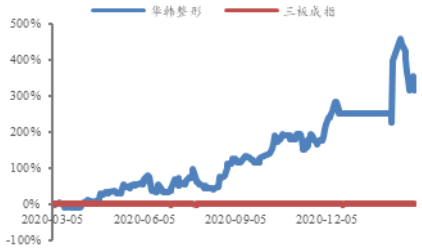
省内渗透积蓄品牌势能，管理精进驱动更强蜕变

投资评级：无评级

报告日期：2021-03-04

收盘价（元）	50.94
近 12 个月最高/最低（元）	**68.62/11.01**
总股本（百万股）	**83.60**
流通股本（百万股）	**52.48**
流通股比例（%）	**62.78**
总市值（亿元）	**42.59**
流通市值（亿元）	**26.74**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王雨晴

执业证书号：S0010520080004

电话：15921910289

邮箱：wangyq@hazq.com

分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

电话：18516232831

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

1.《华韩整形（430335）：十年医美厚积薄发，“1+N”扩张扬帆领航》2020-11-25

2.《医美机构专题：区域龙头奋楫扬帆，星辰大海未来已来》2021-01-11

主要观点：

事件

公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业收入 8.88 亿，同比+10.43%，实现归母净利润 1.08 亿元，同比+47.04%，扣非净利润 1.06 亿，同比+45.64%，每 10 股派 7 元。

2020 下半年，公司实现营业收入 4.95 亿元，同比+10.91%，较上半年环比+26.00%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比+22.29%，较上半年环比+19.23%。

2021 年 1 月，公司在海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区（以下简称“乐城先行区”）设立全资子公司华韩（海南）国际整形美容医院有限公司（以下简称“华韩（海南）国际医院”），将充分利用乐城先行区的平台资源及国九条政策,为国内求美者提供与国际接轨，并具备更高性价比的医疗美容服务。

点评

疫情加速行业洗牌，公司精准锁客带动业绩超预期增长。

2020Q1 国内疫情蔓延，需求锐减叠加消费场景缺失，机构运营几乎停摆；随着 Q2 疫情防控形式向上好转，中高端客户需求率先复苏，加之优质医美消费回流趋势，公司通过“降低外部广告投放&聚焦私域流量维护与开发”主动调整营销策略。依托储值优惠提高老客消费频次，借助线上直播及老带新招募新客，公司客群结构进一步优化，打开“增收更增利”的良好局面。2020 年公司营收逆势增长，同比+10.43%；行业“以价换量”致使毛利承压背景下，公司毛利率高位稳定，较 2019 年仅下降 0.15pct 至 50.51%，销售费用率延续下行趋势，带动净利率提升 3.17pct 至 13.49%。

坚持省内下沉市场，以区域联动强化品牌势能、夯实进阶基础。

公司总院南医大友谊整形医院是江苏省内医美机构绝对龙头，区域辐射力强。自 2019 年起，公司启动省内高密度扩张战略，计划每年新建 3-5 家门诊，以点连线、围绕总院联动成面，强化品牌区域渗透。截至 2020 年底，公司已先后在扬州、常州、无锡、苏州四地设立门诊。总院+门诊联动模式下，门诊既是医疗服务延伸，也是总院获客先导，向下承接当地需求，向上转诊复杂病例，当地渗透叠加上下互动，门诊部盈利周期有望大幅缩短，集团品牌形象进一步拔高。

经验积淀+科技赋能，公司管理体系打磨成型，铺垫后续长远发展。

公司集团化管理可进一步拆分为两级管控，总部集中采购、营销、合规、人事及专家调配等基本职能，下属机构负责日常运营与医疗安全。公司

管理团队十年打磨，逐步将经验积淀升级为可操作的规则模块，随着四川悦好及长沙华美两家分院陆续跨越培育阶段，公司管理能力更加精进，架构体系基本成型。1）**人员管理方面**，公司年人效从 2017 年 48.37 万/人提升至 2020 年 66.59 万/人；人才争夺加剧背景下公司绩效考核及薪酬管控得当，公司员工薪酬占营收比从 2017 年 36.78%逐年下降年至 2020 年 29.60%（以应付薪酬每年新增额估算当年人工支出）；2）**客户管理方面**，公司通过自研 CRM 系统细分客户、巩固粘性、开发全生命周期。随着客户消费频次、消费内容及客单价等信息数据的积累迭代，CRM 系统在挖掘新客潜在需求方面更凸显价值：前端以低价产品引流，通过 CRM 系统匹配同类型客户，提炼消费特征进而辅助面诊，使诊疗服务更契合客户需求。2017-2020 年公司广告投放占营收比从 18.49%逐年下降至 12.22%，期间客户留存度维持高位，保持在 6 成以上。

新建华韩（海南）国际医院，构筑医技服务新高地。

乐城先行区是海南自贸港重点园区之一，也是目前国内唯一“医疗特区”。2020 年起乐城先行区在重大医疗功能平台基础上进一步拓宽产业边界，引入疗养养生、生态休闲、医疗美容等消费级医疗业态，通过医旅康养+跨境购物打造消费新引擎，实现医疗与旅游的更深度融合。

公司今年 1 月在乐城先行区注册华韩（海南）国际医院，**新建医院的积极影响：**一是丰富服务供给。依托先行区区位优势与政策优势，接轨国际医美药械和医美技术服务，为中高端客群提供高水平定制化服务；二是拉高标杆形象。乐城先行区汇集境内外知名医疗企业和境内顶级专家团队，依托医旅产业链条联动优势，形成品牌声浪，公司医美标杆形象进一步强化。三是稀缺性溢价提升盈利能力。一方面依托特许药械及医美先导技术提升定价能力，另一方面借助渠道和先发优势获取更优采购权利，供销共同受益增厚利润空间。

● 投资建议

公司是医美机构领域优质稀缺标的，以人才和管理驱动的品牌护城河日渐清晰。公司未来业绩增长确定性强，预计 2021/2022/2023 年公司收入分别为 11.64/14.25/16.86 亿，归母净利分别为 1.19/1.75/2.44 亿元，推荐关注。

● 风险提示

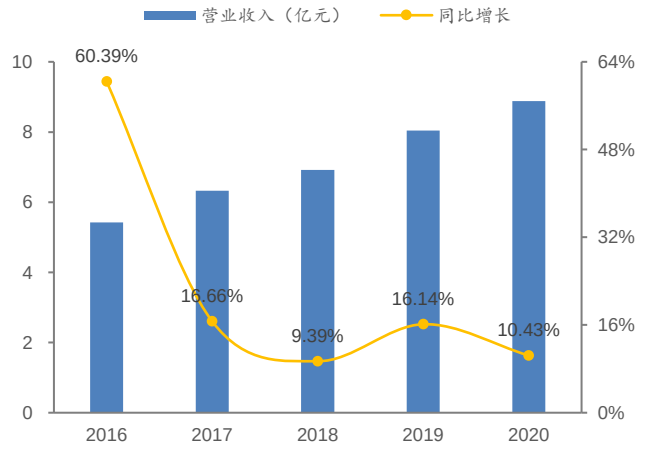
1.医疗事故风险；2.人才流失风险；3.跨区域扩张风险；4.医美服务不够标准化、规范化风险；5.政策风险等。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	887.92	1163.95	1425.45	1686.03
收入同比	10.43%	31.09%	22.47%	18.28%
归属母公司净利润	108.37	118.79	175.31	244.07
净利润同比	47.04%	9.62%	47.58%	39.22%
毛利率	50.51%	47.91%	47.25%	46.72%
净利率	13.49%	11.60%	11.95%	12.55%

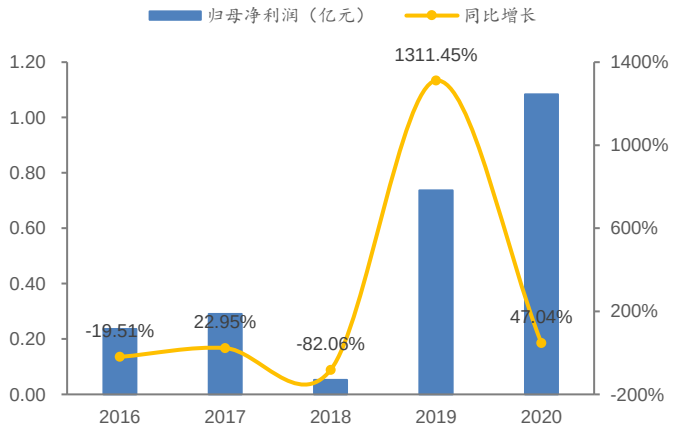
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 1 华韩整形 2016-2020 年营收



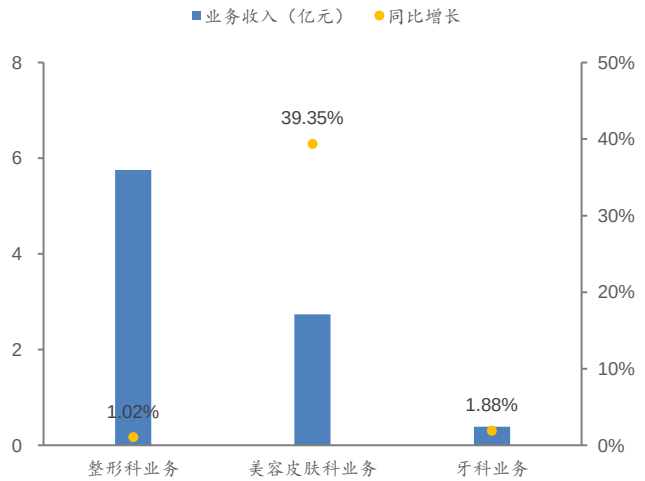
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 华韩整形 2016-2020 年归母净利



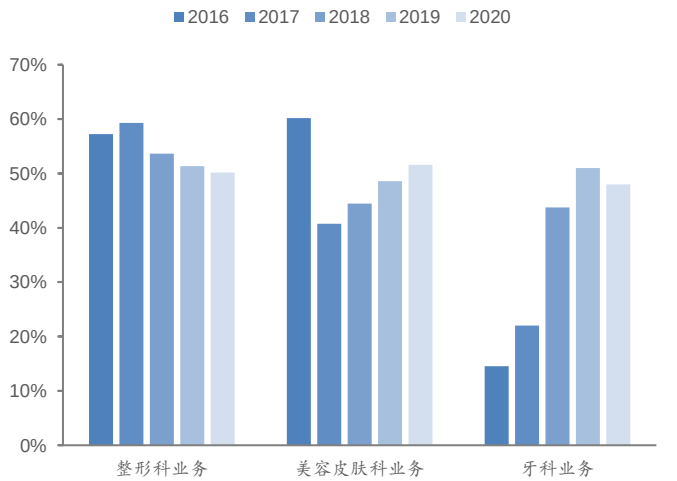
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 华韩整形 2020 年分业务收入



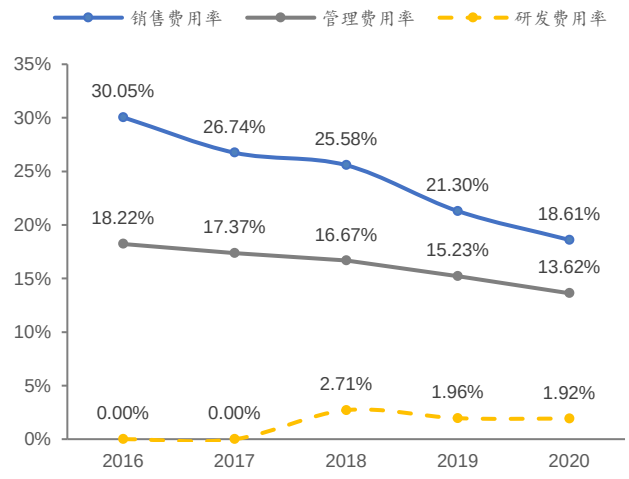
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 华韩整形 2016-2020 年分业务毛利率



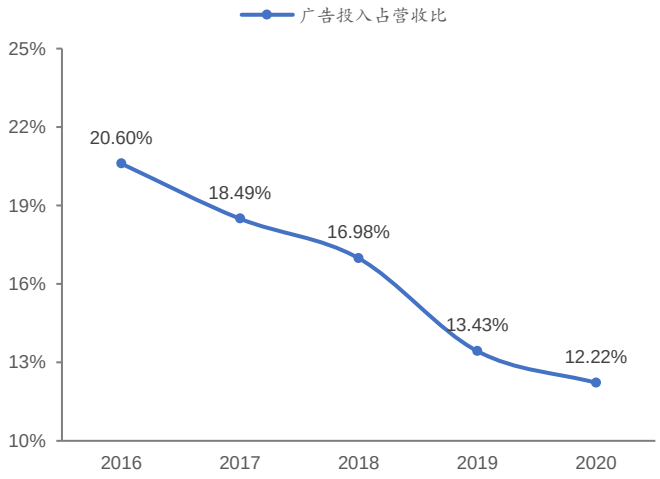
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 华韩整形 2016-2020 年期间费用率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 华韩整形 2016-2020 年广告投入占营收比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。