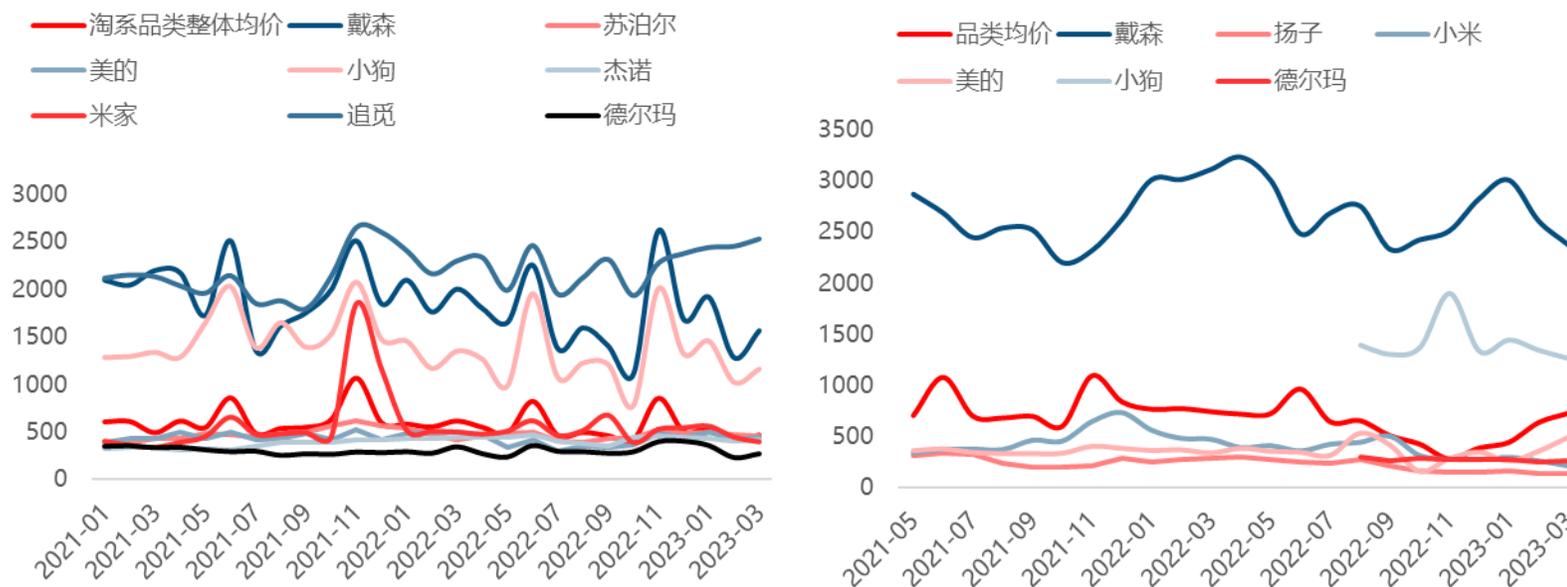
- 从吸尘器市场近年情况来看，在扫地机（更智能方便）和洗地机（更适宜中国湿拖场景）两大细分品类快速崛起的背景下，**无线吸尘器品类的市场规模整体略有萎缩。**
- 然而，梳理公司在吸尘器品类上的布局，我们认为**或可依靠性价比定位实现在吸尘器市场的逆势突围。**将公司与淘系、京东平台销量top10品牌产品定价以及行业均价水平对比，可以发现，德尔玛在这一品类的定价上明显处于较低水平。**我们预计，依靠极致性价比的差异化定位，公司或可在现有的吸尘器市场取得突破。**

图：21年无线吸尘器品类市场规模（亿元）及变化



资料来源：奥维云网 中信建投

图：23Q1淘系、京东平台吸尘器品类不同品牌定价对比

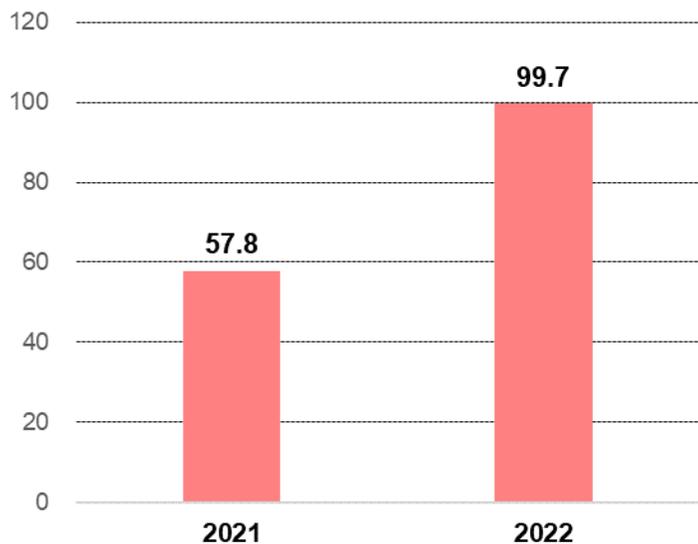


资料来源：魔镜数据 中信建投

洗地机业务：市场仍处高景气，低端细分市场增长最为迅猛

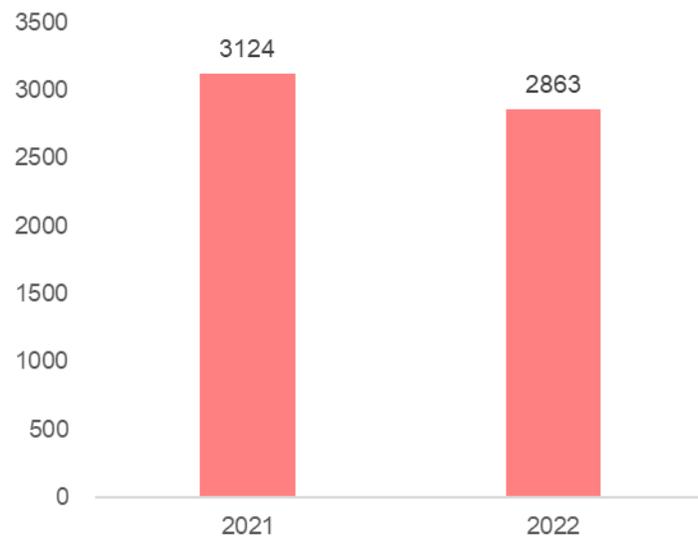
- 从洗地机品类整体来看，近年呈现两大明显特征：
- **1) 规模持续高增。**自21年以来，洗地机市场就延续额量齐升的趋势，进入22年，在清洁电器以及家电行业整体下行的趋势下，洗地机品类仍维持70%以上的高增态势；
- **2) 均价下探，低价机型销售快速增长。**伴随行业规模效应的释放以及技术的逐步下沉，洗地机品类均价自21年以来逐步下降，且从当前各价位段的市场表现来看，2000以下价位段尽管短期占比较低，但已经成为目前增长最快的细分市场。

图：21-22年洗地机市场规模变化（亿元）



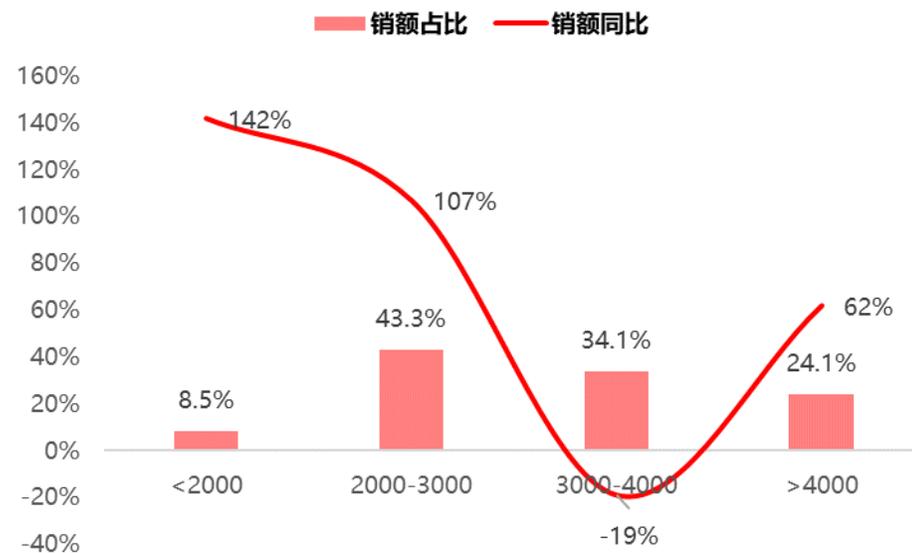
资料来源：奥维云网 中信建投

图：21-22年洗地机品类均价变化



资料来源：奥维云网 中信建投

图：22年洗地机品类各价位段细分市场销售表现

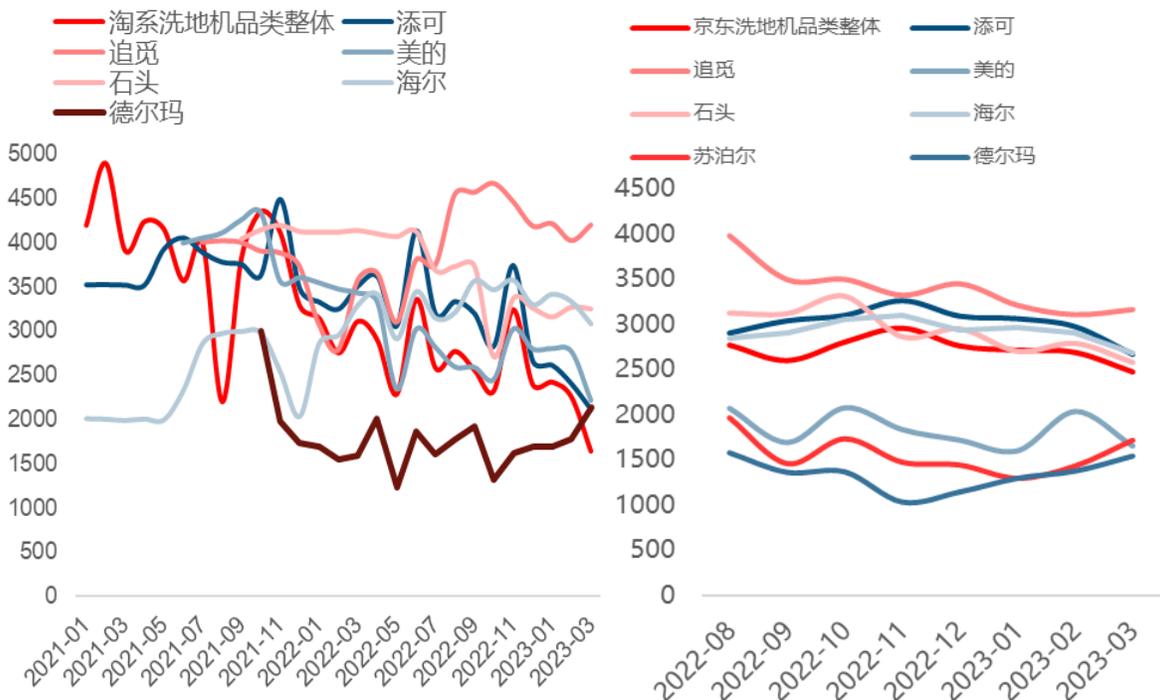


资料来源：奥维云网 中信建投

洗地机业务：德尔玛主要聚焦于2k及以下低端市场

- 从目前德尔玛的主销洗地机机型来看，基本定价区间均在2000元以下，如果将公司与同期淘系、京东平台销量top 10品牌产品及行业平均定价水平对比，德尔玛定价亦明显处于较低水平。
- **结合前述洗地机行业发展趋势，我们判断德尔玛有望借助自身的高性价比定位实现市场的有效突破。**

图：23Q1淘系、京东平台洗地机品类不同品牌定价对比



资料来源：魔镜数据 中信建投



图：德尔玛目前主推洗地机机型梳理

型号	产品图	定价(近期优惠价)	功能
X30		799元	双向旋聚吸通道；双向悬浮牵引；蒸汽杀菌自清洁；100°C高温蒸汽溶污；活水循环清洁；升级无框滚刷；智能语音小助手
ZQ610		279元	一机5大刷头；高温蒸汽；99.99%杀菌；99%灭病菌
P20		999元	双刷无线贴边无框滚刷；15kPa电机吸力；同步吸拖洗活水自清洁；LED智能屏显；智能水满感应；自驱牵引力；一键自清洁
P30		1099元	360°正反向双洗；新增前后双锯状梳齿；15kPa强悍电机吸力；净污分离双水箱；活水喷淋一键除菌自清洁；双刷无线贴边无框滚刷
P50		2199元	双驱滚刷；99.9%电解水除菌智能感污；热风烘干实时除菌洗滚刷智能语音助手；45min续航；固液垃圾分类；14KPa电机吸力；
VX20		799元	固液垃圾分类；活水自清洁；语音实时提醒；C型双刷；双向悬浮牵引；同步吸拖洗；双旋涡聚吸；IPX4级防水
BY200		899元	100°C热漂洗科技；5大刷头；5重增压洗；增压喷刷二合一；飓风抽吸速干

