

医疗服务

2021年07月09日

需求因“秃”而衍生，价值由“生”而彰显

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-全方位支持康复产业，康复产业链板块全面受益》- 2021.6.17

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

苑建（分析师）

yuanjian@kysec.cn

证书编号：S0790520070009

古意涵（联系人）

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790121020007

● **植发行业：发展初期渗透率低，需求、技术、产业链延伸助推行业快速扩容**
我国植发行业处于初级发展阶段，2020年中国植发医疗服务市场规模为134亿元，其中民营占比约85%，规模较小但增速快，预计2020-2023年CAGR为25.36%。随着脱发年轻化带动需求增长、技术迭代更新提升治疗效果、政策驱动行业规范化等因素，预计植发行业将逐渐向透明化、个性化发展，并形成从植发到一站式综合毛发管理的产业链延伸，未来植发医疗服务行业成长空间广阔。

● **行业准入门槛偏低、复制性强，竞争大；机构收入爬坡快，盈亏平衡周期短**
由于植发行业技术、医生、设备壁垒不高，集中度分散，标准化未建立，行业主要玩家均处于快速扩张阶段，高营销投入仍然是植发机构扩大业务、获客的主要手段，预计销售费用率在短期仍会保持较高水平。长期看龙头连锁机构将凭借累积客户优势降低获客成本，单店模型将得到优化；但新进入者和小单体竞争对手面临高获客成本，竞争力较弱，市场份额易被大连锁机构抢占，因此预计植发行业集中度将不断提升，领头植发连锁机构规模持续扩大。

植发连锁单店模型：（1）收入爬坡快：根据雍禾植发招股书，新建院部单店年收入为600-900万元，1-2年院部1700-2600万元，2-3年院部2600-3000万元，大于3年的成熟院部5000万元以上（同店增速维持18%以上）。（2）**盈亏平衡周期短：**单个门店开业筹建期约8个月，3个月首次录得月度净利润，14个月整体盈亏平衡。（3）**单店收入提升：**与医疗专业人员数量正相关，执业医师是进行植发服务的核心力量，优享类服务能有效提升平均客单价并提升品牌影响力。（4）**盈利能力有较大提升空间：**平均毛利率超过70%，因销售费用率高达50%（预计门店端至少20%）导致净利率10%，有较大改善空间。

● **盈利能力有较大提升空间：当前获客成本高，未来龙头机构费用率有望下降**
雍禾植发是国内规模最大的提供一站式毛发医疗服务的医疗集团。管理团队方面，公司拥有资深的核心管理团队，以保障公司扩张快速且有序推进，中信产业基金作为强大的股东赋能公司长远发展；专业团队方面，公司医护人员资源丰富，拥有丰富的行业经验，医师流失率低，有望促进门店快速扩张；门店复制性方面，公司通过实现服务标准化，依托丰富的连锁经验开店速度快，盈亏平衡周期较短，门店复制性强；门店扩张方面，公司积极拓展门店覆盖范围，在部分地区具备先发优势，有望通过品牌影响力辐射周边城市，进一步拓展门店布局；服务项目方面，公司提供一站式、多样化、多层次的服务项目，广泛覆盖市场需求，形成差异化竞争，拓展养固服务项目，为公司带来新的利润增长点。

● **受益标的：**

考虑目前以雍禾医疗为代表的植发服务机构仍在拟上市/未上市阶段，受益标的主要为脱发药品板块：三生制药、振东制药、开拓药业。

● **风险提示：**营销投入带来业绩增长不及预期，产业链延伸进展不及预期。

目 录

1、 植发行业：渗透率提高助推行业扩容，随着标准化、品牌力的建立盈利能力提升空间大	4
1.1、 病理性脱发需借助医疗手段干预，及早治疗是关键	4
1.2、 植发市场规模：渗透率低，增长快速，发展空间大	6
1.3、 行业增长驱动因素：脱发年轻化带动需求增长，技术迭代更新提升治疗效果，政策驱动行业规范化	7
1.3.1、 脱发年轻化，推动市场需求	7
1.3.2、 植发技术的革新驱动行业发展	7
1.3.3、 政策驱动行业规范化，龙头企业受益	8
1.4、 竞争格局：民营规模占比高，连锁型民营医疗机构更具发展优势	9
1.5、 行业特征：准入门槛偏低、复制性强，企业仍处于争夺市场阶段	11
1.5.1、 操作标准化，技术壁垒不高，操作精细度、熟练度是决定成活率的关键因素	11
1.5.2、 医师供给少，团队配合度、操作熟练度更重要	11
1.5.3、 设备配置以外科手术相关设备及灭菌设备为主，设备壁垒不高	12
1.5.4、 营销为开拓市场重要手段，未来营销更注重品牌建设，长期看拥有更大品牌影响力的连锁机构竞争力更强	13
1.5.5、 医疗服务行业比较：植发行业处于发展初期，民营为主，销售费用率高对净利率有较大影响	15
1.6、 行业发展趋势：收费透明化、服务个性化、产业链延伸、由营销驱动转向技术驱动	16
1.6.1、 植发行业透明化、个性化	16
1.6.2、 产业链延伸：从植发到一站式“植发、养发、护发”	16
1.6.3、 由营销驱动为主转向技术专业	17
2、 从雍禾医疗发展看植发连锁机构特征：收入爬坡期快，盈亏平衡周期较短，获客能力对盈利能力影响大	17
3、 雍禾植发：深耕中国毛发医疗行业十余载，毛发医疗服务龙头企业	20
3.1、 资深的核心管理团队保障公司扩张快速且有序推进，强大的股东支持助力公司长远发展	22
3.2、 医护人员资源丰富，促进门店快速扩张	23
3.3、 服务标准化，管理运营能力突出，门店复制性强	24
3.4、 提供一站式、多样化、多层次的服务项目，广泛覆盖市场需求，形成差异化竞争	26
4、 受益标的	29
5、 风险提示	29

图表目录

图 1： 病理性脱发是进展性的，及早治疗是关键	4
图 2： FUE 相比 FUT 创伤小且不会留下疤痕	6
图 3： 植发市场规模 2020-2023 年 CAGR 预计达到 25%	7
图 4： 植发技术的更新迭代有助于拓展植发医疗市场空间	8
图 5： 公立医院植发科仅占 14.8% 市场份额，民营医疗机构占比高达 85.2%	9
图 6： 专业从事植发医疗服务业务、覆盖范围广的全国性民营连锁植发机构位列我国植发医疗机构第一梯队	10
图 7： 雍禾医疗单家医疗机构医疗设备配置金额不高	13
图 8： 单家医疗机构电子设备配置金额与医疗设备相当	13
图 9： 雍禾医疗销售及营销开支占收入比 50% 左右，以营销及推广开支为主	13
图 10： 植发机构营销以线上的搜索类广告营销为主	14
图 11： 雍禾医疗选择优质级、雍享级服务患者比例增加有利提升单店收入	19
图 12： 雍禾医疗净利率受销售费用率影响大	19

图 13: 销售费用增速下降, 但患者人数增长保持稳定、收入增长加快.....	20
图 14: 深耕中国毛发医疗行业十余载, 雍禾植发已成为中国规模最大的一站式毛发医疗服务医疗集团.....	22
图 15: 雍禾植发执业医师数量远超其他行业参与者, 有利于促进门店快速扩张.....	24
图 16: 公司运营能力突出, 机构数逐年增长, 增速呈提升趋势.....	25
图 17: 雍禾植发在部分地区具备先发优势, 优先抢占市场.....	26
图 18: 碧莲盛门店布局范围相对较小.....	26
图 19: 公司为患者提供一站式毛发医疗服务, 满足患者从检测到术后服务全流程的治疗需求.....	27
图 20: 服务项目拓展至养固、假发领域, 覆盖多样化的市场需求.....	27
图 21: 养固服务高速发展, 为公司带来新的利润增长点.....	29
表 1: 药物治疗需长期坚持使用且存在副作用风险, 对于III级以上的患者手术治疗更佳.....	5
表 2: 政策带动植发行业规范化发展.....	8
表 3: 连锁型植发机构主要竞争者为以雍禾医疗为首的 4 大机构, 雍禾医疗市占率最高.....	10
表 4: 《医疗美容服务管理办法》对医疗美容主诊医师、护理人员皆提出了具体要求.....	11
表 5: FUE 植发手术以团队配合进行.....	12
表 6: 植发机构未来将加大对线下品牌广告的投入, 建立品牌认知.....	14
表 7: 相较其他医疗服务行业, 植发行业处于初期发展阶段.....	15
表 8: 雍禾医疗平均开店筹建期、盈亏平衡期较短, 收入爬坡速度快.....	17
表 9: 雍禾医疗成熟院部同店增速维持在 18%左右.....	18
表 10: 雍禾医疗前 5 大医疗机构稳健增长, 单个医疗人员产生收入较为稳定.....	18
表 11: 雍禾医疗改变营销战略, 注重提升品牌和服务的认知度.....	20
表 12: 公司核心管理团队行业经验丰富、专业能力强且背景互补, 保障公司扩张快速且有序推进.....	22
表 13: 雍禾植发机构数以及地域覆盖范围在业内处于领先地位.....	25
表 14: 加快中国二线及以下城市扩张速度, 有望降低经营成本, 提升净利率.....	26
表 15: 公司建立三级服务体系, 以满足多层次的市场需求.....	28
表 16: 雍禾植发多样化、多层次覆盖市场需求, 形成差异化竞争.....	28
表 17: 受益标的盈利预测与估值.....	29

1、植发行业：渗透率提高助推行业扩容，随着标准化、品牌力的建立盈利能力提升空间大

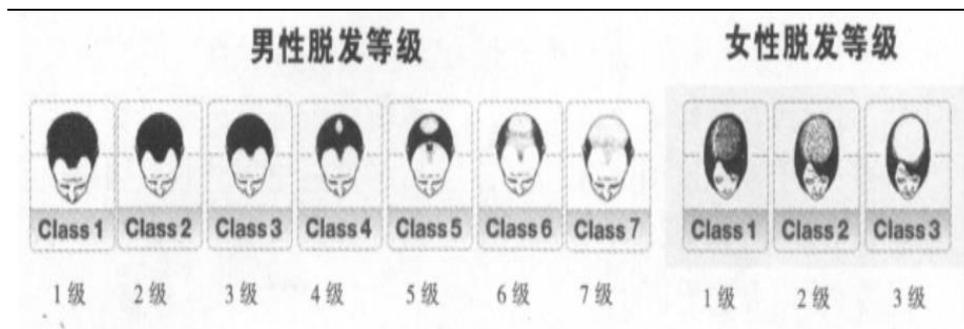
1.1、病理性脱发需借助医疗手段干预，及早治疗是关键

脱发是一种正常的生理现象，头发的生长周期有“生长期、退行期和休止期”三个时期，正常人每天脱落的头发大约有 50-100 根，与每天新生的头发基本相等，处于动态平衡代谢状态，而病理性脱发则打破了这一平衡，每天脱落的头发超过 100 根，且新生的头发要远少于脱落的头发，需要借助医疗手段干预。

病理性脱发大多由遗传因素引起，其中雄激素性脱发人群占脱发人群 90% 以上。病理性脱发包括精神紧张、焦虑等引起的斑秃、外伤或者红斑狼疮等引起的瘢痕性秃发、雄激素水平增高引起的雄激素性秃发等。其中最常见的是雄激素性秃发，又称为脂溢性脱发，据山东大学第二医院官网，脂溢性脱发占脱发人群 90% 以上。病理性脱发大多是由遗传因素引起的，头皮毛囊对雄激素的敏感性较强，在雄激素二氢睾酮的影响下，毛囊变小，毛发也相应变小变细，最终完全坏死，导致雄激素性秃发。

临床上根据脱发程度的轻重进行不同分级，男性型秃发分 7 级。I 级为青春期正常发式；II 级为双颞发际退缩；III 级为额颞部明显退缩；IV 级为顶部脱发；V 级为额颞部与顶部脱发；VI 级为脱发斑融合；VII 级为仅存一条边缘稀发。女性型秃发分 3 级。I 级为轻、中度中央弥散型秃发，前发际保留；II 级为重度中央弥散型秃发，前发际保留；III 级为重度中央弥散型秃发，前发际消退¹。

图1：病理性脱发是进展性的，及早治疗是关键



资料来源：《脱发的知识你知多少》

病理性脱发的治疗手段主要分为非手术治疗和手术治疗两种方案。以占比 90% 以上的雄激素性秃发为例，其中非手术治疗主要为外用米诺地尔以及内服非那雄胺。米诺地尔可以通过促进头皮局部血管增生、影响前列腺素代谢、刺激毛囊上皮细胞增殖等作用，从而抑制毛发脱落；非那雄胺是 II 型 5 α 还原酶的特异性抑制剂，它通过抑制血清中睾酮转化为二氢睾酮，减少了血清中二氢睾酮的浓度，进而保护了毛囊免受二氢睾酮的攻击。但这两种药物在治疗脱发的同时也存在 1-2% 的概率会带来不良反应，包括多毛症、过敏症状等，伴随着持续用药或停药通常会自然消失。虽然非手术治疗方案在一定程度上能够延缓脱发进程，但只能挽救未完全坏死的毛囊，

¹ Ken Washenik, 吴文育. 《脱发的知识你知多少》. 家庭医学, 2012(02):62.

抑制其进一步脱落，对完全坏死的毛囊，无法使其“再生”。因此，这种方案在面对脱发等级在Ⅲ级以上的患者，改善程度十分有限。对于Ⅲ级以上的脱发患者，植发手术是一种更佳方案。

手术治疗是指通过植发手术的方式从后枕部头皮提取毛囊，植入前额和顶部秃发区域，以达到治疗脱发的目的。植发手术能够从视觉上带来明显的效果，但通常也需要结合药物治疗，以防止未植发的原生区域继续脱落。

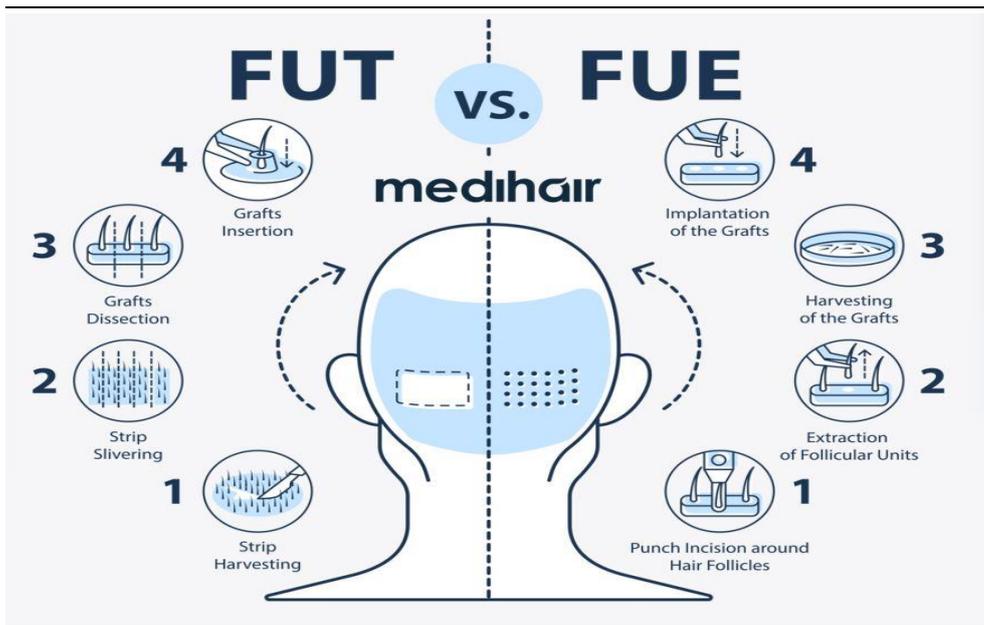
表1: 药物治疗需长期坚持使用且存在副作用风险，对于Ⅲ级以上的患者手术治疗更佳

	非手术治疗		手术治疗
	米诺地尔	非那雄胺	植发手术
治疗方法	女性用 2%浓度、男性用 5%浓度米诺地尔溶液或泡沫制剂涂抹头皮，每天使用 1~2 次。外用米诺地尔的起效时间约为 12 周，推荐疗程为 6~12 个月；除了外用以外，米诺地尔还可以口服，女性每日口服推荐剂量为 0.25~1.25mg，男性 2.5mg~5mg，其疗效和外用米诺地尔相近	男性服用，女性禁止使用。推荐剂量为 1mg/d。通常非那雄胺用药 1 年后的有效率可达 65%~90%	手术的方式从后枕部头皮提取毛囊，植入前额和顶部秃发区域，以达到治疗脱发的目的，立即见效
优势	无创、外用，副作用相对较小	效率较高，发展成熟	可立即见效，对外形改观较大；对于Ⅲ级以上的脱发患者，植发手术是一种更佳方案
不足	需长期坚持使用，且有副作用的风险	需长期坚持服用，有一定副作用	有创，术后仍需要联合药物治疗

资料来源：《雄激素性脱发的非手术治疗进展》、开源证券研究所

从手术流程来看，目前国内的植发技术主要分为 FUT(Follicular Unit Transplant)、FUE(Follicular Unit Extraction)。FUT 将后枕部的整条头皮切除后，逐个提取毛囊，植于脱发区，能够保证获取优质部位的全部毛囊，但缺点是植发者的后枕部会留下一道细长的疤痕，并且术后的痛感也相对更为强烈。FUE 则是使用专门的毛囊提取仪直接将毛囊从枕部头皮提取，再种植于脱发部位，不留疤痕并且创伤小，利于恢复。目前，FUT 技术在国内已经基本淘汰，FUE 技术占据了植发领域的主导地位。且 FUE 技术得到持续优化，衍生出了例如微针、加密、3D 植发等技术。后文详细展开。

图2: FUE 相比 FUT 创伤小且不会留下疤痕



资料来源:《FUE Hair Transplant》

1.2、植发市场规模: 渗透率低, 增长快速, 发展空间大

国家卫健委的数据显示, 2020 年中国脱发人口达到 2.52 亿人, 其中男性约 1.64 亿人, 女性约 0.88 亿人, 按照我国第七次人口普查各性别人口数量, 男性、女性脱发的患病率分别为 22.60%、12.87%, 男性脱发患病率远高于女性。

2020 年中国进行的植发手术约 51.6 万例, 我们认为植发医疗服务渗透率应该以病理性脱发人群中需要植发的人数为基数, 但由于目前 2.52 亿脱发人口没有按照病理性脱发等因素细分, 所以以整体 2.52 亿脱发人口为基数计算渗透率约 0.21%。为了验证该数据的合理性, 我们将我国数据和韩国数据进行对比, 根据韩国脱发治疗协会, 韩国脱发人口 1000 万 (约占总人口 1/5, 和我国相当), 2015-2019 年累积 110 万人接受脱发治疗, 平均每年治疗人数为 22 万人, 按照 1000 万脱发人口计算脱发治疗渗透率为 2.2%, 高于我国渗透率 0.21%。考虑到韩国植发市场发展较我国更加成熟, 我国 0.21% 的渗透率具备一定合理性, 且在植发技术升级、患者对植发手术有更深入的了解且付费意识提高的趋势下, 预计渗透率会逐渐提升, 未来植发医疗服务市场增长的空间大。根据弗若斯特沙利文, 2020 年中国植发医疗服务市场规模为 134 亿元, 2016-2020 年 CAGR 为 23.29%, 预计 2020-2023 年 CAGR 为 25.36%, 到 2023 年植发市场规模增至 378 亿元。

图3: 植发市场规模 2020-2023 年 CAGR 预计达到 25%


数据来源: 雍禾医疗招股书、开源证券研究所

1.3、行业增长驱动因素: 脱发年轻化带动需求增长, 技术迭代更新提升治疗效果, 政策驱动行业规范化

1.3.1、脱发年轻化, 推动市场需求

中国脱发群体年轻化趋势推动植发市场的需求不断攀升。根据艾媒咨询, 中国脱发人群主要集中在 18-40 岁, 占比高达 92%。18-30 岁人群占比达脱发总人群的 66.6%, 年轻人成了脱发的“主力军”, 脱发有明显的年轻化趋势。在婚姻、工作等压力的驱使下, 年轻群体对外形有着较高的追求, 进而持续释放植发需求。

1.3.2、植发技术的革新驱动行业发展

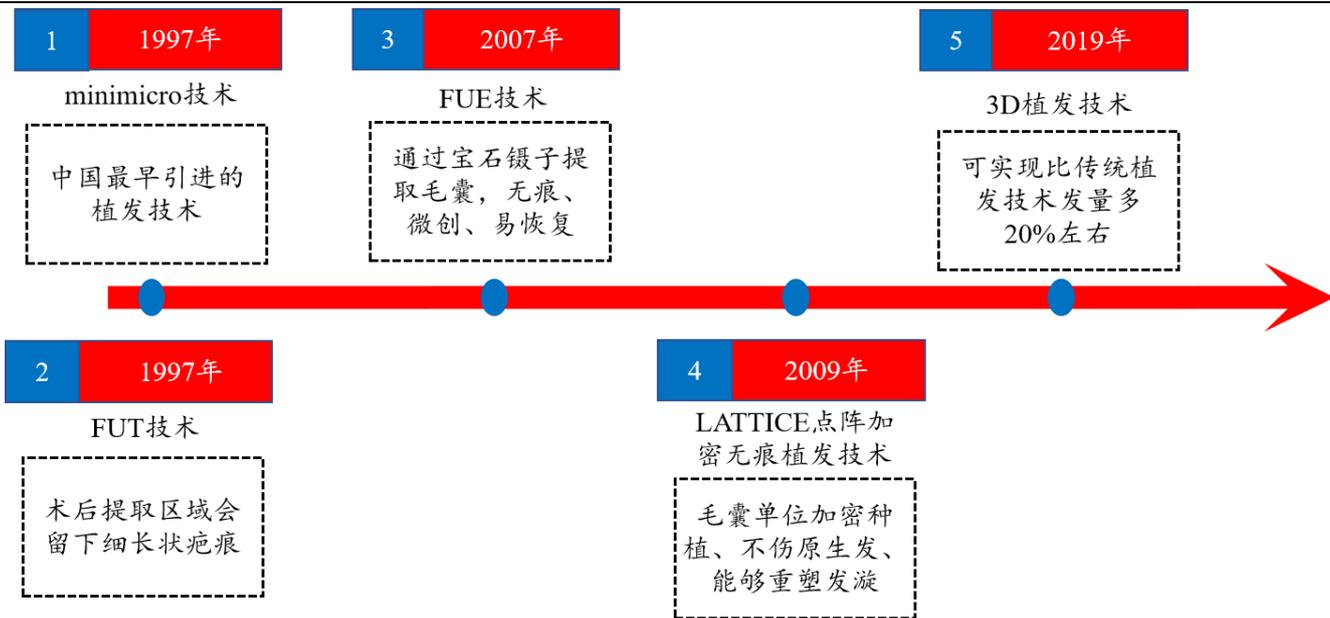
植发技术的更新迭代, 不断优化植发手术的效果, 提升毛囊成活率, 有助于增加患者信任度, 进而拓展植发医疗市场空间。从 1997 年引入中国的 minimicro 技术、FUT 技术, 到 2007 年引进的 FUE 技术, 再到 2019 年新生医疗推出的 3D 植发技术, 植发技术不断推陈出新。对于最原始的 minimicro 技术, 每个移植体中头发数量较多, 通常有 1-6 根或者更多, 存在人为组合毛发的情况, 移植后由于皮肤的向心性压迫使数个毛囊单位聚居一起, 术后效果呈簇状, 并且毛孔显得粗大, 外观不自然, 密度稀疏, 只能梳长发。²FUT 技术改善了 minimicro 技术外观不自然、密度稀疏等不足, 但在后枕部取发区会留下一条细长的疤痕。2007 年出现的 FUE 技术创伤小、不留疤痕, 以明显的优势成为了植发市场的主要技术。

随后, 在传统 FUE 技术的基础上, 多种技术由此延伸, 技术精细度、毛囊成活率不断提高。微针技术改进了传统 FUE 技术使用的宝石刀+镊子作为毛囊提取仪, 通过专门的微针植发笔提取毛囊, 并直接种植到指定部位, 相比于宝石刀+镊子, 微针对毛囊的伤害更小, 能够提高毛囊的存活率, 但价格相对会更高。2009 年出现的 LATTICE 点阵加密无痕技术则可以根据患者毛发不同稀疏情况, 精确点阵设计, 使用与毛发间隙大小适宜的种植针进行种植。3D 植发技术出现于 2019 年, 由新生医疗自主研发, 采用专利精密仪提取毛囊, 双胚多胚毛囊提取量更大, 术后发量从视觉效果上看比传统植发技术术后要多出近 20%。由此, 以上技术在传统 FUE 技术上就提取毛囊精细度、种植毛囊精细度进行提升, 并可以结合几种技术实现进一步精细

² 李会民, 侯佳琪. 《应用 FUT(毛囊单位移植)技术治疗雄性脱发 500 例》. 2012 全国中西医结合医学美容学术交流大会论文汇编. 中国中西医结合学会医学美容专业委员会: 中国中西医结合学会, 2012: 6.

化，毛囊成活率、出毛量不断提高。

图4: 植发技术的更新迭代有助于拓展植发医疗市场空间



资料来源:《最新 FUE 技术—实用无痕毛发移植术》、开源证券研究所

1.3.3、政策驱动行业规范化，龙头企业受益

行业监管趋严，将带动植发行业规范化、标准化运营，龙头企业受益。2009年12月，卫生部印发的《医疗美容项目分级管理目录》，将毛发移植术列为美容外科一级项目；2017年5月，7部门联合印发《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》，进一步规范医美行业；2021年6月，八部委出台《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，联合整治非法医美机构，全方位打击医美灰色地带，规范医美行业健康发展。多重政策保障医美行业有序发展的同时，助推了植发行业的规范化、标准化，行业龙头受益。

表2: 政策带动植发行业规范化发展

发布日期	发布机构	政策名称	政策内容
2009年3月	中共中央、国务院	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	鼓励社会资本投资医疗机构，并透过社会资本投资促进私立医疗机构发展及公立医疗机构改革
2009年12月	卫生部	《医疗美容项目分级管理目录》	将毛发移植术列为美容外科一级项目
2010年11月	国务院	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的通知》	中国政府鼓励及支持私人投资者投资于各类医疗机构。私人投资者获准申请举办营利性或非营利性医疗机构。鼓励私立医疗机构聘请或授权具有专业经验的国内外医疗机构参与医院管理以提高其效率
2017年5月	卫计委、公安部、食品药品监管总局等7个部	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	不断加大监管力度，依法严肃查处违法违规医美行为

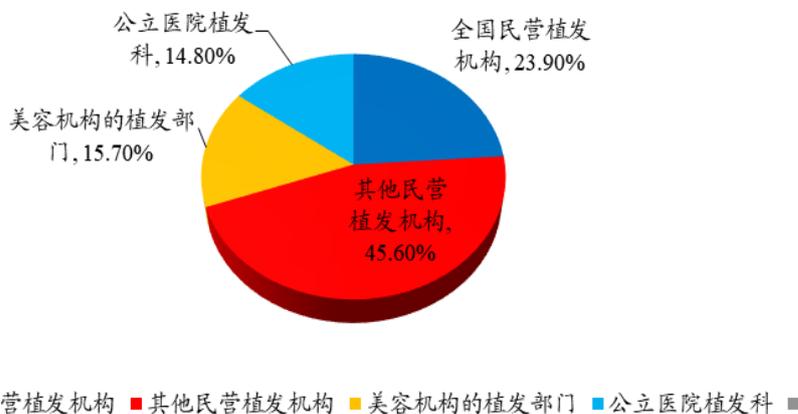
发布日期	发布机构	政策名称	政策内容
2021年6月	八部委	《打击非法医疗美容资料来源：开源证券研究所服务专项整治工作方案》	部门联合整治非法医美机构，全方位打击医美灰色地带，规范医美行业健康发展

资料来源：雍禾医疗招股书、开源证券研究所

1.4、竞争格局：民营规模占比高，连锁型民营医疗机构更具发展优势

目前国内提供植发服务的既包括公立医院植发科（如上海九院、华山医院等），也包括民营医疗机构（包括连锁、单体和美容机构的植发部门）。植发作为一种微创手术对精准度要求高，而且一次手术往往需要几个熟练医生同时操作。公立医院服务性质相对较低，占据 14.8% 市场份额，相比之下，民营医疗机构能够为患者提供更具个性化的诊疗服务，占据 85.2% 的市场份额。在民营医疗机构中，非连锁型的植发机构占比最大，达 45.6%。由于非连锁型植发机构运营灵活、设立门槛较低，加上植发医生相对较好培养，助其占据了近半边“植发江山”。但其具有质量和售后服务难以保证的不足，从业医生水平也参差不齐，从一定程度上导致了植发行业的乱象。连锁型医疗机构整体设立门槛较高，能提供更为优质的植发医疗服务并且更有服务质量的保证，也十分受患者的青睐，占据 23.9% 的市场份额。

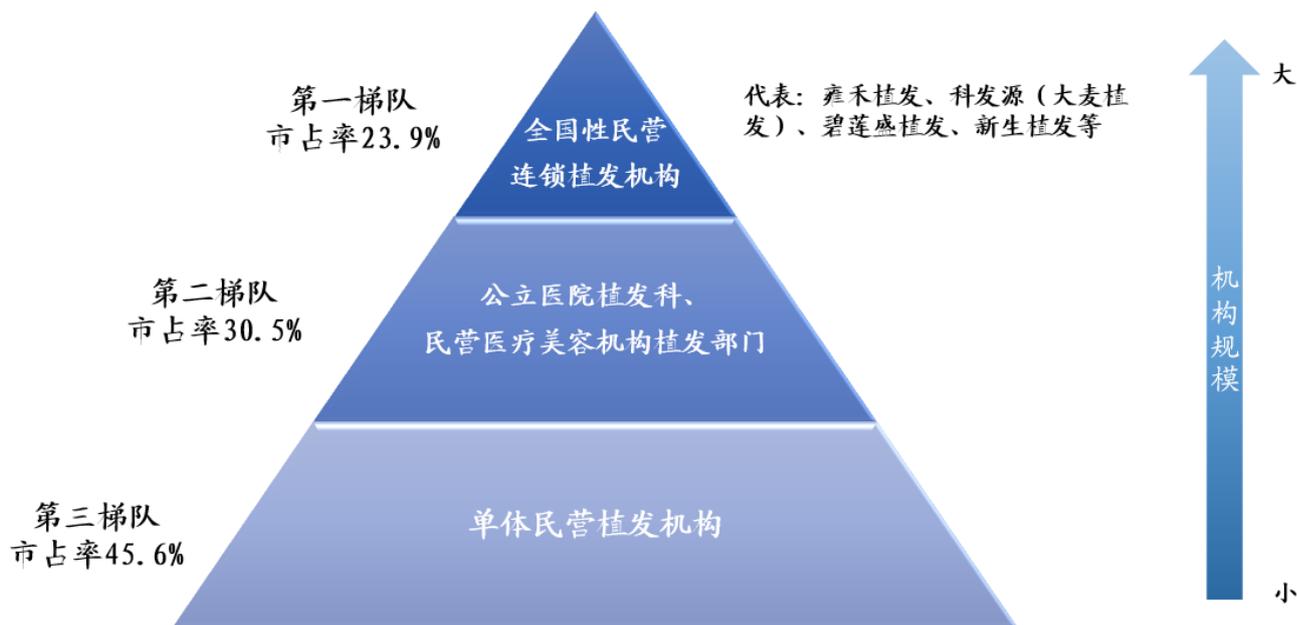
图5：公立医院植发科仅占 14.8% 市场份额，民营医疗机构占比高达 85.2%



数据来源：弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

根据机构规模我们可以将国内植发医疗机构分为三大梯队：（1）第一梯队：全国性民营连锁植发机构，专业从事植发医疗服务业务，门店布局广泛且不断扩张，代表企业有：雍禾植发、科发源（大麦植发）、碧莲盛植发、新生植发等；（2）第二梯队：公立医院植发科、民营医疗美容机构植发部门，较第一梯队规模较小；（3）第三梯队：民营单体植发机构，在规模及诊疗规范性方面较前 2 个梯队皆存在较大差距。

图6: 专业从事植发医疗服务业务、覆盖范围广的全国性民营连锁植发机构位列我国植发医疗机构第一梯队



资料来源: 雍禾医疗招股书、开源证券研究所

民营医疗机构相比公立医院的优势体现在: (1) 从数量上来看, 开展植发业务的民营机构要多于公立医院。以上海为例, 已注册的民营植发机构有雍禾、碧莲盛、大麦等 19 家, 公立医院有上海九院、华山医院、长征医院以及中国人民解放军海军特色医学中心 4 家; (2) 从营销渠道来看, 民营机构营销投入多, 强大的营销力度提高了民营机构的获客能力, 分流了市场上的脱发患者; (3) 从价格上来看, 公立医院的价格偏高, 根据雍禾毛发中心公众号, 公立医院单位毛囊价格为 25 元, 民营机构采用同样技术的单位毛囊价格为 10 元左右。

连锁型民营医疗机构相比其它单体民营机构的优势体现在: (1) 连锁型机构经营规模更大, 上游营销投入更多, 覆盖范围扩大加上营销力度更强, 有利加速品牌影响力的提升, 长期来看获客成本逐渐降低, 提升盈利能力; (2) 品牌影响力的扩大同时增强获医能力, 由于植发行业大多为一次性诊疗、技术壁垒较低, 全国知名专家较少, 仅几位医生的口碑引流不能保证长期稳定的患者接诊量, 由此, 拥有背书且营销投入大的大连锁机构更吸引医生; (3) 获医能力较强保证了诊疗质量, 由于植发诊疗以团队接诊, 大连锁机构不仅对医师吸引力强, 也对更优质的护理人员吸引力强, 团队诊疗的操作熟练度、精细程度更高, 毛囊成活率有更大保障。综合以上优势, 连锁型机构较单体植发机构竞争力更强。

表3: 连锁型植发机构主要竞争者为以雍禾医疗为首的 4 大机构, 雍禾医疗市占率最高

项目	雍禾植发	新生植发	碧莲盛	科发源 (大麦植发)
创立时间	成立于 1999 年	创立于 2001 年	成立于 2005 年	成立于 1997 年
机构规模	国内最大植发服务提供商, 遍布全国 50 个城市, 拥有 51 家连锁机构。	总部在南京, 开设了 45 家连锁机构	总部在北京, 在 32 个城市建立连锁机构。	建立了 33 家连锁机构, 已进行海外市场布局。
医疗团队	1200 多人的专业医疗团队, 包	-	医师 65 名	医师 75 名

项目	雍禾植发	新生植发	碧莲盛	科发源（大麦植发）
	包括 229 名注册医生，930 名护士。			
技术特点	主打一站式毛发医疗服务，使用改良后的 FUE 技术。	主打 3D 植发，研发了 PAC 毛囊提取分离技术。	主打植发不剃发、术后有长发，SHT 无痕植发，种植密度更大。	主打微针植发技术。微针植发种植孔比传统植发小三分之一。
2020 年营收（亿元）	14.13（占前 4 大机构的 44%）	4.85	7.1	6.0
2020 年服务人次（万人）	5.1	2.5	3.7	3.0
商业模式	店中店，提供一站式毛发医疗管理服务。	植发养固全产业链，一线城市布局植发机构，地级市布局护发中心，形成防脱闭环。	植发、养发、护发、固发于一体的整体毛发产业生态闭环。	植发养固一体化优质产业链，以技术驱动品牌化发展，进行全球化战略部署。
2020 年市占率	11%，行业第一	3.1%，行业第四	5.3%，行业第二	4.5%，行业第三

数据来源：雍禾医疗招股书、各公司官网、开源证券研究所

注：数据截至 2021 年 6 月，科发源、碧莲盛按官网公布的医师名单加总统计

1.5、行业特征：准入门槛偏低、复制性强，企业仍处于争夺市场阶段

1.5.1、操作标准化，技术壁垒不高，操作精细度、熟练度是决定成活率的关键因素

目前国内的主流技术为 FUE 技术，先通过宝石刀+镊子提取毛囊，然后在脱发区域打孔，最后将毛囊种植在孔里，在所涉及到的操作过程中，提取毛囊、打孔、种植毛囊 3 个步骤对操作人员的技术要求相对较高：提取毛囊时需要减少对毛囊的损伤，以提高成活率，且由于毛囊在体外活性会逐渐下降，提取过程中需要保证一定速度，这对医生的操作精细程度、熟练程度皆要求较高；打孔首先需要大小深浅适宜，这样利于毛囊的后期生长，且其密度布局需得当以保证效果美观，该步骤也对医生的操作熟练程度要求高；种植毛囊一般是由护士完成，操作中主要有两大要点，一是确保好的方向感，二是确保种植的深浅适宜，也需要护士具备熟练的操作技术和较多经验。由此，国内主流植发技术最关键的是操作人员的精细程度、熟练程度，与操作人员实操次数正相关，整体技术壁垒并不高。

1.5.2、医师供给少，团队配合度、操作熟练度更重要

医疗美容主诊医师每年新增人数较少，政策对主诊医师要求较高。根据河南省卫健委披露的医疗美容主诊医师备案汇总表，2018-2020 年美容外科新增医疗美容主诊医师分别为 18、27、12 人，新增人数少。根据国家卫健委发布的《医疗美容服务管理办法》，负责实施医疗美容项目的主诊医师需要具备较高要求，医疗美容护理人员也应具备一定年限的相关护理工作经历。根据雍禾医疗招股书，雍禾医疗执业医师平均拥有 5 年行业经验，护士平均拥有 3 年行业经验，与《医疗美容服务管理办法》中提出的要求相符。

表4：《医疗美容服务管理办法》对医疗美容主诊医师、护理人员皆提出了具体要求

负责实施医疗美容项目的主诊医师必须同时具备下列条件：		从事医疗美容护理工作的人员，应同时具备下列条件：	
1	具有执业医师资格，经执业医师注册机关注册；	1	具有护士资格，并经护士注册机关注册；

负责实施医疗美容项目的主诊医师必须同时具备下列条件：
从事医疗美容护理工作的人员，应同时具备下列条件：

2 具有从事相关临床学科工作经历。其中，负责实施美容外科项目的应具有 6 年以上从事美容外科或整形外科等相关专业临床工作经历；

3 经过医疗美容专业培训或进修并合格，或已从事医疗美容临床工作 1 年以上；

4 省级人民政府卫生计生行政部门规定的其他条件。

2 具有 2 年以上护理工作经历；

3 经过医疗美容护理专业培训或进修并非合格，或已从事医疗美容临床护理工作 6 个月以上。

资料来源：卫健委《医疗美容服务管理办法》、开源证券研究所

植发诊疗以团队进行，团队配合度、诊疗熟练度更为重要。以 FUE 传统植发手术为例，手术流程主要分为 6 个步骤：术前的头皮消毒、打麻药、提取毛囊、分离毛囊、种植区打孔、在孔里种头发，其中操作较为简单的消毒、分离毛囊、往孔里种头发由护士进行，分离毛囊以及种头发耗时较长，皆为 100 分钟及以上，且分离毛囊需要 3-4 个护士同时进行。医生负责环节为打麻药、提取毛囊、打孔环节，对医生的操作熟练度、眼力、体力都提出较高要求。

表5: FUE 植发手术以团队配合进行

植发手术流程	操作人员	操作难度	3000 毛囊单位下的操作时间
1 术前头皮消毒	护士	简单	-
2 打麻药	医生	较难，麻药剂量配比很重要	-
3 提取毛囊	医生	较难，一般需要不间断地完成，对操作技巧要求高	70-100 分钟
4 分离毛囊	护士	较简单，分离毛囊周围组织，将毛囊分离成单根头发，将毛囊分离为单根头发的毛囊比例	约 100 分钟
5 种植区打孔	医生	较难，打孔难度在于保持孔的间距合理，也是不间断完成的高强度技术活	40-60 分钟
6 往孔里种头发	护士	较简单，将分离好的毛囊种在打好的孔里	100-120 分钟

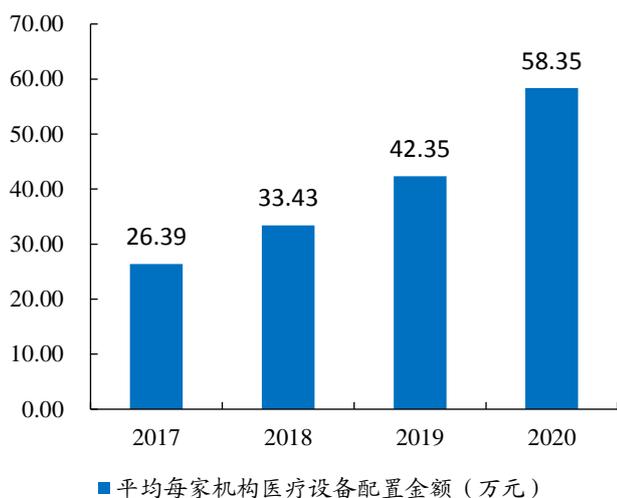
资料来源：丁香医生、雍禾毛发中心、开源证券研究所

植发医师需要具备全面诊疗知识，老带新模式下年轻医师主要负责简单环节，新医师培养周期短。虽然植发技术的壁垒并不高，但需要医生掌握全面诊疗知识，以应对各类疑难病例以及突发情况。目前在实际诊疗中，部分医疗机构会采取 3-4 个医师同时操作一台手术，在老带新的团队模式下，手术疑难部分能够由经验丰富的医师进行决策、操作，其他操作步骤由年轻医师负责，由此新医师的培养周期较短，根据雍禾医疗招股书，公司新聘医师均需接受为期 4-6 个月的系统培训，包括不少于 3 个月的临床实践培训。较短的培养周期加快了行业储备后续人才的速度，人才诊疗能力的提高主要取决于实操经验的丰富程度。

1.5.3、设备配置以外科手术相关设备及灭菌设备为主，设备壁垒不高

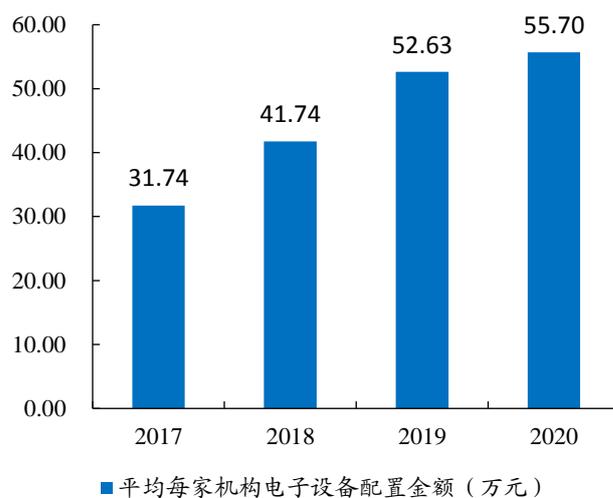
医疗美容诊所应配置设备主要为手术相关设备以及灭菌设备，并不包含大型医疗器械，设备配置壁垒不高。从雍禾医疗设备配置情况来看，公司医疗设备配置金额与其电子设备配置金额水平较为一致，2020 年末分别为 2801、2674 万元，按照 2020 年底 48 家医疗机构计算，2020 年平均每家医疗机构设备配置金额为 58 万，设备壁垒不高。

图7: 雍禾医疗单家医疗机构医疗设备配置金额不高



数据来源: 雍禾医疗招股书、开源证券研究所

图8: 单家医疗机构电子设备配置金额与医疗设备相当

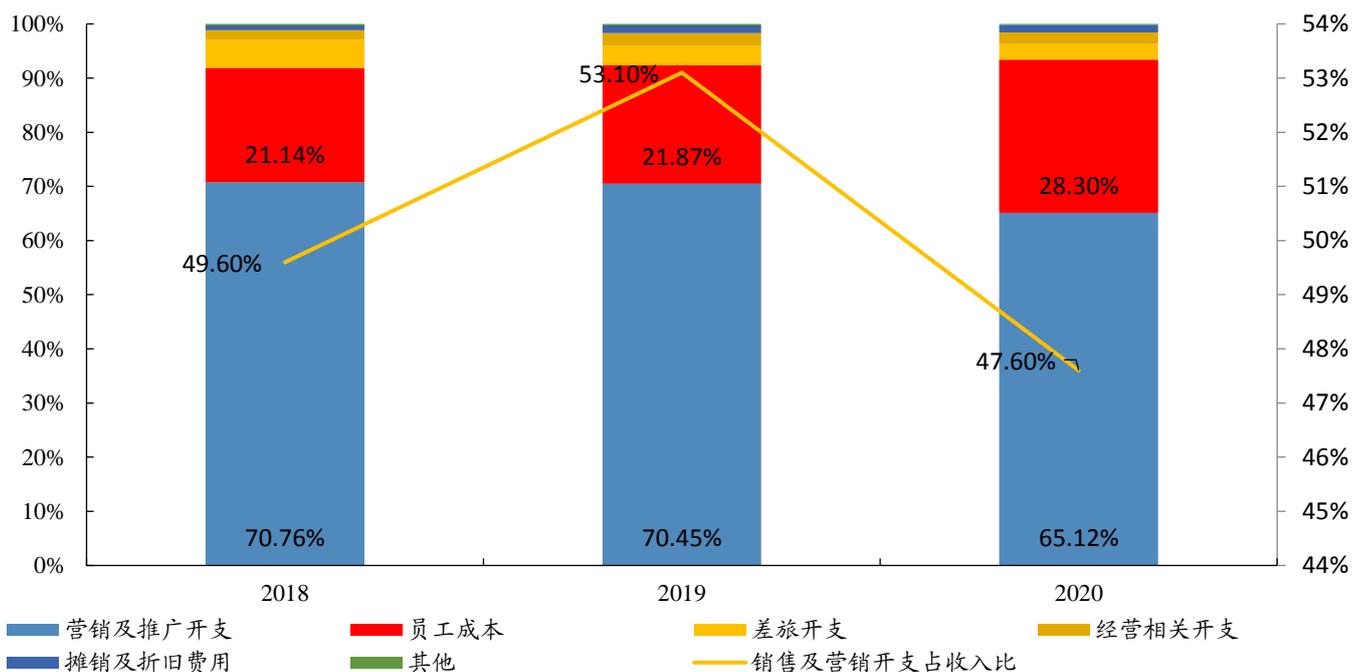


数据来源: 雍禾医疗招股书、开源证券研究所

1.5.4、营销为开拓市场重要手段，未来营销更注重品牌建设，长期看拥有更大品牌影响力的连锁机构竞争力更强

根据艾媒咨询发布的《2018年中国植发行业研究报告》，由于植发医疗服务渗透率低、大多为一次性交易、用户获取信息主要依赖搜索引擎，营销成为植发医疗机构开拓市场的重要手段，雍禾医疗2018-2020年销售及营销开支占收入比均为50%左右，营销投入高。

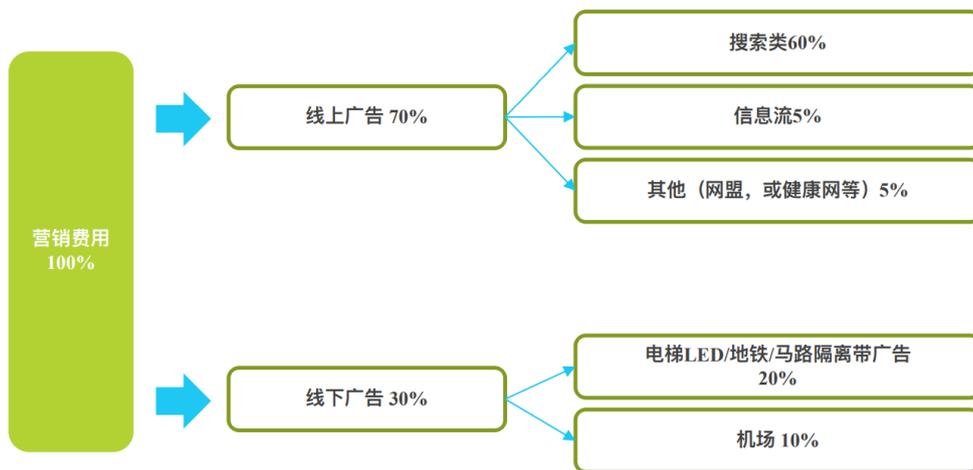
图9: 雍禾医疗销售及营销开支占收入比50%左右，以营销及推广开支为主



数据来源: 雍禾医疗招股书、开源证券研究所

根据艾媒咨询，就营销渠道而言，营销主要分为线上、线下2种方式，目前植发机构以线上的搜索类广告营销为主（占比60%），线上广告主要为效果类广告，精准定位人群，转化率高，需要在较短时间内体现于业绩；线下广告分为品牌类广告和转化类广告，有利于提升品牌知名度，长期来看有利于减少植发机构营销投入，提高品牌认知。雍禾医疗于2019年开始使用品牌广告，逐渐加大投入力度、建立品牌认知。

图10: 植发机构营销以线上的搜索类广告营销为主



资料来源：艾媒咨询《2018年中国植发行业研究报告》

表6: 植发机构未来将加大对线下品牌广告的投入，建立品牌认知

	线上广告	线下广告
主要目的	效果类广告	品牌类广告+转化类广告
主要形式	搜索竞价	品牌类广告：公交车体广告，马路隔离带中的广告牌，电梯等待区广告等；转化类广告：地铁车厢，公交车厢广告等
适用场景	效果转化	提升认知；提升转化
结算形式	以单次点击为准	每个投放点位按周结算
优势	定位精准人群，转化率高	可以曝光的人群非常广，有利于提升品牌知名度
劣势	广告费用投入高，且容易遭到恶意点击	无法监测曝光量，难以评估效果。无法确定投放人群是否准确

资料来源：艾媒咨询《2018年中国植发行业研究报告》、开源证券研究所

我们认为，由于植发行业仍处于发展初期，集中度分散，且行业并未形成标准化诊疗服务，也未出现具备较大品牌影响力的大连锁龙头，目前营销投入与接诊患者人数、服务收入呈明显正相关关系，重营销仍然是植发机构扩大业务的主要手段，预计营销投入在短期阶段仍会保持较大规模。待行业发展至较成熟阶段，标准化逐渐建立、行业规范度逐渐提升，虽然竞争加剧，但领头连锁机构凭借多年累积的营销投入已经具备一定品牌影响力，获客成本预计呈现下降趋势，获医能力也逐渐提高，但行业新进入者以及较小规模的单体竞争对手则面临高获客成本，竞争力相对较弱，市场份额容易被大连锁机构抢占，由此预计植发行业进入成熟期时集中度会不断提升，领头植发连锁机构规模持续扩大。

1.5.5、医疗服务行业比较：植发行业处于发展初期，民营为主，销售费用率高对净利率有较大影响

从规模及增速上看，目前植发行业相比口腔、体检、眼科、医美、辅助生殖行业规模小，2018年植发行业市场规模98亿元，约为口腔行业的1/10，处于行业初期发展阶段，发展快速，未来10年行业增速预计达到20%。从开展机构性质来看，医美行业民营规模占比80%，植发行业属于医美，民营规模占比更高，达到85%，口腔行业民营公立规模占比较为均衡，体检、眼科、辅助生殖仍以公立为主。从行业壁垒及商业可行性来看，植发行业的医生、技术、设备壁垒都不高，所以标准化程度高、可复制性较强。从盈利能力来看，医疗美容、辅助生殖、植发行业毛利率皆能达到70%，辅助生殖净利率在以下医疗服务行业中处于较高水平，达到30%，其他医疗服务行业净利率则在5%至20%之间，植发行业净利率为10%左右，处于中间水平，考虑到植发行业销售费用率高达50%，待行业发展至较成熟阶段，连锁植发机构已建立较强品牌影响力，营销投入逐渐下降，预计植发行业盈利能力增长空间较大。

表7：相较其他医疗服务行业，植发行业处于初期发展阶段

医疗服务子行业	口腔	体检	眼科	辅助生殖	肿瘤	植发
市场规模（2018，亿元）	968	1350	755	252	3300	98
行业整体增速（未来5-10年）	13-15%	10-15%	15%左右	10%左右	10-15%	20%左右
客单价增速（%）	5%	10%	5~10%	量增速>价格增速	1~5%	量增速>价格增速
就诊人次增速（%）	10%	~5%	5~10%	速	5~10%	增速
2030年行业规模（亿元）/CAGR	4500/13%	4586/9.4%	3257/10%+	2023年潜在空间1000亿元	2025年潜在空间7000亿元	756/19%
公立：民营（规模）	45%：55%	80%：20%	80%：20%	91%：9%（数量占比）	90%：10%	15%：85%
集中度	市场集中度偏低，通策医疗占口腔专科医院规模的6%	集中度介于口腔和眼科之间，美年健康在非公市场占比25%	民营逐步超过公立，爱尔眼科在民营中市场份额超过30%	8大公立生殖中心市占率超过20%	市场集中度偏低，基层地区供需矛盾突出	市场集中度偏低，雍禾医疗市占率10%
人才依赖度	对医生依赖程度高，很依赖医生水平和技术	人才依赖度中等，对B超、读片医生技术要求高	对医生技术依赖程度较高，但更依赖于设备	对医生经验技术要求高	对医生技术依赖程度较高，但更依赖于设备	医生、技术、设备壁垒都不高
商业化可行性	较难标准化，可复制程度次之，存在医生数量制约	标准化程度高，可复制性强，有一定规模化优势	标准化程度高，机器依赖，可复制性强，规模化优势明显，医生培养周期短	辅助生殖医疗机构复制难在牌照申请上，连锁扩张难度大	标准化程度较高，可复制性较强，标准化经营可缩短筹建期、盈亏平衡期	标准化程度高，可复制性较强
壁垒	具备一定程度的门槛，体现在医生、品牌上，规	具备一定程度的门槛，规模扩大后对连锁化运营	有一定门槛，资金，医生梯队管理体系。爱尔已	门槛较高，政策审批严格，试管婴儿牌照稀缺、	具备一定程度的门槛，由于设备价值高，具备较高资金壁垒	具备一定程度的门槛，由于医生、技术、

模扩大后对连锁 化运营管理有较 高要求	管理有较高要 求。	经逐步形成了自 己的壁垒。	技术要求高（第 三代植入技术只 有 8.9%的机构 掌握，成功率 60%）	设备壁垒不 高，营销投入 大		
毛利率	45%	40%	45%	70%，高的能到 90%	30%（民营）	70%
净利率	10-20%及以上	5-12%	10-15%	30%以上	15%(民营)/6%(公立)	10%
成熟门店净利率	30%以上	25%	20-25%	-	-	-
季节性	不明显，但暑期 客流明显偏高	明显，3-4 季度 为旺季	不明显，但暑期 客流明显偏高	不明显	不明显	不明显
核心竞争优势	政府或大学资 源；技术水平； 医生	管理架构；品牌 公信力；技术	管理；技术品 牌；商业模式 （例如爱尔兰的 四级医院分级诊疗 模式）	牌照、技术、医 生	资金（设备）、医生、 医院资质（医保额度）	服务、医生

资料来源：前瞻产业研究院、雍禾医疗招股书、开源证券研究所

1.6、行业发展趋势：收费透明化、服务个性化、产业链延伸、由营销驱动转向技术驱动

从目前行业的发展态势来看，未来国内的植发行业竞争基本会在 4 大头部民营医疗机构（雍禾植发、新生集团、大麦、碧莲盛）之间展开角逐，它们在竞争中势必带动对行业行为和标准进行规范，从而形成“良币驱逐劣币”的良性竞争格局，促进行业的长足发展。

1.6.1、植发行业透明化、个性化

植发行业发展初期，在庞大市场需求的刺激下快速发展，然而植发价格与行业标准并不透明，降低了消费者对植发机构的信任，进一步影响了消费者的植发意愿。2014 年雍禾植发推出“透明医疗模式”，植发手术前要与患者签订 5 份保障协议，协议内容包括价格透明、毛囊单位数量透明、手术过程透明等，有助于赢得客户信任。其它头部平台的植发医疗机构也陆续都出台了类似的行业自律手段。植发透明化可以净化行业规则，有效减少宣传造假、价格不透明、虚假手术等行业乱象，提高消费者信任度，提高品牌知名度的同时也提高了植发行业的未来市场边际。

由于不同性别、不同年龄、不同地区的患者脱发程度也不同，因而对应的植发方案也应有相应的调整。不同人们对审美的追求也不尽相同，对植发质量效果更是有各自的期望及要求，越来越多的消费者也倾向于个性化的植发设计而非传统的植发方案，预期未来个性化的植发方案也将成为行业发展的新趋势。

1.6.2、产业链延伸：从植发到一站式“植发、养发、护发”

由于以下原因，植发市场呈现出由单一植发医疗机构向一站式综合毛发管理医疗机构发展的态势：（1）毛发相关问题很复杂，需要专业诊断和不同的治疗方案。综合毛发管理机构可以满足消费者的多样化需求，包括所有毛发相关问题，而不仅仅是脱发；（2）植发后 1-2 年需要配套养护方案，进一步根除毛发相关问题，以保持和

加强植发的效果；(3) 消费者追求美观的需求日益强烈，除了植头发，不少消费者还衍生出种眉毛、植胡须、修鬓角等的需求。综合毛发管理医疗机构能迎合植发之外的各种衍生需求，因而有着更广阔的市场空间，有望赢得更大的客流量。

一站式综合毛发管理的服务人群不仅限于脱发患者，还包括未患病的正常人群，大幅扩大了人群覆盖度，且由于医疗养固服务需要患者在较长时间内接受多次治疗以达到最佳效果，提高了客户粘性，由此一站式综合毛发管理通过服务链延伸能够有效推动行业增长空间的扩大。

1.6.3、由营销驱动为主转向技术专业

中国植发市场的消费者群体正处于快速增长期，消费者教育不断加强，品牌知名度也逐渐提升。植发价格和手术过程的逐渐透明化及标准化一定程度上消除了消费者心中的疑虑和抵触。技术专业在竞争中变得越来越重要，初期以营销为主的发展模式，短期虽然可实现客户数量的增加，但植发机构口碑的形成更多靠专业、技术、服务等方面。

在植发行业激烈竞争中，4大头部平台的连锁医疗机构在技术上都在强调专业化的发展，无论是碧莲盛无痕植发、大麦微针植发还是新生集团打造的3D植发和不剃发植发的核心技术，各自在打造技术壁垒的同时也加快了植发行业往纵深发展，推动植发行业发展壮大。

2、从雍禾医疗发展看植发连锁机构特征：收入爬坡期快，盈亏平衡周期较短，获客能力对盈利能力影响大

平均开店筹建期、盈亏平衡期较短，收入爬坡速度快。根据雍禾医疗招股书，公司开设新医疗机构一般涉及战略规划、市场研究、选址、可行性研究、环境影响评估、监管审批程序、物业租赁及维修、招聘所需人员、购置设备及用品等多个步骤，总体需时不超过8个月。自门店开业，雍禾医疗旗下医疗机构平均初始收支平衡期（首次录得月度净利润）约为3个月，平均现金投资回收期（累计经营现金流收回初始投资时间）约为14个月。通过拆分雍禾医疗门店及收入发现，新建院部单店收入为600-900万元左右，1-2年院部单店收入快速增长至1700-2600万元左右，2-3年院部单店收入则达到2600-3000万元左右，经营时间大于3年的成熟院部平均单店收入保持在5000万元以上。雍禾医疗旗下最大医疗机构北京雍禾2018-2020年收入皆超过1.4亿元。

表8：雍禾医疗平均开店筹建期、盈亏平衡期较短，收入爬坡速度快

单店运营情况		
开店筹建	8个月	
开业后首次录得月度净利润时间	3个月	
开业后累积经营现金流收回初始投资时间	14个月	
	单店收入范围（万元）	较上级院部收入增长幅度
新建院部（运营0-1年）	600-900	
1-2年院部	1700-2600	186.67%
2-3年院部	2600-3000	30.23%

单店运营情况

3年以上院部	5000+	78.57%
--------	-------	--------

数据来源：雍禾医疗招股书、开源证券研究所

3年以上成熟院部同店增速维持18%以上，增长稳健。2019年雍禾医疗16家可比成熟院部收入同比增速为18.61%，2020年22家可比成熟院部收入同比增速为18.09%，皆保持在18%以上，增长稳健。2019年6家可比发展期院部收入同比增速为17.66%，2020年8家可比发展期院部收入同比增速为32.67%，增速实现较大幅度提升。

表9：雍禾医疗成熟院部同店增速维持在18%左右

		2018	2019	2019	2020
同店数量(家)	成熟院部		16		22
	发展期院部		6		8
平均单店销售收入(万元)	成熟院部	4,384	5,200	4,607	5,441
	发展期院部	2,573	3,027	1,966	2,608
同店收入yoy	成熟院部		18.61%		18.09%
	发展期院部		17.66%		32.67%

数据来源：雍禾医疗招股书、开源证券研究所

单店收入与医疗专业人员数量正相关，患者结构通过提升平均客单价从而提升单店收入。雍禾医疗前5大机构的单个医疗专业人员产生收入为150-210万元，按照2020年公司整体收入16.38亿元、1134位医疗专业人员计算，公司整体平均单个医疗专业人员产生收入为144万元，由此单个医疗专业人员产生收入较为稳定，单店收入与医疗专业人员数量相关程度较大。

雍禾医疗根据医生经验及技能提供三级服务：(1)普通级服务，价格为2-3万元；(2)优质级服务，由院长、主任或副主任医师进行升级和定制化服务，价格为3-5万元；(3)雍享级服务，由业内知名植发专家进行个性化植发手术，价格为10万元以上。2018-2020年选择优质级服务的患者从0增长至1827人，2020年患者占比为3.6%，实现了快速增长；2018-2020年选择雍享级服务的患者从140增长至292人，由于雍享级服务价格高，客户接受度有一个过程，但该类服务能有效提升平均客单价并利用其“雍享·梦之队”提升品牌影响力。

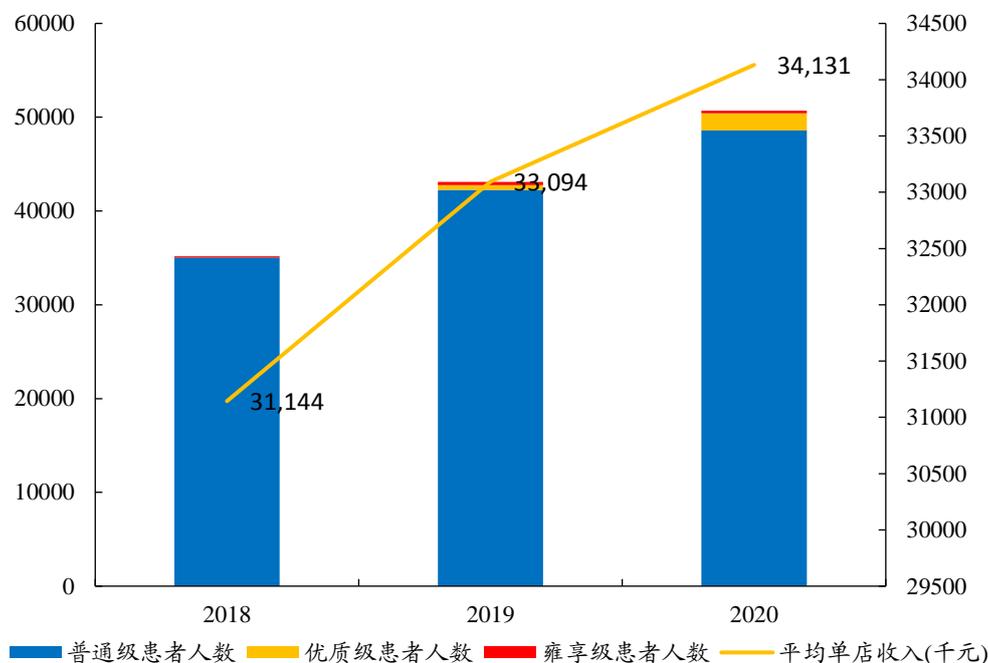
表10：雍禾医疗前5大医疗机构稳健增长，单个医疗人员产生收入较为稳定

成立年份	截至2020年的店龄	建筑面积(平方米)	2020年植发患者人数(人)	医疗专业人员数量(人)	收入(万元)			收入yoy		坪效(万元/平方米)	2020年		
					2018	2019	2020	2019	2020		客单价(万元)	单个医疗专业人员产生的收入(万元)	
北京雍禾	2013	8	4012	3792	67	14,230	14,573	14,032	2.41%	-3.72%	3.50	3.70	209
广州雍禾	2013	8	6174	3233	67	7,370	10,034	10,579	36.15%	5.43%	1.71	3.27	158
深圳雍禾	2015	6	5225	3210	53	5,997	8,909	10,418	48.56%	16.94%	1.99	3.25	197
成都雍禾	2012	9	3220	2599	38	4,678	5,358	8,021	14.54%	49.69%	2.49	3.09	211

上海雍禾 2015 6 1786 2323 43 5,341 6,172 7,749 15.55% 25.57% 4.34 3.34 180

数据来源：雍禾医疗招股书、开源证券研究所

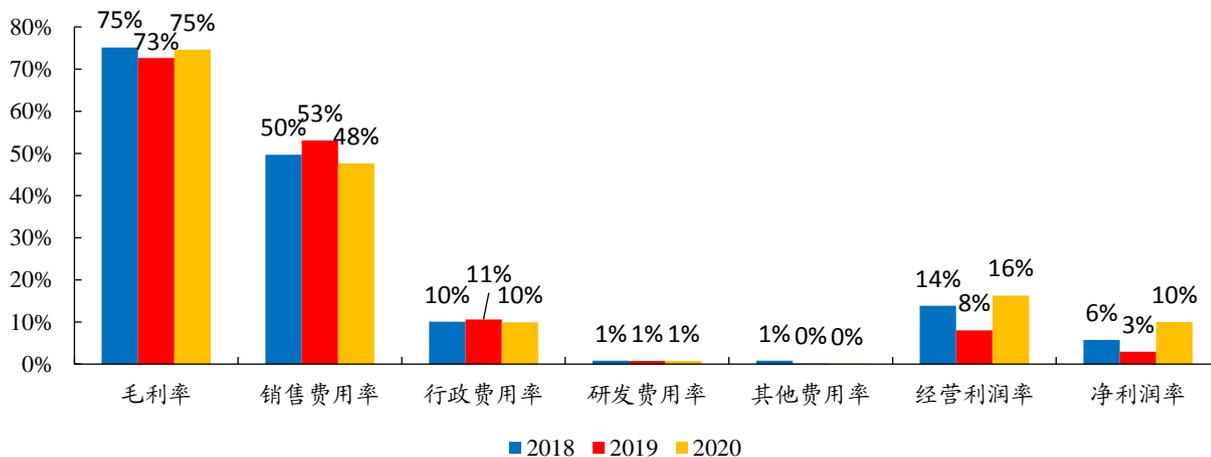
图11：雍禾医疗选择优质级、雍享级服务患者比例增加有利提升单店收入



数据来源：雍禾医疗招股书、开源证券研究所

从雍禾医疗整体情况来看，毛利率超过70%，由于销售费用率约50%导致经营利润率为15%左右，净利润率受销售费用率影响大。雍禾医疗毛利率较为稳定，2018-2020年毛利率稳定在73%-75%（2019年毛利率下降因为开展的医疗养固服务运营初期毛利率较低拉低整体毛利率），行政、研发、其他费用率也保持稳定，合计11%-12%，销售费用率波动较大，为48%-53%。

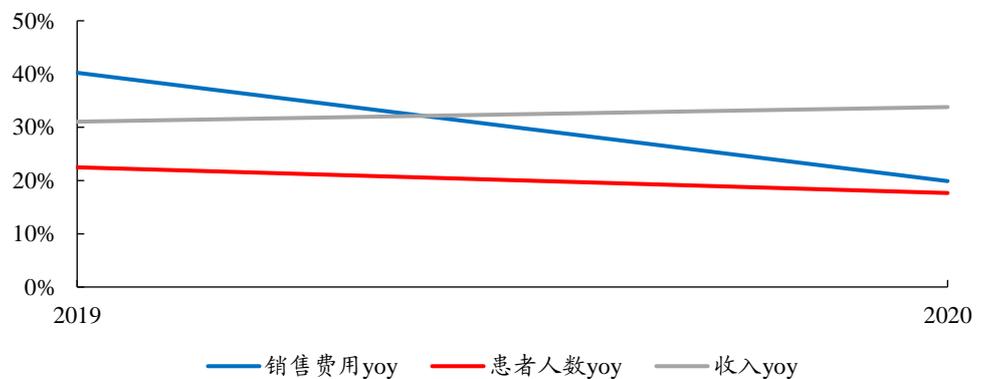
图12：雍禾医疗净利率受销售费用率影响大



数据来源：雍禾医疗招股书、开源证券研究所

品牌建立有利于提升销售产出效率，逐渐降低销售费用率并提升盈利能力。上文提到品牌类广告有利于提升品牌知名度，长期来看有利于提高销售产出比，进而逐渐减少营销投入，提高盈利水平。雍禾医疗自2019年起开始使用品牌广告，并在2020年大力推广该营销模式，2018-2020年前3营销供应商情况显示，对建立品牌公信力效果一般的搜索引擎广告，购买金额从2019年的1.69亿元下降至2020年的0.81亿元，而较多通过口碑传播的线上社区，购买金额从2019年的0.32亿元上升至2020年的1.15亿元，线上社区推广能够更有效地接触和吸引潜在客户，建立品牌公信力、提升品牌影响力。从雍禾医疗2018-2020年的销售费用增速、患者增速及收入增速可以发现，虽然销售费用增速下降，但患者人数增速保持稳定，且收入增速持续上升，表明公司销售产出效率得到提升，预计未来随着品牌影响力的逐渐扩大，销售费用率能够逐渐降低，公司盈利能力将得以提升。

图13: 销售费用增速下降，但患者人数增长保持稳定、收入增长加快



数据来源：雍禾医疗招股书、开源证券研究所

表11: 雍禾医疗改变营销战略，注重提升品牌和服务的认知度

2018		2019		2020		
提供产品或服务	购买金额(千元)	提供产品或服务	购买金额(千元)	提供产品或服务	购买金额(千元)	
第一营销供应商	搜索引擎相关广告	119162	搜索引擎相关广告	168859	透过线上社区进行推广服务	114862
第二营销供应商	地铁站展示广告	19047	透过社交网络平台进行推广服务	39372	搜索引擎相关广告	80746
第三营销供应商	地铁站展示广告	16803	透过线上社区进行推广服务	32073	透过社交网络平台进行推广服务	29002

数据来源：雍禾医疗招股书、开源证券研究所

3、雍禾植发：深耕中国毛发医疗行业十余载，毛发医疗服务龙头企业

雍禾植发是中国规模最大的提供一站式毛发医疗服务的医疗集团。根据弗若斯

特沙利文数据,在中国所有毛发医疗服务提供商中,雍禾植发 2020 年总收入、于 2020 年末的注册医生人数、运营中医疗机构数量,以及 2020 年植发患者就诊人数,均排名第一。截至 2021 年 6 月,雍禾植发在中国 50 个城市经营 51 家医疗机构,是中国最大及覆盖面最广的连锁植发医疗机构。

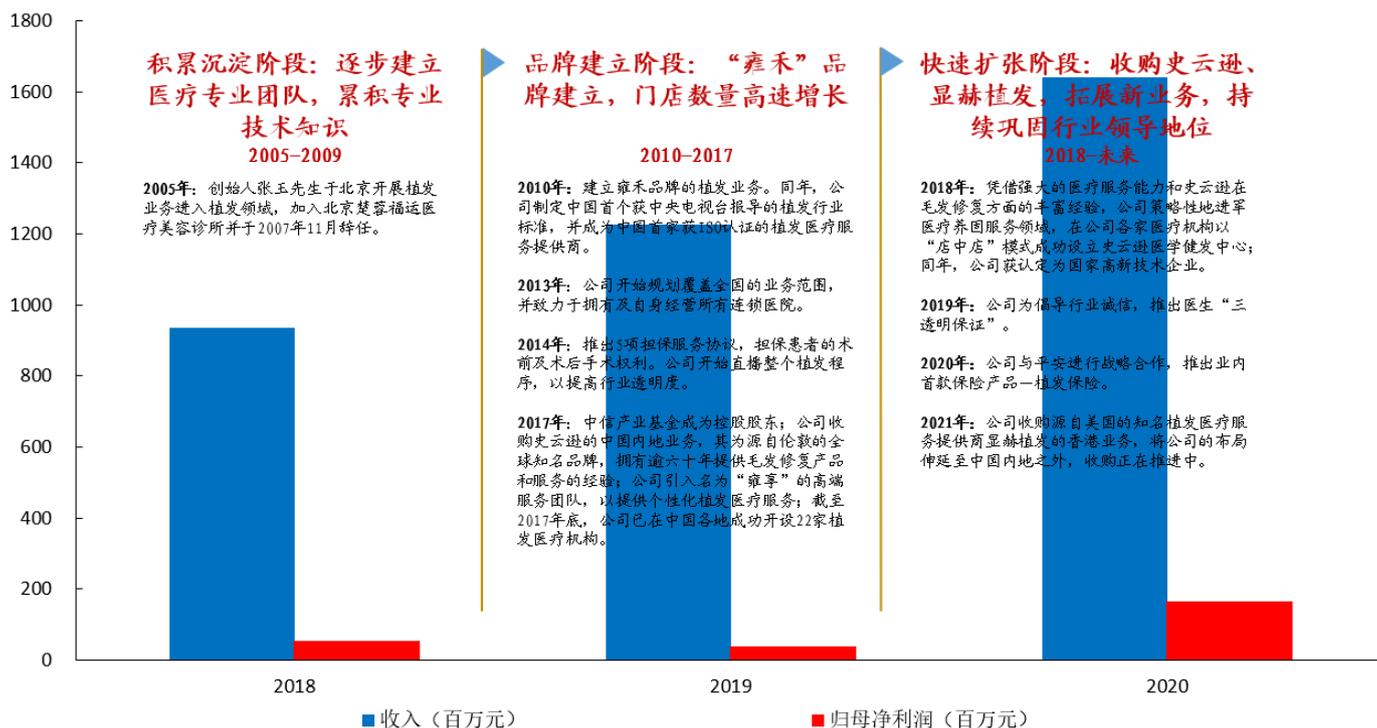
深耕中国毛发医疗行业 16 年,雍禾植发已经成为中国植发医疗机构中最知名及值得信赖的品牌,一直引领业内许多重大发展,推动行业进步。公司发展历程主要分为三大阶段:

(1) 积累沉淀阶段(2005-2009 年): 2005 年,创始人张玉先生进入植发领域,加入北京楚蓉福运医疗美容诊所并于 2007 年 11 月辞任,逐步建立内部医疗专业团队,同时在提供优质植发医疗服务方面积累了专业知识和技术知识,积累了丰富的业内经验,对中国毛发医疗服务行业的不足和发展潜质建立了深刻且独到的理解。

(2) 品牌建立阶段(2010-2017 年): 2010 年,公司建立起“雍禾”品牌,成为中国首家通过 ISO 认证的植发医疗服务提供商。2017 年,公司取得中信产业基金的投资,帮助公司加强企业管治及进一步拓展业务;同年,公司收购史云逊的中国内地业务,其为源自伦敦的全球知名品牌,拥有逾六十年提供毛发修复产品和服务的经验。截至 2017 年底,公司已在中国各地成功开设 22 家植发医疗机构,除了北上广深一线城市布局外,门店主要分布在华北、华中、西南地区,2017 年后逐步向华东、华南、西北、东北地区延伸。

(3) 快速扩张阶段(2018 年及以后): 从 2018 年开始,凭借雍禾植发在毛发医疗领域领先的连锁经验以及口碑和史云逊在毛发修复方面的丰富经验,公司策略性地进军医疗养固服务领域,在公司各家医疗机构以“店中店”模式成功设立史云逊医学健发中心。公司收购源自美国的知名植发医疗服务提供商显赫植发的中国香港业务,借此于 2021 年 5 月将公司的布局伸延至中国内地之外。此外,公司通过与中山大学等知名大学合作,全面推动毛发医疗服务行业迈向产学研发展的新阶段。增强公司的核心竞争能力,进一步巩固行业领导地位。

图14: 深耕中国毛发医疗行业十余载, 雍禾植发已成为中国规模最大的一站式毛发医疗服务医疗集团



资料来源: 雍禾医疗公司公告、开源证券研究所

3.1、资深的核心管理团队保障公司扩张快速且有序推进, 强大的股东支持助力公司长远发展

公司核心管理团队均拥有 10 年及以上行业经验, 专业能力强且背景互补, 保障公司扩张快速且有序推进。公司核心管理团队以创始人张玉先生为带头人, 在专业植发、医疗服务连锁运营、医院运营、互联网业务运营、供应链管理、财务管理、融资、营销等多个领域均拥有 10 年及以上行业经验, 行业经验丰富, 对于各个领域有深刻的理解, 形成背景互补。创始人张玉先生拥有超过 16 年毛发医疗服务行业经验, 创立“雍禾”品牌, 全国连锁化布局, 获得市场认可。胞弟张辉先生在医疗养固服务行业积累超过 10 年经验, 供应链管理经验丰富。总裁助理兼运营总监徐洋先生在医疗服务提供商连锁及互联网业务运营管理方面拥有超过 18 年的经验, 曾任职于百度产品经理以及知名连锁医疗美容医院院长, 助力公司科技化转型、互联网业务运营以及连锁经营管理。医疗服务总监李小龙曾任解放军第 309 医院副院长、解放军总参谋部管理保障部卫生局副局长, 将助力公司医疗服务质量提高并通过其丰富的行业资源为公司赋能。

表12: 公司核心管理团队行业经验丰富、专业能力强且背景互补, 保障公司扩张快速且有序推进

姓名	职位	加入公司时间	职责	行业经历
张玉	创始人、执行董事、董事会主席、首席执行官	2010年7月	负责整体战略规划、业务方向及运营管理	公司创始人, 拥有超过 16 年毛发医疗服务行业经验。于 2005 年 3 月进入植发领域, 加入北京楚蓉福运医疗美容诊所并于 2007 年 11 月辞任。后于 2010 年创办公司, 以“雍禾”的品牌开展植发事业。自 2018 年 9 月

姓名	职位	加入公司时间	职责	行业经历
				起担任中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会毛发医学与头皮健康管理学组副组长
张辉	执行董事、采购总监	2011年5月	负责整体采购管理及业务发展	张玉先生胞弟，在医疗养固服务行业积累超过10年经验。加入公司以来制定及优化公司有关供应链管理及业务发展相关的策略和流程，大力支持采购流程的高质量和及时化管理理念，助力促进公司稳步扩张。
徐洋	总裁助理、运营总监	2019年9月	负责日常营运及行政事宜	在医疗服务提供商连锁及互联网业务运营管理方面拥有超过18年的经验，打造科技化企业方面的经验尤其丰富。曾任职于百度产品经理，以及北京伊美尔医疗美容医院旗下医院院长。
韩志梅	财务总监、联席公司秘书	2017年3月	负责融资、会计、预算控制、内控、财务管理	在企业财务管理和金融领域拥有超过23年的经验，尤其在连锁医疗企业的财务管理方面有着丰富的经验，曾任职于慈铭健康体检管理集团有限公司。
李小龙	医务服务总院长	2020年6月	负责医疗质量监控及程序规范化	在医疗服务行业拥有超过10年的医疗管理经验，曾在中国人民解放军第309医院及中国人民解放军总参谋部卫生局等担任高级管理职务，深刻了解专业技术前沿和患者需求，带领公司建立核心诊疗实力。
黄东红	营销总监	2012年5月	负责整体品牌、销售及营销管理	在市场营销领域有近10年的经验。自2012年毕业以来，其一直任职于公司，担任多个职务，包括区域营销经理。

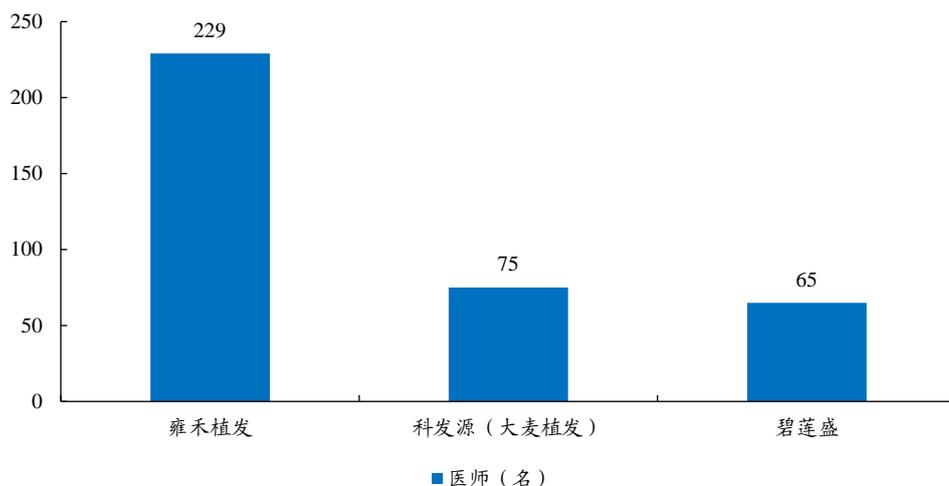
资料来源：雍禾医疗招股书、开源证券研究所

控股股东中信产业基金强大的资源网络为公司持续赋能，助力公司长远发展。

中信产业基金在管理和提升消费医疗行业的公司方面拥有丰富的经验。目前，中信产业基金累计资产管理规模超过千亿元，核心团队在过去十余年投资超过200家企业，积累了深刻的行业洞察和广泛的资源网络。公司借助其于拥有控股权益的投资组合所享有的强大议价能力，与供应商及其他业务伙伴协商时能够争取较优惠的条款。此外，公司受益于中信产业基金广泛的资源网络，将迎来更多商机。例如中信产业基金引入史云逊的中国内地业务及显赫植发的大中华区业务等收购目标，加快公司业务扩张。

3.2、医护人员资源丰富，促进门店快速扩张

医师资源丰富，促进门店快速扩张。截至2021年6月，公司拥有执业医师229名，执业护士930名，执业医师数量与同行业碧莲盛、科发源（大麦植发）相比，处于领先地位。执业医师是进行植发服务的核心力量，雍禾医疗在医师资源数量上的优势，有利于公司在新开门店时及时调用医师资源，让经验丰富的医师带动新开门店经营，促进门店快速扩张。

图15: 雍禾植发执业医师数量远超其他行业参与者, 有利于促进门店快速扩张


数据来源: 雍禾医疗招股书、各公司官网、开源证券研究所

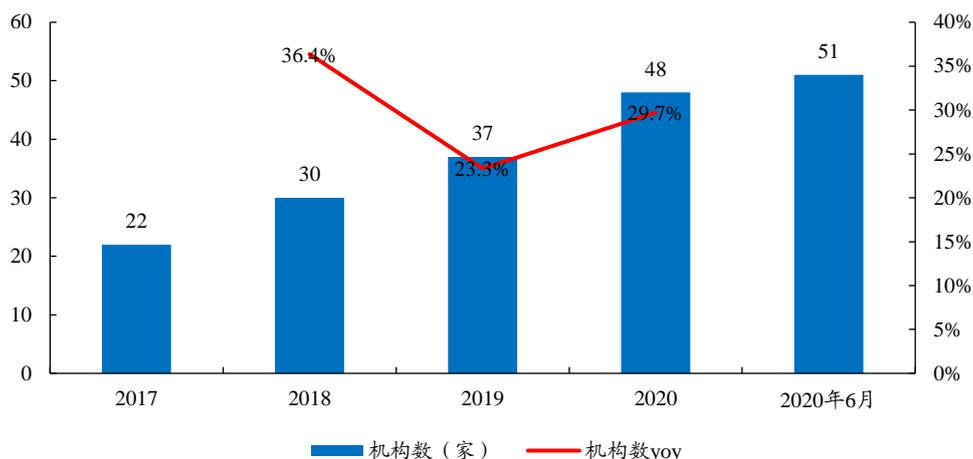
注: 数据截至 2021 年 6 月, 科发源、碧莲盛按官网公布的医师名单加总统计

医护人员行业经验丰富, 医师流失率低, 有利于建立和巩固品牌美誉度, 提升获客能力。根据弗若斯特沙利文数据, 截至 2020 年 12 月 31 日, 在公司医疗机构执业的医生平均拥有 5 年行业经验, 护士平均拥有 3 年行业经验, 超过同行业公司医疗专业人员的平均工作经验年数。团队稳定性方面, 营销是毛发医疗服务机构最主要的获客渠道以及品牌建立方式, 医师对于品牌的依赖度较高, 根据弗若斯特沙利文的数据, 截至 2018 年、2019 年及 2020 年年底, 公司分别拥有 92 名、111 名及 189 名医生, 医生的流失率远低于国内其他植发医疗机构的平均医生流失率。过去三年公司的医生人数出现大幅增长, 但维持了相对稳定的医疗专业团队, 有利于公司一如既往地提供高质量医疗服务, 建立和巩固“雍禾”的品牌美誉度, 进一步提升获客能力。

3.3、服务标准化, 管理运营能力突出, 门店复制性强

实行结构化的培训及教育计划, 实现服务标准化, 为连锁门店提供高质量医疗服务提供保障。医师培训方面, 每位新聘医师均需接受为期 4-6 个月的系统培训, 其中包括院长一对一的监督下进行为期至少 3 个月的临床实践培训。培训期结束后, 将通过测试来评价医师的专业能力。医疗专业人员培训方面, 定期为医疗专业人员提供全面的在职培训, 与国内知名的医疗机构积极对话及开展信息交流, 定期邀请顶尖专家或知名专科医生分享临床经验及行业最新进展。其他雇员培训方面, 为雇员投资培训课程, 提升雇员对植发及医疗养固行业最新发展的了解, 进行有关相关政策、标准、协议及程序的强制培训, 在日常营运中要求加以严格遵守。

管理运营能力突出, 门店复制性强。得益于公司高效的组织能力, 以及总部在建设、设备采购和人才招聘等方面的支持, 公司平均 8 个月内就能建立起一个占地约 2500 平方米的新医疗机构。此外, 据上文分析, 公司新开门店收入爬坡期快, 盈亏平衡周期较短, 能够较快达到盈亏平衡, 门店复制性强。2017-2020 年, 公司医疗机构数由 22 家增长至 48 家, 期间机构数增长数量分别为 8 家、7 家、11 家, 2020 年建设门店提速。

图16: 公司运营能力突出, 机构数逐年增长, 增速呈提升趋势


数据来源: 雍禾医疗招股书、开源证券研究所

门店地域覆盖范围广泛, 在部分地区具备先发优势, 通过品牌影响力辐射周边城市, 有望进一步拓展门店布局。截至 2021 年 6 月, 雍禾植发在中国 50 个城市经营 51 家医疗机构, 机构数以及地域覆盖范围在业内处于领先地位, 在部分地区已具备先发优势, 现有机构有望辐射周边地区, 在周边城市建立起品牌知名度, 未来在周边地区新建的门店, 有望通过品牌影响力加速达到门店盈亏平衡。此外, 公司正在规划布局新区域, 率先抢占市场, 其中海南门店正在装修, 内蒙古门店规划中。在已布局城市, 公司已精心升级 4 家现有医疗机构, 以提高服务能力及扩大服务范围, 公司还计划升级 5 家医疗机构, 以提供更好的用户体验和客户满意度。

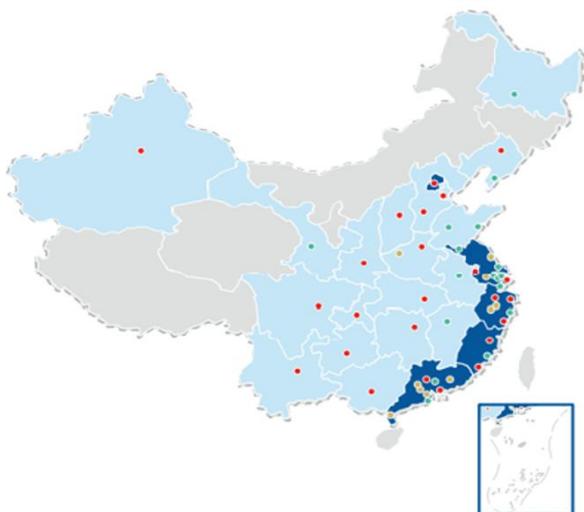
表13: 雍禾植发机构数以及地域覆盖范围在业内处于领先地位

	雍禾植发	科发源 (大麦植发)	碧莲盛
机构数 (家)	51	33	32
覆盖城市 (个)	50	33	32

数据来源: 雍禾医疗招股书、各公司官网、开源证券研究所

注: 数据截至 2021 年 6 月

图17: 雍禾植发在部分地区具备先发优势, 优先抢占市场



资料来源: 雍禾医疗招股书

图18: 碧莲盛门店布局范围相对较小



资料来源: 碧莲盛官网

二线及以下城市扩张战略, 地域布局差异化, 经营成本低, 净利率有望加速提升。公司正在加快步伐扩张至中国二线及以下城市, 当前在二线及以下城市布局范围较业内其他竞争更为广泛, 在二线及以下城市房屋租赁、人力成本、营销投入等方面较发达城市更低, 有利于降低经营成本, 提升盈利水平, 我们预计未来随着公司加快二线及以下城市布局, 费用降低, 净利率有望加速提升。

表14: 加快中国二线及以下城市扩张速度, 有望降低经营成本, 提升净利率

	雍禾植发	科发源 (大麦植发)	碧莲盛
一线城市	4	4	4
新一线城市	15	14	9
二线及以下城市	31	15	19

数据来源: 雍禾医疗招股书、各公司官网、开源证券研究所

注: 数据截至 2021 年 6 月

3.4、提供一站式、多样化、多层次的服务项目, 广泛覆盖市场需求, 形成差异化竞争

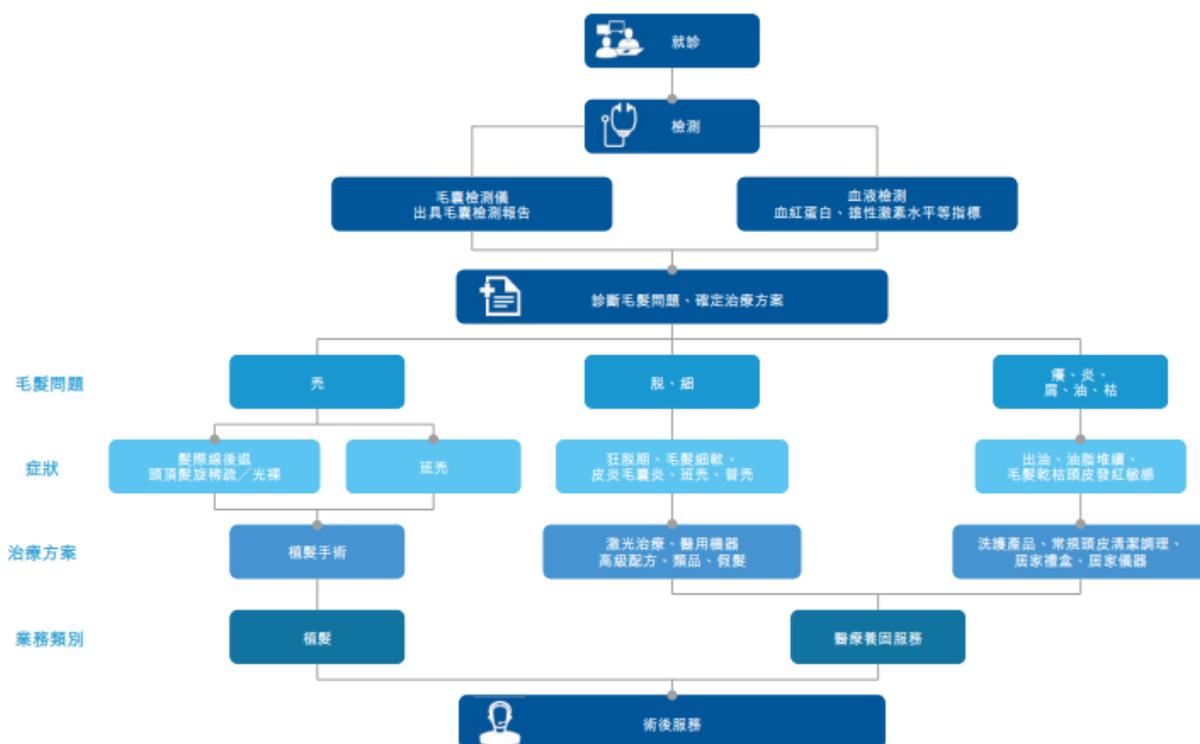
一站式: 公司为患者提供一站式毛发医疗服务。一般服务流程包括就诊与检测、诊断和治疗规划、治疗和治疗后服务, 全流程提供优质的医疗服务。

多样化: 雍禾植发作为中国毛发健康领域的领军企业, 现发展成为囊括脱发门诊、药物治疗、史云逊健发中心、雍禾植发、哈发达假发研发生产中心的毛发医疗综合体, 形成“诊断、治疗、养固、植发、假发”于一体的一站式医学毛发管理体系。

多层次: 为了满足多层次的患者需求, 公司建立起一套多等级服务体系, 提供三级根据医生经验及技能加以区分的植发医疗服务, 包括: (1) 标准服务: 标准植发手术; (2) 优质服务: 由院长、主任医师或副主任医师提供的升级定制化植发手术; (3) 高端“雍享”服务: 由业内知名植发专家提供的个性化植发手术。

雍禾植发多样化、多层次覆盖市场需求，形成差异化竞争。与科发源（大麦植发）、碧莲盛相比，治疗项目方面，行业主要参与者提供的治疗项目差异不大；服务领域方面，雍禾植发拓展至养固、假发领域，覆盖领域更加广泛；在定价分级方面，雍禾植发在植发项目、植发技术分级基础上，根据医生经验分标准、优质、“雍享”三级项目，定价层级更加丰富，覆盖客群更加精确；植发技术方面，雍禾植发、科发源（大麦植发）、碧莲盛均拥有各自的特色植发技术。雍禾植发通过提供丰富的服务产品项目，形成差异化竞争。

图19: 公司为患者提供一站式毛发医疗服务，满足患者从检测到术后服务全流程的治疗需求



资料来源：雍禾医疗招股书

图20: 服务项目拓展至养固、假发领域，覆盖多样化的市场需求

 <p>脱发门诊</p> <p>由国内三甲医院医生坐诊，提供专业的毛发医学诊断，给予专业建议</p>	 <p>药物治疗</p> <p>针对发友实际情况，提供药物治疗方案，实现保护原生发和达到生发的效果</p>	 <p>史云逊健发中心</p> <p>拥有国际资深发理学科研成果和丰富的专业健发经验</p>	 <p>雍禾植发</p> <p>致力于植发技术的创新与研发，为发友提供真实有效放心的植发医疗服务</p>	 <p>哈发达假发研发中心</p> <p>基于美学设计原理，为发友量身定制自然、舒适、逼真、安全、可靠的假发产品</p>
--	---	--	--	--

资料来源：雍禾医疗官网

表15: 公司建立三级服务体系, 以满足多层次的市场需求

	标准服务	优质服务	“雍享”服务
服务内容	标准植发手术	由院长、主任医师或副主任医师提供的升级定制化植发手术	由业内知名植发专家提供的个性化植发手术
价格	2-3 万元	3-5 万元	10 万元及以上

资料来源: 雍禾医疗招股书、开源证券研究所

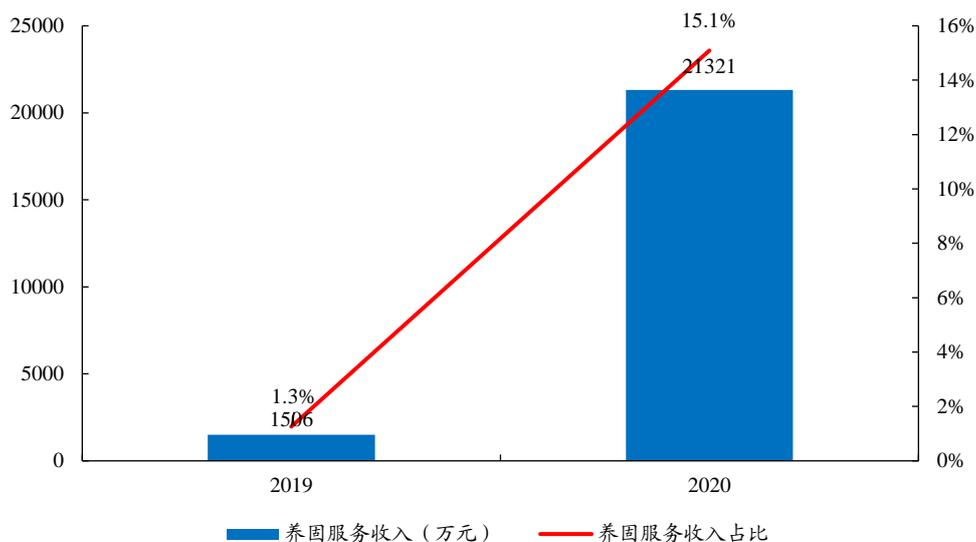
表16: 雍禾植发多样化、多层次覆盖市场需求, 形成差异化竞争

	雍禾植发	科发源 (大麦植发)	碧莲盛
治疗项目	头发种植、顶部加密、眉毛种植、美人尖种植、发际线种植、胡须种植、鬓角种植、体毛种植、疤痕种植	头发种植、加密种植、美人尖种植、发际线种植、眉毛种植、胡须种植、鬓角种植、疤痕种植	毛发移植、头发加密、眉毛种植、胡须种植、美人尖种植、发迹线调整、养发护发、毛囊检测
服务项目涉及领域	诊断、治疗、养固、植发、假发	诊断、治疗、植发	诊断、治疗、养固、植发
定价分级	在植发项目、植发技术分级基础上, 根据医生经验分三级项目: 标准; 优质; “雍享”	根据植发项目、植发技术分级	根据植发项目、植发技术分级
特色治疗技术	FUE 点阵植发技术	微针植发技术	SHT 无痕植发技术; BHT 高密无痕植发技术

资料来源: 雍禾医疗招股书、各公司官网、开源证券研究所

注: 数据截至 2021 年 6 月, 科发源、碧莲盛按官网公布的医师名单加总统计

拓展养固服务项目, 为公司带来新的利润增长点。 养护业务较植发业务客单价更低, 能够吸引更多客户进店, 且存在转化客户为植发客户的空间。此外, 养护业务服务周期较植发手术短, 且更加高频, 有利于公司凭借优质的服务提升品牌影响力, 提升客户黏性和复购率, 创造更多利润。公司自 2019 年开展医疗养固服务, 2019-2020 年, 医疗养固服务收入由 0.15 亿元增长至 2.13 亿元, 同比增长高达 1315.7%, 收入占比由 1.3% 提升至 15.1%; 患者人数从 8564 人增长至 59122 人, 同比增长 590.4%; 人均消费从 1759 元增长至 3606 元, 同比增长 105%; 养固服务复购率从 15.6% 增长至 28.9%。未来随着公司在全国加快布局门店, 品牌效应加速提升, 养固服务将创造更多价值。

图21: 养固服务高速发展, 为公司带来新的利润增长点


数据来源: 雍禾医疗招股书、开源证券研究所

4、受益标的

从需求、行业发展壁垒、标准化程度等角度, 我们看好雍禾医疗这类植发服务企业, 考虑目前以雍禾医疗为代表的植发服务机构仍在拟上市/未上市阶段, 受益标的主要为脱发药品板块: 三生制药、振东制药、开拓药业。

表17: 受益标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS			P/E			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
1530.HK	三生制药	8.27	0.54	0.63	0.65	12.7	10.9	10.6	未评级
300158.SZ	振东制药	7.75	-	-	-	-	-	-	未评级
9939.HK	开拓药业-B	54.80	-1.23	2.49	5.63	-37.2	18.3	8.1	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2021-2023 年 EPS、P/E 均为 Wind 一致预期; 收盘价对应 2021 年 7 月 9 日; 币种为人民币, 汇率为 2021 年 7 月 9 日值, 即港元: 人民币=1.2:1。

5、风险提示

营销投入带来业绩增长不及预期, 产业链延伸进展不及预期。

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn