消费升级与娱乐研究中心

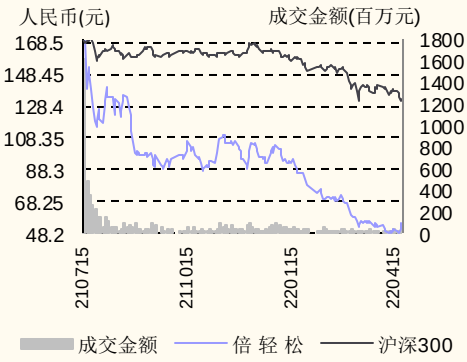
倍轻松(688793.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：55.14 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	0.62
已上市流通 A 股(亿股)	0.13
总市值(亿元)	33.99
年内股价最高最低(元)	171.18/48.44
沪深 300 指数	4013
上证指数	3087



相关报告

1.《疫情影响线下盈利，公司成长正开启-倍轻松三季报点评》，2021.10.28

2.《"轻松"占鳌头，成长正提速-倍轻松首次覆盖报告》，2021.9.13

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号：S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号：S1130522010004
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人
dengying@gjzq.com.cn

疫情影响短期承压，公司质优不改长期逻辑

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	826	1,190	1,633	2,245	3,062
营业收入增长率	19.07%	43.93%	37.25%	37.48%	36.42%
归母净利润(百万元)	71	92	119	172	239
归母净利润增长率	29.56%	29.92%	30.08%	43.75%	38.85%
摊薄每股收益(元)	1.529	1.490	1.939	2.787	3.869
每股经营性现金流净额	1.46	1.33	2.83	2.23	3.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.16%	14.02%	16.44%	20.69%	24.51%
P/E	0.00	70.12	28.44	19.79	14.25
P/B	0.00	9.83	4.67	4.09	3.49

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4 月 24 日，倍轻松发布 21 年年报及 22 年一季度报告。2021 年实现营业收入 11.9 亿元，同比+43.9%，归母净利润 0.92 亿元，同比+29.9%。22Q1 营业收入 2.5 亿元，同比+15.3%，归母净利润-989 万元（去年同期 1113 万元）。

经营分析

- **2021 年报：收入端：新品迭代+渠道不断完善+创新营销加码推动高增。**公司 2021 年实现营业收入 11.9 亿元，同比+43.9%；21Q4 营业收入为 3.8 亿元，同比+23.8%。**主要源于：1）新品迭代。**21 年推出艾灸系列，实现营收 6025 万元。原主系列产品不断升级，推出头部按摩器 Dream 6、颈部按摩器 Neck C2 等。**2）渠道不断完善。**线上营收为 6.8 亿元（+58%），线下提升购物中心门店比例，并持续探索完善 KA 连锁、代理商加盟、渠道分销等模式。**3）新平台推广及创新营销加强。利润端：毛利率略有下降，期间费用优化。**2021 全年毛利率为 56.73%，同比-1.63pct。销售、管理、研发、财务费用率分别-0.65、-0.03、-0.50、+0.39pct。规模扩张带动公司销售费用率持续优化，财务费用上升主要系执行新租赁+汇兑损益。
- **2022 一季报：**营业收入 2.5 亿元，同比+15.3%。线上增速持续亮眼，同比+49%。线下门店加速和线上融合，同比-15%，努力克服疫情影响。**利润端：**毛利率下滑，期间费用暂有上升。毛利率下滑 2.78pct，销售、管理、研发分别+3.61、+2.32、+1.27pct。主要系疫情反复下线下直营门店运营成本较为刚性、管理和研发人员薪酬上涨、信息化建设咨询服务费增加等。

盈利调整&投资建议

- 公司产品高端市场地位稳固、产品力强，叠加渠道端结构优化和新营销的不断尝试，我们对公司中长期发展持续看好。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.19、1.72、2.39 亿元，同比分别增长 30.1%、43.8%、38.9%。EPS 分别为 1.94、2.79、3.87 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 28.4x、19.8x、14.3x，维持"买入"评级。

风险提示

- 疫情反复影响直营门店销售风险、按摩小家电终端需求不及预期风险、产品迭代升级不及预期风险。

敬请参阅最后一页特别声明

事件

4 月 24 日，倍轻松发布 2021 年年报及 22 年一季度报告。公司 2021 年实现营业收入 11.9 亿元，同比+43.9%，归母净利润 0.92 亿元，同比+29.9%，扣非后归母净利润 0.77 亿元，同比+22.2%。2021Q4 营业收入为 3.8 亿元，同比+23.8%，归母净利润 0.26 亿元，同比-31.8%，扣非后归母净利润 0.17 亿元。

22Q1 营业收入 2.5 亿元，同比+15.3%，归母净利润-989 万元（去年同期 1113 万元），扣非后归母净利润-958 万元（去年同期 985 万元）。

点评

■ **2021 年年报**

收入端看：公司 2021 年实现营业收入 11.9 亿元，同比+43.9%；21Q4 营业收入为 3.8 亿元，同比+23.8%。**主要源于新品迭代+渠道不断完善+创新营销加码。**

产品端：新品拓展+原主系列产品更新升级，产品力强劲。1）艾灸系列：公司 21Q3 推出姜小竹，新拓艾灸品类。21Q4 乘胜追击，推出艾灸眼罩与艾灸袜套产品，迅速构建扩充产品系列。商业模式进一步优化：艾灸产品耗材复购率高，变耐用品为高频消费品，提升了客户粘性。2021 年公司艾灸系列产品销售额 6025 万元，占比为 5.1%。**2）经络枪：**以特制的按摩头和定制化的冲击频率为特点，实现从养生按摩场景拓展至健身后放松的新场景。**3）主系列升级：**推出头部按摩器 Dream 6、颈部按摩器 Neck C2 等新一代主系列产品，在产品性能、技术含量、功能丰富度、智能化水平等方面均实现迭代升级，并拓宽产品价格带。颈部按摩器快速增长，2021 年实现营收 3.1 亿元（+50%），在天猫的市占率从 2020 年的 4.03%提升至 2021 年的 9.48%。

渠道端：线上营收高增，线下结构及时调整。2021 年公司线上营收为 6.8 亿元（+58%），营收占比提升至 58%，其中 B2C 直销渠道增速更高（+62%）。线下营收为 4.4 亿元（+26%），比重降至 37%。面对疫情影响，公司提升购物中心门店比例，减少机场枢纽门店，线下直销营收+34%。此外，公司持续探索完善 KA 连锁、代理商加盟、渠道分销等模式，加速下沉市场渗透。

营销端：新平台推广及创新营销加强。1）公司加强抖音、微信、小红书等新媒体平台的推广，制作产品测评、亲情主题、促销活动、品牌人格化宣传的营销内容，提升产品曝光量。线上新平台已为公司贡献部分收入。2）重视 KOL 直播带货；签约顶流明星肖战加强品牌年轻化；品牌联名方面，与兰博基尼合作，推出采用航天碳纤维纹理的联名产品，在高端购物中心布局“Tonino Lamborghini × breo”形象店，强化高端品牌认知。

利润端：2021 年公司归母净利率为 7.72%，同比-0.83pct，对应 21Q4 为 6.88%，同比-5.60pct。2021 年毛利率为 56.73%，同比-1.63pct，对应 21Q4 为 50.00%，同比-7.61pct。受原材料涨价影响，全年毛利率略有下降，其中头部按摩器毛利率下降 3.92pct。

费用端：2021 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 40.75%、3.43%、3.97%、0.59%，同比分别-0.65、-0.03、-0.50、+0.39pct。规模扩张带动公司销售费用率持续优化，财务费用上升主要系公司执行新租赁准则，租赁负债对应未确认融资费用，汇兑损益增加亦有影响。公司总体期间费用率-0.78pct，控费稳步推进。

营运能力：公司 2021 年销售商品收到现金 13.5 亿元，同比+56%，公司现金流情况良好。21 年应收账款及应收票据余额为 8096 万元，应收账款周转天数为 24 天，较前值（34 天）加快，周转情况良好稳健。21 年公司存货为 2.06 亿元，营收占比为 17.29%，存货周转天数为 121 天，较前值（127 天）进一步加快。

■ **2022 一季报**

营收增速有所放缓，公司 2022Q1 实现营业收入 2.5 亿元，同比+15.3%。

线上增速持续亮眼，公司继续加大线上 B2C 渠道及新媒体渠道拓展力度，实现营收 1.64 亿元，同比+49%。**线下门店加速和线上融合，**通过开设新媒体账号，入驻 O2O 平台等方式将线下流量引入线上，并持续优化显现门店增强引流效果，克服疫情带来的不利影响。21Q1 实现线下营业收入 8006 万元，同比-15%。产品研发进一步加大，公司加大对产业技术研究院的支持，预计将于 2022 年第二季度举办上半年新品发布会。

受疫情反复+费用投放盈利能力暂有承压。公司 2022Q1 归母净利润-989 万元（去年同期 1113 万元），扣非后归母净利润-958 万元（去年同期 985 万元）。毛利率受原材料影响降至 53.92%（-2.78pct），销售、管理、研发、财务费用率为 45.68%、10.58%、6.2%、0.33%，分别+3.61、+2.32、+1.27、-0.51pct。销售费用主要系疫情反复下，线下直营门店运营成本较为刚性；管理费用率上升系管理人员薪酬上涨、信息化建设咨询服务费增加；研发费用率上升系研发人员薪酬上涨，新租用研发办公室租金增加等。

■ 2022 限制性股票激励计划（草案）

公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案）。激励对象共 149 人（董事、高管、核心技术人员 6 人+其他 143 人），拟授予 177 万股，占总股本的 2.87%，授予价格 27.4 元（IPO 发行价），其中首次授予数量 141.6 万股（占本计划的 80%）。

首次授予的考核标准为 22/23/24 年相较 21 年的营收和净利润增长率分别不低于 30%/69%/119.7%，即对应 22-24 年营收及净利润同比上一年增长不低于 30%，每年解锁的比例为 1/3。在 2022 年疫情反复、消费承压的背景下，公司对未来增长制定了高要求，进一步健全了长效激励约束机制。

盈利预测与投资建议

公司产品高端市场地位稳固、产品力强，叠加渠道端结构优化和新营销的不断尝试，我们对公司中长期发展持续看好。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.19、1.72、2.39 亿元，同比分别增长 30.1%、43.8%、38.9%。EPS 分别为 1.94、2.79、3.87 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 28.4x、19.8x、14.3x，维持“买入”评级。

风险提示

疫情反复对公司线下销售造成影响。近期国内疫情反复，公司自营门店主要分布于一二线市场，近期上海等区域销售端承压。疫情缓解不及预期将对业绩成一定影响。

按摩小家电需求不及预期风险。疫情持续至今，居民储蓄意愿较强，耐用消费品消费总体较为疲软，目前仍处于恢复通道；此外，按摩电器产品可选属性较强，新客户触达亦有一定不确定性。

产品力迭代升级不及预期风险。高端按摩器市场是产品为王，若公司推出产品竞争力不足，将对销售产生负面影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	**694**	**826**	**1,190**	**1,633**	**2,245**	**3,062**
增长率		19.1%	43.9%	37.2%	37.5%	36.4%
主营业务成本	-271	-344	-515	-694	-952	-1,295
%销售收入	39.1%	41.6%	43.3%	42.5%	42.4%	42.3%
毛利	423	482	675	938	1,292	1,767
%销售收入	60.9%	58.4%	56.7%	57.5%	57.6%	57.7%
营业税金及附加	-6	-5	-5	-10	-13	-18
%销售收入	0.9%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-287	-342	-485	-656	-902	-1,231
%销售收入	41.3%	41.4%	40.8%	40.2%	40.2%	40.2%
管理费用	-27	-29	-41	-54	-74	-98
%销售收入	3.9%	3.5%	3.4%	3.3%	3.3%	3.2%
研发费用	-41	-37	-47	-65	-92	-126
%销售收入	5.9%	4.5%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%
息税前利润（EBIT）	63	70	97	153	211	294
%销售收入	9.1%	8.5%	8.1%	9.4%	9.4%	9.6%
财务费用	-2	-2	-7	-2	-7	-12
%销售收入	0.3%	0.2%	0.6%	0.1%	0.3%	0.4%
资产减值损失	0	0	0	-12	-5	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.2%	n.a	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	63	84	106	138	199	276
营业利润率	9.1%	10.2%	8.9%	8.5%	8.8%	9.0%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	63	83	106	138	199	276
利润率	9.1%	10.0%	8.9%	8.5%	8.8%	9.0%
所得税	-8	-12	-14	-19	-27	-37
所得税率	13.1%	14.8%	13.0%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	55	70	92	119	172	239
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**55**	**71**	**92**	**119**	**172**	**239**
净利率	7.9%	8.6%	7.7%	7.3%	7.7%	7.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	55	70	92	119	172	239
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	18	87	32	30	41
非经营收益	1	1	7	15	17	26
营运资金变动	-32	-22	-105	8	-81	-114
经营活动现金净流	**35**	**68**	**82**	**175**	**138**	**191**
资本开支	-23	-19	-27	-17	-23	-32
投资	-5	0	-30	9	19	19
其他	0	-6	-164	0	0	0
投资活动现金净流	**-27**	**-25**	**-221**	**-8**	**-4**	**-13**
股权募资	11	0	391	0	0	0
债权募资	8	19	-35	128	111	167
其他	-27	-4	-140	-57	-86	-121
筹资活动现金净流	**-9**	**15**	**216**	**72**	**24**	**46**
现金净流量	**-1**	**57**	**76**	**238**	**158**	**224**

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	85	139	220	445	592	805
应收款项	121	122	129	182	262	374
存货	103	141	206	224	312	431
其他流动资产	21	34	227	210	208	212
流动资产	330	435	782	1,061	1,374	1,822
%总资产	88.3%	91.4%	81.4%	85.8%	88.2%	90.6%
长期投资	5	4	34	35	36	37
固定资产	17	15	17	20	24	29
%总资产	4.6%	3.1%	1.8%	1.6%	1.6%	1.4%
无形资产	18	17	18	18	17	16
非流动资产	44	41	178	176	183	190
%总资产	11.7%	8.6%	18.6%	14.2%	11.8%	9.4%
资产总计	**373**	**476**	**961**	**1,237**	**1,557**	**2,012**
短期借款	26	45	65	193	304	470
应付款项	156	170	162	239	333	460
其他流动负债	26	25	33	40	56	77
流动负债	208	241	260	472	693	1,007
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	46	38	34	32
负债	**211**	**242**	**306**	**510**	**727**	**1,039**
普通股股东权益	**163**	**234**	**655**	**727**	**830**	**973**
其中：股本	46	46	62	62	62	62
未分配利润	82	145	200	271	374	517
少数股东权益	0	-1	0	0	0	0
负债股东权益合计	**373**	**476**	**961**	**1,237**	**1,557**	**2,012**

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.181	1.529	1.490	1.939	2.787	3.869
每股净资产	3.530	5.072	10.632	11.795	13.467	15.788
每股经营现金净流	0.748	1.462	1.329	2.833	2.233	3.098
每股股利	0.000	0.000	0.600	0.775	1.115	1.548
回报率						
净资产收益率	33.44%	30.16%	14.02%	16.44%	20.69%	24.51%
总资产收益率	14.62%	14.85%	9.56%	9.66%	11.03%	11.86%
投入资本收益率	28.86%	21.41%	11.71%	14.37%	16.07%	17.62%
增长率						
主营业务收入增长率	36.64%	19.07%	43.93%	37.25%	37.48%	36.42%
EBIT 增长率	8.52%	11.47%	38.30%	57.77%	37.74%	39.62%
净利润增长率	20.78%	29.56%	29.92%	30.08%	43.75%	38.85%
总资产增长率	40.20%	27.54%	101.78%	28.70%	25.89%	29.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.5	34.5	24.3	25.0	27.0	29.0
存货周转天数	118.8	129.0	122.8	124.0	126.0	128.0
应付账款周转天数	148.5	153.4	104.8	110.0	112.0	114.0
固定资产周转天数	9.1	6.6	5.3	4.5	3.9	3.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.87%	-40.32%	-49.88%	-55.47%	-50.52%	-45.82%
EBIT 利息保障倍数	31.5	43.1	13.8	64.9	29.9	25.4
资产负债率	56.39%	50.89%	31.83%	41.24%	46.70%	51.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	15	17	49
增持	0	2	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.67**	**1.29**	**1.29**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

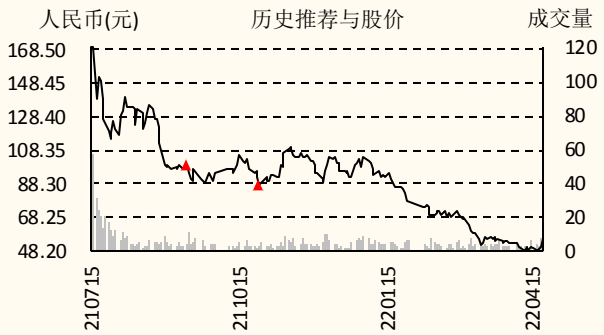
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-13	买入	97.30	133.70 ~ 133.70
2	2021-10-28	买入	92.30	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402