



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

高端按摩小电龙头，渠道品类加速扩容

买入（首次）

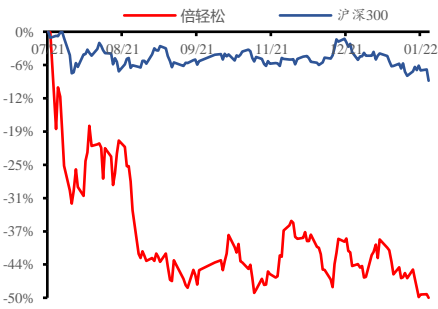
行业：家用电器
日期：2022年1月26日

分析师：彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870121120007

基本数据

最新收盘价（元）	82.80
12mth A 股价格区间（元）	171.18-85.75
总股本（百万股）	61.64
无限售 A 股/总股本	21.25%
流通市值（亿元）	11.23

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 主要观点

倍轻松深耕按摩赛道 20 余载，系健康智能硬件第一股。

产品定位高端，目标客群精确，短期渠道扩张与新品推进稳定性较强，长期品牌年轻化与“Z世代”消费升级，迎合健康经济趋势潜力可期。公司在品牌运营、渠道管控和供应链建设等诸多方面形成了较为稳定的生态体系，伴随高效的研发创新与营销推广投入，公司具备极佳的产品创新与迭代能力。21Q1-Q3 公司营收 8.13 亿元，同比 +55.66%。

行业渗透率较低，健康经济加速市场扩容。

现代按摩器具源于 20 世纪 60 年代的日本，21 世纪后全球按摩器产业链转移至中国。2020 年，中国小型按摩器市场规模预计接近 80 亿元。当前中国小型按摩器市场仍处于培育期，渗透率仅为 1.5%。行业竞争格局较为分散，细分品类龙头优势显著。2020 年中国按摩器行业前三品牌为荣泰健康、奥佳华及倍轻松，市场份额占比分别为 5.9%、5.3% 和 5.0%。倍轻松作为眼部和头部按摩器开创者，在小型按摩器行业拥有领先优势。2021 年，公司线上眼部和头部按摩器市场占比分别为 21.5% 和 54.1%，市占率均排名第一。

产品布局完善，多维优势彰显。

融合中医理念，科研赋能显著。**产品：**公司产品设计多次获得国际权威大奖，持续保持较高研发投入，不断推新推高规避产品被竞争对手模仿而带来降价的风险。**渠道：**注重多元化渠道建设，以直营模式为主，辅以经销体系。**营销：**线下直营门店有效引流，聘请顶流明星代言，不断为品牌注入年轻活力与维持高端调性。

■ 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司实现营业收入 12.56 亿元、18.08 亿元、24.18 亿元，同比增长 52.01%、43.90%、33.75%，对应归母净利润 1.20 亿元、1.78 亿元、2.56 亿元，同比分别增长 69.2%、48.4%、44.0%，对应 EPS 分别为 1.92 元、2.85 元、4.11 元。倍轻松深耕按摩赛道 20 余载，系健康智能硬件第一股。按摩小电赛道成长属性较强，行业规模与集中度有望双升。公司产品、渠道、营销、运营优势显著，未来潜力可期。首次覆盖，“买入”评级。

■ 风险提示

疫情反复风险；原材料价格波动；行业需求不及预期；行业竞争加剧风险；新品不及预期等风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	826	1256	1808	2418
年增长率	19.1%	52.0%	43.9%	33.8%
归母净利润	71	120	178	256
年增长率	29.6%	69.2%	48.4%	44.0%
每股收益 (元)	1.53	1.92	2.85	4.11
市盈率 (X)	0.00	45.14	30.42	21.12
市净率 (X)	0.00	15.25	10.16	6.86

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022 年 01 月 21 日收盘价)

目 录

1 高端智能便携按摩小电龙头，产品渠道优势彰显	6
1.1 深耕按摩赛道二十载，融合古法中医与现代科技.....	6
1.2 股权集中度高，激励制度完善.....	7
1.3 营收高速增长，毛利与费率双高.....	7
2 行业渗透率较低，健康经济加速市场扩容	8
2.1 源于日本，国内市场空间较大.....	9
2.2 小型按摩器具渗透率低，潜在空间广阔.....	10
2.3 收入持续增长，银发经济崛起，年轻人消费观改变.....	12
2.4 行业竞争格局较为分散，细分品类龙头优势显著.....	13
3 产品布局完善，渠道、营销优势彰显	15
3.1 产品定位中高端，中医理念抢占先机，科研赋能显著....	15
3.2 全渠道多元化布局，协同发展.....	19
3.2.1 线下渠道高毛利率策略，直营店布局稳步推进.....	19
3.2.2 公司把握电商发展机遇，电商渠道占比快速提升.....	21
3.2.3 ODM 模式毛利率较低，营收占比有所下降.....	23
3.3 高举高打营销投入，深化高端按摩仪品牌形象.....	23
4 未来：重研发、拓新品，布局全球市场	24
5 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测.....	26
5.2 投资建议.....	27
6 风险提示：	28

图

图 1 公司发展历程.....	7
图 2 前十大股东透视图.....	7
图 3 2015-2020 年公司营业收入及增速.....	8
图 4 2018-2020 年公司归母净利润及增速.....	8
图 5 2018-2020 年公司线上各渠道毛利率.....	8
图 6 2018-2020 年公司线下各渠道毛利率.....	8
图 7 按摩器行业发展历程.....	9
图 8 2014-2026E 全球按摩器市场规模, 亿美元.....	9
图 9 国内按摩器具市场规模及增速.....	9
图 10 中国按摩器具出口规模及增速.....	10
图 11 2020 中国按摩器出口国家占比, %.....	10
图 12 2021 年 1-10 月线上小型按摩器市场销售额占比, %.....	10
图 13 中国大型和小型按摩器具市场占比情况, %.....	10
图 14 2016-2020 年城镇居民人均可支配收入及增速.....	12
图 15 2021 年前三季度城镇居民人均消费支出及占比, 元, %.....	12
图 16 2000-2020 年中国及世界 60 岁以上人口比例变化趋 势, %.....	13
图 17 2020 年年轻人 top3 的外调养生方式, %.....	13
图 18 2020 年中国按摩器行业竞争梯队.....	14
图 19 2021 年 1-9 月线上按摩器品牌销售额占比, %.....	14
图 20 2021 年中国眼部按摩仪各品牌占比, %.....	15
图 21 2021 年中国头部按摩仪各品牌占比, %.....	15
图 22 2021 年 12 月线上按摩器各品牌销量占比, %.....	15
图 23 2021 年 12 月线上按摩器各品牌销售额占比, %.....	15
图 24 公司主营产品价格区间带, 元.....	16
图 25 2018-2020 年主营业务收入分产品类别构成情况.....	16
图 26 2020 年倍轻松主营收入构成, %.....	16
图 27 2021 年倍轻松定价均价情况, 元.....	16
图 28 2018-2020 倍轻松主要产品毛利率, %.....	16
图 30 公司产品迭代 (以眼部及颈部按摩器为例).....	17
图 31 倍轻松“姜小竹”智能艾灸盒.....	18
图 32 倍轻松结合古法中医理论产品.....	18
图 33 2016-2025E 中医药行业市场规模, 亿元.....	18
图 34 国内艾灸市场规模及增速.....	18
图 35 2018-2020 年研发费用及收入.....	18
图 36 2018-2020 倍轻松与可比公司研发费用率, %.....	18
图 37 核心支撑技术.....	19
图 38 2018-2020 年公司线上线下及 ODM 营收占比.....	19
图 39 2020 年公司各渠道营收及占比, %.....	19
图 40 公司线下直销营收占比, %.....	20
图 41 2017-2020 年公司门店情况, 个.....	20
图 42 2018-2020 年线上平台收入及增速.....	22

图 43 2018-2020 年电商 B2C 渠道情况, %	22
图 44 2018-2020 年电商平台渠道入仓情况, %	23
图 45 2018-2020 年线上经销渠道情况, %	23
图 46 2018-2020 年 ODM 渠道销售情况	23
图 47 2018-2020 年 ODM 渠道毛利率情况, %	23
图 48 2018-2020 公司广告宣传费用及其占比	24
图 49 按摩器行业销售费用率对比, %	24
图 50 肖战成为品牌代言人&《向往的生活》赞助商	24
图 51 倍轻松 x Tonino Lamborghini 系列	24
图 52 倍轻松系列产品支持华为 HiLink	25
图 53 公司智能化操作界面	25
图 54 公司线下门店	25

表

表 1 2018-2020 公司各费用占比	8
表 2 智能按摩器相关政策	11
表 3 全国人口年龄结构	12
表 4 中国按摩器企业业务概况	14
表 5 公司全国线下门店分布情况, 个	20
表 6 单店营收及成本预测	21
表 7 公司线上直销新品占收入比情况, %	22
表 8 公司关键业务拆分与毛利预测 (单位: 百万元人民币)	27
表 9 倍轻松相关可比公司估值对照表	28

1 高端智能便携按摩小电龙头，产品渠道优势彰显

1.1 深耕按摩赛道二十载，融合古法中医与现代科技

倍轻松是国内专注智能便携按摩仪研发、生产及销售的高新技术企业。公司成立于 2000 年，作为眼部便携式按摩器具的开创者，公司将古法中医理论与现代前沿高新科技成果相融合，不断优化客户体验。公司以自主品牌“breo”和“倍轻松”系列产品为主进行销售，同时还为其他知名品牌企业提供 ODM 定制产品。深耕按摩赛道 20 余载，倍轻松口碑、品牌效应良好，是国内智能便携式按摩仪龙头企业，在研发设计方面多次获得德国 IF、红点设计奖项。截至 2021 Q3，公司共有 177 家线下直营店。

