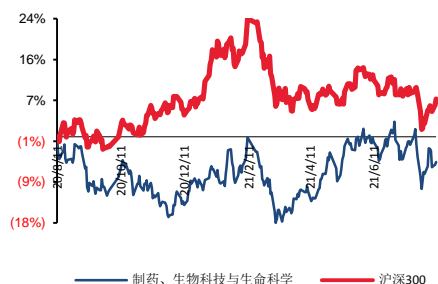


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

供需推动毛发移植快速发展，雍禾医疗植发养固全面布局

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《通策医疗：业绩高速增长，盈利能力持续增强》--2021/08/09

《医药周报—业绩集中披露，建议关注有望中报超预期的优质标的》--2021/08/08

《普门科技中报点评：21Q2 收入增长提速，加大研发投入储备新项目》--2021/08/06

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520090001

报告摘要

● 植发市场：中国植发渗透率仅0.21%，“需求释放+供给迭代+监管从严”合力推动行业发展

2020年中国脱发人口超2.50亿，植发手术仅约51.6万例，渗透率为0.21%，约为美国市场的1/2，尚有较大的市场空间。渗透率低主要是因为：①缺乏动机，占31%；②担心后遗症，17%；③价格太贵，12%；④价格不透明，12%；⑤机构不正规，10%。

针对以上顾虑，当前正在发生的**边际变化**：①不良作息和精神压力使得毛发问题快速普及，并在颜值文化和社媒营销的影响下，关注度提升；②产品迭代，植发创伤小、恢复快、疗效好，接受度提高；③购买力提升、精准营销，植发医疗更易于负担；④政府、协会、企业合力推进诊疗服务的规范化和透明度。

随着需求端关注度和支付能力提升，供给端技术精进和客群教育，监管端提高诊疗服务标准化，中国毛发医疗服务的**市场规模**有望从2020年184亿元增至2030年1,381亿元，期间CAGR 22.3%。其中，植发医疗服务市场从134亿元增至756亿元，10年CAGR 18.9%；医疗养固服务市场从50亿元增至625亿元，10年CAGR 28.7%。

● 发展趋势：“增强粘性+建立壁垒+储备人才”为企业发展的关键，连锁化率有望提升

针对植发产业蓬勃发展面临的一些困境，企业需寻求**破局方式**：①植发服务低频高价，需要不断拉新以提高销量、并借助养固增强客户粘性；②植发机构在资产、技术等方面的硬壁垒较低，需要构建服务、品牌等软壁垒；③人才供给失衡，企业的竞争在于人才的竞争。

在**竞争格局**方面，提供植发服务的医疗机构包括公立医院（植发科，占15%）和民营医疗机构（包括连锁植发机构24%、单体植发机构45%、美容机构植发部门16%）：①公立医院植发较少、且禁止营销，民营医疗机构更有能力满足庞大的植发需求；②单体民营机构的服务质量参差不齐，连锁民营机构更易于塑造品牌、保证质量；③美容连锁机构植发部门的专业性不强，植发连锁机构更容易塑造专业形象、

且在全面的诊断及治疗能力上更胜一筹。

此外，由于植发需求和操作流程标准化、初期耗材设备投入金额不大、医生培育周期较短等因素，植发医疗机构相对于其他医美机构更易于扩张，**连锁化率**有望提升。

● 雍禾医疗：深耕植发16年，中国最大的植发医疗服务提供者

雍禾医疗2020年植发收入14亿元，市占率10.5%，相对于后进入者已经形成一定的**先发优势**：①51家门店的大规模运营利于提升议价能力、运营和推广效率；②随着品牌影响力不断加深，获客成本有望下降、获医能力逐步提升；③中信产业基金的加入在财务、管理、议价、商机等方面均有所帮助。

可复制的高标准医疗质量及**营运能力**，是雍禾医疗实现异地扩张的重要保证：①一致的高标准医疗服务，贯穿术前中后；②持续不断的产品和服务创新，构建一站式毛发医疗服务体系；③多种渠道引入优质医师，内部培育体系成熟完善。

公司的**未来看点**在于盈利能力、市场份额双提升，以及新业务的拓展：①老店保持逾18%的稳健运营，新店3月扭亏后快速爬坡降本；②下沉低线城市积极拓店至百家，门店升级转型综合医院，收购显赫植发延伸足迹至境外；③增加养固服务提高客户粘性，丰富服务项目拓展女性用户。

● 风险提示：

毛发医疗服务需求不及预期的风险，公众对毛发医疗行业产生负面观感的风险，持续的监管改革而影响行业发展的风险。

目录

一、植发低频高价+养固高复购率，毛发市场千亿可期	6
（一）脱发由激素和基因共同影响，植发的防脱效果最为明显	6
（二）植发低频高价+养固高复购率，毛发市场千亿可期	7
二、植发市场：“需求释放+供给迭代+监管从严”推发展，“增强粘性+建立壁垒+储备人才”为关键	10
（一）概况：植发手术渗透率仅 0.21%， “需求释放+供给迭代+监管从严”合力推动行业发展	10
1、需求端：颜值意识提高+支付能力提升，引领毛发移植消费升级	11
2、供给端：技术精进减少用户顾虑，消费教育持续开拓市场	13
3、监管方：诊疗服务标准化和透明度提升，利好头部规范的植发机构	16
（二）痛点：缺乏粘性、硬壁垒低、医师不够，行业破局正在路上	17
1、一次性消费的服务模式，需借助养固增强客户粘性	17
2、资产、技术等硬壁垒降低，服务、品牌等软壁垒为关键	18
3、对医师经验、技术、眼力、体力要求较高，人才供给失衡境况亟待改善	19
（三）趋势：综合毛发管理为方向，连锁化率提升可预见	19
1、服务提供商向一站式综合毛发管理发展	19
2、连锁化率有望提升，国内市场四分天下、雍禾为首	21
3、向低线城市渗透，连锁植发机构侵袭单体植发机构市场	23
三、重点企业：雍禾医疗——深耕植发 16 年，中国最大的植发医疗服务提供者	24
（一）公司概况：植发医疗服务的各项指标领先同行	24
（二）先发优势：规模、品牌、资本三方助力造壁垒	25
1、规模效应：运营 51 家门店覆盖 50 个城市，门店经营指标优秀	25
2、品牌效应：“线上+线下”“长期+短期”结合的全方位营销策略	26
3、资本效应：在财务、管理、议价、商机方面均有所获益	28
（三）可复制性：标准化管理输出、精细化服务能力是持续扩张的保障	28
1、服务内容：高品质服务贯穿术前中后，结合在线服务提升用户体验	29
2、技术开发：持续不断的产品和服务创新，构建一站式毛发医疗服务体系	30
3、人才资源：多种渠道引入优质医师，内部培育体系成熟完善	31
（四）未来看点：盈利能力、市场份额双双提升，业务拓展储备后续力量	33
1、盈利提升：老店保持稳健运营，新店快速爬坡后连锁化降本	33
2、份额提升：下沉拓店扩张覆盖范围，门店升级转型综合医院	35
3、业务拓展：增加养固服务，拓展女性用户	37
四、附录	39
（一）雍禾医疗的股权结构	39
（二）雍禾医疗的管理层	39
五、风险提示	42

图表目录

图 1: 根据脱发的严重程度和表现形式划分的脱发分级图 (男性&女性)	6
图 2: 中国毛发医疗服务的市场规模及增速	8
图 3: 中国毛发医疗服务的结构: 植发为主、养固提升	8
图 4: 中国植发医疗服务的市场规模及增速	9
图 5: 中国医疗养固服务的市场规模及增速	9
图 6: 2020-2026 全球植发市场规模年复合增速约为 25.8%	10
图 7: 2020 年各国植发价格和 GDP 的比例	10
图 8: 2020 年中国脱发人口超过 2.5 亿人	11
图 9: 2018 年中国脱发人群完全拒绝植发的原因	11
图 10: 2017-2018 年中国脱发人群年龄分布	11
图 11: 网络消费生发产品顾客群体的年龄结构	11
图 12: 男性植发诉求主要是希望能显得年轻一些, 女性则为追求完美	12
图 13: 2012-2023 年中国医美市场规模	12
图 14: 网络消费生发产品顾客群体的地域结构	12
图 15: 毛发移植技术的发展历程: 目前 FUT 和 FUE 技术应用最为广泛	13
图 16: 中国植发行业产业链, 以及民营连锁植发机构大量营销推广的原因	15
图 17: 医疗服务机构的销售费用比较: 植发机构最高	18
图 18: 雍禾医疗的植发医疗服务客单价高于医疗养固服务	18
图 19: 单家医疗机构的医疗设备成本比较: 植发机构最低	18
图 20: 单家医疗机构的电子设备成本比较: 植发机构最低	18
图 21: 雍禾医疗一站式毛发医疗服务的一般流程	20
图 22: 单个医疗服务机构的收入比较	21
图 23: 2020 年中国植发医疗服务市场份额	21
图 24: 2020 年民营植发机构的植发收入及市占率	24
图 25: 2020 年民营植发机构的医生、患者、机构数量	24
图 26: 雍禾医疗植发医疗服务收入及市占率变动	24
图 27: 雍禾医疗植发医疗服务的患者人数及平均开支	24
图 28: 雍禾医疗的医疗机构网络 (截至 2021.6)	25
图 29: 雍禾医疗每年运营中医疗机构数量变动	26
图 30: 2020 年民营植发机构的单店收入/例数、客单价	26
图 31: 雍禾医疗盈利能力分析: 销售费用率高达 50% 左右	27
图 32: 雍禾医疗的销售费用每年同期增速趋缓	27
图 33: 雍禾医疗提供个性化三级植发医疗服务	29
图 34: 雍禾医疗植发医疗服务分级患者人数占比	29
图 35: 雍禾医疗的术后服务项目	30
图 36: 雍禾医疗投诉率及收到的负面反馈的性质	30
图 37: 雍禾医疗研发开支情况	31
图 38: 雍禾医疗的智能毛囊检测仪	31
图 39: 2020 年民营植发机构的注册医生人数比较	32
图 40: 雍禾医疗注册医生数量变化	32
图 41: 雍禾医疗医疗机构专业人员构成 (2021.6)	33
图 42: 雍禾员工占据近半的销售及服务成本总额	33
图 43: 雍禾医疗按照成立时间划分的医疗机构数量 (2021.6)	33
图 44: 雍禾医疗按照发展阶段划分的医疗机构收入占比	33
图 45: 雍禾医疗前五大医疗机构的收入体量	34
图 46: 雍禾医疗前五大医疗机构的收入增速变化	34
图 47: 雍禾医疗同店销售收入及增幅比较	34

图 48: 雍禾医疗单店销售收入及增幅比较.....	34
图 49: 雍禾医疗新店平均初始收支平衡期为 3 个月.....	35
图 50: 雍禾医疗平均单店销售额.....	35
图 51: 雍禾医疗合计覆盖中国 50 个城市.....	36
图 52: 雍禾医疗升级 5 家现有医疗机构计划详情.....	36
图 53: 2020 年民营植发机构的医疗养固收入及市占率.....	37
图 54: 养发服务行业的竞争格局.....	37
图 55: 雍禾医疗医疗养固服务收入及市占率变动.....	38
图 56: 雍禾医疗植发医疗服务的患者人数及平均开支.....	38
图 57: 雍禾医疗上市前的公司架构.....	39
表 1、不同脱发阶段常用的防脱方法.....	7
表 2、植发医疗服务和医疗养固服务的比较情况.....	8
表 3、接受毛囊单位移植的普通患者的预期过程.....	14
表 4、中国植发机构营销模式以及 2018 年营销费用流向.....	15
表 5、植发行业乱象相关新闻.....	16
表 6、监管趋严，政府部门和协会单位出台政策规范医美市场.....	16
表 7、国内四大民营连锁植发机构保证医疗安全质量的举措.....	17
表 8、植发手术人员分工以及操作情况.....	19
表 9、连锁型民营植发机构与专业养发机构的合作.....	20
表 10、中国主要植发机构类型的比较.....	22
表 11、中国大型连锁型民营植发机构基本情况比较（截至 2020 年 12 月 31 日）.....	22
表 12、中国部分连锁型民营植发机构的项目收费比较.....	23
表 13、雍禾医疗前五大医疗机构的概要（包含植发医疗服务和医疗养固服务收入）.....	26
表 14、雍禾医疗全方位的营销策略.....	27
表 15、雍禾医疗每年 TOP5 供应商中广告服务提供商的情况.....	27
表 16、雍禾医疗的医疗专业人员培训内容.....	32
表 17、雍禾医疗成立 11 家新医疗机构计划详情.....	36
表 18、雍禾医疗的董事会成员和高级管理层.....	40





一、植发低频高价+养固高复购率，毛发市场千亿可期

(一) 脱发由激素和基因共同影响，植发的防脱效果最为明显

脱发是指头发脱落的现象：①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。②病理性脱发是指头发异常或过度的脱落，包括雄性激素脱发、休止期脱发、瘢痕性脱发、斑秃、全秃等。最为普遍的是**雄性激素源性脱发**（androgenetic alopecia, AGA），又称为脂溢性脱发、男性脱发或遗传性脱发。

雄性激素源性脱发主要是因为**睾酮**（T）男性荷尔蒙经由细胞质中的**5 α -还原酶**（5 α -reductase）作用形成致脱效力增强5倍的**双氢睾酮**（dihydrotestosterone, DHT），DHT与毛囊内的**雄性激素受体**（androgen receptor, AR）结合产生一系列细胞因子（IGF-1、TGF- β 等），进而毛囊退化、从生长期进入静止期甚至退化期。秃发的部位大多在前额、头顶，因为这些部位的毛囊AR和5- α 还原酶表达水平都更高；后枕部和两侧的毛囊表达水平很低，则往往不受影响。

图1：根据脱发的严重程度和表现形式划分的脱发分级图（男性&女性）

脱发国际分级图（男性）			脱发国际分级图（女性）		
	级别一 没有脱发迹象 青少年时的发髻			级别一 没有脱发迹象 青少年时的发髻	
	级别二 额角后退1-2厘米 沿前发际线轻微后退 成年人的发际线	手术需要1200-1500 个毛囊单位		级别二 额角后退1-2厘米 沿前发际线轻微后退 成年人的发际线	手术需要1200-1500 个毛囊单位
	级别三 前发际线进一步后退 额角后退更加明显 脱发的初步阶段	手术需要1500-2000 个毛囊单位		级别三 前发际线进一步后退 额角后退更加明显 脱发的初步阶段	手术需要1500-2000 个毛囊单位
	级别四 前发际线和额角进一步脱落 头顶脱发加剧 在头顶部位和前发际线之间形成 一条毛发带	手术需要2000-3000 个毛囊单位		级别四 前发际线和额角进一步脱落 头顶脱发加剧 在头顶部位和前发际线之间形成 一条毛发带	手术需要2000-3000 个毛囊单位
	级别五 前额和额角的头发后退明显 头顶部位和前发际线间毛发 带更狭小和稀疏	手术需要2500-3500 个毛囊单位		级别五 前额和额角的头发后退明显 头顶部位和前发际线间毛发 带更狭小和稀疏	手术需要2500-3500 个毛囊单位
	级别六 前发际线和额角毛发进一步脱落 头顶脱发加剧 在头顶部位和前发际线之间形成 一条毛发带	手术最大限度提取毛 囊5000-5500个单位 (根据个人枕颈部情 况决定提取毛囊单位 量)		级别六 前发际线和额角毛发进一步脱落 头顶脱发加剧 在头顶部位和前发际线之间形成 一条毛发带	手术最大限度提取毛 囊5000-5500个单位 (根据个人枕颈部情 况决定提取毛囊单位 量)
	级别七 形成马蹄铁状的毛发带 很低的后发际线 永久不脱发区域的毛发稀疏			级别七 形成马蹄铁状的毛发带 很低的后发际线 永久不脱发区域的毛发稀疏	

资料来源：Health Travel International，太平洋证券整理

脱发初期一般首先考虑食疗、防脱发液、生发仪等，在毛囊没有闭合坏死的情况下进行辅助治疗；对于毛囊坏死的严重脱发，**植发手术**是将自体毛囊进行重新再分配，不会出现排斥反应，且成功率高达95%，是目前最有效的防脱方法。

表 1、不同脱发阶段常用的防脱方法

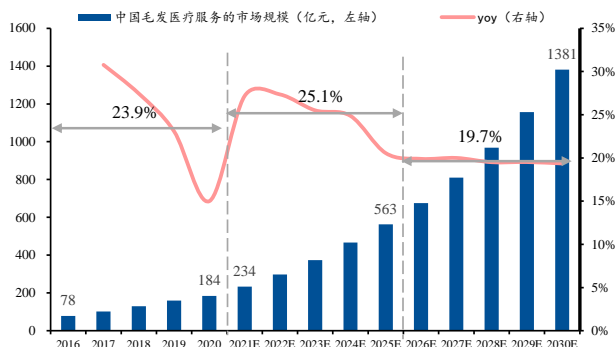
脱发阶段	防脱方法	防脱原理	防脱效果	厂家/产品	优点	缺点
初期	防脱洗发液	加入特殊成分改善头皮环境，促进头皮血液循环促进头发的生长，减缓毛囊的萎缩	毛囊健康状态下补充营养，让头发生长	霸王、章光、Rene Furterer Alpecin	价格便宜，对早期脱发患者有一定效果	对已经坏死闭合的毛囊没有效果
	生发仪	利用 650nm 波长的低能量激光刺激毛囊根部，促进毛囊营养吸收，延长毛囊的生命周期，让萎缩的毛囊重新恢复活力	在毛囊健康的状态下刺激头发生长	日本 Cosbeauty 美国 HairMax 以色列 Veve	副作用小、对早期脱发患者有一定效果	价格昂贵、对严重脱发患者效果不明显
中期	米诺地尔	将休止期毛囊向生长期转化，刺激毛囊上皮细胞的增殖和分化，促使血管生成，增加局部血液供应，开通 ATP 钾通道	在后脑勺区域最为有效，发际线、太阳穴部位效果欠佳	蔓迪 达霏欣 美国 Rogaine	可适用于女性，短期药效好，价格便宜	涂抹区域持续瘙痒或皮疹，可能引发多毛症
	非那雄胺 度他雄安	抑制睾酮向双氢睾酮转化，阻止了双氢睾酮对毛囊的损伤，促进头发生长	主要用于治疗头顶脱发，对发际线后退效果不明显	默沙东、启悦、仙璐、百达英、蒲立	对于男性雄性激素型脱发治疗效果较好	不适用于女性，对男性会造成性功能障碍等副作用
	螺内酯	抑制肾上腺产生睾酮，并能与二氢睾酮竞争受体，减少雄激素	能在一定程度上阻止头发稀疏	圣迪 民生	与米诺地尔搭配使用效果更佳	只适用于女性，有尿频、低血压、月经不调等副作用
后期	植发	取人体后脑部位毛囊作为发源，经过分离成单株或多株毛囊单位，通过精细的显微外科技术，把毛囊单位移植到需要移植的部位	成功率高达 90%	雍禾、大麦、碧莲盛、新生	效果明显，彻底解决脱发问题	价格昂贵、可能产生后遗症
	假发	通过人造技术制造而成的头发，可供秃头或头发稀少的人作头饰戴用	无任何防脱效果	瑞贝卡、极客侯、即发	价格便宜	容易引起过敏反应、影响毛发自然生长

资料来源：太平洋证券整理

(二) 植发低频高价+养固高复购率，毛发市场千亿可期

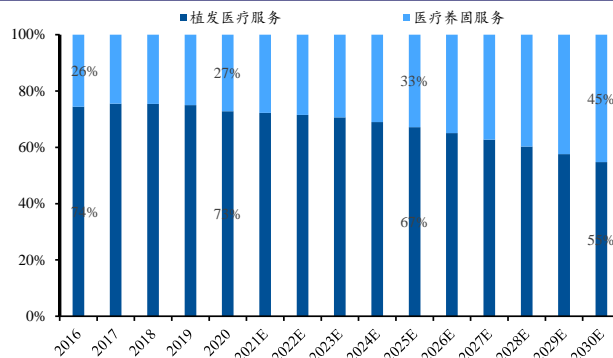
受中国毛发问题快速普及、中国居民的人均可支配收入不断增长及对外表的自我意识提高等因素驱动，中国毛发医疗服务市场规模正快速扩张。根据Frost & Sullivan的资料，毛发医疗服务市场2020年的规模为184亿元，预计以复合年增长率22.3%的速度于2030年增长至1,381亿元。

图 2：中国毛发医疗服务的市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

图 3：中国毛发医疗服务的结构：植发为主、养固提升



资料来源：Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

根据是否进行手术，中国毛发医疗服务市场可分为植发医疗服务市场及医疗养固服务市场。植发为一种治疗脱发的手术治疗，医疗养固融合医疗器械及药物等多种非手术治疗方式，能够满足存在各种头皮及头发问题的更大患者群体之多样化需求。2020年，植发医疗服务市场及医疗养固服务市场分别占中国毛发医疗服务市场的72.8%及27.2%。

表 2、植发医疗服务和医疗养固服务的比较情况

	植发医疗服务	医疗养固服务
概念	植发治疗是解决毛发相关问题相对安全的外科手术，其将毛囊从具有高质量毛囊的后枕区域提取出来，移植至裸露及稀疏的毛发区域；对脱发、斑秃及秃顶有显著效果	一般指由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
市场规模	2020年：134亿 2025年：378亿 2030年：756亿	2020年：50亿 2025年：185亿 2030年：625亿
CAGR	16-20: 23.4% 20-25: 23.0% 25-30: 14.9%	16-20: 25.4% 20-25: 29.8% 25-30: 27.6%
渗透率	0.21%	1.0%
特点	1、一次性消费，复购率低 2、客单价高 3、硬壁垒低，品牌和服务为关键	1、高复购率及客户黏性 2、巨大的潜在患者群体 3、对植发医疗服务市场的重要补充
驱动力	1、植发医疗服务的可负担性越来越高 2、毛发相关问题的普遍性 3、消费者教育投入持续加大 4、植发技术的发展 5、多点执业医疗专业人员增加	1、非手术且更容易负担 2、与非医疗毛发修复解决方案相比治疗更具效率 3、毛囊炎、脱发等与毛发相关的早期问题需求不断增长
未来趋势	1、消费群体快速增长 2、消费者教育及品牌知名度提升 3、向低线城市渗透 4、植发的透明及标准化服务 5、市场进一步细分 6、一站式综合毛发管理服务	1、市场份额不断增加 2、多学科治疗的重要性日益凸显 3、民营医疗机构的崛起 4、一站式全周期护理
竞争格局	雍禾医疗：10.5% 集团 A：5.3% 集团 B：4.5%	雍禾医疗：4.3% 集团 A：3.0% 集团 B：3.6%

集团 C: 3.6%

集团 C: 1.7%

其他民营植发机构: 45.6%

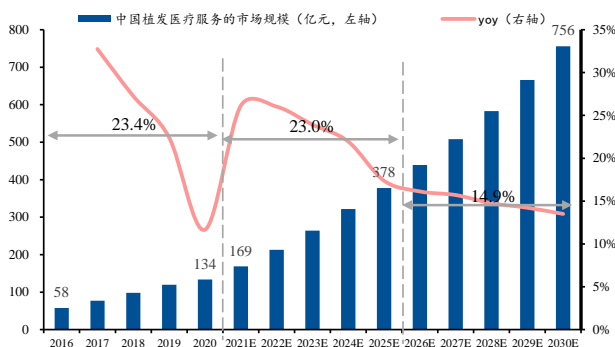
美容机构的植发部门: 15.7%

公立医院植发科: 14.8%

资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

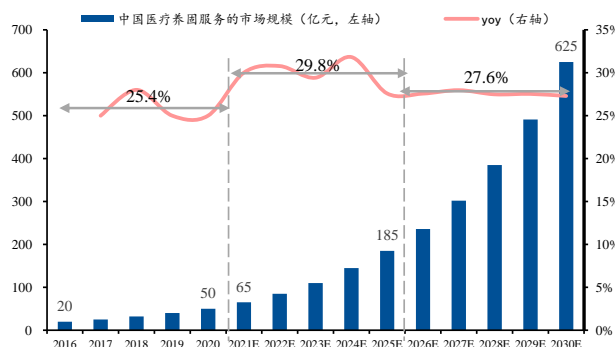
根据Frost & Sullivan的资料, 2020年中国的植发医疗服务市场达134亿元, 且预计将以复合年增长率18.9%的速度于2030年增长至756亿元; 中国的医疗养固服务市场尚处于初始发展阶段, 于2020年的市场规模仅为50亿元, 惟蕴藏巨大的增长潜力, 且预计将以复合年增长率28.7%的速度于2030年增长至625亿元。

图 4: 中国植发医疗服务的市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

图 5: 中国医疗养固服务的市场规模及增速



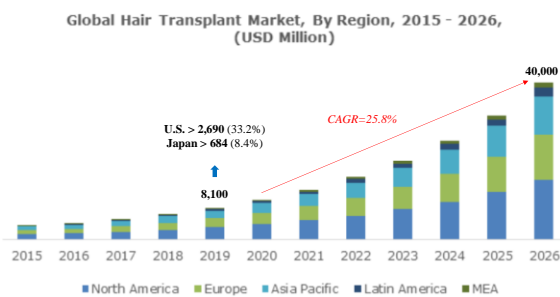
资料来源: Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

二、植发市场：“需求释放+供给迭代+监管从严”推发展，“增强粘性+建立壁垒+储备人才”为关键

（一）概况：植发手术渗透率仅 0.21%， “需求释放+供给迭代+监管从严”合力推动行业发展

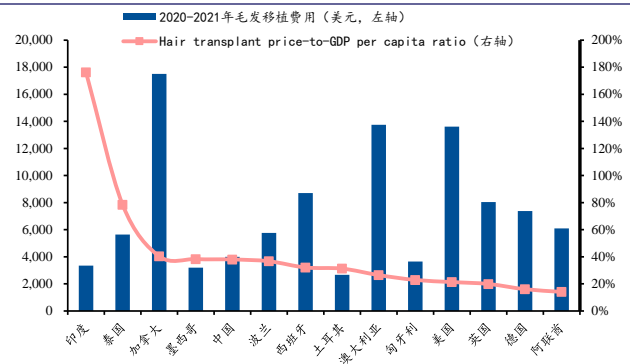
根据Global Market Insights数据，2019年全球植发市场规模约为81亿美元，并将以25.8%的CAGR增长至2026年的400亿美元。我们预计全球植发手术渗透率较低，与植发意识不足、价格相对较高有关；我们选用“植发价格/GDP”指标发现，植发市场规模较大的美国，植发价格/GDP比例处于较低水平，约为21%；中国植发价格/GDP比例约为38%。

图 6：2020-2026 全球植发市场规模年复合增速约为 25.8%



资料来源：Global Market Insights，太平洋证券整理

图 7：2020 年各国植发价格和 GDP 的比例

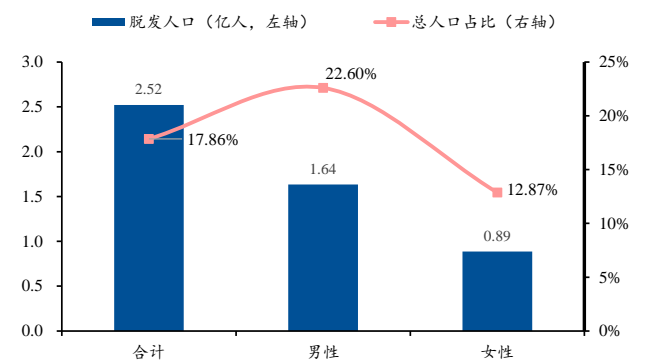


资料来源：Statisticbrain，MedHalt，太平洋证券整理

国家卫生健康委员会的调查显示，2020年中国脱发人口超过2.50亿人，其中男性占比约65%、女性35%（AR基因位于X染色体，为隐性遗传病）。然而，2020年在中国进行的植发手术仅约为51.6万例，渗透率为0.21%（约为美国市场的1/2），表明市场需求未得到满足。

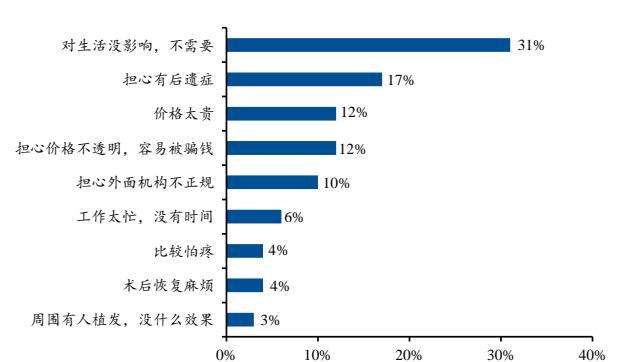
根据2018年5-6月艾瑞iClick调研社区收取的1057例样本，缺乏动机（对生活没影响，31%）是拒绝植发的最主要原因，其次是对植发手术的潜在性风险存在排斥心理（担心有后遗症，17%），价格因素也对消费决策产生了较大影响（价格太贵，12%；价格不透明，12%），以及对植发机构合规性的担忧（担心外面机构不正规，10%）

图 8：2020 年中国脱发人口超过 2.5 亿人



资料来源：国家统计局、国家卫健委，太平洋证券整理

图 9：2018 年中国脱发人群完全拒绝植发的原因



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

针对潜在用户关于植发动机、手术风险、支付能力、机构合规性等顾虑，现已有一定程度的缓解：①紧张的生活节奏使得毛发问题快速普及，并在颜值文化和社媒营销的影响下，群众开始关注毛发相关问题；②技术精进、产品迭代，使植发创伤小、恢复快、疗效好；③可支配收入的增长提升购买力，植发医疗更易于负担；④政府、协会、企业合力推进诊疗服务的规范化和透明度。

1、需求端：颜值意识提高+支付能力提升，引领毛发移植消费升级

(1) 植发动机：脱发群体日渐庞大&年龄下沉，颜值是第一生产力

由于不良的作息习惯（例如经常熬夜，内分泌系统和免疫系统紊乱，头皮毛囊产生毒素降低头皮毛囊生命力）和较大的精神压力（大脑的血流量增多，而毛囊的血液供应不足、逐渐萎缩退化），毛发问题快速普及。被脱发困扰的群体日渐庞大，并呈现明显的年轻化趋势：80后、90后已然成为脱发的主流人群，对应的是初入职场的毕业新人，和已经成为中坚力量的青年。

图 10：2017-2018 年中国脱发人群年龄分布

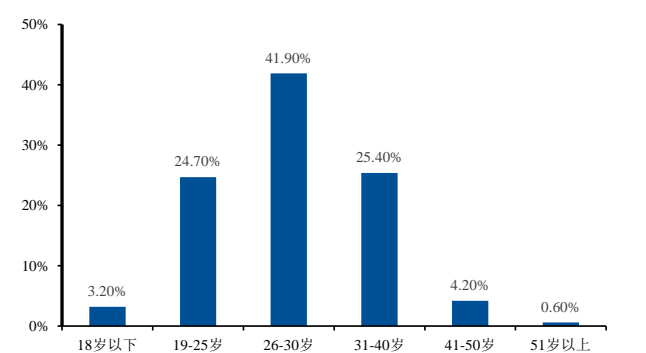
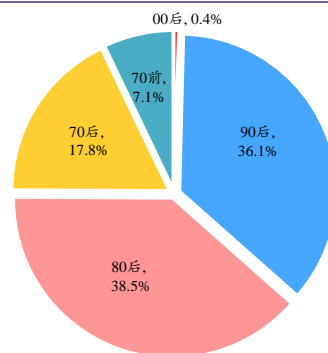


图 11：网络消费生发产品顾客群体的年龄结构

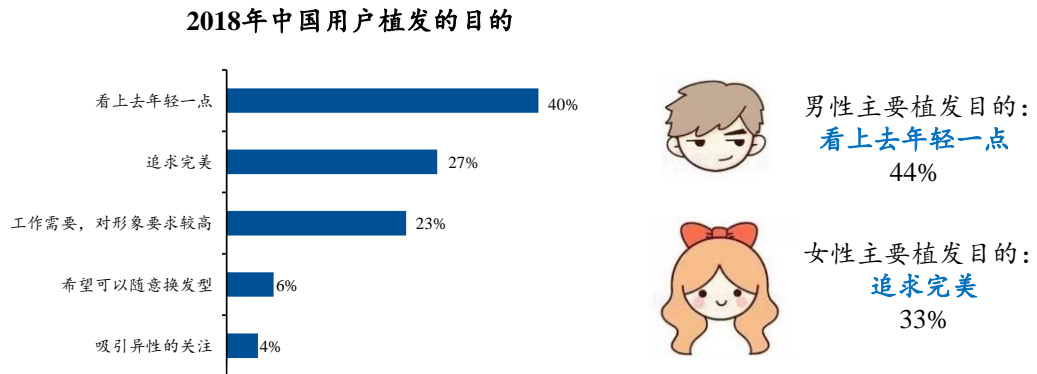


资料来源：艾媒咨询，太平洋证券整理

资料来源：阿里健康，太平洋证券整理

“颜值文化”盛行，随着民众美感提升、以及对外表的期望与要求的不断提高，消费群体均开始关注毛发稀疏显老、发际线不完美等毛发相关问题，这为扩大消费者基础作出了显著贡献。

图 12：男性植发诉求主要是希望能显得年轻一些，女性则为追求完美



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

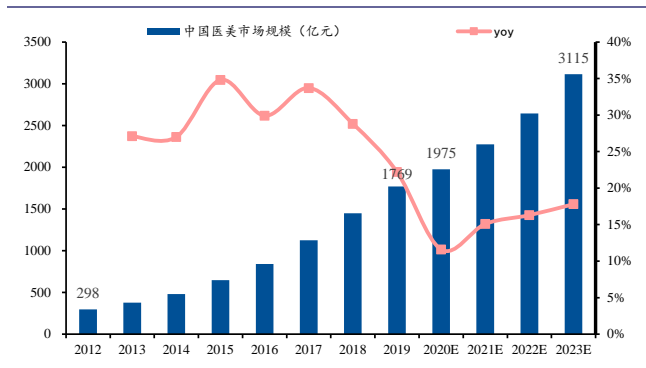
(2) 支付能力：购买力提升带动颜值经济崛起，植发医疗服务的可负担性越来越高

根据国家统计局数据，2020年中国居民人均可支配收入已增加至3.22万元人民币，其中中国城镇居民人均可支配收入已达到人民币4.38万元。国民可支配收入的提升带来人们对更多品类的消费升级，其中颜值经济为消费升级下的一大重要分支：中国医美市场规模以复合年增长率29.0%的速度，从2012年的298亿元增至2019年的1,769亿元，且预计2020年为1,975亿元。

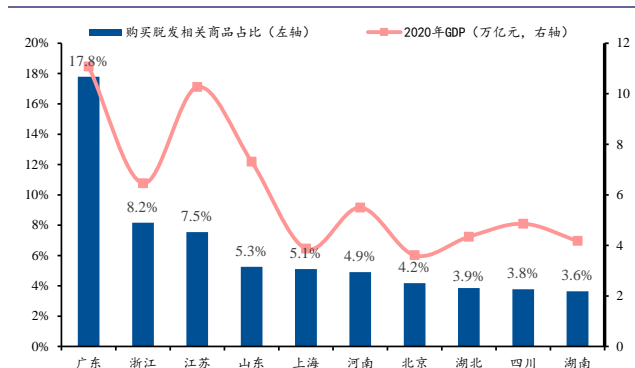
可支配收入的增长提高了购买力，也使得植发医疗比较过往任何时候更易于负担。根据阿里健康对网络消费数据的统计结果发现，GDP总值领跑全国的广东、江苏、山东、浙江四个省份，也是脱发相关商品需求量最大的前四位省份。

图 13：2012-2023 年中国医美市场规模

图 14：网络消费生发产品顾客群体的地域结构



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理



资料来源：阿里健康，太平洋证券整理

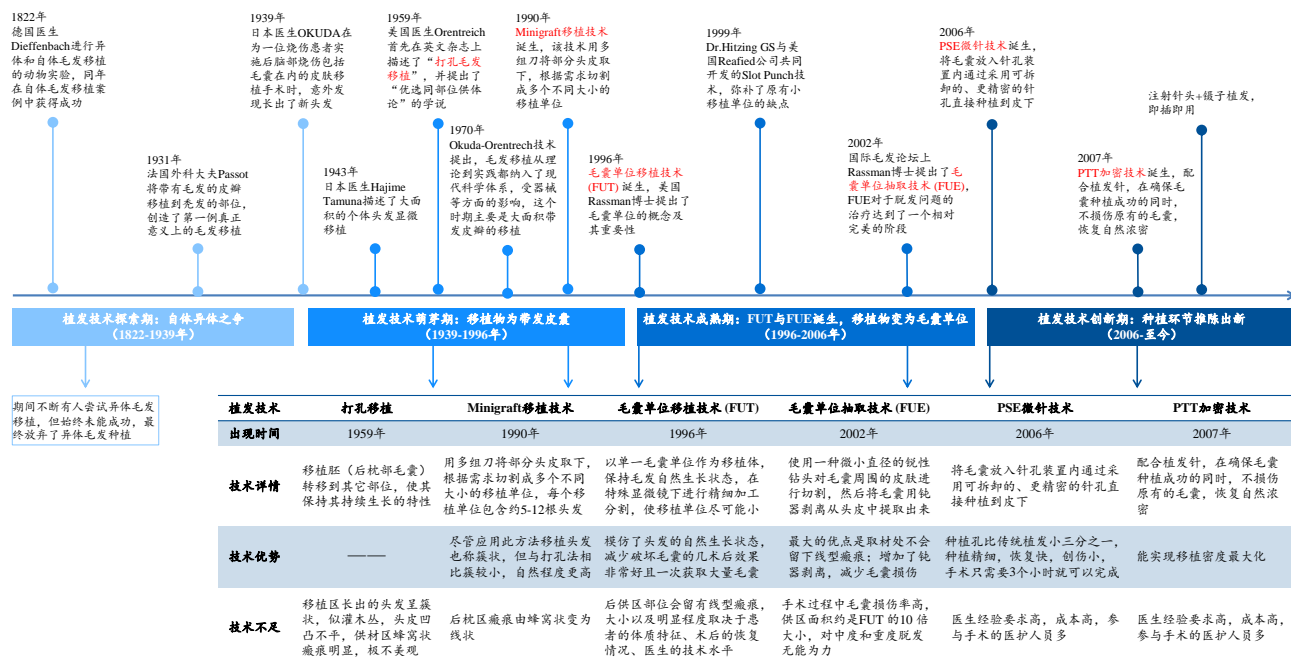
2、供给端：技术精进减少用户顾虑，消费教育持续开拓市场

(1) 技术迭代：技术精进推动市场向前发展，商家产品升级减少患者担忧

自1822年第一台毛发移植手术成功后，毛发移植术经历了将近200年的发展，技术不断更新迭代，所用器械愈加精细。从FUE到微针植发技术，植发技术创新使头皮创伤小、恢复快、疗效好、术后毛发生长密度高及生长方向自然。

针对患者对术后头皮疼痛、恢复时间长、植发成功率低等潜在性风险的担忧，现已得到了良好的解决：术中创口达到微创水平、出血少，一般术后1周消除肿胀、3-6月能看到移植区长出新发，植发成功率能到达90%。

图 15：毛发移植技术的发展历程：目前 FUT 和 FUE 技术应用最为广泛



资料来源：太平洋证券整理

表 3、接受毛囊单位移植的普通患者的预期过程

术后时间	移植区	供体区
1 天	彻底清洗移植的头发和头皮	有一些酸痛、紧绷和麻木
2-3 天	结痂基本消失，可能会出现中度发红，额头上可能会出现一些肿胀	酸痛开始消失，有些麻木可能会持续
1 周	发红和肿胀基本消失，进行第一次术后访问	酸痛基本消失，偶尔会有一些麻木持续存在
2 周	新发外观和感觉就像 4 天长的胡须	缝线开始吸收，不适感消失，麻木感开始消失
2-8 周	新移植的毛囊进入休眠期，移植的头发脱落	可吸收缝线末端的结脱落
2-4 个月	一些原始毛发可能会在移植区域脱落	供体区域没有任何残留，麻木完全消失
3-6 个月	移植的头发首先开始长出非常细的头发	——
5-10 个月	部分或全部脱落的原始毛发开始生长	——
8 个月	可以尝试梳头，头发继续生长和变厚，偶尔会出现头发质地的轻微变化	——
8-12 个月	对患者进行第二次手术评估	——
1 年	达到正常头发质量的 90%	——
1-2 年	与正常头发完全一致	——

资料来源：NHI Medical，太平洋证券整理

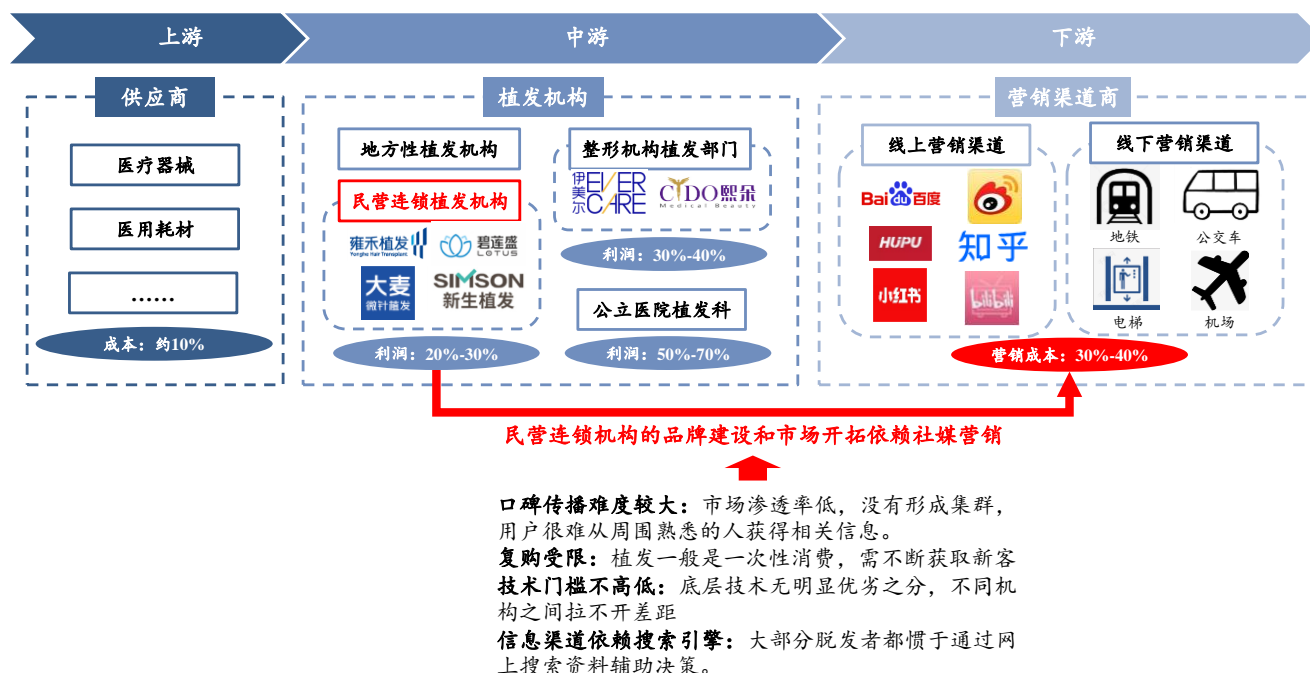
(2) 客群教育：市场开拓和品牌建设依赖社媒营销，广告方式向移动端、线下偏移

由于植发医疗服务是消费医疗服务的一种，要求植发机构对消费者教育进行长期投资，帮助公众接受植发乃解决毛发相关问题的可靠解决方案。持续加大的消费者教育投入确保了市场规模及渗透率的快速增长。与此同时，随着市场扩张，植发机构的品牌知名度及客户黏性也将随之提

升。

随着市场的扩大，教育消费者植发的营销渠道越来越多元化，植发广告方式的重心往移动端（充分利用使用手机产生的碎片化时间）、线下渠道（通过加强曝光而提升知名度）转移，消费者将更容易获得植发知识，因此更有可能接受植发治疗。

图 16: 中国植发行业产业链，以及民营连锁植发机构大量营销推广的原因



资料来源: 头豹研究院, 太平洋证券整理

表 4、中国植发机构营销模式以及 2018 年营销费用流向

	线上广告	线下广告
费用流向	搜索类 60%、信息流 5%、其他（网盟，或健康网等）5%，合计营销费用占比 70%	含电梯 LED/地铁/马路隔离带广告 20%，机场 10%，合计营销费用占比 30%
主要目的	效果类广告：百度（官网点击）、知乎（专业&科普）、微博（浏览）、豆瓣（浏览）、虎扑（男性聚集）等网络平台，以及近期活跃于视频网站热播剧中的内生广告	品牌类广告：一闪而过的广告 转化类广告：用户在广告空间停留的时间较长
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	广告牌可容纳的信息量有限 无法监测曝光量，难以评估效果 无法确定投放人群是否准确

资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

3、监管方：诊疗服务标准化和透明度提升，利好头部规范的植发机构

企查查数据显示，我国植发相关企业每年注册量从2010年的18家快速提升到2019年的142家，植发行业一路高歌猛进。但随之而来的是植发机构良莠不齐、医师缺乏专业资质的行业乱象。毛发种植虽然是微创手术，但是也涉及到麻药配比、手术室消毒、取发钻头是否合格等多个方面；如果麻醉和消毒不过关，有可能导致患者呕吐、晕厥甚至死亡的现象。

表 5、植发行业乱象相关新闻

时间	报道机构	新闻内容
2013.7.31	新京报	董某花费 2.8 万余元植发 3000 根，术后消费者挨根数清只有 1874 根
2019.3.27	荔枝新闻	孙某花费 2.5 万接受机器植发，实则为人工植发，术后新发存活率不足 50%
2020.9.15	钱江晚报	张某花 1 万元做发际线植发，术后四个月后脑大量脱发
2021.4.1	新华社	记者暗访植发培训学院，工作人员称“3 天就能学会所有植发技术，包教包会”

资料来源：太平洋证券整理

随着消费者植发意识的不断提高，市场变得更加成熟及规范，因此要求提供更加标准化及透明的服务：①政府部门：2020年4月，国家卫健委等相关部门相继出台《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》、《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》等政策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；②协会单位：我国已经成立中国整形美容协会毛发医学分会、中国中西医结合学会医学美容专业委员会毛发分会、中国非公立医疗机构协会整形与美容专业委员会毛发移植修复外科与头皮健康管理分委会等行业协会，制定行业标准，协助政府加大对植发行业监管；③植发机构：以雍禾、大麦、碧莲盛、新生为代表的国内民营连锁植发机构也各自建立医疗质量安全体系或发表行业正规声明，以身作则促进行业健康、良性发展。诊疗服务的透明化和标准化，有望利好头部规范的植发机构市占率提升。

表 6、监管趋严，政府部门和协会单位出台政策规范医美市场

时间	名称	发布单位	主要内容
2002.5	《医疗美容服务管理办法》	卫计委	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
2008.11	《医疗美容机构基本标准(修订意见)》	卫计委	针对《美容医疗机构、医疗美容科基本标准(试行)》进行修订，规定了医疗美容机构的床位、面积大员配置、设备等方面的标准
2009.12	《医疗美容项目分级管理目录》	卫计委	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，对医疗美容项目进行分级管理，毛发移植术被列为一级外科项目
2011.5	关于征求《美容医疗机构医疗美容基本标准(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
2012.8	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	卫计委	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理
2014.9	《医疗美容机构评价标准》	中国整形	在全国 7 省、直辖市共 17 家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构评价标准》

		美容协会	评价试点工作，并计划于3年内对全国民营医疗美容机构作出评价认证
2017.3	《关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》	卫计委	对包括美容外科专业、美容牙科专业、美容皮肤科专业和美容中医科专业的医疗美容主诊医师实行备案管理，并将备案信息向社会公开，供群众查询，接受社会监督
2017.5	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫计委等七部委	各有关部门相互配合，严厉打击无证行医，规范医疗美容服务行为；严厉打击非法制售药品医疗器械；严肃整治违规医疗美容培训；严肃查处违法广告和互联网信息
2020.4	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	八部委	针对医师执业资格、医疗器械管理、医美广告发布等突出问题，提出行业先行自律，政府加强监管，并推动全社会形成举报监督机制
2020.5	《毛发移植规范》团体标准	中国整形美容协会	植发机构的要求是设有医疗美容科或整形外科、皮肤外科的二级以上综合医院、医疗美容专科医院/门诊部/诊所；加强行业监督管理、规范手术操作流程，为政府监管部门有效监管提供依据
2021.6	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	八部委	严厉打击非法医疗美容活动。严格规范医疗美容服务相关药品和医疗器械生产、流通和使用监管，依法规范医疗美容服务信息和医疗广告行为，严厉打击虚假医疗美容类广告、信息以及不正当竞争行为

资料来源：太平洋证券整理

表 7、国内四大民营连锁植发机构保证医疗安全质量的举措

机构名称	安全保证举措	具体内容
雍禾	《雍禾植发“三透明”承诺书》	拒绝“影子医生”，手术全程参与；拒绝“技术包装”，技术真实透明；拒绝“低价诱惑”，收费明码标价
	五项手术协议保证	《医生亲诊手术协议书》、《术前术后收费协议书》、《毛囊成活率保证协议书》、《手术预约金保障协议书》、《全国联保协议书》
	手术直播	透过大屏幕监控同步直播手术全过程，提高行业透明度
大麦	《医疗美容质量管理认证体系》首批试点机构	2021年6月29日，作为植发行业代表受邀参加中国整形美容协会《医疗美容质量管理认证体系》启动会，并成为首批38家认证试点机构之一
碧莲盛	ZD 数字植发品质管理控制体系	将毛发检测、手术设计、专利取发、显微分离、核能营养、专利种植、毛发护养这八大专业步骤全部精细化、数字量化，力求做到“零缺陷”
新生	成立医疗质量监督管理委员会	新生植发率先提出医疗质量安全监督体系和“关注效果 平安植发”九大承诺，从源头上把控植发安全保障植发效果，将失败维权遏制在襁褓之中。

资料来源：太平洋证券整理

（二）痛点：缺乏粘性、硬壁垒低、医师不够，行业破局正在路上

随着民众可支配收入水平和对外表的自我意识提高，越来越多受过良好教育的患者对植发手术有更好的了解，加之在趋严监管下诊疗服务标准化和透明度提升，我们预期会有更多人士接受植发治疗，未来的增长潜力巨大。然而，看似发展势头良好的植发产业，当前仍面临一些困境。

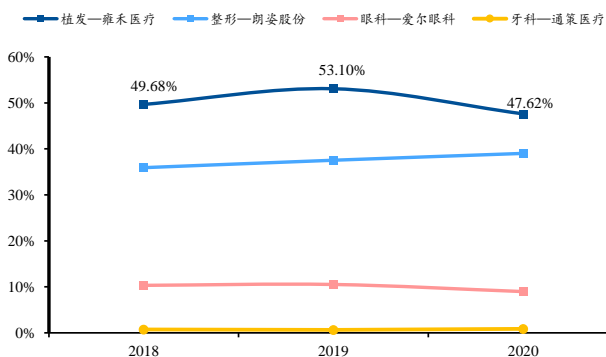
1、一次性消费的服务模式，需借助养固增强客户粘性

植发医疗服务属于一次性消费：若植发效果好，移植新生的毛发不脱落，则在一段时间内不需要进行第二次植发；若植发效果不好，由于自体毛囊有限，一般也不会进行第二次的尝试。

因此，植发行业的特性为低频高价，一方面需要源源不断地拉新以提高销量，对应为营销推

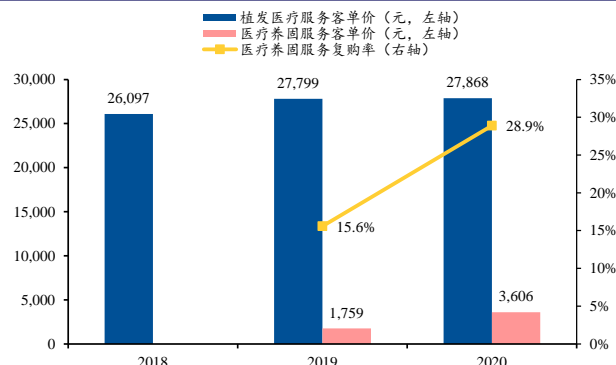
广的大额投入，获客成本较高；二是需要借助具备高频低价互补特性的医疗巩固服务，以增强客户粘性、提升复购率。

图 17：医疗服务机构的销售费用比较：植发机构最高



资料来源：Wind，各公司公告，太平洋证券整理

图 18：雍禾医疗的植发医疗服务客单价高于医疗巩固服务



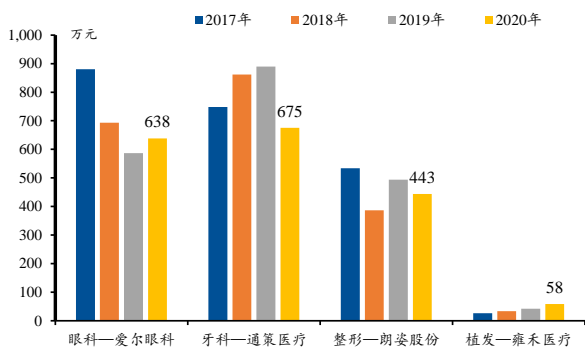
资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

2、资产、技术等硬壁垒降低，服务、品牌等软壁垒为关键

医疗服务机构配置的设备主要为手术相关以及灭菌设备，不包括大型高端的医疗设备。与其他医疗服务机构相比，雍禾医疗单家医疗机构的医疗设备、电子设备的配置成本均处于较低水平，从而看出植发机构对于重资产的初始投入较低，虽然这使得快速的连锁扩张相对容易，但是也失去了投资和技术的行业天然的竞争壁垒。

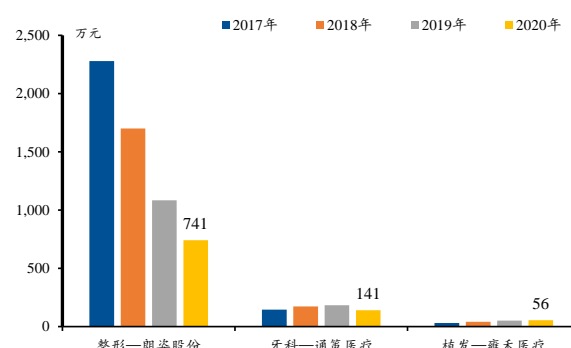
植发医疗服务行业发展前期以技术迭代所带动的产品升级为基础；随着FUT和FUE的植发技术的广泛应用，机构之间的底层技术差异缩小，服务、品牌等综合能力成为现阶段竞争的关键性因素。尽管植发是风险最小的手术之一，但患者倾向于选择声誉良好的植发医疗服务机构，因为此类机构通常拥有经验丰富的医师及强大的医疗机构网络，能够提供全面的治疗后服务，且最为重要的是拥有曾经进行大量手术的良好佳绩记录。

图 19：单家医疗机构的医疗设备成本比较：植发机构最低



资料来源：Wind，各公司公告，太平洋证券整理

图 20：单家医疗机构的电子设备成本比较：植发机构最低



资料来源：Wind，各公司公告，太平洋证券整理

3、对医师经验、技术、眼力、体力要求较高，人才供给失衡境况亟待改善

作为一种微创手术，植发需要通过微小的切口进行，其过程较传统手术需要更高的精准度，需要丰富经验才能保证麻药剂量配比、提取毛囊的最小损坏和速度控制、打孔的大小深浅间距适宜、术后毛囊的存活率等；因此，植发手术应由经过严格专业培训及长时间实践经验的合资格医师进行。考虑到中国合资格医师的供应有限及监管环境严谨，中国植发医疗服务市场的新入行者将面临挑战。

随着医师多点执业政策的实施，更多医疗专业人员可在植发机构执业提供服务，从而加速了市场的专业化及可及性；此外，国家卫计委直属中国医师协会主办全国范围的毛发移植专业培训，更好地落实毛发移植从业人员的规范标准，提升其技术水平，为社会输送更多的专业技术人才。

表 8、植发手术人员分工以及操作情况

手术流程	操作人员	操作人数	使用工具	操作难度	操作时间
术前头皮消毒	护士	1人	碘伏	简单：充分消毒，实现无菌操作	——
打麻药	医生	1人	利多卡因	较难：麻药的剂量掌控很重要，事关患者的健康	——
提取毛囊	医生	1人	镊子、微针提取器	较难：非常精细，过程不间断，需要医生有高超的操作技巧	80-120mins
分离毛囊	护士	3-4人	镊子、营养液	简单：分离毛囊周围的组织，将一些毛囊分离成单根头发，需要时间和耐心	≈100 mins
种植区打孔	医生	1人	打孔器；宝石刀	较难：高强度、需要一气呵成，并保持孔的间距合理，这样种植出来的头发才自然	40-60 mins
往孔里种头发	护士	1-2人	镊子；植发笔	简单：将分离好的毛囊逐个地种在打好的孔里，费时费力	100-120 mins

资料来源：太平洋证券整理

注：操作时间以3000毛囊单位为例

(三) 趋势：综合毛发管理为方向，连锁化率提升可预见

中国植发医疗服务市场或将受到以下趋势的影响：①毛发相关问题复杂，全面的诊断及治疗能力已成为服务提供商的关键，市场或呈现由植发医疗机构向一站式综合毛发管理医疗机构发展的趋势；②由于植发需求和操作流程标准化、初期耗材设备投入金额不大、医生培育周期较短、连锁品牌塑造更具规模性等因素，植发医疗机构易于扩张、连锁化率有望提升；③随着低线城市可支配收入提升、当地公立医疗资源有限，连锁植发机构在逐步下沉，有望逐步侵袭甚至占领单体植发机构市场。

1、服务提供商向一站式综合毛发管理发展

植发医疗服务市场呈现由植发医疗机构向一站式综合毛发管理医疗机构发展的趋势，这意味

着毛发治疗的所有需求均可在一个医疗机构的一站式服务中得到满足，主要是由于：①毛发问题往往由多种因素引起，难以通过任何一种单一的治疗方法来解决，需要专业诊断及不同的治疗方案。综合毛发管理医疗机构可满足消费者的多样化需求，包括所有毛发相关问题，而不仅仅是脱发。②根除毛发相关问题，需要结合不同治疗方案的综合治疗计划，以保持及加强效果。③为达到最佳治疗效果，从广泛的治疗毛发相关问题的方案中选择最合适的治疗组合至关重要，包括药物、专业或医疗设备、可能的手术及毛发养固产品。从而，全面的诊断及治疗能力已成为服务提供商的关键，只有一站式综合毛发管理医疗机构才能满足所有要求。

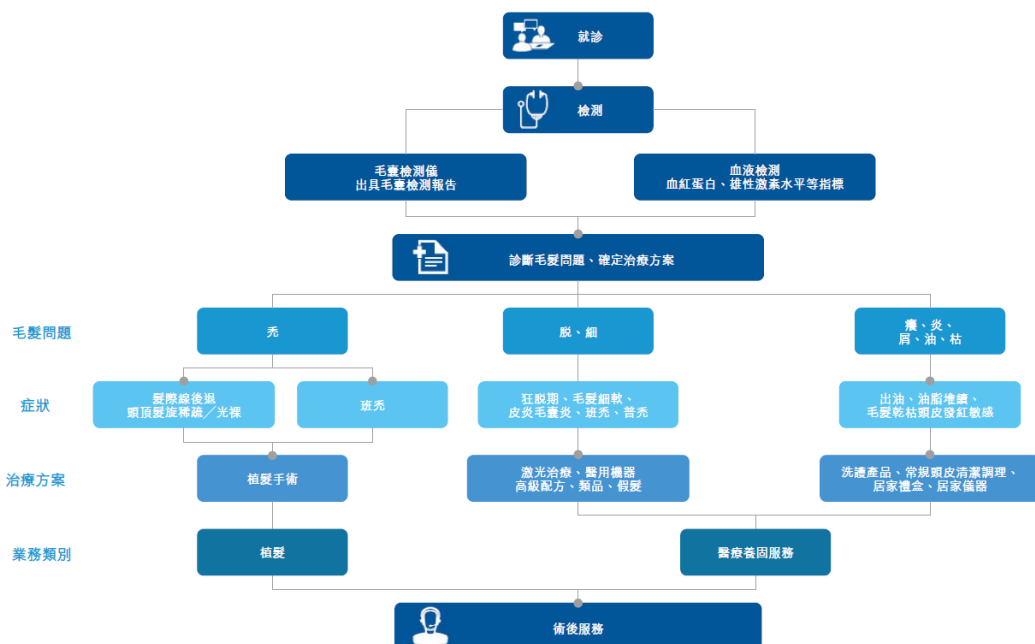
表 9、连锁型民营植发机构与专业养发机构的合作

机构名称	合作品牌	合作方式	合作企业业务	合作企业评价
雍禾	史云逊	收购	护发养发产品、养发馆	英国伦敦权威健发品牌，拥有国际资深发理学科研成果和在全球 50 余年的专业健发经验
大麦 (原料发源)	国颐堂	战略协议	护发养发产品、养发馆	中医药养发领军机构，全国拥有 1600 家加盟门店
新生	极客侠	战略协议	补发、 高端定制假发	国内高端假发定制领域领导者，市场占有率达 78%

资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

以雍禾医疗为例，其一站式毛发医疗服务一般服务流程包括就诊与检测、诊断和治疗规划、治疗和治疗后服务，为中国的植发医疗服务市场及医疗养固服务市场各自的最大服务提供商，2020 年在植发医疗服务市场及医疗养固服务市场的市场份额分别约为 11% 及 5%。

图 21：雍禾医疗一站式毛发医疗服务的一般流程



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

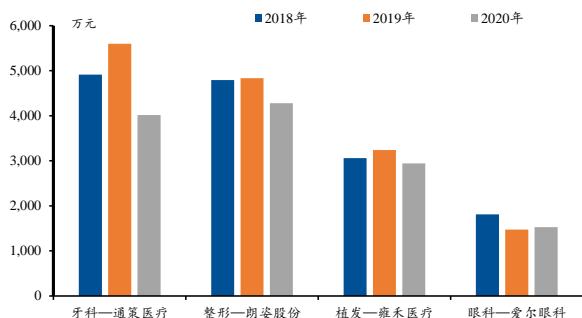
2、连锁化率有望提升，国内市场四分天下、雍禾为首

中国提供植发医疗服务的医疗机构非常广泛，包括公立医院（植发科）和民营医疗机构（包括连锁植发机构、单体植发机构及美容机构的植发部门）：①中国公立医院很少进行植发，导致中国患者对植发的庞大而快速增长的需求并无得到满足。相比之下，民营医疗机构凭借其丰富的植发手术经验，更有能力满足该等未满足的医疗需求，因而拥有巨大的增长潜力。②与单体植发机构相比，连锁机构易于塑造品牌、并更能够为其植发医疗服务提供质量保证，因此将受到潜在患者的青睐。③此外，相对美容连锁机构的植发部门，植发连锁机构在消费者群体中具备更为专业的形象，且打通上下游生态链、能够提供一站式综合毛发管理服务，全面的诊断及治疗能力更胜一筹。

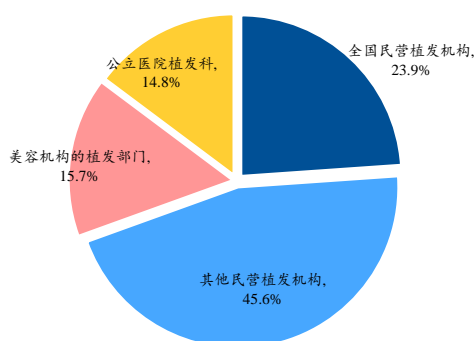
由于植发治疗主要是一次性服务，客户非常重视安全性及疗效；因此，连锁医疗服务能力为一项强大的竞争优势，可保证网络中的所有医疗机构均具有一致的高标准医疗质量及营运能力。此外，由于植发需求和操作流程标准化、初期耗材设备投入金额不大、医生培育周期较短等因素，植发医疗机构相对于其他医美机构更易于扩张，连锁化率有望提升。

图 22：单个医疗服务机构的收入比较

图 23：2020 年中国植发医疗服务市场份额



资料来源: Wind, 各公司公告, 太平洋证券整理



资料来源: Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理
注: 全国民营植发机构指雍禾医疗、集团A、集团B及集团C

表 10、中国主要植发机构类型的比较

机构类别	全国连锁型民营植发机构	区域非连锁型民营植发机构	民营美容机构的植发部门	公立医院植发科
代表机构	雍禾医疗、碧莲盛、新生植发、大麦	成都恒博植发、上海九龙植发研究所	伊美尔、熙朵	广东省人民医院、上海九院、华山医院
优势	1. 服务质量极佳 2. 机构专业性有保障 3. 连锁机构规模较大	1. 设立门槛低, 运营灵活 2. 价格便宜	1. 服务质量较好 2. 医生资源充足	1. 安全有保障 2. 医生符合从业资格
劣势	1. 设立门槛高, 投资规模大, 回报周期长 2. 营销过重, 可能存在夸大宣传	1. 手术质量、医生专业性、以及售后服务难以保障 2. 个体 IP 溢价较弱 3. 很难持续经营, 大量私立机构短期内倒闭	1. 非植发专科医院, 专业性可能不强 2. 价格偏高	1. 供不应求影响服务质量 2. 部分采用外模式包, 与私立机构区别不大 3. 技术相对保守、更新较慢
营销渠道	重营销, 搜索引擎、线下广告投放、医美 O2O 平台等	个人口碑营销或医美 APP 等同线下美容机构合作等渠道	重营销, 搜索引擎、线下广告投放、医美 O2O 平台等	禁止营销
专业程度	连锁民营=公立医院>美容机构>非连锁民营			
植发价格	公立医院=美容机构>连锁民营>非连锁民营			
市占率	非连锁民营(45.6%)>连锁民营(23.9%)>美容机构(15.7%)>公立医院(14.8%)			
利润率	公立医院 (50-70%)>非连锁民营 (40-50%)>美容机构 (30-40%)>连锁民营 (20-30%)			

资料来源: 艾瑞咨询, 头豹研究院, 太平洋证券整理

目前全国有近千家植发机构, 鱼龙混杂, 其中机构规模、专业水平、知名度各各项指标都比较突出的是雍禾、碧莲盛、大麦和新生, 这4家机构几乎都拥有自主专利的无痕植发技术。截至2021年6月17日, 雍禾医疗在中国50个城市经营51家医疗机构, 为中国最大及覆盖面最广的连锁植发医疗机构。

表 11、中国大型连锁型民营植发机构基本情况比较 (截至 2020 年 12 月 31 日)

机构名称	雍禾	碧莲盛	大麦	新生
成立时间	2005 年	2005 年	1997 年 (原科发源)	2001 年
总部位置	北京	北京	北京	南京
机构数量	48 家	29 家	30 家	32 家
医师数量	189	60	70	55
2020 年植	51,000 例	30,000 例	37,000 例	25,000 例

发人数				
2020 年植发收入与市场占有率	14.1 亿, 10.5%	7.1 亿, 5.3%	6.0 亿, 4.5%	4.9 亿, 3.6%
特色技术	宝石刀打孔种植、LATTICE 点阵加密技术、UHE 立体艺术无痕技术	SHT 无痕植发技术、BHT 无痕植发技术, 提升器械精密度	PSE 微针种植技术、PTT 微针种植技术, 开创高密无痕专利植发	新微针 3d 植发技术、TDDP 毛发种植技术
机构优势	营销宣传能力强, 医师团队庞大, 医生经验丰富, 国内覆盖率高, 口碑好	侧重于建设亚洲人毛囊的植发技术体系, 专业性强	成立时间早, 最早引进国外 FUT 技术, 医生经验丰富, 知名度高	艺术形象设计好、环境优美、服务好
国际化进程	收购源自美国的知名植发医疗服务提供商“显赫植发”的香港业务	受邀参加法国经济峰会	2018 年在美国建立中国首家海外植发医院	2019 年与泰国 HHH 植发机构、新加坡新丽植发机构建立合作关系
发展方向	规模扩张、降低销售费用	打造毛发健康产业链, 不断扩大品牌影响力	规模扩张, 国际化布局	侧重植发人才培养, 走产学研一体化道路
融资情况	2017 年 9 月获得中信产业基金注资 3 亿元; 2021 年 6 月赴港 IPO	2018 年 1 月获得华盖资本 5 亿元融资	——	——

资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

表 12、中国部分连锁型民营植发机构的项目收费比较

机构名称	雍禾	碧莲盛	大麦	新生
头发种植	FUE 植发: 10 元/单位	SHT 无痕植发: 12 元/单位	微针植发: 13 元/单位	FUE 微创植发技术: 10 元/单位
	LATTICE 点阵植发: 20 元/单位	BHT 无痕植发: 15 元/单位	微针加密植发: 18 元/单位	微针植发技术: 15 元/单位
	LATTICE 点阵加密植发: 40 元/单位	BHT 不理发提取技术: 50 元/单位	微针艺术植发: 30 元/单位	3D 植发技术: 20 元/单位
眉毛种植	单侧 15000 元, 双侧 30000 元	单侧 15000 元, 双侧 30000 元	微针加密植眉: 25800 元	单侧 8888 元
鬓角种植	单侧 15000 元, 双侧 30000 元	单侧 15000 元, 双侧 30000 元	微针艺术鬓角: 18000 元	——
	胡须修复: 15000 元	单上唇或下颚: 15000 元	——	——
胡须种植	山羊胡: 15000 元	上唇+下颚: 26000 元	——	——
	八字胡: 15000 元	——	八字胡: 18000 元	胡须种植: 18000 元
	口子胡: 30000 元	口子胡: 30000 元	口子胡: 28000 元	——
	络腮胡: 36000 元	络腮胡: 36000 元	络腮胡: 38000 元	——

资料来源: 太平洋证券整理

3、向低线城市渗透, 连锁植发机构侵袭单体植发机构市场

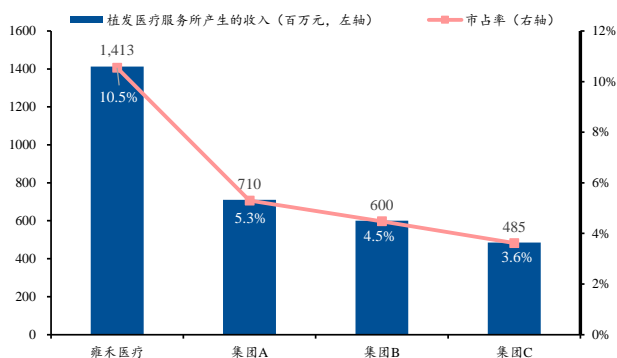
中国的低线城市及农村地区正变得更加城市化及富裕, 且越来越能够负担得起更优质的植发医疗服务。此外, 低线城市的公立医疗资源有限, 大部分公立医院甚至不提供植发医疗服务, 这进一步推动了民营植发医疗机构的发展。因此, 低线城市的消费者已成为市场参与者的重要目标群体。随着植发医疗服务提供商在低线城市的渗透, 连锁植发机构将逐步侵袭甚至占领单体植发机构市场。

三、重点企业：雍禾医疗——深耕植发16年，中国最大的植发医疗服务提供者

(一) 公司概况：植发医疗服务的各项指标领先同行

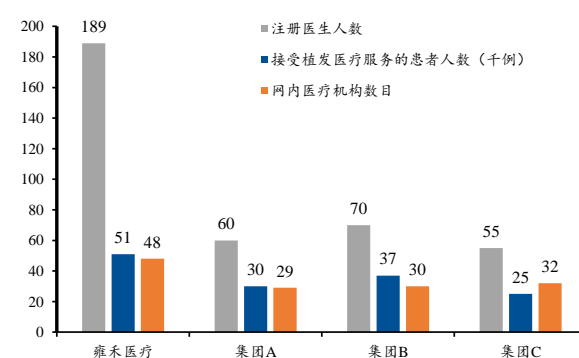
雍禾医疗成立于2005年，2010年成为中国首家通过ISO认证的植发医疗服务提供商，当前是中国最大的专门从事提供一站式毛发医疗服务的医疗集团：2020年植发医疗服务所产生的收入、就诊植发患者人数，截至2020年末的注册医生人数、运营中医疗机构数量，均远超其他中国毛发医疗服务提供者。

图 24：2020 年民营植发机构的植发收入及市占率



资料来源：Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

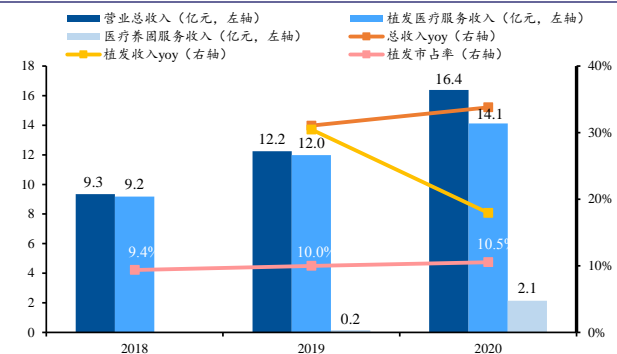
图 25：2020 年民营植发机构的医生、患者、机构数量



资料来源：Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

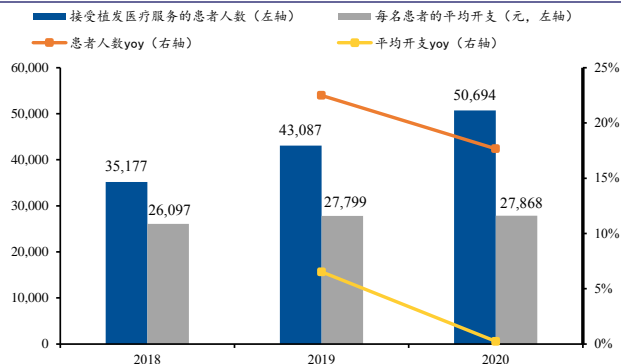
2018-2020年，公司植发医疗服务所产生的收入分别为9.2、12.0、14.1亿元，市场份额分别为9.4%、10.0%、10.5%。根据Frost & Sullivan的资料，2020年受到新冠肺炎爆发的负面影响，中国医疗植发机构平均收入下降了约15%，而同期雍禾医疗的营业总收入、植发医疗服务收入仍然分别实现了33.8%、17.9%的增长，每名患者的平均开支也保持稳中有升的水平。

图 26：雍禾医疗植发医疗服务收入及市占率变动



资料来源：Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

图 27：雍禾医疗植发医疗服务的患者人数及平均开支



资料来源：Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

（二）先发优势：规模、品牌、资本三方助力造壁垒

雍禾医疗深耕细作植发行业16年，相对于后进入者已经建立起一定的优势：①规模效应：拥有51家门店覆盖50个城市，较大的运营规模使得公司能够从供应商获得有利的条款、提高运营和广告效率。②品牌效应：全方位在消费者心中树立品牌的概念，并随着影响力的不断加深，机构的获客成本有望呈现下降趋势，而获医能力则逐步提升。③资本效应：随着中信产业基金的加入，公司在财务、管理、议价、商机方面均有所获益。

1、规模效应：运营 51 家门店覆盖 50 个城市，门店经营指标优秀

雍禾医疗拥有行业领先的运营能力，得以有效控制成本、提高运营效率和盈利能力。而其运营能力首先得益于巨大的规模效应：能够从供应商获得有利的条款、提高运营和广告效率，并分配更多的资源投资于研究和基础设施，同时能实现集团内资源的高效调配，提高整体运营效率。

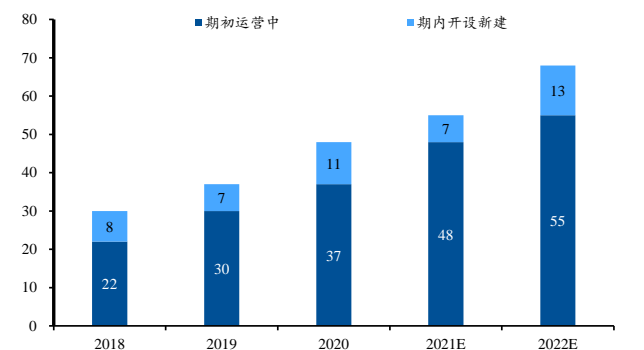
截至2021年6月，雍禾医疗合计运营51家植发医疗机构，覆盖中国50个城市；同时，以平均每年新建9家门店的速度实现快速扩张，运营中的医疗机构数量持续领先其他中国毛发医疗服务提供商。

图 28：雍禾医疗的医疗机构网络（截至 2021.6）



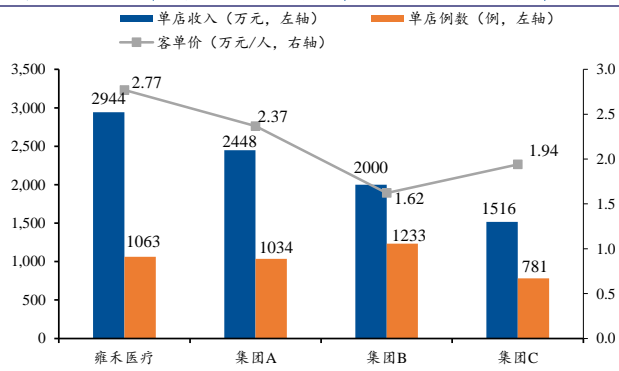
资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

图 29：雍禾医疗每年运营中医疗机构数量变动



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

图 30：2020 年民营植发机构的单店收入/例数、客单价



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

雍禾医疗的门店数量较多，得益于规模效应提升运营能力，门店经营指标相对优秀：2020年平均单店植发医疗服务收入2944万元，客单价2.77万元，均领先于国内同行企业；若纳入医疗巩固服务，则平均单店收入3413万元，客单价1.49万元。从具体门店来看，收入贡献前五大的医疗机构分别为北京雍禾、广州雍禾、深圳雍禾、成都雍禾和上海雍禾，2020年平均单店收入1.02亿元，客单价3.35万元。

表 13、雍禾医疗前五大医疗机构的概要（包含植发医疗服务和医疗巩固服务收入）

医疗机构	成立年份	店龄	2020 年营收 (亿元)	2020 年植发患者人数	客单价 (万元/人)	建筑面积 (平方米)	坪效 (万元/平方米)	医疗专业 人员人数	人效 (万元/人)
北京雍禾	2013 年	8	1.40	3,792	3.70	4,012	3.50	67	209
广州雍禾	2013 年	8	1.06	3,233	3.27	6,174	1.71	67	158
深圳雍禾	2015 年	6	1.04	3,210	3.25	5,225	1.99	53	197
成都雍禾	2012 年	9	0.80	2,599	3.09	3,220	2.49	38	211
上海雍禾	2015 年	6	0.77	2,323	3.34	1,786	4.34	43	180
Top5 平均	-	7	1.02	3,031	3.35	4,083	2.49	54	190
Top5 占比	5/48	-	31.0%	13.8%	-	22.2%	-	23.6%	-
雍禾医疗	2005 年	16	16.38	109,816	1.49	92,037	1.78	1134	144

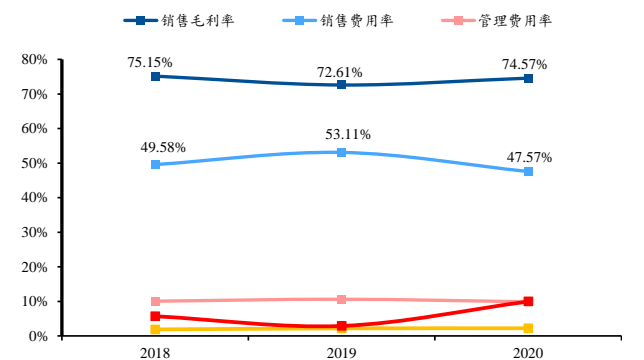
资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

注：由于此表营收统计口径同时包含植发医疗服务和医疗巩固服务，故整体客单价1.49万元明显低于植发客单价2.77万元。

2、品牌效应：“线上+线下”“长期+短期”结合的全方位营销策略

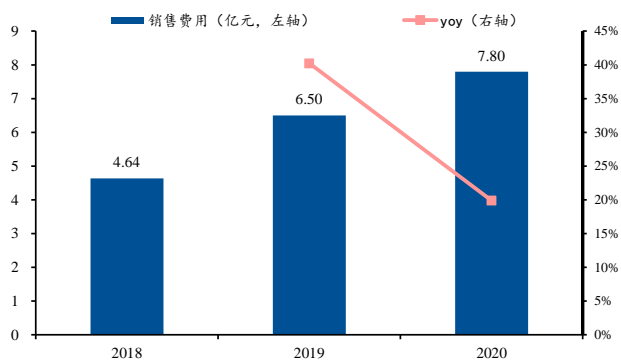
植发行业处于发展初期，竞争格局较为分散，消费者信任是连锁医疗机构实现快速拓张的关键；因此，品牌建设和消费者教育的投入，与树立起良好的品牌声誉及取得稳定的患者流量呈现较为直接的正相关关系；而且随着品牌影响力的不断加深，机构的获客成本有望呈现下降趋势，而获医能力则逐步提升。从公司盈利能力分析指标可以看到，凭借标准化及高度可延展的商业模式、行业领先的运营能力，雍禾医疗得以有效控制成本、提高运营效率和改善盈利能力，

图 31: 雍禾医疗盈利能力分析: 销售费用率高达 50% 左右



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

图 32: 雍禾医疗的销售费用每年同期增速趋缓



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

雍禾医疗在促进客户对公司品牌和服务的认知度方面进行大量投资, 现已设计一套全面的营销策略, 并采用在线和线下渠道相结合的办法, 使用多种形式的广告来宣传公司的产品及服务, 吸引更多广泛的客户基础。

表 14、雍禾医疗全方位的营销策略

营销策略	短期-提升知名度	长期-培育影响力
线上渠道	与百度合作, 展开以搜索引擎为基础的推广; 与微博、哔哩哔哩及抖音等大型社交网站及在线社区合作, 设计更具针对性的营销策略	与腾讯和字节跳动等中国大型在线渠道合作, 投放展示广告
线下渠道	对于具有对毛发服务巨大需求的重点城市: 在地铁站、大型写字楼、购物综合体及电影院等客流量大的线下站点投放展示广告	① 对于字节跳动、爱奇艺等大型互联网公司, 以及金融行业的大型企业: 举办研讨会, 分享毛发养护相关知识, 介绍雍禾服务的裨益, 同时回答雇员的问题 ② 发起“雍禾脱发关爱计划”公益项目积极承担社会责任, 为烧伤、烫伤及其他事故导致脱发的患者免费进行植发医疗服务 ③ 2020 年武汉爆发新冠肺炎疫情期间, 向武汉市慈善总会捐赠资金和其他资源

资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

从雍禾医疗每年前五大供应商中我们发现, 公司购买的广告服务有结构性的变化: 搜索引擎相关广告、地铁站展示广告的占比略有下降, 而透过社交网络平台/在线社区进行推广服务的比例在逐渐提升; 这主要是因为随着百度竞价搜索带来的转化率越来越低, 以及逐渐上升的搜索费用, 公司提出“去百度化”的概念, 转变民营机构依靠搜索转化的痛点, 从渠道转向品牌, 强调在消费者心中树立品牌的概念。公司还计划通过在全国建立我们的示范体验中心和完善体验服务, 以提升品牌知名度。

表 15、雍禾医疗每年 TOP5 供应商中广告服务提供商的情况

供应商	提供的产品或服务	2018 年		2019 年		2020 年	
		购买金额 (百万元)	收入占比	购买金额 (百万元)	收入占比	购买金额 (百万元)	收入占比
供应商 A	搜索引擎相关广告	119	12.8%	169	13.8%	81	4.9%

供应商 B	地铁站展示广告	19	2.0%			
供应商 C	地铁站展示广告	17	1.8%			
供应商 F	透过社交网络平台进行推广服务			32	2.6%	29 1.8%
供应商 G	透过在线社区进行推广服务			25	2.1%	
供应商 H	电梯展示广告			15	1.2%	
供应商 I	透过在线社区进行推广服务					115 7.0%
供应商 J	电梯展示广告					28 1.7%
供应商 K	透过在线社区进行推广服务					26 1.6%
合计		155	16.6%	241	19.7%	279 17.0%

资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

最终而言，斐然的声誉基于公司良好的服务素质，因此最有效的营销渠道是满意而归的客户对公司的自发口碑推荐。根据Frost & Sullivan对逾1,100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。

3、资本效应：在财务、管理、议价、商机方面均有所获益

2017年，中信产业基金投资雍禾医疗，除了给予财务上的支持外，还与公司的管理团队密切合作，帮助公司加强企业管治及进一步拓展业务：①中信产业基金在管理和提升消费医疗行业的公司方面拥有丰富的经验，并对公司价值创造的发展战略及持续增长方面提供了宝贵指导；②借助中信产业基金于拥有控股权益的投资组合所享有的强大议价能力，公司与供应商及其他业务伙伴协商时能够争取较优惠的条款；③公司亦可从中信产业基金由行业专家、精英及企业组成的广大网络而得益，带来各种具有协从效益的商机，同时保持完全独立运作；例如中信产业基金引入史云逊的中国内地业务及显赫植发的大中华区业务等收购目标，加快公司的业务扩张。

（三）可复制性：标准化管理输出、精细化服务能力是持续扩张的保障

连锁医疗服务能力，可保证网络中的所有医疗机构均具有一致的高标准医疗质量及营运能力，为医疗机构实现异地扩张的重要保证。雍禾医疗通过高度标准化的服务流程，确保患者在公司网络的任何医疗机构均能够得到优质医疗服务；并在确保服务质量的前提下，实现了医疗机构的快速扩张。

1、服务内容：高品质服务贯穿术前中后，结合在线服务提升用户体验

雍禾医疗建立了以医学毛发状况为核心，辅以手术、仪器、药物等多种治疗手段的标准化毛发医疗服务一站式体系。

(1) 术前医疗检查：首先以检测为出发点，对每一位来到雍禾旗下医疗机构的患者，公司可以提供一份综合诊断报告，详细告知其脱发原因、毛发问题性质和类别；还通过分析头皮、毛囊状态等，为患者提供专业的综合一站式治疗方案，方案包括植发手术、医疗养固服务、假发等。

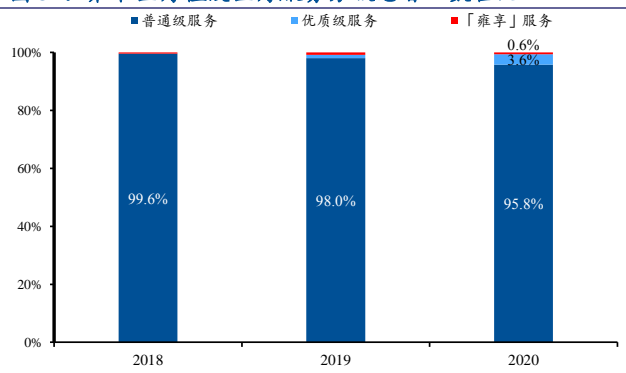
(2) 手术治疗：为满足不同消费能力的患者群体多样化的医疗需求，雍禾医疗利用自身医疗队伍庞大且经验丰富的独特优势，策略性地建立一套多层次服务体系。具体而言，公司提供三级根据医生经验及技能加以区分的植发医疗服务，并考虑手术复杂程度、市况、竞争者的定价政策和经营成本等多项因素后，为不同的服务等级定价；并采纳统一的定价指引，一般就网络内所有医疗机构的服务收取相同价格。从2018-2020年的分级患者人数占比中可以看到，接受“雍享”服务的患者人数实现了较为明显的突破，且患者消费总额逐年上升，显示公司成功拓展了高端患者群体。

图 33：雍禾医疗提供个性化三级植发医疗服务

服务类型	医生经验及技能	价格水平(元)	2020年患者人数
普通级服务	标准植发手术	20,000-30,000	48,575
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	30,000-50,000	1,827
“雍享”服务	由业内知名植发专家进行个性化植发手术	>100,000	292

资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

图 34：雍禾医疗植发医疗服务分级患者人数占比



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

(3) 术后服务：良好的术后服务有利于提升客户的整体治疗体验，从而有利于品牌影响力的提升、以及患者之间的口碑推荐程度。因此，植发手术后公司会有专业的术后服务团队为患者提供术后咨询和关怀服务，保证客户对医疗服务的满意度。

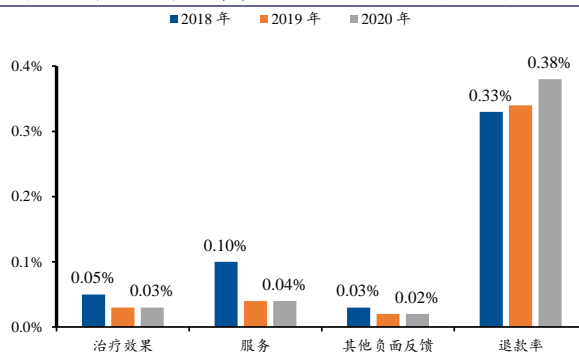
截至2021年6月，公司设有由100名专业人员组成的团队负责客户满意度。指定一个团队处理客户院部提出的任何投诉，积极回应并提供解释和安抚，及时与分院进行了解；在配合院部总经理进行处理、解决客户的疑虑之后，公司将调查有关案例并分析；视具体情况而定或会向客户提供退款。下表概述2018-2020年期间的投诉率及收到的负面反馈的性质均较低，并且所列的所有负面客户反馈已得到妥善处理和满意解决。

图 35: 雍禾医疗的术后服务项目

类别	时间	术后服务项目
到院 复查	术后 7 天内	拆纱布、洗头、清理血痂
	8 天 - 3 个月	复查、光动力及术后修复护理
	4 - 12 个月	复查、检测恢复情况等服务
远程 复查	——	术后复查、术后恢复、术后用药等相关指导

资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

图 36: 雍禾医疗投诉率及收到的负面反馈的性质



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

注: 投诉率分别按照按投诉“治疗未达到预期/投诉对疗程服务不满意/其他负面反馈”的客户人数除以客户总数计算; 退款率按植发手术退款金额除以植发手术收入计算

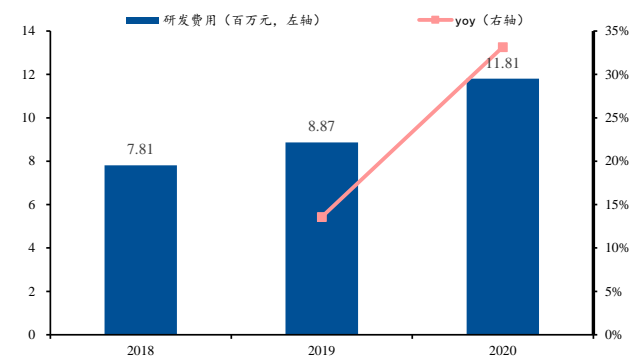
(4) 线上服务: 除完善线下服务外, 雍禾医疗也在积极推动在线医疗服务, 建立了一支专责的在线医疗团队。公司的在线医疗服务系统可以实现患者病历等医疗文书的实时上传, 为患者提供便捷、专业的在线咨询和术后复查服务。公司还利用互联网平台提供在线医疗服务, 例如在微信开发毛发管理小程序, 以方便患者获得植发手术介绍、医生资格、价格资料、近期优惠政策等信息。截至2021年6月, 公司的微信服务平台——毛发管家拥有超过73.3万名注册用户。

2、技术开发: 持续不断的产品和服务创新, 构建一站式毛发医疗服务体系

雍禾医疗通过不断的产品和服务创新, 构建一站式医学毛发服务体系以满足广泛患者的医疗需求; 通过与三甲医院专家和知名院校合作, 不断提高研发和诊疗能力; 推动在业务中利用数据运用与分析、智能服务和在线服务等新技术, 并率先采用。上述产品/服务的创新, 都有望巩固公司在业内的领先地位, 并为未来增长提供持续动力。

(1) 原创性技术: 为了持续提高患者对医疗服务的满意度, 雍禾医疗不断开发医疗技术。截至2021年6月, 公司持有6项医疗技术发明专利。这些技术的应用, 进一步提高了手术的安全性和质量: ①为了不断提高毛发诊断的准确性及自动化, 公司自主研发了毛发检测仪, 采用智能图像识别、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, 内容包括头皮状况分析、皮脂检测分析、毛囊健康分析、头发密度分析、头发直径分析、医生诊断结果和建议等, 大大提升了患者就诊体验度和服务专业化程度。②为了提升患者舒适度以及植发治疗的安全性与透明度, 公司正在开发各种器械及设备, 如治疗床、智能无影手术灯、毛囊分离仪、毛囊移植机械臂等。③公司还开展了不剃发植发、无痛手术及术中舒适关怀及手术室减压等创新的医疗技术服务, 以正在开发假发及功能性枕头等多款术后服务附属产品, 以提升了患者就医和康复阶段的体验和满意度。

图 37：雍禾医疗研发开支情况



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

图 38：雍禾医疗的智能毛囊检测仪



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

(2) 产学研合作：雍禾医疗已与中山大学订立长期合作安排，合作研究毛囊再生技术、异体毛囊移植免疫排斥解决方案、新型预防焦虑诱导脱发的小分子药物开发、多功能型植发手术床、温和型泡沫洗发水等，并初步取得成果。

毛囊移植可以有效的解决头发稀少的缺陷，然而自体毛囊数量有限，所以毛囊再生技术是解决该问题的理想途径。2021年3月，公司旗下的雍禾技术研究院与中山大学医药学院（深圳）王旭升团队开展了利用干细胞再生毛囊的研发项目。毛囊是人体最小的器官，其结构和功能相对简单，因此相比其他器官更容易实现克隆。该研究将利用自体iPS细胞克隆、通过CRISPR/Cas9技术对iPS细胞进行基因修饰，最后通过异种嵌合体的方法形成具有完整结构和功能的毛囊。人体毛囊再生技术一旦应用于临床治疗，将进一步确立我国脱发治疗技术领先地位，也将推进整个植发行业快速健康发展。

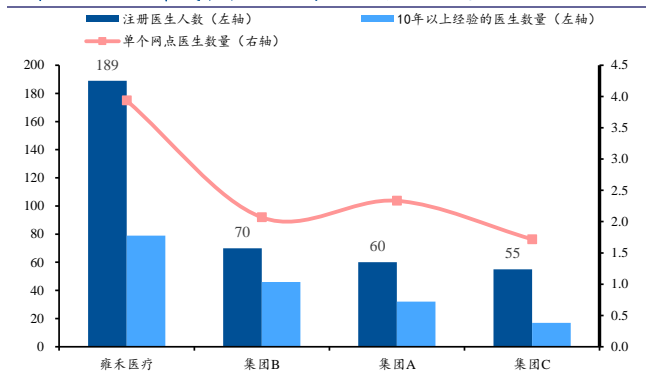
(3) 智能新技术：雍禾医疗已开发及推出一套智能咨询服务软件，利用人工智能客服算法，可对患者在线的图文/电话/视频咨询提供自动化、智能化的实时回复。该软件有助公司对患者进行在线初筛和分诊，亦可实时上传医疗就诊记录，方便公司对患者进行术前和术后管理，并能够因应不同类型和不同治疗需求的患者自动提供定制服务，例如在术前不同阶段向患者提供自动关怀服务，以及在术后不同阶段预测和满足患者的需求。

3、人才资源：多种渠道引入优质医师，内部培育体系成熟完善

专业人才为毛发医疗服务行业的核心，雍禾医疗专注于建立健全的人才的引进、保留、培养计划，以支持门店的持续扩张。①人才引进：持续引进公立医院的毛发诊疗专家医生进行坐诊、人才带教培训，还计划与高校、三甲医院合作，引入更多优秀的专业人才；②人才保留：以具有竞争力的薪酬待遇和人才发展政策吸引高素质人才，提高公司的运营和管理能力；③人才培养：将进一步优化内部的人才培训，如设立专门的部门和聘请专职人员等，为公司持续不断地培养专

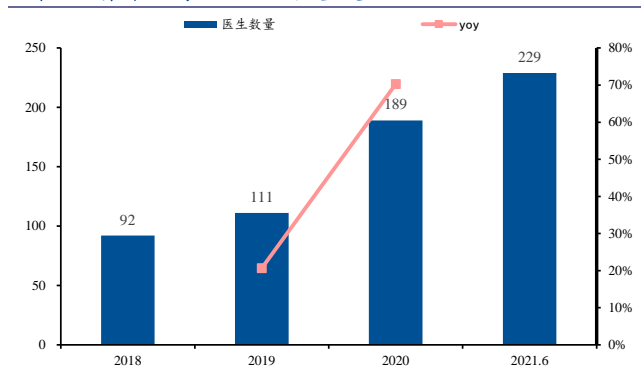
业人才。公司通过严格的招聘标准和统一全面的在职培训，培养了一支1,213人的行业内规模最大的专业医疗团队，其中包括229名注册医生及930名护士，超过行业第二、第三名的总和。

图 39：2020 年民营植发机构的注册医生人数比较



资料来源：Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

图 40：雍禾医疗注册医生数量变化



资料来源：Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

(1) 人才培养：经验丰富且稳定的医疗专业人员，对连锁医疗服务的成功非常关键。雍禾医疗提供标准、成熟的医生培养体系及教育计划，以便医疗专业人员能够始终如一地提供高水平的医疗服务：公司为雇员提供定期的培训课程，以提升他们对植发及医疗养固行业最新发展的了解；且不时提供有关相关政策、标准、协议及程序的强制培训，并须在日常运营中加以严格遵守。根据Frost & Sullivan的资料，截至2020年12月31日，在雍禾医疗医疗机构执业的医生平均拥有5年行业经验、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的平均工作经验年数。

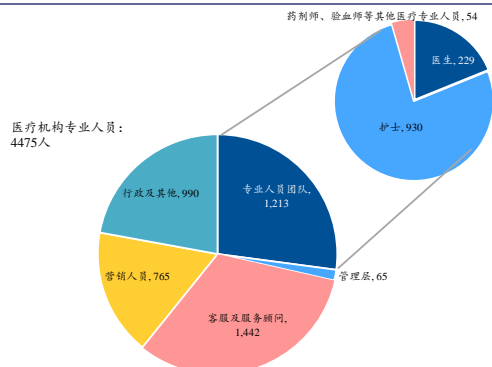
表 16、雍禾医疗的医疗专业人员培训内容

培训主题	培训内容
系统培训	针对新聘医师进行4-6个月系统培训，其中包括在院长一对一的监督下进行为期至少3个月的临床实践培训
培训测试	培训期结束后，通过测试理论知识及实践技能来评估医师的专业能力
在职培训	定期提供全面的在职培训。例如，与国内知名的医疗机构积极对话及开展信息交流，定期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

资料来源：Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

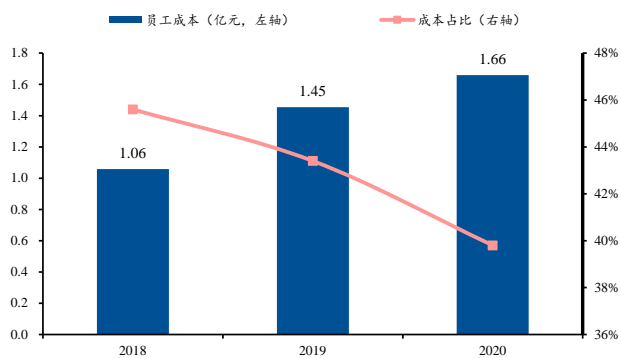
(2) 人才保留：雍禾医疗需要医师及其他医疗专业人员团队为客户提供服务，以及需要专业人员管理团队来管理医疗机构网络。吸引和挽留高素质的医师及其他医疗专业人员的能力将为公司提供比竞争对手具有优势的竞争力，并成为重要的成本支出：2018-2020年薪金和花红、社保、福利和其他待遇等员工成本在公司整体销售及服务成本总额中分别占比45.6%、43.4%和39.8%。

图 41: 雍禾医疗医疗机构专业人员构成 (2021.6)



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

图 42: 雍禾员工占据近半的销售及服务成本总额



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

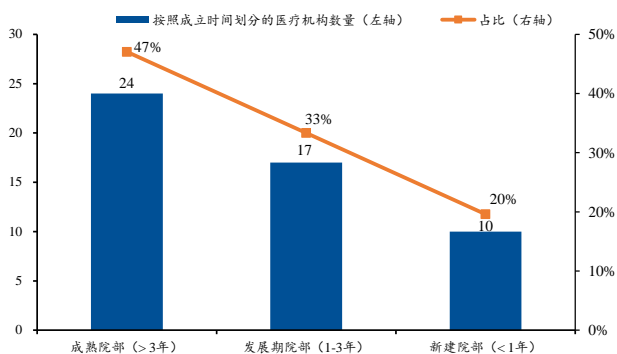
(四) 未来看点: 盈利能力、市场份额双双提升, 业务拓展储备后续力量

1、盈利提升: 老店保持稳健运营, 新店快速爬坡后连锁化降本

(1) 老店保持稳健运营: 成熟院部的同店销售增长率保持逾18%

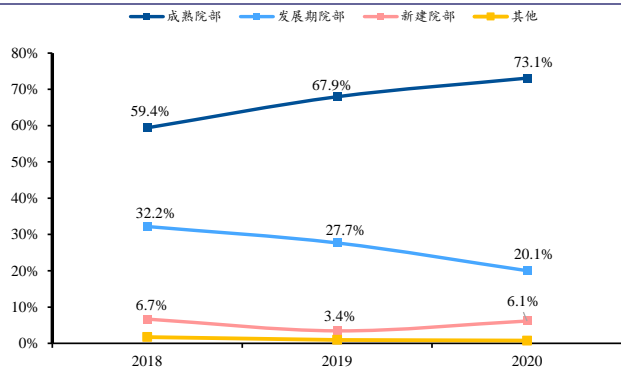
截至2021年6月, 雍禾医疗的连锁门店可按各自的开设日期而分为三个类别, 包括24个成立超过3年的门店、17个成立1-3年的门店和10个成立不到1年的门店。随着公司以平均每年新建9家门店的速度实现快速扩张, 成熟门店的收入占比显著提升, 而前五大医疗机构合计的收入占比在逐年下降。

图 43: 雍禾医疗按照成立时间划分的医疗机构数量(2021.6)



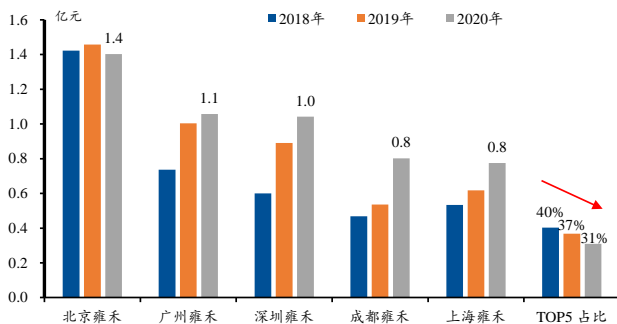
资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

图 44: 雍禾医疗按照发展阶段划分的医疗机构收入占比



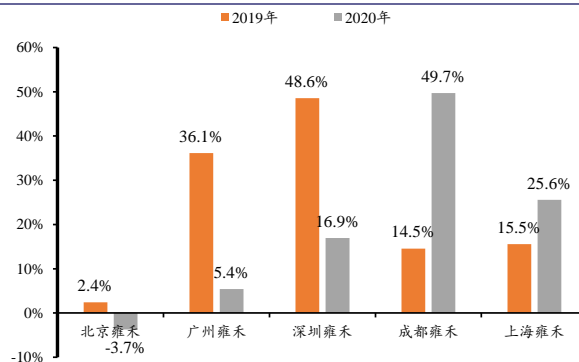
资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

图 45: 雍禾医疗前五大医疗机构的收入体量



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理
注: 与 2019 年相比, 北京雍禾于 2020 年的收入有所减少, 主要是由于新冠肺炎的影响, 北京相关政府机关要求于 2020 年 2-3 月的一个半月期间限制门店流量。北京雍禾的营运自 2020 年 4 月起迅速恢复, 北京雍禾于 2020 年下半年的总收入较 2019 年同期上升约 10.5%。

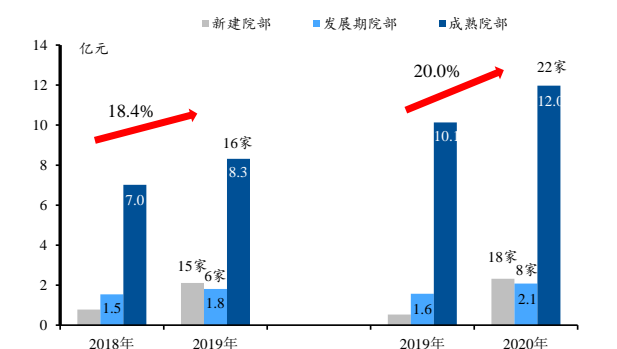
图 46: 雍禾医疗前五大医疗机构的收入增速变化



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

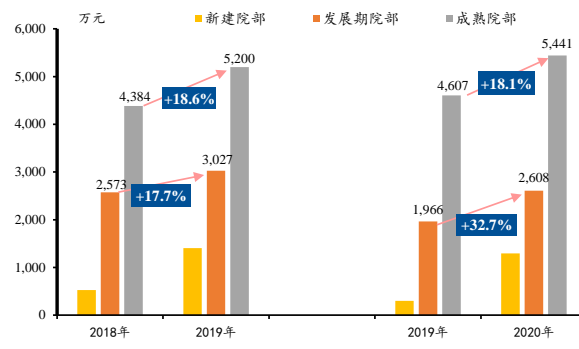
公司的营业总收入在 2018 至 2019 年间、及 2019 至 2020 年间分别实现了 31.1%、33.8% 的增长。除了新店带来的收入贡献, 大部分还是来源于老店的稳定增长: 公司整体的同店销售在 2018 至 2019 年间及 2019 至 2020 年间分别实现了 18.4% 和 20.0% 的增长, 其中成熟院部分别实现了 18.6% 和 18.1% 的增长, 发展期院部分别实现了 17.7% 和 32.7% 的增长。

图 47: 雍禾医疗同店销售收入及增幅比较



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理
注: 同店定义为开业至少 300 天的医疗机构; 倘于 2018 年为新建院部但于 2019 年为发展期/成熟院部, 将被视作发展期/成熟院部

图 48: 雍禾医疗单店销售收入及增幅比较



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

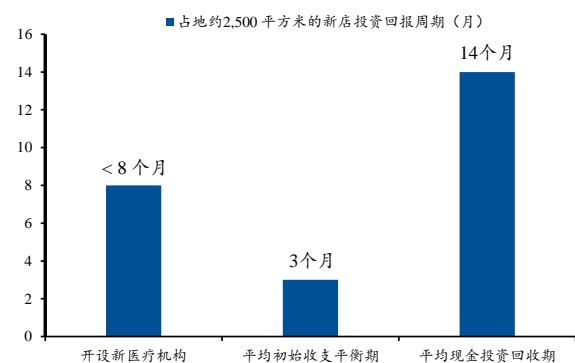
(2) 新店培育体系成熟: 3月扭亏14月回收投资, 快速爬坡后连锁化降本

①盈亏平衡期较短: 雍禾医疗一般不超过8个月就能建立一个占地约2,500平方米的新医疗机构。此外, 根据Frost & Sullivan的资料, 公司的医疗机构的平均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(受其规模、初始投资及位置等具体特征的影响), 远优于中国所有民营医疗机构的平均水平。

②收入爬坡速度快: 新建院部一般需要数月达到加速营运, 期间运营效益可能低于成熟院

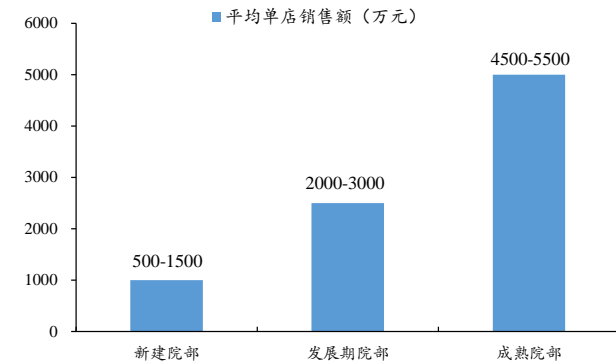
部或发展期院部。但是加速营运后，收入实现快速爬坡；同时人工成本摊薄以及全国连锁的品牌效应有望降低获客成本，体现在利润体量实现质的飞跃。

图 49：雍禾医疗新店平均初始收支平衡期为 3 个月



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

图 50：雍禾医疗平均单店销售额



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

2、份额提升：下沉拓店扩张覆盖范围，门店升级转型综合医院

(1) 下沉低线城市积极拓店至百家

雍禾医疗当前拥有51个植发医疗机构，覆盖全国25个省份、自治区及直辖市的50个城市，包括4个一线城市、15个新一线城市、25个二线城市及6个较低线城市。

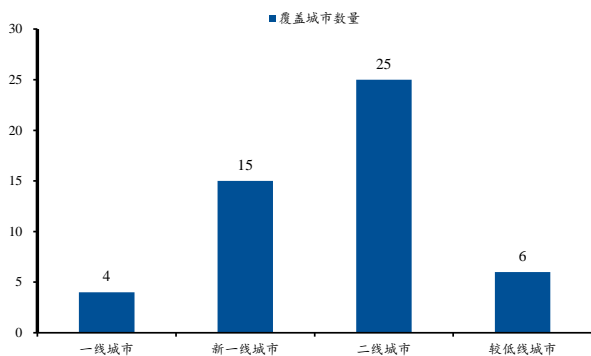
由于中国低线城市的公立医疗资源有限、同时居民对于优质植发医疗服务的支付能力提升，公司将通过向低线城市渗透来进一步扩大地理覆盖范围，目标是在全国植发医疗机构的数量在未来几年内达到接近100家。

(2) 门店升级转型综合毛发医院

对于现有门店，公司一方面将继续奉行和改进标准化运营程序，提升在已覆盖城市的渗透率；另一方面还将促进植发医疗机构向综合毛发医院的转型，已开始将设于一线城市的成熟院部向综合毛发医院转型，并计划于适当时机将更多设于省会城市的医疗机构升级为综合毛发医院，从而向成为领先的综合毛发诊疗服务体系的既定计划迈进。

当前公司门店建筑面积超过5,000 m²的只有广州雍禾和深圳雍禾，上海雍禾（1,786 m²）和北京雍禾（4,012 m²）正在进行门店升级，也往大面积的综合毛发医院形式转型。

图 51: 雍禾医疗合计覆盖中国 50 个城市



资料来源: Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

图 52: 雍禾医疗升级 5 家现有医疗机构计划详情

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

资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

表 17: 雍禾医疗成立 11 家新医疗机构计划详情

位置	目前状况	估计建筑面积 (平方米)	预计开业年份	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	河北省	规划中	2,000	2022 年
广东省	正在装修	2,089	2021 年	河北省	规划中	2,000	2022 年
江苏省	正在装修	2,420	2021 年	河南省	规划中	2,000	2022 年
海南省	正在装修	1,739	2021 年	河南省	规划中	2,000	2022 年
山东省	规划中	2,000	2021 年	山东省	规划中	2,000	2022 年
广东省	规划中	2,000	2022 年	山东省	规划中	2,000	2022 年
广西省	规划中	2,000	2022 年	浙江省	规划中	2,000	2022 年
贵州省	规划中	2,000	2022 年	浙江省	规划中	2,000	2022 年
内蒙古自治区	规划中	2,000	2022 年	——			

资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

(3) 收购显赫植发延伸足迹至境外

雍禾医疗亦收购源自美国的知名植发医疗服务提供商“显赫植发”的香港业务, 2021年5月将足迹延伸至中国内地之外。

显赫植发中心有限公司于香港成立, 由珠海市新丝域管理服务有限公司全资拥有, 后者为一家在中国注册成立的有限公司。为扩大本公司的国际业务影响力, 雍禾医疗通过全资子公司 Yuhui Management Holdings Limited 与新丝域订立买卖协议, 据此按代价人民币 3,000 万元或等值美元购买显赫植发中心有限公司的全部已发行股本。该项收购已于 2021 年 4 月 30 日正式完成。

此外, 公司计划通过收购非连锁性地方植发医疗机构加速实现在重点区域的集中多点覆盖, 深耕包括华南、华东等区域在内的人口集中的国内主要经济发达地区, 使公司加快成为区域的龙头。不过公司目前并没有在洽谈中的具体目标。

3、业务拓展：增加养固服务，拓展女性用户

雍禾医疗专注于提供植发医疗服务，并通过生态链挖掘用户价值，不断拓展业务边界，丰富业务线与多品牌矩阵，提供一站式服务，以满足消费者多方面需求。在经验丰富、能力出众的医疗专业人员队伍的支援下，公司能够实现服务项目的多样化，以在不显著增加成本的情况下适应不断变化的市场条件和患者需求。

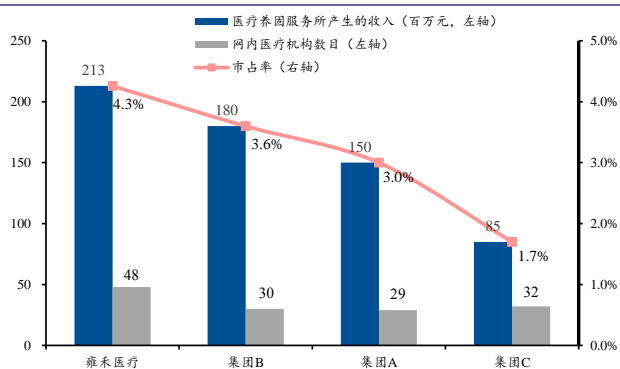
(1) 增加养固服务，提高客户粘性

雍禾医疗是中国医疗养固服务行业的先行者之一，按医疗养固服务所得收入计算，2020年是中国最大的市场参与者，并有望从市场的巨大增长潜力中获益。

2017年，雍禾医疗收购“史云逊”的中国内地业务，其为源自伦敦的全球知名品牌，拥有逾60年提供毛发修复产品和服务的经验。从2019年开始，凭借公司自身强大的医疗服务能力和史云逊在毛发修复方面的丰富经验，雍禾医疗策略性地进军医疗养固服务领域，在每家植发医疗机构以“店中店”模式成功设立史云逊医学健发中心。

雍禾医疗已在51家植发医疗机构设有史云逊医学健发中心。在史云逊医学健发中心，针对各种头皮和毛发问题（包括但不限于脱发、发质细软、头皮搔痒及头皮出油），公司的注册医生将为患者提供专业建议和整体治疗，结合激光和光疗等程序，并使用代表领先毛发科学的医疗设备和药物。我们亦提供营养建议，同时推荐改变生活方式以改善头发和头皮的健康。

图 53：2020 年民营植发机构的医疗养固收入及市占率



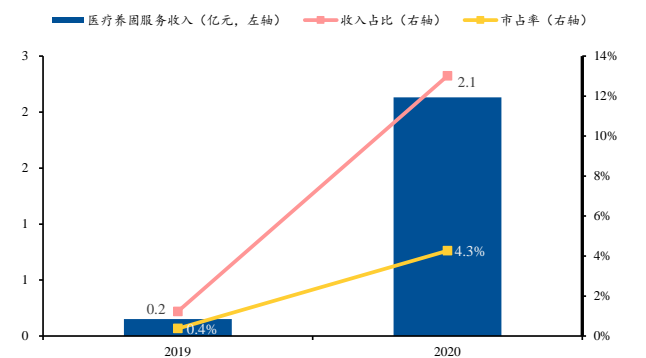
资料来源：Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

图 54：养发服务行业的竞争格局

参与者	代表机构	服务类型	发展现状
养发馆	丝域养发 章光 101	类型多样, 多个品牌已开拓产品线	发力拓展门店, 竞争逐渐转向三线及以下城市
理发店	八佰伴、永琪	养发项目的客单价相对较低	配套销售, 场景便利, 不容小觑
美容院	思妍丽、梦园皇宫	比较综合, 非高利润项目	部分着力建立单独养发馆品牌
医院	雍禾、大麦	植发、微整形医院, 部分养发服务项目	养发服务非其主要的利润来源和业务发力点

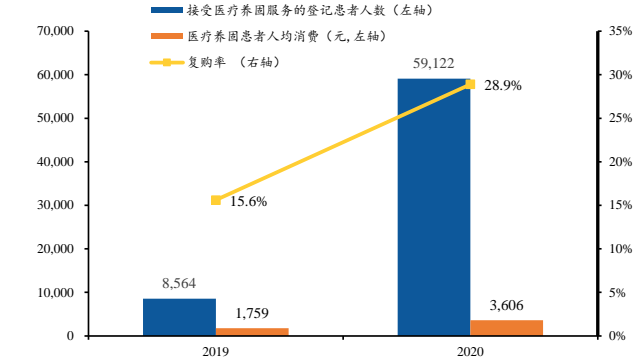
资料来源：艾瑞咨询, 太平洋证券整理

图 55: 雍禾医疗医疗养固服务收入及市占率变动



资料来源: Frost & Sullivan, Wind, 雍禾医疗, 太平洋证券整理

图 56: 雍禾医疗植发医疗服务的患者人数及平均开支



资料来源: Wind, 雍禾医疗招股书, 太平洋证券整理

(2) 丰富服务项目, 拓展女性用户

由于不同性别、不同年龄、不同地区的客户脱发程度不同, 因而亦会对具体的植发方案作出相应调整。随着客户的审美意识提升, 对服务质量的期望及要求提高, 越来越多的消费者喜欢个性化植发而非传统植发治疗, 预期个性化植发的发展将成为新趋势。

公司将继续围绕提升患者体验和舒适度进行产品和服务创新, 紧跟患者不断转变的临床需要, 持续升级的治疗方案。公司计划在传统植发的基础上, 针对患者的个性化与美颜治疗需求, 进一步优化植发程序, 如美人尖植发、降低发际线、眉毛移植、鬓角移植等多种植发手术, 有效地帮助公司吸纳更多消费者, 特别是女性消费者。

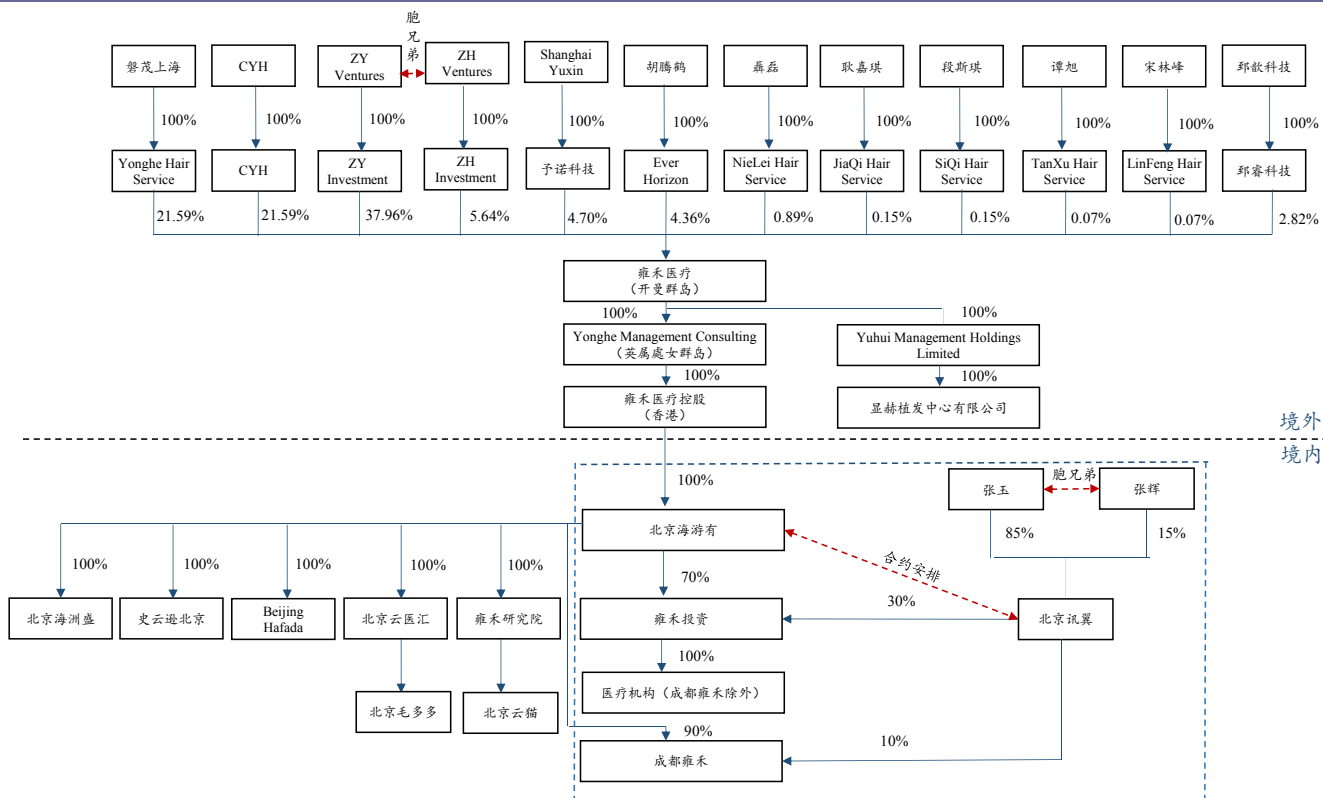
四、附录

(一) 雍禾医疗的股权结构

上市后，雍禾医疗将由张玉先生透过ZY Investment Capital Ltd 及上海予诺科技控股有限公司持有约34.13%权益，Yonghe Hair Service 及 CYH 可共同控制行使34.54%的投票权。

(i) 张先生、ZY Investment Capital Ltd、ZY Ventures Ltd; (ii) Yonghe Hair Service、磐茂上海、CYH、CYH Cosmetic Medical Investment Limited、CPEChina Fund II、CPEChina Fund IIA、CITIC PE Associates II 及CITIC PE Funds II 为公司的控股股东。

图 57：雍禾医疗上市前的公司架构



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

(二) 雍禾医疗的管理层

董事会由七名董事组成，其中两名为执行董事、两名为非执行董事及三名为独立非执行董事；董事会负责公司业务的管理及运作并拥有与此有关的一般权力。高级管理层负责业务的日常管理。

表 18、雍禾医疗的董事会成员和高级管理层

姓名	公司任职	年龄	角色及职责	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	2001 年，毕业于泗县大壮初级中学； 2005-2007 年，北京楚蓉福运医疗美容诊所 2010 年，创办本集团，并担任首席执行官； 2020 年至今，任集团董事长； 2021 年至今，任集团执行董事。
张辉	执行董事 及采购总监	34 岁	整体采购管理 及业务发展	2011 年，任集团采购总监； 2019 年，取得中国语言大学网络教育学院经济管理大专文凭（远程教育） 2020 年，任集团董事长； 2021 年，任集团执行董事。
翟锋	非执行董事	53 岁	就战略发展提供意见	1991 年，取得中国同济大学环境工程学士学位； 1991-2012 年，任宝洁（中国）大中华区销售总裁； 2013-2018 年，任上海磐信夫会投资管理有限公司董事、总经理； 2014-2019 年，任威海光威复合材料股份有限公司董事； 2015-2016 年，任陕西旅游和中智关爱通董事 2017-2019 年，北京华联商厦股份有限公司董事； 2019 年至今，任北京磐茂投资管理有限公司董事、总经理； 2020-2021 年，任集团董事长； 2021 年至今，任集团非执行董事。
耿嘉琪	非执行董事	49 岁	就战略发展提供意见	1996 年，取得英国牛津布鲁克斯大学会计与财务、工商管理和管理专业学士学位； 2001 年，取得美国新泽西州立大学工商管理硕士学位； 2008-2010 年，任北京弘毅远方投资顾问有限公司高级投资经理； 2015-2018 年，任上海磐信股权投资管理有限公司投资总监； 2016-2019 年，任王府井集团股份有限公司董事； 2019-2020 年，任天津磐茂企业管理合伙企业投资总监； 2020-2021 年，任集团董事长； 2021 年至今，任集团非执行董事。
王继萍	独立非执行董事	60 岁	向董事会提供独立意 见及判断	1984 年，山东医学院医学学士学位； 1997-2008 年，在北京协和医学院整形外科医院工作； 2003-2006 年，任北京协和医学院整形外科医院门诊部主任； 2003-2008 年，任北京协和医学院整形外科医院毛发移植中心主任； 2008-2020 年，担任解放军总医院第四医学中心毛发移植中心主管； 2021 年至今，任集团非独立执行董事。
陈炳钧	独立非执行董事	57 岁	向董事会提供独立意 见及判断	1989 年，取得新西兰坎特伯雷大学商务学士学位； 1998 年，取得澳大利亚麦格理大学应用金融硕士学位； 2000-2004 年，任三元集团有限公司执行董事； 2005-2011 年，任法国巴黎资本（亚太）有限公司企业财务-大中华区主管部门的董事总经理； 2012-2017 年，任中信国通投资管理有限公司的首席运营； 2017-2019 年，任上交所上市公司高雅光学国际集团有限公司首席财务官； 2019 年至今，任上交所上市公司银城国际控股有限公司独立非执行董事； 2021 年至今，任集团非独立执行董事。
李小培	独立非执行董事	35 岁	向董事会提供独立意 见及判断	2009 年，取得中国淮北师范大学材料化学学士学位； 2011.02-2011.11，于天津药明康德新药开发有限公司工作； 2014.01-2014.05，于北京博雅未名联合干细胞科技有限公司工作； 2018 年，取得日本京都大学高分子化学硕士学位； 2020 年至今，任天津长元医药科技有限公司技术顾问； 2020-2021 年，任京都大学化学研究所研究助理； 2021 年，取得日本京都大学高分子化学博士学位； 2021 年至今，任集团非独立执行董事。
徐洋	运营总监兼 首席执行官助理	42 岁	负责本集团日常运营 及行政	2002 年，获山东工商学院（前中国煤炭经济学院）经济信息管理学学士学位； 2009 年，获南开大学工商管理硕士学位； 2011-2014 年，任北京伊美丽技术有限公司旗下一家医院院长； 2016-2018 年，任百度在线网络技术（北京）有限公司产品经理； 2019 年至今，担任集团运营总监兼首席执行官助理。
韩志梅	财务总监	44 岁	负责本集团融资、会 计、预算控制、内控、 财务管理	1998 年，取得中国北京轻工业学院会计学学士学位； 1997-2008 年，任中房北美投资集团有限公司财务经理； 2008-2011 年，任北京天有教育咨询有限公司财务部副总监； 2011-2012 年，任慈铭健康管理集团股份有限公司财务中心会计部总监； 2012-2014 年，任北京阳光曜文化发展有限公司财务总监； 2014-2015 年，任慈铭健康管理集团股份有限公司财务中心总经理； 2016-2017 年，任氦空间（北京）信息技术有限公司财务总监； 2017 年至今，任本集团财务总监。

李小龙	医疗服务总监	56岁	负责本集团医疗质量 监控及程序规范化	1987年，取得陆军军医大学临床医学学士学位； 2009年，取得美国康考迪亚大学和北京大学光华管理学院联合颁发的工商管理硕士学位 2010年，取得天津工业大学工商管理硕士学位； 2011-2013年，任解放军总参谋部管理保障部卫生局副局长； 2015-2018年，任解放军第309医院副院长； 2020年至今，任本集团医疗服务总监。
黄东红	营销总监	35岁	负责本集团整体品牌、 销售及营销管理	2009年，取得中国赣南师范学院文学学士学位； 2012年，取得中国传媒大学文学硕士学位； 2012年至今，一直任职于本集团，担任多个职务，包括区域营销经理； 2020年至今，任本集团营销总监。

资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

五、风险提示

(1) 毛发医疗服务需求不及预期的风险

毛发医疗服务的未来需求可能难以预计，因为消费者的消费习惯取决于多项变量，包括受到现行经济状况、就业水平、薪金及工资水平、消费者信心及消费者对经济状况的认知所影响。中国或其他海外市场的经济整体放缓或经济前景不明朗将对消费者的消费习惯造成不利影响，从而可能导致整体毛发医疗服务的数目减少或消费者减少对选择性或较高价值毛发医疗服务的消费。

(2) 公众对毛发医疗行业产生负面观感的风险

毛发医疗服务的现有及潜在客户一般对植发治疗的固有风险持谨慎态度，并对针对任何毛发医疗服务提供商的任何负面评论、报告或指控特别敏感，不时出现有关毛发医疗服务的健康风险以及有关植发治疗的事故的负面新闻及媒体报导。有关任何事故、医疗事故或专业疏忽、不公平销售行为、服务无效或有关毛发医疗行业或植发医疗服务的健康风险或服务标准欠佳的任何指控、投诉或负面新闻及媒体报导，不论是否有充分理据，均可能导致毛发医疗服务的市场信心受挫及对该等服务的整体需求下降。

(3) 持续的监管改革而影响行业发展的风险

近年来，中国政府已逐步降低成立及投资非公立医院及医疗机构（尤其是民营资本）的监管障碍，并鼓励发展医疗机构管理集团。若中国政府对医疗服务或外商投资施加额外或更严格的法律或法规，或加强及收紧对医疗机构（包括医院，尤其是非公立医院及医疗机构）的监督及管理，或对医药产品、医疗设备及医用耗材的分销实施更严格或更全面的法规，任何该等事件均可能对企业的业务、财务状况、经营业绩、前景及未来增长产生重大不利影响。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。