资料来源：京东平台 中信建投

洗地机业务：德尔玛尽管聚焦性价比，但产品综合性能表现出色

- 选取德尔玛999的腰部价位段和2199的旗舰款产品与市面上主流产品对比，可以发现：
 - 1) 德尔玛P20机型相较其他品牌2000元以上机型在续航以及清水箱容量方面略有逊色，但在吸力方面明显领先其他品牌；
 - 2) 对于德尔玛旗舰款P50而言，相较同配置或配置略低于其的其他品牌机型而言，其定价仍然处于最低水平。
- 整体看来，德尔玛洗地机产品在保证了更低价格的同时，产品综合表现相较于其他品牌产品并无明显逊色之处。

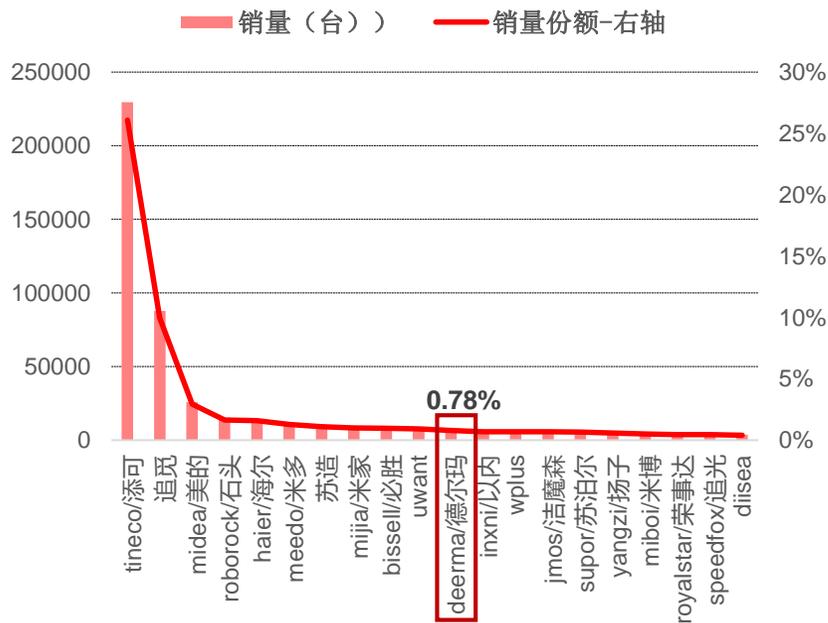
图：当前市面上主流洗地机产品性能参数对比

指标	德尔玛P20	德尔玛P50	添可2.0	石头A10plus	追觅H12S	海尔Z9 pro	米博V6A
产品形象							
定价	999元	2199元	2490元	2999元	2399元	2599元	4080元
电池容量	4000mAh	5000mAh	4000mAh	4000mAh	4000mAh	4000mAh	4000mAh
整机净重	5.6kg	5.7kg	4.5kg	4.8kg	4.8kg	5.4kg	4.6kg
滚刷转速	-	440rpm	450rpm	500rpm	540rpm	-	1000rpm
续航	30min	45min	35min	40min	36min	>=30min	40min
吸力	100AW	120AW	30AW	57AW	20AW	-	41AW
清水箱容量	0.62L	0.5L	0.8L	0.9L	0.85L	0.8L	0.8L
污水箱容量	0.7L	0.8L	0.8L	0.77L	0.5L	0.6L	0.72L
噪音	-	-	78db	74db	78db	78db	76db

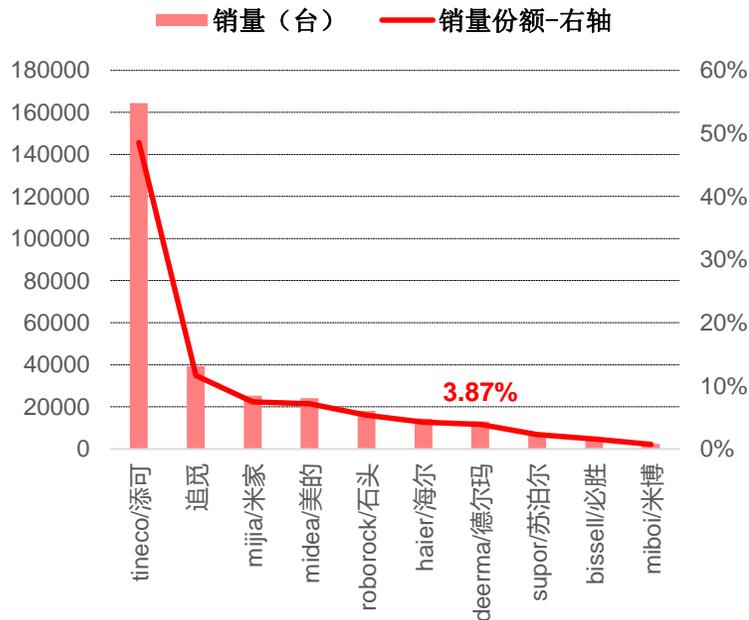
洗地机业务：当前德尔玛在抖音平台已经处于领先地位，淘系、京东仍有较大拓展空间

- 从目前德尔玛洗地机产品在主流线上平台的表现来看，在淘系、京东平台销量水平相较头部品牌仍有一定差距，份额仍有较大拓展空间。然而，在抖音电商平台，得益于公司成熟的内容电商运营经验，德尔玛洗地机业务销售额已经位居top5。
- **我们判断，未来依托高性价比定位，公司洗地机业务有望在淘系、京东平台份额低基数基础上实现较大幅度增长。**

图：23m1-m4淘系平台洗地机品类品牌销量及份额



图：23Q1京东平台洗地机品类品牌销量及份额



图：抖音平台洗地机品类品牌排名

排名	品牌	预估销售额	预估销量
1	dreame/追觅	5000w-7500w	2.5w-5w
2	TINECO/添可	2500w-5000w	1w-2.5w
3	Midea/美的	2500w-5000w	2.5w-5w
4	Haier/海尔	1000w-2500w	7500-1w
5	Deerma/德尔玛	1000w-2500w	1w-2.5w
6	Uwant/就选	1000w-2500w	1w-2.5w

资料来源：魔镜数据 中信建投

资料来源：魔镜数据 中信建投

资料来源：飞瓜数据 中信建投

PART 4

水健康业务：借势飞利浦，公司有望打开高景气净水市场

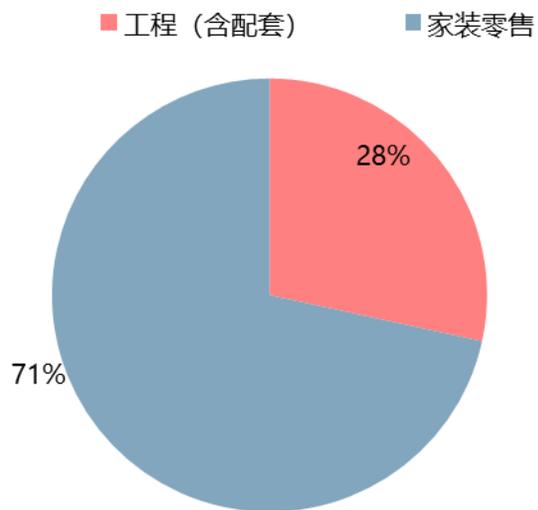
➤ 01 净水市场：短暂回调后有望再迎高增，规范发展趋势下格局有望持续向好

02 公司业绩有望在净水市场
竞争日趋激烈下，有望在第二梯队中
寻找新的投资机会

看规模：多重影响下近年净水器市场出现短暂下滑

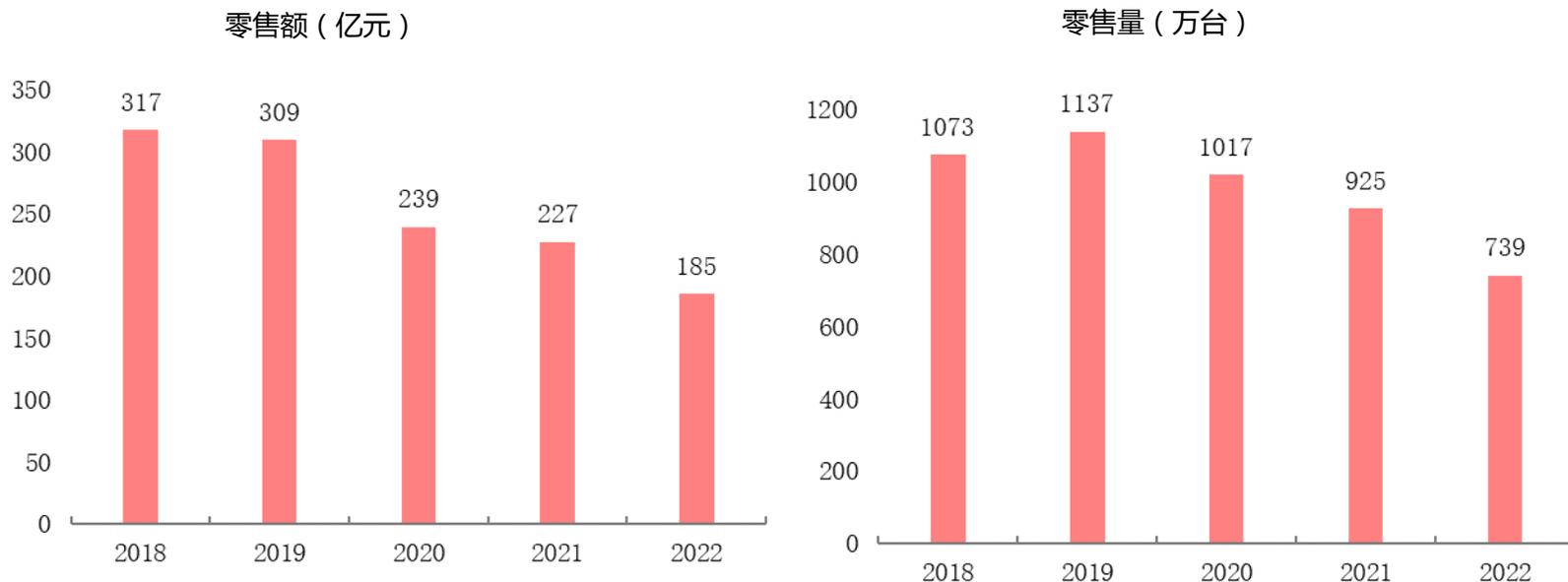
- 拆分净水器市场需求，主要分为两大类：1) 以精装房配套为代表的工程市场，所占比重大约30%；2) 另一类则是以家装为代表的零售市场，所占比重约70%。然而，近年来，受疫情等因素影响，房地产开工不足导致精装房交付数量减少，同时封控政策导致净水器零售端线下安装一定程度受阻，因而净水器市场自19年之后呈现一定下滑趋势。

图：净水器市场精装房与零售需求占比



资料来源：宅配机电 中信建投

图：近年净水器零售量与零售额均出现一定下滑

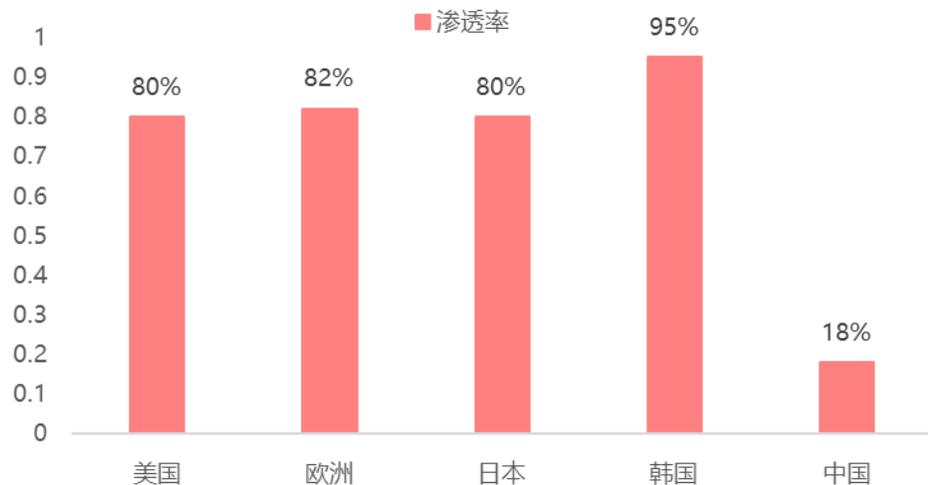


资料来源：奥维云网 中信建投

看规模：展望后续，市场有望再迎增长

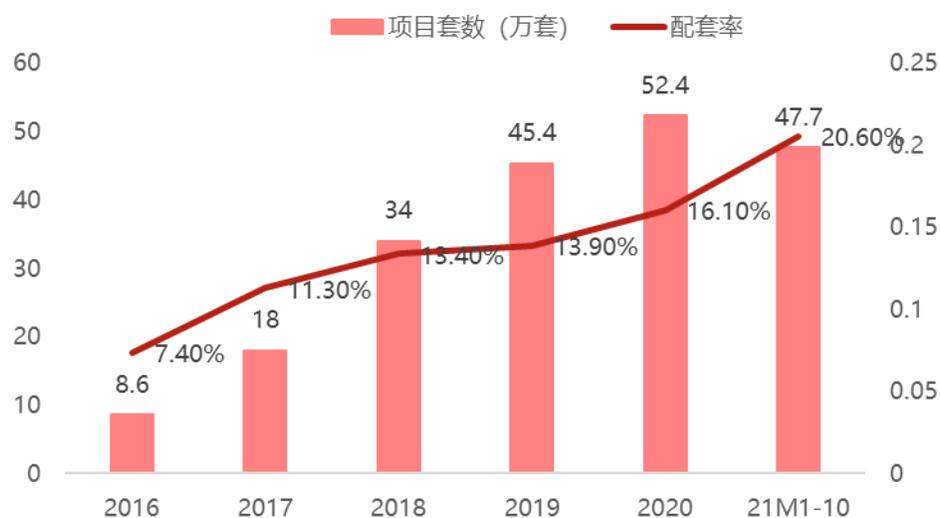
- **展望净水器市场后续发展，我们判断仍有望重回增长。**
- 一方面，横向对比其他国家，当前我国百户18.3台的保有量对比欧美80%以上渗透率仍有不小差距；
- 另一方面，单纯从我国自身情况出发，**零售端**净水器市场需求主要集中于一二线城市，依托成熟电商和物流体系，未来下沉市场的渗透空间仍然可期。**工程端**预计疫情政策调整后预计净水器精装修配套项目数量仍将延续21年之前的增长趋势，从而在B端持续拉动净水器需求。

图：主要国家净水器渗透率对比



资料来源：奥维云网 中信建投

图：21年之前精装修净水器配套项目数及同比增速

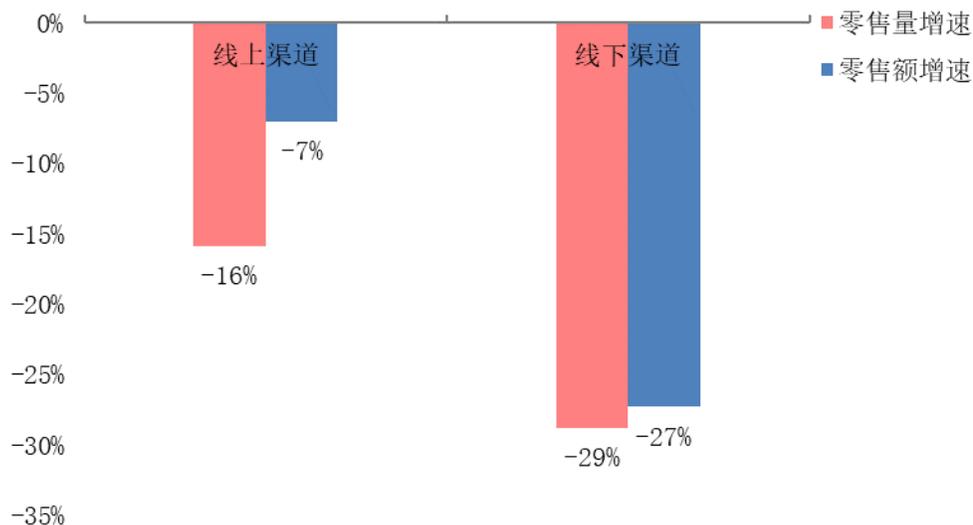


资料来源：奥维云网 中信建投

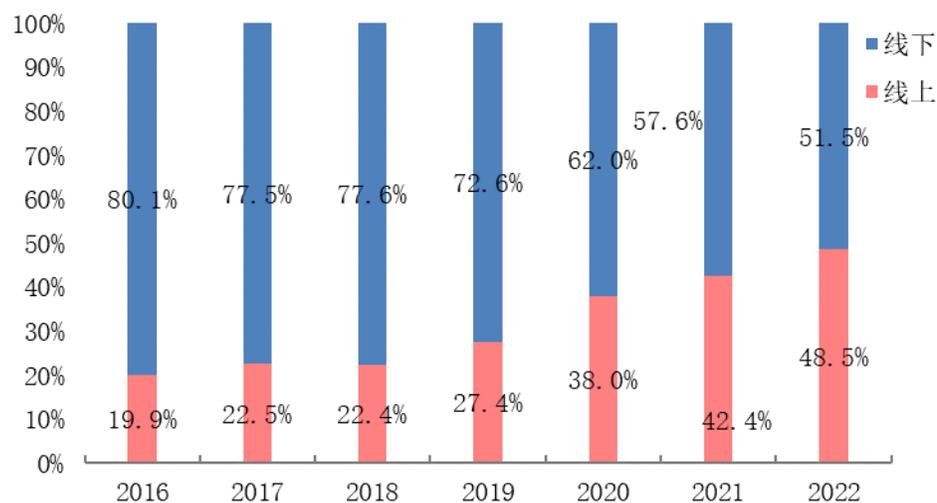
看渠道：经历疫情之后线上下单逐步成为净水器主要购买渠道

- **从渠道结构来看**，19年之后，受疫情影响线下客流逐步萎缩，以22年情况为例，当前线下渠道零售量下滑接近30%，远超同期线上渠道降幅。由此使得原本占据主流的线下渠道占比逐步下降，线上下单、线下安装的线上渠道销售模式逐步成为当前净水器产品主要销售渠道。
- **展望后续**，伴随线下人流需求回升预计线下渠道占比将有小幅回升，但考虑到净水器品类线上渠道销售模式的逐步成熟及其所具备的方便快捷性，预计未来一段时间仍将占据较大比重。

图：2022净水器品类线上、线下渠道零售情况对比



图：我国净水器品类零售渠道结构变化（按零售额进行划分）



资料来源：奥维云网 中信建投

资料来源：奥维云网 中信建投

看产品：净水器分类较多，目前反渗透技术路线占据主流

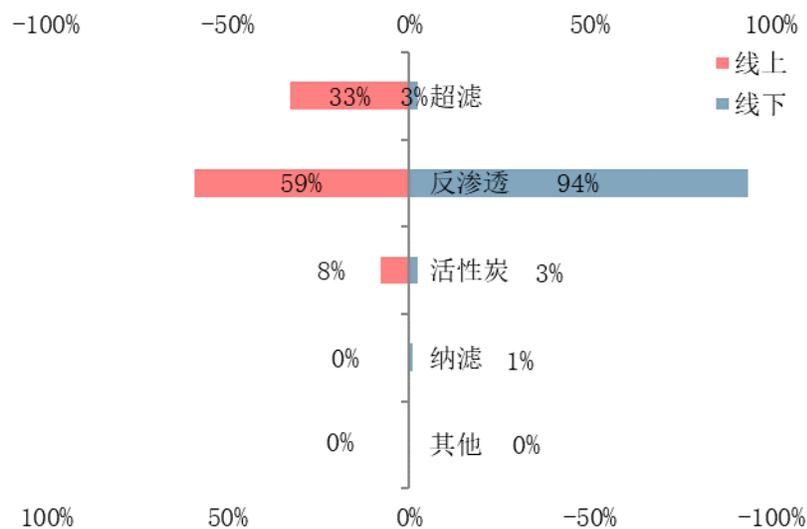
- 净水器品类按照不同标准分类较多。
- 如果按照技术路线划分，主流净水器产品主要有反渗透和超滤两大类，超滤技术路线下又可进一步划分为纳滤和微滤。目前市场中主要以反渗透技术路线的产品为主。
- 如果按照使用场景或摆放位置来划分，则又分为中央净水器、壁挂净水器、橱下净水器、龙头净水器等。

图：净水器产品根据技术路线和使用场景划分的产品类别

划分依据	产品类型
分离技术	反渗透净水器/纯水机（RO机）
	超滤净水器/超滤机
过滤层级	一级滤芯净水机
	二级滤芯净水机
	三级滤芯净水机
	四级滤芯净水机
	五级滤芯净水机
安装位置	中央净水器
	挂壁式净水器
	橱下净水器
	龙头净水器
	便携式净水器
附加功能	软水净水器
	电解净水器
	磁化净水器

资料来源：中关村在线 中信建投

图：2020年各技术路线净水器销售占比

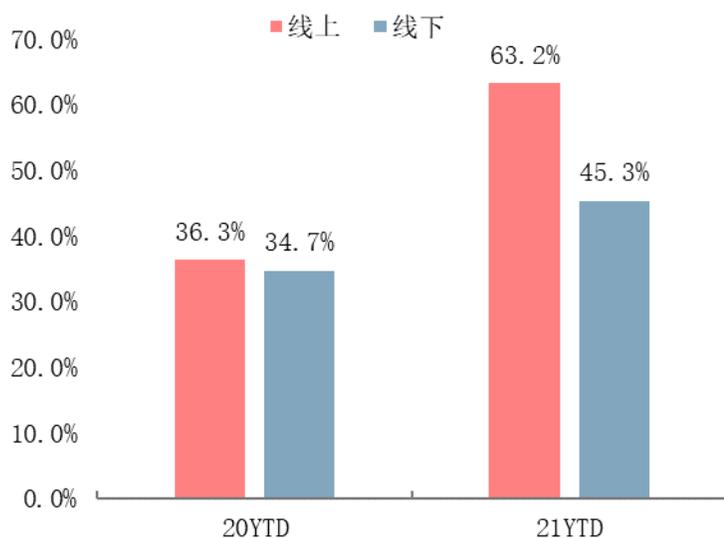


资料来源：前瞻产业研究院 中信建投

看产品：大通量、长寿命实用性产品占比提升，品类结构化升级趋势明确

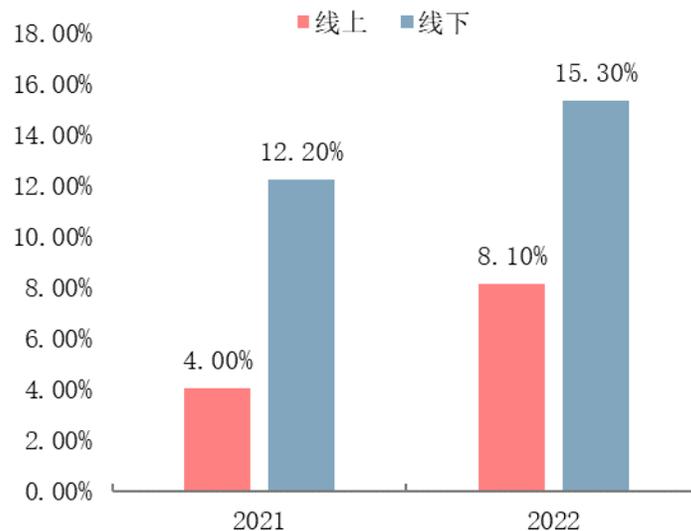
- 从净水器产品本身来看，核心滤芯技术已相对成熟，进一步迭代升级空间相对较小，但当前市场围绕净水产品**本身参数要求的提高以及附加功能的增加显著拉动了近年来品类整体的结构化升级。**
- 一方面，近年来更能满足家庭实用性用水需求的1000-1200G大通量产品份额明显提升，更长寿命的滤芯产品占比也有一定提升。与此同时，净水器产品原有功能基础上的对于加热等相关功能的叠加融合也是一大趋势。
- **在此结构化升级趋势带动下，净水产品零售端均价近年整体持续抬升。**

图：600G+大通量销额占比明显提升



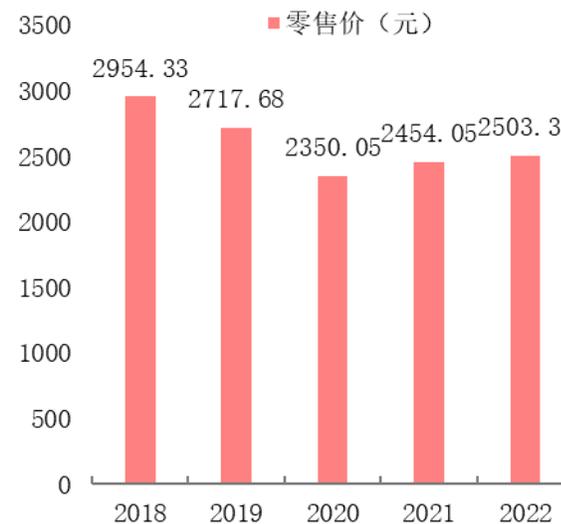
资料来源：奥维云网 中信建投

图：净热一体产品销额占比同比提升



资料来源：奥维云网 中信建投

图：净水器产品终端零售均价近年持续抬升

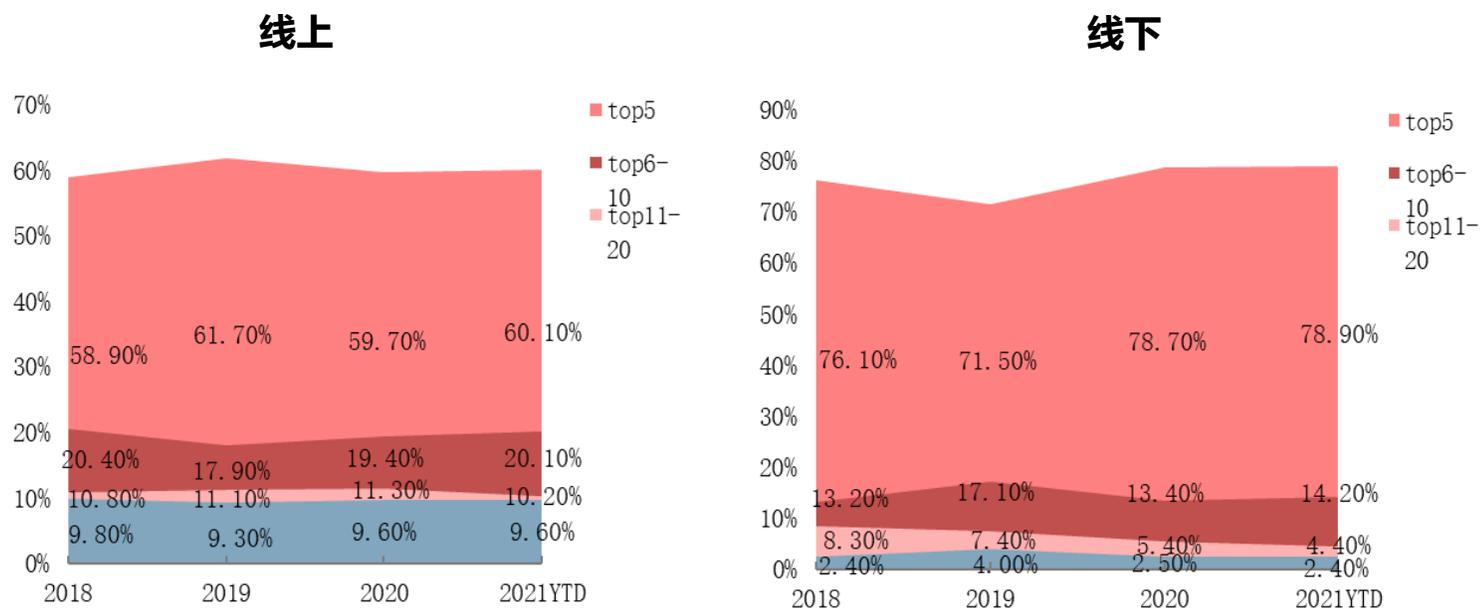


资料来源：奥维云网 中信建投

看格局：头部品牌份额相对稳定，品牌类型相对多样化

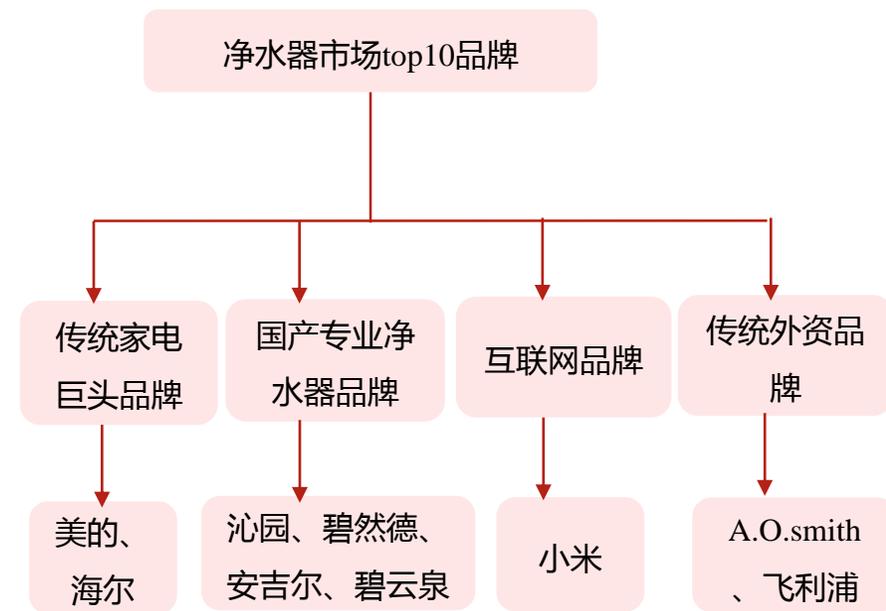
- 从市场格局的角度来看，净水器市场线上和线下渠道的格局一直相对稳定，Top5和Top10品牌份额一直保持在相对稳定且较高的水平。
- 梳理京东平台现有净水器市场的top10品牌，基本可以分为四大类：1) 横向延展至净水器品类的传统家电巨头品牌，如美的、海尔；2) 国产专业净水器品牌，如沁园、碧然德、安吉尔、碧云泉等，整体定位偏高端；3) 互联网品牌，如小米；4) 传统外资品牌，如A.O.smith、飞利浦。

图：净水器品类线上、线下渠道品牌集中度变化趋势



资料来源：奥维云网 中信建投

图：目前主流净水器品牌划分梳理



资料来源：魔镜数据 中信建投

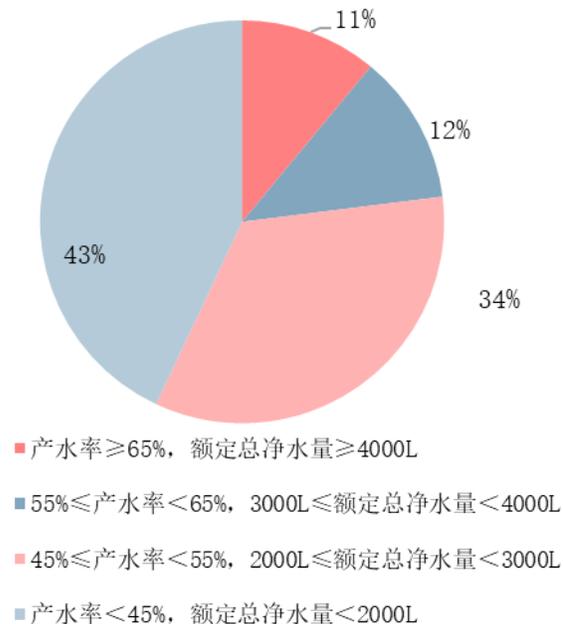
看格局：水效新标准出台，市场份额将进一步向头部品牌集中

- 21年末市场监管总局（国家标准委）发布《净水机水效限定值及水效等级》国家标准，并于22年7月正式实施。这一新标准相较之前国标《反渗透净水机水效限定值及水效等级》对净水器净水产水率要求进一步提高，在此基础上对净水器额定净水量（对应使用寿命）也提出要求。根据21年末中国消费者报所提供的产业调研的数据来看，**按照新标准，市场中无法满足净水产水率要求的产品接近40%，预计在新规实施后，相关品牌和产品都将逐步被市场淘汰。**
- 伴随净水机国家新标准的落地和逐步实施，**预计产品质量低劣、技术水平不足的长尾品牌将持续从市场中出清，份额将进一步向现有头部品牌集中。**

图：净水机国家新标准相较此前国标变化

修订前国标					
水效等级	1级	2级	3级		
净水产水率/%	≥65	≥55	≥45		
额定总净水量	≥4000	≥3000	≥2000		
修订后国标					
水效等级	1级	2级	3级	4级	5级
净水产水率/%	≥65	≥55	≥50	≥45	≥35

图：21年末我国不同净水产水率产品占比



资料来源：中国消费者报 中信建投

PART 4

看水健康业务：借势飞利浦，公司有望打开高景气净水市场

02. 公司借势飞利浦，有望在行业重新洗牌进程中抢占更大市场

公司依托飞利浦品牌发力水健康业务，核心聚焦净水器品类

- 公司现有产品布局下，主要依托于飞利浦品牌发力水健康业务，产品品类覆盖厨下净水器、净饮机、气泡机、壁挂炉、电热水器等。
- 目前来看，**公司核心聚焦净水器品类，净水器及滤芯业务收入占到水健康业务绝大比重。**

图：公司水健康业务产品布局



图：水健康业务收入结构

产品类别	2022年		2021年度		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
水健康类	105552	31.99%	83967	27.68%	69784	31.38%	31990	21.13%
-净水类	78868	23.90%	63295	20.87%	53970	24.27%	21450	14.17%
-滤芯	14951	4.53%	11386	3.75%	9148	4.11%	8487	5.61%
-智能马桶类	4527	1.37%	6829	2.25%	4328	1.95%	802	0.53%
-热水器类	7206	2.18%	2455	0.81%	2339	1.05%	1252	0.83%

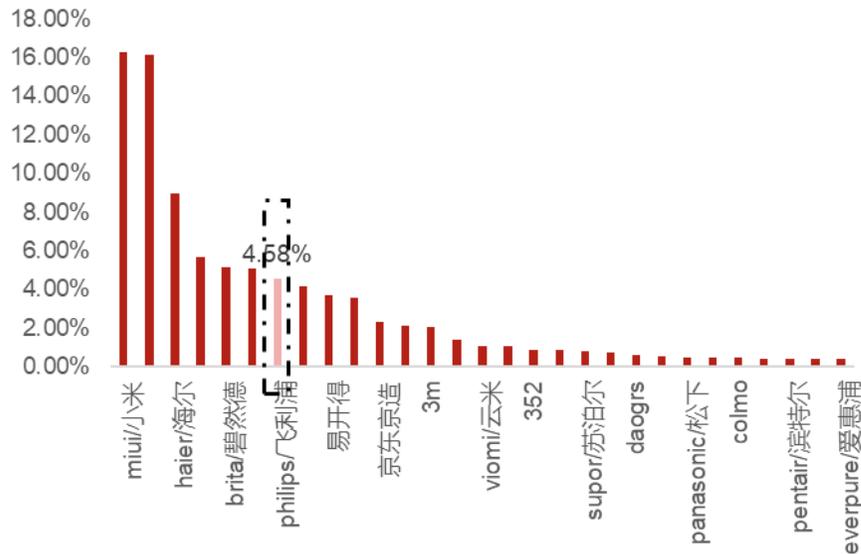
资料来源：招股书 中信建投

资料来源：招股书 中信建投

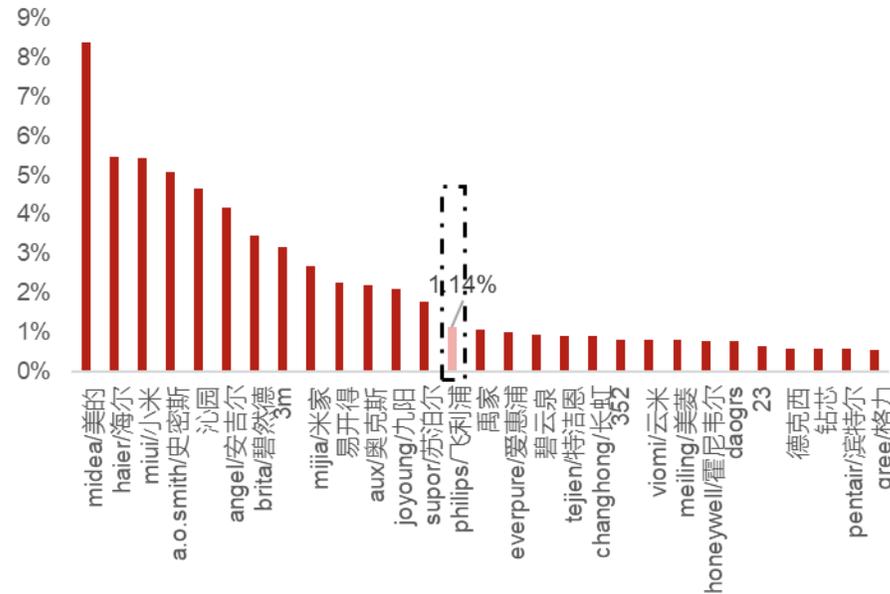
目前公司净水器产品在主流电商平台排名均处于行业领先地位

- 从今年一季度的最新数据来看：
- 1) 京东平台中，飞利浦净水器零售额位居品类销售第六位，市场份额约在5%，尽管相较头部品牌美的、小米约16%的份额有一定差距，但整体处于行业领先地位；
- 2) 从淘系平台来看，飞利浦净水器零售额排在第14位，市场份额大约1%，但淘系平台该品类格局整体较为分散，除头部品牌美的占8%份额以外，其他品牌份额均在5%及以下。此外，在淘系平台台式净饮机这一细分净水品类中飞利浦居于行业第三位，市场份额约8.8%。

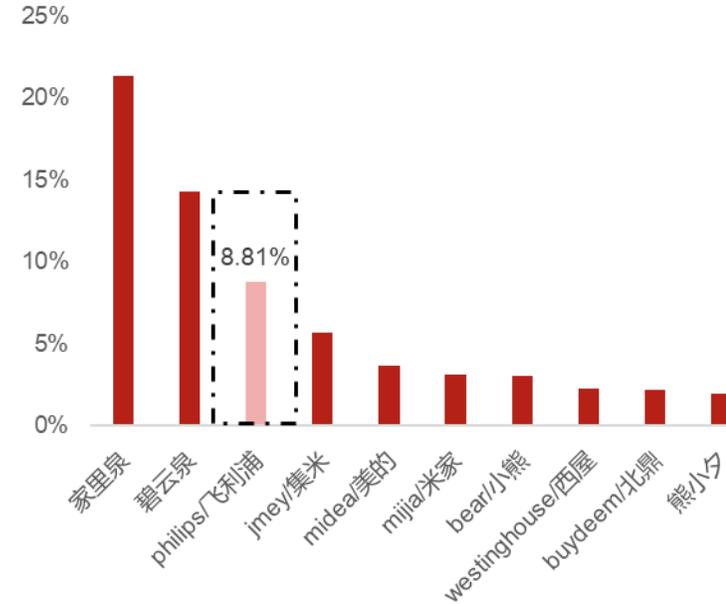
图：23Q1京东平台净水器品类市场份额及排名 图：23Q1淘系平台净水器品类市场份额及排名 图：23Q1淘系平台台式净饮机市场份额及排名



资料来源：魔镜数据 中信建投



资料来源：魔镜数据 中信建投



资料来源：魔镜数据 中信建投

强势品牌力加持&自产能力提升，公司净水器业务有望取得份额进一步突破

- 如前文所述，从当前的净水器市场来看，由于核心部件滤芯技术已经较为成熟，因而整体产品端较难打造较大差异化。基于此，我们认为，**品牌力以及产品质量稳定性**会成为影响产品销售的核心要素。
- 从品牌力角度出发，从前文梳理的主流净水器品牌来看，飞利浦在品牌积淀和消费者心智占领方面不弱于传统家电巨头品牌，一定程度上要强于近年涌起的部分国产专业品牌；
- 从产品质量和品控的角度看，公司在募投项目中加大对于净水相关品类产能投入力度，预计将有效改变以往水健康品类外协为主、自主生产为辅的生产模式，从而显著提升公司在水健康产品上的质量把控力度。
- **基于此，我们判断，得益于强势品牌力加持&自产能力提升，公司未来在净水器业务上有望取得份额的进一步突破。**

图：现有净水器主流品牌梳理对比

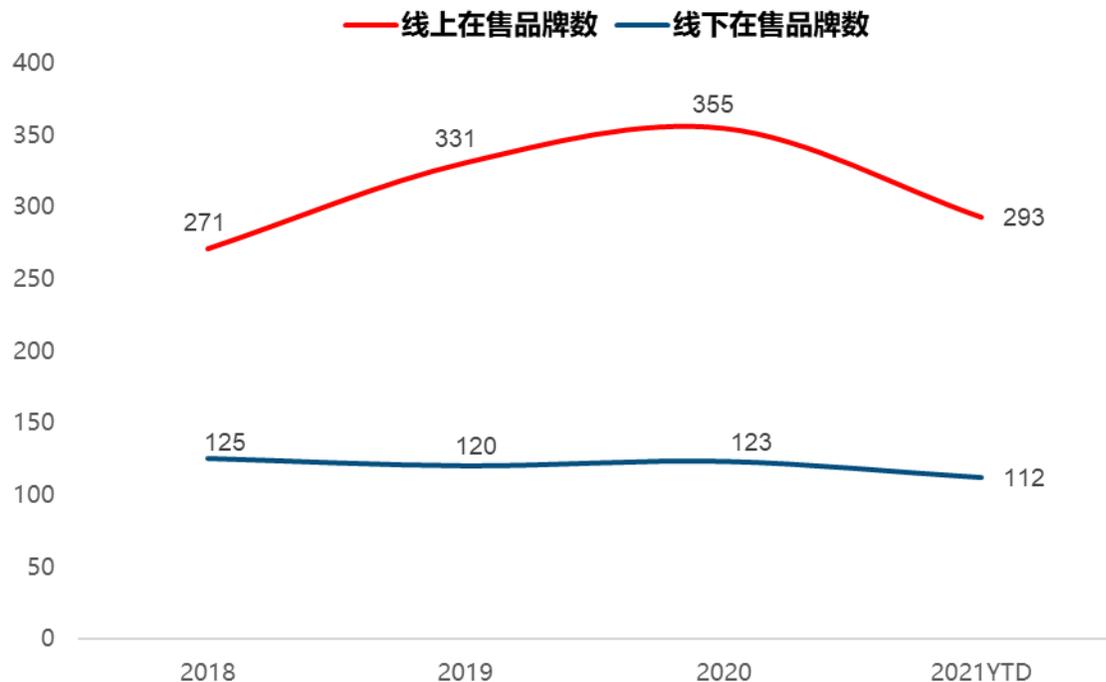
相较传统家电巨头品牌 (美的、海尔、A.O.smith、飞利浦)	飞利浦在品牌积淀和消费者心智占领方面不弱于传统家电巨头品牌
相较国产专业净水器品牌 (沁园、碧然德、安吉尔、碧云泉)	飞利浦在品牌积淀和消费者心智占领方面一定程度上要强于近年涌起的部分国产专业品牌

资料来源：魔镜数据 中信建投

此外，公司亦有望显著受益行业二次洗牌趋势

- 如前文所述，行业高速增长红利期过去叠加新能效标准颁布，**净水器市场将逐步开启新一轮洗牌**。根据奥维的数据，受近两年外部环境影响以及行业自身规范化发展趋势影响，21年净水电器品牌数量线上、线下渠道均出现明显下降，长尾品牌持续出清。
- 在此趋势下，我们判断**公司依托飞利浦品牌所布局的净水器业务有望持续受益行业出清大趋势，市场份额有望取得持续突破和提升**。

图：2018-2021YTD净水器在售品牌数变化



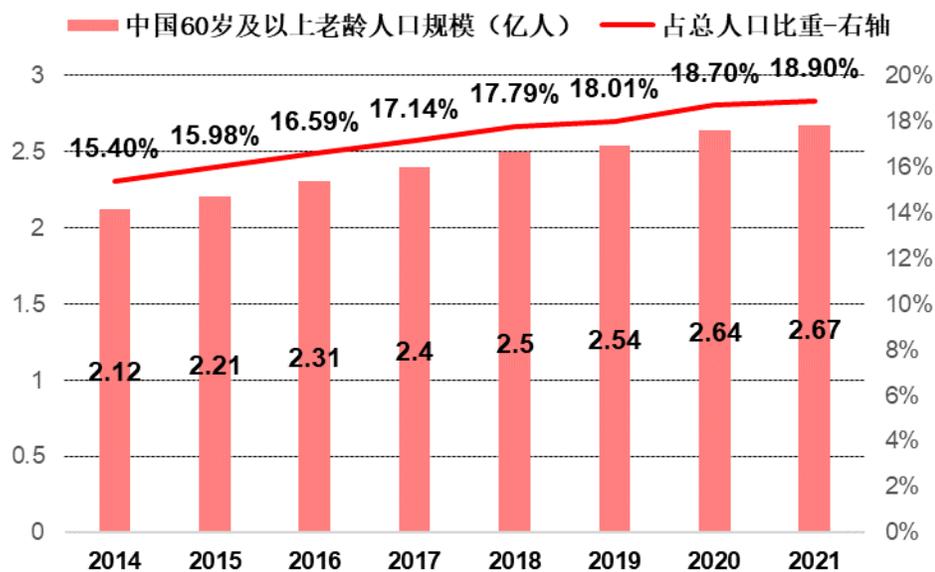
PART 5

便携按摩器业务：市场确有可观前景，飞利浦品牌仍是公司实现业务突破的核心利器

“老龄化” & “亚健康” 趋势下，未来按摩器市场仍有可观扩容空间

- 从当前按摩器尤其是便携式按摩器产品的主力需求人群来看，主要分为两大类：1) 身体各项机能有所下降，有较强保健护理需求的**老年人群体**；2) 长期电脑前久坐或出差导致腰、颈等部位不适，亦有一定保健护理需求的**年轻人群体**。
- 从前者来看，我国老龄化的趋势正在使得这一部分群体逐渐扩大，群体日益增强的健康保健意识也使得对应的按摩器需求持续增长。从人口普查的数据来看，我国60岁及以上老龄人口数量自14年以来就持续增长，整体老年人规模不断扩大。与此同时，按摩器也成为2021今日头条母亲节搜索最热礼物，一定程度上体现了当下老年群体扩大对于按摩器产品需求的拉动作用。

图：我国60岁以上老龄人口数量及占比



资料来源: wind 中信建投

图：21年今日头条母亲节热搜礼物排行

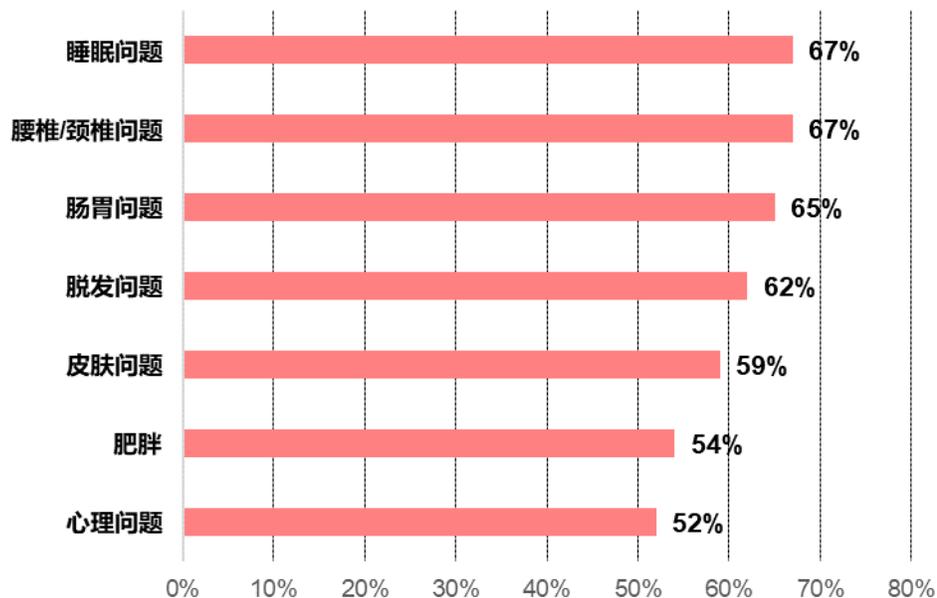


资料来源: 今日头条 中信建投

“老龄化” & “亚健康” 趋势下，未来按摩器市场仍有可观扩容空间

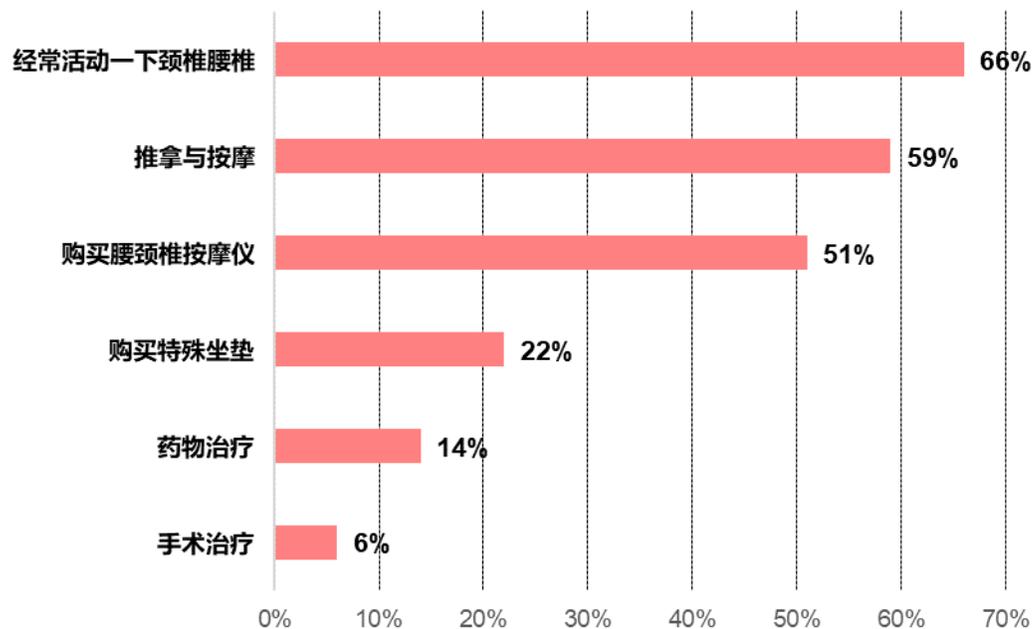
- 除了老龄化趋势的拉动外，年轻人的亚健康趋势亦是拉动便携按摩器品类需求的重要动力。由于工作需要或者其他不良生活习惯影响，许多年轻人长期久坐、低头，使得这一群体中不少人腰部、颈椎等部位均出现不同程度不适的症状。根据《2021职场白领健康图鉴》报告中的数据，大约67%的职场白领均受到颈椎/腰椎问题的困扰，而其中超半数的人解决这一问题的办法亦是通过购买腰颈椎按摩仪，可见年轻群体对于按摩仪产品的需求亦十分旺盛。

图：当前职场白领所面临的各类健康问题及所占比重



资料来源：第一财经商业数据中心 中信建投

图：针对腰椎/颈椎问题职场白领所采取的举措

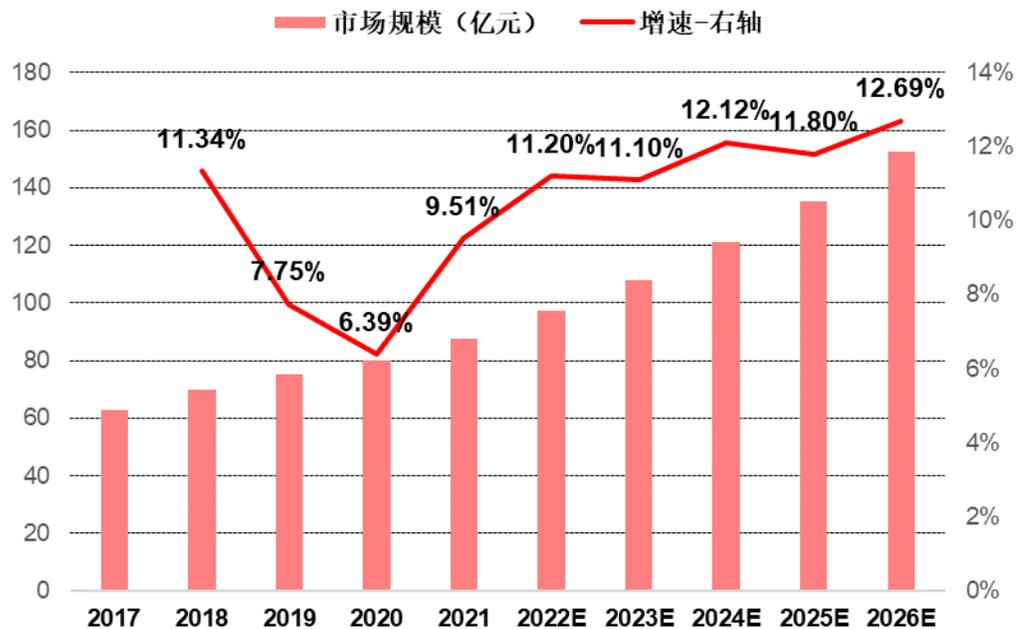


资料来源：第一财经商业数据中心 中信建投

品类市场规模仍在持续增长且未来空间可期

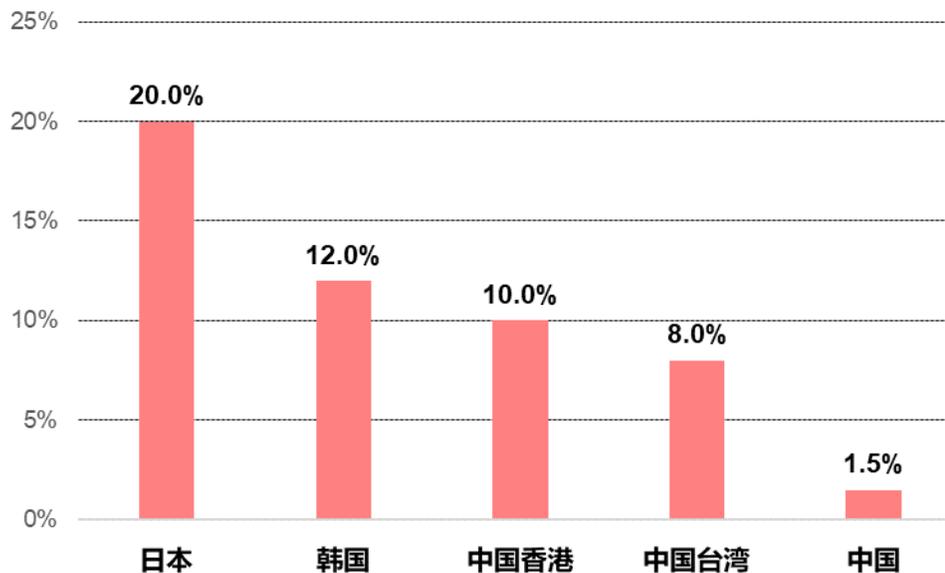
- 在 前述两大趋势的带动下，我国按摩小家电市场规模自17年以来就保持的持续增长的态势，**但从渗透率角度看，对比同处东亚地区且按摩保健文化较为浓厚日韩及我国台湾、香港地区，这一品类的渗透率仍有很大的提升空间。**

图：我国按摩器市场规模（亿元）及预测



资料来源：华经产业研究网 中信建投

图：横向对比来看，中国按摩器渗透率仍有较大提升空间

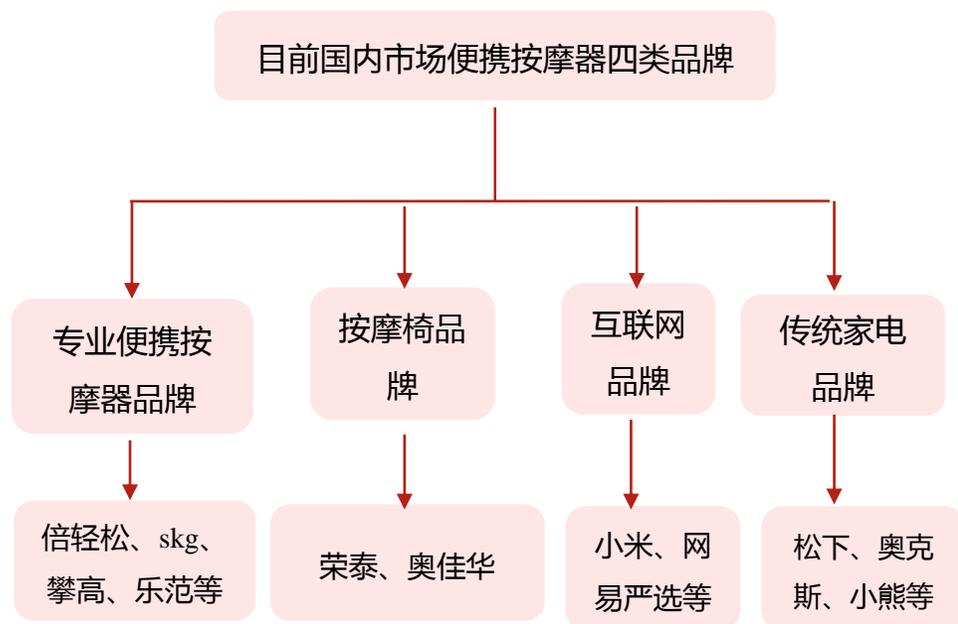


资料来源：华经产业研究网 中信建投

得益于成熟的供应链积累，目前市场基本已由国内品牌主导

- 根据奥沙利文所发布的《2022年中国便携式按摩器品牌洞察报告》，目前我国便携按摩器市场的玩家主要分为四大类：
- 1) 以倍轻松、skg为代表的国内专业便携按摩器品牌；2) 以奥佳华、荣泰为代表跨界布局便携按摩器的按摩椅品牌；3) 互联网品牌如小米、网易严选；4) 传统家电品牌如松下、奥克斯等。整体来看，得益于早期台湾、日本产业链的转移，目前国内的便携按摩器品牌已经较为成熟且基本主导了国内便携按摩器市场。

图：目前国内便携按摩器市场主要品牌划分

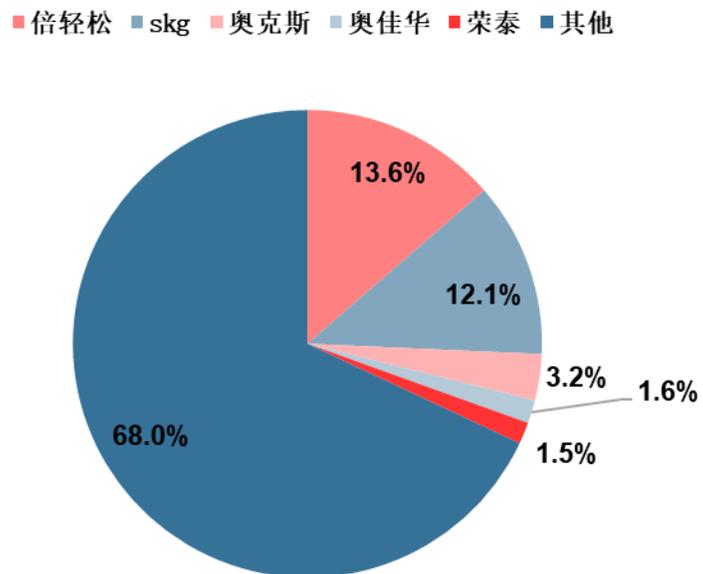


资料来源：《2022年中国便携式按摩器品牌洞察报告》 中信建投

部分国产品牌取得领先地位，但市场格局整体仍较为分散

- 从竞争格局角度来看，倍轻松、skg等品牌得益于较大的先发优势，目前在国内便携按摩器市场中整体份额较为领先，**但是由于便携按摩器品类众多且整体技术壁垒相对较低，因而整体市场格局仍然较为分散。**

图：2021便携按摩器市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院 中信建投

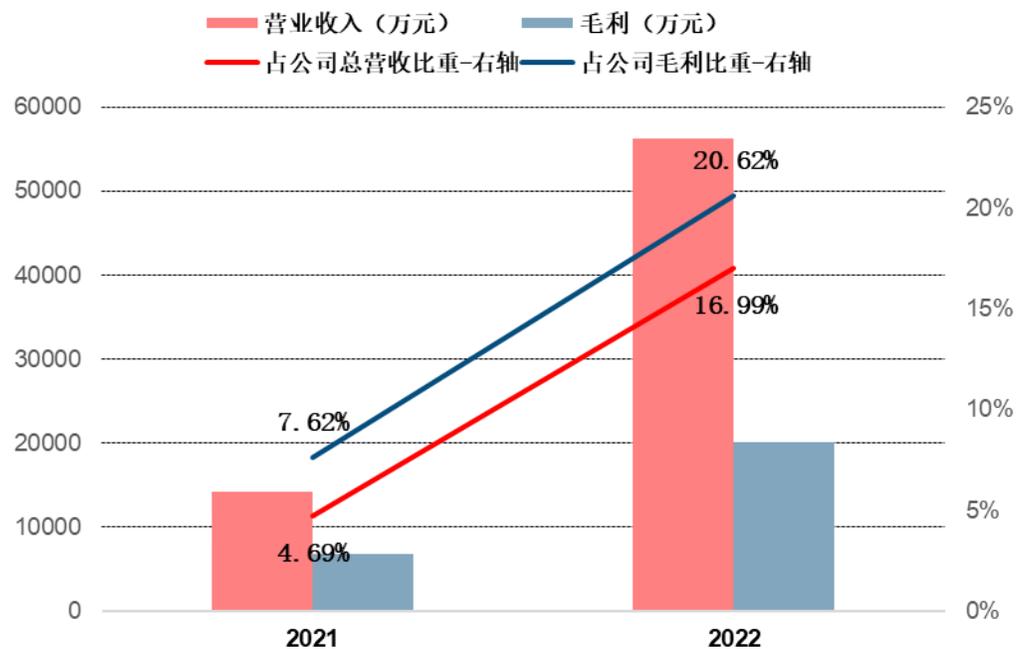
21年起公司借势飞利浦发力便携按摩器，同期贡献可观营收及毛利

- 21年2月，上海水护盾、皇家飞利浦等相关方前述《商标许可协议修正案》，在授权品类中新增按摩产品，自此公司正式获得飞利浦品牌在按摩器品类的授权。**截止22年上半年，仅按摩器品类飞利浦的品牌授权就为公司贡献收入比例约为17.74%，得益于更高的毛利率水平，22H1飞利浦便携按摩器品类贡献公司毛利比重达23.1%。**

图：公司获飞利浦品牌授权的便携式按摩器品类适用地区等条款

要素	主要内容
许可人	皇家飞利浦
被许可人	上海水护盾、广东水护盾、飞鱼净水、佛山水护盾、发行人、香港水护盾、香港水护盾销售、欧洲水护盾、德国水护盾、德尔玛米米、鱼美电器、德尔玛供应链等
被授权地域	大中华区（含中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）； 澳大利亚、新西兰（为授权试用期） 越南、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚、韩国，日本（为授权试用期）
授权开始时间	大中华区为2021年2月1日 澳大利亚和新西兰为2022年5月1日 越南、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚、韩国、日本为2023年1月1日
授权期限	大中华区按摩品类授权期限自2021年2月1日起至授权截止日一共合计17年零5个月； 澳大利亚和新西兰的授权使用期限自该品类的授权开始日期起算合计2年零8个月，初始试用期限为2022年5月1日至2024年12月31日。若公司在2023年1月1日至2024年7月1日的月平均净营业额达到或超过20万欧元，则公司将取得自2025年1月1日起澳大利亚和新西兰区域按摩品类的正式授权（即与其他授权品类保持一致，初始期限至2028年6月30日）。 越南、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚、韩国、日本的授权期限为2023年1月1日至2025年12月31日。若公司在2023年1月1日至2025年7月1日的月平均净营业额达到或超过60万欧元，则公司将取得自2026年1月1日起该等区域按摩品类的正式授权。

图：飞利浦便携按摩器品类营收及毛利贡献



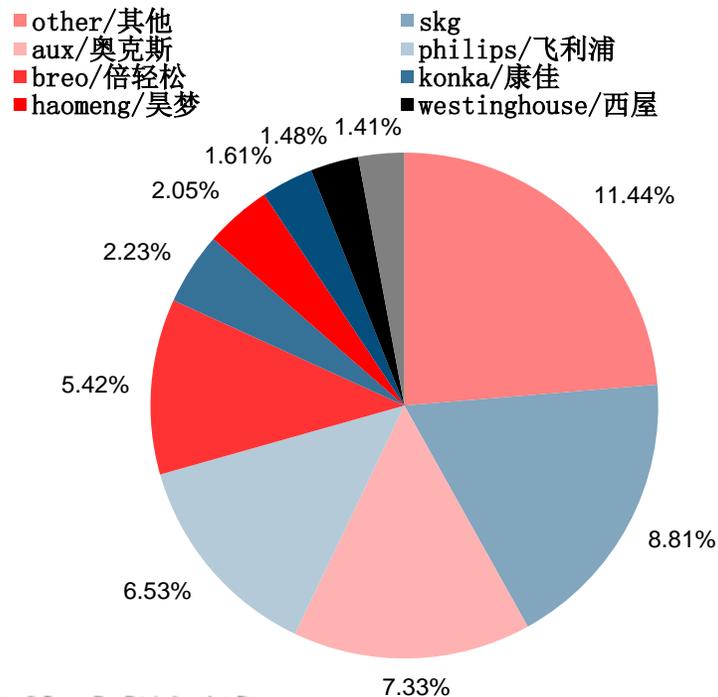
资料来源：招股书 中信建投

资料来源：招股书 中信建投

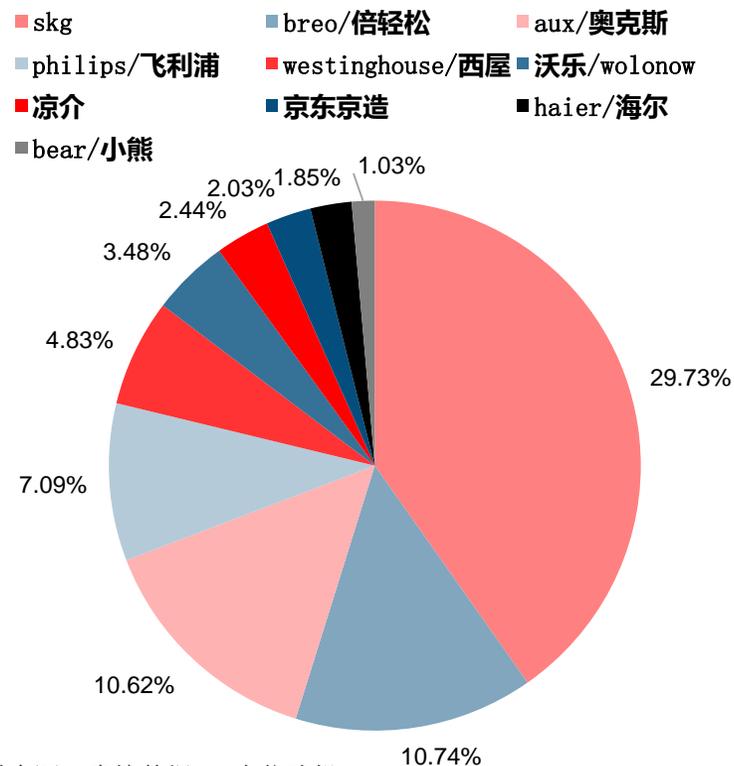
借助飞利浦强品牌力，公司便携按摩器业务有望实现进一步突破

- 如前文所梳理的国内便携按摩器市场主要品牌，除倍轻松、skg得益于先发优势等取得一定领先地位之外，其他国产品牌均未能取得较为强势的市场地位，而且相较积淀更为深厚、长期占据消费者心智的飞利浦品牌而言，其他国产品牌在品牌力上仍有一定程度欠缺。
- 进一步去看当前京东、淘系平台中按摩器品类的市场格局，飞利浦整体市场份额整体亦处于领先地位（淘系top3，京东top4），在淘系平台中与头部品牌skg、倍轻松份额差距并不明显，预计后续随着公司在飞利浦强品牌力基础上持续进行产品的迭代和推广，份额有望取得进一步突破。

图：23Q1淘系平台按摩器市场格局

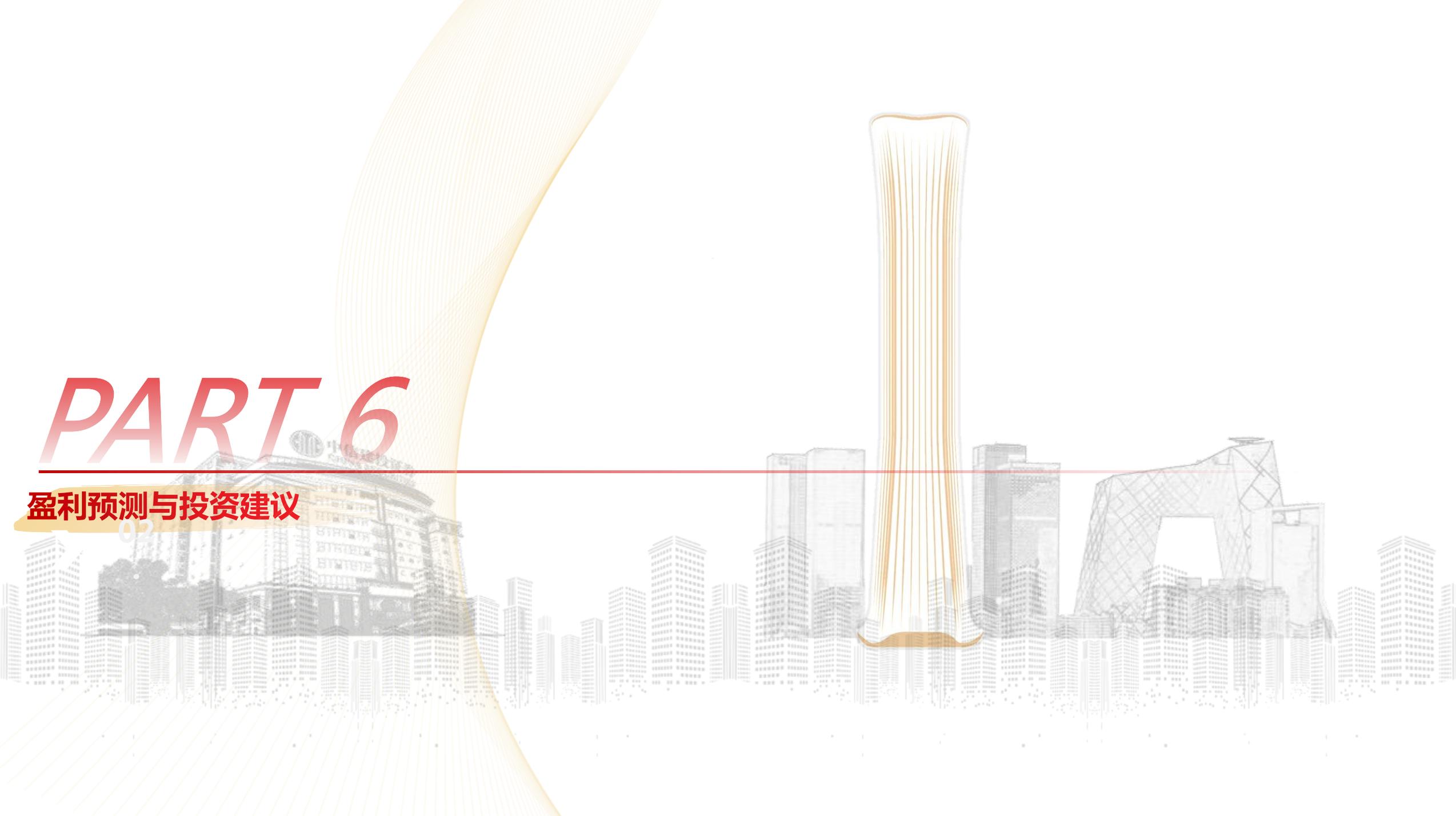


图：23Q1淘系平台按摩器市场格局



PART 6

盈利预测与投资建议



6. 盈利预测与投资建议

盈利预测：

1) 家居环境业务

得益于吸尘清洁业务板块中洗地机产品的持续放量，家居环境品类销量、均价以及盈利能力23年及之后均有望实现持续增长，具体假设如下：

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
家居环境类业务	6.42	9.40	12.45	17.54	15.48	17.76	20.26	23.16
yoy		46.4%	32.6%	40.8%	-11.8%	14.7%	14.1%	14.3%
销量(万台)		982.39	1144.12	1460.30	1297.99	1398.99	1511.83	1637.63
yoy			16.5%	27.6%	-11.1%	7.8%	8.1%	8.3%
均价(元/台)		95.64	108.85	120.10	119.23	126.93	134.00	141.43
yoy			13.8%	10.3%	-0.7%	6.5%	5.6%	5.5%
占比	66.38%	61.94%	55.90%	57.73%	46.80%	42.92%	40.12%	37.77%
毛利	1.98	3.29	3.49	4.07	3.64	4.42	5.27	6.29
毛利率	30.88%	34.98%	28.01%	23.23%	23.53%	24.89%	26.00%	27.17%

资料来源：招股书 中信建投

6. 盈利预测与投资建议

2) 水健康业务

净水及滤芯产品持续拉动水健康业务销量增长，与此同时，受益净水产品大容量、长寿命等结构化升级趋势，产品均价和盈利能力预计也将持续提升。

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
水健康业务	1.49	3.20	6.98	8.40	10.56	13.01	15.61	18.57
yoy		115.2%	118.1%	20.3%	25.7%	23.2%	20.0%	19.0%
销量(万台)		192.87	306.16	400.05	495.35	596.50	707.79	833.34
yoy			58.7%	30.7%	23.8%	20.4%	18.7%	17.7%
均价(元/台)		165.87	227.93	209.89	213.08	218.07	220.49	222.79
yoy			37.4%	-7.9%	1.5%	2.3%	1.1%	1.0%
占比	15.4%	21.1%	31.3%	27.6%	31.9%	31.4%	30.9%	30.3%
毛利	0.49	1.39	2.82	3.07	3.76	4.69	5.63	6.78
毛利率	33.08%	43.50%	40.47%	36.59%	35.58%	36.02%	36.07%	36.50%

资料来源：招股书 中信建投

6. 盈利预测与投资建议

2) 个护健康业务

飞利浦加持下公司持续推动新品迭代，带动公司在按摩器品类份额的突破，预计23年及之后仍将持续实现销量高增；新品的持续迭代有效拉动了近年来品类均价的上行，预计23年及之后公司均价与盈利能力均将维持上行趋势。具体假设如下：

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
个护健康业务	0.96	0.79	0.74	2.19	5.83	9.62	13.76	18.77
yoy		-18.2%	-6.4%	197.3%	166.8%	65.0%	43.0%	36.4%
销量(万台)			69.32	126.61	259.32	388.98	505.67	627.04
yoy			-12.7%	82.7%	104.8%	50.0%	30.0%	24.0%
均价(元/台)			106.10	172.67	224.88	247.37	272.10	299.32
yoy			7.3%	62.7%	30.2%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	9.9%	5.2%	3.3%	7.2%	17.6%	23.3%	27.2%	30.6%
毛利	0.42	0.32	0.30	1.00	2.09	3.50	5.08	7.00
毛利率	43.97%	40.27%	40.98%	45.85%	35.85%	36.40%	36.90%	37.30%

资料来源：招股书 中信建投

6. 盈利预测与投资建议

2) 生活卫浴业务

受房地产市场景气度以及公司自身在这一品类上投入策略等因素影响，预计23年及之后这一品类销量将有所下滑；此外，预计23年及之后公司整体卫浴产品均价和盈利能力将保持相对平稳。

具体假设如下：

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
生活卫浴业务	0.19	1.37	1.83	2.01	1.03	0.83	0.70	0.63
yoy		620.1%	33.9%	10.1%	-48.7%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
销量(万台)			151.08	166.63	90.41	72.33	61.48	55.33
yoy			40.9%	10.3%	-45.7%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
均价(元/台)			121.05	120.84	114.31	114.31	114.31	114.31
yoy			-4.9%	-0.2%	-5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
占比	2.0%	9.0%	8.2%	6.6%	3.1%	2.0%	1.4%	1.0%
毛利	0.07	0.35	0.49	0.65	0.25	0.20	0.17	0.15
毛利率	34.48%	25.73%	26.61%	32.26%	23.82%	23.70%	23.70%	23.70%

资料来源：招股书 中信建投

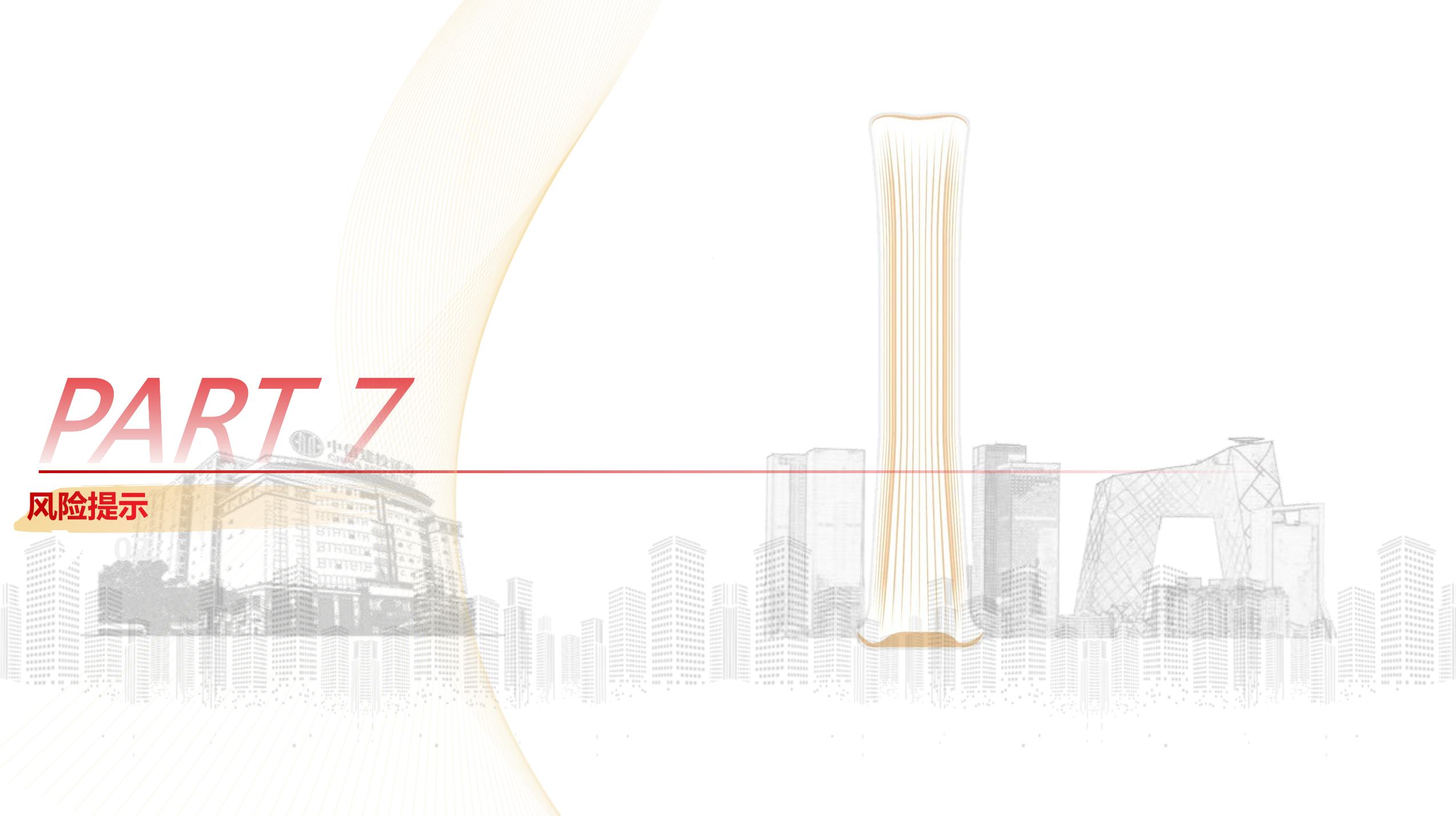
6. 盈利预测与投资建议

我们预计2023-2025年公司营收增速分别为25.12%/22.05%/21.45%，归母净利润增速分别为30.47%/26.40%/25.43%。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	36.35	8.85	25.12	22.05	21.45
营业利润(%)	8.96	3.02	32.91	26.24	25.31
归属于母公司净利润(%)	-1.85	12.03	30.47	26.40	25.43
获利能力					
毛利率(%)	29.19	29.50	31.02	32.02	33.03
净利率(%)	5.60	5.76	6.01	6.22	6.43
ROE(%)	13.64	13.19	14.68	15.65	16.41
ROIC(%)	28.59	20.31	22.14	29.91	40.12
偿债能力					
资产负债率(%)	49.17	52.59	52.43	52.22	51.82
净负债比率(%)	-52.89	-45.20	-63.00	-76.99	-88.10
流动比率	1.42	1.36	1.48	1.59	1.68
速动比率	0.92	0.95	1.05	1.15	1.25
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.08	1.16	1.20	1.23
应收账款周转率	9.88	6.50	7.35	7.35	7.35
应付账款周转率	4.02	3.07	3.66	3.66	3.66
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.52	0.67	0.85	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.72	1.12	1.29	1.52
每股净资产(最新摊薄)	3.38	3.91	4.59	5.44	6.50

PART 7

风险提示



7. 风险提示

- 市场竞争加剧风险：**近年来，随着居民收入水平不断提高、家电行业渠道变革、创新产品的不断推出，行业中涌现出一批以少数爆品为核心的家电公司；同时，行业内家电巨头亦不断切入小家电领域，市场竞争进一步加剧。尽管公司自成立以来呈现良好发展态势，但市场竞争加剧对公司是否能保持过往增长速度带来不确定性。公司积极挖掘消费者需求，不断开发创新产品，老款产品降价对发行人整体毛利率影响较小，但受到激烈的市场竞争影响，小家电产品的技术不断迭代，老款产品存在一定降价风险。如果公司不能持续保持以消费者为中心，紧跟消费趋势进行研发、设计和生产，将可能面临市场份额和盈利能力下滑的风险；
- 线上销售占比较高的风险：**公司产品主要通过电商平台、线上直销和线上经销方式在天猫商城及淘宝平台、京东商城、抖音等主流电商平台进行销售。20-22年公司线上销售收入分别为13.72亿元、15.07亿元和17.90亿元，占主营业务收入的比例分别为61.68%、49.68%和54.23%，占比较高。目前，天猫商城及淘宝平台、京东商城、抖音等第三方渠道已逐渐发展成为成熟的开放电商平台，同时随着网购用户增量趋于稳定，互联网流量红利效应逐渐减弱，流量增速放缓，电商竞争加剧，一方面导致公司的线上销售收入增速有所放缓，另一方面，电商平台商家的促销推广竞争日趋激烈，公司促销推广成本呈上升趋势。根据对公司未来内销线上渠道收入增速的不同假设，对公司整体内销增速进行敏感性分析：悲观假设在，如果线上渠道收入下滑10%，公司内销收入即会下滑6.28%，整体影响较大。

图：22年公司分渠道收入表现

	收入（亿元）	增速
内销-线上渠道	17.90	62.79%
内销-线下渠道	10.60	37.21%
合计	28.50	

图：公司线上渠道收入增速敏感性分析

	线上渠道增速		
	乐观：10%	中性：0%	悲观：-10%
线上渠道收入（亿元）	19.69	17.90	16.11
线下渠道收入（亿元）	10.60	10.60	10.60
合计	30.29	28.50	26.71
增速	6.28%	0.00%	-6.28%

7. 风险提示

➤ **资产和经营规模迅速扩张带来的管理风险**：公司近年来发展速度较快，经营规模和业务范围不断扩大，组织结构和管理体系日益复杂。随着公司本次发行募集资金的到位和投资项目的实施开展，公司规模将进一步扩大，对公司经营管理、资源整合、持续创新、市场开拓等方面都提出了更高的要求，经营决策和风险控制的难度进一步增加。如果公司管理团队的人员配备和管理水平不能适应规模迅速扩张的需要，在本次发行上市后迅速建立起适应资本市场要求和公司业务发展需要的运作机制并有效运行，将影响公司的经营效率、发展速度和业绩水平。

分析师介绍

马王杰：家电行业首席分析师，上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得2016年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017年新财富入围；2018年金牛奖家电行业最佳团队。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk