

倍轻松 (688793.SH) 买入 (首次评级)

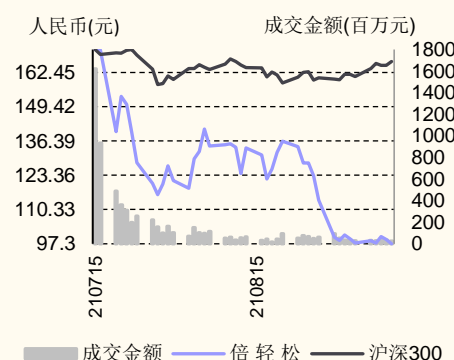
公司深度研究

市场价格 (人民币): 97.30 元

目标价格 (人民币): 133.70 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.62
已上市流通 A 股(亿股)	0.13
总市值(亿元)	59.98
年内股价最高最低(元)	171.18/97.30
沪深 300 指数	5014
上证指数	3703



“轻松”占鳌头，成长正提速

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	694	826	1,247	1,873	2,634
营业收入增长率	36.64%	19.07%	50.83%	50.28%	40.60%
归母净利润(百万元)	55	71	119	183	260
归母净利润增长率	20.78%	29.56%	68.65%	53.71%	41.62%
摊薄每股收益(元)	1.181	1.529	1.935	2.973	4.211
每股经营性现金流净额	0.71	1.43	1.66	2.31	3.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	33.44%	30.16%	16.52%	21.79%	25.70%
P/E	N/A	N/A	50.30	32.72	23.11
P/B	N/A	N/A	8.31	7.13	5.94

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **智能便携按摩器先行者——倍轻松:** 公司成立于 2000 年, 主要从事智能便携式按摩器业务, 通过线下直营渠道起家, 营销高举高打, 产品委外为主, 此后逐步拓展至多渠道运营。公司近年来营收不断攀升, 2020 年受疫情影响, 营收/归母净利润仍分别达 8.3 亿元/0.7 亿元, 分别同比增长 19.1%/28.7%。1H21 公司线下渠道快速恢复, 驱动整体营收同比+64.9%至 5.4 亿元, 归母净利润同比+248.8%至 0.4 亿元。
- **公司为什么能在同质化市场中突围?** 公司是同质化市场突围的典型, 主要采用以客户亲密型为主, 产品差异型为辅的品牌策略。基于中高端定位, 从选品+渠道+营销三方面针对性发力, 服务理念始终贯穿各环节, 尤其线下直营渠道成为服务落地的最佳场所, 并且我们通过草根调研及官方数据推演其单店盈利模型, 发现其单店坪效优异, 净利率超 10%, 直营模式已基本跑通, 成为同行较难复制的关键竞争力。此外, 公司会员体系与口碑营销正持续完善, 有望构建从获客到复购的完整营销闭环, 率先突围也为公司持续扩大自身领先优势并进一步构建长期竞争力奠定基础。
- **未来成长驱动因素一: 享受赛道红利。** 目前中国按摩器具渗透率仅为 1%, 而亚洲成熟市场已达 10%-25%, 中国市场正受老年经济、亚健康年轻化以及消费升级作用而进入加速扩容期。其中便携式产品较按摩椅等传统产品而言, 其有使用场景受限小、试错成本低、精准按摩等优势, 有望在行业扩容中成为增长最快的细分赛道之一, 公司将充分享受优质赛道带来的三重红利 (行业扩容、中高端需求趋势契合公司营销打法、具备规模效应属性)。
- **未来成长驱动因素二: 自身主动扩张, 打开成长空间。** 公司募集资金中 1.5 亿元将用于渠道拓展, 从今年起三年内新增 248 家直营店, 进一步扩大全国渠道覆盖面, 此外, 公司将共计投入 1.3 亿元用于研发与信息化升级建设, 这将使得公司后端能力进一步增强, 为公司在品类、品牌、渠道的扩张提供保障, 持续提升自身份额, 尤其通过品类扩充有望逐步驱动公司从低频消费品企业向高频消费品企业晋升, 打开自身成长天花板。

投资建议

- 我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 为 1.94 元、2.97 元和 4.21 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 50x/32x/23x, 给予公司 2022 年合理估值 45 倍, 对应目标价 133.7 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 新品开拓不及预期; 委托加工产品品控; 直营门店拓展不及预期; 限售股解禁。

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓

联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

公司 2020 年底线下直营门店达 165 家，根据公司规划 2021-2023 年将分别新增 60/80/108 家门店，在假设净开店也能达到此数量的情况下，公司线下直营门店数同比增长幅度分别达 36.4%/35.6%/35.4%，这将为各品类快速增长奠定坚实基础，此外随着线上渠道更广泛的布局，也将从电商渠道为公司各品类打开成长空间。基于此，我们进一步作出以下预测：

1) 眼部按摩业务：眼部按摩器是公司核心主推业务，且随着渠道持续拓展叠加新品持续推出，我们预计眼部按摩器业务的销量有望加速增长，整体预计 2021-2023 年眼部按摩品类销量将分别+38%/+37%/+32%，此外根据规划未来三年直销渠道将加速扩张，而该渠道普遍主推中高端眼部按摩器，我们预计眼部按摩器的整体销售单价有望因此抬升，预计 2021-2023 年单价将分别+8.5%/+7.5%/+6.5%，预计 2021-2023 年眼部按摩业务总营收分别为 3.8/5.5/7.8 亿元，同比+49.7%/+47.3%/+40.6%。随着规模持续扩大，规模效应显现叠加品类功能持续丰富，产品结构进一步升级驱动未来该业务毛利率稳中有升，我们预计 2021-2023 年眼部按摩业务毛利率分别为 54.3%/54.3%/54.4%。

2) 颈部按摩业务：随着小型按摩器具行业空间扩大，叠加品牌知名度提升，预计 2021-2023 年销量将分别+52%/+50%/+42%。此外，由于公司新品（例如 INECK 3 系列）正持续推出，叠加线下直营门店加速扩张可驱动公司维持高定价，但由于颈部按摩器品类面临 SKG 等强势竞争对手并且逐步推出性价比比较高产品，预计 2021-2023 年整体平均单价将维持相对稳定。我们预计 2021-2023 年颈部按摩业务营收为 3.1/4.7/6.6 亿元，同比+52%/+48.5%/+40.6%。此外，预计随着产品销售结构的变化，2021-2023 年颈部按摩业务毛利率分别为 66.7%/66.4%/66.2%。

3) 头部按摩业务：公司目前该品类有望进一步推出更具价格竞争力的产品从而驱动公司在市场整体扩容的同时占据更大市场份额，预计 2021-2023 年销量将分别+45%/+45%/+30%，此外随着线下直营门店快速扩张，而门店主要布局中高端产品，这将对冲单价较低产品对整体单价的负向影响，预计 2021-2023 年单价将维持相对稳定。我们预计 2021-2023 年头部按摩业务营收为 1.2/1.7/2.1 亿元，同比+40.7%/+43.3%/+30%。随着整体规模效应逐渐显现，各价位段产品的单位生产成本未来有望稳步下降，我们预计 2020-2022 年头部按摩器业务毛利率分别为 65.6%/65.2%/65.2%。

4) 头皮按摩业务：由于随着消费者对于头皮健康的越发关注叠加公司持续丰富该品类功能，有望推动销量快速提升，预计 2021-2023 年销量+45%/+43%/+35%。预计 2021-2023 年头皮按摩业务总营收分别为 1.8/2.7/3.8 亿元，同比+52.3%/+50.2%/+40.4%。毛利率方面，公司虽可受益于规模效应，但预计公司未来该品类将会逐渐推出高性价比产品，对冲毛利率，我们预计 2021-2023 年头皮按摩业务毛利率将维持稳定。

5) 销售费用率预测：虽然公司未来三年规划扩张线下直营门店将直接增加门店租金费用，但随着品牌知名度提升，公司线上、线下的营销投入力度有望边际降低，预计未来销售费用率将稳中有降，我们预计 2021-2023 年销售费用率为 40.9%/40.6%/40.3%。

6) 管理费用率预测：由于公司未来将大幅扩充直营店铺，将增加明显管理人员，但随着信息化升级建设项目落地，有望提升管理效率，优化控制管理费用，预计未来管理费用率保持稳定。

7) 研发费用率预测：研发是公司持续提升长期核心竞争力的重要保障，开发新产品和核心产品升级迭代是持续发展之关键，预计随着公司资金逐渐充裕，未来研发费用率将有所提升。我们预计 2021-2023 年研发费用率为 4.8%/5.0%/5.1%。

■ 我们区别于市场的观点

1. 虽然目前市场认为公司不具备较强竞争壁垒，但我们认为公司整体定位清晰，营销高举高打，在产品、运营并不具备碾压式优势的情况下，通过客户亲密型营销策略突围。在此过程中，线下直营店作为与消费者联系的纽带，其作用至关重要，并且这一直营模式已基本跑通，未来可加速复制直营与经销店，进一步奠定消费者心智。这一模式将是新进入的竞争对手较难复制的，公司也正逐步构建自身营销闭环，进一步夯实自身竞争力。

2. 目前市场认为公司研发投入少，产品不具有核心竞争力。而我们认为公司并未懈怠研发投入，其主要体现在公司持续横向拓展精细化按摩器具类型，并且纵向深耕核心品类的更新迭代，持续推新支撑其高定价策略。此外，公司上市后也正进一步加大研发投入，逐步拉开与中小品牌差距，为其长期发展奠定基础。

3. 目前市场认为公司成长天花板不高，但我们认为一方面，老年经济、亚健康年轻化以及消费升级将带动按摩产品行业需求持续扩张，并且便携式按摩产品由于其产品特性，有望成为增长最快的细分赛道之一，公司将会享受赛道红利；另一方面，公司也将会在持续构建并夯实自身长期竞争力的情况下，未来在品类、品牌、渠道方面持续主动扩张，在占据按摩器具行业份额的同时，公司也有望通过新品类扩充，逐步从低频耐用消费品企业向高频消费品企业晋升，打开自身成长天花板。

■ 股价上涨的催化因素

1. 爆品眼部按摩仪业务超预期；
2. 新品类拓展速度超出预期；
3. 直营门店扩张速度超预期；
4. 更多高频消费产品销售超预期。

■ 估值和目标价格

我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 为 1.94 元、2.97 元和 4.21 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 50x/32x/23x，给予公司 2022 年合理估值 45 倍，对应目标价 133.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 投资风险

新品开拓不及预期；委托加工产品品控；直营门店拓展不及预期；限售股解禁。

内容目录

投资要件	2
1、智能便携按摩器先行者——倍轻松	7
1.1 线下直营布局领先，深耕四大核心产品线	7
1.2 营销高举高打，生产委外为主	8
1.3 员工持股+募投项目为公司持续增长赋能	10
2、公司为什么能在同质化市场中突围？	11
2.1 产品：中高端定位+横向扩展纵深迭代，配合渠道差异化布局产品	12
2.2 渠道：线下直营仍为核心优势，线上布局也具深意	15
2.3 营销：贯彻客户亲密型策略，完整营销闭环正在构建	17
3、未来成长看什么？享受赛道红利+自身主动扩张	19
3.1 赛道属性奠定公司可享三重红利	19
3.2 品类、品牌、渠道布局全面扩张，成长空间有望打开	24
4、盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 投资建议及估值	27
5、风险提示	27

图表目录

图表 1：公司产品升级和品牌建设历史沿革	7
图表 2：公司历年营收及增长率（百万元，%）	7
图表 3：公司历年净利润及增长率（百万元，%）	7
图表 4：公司四大核心产品	8
图表 5：2017-2020 年各业务收入占比（%）	8
图表 6：2018-2020 年境内外销售收入占比（%）	8
图表 7：2018-2020 年各渠道收入及占比（百万，%）	8
图表 8：同业毛利率对比（%）	9
图表 9：同业销售费用率对比（%）	9
图表 10：公司销售单价高（元/台）	9
图表 11：同业按摩器主流价格段对比（元）	9
图表 12：2017-2020 年产品营收及 yoy（百万，%）	9
图表 13：2017-2020 年核心产品毛利率（%）	9
图表 14：自主品牌分渠道营收占比（%）	10
图表 15：2017-2020 年细分渠道毛利率（%）	10
图表 16：2020 年各品类生产方式占比图（%）	10
图表 17：2018-2020 年各品类产销率（%）	10
图表 18：公司员工持股计划	10
图表 19：公司募集资金用途	11

图表 20: 产品+渠道+营销三方面协同发力	12
图表 21: 业内各家企业历年内销营收增长情况 (%)	12
图表 22: 智能便携按摩器行业主要玩家	13
图表 23: 公司产品定位中高端 (元/台)	13
图表 24: 直营门店产品复购客户占比持续提升	13
图表 25: 核心品类营收和 yoy (亿元, %)	14
图表 26: 2020 年其他主营业务收入构成 (%)	14
图表 27: 核心产品不断迭代升级	14
图表 28: 三种按摩式眼部智能便携按摩器	14
图表 29: 各渠道主打产品主流价格段和平均单价 (元)	15
图表 30: 线下直营渠道客单分布 (元/单)	15
图表 31: 线上渠道 B2C 业务客单分布 (元/单)	15
图表 32: 线上线下毛利率均维持较高水平 (%)	15
图表 33: 线下直营和线上销售收入占比为主 (%)	15
图表 34: 线下直营和线上销售渠道毛利率高 (%)	15
图表 35: 线下直营和免税经销收入占比超 30%	16
图表 36: 线下直营门店数量 (家)	16
图表 37: 线下直营门店选址要求高	16
图表 38: 线下直营门店产品销售单价较高 (元/台)	16
图表 39: 公司直营单店盈利模型	17
图表 40: 线上分渠道营收及 yoy (百万元, %)	17
图表 41: 2020 年各平台营收占比	17
图表 42: 有望构建获客到复购的营销闭环	18
图表 43: 公司历年销售费用及费用率 (百万元, %)	18
图表 44: 轻松茶舍和轻松蘑菇屋带来线下沉浸式体验	18
图表 45: 线下机场直营门店转化率稳步提升	18
图表 46: 公司会员制度及福利	19
图表 47: 行业及产品特性带来三重赛道红利	19
图表 48: 各国按摩器具渗透率 (%)	20
图表 49: 中国按摩器具行业各品类占比 (%)	20
图表 50: 中国按摩器具市场规模 (亿元)	20
图表 51: 全球按摩器具市场规模 (亿美元)	20
图表 52: 60 岁及以上老龄人口比重 (万人, %)	21
图表 53: 中国养老产业市场规模及预测 (万亿元, %)	21
图表 54: 90 后出现健康下降信号	21
图表 55: 白领人群亚健康比例高	21
图表 56: 90 后更重视健康养生	21
图表 57: 85 后成按摩仪消费主力人群	21
图表 58: 全国居民人均医疗保健消费支出增长 (元)	22

图表 59: 中国和日本历年人均 GDP (美元)	22
图表 60: 铁路、机场出行人数逐年增加 (万人)	22
图表 61: 便携式按摩器具性价比高 (元/台)	22
图表 62: 中国礼品行业发展历史	23
图表 63: 中国礼品行业产品销售结构占比 (%)	23
图表 64: 各类按摩器 SKU 较少 (线上)	23
图表 65: 眼部按摩器单位成本下降 (元/台)	23
图表 66: 国内按摩器具竞争格局	24
图表 67: 同业公司历年净利率对比 (%)	24
图表 68: 同业历年研发费用率对比 (%)	24
图表 69: 2020 年同业公司研发人员数以及占比	24
图表 70: 其他主营业务待深耕 (百万元, %)	25
图表 71: 新品艾灸盒 30 天销量领先	25
图表 72: 阿里平台不同价格段销售量占比	25
图表 73: 线下直营店铺未来三年新增计划	25
图表 74: 募投项目拟建店铺类型	25
图表 75: 业务拆分及收入预测	27
图表 76: 可比公司估值比较 (市盈率法)	27

1、智能便携按摩器先行者——倍轻松

公司成立于 2000 年，主要从事智能便携式按摩器业务，通过线下直营渠道起家，营销高举高打，产品委外为主，此后逐步拓展至多渠道运营。公司近年来营收不断攀升，2020 年受疫情影响营收/归母净利润仍分别达 8.3 亿/0.7 亿元，分别同比增长 19.1%/28.7%。1H21 公司线下渠道恢复理想驱动营收同比+64.9%至 5.4 亿元，归母净利润同比+248.8%至 0.4 亿元。公司上市募集资金主要用于渠道扩张、研发及信息化升级建设，这将进一步增强公司前后端能力，为公司持续增长赋能。

1.1 线下直营布局领先，深耕四大核心产品线

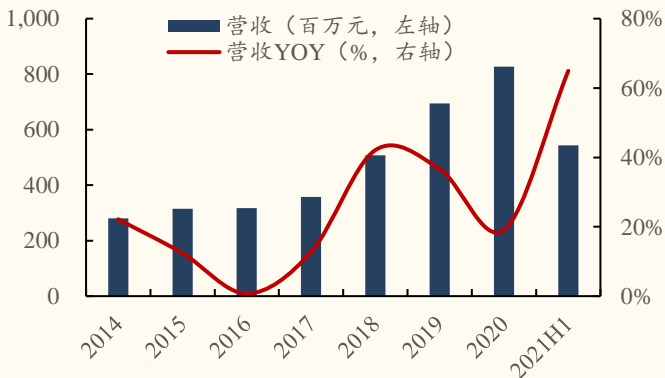
公司主要从事智能便携按摩器的设计、研发、生产、销售及服务，从线下直营眼部按摩器起家，逐步建立起以眼部、颈部、头部及头皮四大类智能便携按摩器产品为主，以按摩人体其余易疲劳部位智能按摩器与其他健康产品为辅的产品体系。2021 年 H1 已拥有 178 家线下直营店，逐渐成为国内便携按摩器行业的领军企业。近年来公司营收不断攀升，2020 年营业收入为 8.3 亿，同比增长 19.1%，实现归母净利润 0.7 亿，同比增长 28.7%。此外，今年上半年依托全渠道发力，尤其线下渠道在疫情后的快速恢复，2021 年 H1 公司整体营收同比+64.9%至 5.4 亿元，归母净利润同比+248.8%至 0.4 亿元。

图表 1：公司产品升级和品牌建设历史沿革

	从眼部按摩器入局便携按摩器具市场 (2000年-2009年)	横向扩品类纵向升级，打造健康行业影响力 (2010年-2014年)	迈入智能新时代，成为智能便携按摩器引领者 (2015年至今)
大事记	<ul style="list-style-type: none"> 2000年breo倍轻松品牌正式成立 	<ul style="list-style-type: none"> 2012年倍轻松取得《对外贸易经营者备案登记表》，开启海外销售业务。 	<ul style="list-style-type: none"> 2021年倍轻松宣布肖战成为全球品牌代言人，登录科创板成为健康智能硬件第一股。
产品	<ul style="list-style-type: none"> 2000年开创眼部按摩器系列产品，推出首款眼部按摩器 iSee100。 2008年开创头部按摩器系列产品，推出首款头部按摩器 iDream 1180 	<ul style="list-style-type: none"> 2013年开创颈部按摩器系列产品 2013年发布首款头皮按摩器 2013年推出气压按摩式眼部按摩器 	<ul style="list-style-type: none"> 2017年发布环颈揉捏推拿式颈部按摩器；推出机械按摩式眼部按摩器 2018年推出机械揉捏式颈部按摩器 2019年推出自适应充气揉捏式颈部按摩器 2020年推出虚拟触感按摩式眼按摩器
品牌	<ul style="list-style-type: none"> 2005年成为深圳高新技术企业 2009年成为国家高新技术企业、荣获深圳知名品牌称号 	<ul style="list-style-type: none"> 2010年荣获Red dot红点奖 2013-2014年荣获Red dot红点奖、iF产品设计奖、G-mark日本好设计奖等众多国际奖项 	<ul style="list-style-type: none"> 2015年荣获首届中国智能装备产业博览会红帆奖金奖。 2021年荣获人民日报《国际金融报》2021最佳口碑品牌奖
渠道	<ul style="list-style-type: none"> 通过直营店和经销模式铺设销售网络 2008年成立电子商务部，入驻天猫平台开设线上销售渠道 	<ul style="list-style-type: none"> 2012年开始海外直营和经销渠道 2013年建立天猫品牌旗舰店 2012-2015年调整门店开设战略，将开店重点布局到一、二线城市高端交通枢纽和高端购物商场 	<ul style="list-style-type: none"> 稳步高质拓展线下直营渠道 2016年国内电子商务平台京东、唯品、天猫投入继续加大，同时海外电子商务将开拓京东、LAZADA、FACEBOOK、GROUPON、Amazon等平台

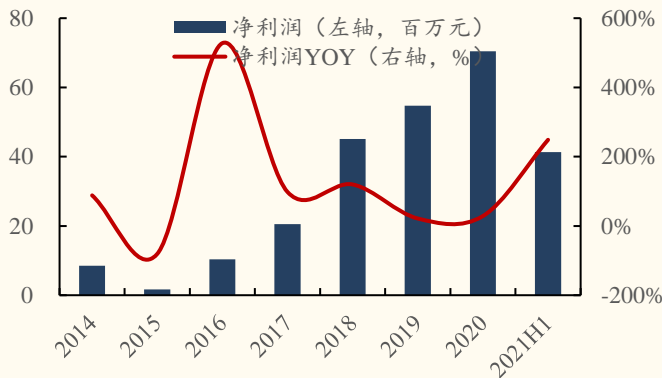
来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表 2：公司历年营收及增长率（百万元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司历年净利润及增长率（百万元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

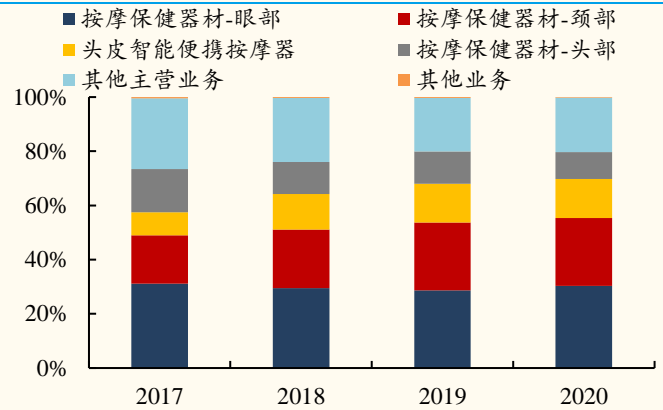
分产品：公司围绕眼部、颈部、头部及头皮打造四大核心产品，形成以智能便携按摩器为主的产品体系，2018-2020年四大核心品类的按摩器营业收入分别为3.7/5.5/6.6亿元，收入占比分别为76.1%/79.9%/79.8%。其他产品如肩部、背部、脚部按摩器等产品收入占比近年来约为20%。

图表4：公司四大核心产品



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表5：2017-2020年各业务收入占比（%）

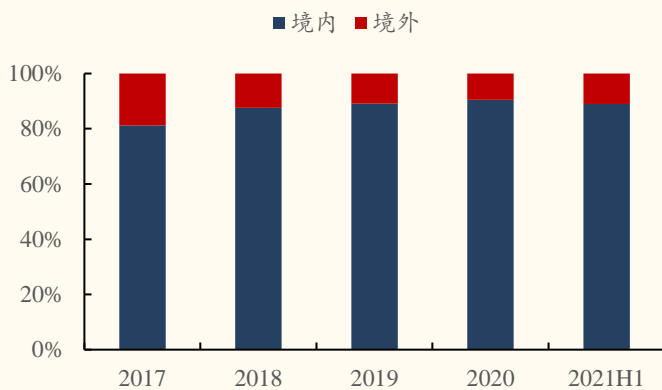


来源：Wind，国金证券研究所

分区域：公司营收主要来源于境内，近年来公司逐步开拓境外市场，如美国、日本、韩国等，2021H1境内和境外收入占比分别为89%/11%。

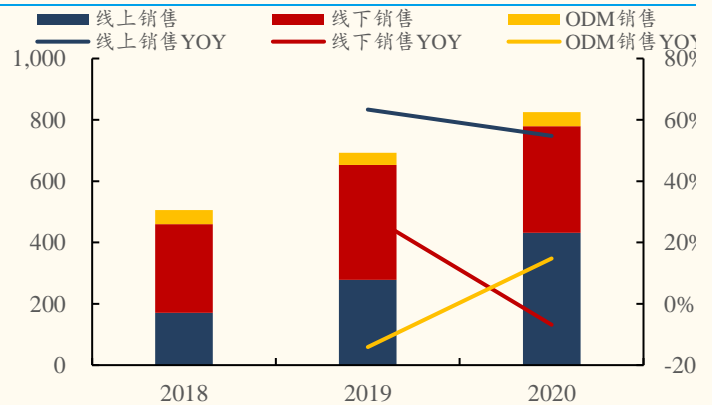
分渠道：公司前期主要从线下直营进行渠道布局，近年来逐步顺应流量线上转移趋势，线上渠道快速扩张，仅考虑自有品牌销售收入来看，目前线上与线下渠道销售占比分别已达55.3%/44.7%。线上销售细分为线上B2C、电商平台入仓和线上经销，其中通过主要电商平台销售占比约为90%；线下销售细分为线下直销和线下经销，其中线下直销占比超60%。此外，公司还为傲胜、BORK等知名品牌提供ODM产品，2020年自主品牌销售收入和ODM收入占比分别为94.5%/5.5%。

图表6：2018-2020年境内外销售收入占比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表7：2018-2020年各渠道收入及占比（百万，%）

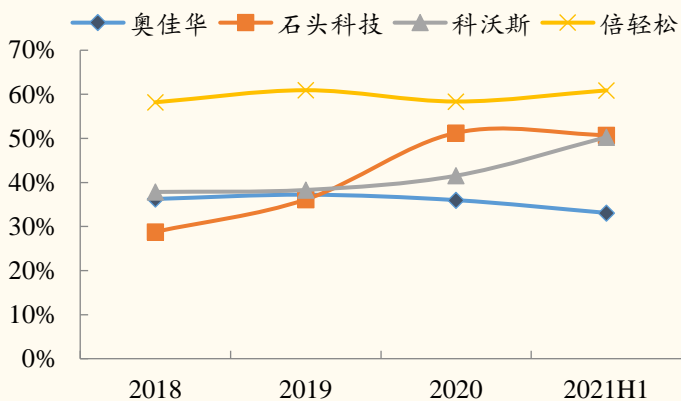


来源：Wind，国金证券研究所

1.2 营销高举高打，生产委外为主

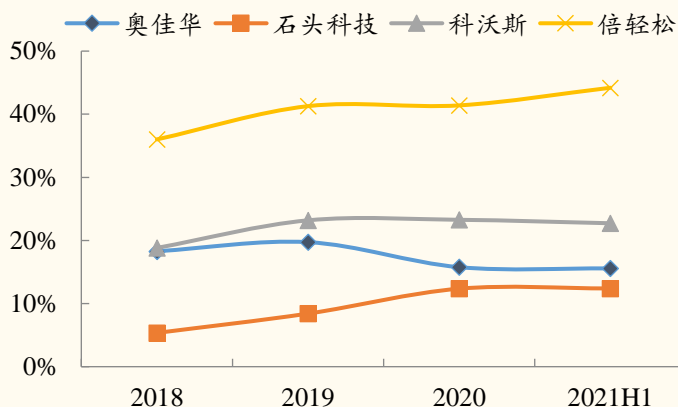
从营销端来看，公司整体呈现出“高毛利+高费用”的高举高打模式，其中2018-2020年毛利率为58.2%/60.9%/58.4%，销售费用率为36.0%/41.3%/41.4%，而公司的产品定位与渠道布局正是支撑这一模式的关键。产品定位中高端，前期注重在机场、高铁和中高端商场等核心流量区域布局线下直营渠道，精准覆盖中高端客户的同时进一步夯实品牌力。产品定位与渠道布局相辅相成，为公司高举高打奠定坚实基础。

图表 8: 同业毛利率对比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

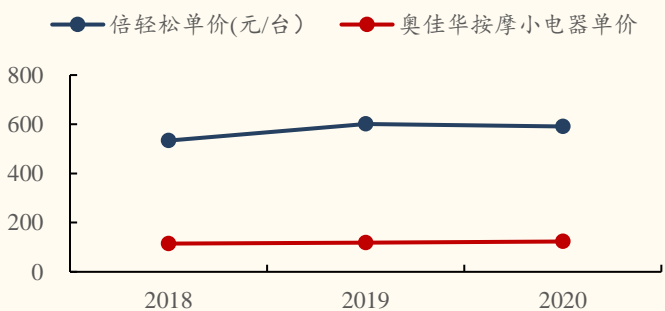
图表 9: 同业销售费用率对比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

产品定位中高端: 公司整体平均销售单价和同行业公司对比处于高位, 在电商平台的主流价格段为 500-700 元, 价格相对高于主要竞品, 并且精准定位中高端。这也确保了公司近年来各产品营收持续稳步增长的同时, 毛利率依然均保持在 50% 以上, 其中 2020 年眼部/颈部/头皮/头部产品营收分别为 2.5/2.1/1.2/0.8 亿元, 毛利率分别为 54.1%/66.7%/64.2%/65.6%。

图表 10: 公司销售单价高 (元/台)



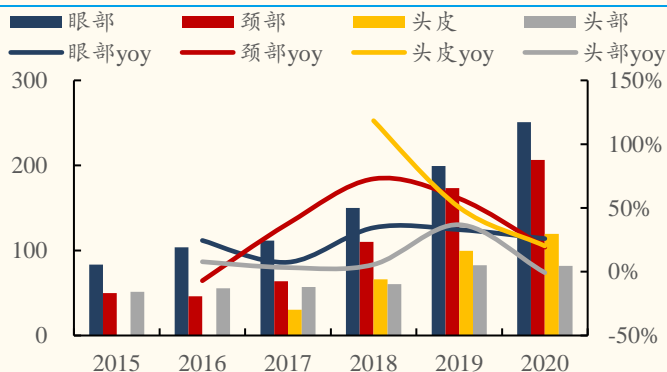
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 同业按摩器主流价格段对比 (元)

品牌名称	主流价格段 (元)
倍轻松	500-700
SKG	300-500
奥佳华	400-500
奥克斯	150-350
Hipee	300-400
艾诗摩尔	300-400

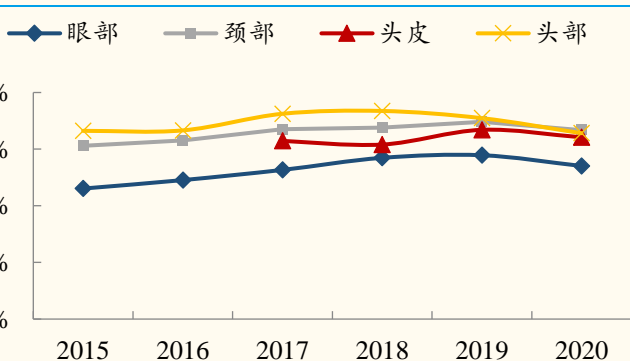
来源: 淘宝, 国金证券研究所

图表 12: 2017-2020 年产品营收及 yoy (百万, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 2017-2020 年核心产品毛利率 (%)

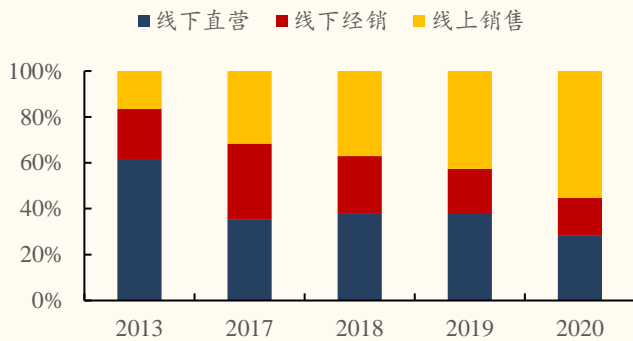


来源: Wind, 国金证券研究所

线下直营布局精准定位客群, 并拉升品牌力: 为配合产品中高端定位, 公司初期从线下渠道起步, 尤其是直营渠道, 广泛布局重要城市机场、高铁站和中高端商场, 在精准定位中高端客群的同时也在逐步拉升品牌力。公司前期大力布局线下直营渠道, 在自主品牌收入中, 2013 年线下渠道收入占比 83.5%, 并且其中直营占线下渠道比例为 73.9%; 此后, 公司顺应流量线上转移趋势, 逐渐发力电商渠道, 包括线上 B2C、经销和电商平台入仓业务等, 2020 年公司线

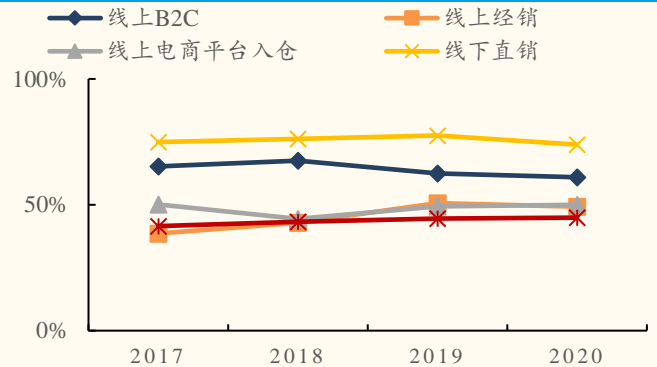
上营收 4.3 亿，占比 55.3%，线下直营渠道由于疫情影响收入占比有所下降，但公司线下直营渠道布局在整体营销模式中依然发挥着关键作用。

图表 14: 自主品牌分渠道营收占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

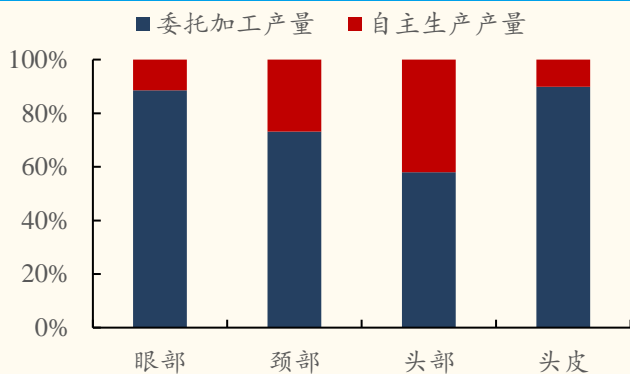
图表 15: 2017-2020 年细分渠道毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

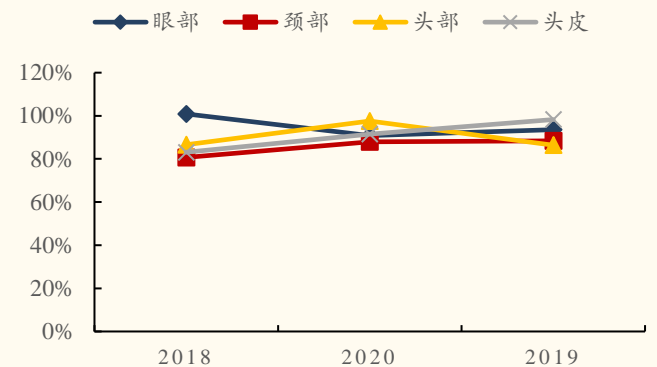
从生产端来看，公司以委外加工为主。公司采取轻资产经营模式，主要掌握产品设计研发、品质控制和供应链管理等核心环节，目前制造端采用以委托加工为主，辅以自主生产的生产模式，2020 年其核心品类眼部按摩器的委外加工比例达 88.6%。

图表 16: 2020 年各品类生产方式占比图 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 2018-2020 年各品类产销率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 员工持股+募投项目为公司持续增长赋能

公司多年来采用间接持股的方式对高级管理人员和核心员工等进行股权激励，设立鼎元宏、倍润投资、赫峰正富三大持股平台，分别持股 8.43%/1.05%/0.94%。借此将高级管理人员、核心员工的利益与公司发展深度绑定，充分调动员工的积极性和创造性，为公司持续发展奠定人才基础。

图表 18: 公司员工持股计划

持股平台	成立时间	持股数量 (万股)	持股比例	覆盖员工人数	股份锁定期
鼎元宏	2011 年 12 月	389.68	8.43%	31	承诺自股票上市之日起 36 个月内，不转让或者委托他人管理鼎元宏直接或间接持有的发行人首次发行上市前股份，也不提议由公司回购该部分股份。
倍润投资	2012 年 12 月	48.71	1.05%	25	承诺自股票上市之日起 36 个月内，不转让或者委托他人管理倍润投资直接或间接持有的发行人首次发行上市前股份，也不提议由公司回购该部分股份。
赫峰正富	2017 年 8 月	43.68	0.94%	17	承诺自股票上市之日起 36 个月内，不转让或者委托他人管理赫峰正富直接间接持有的发行人首次发行上市前股份，也不提议由公司回购该部分股份。

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

此外，公司将通过募投项目进一步提升自身基础能力。公司上市实际募集净额为 3.6 亿元，用于以下项目的建设：1.营销网络建设（投资额：1.5 亿元）；2.研发中心升级建设项目（投资额：0.9 亿元）；3.信息化升级建设项目（投资额：0.4 亿元）；4.补充营运资金（投资额：0.8 亿）。募投项目的建设一方面将使得公司进一步扩大线下渠道布局，扩大覆盖面并提升市占率的同时有望持续夯实公司品牌力，另外一方面，募投项目将有望提升公司研发能力，为公司未来持续发展打下产品基础，并且信息化升级项目也将有望为公司整体效率的提升带来积极作用，支撑公司持续扩大经营品类以及渠道铺设。

图表 19：公司募集资金用途

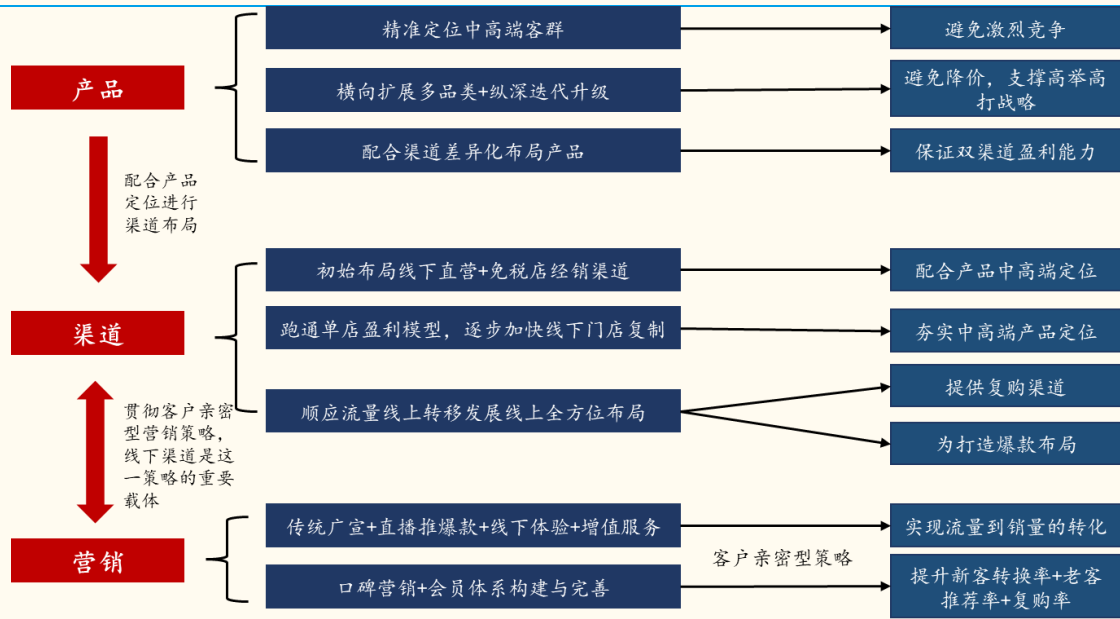
项目名称	投资总额 (万元)	实际募集资金 (万元)	占比	建设期 (月)	项目概况
营销网络建设项目	27862.02	15089.96	42.04%	27	拟在全国各地新设 248 家直营门店，项目实施后，将进一步扩大公司营销网络布局，完善公司营销体系架构
研发中心升级建设项目	8801.80	8801.80	24.52%	36	将在深圳市新建一个研发中心，通过引进行业专业人才，增加研发课题，购置先进的研发相关软硬件设施
信息化升级建设项目	5010.00	4000.00	11.14%	36	将搭建供应链管理系统（包括产品供应链管理系统、一站式售后服务系统）、大数据系统运营系统（包括体验式新型营销管理系统、商业智能系统和业务中台系统及数据中台）以及对 SAP 系统进行升级优化
补充营运资金	8000.00	8000.00	22.29%	-	用于补充公司日常营运资金需要
合计	49673.82	35891.04	100.00%		

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2、公司为什么能在同质化市场中突围？

我们认为公司主要是基于中高端的定位，从产品+渠道+营销三方面协同发力，在这一进入门槛相对较低、同质化较为严重的便携式按摩器具行业中依托高举高打的模式率先脱颖而出，率先突围也为公司持续夯实自身领先优势并打造长期竞争力奠定基础。具体来看：产品端，公司产品精准定位中高端后，持续横向扩品类纵向迭代升级，持续横纵向推新从源头避免激烈竞争，支撑其高举高打战略；并且产品通过配合渠道差异化布局保证线上线下双渠道盈利能力。渠道端，公司前期重点布局线下直营配合产品定位的同时拉升品牌力，此后顺应流量向线上转移，发展多渠道融合，尤其目前线下直营模式（净利率超 10%）已基本跑通，成为未来持续夯实自身特有竞争力的关键驱动力。营销端，在产品与渠道的配合下，公司持续贯彻客户亲密型营销策略，通过多维度推广叠加线下体验与服务实现拓流量+提转化，并持续完善会员体系与口碑营销，有望构建获客到复购的完整营销闭环。

图表 20: 产品+渠道+营销三方面协同发力



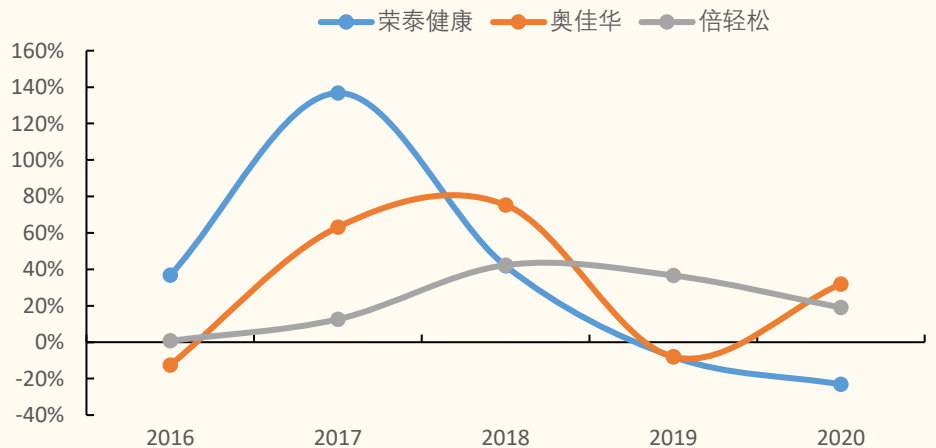
来源: 国金证券研究所

2.1 产品: 中高端定位+横向扩展纵深迭代, 配合渠道差异化布局产品

2.1.1 精准面向客群定位中高端避免激烈竞争

公司起初坚持中高端的品牌定位, 提供“古法中医×现代科技智慧融合”的产品和服务。公司产品目前主要面向一二线城市亚健康年轻白领和商旅人群等, 我们认为这一客群消费特点是具备一定的购买力、价格敏感度相对较低、且更注重产品质量和按摩作用。与行业内其他定位中低端的公司相比, 公司初始定位中高端切入精准, 可从源头避免激烈竞争, 相较于同业企业, 公司近年来在国内市场整体增长较为稳健。

图表 21: 业内各家企业历年内销营收增长情况 (%)



来源: 国金证券研究所

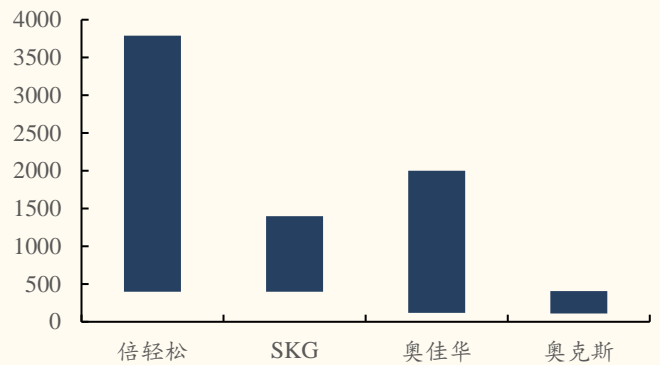
图表 22: 智能便携按摩器行业主要玩家

类型	小型按摩器具品牌		按摩椅起家的延伸品牌	外部品牌
品牌	倍轻松	SKG	奥佳华	奥克斯
入局时间	2000 年	2007 年	2013 年	-
淘系平台市场份额	10%	15%	2%	5%
产品均价	758 元	603 元	614 元	163 元

来源: 天猫旗舰店, 第三方数据, 公司官网, 国金证券研究所

注: 市场份额为淘系平台 21 年 1-6 月销售额占比

图表 23: 公司品牌定位中高端 (元/台)



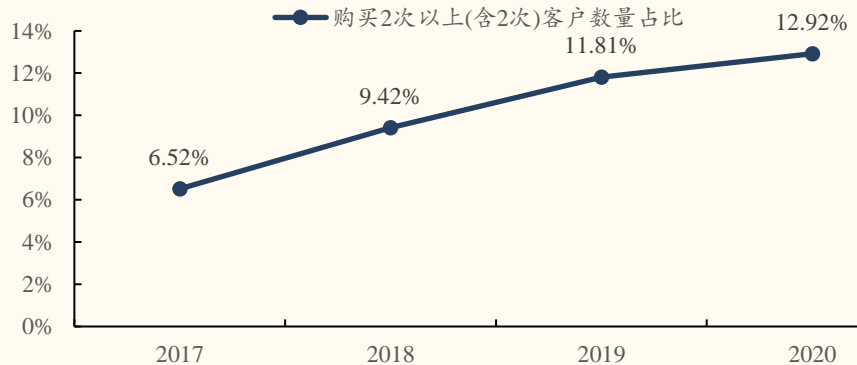
来源: 天猫旗舰店, 国金证券研究所

注: 价格段选取为各品牌旗舰店内智能便携按摩器的价格段

2.1.2 横向扩展多品类产品布局, 纵向重点 SKU 持续迭代升级

多品类横向布局+核心品类纵深迭代是公司稳固产品力的核心逻辑。公司可凭借持续推新和迭代升级实现高定价高毛利, 规避产品被模仿而大幅降价的风险, 支撑其高举高打战略模式。并且多品类选择和不断升级功能的产品可满足消费者多样化和更新升级的需求; 且原有品类和新品类产品品质始终较好, 因此直营门店产品复购率持续攀升, 2017-2020 年, 直营门店 2 次及以上重复购买客户订单数占比约 13%。

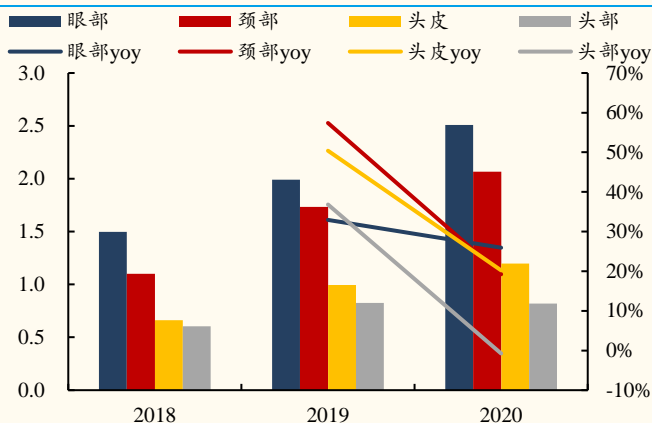
图表 24: 直营门店产品复购客户占比持续提升



来源: 公司申报反馈回复公告, 国金证券研究所

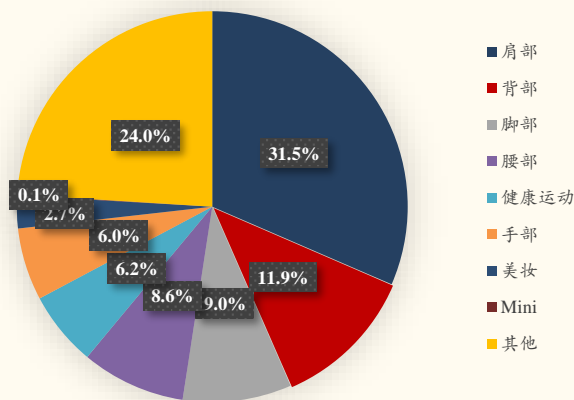
(1) 横向: 拓展多品类产品布局。公司以眼部按摩器产品起家, 逐步向颈部、头部、头皮及其他部位智能便携按摩器延伸, 形成四大核心产品矩阵, 除此之外公司产品体系中还包含人体其余易疲劳部位智能按摩器, 即肩部、手部、背部、腰部、足部等其他健康产品, 为消费者提供使用场景精细化的各类产品。

图表 25: 核心品类营收和 yoy (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

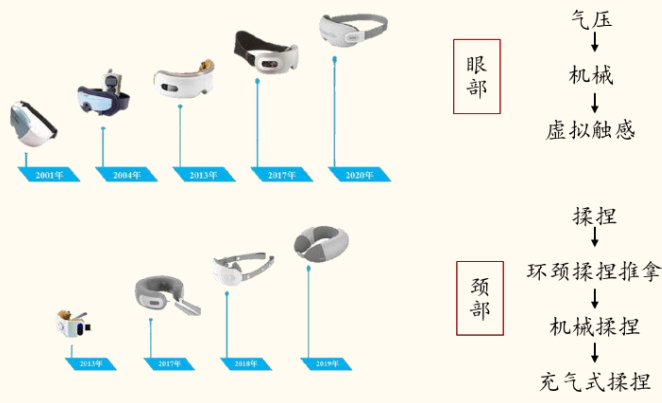
图表 26: 2020 年其他主营业务收入构成 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

(2) 纵向: 核心 SKU 迭代升级。公司眼部、颈部, 头部和头皮四大核心产品不断迭代升级, 给消费者带来更多选择和更好的消费体验, 满足市场不断变化的需求, 并且持续迭代推新可支撑公司高定价策略, 持续高举高打。以眼部智能便携按摩器为例, 经过 20 年的持续迭代升级推出五代产品, 目前主打气压按摩式、机械按摩式及虚拟触感按摩式三大类产品。而从更长期来看, 我们认为公司产品的持续迭代升级也是持续获取乃至绑定消费者的关键要素。

图表 27: 核心产品不断迭代升级



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 28: 三种按摩式眼部智能便携按摩器

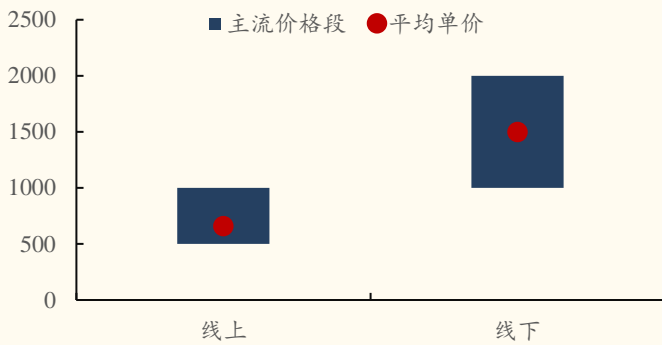
型号	iSeeM	EYE 1	iSeeK
产品款式			
产品类型	气压按摩式	机械按摩式	虚拟触感按摩式
售价	1399 元	1788 元	1380 元
推出时间	2018 年	2017 年	2020 年
按摩原理	智能暖流空气按摩技术	3D 机械按摩揉压穴位, 42°恒温热敷	自适应音频共振按摩技术
产品特点	AVG 智能温控热敷, 多穴位立体按摩	3 种可选模式, 95°人体工学设计	1000 种按摩手法, 可视化避空设计

来源: 公司官网, 天猫旗舰店, 国金证券研究所

2.1.3 线上线下产品差异化布局, 保障双渠道盈利能力

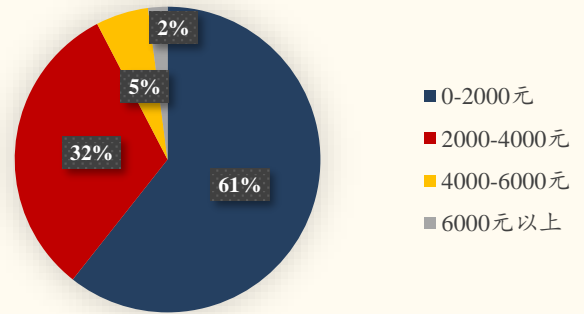
公司针对不同消费群体, 线上线下产品布局不完全重合, 确保线下渠道盈利能力不受侵蚀。由于线上流量更容易汇集, 针对线上消费群体主打联名、明星同款、主播推荐等爆款中低端产品, 主要由电商专供低价款和部分商城同款组成, 产品主流价格段在 500-1000 元左右, 平均单价 660 元; 同时, 截至 2021 年 6 月, 公司围绕机场、高铁站、Shopping Mall 地区线下共开设 178 家直营店, 针对商旅、礼赠等有需求的客户主推 1000-2000 元中高端产品, 平均单价为 1500 元左右。在线上线下实现差异化产品布局, 保证双渠道毛利空间, 2020 年线上线下销售毛利率分别为 56.9%/63.4%。

图表 29: 各渠道主打产品主流价格段和平均单价 (元)



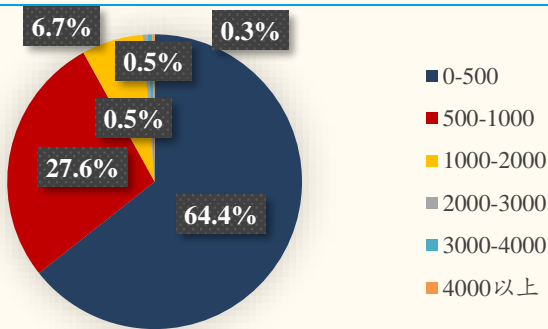
来源: 淘宝, 国金证券研究所

图表 30: 线下直营渠道客单分布 (元/单)



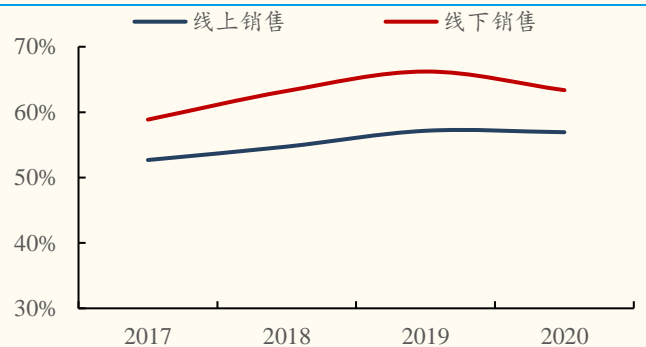
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 线上渠道 B2C 业务客单分布 (元/单)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 线上线下毛利率均维持较高水平 (%)

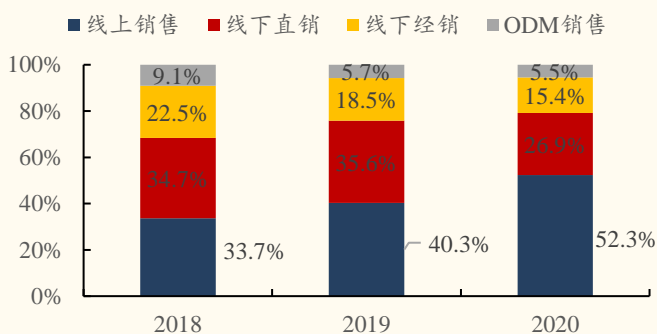


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 渠道: 线下直营仍为核心优势, 线上布局也具深意

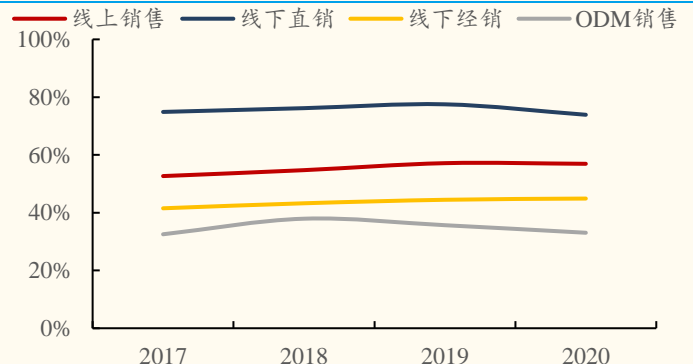
公司持续进行线上线下多渠道融合布局, 以线上电商和线下直营销销售为主, (2020 收入占比 79.2%), 线下经销和 ODM 为辅。初期公司为匹配产品中高端定位从而布局线下直营和免税店经销渠道, 吸引潜在中高端客户群体, 为打造中高端品牌奠定基础。基于高举高打的战术, 目前线下门店运转良性, 直营店模式已逐渐被验证可行, 线下渠道的布局已成为构建自身竞争力的核心要素。此外, 公司在线下渠道顺利进展的同时, 逐步开启线上布局, 表面上看这仅是公司顺应流量线上转移的趋势, 增强渠道覆盖面, 但我们认为线上发力实质上更具战略深意, 一方面为消费者增添更为便利的复购渠道, 另外一方面还可结合直播、流量代言等推爆款, 依托爆款产品进一步提升品牌知名度, 夯实品牌力。

图表 33: 线下直营和线上销售收入占比为主 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 线下直营和线上销售渠道毛利率高 (%)

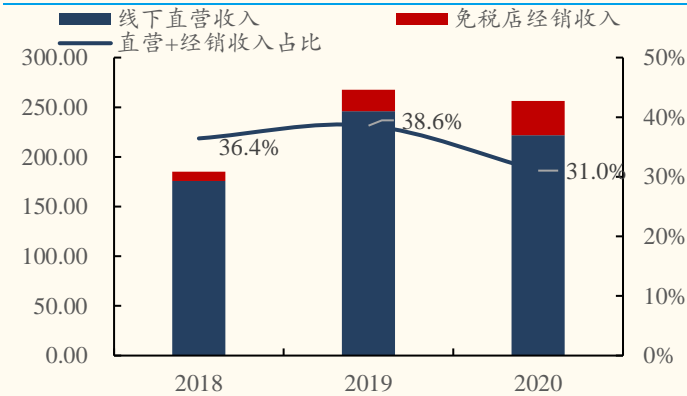


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2.1 初始布局线下，增强曝光度，为打造中高端品牌奠定基础

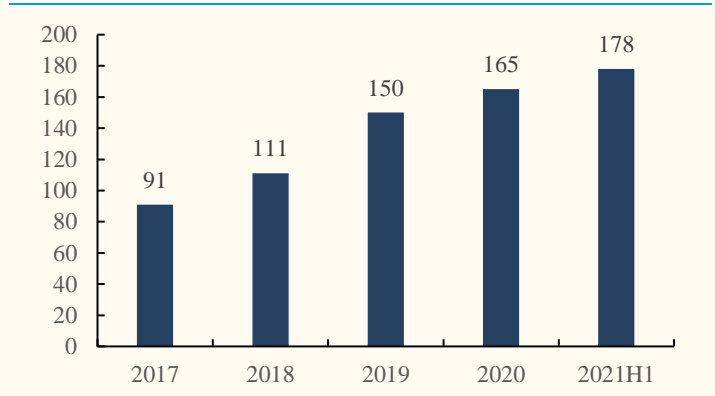
顺应产品定位，门店位置选择精准面向中高端客群：截至 2021 年 6 月底，公司共有 178 家线下直营门店，门店主要设在重要城市的机场、高铁站和中高端商场；且公司大力发展中国免税店线下经销渠道，2020 年线下直营和中免经销收入占比为 31%。线下直营门店和免税店的选址要求高，可精准面向商旅人群等潜在中高端客群，配合中高端产品定位，吸引潜在客户消费，并且线下直营门店可为消费者提供健康管理增值服务，提升消费体验，拉高品牌档次，为中高端品牌形象打造奠定基础。

图表 35：线下直营和免税经销收入占比超 30%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：线下直营门店数量 (家)



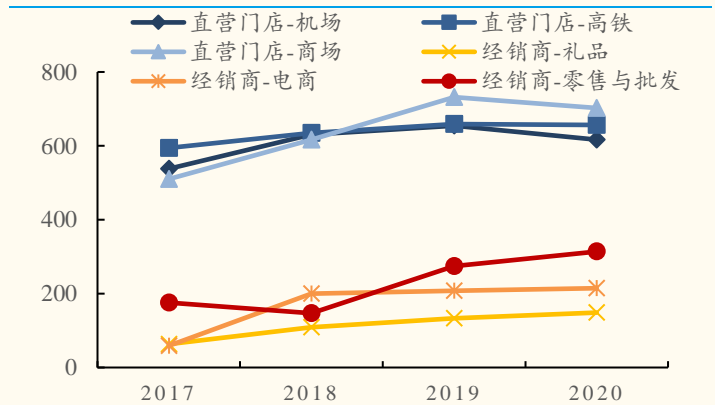
来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：线下直营门店选址要求高

门店选址要求	
机场	旅客吞吐量在 1000 万以上的机场，特别是旅客吞吐量在 2000 万以上的机场
高铁	高铁枢纽类
商场	城市商业标杆 区域商业标杆 区域成长类商业项目

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 38：线下直营门店产品销售单价较高 (元/台)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.2.2 直营门店盈利模型已跑通，具备快速复制能力，构建关键竞争力

单店盈利优异，投资回收期较短，可复制性高。根据草根调研和招股说明书相关数据，我们构建了公司直营门店的单店盈利模型。经测算，直营单店可实现较为理想盈利水平，并且由于整体前期投入成本相对较低，投资回收期仅需约 8 个月，预计经销店投资回收期将更短。直营店盈利模型基本已跑通，运转良性确保其可实现快速复制，随着直营门店未来的进一步扩张，可继续巩固公司线下渠道优势，支撑公司高举高打战略，为其贴近客户并提供附加服务赋能，线下渠道的布局已逐渐成为公司构建自身核心竞争力的重要关键点。

图表 39: 公司直营单店盈利模型

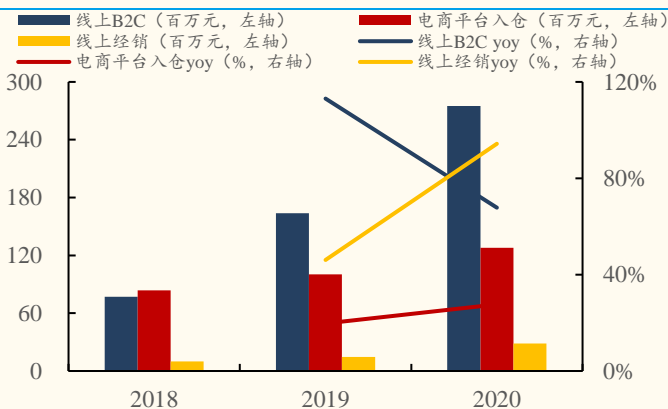
单店营业收入		备注
坪效 (元/m ² /月)	4600	按华北地区 18-19 年坪效, 但调研门店所在地区一般坪效更高
单店收入 (元/月)	92000	
单店毛利率 (%)	73.9%	参考 2020 年线下直营门店毛利率
单店毛利 (元/月)	67988	
前期投资成本		
装修费用 (元)	60000	调研门店处于一线城市, 装修人工费用较高; 但全国平均来看, 预测 2000 元/m ² 左右
其他费用 (元)	10000	
前期投资成本合计 (元)	70000	
投资回收期 (月)	7.24	
后期运营成本		
单店面积 (m ²)	20	该店面为一线城市大型商场中的中岛店铺
月租金 (元/月)	41840	固定租金为 2000 元/m ² /月; 浮动租金为月收入的 2%
租金费用率 (%)	45.48%	
员工总人数 (店员)	2	
人工成本合计 (元/月)	13520	员工固定工资 4000 元/人/月; 每人浮动工资为月销售额的 3%
人工费用率 (%)	14.70%	
水电成本 (元/月)	1250	
后期运营成本合计 (元/月)	56610	
利润总额 (元/月)	11378	
扣税净利润 (元/月)	9671.3	
净利率 (%)	10.51%	基于最保守假设得出的数值, 实际全国直营门店平均净利率高于该值

来源: 国金证券研究所测算

2.2.3 顺应趋势布局线上, 且具战略深意

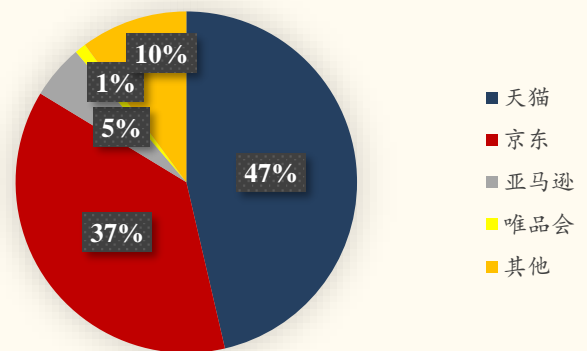
随着电商的高速发展, 加之线上消费群体对新事物的接受程度较高, 新品类的消费流量逐渐向线上转移, 公司顺应趋势大力发展多样化线上渠道布局, 包括线上 B2C、电商平台入仓和线上经销, 2018-2020 年, 公司线上销售实现的收入占比持续提升, 分别为 33.70%/40.26%/52.27%。并且我们认为公司线上渠道的布局具有重要的战略深意: 首先, 线上终端的访问流量一部分来自于线下渠道引流, 线上渠道为消费者提供更便利的复购渠道; 其次线上渠道可结合直播、流量代言等来打造爆品, 依托线上爆品增加品牌曝光度从而进一步提升品牌力。

图表 40: 线上分渠道营收及 yoy (百万元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 2020 年各平台营收占比



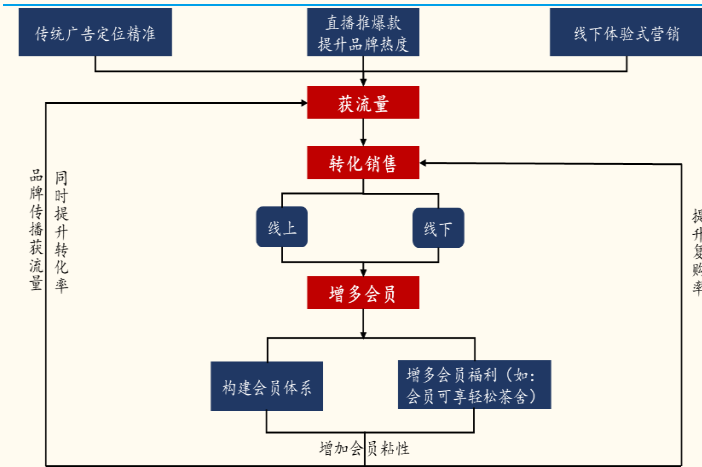
来源: Wind, 国金证券研究所

2.3 营销: 贯彻客户亲密型策略, 完整营销闭环正在构建

公司整体营销投入巨大, 2020 年整体销售费用率达 41.4%, 其中主要构成为线下直营店的租金、人员工资及广宣投入, 通过传统广宣+直播推爆款+线下体验+附加服务等多种营销方式, 多维度出击带来更广的流量以及更高的转化率。而这些方式其实均是在与消费者产生更广泛联系、进一步贴近消费者并通过提供超预期服务来提高消费者对品牌的满意度, 公司持续落实客户亲密型营销策

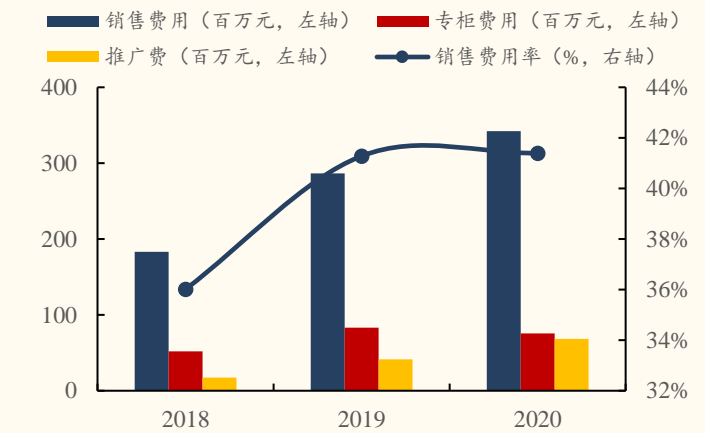
略，并且正通过完善会员体系和口碑营销实现转化率、推荐率与复购率的提升，从而构建从获客到复购的完整营销闭环。

图表 42：有望构建获客到复购的营销闭环



来源：国金证券研究所

图表 43：公司历年销售费用及费用率（百万元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

2.3.1、传统广宣+直播推爆款+线下体验服务共同推动扩流量+提转化

公司通过多种方式拓宽与消费者接触面，并依托线下体验与超预期增值服务持续提升消费者对品牌满意度，多层次发力从而助推公司获取更广的流量以及更高的转化率。今年 618 期间倍轻松霸占多维度品类排行榜第一，并整体位居天猫平台按摩器品类 Top1，品牌塑造迎来阶段性成功。

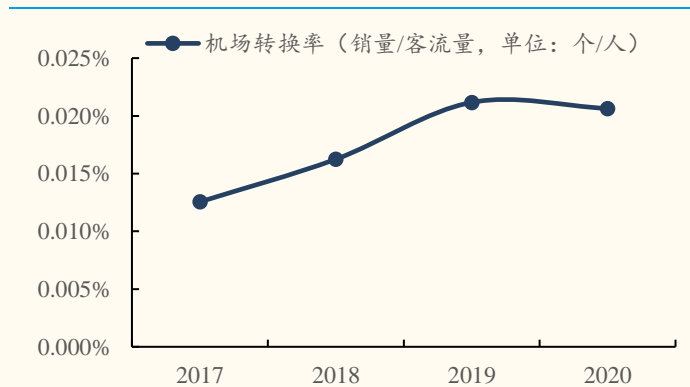
具体来看：（1）通过传统广宣精准定位中高端客群：公司在机场、高铁等交通枢纽投放广告并设置店面，精准面向商旅客户；线上冠名综艺《向往的生活 4》，牵手当红年轻顶流肖战，为打开年轻用户市场而布局。（2）此外公司还开设了“向往的生活 X 薇娅 X 倍轻松”专场带货直播，推出最新款眼部按摩器 iSee X Pro，通过直播推爆款持续提升品牌热度。（3）公司线下门店的布局及形式的进化除与广宣、直播带货一样能与更多的消费者产生联系外，这类布局可让“倍轻松”品牌更贴近消费者，并且通过提供健康咨询等附加服务来提升消费者对品牌的满意度，线下体验叠加超预期服务将明显提升潜在用户的转化率。

图表 44：轻松茶舍和轻松蘑菇屋带来线下沉浸式体验



来源：轻松茶舍公众号，国金证券研究所

图表 45：线下机场直营门店转化率稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所；注：机场店客流用机场整体客流代替

2.3.2、随着口碑营销+会员体系完善，未来有望构建营销闭环

公司目前已初步构建线上线下会员体系，通过会员福利带动部分老客复购，而其中线下直营门店布局将在其中发挥至关重要的落地作用。线下直营门店有望成为公司会员福利的汇集地和兑现地，例如目前公司已开始针对会员发放轻松旅行卡（可在线下门店进店休息并体验 VIP 服务），此类会员福利可一定程度上提升品牌粘性，为复购奠定基础。但整体来看，目前线上线下会员体系和福利仍有待完善，例如会员分阶享受不同福利等，提升会员粘性一方面有望带动

老客复购率提升，另一方面也将有望依托老客的口碑，推动口碑营销的发展，带动新客流量与新客转化率，真正形成较难复制的获客到复购的营销闭环。

图表 46: 公司会员制度及福利



来源：倍轻松旗舰店，国金证券研究所

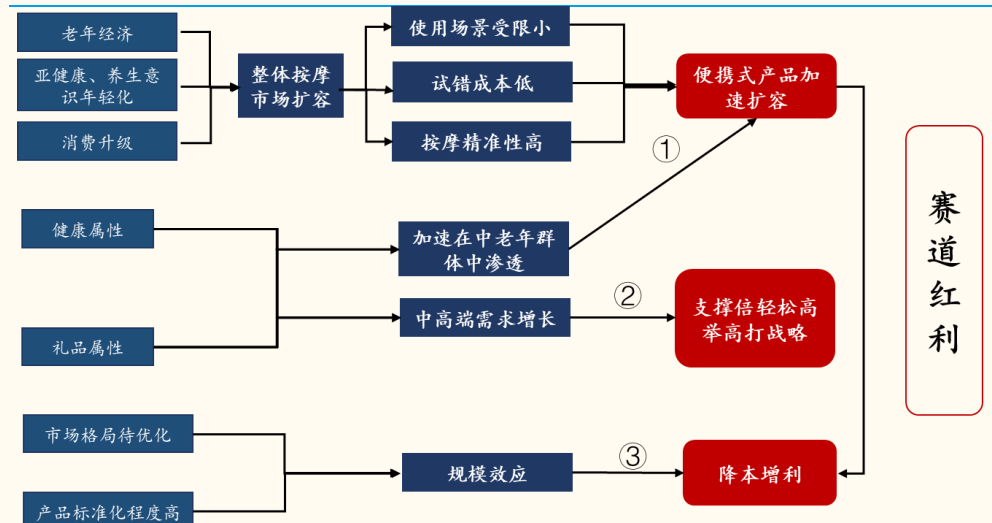
3、未来成长看什么？享受赛道红利+自身主动扩张

从赛道来看，目前中国按摩器具渗透率仅为 1%，而亚洲成熟市场已达 10%-25%，中国市场将受老年经济、亚健康年轻化以及消费升级作用而进入加速渗透期，其中便携式产品相对于传统按摩椅而言，具有使用场景受限小、试错成本低、精准按摩等优势，有望在行业扩容时成为增长最快的细分赛道之一。公司未来一方面将充分享受优质赛道带来的三重红利（行业整体扩容、中高端需求趋势契合公司原有营销打法、具备产生规模效应的基础）。另一方面，公司自身在持续构建并夯实长期竞争力的情况下，未来可持续发力品类、品牌、渠道的主动拓展，在仍较为分散的市场中持续提升自身份额，并且有望逐步驱动公司从低频消费品企业向高频消费品企业晋升，打开自身成长天花板。

3.1 赛道属性奠定公司可享三重红利

- 第一重：便携式按摩产品市场迎来加速扩容；
- 第二重：中高端需求快速增长支撑倍轻松“高毛利率+高费用率”打法；
- 第三重：产品标准化程度高，具备产生规模效应基础，降本增利可期。

图表 47: 行业及产品特性带来三重赛道红利

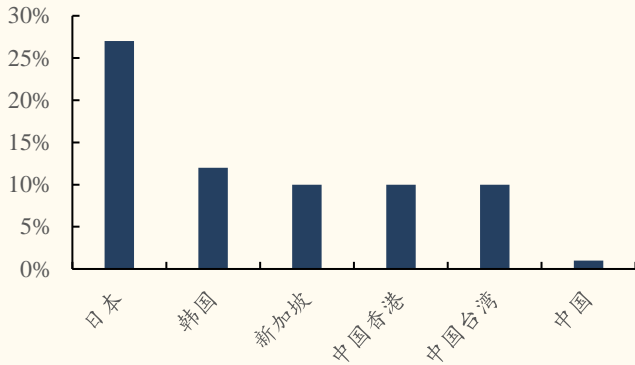


来源：国金证券研究所整理

3.1.1 按摩市场空间持续扩容，便携式产品有望成为增长最快的细分赛道之一

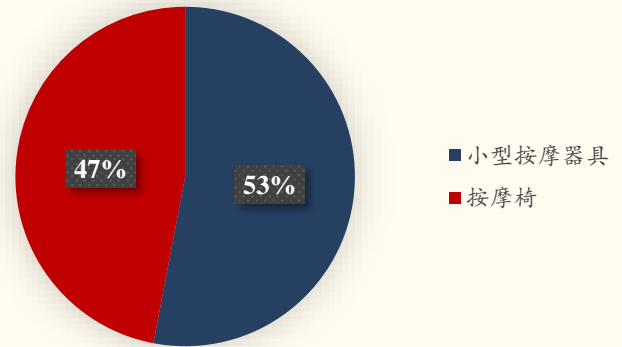
2020 年全球按摩器具市场规模达 157.2 亿美元，而中国按摩器具需求虽稳步扩张，但渗透率仅为 1%，2020 年中国按摩器具市场规模约 148 亿元，较日韩等亚洲发达国家，中国渗透率提升空间巨大。目前中国小型按摩器具占整体市场规模为 53%，我们认为在老龄化、亚健康年轻化以及消费升级的趋势下，整体按摩市场空间将迎来持续扩容，而在这一大背景下，小型便携式按摩器具有望凭借使用场景限制小、价格低（试错成本低）、精准按摩等特性，率先迎来加速渗透，使这一细分市场空间快速扩大。

图表 48: 各国按摩器具渗透率 (%)



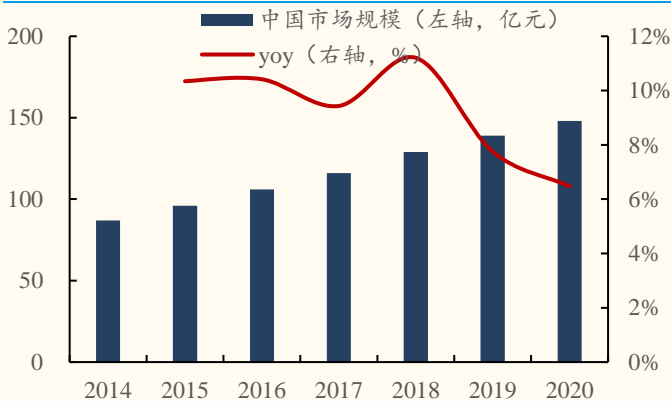
来源: 智研咨询, 国金证券研究所

图表 49: 中国按摩器具行业各品类占比 (%)



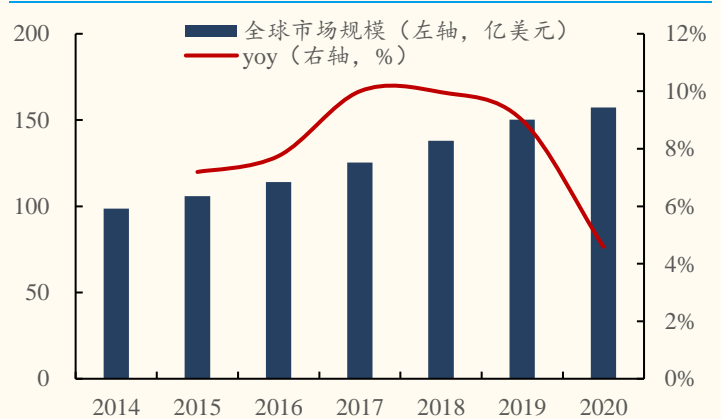
来源: 华经情报网, 国金证券研究所

图表 50: 中国按摩器具市场规模 (亿元)



来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

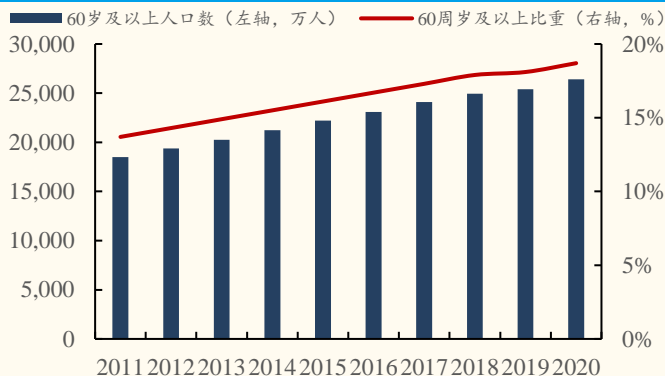
图表 51: 全球按摩器具市场规模 (亿美元)



来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

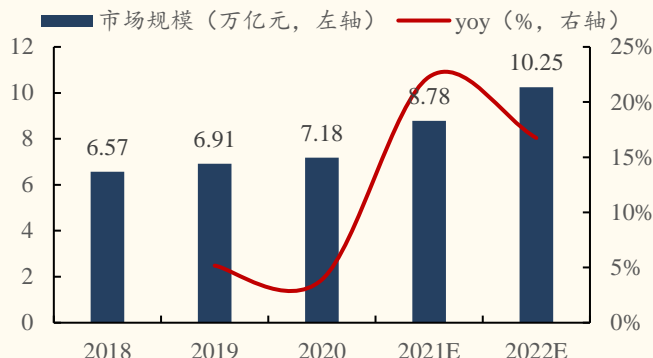
全行业规模扩张驱动因素一: 老龄化趋势推动按摩等老年保健消费需求激增。2014-2020 年中国 60 岁以上老龄人口由 2.1 亿增长至 2.6 亿, 2020 年老龄人口比重达 18.7%, 根据联合国人口署《世界人口展望 (2019 年版)》预测, 中国老年人口到 2055 年将增至 4.9 亿的峰值, 超过总人口数的三分之一, 并持续维持高位至本世纪末。人口老龄化催生年轻社会经济向老龄经济转变, 按摩行业作为满足老年人保健需求也将迎来快速扩容。

图表 52: 60 岁及以上老龄人口比重 (万人, %)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 53: 中国养老产业市场规模及预测 (万亿元, %)

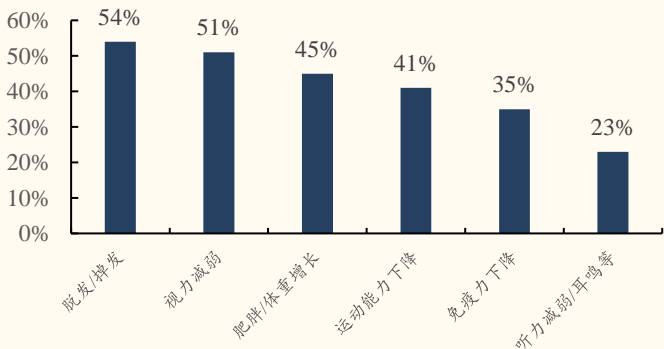


来源: 艾媒数据中心, 国金证券研究所

全行业规模扩张驱动因素二: 亚健康趋势带动年轻群体按摩保健需求扩张

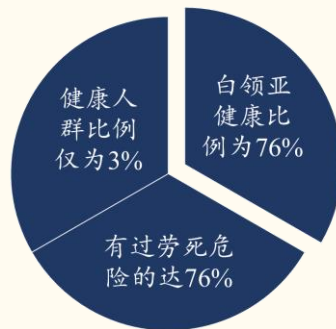
数据显示, 超过半数 90 后出现健康下降信号, 年轻的白领群体亚健康比例高达 76%, 年轻人的养生意识正逐渐被亚健康唤醒, 带动医疗健康类产品消费增长。由于电子办公的普及, 职场人需要长时间使用电脑、手机等电子设备, 腰部、肩部、眼部等的不适更多地出现在年轻群体中, 年轻消费者对按摩器具的需求持续扩大, 京东发布的《新时代带电生活图鉴》显示, 每卖出 10 台按摩仪, 有超过 7 台被 85 后买走, 细分功能的按摩仪市场有望随着年轻人靶向按摩需求增长得到进一步扩容。

图表 54: 90 后出现健康下降信号



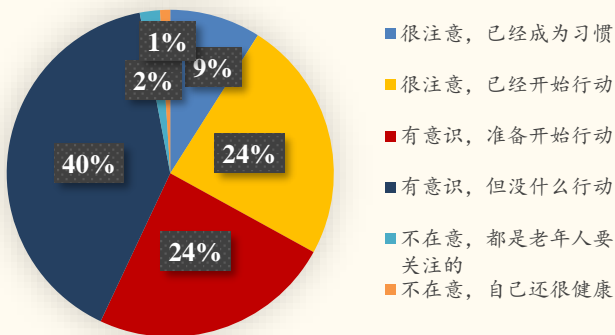
来源: CBNDData 《年轻人养生消费趋势报告》, 国金证券研究所

图表 55: 白领人群亚健康比例高



来源: 《2020 中国居民健康大数据》, 国金证券研究所

图表 56: 90 后更重视健康养生

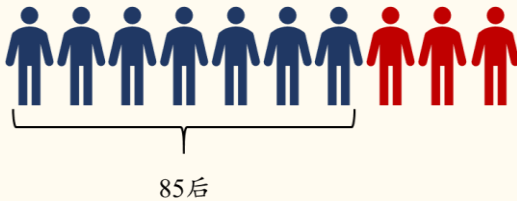


来源: CBNDData 《年轻人养生消费趋势报告》, 国金证券研究所

图表 57: 85 后成按摩仪消费主力人群

7/10

每卖出 10 台按摩仪中, 有超过 7 台被 85 后买走

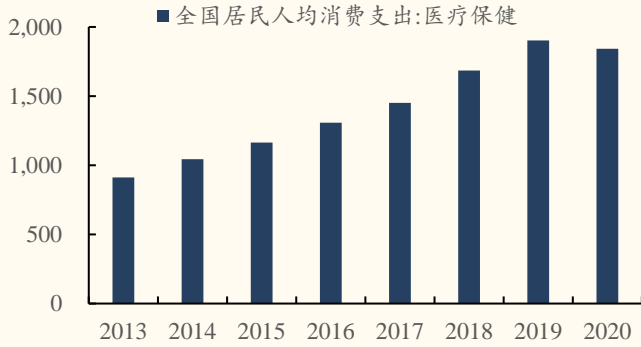


来源: 京东《新时代带电生活图鉴》, 国金证券研究所

全行业规模扩张驱动因素三：按摩需求顺应消费升级

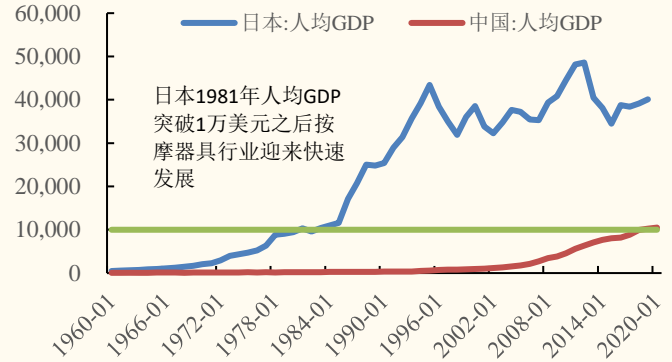
按摩产品属于可选消费中的个人健康护理类产品，近年来随着居民可支配收入增长，居民逐渐开始增加如按摩、护理等保健类消费，使得医疗保健消费支出持续增长。并且复盘日本发展，可发现日本按摩器具市场从 20 世纪 60 年代起步，80 年代在人均 GDP 突破 1 万美元后，该市场开始迎来快速发展，并且小型化按摩器具也逐渐兴起，而中国近两年人均 GDP 刚刚突破 1 万美元，有望复刻日本市场发展进程，顺应消费升级，步入快速发展阶段。

图表 58：全国居民人均医疗保健消费支出增长（元）



来源：国家统计局，国金证券研究所

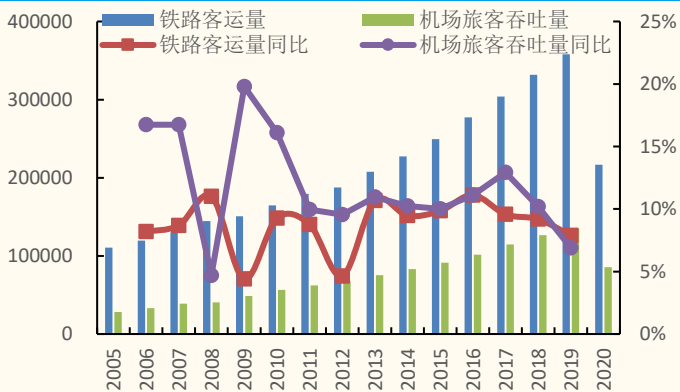
图表 59：中国和日本历年人均 GDP（美元）



来源：世界银行，国金证券研究所

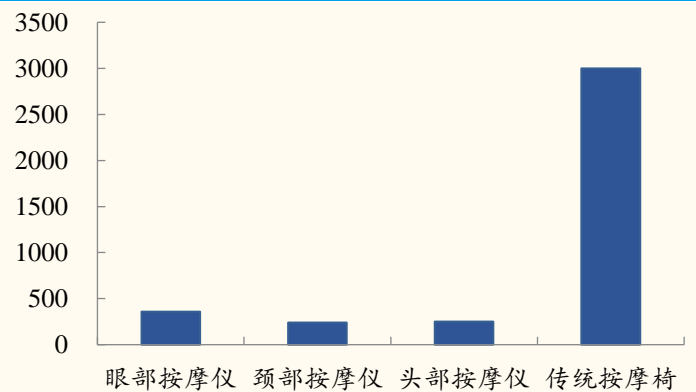
便携式按摩器有望成为增长最快的细分赛道之一： 1) 便携式按摩器具相较于按摩椅等传统按摩器具，其使用场景受限小，能满足消费者多场景使用需求，尤其近年来在商旅出行逐渐增多（除 2020 年疫情影响外）的情况下，便携式产品将很好满足出行需求；2) 便携式按摩器具试错成本低，眼部、颈部、头部等便携式按摩器具电商销售价格大多处于 200-500 元区间，而传统按摩椅大多处于 3000 元以上，整体来看，便携式按摩器具价格较低，试错成本小使其受众有望快速提升；3) 便携式按摩器具相对于按摩椅等传统按摩器具，由于更智能且部位针对性强，使其按摩的精准性更高，可快速切入并满足对于细分消费需求。我们认为基于这三点将确保便携式按摩器具有望率先迎来渗透率的快速提升，并且有望进一步打开渗透上限，驱动该细分赛道获得更快速且持续地增长。

图表 60：铁路、机场出行人数逐年增加（万人）



来源：中国铁路总公司，中国民用航空局，国金证券研究所

图表 61：便携式按摩器具性价比高（元/台）



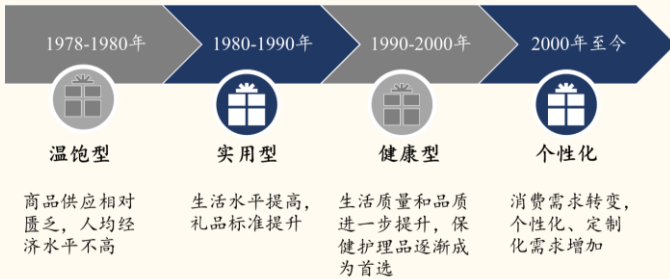
来源：国金证券研究所；注：眼、颈、头部按摩仪价格选取阿里平台 21H1 均价

3.1.2 健康+礼品属性拉动中高端需求，支撑公司高举高打战略

由于小型按摩器具属于个人健康护理类产品，消费者对该品类的安全性将更为看重，但由于较难量化各品牌按摩器具安全性，因此消费者从安全健康需求选购角度来看会更偏向于定位中高端、具备一定品牌力的产品。此外，小型按摩器具契合礼品的健康型和个性化需求，礼品属性凸显。一方面，兼具健康和礼

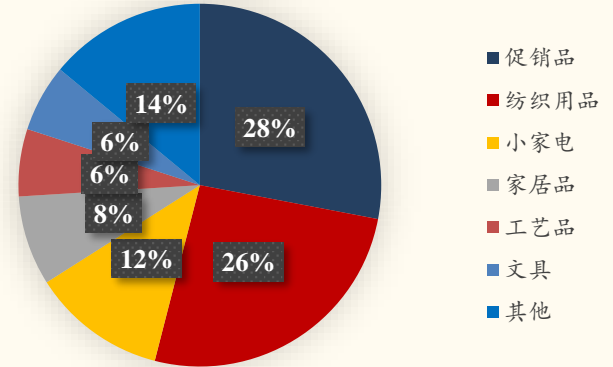
品属性的便携式按摩仪正逐渐成为年轻人孝顺长辈的首选礼品，较好解决了老年消费者的教育难点，进一步加快渗透速度；另一方面，作为具有健康和礼品属性的便携式按摩仪，中高端需求持续增长，为公司的高举高打模式奠定行业基础。

图表 62: 中国礼品行业发展历史



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 63: 中国礼品行业产品销售结构占比 (%)



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

3.1.3 产品标准化程度高带来规模效应，提升整体净利水平

小型按摩器具类别广泛，但单个品类下 SKU 较少，以成熟品类眼部智能便携按摩器为例，公司目前线上仅销售 13 个品类，标准化程度较高，单位成本逐年下降，初步形成规模效应。随着其它品类逐渐发展成熟，未来规模效应带来的单位成本降低将有望更为明显。行业属性奠定公司有望充分享受赛道带来“降本增利”红利：（1）从毛利率来看，可对冲掉未来在经销渠道布局和中低端布局对毛利率摊薄的影响，维持毛利率相对稳定；（2）从净利率方面来看，由于规模效应带来固定费用摊薄，我们认为净利率水平未来将迎来趋势性上行。

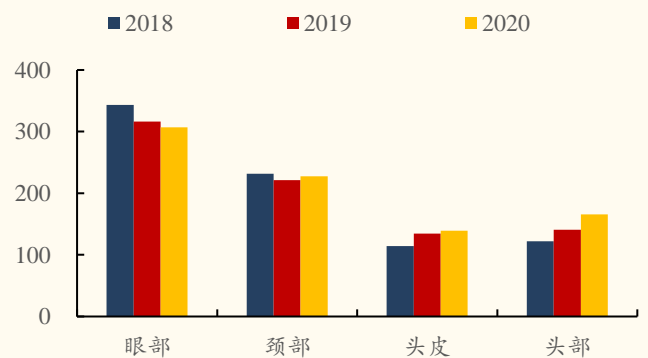
规模效应的体现也有望使得公司更好地对中小品牌降维打击：目前国内主要便携式按摩器具企业有傲胜、荣泰等国内知名品牌，松下、稻田等日资品牌，以及国内行业 3000 多家各类生产企业目前竞争较激烈，但行业整体集中度不高。公司有望受益于规模效应带来的单位成本降低实现低端品牌或系列的布局，从而在品牌+渠道+成本三方面降维打击中小品牌，显著提升自身市场份额。

图表 64: 各类按摩器 SKU 较少 (线上)

按摩器类别	SKU
眼部智能便携按摩器	13
头部智能便携按摩器	3
头皮智能便携按摩器	3
颈部智能便携按摩器	8

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 65: 眼部按摩器单位成本下降 (元/台)



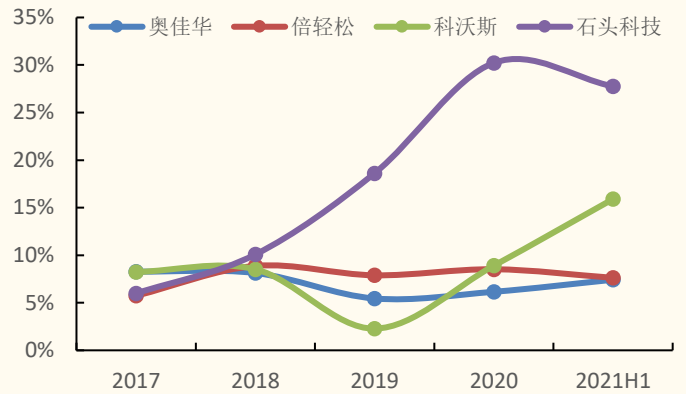
来源：Wind，国金证券研究所

图表 66: 国内按摩器具竞争格局



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 67: 同行业公司历年净利率对比 (%)

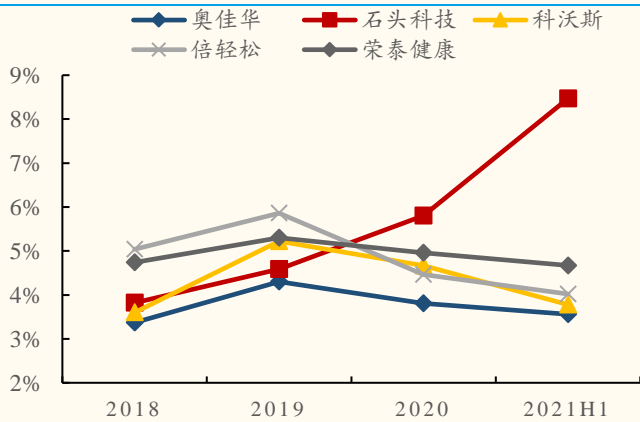


来源：各公司公告，国金证券研究所

3.2 品类、品牌、渠道布局全面扩张，成长空间有望打开

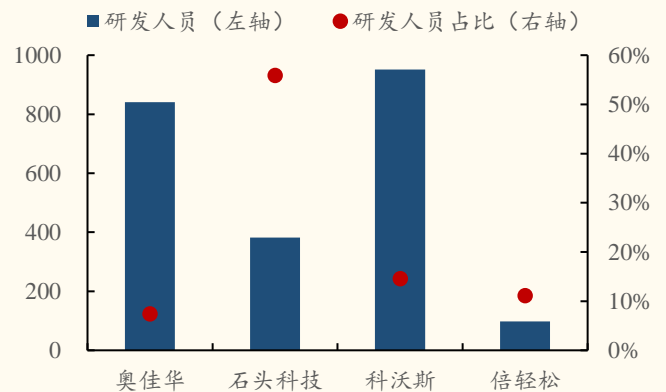
3.2.1 产品研发投入正在加大，有望夯实自身长期竞争力：公司历年研发费用率保持在 4%-6% 之间，2020 年研发人数为 53 人，虽与发展较好的同行而言，研发资金投入与人员数量仍还不具备优势，但我们认为公司的上市将可较好解决资金与人才招聘问题，并且今年公司建立了技术创新研究院。通过研究院进行相关人才引进，目前已与多位“千人计划”人才达成合作，未来将在新材料应用方面加大拓展。并且在工厂端，公司现已开始建立新产品开发实验空间站，公司明显已开始加强对产品设计、硬件、软件、数字信息等方面的研发的重视，这将确保公司可持续推出新品类并更新迭代核心产品，从而驱动公司构建长期竞争力。

图表 68: 同业历年研发费用率对比 (%)



来源：wind，国金证券研究所

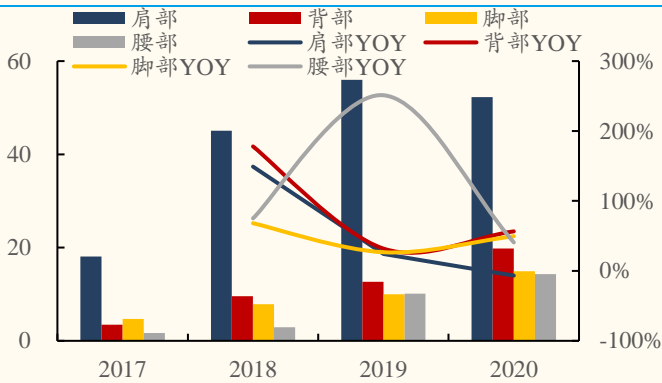
图表 69: 2020 年同行业公司研发人员数以及占比



来源：各公司公告，国金证券研究所

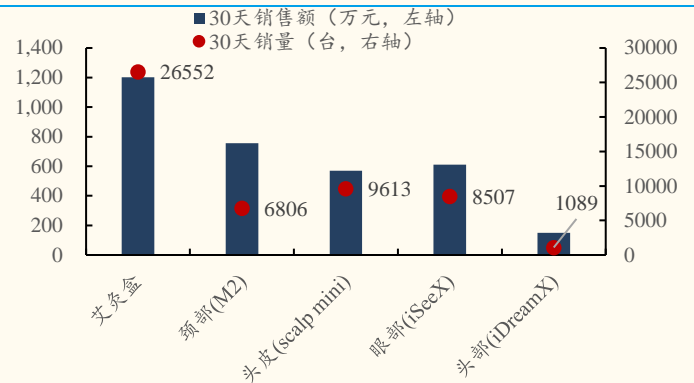
3.2.2 持续深耕原有品类同时拓宽产品范围，推动公司从低频消费企业向高频消费企业晋升。一方面，公司未来可持续深耕体量较小的肩颈等便携式按摩产品，依托四大核心业务所积累的渠道资源和品牌优势，积极进行业务协同，贡献业绩增量；另一方面，进一步推出更为高频消费的产品，以近期推出的新品艾灸盒为例，其中艾灸盒耗材为消耗品，约 99 元/盒（每盒 20 根，每根可灸约 30 分钟），增强用户粘性的同时公司有望通过类似产品使得公司从低频耐用消费品企业向高频消费品企业转变，进一步打开公司成长天花板。

图表 70: 其他主营业务待深耕 (百万元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

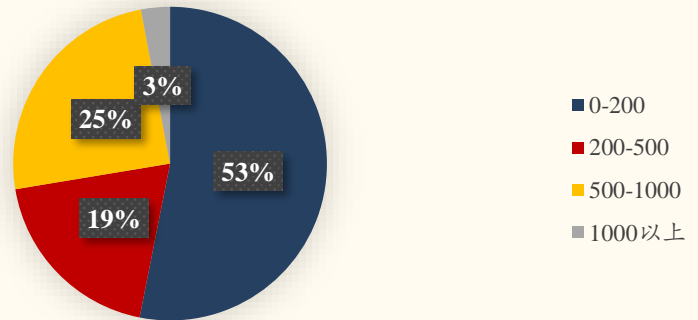
图表 71: 新品艾灸盒 30 天销量领先



来源: 淘宝, 国金证券研究所

3.2.3 未来有望形成多品牌矩阵全面布局低中高市场。随着线上渠道打开, 按摩器具行业从高单价逐步转变为单价合理的局面, 中低端市场或将迎来爆发。凭借全品类布局、技术积累、生产规模效应体现, 公司未来可通过多品牌布局发展中低端市场, 逐步构建覆盖低中高端市场的多品牌矩阵。

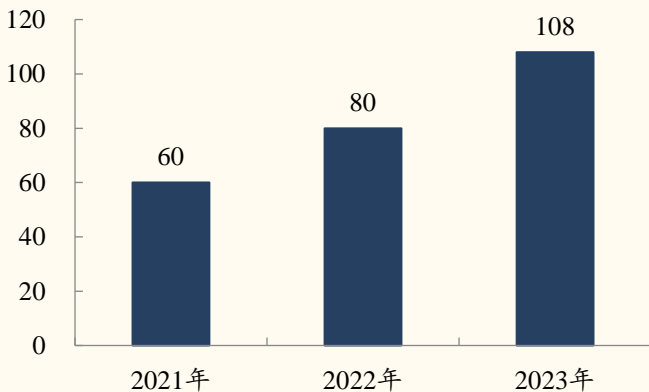
图表 72: 阿里平台不同价格段销售量占比



来源: 淘数据, 国金证券研究所

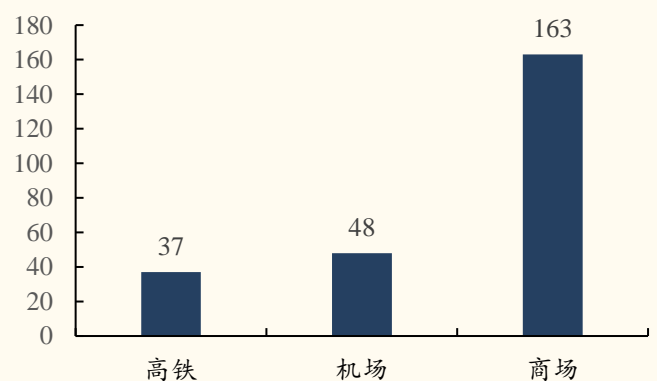
3.2.4 线下直营优质渠道持续扩张, 且有望推动经销渠道发展。根据公司产品规划, 从今年起, 未来三年内将分别新增 60/80/108 家门店, 将逐渐依托直营渠道进行全国布局的深化, 并且公司随着对经销渠道的运营及盈利模式的摸索逐渐成熟后, 未来将有望进一步发力线下经销渠道, 形成更广的渠道布局, 从渠道端支撑公司持续扩大自身份额。

图表 73: 线下直营店铺未来三年新增计划



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 74: 募投项目拟建店铺类型



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

公司 2020 年底线下直营门店达 165 家，根据公司规划 2021-2023 年将分别新增 60/80/108 家门店，在假设净开店也能达到此数量的情况下，公司线下直营门店数同比增长幅度分别达 36.4%/35.6%/35.4%，这将为各品类快速增长奠定坚实基础，此外随着线上渠道更广泛的布局，也将从电商渠道为公司各品类打开成长空间。基于此，我们进一步作出以下预测：

- 1) 眼部按摩业务：该业务随着渠道持续拓展叠加新品持续推出，预计该业务的销量有望较 19 年/20 年增长进一步提速，整体预计 2021-2023 年眼部按摩品类销量将分别+38%/+37%/+32%，此外根据规划未来三年直销渠道将加速扩张，而该渠道普遍主推中高端眼部按摩器，我们预计眼部按摩器的整体销售单价有望因此抬升，预计 2021-2023 年单价将分别+8.5%/+7.5%/+6.5%，预计 2021-2023 年眼部按摩业务总营收分别为 3.8/5.5/7.8 亿元，同比+49.7%/+47.3%/+40.6%。随着规模持续扩大，规模效应显现叠加品类功能持续丰富，产品结构进一步升级驱动未来该业务毛利率稳中有升，我们预计 2021-2023 年眼部按摩业务毛利率分别为 54.3%/54.3%/54.4%。
- 2) 颈部按摩业务：随着小型按摩器具行业空间扩大，叠加品牌知名度提升，预计 2021-2023 年销量将分别+52%/+50%/+42%。此外，由于公司新品（例如 INECK 3 系列）正持续推出，叠加线下直营门店加速扩张可驱动公司维持高定价，但由于颈部按摩器品类面临 SKG 等强势竞争对手并且逐步推出性价比比较高产品，预计 2021-2023 年整体平均单价将维持相对稳定。我们预计 2021-2023 年颈部按摩业务营收为 3.1/4.7/6.6 亿元，同比+52%/+48.5%/+40.6%。此外，预计随着产品销售结构的变化，2021-2023 年颈部按摩业务毛利率分别为 66.7%/66.4%/66.2%。
- 3) 头部按摩业务：公司目前该品类有望进一步推出更具价格竞争力的产品从而驱动公司在市场整体扩容的同时占据更大市场份额，预计 2021-2023 年销量将分别+45%/+45%/+30%，此外随着线下直营门店快速扩张，而门店主要布局中高端产品，这将对冲单价较低产品对整体单价的负向影响，预计 2021-2023 年单价将维持相对稳定。我们预计 2021-2023 年头部按摩业务营收为 1.2/1.7/2.1 亿元，同比+40.7%/+43.3%/+30%。随着整体规模效应逐渐显现，各价位段产品的单位生产成本未来有望稳步下降，我们预计 2020-2022 年头部按摩器业务毛利率分别为 65.6%/65.2%/65.2%。
- 4) 头皮按摩业务：由于随着消费者对于头皮健康的越发关注叠加公司持续丰富该品类功能，有望推动销量快速提升，预计 2021-2023 年销量+45%/+43%/+35%。预计 2021-2023 年头皮按摩业务总营收分别为 1.8/2.7/3.8 亿元，同比+52.3%/+50.2%/+40.4%。毛利率方面，公司虽可受益于规模效应，但预计公司未来该品类将会逐渐推出高性价比产品，对冲毛利率，我们预计 2021-2023 年头皮按摩业务毛利率将维持稳定。
- 5) 销售费用率预测：虽然公司未来三年规划扩张线下直营门店将直接增加门店租金费用，但随着品牌知名度提升，公司线上、线下的营销投入力度有望边际降低，预计未来销售费用率将稳中有降，我们预计 2021-2023 年销售费用率为 40.9%/40.6%/40.3%。
- 6) 管理费用率预测：由于公司将大幅扩充直营店铺，将增加明显管理人员，但随着信息化升级建设项目落地，有望提升管理效率，优化控制管理费用，预计未来管理费用率保持稳定。
- 7) 研发费用率预测：研发是公司持续提升长期核心竞争力的重要保障，开发新产品和核心产品升级迭代是持续发展之关键，预计随着公司资金逐渐充裕，未来研发费用率将有所提升。我们预计 2021-2023 年研发费用率为 4.8%/5.0%/5.1%。

图表 75: 业务拆分及收入预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	508.0	694.1	826.5	1246.6	1873.4	2634.0
眼部	149.8	199.2	250.9	375.7	553.2	777.8
颈部	110.1	173.2	206.6	314.0	466.2	655.4
头皮	66.2	99.6	119.7	182.2	273.6	384.1
头部	60.4	82.6	82.0	115.3	165.2	214.7
其他业务	121.6	139.5	167.4	259.5	415.1	602.0
同比增速		36.6%	19.1%	50.8%	50.3%	40.6%
眼部		32.9%	25.9%	49.7%	47.3%	40.6%
颈部		57.4%	19.2%	52.0%	48.5%	40.6%
头皮		50.4%	20.2%	52.3%	50.2%	40.4%
头部		36.8%	-0.7%	40.7%	43.3%	30.0%
其他业务		14.8%	20.0%	55.0%	60.0%	45.0%
毛利率	58.2%	60.9%	58.4%	58.9%	59.0%	59.3%
眼部	56.9%	57.9%	54.1%	54.3%	54.3%	54.4%
颈部	67.6%	69.6%	66.7%	66.7%	66.4%	66.2%
头皮	61.6%	66.8%	64.2%	64.6%	64.3%	64.3%
头部	73.5%	70.9%	65.6%	65.6%	65.2%	65.2%
其他业务	41.8%	44.4%	46.8%	49.2%	51.1%	51.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们按照相对估值法以及结合公司自身的成长性, 给予公司合理估值, 选取同属按摩器具行业的奥佳华和荣泰科技, 以及与公司同属智能硬件领域, 且客户类型相似的石头科技和科沃斯, 作为可比公司, 2022 年可比公司估值中位数为 23.0 倍。由于公司品牌效应逐渐显现, 业务发展加速, 我们给予公司 2022 年合理估值水平 45 倍, 对应目标价 133.7 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 76: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002614.SZ	奥佳华	14.9	1.0	1.3	1.6	15.0	11.5	9.3
688169.SH	石头科技	821.7	27.3	35.7	45.3	30.1	23.0	18.1
603486.SH	科沃斯	150.8	2.8	3.9	5.1	54.6	38.8	29.4
603579.SH	荣泰健康	30.0	2.2	2.6	3.2	14.0	11.6	9.4
300824.SZ	北鼎股份	21.5	0.6	0.7	0.9	38.4	29.5	23.6
中位数						30.1	23.0	18.1
688793.SH	倍轻松	97.3	1.9	3.0	4.2	50.3	32.7	23.1

来源: Wind, 国金证券研究所

5、风险提示

- 1、新品开拓不及预期: 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, 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;
- 2、委托加工产品品控: 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;
- 3、直营门店拓展不及预期: 公司计划在全国重点省市的机场、高铁站及高端商场建设 248 家直营门店, 如果线下直营门店拓展过程中无法维持较好的盈利水平, 可能导致线下渠道拓展不及预期;
- 4、限售股解禁: 公司 2022 年 1 月 17 日将有 55.31 万股解禁, 占总股本比例为 0.9%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	508	694	826	1,247	1,873	2,634	货币资金	78	85	139	526	480	473
增长率		36.6%	19.1%	50.8%	50.3%	40.6%	应收款项	72	121	122	187	273	381
主营业务成本	-212	-271	-344	-512	-767	-1,072	存货	74	103	141	182	273	382
%销售收入	41.8%	39.1%	41.6%	41.1%	41.0%	40.7%	其他流动资产	15	21	34	41	60	82
毛利	296	423	482	735	1,106	1,562	流动资产	238	330	435	937	1,087	1,317
%销售收入	58.2%	60.9%	58.4%	58.9%	59.0%	59.3%	%总资产	89.4%	88.3%	91.4%	80.1%	74.8%	74.1%
营业税金及附加	-4	-6	-5	-8	-13	-18	长期投资	0	5	4	4	4	4
%销售收入	0.8%	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	13	17	15	44	79	95
销售费用	-183	-287	-342	-510	-761	-1,061	%总资产	4.8%	4.6%	3.1%	3.8%	5.4%	5.4%
%销售收入	36.0%	41.3%	41.4%	40.9%	40.6%	40.3%	无形资产	13	18	17	23	33	45
管理费用	-25	-27	-29	-37	-56	-79	非流动资产	28	44	41	232	366	461
%销售收入	4.9%	3.9%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	10.6%	11.7%	8.6%	19.9%	25.2%	25.9%
研发费用	-26	-41	-37	-60	-94	-134	资产总计	266	373	476	1,169	1,453	1,778
%销售收入	5.0%	5.9%	4.5%	4.8%	5.0%	5.1%	短期借款	19	26	45	35	30	25
息税前利润 (EBIT)	58	63	70	119	183	269	应付款项	100	156	170	242	351	479
%销售收入	11.4%	9.1%	8.5%	9.6%	9.8%	10.2%	其他流动负债	27	26	25	31	43	58
财务费用	-1	-2	-2	-4	-8	-11	流动负债	146	208	241	308	424	562
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	长期借款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	9	4	1	0	0	0	其他长期负债	3	2	2	140	189	207
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	150	211	242	448	612	769
投资收益	0	0	0	5	20	20	普通股股东权益	116	163	234	722	841	1,010
%税前利润	0.0%	0.2%	n.a.	3.6%	9.3%	6.6%	其中：股本	17	46	46	62	62	62
营业利润	56	63	84	140	215	304	未分配利润	56	82	145	222	341	510
营业利润率	11.0%	9.1%	10.2%	11.2%	11.5%	11.5%	少数股东权益	0	0	-1	-1	-1	-1
营业外收支	-1	0	-1	0	0	0	负债股东权益合计	266	373	476	1,169	1,453	1,778
税前利润	55	63	83	140	215	304	比率分析						
利润率	10.8%	9.1%	10.0%	11.2%	11.5%	11.5%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-10	-8	-12	-21	-32	-44	每股指标						
所得税率	17.9%	13.1%	14.8%	14.7%	14.7%	14.5%	每股收益	2.683	1.181	1.529	1.935	2.973	4.211
净利润	45	55	70	119	183	260	每股净资产	6.917	3.530	5.072	11.713	13.646	16.383
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.208	0.710	1.433	1.664	2.311	3.675
归属于母公司的净利润	45	55	71	119	183	260	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.677	1.041	1.474
净利率	8.9%	7.9%	8.6%	9.6%	9.8%	9.9%	回报率						
							净资产收益率	38.79%	33.44%	30.16%	16.52%	21.79%	25.70%
							总资产收益率	16.97%	14.62%	14.85%	10.20%	12.61%	14.60%
							投入资本收益率	35.17%	28.86%	21.41%	13.43%	17.92%	22.25%
							增长率						
							主营业务收入增长率	42.11%	36.64%	19.07%	50.83%	50.28%	40.60%
							EBIT 增长率	160.62%	8.52%	11.47%	69.98%	53.58%	47.20%
							净利润增长率	115.95%	20.78%	29.56%	68.65%	53.71%	41.62%
							总资产增长率	62.74%	40.20%	27.54%	145.55%	24.27%	22.36%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	28.9	32.5	34.5	36.0	35.5	35.0
							存货周转天数	103.8	118.8	129.0	130.0	130.0	130.0
							应付账款周转天数	125.2	148.5	153.4	155.0	150.0	147.0
							固定资产周转天数	9.3	9.1	6.6	13.0	15.4	13.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-51.00%	-35.87%	-40.32%	-68.13%	-53.54%	-44.41%
							EBIT 利息保障倍数	45.9	31.5	43.1	27.8	22.8	25.4
							资产负债率	56.25%	56.39%	50.89%	38.30%	42.15%	43.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	16	17	17
增持	0	8	11	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.44	1.41	1.39	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402