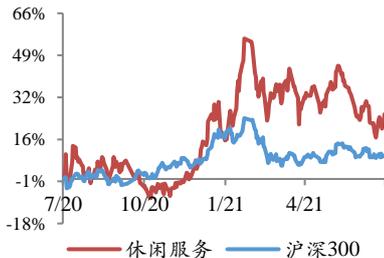


## 曾“几禾”时不“秃”然，“植发+”业务补齐复购

行业评级：增持

报告日期：2021-07-19

### 行业指数与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

### 相关报告

1. 胶原蛋白应用相继绽放，拭目以待群雄逐鹿 2021-07-07
2. 【华安社服】华熙生物(688363.SH)：幕后到台前，“技术嫁接”浇灌“HA 乔木”茁壮成长 2021-07-01

### 主要观点：

- 植发行业赛道前景广阔，渗透率提升驱动未来增长。

**2016~2020 年中国植发医疗服务市场规模 CAGR 为 23.4%**，2020 年市场规模达 134 亿元；2020 年全国植发手术数量约 51.6 万例，卫健委调查显示，2020 年中国脱发人口超过 2.5 亿人，因此渗透率较低仅为 0.21%，**市场需求仍有较大空间**；根据弗若斯特沙利文预计，**中国 2025 年植发医疗服务市场规模可达 378 亿元，2020~2025 年 CAGR 为 23.0%**，到 2030 年市场规模将达到人民币 756 亿元，2025~2030 年 CAGR 为 14.9%。

- 以雍禾视角，观行业竞争优势如何塑造——品牌打造+规模化+医疗团队

(1) 雍禾竞争力：**a.快速抢占市场，先发优势显著**：公司全国范围跑马圈地，抢先覆盖低线城市，预计开店数量将达到 100+；**b.品牌认知度持续提升**：线上线下共同营销，全力打造公司品牌形象，吸引更多新客户；**c.打造优秀医师团队**：建立了完善医师培养机制，并为医师提供丰厚待遇，降低了医师流失率；**d.“植发+”业务，加深消费者粘性**：FUE 和 LATTICE 植发技术打造公司核心竞争力，稳固植发行业龙头地位。同时开拓医疗养固业务，**医疗养固不同于植发服务的一次性消费，具有高复购特征**，2020 年公司医疗养固业务的复购率达到 29%，有望形成公司第二增长驱动力。**e.借力资本**：预计募资 19.72 亿元，用于加强品牌建设和技术研发。

(2) **盈利能力持续增长，费用支出有望减少**：受养固业务影响，公司盈利能力大幅提升，2020 年营业收入和归母净利润分别为 16.4 和 1.6 亿元，员工成本及营销费用为最大支出，用于维护医疗团队及品牌建设。由于品牌效应逐渐达成，支出费用呈下滑趋势，未来净利润率有望持续攀增。

- 投资建议

受益于“脱发经济”以及医美市场的再教育，植发行业正处于医美行业爆发的临界点，预计未来行业将成为下一个新风口。聚焦公司层面，我们看好**具备技术研发与品牌营销双重优势**的企业。**建议关注：雍禾医疗、三生制药。**

- 风险提示

新客户引流风险；植发行业相关政策风险；行业竞争加剧风险。

## 正文目录

<b>1 颜值经济花开万朵，从“头”做起</b> .....	<b>5</b>
1.1 市场规模快速扩张，渗透率有望提升 .....	5
1.2 “执业医师+品牌力”筑高行业壁垒 .....	7
1.3 “经济+政策”推动行业快速发展 .....	9
<b>2 以雍禾视角观植发行业发展历程</b> .....	<b>15</b>
2.1 一站式服务平台立足市场，盈利能力持续增长.....	15
2.2 全国范围抢先跑马圈地，品牌马太效应逐渐凸显 .....	19
2.3 植发与护发并驾齐驱，加深消费者粘性.....	25
2.4 资本赋能，增强品牌发展动能 .....	29
<b>投资建议：</b> .....	<b>31</b>
<b>风险提示：</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图表 1 中国植发医疗服务市场规模.....	5
图表 2 2020 年中国植发医疗服务行业渗透率.....	6
图表 3 2020 年中国植发医疗服务市场份额.....	6
图表 4 2020 年中国植发医疗服务市占率.....	6
图表 5 植发手术流程.....	7
图表 6 中国用户选择植发机构时关注的因素.....	7
图表 7 2020 年雍禾医疗植发医疗服务概况.....	8
图表 8 中国植发人群关注的医生资质.....	8
图表 9 2020 年中国 TOP4 植发机构注册数和医生数.....	8
图表 10 植发医疗服务行业营销情况.....	9
图表 11 行业领先企业销售及分销开支费用率.....	9
图表 12 2015~2017 年中国植发相关搜索热词.....	10
图表 13 2014~2018 年中国人群植发时间占比.....	10
图表 14 2013~2020 年中国国民人均可支配收入.....	10
图表 15 2018 年中国脱发人群拒绝植发原因.....	10
图表 16 2021 年 6 月植发、脱发搜索年龄占比.....	11
图表 17 不同年龄段对于脱发问题的困扰比例.....	11
图表 18 植发机构社媒渠道.....	11
图表 19 社媒渠道营销费用细目.....	12
图表 20 植发行业技术发展.....	12
图表 21 新生植发自主研发的 3D 植发技术.....	13
图表 22 大麦植发的全方位微针种植技术.....	13
图表 23 中国医美机构政策趋于规范化.....	13
图表 24 关于医师多点执业的相关政策.....	15
图表 25 公司发展历程.....	16
图表 26 公司股权架构.....	17
图表 27 公司管理层人员.....	17
图表 28 公司营业收入及其增速.....	18
图表 29 公司营收占比（单位：亿元）.....	18
图表 30 公司业务毛利率（单位：%）.....	18
图表 31 公司归母净利润情况.....	18
图表 32 公司成本结构（%）.....	19
图表 33 公司费用率变化（%）.....	19
图表 34 雍禾门店分布情况.....	20
图表 35 公司门店数量及增幅.....	20
图表 36 不同阶段医院收入情况.....	20
图表 37 前五大门店情况.....	21
图表 38 前五大门店总收入及占总收入比重.....	21
图表 39 2021-2022E 公司计划开店状况.....	22
图表 40 线下营销案例.....	22

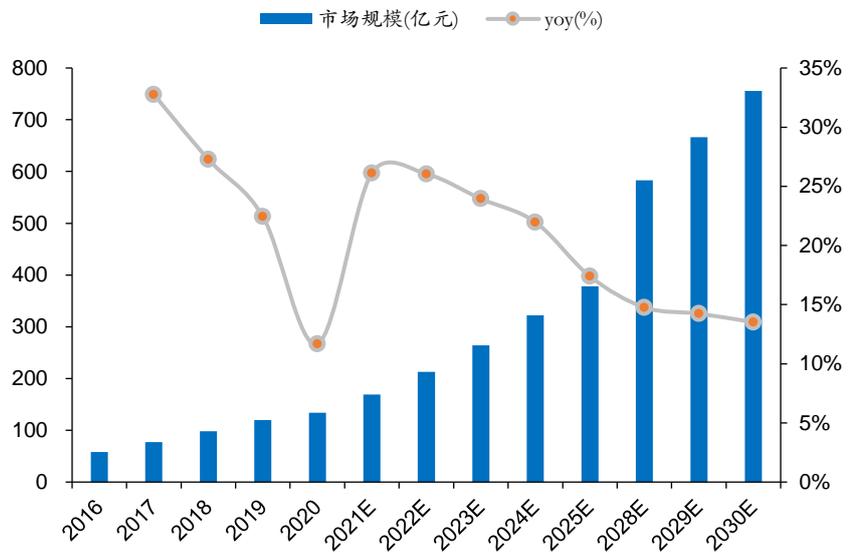
图表 41 线上营销案例 .....	23
图表 42 中国顶级市场参与者总收入占比 (2020-2021Q1) .....	23
图表 43 中国顶级市场参与者的患者人数占比 (2020-2021Q1) .....	23
图表 44 雍禾医师数量 .....	24
图表 45 雍享·梦之队 (私人定制的高标准医疗团队).....	25
图表 46 公司植发医疗业务收入数据 (单位: 亿元) .....	25
图表 47 2020 年各集团植发医疗服务收入 (单位: 百万元) .....	26
图表 48 2020 年各集团受理植发医疗服务的患者人数 (单位: 千例) .....	26
图表 49 公司三级植发服务细目 .....	26
图表 50 公司植发医疗业务经营数据.....	27
图表 51 公司植发医疗三级服务患者人数 .....	27
图表 52 公司两大核心技术对比.....	27
图表 53 养固业务解决多种头发问题.....	28
图表 54 公司医疗养固业务数据 (单位: 百万元) .....	28
图表 55 公司医疗养固业务经营数据.....	28
图表 56 2020 年各集团医疗养固收入数据 (单位: 百万元) .....	29
图表 57 2020 年各集团旗下医疗机构数量 (单位: 个) .....	29
图表 58 服务升级, 技术创新 .....	29
图表 59 脱发患者及受脱困扰患者男女分布情况 .....	30
图表 60 小红书美人尖, 植发, 眉毛笔记数量 .....	30

# 1 颜值经济花开万朵，从“头”做起

## 1.1 市场规模快速扩张，渗透率有望提升

植发行业市场前景广阔。2018~2020年中国植发医疗服务的市场规模分别为人民币98/120/134亿元，CAGR为16.9%。据弗若斯特沙利文数据，预期到2025年，中国植发医疗服务的市场规模将达到人民币378亿元，2020~2025年CAGR为23.0%；预期到2030年市场规模将达到人民币756亿元，2025~2030年CAGR为14.9%，中国植发行业市场规模将持续快速扩张。

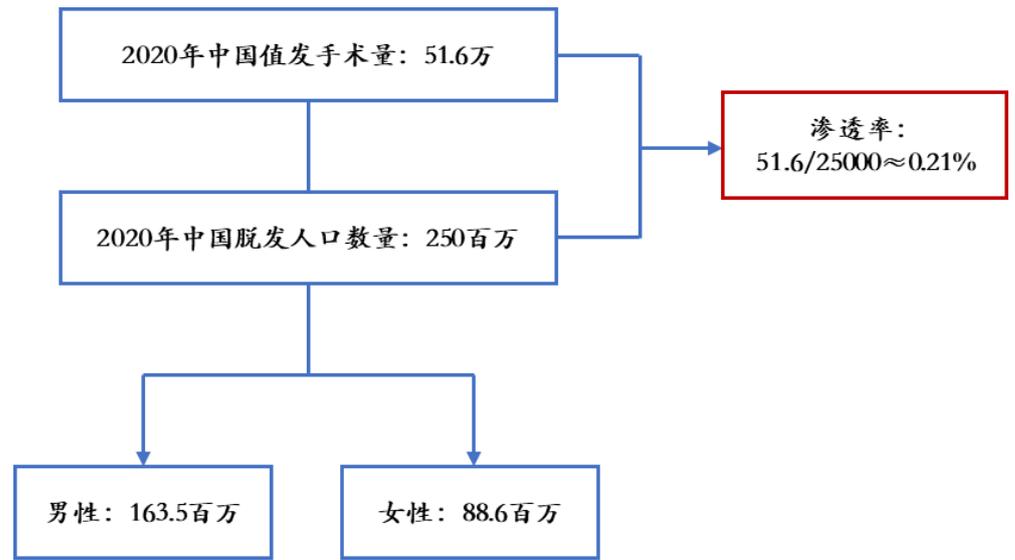
图表 1 中国植发医疗服务市场规模



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

**植发服务渗透率低，增长潜力巨大。**据雍禾医疗招股书数据，2020年中国脱发人口超过2.5亿人，其中男性约1.64亿人，女性约0.89亿人。相较于某些局部治疗脱发的方法来说，植发治疗的恢复期相对较短，且治疗效果更明显。然而，2020年在中国进行的植发手术仅约为51.6万例，渗透率为0.21%，表明市场潜在需求仍有支撑，植发行业具备较大的提升空间。

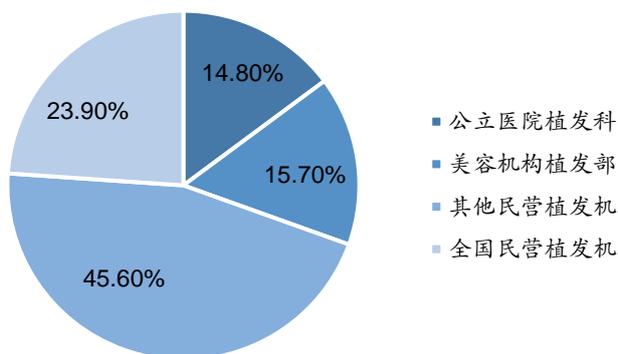
图表 2 2020 年中国植发医疗服务行业渗透率



资料来源：雍禾医疗招股说明书，国家卫健委，华安证券研究所

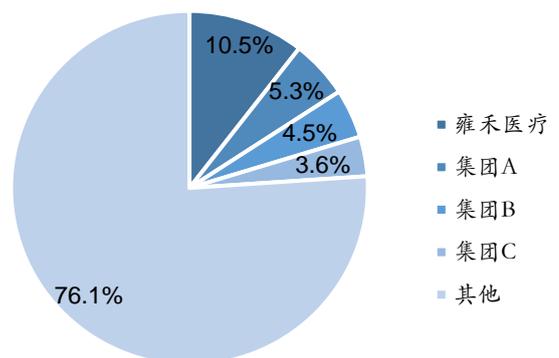
**市场竞争格局分散，行业集中度低。**中国植发医疗机构参与者众多，包括公立医院植发科、美容机构植发部门、全国民营植发机构以及其他民营植发机构。从市场份额看，2020年公立医院植发科市场份额较低，占比仅为14.8%，美容机构植发部门占比15.7%，全国民营植发机构由于医疗服务态度好而受到患者青睐，市场份额达到23.9%，其他民营植发机构因设立门槛低而拥有45.6%的市场份额。中国植发医疗服务市场CR4为23.9%，行业集中度较低，其中雍禾医疗市占率从2018年的9%上升至2020年的10.5%，为行业龙头领先企业。

图表 3 2020 年中国植发医疗服务市场份额



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

图表 4 2020 年中国植发医疗服务市占率

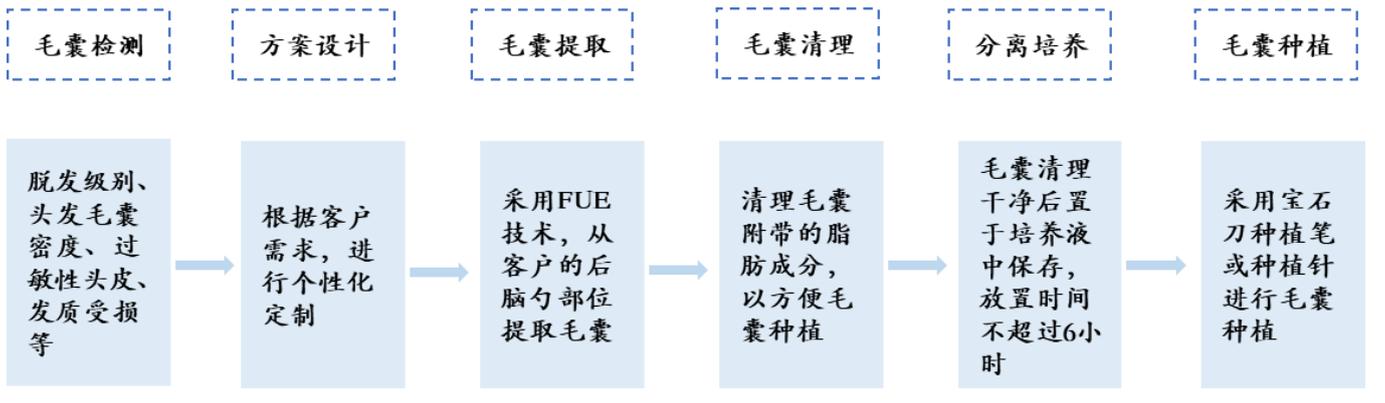


资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

## 1.2 “执业医师+品牌力”筑高行业壁垒

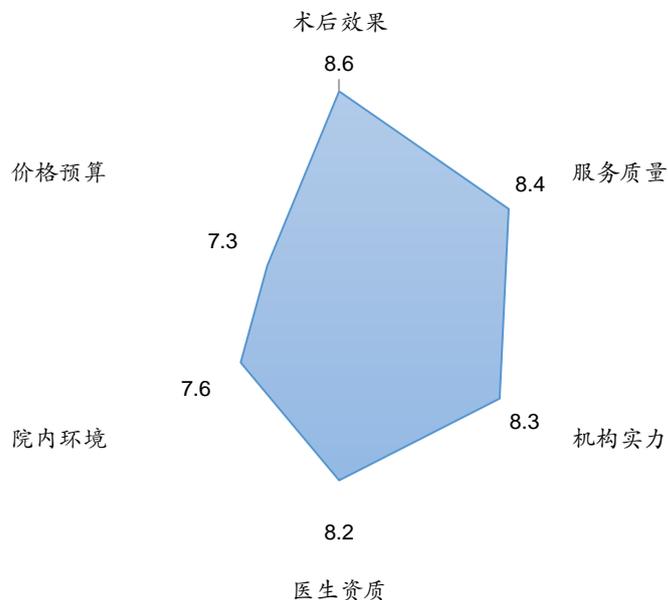
植发手术多为一次性服务，注重疗效和安全性。植发是指从后枕部优质毛囊区提取毛囊，将优质毛囊移植至头发光裸及稀疏部位的外科手术，其手术流程较为简单。根据《医疗美容项目分级管理目录》，植发被分类为一级手术，其风险性更低，一般有 FUT 和 FUE 两种技术。由于植发手术是一次性服务，且对患者外貌会产生直接的影响，因此患者比较注重手术疗效及安全性，对机构的服务质量和实力以及医师的技术会有较高的要求。

图表 5 植发手术流程



资料来源：观研天下，华安证券研究所

图表 6 中国用户选择植发机构时关注的因素

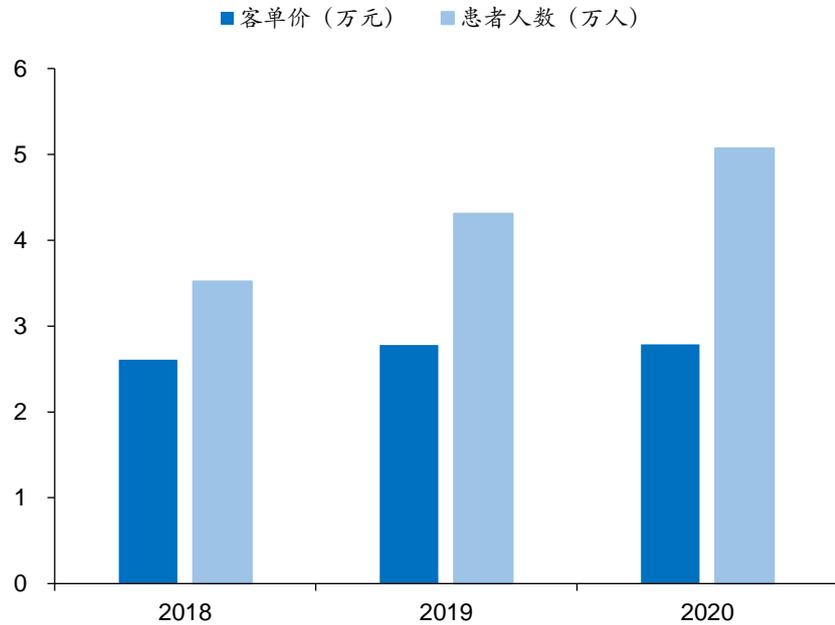


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

**植发手术客单价较高。**当前中国植发市场的价格随部位、技术以及机构等不同而在波动。植发手术费用一般依据需种植的毛囊单位数量进行计算，采用 FUE 植发技术价格为每单位毛囊 8~12 元，根据脱发程度等存在差异，实际植发手术费用差异较大为

1.5~10 万元。以雍禾医疗为例，公司建立了一套三级服务体系，根据患者需求、手术复杂程度等将手术定价为 2~10 万以上不等。2018~2020 年在雍禾医疗接受植发医疗服务的患者平均开支为 2.61/2.78/2.79 万元，总体看来植发手术客单价较高。

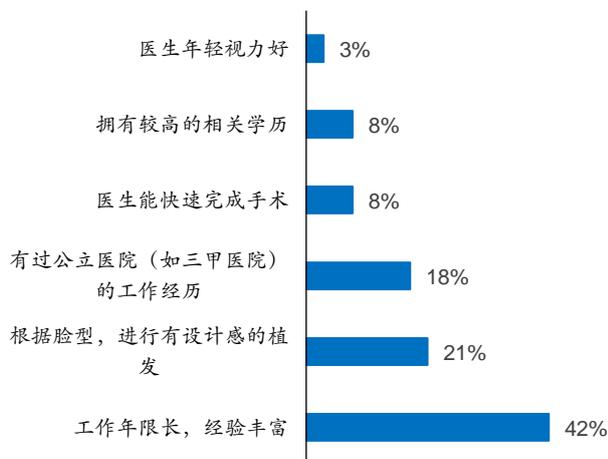
图表 7 2020 年雍禾医疗植发医疗服务概况



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

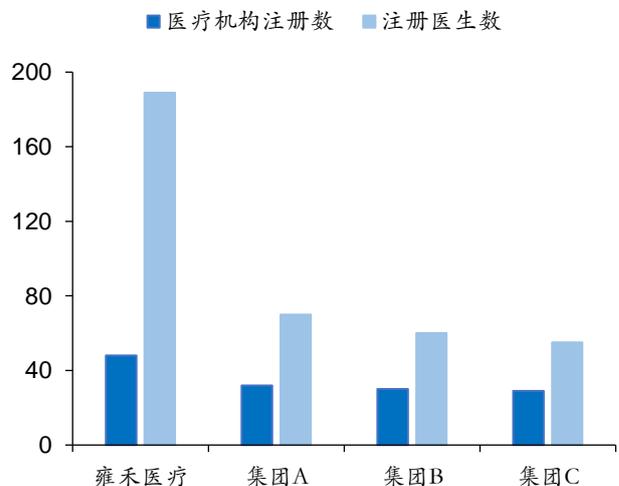
**对医生资质要求高，执业医师数量稀缺。**植发手术是一项微创手术，需要通过微小切口进行手术操作，对手术精准度要求较高，需要经验丰富技术精湛的医生进行操作，对行业新进入者形成较高壁垒。根据艾瑞咨询的调查显示，对于医生资质，植发人群最关注的是医生的工作年限以及工作经验。截至 2020 年底，市占率前 4 的植发机构注册数和医生注册数分别为 48/32/30/29 和 189/70/60/55，可以看出执业医师数量稀缺，市场缺口较大。

图表 8 中国植发人群关注的医生资质



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

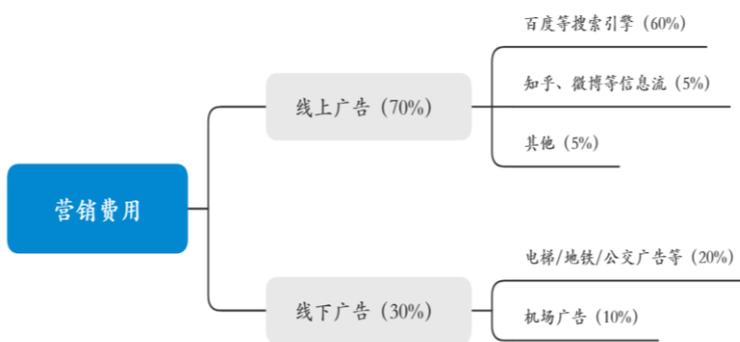
图表 9 2020 年中国 Top4 植发机构注册数和医生数



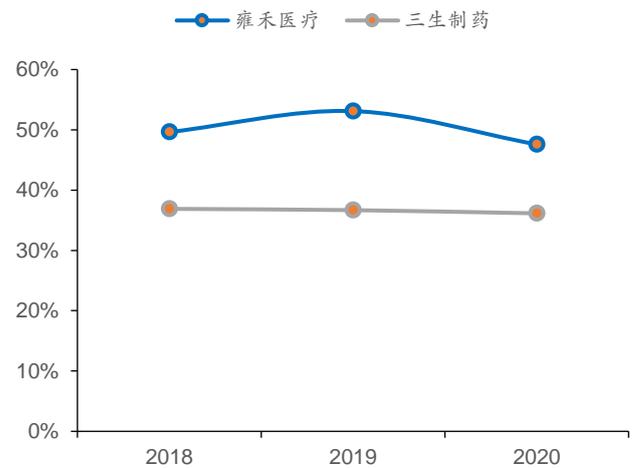
资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

**高营销铸造品牌声誉，新进入壁垒高。**植发患者在选择医疗机构时，往往会优先选择品牌声誉良好的服务机构，这些机构通常拥有经验丰富的医师，手术安全性有保障，且一般服务态度和服务能力较好，能满足患者需求。植发医疗服务机构的营销主要偏向于线上广告投放，百度等搜索引擎成为首选；以雍禾医疗和三生制药为例，2018~2020年公司销售及分销开支占收入的比例均超过30%，公司的高营销投入对品牌的知名度打造有很大的正面影响。与行业领先企业相比，新入行者难以投入大量费用进行营销，也较难在短时间内树立起良好的品牌声誉。

图表 10 植发医疗服务行业营销情况



图表 11 行业领先企业销售及分销开支费用率



资料来源：艾瑞咨询，头豹研究院，华安证券研究所

资料来源：雍禾医疗招股说明书，三生制药公司公告，华安证券研究所

### 1.3 “经济+政策”推动行业快速发展

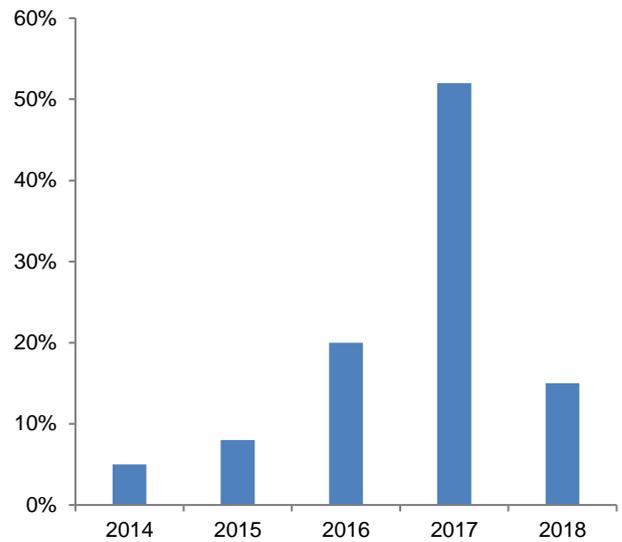
**植发需求爆发式增长。**自2014年1月到2018年7月，植发相关的搜索数量从1080次上升至12298次，同比增长900%，2014年开始植发用户开始逐步攀升，在2017年植发行业得益于机构宣传力度加强，曝光度增加，植发人数呈现出爆发型增长，植发人群在2014年~2018年中占比数量为52%。

图表 12 2015~2017 年中国植发相关搜索热词



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 13 2014~2018 年中国人群植发时间占比

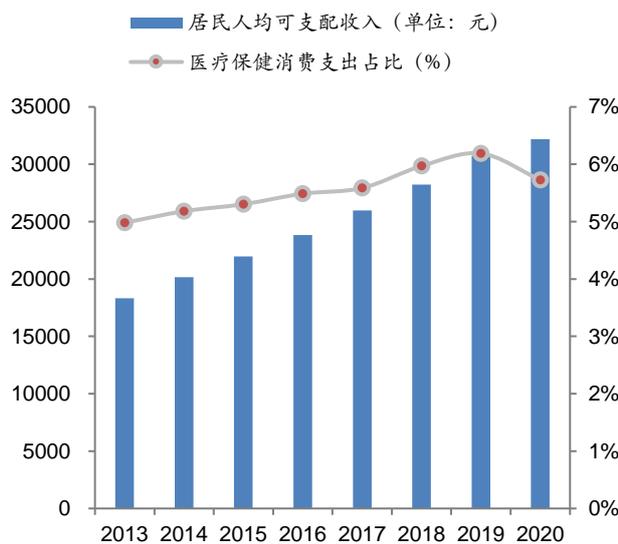


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

### 1.3.1 颜值经济兴起，带动植发市场快速下沉

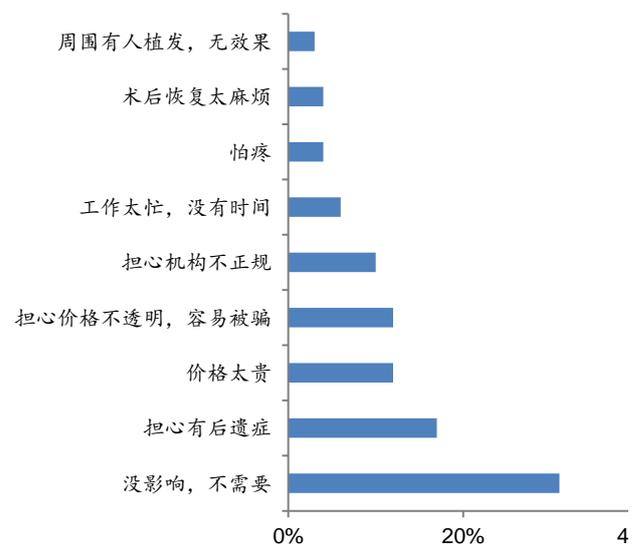
转变旧有观念，植发市场稳步发展。2020 年，中国居民人均可支配收入已达到人民币 32,189 元，收入的增长促进消费者的购买能力，加上植发的消费意识在市场的不断渗透，使得消费者对于植发医疗价格昂贵难以接受以及无效果的旧有观念有所转变，消费者对于植发业务的消费力迅猛高涨。

图表 14 2013~2020 年中国国民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 15 2018 年中国脱发人群拒绝植发原因

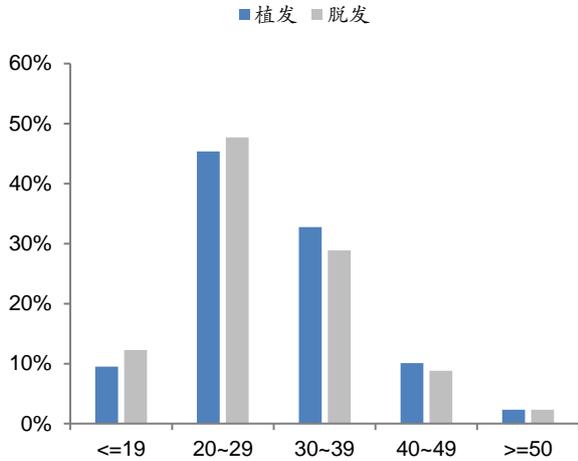


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

“秃头经济”趋于低龄化。根据公司招股书披露数据，2020 年中国脱发患者已经超过 2.5 亿人，脱发年轻患者（18~30 岁）占比为 66.6%。根据百度 6 月指数数据显示青年人搜索植发，脱发等相关词汇占比超过 75%，而在青年人群中 95 后和 00 后存在脱发

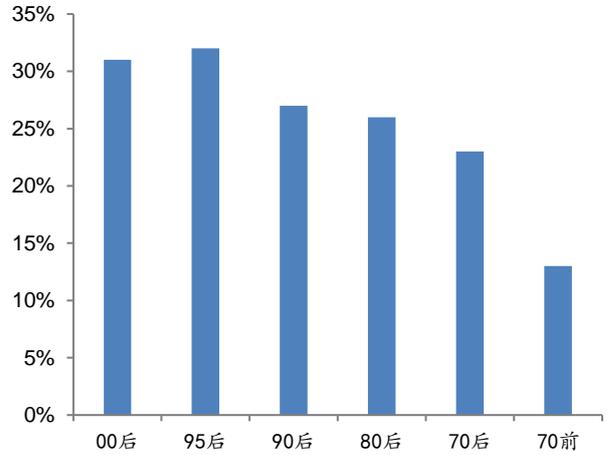
困扰的比例高于剩余年龄段。

图表 16 2021 年 6 月植发、脱发搜索年龄占比



资料来源：百度指数，华安证券研究所

图表 17 不同年龄段对于脱发问题的困扰比例

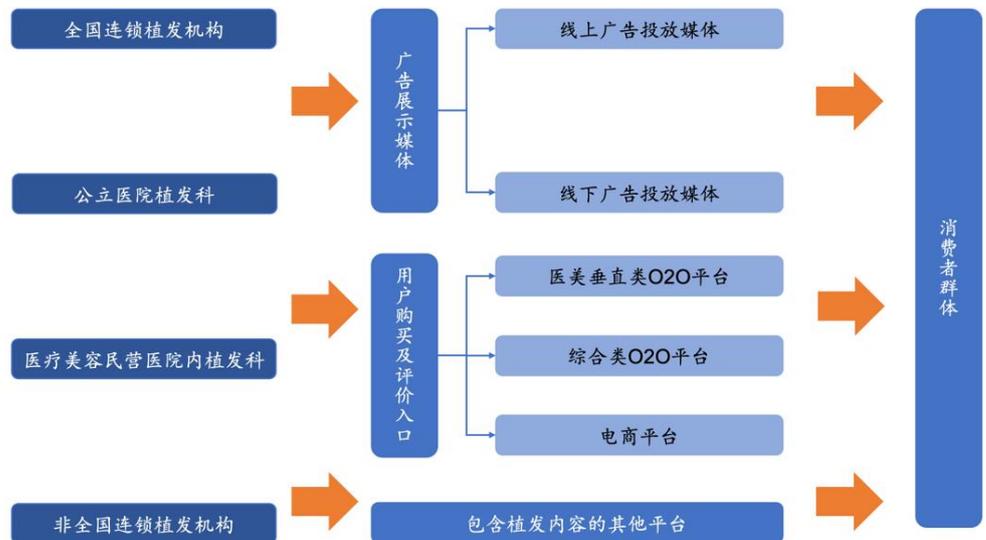


资料来源：丁香医生，华安证券研究所

### 1.3.2 社媒宣传促进消费者教育

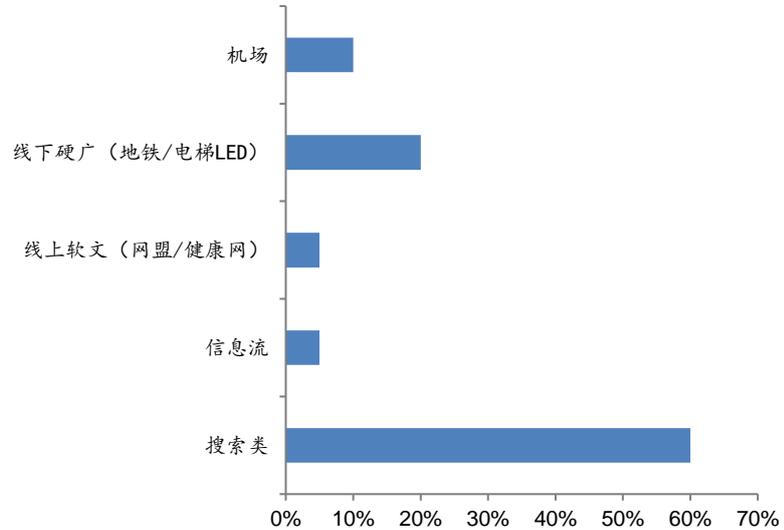
**植发市场强依赖营销，搜索引擎为促进市场教育首选手段。**由于植发为一次性手术，为了保证稳定的客流量以及提高品牌市场占有率，市场内的玩家需不断加大投入营销费用来对潜在客户进行引流。大型连锁植发机构的营销费用的流向主要由线上和线下两部分构成，其中占比最大为线上营销的搜索类营销。消费者所接受的大部分关于植发机构的信息皆来自于搜索引擎，搜索引擎具有定位准确且能迅速匹配对应的相关信息等特点，因此植发机构会将营销费用打大量投入搜索类广告。线下推广媒介在新媒体社交平台出现后主打品牌曝光度，在人群密集的场所例如地铁、电梯等放置广告，提升消费者认知，提高消费者转化率。

图表 18 植发机构社媒渠道



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 19 社媒渠道营销费用细目



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

### 1.3.3 技术成为行业助推剂，政策带领行业规范化

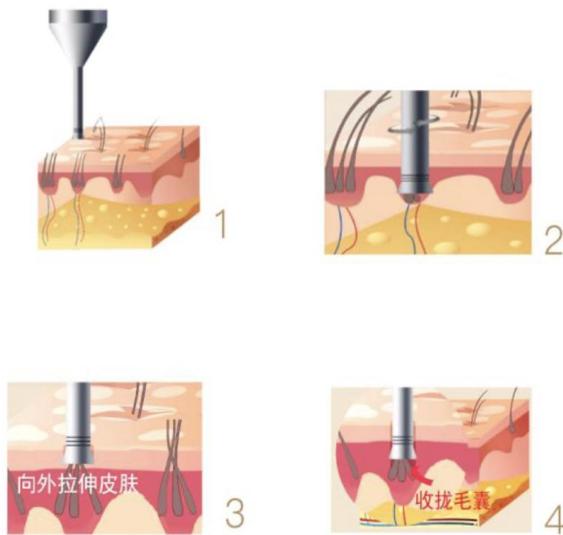
技术革新加速医疗机构发展速度，提升核心竞争力。1997 年 Minimicro 技术被引入中国，自此中国植发行业开始漫步发力，植发技术开始不断革新，在引进国外先进的技术同时不断开创自主研发技术。2009 年雍禾植发专家与国外专家共同研发出 LATTICE 点阵无痕技术；2019 年新生自主研发出 3D 植发技术，利用专利精密仪器实现比传统植发技术多 20% 的发量种植。中国技术的革新是中国植发行业的一剂强有力的“助推剂”，未来中国植发机构将会在提取毛囊以及降低应激反应等方面形成核心竞争力。

图表 20 植发行业技术发展

年份	提取毛囊技术	优点	缺点
1997 年	Minimicro 技术	手术简易，成功率高，费用低廉	术后头发呈簇状，不自然
2005 年	FUT 技术	一次性进行大数量的毛发移植，相当于进行 2~3 次传统植发；手术费用节省 30%~40%	术后后枕部会留下极细的瘢痕
2007 年	FUE 技术	手术不必开刀，不会留下瘢痕；器械简略，人员需求较少，节省成本	不适合大面积植发患者，一次种植数量较少；对于技能操作要求较高
2009 年	LATTICE 点阵无痕植发技术	避免毛囊损伤小、植发密度高、毛囊成活率高，多适用于女性脱发	费用较昂贵
2019 年	3D 植发技术	因采用精密毛囊提取仪，可比传统植发技术发量多 20%；减少毛囊损伤、提高毛囊利用率	对于医生资质要求较高，费用较昂贵
未来趋势		提取毛囊针的直径更小，创伤更小，同时降低毛囊离体后的应激反应，减少植发脱落换茬期头发的脱落数量。	

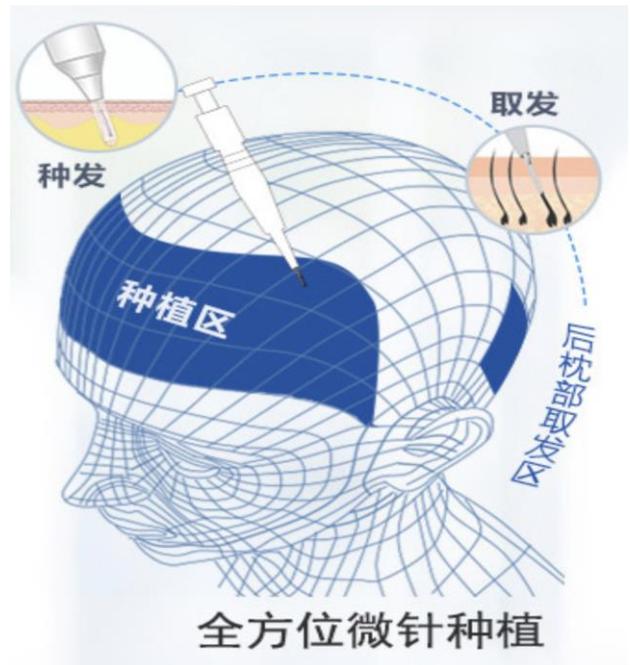
资料来源：雍禾医疗招股书，艾瑞咨询，观研报告网，华安证券研究所

图表 21 新生植发自主研发的 3D 植发技术



资料来源：新生医疗官网，华安证券研究所

图表 22 大麦植发的全方位微针种植技术



资料来源：大麦植发官网，华安证券研究所

**相关政策东风利好植发行业发展。**植发行业作为医美市场的下属板块，受到医美相关政策影响较大。1994 年医美政策开始出台，发布《医疗机构基本标准》，规定了美容医院等医疗美容机构的基本标准 2002 年规定了医美医生必须持有执业资格，2009 年规定对医美项目进行分级管理，首次将毛发移植手术列为美容外科一级项目。2010 年开始，由于医美事故频发，国家加强医美监管，打击非法医美，2011~2021 年多次开展打击非法医美专项行动，聚集医美灰色地带。医美相关政策的陆续出台表明监管趋严，行业进一步向规范化、有序化、透明化发展，加速非法机构退出，有利于行业的长期发展，利用好头部规范的植发机构将稳步提升其市场占有率。

图表 23 中国医美机构政策趋于规范化

时间	名称	主要内容
1994 年	《医疗机构诊疗科目名录》	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的“一级诊疗科目”。
1994 年	《医疗机构基本标准》	规定了美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所和综合性医院医疗美容科等医疗美容机构的基本标准。
2002 年	《医疗美容服务管理办法》	依据《执业医师法》等，首次规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格，并且对执业机构提出明确监督管理。
2002 年	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	规范医疗美容机构、医疗美容科（室）基本标准。
2008 年	《医疗美容机构基本标准（修订征求意见稿）》	针对《美容医疗机构、医疗美容科基本标准（试行）》（2002 年）进行修订，规定了医疗美容机构的床位、面积、人员配置、设备等方面的标准。
2009 年	《医疗美容项目分级管理目录》	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小将美容外科分为四级，对医疗美容项目进行分级管理。

医美事故频出，严厉打击非法医美	2010年	“医疗整形美容行业监管工作座谈会”	卫生部马晓伟副部长提出制定《医疗美容行业发展纲要》、完善和落实医疗整形美容行业相关法律法规、发挥行业协会协助政府主管部门的行业监管工作。
	2011年	关于征求《美容医疗机构医疗美容科(室)基本标准(2011版征求意见稿)》意见通知	要求美容医院加强对医疗人员配置及医疗信息化设置,医疗美容门诊部、诊所及医疗美容科对床位设置、医护人员配置和学历要求提升。
	2011年	《关于开展医疗美容专项整治工作的通知》	在全国范围内开展 <b>医疗美容专项整治工作</b> ,取缔以非专业正规的形式进入医疗美容诊所活动的单位和个人。
	2012年	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理要求。
	2013年	“打击非法行医专项行动”	于2013年10月起在全国范围内开展为期一年的进一步整顿医疗秩序,打击非法行医专项行动,工作任务包括以城市生活美容机构为重点,查处未取得《医疗机构执业许可证》擅自从事医疗美容诊疗活动的单位和个人。
	2015年	《医疗美容机构评价标准》	在全国 <b>7省、直辖市共17家民营医疗美容机构</b> 开展《医疗美容机构评价标准》评价试点工作,并计划于 <b>3年内</b> 对全国民营医疗美容机构作出评价认证。
	2017年	《医疗机构管理条例细则》	美容服务机构开展医疗美容业务的,必须依据条例及本细则,申请设置相应类别的医疗机构。
	2017年	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	<b>2017.5-2018.4 开展大规模严厉打击非法医疗美容专项行动</b> ,根据国家卫生健康委披露,全国公安机关共破获涉医刑事案件、涉药品安全案件 <b>1219</b> 件,抓获犯罪嫌疑人 <b>1899</b> 名,捣毁制售假药黑窝点 <b>728</b> 个,总涉案金额近 <b>7</b> 亿元。
	2018年	《国务院办公厅关于改革完善医疗卫生行业综合监管制度的指导意见》	到 <b>2020</b> 年,实现医疗卫生行业综合监管法治化、规范化、常态化。
	2019年	“医美乱象专项整治抽检与查处”	要求各地对非法医疗美容等突出问题开展“回头看”,将医疗美容纳入国家监督抽查以及 <b>8</b> 部门联合开展的医疗乱象专项整治,并公布了 <b>2019</b> 年医疗美容违法违规十大典型案件,对一批违法违规医美机构进行处罚。
实行强监管政策,行业逐渐走向规范	2019年	《关于提升社会办医疗机构管理能力和医疗质量安全水平的通知》	要求各级卫生健康行政部门和中医药主管部门加强对其下属社会办医疗机构管理和内涵建设,提升社会办医疗机构管理能力和医疗质量安全水平,促进社会办医持续、健康、规范发展。
	2020年	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	提出强化自我管理主体责任,积极发挥行业组织自律作用, <b>着力加大政府监管力度</b> 。
	2020年	《医疗美容病例范本(试行)》	针对民营医疗美容机构医疗质量管理存在的突出问题:病历书书写不完整不规范现象进行规范调整
	2020年	《医疗美容主诊医师备案培训大纲》	<b>指导各地规范开展医疗美容主诊医师培训工作</b> ,进一步提高医疗美容主诊医师备案管理水平,切实保障医疗美容服务质量和安全
	2021年	《医疗美容机构评价标准实施细则(2021版)》	美容服务机构开展医疗美容业务的,必须依据条例及本细则,申请设置相应类别的医疗机构。
2021年	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	国家卫生健康委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局决定于 <b>2021</b> 年 <b>6月-12月</b> 联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。	

资料来源:卫健委,中国整容协会等政府官网,华安证券研究所

### 1.3.4 医师多点执业加速供给端良好流动性

**执业医师稀缺，多点执业完善供给。**植发作为一种微创手术，对于精准度要求非常严格，应由经过严格专业培训及长时间实践经验的合资医师进行。根据艾瑞咨询所披露的调研显示，约半数的植发人群关注执刀医师的工作经验是否丰富、其相关就业机构以及资质认定。随着医师多点执业政策的实施，医师获准在多个地点执业，意味着更多的合资质的专业医师可以同时为植发机构为消费者提供服务，从而填补了植发市场之前在医师专业化和可及性上的缺口，同时打通了医师供给端的流动性。

图表 24 关于医师多点执业的相关政策

时间	名称	主要内容
1999 年	《中华人民共和国执业医师法》	加强医师队伍的建设，提高医师的职业道德和业务素质，保障医师的合法权益，保护人民健康；在医疗、预防、保健机构中执业的专业医务人员应依法取得 <b>执业医师资格或者执业助理医师资格</b> 。
2008 年	《护士条例》	规范护理行为，维护护士的合理权益，促进护理事业发展，保障医疗安全和人体健康
2008 年	《护士执业注册管理办法》	规范护士执业注册管理，未经执业注册取得《护士执业证书》者，不得从事诊疗技术规范规定的护理活动。
2013 年	《关于加快发展社会办医的若干意见》	加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系；同时允许并 <b>鼓励医师多点执业</b> ，确保非公立医疗机构的医疗服务质量。
2014 年	《关于印发推进和规范医师多点执业的若干意见的通知》	推进医师合理流动。加快转变政府职能， <b>鼓励医师到基层以及有需求的医疗机构多点执业</b> ；规范医师多点执业。坚持放管结合，制定完善医师多点执业管理政策，明确相关各方权利义务。
2017 年	《医师执业注册管理办法》	规范医师执业活动，加强医师队伍管理，规定医师执业应当经注册取得《医师执业证书》

资料来源：国家卫生健康委员会，华安证券研究所

## 2 以雍禾视角观植发行业发展历程

### 2.1 一站式服务平台立足市场，盈利能力持续增长

雍禾医疗（以下简称为公司）是一家提供一站式毛发医疗服务的医疗集团，自 2005 年开始，专注于毛发医疗服务市场，并构建了雍禾植发、史云逊固发、哈发达假发等多品牌服务体系。经过十多年的发展，目前在中国 50 个城市拥有 51 家医疗机构。利用标准、成熟的医生培养体系，建立了一支千余人的专业医疗团队，其中包括二百余名注册医生及九百余名护士。现已成为中国植发医疗及医疗养固服务市场的重要品牌。

**2005-2010：品牌建立。**2005 年公司创始人张玉在北京开展植发业务。2010 年建立雍禾品牌，制定中国首个获中央电视台报导的植发行业标准，并成为中国首家获 ISO 认证的植发医疗服务提供商。

**2013-2017：经营连锁化。**2013 年张玉开始规划覆盖全国业务范围，连锁化经营医

院。2014年，雍禾推出5项担保服务协议，担保患者的术前及术后手术权利，并且开始直播整个植发程序，以提高行业透明度。2017年，获得中信产业基金的投资，同年引入了“雍享”的高端服务团队，提供个性化植发医疗团队。

**2018-2021：拓展医疗养固业务，门店加速扩张。**2019年，雍禾在植发机构建立“店中店”史云逊建发中心，提供医疗养固服务。雍禾不断加强自主研发，并获得国家高新技术企业，推动中国植发行业发展。期间，雍禾每年一新增7-11家的速度加速扩张门店，在2021年，门店数量达到了51家，覆盖50个城市，机构数量全球领先。

图表 25 公司发展历程

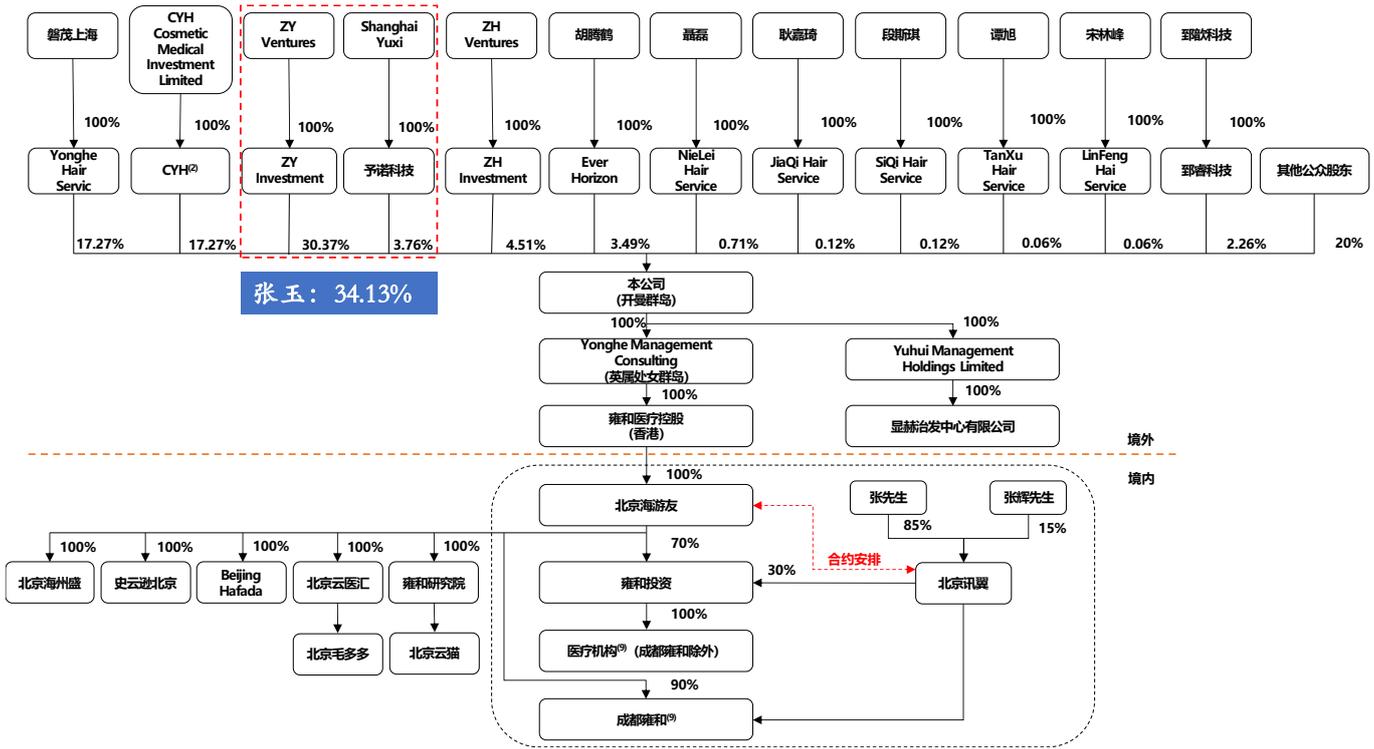


资料来源：雍禾医疗官网，华安证券研究所

### 2.1.1 雍禾股权结构稳定，管理效率高

**公司股权架构相较集中，核心管理层稳定。**公司前三大股东为张玉、中信产业基金、张辉，分别持有34.13%/17.27%/4.51%股份。创始人张玉持股比例高，有利于大股东管理公司，提高管理效率。高管团队进入公司时间长，团队稳定。管理层人员从事自身行业超过10年，有一定专业能力。创始人张玉投身医疗养固行业超过16年，采购总监张辉在医疗养固服务行业累计超过10年，运营总监徐洋在管理行业拥有约10年经验，财务总监韩志梅于会计及公司财务方面拥有超过23年经验。

图表 26 公司股权架构



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

图表 27 公司管理层人员

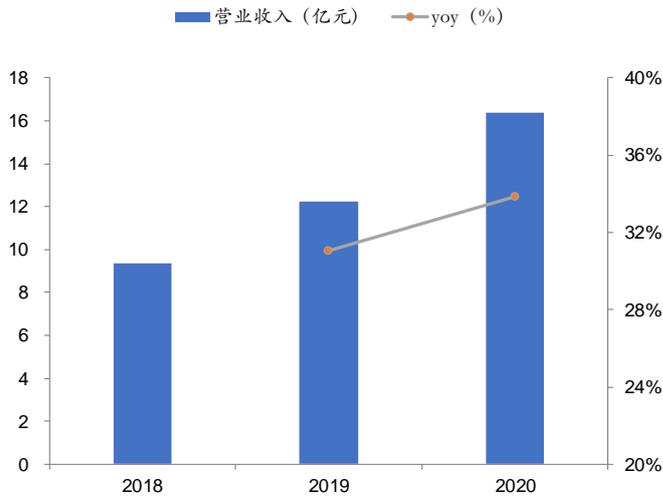
姓名	年龄	职位	加入时间	角色及职责
张玉	35	首席执行官	2010年7月	整体战略规划、业务方向及运营管理
徐洋	42	运营总监、首席执行官助理	2010年9月	负责本集团日常营运及行政事宜
韩志梅	44	财务总监	2017年3月	负责本集团融资、会计、预算控制
张辉	34	采购总监	2011年5月	本集团整体采购管理及业务发展
李小龙	56	医疗服务总监	2020年6月	负责本集团医疗质量监控及程序规范化
黄东红	35	营销总监	2012年5月	负责本集团整体品牌、销售及营销管理

资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

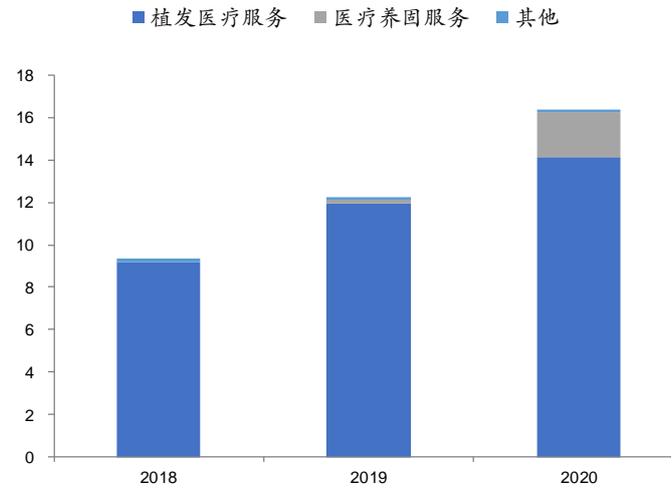
### 2.1.2 受养固业务影响，雍禾盈利能力大幅提升

营业收入受疫情影响较小，保持稳固增长。公司 2018-2020 年营业收入分别为 9.34/12.24/16.38 亿元，增长率由 31%提升到了 34%，即使受疫情的负面影响，收入表现依旧稳定。从营收占比来看，植发医疗服务三年的营业收入分别为 9.2/12.0/14.1 亿元，虽收入稳固上升，但收入占比却因医疗养固服务的崛起逐年下降。医疗养固服务在 2019 年开展，一年内，营收额从 0.2 亿元涨到了 2.1 亿元，同比增长 1316%。

图表 28 公司营业收入及其增速



图表 29 公司营收占比 (单位: 亿元)

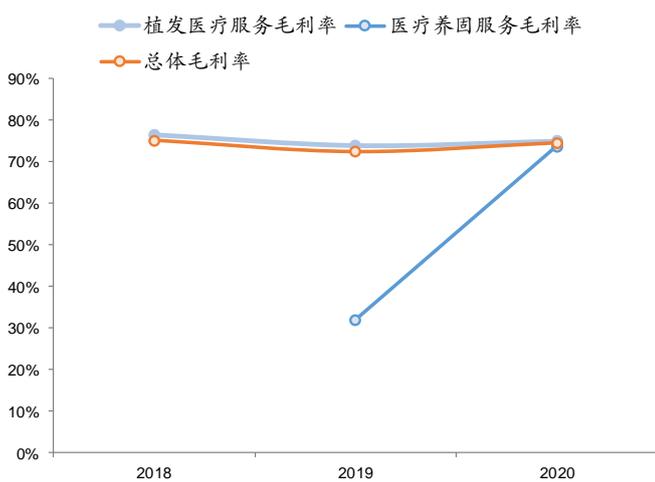


资料来源: 雍禾医疗招股说明书, 华安证券研究所

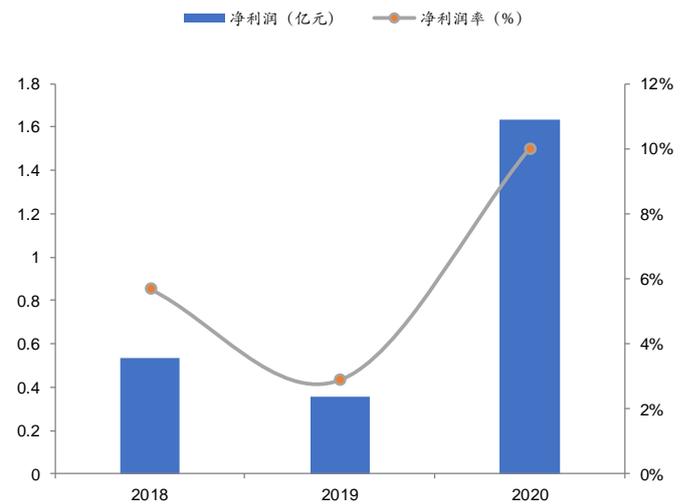
资料来源: 雍禾医疗招股说明书, 华安证券研究所

公司总体毛利率维持在较高水平, 净利率较前两年大幅提升。2018-2020 年总体毛利率平均高达 74%, 分别为 75.2%/72.6%/74.6%, 稳定维持在较高水平, 具有较强的盈利能力。2019 年, 由于医疗养固服务为开拓的新业务, 毛利率低, 仅 32%, 导致总体毛利率也有所下滑。在 2020 年医疗养固服务毛利率迅速升高至 73.8%, 回到正常水平。2018-2020 年公司净利润分别为 0.53/0.36/1.63 亿元, 净利率分别为 5.7%/2.9%/10%。2019 年, 由于医疗养固新业务的运营能力初期较差, 销售及营销开支有所上升导致净利率明显下滑。2020 年雍禾迅速恢复, 盈利能力急速上升。

图表 30 公司业务毛利率 (单位: %)



图表 31 公司归母净利润情况



资料来源: 雍禾医疗招股说明书, 华安证券研究所

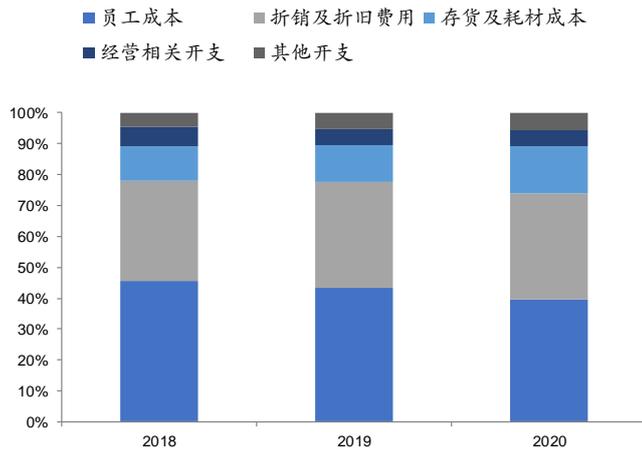
资料来源: 雍禾医疗招股说明书, 华安证券研究所

员工成本占比最高, 保持医疗服务较高水平。公司 2018-2020 年员工成本分别为 45.6%、43.4%、39.8%, 用于吸引优秀医疗人员, 提供高额工资、福利及奖金。摊销及折旧费用三年内分别为 32.5%/34.3%/34%, 略微上升。存货及耗材成本逐年上升, 分别

