

倍轻松（688793.SH）

渠道积极调整保增长，股权激励彰显长期信心

买入

核心观点

公司2021年收入+44%至11.9亿元，归母净利润+30%至0.9亿元，其中2021Q4收入+24%至3.8亿元，净利润-32%至0.3亿元。2022年Q1收入+15%至2.5亿元，归母净利润-189%至-0.1亿元。2021年合计分红0.67亿(含税)。公司发布限制性股票激励计划，2022-24收入/净利润年增速考核目标30%/30%。

2021 新产品+新渠道拉动增长。分渠道看2021年线上收入+58%至6.8亿，线下收入+26%至4.4亿。线下渠道优势得到巩固，期末总门店数186家（净增21家），同时新拓展高铁、社区等新渠道。产品方面，在维持眼部、头部按摩器优势的同时，颈部按摩器淘系销售额市占率+5.5pct至9.5%（生意参谋检测），颈、眼、头部收入+50%、+19%、+11%，收入结构进一步均衡化。另外2021年Dream 6头部、艾灸盒、C2颈部等新品进一步丰富了品类和定位。

盈利能力短期承压但回升空间仍大。2021年可比毛利率-0.5pct至56.7%，若以同口径处理费用则2021Q4毛利率预计-4.0pct至50.5%，2022Q1毛利率-2.8pct至53.9%。毛利率下降除了原材料压力外，或也来自Q4推出的流量款产品涨价以及线上占比提升。尽管2021年线下毛利率受疫情影响-1.1pct至61.9%，但线上毛利率仍通过结构调整实现0.2pct增幅至59.8%。因此若线下业务进一步恢复，叠加原材料同比压力逐步减轻，毛利率回升空间仍大。2021年可比销售/研发/管理/财务费用率+0.5/-0.5/-0.5/+0.4pct，全年毛销差-0.35pct。2022Q1费用率则受收入增速放缓影响，销售/研发/管理/财务费用率+3.6/+1.0/+1.3/-0.5pct，单季度毛销差-8.2pct。

渠道结构带来经营效率提升。2021年存货/应收账款周转天数-6/-10天，或来自于线上2C等业务占比提升带来的优化，尽管原材料压力下经营性现金净额2022Q1转负至0.7亿，但目前22Q1末公司流动性仍保持充裕，预计随着疫情影响的逐步减小，收入端先进流入的恢复仍对扩张提供了保障。

股权激励覆盖面、30%收入利润增速目标彰显长期信心。此次激励授出股票数量占总股本2.9%，覆盖14%的员工，其中中层等人员激励股份占比85%，购股价格27.4元/股，2022-2024年成本摊销0.12、0.14、0.06亿元。2022-2024考核以2021年为基数，收入利润同时增长30%、60%、120%（每年同比30%），较高的增速目标彰显了公司发展的长期信心。

风险提示：线下渠道扩张不及预期、行业竞争加剧、线上增速不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到疫情对线下的影响和原材料成本压力，下调盈利预测，预计2022-2024年归母净利润1.2、1.6、2.1亿元（前值2022-23为1.4、2.0亿），同比增速31%、30%、33%，当前股价对应PE=28、22、16x。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	826	1,190	1,561	1,966	2,366
(+/-%)	19.1%	43.9%	31.3%	25.9%	20.3%
净利润(百万元)	71	92	120	156	208
(+/-%)	29.6%	29.9%	30.5%	30.2%	33.0%
每股收益(元)	1.53	1.49	1.94	2.53	3.37
EBIT Margin	8.5%	8.1%	8.2%	8.7%	9.7%
净资产收益率(ROE)	30.2%	14.0%	15.8%	17.5%	20.1%
市盈率(PE)	36.1	37.0	28.4	21.8	16.4
EV/EBITDA	36.0	35.2	28.4	21.7	16.2
市净率(PB)	10.87	5.19	4.49	3.82	3.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·小家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

联系人：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	63.41 - 66.17 元
收盘价	55.14 元
总市值/流通市值	3419/717 百万元
52周最高价/最低价	185.58/47.28 元
近3个月日均成交额	24.89 百万元

市场走势

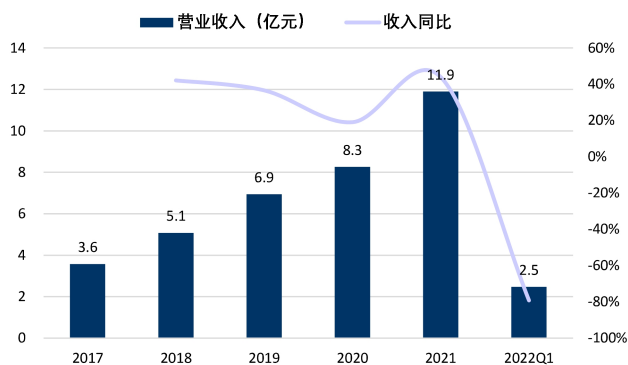


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

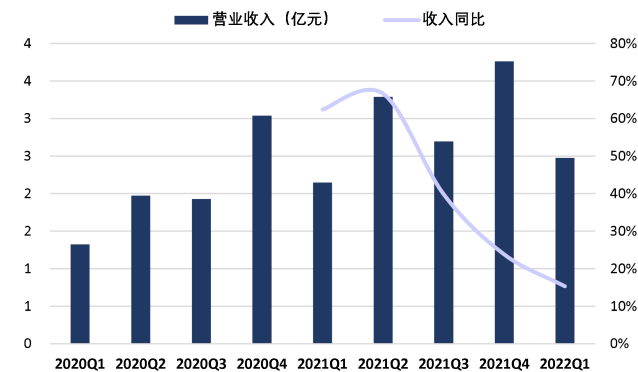
- 《收入稳增长，疫情致利润率短期波动》——2022-03-02
- 《倍轻松-688793-2021年三季报点评：灵活调整持续成长，经营表现符合预期》——2021-10-29
- 《倍轻松-688793-2021年半年报点评：业绩超预期，高举高打快速成长》——2021-08-21
- 《倍轻松-688793-事件点评：“轻而快”高弹性，6月销售超预期》——2021-08-02
- 《倍轻松-688793-深度报告：倍轻松 breo，让健康更轻松》——2021-07-02

图1: 倍轻松营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



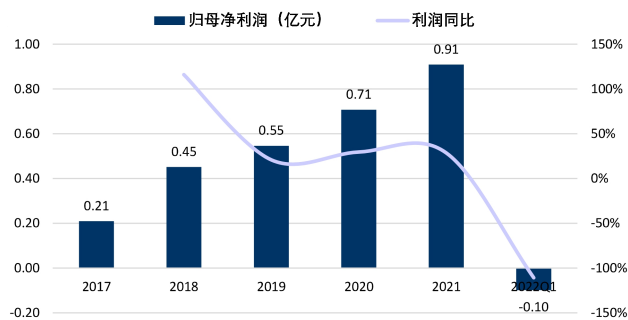
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 倍轻松单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



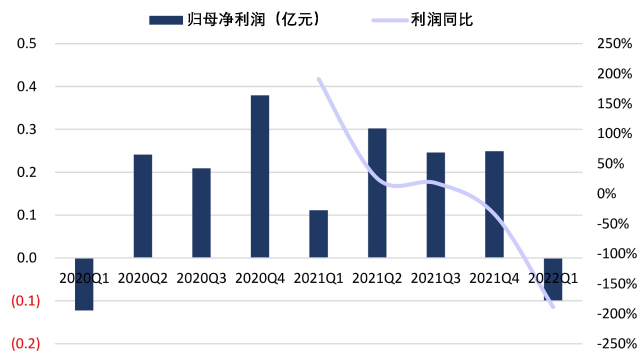
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 倍轻松归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



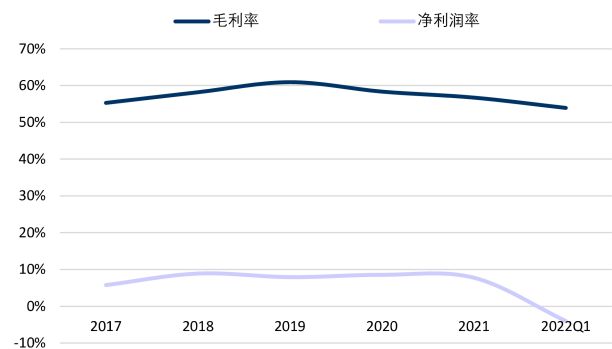
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 倍轻松单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



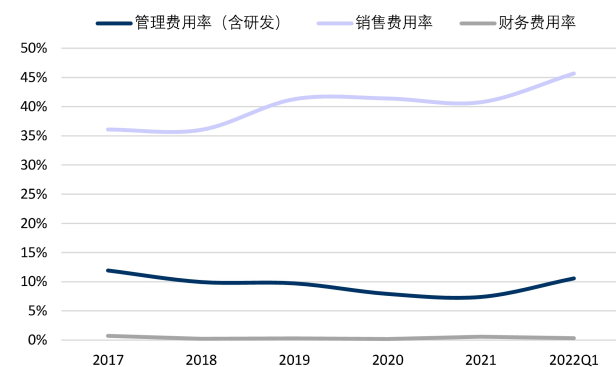
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 倍轻松毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 倍轻松三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	(21E)	
688793.SH	倍轻松	55.14	3399	1.53	1.49	1.94	2.53	36	37	28	22	1.2	买入
002614.SZ	奥佳华	9.18	5790	0.68	0.68	0.96	1.32	14	14	10	7	0.3	无评级
688696.SH	极米科技	373.33	18667	7.17	9.67	10.67	15.06	52	39	35	25	1.6	买入
603486.SH	科沃斯	99.71	57226	1.14	3.51	5.04	6.09	88	28	20	16	0.9	买入
688169.SH	石头科技	574.48	38379	20.54	20.99	25.76	33.21	28	27	22	17	1.1	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：倍轻松、极米科技、科沃斯、石头科技 2021 年为实际值，奥佳华采用 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	139	220	200	270	332	营业收入	826	1190	1561	1966	2366
应收款项	82	129	145	199	239	营业成本	344	515	658	816	979
存货净额	141	206	218	310	361	营业税金及附加	5	5	7	9	11
其他流动资产	73	56	119	139	153	销售费用	342	485	640	806	958
流动资产合计	435	782	887	1082	1217	管理费用	27	29	41	54	66
固定资产	15	17	72	125	178	研发费用	41	37	53	67	78
无形资产及其他	5	4	4	4	4	财务费用	2	7	(2)	(2)	(3)
投资性房地产	17	153	153	153	153	投资收益	(0)	1	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	3	3	资产减值及公允价值变动	1	5	(3)	(3)	(4)
资产总计	476	961	1119	1367	1555	其他收入	17	(12)	(22)	(36)	(36)
短期借款及交易性金融负债	45	65	45	52	54	营业利润	84	106	137	179	238
应付款项	153	143	184	273	290	营业外净收支	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	43	52	85	98	115	利润总额	83	106	137	179	238
流动负债合计	241	260	314	423	459	所得税费用	12	14	18	23	31
长期借款及应付债券	0	0	0	5	9	少数股东损益	(0)	0	(0)	(0)	(1)
其他长期负债	2	46	48	50	53	归属于母公司净利润	71	92	120	156	208
长期负债合计	2	46	48	55	62	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	242	306	362	478	521	净利润	71	92	120	156	208
少数股东权益	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	资产减值准备	(4)	3	10	9	11
股东权益	234	655	757	890	1035	折旧摊销	8	8	4	8	13
负债和股东权益总计	476	961	1119	1367	1555	公允价值变动损失	(1)	(5)	3	3	4
						财务费用	2	7	(2)	(2)	(3)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(42)	(184)	(4)	(52)	(58)
每股收益	1.53	1.49	1.94	2.53	3.37	其它	3	(3)	(10)	(10)	(12)
每股红利	0.03	0.51	0.29	0.38	1.01	经营活动现金流	35	(88)	123	115	166
每股净资产	5.07	10.63	12.28	14.44	16.79	资本开支	0	(18)	(72)	(74)	(81)
ROIC	26%	21%	20%	24%	27%	其它投资现金流	0	(171)	(34)	41	33
ROE	30%	14%	16%	18%	20%	投资活动现金流	1	(189)	(106)	(32)	(48)
毛利率	58%	57%	58%	59%	59%	权益性融资	(0)	391	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	8%	9%	10%	负债净变化	0	0	0	5	4
EBITDA Margin	9%	9%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(2)	(32)	(18)	(23)	(62)
收入增长	19%	44%	31%	26%	20%	其它融资现金流	22	31	(19)	6	2
净利润增长率	30%	30%	30%	30%	33%	融资活动现金流	19	358	(37)	(12)	(56)
资产负债率	51%	32%	32%	35%	33%	现金净变动	54	81	(20)	70	62
息率	0.0%	0.9%	0.5%	0.7%	1.8%	货币资金的期初余额	85	139	220	200	270
P/E	36.1	37.0	28.4	21.8	16.4	货币资金的期末余额	139	220	200	270	332
P/B	10.9	5.2	4.5	3.8	3.3	企业自由现金流	0	(109)	39	30	73
EV/EBITDA	36.0	35.2	28.4	21.7	16.2	权益自由现金流	0	(78)	21	44	82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032