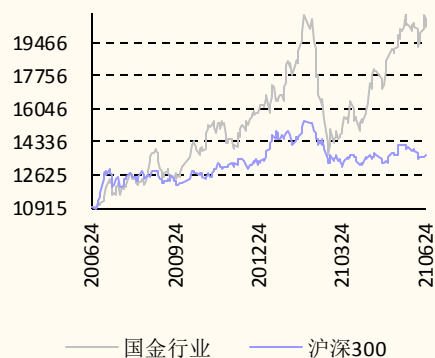


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医疗服务指数	20255
沪深300指数	5156
上证指数	3567
深证成指	14785
中小板综指	13186



相关报告

- 1.《八部委联合展开医美整治规范化加速行业出清-医美行业周报》，2021.6.15
- 2.《医美服务机构集中度有望提升-医美服务周报》，2021.5.23
- 3.《医美黄金时期，美丽经济亟待腾飞-医美行业深度》，2021.5.12

行业盘点：雍禾医疗招股说明书整理

- 6月17日，雍禾医疗向港交所递交招股书，拟香港主板IPO上市；
- 招股书显示，本次发行雍禾医疗拟将募集资金用于在中国境内网络的现有植发医疗机构进行扩充和升级；产品的进一步创新；投入研发，以前沿技术提升服务体系；在中国整合行业资源以提升品牌知名度及一般企业用途；
- 我们特整理公司招股说明书主要内容要点供广大投资者参考。

投资要素：

- **千亿毛发医疗市场，雍禾医疗是最大的服务提供商。**毛发医疗服务市场自2016年以来大幅增长。市场规模由2016年的人民币78亿元增加至2020年的人民币184亿元，复合年增长率为23.9%。预期到2025年及2030年，市场规模将分别进一步增加至人民币562亿元及人民币1381亿元。据弗若斯特沙利文资料，2020年雍禾医疗是中国最大的毛发医疗服务商，植发及医疗养固服务中分别占11%及5%的市场份额，长期的市场培育让市场与公司共同进步，未来有望伴随知名度及口碑的不断上升实现快速成长；
- **高线城市为发展起点，业务不断向下延伸。**自成立以来，公司以需求大，人口多，收入高的一线城市如广东、浙江、江苏、山东等地为切入点建立医疗机构，而后向二线及其他城市逐渐渗透。截至2021年，公司已在国内50个城市设立51家植发运营机构，其中包括4个一线城市，15个新一线城市，25个二线城市以及6个较低线城市。成功实现多城市渗透，计划在未来数年内在全国开设近一百家植发医疗机构，伴随植发养固需求提升、消费者认知度提高、居民消费水平升级，公司业务未来发展值得期待；
- **强大营销能力助力市场拓展，专业团队建立业内良好口碑。**公司拥有一套全面的营销策略，并采用线上和线下渠道相结合的办法，使用线上线下多种形式的广告来宣传产品及服务。据弗若斯特沙利文调研，88.5%的受访患者表示彼等会将公司推荐给需要植发医疗服务的朋友和家人，公司用专业的服务打动消费者，为可持续发展创造动力；
- **公司结构合理运营高效，标准、规范、专业的服务促进经营质量不断提升。**公司的内部组织由总部、区域和院部三个部分组成。公司的组织架构能够在全国院部网络执行统一标准，通过三区协同，为消费者提供更优质的医疗服务。公司收入从2018年的9.3亿元增长到2020年的16亿元，实现高速增长，18-20年CAGR 32.4%，年度利润也从2018年的5000万元上涨到2020年的1.6亿元，前景可期。

风险提示：

- 经营管理风险；新冠疫情影响业务风险；医疗事故风险；合规风险；行业竞争风险；

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002

(021) 60030224

雍禾医疗：一站式毛发医疗服务领导者

十余年深耕植发，领域发展的领导者

- 雍禾医疗于 2010 年成立，是中国最大的专门从事一站式毛发服务的医疗集团，各项指标在业内都处于领先水平，龙头地位难以撼动。雍禾植发作为集团下的知名品牌，深耕行业十余年，长期引领领域内重大发展，推动行业进步，成为国内首家通过 ISO 认证的植发医疗服务提供商。近几年，随着毛发问题的快速普及、人均可支配收入的增加、对外表自我意识提高，毛发医疗服务市场正快速扩张，潜力巨大。

