

**倍轻松 (688793.SH)**

2021年10月15日

**负面因素影响有限，基本面催化因素有望逐步释放**

——公司深度报告

**投资评级：买入（维持）**
**吕明（分析师）**
**王宇俊（联系人）**

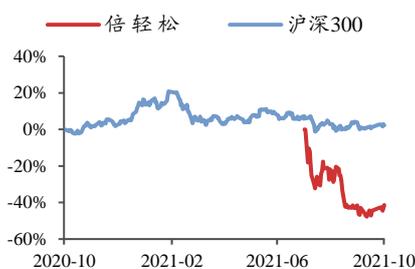
lvming@kysec.cn

wangyujun@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120080064

日期	2021/10/14
当前股价(元)	99.98
一年最高最低(元)	185.58/88.10
总市值(亿元)	61.63
流通市值(亿元)	12.54
总股本(亿股)	0.62
流通股本(亿股)	0.13
近3个月换手率(%)	431.19

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

《公司信息更新报告-2021H1 业绩略超预期，新品加速迭代》-2021.8.20  
 《公司首次覆盖报告-便携按摩器龙头，产品迭代+渠道扩张驱动快速增长》-2021.7.18

**● 供给&成本压力无忧，催化因素有望逐步释放，维持“买入”评级**

我们认为成本、供给、疫情等行业普遍存在的负面因素对倍轻松影响有限，销售数据的持续高增长验证也有望逐步消除市场疑虑。在公司估值已调整到较低估区间的情况下，股价驱动将更加回归到基本面催化。而 2021Q4 新品加速推出和未来渠道模式加速扩张都有望成为有力的基本面催化剂。维持盈利预测不变，我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 1.21/2.01/2.99 亿元，对应 EPS 为 1.96/3.26/4.85 元，当前股价对应 PE 分别为 51.0/30.7/20.6 倍，维持“买入”评级。

**● 供给&成本等普遍压力对于公司影响有限，数据持续高增有望消除市场疑虑**

我们认为供给&成本这两个行业普遍压力对于倍轻松而言并无太大影响。主要系 2020 年末，公司在核心物料上进行了较充足的备货；2021 年 3-4 月，公司完成了 IC 国产替代方案的切换，降低缺芯影响；公司海外出口比例小于 10%，海运影响较小；高端产品占比提升、结构优化等因素也将对冲成本压力。从 2021H1 中报看，公司盈利能力仍维持在较高水平。而对于增长持续性，数据也在不断持续验证，有望逐渐消除市场疑虑。根据生意参谋，2021 年以来，倍轻松在淘系和京东平台的销售额均持续快速增长，并且增速持续高于主要竞品 SKG。

**● 基本面催化因素：2021Q4 新品有望加速推出&渠道模式有望加速扩张**

**(1) 2021Q4 新品加速推出：**为了配合双十一等重要营销节点，四季度是公司推出新品的重要时间点。而 2021Q4 则有望成为过去几年以来推出新品最多的季度。我们认为可折叠头部按摩器和艾灸品类是 2021Q4 值得重点关注的新品。头部按摩器是公司一直相对较弱的品类，新品解决携带问题等痛点后有望带来业绩弹性。而艾灸盒在推出后市场反馈良好，2021H2 有望推出艾灸拖鞋等更多新品。

**(2) 渠道模式有望加速扩张：**我们认为除了公司产品力提升带来的持续内生增长外，公司线上营销模式不断丰富仍能进一步拉动线上渠道维持高增长，而线下渠道在直营门店开店以及经销模式拓展上具有较大的空间，有望带来弹性。

**● 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	201	299
YOY(%)	20.8	29.6	70.9	66.3	48.8
毛利率(%)	60.9	58.4	59.1	59.8	60.5
净利率(%)	7.9	8.6	10.3	12.2	13.0
ROE(%)	33.6	30.1	34.1	36.1	35.0
EPS(摊薄/元)	0.89	1.15	1.96	3.26	4.85
P/E(倍)	112.9	87.2	51.0	30.7	20.6
P/B(倍)	37.8	26.3	17.3	11.1	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 供给&成本压力无忧，增长催化因素有望逐渐释放.....	3
2、 催化一： Q4 新品有望推出加速.....	4
3、 催化二： 渠道拓展带来收入和利润率弹性.....	8
4、 盈利预测与投资建议.....	10
5、 风险提示.....	10
附： 财务预测摘要.....	11

## 图表目录

图 1： 从 2021H1 中报看，公司盈利能力仍维持在较高水平.....	3
图 2： 2021 年以来，倍轻松淘系销售额快速增长（万元）.....	4
图 3： 2021 年以来，倍轻松京东销售额快速增长（万元）.....	4
图 4： 2018-2020 年头部按摩器收入占比较低.....	5
图 5： 2018-2020 年头部按摩器收入增速较慢.....	5
图 6： 国内艾灸市场规模预计保持较快增长.....	6
图 7： 2021H1，公司推出艾灸盒.....	6
图 8： 艾灸盒产品包含耗材艾柱.....	6
图 9： 2021H2，公司推出智能艾灸拖鞋.....	7
图 10： 智能艾灸拖鞋能够每秒实时探温.....	7
图 11： 姜小竹艾灸盒相较电子艾灸有较大优势.....	7
图 12： 姜小竹艾灸盒有两个品类.....	7
图 13： 倍轻松和小红书 KOL 内容合作.....	8
图 14： 倍轻松和 B 站 KOL 合作.....	8
图 15： 免税渠道有望进一步带来增长红利.....	9
表 1： 2021H1，公司新一代智能头部按摩器研发项目已经试生产.....	5
表 2： 公司线上渠道持续快速增长，线上渠道仍有较大潜力（单位：亿元）.....	8
表 3： 公司线下直营店有望较快拓展.....	9

## 1、供给&成本压力无忧，增长催化因素有望逐渐释放

公司上市至今，股价出现较大幅度调整，我们认为主要系以下因素：

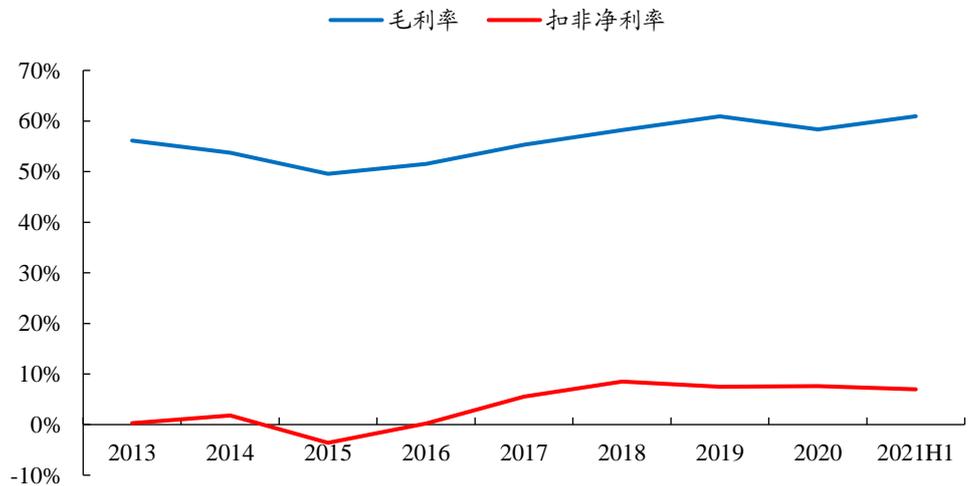
- (1) 2021年，家电行业普遍受到原材料成本上行/海运费上涨等负面因素影响，导致成本端出现较大压力。进而，市场对于公司盈利产生担忧。
- (2) 由于缺芯，较多家电新消费公司供给端承压，进而影响公司的市场预期。
- (3) 缺乏持续数据验证及受到疫情影响，市场对于公司增长持续性存在担忧。
- (4) 上市之初，公司估值水平相对较高。

但我们认为供给&成本这两个行业普遍压力对于倍轻松而言并无太大影响。

- (1) 2020年末，公司在核心物料上进行了较充足的备货。
- (2) 2021年3-4月，公司完成了IC国产替代方案的切换，降低缺芯影响。
- (3) 海运方面，公司海外出口比例小于10%，影响较小。
- (4) 高端产品占比提升、渠道结构优化等正面因素也将对冲成本压力。

因此，从2021H1中报看，公司盈利能力仍维持在较高水平。并且，我们认为未来公司在供给&成本端也不存在太大压力。

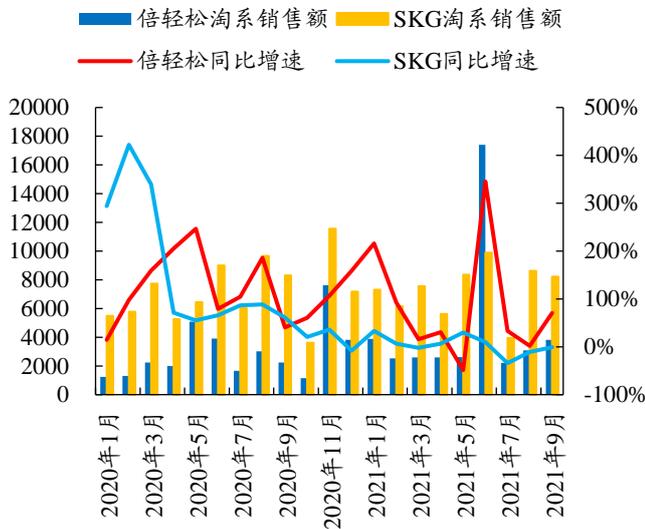
图1：从2021H1中报看，公司盈利能力仍维持在较高水平



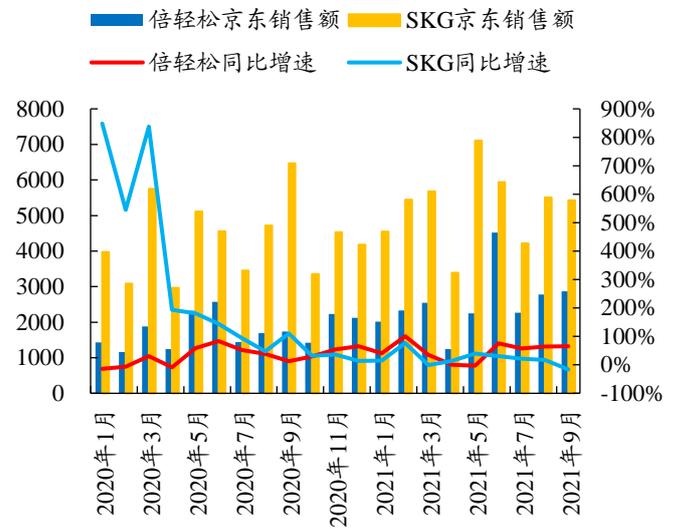
数据来源：公司公告、开源证券研究所

而对于增长持续性，数据也在不断持续验证，有望逐渐消除市场疑虑。根据生意参谋，2021年以来，倍轻松在淘系和京东平台的销售额均持续快速增长，并且增速持续高于主要竞品SKG，两者的线上收入份额差距也在不断缩小。尤其是，2021年6月以来，两者的增速分化愈发明显。2021年6-9月，倍轻松淘系销售额约2.7亿元，同比增长144.7%，京东销售额约3.1亿元，同比增长67.0%；SKG淘系销售

额约 1.2 亿元，同比下降 7.0%，京东销售额 2.1 亿元，同比增长 10.0%。

**图2：2021 年以来，倍轻松淘系销售额快速增长（万元）**


数据来源：生意参谋、开源证券研究所

**图3：2021 年以来，倍轻松京东销售额快速增长（万元）**


数据来源：生意参谋、开源证券研究所

而从估值看，经过上市初期的较大幅度调整，公司股价已经企稳。2021 年 9 月以来，公司股价已经逐步企稳。根据我们前期的预测，我们预计 2021 年/2022 年/2023 年公司归母净利润为 1.21 亿元/2.01 亿元/2.99 亿元，9 月以来公司股价对应 2022 年的 PE 估值在 26X 至 31X 左右窄幅波动。我们认为考虑到公司较高的业绩增速，公司估值已经回到低估区间。同时，公司估值已经企稳较长时间，因此后续股价的波动有望从交易层面进一步回归到基本面高速增长的驱动。

而从基本面看，除了我们提到的行业普遍的担忧因素对于公司并无太大影响、销售数据持续验证外，我们认为 Q4 新品的加速推出以及未来渠道模式的进一步扩张将是下一阶段推动公司股价表现的两个有力催化剂。

## 2、催化一：Q4 新品有望推出加速

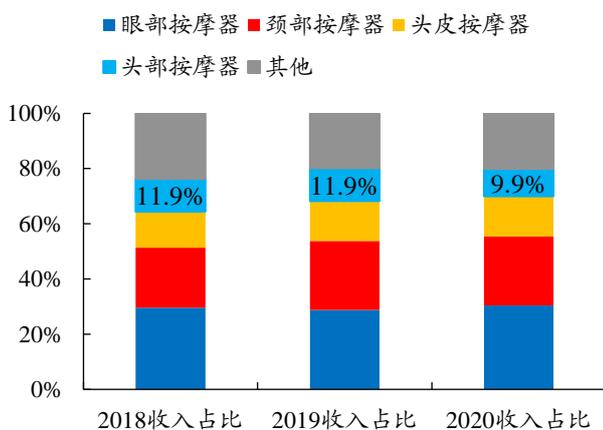
四季度是公司推出新品的重要时间点。公司每年保持有 6-8 个新品推出。其中，为了配合双十一等重要营销节点，四季度是公司推出新品的重要时间点。而 2021Q4 则有望成为过去几年以来推出新品最多的季度。在传统的四大品类中，公司在继续保持颈部、眼部按摩器迭代的同时，2021Q4 将重点推出新款可折叠头部按摩器。而在传统品类外，公司也在不断扩大产品品类矩阵。2021H1，公司陆续推出了经络枪、艾灸盒等新品，市场反响较好。在线上电商销量中，公司艾灸盒在相关品类中排名第一。而 2021Q4，公司有望进一步丰富自己的艾灸产品矩阵，推出包括智能艾灸拖鞋（已在京东自营旗舰店等平台试销）等新品。

我们认为可折叠头部按摩器和艾灸品类是 2021Q4 值得重点关注的新品:

## (1) 可折叠头部按摩器

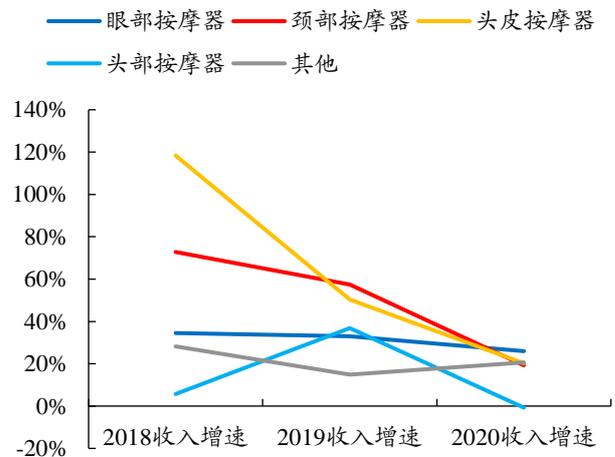
头部按摩器是近年公司增长相对较慢的品类，推出新品有望带来可观的业绩弹性。由于现有产品携带不便等因素，公司近年头部按摩器品类增长较慢。从增速看，2020 年，公司头部按摩器同比有所下滑而其他品类均保持较快增长。从收入占比看，2020 年公司头部按摩器收入占比同比下降 2.0pct 至 9.9%。因此，若公司推出的可折叠头部按摩器新品能够在产品力上获得较大提升，解决之前存在的携带不便等问题，我们认为或有望带来较为可观的业绩弹性。

图4: 2018-2020 年头部按摩器收入占比较低



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2018-2020 年头部按摩器收入增速较慢



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从中报披露信息看，公司新一代智能头部按摩器在产品力上有望取得较大突破。产品力的提升一方面体现在便携可折叠。公司新一代头部按摩器展开后根据头型调节头围大小佩戴，整机重量低于 900g，实现体积缩小 50% 的折叠。另一方面，在产品热敷效果、语音交互等方面也有较大提升。新品带视窗眼部设计，热敷更柔和均匀，提供更人性化的智能语音 Ai 交互控制方式，全面提升音乐品质。从这两方面看，新品相对公司之前的头部按摩器产品在产品力上有明显提升。从研发进度看，2021H1 公司头部按摩器产品已经进入试生产，我们预计 2021Q4 有望如期推出市场。

表1: 2021H1, 公司新一代智能头部按摩器研发项目已经试生产

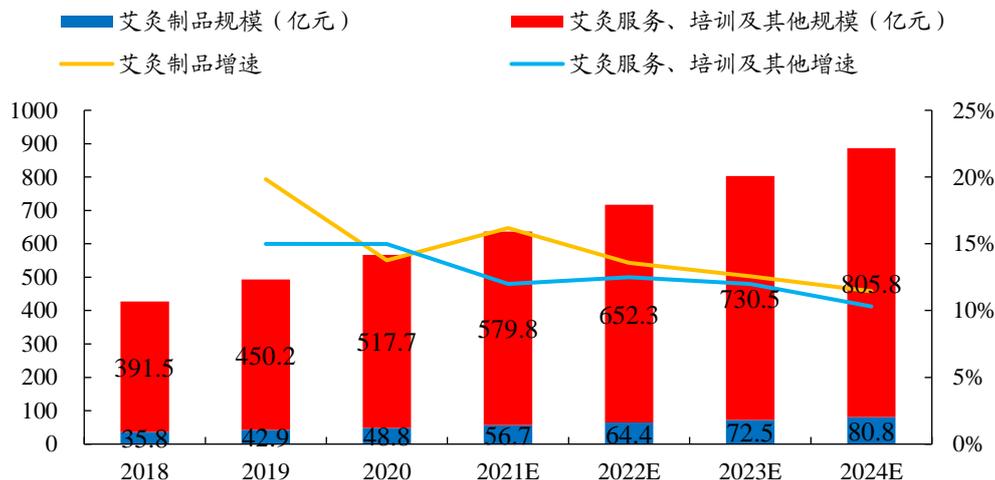
项目名称	预计总投资规模	2021H1 阶段成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
新一代智能头部按摩器研发项目	约 1112 万	试生产	保留上一代头部产品优质体验的基础上，升级为外形更小巧、资料来源: 易携带可折叠设计, 提供更人性化的智能语音 Ai 交互控制方式, 全面提升音乐品质, 重量减轻。	首款实现折叠收纳的便携头部按摩器, <b>展开后根据头型调节头围大小佩戴, 整机重量低于 900g, 实现体积缩小 50% 的折叠。</b> 采用气动设计, 支持后脑、眼部、头顶多重模式放松, <b>带视窗眼部设计, 热敷更柔和均匀, 使用多种通信方式实现 Iot 平台连接, 支持智能语音 Ai 交互。</b>	在复杂曲面异型及包含复杂气路、电路的产品中实现体积缩小 50% 的折叠, 本技术设计是 <b>首款实现折叠式的头部应用</b> , 集成式的光电式 PPG 检测单元和智能 AI 语音交互方式, 让产品更多地感知用户。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 艾灸类产品

我国艾灸市场规模呈现出较快发展的趋势。根据智研咨询，2020 年我国艾灸行业市场规模合计 566.5 亿元，其中艾灸制品规模 48.8 亿元，艾灸服务、培训及其他规模 517.7 亿元。而至 2024 年，我国艾灸行业整体市场规模有望达到 886.6 亿元，2020-2024 年市场规模复合增速有望达到 12%。

图6: 国内艾灸市场规模预计保持较快增长



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所

2021H1, 倍轻松推出姜小竹 A1 艾灸盒。艾灸盒产品包括一次购买的硬件产品（北欧风白色机身+竹制底座）和需要反复购买的耗材艾柱，能够满足消费者随身携带进行艾灸的需要。从价格看，公司单次购买的硬件产品艾灸盒网购到手价为 449 元，耗材艾柱的月度套装为 79 元（20 条艾草+1 个滤网）。因此，对于一个具有深度消费粘性的消费者，我们假设其 2 年更新一次硬件，每月均采购月度套装，则其平均一年的消费为 1173 元。而这一消费水平基本与之前公司优势的眼部和颈部按摩仪的核心价格带相接近，因此能够较好的契合公司现有核心客群的消费能力。

图7: 2021H1, 公司推出艾灸盒



资料来源: 倍轻松天猫旗舰店

图8: 艾灸盒产品包含耗材艾柱



资料来源: 倍轻松天猫旗舰店

2021H2，公司进一步拓展艾灸品类，推出智能艾灸拖鞋。在艾灸盒基础上，公司推出的智能艾灸拖鞋能够适用于更丰富的应用场景，比如商旅途中、日常居家、办公室内等。智能艾灸拖鞋材料选自用于袜子和泳衣的涤纶高弹丝原料，柔软贴合脚型并采用3D一体飞织工艺，外观更加简约。而在艾灸体验上，该产品包含金属纤维丝加热系统（耐折可水洗，发热更均匀）、NTC感温探头（实时收集热敷温度）、微控制单元（精准控温）等，进而带来更好的艾灸体验。此外，我们认为智能艾灸拖鞋的推出除了能够带来增量外，也证明了艾灸品类的拓展空间，未来在眼罩等产品上公司或也有能力推出艾灸系列相关产品。

图9：2021H2，公司推出智能艾灸拖鞋



资料来源：倍轻松天猫旗舰店

图10：智能艾灸拖鞋能够每秒实时探温



资料来源：倍轻松天猫旗舰店

市场中电子艾灸产品并不少见，但倍轻松艾灸产品具备独特优势。首先在产品力上，传统的电子艾灸产品艾灸效果差、电池续航低，在使用效果上更类似与加热片。而公司的艾灸产品则率先使用明火艾灸，在艾灸效果更好的同时能够实现智能控温、安全控温、高效滤烟、超强续航等功能。其次，公司的艾灸产品也具有一定的服务属性。以艾灸盒为例，其艾柱有两个型号，分别针对不同的应用场景。并且艾灸的时间点、方式也都具有针对性。而这些艾灸技巧，公司的销售人员都会及时给到消费者建议，进而体现出与其他产品的差异化并不断提升客户的消费粘性。

图11：姜小竹艾灸盒相较电子艾灸有较大优势



资料来源：倍轻松天猫旗舰店

图12：姜小竹艾灸盒有两个品类



资料来源：倍轻松天猫旗舰店

### 3、催化二：渠道拓展带来收入和利润率弹性

公司线上渠道有望保持高速增长，线下渠道仍有较大开拓潜力。从公司分渠道的收入拆分看，2017年-2020年公司线上渠道收入持续高速增长，收入占比不断提升。而线下渠道整体增速相对低于线上渠道并且在2020年受到疫情冲击。我们认为除了公司产品力提升带来的持续内生增长外，公司线上营销模式不断丰富仍能进一步推动线上渠道维持高增长，而线下渠道在直营门店开店以及经销模式拓展上具有较大的空间，有望带来弹性。

表2：公司线上渠道持续快速增长，线上渠道仍有较大潜力（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
<b>线上销售</b>											
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%
<b>线上销售小计</b>	<b>4.31</b>	<b>52.3%</b>	<b>54.8%</b>	<b>2.79</b>	<b>40.3%</b>	<b>63.4%</b>	<b>1.71</b>	<b>33.7%</b>	<b>63.1%</b>	<b>1.05</b>	<b>29.4%</b>
<b>线下销售</b>											
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%
<b>线下销售小计</b>	<b>3.49</b>	<b>42.2%</b>	<b>-6.8%</b>	<b>3.74</b>	<b>54.0%</b>	<b>29.1%</b>	<b>2.90</b>	<b>57.2%</b>	<b>28.3%</b>	<b>2.26</b>	<b>63.6%</b>
<b>ODM 销售</b>	<b>0.45</b>	<b>5.5%</b>	<b>14.8%</b>	<b>0.40</b>	<b>5.7%</b>	<b>-14.1%</b>	<b>0.46</b>	<b>9.1%</b>	<b>79.9%</b>	<b>0.26</b>	<b>7.2%</b>
<b>合计</b>	<b>8.25</b>	<b>100.0%</b>	<b>19.2%</b>	<b>6.92</b>	<b>100.0%</b>	<b>36.7%</b>	<b>5.06</b>	<b>100.0%</b>	<b>42.2%</b>	<b>3.56</b>	<b>100.0%</b>

数据来源：招股说明书、公司公告、开源证券研究所

更加丰富的营销模式有望带动公司线上渠道维持高增长。在上市前，公司更多侧重于短效 ROI 的营销操作。而上市后公司在加强长效 ROI 布局，包括小红书种草、B 站和抖音的 KOL 内容合作。同时，公司已逐渐搭建起了每年度成熟的营销节奏和框架。其中，公司上半年会聚焦艺人官宣，下半年会聚焦全球新品发布会，在每年的 10 月份发起对人类健康影响力的事件，也可以实现直接赋能双十一和双十二的结果。丰富的营销模式和优质产品力有望一起驱动线上渠道维持高增长。

图13：倍轻松和小红书 KOL 内容合作



资料来源：小红书 APP

图14：倍轻松和 B 站 KOL 合作



资料来源：B 站 APP

公司线下直营店有望继续较快拓展。我们预计 2021 年底/2022 年底/2023 年底，公司线下直营店的数量将分别到达 200 家/280 家/388 家。其中，2021 年根据公司公告，由于疫情影响公司开店节奏受到一定影响，开店重心由交通枢纽向购物中心店转移。2021H1，公司直营门店净增 13 家，而 2021 年底预计将达到 200 家门店（其中 2021H2 预计新增 20 家购物中心店）。而 2022 年-2023 年，我们预计公司在继续保持购物中心店开店的同时有望恢复交通枢纽店的开店节奏，进而带来更大的开店弹性。我们根据公司的募投计划预测，2022 年和 2023 年分别净开 80 家和 108 家。

表3: 公司线下直营店有望较快拓展

线下直营店(家)	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E
期初	91	91	111	150	165	150	200	280
期末	91	111	150	165	178	200	280	388

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司线下经销模式则有望进一步拓展。公司当前的线下经销业务主要为银行的客户渠道、礼品市场和免税渠道。其中，免税渠道近年快速增长，公司产品在其线上线下渠道均有销售。未来公司有望继续享受免税渠道增长的红利。除现有的三种模式外，公司后续也会逐渐扩张加盟代理模式。目前加盟代理模式已经处于早期试验阶段，模式成熟后会进行三线及以下下沉城市的覆盖和推广，与覆盖一二线城市的直营模式形成有效互补，扩大对全国区域的覆盖范围。

图15: 免税渠道有望进一步带来增长红利



资料来源：倍轻松官方微博

渠道模式的扩张除了带来收入弹性也有望带来利润率的弹性：

- (1) 经销 ToB 业务利润率整体高于 ToC 业务。未来伴随经销模式的加速扩张，其收入在整体收入中的占比提升，有望拉动整体利润率的提升。
- (2) 直营门店利润率具有较大弹性。一是，交通枢纽渠道 2021 年仍处于疫

情影响中，利润率为低基数。二是，伴随公司品牌力提升，在购物中心等渠道的话语权提升，带来租金等费用的节省。2021H1 虽受到一定疫情影响，但公司购物中心店的利润率（不考虑后端费用）仍超过 23%。

#### 4、盈利预测与投资建议

整体看，我们认为成本、供给、疫情等负面因素对倍轻松影响有限，销售数据的持续高增长验证也有望逐步消除市场疑虑。在公司估值已调整到较低估区间的情况下，股价驱动将更加回归到基本面催化。而我们认为 2021Q4 新品加速推出和未来渠道模式有望加速扩张都有望成为有力的基本面催化剂。维持盈利预测不变，我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 1.21/2.01/2.99 亿元，对应 EPS 为 1.96/3.26/4.85 元，当前股价对应 PE 分别为 51.0/30.7/20.6 倍，维持“买入”评级。

#### 5、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
<b>流动资产</b>	330	435	668	958	1397
现金	85	139	317	344	677
应收票据及应收账款	78	82	88	189	200
其他应收款	43	40	46	96	105
预付账款	17	24	12	51	38
存货	103	141	199	271	369
其他流动资产	4	9	7	8	7
<b>非流动资产</b>	44	41	40	41	39
长期投资	5	4	5	6	7
固定资产	17	15	17	17	17
无形资产	6	5	5	5	3
其他非流动资产	16	17	13	13	11
<b>资产总计</b>	373	476	708	998	1436
<b>流动负债</b>	208	241	336	426	565
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	59	71	92
<b>非流动负债</b>	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	211	242	338	428	567
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	473	757
<b>归属母公司股东权益</b>	163	234	371	572	871
负债和股东权益	373	476	708	998	1436

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	39	68	170	33	335
净利润	55	70	121	201	299
折旧摊销	11	18	8	10	11
财务费用	2	2	-1	-5	-9
投资损失	-0	0	-0	0	0
营运资金变动	-35	-22	40	-173	33
其他经营现金流	7	-0	2	-1	-0
<b>投资活动现金流</b>	-27	-25	-9	-10	-9
资本支出	23	19	0	-1	-3
长期投资	-5	-0	-1	-1	-1
其他投资现金流	-9	-6	-9	-11	-14
<b>筹资活动现金流</b>	-8	15	17	5	9
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	1	5	9
<b>现金净增加额</b>	3	58	177	27	334

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	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	-1	-5	-9
资产减值损失	-2	-1	1	2	2
其他收益	7	16	10	13	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	63	84	140	236	348
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	63	83	139	235	347
所得税	8	12	18	35	48
<b>净利润</b>	55	70	121	201	299
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
<b>归母净利润</b>	55	71	121	201	299
EBITDA	72	98	142	237	345
EPS(元)	0.89	1.15	1.96	3.26	4.85

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	36.6	19.1	42.1	40.6	38.8
营业利润(%)	12.8	32.8	66.7	68.8	47.4
归属于母公司净利润(%)	20.8	29.6	70.9	66.3	48.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	60.9	58.4	59.1	59.8	60.5
净利率(%)	7.9	8.6	10.3	12.2	13.0
ROE(%)	33.6	30.1	34.1	36.1	35.0
ROIC(%)	27.9	24.4	29.0	32.2	31.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.4	50.9	47.7	42.8	39.5
净负债比率(%)	-34.4	-39.7	-76.1	-53.5	-73.9
流动比率	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.5	1.7
<b>营运能力</b>					
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	13.8	11.9	11.8
应付账款周转率	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.15	1.96	3.26	4.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	1.11	2.75	0.53	5.43
每股净资产(最新摊薄)	2.65	3.80	5.76	9.02	13.87
<b>估值比率</b>					
P/E	112.9	87.2	51.0	30.7	20.6
P/B	37.8	26.3	17.3	11.1	7.2
EV/EBITDA	84.5	61.9	41.5	24.7	16.0

数据来源：聚源、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（underperform）	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（underperform）	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