

看，强营销下的强品牌非长久之计，目前龙头已延伸出 3 条降低获客和塑造品牌路径：雍禾&新生发力养发来降低获客成本和提升复购路径、大麦专注微针打造品牌和产品定位路径、碧莲盛代表互联网精准营销路径，四家头部植发机构代表了三条不同的发展路径，未来均需持续跟踪。

- 四大植发龙头对比：雍禾综合实力强，大麦微针效果好、新生养发布局早、碧莲盛线上销售强。**

(1) 股东&管理层：①雍禾：创始人张玉先生 2005 年进入植发领域，2017 年获中信入股，带来人才+业务+产业三大赋能加速发展；②碧莲盛：创始人尤丽娜女士毕业于中医药大学，2003 年涉足植发领域；后在 2017 年引入华盖医疗基金入股实现加速发展，具有互联网及资本双重助力；③大麦植发：共同创始人李兴东先生公立整形医院出身，1997 年与李济林先生成立大麦前身科发源，积极引入植发技术且早期亲力亲为，累计种植 2000 万个毛囊单位，为牛津学术联合会名誉教授，并受邀参与国际“冷冻毛囊克隆”科研组；主打医生创业且微针技术植发，目前尚未引入外部投资机构；④新生植发：由三位主要股东控制，实际控制人为陈国涛先生（持股 40%），行业内最早提出植发+养发业务，并最早实施植发门店+社区养发店布局的立体式打法。

(2) 技术对比：国内植发龙头技术成熟且在临床经验上甚至已超越欧美，但技术进步的曲率基本停滞（部分毛囊单位直径为 0.6mm，因此微针口径缩小至 0.6mm 后已基本无法再减小口径）。四家技术对比上，雍禾主推 LATTICE 点阵加密技术、碧莲盛首创 NHT 不剃发植发技术、大麦专注于微针植发、新生自研 3D 植发技术。四大植发龙头的底层技术均为 FUE 技术，差别在于植发设备、提取方法、种植技术等差异，趋势为创口更小、尴尬期更不明显、植发效果更自然。

(3) 价格对比：除了不剃发植发外（耗时长+费人工，40-60 元/每毛囊），FUE 技术的植发四家龙头基本定价在 10-20 元/每毛囊，价格接近且相对透明；非头发类植发（眉毛/胡须/鬓角等）基本为一口价，雍禾/碧莲盛/新生定价基本一致，仅大麦的微针种眉价格显著高于平均，中长期行业价格或更多随着平均工资的提升，对应每年个位数增长。

(4) 养发布局：新生植发最早在 2011 年推出 TDDP 植养护体系，率先提供“植发-养发-护发”一站式服务；雍禾收购史云逊健发，2018-20 年推广馆中馆的“植发+养发”服务；大麦和碧莲盛目前尚未较大规模推广养发业务。

(5) 布局版图：四大龙头目前基本采用一城一店模式，对二、三线城市实施加速下沉；其中，雍禾/碧莲盛/大麦均以植发门店快速扩张为主，新生则采取植发大店+养发社区小店打法，实现立体式推进。
- 市场空间测算：基于米诺地尔中期客群 1200 万人二阶推算，预计对应植发人数 150 万人和 375 亿市场空间。**

(1) 除雍禾招股书中对市场的测算外，我们在植发客群均为术前使用米诺地尔后依旧没有好转，且植发术后仍需建议使用 1 年的米诺地尔+保法止的基础上，对全市场米诺地尔使用人群采用了二阶推算植发空间。

(2) 根据草根调研，2020 年国内使用蔓迪和达霏欣等米诺地尔产品人数约 400 万人，对应当年植发人数约 50-60 万人，得到从涂抹防脱药物到植发的转化率约 12.5%。三生药业管理层交流会上披露，公司预计 2021 年蔓迪产品销售额可至 7-8 亿元（相比 2020 年 3.7 亿元增长 89%-116%，蔓迪在国内米诺地尔类产品市占率 75%），对应中期全市场使用米诺人数可达 1200 万人，按照 12.5%转化率测算，植发患者将达 150 万，以 2.5 万客单价测算，对应的市场空间为 375 亿元。
- 投资建议：重点关注雍禾 IPO，看好四大植发龙头发展。**植发行业目前仍处发展早中期，后续渗透率提升，未来 5-10 年仍有望持续增长。我们在报告中从龙头连锁&单体植发在品牌赋能、获客成本、资本加持、医生培训等多方面对比，以及不同消费医疗赛道对比，得到植发龙头在连锁化快速扩张上具备更好的优势，有望实现门店持续扩张。**建议重点关注计划赴港上市的植发龙头雍禾医疗，以及未上市标的：新生植发、大麦微针植发、碧莲盛。**
- 风险提示：**植发准入政策影响风险；植发行业价格定价监管风险；疫情恢复不及预期风险；植发安全卫生事件影响风险；行业价格竞争加剧风险。



内容目录

1. 多种消费医疗业态对比，植发龙头格局将走向何方？	6
1.1. 存量脱发率提升+每年新增人口补给，国内植发潜力大已成共识	6
1.2. 企业注册数：新增植发 2016 年起入场，小店 2018 年起逐步增多	7
1.3. 植发参与主体：公立&单体占比预计下滑，连锁&医美机构占比提升	9
1.4. 跨消费医疗赛道对比，探讨植发模式与趋势	13
1.4.1. 横向对比眼科/牙科/医美，植发模式特点：低门槛、重营销、回收快	13
1.4.2. 不同消费医疗对植发借鉴：展店&下沉为共同点，品牌&复购为方向	16
2. 四大植发龙头对比，推演连锁型植发市场竞争格局	19
2.1. 股权穿透：雍禾碧莲盛引入资本加速布局，大麦医生专业发力技术	20
2.1.1. 知往鉴今：植发技术迭代驱动行业普及，四大龙头引领技术发展	20
2.1.2. 四大龙头仍处发展关键期，资本入局加速门店+品牌+团队建设	22
2.2. 品牌建设：营销投放初期建立品牌，技术提升方能行稳致远	24
2.3. 技术对比：历经二十载进步速率基本停滞，龙头植发技术各有千秋	26
2.3.1. 雍禾医疗：持续研发投入、自研多项技术	27
2.3.2. 碧莲盛：多次参加植发知名会议，坚持技术驱动路径	28
2.3.3. 大麦植发：专注于微针植发，“用爱发电”，以科技解决头等大事	29
2.3.4. 新生医疗：打造“全方位毛发养护管理体系”，3D 植发技术领先	30
2.4. 医生履历及植发价格可查，提升行业透明度	31
2.4.1. 医生资源为宣传核心，碧莲盛履历可查提升行业透明度	31
2.4.2. 服务质量为关注重点，植发协议面面俱到	33
2.4.3. 龙头同技术价格接近，价格战远期或可能发生，降低获客成本为王道	34
2.4.4. 发力养发贡献第二增长极，为降获客成本的最优选项	35
3. 行业空间：龙头门店加速下沉，中期植发市场 375 亿元	37
3.1. 门店布局：当下密度低、布局广，未来龙头全国加速下沉	37
3.2. 规模测算：米诺地尔消费者二阶转化计算，中期植发市场 375 亿元	38
4. 投资建议：重点关注雍禾 IPO，看好四大植发龙头发展	41
5. 风险提示	41



图表目录

图 1: 对比邻国日本, 国内脱发率相对仍较低, 快节奏社会下预计未来仍将提升	6
图 2: 国内植发医疗市场预测 (亿元): 2020/2025/2030 年分别为 134 亿元、378 亿元、756 亿元	6
图 3: 部分媒体: 近 2 年新增植发企业数量, 年均超“百家”	7
图 4: 逐一核查后, 实际主业含植发的企业, 现仅 81 家	7
图 5: 国内每年新增植发数量看, 2016 年后显著增多, 2021 年略有放缓	8
图 6: 拆分来看: 2018~20 年为中型植发企业注册高峰, 2020~21 年小微植发企业增量提升	8
图 7: 2020 年中国植发市场份额	9
图 8: 植发多为一次性消费, 因此植发企业营销开支相对偏高	10
图 9: 从 C 端关注点看, 植发消费者更重视医生的工作年限	10
图 10: 医美医院植发项目 (左一截屏) 更偏重美学需求	11
图 11: 上海九院开设整外脱发植发服务	11
图 12: 头部民营连锁植发机构门店数量	12
图 13: 中国养固医疗服务市场规模 (单位: 亿元)	12
图 14: 雍禾医疗养固服务营业收入占比呈上升趋势 (单位: 亿元)	12
图 15: 雍禾植发医疗养固患者人均消费与复购率显著提升	12
图 16: 2020 年植发龙头雍禾毛利率超过医美龙头机构	13
图 17: 雍禾医疗净利率相对处于平均水平	13
图 18: 多家消费医疗公司估值倍数均处于较高水平	13
图 19: 雍禾医疗相较而言毛利率水平优秀	13
图 20: 爱尔眼科全球化布局	17
图 21: 雍禾植发积极扩张落子全国 50 城	17
图 22: 雍禾植发股权结构	22
图 23: 碧莲盛植发股权结构	23
图 24: 大麦植发股权结构	24
图 25: 新生医疗股权结构	24
图 26: 2018-2020 雍禾营销投放情况	25
图 27: 雍禾前五大供应商中营销类服务去向占比变化	25
图 28: 中国植发行业发展情况	26
图 29: 中国植发技术发展历程	26
图 30: 雍禾植发晋升行业标准论证意见	27



图 31: LATTICE 点阵加密无痕技术采用 V 型种植针	27
图 32: 碧莲盛 2020 年 NHT 植发技术发布会	29
图 33: NHT 植发技术前后对比	29
图 34: 世界范围内微针技术发展已超三十年	29
图 35: 新生医疗 3D 植发技术流程: 3D 体现在提取、分离、种植步骤中	31
图 36: 2020 年底, 雍禾植发注册医生数量行业领先	31
图 37: 雍禾植发官网医生介绍	32
图 38: 雍禾植发打造四支梦之队	32
图 39: 2018 年中国用户选择植发机构时关注的因素	33
图 40: 2018 年中国植发人群关注的服务质量	33
图 41: 雍禾植发提供五大保障及三大透明承诺	33
图 42: 大麦微针植发提供八大保障	33
图 43: 雍禾植发服务类型逐渐多元	34
图 44: 雍禾植发多层次医生队伍打造	34
图 45: 新生上海布局: 1 家植发店+2 家养护店	36
图 46: 龙头植发机构全国布局版图	37
图 47: 米诺地尔转化率角度测算植发人群	39
表 1: 植发机构可分为四大类别	9
表 2: 多类消费医疗业态: 行业壁垒、扩张模式、业务规模对比汇总	14
表 3: 不同消费医疗业态的资质申请条件&医护人员配比综合对比明细	15
表 4: 消费医疗各赛道盈利&回收对比: 植发模式投资与轻医美接近, 但爬坡期和回收期更快; 不足在于复购能否实现需看养发业务	16
表 5: 四大植发龙头企业: 雍禾、碧莲盛、大麦、新生的多维度对比汇总	19
表 6: 龙头植发企业发展历程汇总	21
表 7: 雍禾植发 LATTICE 点阵加密无痕技术及 UHE 微米级无痕植眉技术介绍	27
表 8: 碧莲盛自研多项技术, 以 NHT 不剃发植发为重心	28
表 9: 大麦植发主要微针技术专利	30
表 10: 四大植发机构项目价格汇总	35
表 11: 植发龙头医疗养固服务业务	36
表 12: 雍禾养固服务占比逐渐提升	36
表 13: 龙头植发机构全国布局版图	37
表 14: 2016-2030 年中国植发市场规模及植发人群	39

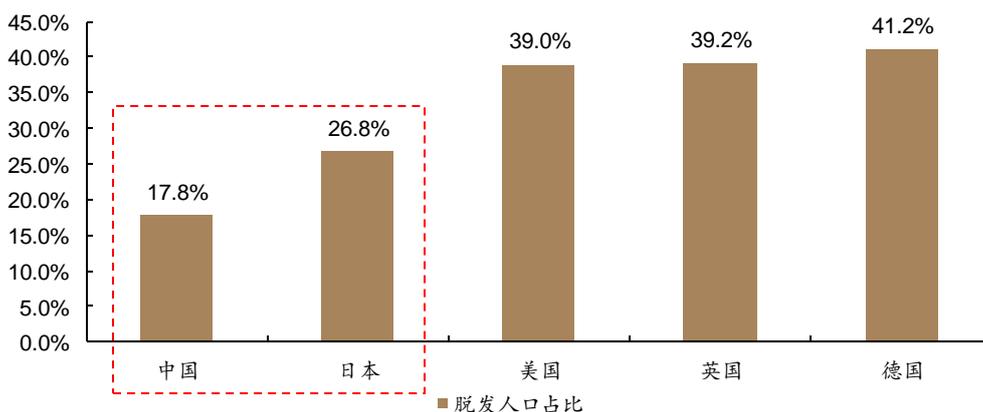


1. 多种消费医疗业态对比，植发龙头格局将走向何方？

1.1. 存量脱发率提升+每年新增人口补给，国内植发潜力大已成共识

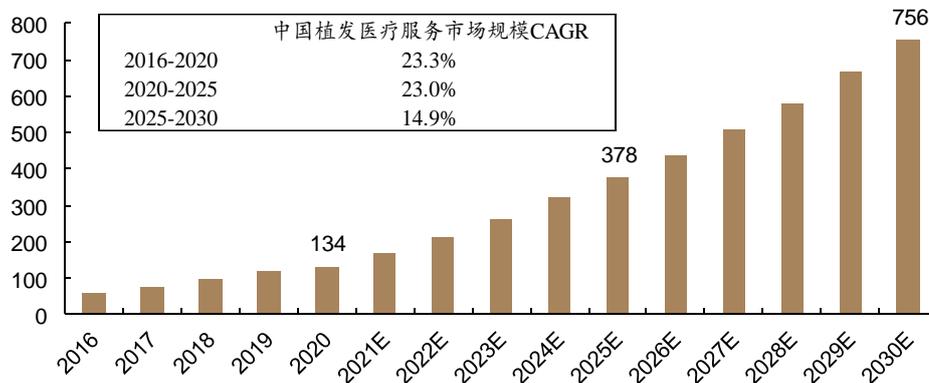
快节奏社会下，国内存量人群脱发率预计仍将提升。植发原理为将后枕区域高质量毛囊提取并移植至裸露或毛发稀疏的头皮区域，是一种从根本上解决秃顶、脱发、发际线不美观等问题的美容外科手术，也被应用于眉毛、睫毛、胡须、鬓角等毛发的再造。伴随人们生活方式的改变，在作息不规律、压力大、饮食不健康等多重因素共同作用下，脱发呈现年轻化趋势，植发需求快速增长。在中国，脱发人群数量庞大，卫健委调查显示，2020年中国脱发人口超过2.5亿人。我国脱发人口虽众多，植发市场整体渗透率仍偏低（目前中国脱发人数占比约17.8%；日本在亚洲各国中脱发率第一，占比26.8%；美国/英国/德国的脱发率分别达39.0%/39.2%/41.2%）。考虑未来社会竞争压力大+职工加班现象普遍，以及对标均为东亚人种的邻国日本，在进入发达经济状态下的脱发率，预计未来国内脱发人口占比仍将进一步提升。（关于防脱产业链的深度分析，详情请参见我们外发的植发深度—《从雍禾IPO，看植发产业大发展》）

图 1：对比邻国日本，国内脱发率相对仍较低，快节奏社会下预计未来仍将提升



资料来源：Infographics，德邦研究所

图 2：国内植发医疗市场预测（亿元）：2020/2025/2030 年分别为 134 亿元、378 亿元、756 亿元



资料来源：弗若斯特沙利文、德邦研究所

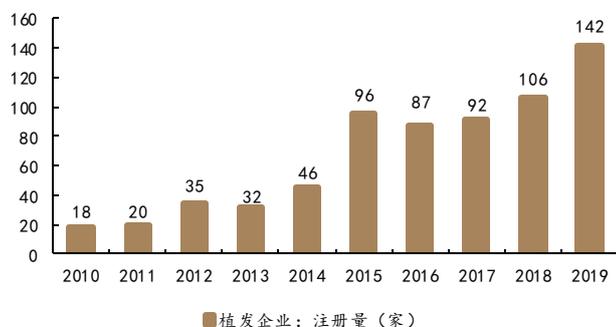


1.2. 企业注册数：新增植发 2016 年起入场，小店 2018 年起逐步增多

植发是一个需求潜力良好的消费医疗赛道（市场一致认同该观点），但植发相比眼科、牙科、综合整形医院，在初期投资金额和对运营及医生的要求而言，都相对更低，市场仍较为担心竞争格局问题。对此，我们将植发企业拆分为增量和存量，对两部分的竞争格局分别进行分析。

1) 现有植发企业现状：主业含植发业务的数量估测约 81 家，过去 20 年中注销数量仅 6 家，因经营不良而导致破产的植发机构数量有限。我们查阅了此前部分新闻媒体的报道，其观点为全国范围内植发相关企业（在业、存续状态），截至 2020 年 12 月初，共计 811 家，且在 2015 年开始呈现加速增多的态势；从 2015 年开始，植发相关的注册企业数量显著增多（2019 年新增注册家数高达 142 家），引起市场对未来几年是否会有大量新注册植发企业涌入的担心。但从企查查中对 811 家企业细分来看，绝大多数均为非相关的植发企业。对此，我们将上述企业的主业进行划分，锁定为“卫生”、“商业服务业”、“居民服务业”三个类型（剔除了所属行业为农林牧渔、制造业、批发零售等相关企业），并对每家企业的官网、股权穿透等一一搜索，以及同一植发品牌下多家子公司的情况进行去重，得到目前国内主业包括植发在内的企业数量实际约 81 家（其中，有限责任公司/有限责任分公司/个人独资公司/其他有限责任公司，分别为 67 家/6 家/2 家/6 家）；且在过去 20 年中，累计注销的植发企业数量仅 6 家，实际出清倒闭的品牌及单体植发企业数量低于原先预期值。

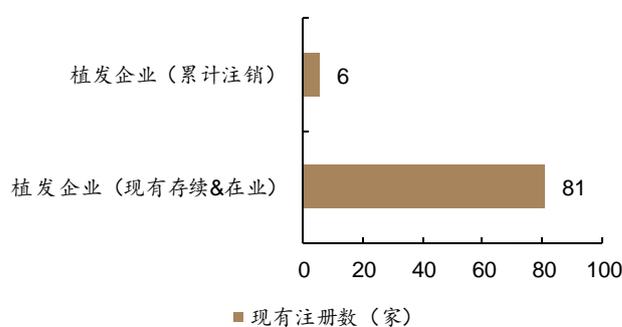
图 3：部分媒体：近 2 年新增植发企业数量，年均超“百家”



资料来源：企查查，德邦研究所

注：①经统计关键词为“植发”、“毛发移植”、“毛发种植”的企业
②统计截止时间为 2020/11/30

图 4：逐一核查后，实际主业含植发的企业，现仅 81 家



资料来源：企查查，德邦研究所

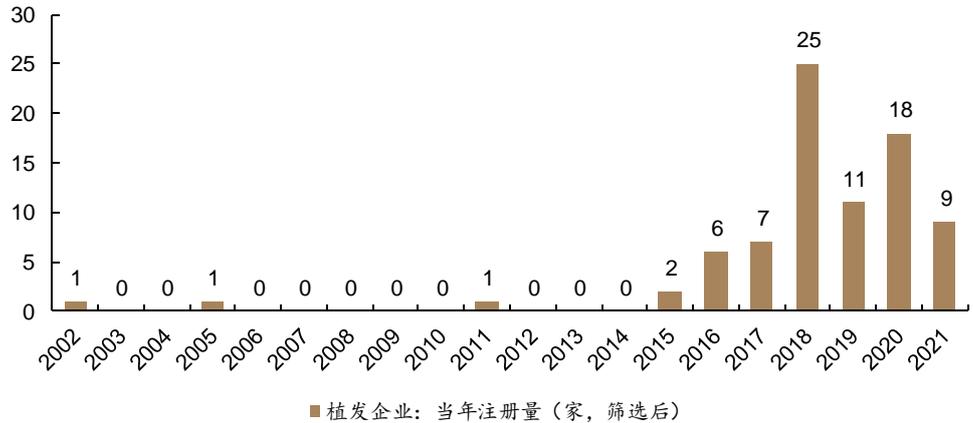
注：①经统计关键词为“植发”、“毛发移植”、“毛发种植”的企业
②主业领域逐一核查确定含植发业务后的样本；统计截止时间为 2021/8/5

2) 每年新增植发数量拆分：新增植发 2016 年起开始入场，但医生创业案例 & 单体植发倒闭现象双双低于预期。①每年新增数量来看：通过对筛选和去重后的 81 家在运营企业进场数量来看，发现在 2016 年植发行业红利兴起后，新增注册的植发企业数量确实迎来了显著的增加，2016-21 年合计新增 76 家（2016-2021 年分别新增 6 家/7 家/25 家/11 家/18 家/9 家），占存量总家数 94%；②分拆企业来看：我们按照注册资本金额划分为 3 类：注册资本 ≥ 500 万元、100 万 ≤ 注册资本 < 500 万元、注册资本 < 100 万元。其中，2018-20 年开始 100~500 万注册资本的企业，以及 2020 年注册资本低于 100 万以下的企业开始较显著增加。因此对于医生单独创业的现象，我们认为在行业内今年有发生但仍属于少数（根据雍禾招股书披露的医生及市占率测算，目前全国植发医生在 1300-1800 人左右，过去 4 年新增的中小微植发企业注册家数全国仅 43 家，且大多数均为单体门店），



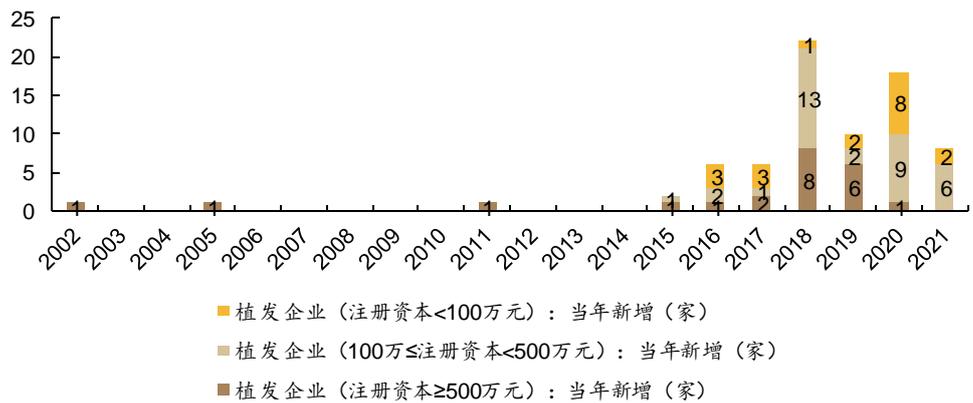
因此，行业的植发门店新增量仍是以品牌连锁的植发机构为主。

图 5：国内每年新增植发数量看，2016 年后显著增多，2021 年略有放缓



资料来源：企查查，德邦研究所

图 6：拆分来看：2018~20 年为中型植发企业注册高峰，2020~21 年小微植发企业增量提升



资料来源：企查查，德邦研究所

3) 存量植发龙头竞争：根据弗若斯特沙利文的统计来看，2020 年全国民企连锁植发机构的市占率为 23.9%；其中，雍禾/碧莲盛/大麦/新生的市占率分别为 10.5%/5.3%/4.5%/3.6%，合计市占率达 23.9%。虽近年来单体及新的植发企业有加速进入的趋势（根据雍禾招股书显示，占据了植发市场的 45.60%份额），而资本助力雍禾加速展店，新生植发则利用植发大店&养发社区店的打法同样实现加速开店，单体植发门店在营销费用、持续获客等因素上相比品牌龙头相对不占优（具体我们在章节 1.3 中详细阐述），预计后续仍会占据 30%~40%的份额，但植发行业内的竞争或更多走向存量的品牌龙头竞争。



1.3. 植发参与主体：公立&单体占比预计下滑，连锁&医美机构占比提升

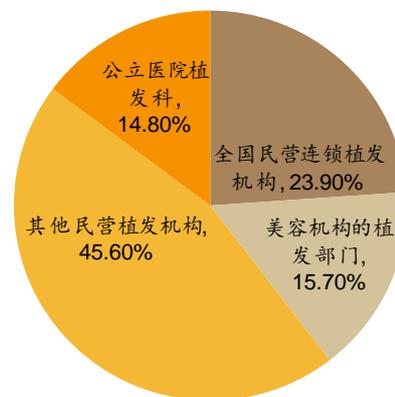
目前行业内主要有四类玩家：①全国民营连锁植发机构，如碧莲盛、新生植发、雍禾植发及大麦等；②民营非连锁植发机构，如恒博等；③公立医院植发科，如上海长征医院、西南医院等均有开设；④美容机构植发部门，如伊美尔、美莱和艺星。根据弗若斯特沙利文，2020年植发市场份额第一名为民营非连锁植发机构，占比45.6%；其次为全国民营连锁植发机构，占比23.9%；第三为美容机构植发部门，占比15.7%；第四为公立医院植发科，占比14.8%。

表 1：植发机构可分为四大类别

	优势	劣势	营销渠道	代表机构
1) 公立医院植发科	安全性有保障，医生符合从业资格；价格较低	就诊人数多，整体服务差	禁止营销	上海长征医院、西南医院等
2) 医疗美容民营医院内的植发科	服务态度好，医生资源充足	非植发专科医院，专业性不强，价格偏高	重营销，搜索引擎、线下广告投放、医美 020 平台等	伊美尔、熙朵等
3) 连锁型植发机构	服务态度好，连锁型机构规模较大，质量有一定保证	设立门槛更高，投资规模大，回报周期长	重营销，搜索引擎、线下广告投放、医美 020 平台等	碧莲盛、新生植发、雍禾植发、大麦等
4) 非全国连锁的地方植发机构	设立门槛低，运营灵活	质量及售后服务难以保证	个人口碑营销或医美 APP 等，同线下美容机构合作等渠道	恒博等

资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

图 7：2020 年中国植发市场份额



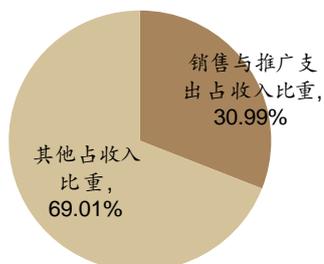
资料来源：弗若斯特沙利文、德邦研究所

1) 单体植发机构：小诊所模式在医生明星化下或更多出现，但受销售费用推广限制持续做大较难，未来市占率预计或降至 30-40%。①植发服务项目经验为重而非偏重个体技术、审美。在脱发患者初次了解植发机构时，植发人群更关注机构的背景以及权威性而非医生个体 IP，植发机构消费者普遍认为机构医生的经验更为重要。未来不免会出现少量大型机构的明星植发医生，自主创业开设个体精品诊所的情况，但我们认为，个体 IP 形象辐射能力和半径有限，难以支撑复购率较低的植发单体专科诊所，局限于“小而美”路线难以形成规模化效应。②植发以单次消费为主，仅靠植发业务的机构较难获得复购，因此专科植发诊所的营销销售费用也往往偏高，以雍禾医疗为例，营销费用率高达 47.6%，通过大量广告投放引流获取客户群体。在渗透率偏低且市场需求教育的初阶植发市场，个体精品诊所资金实力有限营销难度大，相比连锁诊所更难实现持续做大（对于单城市



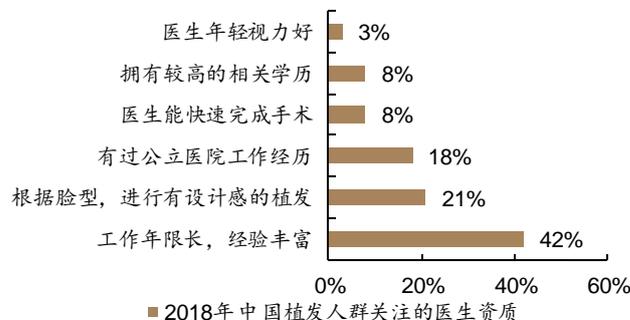
而言，我们草根调研下来，估测每年需要 100 万以上的营销推广费，才能获得较好的持续植发客户流量)。③未来 3-5 年后，随着入局者渐多，可能出现降价营销的现象，而植发医生个体服务产能有限，且无附属的养发业务或品牌影响力为自己实现低成本引流和获客，后续在行业成熟后，个体植发商户能否保持长期稳健的盈利能力或仍存在不确定性。

图 8：植发多为一次性消费，因此植发企业营销开支相对偏高



资料来源：雍禾医疗招股书，德邦研究所

图 9：从 C 端关注点看，植发消费者更重视医生的工作年限



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

2) 医美医院：植发科室偏重美学需求，多以自身医美客群为基础进行引流，未来在植发市占率预计持平现有的 16%或微增。综合型医美医院注重综合竞争力打造，进行多种类美学项目全面覆盖。以美莱、艺星及为代表的大型医美连锁综合体医院近年来将科室从手术整形科、无创科向齿科及植发科等细分科室拓展，对高阶细分求美诉求进行跟进覆盖。然而医美医院普遍营销费用占比高，获客成本高，手术类项目更加追求时效和坪效。例如动辄上万元的面部整形手术耗时可能 1-2 小时，而市场客均价两万五左右的普通植发项目耗时 5 小时左右。相比而言，植发项目将为综合体医院承接但不会受到重点发展（若重点发展，需投放广告营销或提升渠道返点，利润效益比而言并非最优）。考虑到医美行业未来自身求美客户人数仍在持续增多，未来医美机构植发科室规模有望持续上升，或大致将与植发行业发展未来 5 年 CAGR 20~23%持平。因此综合来看，我们预计医美机构的植发业务市占率未来将与现有的 16%市占率基本持平或少许微增。

相比刚需植发项目，医美医院的植发手术更偏重于女性为主的毛发美学修饰。医美医院消费者客户画像相比于植发机构整体的人群画像，女性人群占比偏高，且对求美细节的要求更高，更偏重于发际线美观改善、美人尖种植、眉毛种植等进阶植发项目，特点为毛囊移植数量少但平均单价更高，且部分较多为一口价形式。由于医美医院的植发科室一般不会过多投放专项的植发营销及渠道费用，因此毛囊移植数量较少的女性消费者，同样能较好覆盖医美医院的经营成本。



图 10：医美医院植发项目（左一截屏）更偏重美学需求



资料来源：大众点评、德邦研究所

3) 公立医院：植发业务出现较早，需求大，但供给有限难以放量，目前市占率 14.8%，未来或仍将持续下降。我国规模型的植发机构最早出现在公立医院。20 世纪 90 年代，部分公立医院，如南方医科大学南方医院、上海交通大学附属第九人民医院等，已成立植发科室，远早于连锁植发龙头。尽管公立医院植发业务出现早，但后续发展缓慢，目前市场份额在四类机构中占比最低。原因主要有：①医生资源有限但植发项目耗时长强度大。手术中基本为重复性动作，全程耗时 5 小时以上，工作强度极大。这使得公立医院有限的资源可接收客户数量十分有限。②与大型公立医院主要发展重心有偏差，专业医师供给难以放量。除北京八大处、上海九院外，大多数公立医院的发展重心仍为尽可能满足社会基础医疗服务需求，植发科室更多为消费医疗属性，其医学权重与重要性在大型公立医院中相对偏低，科室医师人数等供给难以满足市场需求。

图 11：上海九院开设整外脱发植发服务

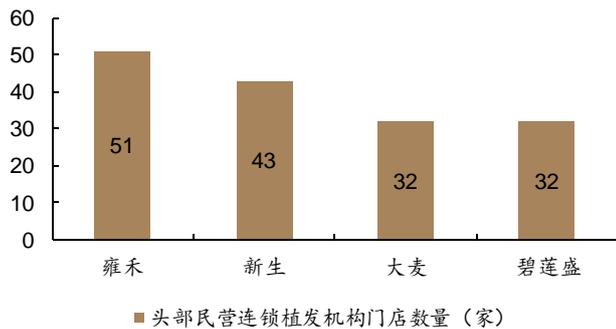


资料来源：上海九院微信公众号、德邦研究所

4) 民营连锁：资本助力下头部积极扩店，市占率或从目前 23.9%提升至 30%+。头部民营连锁植发机构，雍禾、新生、大麦、碧莲盛均积极拓店，门店数量分别为 51 家、43 家、32 家、32 家，分布遍及全国，以华东华南为主。尾部小型连锁植发机构，门店数量均在 10 家以下，与头部品牌在全国扩张和品牌力上存在一定差距，并且门店分布多集中在单一区域，未能延伸至全国城市触达更多消费者。因此，头部植发品牌拥有植发门店模型跑通+专业养发业务支持+资本助力三维推动，我们预计头部企业为主的连锁植发市占率未来或将持续提升至 30%+。

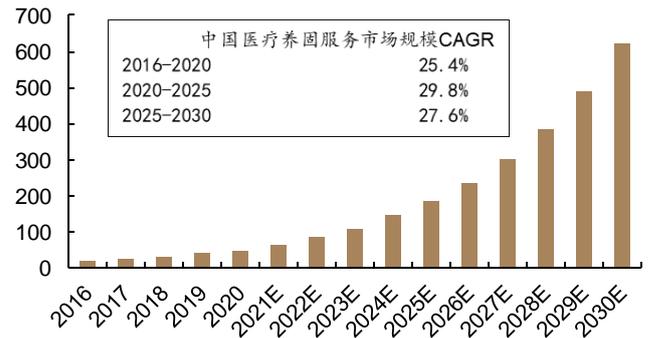


图 12：头部民营连锁植发机构门店数量



资料来源：各公司官网、德邦研究所

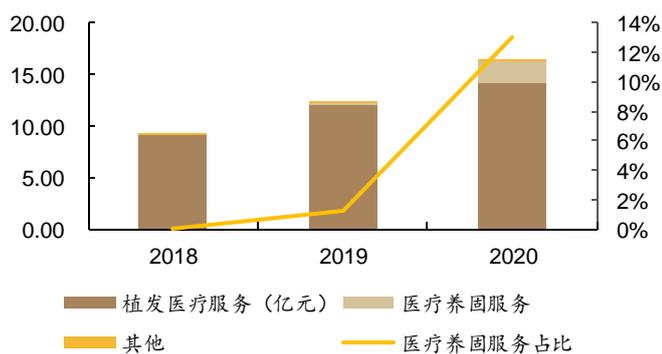
图 13：中国养固医疗服务市场规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、德邦研究所

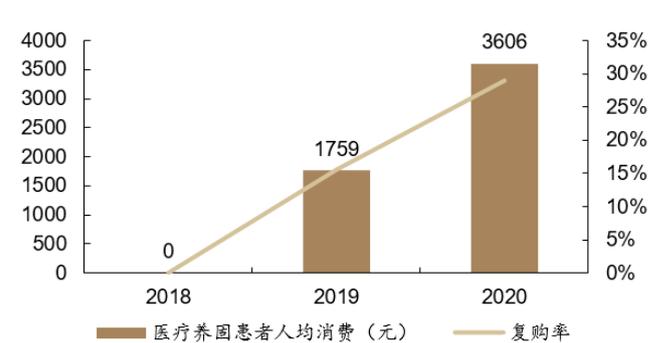
养发已成连锁植发龙头核心布局业务，有望实现顾客引流、发展复购、丰富收入结构等多方面作用。头部连锁植发机构呈业务多元化趋势，从植发业务延伸拓展至植发+养护固发服务，满足客户的多样化需求，提升客户数量和回购率。以雍禾植发为例，旗下服务已形成“诊断、治疗、养固、植发、假发”于一体的一站式医学毛发管理服务体系，囊括脱发门诊、药物治疗、史云逊健发中心、雍禾植发和哈发达假发研发生产中心等部门。由于医疗养固服务类型多样，能满足不同脱发阶段的患者，因此其具有相当数量的潜在用户。在机构的到店客户中，目前仍有较多脱发人群无法接受植发手术项目，或者由于个人原因选择非手术类项目，尝试更为保守的方式解决脱发问题，可见多元化毛发管理能有效提升到店术前客户转化率。同时，养固发服务通常需要一个月及以上疗程方可见效，再搭配推销日化产品（如防脱精华、防脱洗发水等），可持续带给机构多样化收入，每个套餐在1-2万元。以行业龙头雍禾医疗为例，旗下的养固服务收入占比近年来逐渐提升，2020年医疗养固服务登记患者人数达59122人，人均消费由上年的1759元提升至3606元，复购率由15.6%提升至28.9%。综上，养固发项目具有高客单价与高复购率的特点。

图 14：雍禾医疗养固服务营业收入占比呈上升趋势(单位：亿元)



资料来源：雍禾医疗招股书、德邦研究所

图 15：雍禾植发医疗养固患者人均消费与复购率显著提升



资料来源：雍禾医疗招股书、德邦研究所

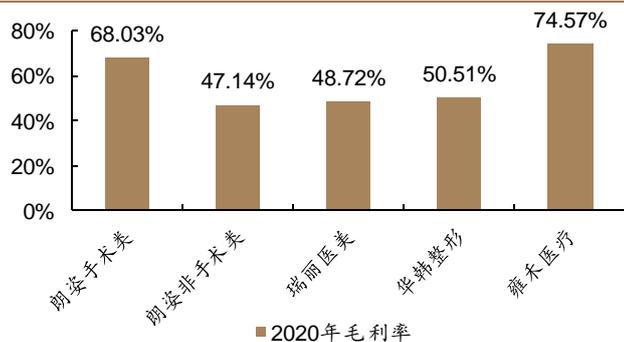


1.4. 跨消费医疗赛道对比，探讨植发模式与趋势

1.4.1. 横向对比眼科/牙科/医美，植发模式特点：低门槛、重营销、回收快

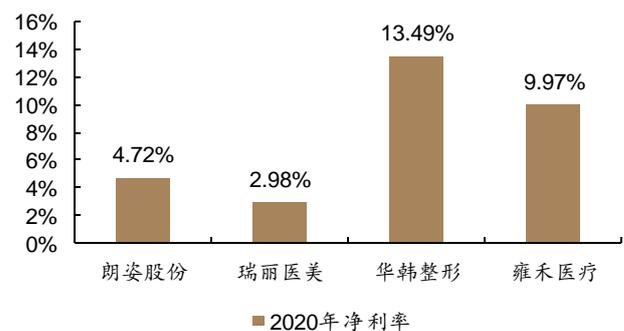
植发行业同样作为消费医疗领域的一个细分赛道，相比眼科/牙科/整形医院/轻医美等业态，其高毛利、重营销、回收快等特点突出，但初期投资金额和对专业医护人员的要求相对不高。以雍禾医疗为例，植发服务和养固发服务毛利率水平优秀，分别为75%和74%，相较医美、眼科项目仍有一定优势。植发项目逐渐实现高阶化（不剃发植发、明星医生IP、微针植发等应用占比提升），推动植发行业的客单价在未来几年内仍有望呈上涨趋势，毛利率有望继续保持稳定乃至上浮。此外，雍禾优质级和雍享服务级客户数占比上升，且美学高溢价项目如植眉、美人尖项目逐渐推广吸引更多高阶求美者。现阶段雍禾医疗营销推广费用偏高，2020年占总营收30.99%。考虑到现阶段为植发龙头的品牌树立关键期，且营销、行政及研发等大头费用主要由总部筹划统一开支，在未来全国品牌力提升+开店扩张及爬坡成熟+养发业务提供低成本引流趋势下，预计雍禾植发的单店门店营销费用有望逐步摊薄，扩大利润空间，我们预计公司的整体报表净利率未来或有望从2020年的10%提升至中期的15%。

图 16：2020 年植发龙头雍禾毛利率超过医美龙头机构



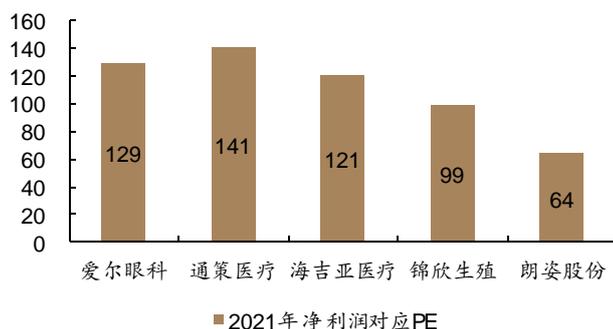
资料来源：Wind、雍禾医疗招股书、德邦研究所

图 17：雍禾医疗净利率相对处于平均水平



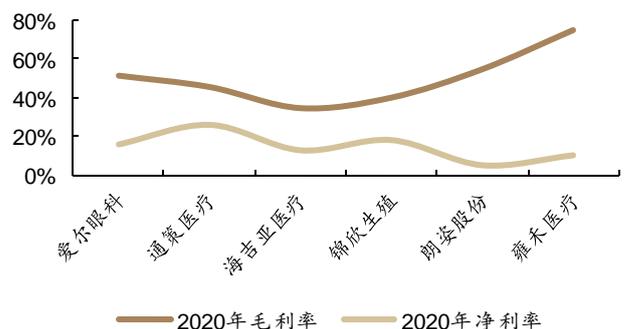
资料来源：Wind、雍禾医疗招股书、德邦研究所

图 18：多家消费医疗公司估值倍数均处于较高水平



资料来源：Wind、德邦研究所
注：2021PE 为 Wind 一致预期，截止 2021/8/6

图 19：雍禾医疗相较而言毛利率水平优秀



资料来源：Wind、德邦研究所
注：此图各公司毛利率为医疗服务业务毛利率



表 2：多类消费医疗业态：行业壁垒、扩张模式、业务规模对比汇总

细分赛道	相关龙头	行业壁垒	扩张模式	目前业务规模
辅助生殖	锦欣生殖	辅助生殖门槛高，需拿到卫生健康行政部门审批发放的辅助生殖牌照，包括“经批准开展人类辅助生殖技术”与“经批准设置人类精子库”两类	收购拥有辅助生殖牌照的私营医院	主要在中国四川、广东、湖北、云南以及美国加州提供生殖服务、管理服务以及辅助医疗等
眼科服务	爱尔眼科	眼科服务是进入门槛高、先发效应强、利润率高的领域，对资金、医生等的门槛要求高，青白眼病类对医生要求较高，屈光视光类对医生依赖较低	爱尔眼科以体内医院为主，共分为三个部分：上市前的老牌医院，在大陆地区的新增医院以及海外医院（含香港），通过不断内地内生新建医院以及外延并购扩张进行分级连锁生态、同城网络生态及眼科互联网生态三位一体的布局	截至 2020 年底，公司及并购基金在全球共有 645 家医疗机构，其中中国内地 537 家，海外 108 家，业务遍及亚欧美三大洲
牙科服务	通策医疗	口腔医疗服务单体诊所门槛较低，但高等级医院门槛较高，对医生技术水平依赖高，偏手工艺属性	以杭州口腔平海院区、城西院区和宁波口腔医院三家总院为中心，辅以自己的管理关系的分院三个“区域总院+分院”的区域医院集群	截止 2020 年，公司省内开业医院数量已达到 33 家，放眼全国，通策口腔医疗投资基金定向投资武汉、重庆、西安、成都等多家大型区域总院
肿瘤专科	海吉亚医疗	肿瘤专科医院中超 25% 为 800 张以上病床的大型医院，且从事手术和放疗的医生一般需 10 年左右培养时间，对医院运营提出更高要求	通过自有民营营利性医院提供肿瘤医疗服务和其它多种专科医疗服务	截至 2020 年底，海吉亚医疗集团旗下自有医院共 7 家，托管医院共 3 家。自有医院中 3 家为自建医院，4 家为并购医院
医美服务	朗姿股份	起步阶段门槛较低，但门诊和医院皆需要医疗美容资质。若要打造医美区域龙头和规模化开店需要稳定长期的现金流与牌照、名医储备支持。目前业内合格医师人才稀缺，培养需八年左右，且审美要求高	内生外延并重，2016-2018 年先后收购米兰柏羽、晶肤以及高一生；旗下医疗终端机构的手术、注射、光电等产品线更趋平衡，逐步贴近大型整形医院+周边诊所的“1+N”服务模式	截至 2020Q1 公司旗下共拥有 20 家机构，其中 4 家为医院；深耕西南区域，成都和西安市场分别有 9 家和 5 家机构
植发服务	雍禾医疗	门诊资质&医疗执业许可证即可开办植发门诊，技术&资金壁垒相对偏低，医师转型培训时间偏短	自营门店全国加速扩张，高线-中线城市均可开店，异地开店为主暂未进入同城加密阶段，	雍禾医疗截止 2020 年度，已在全国 50 城开设 51 家门店，近年规划门店近百家

资料来源：各公司官网、Wind、卫健委、德邦研究所

1) 对比一：准入门槛。植发开店需诊所资质即可，资质申请相对容易，为快速全国门店下沉奠定基础。相比消费医疗其他赛道，植发行业的准入门槛相对较低，诊所资质即可开办，植发机构无需申请医院资质，有助于头部机构在品牌赋能和资本推动下快速布局。而医美机构的准入门槛在各地域不一，其他专科医院亦需该类相关诊所、医院资质，且部分对手术室和病床数量、手术医生等均有对应要求；而门槛较高的辅助生殖行业 MF 资质更是“一证难求”，多以并购优质资产方式进行扩张。

2) 对比二：医护人员培训周期。植发医生培训周期仅需 4-6 个月，相比医美 & 专科医院的员工供给更快且更充足。植发医生多为皮肤科、外科医生转型且高标准化作业培训快，部分植发机构在种发环节同样采用护士种植，整体从植发初期的相关学习到上岗作业行业平均需 4-6 个月即可，而正规医美机构医生需要数年时间去对美感和细分技术进行掌握，辅助生殖科、肿瘤科医生更是需要多年学术+临床经验背书。标准化的员工培训体制为植发机构快速扩张提供了人员支撑。



表 3：不同消费医疗业态的资质申请条件&医护人员配比综合对比明细

细分行业	代表企业	服务机构单位模式	开办医院/诊所拿到资质需要的条件
眼科服务	爱尔眼科	医院&诊所	<p>诊所：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.设备：专科设备、基本设备、急救设备、化验室和消毒供应室设备等 2.人员：至少有 1 名取得执业医师资格，经注册后在医疗、保健机构中执业满 5 年，身体健康的执业医师；至少有 1 名注册护士；设医技科室的，每医技科室至少有 1 名相应专业的卫生技术人员。 3.建筑面积：建筑面积不少于 40 平方米；至少设有诊室、治疗室、处置室，其中治疗室、处置室的使用面积均不少于 10 平方米；如设观察室，其使用面积不少于 15 平方米。 <p>详见《诊所基本标准（2010）》</p> <p>专科医院：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.具有二级以上规模，专科特点明显，能够辐射一定区域； 2.具有稳定的学科带头人和技术团队，能够提供与其级别相适应的专科医疗服务；
牙科服务	通策齿科	医院&诊所	<p>口腔诊所：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.设备：口腔综合诊疗台及其单元设备、基本设备、急救设备、化验室和消毒供应室设备等 2.人员：取得口腔类别执业医师资格，经注册后在医疗、保健机构中从事口腔诊疗工作满 5 年，身体健康的执业医师，医师:口腔综合治疗台\geq1:2；注册护士，护士:口腔综合治疗台\geq1:3 3.建筑面积：每台口腔综合治疗台需至少分摊到 25 平方米 <p>专科医院：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.具有二级以上规模，专科特点明显，能够辐射一定区域； 2.具有稳定的学科带头人和技术团队，能够提供与其级别相适应的专科医疗服务；
辅助生殖	锦欣生殖	IVF 资质	<ol style="list-style-type: none"> 1.必须是持有《医疗机构执业许可证》的综合性医院、专科医院或持有《计划生育技术服务机构执业许可证》的省级以上（含省级）的计划生育技术服务机构；由生殖医学临床（以下称临床）和体外受精实验室（以下称实验室）两部分组成； 2.人员：临床医师不得少于 6 人（包括男科执业医师 1 人），实验室专业技术人员不得少于 3 人，护理人员不得少于 3 人，且均须接受卫生部指定医疗机构进行生殖医学专业技术培训。 3.场所：用于生殖医学医疗活动的总使用面积不小于 260 平方米；须包括超声室、取精室、精液处理室、取卵室、体外受精实验室、胚胎移植室等场所。 4.设备：至少 2 台 B 超、3 台超净工作台；各种显微镜、精液分析设备、实验室常用仪器等 5.设有医学伦理委员会 6.必须由所在省、区、市卫生行政部门根据区域规划、医疗需求予以初审，并上报卫生部批准筹建。筹建完成后由卫生部组织专家进行预准入评审，试运行一年后再行正式准入评审；必须获得卫生部的批准证书，且每 2 年校验一次。
医美	朗姿股份	医院&诊所	<p>美容医院：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.床位和牙椅：住院床位总数 20 张以上，美容治疗床 12 张以上，牙科综合治疗椅 4 台以上。 2.科室设置：至少设有美容咨询设计室、美容外科、美容牙科、美容皮肤科、美容中医科、美容治疗室、麻醉科等临床科室；至少设有药剂科、检验科、放射科、手术室等医技科室。 3.人员：每床（椅）至少配备 1.03 名相关专业卫生技术人员、0.4 名护士；至少有 6 名具有相关专业副主任医师资格以上的主诊医师和至少 2 名主管护师资格以上的护士；每科至少有 1 名本专业的具有主治医师资格以上的主诊医师。 4.医疗用房：每病床建筑面积不少于 60 平方米，每美容治疗床建筑面积不少于 20 平方米，病房每床净使用面积不少于 6 平方米。 5.设备：基本设备；与二级综合医院相同的病房每床单元设备等 <p>医美诊所：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.床位：至少设有美容治疗床 2 张，或手术床 1 张及观察床 1 张，或牙科综合治疗椅 1 张。 2.科室设置：不超过 2 个科目+相应的医技科室 3.人员：每一科目至少有 1 名具有相关专业主治医师资格以上的主诊医师和 1 名护士。 4.医疗用房：建筑面积不少于 60 平方米；手术室净使用面积不得少于 15 平方米，或每美容治疗床、牙科综合治疗椅净使用面积不少于 6 平方米。 5.设备：基本设备+配合诊疗科目的其他设备 <p>医美门诊部、医美科（室）要求与医美诊所类似，在床位、人员等方面的要求略有出入。详见《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准》。</p> <p>专科医院：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.具有二级以上规模，专科特点明显，能够辐射一定区域； 2.具有稳定的学科带头人和技术团队，能够提供与其级别相适应的专科医疗服务；
植发	雍禾医疗	医院&诊所	<p>诊所：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.设备：专科设备、基本设备、急救设备、化验室和消毒供应室设备等 2.人员：至少有 1 名取得执业医师资格，经注册后在医疗、保健机构中执业满 5 年，身体健康的执业医师；至少有 1 名注册护士；设医技科室的，每医技科室至少有 1 名相应专业的卫生技术人员。 3.建筑面积：建筑面积不少于 40 平方米；至少设有诊室、治疗室、处置室，其中治疗室、处置室的使用面积均不少于 10 平方米；如设观察室，其使用面积不少于 15 平方米。详见《诊所基本标准-2010》

资料来源：卫健委、Wind、公开信息整理、德邦研究所



3) 对比三：盈利情况&投资回收期。植发无需大型医疗设备，单店投资估测约 400 万资产，头部机构可 14 个月现金回本，相比消费医疗领域内 3~4 年回本更适合快速扩张。
①初期投资小：植发诊所新开门店平均面积多在 1500~2000 平米，初始投资额在 400~500 万元左右，而齿科、眼科诊所成本偏高，动辄上千万。雍禾为例，根据公司招股书，后续计划新开的大量门店面积约在 2000 平左右，而综合医美医院和眼科医院通常配备多个科室，门店面积逾万平。此外，在医疗设备方面，相比于医美服务机构各类动辄数十万的仪器设备，植发机构门店高价设备需求偏小，植发手术所需的毛囊检测仪、微针耗材等器械总体而言置备成本偏低。
②回收爬坡短：植发头部机构以雍禾医疗为例，其单店平均实现收支平衡期约 3 个月，平均现金投资回收期约为 14 个月，相比整个消费医疗赛道处于领先水平。分业态来看，综合医美医院的初期投资较高，轻医美诊所赛道中的部分机构已处于相对激烈的价格竞争状态，头部品牌力良好的医美机构一般需 3~4 年左右实现门店投资的现金回收，若品牌力不足的初创医美机构，预计实现回收成本周期或更久。眼科、齿科初期投入较高亦导致回收期较长，一般从新开店到盈亏平衡需 1~2 年，且另需时间爬坡至成熟，并在成熟状态后，估计需 10~14 个月可以回本（对此，头部连锁品牌企业，多采用体外孵化注入的模式，实现门店扩张）；若需实现快速扩张，对企业资金上均有较高要求，一定程度对拟布局该赛道的小微企业形成了资金壁垒。

表 4：消费医疗各赛道盈利&回收对比：植发模式投资与轻医美接近，但爬坡期和回收期更快；不足在于复购能否实现需看养发业务

代表赛道	代表公司	初始投资额	盈亏平衡期	现金回收期	单店净利率水平
眼科	爱尔眼科	2000 万（市级医院）	1.5~2 年	成熟后再 10 个月	25%
齿科	通策医疗	浙江省内大医院 1500 万	1~2 年	成熟后再 14 个月	25%~30%
肿瘤专科	海吉亚	2.5 万平医院/投资金额 2.5 亿元	4~9 个月	3~5 年	15%~20%
轻医美	晶肤	小店平均投资金额 500~600 万	12-18 个月	3~4 年	轻医美小店 10%/大店 20%+
医美	瑞丽医美	5000-8000 平米门店/投资金额 1.2-1.5 亿元	估测 12-18 个月	3~4 年	10%~15%
植发	雍禾医疗	平均 400w 新开店	3 个月	14 个月	15%-20%

资料来源：Wind、雍禾医疗招股书、各公司公告、德邦研究所

1.4.2. 不同消费医疗对植发借鉴：展店&下沉为共同点，品牌&复购为方向

1) 连锁发展红利为各消费医疗赛道共同点，专科诊所可复制性高于综合体医院。相比医美整形机构，植发/齿科/眼科等专科诊所更易凭借标准化流程、标准化医师操作进行规模性复制扩张，总体而言，受医生个体 IP 力量和非标审美差异影响甚微。
①专业诊所：资产模式上总体相对偏轻，基本只需配备某一科专业设备与床位等。因此专科医院/诊所的数量快速增加：2010-2019 年我国口腔专科医院复合增长率达 20%；爱尔眼科在内部孵化和外部并购的双重驱动下，旗下医疗机构在 2019 年、2020 年分别新增 157 家、55 家。
②医美医院&综合性服务医院：普遍科室全面人员庞杂，各类紧致提升、溶脂塑身等仪器设备购买、更新、养护成本不菲，属于重资产模式，异地扩张对牌照、人力、物力资源及品牌力量的要求门槛都较高。以朗姿股份医美事业为例，以轻医美扩张为主的综合体医院将深耕区域市场。朗姿旗下兼具连锁轻医美诊所和综合体医院。其连锁品牌晶肤聚焦皮肤科轻医美，复制速度快+标准化程度高+合伙人制度完善等因素保障未来拓张，量变到质变积累中逐渐形成口碑品牌效应。而综合体医院以异地收购本地扩张为主，旗下成都米兰柏羽和西安高一各成一派，打造当地高端调性龙头品牌。



2) 植发异地扩张多采用“一城一店”，眼科/牙科龙头为“一城多店”。①眼科展店模式：以国内消费医疗标杆企业爱尔眼科为例，是具有中国及全球范围医院规模和医疗能力的眼科医疗集团，在中国内地、欧洲、东南亚拥有3家上市公司。资本加速其境内分级连锁扩张与境外优质资产收购，目前其眼科医院及中心数量达600余家，其中，中国内地500余家、中国香港7家、美国1家、欧洲80余家，东南亚12家，中国内地年门诊量超1000万人次。爱尔眼科在国内注重同城网络生态的建设，具有“同城加密”的扩张特点。以长沙为例，已形成“一城四院六门诊部”的架构，探索推行了“基层首诊、急慢分治、双向转诊、上下联动”的分级诊疗模式。②牙科展店模式：以浙江省内Top1的口腔医疗服务龙头通策医疗为例，在总院发展成规模后，目前主要关注省内已有分院持续发展、新增分院持续扩张，仅在杭州市内便拥有15家医院，远期才会将扩张重点移至省外异地。③植发龙头扩张模式：雍禾植发截止招股书日期已在国内的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。植发需求相比牙科、眼科需求更为细分和小众，相比于可同城加密的高频专科诊所，植发龙头企业往往采用“异地扩张，同城一店”的模式，在全国范围内铺开抢占植发新兴市场高地（除杭州已开2家店，其余城市均为1家门店）。根据雍禾在招股书中表明，2021-2022装修中门店与规划开店数量达17家，未来几年门店总量预期将达近百家。

图 20：爱尔眼科全球化布局



资料来源：爱尔眼科医院、德邦研究所

图 21：雍禾植发积极扩张落子全国 50 城



资料来源：雍禾医疗招股书、德邦研究所

3) 门店下沉为多家消费医疗龙头布局重点，各家均争取成为对应领域的领军品牌。①爱尔眼科：分级连锁下沉至县级，由于基层地区医疗水平落后较多，存在大量常见眼科诊疗需求尚未被满足；②美年健康：亦积极抢占竞争尚不充分的三四线蓝海体检市场，继续推进渠道下沉；③海吉亚：定位“农村包围城市”路线，深耕三四线城市放疗市场，从菏泽、单县、沧州等地出发，承接回乡就医需求。④雍禾植发：成立于北京而遍布全国省会及地级市，在重点省份广东、江苏、福建、浙江及山东已进行重点区域加密规划。以广东省为例，自2013年第一家雍禾植发机构于广州设立后，公司已扩展到其他八个城市，其中包括中山、湛江及惠州等地级中线城市。根据 Frost&Sullivan 调查，雍禾已成为广东省当地最大连锁植发医疗机构。植发需求存在于各层级城市，中低线城市市场大多处于尚未被发掘教育的空白初期阶段。拥有品牌背书、标准化规范及技术支撑的连锁龙头专科有望在资本助推下快速抢占下沉市场，成为当地标杆型领军植发品牌。

4) 轻医美高粘性&高复购属性突出，植发机构可发力养发业务实现顾客复购及提升植发效果。医美行业本身高粘性高复购属性突出，尤其体现在轻医美产品



上。轻医美项目以活性材料注射和光电项目为主，维持效果相对偏短。多数人一旦体验过自我容貌上升至更好的状态，就很难接受药物代谢之后状态退回至从前。而植发市场多为一次性手术，术后可保持时间较长，行业本身的复购率较低。但从消费者的动机和信任背书来看，如果植发机构发展养发业务，不论是在植发前对头皮的护理还是植发后的养护，消费者在该门店植发后对其品牌附属的专业养发业务接受度与好感度均较显著提升，因此发力养发业务可在后续进一步提升顾客的植发效果和带来门店复购。随着植发机构联合线上平台推进消费者教育，大众护发意识将整体觉醒，养发固发市场将会被更多消费者接受。

5) 线上线下全渠道积极营销获客。齿科、眼科、辅助生殖等专科医院由于市场发展较为成熟、品牌力较强、专业化程度更高等原因，销售费用率相对较低；而尚处在发展初期的植发赛道在销售与营销上投入更大，需在品牌力建设和消费者教育上花更多功夫。线下渠道主要包括机场、高铁、户外公交站牌、分众传媒的电梯广告等，消费者常常会由线下广告受到启发，转向线上深入了解。线上渠道如今已成为消费医疗进行消费者教育的主要阵地，抖音、小红书、微博等新媒体 KOL 的带货传播以及美团、百度、知乎给予的机构或知识推荐都给各细分赛道带来巨大流量。此外，医美赛道还拥有以“新氧 App”为代表的垂直型 O2O 线上平台，线上服务市场规模近年迎来爆发式增长。根据新氧招股书，2018 年线上医美服务机构总收入为 12.74 亿元，2014 年-2018 年的年度复合增长率高达 110.8%，预计 2023 年扩容至 126.13 亿元，并由此吸引了更多嗅觉灵敏的电商龙头入局，共同开发直播、科普、安利、卖货等一条龙服务。



2. 四大植发龙头对比，推演连锁型植发市场竞争格局

当前国内连锁型植发机构已出现雍禾、碧莲盛、大麦、新生等四大龙头企业，根据雍禾招股说明书披露，2020年四家机构的市场占有率分别为10.5%、5.3%、4.5%、3.6%，累计占比达23.9%。本篇作为植发系列第二篇，我们在章节二中对四大植发机构的发展沿革、股东管理层、营销投入、技术特点、医疗服务及布局版图等多维度进行细化分析，比较各龙头企业优劣势，推演植发竞争格局变迁。

表 5：四大植发龙头企业：雍禾、碧莲盛、大麦、新生的多维度对比汇总（注：星号代表植发机构领先程度）

评价维度	行业判断	雍禾植发	碧莲盛植发	大麦植发	新生植发	行业发展趋势
2020年营收	市场规模 134 亿	14.13 亿	7.10 亿	6.00 亿	4.85 亿	2030 年 756 亿 CAGR18.89%
2020年市占率	-	10.5%	5.3%	4.5%	3.6%	非连锁下行有限，连锁化提升
2020年患者人数	-	5.1 万例	3.0 万例	3.7 万例	2.5 万例	逐年增长，预计超行业平均
发展沿革	1997minimicro 技术→2005FUE 技术→2007FUT 技术→2009 点阵加密技术→2019 3D 植发技术	2005 成立→2006 FUE 技术→2008 FUE 微创技术→2009 点阵植发技术→2017 中信产业入股→2021IPO 拟上市	1997 创立植发研究→2005 正式成立→2008 首次参加世界植发大会→2010 推出 SHT 技术→2018 华盖资本入股→2020 推出不剃发技术	1997 成立→2006 率先引入 FUE 技术→2009 FUE 2.0 技术→2016 FGF 技术→2019 更名为大麦，品牌战略升级	2001 毛发种植研究院成立，引入 FUT→2011 引入 TDDP 技术→2017 引入植发机器人→2019 发布 3D 植发技术	市场植发需求刚性叠加渠道教育兑现，行业未来保持高速增长
股东及高管背景	2017 年前后资本进入植发行业，多家机构已有 IPO 计划	上市之后，中信穿透持股 34.5%，张玉持股 34.1%，中信带来人才+业务+产业三大赋能。张玉今年 35 岁，2005 年进入植发领域	★医疗事业(创始人尤丽娜具备专业背景)+互联网(合伙人刘争从 IT 转型医疗)+资本(2019 年华盖资本 5 亿战投入股)三重助力	★★创始人李兴东科创业早期手术近 10 年，两次在世界植发大会演讲，授予牛津名誉教授，头部机构中唯一一位拥有丰富实践经验的创始人	股权结构单一，三位主要股东控制，创始人林凤飞持股 30%	资本加速布局，未来或有多家公司融资、上市，资本赋能加速分化龙头差距
营销投入	行业平均营销费用率 30%-40%，渠道结构趋同，线上占 70%，百度、小红书、知乎、抖音，线下占 30%，公交、电梯、马路	★★18-20 年营销费用率 49.6%、53.1%、47.6%，投放搜索引擎、线下展示广告、线上社区、网络平台推广，重营销投入	营销投入较低，技术驱动而非营销，精准的用户画像+互联网渠道获客	★营销投入靠前，技术驱动型	营销投入居中	营销投入是药也是毒，未来行业将持续营销投放，头部公司具有费用率摊薄效应
核心技术	主流核心技术 FUE，差别在于仪器设备及提取、种植仪器等	LATTICE 点阵加密无痕技术、UHE 微米级无痕植眉技术	★SHT 无痕植发技术、BHT2.0 超精细多维度高密度无痕技术、NHT 不剃发种植技术	★★微针植发技术	★3D 植发技术、微针植发技术、Nocut 无剃发不开刀植发技术、TDDP 养护	技术进步速率基本停滞，短期难以出现颠覆性技术
医师资源	可替代性较弱，行业高透明度，明星医生有自主创业但占比不高	★★189 人(2020) 三层差异化，打造雍享梦之队	★60 人(2020) 履历真实、严格考核、多年培训期	★70 人(2020) 建立严格医生培训体系	55 人(2020)	进入门槛低，未来供给将增加，明星医生可自主创业加剧竞争
服务质量	消费者植发时关注服务质量，关注维度略有分化	★★提供五大保障及三大透明承诺，服务领先	规范体系多重服务	采用 5S 标准化体系，提供八大保障	与消费者签署九大协议	标准化提升、透明度增加，或出台规定打击乱象
种植价格	技术路线各有侧重，相同技术价格接近	10-40 元/毛囊	12-60 元/毛囊	10-58 元/毛囊	13.3-150 元/毛囊	成本刚性而竞争加剧，中长期必出现价格战
布局版图	全面且集中，全国版图布局加速并逐渐下沉	★★50 城 51 家，华东 22、华北 4、华南 10、华中 5、西南 4、西北 3、东北 3	★32 家，华东 13、华北 4、华南 4、华中 4、西南 3、西北 1、东北 3	31 家，华东 11、华北 3、华南 4、华中 4、西南 4、西北 3、东北 2	52 家店(其中 28 家为养护体验店)	门店必然加速扩张，先完善版图布局、后同城加密，逐渐进入品牌竞争阶段

资料来源：根据第二章节资料整理、各公司官网、德邦研究所



2.1. 股权穿透：雍禾碧莲盛引入资本加速布局，大麦医生专业发力技术

2.1.1. 知往鉴今：植发技术迭代驱动行业普及，四大龙头引领技术发展

雍禾植发：创始人张玉先生 1985 年出生，2005 年进入植发领域，并在 2010 年建立雍禾品牌。同年雍禾制定植发行业标准，成为中国首家获得 ISO 认证的植发医疗服务提供商。公司于 2014 年推出 5 项担保服务，保障患者术前术后权利，同时开始直播植发过程，推进提高行业透明度。2017 年雍禾获得 CYH 以及磐茂上海投资，同期公司引入“雍享”高端服务提供个性化植发医疗服务。2018 年张玉担任毛发医学与头皮健康管理学组副组长。2019 年雍禾推出医生三透明保证，倡导行业诚信。2020 年与平安保险进行战略合作，推出业内首款植发保险，截止至公司招股书发布日期，公司已经在全国范围内开设 51 家院部。

碧莲盛植发：创始人于 1997 年创立植发中心，并于 2005 年在北京开设首家门店；公司在 2008 年参加世界植发大会，并在之后的 13 年内每年都参加，成为行业唯一一家参与世界植发大会的机构，并成为公司的核心营销点；2010 年推出 SHT 无痕微针植发技术，为碧莲盛首个自主研发的成熟植发技术，后续在此技术基础上陆续研发 BHT、AFHT 技术；2018 年公司获华盖资本 5 亿战略投资，公司扩张速度加快；在 2019 年直营连锁店突破 30 家；2020 年碧莲盛发布不剃发植发技术（NHT），确立植发技术第五次迭代升级。

大麦植发：首家植发机构开设于 1997 年，并于同年引入 FUT 技术，2001 年起开始运用双层解压技术，于 2002 年停止使用 FUT 技术；2006 年从国外引入微针植发技术，在后续陆续进行 5 次自主更新升级，在国内植发行业处于领头地位；2016 年在资本进入市场后，公司领头地位逐渐被雍禾、碧莲盛等赶超；2018 年公司在美国芝加哥开设首家海外植发机构；2019 年后公司名由原本“科发源”植发更改为“大麦”植发，启动品牌升级战略，增加消费者辨识度。

新生植发：成立于 2001 年，同年引进 FUT 技术；2011 年公司引入 TDDP 技术，并自主研发出新生 TDDP 养种植体系；公司于 2017 年引入两台 ARTAS 植发机器人；2019 年新生植发发布 3D 植发技术，目前仍为行业内前沿水准。

四大龙头植发机构基本在 2000 年前后成立，20 年发展之路见证植发市场从幼稚走向高速发展，随之而来的是技术的进步、渗透率提升、市场空间扩容。



表 6：龙头植发企业发展历程汇总

	雍禾植发	碧莲盛植发	大麦植发	新生植发
2000 年之前	1999-创立雍禾品牌	1997-创立植发研究	1997-成立首家植发机构	-
2001-2010	2005-雍禾植发成立	2005-在北京正式成立	2001-首家运用双层解压技术	2001-毛发种植研究院成立，引进 FUT 技术
	2006-引入 FUE 技术	2008-参加世界植发大会	2002-结束使用 FUT 技术	-
	2008-创新 FUE 微创技术	2010-推出 SHT 无痕微针植发技术	2004-实现单个不开刀提取毛囊方法	-
	2009-研发推出 FUE 点阵植发技术	-	2006-引入微针植发技术	-
	2010-通过 ISO 认证	-	2009-推出第二代 FUEP8000 电动无痕植发	-
2011-2020	2011-推出《五大保障服务协议》，直播手术过程	2012-拥有近 10 家植发医院	2013-FUE3.0 获得国家专利	2011-引入 TDDP 技术，自主研发新生 TDDP 种植体系
	2013-开始直营连锁模式布局全国	2017-入驻世界植发案例中心	2013-倡导推动“528”爱发日	2015-开始品牌化运营
	2017-中信产业基金控股	2018-获得华盖资本 5 亿战略投资	2016-FGF 双活因子毛发移植技术	2017-引入 ARTAS 植发机器人
	2020-与平安合作推出植发保险	2019-直营连锁店突破 30 家	2018-在芝加哥开设首家海外机构	2019-发布 3D 植发技术
	2021-IPO 募资	2020-NHT 植发技术	2019-启动品牌战略升级，由科发源更名为大麦	2020-与平安合作推出植发保险

资料来源：雍禾招股说明书、大麦官网、碧莲盛官网、新生官网、德邦研究所

植发需求刚性，但现阶段市场渗透率仍较低。根据弗若斯特沙利文报告显示，2020 年植发市场规模为 134 亿元，以 2.5 万元客单价计算，植发人群仅 53.6 万人次，2.5 亿脱发人次中的渗透率仅 0.21%，2030 年 756 亿的市场规模对应的渗透率仅为 1.21%，渗透率仍较低。我们认为市场渗透率不高的原因主要有以下几点：(1) 统计口径上，脱发人群对脱发一到七级的人群进行全覆盖，而轻微脱发人群对固发、养发需求较弱，植发需求几近于零；(2) 消费能力上，植发客单价平均可达 2.5 万元，2020 年我国城镇居民人均可支配收入仅 4.4 万元，草根调研显示，某头部养发机构固发单次价格在 200-1200 元不等，考虑植发后的养发及固发支出，脱发人群对植发的可负担能力较低；(3) 植发可行性上，植发的术后修复、头皮留疤等情况对脱发人群的正常工作和生活产生一定的影响，同时植发行业存在信息不对称，降低消费者的植发积极性。

技术迭代引领行业升级，提高技术壁垒。植发技术自进入中国市场出现了 5 次迭代升级，根据《毛发移植团体规范标准》，五次迭代技术分别为 FUT、镊子种植、种植笔、即插即种、不剃发植发。现阶段在不剃发植发技术上做得比较领先的机构为碧莲盛，其他品牌也有不剃发植发技术，但大多需要部分剃发，未来消费者对于植发服务技术的诉求会越来越高，从过去只要能够长出头发逐渐升级为要求手术无痛无痕，再到无需剃发完全不会影响术后形象，只有技术不断迭代升级才能满足日益增长的消费者需求，而且不仅要满足已经产生的需求，还要走在消费者之前，才能引领行业进步。未来随着消费者的支付能力逐渐提升，其对于植发的需求不局限于达到生发效果，生活水平提高也催生了创口更小、痛感更轻微、恢复更快、减少术后尴尬等需求，未来植发技术将持续根据消费者痛点进行技术改良升级，催化行业持续发展。



2.1.2. 四大龙头仍处发展关键期，资本入局加速门店+品牌+团队建设

股权结构来看，资本入局助力雍禾及碧莲盛实现弯道超车。2017年6月，CYH及磐茂上海均以3312.5万元认购6.625%的新增注册资本，雍禾在国内业务由子公司北京海游友进行，注册资本由1000万提升至1176万，对应公司估值为5亿元；2017年10月，CYH及磐茂上海以1.09亿对价获得19.875%股权，对应估值达到5.5亿，彼时CYH及磐茂上海的持股比例均为26.5%，穿透后CYH及磐茂上海均为中信产业基金全资持有。2021年4月，雍禾估值为14.77亿元。雍禾IPO拟发行20%的总股本，上市后中信穿透持股比例为34.54%，位列公司第一大股东，而创始人张玉的穿透持股为34.13%。碧莲盛2019年获得华盖资本5亿元的战略融资，成为当时华盖资本对医美细分领域最大的战略投资。2017年后雍禾和碧莲盛相继获得投资，两家机构迅速利用资本加速推进品牌建设、机构扩张等一系列动作，逐步占稳行业领先地位。我们认为在植发行业竞争格局尚未完全稳定，雍禾及碧莲盛凭借资本及背后的相关资源，实现了行业内的弯道超车。

中信为雍禾带来人才、业务及产业三大赋能。中信产业全方位布局毛发市场，2013年中信产业基金控股的美丽田园收购史云逊，2014年入股国内最大的头发养护品牌丝域养发，2017年入股雍禾医疗，打通毛发市场“养发-固发-植发”闭环。中信的布局对雍禾带来多方面的赋能：

- 一是人才升级，翟峰及耿嘉琦自2021年6月1日起调任为雍禾的非执行董事，翟峰任北京磐茂董事总经理及投资管理部部门负责人，30余年的从业生涯中曾担任陕西旅游、关爱通、光威复材及华联股份董事；耿嘉琦任北京磐茂的投资总监，投资及管理行业超过13年，曾任王府井董事。雍禾在2021年进行股权激励计划，面向高级管理层及公司116名雇员，累计激励股数达300万股。我们认为人才赋能将弥补创始人缺少资本市场经验的不足，带来企业管理增值建议，同时有利于未来收并购业务；
- 二是业务赋能，强化对供应商的议价能力及背书，2017年后雍禾加速进行全国布局，2017年底仅22家，截止至招股说明书公告日已布局51家医疗机构，每年平均新开店9家，中信为雍禾提供资金支持；
- 三是产业布局，2017年向美丽田园收购史云逊中国内地业务，2021年向丝域养发收购了显赫植发的香港业务，中信产业基金分别于2013、2014年入股美丽田园及丝域养发，中信对雍禾的加持助力其业务扩张、产业链延伸。

图 22：雍禾植发股权结构



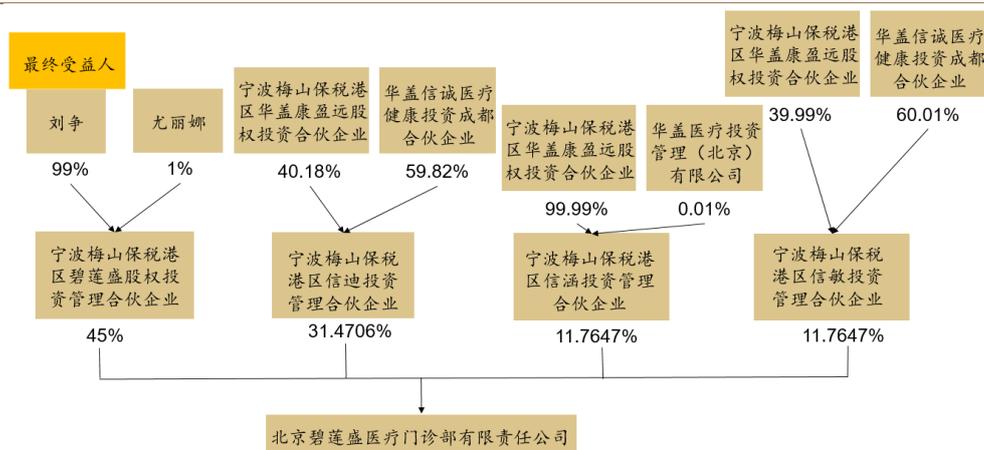
资料来源：wind、德邦研究所

注：股权持股比例来自2021年6月17日提交的招股说明书中披露最新股权结构



碧莲盛具有医疗事业、互联网及资本三重助力。创始人尤丽娜毕业于中国中医药大学，2003 年开始涉足医美植发领域，其担任中国毛发移植大会执行主席，世界植发协会正式会员，董事长对技术的注重决定了企业的基因，区别于其他植发机构，碧莲盛重视技术而非营销，实业医疗为第一重助力。刘争曾创办中国第一本电子竞技杂志，先后担任《电子竞技》、《电竞中国》主编，培养了大批媒体人才，2009 年加盟金山软件，2010 年担任碧莲盛总经理，企业查询数据显示，刘争穿透持股 44.55%，他提出采用大数据体系和 O2O 融合体系，为客户提供一对一专业服务，互联网加持为第二重助力。华盖医疗基金将利用产业和资本优势，为碧莲盛提供战略支持、管理提升、资本运作、行业整合等全方位增值服务，穿透后华盖持股比例为 25.89%，碧莲盛获资本的助力和加持。

图 23：碧莲盛植发股权结构



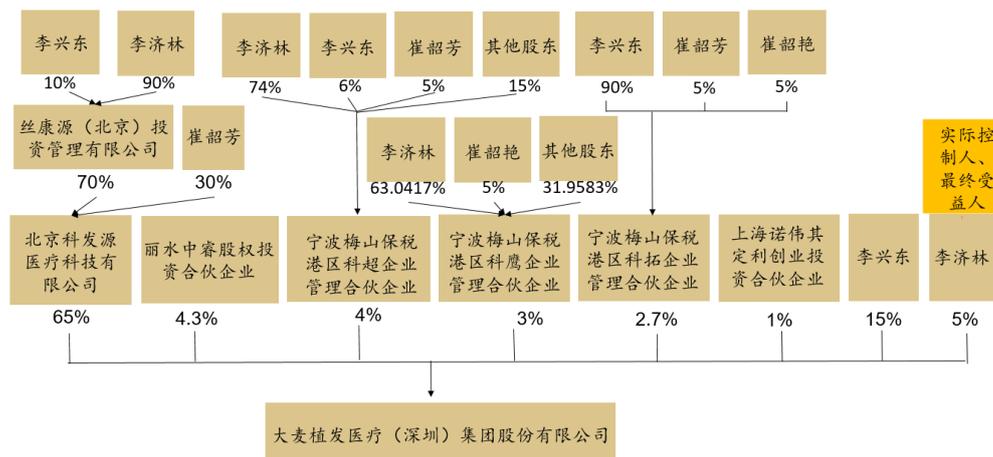
资料来源：wind、德邦研究所

注：股权持股比例数据截止至 2021 年 8 月 10 日

大麦植发深耕植发技术研发，创始人科班出身。大麦植发共同创始人之一李兴东先生从临床医学专业毕业后便进入公立医院整形科工作，于 1997 年与李济林共同创立大麦植发前身科发源后积极引进新技术，早年创业时期亲自进行植发手术时间长达 10 年，总计种植 2000 万个毛囊，植发经验丰富，成为头部植发机构中唯一一位拥有丰富实践经验的创始人。此外，李兴东牵头成立植发行业协会，两次受邀在世界植发大会上演讲，被评为牛津学术联合会名誉教授，受邀参与“冷冻毛囊克隆”科研组，编著《头面部毛发美学种植与文饰》、《脱发·护发·植发》等学术书籍，打造创始人在植发领域的权威性和专业性。李兴东穿透后的持股比例为 22.22%，另一位共同创始人李济林拥有公司 50.80% 股权，为公司最大股东，拥有实际控制权，同时李济林也担任丝康源（北京）投资管理有限公司、深圳微尚源企业管理有限公司法定代表人、以及多家大麦植发相关公司的股东和高管，李兴东拥有专业技术，而李济林可带来资本上优势。大麦植发在技术培训方面较为领先，但在资本结构上外部资本持股比例较少，未来或不排除对接更多资本机构助力，实现加速企业发展。



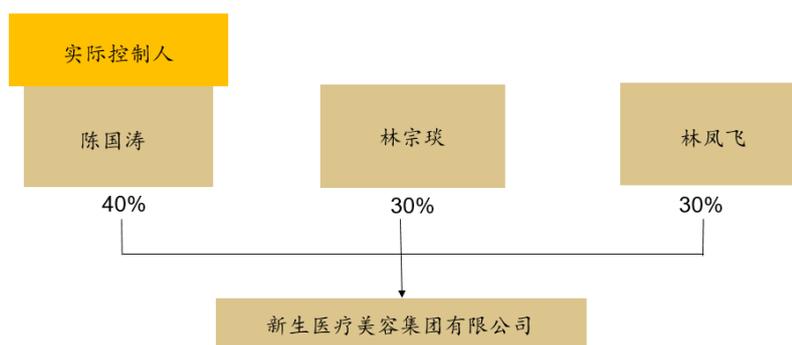
图 24：大麦植发股权结构



资料来源：wind、德邦研究所
注：股权持股比例数据截止至 2021 年 8 月 10 日

新生植发较早推出植发、养发、护理三位一体理念。新生植发股权结构单一，由三位主要股东控制，创始人林凤飞拥有 30% 股权。新生植发没有选择主打传统的技术路径，转而在头皮护理、养发方向涉足，围绕整个头顶各方面开展服务。

图 25：新生医疗股权结构



资料来源：wind、德邦研究所
注：股权持股比例数据截止至 2021 年 8 月 10 日

2.2. 品牌建设：营销投放初期建立品牌，技术提升方能行稳致远

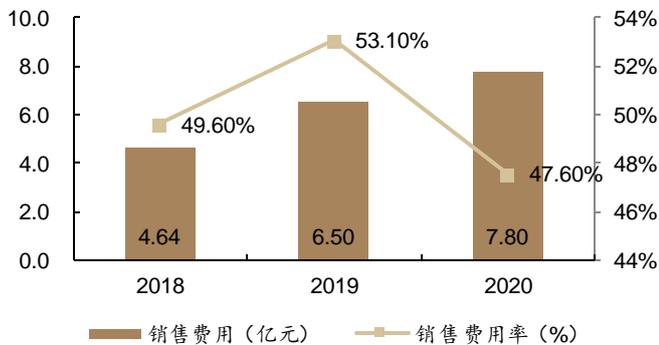
行业营销费用率 30%-40%，线上渠道占主导。植发行业综合营销成本占比达 30%-40%，且线上的营销成本略高于线下。用户获取信息渠道主要依赖于搜索引擎，当下随着小红书、抖音等平台的普及，有利于对消费者进行植发教育，整体来看线上营销定位精准人群，转化率较高，艾瑞咨询数据统计，线上广告投入占植发机构总投入的 70% 左右，其中搜索类网站占比达 60%。线下广告投放包括品牌类和转化类广告，车体广告、电梯广告主打效果，在消费者心中产品对植发机构的认知，而车厢内的广告通过消费者停留时间的增加，主打消费者的转化，曝光人群较广，有利于提升品牌的知名度。

雍禾 2020 年营销费用率达 48%，行业初期教育阶段，营销投放行业领先。植发需求普遍存在，但渗透率和市场认知仍较为欠缺。公司大力投资营销树立品牌，同时帮助市场更好认知和培育相关需求，根据招股说明书，2018-2020 年度公司营销费用率分别为 49.6%、53.1%、47.6%，其中 2020 年的营销与推广开支



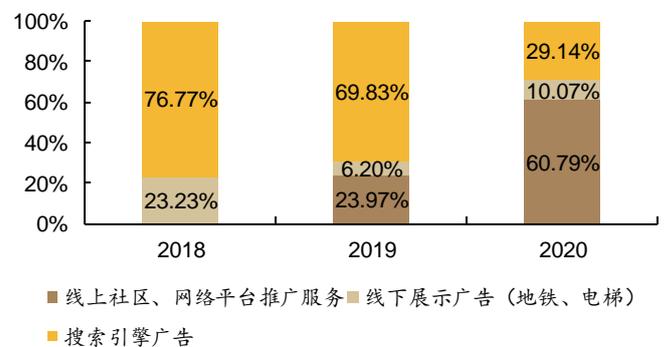
占销售费用的 65.12%，即总收入的 30.99%，费用率在行业中处于领先。公司前五大服务供应商来看，营销渠道近年来亦呈现精细化和多元化趋势，从单一搜索引擎推广转向社区推广和社交媒体，针对性聚焦潜在用户发力，适应当前消费者信息汲取渠道转变趋势，而提升营销效率巩固龙头地位。

图 26：2018-2020 雍禾营销投放情况



资料来源：雍禾医疗招股书、德邦研究所

图 27：雍禾前五大供应商中营销类服务去向占比变化



资料来源：雍禾医疗招股书、德邦研究所

头部植发机构对待营销态度分化，碧莲盛及大麦注重技术提升。碧莲盛成立初期便坚持提升临床技术和产品质量，定期参与世界植发大会进行技术研讨。公司两大高管尤丽娜及刘争分别负责运营及营销环节，刘争曾在戴尔及金山担任营销工作，两位高管打造了“互联网+医疗”模式，当莆田系仍靠巨额广告费垄断百度竞价和线下广告时，碧莲盛已开始通过公众号积累客户，并在微博、知乎进行广告投放，积累 KOC。公司擅长互联网内容运营，明确用户画像，并制定线上与线下相结合的获客路径，完成用户教育，提高销售转化，营销成本低于同行。截止至 2021 年 7 月，碧莲盛微博已有 54 万粉丝，微博话题达 2956 万，高于雍禾植发的 7 万粉丝、463 万阅读量。大麦的创始人从植发医生起家，以技术和医生为基本盘，坚持技术驱动发展路径，营销投入位于行业中游。

行业的竞争格局尚未稳固，各植发机构通过营销投入进行消费者教育及品牌教育，根据弗若斯特沙利文报告显示，2020-2025 年植发行业的复合增速达 23.0%，我们认为未来行业内的营销投放将维持高位水平。未来消费者对于头发种植的信任度将提高，对于消费者的教育成果将逐步显现，增加潜在客群，头部品牌凭借资金、资质、医师数量等优势，品牌知名度将逐渐提升，随着规模的扩大，各地的植发机构将共享总部的品牌投放，头部机构的营销费用率有边际下降的空间，但为了打造品牌形象，下行空间有限。随着消费者日益理性，看到广告后会搜集资料辅助决策，同时头部植发机构通过在公众号发布科普文章，完成了消费者教育到消费者转化的闭环，消费者教育升维，对植发效果的界定更为明确，背后是企业技术和产品的保证，而非营销驱动。我们认为营销“是药也是毒”，植发行业加速发展，头部机构通过营销投入抢占市占率，但若仅执着于广告投放而不注重产品和技术的升级，将不利于长期发展。



2.3. 技术对比：历经二十载进步曲率基本停滞，龙头植发技术各有千秋

2000年前后植发机构初创，2010年开始逐渐成熟，2016年后行业加速增长。

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

图 28：中国植发行业发展情况



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

植发技术推动行业快速普及，龙头植发连锁机构引领技术发展路径。1997年中国第一家毛发移植中心引入了 minimicro 技术，迈出了植发技术革新的第一步。2005年植信植发中心成立，成功实施首台 FUT 手术。2006年雍禾植发开始研究 FUE 植发技术，于 2007 年引入中国并自主研发 FUE-APL1.0 无痕植发技术。2009年雍禾植发与海外专家联合研发出 LATTICE 点阵加密无痕植发技术，在原有 FUE 技术上植发创口更小。2019年新生植发自主研发出 3D 植发技术，通过精密仪器提取分离毛囊，相比于传统植发技术发量增加约 20%。植发技术的革新加速了中国植发医疗服务机构发展速度，提升机构的核心竞争力。

图 29：中国植发技术发展历程



资料来源：头豹研究院、德邦研究所

我们认为植发行业技术经过二三十年的发展，国内植发机构技术相对成熟，机构间的差别主要在于仪器设备及提取、种植仪器等，而仪器及设备的核心几代更迭，核心围绕取发器械更为精细化，从 1.5mm 演化至当前的 0.6-0.8mm，技术的进步在于减少创口同时增加植发美感。考虑到部分消费者毛囊可达 0.6mm，若仪器口径再缩小则不利于毛囊的提取及种植过程，综合来看，植发行业的技术进步曲率已经基本停滞，技术边际提升空间有限。



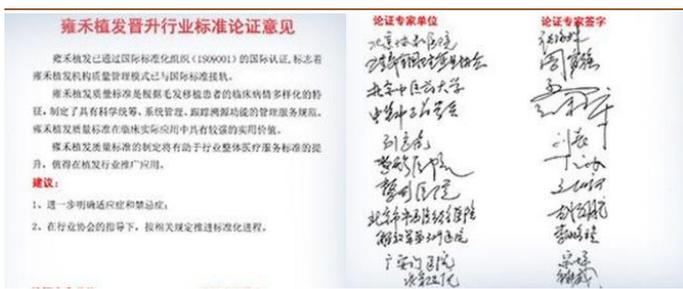
相比于营销，技术的投入决定了公司走得有多远，着重投入技术研发品牌营收增长虽慢，但行稳可致远。当前自体毛发移植技术基本成熟，技术层面各品牌无法形成差异化，如果有植发领域未来里程碑式的进步或将颠覆行业的竞争格局，例如“冷冻毛囊克隆技术”，但考虑到该项技术研发仍处于早期，最新进展为2021年2月日本科学家试验鼠身上成功培养干细胞，尚未开展人体临床实验，预计在未来较长时间内毛囊克隆技术都还不能投入市场，自体毛发移植技术在数年内都仍将是市场上主流植发技术手段。

2.3.1. 雍禾医疗：持续研发投入、自研多项技术

雍禾：质量体系促进行业规范化，持续技术提升。公司自成立一直寻求科技突破，目前拥有六项关于创新及技术的发明专利。2018-2020年，公司研发开支分别为781万、887万及1182万元。

- **制定质量体系促进行业逐渐规范化。**2010年年底，雍禾制定的《植发技术的研发与技术服务》质量标准体系明确植发的术前毛囊检测、发型设计、术后恢复及护理等操作规范，并通过了国际标准化组织的认证，获得北京协和医院、北京中医药大学等机构数十位业界权威专家认可。
- **自研 FUE、LATTICE、UHE 等多项技术，技术水平持续提升。**2010年，雍禾通过不断累积实践经验，在原有基础之上自主研发了 FUE-APL1.0 **无痕植发技术**，是除 FUT、FUE 外第三个被国际认可的植发技术，并获得了国际 ISO 认证，被认为是中国植发技术与国际的接轨。2011年，雍禾建立中国首家毛囊干细胞实验室。雍禾植发随后更进一步，自主研发了针对头发稀疏、头顶稀疏、女性植发以及失败修复的 **LATTICE 点阵加密无痕技术**，根据亚洲人毛囊特质研发 **UHE 微米级无痕植眉技术**，拓展毛发种植综合业务；2017年公司率先引入全球最先进的 ARTAS 植发机器人。雍禾植发逐渐坚持将技术提升，致力研发可预测消费者喜好及满足客户需求的高质量技术，持续用科技赋能，推动植发技术发展。

图 30：雍禾植发晋升行业标准论证意见



资料来源：新闻、德邦研究所

图 31：LATTICE 点阵加密无痕技术采用 V 型种植针



资料来源：新闻、德邦研究所

表 7：雍禾植发 LATTICE 点阵加密无痕技术及 UHE 微米级无痕植眉技术介绍

植发技术	技术特点
LATTICE 点阵加密无痕技术 (FUE2.0 版本)	手术过程：即插即种无需提前打孔，确定毛囊间隙后，在头发稀疏的区域进行“见缝插针”式的种植 手术器械：采用独特的 V 型种植针，点对点的打孔 单位定价：15 元/毛囊单位左右
UHE 微米级无痕植眉技术	主要应用于眉毛种植、鬓角种植、剃毛种植、胡须种植，靠高倍显微技术取出后枕部的健康头皮组织，特殊处理后采用 UHE 技术移植毛发，保证毛发移植后的健康存活，眉毛移植仅需 ≤300 个毛囊，依据设计形状进行收费

资料来源：雍禾植发官网及公众号、草根调研、德邦研究所



2.3.2. 碧莲盛：多次参加植发知名会议，坚持技术驱动路径

创始人医药背景出身，多次参加业内会议，构筑专业形象。创始人尤丽娜女士毕业于中国中医药大学，2003年开始涉足医美植发领域，2005年开立第一家线下门诊部，2010年参与编著的《时尚无痕植发术》获广泛关注。碧莲盛自成立以来取得多项发明专利，是国内唯一一家连续13年参加世界植发大会的植发机构，向世界展示中国植发技术企业，已为近35万发友解决脱发问题，构筑专业形象。2020年参与中国行业影响力品牌峰会，获得植发行业“年度诚信品牌”及“领军人物”称号。

坚持技术驱动路径，不剃发植发技术成重大突破。从国外引进植发技术，碧莲盛不断研发和更新迭代技术，2007年摒弃传统种植技术，采用微针植发技术，后续推出的技术包括SHT无痕微针、BHT超精细多维高密、AFHT美学培固、PLCHT超精定位毛囊焕活等植发技术。2020年8月14日发布召开NHT植发技术发布会，实现了长发取、长发种，为行业内首家落地“不剃发植发”概念的医疗机构。值得注意的是，NHT技术对于医师有更高的要求，包括眼力、手腕灵活度、年龄、身体素质等方面，碧莲盛要求植发技能达到优秀之后需两年以上培训才可进行NHT植发技术手术，平均来说对应工作5-6年的医生群体。单毛囊收费价格更高，NHT植发目标用户为部分急需植发且购买力强的群体，考虑到该项技术要求严苛，预计行业内的供给相对有限，碧莲盛可凭借该项技术实现行业领先。

表 8：碧莲盛自研多项技术，以 NHT 不剃发植发为重心

植发技术	技术特点
SHT 无痕植发技术	<p>技术描述：在传统 FUE 基础上提升了器械精密度，将取种孔径缩小至 0.7-0.9mm，适合大面积提取种植。采用即插即种方式，缩短毛囊体外培养时间，提高毛囊存活率。</p> <p>技术优势：(1) <u>更精细更精密，点对点提取</u>，根据提取毛囊的生长方向，深度，毛囊粗细，头皮情况提取，保障提取毛囊存活率，不浪费一个毛囊。(2) <u>最大限度保护原生发</u>，做到术后真正无痕，术后留短发或剃光头都几乎不影响。(3) <u>单次提取可轻松完成 4500 毛囊单位以上</u>，解决大面积植发难题。(4) <u>采用即插即种种植方式</u>，术后恢复快，出血少，恢复快，无血痂，无需住院或其他治疗。</p> <p>单位定价：12/元毛囊单位，折后 8-9 元左右</p>
BHT2.0 超精细多维度高密无痕植发技术	<p>技术描述：秉承 SHT 所有的种植特点优势外，将取种器械直径在 0.6-0.8mm 之间自由调节更精细更精密，是目前世界少有技术；多维立体种植技术，术后与原生发融为一体的完美种植效果；加入镇痛泵技术，减弱麻药注射疼痛，提升用户体验并加速术后恢复速度，适合加密治疗或艺术种植</p> <p>技术优势：(1) <u>种植方面比 SHT 更精细更精密，可轻松完成 5000 毛囊单位以上的种植量</u>。(2) <u>对原生发损伤为 0</u>，恢复快，看不到取发痕迹 (3) <u>多维立体种植技术，点对点见缝插针即插即种方式</u>，针对种植头发区域及密度进行无缝衔接，根据原生发的生长方向、角度、密度、深度进行立体种植，创伤小、恢复快、无血痂、无需住院无需清血痂，“上午植发，下午上班”，术后无痕、自然、美观、高密。(4) <u>镇痛技术提升</u>，缓解麻醉痛感。</p> <p>单位定价：18/元毛囊单位，折后 15 元左右</p>
NHT 不剃发种植技术	<p>在 AFHT 美学培固植发技术基础上，升级了取种方式和器械，以长发移植为特点，可以实现长发位移，避免剃发和术后尴尬期、及生长等待期等环节，适合短期内需要出席重要场合或者急需植发群体</p> <p>对于医护及种植师、分离师的眼力、手腕灵活度、年龄、身体素质等有着严苛的要求，在常规植发技能达到优秀之后，<u>还要针对性培训两年以上，一般为高年资医生及种植师才能进行 NHT 植发技术手术</u></p> <p>技术优势：(1) <u>在植发时移植区发型不变，仅对毛囊供区进行均匀分散式提取，无需剃发即可实现隐形植发过程</u>；(2) <u>采用最新技术提取，毛囊选取更精准，且剃发过程微创无痛，术后恢复速度快</u>；(3) <u>可根据毛发生长的最终形态选取合适的毛发移植，术后效果自然，可保留原有头发的长度和浓密</u></p>

资料来源：碧莲盛植发官网及公众号、草根调研、德邦研究所



图 32：碧莲盛 2020 年 NHT 植发技术发布会



资料来源：碧莲盛公众号、德邦研究所

图 33：NHT 植发技术前后对比



资料来源：碧莲盛公众号、德邦研究所

2.3.3. 大麦植发：专注于微针植发，“用爱发电”，以科技解决头等大事

世界范围内微针技术的发展已超三十年。植发笔最早在 20 世纪 90 年代被发明，大麦医疗 2006 年将微针植发引入到国内，经过四次的升级改造之后，让微针植发更适合国内发友的头发生长，创始人李兴东在 2018 年世界植发大会中推荐植发技术，成为首个在世界植发学术会议进行演讲的中国民营医院医生。

图 34：世界范围内微针技术发展已超三十年



资料来源：大麦植发官网、德邦研究所

大麦与微针植发技术深度捆绑，以技术为发展基石。大麦自 2006 年引进微针植发技术后，经过 14 年的不断创新优化，分别于 2009 年、2010 年、2011 年、2018 年对该技术进行升级改良，并取得相应的国家专利。传统植发最小创面是 1.0mm，而微针植发可以做到 0.6mm，比传统植发小 1/3，毛囊到达深度后，微针会主动退出，不会有任何按压和挤压，大大减小了植发创伤面，因此微针植发的精度、密度会比传统植发更高。微针植发使用的植发笔，可以 360 度灵活掌控方向，可以让植发后的头发生长方向更为自然。创始人李兴东具有丰富的临床经验，国外出现 FUE 技术时便率先引入到国内，在大麦植发的运营过程中，确定了以技术为导向的发展宗旨。



表 9：大麦植发主要微针技术专利

专利名称	专利号	获得年份
毛发移植器	ZL200620012559.7	2006
毛发移植针 (PTT-B3)	ZL200930126083.9	2009
毛发移植针 (PRE)	ZL201030686716.4	2010
加密移植笔 (PTE)	ZL201130135620.3	2011
微针植发移植针 (PSE)	201820158678.6	2018

资料来源：科发源官网、德邦研究所

坚持“用爱发电”，用科技而非营销来解决“头等大事”。大麦多次承办中国植发大会，为推动行业标准化做出贡献，公司参与了南方医科大学毛发科研项目“中国人群雄激素源性脱发易感基因的挖掘与数据库构建”。李兴东加入国际毛发行业顶尖科研项目“冷冻毛囊克隆”课题组，即将 100 个毛囊进行冷冻后培养，可有效解决头发毛囊供给有限的问题，若科研项目获得成功，大麦将最早从中获益。资本助力植发行业快速发展，大麦坚持“用爱发电”，较少进行营销投入，公司创立、行业竞争、未来发展始终以技术为核心，通过新技术的引入及革新，为行业立标。

2.3.4. 新生医疗：打造“全方位毛发养护管理体系”，3D 植发技术领先

新生医疗打造“植发-养发-固发”闭环服务体系。公司 2011 年推出 TDDP 植养护体系，种植完成后根据专属植发养护方案，辅以专业设备进行医学养护，减少移植后毛发的脱落，提高毛囊存活率。公司于 2015 年提出并建立了“全方位毛发养护管理体系”，通过各类毛发养护仪器设备、养护产品，为患者打造全方位的毛发养护及头皮健康管理服务，将自己的定位从单纯的植发医院调整为提供“植发-养发-护发”一体化服务的机构。新生通过打造头发生态圈，提高消费者粘性，促进植发人群的转化。

自研 3D 植发技术，可实现较传统技术发量多 20% 目标。新生医疗自成立以来，推出了 3D 植发技术、微针植发技术、ARTAS 机器人植发、Nocut 无剃发不开刀植发技术，并且将 3D 植发技术融入 TDDP 植养护体系中。主推的 3D 植发技术以“比传统技术发量多 20%”为宣传口号，3D 体现在提取、分离、种植这三个步骤中。

- **提取**：采用环钻为拢吸口的提取设备，拢吸口内径 0.6MM，对比传统直口环钻内径 0.8MM，提取仪器的喇叭口状内钝外锐，提取时皮肤有拉伸过程，提取头移出后，创口皮肤会向内收缩，丢失皮肤量会明显下降 15%-20%，提取设备的改进带来 3D 植发技术较传统提取技术更精密，出毛量多 20%。
- **分离**：采用高精度显微分离，避免出现分离时因毛囊过小损伤毛囊的情况。
- **种植**：采用新微针+精微宝石刀种植，运用平行、冠状、垂直等多种扩张方式，提升毛发种植密度。新微针可避免分离后毛囊在传统微针中二次挤压的问题，同时根据动态美学设计使种植头发与原生发生长方向一致；采用精微宝石刀在没有原生发的区域选择精微黑宝石刀扩孔及种植。



图 35：新生医疗 3D 植发技术流程：3D 体现在提取、分离、种植步骤中



资料来源：新生植发公众号、德邦研究所

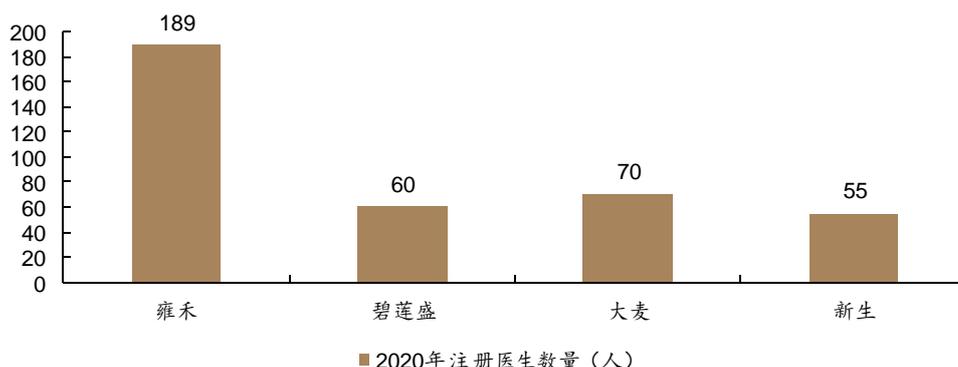
2.4. 医生履历及植发价格可查，提升行业透明度

2.4.1. 医生资源为宣传核心，碧莲盛履历可查提升行业透明度

植发医生的可替代性较弱，雍禾植发医生资源充足。考虑到植发机器人成本较高，且植发速度及植发效果均不及人工，国内尚不存在医生被植发机器人替换的可能性。植发行业相对处于劳动密集型行业，植发相对对医美其他手术，一台植发手术平均完成时间为4、5个小时，医生每台手术的体力消耗较大，因而医生资源基本决定了植发机构的天花板。截止至2020年末，雍禾植发旗下注册医生人数达189人，高于行业第二、第三和第四名机构的医生人数总和，可见公司医生团队庞大实力雄厚。

由于现阶段植发行业技术革新进程曲率趋于平缓，短期内不容易出现技术上的重大突破，可行度较高的“毛囊克隆技术”尚未进入人体临床试验阶段，现有技术难以形成辨识度为品牌塑造助力，各植发机构未来营销内容势必呈现由植发技术单一内容转向技术与明星医师相结合内容的趋势，宣传医生资质、打造明星医师IP将成为未来行业营销重点，以此来吸引消费者，医生资源的重要性预计逐步提升。

图 36：2020 年底，雍禾植发注册医生数量行业领先



资料来源：雍禾招股说明书、德邦研究所



标准化程度较高背景下，植发更依赖于医生经验。纯医美整形机构较依赖美容医生的审美及技术，消费者倾向于有一定职级、造诣高的资深专家，医美机构多打造明星医生 IP。相比之下，植发行业的标准化程度较高，普通医生拥有外科或皮肤科资质后，通过植发机构 4-6 个月的培训即可担任植发医生，手术流程、设备器械等均为标准化，植发医生的定位偏向于“熟练工”，考虑到医生的资质和经验决定了植发的美观程度如何及创口如何，医生为植发机构的核心资源，相较纯医美项目，植发对明星医生的依赖度较低。

机构间区别在于医生培训体系及运营，社交媒介加速品牌传播。考虑医生个体极具重要性，如何培育出熟练医生则为运营重点。碧莲盛以做产品的思维提出了“植发标准化”概念，将医生的经验转化为数据和流程化的规律。大麦要求具有执业资格的医生进入后先学习模拟取发，接受公司的培训，三个月后可在指导监督下试取少量毛发，根据效果调整进度和任务量；对于眉毛、胡须等艺术化种植项目，则要求 3 年以上经验的医生进行手术。大麦李兴东先生坚持以医生为支撑点，医生作为消费者直接的触达点，水平及服务有利于积攒口碑，形成品牌效应。艾瑞咨询数据显示，2018 年有 41% 的用户通过亲戚朋友了解植发机构，良好体验能够加速品牌扩散速度。当下社交媒介快速传播，小红书、知乎、微博加速口碑传播，通过手术案例的积累，可真正形成企业的护城河。

履历可查或将进一步提升行业透明度，优质医生将成为机构宣传核心。大麦医疗宣称自家医生“严格选聘、严厉考核、严谨审美”；碧莲盛则为“双证齐全、人证合一、履历可查”，基于此碧莲盛披露执业医师编号；雍禾打造多层级的医师团队：普通医生、技术院长及梦之队，在官网上均可查询医生详细信息，进一步增加植发行业的透明度，减少与消费者之间的信息不对称。植发机构提供的服务趋于定制化、高端化，行业内从技术端和设备端的营销转为医生的包装，例如雍禾提出的“雍享梦之队”，从 50 名最佳主任医生中选出四名梦之队的主任医生，植发经验在 10 年以上，并择优选择分离师和种植师，根据客户所在地，梦之队可进行全国调动，为客户提供定制化服务。

图 37：雍禾植发官网医生介绍



资料来源：美团 APP、德邦研究所

执业医师编号		
陈延祥 110110108003591	陈高华 110140106000764	冯鹏飞 210410700002946
周洪典 110110107001480	陈松文 110110106000658	方克宇 110130106012925
周奕 110440009002184	曹晓 110430105000924	陈伟 21043080001001
文亚雄 11043000005122	朱安博 1104100000481	李安博 11041179000104
李宇 110130000003245	李宇博 11043000000293	杨宇 21032050000916
范磊为 110430000002144	张宇宇 21034122000746	李宇宇 110110101003984
张长水 110330111003646	张鹏程 110350111001803	刘尚博 210584200001060
张洪涛 110110113002481	杜 110340200003094	卢海宇 11043000216576
张朝 110610103001288	尹峰涛 210430981000254	于 110330111001825
杨勇 110440106004680	杨德华 21014100002268	徐乐 110410100016877
杨 110230106002857	夏海峰 110130100000475	李11011010600886
夏正法 110421100000795	夏 110110108008293	罗宝龙 11044011001071
苏耀 110680009002922	张 110230200005032	王 110650103002117
李 110194301000709	王 210420100000000	张 21041400000411
刘 110430700004540	岳海清 110460100006582	史 210370923000628
李 110210107001320	孙 110420804000001	张 110610500001416
李 110430000000353	王 110420200000957	李 110430000001901
李兴国 110510105004464	李 110610524000281	文 210320508000670
李 110430801000050	姜 11037021201024	林 110320300000466
王 110210115001373	林 110600000009178	林 210450422000950
郭 110210100016353	郭 110131000005560	黄 11044030000402478

图 38：雍禾植发打造四支梦之队



资料来源：雍禾植发官网、德邦研究所

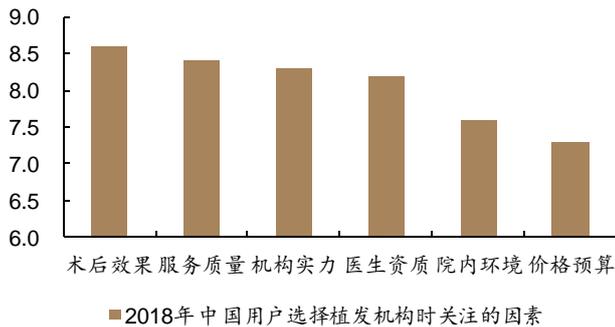
高透明度增加消费者信任度，行业客诉远低于医美市场。消费者对医美市场存在惯性认知，认为行业中存在高客诉率及乱象频发现象，植发行业中的产品、操作流程、技术上的标准化程度非常高，以雍禾为例，其 2020 年有关治疗效果的投诉率仅 0.03%，服务相关投诉仅 0.04%，侧面反映植发行业客诉及乱象较低，行业规范化程度整体较高。这一现象来自于行业的高透明度，有利于增加消费者信任，正反馈对消费者进行教育，依赖良好的市场形象，未来有望持续提升消费者的信任度，提升消费者渗透率。



2.4.2. 服务质量为关注重点，植发协议面面俱到

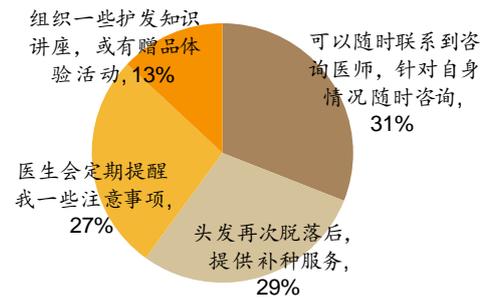
消费者植发时关注服务质量，关注维度略有分化。根据艾瑞咨询统计数据显
示，术后效果成为消费者选择植发机构最重要的考虑因素，植发作为头发护理的
最后一环，消费者在选择植发时会重点考虑成活率和美观度等因素。服务质量、
机构实力、医生资质的得分分别为 8.4、8.3、8.2，院内环境及价格因素权重较低。
在服务质量方面，消费者注重植发过程后的服务，例如可随时联系到医生并咨询
情况，提供补种服务等，消费者期望可以得到有差异化的服务，服务质量的提升
有利于消费者提高品牌好感度及信任度。

图 39：2018 年中国用户选择植发机构时关注的因素



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

图 40：2018 年中国植发人群关注的服务质量



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

植发机构提供多项协议，保证消费者权益。植发行业整体高度标准化，术后
效果成为消费者的关注重点，最为核心的成活率指标相对可量化衡量，各个龙
头企业基本宣称植发成活率可达 95%，同时创口、恢复期基本可衡量，背后是机
构的技术及医生经验的综合成果。技术方面，四大龙头的技术营销点略有不同，
但核心在于减小种植创面，基本都可达到 0.6-1.0mm，医生的供给来源广泛且多
有专业医生背书。基于此，服务质量成为各家植发机构发力的一大重点，雍禾植
发提供五大保障及三大透明承诺；大麦植发宣称签约种植并采用 5S 标准化体系，
为消费者提供八大保障；新生植发与消费者签署九大协议，保护消费者权益。

图 41：雍禾植发提供五大保障及三大透明承诺

- 保·障·一
《医生亲诊手术协议书》
- 保·障·二
《术前术后收费协议书》
- 保·障·三
《毛囊成活率保障协议书》
- 保·障·四
《手术预约金保障议书》
- 保·障·五
《全国联保协议书》

好植发，在于好医生！

- 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

资料来源：美团、德邦研究所

图 42：大麦微针植发提供八大保障

大麦微针植发 八大保障

签约守护

EIGHT GUARANTEES

- 签约种植：每一个毛囊都很珍贵，我们为您签约守护
- 5S 标准化体系：应用微流化手术室，降低术后感染的发生率
- 毛囊成活
- 植发术中
- 手术器械
- 植发自然度
- 医疗团队
- 收费透明
- 个人信息
- 术后服务

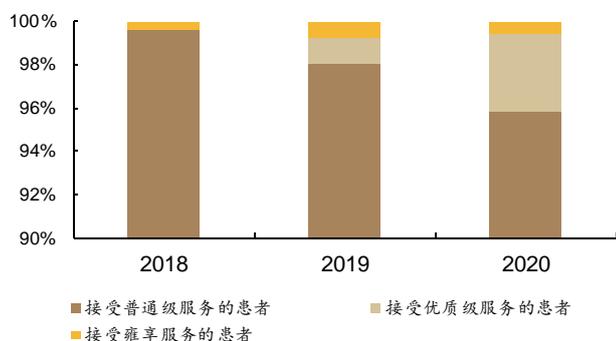
资料来源：美团、德邦研究所

雍禾建立三层等级服务体系，以满足患者的多样化需求。截止招股书最后可
行日期，公司提供三级根据医生经验及技能加以区分的植发医疗服务，包括：①
普通级服务：针对接受标准植发手术的患者，收取人民币 2 万元至 3 万元；②优



质级服务：针对院长、主任或副主任进行升级和定制化植发手术的患者，收取3万元至5万元；③贵宾级雍享服务：针对接受由业内知名植发专家进行个性化植发手术的患者，收取逾10万元。

图 43：雍禾植发服务类型逐渐多元



资料来源：雍禾医疗招股书、德邦研究所

图 44：雍禾植发多层次医生队伍打造

姓名	职位	简介
李建新	技术院长	李医生2008年加入雍禾，在自体毛发移植领域已10余年。从业期间，李医.....
王传凯	植发医生	从事自体毛发移植多年，带领团队成功完成了上万例手术，具有极其丰.....
徐鲁	植发医生	从事自体毛发移植专业多年，成功案例近例，曾发表论文《鬓角毛.....

资料来源：雍禾植发官网、德邦研究所

2.4.3. 龙头同技术价格接近，价格战远期或可能发生，降低获客成本为王道

各公司植发技术路线各有侧重，相同技术价格基本保持在接近水平。现在市场上被广泛使用的FUE技术在各家植发机构定价基本相当，收费标准均在10-20元之间，雍禾植发主打的FUE技术修复发际线价格为每毛囊单位10元，LATTICE点阵加密技术每毛囊20元；碧莲盛植发际线价格在每毛囊单位12元，发缝加密每毛囊18元；大麦植发的FUE3.0技术每毛囊单位10元，微针植发每毛囊13元；新生植发无痕植发技术每毛囊13.3元。较为新兴的不剃发技术价格在40元以上，雍禾为每毛囊40元，大麦分层和完全不剃发技术分别定价每毛囊16元和58元，新生每毛囊50元，碧莲盛作为首先研发出不剃发技术的机构定价每毛囊60元。可见相同技术下不同品牌间定价基本保持在一定区间内，根据技术优化程度每毛囊定价波动水平在10元左右，如雍禾的点阵加密技术在FUE技术中较为先进，定价达到每毛囊20元，相比于普通FUE高10元，与其他品牌同类产品相比定价也略高。不剃发技术定价为相比于FUE技术定价2-3倍。加大技术研发投入、升级现有技术能够在一定程度上提高定价，带来少量技术溢价，但只有研发本质上差异的新技术才能更大幅度提高产品服务价格。

非头发类别的植发手术单次手术价格固定，养发固发服务种类较少。眉毛、胡须类植发更多满足医美需求，消费者对于术后造型有要求，需要医生根据客户自身条件进行设计，但相比头部植发需要毛囊较少，手术时间相对短，利润率更高。大麦植发的微针种植眉毛技术更符合眉毛部位需要精密操作以及消费者对于无痕的需求，定价高于其他三个品牌。未来医疗养固服务市场收入占比将会持续攀升，现阶段雍禾植发的养固服务种类最多，有高端定价服务，其他三家机构的养固服务内容丰富度有待提高，公司未来可以加大养固方向投入，通过养发护发服务也能吸引更多消费者进店，增大后续植发转化率。



表 10：四大植发机构项目价格汇总

机构	头发项目	价格	非头发项目	价格
雍禾植发	加密植发	20 元/毛囊单位	种植鬓角、眉毛	15000 元
	FUE 技术修复发际线	10 元/毛囊单位	种植络腮胡	36000 元
	美人尖种植	40 元/毛囊单位	胡须艺术种植	26000 元
	不剃发技术修复发际线	40 元/毛囊单位	头皮深层清洁	473 元
	LATTICE 点阵加密技术	20 元/毛囊单位	狂脱期养护套餐	10500 元
碧莲盛植发	SHT 植发	12 元/毛囊单位	胡须眉毛鬓角种植	15000 元
	发缝加密	18 元/毛囊单位	络腮胡	36000 元
	美人尖种植	12000 元	艺术胡须	36723 元
	BHT2.0	18 元/毛囊单位	胸毛植发	30783 元
	AFHT	30 元/毛囊单位	私密植发	30783 元
	不剃发植发	60 元/毛囊单位	防脱水氧光疗	198 元
大麦植发	FUE3.0 植发	10 元/毛囊单位	微针种眉毛	55800 元
	微针发际线植发	13 元/毛囊单位	ZTC 艺术种胡须	28000 元
	PES 分层不剃发植发	16 元/毛囊单位	头皮养护	415 元
	PTT 加密植发	20 元/毛囊单位		
	微针艺术种植	30 元/毛囊单位		
	完全不剃发植发	58 元/毛囊单位		
	FGF 双活因子技术植发	58 元/毛囊单位		
新生植发	TDDP 植养护服务	43.4 元/毛囊单位	眉毛种植	18000 元
	新微针发际线	30 元/毛囊单位	中胚层理疗	544 元
	3D 植发	37.8 元/毛囊单位		
	不剃发植发	50 元/毛囊单位		
	新微针头顶加密	25 元/毛囊单位		
	无痕植发	13.3 元/毛囊单位		
	ARTAS 机器人种发	150 元/毛囊单位		

资料来源：美团、德邦研究所

当前的价格有提升空间但有限；中长期角度来看，行业内有出现价格战可能。

三个角度看当前的价格水平：(1) 植发价格不低且逐渐走高，雍禾 2018-2020 年植发平均开支分别为 26097 元、27799 元、27868 元，普通级服务患者占比则由 99.6% 下降至 95.82%，优质级及尊享服务客户占比逐渐提升，客群结构的改变将带动客单价提升；(2) 植发成本刚性，医疗器械及医护团队工资整体刚性，且公司总部仍需营销投入，成本刚性限制客单价调整；(3) 通过对技术及医生的营销包装进行提价，提供差异化的分级服务，植发行业的价格有提升空间。中长期维度看价格将如何演变？行业价格战或较大概率出现。首先考虑为何要区分中长期维度，随着资本入局预计未来行业将会高速发展，同时对医生资源进行补充，而医生角度来看，工作 4-5 年在行业中即可成为熟练医生，植发行业的进入壁垒并不高，明星医生存在自主创业的可能，未来连锁型的植发机构持续扩张版图、明星医生凭借 IP 力量打造“小而美”形象，行业的竞争大概率加剧，中长期角度看价格战或较大概率发生。

2.4.4. 发力养发贡献第二增长极，为降获客成本的最优选项

多家植发机构业务延伸，提供一站式服务解决脱发问题。植发行业的特点在于消费者基本无复购需求，二次植发的消费者占比极低，当前龙头机构对外宣称的植发成活率已达到 95%，随着技术的迭代及医师逐渐成熟，预计未来行业的成活率将持续维持较高水平。植发产业链逐渐延伸，从纯粹的植发向养发固发领域发展，普通头皮问题、脱发、毛发细软、斑秃发际线后退等头发问题，植发机构均



可提供相应解决方案，养固服务业务线有利于多元化收入来源。新生医疗 2011 年推出 TDDP 植养护体系，2015 年建立“全方位毛发养护管理体系”，提供“植发-养发-护发”一体化服务。雍禾医疗为造访医疗机构的患者提供一站式毛发医疗服务，通过就诊检测与诊断来判断患者头皮毛发问题严重程度，提供针对性的解决方案。针对脱发程度较轻不用植发的顾客，可推荐激光治疗、清洁护理等服务，并搭配公司的洗护产品、配方药品及居家礼盒销售，提升到店客户销售转化率。进而帮助公司从医美植发领域拓展至生美、日化领域，渗透广阔的养发固发市场，实现多层次市场参与渗透。

表 11：植发龙头医疗养固服务业务

机构名称	养固服务重要布局时间节点	养固服务业务
雍禾植发	2019	史云逊养发中心店中店专门提供养发固发服务，与蔓迪达成战略合作
碧莲盛植发	-	与多家药业集团达成合作，推出药物治疗，引进激光活发治疗、水氧光疗、中胚层治疗等养固服务，推出“莲主任”建立全方位毛发健康管理
大麦植发	2020	“一体化”终身服务，包括创面结痂愈合、头皮健康管理、激光理疗、ST 自体细胞技术
新生植发	2011	TDDP 植养护体系，植发护理一站式服务

资料来源：新浪财经、ChinaDaily、德邦研究所

新生通过养发体验店对植发进行导流，养固发服务重要性日益提升。新生是行业内早期布局养护体系的机构，养发服务分为两种进行推进：(1) 同城同时布局植发店及养护店，养护店可与丝域养发、章光 101 竞争，而相比于生活养发而言，新生的医疗养发更具门槛及专业度，可解决消费者的养发需求同时缩小通行距离，为植发店进行导流；(2) 该地只布局养发店，未来可根据经营情况向植发店进行拓展，新生通过养发体验店模式有效进行导流。以雍禾为例进行另一个角度的佐证，2019 年开始布局养固服务，按照“店中店”的模式在植发机构中建立史云逊养发中心，2020 年实现营收 2.13 亿元，占总营收比重达 13.0%，人均消费金额由 1759 元提升至 3606 元，养固发服务重要性日益提升。

图 45：新生上海布局：1 家植发店+2 家养护店



资料来源：美团、德邦研究所

表 12：雍禾养固服务占比逐渐提升

	2019	2020
医疗养固服务营收 (万)	1,506	21,321
营收占比 (%)	1.20%	13%
患者人数 (人)	8,564	59,122
人均消费 (元)	1,759	3,606
复购率 (%)	15.60%	28.90%

资料来源：雍禾招股说明书，德邦研究所

发力养发贡献第二增长极，为降获客成本的最优选项。随着行业内的头部公司纷纷布局养发服务，植发机构将与丝域养发、章光 101 等生活养发馆进行竞争，通过专业的医疗养护打造差异化，我们认为未来养发服务将成为植发机构的第二增长极，未来头部机构或采取新生建立体验店模式为植发导流，养发将成为降低获客成本的最优选择。



3. 行业空间：龙头门店加速下沉，中期植发市场 375 亿元

3.1. 门店布局：当下密度低、布局广，未来龙头全国加速下沉

龙头布局两大特征：全面且集中，市场逐渐下沉。龙头植发机构在过去两年内基本遵循“一城一院”的原则进行全国快速布局，招股说明书披露雍禾植发已布局 51 家门店，大麦植发门店 32 家、碧莲盛门店 32 家，头部植发机构几乎实现全国布局。从项目具体分布地址来看，华北、华中、西南、西北及东北五大片区的布局基本相似，城市重合度较高，考虑到城市的消费水平及植发需求，机构集中在一线城市及省会城市进行布局。而雍禾在华东及华南地区进行加密布局，华东已布局 22 家、华南 10 家，较大麦及碧莲盛领先，城市下沉趋势明显，例如进入惠州、中山、顺德等地，在脱发现象普遍和植发需求旺盛的大社会背景下，低线城市植发市场几乎空白，雍禾战略性规划扩张以覆盖更多低线城市，抢占市场高地，有效满足各层级客户的相关需求。

表 13：龙头植发机构全国布局版图

地区	雍禾植发	大麦植发	碧莲盛植发
华东	青岛、济南、南京、南通、昆山、无锡、徐州、苏州、合肥、温州、宁波、台州、嘉兴、福州、杭州 x2、厦门、泉州、上海、常州、盐城、金华-22 家	上海、杭州、南京、宁波、南通、合肥、温州、扬州、苏州、济南、青岛、福州、厦门-13 家	杭州、上海、南京、济南、合肥、青岛、苏州、福州、厦门、泉州、宁波-11 家
华北	北京、太原、天津、石家庄-4 家	北京、天津、石家庄、太原-4 家	北京、太原、石家庄-3 家
华南	南宁、深圳、广州、惠州、东莞、珠海、佛山、湛江、中山、顺德-10 家	广州、深圳、南宁、佛山-4 家	深圳、广州、南宁、海口-4 家
华中	武汉、长沙、郑州、南昌、洛阳-5 家	南昌、武汉、长沙、郑州-4 家	南昌、武汉、长沙、郑州-4 家
西南	成都、昆明、贵阳、重庆-4 家	成都、昆明、重庆-3 家	昆明、成都、重庆、贵阳-4 家
西北	西安、兰州、乌鲁木齐-3 家	西安-1 家	西安、乌鲁木齐、兰州、西宁-4 家
东北	沈阳、大连、哈尔滨-3 家	沈阳、大连、哈尔滨-3 家	沈阳、大连-2 家

资料来源：雍禾医疗招股说明书、大麦官网、碧莲盛官网、德邦研究所

图 46：龙头植发机构全国布局版图



资料来源：雍禾医疗招股说明书、大麦官网、碧莲盛官网、德邦研究所



标准化&可复制程度高，规模化势在必行。植发机构项目相对单一，以植发技术为基础而针对不同部位进行毛发移植。相比其他内部项目繁多的消费医疗服务机构，例如医美服务机构，植发机构对医生的技术要求相对标准化，培养方向相对趋同，审美要求亦相对较低。以上特点决定植发机构对医生个人 IP 力量依赖偏低，医师群体更易培养，可复制化程度较高。从设备资产端看，植发手术所需求的器械较为单一，而医美机构设备高昂、种类丰富、更新换代速度快，植发机构资产相对更轻更易规模化铺开。类比于口腔行业，植发不仅客单价更高，成本也更低。口腔行业在利润率远低于植发行业的前提下，单个口腔品牌仍旧能够在在一个城市开几十家医院，未来植发企业在城市多点布局植发机构可行性高。

全力抢占植发市场高地，规模化将有效平抑销售费用。以雍禾植发为例，2020年毛利率和净利率分别为 74.6%、10%，而销售费用率高达 47.6%，公司营销策略以线上线下渠道相辅多种方式宣传展开，包括品牌广告、绩效基础广告及线下客户教育。我们认为行业尚处于消费者教育及品牌培育的早期阶段，脱发人群对植发的认可度尚待提高，同时雍禾及碧莲盛在 2018 年之后凭借营销实现行业超车，我们预计未来行业销售费用仍将维持较高水平，以期维持植发行业地位。

未来全国版图布局加速并逐渐下沉。以雍禾为例，在 2021-2022 年已装修和已规划新开门店量达 17 家，并预计近年内实现累计门店量达近百家，通过 IPO 募集资金在全国进行布局，抢占市场份额，之后将在单个大城市进行加密，实现全国版图的浓度和密度双提升。根据我们的单店模型测算，若考虑总部营销费用的分担，一线城市成熟植发机构的净利率为 15%，若不考虑总部营销，则净利率可达 32.7%，公司在品牌广告端投入较大，我们预计未来雍禾完善全国版图，规模化会有效平抑销售费用，雍禾的净利率将提有望提升至 15%-20%。

3.2. 规模测算：米诺地尔消费者二阶转化计算，中期植发市场 375 亿元

我们在 6 月 22 日发布的《植发行业|深度报告：从雍禾 IPO，看植发产业大发展》报告中提到，中国植发医疗服务市场由 2016 年的 58 亿元增至 2020 年的 134 亿元，年化复合增速达 23.3%，市场高增长得益于三大驱动力：**(1) 产品变革：**FUT 向 FUE 等技术升级，推动植发者恢复更快、创口更小、后遗症更轻；**(2) 渠道变革：**小红书、知乎、新氧等新媒体崛起，网红 KOL 示范植发效果，打消消费者对植发的顾虑和抵触；**(3) 客群变革：**新一代需要植发的群体集中在 80 后、90 后，对植发的接受度更高，同时对外貌的关注度更高，消费意愿较高，同时该部分客群的购买力更高，带来对植发的实际消费行为。

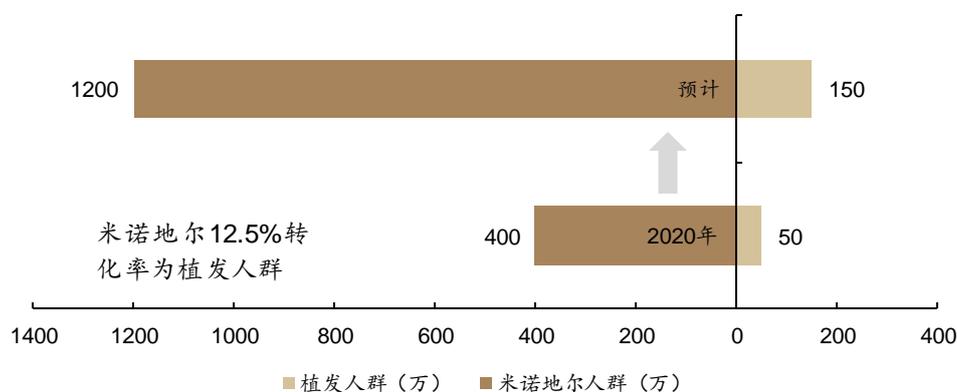
展望未来，我们认为植发行业仍将保持较高速增长，随着消费者对外表的期望度逐渐提高，艾媒咨询数据显示 65.1% 的受访男性网民表示对颜值提升持积极态度，消费者基数显著增加，广大消费者逐渐开始关注毛发相关问题。同时，消费者群体中以男性居多，央视财经数据显示，2020 年男性医美消费平均客单价是女性的 2.75 倍，男性的消费能力更强。此外，多项监管的颁布将推动市场逐渐规范化、有序化、成熟化，提供的服务趋于标准化和透明，未来消费者对于头发种植的信任度将提高，对于消费者的教育将逐步显现效果。具体来看，我们将通过两个维度来验证行业的空间。

维度一：米诺地尔转化率角度进行测算。植发作为脱发人群解决脱发问题的最终手段，大多是由使用药物治疗的群体转化而来，现在市场上治疗脱发的药物



主要为米诺地尔类产品，其中蔓迪 2020 年市占率达到 75%，根据 300 万消费者测算，对应市场总消费者为 400 万人。2020 年植发行业规模为 134 亿，对应接待患者约为 50-60 万人次，考虑到消费者对头发的护理步骤，脱发患者往往先通过涂抹药物以改善脱发，只有在效果不明显后才会选择植发手术作为最后一环，从 400 万涂抹药物人群转化为 50 万植发人群，对应的转化率约为 12.5%。2020 年蔓迪销售额为 3.7 亿元人民币，母公司三生制药管理层预计 2021 年公司销售额可达 7-8 亿，主要增长点在于更多人对于头发关注度增加，消费者数量呈同比增长，则预期消费者数量可达 1200 万，按照 12.5% 的转化率测算，植发患者将达 150 万，以 2.5 万客单价测算，对应的市场空间为 375 亿元。考虑脱发药物使用到真正植发会存在一定的滞后，消费者会均衡选择和比较后才进行植发，预计植发市场的增量空间将逐步消化。

图 47：米诺地尔转化率角度测算植发人群



资料来源：公开信息整理、德邦研究所

维度二：专业咨询报告测算数据。弗若斯特沙利文预计我国植发医疗服务市场 2025 年将达到 378 亿元，2020-2025 年复合增速达 23.0%，该阶段主因消费者教育进入兑现期；2030 年市场将达 756 亿，对应 2025-2030 年复合增速下降至 14.9%，考虑市场基数逐渐提升且植发多为一次性消费，预计未来的增速将略有放缓。

表 14：2016-2030 年中国植发市场规模及植发人群

年份	市场规模 (单位: 亿元)	植发人数 (单位: 万人)
2016	58	23.2
2017	77	30.8
2018	98	39.2
2019	120	48
2020	134	53.6
2021E	169	67.6
2022E	213	85.2
2023E	264	105.6
2024E	322	128.8
2025E	378	151.2
2026E	439	175.6
2027E	508	203.2
2028E	583	233.2
2029E	666	266.4
2030E	756	302.4

资料来源：弗若斯特沙利文、德邦研究所

注：植发市场规模来自弗若斯特沙利文报告，以 2.5 万客单价测算植发患者



展望未来，资本赋能加速分化龙头差距，品牌竞争已进入最关键阶段。我们综合前述几个维度：

- 1) **技术端**：行业的技术进步曲率已经基本停滞，中短期内行业难以出现颠覆性技术，头部企业对技术的宣称略有差异，设备方面雍禾仍采用较为传统的宝石刀，大麦坚持微针技术，整体来看头部玩家之间的技术差异有限。
- 2) **医师资源端**：行业为劳动密集型产业，医生为核心资源，行业内经验丰富的医生较为有限，雍禾医生数量暂时领先，考虑到医生的供给多元化且有标准化的培训体系，明星医生或自主创业，行业内医生池的“供水口”及“出水口”均保持流动，医生资源绑定并非坚不可摧。
- 3) **营销端**：雍禾较注重营销投入，碧莲盛及大麦注重技术提升，营销投入可有效进行消费者教育及品牌打造，行业高速成长期较依赖于营销端投放。
- 4) **医疗服务端**：植发领域雍禾服务领先，价格端逐渐透明，随着竞争加剧中长期来看或出现价格战；新生早期布局养发固发服务，以开体验店向植发店导流及转化；雍禾收购史云逊布局养发业务，发力养发领域打造营收第二增长极，同时成为降低获客成本的最优选择。

我们认为中短期内行业竞争的核心在于资本，2017年中信入股雍禾，2019年碧莲盛引入华盖资本，资本助力实现了对大麦的超车。我们认为雍禾港股上市，树起植发机构与资本市场紧密联动的大旗，未来头部玩家或逐渐引入资本。资本的助力核心在于为公司持续营销投放，强化品牌形象及消费者认知，同时加速对全国的布局，具有行业先发优势，资本赋能将加速龙头企业的分化，未来将由营销走向品牌竞争。



4. 投资建议：重点关注雍禾 IPO，看好四大植发龙头发展

植发行业发展目前仍处行业的早中期，后续在植发渗透率提升的红利下，市场规模在未来的 5-10 年维度仍有望不断做大和持续增长。我们在报告中从龙头连锁&单体植发在品牌赋能、获客成本、资本加持、医生培训等多个方面对比，以及同不同消费医疗赛道眼科/牙科/医美对比，可以得到植发龙头在连锁化快速扩张上具备更好的优势，更有望持续门店快速扩张，建议重点关注计划赴港上市的植发龙头雍禾医疗，以及未上市的植发标的：新生植发、大麦微针植发、碧莲盛。

5. 风险提示

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

(2) 植发行业价格定价监管风险：目前植发行业处于发展上半段，属于大的消费医疗范畴，但部分植发机构中仍存在对植发定价体系不够明不规范等情况，若后续政策对植发行业加强定价体系管控，或对部分植发机构的盈利产生影响。

(3) 疫情恢复不及预期风险：疫情于 2020 年上半年影响医美产业客流情况，若疫情反复，或同样将影响植发行业的经营情况有所影响。

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

(5) 行业价格竞争加剧风险：技术进步将带动行业趋势变迁，但进步曲率已逐步放缓，植发行业内入局者逐渐增加，中长期的情况下或存在竞争加剧情况，行业未来或不排除出现价格战风险。



信息披露

分析师与研究助理简介

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

易丁依，德邦证券研究所商贸零售&社会服务助理研究员，上海财经大学金融硕士，擅长基本面研究、行业趋势分析及大数据研究，2021年加入德邦证券研究所商社团队，核心覆盖化妆品、植发、景区等领域。

分析师声明

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

投资评级说明

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

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

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

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

