

青丝守护者，千亿大市场 ——毛发医疗服务行业纵览

2022年2月25日

 作者： 林小伟/吴佳青

 证券研究报告

毛发服务市场有望达到千亿空间，民营连锁机构崛起。

毛发医疗服务细分为植发服务和医疗养固服务。随着毛发服务技术创新及消费者教育加强，毛发健康服务市场快速扩容。根据弗若斯特沙利文预测，预计2030年中国毛发健康服务市场规模将达1381亿元，2020-2030年市场规模CAGR有望达到22.3%，未来市场空间广阔可期。民营连锁毛发机构经验丰富、标准化服务具备质量保证受消费者青睐，2020年市场份额占23.9%，成长性强。

患者基数大渗透率低，技术发展驱动需求增长。

毛发服务潜在需求大，渗透率较低。根据国家卫健委数据，2020年中国脱发人口达2.5亿人，植发和医疗养固服务渗透率分别为0.21%和1%，毛发医疗服务渗透率较低，有较大成长空间。随着人均收入水平提高、消费者教育逐步增强等因素，植发技术更新迭代为患者带来更好更舒适体验，消费者潜在需求有望不断扩大。

植发+养固一站式服务满足患者多样化需求，民营连锁毛发服务机构优势凸显。

植发+医疗养固的一站式服务可满足不同毛发问题需求，提供非手术方式的护理、治疗和手术方式的植发，解决包括干枯、油腻、脱发等问题，打造毛发服务全闭环式服务。民营连锁机构由于其标准化运营模式、强营销模式以及丰富的医疗资源，在毛发服务市场中优势凸显，发展潜力较大。

重点公司与投资建议：我们建议积极关注毛发医疗服务连锁机构。毛发医疗服务机构处于毛发医疗行业的中游，具备较强的议价能力，未来有望受益于毛发医疗行业渗透率提升和服务客单价的上涨，实现快速发展。品牌强、连锁程度高、运营优异的机构有望快速提升市占率，建议关注雍禾医疗。雍禾医疗有望依托“植发+医疗养固”两大业务满足患者多样需求，多等级服务体系拉动患者数量快速增长；就诊检测、诊断和治疗规划以及治疗和治疗后的一站式服务有利于提升患者体验，不断提高服务质量。公司连锁扩张能力强，地域覆盖具备优势，已覆盖26省和香港地区共52个城市，并加速向全国区域布局，目标在未来数年内新建50家医疗机构。公司医师团队资源丰富，具备246名注册医生，标准化管理将进一步推动公司向低线城市布局，抢占植发市场。

风险提示：吸引客户不及预期、医生流失风险、品牌声誉受损风险、医疗事故风险

毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

患者基数大、渗透率低，技术发展驱动需求增长

一站式毛发服务加快进展，民营连锁优势逐步凸显

雍禾医疗：毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

1.1 毛发服务市场概况

毛发医疗服务属于一种消费医疗服务，我国毛发医疗可以根据是否进行手术分为植发医疗服务与医疗养固服务。

- 植发需要进行外科手术，将毛囊从具有高质量毛囊的后枕区域提取出来，移植至裸露及稀疏的毛发区域，植发治疗对脱发、斑秃及秃顶有显著效果。
- 医疗养固服务为通过非手术治疗解决脱发、发质细软、头皮瘙痒和头皮出油等头皮及毛发问题。

脱发类型多样，以雄激素性脱发为主。脱发一般分生理性脱发和病理性脱发，人类头发的生命周期分为生长期、退行期与休止期。其中休止期头发会在日常生活中正常脱落（生理性脱发，大约脱落40-100根/天），当每天头发脱落数量大于100根时，可能患有病理性脱发，其大多由疾病、先天遗传、生活压力、物理/化学损伤等因素造成。病理性脱发主要包含：

- **雄激素性脱发(AGA)：**雄激素脱发在我国人群脱发中扮演中重要的角色，其中近90%的脱发类型都属于雄性激素性脱发。研究表明AGA的可能原因包括毛囊内雄激素受体基因表达升高和/或5 α 还原酶基因表达升高。根据《中国人雄激素性秃发诊疗指南》研究结果表明，雄激素性脱发男性患病率为21.3%，女性患病率约为6.0%；
- **斑秃性脱发(AA)：**是一种由遗传和环境因素共同导致的毛囊特异性自身免疫性疾病。根据《中国斑秃指南（2019）》，斑秃性脱发在我国患病率0.27%，患者数量近400万人；

毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

1.1 毛发服务市场概况

脱发类型众多，除AGA和AA外，还包括其他例如：药物性脱发、内分泌失调性脱发、精神性脱发等。

| 脱发类型 | 成因 | 治疗方式 |
|-------------|---|-------------------------------|
| 雄激素性脱发(AGA) | 雄激素在AGA的发病中占有决定性因素；其他包括毛囊周围炎症、生活压力的增大、紧张和焦虑、不良的生活和饮食习惯等因素均可加重AGA的症状 | 毛发移植手术，或采用米诺地尔/非那雄胺等药物治疗 |
| 斑秃性脱发(AA) | 遗传和环境因素共同导致的毛囊特异性自身免疫性疾病 | 内服或外用糖皮质激素治疗，在研JAK抑制剂疗法等 |
| 药物及化学性脱发 | 长期化学药物治疗或摄入，如抗癌药物、避孕药等； 过量使用染发剂、洁发剂等化学性美发化妆品 | 药物治疗停止后头发会重新生长；减少染发频次进行头发护理 |
| 内分泌失调性脱发 | 内分泌腺体机能异常而造成体内激素失调所致：产后、更年期、口服避孕药等导致雌激素不足；甲状腺功能、垂体功能、甲状旁腺功能等异常导致脱落 | 根据内分泌检查结果，针对失调具体病因进行治疗 |
| 营养代谢性脱发 | 维生素缺乏、机体营养不良、新陈代谢异常等，如缺乏蛋白质、维生素B、铁、锌等，或由于代谢性疾病如精氨酸琥珀酸尿症、高胱氨酸尿症等导致 | 保持营养摄入均衡，针对代谢性疾病进行治疗 |
| 精神性脱发 | 精神紧张、忧郁、恐惧或严重失眠等均能致使神经功能紊乱，毛细血管持续处于收缩状态，毛囊得不到充足的血液供应 | 改善精神状态后可自愈，严重患者需要药物治疗 |
| 物理性脱发 | 受到物理性因素导致脱发，例如紫外线辐射、人为拉扯等 | 物理环境改善，减少人为拉扯等 |
| 感染性脱发 | 细菌、病毒、真菌、螺旋体、寄生虫感染等导致 | 药物治疗感染后可恢复正常，发根组织受损严重可采用植发等手段 |
| 症状性脱发 | 某些系统性疾病或局部疾病（干燥综合征、系统性红斑狼疮等免疫性疾病），导致皮肤汗腺萎缩使头发营养不足、瘙痒、萎缩伴发脱发 | 疾病治愈后，头发可自然恢复 |
| 先天性脱发 | 发育缺陷所引起的头发完全缺失或稀疏 | 植发 |
| 季节性脱发 | 一般夏季容易脱发，因为夏天温度高，毛孔扩张，冬季则不易脱发，因为温度低，毛孔闭合 | 加强头发护理，减少自然脱落 |

1.2 雄激素脱发为主要脱发类型，药品、植发、养固多方案解决脱发困扰

药物治疗：药物通常采用内服非那雄胺和外用米诺地尔。

- 非那雄胺于1997年获FDA批准，是治疗雄激素性脱发的口服药；米诺地尔是第一个被发现有促进毛发生长作用的制剂，于1988年和1991年分别被FDA批准用于诊治男性和女性脱发病症。非那雄胺对于男性群体疗效显著，但是有相对较强的潜在副作用，并且相对于米诺地尔，受到处方药渠道的限制。

米诺地尔的治疗机理：

- 对毛发生长的作用机制尚不确定，可能的机制包括：1) 扩张毛细血管，增加局部血供；2) 刺激毛囊上皮细胞的增殖和分化；3) 激活钾通道和调节前列腺素等。

根据弗若斯特沙利文数据，米诺地尔2019年在美国的市场份额约为药物防脱类产品的75%，在中国为70%，是防脱发领域的核心用药之一，且是唯一一种受到《中国人雄激素性脱发诊疗指南》推荐的用于脱发治疗的外用药物。

非那雄胺的治疗机理：

- 主要通过抑制5 α -还原酶活性，降低睾酮向二氢睾酮转化效率，减少体内二氢睾酮浓度，从而改善脱发。而人体二氢睾酮浓度降低会导致性欲减退、勃起功能障碍、男性乳房发育、睾丸疼痛、过敏反应等。

2020年非那雄胺已被纳入国家集采名单，但是其副作用较大，为处方药渠道端，缺少OTC优势，市场表现不及米诺地尔。

资料来源：米诺地尔使用说明书，非那雄胺使用说明书，光大证券研究所整理

毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

1.2 雄激素脱发为主要脱发类型，药品、植发、养固多方案解决脱发困扰

- 截至目前，对应AGA病症全球有20余种新药在研，开拓药业福瑞他恩（KX-826）是全球首款进入注册性3期临床试验用于治疗雄激素性脱发的雄激素受体（AR）拮抗剂。同时全球有多款针对斑秃的JAK抑制剂在研。
- 综合来看，米诺地尔的有效率相对较高，副作用相对较弱，安全指数较高（脱发领域安全指数最高的药品），同时渠道端具备医院和OTC的双重优势，更容易渗透到消费者。此外还有一些其他如螺内酯、复方倍他米松注射液、丙酸氯倍他索及在研等针对AGA或AA的药品。

常见脱发药品

| 药品种类 | 适用人群 | 适应症 | 用法 | 时间 | 有效率 | 防脱效果 | 改善效果 | 安全性 |
|-----------|------|--------|-------|--------|---------|------|------|---|
| 米诺地尔 | 男/女 | AGA/AA | 外用 | 6-9个月 | 50%~85% | +++ | ++ | ++++（多毛症、刺激性和过敏性皮炎等） |
| 非那雄胺 | 男性 | AGA | 口服 | 3-12个月 | 65%~90% | +++ | ++ | +++（个别患者前列腺特异性抗原减少、男性乳房发育、睾丸疼痛、过敏反应、性功能受损等） |
| 螺内酯 | 部分女性 | AGA | 口服 | 1年 | 部分有效 | +/- | +/- | +（月经紊乱、性欲降低、乳房胀痛） |
| 复方倍他米松注射液 | 男/女 | AA | 皮损内注射 | 3个月 | 部分有效 | +/- | +/- | +（局部皮肤萎缩、毛囊炎及色素减退等） |
| 丙酸氯倍他索 | 男/女 | AA | 外用 | 3-4个月 | 部分有效 | +/- | +/- | +（皮肤萎缩变薄、毛细血管扩张、毛囊炎及色素减退等） |

资料来源：《中国人雄激素性脱发治疗指南》，《中国斑秃诊疗指南(2019)》，光大证券研究所
注：改善效果、改善效果栏中，“+”代表正向效果；安全性栏“+”数量越多越安全

毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

1.2 雄激素脱发为主要脱发类型，药品、植发、养固多方案解决脱发困扰

植发医疗服务：植发是一种风险较低的外科手术。

- 其将毛囊从具有高质量毛囊的后枕区域提取出来，移植至裸露及稀疏的毛发区域。与其他非移植毛发健康治疗相比，植发治疗对脱发、斑秃及秃顶有显著效果。除传统的植发医疗服务，植发还包括多元化的服务例如眉毛种植、胡须种植、发际线种植等，满足消费者的多样化需求。

医疗养固服务：毛发养固医疗服务一般是由持牌医疗机构提供的非手术、非创伤的治疗手段。

- 医疗养固可以解决各种头皮及毛发基本问题，如初期脱发、发质问题、头皮瘙痒、头皮出油等。随着消费者护发养发观念的逐步深入，医疗养固手段也逐步精细化，各种护发养发洗护产品、器械随之兴起，满足不同的细化毛发问题。

医疗养固手段及适应症

| 毛发问题 | 治疗手段 | 适应症 |
|-----------|-----------------------|-------------------|
| 脱、细 | 高级配方、激光、医疗器械、药物等 | 毛发系团、毛囊炎、斑秃、狂脱期等 |
| 痒、炎、屑、枯、油 | 洗护产品、理发店疗养院头皮护理、居家仪器等 | 油脂分泌旺盛、毛发干枯、头皮过敏等 |

资料来源：雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

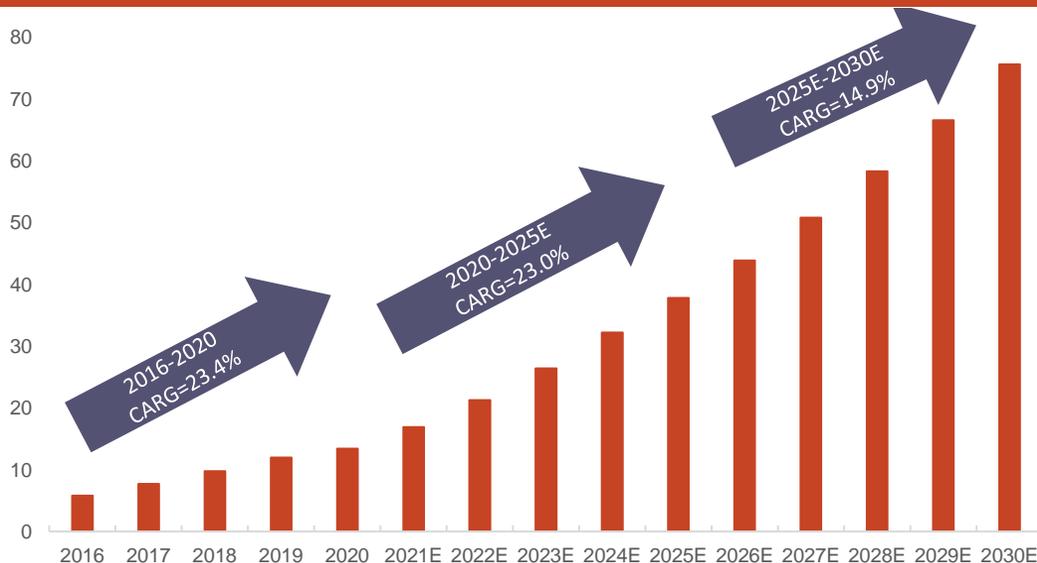
1.3 毛发服务市场有望超千亿，广阔空间可期

毛发医疗服务市场根据是否进行手术可分为植发服务及医疗养固服务两类。

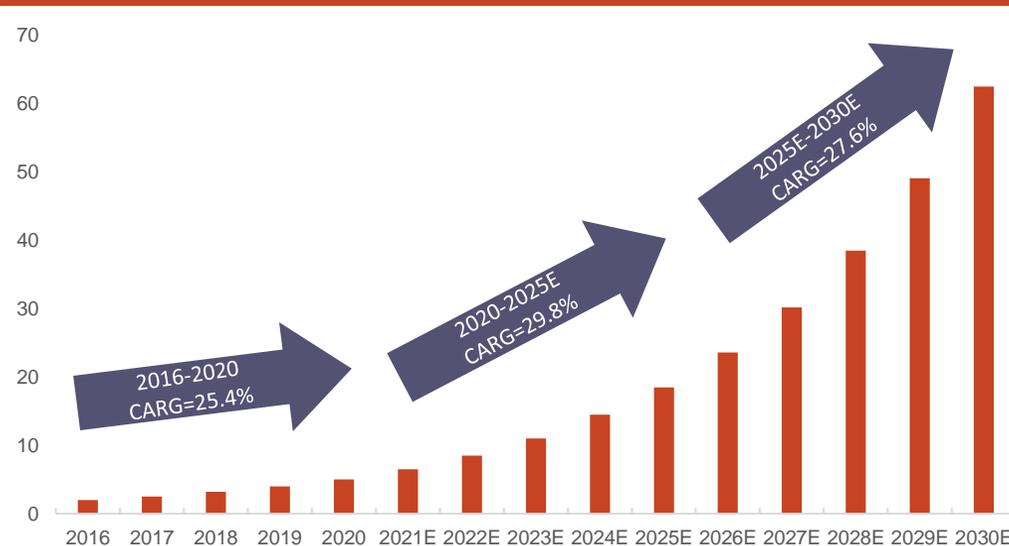
从市场规模来看，据弗若斯特沙利文统计数据，中国2020年毛发医疗服务市场规模达到**184亿元**，2016-2020年复合增速23.93%，并预计以**25.07%**的年复合增速至2025年的**563亿元**，2020-2030年市场规模CAGR有望达到22.3%。

- **植发医疗服务**：2020年中国植发医疗服务的市场规模为134亿元，预计到2025年将达到**378亿元**，对应5年CAGR为**23.0%**；到2030年，市场规模进一步扩大至**756亿元**，对应2025-2030年CAGR为**14.9%**。
- **医疗养固服务**：2020年中国医疗养固服务的市场规模为50亿元，预计到2025年将达到**185亿元**，对应5年CAGR为**29.8%**；到2030年，市场规模进一步扩大至**625亿元**，对应2025-2030年CAGR为**27.6%**。

植发医疗服务市场规模2016-2030E（十亿元）



医疗养固服务市场规模2016-2030E（十亿元）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：弗若斯特沙利文，雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

1.4 毛发医疗服务机构处于产业链中游，民营连锁发力崛起占据市场较大份额

毛发医疗服务行业上游主要为相关药品、器械及耗材制造商，中游为毛发医疗服务提供商，包括民营连锁机构、公立医院植发科、美容机构植发部门及其他民营植发机构，下游主要包括营销端及终端消费者。

- **上游：**主要为医疗器械、耗材等供应商。其中医疗器械主要包括毛囊检测仪、取发器械、种植器械等。
- **中游：**参与者为各类医疗机构毛发医疗服务提供商。包括公立医院植发科室、民营医美整形机构的植发科室、全国民营连锁植发机构、民营非连锁植发机构四大类。
- **下游：**为营销端及终端消费者。根据渠道方式不同分为线上营销渠道（百度、小红书、知乎、抖音、豆瓣、微博等）及线下渠道（公交站、地铁、电梯等），终端消费者覆盖多类型客户人群。

毛发服务产业链



资料来源：头豹研究院，雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

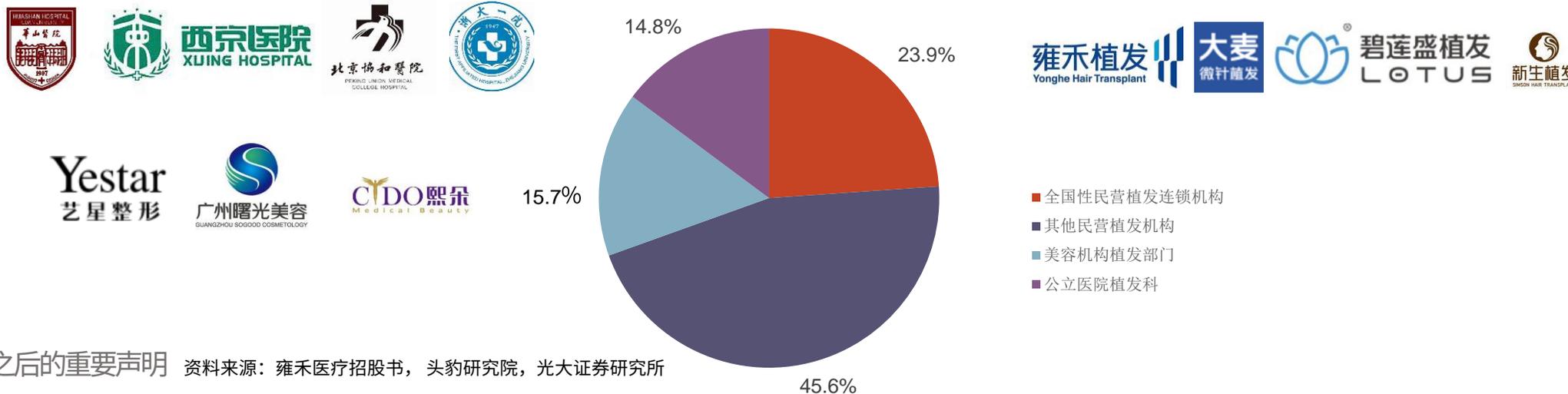
1.4 毛发医疗服务机构处于产业链中游，民营连锁发力崛起占据市场较大份额

植发医疗服务市场较为分散，连锁民营机构市场份额达23.9%。目前植发养发市场参与者主要有公立医院、综合医美机构以及植发护发连锁机构。根据弗若斯特沙利文数据，2020年民营植发医疗机构在中国植发医疗服务市场的收入占比达85.2%，其中连锁植发机构收入占比高达23.9%。

- 公立医院禁止营销，并且医生资源有限，消费者体验通常弱于民营机构；对医生而言植发手术耗时长，回报有限，并且手术技术较低、病患之间差异较小，很难为医生后续科研或者立项提供合适素材。
- 综合医美机构医生资源充足，但是相对于其他医美项目，植发耗时更长，所需的专业性也更低。综合医美机构植发扩张速度一般也不如植发护发连锁机构。
- 连锁植发机构由于其标准化及质量保证等特点，受到潜在患者青睐。

综合医生资源与病患需求的匹配性、机构扩张模式来看，专业植发护发连锁机构最具发展潜力。

植发服务市场份额占比（2020年）



毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

1.4 毛发医疗服务机构处于产业链中游，民营连锁发力崛起占据市场较大份额

雍禾医疗在中国毛发医疗领域为第一大毛发服务提供商。

- 连锁植发机构前四大服务商分别为雍禾医疗、大麦植发、新生植发、碧莲盛植发。
- 2020年，雍禾医疗植发收入以及植发服务患者人数的市场份额占比分别为10.5%、9.9%，居于行业首位；集团内医疗机构数、注册医生人数也位列第一，为中国植发市场最大市场参与者，且远超行业第二。

2020年雍禾医疗及其他连锁植发机构对比

| | | 雍禾医疗 | 大麦微针植发 | 新生植发 | 碧莲盛植发 |
|--------|---------------|----------------------------------|---------------------------------|----------------------|-----------------------------|
| 收入 | 成立时间 | 2005年 | 1997年 | 2021年 | 2005年 |
| | 植发医疗收入（亿元） | 14.13 | 7.1 | 6 | 4.85 |
| | 医疗养固收入（亿元） | 2.13 | 1.8 | 1.5 | 0.85 |
| | 市场份额（按植发医疗收入） | 10.50% | 5.30% | 4.50% | 3.60% |
| 患者人数 | 服务患者数量（人） | 51000 | 30000 | 37000 | 25000 |
| | 市场份额（按服务患者数量） | 9.90% | 7.20% | 5.80% | 4.80% |
| | 医疗机构数目（家） | 48 | 32 | 30 | 29 |
| 注册医生人数 | | 189 | 70 | 60 | 55 |
| 集团竞争力 | 核心技术 | 宝石刀打孔植、LATTICE点阵加密技术、UHE立体艺术无痕技术 | PSE 微针种植术、PTT 微针种植技术，开创高密无痕专利植发 | 新微针3d植发技术、TDDP毛发种植技术 | SHT 无痕植发术、BHT 无痕植发术，提升器械精密度 |

资料来源：雍禾医疗招股说明书，雍禾医疗官网，光大证券研究所

毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

患者基数大、渗透率低，技术发展驱动需求增长

一站式毛发服务加快进展，民营连锁优势逐步凸显

雍禾医疗：毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

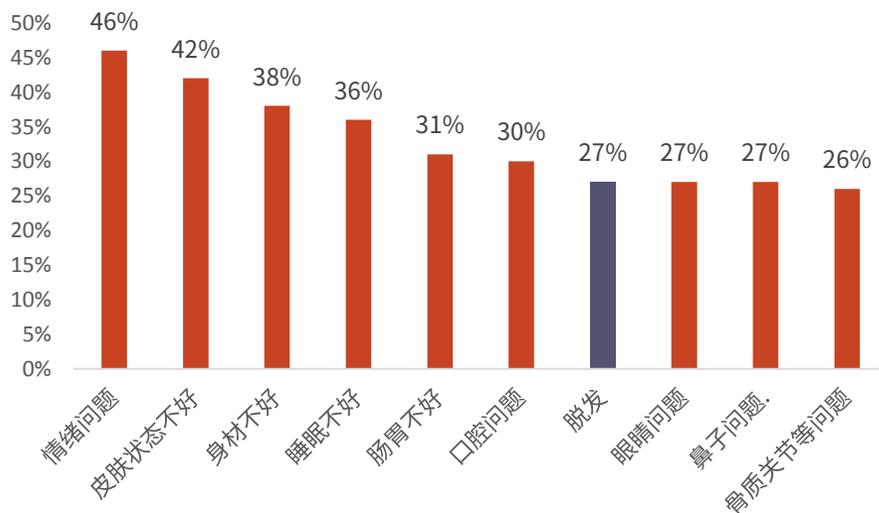
患者基数大、渗透率低，技术发展驱动需求增长

2.1 脱发成为国民健康重要困扰，毛发服务渗透率低

脱发问题成为国民健康重要困扰之一，毛发服务需求人群基数大。

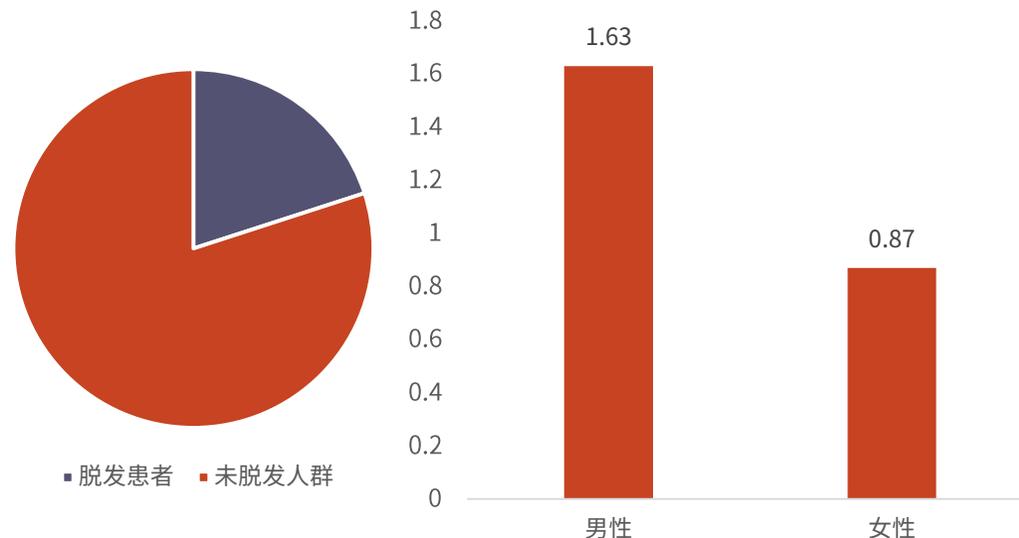
- 根据丁香医生《2020国民健康洞察报告》，约27%的调查者被脱发问题困扰。
- 根据国家卫生健康委员会数据，2020年中国脱发人口达2.5亿人，占人口总数比例高达18%，其中男性1.63亿人，女性0.87亿人。预计到2030年脱发人群增加至2.58亿人，脱发问题刺激的毛发服务需求在不断增长。

脱发问题为国民健康的重要困扰之一



资料来源：丁香医生《2020国民健康洞察报告》，光大证券研究所

中国脱发患者人数占比及性别分布



资料来源：国家卫生健康委员会，光大证券研究所；单位：亿人

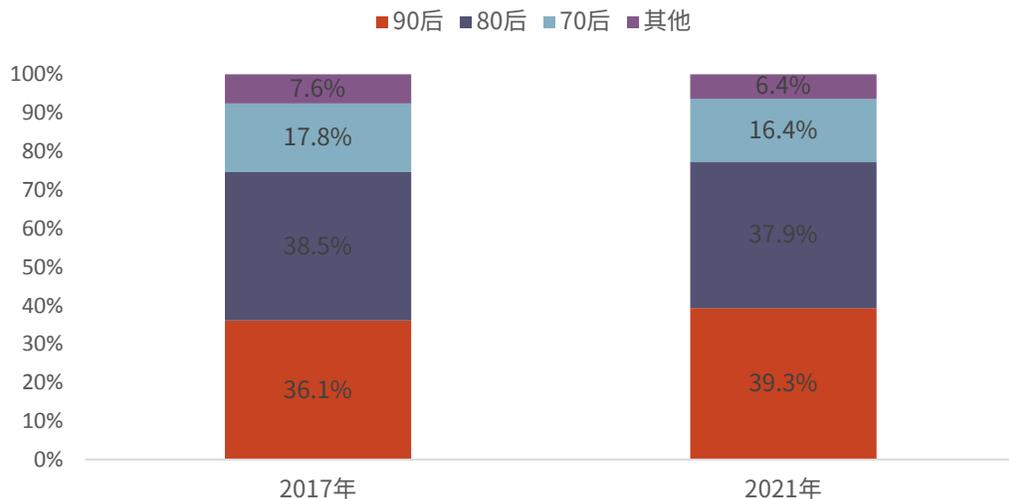
2.1 脱发成为国民健康重要困扰，毛发服务渗透率低

脱发群体年轻化，颜值时代消费意愿增强。

- 根据Mob研究院数据，我国90后脱发人群占比由2017年的36.1%增长至2021年的39.3%，占比已经超过80后（37.9%），脱发现象呈现年轻化趋势。
- 根据阿里健康数据显示，2019年，有超过75%的植护发产品销售给80后和90后。雍禾植发大数据显示，中国植发人群代际分布中超过50%的植发消费者为90后。

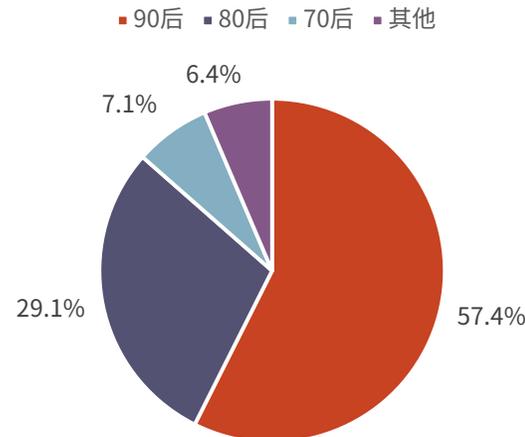
颜值时代下年轻群体受教育程度普遍较高，并且具有一定的消费和支付能力，加上就业和婚恋的压力以及自身对形象管理的重视，年轻群体对植发及其他毛发服务具备更强的消费意愿。

脱发群体逐步年轻化



资料来源：Mob研究院，阿里健康，光大证券研究所

90后成为植发人群主流



资料来源：雍禾医疗，光大证券研究所

患者基数大渗透率低，技术发展驱动需求增长

2.1 脱发成为国民健康重要困扰，毛发服务渗透率低

脱发人群基数大，毛发服务渗透率较低。

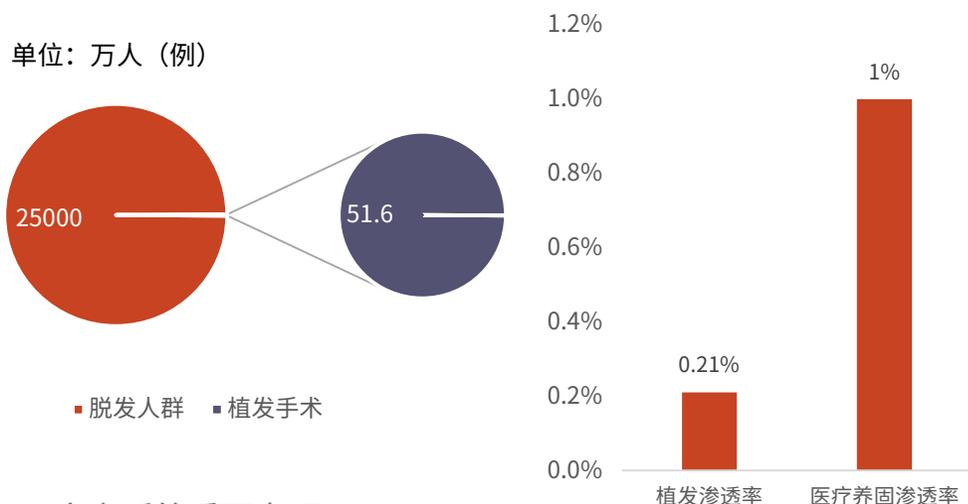
中国共有2.5亿人左右的脱发人口，但植发医疗和医疗养固服务的渗透率均较低。（分别为接受植发收入和接受医疗养固服务的人数除以脱发人数）

- **植发服务**：据雍禾医疗招股说明书数据，2020年中国进行的植发手术仅51.6万例，在2.5亿脱发人口中的渗透率仅**0.2%**；
- **医疗养固**：2020年中国毛发医疗养固服务市场渗透率仅为**1%**。

植发项目订单增加，渗透率有望进一步提升。

- 根据《中国身体塑形市场行业发展白皮书2021》，2018年到2020年，植发类项目订单显著增加，其订单指数从0.5上升到6.3，排名从所有美体塑形项目中排第15名提升到第8名。植发项目订单快速增长，但是总体基数相对较小。

毛发服务渗透率



植发项目订单快速增加

| 2018 | | 2020 | |
|-------------|------------|------------|-------------|
| 皮肤美容 | 15.1 | 100 | 皮肤美容 |
| 医疗美容 | 7.7 | 52.9 | 脱毛 |
| 脱毛 | 6.3 | 26.3 | 肉毒素 |
| 肉毒素 | 4.7 | 14.7 | 水光针 |
| 玻尿酸 | 3.3 | 12.9 | 抗衰老 |
| 水光针 | 2.6 | 11.6 | 玻尿酸 |
| 眼部整形 | 1.8 | 9.5 | 眼部整形 |
| 口腔 | 1.6 | 6.3 | 植发养发 |
| 美容美体SPA | 0.9 | 4.6 | 美体塑形 |
| 半永久 | 0.9 | 4.2 | 鼻部整形 |
| 鼻部整形 | 0.9 | 3.8 | 口腔 |
| 抗衰老 | 0.8 | 2.2 | 自体脂肪填充 |
| 自体脂肪填充 | 0.7 | 1.9 | 私密整形 |
| 美体塑形 | 0.6 | 1.9 | 半永久 |
| 植发养发 | 0.5 | 1 | 胸部整形 |

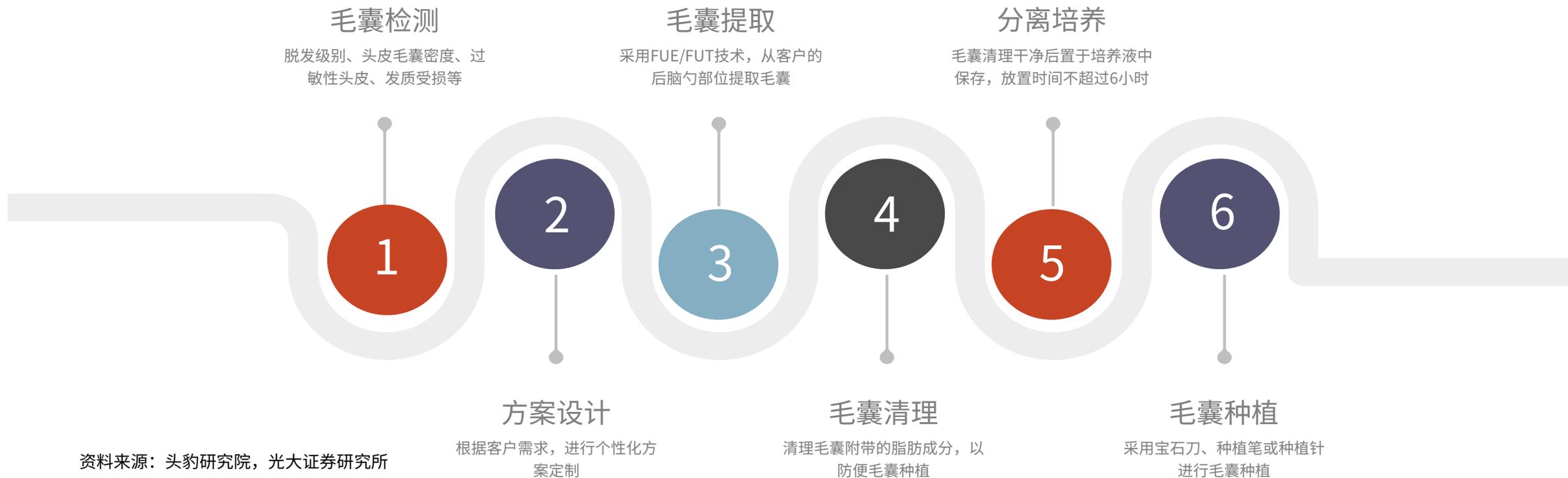
请务必参阅正文之后的重要声明

患者基数大、渗透率低，技术发展驱动需求增长

2.2 植发技术标准化流程有利于促进渗透率提高

植发手术已经形成标准化的流程，主要包括六个步骤：毛囊检测、方案设计、毛囊提取、毛囊清理、分离培养及毛囊种植。

标准化的植发手术流程有利于植发机构迅速扩张，为患者提供标准化服务，满足消费者迅速增长的植发需求。



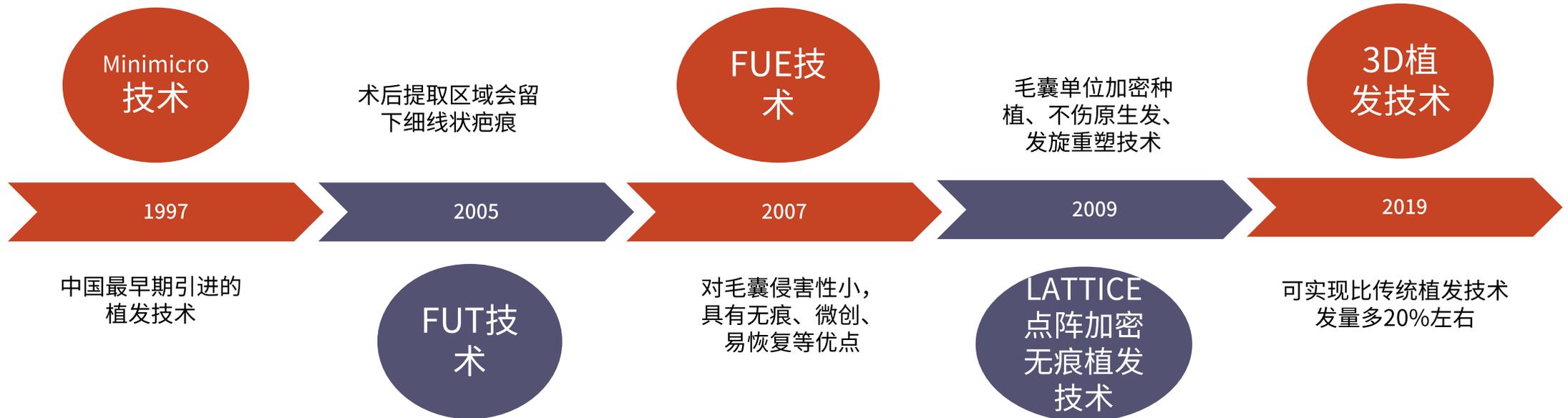
资料来源：头豹研究院，光大证券研究所

患者基数大、渗透率低，技术发展驱动需求增长

2.3 植发技术加快迭代，促进毛发服务需求增长

植发技术国内发展20余年，技术快速迭代不断满足患者需求。

- 国内目前主流植发取发技术为FUT和FUE技术。LATTICE点阵加密无痕植发技术、3D植发技术快速发展，植发技术不断更新迭代，从而为患者打造更好的植发服务，为毛发服务需求增长奠定技术基础。



资料来源：头豹研究院，光大证券研究所

患者基数大、渗透率低，技术发展驱动需求增长

2.3 植发技术加快迭代，促进毛发服务需求增长

FUT和FUE为全球主流植发取发技术。

- 目前全球毛发医疗机构普遍使用毛囊单位移植术(FUT)与毛囊单位提取(FUE)技术植发，植发技术发展成熟，整体手术流程明确清晰。植发整个周期约12个月，前期包括医院对患者进行初诊检测评估、设计手术方案，后续由医护团队开展手术，进行毛囊提取和移植，术后3-12个月植发区毛发开始生长，直至约12个月后植发区毛发完全生长正常。FUE由于具备疤痕下、痛苦程度小及易恢复等特点，逐步受到消费者认可青睐。

取发和植发技术基本成熟，可实现标准化操作，为行业的连锁化发展提供了契机，驱动消费者需求增长。

FUT技术与FUE技术对比

| | FUT技术 | FUE技术 |
|------|-------------------------------|--------------------------------|
| 概念 | 从后枕部提取皮瓣，皮瓣放置在显微镜下分离成毛囊单位后种植 | 利用专业设备在后枕部位分散性地直接提取毛囊后种植 |
| 适用范围 | 适用大面积中重度脱发患者;不适合眉毛、睫毛、胡须等处的移植 | 可适用于大/小面积脱发及其他植发部位，包括眉毛、睫毛、胡须等 |
| 提取数量 | 一次性毛囊单位提取较多 | 一次性毛囊单位提取较少 |
| 术前准备 | 无需剃头 | 后枕部需要剃发（免剃方式除外） |
| 手术时间 | 时间较短 | 时间较长（一般不超过8小时） |
| 助手数量 | 相对较多 | 相对较少 |
| 愈合时间 | 时间较长 | 更短，更容易 |
| 术后疤痕 | 细线性疤痕 | 点状疤痕 |
| 痛苦程度 | 术后紧绷感较强 | 痛苦较小，易恢复 |
| 价格 | 相对较便宜 | 相对较贵 |

资料来源：《Follicular Unit Excision: Current Practice and Future Developments》，雍禾医疗招股书，光大证券研究所

毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

患者基数大渗透率低，技术发展驱动需求增长

一站式毛发服务加快进展，民营连锁优势逐步凸显

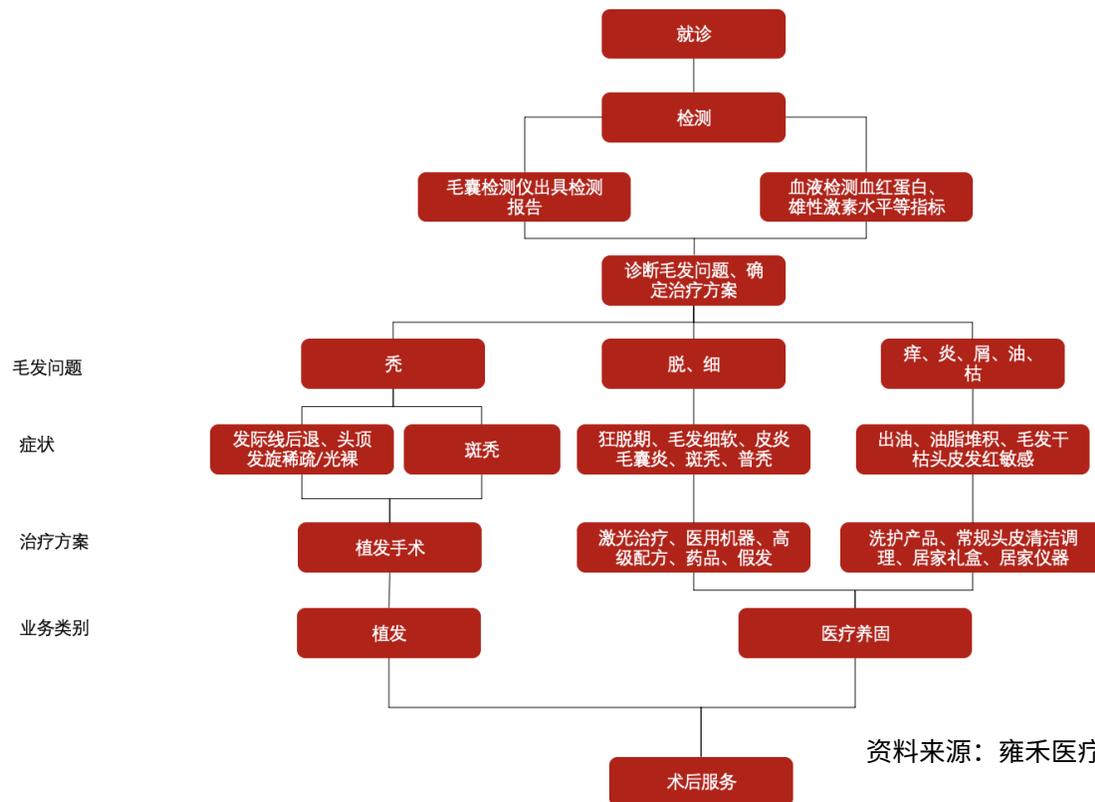
雍禾医疗：毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

一站式毛发服务加快进展，民营连锁优势逐步凸显

3.1 一站式综合毛发管理服务不断发展，满足消费者多样化、个性化需求

消费者毛发问题较为复杂，需要专业诊疗及个性化治疗方案，一站式综合毛发管理可满足不同毛发治疗需求，加强治疗效果，为消费者提供精准个性化治疗方案，服务能力不断提高。

一站式服务提供包括就诊检测、诊断和治疗规划、治疗和治疗后的一站式服务。就诊检测利用公司自主研发的毛囊检测仪为患者提供全面可靠、准确的就诊资料；行业领先的毛发问题检测可为患者提供一份综合诊断报告，详细告知患者脱发原因、毛发问题性质和类别，帮助患者规划合适的一站式治疗方案；治疗和治疗后采用专业化团队为患者提供咨询和关怀服务。



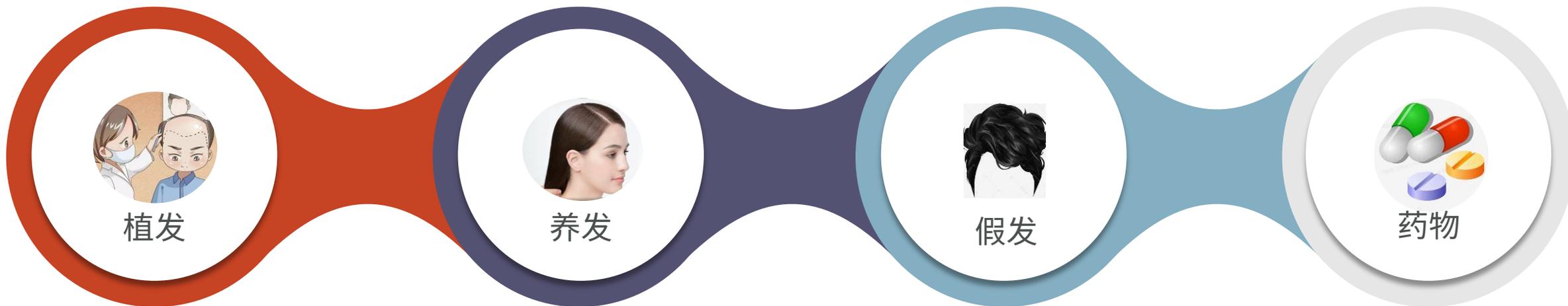
资料来源：雍禾医疗招股说明书，雍禾医疗官网，光大证券研究所

一站式毛发服务加快进展，民营连锁优势逐步凸显

3.1 一站式综合毛发管理服务不断发展，满足消费者多样化、个性化需求

植发+养固协同发展，提升客户服务体验。

毛发医疗机构从单一植发机构向植发+养固的业务模式发展，植发手术后向患者推荐家用的防脱养固产品维持植发效果，或为患者提供由机构的护理人员开展的养医疗级养护服务。毛发服务机构不断加强对业务模式的探索和拓展，不断满足毛发服务消费者的多样需求，提供养发套餐、开展假发业务等，实现多项目融合发展。



通过手术方式为患者解决脱发、发际线后移、鬓角不美观、眉毛种植等需求。

针对植发后患者提供术后巩固服务，巩固植发效果，防止再次脱发。对倾向植发或预防脱发等毛发问题的患者提供养护服务，解决干、枯、硬等发质问题。

对不适合植发的患者提供定制化的假发，满足消费者对发型、发质的多样化需求。

通过外用或者内服药物改善患者毛发问题。

资料来源：雍禾医疗招股说明书，雍禾医疗官网，光大证券研究所

一站式毛发服务加快进展，民营连锁优势逐步凸显

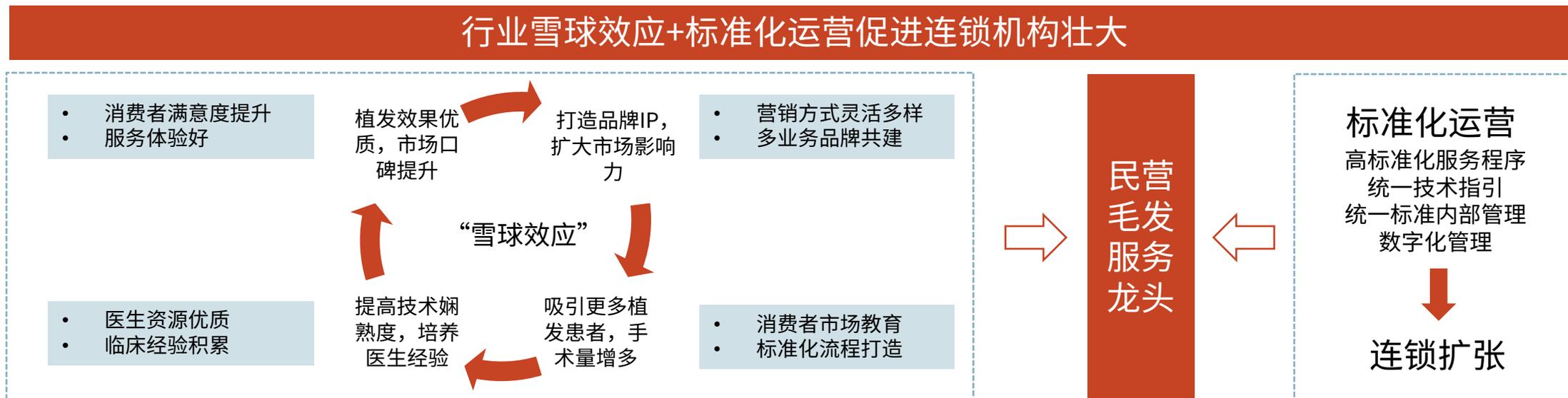
3.2 行业雪球效应助力连锁民营植发机构发展，标准化运营促进全国扩张

“雪球效应”加速植发连锁机构龙头发展，助力毛发服务业绩增长。

- 公司品牌、服务患者数量、手术经验、效果互相影响构成完整的“品牌、客户、服务、口碑”商业闭环。公司优质的品牌吸引更多的患者就诊，利于医生积累更多的手术经验，提高植发效果，形成良好口碑，进一步促进打造公司品牌和优质IP，继而吸引更多患者。“雪球效应”下完整的商业闭环加速植发连锁机构市场扩张、扩大市场份额和提高市场竞争力。

标准化运营和管理有利促进其在全国跑马圈地，不断扩张。

- 标准化运营的公司旗下各机构采用标准员工管理模式，利用数字化系统运营，为客户提供标准化服务。标准化运营经验的积累为在其他地区快速扩张提供基础，同时标准化运营下构建的品牌和口碑也快速传播帮助公司快速获客，加速跑马圈地效率，实现不断扩张。



毛发服务市场有望达千亿，民营连锁机构崛起

患者基数大渗透率低，技术发展驱动需求增长

一站式毛发服务加快进展，民营连锁优势逐步凸显

雍禾医疗：毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

雍禾医疗：毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.1 十余年发展，打造国内知名植发品牌

16年发展造就植发“雍禾”品牌。公司从植发业务起家，拓展医疗养固服务，公司覆盖地域拓展至中国内地以外，可分为三个发展阶段：

- 1) **组建期（2005-2009年）**：创始人张玉于2005年开展植发业务积累专业技术知识，逐步建立内部专业团队。
- 2) **成长期（2010-2017年）**：2010年公司成为中国首家通过ISO认证的植发医疗服务提供商并正式成立。2017年获得中信产业基金投资并收购全球知名毛发服务品牌史云逊的中国内地业务，业务进一步拓展。
- 3) **扩张期（2018至今）**：2018年开始策略性进军医疗养固服务领域并收购美国知名植发医疗服务品牌显赫植发的中国香港地区业务。随着公司在植发领域不断扩张，在重点区域加强覆盖，公司有望不断扩大市场份额，毛发医疗健康服务领域龙头地位更加稳固。

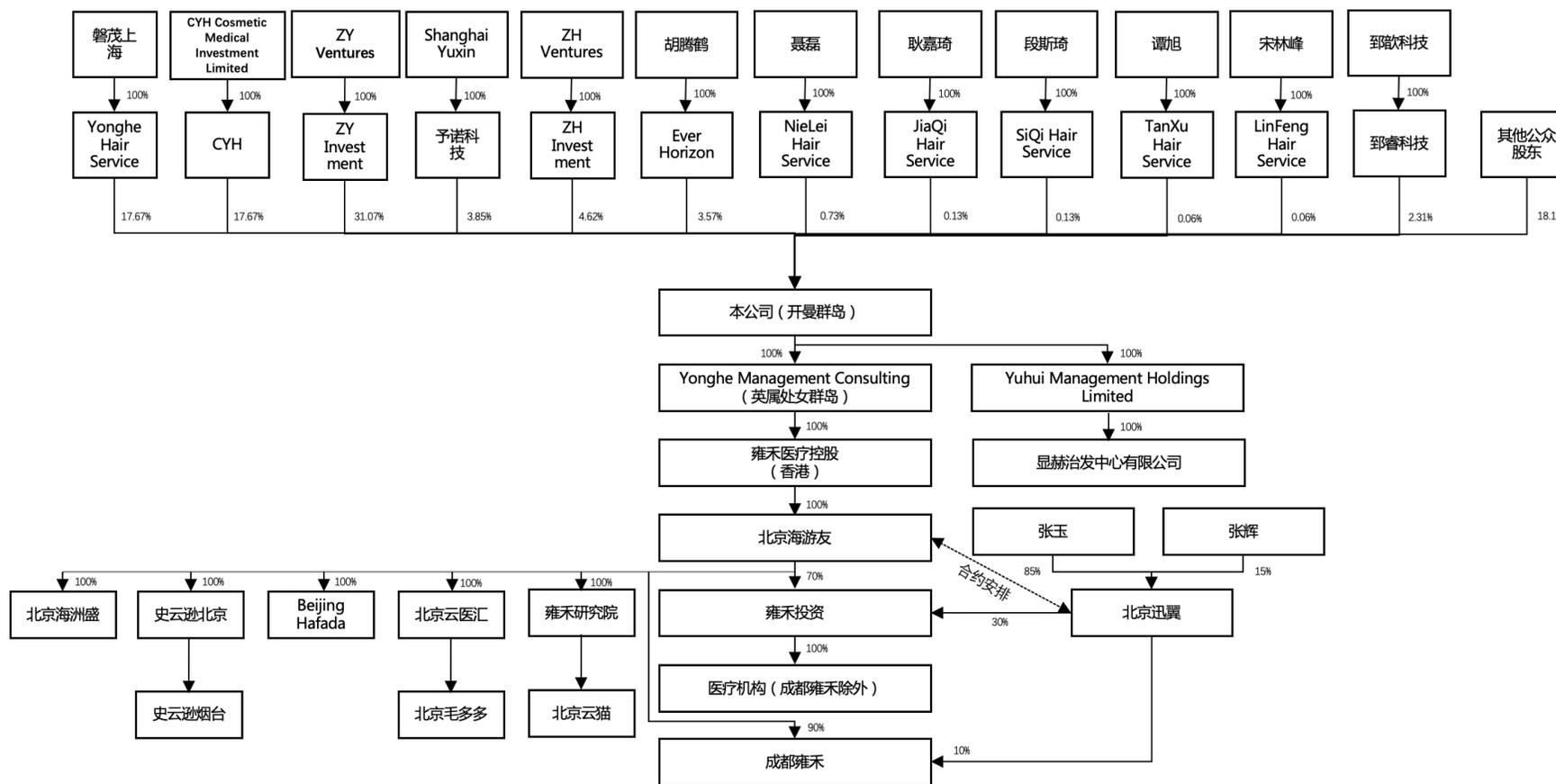


资料来源：雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.2 股权结构集中，管理层经验丰富

创始人兼董事长张玉为第一大股东，股权集中。截至2021年12月1日，张玉先生持有公司合计34.13%股份，为公司第一大股东。其胞弟张辉先生持有公司4.51%股权；中信产业基金持有公司17.27%股权。公司股权结构较为集中。



资料来源：雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所（截至2021.12.1）

毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.2 股权结构集中，管理层经验丰富

管理团队具备丰富业界经验。创始人兼CEO张玉先生深耕植发行业16年，一线业内经验丰富；总裁助理兼运营总监徐洋先生在医疗服务连锁机构及互联网业务管理上有超过18年经验；财务总监韩志梅女士拥有超过23年的公司会计及财务经验；医疗服务总监李小龙先生曾任解放军第309医院副院长、解放军总参谋部管理保障部卫生局副局长；营销总监黄东红先生自2012年以来一直任职于公司，担任多个职务，包括区域销售经理。公司管理团队具备资深的行业经验，有望推动维持公司行业龙头地位。

| 姓名 | 职位 | 年龄 | 职责 | 履历背景 |
|-----|----------------|-----|--------------------|---|
| 张玉 | 董事长、执行董事及首席执行官 | 35岁 | 整体战略规划、业务方向及运营管理 | 2005年进入植发领域，2010年以“雍禾”品牌创办集团，2018年开始担任中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会毛髮医学与头皮健康管理学组副组长。 |
| 徐洋 | 运营总监兼首席执行官助理 | 42岁 | 日常营运及行政事宜 | 南开大学工商管理硕士，曾担任百度在线网络技术（北京）有限公司产品经理、北京伊美尔医疗科技集团股份有限公司旗下一家医院的院长。 |
| 韩志梅 | 财务总监兼联席公司秘书 | 44岁 | 融资、会计、预算控制、内控、财务管理 | 拥有超过23年财务经验，曾任任氩空间（北京）信息技术有限公司财务总监、慈铭健康管理集团股份有限公司财务中心总经理等。 |
| 张辉 | 执行董事及采购总监 | 34岁 | 整体采购管理及业务发展 | 自2011年5月起担任集团采购总监，拥有超过10年医疗养固服务行业供应链管理经历，制定及优化有关供应链管理及业务发展相关的策略和流程。 |
| 李小龙 | 医疗服务总监 | 56岁 | 医疗质量监控及程序规范化 | 拥有超过10年医疗服务行业经验，曾任解放军第309医院副院长、解放军总参谋部管理保障部卫生局副局长。 |
| 黄东红 | 营销总监 | 35岁 | 整体品牌、销售及营销管理 | 拥有超过9年销售及营销行业经验，曾任本集团多个职务包括区域销售经理等。 |

资料来源：雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.3 公司业务快速增长，医疗养固占比提升

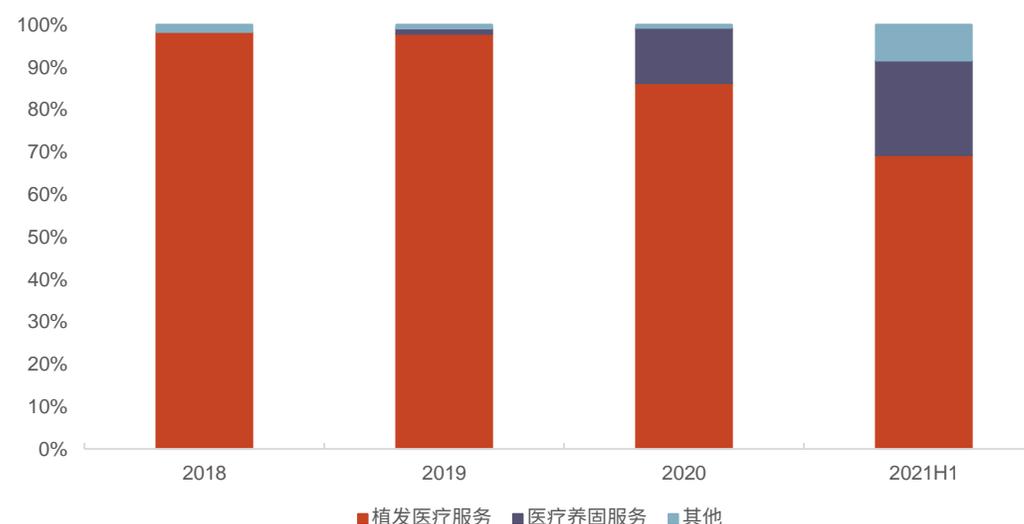
公司业务步入快速发展期，医疗养固服务收入占比逐步提升。

- 公司2018-2020年营收年复合增长率达32%，归母净利润年复合增长率达74%。
- 公司业务主要为植发医疗服务和医疗养固服务两部分，医疗养固服务收入占比逐步提升，2021H1达22.3%。

公司收入利润快速增长（亿元）



医疗养固服务收入占比逐步提高

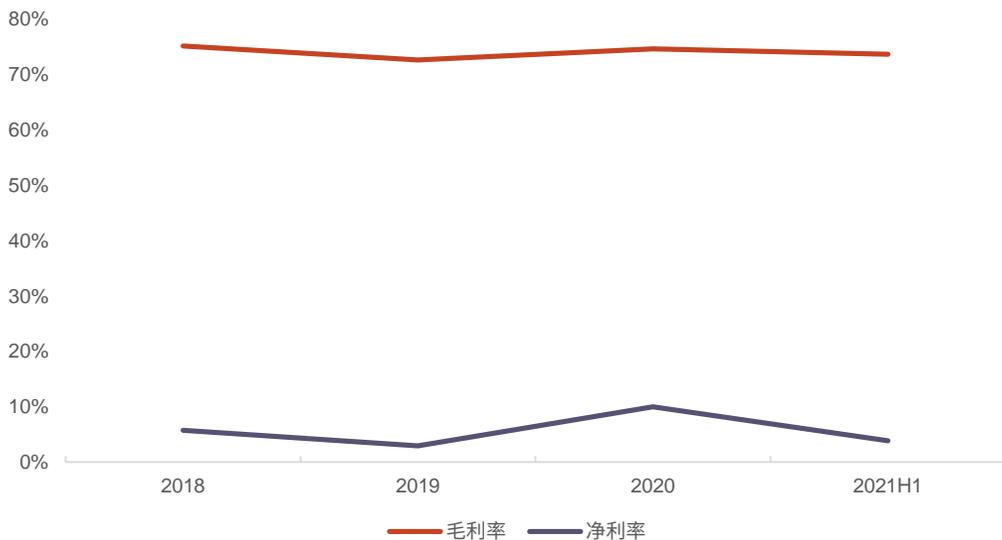


毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

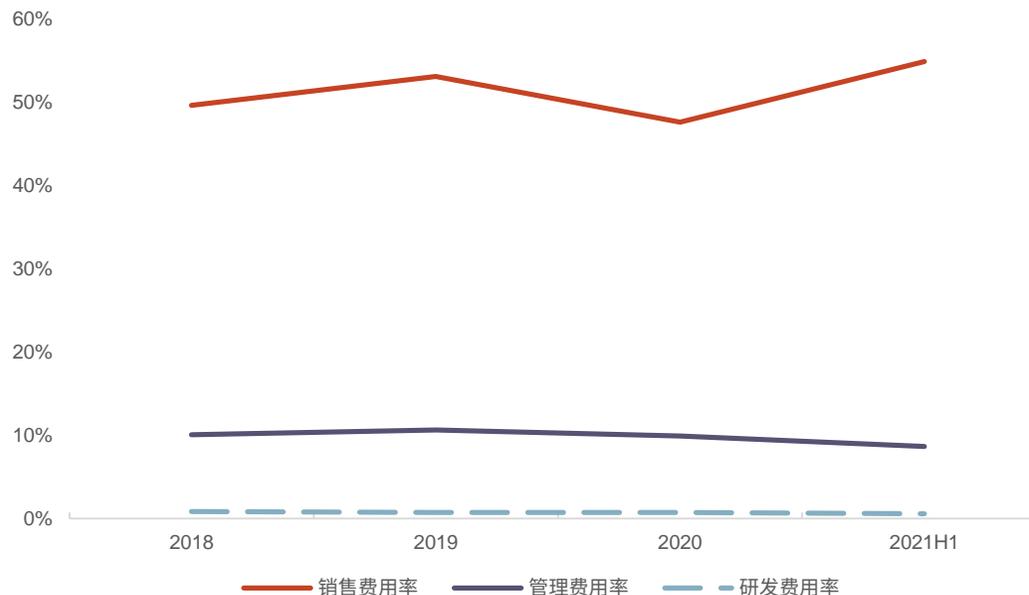
4.4 公司毛利率维持较高水平，销售费用支出较大

2018-2021H1毛利率均维持在70%以上，公司净利率波动较大。其中销售费用支出占比较大，销售费用率维持在50%左右，管理费用率约10%、研发费用率不到1%。公司业务属于偏医美业务，获客支出较大。总体上，公司2018年以来费用率基本保持稳定。

公司毛利率基本稳定且水平较高



销售费用率维持较高水平



毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

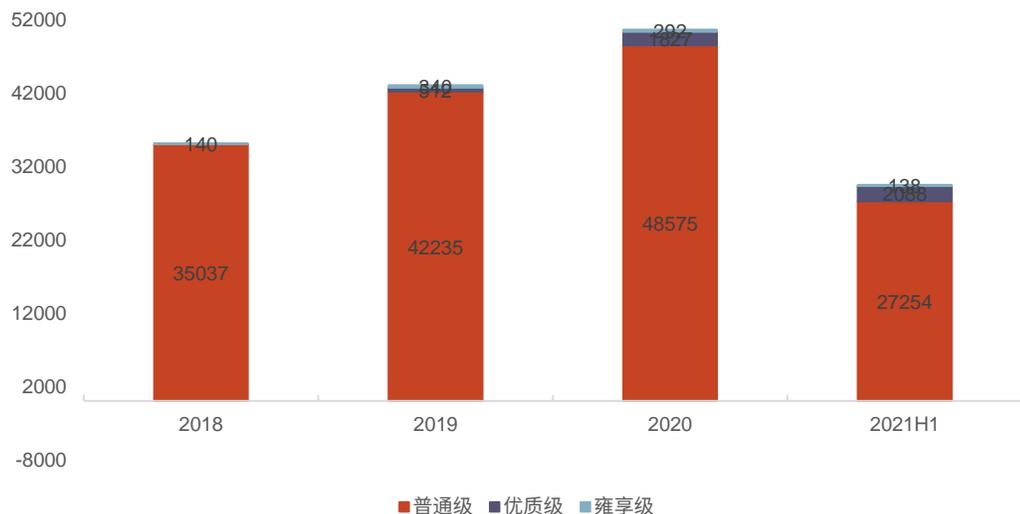
4.5 植发业务不断横向拓展，满足服务需求吸引更多消费者

植发多等级服务体系满足消费者多样化需求，解决患者脱发问题。根据患者可支付能力、需求、及医生经验技能，公司可提供包括普通级、优质级、雍享级在内的多等级服务，以满足不同患者的需求。

公司持续拓展植发服务体系，吸引更多消费者。公司不断推出新的服务项目满足不断变化的市场需求，在传统的植发基础上增加了眉毛种植、降低发际线、鬓角种植等植发手术，吸引更多的消费者尤其是女性群体。

| 等级 | 价格 | 服务 |
|-----|--------------|-----------------------|
| 普通级 | 20000-30000元 | 标准植发手术 |
| 优质级 | 30000-50000元 | 院长、主任或副主任提供升级和定制化植发手术 |
| 雍享级 | 100000元 | 知名专家提供个性化植发手术 |

植发手术不同等级服务人数



公司植发服务体系不断完善



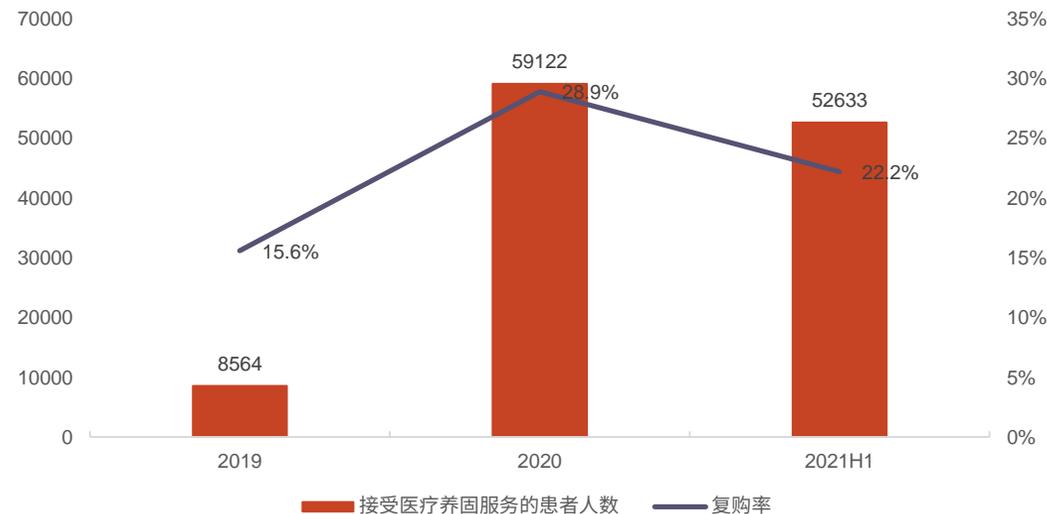
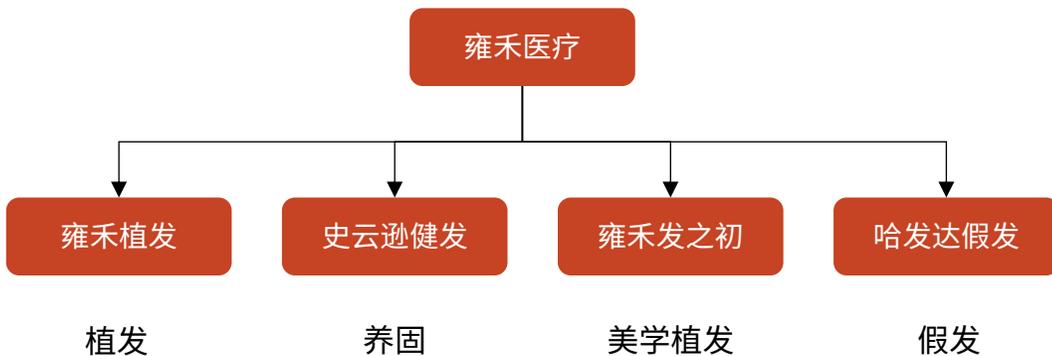
毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.6 纵向全生命周期拓展，实现多业务共同发展

发展一体化治疗、植发、养发、假发的毛发服务体系，基于毛发服务全周期业务，多品牌共同发展。公司除植发业务外，收购英国史云逊布局医疗养固服务；打造“发之初”女性美学植发品牌；设立哈发达假发研发生产中心为患者提供定制假发产品，毛发医疗服务项目持续丰富和不断完善。

“史云逊”店中店提供医疗养固服务，服务患者多样毛发需求。除脱发外，患者受到头皮油腻、头皮屑、干枯等问题困扰，医疗养固可帮助患者解决不同毛发问题。

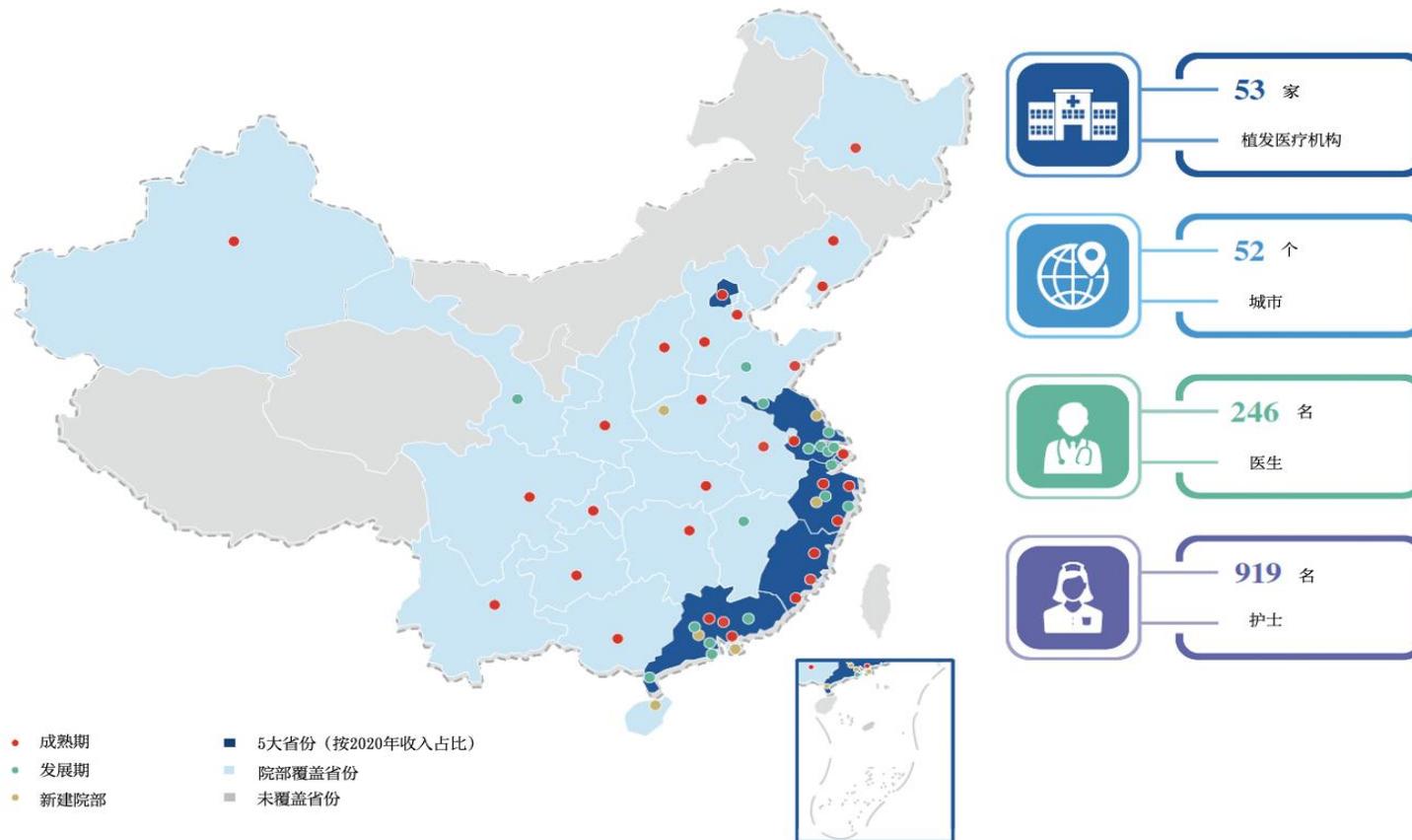
植发+医疗养固的一站式服务有助打造从非手术方式的毛发洗护、护理、诊疗到手术方式的植发一站式服务，可有效提高品牌知名度、顾客黏性及公司收益。



毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.7 高效扩张，跑马圈地抢占市场

公司医疗机构快速扩张，覆盖全国主要城市。公司的植发医疗机构数由2018年30家增长至2021年12月的53家，覆盖中国26个省、自治区及直辖市以及中国香港在内的52个城市。公司连锁扩张能力较强，加速向全国区域布局、抢占市场。53家门店主要分布在华东及华南地区，其中华东23家，华南10家。各店均处于经济发达城市或省会城市。



毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.7 高效扩张，跑马圈地抢占市场

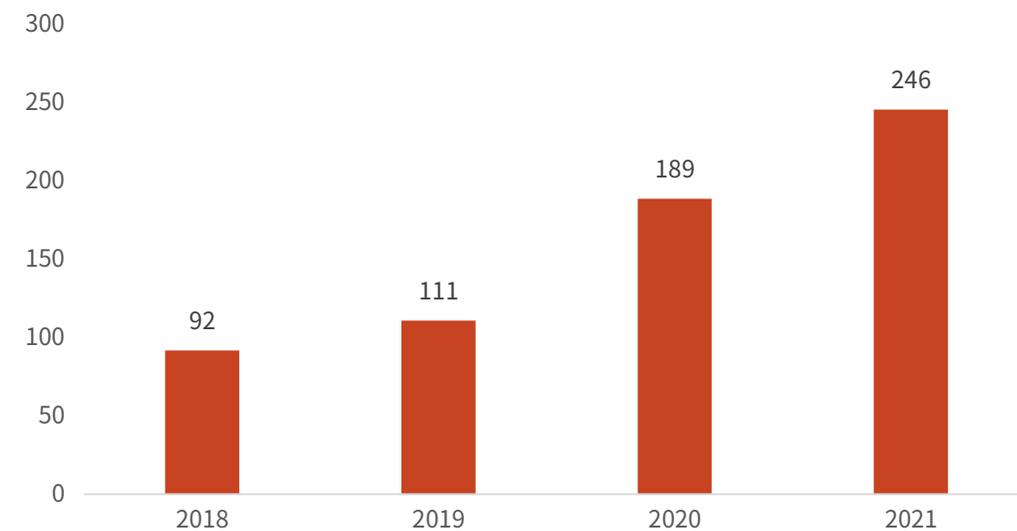
打造区域龙头，实现重点覆盖。公司深耕包括华南、华东等区域人口密集、经济发达的地区，力求加速发展成为区域龙头。公司积极在华东和华南布局，目前两地区分别有23家、10家医疗机构门店，并计划不断通过收购非连锁性地方植发机构加速覆盖。

医生资源行业领先，蓄力进一步扩张。截至2021年12月，公司建立一支由246名注册医生及919名护士组成的专业医疗团队，数量超过行业内第二、三名总和。公司充足的医疗人员为快速扩张奠定人员基础。

| 地区 | 覆盖省份 | 数量 |
|----|----------------------|----|
| 华东 | 上海、浙江、江苏、福建、江西、安徽及山东 | 23 |
| 华南 | 广东、广西 | 10 |
| 华北 | 北京、天津、河北及山西 | 4 |
| 西南 | 四川、贵州、云南及重庆 | 4 |
| 华中 | 河南、湖北及湖南 | 4 |
| 西北 | 陕西、甘肃及新疆 | 3 |
| 东北 | 黑龙江及辽宁 | 3 |
| 香港 | | 1 |

注：另有一家收购的医疗机构，即位于香港地区的显赫植发

公司医生数量稳定增加，蓄力扩张基础

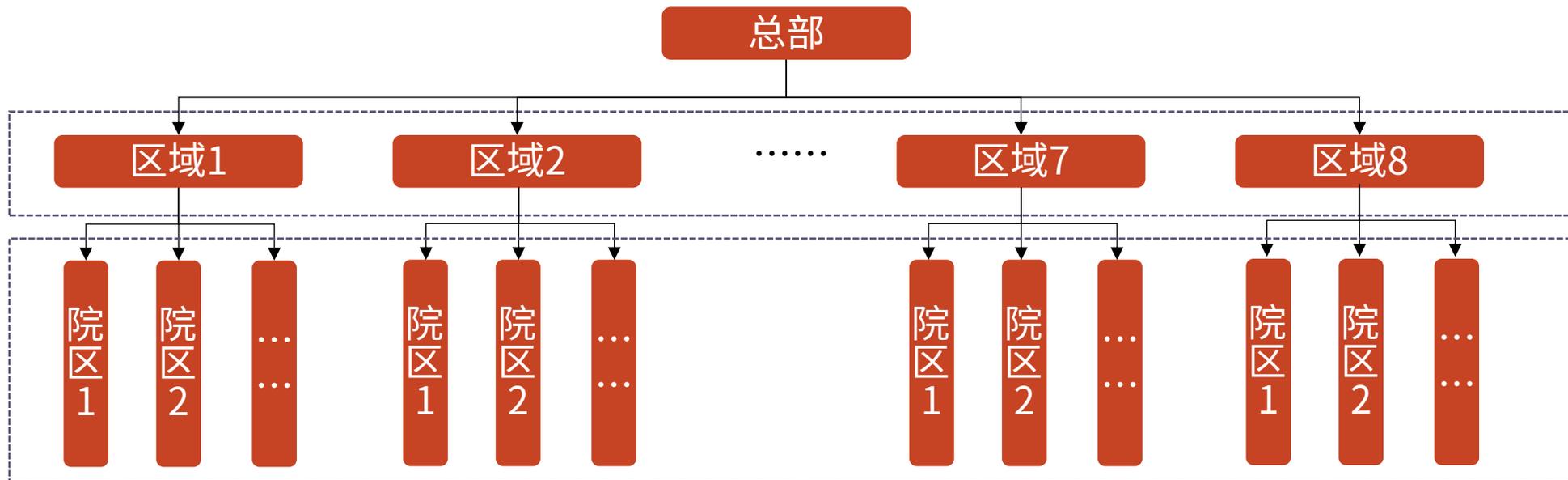


资料来源：雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.8 分层管理规模化运营，保持行业领先水平

“总部+区域+院部”分层管理，实行标准化运营。总部对集团医疗安全、合规、品牌及营销策略、采购、信息技术、财务等维持有效控制，确保医疗服务质量和资源分配效率；院部网络包括8个区域，各区域负责直接监督其区域内医疗机构，确保质量保证、经营管理、资源分配及成本控制；院部负责日常运营和财务表现。总部、区域、院部组成的组织架构和标准化运作促进集团规模化扩张。



资料来源：雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.9 复制扩张稳步推进，机构布局向低线城市发展

运营能力领先，促进医疗机构建设升级。

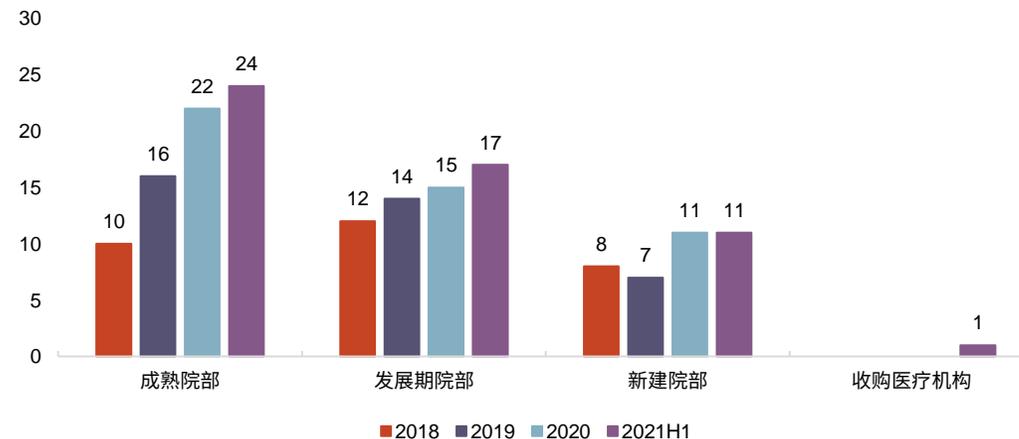
- 借助高标准化医疗流程、短平快的医生培训体系以及民营机构较强的人员流动性，再加上品牌连锁化带来的优势，新店营收能够快速爬坡。根据弗若斯特沙利文数据，公司平均初始收支平衡期为3个月，平均现金投资回收期为14个月，低于中国民营医疗机构的平均水平。
- 公司组织能力高效，总部在建设、设备采购和人才招聘等方面实施支援，一般不超过八个月就能建立一个占地约2500平方米的新医疗机构，运营满三年可达成成熟期，平均单店收入可较首年增长大概400%，具有较强可复制性，为扩张提供有力支撑。公司目前有24个成熟院部，17个发展期院部和11个新建院部。公司各院部发展迅速，具备较大发展潜力。

运营建设图



资料来源：雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

公司旗下各阶段医院数量



毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.9复制扩张稳步推进，机构布局向低线城市发展

持续推进扩张，布局二线及地线城市。得益于公司高度可拓展业务模式，公司计划于国内二线及低线城市建立约50家新植发医疗机构。公司目标扩大低线城市的市场覆盖，提高当地植发渗透率，以进一步抢占植发市场。

雍禾医疗2021-2022年扩张计划

| 位置 | 目前状况 | 估计建筑面积 (m ²) | 预计开业年份 |
|-----|------|--------------------------|--------|
| 江苏 | 正在装修 | 2420 | 2021年 |
| 福建 | 正在装修 | 2390 | 2022年 |
| 广东 | 正在装修 | 2089 | 2022年 |
| 山东 | 规划中 | 2000 | 2021年 |
| 广东 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 广西 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 贵州 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 内蒙古 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 河北 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 河北 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 河南 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 河南 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 山东 | 规划中 | 1674 | 2022年 |
| 山东 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 浙江 | 规划中 | 2000 | 2022年 |
| 浙江 | 规划中 | 2000 | 2022年 |

资料来源：雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.10 先进技术赋能标准化运营，提升服务专业度

数字化赋能优质服务和管理。公司是目前唯一一家实现实时展示及分析患者人数、植发手术量、毛囊移植量等各种关键营运指标的植发连锁医疗机构。实时数字化提高了服务透明度和患者治疗体验；同时更快更精确发现并满足患者需求，有效管理及预测客户需求。

智能化提升服务化专业程度。公司智能咨询软件包括图文、语音及视频等服务，可为患者提供专业的线上及术后服务。公司积极推出智能化设备，如毛囊检测仪，采用智能图像识别、大数据演算法等先进技术，提升患者就诊体验度和服务专业化程度。

线上服务扩大服务范围。公司组建专门线上服务的运营团队，为患者提供线上咨询和术后关怀等服务，公司微信小程序注册用户已超过81万名，另外公司持续推动线上医院建设，提升线上诊疗能力和服务范围，在线上销售药品及医疗器械以及线上提供医疗诊断及治疗服务。公司线上服务不断深入有望进一步提升公司竞争力。

数字分析系统



智能毛囊检测仪



微信服务小程序



资料来源：雍禾医疗招股说明书，光大证券研究所

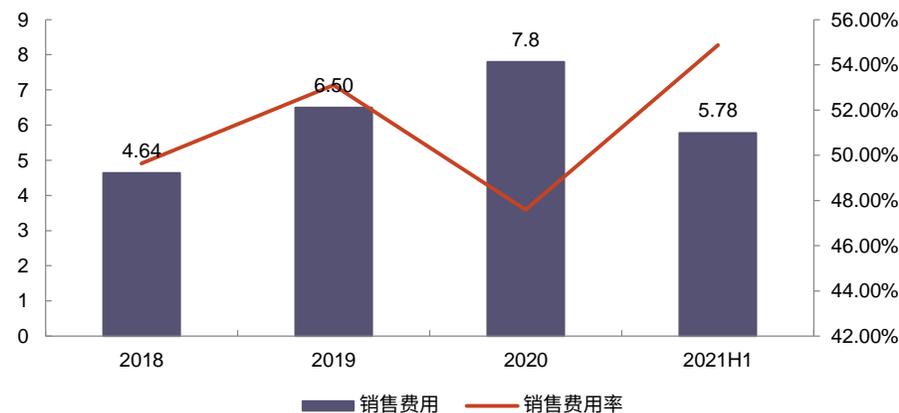
毛发医疗服务龙头，跑马圈地全国扩张

4.11 线上线下双渠道获客，注重营销及品牌打造

线上线下双渠道营销，多形式结合全面开展。公司设计有全面销售策略，从之前以单一搜索引擎为主拓展到线上社区推广、搜索引擎、社交网络、线下展示等多点开花。线上线下双渠道结合方式使用各类形式广告（品牌广告、效果广告）推广公司品牌和服务。公司积极和腾讯、字节跳动、百度等开展线上合作投放广告，增强公司品牌知名度、吸引潜在客户人群。线下加强消费者教育，举办研讨会分享毛发健康知识，提高消费者健康意识，培养潜在客户人群；同时积极利用地铁、电梯及公共汽车等投放品牌广告。

营销费用基本稳定，获客经营不断加强。2018-2020年公司销售费用投入4.64/6.50/7.80亿元，销售费用率分别为49.6%/53.1%/47.6%。医生个人技术水平在植发行业不起决定性作用，消费者很少会“寻找名医”去植发，获客主要依赖平台，造成高营销费用。公司保持较高销售费用加强广告投入，实现短期获客，植发业务和医疗养固业务消费人群快速增长；利用品牌广告，长期促进客户对品牌和服务认知度方面的提升，打造品牌优势。公司持续不断评估和监控促销活动，进一步提高品牌意识、获取更广泛的客户基础。

| 营销类型 | 具体方法 |
|------|--|
| 品牌广告 | 线上与腾讯和字节跳动等渠道合作，投放展示广告，以接触广泛的潜在客户群，提高品牌知名度；线下在重点城市的地铁站、写字楼、商业中心等客流量大的地点投放展示广告；公司还通过赞助流行体育游戏和电视节目增加品牌知名度。 |
| 效果广告 | 与国内领先的线上渠道进行合作，投放不同类型的以绩效为基础的广告。比如在百度、微博、B站、抖音等平台投放，吸引潜在客户。 |
| 线下活动 | 公司专业医务人员与销售人员会不定时拜访区域内大型企业，举办研讨会，分享毛发养护知识等，扩大品牌影响力。 |



吸引客户不及预期

植发医疗服务一般为一次性服务，若未能持续吸引新客户将无法维持类似水平的新客户人群，可能会对行业前景产生重大不利影响。

医生流失风险

植发业务对医生技术要求、专业度要求较高，医生是集团竞争力构成的重要因素。短期内市场上资格经验丰富的医生数量有限，如果医生流失数量较大，或不能持续稳定招募医生，可能会对行业产生重大不利影响。

品牌声誉受损风险

行业内公司的品牌优势对经营及业务具备较大影响，任何负面评论或指控都有可能损害其形象和品牌，导致现有及潜在客户流失，从而对行业产生不利影响。

医疗事故风险

毛发医疗服务安全至关重要，尽管植发手术风险很小，但仍有可能因为失职、操作不当、或器械设备故障等导致医疗事故。

衷心 感谢

光大证券研究所



医药生物研究团队

林小伟

- 📄 执业证书编号: S0930517110003
- 📧 邮件: linxiaowei@ebscn.com
- ☎ 联系电话: 021-52523871

吴佳青

- 📄 执业证书编号: S0930519120001
- 📧 电子邮件: wujiaqing@ebscn.com
- ☎ 联系电话: 021-52523697

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。