

2021年06月16日

证券研究报告·新股分析报告

倍轻松 (A20221) 家电



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

细分赛道优质企业，便携按摩高端品牌

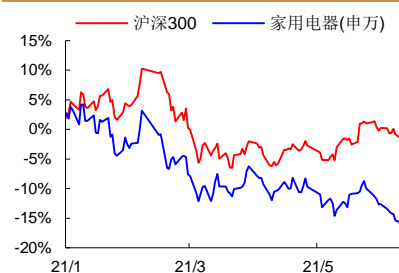
投资要点

- **投资逻辑：**在消费升级、人口老龄化、亚健康人群增多等因素推动下，按摩器具市场规模持续扩大。根据前瞻产业研究院数据预计，2022年全球按摩器具市场规模将近184亿美元。公司作为按摩小家电知名品牌，（1）线下铺设机场高铁直营店，提升用户终端消费体验；线上多平台发展全面引流；（2）高研发投入打造优质产品，重视产品研发设计，强化产品终端竞争力，亦有望受益于行业的快速发展。
- **智能便携按摩器优质企业，历史业绩快速增长。**公司主要从事智能便携按摩器的设计、研发、生产、销售及服务。自2018年起公司加速拓展优质渠道，在加大电商推广力度的同时，广泛铺设直营门店。此外，公司积极开拓美、日、韩等数十个国家的海外市场。随着渠道布局的深入，公司营收规模快速扩大。2017-2020年公司营业收入由3.6亿增长至8.3亿，CAGR约27.6%；归母净利润由2092.4万增长至7070.7万，CAGR约50.1%。
- **按摩需求日益增长，行业格局有待优化。**在消费升级、人口老龄化、亚健康人群增多等因素推动下，按摩器具市场规模持续扩大。2014-2019年全球按摩器具市场由98.7亿美元增长至150.3亿美元，复合增速为8.8%。其中，中国已成为全球按摩器具市场需求增长最快的地区之一，5年复合增速为9.8%。目前按摩器具行业内企业数量超过3000家，而年销售收入超过1亿元的规模化生产企业仅10-20家，按摩器具行业竞争格局有待优化。
- **直营为主，线上线下融合发展。**公司的渠道布局契合了中高端的品牌定位。线下渠道多以直营店为主，店铺选址针对目标人群，在机场、高铁站、高端商场等人流量较多、商旅人士较多的地点。未来公司将计划使用2.8亿元募集资金在全国新设248家直营门店，进一步提高终端网点覆盖率。线上渠道多元化拓展，营收占比逐年提升。在主流电商平台的基础上，公司也在布局唯品会、拼多多等其他电商平台。整体来看，公司销售模式多以直营为主（线下直营门店+线上B2C），2020年直营收入占比达到了60.2%。直营为主的销售模式下，公司呈现了高毛利高费用的特点。2020年公司毛利率和销售费用率分别为58.4%和41.4%，均高于可比公司。
- **研发加码技术筑底，深耕中高端按摩小电。**公司持续加强研发投入，丰富专利储备，提升产品终端竞争力。2017-2020年，公司研发费用率总体上保持在行业高位。公司产品设计简约风，主推“中医+科技”的风格，产品终端售价高于竞品。生产上，公司采用了“自主生产+委托加工”轻资产运营模式，主要掌握产品设计研发、品质控制等核心环节，经营高效，周转效率快于同行。
- **投资建议。**公司深耕便携按摩器行业多年，在产品、渠道、品牌方面具备较强的竞争力。随着公司线下门店的拓展，终端覆盖进一步提升，信息化建设提升经营效率，在行业规模稳步发展的背景下，看好公司长期经营发展，建议关注。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、终端零售不及预期风险。

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn
联系人：夏勤
电话：023-63786049
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：Wind

本次发行情况

发行前总股本(万股)	4623
本次发行(万股)	1541
发行后总股本(万股)	6164
2020年每股收益(摊薄后)(元)	1.53
2020年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.36

主要指标(2020)年

每股净资产	5.07
毛利率	58.36
流动比率	1.81
速动比率	1.22
应收账款周转率	9.61
资产负债率	50.89
净资产收益率	35.56

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 专注按摩小电高端品牌	1
1.1 深耕按摩器市场多年，行业经验丰富	1
1.2 股权集中，员工持股激励完善	1
1.3 按摩小电快速发展，产品量价齐升	2
2 全民养生，按摩家电市场广阔	4
3 线上线下融合发展，新型营销持续发力	6
3.1 直营为主，线上线下多元拓展	6
3.2 热点综艺+KOL直播，营销持续发力	9
4 研发加码技术筑底，深耕中高端按摩小电	10
4.1 研发持续加码，专利储备丰富	10
4.2 聚焦按摩小电赛道，深化中高端品牌定位	11
4.3 轻资产运营提效，信息化建设升级	12
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 2017-2020 年营业收入及其增速.....	3
图 4: 2017-2020 年归母净利润及其增速.....	3
图 5: 2017-2020 年各产品销量.....	3
图 6: 2017-2020 年各产品均价.....	3
图 7: 2017-2020 年毛利率及同行对比.....	4
图 8: 2017-2020 年净利率及同行对比.....	4
图 9: 2017-2020 年整体费用率及同行对比.....	4
图 10: 2017-2020 年公司整体费用率构成.....	4
图 11: 全球按摩器具市场规模.....	5
图 12: 中国按摩器具市场规模.....	5
图 13: 中国按摩器具进出口金额.....	5
图 14: 中国按摩器具出口国家占比.....	5
图 15: 2017-2020 年线上与线下渠道营收.....	6
图 16: 2017-2020 年线上与线下营收占比.....	6
图 17: 公司天猫平台直播账号情况.....	7
图 18: 公司线下直营店.....	8
图 19: 2017-2020 年公司不同销售模式占比.....	8
图 20: 2017-2020 年公司不同销售模式毛利率.....	8
图 21: 2017-2020 年公司销售费用拆分.....	9
图 22: 2020 年公司销售人员及占比.....	9
图 23: 2017-2020 年公司销售费用率及同行对比.....	9
图 24: 2017-2020 年公司广告宣传费用率及同行对比.....	9
图 25: 冠名热点综艺, 入驻 KOL 直播.....	10
图 26: 2017-2020 年研发费用率及同行对比.....	10
图 27: 2020 年公司专利及著作权.....	10
图 28: 2017-2020 年各产品营收占比.....	11
图 29: 2017-2020 年各产品毛利占比.....	11
图 30: 产品简约外观设计.....	11
图 31: 结合传统中医理论的产品设计.....	12
图 32: 2020 年各产品自产与委托加工情况.....	13
图 33: 2017-2020 年总资产周转率及同行对比.....	13
图 34: 2017-2020 年应收账款周转率及同行对比.....	13

表 目 录

表 1: 公司部分产品以及竞品零售价格.....	12
--------------------------	----

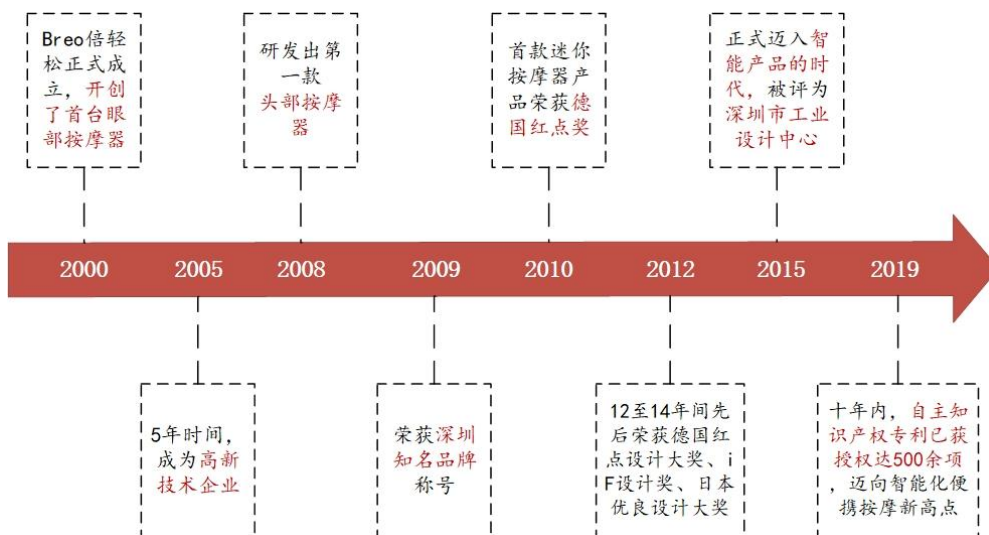
1 专注按摩小电高端品牌

1.1 深耕按摩器市场多年，行业经验丰富

倍轻松 (Breo) 是一家专注于健康产品创新研发的高新技术企业，主要从事智能便携按摩器的设计、研发、生产、销售及服务。公司拥有自主品牌“breo”与“倍轻松”，此外还为其其他知名品牌企业提供 ODM 定制产品。

公司深耕智能便携按摩器市场二十余年，具有丰富的产品研发和市场开拓经验。2000 年 Breo 倍轻松品牌正式成立，并开创了首台眼部按摩器产品。2005 年公司攻克了生产技术难关，被深圳市政府认定为高新技术企业。2008 年公司开创了首款头部按摩器，并于 2009 年获得深圳知名品牌称号。2010 至 2014 年，公司不断加强创新研发，产品持续获得国际奖项与权威认可。2015 年倍轻松正式迈入智能产品的时代，被评为深圳市工业设计中心。2018 年倍轻松接轨国际一流设计师团队，对店面形象及品牌形象全面升级，此后不断迈向智能便携按摩领域新高点。

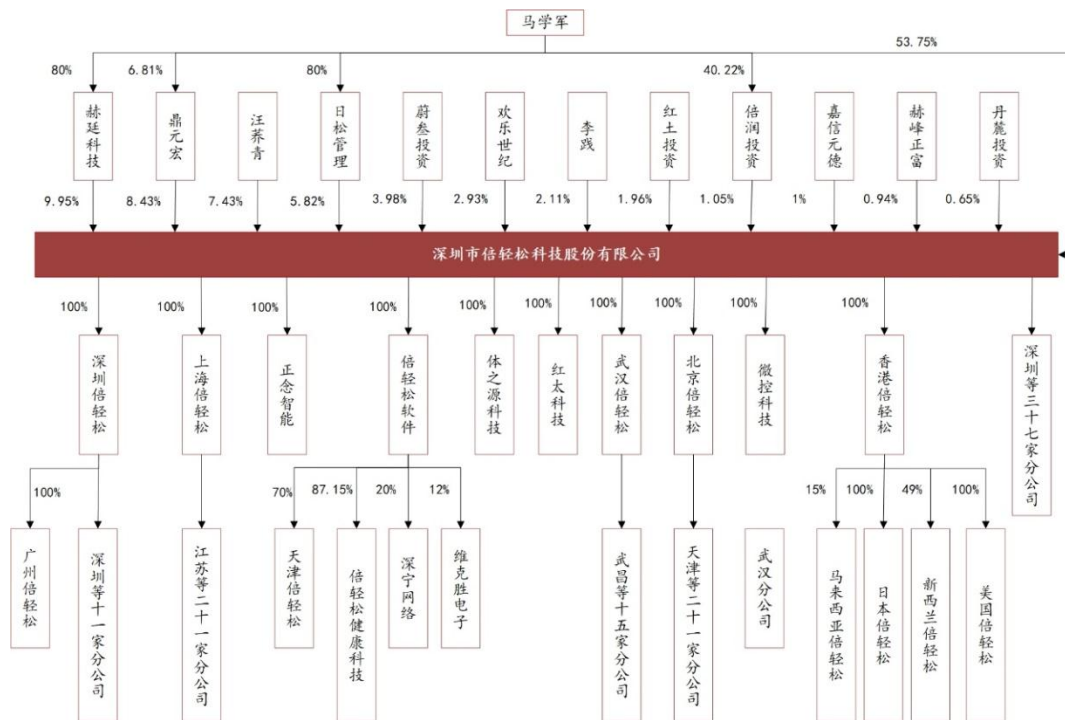
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 股权集中，员工持股激励完善

实控人控股超 70%，公司治理稳定。公司实控人马学军直接持股 2484.9 万股，直接持股比例约 53.8%；间接持股比例约 16.8%。实控人通过直接、间接方式合计控制股份比例达 70.6%，处于绝对控股地位。其中鼎元宏、倍润投资、赫峰正富均是公司设立的以员工为主体的持股平台，员工持股平台合计占公司股份比例达 10.4%。员工持股平台的建立，有利于长效员工激励机制的形成，能够调动员工的积极性和创造性。

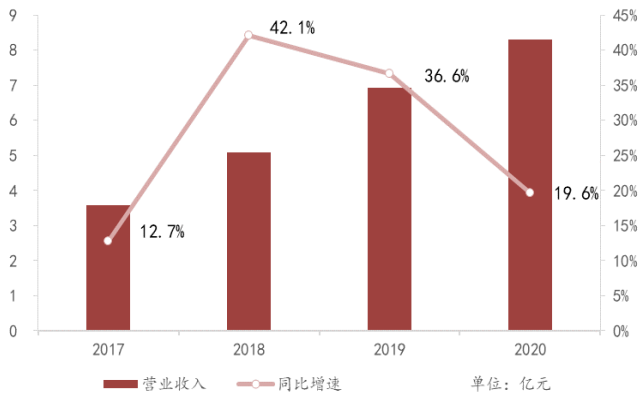
图 2：公司股权结构


数据来源：招股说明书（注册稿），西南证券整理

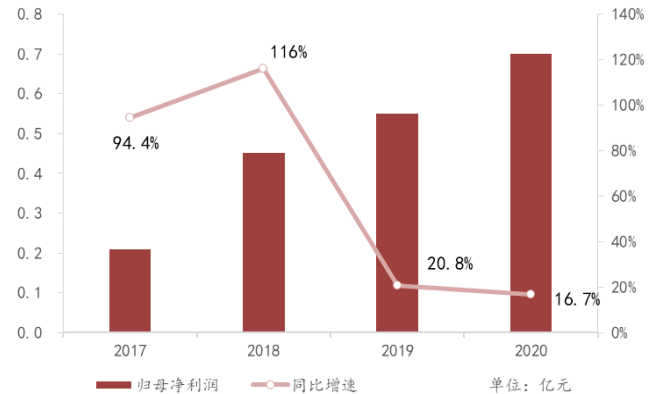
1.3 按摩小电快速发展，产品量价齐升

加强渠道布局，营收业绩快速增长。2017-2020 年公司营业收入由 3.6 亿增长至 8.3 亿，CAGR 约 27.6%；归母净利润由 2092.4 万增长至 7070.7 万，CAGR 约 50.1%。自 2018 年起公司加速拓展优质渠道，在加大电商推广力度的同时，广泛铺设直营门店，不断提升品牌影响力。此外，公司积极开拓美、日、韩等数十个国家的外海市场。随着渠道布局的深入，公司营收规模快速扩大。2018 和 2019 年公司营收增速分别达到了 42.1%和 36.6%。

2020H1 疫情影响下，公司线下零售渠道遭受到一定的冲击。但是公司强化了线上渠道的建设，营收上仍然取得了 10.4%的增长。由于公司线下直营业务门店租金、人员薪酬等固定支出较大，营收增长放缓对于业绩形成不利影响。2020H1 公司归母净利润为 1185.9 万元，同比减少 17.8%。随着下半年市场复苏，公司业绩逐步向好，2020 全年营收与归母净利润分别实现 19.6%、16.7%的增长。

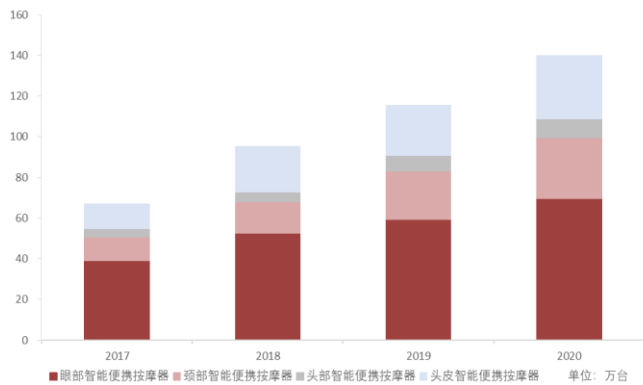
图 3: 2017-2020 年营业收入及其增速


数据来源: 招股说明书 (注册稿), 西南证券整理

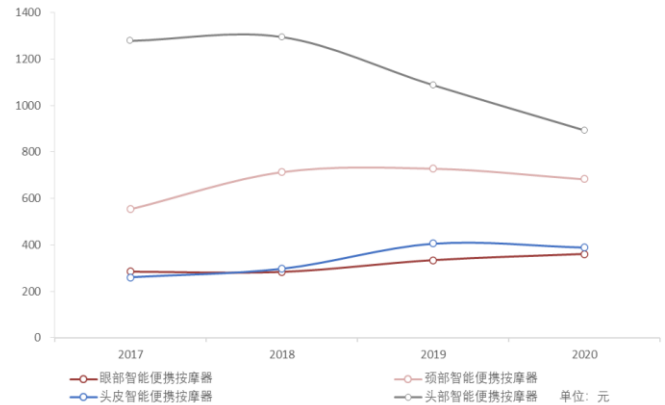
图 4: 2017-2020 年归母净利润及其增速


数据来源: 招股说明书 (注册稿), 西南证券整理

销量持续增长, 主销产品均价提升。在消费升级、人口老龄化、亚健康人群增多等因素推动下, 按摩器具市场规模持续扩大。公司作为按摩小家电知名品牌, 主销产品销量稳步提升。2017-2020 年公司眼部、颈部、头部、头皮四大主要智能便携按摩产品销量均呈现增长态势。其中, 眼部产品成为了公司主要的营收来源, 销量占比在 50% 以上。随着公司产品性能、技术含量、功能丰富度和智能化水平等的迭代升级, 公司产品销售均价整体呈现了提升的态势。由于渠道和销售结构调整, 2020 年头部、头皮、颈部产品均价有所下降; 全渠道直销比例扩大, 眼部产品均价持续提升。

图 5: 2017-2020 年各产品销量


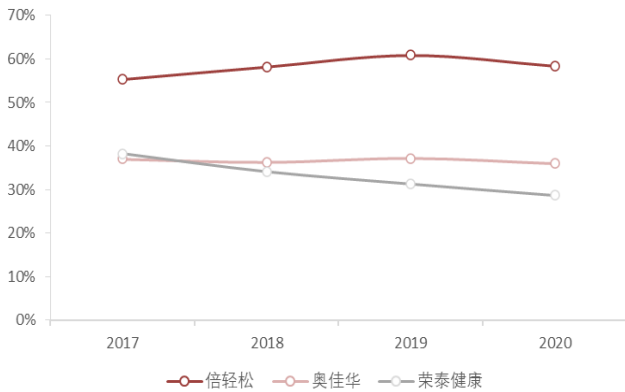
数据来源: 招股说明书 (注册稿), 西南证券整理

图 6: 2017-2020 年各产品均价


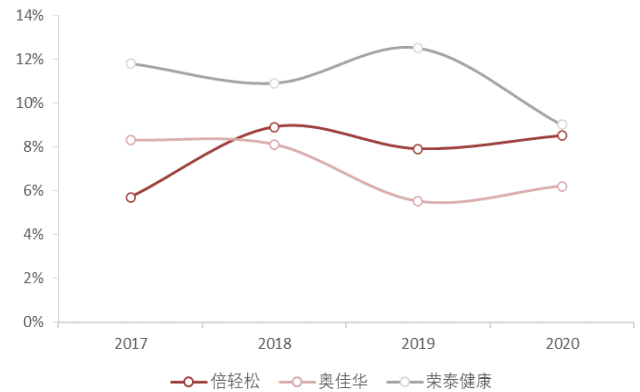
数据来源: 招股说明书 (注册稿), 西南证券整理

毛利率领先同行, 费用投入力度较大。公司产品定位高端, 并且多以直营销售为主, 综合毛利率显著高于可比公司。公司毛利率总体呈现平稳趋势, 2017-2020 年毛利率分别为 55.3%、58.2%、60.9% 和 58.4%。疫情期间主销渠道转为线上、销售结构变化、促销活动增多等影响下, 2020 年公司毛利率有所下滑。一方面公司产品定位高端, 高端品牌建设需要一定的费用投入。另一方面, 公司线下开设了较多直营店, 门店铺设以及销售人员薪酬等形成固定支出。整体来看, 公司销售费用率明显高于可比公司。

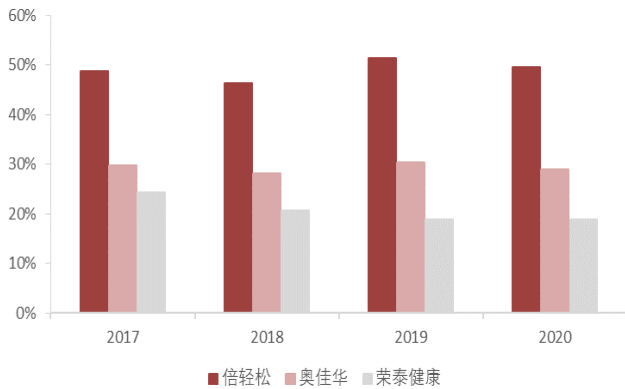
公司净利率得以优化。2017-2019 年公司净利率分别为 5.7%、8.9% 和 7.9%。疫情冲击下, 公司净利率有所下滑, 2020H1 公司净利率为 3.5%。下半年随着线下门店销售恢复, 公司整体毛利率恢复至正常水平, 带动净利率提升, 2020 全年公司净利率为 8.5%。

图 7：2017-2020 年毛利率及同行对比


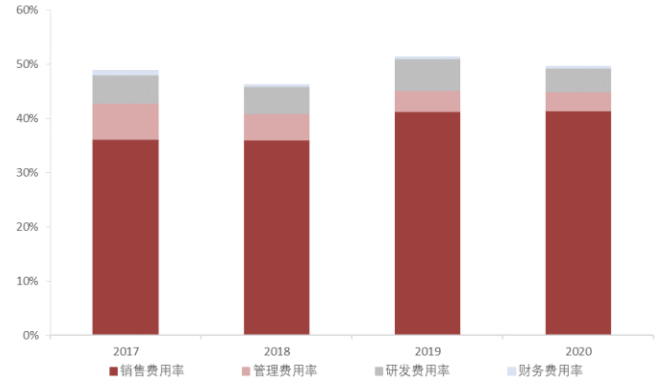
数据来源：Choice 数据，西南证券整理

图 8：2017-2020 年净利率及同行对比


数据来源：Choice 数据，西南证券整理

图 9：2017-2020 年整体费用率及同行对比


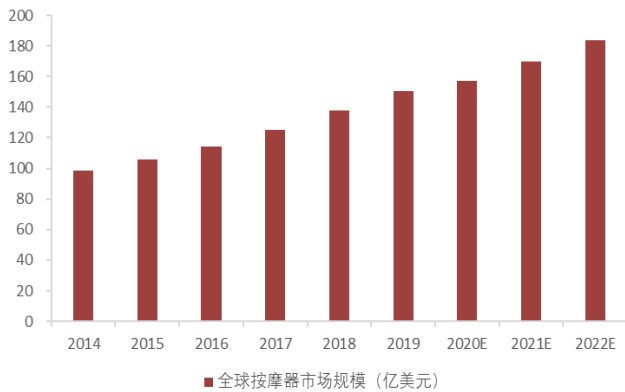
数据来源：Choice 数据，西南证券整理

图 10：2017-2020 年公司整体费用率构成


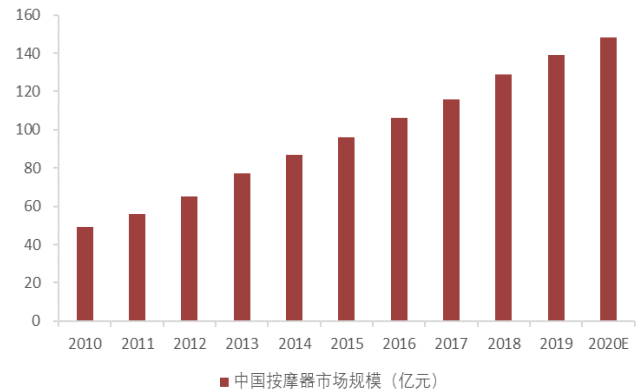
数据来源：招股说明书（注册稿），西南证券整理

2 全民养生，按摩家电市场广阔

按摩保健需求日益增长。随着社会的发展与进步，在人均收入水平提升、亚健康人群规模扩大、人口老龄化加快因素推动下，按摩器具市场规模稳步发展。根据前瞻产业研究院数据推测，2020 年全球按摩器具市场规模为 157.2 亿美元，同比增长 4.6%。预计至 2022 年，全球按摩器具市场规模将近 184 亿美元。

图 11: 全球按摩器具市场规模


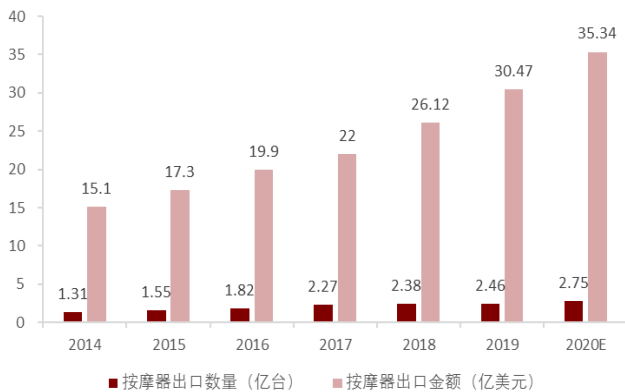
数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

图 12: 中国按摩器具市场规模


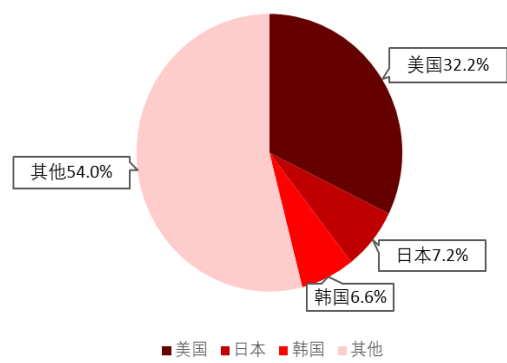
数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

伴随着中国居民人均收入的增长、健康意识增强, 以及国内亚健康人群、中老年人群、商旅办公人群等的扩大, 按摩器具市场渗透率呈持续上升趋势。目前, 中国已成为全球按摩器具市场需求增长最快的地区之一, 中国按摩器具市场规模快速增长。2010-2019 年, 中国按摩器具市场规模由 49 亿元增长至 139 亿元。根据前瞻产业研究院预测, 至 2020 年, 中国按摩器具市场规模将接近 150 亿元。

中国已形成集按摩器具设计、研发、生产、销售、服务为一体的产业链, 多年来一直作为全球按摩器具主要出口国, 主要出口目的地包括欧美、日韩等区域。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 2.5 亿台, 出口金额为 30.5 亿美元。

图 13: 中国按摩器具进出口金额


数据来源: 中国海关, 西南证券整理

图 14: 中国按摩器具出口国家占比


数据来源: 中国海关, 西南证券整理

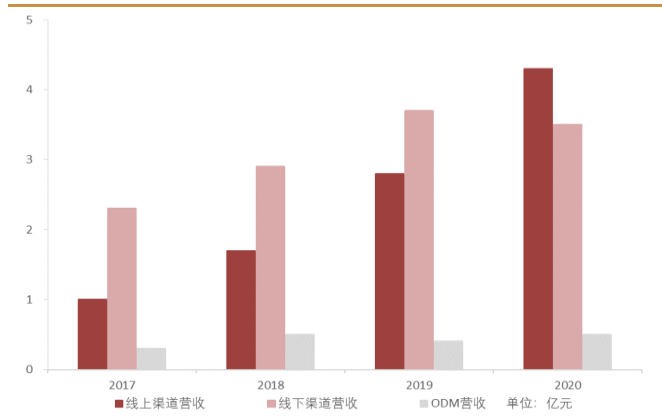
按摩器具行业集中度相对较低, 根据公司招股说明书显示, 目前行业内各类生产企业数量超过 3000 家, 而据估计年销售收入超过 1 亿元的规模化生产企业仅 10-20 家, 按摩器具行业竞争格局有待优化。从产品形态来看, 按摩器具行业可细分为小型按摩器具行业和大型按摩器具 (按摩椅) 行业。根据前瞻产业研究院数据显示, 小型按摩器具和大型按摩器具 (按摩椅) 市场占比分别为 54%、46%。

3 线上线下融合发展，新型营销持续发力

3.1 直营为主，线上线下多元拓展

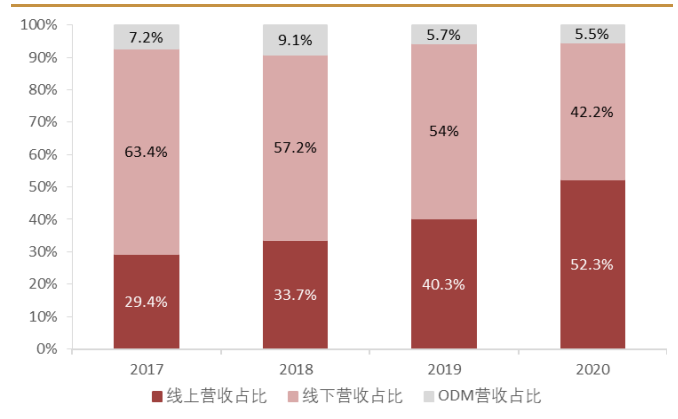
分渠道来看，公司线上多元化拓展，营收占比快速提升。2017至2019年，公司线上渠道扩张迅速，营收增速高于线下渠道。疫情影响下2020年公司线上渠道以52.3%的营收占比超过线下。线上渠道的快速发展主要得益于公司长期以来注重多平台电商推广，数字化管理持续渗透，并积极采用直播等新型营销方式。

图 15：2017-2020 年线上与线下渠道营收



数据来源：招股说明书（注册稿），西南证券整理

图 16：2017-2020 年线上与线下营收占比



数据来源：招股说明书（注册稿），西南证券整理

公司建设了电子商务事业部，通过与电商平台多元化合作等方式不断扩大线上销售规模。天猫、京东、亚马逊是公司的主要电商平台，此外公司在唯品会、拼多多、苏宁拼购、网易考拉、小红书、云集等其他平台均有布局。

公司持续推动数字化管理，利用云计算、大数据、人工智能等技术提高线上店铺访问流量的转化率。数字化管理使公司能更加科学地统计分析销售数据、用户反馈评价等信息，辅助支持公司研判用户需求、及时调整线上和线下产品布局。同时，公司积极开展直播带货等新型营销方式，在天猫主平台保持极高的直播频率。2020年由于疫情影响，公司加大了线上直播力度，线上渠道实现营业收入约4.3亿元，营收占比达到了52.3%，同比提升12pp。

图 17: 公司天猫平台直播账号情况



数据来源: 淘宝 breo 倍轻松旗舰店, 西南证券整理

线下门店持续拓展。截至 2020 年末公司共设有 165 家线下直营门店。公司门店主要设在香港、北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、郑州等重要城市的机场、高铁站和中高端商场。一方面, 公司线下门店选址和公司品牌定位契合; 另一方面, 多数直营门店位于交通枢纽等客流密集区域, 有助于广大消费群体接触感知“breo”与“倍轻松”品牌形象、亲身体验公司产品服务, 有效提升了公司品牌及产品的知名度。

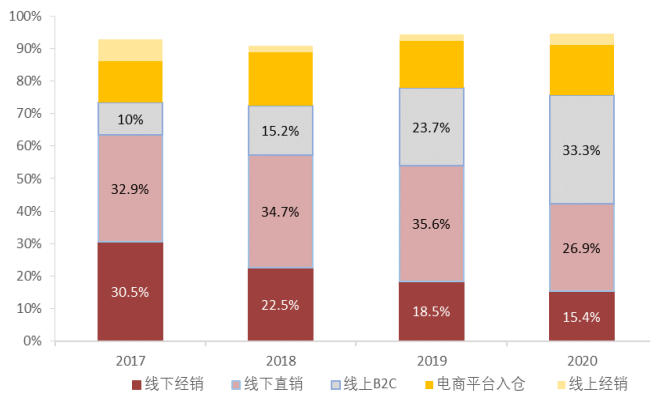
2020H1 受疫情影响, 公司机场、高铁站等直营店的营业收入大幅下降, 但随着 2020Q3 疫情逐渐得到控制, 公司线下门店已逐步恢复正常经营。

公司营销网络建设项目计划使用募集资金中约 2.8 亿元在全国新设 248 家直营门店。项目实施后, 将进一步提高终端网点覆盖率。**公司将对机场、高铁枢纽、商业标杆区域重点布局。**公司计划加强对 1000 万以上旅客吞吐量的机场网点布局, 尤其是旅客吞吐量在 2000 万以上的机场, 该项目计划在 23 个机场共计新增 48 家机场类门店。高铁枢纽类门店将是公司未来的发展重点之一, 该项目计划在 24 个高铁站新增 37 家高铁类门店。公司将重视城市商业标杆、区域商业标杆、区域成长类商业项目以及崛起的社区类商业业态, 该项目计划在全国 19 个城市新增 163 家商场类门店。

