

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

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 疫情影响线下销售，股权激励锚定长期增长

2022 年 04 月 24 日

➤ **事件：**2021 年公司实现营业收入 11.90 亿元，同比+43.93%，实现归母净利润 0.92 亿元，同比+29.92%。

➤ **疫情影响线下销售，公司增速环比放缓：**

21Q4 公司实现营业收入 3.76 亿元，同比+23.77%，22Q1 公司实现营业收入 2.48 亿元，同比+15.29%，增速较 21 年前三季度（+62.42/+66.62/+39.80%）环比放缓。

分产品来看，21 年公司头部/颈部/眼部/头皮/其他产品分别实现营收 0.91/3.10/2.99/1.22/3.06 亿元，分别同比+11.11/+50.19/+19.35/+1.6/+71.44%，其他产品营收高增主要为腰背部、肩部、健康运动类及促销礼盒套装的热销，艾灸产品作为公司 21 年新品类实现营业收入 6024.5 万元，占公司营业收入比例的 5.06%，艾灸类产品耗材运营模式带来的复购率有效降低了公司获客成本，提升了客户黏性。公司 21 年新品营收规模占比达到 19.89%。

分地区来看，21 年大陆/港澳台及其他地区收入分别实现 10.63/1.25 亿元，同比+52.44/59.14%，H2 分别同比+30.60/+26.11%。未来公司建立全球化分销网络，重点发展美国、俄罗斯、日本及东南亚等海外市场。

分渠道来看，公司自 20 年开始加大线上渠道投入，线上收入及规模快速提升，针对线下渠道。21 年公司线上线下营收分别同比+58.44/+26.05%，线下渠道营收占比 36.96%，较 20 年同比-5.20pct。21 年公司 ODM 业务同比+45.16%，主要增长来源为俄罗斯客户订单。22Q1 疫情反复对公司线下渠道产生冲击，Q1 线上线下收入分别同比+48.77/-15.38%。

➤ **加大研发资源投入，新品迭代调整产品结构：**

2021 年全年和 Q4 公司分别实现毛利率 56.73/50.00%，因为会计准则变更，全年和 Q4 毛利率分别同比-0.51/-6.5pct，22Q1 公司实现毛利率 53.92%，同比-2.78pct。

分产品来看，公司坚持高端品牌战略，不断改进产品性能、功能丰富度和智能化水平，拓宽产品价格带，21 年先后推出了头部 Dream 6、颈部 Neck C2 等一系列新品，21 年公司京东平台均价同比+11.33%。但在原材料成本大幅上涨的背景下，公司毛利率仍出现了一定下滑。头部/颈部/眼部/头皮/其他产品毛利率分别为 60.79/65.29/51.94/63.57/48.97%，分别同比-3.92/-0.49/-0.89/+0.35/+3.81pct。

分渠道来看，公司除了在一二线城市布局直营门店，同时积极推进渠道下沉，探索完善 KA 连锁、代理商加盟、渠道分销等合作模式，覆盖更多消费群体。由于经销模式和 ODM 模式无法即时调整订单产品价格，因此盈利水平相对受损较大。21 年公司 ODM/线上经销/线上平台入仓/线上直销/线下经销/线下直销毛利率分别同比-5.64/-12.15/



+4.67/+0.22/-5.37/-0.57pct。

从费用率来看，21 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.65/-0.03/-0.50/+0.39pct，Q4 分别同比-0.58/+0.66/+0.78/+0.62pct。为了加快产品推新和提升品牌影响力，22Q1 公司再次加大销售和研发费用投入，Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.62/+1.05/+1.27/-0.51pct。

尽管 21 年公司进行了节流控费，但公司 21 年净利润率仍小幅下滑 0.78pct 至 7.75%，Q4 净利润率 6.97%，同比-5.54pct。22Q1 疫情导致线下收入不及预期叠加销售和研发费用加速投放，公司出现小幅亏损。

➤ 账面现金大幅增加，存货周转效率下降：

1) 22Q1 期末公司货币资金+其他流动资产合计 2.29 亿元，较 21 年底 +28.19%，主要系公司结构性存款和理财产品赎回导致；应收票据和账款合计 0.74 亿元，较期初-8.35%；21 年公司为应对原材料成本上涨进行了大量备货，存货同比+46.30%，其中库存商品同比+74.60%，22Q1 库存-4.79%；22Q1 期末应付账款 0.52 亿元，较期初-63.33%，主要原因为 Q1 公司采购额减少和货款的及时支付。

2) 从周转情况来看，21 年公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比-6.16/-9.99/-47.88 天，22Q1 受疫情影响公司存货周转天数+37.17 天，应收账款周转天数也小幅增长+3.54 天，由于采购额减少，应付账款周转天数-26.58 天。

3) 22Q1 经营活动产生的现金流量净额-0.72 亿元，21 年同期为-0.17 亿元，主要原因为疫情导致公司线下销售下滑严重。

➤ 盈利预测和投资评级：我们长期看好便携式智能按摩仪的行业增长空间，公司作为国内便携式按摩器龙头企业，积极开拓中式按摩仪器新品类，加速产品迭代，在营销方面也加大对新媒体平台的推广力度，与兰博基尼合作塑造国际化高端品牌形象，为品牌出海战略打下基础。我们认为，Q2 随着疫情改善公司线下销售有望回暖，Q2 新品发布会也将拉动公司新品销售规模。根据股权激励考核目标，22~24 年公司营收和净利润较 21 年分别增长不低于 30/69/119.7%，即 22~24 年营收分别不低于 15.47/20.11/26.14 亿元，且净利润分别不低于 1.20/1.55/2.02 亿元。

我们预计公司 22-24 年营业收入为 16.38/22.96/30.73 亿元，同比 +37.7/+40.2/+33.8%，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 1.24/1.81/2.55 亿元，分别同比变化 +34.6/+46.5/+41.0%，对应 PE27.49/18.77/13.31 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险因素：疫情影响线下渠道销售、新品推出不及预期、原材料成本价格维持高位，海外市场开拓不及预期

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	826	1,190	1,638	2,296	3,073
增长率 YoY %	19.1%	43.9%	37.7%	40.2%	33.8%
归属母公司净利润 (百万元)	71	92	124	181	255
增长率 YoY%	29.6%	29.9%	34.6%	46.5%	41.0%
毛利率%	57.2%	56.7%	56.7%	57.1%	57.6%
净资产收益率ROE%	30.2%	14.0%	15.9%	18.9%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	1.53	1.74	2.01	2.94	4.14
市盈率 P/E(倍)	-	60.06	27.49	18.77	13.31
市净率 P/B(倍)	-	9.83	4.36	3.54	2.80

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 22 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	435	782	975	1,213	1,567
货币资金	139	220	254	285	391
应收票据	3	2	3	4	6
应收账款	79	79	125	168	228
预付账款	24	47	59	85	112
存货	141	206	283	393	520
其他	49	228	251	277	311
非流动资产	41	178	224	269	312
长期股权投资	4	4	4	3	3
固定资产(合	15	17	29	36	42
无形资产	5	4	6	6	7
其他	17	153	186	224	260
资产总计	476	961	1,199	1,482	1,879
流动负债	241	260	374	476	617
短期借款	45	10	10	10	10
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	153	143	233	307	413
其他	43	107	131	159	194
非流动负债	2	46	46	46	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	46	46	46	46
负债合计	242	306	421	522	663
少数股东权益	-1	0	0	0	0
归属母公司股 东权益	234	655	779	960	1,215
负债和股东权 益	476	961	1,199	1,482	1,879

重要财务指标					
单位:百万 元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	826	1,190	1,638	2,296	3,073
同比(%)	19.1%	43.9%	37.7%	40.2%	33.8%
归属母公司净 利润	71	92	124	181	255
同比(%)	29.6%	29.9%	34.6%	46.5%	41.0%
毛利率(%)	57.2%	56.7%	56.7%	57.1%	57.6%
ROE%	30.2%	14.0%	15.9%	18.9%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	1.53	1.74	2.01	2.94	4.14
P/E	0.00	60.06	27.49	18.77	13.31
P/B	0.00	9.83	4.36	3.54	2.80
EV/EBITDA	-1.08	34.36	20.61	14.27	10.52

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	826	1,190	1,638	2,296	3,073
营业成本	353	515	708	985	1,302
营业税金及附 加	5	5	8	11	14
销售费用	333	485	671	940	1,258
管理费用	29	41	62	84	114
研发费用	37	47	75	103	139
财务费用	2	7	0	0	0
减值损失合计	-1	-4	0	0	0
投资净收益	0	1	0	1	1
其他	17	19	29	35	50
营业利润	84	106	143	209	295
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	83	106	143	209	295
所得税	12	14	19	28	40
净利润	70	92	124	181	256
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司 净利润	71	92	124	181	255
EBITDA	88	184	158	226	297
EPS(当 年)(元)	1.53	1.74	2.01	2.94	4.14

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现 金流	68	87	123	127	198
净利润	70	92	124	181	256
折旧摊销	18	87	45	52	52
财务费用	1	8	0	0	0
投资损失	0	-1	0	-1	-1
营运资金变动	-22	-105	-44	-105	-107
其它	1	4	0	-1	-1
投资活动现 金流	-25	-221	-90	-96	-93
资本支出	-19	-27	-90	-97	-95
长期投资	0	-30	0	0	0
其他	-6	-164	0	1	1
筹资活动现 金流	15	217	0	0	0
吸收投资	0	391	0	0	0
借款	65	10	0	0	0
支付利息或股 息	-2	-32	0	0	0
现金流净增 加额	58	81	34	31	105

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2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

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	李若琳	13122616887	liruolin@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	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。