

# 雍禾医疗：打造毛发健康产业第一股

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号：S0680521030001

邮箱：zyn@gszq.com

打造极致专业与效率

- **公司简介：专注“头等大事”，成就中国植发第一股。** 雍禾医疗成立于2005年，是中国最大的植发医疗机构服务提供商，以“雍禾植发”为主营品牌提供植发服务，“史云逊”品牌运营医疗养固服务。2018-2020年，公司总收入为9.3/12.2/16.4亿元，CAGR 32.51%，旗下医疗机构数量从30家增至48家，归母净利润0.5/0.4/1.6亿元，CAGR 74.7%，毛利率稳定在75%左右，净利率从5.7%提升至10%。
- **赛道前景：毛发服务市场规模持续高增，植发与固发渗透率提升驱动未来增长。** 脱发患者人数高达2.5亿人，年轻化趋势明显，随着收入提升及治疗技术升级，实际消费群体扩大。2020年，中国毛发医疗服务市场规模达184亿元（4年CAGR 23.9%），其中植发医疗服务占比72.8%，医疗养固市场占比27.2%。植发手术渗透率低，2020年全国手术数量51.6万例，渗透率仅为0.21%，医疗养固市场处于起步阶段，受植发手术渗透率提升及医疗养固加速发展双重驱动，预计2025年中国毛发医疗服务市场可达563亿元，2030年增至1381亿元。
- **竞争优势：用户服务+渠道建设多项优势巩固雍禾植发国内龙头地位：1) 品牌优势：**16年深耕打磨植发领域第一品牌，在运营医疗机构51家、年度治疗患者数9.11万人、注册医生数229人，均位列行业第一；**2) 用户服务：**三级植发用户服务，植发&养固一体化布局。2020年植发患者数量同增18%，中高档服务患者同增257%，带动客单价增长。24个成熟院部单店年收入近500万，专业医护团队+优质管理提振单店经营效率；**3) 渠道优势：**销售费用投入近8亿元，线上线下双渠道营销，加强品牌的用户教育，造就植发首选；**4) 技术优势：**国内独家FUE 2.0+LATTICE组合方案，兼顾美观、无痛与存活率。
- **未来规划：拓展女性用户，丰富业务线与多品牌矩阵。** 1) 医疗机构扩张：2021-2022年计划新增16家医疗机构，总机构数增至67家，中期全国医疗机构达100家；2) 业务与品牌扩张：北上广深开设4家综合毛发医院，设立多个毛发专科，开发女性客户，提供美人尖植发等个性化与美颜治疗服务，培育女性植发品牌等，建立多品牌矩阵。
- **风险提示：**行业需求增长不达预期；竞争格局趋于激烈；盈利能力下降；法律诉讼风险。

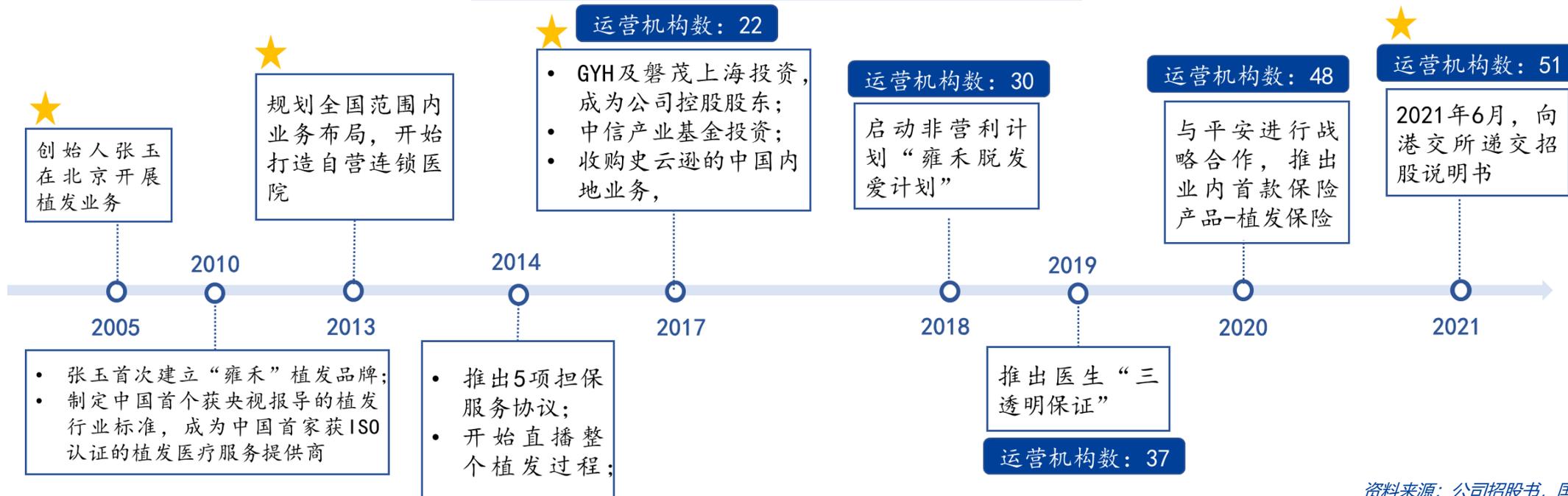
- 01 公司简介：中国最大的植发医疗机构服务提供者
- 02 行业前景：毛发健康产业链低渗透率、高客单价、用户年轻化
- 03 业务亮点：三级植发用户服务，植发&养固一体化布局
- 04 未来规划：拓展女性用户，丰富业务线与多品牌矩阵

# 1.1 公司概况：专注“头等大事”，成就中国植发第一股

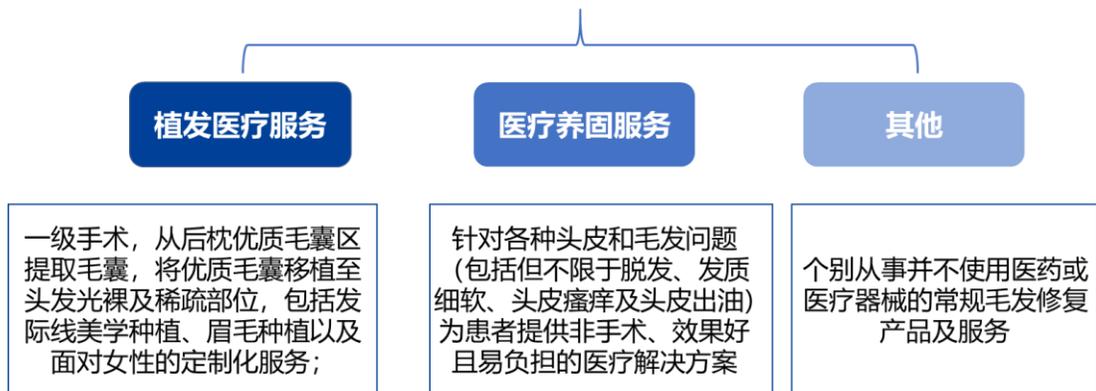
➤ 雍禾医疗是中国最大的植发医疗机构服务提供者，成立于2005年，主要经营品牌为“雍禾植发”，现已经形成了囊括脱发门诊、药物治疗、史云逊健发中心、哈发达假发研发生产中心等业务的毛发医疗综合体。2020年，总收入、注册医生人数、运营中的医疗机构数量、治疗患者数均排名第一。

- **收入**：公司2020年来自植发的总收入达14亿元，超过第二、第三的总和；
- **医生数量**：公司已建立一支约1200人的行业内规模最大的专业医疗团队，包括229名注册医生及930名护士，超过行业第二、第三名的总和；
- **机构数量**：公司在中国内地50个城市经营51家医疗机构。2018-2020年期间，公司新开设26家医疗机构，新设机构增速远超行业第二；
- **患者数量**：截至2020年，公司总治疗患者累计达91069人，治疗的植发手术患者累计达50694名，排名行业第一；

图：公司发展历程



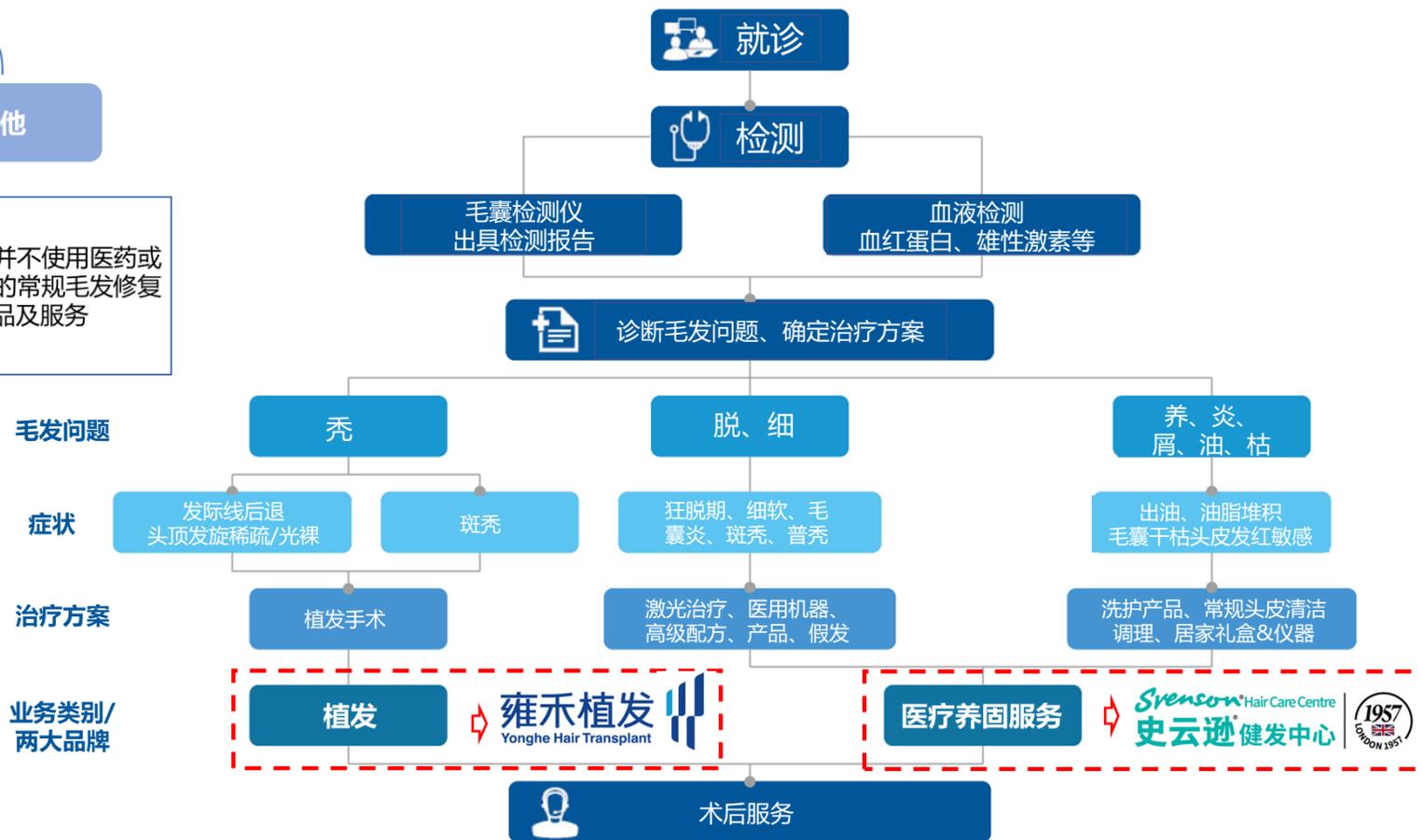
# 1.2 主营业务：植护结合，提供一站式毛发医疗服务



图：2018-2020年公司主营业务收入（亿元）



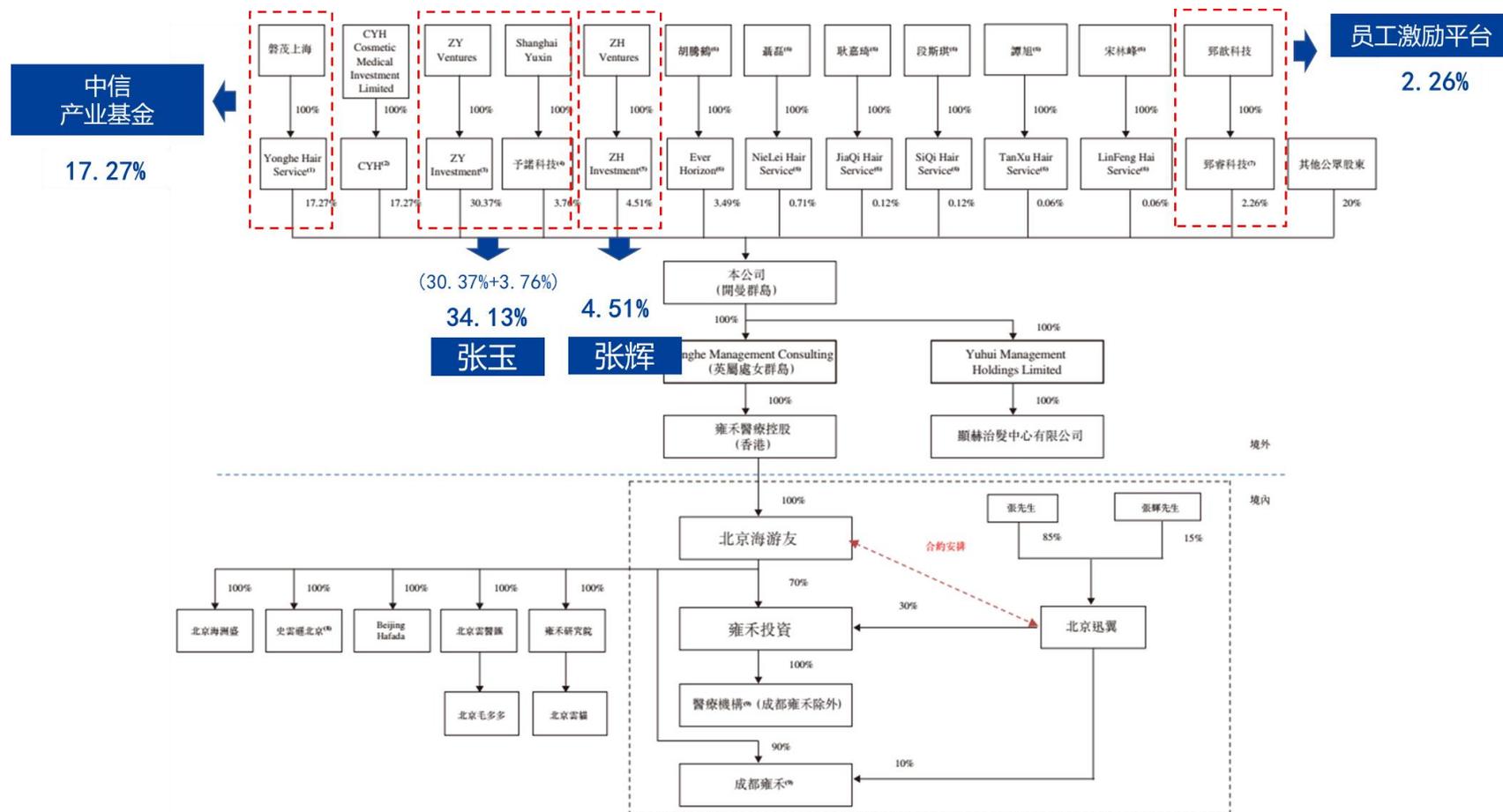
图：公司一站式毛发医疗服务流程



# 1.3 股权结构：创始团队股权集中，中信产业基金加持助力

- 公司股权结构集中，前3大股东合计持股55.91%。
- 实际控制人为创始人张玉，通过信托控制ZY Investment持有公司34.13%股权，张玉胞弟张辉持有公司4.51%股权；中信产业基金为最大外部股东，通过磐茂上海持有公司17.3%股权；公司设立员工激励平台郅睿科技，通过郅睿科技持股2.26%。

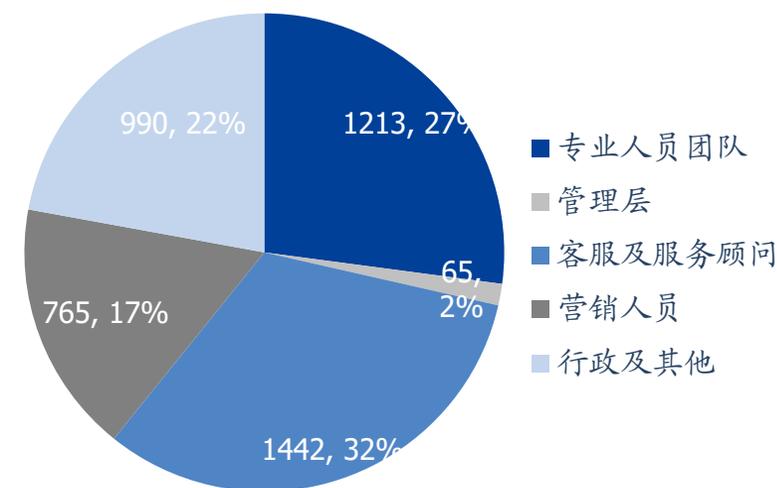
图：公司股权结构



# 1.4 管理团队：行业经验超10年，医护团队逾1200人

- 公司管理层以创始人张玉为核心，分别在行政、财务、医疗等领域拥有逾10年从业经验，其中：李小龙先生于2011年3月至2013年6月担任解放军总参谋部管理保障部卫生局副局长，于2015年3月至2018年3月担任解放军第309医院副院长。
- 截至2021H1，公司员工合计4475人，其中客服及服务顾问人数1442名，占比最高，为32%；专业医护团队拥有1213人，占比27%；行政及其他人员为990人，占比22%；营销人员765人，占比17%。

图：公司人员结构



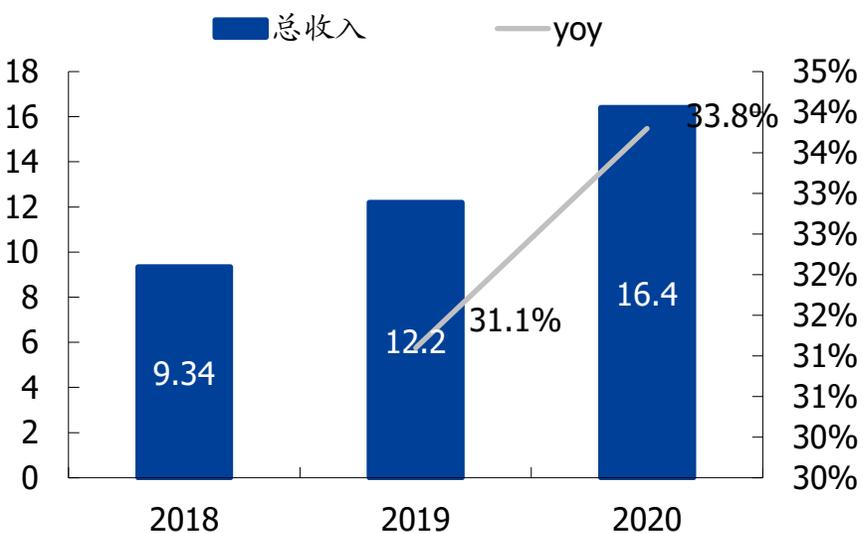
图：公司管理层

姓名	职位	年龄	委任日期	加入本集团日期	角色及职责
张玉	首席执行官	35岁	2010.07	2010.07	整体战略规划、业务方向及运营管理
徐洋	运营总监 兼首席执行官助理	42岁	2019.09.02	2019.09	负责本集团日常营运及行政事宜
韩志梅	财务总监	44岁	2017.03.20	2017.03	负责本集团融资、会计、预算控制
张辉	采购总监	34岁	2011.05	2011.05	本集团整体采购管理及业务发展
李小龙	医疗服务总监	56岁	2020.06.28	2020.06	负责本集团医疗质量监控及程序规范化
黄东红	营销总监	35岁	2020.05.08	2012.05	负责本集团整体品牌、销售及营销管理

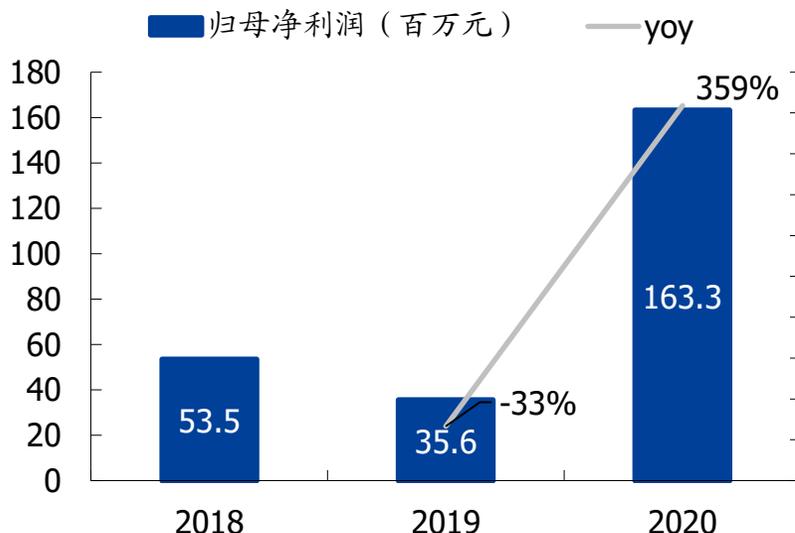
# 1.5 财务表现：业务拓展/机构扩张，营收净利高速增长

- **营业收入高速增长，手术增加带动植发项目贡献度提升：**营业收入从2018年的9.34亿元增至2020年的16.4亿元，CAGR32.51%，增长驱动力来自公司业务拓展及机构扩张，2018-2019年公司手术数量增加约22.5%，旗下医疗机构数量从2018年的30家增至2020年的48家，截至2021H1继续增至51家；
- **归母净利润同增359%至163.3百万元，净利率同增7.1pcts至10%：**2018-2020年，公司归母净利润从53.5百万元增至1.63亿元，CAGR74.71%；
- **毛利率保持稳定，净利率实现提升：**2018-2020年，公司毛利率稳定保持在70-75%区间，2018-2020年分别为75.2%/72.6%/74.6%，同时，2019年受公司营销加码影响，净利率从2018年的5.7%降至2019年的2.9%，2020年实现强劲提升，增至10.0%。

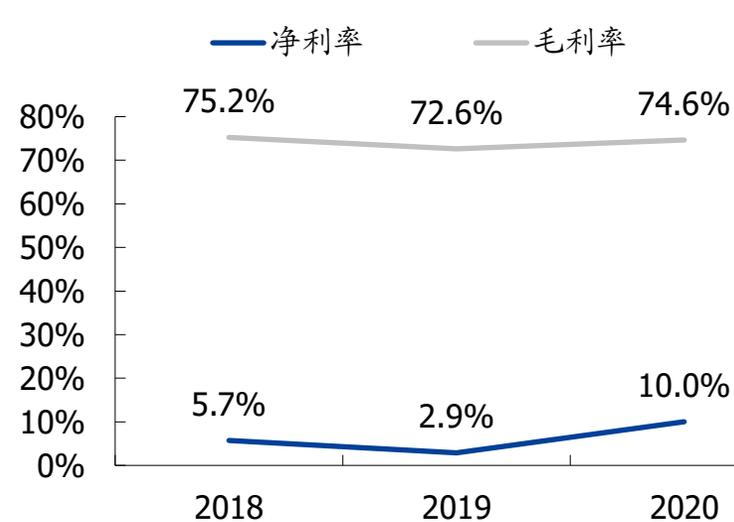
图：2018-2020年营业收入及增速（亿元，%）



图：2018-2020年归母净利润及增速（百万元，%）



图：2018-2020年毛净利率（%）



# 1.5 财务表现：植发业务疗程数增长，客单价稳定

## 固发业务占比大幅提升

固发业务自2019年引入以来，营收实现近13倍增长，营收占比从1.2%增至2020年的13% (+11.8pcts)。

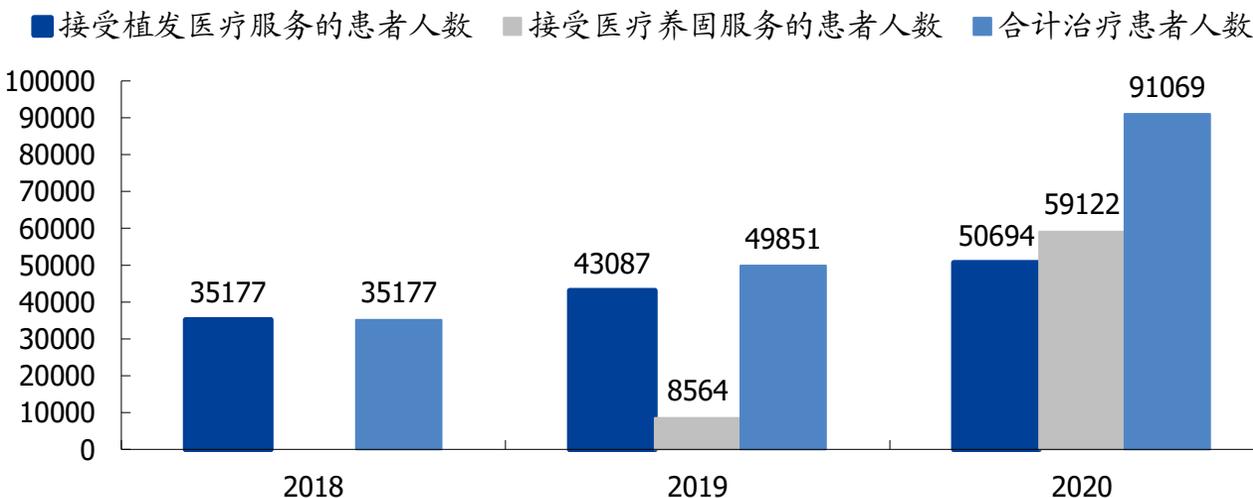
## 治疗患者人数大幅提升，固发业务贡献主要增量

2018-2020年，治疗患者人数由35177人增至91069人，其中植发业务治疗患者人数两年共实现近1.5倍增长。医疗养固服务治疗患者人数从2019年的8564人（占比17%）高速增长近7倍至2020年的59122人（占比65%），贡献主要增量。

## 固发业务客单价大幅提升

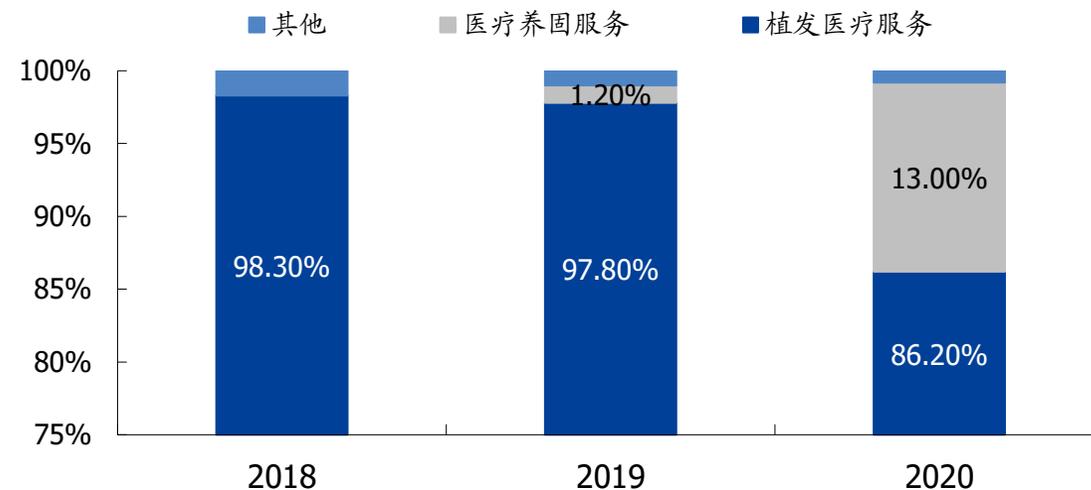
2020年植发业务实现客单价2.8万/人；医疗养固业务实现客单价3606元/人，同增105.1%。

图：治疗患者人数历年变化情况（单位：人）



资料来源：雍禾招股书，国盛证券研究所

图：分业务营收占比（单位：%）



资料来源：雍禾招股书，国盛证券研究所

表：客单价历年变化情况（单位：元/人）

	2018	2019	2020
<b>植发医疗服务</b>	26097	27799	27868
<b>yoy</b>		6.5%	0.2%
<b>医疗养固服务</b>		1759	3606
<b>yoy</b>			105.1%

资料来源：雍禾招股书，国盛证券研究所测算

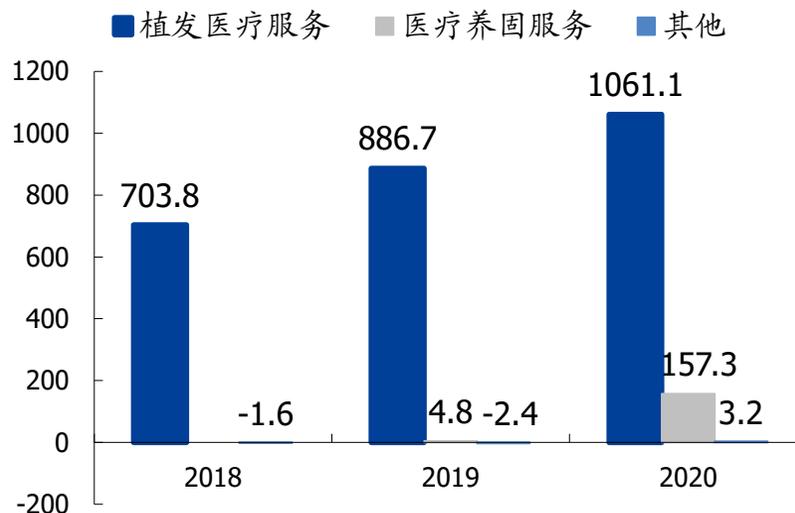
# 1.5 财务表现：植发业务75%毛利率，养固业务迅速增长

- **分业务看营收，植发业务贡献80%以上营收，医疗养固业务占比提升至13%：**1) 植发业务贡献主要收入，2018-2019年实现收入分别为9.18/11.98/14.13亿元，占比为98.3%/97.8%/86.2%。医疗养固业务于2019年引入，营收从0.15亿元迅速增至2.13亿元，由于基数较小，同增近13倍，占比由2019年的1.2%提升至2020年的13.0%。
- **分业务看毛利率，植发业务毛利率稳定在75%左右，医疗养固业务毛利快速提升：**1) 植发医疗服务毛利润由2018年的7.04亿元增至2020年的10.61亿元，连续3年毛利率维持在75%左右；2) 医疗养固业务毛利润2019年为4.8百万元，随着患者数及覆盖医疗机构数量增加，2020年增至1.57亿元，毛利率由2019年的32%迅速攀升至2020年的73.8%；3) 公司在整合业务过程中关闭大量史云逊直营店并建立多家店中店，导致其他业务的毛利率从2018年的-10.1%再度跌至-20.8%，随业务整合回报显现，2020年实现毛利率25.8%。

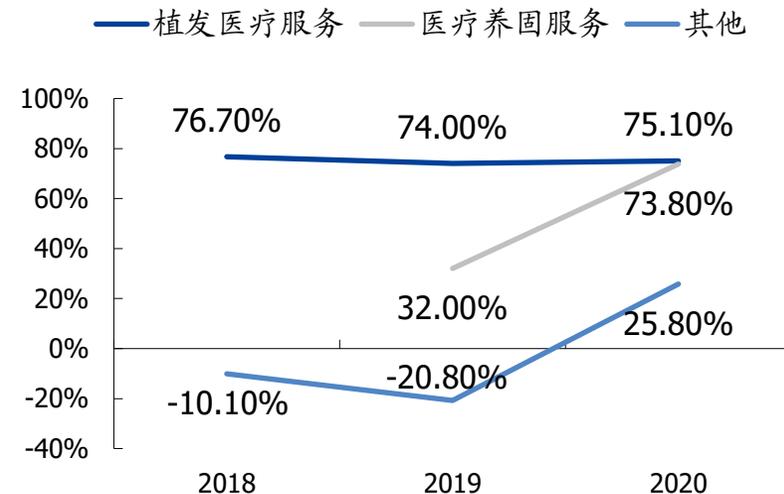
图：2018-2020年分业务营收（亿元）



图：2018-2020年分业务毛利润（百万元）



图：2018-2020年分业务毛利率（%）

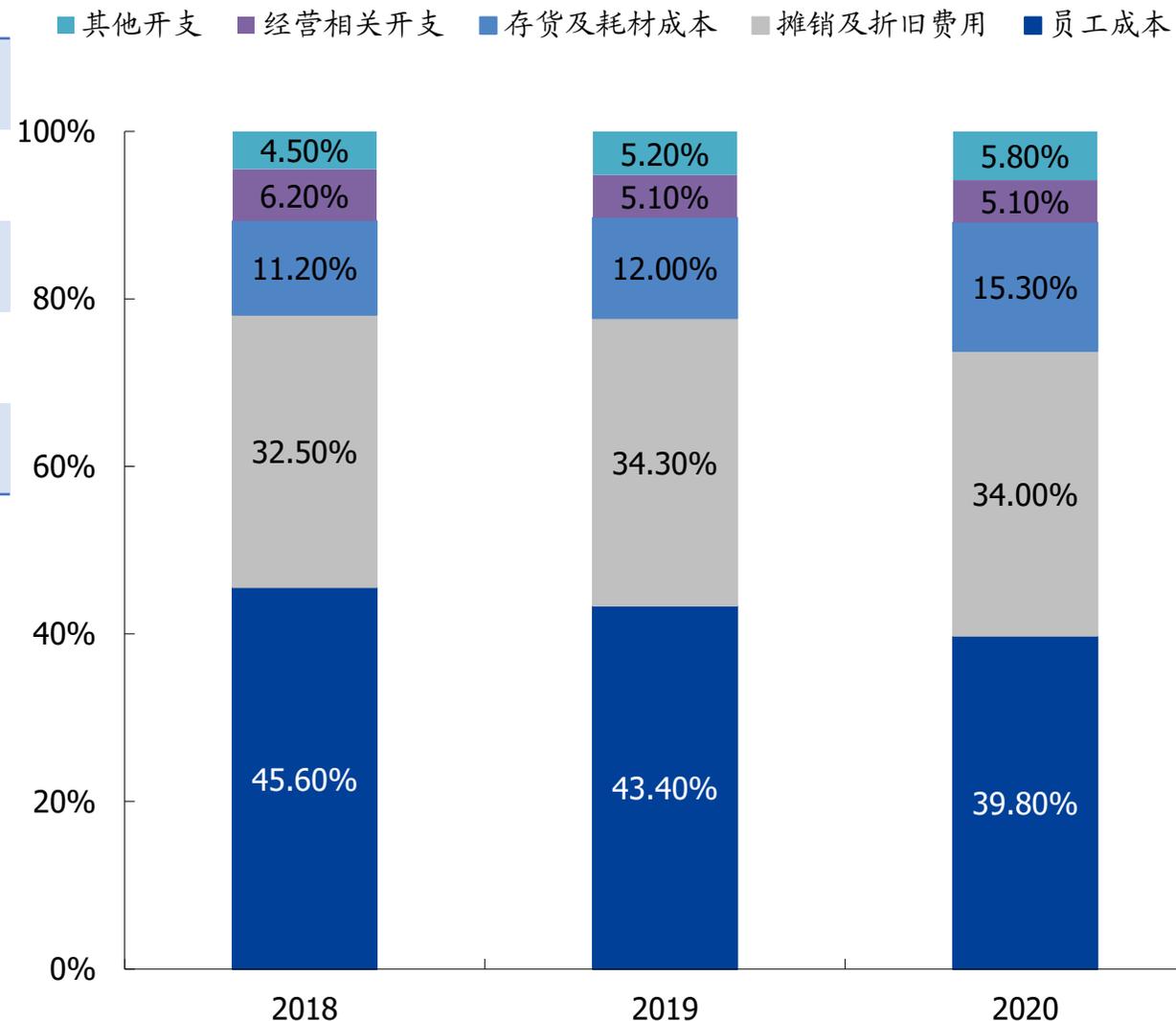


# 1.5 财务表现：员工薪酬/场地设备/存货耗材三大成本

图：分业务营收占比（单位：%）

成本细分	来源
员工成本	业务营运人员（如 <b>医师及其他医护人员</b> ）的工资、福利及奖金
摊销及折旧费用	租赁及主要用于提供植发医疗服务的医疗设备摊销及折旧
存货及消耗品成本	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 护发产品（随养固业务深入或将上升）</li> <li>✓ 提供植发医疗服务所用的消毒用品、试剂及药品</li> </ul>
经营相关开支	水电费及维修费
其他开支	不可扣进项税及附加费

图：成本构成变化情况-按性质拆分（占比）



➤ **员工成本、摊销及折旧费用构成主要成本，2020年合计占比73.8%**  
 2018-2020年，员工成本从1.06亿元增至1.66亿元（CAGR725.22%），占比由45.6%降至39.8%；摊销及折旧费用从75.4百万元增至1.42亿元（CAGR37.09%），占比由32.5%微增至34%；存货或及耗材成本显著提升，从25.9百万元增至64百万元（CAGR757.20%），占比由11.2%增至15.3%。

# 1.5 财务表现：销售费用占比50%，营销推广投入占比7成

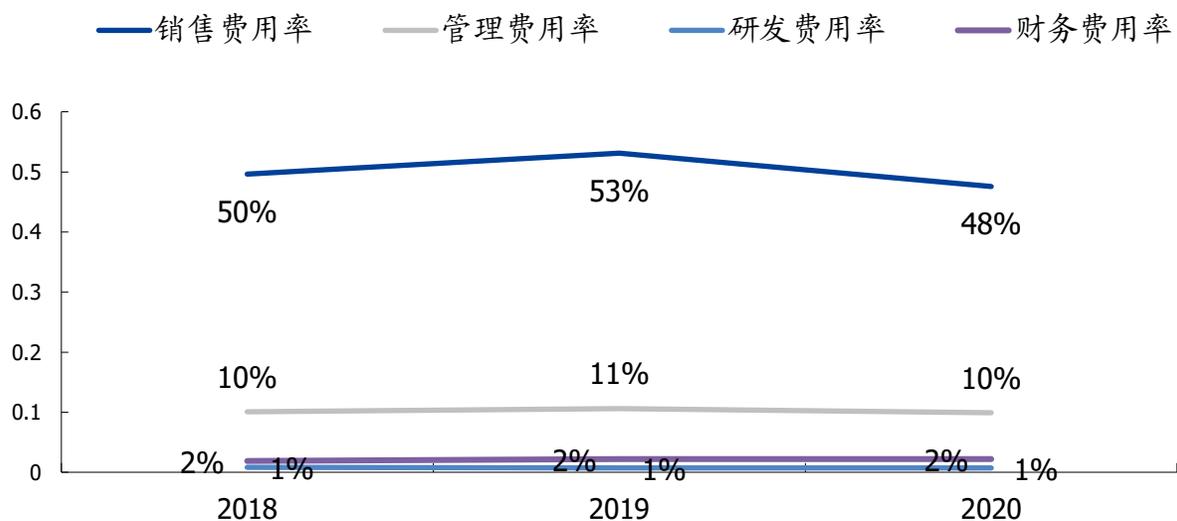
## ✓ 整体费率保持稳定态势，销售费用率轻微波动并有所下降

研发费用率/财务费用率连续三年分别保持在2%/1%的水平；管理费用率2019年微增1pcts至11%，2020年降回10%的水平；销售费用率由2018年的50%增长3pcts至2019年的53%，又于2020年降低5pcts至48%。

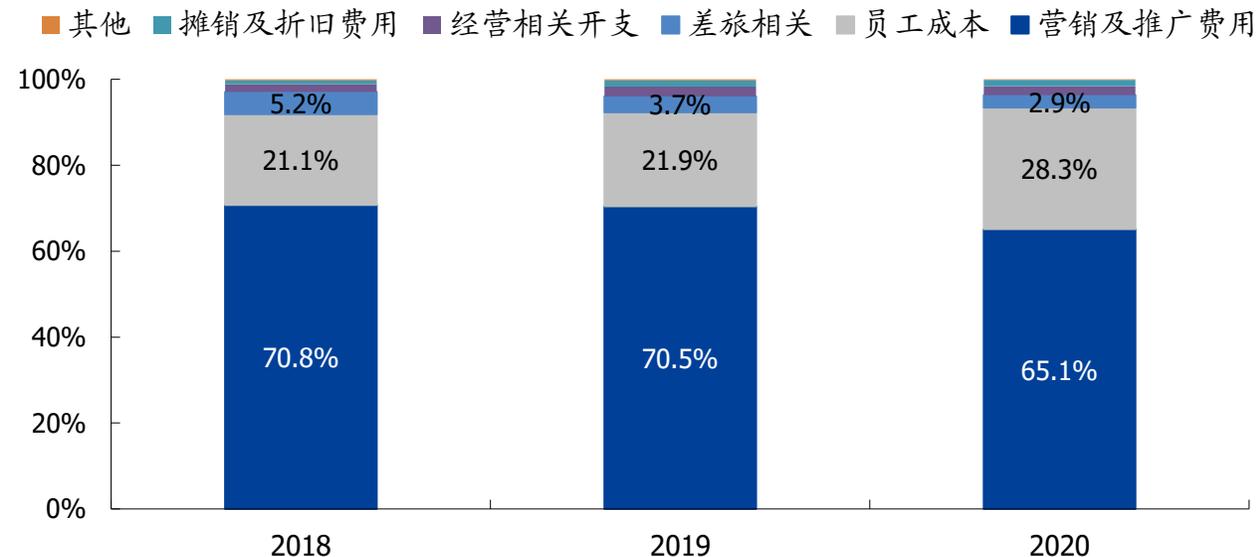
## ➢ 销售费用主要来自营销及推广费用和员工成本，2020年合计占比达93.4%

主销售费用增加原因：**1) 由于营销及推广开支增加，品牌营销及广告消耗资金**：公司2020年优化广告分销渠道以提高销售及营销活动效率，使得销售费用占收入的比重由2019年的53.1%下降至2020年的47.6%；**2) 业务拓展带来人力成本上涨**：医疗养固服务的销售及营销人员人数增加导致员工成本增加。2018-2020年，公司员工成本由0.98亿元增至2.21亿元（CAGR 50.17%）。

图：各项费率历年变化情况



图：销售费用拆分（单位：百万元）



# 1.5 财务表现：整体费率保持稳定，现金充足支持扩张

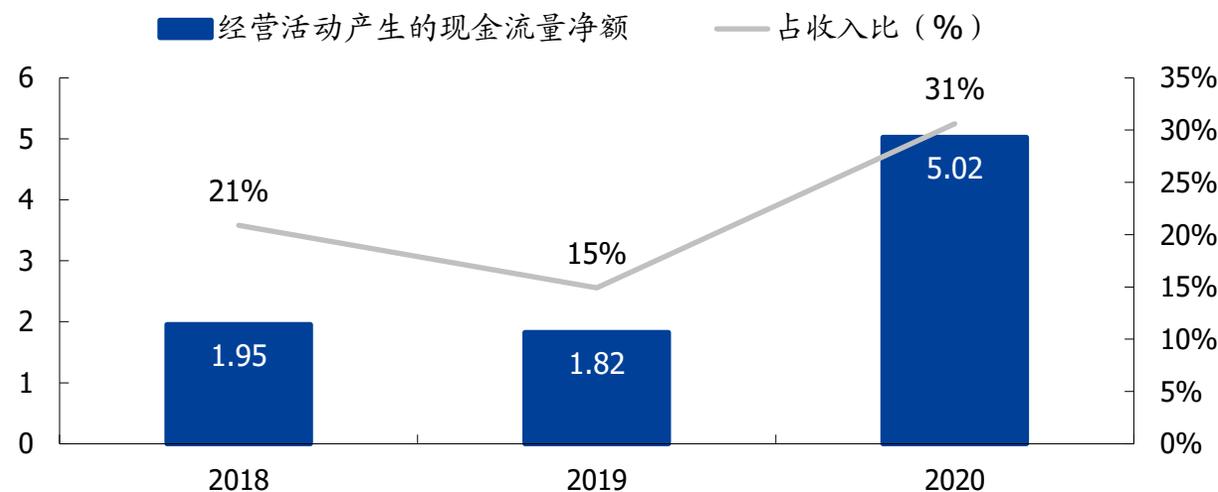
## ✓ 经营活动现金流充足

2018-2020年，经营活动产生的现金流量净额由1.95亿元增至5.02亿元（CAGR60.45%），占收入的比重由21%增至31%（+10pcts）。

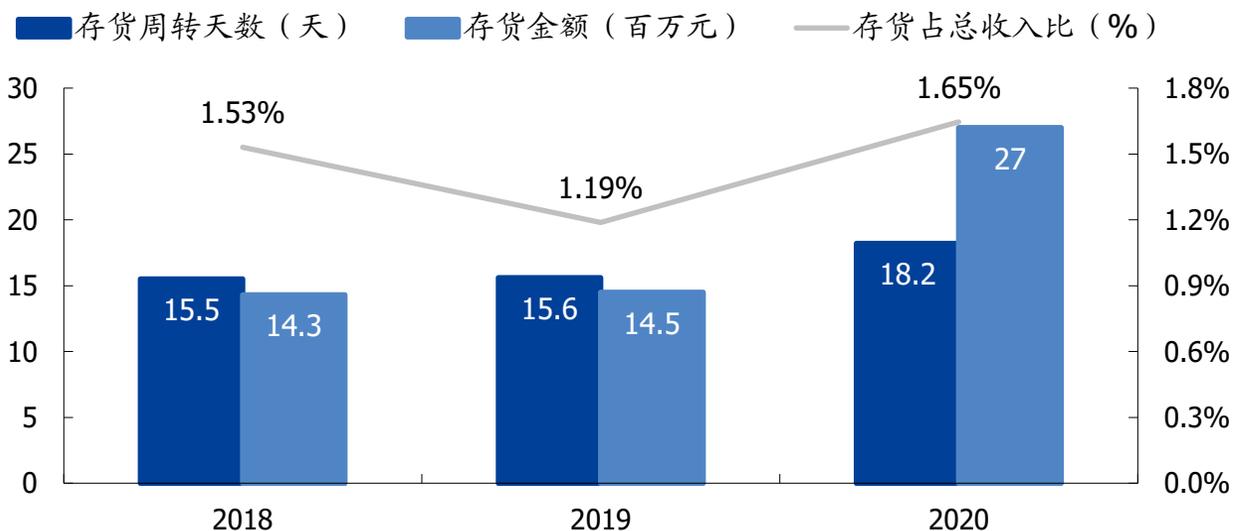
## ✓ 存货较为稳定，贸易应收款项与公司业务情况一致

2018-2019年，存货周转天数较为稳定，2020年微增至18.2天，主要来自于业务扩张导致的存货及耗材采购增加。贸易应收款项出现较大波动，源于2018年及2020年的公众假期安排，公司最后一天所接待的客户增加，贸易应收款项金额相对较大。

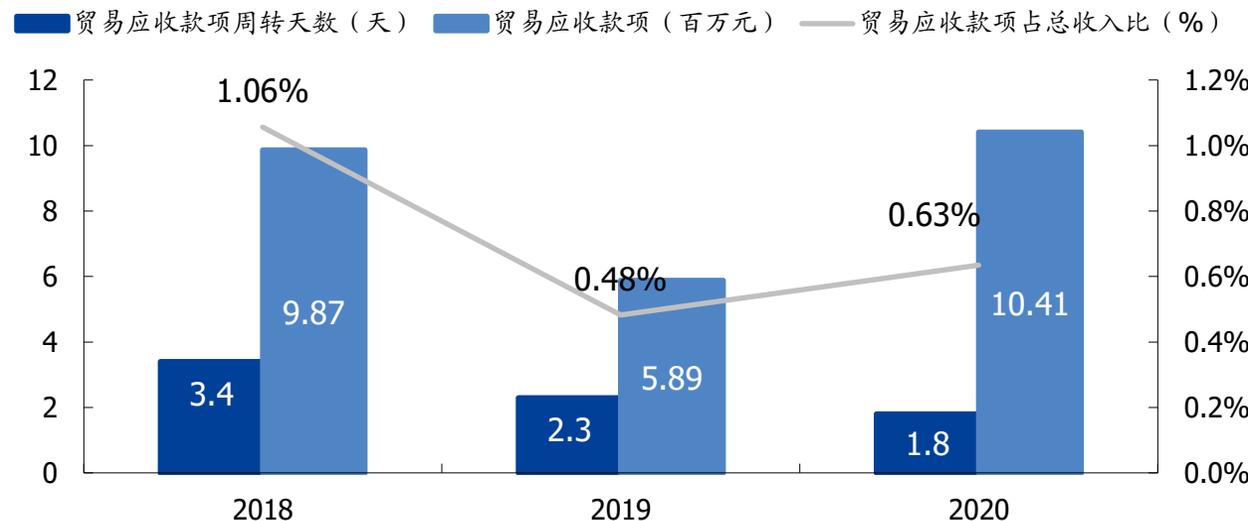
图：经营活动产生现金流量净额历年变化情况（单位：亿元）



图：存货变化情况



图：贸易应收款项变化情况



- 01 公司简介：中国最大的植发医疗机构服务提供者
- 02 行业前景：毛发健康产业链低渗透率、高客单价、用户年轻化
- 03 业务亮点：三级植发用户服务，植发&养固一体化布局
- 04 未来规划：拓展女性用户，丰富业务线与多品牌矩阵

# 2.1 毛发健康产业链：覆盖植发/养发/发制品一条龙服务

## 行业特点

## 代表企业

### 植发

- ✓ 医疗+消费属性，注重原创技术开发，存在显著壁垒
- ✓ 监管严格
- ✓ 获客难度大，客单价高，2020年雍禾植发客单价达2.8万/人



### 生发养护

- ✓ 基础养护+药物性脱发治疗产品
- ✓ 消费者追求心理上的满足感
- ✓ 强客户粘性，产品大多见效慢，需长期使用



### 发制品

- ✓ 提供定制功能假发制品，需要定期更换维护
- ✓ 具有时尚消费品特征，市场竞争比较充分
- ✓ 材料多种多样，质量不一，舒适度、自然度较低，适用于无法植发人群



### 理发

- ✓ 具有时尚消费品特征，市场竞争充分
- ✓ 不同服务质量、不同城市客单价大有差异
- ✓ 多以老顾客复购为主



### 脱毛

- ✓ 分为医美机构脱毛服务和个人使用脱毛仪器
- ✓ 各类医美机构皆有脱毛相关服务，方便快捷但需要持续资金投入
- ✓ 脱毛仪器购买后可重复使用





## 2.2 用户画像：年轻化趋势明显，脱发男女比2：1

### ✓ 脱发问题普遍性增长，年轻化趋势明显

据国家卫健委数据显示，2019年我国脱发患者人数高达2.5亿人，其中男性约1.64亿人，占比达65%，女性约0.89亿人，占比达35%。脱发患者年轻化趋势明显，18-30岁脱发人群合计占比高达66.6%，18岁以下脱发人群占比接近40-50岁脱发群体占比。

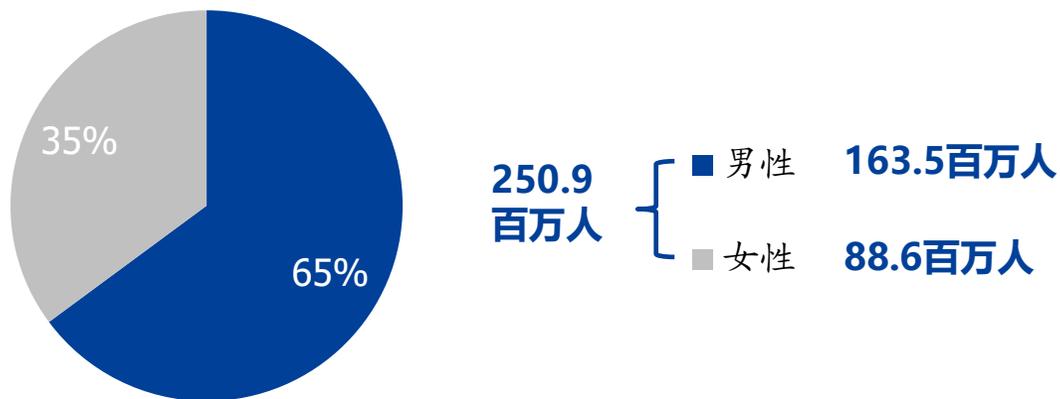
### ✓ 随居民收入提升，治疗可负担性提升

2020年，中国居民人均可支配收入已增至32189元，其中中国城镇居民人均可支配收入已超过4万元。可支配收入的增长提高了购买力，使植发医疗比较过往任何时候更易于负担，而医疗养固服务由于是非手术项目其自身具有更易负担的性质。

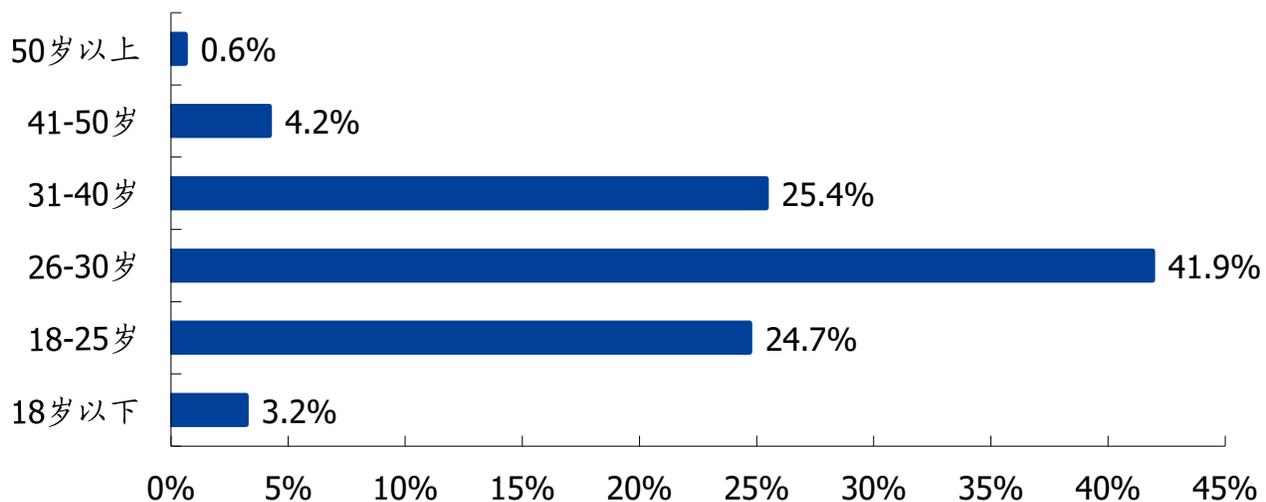
### ✓ 治疗技术提升消除顾虑，消费群体扩大

以手术类的植发技术为例：从FUE到微针植发技术，植发技术创新使头皮创伤小、恢复快、疗效好、术后毛发生长密度高及生长方向自然。随着技术的不断精进，消费群体顾虑下降，会有更多人加入到毛发治疗群体中，推动市场向前发展。

图：2019年中国脱发患者人数及分布情况（单位：百万人）

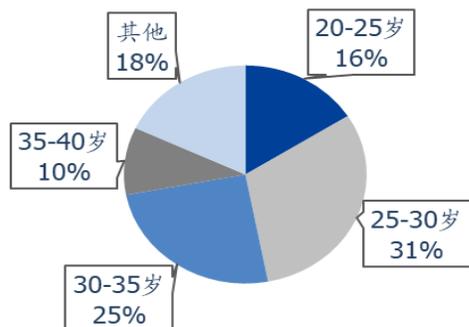


图：2019年中国脱发患者年龄分布情况



## 2.2 用户画像：女性年轻化特征更显著，业务选择存在差异

【男性患者】



男性患者以20-35岁区间最为集中，占比达72%

### 植发业务选择



头发加密



鬓角种植



养护发

### 植发诉求

微创 浓密

集中在20-35岁

生活不规律

工作/学业压力大

爱美

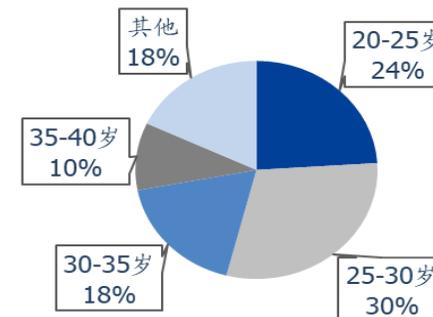
遗传

长期受脱发困扰

【女性患者】



女性患者年轻化特征更加明显



### 植发业务选择



发际线调整



美人尖种植



养护发

### 植发诉求

美观 微创 恢复快

## 2.3 市场规模：规模持续高增长，植发较养固2倍市场规模

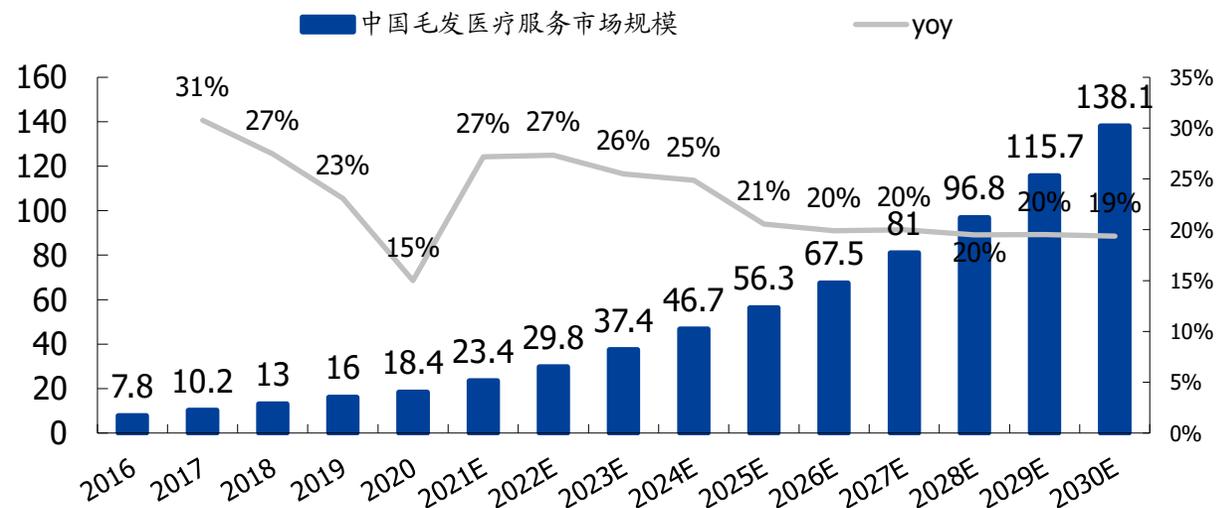
✓ 市场需求持续增长，2016-2020年中国毛发医疗服务市场规模复合增速23.9%

2020年，根据Frost&Sullivan，在中国进行的植发手术仅约为51.6万例，渗透率为0.21%，需求端持续增长。2016-2020年，中国毛发医疗服务市场规模从78亿元增至184亿元（CAGR23.9%），预计2025年/2030年分别实现市场规模563/1381亿元，行业高速增长，市场广阔。

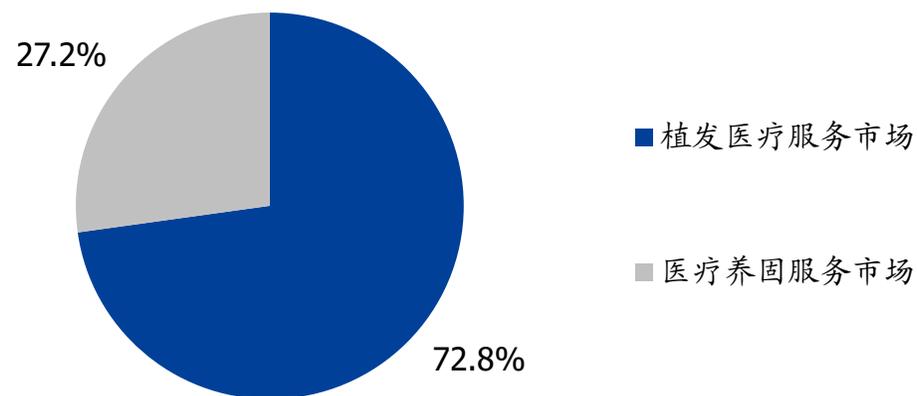
✓ 现阶段植发医疗服务市场规模接近2.6倍于医疗养固服务市场规模，未来医疗养固市场规模有上升趋势

2020年，植发医疗服务市场规模占比72.8%，医疗养固服务市场规模占比27.2%，植发医疗服务市场规模接近2.6倍于医疗养固服务市场规模；2016-2019年植发市场规模：医疗养固市场规模比例维持在3左右，2020年这一比例有所下降，医疗养固市场占比未来有上升趋势。

图：中国毛发医疗服务市场规模（单位：十亿元）



图：2020年中国毛发医疗服务市场分类情况



## 2.3 市场规模：植发及固发服务过去五年20%+ 增速

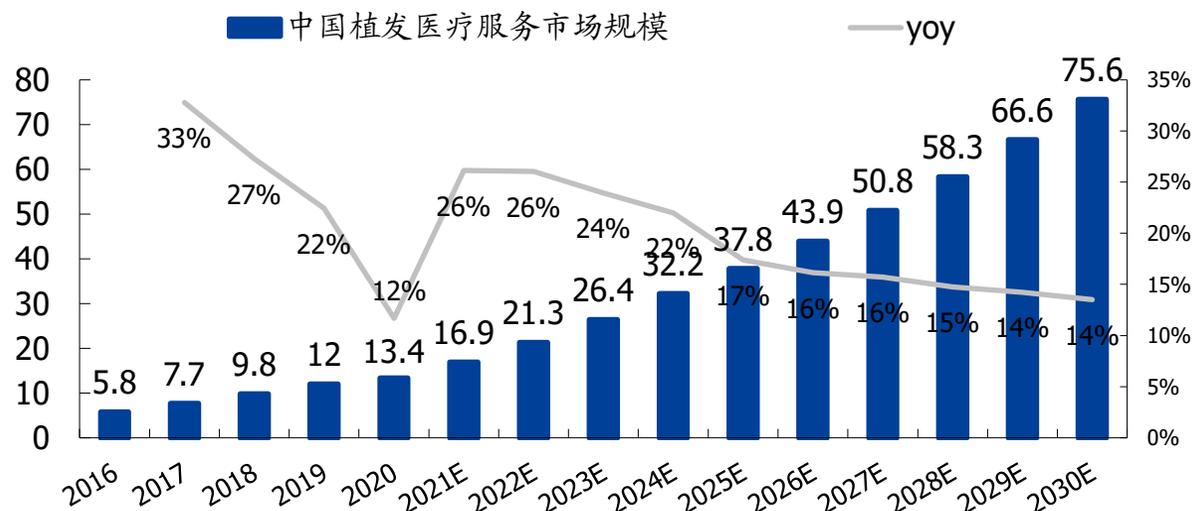
✓ 作为目前的主要市场，2016-2020年中国植发医疗服务市场规模复合增速23.4%

2016-2020年，中国植发医疗服务市场规模从58亿元增至134亿元（CAGR23.4%），预计2020-2025年植发市场市场复合增速达23.0%；随市场不断成熟，预计2025-2030年植发市场复合增速有所放缓，为14.9%。

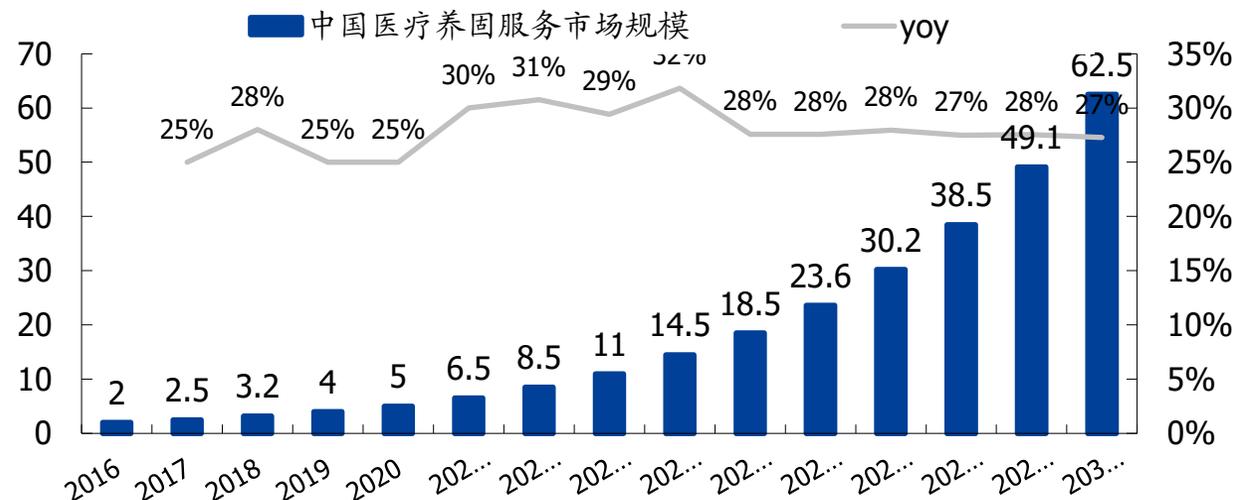
✓ 作为植发市场的补充，2016-2020年中国医疗养固服务市场规模复合增速25.4%

2016-2020年，中国医疗养固服务市场规模从20亿元增至50亿元（CAGR25.4%），预计2020-2025年医疗养固市场复合增速高达29.8%；因医疗养固市场兴起较晚，依然将保持一定高增速，故预计2025-2030年其市场复合增速保持在27.6%的水平，医疗养固市场规模迅速增长，追赶植发市场规模。

图：中国植发医疗服务市场规模（单位：十亿元）



图：中国医疗养固服务市场规模（单位：十亿元）





✓ 中国提供毛发医疗服务的医疗机构广泛且分散，民营连锁机构植发方面更具优势

提供毛发服务的机构包括公立医院相关科室及民营医疗机构（包括连锁机构、单体机构及美容机构的植发部门等）。由于植发手术的精确性，与单体机构相比，连锁机构更能够为其植发医疗服务提供质量保证，因此更易受到青睐，医疗养固服务方面各机构间差异不大。

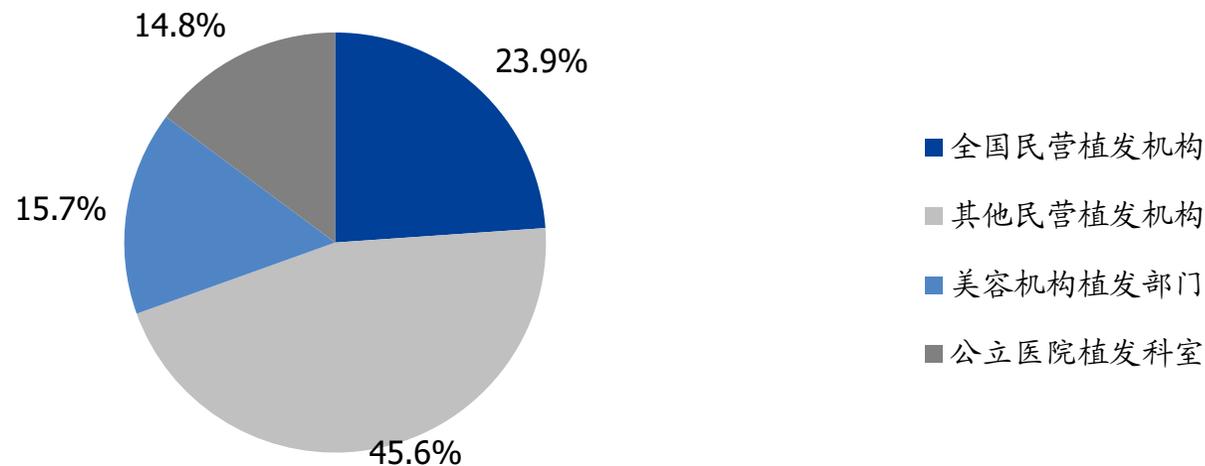
✓ 竞争重点在于**牌照及执业医师**

1) 机构牌照稀缺：我国医疗机构资质管理严格，取得牌照需达高标准

2) 执业医师稀缺：植发作为一种微创手术，需要通过微小的切口进行，要求更高的精准度，手术应由经过严格专业培训及长时间实践经验的合资格医师进行。



图：植发医疗服务市场格局分布情况



资料来源：公司招股书，Frost&Sullivan，国盛证券研究所注：全国民营植发机构指雍禾以及其他3家集团企业

## 2.5 同业对比：雍禾各项收入、机构及医师数排名第一

✓ 从规模来看，雍禾机构数量位于行业第一

雍禾现有机构数量达51家，其中48家为植发机构，同等体量的品牌包括大麦（33家）、碧莲盛（32家）、新生（45家），机构数量皆小于雍禾。

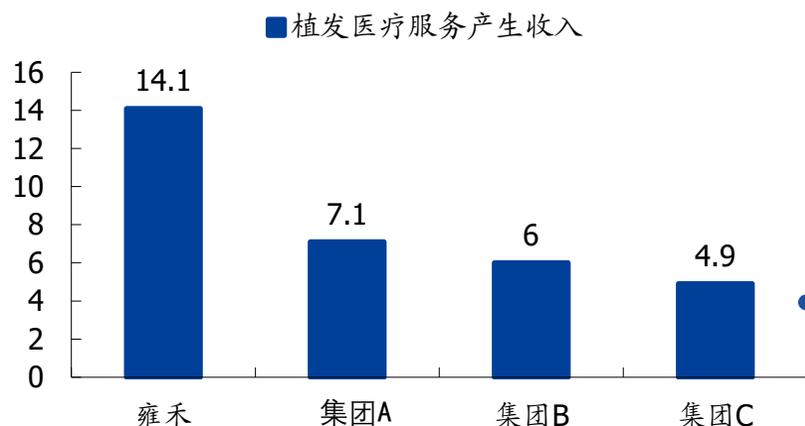
✓ 从医师数量、服务质量来看，雍禾位于行业前沿

达到高端水准的植发机构包括北京中德毛发移植整形医院、瑞丽诗、碧莲盛、大麦以及雍禾。而雍禾为业内第一个通过ISO9001国际认证的企业，医师资质及服务质量有所见证。



# 2.5 同业对比：雍禾各项收入、机构及医师数排名第一

图：2020年中国植发医疗服务产生收入（单位：亿元）

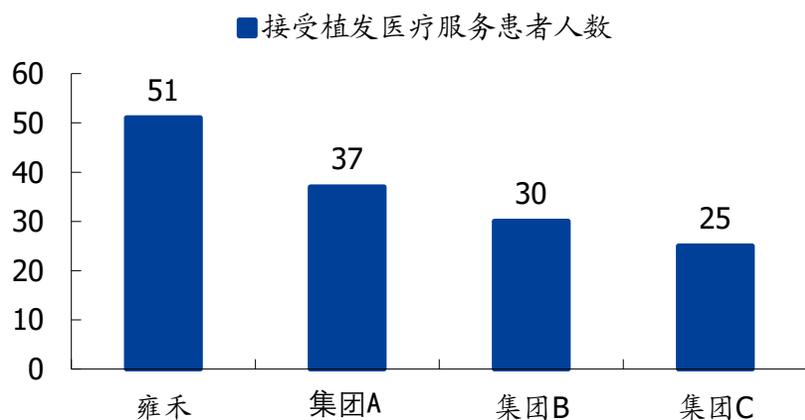


资料来源：公司招股书, Frost&Sullivan, 专家访谈, 国盛证券研究所

- 2020年雍禾植发服务收入2倍多于可比公司，市场份额在10%左右
- 从机构数量以及注册医生人数情况来看雍禾在业内占据绝对优势



图：2020年中国接受植发医疗服务患者人数（单位：千例）



资料来源：公司招股书, Frost&Sullivan, 专家访谈, 国盛证券研究所

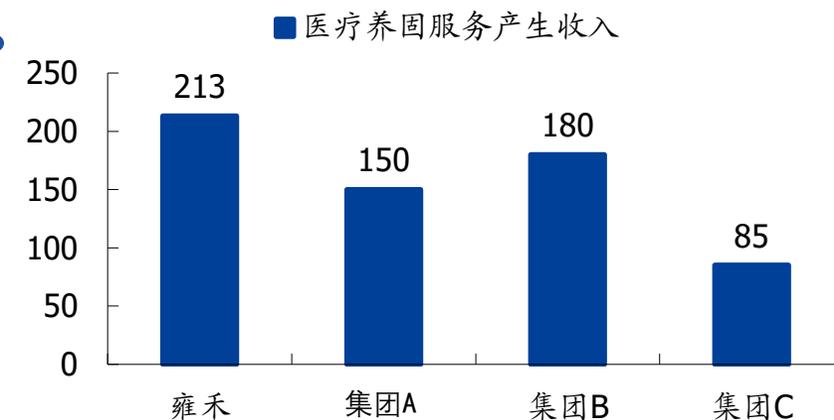
- 2020年雍禾治疗患者人数5.1万例，为行业第一
- 医疗养固方面雍禾随为行业第一，但与可比公司间差别不大

表：主要集团机构数量及注册医生情况

	医疗机构数量 (个)	注册医生人数 (人)
雍禾	48	189
集团A	32	70
集团B	30	60
集团C	29	55

资料来源：公司招股书, Frost&Sullivan, 专家访谈, 国盛证券研究所

图：2020年中国医疗养固服务产生收入（单位：百万元）



资料来源：公司招股书, Frost&Sullivan, 专家访谈, 国盛证券研究所

## 2.6可比公司：碧莲盛——全方位毛发管理体系助力发展

### 碧莲盛：

✓ 15年耕耘，现有32家机构遍布全国

公司于2005年成立于北京，是植发行业最早工商注册的头部品牌。公司现有32家机构遍布全国，华东、华南地区机构数量合计16家，占比50%。

✓ 侧重研发和口碑，自主研发SHT技术

✓ 全资独立品牌——莲主任，全方位毛发健康管理体系

建立了全方位的毛发健康管理体系，碧莲盛毛发健康生态产业链正式形成，为脱发患者提供精细化的头皮毛发康疗流程、一对一的专属顾问服务、量身定制的针对性康疗方案，由内而外地改善头皮毛发健康。

表：碧莲盛机构分布情况

地区	机构数量	具体机构
华北片区	4	北京碧莲盛、太原碧莲盛、西安碧莲盛、石家庄碧莲盛
华中片区	4	武汉碧莲盛、长沙碧莲盛、郑州碧莲盛、苏州碧莲盛
华东片区	7	杭州碧莲盛、上海碧莲盛、南昌碧莲盛、南京碧莲盛、济南碧莲盛、合肥碧莲盛、青岛碧莲盛
华南片区	9	福州碧莲盛、厦门碧莲盛、深圳碧莲盛、广州碧莲盛、昆明碧莲盛、泉州碧莲盛、南宁碧莲盛、宁波碧莲盛、海口碧莲盛
西南片区	3	成都碧莲盛、重庆碧莲盛、贵阳碧莲盛
西北片区	3	乌鲁木齐碧莲盛、兰州碧莲盛、西宁碧莲盛
东北片区	2	沈阳碧莲盛、大连碧莲盛

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

表：碧莲盛植发技术分类以及价格（单位：毛囊）

种植技术	种植价格
SHT无痕植发技术	12元/单位
BHT2.0超精细多维度高密无痕植发技术	18元/单位
AFHT美学培固植发技术	30元/单位
NHT不理发种植技术	60元/单位
PLC-HT超精定位毛囊焕活植发技术	120元/单位

资料来源：美佳网，国盛证券研究所

图：碧莲盛发展历程

时间	事件
2005年	在北京正式成立,是植发行业最早工商注册的头部品牌
2008年	第一次参加世界植发大会
2018年	推出SHT无痕微针植发技术,第一项自主研发的成熟技术
2018年	华盖资本5亿战略投资碧莲盛,助力公司发展
2020年	正式发布NHT不剃发植发技术,长发取、长发种,第一次将"不剃发植发"这一概念落地
2020年	莲主任康疗正式全面运营,建立了全方位毛发健康管理体系,碧莲盛毛发健康生态产业链正式形成

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图：北京碧莲盛



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

# 2.6可比公司：大麦微针医疗——专利诸多，战略再升级

## 大麦微针医疗：

### ✓ 前身科发源植发，始于北京，现有33家分院

公司前身科发源植发，1997年成立于北京，2008年公司手术量累计突破1.8万例，公司现有分院33家，主要遍布于各大一二线城市，华东地区机构数量13家。

### ✓ 业务全面，专利众多

公司种植孔比传统植发小三分之一，在行业内处于领先地位。公司2018年的《2018微针植发技术标准制定白皮书》成为行业首个微针植发技术标准。

### ✓ 战略升级，计划三年内建立和全球10家一流科研机构 and 组织的深度合作

目前公司已与全世界最大的机器人植发公司ARTAS签订了中国独家战略合作协议，未来有望借助“机器+AI”的方式对现有植发技术进行升级。

图：大麦微针医疗发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

表：大麦微针植发技术分类以及价格（单位：毛囊）

植发技术种类	植发特色	植发价格
FUE宝石刀植发		10元/单位
PSE微针植发	微针植发，种植孔壁传统植发技术小三分之一，且打孔与种植同步完成	13元/单位
PPT微针加密	院长级团队，经验更丰富，手术操作更熟练，能够避免加密种植的过程中损伤毛囊	20元/单位
分层剃发	分层间隔剃发能够减少后枕剃发对外观上的影响	28元/单位
不剃发植发	提取种植区域都不剃发	58元/单位
FGF双活因子植发	院长级团队，双活因子培养毛囊，提升成活率，促进生长速度。采用超微针手术器械取发、植发，损伤极小，术后效果自然	60元/单位

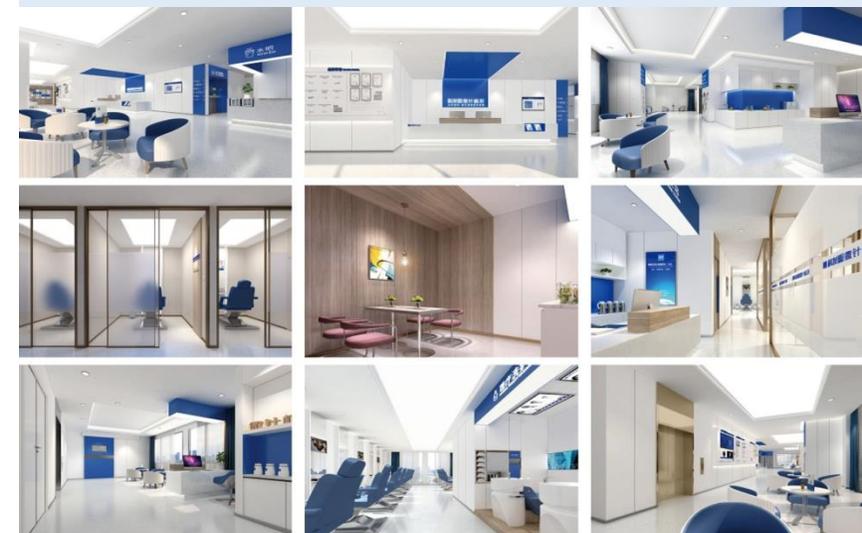
资料来源：美佳网，国盛证券研究所

表：大麦微针医疗机构分布情况

地区	数量	具体机构
华北片区	8	北京大麦、天津大麦、济南大麦、青岛大麦、哈尔滨大麦、石家庄大麦、沈阳大麦、大连大麦
华西片区	6	西安大麦、重庆大麦、太原大麦、郑州大麦、成都大麦、昆明大麦
华东片区	13	上海大麦、杭州大麦、南京大麦、南昌大麦、武汉大麦、宁波大麦、温州大麦、苏州大麦、南通崇川大麦、合肥大麦、扬州大麦、南昌大麦、南宁大麦
华南片区	6	广州大麦、深圳大麦、长沙大麦、福州大麦、佛山大麦、厦门大麦

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图：大麦郑州分院内景



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 2.6已上市相关赛道标的估值

公司名称	业务类型	市值 (亿元)	21年营业收入E (亿元)	21年归母净利E (亿元)	PE 2021E	PS 2021E
爱尔眼科	眼科医院	3454.07	151.63	23.56	146.6	22.8
通策医疗	口腔医院	1249.63	29.3	7.38	169.3	42.6
朗姿股份	医疗美容	226.56	35.22	2.5	90.6	6.4
奥园美谷	医疗美容	172.09	23.92	1.65	104.3	7.2
时代天使	隐形正畸	637.69	11.32	3.38	188.7	56.3
美年健康	体检机构	355.81	91.87	8.39	42.4	3.9
锦欣生殖	辅助生殖	461.4	17.95	3.91	118.0	25.7
三生制药	生发药品	280.35	63.97	13.87	20.2	4.4

资料来源: wind一致预测, 国盛证券研究所注: 股价为2021年6月21日收盘价

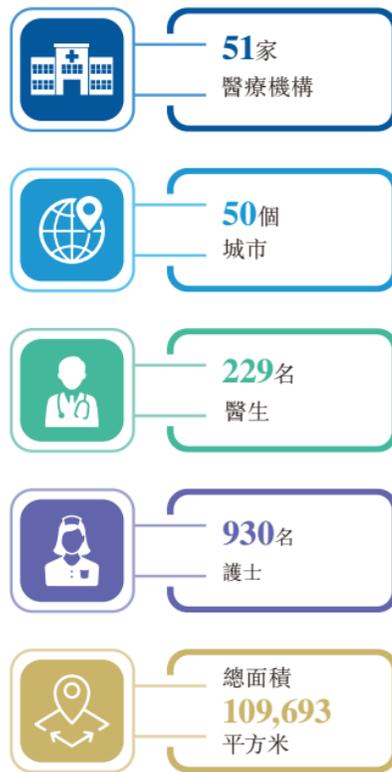
- 01 公司简介：中国最大的植发医疗机构服务提供者
- 02 行业前景：毛发健康产业链低渗透率、高客单价、用户年轻化
- 03 **业务亮点：三级植发用户服务，植发&养固一体化布局**
- 04 未来规划：拓展女性用户，丰富业务线与多品牌矩阵

# 3.1 规模增长：16年累计打造多个“第一”

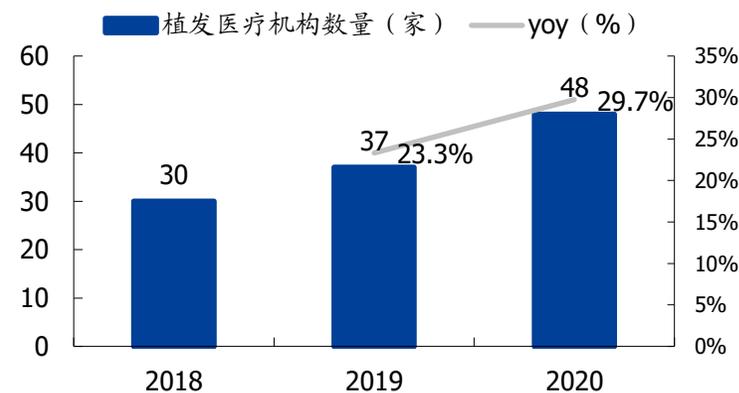
- 公司2005年开展植发业务，为业内**第一个通过ISO9001国际认证**的企业，2013年成立的广州雍禾为中国植发界**第一个“专科植发”品牌**；
- 目前雍禾植发：1) 在全国拥有51家医疗机构，覆盖全国50个主要城市，其中植发机构48家；2) 机构占地总面积达109693平方米；3) 拥有医护人员共1213人，其中医生229人，护士930人；4) 合计治疗案例数达91069人，其中植发案例50694例；

机构数量 (家)	
一线城市	4
新一线城市	15
二线城市	25
二线以下城市	6

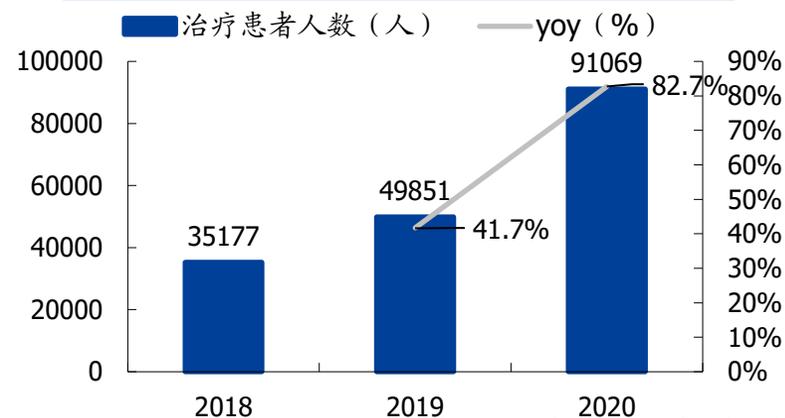
图：截至2021年6月公司经营业绩



图：2018-2020年公司植发机构数量 (家)



图：2018-2020年公司总治疗患者数 (人)

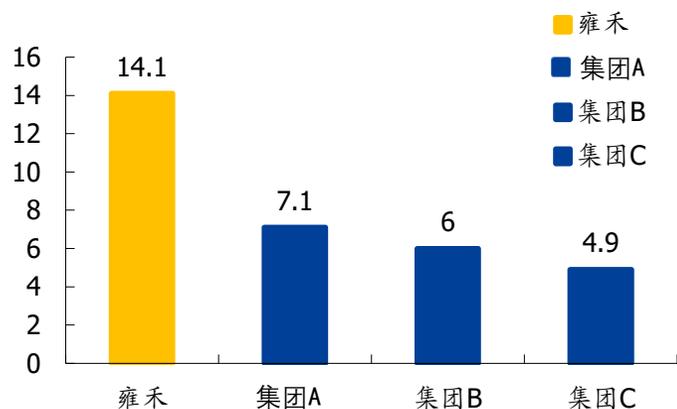


# 3.1 规模增长：收入超二三名总和，机构数及医生数领先

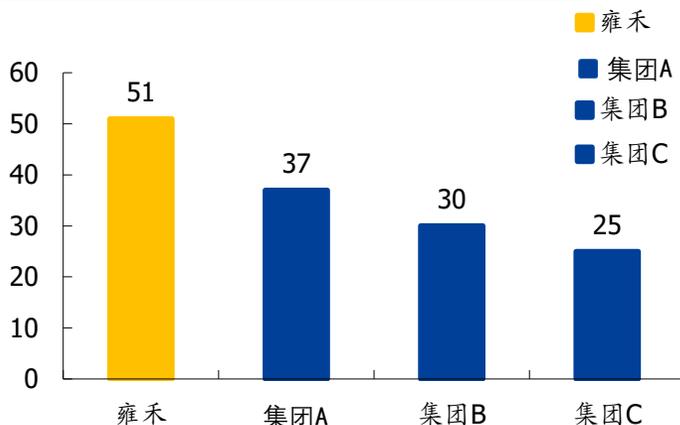
与行业内其他企业相比，公司植发收入及注册医生人数超第二、第三总和，医疗机构数量为第二名1.5倍，服务患者数为第二名的近1.4倍。

## 植发医疗服务

图：植发医疗服务产生的收入（亿元）

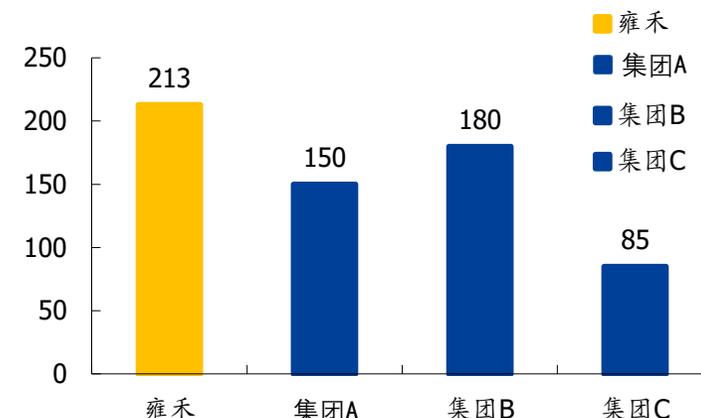


图：接受植发医疗服务患者人数（千例）

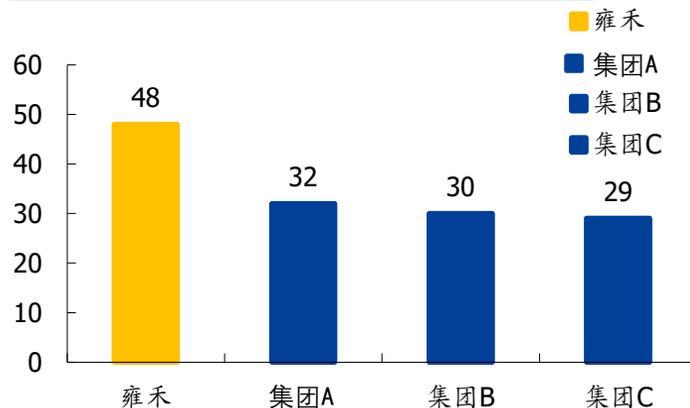


## 医疗养固服务

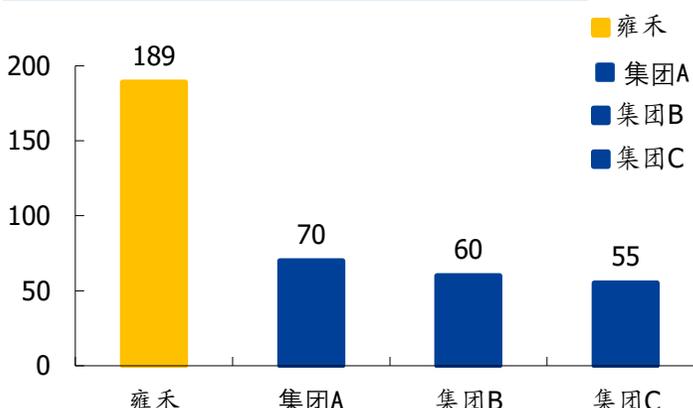
图：医疗养固服务产生收入（百万元）



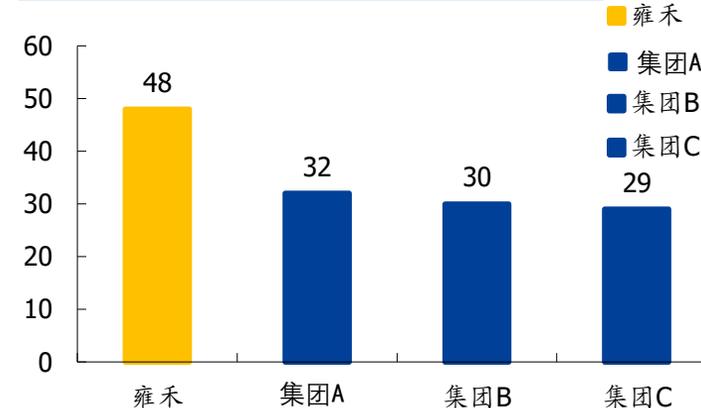
图：旗下医疗机构数量（个）



图：注册医生人数（人）



图：旗下医疗机构数量（个）



## 3.2 用户增长：三级植发服务，普通级用户占比95%+

- **公司植发业务患者人数增加，CAGR 20.05%。** 2018-2020年，公司植发服务患者人数分别为3.52/4.31/5.07万人，2年CAGR 20.05%。
- **接受普通级服务的患者占据主流，高级别服务患者人数增长。** 公司针对不同患者需求设立三级植发服务：普通级服务、优质级、贵宾级“雍享”服务。2018-2020年，
  - 1) 接受普通级服务的患者人数分别为35037/42235/48575人，占比分别为99.6%/98.0%/95.8%，逐年缓降但仍超95%；
  - 2) 接受优质级服务及接受“雍享”级服务的患者人数增长，占比略有提升，合计仍为低个位数。
- **高级植发服务占比提升带动总体客单价提升。** 公司植发客单价从2018年的2.61万元/人增至2020年的2.79万元/人，2年提升1771元，CAGR 3.34%。

表：公司不同级别植发服务及收费（万元）

内容		收费
普通级服务	• 针对接受标准植发手术的患者	2-3万元
优质级服务	• 针对接受由院长、主任或副主任医师进行升级和定制化植发手术的患者	3-5万元
贵宾级“雍享”服务	• 针对接受业内知名植发专家进行个性化植发手术的患者	10万元

表：公司三级服务患者数及付费（人，万元）

	2018	2019	2020
普通级服务	35037	42235	48575
yoy (%)		20.54%	15.01%
优质级服务	506	512	1827
yoy (%)			256.84%
“雍享”级服务	140	340	292
yoy (%)		142.86%	-14.12%
植发患者人数 (人)	35177	43087	50694
yoy (%)		22.49%	17.65%
客单价 (元人民币)	26097	27799	27868
yoy (%)		6.52%	0.25%

## 3.2 用户增长：植发&养固一体化布局，业务间高效引流

- **收购史云逊，布局植发&养固一体化。**公司2017年收购史云逊，史云逊为源自伦敦的全球知名品牌，拥有逾60年的提供毛发修复和服务的经验，自此公司切入医疗养固服务，通过在旗下每家植发医疗机构中以“店中店”模式设立史云逊医学健发中心来提供医疗养固治疗。截至2020H1，公司已在51家植发医疗机构设有史云逊医学健发中心。
- **公司医疗养固服务自2019年开始实现收入，由于基数较小，过去两年实现成倍增长：**
- 2019-2020年，患者人数从8564人增至59122人，同比增长590.4%；
- 医疗养固患者人均消费从2019年的1759元增至2020年的3606元，同比增长105.0%；
- 2019年医疗养固服务复购率为15.6%，2020年增至28.9%，同增85.3%，医疗养固不同于植发复购的一次性消费，其具有高复购特征，在通过患者复购实现自身贡献收入增长的同时，还有望向植发服务引流。

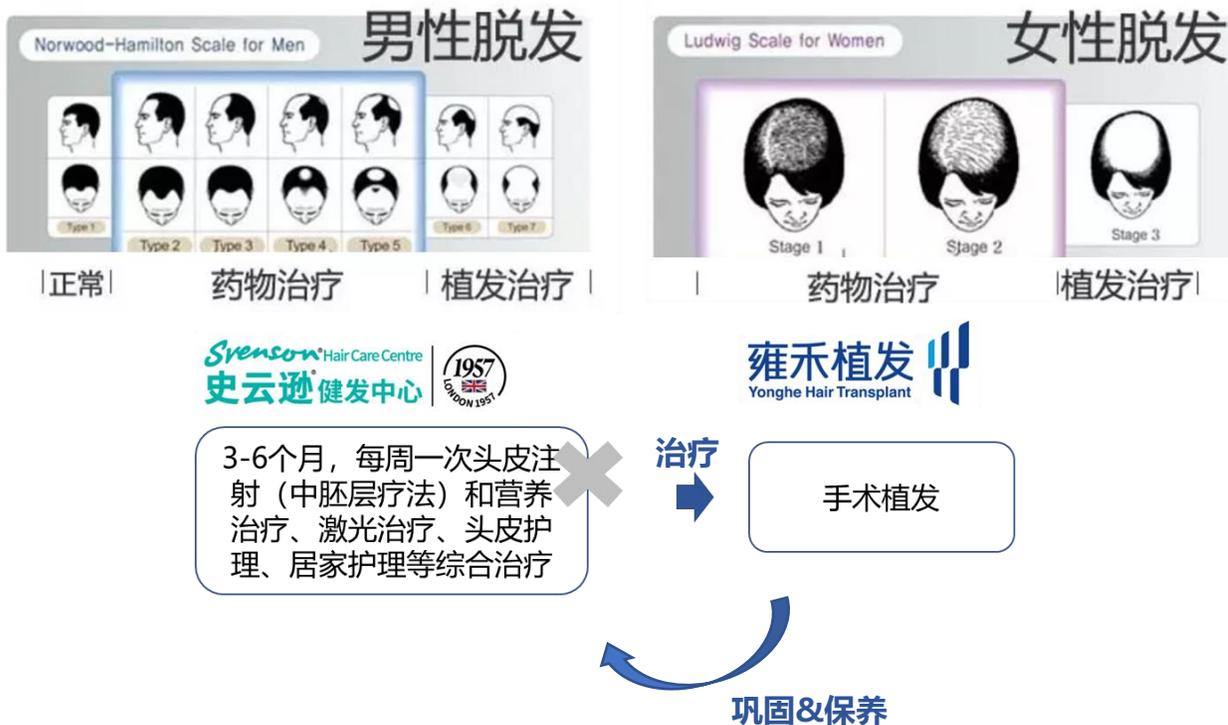
图：史云逊养固产品及健发中心



# 3.2 用户增长：养固业务复购率29%，与植发患者重合度高

➢ **医疗养固患者年增长超9倍，业务间引流实现。** 2019年至2020年，史云逊医学健发中心登记患者人数分别为8564/59122人，同比增长590.4%，养固患者复购率从15.6%提升至28.9%，2020年登记患者人数超植发业务。2019-2020年，植发患者与医疗养固患者合计超总治疗患者人数分别为1800/18747人（重合人数），增长超9倍，公司两业务之间已经实现高效引流。

图：医疗养固与植发引流示意图



图：公司医疗养固患者人数、消费金额及复购率

	2019	2020
接受医疗养固服务的登记患者人数 (人)	8564	59122
医疗养固患者人均消费 (元人民币)	1759	3606
复购率 (%)	15.60%	28.90%

图：公司植发与养固重合患者数 (人)

	2018	2019	2020
总-治疗患者人数 (人)	35177	49851	91069
植发患者人数 (人)	35177	43087	50694
养固登记患者人数 (人)		8564	59122
重合人数		1800	18747

### 3.3 单店模型：单店年收入5000万元，扩张速度稳定

- 截至2021H1，公司在全国范围内共拥有51个医疗机构，单店年平均收入3188.2万元。
- 按发展阶段划分：成熟医院占比近50%，共24个，单店年收入4987万元；发展期医院共17个，单店年收入1932万元；新建院部10个，单店年收入约1005万元；
- 按分布城市划分：主要覆盖二线及以上城市，共计44个，二线以下城市仅覆盖6个，未来将加速在二线及更低线城市的扩张。

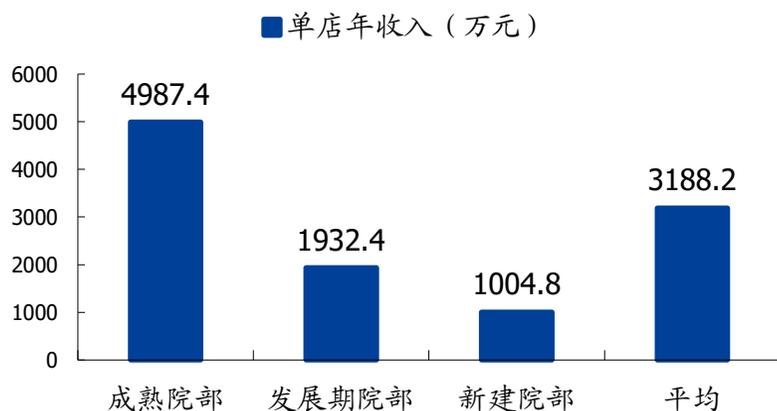
图：2018-2020年公司医疗机构数量（个）

医疗机构数目（个）	2018	2019	2020	2021H1
期初运营中	22	30	37	48
期内新开设	8	7	11	3
期末运营中	30	37	48	51

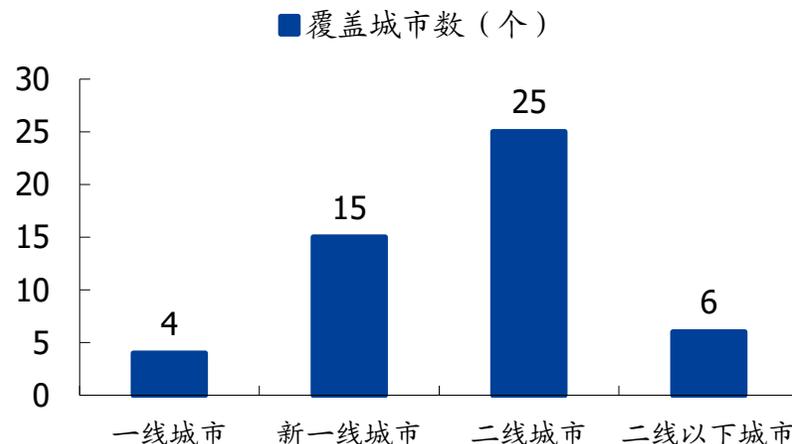
图：公司不同发展阶段院部数量（个）

	成立时间	个数
成熟院部	3年以上	24个
发展期院部	1-3年	17个
新建院部	1年以下	10个

图：公司不同发展阶段院部单店收入（万元）



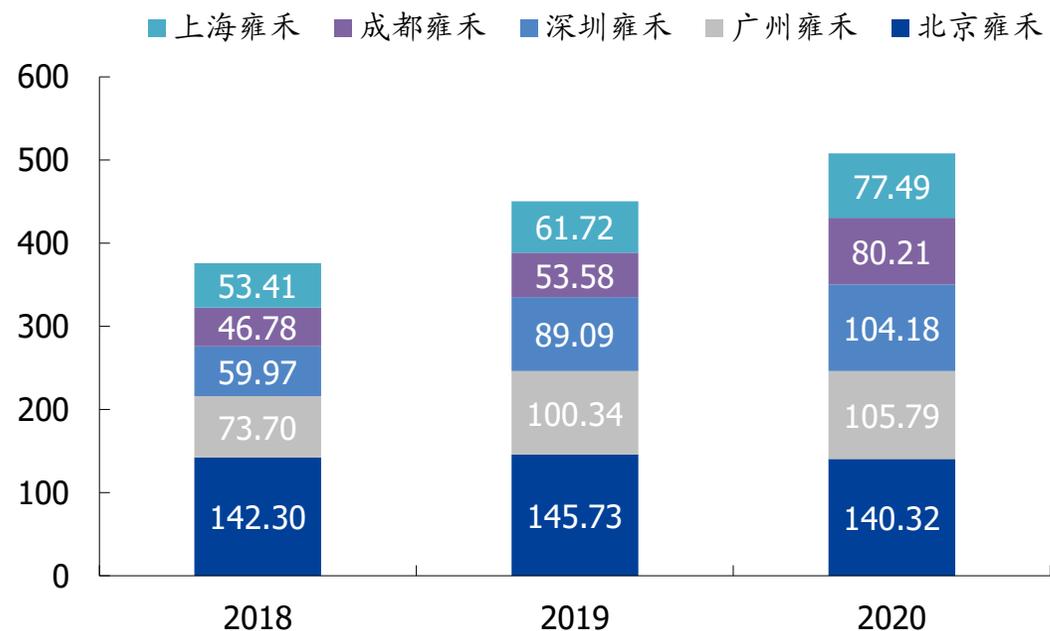
图：公司医疗机构覆盖的城市分布（个）



### 3.3 单店模型：北上广深+成都构成前五大单店

- 2018-2020年前五大单店依次为：北京雍禾，广州雍禾，深圳雍禾，成都雍禾及上海雍禾。运营效率良好，实现收入与机构建筑面积、员工人数、患者人数正相关，坪效与人效更多的受地区消费水平、房租、医疗人员工资水平等因素影响，
- 2020年实现收入分别为：140.32/105.79/104.18/80.21/77.49百万元；
  - 患者人数分别为：3792/3233/3210/2599/2323人；
  - 坪效分别为：3.50/1.71/1.99/2.49/4.34万元/m<sup>2</sup>；
  - 人效分别为：2.09/1.58/1.97/2.11/1.80万元/人。

图：2018-2020年公司前5大客户贡献收入（百万元）



图：2020年公司前5大客户经营情况

	北京雍禾	广州雍禾	深圳雍禾	成都雍禾	上海雍禾
2020年实现收入（百万元）	140.32	105.79	104.18	80.21	77.49
建筑面积（m <sup>2</sup> ）	4012	6174	5225	3220	1786
医疗专业人员人数	67	67	53	38	43
2020年植发患者人数（人）	3792	3233	3210	2599	2323
坪效（万元/m <sup>2</sup> ）	3.50	1.71	1.99	2.49	4.34
人效（万元/人）	2.09	1.58	1.97	2.11	1.80

# 3.4获客渠道：线上线下载并举，从搜索广告走向多元营销

- 获客为经营关键要素，销售费用占比近50%。2018-2020年，公司销售及营销费用分别为4.64/6.50/7.80亿元，销售费用率分别为49.6%/53.3%/47.5%。
- 线上&线下双渠道开展营销，长期策略树立品牌形象，短期策略实现快速引流。线上与大型互联网公司及新兴社媒合作推广，线下进行场景广告投放、举办研讨会及公益活动等，实现短期获客的同时树立“专业、学术、负责”的品牌形象；

图：公司获客渠道

线上

线下

长期策略

- 与腾讯、字节跳动等大型线上渠道合作投放展示广告，拓展潜在客户，提高品牌知名度



短期策略

- 与百度、微博、Bilibili及抖音等社交网站及线上社区合作，制定更明确的营销策略，实现短期获客



- 举办研讨会，分享毛发养护相关知识，进行客户教育；
- 通过发起“雍禾脱发爱计划”公益项目承担社会责任；



- 在重点城市的地铁站、大型写字楼、购物中心、电影院等大客流量场景进行传统线下广告投放

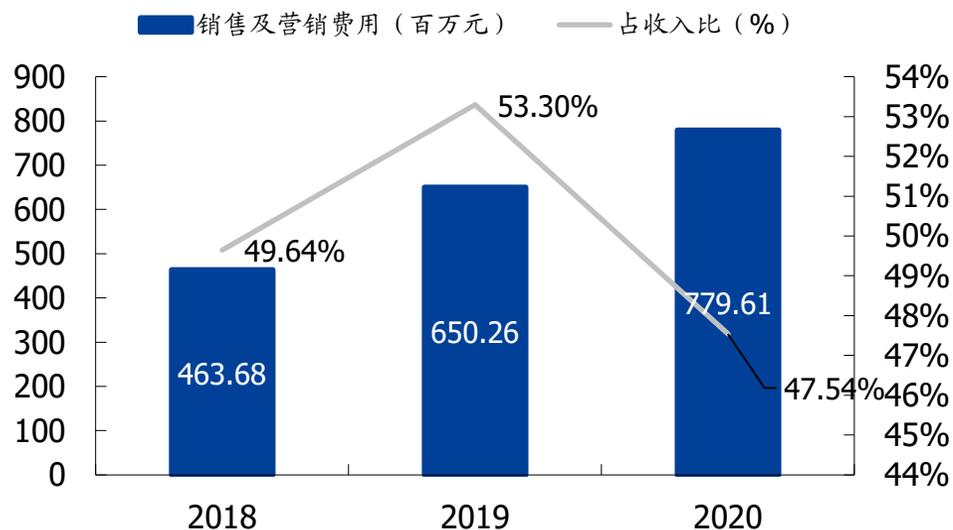


### 3.4获客渠道：线上以社区、搜索、社交广告并重

- **前5大供应商均为渠道投放提供商，采购金额合计占比约20%。**2018-2020年，公司向前5大供应商的采购金额分别为1.86/2.81/2.79亿元，占总收入比例分比为20%/23%/17%；
- **线上推广占主导，投入占比在总收入的15%以上。**2020年，公司前5大供应商主要提供线上线下推广及营销服务，公司向其采购金额合计为2.79亿元，占总收入比17.0%，其中向线上推广（包括线上社区、搜索引擎、社交网络推广）供应商采购金额达2.50亿元，占总收入比约15.3%。公司向其最大的线下推广供应商（提供电梯展示广告）付费仅为28.4万元，占总收入比1.7%。

图：2020年公司向前5大供应商采购情况

图：2018-2020年公司销售费用及占比（百万元，%）

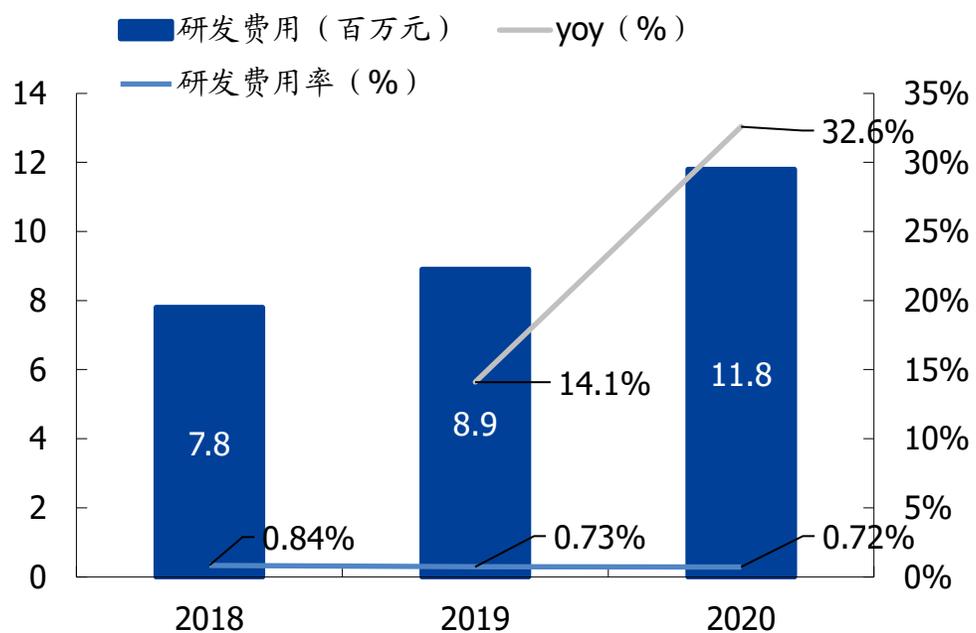


	2020年提供的产品或服务	购买金额 (百万元)	占总收入百分比 (%)
供应商I	透过线上社区进行推广服务	114.9	7.0%
供应商A	搜索引擎相关广告	80.7	4.9%
供应商F	透过社交网络平台进行推广服务	29.0	1.8%
供应商J	电梯展示广告	28.4	1.7%
供应商K	透过线上社区进行推广服务	25.6	1.6%

### 3.5 技术优势：稳定投入促研发+产学研合作立标杆

- **研发投入持续高速增长，2年CAGR 21.4%。**公司研发费用率保持稳定，随着营收高速增长，2018-2020年公司研发投入分别为7.8/8.9/11.8百万元，CAGR 21.4%；
- **与中山大学等合作，打通“产学研”道路。**公司已与中山大学订立长期合作安排，双方将在人体毛囊再生技术攻关、毛囊再生研究平台建设、人才培养等多方面开展合作，通过建立产学合作机制，实现资源共享，为脱发治疗提供最新技术。

图：2018-2020年公司研发投入情况



图：公司与中山大学达成长期合作



# 3.5技术优势：FUE 2.0+LATTICE 组合拳，实现1+1>2

- 公司注重原创性技术开发，现拥有FUE-APL2.0及LATTICE（点阵加密）两大主流技术，根据患者脱发部位及严重程度进行定制化搭配。
- **FUE APL2.0技术**：是对传统FUE技术的优化，主要优化点在于创口小、存活率高、取发速度快数量多；
- **LATTICE点阵加密技术**：采用最优排列原理确定毛囊间隙，在高倍显微下进行精确种植，“见缝插针”、“即插即种”，最大化利用头皮空间，针头由U型针改良为V型针，接触面小，真正实现无痕种植。

植发技术	技术特点	植发器械	器械特点	价格（元/毛囊）
雍禾植发	<ul style="list-style-type: none"> <li>器械口径更精密，术后后枕部看不出小白点或任何取发痕迹；</li> <li>能提取弯曲多根毛囊，卷发脱发患者毛囊成活率95%以上</li> <li>取发速度快6倍以上，且比其他技术多取出20%以上毛囊数量；</li> <li>术后效果更浓密，自然度高</li> </ul>	由4个切割齿组成的钝性切割刀	创口小至0.8mm（国内一般1-1.25mm）、疼痛感少	10
	<ul style="list-style-type: none"> <li>适用范围广，加密研制尤其适合头发稀疏者；</li> <li>见缝插针种植技术，无需提前打孔，避免原生发损伤，存活率95%以上；</li> <li>提升种植密度，自然度高；</li> <li>针对发际线种植有更好效果；</li> <li>微创种植，对人体损伤小，术后恢复时间短</li> </ul>	锥形“V”植发针	创口较微针更小，对毛囊伤害小	20
碧莲盛	<ul style="list-style-type: none"> <li>即扎即中，将原生发直接移植到脱落区；全程不剃发；</li> <li>毛囊选取更精准更均匀；</li> <li>自然度高、修复速度快</li> </ul>	微针	创口小、疼痛感少	11
竞品A	无痕植发技术	宝石刀	创口大、疼痛感较高	8
竞品B	微针植发技术	种植笔	将头发装入种植笔过程中易造成二次损伤	8
竞品C	三位一体技术	宝石刀+种植笔	创口大、疼痛感较高	8

# 3.6 管理优势：应用先进业务系统，实现用户需求实时呼应

➤ 公司拥有行业领先的技术系统，是全国首家且是目前唯一一家实现实时展示及分析各种关键运营指标的植发连锁医疗机构。通过数据运用及分析、智能服务及线上服务的布局，实现数据实时上传、信息在线互通，构建起线上线下高效协同的业务系统，即可充分运用患者反馈信息以实现技术改进，又可提高用户就诊体验。

图：公司技术系统可提高患者就诊体验

- 已建立先进业务管理系统，可实时追踪、记录及展示公司的全国医疗机构运营资料，是全国首家及目前唯一一家实现实时展示及分析各种关键运营指标的植发连锁医疗机构；
- 通过分析收集的资料，可更快、更精准的发现并满足患者需求，有效开发模型以预测患者需求，为诊疗过程提供意见，提升用户体验；

数据运用与分析

智能服务

- 已开发及推出一套智能咨询服务软件，涵盖图文咨询、电话咨询及视频咨询等服务，可对患者进行线上初筛和分诊、即时上传医院就诊记录、对患者进行术前及术后管理；
- 推出智能化设备，如毛囊检测仪、通过智能图像识别、大数据盐酸等为患者提供精准医学检测报告

线上服务

- 已建立一支专责的医生团队组成的线上医疗团队，实现患者病例实时上传，实现线上线下协同；
- 利用互联网平台提供线上医疗服务，如微信毛发管理小程序（超73.3万注册用户）等

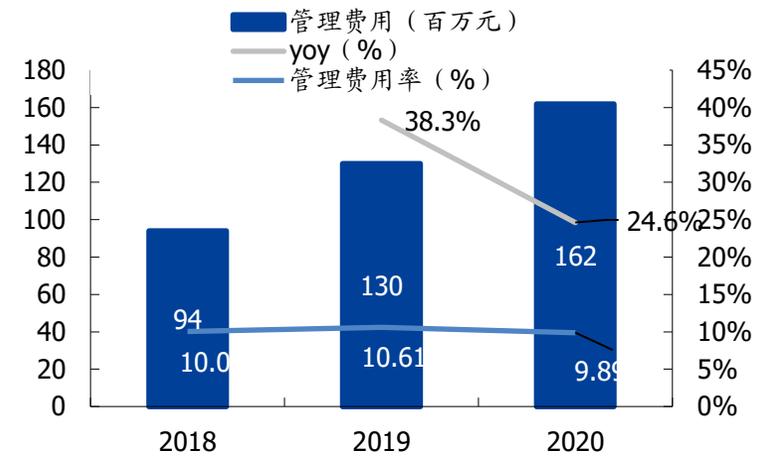
图：公司为患者提供术后服务



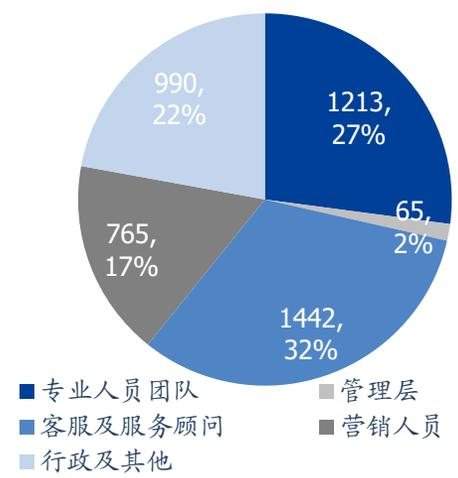
# 3.6 管理优势：专业团队+优质管理，保障C端体验

- **医护团队庞大，保障技术落实。**截至最后实际可行日，公司医护团队共有1213人，占员工总数27%，公司拥有医生229人，护士930人，其他医疗人员（药剂师及验血师等）54人。公司执业医师平均拥有5年行业经验，护士平均拥有3年行业经验。
- **管理费用高增，员工薪酬+良好管理带来优质C端体验。**公司管理费用从2018年的94百万元增长至2020年的1.62亿元，CAFR 31.2%。管理费用包含员工薪酬及医疗机构的管理开支，优厚薪酬激励医护人员提供优质服务，同时医疗机构规范高效运营，提升C端客户就诊体验；
- **凭借先进植发技术及优质服务，公司退款率始终控制在0.4%以下，**2018-2020年分别为0.33%/0.34%/0.38%，此外，有关治疗效果的投诉保持在0.05%以下，有关服务的投诉保持在0.1%以下，其他负面反馈的投诉率低于0.03%。

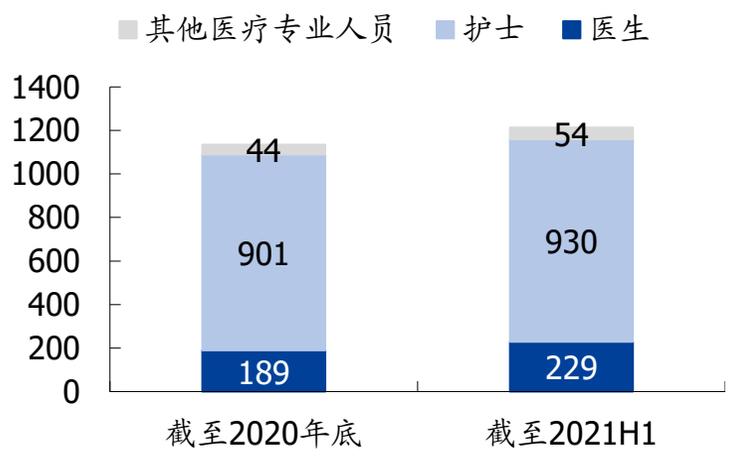
图：2018-2020年公司管理费用情况



图：公司人员结构



图：公司医护团队人数



图：公司负面反馈及退款率维持低水平

	2018	2019	2020
有关治疗效果的投诉	0.05%	0.03%	0.03%
有关服务的投诉	0.10%	0.04%	0.04%
其他负面反馈的投诉率	0.03%	0.02%	0.02%
退款率	0.33%	0.34%	0.38%

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

- 01 公司简介：中国最大的植发医疗机构服务提供者
- 02 行业前景：毛发健康产业链低渗透率、高客单价、用户年轻化
- 03 业务亮点：三级植发用户服务，植发&养固一体化布局
- 04 未来规划：拓展女性用户，丰富业务线与多品牌矩阵

# 4.1 未来规划：量与质双管齐下，医疗机构继续扩张

- **加强低线城市渗透，医疗机构继续扩张。**公司计划继续奉行及优化标准化运营程序，提升在已有城市覆盖率，同时加速向低线城市渗透，目标未来几年全国医疗机构数量达100家。2021-2022年，公司计划两年内新成立16家医疗机构，覆盖13个省份，建筑面积均在2000m<sup>2</sup>以上。
- **改造升级现有医疗机构，提升现有机构质量。**公司针对北京、上海、广东、贵州、新疆等5个省份及直辖市存量医疗机构进行装修升级，预计2年时间内完成升级工作；

图：公司升级现有医疗机构的计划详情

位置	目前状况	估计建筑面积 (m <sup>2</sup> )	预计开业时间
新疆	正在装修	2744	2021年
上海	正在装修	7303	2021年
贵州	规划中	3805	2021年
广东	正在装修	3084	2021年
北京	正在装修	9616	2022年

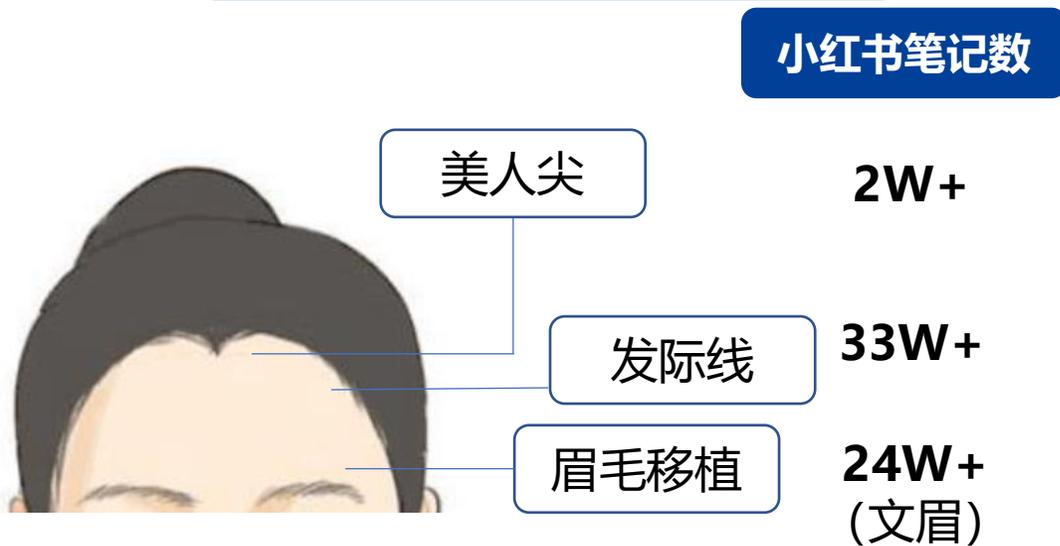
图：公司成立新医疗机构的计划详情

位置	目前状况	估计建筑面积 (m <sup>2</sup> )	预计开业年份
福建省	正在装修	2000	2021年
广东省	正在装修	2089	2021年
江苏省	正在装修	2420	2021年
海南省	正在装修	1739	2021年
山东省	规划中	2000	2021年
广东省	规划中	2000	2022年
广西省	规划中	2000	2022年
贵州省	规划中	2000	2022年
内蒙古自治区	规划中	2000	2022年
河北省	规划中	2000	2022年
河北省	规划中	2000	2022年
河南省	规划中	2000	2022年
山东省	规划中	2000	2022年
山东省	规划中	2000	2022年
浙江省	规划中	2000	2022年
浙江省	规划中	2000	2022年

## 4.2未来规划：开发女性客户，丰富业务条线，建立多品牌矩阵

- **丰富业务条线，研发医疗设备及附属产品：**1) 公司正在4个一线城市设立4家综合毛发医院，以服务有不同毛发问题的患者，计划聘请三甲医院医生，并设立多个毛发专科。除植发科外，还将设立脱发科、复查科、国际科、女性美学科等；2) 自研与合作并重，不断研发手术器械医疗养固设备，如治疗床、无影手术灯及毛囊分离器。针对患者在术后阶段的需求开发加法及功能性针头等多款附属产品，延长客户生命周期；
- **开发女性客户，满足个性化求美需求：**公司计划开发以女性患者为主要目标的新植发品牌，提供个性化与美颜治疗服务，持续优化植发程序，如美人尖植发、降低发际线及眉毛移植等；
- **以毛发相关服务为核心，建立品牌矩阵。**公司采用多品牌战略，除已经建立的雍禾植发品牌外，将进一步以史云逊医学健发等标志推广服务，同时，以女性患者为目标的新植发品牌也在开发中，多品牌发展战略的逐步落地将夯实公司行业地位，制造巨大协同效益。

图：女性植发需求亟待满足



资料来源：小红书，国盛证券研究所

图：公司品牌矩阵搭建示意图



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

## 风险提示

- 01 行业需求增长不达预期：植发消费者渗透率增长放缓
- 02 赛道格局趋于激烈：伴随市场规模增长，竞争对手持续增加
- 03 盈利能力下降：公司获客成本增长、各项费用率提升
- 04 法律诉讼风险：由于营业执照、医疗事故等问题产生的消费者纠纷

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。