

N倍轻松 (688793.SH) 便携按摩器龙头，产品迭代+渠道扩张驱动快速成长

2021年07月16日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

王宇俊（联系人）

lvming@kysec.cn

wangyujun@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120080064

日期	2021/7/16
日期	2021/7/16
当前股价(元)	171.00
一年最高最低(元)	185.58/151.51
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	21
总股本(亿股)	0.62
流通股本(亿股)	0.13
近3个月换手率(%)	315.3

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 国内智能便携按摩器领军品牌，首次覆盖给予“买入”评级

倍轻松是国内智能便携按摩器领军品牌，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。2017-2020年，公司业绩快速增长，收入和归母净利润CAGR分别为32.3%和50.1%。我们认为国内智能便携按摩器市场仍属蓝海，公司已率先抢占中高端市场，未来有望依靠产品迭代和渠道扩张驱动成长。我们预测公司2021-2023年归母净利润为1.21/2.02/2.99亿元，对应EPS为1.97/3.27/4.86元，当前股价对应PE分别为86.8/52.3/35.2倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业：智能便携按摩器仍属蓝海，倍轻松位居国内龙头，抢占中高端市场

2010-2019年，中国按摩器具市场规模由49亿元增长至139亿元，CAGR达12.3%。其中，小型按摩器具市场占比达54%，预计2020年市场规模约80亿元。2020年中国按摩器市场渗透率约为1.7%，较日本等发达国家仍有较大差距，属于蓝海市场。其中，倍轻松在国内按摩器具行业的市场占有率约为5%-7%，在便携式按摩器细分领域的市场占有率约为13%-15%，并已率先抢占中高端市场。

● 核心竞争力：营销为矛，渠道和研发为基础

营销上，线下触点瞄准中高端消费群体，电商+新代言人拓宽圈层，近年线上和广告宣传费用投放力度提升。渠道上，线下直营门店模型跑通并具备可复制能力，天猫旗舰店为代表的线上B2C渠道显著提速，经销及ODM等多渠道融合发展。研发上，公司拥有经验丰富的研发团队持续进行产品迭代创新，进而逐步建立了丰富的产品矩阵并得到消费者认可，公司线下直营门店重复购买率持续提升。

● 未来展望：产品升级是核心，渠道扩张提动力

我们认为产品力是小型按摩器品牌发展的核心。未来公司有望持续推进核心品类产品性能升级和其他品类外延拓展。而渠道扩张则是公司未来发展的主要驱动力之一。公司IPO募投计划分三年新开248家直营店，包括48家机场店、37家高铁店和163家商场店。通过拆分后，我们认为公司直营店有较大开店空间。

● 风险提示：新产品市场反馈不及预期，便携按摩器产品迭代速度放缓等

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	694	826	1,174	1,651	2,292
YOY(%)	36.6	19.1	42.1	40.6	38.8
归母净利润(百万元)	55	71	121	202	299
YOY(%)	20.8	29.6	71.7	66.1	48.4
毛利率(%)	60.9	58.4	59.1	59.8	60.5
净利率(%)	7.9	8.6	10.3	12.2	13.1
ROE(%)	33.6	30.1	34.2	36.9	35.9
EPS(摊薄/元)	0.89	1.15	1.97	3.27	4.86
P/E(倍)	193.1	149.1	86.8	52.3	35.2
P/B(倍)	64.6	45.0	29.6	19.3	12.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 倍轻松：国内智能便携按摩器领军品牌	5
2、 行业：智能便携按摩器仍属蓝海，倍轻松位居国内龙头	7
2.1、 现代按摩器具行业快速发展，国内按摩器市场规模逐步提升	7
2.2、 我国按摩器渗透率仍有较大提升空间，老少皆是潜在目标群体	8
2.3、 竞争格局：国内品牌集中度仍较低，倍轻松抢占中高端市场	10
3、 财务分析：2018年后发展提速，盈利能力稳步提升	12
4、 核心竞争力：营销为矛，渠道和研发为基础	15
4.1、 营销：线下触点瞄准中高端消费群体，电商+新代言人拓宽圈层	15
4.2、 渠道：直营跑通+线上提速，多渠道融合发展	18
4.3、 产品：研发实力奠定产品基础，产品得到消费者认可	21
5、 未来展望：产品升级是核心，渠道扩张提动力	23
5.1、 产品升级：功能持续迭代，品类不断扩张	23
5.2、 渠道拓展：聚焦直营，发力线上，经销、海外等渠道多元扩张	25
6、 盈利预测与投资建议	29
7、 风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1： 倍轻松逐步成长为国内智能便携按摩器领军品牌	5
图 2： 公司核心产品包括眼部、颈部、头部、头皮四大类	6
图 3： 公司股权集中，员工激励机制完善	6
图 4： 现代按摩器具起源于日本，逐步扩张至全球，产业链向中国转移	7
图 5： 全球按摩器具市场规模预计持续增长	8
图 6： 亚洲按摩器具市场规模预计持续增长	8
图 7： 中国按摩器具市场规模预计高速增长	8
图 8： 2020年，中国小型按摩器具市场预计占比超 50%	8
图 9： 中国按摩器市场渗透率预计将加速提升	9
图 10： 中国市场渗透率较发达国家及地区差距大	9
图 11： 中国居民人均医疗保健消费支出预计快速增长	9
图 12： 中国老龄化趋势预计将持续	9
图 13： 2020年，搜索“颈椎病”人群的年龄集中在 90 后	10
图 14： 90 后失眠人群占比大幅提升	10
图 15： 2019 年，90 后对养生重视度大幅提升	10
图 16： 2019 年，90 后健康养生消费中休闲按摩类占比高	10
图 17： 我国主流便携按摩器品牌含倍轻松等	11
图 18： 公司 2021 年 7 月发布的招股说明书中综合测算，倍轻松国内便携式按摩器市占率约为 13%-15%	11
图 19： 倍轻松、SKG、乐范专营小型按摩器	11
图 20： 倍轻松产品价格较高，价格带更宽（单位：元）	11
图 21： 2017-2020 公司收入增长 CAGR 为 32.3%	12
图 22： 2017-2020 公司利润增长 CAGR 为 50.1%	12
图 23： 眼部按摩器占比最高，颈部、头皮占比提升	12

图 24: 眼、颈部按摩器收入持续高增长 (单位: 亿元)	12
图 25: 国内收入体量远超中国港澳台及海外, 增速更高	13
图 26: 2020 年, 中国大陆收入占比超 90%	13
图 27: 公司整体毛利率有所提升	14
图 28: 线上 B2C 和线下直销渠道毛利率较高	14
图 29: 头部、颈部、头皮按摩器毛利率较高	14
图 30: 2019-2020 年公司销售费用率有所提升	15
图 31: 2020 年, 公司净利率为 8.5%	15
图 32: 2020 年, 公司经营现金流净额 6824.6 万元	15
图 33: 存货周转率逐年下降, 主要为 3 个月内库龄存货	15
图 34: 倍轻松销售费用率高于同行业	16
图 35: 公司销售费用中专柜费用和职工薪酬占比最高	16
图 36: 公司线下门店位于重要城市机场、高铁站、高端购物中心	17
图 37: 倍轻松位居天猫 618 多项排行榜榜首	17
图 38: 公司推广费投入增多	17
图 39: 2021 年, 肖战代言倍轻松	18
图 40: 公司 2020 年起广告宣传费增幅明显	18
图 41: 公司线上、线下多渠道融合发展	18
图 42: 公司直销渠道收入来源多元化 (亿元)	19
图 43: 公司直营门店数量持续扩张	19
图 44: 线上 B2C 中天猫渠道快速增长 (亿元)	20
图 45: 线上 B2C 客户数量持续增长	20
图 46: 公司经销分为礼品、电商和零售与批发	20
图 47: 2020 年, 公司 ODM 收入增长较快 (万元)	20
图 48: 公司核心技术提升产品用户体验	21
图 49: 公司研发费用率较高	22
图 50: 公司原材料采购均价连年增长 (图为同比增速)	22
图 51: 倍轻松已拥有丰富的产品矩阵	23
图 52: 公司客户复购率 (直营门店口径) 持续提升	23
图 53: 推出 iNeck 3 后, 颈部按摩器快速增长 (亿元)	24
图 54: iNeck 3 推出后平均单价提升	24
图 55: breo iSee K 眼部按摩器	25
图 56: 倍轻松推出艾灸盒产品	25
图 57: 倍轻松推出筋膜枪产品	25
图 58: 公司规划新开 248 家直营店	26
图 59: 公司规划分三年完成新开 248 家直营店	26
图 60: 公司不断加大天猫站外引流力度	29
图 61: 公司线上获客成本下降	29
表 1: 公司线上 B2C 模式带动线上渠道占比提升, 线下渠道受疫情影响下挫, ODM 缩量 (单位: 亿元)	13
表 2: 公司核心高管具有丰富的市场营销经验	16
表 3: 公司直营店模型已经跑通	19
表 4: 公司核心技术人员经验丰富	21
表 5: 研发重点突破语音交互、体征检测、IoT 平台系统等项目	24
表 6: 公司机场店开店仍有较大空间	26

表 7: 公司高铁店开店仍有较大空间	28
表 8: 对比戴森, 公司购物中心店开店仍有较大空间	28
表 9: 我们预计 2021-2023 年公司收入分别增长 42.1%、40.6%和 38.8%	30
表 10: 倍轻松净利润预期增速相对更高, 可享受一定估值溢价	30

1、倍轻松：国内智能便携按摩器领军品牌

倍轻松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领军企业，逐步打造东方特色全球品牌。

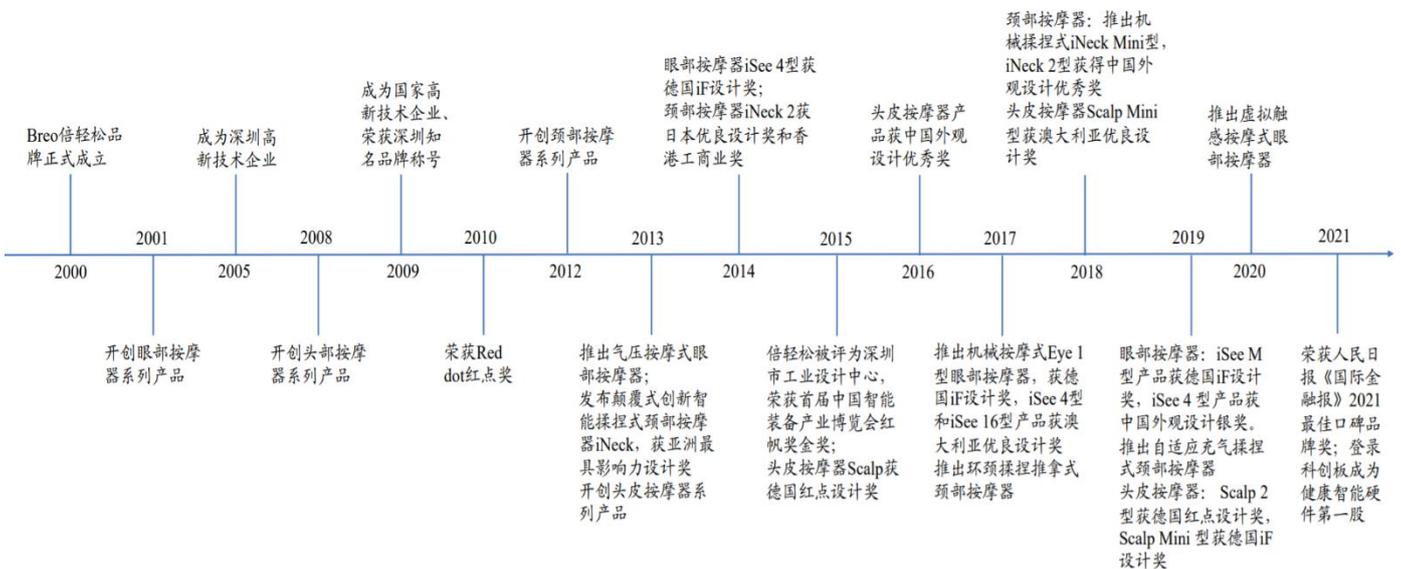
公司发展历程主要可分为三个阶段：

(1) 起步阶段：2000年，Breo倍轻松式成立。2001年公司开创眼部按摩器产品，正式进入按摩器具行业。此后，公司在2008年开创头部系列产品，2012年进军颈部按摩器市场，2013年推出头皮按摩系列，自此公司四大类产品布局初步成型。

(2) 更新迭代阶段：2013年起，公司加快产品迭代，其中，眼部按摩器20年间4次迭代，不断完善用户体验，颈部按摩器也在近10年间从最初的揉捏式升级为自适应充气揉捏式。公司多产品获得境内外重要奖项，包括德国红点设计奖、德国iF设计奖、日本和澳大利亚优良设计奖、香港工商业奖、中国外观设计奖等。

(3) 上市扩张阶段：2021年，公司成功登录科创板成为健康智能硬件第一股。我们预计借助IPO募投资金，公司发展有望进一步提速。

图1：倍轻松逐步成长为国内智能便携按摩器领军品牌



资料来源：招股说明书、公司官网、开源证券研究所

公司产品主要包括眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器。公司在2001年推出首款眼部按摩器产品，正式进入按摩器具行业，此后不断丰富产品品类，目前已形成以眼部、颈部、头部、头皮四大类智能便携按摩器为主，以按摩人体其余易疲劳部位智能按摩器与其他健康产品为辅的产品体系。公司智能便携按摩器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，能够随时随地为用户提供个人健康护理与按摩保健。公司产品以两大自主品牌“breo”和“倍轻松”系列为主，同时还提供ODM定制产品。

图2: 公司核心产品包括眼部、颈部、头部、头皮四大类

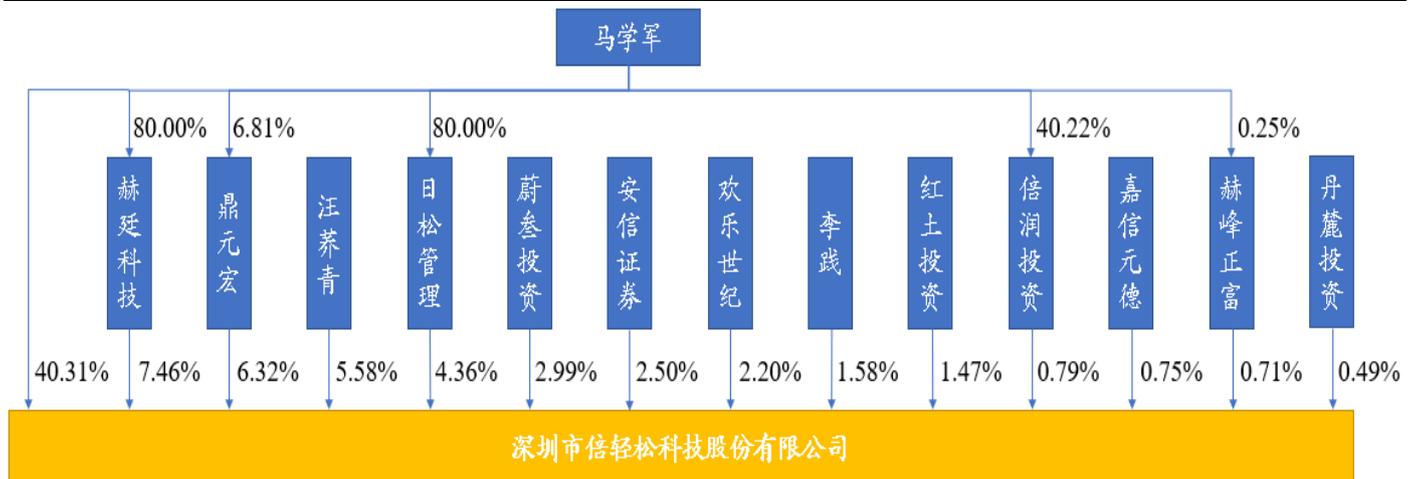


资料来源: 招股说明书

从公司管理结构看, 股权集中, 管理结构稳定。公司创始人马学军先生为公司控股股东, 直接持有公司 2484.85 万股, 持股比例达 40.31%。此外, 他还通过持有赫廷科技、日松管理 80%的股权以及倍润投资 40.22%的股权间接持有公司 12.61%的股份, 合计控制公司 52.92%的股份, 为公司实际控制人并全面负责公司经营管理。

公司股权激励机制完善。公司通过员工持股平台间接持股的方式对高管及核心员工进行股权激励, 以充分调动员工积极性和创造性, 建立健全公司长效激励机制。鼎元宏、倍润投资和赫峰正富为三大员工持股平台, 合计持有公司 7.82%的股份, 完善的激励机制对提升核心员工工作积极性和团队稳定性均有正面影响。

图3: 公司股权集中, 员工激励机制完善



资料来源: Wind、开源证券研究所

2、行业：智能便携按摩器仍属蓝海，倍轻松位居国内龙头

2.1、现代按摩器具行业快速发展，国内按摩器市场规模逐步提升

全球现代按摩器发展历程可分为四个阶段：

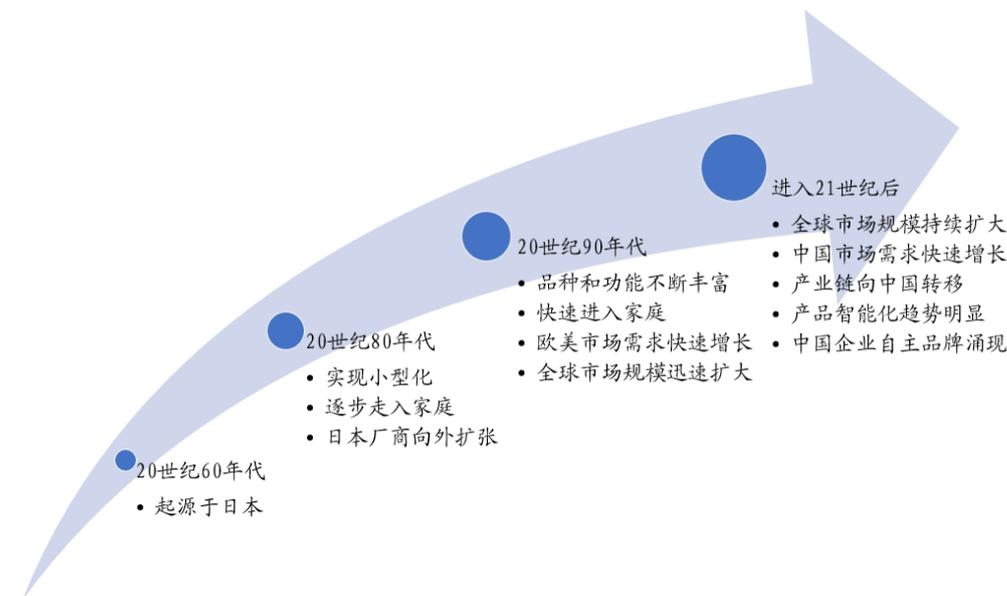
(1) 20世纪60年代：现代按摩器具起源于日本。受限于当时的技术水平，按摩器具功能单一，体积笨重，用户体验较差，市场发展缓慢。

(2) 20世纪80年代：随新材料和电子技术发展，按摩器具实现了小型化和精确控制，用户体验大幅改善，受众增加。松下等传统家电巨头也开始涉足按摩器具行业，厂商增加，产品种类和功能丰富，按摩性能提升。同时，日本厂商开始向外扩张。

(3) 20世纪90年代：市场上按摩器具的品种和功能进一步丰富、体验继续改善，进入家庭的步伐加快。其中便携按摩器具市场逐步细分为眼部、颈部、头部等，针对性缓解局部疲劳不舒适。按摩器具从东亚和东南亚市场走向了欧美市场，并在全球一体化背景下迅速扩大市场规模，生产制造主要集中在日本和中国台湾等区域。

(4) 21世纪后：按摩器具消费领域集中在北美、欧洲、东亚和东南亚，全球市场规模持续扩大。伴随中国经济长期平稳较快增长，居民收入水平及健康消费意识不断提升，中国成为全球范围内按摩器具消费需求增长最快的地区之一，全球相关产业链开始向中国大陆转移。按摩器具愈发呈现智能化趋势。中国作为世界制造中心，自主品牌不断涌现。

图4：现代按摩器具起源于日本，逐步扩张至全球，产业链向中国转移



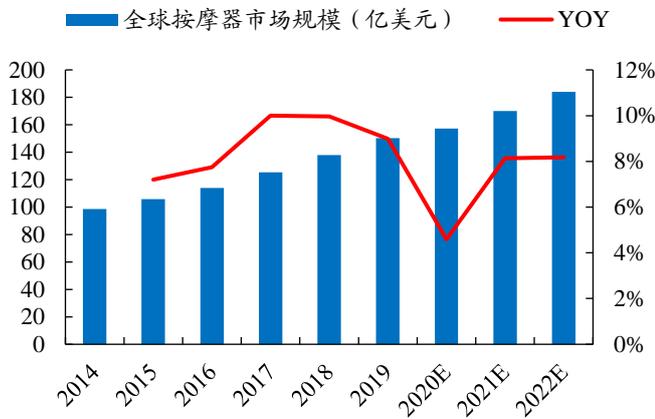
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

从规模看，全球及亚洲按摩器具市场规模持续增长。根据前瞻产业研究院的数据，2014-2019年间全球按摩器具市场规模CAGR达8.8%，预计到2022年，全球按摩器具市场规模将接近184亿美元。其中，亚洲地区按摩保健的传统文化较为浓厚，成为按摩器具的主要消费市场之一。2012-2019年，亚洲按摩器具市场规模由22.37

亿美元增长至 41.02 亿美元，CAGR 达 9.0%，略高于全球增速。2022 年，亚洲按摩器具市场规模预计将接近 52.38 亿美元，未来市场空间广阔。

图5：全球按摩器具市场规模预计持续增长

图6：亚洲按摩器具市场规模预计持续增长



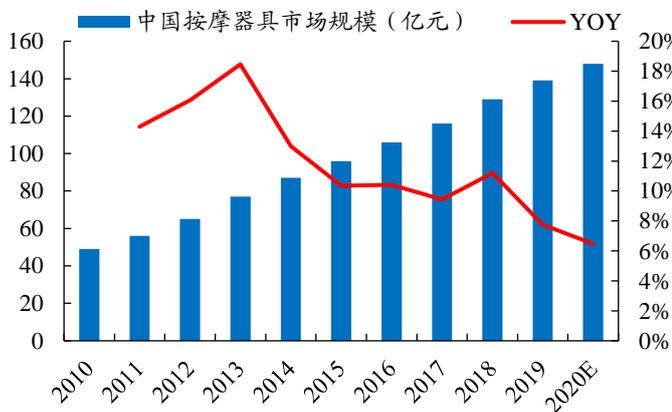
数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

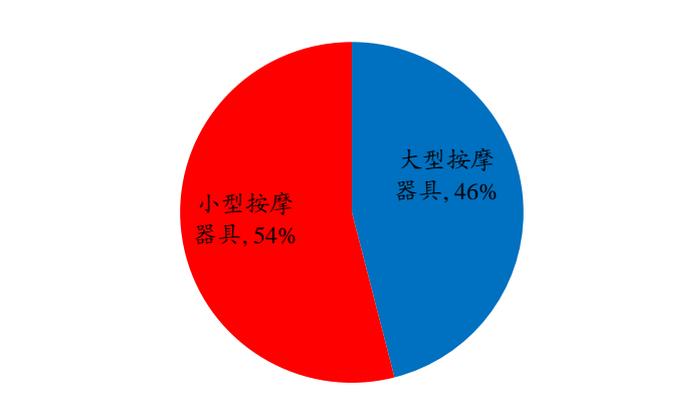
中国按摩器具市场规模快速增长，小型按摩器占比已过半。根据前瞻产业研究院，中国已成为全球按摩器具市场需求增长最快的地区之一，2010-2019年，中国按摩器具市场规模由 49 亿元增长至 139 亿元，CAGR 达 12.3%。其中，小型按摩器具主要包括功能相对特定的眼部、颈部、头部、头皮、肩部、手部等，市场占比已经达 54%。而据前瞻产业研究院估计，2020 年中国按摩器具市场规模将接近 150 亿元，因此可测算 2020 年中国小型按摩器具市场规模约 80 亿元。

图7：中国按摩器具市场规模预计高速增长

图8：2020年，中国小型按摩器具市场预计占比超50%



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

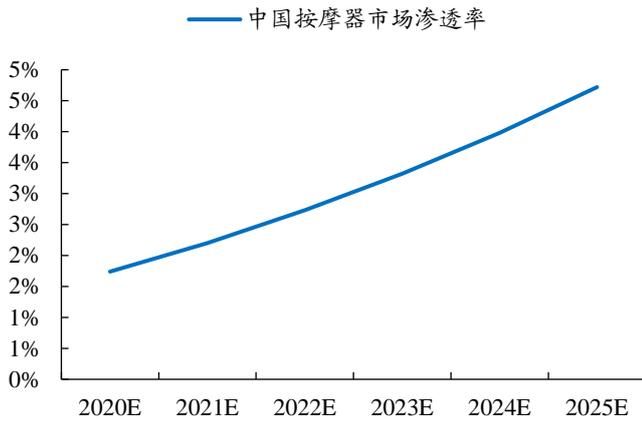


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.2、我国按摩器渗透率仍有较大提升空间，老少皆是潜在目标群体

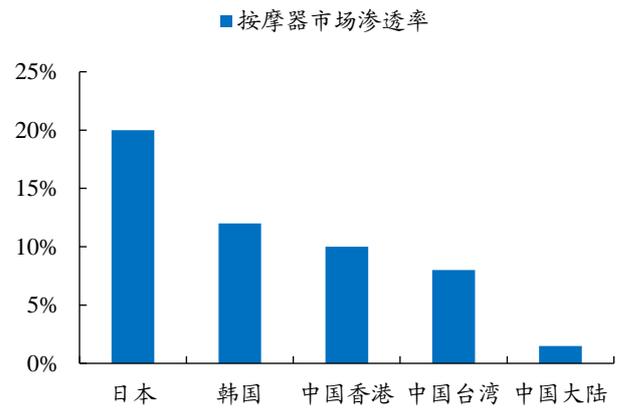
中国按摩器市场渗透率仍有较大提升空间。随国民健康意识增强，国内亚健康人群、中老年人群、商旅办公人群等扩大，具有良好按摩保健功效的现代按摩器具正逐步获得广大消费者认可，市场渗透率持续上升。根据观研天下，2020 年中国按摩器市场渗透率约为 1.7%，预计 2025 年将达到 4.72%，但较其余发达国家及地区仍有较大差距。例如，现代按摩器发源地日本的市场渗透率已经达到约 20%。因此，我们认为伴随供给端优化以及市场需求的不断增加，我国按摩器市场仍有较大空间。

图9：中国按摩器市场渗透率预计将加速提升



数据来源：观研天下、开源证券研究所

图10：中国市场渗透率较发达国家及地区差距大



数据来源：观研天下、开源证券研究所

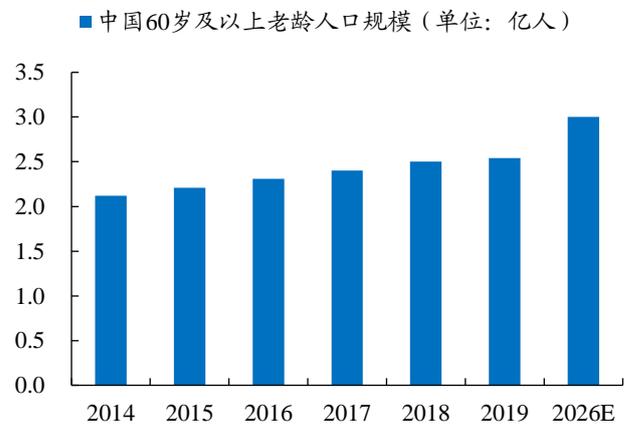
首先，在老龄化的背景下，有保健需求的老年人必然是按摩器潜在的消费群体之一。我国已逐渐步入老龄化社会，2014至2019年间60岁及以上老龄人口从2.12亿人增加至2.54亿人，2019年老龄人口占总人口的比例为18%。根据前瞻产业研究院，预计2026年中国60岁及以上老龄人口将达到3亿人。同时，21世纪以来，我国居民收入水平持续较快提升，消费者购买力不断增强，城镇居民人均可支配收入增长，带动人均医疗保健消费支出增加，从2013年的912元增至2019年的1902元，CAGR达11.1%。因此，在老龄化率和人均医疗保健消费支出不断提升的大背景下，老年人保健需求有望成为按摩器潜在的重要需求来源之一。

图11：中国居民人均医疗保健消费支出预计快速增长



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图12：中国老龄化趋势预计将持续



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

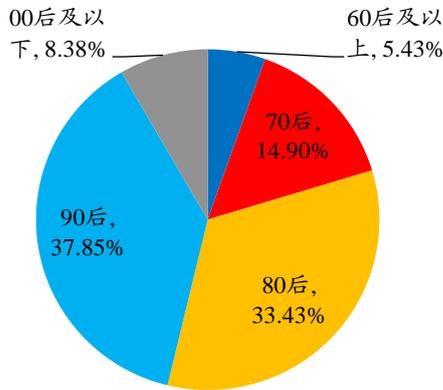
但对于智能便携按摩器而言，年轻消费群体或将是更为重要的主力消费群体。以倍轻松主要的竞品SKG为例，其消费者画像主要为都市女性白领，用户主要分布在一二线城市，年龄在18至35岁之间为主，女性占比接近70%。我们认为SKG作为国内主流的智能按摩器品牌，其用户画像对于全行业而言具备一定参考意义。

而近年，年轻消费群体在按摩需求和按摩消费能力上都有着明显提升，这也有望成为推动智能便携按摩器行业发展的重要推动力。

年轻消费群体颈椎病、失眠等亚健康症状占比较高，催生按摩需求。一二线城市中近年呈现“竞争内卷化”，年轻上班族工作时间较长，竞争压力较大进而出现颈

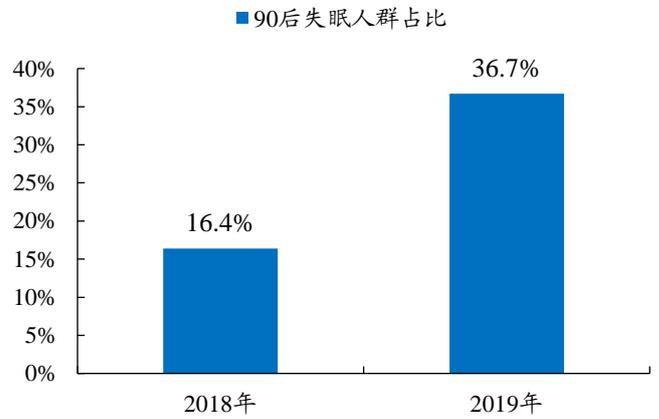
椎病、失眠等亚健康症状。据百度指数统计，2020年，90后是线上搜索“颈椎病”最多的人群，占比达到37.85%。而根据《2020喜临门中国睡眠指数报告》，90后失眠人群占比由2018年的16.4%快速提升至2019年的36.7%。颈椎病、失眠等亚健康症状比例的大幅上升，有望直接带动年轻消费群体对按摩服务需求的快速提升。

图13: 2020年, 搜索“颈椎病”人群的年龄集中在90后



数据来源: 百度指数、开源证券研究所

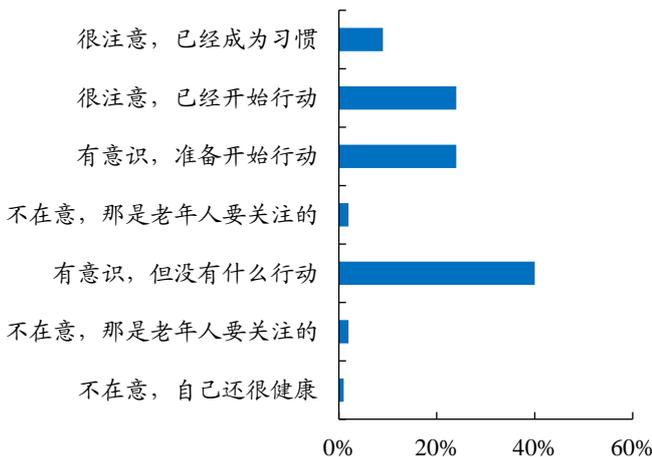
图14: 90后失眠人群占比大幅提升



数据来源: 《2020喜临门中国睡眠指数报告》、开源证券研究所

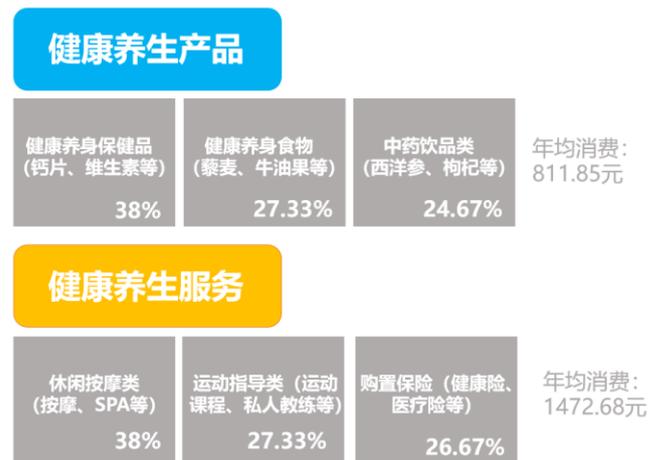
同时年轻群体对健康养生的重视程度和消费能力都有了显著提升。据全洞察统计,2019年,97%的90后均对健康养生态度积极,其中33%已经采取了健身等行动。而根据易观智库,2019年,90后在健康养生产品和服务上已经具有了较强的消费愿望,90后在健康养生产品中的年均投入为811.85元,在健康养生服务中的年均消费为1472.68元。而在健康养生服务中90后消费占比最高的即休闲按摩类(按摩、SPA等),占比达到38%,即年均投入约560元,已接近倍轻松入门款产品的单价水平。

图15: 2019年, 90后对养生重视度大幅提升



数据来源: 全洞察、开源证券研究所

图16: 2019年, 90后健康养生消费中休闲按摩类占比高



数据来源: 易观智库、开源证券研究所

2.3、竞争格局: 国内品牌集中度仍较低, 倍轻松抢占中高端市场

中国便携按摩器具市场集中度仍有较大提升空间。我国智能便携按摩器行业处于快速增长阶段,市场集中度仍较低。根据公司2021年7月发布的招股说明书中综合估算,倍轻松作为智能便携按摩器的领军品牌,在国内按摩器具行业的市场占有率约为5%-7%,在便携式按摩器细分领域的市场占有率约为13%-15%。而除倍轻松

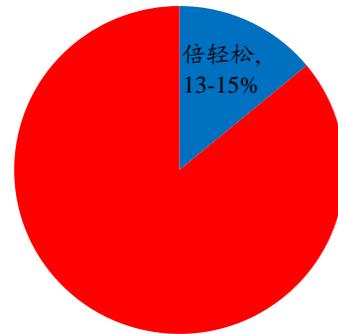
外，我国主流便携按摩器还包括 SKG、乐范、荣泰、奥佳华、西屋、迪斯等。

图17: 我国主流便携按摩器品牌含倍轻松等

图18: 公司 2021 年 7 月发布的招股说明书中综合测算, 倍轻松国内便携式按摩器市占率约为 13%-15%



资料来源: 倍轻松官网、开源证券研究所



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

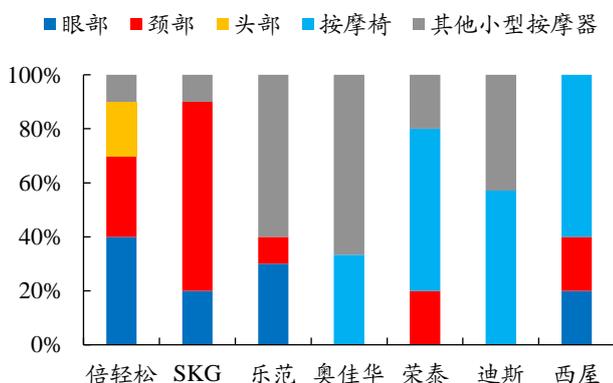
与竞品相比，倍轻松便携式按摩器品类齐全，且已抢占中高端市场。

(1) 图 19 中，我们统计了各品牌天猫旗舰店中销量前十的产品，并计算其中各品类占比。可以看到，SKG、乐范，倍轻松均以便携式按摩器为核心品类，荣泰、奥佳华、迪斯和西屋则均以按摩椅为主要产品，小型按摩器为辅。而在 SKG、乐范和倍轻松三个主营小型按摩仪品牌中，倍轻松业务布局更全面，头、眼、颈部按摩仪都有所涉猎且占比均衡，而 SKG 主打颈部按摩器，乐范则在头、眼、颈部以外品类的按摩器品类占比更高。

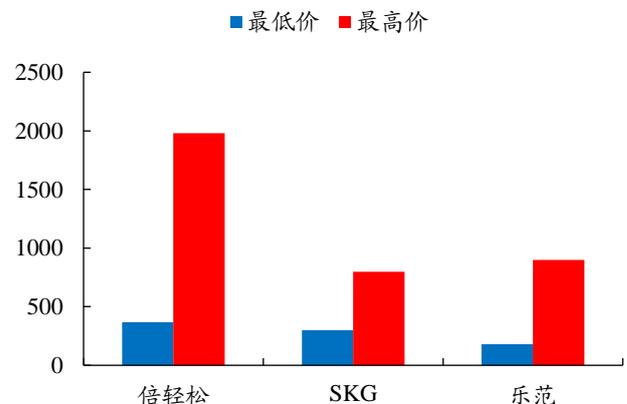
(2) 同时，相比于 SKG 和乐范，倍轻松产品定价区间更宽，且占据中高端市场。在我们统计的天猫旗舰店销量前十的产品中，倍轻松、SKG 和乐范的最高单价分别为 1980 元、799 元和 899 元。此外，根据招股说明书披露，2020 年，倍轻松线下直营店和线上 B2C 的产品均价和客单均价分别也能够达到 660.5 元和 665.5 元。

图19: 倍轻松、SKG、乐范专营小型按摩器

图20: 倍轻松产品价格较高，价格带更宽(单位: 元)



数据来源: 天猫旗舰店、开源证券研究所(2021年, 7月13日, 我们统计了各品牌天猫旗舰店中销量前十的产品, 并计算其中各品类占比)

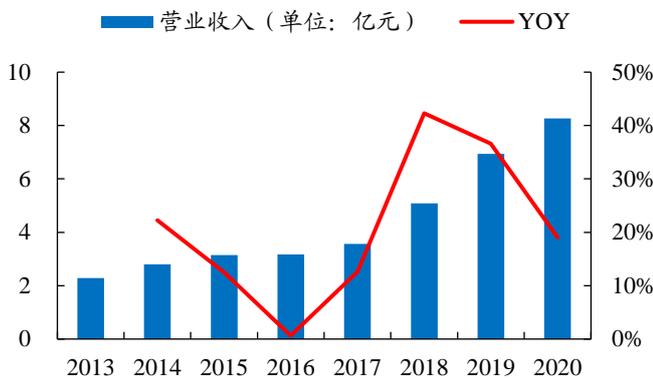


数据来源: 天猫旗舰店、开源证券研究所(2021年, 7月13日, 我们统计了各品牌天猫旗舰店中销量前十的产品, 并计算其中价格区间)

3、财务分析：2018年后发展提速，盈利能力稳步提升

公司业绩持续增长，2018年后发展提速。公司营业收入从2017年的3.57亿元增长至2020年的8.26亿元，CAGR达32.3%。而公司归母净利润从2017年的0.21亿元增至2020年的0.71亿元，CAGR达50.1%。其中2018年后，公司业绩增长提速主要系产品迭代和渠道拓展加快。2020年受疫情影响，公司机场、高铁站等线下直营店受到较大冲击，但线上渠道取得较大突破，全年收入和净利润仍保持增长趋势，分别同比增长19.0%和29.6%。2021H1，公司已基本摆脱疫情影响，公司预计2021H1收入达5.0-5.3亿元，同比增长51.7%-60.8%，归母净利润0.34-0.4亿元，同比增长186.7%-237.3%，扣非后净利润0.31-0.36亿元，同比增长292.5%-355.9%。

图21：2017-2020公司收入增长CAGR为32.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

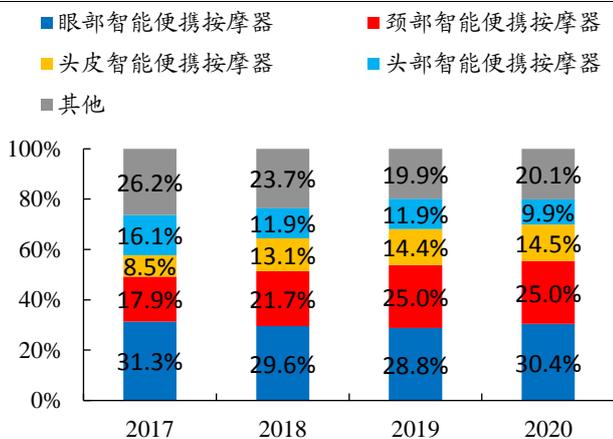
图22：2017-2020公司利润增长CAGR为50.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

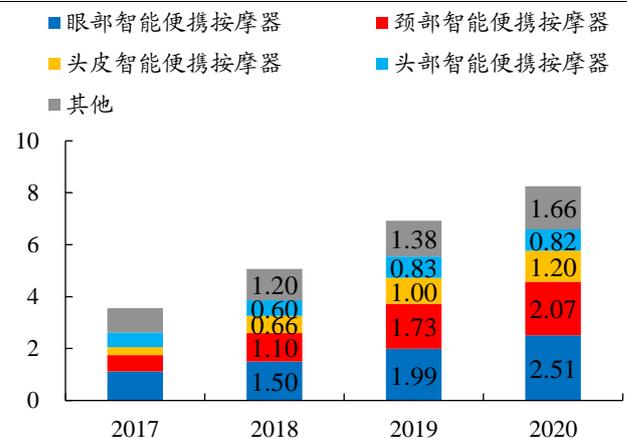
分产品来看，眼部按摩器占比最高，颈部和头皮按摩器占比逐步提升。公司主营业务收入主要由眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器收入构成。2020年，公司眼部、颈部、头部、头皮及其他产品收入占比分别为30.4%、25.0%、14.5%、9.9%和20.1%。其中，眼部按摩器占比最高且持续稳健增长，2017-2020年收入CAGR达31.1%且2020年疫情影响下仍同比增长25.9%。而2018年后，颈部和头皮按摩器受益于新品快速迭代，占比明显提升，也是公司业绩整体增速提升的主要驱动力之一。2017-2020年，颈部和头皮按摩器收入CAGR分别为48.0%和58.1%。

图23：眼部按摩器占比最高，颈部、头皮占比提升



数据来源：招股说明书、Wind、开源证券研究所

图24：眼、颈部按摩器收入持续高增长（单位：亿元）



数据来源：招股说明书、Wind、开源证券研究所

受 2020 年疫情影响,公司线上渠道占比提升,线下销售和 ODM 占比有所下降。2020 年,公司线上、线下和 ODM 销售渠道收入占比分别为 52.3%、42.2%和 5.5%。公司线上 B2C 渠道占比最高且收入较快,收入占比从 2017 年的 10.0%提升到 2020 年的 33.3%。而 2020 年公司线下渠道占比下降主要系线下门店受疫情影响较大。但直销在 2018-2019 年间保持较快增速,因此我们预计疫情影响趋弱后,公司线下销售有望恢复常态化增长。此外,2020 年,公司 ODM 销售占比进一步下降。

表1: 公司线上 B2C 模式带动线上渠道占比提升, 线下渠道受疫情影响下挫, ODM 缩量 (单位: 亿元)

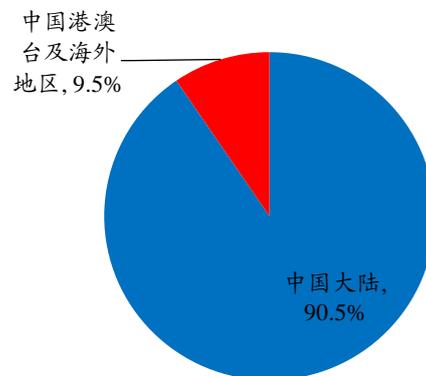
销售模式	2020 年度			2019 年度			2018 年度			2017 年度	
	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比
线上销售											
线上 B2C	2.75	33.3%	67.8%	1.64	23.7%	113.1%	0.77	15.2%	116.1%	0.36	10.0%
电商平台入仓	1.28	15.5%	27.7%	1.00	14.5%	19.7%	0.84	16.5%	84.3%	0.45	12.8%
线上经销	0.29	3.5%	94.3%	0.15	2.2%	46.1%	0.10	2.0%	-57.5%	0.24	6.6%
线上销售小计	4.31	52.3%	54.8%	2.79	40.3%	63.4%	1.71	33.7%	63.1%	1.05	29.4%
线下销售											
线下直销	2.22	26.9%	-9.9%	2.46	35.6%	40.1%	1.76	34.7%	49.8%	1.17	32.9%
线下经销	1.27	15.4%	-1.0%	1.28	18.5%	12.3%	1.14	22.5%	5.0%	1.09	30.5%
线下销售小计	3.49	42.2%	-6.8%	3.74	54.0%	29.1%	2.90	57.2%	28.3%	2.26	63.6%
ODM 销售	0.45	5.5%	14.8%	0.40	5.7%	-14.1%	0.46	9.1%	79.9%	0.26	7.2%
合计	8.25	100.0%	19.2%	6.92	100.0%	36.7%	5.06	100.0%	42.2%	3.56	100.0%

数据来源: 招股说明书、公司公告、开源证券研究所

公司收入主要源于中国大陆市场。2020 年,公司源自中国大陆的收入达到 7.5 亿元,收入占比超过 90%。同时,近年公司中国大陆市场的收入增速也明显高于中国港澳台及海外收入增速。2017-2020 年,公司源于中国大陆市场的收入 CAGR 为 37.2%,而中国港澳台及海外收入 CAGR 仅为 5.4%。2020 年疫情冲击下,中国大陆市场仍保持 21.0%的增速,而中国港澳台及海外增速为 4.1%。

图25: 中国大陆收入远超中国港澳台及海外, 增速更高

图26: 2020 年, 中国大陆收入占比超 90%



数据来源: Wind、开源证券研究所

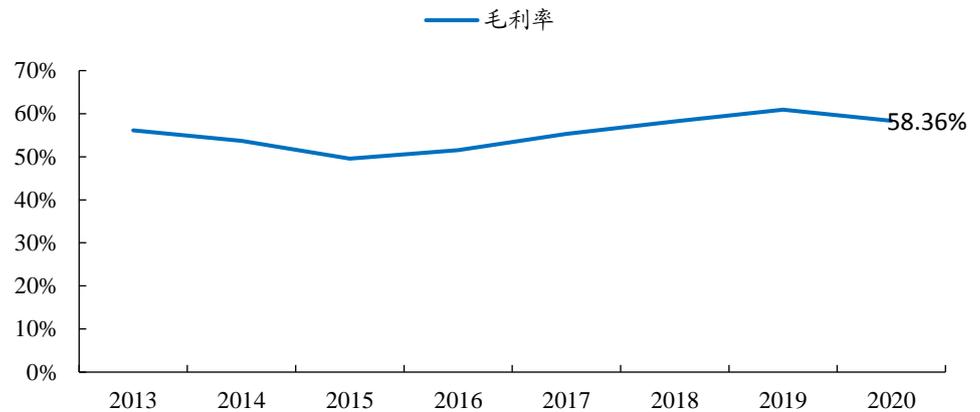
数据来源: Wind、开源证券研究所

产品升级和渠道优化，驱动公司毛利率稳步上升。2015年以来，除2020年受到疫情影响，公司整体毛利率呈现稳步上升的趋势。2020年公司整体毛利率达到58.4%。

(1) 一方面，受益于公司毛利率较高的线上B2C渠道和线下直营门店销售占比快速提升。分渠道看，公司线下直销渠道毛利率最高，2020年达到73.9%。线上B2C渠道次之，2020年毛利率约为60.9%。而线上经销和电商平台入仓的毛利率在50%左右。线下经销毛利率接近45%。而ODM毛利率则相对较低，2020年为33%。

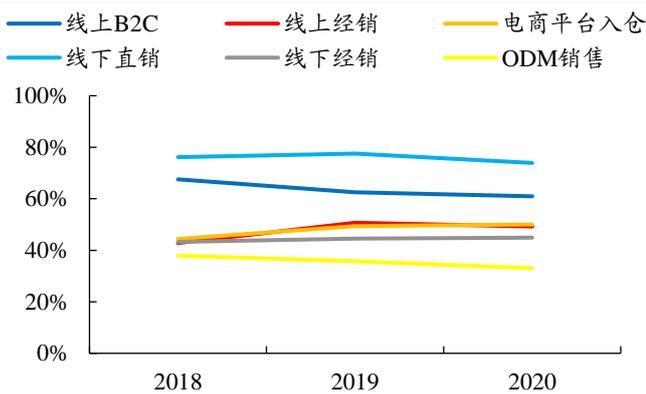
(2) 另一方面，也受益于产品力的不断提升。2018-2019年，公司颈部和头皮智能按摩器的毛利率有较显著的提升，主要就源于新品迭代。公司推出I Neck 3系列颈部按摩器和Scalp mini头皮按摩器有效带动毛利率提升。

图27：公司整体毛利率有所提升



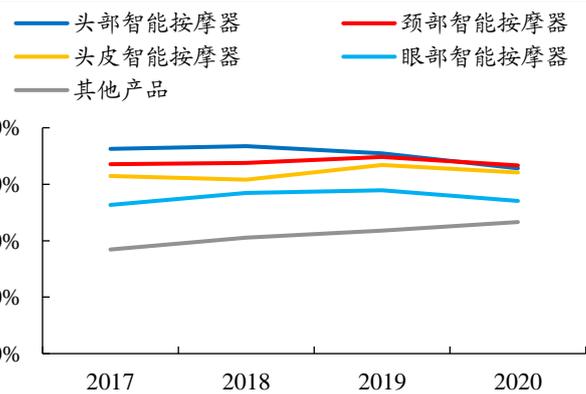
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：线上B2C和线下直销渠道毛利率较高



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

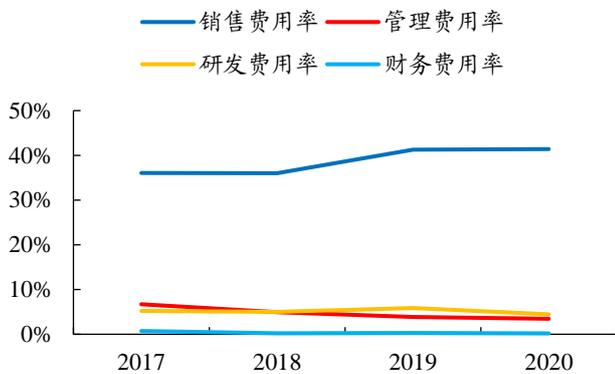
图29：头部、颈部、头皮按摩器毛利率较高



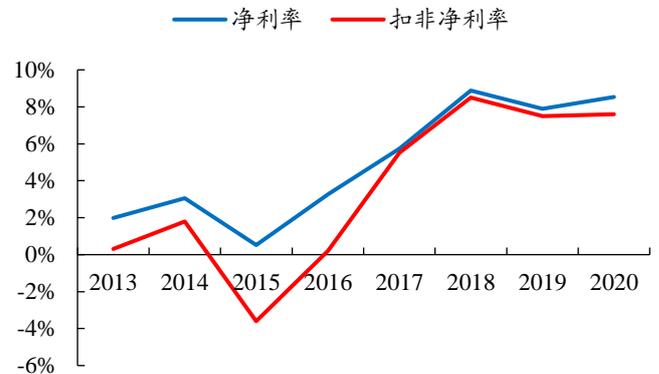
数据来源：招股说明书、公司公告、开源证券研究所

公司销售费用率阶段性上行，未来有望逐步回落。公司因直销渠道占比较高，线上平台推广费和线下门店租赁费、销售人员薪酬等的支出较大，因此销售费用率较高。且2019年起，公司加大了线上平台的销售费用投放并且提升了促销和广告宣传力度，进而使得销售费用率阶段性走高。但我们认为未来销售费用率有望逐步回落。一方面，伴随收入体量增长，公司营销相关费用投入会体现出规模效应。另一方面，伴随公司品牌力不断提升，在直营门店租金等相关费用谈判上的话语权会提升，进而直营门店相关费用率有望下行。

整体看，2015年以来，公司净利率整体呈上升趋势。2019年因销售费用率提升而有所回落，但2020年在疫情影响下仍保持稳定。2020年，公司净利率和扣非净利率分别为8.5%和7.6%。

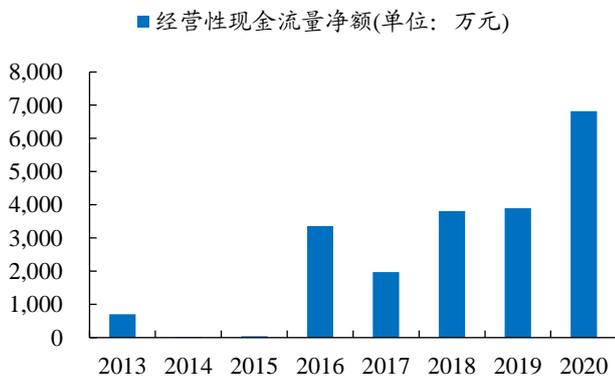
图30: 2019-2020年公司销售费用率有所提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

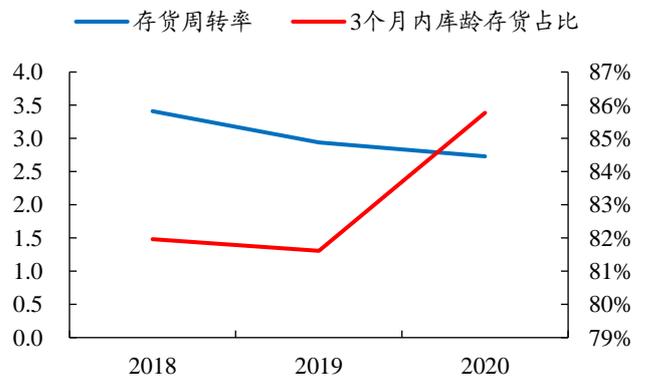
图31: 2020年,公司净利率为8.5%


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司现金流稳健，存货风险较小。2017年以来，公司经营性现金流净额始终维持在健康水平，现金流稳健。而从存货看，虽然由于线上、线下直销收入及其占比的不断提高促使公司备货量增加导致存货周转率连年下降。但公司存货库龄始终较低，2018-2020年3个月内库龄存货占比均超80%，因此我们认为存货积压风险较小。

图32: 2020年,公司经营现金流净额6824.6万元


数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 存货周转率逐年下降,主要为3个月内库龄存货


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

4、核心竞争力: 营销为矛, 渠道和研发为基础

4.1、营销: 线下触点瞄准中高端消费群体, 电商+新代言人拓宽圈层

公司核心高管具有丰富的市场营销经验。公司高管团队中多人毕业于营销类专业。董事长马学军为销售人员出身并且在保健用品相关行业从业二十余年积攒了丰富的营销经验，有优秀的能力把握公司整体营销战略。2014年，董事长马学军曾荣获《快公司》“中国商业最具创意人物100奖”等荣誉。此外，包括电子商务事业部总经理刘总、海外销售部总监张总、直营部总监蔡总也都具有丰富的相关从业经验。

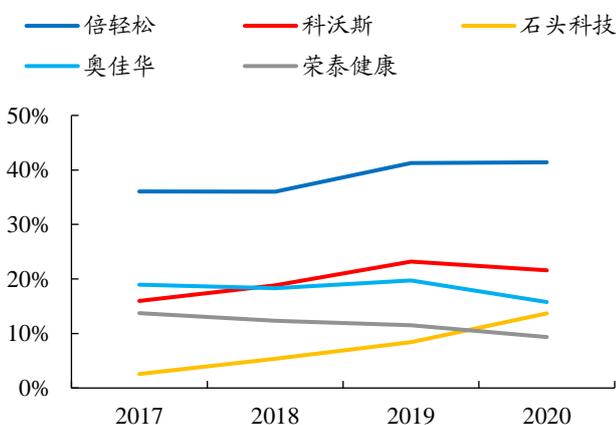
表2: 公司核心高管具有丰富的市场营销经验

姓名	职务	履历
马学军	董事长、总经理	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2001年9月就职于深圳市倍轻松保健用品实业有限公司,任董事长兼总经理;2001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,任董事长;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;曾荣获2014年《快公司》“中国商业最具创意人物100奖”等荣誉。
刘志华	董事、 副总经理、 电子商务事业部总经理	本科学历,新闻学专业。2002年2月至2003年2月,就职于北京碟中碟软件科技发展有限公司,任文案策划兼REDHAT LINUX 事业部总经理助理;2003年2月至2004年12月,自由职业;2004年12月至2006年3月,任北京德善伟业广告有限公司企划部长;2006年3月至2007年8月,任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。
张玲	监事会主席、 海外销售部总监	大专学历,国际经济与贸易专业。1998年2月至1999年10月就职于美国国际银具有限公司深圳代表处,任外贸业务员;1999年10月至2001年7月就职于深圳市倍轻松保健用品实业有限公司,任外贸业务经理;2001年8月至今就职于轻松有限、轻松股份及公司,现任外贸经理、海外销售部总监;2015年9月至今,任公司监事。
蔡金发	职工代表监事、 直营部总监	本科学历,市场营销专业。2006年9月至2007年12月就职于兰州赛斯博通咨询策划公司,任策划经理;2008年1月至2009年7月任职于甘肃蓝思管理咨询有限公司,任执行董事兼总经理;2009年8月至今就职于轻松股份、公司,任西北大区助理、西安城市经理、西北大区负责人、西南大区负责人、华中中心总监助理、直营部总监助理、直营部总监;2019年4月至今,任公司职工代表监事。

资料来源:招股说明书、开源证券研究所

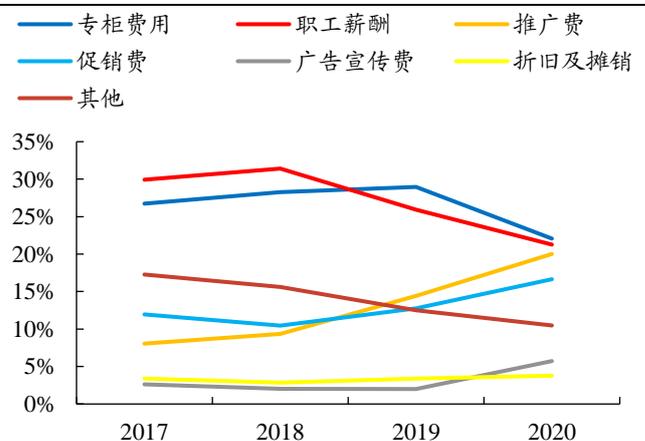
公司销售费用率显著高于同业,并且营销端仍有较大发力空间。公司销售费用率长期处于40%左右的高位,显著高于同行业的10%-20%。但我们认为公司在营销端仍有较大的发力空间。主要系公司销售费用率较高很大程度上是由于公司直销比例较高,因此专柜费用和职工薪酬支出较大,合计占比超过销售费用的40%。但线上推广费、促销费以及广告宣传费的占比并不高。因此我们认为公司营销端仍有较大空间,未来通过继续扩建直销门店增加线下触点、加大线上渠道开拓及广告宣传力度,公司的品牌力仍有较大的弹性增长空间。

图34: 倍轻松销售费用率高于同行业



数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 公司销售费用中专柜费用和职工薪酬占比最高



数据来源: 招股说明书、公司公告、开源证券研究所

(1) 公司通过门店构建线下触点，瞄准中高端商务人群。倍轻松瞄准中高端商务人员，将线下门店布局在机场、高铁站等客流密集的交通枢纽区域和中高端商场，方便其接触感知“breo”和“倍轻松”品牌形象、亲身体验公司高品质产品及服务，有效提升了公司品牌及产品的知名度，在实现门店直接销售的同时还为线上终端持续引入访问流量，带动公司销售整体增长。未来伴随线下直营门店的持续扩张，公司线下触点会不断增加，进而进一步扩大公司品牌在中高端商务人群中的影响力。

图36: 公司线下门店位于重要城市机场、高铁站、高端购物中心



资料来源：大众点评、开源证券研究所

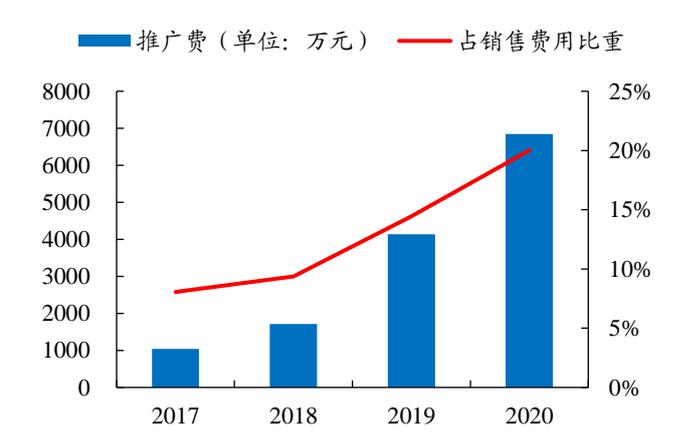
(2) 公司持续加大线上平台推广力度，推广费占比快速提升。公司销售费用中的推广费主要为公司向线上合作电商平台京东、天猫等支付的在其平台上宣传公司产品的费用。伴随近年整体消费流量向电商平台转移，小型按摩器行业向线上渠道变迁，公司也不断提高推广费用投入，加大线上电商平台推广力度。2017-2020 年间，公司推广费从 1038.8 万元提高至 6849.0 万元，销售费用中占比提升至 20%。

图37: 倍轻松位居天猫 618 多项排行榜榜首



资料来源：新浪微博、开源证券研究所

图38: 公司推广费投入增多



数据来源：招股说明书、公司公告、开源证券研究所

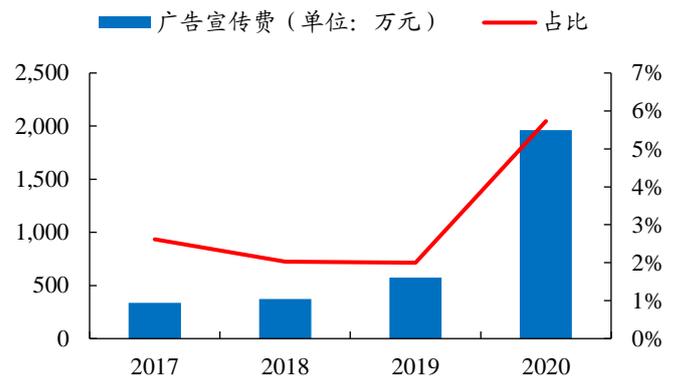
(3) 公司广告宣传加码，聘请肖战作为代言人。通过拆分销售费用，我们可以发现公司 2019 年以前在广告宣传上的投入力度是相对较小的，2017-2019 年公司广告宣传费的年投入均不足千万。2020 年起公司显著加大了广告宣传费用投入，广告宣传费同比增长 242.2%至 1961 万元。2021 年公司进一步加大广告宣传投入，签约当红流量明星肖战作为公司全球品牌代言人。

图39: 2021年, 肖战代言倍轻松



资料来源: 公司官网

图40: 公司2020年起广告宣传费增幅明显



数据来源: 招股说明书、公司公告、开源证券研究所

4.2、渠道: 直营跑通+线上提速, 多渠道融合发展

公司线上、线下多渠道多元化融合发展。2020年, 公司线上、线下和 ODM 渠道销售占比分别为 52.3%、42.2%和 5.5%。其中, 线上渠道近年快速发展, 可分为线上 B2C (即天猫旗舰店等线上直营店, 占比 33.3%)、电商平台入仓 (京东自营等, 占比 15.5%)和线上经销 (苏宁易购等, 占比 3.5%)。而线下销售可分为线下直销 (包括直营门店、展会促销、团购和社群营销等, 占比 26.9%)和线下经销 (云朵、中免等, 占比 15.4%)。ODM 销售则主要为傲胜和 BORK 等品牌代工。

图41: 公司线上、线下多渠道融合发展

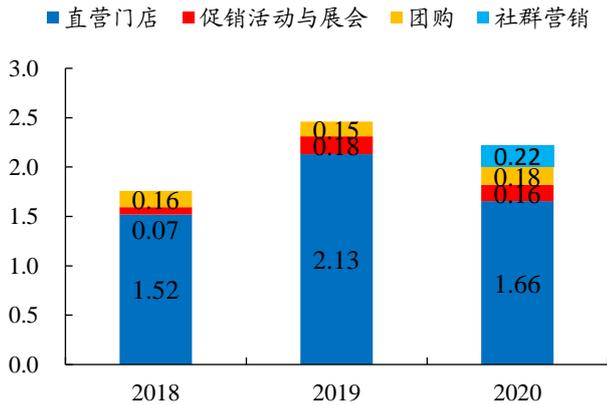


资料来源: 公司公告、开源证券研究所 (占比为 2020 年收入占比)

从收入占比和增速中可看出，线下直销和线上 B2C 是公司两个核心销售渠道。

其中，公司线下直销渠道收入来源多元化，直营门店数量持续扩张。2020 年，公司 2.2 亿元线下直销收入中，直营门店、促销活动与展会、团购和社群营销分别占比 74.7%、7.4%、8.2%和 9.8%。其中，公司在 2020 年新开拓了社群营销渠道，而直营门店、促销活动与展会和团购则受到一定疫情影响。但近年公司线下直营门店数量则依然保持持续扩张的趋势。2020 年期末，公司直营门店数量达到 165 家。

图42: 公司直销渠道收入来源多元化 (亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图43: 公司直营门店数量持续扩张



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

并且，我们认为公司直营店模型已经跑通，具备了持续复制的能力。通过梳理公司招股书和问询函的信息，我们汇总了公司直营店的关键数据。公司直营店面积平均在 40-60 平方米（2020H1 新建店面积有明显增大），配备店员数量约为 2.8 人。而在开店投入方面，公司直营店平均租金为 4-5 万元/月（包含扣点），前期装修成本平均约为 2100-2200 元/平方米。而产出方面，我们以 2019 年数据来衡量（2020 年因疫情失真）。公司直营店 2019 年平均坪效为 3993 元/平米/月，平均毛利率为 78.7%，营业利润率为 17.4%，而剔除总部费用后的利润率为 5.8%。我们可以看到，公司 2019 年直营店即能实现较为健康的利润率，并且近年整体关店率基本维持在 20%-25% 左右（预计因经营不善关店的比例更低），因此我们认为公司直营店的模型已基本跑通。

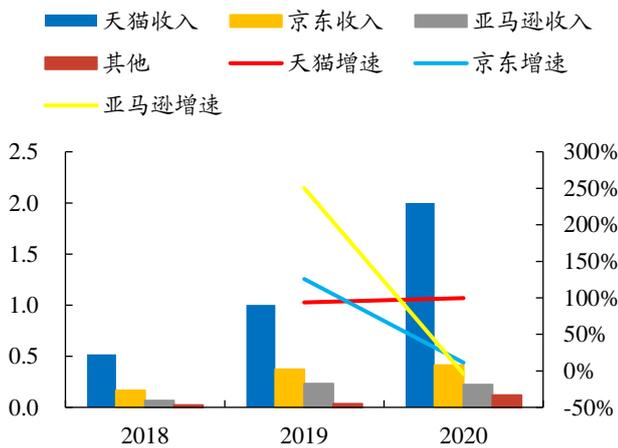
表3: 公司直营店模型已经跑通

直营店指标	数据
平均面积	平均 40-60 平方米
店员数量	平均约 2.8 人
装修成本	平均 2100-2200 元/平方米
租金	平均 4-5 万元/月
平均客单值	2020 年为 2204 元
平均坪效	2019 年平均 3993 元/平米/月
直营店毛利率	2019 年平均为 78.7%
营业利润率	2019 年平均为 17.4%
营业利润率（剔除总部费用）	2019 年平均为 5.8%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

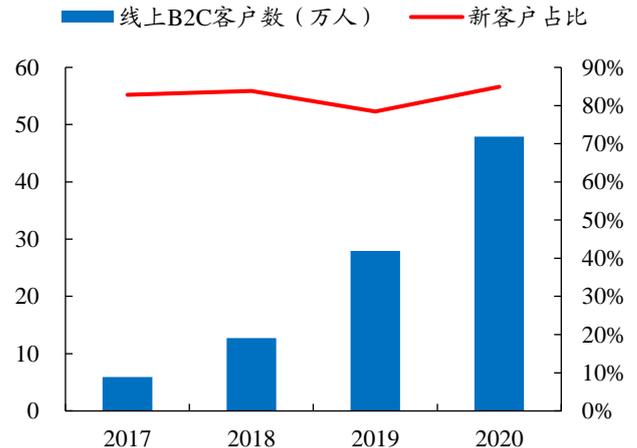
线上 B2C 渠道则持续保持快速增长。2020 年，线上 B2C 渠道继续保持高增长。其中，天猫渠道贡献主要增量，收入 2 亿元，占比 72.7%，同比增长 99.6%。而京东和亚马逊的 B2C 渠道收入增速有所放缓。京东 B2C 放缓主要系公司在京东自营渠道增速较快。亚马逊增速放缓则主要系受到一定疫情影响。整体看，公司线上 B2C 渠道客户数量持续增长，并且新客户占比持续维持在较高水平。2020 年，公司线上 B2C 客户同比增长 71.6%至 47.9 万人，新客户占比 84.9%。

图44: 线上 B2C 中天猫渠道快速增长 (亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图45: 线上 B2C 客户数量持续增长

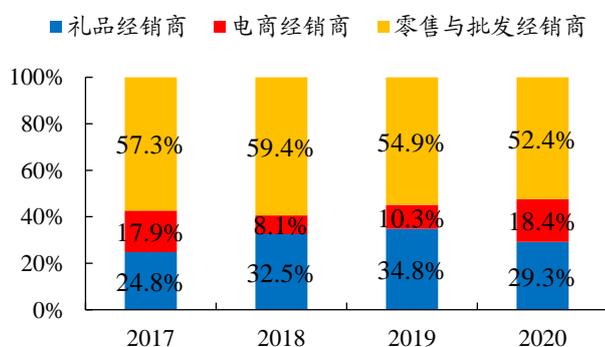


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

除直营以外，公司经销和 ODM 渠道也保持着良好发展态势。

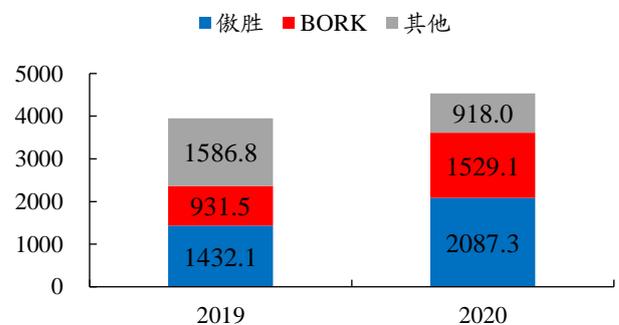
- (1) **经销:** 2020 年公司经销渠道收入 1.55 亿元，礼品、电商和零售与批发经销商占比分别为 29.3%、18.4%和 52.4%。礼品经销商主要包括银行及国有大型企业积分兑换和集采渠道供应商（即云朵），电商经销商主要为苏宁易购等，而零售与批发经销商则主要为中国中免等线下经销商。
- (2) **ODM:** 公司 ODM 收入主要源于傲胜和 BORK 两个核心客户。2020 年，公司源于傲胜和 BORK 的收入分别为 2087 万元和 1529 万元，分别同比增长 45.7%和 64.1%，保持较高增长速度。

图46: 公司经销分为礼品、电商和零售与批发



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图47: 2020 年，公司 ODM 收入增长较快 (万元)

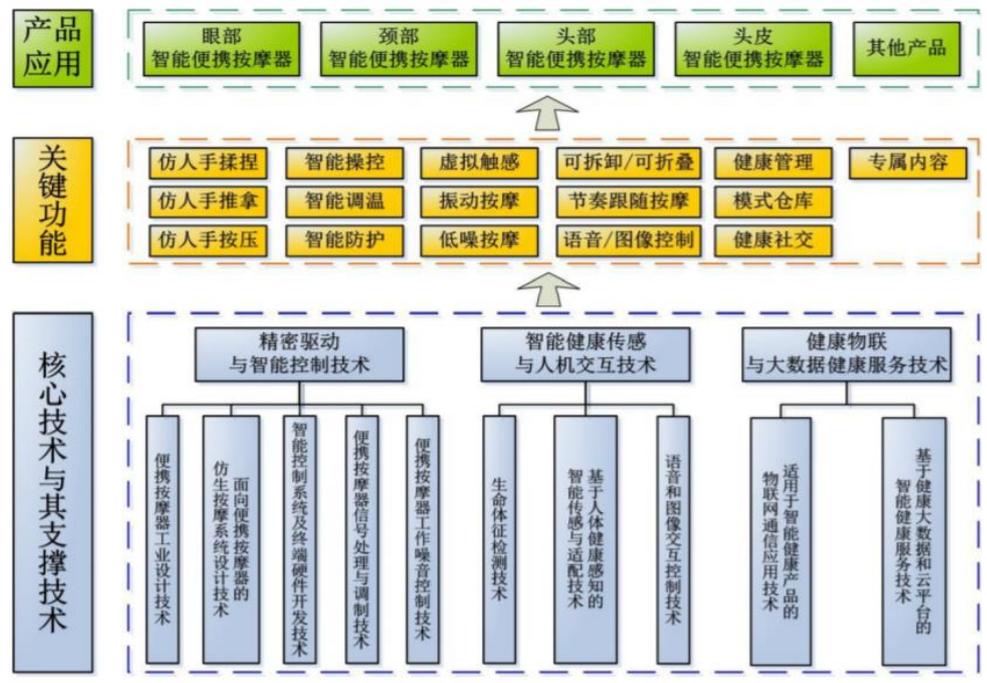


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.3、产品：研发实力奠定产品基础，产品得到消费者认可

公司在智能便携按摩器领域核心技术储备丰富。智能便携按摩器核心技术包括精密驱动与智能控制技术、智能健康传感与人机交互技术以及健康物联与大数据健康服务技术。截至 2020 年底，公司及子公司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；拥有的著作权合计 115 项，其中计算机软件著作权 104 项。公司在智能便携按摩器产品的设计、仿生、驱动、降噪、交互、算法、物联等方面均形成了较为深厚的技术储备，推动产品性能不断提升。

图48：公司核心技术提升产品用户体验



资料来源：招股说明书

公司具有专业的研发团队。公司目前拥有 98 名研发人员，占公司员工总数的 11.1%。公司核心技术团队由马学军、陈晴、王少华及杜斐构成，4 人均拥有丰富的研发设计经验。其中，陈晴是资深的产品规划、创新与设计专家，对医疗器械和保健器材研究深入，在公司专注于智能便携按摩器产品线的规划与预研等工作。陈晴总于 2017 年 11 月加入公司，担任公司企划部总监。而我们可以看到，公司于 2017 年起产品迭代显著提速，并带动公司业绩于 2018 年起加速增长。而王少华和杜斐则分别是公司研发部的软件技术总监和工业设计经理。

表4：公司核心技术人员经验丰富

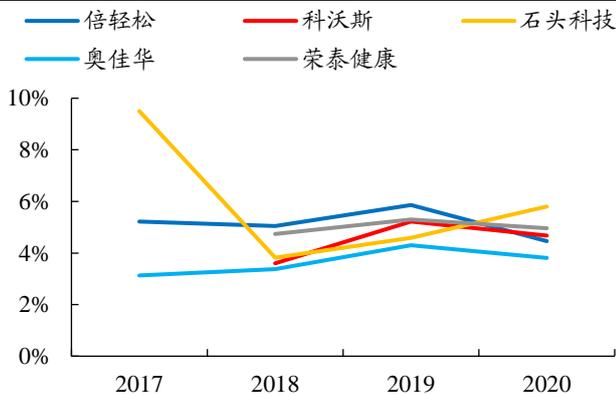
姓名	职务	履历
陈晴	副总经理、 企划部总监	本科学历，工业设计专业和建筑学专业。 2004 年至 2006 年，就职于富士康科技集团，任工业设计师；2006 年至 2008 年，就职于伟创力有限公司，任创新部副经理；2008 年至 2010 年，就职于美国宝丽来(深圳)，任创新部副经理；2010 年至 2014 年，任华为技术有限公司创新工场负责人；2014 年至 2017 年，任深圳市海王英特龙生物技术股份有限

姓名	职务	履历
王少华	研发部软件技术总监	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。 本科学历，信息与计算机专业。 2004年7月至2014年12月，任方正国际软件有限公司武汉研发部技术总监；2014年12月至2017年7月，任方正璞华大数据技术有限公司研发部总经理；2017年11月至2018年7月，任途元科技（武汉）有限公司执行董事兼总经理；2013年7月至今，任武汉天地华翼信息科技有限公司监事；2018年7月至今，任途元科技（武汉）有限公司监事；2019年2月至今，任公司研发部软件技术总监。
杜斐	研发部工业设计经理	本科学历，工业设计专业。 2009年5月至2010年6月，任美利达自行车（中国）有限公司产品课设计师；2010年6月至2013年5月，任深圳市问号工业设计有限公司ID部工业设计师；2013年8月至2014年5月，任深圳市埃克斯移动科技有限公司产品部工业设计师；2014年5月至今就职于公司，任公司研发部工业设计经理。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

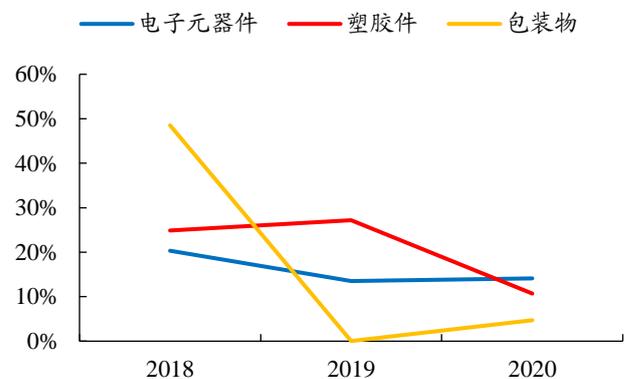
公司研发费用率较高，持续研发投入推动产品性能不断提升。与可比公司相比，公司研发费用率处于较高水平。而持续的研发投入也推动公司产品性能不断提升。公司产品性能的持续提升从原材料采购价格也可侧面验证。2018-2020年，公司原材料中电子元器件和塑胶件单价年化增长均超10%。这主要就是因为公司产品类别和型号不断丰富，升级换代进程中，为实现产品工作性能、技术含量、功能丰富度和智能化水平的迭代升级，产品所需电子元器件和塑胶件的复杂程度、生产成本明显提高，进而相关电子元器件、塑胶件等原材料的采购价格也随之上升。

图49：公司研发费用率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：公司原材料采购均价连年增长（图为同比增速）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

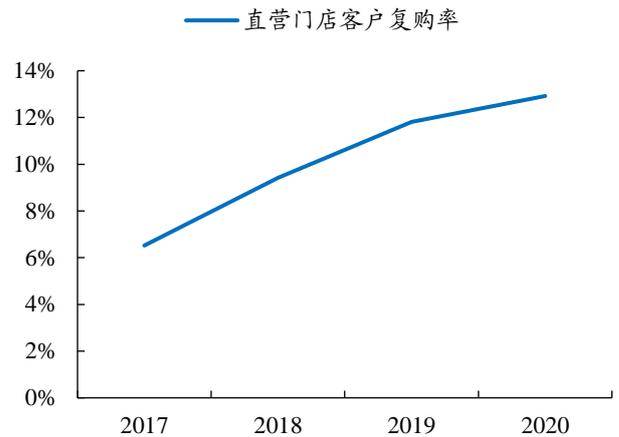
凭借优秀的研发能力，公司已建立丰富的产品矩阵，产品也得到消费者认可。通过持续研发和创新，公司至今已拥有了丰富的产品矩阵。例如，眼部按摩器即有气压按摩式、机械按摩式和虚拟触感按摩式三种类型，颈部按摩器拥有揉捏式、环颈揉捏推拿式、机械揉捏式和自适应充气揉捏式四种类型。同时，公司在新一代智能便携按摩器领域进行了一系列布局。而公司丰富的产品矩阵也不断得到消费者认可。公司客户复购率（直营门店口径）由2017年的6.5%提升至2020年的12.9%。

图51: 倍轻松已拥有丰富的产品矩阵



资料来源: 公司官网

图52: 公司客户复购率(直营门店口径)持续提升



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

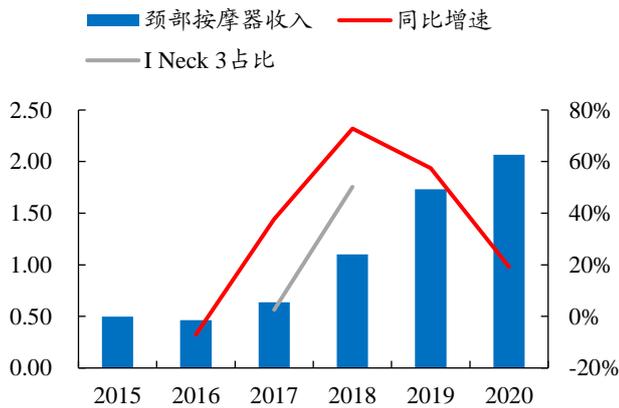
5、未来展望: 产品升级是核心, 渠道扩张提动力

5.1、产品升级: 功能持续迭代, 品类不断扩张

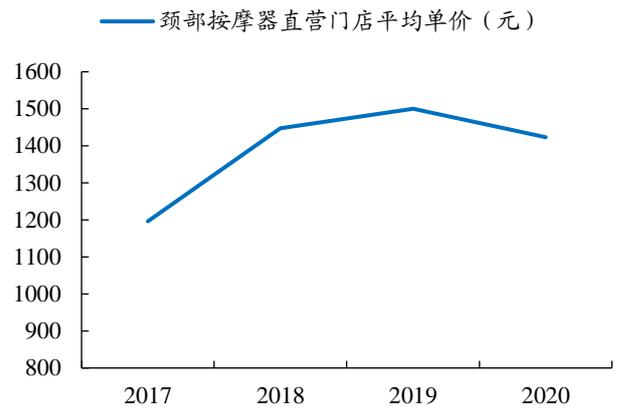
产品品类扩张和产品力升级一直是倍轻松业绩增长的主要来源之一:

- (1) **品类扩张:** 长期看, 按摩器由于按摩部位、手法、功能等因素的多样性, 品类可外延拓展的空间是足够大的。2001年, 公司以眼部按摩器产品起家。2008年、2012年和2013年分别开拓头部、颈部和头皮按摩产品。每一次品类扩展, 都为公司的业绩带来了可观的外延增量。
- (2) **产品力升级:** 市场有部分观点认为小型按摩器产品功能同质化程度高, 营销才是竞争核心。我们不否认营销的重要性, 但从倍轻松的发展历程看我们认为产品力才是小型按摩器品牌发展的核心。

公司的业绩增长自2018年起明显提速, 主要原因之一就在于产品迭代加快。以颈部按摩器为例, 2017年及之前, 公司颈部按摩器增长一直较为平缓。但公司于2017年推出单价更高、功能更完善的新品iNeck 3后, 颈部按摩器收入开始快速增长。而同样的现象也出现在头皮按摩器上, 公司于2018年推出单价更高的SCALP MINI系列后。头皮按摩器系列开始快速增长。因此, 我们认为和扫地机器人、智能投影仪等类似, 小型智能按摩器未来成长的主要驱动力也在于不断推出解决消费者痛点的优质产品, 而目标消费者也有意愿和能力为真正的好产品付费。

图53: 推出 iNeck 3 后, 颈部按摩器快速增长 (亿元)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图54: iNeck 3 推出后平均单价提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

展望未来, 我们依然看好公司在产品力升级和品类扩张上的持续推进。

(1) 产品力升级: 一方面, 公司继续重点推进对语音交互、体征检测、IoT 平台等底层技术的研发。如招股说明书中披露的新一代颈部和眼部按摩器迭代升级项目中都增加了语音交互控制功能, 并且项目整体处于行业领先水平。而生命体征检测以及相配套的远程数据管理 IoT 平台则进一步为未来的产品升级迭代奠定了基础。

表5: 研发重点突破语音交互、体征检测、IoT 平台系统等项目

项目名称	所处阶段及进展情况	主要研发人员	报告期内累计投入金额 (万元)	拟达到的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	部分成果已产品应用并上市, 最新成果处于开发阶段	马学军、陈晴、王少华、杜斐等	1,254.22	项目主要目标: 研发具备颈部热敷、语音交互控制等功能的智能物联型颈部按摩器。该项目整体达行业较先进水平。
机械揉捏式眼部按摩器迭代升级项目	部分成果已产品应用并上市, 最新成果处于开发阶段	马学军、陈晴、王少华、杜斐等	465.69	项目主要目标: 研发具备仿生人手按摩、语音交互控制等功能的智能互联型仿生按摩器。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	部分成果已产品应用并上市, 最新成果处于开发阶段	马学军、陈晴、王少华、杜斐等	792.68	项目主要目标: 研发和改进智能穿戴检测心率、血压、心电、脑电等体征的技术。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	部分成果已产品应用并上市, 最新成果处于开发阶段	马学军、陈晴、王少华等	834.36	项目主要目标: 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、开源证券研究所

另一方面，公司继续针对用户痛点推陈出新。如临近暑假，公司推出与阿里巴巴联合定制的 iSee X 眼部按摩仪，主打青少年护眼功能。此外，为应对商务人士工作“刷屏”需求，公司还推出 iSee K 眼部按摩器，采用可视化零压感点触按摩设计，16 个微型马达独立控制、自适应音频共振，使护眼工作两不误。

图55: breo iSee K 眼部按摩器



资料来源：公司官网

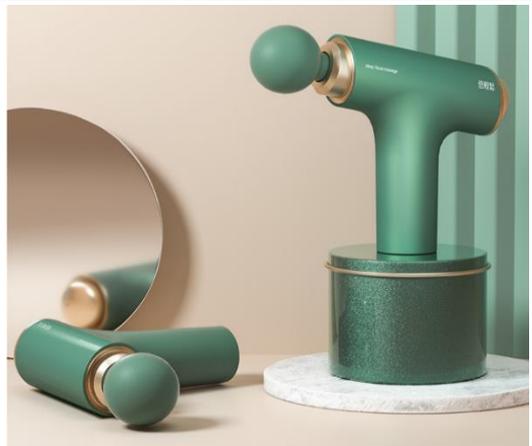
(2) 品类扩张：在四大核心品类之外，公司围绕健康智能硬件领域持续积极扩张新品类。2020 年，公司除四大核心品类外的产品收入占比约为 20%。未来公司将围绕古法中医和现代科技，针对按摩、旅行、中医等个护领域开发新品类。2021 年，公司继续推出艾灸盒、筋膜枪等符合新消费需求趋势的新品类产品。以艾灸盒为例，针对日益提升的养生需求，公司结合古法中医和现代科技研发了智能明火无烟艾灸盒。而艾灸盒除加热仪器这一一次性购买设备外，还需要持续复购艾草条作为加热耗材。因此，相对之前的按摩仪器，艾灸盒相对增加了耗材属性。

图56: 倍轻松推出艾灸盒产品



资料来源：天猫旗舰店

图57: 倍轻松推出筋膜枪产品

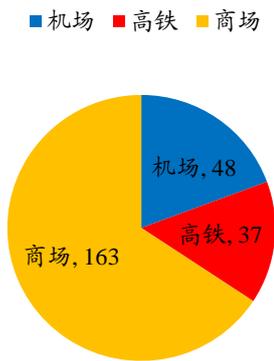


资料来源：天猫旗舰店

5.2、渠道拓展：聚焦直营，发力线上，经销、海外等渠道多元扩张

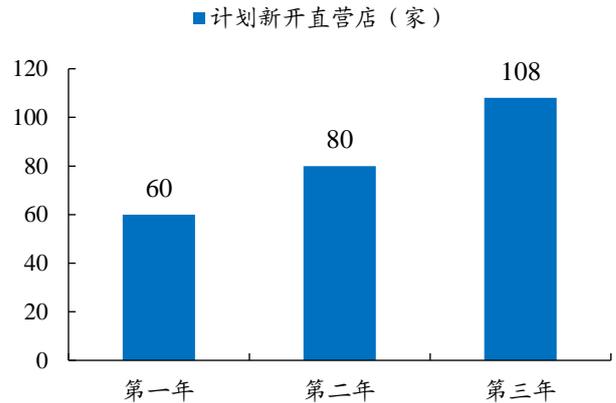
线下直营门店将依然是公司未来渠道拓展的重心。公司 IPO 募投计划新开 248 家直营店，包括 48 家机场店、37 家高铁店和 163 家商场店。公司计划 248 家直营店分三年建设完成，第一年、第二年、第三年分别新开 60、80 和 108 家。

图58: 公司规划新开 248 家直营店



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图59: 公司规划分三年完成新开 248 家直营店



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

我们对于公司未来直营店的持续拓展能力是比较乐观的。一方面, 我们在前文中已经阐述公司的直营店模型已经跑通并具备了可复制的能力。另一方面, 我们对于公司直营店的开店空间进行详细拆分后认为, 公司直营店仍有较大开店空间。

(1) 机场店

公司未来计划在 23 个机场新增 48 家机场类门店。其中, 公司计划加强旅客吞吐量在 1000 万以上机场的网点布局, 而对于吞吐量在 2000 万以上机场要重点布局。

而根据中国民用航空局数据, 2019 年我国年客流量在 1000 万人次以上的机场有 40 个, 年客流量在 2000 万以上的机场有 25 个 (含香港机场, 不含大兴)。而根据招股书, 公司 2020 年末已对 14 个 2000 万以上客流量的机场实行覆盖 (不含大兴, 且招股书披露不全)。而根据我们 2021 年 7 月 14 日从倍轻松官网统计的数据, 公司直营店已经对 21 个 2000 万以上、5 个 1000 万-2000 万客流的机场实行覆盖。因此, 可见还有十余个 1000 万以上年客流的空白机场还未被公司直营店覆盖。

此外, 以深圳宝安、青岛流亭、西安咸阳等机场为例, 2000 万以上年客流量的机场是有潜力满足 3-4 个以上公司直营店运营的。而公司在很多机场的门店数量都较少。因此, 从这个角度看, 公司在很多已覆盖的机场也有一定的门店加密空间。

表6: 公司机场店开店仍有较大空间

序号	机场	2019 年客流量 (万人次)	2020 年末招股书披露	官网数据 (截至 2021 年 7 月 14 日)
1	北京/首都	10001	6	3
2	上海/浦东	7615	2	2
3	广州/白云	7338	0	1
4	香港	6090	1	0
5	成都/双流	5586	3	3
6	深圳/宝安	5293	6	4
7	昆明/长水	4808	5	2
8	西安/咸阳	4722	7	6
9	上海/虹桥	4564	2	1
10	重庆/江北	4479	3	3

序号	机场	2019 年客流量 (万人次)	2020 年末招股书披露	官网数据 (截至 2021 年 7 月 14 日)
11	杭州/萧山	4011	3	2
12	南京/禄口	3058	2	1
13	郑州/新郑	2913	0	1
14	厦门/高崎	2741	0	1
15	武汉/天河	2715	0	2
16	长沙/黄花	2691	0	2
17	青岛/流亭	2556	4	4
18	海口/美兰	2422	2	2
19	乌鲁木齐/地窝堡	2396	0	4
20	天津/滨海	2381	0	1
21	贵阳/龙洞堡	2191	0	0
22	哈尔滨/太平	2078	0	2
23	沈阳/桃仙	2054	0	0
24	三亚/凤凰	2016	0	0
25	大连/周水子	2008	2	1
26	济南/遥墙	1756	0	2
27	南宁/吴圩	1576	0	3
28	兰州/中川	1530	0	1
29	福州/长乐	1476	0	2
30	太原/武宿	1400	0	0
31	长春/龙嘉	1393	0	0
32	南昌/昌北	1364	0	0
33	呼和浩特/白塔	1315	0	0
34	宁波/栎社	1241	0	0
35	温州/龙湾	1229	0	0
36	珠海/金湾	1228	0	0
37	合肥/新桥	1228	0	1
38	石家庄/正定	1,192	0	0
39	银川/河东	1,058	0	0
40	烟台/蓬莱	1,005	0	0
41	北京/大兴	\	2	2
42	腾冲/驼峰	137	0	1
	合计		50	60

数据来源：中国民用航空局网站、倍轻松官网、开源证券研究所

(2) 高铁店

公司未来计划在 24 个城市新增 37 家高铁类门店。

根据我们 2021 年 7 月 14 日从公司官网统计的数据，公司高铁类门店仍仅有 18 家并仅覆盖 11 个城市。因此，若对标 2019 年机场年客流量超过 2000 万人次的城市数量（25 个），公司未来计划在 24 个城市拓展高铁类门店的难度预计也较小。

表7: 公司高铁店开店仍有较大空间

高铁站门店数量	招股书披露 2020 年末 (家)	官网披露截至 2021 年 7 月 14 日 (家)
北京	1	1
深圳	2	2
上海	2	2
西安	1	2
长沙	4	4
杭州	1	1
南京	\	1
郑州	2	2
广州	\	1
哈尔滨	\	1
宁波	\	1
厦门	1	\
合计	14	18

数据来源: 倍轻松官网、开源证券研究所

(3) 商场店

公司未来计划在 19 个城市新增 163 家商场类门店。

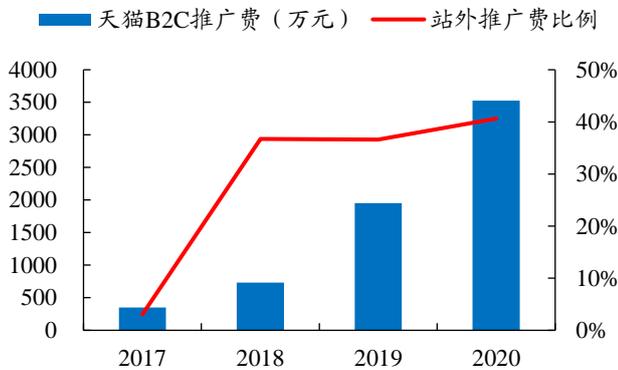
根据我们 2021 年 7 月 14 日从公司官网统计的数据, 倍轻松购物类门店合计为 94 个, 覆盖全国 30 个城市。由于产品属性和定位人群接近, 我们选取戴森作为倍轻松商场店开店空间的参照品牌。根据我们官网统计数据, 戴森门店数量合计已经达到 733 家, 覆盖全国 90 个城市。其中, 倍轻松和戴森开店数量均最多的北京, 戴森门店已经达到 86 家, 而倍轻松商场店仅有 13 家。因此, 对比戴森, 我们认为从商场的消费承载能力看, 倍轻松的商场店开店空间还是非常广阔的。

表8: 对比戴森, 公司购物中心店开店仍有较大空间

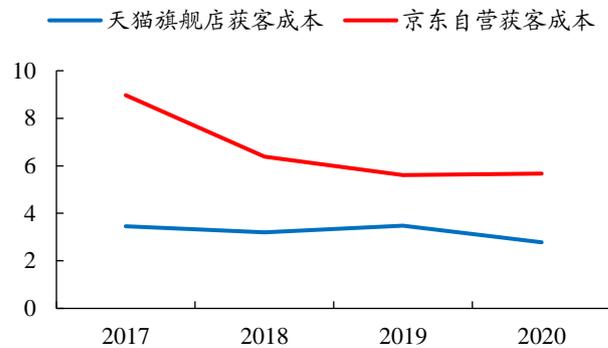
商场类门店数量 (家)	倍轻松	戴森
北京	13	86
上海	9	75
深圳	8	27
合肥	6	9
南京	5	23
杭州	4	31
成都	4	32
重庆	4	23
郑州	4	10
昆明	4	20
广州	3	22
西安	3	30
武汉	3	21
其他	24	324
合计	94	733

数据来源: 倍轻松官网、戴森官网、开源证券研究所 (截至 2021 年 7 月 14 日)

加大力度、调整策略发力线上，公司线上渠道未来仍可期。近年，公司显著加大了线上平台的推广费用投入。同时，根据线上平台的变化趋势，公司快速调整策略，切入淘宝直播并加大天猫站外引流力度。公司未来线上渠道有望继续保持高增长。同时，伴随线上引流规模效应的提升，公司线上获客成本呈现出下行趋势。

图60：公司不断加大天猫站外引流力度


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图61：公司线上获客成本下降


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

长期看，经销、海外等渠道未来也有望持续多元化发展。

- 经销：**一方面，免税、礼品等现有的经销渠道预计有望保持较快的增长速度。例如免税店方面，公司与中国中免的合作持续深化，2019年和2020年公司与中国中免分别新增5家和7家免税店。另一方面，伴随公司直营渠道建设达到一定体量且公司品牌力足够之时，公司或许也会逐步借助经销商渠道向低线城市渗透。
- 海外：**公司坚持全球化布局的发展战略，为积极拓展海外市场，公司投资设立了美国倍轻松和日本倍轻松等子公司，在海外亚马逊设立了线上直营店。从长期看，公司在海外市场也具有一定增长的潜力。

6、盈利预测与投资建议

(1) 我们预计伴随线下直营店扩张和线下渠道维持较高增速，公司整体收入有望持续快速增长。我们预计2021-2023年公司收入分别增长42.1%、40.6%和38.8%。

(2) 我们预计伴随渠道结构优化和产品结构升级，公司毛利率也将继续呈现出上升趋势。我们预计2021-2023年公司毛利率分别为59.1%、59.8%和60.5%。

(3) 虽然公司预计将继续加大营销投入，但我们预计公司费用率依然有望逐步下行。因为，公司直营门店开店议价权在提升，相关平均成本有望下降。此外，伴随收入增长，公司费用投入有望逐步摊薄。因此，整体看，我们预计公司净利率会逐步提升。2021-2023年，我们预计公司净利率分别为10.3%、12.2%和13.1%。

表9: 我们预计 2021-2023 年公司收入分别增长 42.1%、40.6%和 38.8%

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
眼部智能便携按摩器	1.1	1.5	2.0	2.5	3.5	4.9	6.5
YOY		34.5%	32.9%	25.9%	40.0%	38.1%	35.0%
颈部智能便携按摩器	0.6	1.1	1.7	2.1	3.1	4.6	6.6
YOY		72.8%	57.4%	19.2%	50.0%	47.2%	45.0%
头皮智能便携按摩器	0.3	0.7	1.0	1.2	1.9	3.0	4.5
YOY		118.4%	50.4%	20.2%	60.0%	55.0%	50.0%
头部智能便携按摩器	0.6	0.6	0.8	0.8	1.0	1.3	1.6
YOY		5.6%	36.8%	-0.8%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	0.9	1.2	1.4	1.7	2.2	2.9	3.7
YOY		28.1%	14.8%	20.0%	31.0%	30.0%	30.0%
合计	3.6	5.1	6.9	8.3	11.7	16.5	22.9
		42.1%	36.6%	19.1%	42.1%	40.6%	38.8%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 1.21/2.02/2.99 亿元, 对应 EPS 为 1.97/3.27/4.86 元, 当前股价对应 PE 分别为 86.8/52.3/35.2 倍。

与可比公司相比, 倍轻松净利润预期增速更高, 有望享受一定估值溢价。从 PEG 角度看, 石头科技、极米科技、倍轻松的 PEG (2022 年对应 PE/2020 年-2022 年净利润复合增速) 分别为 1.09、0.90、0.76, 倍轻松处于可比公司较低水平。我们认为智能便携按摩器在国内渗透率有望加速提升, 而公司已经率先抢占中高端市场, 未来依靠品类升级和渠道扩张有望快速成长, 因此**首次覆盖给予“买入”评级。**

表10: 倍轻松净利润预期增速相对更高, 可享受一定估值溢价

证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE (倍)			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
石头科技	1030.00	7.7	42	33.4	25.2	50.1	37.0	28.0	22.5
极米科技	618.39	33.6	57.2	38.5	39.9	114.9	60.7	40.8	26.8
平均		20.65	49.6	35.95	32.55	82.5	48.8	34.4	24.7
倍轻松	171.00	29.6	71.7	66.1	48.4	149.1	86.8	52.3	35.2

数据来源: Wind、开源证券研究所 (均为开源证券研究所预测, 收盘价日期为 2021 年 7 月 16 日)

7、风险提示

新产品市场反馈不及预期, 便携按摩器产品迭代速度放缓等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	330	435	679	943	1390
现金	85	139	260	368	580
应收票据及应收账款	78	82	131	163	257
其他应收款	43	40	62	87	126
预付账款	17	24	21	46	50
存货	103	141	199	271	369
其他流动资产	4	9	7	8	7
非流动资产	44	41	39	39	38
长期投资	5	4	5	6	8
固定资产	17	15	17	18	17
无形资产	6	5	4	3	2
其他非流动资产	16	17	13	13	11
资产总计	373	476	718	982	1428
流动负债	208	241	345	420	577
短期借款	26	45	45	45	45
应付票据及应付账款	136	153	232	310	428
其他流动负债	45	43	69	65	104
非流动负债	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
负债合计	211	242	347	422	579
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	283	474	758
归属母公司股东权益	163	234	371	561	850
负债和股东权益	373	476	718	982	1428

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	39	68	112	124	223
净利润	55	70	121	201	299
折旧摊销	11	18	7	9	10
财务费用	2	2	-0	-4	-8
投资损失	-0	0	-0	0	0
营运资金变动	-35	-22	-18	-81	-79
其他经营现金流	7	-0	2	-0	-0
投资活动现金流	-27	-25	-8	-8	-9
资本支出	23	19	-0	-2	-3
长期投资	-5	-0	-1	-1	-1
其他投资现金流	-9	-6	-9	-11	-13
筹资活动现金流	-8	15	16	-8	-3
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	-29	-3	0	-8	-3
现金净增加额	3	58	121	108	211

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	694	826	1174	1651	2292
营业成本	271	344	480	664	905
营业税金及附加	6	5	7	10	14
营业费用	287	342	481	660	910
管理费用	27	29	35	44	60
研发费用	41	37	41	53	73
财务费用	2	2	-0	-4	-8
资产减值损失	-2	-1	1	2	2
其他收益	7	16	12	14	13
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
营业利润	63	84	140	237	348
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	63	83	140	236	347
所得税	8	12	18	35	48
净利润	55	70	121	201	299
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	55	71	121	202	299
EBITDA	72	81	143	237	345
EPS(元)	0.89	1.15	1.97	3.27	4.86

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.6	19.1	42.1	40.6	38.8
营业利润(%)	12.8	32.8	67.4	68.6	47.0
归属于母公司净利润(%)	20.8	29.6	71.7	66.1	48.4
获利能力					
毛利率(%)	60.9	58.4	59.1	59.8	60.5
净利率(%)	7.9	8.6	10.3	12.2	13.1
ROE(%)	33.6	30.1	34.2	36.9	35.9
ROIC(%)	27.9	24.4	29.3	32.9	32.7
偿债能力					
资产负债率(%)	56.4	50.9	48.3	43.0	40.5
净负债比率(%)	-34.4	-39.7	-60.1	-59.1	-63.9
流动比率	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	2.2	1.9	2.0	1.9	1.9
应收账款周转率	11.1	10.3	11.0	11.2	10.9
应付账款周转率	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.15	1.97	3.27	4.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	1.11	1.82	2.01	3.61
每股净资产(最新摊薄)	2.65	3.80	5.77	8.85	13.54
估值比率					
P/E	193.1	149.1	86.8	52.3	35.2
P/B	64.6	45.0	29.6	19.3	12.6
EV/EBITDA	145.1	129.8	72.3	43.1	29.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn