

商业贸易行业

医疗美容服务行业投资手册之三：探析植发医疗服务行业发展现状与机构竞争壁垒

推荐(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点：

➤ 整体来看，我国的毛发医疗服务市场增速较快，植发与养固发的市场渗透率均较低。我国毛发医疗服务市场根据是否手术分为植发医疗服务市场及医疗养固服务市场。根据弗若斯特沙利文，2020年中国毛发医疗服务的市场规模已达到人民币184亿元，预计到2030年将达到人民币1381亿元，CAGR为22.3%。2020年，植发医疗服务市场及医疗养固服务市场分别占据我国毛发医疗服务市场的72.8%与27.2%。根据雍禾医疗招股书，2020年我国共进行植发手术51.6万例，渗透率仅为0.21%，我国医疗养固服务市场渗透率仅为1.0%，渗透率较低，仍有较大的提升空间。

➤ 植发医疗服务行业竞争格局较为分散，单体植发机构市场份额占比较高。植发手术是一门熟能生巧的技术，技术难度较低，医护团队的准入门槛较低，已经形成标准化的操作流程，目前行业竞争格局较为分散。植发手术的工作重复度高，工作量较大，植发机构通常于细微处打造差异化竞争优势。通过梳理大麦微针、雍禾医疗与新生植发的专利技术，我们发现大麦微针的专利技术均布局在提取毛囊与种植毛囊的环节，雍禾医疗的专利技术分布在术前检测与提取毛囊环节，新生植发的专利技术分布在毛囊提取、术后护理环节，各机构均于细微处打造企业的差异化竞争优势。

➤ 我们认为植发医疗服务机构的最终竞争壁垒为品牌，而品牌建设需要通过营销推广、熟练的医护团队与持续的资本投入来逐步完成。目前植发行业仍属于渗透率较低，发展速度较快的阶段，行业内尚未出现龙头领导者。较高的营销投入、成熟稳定的医护与经营团队与雄厚的资本实力可以保障企业有效扩张，快速抢占市场份额，通过连锁化的经营实现规模效应，将品牌形象、价格体系和服务流程标准化、专业化与统一化，深入消费者心智，维持消费者忠诚并锁定企业的利润空间，最终竖立起较高的品牌壁垒。

➤ 投资建议：建议关注雍禾医疗(未覆盖)。根据雍禾医疗招股说明书，公司目前的50余家连锁机构已覆盖全国50个城市。按照2020年植发医疗服务收入、接受植发医疗服务的患者人数、提供植发医疗服务的机构数目以及医生人数来看，雍禾医疗均排名第一，2020年占有11%的市场份额；按2020年医疗养固服务收入及提供医疗养固服务的网内医疗机构数目计算，雍禾医疗在所有医疗机构中排名第一，占有约5%的市场份额。

➤ 风险提示：市场竞争加剧行业陷入价格战，居民收入增长不及预期，疫情反复影响线下消费。

团队成员：

分析师 聂博雅
 执业证书编号：S0210520080005
 电话：18258256613
 邮箱：nby2452@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《医疗美容服务行业投资手册之二：探析行业需求与供给端的特点、发展趋势与机构的竞争壁垒》-2021.12.20
- 2、《医疗美容服务行业投资手册之一：探究医疗美容服务的本质、特征、发展动因与市场规模》-2021.12.15

正文目录

一、	植发行业发展动因.....	1
1.1	技术进步推动消费者体验感提升.....	1
1.2	人均收入水平提高，健康需求逐步多元化.....	2
1.3	公立医院植发接诊能力较小，无法有效满足庞大的市场需求.....	2
1.4	医生可多点执业，叠加监管政策鼓励.....	3
二、	毛发医疗服务行业发展现状.....	5
2.1	毛发医疗服务行业发展速度较快，植发医疗服务占比较高.....	5
2.2	植发与养固发市场渗透率均较低，养固发市场增速较快.....	5
2.3	植发客单价较高，客户粘性较低.....	6
2.4	植发人群低龄化，女性的植发诉求较复杂.....	7
2.5	植发手术操作难度低，医护团队的学历要求不高.....	9
2.6	行业竞争格局分散.....	10
三、	脱发的病因与治疗方案.....	10
3.1	雄性激素脱发患者是脱发的主要人群.....	10
3.2	植发手术用时较短，见效较快.....	12
3.2.1	医疗养发更注重保养与预防脱发.....	12
3.2.2	药物治疗用药周期较长，具备一定副作用.....	14
3.2.3	植发手术本质为重新分配毛囊，已形成标准化流程.....	15
四、	植发医疗服务机构的竞争壁垒.....	18
4.1	营销投入抢占消费者心智.....	18
4.2	成熟稳定的医护与经营团队保障企业有效扩张.....	19
4.3	雄厚的资本实力推动企业快速拓店，抢占市场份额.....	20
五、	投资建议.....	21
六、	风险提示.....	21
6.1	市场竞争加剧行业陷入价格战.....	21
6.2	居民收入增长不及预期风险.....	21
6.3	疫情反复影响线下消费.....	21

图表目录

图表 1:	技术进步逐步推动植发行业发展.....	1
图表 2:	主流的 FUE 与 FUT 技术已在我国植发机构中广泛使用.....	2
图表 3:	我国人均可支配收入提高.....	2
图表 4:	我国人均医疗保健消费支出提高.....	2
图表 5:	上海公立医院开展植发手术的医院比例非常低.....	3
图表 6:	上海开展植发手术的公立医院与医生数量较少.....	3
图表 7:	雍禾具备约 1200 人的专业医护团队.....	3
图表 8:	北京碧莲盛医疗美容门诊部舒适的环境.....	3
图表 9:	我国促进大健康产业发展的政策一览.....	3
图表 10:	毛发医疗服务市场可分为植发医疗服务与医疗养固服务.....	5
图表 11:	我国的植发医疗服务市场规模预计于 2030 年将达到 756 亿元.....	5
图表 12:	我国的医疗养固服务市场规模预计于 2030 年达到 625 亿元.....	6
图表 13:	我国植发人群总体花费 17868 元.....	7
图表 14:	我国植发人群预算主要位于 5001-10000 元.....	7

图表 15: 植发人群年龄主要分布于 26-30 岁	7
图表 16: 95 后受脱发困扰最为严重	7
图表 17: 减龄是我国植发人群的主要诉求	8
图表 18: 三庭五眼是女性的面部美学设计标准	8
图表 19: 亚洲女性的发际线轮廓主要有 5 种类型	8
图表 20: 毛发移植属于一级美容外科项目	9
图表 21: 植发机构主要岗位的任职要求与招聘条件列举	9
图表 22: 上海伊莱美医疗美容医院的整形外科医师与皮肤科医师招聘条件	10
图表 23: 2020 年单体植发机构占据最大的市场份额	10
图表 24: 汉密尔顿男性脱发等级与对应治疗方案	11
图表 25: Ludwig 女性脱发等级	12
图表 26: 头皮保养为养发店与理发店客群消费的首选项目	12
图表 27: 丝域养发的服务项目主要定位于预防	13
图表 28: 治疗脱发药物分为口服药物与外用药物两大类	14
图表 29: 蔓迪销售额逐年增长	15
图表 30: 达霏欣销售额逐年增长	15
图表 31: 植发手术步骤主要分为术前、术中与术后	16
图表 32: 微针构造图	16
图表 33: 新生植发、大麦微针与雍禾医疗于细微处打造差异化竞争优势	17
图表 34: 植发行业的竞争壁垒拆解为营销推广、成熟团队与资本投入	18
图表 35: 雍禾医疗的营销及推广开支较高	18
图表 36: 2018 年中国植发人群对医生的经验最关注	19
图表 37: 雍禾医疗与新生植发招聘人员的经验要求	19
图表 38: 我国植发人群最关注联系医生的便捷程度	19
图表 39: 雍禾小程序	19
图表 40: 2016 年爱尔眼科非公开发发现股票募集资金的投资项目	20
图表 41: 直营连锁与特许加盟的对比	21

一、 植发行业发展动因

1.1 技术进步推动消费者体验感提升

技术进步是推动植发行业发展的重要因素，且目前的植发技术已经处于成熟阶段。从 1800 年 Baronio 开展毛发移植的动物实验，到 1959 年 Norman Orentreich 提出“毛发移植供区优势”理论，再到今日具备成熟技术的 FUE 与 FUT，植发行业已经历经将近 200 年的发展，所用的器械逐渐精细化，手术逐步微创无痕化，消费者的体验感逐步变好，植发的效果越来越自然美观。

图表 1：技术进步逐步推动植发行业发展

发展阶段	年份	事件	特点
萌芽期	1800	Baronio 在动物身上进行自体毛发移植。	受限于器械等因素，该时期主要以大面积带发皮瓣的移植为主。
	1822	Dieffenbach 首次介绍了老师 Unger 发明的自体毛发移植术，并描述了进行异体和自体毛发移植的动物实验。	
	1931	Passot 在提出用带短发根的皮瓣遮盖头皮瘢痕之后，首次将带有毛发的皮瓣移植到秃头部位，创造了第一例真正意义上的毛发移植。	
	1939	Okuda 给一位烧伤的士兵做了植皮手术，用外科手术的方法从士兵的后枕部取了一块约 6 平方厘米的头皮瓣，移植到该士兵烧伤的前额部位，意外发现移植后的头皮上长出了头发。由此发明了一种直径 2-4mm 的圆形手术刀，并用它从供区获取毛囊种植到受区。	
	1940	Hamilton 发现雄性激素与男性脱发有关。	
	1943	Hajime 描述了大面积的个体头发显微移植，并为患有阴部无毛症的女患者成功地实施了以 1-2 个毛囊为单位的微量移植术。	
	1959	Orentreich 提出了“优选同部位供体论”的学说（即毛发供区优势理论），为现代毛发移植提供了理论依据。	
发展期	1984	Headington 提出了毛囊单位的概念，指毛发是由成组的毛囊生长，每个毛囊单位由其独立的神经血管、皮脂腺、汗腺和立毛肌包绕在胶原纤维鞘内，因此仔细地将 1 个、2 个或 3 个毛囊单位进行移植，既节省供区，又有较高的成活率。	手术过程更加精密，显微镜等器械开始运用于植发中，毛囊成活率、新生发的自然度等开始受到关注。
	1995	Bernstein 医师提出单根毛发移植术，即 Micrografting（微小毛发移植术）及 Minigrafting（显微毛发移植术），可以提高手术后头发的密度和自然度，存活率也较高。	
成熟期	1996	毛囊单位切取技术，即 FUT 技术诞生。	植发后供区的美观度开始受到关注。器械从传统的宝石刀发展到更精密无痛的微针。
	2002	Rassman 提出了毛囊单位抽取技术，即 FUE 技术诞生。	

资料来源：好大夫在线，华福证券研究所

我国的植发行业萌芽较晚，通过引进国外的先进技术，近年来发展较快，目前我国的植发机构已经掌握了主流的 FUE 与 FUT 技术，并在此基础上，逐步发展出更先进的技术。例如新生植发研发出 3D 植发技术，采用拢吸口环钻提取毛囊，相比传统技术可以获得更多的单胚与多胚毛囊。

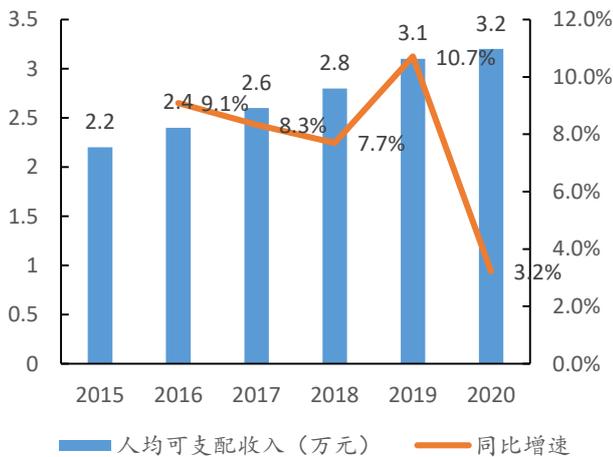
图表 2：主流的 FUE 与 FUT 技术已在我国植发机构中广泛使用

年份	事件
1970 年	上海新华医院使用大孔径环钻提取毛囊，是我国最早开展毛发移植的医院。
1997 年	北京新极点医疗美容外科季鹰博士与美国富兰克林·梅森美容外科系统一起于北京伊美尔健翔医院成立了国内第一家专业的毛发移植中心，引进 minimicro 技术。
2015 年	中国整形协会毛发移植分会成立，标志着毛发移植项目正式有了国家级层面上的二级分会。
2015-至今	主流的 FUE、FUT 技术已经在我国植发机构中广泛应用。

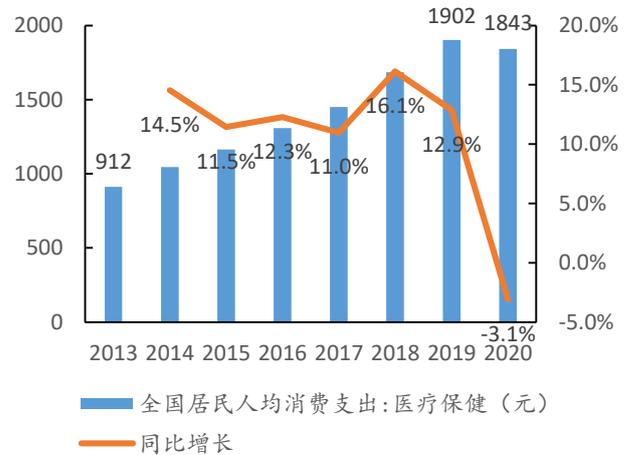
资料来源：好大夫在线，华福证券研究所

1.2 人均收入水平提高，健康需求逐步多元化

居民收入逐渐提高，推动居民的健康消费需求由单一、传统的疾病治疗向疾病预防型、健康保健型、身心提升型的多层次、多样化需求转变，健康相关的消费结构不断优化升级。2020 年我国居民可支配收入达到 3.2 万元左右，同增 3.2%。2021 年上半年，全国居民人均可支配收入 17642 元，比上年同期增长 12.0%，比 2019 年同期增长 15.4%，两年平均实际增长 5.2%。我国人均消费医疗保健支出从 2013 年的 912 元增长至 2020 年的 1843 元。

图表 3：我国人均可支配收入提高


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 4：我国人均医疗保健消费支出提高


数据来源：Wind，华福证券研究所

1.3 公立医院植发接诊能力较小，无法有效满足庞大的市场需求

我们认为公立医院的整形美容相关科室设立较少，尤其是开展植发手术的公立医院数量非常少，无法满足庞大的植发人群的就诊需求，这为民营植发机构的发展提供了重要的机遇。民营植发机构就诊环境舒适、专业性强、医护团队庞大，并可以根据患者病情和经济承受能力制订出灵活多样的诊疗方案，具备很强的灵活性与较高的人性化。根据我们的统计，在上海市约 230 家公立医院中，仅有 26 家具有整形美容科室，占比 11%。其中，仅有 4 家开展植发手术，占比 1.7%。这 4 家开展植发手术的公立医院，仅有约 99 名整形医生。民营植发机构的医生数量相对较多，以雍禾医疗为例，其具备 229 名医生，医生数量远超公立医院。

图表 5：上海公立医院开展植发手术的医院比例非常低



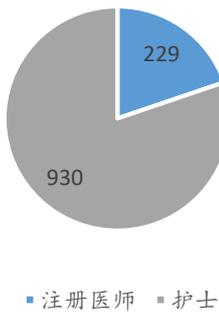
数据来源：华福证券研究所根据公开资料整理

图表 6：上海开展植发手术的公立医院与医生数量较少

机构名称	整形医生数量
上海交通大学医学院附属第九人民医院	70
上海市东方医院	11
中国人民解放军第八五医院	10
中国人民解放军第四五五医院	8

数据来源：华福证券研究所根据公开资料整理

图表 7：雍禾具备约 1200 人的专业医护团队



数据来源：雍禾医疗招股书，华福证券研究所

图表 8：北京碧莲盛医疗美容门诊部舒适的环境



资料来源：北京碧莲盛医疗美容门诊部官网，华福证券研究所

1.4 医生可多点执业，叠加监管政策鼓励

为了解决医疗服务供给端与需求端出现的矛盾问题，国家持续出台政策鼓励社会资本进入医疗服务领域。另外，医师多点执业的开放，也改善了植发医生紧缺的问题，促使植发医疗行业的加速发展。

图表 9：我国促进大健康产业发展的政策一览

时间	文件名称	主要相关内容
2009	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。积极促进非公立医疗卫生机构发展，形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。抓紧制定和完善有关政策法规，规范社会资本包括境外资本办医疗机构的准入条件，完善公平公正的行业管理政策。鼓励社会资本依法兴办非营利性医疗机构等。
2009	《卫生部关于医师多点执业有关问题的通知》	医师多点执业是指医师在两个以上医疗机构从事诊疗活动，不包括医师外出会诊。医师受聘在两个以上医疗机构执业的，应当向卫生行政部门申请增加注册的执业地点等。

2010	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的通知》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，调整和新增医疗卫生资源优先考虑社会资本。非公立医疗机构的设置应符合本地区区域卫生规划和区域医疗机构设置规划。各地在制定和调整本地区区域卫生规划、医疗机构设置规划和其他医疗卫生资源配置规划时，要给非公立医疗机构留有合理空间。需要调整和新增医疗卫生资源时，在符合准入标准的条件下，优先考虑由社会资本举办医疗机构等。
2013	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	到2020年，基本建立覆盖全生命周期、内涵丰富、结构合理的健康服务业体系，打造一批知名品牌和良性循环的健康服务产业集群，并形成一定的国际竞争力，基本满足广大人民群众的健康服务需求。健康服务业总规模达到8万亿元以上，成为推动经济社会持续发展的重要力量等
2013	《关于加快发展社会办医的若干意见》	逐步放宽外资对医疗机构的投资；放宽服务领域要求，允许社会资本对未明令禁入的领域进行投资；加快办理举办及经营非公立医院的审批程序等
2015	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施的通知》	通过特许经营、公建民营、民办公助等模式，支持社会力量举办非营利性医疗机构，健全法人治理结构，建立现代医院管理制度。鼓励地方通过设立健康产业投资基金等方式，为社会办医疗机构提供建设资金和贴息补助。鼓励社会办医疗机构以股权融资、项目融资等方式筹集开办费和发展资金。支持符合条件的社会办营利性医疗机构上市融资或发行债券，对接多层次资本市场，利用多种融资工具进行融资。
2015	《关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）的通知》	社会办医院是医疗卫生服务体系不可或缺的重要组成部分，是满足人民群众多层次、多元化医疗服务需求的有效途径。社会办医院可以提供高端服务，满足基本需求以外的非基本需求。由合资格境外资产独资举办医疗机构试点方案应逐步扩大。减少服务范围限制，允许社会资本投资法律法规未明令禁入的领域。
2016	《“健康中国2030”规划纲要》	进一步优化政策环境，优先支持社会力量举办非营利性医疗机构，推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇。鼓励医师利用业余时间、退休医师到基层医疗卫生机构执业或开设工作室。个体诊所设置不受规划布局限制。破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒。逐步扩大外资兴办医疗机构的范围。加大政府购买服务的力度，支持保险业投资、设立医疗机构，推动非公立医疗机构向高水平、规模化方向发展，鼓励发展专业性医院管理集团。加强政府监管、行业自律与社会监督，促进非公立医疗机构规范发展。
2017	《医师执业注册管理办法》	在同一执业地点多个机构执业的医师，应当确定一个机构作为其主要执业机构，并向批准该机构执业的卫生计生行政部门申请注册；对于拟执业的其他机构，应当向批准该机构执业的卫生计生行政部门分别申请备案，注明所在执业机构的名称。医师只有一个执业机构的，视为其主要执业机构。
2017	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，扩大服务有效供给，培育专业化优势。在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励投资者建立品牌化专科医疗集团、举办有专科优势的大型综合医院。
2017	《国务院关于印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知》	鼓励社会力量兴办健康服务业，扩大健康服务相关支撑产业规模，优化健康服务业发展环境。探索社会力量办营利性医院综合评价机制，鼓励社会力量投向满足群众多元需求的服务领域。
2017	《关于深化“放管服”改革激发医疗领域投资活力的通知》	1) 大力支持社会资本进入专科医疗领域，培育专业化优势，扩大服务有效供给；2) 在眼科、骨科等专科领域，快速打造具有核心竞争力的医疗服务机构；3) 到2020年，形成若干极具影响力的特色健康医疗服务产业，形成多样化医疗服务新局面。

2019	《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》	落实“十三五”期间医疗服务体系规划要求，严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间。各地在新增或调整医疗卫生资源时，要首先考虑由社会力量举办或运营有关医疗机构
------	---------------------------	---

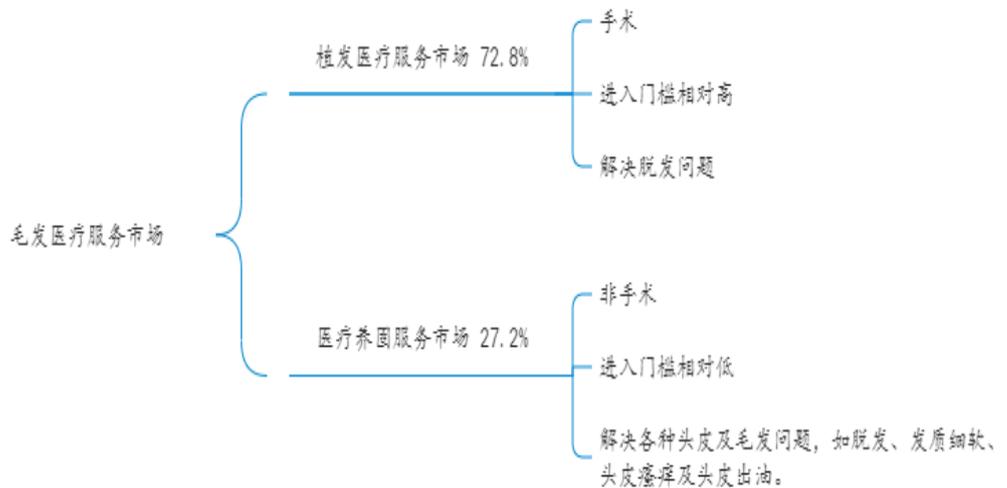
资料来源：中国政府网，华福证券研究所

二、 毛发医疗服务行业发展现状

2.1 毛发医疗服务行业发展速度较快，植发医疗服务占比较高

我国的毛发医疗服务市场根据是否手术分为植发医疗服务市场及医疗养固服务市场。根据弗若斯特沙利文的资料，2020年中国毛发医疗服务的市场规模已达到人民币184亿元，预计到2030年将达到人民币1381亿元，CAGR为22.3%。2020年，植发医疗服务市场及医疗养固服务市场分别占据我国毛发医疗服务市场的72.8%与27.2%。

图表 10：毛发医疗服务市场可分为植发医疗服务与医疗养固服务



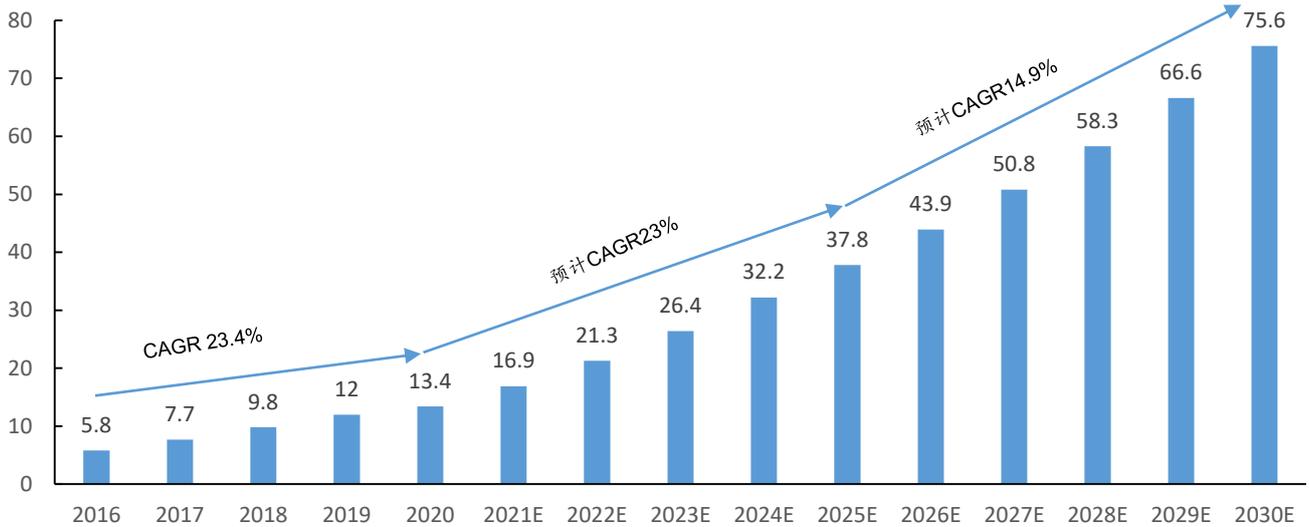
数据来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

2.2 植发与养固发市场渗透率均较低，养固发市场增速较快

根据卫健委的调查，2020年我国的脱发人口约为2.5亿人，其中男性1.63亿，女性0.87亿。虽然脱发人数较多，但是接受植发医疗服务的人数较少，市场渗透率较低。根据雍禾医疗招股书，2020年我国共进行植发手术51.6万例，渗透率仅为0.21%。2020年我国植发医疗服务的市场规模为134亿元，预期到2025年我国植发医疗服务的市场规模将达到人民币378亿元，CAGR为23%。到2030年，市场规模将进一步增长至756亿元，2025-2030年的CAGR为14.9%。

图表 11：我国的植发医疗服务市场市场规模预计于2030年将达到756亿元

单位：十亿元

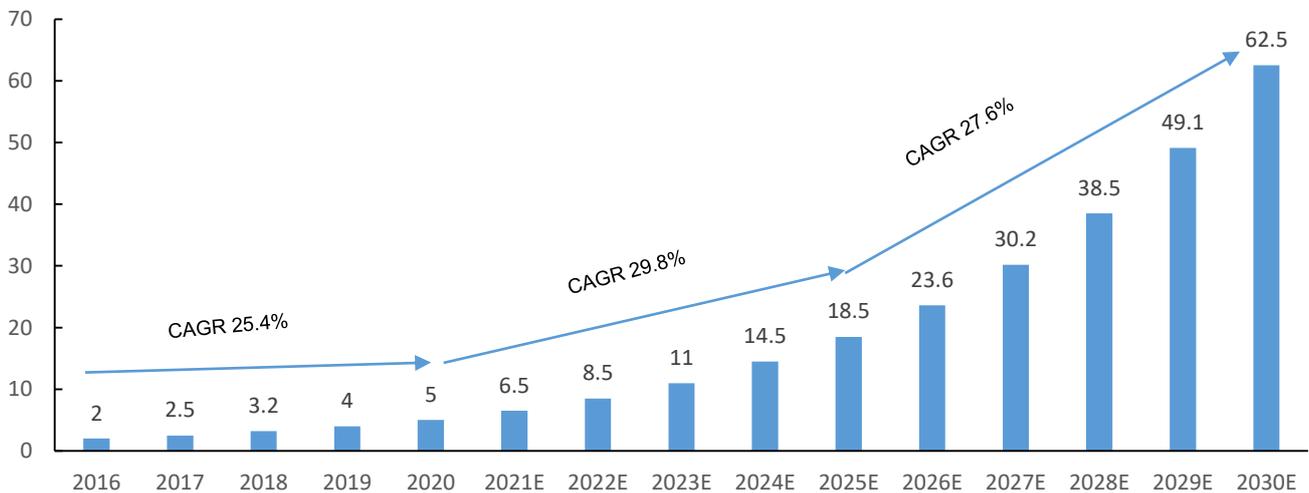


数据来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

2020年，我国医疗养固服务市场渗透率仅为1.0%。虽然目前医疗养固市场规模小于植发医疗服务，但是医疗养固服务市场的增速较快。根据弗若斯特沙利文，预计到2025年及2030年，医疗养固服务市场将占中国毛发医疗服务市场总量的32.9%及45.3%，2020至2025的CAGR为29.8%，2026至2030年的CAGR为27.6%。2030年，医疗养固市场规模将达到625亿元。

图表 12：我国的医疗养固服务市场规模预计于 2030 年达到 625 亿元

单位：十亿元

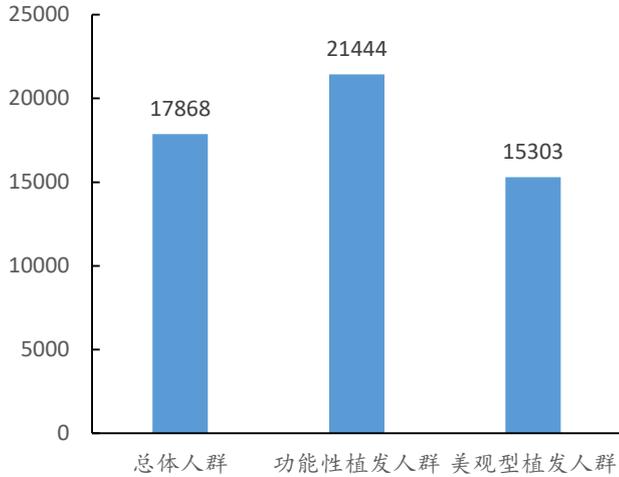


数据来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

2.3 植发客单价较高，客户粘性较低

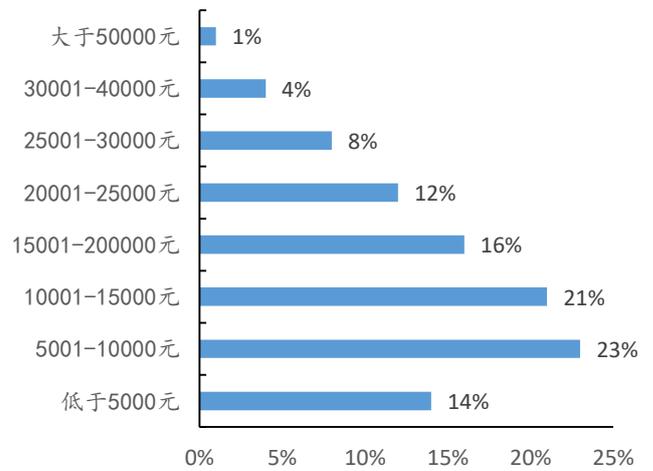
植发手术费用一般根据需种植的毛囊单位数量计算。根据艾瑞咨询的数据，2018年我国的植发人群平均花费为17868元，其中功能性植发人群的花费最高，为21444元。植发人群的预算大多集中在5001-15000元的区间。总体来看，植发的客单价较高。由于植发手术通常为一次性的，若后期植发效果较好，不需要进行二次手术，因此，植发的客户粘性较低。

图表 13: 我国植发人群总体花费 17868 元 单位: 元



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

图表 14: 我国植发人群预算主要位于 5001-10000 元

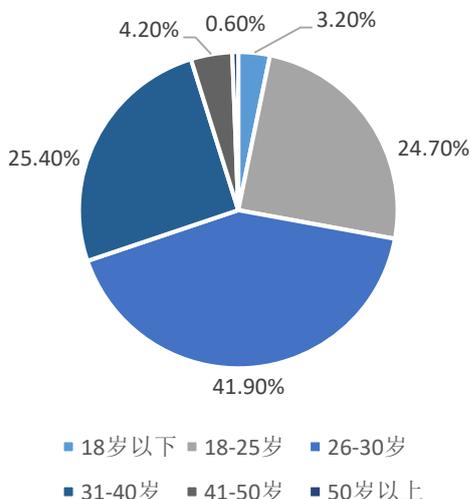


数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

2.4 植发人群低龄化, 女性的植发诉求较复杂

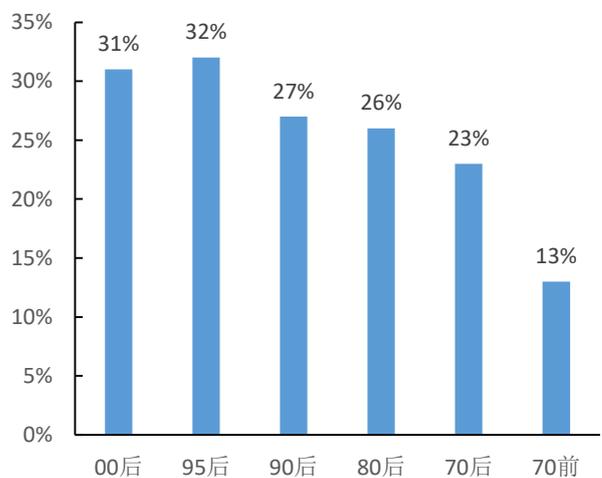
根据 2019 年中国健康促进与教育协会公布的《中国脱发人群调查》数据, 中国脱发人群约为 2.5 亿, 平均每 6 个中国人中就有 1 个脱发, 我国目前的脱发人群比上一代人脱发年龄提前了整整 20 年, 26-30 岁的人群植发占比最高, 达到 41.9%。在受脱发困扰的代际中, 95 后与 00 后的人群比例最高, 分别为 32%与 31%; 其次是 90 后, 为 27%; 70 前的人群受脱发困扰的比例最低, 仅为 13%。我们认为这和不同代际所处的人生阶段密切相关, 90 后、95 后与 00 后正处于奋斗事业、婚恋与找工作的人生阶段, 无论是外界压力, 还是自身因素, 均有着较高的自身形象的管理需求, 因此, 也比较容易产生脱发的困扰。

图表 15: 植发人群年龄主要分布于 26-30 岁



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

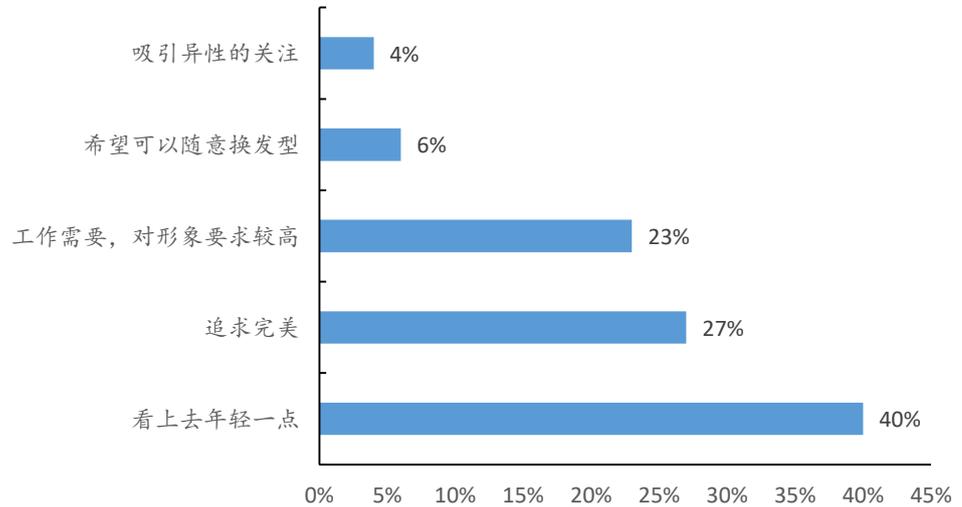
图表 16: 95 后受脱发困扰最为严重



数据来源: 丁香医生, 华福证券研究所

总体来看，减龄是大部分植发人群的主要诉求。发际线具备平衡面部上方 1/3 轮廓的作用，是外界对年龄评估的重要因素之一。根据艾瑞咨询，2018 年我国 40% 的植发人群是为了满足减龄的需求。

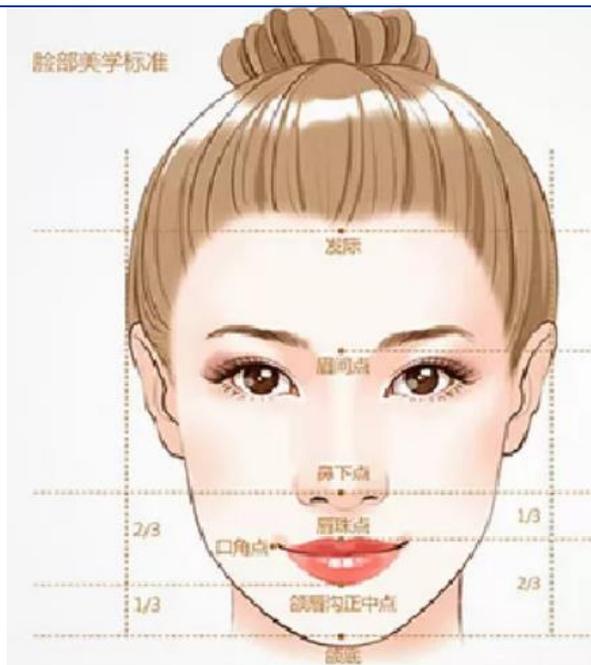
图表 17：减龄是我国植发人群的主要诉求



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

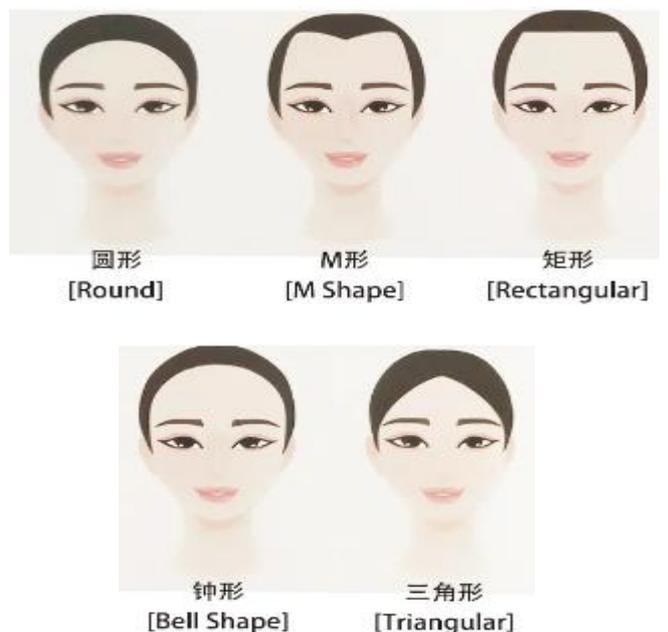
细分来看，女性消费者的植发诉求更高，不仅注重减龄，更注重重塑面部轮廓。因此，针对女性的发际线设计与手术操作的要求较高，一般要符合传统的“三庭五眼”的面部美学设计标准。男性的发际线设计一般仅为 M 形或者圆形两种，女性的发际线设计较丰富，例如：亚洲女性的发际线轮廓设计有圆形、M 形、矩形、钟形与三角形 5 种类型。

图表 18：三庭五眼是女性的面部美学设计标准



资料来源：大麦微针公众号“大麦毛发管家”，华福证券研究所

图表 19：亚洲女性的发际线轮廓主要有 5 种类型



资料来源：大麦微针公众号“大麦毛发管家”，华福证券研究所

2.5 植发手术操作难度低，医护团队的学历要求不高

植发手术是一门熟能生巧的技术。根据我国医疗美容项目分级管理目录来看，毛发移植属于操作过程不复杂，技术难度和风险不大的一级美容外科项目。

图表 20：毛发移植属于一级美容外科项目

类别	分类标准
一级	操作过程不复杂，技术难度和风险不大的美容外科项目
二级	操作过程复杂程度一般，有一定技术难度，有一定风险，需使用硬膜外腔阻滞麻醉、静脉全身麻醉等完成的美容外科项目。
三级	操作过程较复杂，技术难度和风险较大，因创伤大需术前备血，并需要气管插管全麻的美容外科项目。
四级	操作过程复杂，难度高、风险大的美容外科项目。

资料来源：卫健委，华福证券研究所

对比医美的手术外科，植发对医生的学历与专业要求参差不齐。以上海伊莱美医疗美容医院为例，整形外科与皮肤科医师均需为本科以上学历，并具备主治医师以上资格，其中整形外科医生必须为外科专业。大麦微针的植发医生需要本科学历，雍禾的植发医师具备大专学历即可，对学历的要求相对较低。从植发机构内部的主要岗位来看，咨询师与植发医生需要具备一定的的工作经验之外，薪水相对较高；护士对经验的要求不高，薪水相对较低。

图表 21：植发机构主要岗位的任职要求与招聘条件列举

职业	机构	月薪(万)	地区	学历要求	任职要求
咨询师	大麦微针	1-2	南京	大专	临床护理相关专业，有医美行业经历优先；形象气质佳；具备一定的沟通能力与语言表达能力；大专及以上学历，中专学历优秀者也可；有医美咨询行业工作经历者优先。
	雍禾	1.5-2	成都		
植发医生	大麦微针	1.5-2.5	深圳	本科	临床医学本科及以上学历，持执业医师资格证；有解决医疗纠纷处理投诉的能力；有较强的保密意识；
	雍禾	3-5	无锡	大专	有执业医师以上证件（注册在临床外科），六年以上临床工作经验；有美容主诊备案；年龄 28-45 岁；该职务公司安排免费带薪培训并提供住宿，后根据公司发展需求派往外地。
植发护士	碧莲盛	0.6-0.8	海口	学历不限	经验不限；护理学等相关专业毕业，持有护士资格证；视力 450 度以下，无不良嗜好与重大疾病或者传染病；人品素质较好，有良好的团队意识，服务意识。
	雍禾		无锡	大专	大专及以上学历，可首次注册；护理学等相关专业毕业，持有护士资格证；视力不低于 4.5，无不良嗜好等；有良好的服务意识，团队意识

资料来源：智联招聘，华福证券研究所

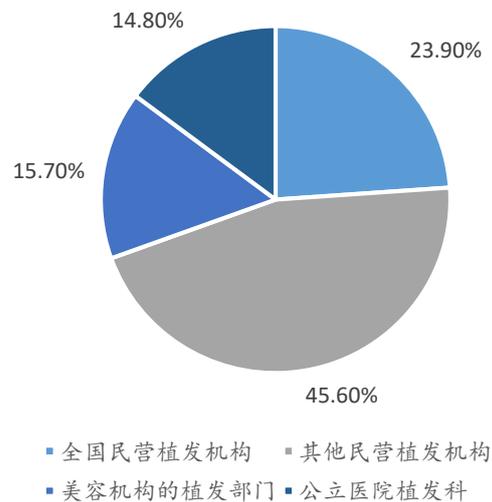
图表 22：上海伊莱美医疗美容医院的整形外科医师与皮肤科医师招聘条件

职业	学历要求	任职要求
整形外科医师	外科专业，本科以上学历	在整形美容外科有5年以上工作经验，掌握扎实的整形外科理论基础，手术技法熟练、注重医疗安全，并具有相当的人体审美素养，能进行个性化的术前设计；工作严谨，为人踏实，热爱本职工作，有较强的服务意识，职业形象佳，沟通能力良好；具备医师执业资格及医疗美容主诊资格，主治医师以上资格，可变更注册执业地点。
皮肤科医师	医疗专业本科以上学历，硕士以上学历优先	3年以上皮肤激光美容工作经历，具备医师执业资格证书能变更注册，主治医师以上职称，副教优先；具有注射及激光美容工作经验，熟练掌握微注射及激光美容技术；熟悉医疗美容行业动态，了解行业经营策略，具有科室管理经验者优先；有较强的本专业诊疗能力和亲和力，营销能力；具备良好的职业操守；职业形象良好，较好的医患沟通能力；具有民营医院工作经验者优先。

资料来源：医美视界，华福证券研究所

2.6 行业竞争格局分散

植发行业竞争格局较为分散，单体植发机构的市场份额较高。我国提供植发医疗服务的机构主要分为四类：1) 公立医院开设植发的整形美容科，占据 14.8% 的市场份额；2) 类似雍禾、大麦微针的全国性民营医疗连锁机构，占据 23.9% 的市场份额；3) 美容机构的植发部门，占据 15.7% 的市场份额；4) 其他植发机构，即单体植发机构，占据 45.6% 的市场份额。

图表 23：2020 年单体植发机构占据最大的市场份额


资料来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

三、脱发的病因与治疗方案

3.1 雄性激素脱发患者是脱发的主要人群

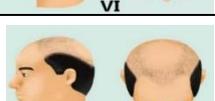
根据《脱发的病因及治疗进展》，毛发的生长周期包括生长期(2~6年)、退化

期、衰老期(2~4个月)。每日正常脱发数为40~100根,但由于某些原因使脱发数目远远超过正常时就有明显脱发表现。临床常见的脱发主要有两种:1) 雄性激素脱发;2) 斑秃。在秃发患者中,雄性激素性秃发(AGA)所占比例最大,据我国流行病学调查,AGA占秃发病的90%,AGA在我国发病率较高,男性为21.3%,女性约为6%。

AGA发病机理:根据《中国雄激素性秃发诊疗指南》,AGA具有遗传倾向性,国内流行病学调查显示,男性AGA患者中有家族遗传史的占53.3%-63.9%,父系明显高于母系。人体分泌的睾酮和雄烯二酮经由5a-还原酶作用形成双氢睾酮(DHT),DHT可以攻击毛囊中毛乳头的特定靶点。毛乳头是毛囊中最重要的部分,其连接着微血管,使毛囊获得正常生长必需的营养。毛乳头上有大量的雄激素受体,当DHT附着在具有遗传性掉发基因的毛乳头受体细胞上,就会阻断蛋白质、维他命、矿物质等养分,进而破坏毛囊。由于身体各部位毛囊基因各不相同,对DHT的抵抗能力也不同,其中前额,头顶及后头枕部上方的毛囊对DHT的抵抗力较差,因此前额部、冠状区至头顶部容易形成秃发区域。

更进一步来看,男性AGA的脱发特点是通常从额颞部开始,逐步向冠状区与头顶部蔓延。1-5级属于轻、中度脱发,由于毛囊还没有完全萎缩,治疗仍有恢复的机会;6-7级属于重度脱发,大部分毛囊已经萎缩,治疗难以得到较好的效果。

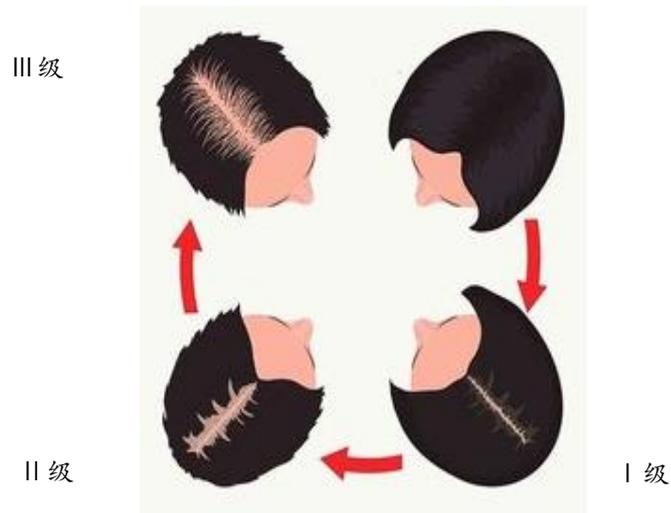
图表 24: 汉密尔顿男性脱发等级与对应治疗方案

脱发等级	表现	直观图示	治疗方案与毛囊移植单位
一级	发际线正常或轻度后移		采取药物治疗或者植发,手术需要约1200-1500毛囊单位
二级	额颞部发际呈三角形后移,距外耳道连线处达2厘米		
三级	额颞部发际后退更明显,距外耳道连线正常发际超过2厘米		植发配合药物治疗,手术需要约1500-2500毛囊单位
四级	头顶部脱发伴额中部发际后退,一束浓密的头发将这两个区域分开		植发配合药物治疗,手术需要约2500-3500毛囊单位
五级	前额部更大弥漫性脱发或秃顶,隔开这两个区域的发带缩窄、毛发密度减低		植发配合药物治疗,手术需要约3500-4500毛囊单位
六级	马蹄形脱发,侧面和后面脱发区增加		植发配合药物治疗或者佩戴假发。手术提取毛囊数量上限5000-8000毛囊单位(根据个人后枕部情况提取毛囊单位量)
七级	男性雄性激素秃发的严重形式,除马蹄形脱发外,耳周和枕部出现脱发		

资料来源:好大夫在线,美佳网,快速问医生,华福证券研究所

女性 AGA 脱发的特点是冠状区毛发弥漫性减少，前额发际线保持完整。I 级患者冠状区前面头发变薄，需改变发型以掩盖前额顶部的头发变薄，发际线完整，不需要植发；II 级冠状区毛发更明显地变薄，受累区域扩大、短发数目增加，不能以发型掩饰，需要植发手术，例如发缝加密种植；III 级顶部几乎完全脱发或头皮裸露，前额发际线仍然保持完整，患者不必拨开头发即能看见头皮，需要进行植发手术。

图表 25: Ludwig 女性脱发等级



资料来源：我护发发网，华福证券研究所

3.2 植发手术用时较短，见效较快

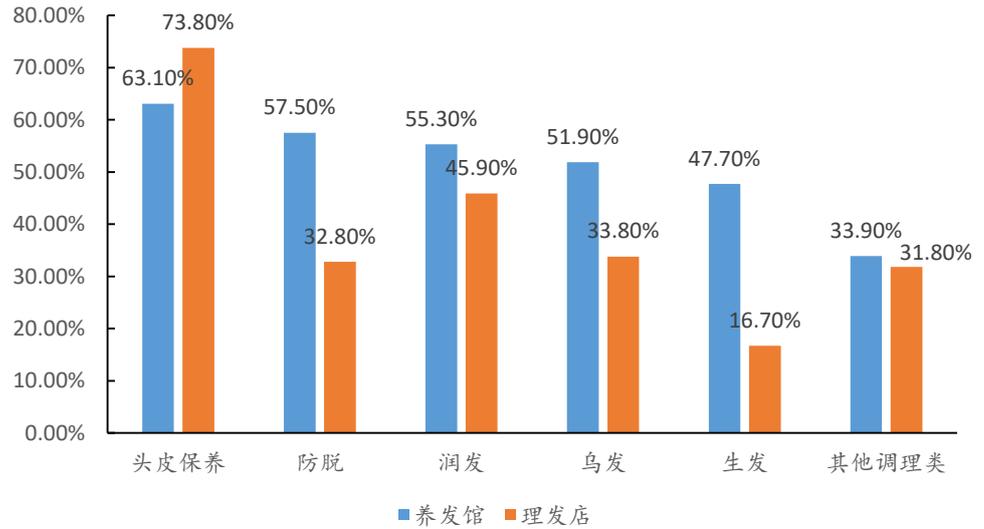
脱发的治疗方法主要分为医疗养发、药物疗法与毛发移植三类。总体来看，医疗养发偏重预防，药物疗法疗程较长，具备一定副作用且停药后有复发风险。

3.2.1 医疗养发更注重保养与预防脱发

医疗养发市场的参与者主要有专业的养发连锁店（例如：丝域养发与章光 101 养发）、美容店、理发店与提供“植养固”一体化服务的植发机构（例如雍禾医疗、大麦微针）。

养发连锁店、美容店与理发店一般以护理头皮、防止脱发为主，面向的多是尚未产生脱发的客户或者轻度的脱发患者。根据艾瑞咨询，养发店与理发店客群消费的养发项目中较多的是头皮保养、润发，防脱与乌发。

图表 26: 头皮保养为养发店与理发店客群消费的首选项目



资料来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

以丝域养发为例，其提供的服务以防治脱发，润发养发为主，主要为以下四项：
1) 防脱赋活；2) 润养健发；3) 养发 SPA；4) 特色项目，例如卸妆护理。

图表 27：丝域养发的服务项目主要定位于预防

服务项目	针对客群	服务列示
防脱赋活	油脂分泌旺盛、季节性脱发、斑秃脱发、产后脱发、化学脱发、营养缺失脱发等	 <p>赋活防脱护理 温和养护头皮，补充头皮所需的营养成分，减少头发掉落。</p>
		 <p>多肽滋养护理 多重营养矿物、植物精华，调理头皮环境，养出年轻发际线。</p>
		 <p>水光丝盈护理 水光科技加持，焕发头皮活力，改善发质，让秀发粗硬盈空。</p>
润养健发	头发枯黄、发灰、发白	 <p>丝肽健发护理 采用冷冻干燥技术，深层渗透头皮，养护秀发呈现健康光泽。</p>
		 <p>水光丝健护理 水光科技加持，加固自然色泽，让发丝青春亮泽，散发健康活力。</p>
		 <p>菁盈焕色护理 花青素精华润健发丝，补充秀发自然光泽，令秀发焕发莹润亮泽。</p>
养发 SPA	头发干枯毛躁、暗哑无光、烫染受损、油脂分泌异常、头皮不适等	 <p>玫瑰养发护理 滋养发杆，抚平毛躁，让发丝柔韧垂顺。玫瑰芳香萦绕，散发浪漫气息。</p>
		 <p>香氛养发 在香根鸢尾的浪漫香氛中，放松头皮。柔软发丝、拥抱好心情。</p>
		 <p>鲟鱼子养发护理 添加臻贵鲟鱼子，养护发丝活力，补给头发营养盛宴。</p>

特色项目 肩颈疲劳、头皮紧绷、营养吸收不理想等



资料来源：丝域养发官网，华福证券研究所

与丝域养发等不同的是，大型植发连锁机构的医疗养发项目除了洗护之外，还会采取专业设备进行低能量激光治疗、中胚层疗法等。例如，大麦微针的LED光动力项目，针对术后客群，具备红蓝光杀菌消炎，促进伤口愈合，促进毛囊扎根成活的作用；雾化仪的客群较广，具备补充头皮水分子，软化角质，消炎杀菌的作用。

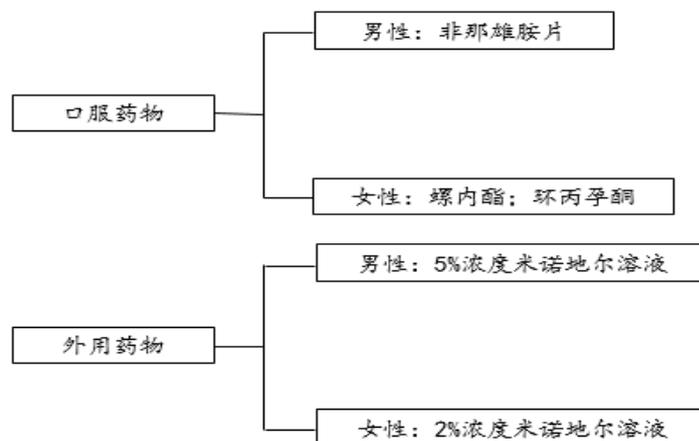
3.2.2 药物治疗用药周期较长，具备一定副作用

药物按照是否口服，分为口服药与外用药。药物治疗的用药周期较长，具备一定副作用且停药后或将复发。

口服药物分为男性用药与女性用药。男性口服用药为雄激素阻断剂：非那雄胺片，需连服6个月至1年或以上，此药为5- α II型还原酶的特异性抑制剂，能明显降低DHT（二氢睾酮）浓度，控制脱发；其副作用是性欲降低，阳痿，射精量减少或有睾丸疼痛等。女性口服用药为雄激素受体抑制剂：1) 螺内酯，一般用药半年，其副作用是性欲下降，乳房胀痛，月经紊乱；2) 环丙孕酮，例如英达-35，一般连服半年，其副作用是性欲下降，体重增加等。

外用药为钾通道开放剂：米诺地尔溶液，男性用5%浓度，女性用2%浓度，连用半年至1年，其有效作用在于扩张头皮血管，刺激毛囊上皮细胞的增殖与分化，使得血管有效生成，改善局部血液供应，促进钾通道的良好开放，刺激毛囊从休止期转化为生长期，副作用是皮炎，多毛等。

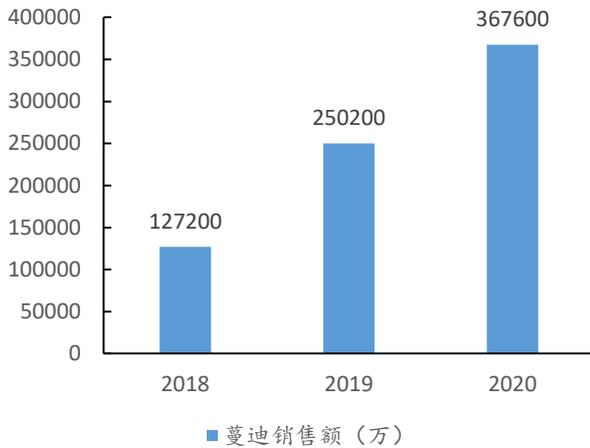
图表 28：治疗脱发药物分为口服药物与外用药物两大类



资料来源：《中国雄激素性秃发诊疗指南》，华福证券研究所

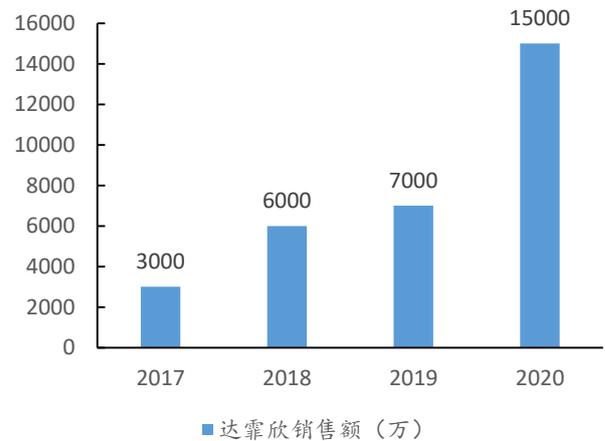
目前国内上市公司三生制药与振东药业旗下具备米诺地尔产品，在医院、植发机构、电商渠道销售。三生制药旗下的米诺地尔产品名称为蔓迪，振东药业旗下的米诺地尔产品名称为达霏欣。蔓迪是我国首个非处方脱发药品，于2002年上市，用于治疗男性脱发和斑秃。在男性脱发患者中头对头比较蔓迪泡沫剂型与美国米诺地尔药剂 Rogaine®的三期研究的患者入组工作已经完成。未来如获批上市，有望成为国内唯一的米诺地尔泡沫剂型。2018年至2020年，蔓迪的销售额从12.72亿上涨至36.76亿元。达霏欣从2017年开始运作，销售额从3000多万元上涨至2020年1.5亿元，市场份额在2020年达到26.35%。

图表 29：蔓迪销售额逐年增长



数据来源：三生制药公告，华福证券研究所

图表 30：达霏欣销售额逐年增长



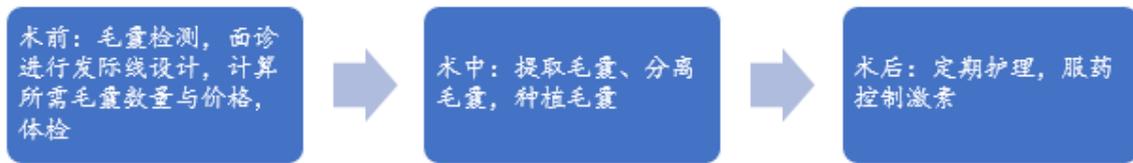
数据来源：振东药业公告，华福证券研究所

3.2.3 植发手术本质为重新分配毛囊，已形成标准化流程

植发手术本质上是重新分配毛囊，不实际增加毛发数量。植发手术通过将毛囊从后枕区提取出来（也有将其他身体部位的毛发移植到脱发区的情况，例如将胡须移植到脱发区域），移植至裸露及稀疏的毛发区域。毛囊具备移植到其他区域，能保持原来毛囊的属性的特质，因此将后枕部的毛发移植至脱发区，也不会发生脱落。与其他非移植毛发治疗方案相比，植发治疗的见效快，恢复期短，副作用较少，对脱发、斑秃及秃顶有显著效果。植发需具备两个条件：供皮区可以供应很多健康的毛囊；植发的面积要小。一般正常成人头发总数为8万至10万根，一次最多可植2000至3000个毛囊，不能过度植发，否则会给种植区原生发带来损伤，导致原生发脱落。

植发手术已形成标准化流程，技术难度较低。植发手术主要分为三个步骤，术前包括面诊、毛囊检测，发际线设计等环节；术中患者消毒与局部浸润麻醉后，医护团队用专用取发器提取毛囊并保存在低温生理盐水中，然后将取出的毛囊放在湿润的毛囊分离板上，用手术刀将毛囊周围多余的上皮、脂肪组织切除，在毛囊种植区按毛囊自然生长方向打孔，然后将毛囊植入；术后用无菌敷料与弹力绷带覆盖并包扎供区，种植区暴露，口服抗生素等并做定期后续护理。

图表 31：植发手术步骤主要分为术前、术中与术后



数据来源：华福证券研究所根据公开资料整理

评判植发效果的要素主要有以下三个：1) 植入毛囊的存活率；2) 新生发的自然度与美观度；3) 供给区的恢复情况。植发手术中需要注意的要素：1) 妥善保存并分离取出的毛囊（用手术刀将毛囊周围多余的上皮、脂肪组织切除时要注意不伤害到毛囊）；2) 打孔的密度、方向与深度；3) 用镊子或者种植笔将毛囊植入的角度与力度（如果力度较重，会使植入的毛囊根部卷曲，影响新生发的美观）。

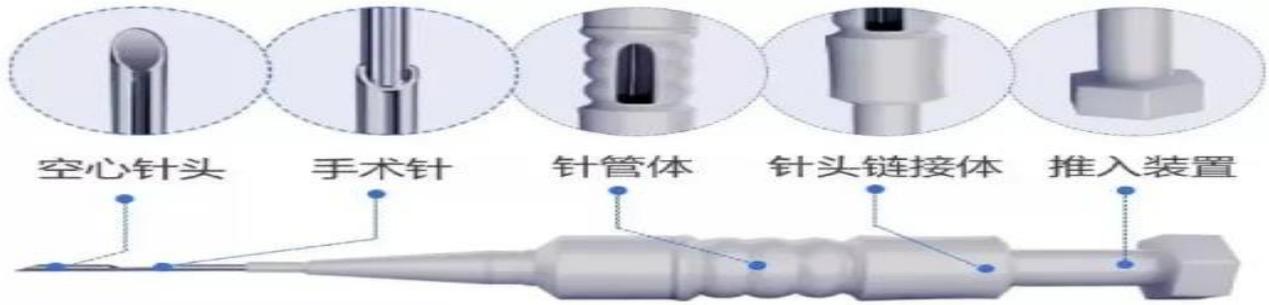
从植发手术技术来看，主要分为获取毛囊技术与植入毛囊技术。获取毛囊的技术分为两种：1) FUT 技术；2) FUE 技术。

FUT（毛囊单位头皮条切取技术），该技术对医生的技术水平要求较高。从患者后枕部及两颞部切取一条带头发的头皮条，将切取的头皮条进行分割制备毛囊，然后将毛囊种植到无发区。供区切取的头皮条留下的创口需要拉拢缝合。术后 7~10 天拆线，术后供区会遗留一线状疤痕。优点：基本适合所有发质，一次可获得较多的毛囊单位，可以最大限度地利用毛囊；缺点：容易遗留条索状疤痕、术后恢复时间较长，手术产生痛苦较多。

FUE（毛囊单位提取术），该技术无须开刀与缝合，对医生的技术水平要求较低。用手动毛囊单位提取器或电动毛囊单位提取器（取发针头为锐利的环钻，内径规格有 0.8mm、0.9mm、1.0mm、1.1mm）在患者后枕部及两颞部供发区钻开头皮浅层，然后用镊子分散性地取出单个毛囊，再进行毛囊的种植。优点：不需要切取条状头皮，可以在相对较大的范围内有效地提取大量毛囊单位，供区不用缝合、伤口愈合快，愈合疤痕不易见等。

植入毛囊的技术主要分为三种：1) 先打孔后种植，属于比较传统的植发技术，采用宝石刀打孔后，用镊子将毛囊植入皮下，种植时一把镊子撑开皮肤，一把镊子将毛囊种到皮下；2) 即插即种，即医生单手持针打孔后立即拔出，另一手用镊子夹持毛囊即刻种植。3) 打孔与种植同步完成，即微针植发法，将分离好的毛囊置入微针植发笔尖的空心针头中，然后通过微针植发笔尾部的推入装置直接将毛囊送到皮下。

图表 32：微针构造图



数据来源：大麦微针公众号“大麦毛发管家”，华福证券研究所

植发手术的工作重复度高，工作量较大，企业通常在细微环节打造出差异化竞争优势。通过梳理我国主要植发连锁机构的专利技术，我们发现大麦微针的专利技术均布局在提取毛囊与种植毛囊的环节，雍禾医疗的专利技术分布在术前检测与提取毛囊环节，新生植发的专利技术分布在毛囊提取、术后护理环节。

图表 33：新生植发、大麦微针与雍禾医疗于细微处打造差异化竞争优势

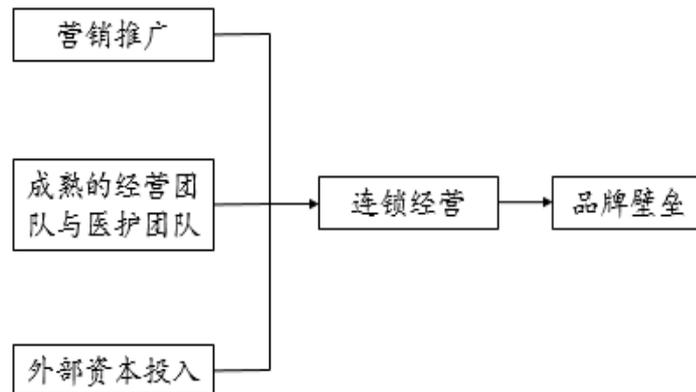
机构	发明名称	专利类型	法律状态	发明人	申请日
大麦微针	一种多头计数植发打孔笔	实用新型	授权	李兴东	2019
	一种发针和针头磨取装置	实用新型	授权	李兴东	2019
	一种胡须采取器	实用新型	授权	李兴东	2019
	一种头发移植用镊子	实用新型	授权	李兴东	2019
	一种具有防护功能的头发移植用剪刀	实用新型	授权	李兴东	2019
	毛囊提取用头皮扩张固定装置	发明公布	实质审查	李兴东	2019
	毛囊提取用头皮扩张固定装置	实用新型	授权	李兴东	2019
雍禾医疗	毛发检测仪	外观设计	授权	袁晓峰, 张玉	2019
	手术室沟通推车	外观设计	授权	袁晓峰, 张玉	2019
	毛发检测机	外观设计	授权	袁晓峰, 张玉, 张辉	2019
	一种检测设备	实用新型	授权	袁晓峰, 张玉, 张辉	2019
	植发打孔器及植发手术装备	发明公布	实质审查	张辉, 韩岩	2018
	植发打孔器及植发手术装备	实用新型	授权	张辉, 韩岩	2018
	毛囊提取针头	外观设计	授权	李明季	2017
	一种毛囊提取针头	实用新型	授权	李明季	2017
新生植发	一种智能化可调控加热洗发养护专用座椅	发明公布	实质审查	林凤飞	2017
	一种可计数智能一体化提取仪	发明公布	实质审查	林凤飞	2017
	一种设计用非金属激光测量仪	发明公布	实质审查	林凤飞	2017
	一种头发健康管理系统	发明公布	实质审查	林凤飞	2017
	一种智能毛发中药熏蒸导入仪	发明公布	实质审查	林凤飞	2017
	一种用于发型设计的三维模拟成像系统	发明公布	实质审查	林凤飞	2017
	一种智能化植发用可调控手术床	发明公布	实质审查	林凤飞	2017
	一种植发手术辅助定位头罩	发明授权	授权	孙仲鑫, 刘知迪, 张菊芳	2015
	一种植发手术辅助定位头罩	发明公布	授权	刘知迪	2015

资料来源：企查查，华福证券研究所

四、植发医疗服务机构的竞争壁垒

在医疗服务行业中，获取消费者信任为医疗服务机构工作的重要环节。在较高的消费者信任度下，医疗服务机构可以在一定程度上降低获客成本，提高净利率水平。优秀知名的品牌有助于提高消费者信任，我们认为植发医疗服务机构的品牌建设需要通过资本投入、营销推广与熟练的医护团队逐步完成。

图表 34：植发行业的竞争壁垒拆解为营销推广、成熟团队与资本投入

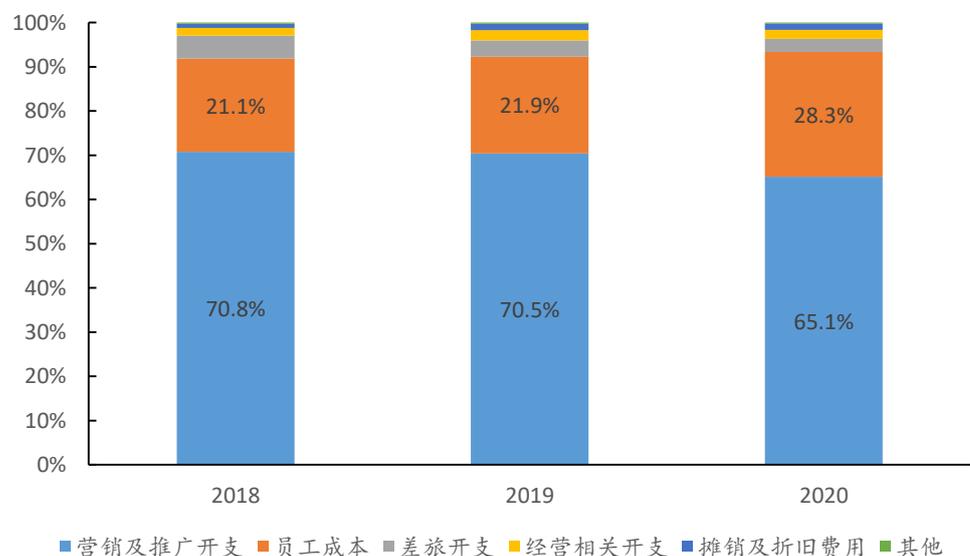


资料来源：华福证券研究所

4.1 营销投入抢占消费者心智

目前植发行业仍属于渗透率较低，发展速度较快的阶段，行业内尚未出现龙头领导者。因此各大植发机构均投入较高的营销费用，以占领消费者心智、扩大市场影响力并抢占市场份额。以雍禾为例，2018至2020年，销售和营销开支占总收入的比重分别为49.6%、53.1%与47.6%，而用在宣传推广上的费用分别占据销售营销开支的70.8%、70.5%与65.1%。

图表 35：雍禾医疗的营销及推广开支较高

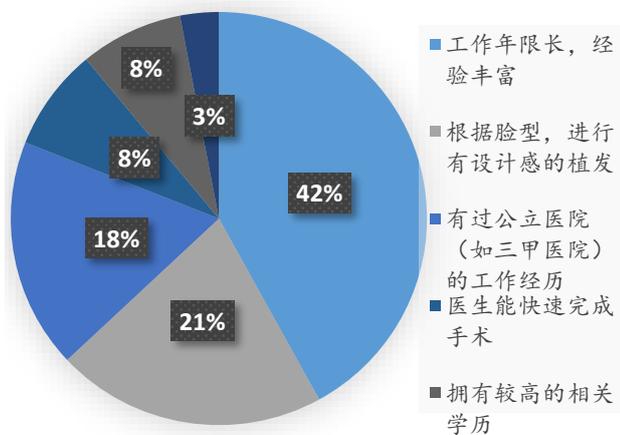


数据来源：雍禾医疗招股书，华福证券研究所

4.2 成熟稳定的医护与经营团队保障企业有效扩张

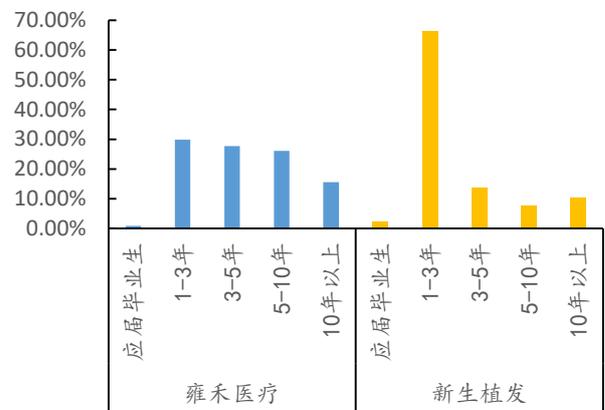
相比医美手术项目的医生，植发行业的医生个人 IP 价值较小，更强调优秀的植发团队。植发手术主要分为麻醉、取发、植发三个步骤，在手术中需要植入数千个毛囊单位，是一项重复度极高的精密劳动，易造成人员疲劳。一般一台植发手术需要 5~6 个或者 7~8 个医务人员共同配合完成，手术时长 2~6 小时不等，因此，医护团队的执业经验与配合默契度会在较大程度上影响植发手术的成功率。医生的经验是患者与植发机构均较关注的问题，42%的植发人群最关注的是医生的工作年限长，经验丰富；在植发机构的招聘中，应届生的招聘比例最小，而具备 1-3 年的工作经验的人员招聘比例最高。

图表 36: 2018 年中国植发人群对医生的经验最关注



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

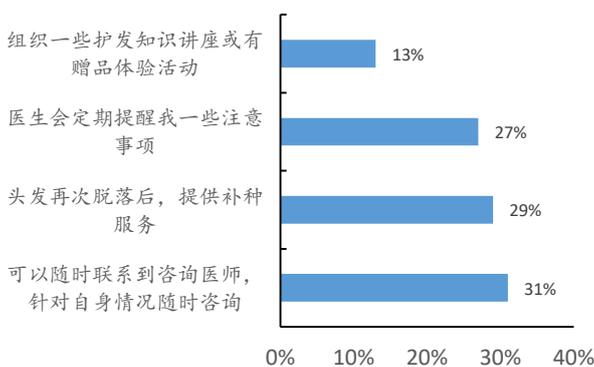
图表 37: 雍禾医疗与新生植发招聘人员的经验要求



数据来源：企查查，华福证券研究所

另外，经验丰富且关系稳定的销售团队、引流团队与客户关系管理团队也是保障企业扩张的重要因素。在我国植发人群关注的服务质量中，咨询服务最受关注，雍禾医疗开发了在线医疗咨询服务与毛发管理小程序，目前小程序注册人数超过了 733000 名；大麦微针推出了大麦养发小程序，方便客户在线预约。另外，优秀的客户关系管理团队通过电话访问等方式，有助于推动植发的顾客购买医疗养护服务，从而完成销售的二次转化，提高客户粘性。

图表 38: 我国植发人群最关注联系医生的便捷程度



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

图表 39: 雍禾小程序



数据来源：雍禾小程序，华福证券研究所

4.3 雄厚的资本实力推动企业快速拓店，抢占市场份额

医疗服务行业为资本密集型行业，雄厚的资本实力有助于企业扩张。以爱尔眼科为例。作为眼科领域的医疗服务机构，爱尔眼科于2009年上市，2003-2008年爱尔眼科用于扩张的资金来源主要来自于企业的内部融资，医院连锁规模小，尚未形成品牌效应，2009年爱尔眼科上市之后，开始加速扩张，进行多轮融资以扩建收购医院，通过外延并购方式逐步形成规模效应，驱动利润增长。2006年至2020年，爱尔眼科的净利润从0.13亿元增至18.77亿元。

图表 40：2016 年爱尔眼科非公开发现股票募集资金的投资项目

项目类型	项目名称	项目投资总额 (单位：万元)	拟使用募集资金 (单位：万元)
爱尔总部大厦建设项目	爱尔总部大厦建设项目	118393.96	118393.96
眼科医院迁址扩建项目	哈尔滨爱尔迁址扩建项目	5319.98	4749.98
	重庆爱尔迁址扩建项目	7968.98	6668.98
眼科医院收购项目	收购滨州沪滨爱尔眼科医院有限公司 70%股权项目	20884.50	20884.50
	收购朝阳眼科医院有限责任公司 55%股权项目	3724.60	3724.60
	收购东莞爱尔眼科医院有限公司 75%股权项目	9847.50	9847.50
	收购泰安爱尔光明医院有限公司 58.7%股权项目	3013.66	3013.66
	收购太原市爱尔康明眼科医院有限公司 90%股权项目	5830.20	5830.20
	收购佛山爱尔眼科医院有限公司 60%股权项目	3535.80	3535.80
	收购九江爱尔中山眼科医院有限公司 68%股权项目	3106.24	3106.24
	收购清远爱尔眼科医院有限公司 80%股权项目	2644.80	2644.80
	收购湖州爱尔眼科医院有限公司 75%股权项目	5425.50	5425.50
信息化项目	信息化基础设施改造与 IT 云化建设项目	59951.98	54836.98

来源：爱尔眼科公告，华福证券研究所

植发作为一种专科医疗，社会资本的投资风险较低，比较容易复制形成连锁品牌**打造规模效应**。一方面，通过连锁化经营，植发机构在耗材采购、研发、人员招聘与培训、营销投放等方面均易于实现资源的整合并摊薄边际成本；另一方面，通过连锁化经营实现品牌形象、价格体系和服务的标准化、专业化与统一化，有利于深入消费者心智，维持消费者忠诚并锁定企业的利润空间。

细分来看，**直营连锁模式是植发机构拓展的最优选择**。最常见的连锁模式分为两种：1) 直营连锁；2) 加盟连锁。加盟连锁虽然可以以较低的成本进行较快速的扩张，但是不适合植发机构的运营特点。首先，植发的客单价较高，服务质量至关重要，一旦发生消费者维权，会对植发机构的品牌形象造成巨大打击。而加盟连锁在一定程度上不能有效的传承与延续企业的整体文化、技术等；其次，国家近期对医美领域的各

项监管趋严，植发机构作为医美领域的分支，机构的专业度与合规性将愈发重要，直营连锁的模式更易管理、规范并提高医疗服务的专业度，有利于品牌的长期发展。

图表 41：直营连锁与特许加盟的对比

项目	直营连锁	特许加盟
资本来源	总部筹集	加盟商
管理难度	较易	较难
风险管控	较小	较大
经营稳定性	相对稳定	较不稳定
企业形象	统一	统一
扩张速度	较慢	较快

数据来源：华福证券研究所

五、 投资建议

建议关注在港上市的雍禾医疗（未覆盖）。根据雍禾医疗招股说明书，公司目前的 50 余家连锁机构已覆盖全国 50 个城市。按照 2020 年植发医疗服务收入、接受植发医疗服务的患者人数、提供植发医疗服务的机构数目以及医生人数来看，雍禾医疗均排名第一，2020 年占有 11% 的市场份额；按 2020 年医疗养固服务收入及提供医疗养固服务的网内医疗机构数目计算，雍禾医疗在所有医疗机构中排名第一，占有约 5% 的市场份额。

六、 风险提示

6.1 市场竞争加剧行业陷入价格战

为了获取客源，植发行业内的中小型机构或将主动降低价格，从而导致行业陷入价格战，对行业整体利润带来不利影响。

6.2 居民收入增长不及预期风险

居民收入增长乏力，或将减少在可选消费中的投入。

6.3 疫情反复影响线下消费

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15% 以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15% 之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于 ±5% 之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5% 以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn