

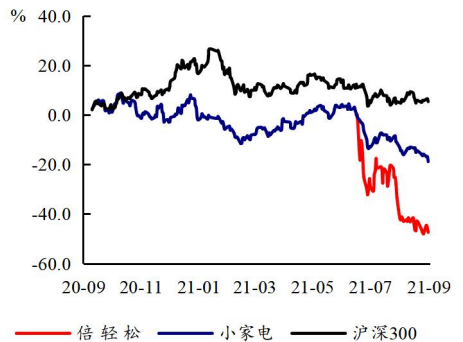


评级 推荐（首次覆盖）

## 报告作者

 作者姓名 王刚  
 资格证书 S1710521010003  
 电子邮箱 wangg@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	61.64
流通A股/B股(百万股)	61.64/0.00
资产负债率(%)	57.37
每股净资产(元)	5.31
市净率(倍)	16.95
净资产收益率(加权)	4.64
12个月内最高/最低价	171.18/89.00

## 相关研究

# 高端打法独树一帜，按摩小家电龙头步入成长快车道

## ——倍轻松（688793.SH）首次覆盖报告

### 核心观点

**倍轻松：便捷按摩器领军者，走在成长的快车道。**公司成立于2000年，21年始终专注于高品质的小型按摩器的研发和销售，核心品类为眼部头部和头皮四大智能便携按摩器。2016-2020年营收和归母净利润复合增速分别为27%和60%，公司增速高于行业公司。

投资倍轻松本质上是投资具备高成长潜力，处于爆发增长前期的按摩小家电行业。在亚健康群体扩大和年轻化、国人健康消费意识提升以及消费升级的趋势下，具备养生保健、放松身心功效的按摩器市场需求会快速增长。便捷按摩器相较于大型按摩器和按摩推拿店服务具备便捷性、可随时随地放松的差异化优势，更符合新消费群体和商务人士的消费偏好和需求。因此，我们认为便捷按摩器行业有望成为增长最快的细分赛道，目前按摩器具国内市场渗透率仅为1.7%，较日韩等发达国家接近20%的渗透率仍有较大差距，品类成长潜力巨大。

倍轻松是行业稀缺的高端品牌，独特、清晰的差异化定位和打法是公司未来持续高速成长的基石。便捷按摩器行业过去是“有品类、无品牌”的状况，品牌多数定位中低端，整体格局分散，增速平稳。我们认为行业具备供给创造需求的特征，持续推出好用的产品触及客户是渗透率提升关键。因此，高端定位的倍轻松是行业少数有望通过自身突出的产品力、持续提升的品牌力+渠道加速扩张带动品类认知度和渗透率提升，也实现自身高速增长。

### 投资建议

公司作为优质新兴成长赛道智能便携按摩器龙头，未来几年有望通过产品迭代创新+渠道加速扩张+品宣加码持续高增，与此同时，高端品牌定位+线下高能门店有望为公司逐步加强竞争壁垒。预计公司2021-2023年归母净利润分别为1.27/1.92/2.81亿，增速为79%/51%/47%，对应PE为43.97/29.11/19.85倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 风险提示

募投项目进展不及预期，市场竞争大幅加剧，行业渗透率提升不及预期。

### 盈利预测

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	826.48	1217.94	1714.08	2339.07
增长率(%)	19.07	47.36	40.74	36.46
归母净利润	70.71	126.81	191.53	280.86
增长率(%)	29.56	79.34	51.04	46.64
EPS(元/股)	1.53	2.06	3.11	4.56
市盈率(P/E)	59.12	43.97	29.11	19.85
市净率(P/B)	23.78	7.12	5.72	4.44

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，股价为2021年9月29日收盘价90.45元

## 正文目录

1. 公司概况：智能便捷按摩器领军者.....	4
1.1. 公司简介：深耕二十载，全品类选手.....	4
1.2. 治理结构：股权集中，激励充分.....	5
1.3. 业务结构：专注自主品牌发展，眼部、颈部为核心品类.....	7
1.4. 财务分析：营收业绩快速增长，盈利能力稳步提升.....	9
2. 便捷按摩器行业：渗透率较低，具备高成长潜力.....	11
2.1. 发展历程：起源日本，国内掀起消费浪潮.....	11
2.2. 市场空间：大健康细分赛道，具备高成长潜力.....	12
2.2.1. 品类特征：便捷“局部按摩师”，兼具健康与礼品属性.....	12
2.2.2. 市场规模：百亿市场规模，渗透率提升空间巨大.....	13
2.3. 竞争格局：格局分散，头部品牌具备整合空间.....	16
3. 倍轻松：高端小型按摩器领导者，产品渠道双轮驱动.....	17
3.1. 产品端：高端产品定位，技术实力领先.....	17
3.1.1. 产品力支撑高端定位，全品类布局领先.....	17
3.1.2. 高研发造就强产品力，实现接近真人按摩的效果.....	19
3.2. 渠道端：线下门店加快拓展，线上收入快速增长.....	21
3.2.1. 线下直营：精准触达提升品牌势能，高端定位支撑门店盈利.....	22
3.2.2. 线上渠道：收入占比超过 50%，收入持续快速增长.....	25
3.3. 品牌端：品宣加码，多元化营销打法逐渐成熟.....	26
4. 盈利预测及投资建议.....	27
5. 风险提示.....	29

## 图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	4
图表 2. 倍轻松产品矩阵.....	5
图表 3. 倍轻松股权结构.....	6
图表 4. 倍轻松股权激励较为充分.....	6
图表 5. 倍轻松核心高管团队.....	7
图表 6. 2020 年国内业务收入占比为 90%.....	8
图表 7. 2020 年自主品牌收入占比为 94%.....	8
图表 8. 倍轻松分品类营收（亿元）.....	8
图表 9. 眼部、颈部合计营收占比过半.....	8
图表 10. 营收高增主要靠颈部、头皮按摩器带动.....	9
图表 11. 颈部、头部、头皮按摩器毛利率超过 60%.....	9
图表 12. 2016-2020 年营收复合增速 27%.....	9
图表 13. 2016-2020 年归母净利润复合增速 60%.....	9
图表 14. 2020 年线上渠道占比超过 50%.....	10
图表 15. 公司毛利率高于可比公司.....	10
图表 16. 线下直销、线上 B2C 渠道毛利率较高.....	10
图表 17. 销售费用率 19 年提升 5pct.....	11
图表 18. 公司净利率水平处于行业平均水平.....	11
图表 19. 按摩器具行业发展历史.....	12
图表 20. 按摩器具分类.....	13
图表 21. 全球按摩器市场规模（亿美元）.....	14
图表 22. 亚洲按摩器市场规模（亿美元）.....	14

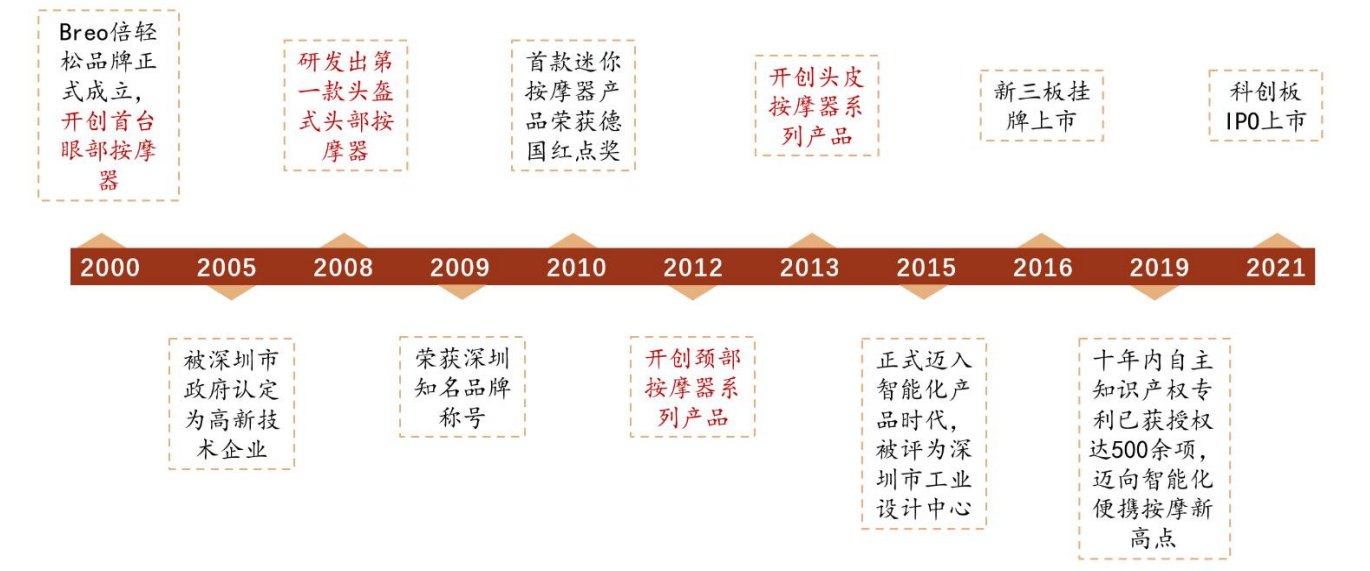
图表 23. 中国按摩器市场规模 (单位: 亿元)	14
图表 24. 中国按摩器具市场占比情况	14
图表 25. 按摩器市场渗透率	14
图表 26. 中国按摩器市场渗透率预测	14
图表 27. 中国 60 岁以上人口占比不断提升	15
图表 28. 亚健康人群年轻化	15
图表 29. 颈椎病发病低龄化	15
图表 30. 国民健康期望值和自评分差距较大	15
图表 31. 52.8% 的人认为自己处于亚健康状态	16
图表 32. 超过八成的人重视养生	16
图表 33. iRobot 推出爆品带动整体营收大增	17
图表 34. 公司产品不断迭代创新	18
图表 35. 倍轻松产品定位高端, SKU 丰富	18
图表 36. 智能按摩舒缓视疲劳	19
图表 37. 揉捏按摩放松紧绷肌肉	19
图表 38. 倍轻松渠道结构	20
图表 39. 核心技术创新点和突破性	20
图表 40. 倍轻松研发费用率较高	21
图表 41. 分渠道营收 (亿元)	21
图表 42. 分渠道营收占比 (%)	21
图表 43. 倍轻松渠道结构	22
图表 44. 不同层级城市门店布局	23
图表 45. 线下直营门店分布	23
图表 46. 自营门店定位及图示	23
图表 47. 倍轻松直营门店模型跑通	24
图表 48. 倍轻松线下直营单店模型	24
图表 49. 公司未来三年计划新拓 248 家直营门店	24
图表 50. 公司直营门店坪效仍有提升空间	24
图表 51. 新增 248 家门店类别占比	25
图表 52. 新增门店主要开设在高线城市	25
图表 53. 公司拓店重点关注因素	25
图表 54. 线上 B2C 渠道快速放量 (亿元)	26
图表 55. 2020 年线上收入占比超过 50%	26
图表 56. 公司销售费用拆分 (亿元)	26
图表 57. 肖战代言为公司引流	27
图表 58. 2020 年起广告宣传费增幅明显	27
图表 59. 倍轻松盈利预测	28
图表 60. 可比公司估值	29

## 1. 公司概况：智能便捷按摩器领军者

### 1.1. 公司简介：深耕二十载，全品类选手

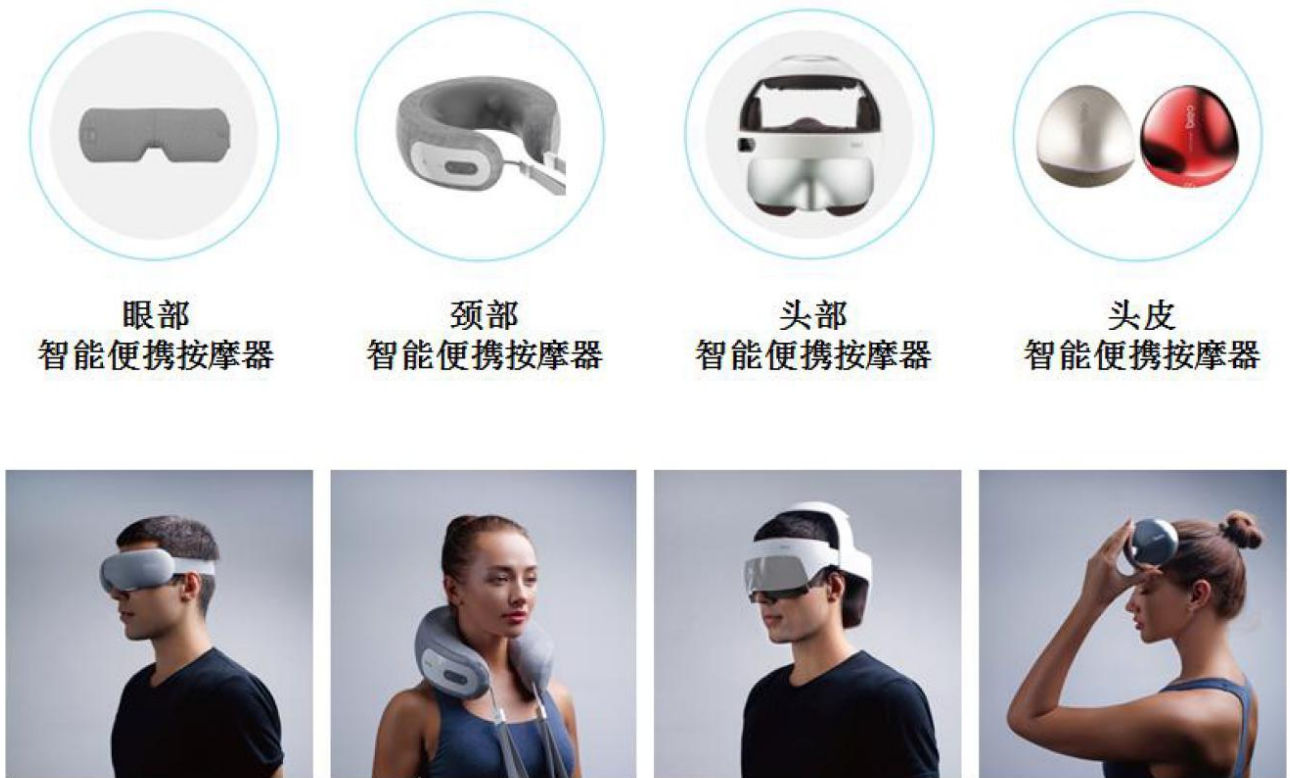
眼部按摩器开创者，深耕二十载成就全品类领导者。倍轻松成立于2000年，专注于健康产品创新研发，主要从事智能便捷按摩器的设计、研发、生产、销售和服务。公司产品销售以自主品牌“breo”和倍轻松系列产品为主，同时为其他知名品牌企业提供 ODM 定制产品。2000 年公司携首款眼部按摩器产品进入按摩器具行业之后，不断扩充产品体系，分别于2008年、2012年、2013年推出首款头部、颈部、头皮智能便携按摩器，并于2021年成功登录科创板上市。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 2. 倍轻松产品矩阵

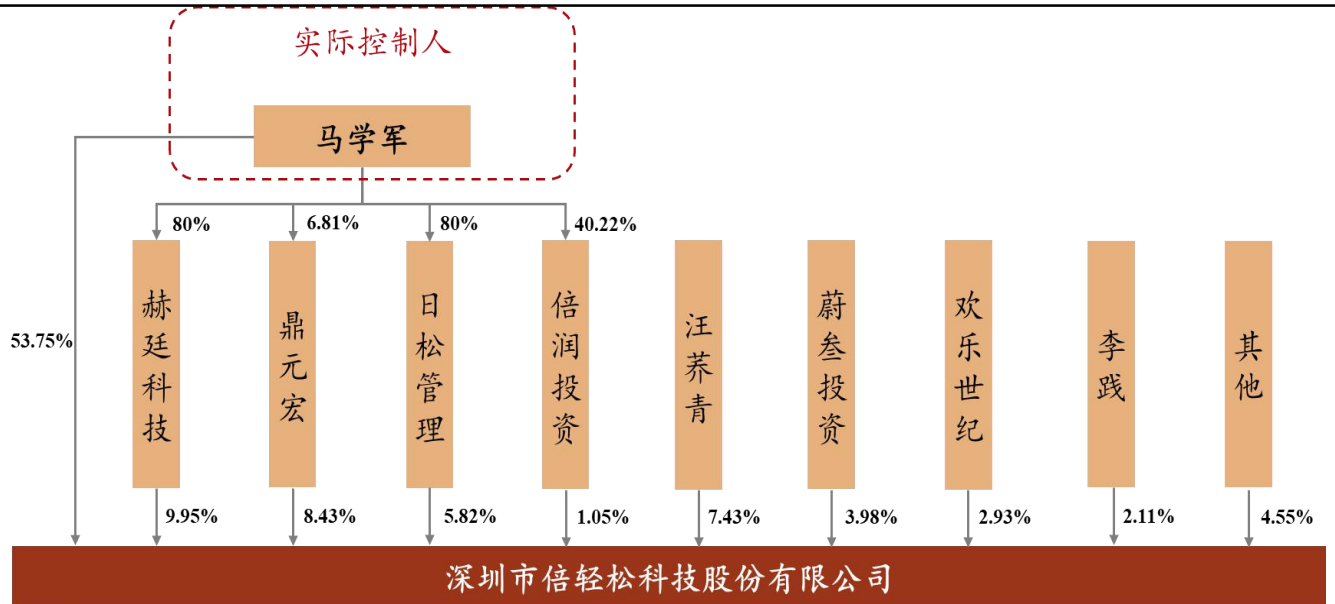


资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

## 1.2. 治理结构：股权集中，激励充分

股权结构集中，持股平台绑定核心员工利益。创始人马学军直接持有公司 53.75% 的股份，间接控制公司 16.82% 的股份，合计控股 70.57%，是公司的实际控制人。公司采用间接持股的方式对高级管理人员和核心员工等进行股权激励，充分调动员工积极性和创造性，建立健全公司长效激励机制。鼎元宏、倍润投资、赫峰正富三大员工持股平台合计持股 10.42%。

图表 3. 倍轻松股权结构



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 4. 倍轻松股权激励较为充分

持股平台	成立时间	持股数量	占总股本比例	股份锁定期
鼎元宏	2011.12	389.68 万股	8.43%	上市之日起 3 年
倍润投资	2012.12	48.71 万股	1.05%	上市之日起 3 年
赫峰正富	2017.8	43.68 万股	0.94%	上市之日起 3 年

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

核心团队实力强劲，在技术研发（软硬件）、产品规划、工业设计、市场营销等关键领域具备丰富的经验。其中，公司创始人马学军先生是国内最早从事智能便携按摩器研发与推广的资深品牌专家之一，拥有二十余年的健康科技产品研发经验。

图表 5. 倍轻松核心高管团队

核心人员	职务	职业经历
马学军	董事长、总经理	20 余年健康科技产品研发经验，现任深圳智能可穿戴科技联盟副会长，曾获评“影响深圳装备工业创新发展领军人物”、“中国商业最具创意人物 100 奖”
陈晴	副总经理、企划部总监	拥有 10 余年产品规划创新经验，曾任职于富士康、伟创力、美国宝丽来、华为等知名企业，主导产品路标规划、产品创新设计等方面工作
王少华	研发部 软件技术总监	拥有 10 余年信息技术研发与产品应用经验，对系统架构、大数据、物联网等有深入研究，曾任职于方正国际，主持或参与多个大数据建设项目
杜斐	工业设计经理	拥有 10 余年工业设计经验，对智能硬件产品内外部构造等有深入的研究，其领导的团队设计的产品先后荣获德国红点设计奖、澳大利亚优良设计奖等境内外奖项
刘志华	电子商务事业部总经理	曾任北京德善伟业广告有限公司企划部长，北京益生康健电子商务有限公司广告策划总监

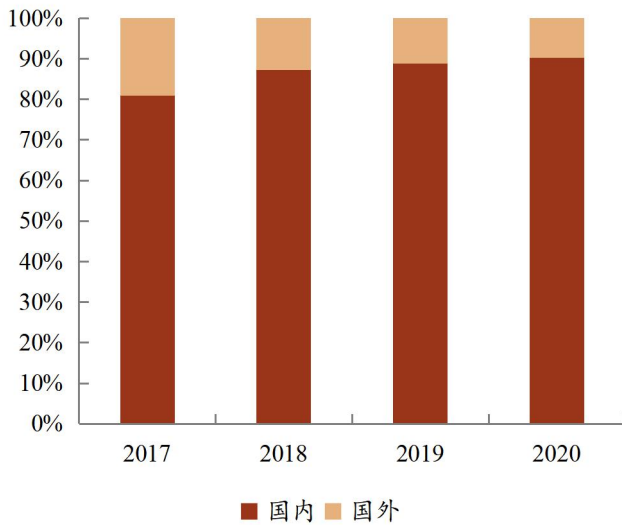
资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

### 1.3. 业务结构：专注自主品牌发展，眼部、颈部为核心品类

**专注国内市场，聚焦自主品牌发展。**公司目前仍主要专注国内市场，2020 年国内业务收入占比 90%。产品销售以自主品牌“breo”和“倍轻松”系列产品为主，同时也为傲胜、BORK 等知名品牌企业提供 ODM 定制产品，近年来随着公司聚焦自主品牌发展，ODM 营收占比持续下降，2020 年 ODM 营收占比仅为 5.5%。

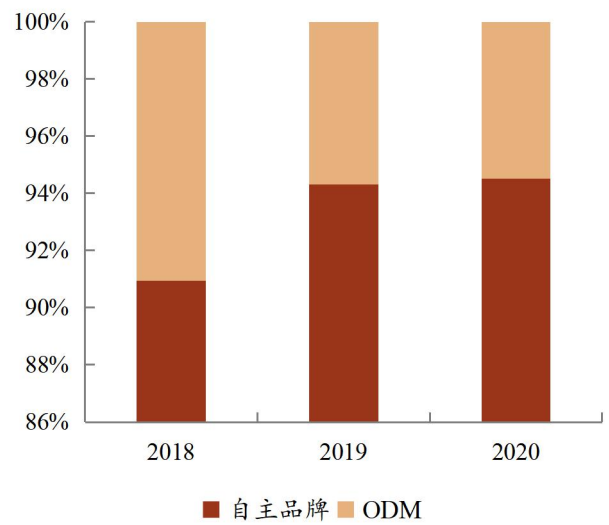
**眼部、颈部为贡献营收的核心品类。**分品类来看，2020 年公司眼部、颈部、头皮、头部按摩器营收占比分别为的 30%、25%、14%、10%，眼部和颈部按摩器营收占比过半，其中眼部按摩器是公司最具优势的第一大品类，过去几年复合增速略高于公司整体增长。从增长主要驱动力来看，营收持续高增主要由颈部、头皮这两大品类带动。

图表 6. 2020 年国内业务收入占比为 90%



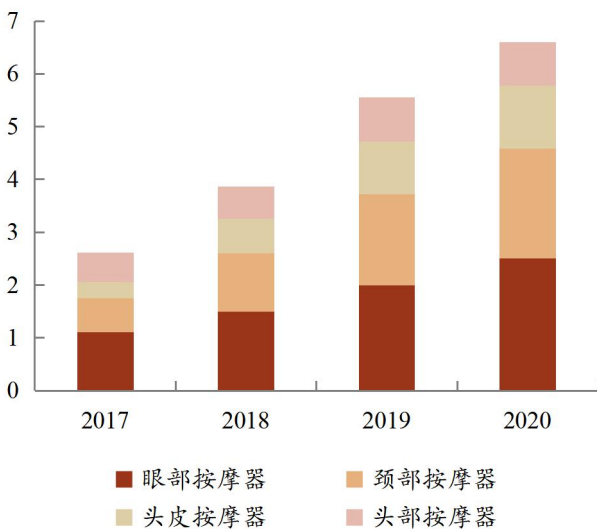
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 7. 2020 年自主品牌收入占比为 94%



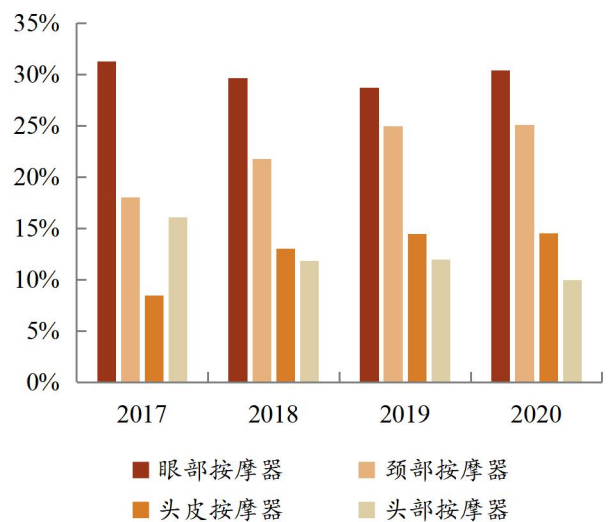
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 8. 倍轻松分品类营收 (亿元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

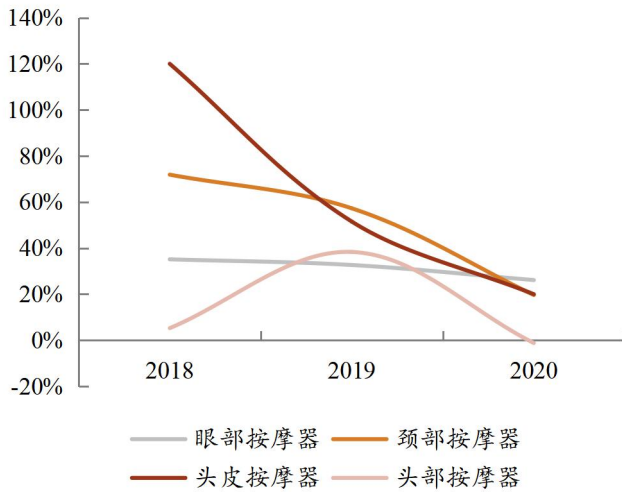
图表 9. 眼部、颈部合计营收占比过半



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

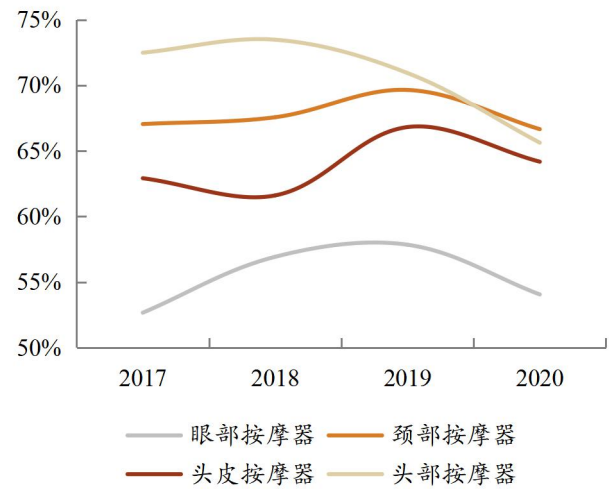


图表 10. 营收高增主要靠颈部、头皮按摩器带动



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 11. 颈部、头部、头皮按摩器毛利率超过 60%

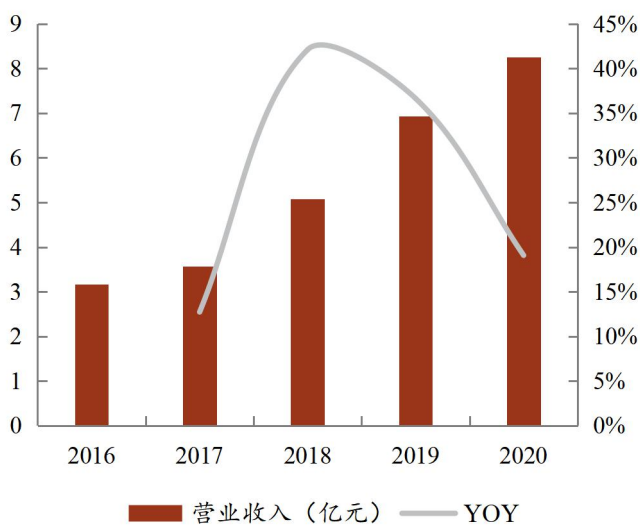


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

#### 1.4. 财务分析: 营收业绩快速增长, 盈利能力稳步提升

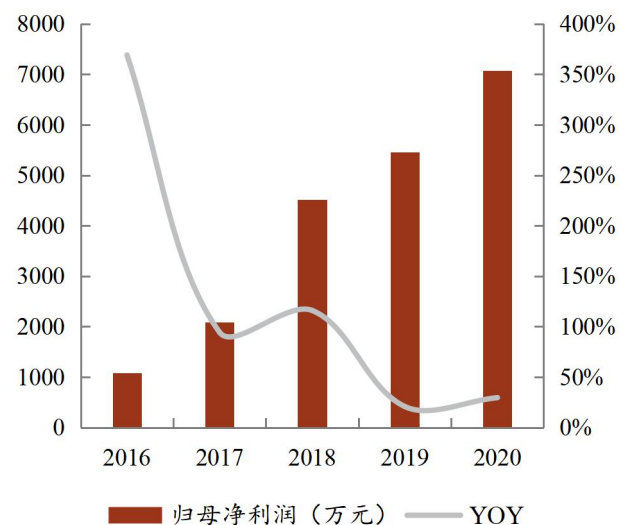
营收快速增长, 业绩增速高于营收。公司营收从 2016 年的 3.17 亿增长至 2020 年的 8.26 亿, 复合增速为 27%。归母净利润从 2016 年的 1076 万增长至 2020 年的 7070 万, 复合增速为 60%。其中公司自 2018 年成长速度加快, 主要系产品迭代及渠道拓展加快, 2020 年疫情冲击下公司线下渠道收入略有下滑, 但线上渠道销售收入依然维持 50% 以上的增长, 营收占比也提升至 52%, 带动全年营收实现 19.2% 的增长。

图表 12. 2016-2020 年营收复合增速 27%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 13. 2016-2020 年归母净利润复合增速 60%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

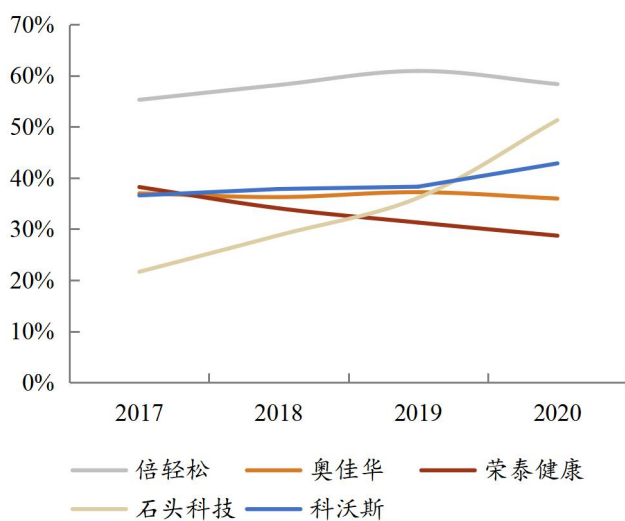
图表 14. 2020 年线上渠道占比超过 50%

	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	YOY	收入	占比	YOY	收入	占比	YOY
线上销售	1.71	33.7%	63.1%	2.79	40.3%	63.4%	4.31	52.3%	54.8%
线上 B2C	0.77	15.2%	116.1%	1.64	23.7%	113.1%	2.75	33.3%	67.8%
电商平台入仓	0.84	16.5%	84.3%	1.00	14.5%	19.7%	1.28	15.5%	27.7%
线上经销	0.10	2.0%	-57.5%	0.15	2.1%	46.1%	0.28	3.5%	94.3%
线下销售	2.90	57.2%	28.3%	3.74	54.0%	29.1%	3.48	47.7%	-6.8%
线下直销	1.76	34.7%	49.8%	2.46	35.6%	40.1%	2.22	26.9%	-9.9%
线下经销	1.14	22.5%	5.0%	1.28	18.5%	12.3%	1.27	15.4%	-1.0%
ODM 销售	0.46	9.1%	79.9%	0.40	5.7%	-14.1%	0.45	5.5%	14.8%
合计	5.06	100%	42.2%	6.92	100%	36.7%	8.25	100%	19.2%

资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

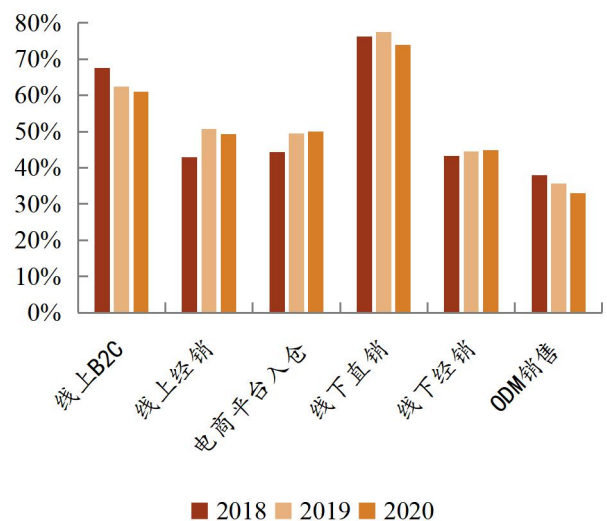
**产品结构+渠道优化驱动毛利率稳步提升。**从产品结构来看，毛利率相对更高的颈部、头皮按摩器营收占比持续提升；从渠道结构来看，毛利率较高的线上 B2C 渠道和线下直营收入占比提升。在产品结构+渠道优化驱动下，公司毛利率从 2017 年的 55.3% 提升至 2019 年的 60.9%。2020 年受疫情影响，毛利率较高的线下直营收入下滑较多，导致 2020 年毛利率下滑 2.5pct 至 58.4%。净利率方面，公司净利率整体呈上升趋势，2018 年毛利率提升叠加期间费用相对稳定，带动净利率提升 2.2pct 至 8.9%，2019 年因销售费用率提升幅度超过毛利率，净利率下滑 1pct 至 7.9%，2020 年疫情冲击下通过费用端管控实现净利率小幅提升至 8.5%。

图表 15. 公司毛利率高于可比公司



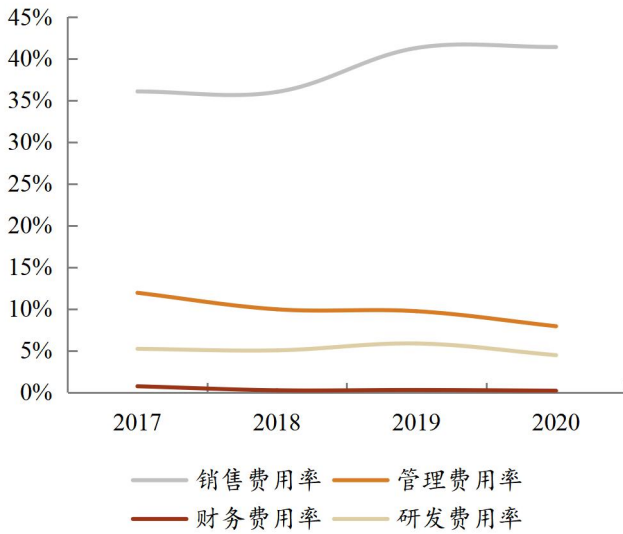
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 16. 线下直销、线上 B2C 渠道毛利率较高



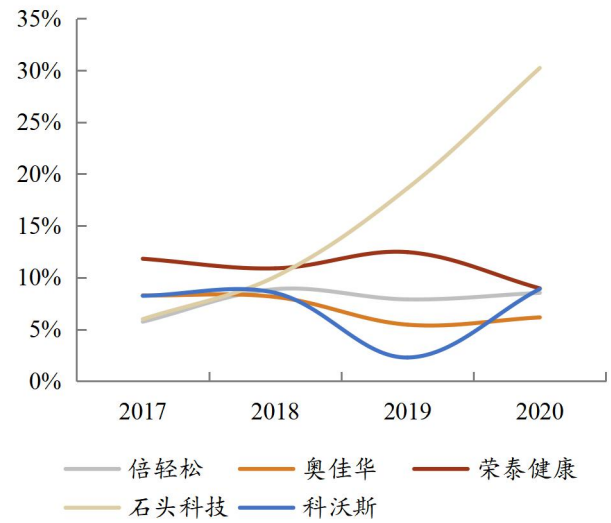
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 17. 销售费用率 19 年提升 5pct



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 18. 公司净利率水平处于行业平均水平



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

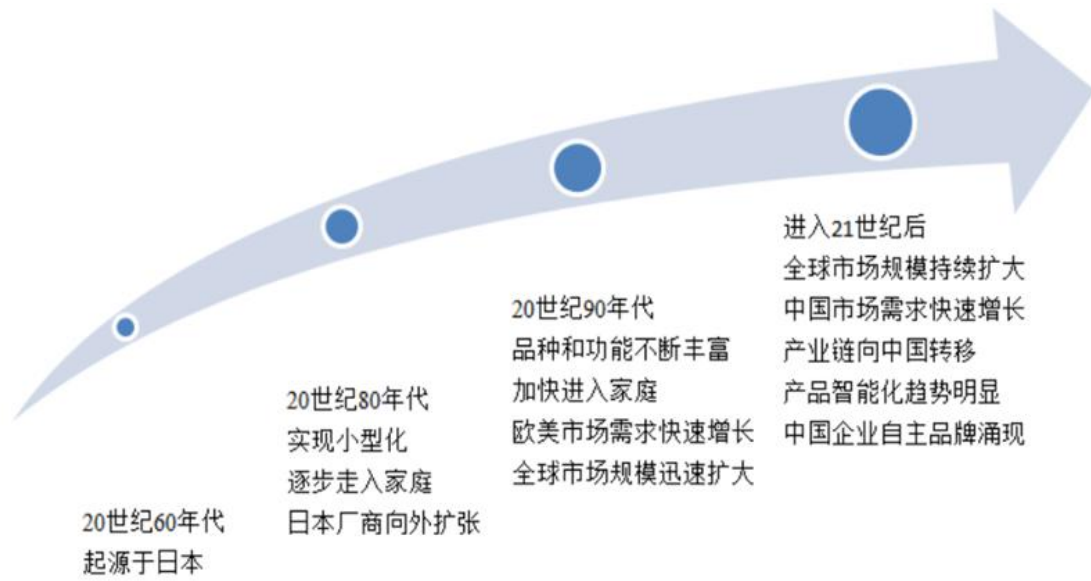
## 2. 便捷按摩器行业：渗透率较低，具备高成长潜力

### 2.1. 发展历程：起源日本，国内掀起消费浪潮

**起源日本，产品品类功能逐步丰富。**现代按摩器具起源日本，20 世纪 60 年代由日企研制出了第一台全自动按摩椅。20 世纪 80 年代，随着松下等传统家电巨头进入按摩器具行业，行业呈现厂商增加、产品品种和功能丰富的趋势，同时日本厂商开始向其他东亚地区、东南亚地区推广现代按摩器具。20 世纪 90 年代，针对现代人普遍出现的眼睛、颈肩、头部等疲劳不舒适，逐步形成眼部、颈部、头部等细分市场。与此同时，按摩器具市场进一步从东亚和东南亚扩圈至欧美乃至全球。

**国内需求兴起，自主品牌登场。**21 世纪以来，随着中国经济较快增长、居民收入水平以及健康消费意识不断提升，中国成为按摩器具消费需求增长最快的国家之一。以倍轻松、SKG 为代表的自主品牌也应运而生，通过产品持续创新迭代提升产品体验和品类价值，带动行业稳步扩容。

图表 19. 按摩器具行业发展历史



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

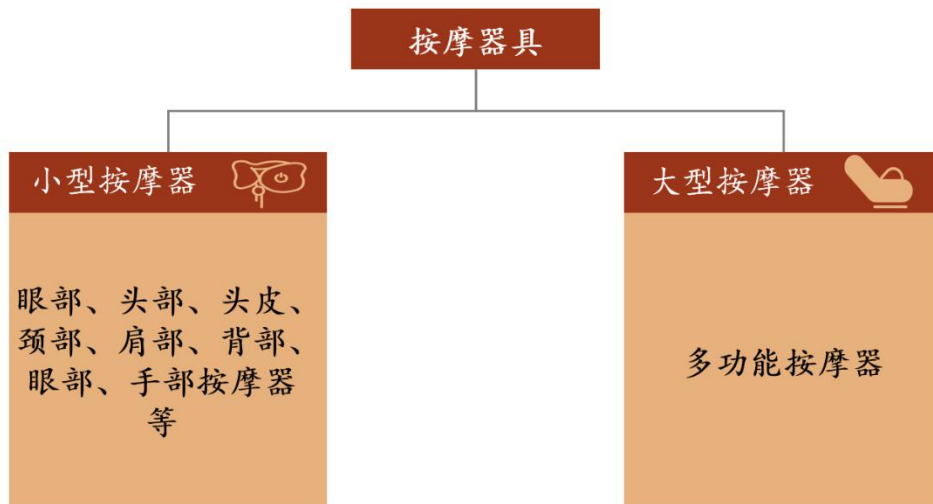
## 2.2. 市场空间：大健康细分赛道，具备高成长潜力

### 2.2.1. 品类特征：便捷“局部按摩师”，兼具健康与礼品属性

小型按摩器致力于提供更便捷的放松身心、缓解不适的解决方案，具备健康消费+改善型需求两大特征。与大型按摩器、按摩推拿店一样，小型按摩器也是为了缓解头晕、颈椎僵硬、眼部疲劳等身体不适症状。居民日益增长的健康养生需求决定了品类长期成长空间大，需求释放持续性久。其偏可选的改善型需求特征决定了渗透率加速提升进程不会一蹴而就，而是可能类似扫地机器人等新兴消费品，产品力的大幅提升或渗透率达到临界值迎来加速渗透的拐点。

相较于大型按摩器、按摩推拿店，便捷性、可随时随地放松是小型按摩器独特优势，其既可以满足消费者办公、商旅出行、家庭等多场景使用需求，也不受时间的限制。

图表 20. 按摩器具分类



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

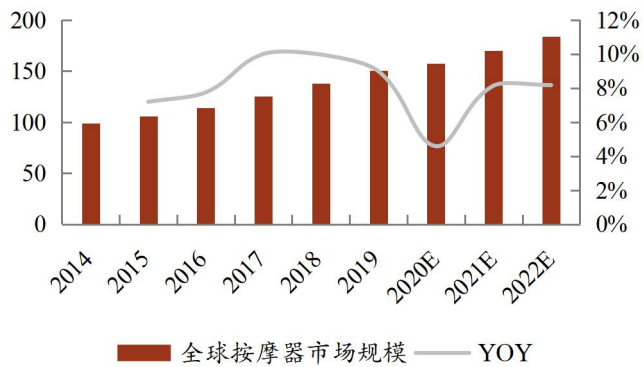
**线上销售为主，产品非标属性较强。**小型按摩器产品使用体验千人千面，非标属性较强，目前整体品类认知度以及产品力仍有较大提升空间，主要参与厂商多以高性价比产品引发消费者体验性消费，且销售主要以电商为主。

**全民养生时代，产品兼具健康属性与礼品属性。**目前，按摩器具广泛服务于各类用户群体，包括亚健康人群、中老年人群以及商旅办公人群。除了自身健康保健需求外，消费者购买产品送父母长辈尽孝心也是主要消费场景之一。

### 2.2.2. 市场规模：百亿市场规模，渗透率提升空间巨大

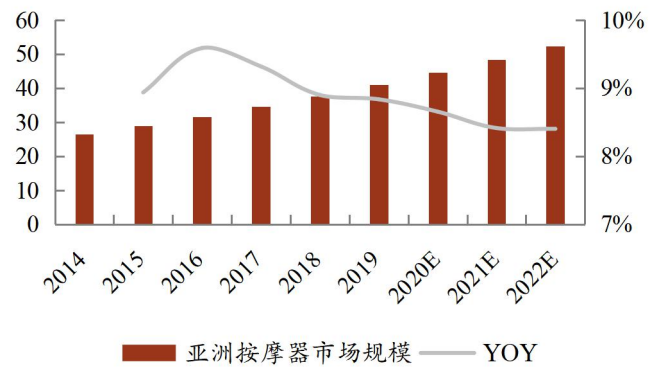
**百亿规模，渗透率提升空间巨大。**2019年中国按摩器具市场规模139亿元，2010-2019年复合增速12.3%。其中，小型按摩器具市场占比为54%，预计2020年小型按摩器具市场规模约为80亿。根据观研天下的数据，2020年中国按摩器市场渗透率约为1.7%，较日韩等发达国家接近20%的渗透率仍有较大差距。

图表 21. 全球按摩器市场规模 (亿美元)



资料来源: 招股说明书, 东亚前海证券研究所

图表 22. 亚洲按摩器市场规模 (亿美元)



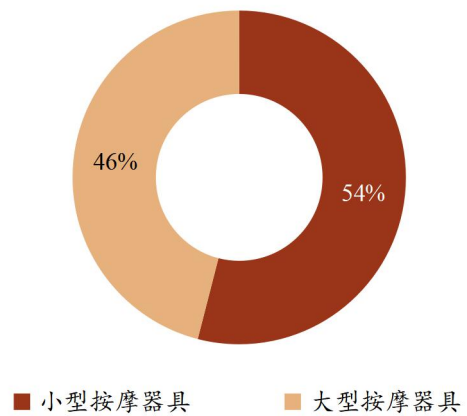
资料来源: 招股说明书, 东亚前海证券研究所

图表 23. 中国按摩器市场规模 (单位: 亿元)



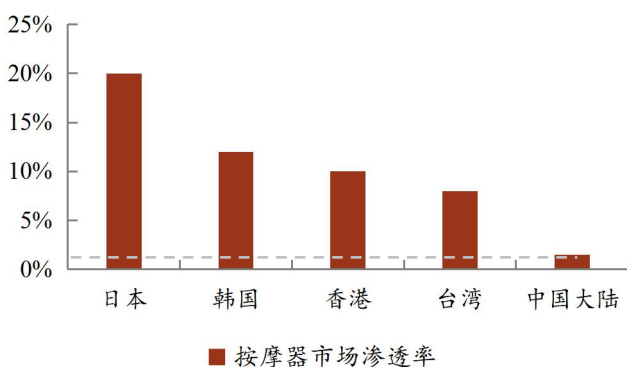
资料来源: 招股说明书, 东亚前海证券研究所

图表 24. 中国按摩器具市场占比情况



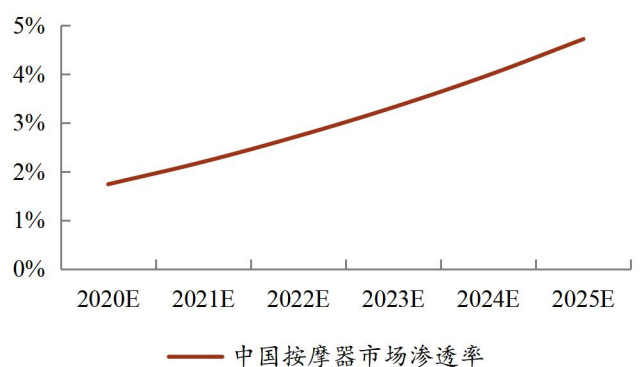
资料来源: 招股说明书, 东亚前海证券研究所

图表 25. 按摩器市场渗透率



资料来源: 观研天下, 东亚前海证券研究所

图表 26. 中国按摩器市场渗透率预测

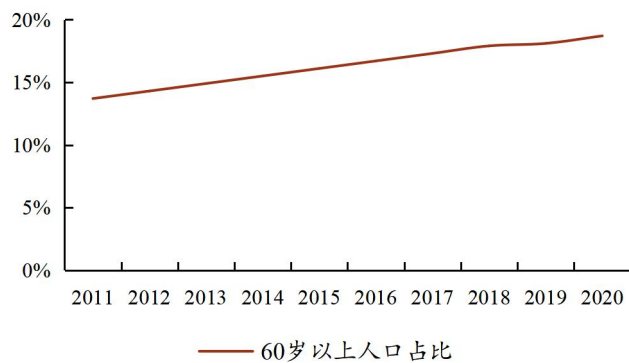


资料来源: 观研天下, 东亚前海证券研究所

日益增长的健康养生需求推动行业持续扩容。从需求端看, 在人口老

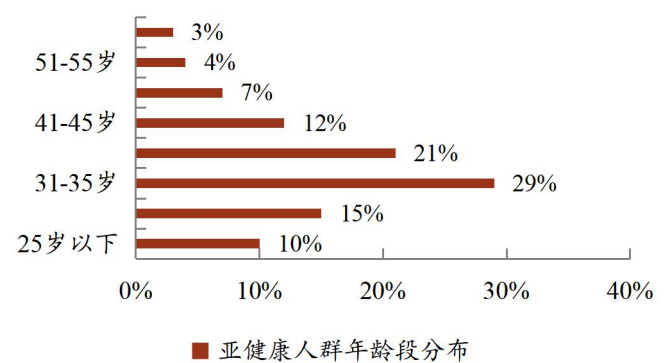
龄化持续加深+亚健康人群扩大化、年轻化的背景下，国民对健康养生重视程度迅速提升，有望推动便捷按摩器普及率加快提升。根据国家统计局公布的数据显示，2020年我国60岁以上人口达2.6亿，占总人口的18.7%，老龄化程度不断加深。此外，近年来颈椎病等各类慢性病在年轻人中的发病率正逐年提升，亚健康人群呈现明显的扩大化、年轻化的趋势。根据丁香医生2020健康洞察报告，人们对健康的期望值为8.8分，但健康自评平均仅为6.2分，超过半数的人认为自己处于亚健康状态。

图表 27. 中国 60 岁以上人口占比不断提升



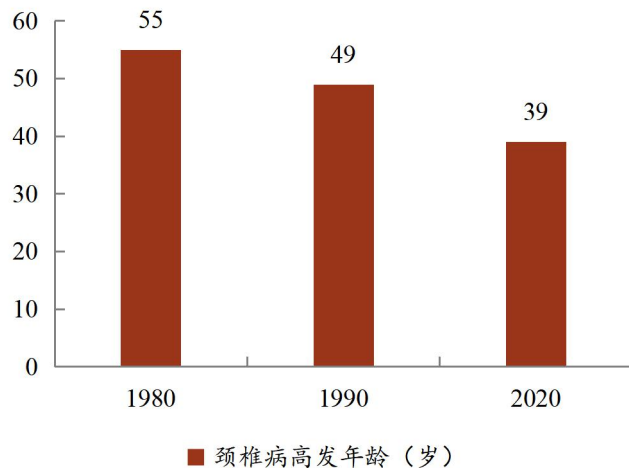
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 28. 亚健康人群年轻化



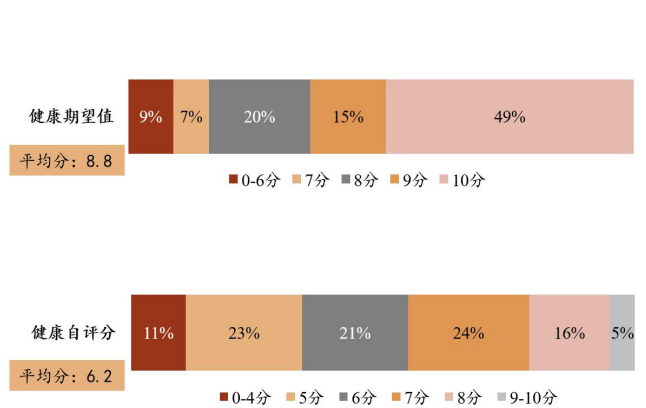
资料来源：林克艾普，东亚前海证券研究所

图表 29. 颈椎病发病低龄化



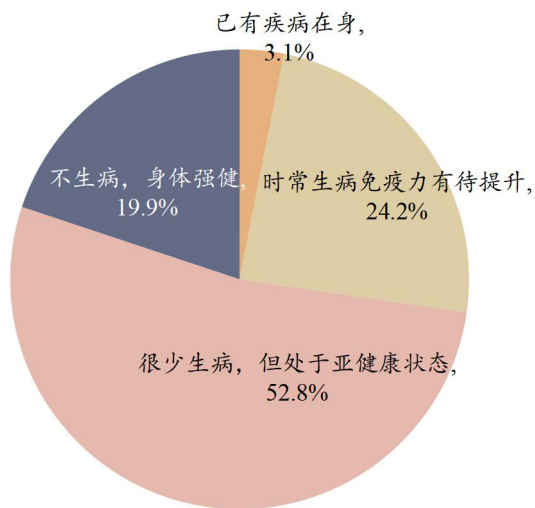
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 30. 国民健康期望值和自评分差距较大



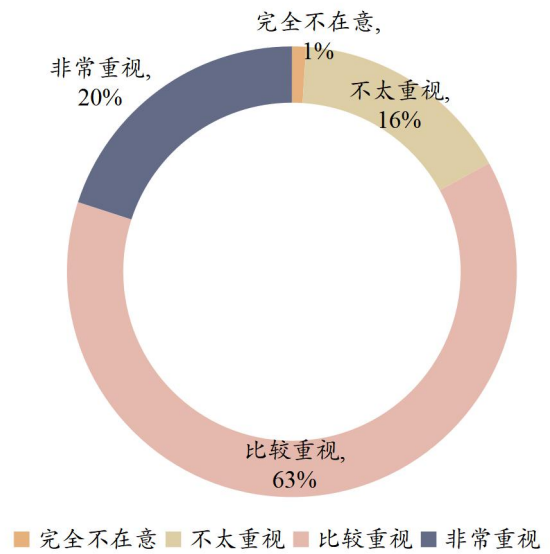
资料来源：《2020 国民健康问卷报告》，东亚前海证券研究所

图表 31. 52.8%的人认为自己处于亚健康状态



资料来源:《2020 国民健康问卷报告》, 东亚前海证券研究所

图表 32. 超过八成的人重视养生



资料来源:《2020 国民健康问卷报告》, 东亚前海证券研究所

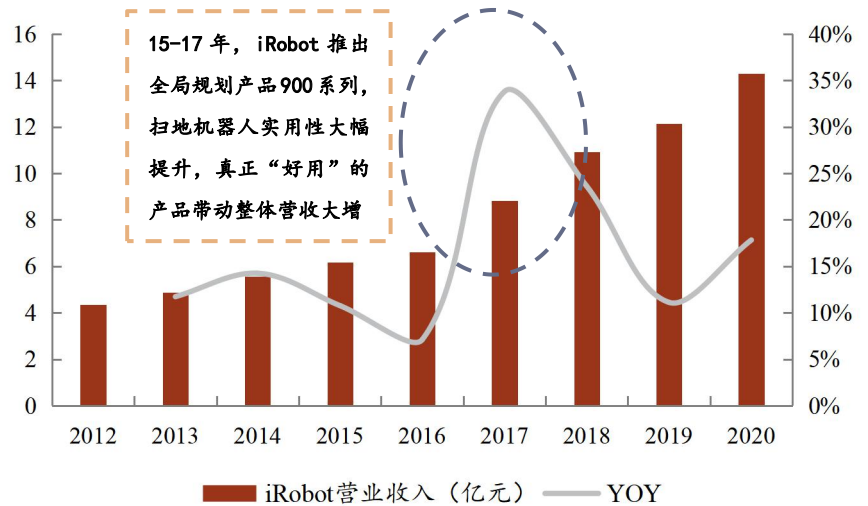
### 2.3. 竞争格局: 格局分散, 头部品牌具备整合空间

按摩器具行业竞争激烈, 格局较为分散。根据倍轻松招股说明书测算, 公司 2019 年营收 6.9 亿, 在国内按摩器具行业的市场占有率约为 5%-7%, 在便携式按摩器这一细分领域的市场占有率约 13%-15%, 国内按摩器具各类生产企业超 3000 家, 年销售收入超过 1 亿的规模化生产企业仅 10-20 家。目前国内大型按摩器具主要厂商为奥佳华、荣泰健康, 小型按摩器具主要厂商为倍轻松、SKG 和奥斯玛等。

行业渗透率加速关键在于产品力的提升, 头部品牌具备整合空间。我们认为, 小型按摩器发展会历经两大阶段, 第一阶段类似于扫地机器人, 行业依靠头部厂商推出真正好用的产品迎来爆发式增长, 第二阶段, 成长逻辑类似小家电, 头部品牌通过打造爆品提升品牌标签化和市场份额。现阶段产品从“能用”到“好用”、“有效果”是行业渗透率加速提升的关键, 以倍轻松为代表的头部品牌在研发实力、工艺设计以及用户体验都更具优势, 有望进一步提升市场份额。



图表 33. iRobot 推出爆品带动整体营收大增



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 3. 倍轻松：高端小型按摩器领导者，产品渠道双轮驱动

#### 3.1. 产品端：高端产品定位，技术实力领先

##### 3.1.1. 产品力支撑高端定位，全品类布局领先

**重新定义品类，打造差异化认知。**小型按摩器作为一个新兴品类，解决的核心需求为及时缓解用户肩颈、头、腰部等局部不适症状，是按摩椅和推拿按摩店的替代方案。倍轻松将品类定义为“智能便捷按摩器”，清晰明确了产品相对于按摩椅和推拿按摩店的差异化优势。

**定位高端，专注于产品研发和创新。**相比于其他从按摩椅、美容小家电延伸切入小型按摩器具赛道的品牌而言，公司20多年始终专注于小型按摩器的产品研发和创新，持续进行产品迭代创新以创造更好的用户体验。公司优秀的产品力也支撑了公司高端定位，定价基本为行业最高。

图表 34. 公司产品不断迭代创新



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

全品类布局领先，产品延伸至中医个护领域。目前公司主要产品覆盖眼部、颈部、头部、头皮等主流部位，其他部位也有产品销售，今年还新推出了智能艾灸盒产品“姜小竹 A1”，产品布局进一步延伸至中医个护。每一个核心品类均有多个 SKU，满足消费者多元化消费需求。如眼部按摩器有气压按摩式、机械按摩式和虚拟触感按摩式三种类型，颈部按摩器拥有揉捏式、环颈揉捏推拿式、机械揉捏式和自适应充气揉捏式四种类型。

图表 35. 倍轻松产品定位高端，SKU 丰富

品牌	倍轻松		SKG		攀高		西屋		奥斯玛	
产品定位	智能便捷按摩器； 高端		可穿戴按摩仪		更专业的颈椎按摩仪		无		无	
品类覆盖	头部、头皮、眼部、 颈椎、肩背、足部、 筋膜枪		眼部、颈椎、肩 背、筋膜枪		头部、眼部、颈椎、 膝部、腰部		眼部、颈椎		颈部、肩背、足部	
	SKU	价格	SKU	价格	SKU	价格	SKU	价格	SKU	价格
颈部按摩器	8	399-2380	7	429-1499	8	179-1299	6	599-1199	2	82.9-108
眼部按摩器	7	399-1788	7	429-1499	1	469	1	699		
头部按摩器	3	999-4999			1	399				
头皮按摩器	2	599-1359								

资料来源：天猫旗舰店，东亚前海证券研究所

### 3.1.2. 高研发造就强产品力，实现接近真人按摩的效果

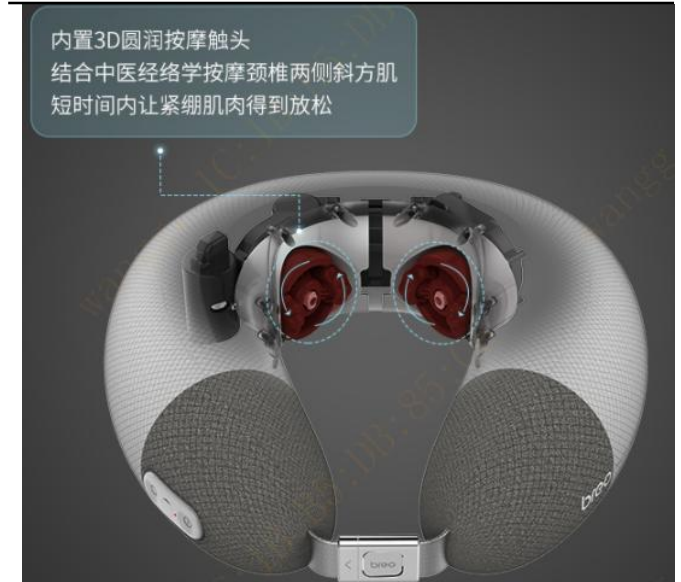
产品内核源于中医理论，深度融合古法中医与现代科技。公司以人体工学与中医理论为指导，设计出适用于智能便携按摩器的精密动力装置与传动装置，通过气压、机械等技术手段实现接近人手的精准按揉效果。

图表 36. 智能按摩舒缓视疲劳



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

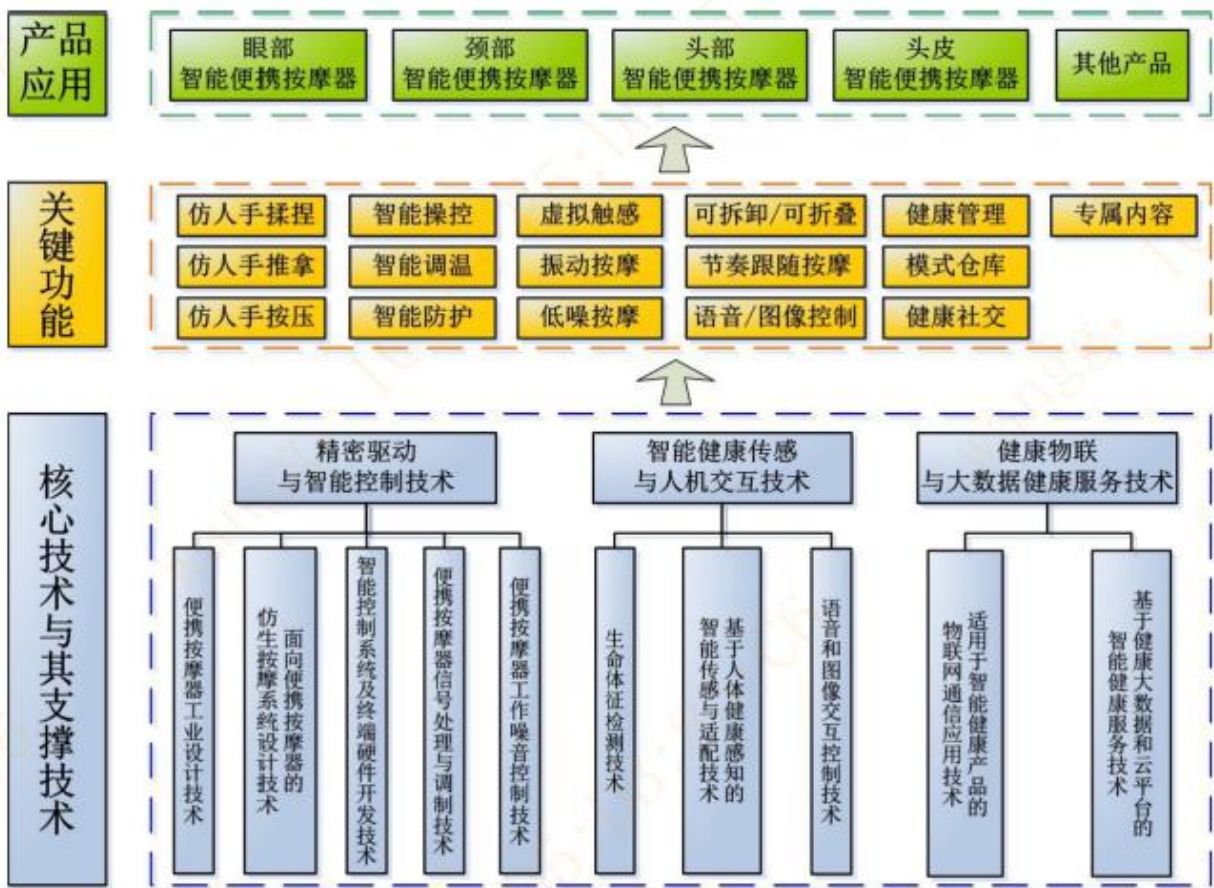
图表 37. 揉捏按摩放松紧绷肌肉



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

精密驱动、智能传感、大数据健康等3类自主创新技术提升产品智能化、仿真化水平，形成公司核心技术储备。经过二十年的持续创新和研发，公司积累了丰富的与按摩器具相关的技术。目前，公司在智能便携按摩器产品的设计、仿生、驱动、降噪、交互、算法、物联等方面形成了较为深厚的技术储备，公司核心技术可以归纳为精密驱动与智能控制技术、智能健康传感与人机交互技术以及健康物联与大数据健康服务技术，各项核心技术均由其下多项技术集聚融合而成。三类自主创新技术大幅提升了公司产品的智能化水平和仿真化水平，使其具备较强的市场竞争力。

图表 38. 倍轻松渠道结构



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

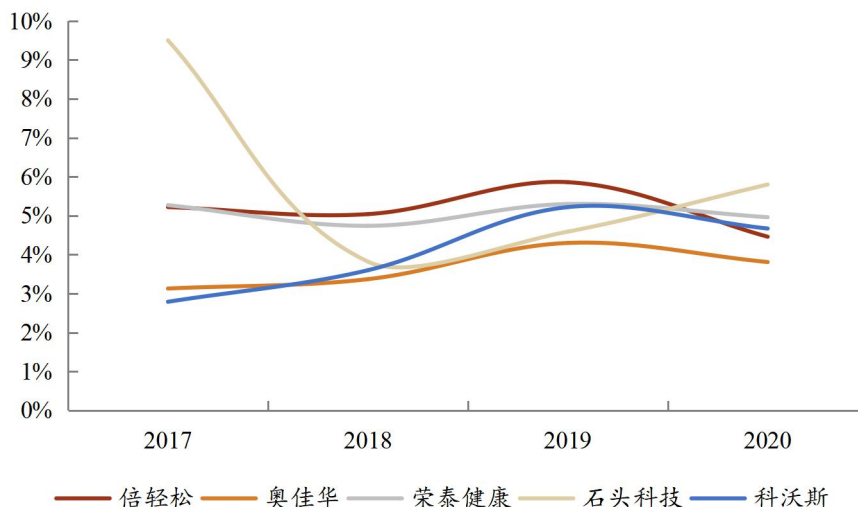
图表 39. 核心技术创新点和突破性

项目	是否为行业通用技术	公司创新点和突破性
精密驱动与智能控制技术	整体架构属行业通用技术，公司自主研发了 <b>仿生按摩、嵌入式系统、信号处理等模块</b> 。	公司在机身内部空间布局、动力传输、仿生按摩动作、驱动控制等方面进行了创新，使产品能以轻巧便携的形态实现 <b>接近真人按揉手法的效果</b> 。
智能健康传感与人机交互技术	整体架构属行业通用技术，公司自主研发了 <b>体征检测等模块</b> 。	公司在体征采集、工况感测、算法模型等方面进行了创新，使产品能够智能化地为用户自动完成一系列服务。
健康物联与大数据健康服务技术	整体架构属行业通用技术，公司自主研发了 <b>应用软件、云平台等模块</b> 。	公司通过在物联网、云平台等方面进行了创新，使产品能够实现远程推送按摩程式等丰富的健康服务。

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

公司研发费用率处于行业较高水平。公司高度重视新产品和新技术的开发与创新工作，不断加大核心技术的研发投入。2017-2020 年公司研发费用率分别为 5.22%、5.04%、5.86%和 4.46%，处于行业较高水平。

图表 40. 倍轻松研发费用率较高

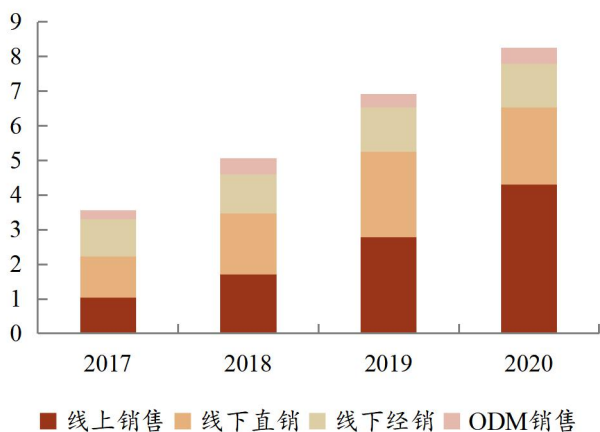


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 3.2. 渠道端：线下门店加快拓展，线上收入快速增长

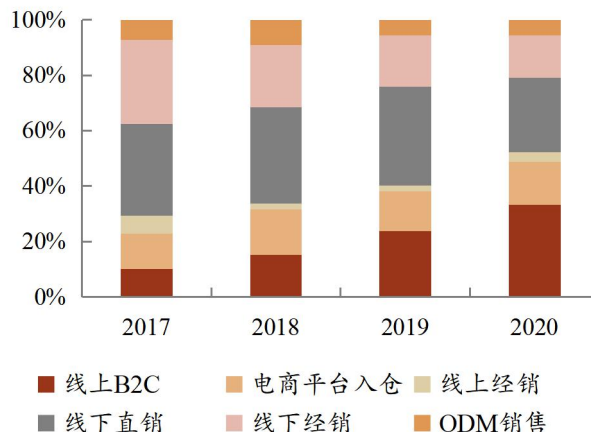
公司自主品牌“breo”与“倍轻松”系列产品的销售采用线上线下融合互动的新零售模式，强调线上终端和线下终端的协同发展。目前，公司线上销售分为线上 B2C、电商平台入仓和线上经销，线下销售可分为线下直销和线下经销。此外，公司还为其他知名品牌企业提供 ODM 定制产品。

图表 41. 分渠道营收 (亿元)



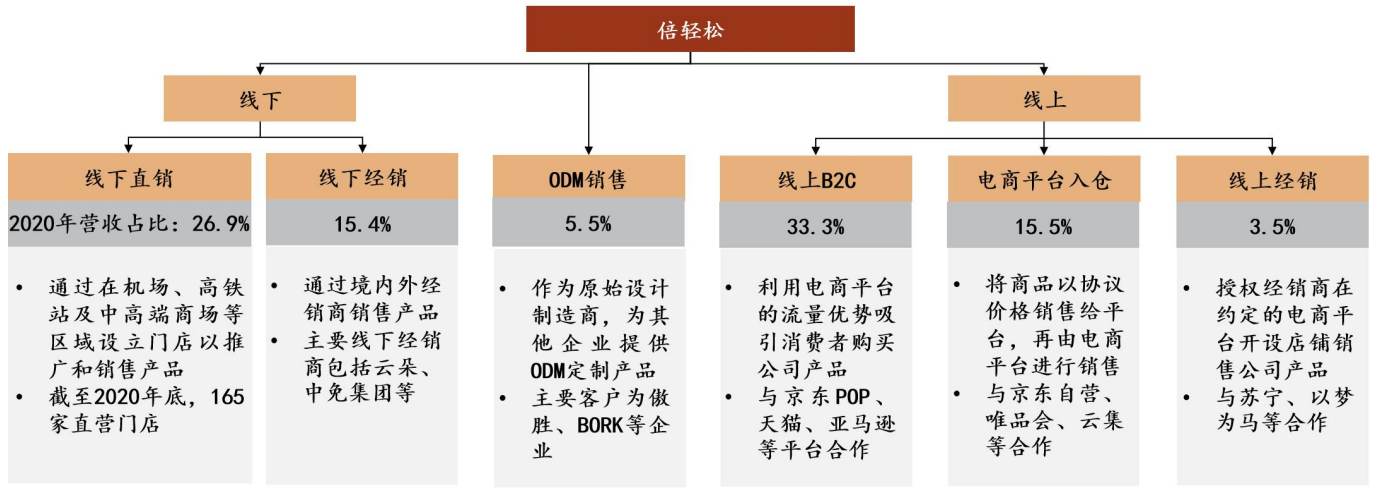
资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 42. 分渠道营收占比 (%)



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 43. 倍轻松渠道结构



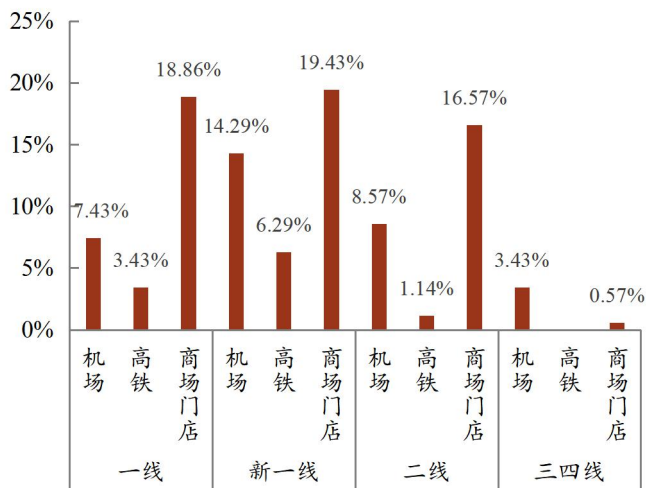
资料来源: 招股说明书, 公司官网, 东亚前海证券研究所

### 3.2.1. 线下直营: 精准触达提升品牌势能, 高端定位支撑门店盈利

按摩小家电作为典型的非标产品, 使用体验高度个人化, 且目前行业整体产品口碑未达到值得种草的“好用”级别。因此, 消费者在未线下体验过产品之前, 为产品支付较高价格的意愿不高。不同于多数选择主攻线上市场的小家电品牌, 公司强调线上线下渠道的协同发展, 重视线下直营门店优势点位布局。

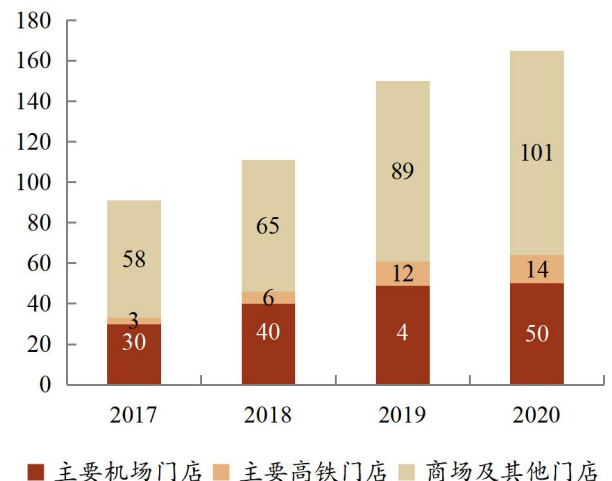
**抢占线下高势能网点, 精准触达优质用户人群。**截至2020年末, 公司在全国各大城市共有165家直营门店, 主要分布在一二线城市的高铁、机场和中高端购物商场, 渠道布局与公司线下目标客群商务人士的消费场景十分契合。通过高势能门店的布局, 公司将自身品牌、产品精准触达到中高端优质客户群体, 提供更好的产品购买体验以加强品牌认知及信任感, 实现线下销售的同时给线上引流, 此外高端门店提升了公司品牌的势能, 也带来一定的品牌溢价。

图表 44. 不同层级城市门店布局



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所  
注：统计于 2021 年 7 月 9 日

图表 45. 线下直营门店分布



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

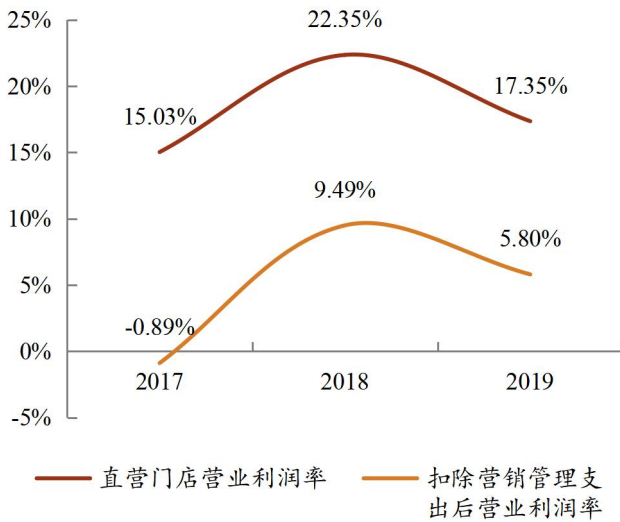
图表 46. 自营门店定位及图示

	机场、高铁门店	高端购物商场店
层次定位	最高级别的品牌形象展示店, 商务差旅人士。	高端品牌形象展示, 高收入群及礼品市场。
店铺位置	主要处于一线城市和部分二线城市的机场或高铁站。	主要处于一线城市和部分二线城市的黄金地段或购物中心。
功能定位	全面展示和销售公司产品, 塑造品牌形象、传递品牌价值。	全面展示和销售公司产品, 塑造品牌形象、传递品牌价值。
店面图示	 <p>海口机场店</p>	 <p>北京金源燕莎店</p>

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所 P88 转让书

**线下高势能门店具备可复制性，公司有望构建渠道壁垒。**由于现阶段按摩小家电认知度仍较低，品类较少且定位不够高端的品牌难以在机场、高铁等高租金渠道生存。而公司高端产品定位使得线下直营拥有很高的毛利空间，2019 年线下直营门店毛利率 78.7%，此外公司丰富的产品组合也提高了公司销售转化率，从而支撑起公司高成本门店运营的费用投入，使得线下单店模型跑通，具备持续扩张能力，公司 2019 年营业利润率 17.4%，剔除总部费用后利润率 5.8%，盈利模型基本跑通。我们认为，倍轻松是行业目前稀缺的能在线下渠道跑通直营门店盈利模型的小型按摩器品牌，随着公司进一步深耕线下渠道，公司有望持续加深线下渠道壁垒。

图表 47. 倍轻松直营门店模型跑通



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

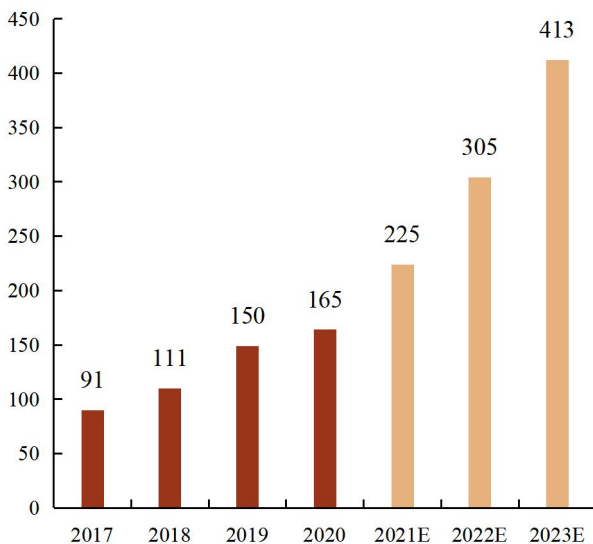
图表 48. 倍轻松线下直营单店模型

指标	2019 年数据
单店面积	47.98 平方米
店员数量	2.85 人
装修成本	2238.28 元/平方米
租金	5.33 万元/月
平均坪效	3993 元/平米/月
客单销额	2545 元
毛利率	78.70%
营业利润率	17.35%
扣除营销管理支出后 营业利润率	5.80%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

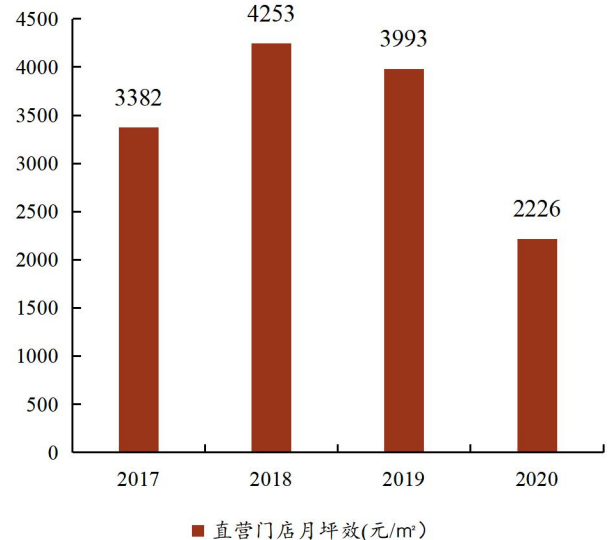
未来三年加大直营门店开拓，线下渠道布局进一步完善。根据公司募投项目计划，未来三年公司拟新拓 248 家直营门店，其中机场店 48 家，高铁店 37 家，商场店 163 家。此外，近几年由于持续开拓新店，门店坪效有所波动，随着品类认知度以及公司产品线进一步丰富，公司直营门店坪效相较于 2018 年的 4253 元/月仍有进一步提升空间。

图表 49. 公司未来三年计划新拓 248 家直营门店



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

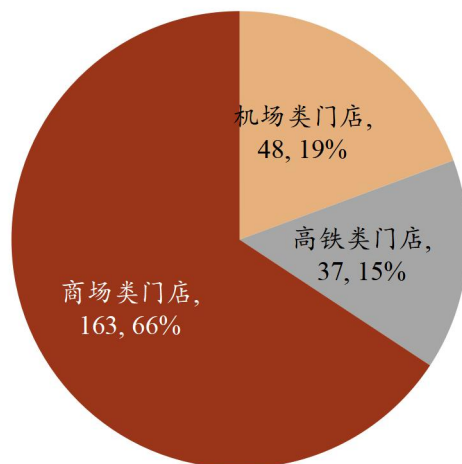
图表 50. 公司直营门店坪效仍有提升空间



资料来源：招股说明书，公司公告，东亚前海证券研究所

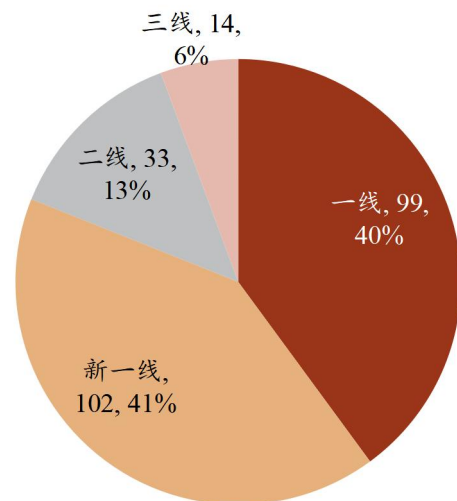


图表 51. 新增 248 家门店类别占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所(长江)

图表 52. 新增门店主要开设在高线城市



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 53. 公司拓店重点关注因素

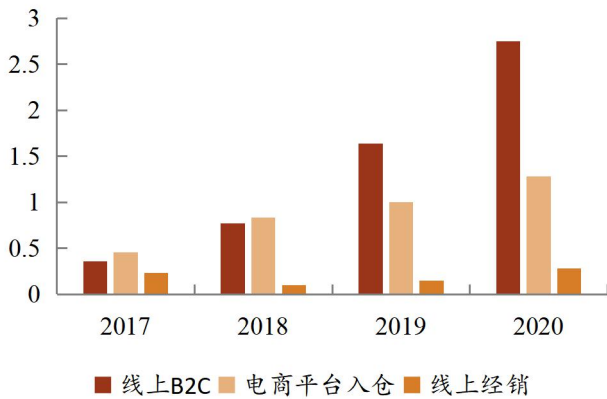
选址类型	门店类型	重点关注因素
交通枢纽类	机场门店	机场吞吐量、门店位置辐射的登机口和航空公司、店面开口等，计划加强对旅客吞吐量在 1000 万以上的机场的网点布局，其中旅客吞吐量在 2000 万以上的机场为布局重点
	高铁门店	交通枢纽的重要性
购物中心类	商场门店	商场的体量和营收、商场在当地零售体系的排名情况，所选商场基本为中高端商场，选择标准一般为：一线城市选区域中心，二线城市选城市中心，三四线城市选标杆商场

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

### 3.2.2. 线上渠道：收入占比超过 50%，收入持续快速增长

公司线上渠道快速增长，2020 年收入占比超 50%。公司近年来积极布局天猫京东等线上电商渠道，以拓展更广泛的目标用户群体。线上收入从 2017 年的 1.0 亿元增长至 2020 年的 4.3 亿元，复合增长率达 60.3%。2020 年线下受疫情影响，公司线上、线下渠道收入分别为 4.3、3.5 亿元，线上渠道收入占比首次超过 50%。目前倍轻松的线上渠道营收占比逐年增长，已经成为主要营收来源。

图表 54. 线上 B2C 渠道快速放量 (亿元)



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 55. 2020 年线上收入占比超过 50%

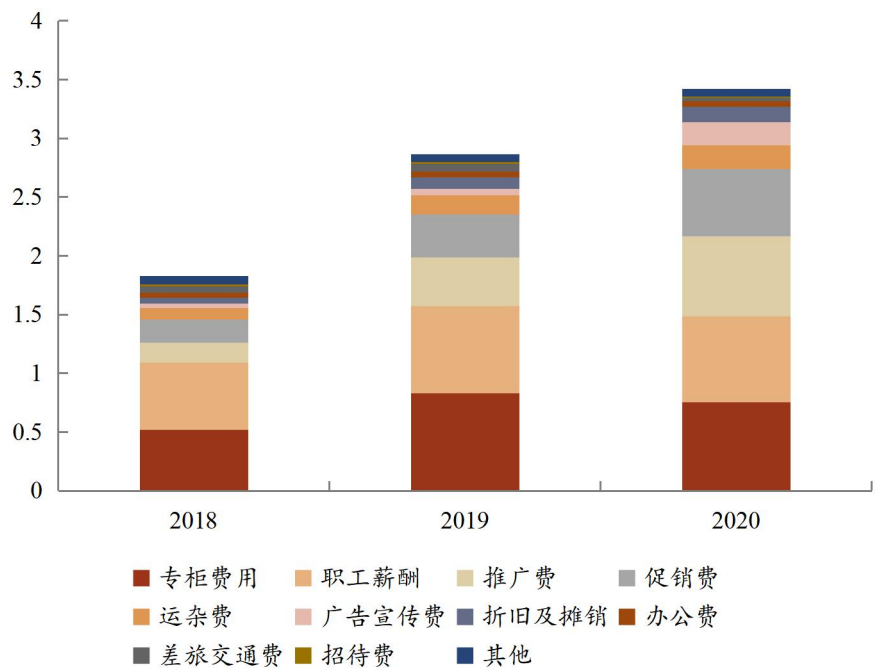


资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

### 3.3. 品牌端：品宣加码，多元化营销打法逐渐成熟

线下直营门店是重要品牌输出路径，其收入占比较高是公司销售费用率偏高的主要原因。公司将线下门店不仅视为销售渠道之一，更重视其提升品牌认知、高端形象的战略意义。公司销售费用率基本维持在 40% 左右，显著高于同行。拆分销售费用细项可以看出，公司销售费用率较高主要是由于公司线下直营占比较高，体现在“专柜费用”与“职工薪酬”的门店租金和销售人员费用支出较大，推广费、广告宣传费实际占比较低。

图表 56. 公司销售费用拆分 (亿元)



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

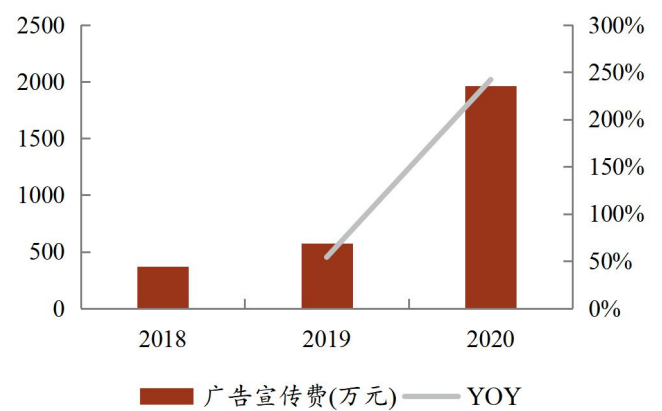
**营销投入加码，顶流代言+网红直播带货。**2017-2019 年公司广告宣传费的年投入均不足千万，2020 年起公司开始加大营销投入，赞助《向往的生活》，广告宣传费同比增长 242.2%至 1961 万元。2021 年 5 年公司进一步加大广告宣传投入，签约顶流明星肖战作为公司全球品牌代言人，为 618 造势。从销售数据来看，公司在 618 线上销售数据远高于第二名，代言引流效果十分显著。

图表 57. 肖战代言为公司引流



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 58. 2020 年起广告宣传费增幅明显



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

盈利预测基于以下假设：

**收入：**在产品持续迭代创新+渠道加速扩张+品宣加码下，公司竞争优势有望持续增强，实现高速增长，不断提升市场份额。分渠道对公司营收进行预测，公司募投加码线下直营门店扩张，未来三年将在各机场、高铁和中高端商场开设 248 家门店。预计未来三年线下直销收入增速分别为 55%、41%、35%。公司线下经销有望实现放量，预计未来三年增速中枢在 40%水平。综合来看，预计公司未来三年营收增速分别为 47%、41%、36%。

**利润：**成本端，随着公司营收持续增长，规模效应有望降低费用率，未来三年毛利率整体呈现上行趋势。

图表 59. 倍轻松盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>线下</b>							
线下总收入		289.61	373.98	348.40	521.15	733.63	976.71
YOY			29.13%	-6.84%	49.58%	40.77%	33.13%
成本		106.46	126.37	127.65	177.06	246.99	324.86
毛利率		63.24%	66.21%	63.36%	66.02%	66.33%	66.74%
<b>其中：线下直销</b>							
线下直销收入	117.27	175.68	246.05	221.76	343.86	485.42	654.04
YOY		49.81%	40.06%	-9.87%	55.05%	41.17%	34.74%
成本		41.83	55.31	57.88	79.55	110.47	147.39
毛利率		76.19%	77.52%	73.90%	76.87%	77.24%	77.47%
其他收入	22.98	23.85	32.88	34.57	67.46	80.95	97.14
YOY		0.04	0.38	0.05	0.95	0.20	0.20
成本	8.44	9.23	9.98	-3.76	19.98	23.98	28.78
毛利率	63.26%	61.29%	69.65%	110.88%	70.38%	70.38%	70.38%
<b>其中：线下经销</b>							
线下经销收入		113.94	127.93	126.64	177.29	248.21	322.67
YOY			12.28%	-1.01%	40.00%	40.00%	30.00%
成本		64.65	71.04	69.78	97.51	136.52	177.47
毛利率		43.26%	44.47%	44.90%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>线上</b>							
线上总收入		170.57	278.63	431.21	644.92	923.59	1300.01
YOY			63.35%	54.76%	49.56%	43.21%	40.76%
成本		77.21	119.39	185.73	269.01	378.47	525.09
毛利率		54.74%	57.15%	56.93%	58.29%	59.02%	57.00%
<b>ODM</b>							
ODM 收入		45.99	39.50	45.34	49.88	54.87	60.35
YOY			-14.10%	14.78%	10.00%	10.00%	10.00%
成本		28.55	25.41	30.35	32.42	35.11	38.63
毛利率		37.92%	35.67%	33.06%	35.00%	36.00%	36.00%
<b>营业总收入</b>							
营业总收入	357.47	507.99	694.12	826.48	1217.94	1714.08	2339.07
YOY	12.70%	42.10%	36.60%	19.10%	47.37%	40.74%	36.46%
主营业务收入		506.17	692.11	824.95	1215.94	1712.08	2337.07
其他业务		1.82	2.01	1.53	2.00	2.00	2.00
成本	159.82	212.38	271.20	344.14	480.49	662.57	890.57
毛利率	55.3%	58.2%	60.9%	58.4%	60.55%	61.35%	61.93%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司作为优质新兴成长赛道智能便携按摩器龙头，未来几年有望通过产品迭代创新+渠道加速扩张+品宣加码持续高增，与此同时，高端品牌定位+线下高势能门店有望为公司逐步加强竞争壁垒。预计公司 2021-2023

年归母净利润分别为 1.27/1.92/2.81 亿，增速为 79%/51%/47%，对应 PE 为 43.97/29.11/19.85 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 60. 可比公司估值

可比公司	市值(亿元)	EPS				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
奥佳华	85	0.73	1.00	1.31	1.62	18.47	13.26	10.15	8.21
荣泰健康	40	1.38	1.98	2.44	2.91	21.88	14.44	11.72	9.80
石头科技	469	20.54	26.29	34.23	43.39	50.44	27.37	21.02	16.58
科沃斯	876	1.14	3.37	4.67	6.08	77.89	46.24	33.37	25.62
平均						42.17	25.33	19.07	15.05
<b>倍轻松</b>	<b>59</b>	<b>1.53</b>	<b>2.06</b>	<b>3.11</b>	<b>4.56</b>	<b>59.12</b>	<b>43.97</b>	<b>29.11</b>	<b>19.85</b>

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 5. 风险提示

募投项目进展不及预期，市场竞争大幅加剧，行业渗透率提升不及预期。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>826</b>	<b>1218</b>	<b>1714</b>	<b>2339</b>
%同比增速	19%	47%	41%	36%
营业成本	344	480	663	891
毛利	482	737	1052	1448
%营业收入	58%	61%	61%	62%
税金及附加	5	10	14	19
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	342	503	708	959
%营业收入	41%	41%	41%	41%
管理费用	29	40	55	73
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	37	54	75	103
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	2	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	16	18	26	35
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>84</b>	<b>149</b>	<b>225</b>	<b>330</b>
%营业收入	10%	12%	13%	14%
营业外收支	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>83</b>	<b>149</b>	<b>225</b>	<b>330</b>
%营业收入	10%	12%	13%	14%
所得税费用	12	22	34	50
净利润	70	127	192	281
%营业收入	9%	10%	11%	12%
<b>归母净利润</b>	<b>71</b>	<b>127</b>	<b>192</b>	<b>281</b>
%同比增速	30%	79%	51%	47%
少数股东损益	0	0	0	0
<b>EPS (元/股)</b>	<b>1.53</b>	<b>2.06</b>	<b>3.11</b>	<b>4.56</b>

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.53	2.06	3.11	4.56
BVPS	3.80	12.71	15.82	20.37
PE	59.12	43.97	29.11	19.85
PEG	2.00	0.55	0.57	0.43
PB	23.78	7.12	5.72	4.44
EV/EBITDA	39.80	33.25	21.39	13.93
ROE	30%	16%	20%	22%
ROIC	26%	15%	19%	21%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	139	671	816	1036
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收	82	122	174	240
存货	141	184	254	342
预付账款	24	29	40	53
其他流动资产	49	66	89	118
流动资产合计	435	1072	1373	1789
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	15	15	15	15
无形资产	5	5	5	5
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	5	5	5	5
其他非流动资产	12	12	12	12
<b>资产总计</b>	<b>476</b>	<b>1113</b>	<b>1413</b>	<b>1830</b>
短期借款	45	55	60	65
应付票据及应付	153	211	290	390
预收账款	2	7	10	14
应付职工薪酬	14	19	27	36
应交税费	9	12	17	23
其他流动负债	17	24	33	45
流动负债合计	241	328	437	573
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	<b>242</b>	<b>330</b>	<b>439</b>	<b>575</b>
归属于母公司的	234	784	975	1256
少数股东权益	-1	-1	-1	-1
<b>股东权益</b>	<b>234</b>	<b>783</b>	<b>974</b>	<b>1255</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	68	99	140	215
投资	0	0	0	0
资本性支出	-19	0	0	0
其他	-6	0	0	0
投资活动现金流净额	-25	0	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	422	0	0
银行贷款增加(减少)	65	10	5	5
筹资成本	-2	0	0	0
其他	-48	0	0	0
筹资活动现金流净额	15	432	5	5
现金净流量	58	531	145	220

## 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，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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C3、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C3、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。

## 分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

## 分析师介绍

**王刚**，东亚前海证券研究所家电组组长。复旦大学经济学硕士，3年证券行业从业经验，擅长基本面研究和行业趋势跟踪。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 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。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>