

倍轻松 (688793.SH)

2021年10月28日

新品开启第二成长曲线，疫情扰动下净利率承压

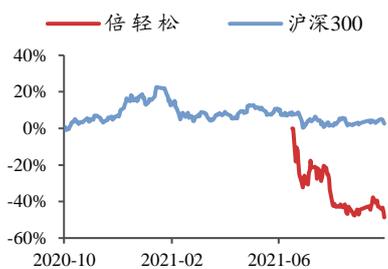
——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/10/28
当前股价(元)	87.36
一年最高最低(元)	185.58/86.76
总市值(亿元)	53.85
流通市值(亿元)	10.96
总股本(亿股)	0.62
流通股本(亿股)	0.13
近3个月换手率(%)	224.15

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《公司深度报告-负面因素影响有限，基本面催化因素有望逐步释放》-2021.10.15

《公司信息更新报告-2021H1 业绩略超预期，新品加速迭代》-2021.8.20

《公司首次覆盖报告-便携按摩器龙头，产品迭代+渠道扩张驱动快速增长》-2021.7.18

● Q3 营收增长良好，长期竞争优势不变，维持“买入”评级

公司 2021Q1-Q3 营业收入 8.13 亿元(+55.7%)，归母净利润 0.66 亿元(+101.3%)。其中，2021Q3 营业收入 2.70 亿元(+39.8%)，归母净利润 0.25 亿元(+17.7%)。考虑到疫情对公司收入的影响，我们下调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 1.10/1.82/2.72 亿元（2021-2023 年原值为 1.21/2.01/2.99 亿元），对应 EPS 分别为 1.78/2.95/4.42 元（2021-2023 年原值为 1.96/3.26/4.85 元），当前股价对应 PE 为 49.0/29.6/19.8 倍，考虑到疫情将逐步减弱，便携按摩仪渗透率低，公司产品类、渠道拓展有望拉动收入高增，长期竞争优势不变，维持“买入”评级。

● 新品类第二成长曲线初显，线下渠道门店结构持续优化

(1) 品类端：第二成长曲线初显。公司 2021 年推出艾灸产品线姜小竹，新品 Q3 收入占营收比重达 10%，未来伴随新品迭代有望贡献更高比重。(2) 渠道端：线上表现亮眼，线下结构优化。公司 2021 年 5 月签约顶流肖战作为代言人，流量带动下 Q3 电商销售亮眼。根据魔镜数据，倍轻松品牌在阿里渠道 2021M7/M8/M9/Q3 的 GMV 增速分别为 72%/49%/41%/52%，趋势良好。公司 Q3 新开设直营门店 13 家，截止 2021 年 9 月末拥有 177 家直营门店，其中购物中心门店 100 家，占比 56%。预计购物中心门店占比提升，将有利于公司进一步提升抗风险能力。

● 精细化运营下费率稳中有降，疫情扰动拖累净利率表现

2021Q1-Q3 公司毛利率 59.9%(+1.1pcts)，其中 Q3 毛利率 57.6%(-2.8pcts)，毛利率的下滑主系渠道方面毛利率水平较低的线上渠道占比提升所致，同时品类方面艾灸产品、颈部按摩器、筋膜枪等新品毛利率较高，收入占比提升或对冲毛利率部分下滑。公司 2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别 -0.6/-0.5/-1.2/+0.3pcts，其中 Q3 分别 -0.9/+1.0/-1.8/-0.1pcts，主系公司精细化运营，费率稳中有降。毛利率受挫拖累净利率表现，2021Q1-Q3 公司净利率 8.1%(+1.9pcts)，其中 Q3 净利率为 9.1%(-1.7pcts)。我们预计，伴随公司线下门店结构的优化，抗扰动能力逐步强化，以及高毛利新品占比提升，公司盈利能力有望迎来改善。

风险提示：新产品市场反馈不及预期；便携按摩器产品迭代速度放缓。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	694	826	1,205	1,717	2,258
YOY(%)	36.6	19.1	45.8	42.5	31.5
归母净利润(百万元)	55	71	110	182	272
YOY(%)	20.8	29.6	55.5	65.5	49.8
毛利率(%)	60.9	58.4	59.4	59.8	60.1
净利率(%)	7.9	8.6	9.1	10.6	12.1
ROE(%)	33.6	30.1	32.0	34.6	34.1
EPS(摊薄/元)	0.89	1.15	1.78	2.95	4.42
P/E(倍)	98.7	76.2	49.0	29.6	19.8
P/B(倍)	33.0	23.0	15.6	10.2	6.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	330	435	666	944	1321
现金	85	139	300	306	637
应收票据及应收账款	78	82	92	195	188
其他应收款	43	40	49	99	99
预付账款	17	24	13	53	35
存货	103	141	206	282	355
其他流动资产	4	9	7	8	7
非流动资产	44	41	40	41	39
长期投资	5	4	5	6	7
固定资产	17	15	17	17	17
无形资产	6	5	5	5	3
其他非流动资产	16	17	13	13	11
资产总计	373	476	706	984	1360
流动负债	208	241	345	442	545
短期借款	26	45	45	45	45
应付票据及应付账款	136	153	240	324	411
其他流动负债	45	43	61	73	90
非流动负债	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2	2
负债合计	211	242	347	444	547
少数股东权益	-0	-1	-1	-1	-1
股本	46	46	62	62	62
资本公积	22	22	22	22	22
留存收益	97	168	272	445	703
归属母公司股东权益	163	234	360	542	814
负债和股东权益	373	476	706	984	1360

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	39	68	160	20	340
净利润	55	70	110	182	272
折旧摊销	11	18	8	10	11
财务费用	2	2	5	3	-1
投资损失	-0	0	-0	0	0
营运资金变动	-35	-22	34	-175	57
其他经营现金流	7	-0	2	-1	-0
投资活动现金流	-27	-25	-9	-10	-9
资本支出	23	19	0	-1	-3
长期投资	-5	-0	-1	-1	-1
其他投资现金流	-9	-6	-9	-11	-14
筹资活动现金流	-8	15	10	-3	1
短期借款	8	19	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	30	0	15	0	0
资本公积增加	-16	0	0	0	0
其他筹资现金流	-29	-3	-5	-3	1
现金净增加额	3	58	161	6	331

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	694	826	1205	1717	2258
营业成本	271	344	490	690	901
营业税金及附加	6	5	7	10	14
营业费用	287	342	506	707	905
管理费用	27	29	36	46	59
研发费用	41	37	42	57	72
财务费用	2	2	5	3	-1
资产减值损失	-2	-1	1	2	2
其他收益	7	16	10	13	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	63	84	127	214	317
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	63	83	127	213	316
所得税	8	12	17	31	44
净利润	55	70	110	182	272
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	55	71	110	182	272
EBITDA	72	98	130	216	315
EPS(元)	0.89	1.15	1.78	2.95	4.42

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.6	19.1	45.8	42.5	31.5
营业利润(%)	12.8	32.8	51.8	67.9	48.3
归属于母公司净利润(%)	20.8	29.6	55.5	65.5	49.8
获利能力					
毛利率(%)	60.9	58.4	59.4	59.8	60.1
净利率(%)	7.9	8.6	9.1	10.6	12.1
ROE(%)	33.6	30.1	32.0	34.6	34.1
ROIC(%)	27.9	24.4	27.1	30.6	31.0
偿债能力					
资产负债率(%)	56.4	50.9	49.1	45.1	40.2
净负债比率(%)	-34.4	-39.7	-73.8	-49.5	-74.1
流动比率	1.6	1.8	1.9	2.1	2.4
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	2.2	1.9	2.0	2.0	1.9
应收账款周转率	11.1	10.3	13.8	11.9	11.8
应付账款周转率	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.15	1.78	2.95	4.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	1.11	2.59	0.32	5.51
每股净资产(最新摊薄)	2.65	3.80	5.59	8.54	12.96
估值比率					
P/E	98.7	76.2	49.0	29.6	19.8
P/B	33.0	23.0	15.6	10.2	6.7
EV/EBITDA	73.8	54.0	39.5	23.8	15.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn