



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 买入 (维持)

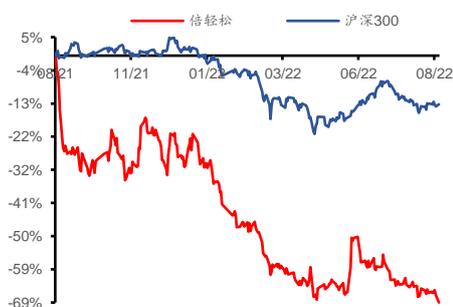
行业: 家用电器  
日期: 2022年08月22日

分析师: 彭毅  
Tel: 021-53686136  
E-mail: pengyi@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100001  
联系人: 王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870121120007

### 基本数据

最新收盘价 (元)	41.47
12mth A 股价格区间 (元)	41.47-134.20
总股本 (百万股)	61.64
无限售 A 股/总股本	37.56%
流通市值 (亿元)	9.60

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

《疫情影响渠道调整, 股权激励彰显信心》

——2022年04月25日

《疫情扰动 Q4 线下有所承压, 整体营收保持稳健增长》

——2022年03月01日

《高端按摩小电龙头, 渠道品类加速扩容》

——2022年01月26日

## 疫情扰动短期业绩, 线下业务有望边际改善

### ■ 投资摘要

#### 事件:

8月21日, 公司发布2022年中报: 22H1公司实现营收4.59亿元, 同比-15.65%; 实现归母净利润-0.35亿元, 同比-185.72%; 实现扣非净利润-0.38亿元, 同比-201.72%; 实现经营性现金流-0.59亿元, 同比-168.60%。其中, 22Q2实现营收2.11亿元, 同比-35.87%; 实现归母净利润-0.26亿元, 同比-184.58%。

#### 简评

疫情反复冲击线下直销, 直播发力助力线上增长。22Q2公司营收表现不佳, 拖累22H1整体业绩, 主要原因在于公司线下营收大幅收缩, 门店近四成位于交通枢纽, Q2疫情传播范围较大, 交通客运不畅对Q2线下门店客流量造成了直接负面影响, 叠加去年同期高基数, 导致公司线下门店销售收入同比表现欠佳。线下方面, 22Q2线下营收为0.49亿元, 同比-58.10%。线上方面, 22Q2线上营收为1.50亿元, 同比-19%。在整体消费形势不畅, 行业线上增长整体放缓背景下, 公司22H1线上整体保持正增长, 但增速明显下滑, 且Q2增速为负。业绩承压下, 盈利能力走弱。由于线下渠道客流下降, 公司高毛利产品销售受限, 22H1毛利率为52.96%, 同降7.98pcts, 其中22Q2毛利率为51.84%, 同降11.88pcts。

新品表现亮眼, 艾灸盒持续放量。22H1公司推出多款健康智能硬件创新产品, 如推出新品人鱼泪润眼仪, 实现眼部按摩器品类突破, 品类延展满足消费者多方面健康需求。22H1, 公司新产品销售收入占比达到30.92%。分品类看, 22H1公司颈部/眼部/艾灸/头皮/头部按摩器分别实现收入1.15/1.04/0.43/0.35/0.26亿元, 其中, 艾灸品类相对表现较好 (21年公司颈部/眼部/艾灸/头皮/头部按摩器分别实现收入3.10/2.99/0.60/1.22/0.91亿元)。

业绩承压下费率走高, 渠道调整深挖用户潜力。22Q2公司销售、管理、研发费用分别为1.15亿元、0.13亿元、0.15亿元, 同比-23.50%、+52.86%、+32.92%。由于业绩下滑, 费用率相对走高, 22Q2公司销售、管理、研发费用率分别为54.38%、5.97%、7.08%, 同比+7.28pcts、+3.47pcts、+3.66pcts。其中, 销售费率高企主要由于直销比例较大, 直销门店租赁、销售人员薪酬等固定费用支出大。面对疫情反复、消费不振的外部经营环境, 公司在产品、渠道端持续发力深挖用户消费潜力。产品: 公司加大研发投入, 加快产品推新, 以新品类开拓新增长空间, 22H1在业绩下滑情况下研发费用不降反增。渠道: 线上线下相互赋能, 线上精细化运营, 积极布局直播电商渠道, 22H1线下新开店23家, 优化调整34家, 期末线下直营门店174家, 线下加盟门店28家, 并进行门店直播、私域运营, 线上反哺线下。营销: 加大自播建设, 组建社群营销平台, 激活渠道实现销售转化。未来公司以优质产品为抓手, 渠道、营销端共同发力, 有望在疫后实现业绩修复。

### ■ 投资建议

倍轻松深耕按摩小电20余载，系国内健康智能硬件第一股。按摩小电赛道成长属性较强，公司市场地位稳固，未来发展潜力佳。疫情影响下公司业绩短期受到冲击，看好产品、渠道、营销、运营等多维优势赋能下，公司疫后业绩改善复苏。预计2022~2024年公司归母净利润1.08亿元、1.59亿元、2.12亿元，同比分别增长17.8%、46.5%、33.8%，对应EPS分别为1.76元、2.57元、3.44元，对应当前市值PE分别为23.61倍、16.12倍、12.05倍，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

疫情反复风险；原材料价格波动；线上增速不及预期；行业竞争加剧风险；新品销售不及预期等风险。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1190	1532	2053	2733
年增长率	43.9%	28.8%	34.0%	33.1%
归母净利润	92	108	159	212
年增长率	29.9%	17.8%	46.5%	33.8%
每股收益（元）	1.74	1.76	2.57	3.44
市盈率（X）	60.06	23.61	16.12	12.05
市净率（X）	9.83	2.33	1.87	1.64

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022年08月22日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	220	650	837	944
应收票据及应收账款	81	105	138	180
存货	206	265	356	472
其他流动资产	275	333	403	471
流动资产合计	782	1353	1734	2068
长期股权投资	4	4	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	17	19	19	19
在建工程	0	0	0	0
无形资产	4	3	0	-4
其他非流动资产	153	154	156	157
非流动资产合计	178	180	179	178
<b>资产总计</b>	<b>961</b>	<b>1533</b>	<b>1913</b>	<b>2246</b>
短期借款	10	10	10	10
应付票据及应付账款	143	219	291	390
合同负债	6	7	4	4
其他流动负债	101	122	146	179
流动负债合计	260	358	452	582
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	46	76	94	106
非流动负债合计	46	76	94	106
<b>负债合计</b>	<b>306</b>	<b>434</b>	<b>546</b>	<b>688</b>
股本	62	62	62	62
资本公积	365	470	550	590
留存收益	230	338	497	709
归属母公司股东权益	655	1099	1367	1557
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>655</b>	<b>1098</b>	<b>1367</b>	<b>1557</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>961</b>	<b>1533</b>	<b>1913</b>	<b>2246</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>87</b>	<b>104</b>	<b>90</b>	<b>140</b>
净利润	92	108	159	212
折旧摊销	87	8	12	14
营运资金变动	-105	-12	-80	-86
其他	12	-1	0	0
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-221</b>	<b>-39</b>	<b>-31</b>	<b>-22</b>
资本支出	-27	-8	-9	-11
投资变动	-30	-30	-20	-11
其他	-164	-1	-1	-1
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>217</b>	<b>365</b>	<b>128</b>	<b>-10</b>
债权融资	-35	30	18	12
股权融资	391	105	80	40
其他	-139	230	30	-62
<b>现金净流量</b>	<b>81</b>	<b>429</b>	<b>187</b>	<b>107</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1190</b>	<b>1532</b>	<b>2053</b>	<b>2733</b>
营业成本	515	666	899	1185
营业税金及附加	5	8	10	14
销售费用	485	644	842	1134
管理费用	41	47	62	82
研发费用	47	61	82	109
财务费用	7	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>106</b>	<b>127</b>	<b>185</b>	<b>244</b>
营业外收支净额	0	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>106</b>	<b>126</b>	<b>184</b>	<b>243</b>
所得税	14	18	25	32
净利润	92	108	159	212
少数股东损益	0	0	0	-1
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>92</b>	<b>108</b>	<b>159</b>	<b>212</b>

**主要指标**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	56.7%	56.5%	56.2%	56.6%
净利率	7.7%	7.1%	7.7%	7.8%
净资产收益率	14.0%	9.9%	11.6%	13.6%
资产回报率	9.6%	7.1%	8.3%	9.4%
投资回报率	12.7%	7.6%	9.3%	10.9%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	43.9%	28.8%	34.0%	33.1%
EBIT 增长率	30.2%	-4.1%	48.0%	31.9%
归母净利润增长率	29.9%	17.8%	46.5%	33.8%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.74	1.76	2.57	3.44
每股净资产	10.63	17.82	22.18	25.27
每股经营现金流	1.41	1.68	1.46	2.27
每股股利				
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.24	1.00	1.07	1.22
应收账款周转率	15.04	14.90	14.90	15.21
存货周转率	2.50	2.52	2.53	2.51
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	31.8%	28.3%	28.5%	30.7%
流动比率	3.01	3.78	3.84	3.55
速动比率	2.04	2.87	2.87	2.55
<b>估值指标</b>				
P/E	60.06	23.61	16.12	12.05
P/B	9.83	2.33	1.87	1.64
EV/EBITDA	31.79	17.47	10.74	7.71

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断