

# 倍轻松 (688793. SH)

## 经营拐点显现，盈利有望修复

买入

### 核心观点

**倍轻松：局部按摩器的引领者。**倍轻松是我国局部按摩器行业的领军企业，主要产品智能便携按摩器融合现代科技与传统中医理论，形成以眼部、颈部、头部、头皮等为主的局部按摩器多品类产品线。公司主要经营自主品牌“倍轻松/breo”，2022年受疫情影响，收入9.0亿/-25%，归母利润亏损1.2亿。

**倍轻松经营复盘：收入先行，拐点初显。**公司收入在2021年之前快速成长，2017-2021年复合增速达35%；2022年受疫情影响下滑25%，目前公司经营企稳，收入率先显现拐点，2023H1收入反弹增长31%。公司2022年受疫情影响线下门店经营受损，盈利承压；2023H1公司毛利率率先恢复至60%的正常水平，但受到抖音费用投放的拖累，整体利润小幅亏损。

**收入增长驱动力：打造爆品，抢占抖音，多渠道引流。**1) **产品端：**公司依托于完备的消费者洞察机制，通过持续的研发技术积累，每年对主要产品系列进行迭代更新，新品表现出色，2023H1新品销售额占比57%；其中如N5 mini等多款腰颈按摩产品成功打爆。同时公司持续推出艾灸、头皮按摩梳等多个新品类，推动公司市场份额的提升。2) **渠道端：**公司逐渐掌握抖音玩法，通过头部主播带货、多店铺自播、明星及用户推荐等多种形式，2023年4-8月公司抖音在线上的销售额占比达到36%，GMV增长超10倍。在抢占抖音流量高地的同时，公司通过引入专业管理团队，将流量引流至天猫、京东等高盈利能力渠道。3) 随着线下客流的恢复，公司线下直营门店收入复苏可期，同时覆盖下沉市场的加盟模式有望实现加速扩张，贡献新的增长动能。

**盈利提升路径展望：抖音提效+线下恢复+供应链优化，多管齐下提升利润率。**

1) **抖音盈利改善：**公司线上毛利率在55%以上，具备良好的盈利基础。公司持续强化抖音的运营能力，通过视频作品吸引自然流量、提高用户粘性；建立多店铺直播矩阵，自播占比高，有望降低引流推广费用，提升转化率。2)

**线下门店经营好转：**正常情况下，公司直营门店营业利润率预计能达到10%-20%，随着线下客流恢复，叠加经销渠道占比提高，线下门店盈利有望实现好转。3) **供应链优化：**公司大单品策略下，爆款销量规模高，有望实现规模化降本；此外公司持续改进优化供应链，补强采购管理与制造管理体系，后续有望打通不同产品线的通用零部件，实现“小批量规模化”降本。

**盈利预测与估值：**考虑到公司持续提升抖音运营效率，线下门店经营迎来改善，上调盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润为0.5/1.5/2.2亿元（前值为0.5/1.0/1.5亿），同比分别扭亏/+218.6%/+45.8%；对应EPS为0.55/1.75/2.55元/股，对应PE为63/20/14。综合绝对估值及可比公司估值，给予公司2024年PE估值25-28倍，对应股价区间为44.47-49.78元/股，对应市值为38.2-42.8亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；新品表现不及预期；抖音渠道及线下渠道盈利改善不及预期；行业需求复苏不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,190	896	1,403	1,804	2,261
(+/-%)	43.9%	-24.7%	56.6%	28.6%	25.3%
净利润(百万元)	92	-124	47	150	219
(+/-%)	29.9%	-235.5%	-137.9%	218.6%	45.8%
每股收益(元)	1.49	-2.02	0.55	1.75	2.55
EBIT Margin	8.1%	-15.8%	3.3%	9.1%	10.8%
净资产收益率(ROE)	14.0%	-26.3%	9.2%	23.5%	26.9%
市盈率(PE)	23.1	-17.1	62.7	19.7	13.5
EV/EBITDA	23.1	-18.4	67.1	20.1	13.8
市净率(PB)	3.24	4.49	5.77	4.62	3.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 家用电器·小家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

#### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

44.47 - 49.78元

收盘价

34.43元

总市值/流通市值

2959/1141百万元

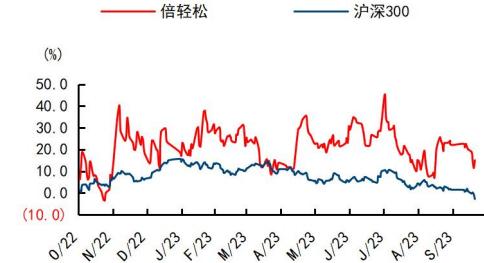
52周最高价/最低价

61.38/31.59元

近3个月日均成交额

35.81百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《倍轻松 (688793.SH) -2023年中报点评：抖音渠道快速放量，盈利有望筑底回升》——2023-09-05

《倍轻松 (688793.SH) -股权激励有望激发公司活力，近期经营出现明显改善》——2023-05-26

《倍轻松 (688793.SH) -2022年度业绩快报点评：短期业绩承压，疫后复苏可期》——2023-03-01

《倍轻松 (688793.SH) -2022年度业绩预告点评：受疫情影响明显，业绩拐点逐渐明晰》——2023-02-01

《倍轻松 (688793.SH) -直营门店增设人工按摩，线下积极调整静待恢复》——2022-10-21

# 内容目录

<b>倍轻松：局部按摩器的引领者</b> .....	5
治理结构稳定，员工持股激励到位 .....	5
经营复盘：收入先行，拐点初显 .....	6
<b>收入增长驱动力：打造爆品，抢占抖音，多渠道引流</b> .....	9
产品扩张动能：背靠消费者洞察+研发支撑，走通爆品模式 .....	9
渠道扩张动能：抖音渠道快速起量，带动传统渠道增长 .....	13
线下渠道：直营门店逐渐复苏，加盟模式拓展下沉市场 .....	16
<b>盈利提升路径展望：抖音提效+线下恢复+供应链优化，多管齐下提升利润率</b> .....	18
抖音盈利能力改善：强化内容运营，提升引流及转化效率 .....	19
直营门店经营好转，盈利有望恢复 .....	21
爆款模式下规模化降本，供应链持续优化 .....	22
<b>局部按摩器行业：需求稳健成长，格局逐渐集中</b> .....	23
局部按摩器线上维持小幅增长，价格略有下滑 .....	23
线上按摩器行业集中度持续提升，倍轻松份额稳步向前 .....	24
<b>财务分析</b> .....	25
成长性分析 .....	25
盈利能力分析 .....	25
现金流量分析 .....	27
<b>盈利预测</b> .....	27
假设前提 .....	27
未来 3 年业绩预测 .....	29
盈利预测的敏感性分析 .....	29
<b>估值与投资建议</b> .....	30
绝对估值：以 FCFE 方法得到合理股价估值为 38.49–49.78 元/股 .....	30
绝对估值的敏感性分析 .....	31
相对估值：结合 PEG 得到合理估值为 44.47–56.55 元/股 .....	31
投资建议 .....	32
<b>风险提示</b> .....	33
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	35

# 图表目录

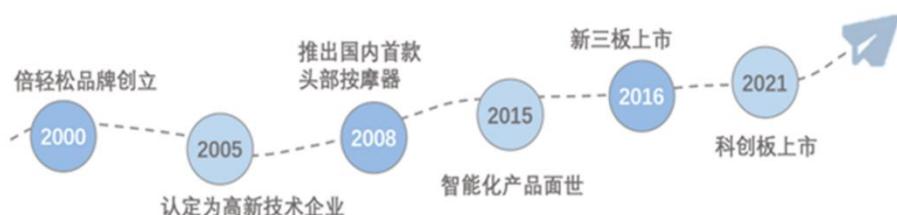
图1: 公司发展历程：深耕局部按摩器行业 .....	5
图2: 公司形成眼部、颈部、头部、头皮、艾灸等五大产品系列线 .....	5
图3: 公司股权结构较为集中 .....	6
图4: 公司收入实现快速反弹 .....	7
图5: 公司 2023Q2 收入反弹增长超 76% .....	7
图6: 公司线上收入占比逐渐提高 .....	7
图7: 公司毛利率已率先恢复 .....	8
图8: 公司毛利率和净利率稳步回升 .....	8
图9: 公司盈利能力仍未恢复至正常水平 .....	8
图10: 公司销售费用中专柜、推广费、职工薪酬占比较高 .....	9
图11: 2023H1 销售费用提升主要系推广费提升较大 .....	9
图12: 腰颈按摩器占比持续提升（线上电商平台 GMV 占比） .....	9
图13: 公司腰颈及艾灸系列占比快速提升（天猫平台销售情况） .....	10
图14: 大单品在公司腰颈按摩销售额中占比相对较高 .....	11
图15: 倍轻松在腰颈按摩器行业的市占率大幅提升（京东&天猫销售额份额） .....	11
图16: 倍轻松按摩器的专利储备丰富 .....	12
图17: 倍轻松的研发费用率位居行业前列 .....	12
图18: 倍轻松每年均会推出较多新品 .....	13
图19: 公司新品收入占比较高且比例持续提升 .....	13
图20: 抖音在局部按摩器线上销售中的占比持续提高 .....	14
图21: 公司前期抖音占比较低，后期快速跟上 .....	14
图22: 公司抖音渠道起量后拉动天猫及京东的销售增长 .....	14
图23: 爆款产品 N5 mini 对抖音销售起量具有绝对贡献 .....	15
图24: 倍轻松已建立多维度的抖音运营模式 .....	15
图25: 倍轻松抖音直播及合作达人数次均有明显提升 .....	16
图26: 公司抖音销售额中品牌自播占比高 .....	16
图27: 公司线下直营门店数量及单店收入受疫情影响 .....	17
图28: 公司线下收入在 2022 年受损严重 .....	17
图29: 我国航空铁路旅客周转量快速恢复 .....	17
图30: 2023 年以来我国旅游消费逐渐复苏 .....	17
图31: 倍轻松直营门店主要布局在一二线大城市 .....	18
图32: 倍轻松已积累起对加盟商体系化的帮扶措施 .....	18
图33: 公司不同渠道及产品的毛利率均较高 .....	19
图34: 公司毛利率在同行业内遥遥领先 .....	19
图35: 公司抖音旗舰店粉丝及获赞数量位居行业前列 .....	19
图36: 公司在抖音旗舰店发布较多视频作品 .....	19
图37: 倍轻松抖音品牌自播的占比逐渐提升（销额） .....	20

图38: 公司进入8-9月以来线上收入增速并未出现明显下滑.....	20
图39: N5 mini在抖音火爆后带动京东天猫销售.....	21
图40: 倍轻松相关话题实现上亿次播放.....	21
图41: N5 mini销量规模较此前的腰颈按摩器爆款有较大提升.....	22
图42: N5 mini在线上月销突破10万台.....	22
图43: 公司2023H1毛利率已恢复至历史较高水平.....	22
图44: 线上局部按摩器行业增长稳健.....	23
图45: 线上局部按摩器销量有所增长、均价小幅下滑.....	23
图46: 按摩器品类变迁:腰颈占比增加、足浴等占比下滑.....	24
图47: 线上局部按摩倍轻松的销售额份额持续提升.....	24
图48: 线上局部按摩头部品牌的格局逐渐清晰.....	25
图49: 公司收入规模在可比公司中相对较低(亿元).....	25
图50: 公司收入增速较为领先.....	25
图51: 公司毛利率处于行业较高水平.....	26
图52: 公司销售费用率相对较高.....	26
图53: 公司管理费用率相对处于行业中游.....	26
图54: 公司研发费用投入力度相对较大.....	26
图55: 2018-2021年公司净利率处于行业中游水平.....	27
图56: 公司上市后的ROE略高于可比公司.....	27
图57: 公司现金回款表现较好.....	27
图58: 公司应收账款周转相对较好、存货周转天数有所提升.....	27
表1: 公司采用阶梯式股权激励目标.....	6
表2: 正常情况下,公司线下直营门店的营业利润率在10%-20%之间.....	21
表3: 倍轻松收入拆分及预测:线上延续高景气,线下逐步复苏.....	28
表4: 未来3年盈利预测表.....	29
表5: 情景分析(乐观、中性、谨慎).....	30
表6: 公司盈利预测假设条件(%).....	30
表7: 资本成本假设.....	30
表8: 倍轻松FCFE估值表.....	31
表9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元).....	31
表10: 倍轻松及可比公司经营情况.....	32

## 倍轻松：局部按摩器的引领者

公司是局部按摩器的龙头企业，产品涵盖眼部、颈部、头部、头皮、艾灸等多品类局部按摩器。公司倍轻松品牌 2000 年成立，以自研眼部按摩器先发切入市场，此后相继推出头部、头皮、颈部、艾灸等局部按摩器，成长为我国局部按摩器行业内的领军企业，是国内眼部按摩器、头部按摩器、环绕式颈部按摩器、智能艾灸盒等产品品类的开创者。公司目前主要产品智能便携按摩器融合现代科技以及传统中医理论，形成了以眼部、颈部、头部、头皮、艾灸等智能便携按摩器为主的体系，主要针对改善日益增加的亚健康问题。公司产品以自主品牌“breo” / “倍轻松”为主，同时还为其他知名品牌企业提供部分 ODM 定制产品。

图1：公司发展历程：深耕局部按摩器行业



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：公司形成眼部、颈部、头部、头皮、艾灸等五大产品系列线



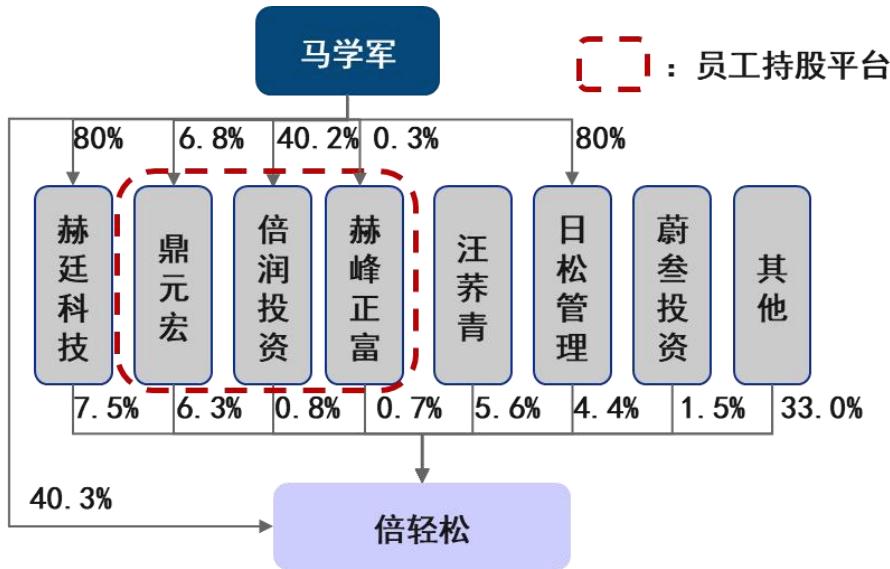
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 治理结构稳定，员工持股激励到位

**公司实控人控股 60%，股权结构稳定。**公司董事长兼总经理马学军直接持股公司 40.3% 的股权，并通过鼎元宏等员工持股平台及日松管理合计控制公司 60.0% 的股权，持股比例较为集中。

**员工持股平台持股 7.8%，股权激励覆盖人数广，激励到位。**公司旗下三个员工持股平台鼎元宏、倍润投资、赫峰正富合计持股比例达 7.8%，并于 2022 年和 2023 年连续推出两期股权激励计划。其中 2023 年股权激励计划占公司总股本的 2.0%，涵盖董事、高管、核心员工在内的 163 人，核心技术员工及核心员工激励份额达到 76.8%，授予价格为 27.4 元/股；业绩考核目标分为三档，各自对营收和利润具有不同的考核要求及对应归属比例，有效调动了员工的经营活力。

图3: 公司股权结构较为集中



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：上述持股比例为 2023H1 披露数据

表1: 公司采用阶梯式股权激励目标

归属安排	业绩考核 A	业绩考核 B	业绩考核 C
	公司层面可归属比例（100%）	公司层面可归属比例（75%）	公司层面可归属比例（50%）
第一个归属期（2023年）	同时满足下列条件：2023 年营业收入达 成 15.47 亿元；2023 年净利润达成 1.19 成 14.28 亿元；2023 年净利润达成 1.10 成 13.09 亿元；2023 年净利润达成 0.92 亿元。	同时满足下列条件：2023 年营业收入达 成 14.28 亿元；2023 年净利润达成 1.10 成 13.09 亿元；2023 年净利润达成 0.92 亿元。	同时满足下列条件之一：2023 年营业收入达 成 13.09 亿元；2023 年净利润达成 0.92 亿元。
第二个归属期（2024年）	同时满足下列条件：2024 年营业收入同 比 2023 年增长 35%；2024 年净利润同比 比 2023 年增长 25%。	同时满足下列条件：2024 年营业收入同 比 2023 年增长 25%；2024 年净利润同比 比 2023 年增长 15%。	同时满足下列条件：2024 年营业收入同 比 2023 年增长 15%；2024 年净利润同比 2023 年增长 25%。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

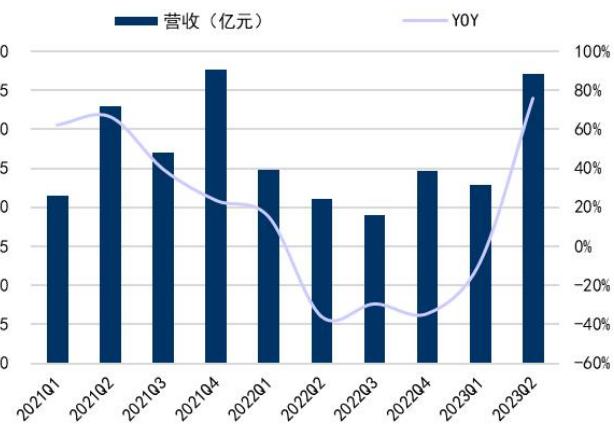
## 经营复盘：收入先行，拐点初显

**公司 2022 年收入受损严重，2023 年以来已实现快速反弹。**公司 2021 年之前收入快速增长，从 2017 年 3.6 亿快速成长至 2021 年破 10 亿，复合增长为 35%。2022 年受到疫情的拖累，公司线下门店等渠道经营承压，收入下滑 25% 至 9.0 亿。2023 年以来公司在抖音进行战略性投入，带动线上实现高增，叠加线下经营恢复常态，2023H1 公司收入增长 30.7% 至 6.0 亿，其中 Q2 增长超过 76%。

**公司线上渠道收入占比快速提升。**分渠道看，公司线上渠道的收入占比逐渐提升，从 2018 年的 34% 逐年提升至 2022 年的 67%；线下直销占比从 2018 年的 35% 下滑至 2022 年的 22%；线下经销和 ODM 业务收入占比相对较小，2022 年占比分别为 7% 和 4%。

**图4: 公司收入实现快速反弹**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图5: 公司 2023Q2 收入反弹增长超 76%**


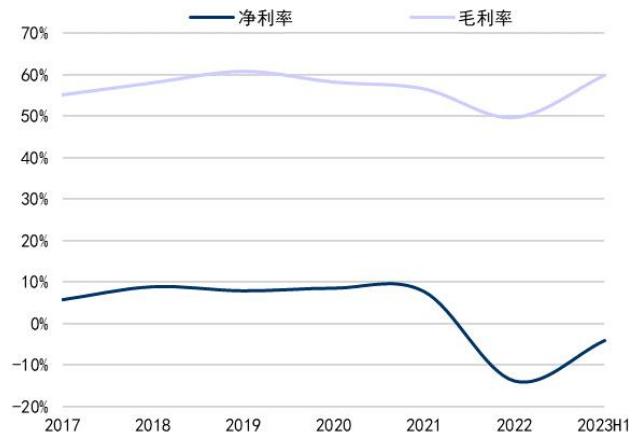
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图6: 公司线上收入占比逐渐提高**

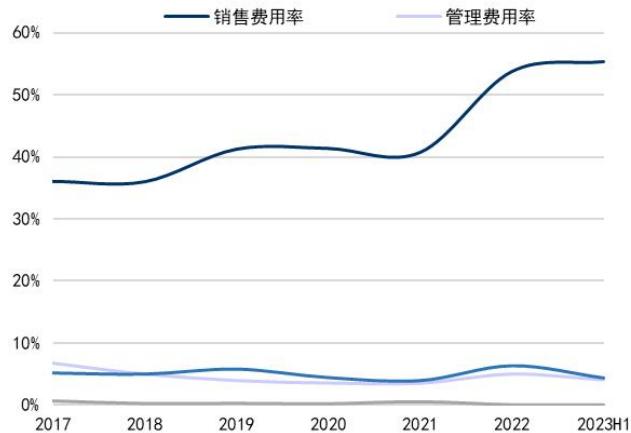

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：数字为收入规模（亿元）

**2023 年以来公司毛利率已率先恢复，盈利依然有所承压。**2018–2021 年公司毛利率维持在 60% 左右，2022 年受到促销及线下渠道结构调整影响，毛利率降至 50%；2023H1 经营步入正轨后，毛利率快速恢复至 60%。公司销售费用率较高，且近年来有所提升，管理及研发费用基本维持在 4%–5% 左右的水平。公司 2021 年之前销售费用率维持在 40% 左右；2022 年由于收入体量下降、专柜租金等费用开支较为刚性，销售费用率增长至 54%；2023H1 由于抖音投入加大，销售费用率进一步提升至 55%。**受到销售费用投放较大的影响，公司盈利能力依然未能修复至正常水平。**2018–2021 年公司净利率在 8%–9% 左右；2022 年公司线下门店拖累盈利，产生亏损；2023 年以来公司亏损幅度有所收窄，但依然未能恢复至正常的盈利能力。

**图7: 公司毛利率已率先恢复**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

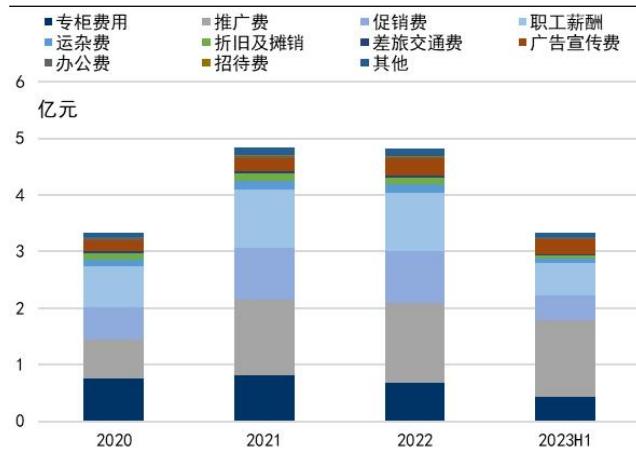
**图8: 公司毛利率和净利率稳步回升**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

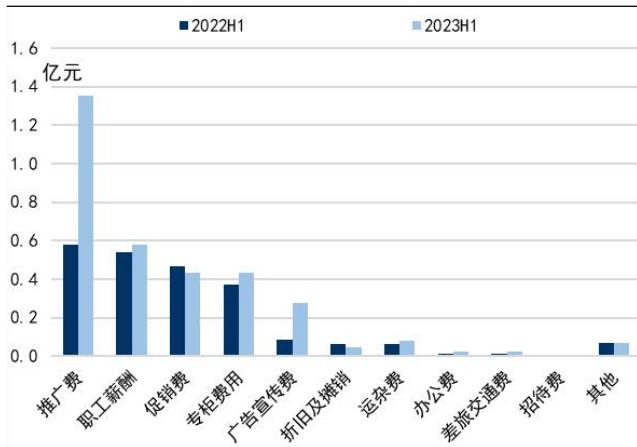
**图9: 公司盈利能力仍未恢复至正常水平**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**公司盈利承压源于较高的刚性销售费用，而销售费用高主要在于专柜、人员工资及推广费用较高。**由于公司线下直营门店较多，且主要设在一二线重要城市的机场、高铁站和中高端商场，因而专柜及销售人员工资在销售费用中的占比较高，2020-2022年公司专柜费用及职工薪酬在销售费用中的占比在40%左右。随着线上销售占比的增加，公司推广费及促销费占比增加，2020-2022年推广、广宣及促销费占销售费用的50%左右。2023H1由于公司在抖音进入大力投入，推广费用同比翻倍增长，推高销售费用。

**图10: 公司销售费用中专柜、推广费、职工薪酬占比较高**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图11: 2023H1 销售费用提升主要系推广费提升较大**


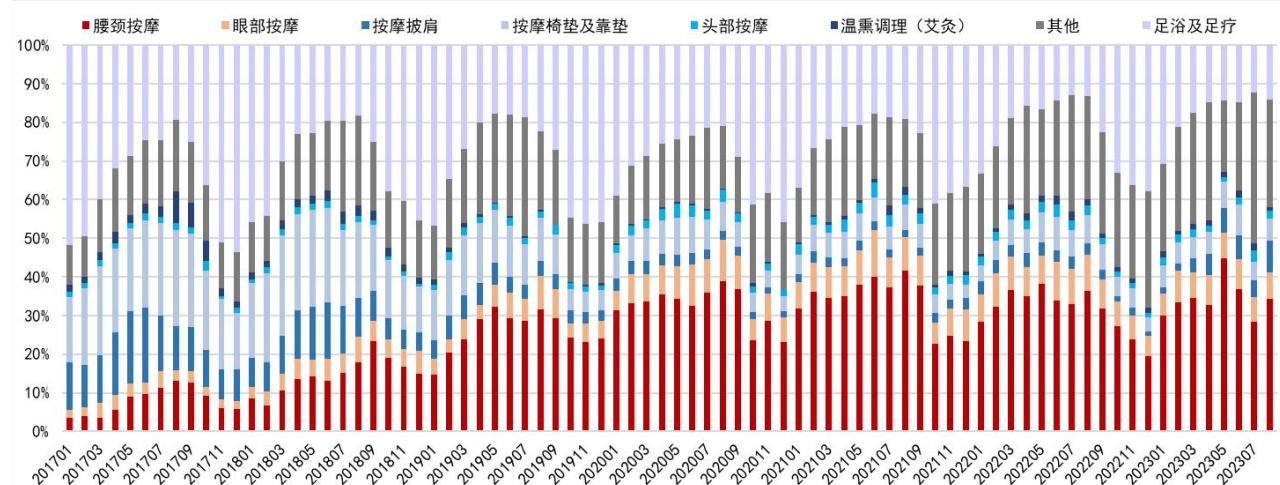
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

## 收入增长驱动力：打造爆品，抢占抖音，多渠道引流

**产品扩张动能：背靠消费者洞察+研发支撑，走通爆品模式**

◆ **品类上：契合局部按摩器需求，腰颈产品持续发力**

**局部按摩器行业品类需求有所变化，腰颈按摩器崛起成为行业第一大品类。**从线上的销售数据看，2017年天猫平台上销售的局部按摩器以足浴足疗产品为主，占比接近4成，其次为按摩椅垫及靠垫，占比2成；腰颈按摩器占比仅有7%。而2020年后，腰颈按摩器成为行业第一大品类，销售额占比超过30%；足浴足疗产品的占比降至20%左右。其余品类占比均只有个位数，眼部按摩占比7%-8%，自2017年以来占比有所提升；头部按摩器占比维持在2%，按摩椅垫及靠垫占比下降至6%。

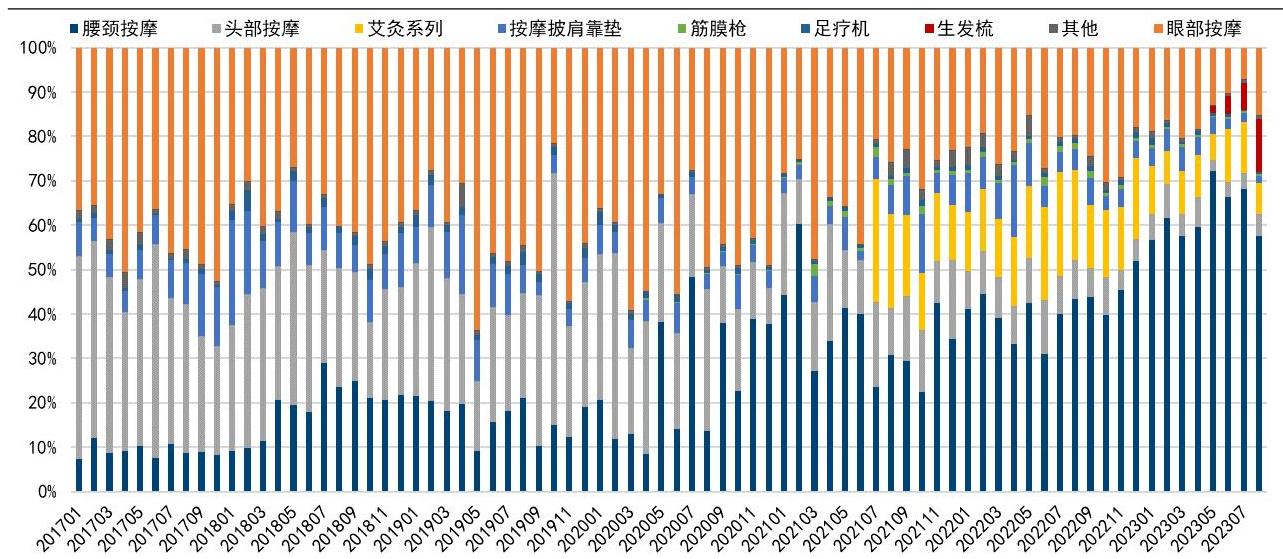
**图12: 腰颈按摩器占比持续提升（线上电商平台 GMV 占比）**


资料来源：久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

注：其他中包含保健手环、按摩床垫、桑拿浴箱、经期护理、刮痧仪等，还有部分为平台未分类产品

针对行业品类需求变迁，公司不断调整新品方向，腰颈按摩器实现快速发展。公司在2020年之前产品以眼部及头部按摩器为主，随着腰颈按摩器的火热，公司也持续发力该品类，通过不断推出新品等形式，腰颈按摩器占比持续攀升。从天猫平台的销售情况看，2020年之前公司腰颈按摩器GMV占比不足20%，2021-2022年占比快速提升至40%左右，2023年前8月占比已达到64%。此外，在抢占大品类的同时，公司也不断推出一些创新型品类，引领行业发展。公司首创的艾灸产品、按摩生发仪等新品种类实现快速增长，2023年前8月在天猫的销售占比达到9.0%和3.2%。

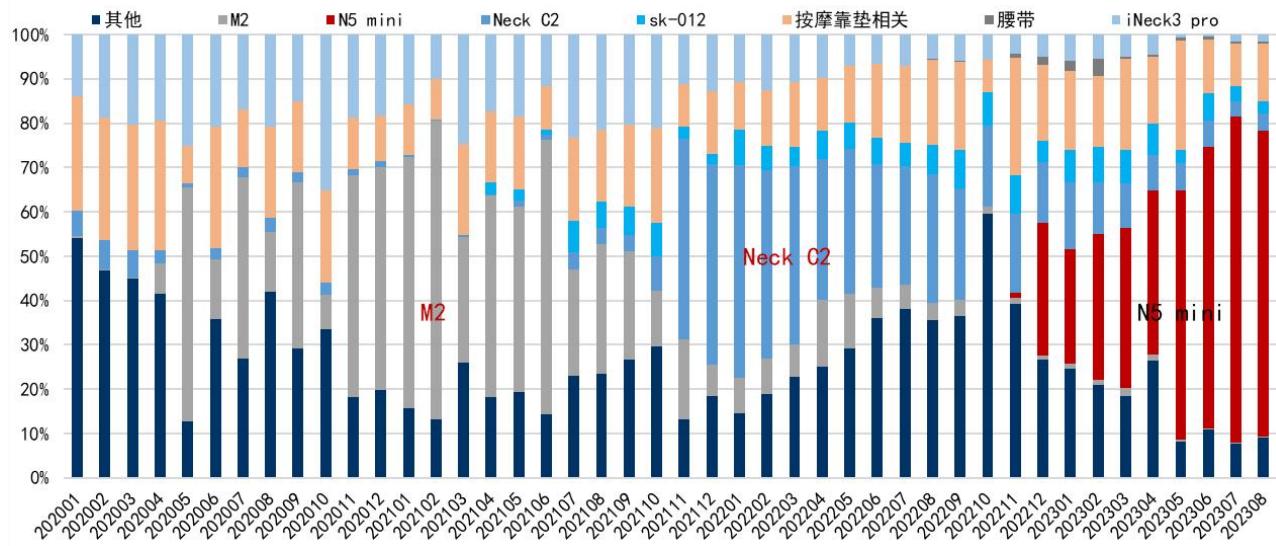
图13：公司腰颈及艾灸系列占比快速提升（天猫平台销售情况）



资料来源：久谦中台，天猫，国信证券经济研究所整理

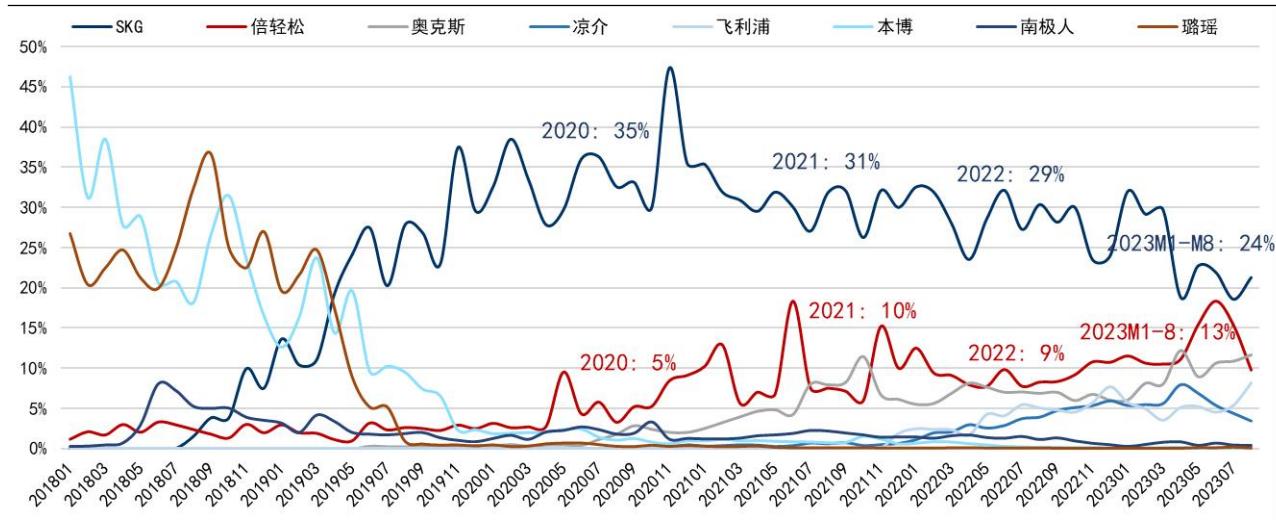
#### ◆ 产品端：走通爆款模式，腰颈按摩器大单品迭出

公司腰颈按摩器占比不断提升的背后，是公司基于“模拟人手按摩”特色，每年进行产品迭代更新，打造旗舰大单品，以爆品抢占全渠道市场。自2020年以来，公司每年均在主要产品系列上进行更新迭代，当年的旗舰款销售额占比往往在30%以上。以京东及天猫的销售数据来看，2021年公司推出的M2按摩仪销额占腰颈按摩品类销售额的40%，2022年Neck C2按摩器销额占比31%，2023年1-8月N5 mini按摩器销售额占比超过50%，在部分月份占比超过70%。大单品的成功引爆，既有助于加深消费者对品牌的认知，便于消费者挑选产品，也有助于产品流量导流至各个渠道，形成全渠道的品牌声量。

**图14: 大单品在公司腰颈按摩销售额中占比相对较高**


资料来源：久谦中台，天猫，京东，国信证券经济研究所整理

在大单品的助推下，公司在腰颈按摩器行业的市占率不断提升，且大单品占比越高，市占率相对更高。公司在 2020 年之前在腰颈按摩行业的市占率只有小个位数，2021 年随着 M2 按摩仪逐渐起量，市占率达到 10%；2022 年公司主推的 Neck C2 按摩器在公司腰颈按摩品类当中的占比相对较低，公司的市占率小幅下降至 9%；2023 年前 8 月，随着 N5 mini 的爆发，公司腰颈按摩的市占率达到 13%。可见，好的爆款产品对于抢占市场具有较为重要的价值，公司的爆款打造能力也在持续的提升和进化。

**图15: 倍轻松在腰颈按摩器行业的市占率大幅提升（京东&天猫销售额份额）**


资料来源：久谦中台，天猫，京东，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 爆款背后：消费者洞察+研发支撑，新品连续取得佳绩

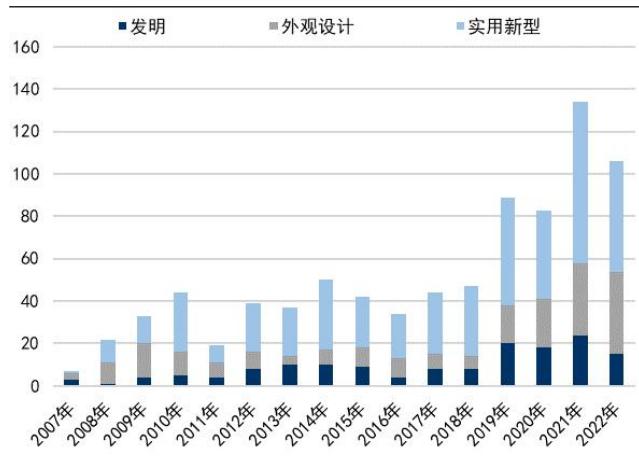
而公司能持续推出爆款产品的背后，是对消费者需求的敏锐洞察和自身在技术研发上的雄厚积累。

- ✓ 建立起完备的消费者洞察机制：公司通过细致的调研活动密切关注消费者的

需求变化，同时在产品设计、研发、生产、销售及服务的全流程中，高度重视用户的需求与感受，注重将消费者实际需求融入产品的功能和特性，努力给用户不断带来新奇的舒适体验。

- ✓ **技术研发积累深厚：**公司自 2000 年成立持续深耕局部按摩器行业，不断进行研发迭代，截至 2023H1，公司已累计申请上千个专利。公司持续投入较高的研发费用，研发投入力度在行业内位居前列。

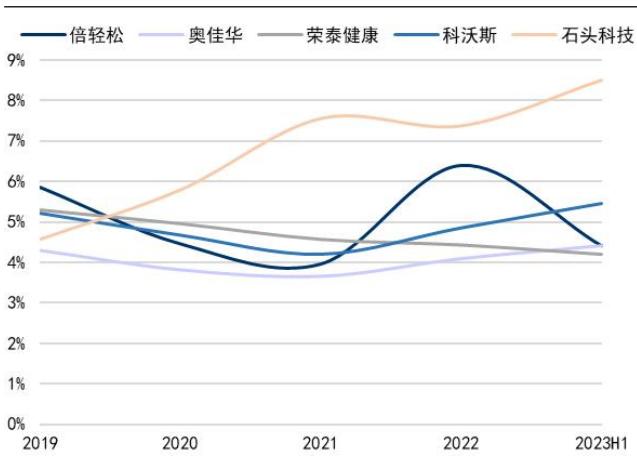
图16: 倍轻松按摩器的专利储备丰富



资料来源：国家知识产权局，国信证券经济研究所整理

注：上述专利为检索申请人为“深圳市倍轻松科技股份有限公司”和“深圳市轻松科技股份有限公司”所得，不代表公司全部专利的情况；年份划分按照最早申请日期

图17: 倍轻松的研发费用率位居行业前列

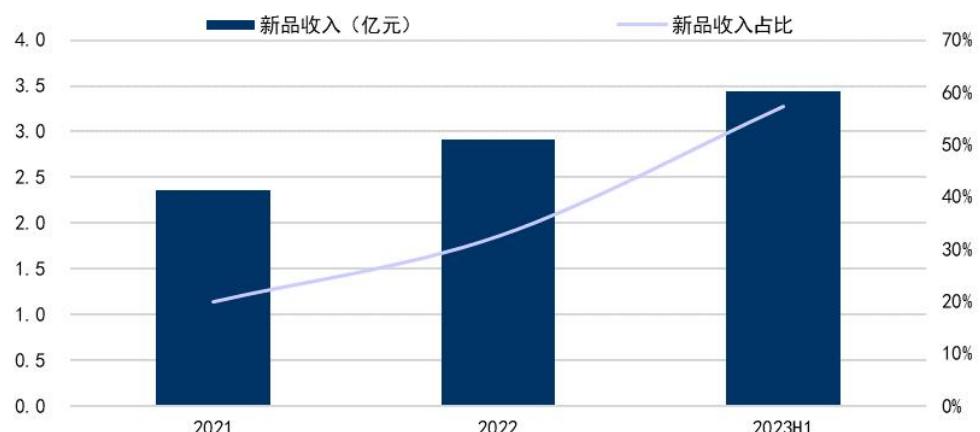


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司已建立明晰的产品矩阵，基于消费者洞察和研发积累，**每年都会对各产品线进行迭代更新，新品表现出色**。公司已形成颈部、头部、眼部、头皮等完整的局部按摩器系列线和产品矩阵，基于“量产一代、开发一代、储备一代、研究一代”的研发机制，公司每年都会进行产品更新，不断丰富产品的应用场景，满足更多的消费者需求。此外，**公司对新方向、新场景的尝试从未停止**，2021 年成功开拓艾灸系列，并通过经络枪切入健身放松场景；2022 年推出医疗级润眼产品；2023H1 推出生发仪等产品，在诸多细分方向和场景上与公司的按摩产品相结合。基于出色的产品打造能力，公司新品销售占比高，2021/2022/2023H1 新品销售额占比分别高达 20%/33%/57%。且公司新品销售额占比逐年提升，说明公司的新品打造能力持续强化，后续新品依然有望推动公司收入的增长。

**图18: 倍轻松每年均会推出较多新品**


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

**图19: 公司新品收入占比较高且比例持续提升**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 渠道扩张动能：抖音渠道快速起量，带动传统渠道增长

**抖音渠道已成为局部按摩器线上销售的三大渠道之一，占比接近 30%。**局部按摩器偏重产品体验，较为契合抖音直播等形式讲解，且按摩器自带工作放松、缓解疲劳等热点话题，容易在抖音上形成话题传播。因而抖音在局部按摩器当中的销售占比逐渐提高，从按摩器线上销售渠道的分布来看，抖音渠道的占比已从 2022 年的 14%逐渐提升至 2023 年前 8 月的 23%，7-8 月占比连续超过 30%。

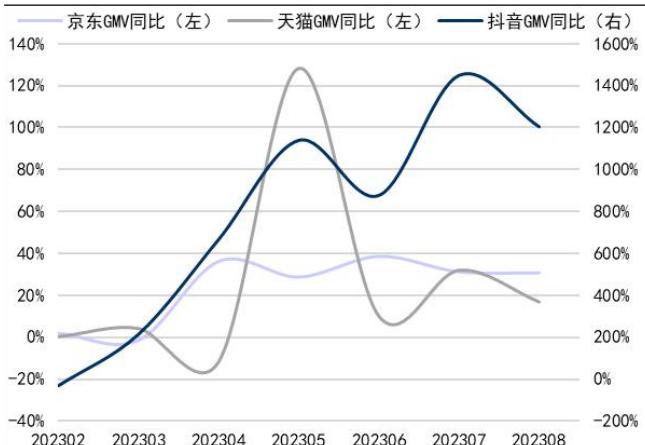
**图20: 抖音在局部按摩器线上销售中的占比持续提高**


资料来源：久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

**倍轻松自3月以来在抖音进行战略性投入，抖音渠道快速起量，同时拉动了其他渠道的增长。**公司2022年及之前抖音销售占比均相对较低，2023年公司对抖音渠道进行大力度投入，通过达人带货直播、店铺直播等形式拉动抖音流量。3月以来抖音销售占比快速提升，4-8月抖音销售额占线上渠道的36%，呈现出抖音、天猫、京东三分天下的渠道局面。此外，抖音作为宣传渠道，倍轻松在抖音快速起量的同时，流量也被引入其他电商平台和线下直营门店，带动了其他渠道的快速增长。4-8月公司天猫及京东渠道销售GMV同比增长33%，亦取得不俗的表现。

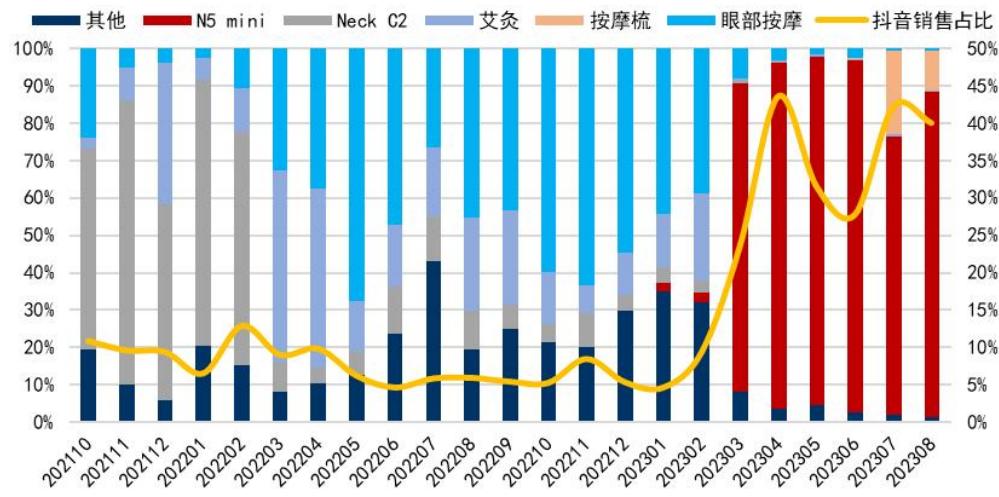
**图21: 公司前期抖音占比较低，后期快速跟上**


资料来源：久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

**图22: 公司抖音渠道起量后拉动天猫及京东的销售增长**


资料来源：久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

**公司在抖音渠道的快速增长，一方面依赖于好的颈部按摩产品，另一方面是头部主播带货+品牌自播等抖音运营矩阵的搭建。**公司抖音销售占比与颈部大单品的表现息息相关，2022年2月之前Neck C2占比较高时，抖音占比在10%左右；2023年3月以来，N5 mini快速起量，推动公司抖音销售占比快速提升。可见好的产品对抖音的销售至关重要，能否推出价格适中且功能符合消费者需求的爆款产品对抖音销售具有决定性作用。其次，公司在抖音运营上搭建起多维度的引流矩阵，通过头部主播带货、多店铺自播、打造热门话题、明星及用户推荐等形式，多维度触达用户，引爆产品销售。

**图23: 爆款产品 N5 mini 对抖音销售起量具有绝对贡献**


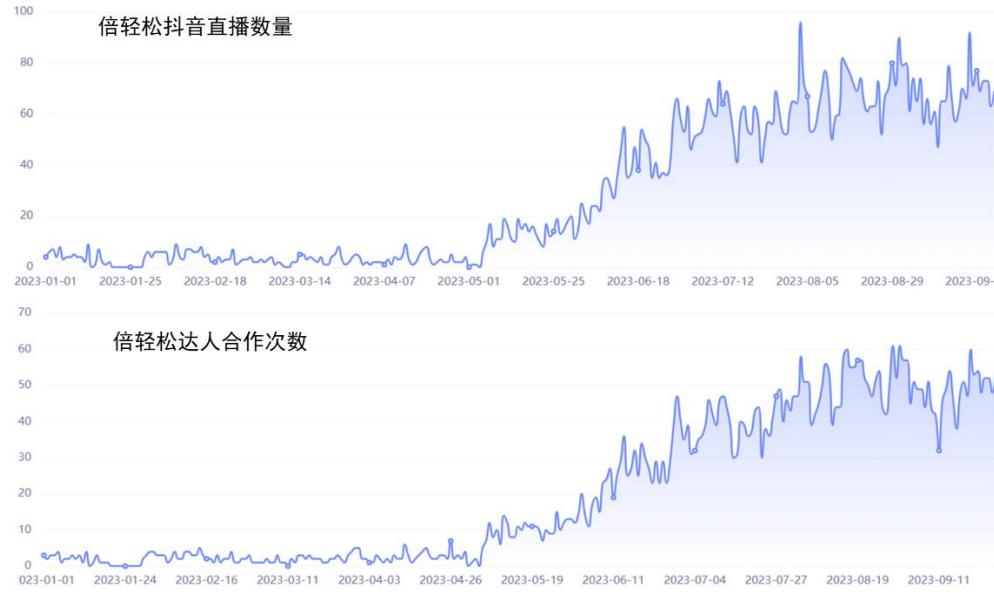
资料来源：久谦中台，抖音，国信证券经济研究所整理

注：抖音销售占比指抖音渠道销售额占抖音、京东、天猫销售额的比重

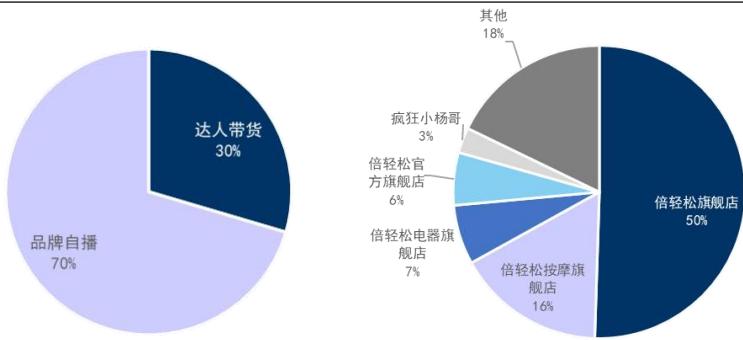
**图24: 倍轻松已建立多维度的抖音运营模式**


资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

经过半年多的运营，公司的抖音运营能力持续得到加强，有望继续贡献收入增量。在人员团队方面，通过半年多的摸索，公司抖音运营模式和渠道运营人员愈发成熟，在店铺直播、达人合作、视频运营、话题打造等多个运营维度持续加强。从5月以来，公司直播的数量和合作的达人数量有了明显的上升，每天都有数十场直播及达人合作，频率明显提升。公司品牌自播的占比较高：根据达多多的数据，倍轻松7-9月的销售额中，品牌自播占比高达70%，其中倍轻松旗舰店自播占比达到51%，倍轻松按摩器旗舰店占比达到16%，品牌自播成效显著。在达人直播扩大品牌声量后，品牌自播能有效承接用户流量。

**图25: 倍轻松抖音直播及合作达人数次均有明显提升**


资料来源：抖音，炼丹炉，国信证券经济研究所整理

**图26: 公司抖音销售额中品牌自播占比高**


资料来源：达多多，抖音，国信证券经济研究所整理

注：上述时间跨度为 2023 年 6 月 30 日-9 月 27 日

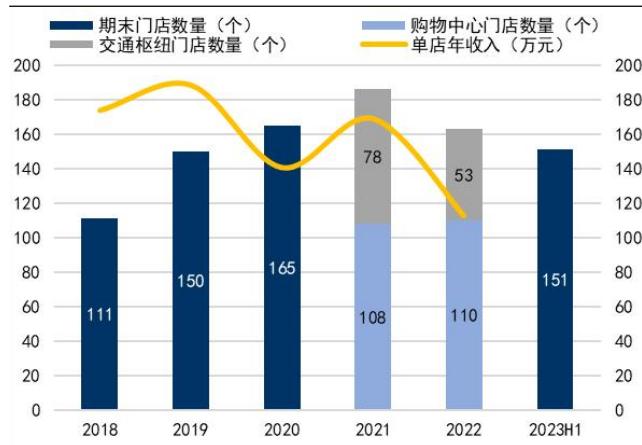
## 线下渠道：直营门店逐渐复苏，加盟模式拓展下沉市场

**线下客流逐渐恢复，倍轻松线下直营门店收入复苏可期。**2022 年受到线下客流减少的影响，公司线下门店数量及单店收入严重受损。2021 年巅峰时期，公司线下直销收入 3.0 亿元，直营门店数量达到 186 家；2019 年单店年平均收入最高达到 189 万元\*。而 2022 年公司单店年收入较最高峰下降 40% 至 113 万元，线下直销收入同比下降 34% 至 2.0 亿元。同时，公司主动关闭了一些效益较差的门店，截至 2023H1，公司共有线下直营门店 151 家。2023 年以来，线下客流量逐渐恢复，旅游消费已逐步回到 2019 年水平。根据国家统计局的数据，2023 年 1-8 月我国铁路及民航旅客周转量已恢复至 2019 年同期的 99% 和 86%，同比均有翻倍增长；线下商场人流也实现快速恢复。随着线下客流的恢复，公司线下门店收入有望逐步回升。

(\*注：单店年收入为公司线下直销收入 / (当年及前一年平均直营门店数量)，线下直销收入

包含门店收入、促销及展会收入、团购收入等，并非完全为直营门店收入，下同）

图27: 公司线下直营门店数量及单店收入受疫情影响



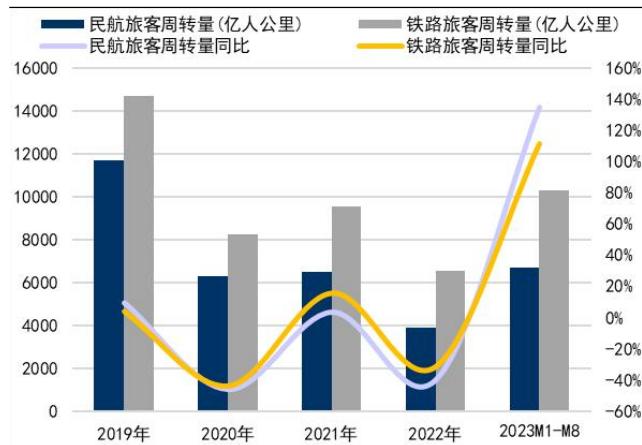
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司线下收入在 2022 年受损严重



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 我国航空铁路旅客周转量快速恢复



资料来源:国家统计局, 中国民用航空局, 国信证券经济研究所整理

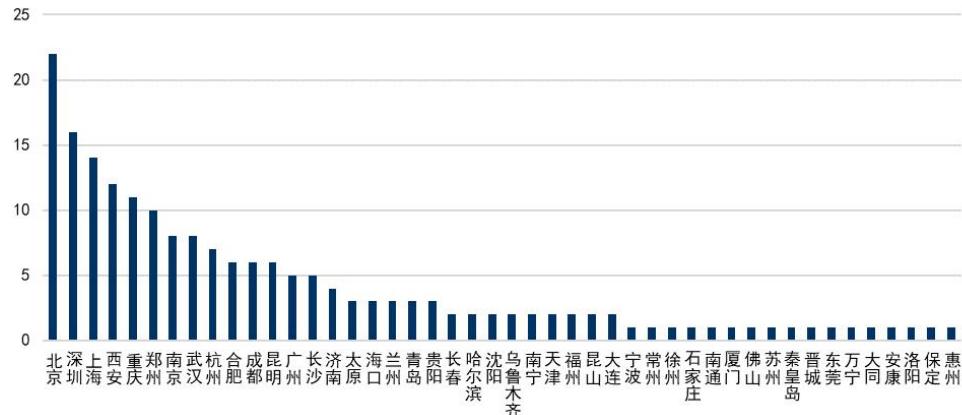
图30: 2023 年以来我国旅游消费逐渐复苏



资料来源:文化和旅游部, 新华社, 国信证券经济研究所整理

**加盟渠道有望加速扩张，补充公司较为空白的下沉市场。**公司直营门店主要布局在一二线城市，占比超过 95%。而我国的三四线及以下城市也蕴含着较大的消费潜力，因此公司自 2021 年起探索加盟模式，通过代理商加盟、渠道分销、KA 连锁等合作模式，向下沉市场渗透，覆盖更多的消费群体。经过两年的探索和测试，公司目前已拥有数十家加盟店，在门店选址、运营、促销等多方面积累了丰富的经验。2023H1 公司与山东和江苏两家省级零售服务商完成签约，除了原有互联网多途径获客渠道外，新开拓省级零售服务商招商加盟的新业务模式，有望更高效实现对市场空白地区的覆盖。随着线下客流量的逐步复苏及加盟店盈利模型的完善，公司加盟模式有望进入加速阶段，加盟渠道收入有望成为增长的另一大动力。

图31：倍轻松直营门店主要布局在一二线大城市



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

注：倍轻松官网门店信息非实时更新

图32：倍轻松已积累起对加盟商体系化的帮扶措施



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 盈利提升路径展望：抖音提效+线下恢复+供应链优化，多管齐下提升利润率

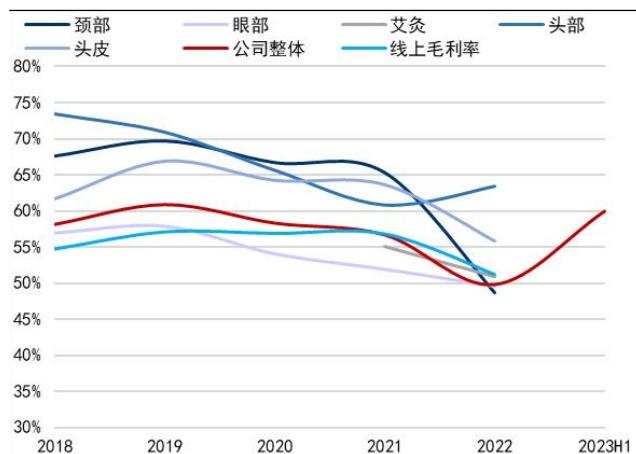
公司 2023H1 依然有所亏损的主要原因，一方面是由于抖音进行战略性投入，引流、推广等费用拉升了销售费用，另一方面公司的线下渠道由于存在租金、人员工资等固定成本，在收入尚未恢复的情况下，盈利能力有所承压。但目前来看，**公司面临的盈利压力正出现积极改善的因素：**1) 公司通过强化内容运营、提高品牌自播能力等多种方式，提升引流及转化效率，在公司较高的毛利率基础上，公司抖音渠道盈利可期；2) 随着线下客流的恢复，公司直营门店盈利能力有望逐步提升至此前正常的盈利水平；3) 大单品模式下，公司研发生产的规模效应提升，同时公司采取多方面的降本控费措施，供应链优化下预计有望带动盈利能力的提升。

## 抖音盈利能力改善：强化内容运营，提升引流及转化效率

公司2023H1盈利承压的重要原因在于抖音的投入相对较大，拉高了销售费用。但我们认为公司的抖音渠道存在实现盈利的良好条件，一方面公司产品毛利率普遍较高，能承担抖音较高的推广费等费用投入；另一方面，公司在抖音上的运营能力不断强化，内容运营能力持续提升，有望降低引流推广费用。

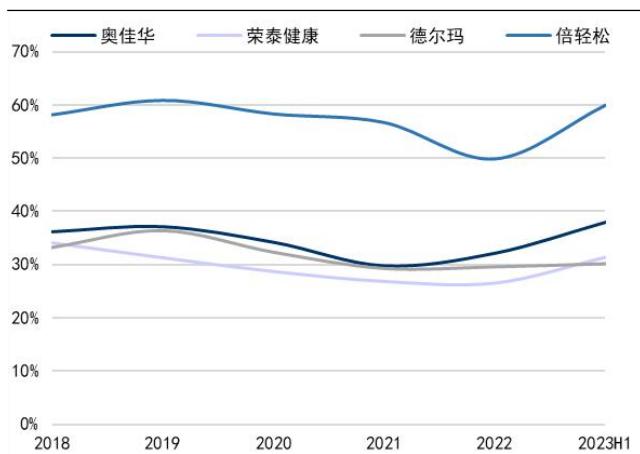
1) 毛利率方面，公司正常年份整体及线上毛利率均在55%-60%左右，不同品类的产品毛利率基本在50%以上。参考同行业，公司的毛利率水平基本处于领先地位。较高的毛利率水平为抖音的盈利创造了良好的基础。

图33: 公司不同渠道及产品的毛利率均较高



资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

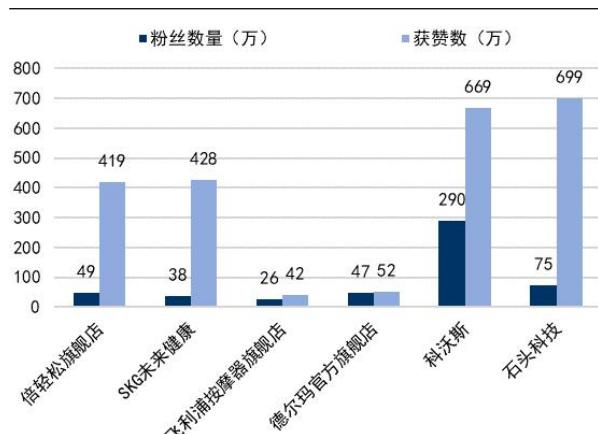
图34: 公司毛利率在同行业内遥遥领先



资料来源:wind, 公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 公司通过加强内容视频制作、强化店铺自播能力等，提高自然流量及转化率，从而改善抖音渠道盈利能力。经过前期的摸索，公司已逐渐熟悉抖音的运营模式，正逐渐从推广引流转化为内容运营，吸引自然流量，降低推广成本。自3月底开始，公司开始在抖音常态化发布视频作品，以倍轻松旗舰店为例，截至10月5日已发布1274个视频，平均每日发布约6.6个视频，在中秋、七夕、国庆等节日前夕发布频率会加快。经过半年多的运营，倍轻松视频作品数量、粉丝及获赞情况位居行业前列。

图35: 公司抖音旗舰店粉丝及获赞数量位居行业前列



资料来源:抖音，国信证券经济研究所整理

注: 上述公司都有多个官方抖音账号，此处挑选其粉丝数量最高的账号

图36: 公司在抖音旗舰店发布较多视频作品

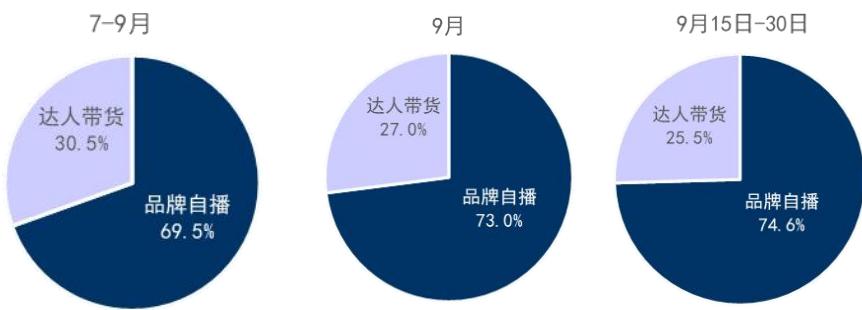


资料来源:抖音，国信证券经济研究所整理

号，粉丝及获赞情况截至 10 月 5 日

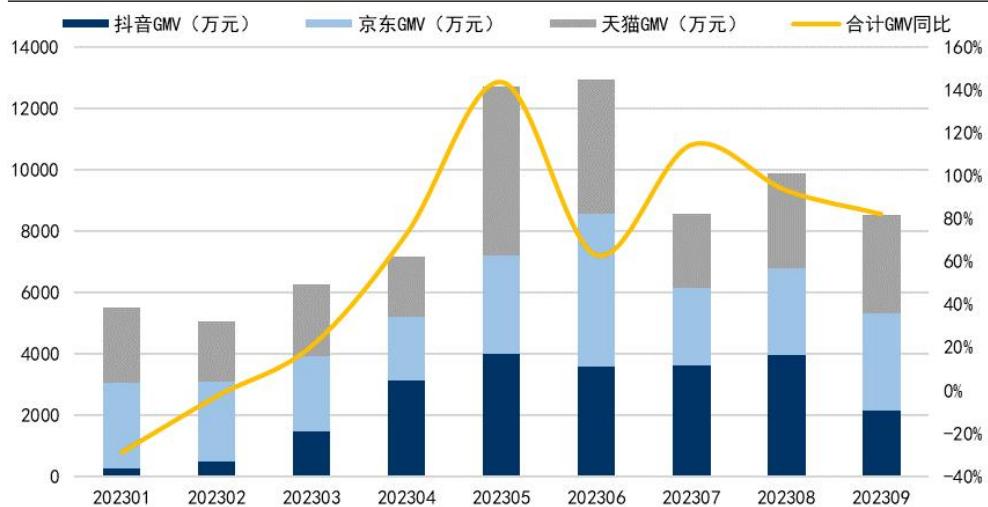
**公司品牌自播的占比不断提升。**根据达多多数据，倍轻松 7-9 月品牌自播销额占比为 69.5%，9 月已提高至 73.0%。品牌自播占比的提升，既说明公司直播运营能力提升，用户粘性增强，也有望降低达人带货等方面的支出。从结果来看，虽然公司品牌自播占比提升，但线上总体的销售额增速并未出现明显的降幅，9 月公司天猫、京东及抖音销售额合计增长超过 82%，增长依然较快。

图37: 倍轻松抖音品牌自播的占比逐渐提升（销额）



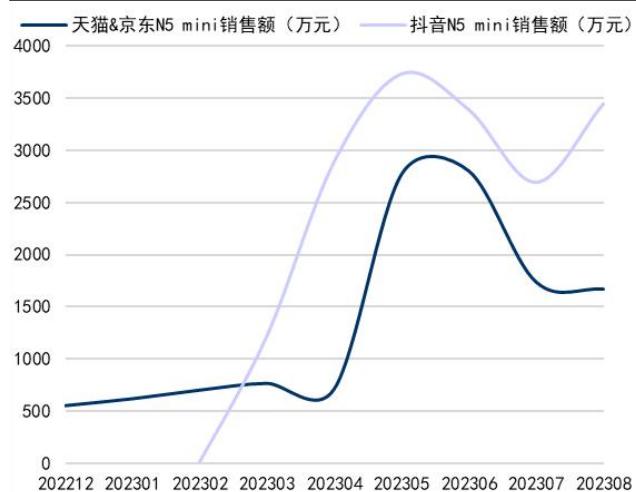
资料来源：抖音，达多多，国信证券经济研究所整理

图38: 公司进入 8-9 月以来线上收入增速并未出现明显下滑



资料来源：久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

此外，抖音既是销售渠道，也是一个广宣及引流平台，公司在抖音形成的品牌声量及产品流量同样有助于其他渠道的产品销售。基于抖音平台的流量溢出效应，抖音渠道的隐含盈利能力预计或相对更高。公司的 N5 mini 按摩器在抖音爆发后，也驱动了京东、天猫等渠道的销售，带动销售规模再上一个台阶，同时也提升了公司的品牌知名度。抖音“#倍轻松”话题目前已有 8.7 亿次播放，“#倍轻松 n5 mini”话题播放达到 4.5 亿次。

**图39: N5 mini 在抖音火爆后带动京东天猫销售**


资料来源:久谦中台, 天猫, 京东, 抖音, 国信证券经济研究所整理

**图40: 倍轻松相关话题实现上亿次播放**


资料来源:抖音, 国信证券经济研究所整理

总结来看, 我们认为**抖音渠道盈利的关键是高毛利下精准投费产生利润空间**, 倍轻松在抖音渠道具备良好的盈利基础, 随着公司在内容运营、品牌自播及导流全渠道方面的强化, 预计公司盈利路径将沿着抖音-天猫京东-线下渠道逐步扩散。

## 直营门店经营好转, 盈利有望恢复

**在线下消费正常时期, 公司的直营门店盈利状况良好。**根据倍轻松招股说明书, 2018-2020 年公司直营店业务实现的营业利润分别为 3393.9 万元、3699.0 万元和 574.8 万元, 对应的**营业利润率分别为 19%/15%/3%**。

我们根据销售费用中披露的专柜费用、折旧摊销等, 初略估算 2021 年以来门店的运营利润率。其中毛利率取当年线下直销毛利率, 专柜费用(折旧及摊销)为当年销售费用中专柜费用(折旧及摊销)/当年平均门店数量; 销售人员假设为 3 人, 合计年工资为 30 万; 社群运营活动、促销及其他费用参考销售费用当中的促销费。在线下客流恢复正常及未摊销总部运营成本等费用的情况下, **预计公司直营门店的营业利润率能达到 10%-20%左右; 而在单店收入较差时, 营业利润率会出现大幅下降。**预计随着线下客流量逐步恢复正常, 公司直营门店收入有望稳步复苏, 带动线下门店盈利能力的改善。

**表2: 正常情况下, 公司线下直营门店的营业利润率在 10%-20%之间**

	2018	2019	2020	2021	2022
单店年收入(万元)	173.9	188.5	140.8	169.2	112.9
线下直销毛利率	76.2%	77.5%	73.9%	71.2%	54.6%
单店成本(万元)	41.4	42.4	36.7	48.8	51.2
专柜费用(万元)	51.2	63.6	47.9	46.5	38.6
销售人员工资(3人, 万元)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
折旧及摊销(万元)	5.2	7.5	8.2	6.7	6.8
社群运营活动、促销及其他费用(万元)	12.6	16.8	14.3	22.0*	24.0*
预计单店营业利润(万元)	33.6	28.3	3.6	15.1	-37.8
预计单店营业利润率	19.3%	15.0%	2.6%	8.9%	-33.4%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

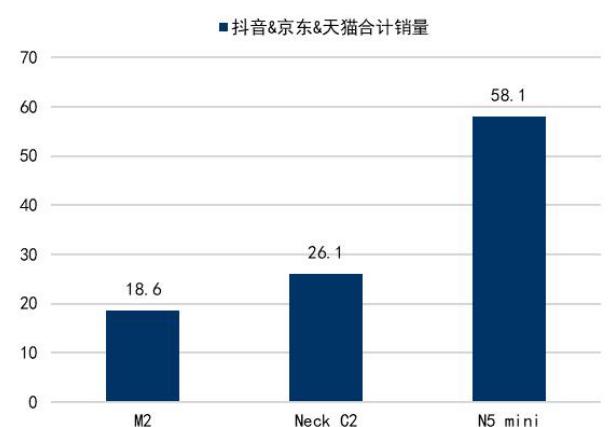
注: 单店年收入为公司线下直销收入/(当年及前一年平均直营门店数量), 线下直销收入包含门店收入、促销及展会收入、团购收入等, 并非完全为直营门店收入; 2018-2020 年单店营业利润为公司公告的直营店营业利润/(当年及前一年平均直营门店数量), 2021-2022 年单店营业利润为预计值; \*社群运营活动

促销及其他费用为根据公司销售费用情况假设得来

## 爆款模式下规模化降本，供应链持续优化

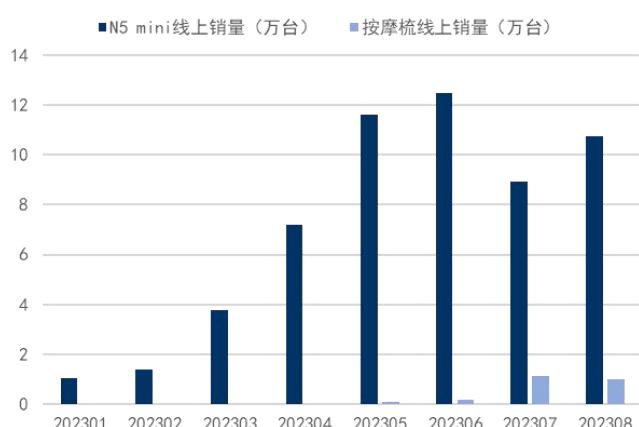
中短期内公司有望通过优化抖音盈利能力及直营门店盈利能力的恢复，从而实现利润率的提升，从长期来看，公司在成本端同样有望实现盈利能力的提升。首先，得益于公司的大单品策略及营收规模的增长，公司产品销量更为集中，有望实现规模化降本。根据京东、天猫及抖音的销售跟踪数据，1-8月N5 mini的销量占上述平台销量的56%；公司的宣传海报显示，N5 mini上市以来全渠道销量已突破百万台。在产品销量集中且销量规模增长的背景下，公司的开模、模具、生产及研发等成本有望摊薄，从而有望实现持续性的毛利率提升。此外，公司在供应链方面不断优化改进，补强计划管理、采购管理与制造管理体系，采取多方面的降本控费措施。

图41: N5 mini 销量规模较此前的腰颈按摩器爆款有较大提升



资料来源:久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

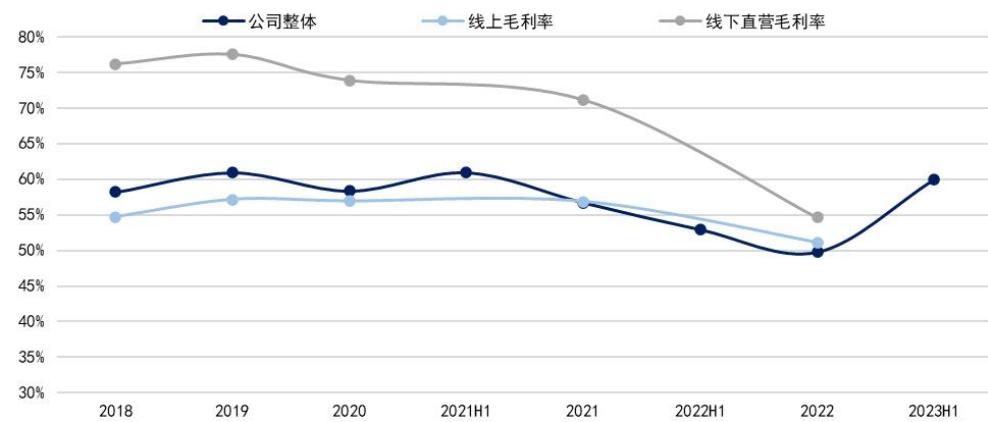
图42: N5 mini 在线上月销突破 10 万台



资料来源:久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

从结果来看，**2023H1 公司毛利率已提升至接近历史最好水平**。虽然今年以来高毛利率的线下渠道恢复进度相对较慢，占比依然在下滑，对毛利率有所拖累，但2023H1 公司整体毛利率依然超过60%，接近2021H1 和 2019 年60.9%的历史最高水平。预计主要系公司收入规模恢复带动的规模效应有所显现、大单品模式下成本优化及供应链降本。

图43: 公司 2023H1 毛利率已恢复至历史较高水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 局部按摩器行业：需求稳健成长，格局逐渐集中

### 局部按摩器线上维持小幅增长，价格略有下滑

2020年以来线上局部按摩器维持中高个位数增长，其中量贡献较多、价格小幅下降。2020-2022年线上按摩器销售额规模在80-100亿元，年复合增长7.1%；2022年按摩器规模达到93.9亿，同比增长7.6%。量价拆分来看，局部按摩器的均价有小幅下滑，增长主要由量贡献。2020-2021年线上局部按摩器销售均价接近200元，2022年下探至170元，2023前8月回升至190元附近。线上局部按摩器销量波动相对更大，2020-2021年保持在4300万台的规模，2022年增长28%至5616万台，2023M1-M8销量下滑5%至3255万台，但整体而言销量保持双位数增长的态势。

图44：线上局部按摩器行业增长稳健



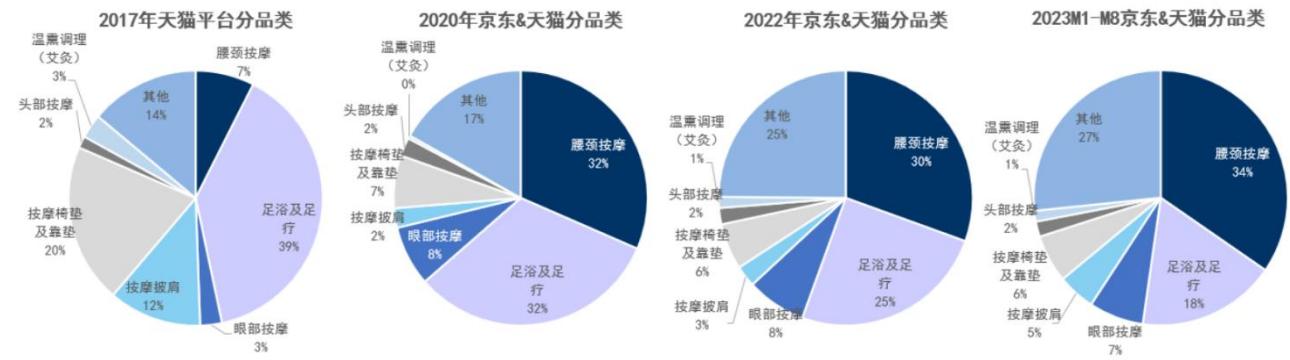
图45：线上局部按摩器销量有所增长、均价小幅下滑



资料来源：久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

注：销售规模为局部按摩器行业，不含按摩椅，包含倍轻松及SKG全品类销售额；抖音数据为2021年10月开始跟踪，若仅考虑京东及天猫的销售额，2022年增速为-4.7%

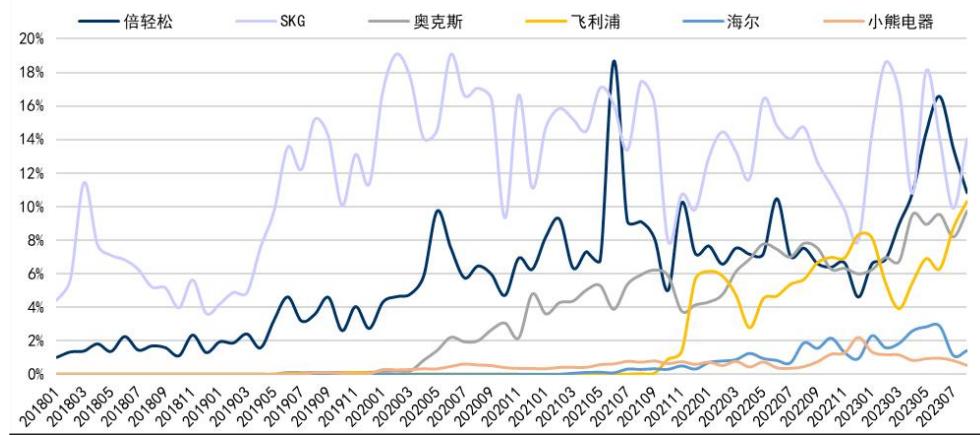
从品类变化来看，**局部按摩器品类需求有较大变化，腰颈按摩器崛起成为第一大品类**。根据线上京东及天猫的销售数据，2017年至今，腰颈按摩器GMV占比从个位数提升至30%，而偏传统的按摩器如足浴盆、足疗机、按摩披肩、按摩靠垫等占比下滑，足浴足疗产品占比从2017年接近40%下降至2022年以来的20%左右。其余的一些品类，如眼部按摩占比有所提升，但2020年以来占比维持7%-8%。整体来看，腰颈和足部按摩需求是局部按摩器当中需求最大的两类。

**图46: 按摩器品类变迁: 腰颈占比增加、足浴等占比下滑**


资料来源：久谦中台，天猫，京东，国信证券经济研究所整理

### 线上按摩器行业集中度持续提升，倍轻松份额稳步向前

近年来线上按摩器头部份额持续上升，小品牌份额受挤压。从京东、天猫及抖音的销售数据看，线上局部按摩器行业集中度有所提升，销额CR4从2020年的28%提升至2023年前8月的37%。但横向对比其他家电品类来看，局部按摩器格局仍较为分散，头部份额仅在10%左右。倍轻松销额份额从2020年的6%持续提升至2023年前8月的10%，SKG份额略有下滑但保持在11%+，奥克斯凭借较多的品类布局和性价比也抢占了较多的份额，飞利浦份额快速跻身头部。

**图47: 线上局部按摩倍轻松的销售额份额持续提升**


资料来源：久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

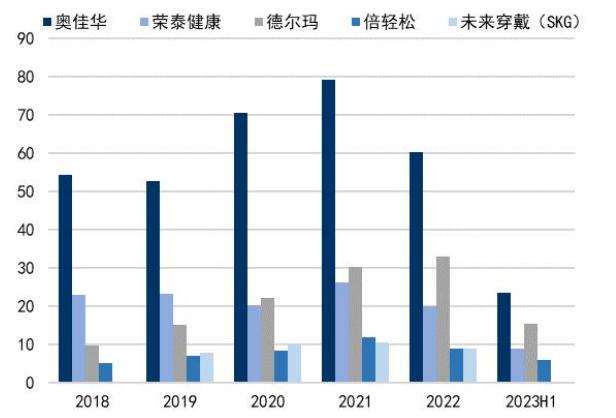
**图48：线上局部按摩头部品牌的格局逐渐清晰**


资料来源：久谦中台，天猫，京东，抖音，国信证券经济研究所整理

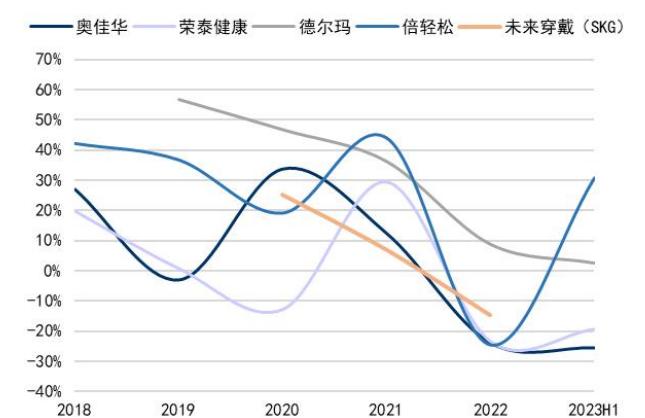
## 财务分析

### 成长性分析

公司收入规模相较同行业尚低，但增速相对较快。我们选取具备局部按摩器业务的奥佳华、荣泰健康、德尔玛作为可比公司，2022年公司收入体量为9.0亿，而可比公司都在20亿以上，公司体量仍小。主要系奥佳华、荣泰健康具有规模较大的按摩椅业务，德尔玛除了飞利浦局部按摩器业务外，自身的清洁及净水电器收入规模同样也相对较大。以同样专注于局部按摩器行业的SKG（未来穿戴）对比来看，2022年两者的收入规模均在9.0亿元左右，体量相差不大。从收入增速看，公司收入增速在可比公司中相对领先，2018-2022年的收入复合增长仅次于德尔玛。

**图49：公司收入规模在可比公司中相对较低（亿元）**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图50：公司收入增速较为领先**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

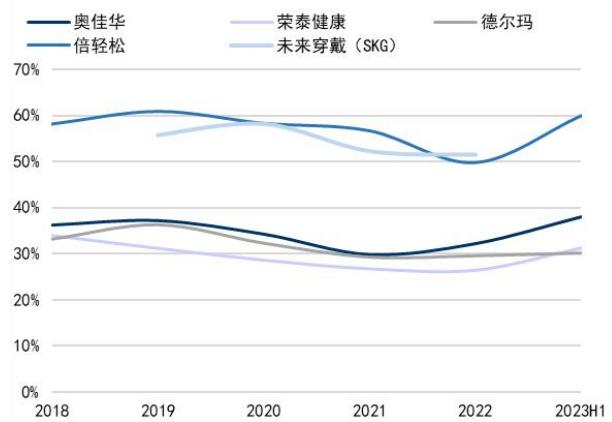
### 盈利能力分析

公司所处的局部按摩器行业毛利率相对较高。公司毛利率保持在50%-60%左右，与拥有其他业务的可比公司相对，公司的毛利率相对偏高。但与SKG相比，公司的毛利率略高一些，预计主要系公司毛利率较高的线下收入占比高于SKG。

公司销售费用率相对较高，管理费用率处于行业中低水平，研发投入力度相对较

大。由于存在较大规模的线下直营店，公司销售费用率相对较高。公司的管理费用率相对处于行业中下游水平，管理费用率把控相对较好。公司对研发的投入力度较大，维持在 4%-6% 的水平，仅次于 SKG。

图51：公司毛利率处于行业较高水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图52：公司销售费用率相对较高



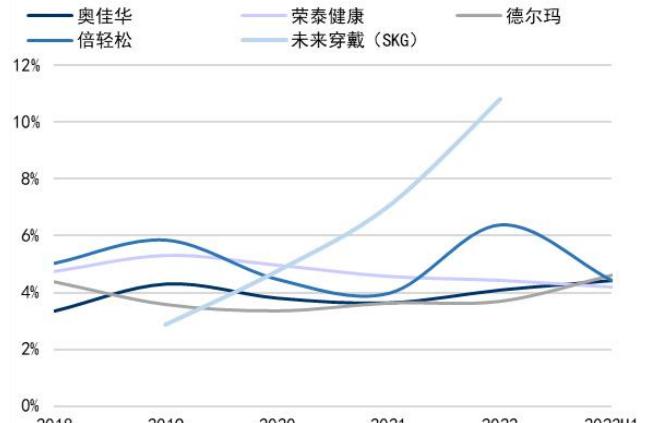
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图53：公司管理费用率相对处于行业中游



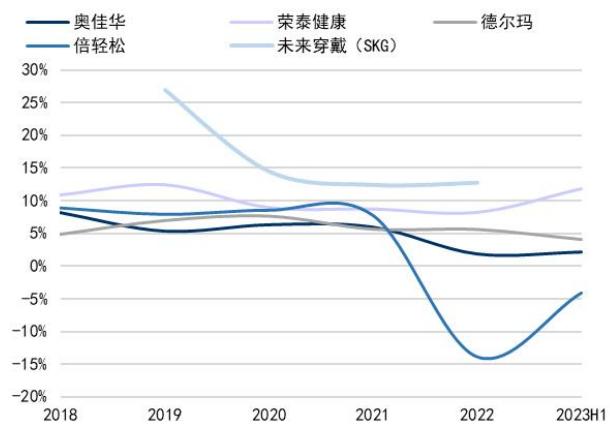
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图54：公司研发费用投入力度相对较大

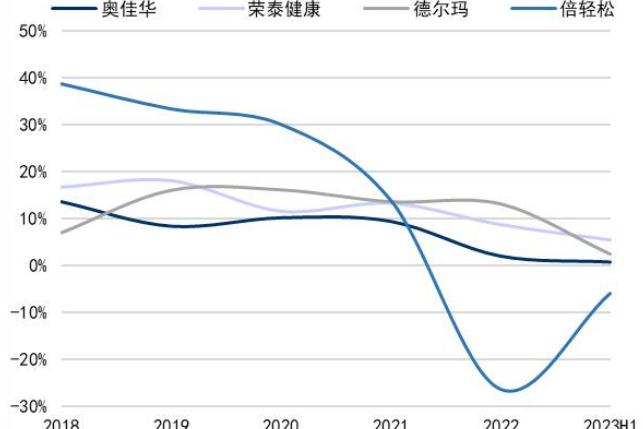


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**在正常情况下，公司盈利能力处于行业平均水平。**考虑到公司 2022 年以来线下经营受到较大负面影响，利润出现亏损。我们以 2018-2021 年数据作为比较来看，公司的净利率基本处于行业平均水准，维持在 8% 左右。以摊薄 ROE 来看，公司上市之后的 2021 年 ROE 为 14%，略高于可比公司。

**图55: 2018–2021年公司净利率处于行业中游水平**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

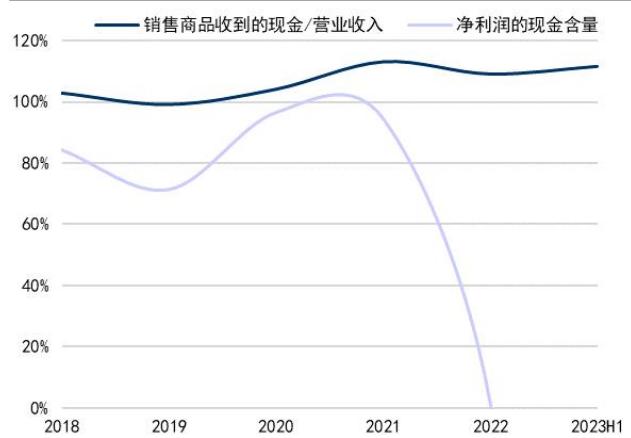
**图56: 公司上市后的ROE略高于可比公司**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

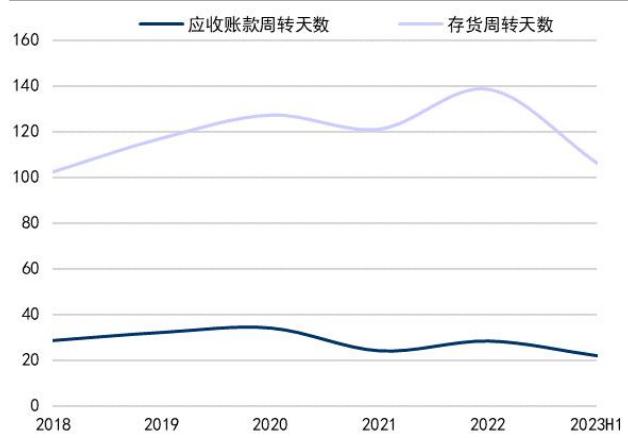
## 现金流量分析

**公司现金流量表现相对较好。**2018年以来公司销售商品收到的现金/营业收入的比例基本在100%以上，现金回款较好。排除2022年以来亏损的情况，公司的净利率现金含量（经营性现金流量金额/归母净利润）基本在80%-100%之间，经营性现金净流入情况表现也较为不错。

**公司应收账款周转天数持续下降，存货周转天数有所提升。**2018–2023H1公司应收账款周转天数从29天下降至22天，由于线上直销的占比增加，公司的应收账款周转天数有所降低，且相比于同行业也处于较好的水平。公司的存货周转天数有所提升，2018年为102天，2022年提升至139天，2023H1回落至106天。

**图57: 公司现金回款表现较好**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图58: 公司应收账款周转相对较好、存货周转天数有所提升**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

**线上渠道：**公司今年以来，在抖音的带动下，线上收入快速增长。根据京东、天猫及抖音的销售跟踪数据，公司1-9月GMV合计增长54%，其中Q2/Q3分别增长86%/93%，预计Q4公司线上收入仍有延续Q2以来的强劲增长。我们假设2023年公司线上收入增长60%；2024-2025年延续增长势头，收入分别增长30%/25%。

毛利率方面，在大单品模式的带动下，预计公司线上毛利率有望实现恢复，我们取2019-2021年的平均毛利率57.0%作为2023-2025年毛利率的预计值，假设2023-2025年毛利率均为57.0%。

**线下直销：**公司线下直销收入包括直营门店、促销及展会收入、礼品团购收入等，随着线下客流逐步恢复，公司线下直营门店收入有望复苏，同时公司新拓展的礼品积分渠道有望带来新增量。在新渠道的拉动下，我们假设2023年线下直销收入逐步接近2021年水平，直营门店收入尚处于恢复中，后续直营门店单店收入逐步恢复至此前正常的水平。预计2023-2025年在新开门店及店效修复的基础上，线下直销渠道分别实现40%/25%/24%的收入增长。

线下直销毛利率预计有望随着门店店销的恢复而逐渐修复至疫情前水平（77%），但随着礼品等新渠道的增长，线下直销整体毛利率或低于此前水平，预计2023-2025年毛利率为67.1%/67.3%/68.4%。

**线下经销：**线下经销渠道主要为加盟店等，随着公司加盟体系逐渐实现加速开拓，且在线下客流恢复下，加盟店单店收入同样在逐步提升，预计2023年经销渠道收入有望恢复到接近2021年的水平，此后在加盟店数量不断增加下，收入稳步增长，预计2023-2025年收入分别增长100%/35%/35%。

经销渠道毛利率在2022年受疫情影响有所下滑，预计此后将逐渐提升至接近疫情前水平，2023-2025年预计毛利率分别为39.0%/39.5%/39.5%。

**ODM：**ODM业务2022年下滑主要系俄罗斯客户，预计此后将有所恢复，2023-2025年收入增速为15%/5%/5%，毛利率基本稳定在30%。

表3：倍轻松收入拆分及预测：线上延续高景气，线下逐步复苏

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11.9	9.0	14.0	18.0	22.6
收入 <sub>YoY</sub>	43.9%	-24.7%	56.6%	28.6%	25.3%
综合毛利率	56.7%	49.8%	56.6%	56.6%	56.8%
<b>线上销售</b>	6.8	6.0	9.5	12.4	15.5
线上 <sub>YoY</sub>	58.4%	-12.5%	59.6%	29.6%	25.0%
线上销售毛利率	56.9%	51.1%	57.0%	57.0%	57.0%
<b>线下直销</b>	3.0	2.0	2.8	3.5	4.3
线下直销 <sub>YoY</sub>	33.6%	-33.6%	40.3%	25.2%	23.9%
线下直销毛利率	71.2%	54.6%	67.1%	67.3%	68.4%
<b>线下经销</b>	1.4	0.7	1.3	1.8	2.4
经销 <sub>YoY</sub>	12.3%	-53.8%	100.0%	35.0%	35.0%
线下经销毛利率	39.4%	32.8%	39.0%	39.5%	39.5%
<b>ODM</b>	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4
ODM <sub>YoY</sub>	45.2%	-48.5%	15.0%	5.0%	5.0%

ODM 毛利率	27. 0%	30. 1%	30. 0%	30. 0%	30. 0%
---------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计公司 2023–2025 年营收为 14. 0/18. 0/22. 6 亿元，同比增长 56. 6%/28. 6%/25. 3%，毛利率为 56. 6%/56. 6%/56. 8%。

#### 费用及其他收益假设：

**销售费用：**公司 2022 年销售费用率较高主要由于专柜租金等费用较为刚性，预计随着线下收入恢复、线上投入提效及经销礼品渠道逐渐起量，在收入规模扩张下，销售费用率有望逐渐降低，假设 2023–2025 年销售费用率为 45. 5%/40. 0%/38. 5%。

**管理费用：**公司 2022 年管理费用率由于收入规模下降提升 1. 5pct，预计 2023 年随着收入规模大于 2021 年，管理费用率回到 2021 年水平，此后管理费用率随着规模扩张而有所降低，假设 2023–2025 年管理费用率为 3. 4%/3. 2%/3. 1%。

**研发费用：**2023Q2 在收入规模扩张下，研发费用率已实现大幅降低，预计后续有望保持 2021 年研发费用率水平，假设 2023–2025 年研发费用率保持 4. 0%。

**财务费用：**公司财务费用率基本稳定，2022 年为 0. 0%。预计随着利润的留存，公司财务费用率有所下降，假设 2023–2025 年为 -0. 06%/-0. 13%/-0. 16%。

### 未来 3 年业绩预测

表4：未来 3 年盈利预测表

(单位：百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11. 9	9. 0	14. 0	18. 0	22. 6
收入同比	43. 9%	-24. 7%	56. 6%	28. 6%	25. 3%
毛利率	56. 7%	49. 8%	56. 6%	56. 6%	56. 8%
管理费用率	3. 4%	4. 9%	3. 4%	3. 2%	3. 1%
研发费用率	4. 0%	6. 4%	4. 0%	4. 0%	4. 0%
销售费用率	40. 8%	53. 8%	45. 5%	40. 0%	38. 5%
财务费用率	0. 6%	0. 0%	-0. 06%	-0. 13%	-0. 16%
归属于母公司净利润	0. 92	-1. 24	0. 47	1. 50	2. 19
EPS	1. 49	-2. 02	0. 55	1. 75	2. 55
ROE	14. 0%	-26. 3%	9. 2%	23. 5%	26. 9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023–2025 年收入分别为 14. 0/18. 0/22. 6 亿元，同比增长 56. 6%/28. 6%/25. 3%；归母净利润为 0. 47/1. 50/2. 19 亿元，同比分别扭亏/+218. 6%/+45. 8%；对应 EPS 为 0. 55/1. 75/2. 55。

### 盈利预测的敏感性分析

我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下，公司业绩的敏感性主要体现在未来的利润增速上，若收入、毛利率整体处于乐观/谨慎情况下（收入增速提升/下降 5%、毛利率提升/下降 1pct、期间费用率下降/提升 2pct），2021–2025 年净利润复合增速分别为 35. 5% 和 11. 8%（中性情况下复合增速 24. 3%），利润增速波动幅度约为 23. 7pct。

**表5: 情景分析 (乐观、中性、谨慎)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	1,190	896	1,448	1,934	2,521
(+/-%)	43.9%	-24.7%	61.6%	33.6%	30.3%
净利润(百万元)	92	-124	86	211	309
(+/-%)	29.9%	-235.5%	-169.2%	145.2%	46.6%
摊薄EPS	1.49	-2.02	1.00	2.46	3.60
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	1,190	896	1,403	1,804	2,261
(+/-%)	43.9%	-24.7%	56.6%	28.6%	25.3%
净利润(百万元)	92	-124	47	150	219
(+/-%)	29.9%	-235.5%	-137.9%	218.6%	45.8%
摊薄EPS(元)	1.49	-2.02	0.55	1.75	2.55
<b>谨慎预测</b>					
营业收入(百万元)	1,190	896	1,358	1,679	2,020
(+/-%)	43.9%	-24.7%	51.6%	23.6%	20.3%
净利润(百万元)	92	-124	11	97	144
(+/-%)	29.9%	-235.5%	-108.5%	810.3%	48.7%
摊薄EPS	1.49	-2.02	0.12	1.12	1.67
总股本(百万股)	62	62	86	86	86

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值: 以 FCFE 方法得到合理股价值为 38.49-49.78 元/股**

未来 5 年估值假设条件见下表:

**表6: 公司盈利预测假设条件 (%)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	43.9%	-24.7%	56.6%	28.6%	25.3%	20.0%	15.4%	12.4%	10.2%	7.8%	6.8%	6.0%
毛利率	56.7%	49.8%	56.6%	56.6%	56.8%	56.7%	56.4%	56.2%	56.1%	55.9%	55.7%	55.7%
管理费用/营业收入	3.4%	4.9%	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用/营业收入	4.0%	6.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
销售费用/销售收入	40.8%	53.8%	45.5%	40.0%	38.5%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
所得税税率	13.0%	15.3%	14.4%	14.2%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	34.5%	-	15.0%	15.0%	20.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

**表7: 资本成本假设**

无杠杆 Beta	1.25	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.38%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.28
公司股价(元)	34.43	Ke	9.53%
发行在外股数(百万)	86	E/(D+E)	97.34%
股票市值(E, 百万元)	2959	D/(D+E)	2.66%
债务总额(D, 百万元)	81	WACC	9.40%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

表8：倍轻松 FCFE 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	46	163	244	330	374
所得税税率	14. 36%	14. 23%	14. 64%	15. 00%	15. 00%
EBIT*(1-所得税税率)	39	140	209	281	317
折旧与摊销	3. 4	4. 2	4. 9	5. 8	6. 7
营运资金的净变动	(31. 9)	(52. 1)	(63. 0)	(57. 5)	(51. 2)
资本性投资	(15. 0)	(13. 0)	(13. 0)	(13. 7)	(13. 2)
FCFF	(4)	79	138	215	260
(利息费用-利息收入)*(1-T)	0. 7	1. 9	3. 1	4. 8	6. 9
长期贷款的增加/(减少)	0. 0	0. 0	0. 0	0. 0	0. 0
循环贷款的增加(减少)	-52. 3	12. 0	9. 4	-10. 3	3. 7
FCFE	-55. 9	93. 1	150. 1	209. 7	270. 3
PV(FCFE)	(51. 0)	77. 6	114. 2	145. 7	171. 4
股票价值	3, 730. 2				
每股价值	43. 40				

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8. 3%	8. 8%	9. 3%	9. 8%	10. 3%
永续 增长 率变 化	3. 0%	58. 42	52. 74	47. 95	43. 86	40. 32
	2. 5%	54. 78	49. 78	45. 51	41. 83	38. 62
	2. 0%	51. 70	47. 25	43. 40	40. 05	37. 11
	1. 5%	49. 05	45. 04	41. 55	38. 49	35. 78
	1. 0%	46. 76	43. 12	39. 92	37. 09	34. 58

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 相对估值：结合 PEG 得到合理估值为 44. 47-56. 55 元/股

选取具有按摩器业务的奥佳华、荣泰健康、德尔玛作为可比公司，由于倍轻松盈利能力处于恢复当中，净利润的复合增速相对较高。为充分反映倍轻松利润的增长情况，我们采用可比公司平均 PEG 及 0.7 倍 PEG (2023E) 作为公司的合理估值水平，对应 2023 年 PE 为 81-103 倍，对应股价为 44. 47-56. 55 元/股，对应 2024 年 PE 为 25-32 倍。

**表10: 倍轻松及可比公司经营情况**

公司名称	主营业务	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			复合增速*	PE		PEG 2023E
			2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	
奥佳华	大型按摩器具、按摩小电器、加湿器、家用医疗等业务	45.33	1.84	2.56	2.82	23.8%	24.7	17.7	16.1 1.03
荣泰健康	按摩椅及按摩小电器等产品	31.02	2.22	2.63	3.10	18.2%	14.0	11.8	10.0 0.77
德尔玛	清洁电器、净水产品、局部按摩器等产品	57.74	2.18	2.90	3.72	30.6%	26.5	19.9	15.5 0.86
					<b>平均</b>		21.7	16.5	13.9 0.89
倍轻松	以局部按摩器产品为主	29.59	0.47	1.50	2.19	115.9%	63.0	19.7	13.5 0.54

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: \*复合增速为 2023E-2025E 复合增速, 奥佳华、荣泰健康采用 wind 一致预测

因此综合绝对估值和相对估值, 得到公司的合理估值为 44.47-49.78 元/股, 对应 2024 年 PE 为 25-28 倍, 对应市值为 38.2-42.8 亿元。

## 投资建议

预计公司 2023-2025 年收入分别为 14.0/18.0/22.6 亿元, 同比增长 56.6%/28.6%/25.3%; 归母净利润为 0.47/1.50/2.19 亿元, 同比回升 +218.6%/+45.8%; 对应 EPS 为 0.55/1.75/2.55 元/股。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司股票合理估值区间为 44.47-49.78 元/股, 市值区间为 38.2-42.8 亿元, 对应 2024 年 PE 为 25-28 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 44.47-49.78 元/股之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 5.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的按摩器如奥佳华、德尔玛、荣泰健康的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PEG 做为相对估值的参考，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 56.6%/28.6%/25.3%，可能存在对公司渠道扩展、产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 公司的毛利率受原材料价格、线下渠道恢复进度等影响较大，我们预计公司未来 3 年毛利分别为 56.6%/56.6%/56.8%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估、线下渠道恢复进度过于乐观，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受产品的均价影响较大，若由于行业竞争及下游需求变化，产品的实际价格低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

### 经营风险

**宏观经济变化导致市场需求下滑的风险。**公司主营业务为智能便携按摩器的设计、研发、生产、销售及服务，主要产品智能便携按摩器的销售情况与居民的可支配收入及健康消费观念息息相关。居民可支配收入上升和消费观念的升级有利于公司所处行业未来的发展，而居民可支配收入以及消费观念受宏观经济政策和经济运行周期的影响较大。未来如果国家宏观经济环境发生重大变化或者宏观经济出现波动，且公司未能针对由此带来的行业需求波动调整经营策略，可能导致公司经营业绩出现波动。

**行业竞争加剧的风险。**近年来，我国智能便携按摩器行业处于快速增长阶段，但行业竞争也日趋激烈。一方面，现有大型公司对市场竞争的竞争加剧，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。为应对行业竞争加剧

的风险，公司竞争对手纷纷在产品研发、市场拓展上加大投入，并积极寻找新的盈利模式和利润增长点。如果公司不能适应激烈的竞争环境，不能持续保持技术领先、压缩新产品的上线周期，不能及时根据市场需求持续推出高品质的产品，则公司存在产品价格下降、营业收入增速放缓、市场份额下降的风险，进而对经营业绩产生不利影响。

**销售费用率较高的风险。**公司推广费及广告宣传费和线下门店的租赁费、销售人员的薪酬支出较大，销售费用率随之较高。2023年半年度，公司销售费用率为55.44%。如果后续公司线下门店数量增多、门店成本优化效果不佳、推广费用增加或市场需求恢复不如预期，公司销售费用率可能进一步增高，将对公司的经营业绩产生不利影响。

**核心竞争力风险。**随着新一代信息技术的发展，精密驱动、仿生技术、人工智能和物联网技术已成为同行业公司提升产品竞争力的关键。公司的整体技术架构是基于行业通用技术，同时公司需要持续将上述领域新的技术成果应用于眼部、颈部、头部及头皮智能便携按摩器等主要产品，以不断向市场更新迭代产品，不断满足消费者在智能化、便携性等方面的要求。如果公司对行业未来技术发展方向的判断出现重大偏差或未能及时推出新型产品，且同行业公司在相关技术研究方面率先实现重大突破并成功产业化、相关产品的智能化程度、便携性等跨越式提升，或行业通用技术发生对公司存在重大不利影响的变化，将可能导致公司现有的研发经验和优势不复存在、产品体系与市场需求不再匹配，进而使得公司面临核心技术被替代，部分产品丧失市场竞争力的风险。

**委托加工风险。**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，目前采用自主生产与委托加工相结合的生产方式。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，将影响公司产品质量和生产供应，给公司的生产经营造成不利影响。

## 财务风险

**存货减值风险。**2021-2023H1公司存货占资产总额比重分别为21.4%/17.6%/18.9%，占比相对较高。如果公司不能准确预期市场需求，可能导致原材料积压、库存商品滞销、库存产品市场价格下降等情况发生。当产品价格下降超过一定幅度时，公司的存货可能发生减值，从而对经营业绩和盈利能力产生不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	220	288	250	324	430	营业收入	1190	896	1403	1804	2261
应收款项	129	106	138	173	211	营业成本	515	450	610	782	977
存货净额	206	140	185	242	303	营业税金及附加	5	4	7	9	11
其他流动资产	56	40	64	83	103	销售费用	485	482	638	722	871
<b>流动资产合计</b>	<b>782</b>	<b>625</b>	<b>678</b>	<b>874</b>	<b>1111</b>	管理费用	27	29	41	54	66
固定资产	17	18	21	24	25	研发费用	41	37	53	67	78
无形资产及其他	4	3	3	3	3	财务费用	7	0	(1)	(2)	(4)
投资性房地产	153	153	153	153	153	投资收益	1	(3)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	4	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(5)	(16)	(7)	(7)	(6)
<b>资产总计</b>	<b>961</b>	<b>799</b>	<b>855</b>	<b>1053</b>	<b>1293</b>	其他收入	(0)	(22)	9	9	2
短期借款及交易性金融负债	65	133	81	93	102	营业利润	106	(147)	55	175	257
应付款项	143	99	153	197	236	营业外净收支	0	0	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	52	45	59	74	89	<b>利润总额</b>	<b>106</b>	<b>(147)</b>	<b>55</b>	<b>175</b>	<b>257</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>260</b>	<b>277</b>	<b>293</b>	<b>364</b>	<b>428</b>	所得税费用	14	(23)	8	25	38
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	46	50	50	50	50	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>92</b>	<b>(124)</b>	<b>47</b>	<b>150</b>	<b>219</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>306</b>	<b>327</b>	<b>343</b>	<b>413</b>	<b>477</b>	<b>净利润</b>	<b>92</b>	<b>(124)</b>	<b>47</b>	<b>150</b>	<b>219</b>
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	资产减值准备	3	6	1	0	1
股东权益	655	473	513	640	816	折旧摊销	8	9	3	4	5
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>961</b>	<b>799</b>	<b>855</b>	<b>1053</b>	<b>1293</b>	公允价值变动损失	5	16	7	7	6
						财务费用	7	0	(1)	(2)	(4)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(184)	63	(32)	(52)	(63)
每股收益	1.49	(2.02)	0.55	1.75	2.55	其它	(3)	(6)	(1)	(0)	(1)
每股红利	0.51	0.64	0.08	0.26	0.51	<b>经营活动现金流</b>	<b>(78)</b>	<b>(37)</b>	<b>26</b>	<b>109</b>	<b>167</b>
每股净资产	10.63	7.67	5.96	7.45	9.49	资本开支	(8)	2	(15)	(13)	(13)
ROIC	21%	-22%	7%	25%	33%	其它投资现金流	(171)	121	10	(11)	(13)
ROE	14%	-26%	9%	23%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(179)</b>	<b>127</b>	<b>(5)</b>	<b>(24)</b>	<b>(26)</b>
毛利率	57%	50%	57%	57%	57%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	-16%	3%	9%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	-15%	4%	9%	11%	支付股利、利息	(32)	(39)	(7)	(23)	(44)
收入增长	44%	-25%	57%	29%	25%	其它融资现金流	403	56	(52)	12	9
净利润增长率	30%	-235%	-138%	219%	46%	<b>融资活动现金流</b>	<b>338</b>	<b>(23)</b>	<b>(59)</b>	<b>(11)</b>	<b>(34)</b>
资产负债率	32%	41%	40%	39%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>81</b>	<b>68</b>	<b>(38)</b>	<b>74</b>	<b>107</b>
息率	1.5%	1.8%	0.3%	1.1%	2.1%	货币资金的期初余额	139	220	288	250	324
P/E	23.1	(17.1)	62.7	19.7	13.5	货币资金的期末余额	220	288	250	324	430
P/B	3.2	4.5	5.8	4.6	3.6	企业自由现金流	(99)	(46)	(4)	79	138
EV/EBITDA	23.1	(18.4)	67.1	20.1	13.8	权益自由现金流	304	9	(56)	93	150

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032