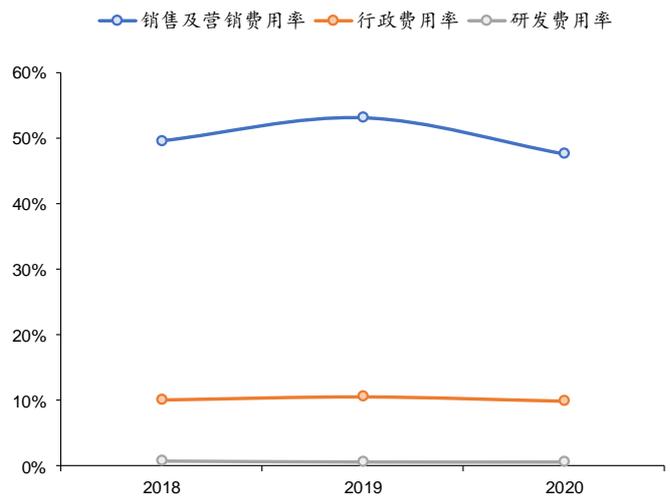
为 11.2%/12%/15.3%。

营销费用率占比最高，主要是公司处于品牌建立期。公司 2018-2020 年营销费用率分别为 49.6%/53.1%/47.6%，大力推广雍禾植发品牌。2020 年，营销费用显著下降，品牌效应逐渐达成。2018-2020 年的行政费用率分别为 10.1%/10.6%/9.9%，基本维持在 10%左右。研发费用维持在较低水平，仅占总费用的 0.8%。

图表 32 公司成本结构 (%)



图表 33 公司费用率变化 (%)



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

## 2.2 全国范围抢先跑马圈地，品牌马太效应逐渐凸显

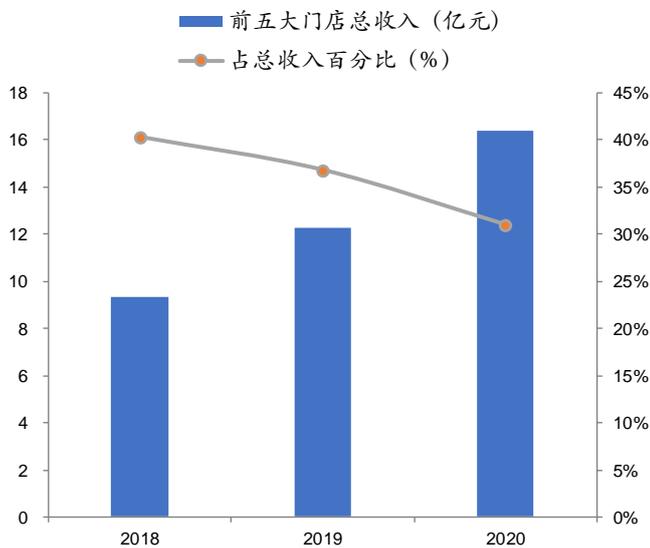
**雍禾业务规模迅速增长。**从 2018 底到最后实际可行日期，雍禾植发医疗机构数量分别为 30/37/48/51 家，门店数量增速大幅提升，达到 30%。目前公司具有 24 个成熟院部（成立时间超过 3 年）、17 个发展期院部（成立时间 1-3 年）和 10 个新建院部（成立不到 1 年），公司门店覆盖中国 50 个城市，包括 4 个一线城市、15 个新一线城市、25 个二线城市及六个较低线城市。自成立以来，公司在人口众多、人均收入高的一线城市广泛设立了医疗机构，实现了业务的快速增长。目前计划在植发需求大及人均收入高的省份，如广东省、浙江省、江苏省、福建省及山东省等中的多个城市开设更多医疗机构，来实现公司的全区域集中战略。与此同时，雍禾开始实施战略性扩张，加快步伐扩张至中国二线及低线城市，因为该等城市快速增长的需求将会推动国内植发行业下一波增长，提前抢占低线城市植发市场，进一步扩大公司业务规模。

图表 34 雍禾门店分布情况



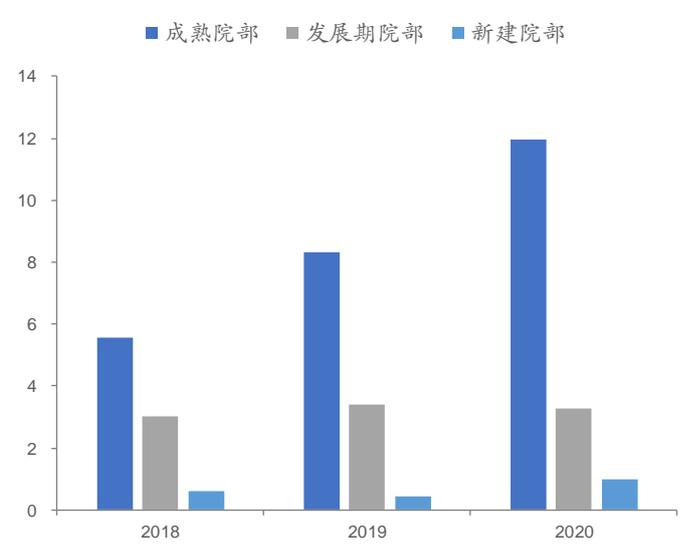
资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

图表 35 公司门店数量及增幅



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

图表 36 不同阶段医院收入情况



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

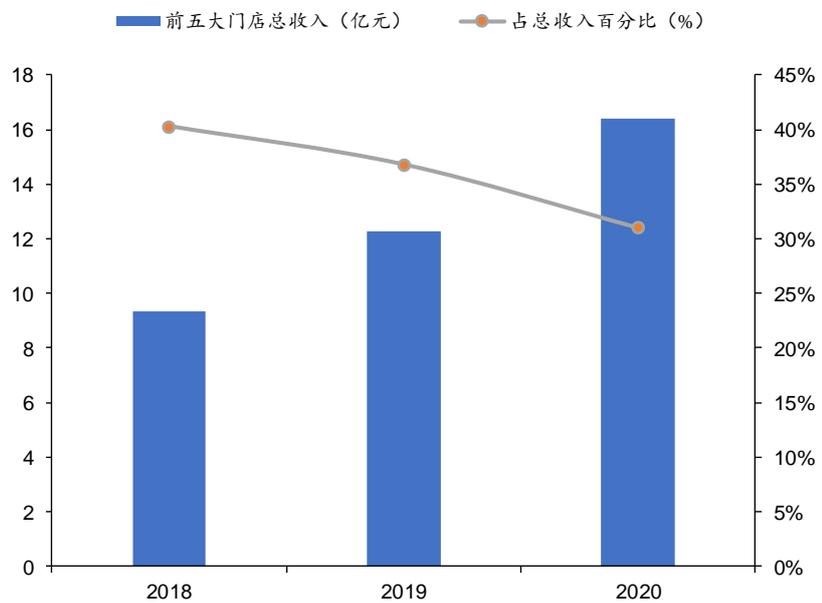
**五大门店收入占比不断下降，经营风险下降。**随着全国布局扩张，门店运营逐渐成熟，成熟门店增速超过 20%，收入占比显著提升，未来净利率有望持续提升。2018-2020 年包括北京、广州、深圳、成都、上海在内的五大门店总收入分别为 9.3/12.2/16.4 亿元，每年增长率超过 30%，然而占总收入百分比却逐年增速下降，公司承担经营风险能力上升。

图表 37 前五大门店情况

医疗机构	成立年份	建筑面积（平方米）	2020 年植发患者人数	医疗专业人员人数
北京雍禾	2013	4,012	3,792	67
广州雍禾	2013	6,174	3,233	67
深圳雍禾	2015	5,225	3,210	53
成都雍禾	2012	3,220	2,599	38
上海雍禾	2015	1,786	2,323	43

资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

图表 38 前五大门店总收入及占总收入比重



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

雍禾预计在未来在全国开设近一百家植发医疗机构。雍禾一直以来遵循及改进标准手术程序，增加已设立运营据点的城市的渗透率，同时扩充至中国的低线城市，进一步扩大地理覆盖范围。在 2021-2022 年已装修和已规划新开门店量达 17 家，预计在数年内开设近 100 家植发医疗机构。

图表 39 2021-2022E 公司计划开店状况

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

资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

雍禾打破行业壁垒，成为最具竞争力的植发医疗企业之一。根据弗若斯特沙利文的资料，公司的业务收入、植发患者人数、医生数量及机构数量均在中国植发行业中排名第一，成为当之无愧的植发龙头企业。作为中国最大的植发医疗服务提供者，雍禾做到了以下三点：

**(1) 线上线下整合营销，提升品牌知名度**

线上线下同曝光，树立品牌形象。随着百度竞价搜索带来的转化率越来越低，以及逐渐上升的搜索费用。2018 年，公司跳脱出民营机构依靠搜索转化的痛点，从渠道转向品牌，线上线下同时曝光，在消费者中树立品牌的概念。

图表 40 线下营销案例



资料来源：艾瑞咨询，地铁广告网，华安证券研究所

图表 41 线上营销案例

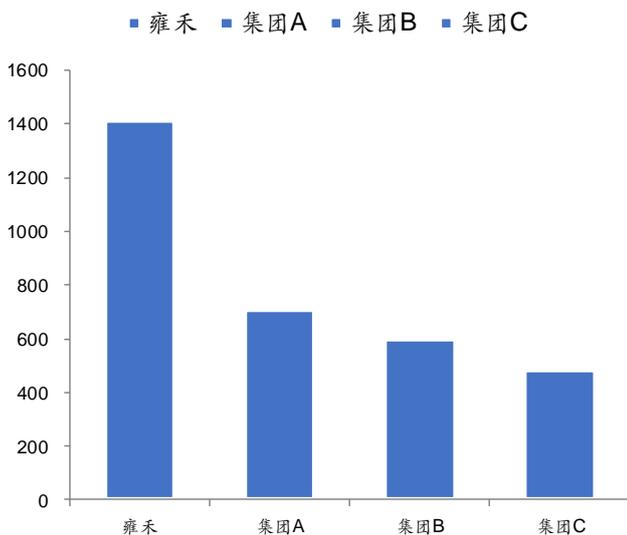


资料来源：华安证券研究所整理

(2) 走向连锁规模连锁化，稳定客流量

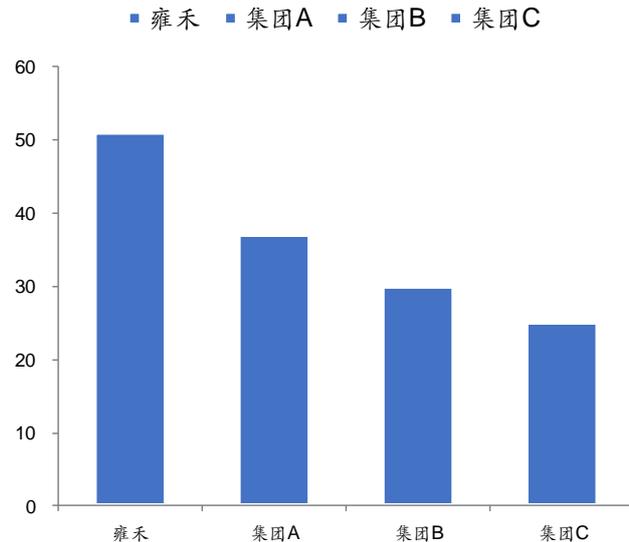
**公司连锁医疗服务城市覆盖广，客户认可度高。** 雍禾业务规模迅速增长，加速向全国覆盖。连锁化经营模式使所有医疗机构均具有一致的高标准医疗质量及营运能力，机构拥有经验丰富的医师及强大的医疗机构，能够提供全面的治疗后服务。其次，连锁医疗机构拥有大量手术的良好往绩记录，对患者有足够的吸引力。而这些，新入行者难以在短时间内达到，难以快速树立良好品牌声誉，无法取得稳定的患者流量。于 2020 年以来，雍禾在全国拥有 51 家植发医疗机构，覆盖中国 25 个省的 50 个城市，合计接收 5 万名患者，来自植发业务的总收入计高达 14 亿元，超过行业第二、第三的总和，已形成规模效应，成为客户首选的植发医疗机构。

图表 42 中国顶级市场参与者总收入占比 (2020-2021Q1)



资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

图表 43 中国顶级市场参与者的患者人数占比 (2020-2021Q1)

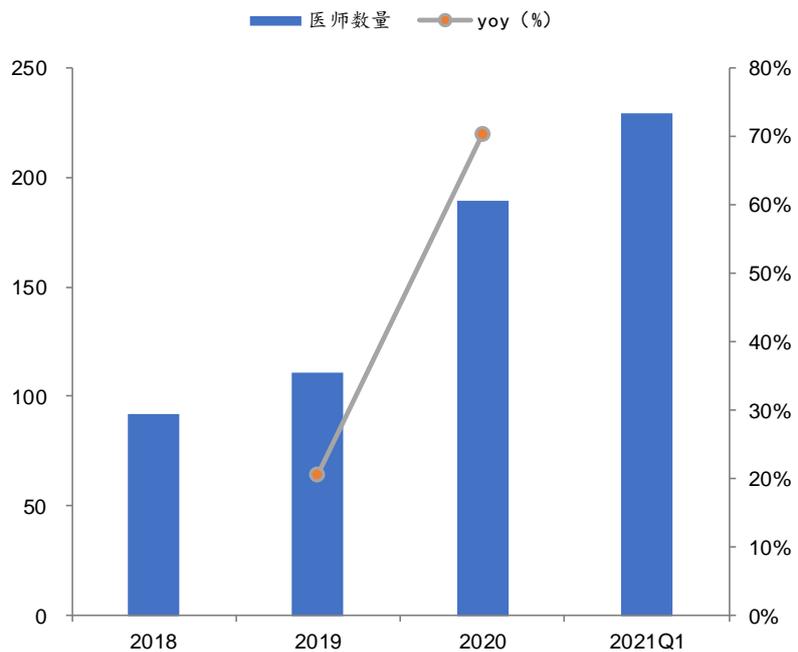


资料来源：雍禾医疗招股说明书，华安证券研究所

### (3) 高效培训打造成熟医疗团队

**医疗团队行业第一，流失率低。**雍禾医疗机构执业的医生平均拥有五年行业经验，执业的护士平均拥有三年行业经验，超过市场竞争对手的医疗专业人员的平均工作经验年数。截至 2018 年、2019 年及 2020 年年底，雍禾分别有 92 名、111 名及 189 名医生，数量持爆发性增长。到目前，雍禾旗下注册医生共 229 名，超过行业第二、第三的总和。由于福利、奖金待遇好，医生的流失率远低于中国类似植发医疗机构的平均医生流失率。

图表 44 雍禾医师数量



资料来源：雍禾医疗官网，华安证券研究所

**注重医疗团队培养，建立完全培训流程。**1) **招聘严格：**雍禾只招聘具有相关职业经验的注册医师确保他们具备新岗位所需的工作经验及资格。2) **建立人才库：**雍禾正在计划与中国最知名的医学院及著名的医院合作，建立人才储备。3) **入职培训：**每位新聘医师均需接受为期 4-6 个月的系统培训，其中包括院长长达三个月的临床实践培训，培训结束后，通过测试他们的理论知识及实践技能来评估医师的专业能力。4) **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与雍禾定期分享他们临床经验及行业最新进展。

**雍享·梦之队打造行业高标杆团队，建立医师壁垒。**该团队成员是从医疗植发医生团队中遴选而出，均具备 10 年以上植发经验；毛发分离师与种植师均从护士团队中选拔设立，成员均具备 5 年以上植发护理岗位经验，配合默契程度较高。“雍享”团队根据患者性格、职业及个人审美，专门定制“一人一案”的私人植发设计方案，为患者提供私人就诊空间与绿色就诊通道。雍享团队的专业性行业万里挑一，形成了自身的医师壁垒。

图表 45 雍享·梦之队 (私人定制的高标准医疗团队)

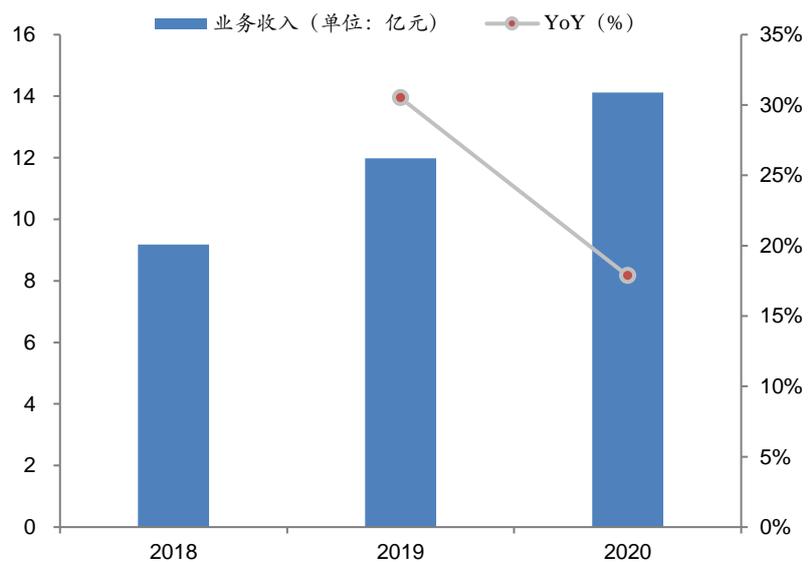


资料来源：雍禾医疗官网，华安证券研究所

### 2.3 植发与护发并驾齐驱，加深消费者粘性

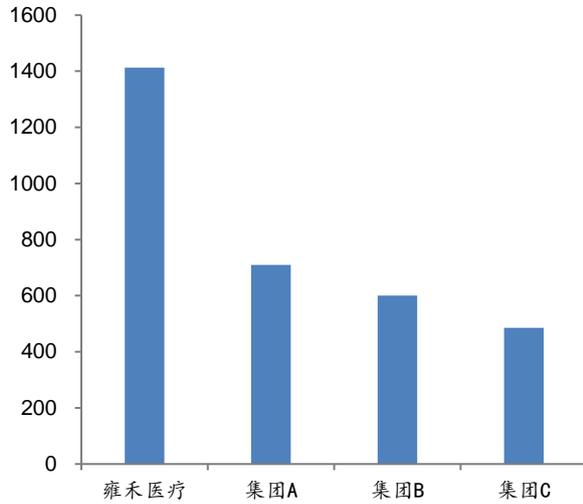
植发医疗服务为主要驱动力，行业龙头地位稳固。公司利用现有两大主流植发技术再加上自身品牌连锁能力快速打开市场，并迅速在市场上站稳脚跟。在 2020 年公司在医疗植发板块收入达到 14.12 亿元，占公司总营收的 86.2%，收入数据超行业内二、三名总和，服务患者数约为第二名的 1.4 倍。

图表 46 公司植发医疗业务收入数据 (单位：亿元)



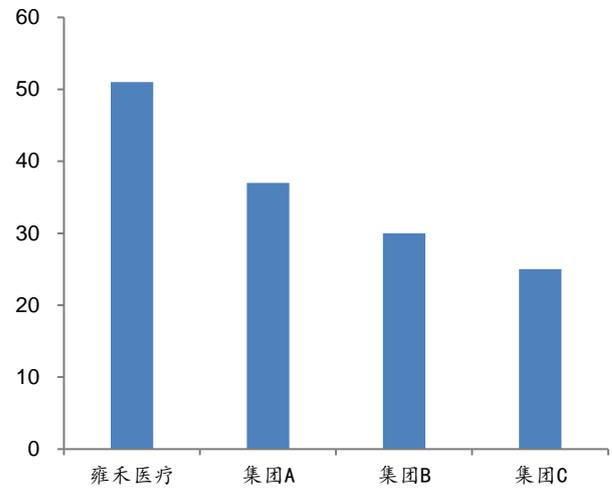
资料来源：雍禾医疗招股书，华安证券研究所

图表 47 2020 年各集团植发医疗服务收入 (单位: 百万元)



资料来源: 雍禾医疗招股书, 华安证券研究所

图表 48 2020 年各集团受理植发医疗服务的患者人数 (单位: 千例)



资料来源: 雍禾医疗招股书, 华安证券研究所

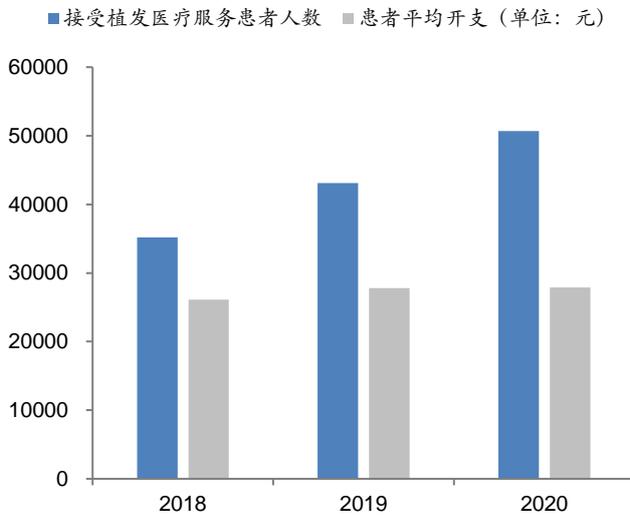
公司设立三级植发服务, 普通级别占主流。2018~2020 年公司植发服务患者从 3.5 万上升至 5.1 万人, 复合增长率为 20.1%, 其中 2018~2020 年选择普通级别服务的患者皆占据 95% 以上, 为公司植发业务的“顶梁柱”; 接受优质级别以及贵宾级别的患者占比略有提升, 但两服务合计占比仍不到 5%。公司通过设立高级植发服务项目, 成功将客单价提升 1771 元至 2.8 万元。

图表 49 公司三级植发服务细目

	定义	费用(单位: 万元)
普通级服务	针对接受标准植发手术的患者	2~3
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
贵宾级尊享服务	针对接受由业内知名植发专家进行个性化植发手术的患者	>10

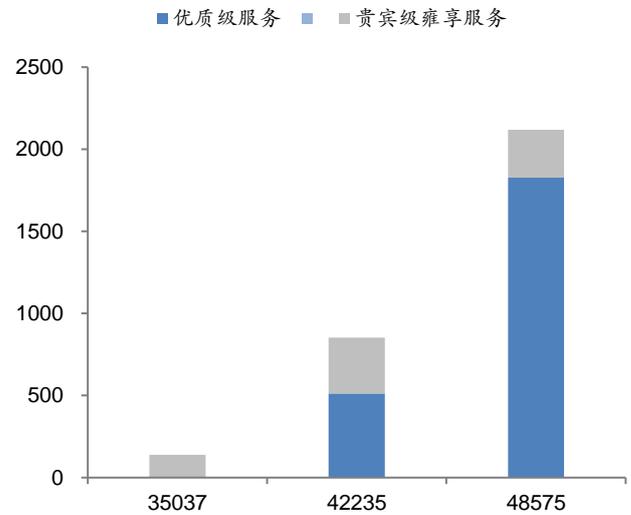
资料来源: 雍禾医疗招股书, 华安证券研究所

图表 50 公司植发医疗业务经营数据



资料来源: 雍禾医疗招股书, 华安证券研究所

图表 51 公司植发医疗三级服务患者人数



资料来源: 雍禾医疗招股书, 华安证券研究所

**FUE 与 LATTICE 技术打造公司核心竞争力。**公司现在两大主流技术分别为 FUE APL2.0 以及 LATTICE 点阵加密技术, 公司可以根据脱发患者的不同部分以及严重程度来进行定制化的技术搭配来达到患者所要求的效果。FUE APL2.0 是基于 FUE 技术的升级, 相较于一代技术, 主要在创口、毛囊存活率、取发速度以及数量上进行优化。

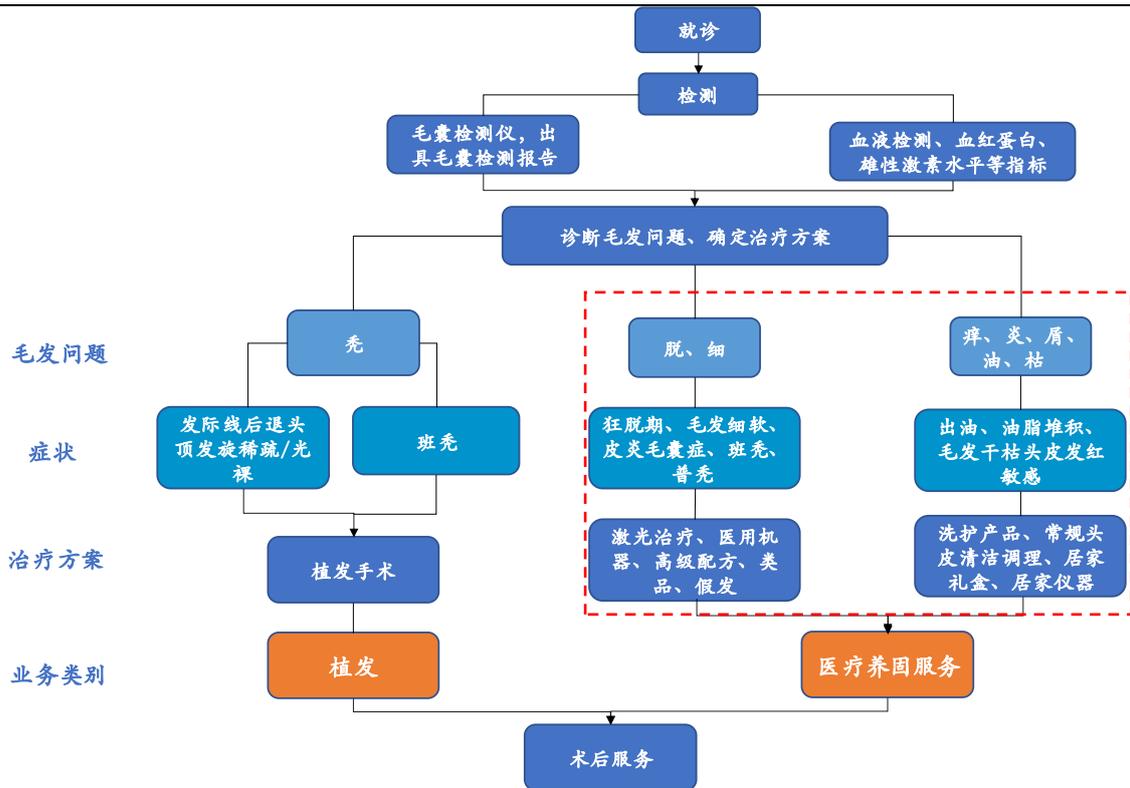
图表 52 公司两大核心技术对比

	FUE APL 2.0	LATTICE
技术详情	借助特殊的 <b>微孔</b> 将毛囊从后脑勺提取并植入秃发区域	利用 <b>移植针</b> 定位头发稀疏部位, <b>精准分离毛囊</b>
适用范围	发际线较高, <b>头顶光裸</b>	<b>头顶稀疏</b> , 发质偏软
是否无痕	否	是
价格	<b>10 元/毛囊</b>	<b>20 元/毛囊</b>
手术时长	根据种植数量而定, <b>一般 3-5 个小时</b>	
恢复时间	5-7 天后进行术后清理, <b>愈合较快</b>	

资料来源: 好头发网, 华安证券研究所

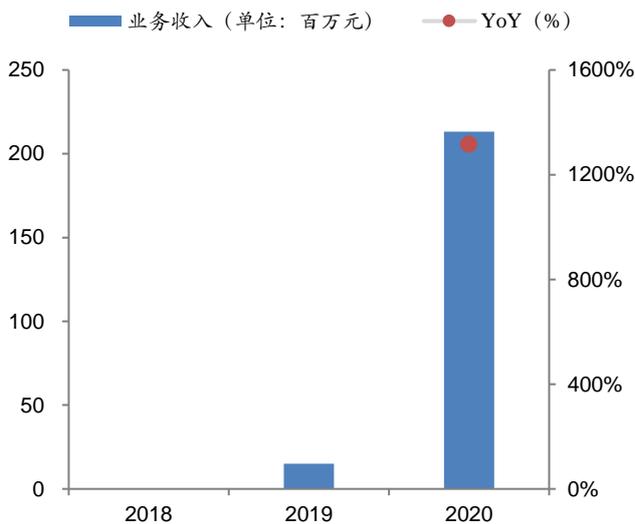
**公司医疗养固业务未来可期, 提升消费者粘性。**公司在 2017 年收购拥有逾 60 年的提供毛发修复和服务的经验的史云逊品牌来切入医疗养固服务, 针对各种头皮毛发问题(包括脱发、发质细软、头皮瘙痒、头皮出油等)为患者提供非手术的医疗解决方案, 同时医疗养固服务还提供相关营养建议, 推荐改变生活方式以改善头发和头皮健康。公司医疗养固服务自 2019 年开始实现收入, 截止 2020 年患者人数从 8564 人增至 59122 人, 同比增长 590%; 患者人均消费从 1759 元增至 3606 元, 同比增长 105%。医疗养固不同于植发服务的一次性消费, 具有高复购特征, 2020 年公司医疗养固业务的复购率达到 29%, 患者复购实现医疗养固业务收入增长的同时, 还有望向植发服务引流。根据公司招股书披露, 公司植发与养固业务重合人数从 2019 年的 8564 人上升至 18747 人, 同比增长 942%。

图表 53 养固业务解决多种头发问题



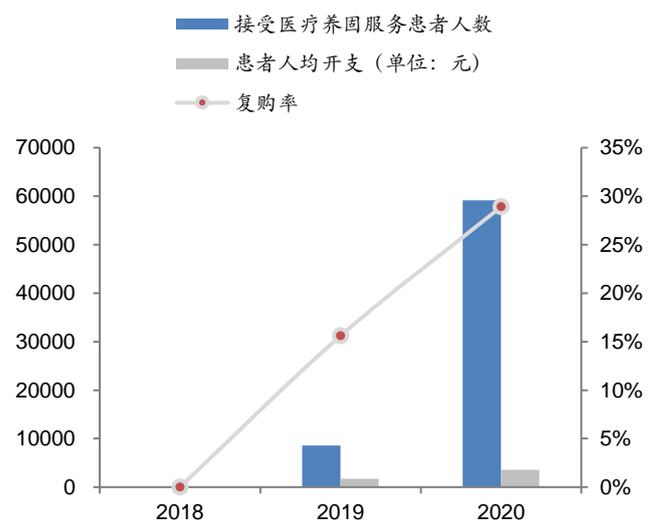
资料来源：雍禾医疗招股书，华安证券研究所

图表 54 公司医疗养固业务数据 (单位: 百万元)



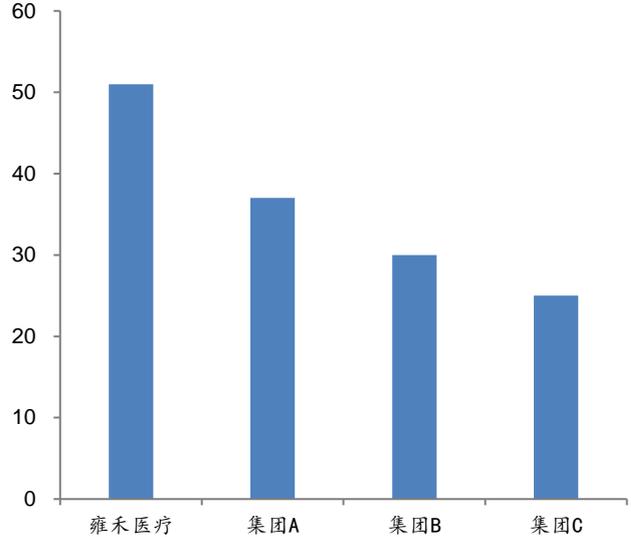
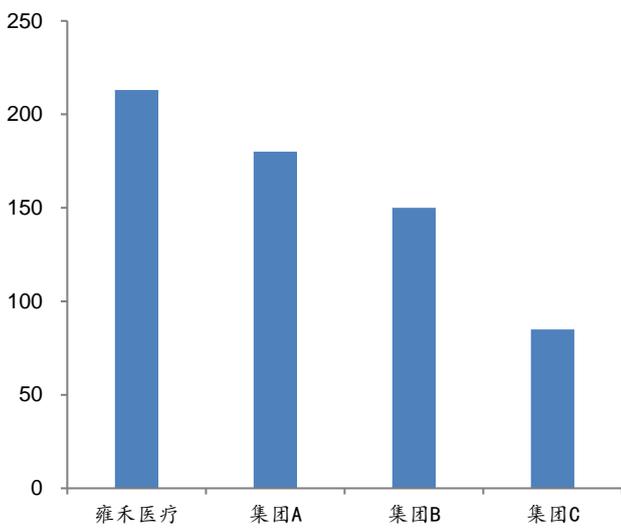
资料来源：雍禾医疗招股书，华安证券研究所

图表 55 公司医疗养固业务经营数据



资料来源：雍禾医疗招股书，华安证券研究所

图表 56 2020 年各集团医疗养固收入数据 (单位: 百万元) 图表 57 2020 年各集团旗下医疗机构数量 (单位: 个)



资料来源: 雍禾医疗招股书, 华安证券研究所

资料来源: 雍禾医疗招股书, 华安证券研究所

## 2.4 资本赋能, 增强品牌发展动能

本次 IPO 主要用于增强品牌知名度以及全面升级技术与服务。1) 加强品牌建设, 加速机构扩充: 加速植发医疗机构扩充和升级, 新开设 50 家医疗机构。收购非连锁性地方植发医疗机构, 加速实现在重点区域的集中多点覆盖。扩张约 60 家史云逊医学健发中心, 扩大医疗养固市场份额。2) 技术研发, 促进产品创新: 计划转型综合毛发医院, 提供一体式毛发服务。自主研发高科技手术设备及器械, 同时投资数据分析、人工智能, 建立网上医院, 计划全面升级医疗服务、服务体系。

图表 58 服务升级, 技术创新

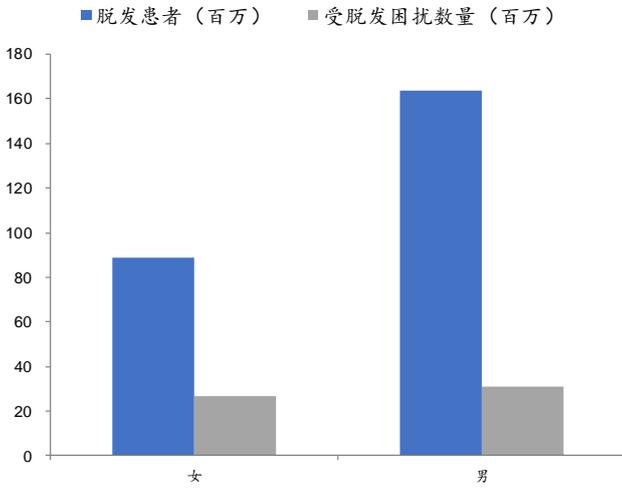


资料来源: 雍禾医疗招股说明书, 华安证券研究所

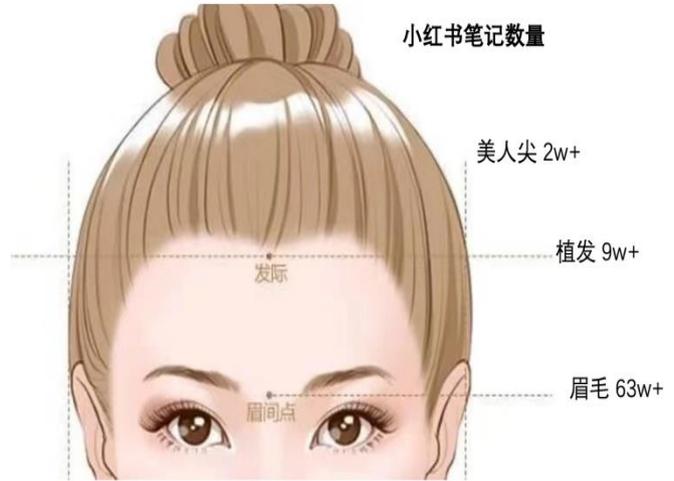
据丁香医生 2020 年国民健康调查统计, 男性脱发程度高于女性, 但 30% 女性受脱发困扰, 只有 16% 的男性受此困扰, 原因就是女性对于美的追求远远大于男性。雍禾深知女性需求, 抓住痛点, 深度开发女性客户。雍禾计划针对女性患者, 提供个性化与美

颜治疗服务，持续优化植发程序，如美人尖植发、降低发际线以及眉毛移植等。

图表 59 脱发患者及受脱困扰患者男女分布情况



图表 60 小红书美人尖，植发，眉毛笔记数量



资料来源：丁香医生，华安证券研究所

资料来源：小红书，华安证券研究所

## 投资建议：

受益于“脱发经济”以及医美市场的再教育，植发行业正**处于医美行业爆发的临界点**，未来行业将成为下一个新风口。聚焦公司层面，我们看好具备技术研发与品牌营销双重优势的企业。**建议关注：雍禾医疗、三生制药等。**

## 风险提示：

**新客户引流风险：**公司 2018~2020 年植发业务在主营业务收入中占比为 98.3%/97.8%/86.2%，而通过植发种植的毛囊不会脱落，属于一次性服务。若未能及时进行客源引流，则会对公司的经营数据以及财务情况造成重大影响。

**植发行业相关政策风险：**中国现并未有与植发行业直接相关的政策出台，行业仍存在多重乱象：虚假宣传、安全隐患等。若发生上诉乱象，则会对行业声誉造成影响，导致消费者信任度降低，实际消费者减少。

**行业竞争加剧风险：**随着植发行业市场规模的增大，较高的利润率水平、广阔的市场发展空间已吸引众多企业进入本行业，行业技术更新迭代加快，行业竞争进一步加剧。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 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；
- 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。