

Q1 业绩大幅减亏，期待后续改善

投资要点

- 业绩总结：**公司发布2022年报及2023年一季报。2022年实现营收9.0亿元，同比减少24.7%；实现归母净利润-1.2亿元，同比减少235.5%。其中Q4单季度实现营收2.5亿元，同比减少34.4%；业绩亏损6690.8万元，同比减少358.5%。2023年第一季度，公司实现营收2.3亿元，同比减少7.9%；实现归母净利润-182.3万元，同比大幅减亏。
- 创意新品艾灸盒逆势增长。**2022年公司收入来源以智能便携按摩器为主，实现营收8.9亿元，同比减少24.7%。其中，颈部、眼部、肩部、腰背部、头皮智能按摩器产品分别实现营收2.4/1.9/0.9/0.8/0.6亿元，同比变动-23.0%/-35.7%/4.6%/23.4%/-47.2%，主要系消费疲软导致按摩类产品营收整体下降；公司推出创意单品艾灸盒，艾灸类产品实现营收7437万元，同比增长50.9%。分渠道来看，公司ODM、线上经销、线上平台入仓、线上直销、线下经销、线下直销各渠道分别实现营收0.3/0.5/1.9/3.5/0.7/2亿元，同比变动-48.5%/22.6%/-1.3%/-20.8%/-53.8%/-33.6%。受到地缘危机影响，俄罗斯客户订单减少致使OEM收入有所下降；消费景气下行，线上、线下销售均有不同程度的下滑。
- 短期盈利承压，期待向好。**2022年公司综合毛利率为49.8%，同比下降6.9pp。其中线上直销、线下直销渠道毛利率分别为54.3%/54.6%，同比变动-5.4pp/-16.5pp。一方面由于产品结构变化，线上直销销售单价降低带动线上直销毛利率降低；另一方面，线下门店租金等支出较为刚性，线下客流减少使得门店收入减少，公司线下直销毛利率受到较大影响。费用方面，公司开拓新媒体渠道，线上推广费用有所提升，全年销售费用率为53.8%，同比提升13.1pp；管理费用率为11.3%，同比提升3.9pp。此外，消费需求较弱背景下公司营收减少难以覆盖费用支出，也对公司整体费用率表现有一定的影响。整体来看，在消费景气影响以及线下客流减少等多因素影响下，报告期内公司营收减少难以覆盖费用成本，全年尚未实现盈利。
- Q1盈利稳步修复，业绩同比大幅减亏。**随着线下客流的稳步修复，公司经营逐步进入修复阶段。Q1营收同比减少7.9%，降幅逐步收窄。我们认为主要是疫后出行人次提升，公司线下门店客流增多，线下渠道实现恢复性增长所致。盈利端来看，公司Q1实现了大幅减亏，我们推测原因主要有二：(1)盈利能力较强的线下直营门店占比提升，推动公司整体盈利向好；(2)客流恢复，线下门店产品宣传见效，高端化产品销售占比提升推动公司毛利率优化。
- 降本增效加快渠道调整，推陈出新引领行业发展。**(1)降本增效，提升经营质量。公司加大直营门店优化调整力度，聚焦一线、新一线、二线高端的购物中心门店拓展，同时缩减租金占比较高、业绩表现欠佳的部分交通枢纽门店，降低交通枢纽门店整体占比。同时，广泛开展门店线上直播、线下快闪活动、私域流量运营以及团购活动，推动线下融合共生的新零售模式。此外，进一步优化分销体系，开启直招加盟，打造直营与加盟体系相互补充的多维销售网络，共同扩大线下渠道的覆盖。(2)推陈出新，保持技术优势。报告期内，公

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：夏勤
执业证号：S1250522080003
电话：023-63786049
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.62
流通A股(亿股)	0.23
52周内股价区间(元)	33.67-73.98
总市值(亿元)	27.92
总资产(亿元)	7.22
每股净资产(元)	7.48

相关研究

- 倍轻松(688793)：Q2经营承压，期待疫后重回增长(2022-08-22)
- 倍轻松(688793)：疫情干扰短期承压，股权激励彰显信心(2022-04-26)
- 倍轻松(688793)：Q3营收持续高增，短期盈利略有下滑(2021-10-28)
- 倍轻松(688793)：渠道拓展稳步推进，营收业绩快速增长(2021-08-20)



司投入研发费用同比增长 21.5%，推出多款新品，卡位中高端智能便携按摩器市场领先地位，新品收入占公司总体收入的比例为 32.5%。公司实际新增境内外专利合计 148 项，新增获得软件著作权 37 项。2023 年第一季度，公司 Neck D5 颈部按摩器及 See 5R 人鱼泪智能润眼仪双双斩获 2023 年德国红点奖产品设计大奖，后者另外还入选 2022 年“年度国潮智造”榜单。

- **盈利预测与投资建议。**公司作为按摩小家电龙头企业，在按摩小电高端市场占比领先地位，渠道布局持续完善，短期因素扰动不改公司长期成长动力，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.87 元、1.18 元、1.52 元，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动风险，终端销售不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	895.86	1064.35	1197.17	1337.12
增长率	-24.69%	18.81%	12.48%	11.69%
归属母公司净利润（百万元）	-124.43	53.92	72.87	93.76
增长率	-235.46%	143.33%	35.14%	28.67%
每股收益 EPS（元）	-2.02	0.87	1.18	1.52
净资产收益率 ROE	-26.37%	9.74%	11.84%	13.50%
PE	-22	52	38	30
PB	5.91	5.04	4.53	4.02

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着居民可支配收入的稳步增长，按摩小家电的进一步宣传，预计按摩小家电行业规模持续增长，假设未来 3 年内按摩小家电行业规模增速保持在 10% 以上。

假设 2：随着线下客流的稳步修复，公司加快拓展线下门店，假设 2023-205 年公司门店数量为 185/200/210；单店收入逐步修复到疫前水平，假设 2023-2025 年单店收入分别同比增长 25%/10%/10%；

假设 3：随着产品结构持续优化，预计公司整体盈利稳步向好，假设公司 2023-2025 年线上渠道毛利率分别为 55%/55.5%/56%；线下客流修复推动营收恢复性增长，线下渠道毛利率逐步修复到疫情水平，假设线下渠道毛利率分别为 54.5%/56.4%/58.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
线下渠道	收入	262.83	358.49	423.22	488.36
	增速	-40.2%	36.4%	18.1%	15.4%
	毛利率	49.2%	54.5%	56.4%	58.2%
线上渠道	收入	597.98	669.74	736.72	810.39
	增速	-12.5%	12.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	51.1%	55.0%	55.5%	56.0%
ODM	收入	33.92	34.9	36.0	37.1
	增速	-48.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	30.1%	31.0%	31.0%	31.0%
合计	收入	895.9	1064.4	1197.2	1337.1
	增速	-24.7%	18.8%	12.5%	11.7%
	毛利率	49.8%	54.1%	55.1%	56.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 10.6 亿元 (+18.8%)、12 亿元 (+12.5%) 和 13.4 亿元 (+11.7%)，归母净利润分别为 0.5 亿元 (+143.3%)、0.7 亿元 (+35.1%)、0.9 亿元 (+28.7%)，EPS 分别为 0.87 元、1.18 元、1.52 元。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	895.86	1064.35	1197.17	1337.12	净利润	-124.51	53.93	72.87	93.77
营业成本	449.56	488.62	537.09	586.14	折旧与摊销	17.12	4.66	4.66	4.66
营业税金及附加	4.45	5.07	5.78	6.43	财务费用	0.06	3.93	2.39	1.56
销售费用	482.33	436.39	490.84	548.22	资产减值损失	-10.22	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	101.51	69.18	77.82	86.91	经营营运资本变动	68.61	2.15	-28.99	-19.41
财务费用	0.06	3.93	2.39	1.56	其他	46.70	14.89	-1.40	3.58
资产减值损失	-10.22	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	-2.23	77.57	47.53	82.16
投资收益	-2.67	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	68.89	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	67.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	-147.20	63.17	85.25	109.87	短期借款	80.80	-90.80	0.00	0.00
其他非经营损益	0.13	-0.13	-0.01	-0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-147.07	63.04	85.24	109.84	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-22.56	9.12	12.37	16.07	支付股利	-36.98	24.89	-10.78	-14.57
净利润	-124.51	53.93	72.87	93.77	其他	-89.05	-43.88	-2.39	-1.56
少数股东损益	-0.07	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	-45.23	-109.79	-13.17	-16.13
归属母公司股东净利润	-124.43	53.92	72.87	93.76	现金流量净额	21.96	-32.23	34.36	66.03
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	288.28	256.05	290.42	356.45	成长能力				
应收和预付款项	144.29	154.99	178.09	197.55	销售收入增长率	-24.69%	18.81%	12.48%	11.69%
存货	140.39	149.61	165.72	181.04	营业利润增长率	-239.06%	142.91%	34.96%	28.87%
其他流动资产	51.95	51.95	52.18	52.43	净利润增长率	-235.13%	143.31%	35.14%	28.67%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-198.29%	155.19%	28.63%	25.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	17.77	15.51	13.25	10.99	毛利率	49.82%	54.09%	55.14%	56.16%
无形资产和开发支出	3.29	2.13	0.97	-0.20	三费率	65.18%	47.87%	47.70%	47.62%
其他非流动资产	153.05	151.81	150.57	149.33	净利率	-13.90%	5.07%	6.09%	7.01%
资产总计	799.02	782.05	851.19	947.59	ROE	-26.37%	9.74%	11.84%	13.50%
短期借款	90.80	0.00	0.00	0.00	ROA	-15.58%	6.90%	8.56%	9.90%
应付和预收款项	117.94	159.27	164.37	179.61	ROIC	-47.88%	26.68%	31.83%	35.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-14.51%	6.74%	7.71%	8.68%
其他负债	118.19	69.36	71.31	73.28	营运能力				
负债合计	326.92	228.62	235.67	252.88	总资产周转率	1.02	1.35	1.47	1.49
股本	61.64	61.64	61.64	61.64	固定资产周转率	50.97	63.97	83.27	110.36
资本公积	365.04	365.04	365.04	365.04	应收账款周转率	12.15	14.95	14.24	14.44
留存收益	68.34	147.15	209.23	288.41	存货周转率	2.55	3.34	3.35	3.34
归属母公司股东权益	472.50	553.82	615.91	695.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.18%	—	—	—
少数股东权益	-0.40	-0.40	-0.39	-0.38	资本结构				
股东权益合计	472.10	553.43	615.51	694.71	资产负债率	40.92%	29.23%	27.69%	26.69%
负债和股东权益合计	799.02	782.05	851.19	947.59	带息债务/总负债	27.77%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.25	3.42	3.69	3.88
					速动比率	1.75	2.59	2.80	2.98
					股利支付率	-29.72%	-46.15%	14.80%	15.54%
					每股指标				
					每股收益	-2.02	0.87	1.18	1.52
					每股净资产	7.67	8.98	9.99	11.28
					每股经营现金	-0.04	1.26	0.77	1.33
					每股股利	0.60	-0.40	0.17	0.24
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	-130.02	71.76	92.30	116.09					
PE	-22.44	51.79	38.32	29.78					
PB	5.91	5.04	4.53	4.02					
PS	3.12	2.62	2.33	2.09					
EV/EBITDA	-18.82	32.68	25.04	19.34					
股息率	1.32%	—	0.39%	0.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn