



按摩椅vs按摩小电： 把握分层下的不同机会

邓欣（家电&化妆品）

SAC证书编号：S0740518070004

2021.7.12

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

投资逻辑

一、行业：按摩椅vs按摩小电

我们认为核心投资逻辑在于：在渗透快的按摩小电寻找格局优的市场；在格局优的按摩椅寻找渗透快的市场。

按摩椅：更应关注中低端市场收入爆发。

按摩小电：应关注高端市场格局更优。

二、奥佳华：产能瓶颈打开，后续看中低端放量可能+利润率提升

产能上：公司此前处产能瓶颈，但当前可用产能翻倍，打开下一步成长。

打法上：新拓中低端子品牌，有望享受当前中低端市场爆发增量。

盈利上：收入若实现提升，有望有效摊薄费率实现利润率提升。

三、倍轻松：按摩小电的高端打法

产品上：公司凭借有效推新，在易被模仿的零散市场中打出高端定位。

渠道上：抓住了免税店、礼品等高端场景，贡献核心利润。

风险提示：行业需求不及预期、外销表现不及预期、行业空间测算失真。

一、行业篇：按摩椅vs按摩小电

1、按摩椅&小电：高单价全方位vs低单价百花齐放

按摩电器中主分两类：①高单价，从颈部到腿部全方位按摩的按摩椅（单一品类）；
②低单价，主攻眼部/颈部等单点按摩的按摩小电（多品类）。

奥佳华按摩椅



倍轻松按摩小电（颈部按摩/眼部按摩/筋膜枪/头皮按摩）

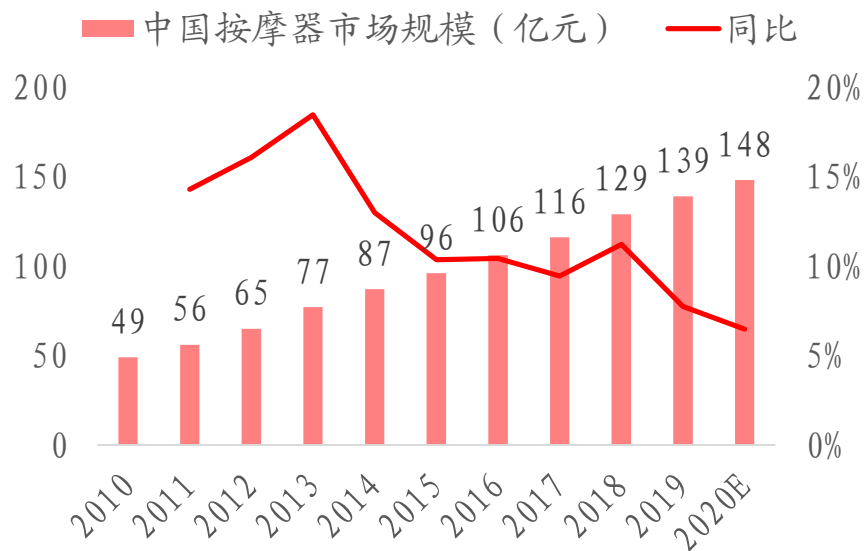


2、行业规模：内销按摩椅+小电各百亿规模

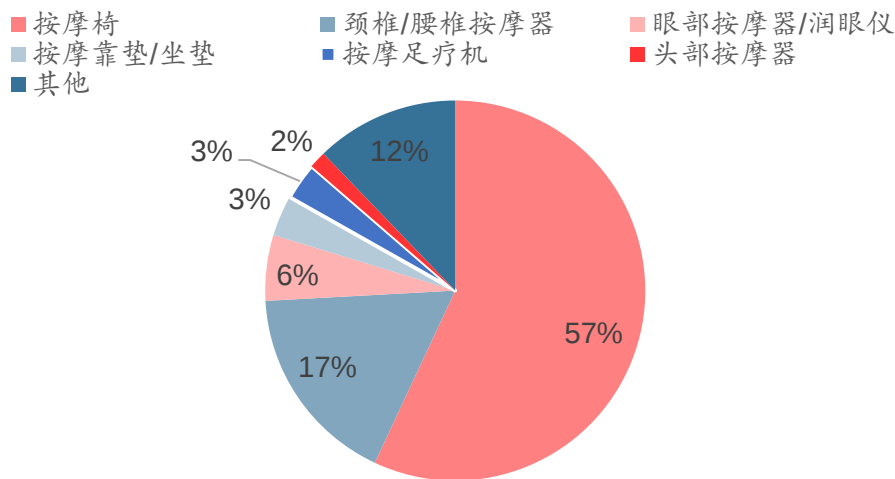
国内规模：据前瞻产业研究院，2020年预计中国按摩器（按摩椅+小电）市场**148亿元（YOY+6%，16-19CAGR为9%）**，其中大型器具占46%，小型占54%。据前瞻数据估算按摩椅（大型器具）规模**约68亿元**，按摩小电（小型器具）规模**约80亿元**。

另一口径：按摩椅：2020年线上淘系70亿+京东30亿元，线下预计30亿元（结合线下CR3奥佳华、荣泰、傲胜销售数据估测）；预计在**130亿元**规模；**按摩小电：**2020年淘系销售50亿元，京东销售约35亿元，结合线下估算全渠道规模约**100亿元（其中有两大单品颈部&眼部，占小电40%/14%水平）**。

中国按摩器市场规模（按摩椅+小电）



各品类销额占比（淘系202005-202105统计）



3、渗透推动：按摩椅/小电驱动不同

按摩椅当前渗透：预计在0.5-1.5%水平。（假设按摩椅单价1万元，更换周期10年，按上文所述规模估算）

产品属性：耐用消费、决策成本高（非冲动消费）。产品形态已较成熟（迭代慢）。

核心渗透驱动：购买得起按摩椅的家庭数量提升

- ①中产家庭占比提升（短期提升较难）。
- ②产品价格带走低拓宽（短期提升较易）。

按摩小电各个单品渗透速率有所差异。

产品属性：快消、决策成本低（冲动消费）。当前产品仍不完全成熟（迭代快）。

核心渗透驱动：更好用的产品/或营销、渠道铺开。

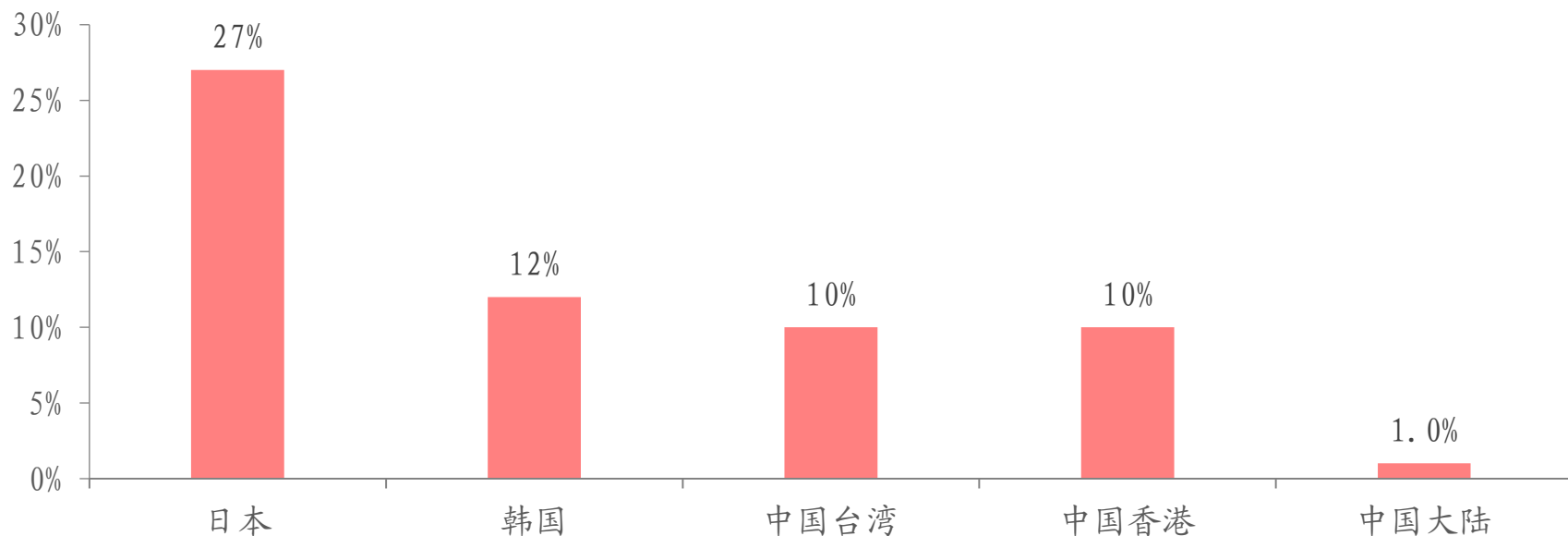
- ①产品迭代优化/持续拓新品类：如往模拟人手、便携、加热方向优化/拓展新品类按摩靠垫、筋膜枪等。
- ②较成熟的大单品成长：核心单品颈部、眼部渗透率持续提升。
- ③营销、渠道驱动：迎合冲动消费性质。

4、未来空间：当前渗透尚低

按摩椅：参考成熟市场日本，按摩椅保有率可达**27%**；台湾、香港等则达**10%**。假设国内按摩椅保有率达到27%，按单价8000元，更换周期10年考虑，则按摩椅内销市场有望达到**1059亿**水平（若按10%保有率考虑，则为**392亿**）。

按摩小电：预计行业成熟后将类似厨房小家电（户均保有多件小家电）。

按摩椅海外国家/地区渗透率情况

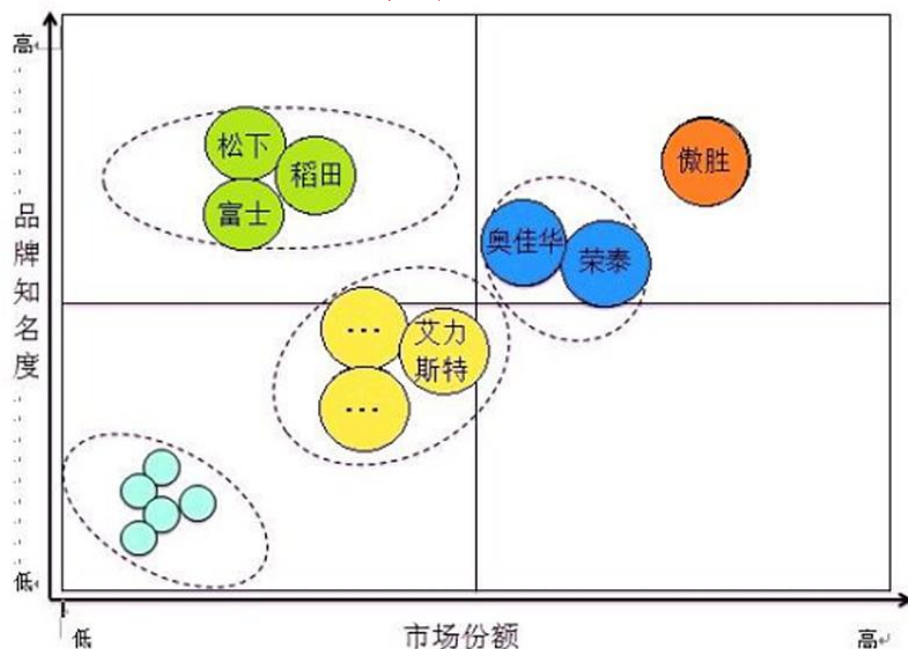


5、按摩椅：当前格局线下三足鼎立，线上零散

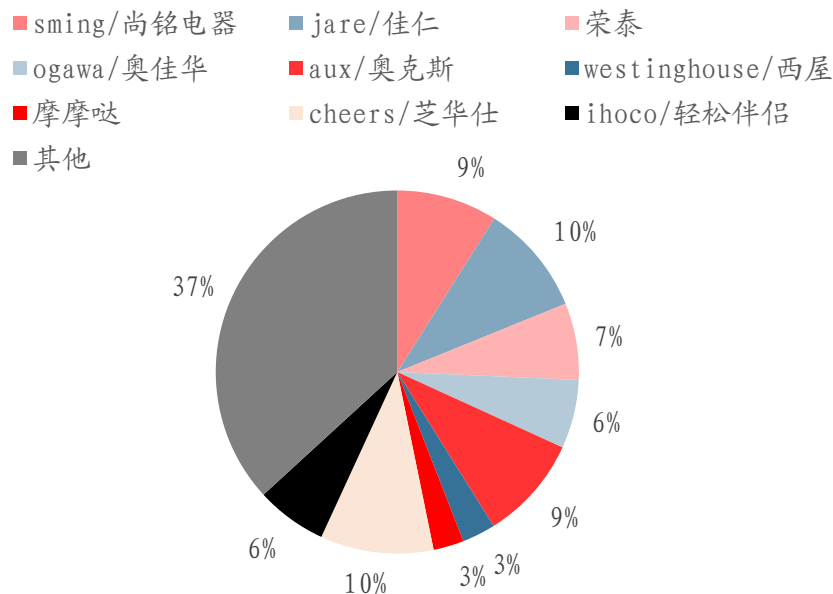
线下集中度较高，核心玩家为奥佳华、荣泰、傲胜。 线下无明确份额统计，参考按摩协会数据，预计三家龙头公司有明显领先。

线上格局较零散，低端淘品牌+专业品牌共争份额。 因线上按摩椅偏低端，无线下需开设门店等门槛，格局偏零散。据淘系，头部淘品牌佳仁、尚铭等份额在10%水平，荣泰、奥佳华等专业品牌份额在7%水平。另有跨界品牌参与，其中芝华仕、奥克斯份额突出，亦在10%水平。

按摩椅线下格局



按摩椅线上格局（2021年6月淘系销售额占比）



5、按摩椅：中低端高速崛起，有望杀出领军品牌

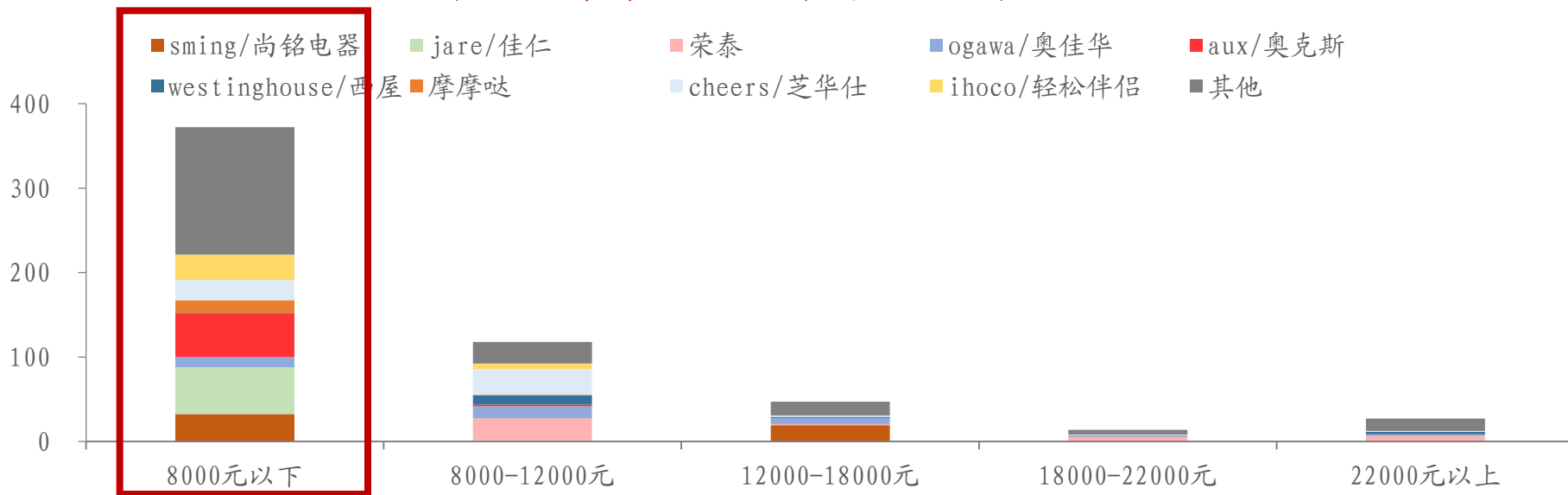
核心趋势：减配功能，以低价格换取渗透——利好成本导向中低端品牌。

增速：分层显著，中低端市场借线上高速扩容（2020年线上按摩椅增速40%）

按摩椅为舶来品类，早期优势厂商主为傲胜等海外高端品牌。但2017年共享按摩椅市场教育后，入门级按摩椅（8000元以下）迅速增长，当前在线上销额占比60%水平。

未来演变：当前线上格局仍较混乱：行业处于爆发期。大量福安地区厂商凭代工基础在中低端市场抢占份额，成长出尚铭、佳仁等淘品牌。未来：耐用消费品看价格+质量。成本优势+体系完善厂商有望杀出重围，建立品牌。

2021年6月按摩椅不同价格带淘系销额情况（百万元）



6、按摩小电：当前格局总体仍处零散

行业格局高度分散，两家企业领军：据招股书，倍轻松在按摩小电份额约13%-15%；按淘系看，skg（17%）和倍轻松（8%）有明显份额领先（两企业也各自是颈部/眼部两大品类的代表企业），其余品牌份额多低于3%。行业高度分散。

集中度较低主因：

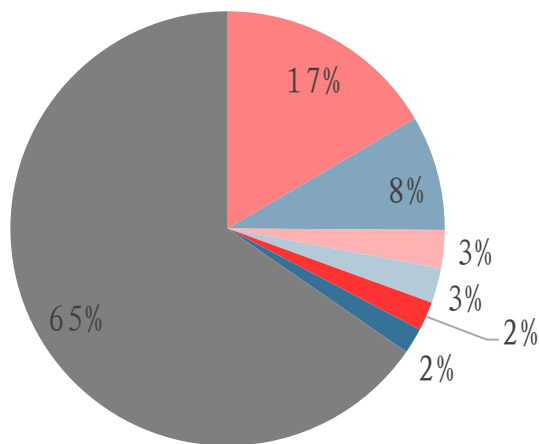
①**进入门槛低：**据倍轻松招股书，国内按摩器具各类生产企业超过3000家。

②**产品同质化强：**当前按摩小电总体原理简单，如筋膜枪等产品很难实现差异化。此外即使有改良创新也易被模仿。

③**品类多样：**各个品类都有各自头部玩家。如眼部倍轻松（淘系份额25%），颈部skg（淘系份额31%）。

按摩小电淘系格局（销售额占比）

■ skg ■ breo/倍轻松 ■ 奥斯玛 ■ aux/奥克斯 ■ 本博 ■ 攀高 ■ 其他



6、按摩小电： 高端有望保持优质格局

核心趋势：持续迭代，以好产品换取渗透——利好研发型高端品牌

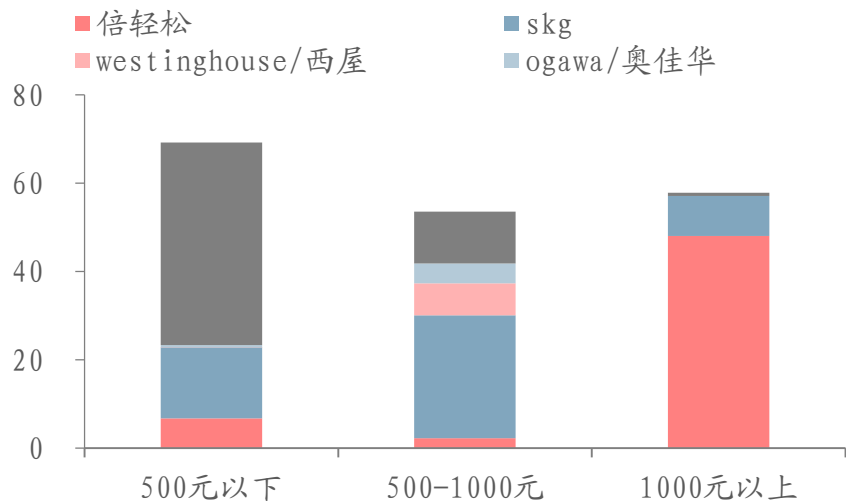
增速：价格带窄，行业增长无明显分层。

未来演变：总体零散（多品类+门槛低+易模仿），但高端市场格局较优。从高端市场集中度看：据淘系6月销售数据，1000元以上倍轻松在眼部/颈部实现近80%市占率，500-1000元中端市场skg+倍轻松市占率亦有60%水平。

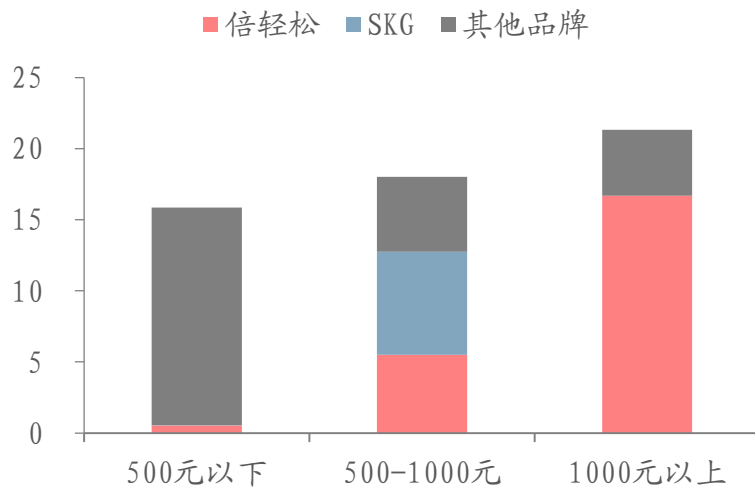
① 高端品牌需要有效推新，持续打更好的产品来建立，对企业研发有一定要求，不能仅靠模仿进入；

② 高端市场对应一部分送礼需求，该场景下消费者对品牌更敏感,造成了更优的格局。

颈部按摩器6月淘系分价格带品牌收入（百万元）



眼部按摩器6月淘系分价格带品牌收入（百万元）



7、行业对比：按摩椅vs按摩小电总结

总结：我们分列了按摩椅和小电的行业属性，将有利点标红处理——**可得按摩椅在格局上更有利，按摩小电在渗透速度上更有利。**

从类比角度看：

按摩椅因耐用消费+单价高+决策购买，品类属性上类似**大家电**

——但差异点来自按摩椅发展方向当前是高端向低端演进，且体验属性更强。

按摩小电因壁垒低+单价低+冲动购买，品类属性上类似**厨房小家电**

——但差异点来自产品仍在迭代进化（不像厨小定型快，反而类似扫地机），导致**行业更利于高端。**

		按摩椅	按摩小电
渗透速度	产品属性	耐用消费	快消
	决策成本	高	低
	产品迭代速度	慢	快（且容易诞生出新品类）
	当前产品认可度	高	低
	当前消费者购买力接受度	低	高
格局	行业壁垒	相对高	低，门槛低，产品之间易互相模仿
	品牌认可度	耐用属性，消费者对品牌更敏感	快消属性，消费者乐于尝试新品牌
	价格带	价格带宽，中高低端均有生存空间	价格带窄，集中相对更容易
	规模效应	单一品类，规模效应更强	品类多且细分，规模效应弱

8、投资逻辑：按摩椅看低端爆发，小电看高端格局

我们认为核心投资逻辑在于：在渗透快的按摩小电寻找格局优的市场；在格局优的按摩椅寻找渗透快的市场。

按摩椅：核心点在中低端有明显收入爆发机会。

- 当前行业迎来价格带降低推动的新一波渗透机会。行业从高单价、依赖体验性线下销售转变为单价合理，线上渠道打开的局面，中低端市场迎来爆发。
- 奥佳华、荣泰等头部品牌均开始布局中低端子品牌，享受行业红利。

对应标的：奥佳华（ihoco）

按摩小电：核心点在于高端格局较优，有良好利润空间。

- 由于行业门槛低+产品易被模仿，中低端小电市场竞争激烈、高度零散；因此导致整体利润贫瘠。
- 高端市场当前看格局更优，其中倍轻松、skg已掌握较领先份额。

对应标的：倍轻松（高端市场核心领军）

二、奥佳华：产能瓶颈突破，发力中低端

1、按摩产能：此前瓶颈，当前已实现翻倍扩产

2016年起，公司代工小电业务出现产能瓶颈。2018年起，公司按摩椅业务出现产能瓶颈。（行业内另一公司荣泰亦在2018年开始出现产能瓶颈，核心来自2017年后共享按摩带动内销市场高增）

当前公司产能瓶颈放开。转债项目落地后，2020年公司按摩椅产能已实现翻倍，对应当年按摩椅销量亦有明显突破。我们预计公司新增产能将多用于中低端按摩椅建设。

公司产能数据（万台）

	按摩椅	按摩小电	健康环境
2015	20	1200	400
2016	20	1700	400
2017	30	1700	400
2018	30	1700	400
2019	30	1700	400
2020	70	1700	600

公司销量数据（万台）

	按摩椅	按摩小电	健康环境
2015	15.6	1293.15	
2016	15.1	1786.68	342.17
2017	23.84	1754.05	389.47
2018	36.66	1797.94	582.11
2019	33.69	1587.47	529.42
2020	40.01	1678.6	988.38

来源：公司公告、中泰证券研究所

2、内销：高端奥佳华优势维持

公司此前以高端品牌奥佳华为主。2020奥佳华品牌内销收入预计约8-9亿（按摩椅+小电），毛利率预计在40%+，但直营门店+营销投放下预计净利率偏低。

产品以高端按摩椅为主：奥佳华按摩椅主为12000以上价格。

渠道主攻线下：预计线上/线下直营/线下经销约各占30%。

国内高端市场基本为奥佳华/荣泰/傲胜三足鼎立。对比看奥佳华、荣泰实力较接近，傲胜有下滑态势。

品牌		奥佳华	荣泰	傲胜
按摩椅收入对比 (亿元，内销自主品牌)		约7亿	7	12（2016年数据，后续可能下滑）
产品对比	生产模式	自主生产	自主生产	代工
	迭代速度	快	快	较慢
渠道对比	渠道模式	直营+经销	经销为主	
	门店数量	直营店70家（一线）+ 经销店300家（二三线城市）+4S门店200家	门店超1300家	国内门店174家

2、内销：新推子品牌ihoco，进入中低端+小电市场

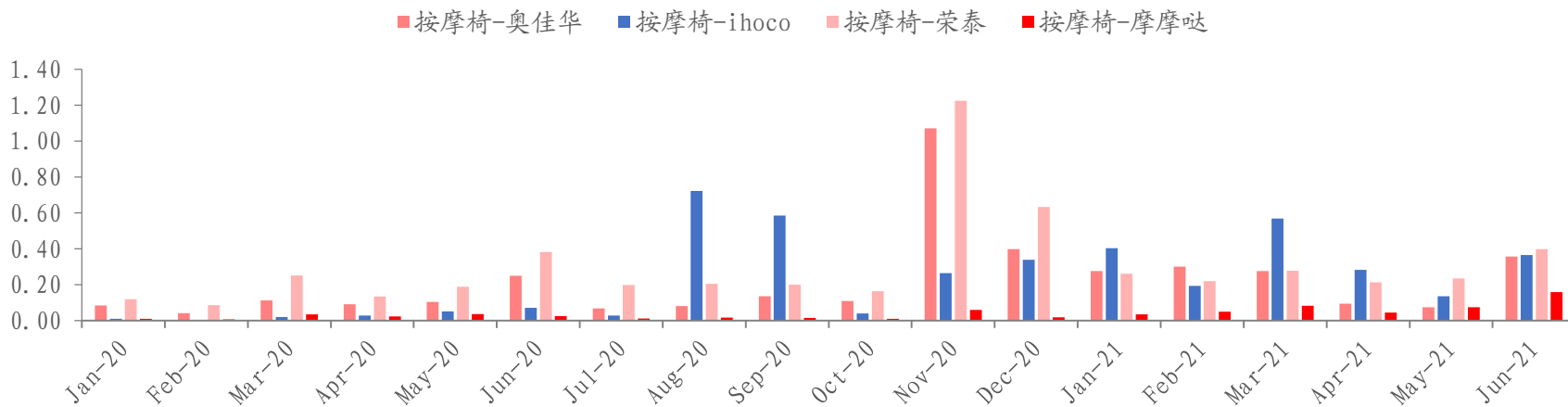
2019年公司新推ihoco进入增速更优的中低端按摩椅+按摩小电市场。相较于高端主品牌奥佳华，中低端ihoco在线上成长迅速，当前在淘系月销水平上基本已与主品牌并驾齐驱。

具体打法：

①产品：（1）1/4为按摩椅，产品主在2500-7000、15000以上两个价格带。既有线上流量款，亦有高端款支撑线下拓展。（2）3/4为按摩小电，品类主攻膝足类和靠垫类，与skg（颈部）、倍轻松（眼部）两小电龙头优势品类错开。

②渠道：ihoco主打线上，线下开设有按摩椅+按摩小电的集合门店。当前门店数量约50+家、主集中在厦门、南京、宁波等二线城市。

重点品牌淘系月销售情况（亿元）——ihoco展现出较强成长



2、内销：ihoco有望整合入门级按摩椅市场

当前入门级按摩椅市场较零散，ihoco是否有望整合？过去一年来ihoco在8000元以下按摩椅淘系份额已有明显提升，从2020年6月的2%提升至2021年6月的8%。

对比其他中低端竞争对手，看ihoco的竞争优势：

①淘系品牌：佳仁、尚铭、本博、乐尔康等。多为福安代工厂出身，产品有基础，但渠道偏弱。如纯打低端的佳仁、乐尔康等无线下布局。

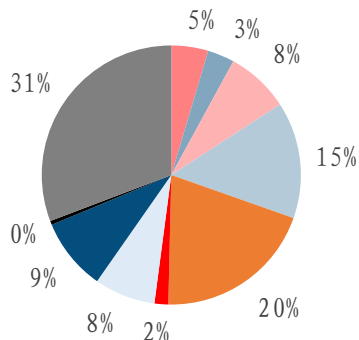
②沙发品牌：芝华士、顾家等。渠道有线下店基础，但产品靠代工。

③其他跨界品牌：奥克斯、志高、联想、南极人等。品牌有基础，产品靠代工。

Ihoco的优势在于：①生产端领先：有规模优势+质量基础，设计更灵活，优于靠代工进入的跨界品牌；②渠道端有线下门店，胜过无线下体验淘系品牌。

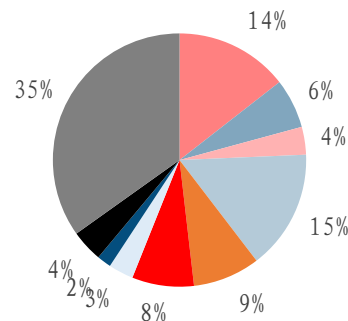
2020年6月淘系8000元以下按摩椅市场份额

■ 奥克斯 ■ 芝华士 ■ 志高 ■ 佳仁 ■ 尚铭
■ ihoco ■ 本博 ■ 乐尔康 ■ 摩摩哒 ■ 其他



2021年6月淘系8000元以下按摩椅市场份额

■ 奥克斯 ■ 芝华士 ■ 志高 ■ 佳仁 ■ 尚铭
■ ihoco ■ 本博 ■ 乐尔康 ■ 摩摩哒 ■ 其他



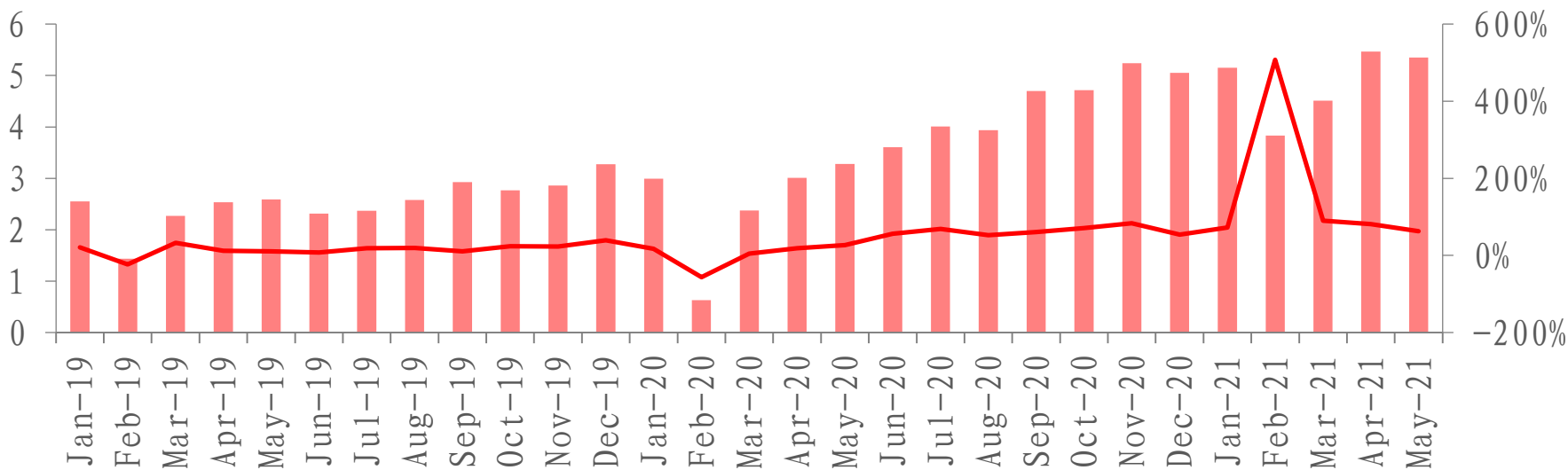
3、外销：上半年仍有支撑

据海关，2020H1起按摩器材出口持续高景气。预计主因海外疫情等拉动按摩椅等居家需求。

公司为按摩椅出口龙头厂商，预计Q2仍受益行业有较好增速。公司海外布局自主品牌+代工，2020年维持美国第一大按摩椅出口商地位，在欧洲出口市场份额达60%。考虑2021年4-5月按摩器具行业出口金额同比+72%，预计Q2公司外销业务仍将延续较好表现。

海关按摩器材出口金额

■ 出口金额: 按摩器具(亿美元) — 同比



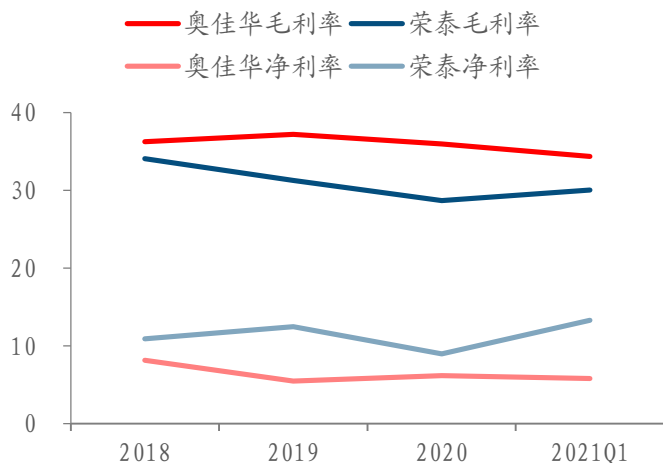
来源：海关出口数据、中泰证券研究所

中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

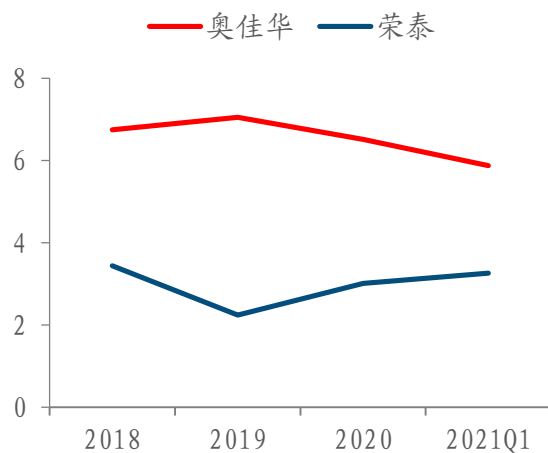
4、盈利：收入爆发有望摊薄费率

奥佳华净利率持续低于荣泰，除直营/生产体系外，（行政）人员之差为巨大因素。

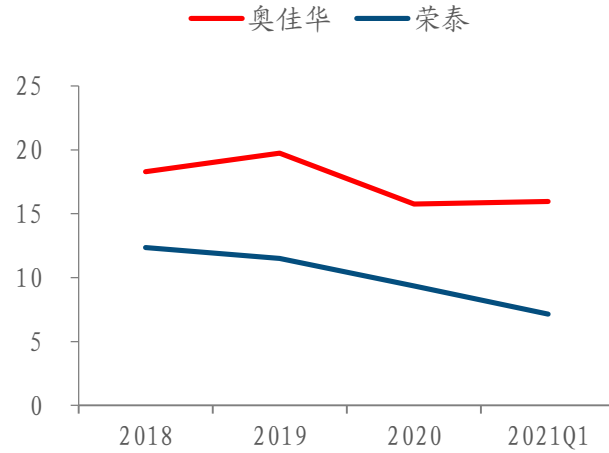
毛利率、净利率对比(%)



管理费用率对比(%)



销售费用率对比(%)



奥佳华2020年员工构成

专业构成类别	专业构成人数 (人)
生产人员	6,272
销售人员	1,332
技术人员	841
财务人员	156
行政人员	1,862
管理人员	985
合计	11,448

荣泰2020年员工构成

专业构成类别	专业构成人数
生产人员	829
销售人员	162
技术人员	211
财务人员	43
行政人员	124
合计	1,369

来源：公司公告、中泰证券研究所

总结：关注主业按摩椅进入上升期

奥佳华业务较多，含海内外按摩椅、小电代工、空净新风、家用医疗等。

我们判断：公司未来核心看点仍是国内按摩业务的增长。

- ①产能瓶颈放开后，凭国内较旺盛的中低端需求，有望进入3-5年的增长期。
- ②公司子品牌ihoco降维打击，在中低端竞争中存产品优势（规模效应+质量控制），渠道线上下并行，胜过纯打线上的淘品牌，有望在中低端市场抢占份额。
- ③按摩业务起量后有望改善利润率。公司净利率基数较低（5%左右），费用率摊薄后利润率有明显提升可能。

空净新风/家用医疗等板块：建议当做额外增量考虑。

- ①新风业务仍处初期，后续成长节奏有不确定性。
- ②家用医疗业务2020年受益疫情爆发，2021年看上半年预期仍有较好增长，但持续性仍需观察。

三、倍轻松：探索按摩小电的高端打法

1、公司成长逻辑：短期内产品+渠道双拉动

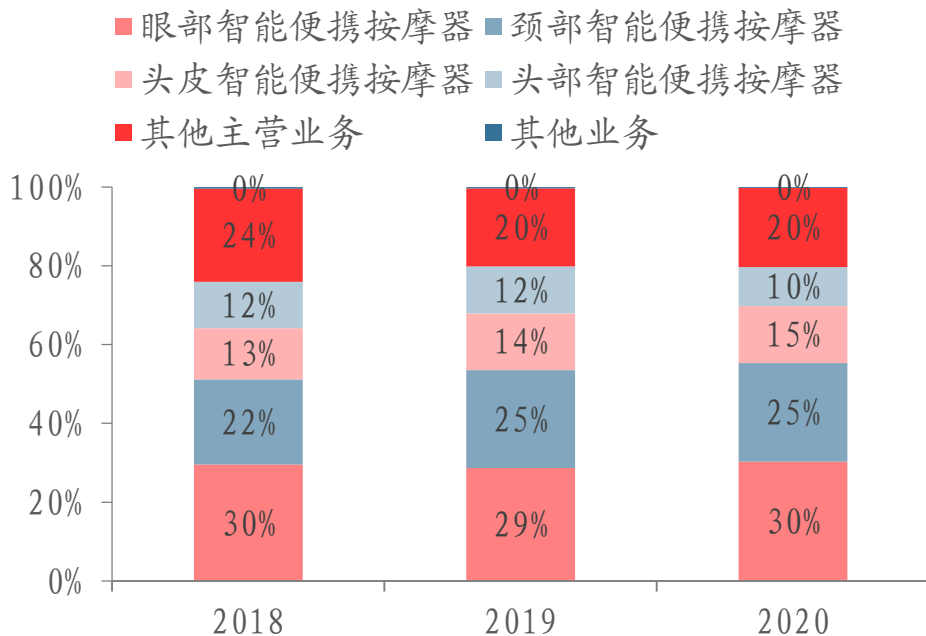
公司当前体量较小，所在行业处于产品迅速迭代的未定型初期，渠道构建亦未饱和。

短期拉动来自：

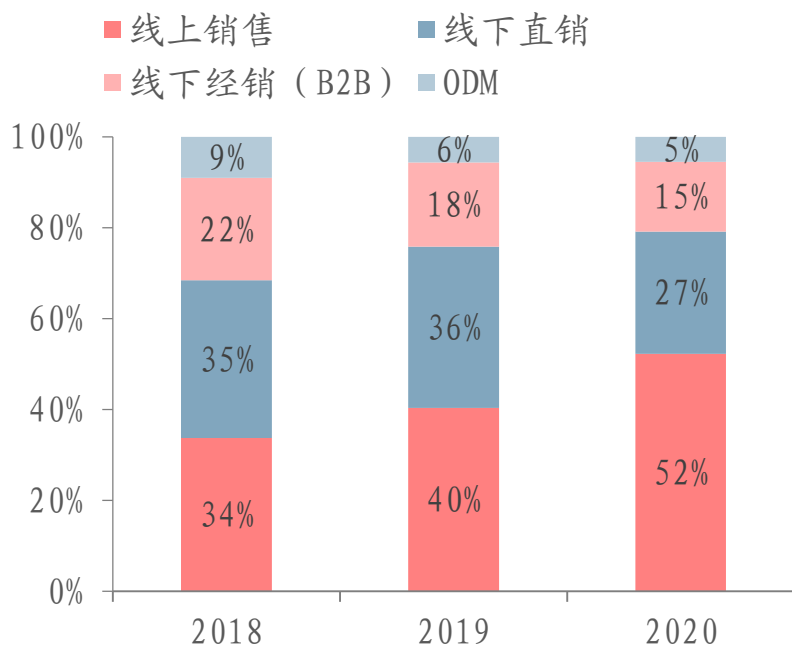
①产品持续推新：来自于原有产品迭代（更好的产品）+新品类拓张（更多的品类）

②渠道持续拓展：来自B2B客户数量拓展+线下门店增多+线上知名度扩张。

公司产品结构



公司渠道结构



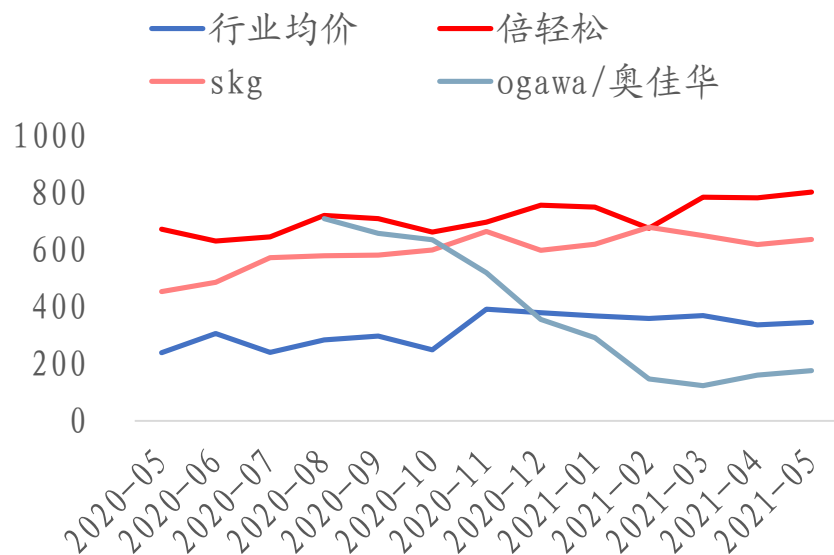
2、产品：高端背后的核心支撑仍是产品

如何在一个同质化强、易被模仿的市场打出高端高价？

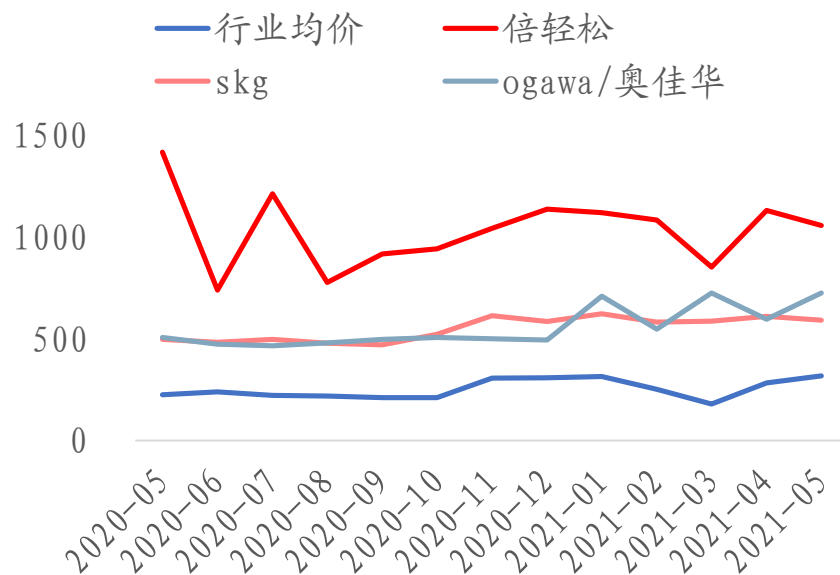
倍轻松在行业内基本采取最高价定位，价格显著高于行业 and 核心对手skg，亦高于奥佳华等高端按摩椅品牌。

我们判断：倍轻松高价格的核心支撑仍是产品——是强大的推新实力支撑。

眼部按摩仪品牌均价对比（元）



颈部按摩仪品牌均价对比（元）



2、产品：强大的推新实力创造高价窗口期

贵的核心来源：持续推新。老产品易被模仿而出现降价，因此公司需要持续研发有效新品，来借新品窗口期（1-2年）实现溢价。

公司产品推新速度极快：核心品类每年5款以上新品，且新品贡献占比高。以公司线上直销为例，每年约有60%-90%的收入来自于近两年推新产品的贡献。

总计看，公司核心收入均为新品拉动；新品则可借助未被模仿享受高价高毛利。

公司线上直销每年推新及新品占收入比情况

		2018年	2019年	2020H1
眼部	新品型号	EYE 1/ISEE 4M/ISEE 4X	ISEE M/ISEE X/ISEE 4W	
	当年新品占比	36%	57.59%	
	当年+前一年新品占比		76.53%	
颈部	新品型号	INECK 3/INECK AIR/INECK U	I NECK MINI	I NECK 3 PRO
	当年新品占比	83%	11%	56%
	当年+前一年新品占比		93%	98%
头部	新品型号		I DREAM 3X/I DREAM 5S	
	当年新品占比		62.11%	
	当年+前一年新品占比		62.11%	85.06%

2、产品：未来新品计划为按摩+旅行+中医

公司未来新品计划：预计主打三大品类，按摩个护+旅行个护+中医个护。

①按摩个护：眼部、颈部等产品的持续升级迭代。

②旅行个护：更强调现有产品便携化。

③中医个护：包括艾灸盒、艾灸护腰、预计后续有针灸相关等。

行业仍处早期，有明显迭代可能。我们预判公司未来的产品迭代研发方向：

①小型化：按摩品类的后续迭代+旅行个护重点

②加热功能：按摩迭代+艾灸加热等

③中医功能引入：包括穴位按摩+艾灸等

④部位拓展：如腹部、足部、腿部等产品研发

⑤智能化：收集健康数据等。

颈部揉捏式按摩产品的过去演进

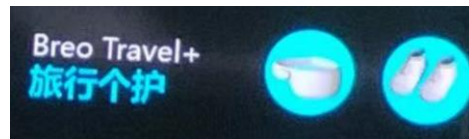


倍轻松中医系列之艾灸盒

breo.倍轻松



倍轻松旅行系列



3、渠道：赚高端钱，核心盈利为B2B+线上

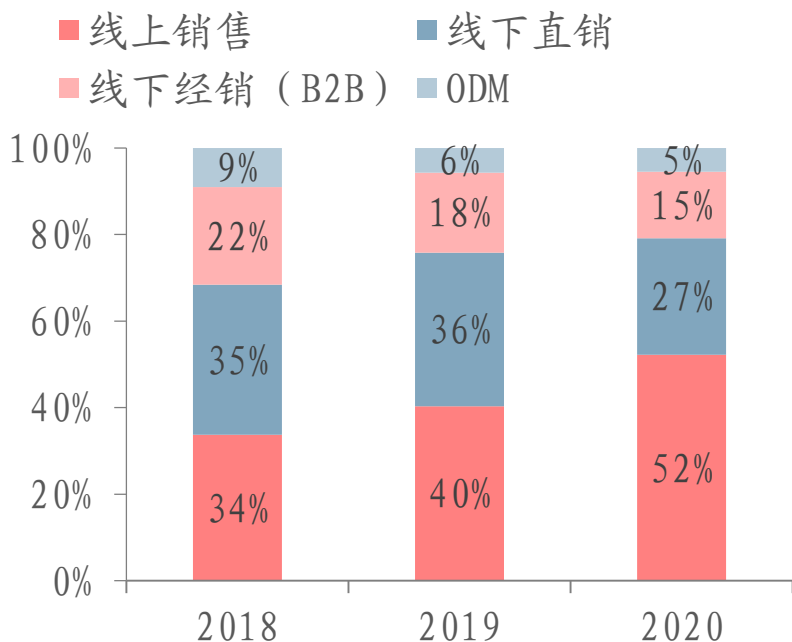
与市场印象不同，我们测算线下经销（B2B）为公司核心利润点，其次为线上。

收入贡献上：线上（占比40%）+线下直营（占比35%）为大头

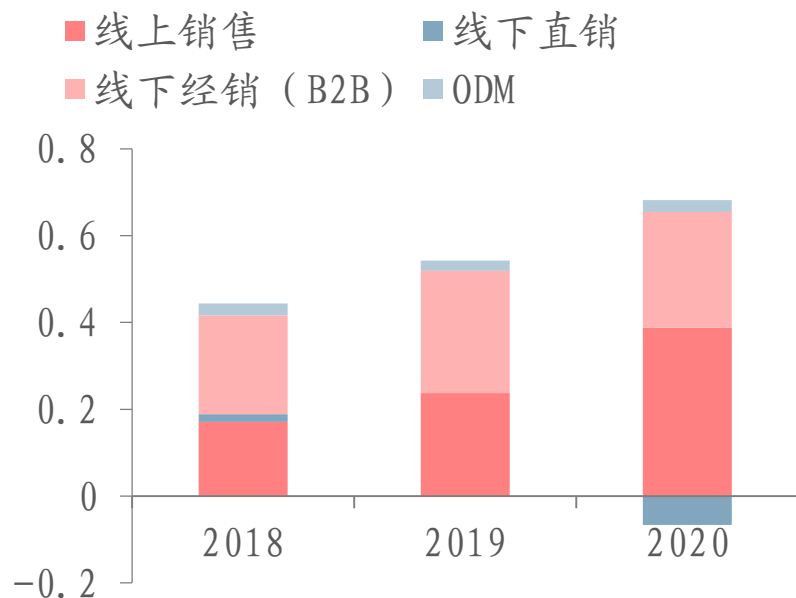
利润贡献上：B2B+线上为大头，利润贡献预计接近五五开，线下直营基本无利润。

我们估算：线上净利率接近10%，线下直营净利率约低个位数（接近盈亏平衡），线下经销B2B净利率约20%水平。

公司收入结构



公司扣非净利润结构（亿元，为估算）



来源：公司公告，中泰证券研究所（估算方法：结合各渠道毛利率及销售费用拆分，将销售费用中专柜费用+60%销售职工薪酬+50%促销费计入线下直营，将推广费+20%销售职工薪酬+50%促销费计入线上，其他费用各渠道分摊）

3、渠道：高端定位下，享B2B高利润率场景

线下经销（B2B）业务客户：主为中免（免税店购物场景）、云朵（礼品场景）

B2B优势在于格局较好，利润率高。

①格局好：仅有高端定位品牌能进入免税店、礼品场景。以当前中免为例，合作品牌仅倍轻松一家。

②利润率高：线下经销（B2B）毛利率在44%水平，核心为该场景下公司主销售高端品，毛利率约高其他渠道产品10%-20%。

公司在中免销售的高端品盈利能力远高于总体

中免产品若直销，则毛利率		品类总体毛利率	
IDREAM 5S 毛利率		头部总体毛利率	
天猫	京东	天猫	京东
88.57%	88.18%	65.37%	73.17%
ISEE M 毛利率		眼部总体毛利率	
天猫	京东	天猫	京东
82.80%		51.67%	64.77%
ineck3 pro 毛利率		颈部总体毛利率	
天猫	京东	天猫	京东
76.26%	79.76%	71.71%	74.12%

来源：公司第二轮问询函回复（均对比产品若在线上直营渠道销售的毛利率）、中免官网，中泰证券研究所

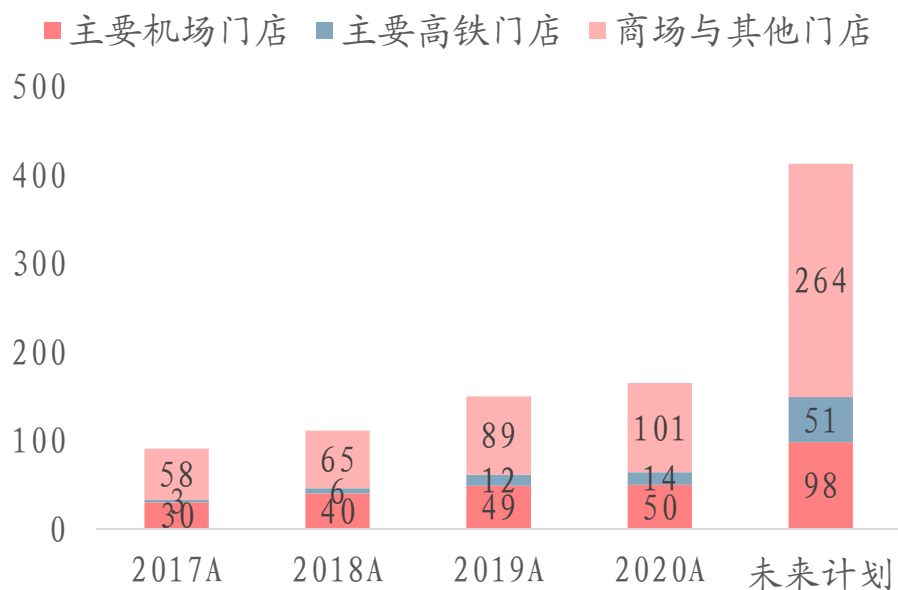


3、渠道：线下当前重引流，未来预期重销售

门店数量看：倍轻松153家明显领先SKG48家，但落后按摩椅企业。SKG2019年开始建设线下专店，当前门店较少，更多依赖3C集合店柜台展示；但奥佳华、荣泰等企业线下积累较倍轻松更深厚。

盈利能力看：公司此前线下侧重机场，更偏引流；未来预计随商场店比例提升，盈利能力增强。机场店预计当前盈利能力最差（租金-坪效），核心定位在建立高端品牌+引流。高铁、商场店预计盈利能力相对较好。

公司门店结构



公司不同门店坪效、租金成本对比（万元，年每平方米）

	坪效	租金成本
机场店	6	1-3
高铁店	10.2	1-2.5
商场店	4.56	0.5-1

线下门店数量对比

品牌	中国区线下门店数量
倍轻松	153（计划413）
SKG	48
傲胜	174
奥佳华	600+
荣泰	1300

来源：公司招股书，倍轻松第一轮问询函回复（坪效数据），各公司官网，中泰证券研究所

4、营销：依靠线下已进行有效引流

与市场印象相反，倍轻松在品宣类广告此前的投放较少（因机场店实现有效引流）

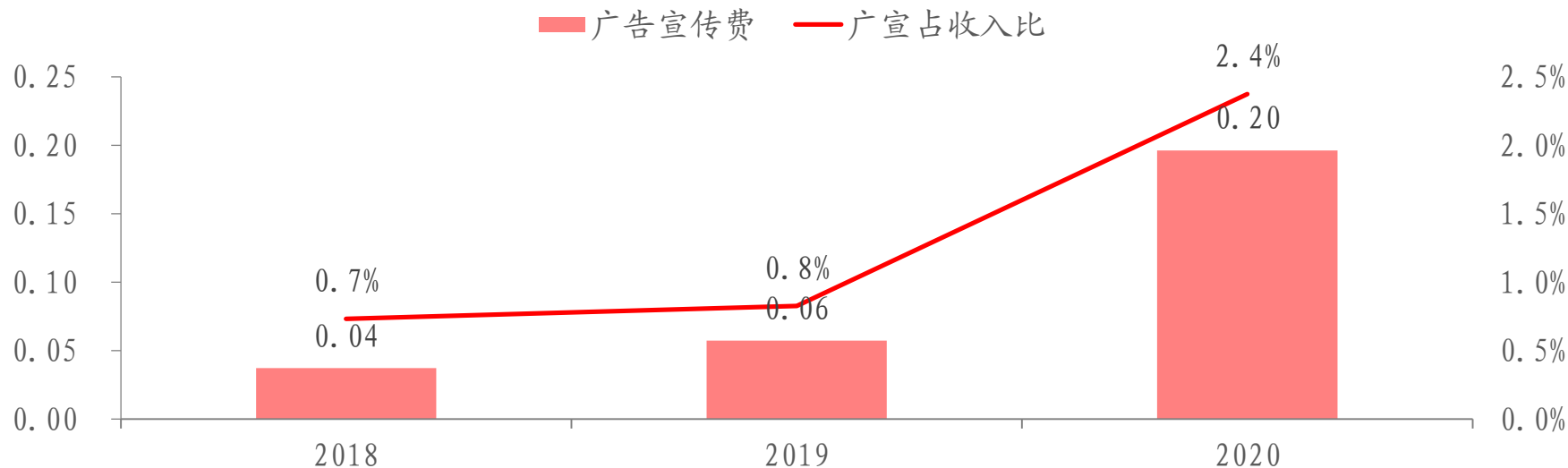
公司虽销售费用率为40%水平，但其中大头为线下直营店/线上站内买量成本，2018-2020广告费金额仅为0.04、0.06、0.2亿元，占收入比仅为0.7%/0.8%/2.4%。

公司品宣成本低，后续品牌投放若加大，有望持续强化公司的高端定位。

此前公司高端定位主依靠①有效新品；②线下机场等高端渠道，但品牌动作较少。

近期公司开始加大品宣工作：2020年赞助《向往的生活》、2021年聘肖战代言。

公司此前官宣费用投放相对较少（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

结论： 高端市场的成功探索者

倍轻松：紧抓高端定位，免税、礼品等高端场景贡献核心利润。

公司打出行业最高价，背后仰仗是有效的产品迭代带来的价格窗口期，以及成熟的推新体系。

场景上把握住了品牌壁垒高的B2B市场作为盈利点，引流渠道上则多运用机场等枢纽店铺。

未来核心成长：

- ①盈利能力最高的B2B渠道：更多高盈利场景的发现与深入。如中免合作加深、银行等团购渠道拓展等。
- ②盈利能力次高的线上渠道：随品牌、渠道建设自然成长。
- ②盈利能力偏低的线下渠道：shoppingmall店的铺设。

盈利预测及投资建议

倍轻松：高端按摩小电企业。预计2021、2022年公司将重点拓展B2B渠道，盈利上有望爆发增长。据wind一致预期，21、22年业绩1.1、1.5亿元，YOY+50%、+39%。

奥佳华：龙头按摩椅企业，新拓中低端子品牌。关注产能放开+ihoco中低端高速增长+利润率提升。据wind一致预期，21、22年业绩6.1、7.9亿元、YOY+35%、+30%，当前市值144亿对应2022年PE为18x。

风险提示：行业需求不及预期、外销表现不及预期、行业空间测算失真风险。

盈利预测（亿元）

公司	市值	收入		归母		收入增速		归母增速		PE	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
倍轻松	—	11.2	14.7	1.1	1.5	35%	31%	51%	39%	—	—
奥佳华	139	88.5	104.7	6.1	7.9	26%	18%	35%	30%	23	18

来源：wind一致预期、中泰证券研究所（市值为20210712收盘价）

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。