

倍轻松 (688793.SH)

强烈推荐 (维持)

发布股权激励草案，激励目标超预期

2023年5月22日晚间，倍轻松发布2023年股权激励计划草案。

- **倍轻松发布股权激励计划草案。**1) **激励范围**，本次公司拟授予 165 名激励对象 (占公司 2022 年末员工总数的 17.9%) 合计 123 万股限制性股份，占公司总股本的 2.0%，授予价格为 27.40 元/股，股票来源为定向增发或回购股份。2) **业绩考核目标**，本计划共分为两个归属期，归属比例分别为 50%。本次激励计划公司层面业绩考核目标分为 A/B/C 三档，可归属比例分别为 100%/75%/50%，C 档考核目标为 2023 年营业收入达到 13.09 亿元 (YoY+46.1%) 或净利润达到 9200 万元，2024 年营业收入及净利润分别同比增长 15%；B 档考核目标为 2023 年营业收入达到 14.28 亿元 (YoY+59.4%) 且净利润达到 1.10 亿元，2024 年营业收入及净利润分别同比增长 25%；A 档考核目标为 2023 年营业收入达到 15.47 亿元 (YoY+72.7%) 且净利润达到 1.19 亿元，2024 年营业收入及净利润分别同比增长 35%。3) **费用摊销**，本次激励预计将产生总成本 3415 万元，分别将于 2023/2024/2025 年摊销 1488/1567/360 万元。
- **线上抖音渠道爆品放量。**据久谦统计，2023 年 1-4 月倍轻松天猫+京东+抖音渠道个护仪器品类 GMV 同比增长 10%，其中单 4 月同比增长 116%。拆分来看，抖音渠道在新品 Neck N5 mini 的推动下实现高速增长，3/4 月抖音渠道 GMV 分别同比增长 325%/1091%，4 月抖音渠道占天猫+京东+抖音渠道合计 GMV 比例已提升至 44%。从行业经验来看，抖音渠道销售能力构筑主要源于产品打造+团队直播及投流能力培育+投流策略磨合，目前倍轻松抖音团队初期能力构筑已基本完成，未来有望迎来收入放量收获期。
- **线下新模式+加盟体系助力流量加速恢复。**2023 年国内跨城交通快速复苏，据民航局及国家铁路局数据，4 月全国民航旅客运输量同比增长 538% (恢复至 2019 年同期的 94.6%)，铁路运输旅客发送量同比增长 477%，线下流量快速复苏有望带动公司门店收入恢复，考虑到线下门店房租、人员等支出相对固定，收入的恢复将有效摊薄成本费用，提振整体盈利能力。除宏观环境影响外，公司还通过新模式+新体系助力线下渠道恢复：1) **直营门店**，2022 年公司创新性推出“速按摩”服务并导入线下门店，有效实现门店引流并提升购买转化效率，2023 年公司将进一步复制推广“速按摩”助力线下门店流量及营收恢复。此外，公司 2023 年持续对门店体系进行优化调整，将部分亏损门店关停或停止续约，未来线下渠道盈利能力有望优化；2) **经销门店**，2022 年公司开启直招加盟，年末留存经销门店 30 家，门店模型初步跑通，2023 年公司将进一步推广经销加盟体系，以直营+经销的模式在减轻资产端负担的基础上持续织密线下渠道网络。
- **盈利预测及投资评级。**考虑到公司抖音渠道爆品 Neck 5 Mini 快速放量，未来有望扩散至京东及天猫渠道，线下渠道流量快速恢复，固定费用摊薄下收入及盈利能力快速提升，我们上调公司 2023-2025 年营业收入至分别为 14.6/18.3/22.9 亿元，同比分别增长 63%/26%/25%，预计归母净利润分别为 1.1/1.4/1.8 亿元，2024/2025 年同比分别增长 27%/27%，对应 PE 分别为 29.9X/23.6X/18.6X，维持“强烈推荐”投资评级。

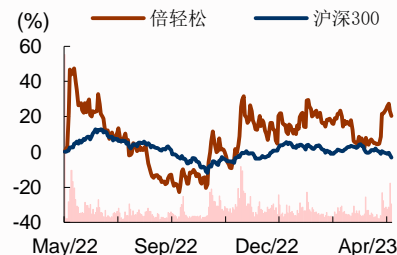
消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：53.45 元

基础数据

总股本 (万股)	6164
已上市流通股 (万股)	2329
总市值 (亿元)	33
流通市值 (亿元)	12
每股净资产 (MRQ)	7.5
ROE (TTM)	-25.2
资产负债率	36.2%
主要股东	马学军
主要股东持股比例	40.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	33	16
相对表现	22	29	19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《倍轻松 (688793) — 22 年年报 & 23 年一季报点评：一季度收入业绩快速转好，看好年内盈利恢复》2023-04-24
- 《倍轻松 (688793) — 2022 年业绩快报点评：四季度业绩承压，经营拐点可期》2023-02-28
- 《倍轻松 (688793) — 2022 年年报业绩预告点评：Q4 表现承压，经营拐点可期》2023-01-31

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
彭子豪 S1090522120001
pengzihao@cmschina.com.cn
纪向阳 研究助理
jixiangyang@cmschina.com.cn

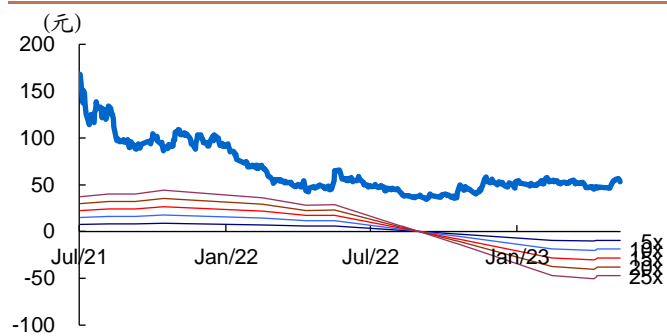
□ 风险提示：市场需求不及预期、线下渠道恢复不及预期、局部地区疫情反复。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1190	896	1456	1828	2293
同比增长	44%	-25%	63%	26%	25%
营业利润(百万元)	106	(147)	125	163	207
同比增长	26%	-239%	-185%	30%	27%
归母净利润(百万元)	92	(124)	110	140	177
同比增长	30%	-235%	-188%	27%	27%
每股收益(元)	1.49	-2.02	1.79	2.27	2.88
PE	35.9	-26.5	29.9	23.6	18.6
PB	5.0	7.0	5.7	4.8	4.0

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：倍轻松历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：倍轻松历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	782	625	713	875	1080
现金	220	288	279	347	432
交易性投资	171	50	50	50	50
应收票据	2	1	1	1	1
应收款项	79	62	76	95	119
其它应收款	48	44	71	89	112
存货	206	140	180	225	280
其他	56	40	55	69	86
非流动资产	178	174	171	169	168
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产	17	18	18	18	18
无形资产商誉	4	3	3	3	2
其他	153	153	151	149	147
资产总计	961	799	884	1045	1247
流动负债	260	277	252	306	373
短期借款	10	91	70	87	110
应付账款	143	99	134	168	209
预收账款	6	8	11	13	17
其他	101	79	37	38	38
长期负债	46	50	50	50	50
长期借款	0	0	0	0	0
其他	46	50	50	50	50
负债合计	306	327	302	356	423
股本	62	62	86	86	86
资本公积金	365	345	320	320	320
留存收益	229	66	176	283	418
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者权益	655	473	583	689	825
负债及权益合计	961	799	884	1045	1247

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	87	(2)	44	70	92
净利润	92	(125)	110	140	177
折旧摊销	19	17	10	10	9
财务费用	8	8	1	(0)	(0)
投资收益	(1)	3	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(31)	116	(65)	(68)	(85)
其它	(1)	(21)	7	9	11
投资活动现金流	(221)	68	12	12	12
资本支出	(27)	(19)	(8)	(8)	(8)
其他投资	(194)	87	20	20	20
筹资活动现金流	217	(45)	(65)	(15)	(19)
借款变动	(150)	38	(64)	18	22
普通股增加	15	0	25	0	0
资本公积增加	344	(20)	(25)	0	0
股利分配	(30)	(67)	0	(33)	(42)
其他	38	3	(1)	0	0
现金净增加额	82	20	(9)	67	85

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1190	896	1456	1828	2293
营业成本	515	450	610	760	947
营业税金及附加	5	4	7	9	11
营业费用	485	482	600	750	940
管理费用	41	44	57	71	89
研发费用	47	57	73	91	115
财务费用	7	0	1	(0)	(0)
资产减值损失	(5)	(17)	(3)	(4)	(4)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	20	14	20	20	20
投资收益	1	(3)	0	0	0
营业利润	106	(147)	125	163	207
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	106	(147)	127	165	209
所得税	14	(23)	16	25	31
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	92	(124)	110	140	177

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	44%	-25%	63%	26%	25%
营业利润	26%	-239%	-185%	30%	27%
归母净利润	30%	-235%	-188%	27%	27%
获利能力					
毛利率	56.7%	49.8%	58.1%	58.4%	58.7%
净利率	7.7%	-13.9%	7.6%	7.6%	7.7%
ROE	20.6%	-22.1%	20.9%	22.0%	23.4%
ROIC	19.6%	-18.7%	17.5%	19.3%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	31.8%	40.9%	34.1%	34.0%	33.9%
净负债比率	6.7%	16.7%	7.9%	8.4%	8.8%
流动比率	3.0	2.3	2.8	2.9	2.9
速动比率	2.2	1.7	2.1	2.1	2.1
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.0	1.7	1.9	2.0
存货周转率	3.0	2.6	3.8	3.8	3.8
应收账款周转率	14.6	12.5	21.0	21.2	21.2
应付账款周转率	3.5	3.7	5.2	5.0	5.0
每股资料(元)					
EPS	1.49	-2.02	1.79	2.27	2.88
每股经营净现金	1.41	-0.04	0.72	1.14	1.50
每股净资产	10.63	7.67	9.45	11.18	13.38
每股股利	1.09	0.00	0.54	0.68	0.86
估值比率					
PE	35.9	-26.5	29.9	23.6	18.6
PB	5.0	7.0	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	39.5	-33.9	34.8	27.5	22.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

纪向阳：上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。