

Q2 经营承压，期待疫后重回增长

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2022年半年报, 2022年上半年实现营收4.6亿元, 同比减少15.7%; 实现归母净利润-0.4亿元, 同比减少185.7%。Q2单季度实现营收2.1亿元, 同比减少35.9%; 实现归母净利润-0.3亿元, 同比减少184.6%。
- 疫情干扰营收增速下滑。** 分渠道来看, 公司线上渠道营业收入3.1亿元, 同比增长6.3%, 主要是去年同期官宣代言人肖战基数较高。但从竞争格局来看, 公司2022年上半年线上份额有所优化。根据京东商智数据, 倍轻松品牌2022年上半年在京东平台的市占率提升至23.7%, 较去年同期增长3.8pp。其中, 颈部按摩器, 倍轻松在京东平台的市占率从2021年上半年的8.3%翻倍至2022年上半年的16.6%。线下渠道方面, 公司收入为1.3亿元, 同比下降38.9%, 主要是疫情较大范围的传播导致物流和交通出行遭受严重冲击, 公司位于交通枢纽的门店线下客流减少, 营收受到疫情影响有所下滑。针对疫情的影响, 公司进一步加大了对于直营门店的调整力度, 缩减租金占比较高、业绩表现欠佳的部分交通枢纽门店, 最大程度降低疫情带来的不利影响。随着疫情得控, 公司线下门店客流恢复, 预期营收有望恢复增长。
- 短期盈利承压。** 报告期内, 公司综合毛利率为53%, 同比减少8pp。其中Q2单季度毛利率为51.8%, 同比减少11.9pp。我们推测公司Q2毛利率降低的原因主要有二: (1) 原材料价格的上涨带来的成本压力尚未缓解; (2) 新冠疫情反复造成公司毛利率更优的线下业务占比降低, 致使公司Q2整体盈利表现欠佳。费用方面, 公司销售费用率同比提升5.5pp至49.7%。单从销售费用的绝对值来看, 公司销售费用规模与去年同期相当, 费用率的提升主要是营收规模减少所致。管理费用率同比提升4.9pp至11.7%, 我们认为主要是研发投入加码以及营收规模减少所致。由于利息收入增多, 公司财务费用率同比减少0.3pp至0.4%。整体来看, 报告期内公司净利率为-7.7%。
- 研发加码, 新品放量。** 公司持续加大研发投入, 2022H1公司研发费用率为6.6%, 同比提升2.6pp。截至报告期末, 公司及子公司累计获得发明专利授权164项, 实用新型专利授权308项。丰富的专利储备为公司新品奠定了技术基础, 报告期内公司推出See5R人鱼智能润眼仪、7号经络枪、姜小竹A2智能艾灸盒和Neck5颈部按摩器。其中See5R人鱼智能润眼仪创新采用微米水离子雾化系统, 并通过“硬件购买+耗材复购”的新营销模式将消费者从低频消费转向高频消费, 提高品牌复购率, 增强客户粘性, 进一步打开成长天花板。2022H1公司新产品销售收入占比达到了30.9%。
- 盈利预测与投资建议。** 公司作为按摩小电龙头企业, 高端市场份优势明显, 产品渠道持续优化, 未来有望重回增长轨道。预计公司2022-2024年EPS分别为0.86元、1.48元、2.17元, 维持“持有”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动风险, 新冠疫情反复风险, 行业竞争加剧风险。

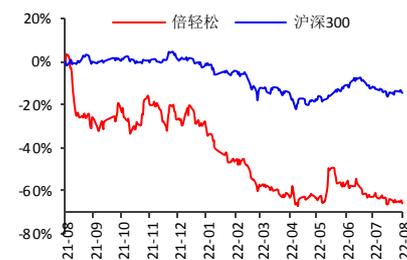
指标年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1189.54	1242.53	1623.55	2119.35
增长率	43.93%	4.45%	30.67%	30.54%
归属母公司净利润(百万元)	91.86	53.21	91.40	133.55
增长率	29.92%	-42.07%	71.75%	46.12%
每股收益EPS(元)	1.49	0.86	1.48	2.17
净资产收益率ROE	14.07%	7.70%	11.84%	15.06%
PE	30	51	30	20
PB	4.15	3.94	3.53	3.07

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
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)	0.23
52周内股价区间(元)	42.49-133.84
总市值(亿元)	27.22
总资产(亿元)	8.79
每股净资产(元)	9.48

相关研究

- 倍轻松(688793): 疫情干扰短期承压, 股权激励彰显信心 (2022-04-26)
- 倍轻松(688793): Q3 营收持续高增, 短期盈利略有下滑 (2021-10-28)
- 倍轻松(688793): 渠道拓展稳步推进, 营收业绩快速增长 (2021-08-20)

关键假设：

假设 1：随着去年线上基数效应减弱，新品放量，预期公司线上收入重回快速增长轨道；线下渠道来看，随着疫情的逐步缓解，预期公司线下门店数量以及单店营收有所恢复，假设 2022-2024 年公司线下直营门店数量分别为 175/185/195 家，单店收入分别变动 -25%/30%/25%。

