

# 倍轻松 (688793.SH)

## 2023 年业绩预告点评： 全年收入增长强劲，盈利有待进一步修复

买入

### 核心观点

**全年收入实现较快增长，盈利能力明显改善。**公司发布 2023 年年度业绩预告，预计 2023 年实现营收 11.25~13.75 亿元，同比增长 25.58%~53.48%；归母净利润为-3550~-5330 万元，同比减亏 8781~7001 万元；扣非归母净利润为-4190~-6290 万元，同比减亏 8800~6700 万元。经折算，预计 2023Q4 营收 1.8~4.3 亿元，同比-26%~+76%；归母利润-1917~-3697 万元，同比减亏 4773~2993 万元；扣非利润-2014~-4114 万元，同比减亏 4870~2770 万元。

**抖音渠道持续高增，天猫/京东渠道增长稳健。**2023H1 公司在抖音进行战略性投入，销售规模迎来快速扩张。根据电商销售跟踪数据（久谦中台），2023 年公司抖音渠道 GMV 同比增长 386%；Q4 公司虽然缩减了抖音的费用投入，但抖音渠道增速依然高达 242%，在线上的销售占比超过 20%。在抖音巨大的品牌流量曝光下，公司天猫及京东渠道同样实现良好增长。久谦数据显示，公司 2023 年天猫/京东渠道 GMV 同比分别增长 20%/14%，其中 Q4 天猫/京东渠道 GMV 同比增长 16%/12%。预计 2024 年随着公司逐步开拓更多新品，并持续提升线上渠道运营效率，抖音、天猫及京东等渠道有望持续实现较快增长。

**线下客流快速恢复，直营店及加盟模式逐渐步入正轨。**2023 年以来我国线下客流量实现快速恢复，根据赢商大数据监测，Q2 起我国购物中心客流已恢复至 2019 年水平，Q3 同比 2019 年同期增长 20.9%，预计 Q4 客流较 2019 年依然有较快的增长。在此背景下，公司线下直营店经营情况持续得到修复，盈利能力预计有所改善。同时，公司加速扩张加盟渠道，加大对下沉市场的覆盖面，有望为公司贡献持续的增长动力。

**利润大幅减亏，盈利能力改善。**公司 2023 年在抖音渠道进行较大费用投入，对盈利造成拖累。但得益于公司持续深化降本增效，亏损出现大幅收窄。预计随着公司线下经营逐步恢复常态、线上费用投放持续优化、加盟礼品等新渠道加速开拓，公司盈利能力有望延续改善趋势。

**品类及渠道扩张动力依然充足。**2023 年公司推出头皮按摩梳、筋膜球等新品类，不断丰富产品的应用场景，未来在健身、医用等领域公司的品类拓展空间依然广泛。在渠道上，公司的海外、礼品及加盟渠道等有望贡献新增量。

**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

参考公司业绩预告，考虑到公司销售费用投入较大，调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润-0.4/1.3/2.0 亿（前值为 0.5/1.5/2.2 亿），同比亏损/扭亏/+53%，对应 PE=-/19/12x，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	1,252	1,604	2,004
(+/-%)	43.9%	-24.7%	39.8%	28.1%	24.9%
净利润(百万元)	92	-124	-44	130	199
(+/-%)	29.9%	-235.5%	-	-	53.1%
每股收益(元)	1.49	-2.02	-0.51	1.52	2.32
EBIT Margin	8.1%	-15.8%	-4.9%	8.8%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	14.0%	-26.3%	-10.3%	24.2%	28.6%
市盈率 (PE)	19.0	-	-	18.7	12.2
EV/EBITDA	19.5	-15.5	-47.8	19.4	12.6
市净率 (PB)	2.66	3.69	5.68	4.51	3.48

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

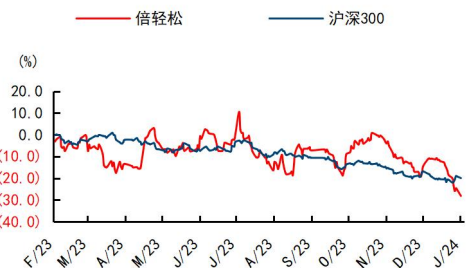
zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.30 元
总市值/流通市值	2432/938 百万元
52 周最高价/最低价	61.38/27.59 元
近 3 个月日均成交额	28.43 百万元

#### 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) - 深度报告：经营拐点显现，盈利有望修复》——2023-10-23
- 《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》——2023-09-05
- 《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

**盈利预测：**

**线上渠道：**公司今年以来，在抖音的带动下，线上收入快速增长。根据京东、天猫及抖音的销售跟踪数据，公司 2023 年 GMV 合计增长 44%。考虑到折扣的影响，我们假设 2023 年公司线上收入增长 42%；2024-2025 年延续增长势头，收入分别增长 30%/25%。

毛利率方面，在大单品模式的带动下，预计公司线上毛利率有望实现恢复，公司 2019-2021 年的平均毛利率为 57.0%，考虑到大单品模式下规模效应提升，假设 2023-2025 年毛利率均为 58.0%。

**线下直销：**公司线下直销收入包括直营门店、促销及展会收入、礼品团购收入等，随着线下客流逐步恢复，公司线下直营门店收入有望复苏，同时公司新拓展的礼品积分渠道有望带来新增量。在新渠道的拉动下，我们假设 2023 年线下直销收入逐步接近 2021 年水平，直营门店收入尚处于恢复中，后续直营门店单店收入逐步恢复至此前正常的水平。预计 2023-2025 年在新开门店及店效修复的基础上，线下直销渠道分别实现 33%/24%/23% 的收入增长。

线下直销毛利率预计有望随着门店店销的恢复而逐渐修复至疫情前水平（77%），但随着礼品等新渠道的增长，线下直销整体毛利率或低于此前水平，预计 2023-2025 年毛利率为 64.2%/66.3%/67.5%。

**线下经销：**线下经销渠道主要为加盟店等，随着公司加盟体系逐渐实现加速开拓，且在线下客流恢复下，加盟店单店收入同样在逐步提升，预计 2023 年经销渠道收入有望恢复到接近 2021 年的水平，此后在加盟店数量不断增加下，收入稳步增长，预计 2023-2025 年收入分别增长 55%/35%/35%。

经销渠道毛利率在 2022 年受疫情影响有所下滑，预计此后将逐渐提升至接近疫情前水平，2023-2025 年预计毛利率分别为 39.0%/39.5%/39.5%。

**ODM：**ODM 业务 2022 年下滑主要系俄罗斯客户，预计此后将有所恢复，2023-2025 年收入增速为 15%/5%/5%，毛利率基本稳定在 30%。

表1：倍轻松收入拆分及预测：线上延续高景气，线下逐步复苏

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>11.9</b>	<b>9.0</b>	<b>12.5</b>	<b>16.0</b>	<b>20.0</b>
收入 yoy	43.9%	-24.7%	39.8%	28.1%	24.9%
<b>综合毛利率</b>	<b>56.7%</b>	<b>49.8%</b>	<b>56.9%</b>	<b>57.4%</b>	<b>57.6%</b>
<b>线上销售</b>	6.8	6.0	8.5	11.0	13.7
线上销售 yoy	58.4%	-12.5%	41.6%	29.6%	25.0%
线上销售毛利率	56.9%	51.1%	58.0%	58.0%	58.0%
<b>线下直销</b>	3.0	2.0	2.6	3.3	4.0
线下直销 yoy	33.6%	-33.6%	33.4%	23.8%	22.8%
线下直销毛利率	71.2%	54.6%	64.2%	66.3%	67.5%
<b>线下经销</b>	1.4	0.7	1.0	1.4	1.9
经销 yoy	12.3%	-53.8%	55.0%	35.0%	35.0%
线下经销毛利率	39.4%	32.8%	39.0%	39.5%	39.5%
<b>ODM</b>	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4
ODM yoy	45.2%	-48.5%	15.0%	5.0%	5.0%
ODM 毛利率	27.0%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收为 12.5/16.0/20.0 亿元，同比增长 39.8%/28.1%/24.9%，毛利率为 56.9%/57.4%/57.6%。

**费用及其他收益假设：**

**销售费用：**公司 2022 年销售费用率较高主要由于专柜租金等费用较为刚性，预计随着线下收入恢复、线上投入提效及经销礼品渠道逐渐起量，在收入规模扩张下，销售费用率有望逐渐降低，假设 2023-2025 年销售费用率为 54%/41%/39%。

**管理费用：**公司 2022 年管理费用率由于收入规模下降提升 1.5pct，预计 2023 年随着收入规模大于 2021 年，管理费用率回到 2021 年水平，此后管理费用率随着规模扩张而有所降低，假设 2023-2025 年管理费用率为 3.4%/3.2%/3.1%。

**研发费用：**2023Q2 在收入规模扩张下，研发费用率已实现大幅降低，预计后续有望保持 2021 年研发费用率水平，假设 2023-2025 年研发费用率保持 4.0%。

**财务费用：**公司财务费用率基本稳定，2022 年为 0.0%。预计随着利润的留存，公司财务费用率有所下降，假设 2023-2025 年为 0.03%/-0.04%/-0.10%。

**未来 3 年业绩预测**

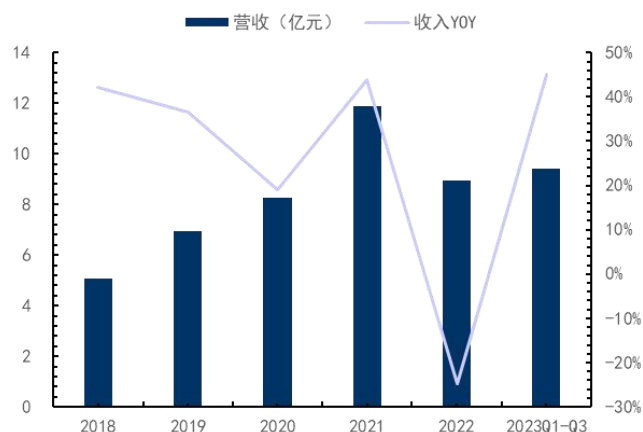
表2：未来 3 年盈利预测表

（单位：百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11.9	9.0	12.5	16.0	20.0
收入同比	43.9%	-24.7%	39.8%	28.1%	24.9%
毛利率	56.7%	49.8%	56.9%	57.4%	57.6%
管理费用率	3.4%	4.9%	3.4%	3.2%	3.1%
研发费用率	4.0%	6.4%	4.0%	4.0%	4.0%
销售费用率	40.8%	53.8%	54.0%	41.0%	39.0%
财务费用率	0.6%	0.0%	0.03%	-0.04%	-0.10%
归属于母公司净利润	0.92	-1.24	-0.44	1.30	1.99
EPS	1.49	-2.02	-0.51	1.52	2.32
ROE	14.0%	-26.3%	-10.3%	24.2%	28.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 12.5/16.0/20.0 亿元，同比增长 39.8%/28.1%/24.9%；归母净利润为-0.44/1.30/1.99 亿元，同比亏损/扭亏/+53.1%；对应 EPS 为-0.51/1.52/2.32。

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



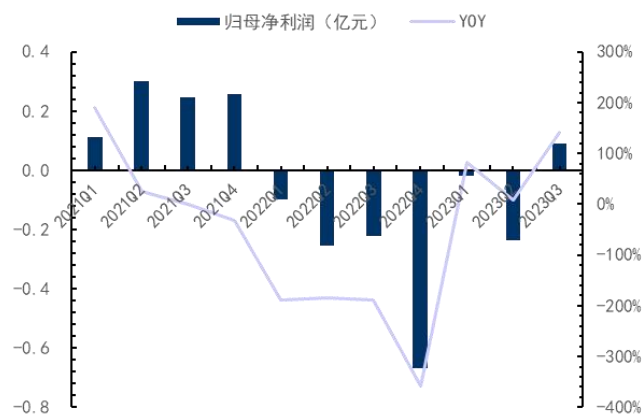
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



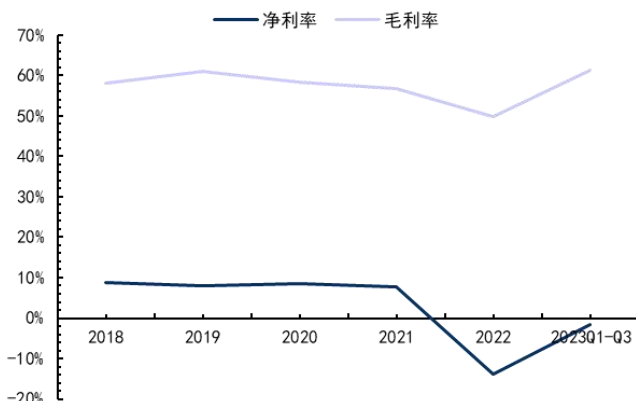
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



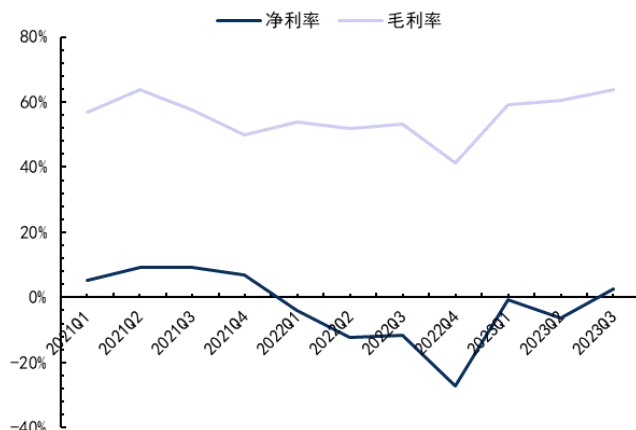
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



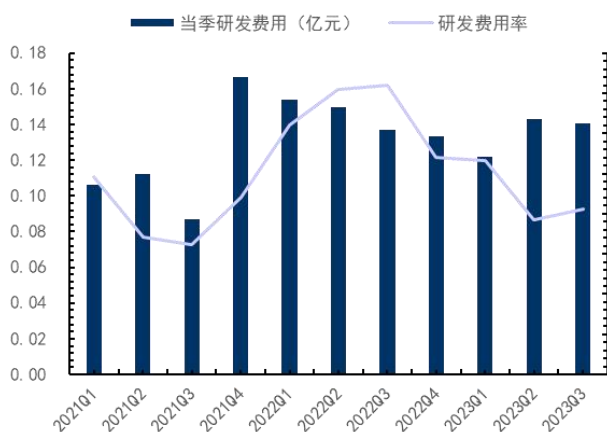
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



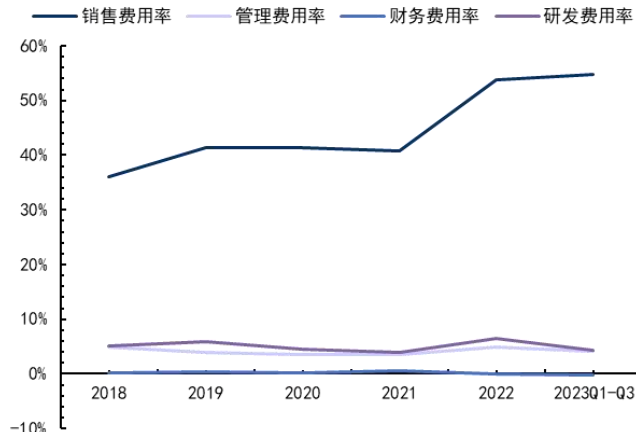
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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3: 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	(23E)		
688793.SH	倍轻松	28.30	24	-2.02	-0.51	1.52	2.32	-14.0	-55.1	18.7	12.2	-	买入	
002614.SZ	奥佳华	7.52	47	0.16	0.24	0.37	0.43	47.0	31.3	20.3	17.5	0.9	无评级	
002959.SZ	小熊电器	47.83	75	2.48	3.13	3.62	4.11	19.3	15.3	13.2	11.6	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)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	220	288	216	247	346	营业收入	1190	896	1252	1604	2004
应收款项	129	106	124	154	187	营业成本	515	450	540	684	850
存货净额	206	140	164	212	263	营业税金及附加	5	4	6	8	10
其他流动资产	56	40	58	74	91	销售费用	485	482	676	658	781
<b>流动资产合计</b>	<b>782</b>	<b>625</b>	<b>601</b>	<b>738</b>	<b>951</b>	管理费用	27	29	41	54	66
固定资产	17	18	23	25	27	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	0	(1)	(2)
投资性房地产	153	153	153	153	153	投资收益	1	(3)	(1)	(1)	(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)	(5)	(6)	(5)
<b>资产总计</b>	<b>961</b>	<b>799</b>	<b>780</b>	<b>919</b>	<b>1134</b>	其他收入	(0)	(22)	20	24	20
短期借款及交易性金融负债	65	133	109	93	102	营业利润	106	(147)	(51)	152	234
应付款项	143	99	136	172	206	营业外净收支	0	0	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	52	45	57	66	78	<b>利润总额</b>	<b>106</b>	<b>(147)</b>	<b>(51)</b>	<b>152</b>	<b>234</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>260</b>	<b>277</b>	<b>302</b>	<b>331</b>	<b>386</b>	所得税费用	14	(23)	(7)	22	34
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>(44)</b>	<b>130</b>	<b>199</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>负债合计</b>	<b>306</b>	<b>327</b>	<b>352</b>	<b>380</b>	<b>436</b>	净利润	92	(124)	(44)	130	199
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	资产减值准备	3	6	2	0	1
股东权益	655	473	428	539	699	折旧摊销	8	9	3	4	5
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>961</b>	<b>799</b>	<b>780</b>	<b>919</b>	<b>1134</b>	公允价值变动损失	5	16	5	6	5
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	7	0	0	(1)	(2)
每股收益	1.49	(2.02)	(0.51)	1.52	2.32	营运资本变动	(184)	63	(8)	(49)	(55)
每股红利	0.51	0.64	0.00	0.23	0.46	其它	(3)	(6)	(2)	(0)	(1)
每股净资产	10.63	7.67	4.98	6.27	8.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>(78)</b>	<b>(37)</b>	<b>(43)</b>	<b>91</b>	<b>155</b>
ROIC	21%	-22%	-10%	22%	31%	资本开支	(8)	2	(15)	(13)	(13)
ROE	14%	-26%	-10%	24%	29%	其它投资现金流	(171)	121	10	(11)	(13)
毛利率	57%	50%	57%	57%	58%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(179)</b>	<b>127</b>	<b>(5)</b>	<b>(24)</b>	<b>(26)</b>
EBIT Margin	8%	-16%	-5%	9%	11%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	-15%	-5%	9%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	44%	-25%	40%	28%	25%	支付股利、利息	(32)	(39)	0	(20)	(40)
净利润增长率	30%	-235%	—	-395%	53%	其它融资现金流	403	56	(24)	(16)	9
资产负债率	32%	41%	45%	41%	38%	<b>融资活动现金流</b>	<b>338</b>	<b>(23)</b>	<b>(24)</b>	<b>(36)</b>	<b>(30)</b>
息率	1.8%	2.2%	0.0%	1.1%	2.3%	<b>现金净变动</b>	<b>81</b>	<b>68</b>	<b>(72)</b>	<b>31</b>	<b>98</b>
P/E	19.0	(14.0)	(55.1)	18.7	12.2	货币资金的期初余额	139	220	288	216	247
P/B	2.7	3.7	5.7	4.5	3.5	货币资金的期末余额	220	288	216	247	346
EV/EBITDA	19.5	(15.5)	(47.8)	19.4	12.6	企业自由现金流	(99)	(46)	(72)	63	127
						权益自由现金流	304	9	(97)	47	138

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