



# 倍轻松：第三消费时代推动健康经济，智能按摩小家电龙头启航

所属行业：家用电器

## 证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120521030001

邮箱：xiely@tebon.com.cn

## 研究助理

贺虹萍

邮箱：hehp@tebon.com.cn

邓颖

邮箱：dengying@tebon.com.cn

## 投资要点

- **倍轻松主要从事智能便携按摩器设计、研发、生产、销售及服务。**公司坚持自主品牌运营，主要产品为眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器，2020年分别占总营收的30.4%、25.0%、14.5%和9.9%。公司2018年起步入快速成长期，17-20年营收CAGR为32.2%，归母净利润CAGR为50.9%，归母净利率持续提升。
- **按摩小家电行业：第三消费时代稳健增长的优质赛道。**一方面，消费升级+“老年经济”和“内卷经济”属性+亚洲地区浓厚的按摩保健文化推动行业持续增长；另一方面，第三消费时代中健康领域消费加速渗透+产品高颜值与科技感属性+高品质消费助力，倍轻松迎来成长红利。
- **产品端：中医理论融入+智能化+科技感高颜值，直击行业痛点。**倍轻松产品融入砭针灸等中医理论，最大限度还原真人手指揉按手法提升按摩疗效；并搭载自主研发的精密驱动组件使产品实现智能控制、智能传感、语音交互控制等功能；高颜值与科技感在第三消费时代中将使更多的消费者愿意支付溢价。
- **渠道端：线上B2C+线下直营店主导的全渠道布局。**公司紧抓电商机遇，线上销售占比稳步提升，并积极拓展多种B2C渠道从而减少对单一渠道的依赖度；线下以遍布机场、高铁及商场的直营渠道为主，产品聚焦高端，带动公司整体毛利率提升。
- **营销端：创新营销+借助顶流快速提升品牌力。**公司发力场景式营销，创新定制出全新轻松生活馆，并入驻热门综艺《向往的生活4》成为其指定按摩器；与薇娅、刘涛等当红明星合作直播带货，并请肖战做代言人，极大的提升了品牌知名度。
- **盈利预测：**我们预计2021-2023年公司营收分别为10.3亿元、12.9亿元、15.8亿元，同比分别增长25%、24.3%、23.1%，预计2021-2023年公司归母净利润分别为0.92亿元、1.17亿元、1.46亿元，同比分别增长30.8%、26.7%、24.2%。
- **风险提示：**按摩小家电终端需求不及预期风险、品牌激烈竞争风险、快速开店导致高营销成本挤压盈利风险。

## 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	694	826	1,033	1,285	1,582
(+/-)YOY(%)	36.6%	19.1%	25.0%	24.3%	23.1%
净利润(百万元)	55	71	92	117	146
(+/-)YOY(%)	20.8%	29.6%	30.8%	26.7%	24.2%
全面摊薄 EPS(元)	—	—	—	—	—
毛利率(%)	60.9%	58.4%	58.7%	58.9%	59.1%
净资产收益率(%)	33.4%	30.2%	28.3%	26.4%	24.7%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1. 公司概况.....	5
1.1. 历史：坚持自主创牌，多年深耕智能便携按摩器.....	5
1.2. 业务：全品类便携按摩器运营，营收稳健增长.....	5
1.3. 股权与组织架构：清晰扁平.....	6
2. 行业：第三消费时代推动，个护产品方兴未艾.....	7
2.1. 多因素助力，倍轻松迎来“健康经济”红利.....	7
2.2. 成长性优质赛道，行业稳步扩容.....	9
2.3. 竞争格局：较为分散，倍轻松定位高端引领行业.....	10
3. 公司模式详解：产品痛点精准，渠道营销稳准狠.....	13
3.1. 产品：中医理论融入+智能化，卖点十足.....	13
3.2. 渠道：线上 B2C+线下直营店主导的全渠道布局.....	13
3.2.1. 自主品牌：电商 B2C 占比快速提升，线下直营带动高毛利.....	14
3.2.2. ODM：毛利率较低，营收占比下降.....	17
3.3. 营销：创新营销+借助顶流快速提升品牌力.....	18
3.4. 研发：不断投入，产品引领，屡获奖项.....	19
4. 财务分析.....	21
5. 募投项目简析：发力门店扩张，新建研发中心.....	24
6. 盈利预测.....	25
7. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1: 倍轻松发展历程.....	5
图 2: 公司整体收入规模 (单位: 万元) .....	6
图 3: 归母净利润及同比 (单位: 万元) .....	6
图 4: 公司归母净利率持续提升 .....	6
图 5: 倍轻松股权结构 (发行前) .....	7
图 6: 倍轻松组织结构.....	7
图 7: 健康相关消费领域潜力巨大 .....	8
图 8: 中国消费社会与代际变迁.....	8
图 9: 中国 60 岁以上人口逐年增加 .....	9
图 10: 全球 vs 亚洲按摩器市场规模 .....	9
图 11: 中国居民人均医疗保健消费支出快速上升.....	10
图 12: 全球按摩仪市场规模稳步增长.....	10
图 13: 中国按摩器具规模保持较高增速.....	10
图 14: 中国小型按摩器市场格局.....	11
图 15: 眼部按摩器品牌销量竞争格局 (单位: 台) .....	11
图 16: 眼部按摩器品牌销额竞争格局 (单位: 万元) .....	11
图 17: 眼部按摩器品牌均价 (单位: 元) .....	11
图 18: 头部按摩器品牌销量竞争格局 (单位: 台) .....	12
图 19: 头部按摩器品牌销额竞争格局 (单位: 万元) .....	12
图 20: 头部按摩器品牌均价 (单位: 元) .....	12
图 21: 颈椎/腰椎按摩器品牌销量竞争格局 (单位: 台) .....	12
图 22: 颈椎/腰椎按摩器品牌销额竞争格局 (单位: 万元) .....	12
图 23: 颈椎/腰椎按摩器品牌均价 (单位: 元) .....	13
图 24: 公司产品梳理 .....	13
图 25: 公司自主品牌渠道模式拆分 .....	14
图 26: 历年收入分渠道情况 (单位: 万元) .....	14
图 27: 电商渠道收入及增速 (单位: 万元) .....	15
图 28: 电商 B2C 渠道拆分 (单位: 万元) .....	15
图 29: 电商平台入仓渠道拆分 (单位: 万元) .....	15
图 30: 公司线上渠道毛利率情况.....	15
图 31: 公司直营门店主要位于交通枢纽和 CBD.....	16
图 32: 公司线下销售模式拆分 (单位: 万元) .....	16

图 33: 公司线下直销模式收入拆分 (单位: 万元)	16
图 34: 公司线下直营门店坪效 (元/平米/月)	16
图 35: 公司线下经销商情况	17
图 36: 公司线下销售毛利率情况	17
图 37: ODM 渠道销售情况 (单位: 万元)	17
图 38: ODM 毛利率情况	17
图 39: 公司营销活动梳理	18
图 40: 公司在机场搭建“轻松茶社”	18
图 41: 公司在商圈发起“轻松蘑菇屋”快闪活动	18
图 42: 公司邀请薇娅、刘涛等直播卖货	18
图 43: 公司官网封面为最新签约的代言人肖战	19
图 44: 公司 21 年 618 天猫预售遥遥领先	19
图 45: 销售费用明细 (单位: 万元)	19
图 46: 公司部分产品创新梳理	20
图 47: 公司专利及奖项一览	21
图 48: 公司保持较高研发费用率	21
图 49: 公司在研项目梳理	21
图 50: 可比公司营业收入	21
图 51: 可比公司综合毛利率	22
图 52: 公司销售费用中推广费和职工薪酬占比较高 (单位: 万元)	22
图 53: 可比公司销售费用率	22
图 54: 公司保持较高的研发费用率	23
图 55: 管理费用率逐渐下降 (含研发费用)	23
图 56: 可比公司财务费用率	23
图 57: 公司净利率分析	23
图 58: 公司存货周转率分析	24
图 59: 公司应收账款周转率分析	24
图 60: 公司 ROE 分析	24
图 61: 公司募集资金投资项目	25

## 1. 公司概况

### 1.1. 历史：坚持自主创牌，多年深耕智能便携按摩器

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。公司智能便携按摩器产品用于为 C 端消费者提供个人健康护理与按摩保健，目前以眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器为主。产品由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发展而来。

坚持自主品牌，产品畅销全球。在国内按摩器生产企业多数缺乏自主品牌、依赖为其他知名品牌代工的背景下，公司坚持以运营自主品牌“breo”与“倍轻松”为主，ODM 为辅。公司目前自主品牌产品已销往欧美、日韩、香港、东南亚等境外市场。

深耕便携按摩器行业，不断丰富产品矩阵。公司 2000 年研发出首款眼部按摩器产品，正式进入按摩器具行业，并在此后发展中不断丰富自身产品。2005 年被深圳市政府认定为高新技术企业，2008 年推出第一款头盔式头部按摩器，2012 年推出首款智能颈部按摩器，并自 2015 年起快速响应家电智能化趋势，推动产品智能化升级。

图 1：倍轻松发展历程

时间	事件
2000	开创了首台眼部按摩器产品，小巧的机身及精准穴位按摩技术引领行业
2008	开创了头部系列产品，并研发出第一款头盔式头部按摩器，为客户缓解睡眠困扰，推进了行业革命性的进步
2010	倍轻松首款迷你按摩器产品荣获德国红点奖，在上海世博会上被授牌为健康产品主赞助商
2012-2014	推出首款智能颈部按摩器
	创新研发的产品先后荣获德国红点设计大奖、iF 设计奖、日本优良设计大奖等多项奖项
	iNcek 产品获得“最具影响力的亚洲设计”大奖
2015	加速智能化研发，迈入智能产品时代
2016	倍轻松新三板挂牌上市
2018	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
2020	启动科创板上市

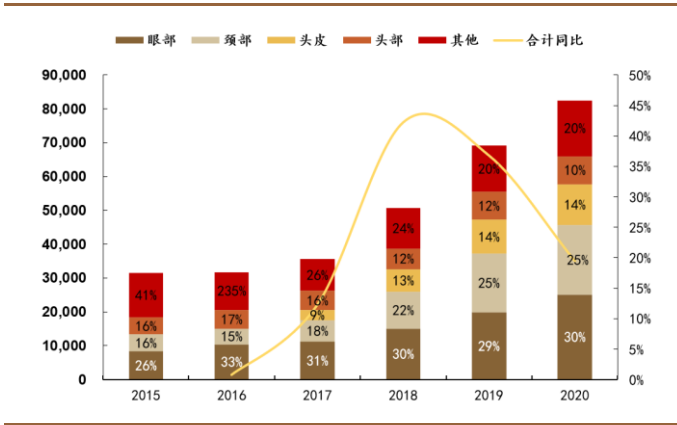
资料来源：公司官网，德邦研究所

### 1.2. 业务：全品类便携按摩器运营，营收稳健增长

公司主要产品为眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器。18-20 年公司更加聚焦主要产品，四大产品合计占总营收比重分别为 76.4%、80.1%和 79.8%，合计占营收比重逐渐提升。2020 年眼部、颈部、头皮及头部四大按摩器产品分别占营收的 30%、25%、14%和 10%。

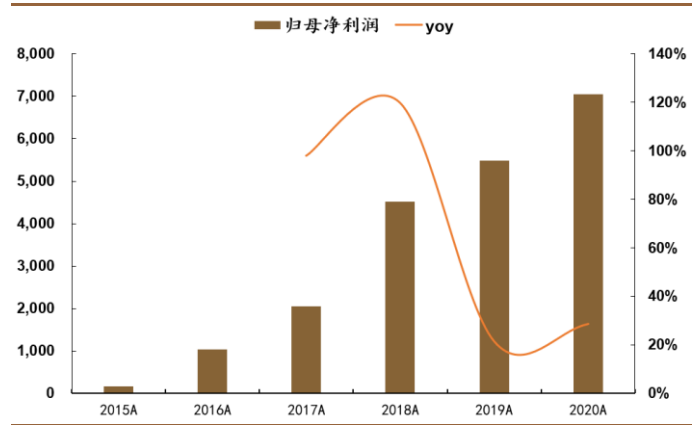
营收稳健增长，盈利能力逐渐优化。公司 18 年起步入快速成长期，18-20 年实现营收 5.1 亿元、6.9 亿元、8.3 亿元，同比+42.1%、+36.6%、+19.1%。盈利能力方面，18-20 年实现归母净利润 4510 万元、5477 万元、7046 万元，同比+119.8%、21.4%、+28.7%。归母净利率自 15 年的 0.5%显著提升至 18 年的 8.9%后基本保持稳定，20 年为 8.5%。

图 2：公司整体收入规模（单位：万元）



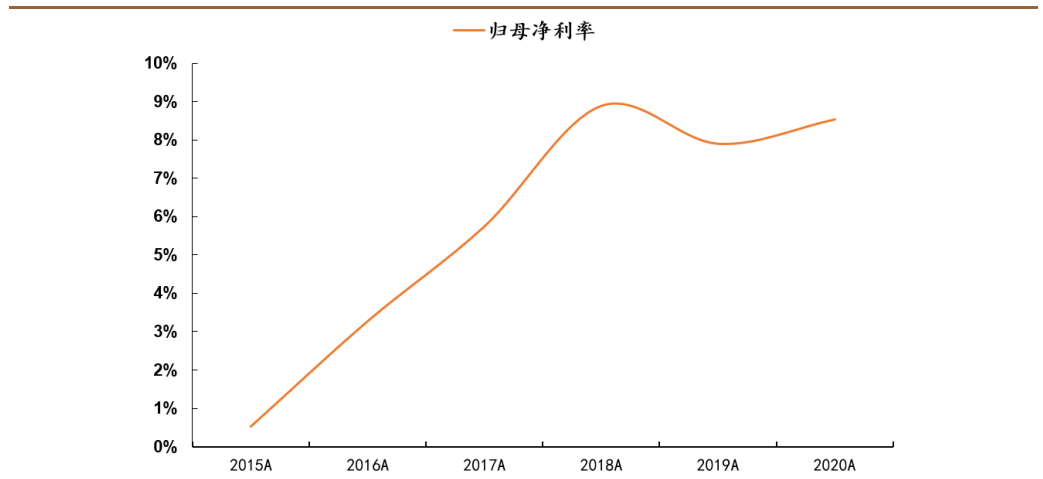
资料来源：wind，德邦研究所

图 3：归母净利润及同比（单位：万元）



资料来源：wind，德邦研究所

图 4：公司归母净利率持续提升



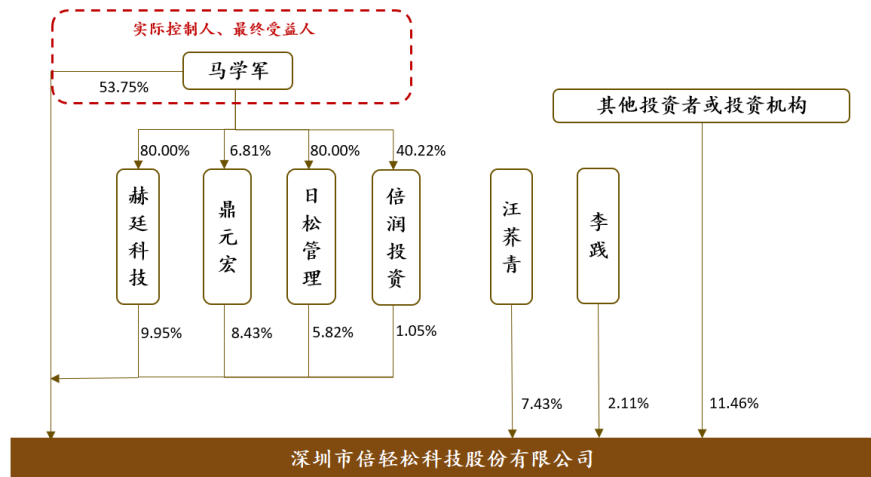
资料来源：wind，德邦研究所

### 1.3. 股权与组织架构：清晰扁平

**股权结构清晰扁平。**公司创始人马学军先生系公司董事长兼总经理，发行前直接和间接合计控制公司 70.6% 股份，为公司实际控制人。马学军先生是我国最早从事智能便携按摩器研发与推广的资深产品专家之一，拥有二十余年的健康科技产品研发经验，也是公司创始人及产品研发总带头人，全面负责公司产品与技术战略规划。汪莽青女士持股 7.4%，为公司第二大股东，李践为第三大个人股东，其余 11.5% 为其他机构投资者持有。

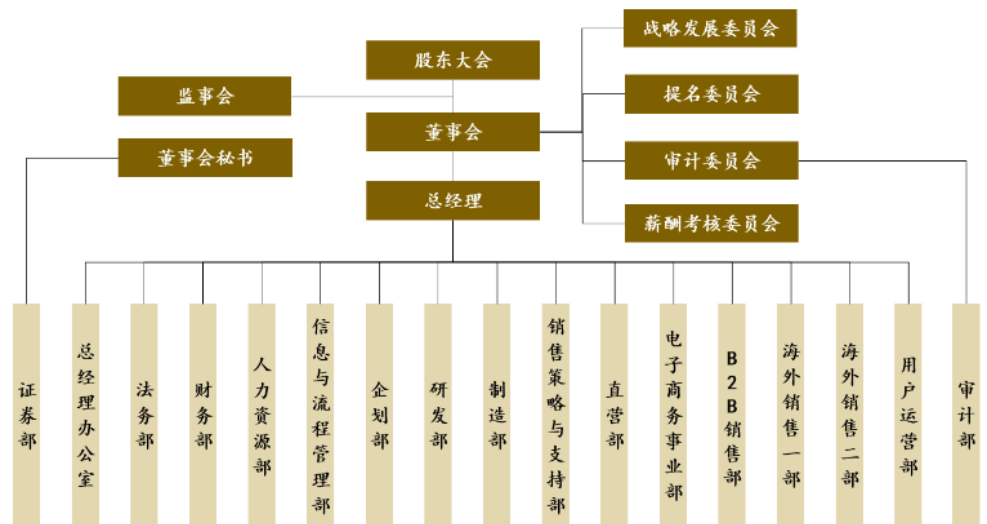
**股权激励机制完善。**公司采用间接持股的方式对高级管理人员和核心员工等进行股权激励，充分调动员工的积极性和创造性，建立健全公司长效激励机制。鼎元宏、倍润投资、赫峰正富均系以发行人员工为主体，以持有发行人股份为目的设立的持股平台。

图 5：倍轻松股权结构（发行前）



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 6：倍轻松组织结构



资料来源：招股说明书，德邦研究所

## 2. 行业：第三消费时代推动，个护产品方兴未艾

### 2.1. 多因素助力，倍轻松迎来“健康经济”红利

健康领域消费加速渗透+产品高颜值与科技感属性+高品质消费助力，倍轻松迎来成长红利。

第三消费时代健康领域消费将加速渗透。中国整体消费社会自 2015 年起已进入第三消费社会初期，对应日本第三消费时代，人们的基本消费逻辑逐渐转化为开始重视个人，注重更高的物质享受以及精神需求，我们认为中国现阶段健康相关消费领域有非常大的增长潜力。（详见我们的报告《中国的第三消费时代——重读与解构<第四消费时代>》）

第三消费时代营销能力和产品能力（外观设计、高阶品质）共同决定了收入（即能否卖出去）。倍轻松作为注重个人健康护理的消费品，兼具高颜值与科技感

属性，将在第三消费时代获得广阔的发展空间。

图 7：健康相关消费领域潜力巨大



资料来源：各公司APP，各公司官网，德邦证券研究所

从高阶耐用消费转向品质消费。第三消费时代中，消费者逐渐从耐用消费品消费转向高频次、高质量的消费，小家电从耐用消费品属性转变为快消品属性。更加注重个人消费体验的消费者愿意为高品质消费支付溢价，因此定位高端按摩小家电的倍轻松有望享受消费升级的红利。

图 8：中国消费社会与代际变迁

时代	经济	指标	婴儿潮一代	婴儿潮二代	婴儿潮三代 (8590后)	Z世代 (95后)
主流价值观			政治的，理论的 思想保守传统	理论的，经济的 注重理想，渴望成功，物质主义	经济的，审美的 崇尚个性，追求自我，物质主义	审美的，社会的 有想法有创意，敢于表达自我
第一消费社会 (1949-1985)	经济起步	年龄段 生活状态 消费	1950-1954出生 生于大家庭，条件艰苦			
	改革开放	年龄段 生活状态 消费	青少年 经历文革、改革开放等 “三转一响”	1962-1973出生 生于大家庭，条件艰苦		
第二消费社会 (1985-2015)	经济高增	年龄段 生活状态 消费	中年 努力奋斗，见证繁荣	青少年 放开高考，改革开放，迁徙创业 (农村→城市)	1986-1995出生 生于核心家庭 家里第一次买家电	
	全球第二	年龄段 生活状态 消费	中老年 和子女同住	中年 组建核心家庭；物质主义，消费欲望强	青少年 去大城市求学、迁移 (城市→一线城市)，见证互联网兴起，消费欲望强 追求大众化名牌消费	1995-2005出生 生于核心家庭，生于互联网时代 家里应有尽有
第三消费社会 (2015-今)	增速趋稳	年龄段	老年	中老年	中年	青年
		生活状态	和子女同住	夫妻居住，积蓄给孩子买房，物质主义	女性独立，未婚倾向，独居倾向，不再一味渴望经济增长，回归二线城市，注重品质生活	女性独立，未婚倾向，独居倾向，追求精神，不再一味渴望经济增长，回归二线城市，注重品质生活
	消费	品质消费，健康消费	品质消费，细分消费，注重颜值	品质消费，细分消费，注重颜值	注重颜值、个性化，品质消费，细分消费，精神需求	消费欲望强烈，追求小众化，精神需求，注重个性

资料来源：德邦证券研究所《中国的第三消费时代——重读与结构<第四消费时代>》



## 2.2. 成长性优质赛道，行业稳步扩容

我们认为，消费升级+“老年经济”和“内卷经济”属性+亚洲地区浓厚的按摩保健文化铸就按摩器具这一稳健增长的优质赛道。

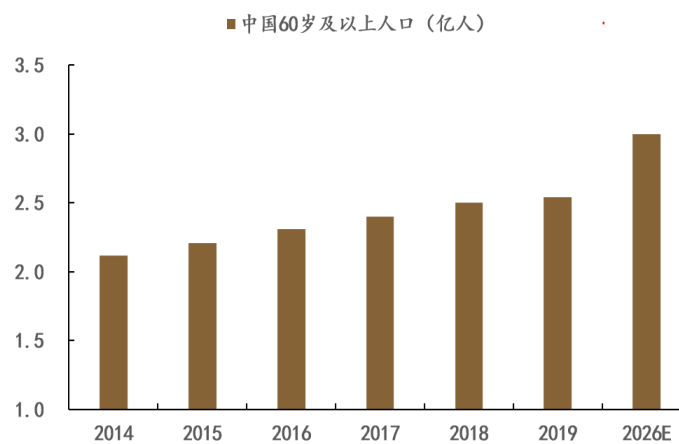
首先，按摩器具作为个人健康护理类产品，本质是人均可支配收入提升下的消费升级结果。2019年我国城镇居民人均可支配收入为42359元，15-19年CAGR为7.9%，实现高于GDP增速的稳健增长（选用19年数据是为剔除20年疫情影响）。

再次，按摩器具经济兼具“老年经济”和“内卷经济”属性，空间广阔。14-19年，中国60岁及以上老龄人口从2.12亿人增加至2.54亿人，2019年老龄人口占总人口的比例为18%，前瞻产业研究院预计2026年中国60岁及以上老龄人口预计将达到3亿人，人口老龄化将催生对按摩服务的需求。另一方面，随着一二线城市中青年上班族竞争压力的加剧，“内卷”环境对工作时间的延长，将进一步提升对按摩服务的需求。

最后，亚洲地区存在浓厚的按摩保健传统文化。现代按摩器具起源于日本，由日本在20世纪60年代研制出第一台全自动按摩椅。2020年亚洲按摩器市场规模44.57亿美元，14-20年CAGR为9.04%，高于全球8.07%的增速，21-22年仍有望保持8.4%以上的增速。

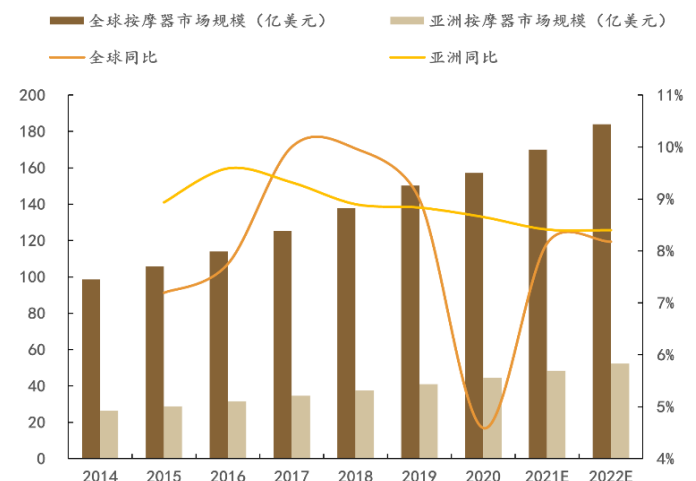
在上述因素的推动下，中国按摩器具市场保持较高增速。2020年中国按摩器具市场规模148亿元人民币，在疫情压力下仍同比+6.47%，14-19年CAGR为+9.82%，保持高增速。在消费升级+“老年经济”和“内卷经济”属性+亚洲地区浓厚的按摩保健文化的驱动下，叠加疫情消退的利好，中国按摩器具市场将保持较高增速，空间广阔。

图9：中国60岁以上人口逐年增加



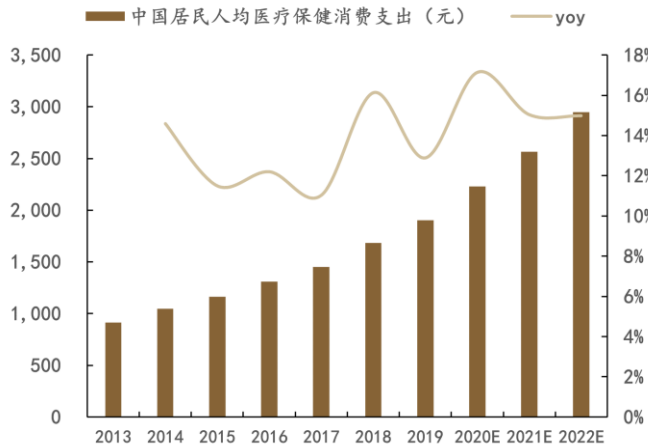
资料来源：前瞻研究院，德邦研究所

图10：全球 vs 亚洲按摩器市场规模



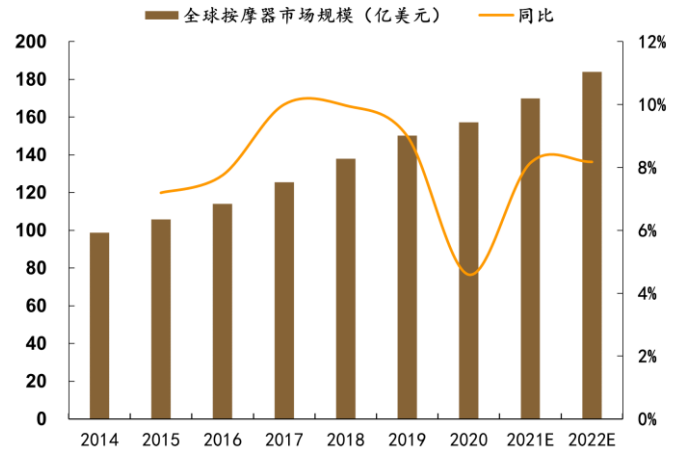
资料来源：前瞻研究院，德邦研究所

图 11：中国居民人均医疗保健消费支出快速上升



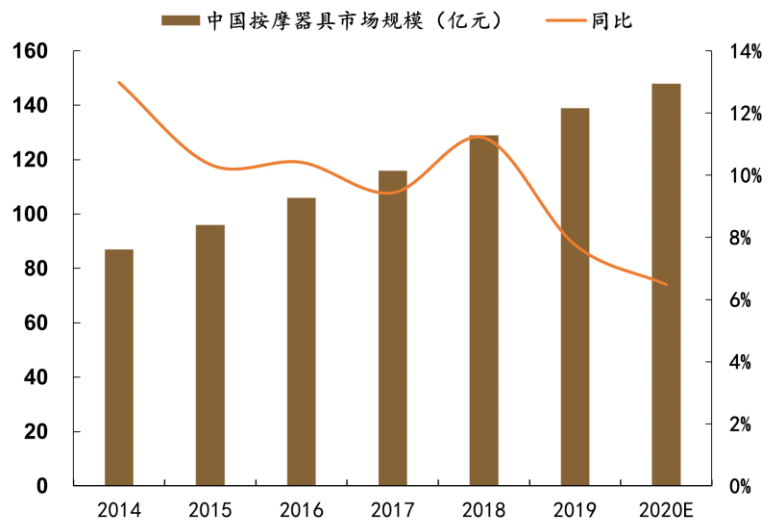
资料来源：前瞻研究院，德邦研究所

图 12：全球按摩仪市场规模稳步增长



资料来源：前瞻研究院，德邦研究所

图 13：中国按摩器具规模保持较高增速

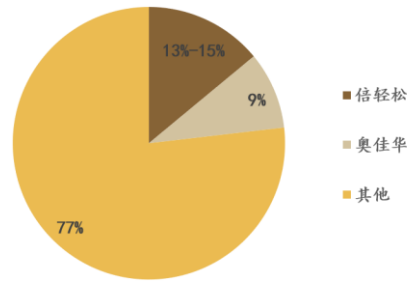


资料来源：前瞻研究院，德邦研究所

### 2.3. 竞争格局：较为分散，倍轻松定位高端引领行业

**玩家众多，竞争格局分散。**国内按摩器具各类生产企业超过 3000 家，目前上市公司中仅奥佳华占据较高市场份额（另一家按摩器公司荣泰健康主营大型按摩椅，小型按摩器总收入 1.5 亿元）。倍轻松在**小型按摩器**这一细分领域的市场占有率约为 13%-15%，在国内整体按摩器具行业的市场占有率约为 5%-7%。

图 14: 中国小型按摩器市场格局

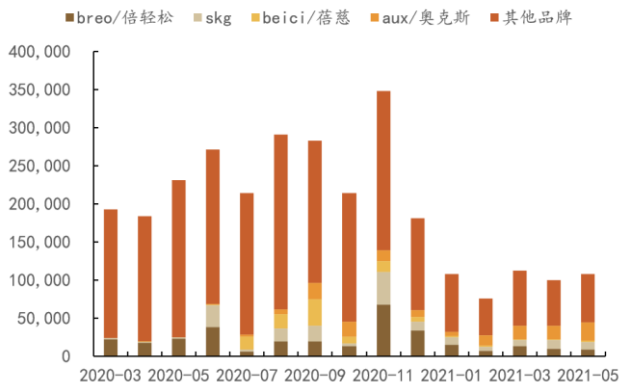


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 德邦证券研究所

我们接下来采用淘数据口径进一步分析细分品类的竞争格局。需要说明的是, 由于小型按摩器品牌分散, 细分渠道众多, 且作为新型健康小家电兴起时间较短, 因此市场上尚未有能全面客观反应竞争格局的全渠道统计数据。倍轻松作为高端品牌线下占营收比重超过 50%, 淘系销售占比为 24%, 因此我们以下采用淘数据口径计算的竞争格局或将存在一定偏差。

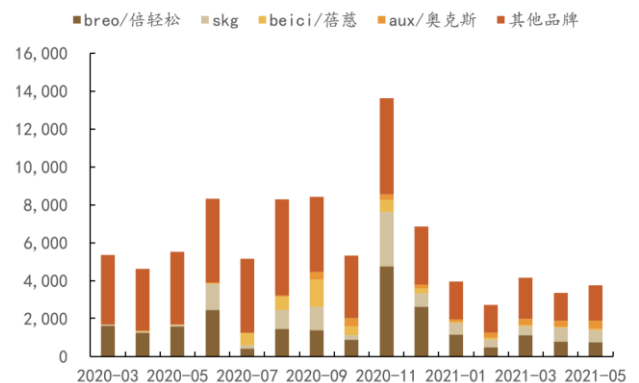
眼部按摩器作为倍轻松的发家产品, 优势较为明显。20 年 3 月-21 年 5 月, 倍轻松、SKG、奥克斯位列淘数据销量前三, 份额分别为 11.0%、6.0%和 5.3%, 销售额份额分别 25.3%、11.8%和 3.3%; 均价方面, 行业均价从 20 年 3 月的 278 元提升至 21 年 5 月的 346 元, 倍轻松定位高端, 目前均价为 802 元。

图 15: 眼部按摩器品牌销量竞争格局 (单位: 台)



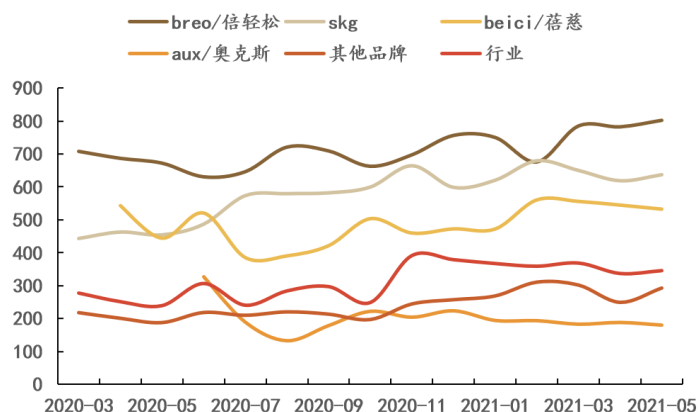
资料来源: 淘数据, 德邦研究所

图 16: 眼部按摩器品牌销额竞争格局 (单位: 万元)



资料来源: 淘数据, 德邦研究所

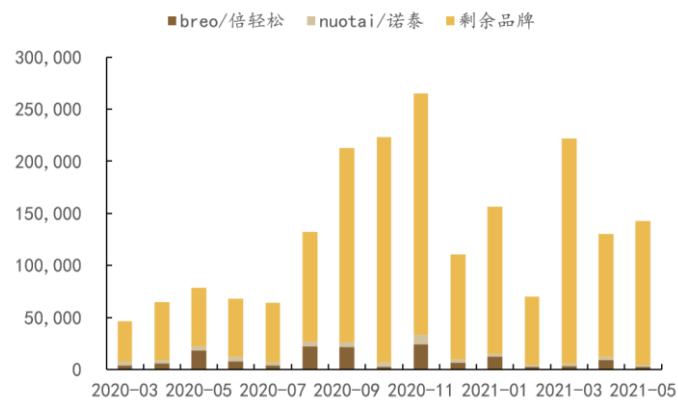
图 17: 眼部按摩器品牌均价 (单位: 元)



资料来源: 淘数据, 德邦研究所

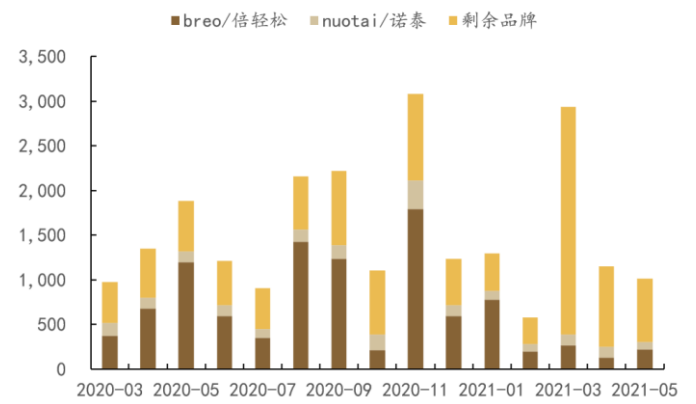
头部按摩器方面，20年3月-21年5月倍轻松销售量、销售额市占率分别为7.5%、43.4%，保持绝对领先。均价方面，由于大量低价竞争的品牌涌入，子行业均价从211元快速下降至100元左右。倍轻松销售均价在800元左右，与行业显著拉开差距，保持高端定位。

图 18：头部按摩器品牌销量竞争格局（单位：台）



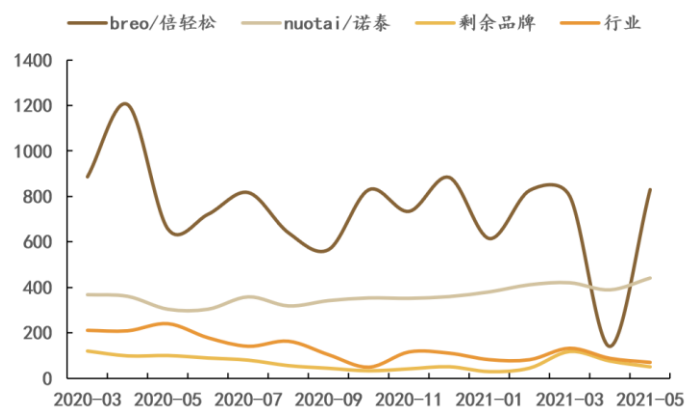
资料来源：淘数据，德邦研究所

图 19：头部按摩器品牌销额竞争格局（单位：万元）



资料来源：淘数据，德邦研究所

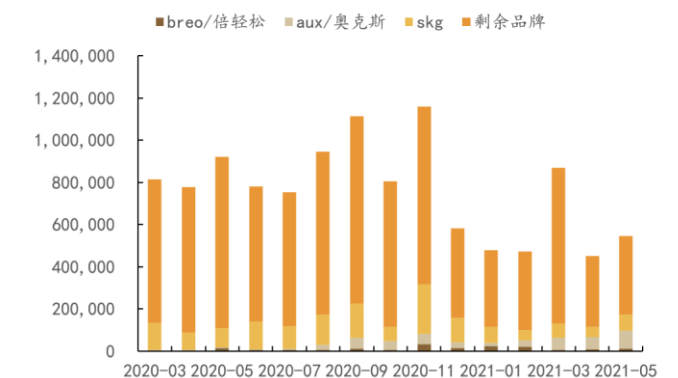
图 20：头部按摩器品牌均价（单位：元）



资料来源：淘数据，德邦研究所

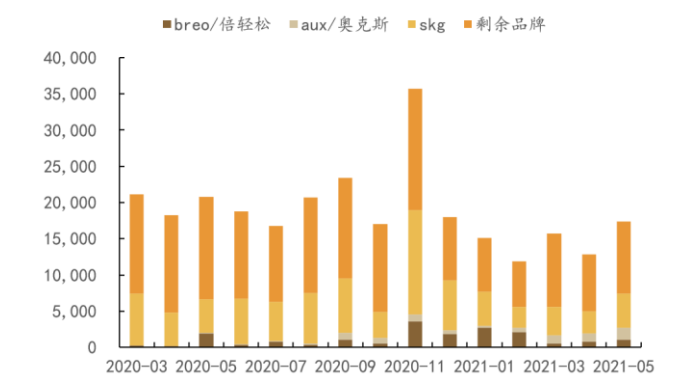
颈部按摩器方面，定位高端的倍轻松目前均价在1000元左右，约为行业均价的3倍，20年3月-21年5月销量、销售额市占率分别为1.5%、6.4%，销量和销售额份额均持续提升。定位中端的SKG、定位低端的奥克斯销售额市占率分别为30.5%和3.0%。

图 21：颈椎/腰椎按摩器品牌销量竞争格局（单位：台）



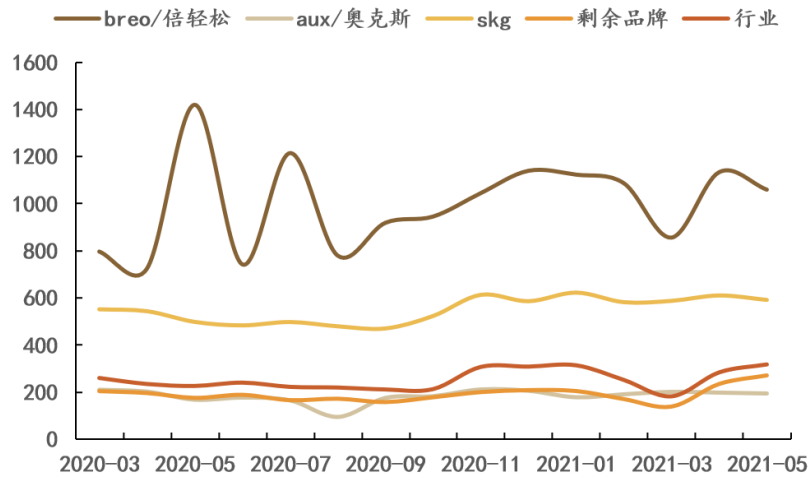
资料来源：淘数据，德邦研究所

图 22：颈椎/腰椎按摩器品牌销额竞争格局（单位：万元）



资料来源：淘数据，德邦研究所

图 23: 颈椎/腰椎按摩器品牌均价 (单位: 元)



资料来源: 淘数据, 德邦研究所

### 3. 公司模式详解: 产品痛点精准, 渠道营销稳准狠

#### 3.1. 产品: 中医理论融入+智能化, 卖点十足

产品种类丰富, 传统与现代结合卖点十足。公司四大按摩器产品一方面融入砭针灸等中医理论, 最大限度地还原真人手指揉按的手法及触感提升按摩疗效, 另一方面搭载自主研发的精密驱动组件使产品实现智能控制、智能传感、无线操控、语音交互控制等功能, 通过传统文化与科技的结合解决行业痛点。

图 24: 公司产品梳理

产品	产品亮点	细分类	重点单品	荣誉
眼部智能便携按摩器	<ul style="list-style-type: none"> <li>能在温控热敷、调频振动、机械揉捏、音乐放松等功能配合下, 结合砭针灸等中医理论, 最大限度地还原真人手指揉按的手法及触感。</li> </ul>	气压按摩式 机械按摩式 触感按摩式	iSeeM/iSeeX Eye1 iSeeK	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014年, iSee4型产品获德国iF设计奖;</li> <li>2017年, Eye1型产品获德国iF设计奖;</li> <li>2017年, iSee4型和iSee16型产品获澳大利亚优良设计奖;</li> <li>2019年, iSeeM型产品获德国iF设计奖, iSee4型产品获中国外观设计银奖。</li> </ul>
颈部智能便携按摩器	<ul style="list-style-type: none"> <li>能在温控热敷、音乐放松等功能配合下, 结合中医理论仿人手指压揉捏, 在颈部区域实现旋转移、平移推拿及定点按摩等多种手法。</li> </ul>	揉捏式 环颈揉捏推拿式 机械揉捏式 自适应充气揉捏式	iNeck2 iNeck3 iNeckMini iNeckAir2	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013年, iNeck型产品获得亚洲最具影响力设计奖;</li> <li>2014年, iNeck2型产品获得日本优良设计奖与香港工商业奖;</li> <li>2018年, iNeck2型产品获得中国外观设计优秀奖。</li> </ul>
头部智能便携按摩器	<ul style="list-style-type: none"> <li>集推拿、按压、温控热敷、智能头围调节、音乐放松等功能于一体, 结合中医理论实现仿人手按摩, 为用户提供覆盖头颈的一站式按摩体验。</li> <li>不同型号产品分别拥有可视镜面与可拆卸面罩等功能。</li> </ul>		iDreamX	<ul style="list-style-type: none"> <li>多次获得重要奖项。</li> </ul>
头皮智能便携按摩器	<ul style="list-style-type: none"> <li>采用多触头3D立体按摩与防水亲肤设计, 能结合开、合、推、拉、揉、抓等按摩手法进行全方位运动揉抓。</li> <li>新一代头皮智能便携按摩器配有近红外灯, 能够进一步提高头皮按摩过程的舒适度。</li> </ul>		Scalp ScalpMini	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015年, Scalp型产品获德国红点设计奖;</li> <li>2016年, 产品获中国外观设计优秀奖;</li> <li>2018年, ScalpMini型产品获澳大利亚优良设计奖;</li> <li>2019年, Scalp2型产品获德国红点设计奖, ScalpMini型产品获德国iF设计奖。</li> </ul>

资料来源: 招股说明书, 公司官网, 德邦研究所

#### 3.2. 渠道: 线上 B2C+线下直营店主导的全渠道布局

### 3.2.1. 自主品牌：电商 B2C 占比快速提升，线下直营带动高毛利

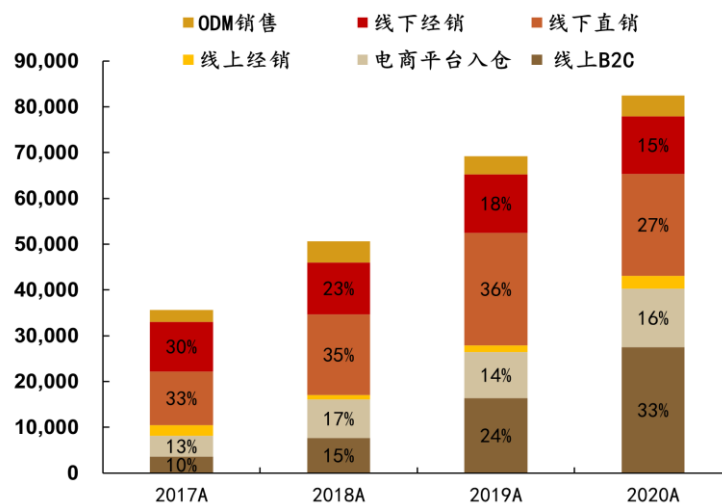
自主品牌销售方面，公司线上渠道分为线上 B2C、电商平台入仓、线上经销三种，线下渠道分为直销和经销两种。公司线上销售占比逐年提升，从 17 年的 29% 提升至 19 年的 40%，疫情进一步推动公司 20 年线上销售占比提升至 52%。

图 25：公司自主品牌渠道模式拆分

销售渠道	具体渠道	20年收入(亿元)	占比
线上	线上B2C	• 京东POP、 • 天猫 • 亚马逊等	2.7 33%
	电商平台入仓	• 京东自营 • 唯品会等	1.3 16%
	线上经销	• 线上经销商	0.3 3%
线下	线下直销	• 机场、高铁站 • 中高端商场	2.2 27%
	线下经销	• 中免集团 • 云朵 • 梨山(上海)等	1.3 15%

资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 26：历年收入分渠道情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书，德邦研究所

#### (1) 线上渠道

公司线上销售快速提升，18-20 年分别实现营收 1.7 亿元、2.8 亿元、4.3 亿元，同比+63.1%、+63.4%、+54.8%。线上渠道中，B2C、电商平台入仓、线上经销 20 年分别占比 63.7%、29.7%和 6.6%。

**B2C 渠道占比显著提升。**B2C 目前是公司线上的主要销售渠道，20 年占线上销售比重达到 63.7%。B2C 渠道中天猫贡献主要销售，占到公司线上销售的 50%。公司 17 年起积极拓展多种 B2C 渠道，逐渐降低对天猫的依赖度，疫情爆发前京东 pop、亚马逊等平台收入合计占 B2C 比重已接近 40%。

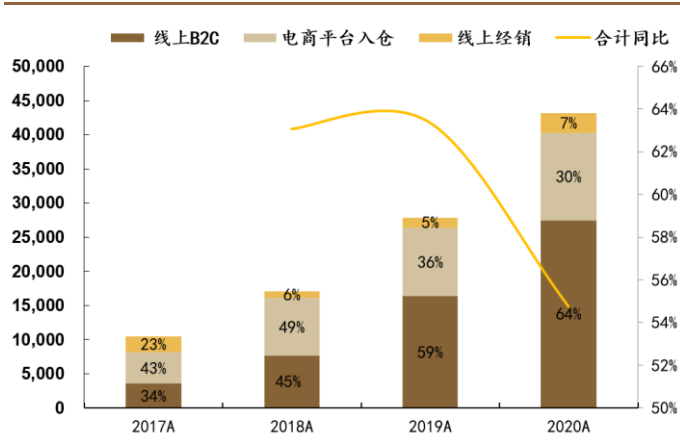
电商平台入仓渠道中，京东自营占据绝对份额。电商平台入仓 18-20 年增速

分别为+84.3%、+19.7%、+27.7%，京东自营占比目前在90%以上。

线上经销商占比约6.6%，主要经销商主要包括苏宁、以梦为马等，17-20年收入占电商渠道销售比重较为平稳。

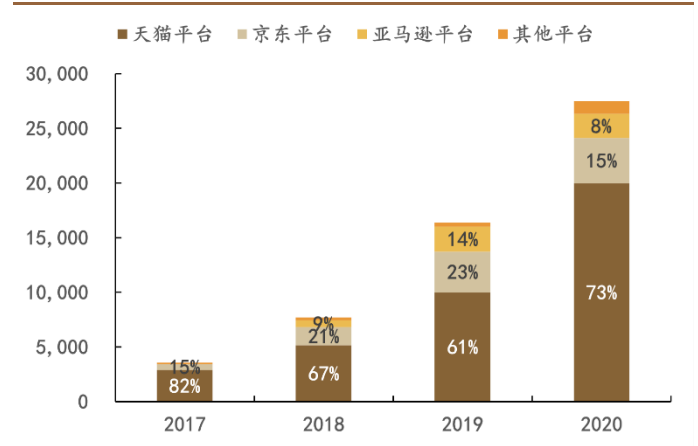
毛利率方面，公司20年线上销售整体毛利率为56.9%，相较17年提升4.2pct。由于天猫议价能力提升，线上B2C毛利率呈下降趋势，20年相比17年下降4.4pct，经销毛利率相比17年提升10.7pct，达到49.3%。

图 27：电商渠道收入及增速（单位：万元）



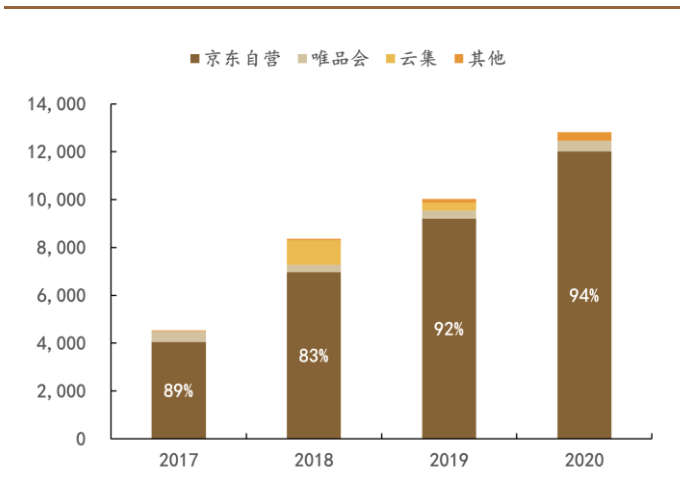
资料来源：wind，德邦研究所

图 28：电商 B2C 渠道拆分（单位：万元）



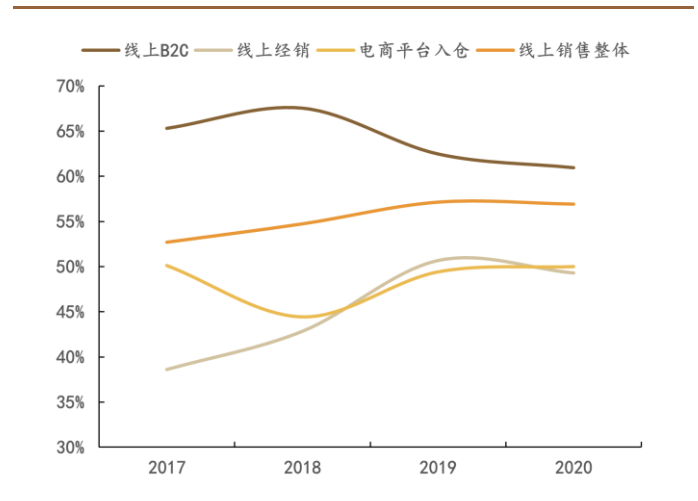
资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 29：电商平台入仓渠道拆分（单位：万元）



资料来源：wind，德邦研究所

图 30：公司线上渠道毛利率情况



资料来源：招股说明书，德邦研究所

## (2) 线下渠道

公司18-20年线下实现营收2.9亿元、3.7亿元、3.5亿元，同比分别+28.3%、+29.1%、-6.8%，在小家电购物线上化的趋势下，增速低于公司营收整体增速，且20年受疫情影响增速转负。具体来看，公司线下渠道分为直销模式和经销模式两种。

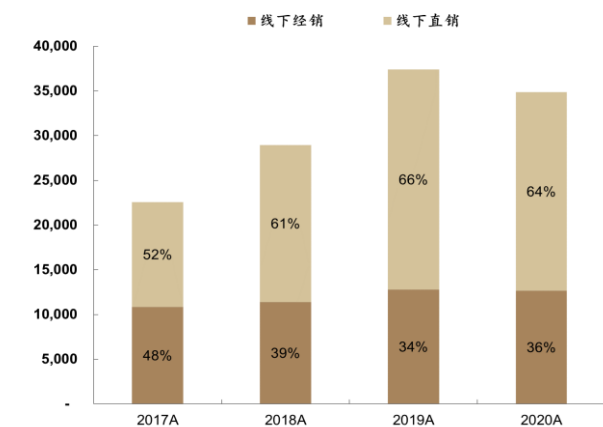
图 31：公司直营门店主要位于交通枢纽和 CBD



资料来源：招股说明书，德邦研究所

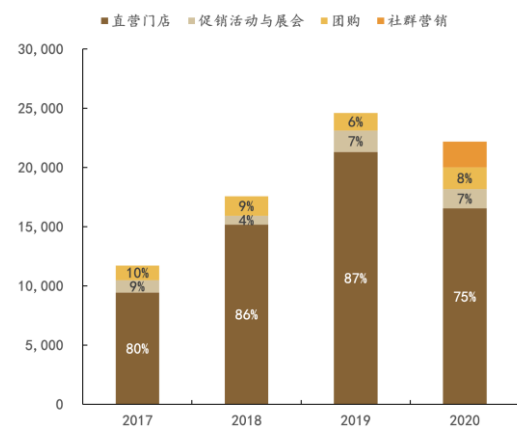
直销模式下，公司主要通过机场、高铁及商场等区域设立直营门店销售产品，17-19 年占总营收的比重为 30% 左右，20 年下降至 20.1%；此外还有促销活动与展会、团购以及 20 年兴起的社区团购渠道，合计销售仅占 2020 年营收的 6.8%。

图 32：公司线下销售模式拆分（单位：万元）



资料来源：招股说明书，德邦研究所

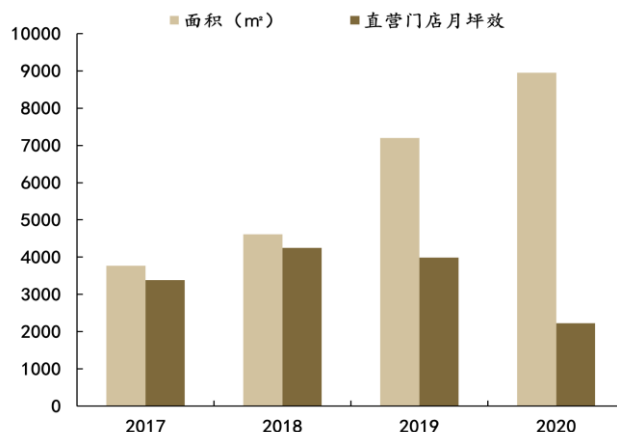
图 33：公司线下直销模式收入拆分（单位：万元）



资料来源：招股说明书，德邦研究所

19 年公司直营门店坪效为 3993 元/平米/月，复合 17 年增速为 8.7%；20 年受疫情冲击降至 2226 元/平米/月，未来随着疫情的消退将如期回暖。

图 34：公司线下直营门店坪效（元/平米/月）



资料来源：wind，德邦研究所



公司线下经销模式占线下销售的 35%左右，18-20 年前五大经销商合计占线下经销的比重逐渐提升。

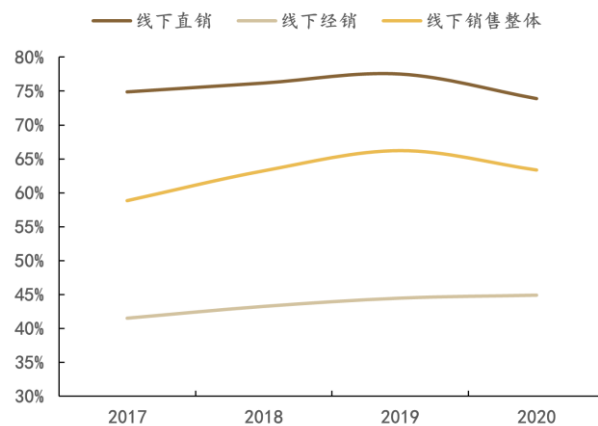
图 35：公司线下经销商情况

前五大经销商	2018	2019	2020
云朵		17.0%	34.3%
中国免税品(集团)有限责任公司	8.3%	17.0%	27.4%
梨山(上海)科技发展有限公司		5.5%	5.7%
南京宇顺电子科技有限公司			3.4%
江苏航天信诺信息科技有限公司			3.0%
TENMINDSO., LTD	15.4%	11.1%	
深圳市顺电连锁股份有限公司	7.9%		
上海海牙湾贸易有限公司		4.8%	
四川长虹佳华信息产品有限责任公司	6.8%		
KIDENCO., LTD	6.2%		
合计占线下经销比重	44.6%	55.4%	70.7%

资料来源：招股说明书，德邦研究所

线下销售各渠道毛利率相差较大。直销渠道产品以高端为主，毛利率在 75%左右，线下经销毛利率为 44.9%。线下整体毛利率在 60%以上，高于线上渠道。

图 36：公司线下销售毛利率情况

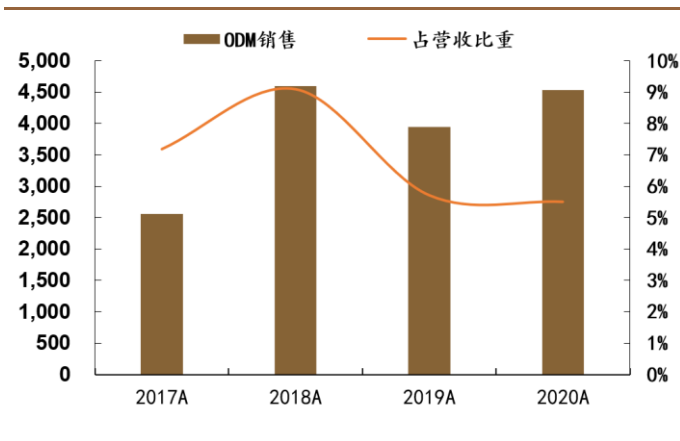


资料来源：招股说明书，德邦研究所

### 3.2.2. ODM：毛利率较低，营收占比下降

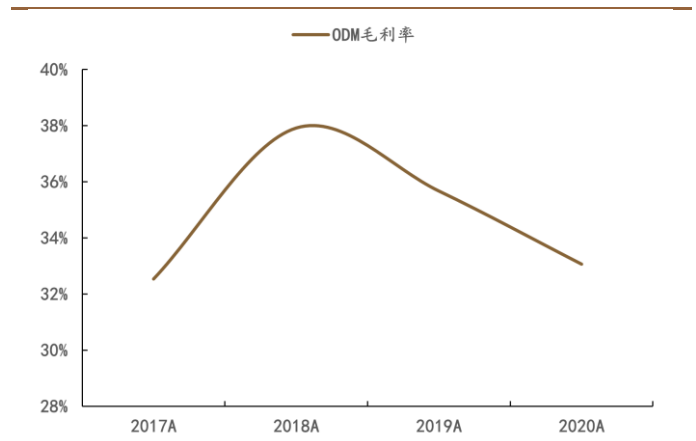
公司 ODM 客户主要包括傲胜、BORK 等企业，17-20 年占营收比重从 7.2% 降至 5.5%，其中傲胜+BORK 占比在 80%左右，毛利率在 35%左右。

图 37：ODM 渠道销售情况 (单位：万元)



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 38：ODM 毛利率情况



资料来源：招股说明书，德邦研究所

### 3.3. 营销：创新营销+借助顶流快速提升品牌力

**多种创新营销手段提升品牌知名度。**公司19年起发力场景式营销，搭建“轻松茶社”联合网红茶饮，创新定制出集合按摩SPA、熏香放松、养生茶饮的全新轻松生活馆，增强沉浸式体验。20年6月入驻热门综艺《向往的生活4》，成为其指定按摩器；同时公司紧抓综艺的火爆期，将综艺中的蘑菇屋元素搬至线下，在十余个城市发起“轻松蘑菇屋”快闪活动，取得了良好的宣传效果。

**借助互联网顶流加速品牌宣传。**在《向往的生活4》中，公司邀请“带货女王”薇娅带货最新款眼部按摩器 iSee X Pro；与刘涛直播间合作，通过刘涛、刘敏涛直播首秀推广 iSeeX 眼部按摩器。今年5月31日，公司官宣当红小生肖战为代言人，引爆618。公司21年618天猫预售（5.24-5.31）及第一阶段（6.1-6.3）的销售额及销售量在按摩器材领域遥遥领先，显著高于第二名。

图 39：公司营销活动梳理

时间	营销
2019	9月开始在各机场搭建“轻松茶社”，即联合网红茶饮，创新定制出集合按摩SPA、熏香放松、养生茶饮的全新轻松生活馆，打造放松身心灵的生活空间，增强品牌效应。
2020	6月入驻热门综艺《向往的生活4》，成为其指定按摩器： <ul style="list-style-type: none"> <li>从线上到线下。倍轻松将综艺中的蘑菇屋元素搬至线下，在十余个城市发起“轻松蘑菇屋”快闪活动，打造沉浸式体验。</li> <li>薇娅带货。在第三期中邀请“带货女王”薇娅带货最新款眼部按摩器 iSee X Pro。</li> </ul>
2021	5月14日通过刘涛、刘敏涛直播首秀推销 iSeeX 眼部按摩器。 5月31日官宣肖战为公司代言人，引爆618。

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 40：公司在机场搭建“轻松茶社”



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 41：公司在商圈发起“轻松蘑菇屋”快闪活动



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 42：公司邀请薇娅、刘涛等直播卖货



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 43: 公司官网封面为最新签约的代言人肖战



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

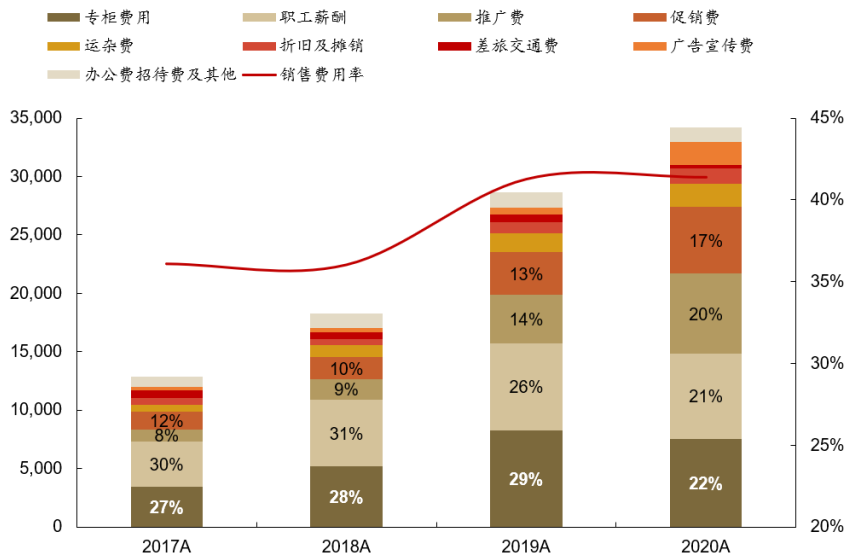
图 44: 公司 21 年 618 天猫预售遥遥领先

2021年618截至6.3				
排名	品牌	销售额(万元)	销售量(件)	均价(元)
按摩器材				
1	倍轻松	7160	72832	983
2	SKG	2518	37388	674
3	AUX	409	19153	214
眼部按摩器/润眼仪				
1	倍轻松	1833	14367	1276
2	SKG	360	5845	617
3	AUX	64	2713	236
头部按摩器				
1	倍轻松	1051	18718	561
2	诺泰	15	321	463
3	HKA	13	609	209
颈椎/腰椎按摩器				
1	倍轻松	4165	36214	1150
2	SKG	1888	26675	708
3	攀高	211	4568	462

资料来源: 魔镜市场情报, 德邦研究所 (注: 数据为天猫渠道, 统计区间为预售(5.24-5.31)及第一阶段(6.1-6.3))

公司销售费用率较高且呈逐年上升, 20 年销售费用率 41.4%, 相较 17 年提升 5.23pct。公司近年加大广告投放力度, 加速打造品牌知名度, 17-20 年广告宣传+推广费用合计占销售费用比重从 10.7% 显著提升至 25.8%。本次 IPO 亦将 50% 以上的募资额用于营销网络建设项目。

图 45: 销售费用明细 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所



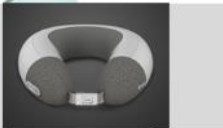



### 3.4. 研发: 不断投入, 产品引领, 屡获奖项

公司善于融合多种学科进行全方位的系统研发。公司的便携式按摩器融合驱动技术、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发展而来, 其底层的技术创新涉及动力及传动系统组件、仿生按摩运动实现、产品内外部结构、工况静音性能、生命体征检测与传感、人机交互等方面。公司产品目前已实现智能控制, 即用户能够通过移动终端对按摩器进行控制, 或者通过语音进行人机交互; 同时, 经用户允许后公司能够通过物联网、云平台等收集产品使用数据, 进一步了解用户需求和产品性能表现。

不断进行研发投入领跑行业。公司在营收高速增长的同时保持稳定的研发投

入, 18-20 年研发费用率分别为 5.04%、5.86%和 4.46%, 17-20 年研发费用 CAGR 达 25.5%。目前公司已拥有境内外专利 576 项, 并多次荣获德国红点奖、IF 设计奖、日本优良设计奖等国际知名奖项。截至 20 年底公司有 4 个在研项目, 整体达到行业较先进水平。

图 46: 公司部分产品创新梳理

品类	产品型号	图片	天猫旗舰店到手价	产品创新
眼部按摩器	iSeeX		499	气压按摩式产品采用可折叠设计, 拥有 3D 立体气压按摩、仿人手温控热敷及静心引导等功能, 其自然气压囊能够给予眼周不同按摩压力, 同时贴合感更强、避免按压眼球
	iSeeM		1199	采用智能暖流空气按摩技术, 舒缓熬夜眼淡化黑眼圈, 韩国进口蛋白皮内衬, 亲肤舒适, 轻贴眼眸, 如婴儿肌肤触感。
	eye1		1588	采用人体工学设计, 贴合人体脸部轮廓, 其柔软触头 3D 机械按摩穴位更加精准舒适
	iseek		1380	自适应高频共振技术实现虚拟触感式按摩, 产品采用可视化零压感设计, 同时其创新点震按摩技术实现了按摩触点独立控制、自适应音频共振, 间歇性长短振可在点对点准确触动眼周各穴位的同时避免拉扯眼部肌肤。
颈部按摩器	iNeckAir		799	产品可在仿人手指压按摩的同时提供多热源热疗, 卸下手拉带后还可适用于手部、腹部及四肢的按摩
	iNeckAir2		1199	自适应充气揉捏式产品的机身可自动充气、按摩触头可自动伸缩, C 型环颈设计舒适支撑颈椎弧线, 3D 圆润按摩触头旋转揉捏按摩颈椎两侧斜方肌、放松紧绷肌肉
	iNeck3Pro		1980	环颈揉捏推拿式产品采用 200 度环颈的舒适支撑设计, 内置 3D 圆润触头能够仿照手指关节推拿完成强有力的双向揉捏动作, 同时自适应调节智能技术能够滑动按摩颈侧肌肉群, 适用于不同脖形用户
	iNeck4		2499	博古曲线托扶, 人体工学设计, 更好承担头部重量、减轻颈椎负担
	iNeckMini		1699	机械揉捏式产品采用按摩头仿生手指设计, 能够运用拿捏手法按摩颈部穴位、放松肩颈肌肉酸痛
	iNeckM2		799	
	脉冲BR110		399	利用弱电流, 模拟真人敲打、按摩、推拿、揉捏等真实感, 舒活肌肉、减少酸痛, 减少颈椎不适
头部按摩器	iDreamX		1299	配有天猫精灵 AI 按摩, 头颈眼三合一, 眼部中孔可视化设计, 按摩同时不影响视线; 热敷 42-47°C 实时感温、控温稳定
	iDream3s		999	智能气压+软体按摩钉+太阳穴仿真人手+风池穴温感热敷, 可视镜面, 无线按摩, 一键式开关
	iDream5S		3300	全能空气按摩技术, 一体按摩头、眼、颈多穴位同步, 一键式头围调节拨盘, 150 个按摩触手

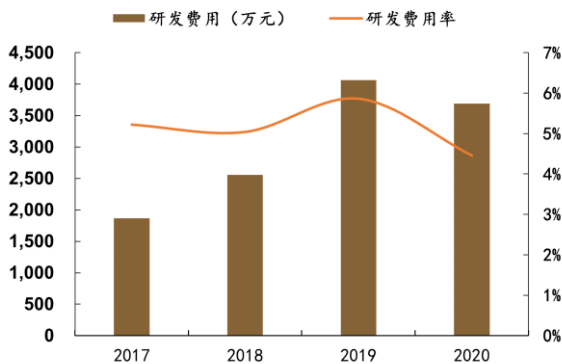
资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

图 47：公司专利及奖项一览

发明专利	重要奖项	企业荣誉
拥有的境内外专利合计576项，其中： • 境内发明专利54项； • 境外发明专利90项； • 著作权合计115项，其中计算机软件著作权104项。	• 德国红点设计奖2项； • 德国iF设计奖4项； • 日本优良设计奖1项； • 澳大利亚优良设计奖3项； • 香港工商业奖1项； • 中国外观设计银奖1项； • 中国外观设计优秀奖2项等。	• 国家高新技术企业； • 国家知识产权优势企业； • 广东省知识产权优势企业； • 广东省知识产权示范企业； • 深圳市知识产权优势企业。

资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 48：公司保持较高研发费用率



资料来源：wind，德邦研究所

图 49：公司在研项目梳理

项目名称	报告期内累计投入金额 (万元)	拟达到目标及与行业水平比较
新一代环颈式颈部按摩器研发项目	1254	研发具备颈部热敷、语音交互控制等功能的智能物联网型颈部按摩器。该项目整体达行业较先进水平。
机械揉捏式眼部按摩器研发项目	466	研发具备仿生人手按摩、语音交互控制等功能的智能互联网型仿生按摩器。该项目整体达行业较先进水平。
生命体征检测技术研发项目	793	研发和改进智能穿戴检测心率、血压、心电、脑电等特征的技术。该项目整体达行业较先进水平。
智能按摩器IoT平台系统研发项目	834	研发可接入各种智能按摩器并提供远程数据管理等功能的IoT平台系统。该项目整体达行业较先进水平。

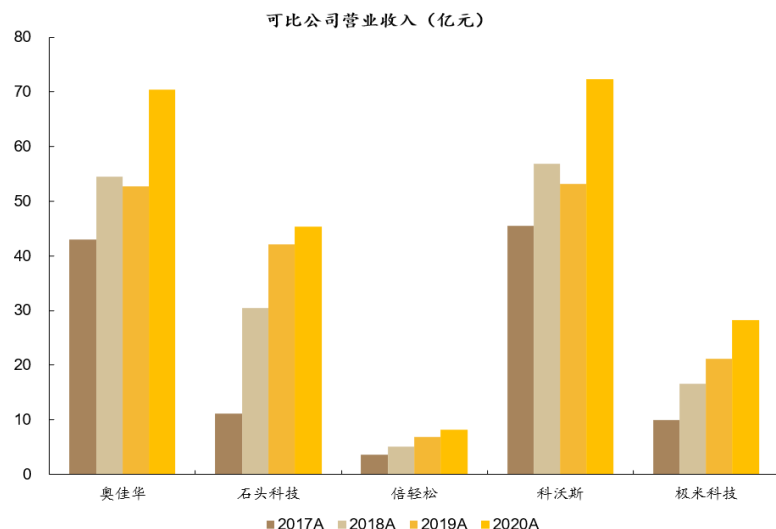
资料来源：招股说明书，德邦研究所

## 4. 财务分析

### (1) 盈利能力分析

**营业收入：**公司 18-20 年实现营收 5.1 亿元、6.9 亿元、8.3 亿元，同比+42.1%、+36.6%、+19.1%，20 年受疫情影响仍保持较高增速，17-20 年公司 CAGR 为 32.2%。

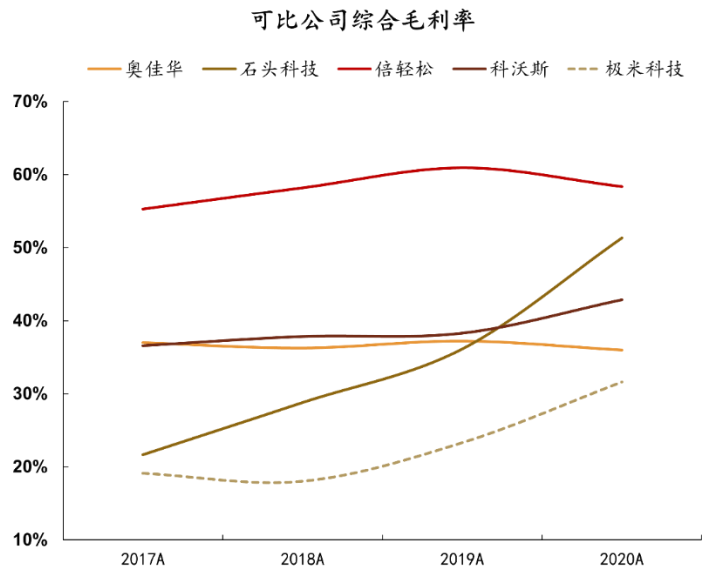
图 50：可比公司营业收入



资料来源：wind，德邦研究所

**毛利率：**18-20 年倍轻松毛利率分别为 58.2%、60.9%和 58.4%，毛利率较为稳定。公司产品的智能化程度、精密程度更具竞争优势，进一步增强了公司与客户的议价能力，毛利率较高。

图 51：可比公司综合毛利率



资料来源：招股说明书，德邦研究所

**销售费用率：**倍轻松的销售费用率水平高于可比公司且逐年上升，主要原因系：

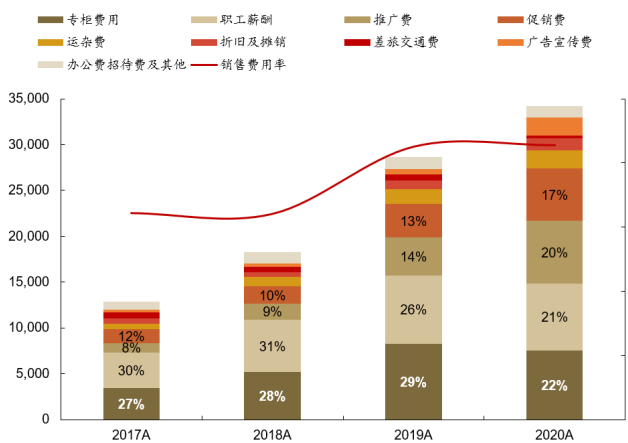
奥佳华平均外销比例较大，其外销业务基本采用 ODM 方式进行销售，销售费用率较低

石头科技产品中有部分为小米代工，销售费用率较低。

倍轻松直销比例较大，在直销渠道下，公司线上平台的推广费和线下门店的租赁费、销售人员的薪酬支出较大。

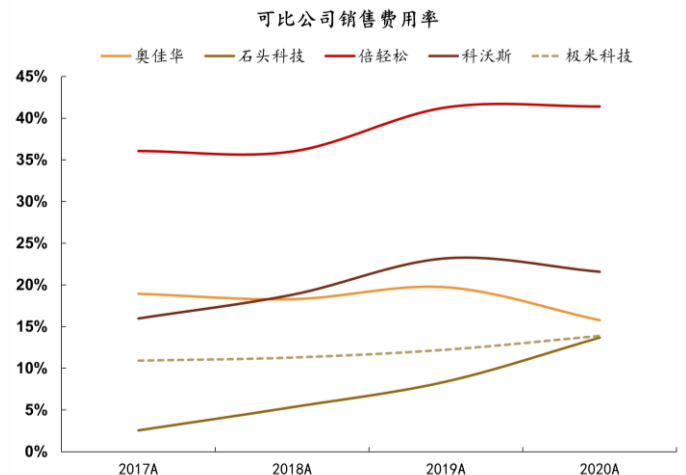
公司线下直营门店固定成本较高，随着线上渠道销售占比不断增加，公司整体销售费用率有望改善，带来利润率提升。

图 52：公司销售费用中推广费和职工薪酬占比较高（单位：万元）



资料来源：招股说明书，德邦研究所

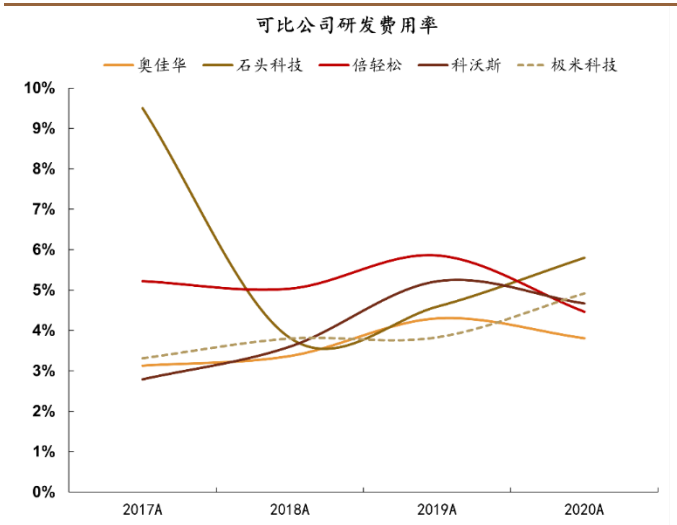
图 53：可比公司销售费用率



资料来源：招股说明书，德邦研究所

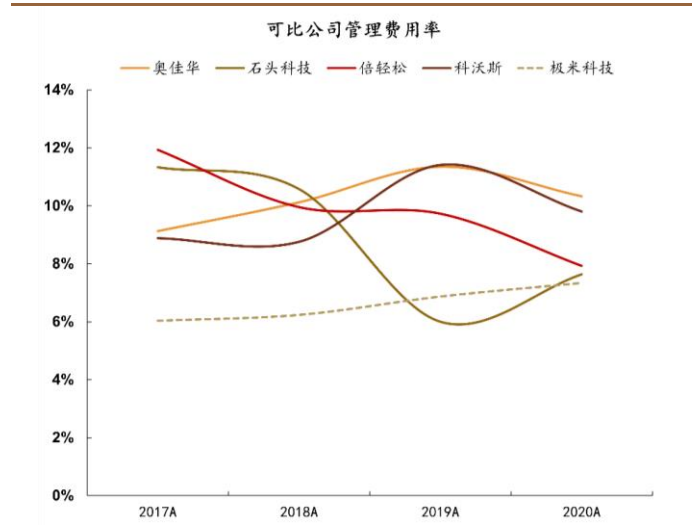
**研发费用率：**20 年公司研发费用率 4.5%，与科沃斯和极米科技相近。公司产品定位同行业高端，公司为保持产品的竞争力持续投入较高的研发费用，研发费用率料将保持稳定。

图 54：公司保持较高的研发费用率



资料来源：wind，德邦研究所

图 55：管理费用率逐渐下降（含研发费用）

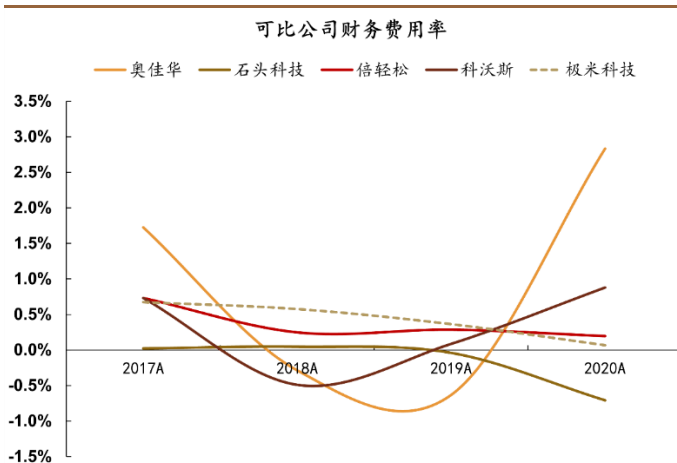


资料来源：wind，德邦研究所

**管理费用率（含研发费用）：**公司 20 年管理费用率 7.9%，在可比公司中较低。随着公司品牌效应的增强以及规模效应的凸显，公司管理费用率从 17-20 年持续下降，预计公司管理费用率将随着销量的规模效应进一步摊薄。

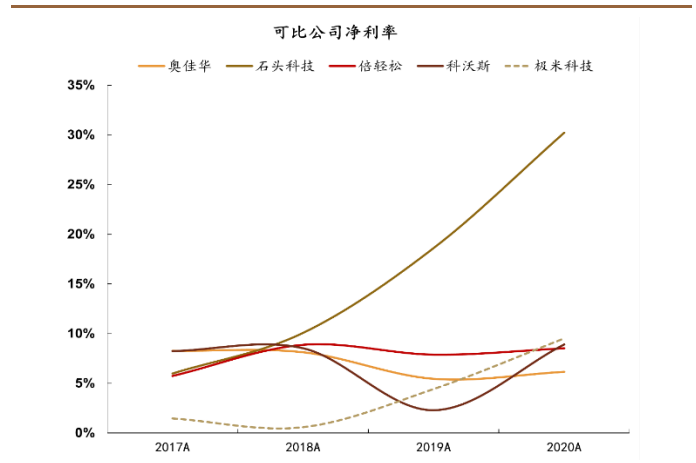
**财务费用率：**公司财务费用率自 18 年起稳定在 0.25% 左右，略高于石头科技和极米科技。

图 56：可比公司财务费用率



资料来源：wind，德邦研究所

图 57：公司净利率分析



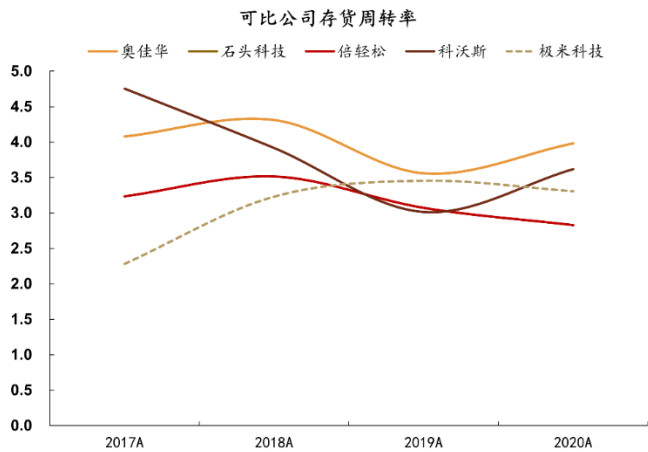
资料来源：wind，德邦研究所

**归母净利润率：**17-20 年公司净利率从 5.7% 提升至 8.5%，主要受益于管理费用率和财务费用率的下降。

## (2) 营运能力分析

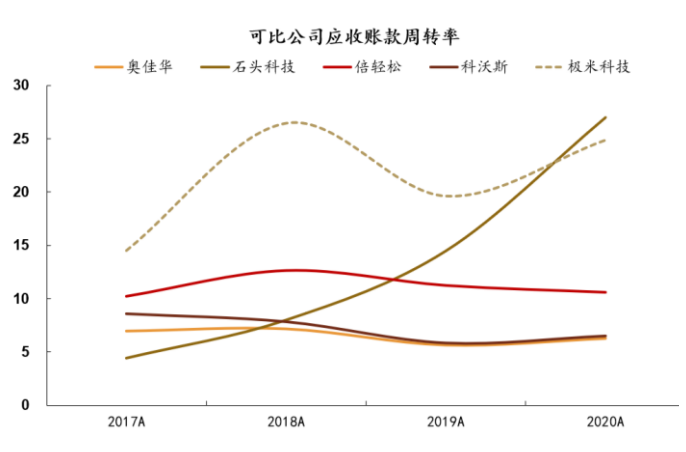
**存货周转率：**公司 18-20 年存货周转率分别为 3.5、3.1、2.8，总体略有下降。公司相较可比公司存货周转率总体较低，主要系公司采用“计划生产”模式，即电子商务事业部、直营部预估未来一定期间所需销售机型和数量后生产，因此须备足存货，因而降低了存货周转速度。

图 58: 公司存货周转率分析



资料来源: wind, 德邦研究所

图 59: 公司应收账款周转率分析



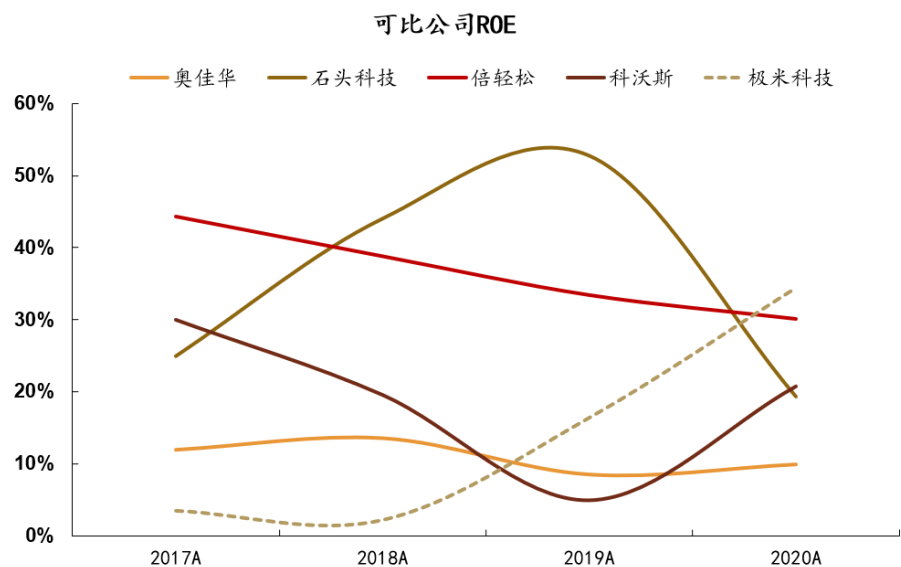
资料来源: wind, 德邦研究所

应收账款周转率: 18-20 年公司应收账款周转率分别为 12.6、11.2、10.6, 整体略有下降。公司应收账款账龄结构合理, 且坏账准备占应收账款比重逐年持续下降, 20 年占比 8.4%。

### (3) ROE 分析

**ROE:** 2020 年公司摊薄净资产收益率 30.2%, 保持高水平; ROE 自 17 年起有所下降, 主要源于资产负债率下降, 资本结构进一步优化。未来随着: 1) 行业快速发展带动公司销量提升带来的规模效应, 公司期间费用率有望进一步下降, 净利率提升; 2) IPO 上市后财务杠杆的下降, 我们认为公司 ROE 有望保持稳定水平。

图 60: 公司 ROE 分析



资料来源: wind, 德邦研究所

## 5. 募投项目简析: 发力门店扩张, 新建研发中心

公司拟公开发行人不超过 1541 万股, 募集资金将用于“营销网络建设项目”、“研发中心升级建设项目”、“信息化升级建设项目”、“补充营运资金”等项目的建设。



**营销网络建设项目。**截至 2020 年末，公司共设有 165 家线下直营门店，门店的布局还有待完善，网点密集度仍有待提高。本项目拟在全国各地新设 248 家直营门店（机场店 48 家，高铁站店 37 家，商场店 163 家），建成后将进一步扩大公司营销网络布局，完善公司营销体系架构，有效增强公司的品牌传播力度和影响力，项目预计总投资 27862 万元。

**研发中心升级建设项目。**本项目将在深圳市新建一个研发中心，通过引进行业专业人才，增加研发课题，购置先进的研发相关软硬件设施，完善研发平台建设，提升综合研发实力。未来计划将其打造一个我国智能按摩器领域领先的综合性研发和检测中心。项目建设周期为 36 个月，总投资 8801 万元。

**信息化升级建设项目。**通过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，逐步实现业务流程优化，降低运营成本、提升运营效率的目标。项目预计总投资 5010 万元。

图 61：公司募集资金投资项目

项目名称	项目概述	项目意义	投资总额 (万)	拟使用募资金额 (万)	建设期 (月)
营销网络建设项目	拟在全国各地新设 248 家直营门店	扩大公司营销网络布局，完善公司营销体系架构，提升公司经营规模及整体经营实力	27,862	27,862	27
研发中心升级建设项目	在深圳市新建研发中心，计划打造一个我国智能按摩器领域领先的综合性研发和检测中心	保证公司技术领先优势；完善研发平台建设，扩充公司人才队伍，提升综合研发实力	8,801	8,801	36
信息化升级建设项目	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	提高公司内部的运营管理能力、供应链管理能力和对门店进行精细化管理能力	5,010	5,010	36
补充营运资金	本项目用于其他与主营业务相关的营运资金	保障充足的营运资金	8,000	8,000	
合计			49,673	49,673	

资料来源：招股说明书，德邦研究所

## 6. 盈利预测

行业层面看，第三消费时代健康领域消费将加速渗透+“老年经济”和“内卷经济”属性+亚洲地区浓厚的按摩保健文化推动按摩器具行业稳步增长。公司层面，产品端的高颜值与科技感属性+高品质，叠加渠道端加速扩张和在创新营销上的持续投入，倍轻松将迎来成长红利。我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 10.3 亿元、12.9 亿元、15.8 亿元，同比分别增长 25%、24.3%、23.1%，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 0.92 亿元、1.17 亿元、1.46 亿元，同比分别增长 30.8%、26.7%、24.2%。

## 7. 风险提示

- 1) 若按摩小家电终端需求增速放缓，可能导致公司营收增速不及预期；
- 2) 按摩器行业相对其他家电子板块竞争格局更加分散，品牌竞争激烈，公司若无法长期保持竞争力适应市场竞争，或将被其他品牌挤压市场份额；
- 3) 公司相较行业其他公司销售费用较高，未来将继续开设 248 家直营店，或将投入较多的渠道和营销费用，对盈利产生一定影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益				
每股净资产				
每股经营现金流				
每股股利				
价值评估(倍)				
P/E				
P/B				
P/S				
EV/EBITDA				
股息率%				
盈利能力指标(%)				
毛利率	58.4%	58.7%	58.9%	59.1%
净利润率	8.6%	9.0%	9.1%	9.2%
净资产收益率	30.2%	28.3%	26.4%	24.7%
资产回报率	14.8%	14.9%	14.6%	14.2%
投资回报率	21.4%	21.2%	20.4%	19.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.1%	25.0%	24.3%	23.1%
EBIT 增长率	11.5%	32.2%	26.4%	23.8%
净利润增长率	29.6%	30.8%	26.7%	24.2%
偿债能力指标				
资产负债率	50.9%	47.5%	44.7%	42.5%
流动比率	1.8	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
现金比率	0.6	0.7	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	35.1	35.0	36.0	37.0
存货周转天数	149.1	160.0	168.0	174.0
总资产周转率	1.7	1.7	1.6	1.5
固定资产周转率	55.3	60.9	67.8	75.5

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	71	92	117	146
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
非现金支出	18	0	0	0
非经营收益	1	2	2	2
营运资金变动	-22	-35	-45	-53
经营活动现金流	68	59	74	94
资产	-19	-2	-2	-2
投资	-0	-1	-1	-1
其他	-6	-1	-1	-1
投资活动现金流	-25	-4	-4	-4
债权募资	65	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-50	-2	-2	-2
融资活动现金流	15	-2	-2	-2
现金净流量	58	54	68	88

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	826	1,033	1,285	1,582
营业成本	344	427	528	648
毛利率%	58.4%	58.7%	58.9%	59.1%
营业税金及附加	5	6	8	9
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	342	428	536	664
营业费用率%	41.4%	41.4%	41.7%	42.0%
管理费用	29	34	41	49
管理费用率%	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%
研发费用	37	45	55	66
研发费用率%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%
EBIT	70	93	117	145
财务费用	2	-1	-1	-2
财务费用率%	0.2%	-0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	84	109	138	171
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	83	109	138	171
EBITDA	88	93	117	145
所得税	12	16	21	26
有效所得税率%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司所有者净利润	71	92	117	146

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	139	193	261	349
应收账款及应收票据	82	103	133	169
存货	141	187	243	309
其它流动资产	73	92	115	142
流动资产合计	435	576	752	970
长期股权投资	4	5	6	7
固定资产	15	17	19	21
在建工程	0	0	0	0
无形资产	5	5	5	5
非流动资产合计	41	45	49	53
资产总计	476	621	801	1,023
短期借款	45	45	45	45
应付票据及应付账款	153	193	246	311
预收账款	2	6	8	9
其它流动负债	40	49	58	68
流动负债合计	241	293	356	433
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债总计	242	295	358	434
实收资本	46	46	46	46
普通股股东权益	234	327	444	590
少数股东权益	-1	-1	-1	-1
负债和所有者权益合计	476	621	801	1,023

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。