假设 2：随着公司盈利能力较高的线下渠道逐步恢复，毛利率结构有所优化，预计公司的毛利率有所提升，假设 2022-2024 年公司毛利率分别为 54.9%/56.5%/57.2%；

假设 3：假设公司费用率保持稳定，预期 2022-2024 年公司销售费用率为 42%，管理费用率为 7%；

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
线上渠道	收入	683.20	819.84	1106.79	1494.17
	增速	54.8%	20.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	56.9%	57.0%	57.5%	57.5%
线下渠道	收入	439.16	358.73	450.86	557.27
	增速	41.6%	-18.3%	25.7%	23.6%
	毛利率	60.9%	55.0%	57.9%	60.0%
ODM 销售	收入	65.82	62.5	64.4	66.3
	增速	45.2%	-5.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	27.0%	27.0%	28.0%	28.0%
其他业务	收入	1.36	1.4	1.5	1.6
	增速	-96.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	100.5%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	1189.5	1242.5	1623.6	2119.3
	增速	43.9%	4.5%	30.7%	30.5%
	毛利率	56.7%	54.9%	56.5%	57.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1189.54	1242.53	1623.55	2119.35	净利润	92.14	53.22	91.41	133.56
营业成本	514.66	560.00	706.83	906.20	折旧与摊销	19.43	4.61	4.61	4.61
营业税金及附加	5.21	5.95	7.55	9.95	财务费用	7.00	8.15	10.18	12.88
销售费用	484.76	521.86	681.89	890.13	资产减值损失	-4.03	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	88.04	86.98	113.65	148.35	经营营运资本变动	-90.69	38.56	-62.94	-73.87
财务费用	7.00	8.15	10.18	12.88	其他	63.07	19.40	1.70	9.06
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	121.94	42.96	84.24
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	61.59	105.46	153.84	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	61.16	105.05	153.50	股权融资	358.91	0.00	0.00	0.00
所得税	13.76	7.94	13.65	19.94	支付股利	-29.96	-18.37	-10.64	-18.28
净利润	92.14	53.22	91.41	133.56	其他	-76.99	-61.77	-10.18	-12.88
少数股东损益	0.28	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	216.97	-90.14	-20.82	-31.15
归属母公司股东净利润	91.86	53.21	91.40	133.55	现金流量净额	81.48	31.80	22.14	53.08
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	220.41	252.21	274.35	327.43	成长能力				
应收和预付款项	176.53	168.16	219.01	285.88	销售收入增长率	43.93%	4.45%	30.67%	30.54%
存货	205.68	225.54	289.73	370.03	营业利润增长率	26.17%	-41.82%	71.22%	45.87%
其他流动资产	179.84	180.23	183.04	186.70	净利润增长率	30.78%	-42.24%	71.75%	46.12%
长期股权投资	3.88	3.88	3.88	3.88	EBITDA 增长率	28.39%	-43.79%	61.73%	42.47%
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	15.32	13.26	11.19	毛利率	56.73%	54.93%	56.46%	57.24%
无形资产和开发支出	4.41	3.24	2.07	0.90	三费率	48.74%	49.66%	49.63%	49.61%
其他非流动资产	152.74	151.36	149.99	148.61	净利率	7.75%	4.28%	5.63%	6.30%
资产总计	960.88	999.94	1135.32	1334.62	ROE	14.07%	7.70%	11.84%	15.06%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.59%	5.32%	8.05%	10.01%
应付和预收款项	169.28	241.17	290.12	366.45	ROIC	37.95%	21.87%	33.59%	35.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.12%	5.98%	7.41%	8.08%
其他负债	126.59	67.82	73.48	81.17	营运能力				
负债合计	305.87	308.99	363.60	447.62	总资产周转率	1.66	1.27	1.52	1.72
股本	61.64	61.64	61.64	61.64	固定资产周转率	73.56	75.98	113.63	173.39
资本公积	365.04	365.04	365.04	365.04	应收账款周转率	14.35	13.13	13.17	13.60
留存收益	229.76	264.60	345.35	460.62	存货周转率	2.88	2.53	2.70	2.72
归属母公司股东权益	655.33	691.28	772.03	887.30	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	-0.31	-0.30	资本结构				
股东权益合计	655.00	690.95	771.72	887.00	资产负债率	31.83%	30.90%	32.03%	33.54%
负债和股东权益合计	960.88	999.94	1135.32	1334.62	带息债务/总负债	3.27%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.01	3.14	3.04	2.91
					速动比率	2.22	2.29	2.13	1.99
					股利支付率	32.61%	34.53%	11.64%	13.69%
					每股指标				
					每股收益	1.49	0.86	1.48	2.17
					每股净资产	10.63	11.21	12.52	14.39
					每股经营现金	1.41	1.98	0.70	1.37
					每股股利	0.49	0.30	0.17	0.30
业绩和估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	132.28	74.35	120.25	171.32					
PE	29.63	51.15	29.78	20.38					
PB	4.15	3.94	3.53	3.07					
PS	2.29	2.19	1.68	1.28					
EV/EBITDA	17.06	29.05	17.78	12.17					
股息率	1.10%	0.67%	0.39%	0.67%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn