

买入

# 倍轻松 (688793. SH)

## 股权激励有望激发公司活力，近期经营出现明显改善

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：	陈伟奇	0755-81982606	chenweiqi@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110004
证券分析师：	王兆康	0755-81983063	wangzk@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120004
证券分析师：	邹会阳	0755-81981518	zouhuiyang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523020001

### ◆ 家用电器 · 小家电

### ◆ 投资评级：买入（维持评级）

### 事项：

公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟向公司董事、高管及核心员工在内的不超过 165 人，授予限制性股票合计 122.78 万股，占公司总股本的 1.99%，授予价格为 27.40 元/股，股票来源为公司自二级市场回购和/或定向增发的公司 A 股普通股。

股票激励的考核年度为 2023–2024 年，分为公司层面业绩考核和个人层面绩效考核，其中公司层面的业绩考核目标为：

- 业绩考核目标 A（对应归属比例为 100%）：2023 年营收不低于 15.47 亿，且归母净利润不低于 1.19 亿，即 2023 年营收利润较 2021 年增长不低于 30%；2024 年考核目标为营收及归母净利润增速不低于 35%。
- 业绩考核目标 B（对应归属比例为 75%）：2023 年营收不低于 14.28 亿，归母净利润不低于 1.10 亿，即 2023 年营收利润较 2021 年增长不低于 20%；2024 年考核目标为营收及归母净利润增速不低于 25%。
- 业绩考核目标 C（对应归属比例为 50%）：2023 年营收不低于 13.09 亿，归母净利润不低于 0.92 亿，即 2023 年营收较 2021 年增长不低于 10%、利润增长不低于 0%；2024 年考核目标为营收及归母净利润增速不低于 15%。

**国信家电观点：**1) 阶梯式的股权激励目标，有望充分调动员工的经营活力，绑定核心员工与公司的利益；2) 近期线下人流量稳步恢复，线上销售也出现较好的增长，公司经营改善可期；3) 公司持续出新，产品不断迭代升级，有望拉动收入可持续增长，打造按摩仪的差异化优势。4) 投资建议：此次股权激励有助于绑定公司与核心员工利益，激发员工的能动性，推动公司更好更快的增长。倍轻松是我国局部按摩器龙头，随着线下客流的恢复及消费的复苏，经营情况有望加速好转，维持盈利预测，预计公司 2023–25 年归母净利润为 0.9/1.3/1.5 亿，对应 EPS 为 1.52/2.04/2.48 元，对应当前股价 PE 为 36/27/22X，维持“买入”评级。5) 风险提示：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：

#### ◆ 阶梯式股权激励目标，有望充分激发员工经营活力，助推公司业绩良性发展

公司此次股权激励覆盖员工人数较多，考核目标较为灵活，有望绑定核心员工与公司的利益。公司此次股权激励涵盖董事、高管、核心员工在内的 165 人，其中核心技术员工及核心员工份额达到 76.8%，激励更偏向中层。公司设立的考核目标也分为三段，各自对应不同的归属比例，既保证了核心员工与公司利益的一致，也能更充分激发出员工的经营活力，有助于公司的良性增长。

此次股权激励的总成本为 3415 万元，对 2023–2025 年的费用分摊影响分别为 1488 万元、1567 万元、360 万元。按照我们的盈利预测，分别占当年收入的 1.1%、1.0% 和 0.2%，对公司业绩的影响相对有限。

**表1：股权激励中核心员工所占的份额相对更多**

序号	姓名	职务	获授数量（股）	占授予总量的比例	占公司总股本的比例
1	马学军	董事长、总经理 核心技术人员	100,000	8.14%	0.16%
2	刘志华	董事、副总经理	20,000	1.63%	0.03%
3	储清华	副总经理、核心技术人员	34,600	2.82%	0.06%
4	高铜良	副总经理	43,800	3.57%	0.07%
5	杜斐	核心技术人员	9,200	0.75%	0.01%
6	任立隆	核心技术人员	21,900	1.78%	0.04%
7	公司（含子公司）其他核心员工	（159人）	911,548	74.24%	1.48%
预留			86,762	7.07%	0.14%
<b>合计</b>			<b>1,227,810</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.99%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

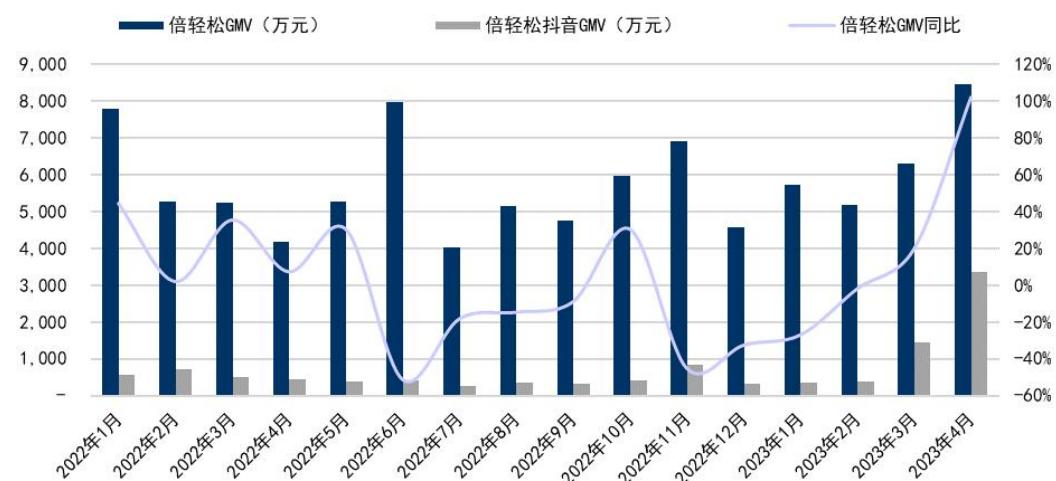
**表2：公司采用阶梯式股权激励目标**

归属安排	业绩考核 A	业绩考核 B	业绩考核 C
	公司层面可归属比例（100%）	公司层面可归属比例（75%）	公司层面可归属比例（50%）
第一个归属期	同时满足下列条件：2023 年营业收入达成 15.47 亿元；2023 年净利润达成 1.19 亿元。	同时满足下列条件：2023 年营业收入达成 14.28 亿元；2023 年净利润达成 1.10 亿元。	满足下列条件之一：2023 年营业收入达成 13.09 亿元；2023 年净利润达成 0.92 亿元。
第二个归属期	同时满足下列条件：2024 年营业收入同比 2023 年增长 35%；2024 年净利润同比 2023 年增长 35%。	同时满足下列条件：2024 年营业收入同比 2023 年增长 25%；2024 年净利润同比 2023 年增长 25%。	同时满足下列条件：2024 年营业收入同比 2023 年增长 15%；2024 年净利润同比 2023 年增长 15%。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司经营有望改善：4月线上收入翻倍增长，线下人流快速恢复

在新品助推下，公司4月线上收入实现翻倍增长，预计线下随着客流量的恢复也在逐渐修复当中。根据久谦上天猫、京东及抖音销售数据，4月倍轻松品牌合计GMV达到8458万元，同比增长102%，自年初以来，公司线上收入增速实现逐月改善。4月的靓丽表现预计主要由于：1) 抖音的快速放量，4月公司抖音渠道销售占比达到40%，抖音GMV同比增长642%；2) 新品表现优异，公司推出的新品肩颈按摩器N5 mini、眼部按摩器X2Pro等销售表现较为不错。此外，公司大部分门店位于交通枢纽及大型购物中心，五一期间我国铁路、民航等旅客人数较2019年略有增长，部分商场人数也超过2019年水平，预计公司线下收入也有望实现快速恢复。

**图1：倍轻松4月线上GMV实现翻倍增长，其中抖音增长更快**


资料来源：久谦，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

### ◆ 按摩需求依然广泛，倍轻松持续推新，有望强化产品的差异化优势

快节奏的现代社会，按摩保健需求广泛存在。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，也引发了很多人们对按摩保健的广泛需要。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；受访者每年在健康方面的消费金额在 4000 元左右。

作为按摩仪行业龙头，倍轻松持续进行推出新品，不断更新迭代，有望打造差异化的产品优势。公司此前在 618 及双十一大促之前均会有新品面世，Q2 公司已推出眼部按摩器 X2Pro、N2 按摩披肩、头皮按摩梳等新品，有望打造差异化的产品优势，持续拉动公司规模的可持续增长。

### ◆ 投资建议：维持“买入”评级

此次股权激励有助于绑定公司与核心员工利益，激发员工的能动性，推动公司更好更快的增长。倍轻松是我国局部按摩器龙头，随着线下客流的恢复及消费的复苏，经营情况有望加速好转，维持盈利预测，预计公司 2023-25 年归母净利润为 0.9/1.3/1.5 亿，对应 EPS 为 1.52/2.04/2.48 元，对应当前股价 PE 为 36/27/22X，维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

行业竞争加剧、新品表现不及预期、线下渠道扩张不及预期。

## 相关研究报告：

《倍轻松（688793.SH）-2022 年度业绩快报点评：短期业绩承压，疫后复苏可期》——2023-03-01

《倍轻松（688793.SH）-2022 年度业绩预告点评：受疫情影响明显，业绩拐点逐渐明晰》——  
2023-02-01

《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》——2022-10-21

《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

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	220	288	294	343	446	营业收入	1190	896	1318	1637	1951
应收款项	129	106	130	177	212	营业成本	515	450	578	706	846
存货净额	206	140	175	241	271	营业税金及附加	5	4	6	8	9
其他流动资产	56	40	61	75	89	销售费用	485	482	534	655	771
<b>流动资产合计</b>	<b>782</b>	<b>625</b>	<b>705</b>	<b>872</b>	<b>1047</b>	管理费用	27	29	41	54	66
固定资产	17	18	19	18	13	研发费用	41	37	53	67	78
无形资产及其他	4	3	3	3	3	财务费用	7	0	(2)	(3)	(4)
投资性房地产	153	153	153	153	153	投资收益	1	(3)	(1)	(2)	(1)
长期股权投资	4	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(5)	(16)	(7)	(10)	(11)
<b>资产总计</b>	<b>961</b>	<b>799</b>	<b>880</b>	<b>1046</b>	<b>1216</b>	其他收入	(0)	(22)	9	7	5
短期借款及交易性金融负债	65	133	81	93	102	营业利润	106	(147)	108	146	178
应付款项	143	99	145	178	205	营业外收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	52	45	53	67	78	<b>利润总额</b>	<b>106</b>	<b>(147)</b>	<b>108</b>	<b>146</b>	<b>178</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>260</b>	<b>277</b>	<b>279</b>	<b>338</b>	<b>385</b>	所得税费用	14	(23)	14	20	25
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	46	50	50	50	50	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>92</b>	<b>(124)</b>	<b>94</b>	<b>126</b>	<b>153</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>306</b>	<b>327</b>	<b>329</b>	<b>387</b>	<b>435</b>	<b>净利润</b>	<b>92</b>	<b>(124)</b>	<b>94</b>	<b>126</b>	<b>153</b>
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	资产减值准备	3	6	(0)	(2)	(3)
股东权益	655	473	552	659	781	折旧摊销	8	9	3	4	4
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>961</b>	<b>799</b>	<b>880</b>	<b>1046</b>	<b>1216</b>	公允价值变动损失	5	16	7	10	11
						财务费用	7	0	(2)	(3)	(4)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(184)	63	(25)	(83)	(43)
每股收益	1.49	(2.02)	1.52	2.04	2.48	其它	(3)	(6)	(0)	2	3
每股红利	0.51	0.64	0.23	0.31	0.50	<b>经营活动现金流</b>	<b>(78)</b>	<b>(37)</b>	<b>79</b>	<b>56</b>	<b>126</b>
每股净资产	10.63	7.67	8.96	10.69	12.68	资本开支	(8)	2	(12)	(10)	(8)
ROIC	21%	-22%	17%	23%	25%	其它投资现金流	(171)	121	5	9	7
ROE	14%	-26%	17%	19%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(179)</b>	<b>127</b>	<b>(7)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
毛利率	57%	50%	56%	57%	57%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	-16%	8%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	-15%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(32)	(39)	(14)	(19)	(31)
收入增长	44%	-25%	47%	24%	19%	其它融资现金流	403	56	(52)	12	9
净利润增长率	30%	-235%	-175%	34%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>338</b>	<b>(23)</b>	<b>(66)</b>	<b>(7)</b>	<b>(21)</b>
资产负债率	32%	41%	37%	37%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>81</b>	<b>68</b>	<b>6</b>	<b>48</b>	<b>104</b>
息率	0.9%	1.2%	0.4%	0.6%	0.9%	货币资金的期初余额	139	220	288	294	343
P/E	36.7	(27.1)	36.0	26.8	22.1	货币资金的期末余额	220	288	294	343	446
P/B	5.1	7.1	6.1	5.1	4.3	企业自由现金流	(99)	(46)	56	39	110
EV/EBITDA	35.0	(27.7)	34.7	24.7	20.4	权益自由现金流	304	9	5	53	123

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 ±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 ±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提供。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