

疫情干扰短期承压，股权激励彰显信心

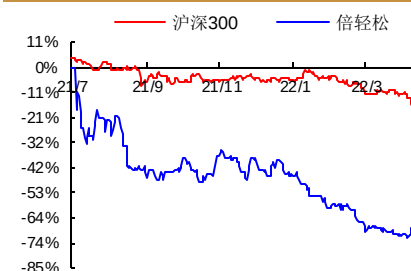
投资要点

- **事件:** 2021年公司实现营收11.9亿元，同比增长43.9%；归母净利润0.9亿元，同比增长29.9%。Q4单季度实现营收3.8亿元，同比增长23.8%；实现归母净利润0.3亿元，同比下降31.8%。2022年一季度公司实现营收2.5亿元，同比增长15.3%；疫情影响线下客流量，公司单季度亏损989万元。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利6元。
- **产品矩阵持续丰富，开辟艾灸系列新赛道。** 公司收入来源以智能便携按摩器为主，2021年实现销售11.3亿元，占主营收入的94.9%，同比增长36.7%。报告期内，公司推出头部按摩器 Dream6、颈部按摩器 NeckC2 等新一代主系列产品，并不断迭代升级以便及时响应现代消费者的需求变化。其中，公司颈部按摩器产品市场占有率提升效果明显，公司颈部按摩器产品在天猫平台的市场占有率已从2020年的4.0%提升至2021年的9.5%。此外，公司还创新性推出姜小竹等艾灸系列产品，艾灸系列产品在2021年三季度推出之后，在市场上引起了较好的反响。2021年公司艾灸系列产品销售额达到了6024.5万元，在公司主营业务收入中占比达到了5.1%。
- **线上线下双轮驱动，营销方式与时俱进。** 公司积极布局电商渠道，推进线上线下融合发展。2021年的线上营收为6.8亿元，同比增长58.4%，其中线上直销渠道增速达到了61.9%。线下渠道方面，公司适时优化线下门店结构，提升购物中心门店占比。截至2021年末，公司直营门店数累计达186家，其中购物中心门店数量为108家，交通枢纽门店数量为78家。此外，公司持续探索完善KA连锁、代理商加盟、渠道分销等合作模式，向下沉市场渗透，覆盖更多的消费群体。在营销方式上，公司以抖音、微信、小红书等新媒体平台作为内容和短视频营销推广的主要渠道，同时借助KOL直播等创新营销合作方式，进一步提升公司营销声势，明确产品定位，提升品牌影响力。
- **盈利能力有所下降。** 2021年，公司综合毛利率为56.7%，同比减少1.6pp。我们推测公司毛利率下降的主要原因是原材料价格的持续上涨叠加公司低毛利率的代工业务占比提升。费用率方面，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为40.8%/7.4%/0.6%，同比变动-0.6pp/-0.5pp/+0.4pp，公司费用率相对稳定。综合来看，公司净利率为7.7%，同比减少0.8pp。
- **疫情扰动下增速放缓，短期盈利承压。** 分渠道来看，公司持续加大线上渠道以及新媒体拓展力度，线上销售持续高速增长，Q1实现营收1.6亿元，同比增长48.8%；受到疫情干扰，公司线下门店客流量减少，Q1线下营收8006.4万元，同比减少了15.4%。盈利表现来看，公司毛利率/净利率分别为53.9%/-4.02%，同比减少2.8pp/9.1pp。我们推测一方面原材料价格持续上涨影响到了公司毛利率的表现；另一方面营收增速放缓，但门店租金等固定费用不减，致使公司报告期内费用率有所提升。公司销售费用率/管理费用率为45.7%/10.6%，同比提升3.6pp/2.3pp。综合来看，公司Q1盈利表现承压。

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦涵
 执业证号: S1250518090001
 电话: 023-63786049
 邮箱: gmh@swsc.com.cn
 联系人: 夏勤
 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)	0.13
52周内股价区间(元)	44.11-170.32
总市值(亿元)	27
总资产(亿元)	5.11
每股净资产(元)	5.31

相关研究

1. 倍轻松 (688793): Q3 营收持续高增，短期盈利略有下滑 (2021-10-28)
2. 倍轻松 (688793): 渠道拓展稳步推进，营收业绩快速增长 (2021-08-20)

- **股权激励彰显长期发展信心。**公司推出股权激励草案，拟向包括公司高管、核心技术人员等在内的 149 人以 27.4 元/股的价格授予限制性股票 177 万股，占公司总股份的 2.9%。考核要求以 2021 年为基数，要求 2022-2024 年公司营收、业绩复合增速均不低于 30%，对应 2022-2024 年营收为 15.5/20.1/16.1，业绩分别为 1.2/1.6/2 亿元。公司设置了较高的解锁条件，充分彰显了公司长期经营的信心。
- **盈利预测与投资建议。**公司在中高端市场优势明显，未来产品以及渠道稳步完善，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.95/2.59/3.33 元，未来三年归母净利润将保持 31%的复合增长率，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动、疫情反复影响线下销售，市场竞争加剧风险。



指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1189.54	1608.33	2145.84	2810.88
增长率	43.93%	35.21%	33.42%	30.99%
归属母公司净利润（百万元）	91.86	120.48	159.88	205.44
增长率	29.92%	31.16%	32.70%	28.50%
每股收益 EPS（元）	1.49	1.95	2.59	3.33
净资产收益率 ROE	14.07%	15.89%	17.88%	19.25%
PE	30	23	17	13
PB	4.15	3.58	3.04	2.55

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1189.54	1608.33	2145.84	2810.88	净利润	92.14	120.50	159.90	205.46
营业成本	514.66	682.08	898.47	1165.40	折旧与摊销	19.43	2.58	2.58	2.58
营业税金及附加	5.21	7.70	9.98	13.20	财务费用	7.00	9.64	14.48	20.48
销售费用	484.76	659.41	890.52	1180.57	资产减值损失	-4.03	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	88.04	112.58	150.21	196.76	经营营运资本变动	-83.96	-5.25	-84.42	-95.25
财务费用	7.00	9.64	14.48	20.48	其他	56.34	28.22	6.63	8.57
资产减值损失	-4.03	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	86.92	153.69	97.17	139.84
投资收益	0.71	0.00	0.00	0.00	资本支出	-14.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-207.30	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	-221.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	105.86	138.91	184.17	236.47	短期借款	-35.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.04	-0.43	-0.41	-0.34	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	105.90	138.48	183.77	236.13	股权融资	358.91	0.00	0.00	0.00
所得税	13.76	17.99	23.87	30.67	支付股利	0.00	-18.37	-24.10	-31.98
净利润	92.14	120.50	159.90	205.46	其他	-106.94	-63.26	-14.48	-20.48
少数股东损益	0.28	0.01	0.02	0.02	筹资活动现金流净额	216.97	-91.63	-38.58	-52.46
归属母公司股东净利润	91.86	120.48	159.88	205.44	现金流量净额	81.48	62.06	58.59	87.38
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	220.41	282.47	341.06	428.44	成长能力				
应收和预付款项	176.53	214.04	286.36	376.02	销售收入增长率	43.93%	35.21%	33.42%	30.99%
存货	205.68	270.37	357.08	464.02	营业利润增长率	26.17%	31.23%	32.58%	28.40%
其他流动资产	179.84	182.93	186.89	191.80	净利润增长率	30.78%	30.77%	32.70%	28.50%
长期股权投资	3.88	3.88	3.88	3.88	EBITDA 增长率	28.39%	14.25%	33.16%	28.97%
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	17.39	16.60	15.82	15.04	毛利率	56.73%	57.59%	58.13%	58.54%
无形资产和开发支出	4.41	3.99	3.57	3.16	三费率	48.74%	48.60%	49.17%	49.73%
其他非流动资产	152.74	151.36	149.99	148.61	净利率	7.75%	7.49%	7.45%	7.31%
资产总计	960.88	1125.65	1344.65	1630.96	ROE	14.07%	15.89%	17.88%	19.25%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.59%	10.70%	11.89%	12.60%
应付和预收款项	169.28	294.90	369.75	472.28	ROIC	37.95%	41.14%	44.29%	41.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.12%	9.40%	9.38%	9.23%
其他负债	126.59	72.53	80.87	91.17	营运能力				
负债合计	305.87	367.42	450.62	563.45	总资产周转率	1.66	1.54	1.74	1.89
股本	61.64	61.64	61.64	61.64	固定资产周转率	73.56	94.63	132.35	182.16
资本公积	365.04	365.04	365.04	365.04	应收账款周转率	14.35	14.50	13.29	13.62
留存收益	229.76	331.87	467.65	641.12	存货周转率	2.94	2.85	2.84	2.83
归属母公司股东权益	655.33	758.55	894.33	1067.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.14%	—	—	—
少数股东权益	-0.33	-0.32	-0.30	-0.28	资本结构				
股东权益合计	655.00	758.23	894.03	1067.52	资产负债率	31.83%	32.64%	33.51%	34.55%
负债和股东权益合计	960.88	1125.65	1344.65	1630.96	带息债务/总负债	3.27%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.01	2.96	2.90	2.82
					速动比率	2.22	2.12	2.01	1.93
					股利支付率	0.00%	15.25%	15.07%	15.56%
					每股指标				
					每股收益	1.49	1.95	2.59	3.33
					每股净资产	10.63	12.31	14.51	17.32
					每股经营现金	1.41	2.49	1.58	2.27
					每股股利	0.00	0.30	0.39	0.52
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	132.28	151.13	201.24	259.53					
PE	29.60	22.57	17.01	13.23					
PB	4.15	3.58	3.04	2.55					
PS	2.29	1.69	1.27	0.97					
EV/EBITDA	17.03	14.07	10.28	7.63					
股息率	0.00%	0.68%	0.89%	1.18%					

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

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300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情的范围内，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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn