

2022年04月26日

倍轻松 (688793.SH)

公司快报

家电 | 小家电 III

 投资评级 **买入-A(首次)**

股价(2022-04-26) 44.20 元

交易数据

总市值(百万元)	2,724.49
流通市值(百万元)	578.95
总股本(百万股)	61.64
流通股本(百万股)	13.10
12个月价格区间	38.75/185.58 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

分析师

刘荆

SAC 执业证书编号: S0910520020001

liujing1@huajinsec.cn

报告联系人

刘洁冰

liujiebing@huajinsec.cn

相关报告

迭代创新驱动增长, 渠道优化加码研发

事件

公司发布 2021 年年度报告和 2022 第一季度报告, 2021 全年, 公司共计实现营业收入 11.90 亿元/+43.93%; 归母净利润 0.92 亿元/+29.92%; 扣非归母净利润为 0.77 亿元/+22.23%; 基本每股收益 1.74 元/+13.73%。2022Q1, 公司取得营业收入 0.25 亿元/+15.29%, 归母净利润-0.10 亿元/-188.84%, 基本每股收益-0.16 元。

投资要点

- ◆ **“迭代+创新”, 新产品驱动收入大幅提高:** 2021 年, 公司营业收入为 11.90 亿元/+43.93%, 2018-2021 三年复合增速达 32.79%, 系公司不断迭代主品类, 及去年以来推出上市新品类表现较好, 2021 年新品营收规模达 2.37 亿元, 占公司主营业务收入的比例为 19.89%; 一方面, 原有按摩器系列迭代了新品头部按摩器 Dream6 和颈部按摩器 Neck C2, 根据生意参谋数据, 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 4.03% 提升 5.45 个百分点至 2021 年的 9.48%, 成长迅速; 另一方面, 去年下半年上市全新品类的艾灸盒, 为公司带来新的高潜增长点——取得约 0.6 亿元销售额, 半年间贡献了公司主营业务收入的 5.07%, 占下半年收入的约 10%。
- ◆ **优化渠道结构, 聚焦线上渠道和直销模式:** 2021 年各销售模式按收入占比从高到低为: 线上直销 37%、线下直销 25%、线上平台入仓 16%、线下经销 12%、ODM 代工 6%、线上经销 4%, 对应毛利率依次为 59.8%、71.2%、54.6%、39.4%、27.0%、37.1%, 仅线上线下的直销渠道毛利率高于公司整体毛利率 56.7%/-0.53pct; 同时, 疫情冲击下经销毛利大减, 全年线上经销和线下经销毛利率分别同比-12.2pct 和 -5.4pct。公司聚焦盈利更优的线上渠道和直销模式, 2021 线上实现营收规模为 6.83 亿元, 同比取得 58.44% 的两位数高增, 尤其直销业务收入高涨 61.87%, 以 65.12% 的比例成为线上渠道的主要收入来源。线下门店作为产品体验的重要补充, 占总营收的 36.96%, 营收规模 4.39 亿元/+26.05%, 稳健增长态势得益于对线下直营门店结构的优化, 通过提升购物中心门店比例和多样化的营销方式, 减少疫情的不利影响; 线下 B2C 全年营收同比提升 33.88%, 截至 2021 年末, 直营门店数累计达 186 家, 其中购物中心门店数量为 108 家, 占比约 58%。
- ◆ **不断加码研发, 打造技术壁垒和先发优势:** 公司 2021 年和 22Q1 销售费用分别为 4.85 亿元/+45.60%、1.13 亿元/+25.20%, 系门店租金、人力成本、渠道推广费增加。智能按摩器市场整体处于早期阶段, 渗透率仅约 1.5%, 为加固技术护城河及快速占领市场, 公司不断加码研发, 2021 全年和 2022Q1 研发费用率分别为 0.47 亿/+27.96%、0.15 亿元/+44.96%, 研发投入力度进一步加大; 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司及子公司拥有的境内外专利合计 672 项, 当年新增境内外专利合计 96 项, 其中境内发明专利 7 项、境外发明专利 8 项; 新增著作权合计 30 项, 包含计算机软件著作权 16 项。
- ◆ **投资建议:** 倍轻松作为智能便携按摩器领军企业, 自 2001 年推出首款按摩器产品

后，不断创新研发，结合中医原理、围绕头颈眼等常见易疲损部位推出产品，重视设计和品牌打造，在尤其是线上渠道有不错的表现。我们预测公司 2022 年至 2024 年每股收益分别为 1.97、2.66 和 3.57 元，预测未来三年 PE 为 22.4 倍、16.6 倍、12.4 倍，首次覆盖，给予“买入-A”的建议。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧；原材料成本上涨超预期；新品研发效果不及预期，市场渗透速度不理想。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	826	1,190	1,563	2,042	2,657
YoY(%)	19.1	43.9	31.4	30.6	30.1
净利润(百万元)	71	92	122	164	220
YoY(%)	29.6	29.9	32.4	35.1	33.9
毛利率(%)	58.4	56.7	57.2	58.0	58.6
EPS(摊薄/元)	1.15	1.49	1.97	2.66	3.57
ROE(%)	30.2	14.0	15.6	17.4	18.9
P/E(倍)	38.5	29.7	22.4	16.6	12.4
P/B(倍)	11.6	4.2	3.5	2.9	2.3
净利率(%)	8.6	7.7	7.8	8.0	8.3

数据来源：同花顺，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	435	782	1089	1148	1828
现金	139	220	357	421	948
应收票据及应收账款	82	129	135	188	203
预付账款	24	47	64	93	121
存货	141	206	352	267	375
其他流动资产	49	9	9	9	9
非流动资产	41	178	164	160	157
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	15	17	16	14	13
无形资产	5	4	3	2	1
其他非流动资产	5	139	139	139	139
资产总计	476	961	1253	1308	1985
流动负债	241	260	429	319	775
短期借款	45	10	0	0	0
应付票据及应付账款	153	143	341	231	687
其他流动负债	40	33	33	33	33
非流动负债	2	46	46	46	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	46	46	46	46
负债合计	242	306	475	365	821
少数股东权益	-1	-0	0	1	1
股本	46	62	62	62	62
资本公积	22	365	365	365	365
留存收益	168	230	351	516	736
归属母公司股东权益	234	655	778	942	1162
负债和股东权益	476	961	1253	1308	1985

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	68	87	141	57	516
净利润	70	92	122	164	220
折旧摊销	18	19	3	3	3
财务费用	2	7	-5	-7	-12
投资损失	0	-1	0	0	0
营运资金变动	-28	-161	21	-104	304
其他经营现金流	6	130	0	1	1
投资活动现金流	-25	-221	0	0	0
筹资活动现金流	15	217	-4	7	12

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	1.15	1.49	1.97	2.66	3.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.41	2.29	0.92	8.36
每股净资产(最新摊薄)	3.80	10.63	12.62	15.29	18.85

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	826	1190	1563	2042	2657
营业成本	344	515	670	858	1101
营业税金及附加	5	5	7	10	13
营业费用	342	485	625	809	1031
管理费用	29	41	53	69	90
研发费用	37	47	74	117	182
财务费用	2	7	-5	-7	-12
资产减值损失	-1	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	1	0	0	0
营业利润	84	106	139	187	251
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	83	106	139	187	251
所得税	12	14	17	22	30
税后利润	70	92	122	165	221
少数股东损益	-0	0	0	1	1
归属母公司净利润	71	92	122	164	220
EBITDA	79	110	137	183	242

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	19.1	43.9	31.4	30.6	30.1
营业利润(%)	32.8	26.2	30.9	35.1	33.9
归属于母公司净利润	29.6	29.9	32.4	35.1	33.9
获利能力					
毛利率(%)	58.4	56.7	57.2	58.0	58.6
净利率(%)	8.6	7.7	7.8	8.0	8.3
ROE(%)	30.2	14.0	15.6	17.4	18.9
ROIC(%)	82.7	80.1	67.1	97.1	78.9
偿债能力					
资产负债率(%)	50.9	31.8	37.9	27.9	41.4
流动比率	1.8	3.0	2.5	3.6	2.4
速动比率	1.2	2.2	1.7	2.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.2	1.2	1.6	1.3
应收账款周转率	10.6	11.5	12.0	12.9	13.8
应付账款周转率	5.7	8.0	6.5	7.1	5.8
估值比率					
P/E	38.5	29.7	22.4	16.6	12.4
P/B	11.6	4.2	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	0.0	54.2	15.4	11.2	6.3

资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com