

【雍禾医疗 (2279.HK)】—首次覆盖

植发业务触底回稳，医疗养固有望成为第二曲线

本报告摘要：

首次覆盖，给予“增持”评级。

雍禾医疗 (2279.HK) 是中国植发医疗服务行业的龙头企业，以植发业务为核心，辅以医疗养固服务，构建“植发+养固”的一站式毛发管理生态。随着低效门店优化及精细化运营成效显现，植发业务触底回稳，医疗养固业务有望成为公司第二增长曲线。预测公司 2025-2027 年归属母公司净利润分别为 0.07 亿、0.16 亿、0.35 亿人民币，实现扭亏为盈并进入增长通道，予目标价 1.4 元。

植发业务触底回稳，龙头地位稳固。

公司是中国最大的连锁植发机构，2024 年植发收入 13.31 亿人民币，市占率行业第一。通过关闭低效门店、缩减单店面积，门店数量从 75 家优化至 66 家，聚焦核心城市和坪效提升。客单价自 2023 年触底后回升至 2.2 万元，复购率与连带率改善，叠加“一口价”套餐和高端定制服务（“雍享”占比提升至 6%），盈利能力逐步修复。

医疗养固打造第二增长曲线，高频消费驱动协同。

医疗养固业务 2024 年收入 4.46 亿人民币，复购率 28.4%。依托“史云逊”品牌及“店中店”模式，植发与养固业务协同效应显著。公司计划 2027 年将独立养固门店扩张至 20-30 家，小店模式验证成功后进一步释放增长潜力。高频养固服务（客单价约 5700 元）与低频植发形成互补，提升用户生命周期价值。

战略调整与行业渗透率提升为核心催化剂。

1) 门店模型优化：从“大店扩张”转向“坪效优先”；2) AI 技术赋能：智能 CRM 系统与 AI 面诊设计提升获客效率，精细化广告投放，销售费用率从 58% 降至 50%；3) 行业渗透率低：中国植发渗透率仅 0.5% (vs 医美 5%)，消费习惯培育与年轻客群需求释放打开长期空间。

未来展望：毛利率修复与成长重启。

随着战略调整完成（2024 年关闭 9 家低效门店）、养固业务占比提升，预计未来 3 年毛利率逐步修复。2026 年起有望重启植发门店扩张，叠加医疗养固独立门店加速布局，推动收入重回增长轨道。风险提示：行业竞争加剧、扩张不及预期、医疗纠纷等。

目录

一、 尚处渗透率早期且稳健增长的毛发医疗行业	3
二、 中国植发行业龙头企业	8
三、 盈利预测与投资建议	17
四、 风险提示:	19

一、尚处渗透率早期且稳健增长的毛发医疗行业

雍禾医疗由创始人张玉先生在 2005 年于北京创办，2009 年扩张到杭州、福州等地，并在 2013 年开始规划全国连锁经营。2017 年，公司接受中信产业基金战略入股，同年协同收购史云逊中国内地业务，拓展毛发修复及医疗养固服务。2021 年收购美国显赫植发香港业务，经营范围进一步拓展至香港，同年成功在香港主板上市。截至 2024 年，公司目前拥有 66 家植发医疗机构，8 家史云逊养固独立门店，遍布全国 63 个城市。公司是行业收入体量、植发人数和医疗门店数量均处第一的龙头企业，2024 年营收规模 18.05 亿。

图 1: 公司发展历程



数据来源：公司资料、创隆证券

图 2: 公司医疗机构网络



数据来源：公司年报、创隆证券

（一）市场潜力广阔的毛发医疗服务市场

毛发医疗一般根据是否进行手术，分为植发医疗服务市场和医疗养护服务市场。**植发医疗服务**，是解决毛发相关问题的外科手术，通常将毛囊从具有高质量毛囊的后枕区域提取，之后移植至裸露及稀疏的毛发区域。相比其他治疗手段，植发治疗对脱发、斑秃和秃顶都有显著效果。**医疗养护服务**，是采用非手术治疗方式解决脱发、发质松软、头皮瘙痒和头皮出油等各种头皮和毛发问题。

根据沙利文，中国毛发健康市场近年来呈现健康增长，从 2020 年的 583 亿增长到 2023 年的近 800 亿，并预计 2028 年整体市场将突破 1000 亿。其中毛发种植预计从 2023 年的 200 亿成长到 2028 年的 304 亿，年复合增长率 9%，医疗养护预计从 24 亿增长到 50 亿，年复合增长率 16%。

图 3：中国毛发健康市场规模



数据来源：头豹、沙利文、创陞证券

（二）可支配收入日趋增长，但消费习惯仍待培育

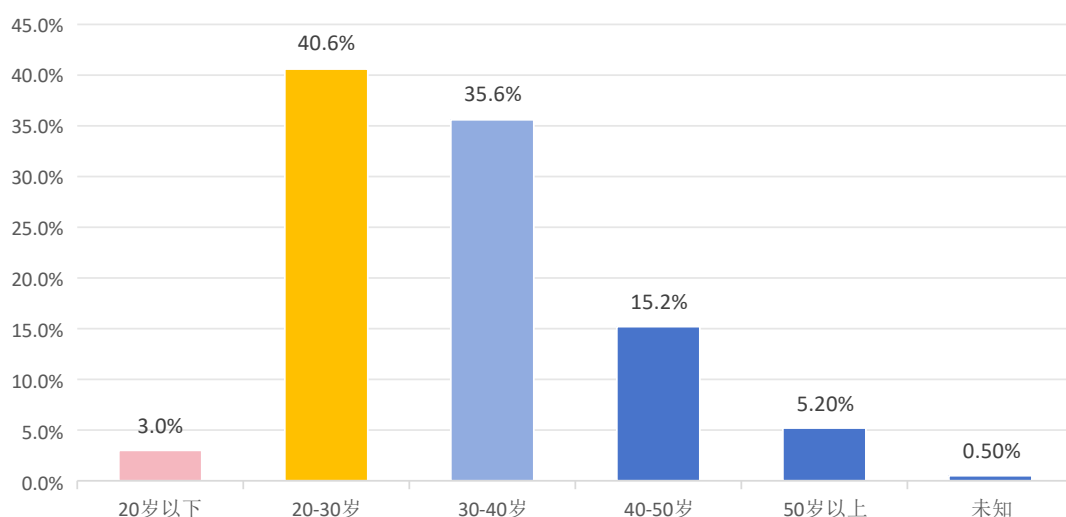
随着经济的发展，居民的人均可支配收入逐年增加，根据统计局数据，2024 年全国居民人均可支配收入 41314 元，同比增长 5.3%，近 5 年复合增长率 6.4%。疫情后人们消费意愿逐渐发生变化，越来越多人是在性价比的基础上追逐悦己消费，而植发/养发作为解决脱发问题和提升外貌形象的重要手段，在逐渐被消费者认知。

根据国家卫健委数据，中国有超过 2.5 亿人脱发，其中男性约 1.63 亿，占比 65%。当前购买植发医疗服务的用户群体，也主要集中在男性，占比

80%，但女性的占比在快速提升，例如雍禾的女性消费者占比从 2019 年的 5%提升到目前近 30%。男性消费者主要以刚需为主，多购买大面积种植、小面积修补等服务。而女性消费者则多以提升外貌形象为主要需求，多购买发际线、美人尖、眉毛等项目。年龄分布上，年轻一代对外貌美观以及头发健康的重视程度显著高于其他年龄段，根据雍禾数据，20-30 岁群体植发占比高达 40.6%。

然而，尽管现实需求基数庞大，但植发行业的渗透率并不高，处于早期阶段，2023 年中国植发行业的渗透率约为 0.5%，较医美行业接近 5%的渗透率仍有差距，距离发达国家日本、美国和韩国医美行业渗透率 10%，15%和 20%也有较远距离。中国居民的植发消费习惯尚待培育。

图 4：雍禾植发群体年龄分布，2024 年



数据来源：公司资料、创陞证券

（三）植发行业参与者众多，市场集中度尚待提高

得益于资本市场助力，近几年植发行业新增门店突飞猛进，根据企查查数据，目前全国植发机构数量已经超过 5000 家。

行业门店快速增长直接带来了阶段性的供给过剩，平均客单价一度出现下滑的价格战迹象。雍禾客单价从 2.6 万下降至 2.2 万。2023 年初，行业龙头之一的“新生植发”更是因股东纠纷和经营问题等而倒闭。

当下植发医疗行业集中度并不高，行业的主要参与者包括公立医院植发科室、民营连锁植发机构、地方中小型植发机构和医美机构植发科室。

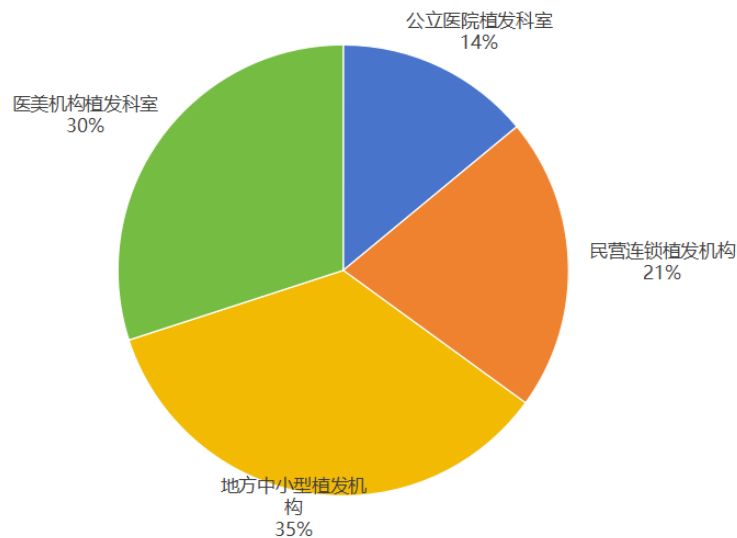
表 1：植发行业各终端类型特点

终端类型	公立医院植发科室	民营连锁植发机构	地方中小型植发机构	医美机构植发科室
优势	价格较低，安全性较好	服务态度好，有知名度	运营灵活	服务态度好，医美业务联动
劣势	就诊人数多，服务差	门槛高，投资回报周期长	质量和售后不确定	专业性不强，非专业植发机构
推广	禁止推广	重营销，多个广告渠道投放	个人口碑（店长/医生）	重营销，多个广告渠道投放

数据来源：招股书、创陞证券

公立医院植发科室市场份额近几年保持稳定，地方中小型植发机构凭借灵活运营依旧占据着最大长尾，市场份额 35%；医美机构植发科室出于本身业务联动需求，近几年快速扩张，市场份额 30%；民营连锁植发机构因为“新生植发”倒闭，市场份额从 24%下降到 21%。目前民营连锁植发头部机构主要是雍禾医疗、大麦微针植发以及碧莲盛植发。其中，雍禾以 18 亿植发收入为行业市场份额最高。

图 5：植发行业终端市场份额



数据来源：招股书、创陞证券

表 2：民营连锁植发头部机构对比

对比维度	雍禾医疗	大麦微针植发	碧莲盛植发
核心技术	点阵加密（LATTICE）、APL1.0种植体系、不剃发技术	0.6mm微针技术、动态无痕取发技术、PPT微针加密技术	3D分层种植技术、SHT/BHT无痕技术、毛囊活性保鲜技术
价格范围	一口价，不按毛囊单位计价	一线城市12-15元/单位，二线城市8-12元/单位	8-18元/单位，不剃发技术单价高达50元/单位
适合人群	大面积脱发（如全头5000+单位）、需自然发际线设计、不愿剃发者	女性发际线调整、二次加密修复、追求无痕效果者	发际线后退（M型秃）、细软发质、追求“妈生感”自然效果者
毛囊存活率	98%以上（FUE-APL1.0技术）	95%以上（微针技术减少毛囊损伤）	90%-95%（3D分层技术结合营养液保鲜）
手术特点	一站式毛发管理（诊疗、养护、假发）、AI术前设计	创口仅针尖大小、术后恢复快（5-7天）、支持长发种植	不剃发技术（隐蔽性强）、分层种植模拟原生发流走向
服务覆盖	全国50+门店，标准化流程	全国30+分院，微针技术专利覆盖	全国连锁，专注不剃发技术
优势	技术体系全面、适合复杂病例、术后头皮自然度好	创口最小化、加密效果显著、价格梯度灵活	自然度行业标杆、适合细软发质、术后无尴尬期
局限性	大面积手术费用高	毛囊粗大者可能不适用微针、高价项目（如不剃发植发）性价比争议	不剃发技术单价昂贵、对医生操作精度要求极高

数据来源：公司网站、创隆证券

激烈的市场竞争，和行业本身的特点，导致行业获客成本普遍偏高，销售费用率常年在 50% 以上。雍禾从客户的需求和品牌打造出发，率先提出“一口价”模式，将业界通用的以毛囊数量为主导的传统计价方式升级为由毛囊种植区间和医生等级为依据的“一口价”定价模式，为消费者提供更好的服务体验。同时公司打造“植发+养固”一站式服务，提升客户的复购率和转介率。

（四）高频带低频的养固行业

医疗养固主要服务：脱发程度较轻无需植发的人群和植发患者。前者通过非手术手段治疗头发脱发、油头等问题，后者为植发患者提供手术前和手术后的全周期护理。

养固的客单价显著低于植发，近几年雍禾史云邈养固客单价在 5700 元水平。与此同时，养固的频次显著高于植发，相比植发的类一次性消费，养固的复购率更高，根据艾瑞，超过 60% 的消费者每月到店消费 1 次以上，且超过 90% 的消费者愿意为养发服务续费。

较高频的养固业务能够很好地与较低频的植发业务产生联动，消费者往往也更愿意在有养固业务的场景转介去植发业务，或者是植发之后在同家机构进行头发养固。高频带低频，从而有效提升复购率和连带率。

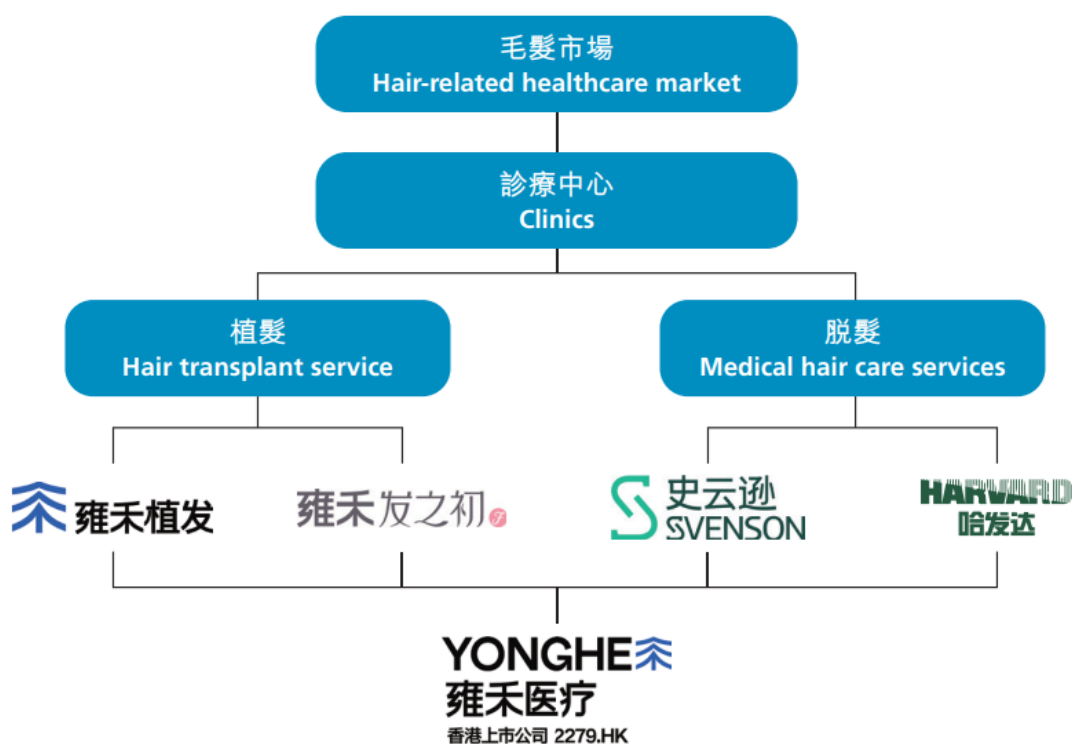
目前行业参与者主要为医疗养固、养发馆、美容院和理发店。各自的服务重点并不相同，比如养发馆多以白发转黑发为营销重点、美容院则是在医

美的基础上提供养发增值服务，而理发店则更接近洗发方向。医疗养固的主要参与者是上述的民营连锁植发机构，雍禾医疗、大麦微针植发和碧莲盛。

二、中国植发行业龙头企业

雍禾医疗是中国领先的专门从事毛发医疗服务的医疗机构，以植发业务作为核心，辅以医疗养固业务，构建了由专业植发品牌“雍禾植发”、医疗养固品牌“史云逊”、女性美学植发品牌“雍禾发之初”以及医学假发品牌“哈发达”组成的品牌产品矩阵。2024 年度，公司收入 18.05 亿元人民币。

图 6：雍禾品牌矩阵



数据来源：公司年报、创陞证券

公司实际控制人是公司创始人兼 CEO 张玉先生，持有公司 34.54% 股份，其胞弟张辉先生持有公司 4.62% 股份，中信产业基金持有公司 34.96% 股份。

公司管理人员经验丰富，张玉先生从事植发行业超过 20 年，积累丰富的一线经验，对消费者需求

有深刻洞察。徐洋先生自 2023 年起担任创新业务板块首席行政官，全面引领史云逊业务单元的战略实施与运营管理，徐洋先生曾任职于百度以及医美连锁集团北京伊美尔，拥有 23 年行业经验。首席增长官任健，拥有 20 年市场营销和用户增长经验，曾任职于 51talk 和蜜芽。信息技术中心副总裁周明敬先生，在数字化转型及智能化建设方面有 14 年经验，曾任职于叮当健康及方舟健客。

（一）疫情后市场逐渐修复，客单价触底回升

雍禾医疗借助自身丰富的产品矩阵，为消费者提供一站式的服务体系。

植发医疗服务方面，公司在 63 个城市部署的 66 家植发医疗门店，为消费者提供眉毛种植、顶部加密、发际线种植、胡须种植、体毛种植、鬓角种植、疤痕种植、美人尖种植、睫毛种植等服务。行业上一般按毛囊单位进行计价。公司近年来推出一口价套餐，并根据主刀医生经验和技能区分为业务主任和业务院长以及高端服务的雍享主任和雍享院长。2022 年至 2024 年，雍禾植发医疗服务收入分别为 10.3 亿、13.54 亿、13.31 亿人民币。近三年接受“雍享”服务的患者占比在逐年提升，分别为 2.7%，5%，和 6%。

表 3：雍禾价格体系

雍禾植发

收费标准

自体毛发移植

	剃发		不剃发	
	1-2000单位	2000单位以上	1-2000单位	2000单位以上
• 业务主任	14600 元	19800 元	18800 元	25800 元
• 业务院长	26800 元	33800 元	29800 元	39800 元

单位数量区间在【1-1000】仅收取基础开台费，业务主任8600元（仅限剃发），业务院长17200元（不限剃发/不剃发）

美学设计

	眉毛	发际线	鬓角（男士）
• 业务主任	13200 元	16800 元	11200 元
• 业务院长	22000 元	25800 元	21200 元

① 发际线种植数量区间在【1-1500单位】② 眉毛种植数量区间在【1-1000单位】③ 鬓角种植数量区间在【1-1000单位】④ 美学手术均为不剃发⑤ 超过既定单位数量，按照常规手术价格收费标准

雍享高端定制

	剃发	不剃发
• 雍享主任	56000 元	76000 元
• 雍享院长	160000 元	200000 元

专属定制、不限单位数量、不限植发区域

* 手术费用包含手术中使用耗材、药物等 *

术后养固

• 非那雄胺片（仙璐/浦立宁）

86 元/盒

• 史云逊 米诺地尔搽剂（60ml:3g）

98 元/盒

• 保法止 非那雄胺片

166 元/盒

• 蔓迪 米诺地尔泡沫剂

228 元/盒

• 湿性愈合套装

1180 元/套

• 脱落期专用假发男款

2290 元

• 原生发养固居家（4-6周）

3580 元

• 脱落期专用假发女款

3670 元

术前诊疗

• 远程问诊

25 元/25分钟

• 男性DHT检测

79 元

• 女性脱发激素检测

119 元

数据来源：公司资料、创陞证券

医疗巩固服务方面，公司在 2017 年收购源自伦敦拥有 70 年毛发修复经验的全球知名品牌史云逊，并在每家植发医疗门店中以“店中店”的模式设置“史云逊”医学健发中心，同时公司在上海、广州、深圳地区建设有 8 家独立门店，为消费者提供非手术治疗方法，以满足不必要或不适合植发的患者需求，同时为植发患者提供植发手术前和手术后的医疗服务。2022 年至 2024 年，雍禾医疗巩固服务分别为 3.63 亿、3.88 亿、4.46 亿人民币。近 3 年的医疗巩固服务复购率分别为 28.2%、23.4%和 28.4%。

图 7：2024 年主要业务构成

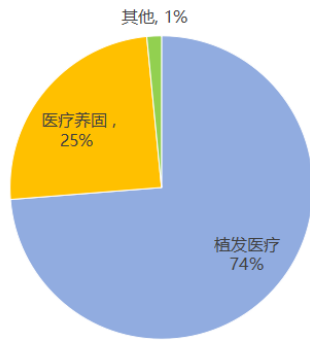
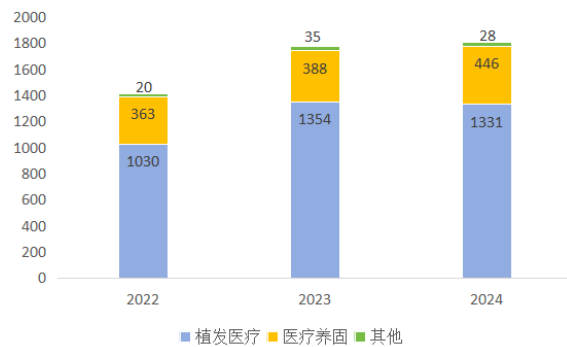


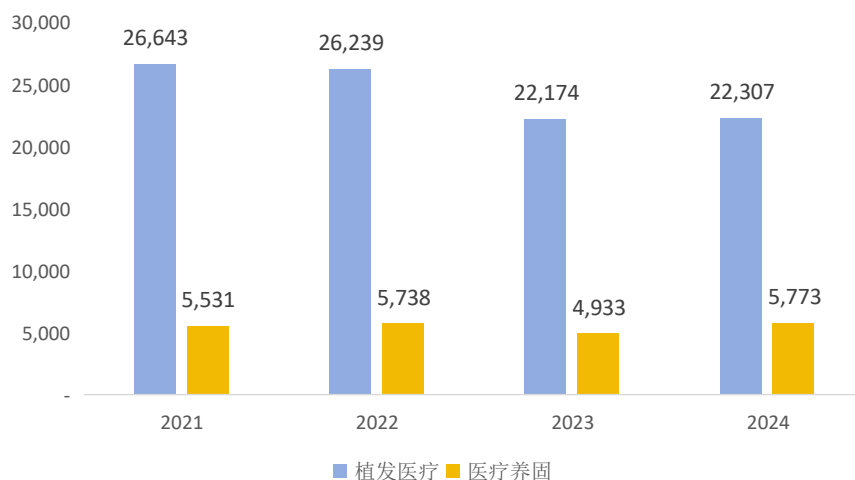
图 8：2022-2024 年主要业务构成（百万人民币）



数据来源：公司年报、创陸证券

2023 年 2 月雍禾从客户的需求和品牌打造出发，将业界通用的以毛囊数量为主导的传统计价方式升级为由毛囊种植区间和医生等级为依据的“一口价”定价模式，为消费者提供更好的服务体验。因为“一口价”一定程度降低了客单价，客单价在 2023 年出现下降，2024 年随着精细化运营，客单价止跌回升。

图 9：雍禾植发与养固客单价变化



数据来源：创陞证券

2024 年公司实现营收 18.05 亿人民币，同比增长 2%，归母净利润 2.26 亿人民币，同比减亏 59%。

（二）适时调整战略，加强精细化运营

植发医疗方面： 公司前期为了抢占更多的市场份额，采取了加速扩张策略，2019 年至 2023 年，公司植发医疗机构数量从 37 家扩张到 75 家，较多的新开门店以及较高的费用投入，导致成本上升。在宏观经济承压、行业供给短期过剩等背景下，为了适应新变化，公司在 2024 年适时调整策略，采取以下举措：

1) 优化门店：公司主动关闭部分低效门店，集中资源提升核心门店的盈利能力。2024 年公司植发医疗机构数量从 2023 年的 75 家减至 66 家。同时一些门店进行了面积缩减，比如雍禾某一线城市院部从原先 2500 平缩减至 1000 多平，不再追求 2-3000 平的大店模式，转而向 500-800 平的小店模式探索，从“大店”转向关注“坪效和人效”精细化运营。

2) 管控营销费用：有意放慢流量投放节奏，销售费用率从 58%降低到 50%。由于植发本身是高客单的一次性生意，除了广告营销之外，门店本身的营业时间积累带来的口碑效应同样能够帮助公司获客。

3) 数字化转型：借力 AI 模型优化智能化 CRM 系统，实现销售线索跟进、客服分析、智能销售漏斗等智能化应用场景。并利用智能化应用的大数据积累和分析，提供业务洞察。

雍禾过去几年新增门店较多开在二线和三线城市，尤其是三线城市，门店数量从 2021 年的 7 家门店快速增长至 2023 年的 20 家，并在 24 年管理层调整策略，削减至 13 家。

表 4：雍禾植发门店数量

门店数量	2021	2022	2023	2024
一线城市	4	5	6	6
新一线城市	18	19	17	17
二线城市	24	27	31	29
三线城市	7	11	20	13
香港	1	1	1	1
合计	54	63	75	66

数据来源：公司公告、创陞证券

尽管公司门店数量有所缩减，但受益于“一口价”模式，植发医疗的患者数量并未出现较大幅下降，2024 年植发医疗患者人数 59,655，较 2023 年 61,071 仅下降 2%。因此店效近几年稳步增长，从 2022 年的 1600 万人民币，增长至 2023 年的 1800 万人民币，并进一步在 2024 年增长至 2000 万人民币。

另一方面，门店数量减少，执业医师人数也从 2023 年的 350 人降至 242 人，和店效的提升步伐一致，近 3 年单位医生年接诊数有较好提升，从 2022 年的 134 例提升至 2023 年的 174 例，并进一步在 2024 年提升至 247 例。执业医师人均创收从 2022 年的 350 万提升至 2023 年的 387 万，并进一步在 2024 年提升到 550 万。

根据公司门店在大众点评的“评价数”、门店的经营时间、门店所在城市等级等，可以大概将公司的门店划分为以下几类：核心门店、次核心门店、发展中门店和边缘门店。

核心门店：门店处于二线及以上城市，大众评价数>1000。

次核心门店：门店处于二线及以上城市，大众评价数介于 600 到 1000 之间。

发展中门店：门店处于二线及以上城市，或者门店处于三四线城市，且大众评价数>400。

边缘门店：门店处于三四线城市，且大众评价数<400。

表 5：雍禾植发门店

门店	城市	城市等级	开业时间	大众点评数	门店评级
深圳分院	广东深圳市	一线	11.3	1240	核心门店
上海分院	上海市	一线	20.1	1206	核心门店
广州分院	广东广州市	一线	13.9	1102	核心门店
北京分院	北京市	一线	23.8	1065	核心门店
郑州分院	河南郑州市	新一线	16.6	1411	核心门店
南京分院	江苏南京市	新一线	11.7	1184	核心门店
合肥分院	安徽合肥市	新一线	23.7	1104	核心门店
长沙分院	湖南长沙市	新一线	16.7	1090	核心门店
南宁分院	广西南宁市	二线	19.5	1485	核心门店
厦门分院	福建厦门市	二线	23.8	1190	核心门店
沈阳分院	辽宁沈阳市	二线	17.4	1058	核心门店
重庆分院	重庆市	新一线	17.9	988	次核心门店
武汉分院	湖北武汉市	新一线	11.9	918	次核心门店
东莞分院	广东东莞市	新一线	18.8	860	次核心门店
佛山分院	广东佛山市	新一线	23.3	836	次核心门店
天津分院	天津市	新一线	16.11	755	次核心门店
青岛分院	山东青岛市	新一线	22.6	684	次核心门店
杭州分院	浙江杭州市	新一线	23.8	667	次核心门店
西安分院	陕西西安市	新一线	19.6	614	次核心门店
昆明分院	云南昆明市	新一线	18.7	612	次核心门店
贵阳分院	贵州省贵阳市	二线	17.9	962	次核心门店
无锡分院	江苏无锡市	二线	18.9	883	次核心门店
徐州分院	江苏徐州市	二线	18.11	798	次核心门店
福州分院	福建福州市	二线	15.9	783	次核心门店
大连分院	山东大连市	二线	18.5	767	次核心门店
哈尔滨分院	黑龙江哈尔滨市	二线	18.8	759	次核心门店
南昌分院	江西南昌市	二线	19.5	667	次核心门店
台州分院	浙江台州市	二线	23.9	623	次核心门店
太原分院	山西太原市	二线	17.3	611	次核心门店
北京海淀分院	北京市	一线	23.1	593	发展中门店
深圳南山分院	广东深圳市	一线	23.11	327	发展中门店
苏州分院	江苏苏州市	新一线	19.9	582	发展中门店
宁波分院	浙江宁波市	新一线	18.2	529	发展中门店
成都分院	四川成都市	新一线	23.1	353	发展中门店
汕头分院	广东汕头市	三四线	23.9	809	发展中门店
昆山分院	江苏昆山市	三四线	18.5	464	发展中门店
海口分院	海南海口市(海南省)	三四线	20.8	453	发展中门店
盐城分院	江苏盐城市	三四线	20.11	448	发展中门店
扬州分院	江苏扬州市	三四线	20.11	410	发展中门店
湛江分院	广东湛江市	三四线	23.8	405	发展中门店
温州分院	浙江温州市	二线	16.6	595	发展中门店
泉州分院	福建泉州市	二线	23.7	545	发展中门店
惠州分院	广东惠州市	二线	20.8	543	发展中门店
中山分院	广东中山市	二线	20.8	543	发展中门店
石家庄分院	河北石家庄市	二线	18.4	520	发展中门店
常州分院	江苏常州市	二线	20.3	505	发展中门店
南通分院	江苏南通市	二线	18.9	471	发展中门店
济南雍禾植发	山东济南市	二线	20.2	428	发展中门店
兰州分院	甘肃兰州市	二线	18.8	358	发展中门店
金华分院	浙江金华市	二线	23.7	340	发展中门店
嘉兴分院	浙江嘉兴市	二线	19.4	309	发展中门店
长春分院	吉林长春市	二线	23.8	239	发展中门店
烟台分院	山东烟台市	二线	21.8	229	发展中门店
芜湖分院	安徽芜湖市	三四线	23.8	246	边缘门店
银川分院	宁夏银川市	三四线	23.1	191	边缘门店
义乌分院	浙江义乌市	三四线	23.7	188	边缘门店
柳州分院	广西柳州市	三四线	23.12	144	边缘门店
西宁分店	青海省西宁市	三四线	23.6	83	边缘门店

数据来源：公司年报、大众点评、创隆证券

公司目前拥有 11 家核心门店、18 家次核心门店、24 家发展中门店以及 5 家边缘门店（大众点评上架门店数量略少于公司披露门店数量）。因为 2024 年公司关闭了较多三四线门店，边缘门店数量较大幅减少。

过去公司主要采取一城一店策略，只有经营较优秀的区域，设有一城多店，截至 2024 年底，北京、深圳拥有第二分店。随着经营战略精细化调整，公司开始尝试一城双店策略，把大店改小店。

植发门店展望：我国目前一线城市 4 个，新一线城市 17 个，二线城市 30 个，三四线城市 180 个，目前公司基本 100% 覆盖一线城市和新一线城市，二线城市覆盖率也在 90% 以上，雍禾未来的扩店空间主要来自：

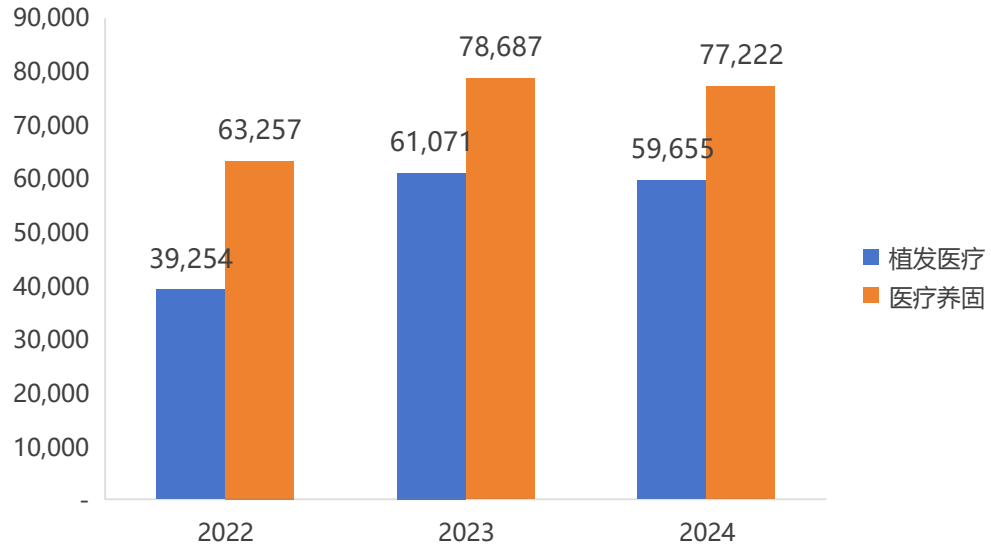
1) 经营较好的区域开出第二分店，比如广州和上海，预计一线和新一线城市的核心门店所在区域概率较高；

2) 三四线城市继续拓店，但需等待宏观经济转好，或者消费者消费意愿增强，预计仍需要较长时间。

当前北上广深较好的门店年收入约 1.5 亿人民币左右；成都、杭州、郑州等二线省会城市门店年收入约 5000 万左右；中山、惠州、台州等小院年收入在 2000 万到 3000 万不等。

医疗养固方面，“史云逊”独立门店在 2024 年同样也进行了战略调整，关闭了一些独立门店，门店数量从 2023 年的 13 家减至 2024 年的 8 家，公司在 2024 年初步尝试调整为小店的模式，并与雍禾植发的获客打通。目前小店模式，门店经营情况较好，公司预计深圳今年将开到 5 家史云逊独立门店，2026 年开到 20-30 家。尽管行业处于调整期，但医疗养固业务近两年依旧保持增长，公司计划未来将更多资源投放在医疗养固方面。

图 10：雍禾植发与养固患者人数变化



数据来源：公司年报、创陞证券

近几年随着上游养发固发产品丰富度上升，医疗养固服务的人均消费从 2019 年的 1759 元逐步提升至 2024 年的 5773 元，主要是消费频次的增加和店中店模式养固与植发业务的协同，预计未来业务的增长，主要来自于医疗养固服务的人群增加。

（三）获客渠道多样，人工智能助力获客

公司目前通过线上线下相结合的方式进行了获客营销。线上方面，公司主要通过和腾讯、字节跳动、百度等合作，投放展示广告，提高知名度；另外通过小红书、B 站等社区平台合作，进行种草获客。线下方面，公司定期举办研讨会，分享毛发养护、植发等知识；在部分重点城市，在地铁站、公交车、楼宇电梯等广告点位投放广告。

2024 年公司针对市场和用户变化，积极调整营销政策。拥抱内容营销，提升内容营销模块在营销体系中的占比，构建 KOL 种草、专家评测、素人真实案例体验和医生 IP 矩阵，解决内容信息透明问题，提高品牌口碑美誉度和流量渠道获客效率。

借助 AI 力量，在网络咨询环节和服务流程监管环节引入智能化应用，为企业信息化管理赋能。集团构建大数据中台服务，统一数据管理，挖掘数据，提炼用户精准画像和标签。通过 AI 大模型和智能硬件，在销售、面诊、检测以及手术环节做重点

突破，提升效率和医疗专业性，给消费者带来智能就医体验，例如在面诊美学设计环节，通过消费者画像和偏好预测，结合 AI 应用提供个性化毛发设计方案。另外通过上线 AI 智能检测自适应工具、医生大讲堂、线上案例库等降低用户对营销过程中销售感太强的排斥，引导用户转化，提高录入到诊效率。

当前公司的销售费用仍处于较高水平，2022-2024 年销售费用占收入比例分别为 54.3%、58.7%和 50%，其中广告费用占收入比例分别为 35%、41%、35%。2023 年广告费用占比较高主要是因为公司当年在三四线城市新开较多门店，需要通过广告投放获取客户，2024 年随着门店调整以及广告策略更改，广告费用得到较好控制，目前回到正常水平。

三、盈利预测与投资建议

首次覆盖，给予增持评级。鉴于公司低效门店关闭即将进入尾声，门店网点优化，小店转小店提高经营效率，借助 AI 以及精细化广告投放等手段。公司在 2025 年首季已经实现盈亏平衡，预计今年收入和 2024 年基本持平，并在今年实现扭亏为盈，随着 2026 年门店模型调整到位，重新进入扩张周期，帮助公司营收重新进入增长区间。假设 2025 年没有新增植发门店，新增 2 家医疗养固门店；2026 年新增 2 家植发门店，新增 10 家医疗养固门店；2027 年新增 4 家植发门店，新增 10 家医疗养固门店。综上：预测公司 2025-2027 归属母公司净利润分别为 0.07 亿、0.16 亿及 0.35 亿人民币。

雍禾医疗作为毛发医疗行业龙头企业，当前宏观经济承压和行业竞争加剧，导致企业放缓扩张的步伐，但行业的渗透率目前仍处早期阶段，随着宏观经济的恢复以及行业出清，**最坏的时刻正在过去**。由于毛发医疗行业并没有其他上市公司，因此选取市场中消费医疗属性较强的细分龙头作为可比同业，我们给予公司目标价 1.4 港元，市值 7.3 亿港元，对应 25 年 0.36 倍 PS，首次覆盖，给予增持评级。

表 6：可比公司

公司	市值 (亿)	营业收入 (亿)			归母净利润 (亿)			PE	PS
		2022	2023	2024	2022	2023	2024		
雍禾医疗	5	14	18	18	-0.85	-5.45	-2.26	NA	0.28
爱尔眼科	1218	161	203	209	25.24	33.59	35.56	34	5.83
通策医疗	185	27	28	29	5.48	5	5	37	6.38
朗姿股份	74	41	57	56	0.2	2.54	2.57	29	1.32

数据来源：choice、创陞证券，注：雍禾医疗市值为港币

表 7: 盈利预测

百万人民币	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
植发医疗	1,565	1,030	1,354	1,331	1,363	1,404	1,487
YOY		-34%	31%	-2%	2%	3%	6%
医疗养固	582	363	388	446	468	502	547
YOY		-38%	7%	15%	5%	7%	9%
其他	21	20	35	28	30	32	35
YOY		-5%	74%	-20%	7%	7%	9%
收入合计	2,168	1,413	1,777	1,805	1,861	1,938	2,069
		-35%	26%	2%	3%	4%	7%
毛利率	72.9%	61.8%	56.1%	60.1%	62.5%	62.0%	62.0%
毛利润	1,579	873	997	1,084	1,163	1,202	1,283
销售费用	-1,072	-767	-1,044	-902	-893	-930	-993
管理费用	-248	-258	-374	-285	-223	-213	-207
研发费用	-14	-18	-29	-21	-19	-19	-21
其他开支	10.3	8.8	-80.6	-100.2	-3	2	7
经营利润	256	-161	-530	-224	25	41	69
财务费用	-46	52	-53	-31	-15	-20	-23
税前利润	210	-109	-584	-255	10	21	46
所得税	-90	24	39	29	-2	-5	-12
净利润	120	-85	-545	-226	7	16	35
YOY		-171%	538%	-59%	-103%	109%	122%
少数股东权益		0	0	0	0	0	0

数据来源: 公司公告、创隆证券

四、风险提示：

行业竞争加剧，导致价格战延续；
门店扩张不及预期，公司继续关停门店；
盈利能力下降，员工流失，医疗事故等。

利益冲突披露及免责声明

利益披露声明

本报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

在本报告中，创陞证券有限公司（创陞证券）并无拥有相当于所分析上市公司 1%或以上市值的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司没有投资银行 关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。 本公司员工均非该上市公司的雇员。

分析员保证

本报告中的每个分析员，对于个人分析的公司或证券，均作出以下保证：一

- (1) 本报告谨反映分析员对调研标的公司及/或相关证券的个人观点及意见；
- (2) 分析员的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；
- (3) 拟备本报告的分析员确认并不持有本报告所提述的上市公司的权益。

免责声明

本报告是由创陞证券所编写。本报告内容既不代表创陞证券的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。创陞证券或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人或包销商）。创陞证券不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

本报告内所载之资料均来自可靠的公开信息，惟并不保证此等资料之完整及正确性。 本报告之内容不是为任何投资者的投资目标、需要及财政状况而编写。本报告并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。本报告亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。 本报告内之意见可随时更改而毋须事先通知任何人。创陞证券并不会对任何人士因使用本报告而引起之直接或间接之损失负责。

未经创陞证券书面授权许可，任何人不得引用，转载以及向第三方传播本报告，否则可能将承担法律责任。

地址：香港湾仔告士打道 128 号祥丰大厦 20
楼 A-C 室

网址：
www.innovax.hk

联络电话：
(852) 2311 0322