

家用电器行业

小家电行业专题：智能便携按摩器优势品牌

分析师：曾婵



SAC 执业证号：S0260517050002

SFC CE.no: BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰



SAC 执业证号：S0260517110001

SFC CE.no: BNV055



021-38003640



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：王朝宁



SAC 执业证号：S0260518100001



021-38003640



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● Breo：智能按摩器品牌

倍轻松（Breo）创立于 2000 年，是一家专注于健康产品创新研发的创新型企业，主要从事智能便携式按摩器的设计、研发、生产、销售与服务工作。公司产品以“古法中医+现代科技”为卖点，主要生产针对眼部、颈部、头部及头皮四大品类的便携式按摩器产品。根据公司招股说明书（申报稿），2019 年营收 6.9 亿元，归母净利润 5457 万元，2016-2019 年公司营业收入 CAGR 为 29.8%，归母净利润 CAGR 高达 71.8%。

● 个护健康小家电崛起正当时，按摩器加速渗透

健康于个人的重要性不言而喻，伴随着社会现状的变化，健康消费的需求逐渐旺盛。根据 Frost & Sullivan 数据，个人护理小家电 2014 年至 2023 年的复合年增长率为 12.4%，优于小家电整体，发展前景广阔。

按摩小家电能够帮助亚健康、老年人群实现自助式日常按摩保健放松，近年来发展迅速。据倍轻松招股说明书（申报稿），中国按摩小家电行业 2020 年规模预计将接近 150 亿元，2010-2019 年复合增长率达到 6%。中国按摩小家电市场以奥佳华等国内龙头、以及松下等知名日资为主。头部品牌主攻按摩椅领域，倍轻松专注便携按摩器细分市场，逐渐在行业内占据一席之地，经测算 2019 年倍轻松约占据了按摩家电市场份额的 5%。

● 专攻细分市场、产品与渠道精准匹配消费人群、注重销售

倍轻松在按摩器小家电行业中，能获得较高定价，同时能在头部、眼部按摩器具细分市场中获得较高的市场地位，同时定位较为高端，拥有较高的毛利率，我们认为，公司的成功之处在于：1. 定位高端，注重销售。具体体现在两方面，一方面公司销售人员比重高，销售费用远高于同行；另一方面，公司通过入驻综艺，宣传品牌的时尚性、高端性，增强品牌力。2. 产品上，公司专攻细分市场，传统按摩小家电龙头主攻按摩椅市场，而公司专供头、眼部按摩细分市场；打造特色产品，将中式按摩手法融入产品，突出产品的便携性，从而实现差异化竞争。3. 精准定位消费人群，以高端商旅人士为客户群，所以线下网点以机场、高铁站和中高端购物商场为主。

● 投资建议：

按摩小家电在消费升级背景下广阔市场空间值得我们关注，同时倍轻松专攻细分市场，成功突围而出，成功经验值得参考。基于此，我们推荐主打小家电细分市场的新势力**小熊电器**、**新宝股份**。同时推荐市场地位稳固、竞争力强的小家电龙头**九阳股份**、**苏泊尔**。

● **风险提示：**产品集中度较高；新产品推广不及预期；原材料价格上升；宏观经济波动影响消费支出。

相关研究：

家用电器行业:中报行业触底回升，期待持续复苏

2020-09-06

家用电器行业 2020 年中报总结:行业触底回升，期待持续复苏

2020-09-01

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
小熊电器	002959.SZ	人民币	126.68	2020/8/27	买入	160.79	2.99	3.74	42.43	33.88	31.55	24.76	21.50	21.21
新宝股份	002705.SZ	人民币	38.52	2020/8/26	增持	53.36	1.39	1.67	27.76	23.10	16.57	13.91	20.57	19.82
九阳股份	002242.SZ	人民币	42.77	2020/8/26	买入	48.10	1.19	1.34	35.87	32.01	34.14	30.46	23.26	24.65
苏泊尔	002032.SZ	人民币	80.88	2020/8/28	买入	97.41	2.48	2.87	32.67	28.23	25.26	21.81	24.91	24.35

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中收盘价为 2020/9/8 收盘价。所有公司 2020 年、2021 年预测数据与广发外发报告一致。

目录索引

一、BREO: 专注于便携式智能按摩器的小家电细分品牌	6
(一) 公司简介: 深耕“按摩小电器”领域, 市场开拓驱动持续创新	6
(二) 股权结构: 实际控制人持股约 70%, 整体激励良好	7
二、个护健康小家电崛起正当时, 按摩器加速渗透	9
(一) 小家电整体规模增长快, 保有量低, 个人护理类表现位居前列	9
(二) 健康消费需求旺盛, 按摩类个护小家电发展前景广阔	10
(三) 龙头主攻按摩椅市场, 倍轻松专攻细分市场	13
三、专攻细分市场、产品与渠道精准匹配消费人群、重销售	14
(一) 品牌与营销: 定位高端, 注重销售	14
(二) 产品: 专攻细分市场, 中式按摩融入产品, 主打便携	16
(三) 渠道: 线下渠道以机场、高铁站和中高端商场为主	23
四、投资建议	25
五、风险提示	25

图表索引

图 1: 倍轻松主要发展历程	6
图 2: 倍轻松主营业务产品	7
图 3: 营业收入及归母净利情况	7
图 4: 毛利率及净利率变动情况	7
图 5: 公司股权结构图 (截至招股说明书申报稿公告日)	8
图 6: 2014-2023 年小家电行业规模预测, 个人护理小家电表现突出 (亿元, %)	10
图 7: 中国城镇居民人均可支配收入 (元)	10
图 8: 中国 60 岁及以上老龄人口规模 (亿人)	10
图 9: 按摩小家电行业主要发展阶段	11
图 10: 中国按摩器具市场规模 (亿元)	12
图 11: 2019 年中国按摩器具市场品类占比 (%)	12
图 12: 2014-2022 年中国按摩器出口金额及数量测算	12
图 13: 中国按摩器具市场竞争格局	13
图 14: 2019 各品牌按摩家电市场销售份额对比 (%)	13
图 15: 2019 各品牌收入构成对比 (亿元)	14
图 16: 2019 各品牌产品均价对比 (元)	14
图 17: 各公司销售费用率对比 (%)	15
图 18: 2019 各公司销售人员数量及占比对比 (个, %)	15
图 19: 倍轻松销售费用率显著高于可比公司 (%)	15
图 20: 倍轻松净利率低于可比公司 (%)	15
图 21: 倍轻松入驻综艺《向往的生活 4》	16
图 22: 历年各品类收入及同比	16
图 23: 主营产品收入占比情况	17
图 24: 主营产品平均销售价格 (元) 变动情况	17
图 25: 倍轻松古法中医产品理念	17
图 26: 倍轻松的产品具有明显的可感知的差异化	18
图 27: 支撑公司产品差异化技术的是更高比例的研发投入	18
图 28: 倍轻松配套 APP 基础功能强大, 可进行自定义模式创作	19
图 29: 各公司研发费用率对比	21
图 30: 倍轻松研发成果丰富, 专利数量较多 (项)	21
图 31: 2019 各品类自主生产及委托加工产量及自产比率对比	22
图 32: 线上、线下及 ODM 销售收入 (万元, 左轴) 及占比 (% , 右轴) 情况	23
图 33: 倍轻松多渠道新型营销	24
图 34: 倍轻松内外销收入 (万元) 及同比	24
图 35: 各公司 2019 年外销收入占比情况对比	25

表 1: 公司股东关联关系 (截至招股说明书申报稿公告日)	8
表 2: 公司三个持股平台具体情况 (截至招股说明书申报稿公告日)	9
表 3: 小家电产品按用途分类	9
表 4: 倍轻松产品迄今为止已荣获多项设计大奖	19
表 5: 倍轻松不同价位、市场主流品牌中档眼部按摩器对比	20
表 6: 公司核心技术情况	21
表 7: 2019 公司主要采购商情况	22

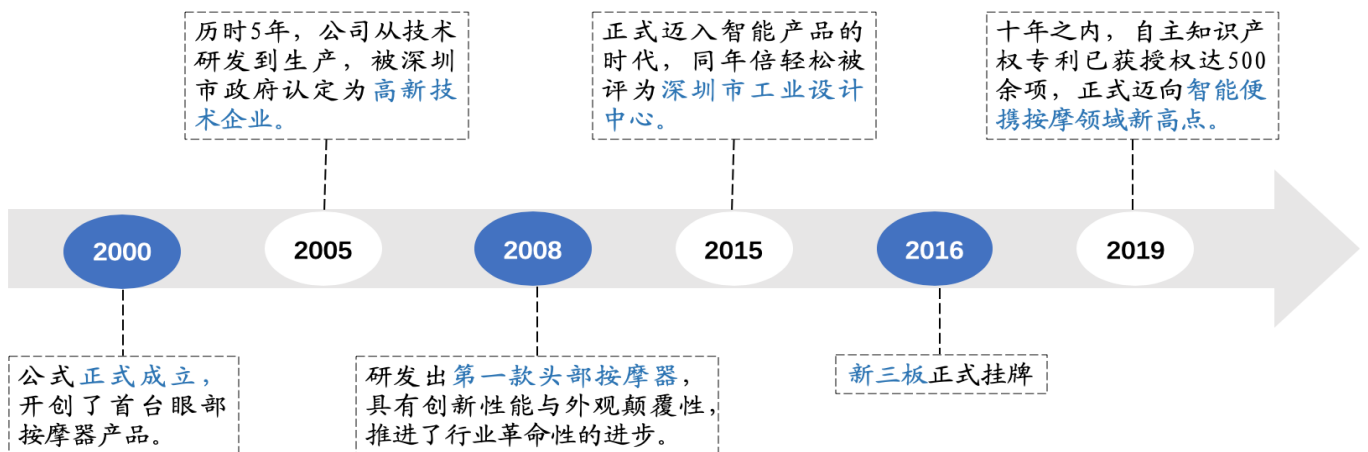
一、Breo: 专注于便携式智能按摩器的小家电细分品牌

(一) 公司简介: 深耕“按摩小电器”领域, 市场开拓驱动持续创新

公司创立于2000年, 是一家专注于健康产品创新研发的创新型企业, 主要从事智能便携式按摩器的设计、研发、生产、销售与服务工作。公司产品以自主品牌“breo”和“倍轻松”系列为主, 以“古法中医+现代科技”为卖点, 主要生产针对眼部、颈部、头部及头皮四大品类的便携式按摩器产品, 同时还为其他知名品牌企业提供ODM定制服务。

近年来, 公司内、外销业务模式不断完善, 逐步开拓了美国、日本、俄罗斯等数十个国家和地区的境外市场。同时, 为了满足不同用户群体的健康需求, 公司不断研发适用于智能便携按摩器的各项新型技术, 成为行业领先的技术驱动型创新公司。

图 1: 倍轻松主要发展历程



数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 倍轻松公司官网, 广发证券发展研究中心

专注按摩小家电细分品类市场, 持续提升技术水平

公司致力于健康产品的创新与研发, 从首款眼部按摩器开始逐步建立起以眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器产品为主、以按摩人体其余易疲劳部位智能按摩器与其他健康产品为辅的产品体系, 并在过程中不断提升与改善产品的智能化水平与按摩保健效果。

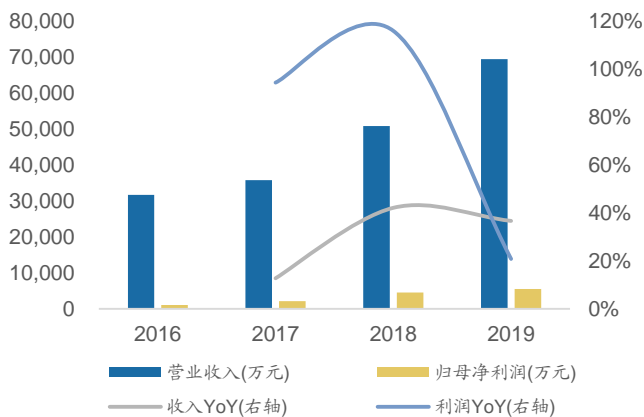
公司近四年保持较快增长势态, 毛利率高, 净利率相对较低。2016-2019年公司营业收入复合增长率为29.8%, 归母净利润复合增长率高达71.8%。公司毛利率呈现稳定上升趋势, 但是销售费用率高于其他小家电公司, 所以净利率相对较低, 2019年毛利率及净利率分别为60.9%与7.9%。

图 2：倍轻松主营业务产品



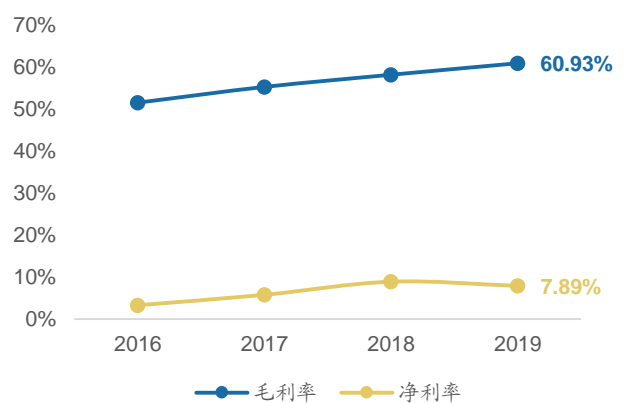
数据来源：倍轻松股份招股说明书（申报稿），广发证券发展研究中心

图 3：营业收入及归母净利润情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：毛利率及净利率变动情况

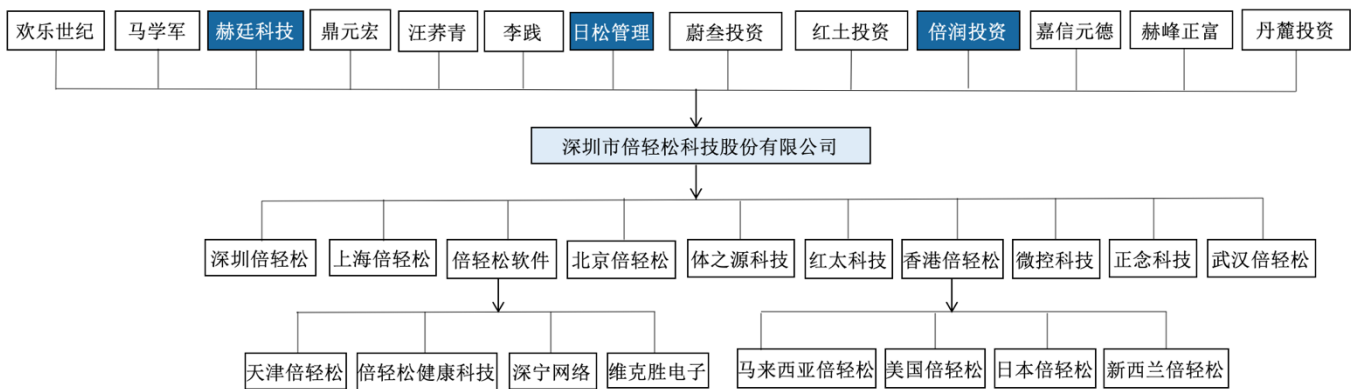


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）股权结构：实际控制人持股约 70%，整体激励良好

公司股权控制集中，治理结构稳定。公司股东成分较为复杂，实际控制人为马赫廷（本名马学军），持股比例共计70.57%。其中直接持股2484.85万股，持股比例为53.75%。此外，马赫廷还通过赫廷科技、日松管理、倍润投资间接控制公司9.95%、5.82%、1.05%的股份。

图 5: 公司股权结构图 (截至招股说明书申报稿公告日)



数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

表 1: 公司股东关联关系 (截至招股说明书申报稿公告日)

序号	股东名称	持股数(万股)	持股比例	关联关系
1	马学军	2,484.85	53.75%	赫廷科技、日松管理与倍润投资均系马学军先生控制的企业。其中, 马学军先生持有赫廷科技 80.00%的股权并担任执行董事, 持有日松管理 80.00%的出资并担任执行事务合伙人, 持有倍润投资 36.52%股权并担任执行董事;赫廷科技的股东、莘县日松的合伙人武玉珍与马学军系母子关系。
2	赫廷科技	460.00	9.95%	
3	日松管理	268.95	5.82%	
4	倍润投资	48.71	1.05%	
5	马学军	2,484.85	53.75%	马学军先生持有鼎元宏 6.81%的股权, 并担任鼎元宏的执行董事; 鼎元宏股东马林楠与马学军系姑侄关系; 鼎元宏股东马蓉与马学军系兄妹关系。
6	鼎元宏	389.68	8.43%	
7	赫峰正富	43.68	0.94%	张雯女士持有赫峰正富 7.00%的出资并担任赫峰正富执行事务合伙人, 同时其还作为有限合伙人持有鼎元宏 5.62%的出资。
8	鼎元宏	389.68	8.43%	
9	红土投资	90.39	1.96%	深圳市引导基金投资有限公司作为有限合伙人持有红土投资 23.00%的出资, 同时其作为有限合伙人持有嘉信元德 24.99%的出资。
10	嘉信元德	46.00	1.00%	

数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

注: 除上述关联关系外, 各主要股东间无关联关系。

公司拥有良好的激励, 特设员工持股平台。公司采用间接持股的方式对高级管理人员和核心员工等进行股权激励。公司专门设立鼎元宏、倍润投资、赫峰正富三个持股平台, 均是以公司员工为主体持有公司股份, 从而建立起长效的激励机制, 以充分调动员工的积极性和创造性。

表 2: 公司三个持股平台具体情况 (截至招股说明书申报稿公告日)

序号	平台名称	持股数 (万股)	持股比例	对公司经营状况、财务状况、控制权变化等的影响
1	鼎元宏	389.68	8.43%	鼎元宏持股比例较小, 不会影响发行人控制权的稳定性。
2	倍润投资	48.71	1.05%	倍润投资系发行人实际控制人马学军控制的企业, 有利于提高发行人控制权的稳定性。
3	赫峰正富	43.68	0.94%	赫峰正富持股比例较小, 不会影响发行人控制权的稳定性。
合计		482.07	10.42%	

数据来源: 倍轻松招股说明书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

二、个护健康小家电崛起正当时, 按摩器加速渗透

中国小家电市场与海外小家电市场渗透率相差较大, 而在中国小家电市场中, 普及率较高的主要是中式厨房小家电, 而个护小家电目前普及率很低, 发展空间较大。倍轻松主营产品属于个人护理小家电中便携按摩器这一细分品类。伴随着居民收入水平及健康消费意识不断提升, 以及消费升级、直播电商的崛起, 未来按摩小家电有望加速渗透, 迎来快速增长。

(一) 小家电整体规模增长快, 保有量低, 个人护理类表现位居前列

我国小家电市场保有量较低, 规模增长较快, 提升空间较大, 个护小家电发展潜力足。目前我国小家电保有量每户 10 种以下, 相较于发达国家户均 20-30 件的保有量水平而言仍处于较低水平, 发展空间较大。

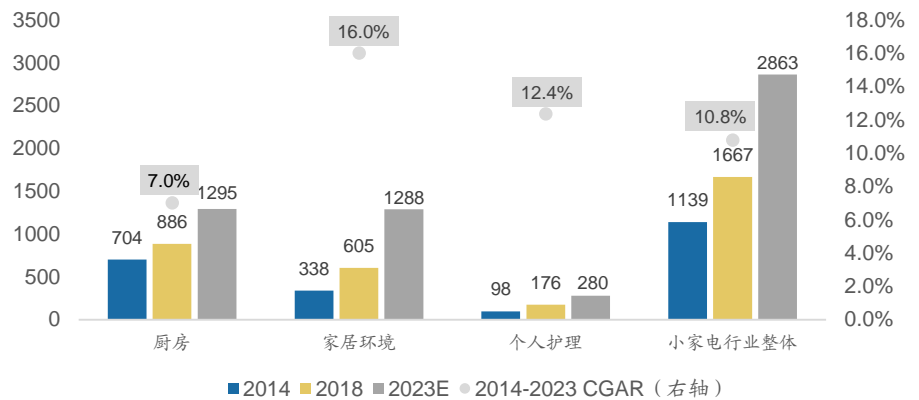
根据 Frost & Sullivan 统计数据, 2014 年-2018 年中国小家电行业整体 (包含食物料理电器、烹饪电器、家居环境电器、个人护理电器) 合计规模从 1139 亿元增长至 1667 亿元, 且预计到 2023 年达至 2863 亿元, 2014 年至 2023 年的复合年增长率为 10.8%。个人护理小家电 2014 年至 2023 年的复合年增长率为 12.4%, 优于小家电整体。

表 3: 小家电产品按用途分类

类别	产品
厨房小家电	微波炉、多士炉、电热水壶、烤箱、电咖啡壶、食品加工机、电饭煲、电磁炉、料理机、豆浆机等
家居小家电	电熨斗、吸尘器、电风扇等
个人护理小家电	按摩器、电吹风、剃须刀、电熨斗、电动牙刷、电子美容仪等

数据来源: 中商情报网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2014-2023年小家电行业规模预测, 个人护理小家电表现突出 (亿元, %)



数据来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

注: 厨房小家电包括食物料理电器与烹饪电器

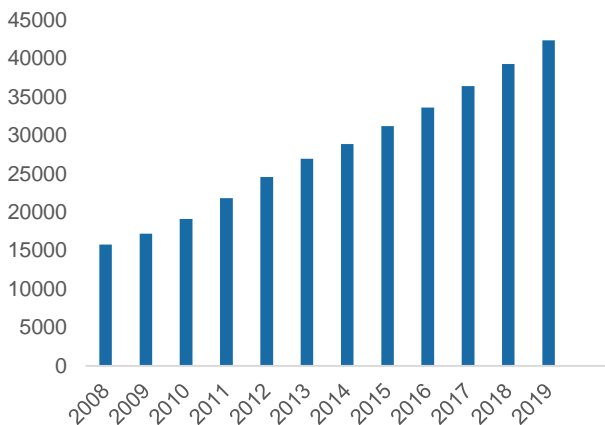
(二) 健康消费需求旺盛, 按摩类个护小家电发展前景广阔

健康于个人重要性不言而喻, 伴随着社会现状的变化, 健康消费的需求逐渐旺盛, 发展前景广阔。从需求端看:

- **亚健康人群增多:** 当今社会人们的生活节奏不断加快, 许多人长期处于工作、学习、生活等产生的较大压力中, 容易进入亚健康状态;
- **居民购买力增强:** 进入21世纪以来, 中国经济发展良好, 居民收入水平持续较快提升, 消费者购买力不断增强;
- **人口老龄化:** 2019年老龄人口占总人口的比例为18%, 早已步入老龄化社会。2026年, 中国60岁及以上老龄人口预计将达到3亿人。

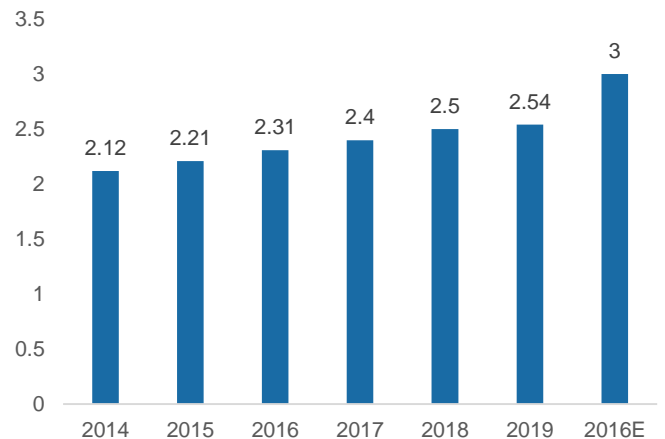
按摩器具能够帮助亚健康、老年人群实现自助式日常按摩保健放松, 改善其身心状态, 近年来发展迅速。

图 7: 中国城镇居民人均可支配收入 (元)



数据来源: 倍轻松招股说明书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

图 8: 中国60岁及以上老龄人口规模 (亿人)

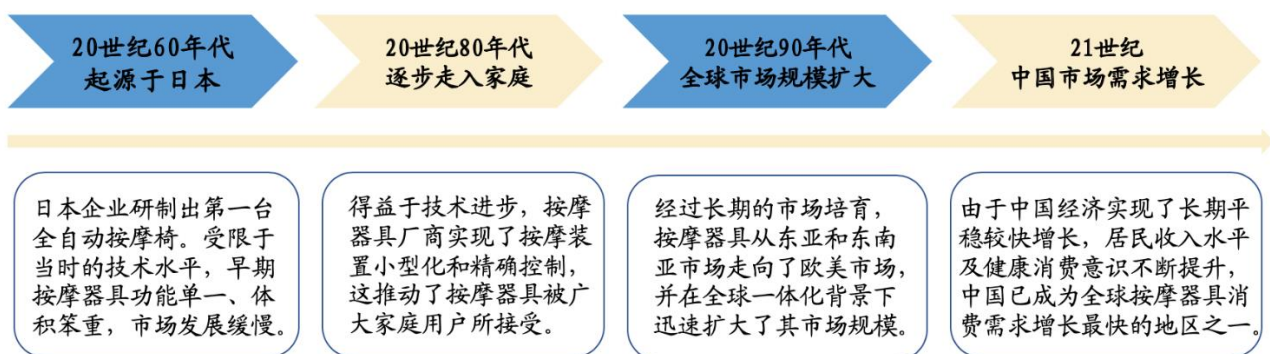


数据来源: 倍轻松招股说明书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

倍轻松属于个人护理小家电中按摩小家电细分品类，行业增速较快。20世纪60年代，现代按摩器具起源于日本，后随着规模不断扩大，按摩器具的生产制造主要集中在日本、中国台湾等区域。

进入21世纪后，全球已基本形成北美、欧洲、东亚和东南亚几个主要消费区域。由于居民收入水平及健康消费意识不断提升，中国成为全球范围内按摩器具消费需求增长最快的地区之一，全球相关产业链也开始向中国大陆转移。目前，中国台湾原有的按摩器具相关产业已经基本完成转移，而日本厂商也陆续退出了小型按摩器具领域。

图 9：按摩小家电行业主要发展阶段

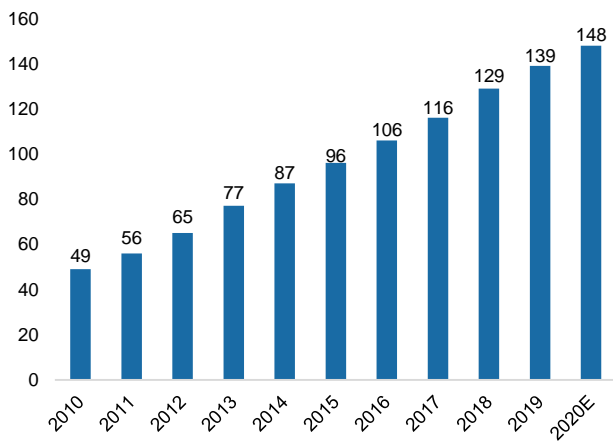


数据来源：倍轻松招股说明书（申报稿），广发证券发展研究中心

总体规模稳定增长，按摩椅市占近一半，眼部、头部等细分产品占比约5%。我国的按摩小家电行业于21世纪才开始逐渐兴起，虽较欧美日等发达国家相对滞后，但是发展后劲十足，市场规模增长较快。2020年行业规模预计将接近150亿元，2010-2019年复合增长率达到6%。按品类来看，以按摩椅、脚部按摩器市场份额占比最高，倍轻松主营的眼部、头部细分产品所占份额较小。

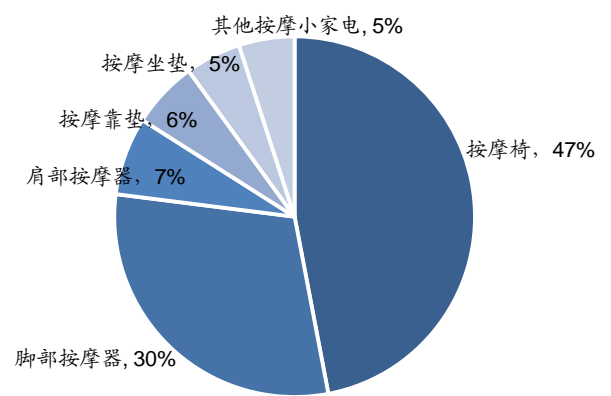
目前，由于同质化产品在按摩器市场中竞争加剧、消费者对产品智能化和便携性等要求提高，产品正逐步向个性化、多功能化、智能化方向发展。

图 10: 中国按摩器具市场规模 (亿元)



数据来源: 倍轻松招股说明书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

图 11: 2019年中国按摩器具市场品类占比 (%)

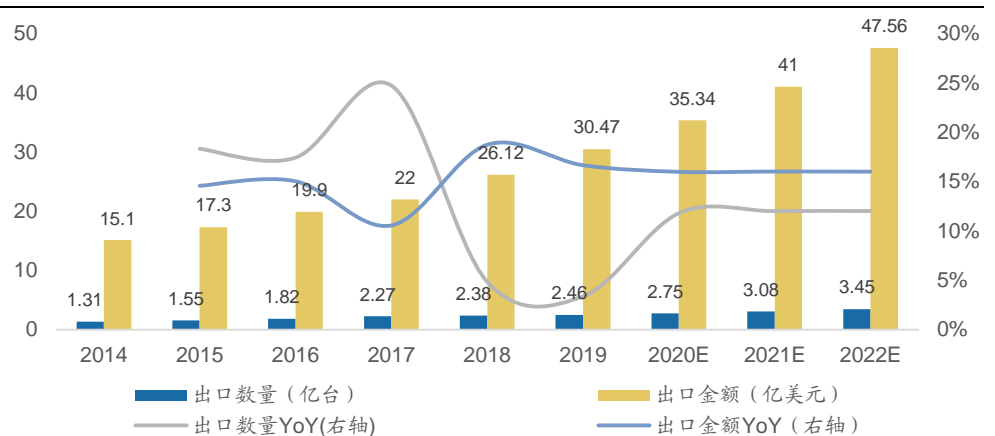


数据来源: 华经情报网, 广发证券发展研究中心

出口市场, 中国按摩器具行业整体实力稳步提升, 按摩器具出口预计持续增长。中国按摩器具行业整体技术实力正在稳步提升, 行业龙头企业的产品质量较好、智能化程度较高、产业链完善。

2014-2019年, 中国按摩器在出口数量和出口金额上都呈现上升趋势, 至2019年出口数量为2.46亿台, 出口金额为30.47亿美元。前瞻产业研究院结合行业现状以及产业格局, 预计未来中国按摩器出口将会继续增长。

图 12: 2014-2022年中国按摩器出口金额及数量测算



数据来源: 倍轻松招股说明书 (申报稿), 广发证券发展研究中心, 前瞻产业研究院

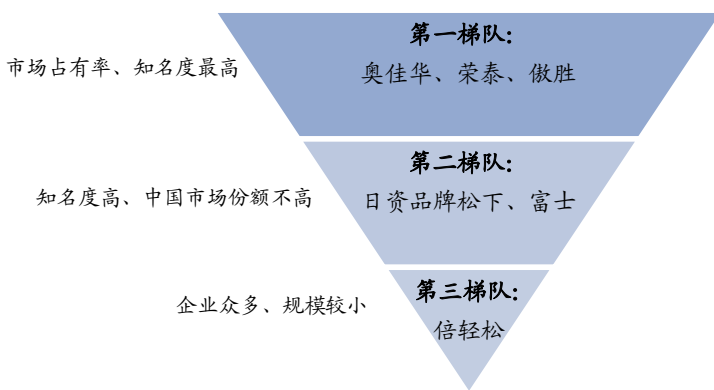
(三) 龙头主攻按摩椅市场，倍轻松专攻细分市场

1. 行业竞争激烈，集中度较低

随着全球按摩小家电市场的繁荣及我国制造业的崛起，近年来国内涌现出了许多按摩器具制造企业，行业步入快速发展期。就消费者层面而言，人们更关注按摩产品，对品牌认知度相对模糊。

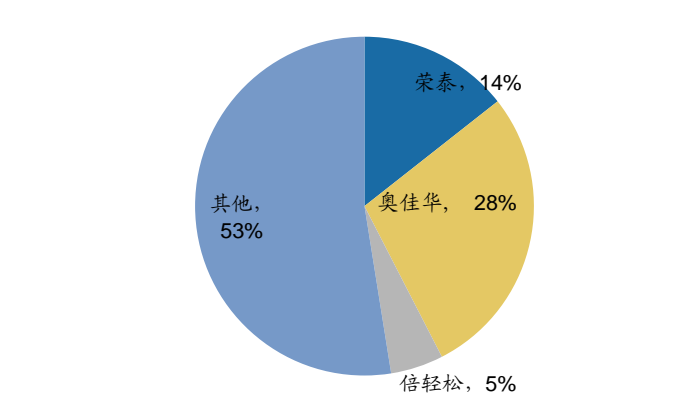
截至2020年3月，我国在业的按摩器企业数量已经达到3375家，行业竞争激烈。具体来看：以**奥佳华、荣泰、傲胜**为代表的行业龙头，在市场份额和品牌知名度方面均占据国内市场的领先地位；日资品牌**松下、富士**等拥有较高品牌知名度，但其产品主要出口至本国市场，在中国的市场占有率有限；其他品牌如**倍轻松、乐范**等，也拥有一定的品牌知名度和市场份额，但规模相对较小。

图 13: 中国按摩器具市场竞争格局



数据来源：华经情报网，广发证券发展研究中心

图 14: 2019各品牌按摩家电市场销售份额对比 (%)



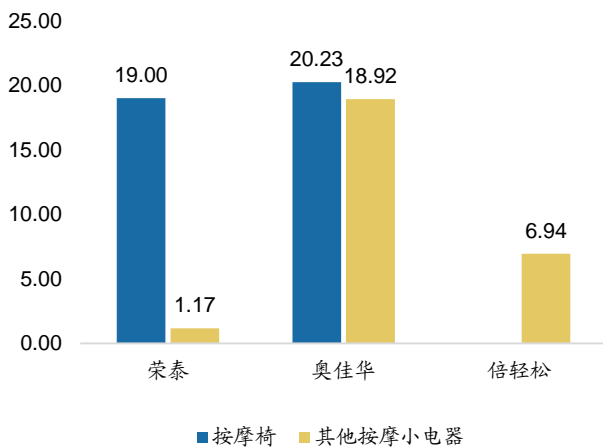
数据来源：各公司财报，倍轻松招股说明书（申报稿），广发证券发展研究中心

注：市场份额为测算所得，荣泰、奥佳华按摩器具产品收入数据来自公司财报，倍轻松来自招股说明书（申报稿），各品牌市占率=2019年各公司按摩器具产品收入/2019年中国按摩器具市场规模