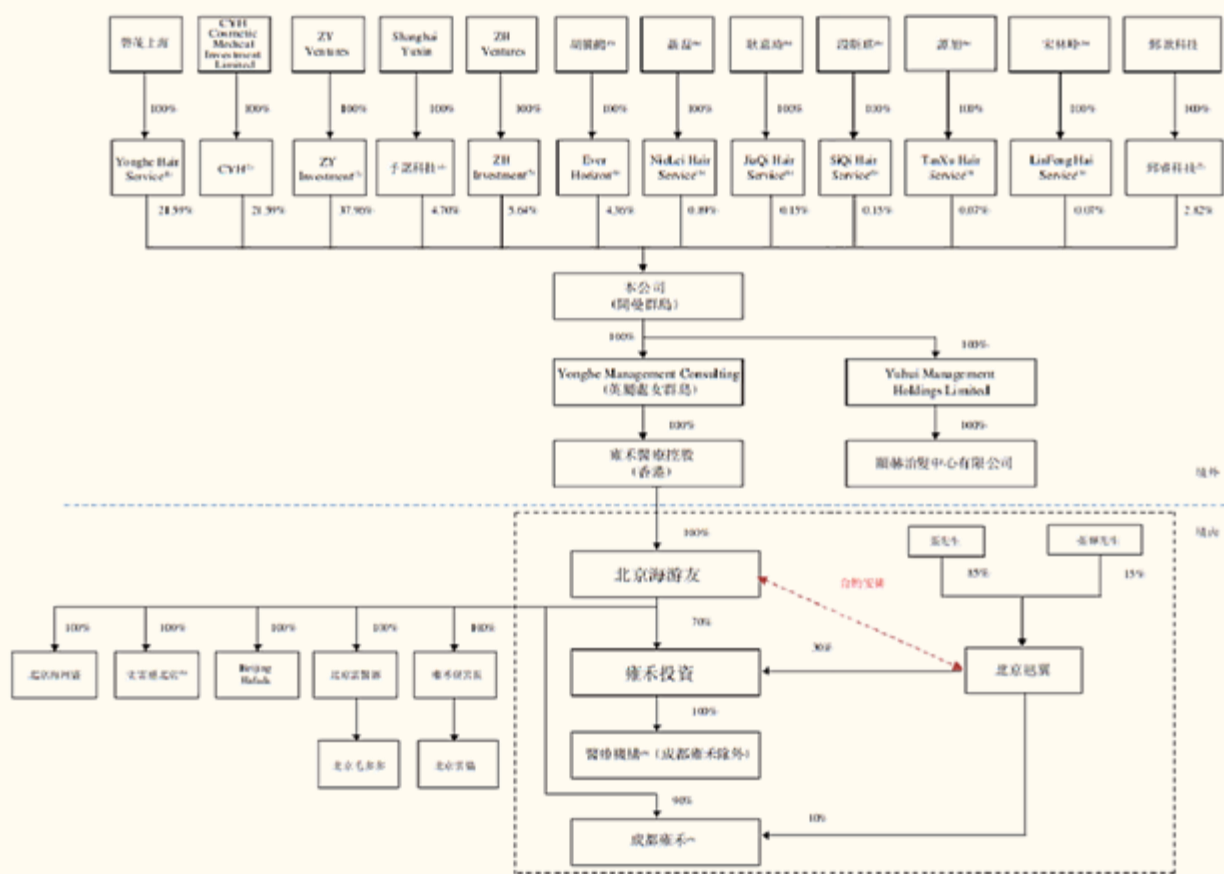
图表 1：公司发展里程碑

2005 年	张玉于北京开展植发业务
2010 年	张玉首次建立「雍禾」品牌的植发业务制定中国首个获中央电视台报道的植发行业标准，成为中国首家获 ISO 认证的植发医疗服务提供商。
2013 年	开始规划覆盖全国的业务范围，致力于拥有及自身经营所有连锁医院
2014 年	推出 5 项担保服务协议，担保患者术前及术后权利；直播完整植发过程，提高行业透明度
2017 年	CYH 及磐茂上海投资本集团并成为股东
2018 年	启动非营利计划「雍禾脱发爱计划」；于期末合计运营 37 家医疗机构
2019 年	倡导行业诚信，推出医生「三透明保证」
	与平安进行战略合作，推出业内首款植发保险；于期末合计经营 48 所医疗机构
2021 年	截至最后实际可行日期，合计运营 51 家医疗机构

来源：公司招股书，国金证券研究所

- 股权结构合理，子公司结构清晰
 - 公司三大股东为 ZY Ventures、磐茂上海、CYH Cosmetic Medical Investment Limited、持股比例分别为 37.96%、21.59%、21.59%。

图表 2：公司股权结构图



来源：公司招股书，国金证券研究所

高级管理层具备多年从业经验，团队激励到位

- 目前公司管理运营团队具有丰富的专业经验，能够把握行业技术发展趋势，规划产品开发计划，积极应对市场需求推动业务增长，保证公司持续发展。
- 员工激励到位，团队整体活力十足。为表彰雇员的贡献及激励彼等进一步促进公司的发展，邳睿科技控股有限公司于2021年1月15日在英属处女群岛注册成立为有限公司，作为购公司雇员的雇员激励平台。截至最后实际可行日期，邳睿、邳昱及邳勋的有限合伙人包括张辉先生、韩志梅女士、徐洋先生、李小龙先生及黄东红先生，即我公司的高级管理层及本集团的116名雇员。于2021年4月23日，转让人向邳睿转让300万股普通股。截至最后实际可行日期本公司已发行股本总额的2.82%

图表 3：公司管理层介绍

姓名	职务	履历摘要
张玉	首席执行官	已投身医疗养固服务行业超过16年，张先生于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。彼其后于2010年创办本集团，以「雍禾」的品牌名称开展自家的植发事业。
徐洋	运营总监	自2019年9月2日起担任运营总监兼首席执行官助理。徐先生负责本集团的日常运营及行政事宜。在管理行业拥有超10年经验
韩志梅	财务总监	于会计及公司财务方面拥有超过23年经验。自2017年3月20日起担任财务总监，负责本集团融资、会计、预算控制、内控、财务管理。
张辉	采购总监	于2020年9月17日获委任为董事并于2021年6月1日调任为执行董事。其自2011年5月起一直担任本集团采购总监。张辉先生负责本集团的整体采购管理及业务发展。张辉先生于本集团任职期间在医疗养固服务行业积累超过10年经验。
李小龙	医疗服务总监	自2020年6月28日起担任医疗服务总监。李先生负责本集团医疗质量监控及程序规范化。于医疗服务行业拥有超过10年经验。
黄东红	营销总监	自2020年5月8日起担任营销总监。黄先生负责本集团整体品牌、销售及营销管理。黄先生于销售及营

销行业拥有超过 9 年经验。

来源：公司招股书，国金证券研究所

组内结构层次明晰，助力高效协作运营

- 公司的内部组织由总部、区域和院部三个部分组成。公司的组织架构能够在全国院部网络执行统一标准。
- **总部：**公司的总部对本集团的重要方面维持有效控制，包括医疗安全、法律合规、品牌及营销策略、采购、信息技术、财务及医疗机构扩张管理。我们认为，公司营运的这些方面需要标准化管理，以确保医疗服务的质量和资源分配的效率。这些方面的标准化运作都会促进公司的规模化扩张。
- **区域：**截至最后实际可行日期，公司的院部网络包括八个区域，各区域负责直接监督其区域内的医疗机构。公司的区域经理负责其各自区域内医疗机构的质量保证、经营管理、资源分配及成本控制。同时还会监督和支持个别医疗机构，以确保该等机构严格遵循公司的统一经营标准及实现协同效益，其将激发区域内医疗资源的共享及分配。例如，公司位于同一地区的医疗机构的院长会定期赴不同城市分享彼等的专长。
- **院部：**公司院部的日常营运由院部总经理及医务院长管理。院部总经理负责检查院部的日常营运及财务表现。医务院长负责监督整体医疗服务表现及医疗质量。

图表 4：雍禾植发机构展示



来源：公司官网，公司招股书，国金证券研究所

营收及年利润稳步上升，业务贡献多来自于一线城市

- 公司收入从 2018 年的 9.3 亿元增长到 2020 年的 16 亿元，实现高速增长，18-20 年 CAGR 32.4%，年度利润也从 2018 年的 5000 万元上涨到 2020 年的 1.6 亿元，前景可期。

图表 5：公司主要财务指标

	截至12月31日止年度					
	2018年		2019年		2020年	
	人民币千元	估收入 百分比	人民币千元	估收入 百分比	人民币千元	估收入 百分比
收入	934,326	100.0	1,224,477	100.0	1,638,297	100.0
销售及服務成本	(232,207)	(24.9)	(335,379)	(27.4)	(416,667)	(25.4)
毛利	702,119	75.1	889,098	72.6	1,221,630	74.6
销售及營銷開支	(463,681)	(49.6)	(650,262)	(53.1)	(779,611)	(47.6)
一般及行政開支	(93,952)	(10.1)	(129,962)	(10.6)	(162,022)	(9.9)
研發開支	(7,807)	(0.8)	(8,869)	(0.7)	(11,815)	(0.7)
金融資產減值虧損						
淨額	(1,633)	(0.2)	(34)	-	(487)	-
其他收入	933	0.1	1,443	0.1	6,304	0.4
其他開支及虧損-淨額	(7,021)	(0.8)	(3,373)	(0.3)	(7,738)	(0.5)
經營利潤	128,958	13.8	98,041	8.0	266,261	16.3
融資成本-淨額	(17,669)	(1.9)	(26,518)	(2.2)	(35,347)	(2.2)
除所得稅前利潤	111,289	11.9	71,523	5.8	230,914	14.1
所得稅開支	(57,789)	(6.2)	(35,899)	(2.9)	(67,582)	(4.1)
年度利潤	53,500	5.7	35,624	2.9	163,332	10.0
其他全面收入	-	-	-	-	-	-
年度全面收入總額	53,500	5.7	35,624	2.9	163,332	10.0
年度利潤及全面收入						
總額歸屬於：						
本公司擁有人	53,500	5.7	35,624	2.9	163,332	10.0

来源：公司招股书，国金证券研究所

- 公司前五大机构收入占 31%，有减少趋势，公司业务逐渐从高线城市向外渗透。

图表 6：公司前五大机构收入贡献

	2018年		2019年		2020年	
	人民币千元	占总额百分比	人民币千元	占总额百分比	人民币千元	占总额百分比
北京雍禾	142,301.6	15.2%	145,731.2	11.9%	140,316.1	8.6%
广州雍禾	73,697.4	7.9%	100,338.4	8.2%	105,787.2	6.5%
深圳雍禾	59,969.0	6.4%	89,090.3	7.3%	104,184.1	6.4%
成都雍禾	46,782.4	5.0%	53,584.2	4.4%	80,212.0	4.9%

上海雍禾	53,410.2	5.7%	61,715.2	5.0%	77,494.3	4.7%
总收入	934,326.0	40.3%	1,224,477.0	36.8%	1,638,297.0	31.0%

来源：公司招股书，国金证券研究所

- **公司针对医疗服务的两大细分领域：植发及医疗养固。**提供从就诊检测、诊断和治疗规划到治疗和治疗后服务的全套流程方案，追求一站式服务。是公司的主要收入来源。毛发相关问题很复杂，需要专业诊断及不同的治疗方案，综合毛发管理医疗机构可满足消费者多样化需求，包括所有毛发相关问题，而不仅仅是脱发。

图表 7：公司分为植发、养固两大业务板块

	截至12月31日止年度					
	2018年		2019年		2020年	
	人民币千元	%	人民币千元	%	人民币千元	%
植发医疗服务	918,014	98.3	1,197,775	97.8	1,412,744	86.2
医疗养固服务	-	-	15,060	1.2	213,214	13.0
其他 ⁽¹⁾	16,312	1.7	11,642	1.0	12,339	0.8
总计	934,326	100.0	1,224,477	100.0	1,638,297	100.0

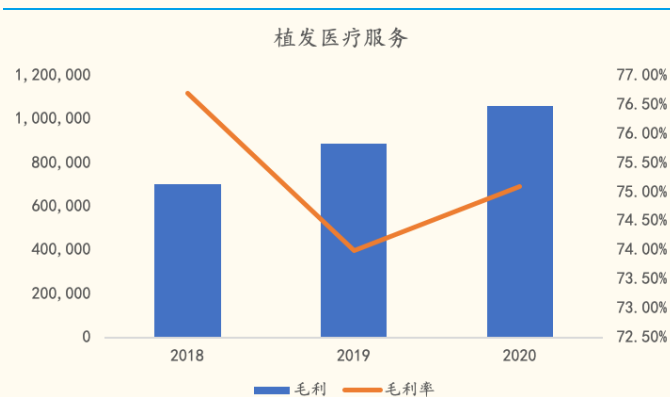
附註：

(1) 其他主要包括我們於2017年12月收購的史雲遜健髮中心產生的收入。該等史雲遜健髮中心並非醫療機構，主要從事提供並不使用醫藥或醫療器械的常規毛髮修復產品及服務。

来源：公司招股书，国金证券研究所

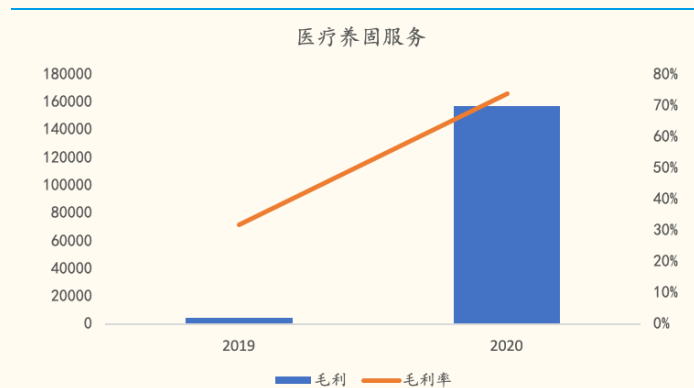
- 两大业务的毛利率于2018年、2019年及2020年，分别为人民币702.1百万元、人民币889.1百万元及人民币1,221.6百万元。于2018年、2019年及2020年，毛利率分别为75.2%、72.6%及74.6%。
- 受益于公司植发医疗服务及医疗养固服务的内生协同效应，于往绩记录期间，公司的患者群快速增长。接受公司治疗的患者总数从2018年的35,177人增加41.7%至2019年的49,851人，并进一步增长82.7%至2020年的91,069人。

图表 8：植发服务毛利及毛利率



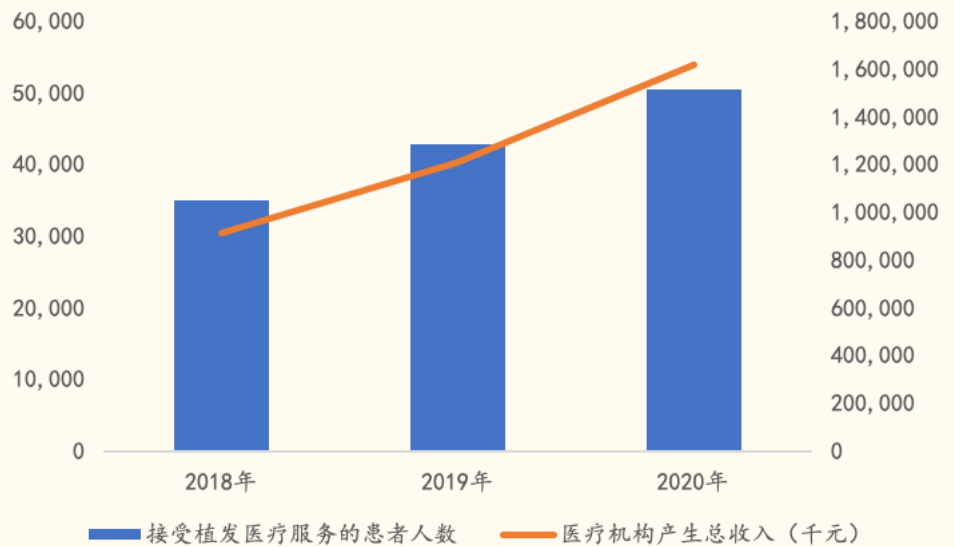
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 9：医疗养固服务毛利及毛利率



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 10：植发人数及医疗机构收入情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

线上线下高效营销布局，注重服务收获优质口碑

- 公司认为有效的营销渠道是公司的满意而归的客户对公司的自发口碑推荐。根据弗若斯特沙利文对逾 1,100 名已接受服务的患者进行的调查，29.7% 的受访患者首先通过彼等朋友或家人的推荐而知悉公司，且 88.5% 的受访患者表示彼等会将公司推荐给需要植发医疗服务的朋友和家人。与此同时，公司认识到长期投资于品牌建设和消费者教育的重要性因此，与消费医疗服务行业(尤其是毛发医疗行业)的其他参与者一致，公司在促进客户对品牌和服务的认知度方面进行大量投资，并预计在不久将来会继续如此行事。
- 公司已设计一套全面的营销策略，并采用线上和线下渠道相结合的办法，使用多种形式的广告来宣传产品及服务。
 - **品牌广告。**公司与腾讯和字节跳动等中国大型线上渠道合作，投放展示广告，以接触广泛的潜在客户群及提高品牌知名度。对于具有大量人口及对植发及医疗毛发服务有巨大需求的重点城市，公司亦在地铁站、大型写字楼、购物综合体及电影院等客流量大的线下站点投放展示广告。公司亦通过赞助流行体育游戏和众多电视节目的直播来寻求迎接社交营销的最新趋势。
 - **以绩效为基础的广告。**公司与中国许多领先的线上渠道进行合作，投放不同类型的以绩效为基础的广告。例如，公司与百度合作，展开以搜索引擎为基础的推广。公司亦与微博、哔哩哔哩及抖音等大型社交网站及线上社区合作，旨在设计更具针对性及更明确的营销策略，从而有效地接触和吸引来自该等网站的潜在客户。
 - **线下客户教育。**此外，公司的专业医务人员以及销售和营销人员会不时访问区域内的大型企业(例如字节跳动及爱奇艺等大型互联网公司，以及金融行业的大型企业)，会举办研讨会，分享毛发养护相关知识，介绍公司服务的裨益，同时回答该等大型企业的雇员的问题。
 - 此外，公司通过发起「雍禾脱发爱计划」公益项目积极承担社会责任，为烧伤、烫伤及其他事故导致脱发的患者免费进行植发医疗服务，力求帮助他们改善外表及重拾信心。此外，于 2020 年，在武汉爆发新冠肺炎疫情期间，公司快速响应局势并向武汉市慈善总会捐赠资金和其他资源，再次为本行业树立了榜样。尽管等举措不属于营销活动，但公司认为该等举措进一步提高了品牌声誉及知名度。

图表 11：客户服务质量逐渐优化

客户负面反馈的性质	截至12月31日止年度		
	2018年	2019年	2020年
有关治疗效果的投诉 ⁽¹⁾	0.05%	0.03%	0.03%
有关服务的投诉 ⁽²⁾	0.10%	0.04%	0.04%
其他负面反馈的投诉率 ⁽³⁾	0.03%	0.02%	0.02%
退款率 ⁽⁴⁾	0.33%	0.34%	0.38%

附註：

(1) 按投诉治疗未达到预期的客户人数除以客户总数计算。

(2) 按投诉对疗程服务不满意的客户人数除以客户总数计算。

(3) 按有其他负面反馈的客户人数除以客户总数计算。

(4) 按植发手术退款金额除以植发手术收入计算。

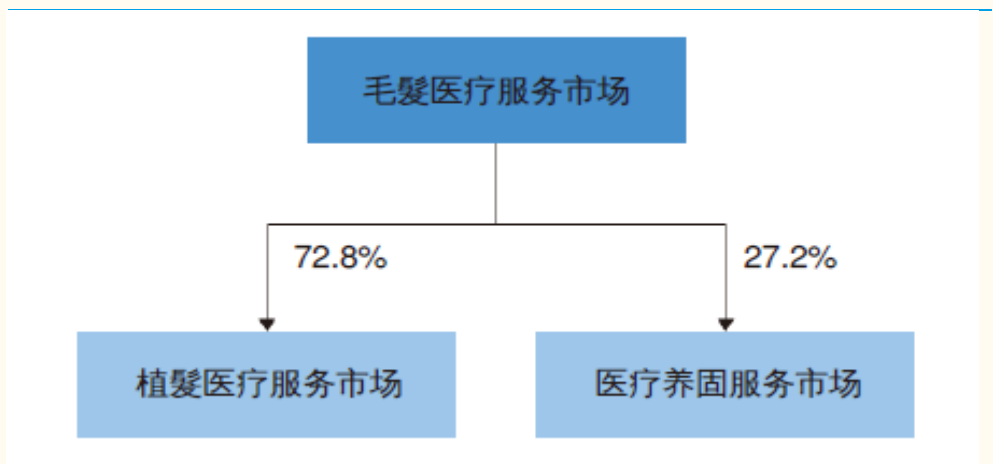
来源：公司招股书，国金证券研究所

毛发医疗服务市场空间广阔，增长快速

植发医疗服务市场占据大部分市场，民营连锁机构具备较强优势

- 2016年以来，中国毛发医疗服务市场大幅增长，市场规模由2016年的78亿元增加至2020年的184亿元，复合年增长率为23.9%，预期2025及2030年，市场规模将分别进一步增加至562亿元和1381亿元。
- 毛发医疗服务市场根据是否进行手术可分为植发医疗服务市场及医疗养固服务市场，2020年植发医疗服务市场及医疗养固服务市场分别占中国毛发医疗服务市场的72.8%和27.2%。

图表 12：毛发医疗服务市场的分类



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

- 植发市场渗透率较低，提升空间广阔。脱发是毛发相关的主要问题，市场相关治疗需求较高，2020年中国植发医疗服务的市场规模为人民币134亿元。国家卫健委调查显示，中国脱发人口超过2.5亿人，其中男性约1.64亿人，女性约8860万人。目前接受植发医疗服务的人数相对较少，市场需求尚未得到满足。2020年中国植发手术仅约为51.6万例，渗透率为0.21%。随著患者教育提升，未来市场增长潜力巨大。预计到2025年，中

国植发医疗服务的市场规模将达到人民币 378 亿元，复合年增长率将为 23.0%。到 2030 年，市场规模将进一步增长至人民币 756 亿元，自 2025 年起的复合年增长率将为 14.9%。

图表 13: 2016-2030 年中国植发市场规模



来源：专家访谈，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

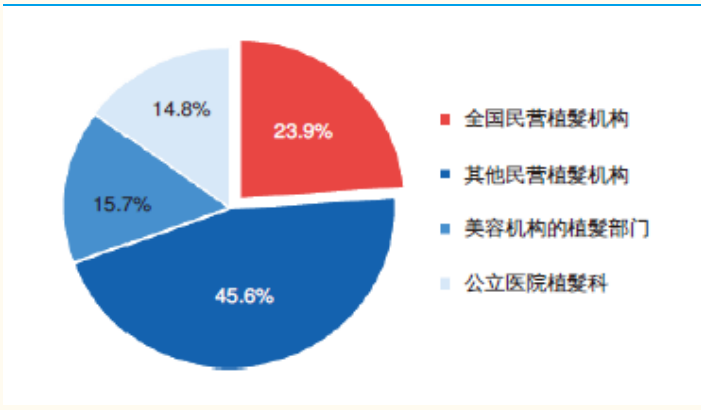
图表 14: 中国植发市场的增长驱动力及未来趋势

增长驱动力	未来趋势
①人均可支配收入上升，植发医疗服务可负担性提高	①消费群体快速增长，消费者基础持续扩大
②植发问题的普遍性，存在大量未满足需求	②消费者教育及品牌知名度提升，客户黏性提升
③消费者教育投入持续加大	③向低线城市渗透，连锁植发机构逐步侵袭甚至占领单体植发机构市场
④植发技术发展：从FUE到微针植发技术，技术创新使头皮创伤小、恢复快、疗效好、术后毛发生长密度高及生长方向自然	④植发的透明及标准化服务，市场成熟度和规范度进一步提升
⑤多点执业医疗专业人员增加，市场专业化及可及化加速	⑤市场进一步细分，个性化植发发展将成为新趋势
	⑥一站式综合毛发管理服务，满足毛发治疗所有需求

来源：公司招股书，国金证券研究所

- **民营连锁植发医疗机构更有能力满足需求，优势明显。** 中国提供植发医疗服务的医疗机构非常广泛，包括公立医院(植发科)及民营医疗机构(包括连锁植发机构、单体植发机构及美容机构的植发部门)。中国公立医院很少进行植发，导致中国患者对植发的庞大而快速增长的需求并无得到满足。相比之下，民营医疗机构凭借其丰富的植发手术经验，更有能力满足该等未满足的医疗需求，因而拥有巨大的增长潜力。此外，与单体植发机构相比，植发连锁机构更能够为其植发医疗服务提供质量保证，因此将受到潜在患者的青睐。
- **植发医疗的进入壁垒主要包括：技术精湛的医师、医疗牌照、连锁医疗服务能力、品牌声誉以及全面的诊断及治疗能力。** 植发作为微创手术，需要通过微小的切口进行，较传统手术需要更高的精准度，对专业医师资格要求较高。中国植发医疗市场受到严格监管，所有植发医疗服务机构需要具备有效的医疗执照。植发治疗是一次性服务，客户非常重视安全性及疗效，连锁医疗机构可提供一致的高标准医疗质量服务及运营能力。患者倾向于选择声誉良好的植发医疗服务机构，新入行者难以在短时间内树立良好的品牌声誉及稳定的患者流量，也难以在短时间内获得全面的毛发管理服务能力。

图表 15: 2020 年中国植发服务市场竞争格局



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 16: 植发市场的进入壁垒



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- **公司植发医疗服务行业地位领先。**2018-2020 年公司的市场份额为 9%、10%及 11%。按 2020 年植发医疗服务产生的收入、接受植发医疗服务的患者人数、提供植发医疗服务的网内医疗机构数目以及医师人数计, 公司在所有医疗机构中排名第一。

图表 17: 2020 年公司植发市场份额

于2020年按植发医疗服务所产生的收入计算的 中国植发市场顶级市场参与者		
排名	医疗机构	植发医疗服务所 产生的收入 (人民币百万元)
1	本集团	1,413
2	集团A	710
3	集团B	600
4	集团C	485

于2020年按接受植发医疗服务的患者人数计算的 中国植发市场顶级市场参与者		
排名	医疗机构	接受植发医疗 服务的患者人数 (千例)
1	本集团	51
2	集团B	37
3	集团A	30
4	集团C	25

来源: 专家访谈, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 18: 2020 年公司植发市场份额

于2020年按网内医疗机构数目计算的 中国植发市场顶级市场参与者			
排名	医疗机构	网内 医疗机构数目	
1	本集团	48	
2	集团C	32	
3	集团B	30	
4	集团A	29	

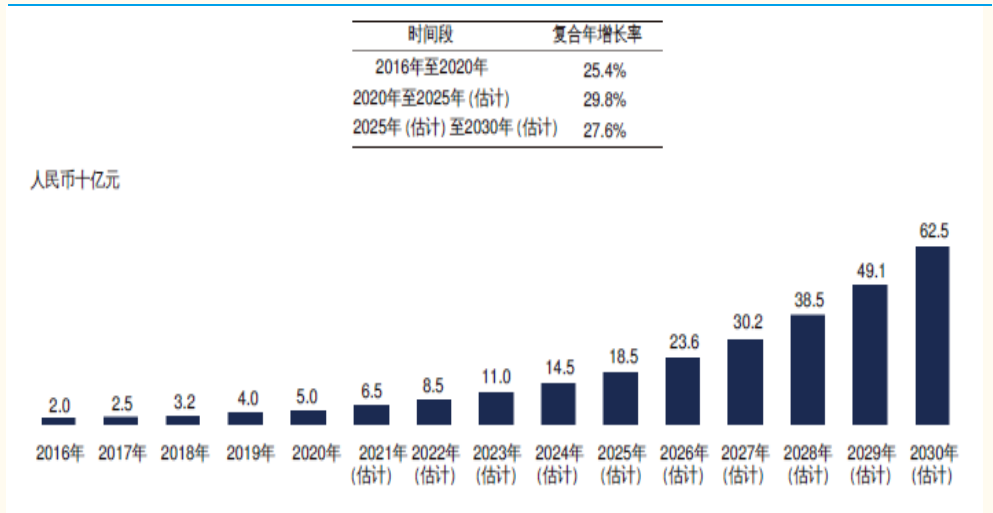
于2020年按注册医生人数计算的 中国植发市场顶级市场参与者			
排名	医疗机构	注册医生人数	
1	本集团	189	
2	集团B	70	
3	集团A	60	
4	集团C	55	

来源: OWID, 国金证券研究所

医疗养固服务市场增长迅速, 需求不断增加

- 医疗养固服务一般指由持牌医疗机构提供的非手术治疗, 以解决各种头皮及毛发问题, 如脱发, 发质细软, 头皮搔痒及头皮出油等。医疗养固市场具有高复购率及客户黏性、巨大的潜在患者群体、植发医疗服务市场的重要补充三大特点。2020 年医疗养固服务整体市场规模为 50 亿元, 2016-2020 年复合年增长率为 25.4%。预期中国医疗养固服务的市场规模将于 2020-2025 年以 29.8%的复合年增长率增长, 到 2030 年将达到 625 亿元。

图表 19: 2016-2030 年中国医疗养固市场规模



来源: 专家访谈, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 20: 中国医疗养固服务市场的特点、增长驱动力及未来趋势

市场特点	增长驱动力	未来趋势
①高复购率及客户黏性	①非手术且更容易负担	①市场份额不断增加
②巨大的潜在患者群体	②与非医疗毛发修复解决方案相比治疗更具效率	②多学科治疗的重要性日益凸显
③对植发医疗服务市场的重要补充	③需求不断增长	③民营医疗机构的崛起
		④一站式综合毛发管理机构正寻求提供全周期护理

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 医疗养固服务市场较为分散, 公司收入与医疗机构服务数目排名第一。中国提供医疗养固服务的医疗机构种类繁多, 既有公立医疗机构, 也有民营医疗机构。按 2020 年医疗养固服务产生的收入及提供医疗养固服务的网内医疗机构数目计, 公司在所有医疗机构中排名第一, 市场份额约为 5%。

图表 21：2020 年公司医疗养固服务市场份额

于2020年按医疗养固服务所产生的收入计算的 中国医疗养固市场顶级市场参与者		
排名	医疗机构	医疗养固服务 所产生的收入 (人民币百万元)
1	本集团	213
2	集团B	180
3	集团A	150
4	集团C	85

于2020年按网内医疗机构数目计算的 中国医疗养固市场顶级市场参与者		
排名	医疗机构	网内医疗 机构数目
1	本集团	48
2	集团C	32
3	集团B	30
4	集团A	29

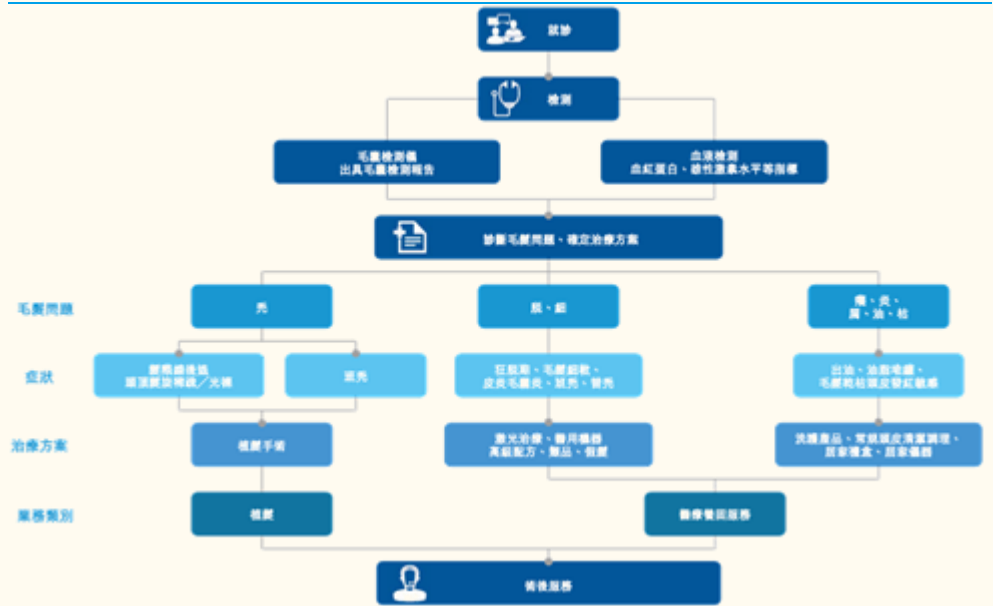
来源：专家访谈，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

医院覆盖全国，可提供满足患者需求的成熟毛发服务龙头

头一站式服务，全方位满足患者需求

- 公司为造访医疗机构的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。
 - **就诊与检测：**患者首次就诊并完成登记后，会使用公司自主研发的毛囊检测仪为患者进行专业检测，以检测患者的头皮状态及毛发状况。为得到更全面可靠、准确的诊断资料，了解可能导致患者脱发的原因，公司还会对男性患者进行雄激素性秃发风险检测和女性患者进行肾上腺分泌雄激素以及血清铁蛋白水平的脱发激素检测。
 - **诊断和治疗规划：**公司医生会对患者的检测报告形成专业意见，向患者详细解释可能导致脱发的原因，以及分析患者的头皮状况、毛发状况和脱发严重程度，再结合患者自身需求，继而决定患者适合采用的治疗方法。对于早期毛发问题患者，建议医疗养固治疗，对于头发稀疏或光裸的毛囊闭合的患者，建议采用植发手术治疗。
 - **术后服务：**公司会有专业的术后服务团队为患者提供术后咨询和关怀服务。例如：术后7天内，拆纱布、洗头、清理血痂；8天至3个月，复查、光动力及术后修复护理；4个月至12个月：复查、检测恢复情况等。除到院复查外，还为患者开通了远程复查服务，患者可以足不出户完成术后复查、术后恢复、术后用药等相关指导。

图表 22：公司服务流程介绍



来源：公司招股书，国金证券研究所

打造医疗机构网络，由核心城市逐渐向外延伸

- 自成立以来，公司以需求大，人口多，收入高的一线城市如广东、浙江、江苏、山东等地为切入点建立医疗机构，而后向二线及其他城市逐渐渗透。截至 2021 年，公司已在国内 50 个城市设立 51 家植发运营机构，其中包括 4 个一线城市，15 个新一线城市，25 个二线城市以及 6 个较低线城市。

图表 23：公司全国覆盖网络



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 24: 公司医疗机构数量

	2018 年	2019 年	2020 年	截至招股书编写日期
期初运营中医疗机构	22	30	37	48
期内开设新建医疗机	8	7	11	3
期末运营中医疗机构	30	37	48	51

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 25: 公司医疗机构产生收入

	2018 年	2019 年	2020 年
成熟院部	555,038	831,989	1,196,970
发展期院部	300,766	338,917	328,511
新建院部	62,210	41,929	100,477
总计	918,014	1,212,835	1,625,958

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- **低线城市渗透扩大覆盖范围。**公司将继续遵循及改进标准手术程序, 增加公司于已设立运营据点的城市的渗透率, 同时进一步扩充至中国的低线城市。公司力争在未来数年内在全国开设近一百家植发医疗机构。
- 下表载列于往绩记录期间公司同店销售以及按发展阶段划分的公司医疗机构的同比同店销售增幅的详情, 这是管理层在评估公司医疗机构网络表现时追踪的两个重要指标。同店定义为于 2018 年及 2019 年各年或 2019 年及 2020 年各年(视情况而定) 均开业至少 300 天的医疗机构。医疗机构于 2018 年为新建院部但于 2019 年为发展期院部, 其就下表而言将被视作发展期院部; 同样地, 医疗机构于 2018 年为发展期院部但于 2019 年为成熟院部, 其就下表而言将被视作成熟院部。公司于往绩记录期间经历大幅的同店增长。特别是, 就成熟院部而言, 公司于往绩记录期间仍保持逾 18% 的同店销售增长率。

图表 26: 公司门店情况介绍

	截至 12 月 31 日止年度			
	2018 年	2019 年	2019 年	2020 年
同店数量				
成熟院部		16		22
发展期院部		6		8
新建院部		0		0
总计		22		30
同店销售				
(以人民币千元计)				
成熟院部	701,423	831,989	1,013,635	1,196,970
发展期院部	154,381	181,646	157,271	208,654
总计	855,804	1,013,635	1,170,906	1,405,624
同店销售增幅				
成熟院部		18.61%		18.09%
发展期院部		17.66%		32.67%
总计		18.44%		20.05%

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 27: 公司医疗机构在建及规划

位置	目前状况	估计建筑面积 (平方米)	预计开业年份
福建省	正在装修	2,000	2021 年
广东省	正在装修	2,089	2021 年
江苏省	正在装修	2,420	2021 年
海南省	正在装修	1,739	2021 年
山东省	规划中	2,000	2021 年
广东省	规划中	2,000	2022 年
广西省	规划中	2,000	2022 年
贵州省	规划中	2,000	2022 年
内蒙古自治区	规划中	2,000	2022 年
河北省	规划中	2,000	2022 年
河南省	规划中	2,000	2022 年
山东省	规划中	2,000	2022 年
浙江省	规划中	2,000	2022 年

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

专业团队造就高起点

- 在公司的医疗机构执业的医生及其他医疗专业人员的资格及专业知识对公司医疗机构所提供服务的的专业性及竞争力至关重要。公司的专业团队为医疗毛发服务的核心, 所以在选择经验丰富的医疗专业人员方面维持高标准, 并提供具有竞争力的薪酬待遇。
- 公司医疗机构的专业团队包括医生、护士及其他医疗专业人员。根据弗若斯特沙利文的资料, 截至 2020 年 12 月 31 日及最后实际可行日期, 公司

分别拥有一支由 189 名及 229 名注册医生组成的大型团队，超过第二及第三大市场参与者的总和。

图表 28：公司专业团队逐渐扩增

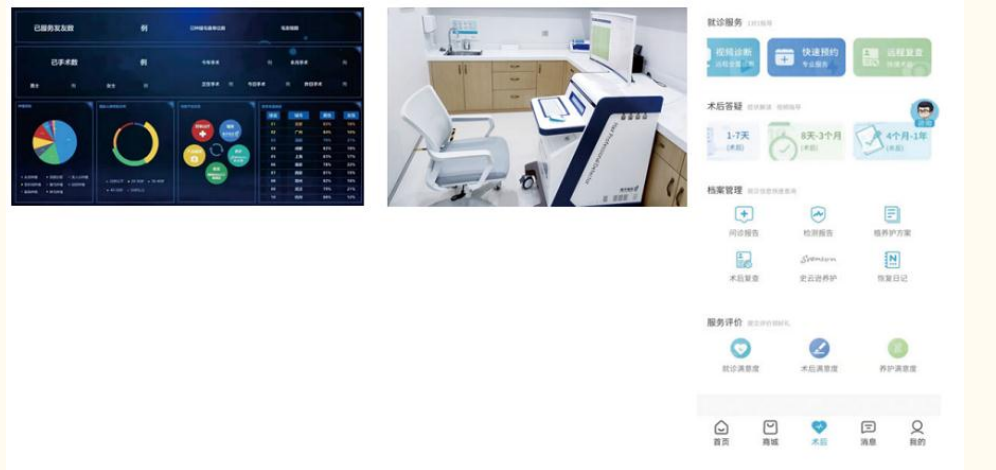
	截至 2020 年 12 月 31 日	截至最後 實際可行日期
專業團隊		
醫生	189	229
護士	901	930
其他醫療專業人員 ⁽¹⁾	44	54
總計	1,134	1,213

来源：公司招股书，国金证券研究所

科技技术保持前沿水平，赋能智能化管理及服务

- 公司已建立了先进的业务管理系统，可追踪、记录及展示公司全国医疗机构的运营资料。根据弗若斯特沙利文的资料，公司是中国首家及截至最后实际可行日期唯一一家实现实时展示及分析各种关键营运指标的植发连锁医疗机构，例如患者人数、植发手术量、毛囊移植量等资讯的连锁医疗机构。一方面通过即时展示资料，提高了公司医疗服务的透明度，进而提升了患者的治疗体验；另一方面通过分析所收集的资料，亦能更快、更精准地发现并满足患者需求，有效地管理客户概况及开发模型以预测患者的需求、进行预后分析，为诊疗过程提供意见，以及实现精准的广告投放。
- 与此同时，公司开发并推出一套智能咨询服务软件，涵盖图文咨询、电话咨询以及视频咨询等服务。该软件有助公司对患者进行线上初筛和分诊，亦可即时上传医疗就诊记录，方便公司对患者进行术前和术后管理，并为患者提供便捷的专业线上咨询及术后服务。服务软件能够因应不同类型和不同治疗需求的患者自动提供定制服务，例如在术前不同阶段向患者提供自动关怀服务，以及在术后不同阶段预测和满足患者的需求。公司利用人工智能客服演算法，可对患者的线上咨询提供自动化、智能化的即时回复。此外，公司还积极推出智能化设备，如毛囊检测仪等，降低公司的劳动成本，公司的毛囊检测仪采用智能图像识别、大数据演算法等先进技术，可为患者提供精准的医学检测报告，内容包括头皮状况分析、皮脂检测分析、毛囊健康分析、头发密度分析、头发直径分析、医生诊断结果和建议等，大大提升了患者就诊体验度和服务专业化程度。
- 另外，公司积极推动线上医疗服务，已建立了一支专责的医生团队组成的线上医疗团队。公司的线上医疗服务系统可以实现患者病历等医疗文书的即时上传，为患者提供便捷、专业的线上咨询和术后复查服务。公司还利用互联网平台提供线上医疗服务，例如在微信开发毛发管理小程序，以方便患者获得植发手术介绍、医生的资格、价格资料、近期优惠政策等资讯。截至最后实际可行日期，微信服务平台-毛发管家拥有超过 733,000 名注册用户。
- 公司的科技导向运营使公司获得了有别于其他毛发医疗服务提供商的独特优势，使得公司能够不断改善患者体验，吸引更多的患者，加强患者忠诚度，以此进一步促进品牌的发展，巩固公司市场领导地位。

图表 29：公司智能化服务举例



来源：公司招股书，国金证券研究所

风险提示

- 后续招股书内容可能发生变化，我们仅根据公司 6 月 17 日披露《Yonghe Medical Group Co., Ltd. 申请版本（第一次呈交）全文档案》进行总结；
- **经营管理风险。**公司的过往业务增长、收入及盈利能力未必反映未来表现，公司的成功部分取决于公诉执行业务策略的能力，包括能否：成功改善现有服务及产品、推出新服务及产品以及提升在毛发医疗行业的市场份额；开发迎合市场需求及偏好的功能及特性；在更大的经营规模内维持有效的运营、财务及管理控制；以及应对影响公司业务增长的不断变化的行业标准及政府法规。
- **新冠疫情影响业务风险。**公司营运及业务计划已经及可能继续受到新冠肺炎疫情的不利影响
- **合规风险。**缺乏任何适用于公司业务的必要批文、牌照、许可证、登记或备案，均可能会对公司的业务、财务状况及经营业绩产生重大不利影响。
- **医疗事故风险。**公司面临因营运产生的医疗事故、失职、医疗过失、不当行为索赔的固有风险，而解决该等事故可能产生巨额成本并对公司声誉及业务造成重大不利影响。
- **行业竞争风险。**由于公司经营所在行业竞争激烈，公司可能无法维持收入及盈利能力。
- **经济环境风险。**由于多种因素(包括整体经济状况疲弱)，对公司毛发医疗服务的需求可能不会如公司预期般迅速增加，从而对公司业务、经营业绩及财务状况造成重大不利影响。

公司投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402