



全民养生，按摩家电市场广阔

投资要点

- **投资逻辑：**随着老龄化进程加快、坐班办公人士增多，国内消费者对于按摩的需求日益增长。按摩产品更新升级，消费者体验逐步提升，单次消费成本更低的按摩椅市场规模有望迎来扩张。本文我们从按摩需求入手，探究未来按摩器具市场的增长空间。
- **按摩产品更新升级，用户体验逐步提升。**随着消费者需求的变化，按摩器具行业的发展走向两个方向：以功能全面大型按摩椅和便携灵活小型按摩电器。此外，按摩椅机芯从1D发展到3D，导轨从直型逐步发展到S型和L型，按摩手法越发智能仿真。产品技术迭代升级，按摩产品从能用到好用，用户体验逐步提升。
- **按摩需求日益增长，国内渗透率尚待提升。**按摩在我国的发展由来已久，而如今在人口老龄化、亚健康人群增多的背景下，**按摩保健的需求日益增长**。根据美团点评数据显示，2018年足疗/按摩行业商户数量达20万，总订单量35亿单，贡献了5000亿元的交易额。21世纪按摩器具产能向中国转移，我国迅速成为全球按摩器具研发与制造中心。根据智研咨询数据显示，2019年我国按摩器具市场规模为139亿元，同比增长7.8%。从按摩椅的渗透率来看，我国按摩椅的**渗透率尚待提升**。根据智研咨询数据显示，日本按摩椅的市场渗透率达到了27%；而我国大陆地区按摩椅的渗透率仅约为1%。
- **立体式渠道铺设，共享按摩培育消费习惯。**由于销售产品的差别，不同的公司在渠道偏好上有所不同。相较于肩颈按摩器等按摩小电而言，按摩椅的单品价值量更高，消费者对于产品的体验服务具备更高的需求。因此按摩椅的销售更多以线下销售渠道为主，按摩小电的销售更多以线上销售为主。随着共享概念的火爆，共享按摩椅开始密集进入电影院、火车站、购物中心、机场、酒店等场景。共享按摩椅通过广泛的铺设迅速进入大众视野，培育了消费者对于按摩椅的认识，逐步实现消费者从“体验服务”到“按摩器材入户”的销售转化。
- **投资建议：**按摩椅渗透率尚待提升，国内市场潜力十足。我们推荐关注产能扩张、具备品牌知名度的按摩行业龙头企业荣泰健康（603579）和奥佳华（002614）。
- **风险提示：**市场扩容不及预期风险、市场竞争加剧风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603579	荣泰健康	33.83	买入	2.13	2.06	2.51	15.88	16.42	13.48
002614	奥佳华	14.86	持有	0.52	0.65	0.74	28.58	22.86	20.08

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：夏勤
电话：023-63786049
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	64
行业总市值(亿元)	16,403.60
流通市值(亿元)	14,750.17
行业市盈率 TTM	25.07
沪深300市盈率 TTM	15.2

相关研究

1. 家电行业专题报告：从电动牙刷看个护，蓝海市场潜力十足（2020-09-23）
2. 家电行业专题报告：爆品秘籍，渠道变革各有神通（2020-09-15）
3. 家电行业2020年半年报总结：方经彻骨寒，期待梅花香（2020-09-01）
4. 家电行业政策专题：最严能效标准实施，空调产业结构优化加速（2020-07-30）
5. 家电行业：群雄逐鹿，集成灶企业集体冲刺上市（2020-05-28）
6. 家电行业2019年报及2020一季报总结：共度时艰，未来可期（2020-05-07）

目 录

1 按摩产品更新迭代，用户体验逐步提升	1
2 按摩需求日益增长，国内市场潜力十足	3
2.1 按摩保健需求日益增长.....	3
2.2 按摩器具生产逐渐转移中国.....	5
2.3 渗透率提升打开想象空间.....	7
3 线上线下立体式营销，共享按摩培育需求	8
3.1 按摩椅以线下为主，按摩小电以线上为主.....	8
3.2 共享按摩培育市场，加速按摩椅市场扩张.....	10
4 投资推荐	11
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 按摩椅发展历程.....	1
图 2: 2019 年按摩市场产品市场占比.....	2
图 3: 1990-2060 年 60 岁以上老年人占比.....	3
图 4: 2020.9-2020.10 按摩椅搜索人群画像.....	4
图 5: 九成公众认为身体健康是重要的事情.....	4
图 6: 公众身体健康自我评分.....	4
图 7: 2018 年按摩商户数量及密度分布.....	5
图 8: 2015.10-2020.10 “按摩”搜索指数城市分布.....	5
图 9: 按摩消费者消费的目的.....	5
图 10: 按摩消费者增加单次消费金额的原因.....	5
图 11: 中国按摩器具市场规模.....	6
图 12: 全球按摩器具市场规模.....	6
图 13: 中国按摩器具进出口金额.....	6
图 14: 2019 年中国按摩器具出口国家占比.....	6
图 15: 按摩椅行业品牌集中度横向对比.....	7
图 16: 不同国家按摩椅渗透率.....	8
图 17: 荣泰健康分产品营收.....	9
图 18: 荣泰健康分产品毛利.....	9
图 19: 荣泰健康销售渠道示意图.....	9
图 20: 倍轻松分产品营收.....	10
图 21: 倍轻松分产品毛利.....	10
图 22: 荣泰健康共享按摩渠道布局示意图.....	11

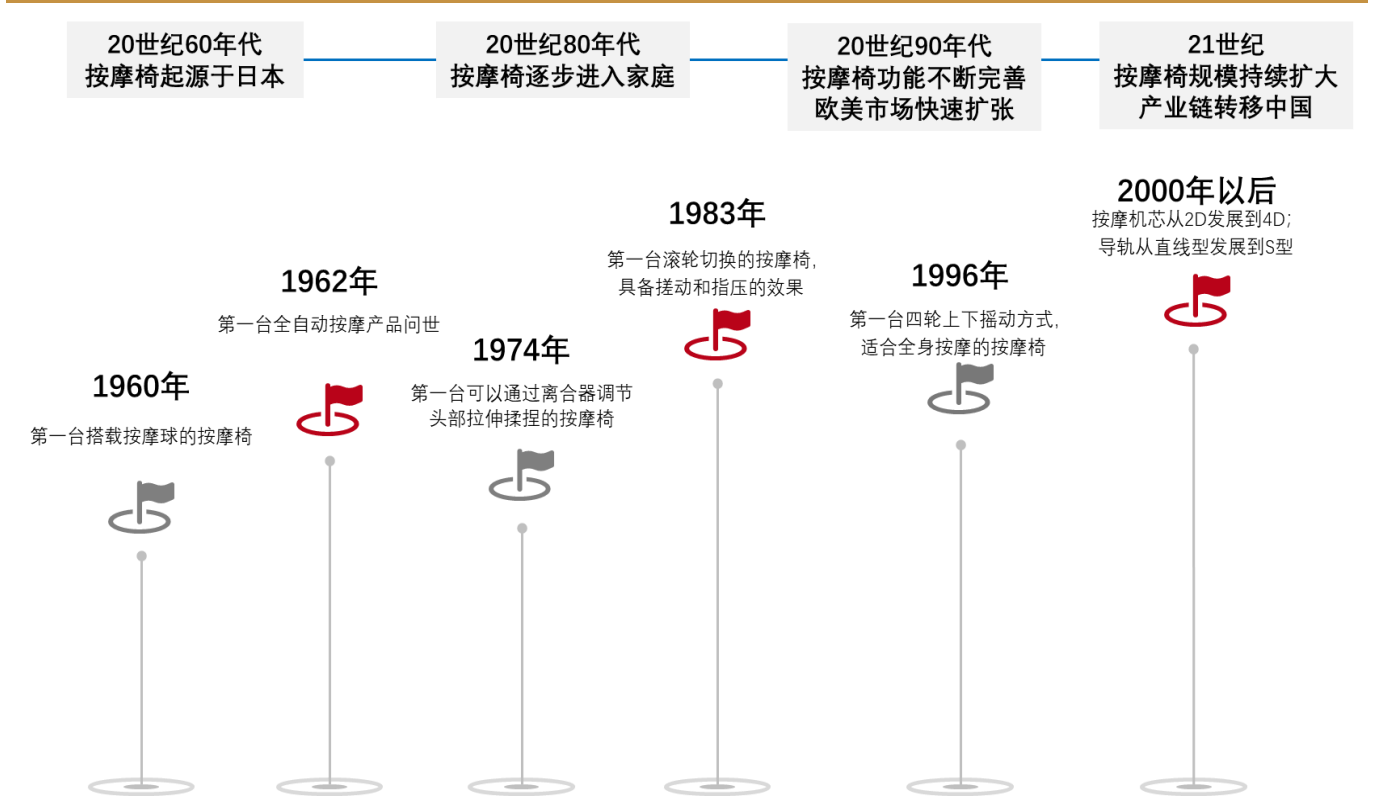
表 目 录

表 1: 按摩椅核心组成部件类型.....	2
表 2: 2018 年足疗按摩行业数据.....	4
表 3: 按摩椅和人工按摩成本对比.....	7
表 4: 倍轻松分渠道收入及其占比.....	10
表 5: 重点关注公司盈利预测与评级.....	11

1 按摩产品更新迭代，用户体验逐步提升

现代按摩器具行业起步于上世纪六十年代的日本。1960年，富士医疗器(FUJIIR TOKI)开发出业内第一台搭载按摩球的按摩椅。1962年，发美利(FAMILY)研制出第一台全自动按摩产品“Family chair”。20世纪80年代，新材料和电子技术的进步使得按摩机械手实现了小型化和精确控制，按摩椅开始逐步进入家庭，按摩器具行业发展开始步入快车道。

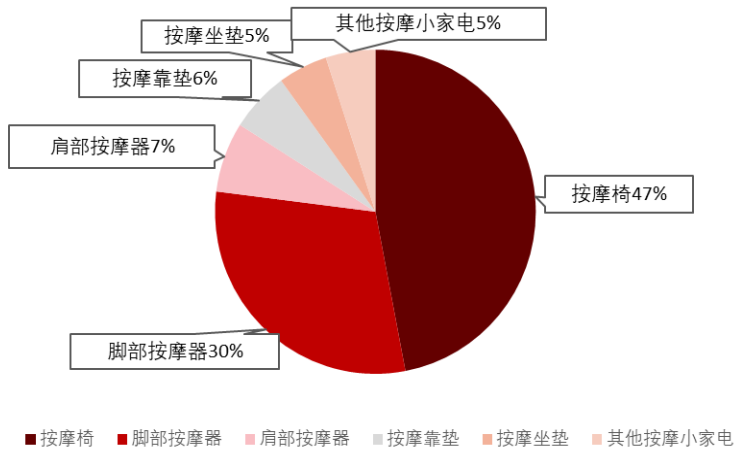
图 1：按摩椅发展历程



数据来源：中国医药保健品进出口商会按摩器具分会，西南证券整理

随着市场需求的不断扩大，部分传统电器制造商业开始涉足按摩器具行业。在研制功能更全面、性能更优越的按摩椅的同时，厂商也根据消费者的需求变化推出便携灵活的小型按摩器具。按摩行业的发展走向两个方向：以功能全面、性能优越为发展方向的大型按摩椅和以便携灵活为卖点的小型按摩电器。从市场份额来看，按摩器具市场中，按摩椅占比将近一半。根据智研咨询数据显示，2019年按摩椅在按摩器具中占比达到了47%。

图 2：2019 年按摩市场产品市场占比



数据来源：智研咨询，西南证券整理

随着消费者需求的变化，一方面按摩小电品类日益丰富，逐步延伸出足部、腰部、腿部、背部和头部等细分按摩器具市场。另一方面，按摩椅功能不断完善，性能不断升级，按摩手法更加智能。

从组成部件来看，按摩椅的组成部件主要有机芯、导轨、气囊、按摩头等等。其中最重要的核心零件是机芯和导轨。机芯从 1D 发展到 3D，按摩椅从最初的敲打，逐步发展实现揉捏、指压按摩。如今的按摩椅通过 3D 机芯已经能够实现上下左右前后的三维移动，抓捏更有深度和力度。导轨从直型导轨逐步发展到 S 型导轨和 L 型导轨，按摩范围也逐步从上半身延伸至臀部和大腿。经过多年的发展，按摩椅功能不断更新升级，按摩手法越发智能仿真。产品技术迭代升级，按摩产品从能用到好用，用户体验逐步提升。

表 1：按摩椅核心组成部件类型

机芯	特点	
1D	上下运动实现按摩，只能定点按摩	
2D	可以上下左右移动，配合电机实现揉捏、拍打、指压等按摩	
3D 及其以上	可以上下左右前后三维运动，抓捏更有深度，按摩更加仿真拟人	
导轨	长度	特点
直导型	50-60cm	行程短，贴合性差
S 型导轨	60-80cm	行程短，贴合性好
L 型导轨	120-130cm	行程长，贴合性一般
SL 型导轨	120-130cm	行程长，贴合性好

数据来源：西南证券整理

2 按摩需求日益增长，国内市场潜力十足

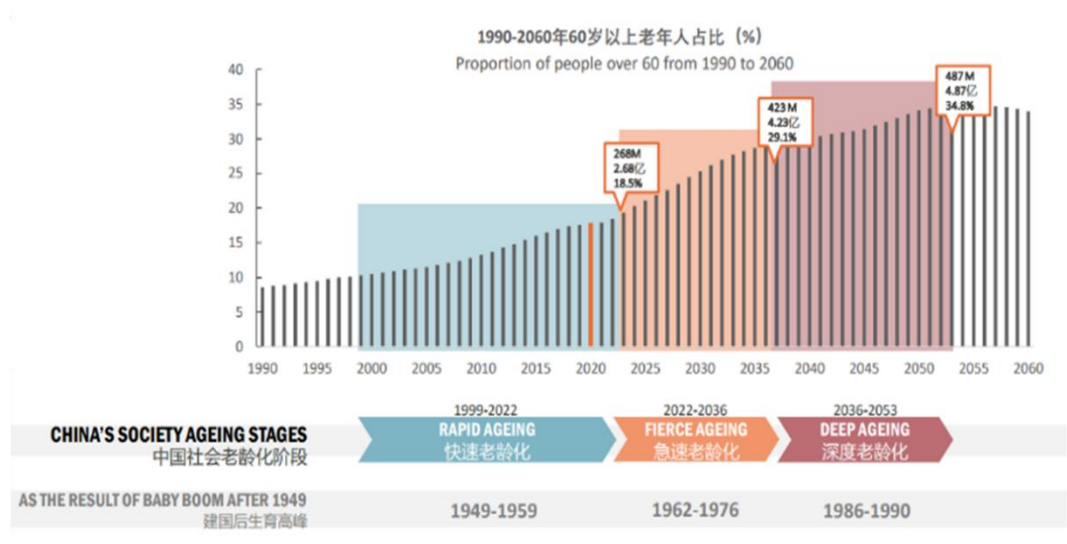
2.1 按摩保健需求日益增长

按摩是中国传统养生保健方法，以中医的肺腑、经络学为理论基础，并结合现代医学成果，作用于人体体表的特定部位以调节机体生理、病理状况，达到健康理疗的目的。从商代殷墟出土的甲骨文卜辞中可以发现，早在公元前 14 世纪，就有“按摩”的文字记载。

按摩在我国的发展由来已久，而在人口老龄化、亚健康人群增多的背景下，按摩保健的需求有望进一步提升。

人口老龄化打开老龄消费市场。随着第二次婴儿潮出生群体变为老年人口，我国将进入急速老龄化。自 2000 年我国正式步入老龄化社会以来，我国人口老龄化速度逐渐加快。统计局数据显示，2019 年我国 65 岁及以上人口达 1.76 亿人，占总人口的 12.57%。随着 1962-1976 年第二波婴儿潮出生的群体成长至 60 岁，我国将进入急速老龄化。全国老龄工作委员会指出，2020 年前后我国 60 岁以上老年人口将增长到 2.55 亿人。

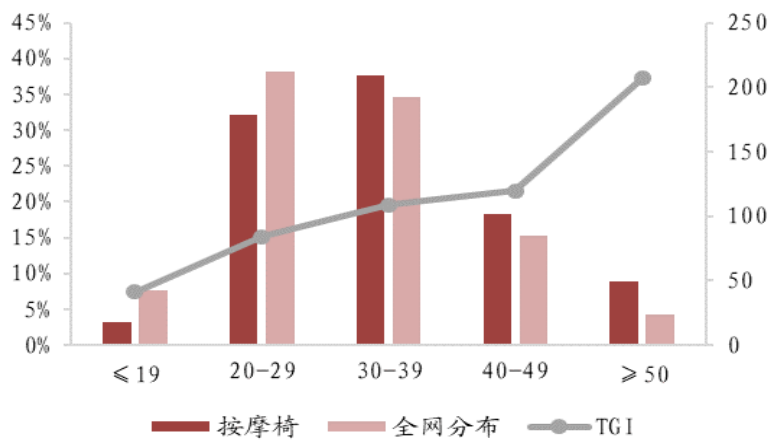
图 3：1990-2060 年 60 岁以上老年人占比



数据来源：毕马威，西南证券整理

消费者对按摩椅的偏好度随年龄增加而增加，老龄化将打开按摩椅老龄消费市场。根据百度指数用户群体画像，按摩椅在 50 岁以上群体中的关注度最高。随着人口老龄化，老年人口增多，将会催生更多按摩椅需求。即将迈入老年的这波婴儿潮群体具备较高的购买力，需求能有效转化为购买行为。

图 4：2020.9-2020.10 按摩椅搜索人群画像



数据来源：百度指数，西南证券整理

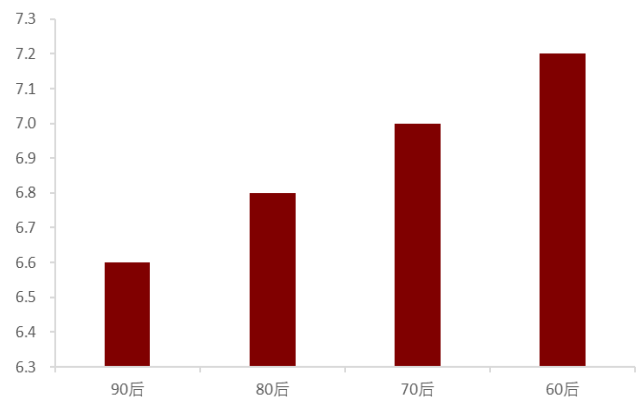
职业病患者随文字工作者占比提升而增加，刺激职场人士消费需求。以往按摩椅的消费需求集中于老人，但随着社会压力加大、白领群体患职业病的人数上升，消费群体年轻化。此外，健康意识提升促使健康消费需求前置，从患病后的医疗型消费向患病前的养生健康型消费转变，每个年龄段消费群体得以扩大。根据《2019 年国民健康洞察报告》，超过 93% 的公众认为身体健康是首位重要的事情。公众的健康自评平均分为 6.8 分，刚刚达到及格水平。其中年龄越小对于自身的健康水平越不自信。

图 5：九成公众认为身体健康是重要的事情



数据来源：2019 年国民健康洞察报告，西南证券整理

图 6：公众身体健康自我评分



数据来源：2019 年国民健康洞察报告，西南证券整理

在人口老龄化、亚健康人群增多等因素的推动下，按摩保健的需求日益增长。根据美团点评发布的《美团点评足疗/按摩行业研究报告》，2018 年足疗/按摩行业商户数量达 20 万，总订单量 35 亿单，贡献了 5000 亿元的交易额。

表 2：2018 年足疗按摩行业数据

	商户数量 (万)	订单量 (亿)	交易额 GMV (亿)	收入规模 (亿)
总计	20	35	5000	5000
线上占比	24.50%	1.20%	1.10%	/

数据来源：美团点评足疗/按摩行业报告，西南证券整理

具体到区域分布来看，商户主要集中自广东、江苏等东南部，其中以北京、上海、重庆、成都等一线城市和休闲文化盛行的二线城市为主。百度指数的搜索也可以印证这一点，2015年10月至2020年10月期间，“按摩”搜索前五的城市分别为北京、上海、广州、深圳和成都。

图 7：2018 年按摩商户数量及密度分布



数据来源：美团点评足疗/按摩行业报告，西南证券整理

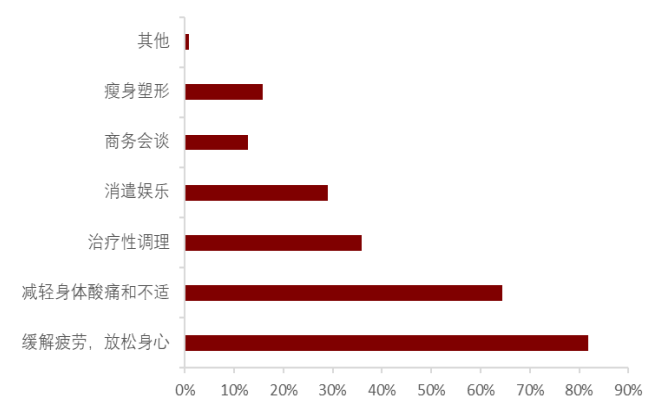
图 8：2015.10-2020.10 “按摩” 搜索指数城市分布



数据来源：百度指数，西南证券整理

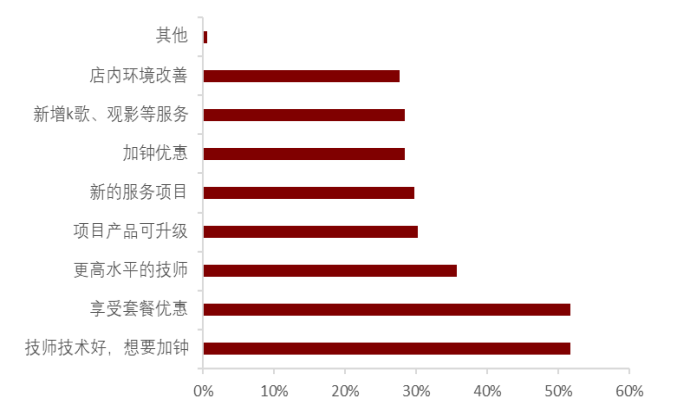
从需求来看，消费者的需求更加细分和多元。除了普遍意义上的减压放松之外，越来越多的消费者是为了局部调理、商务会谈等目的。根据美团点评问卷调查结果显示，81.9%的消费者是为了缓解疲劳，64.5%的消费者是为了进行局部调理。此外，消费者的消费也更加理性，注重品质。过硬的技术和划算的套餐才能让消费者增加单次消费金额。

图 9：按摩消费者消费的目的



数据来源：美团点评足疗/按摩行业报告，西南证券整理

图 10：按摩消费者增加单次消费金额的原因

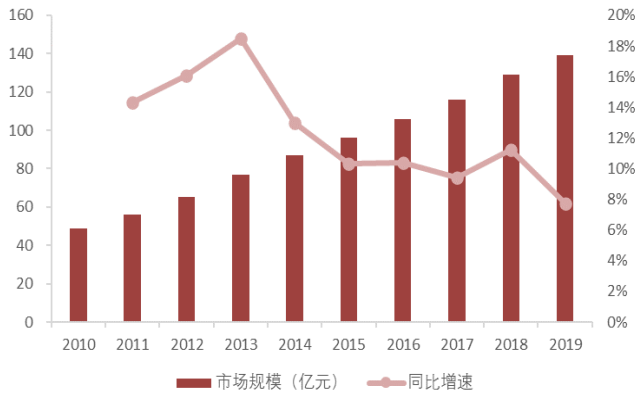


数据来源：美团点评足疗/按摩行业报告，西南证券整理

2.2 按摩器具生产逐渐转移中国

二十世纪八九十年代，按摩器具行业从日本逐步发展到东亚和东南亚市场，随后进入欧美地区。21 世纪按摩器具产能向中国转移，得益于人口红利带来的成本优势，我国迅速成为全球按摩器具研发与制造中心。目前，中国台湾原有的按摩器具相关产业已经基本完成转移，而日本厂商也陆续推出中低端按摩器具市场，仅保留中高端按摩器具市场的生产和研发。从

2010年以来，我国的按摩器具市场规模呈现了不断增长的趋势。2018年我国按摩器具市场规模为129亿元，同比增长11.2%；2019年按摩器具市场规模为139亿元，同比增长7.8%。

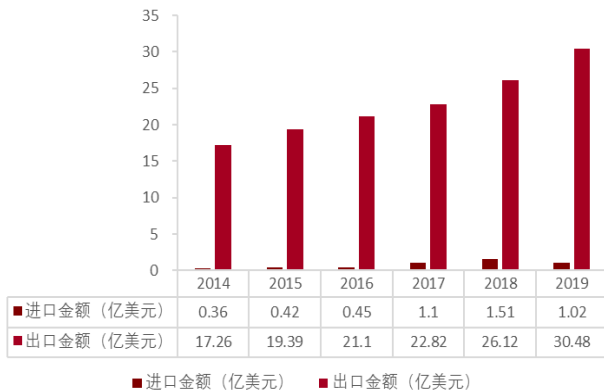
图 11：中国按摩器具市场规模


数据来源：智研咨询，西南证券整理

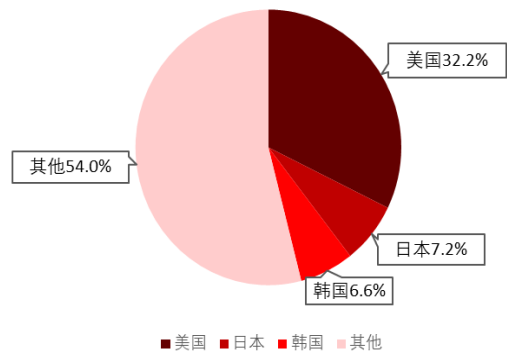
图 12：全球按摩器具市场规模


数据来源：智研咨询，西南证券整理

随着按摩器具产业链转移到国内，我国成为了全球按摩器具出口大国。按摩器具是我国目前医疗器械及设备行业出口金额最大的细分产品，主要市场为美国、韩国、日本等地。据中国海关统计，2018年中国保健按摩器械出口数量为2.4亿台，出口金额达到26.1亿美元，同比增长14.3%。2019年我国按摩器具出口数量为2.5亿台，出口金额达到30.5亿美元，同比增长16.7%。

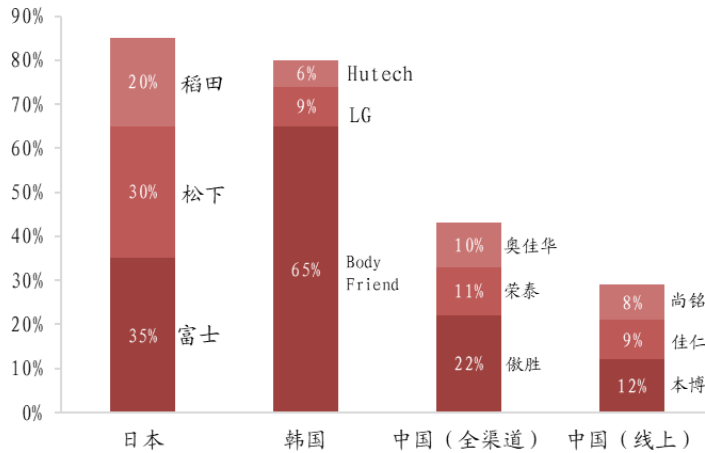
图 13：中国按摩器具进出口金额


数据来源：中国海关，西南证券整理

图 14：2019年中国按摩器具出口国家占比


数据来源：中国海关，西南证券整理

按摩椅尚处于导入期，内资品牌以奥佳华、荣泰健康为主。从国内市场来看我国大陆按摩椅市场尚未发展成熟，家用按摩椅保有率仅1%，而产业发展相对成熟的日本保有率高达27%。在产业发展初期，市场培育出了傲胜、荣泰、奥佳华三大品牌，市占率分别为22%、11%、10%，CR3占比43%。其中，傲胜属于高端外资品牌，荣泰健康、奥佳华属于中高端的内资品牌。但对比其他市场，我国按摩椅行业集中度低，CR3占比远低于日韩国家。

图 15：按摩椅行业品牌集中度横向对比


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

2.3 渗透率提升打开想象空间

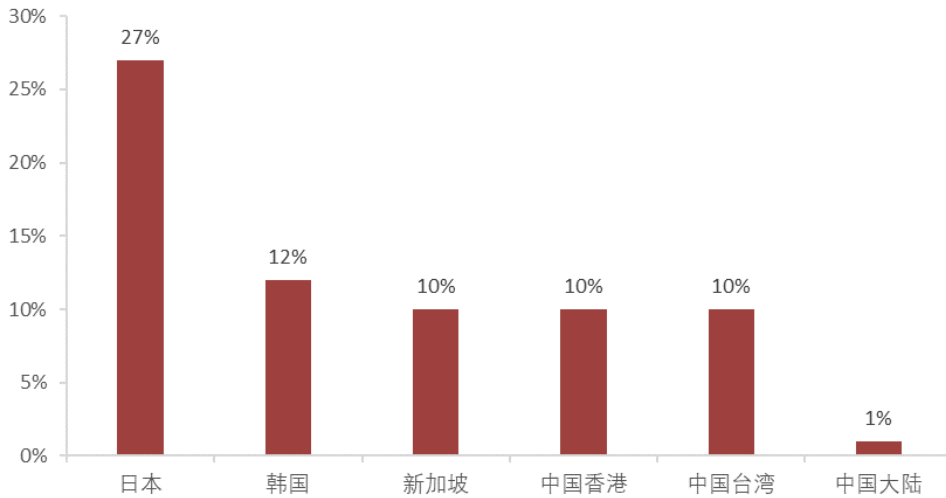
一方面，人口老龄化、文字工作者增多、健康意识提升促进按摩消费需求扩容；另一方面，由于按摩椅单次使用成本更低、技术迭代产品使用感提升、共享按摩培育市场需求等原因，国内市场按摩椅渗透率有望进一步提升。

表 3：按摩椅和人工按摩成本对比

	均价	更新周期	均次消费单价	
			一月一次	一周一一次
按摩椅	8000 元	10 年	67 元	15 元
人工按摩	140 元	--	140 元	140 元

数据来源：西南证券整理

从按摩椅的渗透率来看，我国按摩椅的渗透率尚待提升。根据智研咨询数据显示，日本作为按摩椅的发源地，按摩椅的市场渗透率达到了 27%；而我国虽然是世界上最大的按摩椅出口国，但是大陆地区按摩椅的渗透率仅约为 1%。

图 16：不同国家按摩椅渗透率


数据来源：智研咨询，西南证券整理

我们尝试简单的测算，若以 2019 年为基数，假设人口增速为 0.35%、按摩椅市场均价为 8000 元、不考虑更新需求，假设 2029 年按摩椅渗透率达到 5%，国内按摩椅市场规模将达到 160 亿元；若假设按摩椅在按摩器具中占比为 50%，那么在 5% 的渗透率下，国内按摩器具的市场规模将达到 320 亿元。

3 线上线下立体式营销，共享按摩培育需求

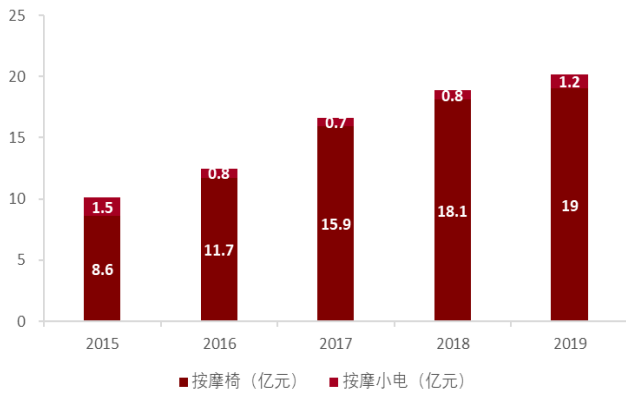
3.1 按摩椅以线下为主，按摩小电以线上为主

按摩器具的销售渠道大致可以分为线上渠道和线下渠道。线下渠道一般是百货商场、shopping mall、家居建材以及直营专卖店等等；线上渠道按照销售模式可以分为线上经销、平台自营和直营。由于公司销售产品的差别，不同的公司在渠道偏好上有所不同。相较于肩颈按摩器等按摩小电而言，按摩椅的单品价值量更高，消费者对于产品的体验服务具备更高的需求。因此按摩椅的销售更多以线下销售渠道为主，按摩小电的销售更多以线上销售为主。

以荣泰健康为例，2019 年公司营收 20.2 亿元，其中按摩椅业务实现营收 19 亿元，营收占比达到了 94%。按摩小电业务的营收仅为 1.2 亿元，营收占比仅为 6%。

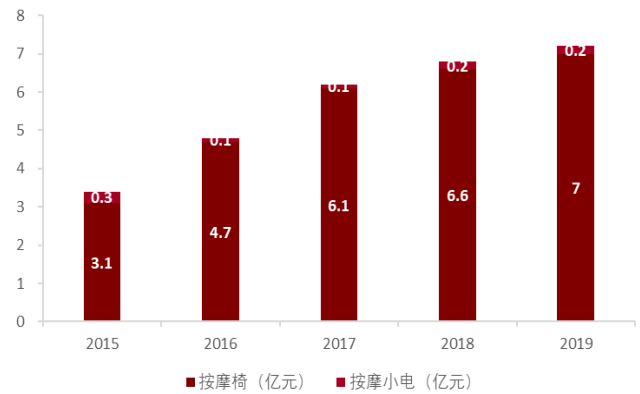
公司以按摩椅为主要销售产品，渠道选择上以线下销售为主。线下渠道方面，荣泰的门店已经遍布全国除西藏以外的各个省市自治区和直辖市。目前荣泰的门店已经达到 1000 家以上。随着电子商务的快速发展，线上已经成为公司重要的销售渠道。一方面，公司积极与天猫、京东、苏宁易购和米家等知名电子上午平台开展合作；另一方面，公司推出年轻化品牌摩摩哒，主销线上，线上销售规模逐步扩大。2019 年，荣泰线上销售规模在国内业务中占比达到 1/3。

图 17: 荣泰健康分产品营收



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 荣泰健康分产品毛利



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

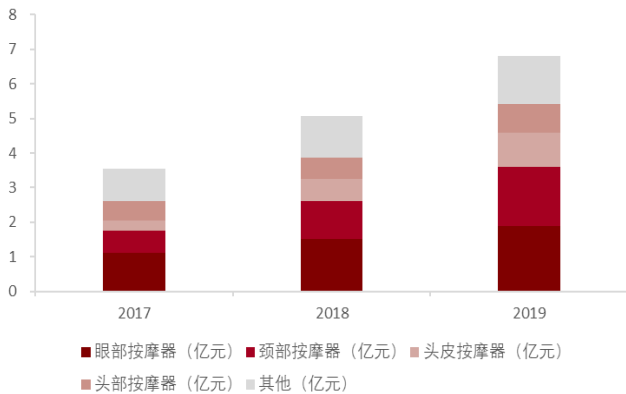
图 19: 荣泰健康销售渠道示意图



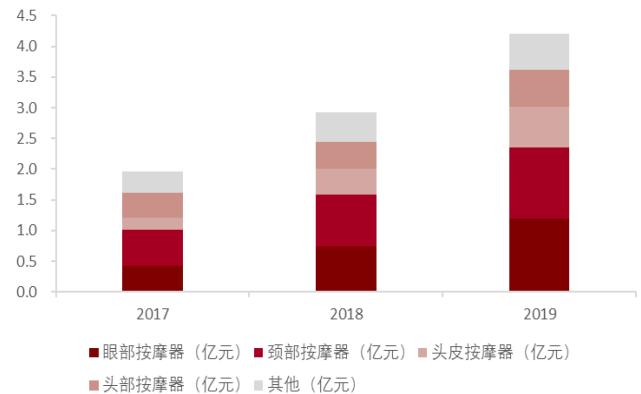
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

以倍轻松为例, 2019 年公司实现收入 6.9 亿元, 其中眼部、颈部、头皮以及头部便携式按摩器的收入合计为 5.5 亿元, 占比达到了 80.1%。

公司以便携式按摩小电为主要销售产品, 渠道选择上与以按摩椅销售为主的荣泰健康就存在一定的差别。由于公司的产品定位中高端, 对于线下体验服务更为重视, 因此整体来看, 公司线下渠道销售占比更高。2019 年公司线下销售收入为 3.7 亿元, 营收占比为 54%。线上销售收入为 2.8 亿元, 营收占比为 40.3%。以按摩小电销售为主的倍轻松线上销售占比明显高于以按摩椅销售为主的荣泰健康。

图 20: 倍轻松分产品营收


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 21: 倍轻松分产品毛利


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

表 4: 倍轻松分渠道收入及其占比

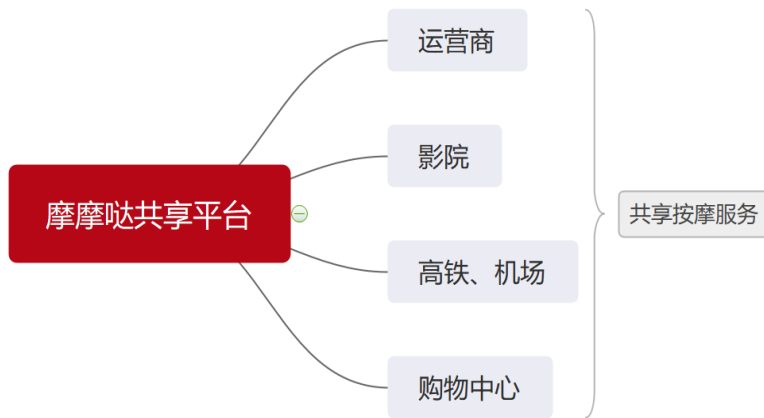
销售模式	2017		2018		2019	
	收入 (百万)	占比	收入 (百万)	占比	收入 (百万)	占比
线上销售						
线上 B2C	35.58	9.99%	76.87	15.19%	163.78	23.66%
电商平台入仓	45.4	12.76%	83.67	16.53%	100.19	14.48%
线上经销	23.62	6.64%	10.03	1.98%	14.66	2.12%
线上销售小计	104.6	29.39%	170.57	33.70%	278.63	40.26%
线下销售						
线下直销	117.27	32.94%	175.68	34.71%	246.05	35.55%
线下经销	108.52	30.49%	113.94	22.51%	127.93	18.48%
线下销售小计	225.79	63.43%	289.61	57.22%	373.98	54.03%
ODM 销售	25.56	7.18%	45.99	9.09%	39.5	5.71%
合计	355.96	100.00%	506.17	100.00%	692.11	100.00%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2 共享按摩培育市场, 加速按摩椅市场扩张

随着共享概念的火爆, 共享按摩椅开始密集进入电影院、火车站、购物中心、机场、酒店等场景, 行业迎来井喷式发展。业内企业荣泰创建了摩摩哒智能共享按摩平台, 17 年累计铺设 5.26 万台按摩椅。在短短 3 年之中已相继进驻了全国 32 个省、2164 个县市的知名商超、头部影院及重要交通枢纽等人流密集场所, 进一步提升了“荣泰”“摩摩哒”双品牌在消费者之中的知名度。此外市场上纷纷推出了乐摩吧、爽客、云享云等共享品牌。共享按摩椅通过广泛的铺设迅速进入大众视野, 培育了消费者对于按摩椅的认识, 逐步实现消费者从“体验服务”到“按摩器材入户”的销售转化。

图 22：荣泰健康共享按摩渠道布局示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 投资推荐

随着老龄化进程加快、坐班办公人士增多，国内消费者对于按摩的需求日益增长。随着技术更新迭代，按摩椅产品越发智能化，消费者体验逐步提升，单次消费成本更低的按摩椅市场规模有望迎来扩张。在这样的背景下，我们推荐关注产能扩张、具备品牌知名度的按摩行业龙头企业荣泰健康（603579）和奥佳华（002614）。

表 5：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)			PE (倍)		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603579	荣泰健康	33.83	买入	2.13	2.06	2.51	15.88	16.42	13.48
002614	奥佳华	14.86	持有	0.52	0.65	0.74	28.58	22.86	20.08

数据来源：聚源数据，西南证券

5 风险提示

- 市场扩容不及预期风险：若按摩椅渗透率提升不及预期，按摩行业市场扩容将受到一定的影响。
- 市场竞争加剧风险：若按摩行业市场竞争加剧，将一定程度影响按摩企业的营收净利。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn	
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn