

## 颜值经济系列深度报告之四

# 心系万千青丝，植发经济方兴未艾 增持（维持）

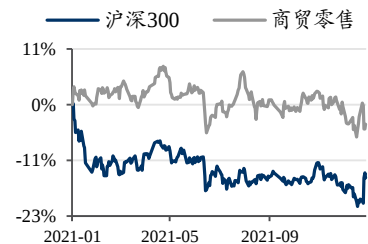
2022年3月2日

### 投资要点

- **雄脱为脱发主因，治疗方案植养结合、层层递进。**常见脱发可分为瘢痕性脱发和非瘢痕性脱发，其中雄脱是最常见的脱发类型。针对不同脱发阶段的需求，脱发解决方案可分为居家养护、生态养固、医疗养固和植发，各种方式层层递进，对于希望短期内直接性的改善或毛囊已经闭合的患者，植发是最合适的方式。
- **产业链：中游植发机构盈利空间较大，是产业链核心环节。**植发产业链的上游为器械和耗材商，中游为公立、民营的植发机构，下游为获客渠道和植发消费者。其中，中游植发机构盈利空间较大，头部机构毛利率达70%+，是产业链的核心环节。但是由于行业尚处于认知建立期，销售费用投入较大，长期随着门店的扩张、店铺口碑的提升和品牌影响力的提升，我们预计净利率还有进一步提升的空间。作为标准化程度相对较高的轻医美机构，植发机构可复制性较强，头部植发机构雍禾医疗的门店数量和收入规模均领先于综合型医美机构。
- **低渗透高成长，毛发市场空间广阔，连锁龙头优势显著。**（1）需求端：根据沙利文预计，2021年我国毛发医疗服务市场规模为234亿元，其中植发医疗/医疗养固市场规模分别为169/65亿元，2016-2020年植发医疗/医疗养固的增速CAGR分别为23.4%/25.4%。我国植发渗透率较低，2020年我国脱发人数达2.52亿人，但植发手术数仅51.6万例，渗透率不到1%，提升空间较大。在脱发年轻化、多样化植发养发需求、消费承担能力提升和行业规范化程度提升等因素共促下，渗透率有望持续提升。（2）供给端：包括连锁植发机构、综合医美机构植发科、公立医院植发科和区域性/单体植发机构，其中连锁植发机构专业性强、品牌化、规范化优势突出，是未来的主要发展方向。
- **他山之石：美国植发龙头 Bosley，“标准化技术&服务+特色化营销+连锁化扩张”共筑龙头之路。**Bosley成立于1974年，是美国第一大连锁植发机构，在34个州设立了73个连锁的植发诊所。其成功路径主要包括：以标准化技术&服务提升客户满意度、通过特色化营销打造值得信赖的品牌以及通过连锁化扩张实现规模提升。
- **投资建议：**植发行业正处于快速增长的风口期，其中中游植发机构是产业链的核心环节，头部连锁植发机构是主要的发展方向，有望受益于行业增长的红利。推荐始终坚持规范化发展思路的、市占率第一的连锁植发龙头雍禾医疗。
- **风险提示：**行业竞争加剧，门店拓展不及预期，行业政策变化，疫情反复影响，医疗人员不足风险，医疗事故风险。

证券分析师 吴劲草  
执业证号：S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn  
证券分析师 张家璇  
执业证号：S0600520120002  
zhangjx@dwzq.com.cn

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《雍禾医疗（2279.HK）：专注“头等大事”，植发第一股驭风前行》2022-01-19
- 2、《颜值经济系列深度报告之三：进击的水光针——持续高频、高增、本土化的“玻尿酸+”注射产品》2021-07-11
- 3、《颜值经济系列深度报告之二：掘金肉毒素——高门槛，强增长的医美上游注射产品》2021-06-10
- 4、《颜值经济系列深度报告之一：变美步履不停，“颜值经济”浪潮来临》2021-05-26

表1：公司估值（截至2022年3月1日收盘）

| 代码      | 公司   | 总市值<br>(亿元) | 收盘价<br>(元) | 归母净利润（亿元） |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|---------|------|-------------|------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|         |      |             |            | 2020A     | 2021E | 2022E | 2020A | 2021E | 2022E |      |
| 2279.HK | 雍禾医疗 | 53          | 10.15      | 1.63      | 1.28  | 1.95  | 33    | 42    | 27    | 买入   |
| 1530.HK | 三生制药 | 124         | 5.08       | 8.36      | 15.90 | 18.57 | 15    | 8     | 7     | 未评级  |

资料来源：东吴证券研究所（注1：雍禾医疗为东吴证券预测值，三生制药为Wind一致预期，总市值、收盘价来自Wind；注2：单位均为人民币；注3：港元兑人民币汇率日期为3月1日）

## 内容目录

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 1. 雄脱为脱发主因，治疗方案层层递进 .....                                | 5  |
| 1.1. 雄脱为最常见脱发类型，与遗传、衰老、精神压力等因素相关 .....                   | 5  |
| 1.2. 治疗方案：植养一体，层层推进 .....                                | 7  |
| 2. 产业链：中游植发机构盈利空间较大，是产业链核心环节 .....                       | 15 |
| 3. 低渗透高成长，毛发市场空间广阔，连锁龙头优势显著 .....                        | 19 |
| 3.1. 需求端：渗透率提升空间大，植养一体终端需求高增 .....                       | 19 |
| 3.2. 供给端：连锁龙头品牌及服务优势稳固，标准化较高利于渠道快速扩张 .....               | 26 |
| 4. 他山之石：美国植发龙头 Bosley，“标准化技术&服务+特色化营销+连锁化扩张”共筑龙头之路 ..... | 29 |
| 5. 重点关注行业公司 .....                                        | 32 |
| 5.1. 雍禾医疗：国内植发行业龙头，先发布局优势显著 .....                        | 32 |
| 5.2. 碧莲盛植发：技术驱动，致力无痕植发科研 .....                           | 34 |
| 5.3. 新生植发：“植养护”一体行业趋势带头人 .....                           | 35 |
| 5.4. 大麦植发：微针植发概念引领者 .....                                | 36 |
| 5.5. 三生制药：脱发药品领头羊，旗下“蔓迪”率先入驻市场 .....                     | 37 |
| 6. 投资建议 .....                                            | 38 |
| 7. 风险提示 .....                                            | 39 |

## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1: 头发生长周期 .....                            | 5  |
| 图 2: 脱发的主要临床类型 .....                         | 5  |
| 图 3: 雄激素性脱发原理 .....                          | 6  |
| 图 4: 脱发等级划分与所需种植毛囊单位数量 .....                 | 7  |
| 图 5: 脱发的解决方案 .....                           | 8  |
| 图 6: 居家养护示例 .....                            | 8  |
| 图 7: 生态养护产品示例 .....                          | 9  |
| 图 8: 线下养发门店使用的仪器设备 .....                     | 9  |
| 图 9: 2019 年头部生态养发机构连锁门店已超 2000 家 .....       | 9  |
| 图 10: 中胚层和激光医疗养固示例 .....                     | 10 |
| 图 11: 新生植发与英诺皮肤世家达成全球毛发健康战略合作 .....          | 10 |
| 图 12: 激光生发作用原理 .....                         | 10 |
| 图 13: 2019 年中国雄激素性脱发药物市场规模达 15.8 亿元 .....    | 11 |
| 图 14: 蔓迪销售额及同比增速 .....                       | 13 |
| 图 15: 主要米诺地尔品牌图示 .....                       | 13 |
| 图 16: 植发步骤示例 .....                           | 14 |
| 图 17: 植发行业产业链 .....                          | 16 |
| 图 18: 2020 年主要医美机构营业收入对比 .....               | 17 |
| 图 19: 2021H1 主要医美机构门店数量对比 .....              | 17 |
| 图 20: 2020 年主要医美机构平均每平方米收入对比 .....           | 17 |
| 图 21: 2020 年主要医美机构客单价对比 .....                | 17 |
| 图 22: 2020 年主要医美机构毛利率对比 .....                | 18 |
| 图 23: 2020 年主要医美机构销售费用率对比 .....              | 18 |
| 图 24: 2018 年中国植发机构营销费用流向 .....               | 18 |
| 图 25: 从雍禾供应商采购金额看, 信息流类线上广告处于上升趋势 .....      | 19 |
| 图 26: 沙利文预计 2021 年中国毛发医疗服务市场规模为 234 亿元 ..... | 19 |
| 图 27: 沙利文预计 2021 年中国植发医疗服务规模为 169 亿元 .....   | 20 |
| 图 28: 沙利文预计 2021 年中国医疗养固服务规模为 65 亿元 .....    | 20 |
| 图 29: 养发服务行业竞争格局分析 .....                     | 21 |
| 图 30: 艾瑞咨询预计 2021 年养发服务整体规模超 800 亿元 .....    | 21 |
| 图 31: 医疗养固在养发服务渗透率逐步提升 .....                 | 21 |
| 图 32: 2019 年脱发人群年龄分布 .....                   | 23 |
| 图 33: 2019 年我国平均税前年收入 (元) .....              | 23 |
| 图 34: 脱发人群年轻化对植发需求的影响 .....                  | 23 |
| 图 35: 2019 年年前植发消费人群年龄分布 .....               | 24 |
| 图 36: 我国居民人均可支配收入稳定增长 .....                  | 24 |
| 图 37: 我国国民医疗保健支出占比提升 .....                   | 24 |
| 图 38: 植发费用区间敏感性分析 (万元) .....                 | 25 |
| 图 39: 2021 年 5 月, 植发行业团体标准《毛发移植规范》发布 .....   | 25 |
| 图 40: 中国植发行业发展阶段 .....                       | 26 |
| 图 41: 2020 年我国植发市场内各类参与者市场份额 .....           | 27 |
| 图 42: 2020 年我国主要连锁植发机构在植发医疗服务市场的市场份额 .....   | 27 |

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图 43: 2020 年我国主要连锁植发机构植发和医疗养固及其他业务收入规模对比 .....   | 28 |
| 图 44: 2020 年我国主要连锁植发机构植发和医疗养固及其他业务平均单店收入规模对比 ... | 28 |
| 图 45: 2020 年主要连锁植发机构门店数量对比 .....                 | 28 |
| 图 46: 2020 年主要连锁植发机构服务人数对比 .....                 | 28 |
| 图 47: 2020 年主要连锁植发机构注册医生人数对比 .....               | 29 |
| 图 48: 2020 年主要连锁植发机构平均医生服务人数对比 .....             | 29 |
| 图 49: Bosley 集团的部分知名植发医生 .....                   | 29 |
| 图 50: Bosley 集团提供的综合毛发解决方案 .....                 | 30 |
| 图 51: Bosley 集团为患者免费提供脱发预防与修复指南 .....            | 30 |
| 图 52: Bosley 营造舒适放松的门店环境 .....                   | 31 |
| 图 53: Bosley Beverly Hills 门店紧邻好莱坞和比弗利山庄 .....   | 31 |
| 图 54: Bosley 毛发修复服务受到众多娱乐圈名人推荐 .....             | 31 |
| 图 55: Bosley 主要门店位置分布 .....                      | 32 |
| 图 56: 雍禾发展时间轴 .....                              | 32 |
| 图 57: 雍禾主营业务 .....                               | 33 |
| 图 58: 碧莲盛发展时间轴 .....                             | 34 |
| 图 59: 新生发展时间轴 .....                              | 35 |
| 图 60: 大麦 (科发源) 发展时间轴 .....                       | 36 |
| 图 61: 三生制药发展时间轴 .....                            | 37 |
| 图 62: 蔓迪营收占比变化情况 .....                           | 38 |
| 表 1: 公司估值 (截至 2022 年 2 月 28 日收盘) .....           | 1  |
| 表 2: 主要脱发治疗药物对比 .....                            | 12 |
| 表 3: 国内主要米诺地尔品牌对比 .....                          | 12 |
| 表 4: 国际认可的两种植发技术对比 .....                         | 13 |
| 表 5: 植发操作工具整理 .....                              | 15 |
| 表 6: 植发人群渗透率空间假设 .....                           | 22 |
| 表 7: 植发机构融资情况梳理 .....                            | 25 |
| 表 8: 雍禾植发项目 .....                                | 33 |
| 表 9: 碧莲盛主要业务 .....                               | 34 |
| 表 10: 新生主要业务 .....                               | 35 |

## 1. 雄脱为脱发主因，治疗方案层层递进

### 1.1. 雄脱为最常见脱发类型，与遗传、衰老、精神压力等因素相关

脱发发生于头发的休止期，持续单日脱发超 100 根或为病理性脱发。头发的生长周期包括生长期、退化期和休止期，一般来说头发从毛囊长出至脱落 4 年以上，处于休止期的头发较为脆弱，容易在洗头、日常梳理中脱落。每天脱落头发数量在 40-100 根范围内属于正常脱发，而若持续日脱发在 100 根以上则有可能为病理性脱发，最好通过主动就医寻求解决。

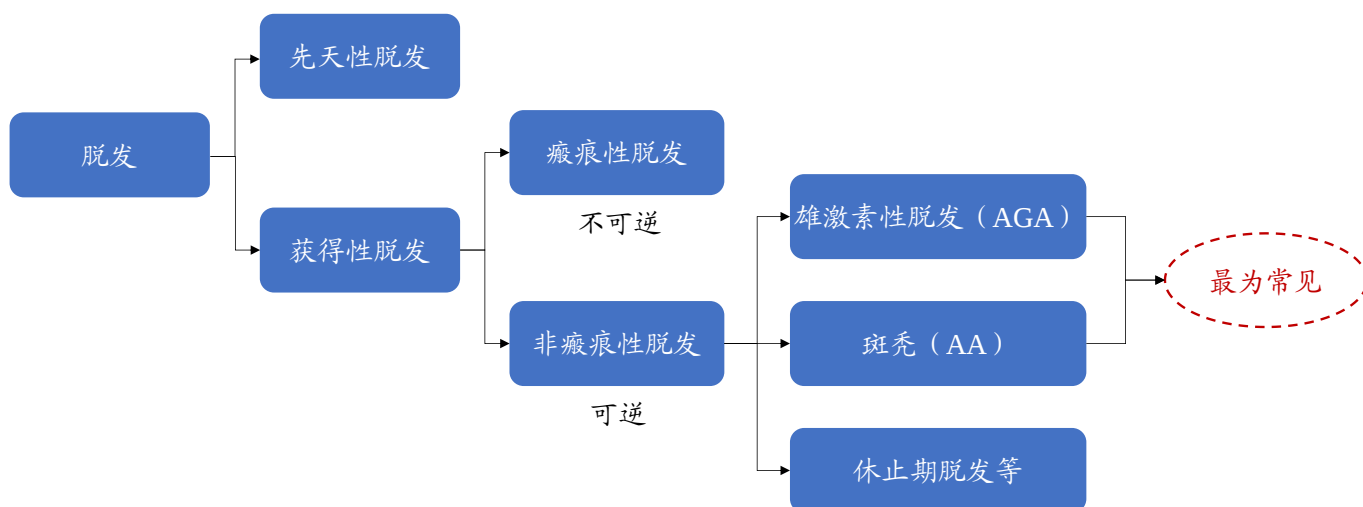
图 1：头发生长周期



数据来源：丁香医生，东吴证券研究所

常见脱发可分为瘢痕性脱发和非瘢痕性脱发，雄脱和斑秃最为常见。根据《毛发疾病皮肤镜诊断专家共识》，脱发可分为先天性和获得性两大类，其中先天性脱发较为少见，获得性脱发又可根据是否造成永久性损害分为两大类：瘢痕性脱发和非瘢痕性脱发。瘢痕性脱发实质上为永久性脱发，毛囊受损后不可再生，临床上以非瘢痕性脱发为主，尤其是雄激素性脱发和斑秃为最常见的类型。

图 2：脱发的主要临床类型

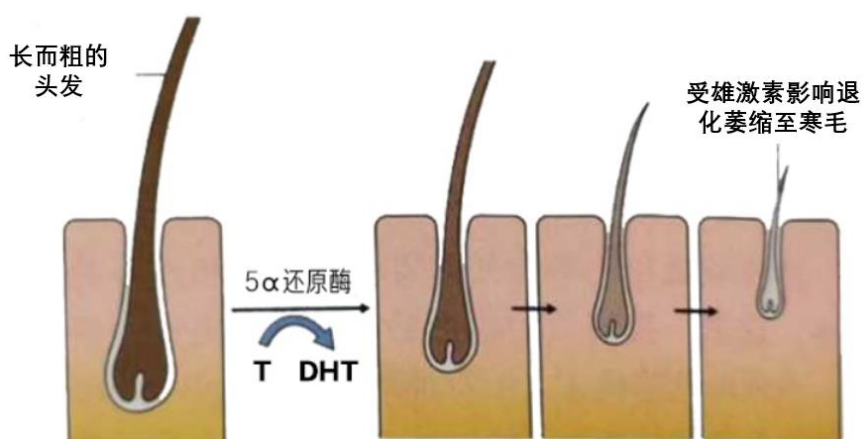


数据来源：《毛发疾病皮肤镜诊断专家共识》，东吴证券研究所

➤ 雄激素性脱发（AGA，也称雄脱）：最常见，主要系头皮的毛囊对雄激素过于

敏感，脱发部位的  $5\alpha$ -还原酶活性偏高，导致雄激素被催化生成更多的二氢睾酮（Dihydrotestosterone, DHT），DHT 与毛囊细胞上的雄激素受体结合后可使毛囊微小化、生长期变短，因此头发会先逐渐变软、变细、不易生长，直到最后完全脱落。根据《中国人雄激素性脱发诊疗指南》，2019 年我国男性雄脱的患病率约为 21.3%，女性患病率约为 6%。

图 3：雄激素性脱发原理



数据来源：丁香医生，东吴证券研究所

- **斑秃 (AA):** 主要指由 T 细胞介导的自身免疫性疾病，与遗传、精神因素密切相关，发病率仅次于雄激素性脱发。由于毛囊的免疫赦免功能不稳定，处于生长期的毛囊在受到压力、外伤、感染或者神经炎症因子等非特异性的刺激时，免疫赦免就可能被打破，从而导致斑秃。根据斑秃病情程度的不同，临床可分为斑秃、全秃和普秃。

脱发按照严重程度可分为七级，等级越高脱发程度越严重。脱发等级的判定一般采用汉密尔顿分型（Hamilton-Norwood 分型），分为 7 级 12 型脱发，等级越高脱发程度越严重。一般来说，2 级~5 级属于轻、中度脱发，6 级以上属于重度脱发。在做植发治疗时，脱发情况越严重所需种植的毛囊单位数量也越多。

图 4：脱发等级划分与所需种植毛囊单位数量

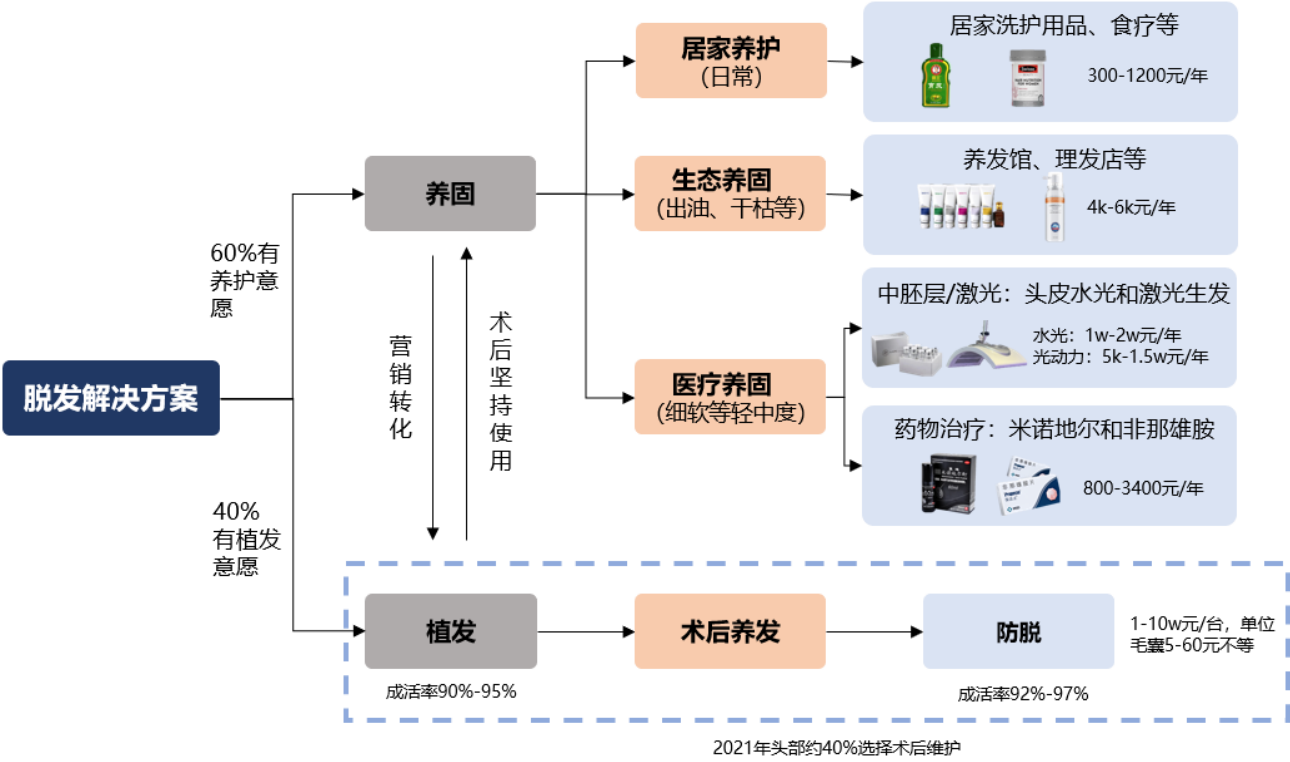
| 类型     |         | O+M型                                                                               | U型                                                                                 | O型                                                                                 | M型                                                                                 | 稀疏                                                                                 | 脱发形态                                                                              | 所需毛囊单位数量               |
|--------|---------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------|
| 程度     | 级别      | 形式                                                                                 |   |   |   |   |  |                        |
| 轻度脱发   | LEVEL 1 |   |   |   |   |   | 掉发数量增多，发际线正常或轻微后移                                                                 | <1200个                 |
| 小型脱发   | LEVEL 2 |   |   |   |   |   | 发际线轻度后移，额头稍高                                                                      | 1200-1500个             |
| 小到中度脱发 | LEVEL 3 |   |   |   |   |   | 发际线脱落明显，额角稀疏接近光裸                                                                  | 1500-2000个             |
| 中度脱发   | LEVEL 4 |   |   |   |   |   | 前额明显脱发，整体头部头顶部位稀疏                                                                 | 2000-2500个             |
| 中到严重脱发 | LEVEL 5 |   |   |   |   |   | 前额及头部整体脱落，中间形成缎带，稀疏及脱发面积较大                                                        | 2500-3000个             |
| 严重脱发   | LEVEL 6 |   |   |   |   |   | 前额部、头顶部向后扩大趋势更为明显，稀疏严重                                                            | 3000-3500个             |
| 重度脱发   | LEVEL 7 |  |  |  |  |  | 脱发程度最为严重，头发只剩后枕部和耳鬓周围                                                             | >3500个，但须依据个人后枕部毛囊数量而定 |

数据来源：Southern Medical Journal，头豹研究院，东吴证券研究所

1.2. 治疗方案：植养一体，层层推进

针对不同脱发阶段的需求，脱发解决方案可分为居家养护、生态养固、医疗养固和植发，各种方式层层递进，不同客群之间可实现相互转化。轻度脱发患者通常优先选择居家洗护、食疗等日常居家养护方式。若出现出油、干枯等情况，还可通过养发馆、理发店的生态养固项目进行专业头皮或头发维养。对于轻中度以上脱发患者，若毛囊尚未闭合，可考虑多种医疗养固或植发解决方案，例如通过米诺地尔、非那雄胺等药物治疗，或者通过中胚层疗法和头皮激光治疗，若希望在短期内有较为直接的改善也可直接进行植发。而对于毛囊已经闭合的患者，仅养固治疗效果已有限，在有一定毛囊资源的条件下植发效果最好。头部植发机构成功率已达到很高水平，若结合相应的术后养发治疗成功率还可继续提升。

图 5：脱发的解决方案



数据来源：天猫旗舰店、丝域官网、史云逊官网、大麦官网、头豹研究院、新氧，东吴证券研究所

1. 居家养护：头发清洁洗护、食疗、居家按摩仪等（正常头发）

对于并未产生植发需求但具有预防脱发意识的消费者来说，防脱洗发水和食疗不需要额外投入时间和精力，也最容易坚持，可以伴随原来的生活场景完成。头皮洗护产品和生发颗粒、生发口服液中含有的首乌、皂角、当归、黑芝麻等成分可以促进头皮健康。另外，部分消费者也会购买家用的生发按摩仪、生发梳，通过较为便捷的方式改善毛囊血液循环，以减少脱发情况。

图 6：居家养护示例



数据来源：各品牌天猫旗舰店，东吴证券研究所

2. 生态养护：专业洗护、头皮精华等（出油、干枯、敏感）

生态养护产品具体可分为专业线防脱洗护产品和防脱头皮精华。生态养护产品相当

头皮养护领域的院线产品，在头皮抗衰、脱发预防上较普通洗护产品更为专业，通常由专业养发连锁品牌开发。专业养发馆提供养发 SPA 服务流程较细，包括技师头皮放松、专业仪器引入、按摩吸收等，全程可长达 1-2 小时，以“产品+服务”形式带给消费者升级的头皮养护体验。理发店则是在提供烫染传统服务的基础上，提供头发滋养服务。

图 7：生态养护产品示例



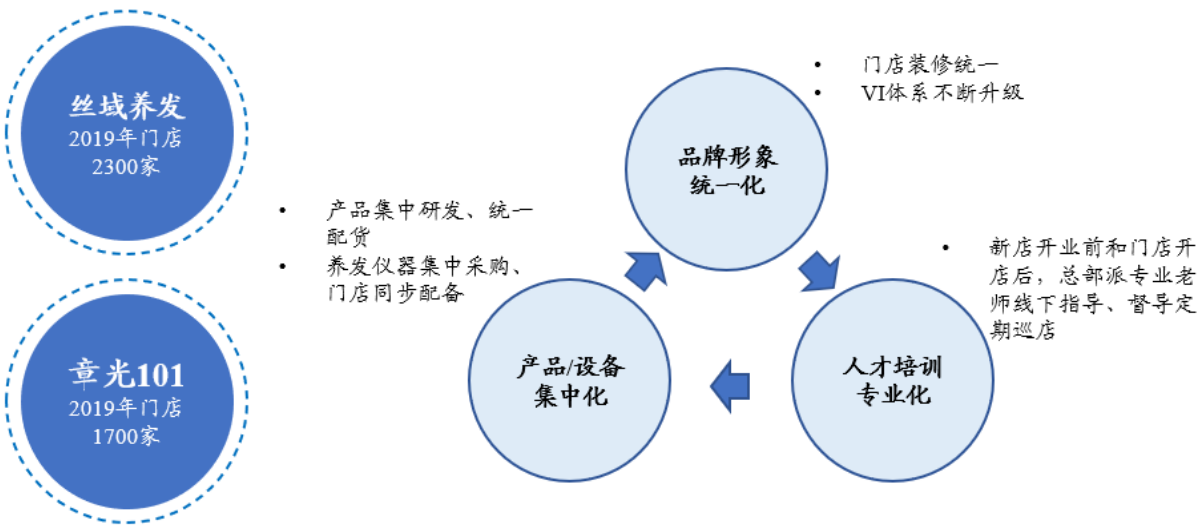
数据来源：各品牌天猫旗舰店，东吴证券研究所

图 8：线下养发门店使用的仪器设备



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 9：2019 年头部生态养发机构连锁门店已超 2000 家



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

### 3. 医疗养护：药物、头皮水光、激光生发仪等（轻度脱发、毛发细软）

- **中胚层/激光：头皮水光和激光生发。**（1）**头皮水光**：中胚层护理作用于头皮，能高效应对白脱发、头皮初老等问题，通过特别定制头皮水光仪、水光枪，结合微晶片等专利技术，打开皮肤屏障形成微通道，促进所需营养物质吸收，代表品牌包括 BCN 鸡尾酒套盒、英诺头皮抗衰老素等。（2）**激光生发**：激光生发的原理是通过低能量激光刺激毛囊的表皮干细胞，从而使毛囊进入生长期，从而起到防脱生发、促进头发生长的作用。医疗养固中使用专业的激光生发仪，目前获 NMPA 审批的激光生发仪均属二类医疗器械。

图 10：中胚层和激光医疗养固示例



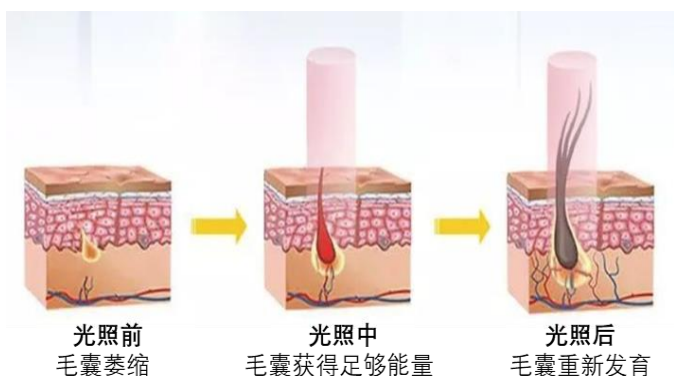
数据来源：各品牌天猫旗舰店，东吴证券研究所

图 11：新生植发与英诺皮肤世家达成全球毛发健康战略合作



数据来源：创氦网，东吴证券研究所

图 12：激光生发作用原理

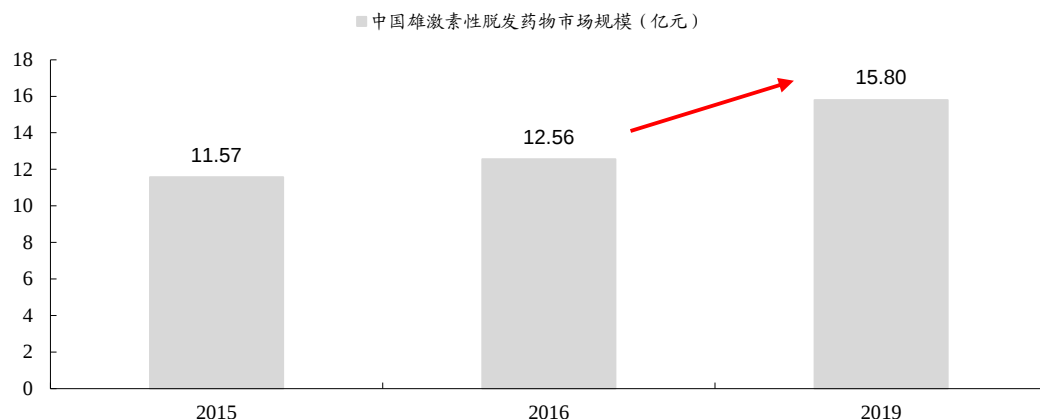


数据来源：丁香医生，东吴证券研究所

- **药物**：米诺地尔、非那雄胺、螺内酯等。

2019 年中国雄激素性脱发药物市场规模达 15.8 亿元。根据立木信息咨询数据统计，2019 年中国雄激素性脱发药物市场规模达 15.8 亿元，2015-2019 年规模增速 CAGR 达 8.1%。

图 13：2019 年中国雄激素性脱发药物市场规模达 15.8 亿元



数据来源：立木信息咨询，东吴证券研究所

**米诺地尔：**外用 OTC 药品，主要为酊剂、搽剂、泡沫剂和凝胶剂，可通用于男女性脂溢性脱发。其作用原理尚不明，通常认为是通过存在于毛囊根部的磺基转移酶形成米诺地尔硫酸盐，从而刺激毛囊生长，可能的副作用包括过敏性皮炎和瘙痒。米诺地尔是唯一一种受到《中国人雄激素性脱发诊疗指南》（中国医师协会发布）推荐的用于脱发治疗的外用药物。

国内销售的米诺地尔产品包括三生制药的蔓迪、安特制药（振东制药旗下）的达霏欣、美国强生公司的落健（国内未获批，FDA 获批）和博士伦的学瑞等，患者每年承担费用在 800-3400 元不等。其中，市占率较高的产品是蔓迪和达霏欣。根据三生制药公司公告，2015-2020 年蔓迪销售收入由 0.2 亿元提升至 3.7 亿元。除了已有的酊剂，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。

**非那雄胺：**处方药，仅适合于男性雄脱患者，是雄激素睾酮代谢成为二氢睾酮过程中的细胞内酶 II 型  $5\alpha$  还原酶的特异性抑制剂，可能的副作用包括降低性欲和勃起功能障碍。非那雄胺的原研药为美国默沙东公司的保法止和保列治，国内的仿制药还包括启悦、仙琚、百达英、蒲立宁等。

**度他雄胺：**处方药，仅适合于男性雄脱患者，也是雄激素睾酮代谢成为二氢睾酮过程中的细胞内酶 II 型  $5\alpha$  还原酶的特异性抑制剂，主要通过抑制 I 型、II 型  $5\alpha$  还原酶，可能的副作用包括降低性欲和半衰期较长。度他雄胺的原研药包括葛兰素史克的安福达，四川国为制药和成都盛迪医药的度他雄胺产品也已获 NMPA 批准上市。

**螺内酯：**处方药，用于治疗女性雄激素性脱发。其主要原理是可减缓肾上腺和卵巢雄激素产生，并能在靶组织处与二氢睾酮竞争受体，减少雄激素对皮脂腺的刺激，可能的副作用包括打乱月经周期、使血液中钾水平升高。国内螺内酯的主要品牌包括民生、使尔通、瑞年、丰海等。

**环丙孕酮：**处方药，其性激素拮抗效果较强因而用于治疗女性雄激素性脱发，可

能的副作用包括乳房胀痛，疲劳、精力下降等。国内环丙孕酮的主要品牌包括达英、华典。

表 2：主要脱发治疗药物对比

| 产品名  | 使用群体     | 原理                                             | 副作用               | 用法                    | 主要品牌                           |
|------|----------|------------------------------------------------|-------------------|-----------------------|--------------------------------|
| 米诺地尔 | 男/女性雄脱患者 | 作用机理尚不明，通常认为是通过存在于毛囊根部的磺基转移酶形成米诺地尔硫酸盐，从而刺激毛囊生长 | 过敏性皮炎、瘙痒          | 外用 OTC（町剂/搽剂/泡沫剂/凝胶剂） | 蔓迪、达霏欣、斯达中、博士伦、落健（未获批）、可兰（未获批） |
| 非那雄胺 | 男性雄脱患者   | 通过抑制 II 型 5α 还原酶，抑制 DHT（二氢睾酮）生成                | 降低性欲、勃起功能障碍       | 口服处方药                 | 保法止、保列治、启悦、仙琚、百达英、蒲立宁          |
| 度他雄胺 | 男性雄脱患者   | 通过抑制 I 型、II 型 5α 还原酶，抑制 DHT（二氢睾酮）生成            | 降低性欲、半衰期较长        | 口服处方药                 | 安福达                            |
| 螺内酯  | 女性雄脱患者   | 可减缓肾上腺和卵巢雄激素产生，并能在靶组织处与二氢睾酮竞争受体，减少雄激素对皮脂腺的刺激   | 月经周期紊乱，或使血液中钾水平升高 | 口服处方药                 | 民生、使尔通、瑞年、丰海                   |
| 环丙孕酮 | 女性雄脱患者   | 17-羟孕酮类衍生物，性激素拮抗效果较强                           | 乳房胀痛，疲劳、精力下降      | 口服处方药                 | 达英、华典                          |

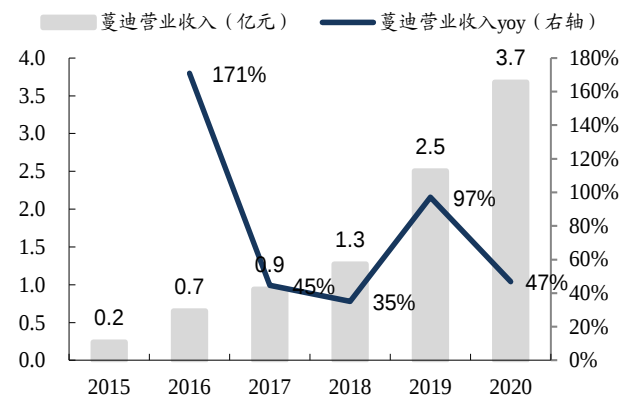
数据来源：发友网，脱发人社区，东吴证券研究所

表 3：国内主要米诺地尔品牌对比

| 品牌              | 蔓迪（三生） |         | 达霏欣（安特） |       | 落健（强生） |         | 学瑞（博士伦） |         |
|-----------------|--------|---------|---------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 剂型              | 酊剂     | 酊剂      | 搽剂      | 搽剂    | 泡沫剂    | 泡沫剂     | 凝胶剂     | 凝胶剂     |
| 性别              | 男性     | 女性      | 男性      | 女性    | 男性     | 女性      | 男性      | 女性      |
| 浓度              | 5%     | 5%      | 5%      | 2%    | 5%     | 5%      | 2.20%   | 2.20%   |
| 单价<br>(元/瓶或元/支) | 148    | 148     | 148     | 148   | 269    | 269     | 188     | 188     |
| 消耗频次            | 1 瓶/月  | 1 瓶/2 月 | 1 瓶/月   | 1 瓶/月 | 1 瓶/月  | 1 瓶/2 月 | 3 支/2 月 | 3 支/2 月 |
| 每年费用（元）         | 1776   | 888     | 1776    | 1776  | 3228   | 1614    | 3384    | 3384    |

数据来源：各品牌天猫旗舰店，东吴证券研究所（注 1：瓶装均为 60ml 装，支装为 40g 装；注 2：学瑞为阿里健康大药房）

图 14: 蔓迪销售额及同比增速



数据来源: 三生制药公司公告, 东吴证券研究所

图 15: 主要米诺地尔品牌图示



数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 东吴证券研究所

4. 植发: FUT、FUE (轻中度脱发、毛发稀疏)

目前国际认可的植发技术有 FUT 和 FUE 两种, 区别在于提取优势供区的毛发方式不同。

(1) FUT (Follicle Unit Transplant/毛囊单位头皮条切取术/有痕植发): 从患者后枕部直接切下一小块头皮, 切口精细缝合, 由毛囊分离师将头皮瓣加工成含有 1-4 根头发的毛囊单位。再经过营养培育后, 将毛囊单位移植到需要植发的区域。

(2) FUE (Follicular Unit Extraction/毛囊单位切取技术/无痕植发): 采用微型环钻对供区单个毛囊单位进行环切, 将毛囊单位完整地取出进行种植。FUE 具有不需开刀、创伤小、无需缝合及术后愈合快的优点。

表 4: 国际认可的两种植发技术对比

| 类别   | 毛囊单位头皮条切取术 (FUT)                 | 毛囊单位切取术 (FUE)                                            |
|------|----------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 概念   | 自后脑勺部位集中提取毛囊, 借助专业精细化器械进行单体移植    | 采用显微游离设备分散性, 自后脑勺部位单个提取毛后移植到脱发部位                         |
| 术前   | 取发处不需剃发                          | 大多需要剃发                                                   |
| 术后   | 提取区域会留下细线状疤痕; 术后 7 天能正常洗头; 需清理血痂 | 微创, 疼痛感低, 恢复后无疤痕, 不会对原生发造成损伤; 术后 5 天正常洗头; 无需清理血痂, 正常梳理头发 |
| 适应症  | 适合枕部优势供区小, 脱发面积较大的患者             | 脱发面积较小, 适合枕部优势供区大、头发质量好的患者                               |
| 手术时间 | 一般 3-4 或 5-6 小时                  | 4-5 或 6-7 小时                                             |

数据来源: 雍禾招股说明书、头豹研究院、大麦微针植发公众号, 东吴证券研究所

### 植发的具体步骤包括六步：

(1) **毛囊检测**：基于头皮健康、头发密度、头发分布状况、直径等数据确定植发方案；

(2) **设计划线**：根据患者的五官、形象等，通过测量后枕部头发的密度，计算所提取的毛囊组织的面积，确定种植区的具体范围，尤其是发际线等重要部分的范围；

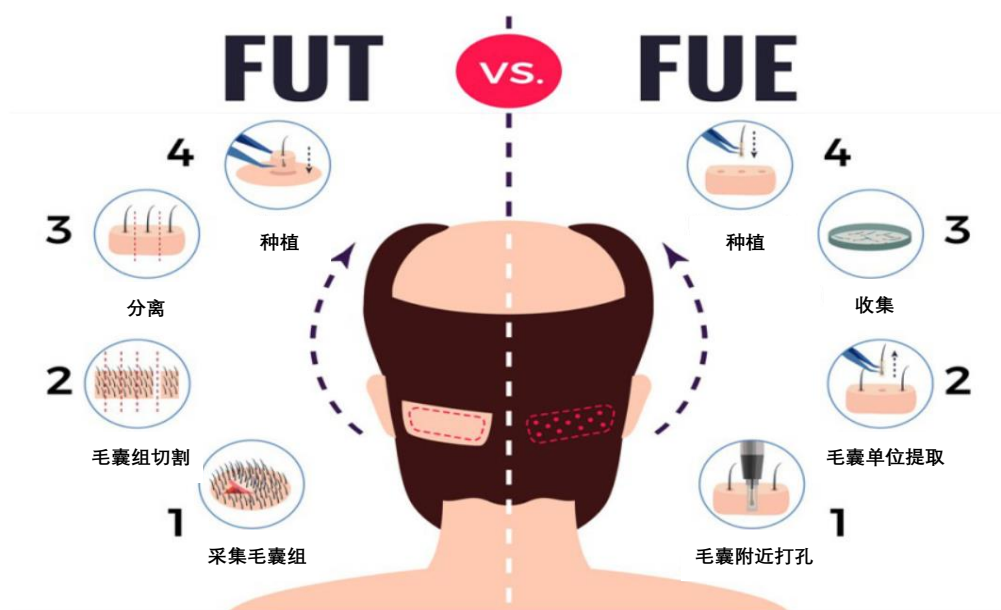
(3) **毛囊提取**：其中 FUT 是从后枕部割下一条带着皮肤和皮下组织的皮瓣，FUE 是对毛囊单位进行环切后提取；

(4) **切割分离**：其中 FUT 需要将毛囊组切割后再进行分离，FUE 是将多余的皮下组织清除后有序排列；

(5) **种植毛囊**：采用镊子、宝石刀、种植针或种植笔进行毛囊种植；

(6) **术后恢复**：植发后短期内不要剧烈运动，一般术后 15-40 天内毛发脱落，2-3 个月内新的毛发开始生长。

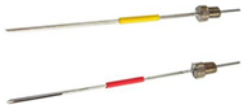
图 16: 植发步骤示例



数据来源：美丝医学官网，东吴证券研究所

从操作工具看，FUE 植发技术又可细分为镊子种植、即插即种和微针种植。(1) **镊子种植**：主要工具为宝石刀和镊子，种植孔径相对较大，价格相对便宜，对于经验丰富的医生使用效率较高；(2) **即插即种**：主要工具为种植针和镊子，种植孔径相对较小，但是由于打孔针均为直型，不易把握种植方向，美观度及效率不及种植笔；(3) **微针种植**：主要工具为种植笔，种植孔径相对较小，方便掌握种植方向，美观度和效率均较高。

表 5: 植发操作工具整理

| 分类   | 镊子种植 (宝石刀+镊子)                                                                     | 即插即种 (种植针+镊子)                                                                      | 微针种植 (种植笔)                                                                          |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 图例   |  |  |  |
| 植入方法 | 采用宝石刀打孔后, 用镊子将毛囊植入皮下                                                              | 在受区打种植孔的同时, 立即植入经过分离培养后的毛囊                                                         | 在种植笔末端有可放入单个毛囊单位的中空针头, 在使用前需要将一个毛囊单位提前放入, 再通过中空针头后的推杆将毛囊植入皮肤                        |
| 种植孔径 | 1-1.5mm                                                                           | 0.6-1.2mm<br>(0.6mm 适用于睫毛<br>0.8mm 适用于眉毛<br>1.0-1.2mm 适用于毛发)                       | 0.6-1mm<br>(0.6mm 适用于眉毛、睫毛<br>0.8mm 适用于发际线、体毛<br>1.0mm 适用于头顶部和胡须)                   |
| 优势   | 对于经验丰富的医生来说, 宝石刀使用效率更高                                                            | 创口较小、更精细                                                                           | 创口较小、更精细、灵活掌握方向                                                                     |
| 缺陷   | 直径大、创伤大                                                                           | 可能造成毛囊损伤, 效率较低, 不易掌握方向                                                             | 可能造成毛囊损伤, 效率较低                                                                      |
| 费用   | 8-10 元/单位                                                                         | 10-12 元/单位                                                                         | 12-20 元/单位                                                                          |

数据来源:《关于植发手术器械对比的研究》, 大麦植发, 东吴证券研究所

## 2. 产业链: 中游植发机构盈利空间较大, 是产业链核心环节

植发产业链的上游为器械和耗材商, 中游为公立、民营的植发机构, 下游为获客渠道和植发消费者。

图 17：植发行业产业链



数据来源：艾瑞咨询，头豹研究院，东吴证券研究所

### ➤ 上游：器械和耗材成本占比不高，机器人植发尚不成熟。

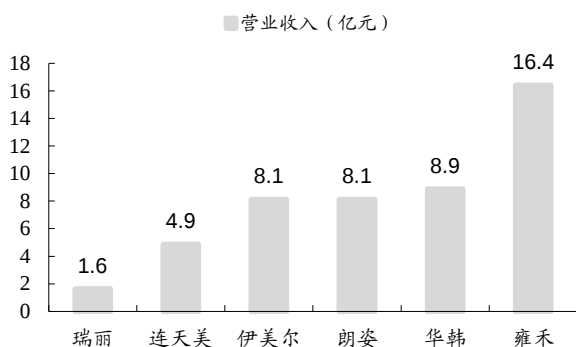
上游主要涉及医疗器械和医用耗材。器械和耗材成本并不高，2021 年成本占比在 10% 左右。（1）医用器械：包括毛囊检测仪、取发器械和种植器械。其中，毛囊检测仪用于术前检测，取发器械包括高倍放大镜等显微游离设备，种植器械包括宝石刀、种植针、种植笔、植发机器人等。医疗器械中成本较高的是“ARTAS 植发机器人”，生产商为美国企业 Restoration Robotics，于 2016 年获 NMPA 批准为三类医疗器械，但是由于成本高昂、植发效果一般等原因，目前使用“ARTAS 植发机器人”操作的植发机构较为稀少。（2）医用耗材：包括植发手术中用到的纱布块、绷带、碘伏等。

### ➤ 中游：植发机构盈利空间较大，品牌建设期费用投入较大

中游为各类植发机构，包括连锁植发机构、整形医院植发科、公立医院植发科和地方性植发机构。根据雍禾医疗招股说明书，我们发现头部植发连锁机构盈利空间较大，由于客单价较高及器械耗材成本较低，2021 年毛利率可达 70%+，高于一般医美机构（50%-70%）。但是，由于行业尚处于认知建立期，行业头部连锁植发机构营销投入处于相对较高水平，销售费用率与医美机构基本持平。由此，我们预计成熟植发机构 2021 年实际净利率水平在 10%-20% 之间，和医美机构相似。从长期看，随着门店的扩张、店铺口碑的提升和品牌影响力的提升，我们预计净利率还有进一步提升的空间。

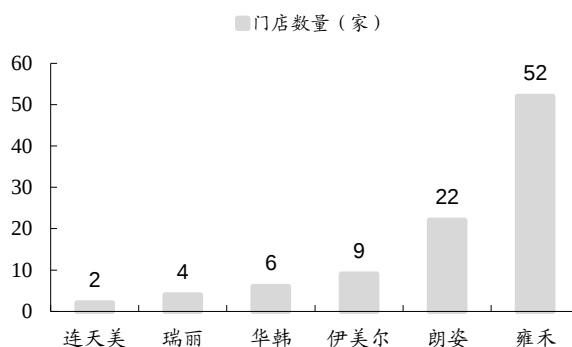
可复制性较强，植发机构门店数量和收入规模领先，高客单价为主要特点，随着养固业务的发展，坪效尚有提升空间。植发机构属于标准化程度较高的轻医美机构，可复制性较强，2020 年雍禾医疗的营业收入达 16.4 亿元，收入体量是朗姿、华韩、伊美尔等综合型医美机构的两倍左右。截至 2021H1，雍禾医疗的门店数量达 52 家，远高于其他综合型医美机构，大部分民营医美连锁机构的门店数量尚在 10 家以内。另外，相较于其他医美项目，植发由于操作时间较长、较为复杂，客单价也相对较高。从每平方米收入看，植发机构雍禾低于综合型医美机构，但随着植发技术和服务的提升以及养发业务的发展，我们认为植发机构的坪效尚有一定提升空间。

图 18: 2020 年主要医美机构营业收入对比



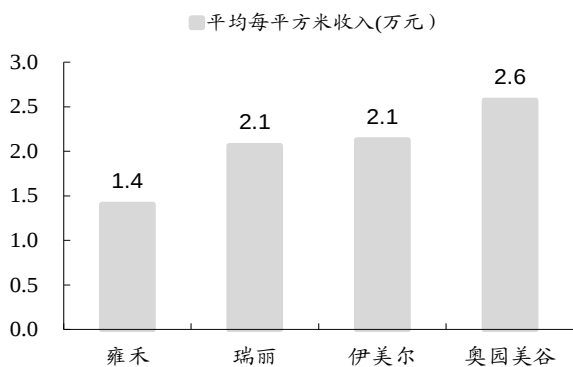
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图 19: 2021H1 主要医美机构门店数量对比



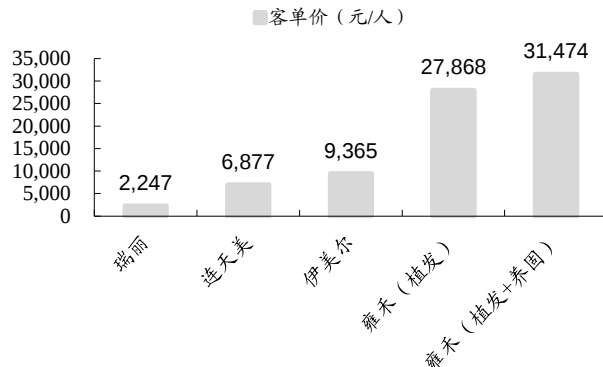
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图 20: 2020 年主要医美机构平均每平方米收入对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

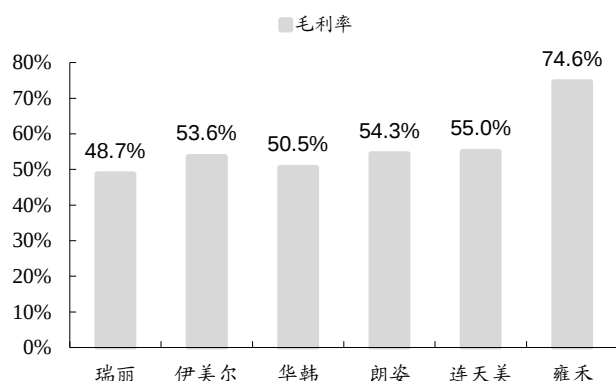
图 21: 2020 年主要医美机构客单价对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

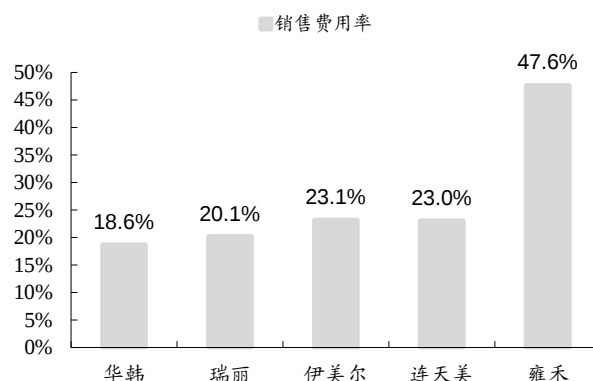
耗材成本偏低，植发机构毛利率相对较高，品牌推广&低复购使得销售费用率偏高。植发机构的耗材主要为基本的手术耗材和毛囊检测仪等，耗材成本在医美领域偏低，使得其毛利率较综合型医美机构更高。同时，由于处于品牌认知建设期以及单一植发占比仍较高，使得植发机构雍禾医疗的销售费用率远高于综合型医美机构，2020 年雍禾医疗的销售费用率达 47.6%。我们认为，未来随着品牌差异化认知的建立和“植养一体化”的形成，以雍禾医疗为代表的植发机构的销售费用率有一定下降空间。

图 22: 2020 年主要医美机构毛利率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图 23: 2020 年主要医美机构销售费用率对比



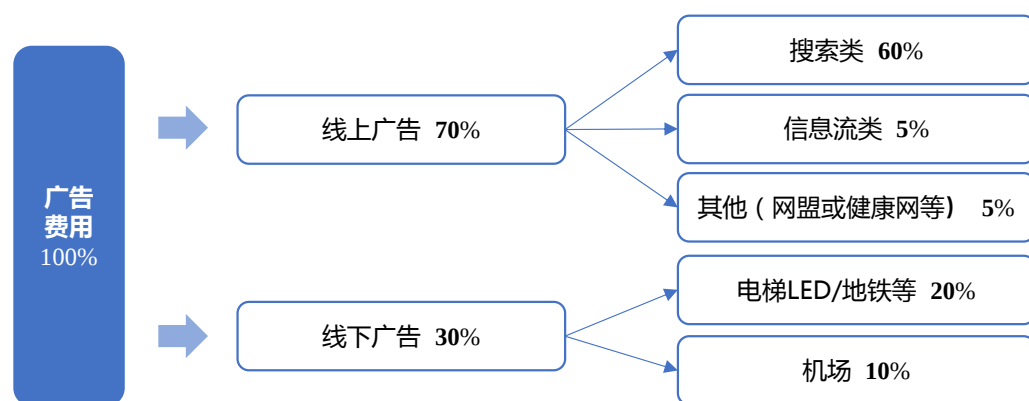
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

### ➤ 下游: 营销渠道多样, 线上占比高于线下, 信息流类广告处于上升趋势

我国植发行业仍处于渗透率提升阶段, 营销仍然是连锁植发机构的重要部分。根据艾瑞咨询统计, 2018 年我国植发机构营销费用投向中, 线上/线下占比分别是 70%/30%。

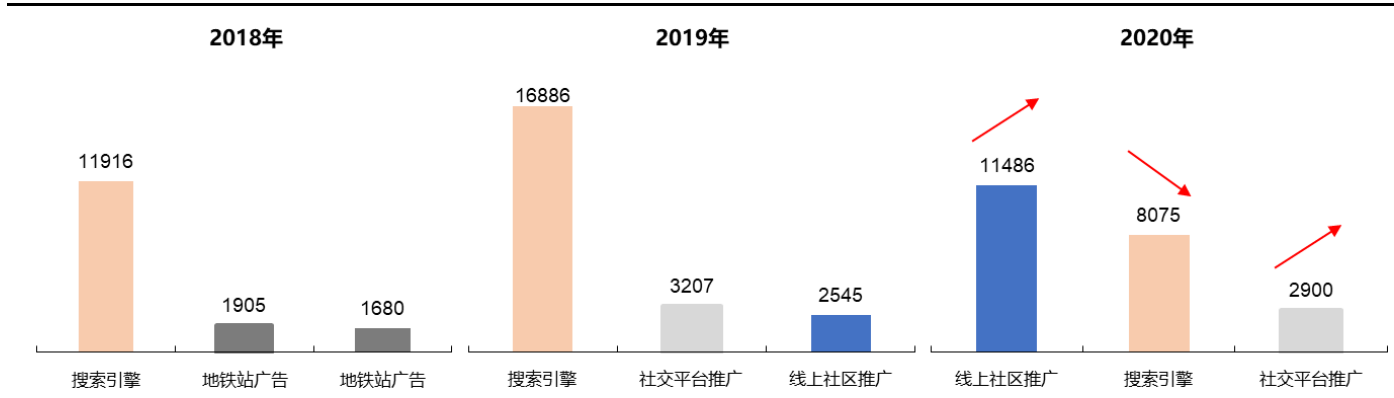
**(1) 线上投向:** 包括百度等搜索类广告、社交平台 and 线上社区等信息流类广告以及网盟、健康网等其他投向。根据雍禾医疗招股说明书, 2018-2020 年其对线上社区、社交平台的投入明显提升, 2020 年前三大广告供应商中信息流类已占两位, 而对于最大搜索引擎供应商的投入由 2018 年的 1.19 亿元下降到 2020 年的 0.81 亿元, 在其营销开支占比由 36% 下降至 16%, 搜索引擎占比已远低于行业水平(根据艾瑞咨询, 2018 年为 60%)。由此可见, 以雍禾为代表的头部连锁植发机构在线上渠道逐渐增加信息流类广告占比, 通过结构调整提升投放效率。**(2) 线下投向:** 主要包括电梯 LED、地铁、马路隔离带等机构周边的广告和机场等公共场所的广告。

图 24: 2018 年中国植发机构营销费用流向



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图 25：从雍禾供应商采购金额看，信息流类线上广告处于上升趋势



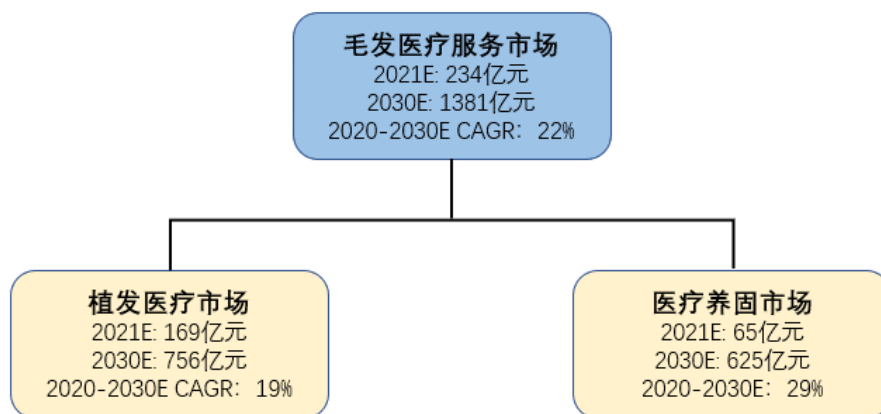
数据来源：雍禾医疗招股说明书，东吴证券研究所（注：图为雍禾广告供应商 TOP3，单位为万元）

### 3. 低渗透高成长，毛发市场空间广阔，连锁龙头优势显著

#### 3.1. 需求端：渗透率提升空间大，植养一体终端需求高增

根据沙利文预计，2021 年中国毛发医疗服务市场规模为 234 亿元，2020-2030 年规模增速 CAGR 约为 22%。毛发医疗服务市场主要由植发医疗市场和医疗养固市场构成。根据 Frost&Sullivan 统计，2021 年中国毛发医疗服务市场规模预计为 234 亿元，其中植发医疗/医疗养固市场规模分别为 169/65 亿元，在毛发医疗服务市场中占比分别为 72%/28%，沙利文预计 2020-2030 年毛发医疗服务规模增速 CAGR 约为 22%。

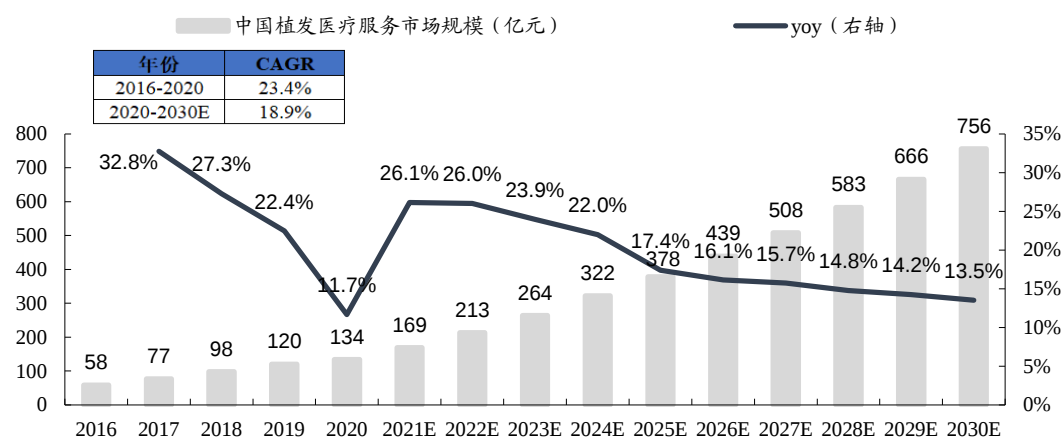
图 26：沙利文预计 2021 年中国毛发医疗服务市场规模为 234 亿元



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

根据沙利文预计，2021 年中国植发医疗服务市场规模为 169 亿元，2020-2030 年规模增速 CAGR 为 19%。由于我国居民人均可支配收入不断增加、自我外貌意识增强、植发技术进步等因素，我国植发医疗服务市场正处于快速发展期，根据 Frost&Sullivan 统计，2021 年中国植发医疗服务市场规模预计为 169 亿元，同增 26%。沙利文预计 2030 年规模为 756 亿元，2020-2030 年植发医疗服务规模增速 CAGR 为 19%。

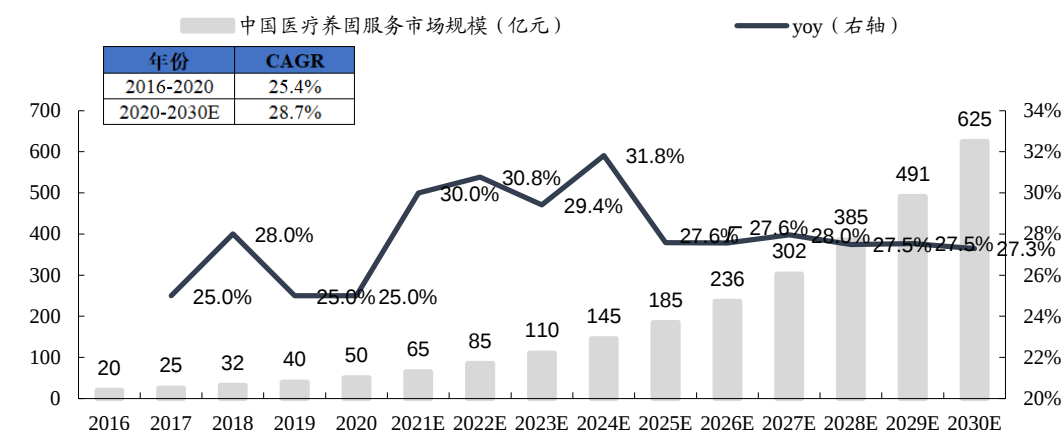
图 27: 沙利文预计 2021 年中国植发医疗服务规模为 169 亿元



数据来源: Frost&amp;Sullivan, 东吴证券研究所

根据沙利文预计，2021 年中国医疗养固服务市场规模为 65 亿元，2020-2030 年规模增速 CAGR 为 29%。我国医疗养固市场处于早期培育阶段，根据 Frost&Sullivan 统计，2021 年中国医疗养固服务市场规模预计为 65 亿元，同增 30%。沙利文预计 2030 年规模为 625 亿元，2020-2030 年医疗养固服务规模增速 CAGR 为 29%。

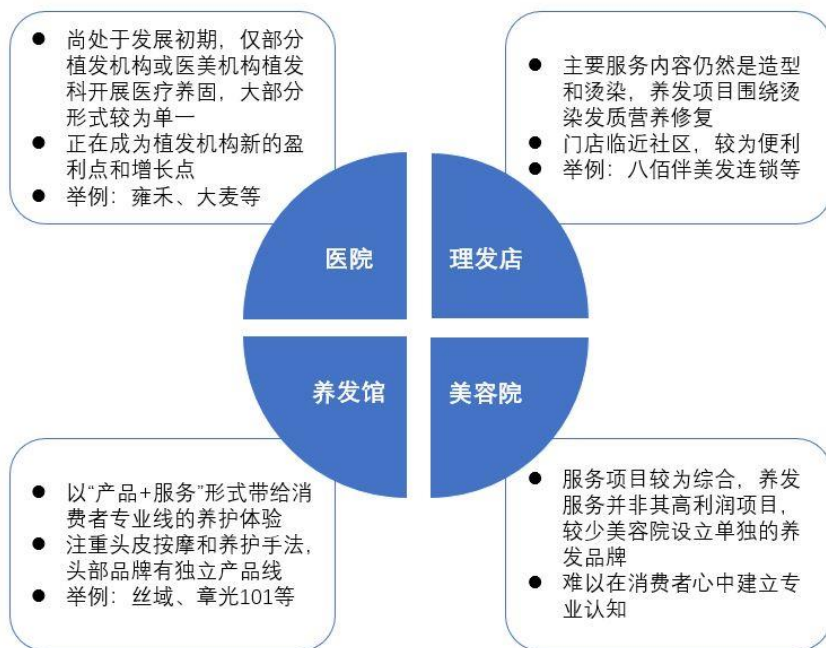
图 28: 沙利文预计 2021 年中国医疗养固服务规模为 65 亿元



数据来源: Frost&amp;Sullivan, 雍禾医疗招股书, 东吴证券研究所

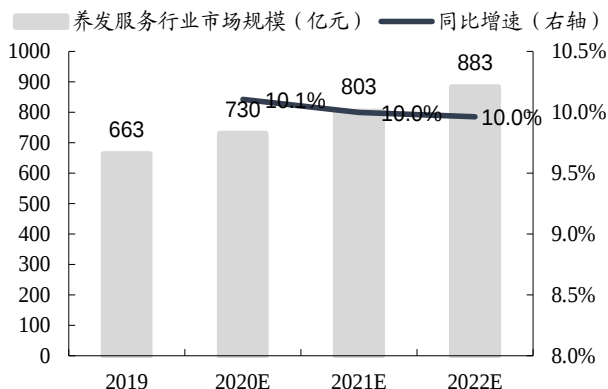
医疗养固作为更加科学、专业的养发方式，在养发服务渗透率仍较低，可结合植发服务得到较好推广。养发服务是指由医院、养发馆、美容院和理发店等机构提供的养发服务，主要涉及生态养固和医疗养固。其中，医疗养固涉及药物、激光、水光等综合治疗，专业性较强且与植发有一定的关联和转换关系，一般由植发医院、微整形医院或者综合型医美机构植发科操作。根据艾瑞咨询预计，2021 年我国养发服务整体规模达 803 亿元，而根据 Frost&Sullivan 预计，2021 年我国医疗养固规模仅为 65 亿元，医疗养固在养发服务中的占比仅为 8.1%。随着越来越多的植发机构布局医疗养固以及消费者科学养固意识的提升，我们预计医疗养固市场有望持续快速增长。

图 29：养发服务行业竞争格局分析



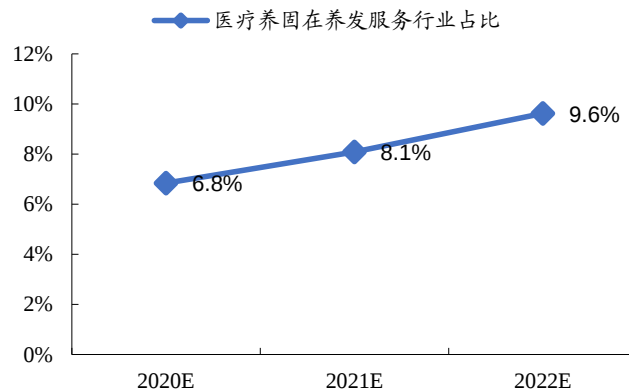
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 30：艾瑞咨询预计 2021 年养发服务整体规模超 800 亿元



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 31：医疗养固在养发服务渗透率逐步提升



数据来源：艾瑞咨询，Frost&amp;Sullivan，东吴证券研究所

2020 年平均每六个中国人就有一个脱发，而我国植发实际渗透率仅不到 1%，行业渗透率提升空间较大。根据雍禾医疗的招股说明书，2020 年我国植发手术数为 51.6 万例。我们对植发的广义渗透率和实际渗透率分别进行了测算：

(1) **广义渗透率**：根据国家卫健委数据，2020 年我国脱发人群总共为 2.52 亿人，平均每六个中国人就有一个脱发，假设植发人数等于手术数，则 2020 年广义的植发渗透率为 0.2%；

(2) **实际渗透率**：根据我们在表 6 的预测，2020 年我国具备一定消费能力（年收

入 5w) 的植发核心消费人群 (20-40 岁) 约为 0.6 亿人, 同样假设植发人数等于手术数, 则 2020 年实际的植发渗透率为 0.9%。

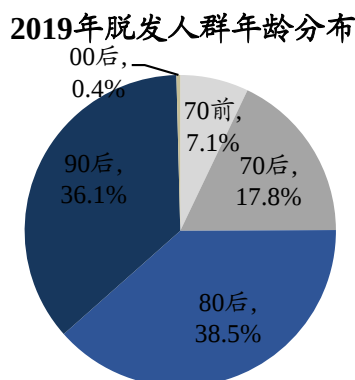
因此, 无论从广义还是实际的植发渗透率看, 2020 年渗透率均不到 1%, 行业渗透率提升空间较大。

表 6: 植发人群渗透率空间假设

| 项目类型 | 具体项目                         | 男     | 女    | 整体    | 假设依据                                                                                                                                |
|------|------------------------------|-------|------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 植发人数 | 我国 2020 年植发人群 (万)            | 41.3  | 10.3 | 51.6  | 根据雍禾医疗招股说明书, 2020 年中国植发手术数为 51.6 万例, 由于植发二次治疗比例很低, 我们假设植发人数等于手术数。根据头豹研究院数据, 2020 年我国植发消费群体男女比例为 8:2                                 |
| 目标群体 | 我国 2020 年脱发人群 (万)            | 16350 | 8860 | 25210 | 根据国家卫健委数据, 2020 年中国脱发人群包括 1.64 亿男性和 0.89 亿女性                                                                                        |
|      | 预计 20-40 岁脱发人群 (万)           | 12197 | 6610 | 18807 | 根据国家卫健委数据, 2020 年我国脱发人群超过 2.5 亿人。另外, 根据阿里健康数据, 2019 我国脱发人群中 80、90 后 (大致对应 20-40 岁) 累计占比为 74.6%, 假设 2020 年我国 20-40 岁在脱发人群占比仍为 74.6%  |
|      | 预计 20-40 岁适合植发的脱发人群 (万)      | 7684  | 4164 | 11848 | 雄脱且有一定毛囊资源的患者植发效果最好, 雄脱占脱发原因的九成左右。另外, 根据头豹研究院数据, 2017-2018 年头发稀少占脱发人群比例为 38.5%。鉴于只要头发不是极其稀疏都适合植发, 我们假设 2020 年 20-40 岁脱发人群中至少有七成适合植发 |
|      | 预计 20-40 岁具备消费能力的适合植发的人群 (万) | 3842  | 2082 | 5924  | 根据世界财富与收入数据库 (WID), 2019 年我国税前年收入在 5w 以上的人群占比约一半, 和植发消费水平较为吻合, 我们假设 2020 年 20-40 岁的具备植发消费能力的人群占适合植发人群的一半                            |
| 渗透率  | 植发广义渗透率                      | 0.3%  | 0.1% | 0.2%  | 计算得到, 2020 年植发人群/2020 年脱发人群                                                                                                         |
|      | 植发实际渗透率                      | 1.1%  | 0.5% | 0.9%  | 计算得到, 2020 年植发人群/预计 20-40 岁具备消费能力的适合植发的人群                                                                                           |

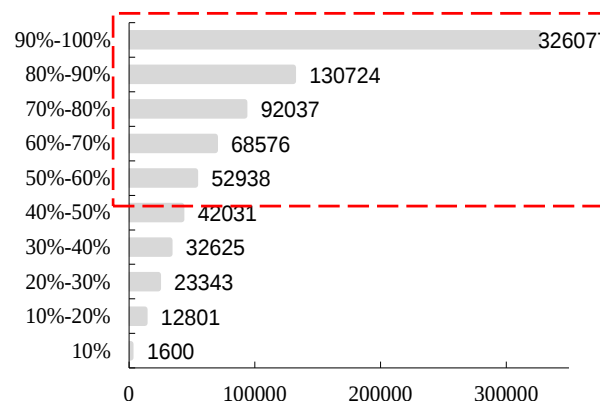
数据来源: 雍禾医疗招股说明书, 头豹研究院, WID, 国家卫健委, 东吴证券研究所

图 32: 2019 年脱发人群年龄分布



数据来源: 阿里健康, 东吴证券研究所

图 33: 2019 年我国平均税前年收入 (元)

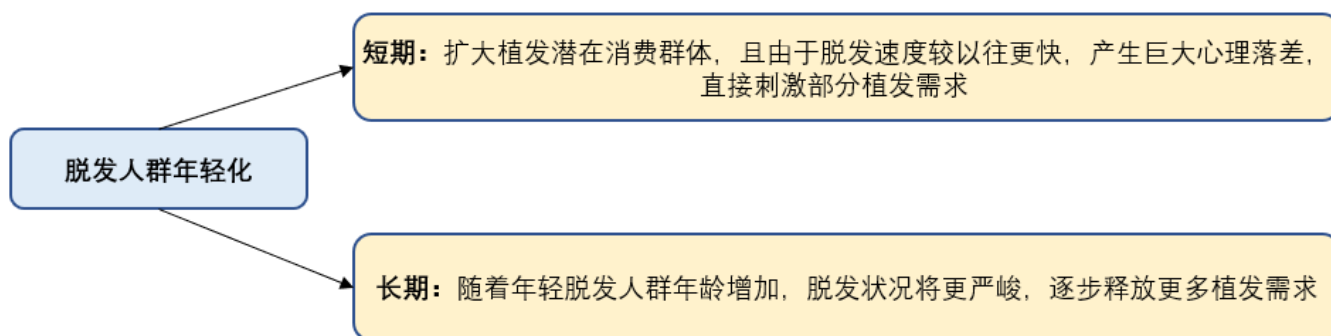


数据来源: World Inequality Database, 东吴证券研究所

我们看好未来植发渗透率有望持续提升, 主要基于以下理由:

**第一, 脱发持续年轻化, 推动植发消费群体持续扩大。**根据中国健康促进与教育协会 2016 年公布的“脱发人群调查”, 我国脱发人群以 20-40 岁为主, 其中 30 岁左右发展最快, 比上一代人脱发年龄提早 20 年。另外, 图 32 数据也显示, 2019 年 80 后、90 后和 00 后脱发人群占比累计为 75%, 年轻群体已成为脱发群体的主流。我们认为, 脱发人群的年轻化的趋势, 不仅将直接扩大植发的潜在消费群体规模, 而且随着年轻群体年龄的增加, 我们预计其脱发问题也将持续严重, 从而催生更多植发消费需求。

图 34: 脱发人群年轻化对植发需求的影响



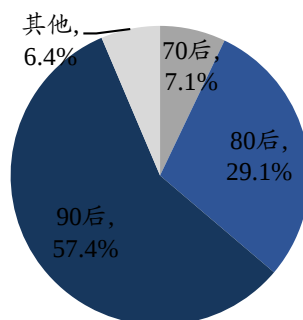
数据来源: 东吴证券研究所绘制

**第二, 男女植发目的不同, 男性多为刚需性需求, 女性多为改善性需求。**植发以往主要以男性需求为主, 男性植发往往为病理性或者刚需型植发, 一般脱发等级更高、脱发面积更大。目前, 植发也有向女性群体延伸的趋势, 女性植发多为改善性需求, 发际线种植、美人尖种植等艺术植发为其主要考虑植发类型。

我们对比了阿里健康关于脱发和植发的数据统计，发现年轻一代的植发的接受程度更高。从脱发人群看，2019年70后/80后/90后的脱发人群占比分别为17.8%/38.5%/36.1%；从植发人群看，2019年年前植发的70后/80后/90后占比分别为7.1%/29.1%/57.4%。由此可见，脱发和植发的年龄分布并不完全匹配，越年轻的脱发人群对植发的接受度越高。

图 35：2019 年年前植发消费人群年龄分布

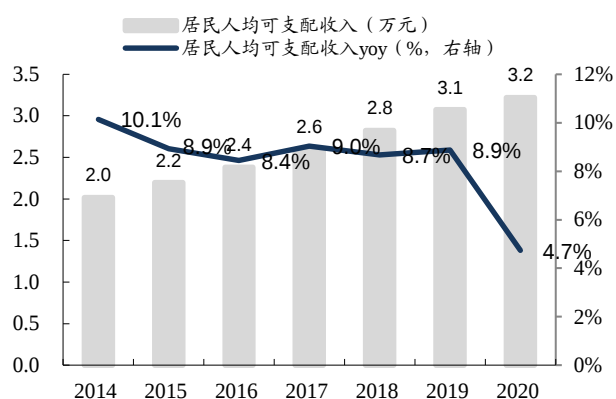
2019年年前植发消费人群年龄分布



数据来源：阿里健康，东吴证券研究所（注：统计时间为2018年12月-2019年1月）

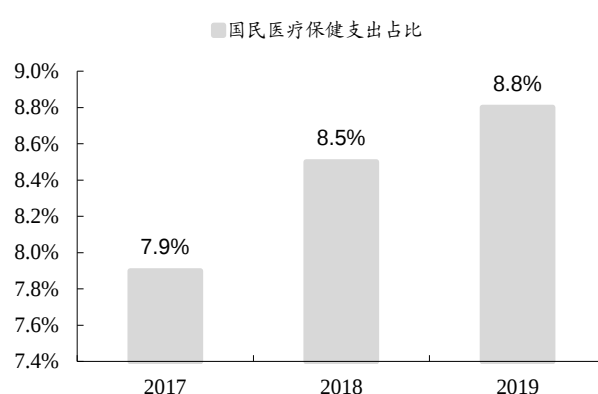
第三，居民可支配收入和国民医疗保健支出占比提升，消费者对植发承担能力增强，利于植发项目推广。植发作为一种提升个人颜值的医美项目，具有一定消费门槛。我们以单位毛囊价格和植入毛囊数量作为变量对植发消费费用进行敏感性分析，核心的单位毛囊价格带一般在8-20元，则对于植入1000-3500个毛囊单位，植发费用的范围为0.8-7万元，最常见的植发费用也有1-3万元。考虑到我国居民人均可支配收入保持稳定增长以及国民医疗保健支出占比也逐年提升，我们认为消费者对植发的承担能力也有所增强，利于植发项目的推广。

图 36：我国居民人均可支配收入稳定增长



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 37：我国国民医疗保健支出占比提升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 38: 植发费用区间敏感性分析 (万元)

| 每个毛囊单位植入价格（元/个） |      |     |     |     |     |      |      |      |      |      |      |      |      |
|-----------------|------|-----|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 植入毛囊单位数量（个）     |      | 5   | 8   | 10  | 20  | 30   | 40   | 50   | 60   | 70   | 80   | 90   | 100  |
|                 | 1000 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 2.0 | 3.0  | 4.0  | 5.0  | 6.0  | 7.0  | 8.0  | 9.0  | 10.0 |
|                 | 1500 | 0.8 | 1.2 | 1.5 | 3.0 | 4.5  | 6.0  | 7.5  | 9.0  | 10.5 | 12.0 | 13.5 | 15.0 |
|                 | 2000 | 1.0 | 1.6 | 2.0 | 4.0 | 6.0  | 8.0  | 10.0 | 12.0 | 14.0 | 16.0 | 18.0 | 20.0 |
|                 | 2500 | 1.3 | 2.0 | 2.5 | 5.0 | 7.5  | 10.0 | 12.5 | 15.0 | 17.5 | 20.0 | 22.5 | 25.0 |
|                 | 3000 | 1.5 | 2.4 | 3.0 | 6.0 | 9.0  | 12.0 | 15.0 | 18.0 | 21.0 | 24.0 | 27.0 | 30.0 |
|                 | 3500 | 1.8 | 2.8 | 3.5 | 7.0 | 10.5 | 14.0 | 17.5 | 21.0 | 24.5 | 28.0 | 31.5 | 35.0 |

数据来源: 雍禾医疗招股说明书, 脱发人社群, 东吴证券研究所整理绘制 (注: 仅考虑一次性植发消费)

#### 第四, 正规机构扩张和监管趋严, 共同促进行业走向规范化, 促进植发接受度提升。

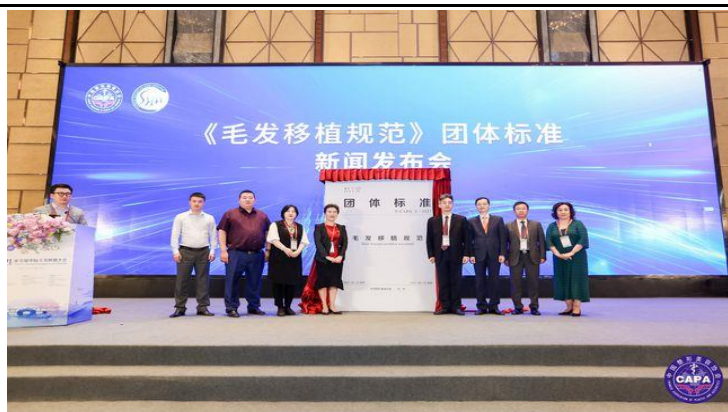
植发机构的门槛并不是很高, 行业发展参差不齐, 一些小机构不规范的行为对行业发展具有负面影响。我们认为, 当前资本推动下正规机构的扩张以及国家和协会对行业的管控, 正使得植发行业走向规范化, 也促进了消费者对于植发接受度的提升。一方面, 2017 年以来, 资本入局民营连锁植发机构, 推动品牌统一规范化运营; 另一方面, 国家与协会也对植发行业加强管控, 2021 年上半年国家八部委发文联合整治医美乱象, 2021 年 5 月份召开的“第五届中国毛发移植大会”正式发布了行业首个团体标准《毛发移植规范》, 对临床的适应症、医疗机构规范、手术步骤、术后处理等方面进行了正规化的指导。

表 7: 植发机构融资情况梳理

| 融资时间        | 融资金额      | 投资方  | 被投资方  |
|-------------|-----------|------|-------|
| 2017H2      | 3 亿元人民币   | 中信资本 | 雍禾医疗  |
| 2017 年 12 月 | /         | 雍禾医疗 | 史云逊中国 |
| 2018 年 1 月  | 5 亿元人民币   | 华盖资本 | 碧莲盛   |
| 2021 年 12 月 | 14.92 亿港元 | IPO  | 雍禾医疗  |

数据来源: 雍禾医疗招股说明书, 新京报, 东吴证券研究所

图 39: 2021 年 5 月, 植发行业团体标准《毛发移植规范》发布



数据来源: 澎湃网, 东吴证券研究所

### 3.2. 供给端：连锁龙头品牌及服务优势稳固，标准化较高利于渠道快速扩张

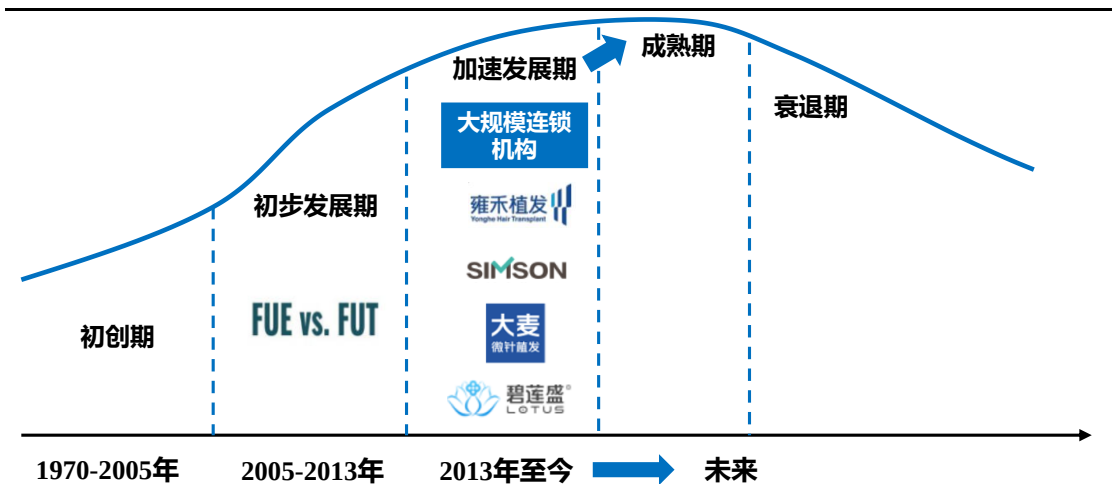
植发行业正处于快速发展期，品牌化、连锁化不断加深。1970 年至今，我国植发行业经历了三大发展阶段：

**(1) 初创期 (1970-2005 年)：**植发技术刚引进，20 世纪 70 年代上海新华医院作为我国最早毛发移植的医院，使用大孔径环钻提取，之后有零星企业进入市场。1997 年北京新极点医疗美容外科季鹰博士与美国富兰克林·梅森美容外科系统共同于北京伊美尔健翔医院成立了国内第一家专业毛发移植中心，并从国外引进 minimicro 技术。产业链集中在上游耗材和医疗器械的提供，中游机构较少，消费者认知不足，行业缺乏规范管理；

**(2) 初步发展期 (2005-2013 年)：**2005 年，植信植发中心成功实施中国第一台 FUT 手术，2006-2007 年雍禾、科发源引进和发展 FUE 植发技术，2010 年年底雍禾植发制定《植发技术的研发与技术服务》质量标准体系，并通过了国际标准化组织的认证。

**(3) 快速发展期 (2013 年以来)：**多家连锁植发机构开始全国化布局，资本推动下雍禾、碧莲盛等连锁植发机构门店布局加快，连锁植发机构一边提升技术水平、加强“养固一体化”布局，一边加速跑马圈地及提升品牌影响力。

图 40：中国植发行业发展阶段



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所整理

植发机构竞争格局较为分散，连锁植发机构专业性强、品牌化、规范化优势突出，是未来主要发展趋势。植发机构主要包括四大类，即公立医院植发科、综合医美机构植发科、全国连锁植发机构和区域性或单体植发机构。根据 Frost&Sullivan 统计，2020 年四大类机构按销售额份额分别为 14.8%/15.7%/23.9%/45.6%。

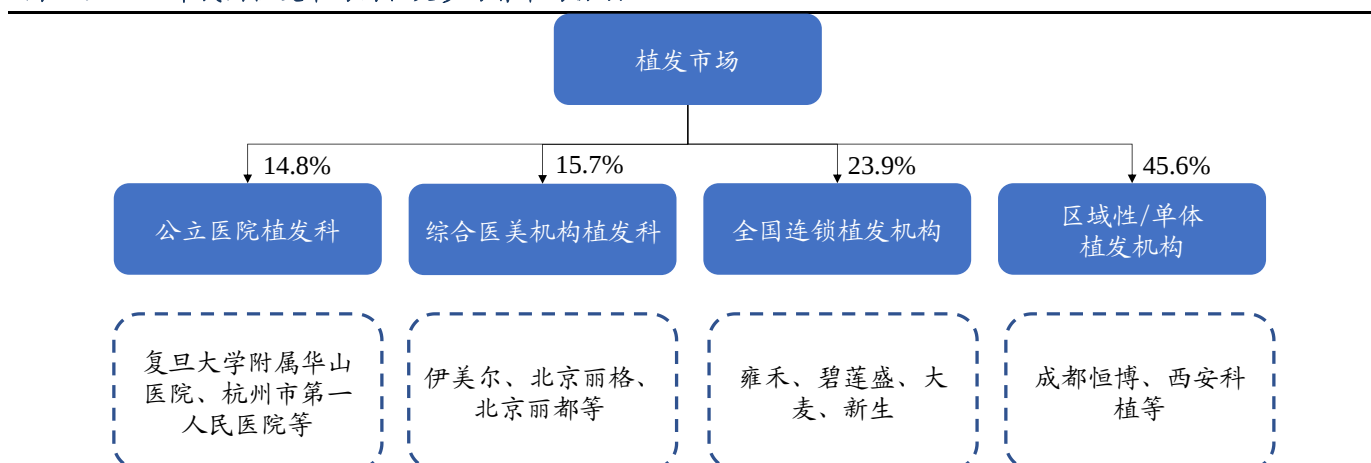
**(1) 公立医院植发科：**受限于有限的编制，扩展能力有限。公立医院植发科具有天然的公立医院信誉与人才资源背书，大型公立医院的植发科无须专门营销投放即可获得充分客源，利润率最高。但是，由于公立医院人员编制有限以及承担一定学术科研任务，实际可操作的植发手术数量较为有限，扩展能力也相对有限。

**(2) 综合医美机构植发科：**一般非核心项目，主要引流群体存在不对称，部分开始发展女性特色植发。综合医美机构植发科由于需要较多的人员配置以及主流客群存在一定不对称，并非综合型医美机构的高盈利项目，一般不是其核心发展的项目。同时，我们发现一部分综合医美机构的植发科开始发展以发际线种植、眉毛种植等女性特色项目为主的植发项目，以实现客群引流方面的协同。

**(3) 全国连锁植发机构：**专业化、品牌化、规范化优势较强，是未来主要趋势。经多年发展，雍禾、碧莲盛、大麦、新生四家全国化的龙头植发连锁机构已基本跑出，专业化、品牌化、规范化较强是其主要优势，是目前消费者教育的主力，正处于全国化跑马圈地阶段，未来门店和规模扩张空间较大。

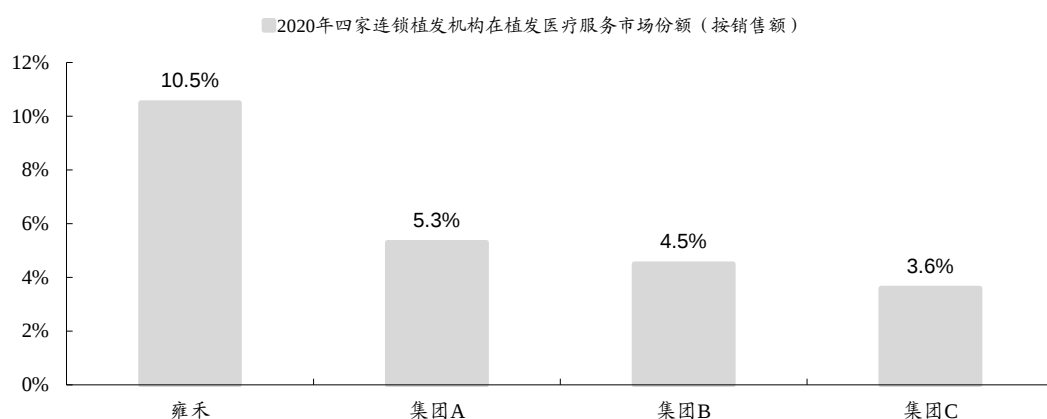
**(4) 区域性/单体植发机构：**同质化较强，规范化相对较弱。提供服务同质化较强且规范化、稳定性较弱，主要通过低价吸引客户，长期很难实现口碑积累，也很难通过规模化开店实现品牌协同效应。由于盈利空间被不断被挤压以及人力成本居高不下，存在逐渐被淘汰的可能。

图 41：2020 年我国植发市场内各类参与者市场份额



数据来源：Frost&Sullivan，头豹研究院，东吴证券研究所整理

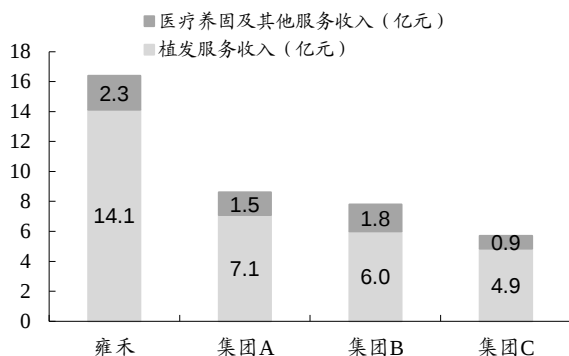
图 42：2020 年我国主要连锁植发机构在植发医疗服务市场的市场份额



数据来源：Frost&Sullivan，雍禾医疗招股书，东吴证券研究所整理

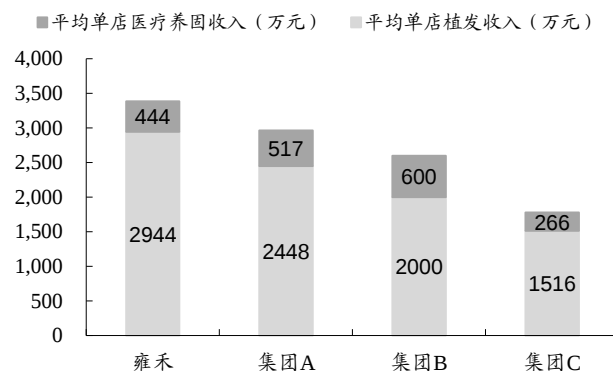
雍禾医疗是市占率第一的连锁植发机构，门店和规模领先。根据 Frost&Sullivan 统计，2020 年雍禾医疗的植发/医疗养固分别实现营收 14.1 亿元/2.1 亿元，在我国植发/医疗养固领域按销售额份额分别为 10.5%/4.3%，均位列第一。雍禾医疗无论从总收入规模、平均单店总收入规模还是门店数量上均领先于竞争对手。

图 43：2020 年我国主要连锁植发机构植发和医疗养固及其他业务收入规模对比



数据来源：Frost&Sullivan，雍禾医疗招股书，东吴证券研究所

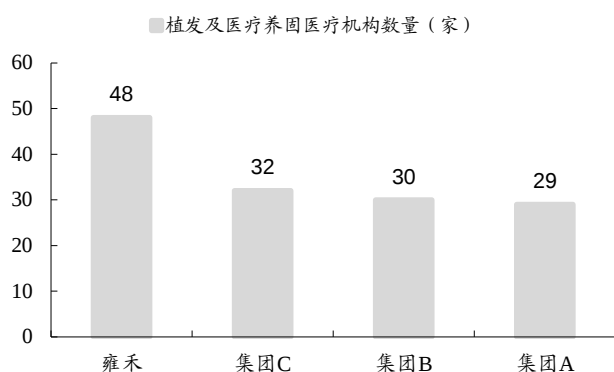
图 44：2020 年我国主要连锁植发机构植发和医疗养固及其他业务平均单店收入规模对比



数据来源：Frost&Sullivan，雍禾医疗招股书，东吴证券研究所

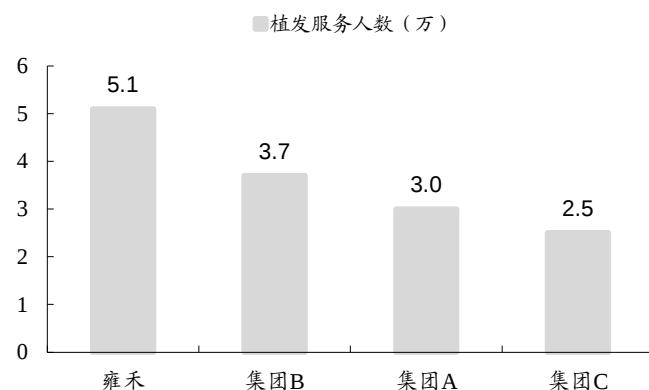
雍禾注册医生数量遥遥领先，服务人数最多。根据雍禾医疗招股书，2020 年其注册医生数量为 189 人，领先第二名一倍以上。2020 年雍禾医疗植发服务人数为 5.1 万人，在我国四大连锁植发机构中最多。

图 45：2020 年主要连锁植发机构门店数量对比



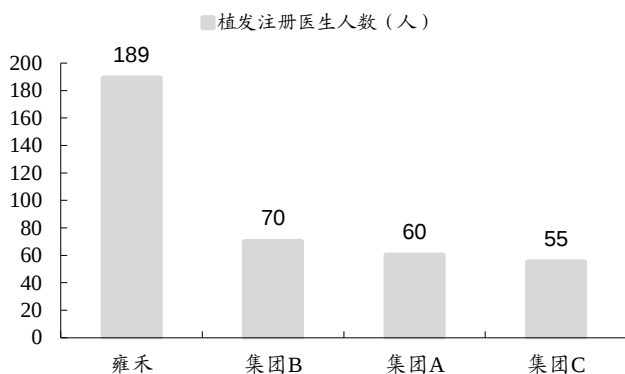
数据来源：Frost&Sullivan，雍禾医疗招股书，东吴证券研究所

图 46：2020 年主要连锁植发机构服务人数对比



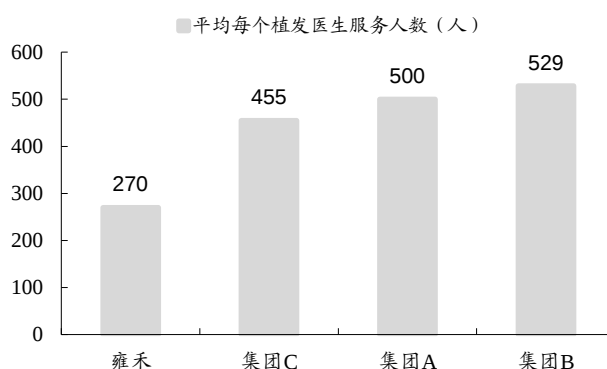
数据来源：Frost&Sullivan，雍禾医疗招股书，东吴证券研究所

图 47: 2020 年主要连锁植发机构注册医生人数对比



数据来源: Frost&amp;Sullivan, 东吴证券研究所

图 48: 2020 年主要连锁植发机构平均医生服务人数对比



数据来源: Frost&amp;Sullivan, 东吴证券研究所

#### 4. 他山之石: 美国植发龙头 Bosley, “标准化技术&服务+特色化营销+连锁化扩张”共筑龙头之路

##### 路径之一: 标准化技术&服务提升客户满意度

**顶尖医生团队, 丰富手术经验。**根据 Bosley 官网显示, 截至 2021 年底公司共有 30 余名专业的植发医生团队, 很多已经有十余年的行业工作经验。其中, 公司的总裁兼首席医学官 Washenik 博士曾是研究毛囊再生的生物技术公司 Aderans 研究所的 CEO, 担任国际毛发修复手术协会的主席和北美毛发研究协会的董事会成员。

图 49: Bosley 集团的部分知名植发医生



Ken Washenik, M.D., Ph.D., Chief Medical Officer  
Beverly Hills

Ken Washenik, M.D., Ph.D., is President and Chief Medical Officer of Bosley Medical Group, and former Chief Executive Officer of Aderans Research Institute, a biotechnology firm involved in ...



David P Deutsch, MD, FACS, ABHRS,  
ASSISTANT MEDICAL DIRECTOR  
Beverly Hills

Dr. Deutsch started his training in Hair Restoration under the guidance of Dr. Bosley in 2004 and has since completed over 7000 Hair Transplant procedures. These procedures include FUT (strip ...



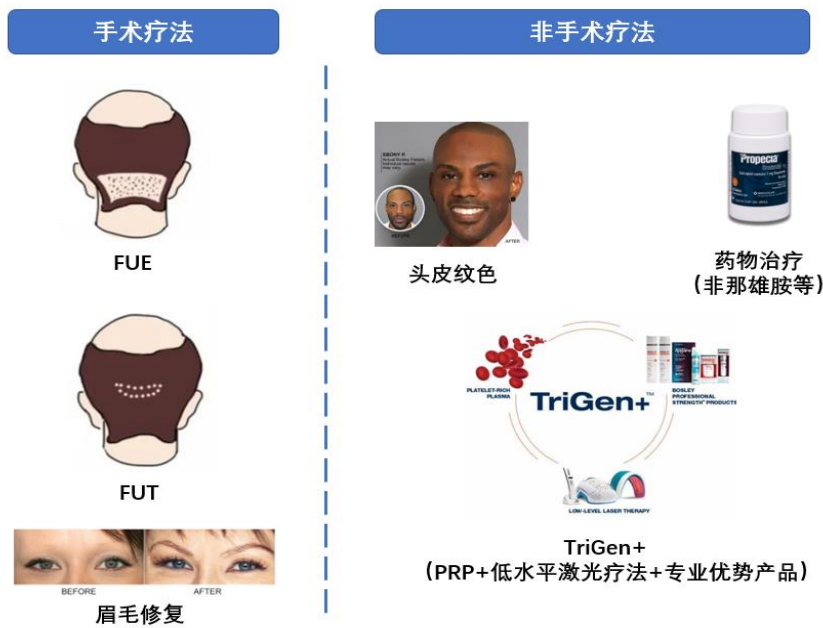
Allan Parungao, M.D., F.A.C.S., ASSISTANT  
MEDICAL DIRECTOR  
Chicago

After 12 successful years as a private practitioner in cosmetic plastic surgery of the hair, face and body, Dr. Parungao committed himself to full-time specialization in Hair Restoration surgery. ....

数据来源: Bosley 官网, 东吴证券研究所

**提供植发和非植发的综合解决方案。**Bosley 集团提供的脱发治疗方案较为丰富, 包括手术疗法和非手术疗法两种。(1) **手术疗法:** 主要包括 FUE、FUT 和眉毛修复;(2) **非手术疗法:** 包括传统药物治疗、头皮纹色 (SMP) 和 TriGen+疗法。药物治疗主要是开具处方药非那雄胺等; 头皮纹色 (SMP) 为一种通过微细针头将色素配置于头皮, 从而模拟浓密、饱满头发的方式; TriGen+是由 Bosley 集团在 2017 年发起的一种综合治疗方法, 结合了高浓度血小板血浆疗法 (PRP)、低水平激光疗法 (LLLT) 和专业优势产品 (Bosley Professional Strength), 三者结合形成更加完善的综合解决方案。

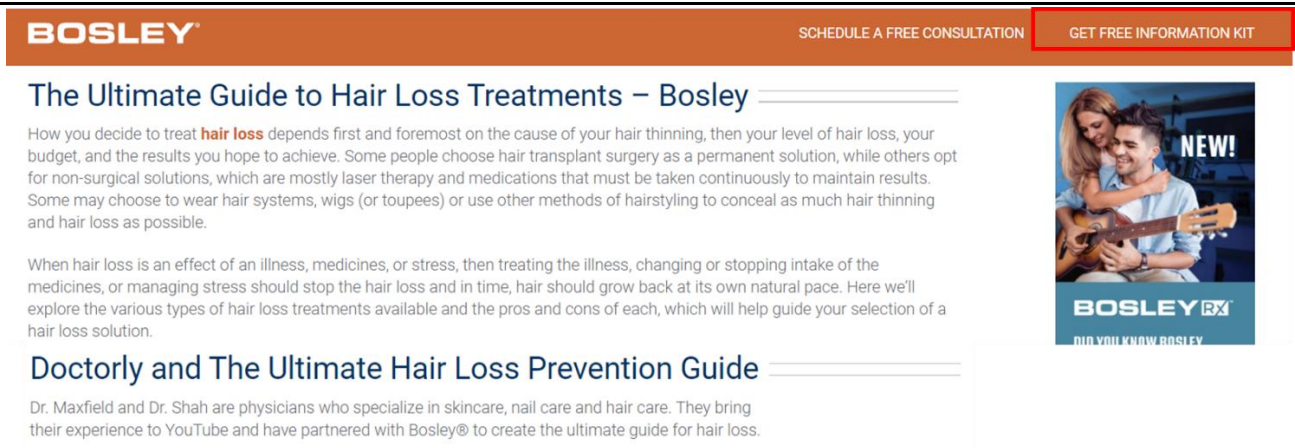
图 50: Bosley 集团提供的综合毛发解决方案



数据来源: Bosley 官网, 东吴证券研究所

前期提供免费的毛发预防与修护指南, 利于患者缩短决策时间。在患者就诊之前, Bosley 为其提供免费的毛发预防与修护指南, 其中详细解释了脱发和头发修护方案的相关问题、展示了丰富的治疗案例, 利于增强患者对于脱发治疗的理解、缩短决策时间。

图 51: Bosley 集团为患者免费提供脱发预防与修复指南



The screenshot shows the top of Bosley's website with the header "BOSLEY" and navigation links "SCHEDULE A FREE CONSULTATION" and "GET FREE INFORMATION KIT". The main heading is "The Ultimate Guide to Hair Loss Treatments – Bosley". The text explains that the guide is based on the cause of hair thinning, the level of hair loss, budget, and desired results. It mentions that some people opt for permanent surgical solutions, while others choose non-surgical options like laser therapy and medications. A sidebar on the right features a "NEW!" banner with a couple and the text "BOSLEY RX" and "DID YOU KNOW BOSLEY?". Below the main text, it introduces "Doctorly and The Ultimate Hair Loss Prevention Guide" by Dr. Maxfield and Dr. Shah, who are physicians specializing in skincare, nail care, and hair care.

数据来源: Bosley 官网, 东吴证券研究所

追求高质量, 后期免费更换未生长毛囊。作为美国最大的连锁植发企业, Bosley 汇聚了较多经验丰富的医生, 一直追求高成功率。在手术 12 个月后, 若患者定期参与术后咨询和随访活动, 且遵医嘱未进行其他植发手术, 则 Bosley 将免费为患者更换未生长的毛囊。

注重门店体验, 营造舒适放松的就医环境。不同于普通的医美机构, Bosley 的门店布局和环境较为舒适, 使患者能够在放松的环境中实现自我形象的提升, 提升患者满意度。在接受手术的过程中, Bosley 还为消费者准备电视节目来放松心情。

图 52: Bosley 营造舒适放松的门店环境

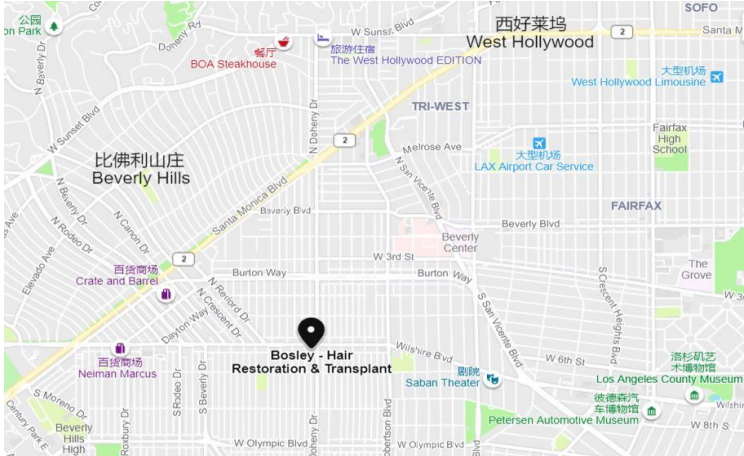


数据来源：Bosley 官网，东吴证券研究所整理

路径之二：特色化营销打造值得信任的品牌

总部临近洛杉矶比弗利山庄和好莱坞，吸引名人背书宣传。Bosley 总部位于洛杉矶核心市区，临近比弗利山庄和好莱坞，吸引附近的影视界、时尚界名人来进行毛发种植和养护，名人背书也成为 Bosley 特色化的营销方式。

图 53: Bosley Beverly Hills 门店紧邻好莱坞和比弗利山庄



数据来源：必应地图，东吴证券研究所整理

图 54: Bosley 毛发修复服务受到众多娱乐圈名人推荐



数据来源：Bosley 官网，东吴证券研究所

### 路径之三：连锁化扩张实现规模提升

实施连锁化扩张，成就美国第一植发机构。自 1974 年创立以来，Bosley 已由旧金山市比弗利山庄的植发诊所发展为美国第一植发机构，截至 2022 年 3 月，已设立了 75 个连锁的植发诊所，完成超过 30 万次的植发手术治疗。

图 55: Bosley 主要门店位置分布



数据来源：动脉网，Bosley 官网，东吴证券研究所

## 5. 重点关注行业公司

### 5.1. 雍禾医疗：国内植发行业龙头，先发布局优势显著

雍禾医疗：中国植发行业的开创者和领路人，龙头地位显著。“雍禾”品牌建立于 2010 年，2013 年开始全国范围内的连锁医院业务。目前，雍禾是在全国规模最大的植发机构，也是唯一从植发方法到手术器械等各领域均拥有自主知识产权、唯一通过国际标准化组织 ISO9001:2008 权威认证的植发机构。至今，雍禾具备四项种植技术知识产权，参与制定植发行业标准，成为中国植发行业领路人。2020 年雍禾医疗收入超 16 亿元，超过行业第二、三名总和。总体上看，雍禾龙头地位显著。

图 56: 雍禾发展时间轴



数据来源：雍禾官网，东吴证券研究所

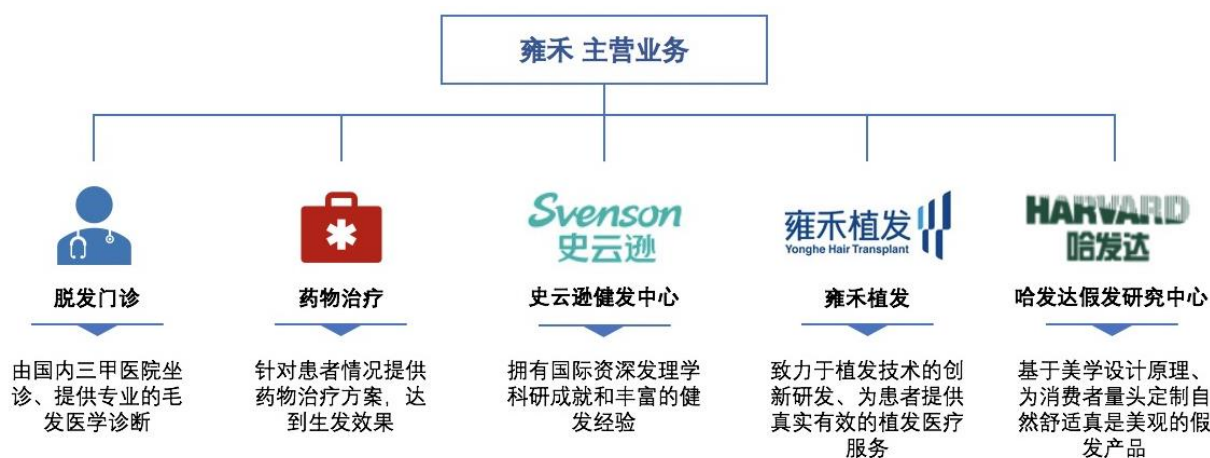
植发业务上，雍禾细分需求等级，实施差异化服务与定价；养固业务上，采用“店中店”模式，实现快速起量。植发业务方面，雍禾主要为脱发者提供三种等级服务：1) 标准服务，费用 2-3 万元；2) 优质服务，由主任医师或院长等操刀，费用 3-5 万元；3) 高端雍享服务，由专家个性化定制治疗，费用 10+ 万元。差异化的定价和服务在满足顾客多样需求的同时，也最大化利用了专业医疗团队的资源。养固业务方面，雍禾于 2019 年起在每家植发机构中设立史云逊健发中心，提供养固治疗服务。依托于“店中店”模式，雍禾实现了“植养”一体化，拓展顾客群体并提高顾客粘性。在此基础上，养固业务快速起量，该部分收入由 2019 年的 0.15 亿元迅速增长至 2020 年的 2.13 亿元，占比由 1.2% 增长至 13.0%。

表 8：雍禾植发项目

|      | 标准服务   | 优质服务                    | 高端雍享服务             |
|------|--------|-------------------------|--------------------|
| 服务内容 | 标准植发手术 | 由院长、主任或副主任进行的升级和定制化植发手术 | 由院内知名植发专家进行个性化植发手术 |
| 服务费用 | 2-3 万元 | 3-5 万元                  | 10 万元+             |

数据来源：雍禾官网，东吴证券研究所

图 57：雍禾主营业务



数据来源：雍禾官网，东吴证券研究所

雍禾率先于国内市场布局，规模上具备显著优势，门店集中于沿海带。雍禾注重连锁扩张，自 2017 年获投以来，以每年新增 7-11 家机构的速度迎来快速扩张期。布局与扩张逻辑上，雍禾首先侧重考虑人口基数高+经济发达的城市，目前集中于南方沿海城市带。截至 2021H1，公司共拥有 52 家医疗机构，包括 51 家雍禾植发门店和 1 家香港显赫植发门店，另外还有 4 家史云逊的非医疗养发机构。其中，雍禾植发门店覆盖全国 50 个城市，在国内机构数量第一，且覆盖面最为广泛。根据公司招股书，雍禾在未来将依然保持扩张节奏，逐渐向内陆辐射的同时增加重点地区门店密度。

## 5.2. 碧莲盛植发：技术驱动，致力无痕植发科研

**碧莲盛：致力无痕植发科研，国内领先的一站式毛发治疗综合服务机构。**碧莲盛集团是由国内外多家实力雄厚的公司共同投资创建的大型国际集团公司，旗下碧莲盛植发医院成立于 2005 年，从事于无痕植发科研及临床诊疗，目前已成为中国领先的一站式毛发治疗综合服务提供商。2018 年，碧莲盛获得华盖资本投资 5 亿元。碧莲盛也积极切入养固类服务，于 2020 年底正式推出全资独立品牌“莲主任”，建立了全方位的毛发健康管理体系，为脱发患者提供精细化的头皮毛发康疗流程、量身定制的针对性康疗方案。

图 58：碧莲盛发展时间轴



数据来源：碧莲盛官网，东吴证券研究所

**“技术驱动型植发+中西结合式养固”构成碧莲盛主要业务。**植发业务上，碧莲盛注重技术驱动，通过自主研发接连推出 SHT、BHT 无痕植发技术和 NHT 不剃发植发技术。其中 SHT、BHT 在原有 FUE 技术上改进，器械口径 0.8mm，对皮肤损伤更小。BHT2.0 器械口径精细到 0.6mm，相比 SHT 更能精细到每一个毛囊的种植，成活率更高，效果更加自然。2020 年，NHT 不剃发技术的推出在国内植发行业中率先将“不剃发植发”概念真正落地。另一方面，碧莲盛也已经切入养固服务业务，综合中西药和注射等医疗手段，走平民化路线，并成立专门的脱发门诊。

表 9：碧莲盛主要业务

| 项目        | 技术手段                                                                                    | 平均价格                                            |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| SHT 植发    | SHT 无痕植发技术，是应用显微外科技术来提取后枕部位的毛囊组织，经仔细加工培养后，利用精细微针种植笔，将提取分离好的毛囊，按照自然的头发生长方向艺术化地移植于患者脱发部位。 | 12 元一个单位                                        |
| BHT2.0 植发 | BHT2.0 多维高密植发，是 SHT 微针植发的进阶版本，手术采用点对点式的种植方式，准确度大大提高，而且同等面积的种植量要高于 SHT 技术，术后效果接近脱发前自然状态  | 15 元一个单位                                        |
| NHT 植发    | NHT 不剃发植发技术，医生在植发过程中提取、种植的，都是毛干达到 8cm 的长发，省去剃发环节，所以植发术后即刻就能看到效果。                        | 60 元一个单位                                        |
| 养发        | <div>药物理疗</div> <div>物理治疗/中医康养/美塑疗法</div>                                               | <div>200-300 元/月</div> <div>1000-2000 元/月</div> |

数据来源：碧莲盛官网，东吴证券研究所

门店布局上，碧莲盛“一城一店”模式稳步拓店。截至2021年9月，碧莲盛已经共计在32个城市部署32家连锁分店，分布较为均衡。采用了“一城一店”直营连锁模式，重点布局南方沿海城市带。其中位于北京长安街、营业面积超过2000平米的碧莲盛亚洲旗舰植发诊所成为中国营业面积最大的专业植发机构。

### 5.3. 新生植发：“植养护”一体行业趋势带头人

**新生植发：最早开启“植发+养发+护发”一体的全产业链模式机构。**新生植发是新生医疗美容有限公司旗下品牌，成立于2001年。早在2011年，新生已经提出并着手打造品牌“全方位毛发养护管理体系”，依托于自主研发的3D植发技术、TDDP毛发种植技术等，通过各类毛发养护仪器设备、养护产品，打造全方位的毛发养护及头皮健康管理服务，将品牌定位从专业植发医院调整为提供“植发+养发+护发”一体化服务的机构。

图 59：新生发展时间轴



数据来源：新生官网，东吴证券研究所

**植发业务上，新生3D植发技术实现传统移植120%发量；养固业务上，主打“头皮抗衰”概念。**植发方面，新生植发自主研发3D植发技术，采用拔吸口提高多胚毛囊数量+高精显微仪分离+新微针立体化种植，最终达到损伤更小、种植发量比传统种植方式多20%、植发密度更高更立体的效果。养固方面，新生植发于2021年与著名品牌英诺皮肤世家达成战略合作，建立国内首家头皮抗衰基地，这是国内“头皮抗衰”管理概念的首次亮相。

表 10：新生主要业务

| 技术名称         | 技术手段                                                      |
|--------------|-----------------------------------------------------------|
| 3D 植发技术      | 使用专利精密仪进行毛囊提取，经高精显微仪进行分离，获取更多的多胚毛囊单位，可实现比传统植发技术发量多20%左右。  |
| TDDP 毛发种植体系  | 包括了3D植发技术、“动态美学”技术和“双极速恢复”技术，将植发、养发、护发三大部分融合的全方位毛发养护管理体系。 |
| ARTASS 植发机器人 | 使用机器人代替人工长时间操作，植发效果较好。                                    |
| OS 毛发种植体系    | 不剃发提取种植，恢复时间短。                                            |
| 养发           | 精准头皮检测、专业头皮按摩、深层水氧仪祛角质层、负氧离子蒸汽润泽、微针生发养护液倒入、红外线柔光生发。       |

数据来源：新生官网，LeadLeo，东吴证券研究所

门店布局上,新生集中抢占中部地区市场,集聚形成规模效应&协同效应。截至2020年底,新生植发在全国42城设立共43院,规模可观。相比其他植发机构,新生的门店布局更为集中,重点布局在中部地区,有利于抢占中部地区市场,同时门店的集聚形成规模效应与协同效应。

#### 5.4. 大麦植发：微针植发概念引领者

大麦微针植发医院前身科发源植发,作为行业的先发品牌数十年来一直专注植发行业,技术专利众多,处于领先地位。1997年,大麦机构成立;2000年,治愈国内首例大面积瘢痕脱发患者,自此开启繁华篇章;2001年,大麦成为首家运用双层解压缝合技术的植发机构;2004年,实现单个不开刀提取毛囊手术方法;2008年,大麦手术量累计突破18000台,2016年,FGF双活因子毛发移植新技术成功问世;2018年,大麦品牌战略升级,同时科发源制定并发布了《2018微针植发技术标准制定白皮书》;2019年,科发源微针植发品牌正式更名为“大麦微针植发”,进入新发展阶段。公司种植孔比传统植发小三分之一,在行业内处于领先地位。

大麦的植发技术在国内市场独占一片天地,其技术应用是大麦微针植发的核心内驱力。作为植发行业的领导品牌,大麦在2006年率先从国外引进微针植发技术,并历经13年,进行了5次自主创新,先后获得多项国家专利。其针孔直径仅在0.6mm-1.0mm左右,可根据每个人毛发粗细情况灵活调节,实现了种植孔比传统植发小三分之一(传统植发口径约为1.0mm-1.5mm),创口更小、恢复更快。同时,种植的精度、密度更高,并可以360度灵活掌控方向,头发生长方向更为自然。

图 60: 大麦(科发源)发展时间轴



数据来源: 大麦官网, 东吴证券研究所

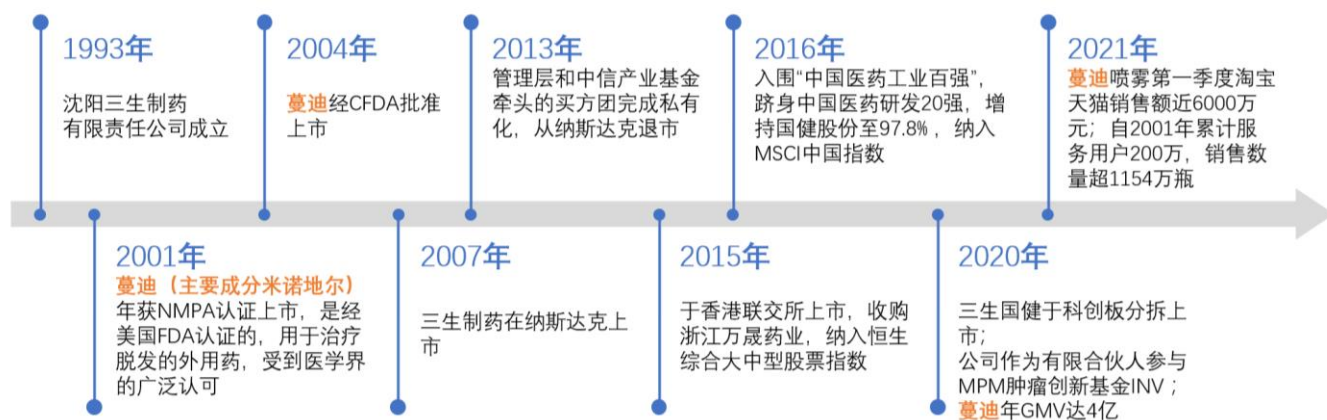
大麦着眼全国布局,重点布局华东地区。大麦是植发行业知名的连锁医疗集团,现已在北京、上海、广州、深圳等城市成立数十家直营医院;截至2021年底,已有35家医院,其中在华东、华北地区分布较多。

### 5.5. 三生制药：脱发药品领头羊，旗下“蔓迪”率先入驻市场

三生制药是国内领先的生物制药公司，旗下脱发药品“蔓迪”率先填补中国脱发治疗药物空白。三生制药集团所属生产线均被国家药品监督管理局授予最新版的药品生产质量管理规范（GMP）认证。产品覆盖肿瘤、自身免疫、肾科、代谢科与皮肤科等治疗领域，处于市场领先地位并拥有强劲的增长势头和较大的增长潜力。其中**蔓迪-米诺地尔酊**于2001年获NMPA认证上市，其主要成分米诺地尔，是经美国FDA认证的，用于治疗脱发的外用药，受到医学界的广泛认可，主要适用于治疗脂溢性脱发、雄激素性脱发和斑秃。基于起效快、有效率高等特点，蔓迪的产品受到脱发治疗专家的高度认可。2004年经CFDA批准上市，成为国内首家上市批准用于男性型脱发和斑秃的产品，也是国内第一个通过OTC认证的外用脱发治疗药物。

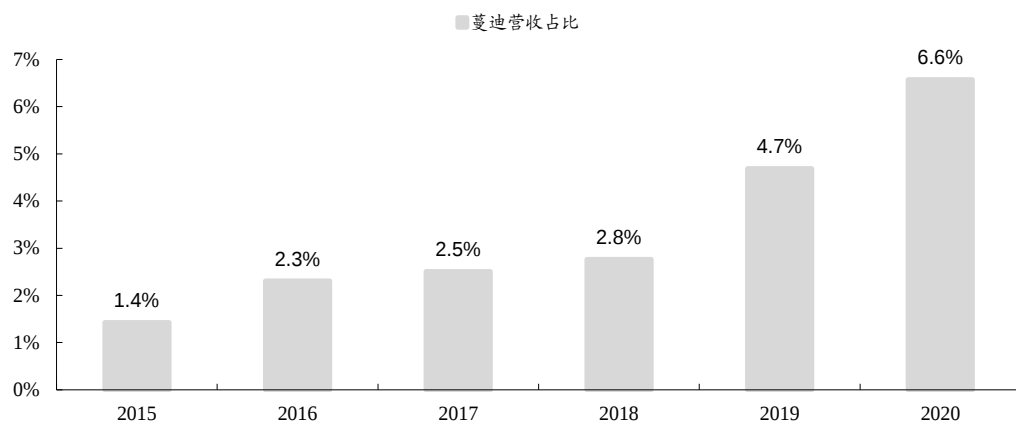
蔓迪以超越同类产品的成分含量，受多家著名医院选择，稳居市场前线。蔓迪专注生发20年，市场反馈良好，且入驻超1000家医院和大型连锁药房，成为中国医科大学第一附属医院、复旦大学医学院附属华山医院、武汉协和医院等300多家核心三甲医院医生的选择。临床医生表示，在脱发的治疗过程中，米诺地尔酊浓度越高、疗效越好，而蔓迪产品的米诺地尔酊浓度达5%，居市场同类产品最高，并且三生制药的国际化生产线保证工艺稳定，临床治疗效果显著。

图 61：三生制药发展时间轴



数据来源：三生制药官网，红碗社，东吴证券研究所

图 62: 蔓迪营收占比变化情况



数据来源: 三生制药公司公告, 东吴证券研究所

## 6. 投资建议

目前植发行业正处于快速增长的风口期, 其中中游植发机构是产业链的核心环节, 头部连锁植发机构是主要的发展方向, 有望受益于行业增长的红利。

一方面, 我们看好头部连锁植发机构的发展模式。相较于一般综合型医美机构, 头部植发机构毛利率更高 (>70%, 一般综合型医美机构为 50%-60%), 盈利空间更大。尽管当前品牌推广期销售费用率处于较高水平, 但随着门店规模的扩张、品牌效应的发挥和植养一体化的发展, 我们认为未来获客成本有一定下降的空间, 净利率长期有望提升。

另一方面, 从供需两方面均有诸多促进因素。从供给端看, 由于专业性强、品牌化、规范化优势突出, 头部连锁植发机构是未来的主要发展趋势, 份额有望持续提升。另外, 2020 年四家头部连锁植发机构在植发市场的份额为 23.9%, 集中度高于一类医美机构 (根据艾媒咨询, 2018 年连锁民营医美机构占比仅 12%), 经多年发展龙头已基本跑出, 格局更为明朗, 龙头优势较为稳固。从需求端看, 行业处于加速发展期, 实际渗透率不足 1%, 渗透率提升空间较大。在脱发年轻化、对颜值更高要求趋势、消费承担能力提升和行业规范化程度提升的共同促进下, 行业渗透率还有望持续提升。

推荐始终坚持规范化发展思路的、市占率第一的连锁植发龙头雍禾医疗。

## 7. 风险提示

**行业竞争加剧。**若随着行业规模的扩大，行业参与者越来越多且技术迭代加快，则竞争有可能进一步加剧。

**门店拓展不及预期。**若出现人员配备不足、选址不当等情况，则可能头部企业门店拓展不及预期。

**行业政策变化。**若监管机构对于诊所设立的形式、获客引流方式等要求较大变化，则可能影响行业企业的规模扩张。

**疫情反复影响。**若疫情持续反复，则可能影响居民消费能力和消费条件，进而影响在植发机构的植发和养固消费。

**医疗人员不足风险。**公司在业务持续扩张的同时，也需要不断补充专业医疗人员，若人员储备不足或变动较大，则有可能影响业务扩张。

**医疗事故风险。**对于医疗机构来说，毛发医疗服务的安全性和质量至关重要，若发生重大安全事故，则可能对公司的整体声誉造成影响。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

**找报告，上“数据理河”**

微信小程序、知识星球、[www.bj-xinghe.com](http://www.bj-xinghe.com)、微信群（18610100296）同步分享更新