


2023年05月14日  
 倍轻松 (688793. SH)

ESSENCE


**公司快报**

证券研究报告

小家电 III

## 4月复苏进程加速，期待释放业绩弹性

**4月经营表现明显改善：**1) 线下方面，4月交通枢纽客流明显恢复，据航班管家测算，4月民航国内客流量恢复至2019年同期的104.3%。倍轻松交通枢纽门店占比较高（截至2022年末，机场、高铁站等交通枢纽门店数量占比达到33%），我们推测4月公司线下门店收入同比明显提升。2) 线上方面，公司加大精细化运营力度，迭代优化产品体验，拓展新兴电商渠道，4月线上收入同比快速增长。据久谦数据推总，4月倍轻松线上（天猫+京东+抖音）销售额YoY+102%（见图1）。

**线下客流持续恢复，公司门店收入有望展现弹性：**倍轻松线下收入占比较高（2019年公司线下收入占比54%），2022年疫情反复对线下门店经营产生较大影响，且公司线下主要采用直营模式，门店租金和店员薪酬支出较为刚性，导致公司去年经营业绩有所承压，2022年公司线下收入占比下降至29%。今年以来，随着线下客流持续恢复，公司直营门店经营表现逐步复苏。考虑到去年同期低基数，后续公司线下收入有望展现增长弹性。

**深耕内容电商渠道，抖音销售增速亮眼：**今年以来，倍轻松持续加大对内容电商的投入力度，抖音渠道运营能力明显提升。据久谦数据，4月倍轻松抖音销售额YoY+642%，1-4月累计销售额YoY+143%。公司顺应渠道发展趋势，重点布局建设抖音渠道，发力优质达人迅速扩大流量，深耕短视频和自播内容载体，全天候直播引流，抖音渠道已成为重要的增量贡献渠道。据久谦数据，4月公司抖音收入占线上收入比例达到40%（见图2）。此外，倍轻松深刻洞察用户痛点，抖音爆款策略成效显著。公司抖音主推产品N5 mini 肩颈按摩仪，4月单品销售额超过2500万元（见表1）。该产品的按摩区域覆盖肩颈和斜方肌，采用肩背式设计解放双手，仿生揉捏按法力度较强。我们认为，公司深耕内容电商模式，抖音渠道有望持续贡献收入增量。

**新品拓展能力优秀，持续推新引领行业发展：**倍轻松重视研发投入，研发创新能力领先行业，2022年研发费用率6.4%。公司紧抓消费者需求痛点，持续迭代升级产品。2022年公司推出了姜小竹A2智能艾灸盒、See 5R人鱼泪智能润眼仪、See 5K儿童智能护眼仪等多款新品，获得了较好的销售表现，2022年新品收入占总体收入的32.5%。随着消费景气改善，公司新品拓展速度有望加速，后续新品表现值得期待。

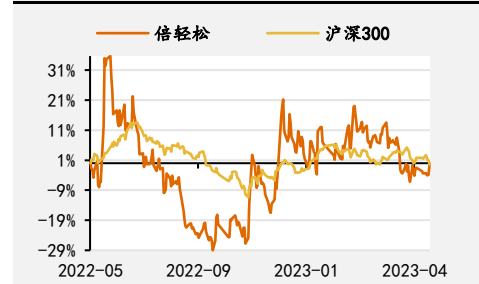
**投资建议：**小型按摩器行业成长属性强，行业规模和集中度有较大提升空间。倍轻松深耕行业二十年，产品、渠道、品牌优势突出，有望持续引领行业发展。随着线下消费复苏，公司经营业绩有望展现较大弹性。我们预计公司2023~2025年EPS为

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6个月目标价	59.75元
股价 (2023-05-12)	48.20元

### 交易数据

总市值(百万元)	2,971.05
流通市值(百万元)	1,115.85
总股本(百万股)	61.64
流通股本(百万股)	23.15
12个月价格区间	34.28/65.5元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.9	-0.1	-4.1
绝对收益	3.0	-4.2	-4.6

**张立聪** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

**余昆** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521070002

yुकun@essence.com.cn

### 相关报告

Q1 经营边际改善，期待展现复苏弹性	2023-04-24
Q4 经营短期承压，期待疫后复苏	2023-02-28
Q3 经营短期承压，期待消费复苏	2022-10-31

1.49/2.29/2.90 元；维持买入-A 的投资评级，考虑到公司的成长性，我们给予 2023 年 40 倍动态市盈率，相当于 6 个月目标价 59.75 元/股。

目 **风险提示**：原材料价格大涨、行业竞争格局恶化、疫情反复

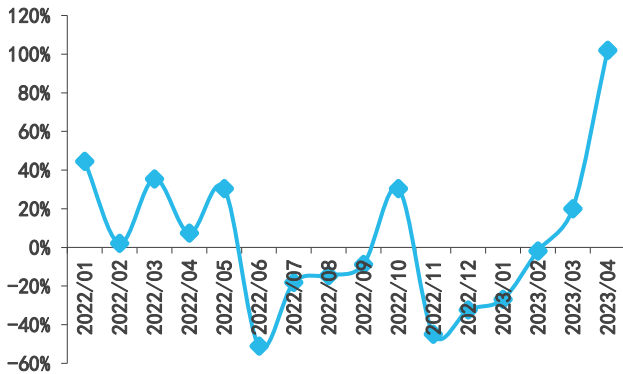
目 **披露事项**：安信证券股份有限公司另类投资子公司科创板跟投持有倍轻松（688793）658000 股，持有该股票达到上市公司已发行股份 1.07%，锁定期至 2023 年 07 月 17 日。请投资者注意本研报发布存在的潜在利益冲突风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	11.9	9.0	11.9	15.6	19.3
净利润	0.9	-1.2	0.9	1.4	1.8
每股收益(元)	1.49	-2.02	1.49	2.29	2.90
每股净资产(元)	10.63	7.67	16.88	18.49	20.52

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	31.2	-23.0	31.1	20.3	16.0
市净率(倍)	4.4	6.1	2.8	2.5	2.3
净利润率	7.7%	-13.9%	7.7%	9.1%	9.2%
净资产收益率	14.0%	-26.3%	8.8%	12.4%	14.1%
股息收益率	2.3%	0.0%	1.0%	1.5%	1.9%
ROIC	80.1%	-71.0%	56.6%	282.6%	43.1%

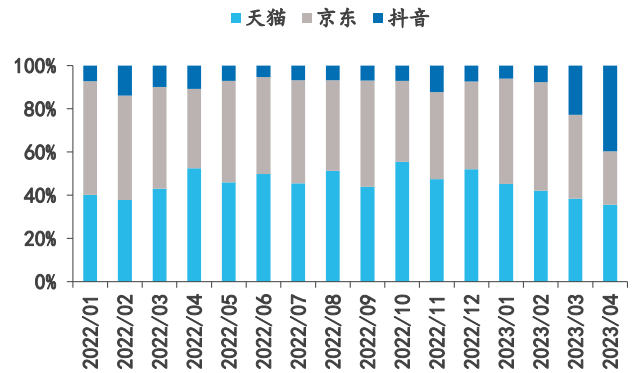
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

图1. 倍轻松线上（天猫+京东+抖音）销售额 YoY



资料来源：久谦，安信证券研究中心

图2. 倍轻松线上分平台销售额占比



资料来源：久谦，安信证券研究中心

表1: 倍轻松抖音官方旗舰店4月销售额 TOP5 商品

商品名称	商品展示	价格 (元/台)	销量 (台)	销售额 (万元)
N5 mini 肩颈按摩仪		549	5万~7.5万	2500~5000
Neck 5 颈椎按摩器		899	100~250	10~25
Back 2 腰部按摩器		449	100~250	10~25
See 5K 儿童护眼仪		699	50~75	5~7.5
See X2 pro 眼部按摩仪		699	50~75	2.5~5

资料来源：蝉妈妈，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11.9	9.0	11.9	15.6	19.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5.1	4.5	5.1	6.6	8.1	营业收入增长率	43.9%	-24.7%	33.2%	30.6%	23.8%
营业税费	0.1	-	0.1	0.1	0.1	营业利润增长率	26.2%	-239.1%	172.0%	53.3%	26.5%
销售费用	4.8	4.8	4.8	6.2	7.6	净利润增长率	29.9%	-235.5%	174.0%	53.3%	26.5%
管理费用	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7	EBITDA 增长率	39.8%	-214.4%	217.4%	89.1%	45.1%
研发费用	0.5	0.6	0.5	0.6	0.8	EBIT 增长率	43.0%	-232.3%	179.3%	51.2%	27.0%
财务费用	0.1	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	34.7%	-226.8%	174.5%	51.2%	27.0%
资产减值损失	-	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	43.1%	-6.5%	-69.7%	732.4%	-20.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	180.1%	-27.9%	120.4%	9.5%	11.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	1.1	-1.5	1.1	1.6	2.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	56.7%	49.8%	56.9%	57.8%	58.1%
利润总额	1.1	-1.5	1.1	1.6	2.1	营业利润率	8.9%	-16.4%	8.9%	10.4%	10.6%
减:所得税	0.1	-0.2	0.1	0.2	0.3	净利润率	7.7%	-13.9%	7.7%	9.1%	9.2%
净利润	0.9	-1.2	0.9	1.4	1.8	EBITDA/营业收入	9.2%	-14.0%	12.4%	17.9%	21.0%
						EBIT/营业收入	8.5%	-15.0%	8.9%	10.3%	10.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	5	7	10	19	26
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	45	68	14	16	17
货币资金	2.2	2.9	8.6	6.1	8.3	流动资产周转天数	184	283	279	269	230
交易性金融资产	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5	应收帐款周转天数	31	47	31	29	29
应收帐款	1.3	1.1	1.0	1.5	1.6	存货周转天数	52	70	52	51	50
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	217	354	343	339	309
预付帐款	0.5	0.4	0.1	0.5	0.2	投资资本周转天数	45	68	32	53	69
存货	2.1	1.4	2.0	2.4	3.0						
其他流动资产	0.1	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.0%	-26.3%	8.8%	12.4%	14.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.6%	-15.6%	6.2%	9.6%	9.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	80.1%	-71.0%	56.6%	282.6%	43.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	0.2	0.2	0.5	1.1	1.6	销售费用率	40.8%	53.8%	40.0%	39.5%	39.5%
在建工程	-	-	0.4	1.0	1.6	管理费用率	3.4%	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%
无形资产	-	-	0.1	0.1	0.1	研发费用率	4.0%	6.4%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	财务费用率	0.6%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%
资产总额	9.6	8.0	14.8	14.7	18.5	四费/营业收入	48.7%	65.2%	47.5%	46.8%	46.9%
短期债务	0.1	0.9	0.2	0.3	0.4	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1.6	1.1	3.3	2.2	4.6	资产负债率	31.8%	40.9%	29.5%	22.2%	31.6%
应付票据	-	0.1	-	-	-	负债权益比	46.7%	69.2%	41.8%	28.6%	46.1%
其他流动负债	0.9	0.7	0.4	0.3	0.4	流动比率	3.01	2.25	3.19	3.98	2.56
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.22	1.75	2.66	3.13	2.00
其他非流动负债	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	利息保障倍数	14.51	-2,075.31	144.24	-146.85	-338.22
负债总额	3.1	3.3	4.3	3.3	5.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	1.09	-	0.45	0.69	0.87
股本	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	分红比率	72.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	5.9	4.3	9.8	10.8	12.0	股息收益率	2.3%	0.0%	1.0%	1.5%	1.9%
股东权益	6.6	4.7	10.4	11.4	12.6						
						<b>现金流量表</b>					
						(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	0.9	-1.2	0.9	1.4	1.8
						加:折旧和摊销	0.2	0.2	0.4	1.2	2.0
						资产减值准备	-	0.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	0.1	0.1	-	-	-
						投资收益	-	-	-	-	-
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-1.6	0.3	2.0	-2.4	2.0
						经营活动产生现金流量	0.9	-	3.3	0.2	5.8
						投资活动产生现金流量	-2.2	0.7	-1.2	-2.4	-3.2
						融资活动产生现金流量	2.2	-0.5	3.6	-0.3	-0.4
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	1.49	-2.02	1.49	2.29	2.90
						BVPS(元)	10.63	7.67	16.88	18.49	20.52
						PE(X)	31.2	-23.0	31.1	20.3	16.0
						PB(X)	4.4	6.1	2.8	2.5	2.3
						P/FCF	48.7	504.7	30.7	-13.5	10.5
						P/S	2.4	3.2	2.4	1.8	1.5
						EV/EBITDA	54.2	-21.6	12.7	7.7	4.8
						CAGR(%)	15.3%	-212.8%	9.4%	15.3%	-212.8%
						PEG	2.0	0.1	3.3	1.3	-0.1
						ROIC/WACC	12.2	-10.8	8.6	42.9	6.5
						REP	2.8	-1.5	4.4	0.1	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034