2. 行业龙头主攻按摩椅领域，倍轻松专注细分市场

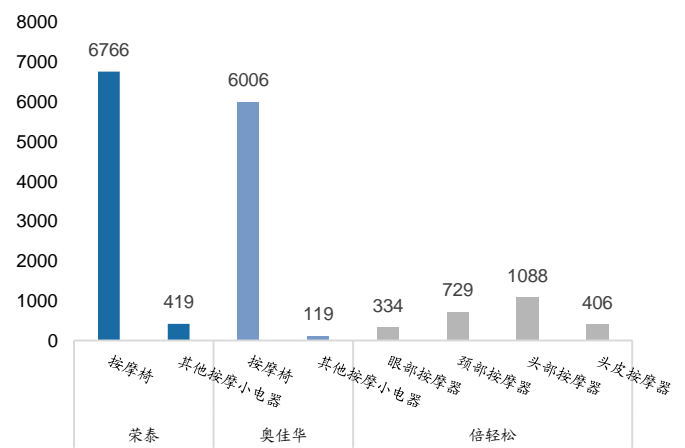
从产品类别上看，荣泰、奥佳华等行业龙头企业产品品类覆盖广，且以按摩椅等中大型器材为主要经营业务。按摩椅功能全面、性能高且价格相对昂贵。与之对比，倍轻松以便携按摩器作为行业切口，专注于头部、眼部、颈部等细分系列的小型按摩器研发，逐渐在行业内占据一席之地。

图 15: 2019各品牌收入构成对比 (亿元)



数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

图 16: 2019各品牌产品均价对比 (元)



数据来源: 各公司财报, 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

三、专攻细分市场、产品与渠道精准匹配消费人群、重销售

倍轻松在按摩器小家电行业中, 能获得较高定价, 同时能在头部、眼部按摩器具细分市场中获得较高的市场地位, 同时定位较为高端, 拥有较高的毛利率, 我们认为, 公司的成功之处在于:

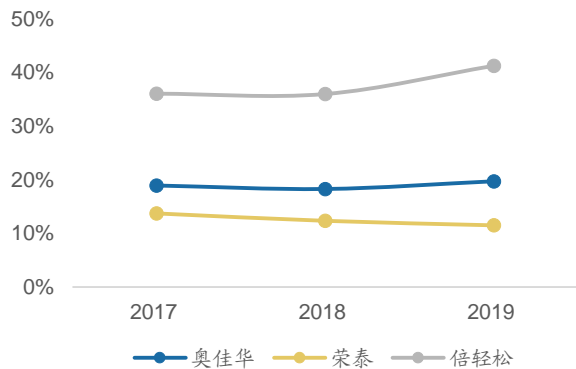
- (1) 定位高端, 注重销售。具体体现在两方面, 一方面公司销售人员比重高, 销售费用远高于同行; 另一方面, 公司通过入驻综艺, 宣传品牌的时尚性、高端性, 增强品牌力。
- (2) 产品上, 公司专攻细分市场, 传统按摩小家电龙头主攻按摩椅市场, 而公司专供头、眼部按摩细分市场; 打造特色产品, 将中式按摩手法融入产品, 突出产品的便携性, 从而实现差异化竞争。
- (3) 精准定位消费人群, 以高端商旅人士为客户群, 所以渠道端, 线下渠道网点以大城市的机场、高铁站和中高端购物商场为主。

(一) 品牌与营销: 定位高端, 注重销售

品牌与营销方面, 公司定位高端, 注重销售。具体体现在两方面, 一方面公司销售人员比重高, 销售费用远高于同行; 另一方面, 公司通过入驻综艺, 宣传品牌的时尚性、高端性, 增强品牌力。

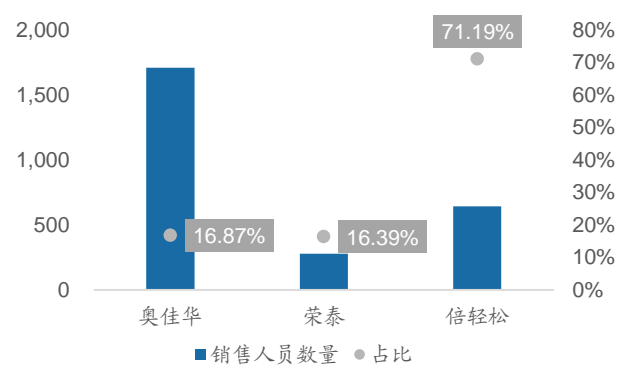
“重销售”特点带来了高销售费用率与高销售人员比例。公司积极开展全渠道营销，使得推广费与促销费大幅增加，销售费用率持续高于同业企业，从2017年的36.07%上涨至2019年41.28%。另外，销售人员人数共645人，相比研发人员仅78人；销售人员占总人数比例达71.19%，远高于同业企业。

图 17: 各公司销售费用率对比 (%)



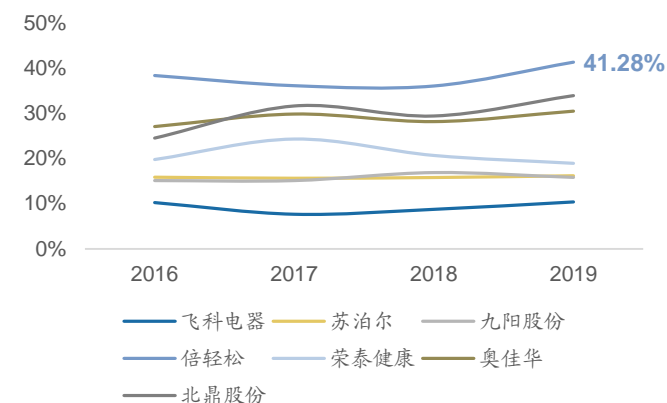
数据来源: 各公司财报, 倍轻松招股说明书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

图 18: 2019各公司销售人员数量及占比对比(个, %)



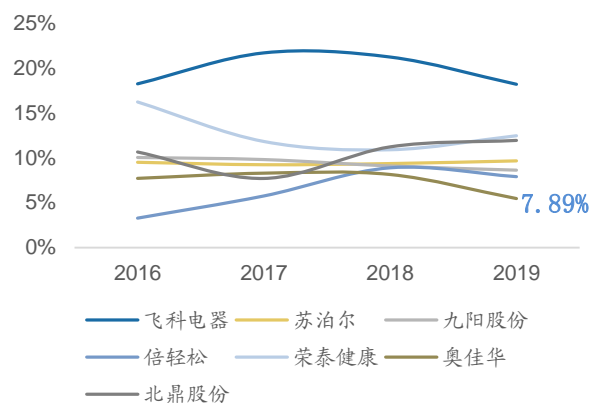
数据来源: 各公司财报, 倍轻松招股说明书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

图 19: 倍轻松销售费用率显著高于可比公司 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 倍轻松净利率低于可比公司 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

产品设计主推简约风, 入驻综艺扩大影响力, 提升品牌时尚度、高端化。倍轻松产品以明亮、简约风为主, 符合“商旅人士”这一目标群体。打造设计方面先后获得德国iF设计奖、德国红点设计奖、日本优良设计奖、亚洲最具影响力设计奖、澳大利亚设计奖。倍轻松还赞助热门综艺《向往的生活4》, 成为其指定按摩器, 一定程度上提升了品牌影响力。

图 21: 倍轻松入驻综艺《向往的生活4》



数据来源: 搜狐网, 广发证券发展研究中心

(二) 产品: 专攻细分市场, 中式按摩融入产品, 主打便携

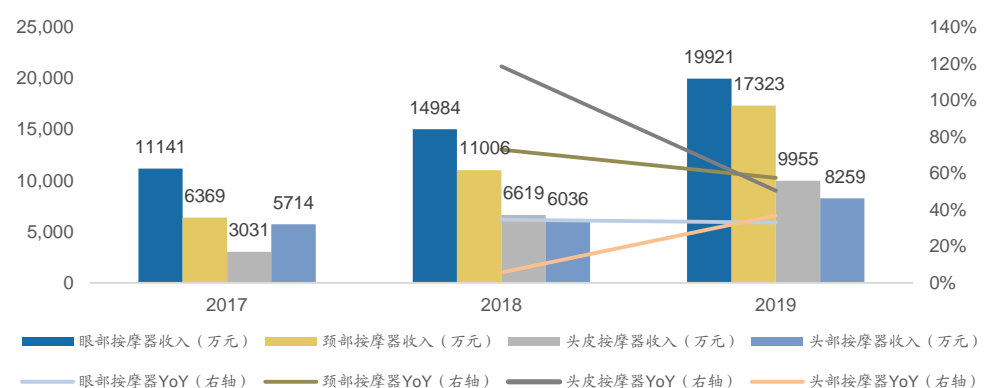
产品上, 公司专攻细分市场, 传统按摩小家电龙头主攻按摩椅市场, 而公司专供头、眼部按摩细分市场; 打造特色产品, 将中式按摩手法融入产品, 突出产品的便携性, 从而实现差异化竞争。

1. 分产品来看: 四类自有产品为核心创收来源, 产品平均售价呈上升趋势

2019年, 眼部按摩器、颈部按摩器、头皮智能器以及头部按摩器四类公司自有品牌的核心产品贡献了当年主营收入的80.1%。其中公司发家产品眼部按摩器占比最大, 为28.8%。按摩小电器行业代工模式盛行, 除专注于四类核心产品的研产销外, 倍轻松还为行业内其他品牌(如傲胜、天狮等)提供ODM代工服务。2019年倍轻松的ODM收入为3950万元, 仅占总体营业收入的5.7%。

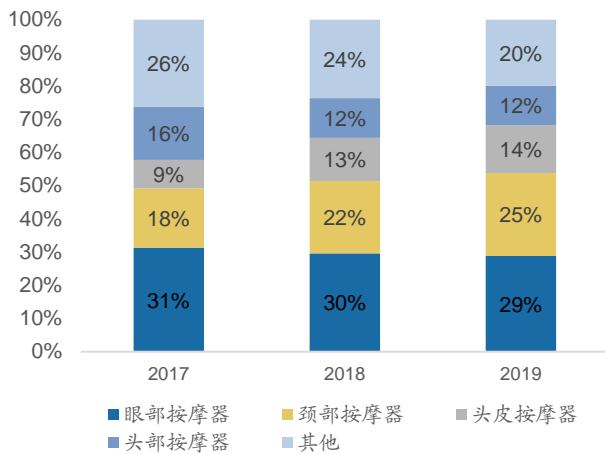
价格方面, 公司拥有产品自主定价权, 眼部、颈部与头皮智能便携按摩器的平均销售价格呈现上升趋势, 主要推动因素包括产品性能、技术含量、功能丰富度和智能化水平等的迭代升级。头部智能便携按摩器的平均销售价格相对稳定。

图 22: 历年各品类收入及同比



数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

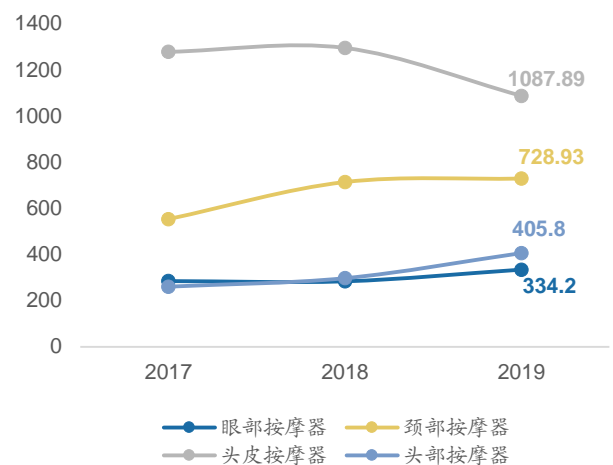
图 23: 主营产品收入占比情况



数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

注: “其他”包括肩部、手部、背部、腰部、足部智能按摩器等健康产品及 ODM 代工服务

图 24: 主营产品平均销售价格(元)变动情况

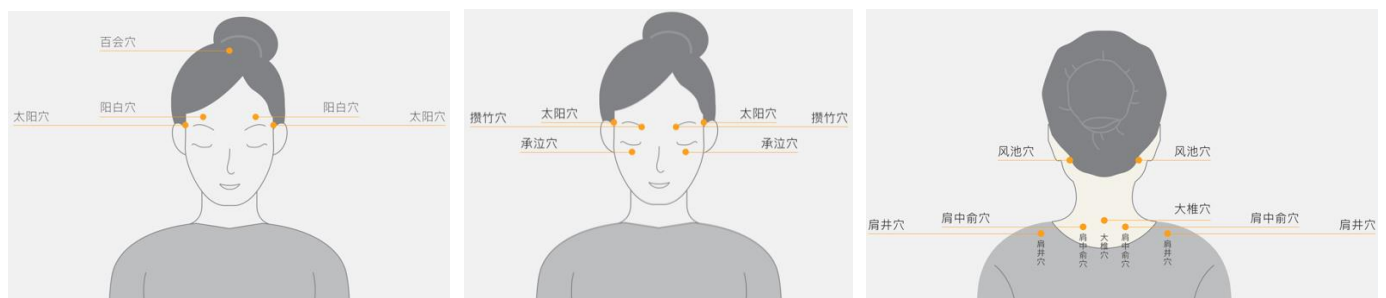


数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

2. 进一步深化“可感知的差异化”奠定强竞争力

专攻细分市场, 将中式按摩融入产品, 打造特色产品, 突出便携性。目前倍轻松产品主打头部、眼部与颈部按摩。中国按摩保健器材起步较晚, 早期更是以体积较大的按摩椅为代表性仪器。而倍轻松将便携按摩器作为细分行业切口, 以眼部按摩器发家, 同时结合中医的经络学按摩技术, 模仿人手按摩身体穴位进行了行业创新。

图 25: 倍轻松古法中医产品理念



数据来源: 倍轻松公司官网, 广发证券发展研究中心

前文曾述, 按摩小家电行业竞争激烈, 集中度低。倍轻松秉承“Only One”的独创产品理念, 专注细分市场实现产品突围, 将产品可感知的差异化做到极致, 铸就了极致的产品力, 支撑其高端定位。以iSee眼部按摩器为例, 我们认为该系列产品在材料、技术、使用、设计上有显著的特色:

材料: 采用韩国进口蛋白皮内衬, 亲肤舒适, 如婴儿肌肤般触感, 增加了产品的亲和力;

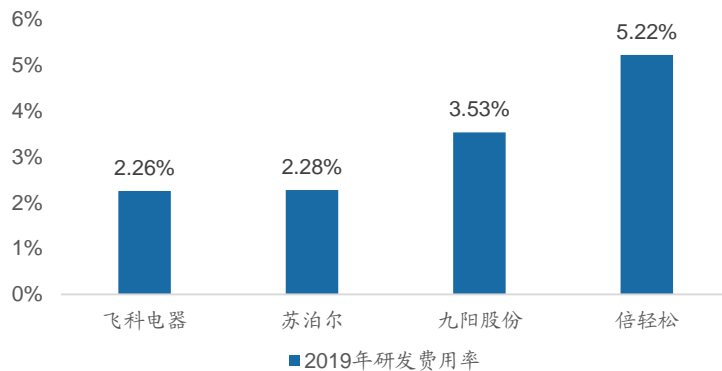
图 26: 倍轻松的产品具有明显的可感知的差异化



数据来源: 京东商城, 广发证券发展研究中心

技术: 倍轻松产品均有核心技术作为支撑, 例如iSee K采用间歇性长短震技术, 准确触护眼周穴位的同时避免拉扯眼部肌肤, 还原古“扣”法按摩效果。支撑倍轻松技术的是更高比例的研发投入, 公司研发费用率在5%以上。

图 27: 支撑公司产品差异化技术的是更高比例的研发投入



数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

使用: 与同类产品一键式控制不同, 倍轻松配套了APP, 除强大的基础功能外还推出了模式创作功能, 用户可以创作私人订制的专属按摩模式, 可上传云平台并分享给其他用户下载体验, 充分享受个性化按摩与健康社交的乐趣。

图 28: 倍轻松配套APP基础功能强大, 可进行自定义模式创作



数据来源: 倍轻松APP, 广发证券发展研究中心

设计: iSee系列设计注重细节, 令产品更具吸引力。采用可折叠设计, 便于携带; 镂空设计利于边按摩边行动; 点触式按摩便利女性保持妆容, 不压眼影睫毛。

表4: 倍轻松产品迄今为止已荣获多项设计大奖

型号	时间	奖项
iSee 4	2014	德国 iF 设计奖
Eye 1	2017	德国 iF 设计奖
iSee 4	2017	澳大利亚优良设计奖
iSee 16	2017	澳大利亚优良设计奖
iSee M	2019	德国 iF 设计奖
iSee 4	2019	中国外观设计银奖

数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

下表进行了部分产品对比, 选取逻辑如下:

- 将倍轻松的高档款(售价1380)与中档款(售价599)产品进行纵向对比, 以展示相同品牌不同价位产品的区别。
- 将倍轻松与按摩家电龙头荣泰、奥佳华销量居前的中档眼部按摩器(单价599-699)进行不同品牌的横向对比, 以展示相似价位不同品牌产品的特点。

表5: 倍轻松不同价位、市场主流品牌中档眼部按摩器对比

品牌	倍轻松	倍轻松	荣泰	奥佳华
型号	iSee K	iSee 4J	RT118	OG-2508
售价	1240	409	659	799
产品图片				
按摩技术	创新点震按摩（16个独立触点） 间歇性长短震技术 自适应音频共振	气囊仿人手按摩（6气囊区域） 多频震动按摩 恒温热敷	循环气压按摩 震动按摩 热敷按摩	立体气囊揉穴（8大穴位） 微频震动按摩 远红外热敷
细节设计	眼部镂空设计：边按摩边行动+不毁妆容 折叠式设计便于携带 亲肤蛋白皮内衬	语音 AI 管家（需绑定叮咚音响） 折叠式设计便于携带	折叠式设计便于携带	LINE FRIENDS 联名外观设计 折叠式设计便于携带 亲肤蛋白皮内衬
操作方式	APP 智能操控	APP 一键操控/语音控制	一键式操控	一键式操控+蓝牙音乐
工作模式	护眼模式、美眼模式、睡眠模式 自定义模式：自定义 1000+种模式	多频震动	以按摩强度分三档	舒活模式、爱眼模式 美眼模式、温暖热敷

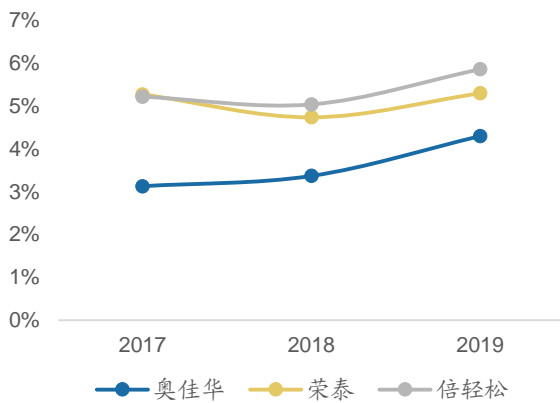
数据来源：倍轻松招股说明书（申报稿），京东商城，广发证券发展研究中心

注：价格记录日期为2020年9月8日

3. 公司注重产品研发和创新：研发投入行业领先、产品专利成果丰富

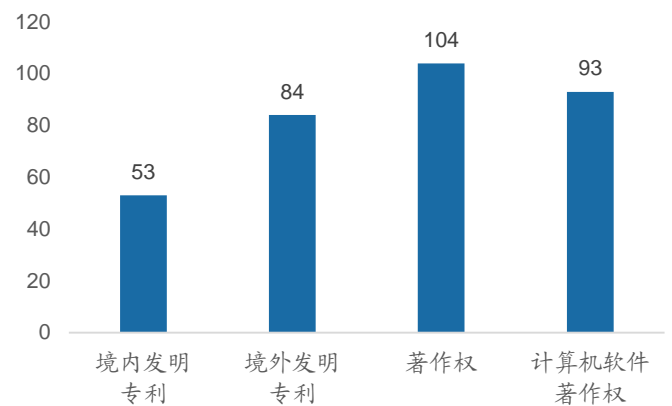
公司持续专注于健康产品的研发与创新，形成了较强的自主研发能力和工业设计能力。经过近20年的持续创新和研发，公司在与按摩器具相关技术领域均收获较为丰富的成果。截至2020年3月31日，公司及子公司拥有的境内外专利合计520项，其中境内发明专利53项、境外发明专利84项；拥有的著作权合计104项，其中计算机软件著作权93项。研发费用率保持在5%左右，在同业间处于较高水平。

图 29: 各公司研发费用率对比



数据来源: 各公司财报, 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

图 30: 倍轻松研发成果丰富, 专利数量较多(项)



数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

表 6: 公司核心技术情况

核心技术	技术概述	支撑技术
精密驱动与智能控制技术	这项技术是人体工学、微型动力及传动系统、自动化控制、信息技术等多个技术领域的交叉融合成果, 使得公司按摩器产品的机身空间利用率、动力传输效率、动作组合仿生水平等性能指标达到较高水平, 能以轻巧便携的形态实现接近真人按揉手法的效果。	便携按摩器工业设计技术
		面向便携按摩器的仿生按摩系统设计技术
		智能控制系统及终端硬件开发技术
		便携按摩器信号处理与调制技术
		便携按摩器工作噪音控制技术
智能健康传感与人机交互技术	这项技术能够基于用户体征传感与产品工况传感所获取的数据, 通过建立算法模型, 较为智能化地为用户自动完成一系列服务, 达到用户与产品最佳的交互体验。	生命体征检测技术
		基于人体健康感知的智能传感与适配技术
		语音和图像交互控制技术
健康物联与大数据健康服务技术	这项技术能够帮助用户通过手机等移动终端设备与智能便携按摩器相连接, 监测和管理个人健康状况, 并进行气囊调节、温度调节、按摩程式设计等高级自定义设置。经用户允许后公司可通过物联网、云平台等收集产品使用数据, 在大数据分析的辅助下为用户提供更丰富的健康服务, 如远程推送更适合的按摩程式。	适用于智能健康产品的物联网通信应用技术
		基于健康大数据和云平台的智能健康服务技术

数据来源: 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

4. 公司产品生产效率较高, 质量管控严格

(1) 公司采取以产定采、以销定采相结合的采购模式

公司制定了规范的采购作业流程, 与产品直接相关的采购主要由制造部下设置的采购部负责。“以产定采”模式下, 根据生产计划和物料库存情况进行采购, “以销定采”模式下, 根据销售订单和物料库存情况进行采购。

对于主要原材料，公司通常选定多家合格供应商进行议价、采购，以避免因突发的原材料短缺而造成生产中断。对于其他辅助物料，公司以成本优先的原则，就近选择合格供应商进行采购。

表 7：2019 公司主要采购商情况

序号	供应商名称	采购内容	金额 (万元)	比例 (%)
1	深圳市凌鑫电子有限公司	电子元器件	2983.88	9.88%
2	深圳市轻松联益五金塑胶有限公司	塑胶件、五金件、加工服务	1783.30	5.90%
3	东莞市桥头俊莹玩具制品厂	辅料及其他	1670.41	5.53%
4	浙江璐瑶电子科技有限公司	成品	1639.03	5.43%
5	厦门睿康科技有限公司	成品	1529.94	5.06%

数据来源：倍轻松招股说明书（申报稿），广发证券发展研究中心

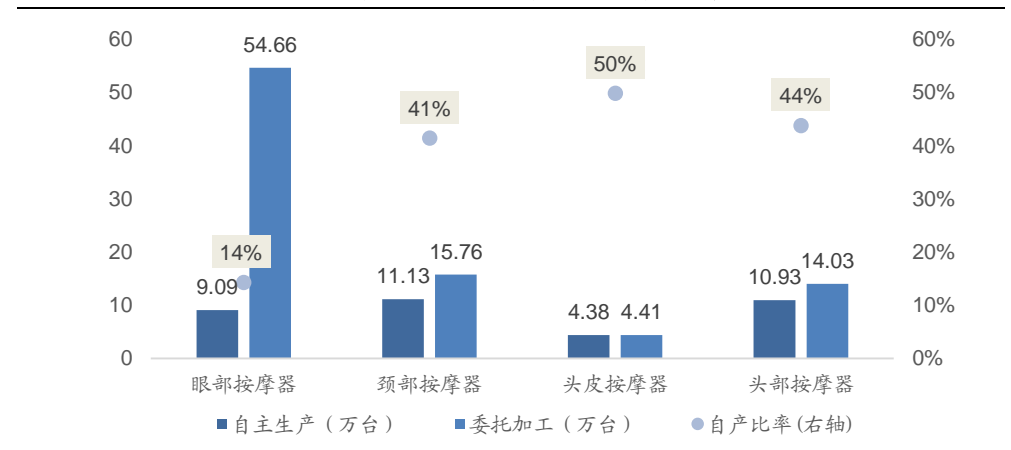
（2）公司采取自主生产、委托加工相结合的生产模式

倍轻松把握核心产品的主要生产工序和销售环节，而将低技术含量及非核心产品的生产环节全部委外，使得各品类委托加工产量高于自主生产产量。具体来看：

自主生产：生产主要产品（眼部、颈部、头部及头皮等智能便携按摩器产品）时的零部件前置加工环节中代码设计、芯片烧录等关键工序，以及整机组装、检验及包装环节；

委托加工：生产其他产品（非眼部、颈部、头部及头皮等智能便携按摩器产品）以及零部件前置加工环节中的部分工序。

图 31：2019 各品类自主生产及委托加工产量及自产比率对比



数据来源：倍轻松招股说明书（申报稿），广发证券发展研究中心

（三）渠道：线下渠道以机场、高铁站和中高端商场为主

公司精准定位消费人群，以高端商旅人士为客户群，所以渠道端，线下渠道网点以大城市的机场、高铁站和中高端购物商场为主。

1、渠道结构：倍轻松销售渠道及收入来源主要可分为以下六种销售模式：

（1）线上直销模式：线上B2C模式下，倍轻松在京东、天猫、亚马逊等线上销售平台将产品直接销售给终端客户并向线上销售平台支付平台服务费。

（2）线上经销模式：公司与线上经销商（如苏宁、云集等）签订销售合同，由经销商面对终端消费者，由倍轻松提供发货及售后服务。

（3）电商平台入仓模式：公司先将产品卖断给电商平台客户（包括京东、唯品会等），再由电商平台客户对下游终端客户进行销售。

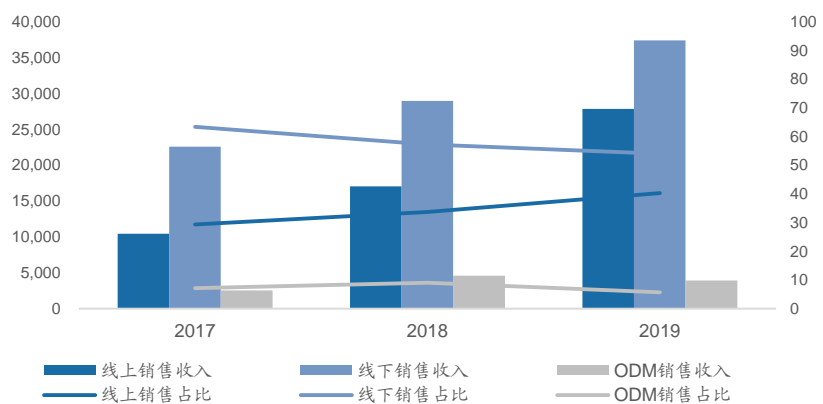
（4）线下直销模式：目前公司共拥有150多家直营店，主要设在北京、上海、广州等大城市的机场、高铁站和中高端购物商场。瞄准潜在目标客户（如商旅人士）群体并为终端消费者提供体验式服务。

（5）线下经销模式：传统经销渠道，公司通过境内外经销商销售产品，主要线下经销商包括中国免税品（集团）有限责任公司等知名企业。

（6）ODM销售：公司作为智能便携按摩器的原始设计制造商，为其他知名品牌企业提供与智能便携按摩器相关的ODM定制产品。该类客户主要包括傲胜、BORK等知名企业。

公司主要以国内自有品牌销售为主。2019年，公司线上、线下销售收入分别为27862.83万元、37397.51万元，占比为40.26%和54.03%，ODM销售收入为3950.41万元，占比5.71%，线上销售占比呈逐年递增之势。

图 32：线上、线下及ODM销售收入（万元，左轴）及占比（%，右轴）情况



数据来源：倍轻松招股说明书（申报稿），广发证券发展研究中心

同时，公司还在积极开展多渠道新型营销方式。2019年倍轻松联合网红茶饮，创新定制出集按摩SPA与养生茶饮为一体的实体放松生活馆：“轻松茶舍”，将消费者注重的体验式营销搬到线下。2019年还入驻了京东超级体验店，通过场景化展示和深度体验激发消费者的隐性需求，提供健康服务，实现了用户体验最大化与全新的品牌提升。另外，随着线上购物的比例增加，倍轻松先后入驻天猫、京东和有赞，近日也积极开展直播营销，通过薇娅、刘涛等明星直播为品牌造势。

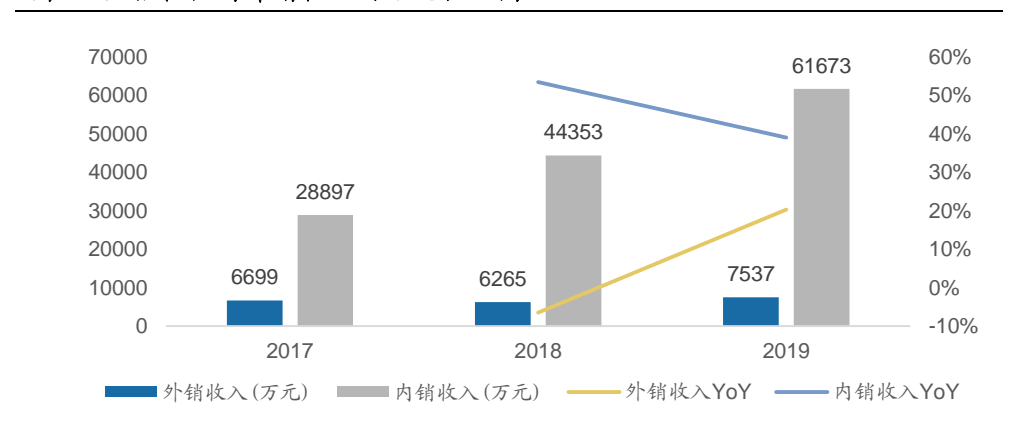
图 33: 倍轻松多渠道新型营销



数据来源：倍轻松官方网站，广发证券发展研究中心

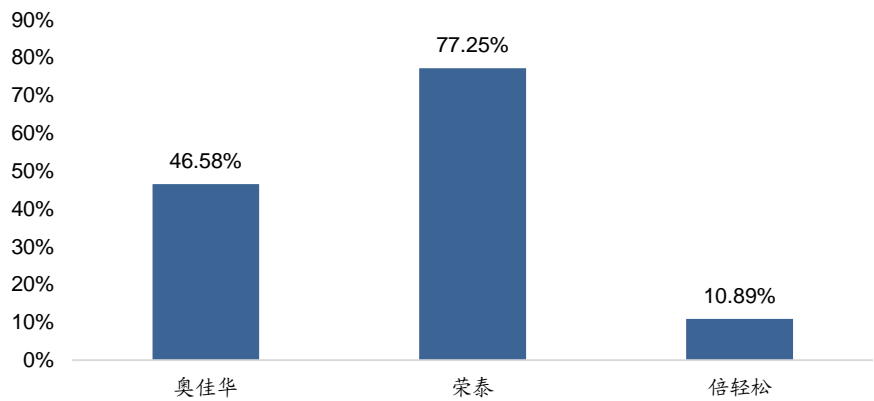
2、分地区：外销收入占比较低，公司近几年的增长主要由内销收入的增长贡献。公司目前在中国大陆以外的香港、日本、马来西亚、新西兰、美国设有子公司或参股公司，主要负责所在区域的产品销售及服务，香港子公司兼有全球销售网络投资布局职能。2017-2019年公司实现的境外收入分别为6698.5万元、6264.6万元、7537.4万元，占当期主营业务收入的比例分别为18.8%、12.4%、10.9%，对比同业公司外销占比较低。

图 34: 倍轻松内外销收入（万元）及同比



数据来源：倍轻松招股说明书（申报稿），广发证券发展研究中心

图 35: 各公司2019年外销收入占比情况对比



数据来源: 各公司财报, 倍轻松招股说明书(申报稿), 广发证券发展研究中心

四、投资建议

回顾倍轻松的发展历程, 按摩小家电乃至整个小家电行业在消费升级背景下广阔市场空间值得我们重点关注, 在按摩器具龙头优势明显的情况下, 倍轻松专攻细分市场, 精准定位消费人群, 即高端商旅人士, 在渠道和产品设计上与消费人群高度匹配, 即线下渠道以机场、高铁站、高端商场为主, 产品突出便携性, 同时大力发展自主品牌, 注重销售, 采取搞销售人员、高销售费用率模式, 入驻时尚的电视节目, 突出产品时尚度、高端化, 成功突围而出。

因此, 我们推荐主打小家电细分市场的新势力**小熊电器**、**新宝股份**。同时推荐市场地位稳固、竞争力强的小家电龙头**九阳股份**、**苏泊尔**。

五、风险提示

(一) 产品集中度较高

公司业务收入主要来自眼部按摩器与头颈按摩器的销售, 若该细分行业发生不利变化或竞争加剧, 公司经营情况可能受到不利影响。

(二) 新产品推广不及预期

按摩小家电作为新兴产品, 需要经历一定阶段的市场教育, 若公司新品推广不及预期, 将影响公司销售收入。

（三）原材料价格上升

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

（四）宏观经济波动影响消费支出

目前宏观经济整体形势较不稳定导致消费支出降低，可能影响潜在消费者对于按摩小家电的购买，进而影响公司收入。

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
袁雨辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
王朝宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
高润鑫：研究助理，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。