

新骄阳 (871321)
业内领先的产后调理服务提供商
基本数据

2017年4月17日	
成交价(元)	-
总股本(万股)	3400
流通股本(万股)	-
总市值(亿元)	-
每股净资产(元)	1.42
PB(倍)	-

财务指标

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5.02	11.83	37.36	52.30	65.90
净利润(百万元)	0.92	2.58	15.33	20.87	25.31
毛利率	82.3%	79.9%	84.1%	80.9%	78.9%
净利率	18.3%	21.8%	41.0%	39.9%	38.4%
ROE	99.7%	96.3%	37.9%	28.2%	26.0%
EPS(元)	0.03	0.08	0.45	0.61	0.74

产后调理服务提供商。公司主营业务一是开展“骄阳兰多·产后调理恢复中心”的连锁加盟业务，以整店输出为销售模式，向代理商收取代理费，对加盟商和代理商提供培训、管理、市场扶持等服务，发展品牌连锁加盟业务；二是公司通过向全国加盟商、渠道代理商及渠道合作机构销售公司产品及服务。

产后恢复机构进入品牌战略期。在产后恢复行业迅速发展，大量资金进入的背景下，产后恢复行业开始进行资源整合，产后恢复机构进入大品牌战略时期。产后恢复机构的目标消费客群在延伸，渠道跨界合作（医疗、母婴、美容）在增加且变得更加紧密。

快速进行全国布局。公司是业内第一家获得国家商务部授予的特许加盟资质的公司，连锁门店覆盖全国 28 个省、直辖市；同时，与暨南大学合作建立联合实验室专职进行新品的开发工作。

计划收购研发及生产企业。公司预计未来 3 年增加 300 家加盟店面，预计使用自有资金 1000-2000 万元收购优质研发机构以及生产企业打通公司的上游业务链条，3 年内计划在上海、北京、深圳等一线城市成立子公司或分公司。

盈利预测

公司收入主要来源于加盟费和产品的销售收入，未来三年新增 300 家加盟店，加盟费收入预计比较稳定，同时，随着加盟店的增加以及销售渠道的拓展，产品的销售将保持较快增长。预测公司 2017-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 2087 万元和 2531 万元，每股收益分别为 0.61、0.74 元。

风险提示

市场竞争风险，加盟商不当经营风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
产后调理服务提供商	2
产后恢复进入品牌战略期，消费时间制约业务延展	3
加强技术与产品研发，在技术成本等方面形成优势	3
加盟业务快速扩张，计划以收购方式完善上游布局	5
盈利预测	7

图表目录

图表 1 公司产品介绍.....	2
图表 2 2017 年 4 月 13 日（首发上市）前十大股东持股情况.....	2
图表 4 产后恢复与其它模式比较.....	4
图表 4 公司收入构成.....	5
图表 5 公司收入说明.....	5
图表 6 公司成本构成.....	6
图表 7 公司利润率与费用率情况.....	6
图表 8 公司未来三年经营计划.....	7
图表 9 公司盈利预测.....	7

■ 风险分析

● 控制人与管理层

最近两年，公司董事、监事及高级管理人员不存在影响公司经营的重大变化。公司董事、监事、高级管理人员之间不存在亲属关系。

● 行业与公司经营

市场竞争风险。产后恢复行业在我国尚处于发展阶段，由于市场前景广阔，吸引了新的竞争者不断进入本行业（包括医院、美容院、母婴店、月子中心等），少数机构服务质量跟不上，盲目扩张。产后恢复还涉及部分专业医疗问题，缺乏专业资质的人员一旦无意识跨“雷区”操作，后果将不堪设想。这些情况损害了母婴的健康权益，给目前蓬勃发展的产后母婴康复产业带来了一定负面影响，容易使人们对行业整体产生不信任感。

加盟商不当经营给公司品牌造成不利影响。公司虽然对加盟商做出了严格筛选并且对经营做出了全面的指导，但是由于加盟商后续的经营能力良莠不齐，在经营过程中可能存在未按照公司的运营要求经营加盟店。如果不当经营，可能与消费者发生一些纠纷，难免会对企业的品牌造成不利影响。

● 财务

人力资源成本上升风险。产后恢复行业需要经过一定培训、具备相关技能且拥有较丰富经验的人员。随着生活水平的提高以及社会工资水平的上升，行业面临人力资源成本上升导致利润下降的风险。同时，随着产后恢复品牌的增加，行业中人员流动性增强，行业中优质人才工资上涨压力会进一步加大。

■ 产后调理服务提供商

公司成立于2009年，主营业务一是开展“骄阳兰多·产后调理恢复中心”的连锁加盟业务，以整店输出为销售模式，向代理商收取代理费，对加盟商和代理商提供培训、管理、市场扶持等服务，发展品牌连锁加盟业务；二是公司通过向全国加盟商、渠道代理商及渠道合作机构销售公司产品及服务。

图表 1 公司部分产品介绍

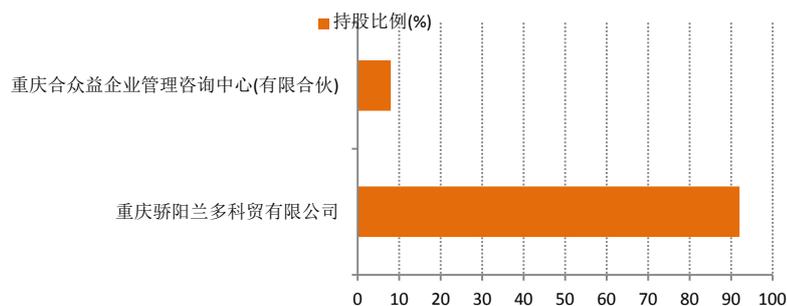
类别	产品名称	功效	适用范围
仪器	M24-产后魔力纤体塑型仪	通过辅助脂肪运动，达到纤体、瘦身、紧肤的作用。	适用于缓解产后脂肪、水肿、肌肉型肥胖和局部塑形纤体等项目。
	强力震脂仪	通过仿肌肉按摩原理，帮助脂肪转化，实现瘦身效果。	-
	M20-产后气血能量转化仪	利用电子脉冲波的流动带动效应，促进产品渗透，加速代谢循环，放松肌肉，缓解酸痛。	适用于产后体质恢复项目。
产品	舒缓丰润调理套盒	1.改善产后胸部血液循环。 2.润肤并恢复肌肤弹性。	产后没有排残汁、胸部有残汁的人群。
	玲珑紧致套盒	减脂塑形，排出体内多余水分、毒素和油脂，从而塑造完美体形。	产后全身脂肪型肥胖者。 产后肥胖、皮肤松弛、没有曲线的女性。
	舒能滋养套盒	利用精油配方温经通络，缓解失眠多梦，头晕乏力等现象。	产后有失眠多梦，腰酸背痛，头风等月子病女性。

资料来源：公开转让说明书

产后恢复是指女性在生产完毕之后，常常会因为身体过于虚弱而需要一定的恢复和保养，这种恢复和保养被称为产后恢复，包含的主要方面有产后的体形恢复、产后的体质恢复和产后的心理恢复。

公司从事产后恢复工作，采取特许经营和向被特许者供应产品作为主要业务模式。特许经营指特许者将自己所拥有的商标(包括服务商标)、商号、产品、专利和专有技术、经营模式等以特许经营合同的形式授予被特许者使用，被特许者按合同规定，在特许者统一的业务模式下从事经营活动，并向特许者支付相应的费用。公司的营业收入主要由特许授权加盟费、自有产品销售费用、代理费以及品牌管理费构成。

图表 2 2017年4月13日(首发上市)前十大股东持股情况



数据来源：choice

公司的控股股东为重庆骄阳兰多科贸有限公司，黄欢通过重庆骄阳兰多科贸有限公司及重庆合众益企业管理咨询中心（有限合伙）间接持股比例为69.26%，为公司实际控制人。

黄欢，1977年生，华东师范大学心理学专业本科学历，重庆工商大学经济学专业本科学历。中国民主促进会会员、中国青年联合会委员、中国青年创业国际计划（Youth Business China 简称 YBC）创业导师、西南大学大学生创新创业导师、重庆青年企业家协会会员。曾任高戈广告公司广告策划，重庆骄阳企业顾问有限公司执行董事；现任股份公司董事长兼总经理。

■ 产后恢复进入品牌战略期，消费时间制约业务延展

● 产后恢复市场开始资源整合，机构进入品牌战略期

在产后恢复行业迅速发展、大量资金进入的背景下，产后恢复行业开始进行资源整合，产后恢复机构进入大品牌战略时期。产后恢复机构的目标消费客群在延伸，渠道跨界合作（医疗、母婴、美容）在增加且变得更加紧密，产后恢复这个细分市场的定位让这个概念更加醒目和独立，产后恢复行业独立于美容业的行业标准和储备，满足了消费者对“安全”的需求，并从“安全”的角度向更多的女性健康消费需求延伸。

自2015年起每年将新增产后妈妈约2000万，而产后妈妈均需要不同程度的产后修复。产后恢复大致分为五个阶段，这就意味着2000万产后妈妈可以带来1亿人次的消费客群。由于产后消费的主要消费群体为占全体女性总数75%的城镇女性，假设这些城镇女性按照人均800元每阶段的平均水平进行消费，将带来600亿的潜在市场。其中仅最基础的初步产后修复阶段，就蕴含着120亿元的潜在市场。

● 消费时间较短制约业务扩张

产后恢复的企业需面对产后恢复消费人群的局限性的问题，产后妈妈人群有限，且产后恢复的通常消费时间为产后3年内，因此，很难做到像美容院一样跟踪持续服务。如何延展受众的消费时间，是最需要考虑的问题。

目前产后恢复机构多采用的“1+N”的连锁模式，在产后恢复调理的基础上，兼顾婴儿按摩、游泳、早教、美容、夫妻双调、家庭健康管理等项目。例如，骄阳兰多在产后调理恢复业务的基础上将业态延展到了备孕和孕期。

■ 加强技术与产品研发，在技术成本等方面形成优势

● 强化服务技术与产品研发

在服务技术研发方面，公司聘用具备中医专业知识背景和技术经验的人才进行技术服务的优化开发。与台湾依美琦有限公司达成合作意向，双方进行服务技术交流合作。“依美琦”向新骄阳提供服务流程教育训练、技术教学、店面管理流程、系统管理流程等课程教学、学术研究与企业商业服务。

在功能型产品及设备研发方面，与暨南大学生物医药研究院（广州暨南生

物医药研究开发基地有限公司)合作组建了“骄阳兰多·暨南生物孕期护肤安全性产品联合实验室”和“骄阳兰多·暨南生物产后恢复功能性产品联合实验室”两个研发机构,重点进行适用于特殊群体的功能型产品研发。

● 快速进行全国布局

公司的市场定位、定价政策及与主要竞争对手的差异主要表现为:

第一,公司的市场定位为高端产后恢复调理中心,产后恢复是一个新兴行业,现正处在发展期,公司是业内第一家获得国家商务部授予的特许加盟资质的公司,连锁门店覆盖全国 28 个省、直辖市;第二,公司重视产品和技术的不断研发和创新,与暨南大学合作建立联合实验室专职进行新品的开发工作;第三,公司全部采用 OEM 方式进行项目配套仪器和产品的生产,公司掌握产品和仪器的关键技术;第四,公司已获得特许经营资质以及 6 项专利。

● 在成本控制及技术方面优于竞争对手

公司在成本控制、经营规范性、服务专业度和技术水平上优于其潜在的竞争对手,如医院、美容院、母婴店、月子中心等,具体情况如下:

图表 3 产后恢复与其它模式比较

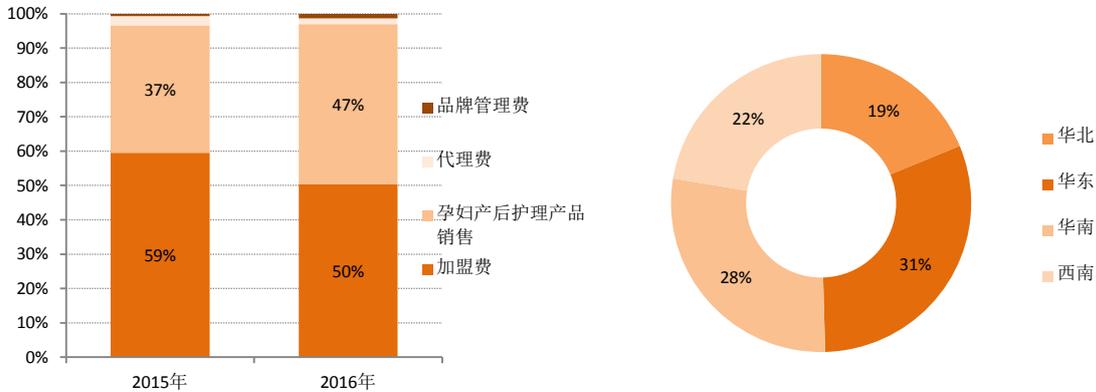
项目	医院产后恢复科	月子会所	美容院	产后恢复
投资规模	主要为医院科室自己展	要求 1000 平方米以上,加盟费基本都在 80 万以上,租金+装修+加盟费 300 万以上。	规模不同、品牌不同,差异大。	20-60 万不等。
竞争	医院自有资源消耗。	国内目前月子会所相对较少。	大众化美容院竞争已非常激烈。	产后恢复目前在国内还是很新兴的行业。
客群	主营项目为子宫复旧、盆底康复、阴道收紧等,针对人群狭窄。	针对月子期一个月,且对高端客户。地域差异大,很多地区的人并不接受月子会所这类形式,宁愿高价请月嫂到家照顾。	有美容消费意识的人越来越多,但选择性也越来越广。	产后女性越来越多,意识越来越强,并且针对性强。
人员要求	必须为医院专业人士。	必须有专业月嫂和医生 24 小时值班。	需经过系统培训、长期经验累积。人员流失严重,容易复制。	针对不同岗位进行系统教学之后,很快能直接上手操作。
利润	仅有仪器成本,医院收费也相对高。	收费高,基本在 6 万左右一个月,但成本也较高。	按疗程收费利润会比较高,但门店竞争大,导致利润降低。	按疗程收费,纯利润保持在 60% 左右。

资料来源:公开转让说明书

■ 加盟业务快速扩张，计划以收购方式完善上游布局

● 2016 年新增加盟商 126 家

图表 4 公司收入构成



数据来源：公开转让说明书

2015 年、2016 年公司营业收入分别为 1182.6 万元、3735.9 万元，净利润分别为 256.7 万元、1532.8 万元，营业收入、净利润均大幅上升。

2016 年公司营业收入同比增长 215.92%，主要是因为随着“骄阳兰多·产后调理恢复中心”品牌知名度提高，人们对产后恢复的重视，签约加盟的客户数量增长，2016 年加盟商增加 126 家。同时，公司扩展产品销售渠道，增加产品销售业务的销售规模。

从收入的构成情况看，加盟费收入占总收入比重在逐步降低，产品销售的收入比重越来越高。

图表 5 公司收入说明

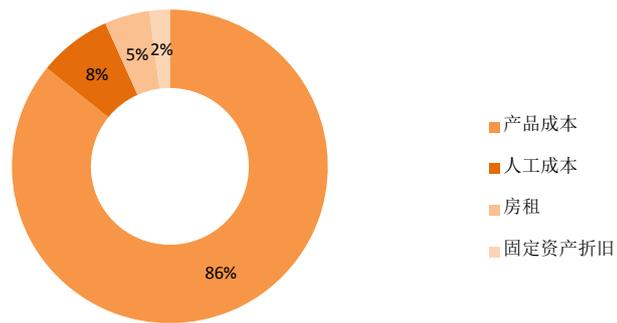
收入类型	说明
加盟费	公司将拥有的“骄阳兰多·产后调理恢复中心”品牌授权给加盟店使用而收取的使用费；
孕妇产后护理产品销售收入	分为两部分：一部分是公司向“骄阳兰多·产后调理恢复中心”加盟商供应骄阳兰多品牌产品的销售收入，一部分是公司向渠道代理商供应骄阳兰多品牌产品的销售收入；
代理费	公司与品牌代理商签订品牌代理合同，公司由此收取代理费；
品牌管理费	公司对加盟店自加盟第二年起收取的品牌管理费用而形成的收入。

资料来源：公开转让说明书

公司的店面数量从 2014 年开始高速增长，至 2016 年末，公司正运营的加盟店共 197 家，业务分布遍及全国。公司起源于重庆，在西南地区有较好的业务基础和良好声誉。2016 年公司在巩固既有地区的市场份额基础上加大了对全国各地区的销售力度，同时，随着公司的品牌声誉在全国范围的传播，其他地区的收入逐渐增长，主要是体现在华南地区和华东地区。

公司现有加盟商到期后一般会选择和公司续约，历史上加盟商到期后不再续约的比例一般为 15.89% 左右。

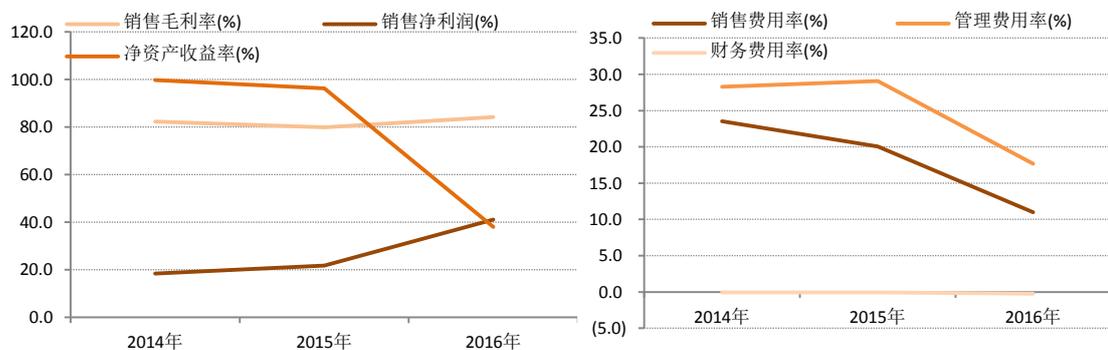
图表 6 公司成本构成



数据来源：公开转让说明书

公司 95% 以上的收入是加盟费和产品销售收入，成本主要是产品成本和人工成本，由于这些成本较小，公司的毛利率较高，2015 年和 2016 年分别为 79.84% 和 84.14%。

图表 7 公司利润率与费用率情况



数据来源：choice

公司的净资产收益率在 2015 年处于较高水平，2016 年有大幅下降，主要是因为公司在 2015 年 12 月和 2016 年 1 月分别增资 2660 万和 240 万，净资产大幅增加。

从产品结构角度，公司的加盟业务、品牌代理业务比产品销售业务的毛利率要高，因为加盟费及代理费的成本主要是讲课老师的工资社保、学员培训教室的房租，成本较小。

由于公司无生产行为，主要是通过委托加工获得产品，所以产品成本较高，毛利率相对较低。2016 年，孕妇产后护理产品销售业务毛利率为 70.8%，加盟业务毛利率 95.78%。

● 计划收购研发机构及生产企业

图表 8 公司未来三年经营计划

分类	经营计划
品牌发展	专业的电视媒体、网络媒体、平面媒体进行深度合作，从不同渠道覆盖目标群体并输出品牌文化，进一步扩大品牌知名度与影响力。
渠道发展	针对母婴渠道、医药渠道、日化渠道、美容渠道等渠道特殊性，通过差异化的群体及项目定位，建设多元化营销模式，发展优质加盟客户和优质渠道区域代理客户。
人才发展	组建师资队伍培养专业的具备符合国家职业技能标准的服务人员，可为各地加盟商输出职业人才，满足各地加盟店在发展过程中对专业服务人员的需求。
“妈妈第一站”发展计划	为生产后的新妈妈提供获取资讯和交流的平台，通过线上互动培育终端消费者，成为公司向各门店引流终端消费者的平台，同时公司将推出产妇礼包套餐直达产房，推动线上客户向线下消费转化。

资料来源：公开转让说明书

公司将围绕核心店铺动销率的提升打造服务项目，提升单店盈利水平。选择优质门店实施并购计划，通过有效的资金和资源整合运用，提升市场占有率。

公司预计未来 3 年增加 300 家加盟店面，同时，预计使用自有资金投资 1000-2000 万元收购优质的研发机构以及生产企业打通公司的上游业务链条，3 年内计划在上海、北京、深圳等一线城市成立子公司或分公司。

■ 盈利预测

公司收入主要来源于加盟费和产品的销售收入，未来三年公司计划新增 300 家加盟店，加盟费收入预计比较稳定，同时，随着加盟店的增加以及销售渠道的拓展，产品的销售将保持较快增长。预测公司 2017-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 2087 万元和 2531 万元，每股收益分别为 0.61、0.74 元。

图表 9 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5.02	11.83	37.36	52.30	65.90
净利润(百万元)	0.92	2.58	15.33	20.87	25.31
毛利率	82.3%	79.9%	84.1%	80.9%	78.9%
净利率	18.3%	21.8%	41.0%	39.9%	38.4%
ROE	99.7%	96.3%	37.9%	28.2%	26.0%
EPS(元)	0.03	0.08	0.45	0.61	0.74

资料来源：choice,梧桐公会

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

