

# 颜值经济之毛发医疗服务：高成长赛道，雍禾龙头价值凸显

——雍禾医疗招股书梳理

证券研究报告 2021年6月

证券分析师：李典

电话：021-51097188-1866

E-MAIL: lidian@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码：S002051608001

联系人：徐熠雯

E-MAIL: xuyiwen@gyzq.com.cn

## 1、行业分析：国内毛发医疗服务需求逐渐释放，市场空间大

1.1 植发医疗服务：人群渗透低，增长空间大，竞争格局佳

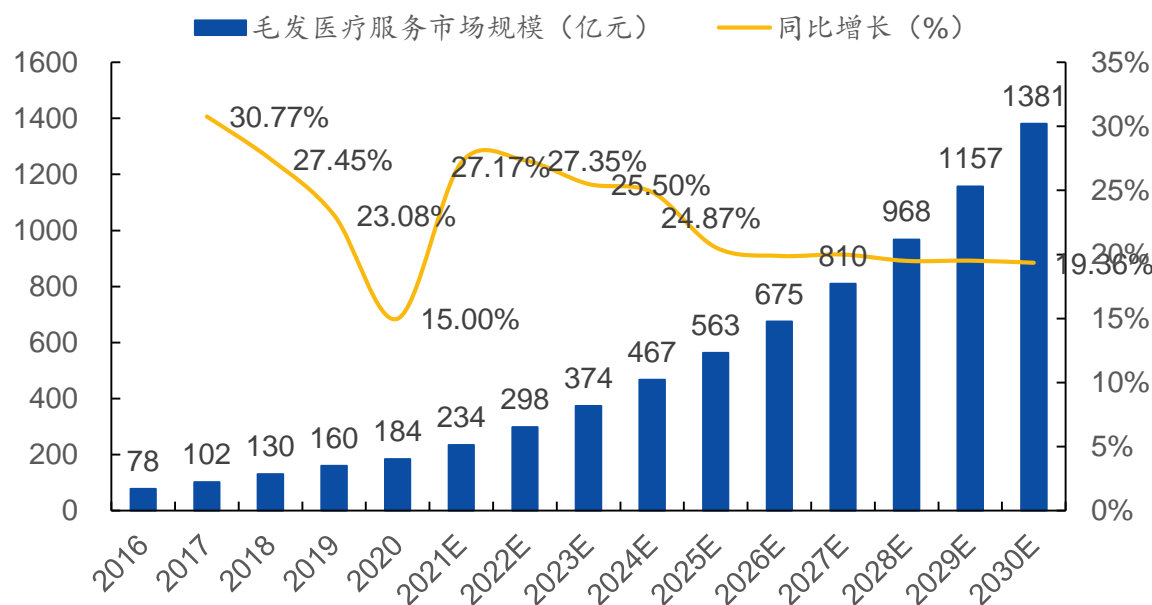
1.2 医疗养固服务：潜在客群大、复购高粘性强，成长性强，集中度有望提升

## 2、公司分析：国内毛发医疗服务龙头，连锁能力强，增长潜力大

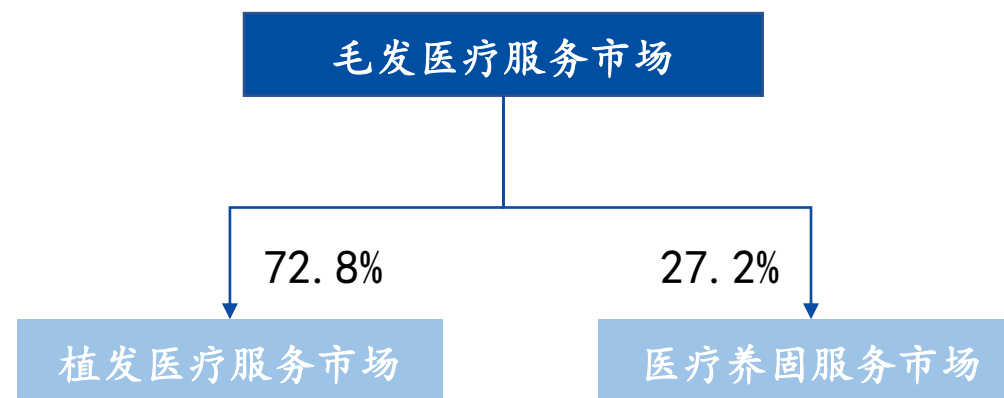
# 1. 毛发医疗服务：2020年规模184亿，植发服务占比超7成

■ 毛发医疗服务是指针对脱发、斑秃、秃顶、发质细软、头皮瘙痒、头皮出油等各类毛发问题提供专业的医疗服务，2020年中国毛发医疗服务市场规模为184亿元，同比增长15%，2016-2020年复合增速23.9%。根据是否进行手术，毛发医疗服务分为植发医疗服务及医疗养固服务，2020年植发医疗服务占比72.8%，医疗养固服务占比27.2%，植发市场规模相对较大。整体看，未来随着消费者教育加深，毛发医疗需求有望继续释放。据弗若斯特沙利文预测，到2025年及2030年，国内毛发医疗服务市场规模将分别增至562亿元及1381亿元。

图：中国毛发医疗服务市场规模（亿元）及增速

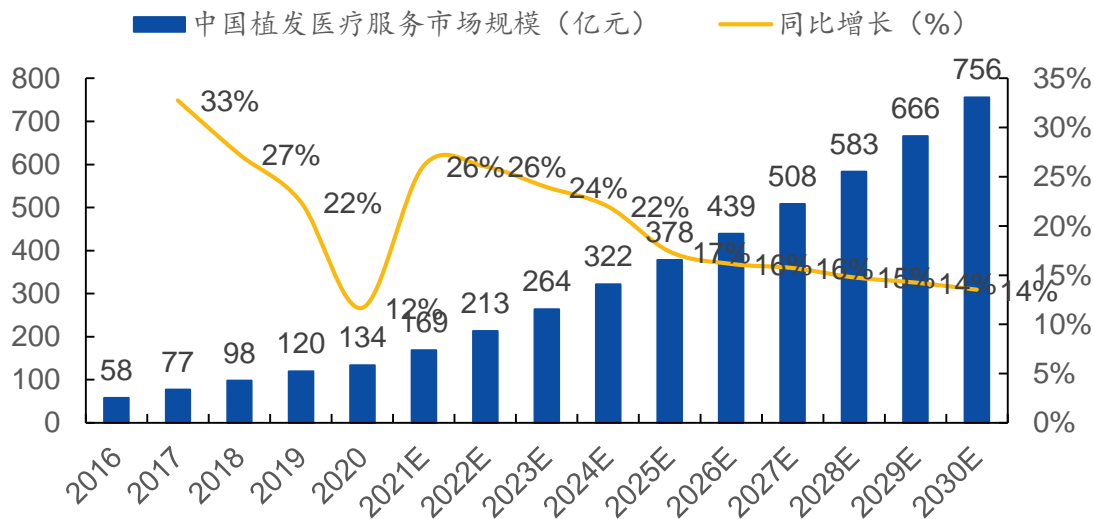


图：中国毛发医疗服务细分市场规模（亿元）及增速



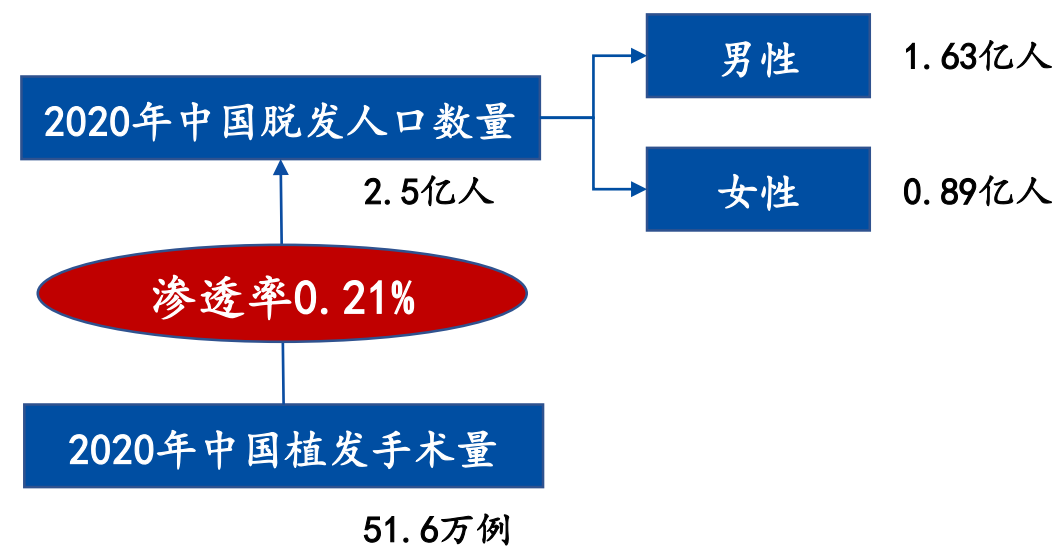
■ 2020年植发市场规模134亿元，植发手术在脱发人群中渗透率仅为0.21%，市场潜力巨大，预计2025年规模近400亿，2020-2025年复合增速23.0%。2020年中国植发医疗服务市场规模为134亿元，同比增长11.67%，受疫情影响，较上年增速有所下降。从渗透率来看，国内接受植发医疗服务的脱发患者相对较少。2020年，国内植发手术量约为51.6万例，在2.5亿脱发人口中的渗透率仅为0.21%。随着国内人均可支配收入水平的提升、消费者教育的加强、植发技术向创伤小+疗效好的继续升级以及多点执业政策下专业医师数量的增加，国内植发医疗服务市场增长潜力巨大。据弗若斯特沙利文预测，到2023年中国植发医疗服务市场规模有望达到264亿，较2020年翻倍，预计到2025年规模可达378亿，2020-2025年复合增速23%。

图：植发医疗服务市场规模（亿元）及增速



资料来源：招股书，国元证券研究所

图：植发医疗服务渗透率情况



资料来源：招股书，国元证券研究所

- 植发医疗服务行业进入壁垒主要在于经验丰富的专业医师资源、医疗牌照、连锁能力、品牌力以及全面诊断和治疗能力。植发手术是一项微创手术，对精准度要求较高，需要技术精湛的医师进行。一般而言，医师需要经过专业的毛发移植训练以及较长时间的实践，才可以进行植发手术，并且好的植发效果对医生技术要求更高，因此拥有经验丰富的专业医师资源的机构具备一定竞争优势。此外，由于植发是一次性服务，患者注重疗效及安全性，因此需要具备保证所拥有的医疗机构具备一致高标准医疗质量和运营能力，对公司连锁服务能力提出较高要求。同时，患者倾向于选择声誉良好的植发机构，因此具有一定品牌壁垒。

图：植发行业进入壁垒

### 技术精湛的医师

植发是一项微创手术，比传统手术需要更高精准度。植发手术需要由经过严格专业培训及长时间实践经验的具备资质的医师进行。

### 医疗牌照

国内植发服务受到严格监管，所有的植发医疗机构需要取得有效的医疗执照。国家对医疗条件及护理环境有严格的细节要求，非专业机构难以满足要求。

### 连锁医疗服务能力

植发是一次性服务，患者重视疗效及安全性，因此保证所有医疗机构拥有一致的高标准医疗质量及运营能力的连锁医疗服务能力将是强大的竞争优势。

### 品牌声誉

患者倾向于选择声誉良好的植发医疗服务机构，通常是拥有经验丰富的医师以及强大的医疗机构网络，可提供全面的治疗后服务。新入行者难以在短时间内建立良好品牌声誉并获得稳定客流。

### 全面的诊断及治疗能力

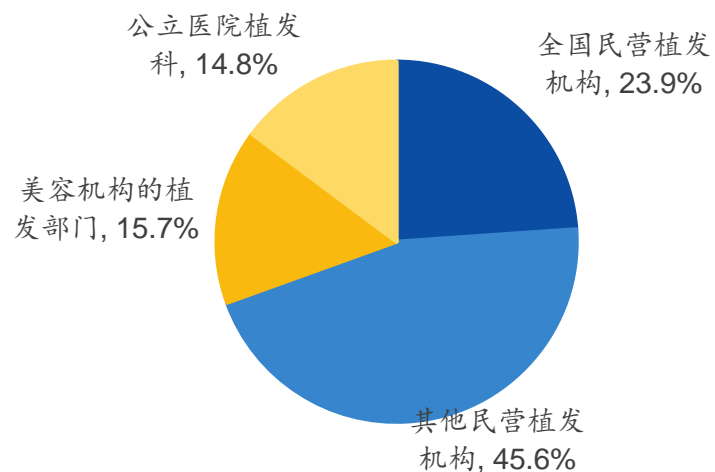
毛发问题往往由多种因素导致，难以通过单一的方法解决问题。

资料来源：招股书，国元证券研究所

## 1.1.3 竞争格局：连锁机构优势明显，马太效应显著

- 格局来看，全国性的民营植发机构占据较高市场份额，其中雍禾医疗是国内植发医疗龙头，在植发医疗服务规模、服务患者人数、医疗机构数量及注册医生人数上均远超同行，市占率从2018年的9%提升至2020年的11%，马太效应显著。医疗机构类型上，2020年公立医院（植发科）份额为14.8%，占比较小；民营植发机构（包括连锁植发机构、单体植发机构、美容机构的植发部门）份额占比达到69.5%，其中全国性的民营植发机构份额达到23.9%，连锁机构由于质量保障性强，受到市场欢迎。在全国植发医疗服务市场中，市占率前四的玩家均为全国性连锁机构，其中雍禾医疗市场份额位居行业第一，服务收入规模、服务患者人数、医疗机构数量及注册医生人数上，公司与行业第二名均拉开了较大差距。2020年公司服务收入规模14.13亿、患者人数5.1万例、医疗机构数量48家、注册医生人数189名，相比第二名分别超出7.03亿、1.4万例、16家、119名，市占率从2018年的9%上升至2020年的11%，龙头份额持续提升。

图：2020年中国植发医疗服务市场机构类型



资料来源：招股书，国元证券研究所

表：2020年中国植发医疗服务市场竞争格局

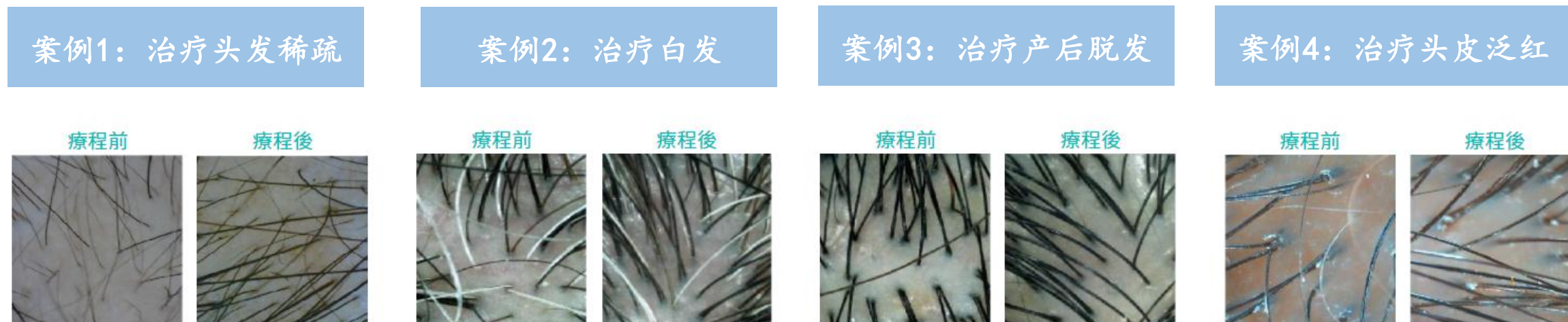
	植发医疗服务收入 (百万元)	接受植发医疗服务 (千例)	网内医疗机构数目	注册医生人数	市占率 (%)
雍禾医疗	1413	51	48	189	10.54%
集团A	710	30	29	60	5.30%
集团B	600	37	30	70	4.48%
集团C	485	25	32	55	3.62%

资料来源：招股书，国元证券研究所

## 1.2 医疗养固市场：潜在客群大，成长性强，集中度有望提升

- 医疗养固即养发、固发服务，是一种非手术治疗头皮及头发问题的方法，一般融合药物及专业器械治疗。医疗养固可满足更广泛的头皮及头发问题治疗需求，包括脱发、细发、头皮发痒、头皮发炎、头皮屑、头油、头发枯等各种毛发问题，通常针对处于狂脱期、毛发细软、皮炎毛囊炎、斑秃、普秃等症状，应用激光治疗、医用器械、药物、假发等治疗方案，针对头皮出油、油脂堆积、毛发干枯、头皮敏感等问题，提供相关洗护产品、头皮清洁等服务。此种治疗的优点在于方便且容易负担，适用人群更广。

图：医疗养固服务案例

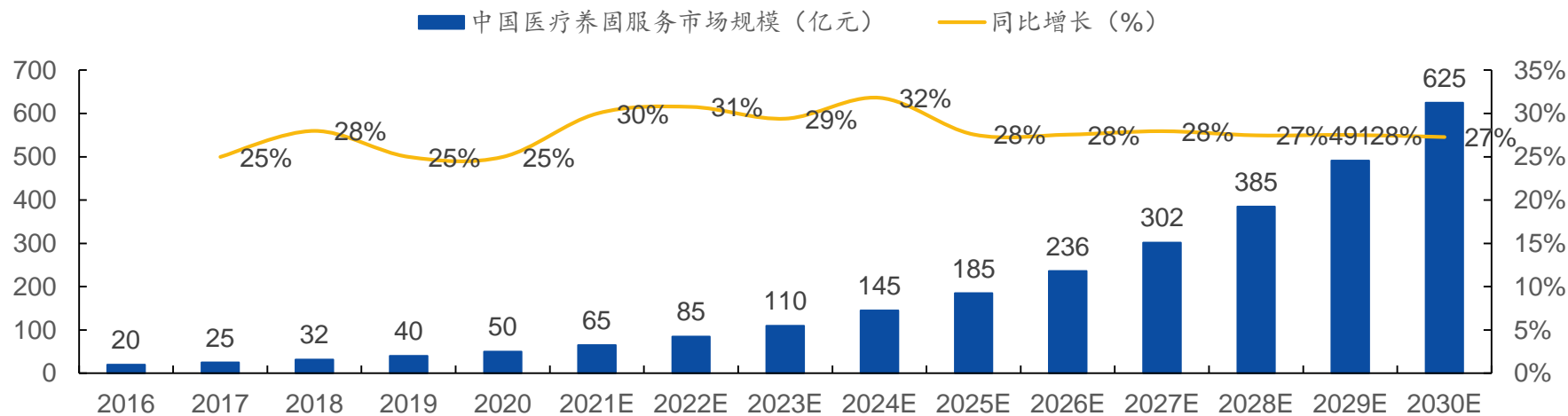


资料来源：史云逊健发中心官网，国元证券研究所

## 1.2.1 市场规模及空间：潜在客群大，复购高粘性强，成长性强

- 医疗养固服务潜在客户群体大，患者复够率高、粘性强，定期治疗需求高，未来有望成为毛发医疗服务市场的主要增长驱动，2020年市场规模50亿，到2025年有望达到185亿，年复合增速29.8%。2020年国内毛发医疗养固服务市场规模50亿，同比增长30%，增速较上年提升5pct，受疫情影响较小。医疗养固服务具有客户群体大、复购率高、客户粘性强且需要定期治疗的特点，市场潜力较大：医疗养固治疗非手术较为方便、价格相对便宜，且适合于不同年龄、性别、不同发病阶段的患者；另一方面，为了达到或维持疗效，医疗养固服务通常是定期治疗的模式，因此客户复购率高、粘性强，且对于植发患者，医疗养固服务是对其术前术后的补充，部分可能需要长期的养护方案，潜在需求较大。目前医疗养固市场渗透率仅为1%，随着消费者教育的推进，新客增长空间大，叠加未来老客定期治疗需求，有望逐渐成为毛发医疗服务市场的主要驱动。据弗若斯特沙利文预计，到2025年中国医疗养固服务市场规模可达185亿，2020-2025年复合增速29.8%，占毛发医疗服务总量的32.9%，到2030年规模有望超过600亿，占比达到45.3%。

图：医疗养固服务市场规模（亿元）及增速





## 1.2.2 竞争格局：格局尚分散，头部企业市占率有望提升

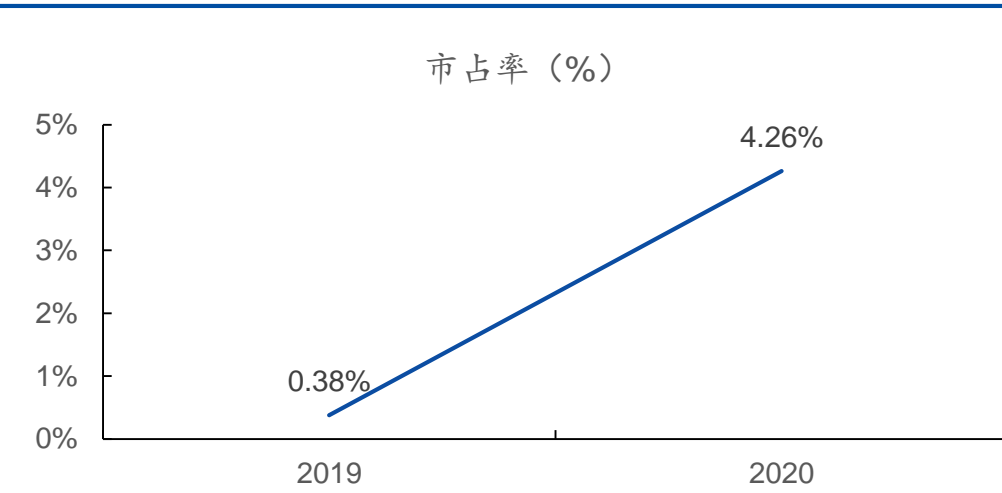
- 现阶段国内医疗养固服务市场格局较为分散，2020年雍禾医疗收入规模排名行业第一，市占率约为5%。公立医院和民营医疗机构均提供医疗养固服务。相比公立医院，民营机构更为灵活，可为患者提供更为个性化的护理，并且渠道铺设范围较广，尤其在低线城市，可触达更多患者。2020年雍禾医疗在医疗养固服务市场中市占率排名第一，约为5%，较上年提升近4pct，公司2019年起进军医疗养固市场，业务起量较快。我们认为，凭借较强品牌口碑、客户积累以及门店数量扩张，未来头部机构在医疗养固领域的市场份额有望继续提升。

表：2020年医疗养固服务市场格局

机构	医疗养固收入（百万元）	网内医疗机构数目	市占率（%）
雍禾医疗	213	48	4.26%
集团A	150	29	3.00%
集团B	180	30	3.60%
集团C	85	32	1.70%

资料来源：招股书，国元证券研究所

图：雍禾医疗在医疗养固市场市占率情况



资料来源：招股书，国元证券研究所

1、行业分析：国内毛发医疗服务需求逐渐释放，市场空间大

2、公司分析：国内毛发医疗服务龙头，连锁能力强，增长潜力大

2.1发展历程：深耕植发16年，逐步打开全国化布局

2.2公司业务：提供从检测、治疗到术后服务的一站式毛发医疗服务

2.2.1专业医师资源丰富，人才培养机制成熟

2.2.2患者量快速增长，业务客单价上升，推动整体高增长

2.2.3连锁能力强，拓店模式高度可复制，增长空间大

2.3财务分析：营收中高速增长，盈利能力提升

## 2.1 发展历程：深耕植发16年，逐步打开全国化布局

- 公司植发业务起家，深耕16年成为国内毛发医疗服务龙头，业务版图拓展至养固服务及境外市场。公司创始人张玉先生于2005年开始在北京从事植发业务，2010年首次建立“雍禾”品牌，并布局全国自营连锁医院，开启品牌化、连锁化经营。2017年公司获得中信产业基金投资，全国化进程加速，每年以新增7-11家的速度进行扩张，截至目前公司在全国共拥有51家医疗机构，机构数量全国第一。期间，公司相继收购英国老牌毛发修护服务商“史云逊”中国内地业务，以及美国知名植发医疗机构“显赫植发”香港业务，借并购进军医疗养固市场以及境外市场。在业务扩张的同时，公司作为龙头企业，参与行业标准制定提升行业规范性，并致力于保障患者权益。2010年公司制定了国内首个获中央电视台报道的植发行业标准，并成为首家获ISO认证的植发医疗服务提供商，2014年公司针对患者术前术后权利推出担保服务协议，2019年推出医生“三透明保证”倡导行业诚信，2020年推出业内首款植发保险产品，持续引领行业健康发展。2020年公司收入超16亿元，排名行业第一，远超第二、第三名总和。

图：公司发展历程



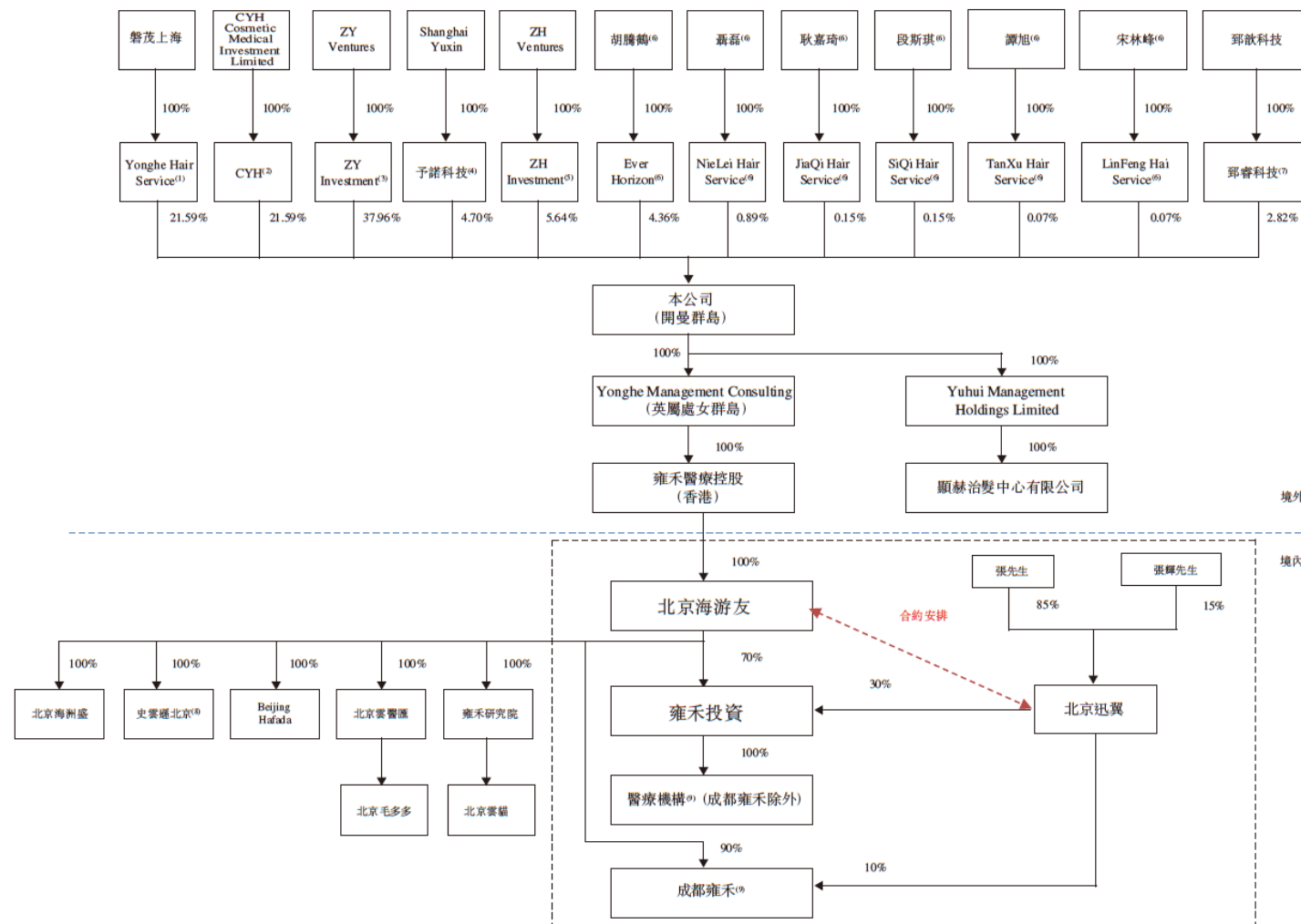
资料来源：招股书，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 2.1 股权结构：本次发行前创始人持股约42.66%

■ 本次发行前，公司创始人兼董事长张玉持有公司**42.66%**股权，本次发行后预计持有公司约**34.13%**股权。本次发行前，公司创始人兼董事长张玉通过家族信托控制ZY Investment间接持有公司**37.96%**股份，通过予诺科技间接持有公司**4.70%**股份，合计持有**42.66%**股份，其胞弟张辉通过家族信托控制的ZH Investment持有公司**5.64%**股份。外部股东中信产业基金通过Yonghe Hair Service持有公司**21.59%**股份，中信证券国际通过CYH间接持有公司**21.59%**股份，中信产业基金与中信证券国际均受中信证券控制，中信证券合计持有**43.18%**股份。员工持股平台邱歆科技通过邱睿科技持股**2.82%**。本次发行后，张玉通过ZY Investment和予诺科技持有约**34.13%**股权，Yonghe Hair Service与CYH为一致行动人，可共同控制行使**34.54%**投票权，创始人张玉和中信系皆为公司控股股东。

图：公司股权结构（发行前）



资料来源：招股书，国元证券研究所

## 2.1 管理层经验丰富，专业能力强

■ **核心管理层行业经验丰富，专业能力强。**创始人张玉拥有超过16年毛发医疗服务行业经验，曾任职于北京某医疗美容机构，后自行创立自有品牌“雍禾”，进行全国连锁化布局，积累了较强的先发优势，带领公司成为国内毛发医疗服务行业龙头。胞弟张辉自2011年起一直担任公司采购总监，拥有丰富的供应链管理经验。公司运营总监兼首席执行官助理徐洋曾任百度产品经理、连锁医疗机构院长，拥有近10年相关管理经验。公司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，行业资源、管理经验丰富。

表：公司董事会及管理层部分核心人员履历简介

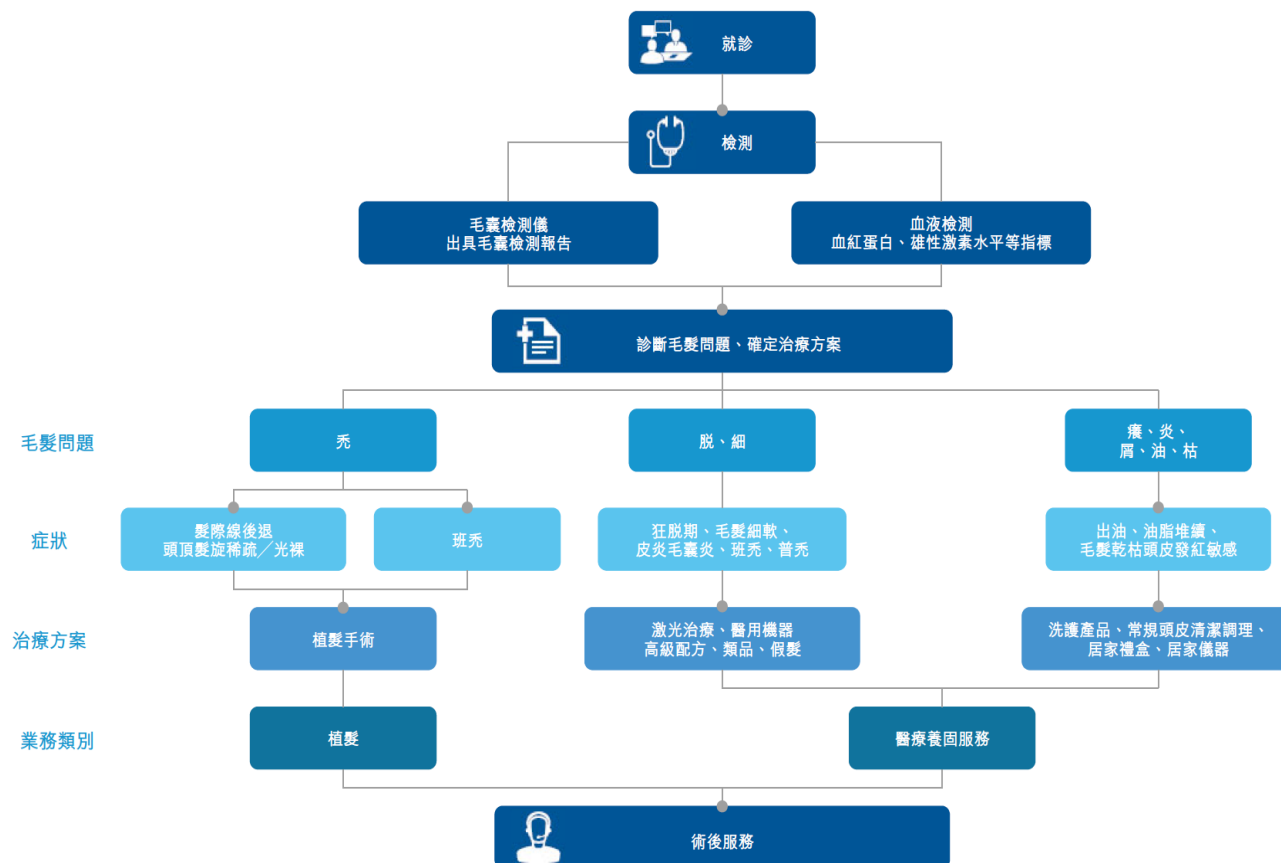
姓名	职位	年龄	职责	简要履历
张玉	董事长、执行董事及首席执行官	35岁	整体战略规划、业务方向、运营管理及营销	公司创始人，拥有超过16年毛发医疗服务行业经验，2005年3月进入植发领域，加入北京楚蓉福运医疗美容机构并于2017年11月辞任。2010年创办雍禾集团，以雍禾品牌开展植发业务。2018年9月起担任中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会毛发医学学会头皮健康管理学组副组长。
张辉	执行董事及采购总监	34岁	整体采购管理及业务发展	张玉的胞弟，自2011年5月起一直担任集团采购总监，制定优化有关供应链管理及业务发展相关的策略和流程，拥有超过10年医疗养固服务行业供应链管理经验。
徐洋	运营总监兼首席执行官助理	42岁	负责集团日常营运及行政事宜	拥有近10年管理行业经验，曾任北京伊美丽旗下一家医院院长、百度产品经理。
韩志梅	财务总监兼联席公司秘书	44岁	负责集团融资、会计、预算控制、内控、财务管理	拥有超过23年会计及公司财务方面经验，曾任氩空间财务总监、慈铭健康管理财务中心总经理。
李小龙	医疗服务总监	56岁	负责集团医疗质量监控及程序规范化	拥有超10年医疗服务行业经验，曾任解放军第309医院副院长、解放军总参谋部管理保障部卫生局副局长。
黄东红	营销总监	35岁	负责集团整体品牌、销售及营销管理	自2012年毕业以来一直任职于公司，担任多个职务，包括区域营销经理。

资料来源：招股书，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

■ 公司提供一站式的毛发医疗服务，一般服务流程包括就诊与检测、诊断和治疗规则、治疗和术后服务。就诊与检测阶段，公司使用自主研发的毛囊检测仪检测患者头皮及毛发状况，并且会专门对男性患者进行雄激素性秃发风险监测和女性患者进行肾上腺分泌雄激素及血清铁蛋白水平的脱发激素检测。医生将根据检测结果，结合患者毛发问题严重程度及自身需求，选择合适方法治疗。对于早期毛发问题患者，包括脱、细、痒、炎、屑、油、枯等毛发问题，建议医疗养固治疗，治疗方案包括激光治疗、医用机器、高级配方药物、洗护产品、常规头皮清洁调理等；对于头发稀疏或光裸的毛囊闭合患者，建议植发手术治疗。植发手术后，公司会有专业团队提供术后咨询和关怀服务，例如术后一周内伤口护理，三个月内复查及修复护理，一年内复查监测恢复情况等服务，除了到院复查，公司还提供线上远程复查服务。

图：公司业务流程



资料来源：招股书，国元证券研究所

- 针对患者多样需求，推出多等级的植发医疗服务体系。根据医生经验及技能水平，公司区分了三个层级服务，包括①普通级服务，标准植发手术；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植发手术；及③贵宾级“雍享”服务，由业内知名植发专家进行个性化植发手术。其中，普通级服务价格2-3万元，优质级服务3-5万元，“雍享”服务10万元以上。分层医疗服务体系一方面降低了植发治疗门槛，另一方面也满足经济能力强、技术及服务质量要求高的患者享受高端定制服务，迎合多样的市场需求。公司定价政策由总部根据成本及市场定位确定，综合考量市场状况、客户需求、治疗复杂程度、竞争对手的定价政策及营运成本，通常每年调整服务价格单。公司对旗下机构采取统一的定价指引，当地医疗机构经理可酌情折扣。

图：公司多等级植发医疗服务体系

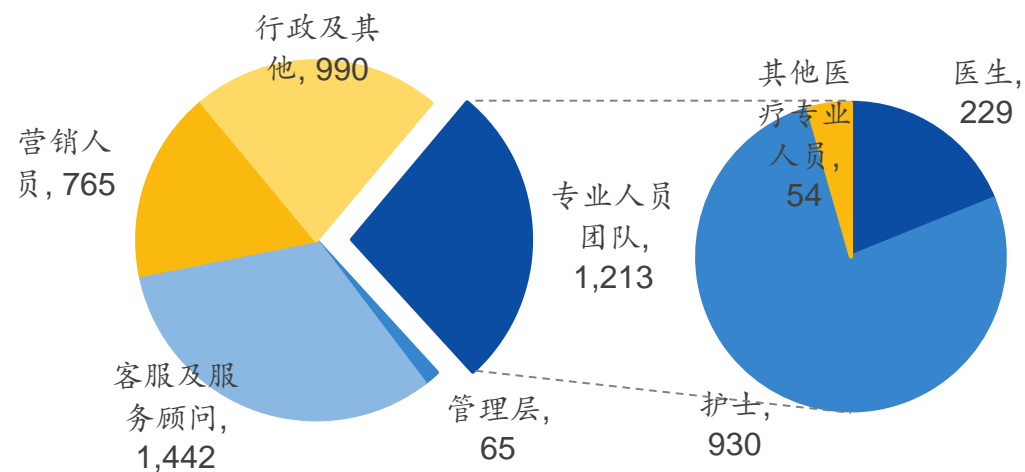
	普通级服务	优享级服务	“雍享”级服务
服务内容	标准植发手术	由院长、主任或副主任医师进行升级和定制化植发手术	由业内知名植发专家进行个性化植发手术
服务价格	2-3万元	3-5万元	10万元+
定价模式	由总部根据成本及市场定位确定，考量市场状况、客户需求、治疗复杂程度、竞争对手的定价政策及营运成本，通常每年调整服务价格单。公司对旗下机构采取统一的定价指引，当地医疗机构经理可酌情折扣。		

资料来源：招股书，国元证券研究所

## 2.2.1 专业医师资源丰富，人才培养机制成熟

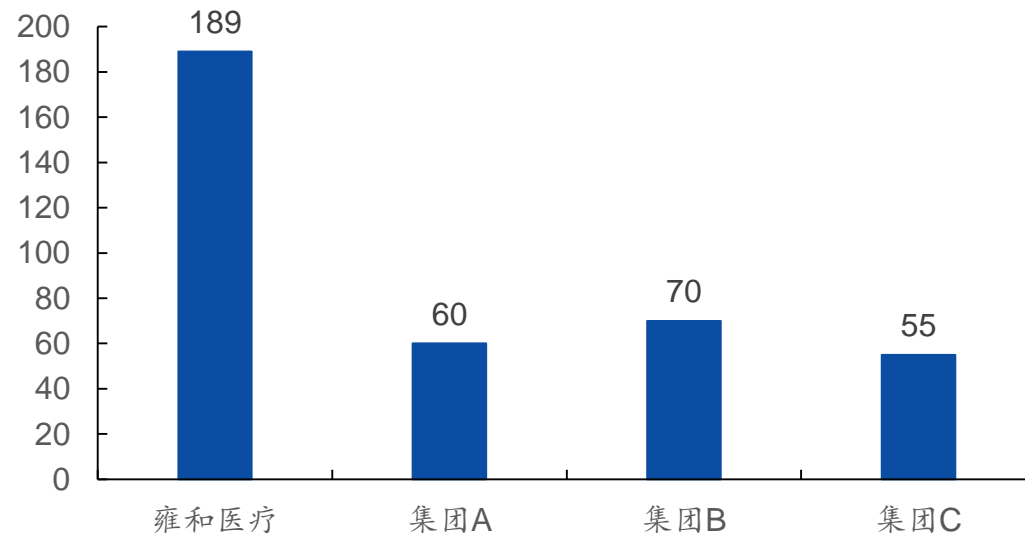
- 公司多年来组建并培育了一支大型的高度专业的毛发医疗团队，构成核心壁垒。植发机构医师的专业程度决定服务质量，医生经验和技術对植发效果起至关重要的作用。公司目前共拥有229名专业注册医生，远超行业第二、三名总和。此外，公司还拥有930名护士以及54名其他医疗专业人员（药剂师、验血师等），团队人数合计1213人，规模庞大。在招聘标准上，公司严格筛选经验丰富且稳定的医疗专业人员，旗下医生平均拥有5年行业经验，旗下护士平均拥有3年行业经验，超过竞争对手的医疗专业人员平均工作经验年数。

图：公司员工构成及医疗团队员工构成



资料来源：招股书，国元证券研究所

图：可比公司专业团队人数情况



资料来源：招股书，国元证券研究所



## 2.2.1 专业医师资源丰富，人才培养机制成熟

- 拥有较为成熟的标准化人才培养机制，为高质量连锁化服务提供保障。针对新聘医师，公司将对其进行4-6个月的系统培训，整体流程严格，其中包括受院长1V1监督下的至少3个月的临床实践培训，培训期结束后将通过测试理论知识及实践技能来评价医师专业能力。针对在职员工，公司定期组织在职培训，包括与国内知名医疗机构交流对话，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等，持续提升员工专业水平。公司重视人才发展，为医疗专业人员提供有竞争力的薪酬待遇、持续医疗教育机会以及良好的工作环境和职业发展规划，专业人员流失率远低于行业平均。

图：公司医师资源丰富，所有医师资质可追溯



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图：公司顶级“雍享·梦之队”团队

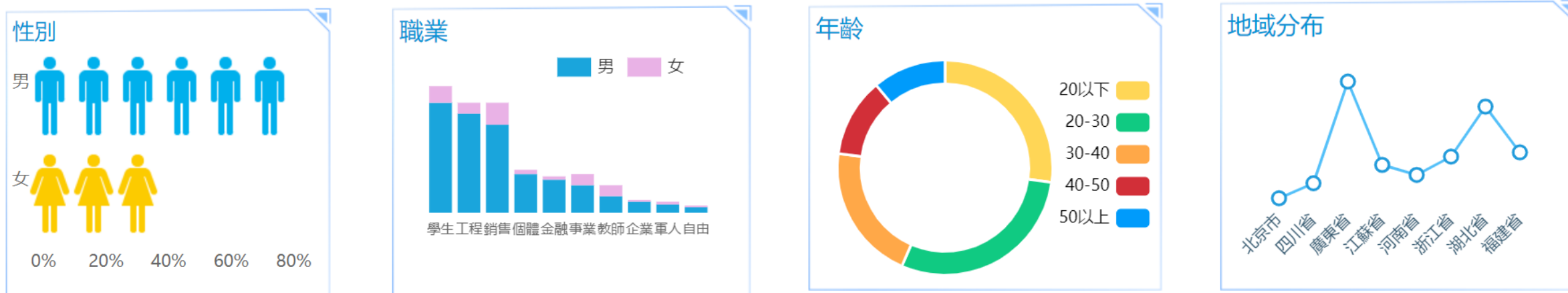
雍享·夢之隊	技術院長	分院醫生	雍禾護士
<p><b>李建新</b> 雍享夢之隊 雍禾植髮資深專家</p>  <p>雍禾植髮雍享團隊主任專家 雍禾植髮 技術研究院植髮專家、醫生導師.....<a href="#">查看詳情 &gt;&gt;</a></p> <p>在線諮詢</p>	<p><b>王傳凱</b> 雍享夢之隊 雍禾植髮資深專家</p>  <p>從事自體毛髮移植多年，帶領團隊成功 完成了上萬例手術，具有極其豐.....<a href="#">查看詳情 &gt;&gt;</a></p> <p>在線諮詢</p>	<p><b>徐魯</b> 雍享夢之隊 雍禾植髮資深專家</p>  <p>從事自體毛髮移植專業多年，成功案例 近萬例，曾發表論文《顯微毛囊》.....<a href="#">查看詳情 &gt;&gt;</a></p> <p>在線諮詢</p>	

资料来源：公司官网，国元证券研究所

## 2.2.2 患者量快速增长，业务客单价上升，推动整体高增长

- 截止目前公司已累积服务超过413名患者，其中男性占比接近80%，主要集中在学生、工程、销售职业人群中；30岁以下患者占比接近55%。患者以男性居多，男性消费占比接近80%，主要集中在学生、工程、销售职业。年龄上看，20岁以下、20-30岁人群消费占比超过四分之一，合计约达55%，30-40岁人群其次，占比接近20%，40-50岁、50以上人群占比分别约为10%。截止目前，雍禾已累计服务发友数超过413万名，累计手术量超过24万例。

图：公司患者画像

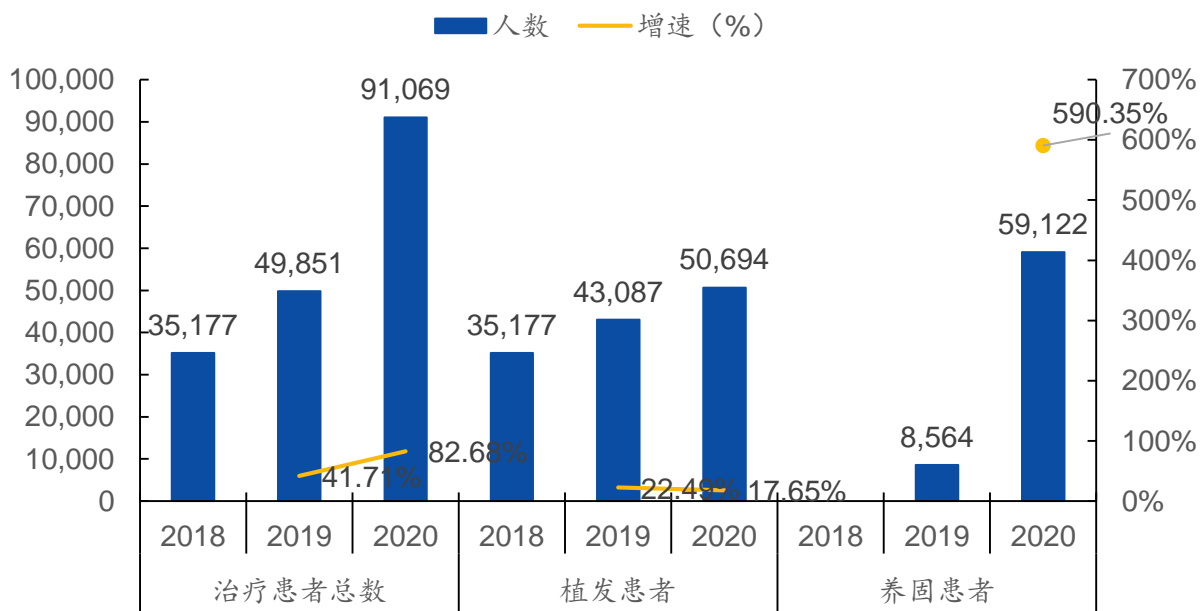


资料来源：公司官网，国元证券研究所

## 2.2.2 患者量快速增长，业务客单价上升，推动整体高增长

■ 医疗养固患者数量爆发，植发患者量中高速增长，推动公司患者总量快速增长。2020年接受公司毛发医疗服务的患者人数达到9.11万人，同比增长82.68%。分业务看，2020年养固服务患者人数达到5.91万人，同比增长590.35%，公司以“店中店”模式设立的史云逊医学健发中心实现现有机构全覆盖，带动养固服务患者数放量高增。2020年植发手术患者5.07万人，同比增长17.65%，疫情之下仍维持较高增速。分等级看，普通级、优质级和“雍享”贵宾级服务患者人数分别达到4.86万人、1827人和292人，普通级服务患者数量稳定增长，优质级患者数量同比增长2.57倍，“雍享”贵宾级患者数量略有缩减。

图：公司接待患者数量（人）



资料来源：招股书，国元证券研究所

表：公司分等级服务患者人数情况（人）

	2018	2019	2020
接受普通级服务的患者人数	35,037	42,235	48,575
yoy	-	20.54%	15.01%
占比	99.60%	98.02%	95.82%
接受优质级服务的患者人数	-	512	1,827
yoy	-	-	256.84%
占比	-	1.19%	3.60%
接受[雍享]服务的患者人数	140	340	292
yoy	-	142.86%	-14.12%
占比	0.40%	0.79%	0.58%

资料来源：招股书，国元证券研究所

## 2.2.2 患者量快速增长，业务客单价上升，推动整体高增长

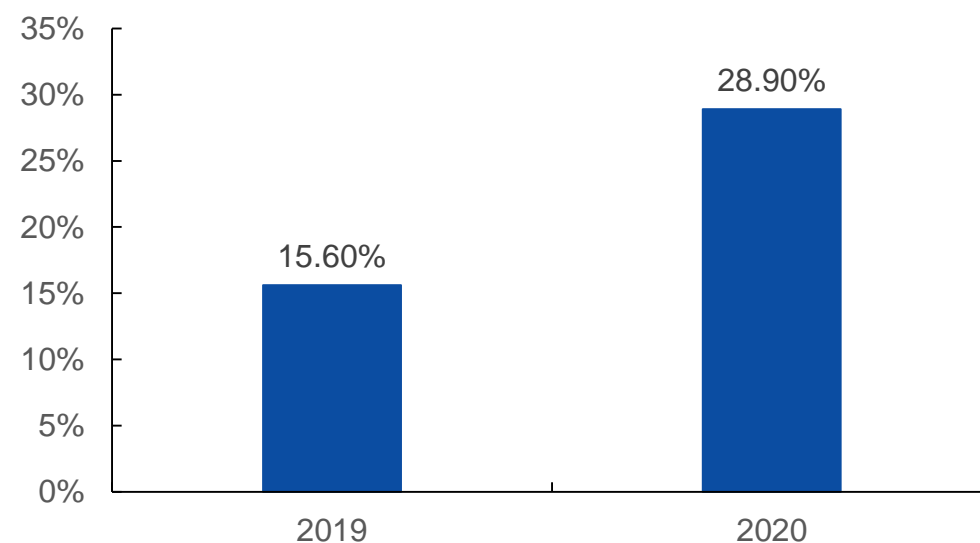
- 植发客单价稳中有升，医疗养固服务客单价翻倍，但受客单价相对较低的医疗养固患者人数大幅上升影响，公司整体患者人均消费有所下降。2020年公司整体患者人均消费1.80万元，同比下降26.76%。分业务看，植发患者与医疗养固患者平均消费均有提升。其中，植发患者平均开支达到2.79万元/人，同比提升0.25%，稳中有升，主要由于越来越多患者选择中高端服务，推动客单价上升。医疗养固服务患者平均开支3606元/人，同比增长105.00%，接近翻倍，复购情况看，2020年公司医疗养固服务复购率达到28.9%，同比提升13.3pct，市场潜力持续释放。

