

从雍禾看植发赛道，“植养固”一体，连锁扩张正当时

——颜值经济之毛发医疗服务系列二

证券研究报告 2021年7月

证券分析师: 李典

电话: 021-51097188-1866

E-MAIL: lidian@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S002051608001

联系人: 徐熠雯

E-MAIL: xuyiwen@gyzq.com.cn

- **我国脱发人群数量超过2.5亿，近年来脱发困扰呈现年轻化趋势，整体需求强劲。**脱发分为病理性和生理性脱发，其中病理性脱发最常见的是雄激素源性脱发，我国男性患病率21.3%，远高于女性的6%。近年来脱发困扰呈现年轻化趋势，主要受到青春期提前、精神压力增大、生活与饮食方式不佳等因素影响。毛发与美学息息相关，脱发对患者心理健康和生活质量产生重大影响，整体市场需求强劲。目前主流解决脱发手段包括：日常洗护、食疗、中胚层/激光、植发、假发等。
- **毛发医疗服务行业需求逐渐释放，植养固产生协同。**（1）2020年植发市场规模134亿元。据我们测算，国内植发人群规模约为250万，其中，男性植发人群规模约为175万，在男性脱发人群中渗透率约为4.86%，而女性植发人群规模约为75万，在医美人群渗透率约为4.93%，均有较大提升空间。2020年在各类植发医疗参与者中，雍禾医疗以11%的市占率位居第一，我们认为未来品牌声誉佳、渠道渗透高、运营能力佳的头部连锁企业有望进一步提升市场份额。（2）医疗养固具有潜在客群大，患者复够率高、粘性强，定期治疗需求高的特点，2020年国内养固市场规模50亿，到2025年有望达到185亿。
- **看好服务机构及防脱药物龙头。**（1）雍禾医疗是国内毛发医疗服务龙头。2020年实现营业收入16.38亿，净利润1.63亿。2020年公司服务患者总人数9.11万人，其中植发患者5.07万人，医疗养固患者5.91万人。患者量快速增长，叠加客单价上升，推动整体高增长。渠道层面，公司连锁能力强劲，与养固结合的“店中店”模式提升单用户价值，单店模型优。目前公司全国共有51家医疗机构，覆盖25个省50个城市，在广东、浙江、江苏、福建及山东5个省市市占率第一。从密度和广度看，公司门店可拓展空间仍大，未来有望增至百家。（2）三生制药为国内脱发用药赛道龙头。公司旗下米诺地尔产品蔓迪2020年市占率75%，蔓迪拥有较强的品牌壁垒，早期以三甲医院为基，拓展院线渠道，积累较强医生口碑和疗效证明。2016年起，蔓迪进入线上渠道，陆续进驻天猫、京东等各大电商平台，近两年快速放量，2021年上半年电商渠道同增100%+。未来随着消费者脱发治疗意识增强，以及公司树品牌、拓产品、拓渠道推进，有望获得进一步增长。
- **风险提示：**市场教育不及预期，行业竞争加剧，门店表现不及预期，医生资源流失。

1、脱发成因、人群及治疗方案

2、毛发医疗服务：需求逐渐释放，植养固协同

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

2.2 医疗养固服务：高复购率高粘性，潜在人群基数大

3、毛发医疗重点上市公司

3.1 雍禾医疗：深耕植发16年，全国化布局，龙头地位显著

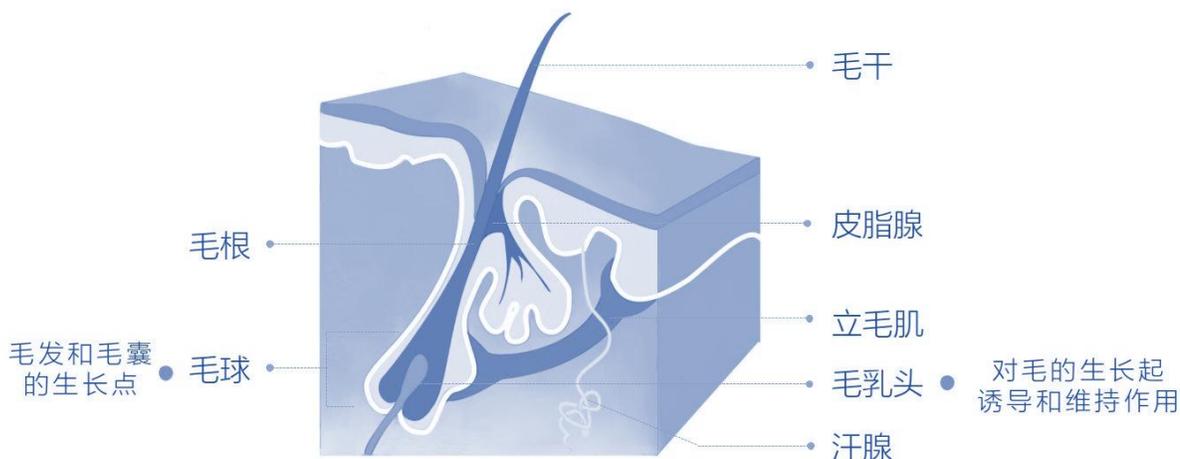
3.2 三生制药：国内治脱发药物龙头

4、风险提示

1、脱发的成因、人群及治疗方案

- 脱发可分为生理性脱发和病理性脱发两大类。头发是毛发的一种，是人体皮肤的一种附属器，由毛干和毛根两部分构成。毛囊是生长毛发的皮肤器官，终身呈周期性循环。毛囊生长于表皮和真皮之间，生长期的毛囊可深至皮下组织。正常情况下，人类头部有10万-15万个毛囊，一般而言，毛囊的生长周期会经历生长期（Anagen phase）、退行期（Catagen phase）和休止期（Telogen phase）三个阶段，退行期毛囊变小，休止期毛囊位置较浅毛发极易脱落。不同部位和类型的毛发生长期持续时间有所差异，头发的生长期为2-7年，休止期大概3个月，通常不超过10%的头皮毛囊处于休止期。毛囊是依靠上皮细胞和真皮间充质细胞的相互作用，完成周期性生长，以发育成完整的毛囊。毛囊发育的周期性不仅受光照、温度及紫外线等物理因素的调控，还受相关基因及通路的调控。而脱发是指头发脱落的现象，分为生理性脱发与病理性脱发。正常脱落的头发都是处于退行期及休止期的毛发，由于进入退行期与新进入生长期的毛发不断处于动态平衡，故能维持正常数量的头发。
- 病理性脱发分为瘢痕性和非瘢痕性脱发两大类，临床是以非瘢痕性脱发多见，其中雄激素源性脱发（俗称脂溢性脱发，AGA）是最常见的脱发类型。

图：毛发及毛囊结构



图：脱发成因分类

病理性脱发

- 非瘢痕性脱发：雄激素源性脱发/斑秃……
- 瘢痕性脱发

生理性脱发

自然脱发/产后脱发/季节性脱发……

资料来源：知乎，国元证券研究所

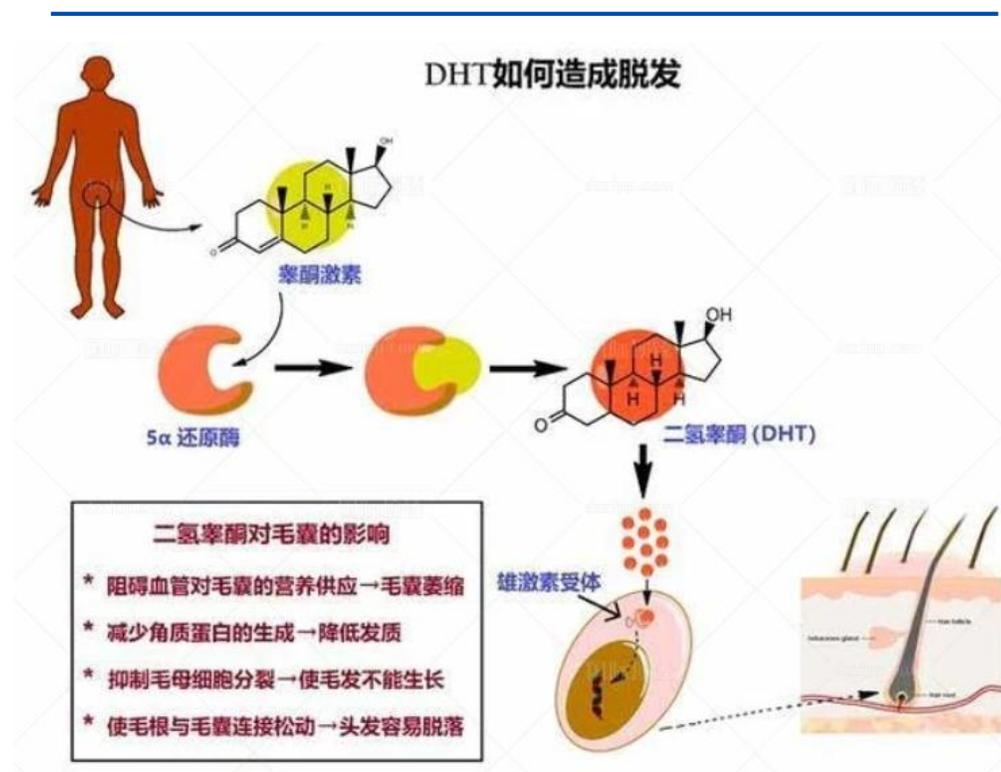
资料来源：知网，国元证券研究所

■ 雄激素源性脱发（俗称脂溢性脱发，AGA）是最常见的脱发类型。AGA男女均可罹患，我国男性患病率约为21.3%，女性约为6.0%。表现为头发密度进行性减少，常伴有头屑增多、头皮油腻、瘙痒、头发细软或者头皮脂溢性皮炎等情况。男性AGA早期表现为前额、双侧额角和（或）双侧鬓角发际线后移，或顶部进行性脱发。女性AGA主要表现为头顶部与发际缘之间头发弥漫性稀疏、纤细。

■ 雄激素在AGA发病中起决定性因素，精神和心理因素、生活饮食习惯可加重AGA症状。AGA是一种具有遗传性倾向的多基因隐性遗传疾病，据国内流行病学调查，有家族遗传史的AGA患者占比53.3%-63.9%，且父系高于母系。男性体内的雄激素主要来源于睾丸所分泌的睾酮；女性体内的雄激素主要来源于肾上腺皮质的合成和卵巢的少量分泌，雄激素主要为雄烯二醇，可被代谢为睾酮和二氢睾酮。对于AGA而言，易感毛囊中真皮成分细胞内含有特定的II型5 α 还原酶，可以将血液中循环至该区域的雄激素睾酮转化为二氢睾酮（DHT），通过与细胞内的雄激素受体结合引起一系列反应，进而使毛囊出现进展性的微型化和脱发直至秃发。

■ 毛发与美学息息相关，AGA脱发虽然不影响身体健康，但却对患者心理健康和生活质量产生重大影响。

图：雄激素源性脱发成因

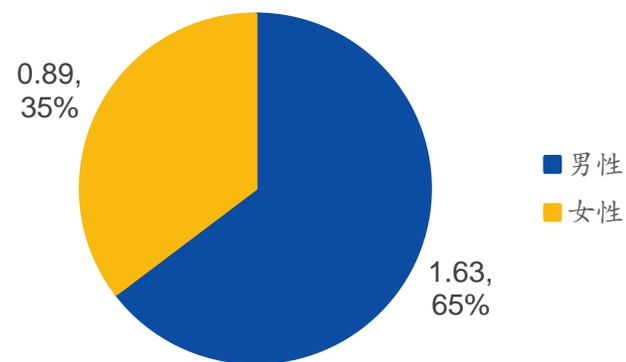


资料来源：知网，国元证券研究所

1、脱发的成因、人群及治疗方案

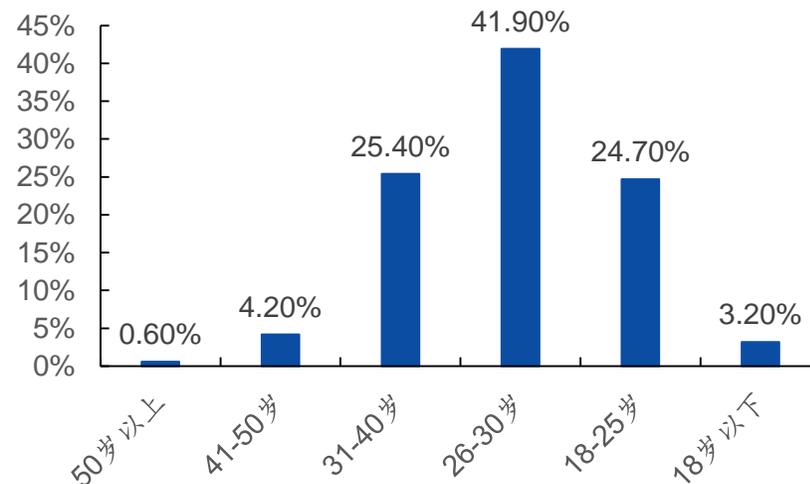
- 我国脱发人群已超2.5亿，男性患者约1.63亿，占比65%，年轻集中在18-40岁人群。据国家卫健委，2019年我国脱发人群已超2.5亿，平均每6个人中就有1人有脱发问题。其中男性脱发患者1.63亿，占比65%，女性0.89亿，占比35%。男性患者普遍较多，主要受到遗传因素和雄性激素分泌影响。雄激素性脱发发生于青春期及青春期后，发病年龄集中在18-40岁，2017-2018年该年龄段脱发人群合计占比超过90%，其中26-30岁患者占比达41.90%。
- 近年来我国脱发人群呈现年轻化趋势。青春期提前，叠加精神压力大、熬夜、失眠、焦虑成为常态，影响免疫系统、神经系统、血液循环，可能加速雄脱进展，或诱发斑秃等疾病。年轻人饮食习惯、生活方式不佳也将加重脱发。随着生活节奏加快以及外卖的普及，年轻人饮食多以快餐为主，过多高脂高糖高热量、辛辣刺激的食物易诱发脂溢性皮炎、毛囊炎等头皮问题，而部分年轻人过度节食减肥易诱发缺糖/缺盐等营养不良性脱发。

图：2020年中国脱发人群性别分布



资料来源：卫健委，国元证券研究所

图：2017-2018年中国脱发人群年龄分布



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图：脱发年轻化的影响因素

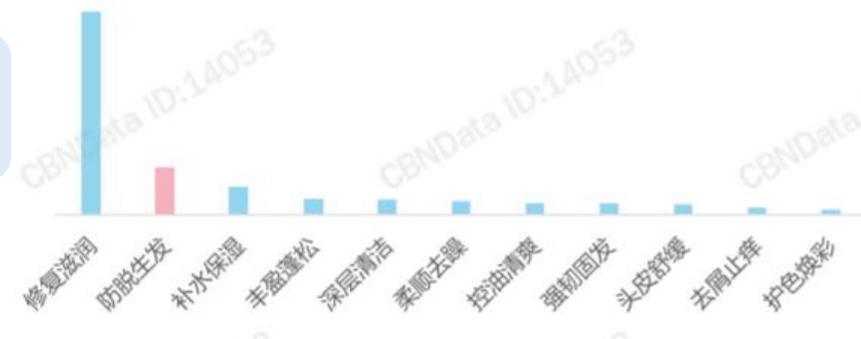
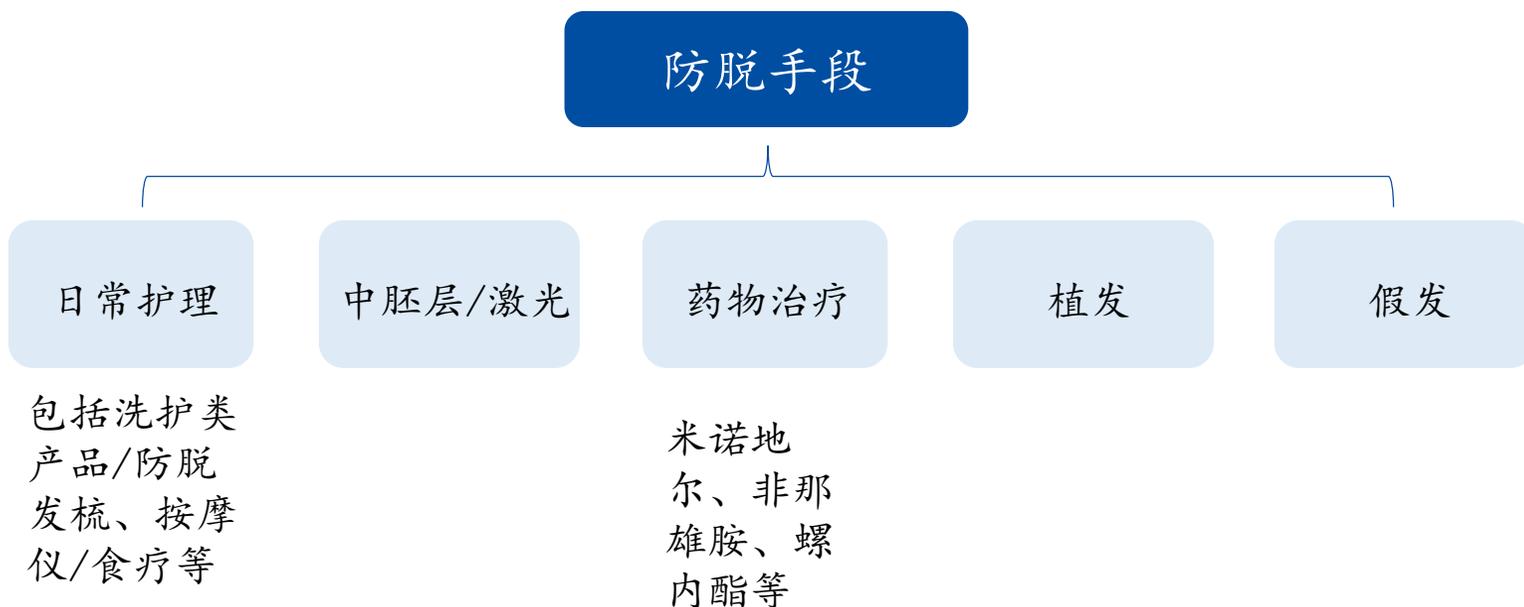


资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

- 目前主流的防脱手段包括日常护理、中胚层/激光、药物治疗、植发以及假发五大类别。日常护理方面，主要包括洗护类的产品（霸王、章光101、馥绿德雅等）、防脱生发梳按摩仪、食疗等，从日常生活中改善毛发问题。根据2019天猫国际洗护用品分功能消费占比情况，防脱生发功能诉求是除基础修复外的第二大功能诉求。中胚层和低能量激光是较为专业的养护方法。药物治疗方面，主要包括米诺地尔、非那雄胺、螺内酯等。植发是从非脱发区域的毛囊提取后至脱发或秃发区，可以较好解决外形美观的问题。假发则是针对不适宜做植发手术的患者，或满足消费者对发型发质多样化的需求。由于植发消费属于一次性消费，较少数患者会进行第二次植发，而毛囊属于不可再生资源，术后养发极其重要。因此植发机构逐渐从单一的“植发”业务发展为“植发+养发”的双重模式。

图：主流防脱手段分类

图：2019天猫国际洗护用品分功能消费



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

资料来源：天猫，国元证券研究所

1、脱发的成因、人群及治疗方案

- 防脱药物主要为米诺地尔和非那雄胺，其中米诺地尔男女均可用，非那雄胺仅供男性服用。米诺地尔为外用制剂，非处方药，一般 18 周岁以上且对米诺地尔不过敏的患者均适用，女用多为2%浓度，男用多为5%浓度；使用初始1-2个月可能出现狂脱期，主要是加速不健康毛发脱落，促进毛发进入新生长周期。一般米诺地尔起效时间约为3个月，此后毛发生长周期趋于正常，效果比较稳定。此外，一般植发手术过后会使用米诺地尔改善血液循环，帮助固发，一年后可逐渐停用。非那雄胺仅供男性服用处方药，主要功效是抑制 I 型和 II 型 5 α 还原酶，从而抑制睾酮还原为 DHT。

表：脱发治疗主要药物

性别	脱发治疗药物	作用机制	起效时间及有效性	副作用	常见品牌
男性	非那雄胺 (处方药)	口服片剂，仅供男性服用；抑制 I 型和 II 型 5 α 还原酶，从而抑制睾酮还原为 DHT；由于双氢睾酮会导致毛囊萎缩，因此阻止双氢睾酮产生便可使毛囊恢复至正常大小	一般须连续服用3至6个月才会见效；如停止治疗，脱发的过程通常会在6至12个月内重新开始；非那雄胺有效率达到80%左右	服用初期可能会出现性欲减退的状况，长期使用会逐渐消失，但有较小概率会引发勃起障碍（FDA数据为不到3%）	保法止、保列治、启悦，仙璐等
	度他雄胺 (处方药)	抑制 I 型和 II 型 5 α 还原酶，抑制睾酮还原为 DHT	可将体内的 DHT 降低 90%	性欲减退，影响精液质量	安福达
	5%米诺地尔 (非处方药)	外用制剂（酊/泡沫）；直接涂于头皮，米诺地尔与头皮上的磺基转氨酶结合，刺激毛囊上皮细胞增殖、分化，开放钾通道，促进血管形成，增加局部血流量，并使毛囊向生长期转化；如果体内无磺基转氨酶，则该药物无效	最初1-2个月会出现休止期毛发脱落增加的现象（狂脱期），通常数月后才会见效；如果停止使用，脱发会重新开始，重新长出的头发会在停止治疗后3-4个月内掉落；FDA显示5%浓度的米诺地尔有效率30%-50%	副作用较小，极少数出现头皮不适	蔓迪、发迹、落健、HeyBro、达霏欣等
女性	2%/2.2%米诺地尔 (非处方药)	外用制剂（酊/泡沫）；直接涂于头皮，米诺地尔与头皮上的磺基转氨酶结合，刺激毛囊上皮细胞增殖、分化，开放钾通道，促进血管形成，增加局部血流量，并使毛囊向生长期转化；如果体内无磺基转氨酶，则该药物无效	最初1-2个月会出现休止期毛发脱落增加的现象（狂脱期），通常数月后才会见效；如果停止使用，脱发会重新开始，重新长出的头发会在停止治疗后3-4个月内掉落；FDA显示5%浓度的米诺地尔有效率30%-50%	副作用较小，极少数出现头皮不适	蔓迪、发迹、落健、HeyBro、达霏欣等
	螺内酯 (处方药)	减少肾上腺产生睾酮，同时对 DHT 和雄激素受体有温和的抑制作用	至少服用1年才会有效果	月经紊乱、性欲减退等	信谊等
	环丙孕酮 (处方药)	有较强的抗雄激素作用	1个月为一个疗程、按疗程服用	体重增加、性欲减退等	仙璐等

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

1、脱发成因、人群及治疗方案

2、毛发医疗服务：需求逐渐释放，植养固协同

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

2.2 医疗养固服务：高复购率高粘性，潜在人群基数大

3、毛发医疗重点上市公司

3.1 雍禾医疗：深耕植发16年，全国化布局，龙头地位显著

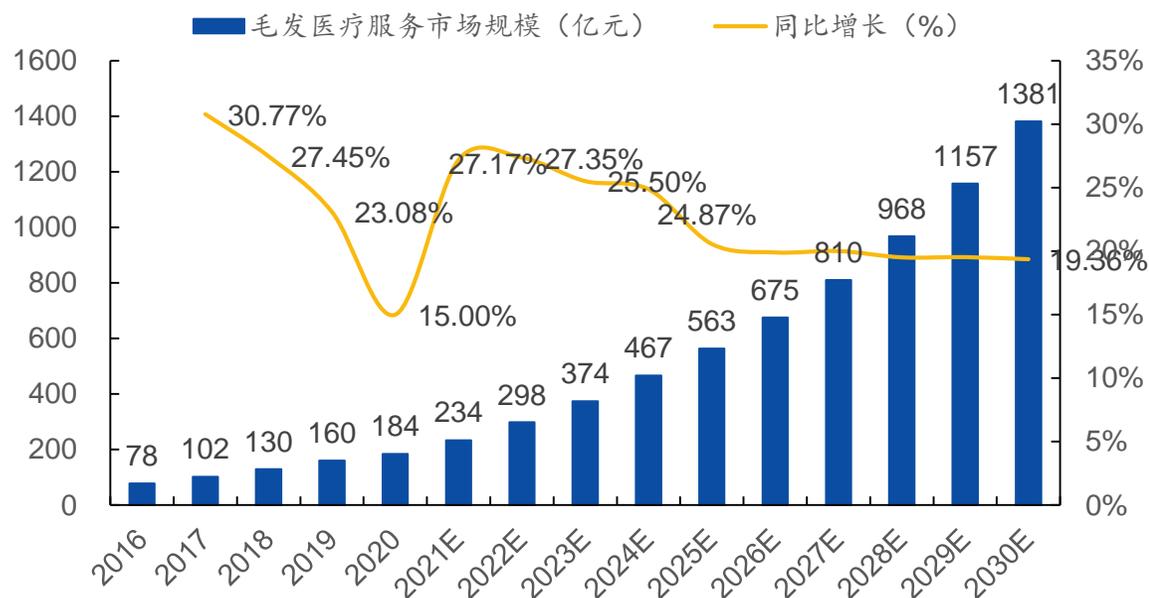
3.2 三生制药：国内治脱发药物龙头

4、风险提示

2、毛发医疗服务：需求逐渐释放，植养固协同

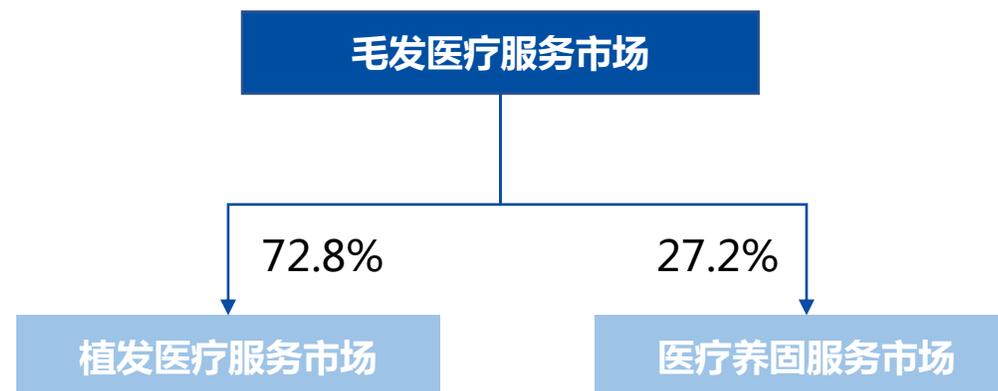
- 2020年中国毛发医疗服务市场规模为184亿元，同比增长15%，2016-2020年复合增速23.9%。根据是否进行手术，毛发医疗服务分为植发医疗服务及医疗养固服务，2020年植发医疗服务占比72.8%，医疗养固服务占比27.2%，植发市场规模相对较大。整体看，未来随着消费者教育加深，毛发医疗需求有望继续释放。据弗若斯特沙利文预测，到2025年及2030年，国内毛发医疗服务市场规模将分别增至562亿元及1381亿元。

图：中国毛发医疗服务市场规模（亿元）及增速



资料来源：招股书，国元证券研究所

图：中国毛发医疗服务细分市场规模（亿元）及增速



资料来源：招股书，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- 植发，又称毛发移植，是一种从根本上解决秃顶、脱发、发际线不美观等问题的美容外科手术。从移植项目上来看，植发也可运用在眉毛、睫毛、胡须、鬓角等毛发再造上。（1）头发种植：以后枕部毛发为主要来源，将其移植到头发稀少或没有头发的部位。（2）发际线调整：发际线是发根和面部的界限，其线条形态影响面部美观，发际线过高或者过低均可通过植发手术进行调整。（3）眉毛种植。眉毛种植通常需要200-300个毛囊单位，为消费者解决眉毛缺失稀少的问题。

表：毛发移植项目

分类	具体介绍	适用人群
头发种植	以后枕部毛发为发源，将其移植到头发稀少或没有头发的部位，促使其在新的部位继续生长	脱发、掉发的人群
发际线调整	植发医生依据消费者意愿、发际线状态、五官特征设计新的发际线，对毛发缺失的地方进行毛发种植，对毛发多余的地方进行毛囊破坏	发际线过高或过低的人群
眉毛种植	根据消费者意愿设计出眉毛形态，包括眉毛长度、密度，将消费者后枕部毛发取出并种植于眉毛处的一种外科手术	眉毛缺少、稀少的人群
睫毛种植	睫毛种植原理与眉毛种植原理一致，通过显微外科手术提取后枕部毛囊单位，将毛囊移植至睫毛生长部位	睫毛稀少、长度短的人群
美人尖种植	通过额头毛发生长线的重塑，满足消费者对美人尖的需求	没有美人尖的人群
胡须种植	胡须种植对象为男性，以人体后枕部毛发为发源，根据消费者意愿、胡须生长现状设计新的胡须造型	胡须稀少、对胡须形状不满意的消费者
鬓角种植	鬓角种植对象为男性，同样以人体后枕部毛发为发源	无鬓角、鬓角有缺陷的人群

资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

表：雍禾植发项目收费情况

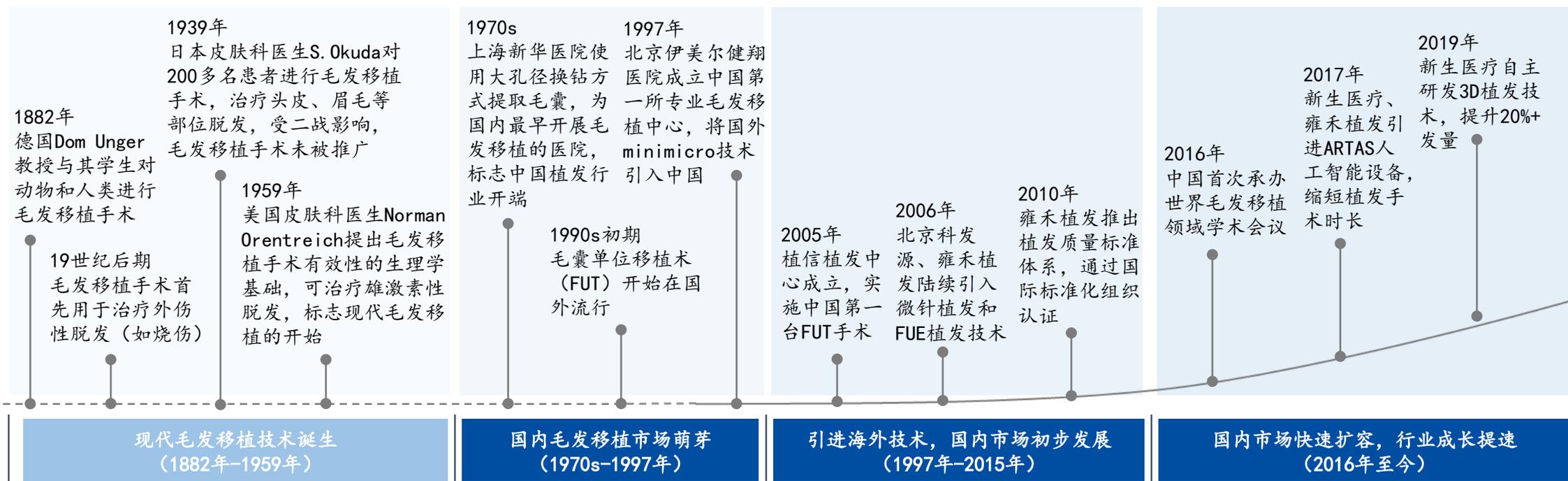
类型	部位	价格
头发种植	FUE植发技术	10元/单位
	FUE点阵植发技术	20元/单位
	不剃发种植	40-60元/单位
眉毛种植	单侧	15000元
鬓角	单侧	15000元
体毛种植		30000元
	单上唇或下颌	15000元
	上唇+下颌	26000元
	口字胡	30000元
胡须种植	络腮胡	36000元

资料来源：草根调研，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- 自1997年引进海外植发技术以来，国内植发市场得到快速发展。植发手术拥有超过180年历史，历史上首例记载成功的毛发移植手术发生在1882年，诞生于德国，19世纪后期，毛发移植手术主要用于治疗烧伤导致的外伤性脱发。1959年美国皮肤科医生Norman Orentreich提出毛发移植手术有效性的生理基础，可用于治疗雄激素性脱发，标志现代毛发移植的开始。1970年代上海新华医院开展毛发移植手术，为中国植发行业的开端。1997年北京伊美尔健翔医院成立中国第一所专业毛发移植中心，将海外植发技术引入中国，相继有植信植发、科发源、雍禾植发等多家植发中心成立，国内植发市场得到初步发展。2016年中国首次承办世界毛发移植领域学术会议，国内植发技术持续升级，行业快速扩容，成长提速。

图：中国植发医疗行业发展史

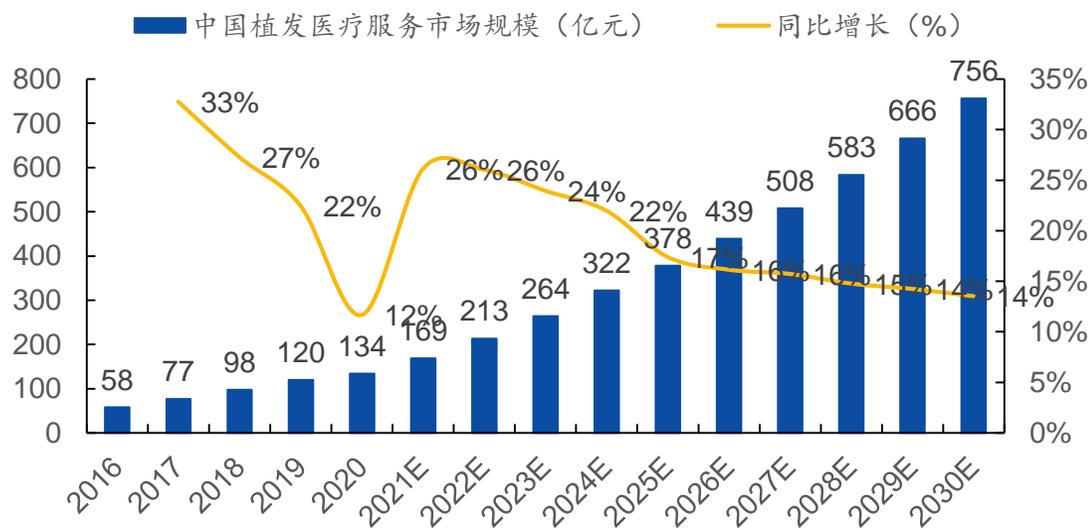


资料来源：ISHRS国际头发修复外科协会，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

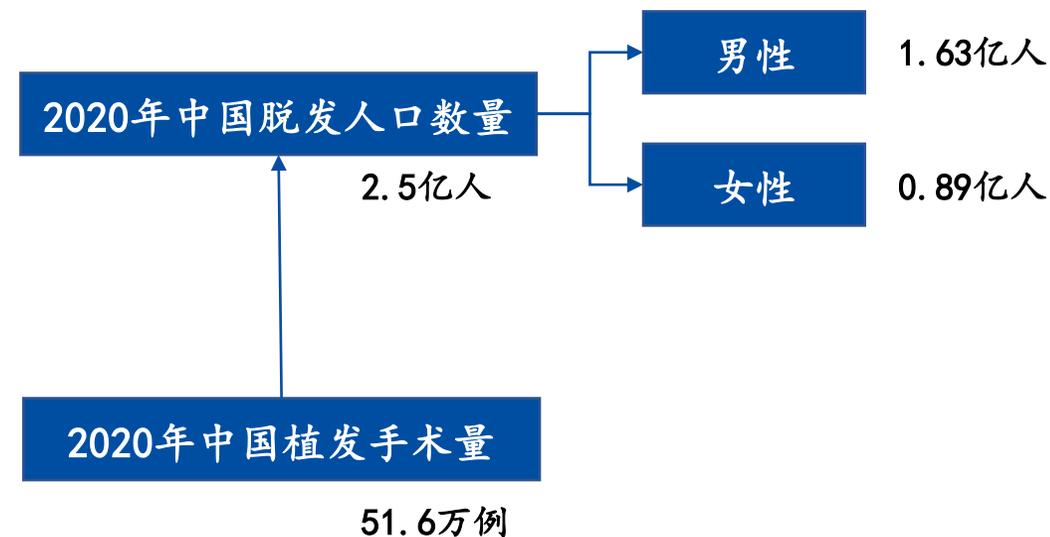
- 2020年植发市场规模134亿元，预计2025年规模近400亿，2020-2025年复合增速23.0%。2020年中国植发医疗服务市场规模为134亿元，同比增长11.67%，受疫情影响，较上年增速有所下降。从渗透率来看，国内接受植发医疗服务的脱发患者相对较少。2020年，国内植发手术量约为51.6万例，行业整体渗透率较低。随着国内人均可支配收入水平的提升、消费者教育的加强、植发技术向创伤小+疗效好的继续升级以及多点执业政策下专业医师数量的增加，国内植发医疗服务市场增长潜力巨大。据弗若斯特沙利文预测，到2023年中国植发医疗服务市场规模有望达到264亿，较2020年翻倍，预计到2025年规模可达378亿，2020-2025年复合增速23%。

图：植发医疗服务市场规模（亿元）及增速



资料来源：招股书，国元证券研究所

图：植发医疗服务渗透率情况

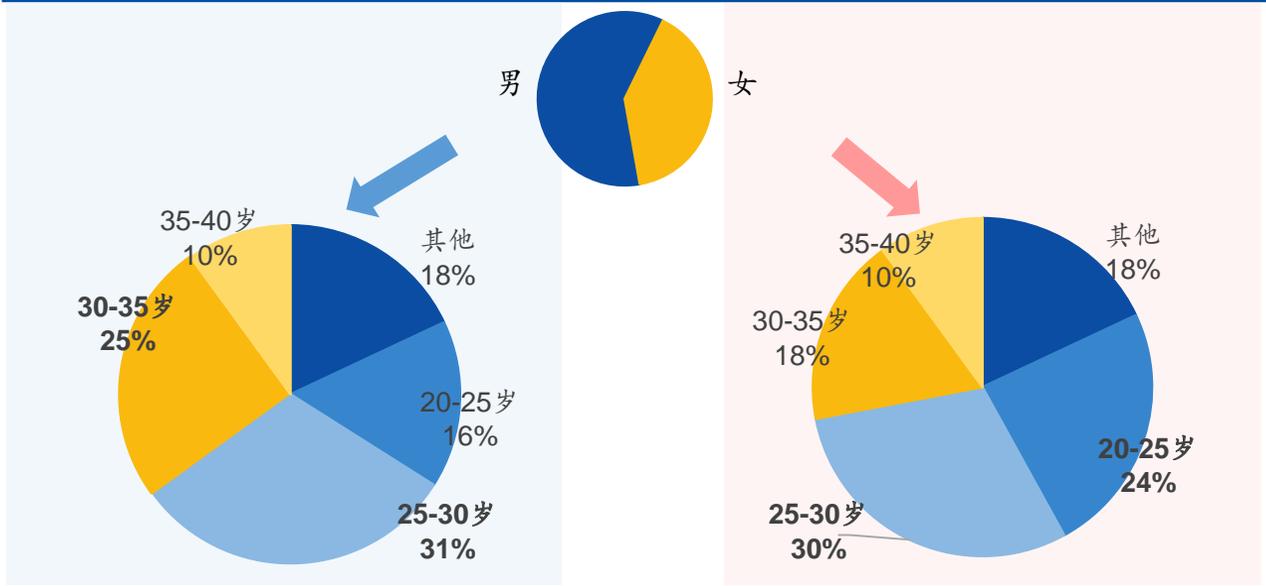


资料来源：招股书，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- 从已植发群体看，我们预计国内累计植发人数约为250万，其中男性占比70%。据头豹研究院及我们的调研，2019年植发患者主要集中在25-35岁人群，占比约为60-70%，这部分群体面临求职、升职、结婚等情境，对形象要求高，植发需求强。性别上，男性患者比重约为70%，男性AGA发病率高于女性，男性患者医疗需求更强，多为头发加密和鬓角种植。女性植发患者主要出于“变美”需求，例如为改变脸型而进行发际线调整，为了不用纹眉而进行眉毛移植，为了大眼进行睫毛移植，以及美人尖种植，平均年龄相对男性更年轻。职业上，植发人群更多集中在IT行业、金融等工作压力较大、工作较辛苦、收入水平较高行业当中。
- 从渗透率的角度看，植发偏一次性消费，目前植发机构推崇“植养固”一体的模式，从而提升单用户消费频次和粘性。从单植发用户的角度来看，我们预估中国累计植发诊疗量约为250万，其中男性诊疗量约为175万，占比70%，女性诊疗量约为75万，占比30%。在不考虑20岁以下及40岁以上男性植发需求情况下，目前整体渗透率约为4.86%。而女性大多以变美需求为核心，预估整体渗透率为2020医美人群的5%，未来还有较大提升空间。

图：2019年植发患者男女分布情况



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

表：当前植发渗透率测算

中国男性植发人群渗透率估计	
20-40岁男性（万）	24,711
20-40岁男性脱发人群规模（万）	5,636
城镇20-40岁男性脱发人群规模（万）	3,601
预估男性累计植发人群规模（万）	175
渗透率	4.86%
中国女性植发人群渗透率估计	
预估女性累计植发人群规模（万）	75
2020年医美人群规模	1520
渗透率	4.93%

资料来源：国元证券研究所测算

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

■ 脱发按严重程度划分，可以分为7个层级，级别1-2可通过调整作息、饮食疗法治疗，级别3-7推荐植发治疗，部分治疗难度大的需戴假发。根据程度由轻到重，脱发分为7个层级。级别1-2发际线正常或略有后移，一般可通过调整作息、加强营养和锻炼来调整，部分处于脱落期的可适当采用药物治疗。级别3-5发际线、前额或头顶头发脱落明显，需要药物治疗或毛发移植，一般植发需要1500-3000个毛囊单位。级别6-7建议毛发移植，需要3000-3500个毛囊或依据个人后枕部毛发数量而定，毛发移植难度大的需戴假发。

表：脱发等级对应的治疗建议

脱发等级	脱发程度	治疗建议	植发手术建议
级别一	发际线正常	可通过调整作息、加强营养和锻炼调整	
级别二	发际线后移，额头稍高，轻微程度脱发	若处于脱落期可适当采用药物治疗防脱	需要1,200-1,500个毛囊单位
级别三	发际线脱落明显，轻微至中等程度脱发		需要1,500-2,000个毛囊单位
级别四	前额明显秃发，头顶部位稀疏，中等程度脱发	药物治疗/毛发移植，毛发移植根据毛囊萎缩程度、头发情况选择	需要2,000-2,500个毛囊单位
级别五	前额及头旋部位整体脱落，中间形成断带，脱发面积较大，中等到严重程度脱发		需要2,500-3,000个毛囊单位
级别六	前额部位基本脱落，头顶部位向后扩大趋势更加明显，严重程度脱发	毛发移植/戴假发，治疗	需要3,000-3,500个毛囊单位
级别七	整体头发只剩后枕部和耳鬓周围一圈头发，完全脱发	难度大时选择戴假发	依据个人后枕部毛发数量而定

资料来源：《中国雄激素性秃发诊疗指南》，国元证券研究所

图：脱发级别及对应形式

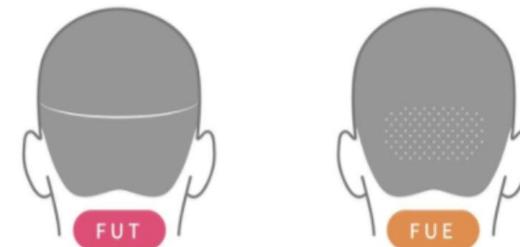
程度	级别	类型	O+M型	U型	O型	M型	稀疏
		形式	↓	↑	↓	↔	←→
轻微脱发	LEVEL 1						
轻度脱发	LEVEL 2						
小到中度脱发	LEVEL 3						
中度脱发	LEVEL 4						
中到严重脱发	LEVEL 5						
严重脱发	LEVEL 6						
重度脱发	LEVEL 7						

资料来源：大麦植发，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- 植发技术主要分为FUT和FUE，核心区别在于取发技术。FUT是在后枕部区域取下长条形头皮，再将其切成许多小段，于显微镜下分离一株株毛囊，最后将毛囊种植回脱发区域。FUE则根据毛囊直径，使用相应尺寸的钻孔器，将毛囊从后枕部一株株钻取下来，再移植到脱发区域。两种技术对医生有不同要求，FUT操作难度高，切口太深伤及头部，切口过浅无法取出毛囊。FUE技术难度不大，但对医生身体素质、熟练度要求高，不同熟练度医生提取毛囊速度不同，快则半小时/1000个，慢则4小时/1000个，时间过久容易产生视觉疲劳、无法集中注意力。对患者而言，FUT手术可以一次性去大量毛囊且分离过程更精细，但术后疼痛感明显，会留下细长型疤痕（头发太短就会比较明显）。FUE伤口小、愈合快、术后疼痛感低，但手术时间相对较长，费用较高。

图：FUT与FUE伤口对比



资料来源：知乎，国元证券研究所

表：主流植发技术对比

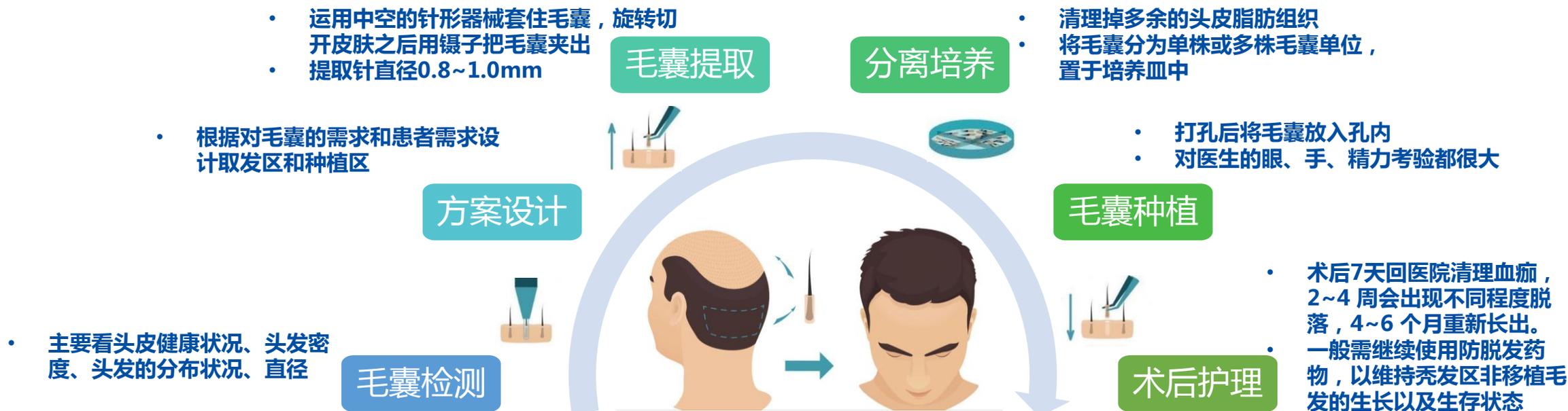
取发技术	FUT	FUE
适合人群	脱发面积较大或者严重者，一次最多可取3000单位左右	单个提取毛囊，无需缝合拆线，一次可以取2500-3000单位左右
手术过程	使用4mm直径刀，在后枕部的供发区取下带有毛囊的一条长条形头皮，如果需要的毛发量大，需要把规划的区域加长；把取下的头皮分成许多小段，在显微镜下分离成一株株毛囊，最后再将分离出的毛囊种植回脱发区域	根据毛囊直径，使用对应尺寸的钻孔器（通常直径0.8mm-1mm），以手动或全自动的方式，将毛囊从后枕部一株一株钻取下来，再将这些毛囊移植到脱发区域。
医生要求	操作难度系数高，切口太深伤及头部，切口太浅无法取出毛囊；需要更多的医护人员，至少3人以上团队，且需要技术娴熟、高度配合	对医生身体素质挑战大（视力、视觉疲劳等），不同熟练度的医生提取毛囊速度不同，同业1000个毛囊单位，提取速度可能有半小时到4小时不等
优势	适合脱发面积较大的手术，可以一次取大量头发且毛囊分离过程更为精细，增加切割后的毛胚绝对数量	伤口小，不会留下FUT的细长条疤痕；愈合快；术后疼痛感低 可以获取身体其他部位毛发（手毛、脚毛、胡子等）进行移植
劣势	术后取发处紧绷感明显，舒适度差，而且术后疼痛感明显；后枕部会留下一条细长型疤痕，但随着缝合技术的精进，有的疤痕可做到看不见的程度	如果需要的植发数量多，后枕部需要大面积剃发；手术时间较长；费用较高

资料来源：知乎，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- 目前植发机构主流使用FUE技术，具体手术流程包括毛囊检测、植发方案设计、毛囊提取（需提前局麻）、分离培养（最多4-6小时）、毛囊种植和术后护理：①毛囊检测主要看头发密度、分布状况、直径，②从而确定植发方案；③手术前先进行局部麻醉，医师再用中空钻取器套住毛囊、旋转切开皮肤后，用镊子夹出毛囊；④对取出的毛囊做分离培养，清理多余的头皮脂肪组织置于培养皿；⑤对植发区进行打孔，将先前取出的毛囊植入孔中。一般种植毛囊数在1000~4000个毛囊单位（每个毛囊单位能长出1-4根头发，平均2根/毛囊），通常种植面积较小的手术仅需3-4个小时，面积大的则需4-6小时。一台FUE手术一般需要1名医生+2名分离师+1名种植师+麻醉师，所需设备包括显微镜、分离刀具、取发工具（镊子/宝石刀等）、培养皿、种植工具（打孔针、镊子/微针/种植笔/宝石刀等），种植器械按口径从小到大，分为种植针（0.8-0.9mm）、种植笔（0.8-1mm）、宝石刀（1-1.2mm）等，口径大小与伤口创伤成正比、与精细程度成反比。

图：FUE毛发移植手术流程



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- 植发产业链上中下游分别为医疗器械/耗材商、医疗机构、营销机构，上游在价值链分配上占比约10%，中游55%-60%，下游30%-35%。上游医疗器械主要包括毛囊检测仪、取发器械、种植器械等。取发器械根据取发技术而定，如FUE技术采用显微游离设备、FUT技术采用专业精细化器械；通常连锁植发机构拥有稳定的取发器械供应商，种植器械则是机构重点研发方向，小口径种植器械可减少创口、精准种植、恢复期短。中游为医疗机构，包括公立医院植发科、医美机构植发科、地方植发机构和全国连锁植发机构，单体医院利润率依次递减。下游为营销机构，包括线上搜索广告、社区广告平台，以及线下传统媒体商，通常植发/医美连锁机构营销成本在30-35%。

图：国内植发医疗产业链

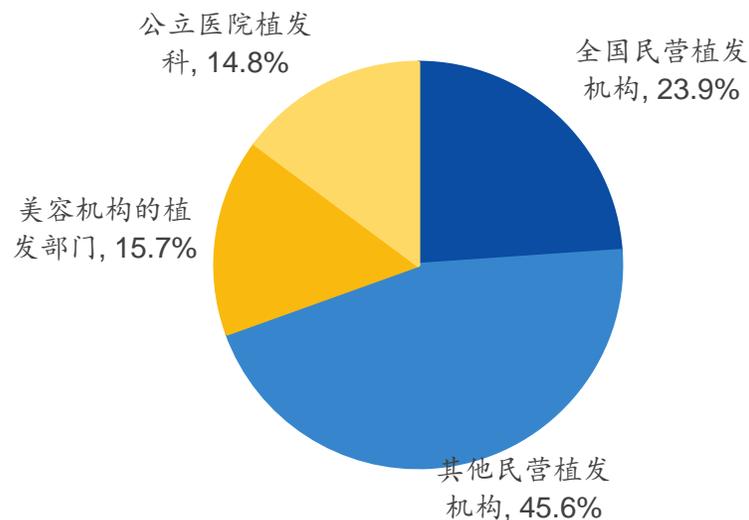


资料来源：艾瑞咨询，头豹研究院，动脉网，国元证券研究所；注：橙色收入分布，以连锁医疗机构为核心主体测算

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

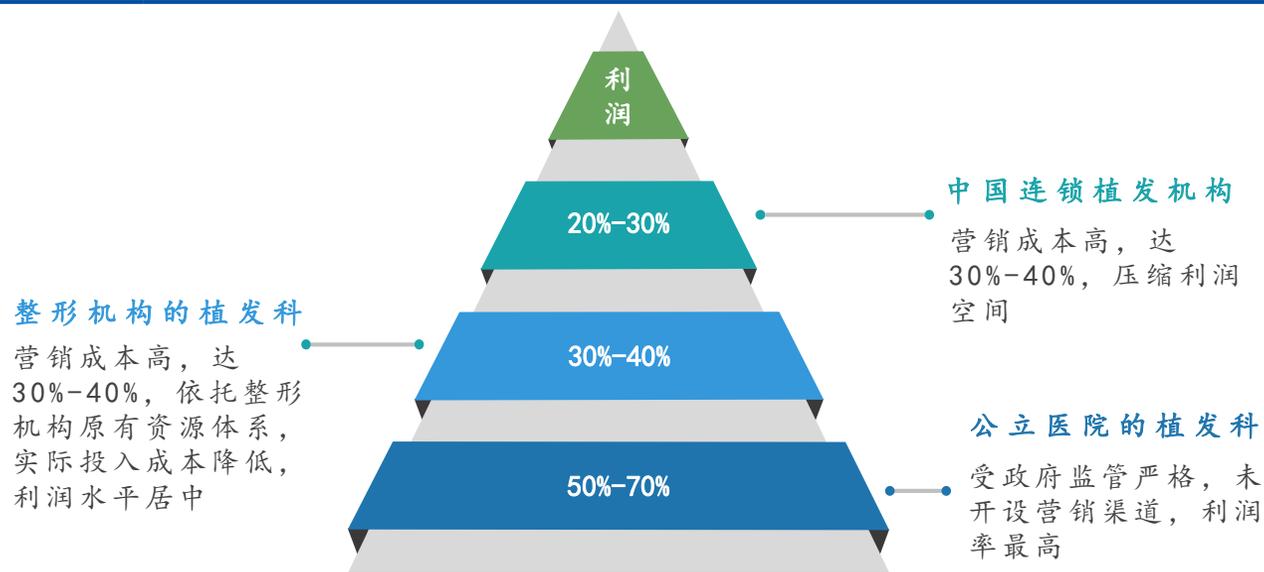
- 全国连锁植发机构占有近1/4市场份额，其次为美容机构植发部和公立医院。分不同类型参与者看，2020年公立医院植发科市场份额14.8%，全国民营植发机构份额23.9%，美容机构植发部门份额15.7%，其他地方性民营植发机构份额45.6%。公立医院虽医生专业度、保障佳，但开设植发科室的较少，民营机构较为灵活，可满足大众需求。其中民营连锁机构由于品牌、质量保障相对单体医院较强，受到市场欢迎。而对于医美机构而言，植发科多依托其现有医美客群提供延伸项目，不做单独推广。从利润率看，公立医院由于受到政府监管，营销费用为0，利润率高达50-70%；整形机构的植发科由于可依托机构资源体系，实际投入成本低，利润率30-40%，利润水平居中；全国性连锁植发机构营销成本较高，通常达到30-40%，整体单店利润率在20%-30%。

图：2020年中国植发医疗服务市场机构类型



资料来源：招股书，国元证券研究所

图：中国植发医疗服务市场不同机构利润率



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- 植发行业资金门槛中等，医师资源不存在稀缺性与IP属性，诊疗服务流程较为标准化，适合连锁模式。从资金门槛上看，一般情况下，在一线或新一线城市开设一家2000平左右的院部，前期所需投入约在1000万左右，其中包括房租成本（250万/年）、医生及护士薪资（3-4名医师+15名左右护士，350万/年）、销售及前后台人员、装修成本（300万）以及简单设备及耗材，资金门槛中等，医生单独开植发诊所难度较大。从医师资源角度看，植发医生稀缺度低，正常情况下，3-6个月可以培训出相关手术医生，虽然植发体验与效果一定程度依赖医生经验，但整体差距不大，因此医生的IP属性较弱。目前来看，植发诊疗已经逐渐形成行业共通流程，且标准化程度较高，外加逐渐以诊断仪器替代人工，适应连锁模式。

表：不同类型医院连锁化条件对比

细分领域	政策门槛	原因	资金门槛	原因	医师稀缺度	原因	业务推广	原因	龙头企业
植发医疗	低		低	单店1000万左右	低	3-6个月可培训出相应专业手术医师	易	标准化、流程化	有
医疗美容	低		低	中型门诊部约500万	中	专业整容医师供不应求，培养周期相对较长	易	标准化、流程化	无
体检	低	鼓励社会资本办医的政策大力支持	中	单店2000万左右	低	体检医师经验门槛较低	易	标准化、机器化	有
眼科	低		中	单店2000万左右	中	专业眼科手术医师较为稀缺，培养周期长	易	机器化、标准化	有
牙科	低		低	中型诊所约500万	高	成熟专业的牙科医生较稀缺	易	标准化、流程化	有

资料来源：国元证券研究所，部分内容引自《国元医药-眼科行业深度：眼科黄金，正在冶炼》；

注：门槛分为低、中、高三个等级；资金门槛测算筹建期投入，包含房屋租金、设备、装修、人员、市场费用等主要成本费用，单店默认2000平方米门店，中型门诊指1000平左右面积门店；不同专科连锁筹建期时长不同

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- 雍禾医疗是国内植发龙头，服务规模、服务患者人数、机构数量及注册医生人数上均远超同行，市占率持续提升至2020年的11%。2020年中国植发市场市占率前四均为全国性连锁机构，其中雍禾医疗以10.54%的市场份额位居第一，并在服务患者人数、机构数量及注册医生人数上与第二名拉开较大差距。2020年公司服务收入规模14.13亿、患者人数5.1万例、医疗机构数量48家、注册医生人数189名，相比第二名分别超出7.03亿、1.4万例、16家、119名。近年来龙头市占率呈现上升趋势，雍禾医疗市场份额从2018年的9%上升至2020年的11%。

表：2020年中国植发医疗服务市场竞争格局

	植发医疗服务收入（亿元）	接受植发医疗服务（万例）	网内医疗机构数目	注册医生人数	市占率（%）
雍禾医疗	14.13	5.1	48	189	10.54%
碧莲盛	7.10	3.0	29	60	5.30%
大麦	6.00	3.7	30	70	4.48%
新生	4.85	2.5	32	55	3.62%

资料来源：招股书，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- **市场参与者对比：**地区分布上，雍禾整体覆盖范围最广，其中广东/江苏/浙江门店数最多，分别9/8/7家，形成区域优势。碧莲盛华南地区较多，门店数最多省份为福建3家。大麦门店分布相对平均，在广东/山东/浙江/苏州/辽宁均2家，其余进入的省份均只设有1家门店。新生植发在江苏/广东有一定优势，门店数量均达到6家。**植发价格上**，行业普遍价格在10-15元，价格差异主要在技术和创口差异。大麦单价跨度较大，纳米微针技术单价最贵，每单位毛囊20+元，FUT技术最低为8元。雍禾医疗点阵种植技术单价20元，提供私人定制服务（雍享）单位毛囊价格能到20-40元。**品牌口碑上**，据艾媒排行，2019年雍禾医疗>碧莲盛>大麦>新生，雍禾排名第一。

表：国内四家头部连锁植发机构对比

公司	雍禾	碧莲盛	大麦	新生
成立年份	2005年	2005年	1997年（前身科发源）	2001年
医生数量	229	65	75	50+
医疗机构数量	51家	32家	33家	47家
覆盖地区	华东23家、华南10家、华西7家、华北4家、华中4家、东北3家	华南9家、华东7家、华西6家、华北4家、华中4家、东北2家	华东11家、华北8家、华南7家、华西6家	华东15家、华南13家、华西8家、华北5家、东北5家、华中3家
门店数最多省份	广东9家、江苏8家、浙江7家	福建3家	广东/山东/浙江/苏州/辽宁均2家	江苏/广东均6家
植发价格（每单位毛囊）	10-20元（LATTICE 20元）	10-15元	8-25元（FUE 8元，纳米微针20+）	8-15元
内部培养体系	雍禾大学、线上学习平台	无	无	-
机构优势	品牌形象好、医师资源好、知名度高、案例经验丰富	知名度高、服务好、国际化	技术专业、知名度高、科研性强、国际化、品牌形象好	服务好、创新性强
发展方向	口碑化、降低营销成本、发展养护	满足年轻女性需求	微针技术、国际化布局	重视创新及服务水平
技术	改良后的FUE技术、宝石刀打孔种植（FUE）技术、点阵种植技术（LATTICE）、艺术种植技术（UHE）	SHT无痕植发技术、FUE+SHT无痕植发技术、BHT无痕体毛移植毛发技术	微针技术、改良后的FUT单体毛囊配置再生技术、毛发移植加密技术、新型的FUE无痕植发技术、修复失败植发手术的最新无痕技术（PRE）	3D植发、FUE微创植发技术、TDDP植养护体系、微针技术、不剃发技术、ARTAS机器人植发技术
特色	一站式服务、覆盖广	一站式服务、无痕植发	微针植发	新生TDDP植养护体系

资料来源：公司官网，好头发网，国元证券研究所

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

- **品牌力、渠道力和运营能力构成头部机构核心竞争力。**品牌层面，由于植发属于一次性消费，对颜值影响较大，患者倾向选择风险最低的植发机构，品牌起到重要作用。好品牌与机构成立时长、医师资源、病例经验和客诉率密切相关，同时机构的推广能力也起到一定作用。渠道层面，我们认为植发偏向存量市场，因此能够快速占领区域实现覆盖渗透的机构将具有一定优势。渠道扩张与公司资金实力、核心资源稳定性和内部服务流程标准化密切相关。运营层面，高效率的资金运转和流程运作有望提升盈利能力，与同行拉开差距。运营能力主要体现在医护人员/手术室/仪器器械等有限资源的调配、获客成本高低以及持续高质量服务等方面。
- **“品牌-渠道-客流-运营-医疗经验-品牌”通路形成正向积累，头部机构持续加固护城河，优势明显。**医疗服务是注重经验积累的行业，植发品牌的形成与加深核心在于病例量。具有一定品牌先发优势的头部机构有望吸引较多客流，结合渠道的广泛铺设承接客流，凭借较强的运营能力，进一步积累服务经验，从而再对品牌形成正向反馈，或将形成强者通吃局面。

图：头部植发机构核心竞争力

品牌力		渠道力		运营能力
成立时长 时间积累口碑	专业医师团队 专业医师是基本保障，技术精湛的医师植发精准度相对较高	资金实力 雄厚的资金实力有助于快速开拓市场	覆盖度与渗透率 植发偏存量市场，覆盖度高、渗透率高的机构有望占领更多份额	核心资源调配 医护/手术室/仪器器械等有限资源的高效调度
病例经验 脱发原因复杂，经验丰富有助于准确全面诊疗	客诉率 低客诉率与品牌声誉正相关			控制获客成本 营销效率高，可帮助减少获客成本，提升盈利水平
品牌推广 酒香也怕巷子深，包含全域营销及口碑相传		稳定的核心资源 专业医师资源稳定	服务标准化 建立较为标准化的服务流程，可复制性强	持续高质量服务 持续稳定输出高质量服务，涉及管理层能力、内部组织架构、内控机制、员工待遇与持续培养、可结合患者需求及时调整升级服务等

资料来源：国元证券研究所整理

2.2 医疗养固服务：高复购率高粘性，潜在人群基数大

- 养发服务行业2019年规模达到663亿。养发服务，指通过线下实体场所为消费者提供头皮相关服务，包括防脱、生发、乌发、润发、养发、头皮调理等。2019年养发服务行业规模达到663亿，根据艾瑞预测2022年有望达到883亿。
- 中国提供养发服务的机构种类繁多，包括养发馆、理发店、美容院、医疗机构等。头部连锁品牌丝域、章光101 2019年门店数量分别达到2300家和1700家。

表：养固行业竞争者类型

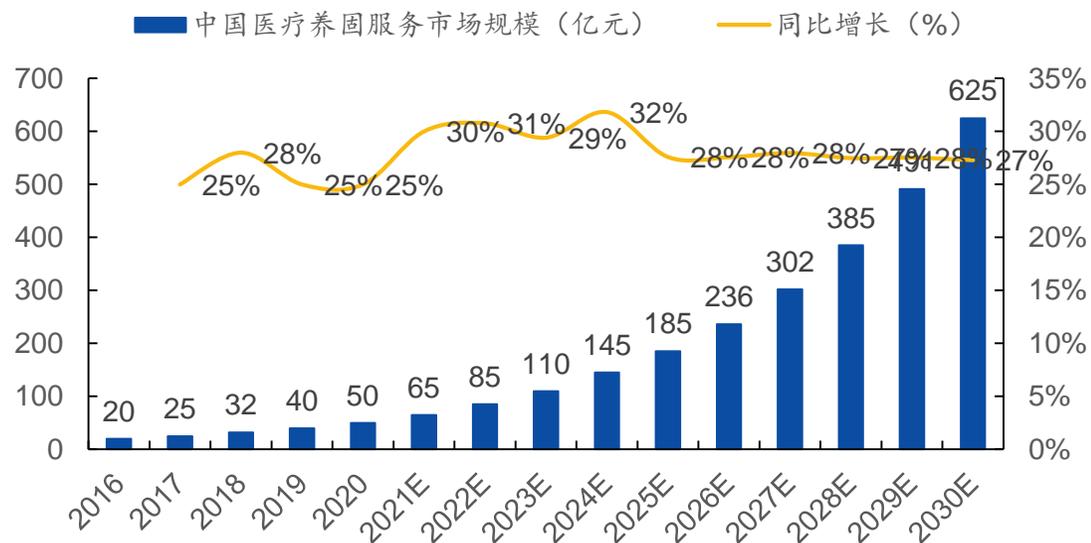
类型	介绍	代表企业
养发馆	养发服务项目类型多样，多个头部品牌已单独开拓产品销售线；头部品牌纷纷发力拓展门店数量，竞争逐渐由一二线转向三线及以下城市	丝域养发、章光101
理发店	主要服务内容为染发与洗发项目，养发项目客单价相对较低。由于理发店直接接触目标人群，且配套销售场景便利，故未来发展前景不容小视	八佰伴、YONGQI
美容院	美容院服务比较综合，相对于其他美容服务，养发服务并非高利润的服务项目；美容院难在消费者心智中建立专业养发服务的优势认知，发展前景有限。部门美容院品牌着力建立单独的养发馆品牌	思妍丽、梦圆皇宫
医院	植发医院、微整形医院等，也有部分养发服务项目。	雍禾植发、大麦微针植发

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

2.2 医疗养固服务：高复购率高粘性，潜在人群基数大

- 而医疗养固服务指持牌医疗机构提供非手术类治疗，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问题。
- 2020年医疗养固服务市场规模达50亿，年CAGR达25.4%。国内毛发医疗养固服务市场规模从2015年20亿元增长到2020年50亿，年CAGR达25.4%，2020年同比增长30%。随着消费者教育的推进，新客增长空间大，叠加未来老客定期治疗需求，有望逐渐成为毛发医疗服务市场的主要驱动。据弗若斯特沙利文预计，到2025年中国医疗养固服务市场规模可达185亿，2020-2025年复合增速29.8%，占毛发医疗服务总量的32.9%，到2030年规模有望超过600亿，占比达到45.3%。
- 2020年雍禾医疗收入规模排名行业第一，市占率约为5%。雍禾医疗2019年起进军医疗养固市场，全年市占率为0.38%，但业务起量较快。2020年跃升至市占率第一，约为5%，较上年提升近4pct。我们认为，凭借较强品牌口碑、客户积累以及门店数量扩张，未来头部机构在医疗养固领域的市场份额有望继续提升。

图：医疗养固服务市场规模（亿元）及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：2020年医疗养固服务市场格局

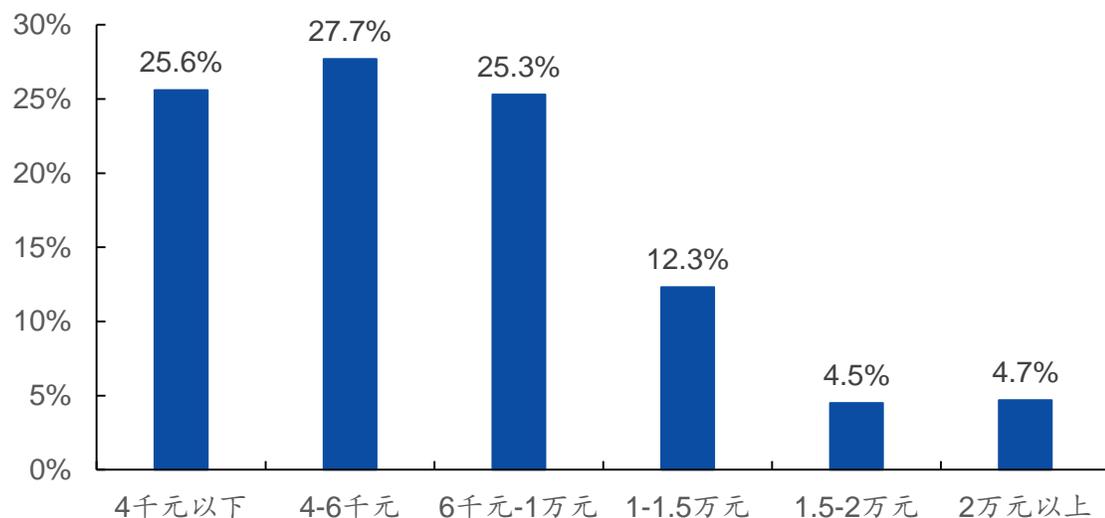
机构	医疗养固收入 (百万元)	网内医疗机构数目	市占率 (%)
雍禾医疗	213	48	4.26%
大麦	150	29	3.00%
碧莲盛	180	30	3.60%
新生	85	32	1.70%

资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

2.2 医疗养固服务：高复购率高粘性，潜在人群基数大

- 养发相对植发消费门槛低、接受度高。相比植发，养发服务流程十分便捷，时间短而且恢复快（有的无需恢复），且受众范围更广，适合于不同年龄、性别、不同脱发程度的人群。从消费金额看，在养发服务中花费4-6千元的消费者比例最高，达到27.7%。
- 养发客户复购率高、粘性强，定期治疗需求高。针对各类头皮头发问题患者，为了达到或维持疗效，养发通常是定期治疗的模式。对于植发患者，医疗养固是重要的术前术后补充，部分患者可能需要较长期的养护方案，而且通常已植发患者为了获得更好疗效，对连带养固服务的接受度较高。从到店频次看，养发消费者为每周1次及以上的比例达到43.3%，超过60%的消费者每月到店2-4次，且90%的消费者愿意继续为养发服务续费，复购率和粘性较强。

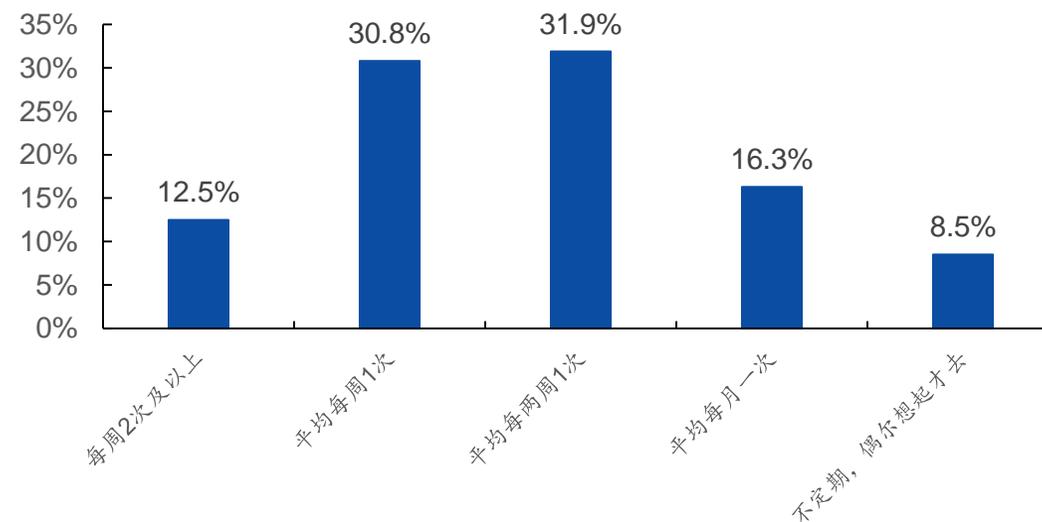
图：2020年养固患者平均一年花费



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

注：过去一年消费过养发服务的用户，N=1100，艾瑞咨询于2020年7月通过iClick网上调研获取

图：养发服务到店频次



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

1、脱发成因、人群及治疗方案

2、毛发医疗服务：需求逐渐释放，植养固协同

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

2.2 医疗养固服务：高复购率高粘性，潜在人群基数大

3、毛发医疗重点上市公司

3.1 雍禾医疗：深耕植发16年，全国化布局，龙头地位显著

3.2 三生制药：国内治脱发药物龙头

4、风险提示

3.1 雍禾医疗：深耕植发16年，全国化布局龙头地位显著

- 雍禾医疗以植发业务起家，深耕16年成为国内毛发医疗服务龙头，业务版图拓展至养固服务及境外市场。公司创始人张玉先生于2005年开始在北京从事植发业务，2010年首次建立“雍禾”品牌，并布局全国自营连锁医院，开启品牌化、连锁化经营。2017年公司获得中信产业基金投资，全国化进程加速，每年以新增7-11家的速度进行扩张，截至目前公司在全国共拥有51家医疗机构，机构数量全国第一。期间，公司相继收购英国老牌毛发修护服务商“史云逊”中国内地业务，以及美国知名植发医疗机构“显赫植发”香港业务，借并购进军医疗养固市场以及境外市场。在业务扩张的同时，公司作为龙头企业，参与行业标准制定提升行业规范性，并致力于保障患者权益。2010年公司制定了国内首个获中央电视台报道的植发行业标准，并成为首家获ISO认证的植发医疗服务提供商，2014年公司针对患者术前术后权利推出担保服务协议，2019年推出医生“三透明保证”倡导行业诚信，2020年推出业内首款植发保险产品，持续引领行业健康发展。2020年公司收入超16亿元，排名行业第一，远超第二、第三名总和。

图：公司发展历程



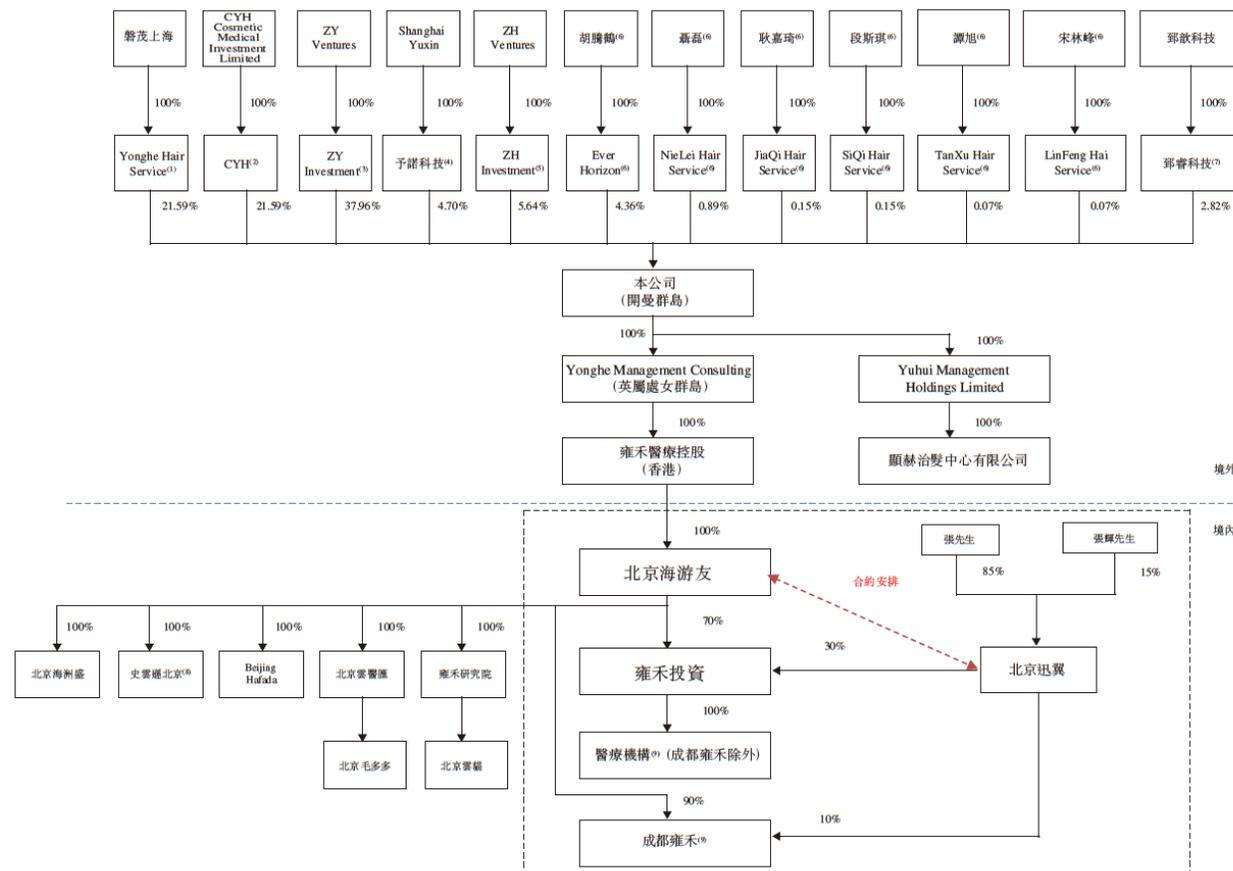
资料来源：招股书，国元证券研究所

3.1.1 股权结构及管理层

■ 本次发行前，公司创始人兼董事长张玉持有公司42.66%股权，本次发行后预计持有公司约34.13%股权。本次发行前，公司创始人兼董事长张玉通过家族信托控制ZY Investment间接持有公司37.96%股份，通过予诺科技间接持有公司4.70%股份，合计持有42.66%股份，其胞弟张辉通过家族信托控制的ZH Investment持有公司5.64%股份。外部股东中信产业基金通过Yonghe Hair Service持有公司21.59%股份，中信证券国际通过CYH间接持有公司21.59%股份，中信产业基金与中信证券国际均受中信证券控制，中信证券合计持有43.18%股份。员工持股平台邱敬科技通过邱睿科技持股2.82%。

■ 据招股书，本次发行后，张玉通过ZY Investment和予诺科技持有约34.13%股权，Yonghe Hair Service与CYH为一致行动人，可共同控制行使34.54%投票权，创始人张玉和中信系皆为公司控股股东。

图：公司股权结构（发行前）



资料来源：招股书，国元证券研究所

- **核心管理层行业经验丰富。**创始人张玉拥有超过16年毛发医疗服务行业经验，曾任职于北京楚荣福运医疗美容机构，后自行创立自有品牌“雍禾”，进行全国连锁化布局，积累了较强的先发优势，带领公司成为国内毛发医疗服务行业龙头。胞弟张辉自2011年起一直担任公司采购总监，拥有丰富的供应链管理经验。公司运营总监兼首席执行官助理徐洋曾任百度产品经理、连锁医疗机构院长，拥有近10年相关管理经验。公司医疗服务总监李小龙曾任解放军第309医院副院长、解放军总参谋部管理保障部卫生局副局长，行业资源、管理经验丰富。

表：公司董事会及管理层部分核心人员履历简介

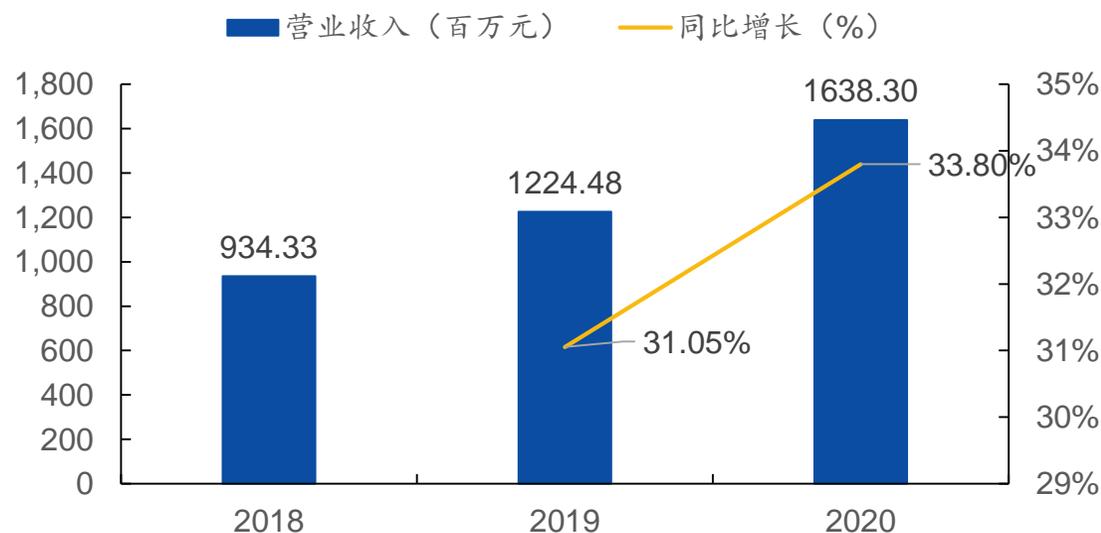
姓名	职位	年龄	职责	简要履历
张玉	董事长、执行董事及首席执行官	35岁	整体战略规划、业务方向、运营管理及营销	公司创始人，拥有超过16年毛发医疗服务行业经验，2005年3月进入植发领域，加入北京楚蓉福运医疗美容机构并于2017年11月辞任。2010年创办雍禾集团，以雍禾品牌开展植发业务。2018年9月起担任中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会毛发医学学会头皮健康管理学组副组长。
张辉	执行董事及采购总监	34岁	整体采购管理及业务发展	张玉的胞弟，自2011年5月起一直担任集团采购总监，制定优化有关供应链管理及业务发展相关的策略和流程，拥有超过10年医疗养固服务行业供应链管理经验。
徐洋	运营总监兼首席执行官助理	42岁	负责集团日常营运及行政事宜	拥有近10年管理行业经验，曾任北京伊美丽旗下一家医院院长、百度产品经理。
韩志梅	财务总监兼联席公司秘书	44岁	负责集团融资、会计、预算控制、内控、财务管理	拥有超过23年会计及公司财务方面经验，曾任氩空间财务总监、慈铭健康管理财务中心总经理。
李小龙	医疗服务总监	56岁	负责集团医疗质量监控及程序规范化	拥有超10年医疗服务行业经验，曾任解放军第309医院副院长、解放军总参谋部管理保障部卫生局副局长。
黄东红	营销总监	35岁	负责集团整体品牌、销售及营销管理	自2012年毕业以来一直任职于公司，担任多个职务，包括区域营销经理。

资料来源：招股书，国元证券研究所

3.1.2 财务分析：营收高增长，盈利能力持续提升

- 2020年公司营收16.38亿，同比增长33.80%，增速较上年继续提升。公司收入主要来源于植发医疗服务，2020年植发医疗服务收入14.12亿元，同比增长17.95%，占比86.23%，疫情之下仍维持较好增长；医疗养固服务收入2.13亿元，同比增长1315.76%，随着提供医疗养固服务的史云逊健发中心以“店中店”模式进入雍禾医疗机构，医疗养固服务业务快速起量；其他收入主要包括公司于2017年12月收购史云逊健发中心的收入，并非医疗机构，主要提供毛发修复产品及服务。

图：公司营业收入（百万）及增速



资料来源：招股书，国元证券研究所

表：公司分业务收入情况（百万）

	2018	2019	2020
植发医疗服务	918.01	1197.78	1412.74
yoy		30.47%	17.95%
占比	98.25%	97.82%	86.23%
医疗养固服务	-	15.06	213.21
yoy			1315.76%
占比		1.23%	13.01%
其他	16.31	11.64	12.34
yoy		-28.63%	5.99%
占比	1.75%	0.95%	0.75%

资料来源：招股书，国元证券研究所

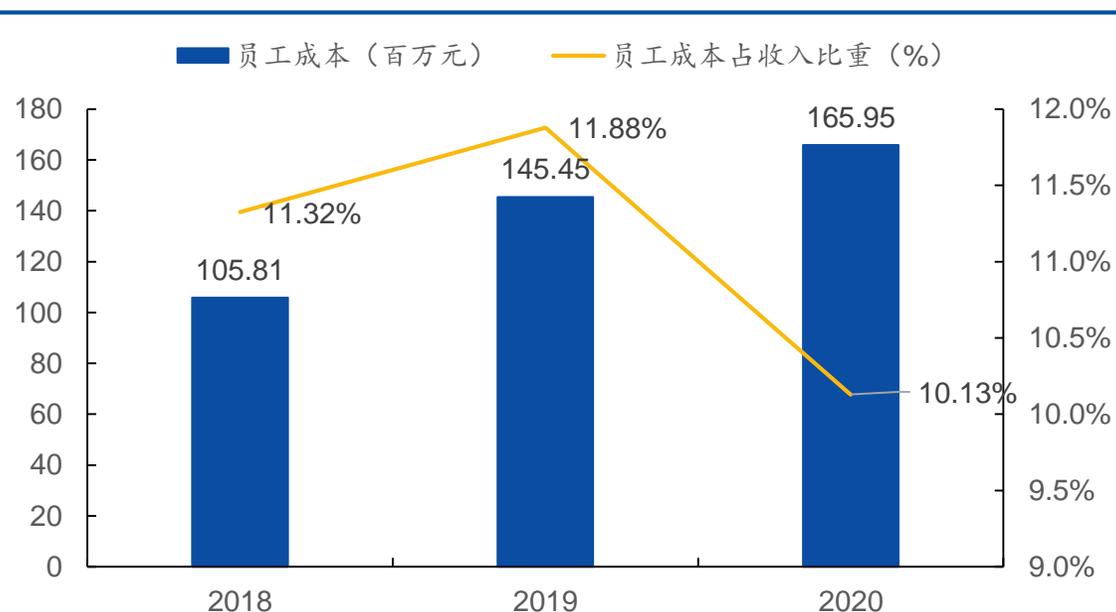
3.1.2 财务分析：营收高增长，盈利能力持续提升

■ 员工成本为主要营业成本，占比接近40%。公司营业成本主要由员工成本、摊销及折旧费用、存货及耗材成本以及经营相关开支构成，其中员工成本主要为医师及其他医护人员工资、福利及奖金，摊销及折旧费用主要包括租赁及主要用于植发服务的医疗设备摊销折旧；存货及消耗品成本主要包括护发产品及提供植发服务所用的消毒用品、试剂和药品。2018年-2020年员工成本占营业成本的45.57%、43.37%和39.83%，占比较高，主要为了提供有竞争力的薪资福利以吸引留住医学专业人才。为节省成本，公司计划利用技术替代人力，例如开发自动毛囊检测仪，提升自动化水平。从业务人员成本占收入比重来看，公司在业务人员上的投入逐渐产生规模效应，2020年其成本占收入比重为10.13%，较上年下降近1.75pct。

表：公司销售及服务成本构成（百万）

	2018	2019	2020
员工成本	105.81	145.45	165.95
占比	45.57%	43.37%	39.83%
摊销及折旧费用	75.42	114.95	141.69
占比	32.48%	34.27%	34.00%
存货及耗材成本	25.94	40.41	63.95
占比	11.17%	12.05%	15.35%
经营相关开支	14.43	17.21	21.16
占比	6.21%	5.13%	5.08%
其他开支	10.61	17.37	23.92
占比	4.57%	5.18%	5.74%
总计	232.21	335.38	416.67

图：公司员工成本（百万）及占营收比重（%）



资料来源：招股书，国元证券研究所

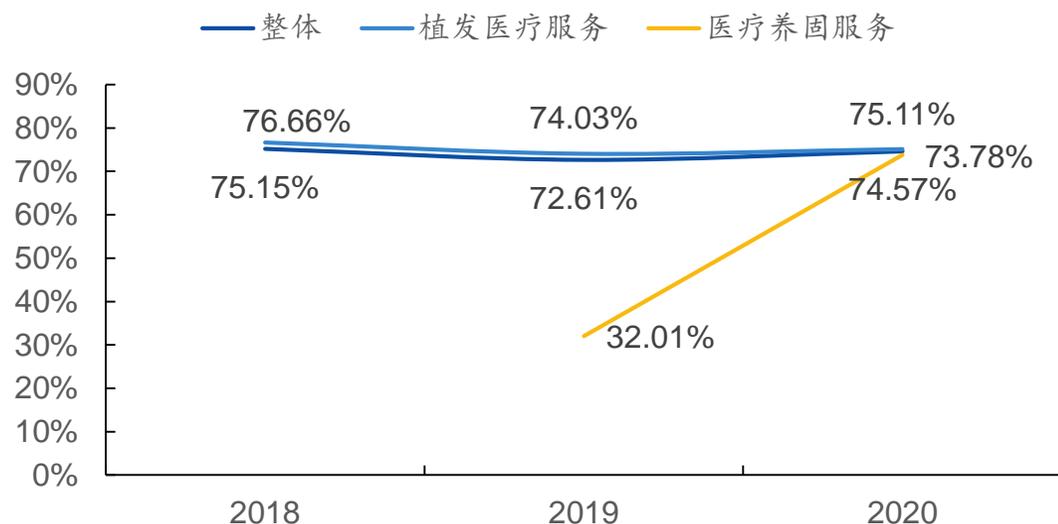
请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：招股书，国元证券研究所

3.1.2 财务分析：营收高增长，盈利能力持续提升

- 公司整体毛利率水平在74%左右浮动。2018-2020年公司整体毛利率分别为75.15%、72.61%和74.57%，2019年受到新业务拓展影响，毛利率有所下滑，且公司其他业务录得毛损（图中未标示），拉低公司毛利率。分业务看，植发医疗服务业务毛利率高，2018-2020年植发业务毛利率分别为76.66%、74.03%和75.11%；2020年医疗养固服务业务运营逐渐稳定，毛利率升至73.78%。
- 费用情况，销售及营销费用率接近50%。2020年公司销售及营销费用率/一般及行政费用率/研发费用率分别为47.59%、9.89%和0.72%，销售及营销开支占收入比重较高，主要出于品牌建立及消费者教育需求。2018-2020年公司销售及营销费用率分别为49.63%、53.11%和47.59%，2019年费率上升，主要受到销售团队扩张以及增加品牌广告影响，2020年有所下降，主要系广告投放方式优化，营销效率提升。

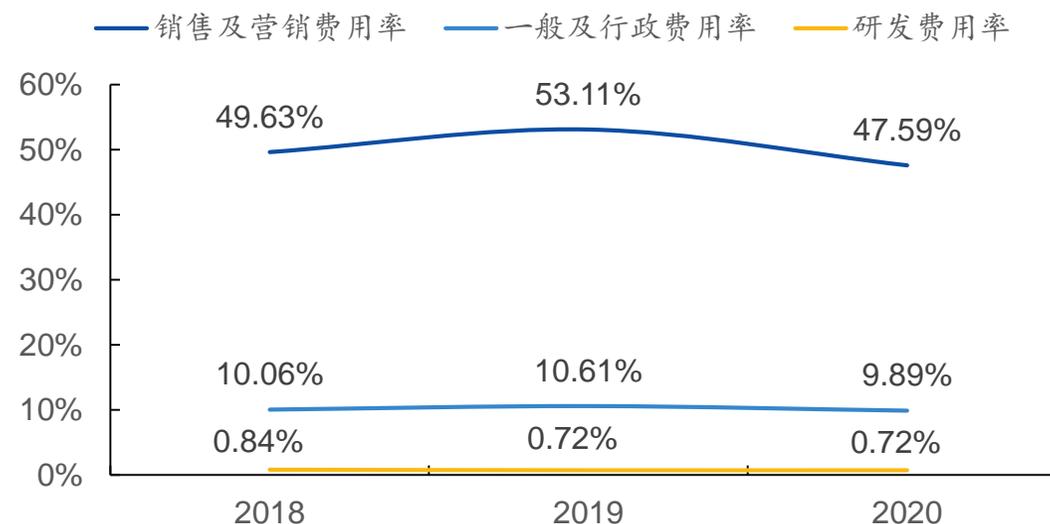
图：公司毛利率及分业务毛利率（%）



资料来源：招股书，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：公司三项费用率情况（%）



资料来源：招股书，国元证券研究所

3.1.2 财务分析：营收高增长，盈利能力持续提升

- 销售及营销开支中，营销及推广开支占比超过65%。公司销售及营销开支主要由营销及推广开支、员工成本、差旅开支、经营相关开支、摊销及折旧费用等构成。其中营销及推广开支为公司主要的销售开支，2018-2020年，公司营销及推广开支分别为3.28亿、4.58亿和5.08亿，占销售费用比重分别为70.76%、70.45%和65.12%。2020年公司对广告投放渠道进行优化，提升效果广告占比，带动营销效率提升。从公司前五大供应商情况看，2020年供应商A的搜索引擎相关广告占营销推广开支比重较前两年几乎减半，线上社区推广服务占比大幅提升，上升为第一大营销及推广开支，广告分销渠道得到优化调整。地铁、电梯展示广告等传统品牌户外广告仍占据一定比重。

表：公司销售及营销开支构成（百万）

	2018	2019	2020
营销及推广开支	328.09	458.14	507.67
占比	70.76%	70.45%	65.12%
员工成本	98.02	142.24	220.62
占比	21.14%	21.87%	28.30%
差旅开支	23.93	24.00	22.68
占比	5.16%	3.69%	2.91%
经营相关开支	8.13	14.99	16.17
占比	1.75%	2.30%	2.07%
摊销及折旧费用	4.21	9.09	11.07
占比	0.91%	1.40%	1.42%
其他	1.30	1.81	1.41
占比	0.28%	0.28%	0.18%
总计	463.68	650.26	779.61

资料来源：招股书，国元证券研究所

表：公司前五大供应商基本情况及采购额

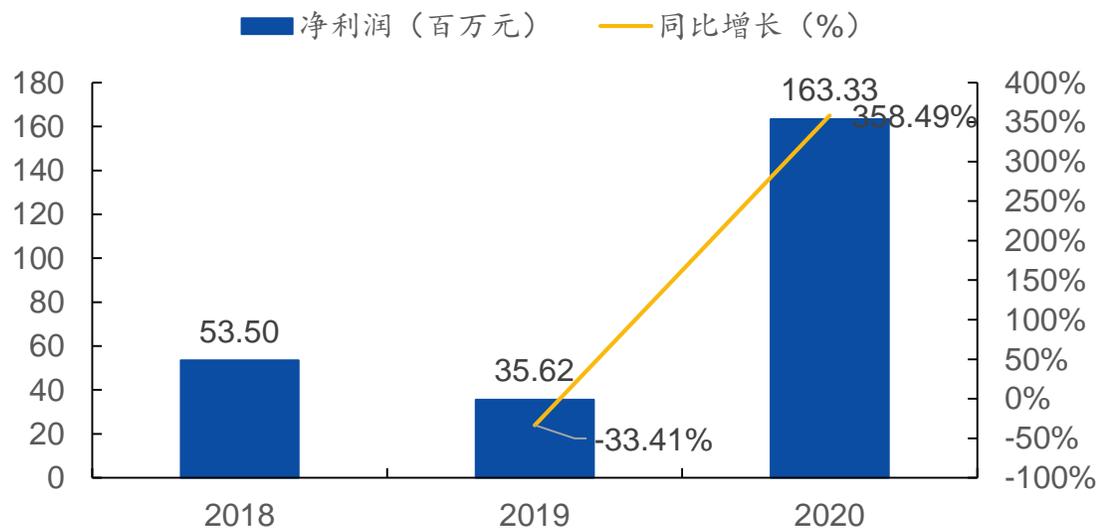
2018年			2019年			2020年		
供应商	服务	占营销及推广开支比重	供应商	服务	占营销及推广开支比重	供应商	服务	占营销及推广开支比重
供应商A	搜索引擎相关广告	36.32%	供应商A	搜索引擎相关广告	36.86%	供应商I	线上社区推广服务	22.63%
供应商B	地铁站展示广告	5.81%	供应商E	信息技术服务	8.59%	供应商A	搜索引擎相关广告	15.91%
供应商C	地铁站展示广告	5.12%	供应商F	社交网络平台推广服务	7.00%	供应商F	社交网络平台推广服务	5.71%
供应商D	劳务外包服务	3.58%	供应商G	线上社区推广服务	5.55%	供应商J	电梯展示广告	5.60%
供应商E	信息技术服务	3.20%	供应商H	电梯展示广告	3.23%	供应商K	线上社区推广服务	5.05%

资料来源：招股书，国元证券研究所（注：标灰为可能不属于营销及推广开支项）

3.1.2 财务分析：营收高增长，盈利能力持续提升

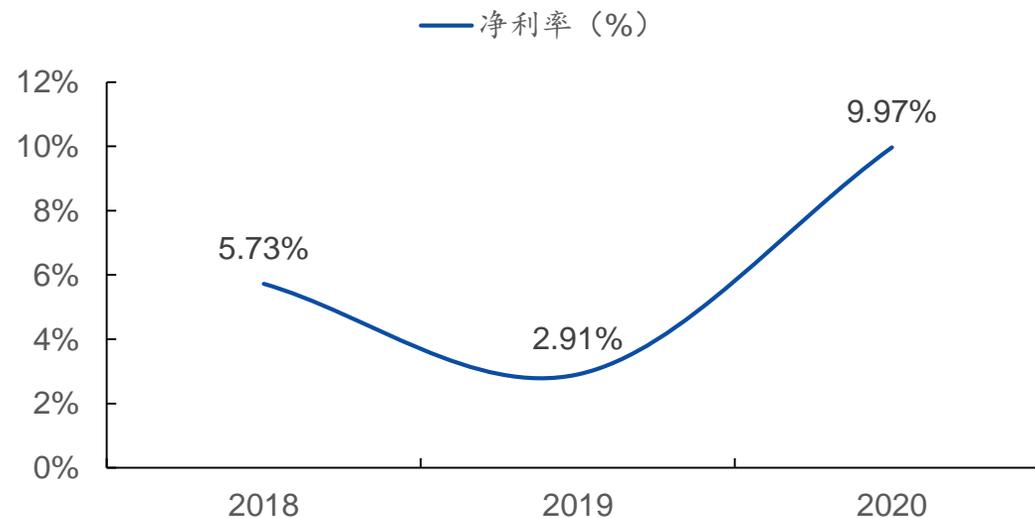
- 2020年公司实现归母净利润1.63亿元，净利率9.97%，盈利能力较上两年大幅提升。2018-2020年公司归母净利润分别为5350万、3562万和1.63亿，净利率分别为5.73%、2.91%和9.97%，2019年公司处于业务扩张期，新业务营运初期盈利能力相对较差，导致整体净利率下滑。2020年公司新业务成功起量，“店中店”模式带动公司整体盈利水平大幅提升。

图：公司归母净利润（百万）及增速情况



资料来源：招股书，国元证券研究所

图：公司归母净利润率情况

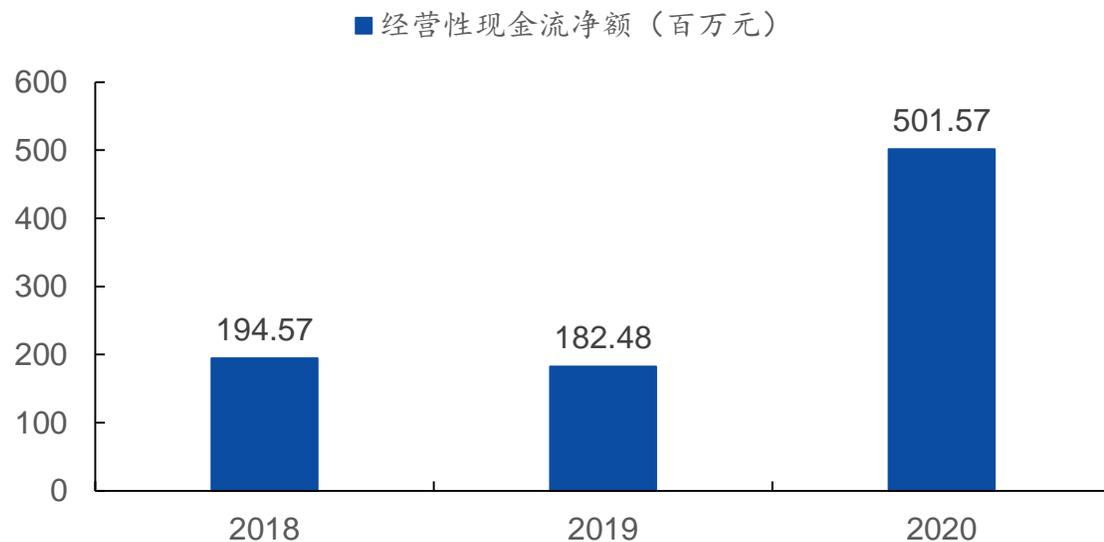


资料来源：招股书，国元证券研究所

3.1.2 财务分析：营收高增长，盈利能力持续提升

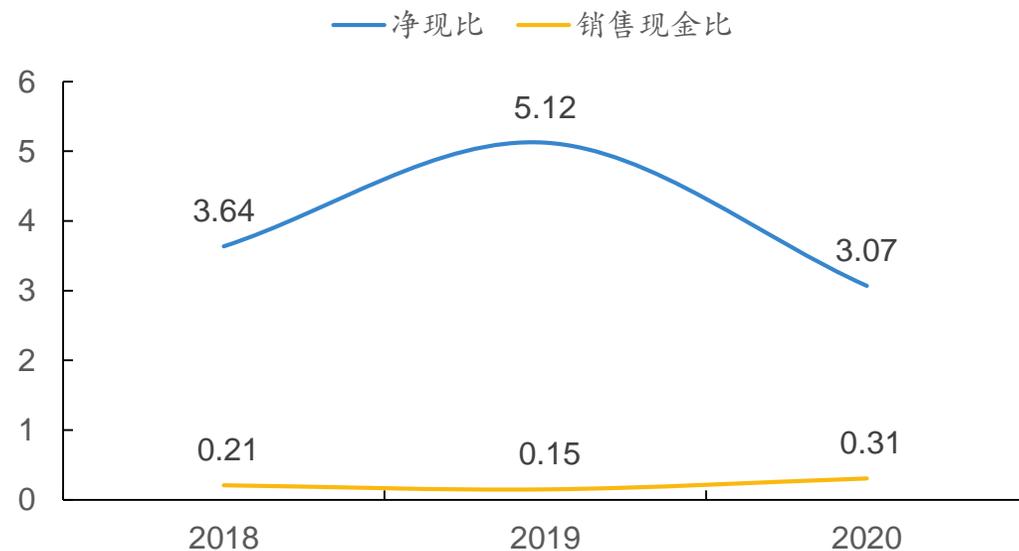
- 现金流方面，2020年公司经营性现金流净额5.02亿元，公司销售-现金比率同比提升，达到0.31，净现比同比有所下降，从2019年的5.12下降至2020年的3.07，整体处于较高水平。

图：公司经营性现金流净额（百万）及增速情况



资料来源：招股书，国元证券研究所

图：公司净现比及销售现金比情况

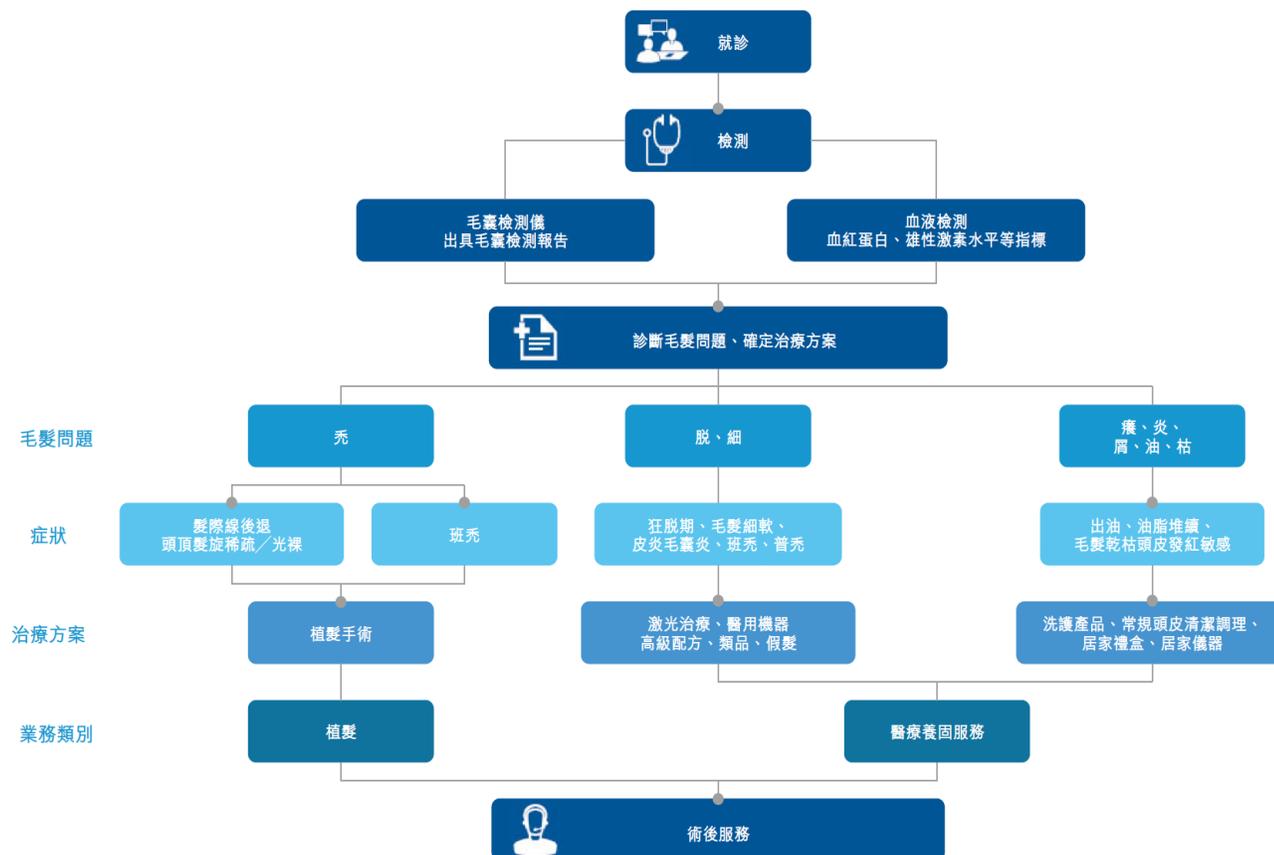


资料来源：招股书，国元证券研究所

3.1.3 公司业务：龙头地位显著，标准化快速扩张

- 公司提供一站式的毛发医疗服务，一般服务流程包括就诊与检测、诊断和治疗规则、治疗和治疗后服务。就诊与检测阶段，公司使用自主研发的毛囊检测仪检测患者头皮及毛发状况，并且会专门对男性患者进行雄激素性秃发风险监测和女性患者进行肾上腺分泌雄激素及血清铁蛋白水平的脱发激素检测。医生将根据检测结果，结合患者毛发问题严重程度及自身需求，选择合适方法治疗。
- 对于早期毛发问题患者，包括脱、细、痒、炎、屑、油、枯等毛发问题，建议医疗养固治疗，治疗方案包括激光治疗、医用机器、高级配方药物、洗护产品、常规头皮清洁调理等。
- 对于头发稀疏或光裸的毛囊闭合患者，建议植发手术治疗。植发手术后，公司会有专业团队提供术后咨询和关怀服务，例如术后一周内伤口护理，三个月内复查及修复护理，一年内复查监测恢复情况等服务，除了到院复查，公司还提供线上远程复查服务。

图：公司业务流程



资料来源：招股书，国元证券研究所

3.1.3 公司业务：龙头地位显著，标准化快速扩张

- 针对患者多样需求，推出多等级的植发医疗服务体系。根据医生经验及技能水平，公司区分了三个层级服务，包括①普通级服务，标准植发手术；②优质级服务，由院长、主任或副主任医师进行升级和定制化植发手术；及③贵宾级“雍享”服务，由业内知名植发专家进行个性化植发手术。其中，普通级服务价格2-3万元，优质级服务3-5万元，“雍享”服务10万元以上。分层医疗服务体系一方面降低了植发治疗门槛，另一方面也满足经济能力强、技术及服务质量要求高的患者享受高端定制服务，迎合多样的市场需求。
- 公司定价政策由总部根据成本及市场定位确定，综合考量市场状况、客户需求、治疗复杂程度、竞争对手的定价政策及营运成本，通常每年调整服务价格单。公司对旗下机构采取统一的定价指引，当地医疗机构经理可酌情折扣。

图：公司多等级植发医疗服务体系

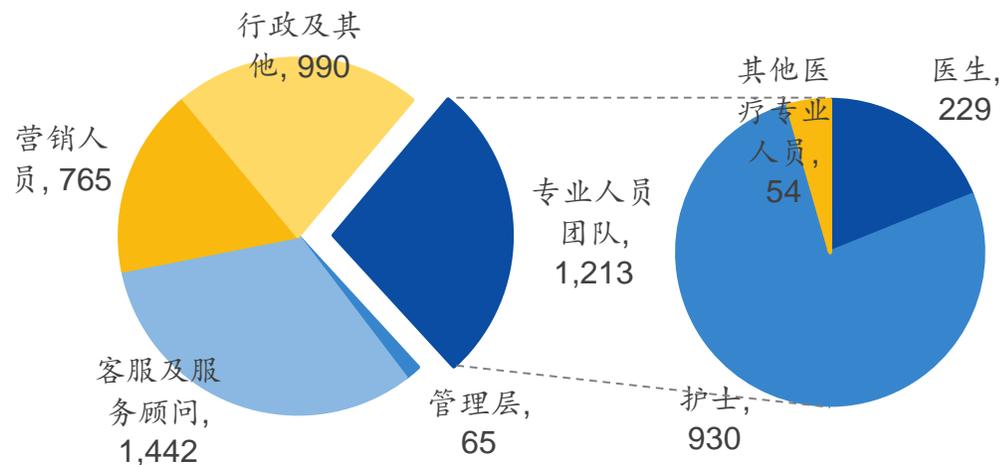
	普通级服务	优享级服务	“雍享”级服务
服务内容	标准植发手术	由院长、主任或副主任医师进行升级和定制化植发手术	由业内知名植发专家进行个性化植发手术
服务价格	2-3万元	3-5万元	10万元+
定价模式	由总部根据成本及市场定位确定，考量市场状况、客户需求、治疗复杂程度、竞争对手的定价政策及营运成本，通常每年调整服务价格单。公司对旗下机构采取统一的定价指引，当地医疗机构经理可酌情折扣。		

资料来源：招股书，国元证券研究所

1 医生资源丰富，人才培养机制成熟

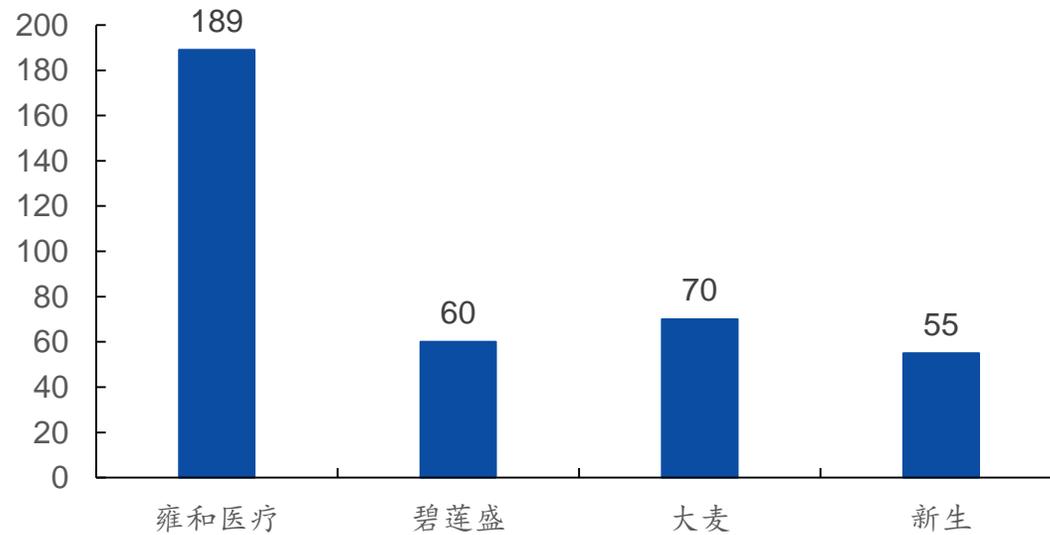
公司多年来组建并培育了一支大型的高度专业的医疗团队，核心资源充足。植发机构医师的专业程度决定服务质量，医生经验和专业技术对植发效果起至关重要的作用。公司目前共拥有229名专业注册医生，远超行业第二、三名总和。此外，公司还拥有930名护士以及54名其他医疗专业人员（药剂师、验血师等），团队人数合计1213人，规模庞大。在招聘标准上，公司严格筛选经验丰富且稳定的医疗专业人员，旗下医生平均拥有5年行业经验，旗下护士平均拥有3年行业经验，超过竞争对手的医疗专业人员平均工作经验年数。

图：公司员工构成及医疗团队员工构成



资料来源：招股书，国元证券研究所

图：可比公司医生人数情况



资料来源：招股书，国元证券研究所

3.1.3 公司业务：龙头地位显著，标准化快速扩张

- 拥有较为成熟的标准化人才培养机制，为高质量连锁化服务提供保障。公司通过内部雍禾大学培养人才，新聘医师要求有外科执业医师证，公司将对其进行4-6个月的系统培训，整体流程严格，首先需学习植发理论，理论达标后进行模拟演练操作，然后可以进手术室旁观学习或担任助手，经过一段时间磨合后进入临床，受院长1V1监督下的至少3个月的临床实践培训，培训期结束后将通过测试理论知识及实践技能来评价医师专业能力。针对在职员工，公司定期组织在职培训，包括与国内知名医疗机构交流对话，邀请顶尖专家或知名专科医生分享临床经验及行业最新进展等，持续提升员工专业水平。公司重视人才发展，为医疗专业人员提供有竞争力的薪酬待遇、持续医疗教育机会以及良好的工作环境和职业发展规划，专业人员流失率远低于行业平均。

图：公司医疗资源透明度高，所有医师资质经历可追溯



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图：公司顶级“雍享·梦之队”团队

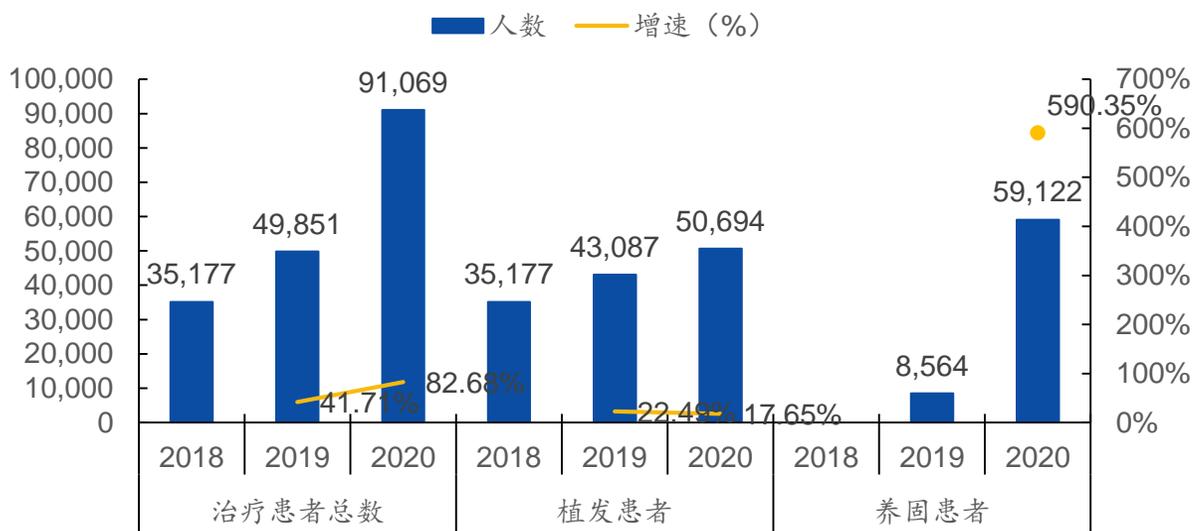
雍享·梦之队	技术院长	分院医生	雍禾护士
<p>李建新 雍享梦之队 雍禾植发资深专家</p> <p>雍禾植发雍享团队主任专家 雍禾植发技术研究院植发专家、医生导师.....查看详情>></p> <p>在线咨询</p>	<p>王传凯 雍享梦之队 雍禾植发资深专家</p> <p>从事自体毛发移植多年，带领团队成功完成了上萬例手术，具有極其豐.....查看详情>></p> <p>在线咨询</p>	<p>徐魯 雍享梦之队 雍禾植发资深专家</p> <p>从事自体毛发移植專業多年，成功案例近萬例，曾发表論文《顯微毛囊》.....查看详情>></p> <p>在线咨询</p>	

资料来源：公司官网，国元证券研究所

2 患者量增长叠加客单价上升，推动整体高增长

- 医疗养固患者数量爆发，植发患者量中高速增长，推动公司患者总量快速增长。2020年接受公司毛发医疗服务的患者人数达到9.11万人，同比增长82.68%。分业务看，2020年养固服务患者人数达到5.91万人，同比增长590.35%，公司以“店中店”模式设立的史云逊医学健发中心实现现有机构全覆盖，带动养固服务患者数放量高增。2020年植发手术患者5.07万人，同比增长17.65%，疫情之下仍维持较高增速。分等级看，普通级、优质级和“雍享”贵宾级服务患者人数分别达到4.86万人、1827人和292人，普通级服务患者数量稳定增长，优质级患者数量同比增长2.57倍，“雍享”贵宾级患者数量略有缩减。

图：公司接待患者数量（人）



资料来源：招股书，国元证券研究所

表：公司分等级服务患者人数情况（人）

	2018	2019	2020
接受普通级服务的患者人数	35,037	42,235	48,575
yoy	-	20.54%	15.01%
占比	99.60%	98.02%	95.82%
接受优质级服务的患者人数	-	512	1,827
yoy	-	-	256.84%
占比	-	1.19%	3.60%
接受[雍享]服务的患者人数	140	340	292
yoy	-	142.86%	-14.12%
占比	0.40%	0.79%	0.58%

资料来源：招股书，国元证券研究所

3.1.3 公司业务：龙头地位显著，标准化快速扩张

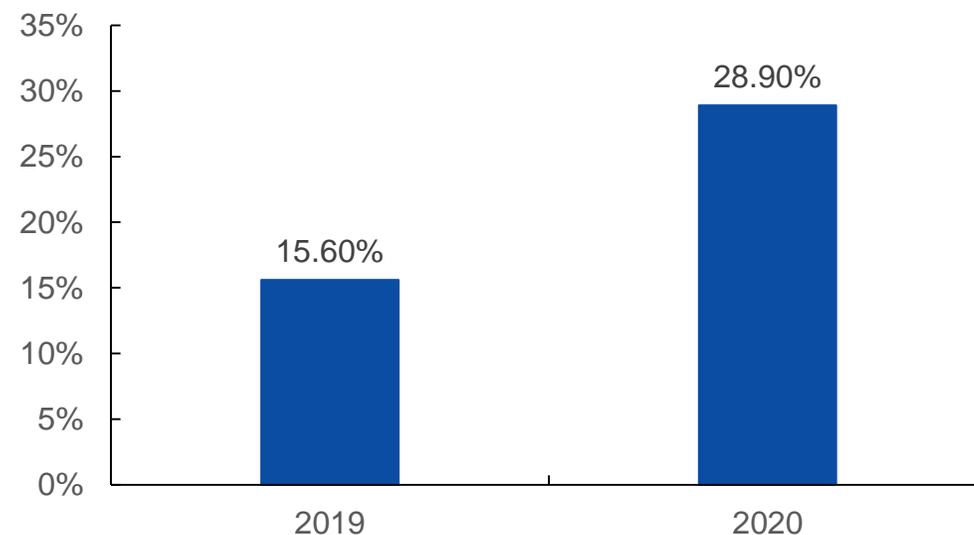
- 植发客单价稳中有升，医疗养固服务客单价翻倍，但受客单价相对较低的医疗养固患者人数大幅上升影响，公司整体患者人均消费有所下降。2020年公司整体患者人均消费1.80万元，同比下降26.76%。分业务看，植发患者与医疗养固患者平均消费均有提升。其中，植发患者平均开支达到2.79万元/人，同比提升0.25%，相对稳定。较好的品牌力避免公司进入价格战，未来随着品牌壁垒加深有望提升溢价。医疗养固服务患者平均开支3606元/人，同比增长105.00%，接近翻倍，复购情况看，2020年公司医疗养固服务复购率达到28.9%，同比提升13.3pct，市场潜力持续释放。

表：公司患者人均消费金额（元）

	2018	2019	2020
公司患者人均消费（元）	26,561	24,563	17,990
yoy		-7.52%	-26.76%
植发患者人均消费（元）	26,097	27,799	27,868
yoy		6.52%	0.25%
医疗养固患者人均消费（元）		1,759	3,606
yoy			105.00%

资料来源：招股书，国元证券研究所

图：公司医疗养固患者复购率情况（%）



资料来源：招股书，国元证券研究所

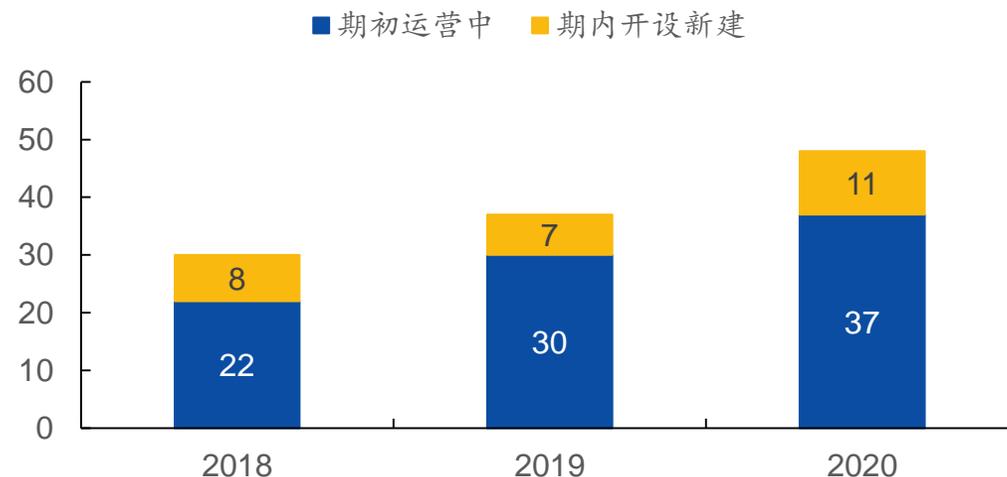
3 连锁能力强，店中店模式提升盈利能力，单店模型优

- 公司内部组织由总部、区域和院部三部分组成，其中院部网络八大区域，区域经理负责各自区域的医疗机构的质量保证、经营管理、资源分配和成本控制。院部的日常运营则由院部总经理和医务院长管理。院部经理负责日常运营及财务表现，医务院长监督负责医疗服务。
- 门店方面，公司由一线城市向省内其他城市辐射，并进行全国多区域布局，拓店模式高度可复制，增长潜力大。公司最早选择一线省会城市切入，该类城市人口众多、人均收入水平高，对植发接受度较高，推动公司业务量迅速增长。继而，公司向相关省内的其他城市辐射，拓宽渠道、加深渗透，逐渐形成区域集中布局。以广东省为例，公司2013年于广州开设了第一家医疗机构，相继扩展到广东省内其他8个城市，逐步成为广东省最大的连锁植发医疗机构。据弗若斯特沙利文数据，公司在广东、浙江、江苏、福建及山东5个省的市场份额均排名第一，单个省内模式可复制性被充分验证。截至目前，公司在全国拥有51家植发医疗机构，覆盖25个省50个城市，包括4个一线城市、15个新一线城市、25个二线城市和6个较低线城市，从密度和广度来看，未来门店可拓展空间仍然较大。

图：公司门店分布



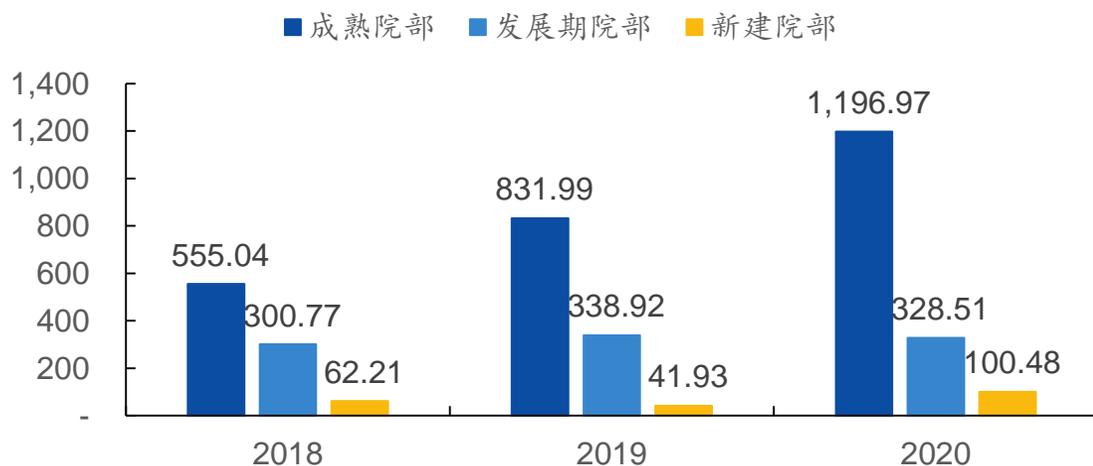
图：2018-2020年公司新建院部情况



3.1.3 公司业务：龙头地位显著，标准化快速扩张

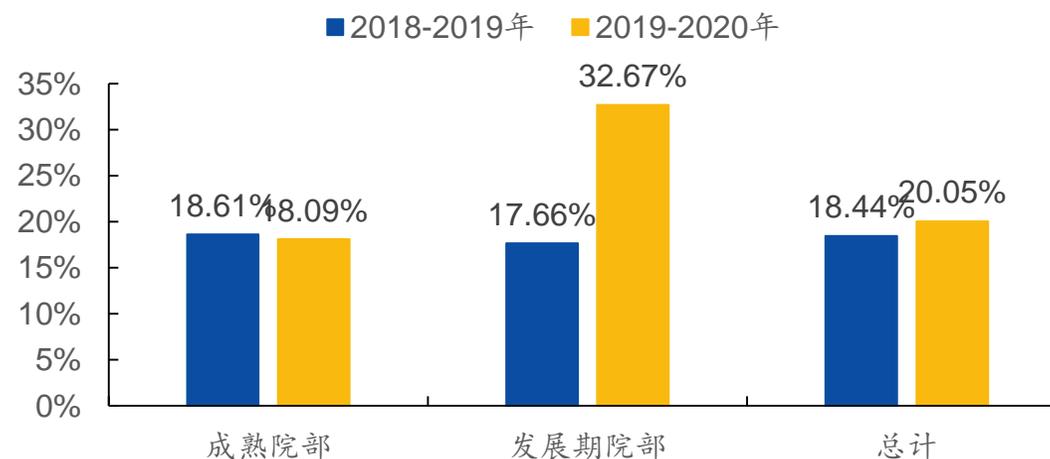
- 按院部发展阶段划分，公司目前成熟/发展期/新建院部数量分别为24/17/10个。公司院部按发展阶段划分，可分为3个类别，成立3年以上的为成熟院部，成立1-3年的为发展期院部，成立1年以内的为新建院部。在17个发展期院部中，有近4个发展期院部为单省第一家门店，有望打造省内标杆。10个新建院部均设在了收入Top5省份，继续提升优势地区渗透。2020年成熟院部、发展期院部和新建院部分别贡献收入11.97亿、3.29亿和1.00亿，占比73.62%、20.20%和6.18%，成熟院部贡献超7成收入。
- 同店情况：成熟院部增速维持18%+，发展期院部增长可达30%+。2020年成熟院部同店销售同比增长18.09%，受一定疫情影响增速较上年略有下降，但仍维持较高水平；发展期院部同店销售同比增长32.67%，增速较快，发展势头好。据招股书，根据公司历史经验，新建院部平均需要3个月达到收支平衡，现金回收期平均约14个月。

图：公司不同阶段医院收入情况（百万，按成立年限划分）



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图：公司不同阶段院部的同店销售情况



资料来源：招股书，国元证券研究所

注：同店定义为于2018年及2019年各年或2019年及2020年各年均开业至少300天的医疗机构。倘医疗机构于2018年为新建院部但于2019年为发展期院部，被视作发展期院部

3.1.3 公司业务：龙头地位显著，标准化快速扩张

■ 公司旗下前五大医疗机构均位于国内重点一线城市，全年平均接待植发患者人数约3000名，单体医院收入平均超过1亿，单店坪效约2.8万元/平方米。公司单体收入最大的医疗机构位于北京，2020年北京雍禾收入1.4亿，占总收入比重为8.6%。该机构共拥有医疗专业人员67人，全年接待植发患者人数3792人，是公司旗下接待患者最多的单体机构。坪效来看，上海雍禾2020年坪效达到4.3万元/平方米，高于北京雍禾的3.5万元/平方米。

表：公司前五大医疗机构情况（表内均为2020年度数据）

医疗机构	成立年份	建筑面积 (m ²)	植发患者人数	医疗专业人员人数	单体医院收入 (万)	单体收入占总额比重 (%)	单体医院坪效 (万/平方)
北京雍禾	2013年	4012	3792	67	14,031.6	8.6%	3.5
广州雍禾	2013年	6174	3233	67	10,578.7	6.5%	1.7
深圳雍禾	2015年	5225	3210	53	10,418.4	6.4%	2.0
成都雍禾	2012年	3220	2599	38	8,021.2	4.9%	2.5
上海雍禾	2015年	1786	2323	43	7,749.4	4.7%	4.3
平均值		4083	3031	54	10,159.9	6.2%	2.8

资料来源：招股书，国元证券研究所

图：公司门店形象



3.1.3 公司业务：龙头地位显著，标准化快速扩张

■ 提升已覆盖城市渗透率，并扩大低线城市覆盖，同时持续升级现有门店，扩大服务范围。公司计划未来几年门店数量增至100家，继续扩大已覆盖区域市场份额，并加强低线城市覆盖，释放市场潜力。公司综合考量地方社区经济水平及人口密度、街区客流量、交通便利性、竞争对手情况及租金等各项成本以设置新店，一般从策略规划到开展营运所需不到8个月。2021-2022年计划开设17家新机构，首次进入海南省和内蒙古自治区，并加强在收入TOP5省市渗透，预计2021年可开业5家。门店升级方面，目前正在装修的有新疆、上海、广东、北京4家医疗机构，预计2021年开业，其中上海、北京两家计划建筑面积超过7000平方米，计划设立综合毛发医院，开设除植发科外，脱发科、复查科、国际科、女性美学科等多个毛发专科，并聘请三甲医院医生。

表：2021-2022年公司门店升级计划

序号	位置	目前状况	估计建筑面积（平方米）	预计开业时间
1	新疆	正在装修	2,744	2021年
2	上海	正在装修	7,303	2021年
3	贵州	规划中	3,805	2021年
4	广东	正在装修	3,084	2021年
5	北京	正在装修	9,616	2022年

资料来源：招股书，国元证券研究所（注：标蓝的为公司收入TOP5省份升级医疗机构）

表：2021-2022年公司开店计划

序号	位置	目前状况	估计建筑面积（平方米）	预计开业年份
1	福建省	正在装修	2,000	2021年
2	广东省	正在装修	2,089	2021年
3	江苏省	正在装修	2,420	2021年
4	海南省	正在装修	1,739	2021年
5	山东省	规划中	2,000	2021年
6	广东省	规划中	2,000	2022年
7	广西省	规划中	2,000	2022年
8	贵州省	规划中	2,000	2022年
9	内蒙古自治区	规划中	2,000	2022年
10	河北省	规划中	2,000	2022年
11	河北省	规划中	2,000	2022年
12	河南省	规划中	2,000	2022年
13	河南省	规划中	2,000	2022年
14	山东省	规划中	2,000	2022年
15	山东省	规划中	2,000	2022年
16	浙江省	规划中	2,000	2022年
17	浙江省	规划中	2,000	2022年

资料来源：招股书，国元证券研究所（注：标黄的为公司首次在该省份设立医疗机构，标蓝的为公司收入TOP5省份设立医疗机构）

3.1.3 公司业务：龙头地位显著，标准化快速扩张

- “店中店”模式设立健发服务中心，充分发挥客源及规模优势，增加消费频次、提升转化。2019年起，公司通过“店中店”模式，在每家植发机构中设立史云逊健发中心，提供医疗养固治疗，截至目前覆盖率已达100%。养护可以在其他的养发馆等地方做，但医院有特定的产品和仪器，可提供专业全面的治疗方案。在史云逊健发中心，院内医生将为患者提供专业建议和整体治疗，结合激光、光疗、药物，并提供营养建议和生活方式建议。养固服务受众有植发后患者以及不适合植发治疗的患者（预算不够、毛发条件不够、斑秃/毛囊炎等其他疾病）。由于植发手术后，需要结合养护治疗，毛囊存活率才会更高，因此通常建议植发+养固组合方案，强化植发效果，并增加客户消费频次（一般建议每周一次）。2020年公司服务的患者中，同时进行植发和养固服务的有18747人，占患者总人数的20%，占植发患者数量的37%。

图：史云逊健发中心环境



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图：史云逊健发中心部分项目

养发	护发	固发	仪器
清洁控油去屑	固发稳脱	营养增粗	对术后人群头发效果提升
头皮护理专用预洗素改善头皮，调节油脂分泌。天然植物无硅油，适合油性、中性头皮	针对脱发问题，稳脱养发，唤醒发囊活力，促进新陈代谢恢复毛囊活性	加强头发扎根深度，刺激细胞新陈代谢，营养发根达到增粗效果	术后毛囊恢复及毛发增长提供有利条件，缩短植发后恢复时间。
孕产安心系列服务于产品			
史云逊植萃焕彩洗发水，适合孕妇及产后，发质细软人群，防止产后脱发，给您专业护理			

资料来源：公司官网，国元证券研究所

■单店模型方面，目前公司拥有51家门店，总面积109693平方米，单店平均面积2149平方米。公司单店面积主要分成三大类，分别是2000平、2000-5000平方米以及5000平方米以上的三种门店，规模2000平方米是目前公司新开门店的主力面积，5000平方米以上主要开设在一线城市，目前超过5000平方米的是广州和深圳，上海和北京正在进行门店升级，北京、上海、广州和深圳等大面积典型将以综合毛发医院形式设立。

■单店坪效，以前五店铺的成熟店铺坪效来看，单店坪效在2.8万/年，假设公司平均坪效2万/年，则2149平方米的平均典型面积对应成熟期门店年销售额4298万（对应约1719台手术，平均单日4.7台），考虑到总部费用，预计单店净利润989万/年，净利润率为23.02%。

■根据公司历史经验，新建院部平均需要3个月达到收支平衡，现金回收期平均约14个月。

■总结来看，毛发医疗机构不依赖于医生，可复制性强，核心壁垒体现在扩张速度、运营能力、资金优势等综合实力上。同时单店模型方面，客单价较高，上游耗材占比低，因而成熟门店的净利润率较高，且回收周期相对较短，目前整体手术排期上尚有较大的运营调整空间，叠加店中店的养固服务，单门店收入规模有望持续增长。

3.2 三生制药：脱发用药赛道龙头

- 公司是国内领先的生物制药公司。1993年，公司由国家医药评审委员、著名生物工程医药专家、时任沈后军事医学研究所微生物免疫研究室主任娄丹少将牵头创立，坐落沈阳。1998年，公司推出核心产品促红素益比奥，到2002年益比奥销售额在国内促红素市场位居第一。2005年，另一大核心产品重组人血小板生成素产品特比澳获批，是全球唯一商业化的促血小板生长因子。同年，益赛普获批上市，是中国治疗类风湿性关节炎领域第一个TNF- α 抑制剂产品。2007年，公司在纳斯达克上市，出于纳市交易量有限等考虑，2013年管理层和中信产业基金牵头完成私有化。2015年，公司于港交所上市。2017年特比澳、益赛普被纳入医保。2020年赛普汀在国内获批上市，是中国首个自主研发的创新抗HER2单抗，目前已被纳入医保。2020年子公司三生国健拆分上市，旗下主要产品为益赛普、健尼哌和赛普汀。

图：公司发展历程

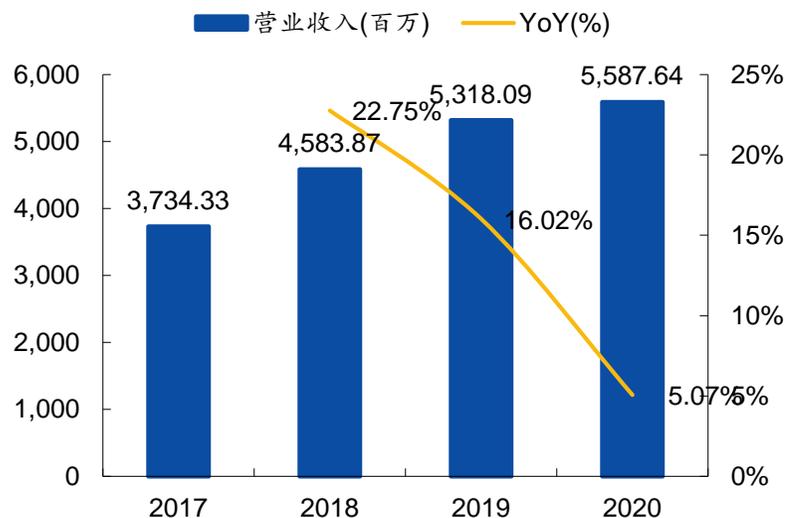


资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 三生制药：脱发用药赛道龙头

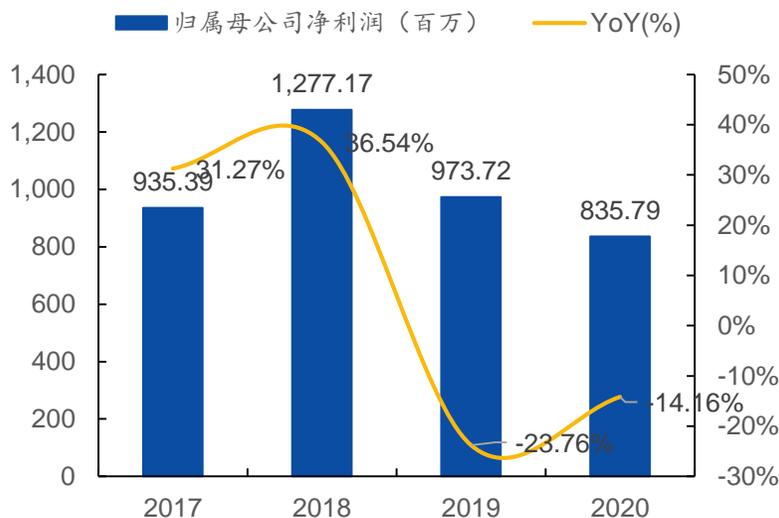
- 公司收入与利润增长稳健，2020年公司收入55.88亿，同比增长5.07%，同口径正常化归母净利润14.16亿，同比增长5.28%。2020年特比澳、益比奥及小分子药品销售强势增长，但部分被益赛普销售下降抵消。归母净利润同比下滑，主要由于（1）近2.5亿元的可转债汇兑损失；（2）终止与药企Bydureon与Humulin产品合作导致约1.77亿元的无形资产减值，同口径调整后正常化的归母净利润（正常化归母净利润不考虑可换股债券利息费用、购股权开支、出售股权收入、股权激励、收购进展中的研发项目等非经常性损益）约14.16亿，同比上升5.28%。

图：公司营收（百万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图：公司归母净利润（百万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图：公司正常化归母净利润（百万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 三生制药：脱发用药赛道龙头

- **分产品收入：**2020年特比澳/益比奥/赛博尔/益赛普/蔓迪收入分别为27.63亿/7.33亿/2.41亿/6.15亿/3.68亿，占比49%/13%/4%/11%/7%，同比增长18.9%/34.2%/18.7%/-46.2%/47.2%。益赛普下滑，主要受到①竞争加剧，以价换量，2020年10月自主减价50%；②类风湿关节炎治疗弹性较大，并由于该药品为粉剂，需要到医院用药，2020年受疫情影响较重。特比澳销售增长稳健，由于目标患者需求无弹性，未受到疫情影响。促红素产品益比奥、赛博尔增长强劲，主要由于该类产品成为较低级别的公共医疗机构的必备基础药而渗透率提高，推动销量上升。蔓迪收入快速增长，主要由于市场对脱发及生发治疗需求增加，叠加公司多元化销售渠道带动。其他小分子产品包括赛博利（用于防止及治疗深层静脉血栓及于血液透析时防止凝固的可注射低分子量肝素钙注射液）等，赛博利销量稳健增加。出口产品收入减少，主要受到疫情影响订单下滑。其他收入增加，主要由于许可引入产品及用于治疗缺血性贫血的蔗糖铁注射剂产品蔗糖铁注射液销售额增加。

表：2017年-2020年三生制药按产品收入拆分（百万）

	2017	2018	2019	2020
特比澳	975	1670	2323	2763
增长率 (%)	27.4%	71.3%	39.1%	18.9%
益比奥	705	704	546	733
增长率 (%)	4.1%	-0.1%	-22.4%	34.2%
赛博尔	151	193	203	241
增长率 (%)	57.7%	27.8%	5.2%	18.7%
益赛普	1013	1111	1144	615
增长率 (%)	9.5%	9.7%	3.0%	-46.2%
蔓迪	-	127	250	368
增长率 (%)	-	-	96.9%	47.2%
小分子药品（除蔓迪外）	341	252	277	277
增长率 (%)	-	-26.1%	9.9%	0.0%
出口产品	65	84	68	62
增长率 (%)	28.9%	29.2%	-19.0%	-8.8%
其他（主要包括许可引入产品）	486	443	508	555
增长率 (%)	13.8%	-8.8%	14.7%	9.3%

资料来源：公司年报，国元证券研究所

3.2、三生制药：脱发用药赛道龙头

- 公司旗下蔓迪是国内脱发药物赛道龙头，2020年实现收入3.68亿，同比+46.9%，市占率高达75%。
- 产品方面，蔓迪米诺地尔酊（5%浓度）产品主要有30ml、60ml、和90ml三种规格，单价79、148、189元。天猫旗舰店推出30ml小包装，瓶身为白色，定位女性以及新手体验使用；60ml与90ml为标准装和大瓶优惠装，瓶身为黑色，覆盖男性核心群体。一般推荐男性每天使用2次、每次1ml，60ml装可用一个月，女性则1次/天。新品蔓迪生发液伴侣——蔓森思舒缓控油洗发水，售价98元/260g，目前仅在阿里健康大药房出售，相比霸王、海飞丝、馥绿德雅等竞品，蔓迪定价中端。
- 在研产品中，公司目前正在研发米诺地尔泡沫剂，相比酊剂，泡沫剂使用体验更佳（酊剂容易流下来，导致额头上长出绒毛），目前已经入组。此外，公司还将围绕脱发领域，在生发液、食品等品类进行多元化布局。

表：防脱洗发水竞争情况

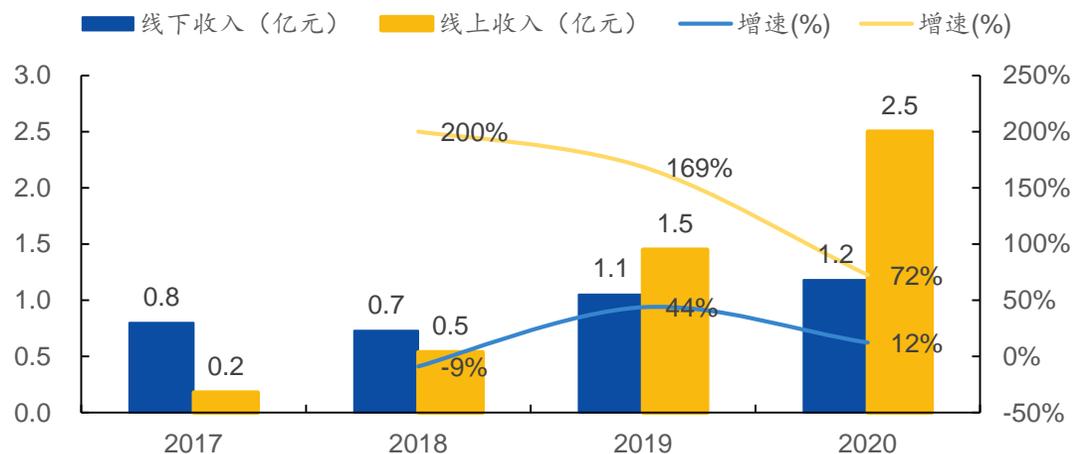
产品名称	批准文号	月销量	评论数	价格	产品类别
蔓迪舒缓控油洗发水	-	200+	66	¥ 98/260ml	普通化妆品
霸王生姜育发液	国妆特字G20181408	1万+	62035	¥ 55/60ml	育发类
霸王育发防脱洗发液套装	国妆特字G20120863	2万+	103054	¥ 58/洗发水200ml+毛囊原液55ml	育发类
海飞丝防脱青春水	国妆特字G20150990	2000+	5732	¥ 99/145ml	育发类
海飞丝防脱青春水套装	国妆特字G20150990	6000+	68896	¥ 179/洗发水145ml*2+精华40ml	育发类
馥绿德雅小白珠防脱固发洗发水	国妆特进字J20200741	9000+	8367	¥ 188/200ml	育发类

资料来源：天猫，国元证券研究所

3.2 三生制药：脱发用药赛道龙头

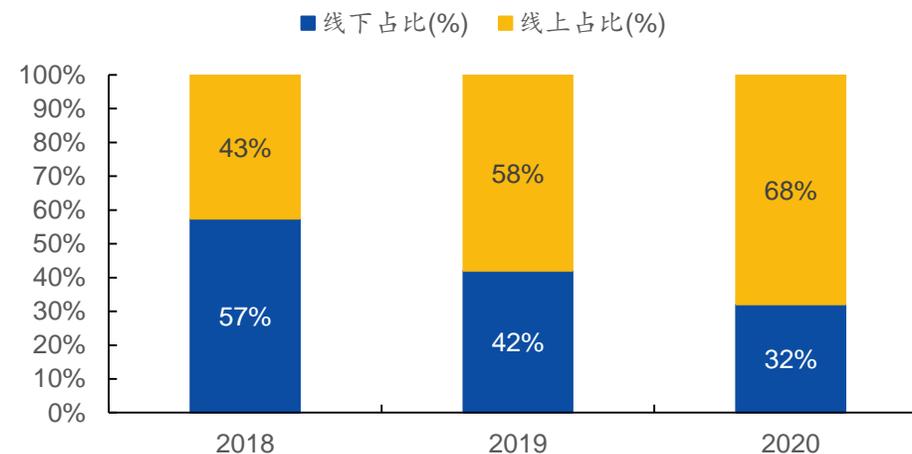
- 渠道上，蔓迪以三甲医院为基，电商渠道快速发展。蔓迪最早进入医院渠道，相比竞对更重视院线投入，结合对医生的教育，积累了患者以及相应的疗效证明，积攒口碑与医生认可。多年来蔓迪线下渠道增长稳健，随着脱发治疗意识的增强，蔓迪院线渠道销售获得稳步增长，叠加近年来对药房渠道的开拓，线下整体增长稳健，目前公司药店渠道已经覆盖全国4万家门店。
- 自2016年起，公司布局线上渠道，快速放量。2016年公司陆续进驻天猫、京东等各大电商平台，也获得了平台对品牌推广的资源支持。2017-2020年，蔓迪线上渠道收入分别为1800万/5400万/1.5亿/2.5亿，2021年上半年电商渠道同增100%+，618期间蔓迪取得天猫OTC榜单第一的成绩。

图：蔓迪渠道拆分



资料来源：公司调研，国元证券研究所

图：蔓迪分渠道占比



资料来源：公司调研，国元证券研究所

1、脱发成因、人群及治疗方案

2、毛发医疗服务：需求逐渐释放，植养固协同

2.1 植发医疗服务：人群渗透低，连锁机构占据扩张优势

2.2 医疗养固服务：高复购率高粘性，潜在人群基数大

3、毛发医疗重点上市公司

3.1 雍禾医疗：深耕植发16年，全国化布局，龙头地位显著

3.2 三生制药：国内治脱发药物龙头

4、风险提示

- 市场教育不及预期，行业竞争加剧，门店表现不及预期，医生资源流失。



(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。



一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。网址：www.gyzq.com.cn