



商业贸易

优于大市 (维持)

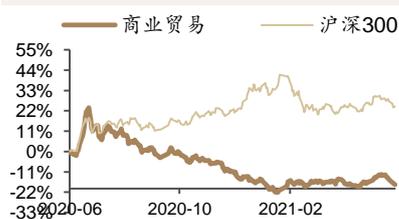
证券分析师

郑澄怀

资格编号: S0120521050001

邮箱: dengch@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《医美行业点评:八部委政策出台,合规加速行业出清》,2021.6.11
- 2.《618热度不减,国货表现亮眼》,2021.6.8
- 3.《医美行业深度:颜值经济乘风起,医美产业相辉映》,2021.5.21

# 植发行业深度报告:从雍禾IPO,看植发产业大发展

投资要点:

- 本篇报告,从植发的技术路径、用户画像、消费动机等出发,来挖掘植发快速发展背后驱动力,并结合植发产业链,三大龙头雍禾 VS 碧莲盛 VS 大麦对比研究,剖析植发产业和连锁龙头,在技术+渠道+客群+资本等多方面推动下,如何迎来发展高光时刻。
- 植发技术奠定产品基石,颜值经济加速需求转化,植发需求迎高光时代。(1) 高压工作下脱发呈现年轻化,“颜值经济”兴起带动防脱产业链发展。根据艾媒咨询数据,中国脱发人群总数达到 2.5 亿人次,平均脱发年龄为 30.1 岁,相比于上一代人提前 20 年,对应 80、90 后人群已经成为脱发主力军,且该部分人群更加重视外表,对脱发的解决意愿高。(2) 植发是唯一从根本解决脱发问题的终极手段。中国大多数脱发患者初期会选择防脱洗护产品、药物(米诺地尔、非那雄胺等)进行治疗,但若均无法根治脱发后,植发将成为希望摆脱脱发困扰消费者的终极手段。此外,近年颜值经济兴起下,不少男性为了更帅气的油头,以及女性为了额头更好看的发量,在相对初期同样就开始使用植发,核心为追求更完美的外形,且人数同样快速提升。(3) FUE+新媒体+消费意愿,三方面加速植发普及。FUE(无痕植发)+微针技术对 FUT(有痕植发)升级替代,使植发手术对于头皮损伤更小,恢复很快,且不会留下疤痕,为加速推广打下产品基础。此外,小红书/新氧等新媒体 KOL 带货兴起,营销渠道变革带动种草效果相比线下植发硬广更直观,消费者的市场教育效果更好,叠加 80、90 后消费意愿更强,共促植发近年加速发展。
- 植发已呈消费产业链,行业β红利+龙头持续扩店,推动植发技术普及。(1) 植发产业链:①需求端:植发从初期的刚需脱发,向美学需求(鬓角种植、眉毛种植、睫毛种植、胡须种植)等更多领域延伸。2020 年植发市场规模约 134 亿元(若按客单价 2 万计算,对应每年植发人群 67 万人,仅占脱发人群 0.27%),未来市场转化率和需求层面均有较大潜力,预计植发市场在 2020-2025 年 CAGR 将达 23.0%。②供给端:国内植发已经构建完整的植发产业链,上游耗材(约占成本 10%),中游植发机构四大业态并存(公立医院/连锁植发/医美医院/非连锁植发 2020 年占比 14.8%/23.9%/15.7%/45.6%)。考虑到当前植发行业监管政策相对空缺,医美行业强监管下,有望带动植发行业规范化发展,利好品牌植发机构的市占率提升+整体植发行业平均口碑提升。下游营销环节,呈现以线上广告占据主导(占营销支出 70%),线下硬广为辅提高品牌知名(占营销支出 30%)。(2) 雍禾 VS 碧莲盛 VS 大麦:2020 年末门店数分别 48 家/29 家/30 家,植发收入看市占率为 10.5%/5.3%/4.5%,植发底层技术均为业内领先的无痕 FUE,进而在操作工具和手法上,衍生出对应不同的 LATTICE 点阵加密植发/BHT 精细多维植发/微针植发等不同技术流派,并在营销上差异化定位,但均为引领植发行业的技术发展。考虑到三大龙头品牌力+规模均已初具成型,叠加植发行业β红利,未来均有望实现门店持续扩张壮大。(3) 他山之石:日本植发龙头 i-Landtower Clinic 植发透明度较高,自研 i-direct 植发技术,植发成效显著,达到日本市场超 50%市占率,但行业仍处较初期的快速发展阶段;美国植发龙头 Bosley 集团通过 TriGen+综合治疗构建技术优势,拥有 75 家门店,且具备顶尖外科医生加持,构筑行业专业性,或为国内植发机构提供参考。
- 雍禾医疗:植发龙头,门店扩张+同店提升潜力可期。(1) 经营数据:公司在植发行业处于领头地位,植发门店从 2018 年 30 家增至 2021Q1 的 51 家,覆盖 50 个城市,同店连续两年销售额保持 18%+年均增速;2020 全年营收和归母净利润分别为 16.4 亿元和 1.6 亿元,整体净利率 10%(考虑到公司一般行政和研发开支合计占比 10.6%,且总部层面的营销与推广开支大。若扣除总部费用,我们预测雍禾植发的单店净利率至少 20%+)。(2) 运营架构:公司运营结构稳健,大致可分为



三层：①总部：负责公司决策层面，提供大方向指导；②区域部门：负责管辖区域内机构以及区域间合同协作发展，保持一致；③院部：负责机构日常运营以及确保服务质量。创始人张玉是公司实际控制人，拥有公司 30.37% 股权，中信证券通过 Yonghe Hair Service 及 CYH 合计持有公司 34.54% 的股权。（4）IPO 募资：主要用于品牌力和技术力的提升，包括对现有植发机构的升级+扩充、研发新手术器械、建立网上医院、各渠道营销活动等。

- **品牌+技术+规模+服务四维度发力，持续筑高龙头壁垒。**  
①**品牌**：植发行业仍处低渗透起步阶段，营销势头与声量有助市场培育，品牌力渐显抢占先发优势。雍禾医疗营销费用占比较高但呈多元化趋势，多维度进入潜在客群视野，帮助认知痛点挖掘需求。公司作为行业先行者，产品服务优质而口碑效应明显，88.5% 的受访患者表示会将公司推荐给需要植发的朋友家人，龙头品牌初见雏形。  
②**技术**：公司植发技术、设备及辅助设施逐渐更新引领行业。重学术交流与中山大学达成战略合作关系，举办峰会论坛制定行业标准巩固其行业影响力。植发技术、仪器持续更新换代走在行业前列，后台运营体系呈数字化线上化发展趋势，持续提升产品力与运营服务水平。  
③**规模**：服务品类相对单一+医生培养快+标准化流程决定高度可复制化商业模式。全国布局 50 城 51 家门店，全域铺开重点渗透有望继续加密下沉。  
④**服务**：业务范围从植发拓展到养发固发，一站式服务多层次解决方案，有望提升客户留存延长企业服务周期，渗透更多有脱发困扰的潜在群体。
- **小植发机构市占率 or 连锁龙头市占率何者将会提升？**  
1) **营销壁垒为植发医生创业难点**：目前市场的非连锁机构市占率合计 46%，但行业内的植发医生个体 IP 溢价现象较弱；同时，专科诊所营销销售费用偏高，以雍禾医疗为例高达 47.6%，通过大量广告投放引流而获取客户群体。在渗透率偏低且市场需求教育的初阶植发市场，个体精品诊所资金实力有限营销难度大，且品牌力传播相对有限，为非连锁植发机构难做大的核心壁垒。  
2) **连锁龙头有望强者恒强**：植发属于专科模式，业务集中度高且医师培训快（医师需执业医师资格证，雍禾的每位新聘医师系统培训约四至六个月，包括院长一对一监督下进行为期三个月的临床实践培训）。品牌效应下，单店盈利强回收快（新开店 3 个月可达收支平衡，平均现金投资回收期为 14 个月）。未来在 IPO 募资+品牌力提升下，雍禾植发有望实现加速规模化开店。
- **雍禾空间测算：同店有望增长，中长期门店预计可达 100 家。**随行业赛道扩容和资本助力，公司的现有植发医院在后续一站式服务下收入有望继续提升。此外，公司在招股书中也提出，计划通过自建+收购模式，共同推进植发及养发行业市占率。根据对 2025 年植发和养发市场预测及公司市占率的敏感性分析，我们预测 2025 年开店空间 104-169 家店（测算明细参见正文章节六）。
- **风险提示**：疫情恢复不及预期风险；植发行业政策影响风险；植发行业安全卫生事件影响风险；行业竞争加剧风险。

## 内容目录

1. 技术持续成熟+年轻客群需求大，植发迎来发展高光.....	8
1.1. 作息不规律+压力大+饮食不健康，脱发呈现持续年轻化趋势 .....	8
1.2. 防脱方式图谱：初期防脱洗发水 > 中期米诺地尔 > 后期植发&假发 .....	10
1.3. 植发产业：技术优化奠定基石，年轻客群需求广阔 .....	12
1.3.1. 植发行业 2010 年技术逐步成熟，社交媒体助力 2016 年起加速发展 ...	12
1.3.2. FUE 植发+微针技术，大幅优化植发手术体验，加速植发推广 .....	13
1.3.3. 技术优化+求美需求，植发已从初期头部植发生生出更多细分项目 .....	14
1.3.4. 已植发消费者画像：年轻未婚初脱发、高学历高强度工作特征显著 .....	16
1.3.5. 男女植发动机各不同：男性为显年轻，女性为更加完美 .....	17
1.4. 推广媒介：小红书、新氧新媒体种草，加速植发在年轻客群科普 .....	18
2. 防脱已呈消费产业链，植发+养发推动市场潜力可期.....	21
2.1. 植发产业逐渐规范化，未来驱动在于消费者教育兑现.....	21
2.1.1. 医美行业强监管带动植发行业规范化 .....	21
2.1.2. 植发产业链完备，植发机构及营销端为重点 .....	23
2.1.3. 技术变革叠加消费者教育兑现，植发行业未来持续高景气 .....	26
2.2. 养发意识觉醒，消费者需求强劲带动行业兴起.....	27
2.2.1. 消费者需求强劲叠加供给端优化，养发馆蓬勃发展 .....	27
2.2.2. 中游养发馆占据主导，行业已吸引四大玩家布局.....	29
2.3. 他山之石：头部植发机构掌握核心技术，汇聚顶级医生 .....	32
2.3.1. 日本：i-Landtower Clinic 市占率超 50%，高透明度且技术领先 .....	32
2.3.2. 美国：Bosley 集团植发领先，拥有核心技术及顶尖团队 .....	33
3. 雍禾医疗：植发龙头，门店扩张+同店提升潜力可期.....	35
3.1. 门店布局广，同店增速快，增长能力未来可期.....	35
3.2. 植发医疗为主要驱动力，医疗养固未来增长可期 .....	36
3.3. 经营结构稳定，助力决策高效实施.....	37
3.4. 募资用于品牌力&技术力同步提升，巩固行业领头地位 .....	38
4. 品牌+技术+规模+服务四维度发力，持续筑高龙头壁垒 .....	38
4.1. 品牌：植发品牌领先优势，口碑认知快速提升.....	39
4.2. 技术：产学研合一，技术巩固领先地位 .....	40
4.2.1. 医学背书产学研互动，精进植发技艺 .....	40
4.2.2. 前沿科技引领毛发经济.....	41
4.3. 规模：门店实现全国覆盖，可复制程度高 .....	42

---

4.4. 服务：多元化业务线持续拓展，门店综合服务体验优化提升 .....	43
5. 营销壁垒为医生创业难点，行业龙头有望强者恒强.....	45
5.1. 植发医生个体 IP 溢价较弱，医生创业营销费用高企成壁垒 .....	45
5.2. 品牌效应+标准培训+单店 14 个月回本，雍禾市占率预计持续提升.....	45
6. 空间测算：同店有望增长，中长期门店预计超 100 家 .....	47
7. 风险提示 .....	48

## 图表目录

图 1: 脱发级别示意图.....	8
图 2: 国民健康困扰 Top10 .....	9
图 3: 2015-2017 植发相关热词 .....	9
图 4: 中国不同年龄阶段脱发人群占比 .....	9
图 5: 年轻人睡眠时间短, 入睡晚.....	9
图 6: 城镇人均可支配收入以及医疗服务消费 (单位: 元) .....	10
图 7: 2018-2020 线上脱发治疗药物分价格段消费占比.....	10
图 8: 2018 中国人防止脱发方式及使用时长 .....	10
图 9: 米诺地尔淘宝销量 .....	11
图 10: 2018 中国防脱方式总结: 基础防脱>专业防脱>机构防脱>终极防脱.....	12
图 11: 中国植发行业发展情况.....	12
图 12: 中国植发技术发展历程.....	13
图 13: 植发技术对比 .....	13
图 14: FUT 技术和 FUE 技术术后效果 .....	13
图 15: 微针植发笔结构.....	14
图 16: 微针植发取发到植发无缝衔接.....	14
图 17: 植发手术流程 .....	15
图 18: 根据消费者需求对植发部位进行画线设计.....	15
图 19: 术后恢复期业务流程 .....	16
图 20: 植发消费者群体特征 .....	17
图 21: 消费者群体画像对比 .....	17
图 22: 男女植发消费者动机各不相同.....	18
图 23: 90 后的成长伴随着传播渠道的变迁 .....	18
图 24: 各类群体决策的主要时间分配在感知注意和交易咨询等环节.....	19
图 25: 电商平台仍为获取信息的主要来源.....	19
图 26: 2018 年中国用户搜索植发机构信息的方式.....	20
图 27: 小红书搜索植发话题 .....	20
图 28: 毛发医疗服务市场项目内容介绍 .....	21
图 29: 2018 年中国脱发人群完全拒绝植发原因.....	22
图 30: 中国植发全产业链分析.....	23
图 31: 2018 年中国用户选择植发机构时关注的因素 .....	24
图 32: 2018 年中国植发人群关注的服务质量 .....	24

图 33: 雍禾医疗机构全国分布图 .....	25
图 34: 碧莲盛医疗机构全国分布图 .....	25
图 35: 中国植发医疗服务市场规模 (单位: 亿元) .....	27
图 36: 国内养发服务行业发展阶段 .....	28
图 37: 2017-2019 年线上防脱发产品不同年龄段消费占比 .....	29
图 38: 消费者在头发护理产品中的花费变化 .....	29
图 39: 养发服务领域已形成完善产业链 .....	29
图 40: 丝域养发门店形象 .....	30
图 41: 雍禾植发门店形象 .....	30
图 42: 养发服务领域中游市场已有四类玩家入局 .....	30
图 43: 养发服务领域已形成三大梯队 .....	31
图 44: 2017-2019 年天猫不同类型护发产品消费金中占比 .....	31
图 45: 头发头皮养护步骤更精细化 .....	31
图 46: 中国医疗养固市场规模 (单位: 亿元) .....	32
图 47: 2009 年世界各国脱发情况 .....	32
图 48: i-Landtower Clinic 官网植发案例展示 .....	33
图 49: i-Landtower Clinic 展示植发价格 .....	33
图 50: i-direct 植发技术效果介绍 .....	33
图 51: i-direct 植发技术介绍 .....	33
图 52: Bosley 集团主要门店的位置分布 .....	33
图 53: 雍禾植发全国布局 .....	35
图 54: 雍禾植发门店数量 (单位: 家) .....	35
图 55: 2018-2019 同店销售变化 (单位: 千元) .....	36
图 56: 2019-2020 同店销售变化 (单位: 千元) .....	36
图 57: 雍禾植发历年治疗患者人数 (单位: 人) .....	36
图 58: 雍禾植发营业收入 (单位: 千元) .....	36
图 59: 雍禾植发盈利能力总体增强 (单位: 千元) .....	37
图 60: 植发医疗和医疗养固营收占比变化 (单位: 千元) .....	37
图 61: 组织管理结构 .....	38
图 62: 公司股权结构 .....	38
图 63: 2018-2020 年公司前五大供应商中营销类服务去向变化 (单位: 亿元) .....	39
图 64: 雍禾植发线下+线上营销案例 .....	40
图 65: 2019 雍禾植发海峡两岸毛发高峰论坛 .....	41

图 66: 2020 雍禾全国毛发高峰论坛.....	41
图 67: ARTAS 植发机器人页面.....	41
图 68: 雍禾机构数据化分析系统.....	42
图 69: 雍禾机构智能化设备.....	42
图 70: 雍禾植发机构一站式服务满足多种毛发头皮需求.....	43
图 71: 雍禾植发服务类型逐渐多元.....	44
图 72: 雍禾植发多层次医生队伍打造.....	44
图 73: 史云逊头部清洁护理项目.....	44
图 74: 史云逊健发中心门店形象.....	44
图 75: 公司销售与营销开支偏重.....	45
图 76: 植发消费者更重视工作经验.....	45
图 77: 2020 年中国植发市场顶级市场参与者 (单位: 千例、个).....	46
图 78: 2025E 可开门店数量敏感性分析.....	47
表 1: 植发业务种类多样.....	14
表 2: 植发业务细分项目多样.....	15
表 3: 多年来医美相关政策陆续出台, 植发行业直接受益.....	22
表 4: 植发机构可分为四大类别.....	24
表 5: 植发机构前三名机构详细数据汇总.....	25
表 6: 植发机构线上及线下广告投放情况介绍.....	26
表 7: 2021-2022E 公司计划开店状况.....	47

# 1. 技术持续成熟+年轻客群需求大，植发迎来发展高光

## 1.1. 作息不规律+压力大+饮食不健康，脱发呈现持续年轻化趋势

雄激素性脱发是造成中国人脱发主要成因，诱因为雄激素分泌过多导致头皮毛囊萎缩，表现为头发密度进行性减少，发病主要与先天因素有关，但随着现代人生活习惯发生变化，生活压力导致饮食、作息不规律也会加重脱发。医学研究表明，劳累过度、不正确的头发护理以及不良作息习惯均有较大概率诱发脱发现象。

脱发分为七个等级，脱发 1-2 级头发表现出健康状态，3 级开始表现出脱发症状，该阶段主要通过洗护产品对头发进行保护，4-5 级为脱发中期阶段，该阶段通过使用药物治疗能够有效缓解脱发，6-7 级为脱发严重阶段，通常在 7 阶段毛囊已经完全萎缩，药物治疗无法生效，患者需要通过植发手术来改善头部情况。

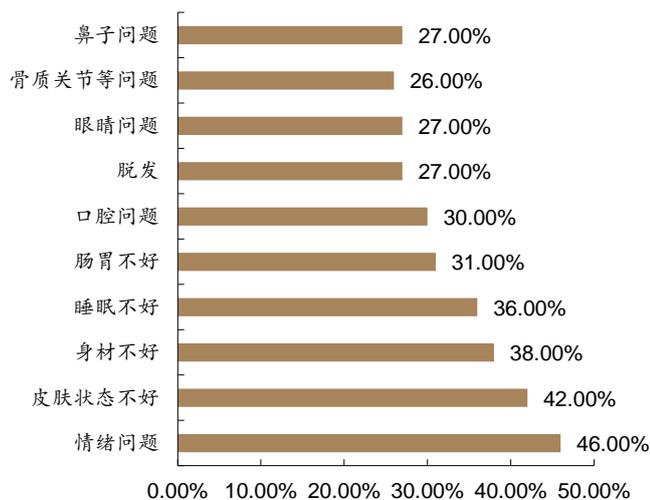
图 1：脱发级别示意图



资料来源：百度、德邦研究所

中国脱发人口基数大，其中男性占比较大。根据雍禾招股说明书，中国脱发人群超过 2.5 亿人次，平均每 6 人中就有 1 人脱发。男性较为容易患雄激素性脱发，患病率约为 21.3%，女性患病率相对较低约为 6%，2.5 亿脱发人群中男性约 1.63 亿，女性 0.88 亿。脱发问题逐渐进入更多人视野，排进了中国人最关心的健康问题前十名，超过对于骨关节问题的关注。男性相比于女性对于脱发问题更为重视，据阿里巴巴对用户搜集的数据，76%在网络零售平台上搜索“脱发”关键词的用户为男性。CBNData 显示脱发男性数量约为女性两倍，而搜索脱发关键词用户数量男性是女性三倍，男性对于脱发关注程度相比于女性要更高，对于治疗脱发的意愿更高。

图 2：国民健康困扰 Top10



资料来源：CBNData、德邦研究所

图 3：2015-2017 植发相关热词

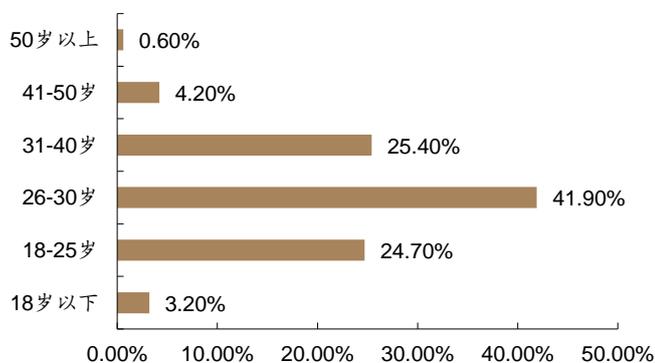


资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

**脱发年轻化成为新常态，平均脱发年龄大大提前。**脱发已经不再是中老年人的代名词，与传统观念有出入，80、90 后已经成为脱发人群的主力军。研究显示脱发人群中 30 岁以下人群占比达脱发总人口 69.8%，31-40 岁脱发人口占比 25.4%，而 40 岁以上脱发群体仅占总脱发人口 4.8%，脱发年轻化趋势明显。中国脱发人群最小年龄仅为 16 岁，平均年龄 30.1 岁，相比于上一代人脱发年龄提前了 20 年。

**脱发年龄提前的主要原因之一在于年轻人作息相比于中老年人要更加不规律且压力更大，晚睡在年轻人群中已司空见惯。**2019 年中国人睡眠白皮书表明，按照年龄层划分，年纪越大的人睡得越养生，各个年龄段人群中只有 70 后和 80 后平均每晚睡眠时间超过 7 小时，90 后和 00 后熬夜现象严重，43% 的 90 后和 27% 的 00 后均有熬夜习惯，90 后平均入睡时间在零点以后。00 后也表现出明显的晚睡趋势，可以预测未来 5-10 年内 00 后也将加入脱发大军，脱发问题年轻化趋势或仍将延续。除此之外，饮食不健康、心理压力过大以及电子设备超量使用等也使得年轻人相比老一辈人面临更大的脱发风险。

图 4：中国不同年龄阶段脱发人群占比



资料来源：艾媒咨询、德邦研究所

图 5：年轻人睡眠时间短，入睡晚

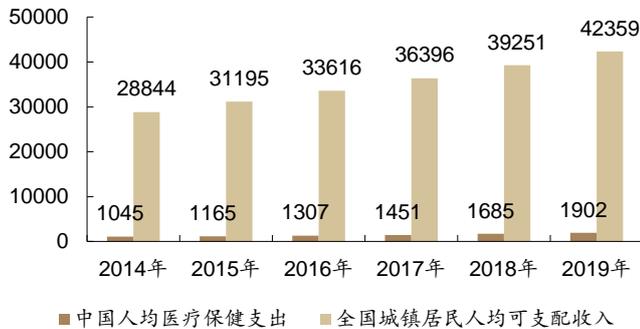


资料来源：小米运动、德邦研究所

**“颜值经济”兴起+年轻人消费力和意愿更强，带动脱发治疗产业链快速发展。**中国现在大部分 80 后已经拥有较高可支配收入，90 后大多也毕业进入职场，在中国整体经济高速增长的背景下，年轻消费者除去必要开销外的剩余可自由支配收入逐年提升。年轻人有更雄厚财力去购买自己生活必需品之外的物品来

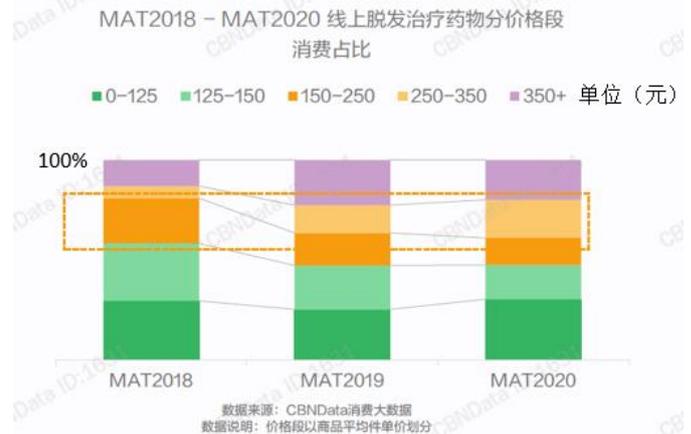
满足自己的精神需求，单个消费者的购买力提升，愿意购买价值更高的产品。自媒体时代年轻人更加愿意展示自己的生 活，在各类社交平台上分享自己的生活，这使得年轻人对于自己的外在形象越来越在意，美始于头的观念也为年轻人广为接受，他们愿意也乐于在自己外在形象上消费。近年来兴起的“颜值经济”带动了医美行业的迅速发展，受到脱发问题困扰的人们也给脱发治疗行业带来了充足的客流，使得脱发治疗市场拥有不亚于行业整体增速的成长幅度。

图 6：城镇人均可支配收入以及医疗服务消费（单位：元）



资料来源：CBNData、德邦研究所

图 7：2018-2020 线上脱发治疗药物分价格段消费占比

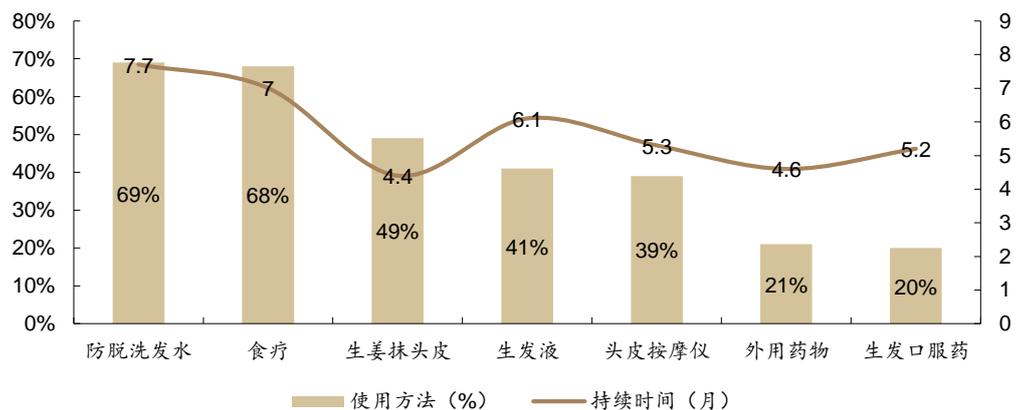


资料来源：CBNData、德邦研究所

## 1.2. 防脱方式图谱：初期防脱洗发水 > 中期米诺地尔 > 后期植发&假发

贴合生活场景的防脱洗发水，为最受国内消费者青睐的防脱手段，为初期脱发者首选。防脱洗发水和食疗能够在不改变脱发人群正常生活习惯的前提下进行对脱发的防范治疗，可以在日常生活吃饭、洗澡场景同时进行。而生姜涂抹、生发液、使用药物等手段要求脱发人群每日投入额外的时间精力，相对而言难以长期保持。因此尽管洗护用品以及食疗效果不够明显，对于脱发问题并不严重的人群来说能够长期坚持也能起到一定效果，更多人愿意选择这类贴合生活场景的防脱手段。

图 8：2018 中国人防止脱发方式及使用时长



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

外用药物治疗（米诺地尔），是对已脱发人群性价比相对较高且方便的解决方案，为初中期脱发的重点治疗方式，但需持续使用。防脱发的洗护用品主要用途主要是给头皮补充营养，促进头发生长，但对于已真正脱发的患者来说用处甚微，而植发则主要是针对于脱发已经很严重的人群，且植发费用较为高昂，在人群占比上相对洗护和防脱药物上偏低，更多偏向于已在外用药物等治疗已达不到效果，

或脱发部位毛囊已坏死下的脱发型较为终极的防脱方式。药物治疗能够切实在一段时间内促进头发重新生长，同时由于市场上的生发药均为 OTC 药物，消费者不需要去医院就可以自己在药店甚至是线上渠道进行购买，购药过程足够方便，药物的价格也相对较为亲民，大多数药品的价格都在 350 元以下，其中市场占有率最高的蔓迪米诺地尔酊药单价不到一百元。外用药品药物成分主要为米诺地尔，是 FDA 认证的最常被脱发患者使用的外用药剂，也是现在市面上唯一一种有效的外用药成分，由于其副作用小，不良反应发生率低并且能够有效促进毛发生长，是脱发人群的首选药物类型。但外用药物（米诺地尔等）治疗一段时间，并不能永久性解决脱发问题，需要患者长期持续性使用，因此，消费者为了能够获得更好的治疗效果，对产品的复购需求强。

图 9：米诺地尔淘宝销量

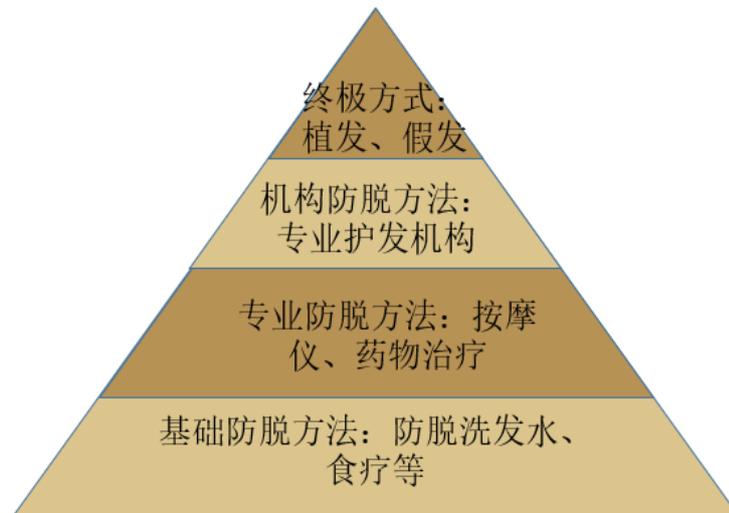


资料来源：淘宝、德邦研究所

内服防脱药物副作用相对外用药物较大，且仅适用于男性脱发者，但停药后副作用大多可恢复。1) 内服药物非那雄胺只有男性患者能够使用，根据国外做的多次大规模双盲实验，其主要副作用为可能造成性功能受损、前列腺特异性抗原减少、睾丸疼痛等不良反应，但整体而言，其产生的副作用可逆，且为处方药，需在医生指导下使用；2) 外用药物米诺地尔主要问题在于作用机制不明确，同时有可能造成多毛症、刺激性和过敏皮炎等症状。同时两类药物作用时间都不长，但相对而言内服更大，且两类药物均无法根治脱发问题，需要患者持续购买使用，一旦停药会继续开始脱发。

由于各类防脱手段大多停留在延缓脱发阶段，无法从根本解决患者脱发问题，并且需要长期使用，难以坚持则无法看到成效。而对于部分脱发者，若在尝试各类防脱手段无果后，消费者转而将希望寄托于植发手术来挽救日益稀疏的头发，因此植发对于较多男性脱发者而言，为终极防脱方式（但近年来，在颜值经济兴起下，不少男性为了更加帅气的油头，以及女性为了额头更好看的发量，在相对初期同样就开始使用植发，核心为追求更完美的外形，且人数同样快速提升）。

图 10：2018 中国防脱方式总结：基础防脱>专业防脱>机构防脱>终极防脱



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

### 1.3. 植发产业：技术优化奠定基石，年轻客群需求广阔

#### 1.3.1. 植发行业 2010 年技术逐步成熟，社交媒体助力 2016 年起加速发展

中国植发起步于上世纪 70 年代，在 2010 年前后开始逐渐成熟，2016 年后行业加速增长。1) 20 世纪 70 年代上海新华医院开始使用大口径换钻方式提取毛囊开展植发手术，标志中国植发行业萌芽的出现。2) 1997 年至 2016 年中国植发行业开始逐渐成熟，行业处于初始积累期，植发龙头机构如雍禾植发、科发源植发等均于 2000 年前后创立，并在十余年间逐渐发展壮大，逐步建立在行业中的领头地位。3) 2016 年后行业迎来高速发展阶段，随着各类社交媒体的普及以及市场教育的完善，医美行业出现爆发式增长，人们对于外表的重视程度越来越高，植发开始愈发频繁地进入人们视野，也逐渐被纳入医美消费群体的考量范围，更多人开始接受植发作为根治脱发问题的有效手段。

图 11：中国植发行业发展情况

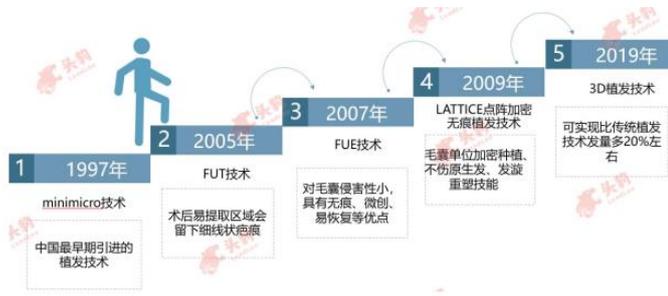


资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

植发技术推动行业快速普及，龙头植发连锁机构引领技术发展路径。1997 年中国第一家毛发移植中心引入了 minimicro 技术，迈出了植发技术革新的第一步。2005 年植信植发中心成立，成功实施首台 FUT 手术。2006 年雍禾植发开始研究 FUE 植发技术，于 2007 年引入中国并自主研发 FUE-APL1.0 无痕植发技术。2009 年雍禾植发与海外专家联合研发出 LATTICE 点阵加密无痕植发技术，在原有 FUE 技术上植发创口更小。2019 年新生植发自主研发出 3D 植发技术，通过精密仪器

提取分离毛囊，相比于传统植发技术发量增加约 20%。植发技术的革新加速了中国植发医疗服务机构发展速度，提升机构的核心竞争力。

图 12：中国植发技术发展历程



资料来源：头豹研究院、德邦研究所

图 13：植发技术对比



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

### 1.3.2. FUE 植发+微针技术，大幅优化植发手术体验，加速植发推广

植发手术主要分为 **FUT 技术** 和 **FUE 技术** 两类。**FUT 技术** 是将后枕部整条头皮切除后逐个提取毛囊，植于脱发区域；**FUE 技术** 则是使用专门毛囊提取仪直接将毛囊从枕部头皮提取，再种植于脱发部位。

**1) FUT (Follicular Unit Transplant, 有痕植发)**: 起源于二十世纪八十年代，植发原理为从后枕部先切取一条头皮，再将切开的头皮进行缝合。然后提取毛囊，种植到前额和头顶脱发部位，FUT 技术美中不足的是每个植发的人后脑勺上都会因为提取毛囊而留下一道道疤痕，如果把头发剪短，手术痕迹就会很清晰，且由于切除头皮面积通常能够提取的毛囊数量有限，约在 2000-3000 单位，术后痛感较强烈。但优势在于能够保证获取优质部位的全部毛囊。

**2) FUE (Follicular Unit Extraction, 无痕植发)**: 最早在 2002 年由美国专家率先提出的 (第一代 FUE)，并在其后引入国内之后，基本在 2010 年后就开始占据了植发的主导地位。植发原理为采用特殊精密仪器，从后枕部分散性地取出单个毛囊，然后按照头发的生长方向和密度自然地种植在脱发区。其优势在于不会留下疤痕，术后创口较小，恢复更快，根据医生技术不同能够获取 5000-6000 毛囊，适合大面积脱发患者。但缺点在于价格相对 FUT 较贵，毛囊成活率大约在 90% 以上，相比 FUT 技术的 95% 毛囊成活率略低。

图 14：FUT 技术和 FUE 技术术后效果



资料来源：思宇医械观察、德邦研究所

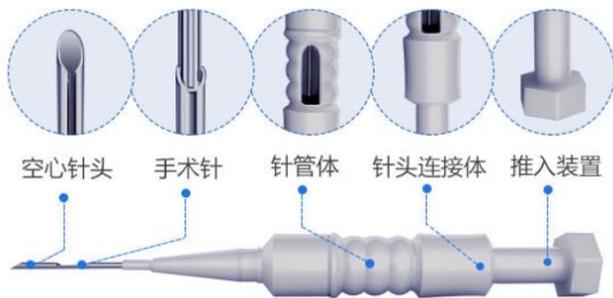
表 1: 植发业务种类多样

区别	FUT	FUE
概念	从后枕部提取皮瓣，显微镜下分离成单株毛囊单位后种植	利用专业设备在后枕部位分散性单株直接提取毛囊后种植
术后效果	后枕部需要开刀，恢复后留下一条细线性疤痕	无需开刀，恢复后留下疤痕可能性小
价格	较便宜	较贵
提取毛囊技术	从后枕部提取梭形皮瓣，在显微镜下精密分离成单个单位，在培植液中培植，增加毛囊成活率	在毛囊培植、种植方法与 FUT 相同，区别在于从后枕部每次提取单个毛囊
提取数量	发源较少情况下，一次性毛囊单位提取较多	发源较少情况下一次性毛囊提取单位较少
对原有头发的要求	无需剃头，术后短发可完全遮住细线型疤痕	后枕部需要剃发，后期会慢慢长出
提取同数量毛囊手术时间	较短，术后愈合较慢	较长，术后愈合较快
种植面积大小手术时间	3-6 小时	3-7 小时
痛苦程度	切下皮瓣后提取毛囊，取发处术后有紧绷感，拆线更麻烦	不开刀，疤痕小或不留疤痕，痛苦更小，更容易恢复

资料来源：头豹研究所、德邦研究所

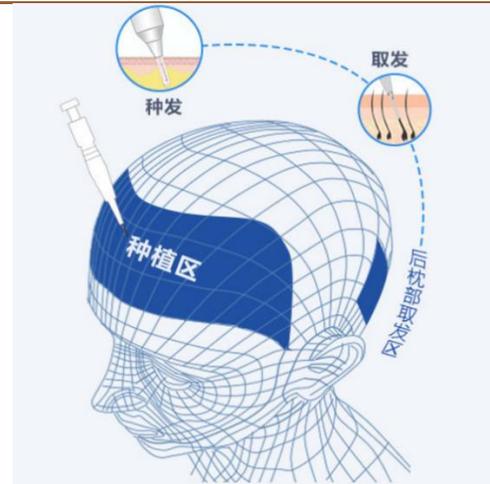
微针技术由大麦植发（科发源集团旗下品牌）引入国内，是国际主流使用的植发技术。微针植发是通过使用专门的微针植发笔提取毛囊，并直接种植到指定部位。相比于传统宝石镊子植发方式，微针植发将毛囊提取至植发笔的中空移植针内，再通过推动移植针直接将毛囊种植到待植发区域，避免镊子对毛囊造成伤害，提高毛囊存活率，头发新生比例更高。微针植发针孔较小在 0.6-1mm 之间，仅需一道工序直接将毛囊种入头皮层，伤口小恢复时间短；传统植发手段植发孔径 1-1.5mm，需要由宝石刀和镊子共同作业完成操作，容易对头皮造成两次伤害，出血量较大恢复耗时相对长。

图 15: 微针植发笔结构



资料来源：大麦植发官网、德邦研究所

图 16: 微针植发取发到植发无缝衔接



资料来源：大麦植发官网、德邦研究所

### 1.3.3. 技术优化+求美需求，植发已从初期头部植发衍生出更多细分项目

在 FUE 技术（以及 2010 年推出的二代 FUE 技术）普及下，植发项目种类持续增多，可以分为：头发种植、发际线调整、美人尖种植、鬓角种植、眉毛种植、睫毛种植、胡须种植等业务类型。植发是从患者枕部优质毛囊区提取毛囊，并将提取毛囊移植至毛发稀疏部位的手术，根据中国《医疗美容项目分级管理目录》显示植发手术被分为一级手术，风险比其他类型手术低。植发主要分为七种业务类型，分别为 1) 头发种植：以枕部毛发为植发来源，移植至头发稀少部位，促使生出新发，解决患者脱发秃顶困扰。2) 发际线调整：发际线过高过低均可通过植发手术调整，根据消费者意愿可以对毛发缺失部位进行植发，毛发多余部分进行毛囊破坏，美化发际线效果。3) 美人尖种植：通过对前额正中位置毛发进行植发重塑，使发际线表现出尖状，满足消费者美型需求。4) 鬓角种植：主要针对男性，解决无鬓角、鬓角不美观等问题。5) 眉毛种植：根据消费者意愿在眉部进

行植发，改善眉毛形状、密度，解决眉毛稀疏、缺失问题。6) 睫毛种植：与眉毛种植类似，将枕部毛囊移植至睫毛生长部位实现睫毛加密加长效果。7) 胡须种植：针对男性消费者，从枕部提取毛囊，移植到胡须生长部位，解决胡须稀疏、形状不满意等问题。

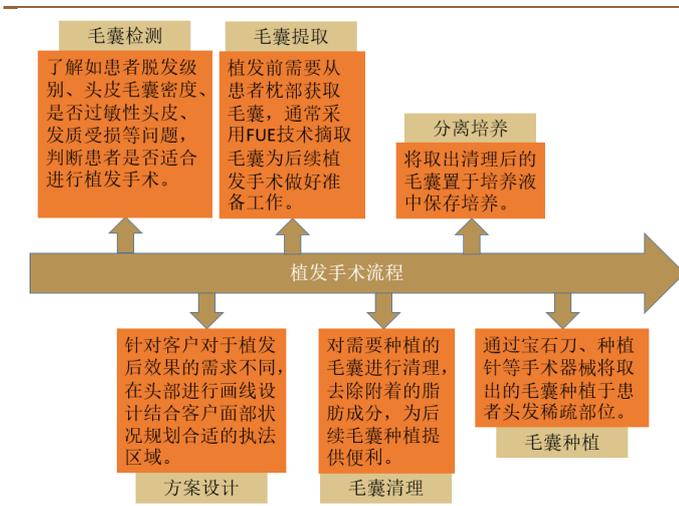
表 2：植发业务细分项目多样

分类	具体介绍	适用人群
头发种植	以后枕部毛发为发源，一直到头发稀少或没头发的部位，促使其在新部位生长	脱发、掉发人群
发际线调整	根据消费者意愿、发际线状态、五官特征设计新发际线，对毛发缺失部位进行植发，毛发多余部分进行毛囊破坏	发际线过高过低的人群
眉毛种植	根据消费者意愿设计眉毛形态，包括长度、密度，将枕部毛发移植到眉毛处	眉毛缺失、稀少的人群
睫毛种植	种植原理与眉毛种植一致，将枕部毛发移植到睫毛生长部位	睫毛稀少、长度短的人群
美人尖种植	通过额头毛发生长线重塑，满足消费者对美人尖需求	没有美人尖人群
胡须种植	针对男性用户，以后枕部毛发为发源，重新设计胡须新造型	胡须稀少、不满形状人群
鬓角种植	针对男性，以枕部毛发为发源一直到鬓角重塑鬓角造型	无鬓角、鬓角缺陷人群

资料来源：头豹研究所、德邦研究所

从植发手术过程看，基本可划分为 6 个阶段。1) 阶段一为毛囊检测：针对患者毛囊进行检查，了解如患者脱发级别、头皮毛囊密度、是否过敏性头皮、发质受损等问题，判断患者是否适合进行植发手术。2) 阶段二为方案设计：针对客户对于植发后效果的需求不同，在头部进行画线设计结合客户面部状况规划合适的植发区域。3) 阶段三为毛囊提取：植发前需要从患者枕部获取毛囊，通常采用 FUE 技术摘取毛囊为后续植发手术做好准备工作。4) 阶段四为毛囊清理：对需要种植的毛囊进行清理，去除附着的脂肪成分，为后续毛囊种植提供便利。5) 阶段五为分离培养：将取出清理后的毛囊置于培养液中保存培养。6) 阶段六为毛囊种植：通过宝石刀、种植针等手术器械将取出的毛囊种植于患者头发稀疏部位。

图 17：植发手术流程



资料来源：头豹研究所、德邦研究所

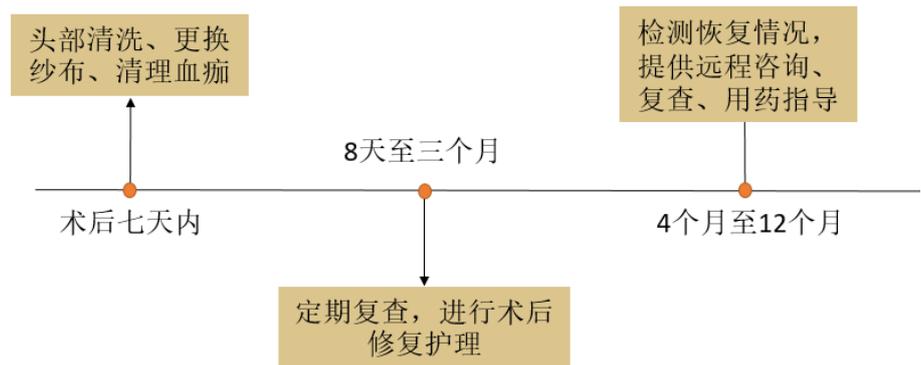
图 18：根据消费者需求对植发部位进行画线设计



资料来源：碧莲盛官网、德邦研究所

植发机构通常也负责患者术后恢复服务。1) 术后恢复-阶段一：通常术后 7 天左右患者创口能够基本恢复，在这七天内植发机构需要负责为患者进行头部清洗、更换纱布等操作，并在七天恢复期过后协助患者清理残余血痂。2) 术后恢复-阶段二：8 天至三个月内患者需要定期回到植发机构进行复查，机构为患者提供相关术后修复护理，帮助植发部位恢复到更加自然的状态。3) 术后恢复-阶段三：4 个月至 12 个月内机构还需为患者提供复查以及检测恢复情况等服务，同时提供远程咨询、复查，允许患者在家中接受复查以及获取用药指导。

图 19: 术后恢复期业务流程



资料来源：雍禾植发招股说明书、德邦研究所

植发单价根据所选项目、使用技术以及医生团队不同存在一定波动。以较为常见的发际线调整为例：1) 大麦植发的微针植发单价为 8.8 元/针，院长团队操刀的手术比普通医生手术价格高 30%；2) 雍禾植发针对普通发际线调整可以选择 FUE-APL 技术或 LATTICE 技术，单个毛囊价格分别为 10 元和 20 元，专家操刀的手术相比于普通医生高 50%。对于普通 2 级脱发人群来说植发至少需要 1,200 毛囊单位，价格在 10,560-36,000 元之间；对于最严重的七级脱发群体，植发手术需要超过 3,500 个毛囊，最终价格区间在 30,800-105,000 元。

#### 1.3.4. 已植发消费者画像：年轻未婚初脱发、高学历高强度工作特征显著

**植发消费者画像：脱发时间短、月收入高的年轻人群体。**脱发群体中植发意愿较高的群体主要集中在乐意尝试新鲜事物的年轻人中，根据艾瑞咨询 2018 年在艾瑞 iClick 调研社区中的 1057 分问卷调查结果显示：

1) **已经植发人群：多数未婚，平均年龄较小（仅 34 岁），人均月收入较高，脱发时间短，学历背景高（本科&硕士占比达 82%），**脱发的主要问题集中在发际线和额角，多从事互联网、房地产等工作压力较大的行业，且需要较多的出差，对于颜值重视度高。

2) **植发潜在人群：多数已婚已育，偶尔需要加班，**主要从事商务工作为主，年龄相对略大（平均 37 岁），不愿意轻易主动尝试新事物，但容易受到身边人影响，会尝试普遍反响较好的事物。

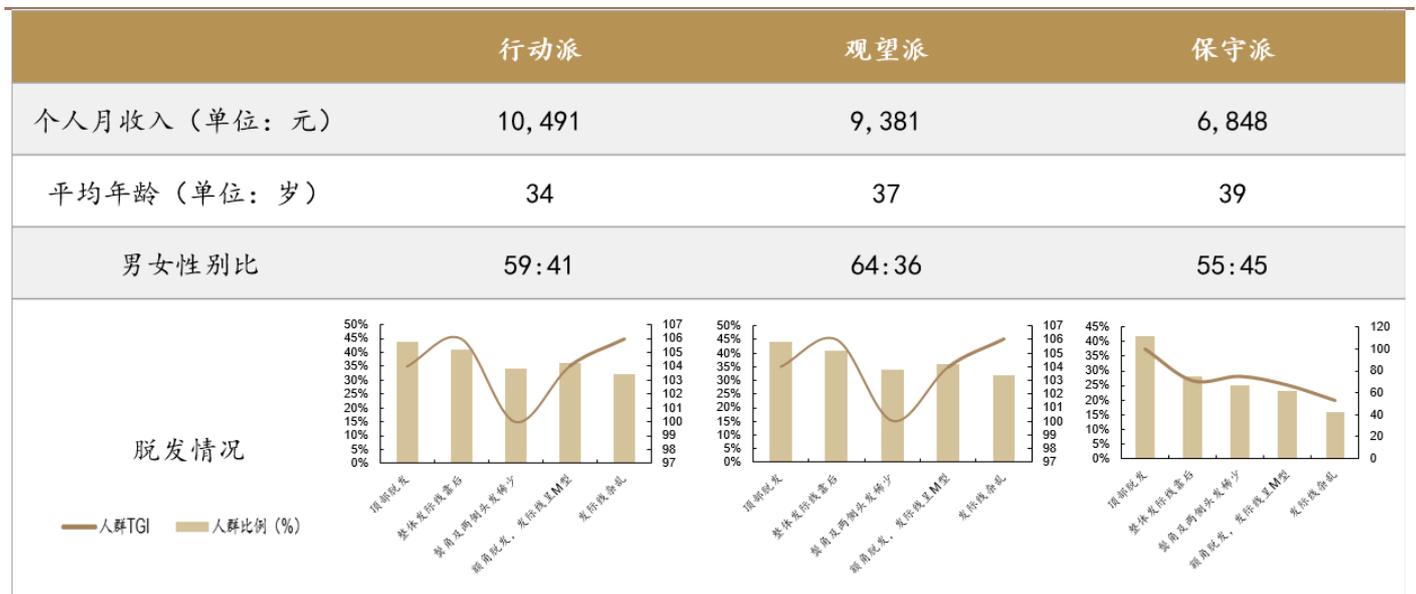
3) **拒绝植发人群：脱发时间相对较长，大多从事朝九晚五的工作，**人均收入水平略低于前两类人群，且年龄相对较大（平均年龄 39 岁），多数已婚已育，生活安逸希望保持现状，整体在问卷中表现为有脱发现象，但大多数明确表示拒绝植发。

图 20：植发消费者群体特征



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

图 21：消费者群体画像对比

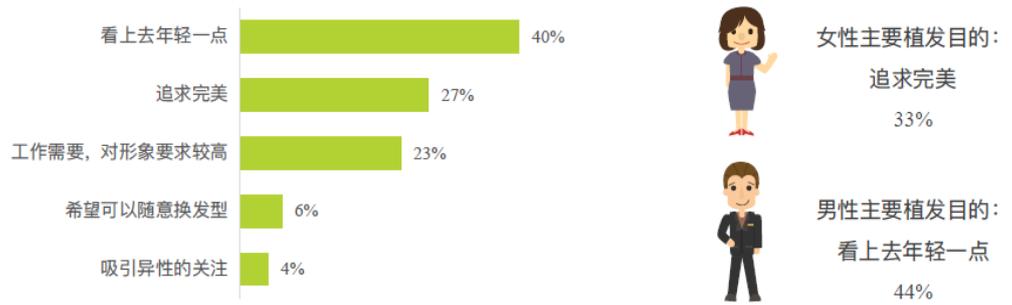


资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

### 1.3.5. 男女植发动机各不同：男性为显年轻，女性为更加完美

男性植发动机大多为了显得年轻，女性动机主要为了更加完美。根据艾瑞咨询研究调查显示，1) 女性植发群体中：占 33% 女性植发的目的是为了让自己外表更完美，通常脱发问题并不严重，大多会选择如发际线调整、移植美人尖等服务，植发医疗服务对于这类女性偏向于美容层面服务。2) 男性植发群体中：男性消费群体中 44% 的人选择植发的动机想要让自己显得更年轻，男性脱发多发于头顶，一旦脱发会让人显得苍老，会很大程度影响患者社交自信，降低生活品质，植发医疗对于这类男性更偏向于医疗服务，治疗脱发带来的烦恼。

图 22：男女植发消费者动机各不相同

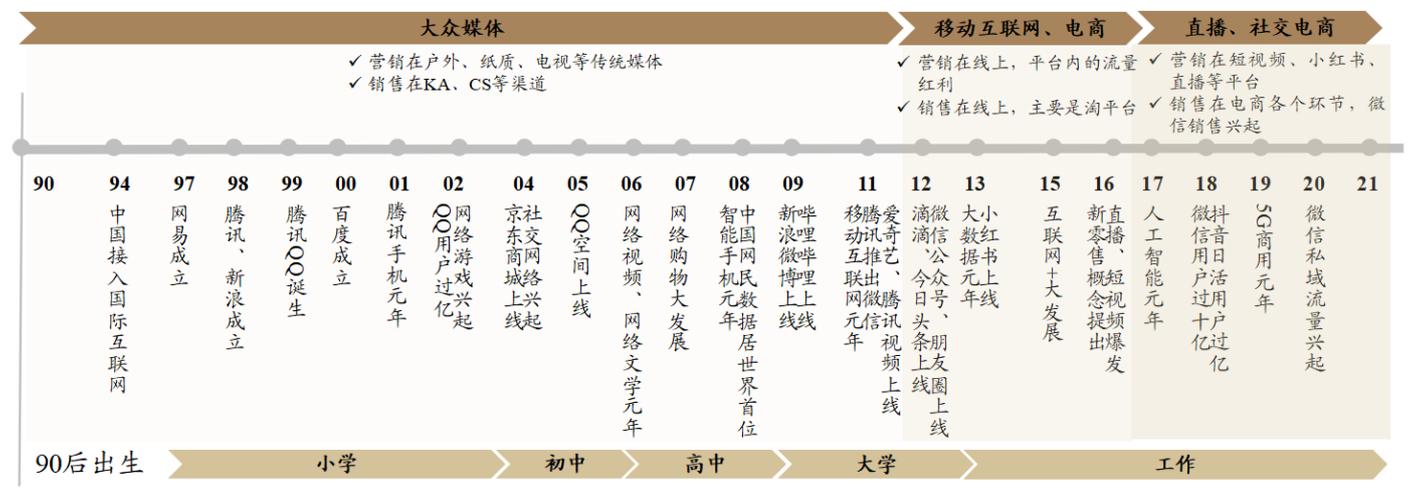


资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

### 1.4. 推广媒介：小红书、新氧新媒体种草，加速植发在年轻客群科普

90 后作为互联网的原住民，其成长伴随着渠道的变迁。我们认为信息传播渠道的变迁大致可以分为三个阶段，早期以纸质、电视等传统媒体为主要营销方式；随着淘宝的进场及双十一推出标志着进入移动互联网、电商时代，多个淘品牌应运而生；当抖音、快手、小红书等平台兴起，标志着直播及社交电商的时代来临，销售端运用至各个环节，2020 年开始从公域流量往私域流量转型，注重打造微信社群平台。与渠道发展相对应的是 90 后的发展，大学及工作期间经历了移动互联网时代及直播、社交电商时代，90 后成为了渠道变更的既得利益者，同时 90 后甚至 00 后也影响着渠道的变迁。

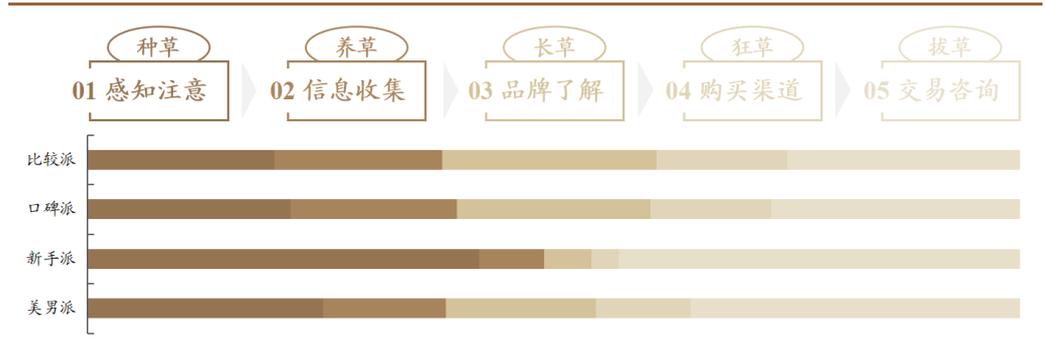
图 23：90 后的成长伴随着传播渠道的变迁



资料来源：京东大数据研究院、德邦研究所

消费者决策时存在明显差异，感知注意和交易咨询环节占据主导。将消费者了解产品到最后达成交易分为五个环节：种草（感知注意）→养草（信息收集）→长草（品牌了解）→狂草（购买渠道）→拔草（交易咨询）。不同的消费者群体对每个环节的表现及停留时间存在差异，消费者决策存在一定跳跃；相同的是，不论何种类型的消费者，感知注意和交易咨询占据整个环节的重点，百度搜索大数据统计发现种草阶段平均每 2 周搜看 44 次，其次是长草的 21 次，高于养草和狂草的 14 次和 6 次。种草阶段为贯穿全链条流程的重点，也就是消费者所能触达的渠道教育端。

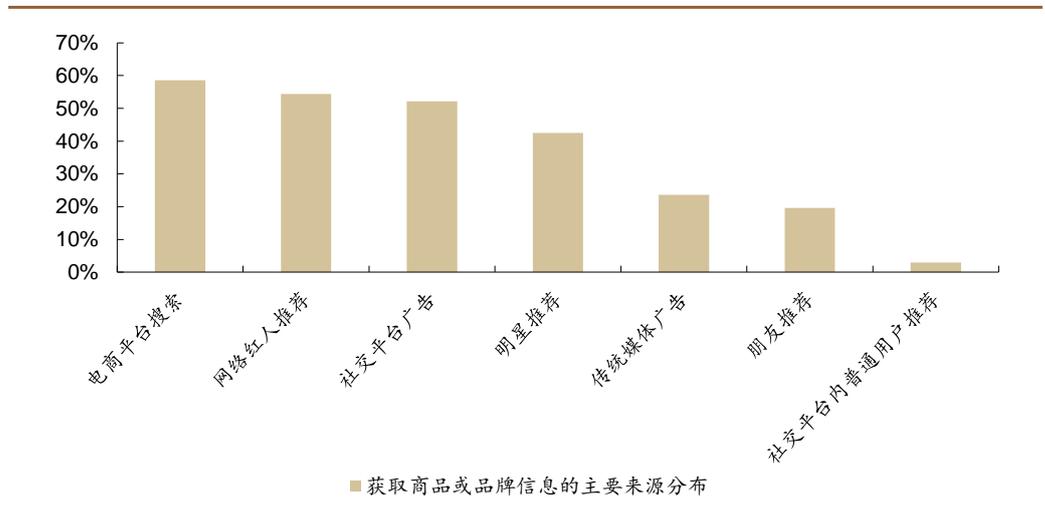
图 24：各类群体决策的主要时间分配在感知注意和交易咨询等环节



资料来源：百度搜索大数据、百度信息流大数据、德邦研究所

就种草环节的渠道而言，电商平台搜索仍为获取信息的主要来源，网络红人及明星影响着消费者的决策和需求，传统渠道的优势不再。种草环节作为交易链路中最重要的一环，需注重对渠道端的研究，当前渠道端的改变在于直播兴起及圈层文化盛行，改变了人、物、场三者关系。

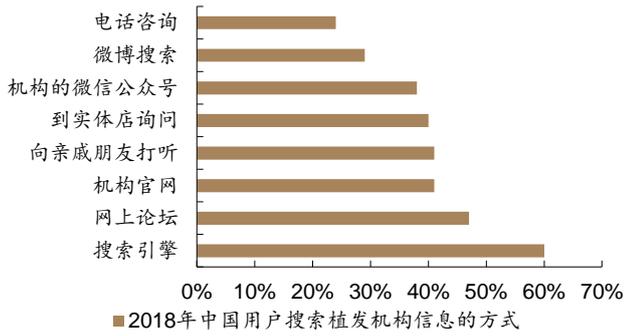
图 25：电商平台仍为获取信息的主要来源



资料来源：克劳锐、德邦研究所

搜索引擎为首选，新媒体、医美 APP 等接受信息重要性持续提升，植发等话题在小红书笔记已超 11 万篇。消费者首选的植发机构信息来自于搜索引擎，占比达 60%，搜索引擎的定位更为精准，且为用户接触植发机构的第一入口，网上论坛、机构官网的占比分别为 47%、41%。随着 KOC 及 KOL 通过多渠道对消费者进行植发教育，消费者可通过微博、抖音、小红书等平台详细了解植发相关流程，在小红书中搜索植发便有 11 万余篇笔记，内容涵盖植发价格、后遗症、注意事项、原理等内容，未来小红书、医美 APP 将成为消费者的主要信息来源。

图 26：2018 年中国用户搜索植发机构信息的方式



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

图 27：小红书搜索植发话题



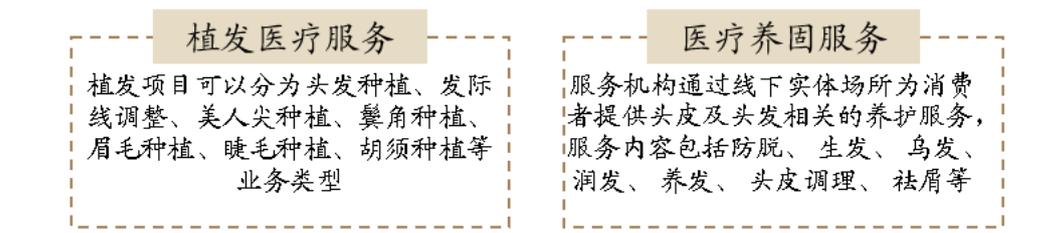
资料来源：小红书、德邦研究所

推广媒介过去 10 年由路边广告，向百度搜索，再到小红书、新氧新媒体种草下，植发技术已在年轻客群中实现加速科普。新一代需要植发的群体集中在 80 后、90 后，该部分群体已经成为消费者中的主力军且对新事物的接受程度较高，随着颜值经济兴起，该部分群体更关注外貌，消费能力较高且消费意愿进一步增强，此为消费群体的迭代。在渠道方面，在新媒体社交未出现之前，植发需要依靠街边广告、电梯广告等，对年轻群体的触达效果较差，小红书、知乎、新氧等新媒体崛起，KOL 通过自身的种草及后续跟踪，打通消费者与品牌的闭环，对植发的接受程度提升，渠道变革带来消费者的教育逐渐加强并兑现。

## 2. 防脱已呈消费产业链，植发+养发推动市场潜力可期

毛发医疗服务根据是否手术可分为植发医疗服务和医疗养固服务。医疗养固服务指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、头皮瘙痒及头皮出油等。2020年植发医疗服务及医疗养固服务市场规模占比分别为72.8%、27.2%。相较植发市场而言，养护市场能够满足不同脱发阶段患者的需求，同时可以兼顾不同年龄及性别的群体，潜在消费市场更大，同时，养护市场作为为植发提供了重要的术前及术后补充，为不同程度的患者提供了长期养护方案。

图 28：毛发医疗服务市场项目内容介绍



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

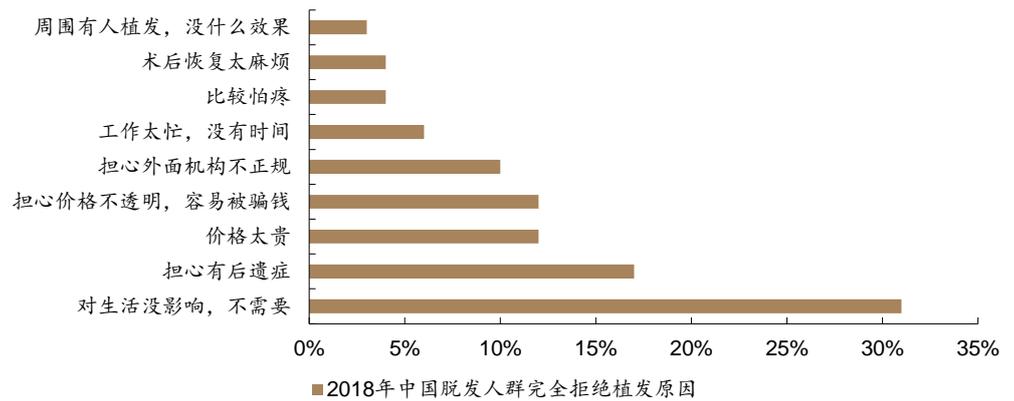
### 2.1. 植发产业逐渐规范化，未来驱动在于消费者教育兑现

#### 2.1.1. 医美行业强监管带动植发行业规范化

**过去：植发行业存在多种乱象，行业规范化较低。**植发行业信息透明度较低，存在明显的信息不对称，例如价格不透明、虚报毛囊单位数量等内容，同时存在虚假宣传、虚假报价、无证上岗、过度包装医生等乱象。另一方面，行业内尚未形成统一的行业标准：（1）实际操作标准未统一，例如针对植发后多久可以洗头的问题，各机构标准均不同；（2）植发仪器名称各异，会带来同一厂商的同一仪器具有多个名称；（3）植发机构差异显著等，植发机构主体较多，各类型机构在技术水平、无菌操作、手术流程等方面均存在明显差异，行业内多种乱象存在，规范化程度较低。

**拒绝植发人群中缺少动机为主因，重点考量植发机构规范性。**植发具有一定的风险性且价格偏高，艾瑞咨询数据统计，对于完全拒绝植发人群而言，排斥的主要原因是需要植发手术，人群占比达31%，同时有12%的人群担心价格不透明，10%的人群担心机构不正规，除了内在需求外，植发机构的规范性成为重点考量。

图 29：2018 年中国脱发人群完全拒绝植发原因



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

**植发行业政策空缺，医美行业强监管带动植发行业规范化，未来有望加速植发龙头市占率提升。**目前国内植发行业的直接相关政策属于空缺状态，植发作为医美市场的分支，受到医美行业政策影响较大。2009 年卫生部印发的《医疗美容项目分级管理目录》，将毛发移植术列为美容外科一级项目；2017 年提出对美容主诊医师的专业实行备案管理，同年七部门印发《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》；2021 年 6 月，八部委出台《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，联合打击非法医美整治方案，多角度聚焦医美灰色地带，促进医美行业健康长远发展。多重政策出台保障医美服务质量和安全，同时也有望促进植发行业规范化、有序化，利好头部规范的植发机构市占率提升。

表 3：多年来医美相关政策陆续出台，植发行业直接受益

时间	名称	发布单位	内容
1994 年	《医疗机构诊疗科目名录》	卫计委	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的“一级诊疗科目”
1994 年	《医疗机构基本标准》	卫生部	规定了美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所和综合性医院医疗美容科等医疗美容机构的基本标准
2002 年	《医疗美容服务管理办法》	卫计委	依据《执业医师法》等，首次规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格，并且对执业机构提出明确监督管理
2008 年	《医疗美容机构基本标准（修订征求意见稿）》	卫计委	针对《美容医疗机构、医疗美容科基本标准（试行）》（医疗美容医院，门诊和诊所的床位、面积、人员配置、设备等方面的标准。2002 年）进行修订，规定了
2009 年	《医疗美容项目分级管理目录》	卫生部	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小将美容外科分为四级，将毛发移植术列为美容外科一级项目
2011 年	《关于开展医疗美容专项整治工作的通知》	卫生部	在全国范围内开展医疗美容专项整治工作，取缔以非专业正规的形式进入医疗美容诊所活动的单位和个人
2011 年	《关于征求《美容医疗机构医疗美容科（室）基本标准（2011 版征求意见稿）》意见通知	卫计委	要求美容医院加强对医疗人员配置及医疗信息化设置，医疗美容门诊部、诊所及医疗美容科对床位设置、医护人员配置和学历要求提升
2013 年	打击非法行医专项行动	卫计委等六部门	卫计委等六部门于 2013 年 10 月起在全国范围内开展为期一年的进一步整顿医疗秩序，打击非法行医专项行动
2015 年	《医疗机构管理条例细则》	卫生部	美容服务机构开展医疗美容业务的，必须依据条例及本细则，申请设置相应类别的医疗机构
2017 年	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫健委等七部门	2017.5-2018.4 开展大规模严厉打击非法医疗美容专项行动
2017 年	全面修改《医师执业注册暂行办法》	卫计委	国家卫计委全面修改《医师执业注册暂行办法》，敲定医师“一次注册、区域有效”的规定，规定执业机构数量不受限制
2020 年	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国办	提出强化自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用，着力加大政府监管力度
2021 年	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	八部委	严厉打击非法开展医疗美容的机构，严格规范医疗美容服务行为，打击非法制售药品医疗器械行为，严肃查处违法广告和互联网信息

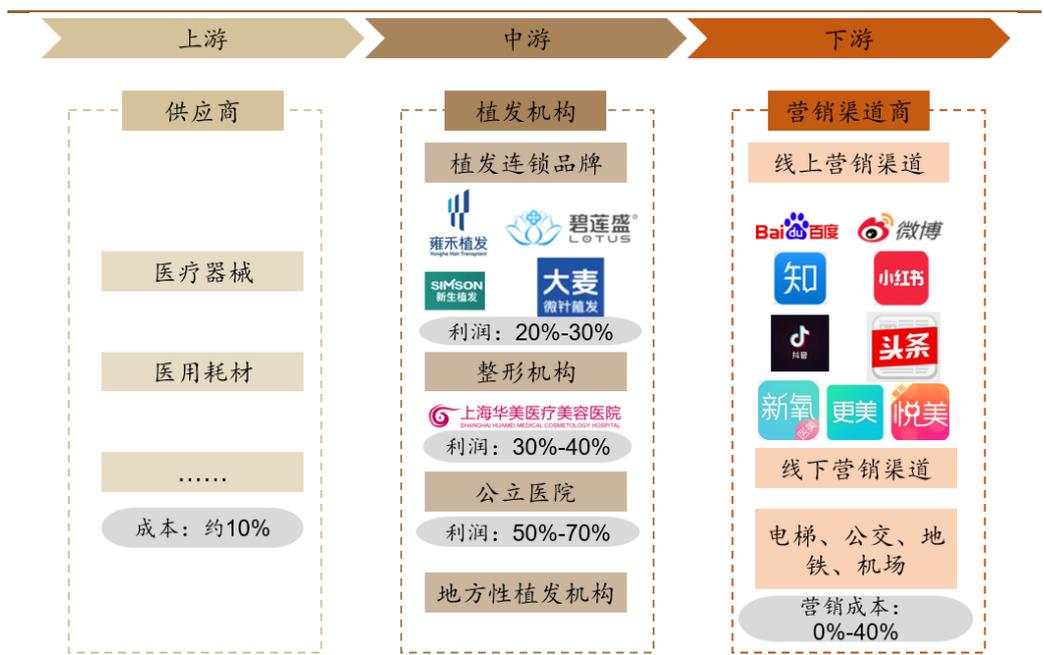
资料来源：卫健委，清科研究中心，德邦研究所

### 2.1.2. 植发产业链完备，植发机构及营销端为重点

国内构建完整的植发产业链，上游由医疗器械、医用耗材供应商组成，中游为植发机构，下游为营销渠道商。

- **上游分析：**主要由医疗器械及医用耗材组成，上游端的成本占比约 10% 左右。植发所采用的医疗器械包括毛囊检测仪、取发器械、种植器械等，毛囊检测仪用于术前检测，通过多指标来判定脱发级别；取发检测仪包括 FUT 技术、FUE 技术；种植器械包括宝石刀、种植针、种植笔等。医用耗材指常用的注射器、碘伏、纱布块等常见的配件类产品，占成本比重并不高。
- **中游分析：**主体为植发机构，主要为中国连锁植发机构、整形机构的植发科、公立医院的植发科及地方性植发机构。各类植发机构在营销端投入差异明显，公立医院因禁止宣传，受政府监管严格，利润占比可达 50%-70%，而连锁植发机构的营销成本高，规模化尚未形成，利润率仅 20%-30%，中游环节中盈利能力稍弱。
- **下游环节：**主体为植发营销渠道商，线上渠道包括百度、微博、小红书等平台，渠道商之间的消费者画像存在明显差别，例如消费者通过百度搜索植发，目的性强且植发意愿高，而通过微博搜索的消费者整体意愿较低；线下渠道包括公交、地铁等，以期扩大品牌的声量同时增加客户转化率，对消费者宣传为主要目的。下游客体的营销成本占比达 30%-40%，且线上的营销成本略高于线下。

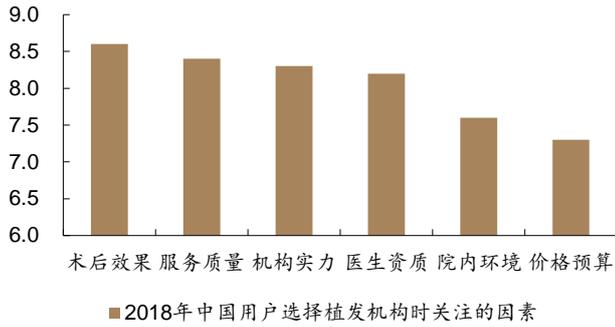
图 30：中国植发全产业链分析



资料来源：头豹研究院、德邦研究所

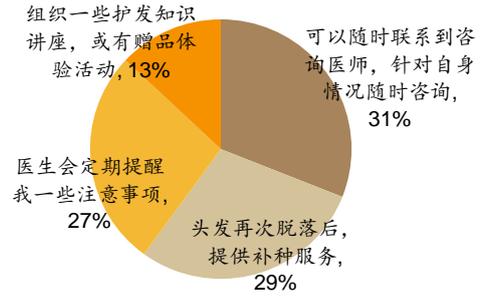
植发时术后效果为首要考虑因素，服务质量及医生资质略靠后。根据艾瑞咨询统计数据显示，术后效果成为消费者选择植发机构最重要的考虑因素，植发作为头发护理的最后一环，消费者在选择植发时会重点考虑成活率和美观度等。服务质量、机构实力、医生资质的得分分别为 8.4、8.3、8.2，院内环境及价格因素权重较低。在服务质量方面，消费者主张植发过程后的服务，例如可随时联系到医生并资讯情况，提供补种服务等，消费者期望可以得到有差异化的服务，服务质量的提升有利于消费者提高品牌好感度及信任度。消费者对植发机构的选择侧重点不同，因而衍生出不同类型机构，满足不同消费者的个性化需求。

图 31：2018 年中国用户选择植发机构时关注的因素



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

图 32：2018 年中国植发人群关注的服务质量



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

植发机构可分为四大类别，公立医院植发科占比较低。根据弗若斯特沙利文数据显示：1) 公立医院植发科：2020 年市场份额仅 14.8%，四大植发机构中市占率最低，公立医院的安全性有保障且价格较低，但整体服务较差，代表机构包括上海长征医院、西南医院等；

2) 连锁型植发机构：代表性为雍禾植发、碧莲盛、新生植发、大麦微针等，行业市占率为 23.9%，整体的设立门槛较高，对资金、器材等均有严格的要求，带来的是服务质量有一定保证。

3) 美容机构下的植发部门：2020 年的市场占有率为 15.7%，整体专业性不强，但凭借较好的服务态度而导致价格偏高，代表机构包括伊美尔、熙牵等；

4) 非连锁型的植发机构：2020 年在市场中的份额高达 45.6%，是市场上主流机构，整体运营较为灵活，设立门槛低，但缺点是质量和售后服务难以保证，同时一定程度上导致行业乱象的发生，从业人员水平层次不齐，植发专业人员较为稀缺。

表 4：植发机构可分为四大类别

	优势	劣势	营销渠道	代表机构
1) 公立医院植发科	安全性有保障，医生符合从业资格；价格较低	就诊人数多，整体服务差	禁止营销	上海长征医院、西南医院等
2) 医疗美容民营医院内的植发科	服务态度好，医生资源充足	非植发专科医院，专业性不强，价格偏高	重营销，搜索引擎、线下广告投放、医美 O2O 平台等	伊美尔、熙牵等
3) 连锁型植发机构	服务态度好，连锁型机构规模较大，质量有一定保证	设立门槛更高，投资规模大，回报周期长	重营销，搜索引擎、线下广告投放、医美 O2O 平台等	碧莲盛、新生植发、雍禾植发、大麦等
4) 非全国连锁的地方植发机构	设立门槛低，运营灵活	质量及售后服务难以保证	个人口碑营销或医美 APP 等，同线下美容机构合作等渠道	恒博等

资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

国内公立医院较少进行植发手术，难以满足患者巨大且快速增长的植发需求，民营植发机构整体较为分化，随着医美监管逐渐趋严，我们预计市场上部分植发机构将被出清，考虑到安全性、医生资质、服务质量、营销宣传投入等因素，连锁型植发机构凭借丰富的植发经验，更能满足消费者的植发需求。当前国内连锁型植发机构已出现龙头企业：

- **雍禾医疗**：招股说明书披露，雍禾医疗 2018-2020 年市场占有率分别为 9%、10%、11%，开设医疗机构 51 个，共在 50 个城市进行布局，排名前五的机构位列于北京、广州、深圳、成都、上海等发达城市，在植发收入、植发人数、注册医生数等方面均位列连锁机构第一名。我们认为雍禾医疗实现行业第一，得益于三大优势：(1) 营销渠道精细化和多元化，扩大声量吸引客群，高质量标准化服务成就高品牌力，口碑日益提升；(2) 医学背书实现产学研合一，通过自研与引进多项专业技术，技术突破提升行业水准；(3) 自建与收购并进，加速全方位开店扩张，门店覆盖范围广，具备规模优势。
- **碧莲盛**：2020 年以 7.1 亿营收位列行业第二名，在 2020 届未来医疗 100 强中估值达 35 亿元，公司 2018 年起连续 13 年参加世界植发大会，先后推出了 SHT、BHT2.0、AFHT、NHT 等多项技术，其中 NHT 不剃发植发技术为行业中首次将“不剃发植发”落地，推动行业技术的进步。公司与同仁堂、佐今明药业合作，推出系列洗护产品，并从美国、韩国引进植发技术，提供健康管理方案，在技术端实现领先。通过运营莲主任康疗，建立全方位的毛发健康管理系统，构建毛发健康产业链。
- **大麦**：原名科发源植发医院，国内第一家民营专业植发医院，是国内民营植发医院中唯一一个医生出身的创始团队。大麦植发 2020 年实现收入 6.0 亿元，市占率为 4.5%，位列行业第三名，医疗机构数达 30 个、注册医生数达 70 人。企业自 2006 年率先引际主流植发技术，于 2009 年、2010 年、2011 年、2018 年对技术进行升级改良，并取得相应的国家专利，有效降低植发创伤面，植发笔可 360 度掌控方向，让植发后的头发更为自然；建立标准化的医师培养制度，保证手术的口碑积累，建立护城河。

表 5：植发机构前三名机构详细数据汇总

	2020 年植发收入 (百万元)	2020 年 市占率	2020 年植发人数 (千例)	2020 年医疗机构数 (个)	2020 年注册医生数 (人)
雍禾医疗	1413	10.5%	51	48	189
碧莲盛	710	5.3%	37	29	60
大麦	600	4.5%	30	30	70

资料来源：雍禾医疗招股说明书、德邦研究所

图 33：雍禾医疗机构全国分布图



资料来源：雍禾医疗招股说明书、德邦研究所

图 34：碧莲盛医疗机构全国分布图



资料来源：碧莲盛公众号、德邦研究所

**植发机构营销：线上占主导，线下扩声量。**用户获取信息渠道主要依赖于搜索引擎，当下随着小红书、抖音等平台的普及，有利于对消费者进行植发教育，整体来看线上营销定位精准人群，转化率较高，艾瑞咨询数据统计，线上广告投入占植发机构总投入的70%左右，其中搜索类网站占比达60%。线下广告投放包括品牌类及转化类广告，车体广告、电梯广告主打效果，在消费者心中产品对植发机构的认知，而车厢内的广告通过消费者停留时间的增加，主打消费者的转化，曝光人群较广，有利于提升品牌的知名度。

**表 6：植发机构线上及线下广告投放情况介绍**

	线上广告	线下广告
主要目的	效果类广告	品牌类广告+转化类广告
主要形式	搜索竞价	品牌类广告：公交车体广告，马路隔离带中的广告牌，电梯等待区广告等 转化类广告：地铁车厢，公交车厢广告等
匹配方式	短语匹配	
适用场景	效果转化	提升认知+提升转化
结算形式	以单次点击为准	每个投放点位按周结算
优势	定位精准人群，转化率高	可以曝光的人群非常广，有利于提升品牌知名度
劣势	广告费用投入高，且容易遭到恶意点击	无法检测曝光量，难以评估效果，无法确定投放人群是否准确
营销费用占比	<b>70%</b> 搜索类 60%、信息流 5%、其他 5%	<b>30%</b> 电梯 LED/地铁/马路隔离带广告 20%、机场 10%

资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

### 2.1.3. 技术变革叠加消费者教育兑现，植发行业未来持续高景气

从植发发展历史复盘，我们认为最为本质的要素，为植发技术的变革。我们在报告章节 1.2 中提到，植发人群在最终选择植发前会尝试多样的生发方法，最为基础的生发产品→擦拭膏药→专业护发机构→植发、假发，植发是消费者的最后方式，所以消费者格外注意植发效果。消费者对植发的存活率及存活周期仍会存在一定质疑，主要因为植发过程对头皮影响不可逆。因此，在植发行业技术已经经历一定变迁，从 minimicro 技术→FUT 技术→FUE 技术→点阵加密无痕植发技术→3D 植发技术。从技术诉求来看，均旨在提高毛囊成活率及减少创口。考虑到近年来植发技术在第二代 FUE 上已持续优化创新，预计后续植发技术将有望进一步推动植发消费兑现，扩大植发市场。

**近年来植发市场为何加速放量？产品升级、渠道变革及客群变迁，已加快植发普及。**根据弗若斯特沙利文数据，中国植发医疗服务市场由 2016 年的 58 亿元增至 2020 年的 134 亿元，年化复合增速达 23.3%，我们认为市场高增长得益于三大驱动力：

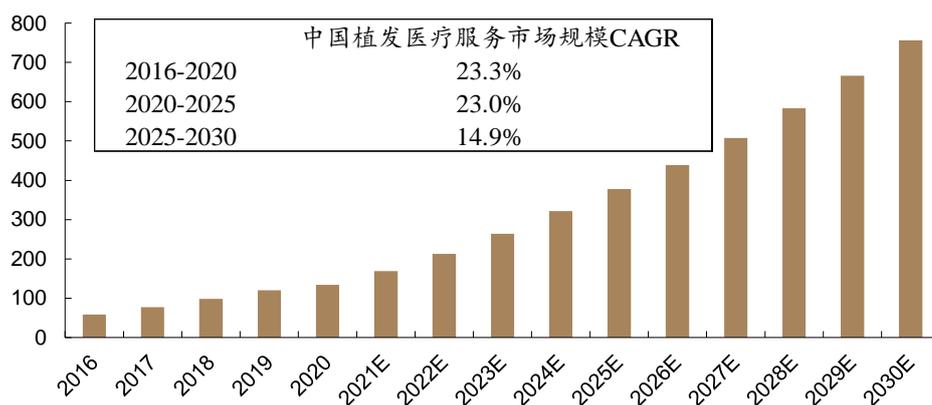
- **产品变革：**FUT 向 FUE 等技术升级，推动植发者恢复更快、创口更小、后遗症更轻，产品变革带来植发者的生理和心理负担更小；
- **渠道变革：**早期的植发通过街边、电梯、公交车等传统渠道宣传，实现了消费者的广度覆盖但转化率并不高，小红书、知乎、新氧等新媒体崛起，男性&女性网红 KOL 等示范植发效果，1 个月-12 个月持续照片示范亲身种草，打消 80-90 后对植发的顾虑和抵触，消费者的接受意愿变高；
- **客群变革：**新一代需要植发的群体集中在 80 后、90 后，对植发的接受度更高，同时对外貌的关注度更高，消费意愿较高，同时该部分客群的购

买力更高，带来对植发的实际消费行为。

受益于消费群体快速增长及消费者教育效果兑现，预计未来植发行业仍将持续高速增长。随着消费者对外表的期望度逐渐提高，艾媒咨询数据显示 65.1% 的受访男性网民表示对颜值提升持积极态度，广大消费者逐渐开始关注毛发相关问题，带来消费者基础显著增加。同时，消费者群体中以男性居多，男性的消费能力更强，2020 年男性医美消费平均客单价是女性的 2.75 倍，带来客单价的提高，边际消费能力更强。

此外，多项监管的颁布将推动市场逐渐规范化、有序化、成熟化，提供的服务业趋于标准化和透明，未来消费者对于头发种植的信任度将提高，对于消费者的教育将逐步兑现，增加潜在客群，随着头部品牌凭借资金、资质、医师数量等优势，品牌知名度将逐渐提升，龙头企业预计占优。弗若斯特沙利文预计我国植发医疗服务市场 2025 年将达到 378 亿元，2020-2025 年复合增速达 23.0%，该阶段主因消费者教育进入兑现期；2030 年市场将达 745 亿，对应 2025-2030 年复合增速下降至 14.9%，考虑市场基数逐渐提升且植发多为一次性消费，预计未来的增速将略有放缓。

图 35：中国植发医疗服务市场规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、德邦研究所

## 2.2. 养发意识觉醒，消费者需求强劲带动行业兴起

### 2.2.1. 消费者需求强劲叠加供给端优化，养发馆蓬勃发展

养发市场经历三个阶段，迈入高速发展期。1) 阶段一（2000 年之前）：市场对头发关注点在于美而非健康，烫染导致头发及头皮伤害逐渐积累，养发服务尚未成为独立的细分行业；2) 阶段二（2000-2012 年）：消费者对头发养护需求提升，逐渐从美发服务中分离并形成细分服务市场，丝域养发、章光 101 等养发馆先后成立；3) 阶段三（2012 年至今）：市场入局者众多，消费者需求市场庞大，行业进入高速发展时期。

图 36：国内养发服务行业发展阶段



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

**为什么养发馆会火起来？**（1）流程更精细：相较于消费者在家使用养发产品而言，养发馆则需 1-2 小时，养发流程更为精细；（2）手法更专业：养发馆技师会经过培训上岗，按摩手法更为专业，通过电子仪器可以有效促进产品的导入和吸收；（3）千人千面：为消费者提供定制化服务，会推荐针对性的养发项目，而家用养发产品的更换周期较长，消费者难以进行判断和选择。养发馆所提供的服务较个人护理相比，更为可靠与有效，同时较植发手术相比，养发为非手术类且更易负担，较早出现毛发问题的患者，可及时通过医疗养固进行治疗。

**消费者需求强劲带动养发馆的发展，行业规范性和服务水平提升吸引潜在消费者。**1) 需求端：《2019 国民健康洞察报告》中指出 2/3 的人群关注头皮问题，受头发问题困扰的消费者众多，养发行业服务消费需求整体刚性且消费基础广泛；同时，消费者对颜值关注度更高，对头发的关注和需求更为多元化，消费者为颜值、为头发护理所付出的单价在提升。

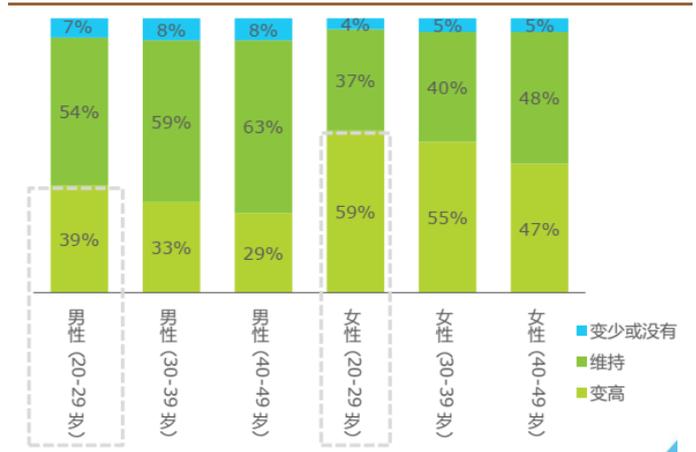
2) 供给端：产品方面，多种生物科技技术在养发中得到运营，包括天然成分、植物提取物、抗菌物质及活性成分等，养发产品更多多元化和专业化，同时通过头皮检测类仪器、疗养类仪器及生发健发类仪器的运用，提升了个人头发护理的门槛，彰显养发服务的功效价值和必要性。同时，供给端中的养发服务机构也在不断变迁，头部养护品牌进一步加快连锁化进程，在扩大门店知名度、门店选址、员工培训及采购端均存在优势，通过跑马圈地模式成功切入消费者心智，同时大面积撒网模式有望吸引新客户入场“尝鲜”。

图 37: 2017-2019 年线上防脱发产品不同年龄段消费占比



资料来源: 艾瑞咨询、德邦研究所

图 38: 消费者在头发护理产品中的花费变化



资料来源: 艾瑞咨询、德邦研究所

### 2.2.2. 中游养发馆占据主导, 行业已吸引四大玩家布局

养发服务领域已经形成完备的产业链, 上游包括产品生产商及设备生产商, 中游包含专业养发馆及其他机构, 如理发店/理发沙龙、植发医院、美容院等, 下游则直接对应终端消费者。

图 39: 养发服务领域已形成完善产业链



资料来源: 艾瑞咨询、德邦研究所

养发服务领域中游市场已有四类玩家入局, 特点各异。市场中的竞争对手包括养发馆、理发店、美容院及医院, 养发馆中已经形成了丝域养发、章光 101 等龙头企业, 植发医院则以雍禾植发为代表 (公司在于 2017 年收购了知名护发机构---史云逊健发中心)。1) 相较其他玩家, 养发馆目前规模较大, 且未来发展潜力也同样较大, 例如丝域养发、章光 101 等, 已形成较强的品牌力, 且更贴近消费者的日常生活。2) 植发医院及旗下品牌, 例如雍禾植发和史云逊健发中心, 则定位更加专业, 虽在营收层面医疗养固暂不是雍禾医疗的收入大头 (医疗养固收入占公司 2020 年收入合计约 13.7%), 但考虑到在雍禾植发后的消费者对品牌认可度高, 公司对医疗养固服务的布局, 可对植发人群进行深度捆绑, 有效解决植发一次性投入问题, 未来同样有望受益养发需求及防脱需求提升下的市场红利。

图 40：丝域养发门店形象



资料来源：丝域养发官网，德邦研究所

图 41：雍禾植发门店形象



资料来源：大众点评，德邦研究所

3) 理发店虽然可直接触达养发服务的目标人群，且配套销售场景便利，但理发店难以全面配置养发产品及设备，且头皮护理需专业按摩手法，专业性难以保证，理发店行业中未形成头部品牌，以中小型理发店为主，头皮护理难以接受标准化的服务。4) 美容院整体服务较为综合，养发服务的利润并不高，难以建立专业养发服务机构的认知。

图 42：养发服务领域中游市场已有四类玩家入局



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

养发服务领域已形成三大梯队，丝域养发行业领先。第一梯队包含丝域养发、章光 101 等品牌，第二梯队及第三梯队包含顶尚堂、丝贝朗等品牌。

- **丝域养发**：已拥有 2100 多家线下门店，直营店 200 多家，线下门店覆盖 200 个城市，并在线上实现全平台布局，公司提供的服务包括养发 SPA、滋养乌发、防脱生发及其他项目，其中养发 SPA 指通过提取天然草本、植萃成分，赋活头皮，修护受损发质。通过直营店推动价格体系的规范化和服务体系的标准，丝域养发自建工厂，实现产品完全自产自销，在产品研发及生产端构建一定壁垒，同时配备线下连锁门店服务及线上平台产品零售，对线下门店提供运营支持，实现全产业链覆盖。
- **章光 101**：2019 年有 1500 家门店，产品线涵盖育发、防脱发、白发转黑 3 系列的 20 多个品种，养发馆可提供多样化的线下养发服务。章光 101 拥有核心自主知识产权，深耕中药研究、防治脱发，产品效果极具口碑，公司产品分销渠道所覆盖的专卖店及柜台超过 2000 家。2004 年成立北京市 101 毛发研究院，研发团队有 20 余人，深入一线普及头发专业知识，进行系列产品的研究与开发，在多个学术期刊上发表论文，并出版多部科普数据，通过学术交流、科研开发活动打造品牌专业性。

图 43：养发服务领域已形成三大梯队



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

从护发到养发，未来消费者养发意识逐渐觉醒。随着 Z 世代成为消费者主流人群，其对颜值的注重延伸至头发护理，传统的基础护发产品已难以满足消费者需求，养发服务行业消费浪潮兴起，发膜、精油、精华等进阶型的护肤产品逐渐兴起。新时代养发理念中，将头发和头皮分区养护，步骤更为精细化。

图 44：2017-2019 年天猫不同类型护发产品消费金中占比



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

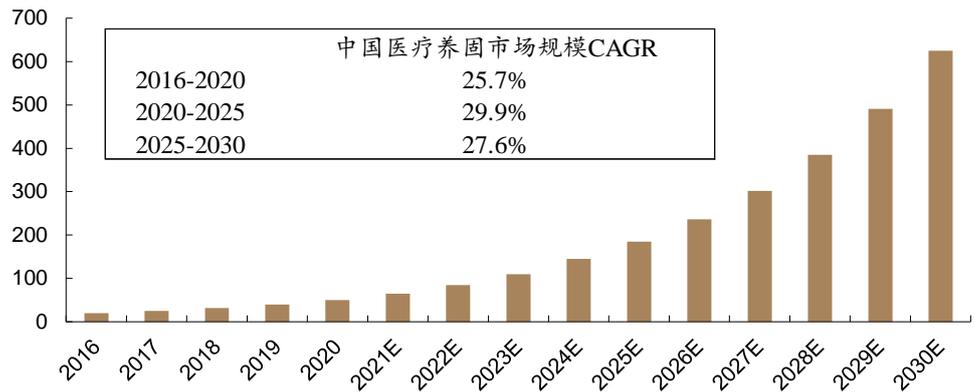
图 45：头发头皮养护步骤更精细化



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

至 2030 年，未来养发市场规模增速将达 28.7%。弗若斯特沙利文报告显示，2020 年养发市场规模为 50 亿元，占毛发护理市场规模为 27.2%，预计到 2030 年将达到 625 亿，占比将提升到 45.3%，2020-2030 年养发市场对应年化复合增速达 28.7%，高于植发市场的 18.9%。我们认为未来消费者会逐渐注重头发护理，考虑到庞大额度客户群及连锁机构扩张空间，预期未来养发市场将快速增长。植发市场多为一次性手术，不论是植发前对头皮的护理植发后的养护，消费者对养发馆的接受度会提升，同时增加复购率，随着消费者整体护发意识觉醒，将有更多的消费者接受护发市场。

图 46: 中国医疗养固市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文、德邦研究所

### 2.3. 他山之石: 头部植发机构掌握核心技术, 汇聚顶级医生

#### 2.3.1. 日本: i-Landtower Clinic 市占率超 50%, 高透明度且技术领先

日本脱发情况亚洲第一。根据 Trip Advisor 2009 年做的脱发调查显示, 日本脱发率达 26.8%, 全球位列第 14 位, 亚洲位列第一。除了生活压力过大带来的脱发之外, 日本人因蔬菜和水果摄入量不足带来缺少维生素 B, 日常运动偏少, 且日本的染烫产业较为发达, 频繁的染发将导致脱发愈发严重。

图 47: 2009 年世界各国脱发情况



资料来源: Trip Advisor、德邦研究所

日本已出现植发行业龙头, 行业仍处于快速成长期。矢野经济研究所的调查显示, 日本头部植发机构 i-Landtower Clinic 2009 年全国的市占率达到 61.3%, i-Landtower Clinic 官网显示其 2013-2017 年在植发市场的份额达到 50% 以上。2012 年在华设立北京植发咨询中心, 咨询内容包括植发业务、赴日手续办理、术后维护等, 通过咨询公司设立吸引中国消费者赴日植发。根据 i-Landtower Clinic 官网显示, 已经积累质量案例超过 2.5 万件, 年手术 215 万株以上, 假设每个患者平均植发 2000 株, 对应每年手术案例为 1075 例, 以其对应 50% 的市场占有率, 对应全年植发患者 2150 例, 日本 2020 年 1.26 亿人口及 93% 的城镇化率, 对应植发人群渗透率不足 1%, 行业处于初创期, 渗透率较低或与日本整体文化观念有关, 对头发形象的关注度及植发的接受度略低。

积累治疗案例超过 2.5 万件, 植发透明度较高。i-Landtower Clinic 在新宿、大阪、名古屋、福岡四地设有植发机构, 手术室 15 间, 医师 15 名、看护师 40

名、顾问 30 名。官方对治疗案例进行详细披露，涵盖从 30 年代-60 年代人群，植发类型包括 M 字、前头部、头顶等，还显示不同案例植发前后差别，包括植发 1 月、3 月、5 月、7 月、9 月、11 月头发展示，为消费者进行更为详细的展示，降低对植发术后脱发担忧，同时每个案例中会公布使用的技术及相关费用。中国国内的植发机构对案例及费用展示有限，需线下到植发机构才会对植发有详细了解，一定程度上加大信息的不透明度，消费者对国内植发机构乱收费多有担忧，同时，无证上岗、虚假宣传等乱象多有发生。而 i-Landtower Clinic 对直接植发和刮头发后植发价格均做出展示，同时披露不同毛囊的手术费用，信息高度透明，防止行业乱象。

图 48: i-Landtower Clinic 官网植发案例展示



资料来源: i-Landtower Clinic 官网、德邦研究所

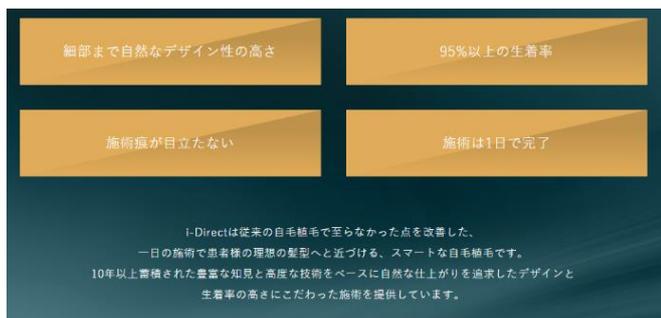
图 49: i-Landtower Clinic 展示植发价格

移植株数	移植範囲	施術費用 [プラストキ増+]	月別払い
100G	お顔して自毛移植もご希望の方 / 髪質治療の方	¥286,000	¥3,000-/月
500G	小さな範囲の自毛移植もご希望の方	¥550,000	¥4,300-/月
1000G	生え際も1cm 覆葉下げたい方 / 頭頂部も治療したい方	¥880,000	¥8,300-/月
1500G	生え際も2cm 程度下げたい方 / 薄頭部の地肌を隠したい方	¥1,210,000	¥12,300-/月
2500G	新髪帯を広く範囲に自毛移植したい方	¥1,870,000	¥20,300-/月
3000G	広葉も広範囲で自毛移植したい方	¥2,200,000	¥24,300-/月

资料来源: i-Landtower Clinic 官网、德邦研究所

**自研 i-direct 植发技术，植发成效显著。**全世界范围内，i-direct 系统技术在植发领域保持领先，全球平均“移植采集”速度是每小时 400-600 株，i-Landtower Clinic 可达到每小时 800-1500 株，公司的技术保证在日本保持 50% 以上的市占率。医生和护士在植发过程使用机器时，积累大量的经验，推动手术使用机器的改进，利用气压植入移植菌株的机器，抑制了移植菌株的损伤，实现了存活率达到 95% 以上。公司使用世界上最小的超细管枕头，直径为 0.6mm-0.8mm，可以尽量减少菌株的损伤，以期实现植发手术痕迹不明显。

图 50: i-direct 植发技术效果介绍



资料来源: i-Landtower Clinic 官网、德邦研究所

图 51: i-direct 植发技术介绍



资料来源: i-Landtower Clinic 官网、德邦研究所

### 2.3.2. 美国：Bosley 集团植发领先，拥有核心技术及顶尖团队

美国植发机构 Bosley 集团创立于 1974 年，拥有 75 家门店，加利福尼亚州地区分布较为密集，集团在加拿大和墨西哥设有咨询室，吸引各界的高净值客户进行植发，积累植发手术案例超过 30 万，成为美国最大的植发连锁品牌，是提供脱发解决方案和医疗植发服务的领导者。华山医院皮肤科为医疗届权威，其静安分院在 2011 年便引进美国 Bosley 植发技术，彰显技术的领先型。

图 52: Bosley 集团主要门店的位置分布



资料来源：动脉网、德邦研究所

**通过 TriGen+ 综合治疗构建技术优势。**当前植发市场上常用的技术为 FUE 及 FUT 技术，Bosley 集团研发出能量矩阵 PRP，促进血小板的血细胞通过生物新生来刺激自然毛发的生长，通过在头皮上创立矩阵模式，使浓化的血浆和营养素能够协同。低水平激光疗法（LLLT）已经获得 FDA 批准，针对头皮部分提供特定波长的光，刺激组织分子再生；研发滋养洗发水、丰盈护发素、毛囊激进器等系列产品，促进头发再生。Bosley 集团结合 PRP 疗法，叠加 LLLT 及专业优势产品，构建了 TriGen+ 技术疗法，通过内科和外科方法相结合，形成完善的综合性植发解决方案，植发效果优于单独成分，核心技术构建公司的竞争壁垒。

**顶尖外科医生加持，构筑行业专业性。**Ken Washenik 担任 Bosley 集团总裁兼首席医疗官，曾任 Aderans 研究所 CEO，负责组织毛囊再生和头皮恢复；Washenik 曾任北美毛发研究协会的会长兼董事会成员及国际毛发修复手术协会的会长；Washenik 在行业顶尖期刊上发表多篇论文，专注头发生长及皮肤药理学等相关问题。通过顶尖医生加持，打造植发领域的专业性，同时为患者提供免费的《头发修复完全指南》，不论是从专业性还是营销方面均有助于取得消费者信任。

### 3. 雍禾医疗：植发龙头，门店扩张+同店提升潜力可期

#### 3.1. 门店布局广，同店增速快，增长能力未来可期

雍禾植发全国门店数量 **51**，开店数行业内第一。截止目前，雍禾植发在全国范围内已经拥有 51 家门店，覆盖 50 个城市，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 个二线以下城市。公司于 2018 年底拥有 30 家门店，2019 年底增加到 37 家，2020 年底增加到 48 家，门店数平均年增长在 10 家左右。门店数量以及增长速度在行业内都处于领先水平。

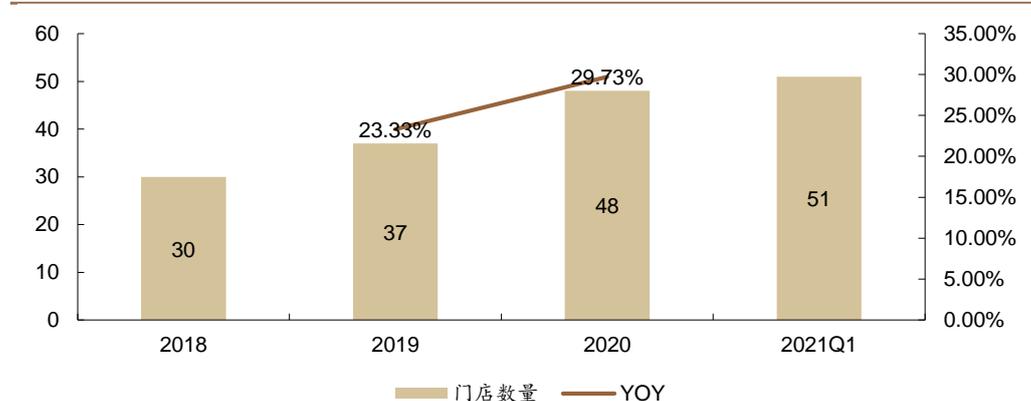
图 53：雍禾植发全国布局



资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

雍禾植发门店从 2018 年 30 家增至 21Q151 家，且同店连续两年销售额保持 **18%+ 年均增速**。在规定连续两年期间每年均开业至少 300 天的机构为成熟院部的基础上，2018-2019 年期间，成熟院部同店销售额由 2018 年 7 亿增长至 2019 年 8.3 亿，同店销售增幅 18.61%，发展期院部同店销售额由 1.5 亿增长至 1.8 亿，同店销售增幅 17.66%，成熟院部同店销售额增量和涨幅均高于发展期院部数据；2019-2020 年期间，成熟院部同店销售额由 2019 年 10.1 亿增长至 2020 年 12 亿，同店销售增幅为 18.09%，发展期院部同店销售额由 1.6 亿增长至 2.1 亿，同店销售增幅为 32.67%，随着发展期院部开设地区对于消费者教育深入，大量潜在消费者被转化进行脱发消费，导致发展期院部同店销售增幅显著高于成熟院部。

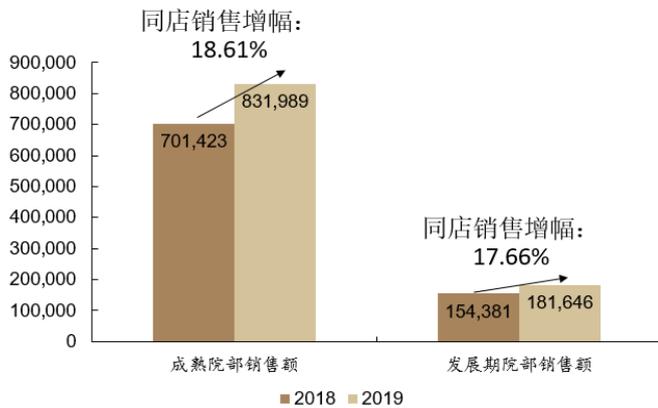
图 54：雍禾植发门店数量（单位：家）



资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

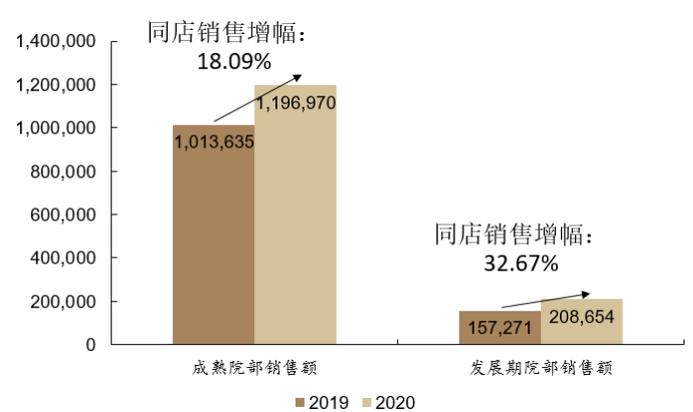
**新店资本回收速度快，14个月开始实现盈利。**根据公司招股说明书透露，截止招股书发布时间点，公司处于运营中的机构初始收支平衡期约为3个月，平均现金投资回收期约为14个月，新开院部平均在3个月内可以结束亏损，每期营业收入足够覆盖每期支出，14个月内初期投入全部收回，院部开始实现整体盈利。

图 55：2018-2019 同店销售变化（单位：千元）



资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

图 56：2019-2020 同店销售变化（单位：千元）

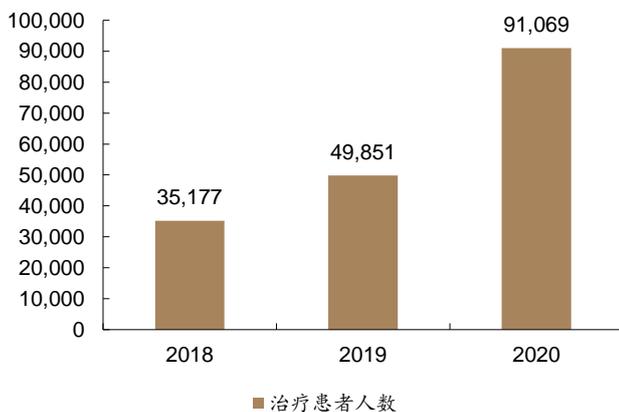


资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

### 3.2. 植发医疗为主要驱动力，医疗养固未来增长可期

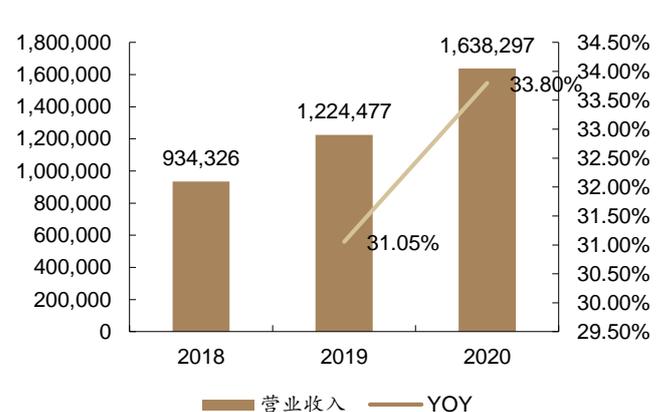
**雍禾植发业务频次增多，营收逐年上升。**公司 2018 年治疗患者人数为 35,177 人，2019 年治疗人次增长 41.7% 到 49,851 人，2020 年进一步增长 82.7% 至 91,069 人次。2018-2020 年营业收入分别为 9.3、12.2、16.4 亿元人民币，2019 和 2020 年营业收入 YOY 分别为 31.1% 和 33.8%，2018-2020 年营业收入 CAGR 为 32.8%。营业收入整体保持稳定高速增长，2020 年治疗患者人数增长幅度为前一年两倍，营业收入基本保持相同增幅。

图 57：雍禾植发历年治疗患者人数（单位：人）



资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

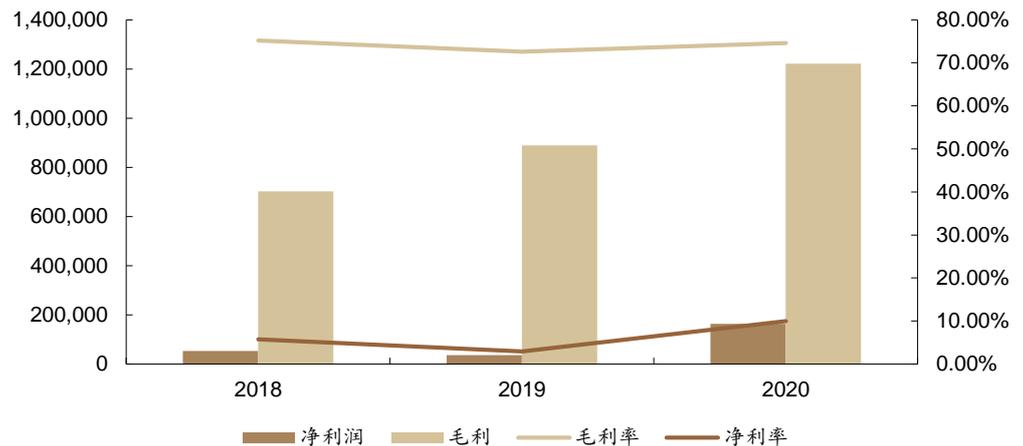
图 58：雍禾植发营业收入（单位：千元）



资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

**门店&同店增长下公司收入规模持续，2020 年归母净利润已超 1.63 亿元。**雍禾 2018-2020 年公司毛利分别约为 7 亿、8.9 亿、12.2 亿元人民币，2019 和 2020 年毛利 YOY 分别为 26.63% 和 37.40%，过去三年毛利率分别为 75.15%、72.61%、74.57%。2018-2019 年净利率分别为 5.73%、2.91%、9.97%。公司在 2019 年期间盈利能力略有下滑，但在 2020 年盈利能力超越 2017 年同期水平。

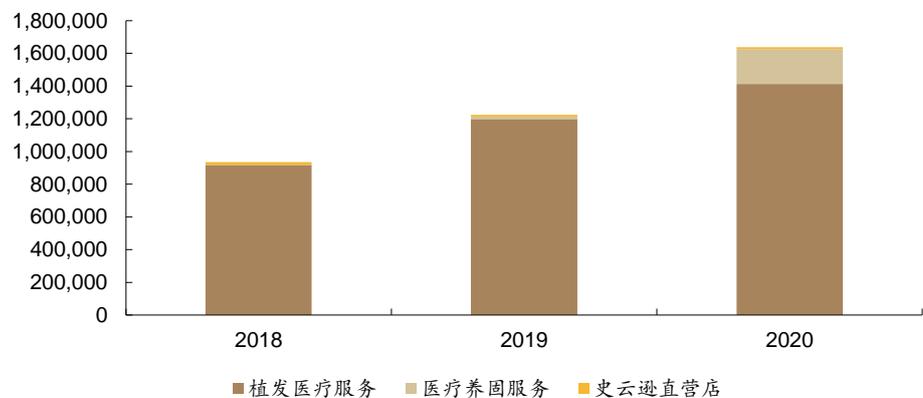
图 59：雍禾植发盈利能力总体增强（单位：千元）



资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

雍禾业务主要分为植发医疗服务和医疗养固服务。毛发医疗服务市场分为植发医疗服务市场和医疗养固服务市场，公司于 2017 年收购史云逊健发中心，开始布局医疗养固服务市场，2018 年开始在植发机构中建立“馆中馆”史云逊健发中心，提供医疗养固服务。雍禾主营业务仍旧是植发医疗服务，但医疗养固服务营业收入占比呈现上升趋势，2019 年雍禾植发的植发医疗服务和医疗养固服务营业收入分别为 11.98 亿元和 1,500 万元人民币，医疗养固服务收入仅占总收入 1.2%，2020 年两类业务营收分别为 14.13 亿元和 2.13 亿元人民币，医疗养固服务收入的总收入占比提高至 13%，未来植发医疗仍将是雍禾的主营业务，医疗养固服务行业向好，养固服务营收占比有望持续攀升。

图 60：植发医疗和医疗养固营收占比变化（单位：千元）

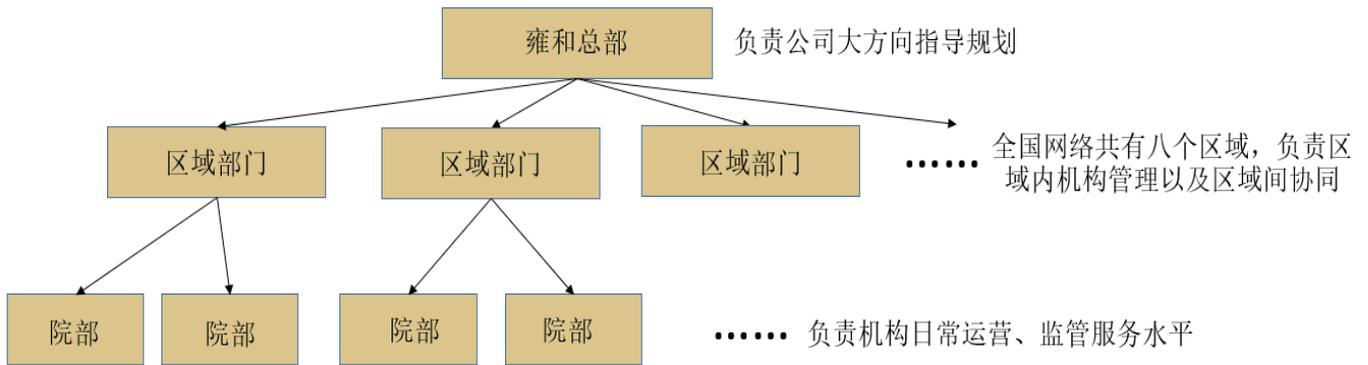


资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

### 3.3. 经营结构稳定，助力决策高效实施

**组织结构分级明确，全国院部网络得以保持统一，推动行业标准化进程。**雍禾植发内部组织分为总部、区域部门以及院部三个层级。1) 总部对集团重要决策维持有效控制：主要包括医疗安全、法律合规、品牌营销策略、采购、信息技术、财务及医疗机构扩张管理等，加强管理标准化进程，确保医疗服务质量和资源分配效率，有利于缩短公司规模扩张周期。2) 区域部门负责直接监督区域下属医疗机构：雍禾院部网络分为八个区域，区域经理主要负责管辖区域内医疗机构质量监管、经营管理、资源分配和成本控制，通过不同区域间的沟通协作实现协同效应，促进区域间资源共享，保证不同区域内的机构拥有统一标准尺度，消费者在不同区域的体验不会产生割裂感。3) 院部负责机构日常运营：主要包括检查院部运营周转、财务表现，并定期检查监督整体医疗服务表现和医疗质量。

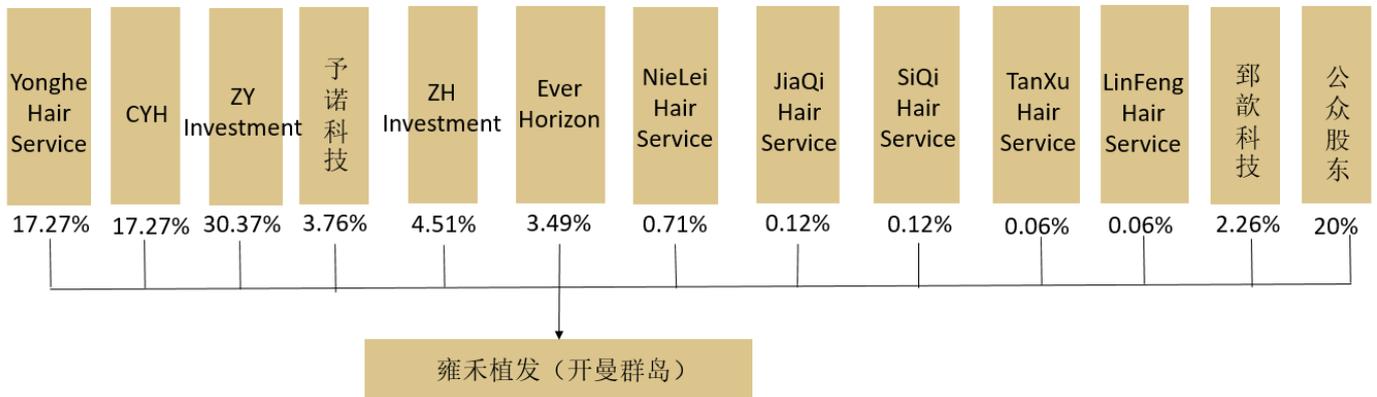
图 61：组织管理结构



资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

**创始人实际控制，管理高效。**雍禾植发于 2020 年在开曼群岛注册成为获豁免的有限公司，为集团控股公司。截止招股书发布，ZY Investment Capital Ltd. 为公司最大股东，直接持有公司 30.37% 股权，ZY Investment Capital Ltd. 由 ZY Ventures Ltd. 的代名人全资拥有，为创始人张玉设立的家族信托，其亲属张辉名下的家族信托 ZH Investment 持公司 4.51% 股权。张玉作为公司创始人，同时也是公司实际控制人，有利于大股东对于公司管理，提高管理效率。

图 62：公司股权结构



资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所

### 3.4. 募资用于品牌力&技术力同步提升，巩固行业领头地位

**本次 IPO 募资主要用于公司服务升级、技术研发以及品牌建设。**雍禾本次募资金额预计约为 19.72 亿港元，主要用途分别为 1) 机构升级扩充：对中国大陆现有植发医疗机构进行扩充和升级，其中包括将部分现有植发机构升级转型为综合毛发医院以及为全国 51 家植发机构和 60 余家史云逊建发中心进行规模扩充。2) 产品创新：资金将被用于研发手术器械以及医疗养固服务产品，扩充医疗团队以及升级医疗服务。3) 技术研发：自主研发高技术手术设备和器械，投资数据分析、人工智能，升级硬件设备以及建立网上医院。4) 整合行业资源，提升品牌力：收购非连锁性地方植发机构，加速重点区域多点布局，投资学术交流合作以及其他各渠道品牌营销活动。

## 4. 品牌+技术+规模+服务四维度发力，持续筑高龙头壁垒

#### 4.1. 品牌：植发品牌领先优势，口碑认知快速提升

行业初期教育阶段，扩声量引流量树品牌。植发需求普遍存在，但渗透率和市场认知仍较为欠缺。公司大力投资营销在树立品牌，同时帮助市场更好认知和培育相关需求，根据招股说明书，2020年度公司销售与营销开支占总收入47.6%（营销与推广开支占销售与营销开支65.12%，即总收入的30.10%）。公司营销策略以线上线下渠道相辅多种方式宣传展开。从公司前五大服务供应商来看，营销渠道近年来亦呈现精细化和多元化趋势，从单一户外及搜索引擎推广转向社区推广和社交媒体，针对化聚焦潜在用户发力，适应当前消费者信息汲取渠道转变趋势，而提升营销效率巩固龙头地位。

图 63：2018-2020 年公司前五大供应商中营销类服务去向变化（单位：亿元）



资料来源：雍禾医疗招股书，德邦研究所

- ① **品牌广告：**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，在数字化当代社会以接触广泛的潜在用户及提高品牌知名度。对于拥有大量人口和需求的城市，公司在地铁站、大型写字楼和购物综合体等客流量大的线下站点投放广告，同时赞助流行体育游戏和电视节目直播来迎接社交媒体最新趋势。
- ② **绩效基础广告：**与线上渠道合作推广，投放不同类型以绩效为基础的广告。例如与百度合作，开展搜索引擎为基础的推广。同时公司与微博、哔哩哔哩和痘印等大型社交网站及线上社区合作，更有针对性获客。
- ③ **线下客户教育：**公司医务人员及销售营销人员和会不定期拜访区域内的大型企业（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）。公司团队举办研讨会，分享毛发养护相关知识，介绍雍禾植发的服务裨益，而维护更多潜在客户资源。

图 64：雍禾植发线下+线上营销案例



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

**高质量标准化服务成就高品牌力。**雍禾植发品牌力强大，其凭借高品牌价值、高市场认可度、高线上关注热度、高媒体热度指数和高网络口碑指数，荣获艾媒咨询发布的《2019 年中国植发连锁机构品牌排行榜 TOP8》榜首。强大的品牌力背后凝聚了优质的服务，公司组织资深专家定期巡诊分享诊疗经验，患者复诊不受初诊机构限制，可在旗下任意机构复诊，此类跨区域的医疗资源分享和调配，使得全国各地患者都得以享受到高质量的标准化服务，并逐渐形成对品牌的忠诚度，雍禾医疗品牌美誉度得以提升。同时，优质的服务使得客户自发口碑推荐，根据弗若斯特沙利文对逾 1100 名已接受雍禾医疗服务的患者进行的调查，29.7%的受访患者首先通过朋友或家人的推荐而知悉雍禾医疗，且 88.5%的受访患者表示会将雍禾医疗推荐给需要植发医疗服务的朋友和家人。

## 4.2. 技术：产学研合一，技术巩固领先地位

### 4.2.1. 医学背书产学研互动，精进植发技艺

**产学研合一，学术交流研发。**医师技术做为研发的重要组成部分，公司与外部研发伙伴合作是研究战略的重要组成部分。公司密切关注学术发展与交流，利用从外部合作取得的最先进理论而推进植发技术突破更新。截止目前，公司已和中山大学订立长期合作安排，将在人体毛囊再生技术攻关、毛囊再生研究平台建设、人才培养等多方面开展合作，通过建立产学研合作机制，实现资源共享，为脱发治疗提供最新技术，提高公司毛发疾病诊断与治疗相关的研发技术水平。公司参与制定毛发疾病的诊断与治疗标准。早在 2010 年年底，北京雍禾植发制定的《植发技术的研发与技术服务》质量标准体系已通过国际标准化组织的认证。该标准体系中明确指出了植发的术前毛囊检测、发型设计、术后恢复及护理等操作规范。该服务标准体系得了北京协和医院、北京中医药大学等机构数十位业界权威专家一致认可，对于制定植发行业服务规范，临床应用价值以及行业健康发展有着深远意义。学术论坛积极开展，促进业内交流进步。公司 2020 年在郑州与杭州举办雍禾植发毛发高峰论坛。2019 年雍禾植发与万晟药业联合主办的全国毛发主题巡讲，聚集国际顶尖植发专家与国内行业精英代表进行巅峰对话，深度探讨植发行业发展趋势和技术创新未来发展。公司在学术发展及交流方向的努力可带来植发行业的进步与突破，尖端研究领域的投入将回报以巨大的增长潜力。

图 65：2019 雍禾植发海峡两岸毛发高峰论坛



资料来源：雍禾植发官网，德邦研究所

图 66：2020 雍禾全国毛发高峰论坛



资料来源：雍禾植发官网，德邦研究所

#### 4.2.2. 前沿科技引领毛发经济

专业技术引领行业发展，技术突破提升行业水准。公司自成立一直寻求科技突破，目前拥有六项关于创新及技术的发明专利。2018-2020 年，公司研发开支分别为 781 万、887 万及 1182 万元。2010 年，雍禾通过不断累积实践经验，在原有基础之上自主研发了 FUE-APL1.0 无痕植发技术，是除 FUT、FUE 外第三个被国际认可的植发技术，并获得了国际 ISO 认证，被认为是中国植发技术与国际的接轨。2011 年，雍禾建立中国首家毛囊干细胞实验室。雍禾植发更进一步，自主研发了针对头发稀疏、头顶稀疏、女性植发以及失败修复的 LATTICE 点阵加密无痕技术，根据亚洲人毛囊特质研发 UHE 微米级无痕植眉技术，拓展毛发种植综合业务。2017 年公司率先引入全球最先进的 ARTAS 植发机器人，帮助保证提供均匀、精准、稳定、高质量的毛囊采集，成功率可达到 90%，比人工毛囊采集的成功率大幅提高。雍禾植发逐渐坚持将技术提升，致力研发可预测消费者喜好及满足客户需求的高质量技术，持续用科技赋能植发技术发展。

图 67：ARTAS 植发机器人页面



资料来源：ARTAS，德邦研究所

信息技术提升体验，改善运营效益。①数据使用分析：公司建立先进的业务管理系统来追踪、记录展示全国医疗机构的运营数据。雍禾是首家建立数据分析系统的民营毛发服务提供商，且是截止目前唯一一家可实时获取患者人数、植发手术数量及毛囊移植数量资料的连锁医疗机构。数据展示提升了医疗服务的透明度，进而提升患者治疗体验；另一方面通过分析运营所收集的数据，公司可迅速准确地发现并满足患者需求，有效管理客户情况，实时精准广告营销，并对患者的需求做出预测以及告知诊断及治疗过程。②智能服务：公司为线上咨询服务推出一套智能咨询服务软件，该软件有助于在线对患者进行初步筛查及分诊，提供便捷的在线咨询与术后服务。此外公司的智能化设备如毛囊检测仪等可减少劳动

成本。毛囊检测仪体现了智能图像识别、大数据算法等先进技术，可为患者提供精准的医学检测报告进行多维度分析，大幅提升患者就诊体验感和服务的专业素质。③**在线服务**：公司积极推进在线医疗服务，已建立一支在线医疗团队。在线医疗服务系统可实时上传患者病历等文件，从而提供便捷专业的在线咨询、术后复查服务。例如在微信平台已开发一款毛发管理小程序，为患者方便获得获得毛发移植手术介绍、医师定价资料证明及近期折扣政策等信息。截止招股书日期，雍禾植发微信服务平台毛发管家拥有超过 73 万余名注册用户。

图 68：雍禾机构数据化分析系统



资料来源：雍禾医疗招股书，德邦研究所

图 69：雍禾机构智能化设备



资料来源：雍禾医疗招股书，德邦研究所

### 4.3. 规模：门店实现全国覆盖，可复制程度高

**全国覆盖广，下沉趋势已现。**近年来公司业务规模迅速增长，截止 2021 年招股书最后实际可行日期，公司在全国拥有 51 家植发医疗机构，覆盖中国 25 个省的 50 个城市，排名行业第一。旗下植发医疗机构逐步从高线走进各层级城市，50 个已布局城市中包括 4 个一线城市、15 个新一线城市、25 个二线城市及六个较低线城市。雍禾植发机构成立于北京，初步扩张于人口众多稠密且人均收入水平高的一线城市，随后走进发达省份例如广东、浙江、江苏、福建和山东，并在上列省份进行多层次城市布局植发机构重点渗透，而实现全区域集中战略。例如在广东省，自 2013 年第一家机构于广州设立后，公司已扩展到其他八个城市，成为当地最大连锁植发医疗机构。根据 Frost&Sullivan 数据，公司在以上五个省份中市场份额皆排名第一。在脱发现象普遍和植发需求旺盛的大社会背景下，公司战略性规划扩张以覆盖更多低线城市，抢占市场高地，有效满足各层级客户的相关需求。

**自建与收购并进，加速全方位开店扩张。**医疗服务机构扩张模式主要以自建与收购为主：自建耗时进度相对较慢，优质资产收购协同效应具有不确定性。公司坚定实施战略性扩张计划，两者并举以推进规模化进程。公司已有详细的新医疗机构自建计划，预计 2021-2022 年在多省份新开门店达十余家。并在过往发展进程已有丰富的自建直营开店经验，有关过程约不超过八个月完成。公司亦考虑在人口庞大且对植发医疗服务需求相对高的新市场收购医疗机构，选择符合公司兼容性标准且具有相当潜力的机构，而快速切入当地医疗植发市场。

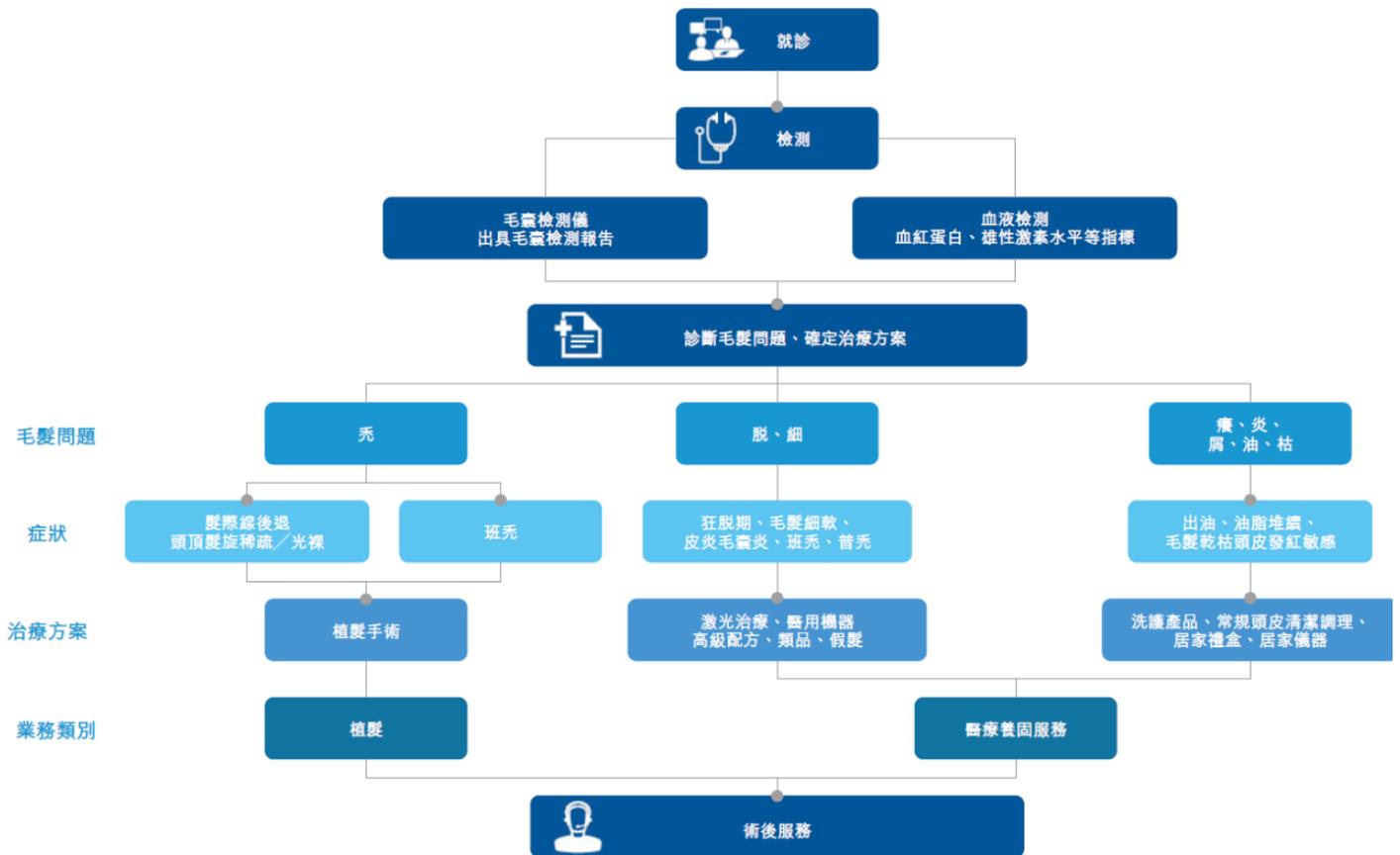
**标准化&可复制程度高，规模化势在必行。**植发机构项目相对单一，以植发技术为基础而针对不同部位进行毛发移植。比于其他内部项目繁多的消费医疗服务机构，例如医美服务机构，植发机构对医生的技术要求相对标准化，培养方向相对趋同，审美要求亦相对较低。以上特点决定植发机构对医生个人 IP 力量依赖偏低，医师群体更易培养，可复制化程度较高。从设备资产端看，植发手术所需求的器械较为单一，而医美机构需要的设备动辄数十万元且花样繁多更新换代速度快，植发机构资产相对更轻更易规模化铺开。雍禾医疗已实施了手术程序和治疗设备使用的操作安全指南和手册，为客户提供最合适的治疗方案，以保证治疗安全性

与有效性。同时，公司采用高度标准化的服务流程，职责分工明确，以确保患者在任何一家雍禾植发都可获得优质的医疗服务。公司出台全国化医生巡诊和顾客复诊制度而发挥众多机构的协同作用。标准化与全国化进程中，公司有望质变量变共同发生推动公司战略前行。

#### 4.4. 服务：多元化业务线持续拓展，门店综合服务体验优化提升

**一站式服务：医美植发-生美-日化三层方案综合解决脱发问题。**雍禾医疗为造访医疗机构的患者提供一站式毛发医疗服务，通过就诊检测与诊断来判断患者头皮毛发问题严重程度，而进行针对式解决方案。从普通头皮问题到脱发毛发细软，再到斑秃发际线后退，公司都可提供相应的解决方案，从而提升客户留存率与满意度。植发虽为主业但患者术后仍有一定养护巩固需求，养固服务业务线有利于补充多元化收入来源。针对脱发程度较轻不用植发的顾客，可推荐激光治疗、清洁护理等服务，并搭配公司的洗护产品、配方药品及居家礼盒销售，提升到店客户销售转化率。进而帮助公司从医美植发领域拓展至生美、日化领域，渗透广阔的养发固发市场，实现多层次市场参与渗透。

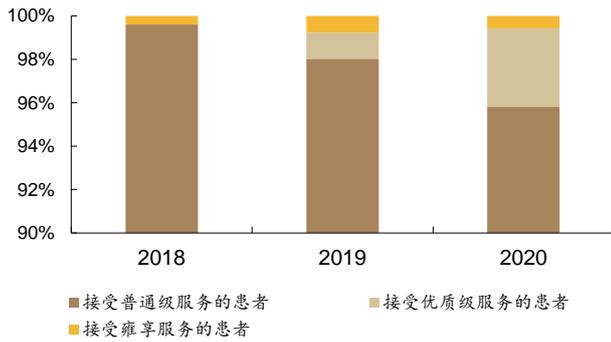
图 70：雍禾植发机构一站式服务满足多种毛发头皮需求



资料来源：雍禾医疗招股书，德邦研究所

**医疗植发：建立三层等级服务体系，以满足患者的多样化需求。**截止招股书最后可行日期，公司提供三级根据医生经验及技能加以区分的植发医疗服务，包括：①普通级服务：针对接受标准植发手术的患者，收取人民币2万元至3万元；②优质级服务：针对院长、主任或副主任进行升级和定制化植发手术的患者，收取3万元至5万元；③贵宾级雍享服务：针对接受由业内知名植发专家进行个性化植发手术的患者，收取逾10万元。

图 71：雍禾植发服务类型逐渐多元



资料来源：雍禾医疗招股书，德邦研究所

图 72：雍禾植发多层次医生队伍打造



资料来源：雍禾植发官网，德邦研究所

**医疗养固：多方法解决毛发问题。**现实生活中一些脱发患者可能不必要或不适合植发，以及植发患者术前术后护理，都需要一定养护项目和产品来提升头皮毛发状况。相比于植发项目，养固项目与产品的特点是重复消费复购率高且需求更加普世渗透率高。根据 Frost&Sullivan 数据，中国的医疗养固市场仍处于起步阶段，具有可观的增长潜力，预计 2021E-2025E 年度复合增速可达 29.9%。公司作为中国医疗养固服务行业的先行者之一，按收入计算为整体市场的最大参与者，市场份额占比达 5%(招股书数据)。公司收购英国健发品牌史云逊，并从 2019 年起开始通过每家植发医疗机构以店中店模式设立史云逊健发中心，提供医疗养固服务。史云逊健发中心 1957 年成立于伦敦，拥有国际自身发理学学科研成就和在全球 50 余年的专业健发经验，倡导“完美秀发源自头皮健康”的全新头皮护理和健发概念，为越来越多现代都市人群解决各种头皮头发问题。截止招股最后实际可行日期，公司已在 51 家植发医疗机构中设有史云逊医学健发中心。健发中心注册医生可为患者提供专业建议与整体治疗，结合激光与光疗等程序，并使用代表领先毛发科学的医疗设备与药物，并帮助患者改善生活方式以增进头发与头皮的健康。

图 73：史云逊头部清洁护理项目



资料来源：百度图片，德邦研究所

图 74：史云逊健发中心门店形象



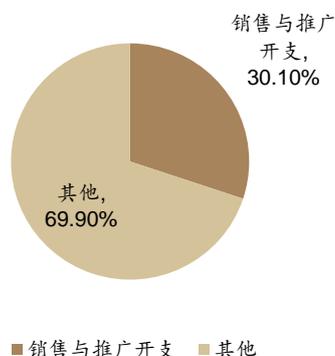
资料来源：大众点评，德邦研究所

## 5. 营销壁垒为医生创业难点，行业龙头有望强者恒强

### 5.1. 植发医生个体 IP 溢价较弱，医生创业营销费用高企成壁垒

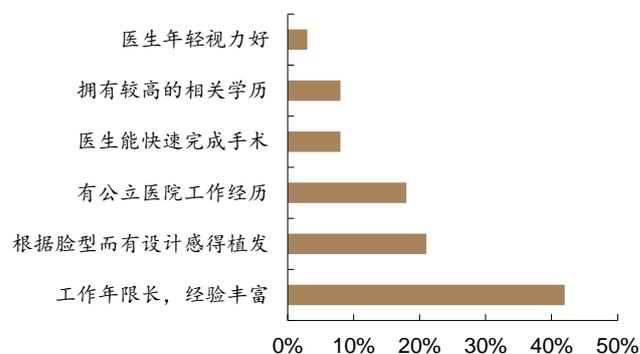
医生个体 IP 溢价现象较弱，单店模式盈利状况堪忧。①植发服务项目经验为重而非偏重个体技术、审美。在脱发患者初次了解一个植发机构时，植发人群更关注机构的背景以及权威性而非医生个体 IP。相比纯医美整形机构易打造好审美好技术的 IP 大咖医生，植发机构消费者普遍认为医生的经验更为重要，植发医生个体 IP 力量较弱。个体大 IP 形象辐射能力有限，难以支撑复购率较低的专科诊所。②同时，专科诊所营销销售费用偏高，以雍禾医疗为例高达 47.6%，通过大量广告投放引流而获取客户群体。在渗透率偏低且市场需求教育的初阶植发市场，个体精品诊所资金实力有限营销难度大，相比连锁诊所更难生存。③未来入局者渐多可能出现降价营销的现象，而植发医生个体服务产能有限，时间、人力成本高且难以下降，个体诊所会更难盈利。④专科诊所模式专攻某低频细分需求，纵观其他消费医疗专科医院，扩张多为异地开店而非本地加密，加剧个体诊所规模化运营难度。长期来看，雍禾复制化连锁模式既适用于其专科诊所本质，亦符合植发手术底层特点，将随行业赛道扩容进一步规模扩张。

图 75：公司销售与营销开支偏重



资料来源：雍禾医疗招股书，德邦研究所

图 76：植发消费者更重视工作经验

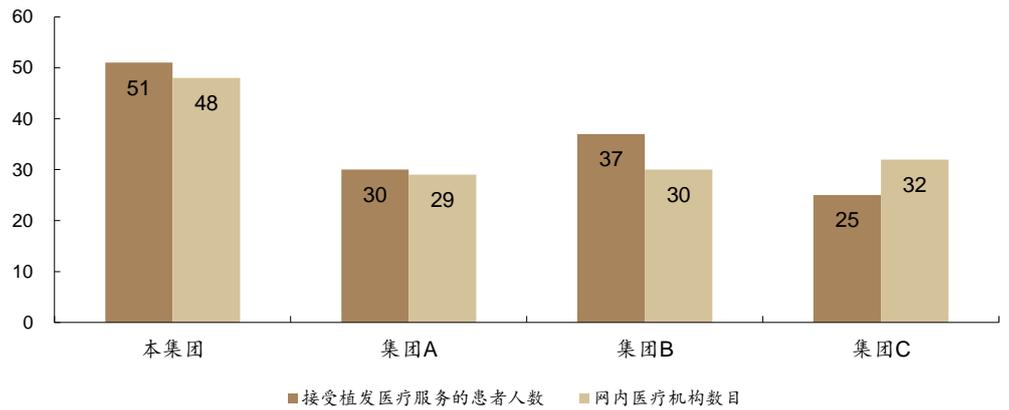


资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

### 5.2. 品牌效应+标准培训+单店 14 个月回本，雍禾市占率预计持续提升

看点一：公司多维度均位列行业第一，远超同行。①收入：2020 年雍禾植发总收入排行业内第一，达 14 亿元人民币，超行业第二（7.1 亿元）和第三（6.0 亿元）公司收入之和。其中公司的医疗植发服务和医疗养固市场分别占据细分赛道规模 11%和 5%，占比偏高，相对医美终端机构格局更为集中。②服务患者：2020 年于公司接受医疗服务的患者人数达 5.1 万，位列行业第一，远超行业第二 3.7 万人数据。③服务机构：截止 2020 年末，公司全国植发医疗机构达 48 家，相比行业第二 32 家数量高出 50%，行业其他参与者赶超距离较大。④注册医生人数：雍禾植发旗下注册医生人数截止 2020 年末达 189 人，高于行业第二、第三和第四名机构的医生人数总和，可见公司医生团队庞大实力雄厚。植发相比对医美其他手术，总体来说每台手术时间长体力消耗大，雍禾植发医生资源充足保障了手术的人力技术支持。

图 77：2020 年中国植发市场顶级市场参与者（单位：千例、个）



资料来源：雍禾医疗招股书，德邦研究所

**看点二：裂变速度快，开店加速&医务人员培训周期短。**植发机构组作为专科诊所，品牌规模化异地扩张触达更多区域潜在消费者是必经之路，自 2018 年以来，公司开店速度加快，2018-2020 年分别每年新开门店 8 家、7 家和 11 家，一家新门店的建设开店周期仅 8 个月。于招股书截止日期，公司达到门店数量 51 家，已覆盖 25 个省份、自治区和直辖市的 50 个城市。公司为保证在迅速扩张中医务医疗能始终如一提供优质的服务，为医师提供各类培训而提升专业技能。例如公司每位新聘医师均需接受为期间四至六个月的系统培训，包括院长一对一监督下进行为期三个月的临床实践培训。植发医生多为原外科、皮肤科医生转型，拥有良好的科班基础医学背景和实操经验，转型速度快学习能力强，可实现大量医生快速培养。

**看点三：单店盈利模式好，单店利润率超 20%，新店 3 月盈亏平衡 14 月现金回收。**雍禾医疗 2020 年净利润达 10%，毛利率 74.6%，综合摊销费用中销售与营销开支占比达 47.6%（营销与推广开支占其中 65.12%，即总收入的 30.10%），一般及行政开支和研发开支分别占比 9.9%和 0.7%。我们认为雍禾医疗服务机构单店盈利模型加回总部摊销费用，净利率远高于 10%，保守估计可达 20%-30%。单店本身盈利能力强模式优，目前新开店 3 个月可达收支平衡，平均现金投资回收期为 14 个月，远远快于民营医疗机构的平均水平。

## 6. 空间测算：同店有望增长，中长期门店预计超 100 家

公司战略明确推进扩张，自建+收购并积极推进积极铺开门店触达更多地域及下沉市场。介于公司过往成功的往绩记录和高度可复制的业务模式，公司将继续成立新医疗机构并升级现有医疗机构。截止公司招股说明书，在 2021-2022 年已装修和已规划新开门店量达 17 家，并预计近年内实现累计门店量达近百家。公司将新机构选址作为长远成功的重大决定因素，根据 GDP、人口密度、客流量、交通、竞争对手布局及租金成本等因素出发进行选址并进行系统型评估。

表 7：2021-2022E 公司计划开店状况

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
河北省	规划中	2,000	2022 年
河南省	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
山东省	规划中	2,000	2022 年
浙江省	规划中	2,000	2022 年
浙江省	规划中	2,000	2022 年

资料来源：雍禾医疗招股说明书，德邦研究所

**公司开店数量测算方法：**截止 2020 年公司植发医疗服务占市场规模 11%，医疗养固业务占市场规模 5%，在规模加速扩张进程中市场份额有望提升。2020 年成熟院部年均收入在 5436 万元，相较 2019 年同店成熟院部店均年收入 4605 万元上升 18.05%。同时募投项目支持门店综合化升级丰富综合化毛发项目，细分高阶项目有望提升客单价，养固项目提升客户留存与复购帮助单店业绩多元发展。我们以未来预计可获取的市场份额（植发市场+养固市场）为纵列，可实现的店均年收入（0.4 亿元至 0.8 亿元）为横列，进行敏感性分析计算。我们认为：**2025 年可开门店数量在 104 家门店至 169 家门店区间，有望覆盖更多城市及城市层级，量变而实现质变，规模效应渐显而降低营销成本抬升利润空间。**

图 78：2025E 可开门店数量敏感性分析

(单位: 亿元)	0.4	0.45	0.5	0.55	0.6	0.65	0.7	0.75	0.8
4%/10%	113	100	90	82	75	70	65	60	57
5%/11%	127	113	102	92	85	78	73	68	64
6%/12%	141	125	113	103	94	87	81	75	71
7%/13%	155	138	124	113	103	96	89	83	78
8%/14%	169	150	135	123	113	104	97	90	85
9%/15%	183	163	147	133	122	113	105	98	92
10%/16%	197	176	158	144	132	122	113	105	99
11%/17%	212	188	169	154	141	130	121	113	106
12%/18%	226	201	180	164	150	139	129	120	113
13%/19%	240	213	192	174	160	147	137	128	120
14%/20%	254	226	203	185	169	156	145	135	127
15%/21%	268	238	214	195	179	165	153	143	134

资料来源：Frost&Sullivan，雍禾医疗招股书，德邦研究所

## 7. 风险提示

**(1) 疫情恢复不及预期风险：**疫情于 2020 年上半年严重影响医美产业，若疫情反复将影响植发行业经营情况。

**(2) 植发行业政策影响风险：**植发行业属于医美子行业，受到卫生部、药监局等机构监管，若新法律法规提出对植发行业增加资质、证书等，或影响企业经营，整治市场乱象或压缩植发行业发展空间。

**(3) 植发行业安全卫生事件影响风险：**当前植发行业存在多重乱象，如医生无证上岗、虚假宣传、存在卫生隐患等，若产生安全问题带来行业声誉受到影响，影响消费者植发积极性和信任度，带来行业景气度下滑。

**(4) 行业竞争加剧风险：**技术进步将带动行业趋势变迁，行业内入局者逐渐增加，竞争加剧。

# 信息披露

## 分析师简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。