

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

倍轻松 (688793)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

联系电话: 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业研究助理

联系电话: 18800112133

邮箱: yinshengdi@cindasc.com

相关研究

《制造力外溢系列报告（一）盾安环境：聚焦核心制冷主业，热管理蓄势待发》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# Q1 毛利率显著改善，期待后续经营改善

2023年04月24日

**事件：**公司发布 2022 年年报和 23 年一季报。2022 年公司实现营业收入 8.96 亿元，同比-24.69%，归母净利润亏损 1.24 亿元，同比-235.46%。23Q1 公司实现营业收入 22.81 亿元，同比-7.93%，归母净利润亏损 182 万元，去年同期亏损 989 万元。

➤ **线下收入占比进一步下降。Q1 收入降幅环比缩窄。**

Q4 公司实现营业收入 2.47 亿元，同比-34.39%，归母净利润亏损 6690 万元，同比-358.48%。22 年公司营收出现下滑的原因主要在于：1) 公司线下门店多分布于机场、高铁站等交通枢纽和核心商圈，线下人流量的下滑直接导致了公司线下销售收入的减少；2) 受地缘政治危机影响，公司俄罗斯 OEM 客户订单减少 2863 万，同比-75.83%，22 年公司海外收入合计 7805 万元，同比-37.51%。

分产品来看，公司颈部/眼部/艾灸/头皮/头部按摩器材分别实现营业收入 2.39/1.93/0.74/0.64/0.47 亿元，分别同比-22.98/-35.69/+23.44/-47.14/-48.84%。其中艾灸类产品是唯一实现增长的品类，我们认为主要源于消费者对于中医产品的需求和认可度的提高。

分渠道来看，2022 年公司 ODM/线上经销/线上平台入仓/线上直销/线下经销/线下直销收入分别同比-48.48/+22.61/-1.29/-20.74/-55.37/-33.63%。线下经销和线下直销占比进一步下降，分别-4.62/-2.96pct，线下销售占比仅占 29.37%，截至 22 年末，公司线下门店数量下降 12.37%至 163 家。

但随着政策变化，线下人流量逐步回升，叠加消费需求的缓慢复苏，23Q1 (-7.93%) 收入降幅环比 22Q4 (-34.39%) 逐渐缩窄。

➤ **22 年加大研发费用投入，23Q1 毛利显著改善**

2022 年公司实现综合毛利率 49.82%，同比-6.92pct。分产品来看，公司颈部/眼部/头皮/艾灸/健康运动/手部/travel 类产品毛利率分别同比-16.56/-2.33/-7.81/-4.14/-4.8/-9.22/-9.86pct，而肩部、腰背部和脚部产品毛利率有所提升，分别同比+1.58/+1.46/+1.64pct。

分渠道看，公司 ODM 业务毛利率同比+3.14pct 至 30.10%，其他渠道毛利率均有所下滑。23Q1 公司毛利率同比+5.13pct 至 59.06%，我们认为 Q1 公司毛利率改善的主要原因在于 1) 原材料成本下降推动盈利能力改善；2) 公司收入降幅缩窄，单位固定成本摊销降低。

从费用来看，22 年公司销售/管理/研发/财务费用分别同比-0.50/+8.18/+21.46/-99.14%，费用率分别同比+13.09/+1.50/+2.43/-0.58pct。尽管公司对线下门店结构进行优化后租金成本(-17.56%)减少，但公司增加了广告和推广费用(10.87%)，因此销售费用整体持平；管理费用的增加主要原因为公司调整管理架构及引进高级管理人员，职

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

工薪酬增加(+45.82%);同时公司也加大了研发费用的投入,22年公司实际新增境内外专利合计148项;22年公司财务费用大幅下降,主要原因为22年公司实现汇兑收入322.96万元,21年公司汇兑损失1014.92万元。23Q1公司销售/管理/研发/财务费用分别同比+1.67/-29.61/-30.82/+169.51%,财务费用的增加主要由利息费用增加所致。

➤ **存货水平开始下降,周转效率提升。**

1) 公司22年期末货币资金为2.88亿元,较期初+30.79%,主要为短期借款增加所致,23Q1期末公司货币资金为2.44亿元,较期初-15.48%。22年期末应收账款及票据合计0.62亿元,较期初-23.30%,23Q1期末应收账款及票据合计0.65亿元,同比+4.49%;22年期末公司存货合计1.40亿元,较期初-31.74%,23Q1期末存货合计1.23亿元,同比-12.57%,存货不断下降的原因主要为公司存货周转效率有所提升。22年期末公司合同负债规模为794万元,较期初+36.90%,23Q1期末合同负债为1139万元,较期初+43.45%,体现了公司一定的收入增长潜力。

2) 现金流方面,公司23Q1经营性现金流净额为-1584万元,去年同期为-7163万元,净额增加的主要原因为购买商品、接受劳务支出的现金明显减少。

3) 周转方面,公司Q1期末存货/应收账款/应付账款周转天数较22年分别-11.78/-4.43/-22.64天,周转效率显著提升。

➤ **渠道调整实现多维度降本增效,经营拐点可期。**为应对外部不利因素的影响,公司进行了多维度降本增效,调整渠道结构,优化线下门店,效果显著,22年公司交通枢纽门店数量占比下降至53家,占比下降至32.52%,线上渠道方面,公司加强精细化运营,京东平台市占率翻倍至22年的14%,电商平台私域运营会员总量同比+173%,抖音平台收入同比上升61.19%,增加约1675万元。我们认为23年随着线下流量和居民消费需求的复苏,公司作为国内便携按摩器龙头,依靠“中医×科技”的产品策略,有望实现经营业绩的恢复。

➤ **盈利预测和投资评级:**我们预计公司23-25年营业收入为10.72/12.85/14.49亿元,同比+19.7/19.8/12.8%,预计23-25年公司归母净利润分别为0.71/1.05/1.39亿元,分别同比+157.1/47.3/33.0%,对应PE39.3/26.7/20.1倍,维持“买入”评级。

➤ **风险因素:**疫情影响线下渠道销售、原材料涨价、新品推出不及预期、宏观经济下行影响消费需求、行业竞争加剧

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,190	896	1,072	1,285	1,449
增长率 YoY %	43.9%	-24.7%	19.7%	19.8%	12.8%
归属母公司净利润 (百万元)	92	-124	71	105	139
增长率 YoY%	29.9%	-235.5%	157.1%	47.3%	33.0%
毛利率%	56.7%	49.8%	54.1%	55.9%	57.3%
净资产收益率ROE%	14.0%	-26.3%	13.1%	16.1%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	1.74	-2.02	1.15	1.70	2.26
市盈率 P/E(倍)	60.06	—	39.29	26.68	20.06
市净率 P/B(倍)	9.83	6.40	5.14	4.31	3.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 21 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	782	625	722	940	1,158	
货币资金	220	288	428	605	789	
应收票据	2	1	1	1	1	
应收账款	79	62	59	76	84	
预付账款	47	38	42	48	53	
存货	206	140	121	132	147	
其他	228	96	71	77	85	
<b>非流动资产</b>	178	174	114	36	-36	
长期股权投资	4	0	-3	-6	-9	
固定资产(合计)	17	18	18	17	15	
无形资产	4	3	2	1	0	
其他	153	153	96	24	-43	
<b>资产总计</b>	961	799	835	976	1,122	
<b>流动负债</b>	260	277	242	278	285	
短期借款	10	91	91	91	91	
应付票据	0	8	6	8	8	
应付账款	143	91	54	79	81	
其他	107	87	92	100	105	
<b>非流动负债</b>	46	50	50	50	50	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	46	50	50	50	50	
<b>负债合计</b>	306	327	292	328	334	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	655	473	544	648	787	
<b>负债和股东权益</b>	961	799	835	976	1,122	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,190	896	1,072	1,285	1,449	
同比(%)	43.9%	-24.7%	19.7%	19.8%	12.8%	
归属母公司净利润	92	-124	71	105	139	
同比(%)	29.9%	-235.5%	157.1%	47.3%	33.0%	
毛利率(%)	56.7%	49.8%	54.1%	55.9%	57.3%	
ROE%	14.0%	-26.3%	13.1%	16.1%	17.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.74	-2.02	1.15	1.70	2.26	
P/E	60.06	—	39.29	26.68	20.06	
P/B	9.83	6.40	5.14	4.31	3.55	
EV/EBITDA	31.79	-49.69	17.40	12.65	9.89	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	1,190	896	1,072	1,285	1,449	
营业成本	515	450	492	566	619	
营业税金及附加	5	4	5	6	7	
销售费用	485	482	429	514	580	
管理费用	41	44	38	45	51	
研发费用	47	57	46	54	59	
财务费用	7	0	0	-2	-5	
减值损失合计	-4	-10	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	1	-3	2	2	3	
其他	19	8	18	19	22	
<b>营业利润</b>	106	-147	82	123	163	
营业外收支	0	0	1	0	0	
<b>利润总额</b>	106	-147	83	123	163	
所得税	14	-23	12	18	24	
<b>净利润</b>	92	-125	71	105	139	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	92	-124	71	105	139	
EBITDA	199	-59	146	187	220	
EPS(当年)(元)	1.74	-2.02	1.15	1.70	2.26	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	87	-2	133	184	200	
净利润	92	-125	71	105	139	
折旧摊销	87	85	83	87	87	
财务费用	8	8	5	5	5	
投资损失	-1	3	-2	-2	-3	
营运资金变动	-105	30	-22	-10	-28	
其它	4	-4	-1	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-221	68	11	-2	-12	
资本支出	-27	-19	-26	-13	-17	
长期投资	-30	0	33	8	3	
其他	-164	87	4	2	3	
<b>筹资活动现金流</b>	217	-45	-5	-5	-5	
吸收投资	391	0	0	0	0	
借款	10	130	0	0	0	
支付利息或股息	-32	-39	-5	-5	-5	
<b>现金流净增加额</b>	81	22	140	177	184	

## 研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com

华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。