

倍轻松 (688793. SH)

2023 年中报点评：抖音渠道快速放量，盈利有望筑底回升

买入

核心观点

二季度收入迎来高增，盈利依然存在压力。公司 2023 年上半年实现营收 6.0 亿/+30.7%；归母净利润-0.25 亿，同比减亏 0.10 亿；扣非归母净利润-0.29 亿，同比减亏 0.09 亿。其中 Q2 收入 3.7 亿/+76.1%；归母净利润/扣非归母净利润分别为-0.24 亿/-0.27 亿，同比均减亏 0.02 亿。公司抖音规模快速放量，带动 Q2 收入高增；但费用压力也相应大幅提升，盈利依然处于底部。

N5 Mini 引爆抖音销售，肩背部按摩器收入快速增长。H1 公司在抖音渠道进行战略性投入，销售规模快速提升。根据电商销售跟踪数据（久谦中台），倍轻松 Q2 在抖音、天猫及京东的 GMV 同比增长 96%，其中抖音平台增长超过 870%，占比达到 32%，同比提升 25pct。抖音渠道迎来快速放量，天猫和京东的销售表现也相对较好，Q2 销售额分别增长约 50% 和 35%。增长主要源于公司的爆款产品 N5 Mini，Q2 其在抖音的销售额占公司抖音销售额的 93%，在线上三大平台的占比也超过 50%。受此影响，公司肩部产品的销售收入快速增长，并成为第一大品类。H1 公司肩部按摩器收入增长 222% 至 1.7 亿，腰背部按摩器收入增长 65% 至 0.6 亿，眼部按摩器收入增长 2% 至 1.1 亿，颈部按摩器收入增长 5% 至 1.2 亿，艾灸系列产品收入下滑 5% 至 0.4 亿。肩腰部按摩器快速增长，传统品类保持稳健。分地区看，公司国内收入增长 33% 至 5.7 亿，海外收入下滑 2% 至 0.3 亿。

毛利率快速恢复，盈利同比有所改善。公司 Q2 毛利率同比+8.8pct 至 60.6%，预计主要系高毛利的线下渠道实现快速复苏。公司在抖音等新渠道上加大投入，销售费用快速增长，Q2 销售费用率同比+4.1pct 至 58.5%，其中推广费及广宣费均有翻倍以上的提升。Q2 公司研发/管理/财务费用率分别-3.2/-1.6/-1.2pct 至 3.9%/4.4%/-0.6%，归母净利率同比+5.8pct 至-6.3%，盈利能力同比实现大幅减亏。

盈利有望筑底回升。1) 公司线下直营门店已持续减亏，2-6 月店均收入逐月增长，费用率逐月降低，门店盈利比例逐月上升，整体利润持续减亏。截至 2023H1 公司直营门店数量为 151 家，同比减少 12 家，预计主要系公司对盈利较差的门店进行了调整。后续随着线下客流的复苏，公司线下盈利状况有望持续好转。2) 公司 Q2 亏损主要由于抖音带来的销售费用投入增加，随着公司在抖音声量逐渐加大、玩法更加成熟，盈利情况有望实现扭转。

风险提示：行业竞争加剧；新品表现不及预期；抖音渠道盈利改善不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级

考虑到公司在抖音投入加大及线下恢复情况，调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 0.5/1.0/1.5 亿（前值为 0.9/1.3/1.5 亿），同比扭亏/+99%/+57%，对应 PE=45/23/15x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,190	896	1,318	1,637	1,951
(+/-%)	43.9%	-24.7%	47.1%	24.2%	19.2%
净利润(百万元)	92	-124	49	97	152
(+/-%)	29.9%	-235.5%	-139.1%	99.2%	56.6%
每股收益(元)	1.49	-2.02	0.79	1.57	2.46
EBIT Margin	8.1%	-15.8%	4.0%	7.1%	9.3%
净资产收益率(ROE)	14.0%	-26.3%	9.5%	16.2%	21.1%
市盈率(PE)	24.0	-17.7	45.3	22.8	14.5
EV/EBITDA	23.9	-19.0	45.8	21.7	14.1
市净率(PB)	3.36	4.66	4.29	3.70	3.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·小家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

35.74 元

收盘价

3072/1184 百万元

总市值/流通市值

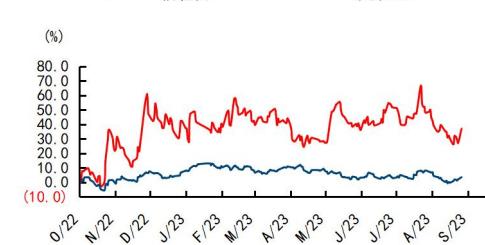
61.38/32.45 元

52 周最高价/最低价

28.79 百万元

近 3 个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《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》——2023-05-26

《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

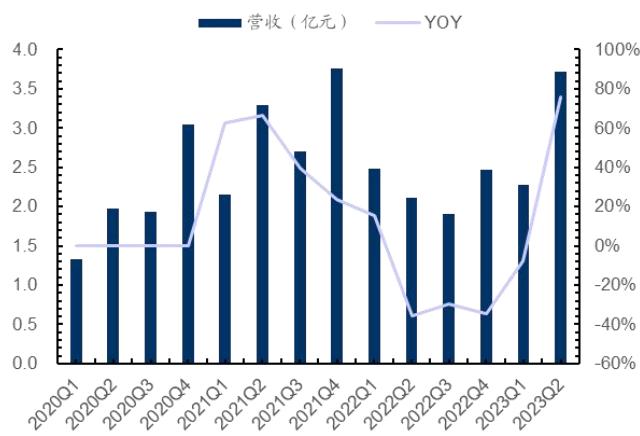
《倍轻松 (688793.SH) - 2022 年度业绩预告点评：受疫情影响明显，业绩拐点逐渐明晰》——2023-02-01

《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

图1: 公司营业收入及增速

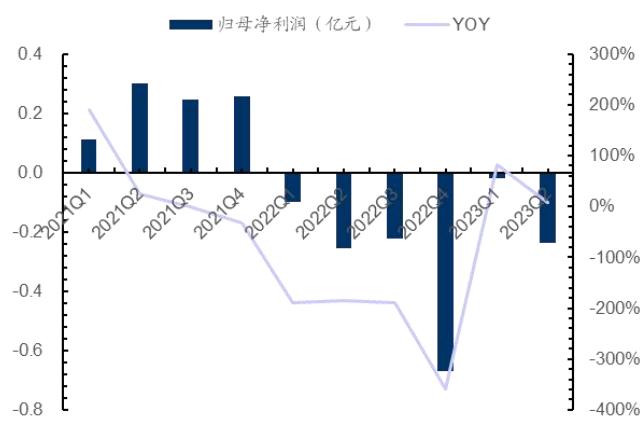

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速


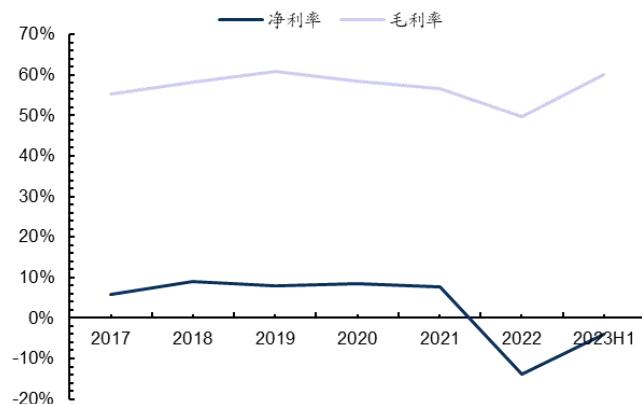
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速

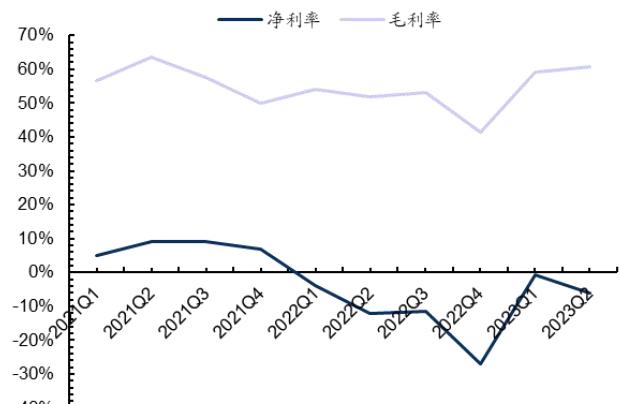

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速


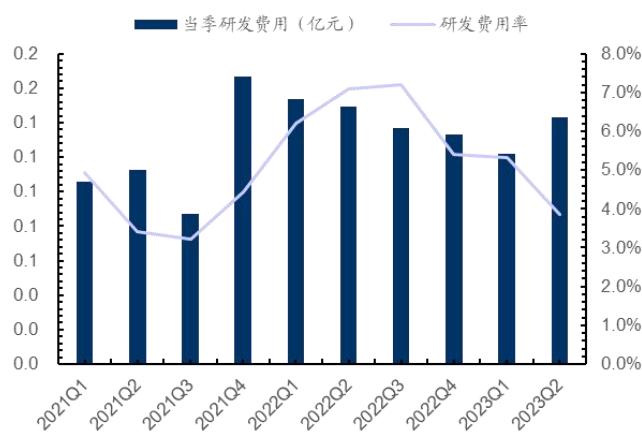
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率


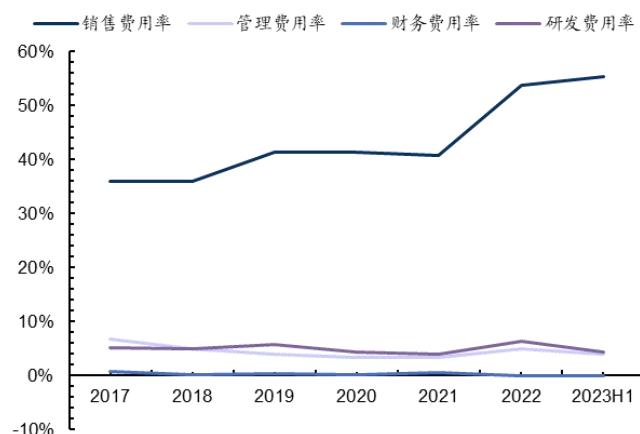
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			PEG		投资评级
			亿元		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
688793.SH 倍轻松		35.74		31	-2.02	0.79	1.57	2.46	-17.7	45.3	22.8	14.5	1.0 买入
002614.SZ 奥佳华		8.01		50	0.16	0.31	0.42	0.47	50.1	25.8	19.1	17.0	1.7 无评级
002959.SZ 小熊电器		61.51		96	2.48	3.13	3.62	4.11	24.8	19.6	17.0	15.0	1.1 买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测和整理；注：奥佳华采用Wind一致预期

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	258	281	382	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	585	687	771
流动资产合计	782	625	669	811	983	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	(1)	(2)	(3)
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)
资产总计	961	799	844	984	1152	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)	56	112	176
应付款项	143	99	145	178	205	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	52	45	55	69	78	利润总额	106	(147)	56	112	177
流动负债合计	260	277	281	339	385	所得税费用	14	(23)	7	16	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	归属于母公司净利润	92	(124)	49	97	152
长期负债合计	46	50	50	50	50	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	306	327	331	389	435	净利润	92	(124)	49	97	152
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	资产减值准备	3	6	(0)	(2)	(3)
股东权益	655	473	514	596	717	折旧摊销	8	9	3	4	4
负债和股东权益总计	961	799	844	984	1152	公允价值变动损失	5	16	7	10	11
						财务费用	7	0	(1)	(2)	(3)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(184)	63	(23)	(84)	(44)
每股收益	1.49	(2.02)	0.79	1.57	2.46	其它	(3)	(6)	0	2	3
每股红利	0.51	0.64	0.12	0.24	0.49	经营活动现金流	(78)	(37)	36	26	123
每股净资产	10.63	7.67	8.34	9.67	11.64	资本开支	(8)	2	(12)	(10)	(8)
ROIC	21%	-22%	8%	18%	25%	其它投资现金流	(171)	121	5	9	7
ROE	14%	-26%	9%	16%	21%	投资活动现金流	(179)	127	(7)	(1)	(1)
毛利率	57%	50%	56%	57%	57%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	-16%	4%	7%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	-15%	4%	7%	10%	支付股利、利息	(32)	(39)	(7)	(15)	(30)
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%	-139%	99%	57%	融资活动现金流	338	(23)	(60)	(3)	(21)
资产负债率	32%	41%	39%	39%	38%	现金净变动	81	68	(30)	23	101
息率	1.4%	1.8%	0.3%	0.7%	1.4%	货币资金的期初余额	139	220	288	258	281
P/E	24.0	(17.7)	45.3	22.8	14.5	货币资金的期末余额	220	288	258	281	382
P/B	3.4	4.7	4.3	3.7	3.1	企业自由现金流	(99)	(46)	14	10	109
EV/EBITDA	23.9	(19.0)	45.8	21.7	14.1	权益自由现金流	304	9	(38)	23	120

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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