

短期困境扭转，长期动力充足

倍轻松(688793)

事件概述

公司发布 2022 年年报：22 年收入 8.96 亿元 (YOY-24.69%)，归母净利润-1.24 亿元 (YOY-235.46%)，扣非归母净利润-1.31 亿元 (YOY-270.85%)。对应 Q4 收入 2.47 亿元 (YOY-34.39%)，归母净利润-0.67 亿元 (YOY-358.48%)，扣非归母净利润-0.69 亿元 (YOY-508.13%)。

23Q1 季报：23 年 Q1 收入 2.28 亿元 (YOY-7.93%)，归母净利润-182.35 万元 (YOY+81.56%)，扣非归母净利润-267.58 万元 (YOY+72.06%)。

分析判断

收入端：受终端消费疲软影响，22 年全年承压下滑。23Q1 有所恢复，降幅收窄至 7.9%。分品类看，22 年多数品类均有不同程度的下滑，其中主要品类颈部 (yoy-23%)、眼部 (yoy-36%)、头皮 (yoy-47%)、头部 (yoy-49%)；艾灸 (yoy+23%)、腰背部 (yoy+23%)、肩部 (yoy+5%) 表现较好。

分渠道看，线下受损严重。公司线下门店主要分布于机场、高铁站等核心交通枢纽以及高端购物中心，疫情影响客流，22 年全年线下销售收入同比下滑 40%，占收入比例下滑 7.6pct 至 29.3%。线上销售收入同比下滑 12%，主要系天猫下滑 (占线上直销收入下滑金额 90%)，新拓赛道抖音同比高增 61% (测算 22 年占线上销售收入 7%)。ODM 下滑 48% 主要系地缘危机影响，俄罗斯大客户订单下降。

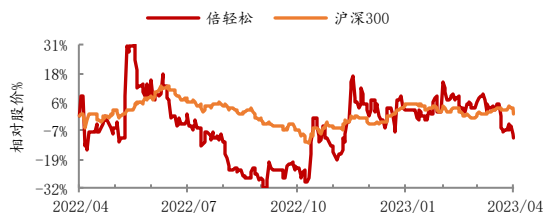
23Q1 降幅收窄。分渠道看，根据魔镜数据，2-3 月线上恢复强劲，天猫淘宝+京东+拼多多合计销售额 2/3 月分别同比增长 25%/20%，Q1 合计则下滑 4%。线下方面，1 月春节送礼需求或带动购物中心门店较好恢复，公司目标客户为商旅出行白领，我们估计交通枢纽店 2-3 月进一步恢复。

业绩端：毛利受损，成本费用刚性拖累业绩表现，23Q1 已明显恢复。渠道结构变化、营销让利活动开展导致毛利率受损，23Q1 已明显恢复。22 年公司整体毛利率 49.82%，同比下滑 6.92pct，其中 Q4 单季最低为 41.31%。主要系：1) 高毛利的线下直营业务受损严重。2) 为稳定销售规模，公司多开展营销让利活动。随着需求回暖，线下渠道恢复，23Q1 公司毛利率已恢复至较高水平 59.05%。

成本费用刚性拖累业绩表现，持续加大研发投入。22 年公司销售/管理/研发费用率同比分别+13.09/+1.5/+2.43pct，对应 Q4 同比分别+25.19/+0.55/-0.96pct。绝对值看 22 年销售费用基

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	45.3
股票代码：	688793
52 周最高价/最低价：	73.98/33.67
总市值(亿)	27.92
自由流通市值(亿)	10.49
自由流通股数(百万)	23.15



分析师：陈玉卢
邮箱：chenyl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522090001
联系电话：

联系人：李琳
邮箱：lilin1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

本持平，主要系 1) 线下直营门店费用刚性；2) 新媒体渠道拓展。研发费用同比+21%，公司在收入承压背景下持续加大研发，巩固产品高端市场竞争力。

23Q1 公司销售/管理/研发费用率同比分别+4.77/-1.03/-0.86pct，归母净利率水平-0.8%，期待后续持续恢复。

投资建议

按摩电器为低渗透、高成长可选品类，22 年受疫情影响需求下滑，公司作为便携按摩器龙头，按摩行业需求恢复，叠加渠道端线下复苏，有望表现出较高弹性。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 10.73/12.54/14.27 亿元，同比分别增长 19.80%/16.86%/13.81%。毛利率方面，考虑到大宗价格回落，高毛利线下直营渠道复苏，预计毛利率稳步提升。费用率方面，公司渠道营销端动作较为积极，预计销售费用仍将保持较高水平。对应 23-25 年归母净利润分别为 0.45/1.04/1.24 亿元，同比分别增长 136.25%/130.21%/19.10%，相应 EPS 分别为 0.73/1.68/2.01 元，以 23 年 4 月 21 日收盘价 45.30 元计算，对应 PE 分别为 61.90/26.89/22.57 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 16.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

消费复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；竞争加剧影响盈利。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,190	896	1,073	1,254	1,427
YoY (%)	43.9%	-24.7%	19.8%	16.9%	13.8%
归母净利润(百万元)	92	-124	45	104	124
YoY (%)	29.9%	-235.5%	136.3%	130.1%	19.1%
毛利率 (%)	56.7%	49.8%	55.5%	56.9%	57.3%
每股收益 (元)	1.74	-2.02	0.73	1.68	2.01
ROE	14.0%	-26.3%	9.0%	17.2%	17.0%
市盈率	26.03	-22.43	61.90	26.90	22.59

资料来源：wind，华西证券

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 分析判断.....	4
3. 投资建议.....	4
4. 风险提示.....	5

图表目录

图 1 可比公司估值表	5
-------------------	---

1. 事件概述

公司发布 2022 年年报：22 年收入 8.96 亿元 (YOY-24.69%)，归母净利润-1.24 亿元 (YOY-235.46%)，扣非归母净利润-1.31 亿元 (YOY-270.85%)。对应 Q4 收入 2.47 亿元 (YOY-34.39%)，归母净利润-0.67 亿元 (YOY-358.48%)，扣非归母净利润-0.69 亿元 (YOY-508.13%)。

23Q1 季报：23 年 Q1 收入 2.28 亿元 (YOY-7.93%)，归母净利润-182.35 万元 (YOY+81.56%)，扣非归母净利润-267.58 万元 (YOY+72.06%)。

2. 分析判断

收入端：受终端消费疲软影响，22 年全年承压下滑。23Q1 有所恢复，降幅收窄至 7.9%。分品类看，22 年多数品类均有不同程度的下滑，其中主要品类颈部 (yoy-23%)、眼部 (yoy-36%)、头皮 (yoy-47%)、头部 (yoy-49%)；艾灸 (yoy+23%)、腰背部 (yoy+23%)、肩部 (yoy+5%) 表现较好。

分渠道看，线下受损严重。公司线下门店主要分布于机场、高铁站等核心交通枢纽以及高端购物中心，疫情影响客流，22 年全年线下销售收入同比下滑 40%，占收入比例下滑 7.6pct 至 29.3%。线上销售收入同比下滑 12%，主要系天猫下滑 (占线上直销收入下滑金额 90%)，新拓赛道抖音同比高增 61% (测算 22 年占线上销售收入 7%)。ODM 下滑 48% 主要系地缘危机影响，俄罗斯大客户订单下降。

23Q1 降幅收窄。分渠道看，根据魔镜数据，2-3 月线上恢复强劲，天猫淘宝+京东+拼多多合计销售额 2/3 月分别同比增长 25%/20%，Q1 合计则下滑 4%。线下方面，1 月春节送礼需求或带动购物中心门店较好恢复，公司目标客户为商旅出行白领，我们估计交通枢纽店 2-3 月进一步恢复。

业绩端：毛利受损，成本费用刚性拖累业绩表现，23Q1 已明显恢复。渠道结构变化、营销让利活动开展导致毛利率受损，23Q1 已明显恢复。22 年公司整体毛利率 49.82%，同比下滑 6.92pct，其中 Q4 单季最低为 41.31%。主要系：1) 高毛利的线下直营业务受损严重。2) 为稳定销售规模，公司多开展营销让利活动。随着需求回暖，线下渠道恢复，23Q1 公司毛利率已恢复至较高水平 59.05%。

成本费用刚性拖累业绩表现，持续加大研发投入。22 年公司销售/管理/研发费用率同比分别+13.09/+1.5/+2.43pct，对应 Q4 同比分别+25.19/+0.55/-0.96pct。绝对值看 22 年销售费用基本持平，主要系 1) 线下直营门店费用刚性；2) 新媒体渠道拓展。研发费用同比+21%，公司在收入承压背景下持续加大研发，巩固产品高端市场竞争力。

23Q1 公司销售/管理/研发费用率同比分别+4.77/-1.03/-0.86pct，归母净利率水平-0.8%，期待后续持续恢复。

3. 投资建议

按摩电器为低渗透、高成长可选品类，22 年受疫情影响需求下滑，公司作为便携按摩器龙头，按摩行业需求恢复，叠加渠道端线下复苏，有望表现出较高弹性。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 10.73/12.54/14.27 亿元，同比分别增长 19.80%/16.86%/13.81%。毛利率方面，考虑到大宗价格回落，高毛利线下直营渠道复

苏，预计毛利率稳步提升。费用率方面，公司渠道营销端动作较为积极，预计销售费用仍将保持较高水平。对应 23-25 年归母净利润分别为 0.45/1.04/1.24 亿元，同比分别增长 136.25%/130.21%/19.10%，相应 EPS 分别为 0.73/1.68/2.01 元，以 23 年 4 月 21 日收盘价 45.30 元计算，对应 PE 分别为 61.90/26.89/22.57 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 16.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值表

股票名称	股价(元)	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
荣泰健康	22.67	1.55	2.30	1.81	14.6	9.9	12.5
奥佳华	7.98	0.68	0.82	-	11.7	9.7	-
科沃斯	76.25	3.32	3.93	-	23.0	19.4	-
平均数					16.4	13.0	
倍轻松	45.30	0.73	1.68	2.01	61.9	26.9	22.6

资料来源：wind(2023 年 4 月 21 日收盘价，其中荣泰健康、奥佳华 EPS 预测为 WIND 一致预期)，华西证券

4. 风险提示

消费复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；竞争加剧影响盈利。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	896	1,073	1,254	1,427	净利润	-125	45	104	124
YoY (%)	-24.7%	19.8%	16.9%	13.8%	折旧和摊销	85	43	46	45
营业成本	450	478	541	609	营运资金变动	30	-24	-43	-14
营业税金及附加	4	5	6	7	经营活动现金流	-2	68	113	162
销售费用	482	483	511	582	资本开支	-19	-73	-70	-62
管理费用	44	37	43	49	投资	0	0	0	0
财务费用	0	0	1	2	投资活动现金流	68	-72	-69	-61
研发费用	57	43	54	61	股权募资	0	-17	0	0
资产减值损失	-10	0	0	0	债务募资	80	29	35	41
投资收益	-3	1	1	1	筹资活动现金流	-45	7	29	33
营业利润	-147	47	119	142	现金净流量	22	2	73	133
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	-147	47	119	142	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-23	1	16	18	成长能力				
净利润	-125	45	104	124	营业收入增长率	-24.7%	19.8%	16.9%	13.8%
归属于母公司净利润	-124	45	104	124	净利润增长率	-235.5%	136.3%	130.1%	19.1%
YoY (%)	-235.5%	136.3%	130.1%	19.1%	盈利能力				
每股收益	-2.02	0.73	1.68	2.01	毛利率	49.8%	55.5%	56.9%	57.3%
					净利率	-13.9%	4.2%	8.3%	8.7%
					总资产收益率 ROA	-15.6%	4.8%	10.1%	9.5%
					净资产收益率 ROE	-26.3%	9.0%	17.2%	17.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	288	291	364	497	流动比率	2.25	1.87	2.13	2.01
预付款项	38	40	47	52	速动比率	1.60	1.25	1.50	1.42
存货	140	205	190	258	现金比率	1.04	0.73	0.96	0.94
其他流动资产	158	207	203	253	资产负债率	40.9%	47.3%	41.5%	44.3%
流动资产合计	625	744	803	1,060	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.02	1.23	1.27	1.22
固定资产	18	23	25	26	每股指标 (元)				
无形资产	3	3	3	3	每股收益	-2.02	0.73	1.68	2.01
非流动资产合计	174	204	228	245	每股净资产	7.67	8.11	9.80	11.80
资产合计	799	948	1,031	1,305	每股经营现金流	-0.04	1.10	1.83	2.62
短期借款	91	120	155	196	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	99	186	124	226	估值分析				
其他流动负债	87	93	99	106	PE	-22.43	61.90	26.90	22.59
流动负债合计	277	398	378	528	PB	6.40	5.58	4.62	3.84
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	50	50	50	50					
非流动负债合计	50	50	50	50					
负债合计	327	448	428	578					
股本	62	61	61	61					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	472	500	604	727					
负债和股东权益合计	799	948	1,031	1,305					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业分析师，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。