

大东方(600327)

报告日期: 2024年02月23日

向宽而行, 打造连锁儿科生态圈

——大东方首次覆盖报告

报告导读

把握连锁儿科优质流量入口, 多赛道协同布局增量可期。

投资要点

□ 儿科医疗: 供需共振空间广阔, 民营机构差异化破局

需求侧: 受益于需求端客群基数+新生代父母育儿精细化趋势, 儿科医疗空间广阔, 据新世纪医疗官微披露估算, 2016-2021年中国儿科医疗服务市场规模可保持20%年复合增速, 至2021年达2304亿元。

供给侧: 截至21年, 我国每千名儿童床位数/儿科医师数分别为2.2个/0.78人, 较2030年3.17个/1.12人的发展目标差距较大, 与此同时儿童医院床位使用高负荷, 行业供需失衡现象明显。近年来鼓励社会办医、多点执业等相关政策频出, 鼓励民营机构发展, 未来有望与定位严肃医疗兜底服务的公立医院形成互补, 当前行业暂无强有力头部品牌跑出, 后续或存在进一步整合空间。

行业趋势: 受儿科医疗自身特点影响, 公立医疗消费心智稳固, 民营机构在实际市场竞争中本质为公立机构的补充, 其发展壮大需要直面消费信任度及自身业务可持续性痛点。我们认为**差异化定位+多元化延展+连锁化经营**或为**民营儿科破局之道**, 即选取复购属性强、医保覆盖少的高潜赛道, 并重视客群多维度、全生命周期需求挖掘, 此外在运营端借力线上引流缓解获客难题, 连锁扩张塑造消费认知, 最终建立自身品牌效应、实现与公立机构的差异化竞争。

□ 大东方: 把握身高管理流量入口, 多赛道布局协同优势明显

2021年设立子公司均瑶医疗布局医疗健康, 当前已形成特色儿科(涵盖儿童全发育周期医疗服务和特需儿童康复)及综合医院两大板块布局。截至23H1公司运营50家儿童医疗服务连锁机构(23健高儿科+21雅恩健康+6知贝医疗), 覆盖全国超30个大中型城市, 23H1医疗业务营收12.2亿元, 占比达69%。

客户流量入口+高协同赛道延展+医师资源储备, 公司儿科连锁三大品牌核心优势各有侧重:

1) 健高儿科: 卡位生长激素黄金赛道, 天然具备流量入口属性, 可为后续拓展夯实客群基础。我国儿童矮小症市场高基数+低渗透, 预计2018-2030年市场规模CAGR达16%, 行业集中度极高, 龙一为长春高新子公司金赛药业, 市占率超70%。健高定位金赛药业下游医疗服务平台, 22年全年收入约18.6亿, 同比+101%, 占公司医疗业务比重超80%。大东方收购后, 对其诊前-诊中-诊后流程标准化改造, 预计将持续发挥生长激素流量池功能, 横向拓展高毛利专科项目。

2) 雅恩健康: 强标准化能力+业务协同性强, 有望赋能公司连锁服务体系构建。我国孤独症儿童患病率逐年增长, 患儿家庭年均康复费用超8万元, 与此同时残联在册康复教师与患儿比例高达1:130, 供需矛盾突出。雅恩健康拥有18年教学经验, 具备完善课程体系和强标准化输出能力, 截至23H1在北京上海等7大城市设立20余家服务中心, 线上线下累计服务36万+家庭, 2022年收入0.45亿元/+361%。中国医药报研究显示90%的矮小症患者有不同程度的自卑抑郁等心理或行为障碍, 健高及雅恩客户画像重叠较高, 后续亦有望进一步引流, 强化业务协同。

3) 知贝医疗: 重视医师梯队储备及培养, 贯通线上线下闭环生态, 可为儿科业务提供人才及生态圈建设支持。知贝创始人微博大V、明星医师欧茜, 具有较强品牌影响力, 业务端以儿童医疗为切入点, 结合家庭成员需求进行业务延展, 打造“儿-妇-美”一站式服务版图; 运营端将线上高频次互动与线下诊疗相结合, 构建医疗服务闭环, 目前已在广州、中山、佛山、昆明、深圳等地设立6家机构, 服务人次达10万+。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 王长龙
执业证书号: S1230521020001
wangchanglong@stocke.com.cn

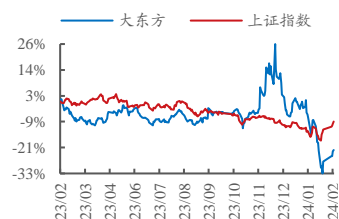
分析师: 汤秀洁
执业证书号: S1230522070001
tangxiujie@stocke.com.cn

分析师: 周明蕊
执业证书号: S1230523060002
zhoumingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 3.95
总市值(百万元)	3,494.88
总股本(百万股)	884.78

股票走势图



相关报告

□ 盈利预测与估值

大东方战略转型儿科医疗高景气赛道，卡位生长激素优质流量入口，自身儿童发育全周期业务高效协同，一体化布局稳步推进，叠加商业零售基本盘经营稳健，值得持续关注，预计 2023-25 年公司归母净利润为 2.0/2.3/2.8 亿元，同比 +13%/17%/20%，当前市值下对应 PE 为 18/15/13 倍，**首次覆盖，给予“买入”评级。**

□ 风险提示

消费力恢复不及预期，行业竞争加剧，新店及新业务拓展不及预期，医疗事故风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,130	3,577	4,149	4,957
(+/-) (%)	-54.7%	14.3%	16.0%	19.5%
归母净利润	174	197	230	275
(+/-) (%)	-72.8%	13.0%	17.0%	19.5%
每股收益(元)	0.20	0.22	0.26	0.31
P/E	20.1	17.8	15.2	12.7

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 深耕现代消费，转型大健康增长再提速	6
1.1 无锡百货零售龙头，向医疗健康新赛道进军	6
1.2 股权结构清晰，管理团队稳定	7
1.3 转型期表观业绩波动，医疗板块将成新增长极	8
2 民营儿科：聚焦高潜业务+连锁化赋能，优质赛道布局正当时	10
2.1 概览：行业扩容政策支持，民营儿科乘风而起	10
2.2 展望：长尾出清格局优化，标准连锁+线上线下一体大势所趋	12
3 把握身高管理流量入口，多赛道布局儿科旗舰冉冉升起	14
3.1 健高儿科：身高管理连锁龙头，向儿童全发育进军	14
3.2 雅恩健康：课程体系独家认证，强标准化输出驱动品牌建设	16
3.3 知贝医疗：医师储备资源丰富，线上线下一体化打造服务闭环	19
3.4 业务高效协同+均瑶赋能一体化，儿科蓝图徐徐展开	20
4 商业零售板块：无锡商贸百货龙头，基本盘稳固	21
4.1 百货零售：百货+社区超市+便利店，多层次打造零售业态	21
4.2 三凤桥：区域特产塑造强认知，积极挖掘 B 端新增量	22
5 盈利预测与估值	24
5.1 盈利预测分析	24
5.2 估值分析及投资建议	25
6 风险提示	26

图表目录

图 1: 大东方发展历程.....	6
图 2: 大东方医疗健康业务版图 (截至 23H1, 图中列示为均瑶医疗对各标的持股比例)	7
图 3: 均瑶集团五大业务板块.....	7
图 4: 大东方股权结构 (截至 2024.1.31)	8
图 5: 2019-2023Q3 公司营业收入及增速.....	9
图 6: 2019-2023Q3 年公司归母净利润及增速.....	9
图 7: 2020-2023H1 公司收入拆分.....	9
图 8: 2019-2023H1 公司毛利率及净利率表现.....	9
图 9: 2020-2023H1 公司各业务板块毛利率表现.....	9
图 10: 2020-2023H1 公司费用率表现.....	9
图 11: 2010—2022 年 0-14 岁人口 (亿人) 及占总人口比例	10
图 12: 新生代父母学历画像 (截至 2021 年)	10
图 13: 儿科医疗行业产业链概览.....	10
图 14: 公立医院儿科主要临床方向 (部分)	11
图 15: 民营儿科机构主要服务方向 (部分, 2021 年数据)	11
图 16: 2020-2021 年每千名儿童儿科医师及床位数.....	11
图 17: 公立及民营儿童医院数量.....	11
图 18: 2015-2021 年医疗机构医师日均负担人次.....	11
图 19: 2015-2021 年各类医疗机构床位平均使用率.....	11
图 20: 儿科行业投融资数量 (单位: 起, 21 年数据截至 11 月)	13
图 21: 2018 年儿童医疗市场细分专科数量占比	13
图 22: 育学园线上 APP	13
图 23: 育学园线下门诊.....	13
图 24: 居民医疗信息数字化管理图示.....	14
图 25: 中国儿童 PGHD 治疗市场规模 (十亿美元)	14
图 26: 2020 年生长激素市场竞争格局.....	14
图 27: 健高儿科发展历程.....	15
图 28: 健高儿科全国布局.....	15
图 29: 2019—2022 年健高儿科营业收入及增速.....	15
图 30: 健高儿科诊前-诊中-诊后标准化流程.....	15
图 31: 孤独症谱系障碍患者主要症状及发生率.....	16
图 32: 2022 年我国孤独症儿童数量.....	16
图 33: 我国孤独症康复机构数量.....	17
图 34: 2021 年我国孤独症儿童康复教师数量.....	17
图 35: 雅恩健康发展历程.....	17
图 36: 雅恩健康课程干预体系.....	17
图 37: 2019—2022 年雅恩健康收入及增速.....	17
图 38: 雅恩健康课程体系覆盖儿童全周期.....	18
图 39: 儿童课程体系四大模块.....	19
图 40: 雅恩健康家长课程体系.....	19
图 41: 知贝线上课程、咨询及科普.....	20
图 42: 知贝医疗线下门诊场景.....	20

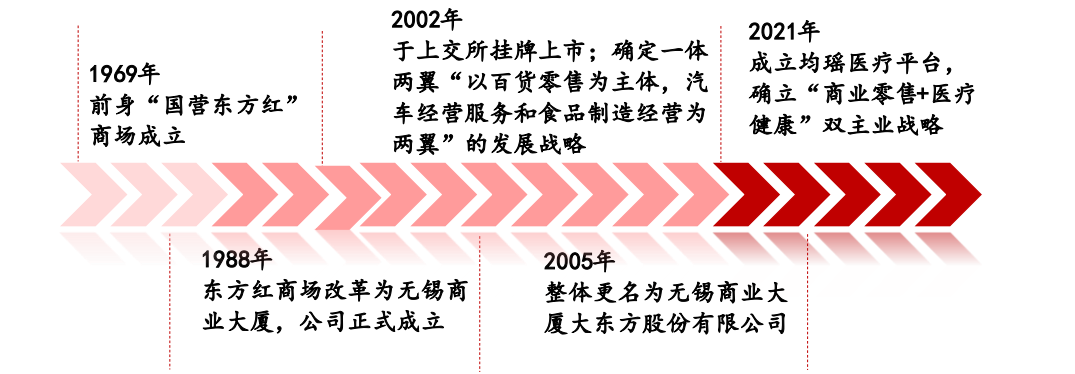
图 43: 雅恩健康与健高儿科协同价值.....	21
图 44: 金华联济医院与健高儿科、雅恩健康合作.....	21
图 45: 儿科医疗服务行业上下游产业链延展.....	21
图 46: 大东方百货地处核心商圈.....	22
图 47: 大东方升级焕新, 聚集“首店经济”.....	22
图 48: 百业超市店面一览.....	22
图 49: 公司旗下湖北 7-eleven 首店开业.....	22
图 50: 三凤桥熟食业务总店-三凤桥肉庄.....	23
图 51: 三凤桥品牌礼品性食品.....	23
图 52: 三凤酒家门店.....	23
图 53: 三凤桥客堂间门店.....	23
表 1: 公司核心管理层履历.....	8
表 2: 近年来民营儿科医疗服务部分支持政策梳理.....	12
表 3: 儿童医疗服务市场发展历程.....	12
表 4: 健高儿科科室设置.....	16
表 5: 雅恩健康专家团队(部分).....	18
表 6: 知贝医疗部分专家团队.....	19
表 7: 知贝医疗开设科室一览.....	20
表 8: 三凤桥发展历程.....	22
表 9: 大东方收入拆分(百万元).....	24
表 10: 区域百货零售类可比公司估值表(单位: 亿元).....	25
表 11: 医疗服务类可比公司估值表(单位: 亿元).....	26
表附录: 三大报表预测值.....	27

1 深耕现代消费，转型大健康增长再提速

1.1 无锡百货零售龙头，向医疗健康新赛道进军

因时制宜积极转型，商业零售+医疗健康双轮驱动。大东方前身为成立于1969年的无锡东方红商场，1988年完成改革组建无锡商业大厦公司，后于2002年上交所上市，逐步形成“以百货零售为主体，以汽车经营业务和食品制造经营为两翼”的业务布局。近年来由于传统汽车业务增速疲软，对应2017-2020年营收CAGR仅为1.7%，公司主动进行战略转型，于2021年剥离汽车板块，并成立上海均瑶医疗正式切入医疗健康领域，确立了“商业零售+医疗健康”双主业战略。

图1：大东方发展历程



资料来源：公司官网，wind，浙商证券研究所

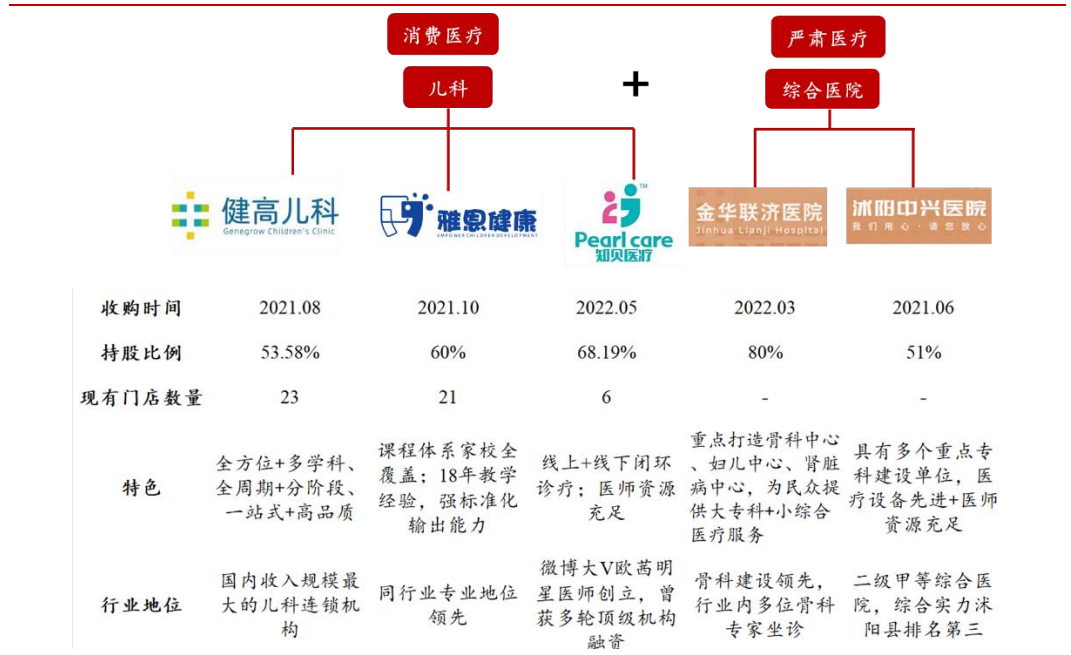
概览：商业零售=百货零售+三凤桥品牌经营；医疗健康=儿童特色专科+综合医院。

百货零售：构建百货商场+超市+便利店多层次零售矩阵。其中大东方百货定位中高端精品销售与服务，坐落于无锡梁溪区核心商圈，拥有近50万注册会员和优质VIP客群；百货超市定位社区生活连锁，截至23H1在江苏共有6家门店；便利店业务运营主体为7-eleven，截至23H1在湖北地区共有34家门店，其中直营12家，加盟22家。

三凤桥品牌：布局熟食、礼品性食品及餐饮三大板块。熟食业务核心产品为区域特色三凤桥酱排骨，截至23H1共经营44家食品专卖店，临近年关或重大节日期间日销售量最高可突破20吨，营业额达百万；礼品性食品业务主要以真空包装礼盒形式销售三凤桥酱排骨及太湖熏鱼等无锡特色食品；餐饮业务经营主体为三凤酒家和三凤桥·客堂间，定位无锡本帮菜，当前在无锡主流商圈共有3家门店。

医疗健康：儿童特色专科为主，综合医院为辅。2021年大东方设立子公司均瑶医疗布局医疗健康产业，当前已形成特色儿科（涵盖儿童全发育周期医疗服务和特需儿童康复）及综合医院两大板块布局。具体来看：**1）儿童特色专科：**定位消费医疗，目前由健高儿科、雅思健康、知贝医疗组成，分别专注于儿童全发育成长、儿童康复训练和儿童及家庭健康管理，截至23年中报运营50家儿童医疗服务连锁机构（23健高儿科+21雅思健康+6知贝医疗），覆盖全国超30个大中型城市；**2）综合医院：**定位严肃医疗并聚焦骨科特色，运营主体为金华联济医院和沭阳中心医院，分别坐落于浙江金华市和江苏沭阳县，当地人口基数大且经济发展良好，具有较大医疗需求空间。

图2: 大东方医疗健康业务版图 (截至 23H1, 图中列示为均瑶医疗对各标的持股比例)

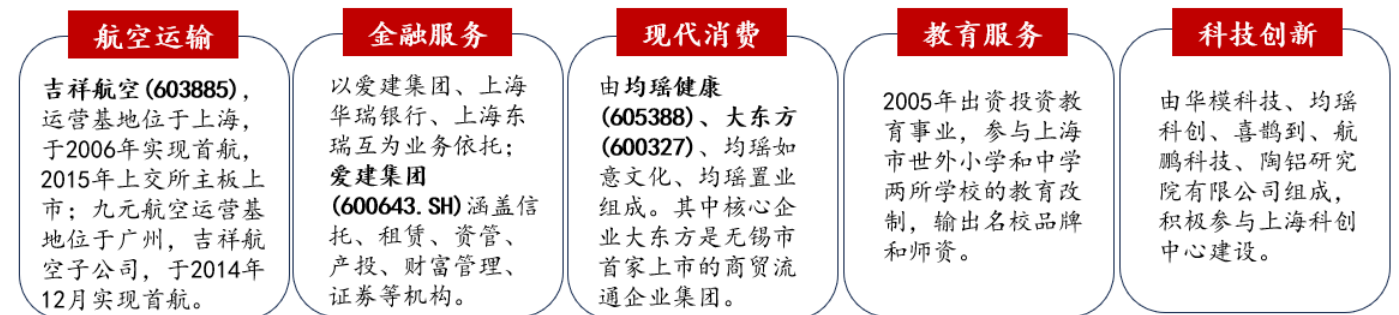


资料来源: wind, 公司公告, 公司官方公众号, 浙商证券研究所

1.2 股权结构清晰, 管理团队稳定

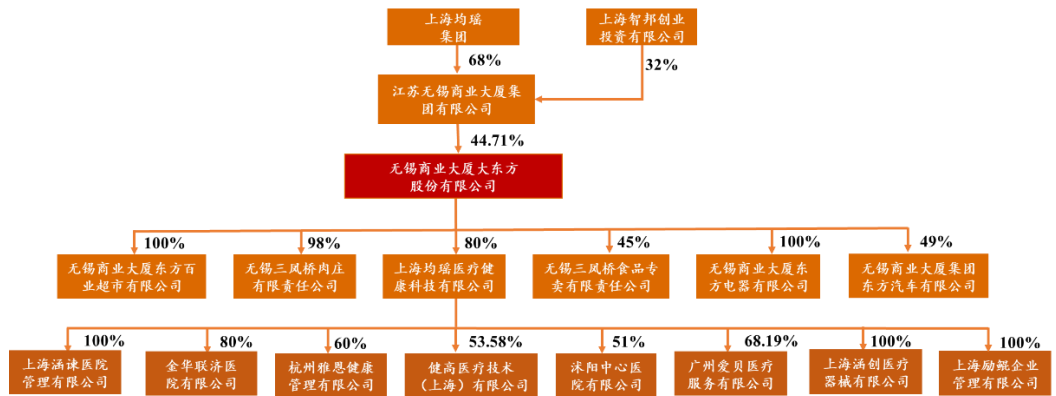
均瑶集团赋能业务拓展, 股权结构稳定清晰。公司实控人为上海均瑶集团, 均瑶集团以实业投资为主, 现已形成航空运输、金融服务、现代消费、教育服务、科技创新五大业务板块, 具有丰富的产业投资及投后管理体系, 可全方位赋能大东方业务拓展。公司第一大股东为江苏无锡商业大厦集团有限公司, 持股 44.71%, 下设数个子公司分别经营百货、食品、医疗等业务, 各主体分工明确, 整体股权结构稳定清晰。

图3: 均瑶集团五大业务板块



资料来源: 均瑶集团官网, 浙商证券研究所

图4: 大东方股权结构 (截至 2024.1.31)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

均瑶系高管挂帅，医疗核心团队经验丰富。公司主要管理层多在均瑶系任职多年，其中董事长林乃机为现任均瑶集团副总裁，曾历任集团航空服务公司总经理、均瑶集团董事会秘书等职，具有多年产业投资运营及行政管理经验；公司董事兼均瑶医疗董事长吴志军深耕医疗健康行业近 20 年，曾担任远东宏信副总裁及医院集团董事长，主导投资并购近 70 家医疗机构，构建了 2 万张床位数规模的医院集团，打造社会资本办医第一梯队，可有效赋能公司医疗健康产业布局，为企业转型期发展保驾护航。

表1: 公司核心管理层履历

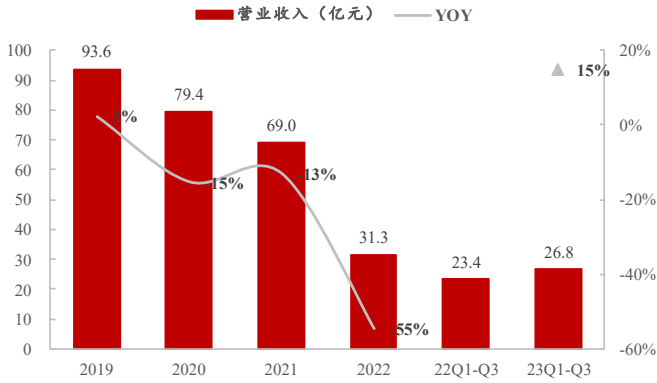
姓名	职位	履历
林乃机	董事长、董事	历任温州天龙包机实业有限公司历任市场部经理、总经理助理，均瑶集团航空服务有限公司营销部经理、总经理，现任上海均瑶(集团)有限公司副总裁。
席国良	董事、总经理	曾任无锡市贸易局财务科副科长、无锡交电站副总经理、江苏无锡商业大厦集团有限公司副总经理；历任无锡商业大厦大东方股份有限公司第一届至第七届董事会董事及公司总经理。
倪军	董事	历任无锡商业大厦集团二百商厦总经理、无锡商业大厦集团总经理助理、无锡商业大厦大东方股份副总经理、汽车事业部总经理、东方汽车有限公司董事长，总经理等职；现任江苏无锡商业大厦集团有限公司党委书记。
邵琼	董事	曾任上海均瑶(集团)有限公司人力资源部高级经理、总经理助理、副总经理；任上海均瑶(集团)有限公司人力资源部总经理兼行政企管部总经理。
吴志军	董事	中国卫生法学会副会长，中国医师协会非公立医疗卫生机构医师工作委员会副主任委员兼秘书长。上海均瑶医疗健康科技董事长，深耕医疗健康行业近 20 年，曾任远东宏信担任副总裁、远东宏信医院集团董事长。
朱晓明	董事	高级会计师，历任均瑶集团天龙航空服务有限公司会计主管、财务经理，上海均瑶(集团)有限公司财务总监助理、财务部总经理等职。
陈辉	董事会秘书	历任大东方第一至第三届证券事务代表、第四届至第八届董事会秘书，兼任董事会办公室主任。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 转型期表观业绩波动，医疗板块将成新增长极

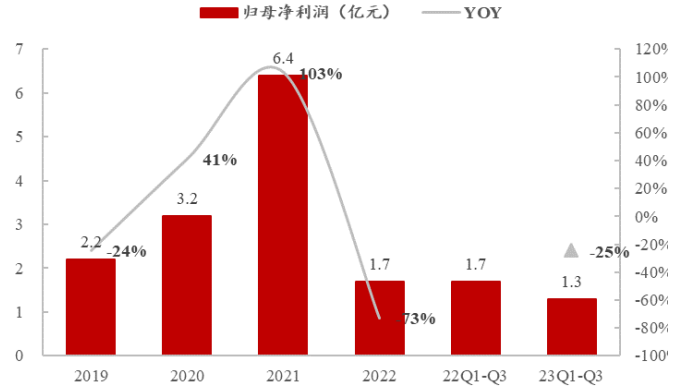
医疗健康增长强劲，业绩环比改善可期。近年来受业务调整影响，公司整体业绩波动较大。2022 年实现营收/归母净利 31.3/1.7 亿元，分别同比下降 55%/73%，主要系：1) 21 年剥离汽车业务，该板块 20 年贡献营收占比达 80%以上；2) 百货零售和食品业务受外部冲击客流减少业绩有所承压，22 年营收分别为 6.5/1.7 亿元，同比-10%/-15%。3) 投资收益下降。此外作为公司发展新引擎的医疗板块 2022 年收入为 22.4 亿元，同比+108%增长强劲，营收占比达 72%。23 年前三季度公司实现营收/归母净利 26.8/1.3 亿元，同比+15%/-25%，其中 Q2 单季度利润已恢复正增，Q3 三大主营业务（百货+食品+医疗）净利亦同比提升，整体改善趋势明显，后续有望加速回暖。

图5: 2019-2023Q3 公司营业收入及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

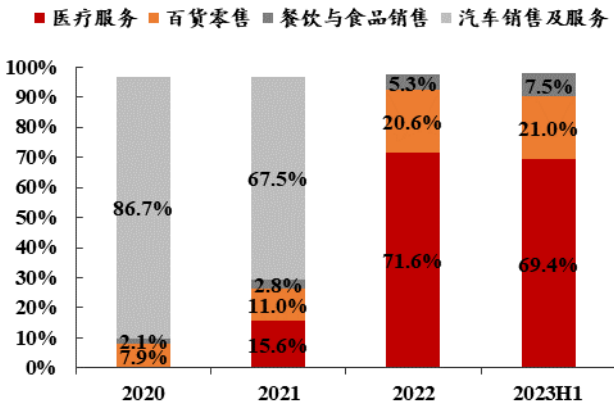
图6: 2019-2023Q3 年公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

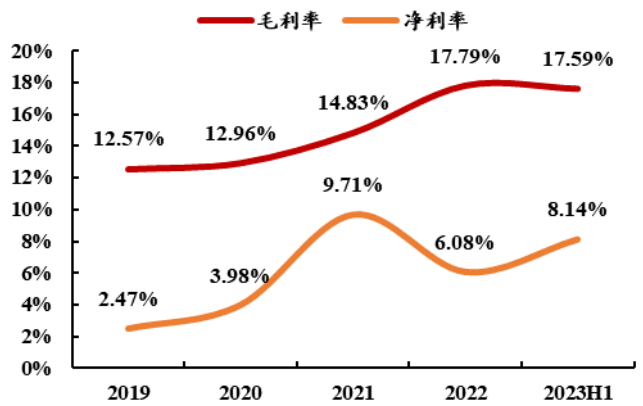
转型+控费驱动净利率提升，医疗板块盈利能力静待释放。 伴随业务转型推进，医疗健康已成为公司第一大业务，23H1 营收占比达 69%，此外百货及餐饮食品占比分别为 21%/7%，高毛利业务占比提升使得公司毛利率近年来呈小幅上行趋势，其中公司医疗板块处于培育初期，截至 23H1 毛利率为 7.1%。费用端来看，受益于业务结构理顺、医疗板块整合提速，公司经营规模效应有望逐步释放，23H1 销售及管理费用率均有所下降，带动净利率由 22 年全年的 6.1% 提升至 8.1%。展望后续，预计作为收入主体的医疗板块盈利能力提升空间较大，将成为公司利润增长核心驱动力。

图7: 2020-2023H1 公司收入拆分



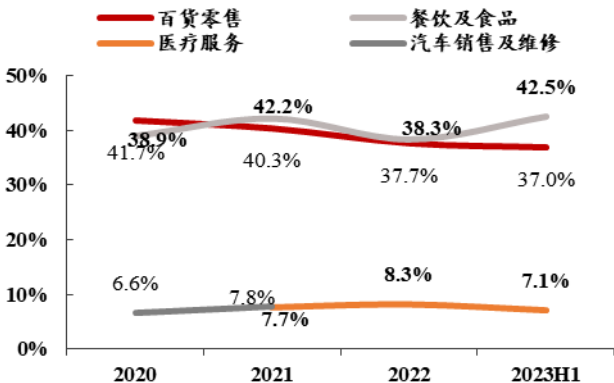
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图8: 2019-2023H1 公司毛利率及净利率表现



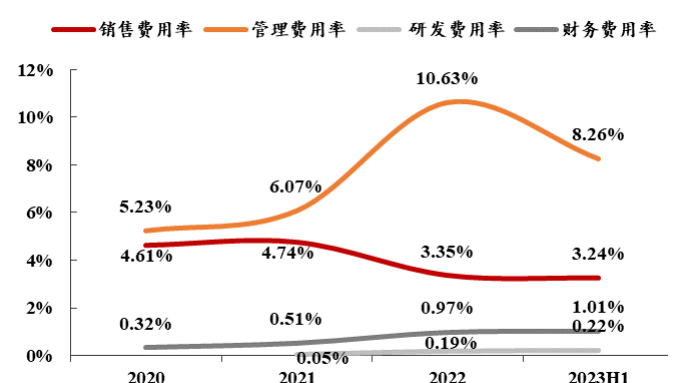
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图9: 2020-2023H1 公司各业务板块毛利率表现



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图10: 2020-2023H1 公司费用率表现



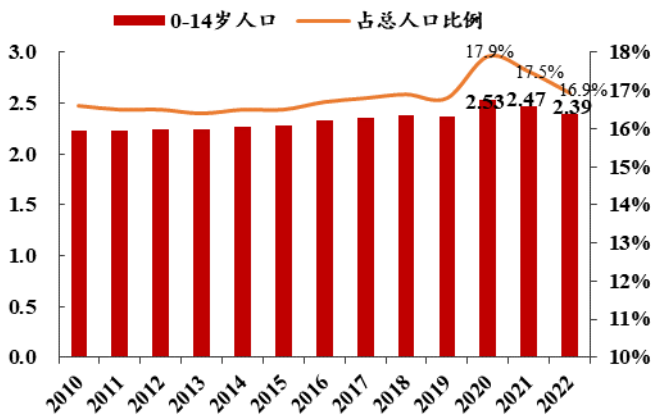
资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 民营儿科：聚焦高潜业务+连锁化赋能，优质赛道布局正当时

2.1 概览：行业扩容政策支持，民营儿科乘风而起

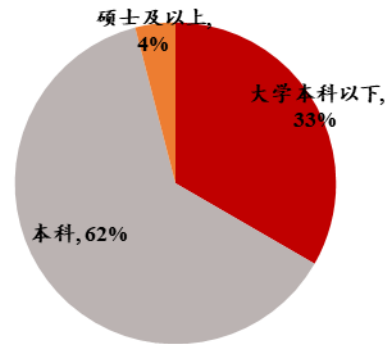
需求：客群基数大+消费精细化，儿科医疗空间广阔。 尽管近年来人口出生率有所承压，但伴随国民身体素质提高及医疗水平发展，我国新生儿、婴幼儿及5岁以下儿童死亡率显著降低，叠加多胎政策放开，0-14岁儿童当前仍有2.4亿存量。此外85后及90后新生代父母受教育程度普遍较高，养儿理念愈发科学化、精细化，大基数客群叠加消费意愿提升将有效驱动儿童医疗服务市场规模增长。据新世纪医疗官微披露，2012-2016年中国儿科医疗服务市场规模由537亿元增至933亿元，对应CAGR达15%，预计2016-2021年可保持约20%的年复合增速，至2021年市场规模达2304亿元。

图11：2010—2022年0-14岁人口（亿人）及占总人口比例



资料来源：wind，浙商证券研究所

图12：新生代父母学历画像（截至2021年）



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

供给：双轨制各有侧重，民营机构聚焦长周期诊疗业务。 儿童医疗机构位于产业链中游，主要可分为公立和民营两大体系，其中公立机构主要包括综合医院儿科、儿童医院和妇幼保健院，主要承接儿童基础病、重大专科和急诊等严肃医疗属性较强的儿科疾病，为当前儿童医疗服务市场主力军。而私立儿科机构主要包括儿童医院和诊所，定位市场化运营，可进一步细分为儿童专科、儿童保健等多个赛道，主要围绕儿童口腔、心理行为、矮小、眼视光等专科展业，此类儿童生长发育问题往往具有发病率高、治疗周期长、医保覆盖有限的特点，公立医院难以服务到位，可为私营机构留出发展空间。

图13：儿科医疗行业产业链概览



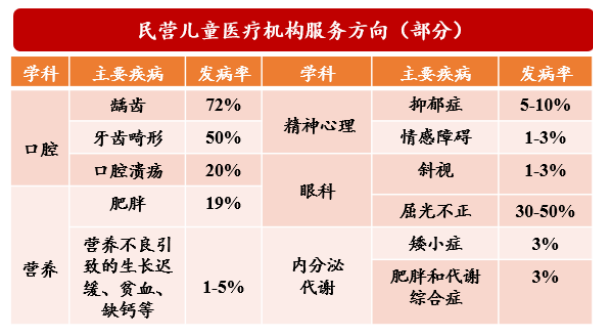
资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

图14: 公立医院儿科主要临床方向(部分)



资料来源:《儿童医疗服务行业的展望》, 浙商证券研究所

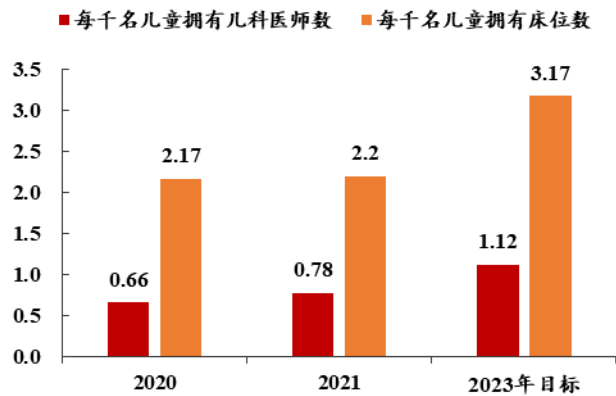
图15: 民营儿科机构主要服务方向(部分, 2021年数据)



资料来源:《儿童医疗服务行业的展望》, 浙商证券研究所

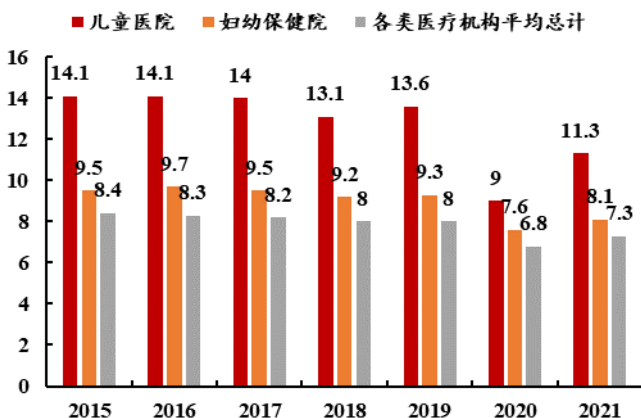
医师及床位负荷较高, 儿科医疗资源紧缺。据《2022 中国卫生健康统计年鉴》, 截至 2021 年, 公立及民营儿童医院合计 151 家, 占全国各类医院总数比例仅 0.4%, 此外 2021 年每千名儿童床位数/儿科医师数分别为 2.2 个/0.78 人, 较卫健委制定的 2030 年实现每千名儿童床位数/儿科医师数 3.17 个/1.12 人的发展目标仍有较大差距。但与此同时, 儿童医院床位使用率及医师日均负担患者数始终高于医疗行业平均水准, 其中 2020 年前儿童医院床位使用率接近满负荷(此后两年受特殊外部环境的影响, 全医疗行业床位使用率普遍下降, 但儿科依旧领先), 行业供需失衡现象较为突出。

图16: 2020-2021年每千名儿童儿科医师及床位数



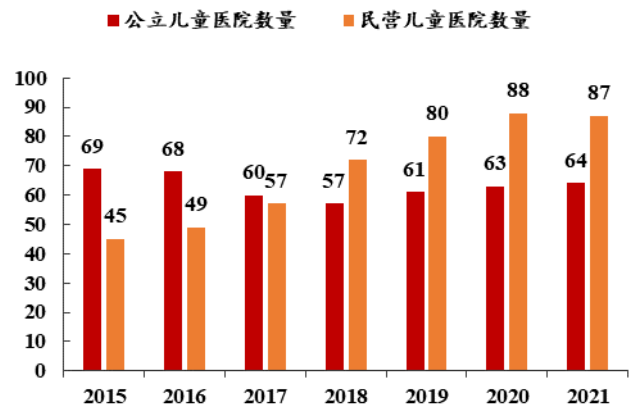
资料来源: 国家卫健委, 浙商证券研究所

图18: 2015-2021年医疗机构医师日均负担人次



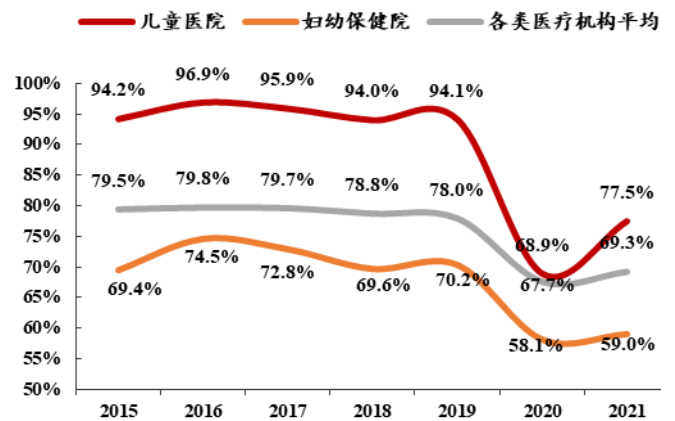
资料来源: 国家卫健委, 浙商证券研究所

图17: 公立及民营儿童医院数量



资料来源: 国家卫健委, 浙商证券研究所

图19: 2015-2021年各类医疗机构床位平均使用率



资料来源: 国家卫健委, 浙商证券研究所

行业政策倾斜，多维度支持民营儿科建设。 医疗体制改革以来我国社会办医利好政策频出，旗帜鲜明支持社会资本拓展多层次医疗服务，与此同时儿科医疗卫生服务改革亦持续深化，叠加政策放松鼓励医师多点执业以提高流动性，多因素共振之下，民营儿科发展景气向上，供给端扩容有望推动行业高质量成长。

表2：近年来民营儿科医疗服务部分支持政策梳理

时间	政策	相关内容摘要
2009年4月	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	稳步推动医务人员的合理流动，促进不同医疗机构之间人才的纵向和横向交流，研究探索注册医师多点执业。
2010年12月	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》	鼓励和引导社会资本举办医疗机构，结合实际制定和完善鼓励和引导社会资本举办医疗机构的实施细则和配套文件，消除阻碍非公立医疗机构发展的政策障碍，促进非公立医疗机构持续健康发展。
2014年11月	《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》	推动医师合理流动，规范医师多点执业，简化医师多点执业的注册程序。
2015年6月	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	进一步放宽准入、控制公立医院规模；拓宽投融资渠道、政府资金支持、优化融资政策；促进资源流动和共享；医师多点执业、设备共享、业务合作；优化发展环境：完善政策及监管。
2015年10月	《2015年儿科医师转岗培训方案》	相关专业医师考核合格且符合相关条件的，可以转岗为儿科执业医师，其《医师执业证书》执业范围也将变更为儿科专业。
2016年5月	《关于加强儿童医疗卫生服务改革与发展的意见》	推进儿童医疗卫生服务改革：提高儿科医务人员薪酬待遇，推进优质儿童医疗资源下沉，鼓励社会力量举办儿童专科医院，完善儿童医疗卫生服务体系；加强儿科医务人员培养和队伍建设。
2021年9月	《中国儿童发展纲要（2021-2030年）》	完善儿童健康服务体系，加大儿童健康知识宣传普及力度，鼓励医疗机构、医务人员、相关社会组织等开展健康科普活动；加强儿童保健门诊标准化、规范化建设。
2021年11月	《健康儿童行动提升计划（2021—2025年）》	坚持预防为主，防治结合：要求加强儿童中医药服务，推进“云上妇幼”等智慧儿童健康服务，方便群众看病就医。建立完善儿童健康服务体系：增加儿童医疗保健服务供给。
2022年5月	《国务院办公厅关于印发“十四五”国民健康规划的通知》	实施健康儿童行动提升计划，完善儿童健康服务网络，建设儿童友好医院，加强儿科建设，推动儿童保健门诊标准化、规范化建设，加强儿童保健和医疗服务。
2022年8月	《关于进一步完善和落实积极生育支持措施指导意见》	加强儿童医疗卫生服务体系建设，提高儿童健康服务质量。加快推进儿科医联体建设，促进优质儿科医疗资源下沉和均衡布局，不断提高儿童重大与危重疾病规范化诊疗水平。

资料来源：各级政府网站，浙商证券研究所

2.2 展望：长尾出清格局优化，标准连锁+线上线下一体大势所趋

复盘我国儿童医疗服务市场发展阶段，我们认为民营儿科存在以下两大痛点：

痛点1：传统民营儿科模式相对单一，成长性欠缺。 一般而言，儿童基础疾病较成人开药收入更少，这也决定了传统儿科收入结构中门诊费占比较高。过去数年受外部冲击影响，民营机构就诊人数大幅下滑，经营模式单一的痛点进一步凸显，民营机构陷入倒闭潮，中小玩家出清明显，在这一进程里大体量的全国连锁头部玩家和聚焦高复购属性细分赛道的特色机构竞争优势逐步显现。

痛点2：公立医疗心智稳固，民营机构信任度有待提高。 伴随医疗体制改革推进，社会公众对民营机构认知逐步改观，对其认可度亦有望从服务体验、就医环境逐步向医疗水平方面发展，但过去几年医疗需求向公立明显倾斜，消费心智培育受到强外生冲击，消费习惯尚需时日。此外当前民营儿科竞争格局分散，缺乏头部品牌引领消费者认知转变。

表3：儿童医疗服务市场发展历程

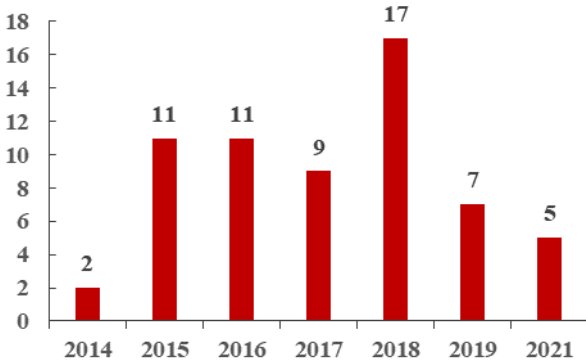
时间	阶段	主要事件及发展趋势
1949年以前	引入期	1930s 西方儿科发展迅速并在我国传播，1937年我国第一所儿童专科医院—上海难民儿童医院（上海儿童医院前身）成立，北平私立儿童医院（北京儿童医院前身）1942年成立。
1950-1980年	公立医院布局阶段	伴随教会医院改制，民营医院被收编，经济水平和医疗行业发展背景下，公立儿童医院涌现，主要包括浙江大学附属儿童医院（1951年成立）、复旦大学附属儿童医院（1952）等。
1981-2008年	平稳发展期	医疗资源供需矛盾加剧，公立承载力不足：期内实行计划生育，儿科消费增速趋稳。1999年医学院取消儿科专业，人才缺口放大叠加机构长周期投入属性，儿科医疗服务市场增长放缓。
2009-2015年	变革孕育期	社会办医兴起，为民营儿科发展奠定基石：1) 政策利好：2009年深化医疗体制改革，一系列扶持社会办医、鼓励医师多点执业政策出台；2) 互联网医疗兴起：2013年前后互联网医疗爆发，大量医疗问诊及科普平台涌现。
2016-2019年	快速发展期	资本助推民营儿科增长：2016年《关于加强儿童医疗卫生服务改革与发展意见》发布叠加二孩政策，投资方加码民营儿科医疗。此外互联网医疗市场玩家线上+线下闭环布局初显，助推新型儿科诊所诞生。据《2019年中国新型儿科诊所发展报告》，2014-2018年间新型儿科诊所品牌新增150余家。
2020-至今	转型出清期	外部冲击加速长尾民营机构出清：特殊时期诊疗需求向公立倾斜，部分儿科民营机构出清。此后伴随需求回升叠加医疗消费升级，民营儿科逐步修复，“大专科+小综合”成转型新方向，头部机构有望率先扩张抢占市场份额。

资料来源：头豹研究院，各级政府网站及官微，浙商证券研究所

我们认为，针对以上痛点，机构本身业务延展能力+连锁化标准化能力+线上线下联动运营能力缺一不可。

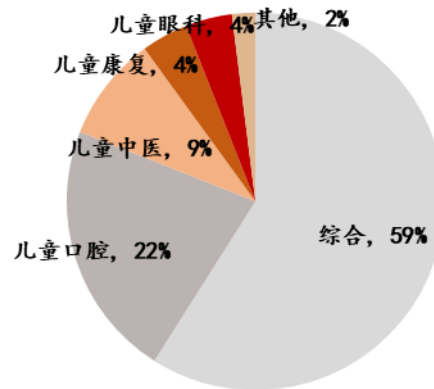
定位差异化高潜赛道，重视业务延展空间。据头豹研究院，经历儿科机构爆发增长后，近年来相关投融资数目明显下降，行业发展由跑马圈地向精细运营演进，可持续盈利能力至关重要。即机构自身需要以差异化优势切入公立医院空白领域，如保健、康复等健康管理方向，这类专科项目医保覆盖有限，且往往单次消费难以起效，具有高复购属性。此外对于客群多维度、全生命周期需求挖掘也将贡献新增量，即机构本身业务将由专精化向多元化延展，兼具优势业务和多元布局的“大专科小综合”模式或为未来发展方向。

图20：儿科行业投融资数量（单位：起，21年数据截至11月）



资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

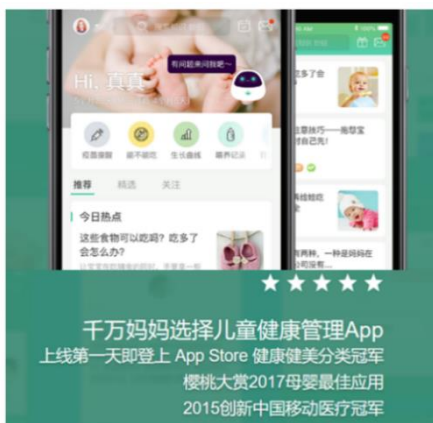
图21：2018年儿童医疗市场细分专科数量占比



资料来源：《2019年新型儿科诊所报告》，浙商证券研究所

线上运营+线下引流，闭环运营缓解获客压力。一方面互联网平台有利于突破地理限制获取医生资源和潜在客源；另一方面线上可通过科普咨询、育儿课程等方式增加互动并进行社群管理，提升用户粘性，进一步引流至线下增厚诊所收益。例如著名儿科专家、微博大V崔玉涛于2014年底创办儿童健康管理品牌“育学园”，成立初期由APP进行线上运营，不到一年便累积数百万有真实需求和高度活跃的线上用户，2016年借助流量优势成立线下实体机构，据财新健康披露，2017年育学园便实现全年收入近1亿元。

图22：育学园线上APP



资料来源：育学园官网，浙商证券研究所

图23：育学园线下门诊



资料来源：育学园官网，浙商证券研究所

连锁扩张树立品牌知名度，信息化助力机构提质增效。连锁化经营可助力头部机构抢占市场份额、加速长尾诊所出清，与此同时，连锁模式要求单店经营模型及盈利模型具备可复制性，即倒逼门店在诊疗流程、医护服务等方面形成标准规范，有利于塑造品牌效应进而培育消费认知。此外医疗信息化管理可有效整合患者基本体征数据、就诊报告、随访

记录等内容，以数据分析结果赋能诊疗，在有效提升内部办公效率的同时，也可为后续潜在的业务导流和全生命周期运营奠定基础。

图24：居民医疗信息数字化管理图示



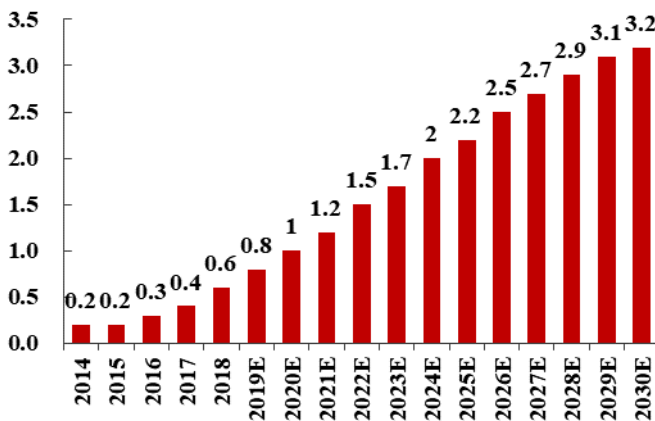
资料来源：行心云，浙商证券研究所

3 把握身高管理流量入口，多赛道布局儿科旗舰冉冉升起

3.1 健高儿科：身高管理连锁龙头，向儿童全发育进军

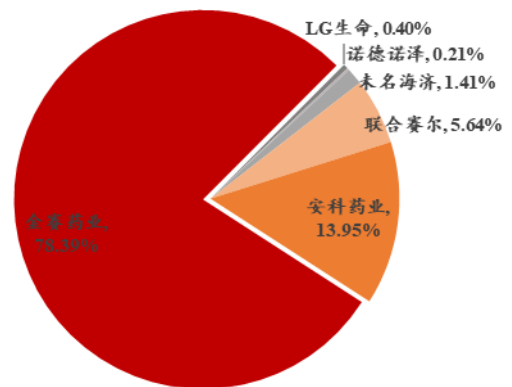
身高管理市场低渗透高增长，龙头份额超 70%。身高被联合国认定为评价儿童健康的首要指标，其重要性愈发凸显。中华医学会研究表明，我国儿童矮小症发病率约 3%，4-15 岁人口中需要治疗的群体约 700 万人，其主要治疗方案为生长激素注射，但目前每年真正接受合理治疗的患者不到 3 万名。据弗若斯特沙利文，中国儿童生长激素缺乏症（PGHD）市场规模由 2014 年的 2 亿美元增至 2018 年的 6 亿美元，CAGR 达 33.5%，预计 2018-2030 年 CAGR 可达 15.7%，至 2030 年市场规模达 32 亿美元。竞争格局来看，目前国内生长激素市场玩家较少且集中度极高，龙一为长春高新子公司金赛药业，市占率超 70%。

图25：中国儿童 PGHD 治疗市场规模（十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，浙商证券研究所

图26：2020 年生长激素市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

收入规模行业领先，盈利弹性静待释放。健高儿科 2007 年成立于上海，以身高发育管理为核心业务，逐步成长为国内收入规模最大的儿科连锁机构。截至 23H1 健高儿科在北京、上海等城市共开设 23 家专业门诊；以健高儿科为主体的“儿童全发育医疗服务”22 年收入约 18.64 亿，同比+101%，占公司医疗健康业务比重达 83%。具体来看，健高儿科定位金赛药业下游的医疗服务平台，生长激素销售为核心收入来源，但受限於销售模式，

其自身利润基数较低，22 年儿童全发育板块毛利率仅 5.4%。均瑶收购后，积极向全发育领域拓展并加码诊疗服务，我们预计相关业务后续盈利优化空间较大。

图27： 健高儿科发展历程



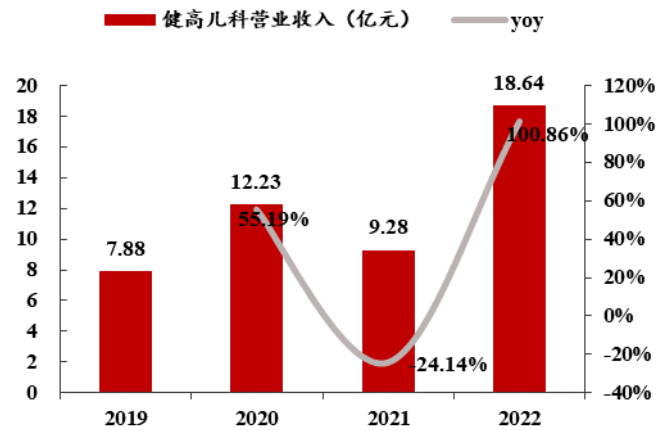
资料来源：健高儿科官网，浙商证券研究所

图28： 健高儿科全国布局



资料来源：均瑶医疗公众号，浙商证券研究所

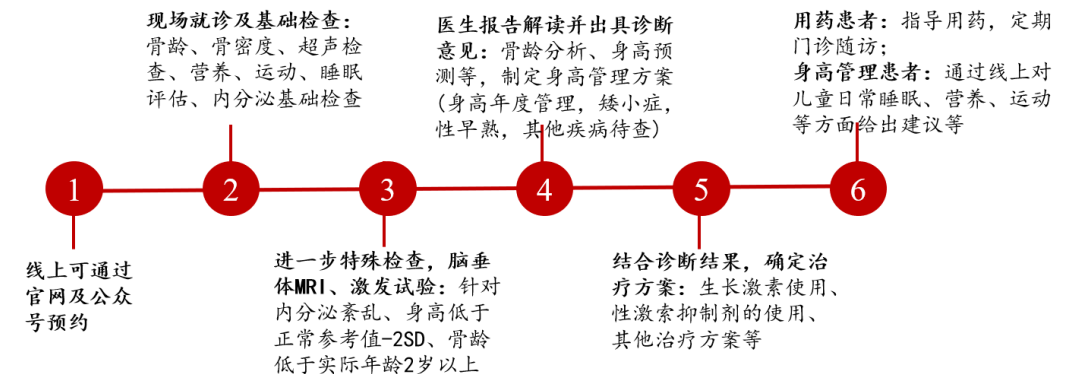
图29： 2019—2022 年健高儿科营业收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所（21-22 为儿童生长全发育口径）

短期：信息化+标准化加速连锁布局，有望承接行业高增红利。公司收购健高儿科后，基于均瑶体系赋能对其诊前-诊中-诊后的就医全流程进行标准化改造，同时打通门诊 BI 信息化系统，构建了线上线下融通的服务体系。我们认为在儿科医疗行业中小玩家出清明显的大背景下，信息化标准化改造有助于门店扩张进而积极抢占市场份额。此外考虑到生长激素注射周期长且需要持续跟踪服务，目前主要为“院内开方+院外就诊”模式，作为身高管理市场龙头企业，健高与金赛药业合作周期长稳定度高，亦有望率先受益于生长激素渗透提升红利。

图30： 健高儿科诊前-诊中-诊后标准化流程



资料来源：健高儿科官网，《儿童医疗服务行业的展望》、浙商证券研究所

中长期：把握身高管理流量入口，拓展多学科诊疗驱动毛利提升。健高于生长激素销售领域深耕多年，积累了丰富的客群基础，预计后续公司将持续发挥其流量入口功能，横向拓展高毛利特色专科项目。当前健高旗下设有儿童内分泌科、儿童保健科、神经心理行为发育专科等多个特色科室，除身高管理外，可在儿童营养、心理健康、体质调理等多维度提供全发育管理方案，挂号、看诊及检查收入占比明显提升。业务拓展的同时公司亦积极储备医师资源，沈永年教授从事儿科内分泌工作 50 余年，陈北文教授为中华医学会上海小儿内分泌代谢委员，两位教授于 22 年受聘为均瑶儿科首席专家，公司医疗服务专业梯队建设持续夯实。

表4：健高儿科科室设置

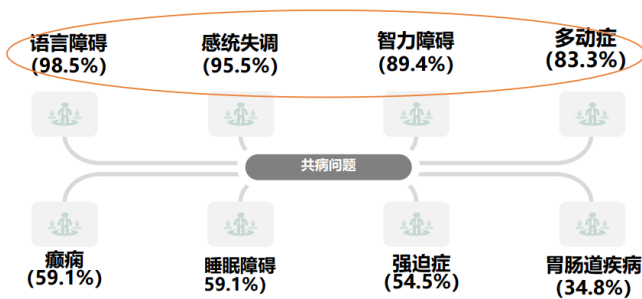
科室名称	科室简介
儿童内分泌科	以矮小、性早熟、发育迟缓、肥胖等儿童内分泌疾病为主要诊疗项目；通过科学、持续的监测和早期精准的干预，为身材偏离、特发性矮小(ISS)、侏儒综合征、特纳综合征(Turner)以及男女儿童性早熟等问题提供科学合理的解决方案。
儿童保健科	关注 0-18 岁儿童体格生长发育、系统发育、神经心理行为发育及营养的正常体检及筛查；提供个性化养育指导,发现隐性疾病, 提早预防。
神经心理行为发育专科	重点关注儿童发展敏感期(0-6岁)的身心健康,如:自闭症、注意力缺陷多动障碍等,提供专业技术和心理支持,以 0-18 岁儿童心理行为发育、多动症和自闭神经心理行为症为特色,致力于帮助特殊儿童健康成长并平等融入社会。
中医科	关注小儿常见病,多发病及内分泌系统疾病的中医治疗及中西医结合治疗,如儿童体质调理,儿童生长发育落后,性早熟,小儿肥胖及青春期月经不调等症状的治疗;运用中医小儿推拿,捏脊等手法治疗相关疾病。
眼科	关注 0-18 岁儿童视力健康发育及近视、弱视及斜视多发问题检查、矫正及管理。集预防、控制、验光、矫正、科普、训练于一体。
口腔科	关注 0-18 岁儿童口腔预防保健及常见口腔多发问题诊疗及管理,为客户提供高标准、高品质的口腔医疗服务。
普儿科	关注 0-18 岁儿童常见病、多发病的检查及诊治。

资料来源：均瑶医疗官方公众号，浙商证券研究所

3.2 雅恩健康：课程体系独家认证，强标准化输出驱动品牌建设

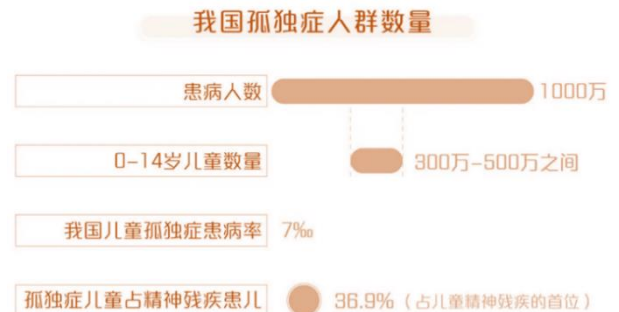
发病率高+康复周期长，儿童康复市场空间广阔。儿童发展障碍包括孤独症谱系障碍、注意缺陷多动障碍和言语语言障碍等，其中孤独症涵盖范围广、发病率高，位于儿童精神残疾首位。我国 0-14 岁儿童中约有 300-500 万孤独症儿童，患病率呈现逐年增长态势，该病症尚缺乏有效药物治疗，患者需经过 2 年及以上康复训练才能逐渐痊愈，据中国残疾人康复协会研究，孤独症患者家庭平均每月康复费用达 6950 元，年合计 8.34 万元，对应刚性需求下仅儿童孤独症康复市场规模便已超千亿，未来亦将持续扩容。

图31：孤独症谱系障碍患者主要症状及发生率



资料来源：《儿童医疗服务行业的展望》，浙商证券研究所

图32：2022 年我国孤独症儿童数量

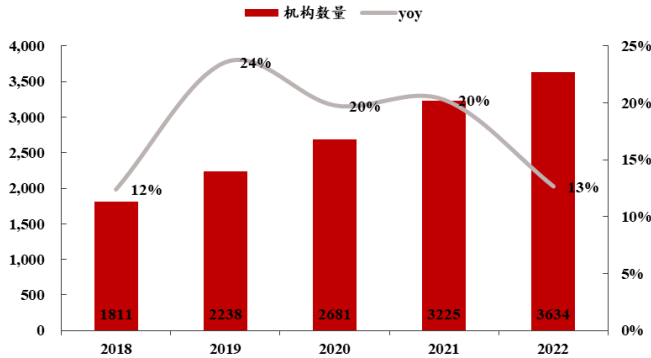


资料来源：《2021 年儿童发展障碍行业蓝皮书》，浙商证券研究所

优质康复训练资源稀缺，供需矛盾突出。受限长周期治疗属性，目前儿童康复机构以民营为主，且相关学科研究在国内处于发展早期，标准化输出能力不足，一般为单店运营。受下游需求拉动，近年来相关康复机构数量提升明显，但多以跑马圈地为先，治疗补充在后，康复训练质量难以保证。据《2021 年儿童发展障碍行业蓝皮书》，截至 2021 年我

国从事孤独症儿童康复的教师仅 10 万人，其中残联在册的康复教师 2.3 万人，与患病儿童比例约为 1:130，供需依旧处于数量+质量双失衡状态。

图33：我国孤独症康复机构数量



资料来源：中国残疾人联合会官网，浙商证券研究所

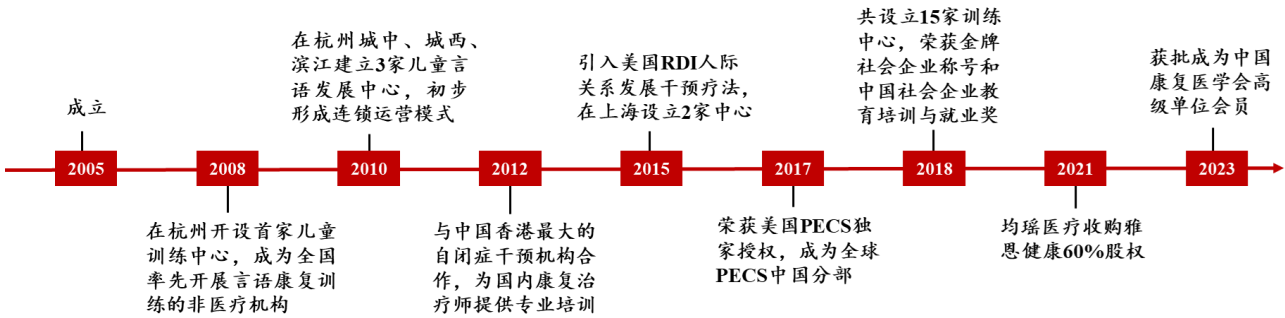
图34：2021年我国孤独症儿童康复教师数量



资料来源：《2021年儿童发展障碍行业蓝皮书》，浙商证券研究所

深耕康复训练 18 年，连锁化扩张前景可期。雅恩健康成立于 2005 年，主要为语言障碍、发育迟缓和孤独症谱系障碍儿童提供个性化康复训练，据雅恩官微披露，其中孤独症谱系障碍患者康复业务占比达 50%。依托 18 年实践教学经验，雅恩率先提出以全脑发展、全生涯成长、全景式干预为核心的干预体系，促进儿童语言沟通、认知心理、社交情感等全方位发展。截至 23H1 雅恩已在北京、上海等 7 大城市先后设立 21 家服务中心，据官方公众号，公司线上线下累计服务逾 36 万+家庭。2022 年雅恩收入 0.45 亿元，同比+361%，毛利率 26%，展望后续客流恢复叠加连锁运营，有望成为均瑶儿科体系的重要补充。

图35：雅恩健康发展历程



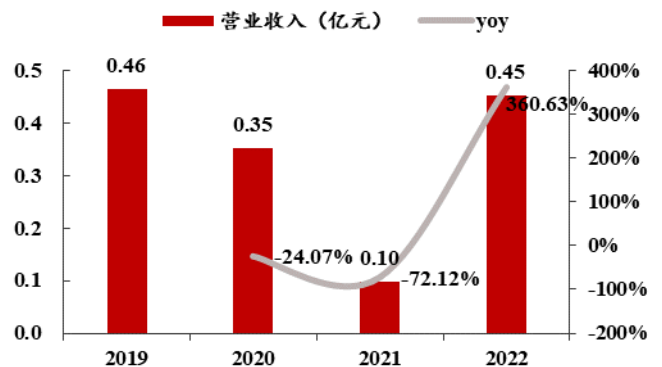
资料来源：雅恩健康官网，浙商证券研究所

图36：雅恩健康课程干预体系



资料来源：雅恩健康公众号，浙商证券研究所

图37：2019—2022年雅恩健康收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

先进理念+专业团队，成熟课程体系夯实成长地基。 康复训练为长周期教学过程，对康复机构专家资源及课程体系具有较高要求。雅恩创始团队边琼霞、滕燕等人均具有多年儿童言语和沟通障碍、自闭症儿童干预等工作经验。同时雅恩特邀海内外资深言语治疗师、职能治疗师等担任专业顾问，当前共拥有超 300 名经过专业受训及严格考核的治疗师与专业顾问，采用世界先进的图片交换沟通系统 PECS、人际关系发展干预 RDI 等理念和技术逐步构建成熟标准化课程及服务体系。除服务患儿外，雅恩亦积极开拓 B 端业务，向部分机构输出课程收取服务费及业务分成，亦凸显其标准化体系具备行业领先水平。

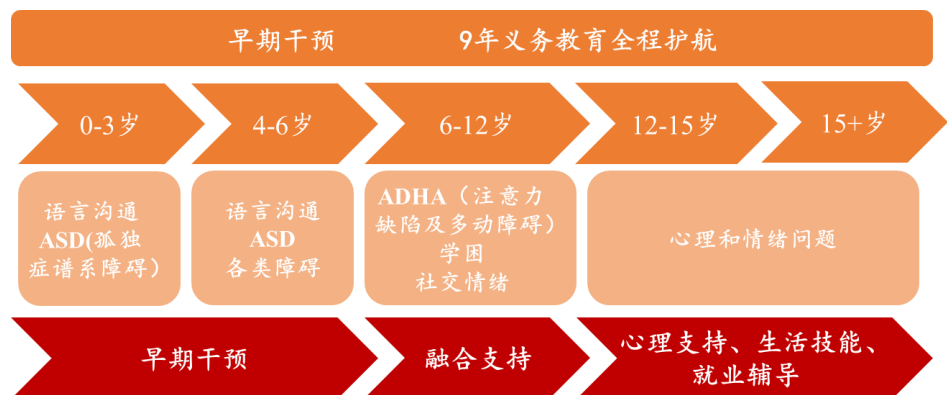
表5：雅恩健康专家团队（部分）

姓名	职位	背景履历
边琼霞	雅恩健康创始人	教育心理学和临床心理学背景。首批国家二级心理咨询师、PESC 大中华区临床教学总监，RDI 人际关系发展干预认证咨询顾问；对于儿童言语和沟通障碍有多年深入研究，积累了丰富的临床教学实践经验。
滕燕	雅恩健康联合创始人	教育心理学和临床心理学背景，首批国家二级心理咨询师、资深儿童发育行为评估与干预专家；擅长儿童行为发展评估，行为情绪问题干预，儿童心理咨询和家庭心理辅导。
廖淑廷	特聘教学督导	英国皇后玛格丽特大学硕士、中国台湾成功大学硕士；注册职能治疗师、英国注册音乐治疗师、中国台湾健康署运动保健师、体适能指导员。擅长儿童感觉统合和情绪社交等问题处理，拥有多年 OT 职能治疗临床及管理经验，至今服务过 10000+ 有需求的儿童及其家庭。
莫智恒	特聘教学督导	中国香港教育研究院临床讲师、中国香港早期评估和训练中心临床督导；中国香港资深言语治疗师，Beckman 认证口腔运动治疗师，MDTP 认证治疗师。在语言发育迟缓和障碍、自闭症谱系障碍及其他沟通障碍儿童的言语治疗领域拥有丰富的临床经验。
周雪娟	主任医师	从事中医儿科和儿童康复工作近 40 年，浙江大学医学院附属儿童医院康复科创始人；擅长小儿全面发育迟缓、发育障碍、小儿脑瘫的中西医结合治疗；擅长早产儿脑损伤、运动发育落后、肌张力异常的诊断和干预，对儿童慢性疾病调理和难治性疾病中医治疗有丰富的经验
徐珍	全国教学督导、金牌教师	特殊教育专业，擅长儿童和家长 PECS® 实操指导及专业培训，感统评估及训练督导，特殊幼儿班级的设置及课程规划；常年接受雅恩外聘督导的指导。

资料来源：雅恩健康官网，浙商证券研究所

儿童家长课程并举，挖掘消费双生命周期。 雅恩强调家校共育，实现“干预生活化+生活干预化”。其中儿童课程共分为 ST/OT，认知心理、社交情感、融合发展四大模块，重视儿童在不同场景下交流互动能力，避免在集体环境下出现“社交退化”。从 0-3 岁早期干预、6-12 岁融合支持至 15 岁+生活辅导，覆盖全周期生长发育过程。此外雅恩于 2015 年率先推出家庭咨询项目，从入门公益讲座、进阶居家训练到专业父母培训，构建了一整套完整的家长课程体系。我们认为儿童康复训练存在“购买人”和“使用人”不统一的特征，即具有典型的“双生命周期”属性，雅恩深耕儿童康复的同时推出家长课程，在开发新增长点的同时，也有利于进一步强化消费黏性、输出品牌价值，为后续业务拓展奠定基础。

图38：雅恩健康课程体系覆盖儿童全周期



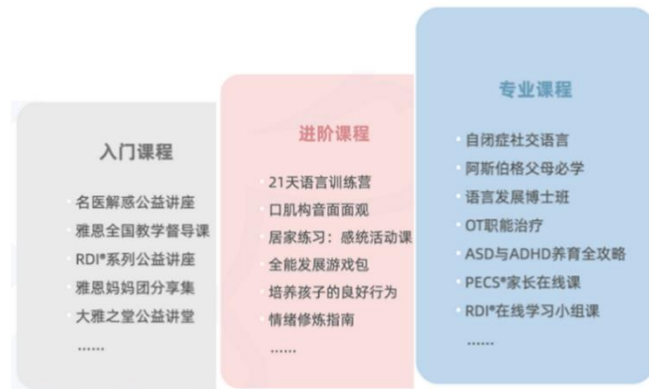
资料来源：雅恩健康公众号，公司官网，浙商证券研究所

图39: 儿童课程体系四大模块



资料来源: 雅恩健康公众号, 浙商证券研究所

图40: 雅恩健康家长课程体系



资料来源: 雅恩健康公众号, 浙商证券研究所

3.3 知贝医疗: 医师储备资源丰富, 线上线下一体化打造服务闭环

大V创办+医生资源丰富, 特色循证理念提升消费黏性。知贝医疗成立于2016年, 始创人为明星医生欧茜, 其常年坚持儿科科普, 微博粉丝超百万, 行业影响力较强。知贝聚焦儿保和儿童常见病诊疗, “明星医师创业”的背景也使得其在医师团队建设上事半功倍, 成立后迎来发展黄金期, 此后受外生冲击陷入亏损, 22年5月被均瑶医疗收购。不同于传统的医生根据经验开具诊断方案, 知贝以“循证医学”为核心理念, 即依据当前最佳医学证据, 结合自身经验和患者意愿选择最合适治疗方案, 可有效提升诊断准确度, 此外患者的共同参与决策也有利于建立相互信任的医患关系, 提升消费黏性。

表6: 知贝医疗部分专家团队

姓名	职位	背景履历
欧茜	知贝医疗创始人、知贝医事委员会理事长、知贝发育行为儿科、儿童肾病科医生	19年儿科临床工作经验。重庆医科大学儿科学硕士, 曾就职广州市妇女儿童医疗中心; 擅长领域: 擅长发育迟缓、自闭症谱系障碍、遗尿症、习惯性便秘、肾病综合征等疾病诊治; 临床经验丰富、善于医患沟通。
肖彦	知贝联合创始人、知贝医事委员会儿科专科委员、知贝儿内科、儿童保健科、儿童心血管科医生	20年儿科临床工作经验。曾就职于广州市妇女儿童医疗中心; 擅长领域: 婴幼儿体重过低、超重; 儿童辅食添加和营养咨询; 儿童睡眠问题儿童认知、语言、运动发育问题; 儿童常见呼吸道、消化道问题; 小儿心血管疾病诊疗。
白青青	知贝儿内科、儿童保健科医生	毕业于广州医科大学、儿科学硕士。曾就职于广州医科大学附属第二医院; 擅长领域: 儿科常见病、多发病诊治; 儿童保健、喂养、早期营养管理; 儿童生长发育(身高)管理; 过敏性疾病、鼻窦炎等。
李娜	知贝儿内科、儿童保健科医生	9年临床经验, 曾就职于简阳市人民医院、四川天府新区人民医院; 擅长领域: 儿童常规保健, 儿童生长发育评估、辅食添加及营养指导; 擅长儿科呼吸道、消化道疾病诊治。
李文茜	知贝儿内科、儿童保健科医生	10年临床经验, 毕业于昆明医科大学, 曾就职于云南城投昆明妇女儿童医院。擅长领域: 儿童常规保健、儿童生长发育评估、辅食添加及营养指导; 普通儿科常见病、多发病诊治; 妊娠期糖尿病婴儿养育及日常护理、儿童肥胖症早期干预及诊治。
李志标	知贝儿内科、儿童保健科医生	10年儿内科、新生儿专科经验, 中山大学儿科硕士, 曾就职于中山大学附属第三医院。擅长领域: 新生儿黄疸, 早产儿出院后护理及养育问题; 普通儿科常见病、多发病诊断与治疗; 儿童辅食添加及营养指导; 婴儿肝炎综合征诊治、髋关节发育不良筛查。

资料来源: 均瑶医疗公众号, 浙商证券研究所

线上线下协同发力, 打造闭环业务生态。知贝医疗将线上服务与线下终端机构相结合, 通过与用户高频次接触建立强黏性, 进而提升转化率, 目前线上社群为线下门诊的主要获客来源。线上平台日常可通过直播、微信课堂等形式科普医学知识, 提升品牌影响力的同时打造客户蓄水池; 线上问诊则通过整合院内全职及院外兼职医生开展, 在有效拓展传统问诊物理半径的同时可充分保障医患交流时间。线下门诊设有儿童内科、儿童保健科等多个科室, 目前已在广州、中山、佛山、昆明、深圳等地设立6家机构, 服务人次达10万+, 可有效补充均瑶医疗华南区位空白。

图41: 知贝线上课程、咨询及科普



资料来源: 均瑶医疗公众号, 知贝医疗公众号, 浙商证券研究所

图42: 知贝医疗线下门诊场景



资料来源: 均瑶医疗公众号, 浙商证券研究所

从儿科向家庭医疗延展, 推进医师储备反哺均瑶战略版图。 儿童专科服务多面向于中产以上家庭, 对应客群消费医疗可挖掘潜力较大。知贝以儿童医疗为切入点, 结合家庭成员需求进行业务延展, 近年来新设立口腔科、皮肤科和医疗美容科等, 22年8月全新升级定制皮肤管理方案, 在儿童诊疗建立家庭信任度的基础上不断培育盈利新增量, 打造“儿-妇-美”一站式服务版图。此外知贝创始人当前出任均瑶医疗医生资源负责人, 未来将结合其自身创业及团队搭建管理经验, 在招纳储备医师的同时与部分医学院对接定点培养, 可为后续公司儿科版图扩张奠定人才梯队基础。

表7: 知贝医疗开设科室一览

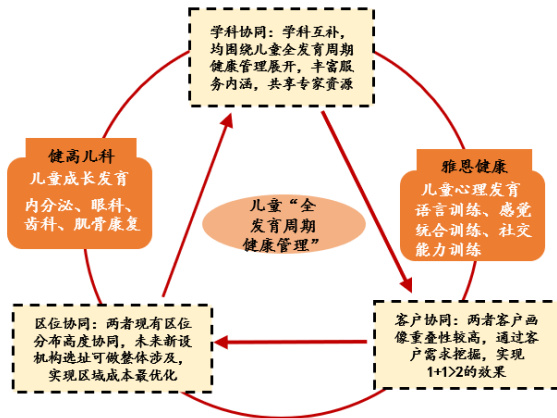
科室名称	科室简介
儿童内科	呼吸科、心脏科、消化科、免疫科、血液科、内分泌科、泌尿科、新生儿科
儿童保健科	全面体格检查、生长发育评估、综合生活指导、常见疾病筛查
口腔科	儿童口腔常见问题诊疗
皮肤科/医疗美容科	儿童常见皮肤病诊疗、成人常见皮肤疾病诊疗、皮肤激光美容服务、皮肤注射美容服务、射频美容治疗。

资料来源: 知贝医疗公众号, 浙商证券研究所

3.4 业务高效协同+均瑶赋能一体化, 儿科蓝图徐徐展开

客户流量入口+标准化能力+医师资源储备, 业务协同整合前景可期。 公司儿科领域三大品牌核心优势各有侧重: 1) 健高作为收入规模最大的儿科连锁, 卡位生长激素黄金赛道, 天然具备流量入口属性, 可为后续拓展夯实客群基础; 2) 雅恩具备完善的课程体系以及强标准化输出能力, 将直接赋能公司连锁服务体系构建; 3) 知贝重视医师梯队储备及培养, 并贯通线上线下闭环生态, 可为儿科业务提供人才及生态圈建设支持。此外不同业务之间存在明显的协同性, 据中国医药报披露, 90%的矮小症患者有不同程度的自卑抑郁等心理或行为障碍, 健高及雅恩客户画像重叠度较高, 22年4月均瑶儿科以成都、重庆为合作试点已推进雅恩学科在健高门诊落地。此外金华联济医院亦积极合作健高儿科开展骨龄测试活动, 携手雅恩健康共建行为发育中心, 后续客群需求挖掘整合潜力巨大。

图43: 雅恩健康与健高儿科协同价值



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所绘制

图44: 金华联济医院与健高儿科、雅恩健康合作



资料来源: 均瑶医疗公众号, 浙商证券研究所绘制

运营管理内外兼修，一体化建设打造医疗版图。均瑶集团具有丰富的投后管理经验，可从内部精细化运营+外部新店拓展等多维度赋能各儿科品牌一体化建设，集团当前已在多个地区完成规模化布局，预计后续有望通过同城加密、下沉新建等方式加速扩张。此外儿科医疗机构作为高消费力+高成长性的C端入口，集团可据此进一步切入医疗健康赛道，均瑶未来有望以儿童全成长周期健康管理为核心，持续延展上下游产业，逐步打造儿科医疗产业生态圈。

图45: 儿科医疗服务行业上下游产业链延展



资料来源: 浙商证券研究所绘制

4 商业零售板块: 无锡商贸百货龙头, 基本盘稳固

4.1 百货零售: 百货+社区超市+便利店, 多层次打造零售业态

深耕区域+迭代焕新, 中高端百货经营稳健。大东方百货为公司零售业务核心经营主体, 位于无锡市梁溪区地铁1、2号线换乘点, 百货营业面积达7.5万平方米, 定位中高端精品销售服务, 与欧莱雅、LVMH、雅诗兰黛、宝洁四大集团及千余优质供应商形成长期稳定合作关系, 当前拥有近50万注册会员和优质VIP客群, 长期经营基本盘稳固。此外23年4月梁溪区发布《首店经济发展三年行动计划》, 大东方顺势引入3CE、Prada等美妆轻奢类区域首店, 并改“分散布局”为“集中主题”, 推出珠宝首饰馆、仕女甄选馆等, 聚焦优势品类, 拉长顾客进场时间, 伴随外部环境企稳, 经营业绩修复弹性较强。

图46: 大东方百货地处核心商圈



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图47: 大东方升级焕新, 聚集“首店经济”



资料来源: 联商网官方公众号, 浙商证券研究所

百业超市聚焦社区连锁, 7-eleven 开拓湖北下沉市场。 1) **超市业务:** 百业超市定位社区生活超市, 近年来持续拓展团购业务并加码 B 端供应链客户及企事业单位, 截至 23H1 百业超市在江苏地区共有 6 家门店布局。2) **便利店业务:** 2018 年 7 月大东方全资子公司东方美邻获 7-Eleven 湖北独家经营权, 入局连锁便利店赛道。近年来公司不断优化调整门店模型, 加快商品更新频次, 终端经营持续优化, 22 年加盟业务新增湖北咸宁市场, 截至 23H1 在湖北共布局 34 家门店 (直营 12+加盟 22)。公司成熟的商贸零售经验有望持续赋能多零售业态, 在医疗板块高增的同时夯实经营安全垫。

图48: 百业超市店面一览



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图49: 公司旗下湖北 7-eleven 首店开业



资料来源: 公司官方公众号, 浙商证券研究所

4.2 三凤桥: 区域特产塑造强认知, 积极挖掘 B 端新增量

三凤桥品牌成立于 1927 年, 于 1995 年开启熟食连锁化发展, 2002 年被大东方收购, 在无锡及辐射区域消费认知积淀深厚, 主要布局餐桌熟食、礼品性食品及餐饮三大板块。

表8: 三凤桥发展历程

时间	发展大事
1927 年	1927 年 7 月三凤桥肉庄于无锡三凤桥桥堍开业, 该店烧制的酱排骨与惠山泥人、清水油面筋被誉为无锡三大名特产
1988 年	新大楼扩建竣工, 原中国饭店“锡帮菜”传人胡尧明携锡帮厨师团队进驻, 从此“三凤桥肉庄”成为正宗“锡帮菜”基地
1993 年	三凤桥租赁原幸福食品厂并建立首条真空包装产品流水线, 从此开启食品大流通业务
1995 年	开启熟食连锁发展之路, 第一家“三凤桥”熟食分店在无锡居民高度集中的芦庄新村开设
2002 年	三凤桥肉庄 35% 股份被大东方收购, 之后经三次增资和收购, 截至 2017 年, 大东方持股 98.5%
2013 年	三凤桥电子商务部成立, 并相继开出天猫旗舰店和淘宝集市店, 从此开启了互联网发展之路。
2020 年	三凤桥开始探索散装新鲜熟食制作由传统的前店后坊向现代化标准化转变, 并组建专业市场开发团队。

资料来源: 三凤桥官网, 浙商证券研究所

1) 熟食业务: 以直营门店为根基, 构建熟食连锁体系。该业务主要通过自有门店自营三凤桥酱排骨等熟食产品, 作为无锡标志特产“无锡酱排骨”的发源品牌, 三凤桥熟食区域影响力突出, 临近重大节日日销量最高突破 20 吨, 营业额可达百万。截至 23H1 共布局 44 家连锁专卖店, 其中总店采用前店后坊热链模式, 分店以标准化、袋装冷链产品为主。

2) 礼品性食品: 聚焦无锡特产定位, 多渠道布局拓展业务版图。该业务以真空包装礼盒形式销售三凤桥酱排骨和太湖三白等特色食品, 销售渠道包括自有门店、商超和网上旗舰店等, 后续将持续拓展企事业单位福利、节日礼品、旅游伴手礼等多元场景增厚收益。

图50: 三凤桥熟食业务总店-三凤桥肉庄



资料来源: 三凤桥公众号, 浙商证券研究所

图51: 三凤桥品牌礼品性食品

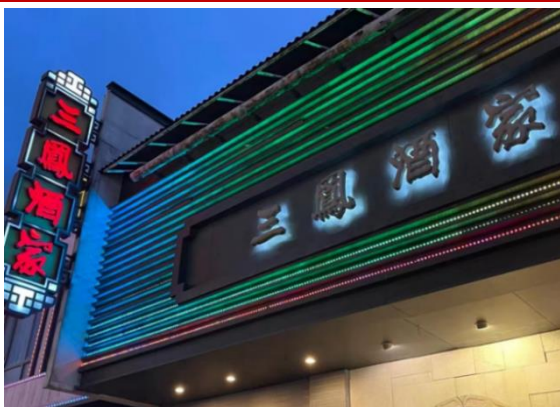


资料来源: 三凤桥官网, 浙商证券研究所

3) 餐饮板块: 打造江南特色餐饮品牌, 差异化定位承接多元消费场景。公司餐饮业务主要通过“三凤酒家”、“三凤桥客堂间”品牌字号经营, 继承无锡本帮菜特色, 兼融日、韩、川、粤菜系及创新菜品, 其中三凤酒家主要定位经典本味小吃, 满足普通消费场景; 客堂间定位商务休闲, 承接中高端服务需求。当前在无锡主流商圈共开设有 1 家/2 家门店。

4) B 端业务: 随着三凤桥食品新工厂逐步投产, 公司亦以特色化、差异化产品为方向开拓 B 端大单品业务, 围绕企事业单位配餐、供货等渠道发挥新工厂标准化集约生产优势。

图52: 三凤酒家门店



资料来源: 三凤桥公众号, 浙商证券研究所

图53: 三凤桥客堂间门店



资料来源: 三凤桥公众号, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测分析

(1) 收入端

医疗服务：该部分业务为公司战略转型后核心收入来源，其中专科特色综合医疗服务主要对应沭阳中心医院及金华联济医院，考虑到综合医院的业务属性及当地整体经济发展状况，预计未来营收将保持中低速稳健增长。特需儿童康复服务主要以雅恩健康为经营主体，该赛道尚处于发展初期，行业暂无优势明显的头部玩家，我们认为在均瑶医疗商业运营能力+儿童生长激素流量入口双重赋能之下，雅恩健康有望迎来新一轮全国扩张，营收预计将保持中高增速。此外健高儿科作为国内收入规模最大的儿科连锁，卡位生长激素优质流量入口，受益于需求端高景气叠加自身多元业务延展，收入增长有望提速。综合来看，预计 2023-25 年该部分业务同比增速为 16%/19%/23%，对应营收为 26.0/30.9/38.1 亿元。

表9：大东方收入拆分（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	6904.8	3129.6	3576.9	4148.6	4957.2
YOY	-13.0%	-54.7%	14.3%	16.0%	19.5%
毛利率	14.8%	17.8%	16.8%	17.1%	17.1%
非主营业务收入		78.6	82.5	86.6	90.9
YOY			5.0%	5.0%	5.0%
主营业务收入		3051.0	3494.4	4062.0	4866.3
YOY			14.5%	16.2%	19.8%
毛利率		16.1%	15.3%	15.8%	16.0%
一.医疗服务收入	1076.2	2241.4	2602.6	3093.7	3813.3
YOY		108.3%	16.1%	18.9%	23.3%
毛利率	7.7%	8.3%	7.4%	8.3%	9.2%
专科特色综合医疗服务	138.1	331.6	348.2	383.0	421.3
YOY		140.1%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	21.0%	22.1%	19.0%	20.0%	21.0%
特需儿童康复	9.8	45.3	54.3	70.6	91.8
YOY		360.6%	20.0%	30.0%	30.0%
毛利率	32.0%	26.0%	30.0%	32.0%	34.0%
围绕儿童全发育的医疗服务	928.3	1864.5	2200.1	2640.1	3300.1
YOY		100.9%	18.0%	20.0%	25.0%
毛利率	5.4%	5.4%	5.0%	6.0%	7.0%
二.商业零售收入	714.7	646.2	678.5	719.2	762.4
YOY		-9.6%	5.0%	6.0%	6.0%
毛利率	40.5%	37.7%	38.0%	39.0%	40.0%
三.餐饮及食品收入	195.2	165.6	215.7	251.8	294.0
YOY	17.3%	-15.2%	30.3%	16.7%	16.8%
毛利率	42.2%	38.3%	39.8%	40.7%	41.6%
分部间收支抵消	-3.2	-2.2	-2.4	-2.8	-3.4

资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

商业零售：受外部冲击影响，公司百货零售业务自 2020 年起收入承压。公司积极通过品类优化、开拓线上渠道、强化会员维护等措施提升经营效率。伴随外部环境企稳，我们

预计零售业务基本盘稳固，整体营收将迎来修复，预计 2023-25 年该部分业务同比增速为 5%/6%/6%，对应营收为 6.8/7.2/7.6 亿元。

餐饮及食品：伴随外部冲击减弱叠加客流恢复，餐饮食品等线下业态 23 年迎来强势修复，此外食品工厂产能释放，B 端业务亦稳步推进，后续有望继续贡献增量。我们预计 2023-25 年该部分业务同比增速为 30%/17%/17%，对应营收为 2.2/2.5/2.9 亿元。

(2) 成本端：公司整合各品牌优势资源，持续进行儿童专科赛道高毛利品类拓展，例如占此前收入结构中药品销售占比较大，自身盈利能力有限，均瑶收购后，积极向全发育领域拓展并加码诊疗服务，中长期看盈利能力有望逐步优化。此外，公司百货业务积极推进升级焕新，餐饮业务受益于线下客流恢复，预计毛利率有望逐步恢复至 21 年水准。综上，预计公司 23-25 年主营业务整体毛利率为 15.3%/15.8%/16.0%。

(3) 费用端：公司未来核心增量来自于儿科连锁业务拓展，我们认为一方面在门店扩张及品牌推广层面，营销开支预计有所上升；另一方面，公司坐拥儿童生长激素优质流量入口，自身业务延展协同性较强，存量客户的导流效果有望显现，预计 23-25 年营销费用率将整体保持稳定，分别为 3.5%/3.5%/3.5%。此外公司近年来在连锁扩张标准化输出及医生团队建设方面积极修炼内功，未来伴随体量扩张，中台管理规模优势有望体现，预计 23-25 年管理费用率分别为 9.0%/8.5%/8.0%。

综上，预计公司 2023-25 年营收为 35.8/41.5/49.6 亿元，同比+14%/16%/19%。归母净利润为 2.0/2.3/2.8 亿元，同比+13%/17%/20%。

5.2 估值分析及投资建议

大东方于 2021 年剥离汽车板块，并成立上海均瑶医疗正式切入医疗健康领域，确立了“商业零售+医疗健康”的双主业战略，考虑到当前两大业务的商业特点、发展阶段等维度均存在较大差异，因此下面我们采用分部估值法对公司进行估值。

1) 百货零售和餐饮食品板块：考虑到公司的区域百货属性，我们选取 A 股中相关的区域性零售百货企业进行参考。其中家家悦为山东商超龙头，积极通过并购加盟等形式覆盖烟威以外乃至省外区域，wind 一致预期下 24 年 PE 为 20 倍；百联股份为华东老牌龙头零售商，积极推进提质增效，加快数字化建设与供应链建设，wind 一致预期下 24 年 PE 为 19 倍；汇嘉时代为新疆本土时尚百货连锁龙头，坚持“购物中心+超市集群”的双轮驱动战略，wind 一致预期下 24 年 PE 为 13 倍。可比公司 24 年平均 PE 约 17.5 倍，根据前文，我们预测大东方百货零售和餐饮食品板块 24 年合计收入约 9.7 亿元，我们预计 24 年板块盈利能力将进一步修复，按 11%净利率水平估算，对应 24 年净利润大约为 1.07 亿元，即对应市值约 18.7 亿元。

表10：区域百货零售类可比公司估值表（单位：亿元）

股票代码	公司	市值	归母净利润				归母净利 YOY				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603708.SH	家家悦	66	0.5	2.4	3.3	3.9	-118%	348%	35%	20%	121.9	27.2	20.2	16.9
600827.SH	百联股份	152	6.8	6.6	8.0	9.6	-9%	-3%	21%	20%	22.3	23.0	19.1	15.8
603101.SH	汇嘉时代	26	-1.6	1.7	2.0	2.3	-397%	/	19%	17%	/	15.8	13.3	11.4
	平均										/	22.0	17.5	14.7

资料来源：wind，浙商证券研究所（注：数据截至 2024 年 2 月 22 日，可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期）

2) 医疗服务板块：公司医疗健康业务仍处于培育阶段，预计未来盈利能力提升空间较大，因此这部分我们采取 PS 估值法进行估值。我们选取爱尔眼科、通策医疗、美年健康等

国内连锁消费医疗类公司进行参考，根据 wind 一致预期计算，可比公司 24 年平均 PS 约 4 倍以上。结合前文估算，公司 2024 年医疗服务收入预计将超 30 亿元，考虑到公司当前医疗业务收入主要由健高儿科贡献，当前处于盈利能力爬坡期，以及目前整体市场对于消费类企业的估值较历史而言相对承压，我们给予公司医疗板块一定估值折价，按照 1 倍 PS 计算，对应市值约 31 亿元。截至 2024 年 2 月 22 日，大东方当前实际总市值约 35 亿元，我们认为伴随连锁儿科生态圈持续布局推进，生长激素业务将更多扮演流量入口角色，儿童生长发育全周期等高毛利多元业务有望持续导入，公司医疗健康业务后续成长动能充沛，有望带来业绩与估值双击，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：医疗服务类可比公司估值表（单位：亿元）

股票代码	公司	市值	营业收入				营收 YOY				PS			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300015.SZ	爱尔眼科	1360	161.1	209.0	260.5	320.6	7%	30%	25%	23%	8.4	6.5	5.2	4.2
600763.SH	通策医疗	208	27.2	28.9	35.1	42.9	-2%	6%	21%	22%	7.6	7.2	5.9	4.9
002044.SZ	美年健康	213	85.3	107.3	123.4	141.7	-7%	26%	15%	15%	2.5	2.0	1.7	1.5
平均											6.2	5.2	4.3	3.5

资料来源：wind，浙商证券研究所（注：数据截至 2024 年 2 月 22 日，可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期）

6 风险提示

1) 消费力恢复不及预期

当前整体消费仍处于逐步修复阶段，而民营儿科连锁主要定位于治疗周期长、医保覆盖少的相关赛道，若居民消费偏好趋于保守，将对公司业绩造成影响。

2) 连锁儿科竞争激烈，公司竞争压力加大

当前民营儿科连锁市场格局分散，头部品牌尚处于跑马圈地阶段，若终端竞争日益激烈，将对公司业绩造成影响。

3) 新店及新业务拓展不及预期

公司儿科连锁业务尚处于发展初期，新店拓展及高毛利新业务开发为业绩增长重要驱动，如果区域拓展放缓，业务导流受阻等，将对公司业绩造成影响。

4) 医疗事故风险

民营儿科连锁本质依旧为医疗服务，且具备一定的重复消费特征，医疗安全等相关舆情发酵或冲击公司品牌形象，对业绩造成影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,109	1,035	1,055	1,129
现金	1,109	1,035	1,055	1,129
交易性金融资产	667	532	472	431
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	88	99	121	151
预付账款	60	65	72	83
存货	26	30	35	41
其他	259	299	346	413
非流动资产	10	10	10	10
金融资产类	4,384	4,937	5,471	6,056
长期投资	733	733	733	733
固定资产	2,018	2,429	2,839	3,249
无形资产	377	320	295	301
在建工程	201	190	183	186
其他	8	11	14	17
资产总计	1,046	1,256	1,408	1,571
流动负债	5,493	5,972	6,526	7,185
短期借款	1,572	1,727	1,961	2,252
应付款项	637	737	817	887
预收账款	284	289	334	399
其他	6	6	8	11
非流动负债	645	694	801	955
长期借款	520	687	767	837
其他	0	100	180	250
负债合计	520	587	587	587
少数股东权益	2,091	2,414	2,728	3,089
归属母公司股东权益	199	216	236	258
负债和股东权益	3,202	3,342	3,562	3,838

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(140)	322	369	432
净利润	190	214	250	297
折旧摊销	187	202	174	158
财务费用	34	48	57	64
投资损失	(170)	(161)	(166)	(174)
营运资金变动	(400)	41	74	106
其它	19	(22)	(20)	(20)
投资活动现金流	(546)	(500)	(522)	(549)
资本支出	(89)	(200)	(228)	(263)
长期投资	(410)	(410)	(410)	(410)
其他	(47)	110	117	124
筹资活动现金流	(406)	43	93	76
短期借款	50	100	80	70
长期借款	0	100	80	70
其他	(456)	(157)	(67)	(64)
现金净增加额	(1,092)	(135)	(60)	(41)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,130	3,577	4,149	4,957
营业成本	2,573	2,975	3,439	4,108
营业税金及附加	20	23	27	32
营业费用	105	125	145	174
管理费用	333	322	353	397
研发费用	6	11	12	15
财务费用	30	31	44	53
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	170	161	166	174
其他经营收益	7	8	10	11
营业利润	231	260	307	368
营业外收支	16	17	17	17
利润总额	247	277	324	385
所得税	57	63	74	87
净利润	190	214	250	297
少数股东损益	16	17	20	22
归属母公司净利润	174	197	230	275
EBITDA	276	510	541	595
EPS (最新摊薄)	0.20	0.22	0.26	0.31

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-54.68%	14.29%	15.98%	19.49%
营业利润	-74.18%	12.67%	17.86%	19.89%
归属母公司净利润	-72.80%	12.96%	16.97%	19.51%
获利能力				
毛利率	17.79%	16.82%	17.09%	17.14%
净利率	5.57%	5.50%	5.55%	5.55%
ROE	5.44%	5.89%	6.46%	7.17%
ROIC	1.58%	5.09%	5.59%	6.13%
偿债能力				
资产负债率	38.07%	40.42%	41.80%	42.99%
净负债比率	61.48%	67.83%	71.81%	75.42%
流动比率	0.71	0.60	0.54	0.50
速动比率	0.52	0.40	0.34	0.30
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.62	0.66	0.72
应收账款周转率	35.16	38.16	37.65	36.39
应付账款周转率	7.12	10.38	11.03	11.20
每股指标(元)				
每股收益	0.20	0.22	0.26	0.31
每股经营现金	-0.16	0.36	0.42	0.49
每股净资产	3.62	3.78	4.03	4.34
估值比率				
P/E	20.06	17.75	15.18	12.70
P/B	1.09	1.05	0.98	0.91
EV/EBITDA	16.74	8.00	7.95	7.53

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>