公司的发展历程可以分为三个阶段：

- **2000-2015 年：**2000 年，breo 倍轻松品牌成立，公司以眼部按摩系列产品切入按摩器具市场。前期公司以自有资金开店节奏较为缓慢，线下门店为主要渠道，营销推广费用较少。逐步扩展产品品类至颈部、头部、手部等，并为品牌客户傲胜等提供代工服务。
- **2016-2020 年：**公司重点布局高线城市交通枢纽和高端商场。公司线上渠道加速发力，2020 年疫情促使公司线上营销占比提升至 52.27%。公司加大广告营销费用和线上推广投入，2021 年前三季度销售费用率达 42.8%。
- **2021-至今：**2021 年公司登陆科创板，成为科创板健康智能硬件第一股，官宣肖战为全球品牌代言人，推出新品艾灸盒，耗材为易耗品，增加了产品复购率。同时，设立海外销售部门，计划拓展海外销售业务。

图 1 公司发展历程

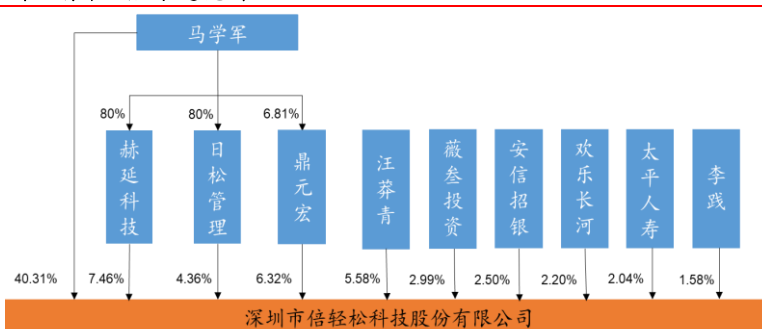


资料来源：公司官网，招股说明书，上海证券研究所

1.2 股权集中度高，激励制度完善

股权结构集中，核心员工激励较为充分。公司创始人兼实控人马学军先生直接持股 2484.85 万股，持股比例为 40.31%。此外，马学军先生还分别通过赫廷科技、日松管理，以及鼎元宏间接持有公司 7.46%、4.36%、6.32%的股份。据招股说明书显示，鼎元宏、倍润投资和赫峰正富均为公司员工持股平台，公司通过完善的股权激励政策使员工利益与公司利益绑定，充分调动员工工作积极性。

图 2 前十大股东透视图



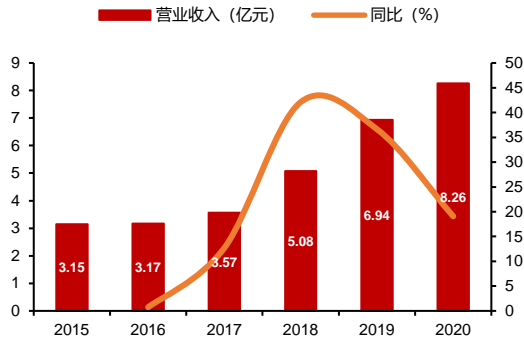
资料来源：公司 2021 年第三季度报，上海证券研究所

1.3 营收高速增长，毛利与费率双高

公司营收增速较快，毛利率与费用率较高。公司 2021 年 Q1-Q3 营业收入为 8.13 亿元，同比增长 55.66%。2016-2020 年，公司营收由 3.17 亿元增至 8.26 亿元，CAGR 达 27.06%。归母净利润由 0.11 亿元增至 0.71 亿元，CAGR 达 60.09%，成长能力较为优异。2020 年，公司线下直销、经销，及代工毛利率分别为 73.9%、44.9%、33.1%，线上 B2C 直销、电商平台入仓、线上经

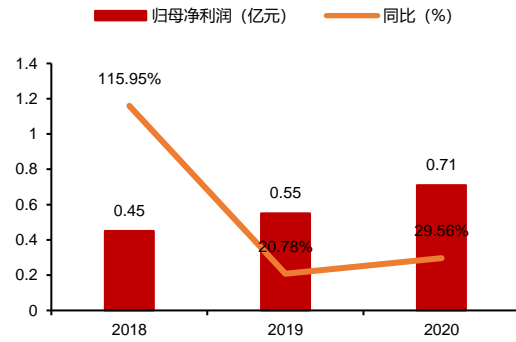
销毛利率分为 60.9%、50.0%、49.3%，所有销售渠道中公司线下直营毛利率最高。公司直销与宣传呈现高举高打现象，2020 年公司销售费用率达 41.4%，毛净差长期维持在 50%以上。公司资产回报率较高，ROE 水平位于行业前列，高于奥佳华、石头科技、北鼎股份。

图 3 2015-2020 年公司营业收入及增速



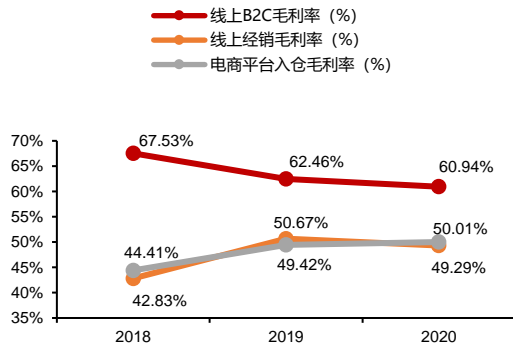
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 2018-2020 年公司归母净利润及增速



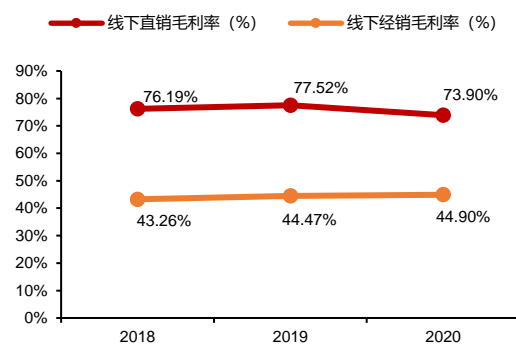
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 2018-2020 年公司线上各渠道毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

图 6 2018-2020 年公司线下各渠道毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

表 1 2018-2020 公司各费用占比

单位: 万元	2018 年	2019 年	2020 年
职工薪酬	1567.88	2002.35	2219.37
技术服务费	121.36	838.53	525.58
研发领料	247.04	327.7	383.66
租金及水电	263.36	273.93	230.46
股份支付	81.59	264.72	—
折旧及摊销	134.9	171.97	212.83
其他	141.67	186.91	117.22
研发费用合计	2557.8	4065.67	3689.12
营业收入	50799.37	69411.57	82648.46
研发费用占营业收入比例 (%)	5.04%	5.86%	4.46%

资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

2 行业渗透率较低, 健康经济加速市场扩容

2.1 源于日本，国内市场空间较大

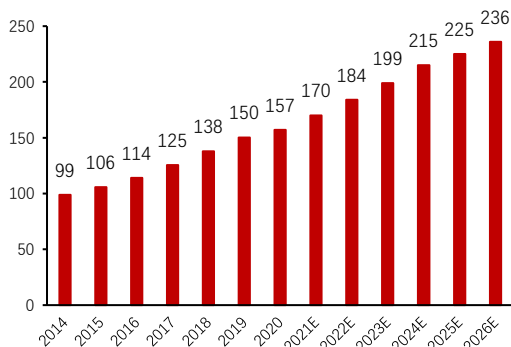
现代按摩器具源于 20 世纪 60 年代的日本，21 世纪后全球按摩器产业链转移至中国。全球按摩器具市场规模正在稳步增长，按摩器具的需求量也在逐步上升，多数产品以便携、易操作、精准为主要特点。中国是全球按摩保健产品市场需求增长最快的地区之一，据智研咨询预计，2015-2020 年中国智能按摩器具市场规模将由 96 亿元增长至 150 亿元，2020 年市场规模较上年增长 7.91%，呈高速增长趋势。据前瞻产业研究院预计，在 2022 年全球按摩器具市场规模将超过 184 亿美元，在 2026 年将达 236 亿美元。

图 7 按摩器行业发展历程



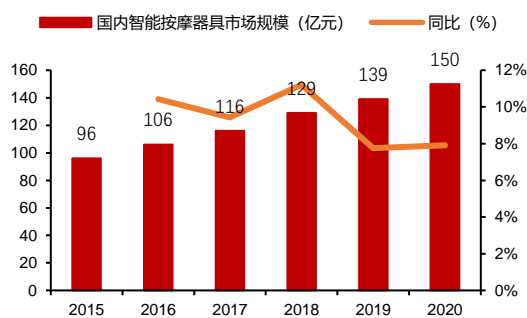
资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 8 2014-2026E 全球按摩器市场规模，亿美元



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 9 国内按摩器具市场规模及增速

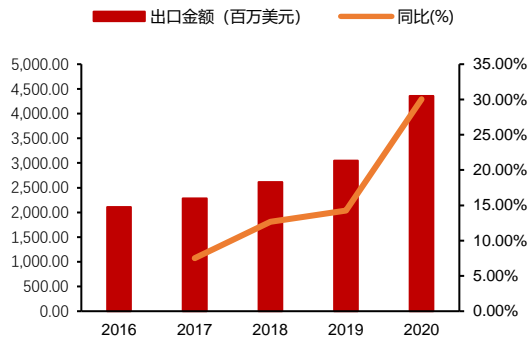


资料来源：智研咨询，上海证券研究所

- 从生产端来看，中国已是全球按摩器具的制造大国。自 2000 年，全球按摩器具产业链转移到中国。中国已经成为全球按摩器具的研发与制造中心，有些企业的产品已达世界领先水平。
- 从出口端来看，我国大陆按摩器具出口遍布全球 191 个国家和地区。按摩器具已成为我国医疗器械及设备行业出口金额最大的细分产品，2020 年按摩器主要出口美国、

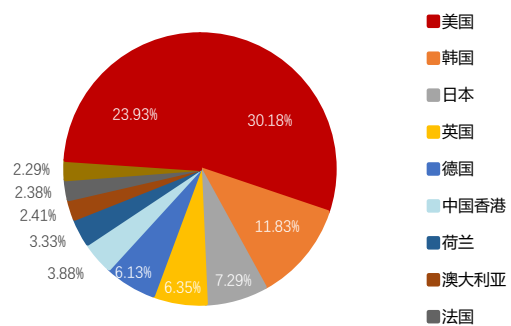
韩国和日本，占比分别为 30.18%、11.83%和 7.29%。截至 2021 年 11 月，我国 2021 年按摩器据的出口累计金额为 58.2 亿美元，同比+51.2%。

图 10 中国按摩器具出口规模及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 11 2020 中国按摩器出口国家占比, %

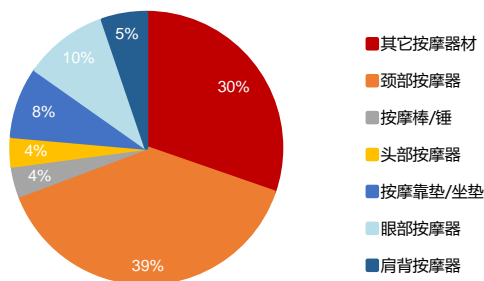


资料来源: 海关总署, 上海证券研究所

2.2 小型按摩器具渗透率低, 潜在空间广阔

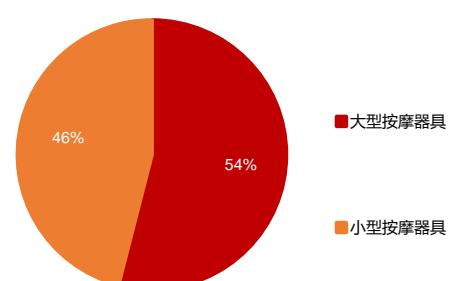
小型按摩器渗透率低, 上升空间广阔。大型按摩器具主要指多功能按摩椅, 小型按摩器具产品主要为针对局部的眼部、颈部、头部、头皮、肩部、手部、背部、腰部、足部按摩器等。小型按摩器具有不受空间和时间限制、可选多种挡位的特点, 但并非人工按摩的完全平替。随着消费者健康意识增长、产品功能精细化等趋势的发展, 叠加政策扶持, 小型按摩器市场潜力巨大。根据淘数据 2021 年 1-10 月线上销售额统计, 颈部和眼部共占小型按摩器市场销售额的 49%, 说明眼部和颈部的细分按摩器市场需求十分强烈。国内大型多功能按摩椅和小型按摩器占比分别为 46%、54%, 按该比例计算, 2020 年中国小型按摩器市场规模预计接近 80 亿元。当前中国小型按摩器市场仍处于培育期, 渗透率仅为 1.5%。根据前瞻产业研究院数据, 2020 年日本、韩国的按摩器渗透率分别达到 20%、12%, 参考同样有按摩传统的其他亚洲国家, 预计 2025 年中国市场的渗透率仍有望持续提升, 达到 4.72%

图 12 2021 年 1-10 月线上小型按摩器市场销售额占比, %



资料来源: 淘数据, 上海证券研究所

图 13 中国大型和小型按摩器具市场占比情况, %



资料来源: 前瞻产业研究院, 上海证券研究所

表 2 智能按摩器相关政策

政策	时间	内容
国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	2015 年 7 月	促进智慧健康养老产业发展。推广全面量化健康生活新方式。推进重点领域智能产品创新，鼓励传统家具企业与互联网企业开展集成创新。鼓励企业积极开展差异化细分市场的需求分析，大力丰富可穿戴设备的应用服务，提升用户体验。推动互联网技术以及智能感知、模式识别、智能分析、智能控制等智能技术在机器人领域的深入应用。
“健康中国 2030”规划纲要	2016 年 1 月	该纲要是今后 15 年推进健康中国减少的行动纲领。以提高人民健康水平为核心，以体制机制改革创新为动力，从广泛的健康影响因素入手，以普及健康生活、优化健康服务、完善健康保障、建设健康环境、发展健康产业为重点，把健康融入所有政策，全方位、全周期保障人民健康，大幅度提高健康水平，显著改善健康公平。
国务院办公厅关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见	2016 年 12 月	支持企业利益新技术、新工艺、新材料和新装备开发为老年人服务的产品用品，研发老年人乐于接受和方便使用的智能科技产品，丰富产品品种，提高产品安全性、可靠性和实用性；上述企业经认定为高新技术企业的，按规定享受企业所得税优惠。及时更新康复辅助器具配置目录，重点支持自主研发和生产健康辅助器具
智慧健康养老产业发展行动计划（2017-2020）	2017 年 2 月	丰富智能健康养老服务产品供给。针对家庭、社区、机构等不同应用环境，发展健康管理类可穿戴设备、便携式健康监测设备、自助式健康监测设备、智能养老监护设备、家庭服务机器人等，满足多样化、个性化健康养老需求。
《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》	2019 年 8 月	纲要要求提高科研转化能力。组织实施好国家科技重大专项和国家重点研发计划，积极布局支撑健康产业发展的基础前沿、社会公益、重大共性关键技术研究等公共科技活动。纲要提出，支持企业推广穿戴式、便携式非接触式采集健康信息的智能化健康管理、运动健身等电子产品。
“十四五”规划和 2035 年远景目标	2020 年 11 月	1. 全面推进健康中国建设。把保障人民健康放在优先发展的战略位置，坚持预防为主方针，深入实施健康中国行动，完善国民健康促进政策，织牢国家公共卫生防护网，为人民提供全方位全周期健康服务。2. 积极开发老龄人力资源，发展银发经济。

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

2.3 收入持续增长，银发经济崛起，年轻人消费观改变

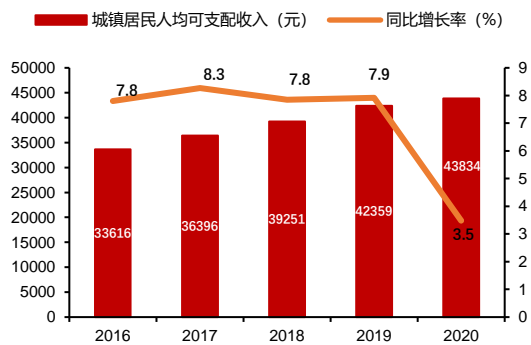
居民收入增长是刺激按摩器消费的源动力。我国人均居民可支配收入的不断提高带动了人们消费意识的转变及消费结构的升级。近年来，人们愈发注重保健，愿意为高品质高价格的健康相关产品及服务付费，按摩器具的需求量持续走高。此外，人口老龄化程度加深，年轻人工作压力大等因素促进银发经济和健康经济的发展，推动按摩器具市场加速扩大。从可支配收入来看，2021年前三个季度我国城镇居民人均可支配收入为35,946元，同比名义增长9.5%，16-20年CAGR为6.86%。城镇居民人均消费支出21981元，同比增长14.2%，其中约8.4%的支出为医疗保健类别，人均消费支出为1855元，同比+17.0%。

表 3 全国人口年龄结构

		单位：人、%
年龄	人口数	比重
总计	1411778724	100.00
0-14 岁	253383938	17.95
15-59 岁	894376020	63.35
60 岁及以上	264018766	18.70
其中：65 岁及以上	190635280	13.50

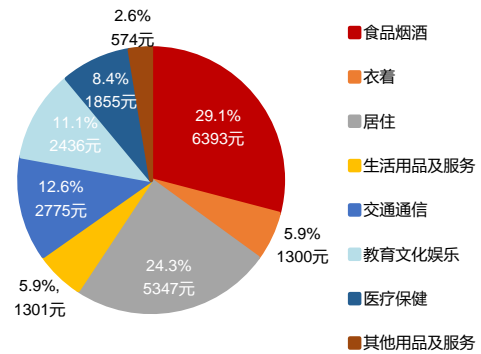
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图 14 2016-2020 年城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图 15 2021 年前三季度城镇居民人均消费支出及占比，元，%

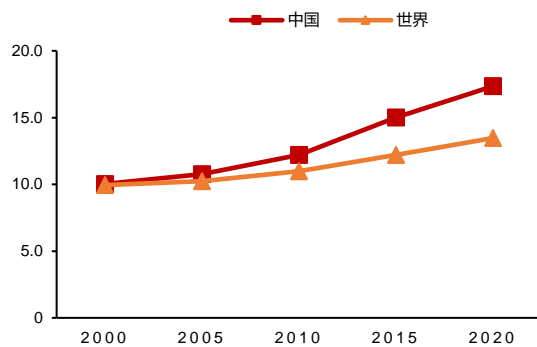


资料来源：国家统计局，上海证券研究所

银发经济崛起，“Z世代”也成按摩器产品消费主力军。从老龄化程度来看，根据第七次人口普查数据，中国60岁及以上老龄人口约为2.64亿人，占人口总比例的18.7%，中国已成为世界老龄人口最多的国家。老龄化程度的加深催生了专为老年人服务的产业。老年人身体机能下降，血液循环不畅，按摩可以加速人体内的血液循环，增加脑供血，以及帮助老年人缓解身体疼痛，预防疾病。因为当今社会压力较大，工作和生活节奏快，年轻人中亚健康人群的比例高。根据益普索调查，年轻人top3的外调养生活方式分别为泡脚、按摩和艾灸。年轻人寄希望于各种保健类产品，

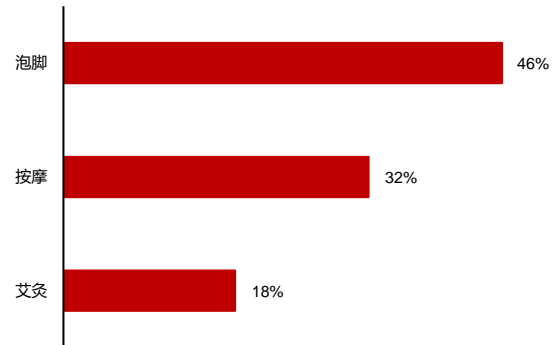
并不断增加此方面的支出以求能保障身体健康。长时间伏案工作，每天接触大量电子设备给年轻人的眼睛、颈椎带来极大的压力。年轻人放松和休息的时间往往呈现碎片化，因此便携的按摩器具既能节省时间，又能缓解身体不适的功能受到年轻人的追捧。另一方面，“Z 世代”是注重个人生活质量的一代人，随着新生代年轻人走向社会，他们更愿意花钱来呵护自己的身体，改善生活。

图 16 2000-2020 年中国及世界 60 岁以上人口比例变化趋势，%



资料来源：联合国经济和社会事务部，上海证券研究所

图 17 2020 年年轻人 top3 的外调养生方式，%



资料来源：益普索，上海证券研究所

2.4 行业竞争格局较为分散，细分品类龙头优势显著

由于产品特性及消费者感知价值差异，小型按摩器行业集中度难及其他家用电器产品。究其原因：一方面，由于行业正处在快速导入期，现有公司竞争激烈。通过创新产品与口碑积淀，先发企业有望将长期的产品优势转化为品牌优势。同行业公司为了提高市场份额，不断增加在产品研发和宣传上的投入，寻找细分领域市场，试图通过技术上的突破发现新的利润增长点。

另一方面，按摩器行业进入壁垒不高，中小型公司不断涌入市场。当前，小型按摩器行业暂无完备的行业规范，无法对产品质量及产品侵权行为进行严格把关。诸多中小型公司通过模仿业内头部企业产品，并降低售价来吸引消费者，获取更多的市场份额，易造成行业恶性竞争。除此之外，按摩器使用感受因人而异，个人对产品需求差异明显。根据倍轻松招股说明书，目前中国按摩器具行业内各类生产企业数量超过 3000 家，而据估计年销售收入超过 1 亿元的规模化生产企业仅 10-20 家，同时国内自主品牌知名度和影响力较低。数据显示，我国按摩器行业大致可分为三个梯队，第一梯队以奥佳华、荣泰健康、倍轻松和 SKG 为代表。从市场份额来看，2020 年中国按摩器行业排名前三的品牌是荣泰健康、奥佳华及倍轻松，分别占比 5.9%、5.3%和 5.0%，三者份额相近。

表 4 中国按摩器企业业务概况

公司简称	股票代码	主要业务类型	2020年按摩器业务营收(亿元)	2020年按摩器产量(万台)	2020年按摩器销量(万台)
奥佳华	002614.SZ	按摩椅、按摩小器具、健康环境(空气净化器、新风机)、家用医疗等	43.6	1718.61	1718.61
荣泰健康	603579.SH	按摩椅、按摩小电器等	19.09	24.85	62.2
倍轻松	837027.OC	智能按摩保健器材的研发、生产与销售	8.27	154.02	139.78
SKG	-	便携式按摩器	-	-	-
融捷健康	300247.SZ	按摩小电器、按摩椅、远红外桑拿房、健身器械等	0.46	3.58	3.77
恒林股份	603661.SH	办公椅、沙发、按摩椅及配件的研发、生产与销售	1.44	3.48	4.14
瑞尔康	839881.OC	按摩仪器、电子体温计、电子血压计等	0.0018	-	-
大酉科技	870270.OC	电机、按摩椅机芯	0.14	-	-

资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

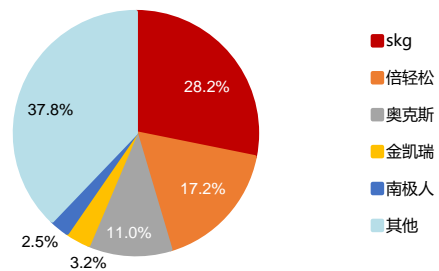
长尾类产品众多。聚焦小型按摩器市场，倍轻松拥有一定的先发优势。从2021年1-9月线上销售情况来看，SKG凭借产品优势和营销能力，在销售额占比位列第一，倍轻松紧随其后。然而，三个头部企业仅占据了小型按摩器市场线上品牌销售额的56.4%，即近50%的销售额来自于业内其他企业，长尾效应明显。

图 18 2020 年中国按摩器行业竞争梯队



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

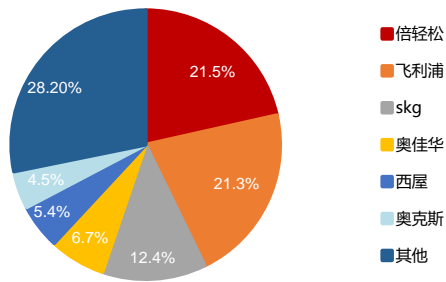
图 19 2021 年 1-9 月线上按摩器品牌销售额占比，%



资料来源：淘数据，上海证券研究所

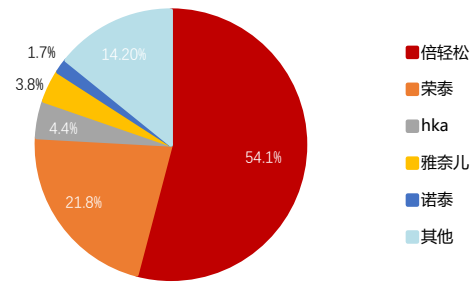
倍轻松成立时间早，作为眼部和头部按摩器的开创者，公司在小型按摩器行业拥有领先优势。公司正着力于将现代科学技术与传统中医理论有机结合，建立完善的产品体系，以改善日益扩大的亚健康人群等用户群体健康状况。根据淘数据显示，2021年公司线上眼部和头部按摩器市场占比分别为21.5%和54.1%，市占率均排名第一。

图 20 2021 年中国眼部按摩仪各品牌占比, %



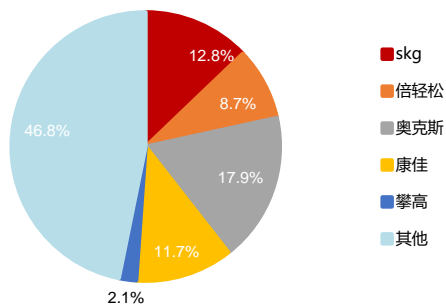
资料来源: 淘数据, 上海证券研究所

图 21 2021 年中国头部按摩仪各品牌占比, %



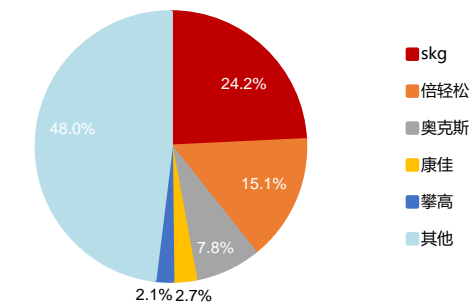
资料来源: 淘数据, 上海证券研究所

图 22 2021 年 12 月线上按摩器各品牌销量占比, %



资料来源: 淘数据, 上海证券研究所

图 23 2021 年 12 月线上按摩器各品牌销售额占比, %



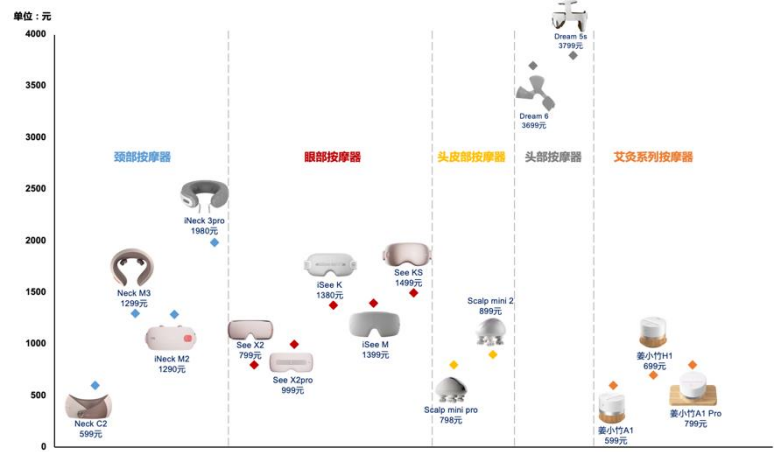
资料来源: 淘数据, 上海证券研究所

3 产品布局完善, 渠道、营销优势彰显

3.1 产品定位中高端, 中医理念抢占先机, 科研赋能显著

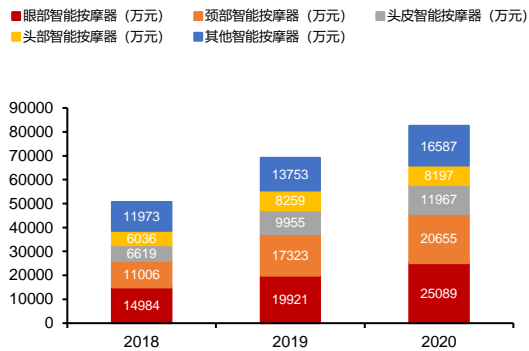
产品锁定中高端客户, 毛利率较高。倍轻松产品小巧便携, 在多种生活场景下能够针对现代人普遍出现的身体疲劳不适提供个人健康护理和按摩保健, 深受中老年及办公室白领的喜爱。公司产品定价区间较宽, 产品定价为行业平均水平的两倍左右, 价格带从 49 元到 4210 元, 占据中高端市场, 定位消费能力较高的中高端客户。2019-2020 年, 公司主营产品眼部、颈部、头皮部及头部智能便携按摩器的销售总量同比由 115.5 万台增长至 139.78 万台, 年均复合增长率为 21.1%; 2020 年的毛利率分别为 54.06%、66.66%、64.18%及 65.63%, 分别占公司当年总营收 30.35%、25.03%、14.51%和 9.92%。

图 24 公司主营产品价格区间带，元



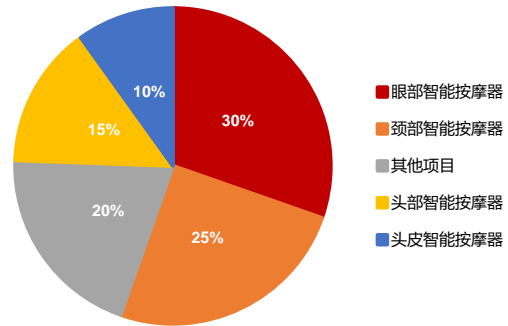
资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 25 2018-2020 年主营业务收入分产品类别构成情况



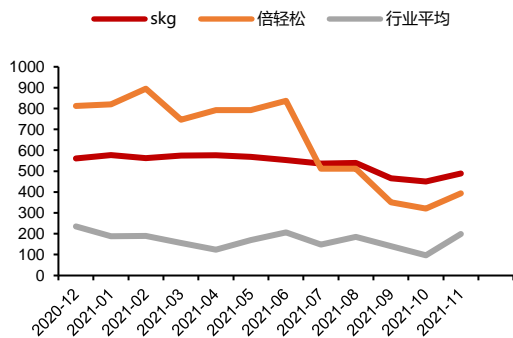
资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 26 2020 年倍轻松主营收入构成，%



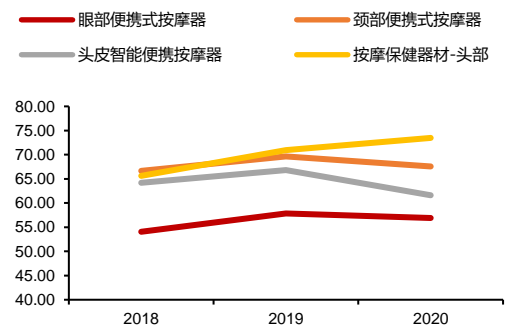
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 27 2021 年倍轻松定价均价情况，元



资料来源：淘数据，上海证券研究所

图 28 2018-2020 倍轻松主要产品毛利率，%



资料来源：Wind，上海证券研究所

产品聚焦细分领域，不断迭代升级优化使用体验。公司以眼部、颈部、头部及头皮为主要产品线，并推出了适用于肩、足、腰等其他身体部位的按摩器经络枪等产品贡献公司营收增量。公司以眼部按摩器起家，以眼部护眼仪为例，该产品从公司成立至今进行了 5 次产品迭代，构筑了气压按摩式、机械按摩式及虚拟触感按摩式三大类型。全新一代眼部按摩仪融合智能控制、语音交互、云端社交等功能，深化了客户使用体验。公司也不断推进智能按摩器产品的智能健康服务平台建设，布局 AIoT 产品。

请务必阅读尾页重要声明

图 29 公司全部产品系列价格，元

眼部智能便携按摩器	颈部智能便携按摩器	头部智能便携按摩器	手部智能便携按摩器	肩部智能便携按摩器
				
价格 399-1499元	价格 599-2799元	价格 999-4699元	价格 399-1099元	价格 99-2010元
背部智能便携按摩器	腰部智能便携按摩器	足部智能按摩器	智能艾灸盒	经络枪
				
价格 99-399元	价格 299-499元	价格 499-699元	价格 599-799元	价格 1699元

资料来源：招股说明书，淘宝，公司官网，上海证券研究所

图 30 公司产品迭代（以眼部及颈部按摩器为例）



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

新品艾灸盒注重差异化且融入中医理论，有望成为公司新成长曲线。公司引入传统中医理念，瞄准中医养生市场趋势，完善产品布局推出新品智能艾灸盒系列产品“姜小竹 A1”，打造公司新增长曲线。艾灸产品除了机器本身之外，客户还需要根据自身需求定期购买艾柱耗材，作为高频耗材，该产品增加了复购率和消费粘性。艾灸盒于 2021 年 5 月推出，表现亮眼，成为 2021 天猫京东双十一艾灸品类第一。明火灸+无艾烟是新品艾灸盒产品的主要优势，改善了传统明火艾灸烟熏火燎、环境不友好及操作危险等缺点。倍轻松也借此斩获人民网 2021 国民消费案例——十大前沿模式案例的殊荣。2021 年下半年，公司继续推出智能艾灸拖鞋等新兴中医概念产品。

图 31 倍轻松“姜小竹”智能艾灸盒



资料来源：淘宝，上海证券研究所

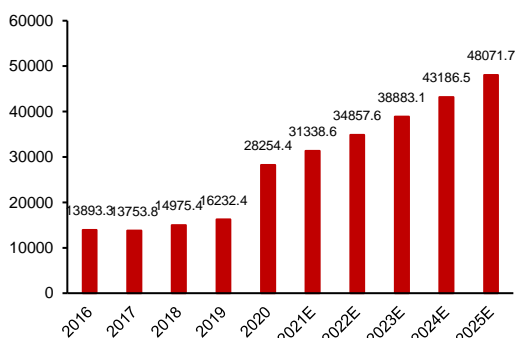
图 32 倍轻松结合古法中医理论产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

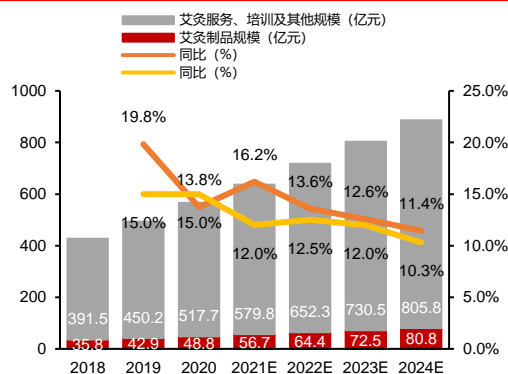
究其原因，我们认为中医理论在国内具有较高的认可度，中医是国家重点发展的行业，国家陆续推出利好政策，“十四五规划”提出“加大发展中医事业，加强中医文化传承与创新”。疫情背景下，人们更加注重自身的健康素养，中医与现代智能科技完美融合能更好地满足消费者的需求。

图 33 2016-2025E 中医药行业市场规模，亿元



资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

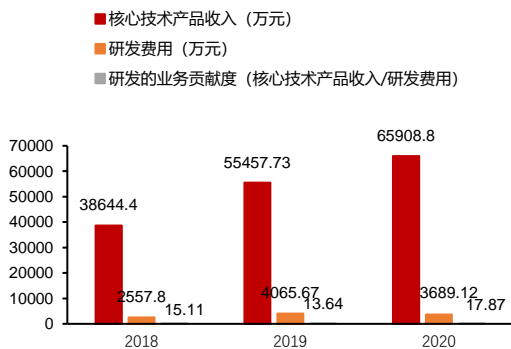
图 34 国内艾灸市场规模及增速



资料来源：智研咨询，上海证券研究所

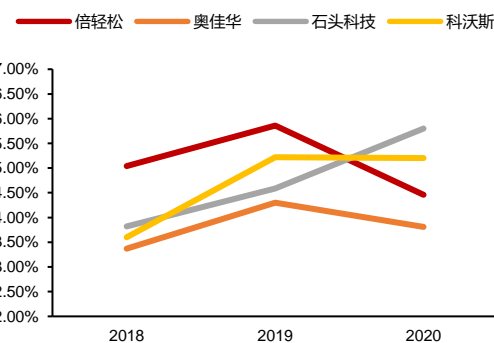
产品高端调性基于其自身强大的自主创新与研发能力。自 2001 年推出首款按摩器产品后，公司不断加大科研投入，拥有按摩器行业市场的核心竞争优势，持续迭代升级新产品来满足不断变化的市场需求。在技术研发与产品设计方面倍轻松处于行业领军地位，产品获得境内外重要奖项十余项，拥有国内外专利 576 项，其核心技术产品近三年约占营业收入的八成。公司 2019 年、2020 年研发费用率分别为 5.04% 和 5.86%，均在 5% 以上，保持在行业较高水平。2020 年倍轻松研发费用投入 1 元可实现 17.87 元的收入，较 2019 年上涨约 31%。公司新成立产业技术研究院，负责产业技术前沿规划以及产品创新研发，加码科研赛道。

图 35 2018-2020 年研发费用及收入



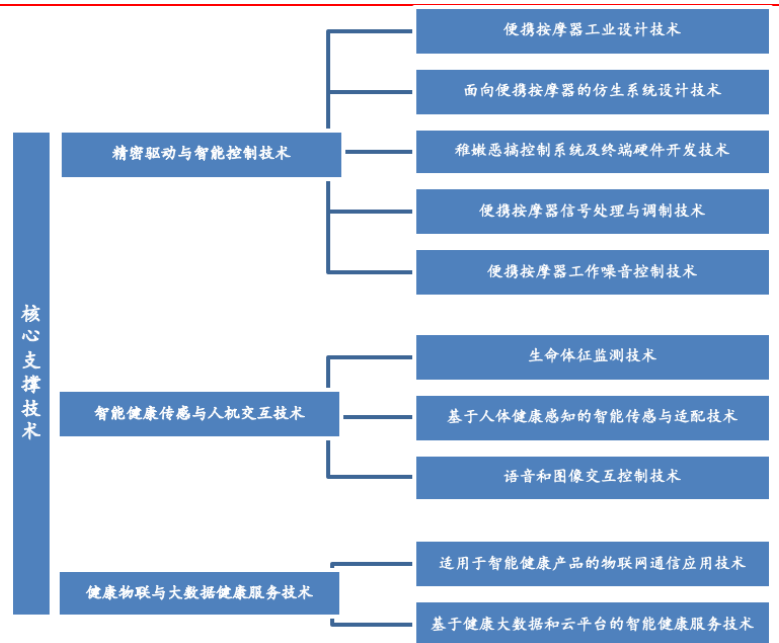
资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 36 2018-2020 倍轻松与可比公司研发费用率，%



