

# 倍轻松 (688793.SH)

## 智能便携按摩器细分赛道领导品牌

**倍轻松：智能便携按摩器细分赛道领导品牌。**公司于2000年成立，是国内智能便携按摩器行业的领跑者，在小型按摩器市场份额约13%-15%。公司自主品牌定位中高端，销售模式以直营、线上为主，线下门店聚焦枢纽和商场，与目标客群商旅人士高度契合。公司产品融合“现代科技+中医理论”，现已形成眼、颈、头部、头皮为主的四大类产品体系。2020年公司业绩端仍实现29.6%增速，预计21H1实现收入5.0~5.3亿元，同增52%~61%；归母净利0.34~0.40亿元，同增187%~237%。

**便携按摩器具行业：空间广阔，行业集中度有望提升。**智能按摩器具体积小便携、使用场景多元化，预计行业CAGR高于以按摩椅为代表的按摩器具行业(CAGR=9.82%)。2020年国内市场规模约75亿元，按摩器具渗透率仅1.5%，较日韩等发达国家仍有10倍空间。随着亚健康人群年轻化、大众保健意识提升、按摩类产品的不断丰富，有望推动按摩器具行业渗透率提升。**竞争格局方面**，行业内按摩器具类公司超3000家，随着行业标准出台，市场份额有望加速向头部企业集中。公司作为行业内较为领先的企业，坐享赛道渗透率提升+公司快速成长的双重红利。

**公司竞争力：产品渠道共筑品牌驱动。****产品端：**公司产品均为物理机械式仿人手按摩，相较于电子脉冲技术(eg.SKG品牌)可以结合穴位进行深度肌肉放松，产品力较强。**渠道端：**公司线下门店主打产品体验，主要聚焦一线及新一线城市的机场、高铁站和中高端商场，与目标客群契合度高，精准营销及线上引流的效果显著。**品牌端：**小型按摩器具具备价格歧视的产品基础。公司通过产品研发、渠道选址和营销投放已具备一定的品牌先发优势。目前在小型按摩器领域，倍轻松与SKG交替第一，且倍轻松近年来销售情况和市场份额持续上升。

**未来发展：发力品牌建设，产品矩阵扩张。**公司募集资金主要用于248家线下门店增设。目前线下直营门店已实现全面盈利，门店具备拓展基础。未来，公司的成长动力主要来自于：1) 盈利能力较高的线上渠道、礼品经销等渠道的占比提升带动整体盈利能力提升；2) 通过新品研发叠加产品迭代触达更广泛的圈层群体，扩大公司客群。

**盈利预测&投资建议。**预计公司2021-2023年净利润1.18/1.72/2.52亿元，同增66.4%/46.2%/46.5%，给予2022年60倍PE倍目标价，对应目标市值70.8亿元，对应股价114.6元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**新品拓展不及预期、门店拓展不及预期、行业竞争加剧

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	694	826	1,188	1,720	2,508
增长率 yoy (%)	36.6	19.1	43.7	44.8	45.8
归母净利润(百万元)	55	71	118	172	252
增长率 yoy (%)	20.8	29.6	66.4	46.2	46.5
EPS 最新摊薄(元)	0.89	1.15	1.91	2.79	4.09
净资产收益率(%)	33.6	30.1	33.5	32.8	32.5
P/E(倍)	30.9	23.9	14.4	9.8	6.7
P/B(倍)	10.35	7.20	4.80	3.22	2.18

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为发行价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	家用电器
发行价(元)	27.4
总市值(百万)	1689
总股本(百万股)	6164
其中自由流通股(%)	25%
30日日均成交量(百万股)	

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

##### 分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

##### 研究助理 杨凡仪

邮箱: yangfanyi@gszq.com

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	330	435	679	926	1367
现金	85	139	215	312	432
应收票据及应收账款	78	82	148	185	301
其他应收款	43	40	79	93	158
预付账款	17	24	35	51	74
存货	103	141	194	275	393
其他流动资产	4	9	9	9	9
<b>非流动资产</b>	44	41	40	39	48
长期投资	1	2	3	4	5
固定资产	17	15	13	10	18
无形资产	6	5	5	6	7
其他非流动资产	20	19	19	18	18
<b>资产总计</b>	373	476	719	964	1414
<b>流动负债</b>	208	241	351	424	622
短期借款	26	45	45	45	45
应付票据及应付账款	136	153	244	313	481
其他流动负债	45	43	61	66	96
<b>非流动负债</b>	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	211	242	352	426	624
少数股东权益	-0	-1	-1	-1	-1
股本	46	46	62	62	62
资本公积	22	22	22	22	22
留存收益	97	168	168	168	168
归属母公司股东权益	163	234	368	539	791
<b>负债和股东权益</b>	373	476	719	964	1414

**现金流量表 (百万万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	39	68	67	105	138
净利润	55	70	118	172	252
折旧摊销	11	18	5	6	8
财务费用	2	2	2	2	2
投资损失	-0	0	0	0	0
营运资金变动	-35	-22	-59	-75	-123
其他经营现金流	7	-0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-27	-25	-5	-5	-17
资本支出	23	19	-2	-2	8
长期投资	-5	-0	-1	-1	-1
其他投资现金流	-9	-6	-8	-8	-10
<b>筹资活动现金流</b>	-8	15	13	-2	-2
短期借款	8	19	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	30	0	15	0	0
资本公积增加	-16	0	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-3	-2	-2	-2
<b>现金净增加额</b>	3	58	75	98	120

**利润表 (百万万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	694	826	1188	1720	2508
营业成本	271	344	473	663	945
营业税金及附加	6	5	0	10	14
营业费用	287	342	489	716	1053
管理费用	27	29	42	60	87
研发费用	41	37	53	81	125
财务费用	2	2	2	2	2
资产减值损失	-2	-1	-2	-3	-4
其他收益	7	16	8	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	63	84	137	201	295
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	63	83	138	202	296
所得税	8	12	20	30	44
<b>净利润</b>	55	70	118	172	252
少数股东损益	0	-0	0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	55	71	118	172	252
EBITDA	73	99	141	203	295
EPS (元/股)	0.89	1.15	1.91	2.79	4.09

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	36.6	19.1	43.7	44.8	45.8
营业利润 (%)	12.8	32.8	63.8	46.3	46.7
归属母公司净利润 (%)	20.8	29.6	66.4	46.2	46.5
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	60.9	58.4	60.2	61.4	62.3
净利率 (%)	7.9	8.6	9.9	10.0	10.0
ROE (%)	33.6	30.1	33.5	32.8	32.5
ROIC (%)	28.1	24.6	29.0	29.3	29.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	56.4	50.9	49.0	44.1	44.1
净负债比率 (%)	-34.4	-39.7	-47.8	-50.8	-49.7
流动比率	1.6	1.8	1.9	2.2	2.2
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.2	1.9	2.0	2.0	2.1
应收账款周转率	11.1	10.3	10.3	10.3	10.3
应付账款周转率	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	1.15	1.91	2.79	4.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.63	1.11	1.08	1.70	2.25
每股净资产 (最新摊薄)	2.65	3.80	5.71	8.50	12.59
<b>估值比率</b>					
P/E	30.9	23.9	14.4	9.8	6.7
P/B	10.3	7.2	4.8	3.2	2.2
EV/EBITDA	22.5	16.2	10.8	7.0	4.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为发价

## 内容目录

1. 倍轻松：深耕智能便携按摩器赛道的领军品牌	5
1.1 发展历程：深耕按摩小电器领域，产品结合“中医理论+现代科技”	5
1.2 股权结构：实控人持股 52.93%，核心管理团队稳定	6
1.3 业务模式：聚焦智能便携按摩器产品，定位中高端商旅客群市场	7
1.3.1 公司主要产品为眼部、颈部、头部、头皮四大类智能便携按摩器	7
1.3.2 销售模式以直营为主，线上线下融合发展	9
1.3.3 轻资产经营模式，聚焦研发设计、销售等核心环节	10
1.4 财务情况：收入、业绩同步增长，疫情下业绩仍较为亮眼	10
2. 便携按摩器具行业：空间广阔，行业集中度有望提升	13
2.1 按摩器具行业概述与分类	13
2.2 按摩器具行业空间广阔	14
2.2.1 需求侧大众健康养生意识提升&医疗保健型消费人群规模扩张支撑行业扩张	15
2.2.2 供给侧产品品类&功能不断丰富有利于家庭渗透率提升	17
2.3 竞争格局：细分赛道内公司优势明显，市场份额有望进一步提升	19
3. 公司竞争力：产品渠道共筑品牌驱动	20
3.1 品牌端：养生属性+定价稳定+门店体验，倍轻松高端品牌调性得以确立	20
3.2 渠道端：门店选址与目标客群高度契合，已积累渠道建模优势	23
3.3 产品端：专业性为纲&智能化领跑，打造产品差异化	24
4. 未来成长动力：销售渠道结构性优化，产品矩阵扩张	25
4.1 募集资金投向：增设线下直营门店 248 家，品牌建设进行时	25
4.2 募投项目合理性：直营门店整体盈利，公司具备拓店基础	28
4.3 成长驱动力一：线下引流，线上渠道加速扩张	29
4.4 成长驱动力二：扩充产品矩阵，触达更广泛圈层	29
5. 盈利预测与投资建议	30
5.1 盈利预测	30
5.2 估值分析与投资建议	31
风险提示	32

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 (2000 年至今)	5
图表 2: 公司上市后股权结构图	6
图表 3: 公司高管一览	7
图表 4: 公司主要产品一览	8
图表 5: 公司眼部便携按摩器一览	8
图表 6: 公司颈部便携按摩器一览	9
图表 7: 2020 年公司销售模式收入占比情况 (%)	9
图表 8: 2017-2020 年公司销售渠道毛利率水平 (%)	9
图表 9: 2020 年公司各类产品自产 vs. 委托加工情况 (万台)	10
图表 10: 公司营业收入及增速情况 (%)	11
图表 11: 公司归母净利润及增速情况 (%)	11
图表 12: 2020 年公司内销 vs. 外销占比情况 (%)	11
图表 13: 2017-2020 年公司按地区收入 (万元) 及占比 (%)	11
图表 14: 2017-2020 年公司分渠道收入占比情况 (%)	12
图表 15: 2017-2020 年公司分渠道收入情况 (万元)	12
图表 16: 2020 年公司分产品收入占比情况 (%)	12
图表 17: 2017-2020 年公司分产品收入 (万元) 及占比情况 (%)	12
图表 18: 2017-2019 年公司毛利率与净利率情况 (%)	13
图表 19: 2017-2020 年期间费率情况 (%)	13
图表 20: 2017-2020 年公司营运能力情况 (万元; 天)	13
图表 21: 2017-2020 年应收账款及 1 年以内账款占比 (万元, %)	13
图表 22: 按摩器具分类	14
图表 23: 2020 年国内大型按摩器具 vs. 小型按摩器市场占比情况 (%)	14
图表 24: 2014-2022E 全球按摩器具市场规模 (亿元)	15

图表 25: 2010-2020E 中国按摩器具市场规模 (亿元)	15
图表 26: 2019 年中国按摩器具市场规模占全球市场比例 (%)	15
图表 27: 2019 年各地区按摩器具市场渗透率 (%)	15
图表 28: 中国人均 GDP 情况 (美元/人)	16
图表 29: 中国社会消费品零售额情况 (亿元; %)	16
图表 30: 2013-2022E 中国居民人均医疗消费保健支出 (元)	16
图表 31: 2014-2026E 中国 60 岁及以上老龄人口规模 (亿人)	16
图表 32: 2018 年中国亚健康按年龄分布情况 (%)	17
图表 33: 2019 年中国亚健康按职业分布情况 (%)	17
图表 34: 按摩器具类产品综艺植入情况	17
图表 35: 中国出口按摩器具数量及金额 (亿台; 亿美元)	18
图表 36: 小型按摩器具产品丰富	18
图表 37: 2013-2022E 中国居民人均医疗消费保健支出 (元)	19
图表 38: 2014-2026E 中国 60 岁及以上老龄人口规模 (亿人)	19
图表 39: 家用电器类行业标准制修订和英文版项目计划一览	19
图表 40: 倍轻松便携式按摩器产品均价 (元) 居行业前列	21
图表 41: 公司核心产品定价高的同时攫取较高份额	21
图表 42: 倍轻松产品定价倍率较高 (%)	21
图表 43: 公司的渠道结构中直营占比高 (%)	22
图表 44: 公司线上终端零售均价保持稳定 (元/台)	22
图表 45: 报表端产品销售单价保持稳定 (元/台)	22
图表 46: 公司产品升级路径清晰	22
图表 47: 2020 年公司线下直营门店数量达 165 家	23
图表 48: 线下门店提供了较好的体验场景	23
图表 49: 2017-2020 年门店数量 (家)	23
图表 50: 2017-2020 年门店单店产出 (万元/年)	23
图表 51: 三种按摩方式对比 (以颈部按摩器为例)	24
图表 52: 颈部按摩器对比	24
图表 53: 倍轻松产品智能化控制界面一览	25
图表 54: 公司研发费用情况 (万元; %)	25
图表 55: 可比公司研发费率情况 (%)	25
图表 56: 募集资金用途	26
图表 57: 营销网络建设项目投资情况 (万元; %)	26
图表 58: 公司现有/拟新增门店数量: 按门店类别 (家)	26
图表 59: 公司现有/后期门店数量分布情况: 按门店类别 (%)	26
图表 60: 现有/拟新增门店数量: 分城市 (家)	27
图表 61: 现有/拟新增机场门店数量: 分城市 (家)	27
图表 62: 现有/拟新增高铁门店数量: 分城市 (家)	28
图表 63: 现有/拟新增商场门店数量: 分城市 (家)	28
图表 64: 单店模型测算 (以 2019 年数据为基准)	29
图表 65: 倍轻松眼部按摩器为可视化设计, 护眼刷屏两不误	30
图表 66: 倍轻松眼部按摩器为人手抚触感按摩	30
图表 67: 2021 年 4 月公司推出智能明火无烟艾灸盒	30
图表 68: 艾柱和滤网需每月一换, 具备耗材属性	30
图表 69: 公司分品牌营收情况及增速 (百万元; %)	31
图表 70: 绝对估值敏感性分析	32
图表 71: 各公司预计 PE 值 (截至 2021 年 7 月 14 日)	32

## 1. 倍轻松：深耕智能便携按摩器赛道的领军品牌

公司于 2000 年成立，是国内智能便携按摩器行业的领导品牌。招股书显示，国内按摩器具各类生产企业超 3000 家，公司在便携式按摩器这一细分领域的市场占有率约为 13%-15%。公司自有品牌"breo"与"倍轻松"定位中高端，目标客群为商旅人士。公司将中医理论与现代科技结合打造差异化竞争优势，目前公司已形成以眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器为主的产品体系。

### 1.1 发展历程：深耕按摩小电器领域，产品结合“中医理论+现代科技”

21 年的发展历程中，公司集研发、生产、销售于一体，致力于为用户提供高品质的便携式健康产品。公司是眼部与头部等智能便携按摩器品类的开创者，现已发展成为国内智能便携按摩器行业的领军企业。

图表 1: 公司发展历程 (2000 年至今)

年份	事件
2000 年	breo 倍轻松品牌正式成立
2001 年	以精准穴位按摩技术为卖点，开创眼部按摩器系列
2008 年	公司秉承中医穴位的理念，开创头部按摩器系列 成立电子商务部，入驻天猫平台开设线上销售渠道
2012 年	推出颠覆式创新智能颈部按摩器，再次创造行业领先
2013 年	推出头皮智能按摩器系列
2014 年	产品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
2015 年	公司正式迈入智能产品时代，智能型产品均带有单片微型计算机 MCU，可实现按摩器智能化控制
2016 年	公司于新三板挂牌上市
2018 年	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
2021 年	公司在科创板上市，代码为“688793.SH”

资料来源：公司官网，公司公告，公司招股书，国盛证券研究所

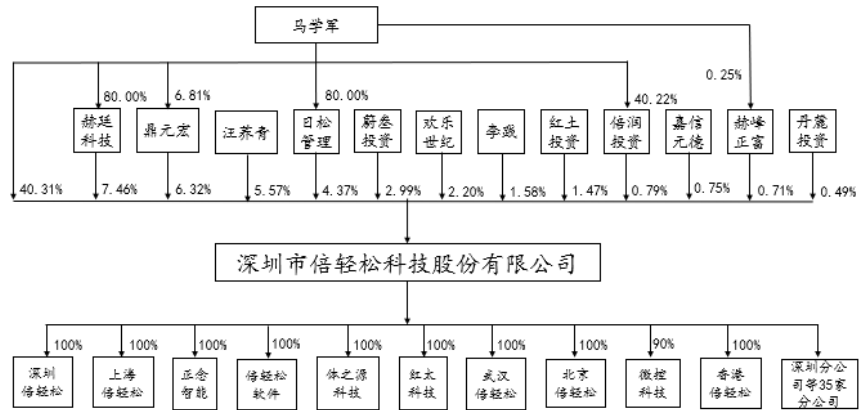
**第一阶段（2000 年-2014 年）：专注按摩小电器领域，完成四大类产品布局。**公司以眼部按摩器起家，并于 2000 年正式成立 breo 倍轻松品牌。在之后的十余年中，公司持续专注按摩小家电领域，于 2008、2012 和 2013 年分别推出了头部、颈部和头皮智能按摩器，完成了眼、颈、头部、头皮智能按摩器四大类产品布局。公司产品受到广泛认可，2013 年 iNeck 型产品获得亚洲最具影响力设计奖，2014 年 iNeck2 型产品获得日本优良设计奖与香港工商业奖等。

**第二阶段（2015 年至今）：门店升级+客群聚焦，打造高端智能按摩器具品牌，“古法中医+现代科技”助力产品差异化竞争。**2015 年，公司正式迈入智能产品时代，智能型产品均搭载单片微型计算机 MCU，可实现对按摩器的智能化控制，个性化定制按摩过程。此外，公司全面升级门店及品牌形象，聚焦机场、高铁两大重要交通枢纽以及中高端商场，精准面向商旅人士目标客群。产品方面，公司在原有四大类按摩器的基础上积极拓展产品范围，包括 2017 年推出足底按摩器 FM D161，2019 年推出 breo Sport 经络枪、肩颈按摩器和腰背按摩器等产品，形成了按摩+养护两大类产品体系。

## 1.2 股权结构：实控人持股 52.93%，核心管理团队稳定

公司实控人马学军合计持股 52.93%，股权结构较为集中。公司上市后总股本为 6164 万股，公司董事长兼总经理马学军为公司的实际控制人，直接持股 2484.85 万股，持股比例为 40.31%。此外，马学军先生还通过赫廷科技、日松管理、倍润投资间接持股 7.46%/4.37%/0.79%，合计持有公司股份 52.93%，股权结构较为集中。

图表 2：公司上市后股权结构图



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

设有三大员工持股平台，激励机制较为完善。公司拥有 3 个员工持股平台，包括鼎元宏、倍润投资和赫峰正富，持有公司股份 389.68/48.71/43.68 万股，占上市后总股本比例为 6.32%/0.79%/0.71%。长效激励机制下，员工利益与公司发展深度绑定，有利于调动员工积极性。

公司董事及高管层从业经验丰富，核心团队稳定。公司董事长兼总经理马学军和董事汪养青在公司任职已超 20 年，从业经验丰富；公司董事刘志华以及公司副总经理张大燕均在公司任职 10 年以上，具备丰富的管理经验，公司核心团队较为稳定。

图表3: 公司高管一览

姓名	职务	年龄	简介
马学军 (马赫廷)	董事长、总经理	50岁	- 1993年8月至1994年12月就职于台湾富豪食品有限公司业务部,任销售主管; - 1995年2月至1996年2月就职于深圳西格玛销售中心,任销售经理; - 1996年9月至2004年6月就职于深圳市倍轻松保健用品实业有限公司,担任董事长、总经理; - 2001年8月至今就职于轻松有限、轻松股份及公司,任董事长、总经理,全面负责公司的经营管理
贺小潮	副总经理	65岁	- 1995年3月至2012年12月,曾历任重庆新华书店集团公司财务科长、副总经理、总经理; - 2012年8月至今,现任公司副总经理。
陈晴	副总经理、企划部总监	40岁	- 2004年至2014年,曾先后担任担任富士康科技集团工业设计师,伟创力(深圳)有限公司、美国宝丽来(深圳)有限公司及华为技术有限公司创新部副经理/负责人; - 2014年至2017年,任深圳市海王英特龙生物技术股份有限公司副总经理; - 2017年11月至今,任公司企划部总监; - 2019年11月至今,任公司副总经理。
刘志华	董事、副总经理、电子商务事业部总经理	43岁	- 2002年2月至2007年8月,曾先后担任北京碟中碟软件科技发展有限公司文案策划兼REDHAT LINUX事业部总经理助理,北京德善伟业广告有限公司企划部长以及北京益生康健电子商务有限公司广告策划总监; - 2007年8月至今,就职于轻松股份、公司,任电子商务事业部总经理; - 2019年6月至今,任公司董事; - 2019年11月至今,任公司副总经理。
张大燕	副总经理、财务总监	47岁	- 高级财务管理师、国际注册内部控制师、中级会计师、internet技术运用中级工程师 - 1998年9月至2002年4月,曾先后担任贵州巨星集团股份有限公司副科长、结算中心主任,深圳市吉禧实业发展有限公司行财部经理; - 2002年5月至2007年5月就职于深圳万基集团有限公司,任高级财务总监助理、财务经理; - 2007年6月至今就职于轻松股份、公司,现任公司副总经理兼财务总监。
黄晓睿	董事会秘书	32岁	- 2012年11月至2015年3月,任广东华商律师事务所律师; - 2015年4月至2020年4月,曾先后担任浙江唐德影视股份有限公司及北京当当网信息技术有限公司法务总监等; - 2020年4月至今,任公司董事会秘书。

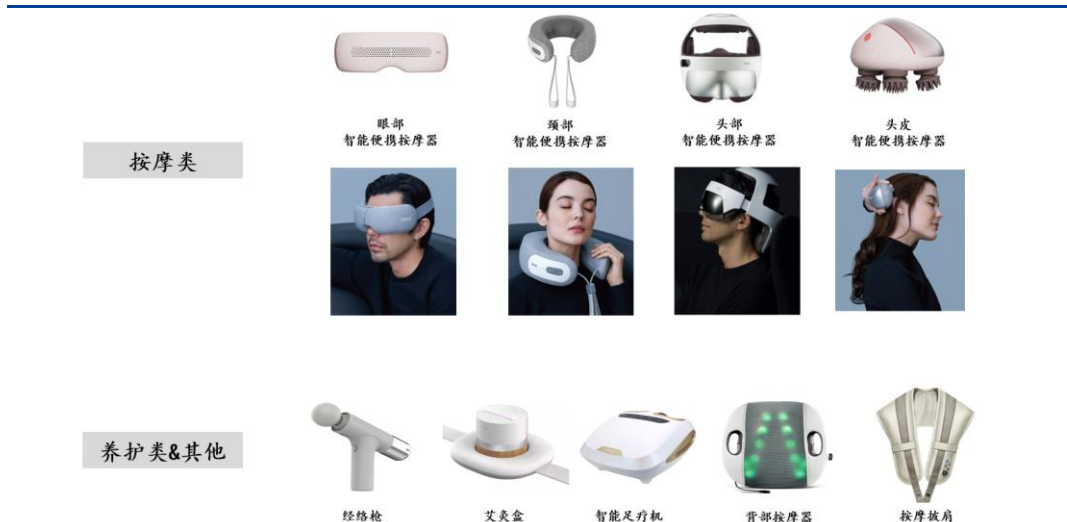
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

### 1.3 业务模式: 聚焦智能便携按摩器产品, 定位中高端商旅客群市场

#### 1.3.1 公司主要产品为眼部、颈部、头部、头皮四大类智能便携按摩器

公司产品销售以自主品牌“breo”和“倍轻松”系列产品为主,同时还为其他知名品牌企业提供ODM定制产品,其中自主品牌收入占比达95%+。2020年,四大类智能便携按摩器销售收入占主营业务收入的比例保持在较高水平,合计占比为79.89%。其中,眼部/颈部/头皮/头部智能便携按摩器分别实现收入2.51/2.07/1.20/0.82亿元,收入占比分别为30.41%/25.04%/14.51%/9.94%。

图表 4: 公司主要产品一览



资料来源: 天猫、京东、公司官网, 国盛证券研究所

公司智能便携按摩器产品主要包括眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器。2018年至2020年, 公司眼部、颈部、头部及头皮智能便携按摩器的销售总量由95.22万台增长至139.78万台, CAGR为21.16%; 销售收入由38,644.40万元增长至65,908.80万元, 年均复合增长率为30.60%。

**眼部智能便携按摩器:** 公司于2001年开创眼部按摩器系列产品, 主要类型包括气压按摩式、机械按摩式及虚拟触感按摩式。2020年公司眼部智能便携按摩器实现收入2.51亿元, 同比增长25.94%, 占总营收比重为30.41%。

图表 5: 公司眼部便携按摩器一览



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

➤ **颈部智能便携按摩器:** 公司于2012年开创颈部按摩器系列产品。公司颈部智能便携按摩器的主要类型包括揉捏式、环颈揉捏推拿式、机械揉捏式及自适应充气揉捏式, 适用于工作疲惫、商旅疲劳及休闲放松等多种情景下的个人健康护理和按摩保健。2020年, 公司颈部智能便携按摩器实现收入2.07亿元, 同比增长19.24%, 占总营收比重为25.04%。



图表6: 公司颈部便携按摩器一览



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

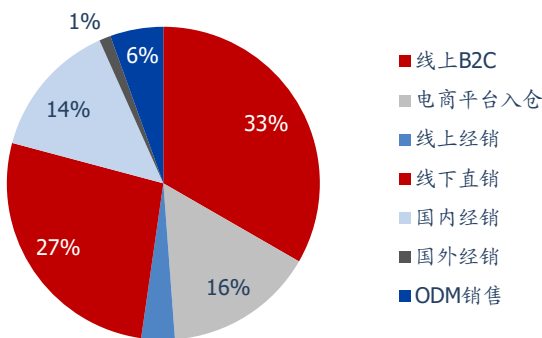
**头部智能便携按摩器:** 公司于 2008 年开创头部按摩器系列产品, 为用户提供覆盖头颈的一站式按摩体验, 单价较高。2020 年, 公司头部智能便携按摩器实现收入 8197.10 万元, 同比下滑 0.75%, 主要系头部按摩器单价较高, 销售渠道多集中于线下, 2020 年受疫情影响较大。2020 年头部按摩器收入占总营收比重为 9.94%。

**头皮智能便携按摩器:** 公司于 2013 年开创头皮按摩器系列产品, 近年因其“宠物电器”属性一举成为爆品。去年, 将倍轻松头皮按摩器用于萌宠的相关视频火爆一时, 猫猫狗狗在头皮按摩器的“按摩爪”下萌态毕出, 使得倍轻松头皮按摩器迅速出圈, 成功触达中高端商旅客群外的更广泛年龄层群体。2020 年, 公司头皮智能便携按摩器实现收入 1.20 亿元, 同比增长 20.22%, 占总营收比重为 14.51%。

### 1.3.2 销售模式模式以直营为主, 线上线下融合发展

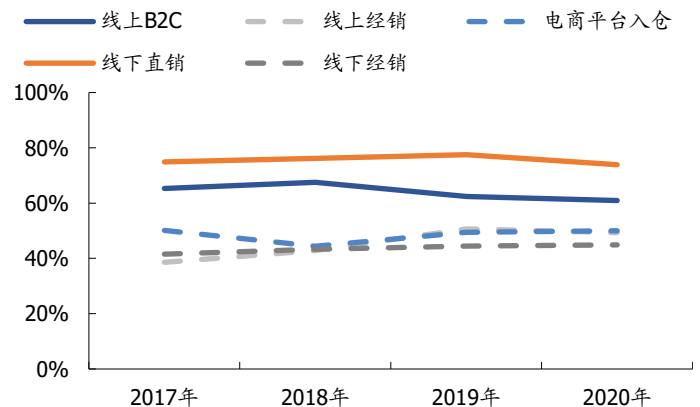
公司销售模式以直营为主, 线下品宣&引流, 线上销售, 双渠道融合发展。截至 2020 年末, 公司直营(线上 B2C + 线下直销)收入约 4.97 亿元, 占总营收比重约 60%。直营模式下, 公司销售层级扁平化, 毛利率水平较高, 推动综合毛利率不断上升。分渠道看, 线上渠道增长较快, 目前营收占比高于线下, 达 52.27%。公司线下直营门店定位为品牌宣传和为线上门店引流, 截至 2020 年末, 公司直营门店数累计达 165 家, 其中机场高铁店比例高。一方面, 重要交通枢纽客流量大, 有助于提升品牌知名度。另一方面, 便携按摩器具为重体验的小家电, 枢纽店为商旅客群提供了可在候机、等高铁的碎片化时间进店体验产品的的场所。2018~2020 年, 线上销售收入占比由 33.70% 提升至 52.27%, 线下销售由 57.22% 降至 42.23%。

图表7: 2020 年公司销售模式收入占比情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 2017-2020 年公司销售渠道毛利率水平 (%)



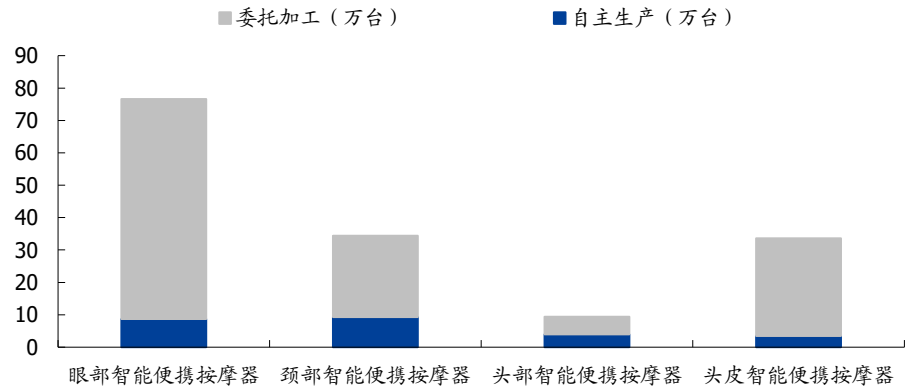
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

\*注: 2015 年数据为 2015 年 1-8 月门店数, 2016 年数据未披露, 取 2015 年门店数作为近似值

### 1.3.3 轻资产经营模式，聚焦研发设计、销售等核心环节

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、供应链管理和产品销售等核心环节，生产方式以委托加工为主，自主生产为辅。截至 2020 年末，公司眼部、颈部、头部、头皮智能便携按摩器的委托加工比例为 88.59%/73.10%/58.02%/89.82%。

图表 9: 2020 年公司各类产品自产 vs. 委托加工情况 (万台)



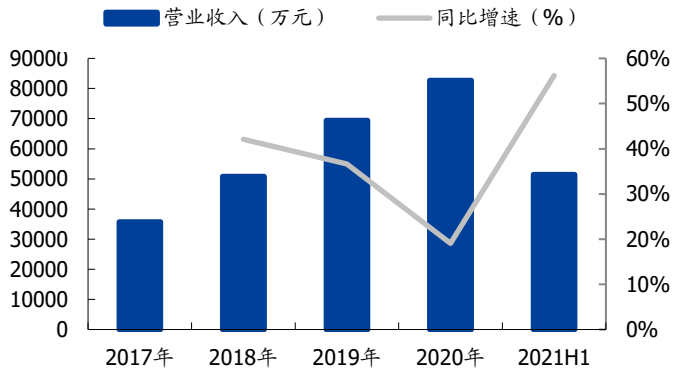
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

### 1.4 财务情况: 收入、业绩同步增长, 疫情下业绩仍较为亮眼

公司收入和业绩端持续高速增长, 行业层面原因是智能便携按摩器渗透率加速提升, 小型按摩器市场持续扩容; 公司层面原因是眼部、颈部、头皮按摩器不断推出新品系列带来收入增长。疫情之下, 公司仍实现增长, 2020 年收入为 8.26 亿元 (CAGR3=32.23%), 归母净利润为 7070.74 万元 (CAGR4=50.06%)

疫情冲击下, 公司收入端增速短期放缓, 业绩端稳步增长。公司线下渠道疫情期间受影响较大, 致 2020 年收入端增速放缓。2018~2020 年, 公司实现营业收入 5.08/6.94/8.26 亿元, 同比增长 42.11%/36.64%/19.07%。疫情下净利水平较高的线上渠道占比提升, 叠加线下门店租金减免, 公司 2020 年业绩端增速高于收入端增速。2018~2020 年, 公司实现归母净利润 4518.48/5457.56/7070.74 万元, 同比增长 115.95%/20.78%/29.56%。招股书显示, 公司预计 2021H1 预计实现营收 5.0~5.3 亿元, 同增 51.67%~60.77%, 实现归母净利润 3400~4000 万元, 同增 186.69%~237.29%。

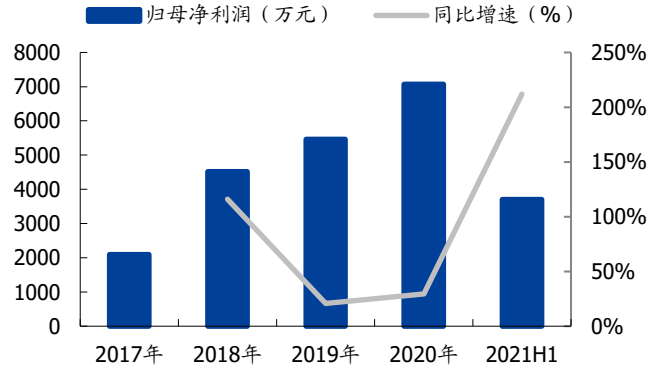
图表 10: 公司营业收入及增速情况 (%)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所  
2021H1 E取公司预测区间平均数

\*注:

图表 11: 公司归母净利润及增速情况 (%)



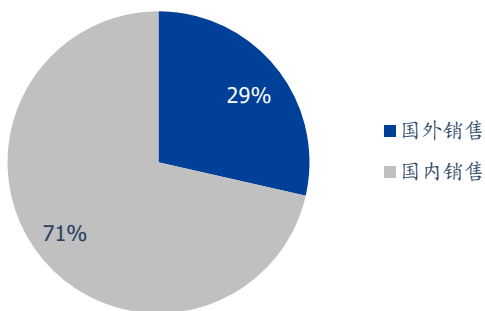
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所  
2021H1 E取公司预测区间平均数

\*注:

公司以自主品牌内销为主, 线上增速较高, 眼部、颈部智能便携按摩器贡献核心收入。

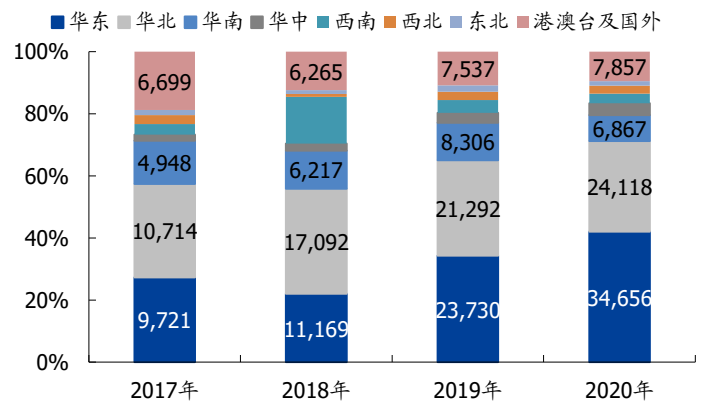
- 分区域看, 公司以内销为主。截至 2020 年末, 公司实现内销、外销收入为 5.89/2.35 亿元, 占主营业务收入比重为 71.45%/28.55%。国内销售主要集中在华东、华北地区, 国外销售主要分布于港澳台及部分国外机场;
- 分渠道看, 公司线上渠道增速较快, 目前线上、线下融合发展。公司聚焦自主品牌, 2020 年自主品牌、ODM 分别实现销售收入 7.80 亿元/4534.39 万元, 占营收比重为 94.50%/5.50%。自主品牌方面, 线上渠道占比近年来快速提升, 截至 2020 年末, 公司线上、线下收入分别为 3.48/4.31 亿元, 占总营收比重为 52%/42%;
- 分产品看, 眼部、颈部智能便携按摩器贡献主要收入。公司核心产品为眼部、颈部、头皮、头部智能便携按摩器, 2020 年以上四大类按摩小件合计实现收入 6.59 亿元, 占营业收入比重近 80%。其中, 眼部和颈部智能便携按摩器贡献主要收入, 2020 年销售收入为 2.51/2.07 亿元, 占营收比重为 30.41%/25.04%。

图表 12: 2020 年公司内销 vs. 外销占比情况 (%)



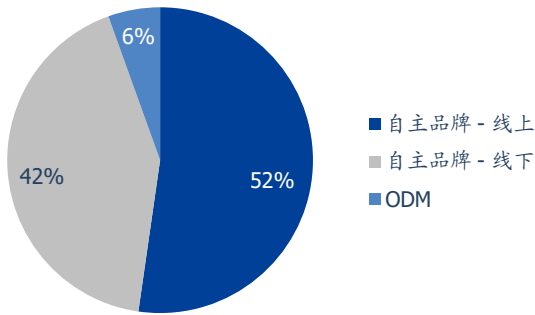
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 13: 2017-2020 年公司按地区收入 (万元) 及占比 (%)



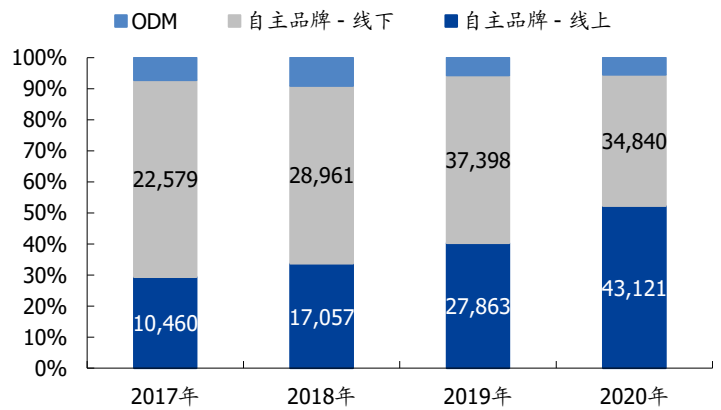
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 14: 2017-2020 年公司分渠道收入占比情况 (%)



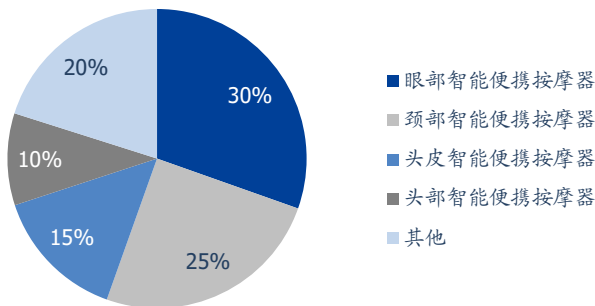
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 15: 2017-2020 年公司分渠道收入情况 (万元)



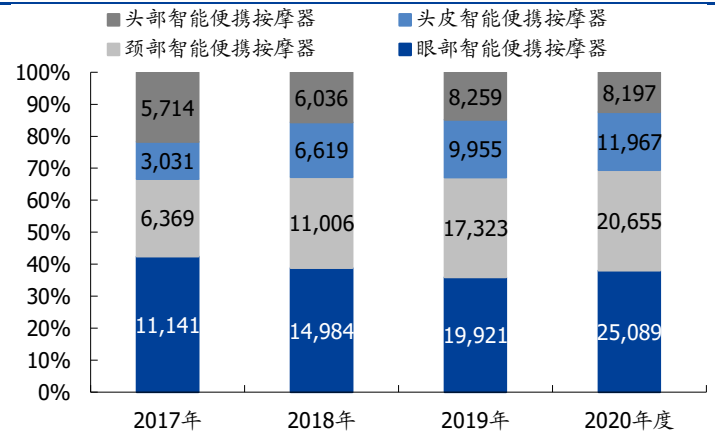
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 16: 2020 年公司分产品收入占比情况 (%)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

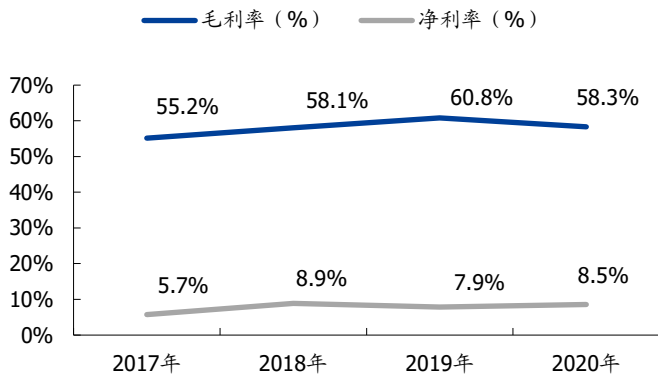
图表 17: 2017-2020 年公司分产品收入 (万元) 及占比情况 (%)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

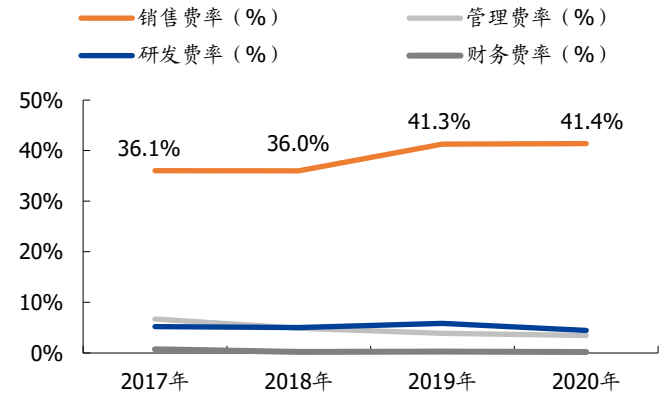
综合毛利率因线下受冲击短期回落，租金减免降低销售费率，净利率水平小幅提升。公司产品定位中高端，且销售模式以直营为主（线上 B2C 和线下直销渠道），整体毛利率较高。2018-2019 年，公司加大线上推广和线下直营门店的投入力度，“breo 倍轻松”品牌认知度不断提高，推动公司毛利率较高的直销渠道的收入及占比稳步提升。销售渠道结构优化影响下，公司综合毛利率结构性提升。2020 年，受疫情影响，公司毛利率较高的线下直营门店收入下滑较多，公司综合毛利率小幅回落 2.5pct 至 58.3%。期间费用端，疫情下公司线下自营门店租金等费用获得部分减免，2020 年专柜费用降低 9% 至 7550.75 万元，收入规模扩张下，销售费率与去年持平。综上，公司 2020 年净利率小幅提升 0.6pct 至 8.5%。

图表 18: 2017-2019 年公司毛利率与净利率情况 (%)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

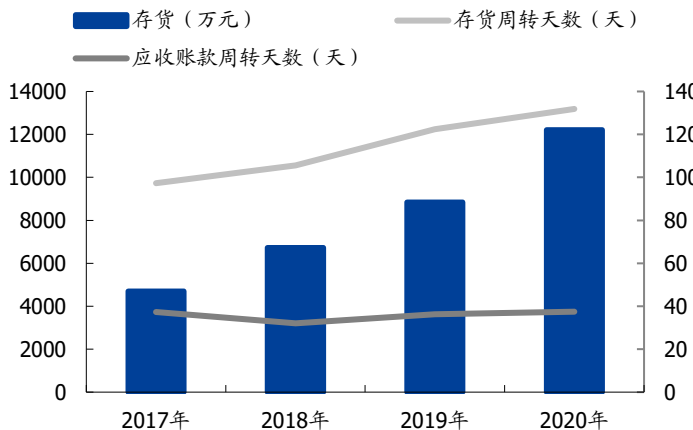
图表 19: 2017-2020 年期间费率情况 (%)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

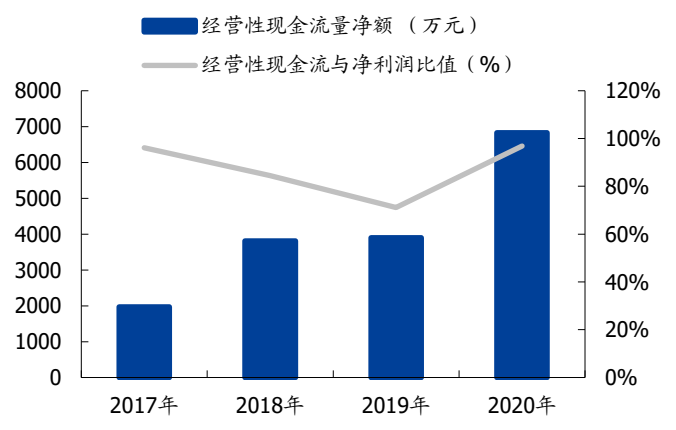
直营模式下, 公司存货周转天数上升, 经营性现金流情况良好。应收账款方面, 由于公司产品销售主要为 To C 业务, 因此公司应收账款较少, 应收账款周转天数较为稳定。截至 2020 年末, 公司应收账款周转天数约 37 天。存货方面, 公司直营占比较高, 须备足存货以应对公司销售规模扩张, 因此存货规模及周转天数随销售规模扩大而逐年上升。经营性现金流方面, 2018-2020 年公司经营性现金流净额为 3809.40/3895.70/6824.59 万元, 同比增长 93.24%/2.27%/75.18%, 盈利质量较为良好。

图表 20: 2017-2020 年公司营运能力情况 (万元; 天)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 21: 2017-2020 年应收账款及 1 年以内账款占比 (万元, %)



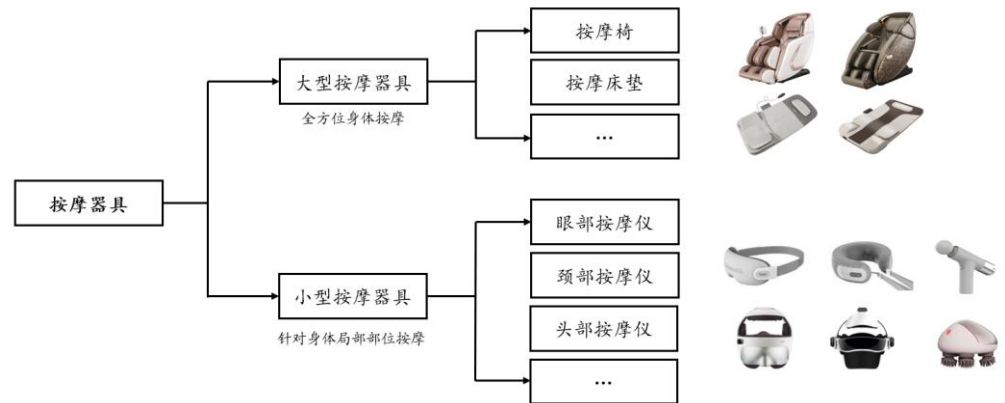
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

## 2. 便携按摩器具行业: 空间广阔, 行业集中度有望提升

### 2.1 按摩器具行业概述与分类

按摩器具分为小型按摩器具和大型按摩器具, 其区别主要在于按摩范围是否为身体局部部位。大型按摩器具主要为多功能按摩椅、按摩床垫等可按摩全身类产品。小型按摩器具主要包括眼部按摩器、颈部按摩器、足部按摩器等针对特定身体部位的按摩产品。

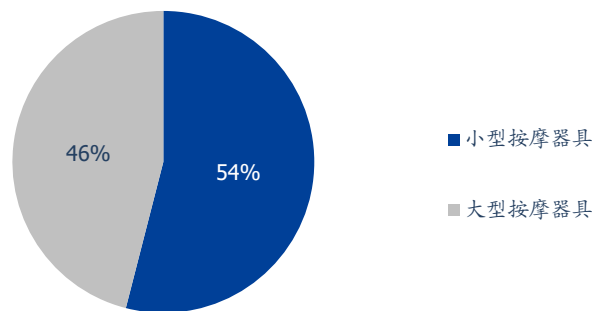
图表 22: 按摩器具分类



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

国内小型按摩器市场占比为 **54%**, 近年来增速较高。相较于按摩椅等大型按摩器具, 小型按摩器具有客单价相对较低、体积小便携性强、使用场景多元化的特点。公司招股书显示, 截至 2020 年末, 国内按摩器具市场小型和大型按摩器占比为 54%/46%, 对应小型按摩器具市场规模约 75 亿元。

图表 23: 2020 年国内大型按摩器具 vs. 小型按摩器市场占比情况 (%)

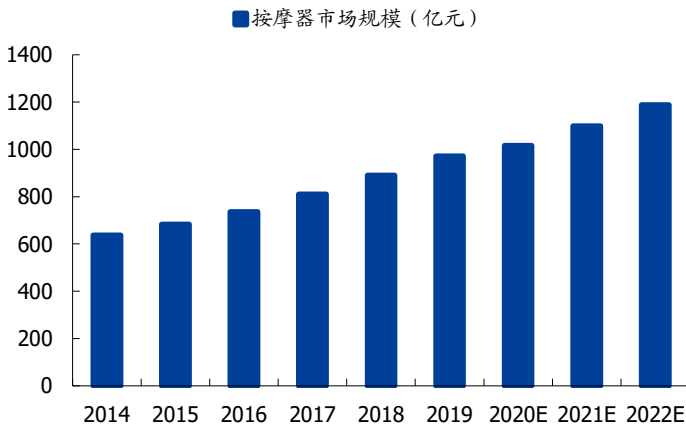


资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

## 2.2 按摩器具行业空间广阔

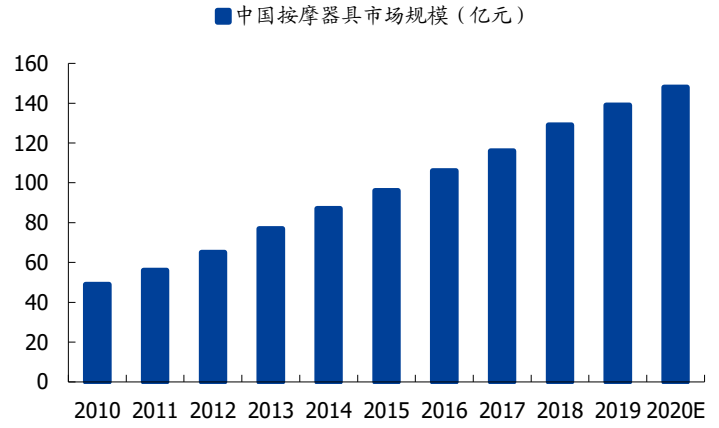
中国按摩器具行业增速高于全球水平, 2019 年中国按摩器具市场规模占比达 **14%**。据公司招股书援引前瞻研究院数据, 2019 年, 全球按摩器具市场规模为 150.3 亿美元 (约 971 亿元), CAGR5 达 8.77%。; 中国按摩器具市场规模为 139 亿元, CAGR5 达 9.82%, 增速略高于全球水平。截至 2019 年, 中国按摩器具市场规模占比全球市场约 14.32%。据前瞻研究院数据, 按摩器具渗透率在中国大陆仅 1.5%, 对比日本 (20%)、韩国 (12%) 等按摩行业发展相对成熟的市场, 国内渗透率仍有较大提升空间。

图表 24: 2014-2022E 全球按摩器具市场规模 (亿元)



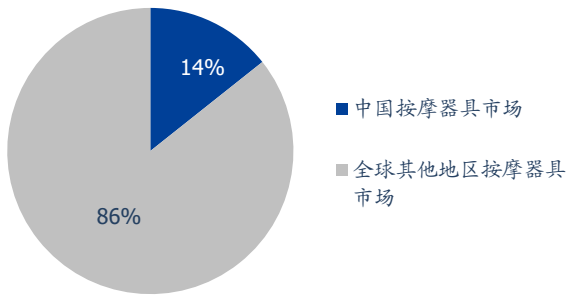
资料来源: 公司招股书, 前瞻研究院, 国盛证券研究所

图表 25: 2010-2020E 中国按摩器具市场规模 (亿元)



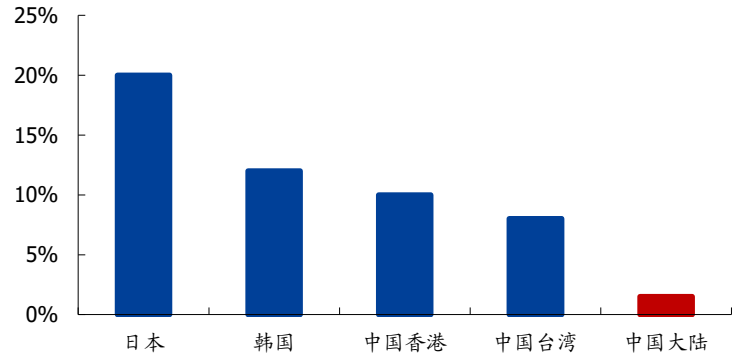
资料来源: 公司招股书, 前瞻研究院, 国盛证券研究所

图表 26: 2019 年中国按摩器具市场规模占全球市场比例 (%)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 27: 2019 年各地区按摩器具市场渗透率 (%)

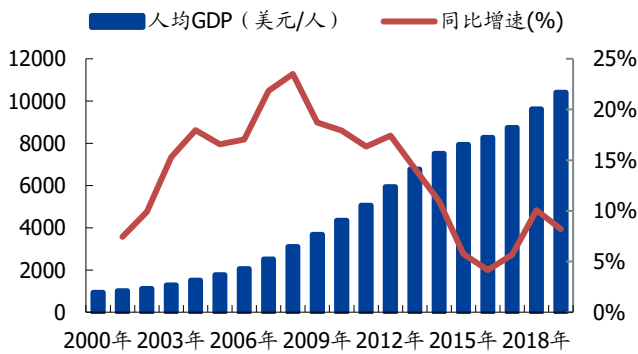


资料来源: 前瞻研究院, 国盛证券研究所

### 2.2.1 需求侧大众健康养生意识提升&医疗保健型消费人群规模扩张支撑行业扩张

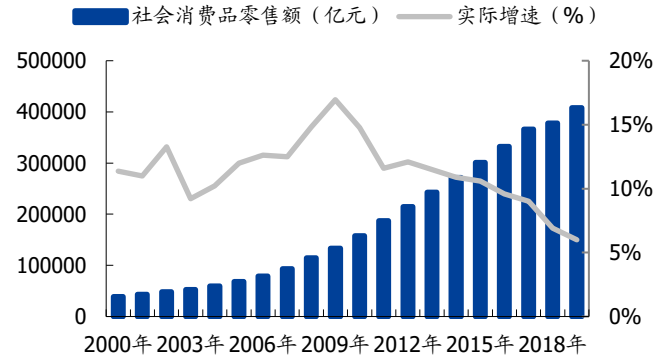
大众健康意识提升催生改善型消费需求, 符合时尚、智能、养生理念的产品为消费必然趋势。国家统计局数据显示, 2019年, 中国人均GDP突破1万美元, 同比增长8%; 社会消费品零售额突破40万亿, 同比增长6%, 居民生活水平大幅提升。消费升级背景下, 大众健康意识提升, 消费目的由患病后的医疗型消费向患病前的预防型消费转变。同时, 消费主力逐渐转向90、00后群体。这代人在国力不断进步的环境下长大, 倾向于选择时尚、智能、养生类的产品, 符合以上理念的产品成消费必然趋势。

图表 28: 中国人均 GDP 情况 (美元/人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

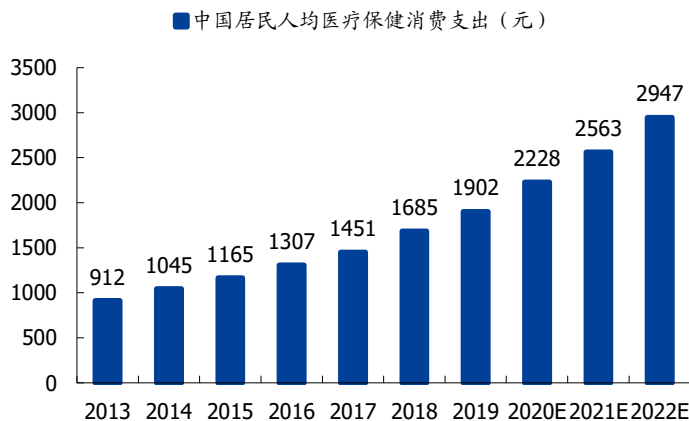
图表 29: 中国社会消费品零售额情况 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

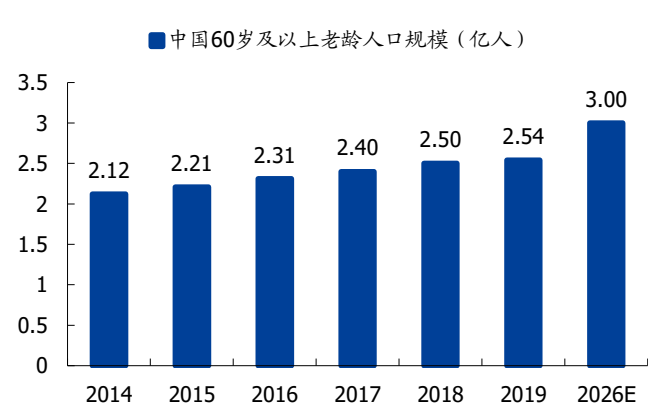
**老龄化进程加速&亚健康人群年轻化, 按摩器具市场空间广阔。1) 老龄化进程加速:** 招股书援引前瞻研究院数据显示, 2014-2019年, 中国 60 岁及以上老龄人口从 2.12 亿人增加至 2.54 亿人, 2019 年老龄人口占比总人口 18%。由于中老年人普遍存在血液循环不畅、经络受阻等健康问题, 按摩器具作为具备一定缓解作用的产品, 以往按摩器具的消费需求主要集中于老人。预计至 2026 年, 中国 60 岁及以上老龄人口预计将达到 3 亿人。**2) 亚健康群体年轻化:** 中华中医药学会发布的《亚健康中医临床指南》指出: 亚健康是指人体处于健康和疾病之间的一种状态, 症状表现包括疲劳、失眠、腰背、肌肉酸痛等情况。现阶段, 随着工作节奏变快、社会压力加大、白领群体患职业病的人数上升, 医疗保健消费群体呈年轻化趋势。据搜狐新闻, 2018 年亚健康主要集中在 31-40 岁、51-60 岁人群。京东 2020 年 9 月发布的《新时代带电生活图鉴》显示, 超过 70% 的按摩仪消费者为 85 后年轻人士。职业分布角度看, 互联网和金融商务人群的亚健康几率较高, 该类消费群体的健康养生型消费意愿和消费能力均较强。

图表 30: 2013-2022E 中国居民人均医疗保健支出 (元)



资料来源: 公司招股书, 前瞻研究院, 国盛证券研究所

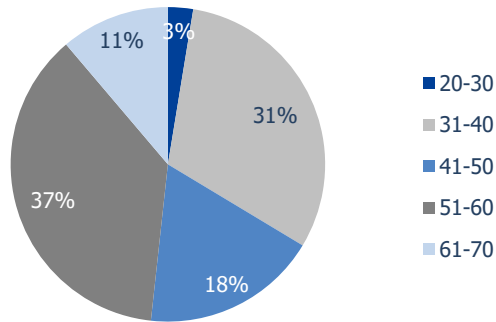
图表 31: 2014-2026E 中国 60 岁及以上老龄人口规模 (亿人)



资料来源: 公司招股书, 前瞻研究院, 国盛证券研究所

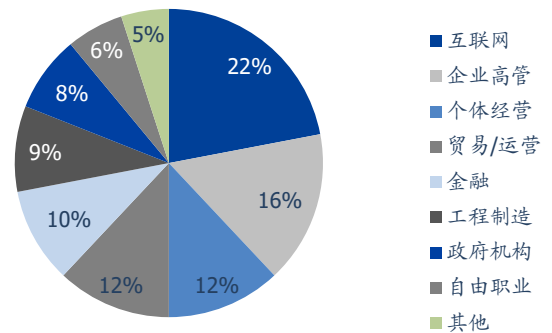


图表 32: 2018 年中国亚健康按年龄分布情况 (%)



资料来源: 搜狐新闻, 国盛证券研究所

图表 33: 2019 年中国亚健康按职业分布情况 (%)



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

**新媒体营销&明星带货深化“科技养生”消费者教育。**2019年起,按摩器具品牌商开始通过综艺植入、明星带货、电梯广告等普通营销形式向大众深化“科技养生”的消费者教育。例如,在2020年的明星独居生活展现类综艺《我家那闺女》中,湖南卫视知名主持人吴昕注重养生,使用按摩头盔一幕被众多网友种草,带动“黑科技养生”话题讨论热度;在2020下半年的热门超龄女团选秀节目《乘风破浪的姐姐们》中,知名熟龄女星们为便携颈部按摩仪做植入代言,进一步打开品类及产品知名度。

图表 34: 按摩器具类产品综艺植入情况



展现明星独居生活综艺《我家那闺女》中,湖南卫视知名主持人吴昕使用按摩头盔一幕,被众多网友种草



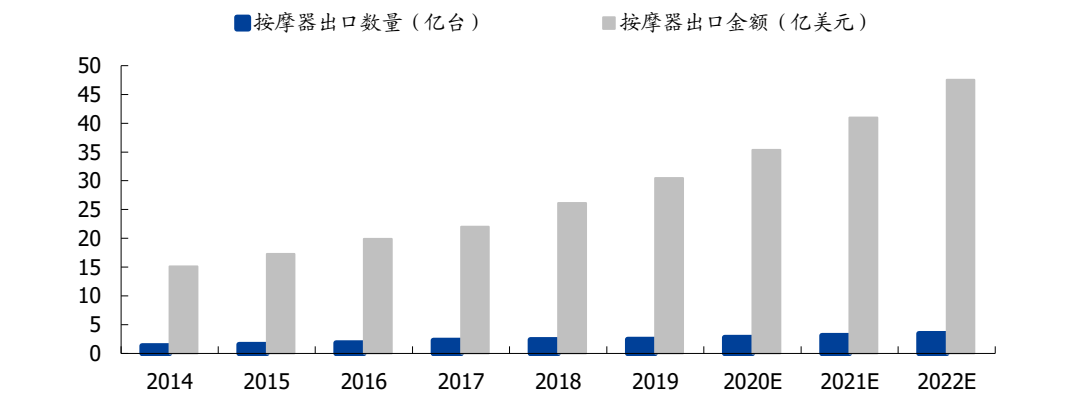
2020年热门选秀类综艺《乘风破浪的姐姐》中,知名女星们力荐便携颈部按摩器

资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

### 2.2.2 供给侧产品品类&功能不断丰富有利于家庭渗透率提升

中国是全球按摩器具的主要出口国,产能领先,为全球制造中心。招股书显示,现代按摩器具在20世纪60年代起源于日本,目前已扩展并形成北美、欧洲、东亚和东南亚四大主要消费区域,市场规模持续扩大。中国为全球按摩器具的制造与研发中心,多年来出口规模持续扩大,主要出口目的地包括欧美、日韩等区域。截至2019年,中国按摩器具出口数量为2.46亿台,出口金额为30.47亿美元。

图表 35: 中国出口按摩器具数量及金额 (亿台; 亿美元)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

国内按摩器具供应链完善, 供给侧产品丰富。近年来, 按摩技术进步优化按摩器具产品的用户体验, 同时智能化等关键性能持续提升推动便携式智能按摩器具规模持续扩大。便携按摩器具产品不断丰富, 品类方面, 衍生出眼部、颈部、头部、足部等细分市场, 按工作原理划分, 产品包括电子脉冲式按摩仪、物理机械式按摩器、气压按摩式按摩仪等产品。同时, 便携按摩产品绝对客单价较低, 有利于按摩器具消费普及。

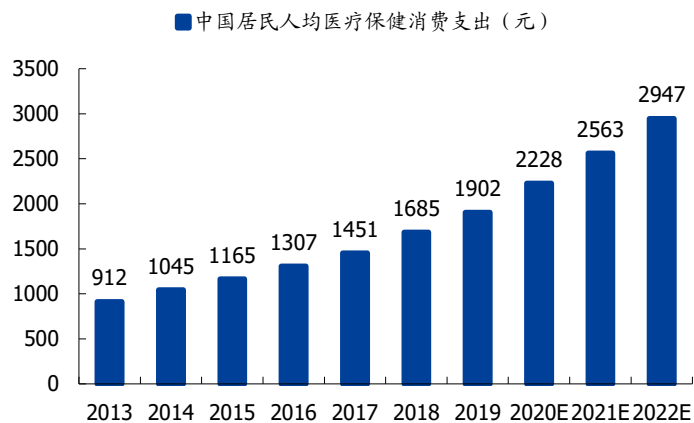
图表 36: 小型按摩器具产品丰富



资料来源: 公司官网, 百度图片, 国盛证券研究所

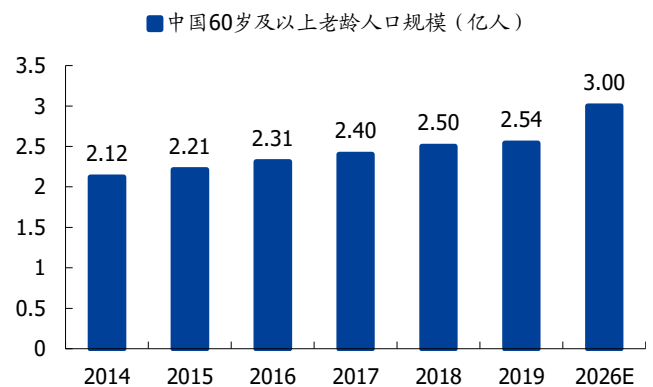
便携按摩器具仍处发展初期, 行业竞争格局分散。据国家市场监管总局抽检数据, 产品层面, 2018年按摩器具产品不合格发现率为31.8%; 渠道层面, 目前中国按摩器具行业内各类生产企业数量超过3000家, 其中年销售收入超过1亿元的规模化生产企业预计仅10-20家, 占全市场小于1%。公司在国内按摩器具行业的市场占有率约为5%-7%, 在便携式按摩器这一细分领域的市场占有率约为13%-15%, 为行业内领先品牌。

图表 37: 2013-2022E 中国居民人均医疗保健支出 (元)



资料来源: 公司招股书, 前瞻研究院, 国盛证券研究所

图表 38: 2014-2026E 中国 60 岁及以上老龄人口规模 (亿人)



资料来源: 公司招股书, 前瞻研究院, 国盛证券研究所

按摩器具为重体验型产品, 叠加行业标准出台驱动, 未来行业集中度有望提升。便携按摩器具为重体验的小家电产品, 用户倾向于选择产品力、品牌力较强的产品, 为好的产品支付品牌溢价。用户体验维度看, 行业具备集中的潜质。行业标准方面, 2021 年, 工业和信息化部办公厅发布《2021 年第一批行业标准制修订和英文版项目计划》中, 由头部品牌和行业专家共同统筹主导按摩仪领域的标准制定, 其中倍轻松为行业内唯一参与标准拟定的按摩器具类上市公司。预期行业合法合规性的提高将优化行业竞争格局, 利好头部企业产品市场份额。

图表 39: 家用电器类行业标准制修订和英文版项目计划一览

### 2021 年轻工行业标准项目计划表

家用电器领域

序号	计划号	项目名称	性质	标准类别	制修订	代替标准	采标情况	项目周期 (月)	部内主管司局	技术委员会或技术归口单位	主要起草单位	备注
440.	2021-0442T-0B	家用和类似用途低频按摩仪	推荐	产品	制定			24	消费品工业司	全国家用电器标准化技术委员会	未来穿戴(深圳)有限公司、中国家用电器研究院、深圳市倍轻松科技股份有限公司	
441.	2021-0443T-0B	家用和类似用途地板打蜡机	推荐	产品	制定			24	消费品工业司	全国家用电器标准化技术委员会	中国家用电器研究院、莱克电气股份有限公司	
442.	2021-0444T-0B	家用和类似用途电动洗鞋烘鞋机	推荐	产品	制定			24	消费品工业司	全国家用电器标准化技术委员会	中国家用电器研究院、青岛海尔洗衣机有限公司、无锡小天鹅电器有限公司、南京创维家用电器有限公司	

资料来源: 工信部官网, 国盛证券研究所

### 2.3 竞争格局: 细分赛道内公司优势明显, 市场份额有望进一步提升

智能便携按摩器具市场竞争格局较为分散, 目前 SKG 和倍轻松市场份额相对领先。市场内主要有 5 类竞争对手: 专注于小型按摩器的企业 (eg. SKG、倍轻松等)、互联网企业 (eg. 网易严选、小米及其生态链企业等)、大型按摩器具龙头 (eg. 荣泰、奥佳华等)、海外综合类家电企业 (eg. 松下等)、小型按摩器具代工企业 (eg. 攀高等)

- **专注于小型按摩器的企业:** 据“ZDC 互联网消费调研中心”排行榜, SKG 和倍轻松常年交替第一。倍轻松主打高端商旅人群, 产品采用“古法中医+现代科技”结合的物理机械式按摩, 相较于电子脉冲技术 (eg. SKG) 可触达穴位, 达到深度放松

的效果，其中倍轻松的眼部、颈部按摩仪一直为公司的拳头产品。相较于 SKG，倍轻松在品牌定位、按摩原理以及产品矩阵方面均具差异化，目前倍轻松市场份额持续向上。随着消费者教育普及，公司凭借其优异产品力，市场地位有望进一步稳固。

- **互联网企业：**近年来，由于智能便携按摩器具赛道快速增长，吸引了较多互联网公司，如网易严选、乐范（小米生态链企业）等纷纷入局。由于互联网企业的智能便携按摩器具产品主打性价比，与倍轻松（定位中高端）不构成直接竞争关系。
- **大型按摩器具龙头：**按摩椅仍为该类龙头企业的核心业务，考虑到小型按摩器具市场目前规模不够大，大型按摩器具龙头对小型按摩器领域资源投入相对有限，例如，奥佳华的小型按摩器业务中约 70%均为出口代工。
- **海外综合类家电企业：**由于倍轻松专注“中医理论+现代科技”的结合，产品极具中国特色，海外品牌在文化背景、对中国的认知度等方面远逊于国内企业。
- **小型按摩器具代工企业：**代工出身的企业多以产品销售为主，对品牌投入相对较少。综上，智能便携按摩器赛道内倍轻松优势明显。本次上市有望进一步加强公司品牌力，巩固其先发优势。

### 3. 公司竞争力：产品渠道共筑品牌驱动

我们认为小家电公司的商业模式主要有两种，其一是单品天花板足够高，公司的成长来自于单品渗透率提升和复购黏性的培育；其二是单品天花板不高，公司的成长来自产品生命周期的延长和打造持续拓品类的平台。

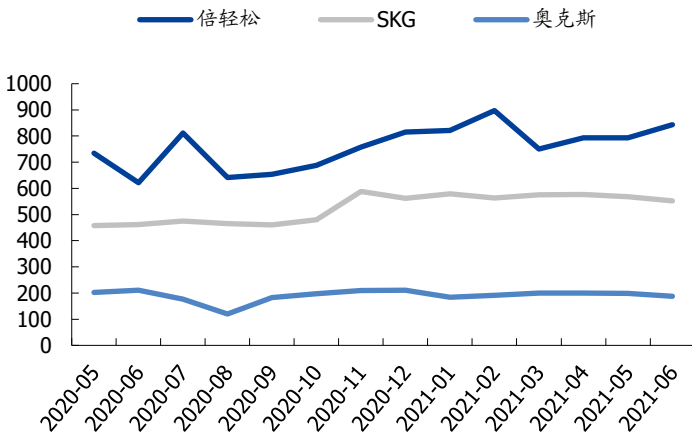
对于技术壁垒不高的小家电而言，电商渠道的崛起进一步加剧产业链上下游的开放，而产品应用层面的创新大概率不能形成壁垒。在这样的行业变化之下，公司竞争优势大致体现为两个层面：**1）站稳刚需性强的赛道，具备成本优势，且能够较快地将成本优势兑现在产品中；2）品牌调性能够确立，渠道建设和消费者需求形成正回馈，产品可凭借算法和数据形成滚雪球效应。**

我们认为，倍轻松符合第二层面的逻辑，通过 1）较高的直营占比保证了稳定的定价体系和较好的消费体验，同时按摩电器具有一定的“养生”属性更容易建立价格歧视，高端品牌调性能够确立；2）布局在重点交通枢纽的高铁、机场柜台及中高端百货门店和目标客群高度契合，且已经具有一定的门店建模信息优势；3）按摩器能够做出差异化，积累的用户数据能够在智能化浪潮中抢跑。

#### 3.1 品牌端：养生属性+定价稳定+门店体验，倍轻松高端品牌调性得以确立

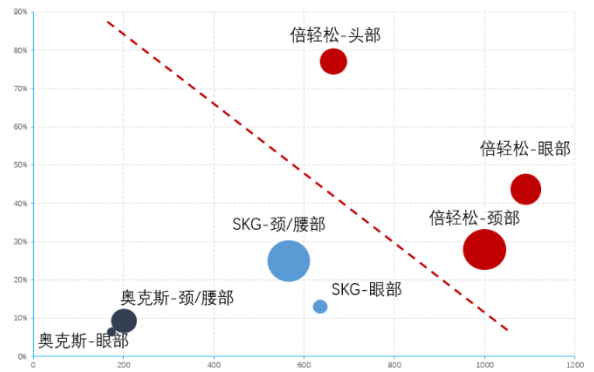
公司定位**高端便携式按摩器**，主要便携式按摩器产品均价居行业前列。我们认为大促月销售情况是品牌力和产品力的集中展示，故选取了 21 年 6 月的销售数据，公司核心按摩品类头部、眼部和颈部均价高于竞品，但依然取得了高于竞品的市场份额。

图表 40: 倍轻松便携式按摩器产品均价(元)居行业前列



资料来源: 流新数据, 国盛证券研究所

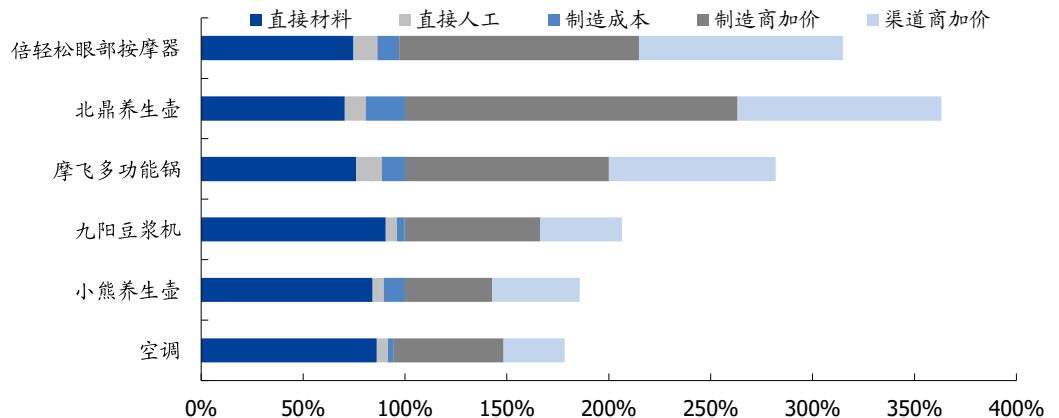
图表 41: 公司核心产品定价高的同时攫取较高份额



资料来源: 天猫, 魔镜市场情报, 国盛证券研究所(选取 2021.06 数据)  
注: 纵轴: 销额份额; 横轴: 均价; 圆圈大小: 销额

但“卖的贵”并不直接等于高端，高端本质上意味着产品对用户需求和效用的匹配。从定价倍率的角度来看，小家电使用场景更广，除了基本的使用功能之外还具有部分精神属性，因此高于标准品属性的大家电。以倍轻松眼部按摩器为例，其能够维持高于其他小家电的定价倍率，我们认为来自于：1) 产品本身具有“养生”属性，更容易建立价格歧视；2) 直营占比高，保证了品牌稳定的定价体系；3) 线下门店能够为目标客群提供产品体验。

图表 42: 倍轻松产品定价倍率较高 (%)



资料来源: 公司招股书, 公司财报, 国盛证券研究所

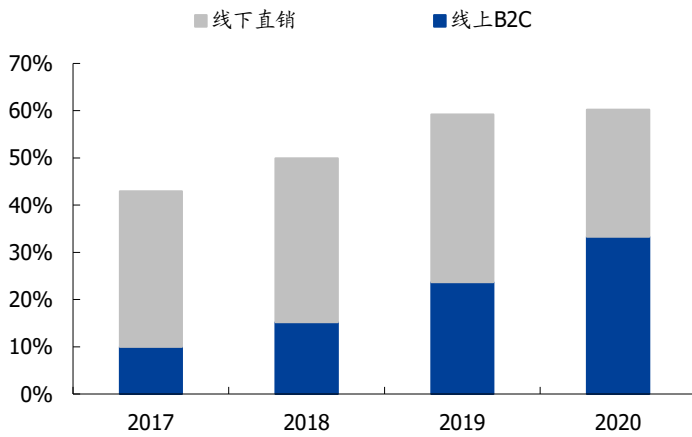
➤ 养生属性

**按摩电器具有更强的精神属性。**家电本质上是带有制造业属性的“里子”消费品，终端定价锚定成本，但按摩类、美容类电器与健康、颜值相关，可选属性强，能够建立让消费者为了更好的效果付出更高溢价的“价格歧视”。公司的产品主打头、颈、眼按摩器，消费者画像更接近脑力工作者如都市白领，对价格相对而言不敏感。同时，便携式按摩器的使用场景也突破了家用的边界，拓宽到日常办公、商旅使用，具有一定的“面子”属性。

➤ 直营控价

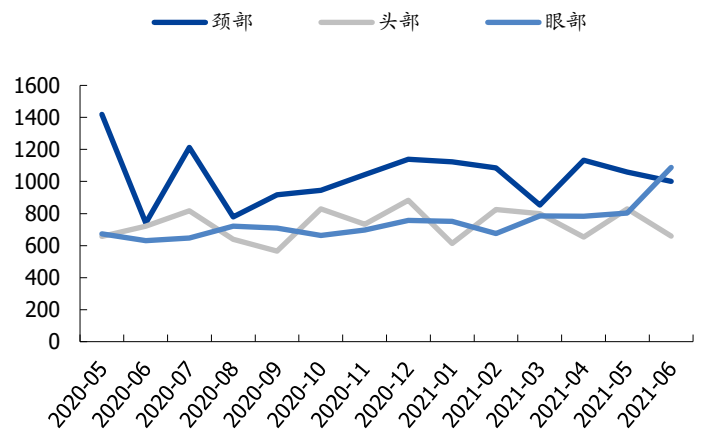
**公司较高的直营比例保障了稳定的定价体系，这对于高端品牌调性的确立非常重要。**20 年公司直营渠道收入占比高达 60.2%，受益于电商发展，公司 B2C 渠道收入的占比持续提升至 33.32%；线下直销门店 20 年受到疫情影响，但收入占比仍有 26.88%。从淘系平台终端销售数据来看，核心按摩器售价区间保持稳定。从公司报表端产品销售单价来看，除了定价稍高的头部按摩器受到 20 年线下门店人流量减少的影响，亦保持稳中有升。

图表 43: 公司的渠道结构中直营占比高 (%)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

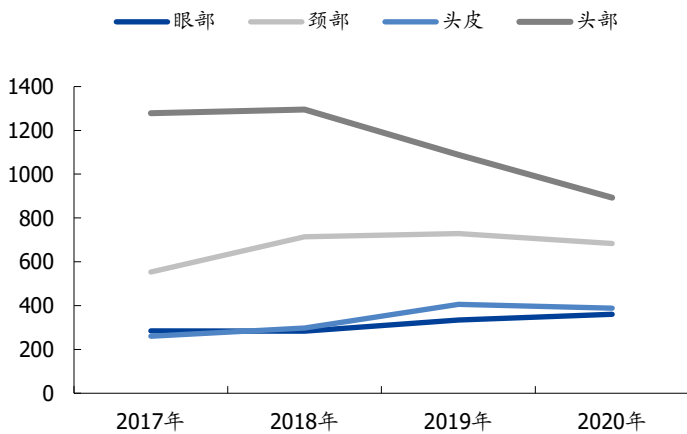
图表 44: 公司线上终端零售均价保持稳定 (元/台)



资料来源: 天猫, 淘宝网, 国盛证券研究所

价格体系稳定的另一个核心原因是产品升级路径清晰, 生命周期得以不断延长。公司眼部按摩产品从气压按摩式走向机械按摩式再走向虚拟触感按摩式, 颈部按摩产品从推拿式走向机械揉捏式再走向自适应充气揉捏, 推出头皮按摩器, 带来消费者体验感的提升, 扩大了潜在的需求基数和提升了刚需程度。我们认为, 潜在基数小刚需程度也不高的产品渗透率提升至一定水平后, 新增需求为主向迭代需求转变, 而家电的消费频次又比较低, 会面临需求断档, 定价容易出现波动。而公司通过明确的产品升级, 形成产品矩阵, 更好地满足需求从而平滑定价波动。

图表 45: 报表端产品销售单价保持稳定 (元/台)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 46: 公司产品升级路径清晰

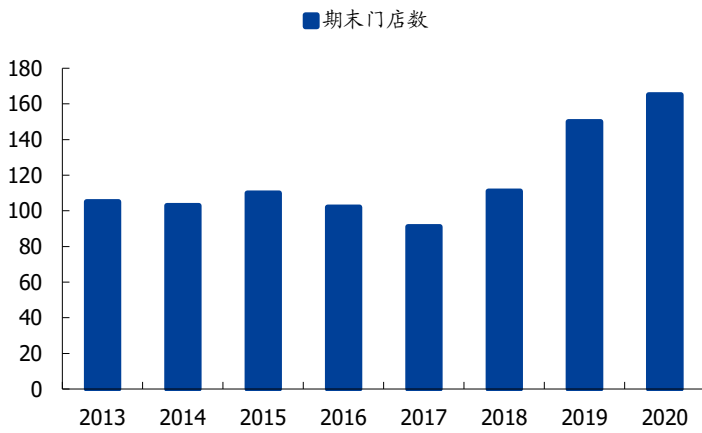


资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

### 线下体验

公司线下门店提供了直观的产品线下体验。公司 2020 年全国线下门店数量达 165 家, 主要覆盖重要交通枢纽的高铁站、机场, 以及中高端百货。渠道形态与中高端商旅人士、都市白领等公司目标消费群体高度契合, 既提升了品牌曝光度, 又提升了产品的体验感。

图表 47: 2020 年公司线下直营门店数量达 165 家



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 48: 线下门店提供了较好的体验场景



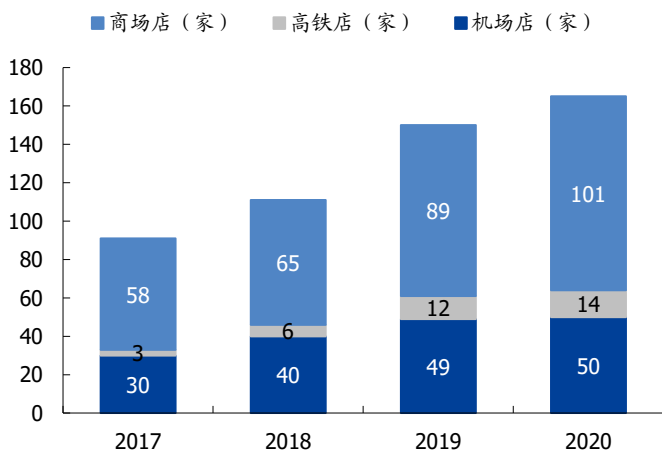
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 3.2 渠道端: 门店选址与目标客群高度契合, 已积累渠道建模优势

公司线下渠道布局在重点交通枢纽的高铁、机场柜台及中高端百货门店和目标客群高度契合, 且已经具有一定的门店建模信息优势。2019 年, 公司线上、线下营收占比为 40.26%/54.03%。公司线下渠道主要布局在一线及新一线城市的高铁、机场两大交通枢纽, 以及该类城市的中高端商场。选址范围与商旅人士这一目标客群高度契合, 有利于实现品牌的精准营销。以 2019 年数据为基准, 门店数量方面, 公司拥有机场店、高铁店、商场店 49/12/89 家; 单店收入方面, 机场店 (190.9 万元/年) > 高铁店 (179.7 万元/年) > 商场店 (83.3 万元/年)。

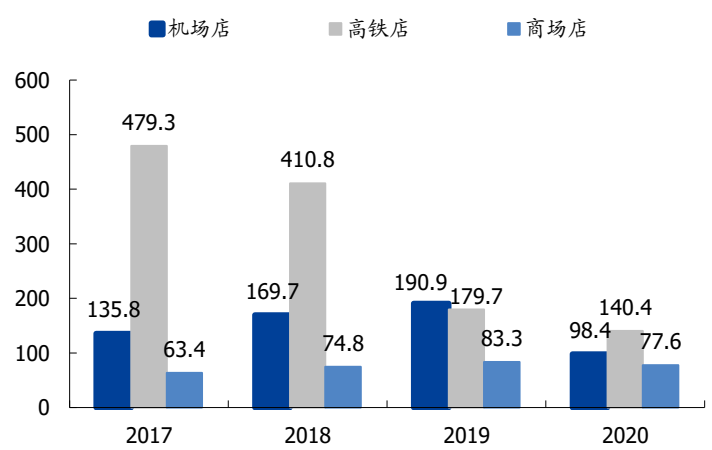
店效随门店扩张稳步上升, 我们判断门店已具备复制基础。2017-2019 年, 公司单店收入随门店扩张平稳上升 (注: 高铁站单店收入有所下滑, 主要系公司高铁店较少, 且率先发展虹桥高铁站等年客流量最高的站点, 其单店收入水平较高, 随着高铁站店稳步扩张, 高铁店平均单店收入回归至正常水平)。其中, 机场店单店收入由 135.8 万元/年增长至 190.9 万元/年, CAGR2 为 18.56%; 商场店单店收入由 63.4 万元/年增长至 83.3 万元/年, CAGR 为 14.62%。2020 年疫情影响线下渠道销售, 三类门店单店收入均较往年有所下滑, 机场店、高铁店、商场店单店收入分别为 98.4/140.4/77.6 万元/年。

图表 49: 2017-2020 年门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 50: 2017-2020 年门店单店产出 (万元/年)



资料来源: 公司公告, 公司招股书, 国盛证券研究所

### 3.3 产品端：专业性为纲&智能化领跑，打造产品差异化

“中医理论+现代科技”打造产品专业性。公司产品均以中医理论为核心，采用物理机械式仿人手按摩手法，相较于市面上的微电流脉冲技术（eg. SKG），倍轻松的按摩能够更加深度放松肌肉，按摩效果更为显著。

图表 51: 三种按摩方式对比（以颈部按摩器为例）

按摩方式对比	微电流脉冲	物理机械式	气压气囊式
工作原理	采用带调制的中低频脉冲电流刺激肌肉（神经），使肌肉周期性的收缩和放松，达到类似于按摩的效果	通过模仿人工按摩的物理机械运动对肌肉进行按压，达到按摩的效果	气囊按摩通过对气囊进行快速的充气放气，使气囊膨胀和收缩，从而产生挤压力作用于肌肉，达到按摩效果，主要适用于眼部按摩
分类	TENS (Transcutaneous Electrical Nerve Stimulation) 经皮电刺激神经疗法：通过TENS脉冲电流刺激感觉神经，让大脑接收不到疼痛信号，从而缓解疼痛。 EMS (Electronic Muscle Stimulation) 肌肉电刺激疗法：相当于它是它模仿了肌肉动作的一个电位，从而使肌肉收缩运动。	触头式：由多个触头组成，针对周围穴位进行震动、按压等动作来帮助放松眼睛 震动式：以机械振动对人体的局部进行刺激性按摩	
示意图			
舒适性	- 脉冲按摩仪是电流通过电极片作用到肌肉神经上，起到揉捏按摩效果，会产生电流刺痛感，初次接触可能会导致不适	+ 按摩头转动按摩，作用到肌肉上，起到揉捏效果，与其他按摩方式相比，力度更强，更类似人手按摩，舒适度高，但热敷效果一般	+ 气压按摩使得按摩部位受力均匀，覆盖面积大，对周围穴位进行按摩，且可配合热敷，舒适性更高
适用场景	+ 脉冲按摩仪大多脉冲按摩仪大多小巧、轻便，适合出差，随身携带以及办公室使用	- 物理揉捏按摩仪虽然也有小巧款，但与脉冲按摩仪相比，尺寸整体更大，不易折叠收纳	+ 气压按摩仪大多比较轻便，与机械式眼部按摩仪相比更易折叠收纳，适合出差，随身携带以及办公室使用
实用性	- 脉冲按摩仪多适用于颈椎按摩	+ 物理揉捏按摩仪除按摩肩颈外，还适用于全身其他位置，如腰背、腹部等	+ 气囊按摩作用力度较为轻柔，主要用在眼部、臀部、大小腿等这些部位
操作便捷性	- 为了降低使用脉冲按摩仪时的刺痛感，需要提前用打湿的湿毛巾敷一下颈部或配合凝胶贴一起使用，操作步骤较为繁琐	- 物理揉捏按摩仪无特殊操作步骤，仅需控制好力度和时长即可	- 无特殊操作步骤，仅需控制好力度和时长即可
安全性	- 脉冲按摩使用的脉冲频率若是不恰当，会起到相反的效果，对身体造成损伤	+ 依托中医理论的揉捏按摩更贴合现代消费者的使用习惯，更安全	+ 依托中医理论的揉捏按摩更贴合现代消费者的使用习惯，更安全
代表品牌	SKG	倍轻松	大部分眼部按摩仪

资料来源：公司招股书，知乎，百度，国盛证券研究所

图表 52: 颈部按摩器对比

	Breo 倍轻松	SKG	奥佳华
外观			
型号	iNeck3pro 1980	G7-1 999	OG-2608 999
价格(元)			
适用场景	工作商旅，休闲家用	工作商旅，休闲家用	家用
按摩方式	物理机械式	物理振动式	物理机械式
恒温热敷	是	是	是
APP操控	是	是	否
可拆卸清洗	是	不适用	是
产品重量	1050g	170g	2600g
产品尺寸	L255*W265*H90 (mm)	无具体尺寸	L390*W365*H180mm
按摩手法/模式	3种按摩手法：旋转位移，平移推拿，定点按摩 手环固定扣设计，按摩力度自由掌控	4种模式：掌推解压模式，指揉舒缓模式，揉捏活力模式，综合唤醒模式 3档 3.5小时	2种模式：连续性抓/捏/揉，渐进式推/压/揉/按 3档 4小时
充电时长	6小时	150分钟(10次)	60分钟(4次)
工作时长	150分钟(10次)	150分钟(10次)	60分钟(4次)
赠品服务	午睡枕	吹风机	无
特点	中医原理和现代科技的结合，仿真人手指压揉捏；采用NTC感温探头，实时调节温度；自适应调节智能技术，适用于不同体型；APP蓝牙远程操控	物理振动按摩，仿人手9D指揉按摩，9大仿生nano按摩头；630nm红光聚能热敷，8颗灯组，大面积热敷；APP智能调控	仿人手“八”字型设计，配合3D机械手夹揉技术，深层放松；24°斜推按摩，贴合深入；PTC加热技术，温暖热敷放松颈椎

资料来源：天猫，百度，知乎，国盛证券研究所

产品智能化领跑。公司于 2015 年迈入产品智能化时代。智能化有效提升用户体验，同时为公司积累用户数据，有利于后续产品的有效迭代以及新产品的精准需求把握。产品使用方面，用户可通过手机 APP 端对产品按摩角度&位置、按摩力度及温度等指标进行调整，提升产品使用体验。



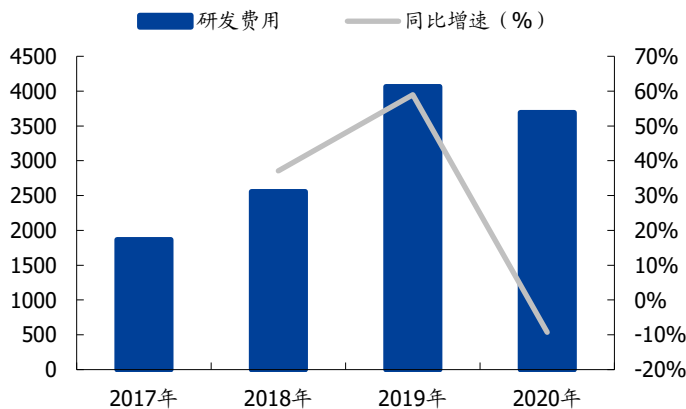
图表 53: 倍轻松产品智能化控制界面一览



资料来源: 倍轻松 APP, 国盛证券研究所

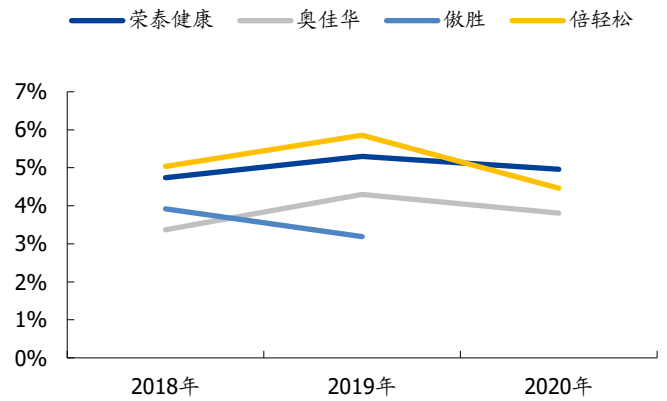
持续加码研发投入, 产品屡获国际设计大奖。2018-2020 年, 公司研发费用率为 5.04%/5.86%/4.46%, 在可比公司中处于较高水平。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司及子公司拥有的境内外专利合计 576 项, 获评国家知识产权优势企业。多款产品先后荣获德国红点设计奖 2 项、德国 iF 设计奖 4 项、日本优良设计奖 1 项等多项知名奖项。

图表 54: 公司研发费用情况 (万元; %)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 55: 可比公司研发费率情况 (%)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

## 4. 未来成长动力: 销售渠道结构性优化, 产品矩阵扩张

### 4.1 募集资金投向: 增设线下直营门店 248 家, 品牌建设进行时

公司拟募集 4.97 亿元资金, 用于以下项目: 1) 营销网络建设项目 (2.79 亿元, 占比 56.09%); 2) 研发中心升级建设项目 (0.88 亿元, 占比 17.72%) 3) 信息化升级建设项目 (0.50 亿元, 占比 10.09%); 4) 补充营运资金 (0.80 亿元, 占比 16.11%)

图表 56: 募集资金用途

项目名称	总投资额 (亿元)	募集资金总额 (亿元)	占比 (%)	建设期 (月)	用途
营销网络建设	2.79	2.79	56.09%	27 月	进一步扩大公司营销网络布局, 完善公司营销体系架构, 提升公司品牌力&增强公司竞争力
研发中心升级建设	0.88	0.88	17.72%	36 月	引进行业专业人才, 购置先进的研发相关软硬件设施, 提高公司研发效率和质量, 保持对前沿技术的追踪和研究应用
信息化升级建设	0.50	0.50	10.09%	36 月	综合提升公司现有系统硬件性能和软件运营环境, 强化公司信息化管理和生产水平
补充营运资金	0.80	0.80	16.11%	-	为公司业务发展提供资金保证, 有利于公司扩大业务规模&优化财务结构, 提高抗风险能力
<b>合计</b>	<b>4.97</b>	<b>4.97</b>	<b>100.00%</b>		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

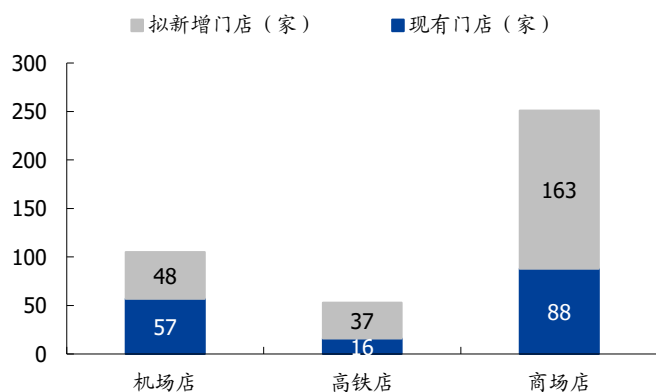
公司募集资金主要用于 **248 家** 直营门店拓展, 提高线下网点密集度。公司拟使用本次募集资金在全国 3 年内增设 248 家直营门店, 其中计划增设**机场店/高铁店/商场店 48/37/163 家**, 主要拓展区域为一线及“新一线”城市。扩张完成后, 机场店/高铁店/商场店数量比例分别-9pct/+3pct/+6pct 至 26%/13%/61%。本次营销网络建设项目预计投资 2.79 亿元, 其中租金成本及门店装修费用约 1.70 亿元, 品牌建设推广费用约 3510 万元, 占该项目总额 60.94%/12.56%。

图表 57: 营销网络建设项目投资情况 (万元; %)

项目	投资金额 (万元)	占投资总额比重 (%)
<b>建设投资</b>	<b>23,390</b>	<b>83.91%</b>
其中: 初始年租金及物业管理费	13,035	46.76%
装修费用	3,953	14.18%
<b>铺底流动资金</b>	<b>962</b>	<b>3.50%</b>
<b>品牌建设推广费</b>	<b>3,510</b>	<b>12.52%</b>
<b>项目总投资</b>	<b>27,862</b>	<b>100.00%</b>

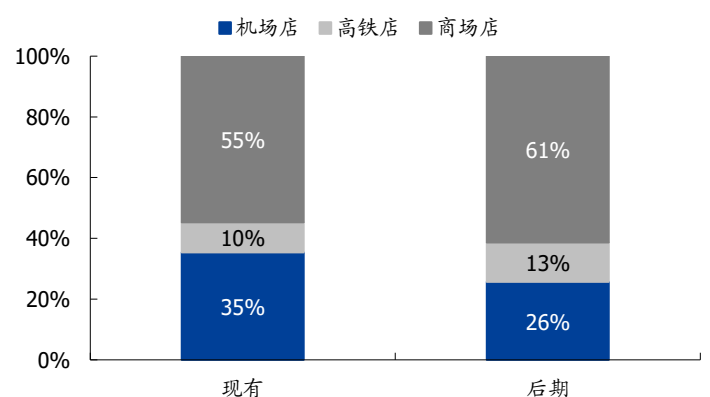
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 58: 公司现有/拟新增门店数量: 按门店类别 (家)



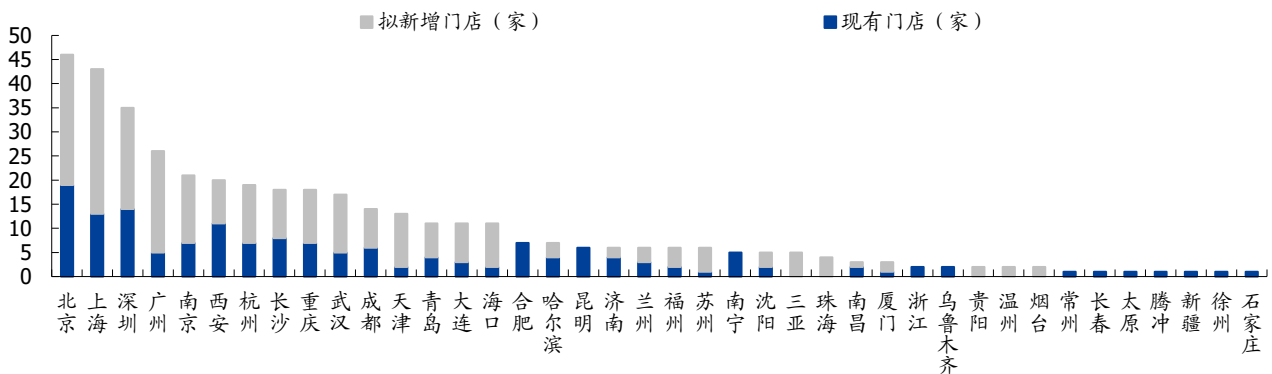
资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 59: 公司现有/后期门店数量分布情况: 按门店类别 (%)



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 60: 现有/拟新增门店数量: 分城市 (家)

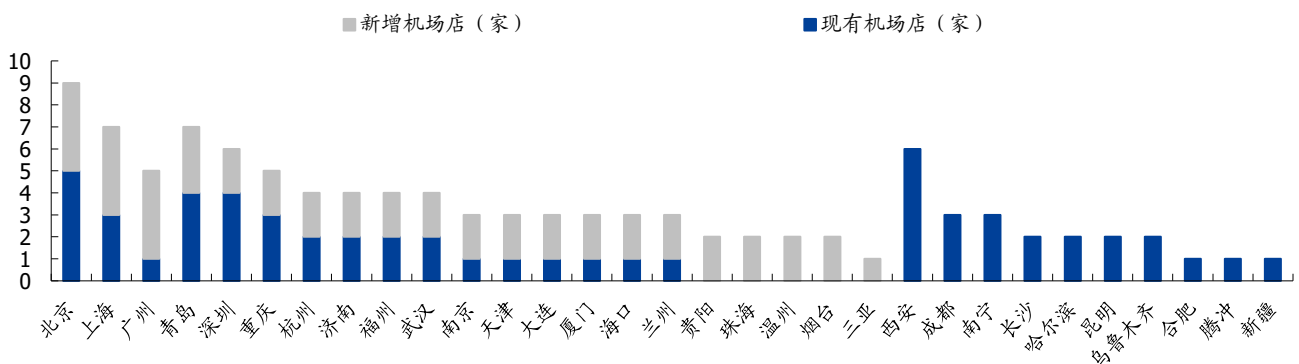


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**按摩器具为重体验型产品, 枢纽店&商场店有利于针对目标客群实现精准营销。** 便携按摩器具是小家电中重体验的产品, 线下渠道作为品牌宣传和产品体验场所的必要性不言而喻。倍轻松将线下门店进一步聚焦于交通枢纽店和中高端商场店, 实现精准营销。一方面, 机场和高铁站为核心交通枢纽, 商旅人士占比高, 与公司的目标客群商旅办公人群契合度高。在机场和高铁站开设门店有利于精准营销, 增强用户体验。另一方面, 公司产品定位中高端, 门店开设在中高端商场符合公司品牌定位, 有利于增加曝光度。

➤ **机场类门店: 重点布局年旅客吞吐量过千万机场网点, 提高机场类门店密度**  
公司计划在 23 个机场共新增 48 家机场类门店, 拓展策略为加强对于旅客吞吐量 1000 万以上, 尤其 2000 万以上吞吐量的机场网点布局。据《2019 年民航机场生产统计公报》, 年旅客吞吐量 1000 万人次+/2000 万人次+的机场为 39/24 个。以公司增设完成后 105 家机场门店计算, 倍轻松机场店密度为 2.69 家/机场 (年旅客吞吐量 1000 万人次+)。

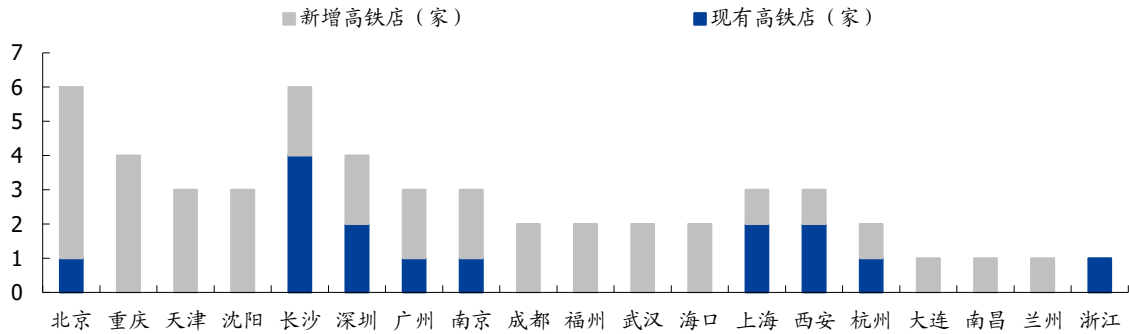
图表 61: 现有/拟新增机场门店数量: 分城市 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ **高铁类门店: 增加一二线城市高铁站覆盖数量, 拓宽高铁类门店进驻范围**  
公司计划在 24 个高铁站新增 37 家高铁类门店, 拓展策略以覆盖一二线城市高铁站为主。由于目前公司高铁店仅 16 家, 占总门店数比例为 10%, 现阶段公司将主要以进驻新高铁站点, 增大一二线城市高铁站覆盖面为重点。

图表 62: 现有/拟新增高铁门店数量: 分城市(家)

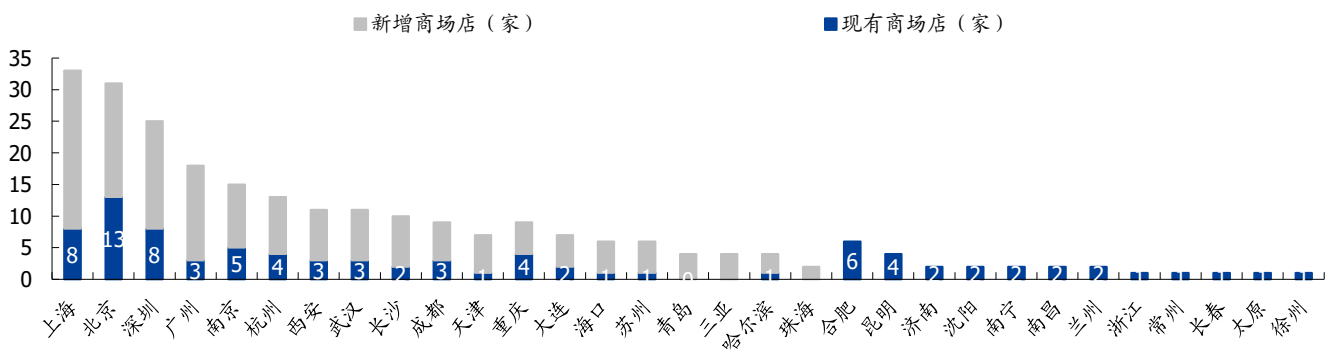


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ 商场类门店: 重点拓展一线及“新一线”城市中高端商场

公司计划在全国 19 个城市新增 163 家商场类门店。基于公司产品的定位, 公司商场类门店选址主要定位于中高端商场, 未来有可能增加社区类商业网点的布局。从新增门店数量看, 上海、北京、深圳、广州等一线城市为重点拓展地区, 四个城市合计拟新增商场店 75 家, 占总新增商场门店数比例为 46%。

图表 63: 现有/拟新增商场门店数量: 分城市(家)



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 募投项目合理性: 直营门店整体盈利, 公司具备拓店基础

线下直营门店已实现整体盈利, 公司具备持续开店基础。考虑到线下渠道受 2020 年疫情影响较大, 我们选取 2019 年数据作为参考基准。结合机场店、高铁店、商场店三类线下直营门店, 综合测算单店模型, 我们判断公司 2019 年平均单店营收为 142.11 万元, 高于 117.50 万元年运营成本。线下直营门店整体盈利, 公司具备持续拓店基础。

图表 64: 单店模型测算 (以 2019 年数据为基准)

单位: 万元		因20年疫情影响, 取19年经营数据作为参考标准	
项目	费用	假设	
单店营收		以19年总计150家线下直营店收入21316.89万元估算, 单店营收142.11万元	
<b>固定成本</b>	<b>装修费用</b>	以19年新增64家线下直营店装修费718.31万元估测, 单店装修费11.22万元	
货物成本	货物成本	以19年线下直营店毛利率78.73%估测, 货物成本为30.23万元	
经营成本	店铺租金	以19年总计150家线下直营店专柜费用8297.45万元估测, 单店租金55.32万元	
	职工薪酬	以19年总计150家线下直营店职工薪酬7424.19万元的60%估测, 单店职工薪酬29.7万元	
	水电费等杂费	以19年总计150家线下直营店水电费281.08万元估测, 单店水电费1.87万元	
	POS租金	以19年总计150家线下直营店POS租金57.53万元估测, 单店POS租金0.38万元	
<b>运营总成本/年</b>	<b>可变成本</b>	<b>117.50</b>	

资料来源: 公司公告, 公司招股书, 国盛证券研究所

### 4.3 成长驱动力一: 线下引流, 线上渠道加速扩张

提升盈利能力较高的渠道占比有助于销售渠道结构优化, 从而提升公司整体盈利能力。专柜费用及门店租金为线下门店主要费用成本, 而线上运营相对轻资产, 因此电商毛利率水平 (2019 年为 57.15%) 低于线下 (2019 年为 66.21%), 但是净利率水平预计高于线下渠道。预计随着直营门店进一步增加, 线下引流能力进一步增强, 将推动净利率水平较高的线上渠道占比提升, 有利于提升公司综合盈利能力。

### 4.4 成长驱动力二: 扩充产品矩阵, 触达更广泛圈层

公司目前拥有眼部、颈部、头部、头皮四大类智能便携器产品系列, 2020 年收入占比合计达到 80%。预计公司未来新品将在两个方向上发力: **1) 现有产品迭代升级, 解决痛点与挖掘细分需求并进;** **2) 开发中医个护等新产品系列。**

- ✓ **现有产品迭代升级:** 目前, 公司产品主要围绕智能化进一步发展。以公司最新一款眼部按摩器 iSeeQ 为例, 该款产品加入创新性可视化设计, 将按摩过程动态化, 用户得以在眼部按摩时进行其他活动, 解决了以往“静态按摩”的痛点。未来, 产品可以在解决痛点的基础上进一步多功能化。如与专业眼科医院合作开发儿童专用护眼仪, 开发细分群体的同时培育年轻一代用户; 针对女性用户进一步开发美容功能的眼部按摩器, 挖掘女性市场。技术方面, 公司不断投入研发, 有望将按摩器的触感及手法进一步仿真化, 从而达到高度替代人手按摩的效果。

图表 65: 倍轻松眼部按摩器为可视化设计, 护眼刷屏两不误



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 66: 倍轻松眼部按摩器为人手抚触感按摩



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

- ✓ **开发新产品系列:** 今年 4 月, 公司推出智能明火无烟艾灸盒, 有效去湿除寒, 缓解当代年轻人因频繁熬夜、爱喝冷饮、常年久坐导致的身体浮肿、湿寒状态。其中, 艾灸盒产品中的艾柱 (由艾草制成)、滤网需每月一换, 具备耗材, 盈利模式优于现有产品。未来, 预计公司将进一步开发中医个护系列产品, 完善产品矩阵。“器材+耗材”模式下, 新产品系列有望贡献较多增量。

图表 67: 2021 年 4 月公司推出智能明火无烟艾灸盒



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

图表 68: 艾柱和滤网需每月一换, 具备耗材属性



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

公司产品为局部智能按摩器, 具备复购属性。小型按摩器品牌体积小、保养范围较为固定。用户在接受小型按摩器品牌后, 可能会购入多台产品, 以针对不同身体部位进行分别保养, 因此公司产品具备“单个用户多台产品”的属性。我们判断, 公司产品进一步提升有利于贡献核心用户增量, 其成长路径可能在跨越某个节点后呈裂变式增长。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们在如下假设下对公司进行盈利预测:

收入端: 根据前文所述, 我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 11.88/17.20/25.08 亿元, 同增 43.7%/44.8%/45.8%, 具体而言:

- 1) 眼部智能便携按摩器：预计 2021-2023 年公司实现收入 3.49/4.95/7.22 亿元，同比增长 39.10%/41.90%/45.80%。
- 2) 颈部智能便携按摩器：预计 2021-2023 年公司实现收入 3.13/4.77/7.37 亿元，同比增长 51.41%/52.44%/54.50%。
- 3) 头部智能便携按摩器：预计 2021-2023 年公司实现收入 1.02/1.24/1.49 亿元，同比增长 24.20%/21.80%/20.51%。
- 4) 头皮智能便携按摩器：预计 2021-2023 年公司实现收入 2.07/3.35/5.15 亿元，同比增长 72.70%/62.00%/53.70%。

图表 69：公司分品牌营收情况及增速（百万元；%）

	2020A	2021E	2022E	2023E
眼部智能便携按摩器	250.89	348.99	495.21	722.02
yoy	25.94%	39.10%	41.90%	45.80%
颈部智能便携按摩器	206.55	312.74	476.74	736.56
yoy	19.23%	51.41%	52.44%	54.50%
头部智能便携按摩器	81.97	101.81	124.00	149.43
yoy	-0.75%	24.20%	21.80%	20.51%
头皮智能便携按摩器	119.67	206.67	334.81	514.60
yoy	20.21%	72.70%	62.00%	53.70%
其他产品	167.40	217.62	289.43	384.95
yoy	19.97%	30.00%	33.00%	33.00%
<b>营业总收入</b>	<b>826.48</b>	<b>1187.82</b>	<b>1720.19</b>	<b>2507.56</b>
<b>yoy</b>	<b>19.07%</b>	<b>43.72%</b>	<b>44.82%</b>	<b>45.77%</b>

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

#### 盈利端：

毛利率方面，考虑到：1) 公司毛利较高的产品销售比重后续提升；2) 公司盈利能力较高的销售渠道收入占比进一步提升。我们判断公司毛利率水平稳中有升，**预计 2021-2023 年毛利率水平分别为 60.18%/61.44%/62.31%**。

费率方面，1) **销售费率**：我们认为由于公司增设线下门店带来渠道&门店成本的增加，预期 2021 年销售费率水平较 2020 年略有提升，2022、2023 年费率逐年上涨，预计 2021-2023 年销售费用率为 41.2%/41.6%/42.0%；2) **管理费率**：管理费用水平我们认为随着公司管理效益的提升未来公司的管理费用率水平有望下降，预计 2021-2023 年管理费用率分别为 3.50%/3.49%/3.48%。

综上所述，我们预计公司 **2021-2023 年净利润为 1.18/1.72/2.52 亿元，同增 66.4%/46.2%/46.5%**。

## 5.2 估值分析与投资建议

**绝对估值**：按照 DCF 估值法，假设永续增长率为 2%、股票市场风险溢价为 9%，则 WACC 为 8.48%，再针对加权平均资本成本和永续增长率，进行敏感性分析，**得出估值**

区间 93.86-137.34 元，对应 2021 年 PE 为 49-72 倍。

图表 70: 绝对估值敏感性分析

永续增长率g	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
WACC											
5.26%	215.17	221.76	229.51	238.72	249.77	263.23	279.87	300.87	328.08	364.52	415.57
5.79%	185.04	190.00	195.79	202.59	210.67	220.38	232.19	246.80	265.24	289.12	321.11
6.37%	159.31	163.05	167.39	172.45	178.41	185.48	193.97	204.31	217.09	233.23	254.13
7.01%	137.24	140.08	143.34	147.12	151.54	156.73	162.90	170.30	179.31	190.45	204.52
7.71%	118.27	120.41	122.87	125.71	128.99	132.83	137.34	142.69	149.12	156.95	166.63
8.48%	101.91	103.54	105.39	107.52	109.97	112.82	116.13	120.03	124.66	130.22	136.99
9.33%	87.80	89.03	90.43	92.03	93.86	95.97	98.42	101.27	104.63	108.62	113.41
10.26%	75.62	76.55	77.61	78.81	80.18	81.75	83.55	85.65	88.09	90.97	94.38
11.29%	65.11	65.81	66.61	67.51	68.53	69.70	71.03	72.57	74.36	76.44	78.89
12.41%	56.05	56.58	57.18	57.85	58.61	59.48	60.46	61.60	62.90	64.41	66.18
13.66%	48.26	48.65	49.10	49.60	50.16	50.81	51.54	52.37	53.32	54.42	55.69

资料来源: 国盛证券研究所

**相对估值: 纵向维度看**, 相较于按摩椅等大型按摩器具, 小型按摩器客单价相对较低、体积小便携性强、使用场景多元化, 预计便携按摩器行业景气度将高于大型按摩器具行业。**横向维度看**, 小型按摩器具作为近几年兴起的新赛道, 行业增速较高, 但考虑到小型按摩产品可选属性相对较强, 预计便携按摩器行业估值水平持平或略低于投影仪和扫地机行业 PE 均值。

我们认为公司作为便携按摩器头部企业, 在其产品、品牌、渠道端铸就核心竞争力。预计公司 2021-2023 年净利润 1.18/1.72/2.52 亿元, 同增 66.4%/46.2%/46.5%, 给予 2022 年 60 倍 PE 倍目标价, 对应目标市值 70.8 亿元, 对应股价 114.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 71: 各公司预计 PE 值 (截至 2021 年 7 月 14 日)

行业类别	公司	2020A	2021E	2022E	2023E
大型按摩器具	荣泰健康	21.88	17.19	14.36	11.56
	奥佳华	18.47	21.02	16.14	13.00
	行业均值	20.18	19.11	15.25	12.28
新兴赛道	极米科技	-	71.35	48.39	33.63
	科沃斯	77.89	85.50	60.34	45.55
	石头科技	50.44	39.21	30.21	23.65
	行业均值	64.17	65.35	46.31	34.28

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**新品拓展不及预期:** 消费者对拓展的新品需求低于预期, 从而影响公司收入的边际拉动效应

**门店拓展不及预期:** 市场环境不景气或突发事件造成拓店计划不及预期, 并导致店效增



速不及预期。

**行业竞争加剧：**行业没有绝对壁垒，公司产品或被模仿，行业竞争加剧

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com