表：公司患者人均消费金额（元）

	2018	2019	2020
公司患者人均消费（元）	26,561	24,563	17,990
yoy		-7.52%	-26.76%
植发患者人均消费（元）	26,097	27,799	27,868
yoy		6.52%	0.25%
医疗养固患者人均消费（元）		1,759	3,606
yoy			105.00%

资料来源：招股书，国元证券研究所

图：医疗养固患者复购率情况（%）



资料来源：招股书，国元证券研究所

## 2.2.3 连锁能力强，拓店模式高度可复制，增长空间大

■ 由省会城市向省内其他城市辐射，并进行全国多区域布局，拓店模式高度可复制，增长潜力大。公司最早选择一线省会城市切入，该类城市人口众多、人均收入水平高，对植发接受度较高，推动公司业务量迅速增长。继而，公司向相关省内的其他城市辐射，拓宽渠道、加深渗透，逐渐形成区域集中布局。以广东省为例，公司2013年于广州开设了第一家医疗机构，相继扩展到广东省内其他8个城市，逐步成为广东省最大的连锁植发医疗机构。据弗若斯特沙利文数据，公司在广东、浙江、江苏、福建及山东5个省份的市场份额均排名第一，单个省内模式可复制性被充分验证。截至目前，公司在全国拥有51家植发医疗机构，覆盖25个省50个城市，包括4个一线城市、15个新一线城市、25个二线城市和6个较低线城市，从密度和广度来看，未来门店可拓展空间仍然较大。

图：公司门店分布



资料来源：招股书，国元证券研究所

## 2.2.3 连锁能力强，拓店模式高度可复制，增长空间大

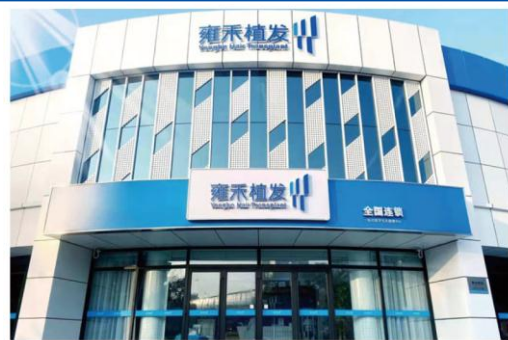
- 公司旗下前五大医疗机构均位于国内重点一线城市，全年平均接待植发患者人数约**3000**名，单体医院收入平均超过**1**亿，单店坪效约**2.8**万元/平方米。公司单体收入最大的医疗机构位于北京，2020年北京雍禾收入1.4亿，占总收入比重为**8.6%**。该机构共拥有医疗专业人员**67**人，全年接待植发患者人数**3792**人，是公司旗下接待患者最多的单体机构。坪效来看，上海雍禾2020年坪效达到**4.3**万元/平方米，高于北京雍禾的**3.5**万元/平方米。

表：公司前五大医疗机构情况（表内均为2020年度数据）

医疗机构	成立年份	建筑面积 (m2)	植发患者人数	医疗专业人员人数	单体医院收入 (万)	单体收入占总额比重 (%)	单体医院坪效 (万/平方)
北京雍禾	2013年	4012	3792	67	14,031.6	8.6%	3.5
广州雍禾	2013年	6174	3233	67	10,578.7	6.5%	1.7
深圳雍禾	2015年	5225	3210	53	10,418.4	6.4%	2.0
成都雍禾	2012年	3220	2599	38	8,021.2	4.9%	2.5
上海雍禾	2015年	1786	2323	43	7,749.4	4.7%	4.3
平均值		4083	3031	54	10,159.9	6.2%	2.8

资料来源：招股书，国元证券研究所

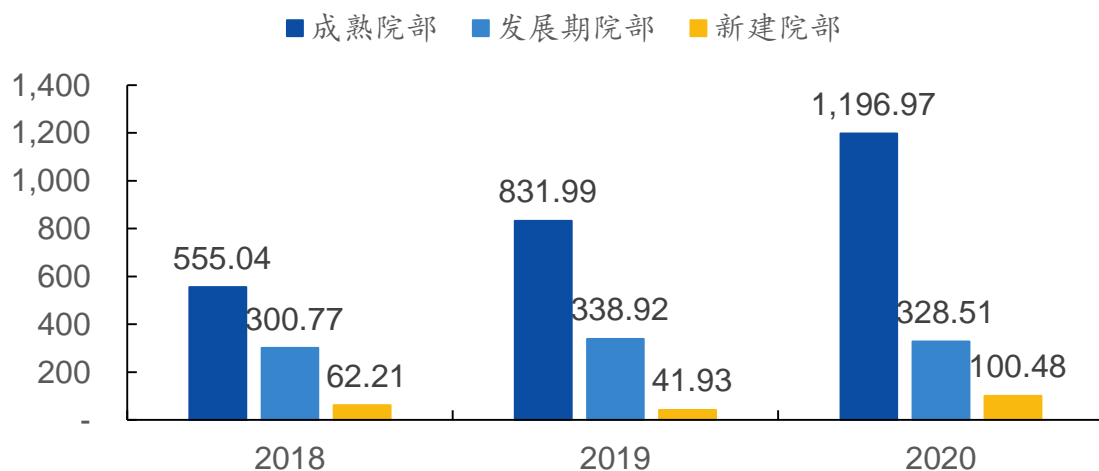
图：公司门店形象



## 2.2.3 连锁能力强，拓店模式高度可复制，增长空间大

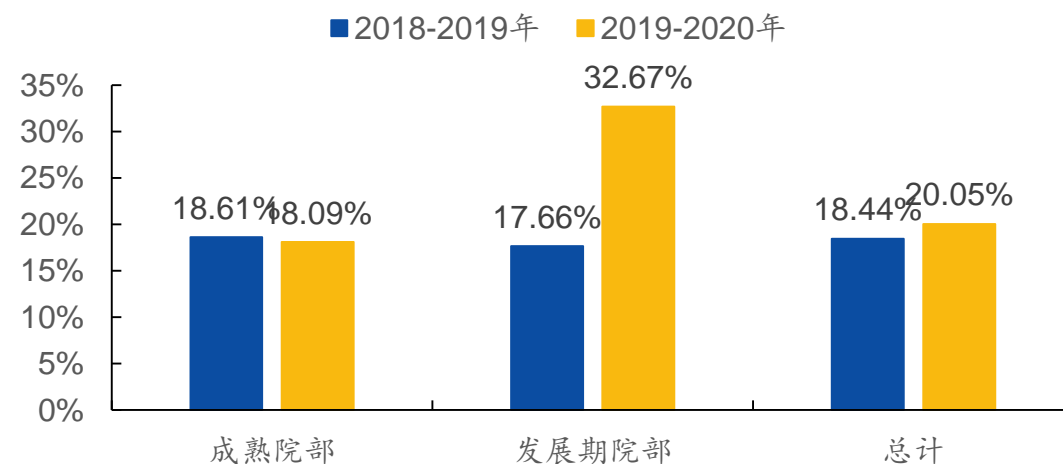
- 按院部发展阶段划分，公司目前成熟/发展期/新建院部数量分别为24/17/10个。公司院部按发展阶段划分，可分为3个类别，成立3年以上的为成熟院部，成立1-3年的为发展期院部，成立1年以内的为新建院部。在17个发展期院部中，有近4个发展期院部为单省第一家门店，有望打造省内标杆。10个新建院部均设在了收入Top5省份，继续提升优势地区渗透。2020年成熟院部、发展期院部和新建院部分别贡献收入11.97亿、3.29亿和1.00亿，占比73.62%、20.20%和6.18%，成熟院部贡献超7成收入。
- 同店情况：成熟院部增速维持18%+，发展期院部增长可达30%+。2020年成熟院部同店销售同比增长18.09%，受一定疫情影响增速较上年略有下降，但仍维持较高水平；发展期院部同店销售同比增长32.67%，增速较快，发展势头好。据招股书，根据公司历史经验，新建院部平均需要3个月达到收支平衡，现金回收期平均约14个月。

图：不同阶段医院收入情况（百万，按成立年限划分）



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图：同店销售情况



资料来源：招股书，国元证券研究所

注：同店定义为于2018年及2019年各年或2019年及2020年各年均开业至少300天的医疗机构。倘医疗机构于2018年为新建院部但于2019年为发展期院部，被视作发展期院部

## 2.2.3 连锁能力强，拓店模式高度可复制，增长空间大

- 提升已覆盖城市渗透率，并扩大低线城市覆盖，同时持续升级现有门店，扩大服务范围。公司计划未来几年门店数量增至100家，继续扩大已覆盖区域市场份额，并加强低线城市覆盖，释放市场潜力。公司综合考量地方社区经济水平及人口密度、街区客流量、交通便利性、竞争对手情况及租金等各项成本以设置新店，一般从策略规划到开展营运所需不到8个月。2021-2022年计划开设17家新机构，首次进入海南省和内蒙古自治区，并加强在收入TOP5省市渗透，预计2021年可开业5家。门店升级方面，目前正在装修的有新疆、上海、广东、北京4家医疗机构，预计2021年开业，其中上海、北京两家计划建筑面积超过7000平方米，规模较大。

表：2021-2022年公司开店计划

序号	位置	目前状况	估计建筑面积 (平方米)	预计开业年份
1	福建省	正在装修	2,000	2021年
2	广东省	正在装修	2,089	2021年
3	江苏省	正在装修	2,420	2021年
4	海南省	正在装修	1,739	2021年
5	山东省	规划中	2,000	2021年
6	广东省	规划中	2,000	2022年
7	广西省	规划中	2,000	2022年
8	贵州省	规划中	2,000	2022年
9	内蒙古自治区	规划中	2,000	2022年
10	河北省	规划中	2,000	2022年
11	河北省	规划中	2,000	2022年
12	河南省	规划中	2,000	2022年
13	河南省	规划中	2,000	2022年
14	山东省	规划中	2,000	2022年
15	山东省	规划中	2,000	2022年
16	浙江省	规划中	2,000	2022年
17	浙江省	规划中	2,000	2022年

资料来源：招股书，国元证券研究所（注：标蓝的为公司在收入TOP5省份设立医疗机构，标黄的为公司在收入TOP5省份首次设立医疗机构）

表：2021-2022年公司门店升级计划

序号	位置	目前状况	估计建筑面积 (平方米)	预计开业时间
1	新疆	正在装修	2,744	2021年
2	上海	正在装修	7,303	2021年
3	贵州	规划中	3,805	2021年
4	广东	正在装修	3,084	2021年
5	北京	正在装修	9,616	2022年

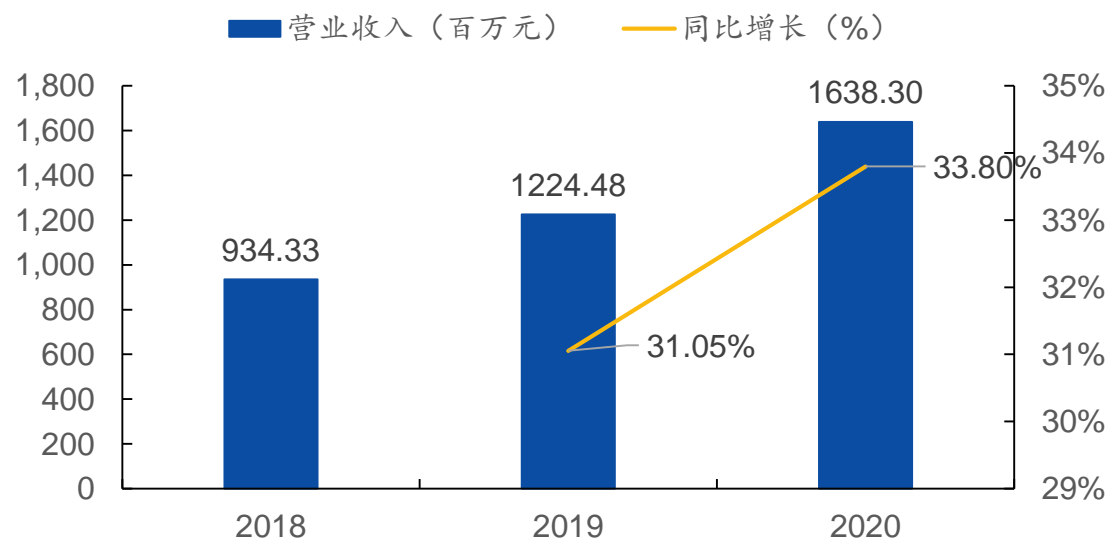
资料来源：招股书，国元证券研究所（注：标蓝的为公司在收入TOP5省份升级医疗机构）



## 2.3 财务分析：营收中高速增长，盈利能力提升

- 2020年公司营收16.38亿，同比增长33.80%，增速较上年继续提升。公司收入主要来源于植发医疗服务，2020年植发医疗服务收入14.12亿元，同比增长17.95%，占比86.23%，疫情之下仍维持较好增长；医疗养固服务收入2.13亿元，同比增长1315.76%，随着提供医疗养固服务的史云逊健发中心以“店中店”模式进入雍禾医疗机构，医疗养固服务业务快速起量；其他收入主要包括公司于2017年12月收购史云逊健发中心的收入，并非医疗机构，主要提供毛发修复产品及服务。

图：公司营业收入（百万）及增速



资料来源：招股书，国元证券研究所

表：公司分业务收入情况（百万）

	2018	2019	2020
植发医疗服务	918.01	1197.78	1412.74
yoy		30.47%	17.95%
占比	98.25%	97.82%	86.23%
医疗养固服务	-	15.06	213.21
yoy			1315.76%
占比		1.23%	13.01%
其他	16.31	11.64	12.34
yoy		-28.63%	5.99%
占比	1.75%	0.95%	0.75%

资料来源：招股书，国元证券研究所

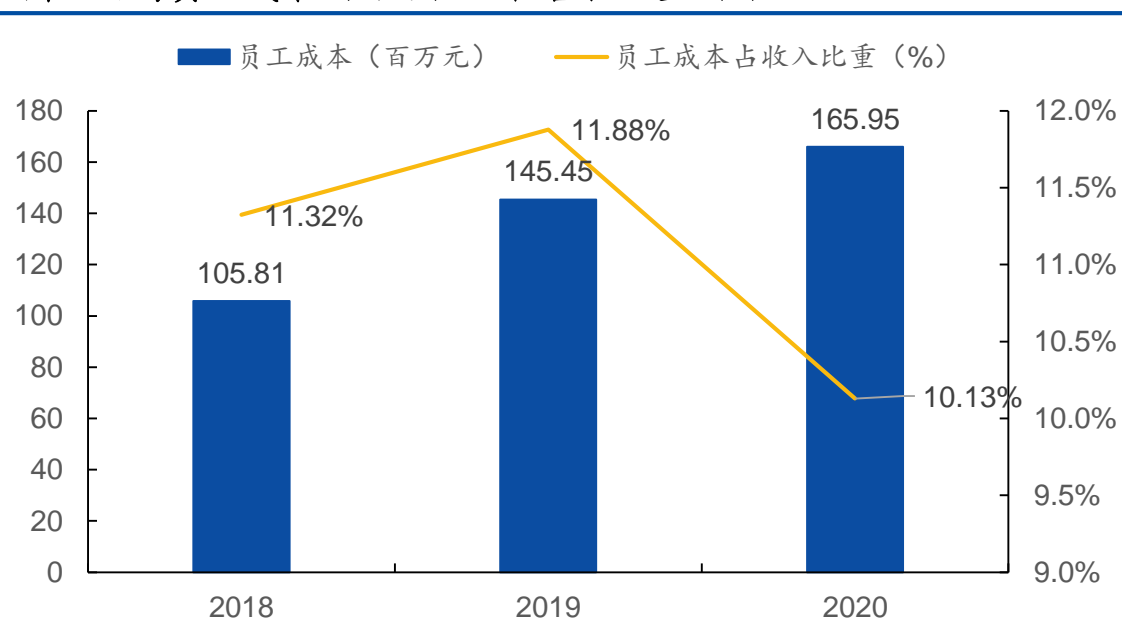
## 2.3 财务分析：营收中高速增长，盈利能力提升

- **员工成本为主要营业成本，占比接近40%。**公司营业成本主要由员工成本、摊销及折旧费用、存货及耗材成本以及经营相关开支构成，其中员工成本主要为医师及其他医护人员工资、福利及奖金，摊销及折旧费用主要包括租赁及主要用于植发服务的医疗设备摊销折旧；存货及消耗品成本主要包括护发产品及提供植发服务所用的消毒用品、试剂和药品。2018年-2020年员工成本占营业成本的45.57%、43.37%和39.83%，占比较高，主要为了提供有竞争力的薪资福利以吸引留住医学专业人才。为节省成本，公司计划利用技术替代人力，例如开发自动毛囊检测仪，提升自动化水平。从业务人员成本占收入比重来看，公司在业务人员上的投入逐渐产生规模效应，2020年其成本占收入比重为10.13%，较上年下降近1.75pct。

表：公司销售及服务成本构成（百万）

	2018	2019	2020
员工成本	105.81	145.45	165.95
占比	45.57%	43.37%	39.83%
摊销及折旧费用	75.42	114.95	141.69
占比	32.48%	34.27%	34.00%
存货及耗材成本	25.94	40.41	63.95
占比	11.17%	12.05%	15.35%
经营相关开支	14.43	17.21	21.16
占比	6.21%	5.13%	5.08%
其他开支	10.61	17.37	23.92
占比	4.57%	5.18%	5.74%
总计	232.21	335.38	416.67

图：公司员工成本（百万）及占营收比重（%）



资料来源：招股书，国元证券研究所

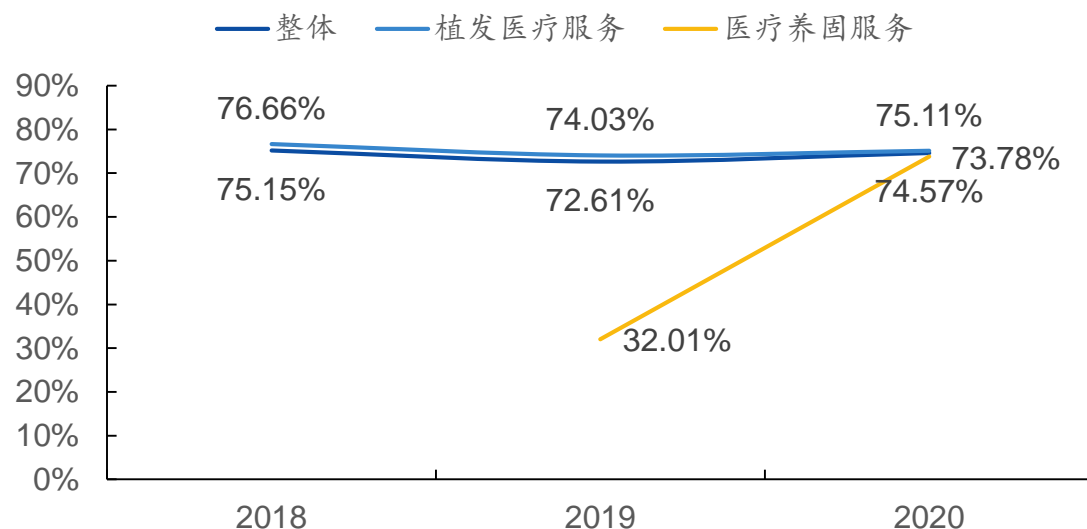
请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：招股书，国元证券研究所

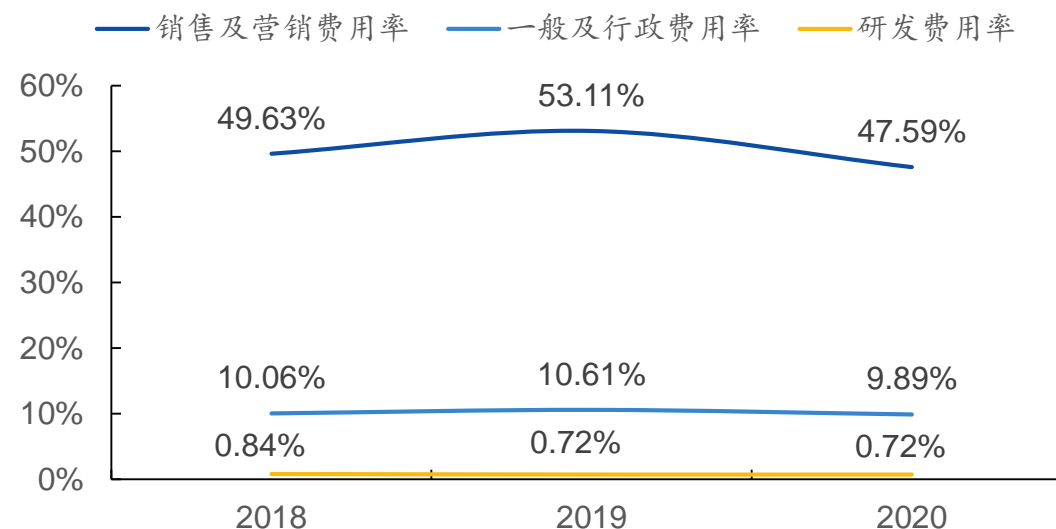
## 2.3 财务分析：营收中高速增长，盈利能力提升

- 公司整体毛利率水平在**74%**左右浮动。2018-2020年公司整体毛利率分别为75.15%、72.61%和74.57%，2019年受到新业务拓展影响，毛利率有所下滑，且公司其他业务录得毛损（图中未标示），拉低公司毛利率。分业务看，植发医疗服务业务毛利率高，2018-2020年植发业务毛利率分别为76.66%、74.03%和75.11%；2020年医疗养固服务业务运营逐渐稳定，毛利率升至73.78%。
- 费用情况，销售及营销费用率接近**50%**。2020年公司销售及营销费用率/一般及行政费用率/研发费用率分别为47.59%、9.89%和0.72%，销售及营销开支占收入比重较高，主要出于品牌建立及消费者教育需求。2018-2020年公司销售及营销费用率分别为49.63%、53.11%和47.59%，2019年费率上升，主要受到销售团队扩张以及增加品牌广告影响，2020年有所下降，主要系广告投放方式优化，营销效率提升。

图：公司毛利率及分业务毛利率（%）



图：公司三项费用率情况（%）



## 2.3 财务分析：营收中高速增长，盈利能力提升

■ 销售及营销开支中，营销及推广开支占比超过65%。公司销售及营销开支主要由营销及推广开支、员工成本、差旅开支、经营相关开支、摊销及折旧费用等构成。其中营销及推广开支为公司主要的销售开支，2018-2020年，公司营销及推广开支分别为3.28亿、4.58亿和5.08亿，占销售费用比重分别为70.76%、70.45%和65.12%。2020年公司对广告投放渠道进行优化，提升效果广告占比，带动营销效率提升。从公司前五大供应商情况看，2020年供应商A的搜索引擎相关广告占营销推广开支比重较前两年几乎减半，线上社区推广服务占比大幅提升，上升为第一大营销及推广开支，广告分销渠道得到优化调整。地铁、电梯展示广告等传统品牌户外广告仍占据一定比重。

表：公司销售及营销开支构成（百万）

	2018	2019	2020
营销及推广开支	328.09	458.14	507.67
占比	70.76%	70.45%	65.12%
员工成本	98.02	142.24	220.62
占比	21.14%	21.87%	28.30%
差旅开支	23.93	24.00	22.68
占比	5.16%	3.69%	2.91%
经营相关开支	8.13	14.99	16.17
占比	1.75%	2.30%	2.07%
摊销及折旧费用	4.21	9.09	11.07
占比	0.91%	1.40%	1.42%
其他	1.30	1.81	1.41
占比	0.28%	0.28%	0.18%
总计	463.68	650.26	779.61

资料来源：招股书，国元证券研究所

表：公司前五大供应商基本情况及采购额

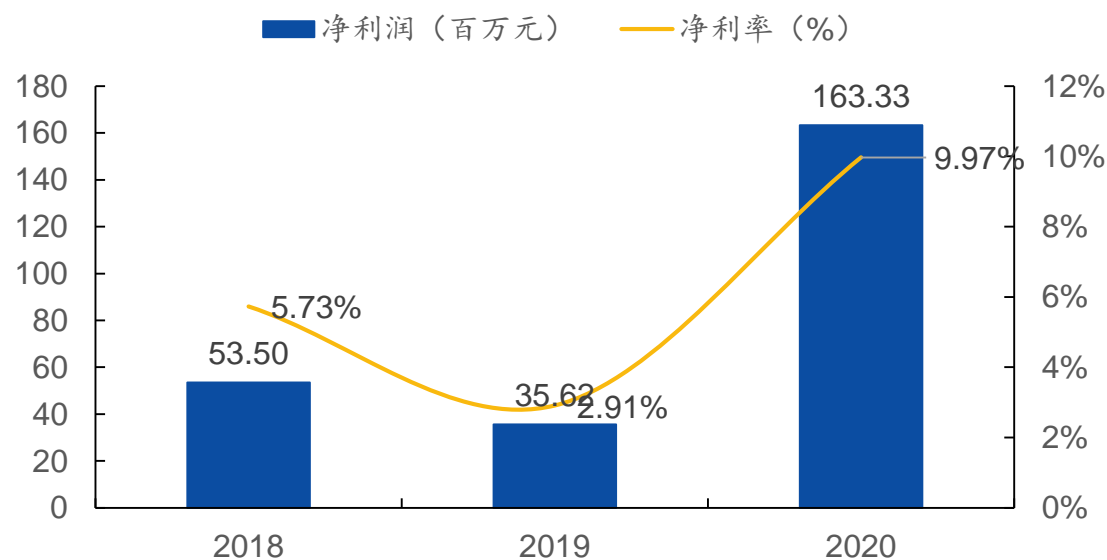
2018年			2019年			2020年		
供应商	服务	占营销及推广开支比重	供应商	服务	占营销及推广开支比重	供应商	服务	占营销及推广开支比重
供应商A	搜索引擎相关广告	36.32%	供应商A	搜索引擎相关广告	36.86%	供应商I	线上社区推广服务	22.63%
供应商B	地铁站展示广告	5.81%	供应商E	信息技术服务	8.59%	供应商A	搜索引擎相关广告	15.91%
供应商C	地铁站展示广告	5.12%	供应商F	社交网络平台推广服务	7.00%	供应商F	社交网络平台推广服务	5.71%
供应商D	劳务外包服务	3.58%	供应商G	线上社区推广服务	5.55%	供应商J	电梯展示广告	5.60%
供应商E	信息技术服务	3.20%	供应商H	电梯展示广告	3.23%	供应商K	线上社区推广服务	5.05%

资料来源：招股书，国元证券研究所（注：标灰为可能不属于营销及推广开支项）

## 2.3 财务分析：营收中高速增长，盈利能力提升

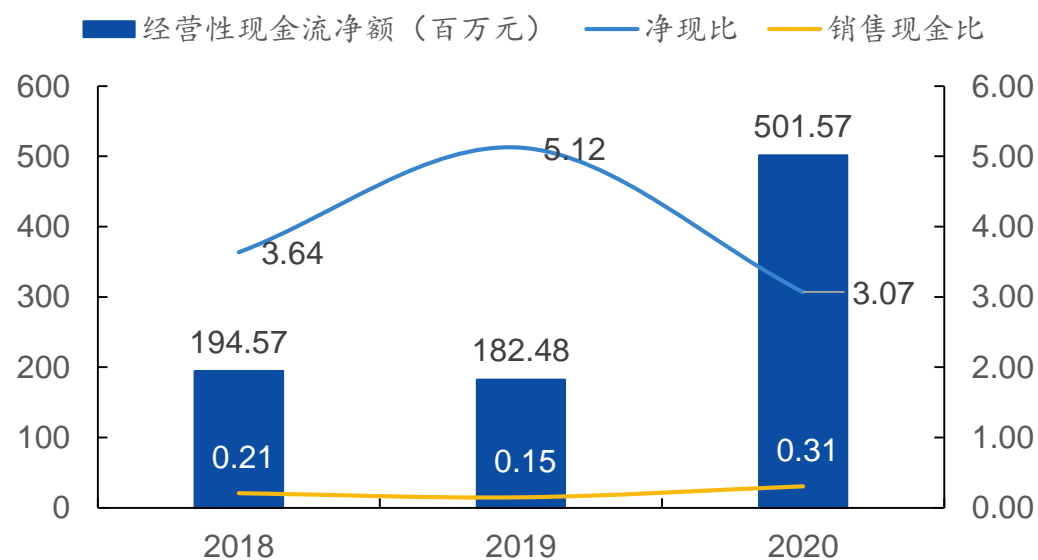
- 2020年公司实现归母净利润1.63亿元，净利率9.97%，盈利能力较上两年大幅提升。2018-2020年公司归母净利润分别为5350万、3562万和1.63亿，净利率分别为5.73%、2.91%和9.97%，2019年公司处于业务扩张期，新业务营运初期盈利能力相对较差，导致整体净利率下滑。2020年公司新业务成功起量，“店中店”模式下规模效应显现，带动公司整体盈利水平大幅提升。
- 现金流方面，2020年公司经营性现金流净额5.02亿元，公司销售-现金比率同比提升，净现比同比有所下降，整体处于较高水平。

图：公司归母净利润（百万）及净利率情况



资料来源：招股书，国元证券研究所

图：公司经营性现金流净额（百万）情况



资料来源：招股书，国元证券研究所



## (1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

## (2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)