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 37 核心支撑技术

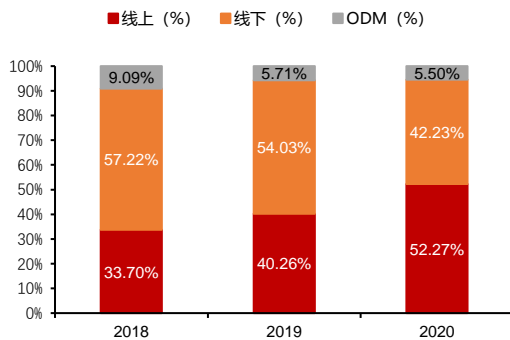


资料来源：招股说明书，上海证券研究所

3.2 全渠道多元化布局，协同发展

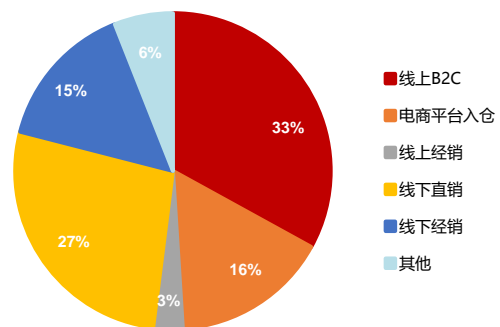
线下优化门店结构，线上加码营销。公司的销售模式从线下为主、线上为辅逐步调整为线上和线下双渠道融合互动的新零售模式。公司自主品牌线上和线下销售收入合计占主营业务收入的比例保持在 90% 以上。

图 38 2018-2020 年公司线上线下及 ODM 营收占比



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 39 2020 年公司各渠道营收及占比，%

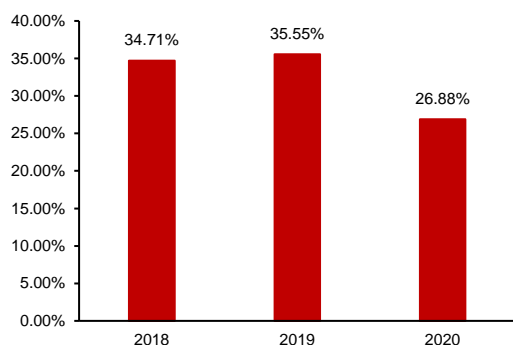


资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

3.2.1 线下渠道高毛利率策略，直营店布局稳步推进

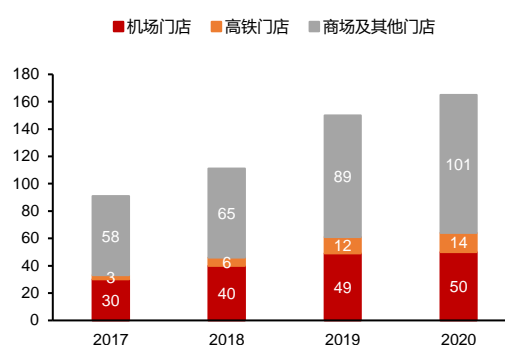
倍轻松注重线下渠道建设，以直营模式为主，辅以经销体系。此外，公司为拓宽品牌辐射范围，持续拓展礼品、政企集采、团购等渠道，并不断完善 KA 连锁、代理商加盟、渠道分销等合作模式。2018-2020 年公司仍以线下渠道主导，线下直销营收占比分别为 34.71%、35.55% 和 26.88%。公司线下主推高端品类，直销产品定价较高。高定价有利于提高公司产品毛利率，2018-2020 年线下直销模式的毛利率分别为 76.19%、77.52% 和 73.90%。

图 40 公司线下直销营收占比, %



资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

图 41 2017-2020 公司门店情况, 个



资料来源: 观研报告网, 上海证券研究所

公司逐步向一二线城市的高端购物中心转移, 在机场, 大型商场等商旅人士密集区域建立商圈, 增加了品牌在目标客户中的曝光度, 更好带动公司整体毛利率提升。公司 2020 年线下新直营门店数量较 2018 年增加了 54 家, 主要开设在购物中心, 受影响较大的交通枢纽门店增量较少。

表 5 公司全国线下门店分布情况, 个

城市	总数	商场	机场	高铁	城市	总数	商场	机场	高铁
北京	18	12	5	1	乌鲁木齐	4		4	
深圳	17	10	5	2	宁波	3	3		
上海	15	10	3	2	大连	3	2	1	
西安	11	4	5	2	兰州	3	2	1	
重庆	9	6	3		南通	2	2		
长沙	9	3	2	4	沈阳	2	2		
成都	8	5	3		福州	2		2	
杭州	7	4	2	1	南昌	2	2		
郑州	7	4	1	2	海口	2	1	1	
广州	6	3	2	1	常州	1	1		
合肥	6	5	1		长春	1	1		
南宁	6	3	3		徐州	1	1		
昆明	6	4	2		石家庄	1	1		
武汉	6	4	2		青岛	1	1		
南京	5	4		1	汕头	1	1		
济南	4	2	2		天津	1	1		
哈尔滨	4	1	2	1	太原	1	1		
厦门	4	1	1	2					

资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

线下直营店扩张可行, 单店预计三年内可实现盈利。按照单店模型测算: 每家店初期总投资成本在 59.79 万元, 经营成本在 122.12 万元。根据未受疫情影响的 2019 年数据测算, 每家店预计营业收入可达 142.11 万元, 预计三年时间内可达到盈亏平衡。通过增加直营门店数量可以帮助公司提高销售收入和利润, 进而提升市场份额和盈利能力, 并加强公司的品牌传播和影响力。

表 6 单店营收及成本预测

单店模型测算	
单位：万元	
单店预计总投资	59.79
单店预计初期投入成本	41.75
单店预计装修费	15.94
单店预计软硬件	3.76
单店预计铺货资金	17.56
单店预计预备费	4.49
单店预计铺底流动资金	3.88
单店预计品牌建设推广费	14.15
单店预计经营成本	122.12
单店预计职工薪酬（按总薪酬 70% 计算）	34.65
单店预计货物成本	31.95
折旧与摊销	0.21
单店预计租金、物业管理费及 POS 设备租金费用	55.32
单店预计营业收入	142.11
单店回收期(年)	2.99

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

倍轻松与经销商建立了良好合作关系，拥有较为完善的经销商管理制度。倍轻松品牌调性较高，礼品属性较强。公司对经销商的销售均为卖断式销售，随着未来三四线城市购买力的快速增长，公司计划通过代理商下沉这些城市，在保证运营质量的前提下加速规模扩张。

3.2.2 公司把握电商发展机遇，电商渠道占比快速提升

线上渠道在高基数前提下仍维持较快增长，新品贡献收入占比高。公司线上渠道主要为线上 B2C、电商平台入仓和线上经销，其中线上直营占线上销售收入的 90%。因 2020 年新冠疫情冲击线下直营门店销售，公司正加速布局线上，2018-2020 年公司线上营收占比分别为 33.70%，40.26% 和 52.27%，CAGR 为 15.76%。其中 2020 年线上各细分渠道营收占比为 B2C 占 33.32%，电商平台入仓占 15.50%，线上经销占 3.45%。2020H1 线上直销眼部和颈部产品的当年+前一年新品收入占比分别高达 75.15% 和 66.78%。

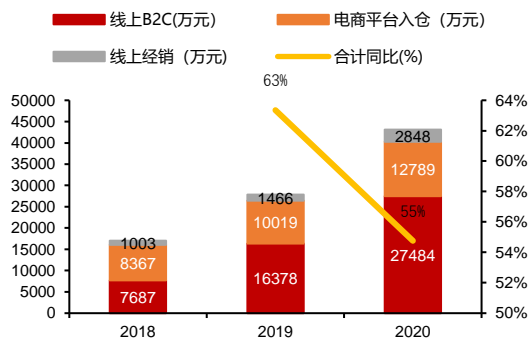
表 7 公司线上直销新品占收入比情况, %

		2018	2019	2020H1
眼部	新品型号	EYE 1/I SEE 4M/ I SEE 4X	I SEE M/I SEE X/ ISEE 4W	I SEE X PRO
	当年新品占比	36.05%	57.59%	9.93%
	当年+前一年新品占比		71.61%	75.15%
颈部	新品型号	I NECK 3/ NECK AIR/ NECK U	I NECK MINI	I NECK3 PRO
	当年新品占比	82.99%	11.07%	55.66%
	当年+前一年新品占比		67.86%	66.78%
头部	新品型号		IDREAM 5S /IDREAM 3X	
	当年新品占比		54.92%	
	当年+前一年新品占比			
头皮部	新品型号	SCALP MINI		
	当年新品占比	49.91%		
	当年+前一年新品占比			

资料来源: 公司第二次询问函回复, 上海证券研究所

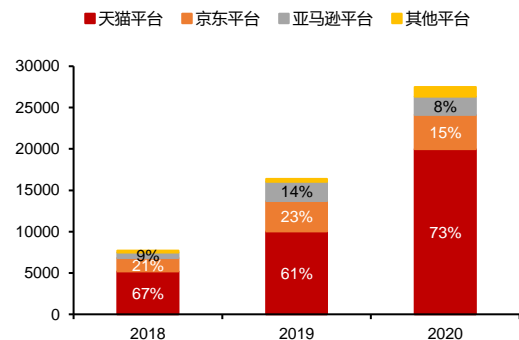
线上 B2C 客户主要为京东 POP、天猫、亚马逊等电商平台自营店铺。2018-2020 年线上 B2C 销售占比高速增长, 分别为 45%, 59%及 64%, CAGR 为 12.46%。从平台来看, 天猫平台对倍轻松 B2C 渠道的贡献最大, 2020 年占比 73%。公司正逐步拓展多种 B2C 渠道, 从而减少对天猫单一渠道的依赖度。电商平台入仓客户主要为京东自营、唯品会、云集等平台。2020 年电商平台入仓渠道营收为 12788.70 万元, 同比增长 27.7%。京东自营在电商平台入仓中占据绝对优势, 近两年占比稳定在 90%以上。线上经销主要包含苏宁、以梦为马等线上电商平台。近三年线上经销营收稳步增长, 占比较为平稳, 2020 年占线上渠道总收入的 7%。

图 42 2018-2020 年线上平台收入及增速



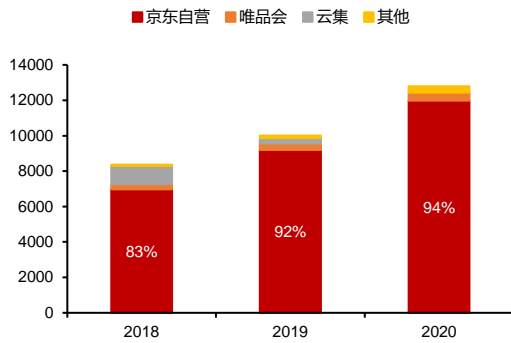
资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

图 43 2018-2020 年电商 B2C 渠道情况, %



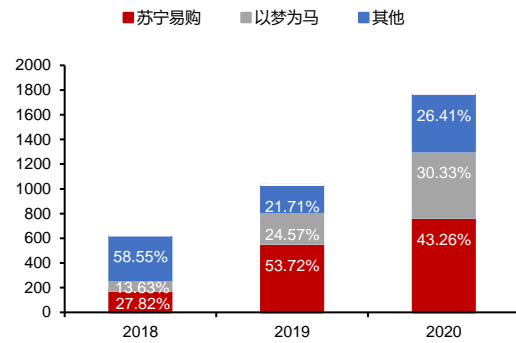
资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

图 44 2018-2020 年电商平台渠道入仓情况, %



资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

图 45 2018-2020 年线上经销渠道情况, %

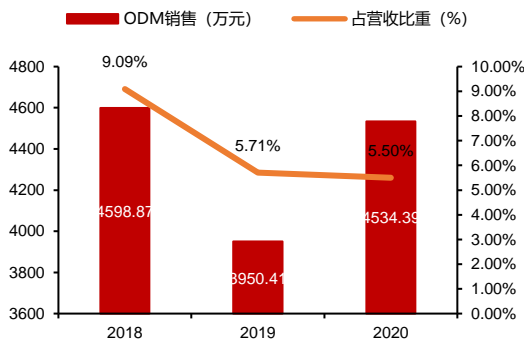


资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

3.2.3 ODM 模式毛利率较低, 营收占比有所下降

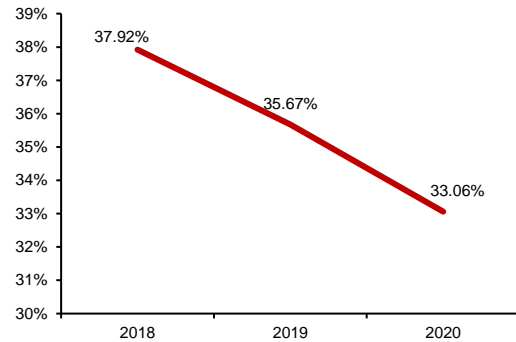
倍轻松公司为傲胜、BORK 等知名企业提供与智能便携按摩器相关的 ODM 定制产品。ODM 业务收入在下游客户销量的带动下快速增长, 但从各渠道销售情况来看, ODM 的营收占比已从 2018 年的 9.1% 下降到 2020 年的 5.5%。

图 46 2018-2020 年 ODM 渠道销售情况



资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

图 47 2018-2020 年 ODM 渠道毛利率情况, %

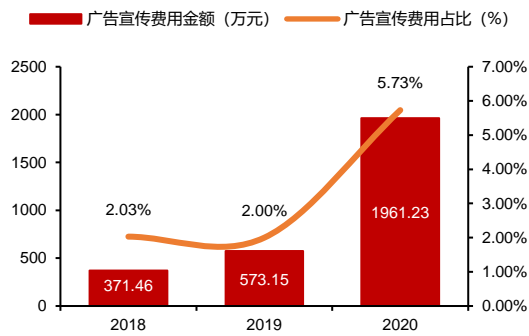


资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

3.3 高举高打营销投入, 深化高端按摩仪品牌形象

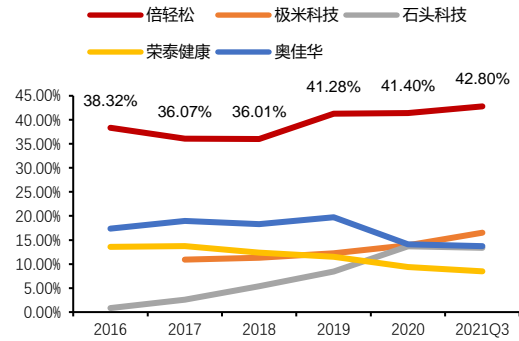
公司营销费用比例高, 加速上涨趋势明显。2018-2020 年, 公司的销售费用率分别为 36.01%、41.28%和 41.40%, 分别为研发费用的 7.15、7.06、9.27 倍, 高于同行业其他公司。同时期, 公司营销费用 (推广费、促销费、广告宣传费合计) 分别占营业收入的 7.9%、12.1%、17.8%, 营销发力明显。公司平台推广费用由 2018 年的 1713.68 万元增至 2020 年的 6849.02 万元, 促销费用由 1913.36 万元增至 5696.88 万元, 线上与线下渠道协同发展。与此同时, 公司销售收入也保持高速增长, 营销成效显著。

图 48 2018-2020 公司广告宣传费用及其占比



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 49 按摩器行业销售费用率对比，%



资料来源：Wind，上海证券研究所

顶流明星助阵，各类新营销布局，跨界合作提升品牌调性。2021 年，公司宣布肖战成为全球品牌代言人，产品也多次出现在明星及头部 KOL 的直播间，将目标客户由 70 后、80 后群体扩展到 90 后、95 后甚至 00 后群体，使客户群更加年轻化。公司借助流量优势在 2021 年“双 11”期间，成功登顶天猫、京东平台眼部、颈部、头部等品类按摩器销售榜榜首，表现亮眼。此外，公司也积极布局综艺领域，成为热播综艺《向往的生活》第四季核心赞助商之一。此外，公司曾自 2019 年起与意大利知名品牌托尼洛·兰博基尼跨界合作，推出了包括采用航天碳纤维纹理的头部、眼部、颈部、头皮联名的按摩器产品，此次合作使公司在世界范围内树立了高端小家电的品牌形象。

图 50 肖战成为品牌代言人&《向往的生活》赞助商



资料来源：百度图片，上海证券研究所

图 51 倍轻松 x Tonino Lamborghini 系列



资料来源：京东，上海证券研究所

4 未来：重研发、拓新品，布局全球市场

专精提升主营产品性能及智能化水平，注重差异化创新形成壁垒。公司与华为开展深度合作，力求共同打造智能化家居高品质生活。现有的 iSee H 眼部按摩仪与 iNeck H 颈部按摩仪两款智能 BreoLink 系列产品让消费者可以在手机 app 上进行各项操控，增加定制化功能，在不同场景可以唤起不同的按摩模式。公司未来将在产品功能中增加健康数据检测及管理系统，为消费者提供智能健康管理服务。但按摩器产品目前技术壁垒较低，很容易被模仿，外加行业利润率较高，较易吸引新的竞争者加入。公司在未来可以从外观设计、差异化品类等角度入手，重视产品工业设计以增加辨识度并继续开拓中医与科技结合的按摩器细分市场，进一步增强市场竞争力。

图 52 倍轻松系列产品支持华为 HiLink



资料来源：华为商城，真快乐商城，上海证券研究所

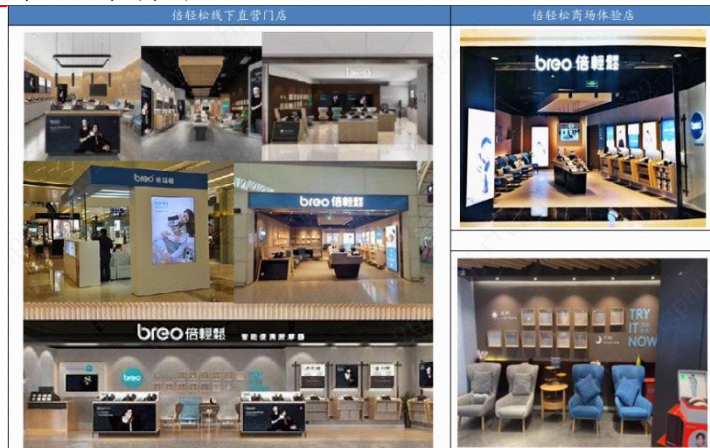
图 53 公司智能化操作界面



资料来源：公司官网，上海证券研究所

募集资金提升直营占比，海外布局起航。线下门店：自 2021 年起，公司计划 3 年内将在全国交通枢纽等客流密集区域线下新设 248 家直营门店，机场店、高铁店和商场店分别有 48、37 和 163 家，公司直营门店产品销售毛利率在 80%左右。加大线下布局力度不仅可以帮助倍轻松将目标客户群开源引流至净利率较高的线上渠道，而且可以增强公司自身品牌影响力并扩大公司的销售规模。**海外市场：**倍轻松在 2019 年建立了以展示功能为主的海外品牌网站，随后加入了购物功能，正式在海外打开了 B2C 的电商模式。公司在亚马逊海外平台开设线上直营店并设立多家海外子公司，通过 Google 的分析工具获得稳定流量，积极拓宽海外市场，坚持全球化布局的发展战略。

图 54 公司线下门店



资料来源：公司官网，上海证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

倍轻松深耕按摩赛道 20 余载，系健康智能硬件第一股。产品定位高端，目标客户精确，短期渠道扩张与新品推进稳定性较强，长期品牌年轻化与“Z 世代”消费升级潜力可期，我们的盈利预测基于目前倍轻松的主要核心收入来源眼部按摩器、颈部按摩器、头皮按摩器及头部按摩器，公司各分部收入假设如下：

我们假设：

- 1、眼部按摩器：倍轻松眼部按摩产品 2021 年线上销售市占率达 26%，预计未来会维持相对稳定的增长速度，预计 2021-2023 年收入同比增速分别为 46.88%、44.72%、41.90%；
- 2、颈部按摩器：行业处于快速扩容期，公司产品知名度不断提升，面对竞争对手冲击不断推出较高性价比产品，伴随疫情趋缓线下门店扩张，预计 2021-2023 年收入同比增速分别为 68.0%、56.0%、44.2%；
- 3、头皮按摩器：公司引流产品，毛利率波动较小，预计 2021-2023 年收入同比增速分别为 41.7%、36.5%、36.5%；
- 4、头部按摩器：定价与利润较高，是公司重要销售产品，预计 2021-2023 年收入同比增速分别为 32.0%、26.0%、23.6%。

表 8 公司关键业务拆分与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

眼部按摩保健器材	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	149.84	199.21	250.89	368.51	533.30	756.76
YOY		32.95%	25.94%	46.88%	44.72%	41.90%
销售数量 (百万台)	0.53	0.60	0.70	0.95	1.27	1.67
销售单价 (元)	283.48	334.20	360.55	389.394	420.546	452.086
营业成本	64.53	83.97	115.26	162.14	229.32	317.84
毛利率 (%)	56.93%	57.85%	54.06%	56.00%	57.00%	58.00%
颈部按摩保健器材	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	110.06	173.23	206.55	347.00	541.33	780.59
YOY		57.40%	19.23%	68.00%	56.00%	44.20%
销售数量 (百万台)	0.15	0.24	0.30	0.48	0.73	1.02
销售单价 (元)	714	729	683	717.16	745.85	768.22
营业成本	35.69	52.58	68.86	111.04	167.81	234.18
毛利率 (%)	67.57%	69.65%	66.66%	68.00%	69.00%	70.00%
头皮部按摩保健器材	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	66.19	99.55	119.67	169.57	231.47	315.95
YOY		50.40%	20.21%	41.70%	36.50%	36.50%
销售数量 (百万台)	0.22	0.25	0.31	0.40	0.52	0.68
销售单价 (元)	297.05	405.80	388.91	423.91	445.11	467.36
营业成本	25.41	33.03	42.86	57.65	76.38	101.10
毛利率 (%)	61.61%	66.82%	64.18%	66.00%	67.00%	68.00%
头部按摩保健器材	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	60.36	82.59	81.97	108.20	136.33	168.51
YOY		36.83%	-0.75%	32.00%	26.00%	23.60%
销售数量 (百万台)	0.05	0.08	0.09	0.11	0.13	0.16
销售单价 (元)	1,295.15	1,087.9	892.8	982.10	1,031.21	1,062.14
营业成本	16.01	24.00	28.17	35.71	43.63	52.24
毛利率 (%)	73.48%	70.94%	65.63%	67.00%	68.00%	69.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

5.2 投资建议

对比同类按摩器具公司, 倍轻松已经在品牌、规模、运营能力和供应链等诸多方面形成了较为稳定的生态体系, 伴随高效的研发创新与营销推广投入, 公司具备极佳的产品创新与迭代能力、展店能力及新品有望快速放量。

我们预计2021-2023年公司实现主营业务收入12.56亿元、18.08亿元、24.18亿元, 同比增长52.01%、43.90%、33.75%, 对应归母净利润1.20亿元、1.78亿元、2.56亿元, 同比分别增长69.2%、48.4%、44.0%, 对应EPS分别为1.92元、2.85元、4.11元。倍轻松深耕按摩赛道20余载, 系健康智能硬件第一股。按摩小电赛道成长属性较强, 行业规模与集中度有望双升。公司产品、渠道、营销、运营优势显著, 未来潜力可期。首次覆盖, “买入”评级。

表 9 倍轻松相关可比公司估值对照表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄)				市盈率 PE			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
倍轻松	53.49	86.78	1.19	1.53	1.92	2.85	--	--	54.36	36.63
可比公司 均值	378.05	272.57	4.62	5.95	7.36	9.72	43.57	42.08	27.51	20.74
石头科技	607.82	909.82	15.66	20.54	23.24	30.62	--	50.44	39.14	29.72
科沃斯	781.96	136.47	0.21	1.14	3.57	4.85	94.89	77.89	38.25	28.11
奥佳华	78.21	12.40	0.50	0.74	0.81	1.09	21.10	18.12	15.40	11.41
荣泰健康	44.20	31.57	2.11	1.38	1.83	2.30	14.73	21.88	17.24	13.70

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (备注: Wind 一致预测, 股价为 2021 年 1 月 21 日收盘价)

6 风险提示:

1、疫情反复风险: 疫情反复导致门店扩张不及预期, 进而影响公司线下渠道的拓展, 拖累公司业绩收入。

2、原材料价格波动: 智能按摩器的原材料主要为电子元器件、塑料及铜铁等金属, 若原材料持续上涨, 会显著压缩公司毛利率。

3、行业需求不及预期: 智能按摩器是可选型消费, 若经济走势不佳, 智能按摩器需求将承压。

4、行业竞争加剧风险: 智能按摩器行业同质化严重, 新兴品牌不断进入市场, 影响市场占有率, 如果品牌之间进行价格战, 存在行业竞争加剧、平均毛利率下滑的风险。

5、新品不及预期: 创新是智能按摩行业最有效的市场竞争力, 如果公司新产品与市场趋势背道而驰, 公司研发优势将丧失, 存在被模仿者替代的风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	139	115	147	263
应收票据及应收账款	82	128	189	241
存货	141	178	253	319
其他流动资产	73	107	146	188
流动资产合计	435	529	735	1011
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	0	49	97	146
固定资产	15	49	86	125
在建工程	0	50	90	120
无形资产	5	17	29	44
其他非流动资产	17	12	7	2
非流动资产合计	41	181	313	441
资产总计	476	710	1048	1451
短期借款	45	65	85	105
应付票据及应付账款	153	218	317	403
合同负债	0	0	0	0
其他流动负债	43	72	113	154
流动负债合计	241	354	515	661
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	242	356	516	663
股本	46	46	46	46
资本公积	22	22	22	22
留存收益	168	287	465	721
归属母公司股东权益	234	354	532	787
少数股东权益	-1	0	0	1
股东权益合计	234	354	532	788
负债和股东权益合计	476	710	1048	1451

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	68	115	170	255
净利润	70	120	178	256
折旧摊销	18	15	23	27
营运资金变动	-22	-26	-36	-35
其他	2	6	5	6
投资活动现金流量	-25	-157	-156	-156
资本支出	-19	-111	-111	-111
投资变动	0	-50	-50	-50
其他	-6	4	5	5
筹资活动现金流量	15	18	18	17
债权融资	19	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-3	18	18	17
现金净流量	58	-24	32	116

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	826	1256	1808	2418
营业成本	344	484	701	902
营业税金及附加	5	10	14	19
销售费用	342	528	759	1016
管理费用	29	43	61	82
研发费用	37	63	90	121
财务费用	2	1	1	2
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
投资收益	0	-1	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	84	144	213	306
营业外收支净额	-1	-1	-1	-1
利润总额	83	143	212	305
所得税	12	23	34	49
净利润	70	120	178	256
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司股东净利润	71	120	178	256

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	58.4%	61.5%	61.2%	62.7%
净利率	8.6%	9.5%	9.8%	10.6%
净资产收益率	30.2%	33.8%	33.4%	32.5%
资产回报率	14.8%	16.9%	16.9%	17.6%
投资回报率	26.1%	25.8%	24.7%	26.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	19.1%	52.0%	43.9%	33.8%
EBIT 增长率	32.5%	51.1%	40.7%	53.6%
归母净利润增长率	29.6%	69.2%	48.4%	44.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.53	1.92	2.85	4.11
每股净资产	5.07	5.69	8.54	12.65
每股经营现金流	1.48	1.84	2.74	4.09
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	1.74	1.77	1.72	1.67
应收账款周转率	10.40	10.14	9.86	10.43
存货周转率	2.45	2.71	2.77	2.83
偿债能力指标				
资产负债率	50.9%	50.1%	49.3%	45.7%
流动比率	1.81	1.49	1.43	1.53
速动比率	1.12	0.89	0.84	0.95
估值指标				
P/E	0.00	45.14	30.42	21.12
P/B	0.00	15.25	10.16	6.86
EV/EBITDA	-0.92	37.14	26.17	17.14

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。