

倍轻松（688793.SH）

优于大市

2025 年三季报点评：经营持续承压，期待门店模式变革成效

核心观点

经营持续承压。公司 2025Q1-Q3 实现营收 5.5 亿/-34.1%，归母净利润-0.7 亿/-601.0%，扣非归母净利润-0.7 亿/-826.4%。其中 Q3 收入 1.7 亿/-28.5%，归母净利润-0.3 亿/亏损同比扩大 0.16 亿，扣非归母净利润-0.3 亿/亏损同比扩大 0.15 亿。受消费环境及线上竞争影响，公司产品定位高端受到一定影响。公司通过调整渠道结构、创新业务模式、加速新品迭代等方式，积极打造新的增长点，期待后续公司变革成效的释放。

发力新增长，推出“轻松一刻”按摩业态。今年以来公司传统线上及线下直营门店收入有所承压，公司积极探索新的增长点。2024 年起，公司开始将线下直营店面从纯销售产品形态转变为“科技产品+速效按摩”的新模式，并于 2025Q2 推出“轻松一刻”健康管理品牌，门店以“智能设备+人工手法+艾灸理疗”形成三位一体的按摩服务体系，并辅以公司产品销售，极大提升门店客流。截至 10 月底，公司已在全国建成 15 家“轻松一刻”门店，涵盖深圳、广州等地区，并预计下半年将加速门店开拓。美团及艾瑞咨询《2024 年按摩足疗行业白皮书》显示，2024 年我国按摩足疗行业用户超 2 亿人，按摩作为快节奏生活下放松保健的刚需，有望为公司带来新的业务增长点。

结合健康科技，持续推出新品。公司以“科技赋能健康”为核心战略，将激光护发、微型生物传感器、中医健康 AI 模型 2.0 等前沿科技应用于硬件产品上，推出头部按摩器 HAIR 3、脚部按摩器 iFoot5、腰部按摩器 Y3 pro、头皮按摩器 Scalp 5、姜小竹 A3 等多款新品。渠道端，公司持续发力海外、加盟等渠道，通过亚马逊、海外加盟商等持续拓展渠道覆盖面。

盈利能力承压。公司 Q3 毛利率同比下降 5.9pct 至 60.9%，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.3/+0.9/+3.2/+0.9pct 至 60.3%/8.2%/10.0%/1.4%，预计受到收入下降但固定成本及刚性开支等占比较大影响，公司持续推动科技+健康战略下，研发投入也有所增加。Q3 公司归母净利率同比-12.1pct 至 -17.7%，盈利能力相对承压。

风险提示：行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；盈利改善不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司系我国高端局部按摩仪龙头，受当前消费形势影响，公司经营有所承压。但公司积极探索新业务模式、发力海外等新渠道、拓展新品类，后续变革成效有望释放，带动收入和业绩迎来企稳修复。考虑到公司 2025 年新业务探索和新产品研发投入较大，当前经营环境下盈利承压，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为-0.5/0.3/0.5 亿元，同比-622%/扭亏/+90%，对应 PE 为-48/102/53 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,275	1,085	835	959	1,079
(+/-%)	42.3%	-14.9%	-23.1%	14.9%	12.5%
归母净利润(百万元)	-51	10	-54	25	48
(+/-%)	-59.1%	扭亏	-622.3%	扭亏	90.3%
每股收益(元)	-0.59	0.12	-0.62	0.29	0.56
EBIT Margin	-3.9%	-1.5%	-7.4%	1.2%	3.5%
净资产收益率 (ROE)	-12.6%	2.8%	-16.9%	7.5%	13.0%
市盈率 (PE)	-50.6	251.0	-48.1	101.7	53.4
EV/EBITDA	-70.3	61.8	-50.4	188.2	70.1
市净率 (PB)	6.36	6.96	8.13	7.64	6.95

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：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：李晶

S0980525080003

lijing29@guosen.com.cn

S0980525080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.95 元
总市值/流通市值	2574/2574 百万元
52 周最高价/最低价	42.87/23.83 元
近 3 个月日均成交额	41.21 百万元

市场走势



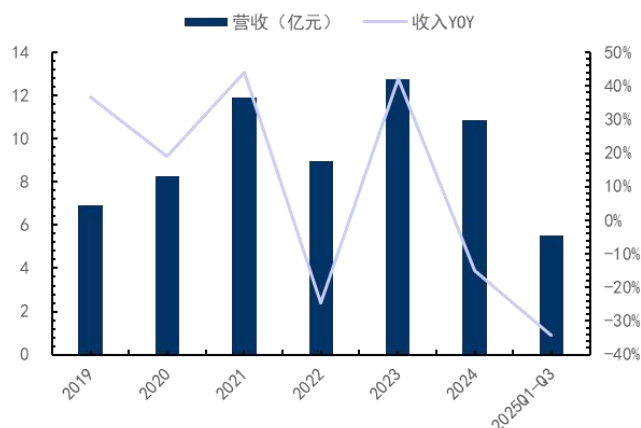
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《倍轻松（688793.SH）-2023 年报&2024 年一季度点评：新品带动收入强劲增长，一季度实现扭亏》——2024-04-26

《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》——2024-01-30

图1: 公司营业收入及增速



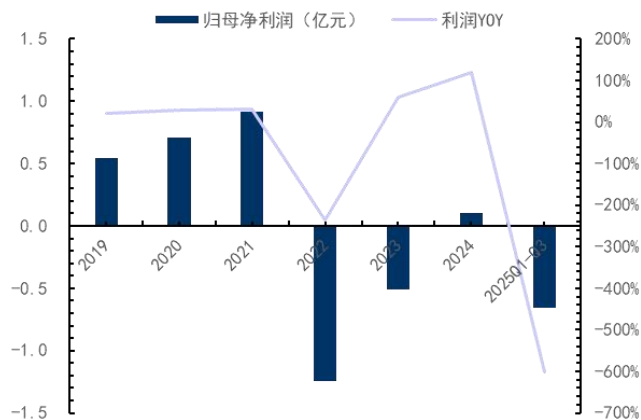
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



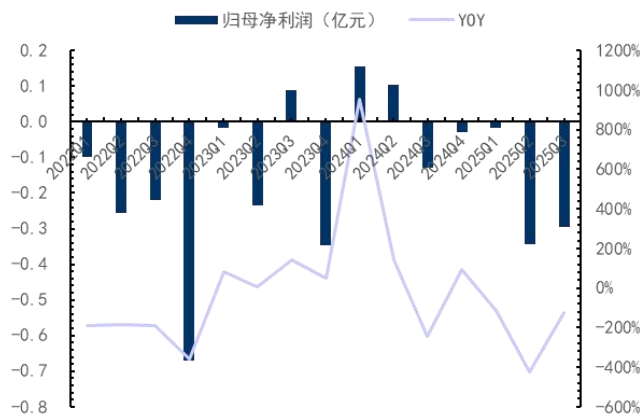
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



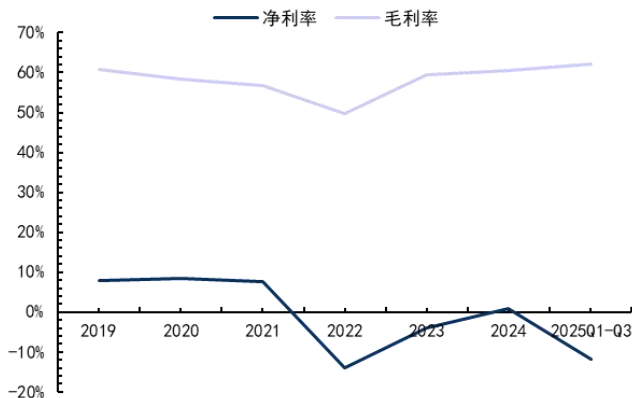
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



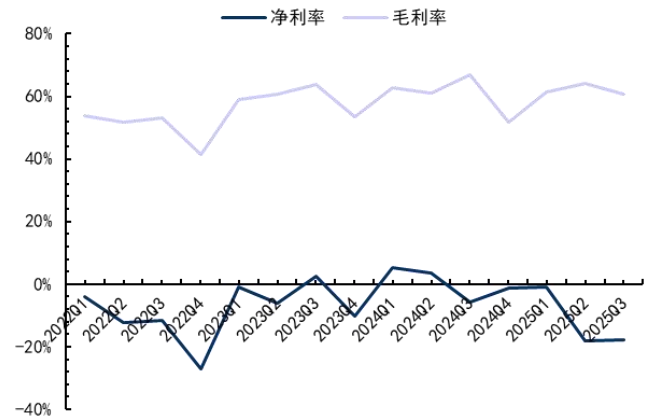
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



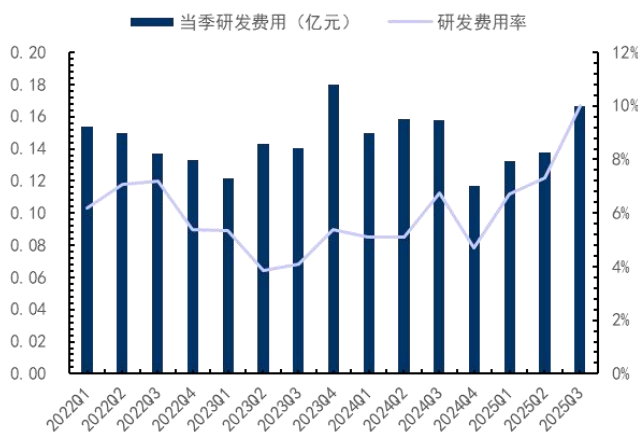
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



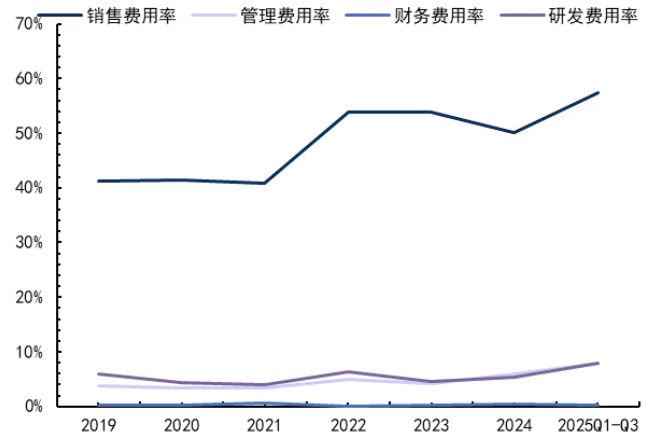
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用率情况



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

附盈利预测：

线上渠道：公司自2024年以来，对线上费用投放进行有效管控，压缩盈利能力较差的线上渠道，导致公司线上收入有所承压。预计2025年公司线上收入仍有一定下滑，2026年随着公司线上渠道调整到位、新品持续发力，预计线上收入有望恢复增长。假设公司2025-2027年线上收入同比分别-31.6%/+10.0%/+8.0%。毛利率方面，在我们预计公司毛利率在2025年有所回落后基本维持稳定，2025-2027年毛利率维持60%。

线下直销：公司线下直销收入包括直营门店、礼品团购收入等。2025年由于受线下消费趋势影响，预计公司线下收入有所下降；2026年后随着公司按摩服务类门店数量的增加，收入贡献有望逐步显现，带动公司线下直营收入的持续增长。预计公司2025-2027年线下直销收入同比分别-20.0%/+29.4%/+21.8%。线下直销毛利率预计有望随着按摩服务类门店的增加及单店产品销售额的恢复而有所修复，预计2025-2027年毛利率为70.4%/72.1%/72.6%。

线下经销：线下经销渠道主要为加盟店等，随着公司加盟体系在海外及三四线市

场逐渐实现加速开拓，预计 2023 年经销渠道收入有望实现持续增长，假设 2025-2027 年经销收入分别增长 12%/15%/15%。经销渠道毛利率预计基本稳定，假设 2025-2027 年均为 42.6%。

ODM：随着公司新拓展海外客户，预计 ODM 业务收入有望企稳修复并转为增长，假设 2025-2027 年 ODM 收入同比分别-5%/+15%/+12%；毛利率基本稳定在 38%。

表1：倍轻松收入拆分及预测

单位：亿元	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10.8	8.3	9.6	10.8
收入 yoy	-15.0%	-23.1%	14.9%	12.5%
综合毛利率	60.5%	58.1%	58.7%	59.0%
线上销售	7.1	4.9	5.4	5.8
线上 yoy	-18.7%	-31.6%	10.0%	8.0%
线上销售毛利率	61.0%	60.0%	60.0%	60.0%
线下直销	2.0	1.6	2.1	2.6
线下直销 yoy	-21.5%	-20.0%	29.4%	21.8%
线下直销毛利率	73.8%	70.4%	72.1%	72.6%
线下经销	1.4	1.6	1.9	2.1
经销 yoy	29.8%	12.0%	15%	15%
线下经销毛利率	42.6%	42.6%	42.6%	42.6%
ODM	0.21	0.20	0.23	0.26
ODM yoy	-14.1%	-5.0%	15.0%	12.0%
ODM 毛利率	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

费用假设：

销售费用：公司 2024 年开始逐步压缩销售费用，并关闭部分线下亏损门店，2025 年考虑到公司收入有所下降，预计销售费用率有所提升。后续在收入规模扩张下，销售费用率有望逐渐降低，假设 2025-2027 年销售费用率为 52%/48%/46%。

管理费用：公司 2024 年开拓海外、加盟、礼品及按摩类门店等，管理费用有所增加，后续预计管理费用逐步下降，但考虑到收入基数的波动，预计公司 2025-2027 年管理费用率为 6%/4%/4%。

研发费用：预计公司 2025 年研发支出保持在较高水平，后续有所下降，假设 2025-2027 年研发费用率分别为 7%/5%/5%。

财务费用：公司财务费用率基本稳定，预计 2025-2027 年均在 0.1%左右。

根据上述假设，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为-0.5/0.3/0.5 亿，同比-622%/扭亏/+90%，对应 PE 为-48/102/53 倍。

表2：公司盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,275	1,085	835	959	1,079
(+/-%)	42.3%	-14.9%	-23.1%	14.9%	12.5%
净利润(百万元)	-51	10	-54	25	48
(+/-%)	-59.1%	扭亏	-622.3%	扭亏	90.3%

每股收益（元） -0.59 0.12 -0.62 0.29 0.56

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

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	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(25E)	
688793.SH	倍轻松	29.95	26	0.12	-0.62	0.29	0.56	251.0	-48.1	101.7	53.4	-	优于大市
603579.SH	荣泰健康	26.88	55	1.08	0.95	1.09	1.25	24.9	28.3	24.7	21.5	1.9	无评级
002959.SZ	小熊电器	45.07	71	1.83	2.86	3.30	3.72	24.6	15.7	13.7	12.1	1.1	优于大市
301332.SZ	德尔玛	10.12	47	0.31	0.33	0.38	0.43	32.8	30.5	26.3	23.7	2.3	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	287	383	319	330	344	营业收入	1275	1085	835	959	1079
应收款项	68	54	43	50	55	营业成本	519	428	350	396	442
存货净额	127	104	99	107	123	营业税金及附加	6	6	4	5	6
其他流动资产	78	108	57	73	88	销售费用	688	544	434	460	496
流动资产合计	590	660	529	570	621	管理费用	54	65	50	39	43
固定资产	24	23	28	32	35	研发费用	59	58	58	48	54
无形资产及其他	3	4	4	4	3	财务费用	4	4	1	1	1
投资性房地产	131	117	117	117	117	投资收益	1	(1)	0	(0)	(0)
长期股权投资	0	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	(9)	4	(5)	(4)	(2)
资产总计	749	811	686	731	784	其他收入	21	29	16	22	20
短期借款及交易性金融负债	130	197	205	201	187	营业利润	(42)	11	(52)	28	55
应付款项	122	115	90	106	123	营业外净收支	(2)	1	(0)	(0)	0
其他流动负债	60	113	58	70	86	利润总额	(43)	12	(52)	28	55
流动负债合计	313	425	353	377	397	所得税费用	7	2	1	3	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(0)	0	0	0
其他长期负债	31	16	16	16	16	归属于母公司净利润	(51)	10	(54)	25	48
长期负债合计	31	16	16	16	16	现金流量表（百万元）					
负债合计	344	441	369	393	413	净利润	(51)	10	(54)	25	48
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	(4)	1	1	1
股东权益	405	370	316	337	370	折旧摊销	9	65	3	4	5
负债和股东权益总计	749	811	686	731	784	公允价值变动损失	9	(4)	5	4	2
关键财务与估值指标						财务费用	4	4	1	1	1
每股收益	(0.59)	0.12	(0.62)	0.29	0.56	营运资本变动	53	49	(11)	(3)	(2)
每股红利	0.03	0.06	0.00	0.06	0.17	其它	2	3	(1)	(1)	(1)
每股净资产	4.71	4.31	3.68	3.92	4.31	经营活动现金流	21	121	(56)	30	53
ROIC	-12%	-3%	-13%	2%	6%	资本开支	(4)	(63)	(15)	(12)	(10)
ROE	-13%	3%	-17%	8%	13%	其它投资现金流	20	20	(1)	1	0
毛利率	59%	61%	58%	59%	59%	投资活动现金流	16	(51)	(16)	(11)	(10)
EBIT Margin	-4%	-1%	-7%	1%	3%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	4%	-7%	2%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	42%	-15%	-23%	15%	13%	支付股利、利息	(3)	(5)	0	(5)	(14)
净利润增长率	-59%	扭亏	-622%	扭亏	90%	其它融资现金流	(32)	38	8	(3)	(14)
资产负债率	46%	54%	54%	54%	53%	融资活动现金流	(39)	27	8	(9)	(29)
股息率	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	0.6%	现金净变动	(2)	97	(64)	10	14
P/E	(50.6)	251.0	(48.1)	101.7	53.4	货币资金的期初余额	288	287	383	319	330
P/B	6.4	7.0	8.1	7.6	6.9	货币资金的期末余额	287	383	319	330	344
EV/EBITDA	(70.3)	61.8	(50.4)	188.2	70.1	企业自由现金流	0	37	(86)	(0)	26
						权益自由现金流	(32)	75	(79)	(5)	11

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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

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