

➤ **业绩简述：**1H23 公司实现收入 8.3 亿元/yoy+10.7%，实现纯利-2.3 亿元/yoy-1385.2%，归母扣非净利润-2.3 亿元/yoy-1950.9%。

➤ **植发均价新突破，养固用户粘性进一步提高。**分业务看，①植发医疗业务实现收入 6.4 亿元/yoy+15.9%，占总营收 77.4%/+4.8pct，植发手术人数 2.8 万人/yoy+34.6%，客单价 22640 元/yoy-14.0%；②医疗养固业务实现收入 1.7 亿元/yoy-8.5%，占总营收 20.1%/-17.4pct，养固服务手术人数 4.1 万人/yoy+6.0%，客单价 4212 元/yoy-13.8%，复购率达 26.4%/+3.5pct。采取按医生分级收费，推行一口价的新价格体系，客单价下降明显，价格优势有望吸引更多潜在客户。

➤ **新店快速增长，正式拓展毛发服务业务。**展店方面，截至 1H23 公司拥有 72 家雍禾植发/发之初女性植发机构，覆盖 68 座城市，上半年净增 9 家；14 家单独的史云逊健发门店，上半年净增 5 家，服务患者总人数达 72591 人/yoy+23.1%。预计在 2023 年底，全国的植发医疗机构数量可接近 85 家，此外，位于北京、上海的两家毛发综合医院已分别于今年 8 月和年初正式营业，公司正式耕耘毛发服务市场，潜在客户多元化。

➤ **组织结构重塑，采取医生接诊模式。**截至 1H23，公司的专业医疗团队共 1657 人，其中医生/护士/其他（药剂师、检验师）分别为 372/1167/118 人；相比去年同期总人数增加 459 人，其中医生+91 人，护士+323 人，其他专业人员+55 人。实行医生接诊模式，提升服务质量，由销售导向向医疗导向转变，对消费者的医疗需求作出更精准的解答，前瞻性布局符合相关部门行业规格。

➤ **整体固定投入增加，毛利率、净利率下降明显。**盈利能力方面，1) 毛利率，1H23 公司实现毛利率 56.5%/-12.0pct。分业务看，植发医疗服务毛利率 60.1%/-6.7pct，医疗养固服务毛利率 45.1%/-30.6pct。新开门店使整体固定投入增加，以及部分医疗养固产品和套餐进行了调整使得毛利率降低。2) 费用率，1H23 公司的销售/管理/研发费用率分别为 60.2%/21.1%/1.6%，分别同比变化+8.31/+6.01/+0.42pct，其中管理费用中人工成本上升，主因新开门店的储备店长等管理人员，以及新增中高管团队。3) 净利率，1H23 公司实现净利率-27.3%/-29.68pct，主要系毛利率降低和费用增加的原因。

➤ **投资建议：**雍禾医疗作为国内领先的连锁植发机构，通过标准化、透明化运营建立先发优势，并通过持续前置的营销投入打造优质品牌力，未来将持续享受行业扩容红利。我们预计 23-25 年公司实现归母净利润-2.64/0.48/0.95 亿元，24 年扭亏，25 年同比增长 96.9%，对应 24-25 年 PE 为 50/26x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国内经济低迷，消费疲软，扩张过快，医疗安全事故发生。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,413	1,740	2,280	3,195
增长率 (%)	-34.9	23.2	31.0	40.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-86	-264	48	95
增长率 (%)	-171.4	-207.2	118.4	96.9
每股收益 (元)	-0.16	-0.50	0.09	0.18
PE	-	-	50	26
PB	4.0	1.8	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 23 年 8 月 29 日收盘价，1HKD= 0.93 RMB）

推荐
维持评级
当前价格：
4.48 港元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanjing@mszq.com

相关研究

1. 雍禾医疗 (2279.HK) 2022 年年报点评：逆境中业务稳健扩张，中长期公司业绩有望逐步修复-2023/04/03

2. 雍禾医疗 (2279.HK) 2022 年中报点评：疫情影响线下机构运营，期待疫后业绩修复-2022/09/08

3. 雍禾医疗 (02279.HK) 2021 年报点评：经调整净利润表现亮眼，多项举措提升运营能力-2022/03/25

4. 雍禾医疗 (02279.HK) 公司深度报告：应得雍禾力，春来黑发新-2022/03/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,413	1,740	2,280	3,195
营业成本	540	739	831	1,127
销售费用	767	957	1,140	1,598
管理费用	258	348	228	320
研发费用	18	17	34	48
财务费用	-52	-3	-1	-1
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	9	9	9	9
除税前利润	-109	-310	57	112
所得税	-24	-47	9	17
净利润	-86	-264	48	95
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-86	-264	48	95
EBIT	-162	-313	56	111
EBITDA	63	-41	328	389
EPS (元)	-0.16	-0.50	0.09	0.18

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	1,189	993	1,201	1,589
现金及现金等价物	565	296	178	275
应收账款及票据	7	13	15	25
存货	88	16	120	79
其他	529	667	888	1,210
非流动资产合计	1,741	1,749	1,756	1,809
固定资产	642	712	726	737
商誉及无形资产	1,029	967	961	1,002
其他	70	70	70	70
资产合计	2,930	2,742	2,957	3,398
流动负债合计	499	574	741	1,086
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	44	66	54	111
其他	455	508	686	974
非流动负债合计	847	847	847	847
长期借贷	0	0	0	0
其他	847	847	847	847
负债合计	1,345	1,421	1,587	1,932
普通股股本	0	0	0	0
储备	1,585	1,322	1,370	1,465
归属母公司股东权益	1,585	1,322	1,370	1,465
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,585	1,322	1,370	1,465
负债和股东权益合计	2,930	2,742	2,957	3,398

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力(%)				
营业收入	-34.85	23.17	31.03	40.14
归属母公司净利润	-171.44	-207.18	118.37	96.95
盈利能力(%)				
毛利率	61.76	57.51	63.56	64.72
净利率	-6.08	-15.16	2.13	2.99
ROE	-5.42	-19.96	3.54	6.51
ROIC	-8.00	-20.14	3.44	6.46
偿债能力				
资产负债率(%)	45.90	51.80	53.67	56.87
净负债比率(%)	-35.65	-22.41	-12.98	-18.75
流动比率	2.39	1.73	1.62	1.46
速动比率	1.38	0.74	0.47	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.61	0.80	1.01
应收账款周转率	138.47	174.67	165.43	159.52
应付账款周转率	13.50	13.49	13.86	13.62
每股指标 (元)				
每股收益	-0.16	-0.50	0.09	0.18
每股经营现金流	-0.21	0.26	0.64	1.26
每股净资产	3.01	2.51	2.60	2.78
估值比率				
P/E	-	-	50	26
P/B	4.0	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	30.98	-47.16	5.95	5.02

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流				
经营活动现金流	-109	139	335	662
净利润	-86	-264	48	95
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	225	272	273	278
营运资金变动及其他	-247	131	14	289
投资活动现金流				
投资活动现金流	-651	-408	-454	-565
资本支出	-244	-280	-280	-330
其他投资	-407	-128	-174	-235
筹资活动现金流				
筹资活动现金流	-333	0	0	0
借款增加	-74	0	0	0
普通股增加	13	0	0	0
已付股利和利息	-43	0	0	0
其他	-229	0	0	0
现金净增加额	-1,001	-269	-118	97

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026