

倍轻松 (688793)

证券研究报告

2021年07月19日

智能便携按摩器领先者，多品类全渠道扩张驱动增长

公司主要从事智能便携按摩器的设计、研发、生产、销售及服务。公司于2000年成立，随后在产品研发、销售渠道铺设方面积极推进。公司采用大单品思路，主要产品品类包括眼部、颈部、头皮、头部按摩器，具备帮助人体放松相应部位的效果，2020年四大核心品类收入占比79.7%。公司过去线下收入占比较高，近年来线上销售收入占比逐渐提升。2018年，公司开始登陆亚马逊平台，2019-2020年，设立、投资海外子公司与分公司，布局日本、美国、新加坡、马来西亚等海外市场。

中国是全球范围内按摩器具消费需求增长最快的地区之一，同时海外市场规模也在持续扩大。智能便携按摩器满足了消费者缓解身体疲劳的需求，同时具备因轻便带来的使用时间及地点灵活、单位价格较低的特点，与大按摩器、按摩店服务形成差异化。中国按摩器具市场规模2019年约139亿元，2020年约148亿元；全球按摩器规模2019年首次超过150亿美元，2022年预计将接近184亿美元。2019年公司在智能便携按摩器市场占有率为8.22%。

公司核心技术可以归纳为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，各项核心技术均由其下多项支撑技术集聚融合而成。公司历年研发投入均超过4%。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，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。

公司主要销售渠道有天猫，京东，直营店，线下经销等，并不特定依赖某个渠道。同时，公司还在积极探索团购，社群，展会等多种销售方式，同时寻求向海外拓展。2020年末，公司有165家直营店，公司线上B2C（淘宝京东为主）、电商平台入仓（京东为主）、线下直营店、线下经销销售收入占比为33.3%/15.5%/26.9%/15.4%。

核心技术产品线占比主营业务高，公司毛利率较高，销售费用率较高。2018-2020年四项核心技术产品线主营占比合计76.35%、80.13%和79.89%。2017-2020年公司毛利率55%/58%/61%/58%，销售费用率36.1%/36.0%/41.3%/41.4%。

盈利预测与估值：公司是国内领先的智能便携按摩器龙头，通过研发投入带来产品差异化、直营渠道铺设，建设中高端品牌形象，品牌身位优势显著，将带来进一步的研发人才集聚、渠道铺设、供应链合作强化，进一步巩固品牌地位。综合预计公司2021-2023年收入12.8/17.1/25.6亿元，净利润为1.2/2.0/3.1亿元。给予倍轻松62-66倍PE，对应2022年市值为125亿-131亿，目标价202元-213元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：线下渠道拓展不及预期，竞争导致线上流量成本上升，研发能力不及预期，短期股价波动风险，委托加工风险、境外经营风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	694.12	826.48	1,282.05	1,709.40	2,564.10
增长率(%)	36.64	19.07	55.12	33.33	50.00
EBITDA(百万元)	112.02	115.49	146.72	243.95	376.02
净利润(百万元)	54.58	70.71	119.85	200.24	310.09
增长率(%)	20.78	29.56	69.50	67.07	54.86
EPS(元/股)	0.89	1.15	1.94	3.25	5.03
市盈率(P/E)	193.13	149.07	87.95	52.64	33.99
市净率(P/B)	64.59	44.95	14.75	11.52	8.61
市销率(P/S)	15.19	12.75	8.22	6.17	4.11
EV/EBITDA	0.00	0.00	68.35	40.94	26.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	171元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	61.64
流通A股股本(百万股)	12.55
A股总市值(百万元)	10,540.44
流通A股市值(百万元)	2,145.27
每股净资产(元)	5.31
资产负债率(%)	52.11
一年内最高/最低(元)	185.58/151.51

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
吴慧迪	联系人
wuhuidi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 智能按摩赛道领先，掌握核心技术，全渠道铺设打造品牌	4
1.1. 成立 20 余年，产品线不断拓宽，核心技术产品销售收入占比不断提升	4
1.2. 眼部、头部、头皮、颈部按摩器为四大核心产品线	5
1.3. 线上线下全渠道布局，销售区域不断扩大，海外布局初步成型	10
1.4. 大股东绝对控股公司，公司外部投资人持股较少	10
2. 源于日本，产业链逐渐转向中国，市场规模持续增长	11
2.1. 起源于日本，功能逐渐多样，需求持续增长，产业链向中国转移	11
2.2. 中国市场规模持续增长，智能便携按摩器市场占比过半	12
2.3. 全球市场规模不断扩大，未来市场空间广阔	13
3. 自有核心技术&丰富多样的销售渠道，营收快速增长	14
3.1. 自有核心技术，具有一定竞争力	14
3.1.1. 公司产品及设计屡获国际大奖	15
3.1.2. 三类技术均为行业内通用技术，可以复用	16
3.2. 销售渠道全面，转型拥抱线上	16
3.2.1. 线下直营门店为主，占据飞机、高铁站门店的优质渠道	17
3.2.2. 线上占比逐年增加，同时合作天猫京东等优质渠道	19
3.2.3. 国外渠道逐步发展，未来有潜在发展空间	21
4. 财务分析	21
5. 盈利预测与估值	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1：历史沿革	4
图 2：核心技术产品收入（万元）	4
图 3：核心技术产品收入占比不断增加	4
图 4：iSee M 型	5
图 5：iSee K 型	5
图 6：iNeck M2	5
图 7：iNeck 3 Pro	5
图 8：iDream 5S	6
图 9：scalp mini pro	7
图 10：各项业务比例基本持平，营收快速增长（万元）	8
图 11：各项业务收入占总营业收入比例较为平稳	8
图 12：Breo 天猫旗舰店主要产品价格（元）	9
图 13：2020 年自主生产与委托加工数量（万台）	9
图 14：发行后股权图	10

图 15: 行业主要发展阶段	12
图 16: 中国按摩器具市场规模 (亿元)	12
图 17: 中国小型和大型按摩器具市场占比情况.....	12
图 18: 全球按摩器市场规模 (亿美元)	13
图 19: 亚洲按摩器市场规模 (亿美元)	13
图 20: 技术分类及应用.....	14
图 21: 产品屡获国际大奖	15
图 22: 线上占比大幅提升	16
图 23: 线上线下渠道绝对销量持续增长 (万元)	16
图 24: 公司渠道概览 (单位: 占比营收百分比)	17
图 25: 直营门店收入占比逐渐上升, 20 年受疫情影响下滑	17
图 26: 直营门店数量逐年上升, 2020 年上半年受疫情影响有所放缓 (单位: 家)	18
图 27: 各类销售方式作为线下销售的补充 (万元)	18
图 28: 线下经销绝对销量逐年增加, 20 年受疫情影响下滑 (万元)	19
图 29: 国内经销缓慢增加, 国外经销逐年下降 (万元)	19
图 30: 线上 B2C 多平台开花, 天猫为主, 京东为辅 (万元)	20
图 31: 电商平台入仓销售快速增长, 京东为主要渠道 (万元)	20
图 32: 线上经销绝对值并不稳定, 占比营收较小, 作为营收的补充 (万元)	21
图 33: 大陆地区销售逐年增长, 海外销售逐步发展 (亿元)	21
图 34: 营收快速增长 (万元)	21
图 35: 四条主要产品线销量持续提升 (万元)	22
图 36: 主营业务毛利率较高.....	23
图 37: 销售费用率逐年提升, 2020 开始企稳.....	23
图 38: 管理费用率逐渐下降, 研发费用率保持稳定	24
图 39: 各部门职工平均年薪估算 (万元)	24
图 40: 净利润呈逐年上升趋势 (万元)	25
图 41: 公司 2020 年净利率为 8.53%.....	25
图 42: 营收预测摘要.....	26
表 1: 官网主要产品类目 (元)	8
表 2: 公司技术归纳总结.....	16
表 3: 其他线下销售渠道占比营收	18
表 4: 公司各主要产品线毛利率.....	22
表 5: 估值依据	27

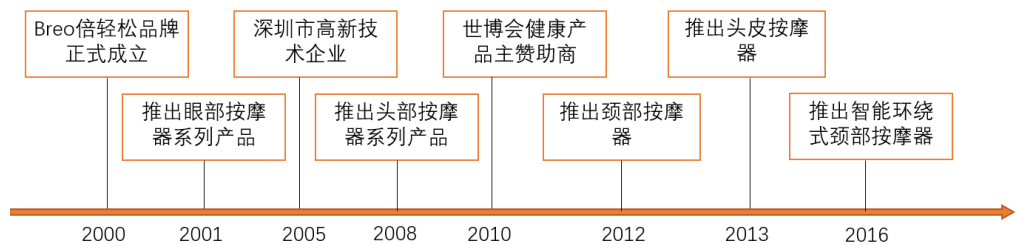
1. 智能按摩赛道领先，掌握核心技术，全渠道铺设打造品牌

倍轻松主要从事智能便携按摩器的设计、研发、生产、销售及服务。公司主要产品为智能便携按摩器，能够在工作、学习、生活和旅行等多元化场景下为用户提供个人健康护理和按摩保健。公司在 2000 年成立，经过多年的积淀和发展，公司在技术研发、工业设计、自主品牌、资质认证及销售渠道等方面取得了一定的竞争优势，促使公司品牌知名度与竞争力持续提升，同时，公司还为其他知名品牌企业提供 ODM 定制产品服务。

1.1. 成立 20 余年，产品线不断拓宽，核心技术产品销售收入占比不断提升

公司成立 20 余年，产品线不断拓宽。2000 年，Breo 倍轻松品牌正式成立，公司于 2001 年开创眼部按摩器系列产品，2005 年，被深圳市政府认定为高新技术企业。2008 年开创头部按摩器系列产品。2010 年，首款迷你按摩器产品荣获德国红点设计奖，同时成为上海世博会健康产品主赞助商。2012-2014 年，公司发布颈部按摩器、头皮按摩器。2016 年，开创智能环绕式颈部按摩器。

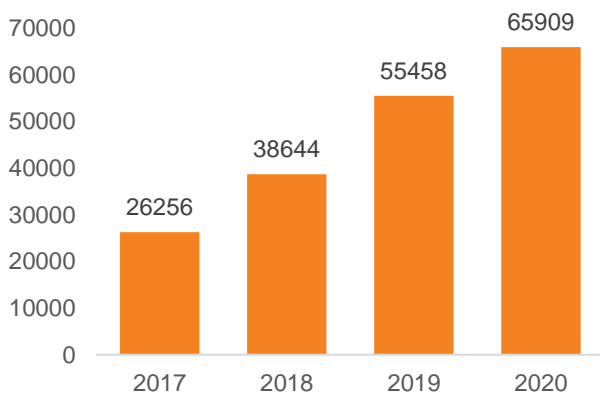
图 1：历史沿革



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

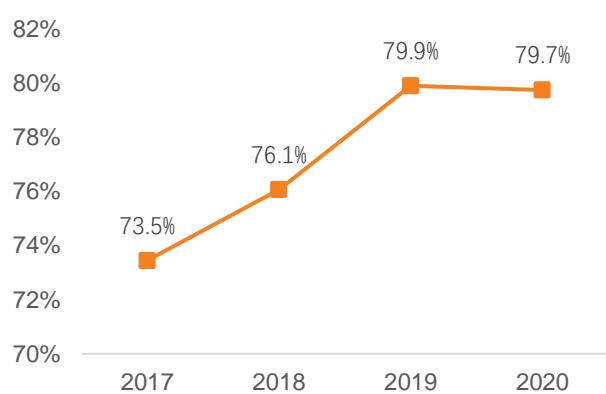
公司核心技术产品销售收入占比不断提升。公司产品分为眼部、头部、头皮、颈部按摩器和其他类。其中，眼部、头部、头皮、颈部按摩器为核心技术产品，核心技术产品收入占比不断增加；其他主要为肩部、手部、背部、腰部、足部智能按摩器等健康产品。

图 2：核心技术产品收入（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 3：核心技术产品收入占比不断增加



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司核心技术产品收入逐年增长，2018 年至 2020 年年均复合增长率为 30.60%，持续快速增长的主要原因如下：

- (1) 基于亚健康人群、中老年人群和商旅办公人群按摩保健需求爆发等行业发展机遇，智能便携按摩器的市场需求进入快速增长期。

(2) 公司拥有丰富的零售终端营销网络建设和运作经验，渠道不断扩展。

(3) 技术研发及产品品质优势提供了产品保障，产品品类不断扩张。

1.2. 眼部、头部、头皮、颈部按摩器为四大核心产品线

公司于 2001 年开创眼部按摩器系列产品，能够按摩眼周区域、精准揉压眼周穴位，深度缓解用户日常眼疲劳症状。目前，公司眼部智能便携按摩器能够在温控热敷、调频振动、机械揉捏、音乐放松等功能配合下，结合砭针灸等中医理论，最大限度地还原真人手指揉按的手法及触感，通过点触按摩用户眼周区域、精准揉压眼周主要穴位。公司眼部智能便携按摩器能够帮助“电脑族”、“手机族”等用户便捷地实现护眼目标，深度缓解该类用户日常的眼疲劳症状。该产品主要有：iSee M, iSee X, iSee K, iSee16, Eye1 等。

公司眼部智能便携按摩器搭载自主研发的精密驱动组件、“EYE”系列主控组件以及物联网组件等重要模块，使得相关产品能够以轻巧便携的工业设计实现智能控制、智能传感、无线操控、语音交互控制与云端数据互联等关键功能。公司眼部按摩器相关专利曾获得深圳市专利奖、中国外观设计银奖。

图 4：iSee M 型



资料来源：Breo 公司官网，天风证券研究所

图 5：iSee K 型



资料来源：Breo 公司官网，天风证券研究所

公司于 2012 年开创颈部按摩器系列产品，能够深度缓解“低头族”等用户颈部的僵硬与酸痛。目前，公司颈部智能便携按摩器能够在温控热敷、音乐放松等功能配合下，结合中医理论仿人手指压揉捏，在颈部区域实现旋转位移、平移推拿及定点按摩等多种手法。当今社会长时间伏案工作学习、空调冷风直吹等原因导致的颈椎不适在人群中普遍存在且日益严重，而公司颈部智能便携按摩器能够针对于此深度缓解“低头族”等用户颈部的僵硬与酸痛。该产品主要有 iNeck Mini, iNeck air 2, iNeck 3 Pro 等。

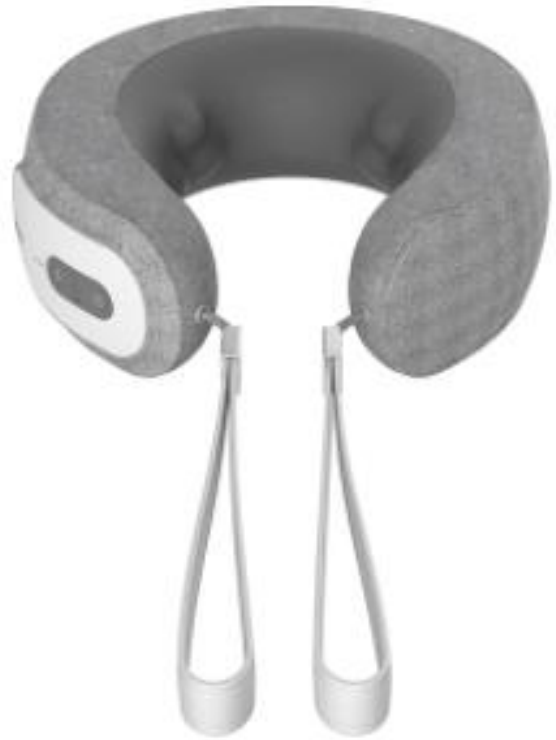
公司颈部智能便携按摩器搭载自主研发的精密驱动组件、“NECK”系列主控组件以及物联网组件等重要模块，使得相关产品能够以轻巧便携的工业设计实现智能控制、智能传感与无线操控等关键功能。

图 6：iNeck M2

图 7：iNeck 3 Pro



资料来源：Breo 公司官网，天风证券研究所



资料来源：Breo 公司官网，天风证券研究所

公司于 2008 年开创头部按摩器系列产品，能够全面地深度缓解用户头部疲劳，起到改善睡眠质量等健康促进作用。目前，公司头部智能便携按摩器集推拿、按压、温控热敷、智能头围调节、音乐放松等功能于一体，结合中医理论实现仿人手按摩，能够为用户提供覆盖头眼颈的一站式按摩体验。当今知识型社会中，人们因生活节奏快、用脑强度大、熬夜频率高等原因而面临精神压力大、睡眠质量差等健康问题。公司头部智能便携按摩器能够全面地深度缓解用户头部疲劳，起到改善睡眠质量等健康促进作用。该产品主要有 iDream 5S, iDreamX, iDream 3S 等。

公司头部智能便携按摩器搭载自主研发的精密驱动组件、“HEAD”系列主控组件以及物联网组件等重要模块，使得相关产品能够以相对轻便的工业设计实现智能控制、智能传感、无线操控、语音交互控制与云端数据互联等关键功能。

图 8：iDream 5S

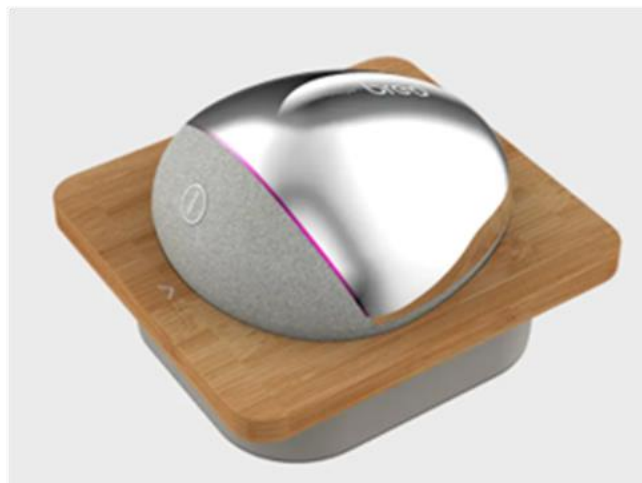


资料来源：Breo 公司官网，天风证券研究所

公司于 2013 年开创头皮按摩器系列产品，可起到舒缓肌肉与深度清洁等效果。目前，公司头皮智能便携按摩器采用多触头 3D 立体按摩与防水亲肤设计，能够结合开、合、推、拉、揉、抓等按摩手法进行全方位运动揉抓，可起到舒缓肌肉与深度清洁等效果。公司新一代头皮智能便携按摩器配有近红外灯，能够进一步提高头皮按摩过程的舒适度与保健效果。该类产品主要有 Scalp, Scalp Mini, Scalp Mini pro 等。

公司头皮智能便携按摩器搭载自主研发的精密驱动组件与“SCALP”系列主控组件等重要模块，使得相关产品能够以轻巧便携的工业设计实现智能控制、智能传感与一键操控等关键功能。

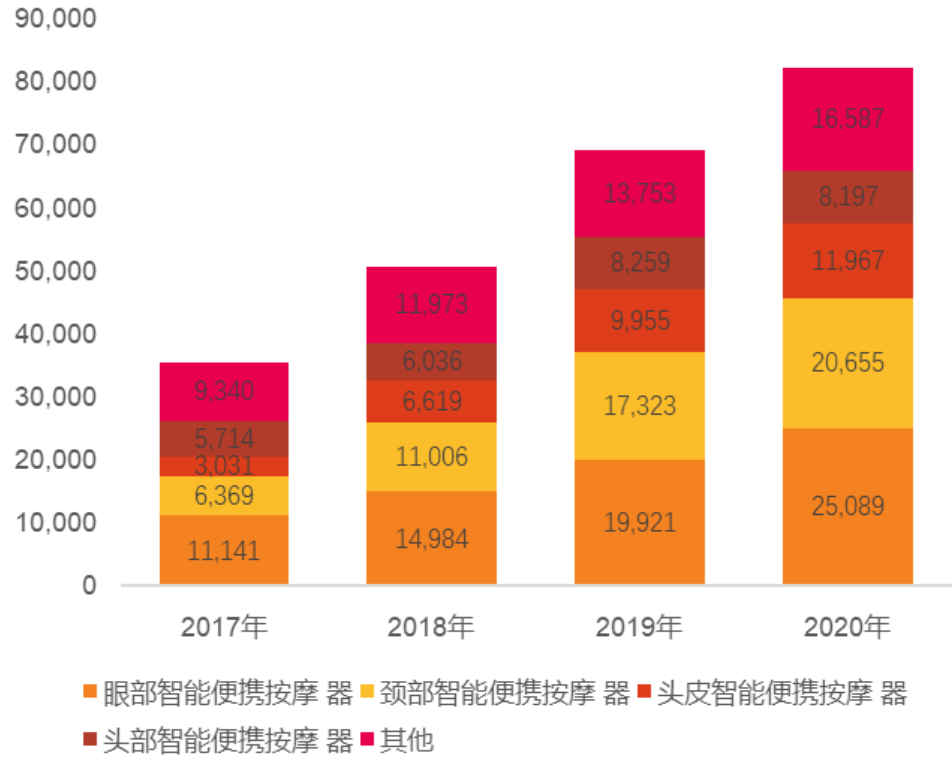
图 9: scalp mini pro



资料来源：Breo 官网，天风证券研究所

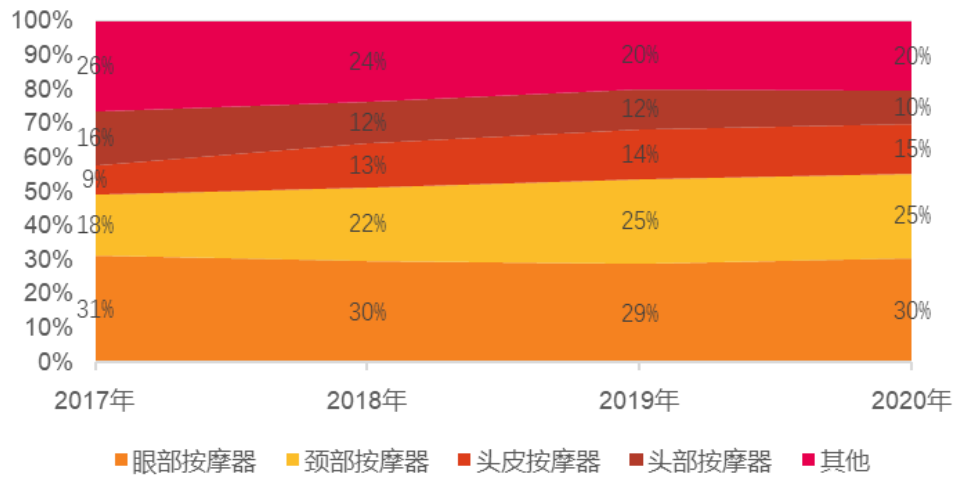
公司各项业务占比较为平稳，没有大幅变化的趋势，眼部智能便携按摩器作为公司第一个产品线，始终是营收占比最大的来源。同时，其他品类也在不断扩展，公司正在尝试多种相关品类与业务，如肩部、背部、脚部、腰部按摩器以及美妆。

图 10：各项业务比例基本持平，营收快速增长（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 11：各项业务收入占总营业收入比例较为平稳



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司在官网展示销售最新的产品，同时会在各类渠道销售其他旧款品类。

表 1：官网主要产品类目（元）

主要产品	官网价格
iNeck 3 Pro 环颈按摩器	1980
iSee M 双眸神采按摩器	1399
iSee K 眼部按摩器	1380
iDream 5S 助眠头部按摩器	3799

Scalp mini Pro 头皮按摩器	798
Sport 经络枪	1699

资料来源：Breo 倍轻松官网，天风证券研究所

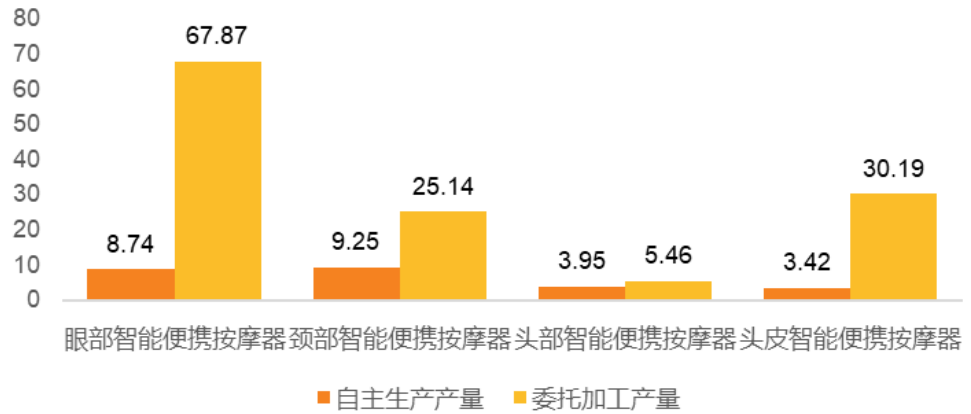
图 12：Breo 天猫旗舰店主要产品价格（元）

类型	产品	价格
眼部按摩器	iSee K	1380
	iSee M	1399
	iSee X	449
	iSee X升级款	549
	iSee 16	369
	Eye 1	1588
颈部按摩器	iNeck 3 Pro	1980
	iNeck Air2	1198
	脉冲热敷护颈仪	299
	iNeck Mini	1680
	breo m2	799
	5d温感热敷按摩仪	599
	iNeck air	749
头部按摩器	头皮按摩器	449
	iDreamx	1099
	iDream5s	3790

资料来源：Breo 天猫旗舰店 2021 年 7 月 14 日，天风证券研究所

四类主要产品大部分采用委托加工，少部分自主加工，其他产品均委托加工，自主加工主要进行**组装、检验、包装**。智能便携按摩器的主要生产环节包括零部件前置加工、整机组装、检验及包装，公司在各生产环节统筹安排自主生产和委托加工。其中，公司主要产品即眼部、颈部、头部及头皮等智能便携按摩器产品同时采用自主生产和委托加工，其他产品主要采用委托加工。公司自主生产智能便携按摩器的过程中，公司主要承担整机组装、检验及包装环节。为提高生产效率，零部件前置加工环节中的部分工序由公司委托外部供应商完成。

图 13：2020 年自主生产与委托加工数量（万台）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 线上线下全渠道布局，销售区域不断扩大，海外布局初步成型

公司布局高铁站、机场与中高端购物广场等优质销售渠道，同时扩展线上渠道，渠道类型丰富，销售区域不断扩大。截至 2020 年底，公司在全国各大城市共拥有 165 多家直营店，主要设在北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、郑州等大城市的机场、高铁站和中高端购物商场。公司在各主要区域开设了子公司和分公司，具备较强的跨地区管理能力，为销售渠道的持续拓展奠定了基础。另外，公司还运营了自己的电子商务销售平台，通过与大型电商如京东、天猫等合作，以开设网络店铺等方式进一步拓宽网络销售渠道。

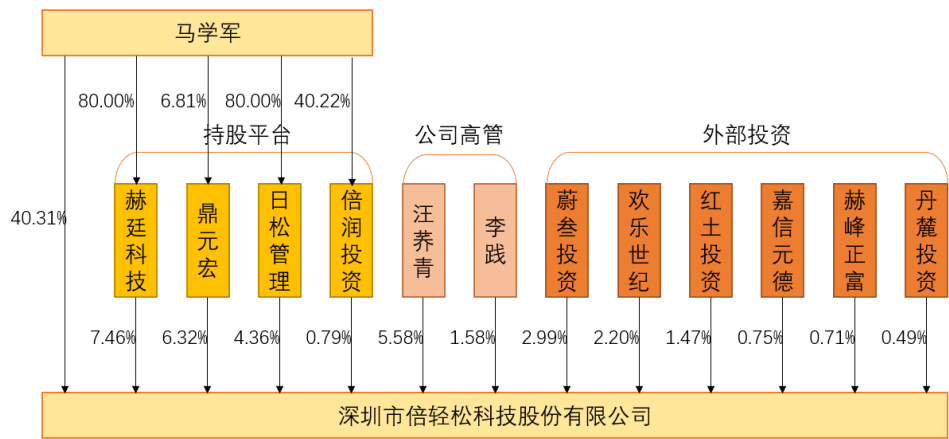
随着海外版图的不断扩张，公司的销售已经遍及美国、日本、韩国、俄罗斯、新加坡、澳大利亚、新西兰及马来西亚等国家和地区。2018 年，公司开始登陆亚马逊进行海外线上销售。2019 年 6 月，公司全资子公司香港倍轻松受让新西兰倍轻松 49% 的股权，开始利用该公司原有的在新西兰的渠道进行销售。2020 年 1 月，公司全资子公司香港倍轻松向马来西亚倍轻松增资，增资后拥有 15% 的股权，开始利用马来西亚渠道销售。公司还在 2019 年 12 月成立了全资孙公司美国倍轻松，在 2020 年 2 月成立了全资孙公司日本倍轻松，打开了美国、日本的销售渠道。

1.4. 大股东绝对控股公司，公司外部投资人持股较少

深圳市康思电子有限公司初创时，倍轻松目前实际控制人马学军并不是创始股东之一。2007 年公司整体变更成为深圳市轻松科技股份有限公司之后，目前公司控制人马学军及其当时的配偶汪养青成为了唯二股东，原康思电子股东均不在股东之列。随后公司多次增资与增发，形成目前的股权结构。

大股东马学军绝对控股公司。本次发行后，马学军直接持股 40.31%，间接持股 10.2%，直接或间接持有 50.51% 的股份，直接或间接控制 52.93% 的股份。

图 14：发行后股权图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

发行后大部分股份由董事长，公司员工及相关方持有，外部投资人较少。赫廷科技与日松管理，均为马学军控股 80%，马学军之母武玉珍控股 20% 的持股平台，这两家公司分别占倍轻松发行后总股本的 7.46% 与 4.36%。鼎元宏为内部员工持股平台，股东大部分为内部员工或内部员工亲属，有少量的外部投资人，该平台发行后持股 6.32%。马学军同时持有倍润投资 40.22% 的股权，控制该公司，该公司为持股平台，持股公司 0.79%。发行后持股 5.58% 的汪养青女士，曾和董事长马学军为夫妻关系，二人已于 2014 年 8 月办理了离婚手续。发行后持股 1.58% 的李践，曾为公司董事，2019 年辞去职务。

公司公布的股东中，发行后外部投资基金合计占股约 7.89%。具体来看，蔚叁投资（2.99%）系外资投资基金，红土投资（1.47%），欢乐世纪（2.20%），嘉信元德（0.75%）与丹麓投资（0.49%）均为外部投资基金。括号内为发行后持股比例。

2. 源于日本，产业链逐渐转向中国，市场规模持续增长

2.1. 起源于日本，功能逐渐多样，需求持续增长，产业链向中国转移

20 世纪 60 年代，现代按摩器具起源于日本，由日本企业研制出第一台全自动按摩椅。受限于当时的技术水平，早期各类按摩器具功能单一、体积笨重且用户体验较差，因此市场发展比较缓慢。

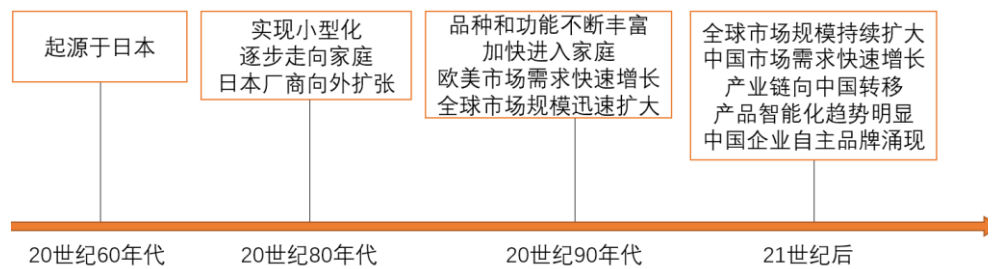
20 世纪 80 年代，得益于新材料和电子技术的进步，按摩器具生产厂商实现了按摩装置小型化和精确控制，使得按摩器具的用户体验大幅改善，这推动了按摩器具被广大家庭用户所接受。随着松下等传统家电巨头涉足按摩器具行业，行业呈现出生产厂商增加、产品种类和功能丰富、按摩性能提升的发展态势。同时，日本厂商开始向其他东亚地区、东南亚地区等周边区域推广现代按摩器具。

20 世纪 90 年代，市场上按摩器具的品种和功能不断丰富、体验不断改善，进入家庭的步伐加快。特别是便携按摩器具品种进一步丰富，逐步形成眼部、颈部、头部等细分市场，主要针对现代人普遍出现的眼睛、颈肩、头部等疲劳不舒适，用户使用该产品后可及时缓解身体的不适状况。经过长期的市场培育，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了其市场规模。在这一时期，按摩器具的生产制造主要集中在日本、中国台湾等区域。

进入 21 世纪后，在按摩器具消费领域，已形成北美、欧洲、东亚和东南亚四大主要消费区域，全球市场规模持续扩大，中国已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。由于中国经济实现了长期平稳较快增长，居民收入水平及健康消费意识不断提升，中国已成为全球范围内按摩器具消费需求增长最快的地区之一。在按摩器具生产领域，随着中国成功加入世界贸易组织、积极参与国际分工并成为世界制造中心，全球相关产业链开始向中国大陆转移。目前，中国台湾原有的按摩

器具相关产业已经基本完成转移，而日本厂商也陆续退出了小型按摩器具以及中低端大型按摩器具领域，其保留的生产和研发集中于中高端按摩椅等大型按摩器具。

图 15：行业主要发展阶段

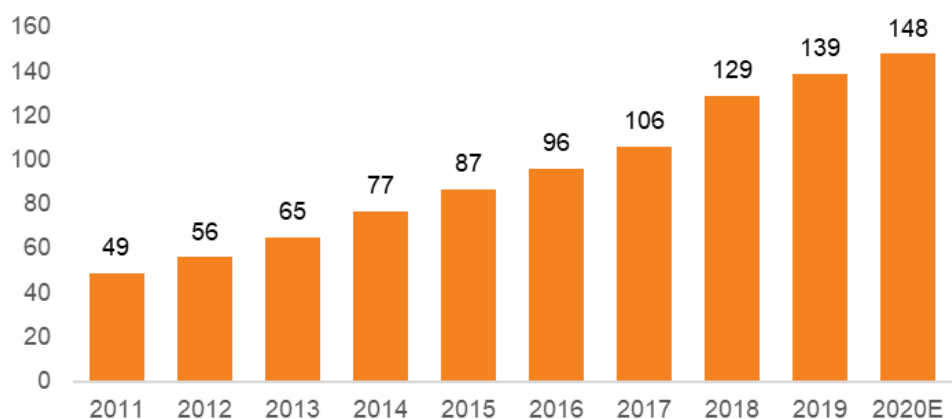


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 中国市场规模持续增长，智能便携按摩器市场占比过半

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。至2020年，中国按摩器具市场规模预计将接近150亿元。2010-2020年，中国按摩器具市场规模的具体情况如下：

图 16：中国按摩器具市场规模（亿元）

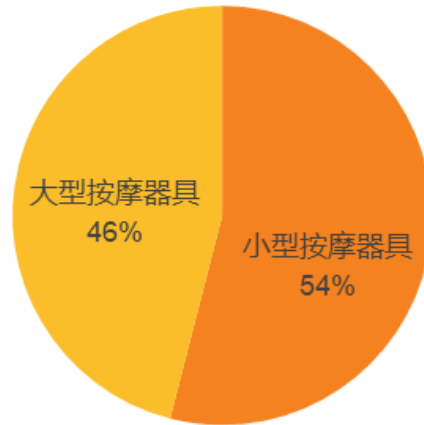


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

目前，按摩器具行业可按产品形态细分为小型按摩器具行业 and 大型按摩器具行业。其中，小型按摩器具产品主要包括功能相对特定的眼部、颈部、头部、头皮、肩部、手部、背部、腰部、足部按摩器等，大型按摩器具主要为多功能按摩椅。

在我国按摩器具产品市场中，大型多功能按摩椅的价格明显高于各类小型按摩器，2019年小型按摩器具市场占比54%。2019年公司在小型按摩器的市场占有率为8.22%。

图 17：中国小型和大型按摩器具市场占比情况

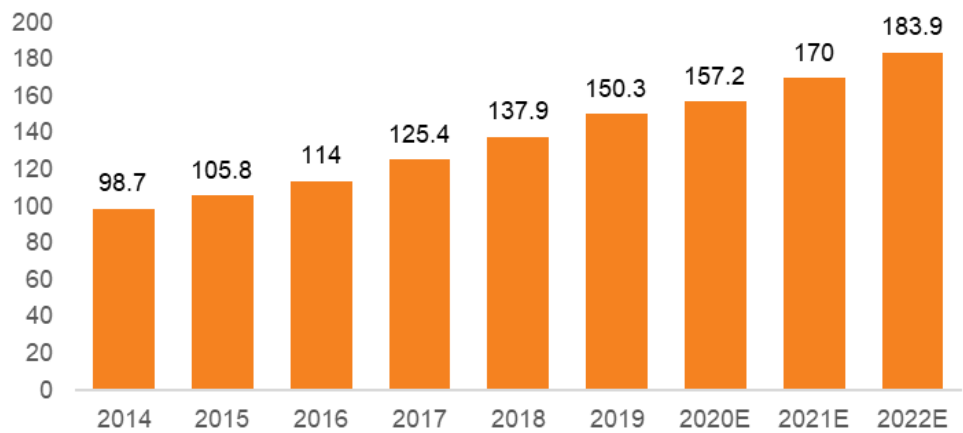


资料来源：前瞻产业研究院，招股说明书，天风证券研究所

2.3. 全球市场规模不断扩大，未来市场空间广阔

近年来，按摩器具的全球市场规模持续扩大。按摩器具全球市场规模于 2015 年首次超过 100 亿美元，又于 2019 年首次超过 150 亿美元。智能化按摩器等产品满足了消费者对于新一代按摩器具的要求，未来市场空间广阔。至 2022 年，全球按摩器具市场规模预计将接近 184 亿美元。2014-2022 年，全球按摩器具市场规模的具体情况如下：

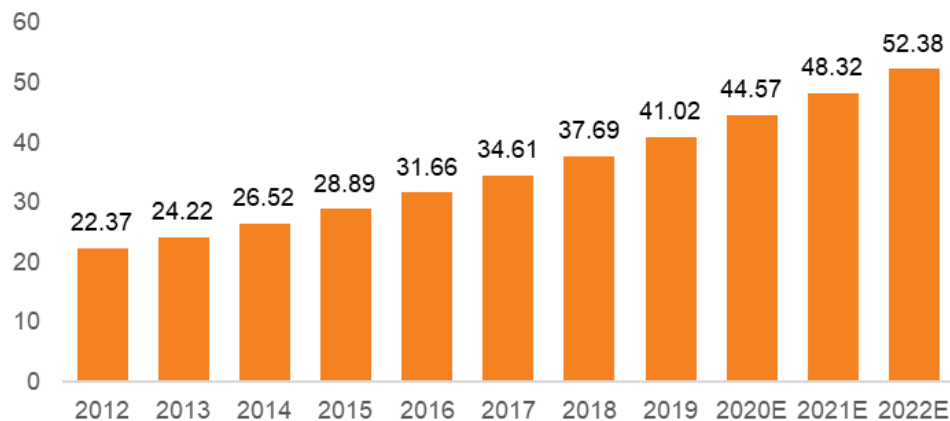
图 18：全球按摩器市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，招股说明书，天风证券研究所

亚洲地区存在较为浓厚的按摩保健传统文化，是按摩器具主要的消费市场之一。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。至 2022 年，亚洲按摩器具市场规模预计将接近 52.38 亿美元。2012-2022 年，亚洲按摩器具市场规模的具体情况如下：

图 19：亚洲按摩器市场规模（亿美元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

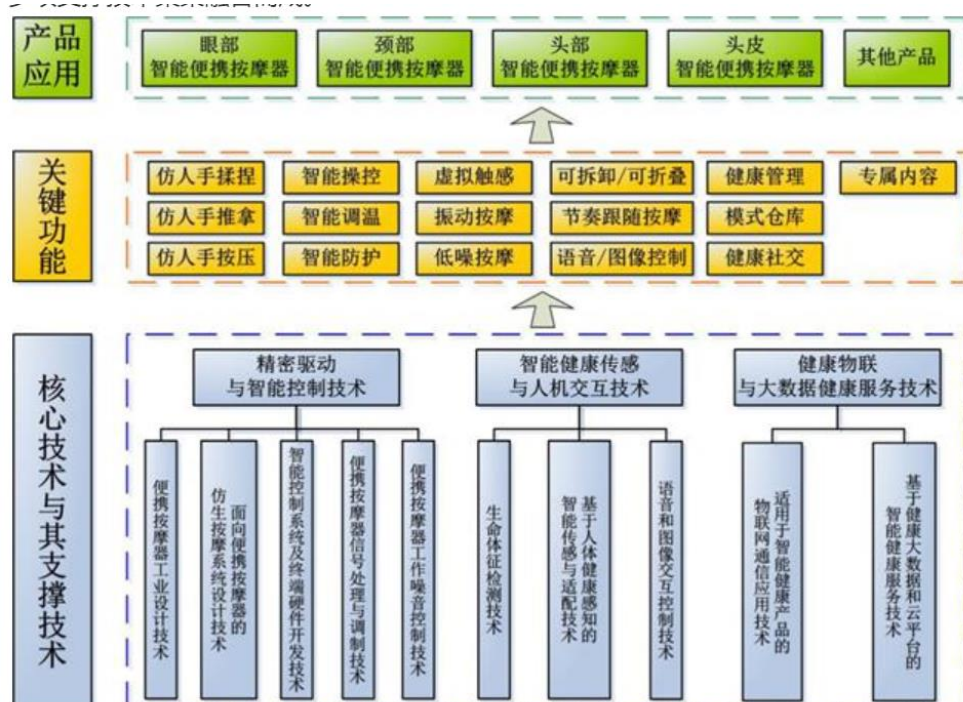
公司在 2019 年底与 2020 年设立、投资海外子公司与分公司, 主要位于新加坡、马来西亚、日本、美国, 打通亚洲与北美, 辐射全球。公司提前铺设海外渠道的布局有望在未来带给公司新的增长点。

3. 自有核心技术&丰富多样的销售渠道, 营收快速增长

3.1. 自有核心技术, 具有一定竞争力

公司核心技术可以归纳为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, 各项核心技术均由其下多项支撑技术集聚融合而成。公司所拥有的核心技术来源于自主研发, 系公司充分结合前沿理论成果、市场调研情况与生产工艺实际, 通过长期的研发投入而取得的具有一定行业内开创性和先进性的技术。经过近二十年的持续创新和研发, 公司在与按摩器具相关的诸多技术领域均已形成较为丰富的积累。目前, 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、物联等方面形成了较为深厚的技术储备。

图 20: 技术分类及应用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

① 精密驱动与智能控制技术

利用精密机械控制传动，实现模拟按摩。公司精密驱动与智能控制技术是人体工学、微型动力及传动系统、自动化控制、信息技术等多个技术领域的交叉融合成果。该技术的应用使得公司智能便携按摩器产品的机身空间利用率、动力传输效率、动作组合仿生水平等性能指标达到较高水平，能以轻巧便携的形态实现接近真人按摩手法的效果。在该类目下，公司具有 154 项相关核心知识产权。

② 智能健康传感与人机交互技术

采集用户生理信息，仪器工作环境信息，以及语音、图像输入的信息，实现人机交互，更好服务用户。公司智能健康传感与人机交互技术能够基于用户体征传感与产品工况传感所获取的数据，通过建立算法模型，较为智能化地为用户自动完成一系列服务，达到用户与产品最佳的交互体验。在该类目下，公司具有 26 项相关核心知识产权。

③ 健康物联与大数据健康服务技术

将用户使用信息接入云端与公司平台，提供远程增值服务。公司健康物联与大数据健康服务技术能够帮助用户通过手机等移动终端设备与智能便携按摩器相连接，监测和管理个人健康状况，并进行气囊调节、温度调节、按摩程式设计等高级自定义设置。经用户允许后公司可通过物联网、云平台等收集产品使用数据，在大数据分析的辅助下为用户提供更丰富的健康服务，如远程推送更适合的按摩程式。在该类目下，公司具有 19 项相关核心知识产权。

3.1.1. 公司产品及设计屡获国际大奖

公司产品及设计屡次获得国际大奖，具体如下：①公司于 2001 年开创眼部按摩器系列产品。2014 年，iSee 4 型产品获德国 iF 设计奖；2017 年，Eye 1 型产品获德国 iF 设计奖，iSee 4 型和 iSee 16 型产品获澳大利亚优良设计奖；2019 年，iSee M 型产品获德国 iF 设计奖，iSee 4 型产品获中国外观设计银奖。

②公司于 2012 年开创颈部按摩器系列产品。2013 年，iNeck 型产品获得亚洲最具影响力设计奖；2014 年，iNeck 2 型产品获得日本优良设计奖与香港工商业奖；2018 年，iNeck 2 型产品获得中国外观设计优秀奖。

③公司于 2013 年开创头皮按摩器系列产品。2015 年，Scalp 型产品获德国红点设计奖；2016 年，产品获中国外观设计优秀奖；2018 年，Scalp Mini 型产品获澳大利亚优良设计奖；2019 年，Scalp 2 型产品获德国红点设计奖，Scalp Mini 型产品获德国 iF 设计奖。

图 21：产品屡获国际大奖

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
德国iF设计奖		iSee 4			Eye 1		iSee M Scalp Mini
澳大利亚优良设计奖					iSee 4 iSee 16	Scalp Mini	
中国外观设计奖				Scalp		iNeck 2 优秀奖	iSee 4 银奖
亚洲最具影响力设计奖	iNeck						
日本优良设计奖与香港工商业奖		iNeck 2					
德国红点设计奖			Scalp				Scalp 2

资料来源：整理自招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 三类技术均为行业内通用技术，可以复用

公司的三类技术均为行业内通用技术，可以复用到新产品上，同时倍轻松拥有自己的创新点和突破点。

表 2：公司技术归纳总结

项目	是否为行业通用技术	公司的创新点和突破性
精密驱动与智能控制技术	整体架构属行业通用技术，自主研发了仿生按摩、嵌入式系统、信号处理等模块。	在机身内部空间布局、动力传输、仿生按摩动作、驱动控制等方面进行了创新，使产品能以轻巧便携的形态实现接近真人按摩手法的效果。
智能健康传感与人机交互技术	整体架构属行业通用技术，自主研发了体征检测等模块。	在体征采集、工况感测、算法模型等方面进行了创新，使产品能够智能化地为用户自动完成一系列服务。
健康物联与大数掘健康服务技术	整体架构属行业通用技术，自主研发了应用软件、云平台等模块。	通过在物联网、云平台等方面进行了创新，使产品能够实现远程推送按摩程式等丰富的健康服务。

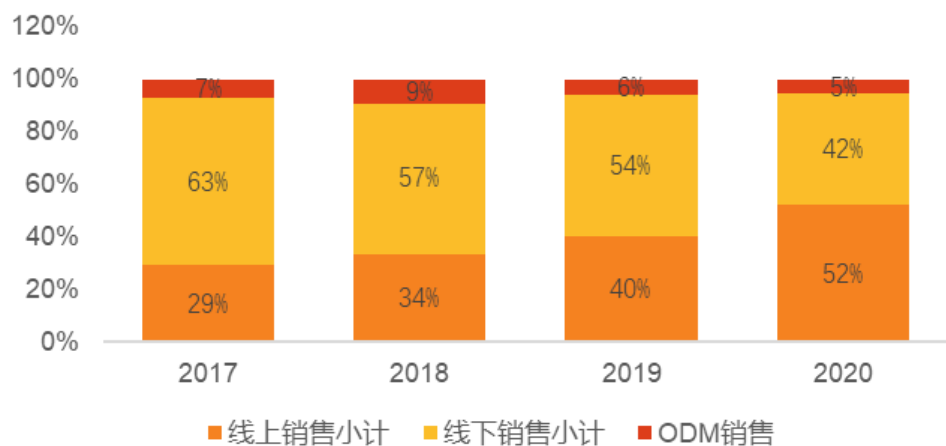
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 销售渠道全面，转型拥抱线上

公司线上销售渠道包括线上 B2C，电商平台入仓，线上经销三种渠道。公司线下销售分为线下直销，线下经销，ODM 销售三种渠道。

近三年线上渠道销量占比大幅增加，逐渐成为主力营收来源。伴随着科技的不断进步，4G/5G 网络、便捷支付、移动终端、物流配套的发展，电子商务行业逐步发展成熟，促进网络消费快速增长，公司主动拥抱线上渠道，进行相应转型与渠道铺设。即使不考虑疫情带来的短期线下衰退，线上占比依旧预期在未来超过 40%。

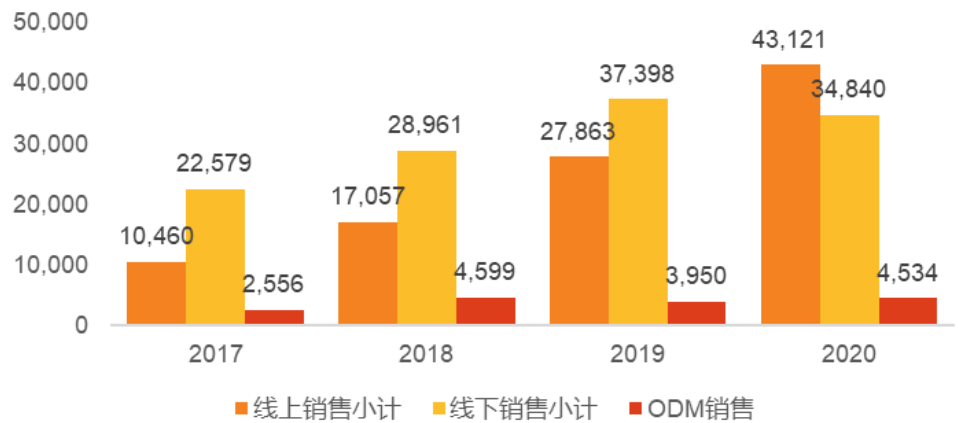
图 22：线上占比大幅提升



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司线上线下渠道绝对销量均保持增长，2020 年受疫情影响线下销量略有下滑。

图 23：线上线下渠道绝对销量持续增长（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 24：公司渠道概览（单位：占比营收百分比）

	2017	2018	2019	2020
线上B2C	10.0	15.2	23.7	33.3
电商平台入仓	12.8	16.5	14.5	15.5
线上经销	6.6	2.0	2.1	3.5
线上一经销商发货	4.7	0.1	0.1	0.2
线上经销一代发货	1.9	1.9	2.1	3.3
线下直销	32.9	34.7	35.6	26.9
线下国内经销	17.4	15.5	14.9	14.2
线下国外经销	13.1	7.0	3.6	1.2
ODM销售	7.2	9.1	5.7	5.5

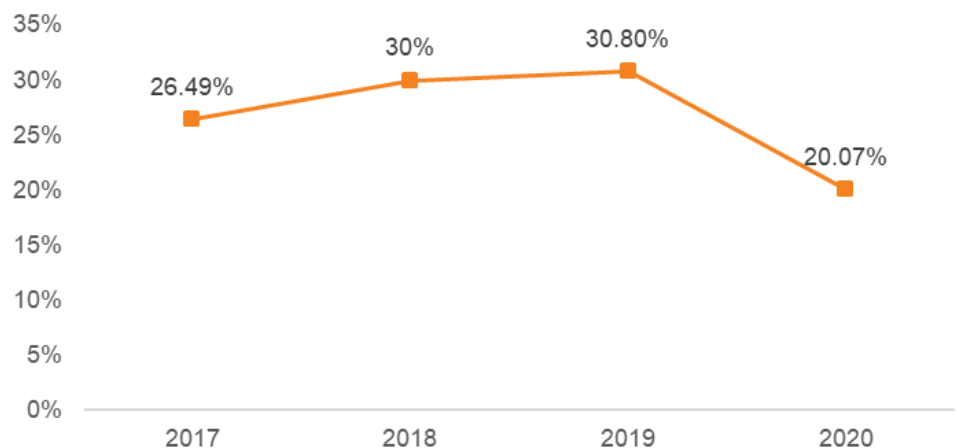
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.1. 线下直营门店为主，占据飞机、高铁站门店的优质渠道

① 线下直销，门店为主，社群、团购、展会齐发力

线下直销模式下，公司主要通过在场、高铁及商场等区域设立门店销售产品，2017-2019年，直营门店销售占比营收逐渐上升，2020年受到疫情打击占比大幅回落。公司与各机场、高铁及商场等运营主体签订租赁协议或合作协议以获得经营场所，并根据门店销售及库存情况及时向各门店发货。此外，线下直销还包括展会与促销、团购以及社群营销等。2017-2020年线下直销占比营业收入分别为32.94%，34.71%，35.55%，26.88%。

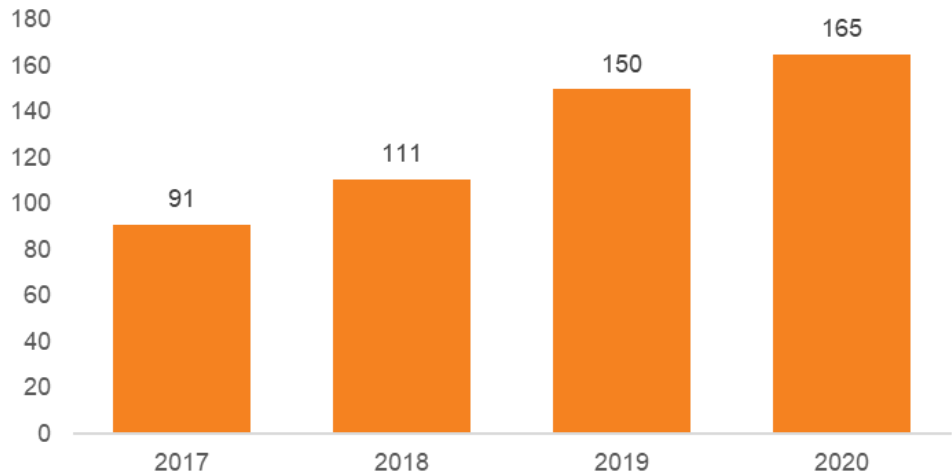
图 25：直营门店收入占比逐渐上升，20年受疫情影响下滑



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

直营门店数量逐年上升，2020 年上半年受疫情影响有所放缓，计划未来 3 年新开 248 家门店。根据公司的战略发展目标，未来三年内，计划在全国 19 个重点省市的机场、高铁站及高端商场建设 248 家直营门店，实现公司营销网络在重点交通枢纽和城市的高度覆盖，从而实现公司业务规模的进一步扩张，有利于巩固和提升公司在行业内的竞争地位。具体计划为第一年新增门店 60 家，第二年新增门店 80 家，第三年新增门店 108 家。

图 26：直营门店数量逐年上升，2020 年上半年受疫情影响有所放缓（单位：家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

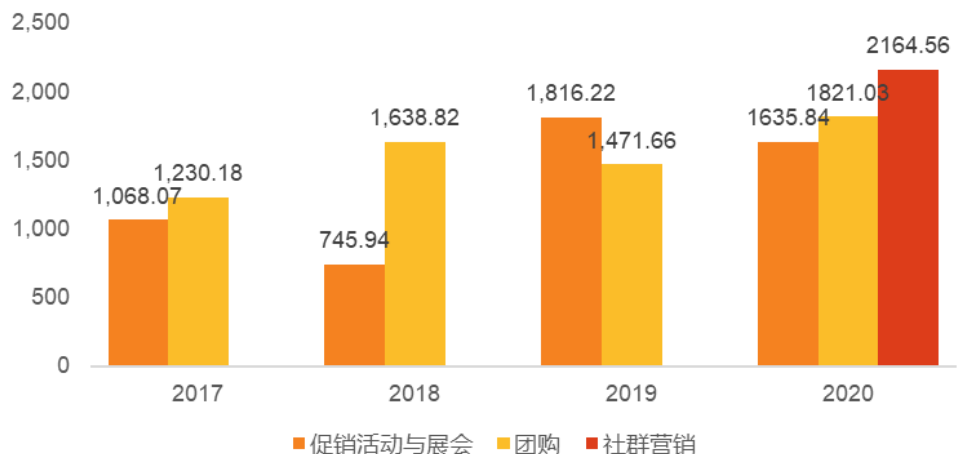
公司通过促销活动与展会，团购以及 2020 年新增的社群营销，作为线下销售的补充，这三类营销活动占比营收均不高。

表 3：其他线下销售渠道占比营收

	2017	2018	2019	2020
促销活动与展会	3%	1.47%	2.62%	1.98%
团购	3.46%	3.24%	2.13%	2.21%
社群营销	-	-	-	2.62%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 27：各类销售方式作为线下销售的补充（万元）

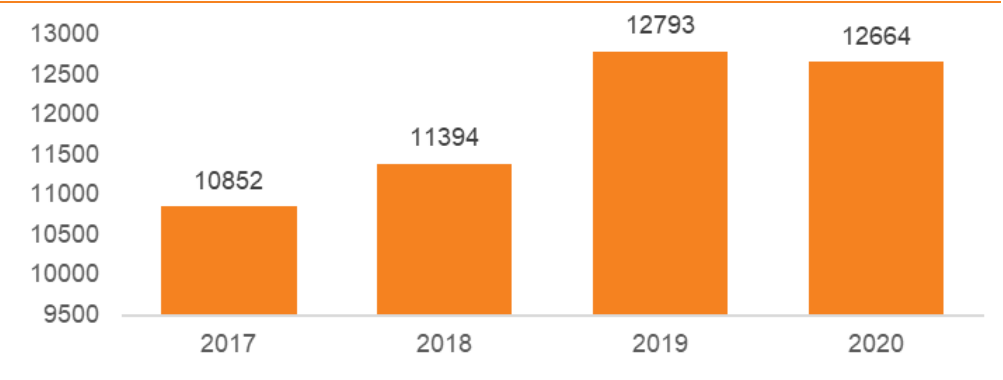


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

②线下经销，Tenminds、中国中免与云朵实业为主要客户

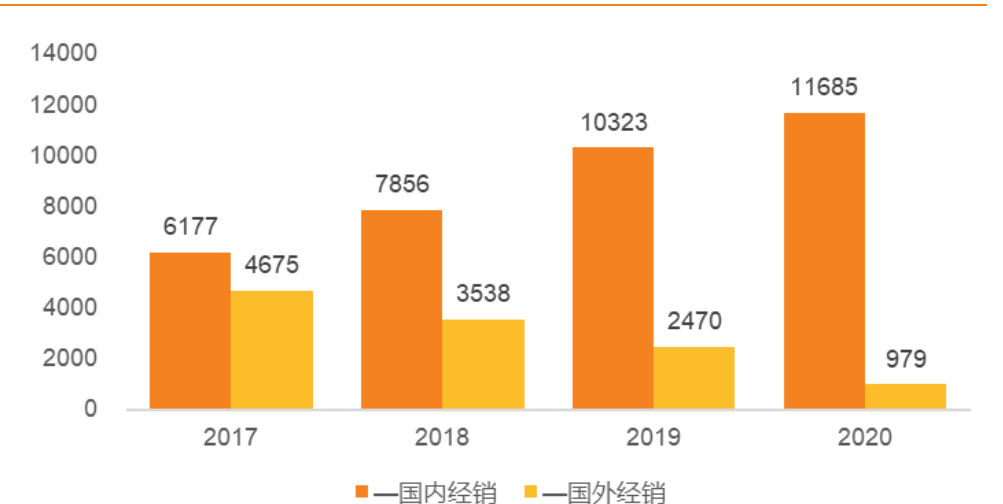
线下经销总体占比营业收入逐年减少，但绝对值保持缓慢增长。绝对值上，国内经销缓慢增加，国外经销逐年下降。2017-2020 年线下经销占比营业收入分别为 30.49%，22.51%，18.48%，15.35%。

图 28：线下经销绝对销量逐年增加，20 年受疫情影响下滑（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 29：国内经销缓慢增加，国外经销逐年下降（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

③ODM 销售，设计生产能力持续得到认可

ODM 销售模式下，公司作为智能便携按摩器的原始设计商，为其他知名品牌企业提供与智能便携按摩器相关的 ODM 产品。该类客户主要包括傲胜、BORK 等知名企业。2017-2020 年 ODM 销售占比营业收入分别为 7.2%，9.1%，5.7%，5.5%。

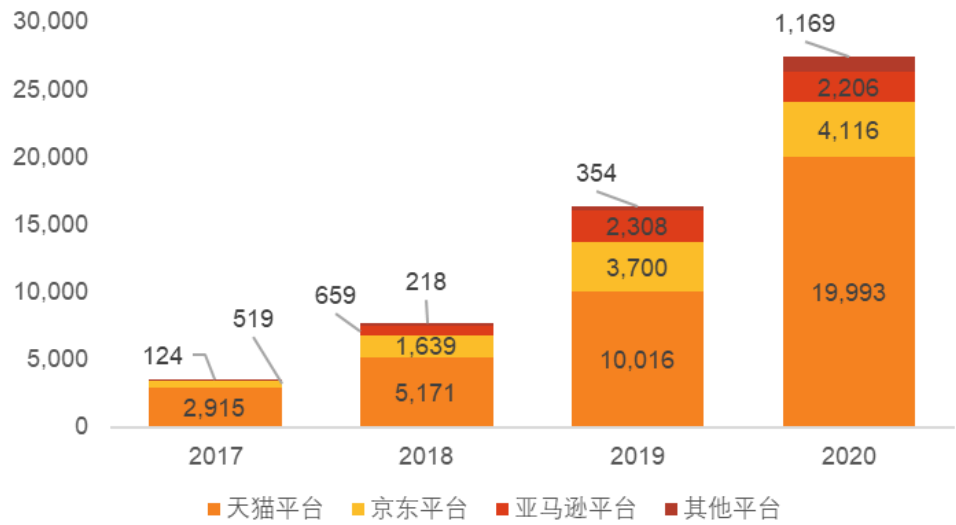
3.2.2. 线上占比逐年增加，同时合作天猫京东等优质渠道

①线上 B2C 多平台开花，天猫为主，京东为辅

公司在线上 B2C 的销售以天猫为主，其次是京东平台，整体线上 B2C 渠道营收快速增长。同时，公司从 2018 年开始切入亚马逊平台，亚马逊渠道在 2018-2020 年高速增长。线上 B2C 渠道销量占营收比例从 2017-2020 年分别为 9.99%，15.19%，23.66%，33.32%。公司的线上渠道还有 B2C 的其他平台，包括阿里 1688 网、北京轻松筹、贝店科技、工行商城、

拼多多、苏宁拼购、淘小铺、网易考拉、公司官网、小红书倍轻松旗舰店等，这体现了公司渠道多样化，这些多样的渠道尽管销量不高，但是也是公司多渠道宣传与消费者教育的方式。

图 30：线上 B2C 多平台开花，天猫为主，京东为辅（万元）

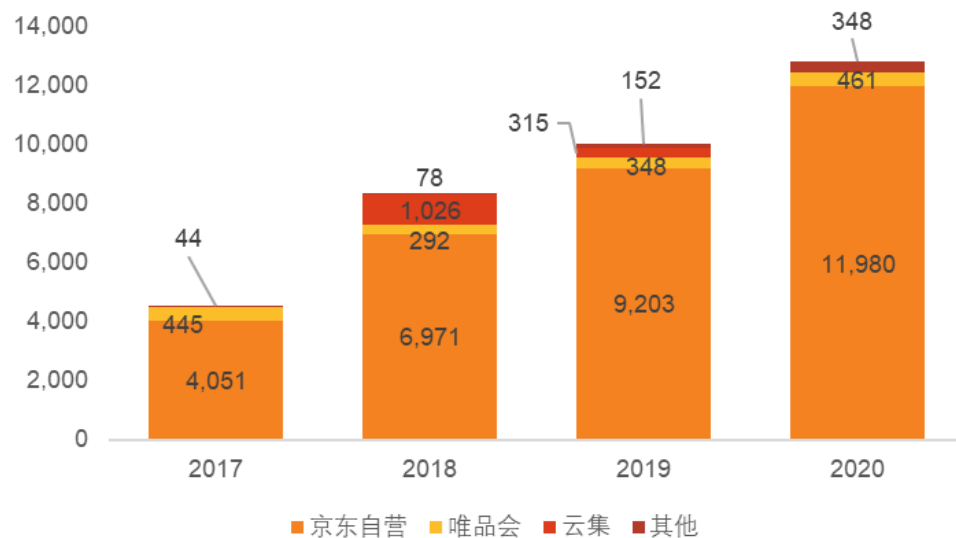


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

②电商平台入仓，主打京东，唯品会为补充，云集逐渐退出

电商平台入仓模式下，公司销售快速增长，京东为最大渠道方。电商平台入仓模式在 2017-2020 年比营业收入为 12.76%，16.53%，14.48%，15.5%，占比较为稳定。

图 31：电商平台入仓销售快速增长，京东为主要渠道（万元）



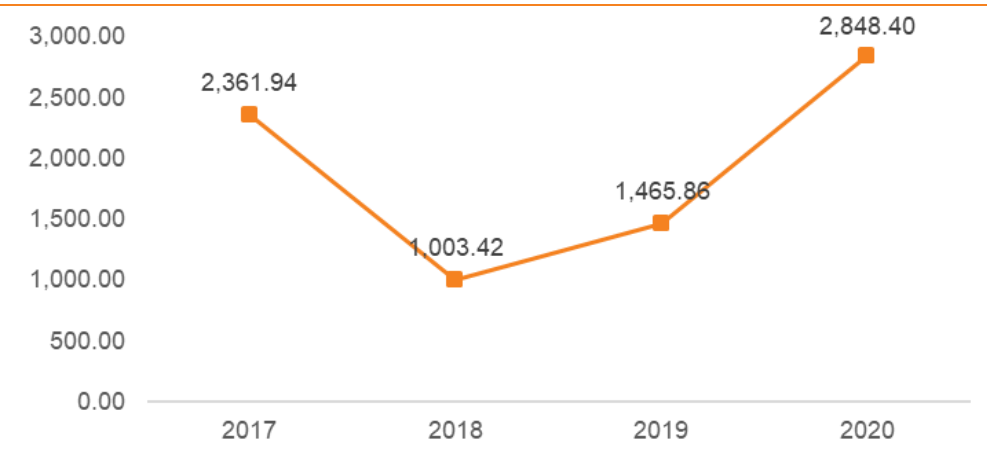
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

③线上经销，自主把控，多渠道销售的补充

线上经销渠道占比营收比例较小，在 2017-2020 年占比营业收入为 6.64%，1.98%，2.12%，3.45%。主要客户为苏宁、广东以梦为马网络科技，客户变化较为多样，作为正常线上渠道的补充。

值得注意的是，公司在 2018 年起，将线上经销的发货方式改为了主要由公司代经销商发货，经销商自主发货占比极低，该方式可以提高对经销商的控制。

图 32：线上经销绝对值并不稳定，占比营收较小，作为营收的补充（万元）

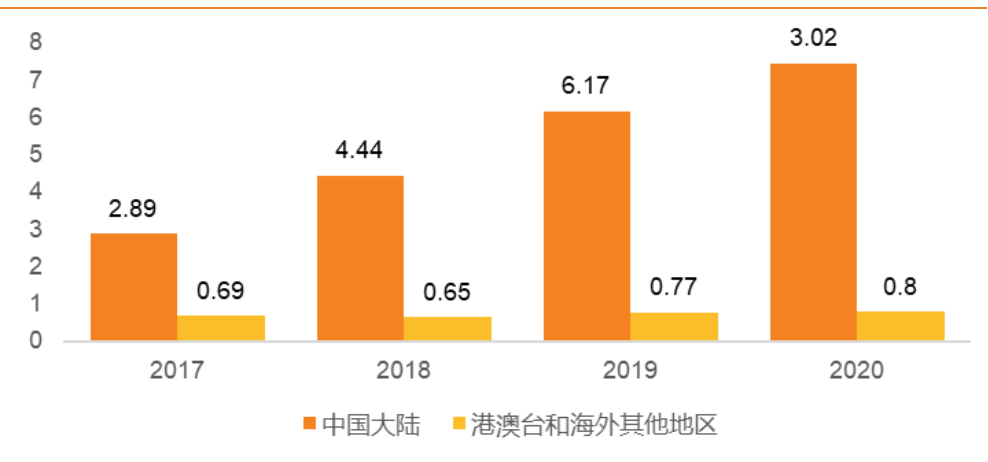


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.3. 国外渠道逐步发展，未来有潜在发展空间

公司在 2018 年加入了亚马逊，同时通过一些其他渠道在海外销售。根据公司招股说明书，除中国大陆的境内市场外，公司逐步开拓了美国、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。未来可以关注公司海外新设子公司与参股公司给公司渠道带来的新进展。

图 33：大陆地区销售逐年增长，海外销售逐步发展（亿元）

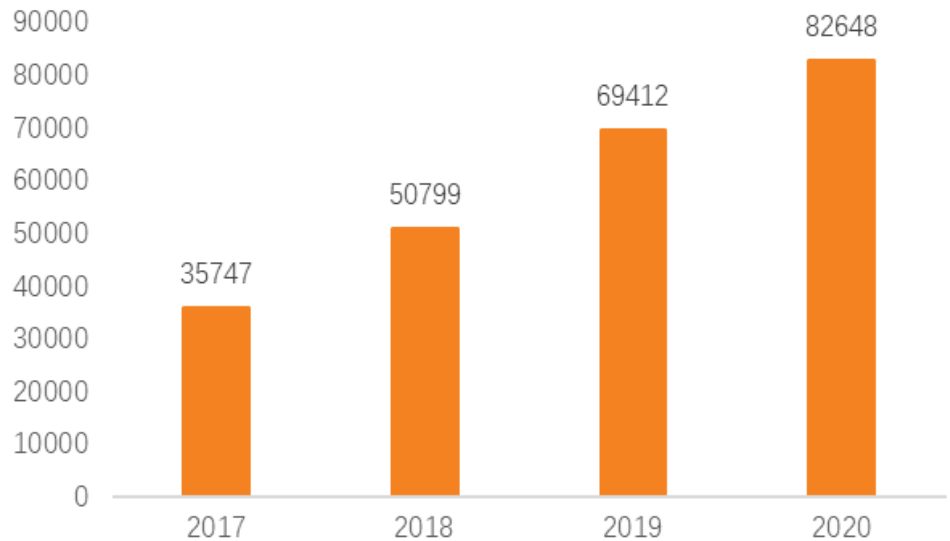


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 财务分析

公司营收快速增长，主营业务突出，拥有核心技术的四个产品线为其主营业务营收的主要来源，四条产品线均逐年增长。2017/2018/2019/2020 年的营业收入分别为 3.57 亿/5.08 亿/6.94 亿/8.26 亿元。2020 年即使面对疫情的影响仍然保持较为良好的增长态势。

图 34：营收快速增长（万元）

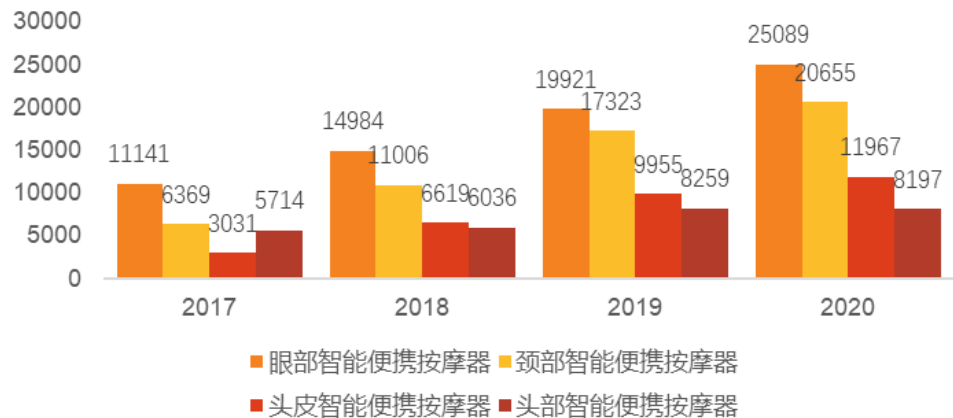


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司主要从事智能便携按摩器的设计、研发、生产、销售及服务，主要产品包括眼部、颈部、头部及头皮智能便携按摩器等；其他业务收入主要为废品报废收入和产品维修收入。报告期内，公司主营业务收入占营业收入的比重均在 99%以上，主营业务突出。

公司拥有核心技术的四个产品线为眼部、颈部、头皮以及头部智能便携按摩器，是公司主要的营业收入来源，2018-2020 年合计占主营业务收入的比重分别为 76.35%、80.13%和 79.89%，占比较高。

图 35：四条主要产品线销量持续提升（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司主营业务毛利率较高，四大主要产品线毛利率均高于 50%，整体毛利率呈缓慢提升的趋势，主要由于各细分品类量价齐升。2018 年度公司毛利率上升主要系颈部智能便携按摩器在毛利率与销量占比同时增加。2019 年度公司毛利率上升主要系：①头皮智能便携按摩器毛利率与销量占比同时增加；②颈部智能便携按摩器毛利率与销量占比同时增加。2020 年由于线下高毛利率的门店受到较大冲击，毛利率有所下滑。

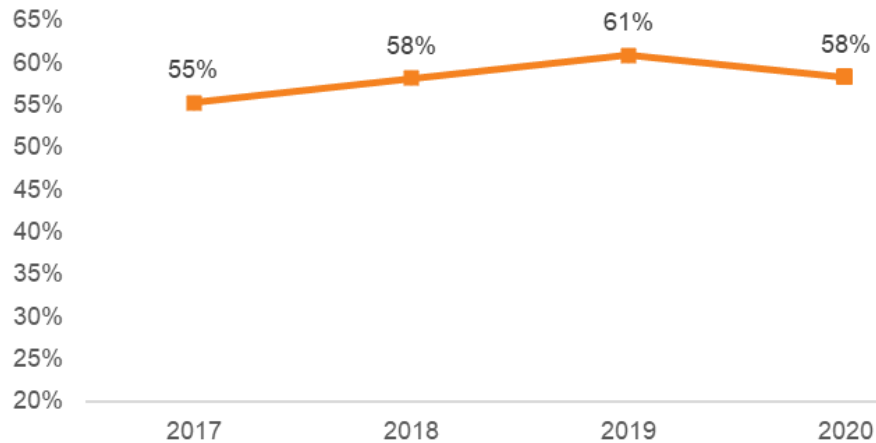
表 4：公司各主要产品线毛利率

	2017	2018	2019	2020
头部智能便携按摩器	72%	73%	71%	66%
颈部智能便携按摩器	67%	68%	70%	67%

摩器				
头皮智能便携按摩器	63%	62%	67%	64%
眼部智能便携按摩器				
眼部智能便携按摩器	53%	57%	58%	54%
其他产品	37%	41%	44%	47%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 36：主营业务毛利率较高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司 2017-2020 年销售费用率分别为 36.1%、36.0%、41.3%、41.4%。公司销售费用主要包括专柜费用、职工薪酬、推广费和促销费。

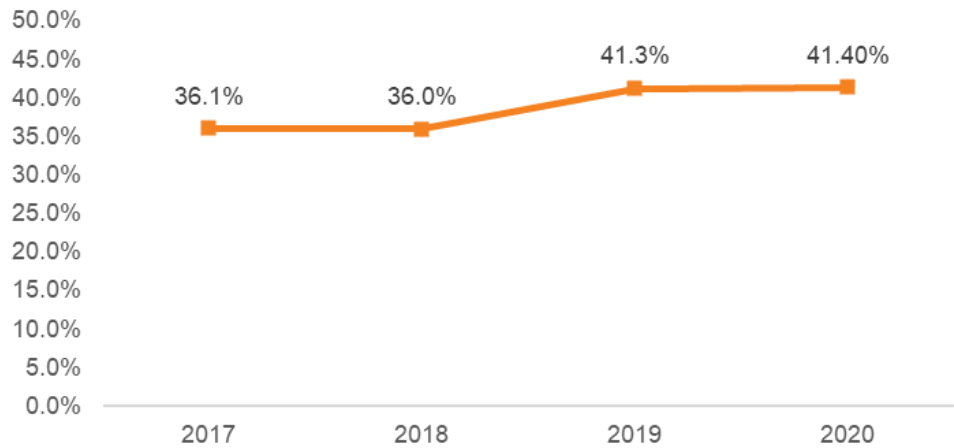
专柜费用指公司线下自营门店的租金费、物业管理费以及 POS 设备的租金费等。专柜费用逐年提高。2017-2020 年专柜费用占线下直销渠道营收的比例为 29.4%/29.4%/33.7%/34.0%，处于上升状态，主要系公司因品牌战略的考虑，加大了“线下体验店”的投入，同时大量新开门店收入处在爬坡期。

销售人员薪酬逐年提升，主要由于公司业绩良好，主动提升销售人员薪酬，同时公司大力拓展门店渠道，雇佣了更多的销售人员。公司 2017-2020 年销售人员工资占比线下直销渠道营收比例为 32.9%/32.7%/30.2%/32.8%，2019 年前总体处于下降趋势，2020 年由于疫情冲击导致线下直销营收锐减，进而使该比例扩大。

推广费主要指公司合作的线上电商平台如京东、天猫等在其平台宣传公司的产品，公司为此所支付线上电商平台的费用。公司 2017-2020 年推广费占线上（B2C+B2B2C）的比例为 12.8%/10.7%/15.7%/17.1%，逐年提高，主要因为公司加大了在线上电商平台推广自身产品的力度。

促销费用主要包括公司在线下门店进行促销活动发生的各类费用以及京东、天猫等各大电商平台的费用，公司投入较多促销费用，对公司品牌影响力产生了积极影响，同时销售收入也保持快速增长的态势。公司 2017-2020 年促销费用投入占比线下直销门店+线上电商平台的收入比例为 7.8%/5.7%/7.2%/9.1%，除去 2020 年疫情的影响，基本保持稳定。

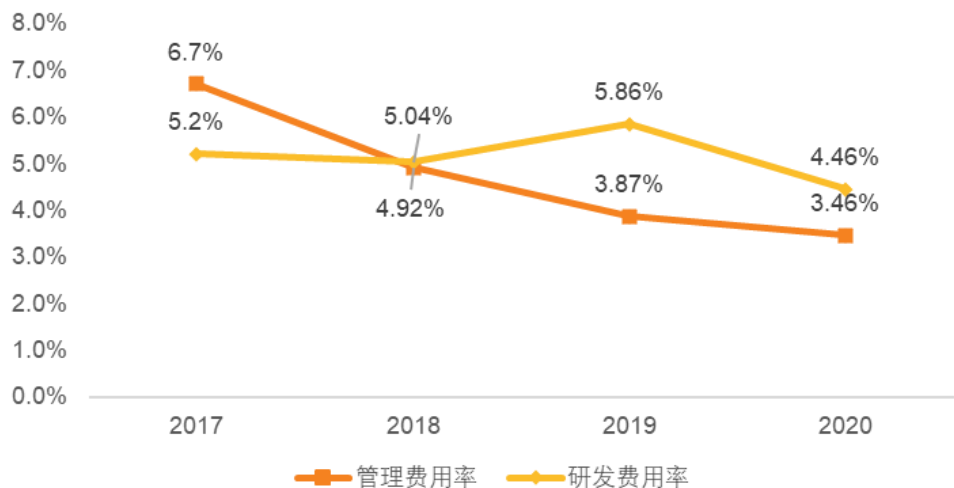
图 37：销售费用率逐年提升，2020 开始企稳



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

管理费用率呈下降趋势，研发费用率保持在 5%左右。2017-2020 年公司管理费用占营业收入的比重分别为 6.71%、4.92%、3.87%和 3.46%，整体呈下降的趋势，主要系随着公司品牌效应的增强以及规模效应的凸显，管理费用支出未随公司业务规模扩大而同比例增加。

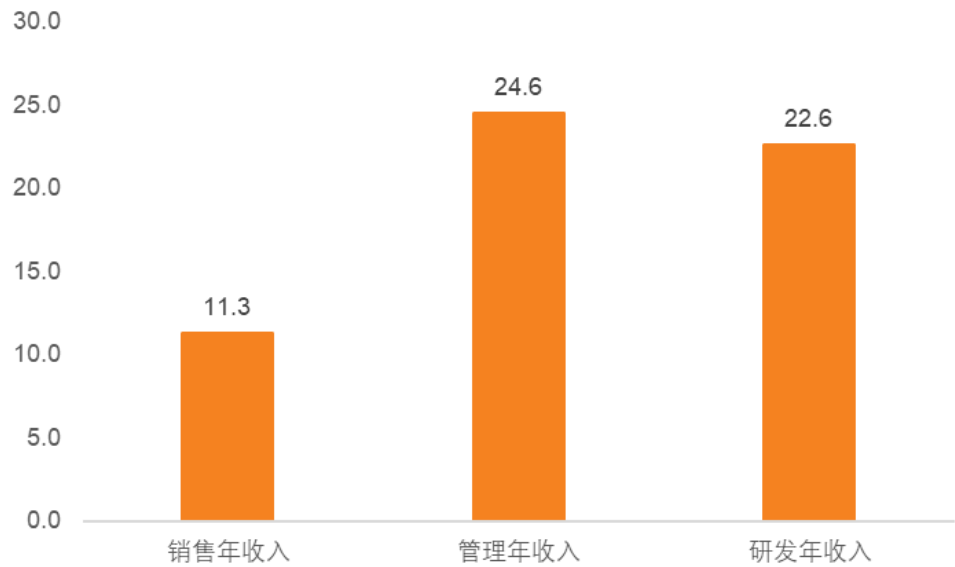
图 38：管理费用率逐渐下降，研发费用率保持稳定



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

职工工资占管理研发费用中的最大比例，研发人员平均工资在全公司较高。2020 年，管理费用中职工工资占比 45.5%，研发费用中职工工资占比 60.2%，工资均为两块费用的最大开销。同时，可以通过公司公布的 2020 各部门职工人数以及各部门职工薪酬费用，推算出大致的平均年薪如下。可见研发人员平均年薪较高，有 22.6 万元。

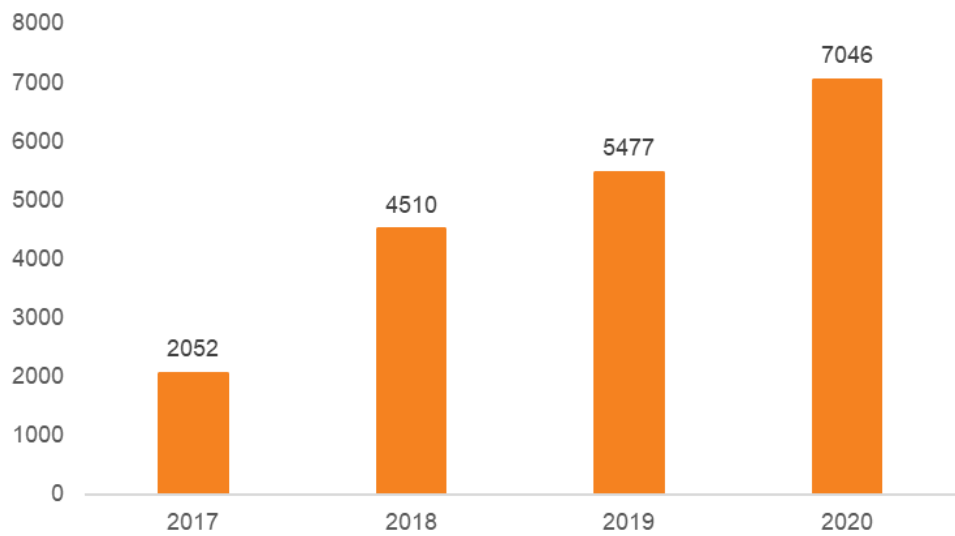
图 39：各部门职工平均年薪估算（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

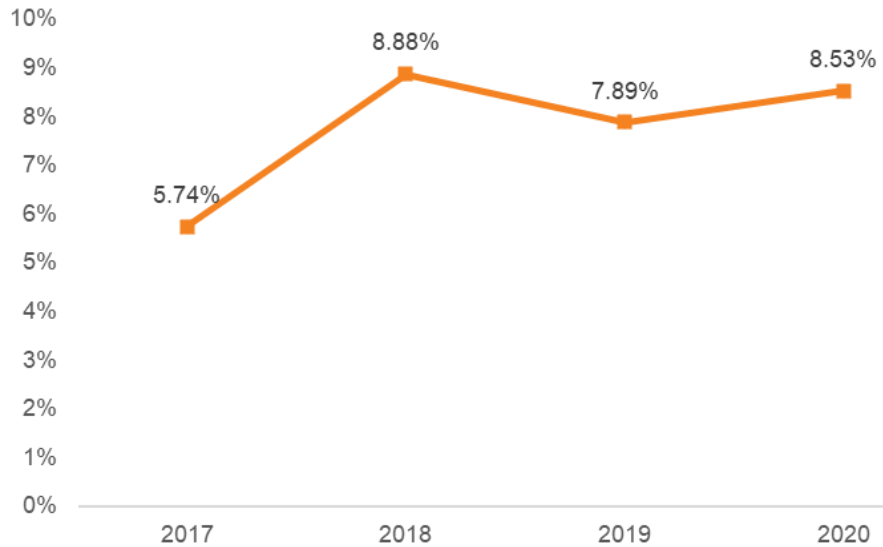
2017-2020 年净利润持续增长，2020H1 受到疫情影响下降，2020Q3 回暖，预计 2020 依旧保持增长。2017-2020 年公司净利润为 2052 万/4510 万/5477/7046 万元。2020 年 1-6 月，受新冠肺炎疫情影响，公司的线下渠道销售额下降幅度较大，同时员工薪酬与租金弹性较小，使得 2020H1 净利润仅有 1161 万元。而 2020Q3 净利润约为 2081 万元(未审计)，有所回暖，2020 年整体净利润仍然保持上涨趋势。

图 40：净利润呈逐年上升趋势（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 41：公司 2020 年净利率为 8.53%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

关键假设：

- 1、假设线上天猫旗舰店营收持续增长，2022 年由于流量竞争加剧，导致收入增速放缓，同时假设 2023 由于公司品牌力越来越强，保持高增长。线上 B2C 渠道 2021-2023 年收入分别为 3.79 亿，4.44 亿，6.80 亿。
- 2、假设京东平台入仓渠道维持较高速增长，2021-2023 年收入分别为 1.92 亿，2.65 亿，4.10 亿。
- 3、假设线上经销渠道需求持续旺盛，2021-2023 年收入分别为 0.44 亿，0.59 亿，0.89 亿。
- 4、假设线下直销的直营店依据公司目前的开店计划进展顺利，2021-2023 年收入分别为 3.96 亿，5.38 亿，7.30 亿。
- 5、假设 ODM 销售需求持续增长，2021-2023 年收入分别为 0.64 亿，0.77 亿，1.15 亿。

综合预计公司 2021-2023 年总收入 12.8/17.1/25.6 亿元，毛利润为 7.7 亿/10.4 亿/15.5 亿元，净利润为 1.2/2.0/3.1 亿元。

图 42：营收预测摘要

单位：万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
线上B2C	3558	7687	16378	27484	37875	44419	68020
京东电商平台入仓	4541	8367	10019	12789	19231	26496	41026
线上经销	2362	1003	1466	2848	4427	5902	8853
线下直销	11727	17568	24605	22176	39600	53802	72977
线下经销	10852	11394	12793	12664	20513	32479	53846
ODM销售	2556	4599	3950	4534	6410	7692	11538
其他业务	150.70	181.94	200.82	153.04	150	150	150
合计营业收入	35747	50799	69412	82648	128205	170940	256410
毛利合计	19632	29394	42096	48122	77133	103592	155404
净利润	2052	4510	5477	7046	11985	20024	31009

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

采用 PEG 估值法计算倍轻松的 PE 值，进而用相对估值法估算目标股价。采用石头科技，极米科技的 2022 年 PEG 值作为倍轻松 2022 年 PEG 参照范围，石头科技 2022 年的 PEG 为 0.98，极米科技 2022 年的 PEG 为 0.93，预计倍轻松 2022 年 PEG 范围在两者之间，结合倍轻松 2022 年 67.07%的业绩增速预测，给予倍轻松 62-66 倍 PE，对应 2022 年市值为

125 亿-131 亿，目标价 202 元-213 元。

采用石头科技与极米科技的原因：石头科技主营业务为智能清洁机器人等智能硬件的设计、研发、生产和销售，极米科技主营业务是智能投影产品的研发、生产及销售，两者与倍轻松同属智能硬件领域，且公司与其客户类型相似，双方财务指标具有一定的可比性。

表 5: 估值依据

	极米科技	石头科技
2022 年 wind 一致预测 PEG	0.93	0.98
2022 年倍轻松业绩增速预测	67%	67%
2022 年倍轻松 PE 上下限	62.0	65.3
2022 年倍轻松净利润（亿）预测	2	2
2022 年倍轻松预测市值（亿）	124	131

资料来源：wind，天风证券研究所

6. 风险提示

线下渠道拓展不及预期。公司计划在全国 19 个重点省市的机场、高铁站及高端商场建设 248 家直营门店，具体计划为第一年新增门店 60 家，第二年新增门店 80 家，第三年新增门店 108 家，若是线下渠道的开设过程不能继续保持当前的单店模型盈利水平，可能导致线下渠道拓展不及预期。

竞争导致线上流量成本上升。现有大型公司对市场争夺的竞争加剧，具体体现为通过不断提升产品性能、保证服务覆盖等手段抢占市场；另一方面，中小型公司不断涌入市场，希望获得一定的市场份额，在这种激烈竞争的背景下，公司在线上拓展销售渠道可能会遇到流量成本上升的风险。

委托加工风险。若未来公司未能保持对委托加工生产的有效管理，一旦产品出现质量缺陷或供货短缺，将产生影响公司产品质量和生产供应的风险，给公司的生产经营造成不利影响，有可能会在舆论上受到负面的影响。

研发能力不及预期。如果公司未来的技术开发和产品升级不能及时跟上市场需求的变化，公司对相关产品的市场发展趋势、研发方向判断失误，研发投入不能满足技术研发创新需要等，将对公司保持技术领域的较强市场竞争力产生不利影响，并进一步影响公司的盈利能力及可持续发展能力

短期股价波动风险。该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

境外经营风险。公司的境外业务拓展可能存在风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	84.86	139.29	504.69	548.25	738.13
应收票据及应收账款	78.11	82.13	146.06	168.88	306.42
预付账款	16.70	24.24	28.34	45.09	66.33
存货	102.73	140.59	187.42	261.62	392.05
其他	47.16	49.11	87.89	95.44	169.80
流动资产合计	329.56	435.36	954.40	1,119.28	1,672.73
长期股权投资	4.61	3.97	3.97	3.97	3.97
固定资产	17.33	14.95	36.89	78.90	119.96
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	5.61	5.00	3.91	2.82	1.73
其他	16.25	16.91	7.15	5.06	5.06
非流动资产合计	43.80	40.84	87.92	160.36	202.49
资产总计	373.37	476.20	1,042.33	1,279.64	1,875.22
短期借款	26.46	45.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	136.16	153.04	245.34	301.11	517.64
其他	45.49	42.74	81.66	62.97	131.93
流动负债合计	208.11	240.78	327.00	364.09	649.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.42	1.55	1.55	1.55	1.55
非流动负债合计	2.42	1.55	1.55	1.55	1.55
负债合计	210.53	242.33	328.56	365.64	651.12
少数股东权益	(0.36)	(0.61)	(0.61)	(0.61)	(0.61)
股本	46.23	46.23	61.64	61.64	61.64
资本公积	21.54	21.54	365.04	365.04	365.04
留存收益	118.68	189.39	652.74	852.97	1,163.07
其他	(23.26)	(22.68)	(365.04)	(365.04)	(365.04)
股东权益合计	162.83	233.87	713.77	914.01	1,224.10
负债和股东权益总计	373.37	476.20	1,042.33	1,279.64	1,875.22

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	54.77	70.46	119.85	200.24	310.09
折旧摊销	10.61	17.51	3.16	5.48	7.87
财务费用	1.62	0.65	2.56	2.91	3.33
投资损失	(0.14)	0.35	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(37.60)	(28.60)	(12.66)	(82.15)	(78.09)
其它	9.70	7.88	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	38.96	68.25	112.91	126.47	243.21
资本支出	16.71	4.80	60.00	80.00	50.00
长期投资	4.61	(0.63)	0.00	0.00	0.00
其他	(48.54)	(29.47)	(120.00)	(160.00)	(100.00)
投资活动现金流	(27.22)	(25.30)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	26.46	45.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	11.14	(1.05)	357.49	(2.91)	(3.33)
其他	(45.50)	(28.59)	(45.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(7.91)	15.36	312.49	(2.91)	(3.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3.83	58.30	365.40	43.56	189.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	694.12	826.48	1,282.05	1,709.40	2,564.10
营业成本	271.20	344.14	510.72	673.48	1,010.06
营业税金及附加	6.00	4.63	7.18	9.58	14.36
营业费用	286.54	342.14	537.26	698.98	1,049.22
管理费用	26.88	28.63	32.05	32.48	45.38
研发费用	40.66	36.89	51.28	56.41	76.92
财务费用	1.99	1.63	2.56	2.91	3.33
资产减值损失	(1.80)	(1.35)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.14	(0.35)	0.00	0.00	0.00
其他	(0.67)	(13.77)	0.00	0.00	0.00
营业利润	63.18	83.90	141.00	235.57	364.82
营业外收入	0.73	0.61	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.92	1.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.00	82.65	141.00	235.57	364.82
所得税	8.23	12.20	21.15	35.34	54.72
净利润	54.77	70.46	119.85	200.24	310.09
少数股东损益	0.19	(0.25)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	54.58	70.71	119.85	200.24	310.09
每股收益(元)	0.89	1.15	1.94	3.25	5.03

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	36.64%	19.07%	55.12%	33.33%	50.00%
营业利润	12.76%	32.79%	68.05%	67.07%	54.86%
归属于母公司净利润	20.78%	29.56%	69.50%	67.07%	54.86%
获利能力					
毛利率	60.93%	58.36%	60.16%	60.60%	60.61%
净利率	7.86%	8.56%	9.35%	11.71%	12.09%
ROE	33.44%	30.16%	16.78%	21.89%	25.32%
ROIC	119.58%	82.69%	99.48%	100.39%	86.76%
偿债能力					
资产负债率	56.39%	50.89%	31.52%	28.57%	34.72%
净负债率	-35.87%	-40.32%	-70.71%	-59.98%	-60.30%
流动比率	1.58	1.81	2.92	3.07	2.58
速动比率	1.09	1.22	2.35	2.36	1.97
营运能力					
应收账款周转率	11.06	10.32	11.24	10.86	10.79
存货周转率	7.86	6.79	7.82	7.61	7.85
总资产周转率	2.17	1.95	1.69	1.47	1.63
每股指标(元)					
每股收益	0.89	1.15	1.94	3.25	5.03
每股经营现金流	0.63	1.11	1.83	2.05	3.95
每股净资产	2.65	3.80	11.59	14.84	19.87
估值比率					
市盈率	193.13	149.07	87.95	52.64	33.99
市净率	64.59	44.95	14.75	11.52	8.61
EV/EBITDA	0.00	0.00	68.35	40.94	26.05
EV/EBIT	0.00	0.00	69.85	41.88	26.61

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com