



Research and  
Development Center

# 高端便携式按摩仪先行者

—N倍轻松(688793)公司深度报告

2021年07月15日

罗岸阳 首席研究员  
S1500520070002  
13656717902  
luoanyang@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

N倍轻松(688793)

公司主要数据

收盘价(元)

52周内股价波动区间  
(元)

最近一月涨跌幅(%)

总股本(亿股)

流通A股比例(%)

总市值(亿元)

资料来源:信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编:100031

## 倍轻松: 高端便携式按摩仪先行者

2021年07月15日

### 本期内容提要:

- **按摩器市场方兴未艾,倍轻松领跑便携式按摩仪赛道。**中国按摩器具市场消费规模逐步扩大,2019年,国内按摩器具市场规模达到139亿元。但和周边国家相比,我国按摩器整体渗透率仍处于低位,仅为1.5%,倍轻松是一家创立于2000年的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、原发、生产、销售及服务。乘按摩仪器行业发展东风,公司近年实现营收业绩的快速增长从线上终端数据看,2021年上半年京东和淘宝平台倍轻松市占率分别为15.25%、10.22%。
- **研发推动产品价值,古法中医与现代科技融合者。**公司专注头部、眼部、颈部按摩仪研发,用技术研发推高产品价值,定位高端人群,定价高于同行业其他产品。公司将中医中推拿、穴位等元素融入现代按摩技术,打造具有中国特色的智能按摩仪。公司针对按摩仪不易携带、使用时活动范围局限等产品痛点进行工业设计改良,从而提高产品使用率;同时针对女性、失眠人群等推出个性化按摩模式、产品,扩大公司产品潜在客户群体。
- **线上线下双轮推动,直营店铺特色选址瞄准目标客群。**和许多小家电品牌主要依赖线上渠道不同,公司线下渠道收入占比在2019年之前均超过了50%。截至2020,公司拥有线下直营门店合计165家,主要分布于一二线大城市,形成了一定规模的零售终端网络体系。高铁站、机场、中高端Mall的直营店铺布局符合品牌高端定位,人流群体与公司目标客群相契合,有利于提高公司品牌知名度和影响力。同时,线下直营店可以为客户提供产品体验和讲解,有效提升产品口碑。
- **公司正处于成长阶段,为了提高品牌知名度营销推广费用支出较大。**我们认为,便携式按摩仪行业正处于快速扩张阶段,头部品牌集中度较低,为了给消费者留下深刻印象从而抢占市场份额,前期的费用投入是不可避免的。未来,公司凭借差异化的产品和先发优势带来的品牌国民度,现业务和份额稳定后,销售费用率有望得到控制,实现盈利能力大幅提升。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司21-23年收入16.48/29.21/50.87亿元,同比+99.4/77.3/74.2%;归母净利润1.17/2.13/3.61亿元,同比+65.5/81.8/69.7%,对应发行价PE为14.43/7.94/4.68。
- **风险因素:**行业竞争加剧,新品开拓不及预期,便携式按摩仪产品推广不及预期,国内外疫情原材料价格大幅上涨等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	694	826	1,648	2,921	5,087
增长率 YoY %	36.6%	19.1%	99.4%	77.3%	74.2%
归属母公司净利润 (百万元)	55	71	117	213	361
增长率 YoY%	20.8%	29.6%	65.5%	81.8%	69.7%
毛利率%	60.9%	58.4%	59.0%	61.7%	61.8%
净资产收益率ROE%	33.4%	30.2%	33.3%	37.7%	39.0%
EPS(摊薄)(元)	0.89	1.15	1.90	3.45	5.86
市盈率 P/E(倍)	30.95	23.89	14.43	7.94	4.68
市净率 P/B(倍)	10.35	7.20	4.81	2.99	1.83

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测, PE 对应股价为发行价

## 投资逻辑

从公司角度来看：1) 倍轻松是国内便携式智能按摩仪的领先者，具有品牌先发优势。公司通过大量的营销宣传、广告、软文种草提高品牌的知名度和影响力，使消费者自然形成“倍轻松”和“智能便携式按摩仪”之间的联想，有助于公司在日益激烈的按摩仪竞争中维持竞争优势。2) 公司线上线下渠道双向推进，在线下开设直营店铺，提高品牌认可度、影响力以及品牌的高端形象。同时线下店铺有利于消费者进行产品体验，发掘潜在客户群体，提升产品口碑。3) 公司专注头部、眼部、颈部按摩仪研发，将中医古法和现代科技相结合，开创中式按摩仪先河，用技术推高产品价值；同时倍轻松人性化的产品设计解决了按摩仪不易携带、可使用场景受限等产品痛点，用强大的产品力吸引消费者。

从行业角度来看，看好便携式按摩仪中长期赛道。随着经济发展、生活水平的提高，人们对于健康、养生的要求不断显现；且由于现代职场竞争加剧，职场人久坐或出差频繁的现象普遍，按摩仪、筋膜枪等产品可有效缓解消费者肌肉酸痛、颈椎僵硬等症状，应用场景广泛。目前，按摩仪整理渗透率仍处于低位，未来随着产品教育提升和按摩仪产品的升级完善，行业增长空间广阔。

## 与市场不同的观点：

很多人认为倍轻松销售费用过高，而研发费用低，不足以支撑其未来长期发展，但我们认为：

- 1) 虽然便携式按摩仪相对大型按摩椅或其他科技品类行业进入壁垒较低，但如果想要做到真正解决产品痛点，深挖消费者需求，不断推出符合市场趋势的新品，仍需要在按摩仪行业长久的制造和研发经验。倍轻松作为按摩仪行业的元老，拥有丰富的产品推新经验和能力，且公司研发投入不断提高，拥有丰富的技术和人才储备，未来仍有望走在按摩行业的技术前沿。
- 2) 公司立足大健康战略，将古法中医和现代技术相结合，创新性地推出具有中医特色的颈部、眼部按摩仪，差异化的产品特色有利于公司在竞争中脱颖而出。
- 3) 便携式按摩仪行业竞争激烈，暂时未出现绝对的行业龙头，公司现阶段处于投入期，大量进行营销推广、种草、植入一方面有利于提高品牌的知名度和影响力，使消费者形成“倍轻松”和“便携式按摩仪”的自然联想；另一方面有助于进行产品教育，使消费者产生按摩仪消费的概念，从而扩大产品潜在客户群体。
- 4) 便携式按摩仪渗透率低，我们看好行业在未来 3-5 年内的发展空间，倍轻松作为行业先行者，发展空间巨大。

## 目录

一、按摩器市场方兴未艾，倍轻松领跑便携按摩仪赛道	7
1.1 按摩产品迭代加速渗透率提升，市场扩张进行时	7
1.2 眼部按摩仪发明者，领跑便携式按摩仪赛道	10
二、高举高打引领行业，古法中医与现代科技融合者	14
2.1 专注头部、眼部、颈部，用技术研发推高产品价值	14
2.2 中式按摩融合者，细化使用场景满足消费者需求	17
三、线上线下营销双轮驱动，高举高打抢占市场份额	20
3.1 线上线下并驾齐驱，直营店铺特色选址瞄准目标客群	20
3.2 高举高打抢占市场份额，积极适应线上渠道	22
盈利预测、估值与投资评级	26
风险因素	28

## 表目录

表 1: 按摩器械相关利好政策	8
表 2: 按摩器械品牌产品类型覆盖范围	15
表 3: 公司营业收入及增速预测 (百万元, %)	26
表 4: 可比公司估值	26

## 图目录

图 1: 按摩器械发明阶段	7
图 2: 2019 年中国按摩器具市场品类占比 (%)	7
图 3: 我国按摩器具出口量额 (万台, 万美元)	8
图 4: 全球按摩器市场规模 (亿美元)	8
图 5: 中国及周边地区按摩器渗透率 (%)	8
图 6: 中国按摩器具市场规模 (亿元)	8
图 7: 线上按摩椅、按摩仪器销量额及增速变化 (万台, 万元, %)	9
图 8: 线上小型按摩仪器销量占比 (%，2021 年 1-5 月)	10
图 9: 倍轻松发展历史	10
图 10: 公司营业收入及同比变化 (百万元, %)	11
图 11: 公司归母净利润及同比变化 (百万元, %)	11
图 12: 公司营业收入按地区分 (百万元)	11
图 13: 公司在数十个国家和地区开设直营店	11
图 14: 公司京东平台销额及市占率 (万元, %)	12
图 15: 公司淘系平台销额及市占率 (万元, %)	12
图 16: 倍轻松股票发行前股权结构	13
图 17: 倍轻松主要产品矩阵	14
图 18: 公司营业收入构成 (按业务) (百万元)	14
图 19: 2020 公司分业务占比	14
图 20: 公司眼部按摩仪迭代	15
图 21: 公司颈部按摩椅迭代	15
图 22: 公司研发费用及费用率 (百万元, %)	16
图 23: 公司研发技术人员及占比	16
图 24: 各品牌颈椎按摩仪线上均价 (元)	16
图 25: 各品牌眼部按摩仪线上均价 (元)	16
图 26: 可比上市公司综合毛利率比较 (%)	17
图 27: 公司业务毛利率比较 (%)	17
图 28: “古法中医”x“现代科技”相结合	17
图 29: 针对女性眼周问题推出 VR/ES 模式	18
图 30: iSee K 可视化镂空设计	18
图 31: See X2 Pro 可折叠锁定技术方便携带	18
图 32: 针对女性眼周问题推出 VR/ES 模式	19
图 33: 公司线上线下销售渠道划分	20
图 34: 公司线上线下收入占比变化 (%)	20
图 35: 2020H1 公司细分渠道收入占比	20
图 36: 公司直营门店数量变化	21
图 37: 公司直营店铺主要分布于一二线城市	21
图 38: 公司在高铁站、机场及中高端商场等区域设立直营门店	21
图 39: 不同销售渠道毛利率比较 (%)	22

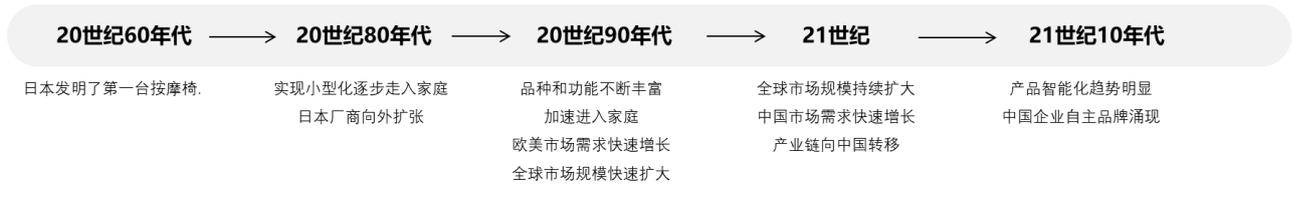
图 40: 不同直营店铺单店平均收入 (万) .....	22
图 41: 公司募投项目拟建店铺 .....	22
图 42: 公司募投资金具体用途 (万) .....	22
图 43: 公司销售费用及费用率变化 (百万元、%) .....	23
图 44: 公司费用率具体拆分 (%) .....	23
图 45: 公司进驻亚马逊商城 .....	23
图 46: 倍轻松抖音、小红书主页 .....	23
图 47: 公司邀请当红偶像肖战为品牌代言人 .....	24
图 48: 节目《向往的生活》倍轻松植入 .....	24
图 49: 线下直销不同类型设计的收入金额 (万元) .....	24
图 50: 处于渗透率提升阶段行业的企业营销费用率趋势 (%) .....	25
图 51: 可比上市公司毛销差 .....	25

# 一、按摩器市场方兴未艾，倍轻松领跑便携按摩仪赛道

## 1.1 按摩产品迭代加速渗透率提升，市场扩张进行时

上世纪 60 年代，日本发明的第一台按摩椅开启了按摩器械的发展之旅。随着制造业的发展，按摩器械逐渐摆脱以往笨重的外壳，以轻便和便携的形式出现。进入 90 年代，随着消费者生活水平的提高，对于自身健康更为关注，对按摩器械的需求应运而生，同时按摩器械本身品种和功能不断丰富以迎合消费者的需求，全球市场规模快速扩张。进入 21 世纪，我国制造业水平的提升推动按摩器械产业链向国内转移，互联网、智能设备发展带动按摩设备智能化趋势显现，我国自主按摩器械品牌也开始不断涌现。

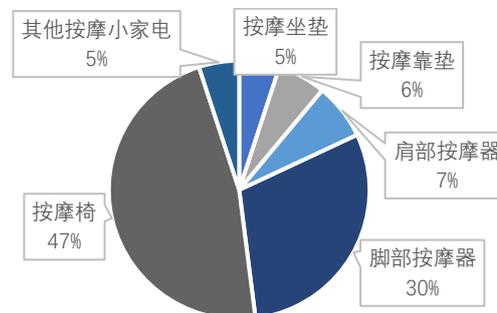
图 1：按摩器械发明阶段



资料来源：倍轻松招股说明书，信达证券研发中心

按照产品形态划分，按摩类产品主要可以分为两大类：一是大型按摩器具，主要为按摩椅；二是小型按摩器具，包括肩部按摩器、腰部按摩器、眼部按摩器、脚部按摩器等。2019 年，中国按摩器市场中大型按摩椅占比为 47%，而肩颈按摩器等小型器械体积小、单价低且便于携带，市场规模要高于大型按摩椅，占比约为 53%。

图 2：2019 年中国按摩器具市场品类占比 (%)



资料来源：产业在线，信达证券研发中心

中国成为按摩器出口制造大国，全球市场空间巨大。随着按摩器产业链从日本、台湾等地区向中国转移，我国成为世界按摩器械制造中心和出口大国。2020 年，我国按摩器具出口量达到 3.25 亿台，出口总额超过了 43.54 亿美元。全球按摩仪器市场规模持续扩大，在 2019 年市场规模首次突破 150 亿美元，且随着智能按摩器的更新迭代，市场可发展空间巨大。根据前瞻研究院估计，到 2022 年全球按摩器市场规模有望超过 180 亿美元。

**图 3: 我国按摩器具出口量额 (万台, 万美元)**

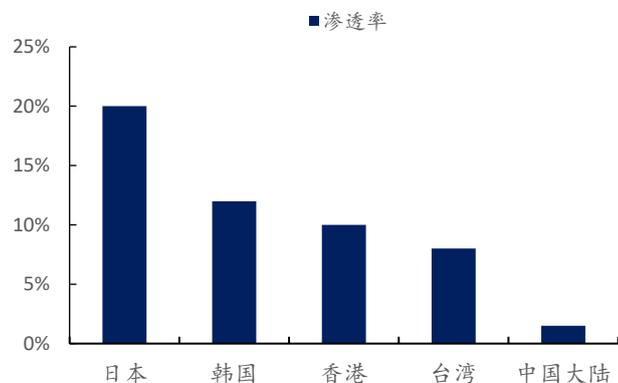

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 4: 全球按摩器市场规模 (亿美元)**


资料来源: 倍轻松招股说明书, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

**中国按摩器具市场消费规模逐步扩大, 渗透率有望快速提升。**伴随着中国居民人均可支配收入与人均医疗保健消费支出的增长、健康意识的增强, 以及国内亚健康人群、中老年人群、商旅办公人群等的扩大, 具有良好按摩保健功效的现代按摩器具正逐步获得广大消费者认可, 2019 年, 国内按摩器具市场规模达到了 139 亿元。

但和周边国家相比, 我国按摩器整体渗透率仍处于低位, 仅为 1.5%, 而按摩椅发源地日本的按摩器渗透率达到 20%, 韩国、香港、台湾等地渗透率也分别达到 12%、10%、8%。我们认为, 东亚各国和地区生活习惯相似, 按摩习俗存在相近之处, 未来随着国内生活水平和健康意识的进一步提高, 我国按摩器渗透率水平也将向周边国家靠近。

**图 5: 中国及周边地区按摩器渗透率 (%)**


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

**图 6: 中国按摩器具市场规模 (亿元)**


资料来源: 倍轻松招股说明书, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

**立足“大健康战略”, 政策利好引导产业发展。**2016 年, 中国中央和国务院发布了“健康中国 2030 规划纲要”, 明确表示要积极“探索推进可穿戴设备、智能健康电子产品和健康医疗移动应用服务等发展”。政策利好叠加国内需求增长, 我们认为按摩器具行业增长空间巨大。

**表 1: 按摩器械相关利好政策**

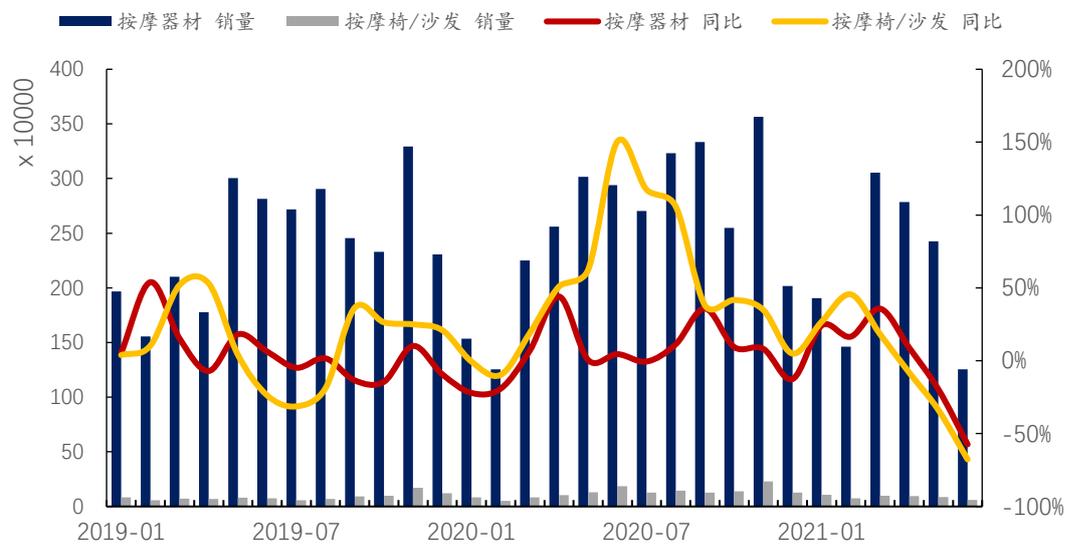
时间	部门	政策名称	相关内容
2016 年 10 月	中共中央、国务院	“健康中国” 2030 “规划纲要”	到 2020 年, 健康服务业总规模超过 8 万亿元; 第十八章、积极促进...探索推进可穿戴设备、智能健康电子产品和健康医疗移动应用服务等发展。
2016 年 10 月	国务院	关于加快发展健身休闲产业的指导意见	1) 完善健身休闲服务体系, 2) 培育健身休闲市场主体, 3) 优化健身休闲产业结构和布局, 4) 加强健身休闲设施建设, 5) 提升健身休闲器材装备研发制造能力, 6) 改善健身休闲消费环境

2017年2月	工信部民政部、国家卫健委	智慧健康养老产业发展行动计划（2017-2020年）	发展健康管理类可穿戴设备、便携式健康检测设备、自助式健康检测设备、智能养老监护设备、家庭服务机器人等
2017年10月	卫健委	《十九次全国代表大会》	习近平总书记再次提出实施健康中国战略，提出完善国民健康政策
2019年7月	国务院	《国务院关于实施健康中国行动的意见》	要坚持普及知识、提高素养、自律自律、健康生活、早期干预、完善服务，全民参与、共建共享的基本原则。到2022年，健康促进政策体系基本建立，全民健康素养水平稳步提高，健康生活方式加快推广。

资料来源：信达证券研发中心整理

**按摩小电形态契合线上渠道，消费升级及居家需求带动销量火爆。**在按摩产品中，按摩椅或按摩沙发占地面积大，产品客单价高，且按摩椅注重体验感，而小型按摩器材由于体积小、单价低，试错成本小，天然适应线上销售渠道的特性。根据淘数据，2020年淘宝全网按摩器材销售量达到3095.41万台，显著高于按摩椅/沙发线上的销售量152.93万台。

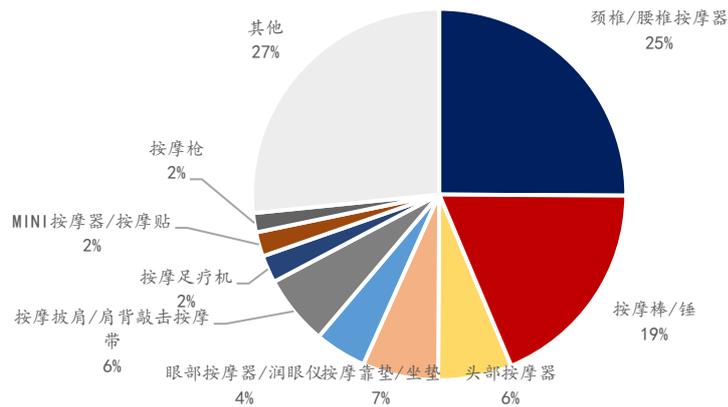
图7：线上按摩椅、按摩仪器销量额及增速变化（万台，万元，%）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

**细分需求不断涌现，按摩小电产品形态日益丰富。**由于电子办公的普及，职场人需要长时间使用电脑、手机等电子设备，极易引起腰部、肩部、眼部等的不适；其次，商务人士需要频繁出差，频繁搭乘交通工具容易因空间狭窄给人带来身体疲惫不适，因此便携式、体积小、智能化、可穿戴的小型按摩仪的需求不断提升，行业增长潜力可观。

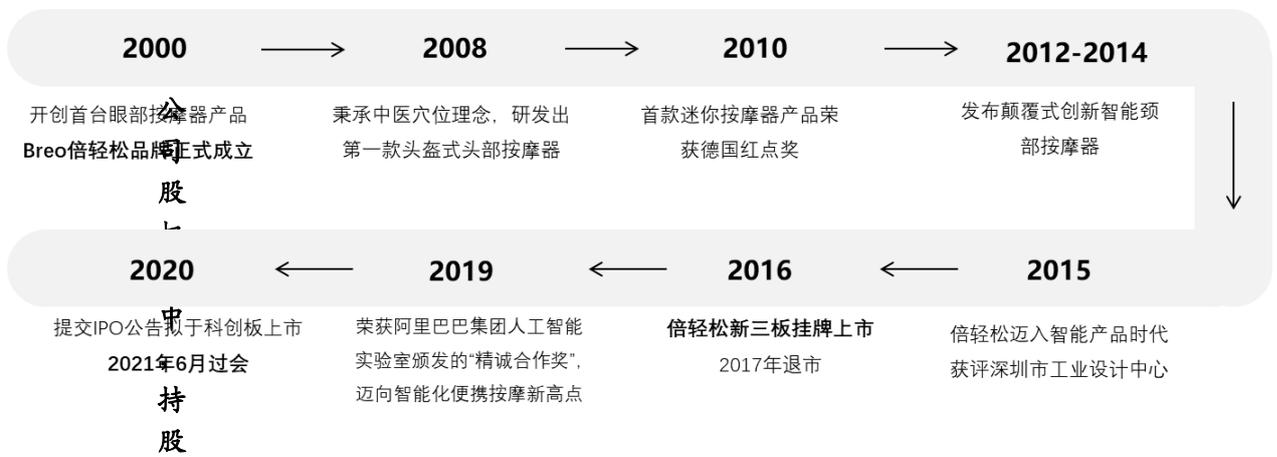
根据淘数据2021年累计全网累计销量来看，颈椎/腰椎按摩仪的销量占比约为25%，按摩捶/棒的占比达到19%，头部按摩椅、眼部按摩仪和按摩靠垫的占比分别达到6%、4%、7%。按摩足疗仪、按摩枪、MINI按摩贴等也备受欢迎。截至2021年5月份，根据淘数据，线上按摩器械品牌达到1493个，较2020年初增长27.93%。

**图 8：线上小型按摩仪器销量占比（%，2021 年 1-5 月）**


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

## 1.2 眼部按摩仪发明者，领跑便携式按摩仪赛道

**首创眼部按摩器，按摩小家电开创性品牌。**倍轻松是一家创立于 2000 年的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、原发、生产、销售及服务。公司研发了第一台眼部按摩器产品、第一款头盔式头部按摩器，是国内小型按摩器的领导者。同时，倍轻松将中医按摩融入按摩手法，将中医理论与现代驱动技术、仿生技术相结合，在 2012 年推出了模拟中医人手按摩的 iNeck 颈部按摩器。公司曾于 2016 年在新三板挂牌上市，2020 年公司再次提交 IPO 申请拟于科创板上市。

**图 9：倍轻松发展历史**


资料来源：倍轻松官网，信达证券研发中心

**便携式按摩仪领跑者，营收业绩高速发展。**乘按摩仪器行业发展东风，公司近年实现营收业绩的快速增长，2020 年尽管疫情导致线下销售开局不利，但公司营业总收入仍达 8.26 亿元，同比增长 19.07%，归母净利润实现 0.71 亿元，同比增长 29.56%。2016 年到 2020 年，公司营业收入和归母净利润复合增长率分别达到 27.06%、60.07%，体现出公司良好的可持续增长能力。

**图 10: 公司营业收入及同比变化 (百万元, %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

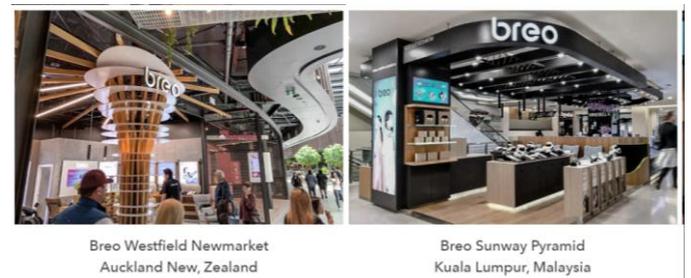
**图 11: 公司归母净利润及同比变化 (百万元, %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司主要通过“breo”和“倍轻松”两大品牌开展智能便携按摩器产品业务。从营业收入来看, 目前公司超过 80% 的营业收入来自中国大陆, 但同时公司已经开始逐步开拓了美国、日本、韩国、俄罗斯、新加坡、澳大利亚、新西兰及马来西亚等数十个国家和地区的境外市场。目前, 倍轻松仍在不断扩大团队与全球化布局, 意在让更多人群享受智能科技按摩的舒适与魅力。

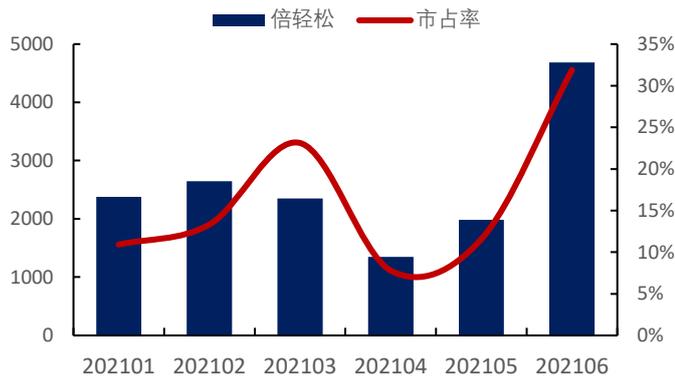
**图 12: 公司营业收入按地区分 (百万元)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 13: 公司在数十个国家和地区开设直营店**


资料来源: 倍轻松美国官网, 信达证券研发中心

近年来, 倍轻松的品牌知名度和影响力都在不断提升, 市占率始终稳居行业前列, 根据公司招股书估算, 倍轻松在国内按摩器具行业市场占有率为 5%-7%, 在便携式按摩器细分领域市占率约为 13%-15%。从线上终端数据看, 2021 年上半年京东和淘宝平台倍轻松市占率分别为 15.25%、10.22%。

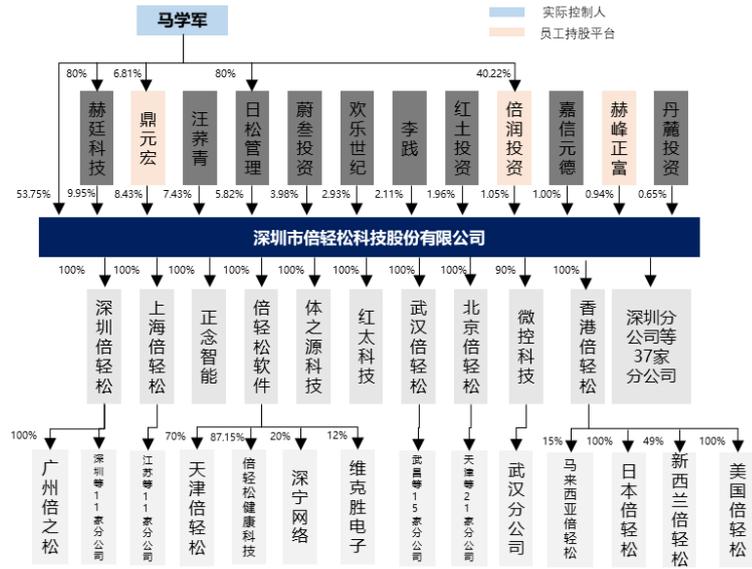
**图 14: 公司京东平台销售额及市占率 (万元, %)**


资料来源: 鲸参谋, 信达证券研发中心

**图 15: 公司淘系平台销售额及市占率 (万元, %)**


资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

**公司治理水平优秀, 持股平台绑定核心员工利益。**公司董事长、实际控制人马学军显示直接持有公司 53.75% 股份, 并通过赫廷科技、倍润投资、日松管理间接持有公司 16.82% 股份, 合计共控制公司 70.57% 股份。公司股东中鼎元宏、倍润投资和赫峰正富为员工持股平台, 分别持有公司 8.43%、1.05%、0.94% 股份。员工持股平台对高级管理人员和核心员工进行股权激励, 有助于调动员工工作积极性, 形成长期有效的激励机制, 推动公司持续发展。

**图 16: 倍轻松股票发行前股权结构**


资料来源: 倍轻松招股说明书, 信达证券研发中心

## 二、高举高打引领行业，古法中医与现代科技融合者

### 2.1 专注头部、眼部、颈部，用技术研发推高产品价值

**眼部按摩仪开创者，产品矩阵完善。**公司在2001年携国内首款眼部按摩产品正式进入按摩器具行业，在公司发展过程中不断扩充产品矩阵，目前公司产品主要以颈部、眼部、头部和头皮四大类智能便携按摩器为主，同时也拓展了针对运动人群的经络枪品类。公司立足于国家“大健康”战略，积极优化、丰富产品功能以满足消费者日益增长的个人健康护理和按摩保健需求。同时，公司也在将物联网、大数据和人工智能技术融入业务中，正在加快基于智能便携按摩器产品的智能健康服务平台的搭建，未来将为用户提供健康管理等增值服务。

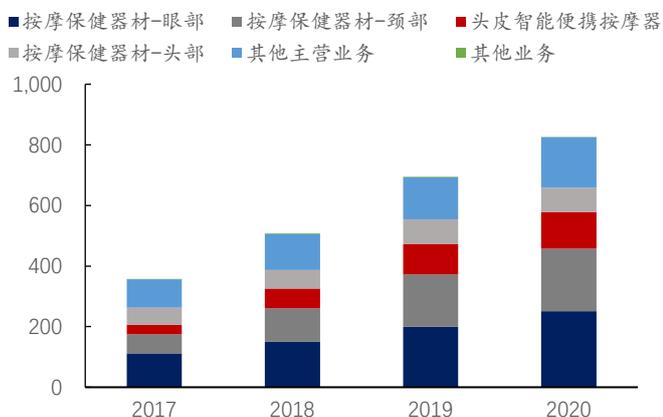
图 17：倍轻松主要产品矩阵



资料来源：倍轻松官网，信达证券研发中心

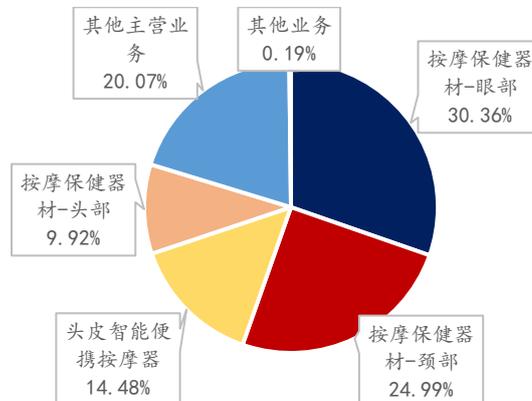
**产品专注眼部、颈部、头部按摩业务，深挖客户需求。**与市面上多数按摩仪器公司通过产品广撒网、多SKU和长尾品类扩大销售规模不同，倍轻松产品规划方向明确，深度专注于眼部、颈部、头部和头皮按摩仪的研发制造。从营业收入来看，公司眼部和颈部按摩器材收入占公司总营收一半以上，头皮智能便携按摩器营收占比呈上升趋势。2020年，公司眼部、颈部、头皮、头部按摩器营收分别占公司总营业收入的30.36%、24.99%、14.48%、9.92%。

图 18：公司营业收入构成（按业务）（百万元）



资料来源：倍轻松招股说明书，信达证券研发中心

图 19：2020 公司分业务占比



资料来源：倍轻松招股说明书，信达证券研发中心

**表 2: 按摩器械品牌产品类型覆盖范围**

	眼部	颈部	头部	肌肉	腿部	足部	腰部	其他
倍轻松	√	√	√	√	√	√	√	无
SKG	√	√		√			√	无
奥佳华	√	√		√	√	√	√	暖宫宝
乐范	√	√		√	√	√	√	手持按摩棒、随身魔力按摩贴、人体工学可调整背靠等

资料来源: 信达证券研发中心整理

公司眼部按摩仪主要包括三种类型, 气压式按摩、机械式按摩、虚拟触感按摩式, 公司 iSee M 等气压按摩式产品通过 3D 立体气压按摩使按摩贴合感更强, 避免按压眼球, iSee K 等虚拟触感按摩式产品则采用可视化压感设计, 多类型按摩仪为消费者提供了更多个性化选择, 从而提供更好的按摩服务。

公司颈部智能按摩仪搭载了公司自主研发的精密驱动组件、“NECK”系列主控组件以及物联网组件等重要模。公司颈部按摩仪类型主要分为揉捏式、环颈揉捏推拿式、机械揉捏式、自适应充气揉捏式, 不同按摩类型配合不同按摩手法, 适用不同脖形和需求用户。

**图 20: 公司眼部按摩仪迭代**


资料来源: 倍轻松招股说明书, 信达证券研发中心

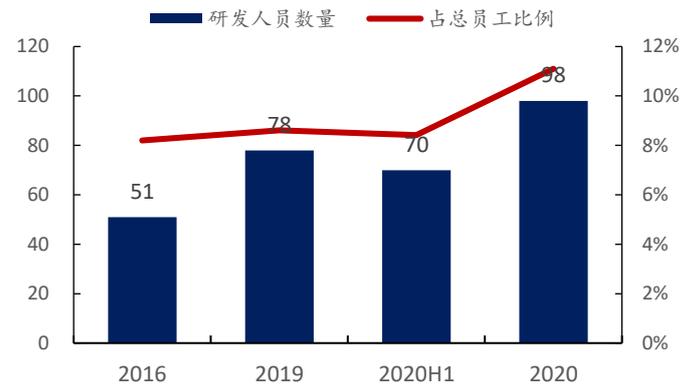
**图 21: 公司颈部按摩椅迭代**


资料来源: 倍轻松招股说明书, 信达证券研发中心

公司研发费用率处于行业上游水平, 且保持在较为稳定水平。为了始终保持自身的核心竞争力和行业低位, 公司非常重视产品技术的积累和新产品的开发。2019 年公司研发费用达到 6.94 亿元, 研发费用率为 5.86%, 相比同行业奥佳华、荣泰健康研发费用率分别高出 1.56pct、0.56pct。2020 年受疫情影响公司减少了一定费用投入, 研发费用率达到了 4.46%, 比奥佳华多出 0.65pct., 公司研发人员数量和占比稳定上升, 2020 年公司员工中研发人员共 98 人, 占公司总员工比例的 11.1%。

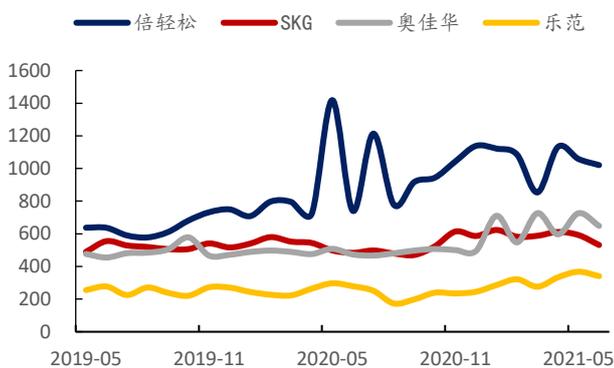
**图 22: 公司研发费用及费用率 (百万元, %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

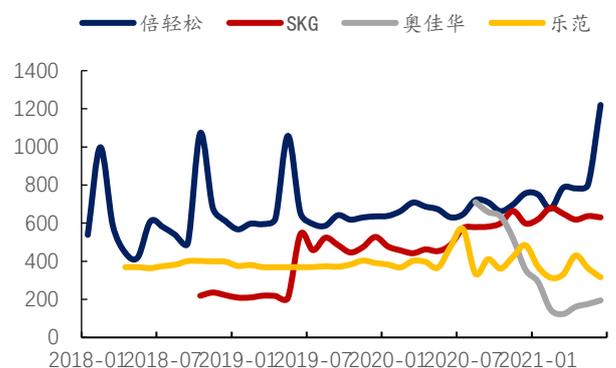
**图 23: 公司研发技术人员及占比**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

倍轻松定位高端小型按摩仪, 产品定价显著高于同行。和大型按摩椅相比, 便携式小型按摩仪器单价总体较低。倍轻松的产品定位高端, 产品定价整体高于同行业其他按摩仪器品牌。以线上为例, 根据淘数据, 2020 年淘宝全网倍轻松颈部按摩仪平均价格为 935 元/台, SKG、奥佳华、乐范同类型产品均价分别为 531、490、240 元/台; 2020 年倍轻松淘宝全网眼部按摩仪平均价格为 583 元/台, SKG、奥佳华、乐范眼部按摩仪均价分别为 531、576、415 元/台。

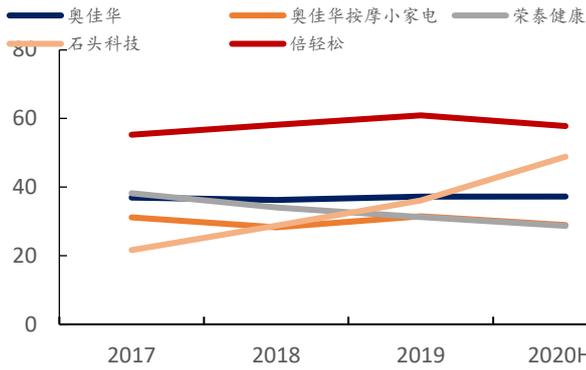
**图 24: 各品牌颈椎按摩仪线上均价 (元)**


资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

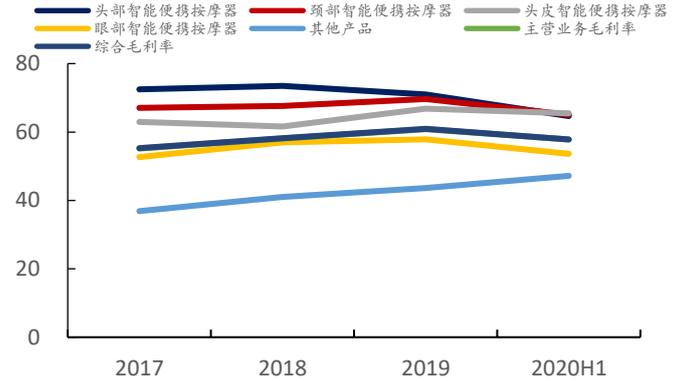
**图 25: 各品牌眼部按摩仪线上均价 (元)**


资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

公司战略高举高打, 毛利率显著高于同行业公司。2020 年上半年综合毛利率为 57.81%, 远高出同行业奥佳华、荣泰健康以及同属智能硬件领域的石头科技, 相比奥佳华小型按摩仪器毛利率高出 28.85pct。从具体产品来看, 公司生产的头部、颈部和头皮就智能便携按摩器毛利率均能稳定维持在 60% 以上, 眼部按摩仪相对较低, 2020H1 眼部按摩仪毛利率为 53.61%, 委托外部代工的肩部、背部、脚步部等按摩仪毛利率低于 50%。

**图 26: 可比上市公司综合毛利率比较 (%)**


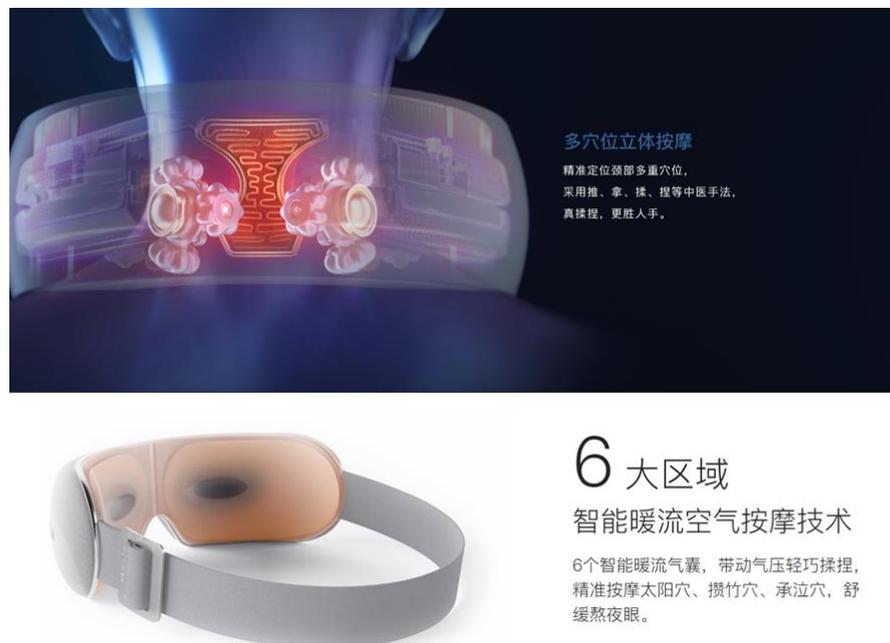
资料来源: 万得, 倍轻松招股说明书, 信达证券研发中心

**图 27: 公司业务毛利率比较 (%)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 2.2 中式按摩融合者, 细化使用场景满足消费者需求

**中医按摩融合现代科技, 中式特色的按摩仪器。**我国按摩历史由来已久, 古时医者便经常使用推拿的手法为病患缓解或治疗的习惯。在《“健康中国 2030”规划纲要》中指出, 要充分发挥中医药独特优势, 提高中医药服务能力, 推进中医药继承创新。公司立足大健康战略, 将现代按摩器具与传统中医推拿手法、穴位相结合, 推出具有中式按摩特色的产品。公司 iSee M 眼部按摩器, 通过 6 个智能暖流气囊对太阳穴、攒竹穴、承泣穴进行精准按摩, 从而有效缓解熬夜眼; iNeck 3Pro 颈部按摩器借鉴推、拿、揉、捏等中医手法, 对颈部穴位进行按摩揉捏, 从而达到缓解肌肉疼痛的效果。

**图 28: “古法中医” x “现代科技” 相结合**


资料来源: 倍轻松官网, 信达证券研发中心

**深挖不同客户群体需求, 打开高购买力消费人群市场。**小型按摩仪的目标人群大多为上班族或者中老年人, 缓解其因为工作、旅途或运动所导致的肌肉、眼部酸痛。公司在这些目标群体以外, 进一步深挖潜在消费群体, 针对女性消费者推出专攻眼周问题的眼部按摩仪。公司

See KS 眼部按摩仪主打“疲劳再见，美眼再现”，使用 EMS 仿生微电流呵护眼周娇嫩肌肤，两种按摩模式分别具有舒压去水肿和提拉禁止眼角的作用。此外公司还推出了运动系列的经络按摩仪等产品。我们认为女性、运动人群等都属于购买力较强的消费群体，公司对于这些客户群体需求的深度探索有利于扩展公司目标人群，也可以有效提高公司的用户粘性。

图 29：针对女性眼周问题推出 VR/ES 模式



资料来源：倍轻松官网，信达证券研发中心

人性化产品设计适应细分化按摩场景，品牌印象深度植入。随着国内消费者购买力的不段提升，消费者的需求也不断多样化，产品使用场景也在不断细分，公司针对细分化的使用场景对产品设计做出了积极的调整。iSee K 眼部按摩仪使用的可视化镂空设计解决了消费者在按摩眼睛时无法进行其他活动的产品痛点，方便消费者在按摩的同时刷刷或者处理工作；See X2 Pro 对产品进行了可折叠式的设计，采用 180 度折叠锁定技术，有效减小了眼部按摩仪的体积，方便使用者随身携带，从而提高产品的使用频率。

图 30：iSee K 可视化镂空设计



资料来源：倍轻松官网，信达证券研发中心

图 31：See X2 Pro 可折叠锁定技术方便携带



资料来源：倍轻松官网，信达证券研发中心

除了人性化的产品功能设计，倍轻松的产品在外观方面也通过流畅的线条、素雅的颜色体现出品牌的现代感和科技感，符合当年中青年消费者的审美。公司优良的工业设计屡获大奖，包括德国红点设计奖 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。

图 32: 针对女性眼周问题推出 VR/ES 模式



资料来源: 倍轻松官网, 信达证券研发中心

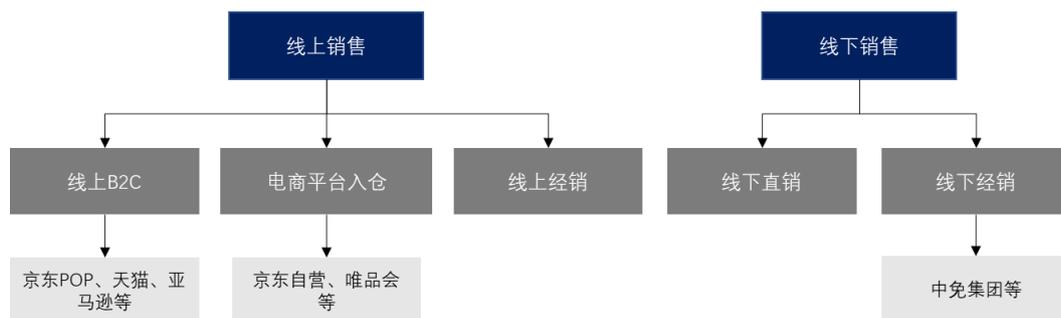
在按摩小家电行业同质化严重的情况下, 倍轻松通过长期的技术积累、差异化的按摩技术和人性化的产品设计为消费者提供了高品质、有特点的便携式智能按摩仪, 形成了良好的品牌形象, 为公司未来发展打下坚实基础。

### 三、线上线下营销双轮驱动，高举高打抢占市场份额

#### 3.1 线上线下并驾齐驱，直营店铺特色选址瞄准目标客群

**渠道布局完善，线上线下融合互动。**倍轻松拥有完整的线上线下销售渠道，公司线上销售模式主要包括线上B2C、电商平台入仓、线上经销，线下销售模式则分为线下直销和经销。公司发货系统与国内电商后台连接，通过OMS（订单管理系统）转换数据协助电商第三方仓库发货，发货后数据传输至SAP系统中，实现订单、出后等数据的实时更新。公司内部完善的信息化系统有利于公司推动线上线下终端的协同发展，也帮助公司通过大数据的方式多维信息公司销售数据，辅助支持公司对未来客户群体和需求进行准确研判。

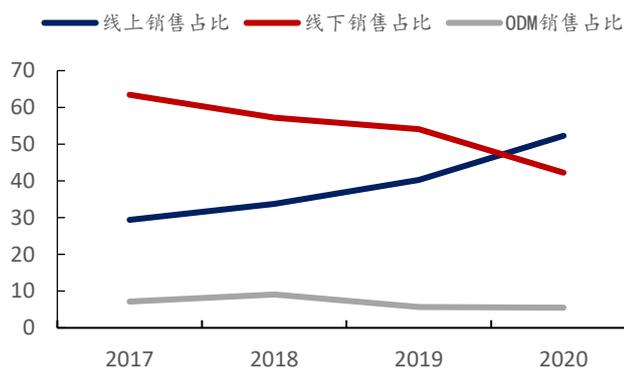
图 33：公司线上线下销售渠道划分



资料来源：倍轻松招股说明书，信达证券研发中心

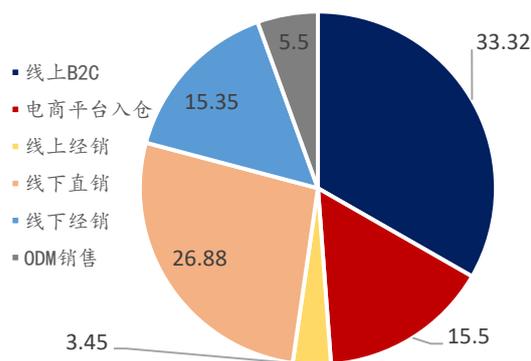
**线下渠道稳扎稳打，线上占比逐步提升。**和许多小家电品牌主要依赖线上渠道不同，公司线下渠道收入占比在 2019 年之前均超过了 50%。2020 年，受疫情影响线下门店销售受阻，公司线下营收占比下滑至 42.23%，线上占比增加 12.01pct 至 52.27%。从细分渠道看，公司线上销售中 B2C 收入占比最高，达到 33.32%，电商平台入仓和线上经销分别占比 15.50%、3.45%；线下直销渠道是公司第二大收入渠道，占比达到 26.88%，线下经销占比低于直销，约占 15.35%

图 34：公司线上线下收入占比变化（%）



资料来源：倍轻招股说明书，信达证券研发中心

图 35：2020H1 公司细分渠道收入占比

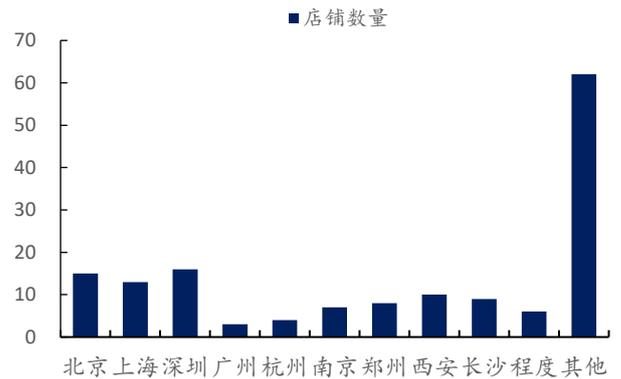


资料来源：倍轻招股说明书，信达证券研发中心

**公司始终坚持大力发展线下渠道。**截至 2020，公司拥有线下直营门店合计 165 家，较 2019 年增加了 15 家。从店铺分布来看主要分布于一二线大城市，截至 2020H1，北京、上海、深圳分别拥有 15、13、16 家倍轻松直营门店，形成了一定规模的零售终端网络体系。

**图 36: 公司直营门店数量变化**


资料来源: 倍轻招股说明书, 信达证券研发中心

**图 37: 公司直营店铺主要分布于一二线城市**


资料来源: 发行人关于审核问询函的回复, 信达证券研发中心

直营门店主要分布于在机场、高铁站及中高端商场。机场、高铁站等作为交通中枢, 人流量密集, 且经常出差的商务人群与公司潜在顾客群体重合度高, 有利于提高品牌知名度和销售转化率。中高端商场直营店的选址与品牌高端定位相匹配, 可以很大程度上提高公司的品牌知名度, 同时通过体验店的形式为消费者提供直接、生动的产品介绍和体验, 从而增强按摩仪器的产品教育和品牌认可度。

**图 38: 公司在高铁站、机场及中高端商场等区域设立直营门店**

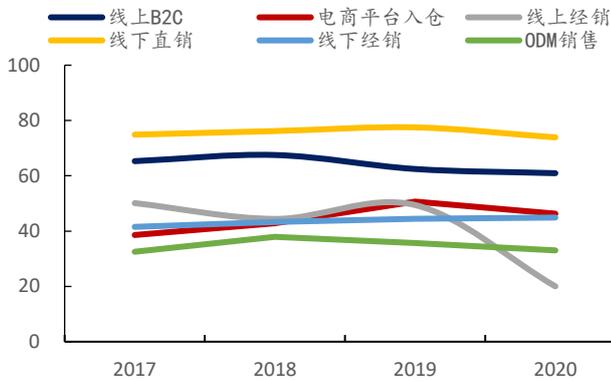

资料来源: 倍轻松官网, 信达证券研发中心

直营渠道不仅帮助公司提升品牌形象和知名度, 而且减少了销售中间链条, 线下直营渠道毛利水平明显高于其他渠道。2020 年线下直营毛利率达到 73.90%, 分别高出线下经销、线上 B2C、电商平台入仓和线上经销模式 29.00、12.96、27.61、53.89pct。

高流量、高收入, 机场店、高铁店单店年均收入高于普通直营店铺。我国高铁、机场客流量巨大, 且旅途乘客符合公司用户画像, 因此高铁、机场直营店单店产出普遍高于其他直营

店铺。2018年，机场店、高铁店、其他直营店铺平均单店产出分别为169.7万、410.77万、111.51万。2019年由于单店产出最高的北京南站、上海虹桥站门店租约到期导致店铺重设，实际经营时间不足一年，所以高铁站单店平均产出明显下滑，而机场店平均收入上升至179.7万/店。2020受疫情影响交通枢纽人流量下滑明显，因此机场、高铁店平均产出均下滑明显，但高铁店铺平均产出仍高于其他直营店铺。

图 39: 不同销售渠道毛利率比较 (%)



资料来源: 倍轻招股说明书, 信达证券研发中心

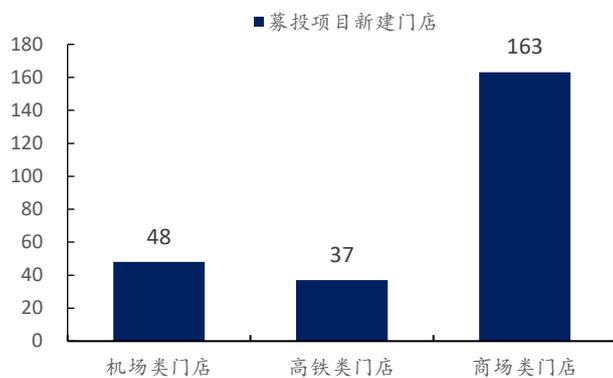
图 40: 不同直营店铺单店平均收入 (万)



资料来源: 倍轻招股说明书, 发行注册环节反馈意见落实函回复, 信达证券研发中心

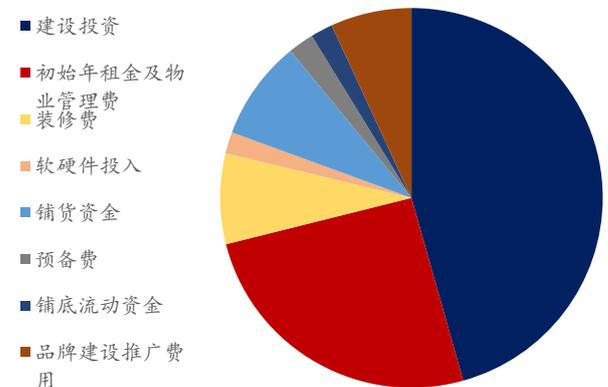
尽管随着电商的发展和消费者购物习惯的改变, 未来线上渠道占比存在继续提升的可能, 但公司坚持对线下渠道的优化调整和进一步的门店布局。公司拟通过本次 IPO 募集资金进行进一步的营销网络扩建, 计划新建 48 家机场类门店, 37 家高铁类门店和 163 家商场类门店, 合计 248 家线下门店从而形成更为密集的全国性营销网络, 进一步提升公司知名度、市场占有率以及行业竞争能力。

图 41: 公司募投项目拟建店铺



资料来源: 倍轻招股说明书, 信达证券研发中心

图 42: 公司募投资金具体用途 (万)



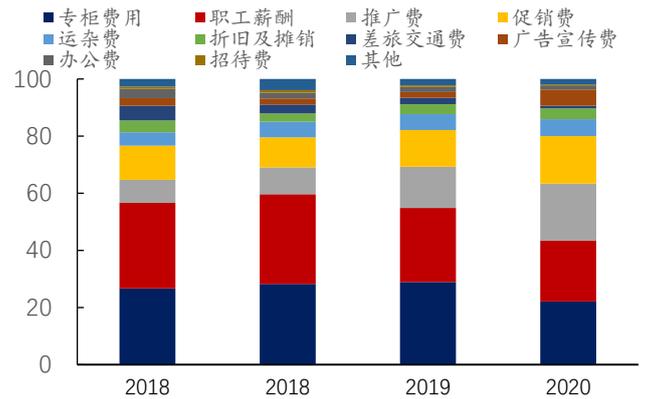
资料来源: 倍轻招股说明书, 发行注册环节反馈意见落实函回复, 信达证券研发中心

### 3.2 高举高打抢占市场份额, 积极适应线上渠道

公司费用快速增长, 费用率持续升高。随着公司进入规模快速扩张阶段, 费用投入不断增加, 2019、2020 年公司销售费用分别同比增长 56.63%、19.40%, 销售费用率分别达到 41.28%、41.40%。从费用率拆分来看, 由于公司自营门店数量不断增加, 专柜费用支出较多, 2020 年占总销售费用支出的 22.07%, 占比最高; 推广费用中包含京东、天猫等线上平台的广告宣传费用, 2020 年公司推广费用同比增长 65.69%, 占比持续提升, 反映出公司积极适应线上渠道的策略。

**图 43: 公司销售费用及费用率变化 (百万元、%)**

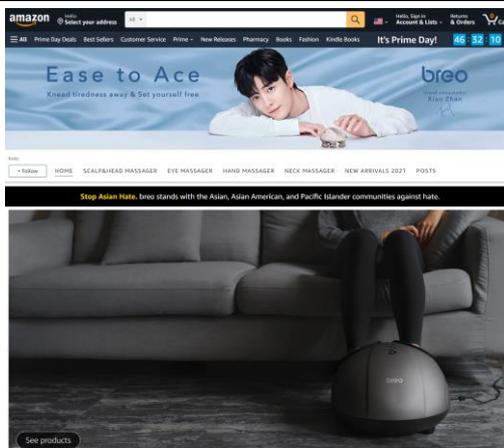

资料来源: 倍轻招股说明书, 信达证券研发中心

**图 44: 公司费用率具体拆分 (%)**


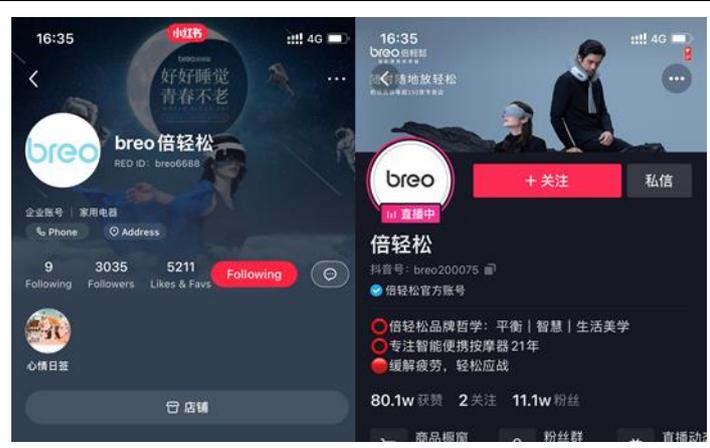
资料来源: 倍轻招股说明书, 信达证券研发中心

**适应电商销售的大趋势, 公司加紧线上渠道布局。**目前, 公司在天猫、京东均拥有官方旗舰店, 同时还采用电商平台入仓和线上经销的多种方式扩大线上销售渠道覆盖面。除了国内电商, 公司也抓住了国外电商发展的趋势, 善用跨境电商, 在亚马逊上开设直营店, 推动品牌出海。

智能便携式按摩仪的消费群体中中青年消费者居多, 针对目标客群的日常生活和浏览习惯, 公司在小红书、抖音、快手、微博等内容平台进行产品的文字、视频分享, 给消费者提供生动的产品介绍, 吸引年轻消费群体注意。

**图 45: 公司进驻亚马逊商城**


资料来源: 亚马逊倍轻松官方店, 信达证券研发中心

**图 46: 倍轻松抖音、小红书主页**


资料来源: 倍轻松抖音、小红书主页, 信达证券研发中心

**精准把握消费心理, 提高品牌曝光度。**公司为了快速提高品牌知名度, 邀请当红偶像肖战作为品牌代言人提高品牌热度。同时也利用粉丝效应吸引更多消费者购买产品, 扩大消费群体覆盖范围。公司也在大热综艺《向往的生活中》进行产品广告植入, 提高品牌曝光, 让更多观看综艺的人群了解公司品牌和产品特色。

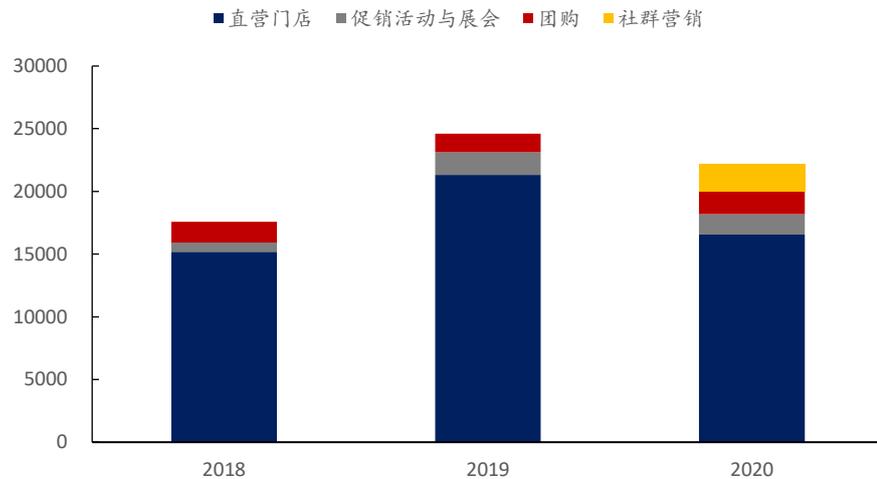
**图 47: 公司邀请当红偶像肖战为品牌代言人**


资料来源: 倍轻松官网, 信达证券研发中心

**图 48: 节目《向往的生活》倍轻松植入**


资料来源: 、小红书主页, 信达证券研发中心

积极推动社群营销, 提高用户忠诚度。线下渠道除了直营门店, 公司还积极开展各类促销活动、展会、团购和社群影响。社群营销作为门店数字化转型的一部分, 是门店销售的拓展与补充。线下门店邀请消费者进入品牌相关活动群、参与相关营销活动, 有利于提高消费者复购率, 增强用户品牌忠诚度, 2020 年公司通过社群营销获得收入达到 2164.56 万元, 占公司总营收的 2.62%。未来公司也将继续将社群营销与直营门店紧密结合, 进一步提高门店客流销售转化率。

**图 49: 线下直销不同类型设计的收入金额 (万元)**


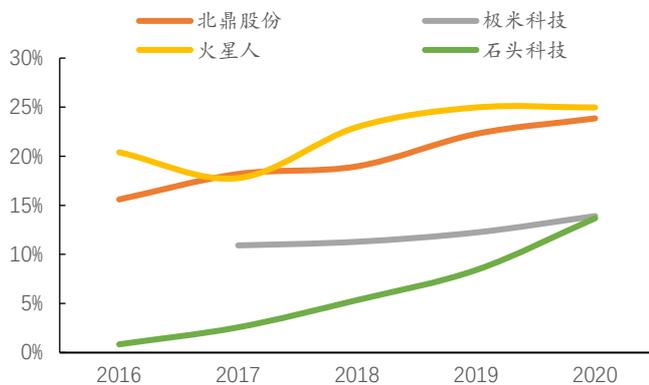
资料来源: 倍轻松官网, 信达证券研发中心

公司正处于成长阶段, 为了提高品牌知名度营销推广费用支出较大。我们认为, 便携式按摩仪行业正处于快速扩张阶段, 头部品牌集中度较低, 为了给消费者留下深刻印象从而抢占市场份额, 前期的费用投入是必不可少的。参照其他渗透率处于上升区间的行业, 如厨房小家电、智能投影仪、集成灶、扫地机器人等, 该类行业中份额领先或快速成长的上市公司销售费用率均呈现上升趋势, 其中的代表性公司北鼎股份、石头科技、极米科技、火星人在 2020 年费用率相较 2017 年分别提高了 5.66、11.11、2.98、7.19pct。倍轻松作为便携式智能按摩仪的行业领先企业具有先发优势, 大规模的营销推广有助于形成“倍轻松=便携式按摩仪”的国民印象, 利好公司长期发展。

毛利率水平高, 销售费用率高, 从毛销差角度来看, 倍轻松与按摩行业龙头奥佳华、荣泰健康毛销差水平相近, 但略低于同样以直销为主的厨房小家电企业北鼎股份。我们认为, 现阶段

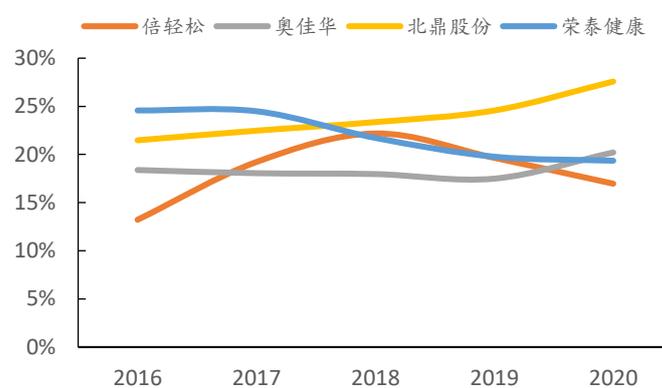
段处于品牌的发展投入期，未来公司实现业务和份额稳定后，销售费用率有望得到控制，盈利能力存在较大提升空间。

图 50：处于渗透率提升阶段行业的企业营销费用率趋势（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 51：可比上市公司毛销差



资料来源：万得，信达证券研发中心

总体来说，倍轻松作为便携式智能按摩仪的先行者，在产品力和渠道营销方面都具备优势：

- 1) 公司重视产品研发，将推拿、穴位等概念和现代按摩仪技术相结合，推出差异化的中式按摩仪器；同时公司人性化的产品设计扩展了按摩仪的使用场景也解决了不易携带等产品痛点，可以有效提高按摩仪器的使用频率，进一步刺激消费者对按摩类产品的购买欲望。
- 2) 公司线上线下渠道双向推进，在线下开设直营店铺，提高品牌认可度、影响力以及品牌的高端定形象。同时线下店铺有利于消费者进行产品体验，发掘潜在客户群体，提升产品口碑。
- 3) 公司重视品牌营销推广，提高品牌曝光度，给消费者留下“倍轻松”使便携式按摩仪的代表品牌的影响，有利于公司在激烈的行业竞争中保持先行优势。

## 盈利预测、估值与投资评级

公司主营业务来源主要为眼部、颈部、头皮和头部按摩器。随着按摩器械行业渗透率的快速提升，公司作为便携式按摩器的代表性企业，我们预计公司各项营业收入有望在未来三年保持高速稳定增长，综合公司产品结构升级和原材料成本价格，我们假设：

- 1) 按摩保健器材-眼部：21-23 年销量分别同比增长 40/30/20%，均价分别同比增长 30/10/10%。
- 2) 按摩保健器材-颈部：21-23 年销量分别同比增长 200/120/100%，均价分别同比增长 10/5/5%。
- 3) 按摩保健器材-头皮：21-23 年销量分别同比增长 60/50/40%，均价分别同比增长 5/5/5%。
- 4) 按摩保健器材-头部：21-23 年销量分别同比增长 25/20/15%，均价分别同比增长 5/5/5%。

表 3：公司营业收入及增速预测（百万元，%）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
按摩保健器材-眼部	199.21	250.89	456.62	652.97	861.92
YoY	32.95%	25.94%	82.00%	43.00%	32.00%
按摩保健器材-颈部	173.23	206.55	681.62	1574.53	3306.51
YoY	57.40%	19.23%	230.00%	131.00%	110.00%
头皮智能便携按摩器	99.55	119.67	201.05	316.65	465.47
YoY	50.40%	20.21%	68.00%	57.50%	47.00%
按摩保健器材-头部	82.59	81.97	107.59	135.56	163.69
YoY	36.83%	-0.75%	31.25%	26.00%	20.75%
其他主营业务	137.53	165.87	199.04	238.85	286.62
YoY	14.87%	20.61%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	2.01	1.53	1.91	2.30	2.64
YoY	10.44%	-23.88%	25.00%	20.00%	15.00%
营业总收入	694.12	826.48	1647.82	2920.85	5086.85
YoY	36.64%	19.07%	99.38%	77.26%	74.16%

资料来源：信达证券研发中心预测

### 可比公司估值

我们选取了 6 家业务涵盖按摩器材或经营模式相近的企业作为可比公司，2021 年可比公司平均 PE 42.6 倍。

表 4：可比公司估值

证券简称	最新收盘价	总收入(百万元)			EPS			市盈率 PE		
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E
奥佳华	20.7	7049.2	8877.6	10541.2	0.7	1.0	1.3	18.5	21.0	16.1
荣泰健康	37.0	2020.5	2479.4	2901.2	1.4	2.2	2.6	21.9	17.2	14.4
北鼎股份	24.5	700.9	887.4	1098.1	0.5	0.6	0.8	60.5	40.6	30.6
九阳股份	28.3	11223.8	12542.0	14480.0	1.2	1.4	1.5	26.2	21.0	18.5
石头科技	1068.7	4530.4	6143.0	7987.5	20.5	27.2	35.4	50.4	39.2	30.2
科沃斯	229.7	7233.8	11476.9	14882.2	1.1	2.6	3.8	77.9	35.5	60.3
				平均				42.6	29.1	28.4
倍轻松		826.5	1647.82	2920.85	1.15	1.9	3.45	14.43	7.94	4.68

资料来源：除倍轻松外均为万得一致性预期，股价为 2021 年 7 月 14 日收盘价，信达证券研发中心整理预测

综上，我们预计公司 21-23 年收入 16.48/29.21/50.87 亿元，同比+99.4/77.3/74.2%；归母净利润 1.17/2.13/3.61 亿元，同比+65.5/81.8/69.7%，对应发行价 PE 为 14.43/7.94/4.68。

## 风险因素

---

**按摩器市场渗透率提升、产品教育不及预期。**按摩仪器属于可选消费品，若消费者可支配收入增长不及预期存在抑制消费的可能性，不利于按摩仪器等可选消费品的消费。

**原材料成本大幅上升。**按摩器材原材料为塑料、铜等，原材料大幅持续上涨容易导致公司成本承压，影响公司盈利能力。

**新品开拓不及预期。**行业产品同质化严重，若公司新品开拓不及时，存在失去竞争优势、丢失市场份额的可能性。

**行业竞争加剧。**便携式按摩仪器行业制造壁垒较低，新增品牌竞争激烈或影响公司市占率。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	330	435	774	1,236	2,113	
货币资金	85	139	189	252	400	
应收票据	2	3	4	9	14	
应收账款	77	79	170	291	516	
预付账款	17	24	45	76	130	
存货	103	141	266	449	772	
其他	47	49	100	160	280	
<b>非流动资产</b>	44	41	41	41	41	
长期股权投资	5	4	4	4	4	
固定资产(合计)	17	15	15	15	15	
无形资产	6	5	5	5	5	
其他	16	17	17	17	17	
<b>资产总计</b>	373	476	815	1,277	2,154	
<b>流动负债</b>	208	241	463	712	1,229	
短期借款	26	45	45	45	45	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	136	153	320	513	906	
其他	45	43	98	154	278	
<b>非流动负债</b>	2	2	2	2	2	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	2	2	2	2	2	
<b>负债合计</b>	211	242	464	714	1,231	
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1	
归属母公司股东权益	163	234	351	564	925	
<b>负债和股东权益</b>	373	476	815	1,277	2,154	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	694	826	1,648	2,921	5,087	
同比(%)	36.6%	19.1%	99.4%	77.3%	74.2%	
归属母公司净利润	55	71	117	213	361	
同比(%)	20.8%	29.6%	65.5%	81.8%	69.7%	
毛利率(%)	60.9%	58.4%	59.0%	61.7%	61.8%	
ROE%	33.4%	30.2%	33.3%	37.7%	39.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.89	1.15	1.90	3.45	5.86	
P/E	30.95	23.89	14.43	7.94	4.68	
P/B	10.35	7.20	4.81	2.99	1.83	
EV/EBITDA	16.45	13.39	14.78	6.83	3.59	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	694	826	1,648	2,921	5,087	
营业成本	271	344	675	1,119	1,944	
营业税金及附加	6	5	12	21	34	
销售费用	287	342	717	1,314	2,279	
管理费用	27	29	58	104	178	
研发费用	41	37	81	146	280	
财务费用	2	2	0	0	0	
减值损失合计	-2	-1	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	-1	-1	
其他	4	17	33	32	51	
<b>营业利润</b>	63	84	137	248	422	
营业外收支	0	-1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	63	83	137	248	422	
所得税	8	12	20	36	62	
<b>净利润</b>	55	70	117	213	360	
少数股东损益	0	0	0	0	-1	
<b>归属母公司净利润</b>	55	71	117	213	361	
EBITDA	73	88	105	217	372	
EPS(当年)(元)	0.89	1.15	1.90	3.45	5.86	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金</b>	39	68	51	64	150	
净利润	55	70	117	213	360	
折旧摊销	11	18	0	0	0	
财务费用	2	1	1	1	1	
投资损失	0	0	0	1	1	
营运资金变动	-32	-22	-67	-150	-212	
其它	4	1	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-27	-25	0	-1	-1	
资本支出	-23	-19	0	0	0	
长期投资	-5	0	0	0	0	
其他	0	-6	0	-1	-1	
<b>筹资活动现金流</b>	-8	15	-1	-1	-1	
吸收投资	11	0	15	0	0	
借款	8	19	0	0	0	
支付利息或股息	-22	-2	-1	-1	-1	
<b>现金流净增加额</b>	3	58	50	63	148	

## 研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。