

雍禾医疗 (02279.HK)

拟回购股份用于员工激励，彰显中长期发展信心

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 医疗美容

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
联系人: 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码: S0980517070001

事项:

公司公告称，拟回购股份用于员工激励计划，计划有限期为 10 年，回购股份合计不超过公司已发行股本的 10%，其中每年不超过已发行股本的 2%。

国信零售观点: 受疫情等外部因素影响，公司短期上半年经营或有所承压，但公司秉承中长期发展理念，持续推进日常经营与发展战略：包括推动植发技术优化，发展医疗养固门店以打造植发+医疗养固的一站式服务等；并且强化技术升级，与中山大学合作研究的毛囊再生学术成果亮相国际权威学术期刊等。而此次股份回购用于员工激励计划的推出也有助于增强公司核心团队稳定性、激发员工活力，共同着眼于公司业绩提升与长期稳定发展。

总体来看，公司作为毛发医疗服务龙头企业，下半年有望在疫情有效防控下，受益于线下客流修复带来复苏增长；中长期有望在自身加速扩张下分享毛发医疗消费红利，且养发业务有望打开中长期第二增长曲线，同时公司商业模式较普通医美服务机构更具标准化及可复制扩张性，带来较强成长稳定性。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 1.86 亿元/2.63 亿元/3.62 亿元，对应 PE 分别为 22.3/15.7/11.4 倍，维持“买入”评级。

评论:

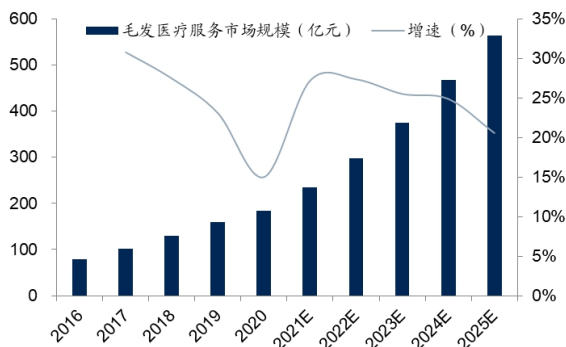
◆ 拟回购股份用于员工激励，彰显中长期发展信心

按照公司公告，此次回购激励计划有效期为 10 年，在香港联交所或场外市场回购与股权激励相关的股份，总计不超过公司已发行股本的 10%，其中每年不超过已发行股本的 2%，任何 12 个月内授予个别员工的股份数目不超过已发行股本的 1%。从奖励归属条件看，视持续服务、相关承受人履行归属条件及协议规定的其他条件的情况而定，共分三个阶段归属：首个 30%于授出日期起计满一周年归属；第二个 30%于授出日期起计满两周年归属；最后 40%于授出日期起计满三周年归属。

总体上，我们认为此次激励计划的出台，体现了公司中长期发展信心，有助于增强公司核心团队稳定性、激发员工活力，体现了对于医疗服务人才的重视。雍禾医疗的专业医疗团队人数与注册医生人数皆处于行业领先水平，截至 2021 年底，拥有 1221 人组成的专业医疗团队，其中包括 259 名注册医生及 893 名护士。此外设定了完善的医生分级与晋升体系，推出了《雍禾医疗医生分级诊疗体系白皮书》，从 24 个维度对医生进行考核。随着员工激励机制的完善，未来，公司的服务品质与人均效能有望进一步提升，持续巩固公司的竞争优势。

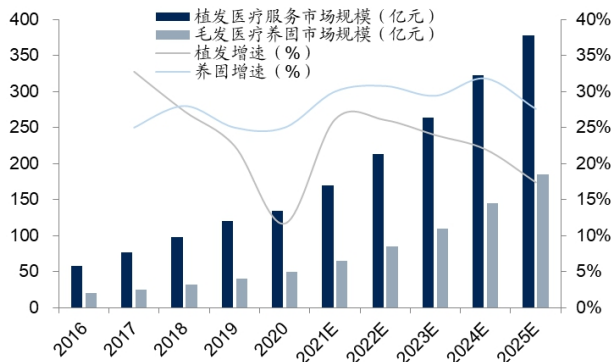
从行业角度看，毛发医疗服务是一门长期具备成长性的生意，虽短期的疫情或对线下终端毛发消费需求释放造成了一定的抑制，但毛发医疗的消费者心智仍在不断得到培养，低渗透率下中长期成长空间广阔，据 Frost & Sullivan 统计数据，中国 2020 年毛发医疗服务市场规模达到 184 亿元，2016-2020 年复合增速 23.93%，并预计以 25.07%的年复合增速至 2025 年的 562 亿元。

图1：中国毛发医疗服务行业市场规模（亿元、%）



资料来源：Frost & Sullivan、雍禾、国信证券经济研究所整理

图2：中国植发及毛发医疗养固市场规模（亿元、%）



资料来源：Frost & Sullivan、雍禾、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：毛发医疗服务龙头，中长期竞争优势显著

受疫情等外部因素影响，公司短期上半年经营或有所承压，但公司秉承中长期发展理念，持续推进日常经营与发展战略：包括推动植发技术优化，开设独立医疗养固门店以打造植发+医疗养固的一站式服务等；并且强化技术升级，与中山大学合作研究的毛囊再生学术成果亮相国际权威学术期刊等。而此次股份回购用于员工激励计划的推出也有助于增强公司核心团队稳定性、激发员工活力，共同着眼于公司业绩提升与长期稳定发展。

总体来看，公司作为毛发医疗服务龙头企业，下半年有望在疫情有效防控下，受益于线下客流修复带来复苏增长；中长期有望在自身加速扩张下分享毛发医疗消费红利，且养发业务有望打开中长期第二增长曲线，同时公司商业模式较普通医美服务机构更具标准化及可复制扩张性，带来较强成长稳定性。我们维持公司2022-2024年归母净利润预测分别为1.86亿元/2.63亿元/3.62亿元，对应PE分别为22.3/15.7/11.4倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

疫情反复；市场竞争环境恶化；医疗养固业务发展不及预期。

表1：可比公司盈利预测及估值

| 公司 | 公司 | 投资 | 收盘价 | EPS | | | PE | | | 总市值 (百万元) |
|---------|------|----|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 代码 | 名称 | 评级 | 2022/07/26 | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E | 2022/07/26 |
| 2279.HK | 雍禾医疗 | 买入 | 9.12 | 0.28 | 0.35 | 0.50 | 57.64 | 22.27 | 15.72 | 4,806.97 |
| 002612 | 朗姿股份 | 暂无 | 31.20 | 0.42 | 0.41 | 0.57 | 74.85 | 76.23 | 54.63 | 13,804.30 |
| 2138.HK | 医思健康 | 暂无 | 7.15 | 0.17 | 0.30 | 0.42 | 49.76 | 23.55 | 16.91 | 8,425.40 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测 注：雍禾医疗、医思健康货币单位为港元，朗姿股份、医思健康为wind一致预测

相关研究报告：

- 《雍禾医疗（02279.HK）-经调整净利润同比增长32.8%，医疗养固业务快速成长》——2022-03-25
- 《雍禾医疗（02279.HK）-毛发医疗服务龙头，获纳入港股通》——2022-03-08

附表：财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 293 | 1566 | 2000 | 1670 | 1846 | 营业收入 | 1638 | 2169 | 3042 | 4060 | 5314 |
| 应收款项 | 118 | 129 | 195 | 265 | 334 | 营业成本 | 417 | 589 | 865 | 1150 | 1491 |
| 存货净额 | 27 | 53 | 101 | 138 | 177 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 销售费用 | 780 | 1073 | 1540 | 2043 | 2643 |
| 流动资产合计 | 438 | 1749 | 2296 | 2073 | 2358 | 管理费用 | 174 | 262 | 483 | 607 | 750 |
| 固定资产 | 309 | 450 | 523 | 604 | 693 | 财务费用 | 36 | 52 | 7 | 6 | (1) |
| 无形资产及其他 | 814 | 966 | 1246 | 1565 | 1928 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 33 | 34 | 34 | 34 | 34 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | 0 | 11 | 168 | 172 | 178 |
| 资产总计 | 1594 | 3199 | 4099 | 4276 | 5013 | 营业利润 | 232 | 204 | 315 | 426 | 609 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 26 | 74 | 446 | 49 | 57 | 营业外净收支 | (1) | 6 | (2) | (4) | (0) |
| 应付款项 | 122 | 120 | 191 | 241 | 314 | 利润总额 | 231 | 210 | 313 | 421 | 608 |
| 其他流动负债 | 357 | 544 | 811 | 1082 | 1403 | 所得税费用 | 68 | 90 | 128 | 159 | 246 |
| 流动负债合计 | 505 | 738 | 1447 | 1372 | 1775 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 163 | 120 | 186 | 263 | 362 |
| 其他长期负债 | 683 | 763 | 823 | 892 | 972 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 683 | 763 | 823 | 892 | 972 | 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 负债合计 | 1188 | 1501 | 2270 | 2264 | 2747 | 净利润 | 163 | 120 | 186 | 263 | 362 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 406 | 1698 | 1828 | 2012 | 2266 | 折旧摊销 | 185 | 100 | 168 | 172 | 178 |
| 负债和股东权益总计 | 1594 | 3199 | 4099 | 4276 | 5013 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 36 | 52 | 7 | 6 | (1) |
| 关键财务与估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 营运资本变动 | 449 | 226 | 285 | 282 | 366 |
| 每股收益 | 0.31 | 0.23 | 0.35 | 0.50 | 0.69 | 其它 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.08 | 0.11 | 0.15 | 0.21 | 经营活动现金流 | 798 | 446 | 638 | 717 | 906 |
| 每股净资产 | 0.77 | 3.22 | 3.47 | 3.82 | 4.30 | 资本开支 | 0 | (241) | (520) | (572) | (629) |
| ROIC | 53% | 13% | 8% | 11% | 16% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 40% | 7% | 10% | 13% | 16% | 投资活动现金流 | 0 | (241) | (520) | (572) | (629) |
| 毛利率 | 75% | 73% | 72% | 72% | 72% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 16% | 11% | 5% | 6% | 8% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 28% | 16% | 11% | 11% | 11% | 支付股利、利息 | 0 | (40) | (56) | (79) | (109) |
| 收入增长 | 34% | 32% | 40% | 33% | 31% | 其它融资现金流 | (595) | 1148 | 371 | (396) | 8 |
| 净利润增长率 | 358% | -26% | 54% | 42% | 38% | 融资活动现金流 | (595) | 1068 | 316 | (475) | (101) |
| 资产负债率 | 75% | 47% | 55% | 53% | 55% | 现金净变动 | 203 | 1273 | 434 | (330) | 176 |
| 息率 | 0.0% | 0.8% | 1.2% | 1.6% | 2.3% | 货币资金的期初余额 | 90 | 293 | 1566 | 2000 | 1670 |
| P/E | 25.3 | 34.4 | 22.3 | 15.7 | 11.4 | 货币资金的期末余额 | 293 | 1566 | 2000 | 1670 | 1846 |
| P/B | 10.2 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 1.8 | 企业自由现金流 | 0 | 226 | 24 | 44 | 171 |
| EV/EBITDA | - | 18 | 22 | 16 | 12 | 权益自由现金流 | 0 | 1344 | 391 | (356) | 180 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032