

买入

倍轻松（688793.SH）

直营门店增设人工按摩，线下积极调整静待恢复

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 家用电器 · 小家电

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	陈伟奇	0755-81982606	chenweiqi@guosen.com.cn
证券分析师：	王兆康	0755-81983063	wangzk@guosen.com.cn
联系人：	邹会阳	0755-81981518	zouhuiyang@guosen.com.cn

执证编码：	S0980520110004
执证编码：	S0980520120004

事项：

倍轻松公告，为发掘收入增长点，公司拟通过在直营门店增设人工按摩项目的方式，引导公司潜在目标用户群体进店体验，激发消费者的购买热情。因而公司拟增加“养生保健服务（非医疗）”的经营范围。

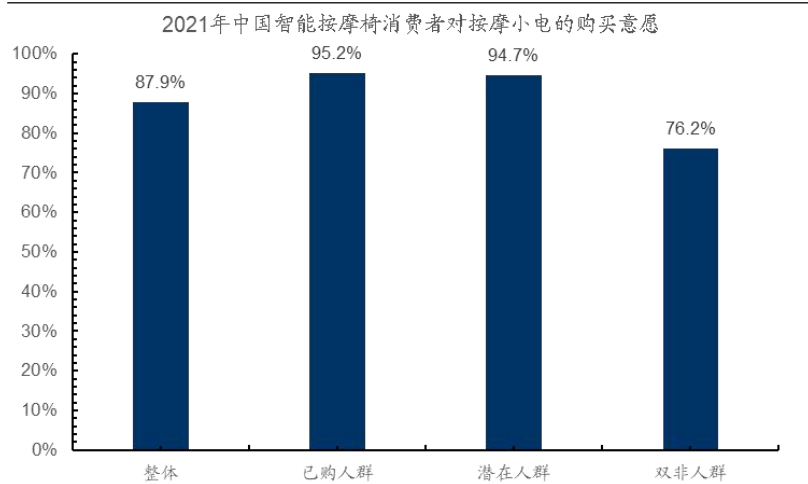
国信家电观点：1) 在门店增设人工按摩项目，既有望为线下门店引流，扩大进店用户群体，又为公司带来新的收入增长点，充分利用门店空间；2) 人工按摩在我国具有上千亿的市场规模，行业空间广阔；3) 公司在线下经营遭受疫情影响的背景下，积极求变，不断挖掘线下增长的潜力，在疫情好转后，公司经营表现有望快速恢复。4) 投资建议：倍轻松是我国局部按摩器龙头，在线下机场、高铁及购物中心拥有近200家直营门店，虽然疫情下公司直营门店的经营受到一定的冲击，但公司也在不断强化内功，通过多种方式强化门店的经营。此次公司通过为直营门店引入人工按摩项目的形式，充分利用了按摩服务和硬件之间的协同效应，有望扩大门店人流量，带动新的收入增长点。考虑到疫情形势对公司线下交通枢纽门店的影响，下调公司盈利预测，预计公司2022-24年归母净利润为0.1/1.0/1.5亿（前值为1.2、1.6、2.1亿），对应EPS为0.16/1.61/2.42元，对应当前股价PE为241/24/16X，维持“买入”评级。5) 风险提示：疫情改善不及预期、行业竞争加剧、新品表现不及预期、线下渠道扩张不及预期。

评论：

◆ 增设人工按摩，有望为门店引流，打造新的收入源

人工按摩与按摩器的用户群体存在需求重叠，增加人工按摩项目，有望扩大进店用户群体，为按摩器引流。根据《2019 美团点评足疗按摩行业研究报告》测算，2018 年我国足疗按摩行业总订单量达 35 亿，平均每日订单达 958.9 万单。以平均每 10 天足疗按摩一次计算，我国足疗按摩群体的数量接近亿人。可见，我国足疗按摩的需求非常旺盛。作为人工按摩的有益补充，局部按摩仪也能实现一定的按摩功能，且具有便携、可重复使用、使用场景多元等优势。会被人工按摩所吸引的人群，一般对按摩仪的需求也更大。倍轻松在直营门店增设人工按摩，有望吸引需要人工按摩的群体进入门店，扩大门店的用户基数，为倍轻松按摩仪引流，从而助力产品的销售。

图1: 具有按摩体验或者按摩需求的人群对按摩小电的购买意愿更高



资料来源: 2021年8月艾瑞调研社区数据, 国信证券经济研究所整理

注: 双非人群指既无按摩椅购买经历, 业务购买意愿的人群; 潜在人群为具有按摩椅购买意愿的人群

倍轻松直营门店空间较大, 增设人工按摩有望充分利用门店空间, 增厚门店的业绩。倍轻松产品系列较多, 定位高端, 门店面积普遍较大, 2020年直营门店平均面积为54 m²。而且考虑到用户体验按摩仪的舒适性, 门店内具有沙发体验区, 而人工按摩一般所用的场地即为沙发, 直营门店可以很方便的进行人工按摩服务, 门店也无需进行大规模改造。截至2022H1, 倍轻松共有线下直营门店174家, 考虑到2018年我国足疗/按摩的均价为143元/次, 且倍轻松的门店主要集中在一二线城市, 以每次按摩均价150元、店均每天提供10人的人工按摩服务计算, 每年有望贡献0.95亿元的增量收入, 占公司2021年收入的8%。考虑到人工按摩服务只有额外的人工及部分设备支出, 盈利水平或较为可观, 有望增厚门店的业绩。

图2: 倍轻松门店面积较大



资料来源: 倍轻松门店探店, 国信证券经济研究所整理

图3: 倍轻松门店内设有沙发体验区



资料来源: 倍轻松门店探店, 国信证券经济研究所整理

◆ 我国人工按摩具有上千亿规模, 年轻群体需求潜力大

快节奏的现代社会, 按摩保健需求增加, 人工按摩规模达上千亿, 用户人群广泛。在学习、工作节奏快的现代社会, 长时间坐着、低头看手机等行为对颈、腰、眼等身体各部位易造成伤害, 也引发了很多人对按摩保健的需求。根据后浪研究所发布的《2022年轻人恐病报告》, 有90.58%的年轻人认为自己的身体不健康, 其中30.27%的年轻人选择购买按摩仪, 每年在健康方面的消费金额在4000元左右。需求的强劲也助推了行业规模的扩张, 根据《2019美团点评足疗按摩行业研究报告》, 2018年我国足疗/按摩交易额达

到 5000 亿。而根据我们之前在倍轻松深度报告中的测算，2020 年我国局部按摩器的规模不足 100 亿，切入人工按摩行业有望为倍轻松打开新的增长点，助力公司的发展。

◆ 线下积极调整挖掘增长潜力，疫情好转后恢复可期

在疫情的压力下，公司线下门店积极调整，通过优化门店、开拓加盟店、研发新品等多种形式抵御疫情的扰动，并通过强化门店数字化管理、增设人工按摩等方式提升门店效率，疫情好转后线下门店恢复可期。2022 年受到疫情的冲击，公司线下经营承压，但公司通过积极的调整保持经营的稳健：

- 1) **优化门店结构**，由于疫情导致交通枢纽客流量大幅下滑，公司加大直营门店的优化力度，缩减租金占比较高、业绩表现欠佳的部分交通枢纽门店，降低交通枢纽门店整体占比。2022H1 公司线下直营门店新开店 23 家，优化调整 34 家，其中交通枢纽门店占比从 2021 年的 42% 降至 2022H1 的 39%。
- 2) **线下门店“上网”**，2022H1 公司线下直营门店批量进驻大众点评、美团等本地服务平台以及“京东到家”等 O2O 平台，并开设抖音店铺直播账号，组建社群营销平台，将线下门店线上化。
- 3) **开启加盟模式**，直营店的固定成本高，而加盟店则无需负担人力及租金成本。2022H1 公司首次开设加盟店，共新开 28 家线下加盟店，有效增加了公司线下门店数量，提升了公司对疫情的抵抗能力。
- 4) **研发推新**，公司 2022H1 研发投入同比增长 38.8%，研发费用率同比提升 2.6pct 至 6.6%。H1 共推出 See 5R 人鱼泪智能润眼仪、7 号经络枪、姜小竹 A2 智能艾灸盒、Neck 5 颈部按摩器等新品，有望提升消费者的购买意愿，带动更多用户进店体验。

◆ 投资建议：直营门店增设人工按摩，线下积极调整静待恢复，维持“买入”评级

倍轻松是我国局部按摩器龙头，在线下机场、高铁及购物中心拥有近 200 家直营门店，虽然疫情下公司直营门店的经营受到一定的冲击，但公司也在不断强化内功，通过多种方式强化门店的经营。此次公司通过为直营门店引入人工按摩项目的形式，充分利用了按摩服务和硬件之间的协同效应，有望扩大门店人流量，带动新的收入增长点。考虑到疫情形势对公司线下交通枢纽门店的影响，下调公司盈利预测，预计公司 2022-24 年归母净利润为 0.1/1.0/1.5 亿（前值为 1.2、1.6、2.1 亿），对应 EPS 为 0.16/1.61/2.42 元，对应当前股价 PE 为 241/24/16X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

疫情改善不及预期、行业竞争加剧、新品表现不及预期、线下渠道扩张不及预期。

附：盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) **线下门店销售**：公司 2021 年共有直营门店 186 家，考虑到公司自 2022 年开始打造加盟店体系、疫情对线下开店造成一定的扰动，预计公司 2022-2024 年直营及加盟门店数量为 207、255、305 家，分别增长 11.3%、23.2%、19.6%。店效方面，公司 2021 年单店收入为 160 万元，考虑到 2022 年疫情主要在大城市，对机场、高铁站等人流量影响大于此前，而倍轻松直营门店主要布局在机场、高铁站及一二线购物中心，预计店效将有较大幅度的下滑，而在 2023-2024 年得到逐渐复苏，预计 2022-2024 年单店营收为 109、139、184 万元。因而预计公司 2022-2024 年线下门店销售收入分别为 2.3、3.5、5.6 亿元，同比-24.2%、+57.4%、+58.3%。毛利率方面，考虑到疫情对门店收入的影响，而成本具有一定的刚性，预计线下门店销售的毛利率分别为 65%、71%、72%。
- 2) **电商销售**：公司电商销售分线上直销、线上平台入仓及线上经销，考虑到局部按摩仪作为可选消费品，会受到整体消费大环境的影响，预计 2022 年增长有所承压，而 2023-2024 年则在低基数上会回归到较高速的增长，预计 2022-2024 年公司电商销售收入分别为 7.5、8.8、9.8 亿，同比分别增长 10%、16%、12%。毛利率方面，考虑到公司持续推出高客单价的新品及艾灸等高毛利的产品销售占比提升，预计公司电商毛

利率将会持平向上，预计 2022-2024 年电商毛利率为 57%、58%、58%。

3) 线下经销：该渠道为公司通过国内外经销商销售产品，考虑到公司经销商有所扩张，海外经销收入增长潜力较大，叠加疫情的负面影响，预计 2022-2024 年收入分别增长 0%、35%、25%至 1.4、1.9、2.4 亿。毛利率方面，由于是 B 端收入，毛利率或有望基本持平，但考虑到后期海外经销商占比提升，预计毛利率呈微降趋势，预计 2022-2024 年毛利率为 39%、39%、38%。

4) ODM 业务：公司为其他知名品牌提供便携按摩器相关的 ODM 产品，考虑到 2022 年疫情的影响，预计 2022-2024 年收入为 0.59、0.71、0.82 亿，同比-10%、+20%、+15%。毛利率预计与 2021 年毛利率持平，2022-2024 年均为 27%。

表1：倍轻松业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
线下门店销售					
收入（亿元）	2.22	2.97	2.3	3.5	5.6
增速	-9.6%	33.6%	-24.2%	57.4%	58.3%
毛利率	75%	71%	65%	71%	72%
电商销售					
收入（亿元）	4.3	6.8	7.5	8.8	9.8
增速	54.8%	58.4%	10.1%	16.4%	11.6%
毛利率	57%	57%	57%	58%	58%
线下经销					
收入（亿元）	1.3	1.4	1.4	1.9	2.4
增速	-1.1%	12.3%	0.0%	35.0%	25.0%
毛利率	45%	39%	39%	39%	38%
ODM 业务					
收入（亿元）	0.45	0.66	0.59	0.71	0.82
增速	14.8%	45.2%	-10.0%	20.0%	15.0%
毛利率	33%	27%	27%	27%	27%
合计					
总营收（亿元）	8.3	11.9	11.8	14.9	18.6
增速	19.0%	44.0%	-0.8%	26.7%	24.5%
毛利率	58.5%	55.6%	53.9%	55.8%	56.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

费用假设：

销售费用：公司销售费用包含线下门店租金、销售人员工资等，费用率一直较高，考虑到疫情期间线下门店收入减少而租金及人工工资支出存在刚性，预计 2022 年销售费用率会有一定上涨，2023-2024 年逐渐下滑，且由于加盟店渠道等占比提升，预计销售费用率会低于之前的正常水平，预计 2022-2024 年销售费用率分别为 45%、41%、40%。

管理费用：考虑到公司股权激励导致股份支付费用增加，预计管理费用率将会有所上涨，随后出现下降，预计 2022-2024 年管理费用率分别为 4.2%、4.0%、3.8%。

研发费用：公司持续推出新品，2022H1 研发投入大幅增加，预计 2022 年研发费用率将有所上升，此后有所降低，预计 2022-2024 年研发费用率为 6.2%、5.8%、5.8%。

财务费用：公司上市后现金储备充足，预计财务费用率将保持为负，2022-2024 年财务费用率分别为-0.10%、-0.12%、-0.11%。

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 0.1/1.0/1.5 亿，同比分别-89.3%/+911.9%/+50.6%。

表2：未来 3 年盈利预测表

	百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入		1190	1180	1495	1862
营业成本		(515)	(544)	(661)	(804)
销售费用		(485)	(531)	(613)	(745)
管理费用		(87)	(97)	(114)	(145)
财务费用		(7)	1	2	2
利润总额		106	11	115	172
归属于母公司净利润		92	10	99	149
EPS		1.49	0.16	1.61	2.42
ROE		14%	1%	13%	18%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

相关研究报告：

- 《倍轻松（688793.SH）-渠道积极调整保增长，股权激励彰显长期信心》——2022-04-25
- 《收入稳增，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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	139	220	161	210	213	营业收入	826	1190	1180	1495	1862
应收款项	82	129	110	151	188	营业成本	344	515	544	661	804
存货净额	141	206	232	272	330	营业税金及附加	5	5	6	7	9
其他流动资产	73	56	90	105	120	销售费用	342	485	531	613	745
流动资产合计	435	782	746	861	949	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	(1)	(2)	(2)
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	978	1146	1287	其他收入	17	(12)	8	22	13
短期借款及交易性金融负债	45	65	45	52	54	营业利润	84	106	11	115	172
应付款项	153	143	152	221	237	营业外净收支	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	43	52	70	76	92	利润总额	83	106	11	115	172
流动负债合计	241	260	267	348	383	所得税费用	12	14	2	16	23
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	0	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	2	46	48	50	53	归属于母公司净利润	71	92	10	99	149
长期负债合计	2	46	48	50	53	现金流量表（百万元）					
负债合计	242	306	315	399	436	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)	净利润	71	92	10	99	149
股东权益	234	655	664	748	852	资产减值准备	(4)	3	10	9	11
负债和股东权益总计	476	961	978	1146	1287	折旧摊销	8	8	4	8	13
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(1)	(5)	3	3	4
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	2	7	(1)	(2)	(2)
每股收益	1.53	1.49	0.16	1.61	2.42	营运资本变动	(42)	(184)	(2)	(10)	(64)
每股红利	0.03	0.51	0.02	0.24	0.73	其它	3	(3)	(10)	(9)	(11)
每股净资产	5.07	10.63	10.77	12.13	13.83	经营活动现金流	35	(88)	16	100	102
ROIC	26%	21%	0%	15%	20%	资本开支	0	(18)	(72)	(74)	(81)
ROE	30%	14%	1%	13%	18%	其它投资现金流	0	(171)	17	31	25
毛利率	58%	57%	54%	56%	57%	投资活动现金流	1	(189)	(55)	(43)	(56)
EBIT Margin	8%	8%	0%	7%	9%	权益性融资	(0)	391	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	1%	7%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	19%	44%	-1%	27%	25%	支付股利、利息	(2)	(32)	(1)	(15)	(45)
净利润增长率	30%	30%	-89%	912%	51%	其它融资现金流	22	31	(19)	6	2
资产负债率	51%	32%	32%	35%	34%	融资活动现金流	19	358	(21)	(9)	(43)
息率	0.1%	1.3%	0.1%	0.6%	1.9%	现金净变动	54	81	(60)	49	3
P/E	25.1	25.7	241.2	23.8	15.8	货币资金的期初余额	85	139	220	161	210
P/B	7.6	3.6	3.6	3.2	2.8	货币资金的期末余额	139	220	161	210	213
EV/EBITDA	26.0	25.4	400.0	25.4	16.3	企业自由现金流	0	(109)	(67)	11	6
						权益自由现金流	0	(78)	(86)	19	10

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