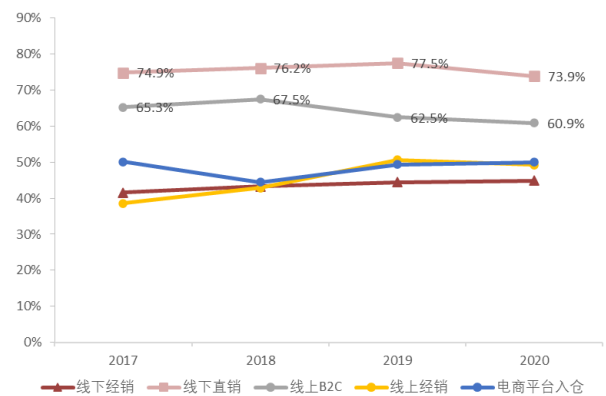
图 18: 公司线下直营店


数据来源: 招股说明书 (注册稿), 西南证券整理

从销售模式来看, 公司以直营 (线下直营门店+线上 B2C 模式) 为主。随着公司线下直营门店的扩张以及公司线上旗舰店的开设, 2017-2020 年, 公司直营营收占比快速上升, 截至 2020 年直营营收占比已达 60.2%。直营模式下, 公司销售价格即终端零售价格, 整体毛利率较高。2020 年公司线下直销和线上 B2C 模式的毛利率分别为 73.9% 和 60.9%, 远高于其他销售模式毛利率。公司直营营收占比的提升, 带动了公司整体毛利率的优化。

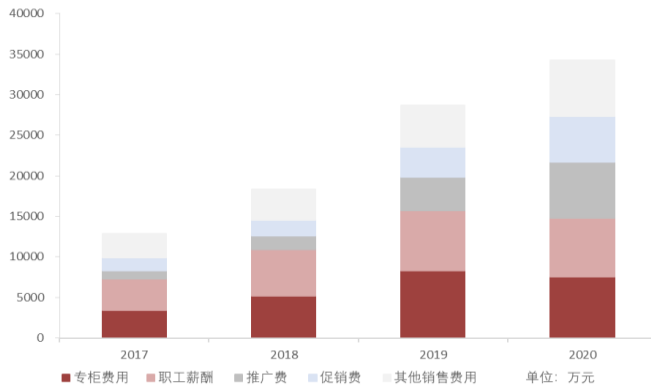
图 19: 2017-2020 年公司不同销售模式占比


数据来源: 招股说明书 (注册稿), 西南证券整理

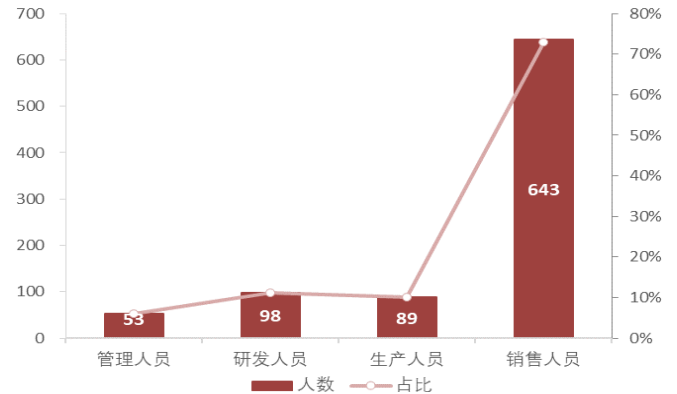
图 20: 2017-2020 年公司不同销售模式毛利率


数据来源: 招股说明书 (注册稿)、公司公告, 西南证券整理

由于公司采用了直营为主的销售模式, 需要投入一定的费用进行门店铺设和人员搭建。整体来看, 公司销售费用率高于可比公司。拆分来看, 2017-2020 年专柜费、销售人员薪酬、推广费和促销费合计占公司销售费用的 76.7%、79.5%、82.1% 和 80%。同时, 截至 2020 年公司员工中销售人员占比 72.8%, 销售员工人数远超其他员工数量。

图 21：2017-2020 年公司销售费用拆分


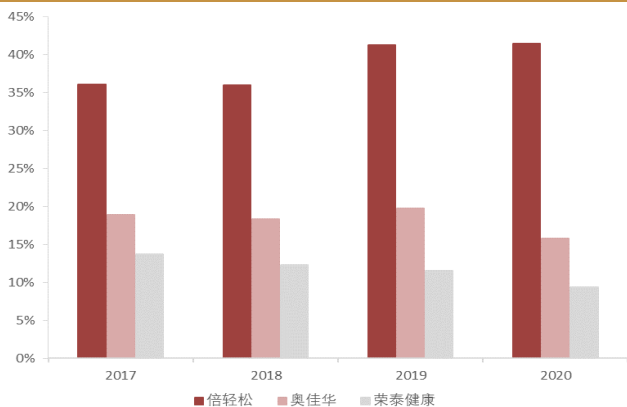
数据来源：招股说明书（注册稿），西南证券整理

图 22：2020 年公司销售人员及占比


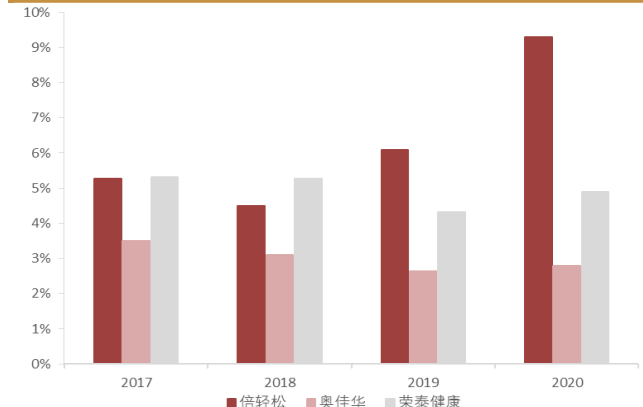
数据来源：招股说明书（注册稿）、公司公告，西南证券整理

3.2 热点综艺+KOL 直播，营销持续发力

营销投入力度大。2017-2020 年，公司销售费用率分别为 36.1%、36.0%、41.3%和 41.4%，远高于同行可比企业，且 2019、2020 年销售费用率提升显著。此外相对于可比企业，公司营销方面的广告宣传费率也快速增长，截至 2020 年已达 9.3%。

图 23：2017-2020 年公司销售费用率及同行对比


数据来源：Choice 数据，西南证券整理

图 24：2017-2020 年公司广告宣传费用率及同行对比


数据来源：招股说明书（注册稿）、公司公告，西南证券整理

冠名综艺，亮相直播，持续提升品牌影响力。公司通过冠名热点综艺和亮相 KOL 直播，不断增强品牌影响力。2020 年，公司赞助了热门综艺《向往的生活 4》，产品成为其指定按摩器；还成为了刘涛入职阿里（聚划算官方优选官）直播首秀的唯一指定眼部按摩器并获得高曝光；此外还亮相了薇娅直播专场。

募投项目重视营销，不断增强品牌推广。根据公司招股说明书，公司计划将部分募集资金用于营销网络建设项目，其中包括品牌建设推广费用 3510 万元。项目将通过大流量曝光、知名 IP 合作、新媒体运营、会员纳新等多种主流方式进行品牌宣传和推广，加强公司的品牌传播力度，最终实现品牌价值的提升，进一步增强公司盈利水平。

图 25: 冠名热点综艺, 入驻 KOL 直播



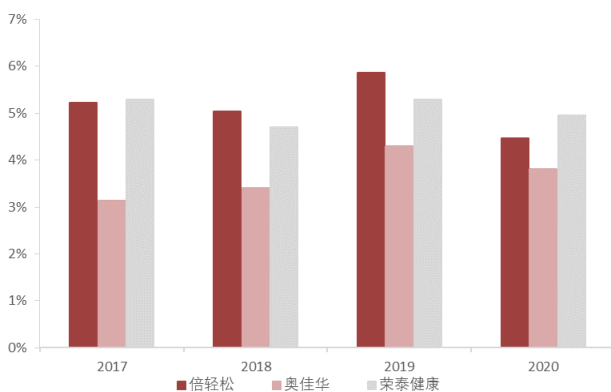
数据来源: 网站公开信息, 西南证券整理

4 研发加码技术筑底, 深耕中高端按摩小电

4.1 研发持续加码, 专利储备丰富

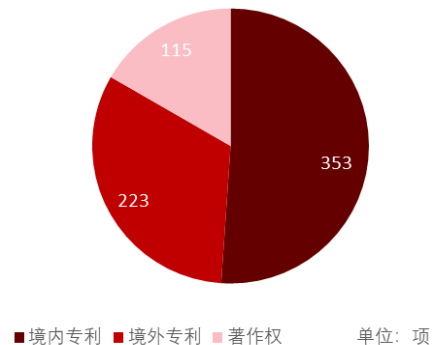
研发投入大, 储备专利多。2017-2020 年, 公司研发费用率总体上保持在行业高位。此外, 截至 2020 年, 公司及其子公司拥有境内外专利 576 项, 其中境内发明专利 54 项、境外发明专利 90 项; 拥有著作权 105 项, 其中计算机软件著作权 104 项。

图 26: 2017-2020 年研发费用率及同行对比



数据来源: 招股说明书 (注册稿)、公司公告, 西南证券整理

图 27: 2020 年公司专利及著作权



数据来源: 招股说明书 (注册稿), 西南证券整理

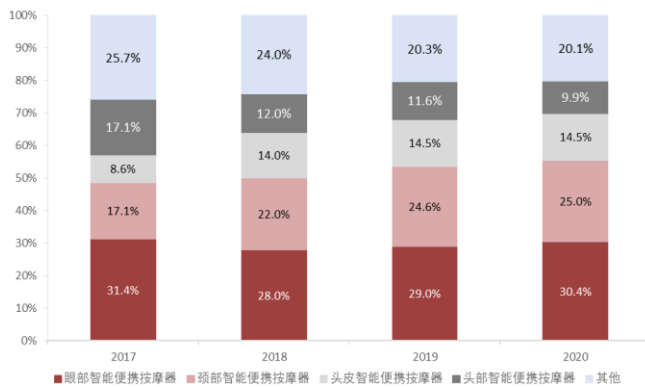
研发团队强, 队伍扩充动力足。截至 2020 年公司研发人员占比为 11.1%, 后续募投项目也会继续对研发人员队伍进行扩充。公司目前拥有专业的研发团队, 在材料研发、产品研发、工艺改进等各个环节均拥有专业人才。公司研发团队长期致力于智能便携式按摩器领域的研究与开发, 具备在较短的产品开发周期内快速开发出适应客户需求或引领市场发展的新产品的研发能力。

募投项目重研发, 软硬件齐升级。根据公司招股说明书, 公司拟使用募集资金中 8801 万用于研发中心升级建设项目。该项目将对现有研发中心进行升级, 并引进更先进的研发硬件、加大对智能化技术的投入、扩充研发人才队伍。此外, 公司还将进一步加强同高校、科研机构的合作, 提高公司综合技术实力和持续创新能力。

4.2 聚焦按摩小电赛道，深化中高端品牌定位

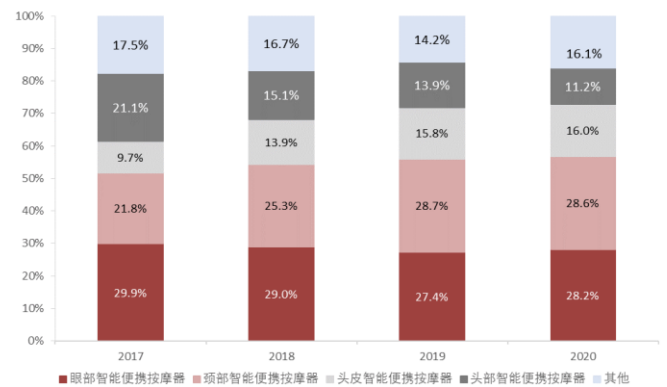
聚焦智能便携按摩器，主攻细分赛道。行业内主要企业奥佳华、荣泰健康产品以按摩椅为主，而公司将重心集中于智能便携按摩器，并形成了眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器的主要产品线。2017-2020年，公司四类主要产品的营收占比持续提升，截至2020年四类产品的营收占比合计达80%。其中，眼部、颈部按摩器成为公司的前两大产品，头皮按摩器也取得显著增长。2017-2020年，眼部产品毛利占比维持稳定，颈部、头皮产品毛利占比显著提升，成为支撑毛利的主要品类。

图 28：2017-2020 年各产品营收占比



数据来源：招股说明书（注册稿），西南证券整理

图 29：2017-2020 年各产品毛利占比



数据来源：招股说明书（注册稿），西南证券整理

产品设计秉承简约风，主打“中医+科技”卖点。2018年公司接轨国际一流设计师团队，对品牌形象进行全面升级。公司产品秉承简约风设计，兼顾轻巧便携以及可穿戴，能更好地满足商旅办公人群的健康护理和按摩保健需求。

图 30：产品简约外观设计



数据来源：淘宝 breo 倍轻松旗舰店，西南证券整理

公司产品融合现代按摩器具融合驱动技术、仿生技术、信息技术等领域前沿科技成果以及传统中医理论，主打“中医+科技”卖点。公司眼部智能便携按摩器结合针灸等中医理论，最大限度地还原真人手指揉按的手法及触感，通过点触按摩用户眼周区域、精准揉压眼周主要穴位。颈部按摩器结合中医理论仿人手指揉捏，在颈部区域实现旋转转移、平移推拿及定点按摩等多种手法。头部按摩器结合中医理论实现仿人手按摩，能够为用户提供覆盖头眼颈的一站式按摩体验。

图 31：结合传统中医理论的产品设计


数据来源：公司官网，西南证券整理

品牌定位中高端，均价超同行。公司采取中高端定位，各类产品均价明显高于市面现有按摩小电。以公司主要销售产品眼部按摩仪为例，公司天猫官方旗舰店销量第一的眼部按摩仪为例，2021年618活动价为449元，高于其他竞品。天猫作为公司主要电商平台，其眼部、颈部、头皮等多类产品主销价格区间与平台其他品牌形成差异，体现其自主品牌“breo”和“倍轻松”的中高端品牌定位。

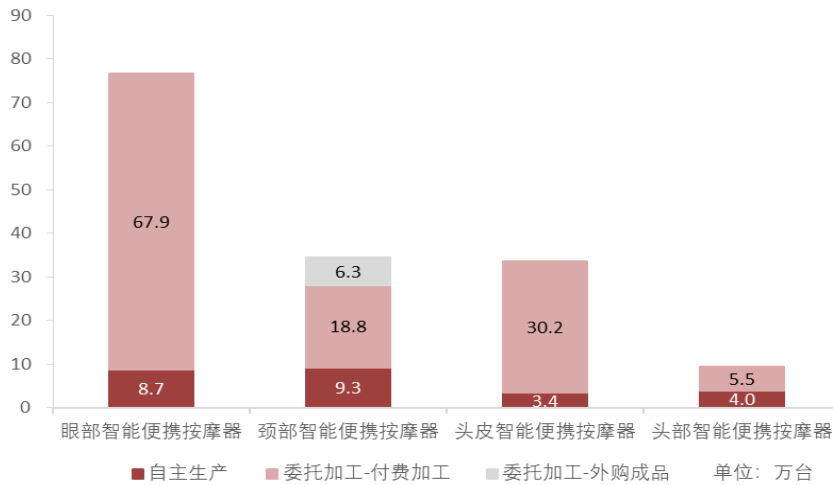
表 1：公司部分产品以及竞品零售价格

	产品	618 活动价 (元)
倍轻松	眼部按摩仪	449
	颈部按摩仪	749
	筋膜枪	599
SKG	眼部按摩仪	439
	颈部按摩仪	469
	筋膜枪	569
奥佳华	眼部按摩仪	399
	颈部按摩仪	439
	筋膜枪	559

数据来源：品牌官方旗舰店（该品类下销量第一型号），西南证券

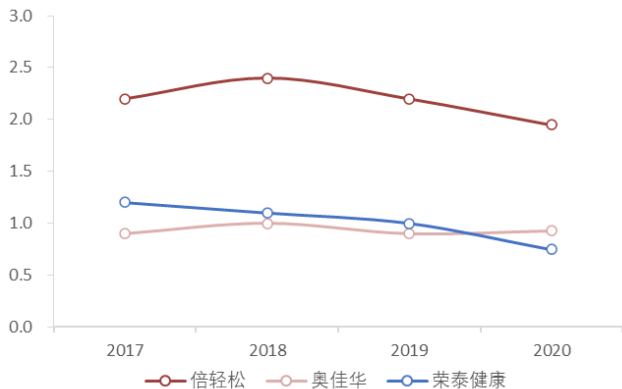
4.3 轻资产运营提效，信息化建设升级

“自主生产+委托加工”轻资产运营，营运效率提升。公司采取轻资产经营模式，主要掌握产品设计研发、品质控制和供应链管理为核心环节，目前采用自主生产与委托加工相结合的生产方式。主要产品中眼部、颈部、头部及头皮智能便携按摩器产品主要采用自主生产和委托加工下外协加工方式生产，另有部分颈部智能便携按摩器产品采用委托加工下外购成品方式生产。

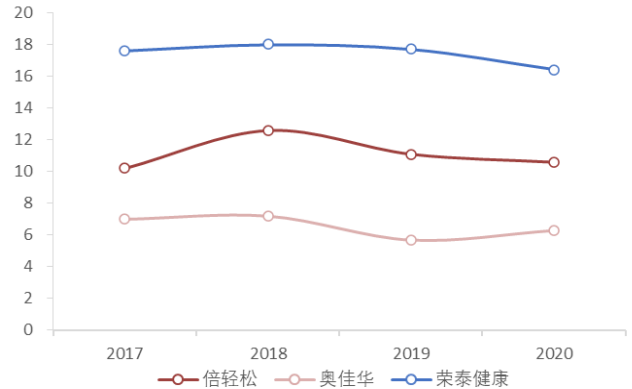
图 32：2020 年各产品自产与委托加工情况


数据来源：招股说明书（注册稿），西南证券整理

轻资产模式下公司运营高效，整体来看，公司总资产周转率、应收账款周转率等高于行业水平。2017-2020 年，公司总资产周转率为 2.2、2.4、2.2 和 1.9。2020 年受疫情影响运营效率略有下滑，但是仍然优于行业水平。

图 33：2017-2020 年总资产周转率及同行对比


数据来源：Choice 数据库，西南证券整理

图 34：2017-2020 年应收账款周转率及同行对比


数据来源：Choice 数据库，西南证券整理

募投信息化建设，运营+供应链+销售终端管理升级。根据公司招股说明书，公司拟使用募集资金中 5010 万用于信息化升级建设项目。该项目将搭建供应链管理系统、大数据系统运营系统以及对 SAP 系统进行升级优化，实现多系统平台对接，逐步实现企业智能化运营。

该项目建成后，公司一是能实现业务数据集中统一管理，提升内部运营能力。二是能对供应商统一规范管理，加强产品生产过程中的可视化，增强供应链管控能力。三是能实现门店服务智能化，加强公司的用户数据搜集能力以及精准营销能力，提升公司销售终端管理能力。

总体而言，公司产品渠道布局相辅相成。公司品牌定位中高端按摩小电，（1）重视产品研发设计，强化产品终端竞争力。（2）瞄准目标人群，线下渠道铺设多为机场高铁，优化消费者终端体验；按摩小电便携智能无需安装，线上多平台发展全面引流。（3）冠名热门综艺试水直播带货，品牌营销持续加码，不断提升消费者认知。

5 风险提示

行业竞争加剧风险；

终端零售不及预期风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn