

国内母婴线上社区平台龙头，携手阿里、复星等强化流量变现能力

国内最大母婴社区平台，复星、好未来、阿里相继入股。公司构建了宝宝树孕育、小时光两大社区平台，主要服务处于生小孩前两年至生小孩后六年的中国家庭，准父母和年轻父母可在平台上完成社交、互动、分享、获取母婴知识等功能。以月均活跃用户（MAU）计算，公司是国内最大、最活跃的母婴类社区平台，2018年Q3公司旗下APP的MAU达2520万，PC端及WAP端MAU为1.50亿，平台总MAU达到1.75亿。

以优质内容和社群为核心，广告业务快速增加、电商主动收缩。内容方面，宝宝树孕育内拥有知识库专栏，包括备孕、孕期、新生儿、婴幼儿四大类73个小类在内的超过1万篇优质文章，还拥有超过1700名育儿达人（专业用户）分享日常育儿经验、641名优质内容节目签约专家。社群方面，宝宝树在公告板讨论栏目拥有超过33万个圈子，覆盖同龄圈、同城圈、同院群、兴趣圈、小圈子等。此外，小时光APP可以满足新晋父母记录孩子和晒娃的需求。公司通过广告、电商、知识付费进行流量变现，2017年广告、电商、知识付费业务收入占比分别为51.0%、45.6%、3.4%。总收入从2015年的2.0亿元快速增加至2017年的7.3亿元，2018年上半年公司收入为4.08亿元，同比增长12.8%；广告业务收入2018年上半年达到2.98亿元，同比增长75.3%，继续高速增长。电商业务2018年上半年收入同比下降50.7%，主要是公司主动进行电商经营战略调整所致，未来电商业务将依托于阿里作轻资产运营。

二胎政策利好母婴产业，母婴社区平台流量变现方式探索中前进。女性是国内母婴APP的主要用户，占比达到84.7%，使用时间多集中在2年内，从怀孕到新生儿出生后6个月内的孕育人群占比达到60.6%，母婴APP用户的使用生命周期较短使得不断挖掘新的流量变现方式变得更为重要。公司目前在电商和广告领域和阿里展开深入合作，在医疗和知识付费领域与复星持续合作，未来还计划通过大健康、早教、家庭金融等方式进一步变现流量。

盈利预测：预计2018-2020年公司收入分别为7.87、13.70、19.28亿元人民币；归母净利润为-21.24、6.06、9.11亿元；经调整净利润分别为1.73、6.06、9.11亿元，同比增长24.7%、250.0%、50.4%。首次覆盖，给予“增持”评级！

风险提示：内容产品竞争壁垒有限、与阿里合作效果不及预期等

宝宝树集团 (01761.HK)

首次评级

增持

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

研究助理 叶乐

yele@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2019年01月17日

当前股价：6.30 港元

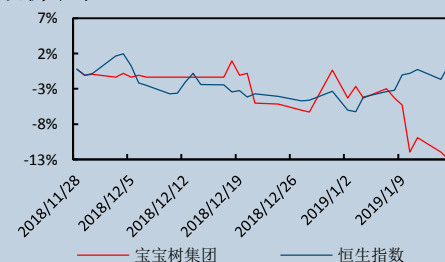
目标价格6个月：7.50 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-7.64/-10.73	-8.58/-9.25	-8.58/11.08
12月最高/最低价（港元）			7.32/5.6
总股本（万股）			168,848.81
流通H股（万股）			168,848.81
总市值（亿港元）			106.37
流通市值（亿港元）			106.37
近3月日均成交量（万）			120.15
主要股东			
Wang Family Limited Partnership			21.92%

股价表现



目录

国内最大线上母婴垂直社区平台，复星、好未来、阿里相继入股.....	1
优质母婴内容和社群构建核心竞争力，2018 上半年月活用户逐渐回升.....	4
广告收入快速提升，电商业务 2018 年上半年主动收缩.....	6
全面二胎政策利好母婴产业，母婴社区平台流量变现方式探索中前进.....	12
盈利预测与风险提示	17

图表目录

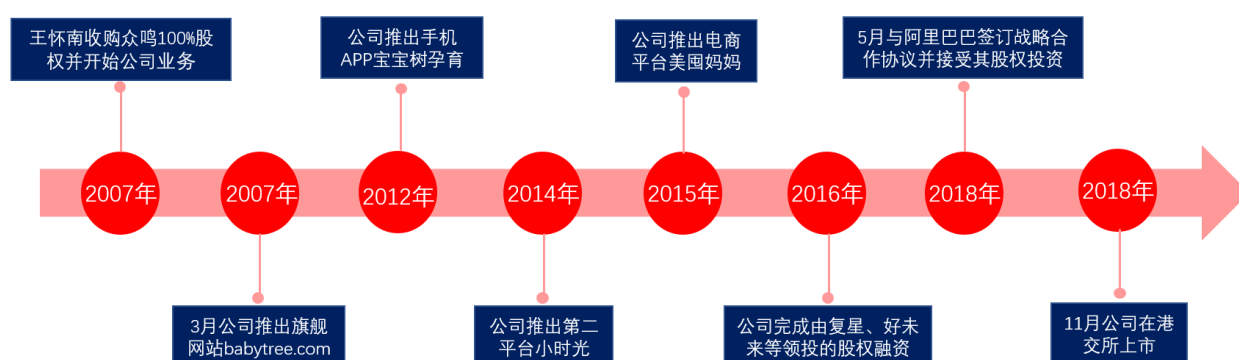
图表 1: 宝宝树发展过程中重要里程碑事件	1
图表 2: 宝宝树孕育主打怀孕养娃的知识及服务提供.....	2
图表 3: 宝宝树小时光 APP 主打记录育儿成长照片	2
图表 4: 公司两大社区平台宝宝树孕育和小时光的对比.....	2
图表 5: 2017 年中国排名前五的母婴平台 MAU 总人数	3
图表 6: 广告及电商收入占比合计超过 95%	3
图表 7: 公司董事及重要高管履历	3
图表 8: 宝宝树最新股权架构图	4
图表 9: 育儿类 APP 成为重要育儿信息获取渠道	5
图表 10: 育儿、营养建议、成长记录是母婴 APP 主要功能	5
图表 11: 宝宝树商业模式示意图.....	5
图表 12: 受搜索调整 2018H1 公司 PC 及 WAP 端月活下降	6
图表 13: 2018 年上半年总的月活用户逐渐回升	6
图表 14: 2018 年上半年宝宝树孕育 APP 使用时长提升	6
图表 15: 2015-2018 上半年公司收入拆分	7
图表 16: 2015-2017 上半年各项业务毛利率	7
图表 17: 宝宝树 APP 截屏样本及广告展示位 1	7
图表 18: 宝宝树 APP 截屏样本及广告展示位 2	7
图表 19: 广告客户中回头客占比快速提升	8
图表 20: 2018 年上半年移动广告占广告收入比重 83.8%.....	8
图表 21: 2015-2018 年上半年公司广告业务收入拆分	8
图表 22: 公司 CPM 和 CPC 广告模式的区别	8
图表 23: 公司前五大客户情况	8
图表 24: 2015-2018 年上半年宝宝树电商平台 GMV	9
图表 25: 2017 年公司平台及直销 GMV 占比	9
图表 26: 2015- 2018 年上半年宝宝树集团电商收入拆分	10
图表 27: 2015-2017 年宝宝树电商业务毛利率	10
图表 28: 2015- 2018 年上半年宝宝树电商用户数量	10
图表 29: 2018 上半年回头客占公司电商 GMV 贡献的 70%.....	10
图表 30: 公司知识付费业务收入快速增加	11

图表 31: 宝宝树通过知识付费向客户提供问诊等服务.....	11
图表 32: 近 7 成用户有意愿付费购买育儿 APP 知识专栏	11
图表 33: 母婴知识付费领域预计迎来快速发展	11
图表 34: 2015-2017 年公司各项费用拆分	12
图表 35: 2015-2017 年公司各项费用占营收比重	12
图表 36: 2015-2018 上半年公司营业收入及收入增速	12
图表 37: 2015- 2018 上半年公司经调整年内损益及净利率	12
图表 38: 过去 10 年我国新生儿人口总量总体呈上升趋势.....	13
图表 39: 我国新生儿人口的结构拆分	13
图表 40: 1978 年以来我国生育政策变化情况	13
图表 41: 过去 10 年我国 20-29 岁女性一胎生育率明显下滑	14
图表 42: 过去 5 年我国 20-34 岁女性二胎生育率明显上升	14
图表 43: 我国育龄妇女人口数量最近几年不断下滑	14
图表 44: 近 10 年 25-29 岁妇女数量实际上有较大幅度增加	14
图表 45: 育龄女性与移动互联网用户身份重叠	15
图表 46: 母婴类 APP 需求爆发, 增速放缓	15
图表 47: 2018 年 6 月前十大母婴社区类 APP 月独立设备数量变化	15
图表 48: 女性用户是母婴 APP 的主力军	16
图表 49: 从怀孕到新生儿 1 岁内为母婴 APP 主要使用时段	16
图表 50: 垂直类母婴线上平台 2017 年 GMV 为 270 亿元	16
图表 51: 垂直母婴线上平台广告市场 2017 年 261 亿元.....	16
图表 52: 宝宝树各业务板块的合作方以及未来流量变现的方向.....	17

国内最大线上母婴垂直社区平台，复星、好未来、阿里相继入股

公司创立于 2007 年 1 月，同年 3 月推出旗舰网站 babytree.com，2012 年 5 月推出手机 APP“宝宝树孕育”，2014 年 10 月推出第二母婴社交平台“小时光”；2015 年 6 月推出电商平台“美国妈妈”。2016 年公司完成由复星、好未来领投的融资，总投资额约 30 亿元人民币；2018 年 5 月公司与阿里巴巴订立战略合作协议，阿里巴巴对公司投资股权 2.14 亿美元，占总股本 9.9%；2018 年 11 月公司在港交所上市，募集资金净额 16.09 亿港元。

图表1：宝宝树发展过程中重要里程碑事件



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

作为国内最大的母婴社区平台，宝宝树孕育、宝宝树小时光及电商平台美国妈妈构成了公司的母婴社区生态体系。宝宝树孕育为公司的旗舰平台，流量的主要入口，主要定位于孕前至 3 岁儿童阶段的母婴用户，用户可以在平台上通过社交、加入圈子（社区）来分享、互动以及向专家提问等，用户之间的互动和分享、用户与专家的互动形成大量内容，包括专家生成内容（PGC）、用户生成内容（UGC）与专业用户生成内容（PUGC）。小时光 APP 则定位为-1-6 岁宝宝的社交记录媒体，通过视频和照片等方式记录家庭活动，延长用户的生命周期及扩大目标群体，目前 MAU 约 600 万。此外，公司电商业务—美国妈妈，主要内嵌在宝宝树孕育 APP 中，用户可直接在宝宝树孕育 APP 主页面转入到美国妈妈，并完成下单、购买等一系列流程。截止到 2018 年上半年，公司的平台连接广告客户 152 名（半年）、第三方电商商家 2043 名、C2M 制造合作伙伴 152 名、优质内容节目签约专家 641 名。

图表2： 宝宝树孕育主打怀孕养娃的知识及服务提供


资料来源：宝宝树孕育，中信建投证券研究发展部

图表3： 宝宝树小时光 APP 主打记录育儿成长照片


资料来源：宝宝树小时光 APP，中信建投证券研究发展部

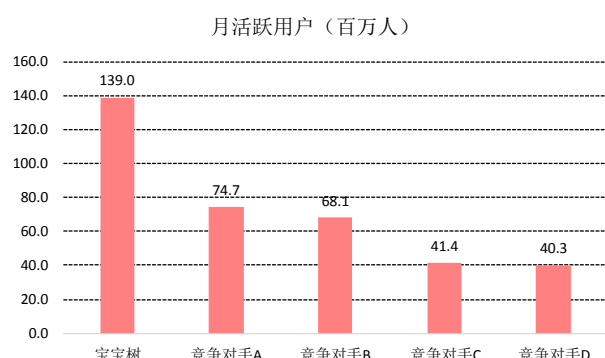
图表4： 公司两大社区平台宝宝树孕育和小时光的对比

平台	渠道构成、 年龄范围	主要功能	功能简介
宝宝树孕 育	babytree.com (主要针对 -1~3 岁孕龄 家庭)	社交功能	通过公告板的讨论、提出和回答问题，以及撰写、分享和评论图文与他人进行交流。
		公告板讨论	在公告板用户可以按照某种标准通过加入不同的圈子体验社区功能，加入圈子后可以发帖以及在帖子中讨论，同时公告板也可用于广告展示。
		内容付费	由专家生成内容，用户可以付费购买，诸如开讲（课程）、专家答等优质内容。
		问答	设有用户对用户、用户对专家等方便用户对感兴趣的话题提出问题并寻求答复。
小时光	手机 APP (主要针对 0~6 岁孕龄 家庭)	工具	产品内置工具如孕期工具和孕育工具等，具体包括能不能吃（饮食指导）、看懂 B 超单、数胎动、喂养记录、辅食大全等。
		购物	通过美国妈妈在宝宝树孕育 APP 中完成一站式购物。
		社交记录	照片与视频分享，主要为涉及幼儿的家庭活动，用户可点赞、评论及分享他人的帖子，亦可关注他人。
		在线早教	用于深化用户使用小时光的时间，包括互动阅读功能与音频功能两部分，其中互动阅读中包括故事、绘本、儿歌和胎教音乐。

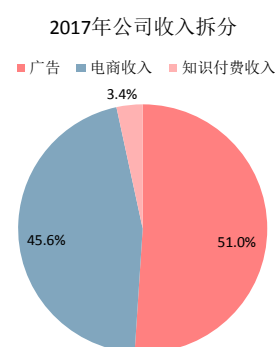
资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

以 MAU 计算，公司是国内最大、最活跃的母婴类社区平台，2018 年 Q3 公司宝宝树孕育和宝宝树小时光 APP 合计月均活跃用户（MAU）达 2520 万，PC 端及 WAP 端 MAU 为 1.50 亿，平台总 MAU 达到 1.75 亿。依托母婴社区，公司通过广告、电商、知识付费业务完成流量变现，其中广告和电商是最重要的收入来源，2017 年电商业务收入占比 45.6%，广告业务收入占比 51.0%，知识付费收入占比为 3.4%。

注：公司手机 APP 的 MAU 人数由友盟+北京锐讯灵通科技有限公司提供的第三方数据追踪及计算；PC 及 WAP 的 MAU 由内部使用在该月内至少访问一次有关网站的互联网浏览器所记录的单独 Cookies 数目追踪及计算。

图表5： 2017 年中国排名前五的母婴平台 MAU 总人数


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表6： 广告及电商收入占比合计超过 95%


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司创始人和行政总裁为王怀南先生，今年 52 岁，其曾于 The Procter&Gamble Company 担任品牌经理，于雅虎担任高级营销总监，于一拍网任行政总裁。2007 年创立宝宝树以来一直任首席执行官，负责本集团整体战略发展、整体经营及管理以及主要决策。本次 IPO 后，王怀南通过 Wang Family Limited Partnership（王怀南及其妻子设立的有限合伙企业）目前持有公司 21.92% 的股份，为公司最大股东。复星国际间接持股 20.86%，阿里巴巴通过淘宝持股 9.78%，好未来持股 8.56%。

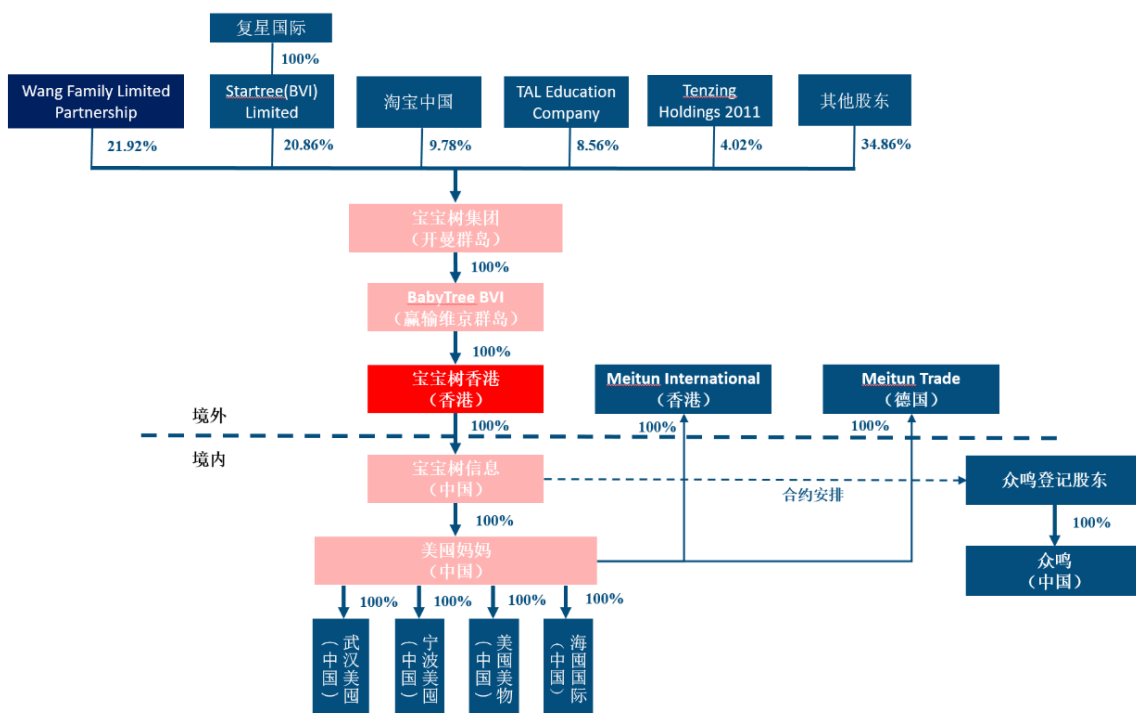
图表7： 公司董事及重要高管履历

姓名	职务	年龄（岁）	履历
王怀南	执行董事、行政总裁	54	本科，曾于 The Procter&Gamble Company 担任品牌经理，于雅虎担任高级营销总监，于一拍网任行政总裁。2007 年创立宝宝树以来一直任首席执行官，负责本集团整体战略发展、整体经营及管理以及主要决策。
徐翀	执行董事、首席财务官	43	硕士，曾于中银国际担任经理，于中视金桥国际传媒担任首席财务官，于华康保险任首席财务官兼副总裁。2014 年加入宝宝树，现任公司执行董事兼首席技术官，负责战略发展，财务运营管理及资本运作。
陈启宇	非执行董事	47	硕士，现任复星国际的执行董事及联系总裁，主要负责参与制定本公司业务策略，还担任中国人民政治协商会议上海市第三届常务委员会委员等。
王长颖	非执行董事	46	硕士，现任复星母婴家庭集团总裁，主要负责参与制定本公司业务策略。
邵亦波	非执行董事	46	硕士，现任 Matrix Partners China 创始合伙人，主要负责参与制定本公司业务策略。
罗戎	非执行董事	38	硕士，现任好未来集团 CFO，主要负责参与制定本公司及业务策略。
詹宏勇	首席技术官	48	本科，曾任 eLong, Inc. 首席技术官，曾担任易车拍互联网中心副总裁。2017 年加入宝宝树集团起一直担任首席技术官，负责技术研发的管理。
魏小巍	副总裁兼商业总负责人	41	硕士，曾于联想控股任产品推广经理。2010 年加入宝宝树，于 2017 年获任公司副总裁兼商业总负责人，主要负责商业化战略及管理。
陆烨玮	广告业务总负责人	35	本科，曾于百度担任主要客户销售经理，于上海达闻信息发展有限公司任业务发展总监。2008 年加入宝宝树，2017 年获任公司广告业务总负责人。
郭颖	电商业务总负责人	38	本科，曾于联想担任业务发展经理，于北京八笛众和担任服务部高级主任。2012 年加入宝宝树，2017 年获任宝宝树电商业务总负责人，主要负责电商运营及管理。
唐桦	产品运营总负责人	38	本科，曾任上海丘比可网络任社区主管，曾任杨耀网络科技有限公司担任运营经理。2011 年加入宝宝树，2018 年获任产品运营总负责人，主要负责产品管理与发展。

品牌及公共 关系总负责 人	王丹	33	本科，曾任上海花千树公司公共关系高级经理。2014 年加入宝宝树，2018 年获任公司品牌及公共关系总负责人。
---------------------	----	----	---

资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表8： 宝宝树最新股权架构图

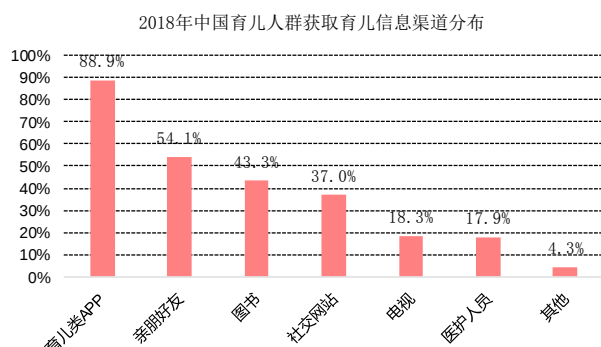


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

优质母婴内容和社群构建核心竞争力，2018 上半年月活用户逐渐回升

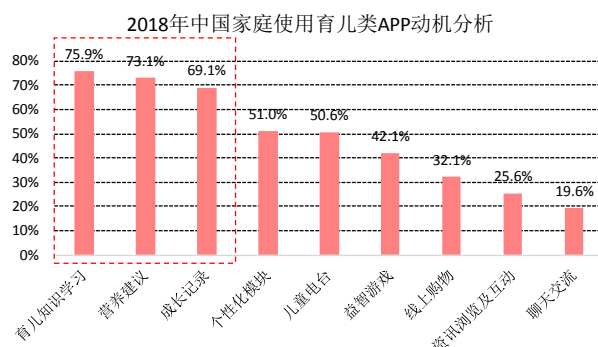
育儿类 APP 已成为国内育儿人群最重要的育儿信息获取渠道，根据艾瑞咨询的数据，88.9%的用户会从育儿类 APP 获取育儿知识。育儿知识学习、营养建议及成长记录是新生儿家庭成员使用育儿 APP 的最重要三项原因。由于 85 后及 90 后初为父母时育儿知识匮乏，而中国社会的快速发展和生活习惯的巨大变迁使得父母或准父母不再频繁向上一辈寻求育儿建议，因此寻求网络及同龄亲朋好友成为通用育儿知识的重要来源。

图表9： 育儿类 APP 成为重要育儿信息获取渠道



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

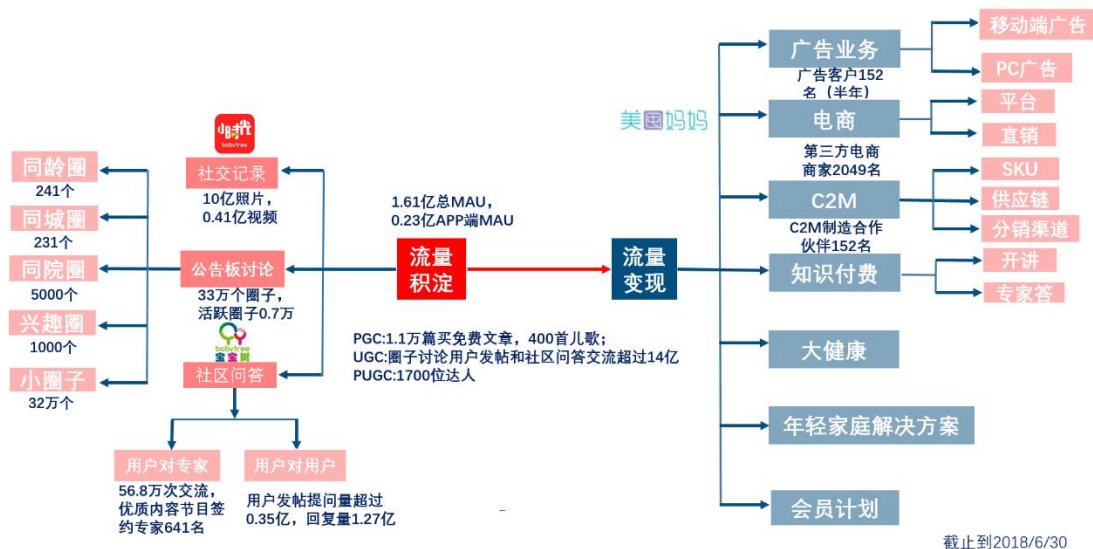
图表10： 育儿、营养建议、成长记录是母婴 APP 主要功能



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

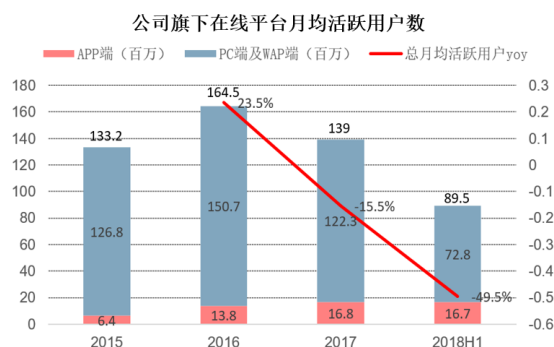
优质母婴内容和专业社群是宝宝树的核心竞争力。内容方面，宝宝树孕育内拥有知识库专栏，包括备孕、孕期、新生儿、婴幼儿四大类 73 个小类在内的超过 10000 篇优质文章，还拥有超过 1700 名育儿达人（专业用户）分享日常育儿经验、641 名优质内容节目签约专家。社群方面，宝宝树在公告板讨论栏目拥有超过 33 万个圈子，覆盖同龄圈、同城圈、同院群、兴趣圈、小圈子等。此外，小时光 APP 可以满足新晋父母记录孩子和晒娃的需求。通过丰富可靠的育儿知识，截止到 2018 年 6 月份，宝宝树孕育 APP 拥有 1670 万 MAU，平台总 MAU 达到 1.61 亿，并通过广告、电商、知识付费等业务进行流量变现。

图表11： 宝宝树商业模式示意图

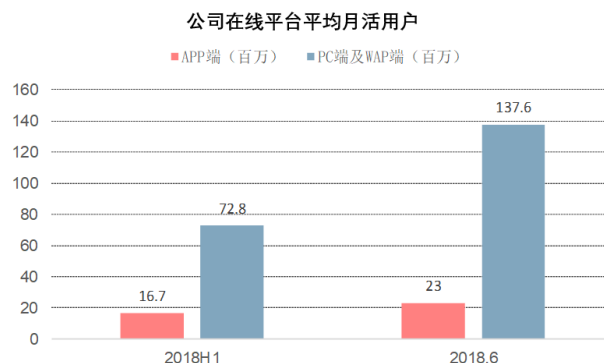


资料来源：中信建投证券研究发展部制图

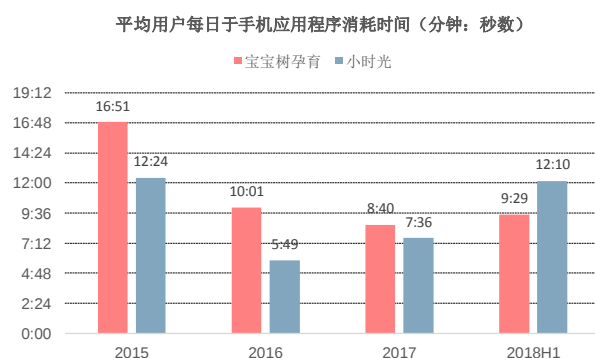
受百度等搜索引擎调整网页搜索结果显示顺序的影响，2018 年上半年公司月均活跃用户数为 8950 万，相比于 2017 年 1.39 亿的月均活跃用户数大幅下降，其中，APP 端月均活跃用户数从 2017 年的 1680 万略微下降到 2018 年上半年的 1670 万，变化不大；经过公司的运营调整，2018 年 6 月份的月均活跃用户已回升至 1.6 亿水平。另外，宝宝树孕育 APP 的平均使用时长从 2017 年的 8 分 40 秒提升到 2018 年上半年的 9 分 29 秒，小时光 APP 则从 7 分 36 秒大幅提升到 12 分 10 秒。

图表12：受搜索调整 2018H1 公司 PC 及 WAP 端月活下降


资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表13：2018 年上半年总的月活用户逐渐回升


资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

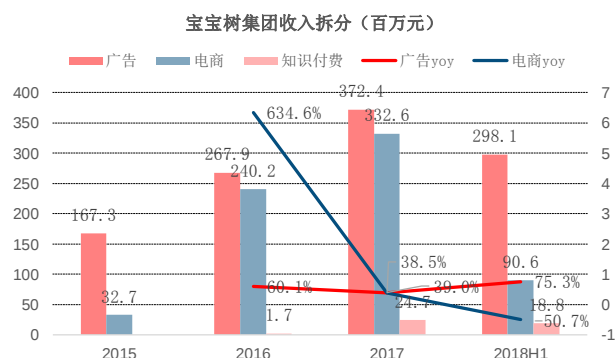
图表14：2018 年上半年宝宝树孕育 APP 使用时常提升


资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

广告收入快速提升，电商业务 2018 年上半年主动收缩

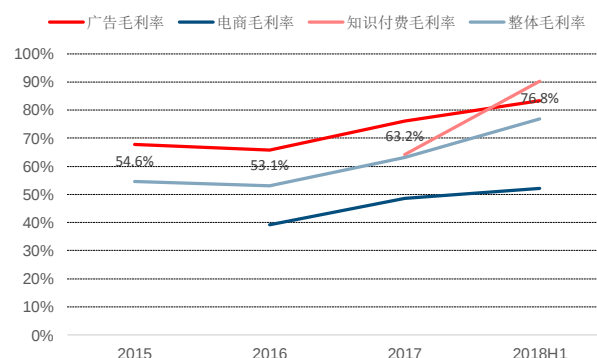
广告收入快速增长，电商未来依托于阿里合作，知识付费业务刚刚起步。收入拆分来看，广告业务收入从 2015 年的 1.67 亿元增长 2017 年的 3.72 亿元，毛利率提升至 2017 年的 76.2%，2018 年上半年达到 2.98 亿元，同比增长 75.3%，和阿里巴巴的合作也将进一步推动公司广告业务增长，主要增量广告主来自公司自身广告业务的内生增长，移动端广告的不断提升和平台整体广告客户类型不断增加。电商收入从 2015 年的 3270 万元快速增长至 2017 年的 3.33 亿元，占营收比重达到 45.6%，毛利率也提高至 2017 年的 48.6%，但 2018 年上半年同比下降 50.7%，主要是公司主动控制电商规模所致。2018 年 5 月公司与阿里巴巴达成合作协议后，未来 5 年电商（不包括 C2M）将委托阿里巴巴进行独家运营服务，C2M 业务将由公司继续管理，公司将于阿里巴巴天猫平台设立旗舰店，推广现有及日后的 C2M 产品。2017 年知识付费业务贡献收入 2500 万元，毛利率为 64.2%，2018 年上半年为 1880 万元。

图表15： 2015-2018 上半年公司收入拆分



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表16： 2015-2017 上半年各项业务毛利率



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司通过以用户数据为基础的 Matrix 系统为广告客户提供精准广告投放，2018 年上半年移动广告占比达到 83.8%。广告客户主要来自母婴、医药、化妆品、皮具护理、汽车、金融等行业，2015-2017 年公司分别有 336、508、338 名广告客户，其中 KA 客户分别是 10 名、13 名和 23 名。

图表17： 宝宝树 APP 截屏样本及广告展示位 1



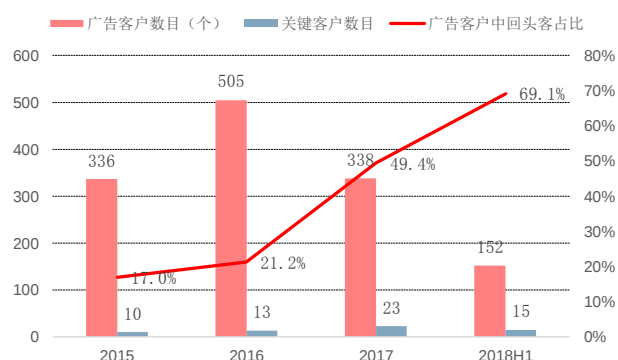
资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表18： 宝宝树 APP 截屏样本及广告展示位 2



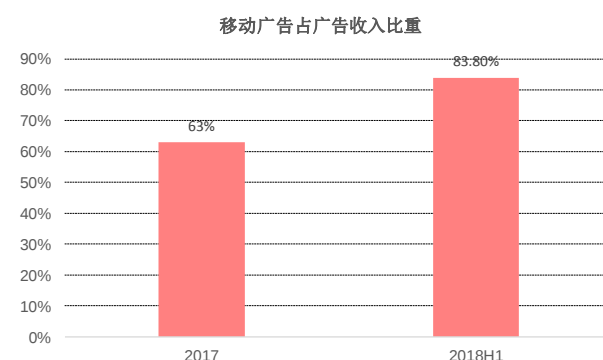
资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表19：广告客户中回头客占比快速提升



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

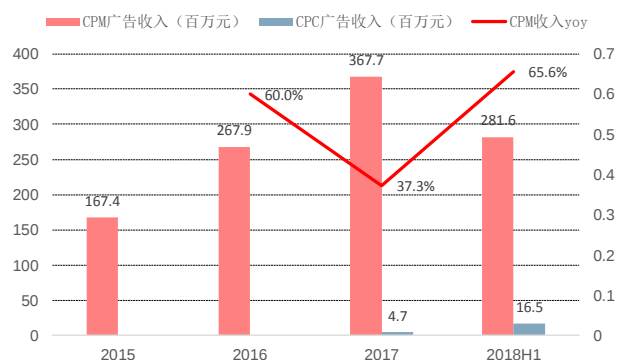
图表20：2018年上半年移动广告占广告收入比重 83.8%



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

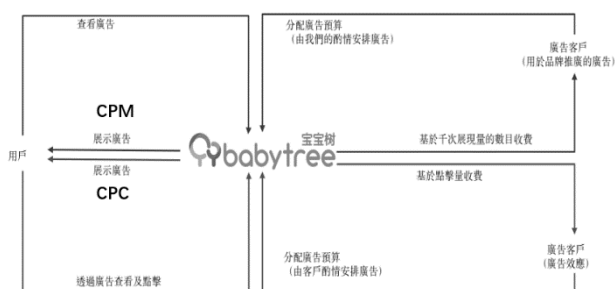
2018年上半年销售展示类广告（CPM）收入为2.82亿元，效果类广告（CPC）收入为1650万元，CPM广告占广告业务收入比重为94.4%，同比增长65.6%，相比2017年的37.3%的增速进一步加快。2016、2017、2018上半年公司第一大客户保持不变，前五大客户收入占比分别为21.5%、25.7%和31.4%。2017年公司的前五大客户包括1家乳制品分销商（上海）及4家广告设计及制作服务的广告商。

图表21：2015-2018年上半年公司广告业务收入拆分



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表22：公司 CPM 和 CPC 广告模式的区别



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表23：公司前五大客户情况

	排名	客户	销售金额 (万元)	占收入百分比	与公司建立关系时间 (年)	账期 (日)
2016 年	1	B 客户	3343.4	6.60%	7	45
	2	A 客户	3074.5	6.00%	6	90
	3	C 客户	2156.4	4.20%	3	90
	4	D 客户	1231.9	2.40%	6	90
	5	F 客户	1165.5	2.30%	2	每季度
	前 5 大客户		10971.7	21.50%		
2017 年	排名	客户	销售金额 (万元)	占收入百分比	与公司建立关系时间 (年)	账期 (日)

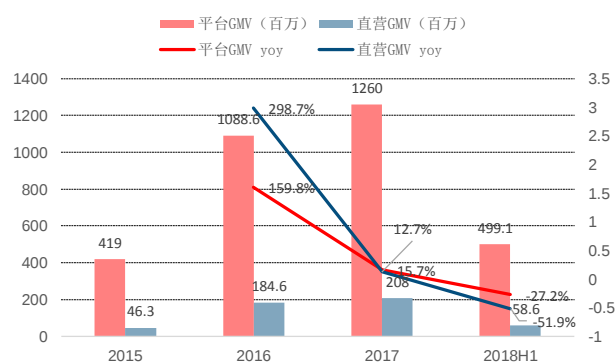
	1	B 客户	5828.5	8%	8	90
	2	G 客户	4021.7	5.50%	2	120
	3	E 客户	3460.3	4.70%	7	90
	4	H 客户	2832.1	3.90%	2	每季度
	5	A 客户	2631.1	3.60%	7	90
	前5大客户		18773.7	25.70%		

2018 年 上半年	排名	客户	销售金额（万元）	占收入百分比	与公司建立关系时间（年）	账期（日）
	1	B 客户	2888.6	7.10%	8.5	90
	2	I 客户	2688.4	6.60%	0.5	120
	3	J 客户	2634	6.50%	0.5	90
	4	A 客户	2329.3	5.70%	7.5	90
	5	K 客户	2235.8	5.50%	4.5	90
	前5大客户		12776.1	31.40%		

资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

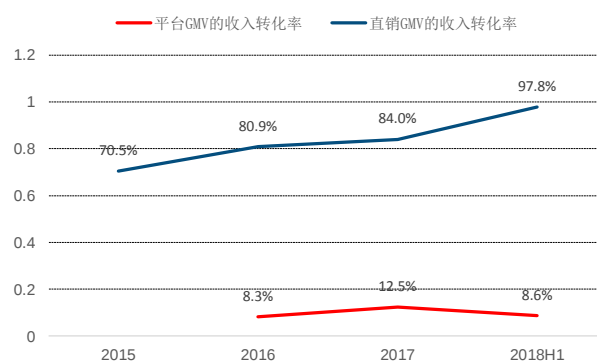
公司电商业务主要通过平台及直销模式开展业务，2017 年平台第三方销售的 GMV 为 12.6 亿元，占比为 85.8%。平台模式下，第三方商户在电商平台上出售商品，公司按销售额收取佣金，2015-2017 年佣金通常为 GMV 的 10%。平台 GMV 从 2015 年的 4.65 亿元迅速提升至 2017 年的 14.68 亿元，但 2017 年平台 GMV 增速有所放缓，同比增长 15.7%，2018 年上半年，公司主动进行电商战略调整，未来电商业务主要依托于阿里的合作。

图表24： 2015-2018 年上半年宝宝树电商平台 GMV



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

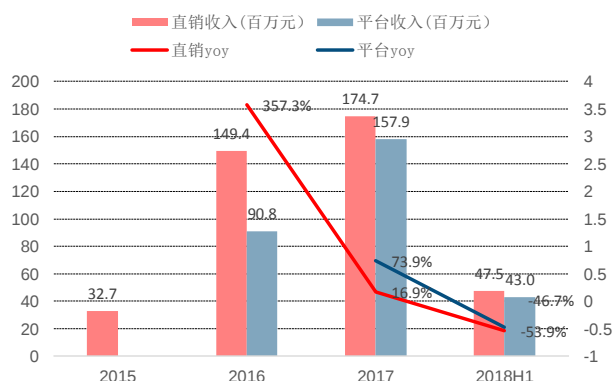
图表25： 2017 年公司平台及直销 GMV 占比



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

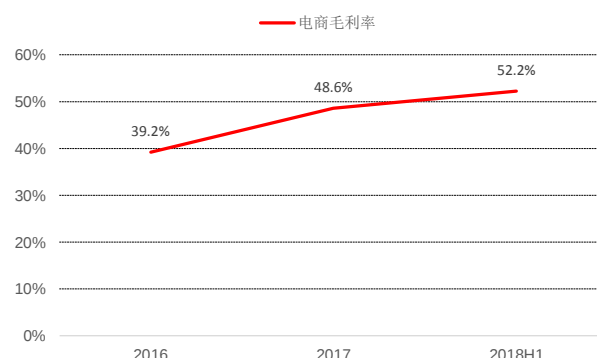
受益于平台 GMV 收入转化率和 GMV 的提升，2017 年平台模式收入同比增长 73.9%，达到 1.58 亿元，直销模式营业收入在 2015-2017 年分别为 0.33 亿元、1.49 亿元和 1.75 亿元，2017 年同比增长 16.9%。电商业务的整体毛利率从 2016 年的 39.2%提升到 2017 年的 48.6%再到 2018 年上半年的 52.2%。

图表26： 2015- 2018 上半年宝宝树集团电商收入拆分



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

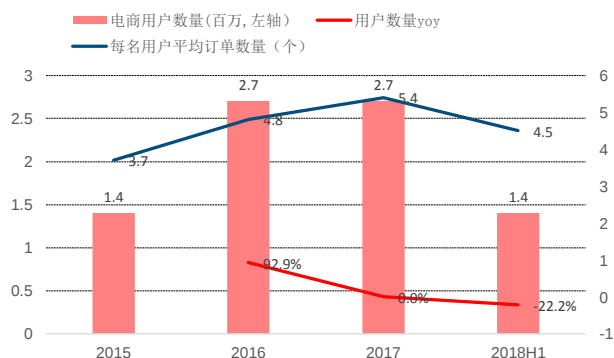
图表27： 2015-2017 年宝宝树电商业务毛利率



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

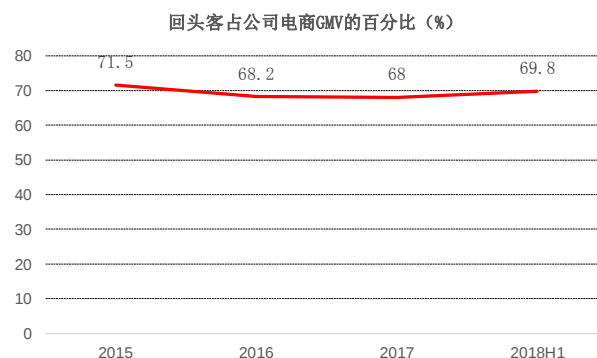
2017 年每名用户的平均订单数量为 5.4 个，全年电商去重成交用户数 270 万人，与 2016 年持平。考虑到手机端用户购物占绝大多数，若按照移动 APP 用户的 1680 万 MAU 计算，电商用户占比为 16.7%。2018 年上半年复购 GMV 占公司电商 GMV 的 69.8%。

图表28： 2015- 2018 上半年宝宝树电商用户数量



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

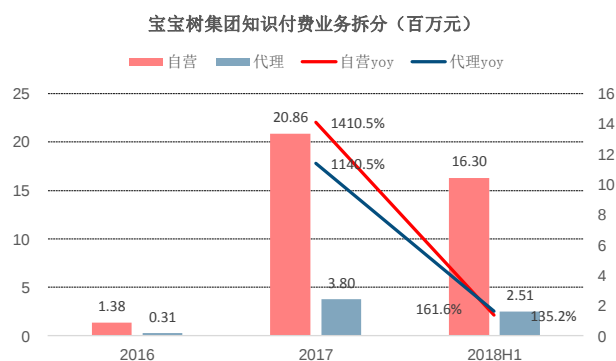
图表29： 2018 上半年回头客占公司电商 GMV 贡献的 70%



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

孕育知识付费服务崭露头角，未来前景广阔。公司自行或者引入专家提供收费的优质内容回答用户在孕期及孕育过程中的各种问题，其形式包括开讲、专家答、快问医生三种。开讲指线上课程，其定价会根据相关主题收取不同费用；专家答的费用一般介于 20-499 元，快问医生中一般要支付 29.9 元每次的固定价格。截止 2018 年 6 月，公司已与 641 名专家建立起合作关系，专家大部分来自与三甲医院或著名私立医院的副主任医师及以上职称医生。公司主要通过自营进行知识付费业务，2016 年知识付费收入达到 169 万元，2017 年为 2466 万元，2018 年上半年为 1881 万元，同比增长 138.4%。2017 年国内母婴知识付费市场规模 11 亿元，根据艾瑞咨询的调查 67.7% 的家庭愿意为育儿 APP 知识专栏付费，看好公司此项业务提升潜力。

图表30： 公司知识付费业务收入快速增加



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表31： 宝宝树通过知识付费向客户提供问诊等服务

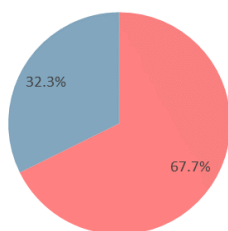


资料来源：宝宝树APP，中信建投证券研究发展部

图表32： 近7成用户有意愿付费购买育儿APP知识专栏

2018年中国家庭育儿用户购买APP付费内容意愿

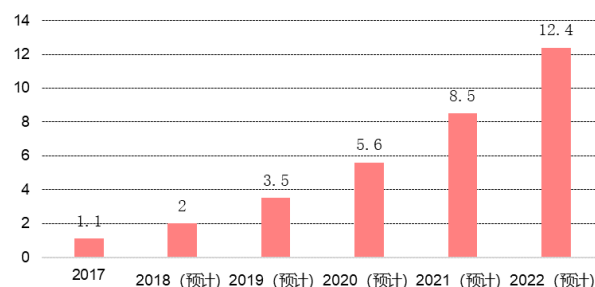
愿意付费用户比重 不愿意付费用户比重



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表33： 母婴知识付费领域预计迎来快速发展

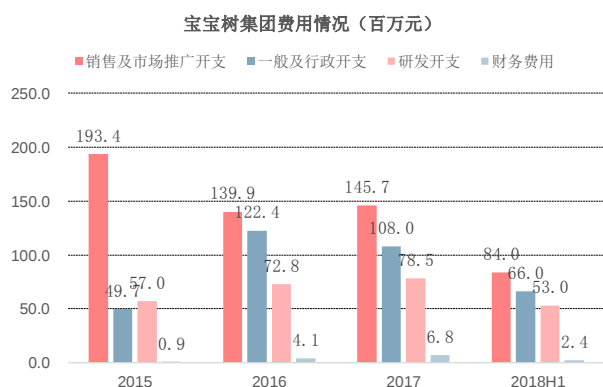
母婴知识付费市场规模（十亿RMB）



资料来源：沙利文报告，中信建投证券研究发展部

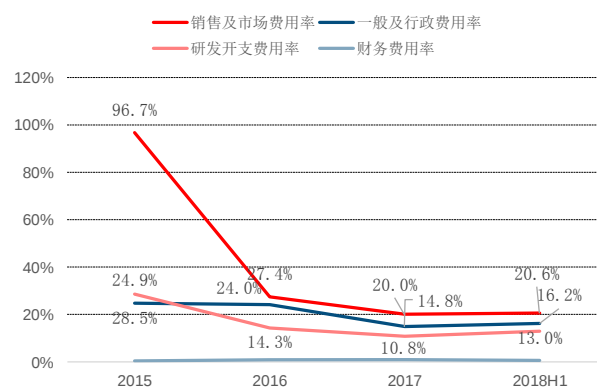
销售费用率快速下降带动公司盈利能力提升。公司的期间费用主要包含销售及市场推广开支、一般及行政开支与研发开支三项，随着公司收入体量的快速增加，2015、2016、2017、2018年上半年销售费用率分别为96.7%、27.4%、20.0%、20.6%，研发开支费率分别为28.5%、14.3%、10.8%、13.0%，一般及行政开支费用率分别为24.9%、24.0%和14.8%、16.2%。2016年一般及行政开支费用开支升幅较大主要是由于大量员工股权激励计划在2016年行权。

图表34： 2015-2017 年公司各项费用拆分



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

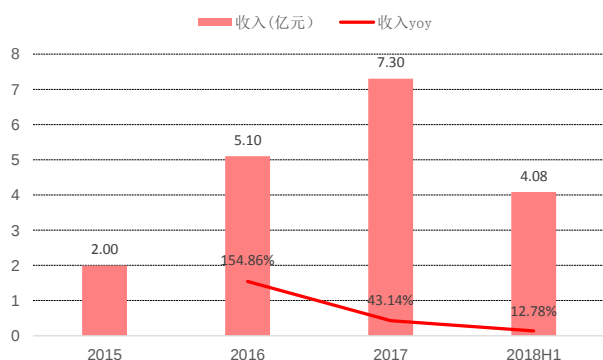
图表35： 2015-2017 年公司各项费用占营收比重



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

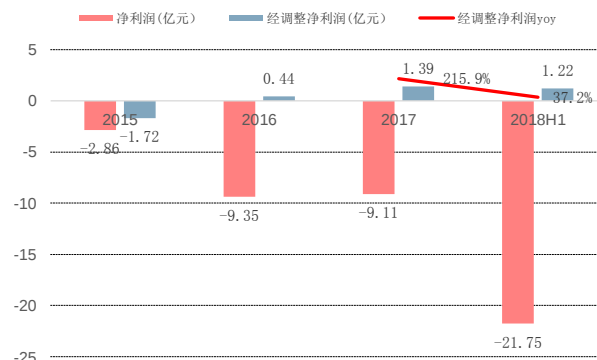
2015-2017 年间公司营收快速增长，分别为 2.0 亿、5.1 亿、7.3 亿元；2018 年上半年收入为 4.08 亿元，同比增长 12.8%。得益于收入的快速增长和费率的下降，公司 2015-2017 年的经调整年内损益分别为-1.72 亿元、0.44 亿元及 1.39 亿元。2018 年上半年经调整净利润为 1.22 亿元，同比增长 37%。

图表36： 2015-2018 上半年公司营业收入及收入增速



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表37： 2015- 2018 上半年公司经调整年内损益及净利率

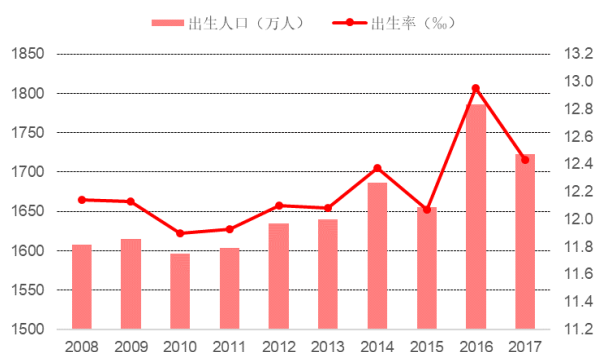


资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

全面二胎政策利好母婴产业，母婴社区平台流量变现方式探索中前进

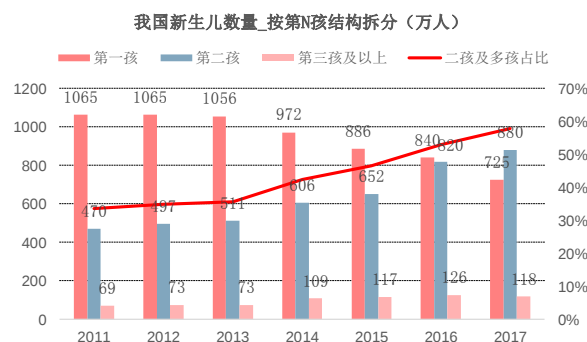
全面二胎政策背景下，二胎及多胎已成为新生儿的主力军。新生儿方面，2008-2011 年我国新出生人口整体数量在 1600 万人左右徘徊，2012 年以来有明显上升趋势，至 2017 年新生儿数量为 1605 万人。2014 年我国正式全面实行“单独二胎”政策，当年第二孩出生数量为 606 万人，比 2013 年大幅增长 18.6%，2016 年我国全面放开“全面二胎”，当年出生二孩数量为 820 万人，比 2015 年增长 25.8%，二胎政策拉动出生人口效果显著，至 2017 年二胎新生儿数量达到 880 万人，已经超过一胎。

图表38：过去 10 年我国新生儿人口总量总体呈上升趋势



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表39：我国新生儿人口的结构拆分



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

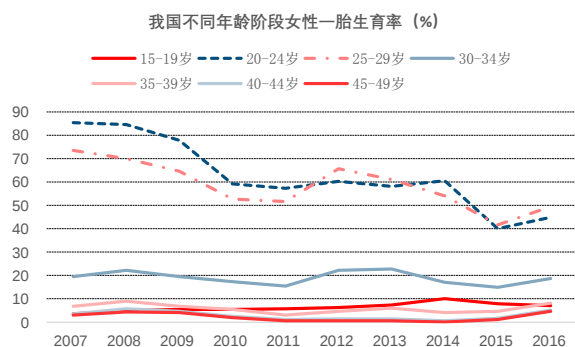
图表40：1978 年以来我国生育政策变化情况



资料来源: 公开资料, 中信建投证券研究发展部

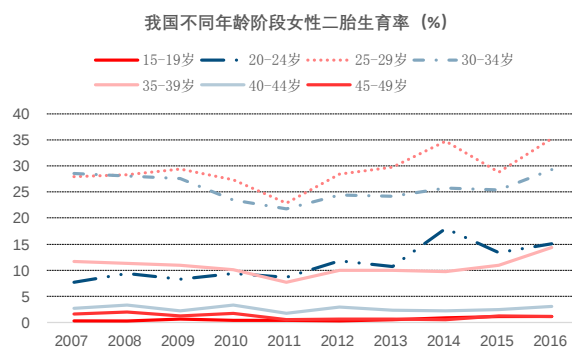
适龄生育妇女总数下降与生育意愿下降,全面二胎政策短期利好,长期来看新生儿数据仍可能呈下降趋势。2012 年以来,头胎(第一孩)数量呈现明显下滑趋势,2012 年出生人口中第一孩数量为 1065 万人,至 2017 年已经下滑到 725 万人,5 年时间下滑 32%。原因主要在于几点:(1)育龄妇女(15-49 周岁)的人数近十年来逐年下降,2017 年相比 2012 年下降 6.84%。(2)由于房价高涨(房贷压力)、工作压力大(孩子需要人带)等因素,国内育儿成本逐步升高,80、90 后育龄父母“一孩”生育意愿下降,数据来看尤其是 20-30 岁这部分女性的生育意愿明显下降,其一胎生育率从 2007 年的 70-80%降低到 2016 年的 40-50%。以上因素长期来看不利于新生儿数量的增长。

图表41：过去10年我国20-29岁女性一胎生育率明显下滑



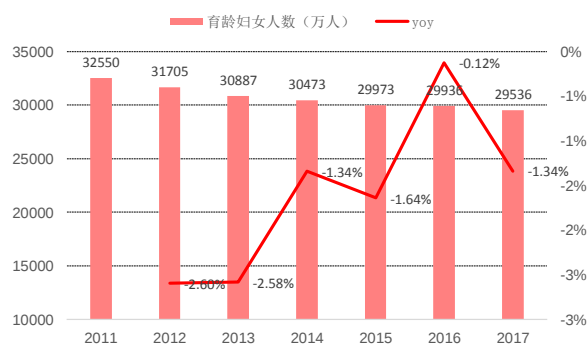
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表42：过去5年我国20-34岁女性二胎生育率明显上升



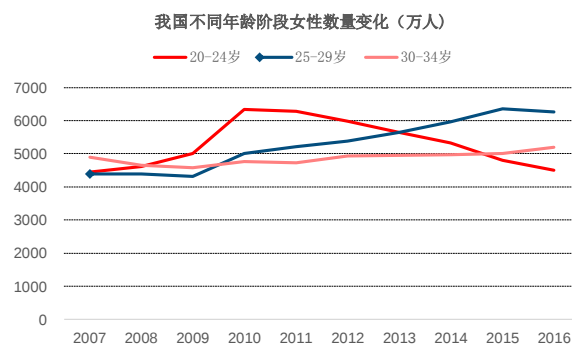
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表43：我国育龄妇女人口数量最近几年不断下滑



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表44：近10年25-29岁妇女数量实际上有较大幅度增加

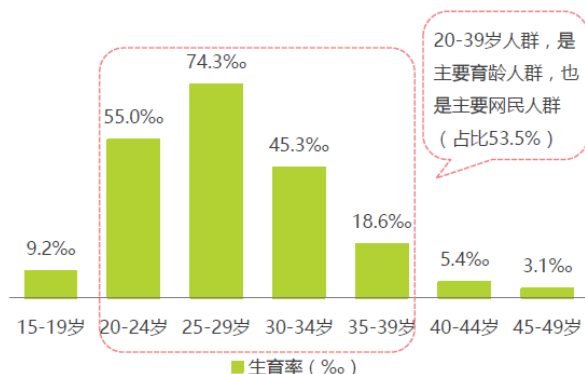


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

国内移动流量红利接近天花板，母婴类APP用户增速放缓。从2015年的育龄妇女分布来看，20-39岁是主要育龄女性年龄，同时该年龄段的人群在移动互联网用户中的比重达到53.5%。这些育龄女性都是手机用户和母婴类APP的潜在使用用户，从2016年2月至2017年2月，母婴类APP（包含电商类、社区类和工具类）月独立用户数从4385万提升至7469万，同比增长70.3%，随后增速放缓，育儿类APP用户（包含电商类和社区类）用户从2017年4月的7194万提升至2018年3月的8247万，增幅为14.6%，用户数量逐渐增速放缓。

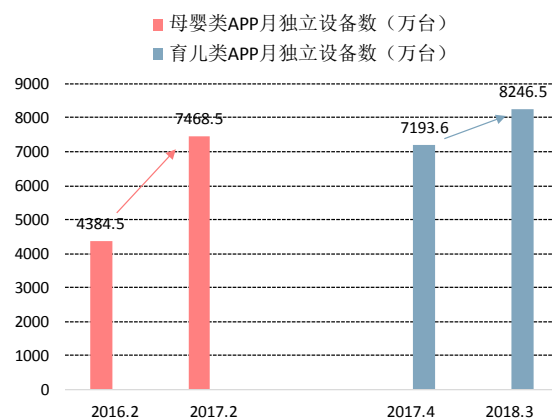
图表45：育龄女性与移动互联网用户身份重叠

2015年中国育龄妇女分年龄生育率



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

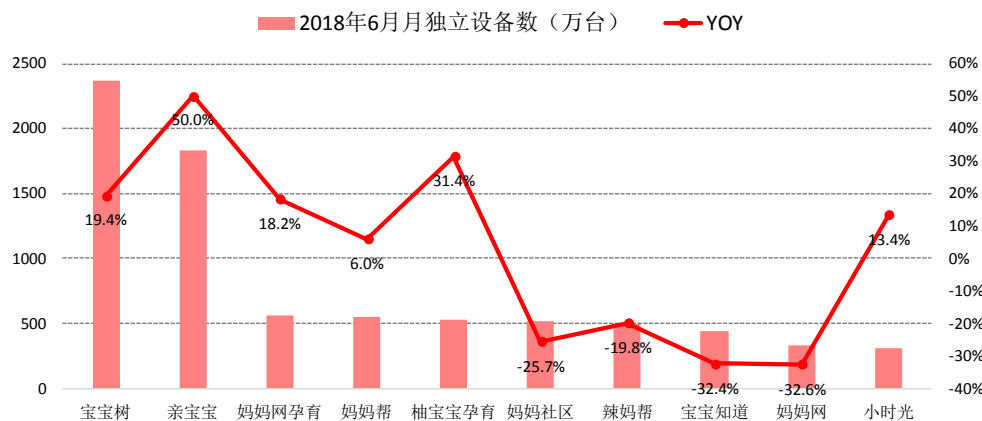
图表46：母婴类 APP 需求爆发，增速放缓



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

母婴类社区 APP 用户量变动分化，宝宝树孕育和小时光继续增长。根据艾瑞咨询的数据，前五大母婴社区近一年来月独立用户数保持增长，从第六至第九位数量开始下滑。目前宝宝树月独立用户数维持第一位，过去一年用户数增长 19.4%，亲宝宝过去一年增长高达 50%，用户数量达到 1833 万，前两大社区用户数遥遥领先第三名。第五至九大母婴社区用户数量均出现衰减，第十位小时光为宝宝树公司第二大平台，用户数量增长 13.4%。

图表47：2018年6月前十大母婴社区类 APP 月独立设备数量变化

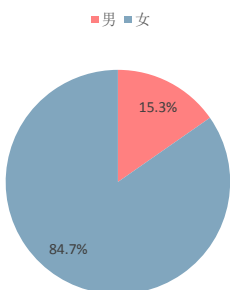


资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

女性是母婴 APP 主要用户，使用时间多在 2 年内。根据 Talkingdata 的数据，女性是母婴类 APP 使用的主要人群，占比达到 84.7%。母婴类 APP 的主要使用人群的孕育阶段为妊娠期和新生儿出生 6 个月内，这一期间的人群占比达到 60.6%，新生儿 1 岁以上的孕育人群仅占比 19.9%，反映出用户的 APP 使用生命周期相对较短。

图表48： 女性用户是母婴 APP 的主力军

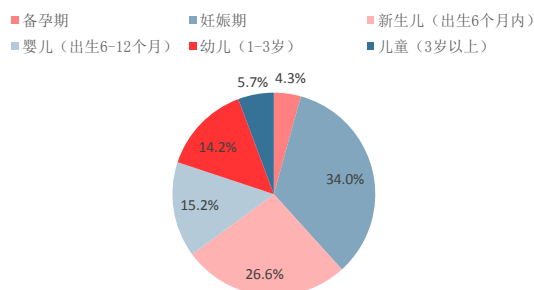
母婴APP使用人群的性别结构



资料来源: Talkingdata, 中信建投证券研究发展部

图表49： 从怀孕到新生儿 1 岁内为母婴 APP 主要使用时段

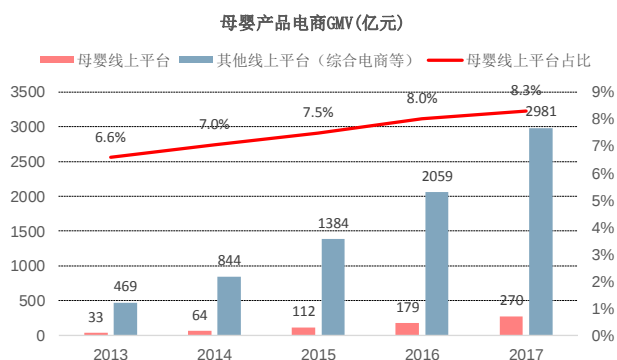
母婴APP用户画像——人群孕育阶段



资料来源: Talkingdata, 中信建投证券研究发展部

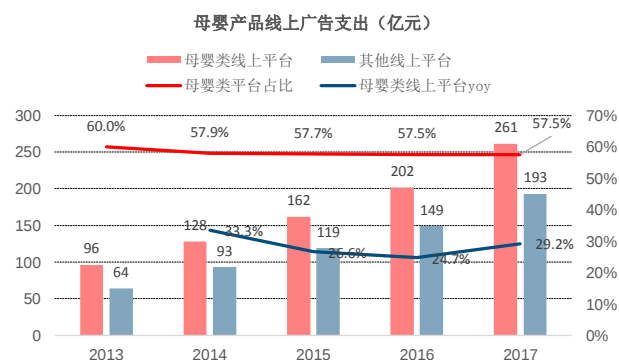
母婴 APP 用户的使用生命周期较短，因此在相对较短的时间内进行更多流量变现至关重要，目前较为成熟的模式是电商及广告变现。2017 年我国线上母婴电商 GMV 为 3251 亿元，同比增长 45%，其中垂直类母婴线上平台 GMV 为 270 亿元，同比增长 51%，占线上母婴市场规模的 8.3%，垂直类母婴 APP 占电商 GMV 比较低。线上母婴广告市场来看，垂直母婴线上平台 2017 年广告收入为 261 亿元，同比增长 29.2%，占母婴线上广告市场比重的 57.5%，反映出母婴线上社区的广告价值更被认可。

图表50： 垂直类母婴线上平台 2017 年 GMV 为 270 亿元



资料来源: 公司招股说明书, 中信建投证券研究发展部

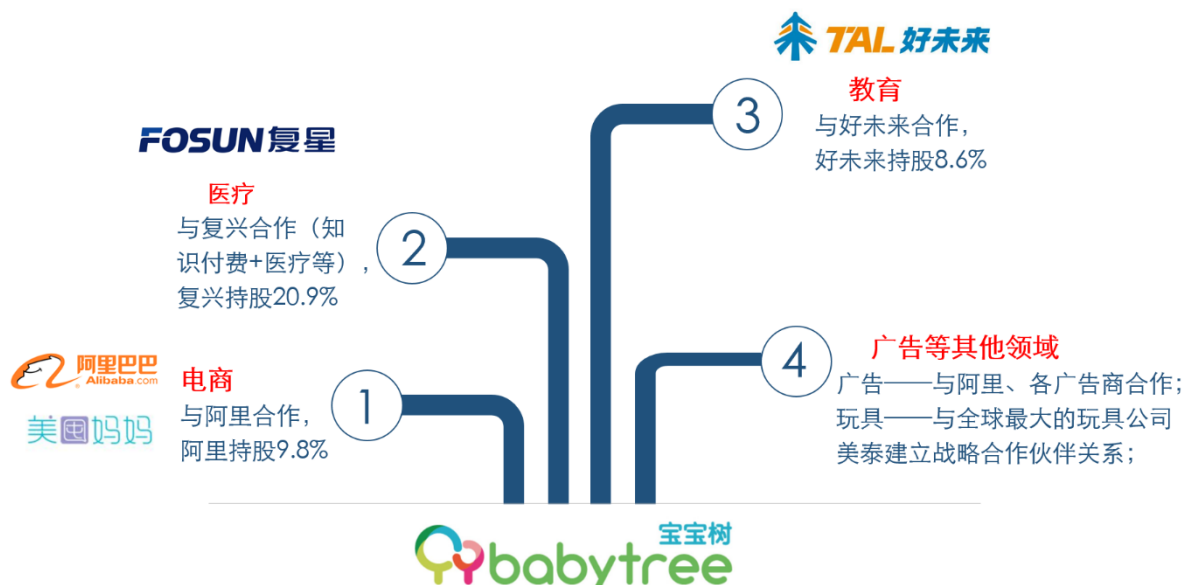
图表51： 垂直母婴线上平台广告市场 2017 年 261 亿元



资料来源: 公司招股说明书, 中信建投证券研究发展部

截止到 2018 年 Q3，公司手机 APP 宝宝树孕育和宝宝树小时光合计月均活跃用户（MAU）达 2520 万，PC 端及 WAP 端 MAU 为 1.50 亿，平台总 MAU 达到 1.75 亿。公司在电商领域和阿里巴巴开展了 5 年战略合作，双方团队已在前、中、后台打通了营销与电商层面的合作；在医疗等领域和复星展开合作，包括孕育知识付费、线下医院等；在教育领域和好未来展开合作，未来还计划开展线下母婴社区早教店等各类流量变现途径。

图表52： 宝宝树各业务板块的合作方以及未来流量变现的方向



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部制图

盈利预测与风险提示

核心假设：（1）公司已与阿里达成为期 5 年的战略合作，预计 2018-2020 年公司的平台电商业务将大幅增长，且来自阿里支付的电商流量费率保持稳定；（2）公司目前广告位利用率仍有较大提升空间，与阿里的合作亦将带动广告收入持续快速增长。

预计 2018-2020 年公司收入分别为 7.87、13.70、19.28 亿元人民币，同比增长 7.9%、74.1%、40.7%；归母净利润为-21.24、6.06、9.11 亿元人民币；经调整净利润分别为 1.73、6.06、9.11 亿元，同比增长 24.7%、250.0%、50.4%。

公司未来可能面临的风险如下：（1）行业竞争激烈，用户的获取成本抬升，支付的流量购买费用更多；（2）内容产品容易被竞争对手复制，需要持续不断的内容投入；（3）与阿里合作电商业务是否能达到预期；（4）新生儿人口数量下滑。

单位：万元，人民币	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	20,000	50,973	72,962	78,694	137,031	192,829
<i>yoy</i>		154.9%	43.1%	7.9%	74.1%	40.7%
广告收入	16,734	26,787	37,239	61,444	92,167	129,033
<i>yoy</i>		60.1%	39.0%	65.0%	50.0%	40.0%
电商收入	3,266	24,018	33,258	13,304	35,000	49,000
<i>yoy</i>		635.4%	38.5%	-60.0%	163.1%	40.0%
直销收入	3,266	14,938	17,467	5,240	0	0
<i>yoy</i>		357.3%	16.9%	-70.0%	-50.0%	

请参阅最后一页的重要声明

上市公司深度报告

平台收入		9,080	15,791	8,064	35,000	49,000
	yoy		73.9%	-48.9%	334.0%	40.0%
平台 GMV	41,900	108,860	126,000	100,800	500,000	700,000
平台 GMV yoy		159.8%	15.7%	-20.0%	396.0%	40.0%
平台 GMV 收入转化率			8.3%	12.5%	8.0%	7.0%
知识付费收入		169	2,466	3,946	9,864	14,796
	yoy		1359.2%	60.0%	150.0%	50.0%
毛利润	10,921	27,045	46,112	61,601	121,391	172,125
	毛利率	54.6%	53.1%	63.2%	78.3%	88.6%
广告收入	67.9%	65.9%	76.2%	83.0%	86.0%	87.0%
电子商务服务	39.2%	48.6%	53.0%	95.0%	95.0%	95.0%
知识付费			64.2%	90.0%	90.0%	90.0%
其他收入-经营	252	1,666	5,433	1,658	1,658	1,658
其他经营净收益	37	547	-1,074	-1,091	-1,091	-1,091
销售及市场费用	19,335	13,988	14,575	17,313	20,555	28,924
	销售及市场费用率	96.7%	27.4%	20.0%	22.0%	15.0%
一般及行政费用	4,971	12,242	10,801	14,952	16,444	19,283
	一般及行政费用率	24.9%	24.0%	14.8%	19.0%	12.0%
研发费用	5,695	7,281	7,848	12,591	15,073	17,355
	研发开支费用率	28.5%	14.3%	10.8%	16.0%	11.0%
营业利润	-18,791	-4,254	17,247	17,313	69,887	107,131
	营业利润率	-94.0%	-8.3%	23.6%	22.0%	51.0%
财务费用净额	-85	-408	-679	-1,000	-4,000	-4,000
	财务费用率	-0.4%	-0.8%	-0.9%	-1.3%	-2.9%
透过损益按公允价值计算之金融负债之公允价值收益/(亏损)	-11,252	-92,734	-104,991	-229,730	0	0
应占联营公司损益		-95	-243	0	0	0
除税前溢利	-29,958	-96,674	-87,308	-211,417	73,887	111,131
所得税	-1,316	-3,221	3,804	1,000	13,300	20,004
	所得税比率				18%	18%
净利润(含少数股东权益)	-28,642	-93,454	-91,112	-212,417	60,587	91,127
净利润(不含少数股东权益)	-28,642	-93,454	-91,112	-212,417	60,587	91,127
yoy						50.4%
以权益结算以股份为基础付款开支	169	5,157	0	0	0	0
经调整净利润	-17,221	4,436	13,879	17,313	60,587	91,127
yoy			212.9%	24.7%	250.0%	50.4%

分析师介绍

陈萌：中信建投海外前瞻研究首席分析师，中信建投中小市值首席分析师。从事中小市值研究 5 年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究助理 **叶乐（报告联系人）：**yele@csc.com.cn，复旦大学金融硕士，工科金融复合背景，2016 年加入中信建投证券，2017 年“新财富”中小市值研究第三名，重点研究消费升级和教育领域，涉及母婴产业、教育、宠物、新零售、化妆品等。

报告贡献人

邱季：010-86451494 qiuji@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859