



多维度挖掘变现空间，母婴社区龙头迎成长拐点

2018.12.03

| | | |
|-------|----------------------|-------------------|
| | 肖明亮(分析师) | 叶锐(研究助理) |
| 电话: | 020-88832290 | 020-88836101 |
| 邮箱: | xiaoml@gzgzhs.com.cn | yek@gzgzhs.com.cn |
| 执业编号: | A1310517070001 | A1310117040003 |

暂不评级 (首次覆盖)

| | |
|-------|------|
| 现价: | 8.94 |
| 目标价: | - |
| 股价空间: | - |

投资逻辑:

传媒行业

- **背靠万亿市场，母婴线上社区多元变现驱动成长。**2017年母婴产品服务市场规模为2万亿元，受益于互联网成长+生育能力释放，母婴线上社区有望凭借用户规模以及质量优势，通过垂直一体化发展模式满足用户多元需求，并进行多元维度的变现，目前主流的母婴社区变现领域包括广告（17年454亿元，+29%）、电商（17年325亿元，+45%）以及知识付费（17年11亿元，+200%）等。
- **宝宝树：立足解决母婴用户家庭情感、认识忧虑，多维度挖掘变现空间。**
从获客端来看：母婴社区行业核心痛点在于年轻家庭对宝宝出生所带来的健康、情感及实际问题的忧虑，公司通过宝宝树孕育以及小时光两大产品，从学习、分享、记录以及购物四大维度解决了用户在孕育过程中遇到的忧虑。**变现端来看：**广告：18年H1广告业务营收占比为72%，增速70%，受益于平台用户质量高，老用户数量占比从2015年17%提升至18年H1的69%。电商：以平台为主直销为辅，平台GMV占比为90%，2017年电商业务实现营收3.3亿元，18年H1受公司战略调整减少直销业务导致下滑，后续将牵手阿里大力发展平台电商业务。知识付费：受益于公司垂直一体化社区建设，公司知识付费业务用户以及营收高速增长，17年实现收入2400万元，同比16年增长近20倍。
- **立足产品优势，品牌好+活跃度好+海量数据构建壁垒。**①获客：宝宝树无论在母婴类网站热度排名或者IOS榜单排名均名列前茅，受益于品牌与口碑，近年销售费用率处于相对下降区间。②运营：宝宝树拥有1.39亿月活用户，33万个圈子、8400万个帖子、12亿条评论；同时拥有1万篇免费文章、400首儿歌、1500名平台PUGC、542名平台专家等海量内容以及庞大的社区，丰富的内容信息得以提升用户的粘性，30日用户留存率为60%。③公司拥有全行业最多的1.29亿条用户数据信息，有望通过大数据分析加码广告以及C2M业务推进。
- **牵手阿里深化业务合作，优化产品延伸用户生命周期。**阿里集团战略入股9.9%，并签订一系列战略合作协议：电商（与阿里合作运营）、广告（广告主与投放渠道对接）、C2M（天猫设立C2M店铺）。同时，公司持续推出包括针对宝爸的产品，把用户范围扩大至宝宝年龄-2至6岁的年轻家庭；立足于用户优势，有望通过内生+外延方式进军医疗、金融及女性服饰以及海外母婴市场。
- **风险提示：**行业竞争加剧，活跃用户数大量下滑、行业政策风险、流量变现不及预期

股价表现

| 涨跌(%) | 1M | 3M | 6M |
|-------|------|-------|--------|
| 宝宝树集团 | - | - | - |
| 恒生指数 | 6.53 | -7.12 | -13.91 |

基本资料

| | |
|----------|---------------------------------|
| 总市值(亿港元) | 115 |
| 总股本(亿股) | 16.69 |
| 资产负债率 | 416% |
| 大股东 | Wang Family Limited Partnership |
| 大股东持股比例 | 22.18% |

相关报告

*广证恒生-母婴专题报告:极致化垂直服务发力,释放母婴渠道消费红利-20180318

| 主要财务指标 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018H1 |
|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 200.00 | 509.73 | 729.63 | 408.13 |
| 同比(%) | | 154.86 | 43.14 | 12.78 |
| 扣非归母净利润 | -173.86 | -6.94 | 136.26 | 121.70 |
| 同比(%) | | 96.01 | 2064 | 37.98 |
| 毛利率(%) | 54.61 | 53.06 | 63.20 | 76.79 |
| ROE(%) | | 227.17 | 36.19 | 38.59 |



目录

| | |
|---|----|
| 目录 | 2 |
| 图表目录 | 3 |
| 1. 初识公司：国内最大的母婴社区平台，股东&高管背景雄厚 | 4 |
| 2. 背靠万亿市场，关注母婴线上社区多元变现成长 | 7 |
| 2.1 互联网+计划生育+在线平台+消费水平共保母婴市场 | 7 |
| 2.1.1 互联网成长红利仍在，经济消费基础稳定 | 7 |
| 2.1.2 生育能力释放+潜在用户全体庞大+母婴消费占比提升，共促母婴市场成长 | 8 |
| 2.2 母婴线上社区细分龙头已现，垂直一体化为发展趋势 | 9 |
| 2.2.1 母婴在线平台市场壁垒和主要入场门槛 | 9 |
| 2.2.2 母婴社区垂直一体化发展，多元布局并进 | 10 |
| 2.3 三大变现机会驱动母婴社区行业成长 | 12 |
| 2.3.1 广告变现：受益于互联网及移动互联网成长红利 | 12 |
| 2.3.2 电商变现：可自由支配收入上涨+消费升级+互联网渗透深化推动 | 12 |
| 2.3.3 知识付费变现：垂直平台涌现驱动变现机会 | 13 |
| 3. 立足解决核心痛点，多维度挖掘变现空间 | 14 |
| 3.1 获客端：两大独立产品，四大维度着手解决行业核心痛点 | 14 |
| 3.1.1 宝宝树孕育——立足社交建立垂直一体化母婴社区 | 15 |
| 3.1.2 小时光——专注于儿童成长，延续用户生命周期 | 15 |
| 3.1.3 美国妈妈——电商平台 | 16 |
| 3.2 变现端：广告+电商+知识付费，三重维度释放变现潜力 | 17 |
| 3.2.1 多元广告解决方案创造宝宝树过半营收 | 17 |
| 3.2.2 美国妈妈电商平台解锁母婴生态商业潜力 | 17 |
| 3.2.3 受益于垂直化社区建设，知识付费加速起飞 | 19 |
| 4. 立足产品优势，持续深度挖掘变现机会 | 20 |
| 4.1 从获客、运营、变现竞争优势突出 | 20 |
| 4.1.1 获客：品牌+口碑双轮驱动，排名榜单常年领先 | 20 |
| 4.1.2 运营：强大社交+丰富内容，提高用户粘性提升用户质量 | 21 |
| 4.1.3 变现：大数据提高变现效率，丰富的商业延展性 | 21 |
| 4.2 发展方向：延长用户生命周期+继续挖掘多元变现机会 | 21 |
| 4.2.1 产品优化延长用户生命周期，拓宽用户覆盖领域 | 21 |
| 4.2.2 牵手阿里深化及延伸变现渠道，内生外延全球进军 | 22 |
| 5. 风险提示 | 22 |



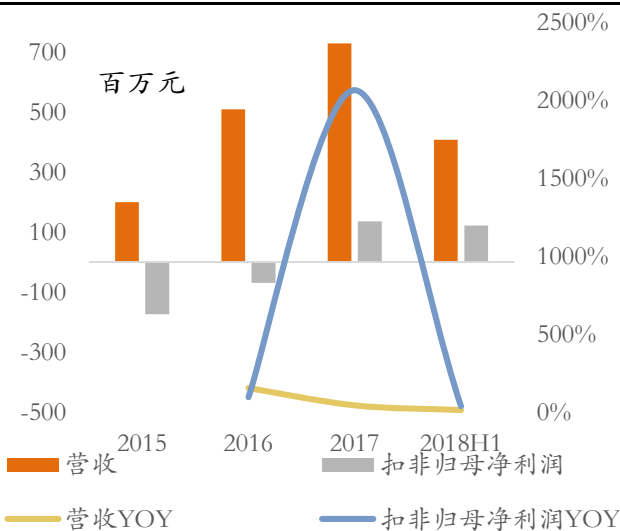
图表目录

| | | |
|--------|-------------------------------|----|
| 图表 1. | 公司营收和扣非归母净利润及其增速..... | 4 |
| 图表 2. | 公司 3 大业务营收结构 | 4 |
| 图表 3. | 公司主业业务毛利率情况 | 5 |
| 图表 4. | 期间费用率处于下降通道 | 5 |
| 图表 5. | 公司股东背景资源深厚 | 5 |
| 图表 6. | 公司核心高管资历深厚 | 5 |
| 图表 7. | 中国互联网用户以及渗透率稳定提升..... | 7 |
| 图表 8. | 中国移动互联网用户及渗透率稳定提升..... | 7 |
| 图表 9. | 我国人均可支配收入稳定提升 | 8 |
| 图表 10. | 中国新生儿数量以及出生率稳步提升..... | 8 |
| 图表 11. | 中国在线年轻家庭平台目标用户规模稳定提升..... | 8 |
| 图表 12. | 母婴产品消费支出占年轻人消费支出比例持续提升..... | 8 |
| 图表 13. | 中国母婴在线社区的主要入场门坎..... | 10 |
| 图表 14. | 中国母婴社区类 APP 活跃度排名 | 10 |
| 图表 15. | 全渠道一站式服务 | 11 |
| 图表 16. | 部分母婴渠道参与者的布局 | 11 |
| 图表 17. | 垂直母婴社区竞争格局 | 12 |
| 图表 18. | 母婴类垂直产业线上广告规模占比逐渐提升..... | 12 |
| 图表 19. | 母婴类垂直产品电商市场规模占比及年复合增长率..... | 13 |
| 图表 20. | 我国母婴知识付费市场规模高速增长..... | 13 |
| 图表 21. | 公司主要解决用户对宝宝出生带来各种问题的忧虑..... | 14 |
| 图表 22. | 公告板界面介绍 | 15 |
| 图表 23. | 问答板界面介绍 | 15 |
| 图表 24. | 小时光 MAU 数量可观 | 16 |
| 图表 25. | 小时光界面介绍 | 16 |
| 图表 26. | 美国妈妈页面介绍 | 16 |
| 图表 27. | 美国妈妈页面介绍 | 16 |
| 图表 28. | 宝宝树回头广告客户数量持续增长..... | 17 |
| 图表 29. | 广告服务贡献过半营收 | 17 |
| 图表 30. | 公司针对不同客户的定价模式 | 17 |
| 图表 31. | 电商付费用户数量符合增长率 39% | 18 |
| 图表 32. | 2017 电商收入突破 3 亿 | 18 |
| 图表 33. | 平台、直销两种模式对比 | 18 |
| 图表 34. | 平台为主，直销为辅 | 19 |
| 图表 35. | 出售 SKU 个数持续增长 | 19 |
| 图表 36. | 美国妈妈产品种类覆盖消耗品、洗漱用品、服装、食品..... | 19 |
| 图表 37. | 知识付费用户数量高速增长 | 20 |
| 图表 38. | 知识付费收入高速增长 | 20 |
| 图表 39. | 宝宝树网站热度位居母婴类榜首 | 20 |
| 图表 40. | 宝宝树孕育 APP 在 IOS 榜排名领先..... | 20 |
| 图表 41. | 宝宝树品牌百度搜索指数处于行业相对领先地位..... | 21 |

1. 初识公司：国内最大的母婴社区平台，股东&高管背景雄厚

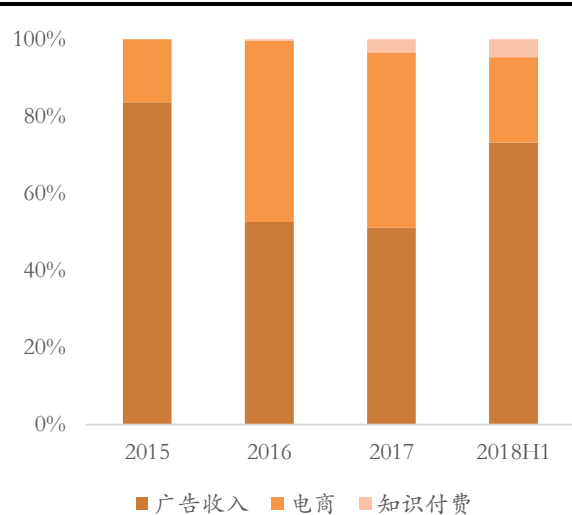
全国最大的母婴类社区平台，2017年平均月活1.39亿。公司是国内最大的母婴类社区平台，致力于基于母婴为主题，通过强大的社交功能和优质的内容为年轻家庭建立一个充满活力的社区，主要为用户提供学习、分享、记录和购物功能，通过广告、电商、知识付费的主要渠道进行商业变现。公司2017年实现营收7.29亿元，同比增长43%，2018年H1实现营收4.08亿元，同比增长12.78%，2017年实现净利润-9.11亿元，考虑当年确认了-10.49亿元的金融负债公允价值变动，扣非归母净利润为1.36亿元，同比增长2063%，2018年H1扣非归母净利润为1.22亿元，同比增长37%。从营收结构来看，2017年广告/电商/知识付费占比分别为51%/45.6%/3.4%，受主动减少自营电商业务的影响，2018H1电商营收减少50%；2017年，公司综合毛利率同比提升10.1pct至63.2%，三块业务毛利率均不同程度提升；从期间费用来看，受益于宝宝树品牌的成熟，公司大规模缩减销售费用，销售费用率从2015年的96%减少至2017年的20%，增厚公司业绩。

图表1. 公司营收和扣非归母净利润及其增速

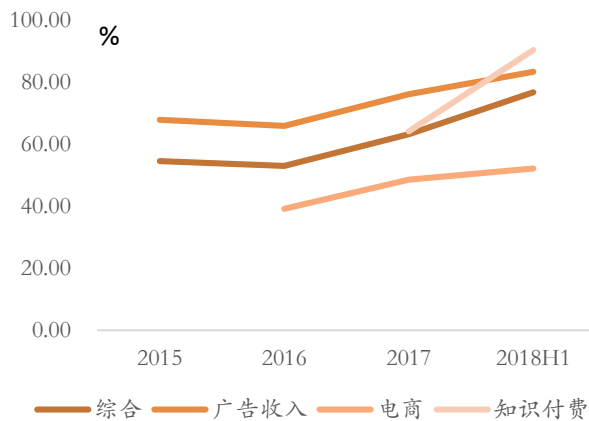


资料来源：公司公告、广证恒生

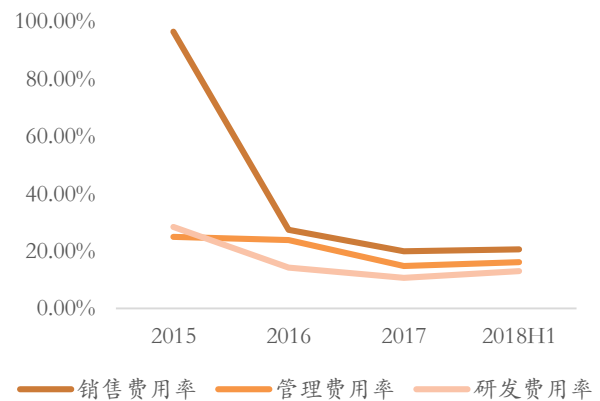
图表2. 公司3大业务营收结构



资料来源：公司公告、广证恒生

图表3. 公司主业业务毛利率情况


资料来源：公司公告、广证恒生

图表4. 期间费用率处于下降通道


资料来源：公司公告、广证恒生

公司股东背景深厚，核心高管资历深厚。公司主要股东由投资经验丰富、资金实力雄厚、产业经验丰富的复兴国际、阿里巴巴、好未来等构成。公司创始人王怀南先生在营销及行政管理领域拥有多年经验，曾在宝洁担任品牌经理，在雅虎担任高级营销总监并担任一拍网行政总裁，在谷歌亚洲担任市场总监。徐种先生在企业财务及金融管理方面拥有逾 17 年经验。曾于中银国际控股有限公司担任经理，于 Cazenove Capital Management Limited 担任亚洲副总裁，于华康保险代理有限公司担任首席财务官兼副总裁，于上海找钢网信息科技股份有限公司担任财务顾问及首席财务官。

图表5. 公司股东背景资源深厚

| 股东 | 占公司总股本的百分比 (%) | 股东背景 |
|--|----------------|-----------|
| Wang Family Limited Partnership | 22.18 | 创始人部分 |
| Startree (BVI) Limited | 21.11 | 复兴国际 |
| 淘宝中国控股有限公司 | 9.90 | 阿里巴巴 |
| 好未来教育集团 | 8.66 | 好未来 |
| Tenzing Holdings 2011, Ltd., Jumei International Holding Limited, 滨江(香港)有限公司 | 7.65 | 邵亦波-联合创始人 |

资料来源：公司公告、广证恒生 (截止 2018 年 11 月 27 日)

图表6. 公司核心高管资历深厚

| 姓名 | 年龄 | 现任职位 | 加入公司时间 | 个人背景 |
|-----|------|------------|---------|--|
| 王怀南 | 52 岁 | 执行董事及董事会主席 | 二零零七年一月 | 王先生毕业于清华大学本科，哥伦比亚大学和乔治华盛顿大学硕士，在营销及行政管理领域拥有多年经验。一九九六年至二零零一年，彼于宝洁担任品牌经理，彼主要负责品牌建设、推广及营销。二零零一年至二零零五年，担任雅虎的高 |

| | | | | |
|----------------------------|------|-----------|---------|---|
| | | | | 级营销总监并担任一拍网行政总裁。二零零五年至二零零六年，担任谷歌亚洲市场总监。 |
| 徐翀 | 42 岁 | 执行董事 /CFO | 二零一四年十月 | 徐先生毕业于南京大学本科，人民大学硕士，在企业财务及金融管理方面拥有逾 17 年经验。二零零一年七月至二零零三年八月，彼于中银国际控股有限公司担任经理，二零零六年三月至二零零七年七月，彼于 Cazenove Capital Management Limited 担任亚洲副总裁，彼主要负责公司财务。二零一一年三月至二零一一年七月，徐先生担任华康保险代理有限公司的首席财务官兼副总裁。二零一二年六月至二零一四年六月，彼于上海找钢网信息科技股份有限公司担任财务顾问及首席财务官。 |
| 陈启宇 | 46 岁 | 非执行董事 | 二零一七年一月 | 陈先生于一九九四年加入复星，现时担任复星国际有限公司担任执行董事及联席总裁。彼亦曾为上海复星药业的执行董事兼董事会主席、国药控股股份有限公司非执行董事兼副主席、迪安诊断技术集团股份有限公司董事及北京三元食品股份有限公司董事。此外，陈先生于复星投资的各公司担任董事。二零一五年十二月至二零一七年十一月，陈先生亦担任和康生物科技股份有限公司的董事。 |
| 王长颖 | 44 岁 | 非执行董事 | 二零一七年一月 | 王先生自二零一零年一月起担任上海复星创业投资管理有限公司总裁。彼自二零一六年五月担任上海复星高科技（集团）有限公司保健控股部门的副总裁及自二零一八年一月担任复星母婴家庭集团总裁。王先生现任绝味食品股份有限公司董事、深圳麦格米特电气股份有限公司董事及沈阳天安科技股份有限公司董事。王先生自二零一二年五月至二零一八年四月担任江苏东珠景观股份有限公司的董事。 |
| 邵亦 | 44 岁 | 非执行董事 | 二零一七年一月 | 邵先生自二零零八年起一直担任 Matrix Partners China 的创办合伙人。自一九九九年至二零零四年，邵先生为 Each Net.com 的创办人兼首席执行官。邵先生现为 Lexin Fintech Holdings Ltd 董事。邵先生于一九九五年六月取得哈佛大学理学及工程科学学士学位（优异成绩），及于一九九九年六月取得哈佛商学院工商管理硕士学位。 |
| 罗戎 | 36 岁 | 非执行董事 | 二零一八年六月 | 二零零六年七月至二零一二年三月，罗先生于 Microsoft Corporation 担任金融管理高级经理，彼主要负责金融管理。二零一二年四月至二零一三年六月，罗先生于联想集团有限公司担任财务高级经理，主要负责财务运营及董事及高级管理层管理。二零一三年六月至二零一四年九月，罗先生于 eLong, Inc 担任首席财务官。罗先生自二零一四年十一月起于好未来担任首席财务官。 |
| Christina Franz REITERMANN | 49 岁 | 非执行董事 | 二零一八年六月 | Reitermann 先生于一九九七年一月加入台北的 The Ogilvy Group 并自二零一四年八月起一直担任中国区行政总裁及自二零一六年五月起担任行政总裁。彼亦自二零一七年起一直担任 WPPplc 的一名全球客户主管，彼主要负责管理全球客户关系。 |
| 靖捷 | 43 岁 | 非执行董事 | 二零一八年六月 | 一九九八年七月至二零一二年八月，靖先生任职于广州宝洁有限公司的市场部，广州宝洁有限公司为宝洁的成员公司， |

| | | | |
|--|--|--|--|
| | | | 主要负责大中华区的品牌营运。二零一二年九月至二零一五年六月，彼任职于中粮食品营销有限公司。靖先生自二零一五年七月起担任阿里巴巴集团控股有限公司副总裁，彼主要负责天猫的管理及营运。于二零一七年十二月，彼获晋升为天猫的总裁。 |
|--|--|--|--|

资料来源：宝宝树、广证恒生

2. 背靠万亿市场，关注母婴线上社区多元变现成长

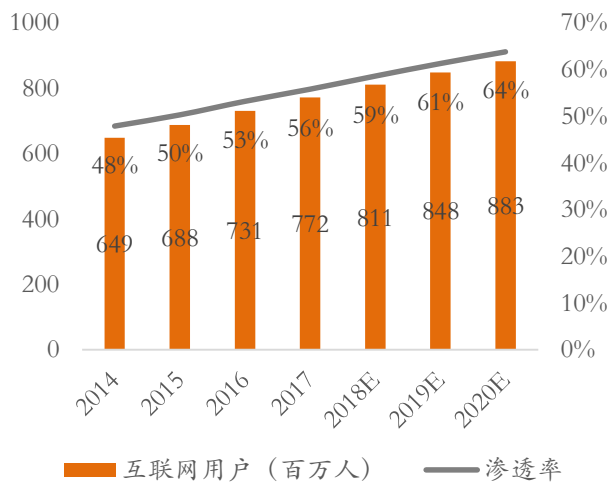
2.1 互联网+计划生育+在线平台+消费水平共保母婴市场

2.1.1 互联网成长红利仍在，经济消费基础稳定

中国互联网用户数量增长红利仍在，渗透率稳定提升。受益于互联网以及移动互联网的普及，用户渗透率持续得到提升，2017年互联网用户数为7.72亿人，渗透率为56%，预计至2020年互联网用户数将达到8.83亿人，渗透率提升至64%；2017年移动互联网用户数为7.53亿人，渗透率为54%，预计至2020年移动互联网用户数将达到8.77亿人，渗透率提升至63%。

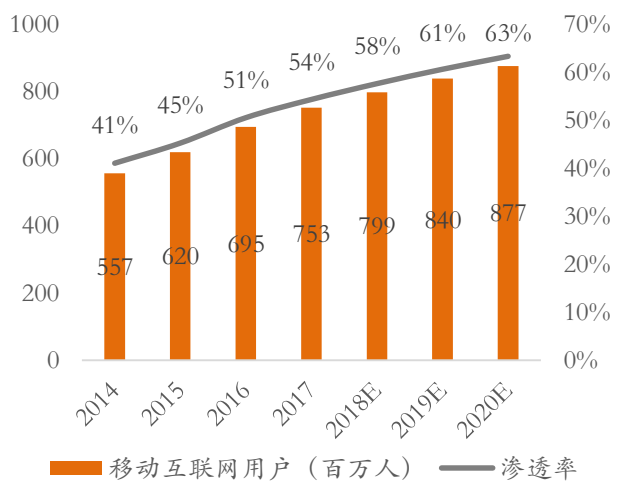
消费习惯的改变、在线购物的发展以及中产阶级收入的增加，使中国消费经济稳步增长。根据沙利文报告，2013年至2017年，中国居民人均年度可支配收入由人民币18,311元增至人民币25,974元，年复合增长率为9.1%。中国居民人均年度可支配收入的增长刺激了中国消费经济，尤其是在教育、文化及娱乐活动与服务方面的支出。2017年至2022年间，中国居民人均年度可支配收入预计将以9.3%的年复合增长率增长。

图表7. 中国互联网用户以及渗透率稳定提升



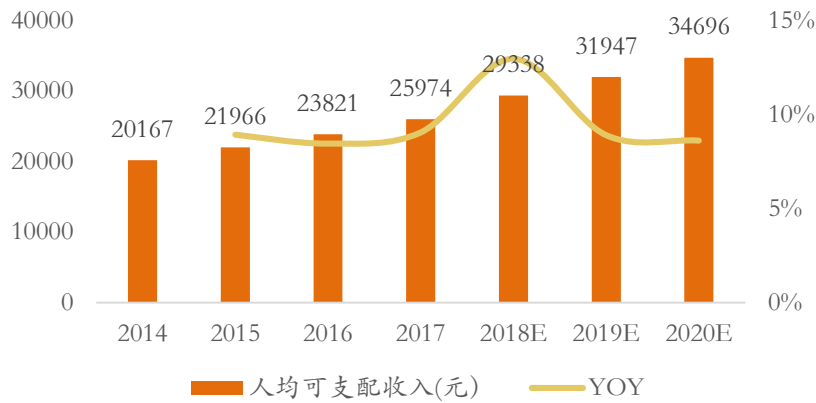
资料来源：弗诺斯特沙利文、广证恒生

图表8. 中国移动互联网用户及渗透率稳定提升



资料来源：弗诺斯特沙利文、广证恒生

图表9. 我国人均可支配收入稳定提升

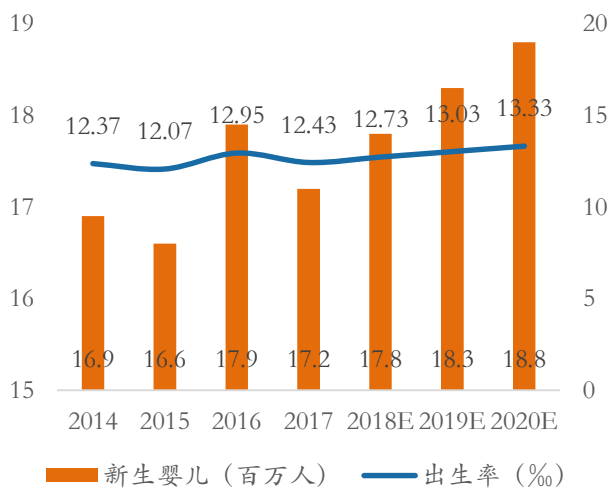


资料来源: 弗诺斯特沙利文、广证恒生

2.1.2 生育能力释放+潜在用户全体庞大+母婴消费占比提升, 共促母婴市场成长

中国政府逐步放开计划生育政策以及年轻家庭平台的不断渗透和年轻家庭消费市场的增长, 促使中国母婴类产品及服务市场潜力巨大。鉴于出生率预测的稳定增长, 中国母婴产品及服务市场预期将于可预见的未来扩展。新生儿数量由2013年的16.4百万人增至2017年的17.2百万人, 期间年复合增长率为1.2%, 出生率由12.08%增至12.43%。根据沙利文报告, 未来数年的出生率预计将稳步增至13%以上, 目标用户人数由2013年12月31日的540.0百万人增至2017年12月31日的559.8百万人。在线年轻家庭平台的目标用户人数预计到2022年将增至599.4百万人。同时中国年轻家庭消费的市场规模由2013年的人民币6.3万亿元增至2017年的人民币11.0万亿元, 年复合增长率为15.0%。期间, 母婴产品及服务市场由2013年的人民币1.0万亿元扩展至2017年人民币2.0万亿元, 年复合增长率为18.9%。

图表10. 中国新生儿数量以及出生率稳步提升



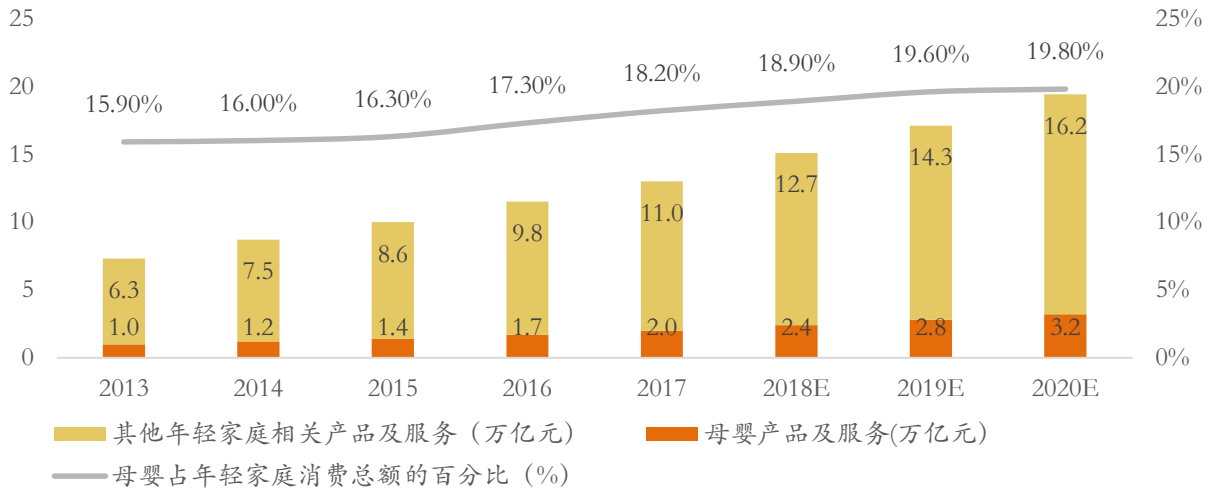
资料来源: 弗诺斯特沙利文、广证恒生

图表11. 中国在线年轻家庭平台目标用户规模稳定提升



资料来源: 弗诺斯特沙利文、广证恒生

图表12. 母婴产品消费支出占年轻人消费支出比例持续提升



资料来源：弗诺斯特沙利文、广证恒生

2.2 母婴线上社区细分龙头已现，垂直一体化为发展趋势

2.2.1 母婴在线平台市场壁垒和主要入场门槛

母婴在线市场由于其目标客户群体的特殊性，其主要市场壁垒主要体现在以下几个方面：

- **品牌形象。**大多数用户加入母婴在线小区是为了获取相关知识，他们倾向于信任具有较佳品牌形象的在线小区。即使是在其他领域拥有较大用户流的公司，进入母婴在线小区行业亦很可能因缺乏只能透过长期品牌建立而获得的权威品牌形象而告失败。
- **社交活动。**透过在母婴在线小区加入社交功能，行业领袖得以从知识类网站中脱颖而出。此外，由于各母婴在线小区之间的竞争加剧，完善的社交功能不仅能吸引更多用户，还能提高现有用户的忠诚度以及转化率。
- **内容质量。**由于用户可免费使用大多数母婴在线小区，因此内容质量对挽留用户至关重要。优质内容应同时具针对性及可靠度，以确保用户能获取符合其需要的可靠信息。
- **多元化。**提供多种服务的母婴在线小区很可能优于提供少数服务的同类小区。应努力探讨相关行业或领域的知识和话题，以满足小区用户的各种需要，从而进一步利用小区用户的价值。
- **用户体验。**用户体验是影响用户对小区评价及停留时间的关键因素。母婴在线小区应优化产品开发，从而使用户在流动应用程序或网页上的体验与其需求相关并使其感到兴趣。
- **大数据分析及运算的强劲后盾。**在大数据及算法方面具有优势的在线小区更能有效组织内容及为用户提供相关信息及服务。母婴在线小区应积极利用其累积的庞大用户流及大数据，将其应用于在线广告、行为分析及其他有关方面，从而继续提高盈利能力及竞争力。

图表13. 中国母婴在线社区的主要入场门坎

| | |
|----------------|--|
| 用户数量及质量 | 现有母婴在线小区均已经历初始阶段，并获得大量用户。由于营运时间足够，用户忠诚度及活跃度相对稳定。此外，完善的社交功能不仅能吸引更多用户，还能提高现有用户的忠诚度。这可能对新加入的公司构成主要入场门坎。 |
| 积累的内容 | 在线小区的主要活动是编制及分享内容。平台营运时间越长，积累的内容便越多。有关内容可能包括 UGC、PGC 及 PUGC，均为平台的宝贵资产。此外，一旦有关内容经系统化分类，便可逐渐形成有用的知识库，为用户提供更方便使用的实用工具。这可能对新加入的公司构成较高入场门坎。 |
| 技术支持 | 创建、营运及维护母婴小区需要大量的母婴专业知识及技术支持。要想积累较大的用户流便需要利用到大数据技术，以便恰当分析用户习惯及偏好。布局及页面设计需采用适当运算以不断进行调整。 |

资料来源：广证恒生

图表14. 中国母婴社区类 APP 活跃度排名

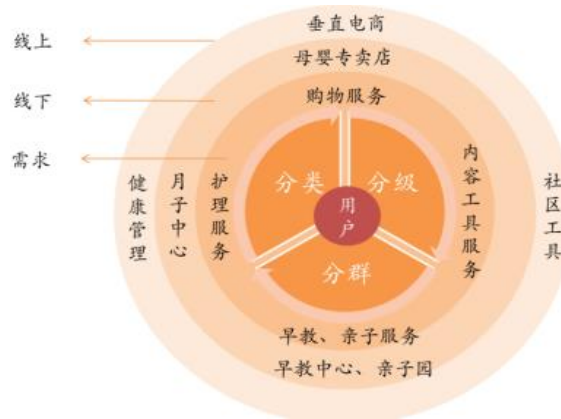
| 排名 | 母婴类 APP | 月度独立设备(万台) | 环比增幅(%) |
|----|---------|------------|---------|
| 1 | 宝宝树孕育 | 2170 | -1.8 |
| 2 | 亲宝宝 | 1924 | 3.4 |
| 3 | 妈妈网孕育 | 566 | 6.8 |
| 4 | 妈妈帮 | 550 | -0.1 |
| 5 | 柚宝宝 | 501 | -2.2 |
| 6 | 宝宝知道 | 395 | -0.2 |
| 7 | 孕期提醒 | 188 | -1.9 |
| 8 | 宝宝日常安全 | 185 | 0 |
| 9 | 崔玉涛育学园 | 73 | -3.7 |
| 10 | 疯狂造人 | 61 | 7.9 |

资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

2.2.2 母婴社区垂直一体化发展，多元布局并进

目前市场上的头部企业布局趋于垂直一体化模式。即首先用户识别体系，对用户分级、分群、分类，以达到预判消费行为，缩短消费路径的目的，并最终体现在用户留存率与转换率的提高。进而通过垂直一体化布局，深度满足消费者个性化需求，增强用户粘性。再通过 O2O 创新场景，线上线下优势互补，增强消费者体验感，满足消费者体验需求。诸如宝宝树、孩子王、妈妈网、妈妈帮、辣妈帮、蜜芽、贝贝网等基本都实现了垂直一体化的布局，形成了内容+社交+工具+电商/服务的商业模式。而诸如母婴之家、丽家宝贝、乐友则重点布局 O2O 创新场景，发挥各自线上或线下的渠道优势。

图表15. 全渠道一站式服务



资料来源：广证恒生

图表16. 部分母婴渠道参与者的布局

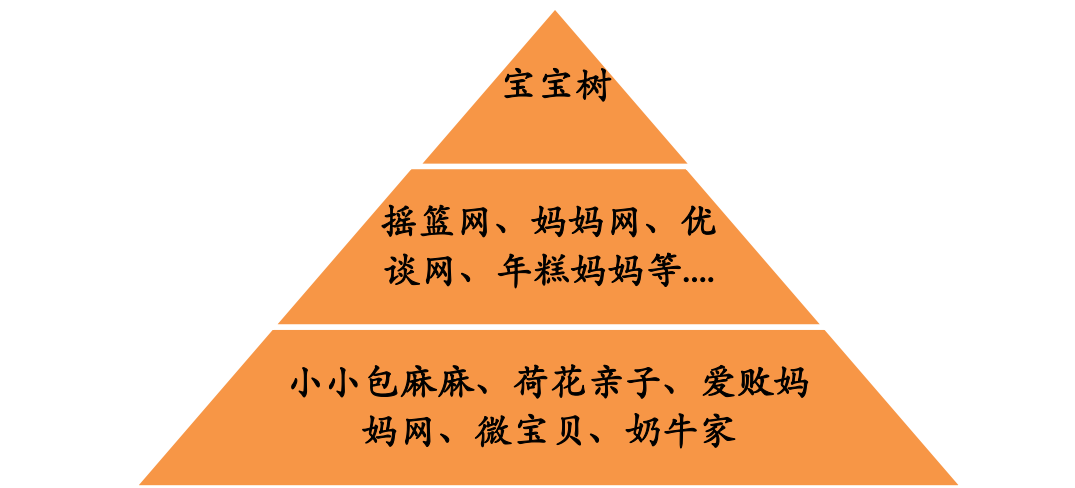
| 企业 | 细分 | 实体店 | 电商 | 内容 | 社交 | 工具 | 早教亲子 |
|------|-------|-----|----|----|----|----|------|
| 宝宝树 | 垂直社区 | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| 妈妈网 | 垂直社区 | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| 妈妈帮 | 垂直社区 | | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| 辣妈帮 | 垂直社区 | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| 蜜芽 | 垂直电商 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| 贝贝网 | 垂直电商 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| 母婴之家 | 垂直电商 | | ✓ | ✓ | | | |
| 孩子王 | 母婴专卖店 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| 乐友 | 母婴专卖店 | ✓ | ✓ | | | | |
| 丽家宝贝 | 母婴专卖店 | ✓ | ✓ | ✓ | | | |

资料来源：广证恒生

根据艾瑞咨询对母婴 APP 使用者的动机调查，我们发现消费者的需求众多，包括但不限于工具、社交、内容、服务等需求。86.8%的消费者希望通过母婴 APP 记录孩子成长，即工具需求；70%的消费者希望与家庭成员分享孩子动态，即社交需求；69.8%的消费者希望获得母婴知识，即内容需求；其次消费者也希望获得早教服务（40.2%），购买产品（32.3%）等。因此母婴渠道的趋势之一是垂直一体化——以垂直服务切入，深挖垂直链条，向垂直服务平台转变。

垂直一体化是母婴垂直电商发展的重要趋势之一，垂直一体化的内涵是满足长尾市场中大量并且不断更新的个性化需求。不仅包括购物的个性化需求，还包括社交、工具、早教、亲子等个性化需求的满足。表现出来，一方面是内容/社交/工具/电商/服务联动，另一方面则是深挖垂直链条，如妈妈经济、闺蜜经济（母婴、美妆、护理）。垂直社区需求点在于消费者对育儿知识、产品信息、服务信息的不了解，信息内容不对称赋予了垂直社区价值。据一米研究院调查，61%的妈妈担心孕育过程中缺乏知识和经验。并且根据艾瑞咨询统计，92.4%的父母选择通过母婴 APP 获取母婴知识。据艾瑞咨询与罗兰贝格的统计，假定线上各渠道占比不变，垂直社区占线上渠道交易额 6% 的份额。

图表17. 垂直母婴社区竞争格局



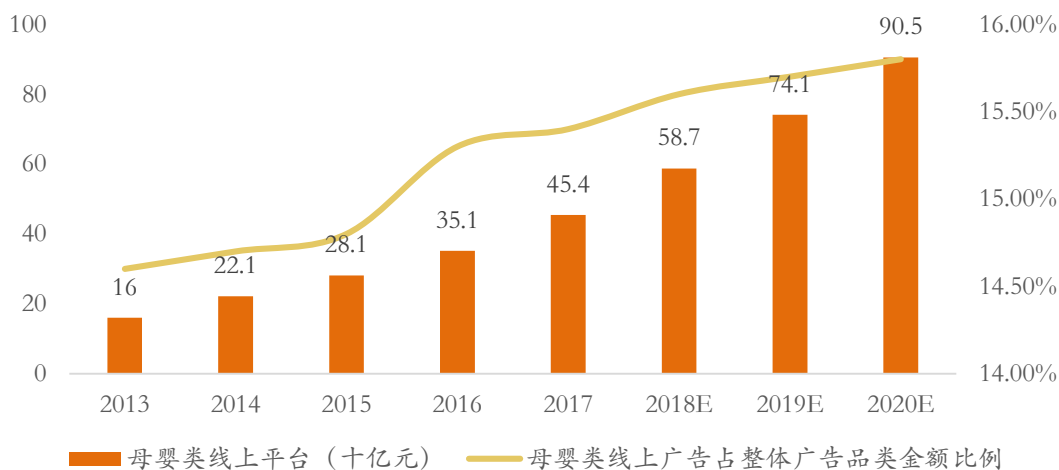
资料来源：广证恒生

2.3 三大变现机会驱动母婴社区行业成长

2.3.1 广告变现：受益于互联网及移动互联网成长红利

受益于互联网及移动互联网用户人数增加和生活方式及消费习惯的改变，母婴相关在线广告市场规模由2013年的160亿元增至2017年的454亿元，年复合增长率为29.8%。根据沙利文报告，随着母婴品牌加大对品牌建立的投资及加强对在线营销的重视，预计2017年至2022年母婴分部的在线广告开支将以22.1%的年复合增长率增长。

图表18. 母婴类垂直产业线上广告规模占比逐渐提升



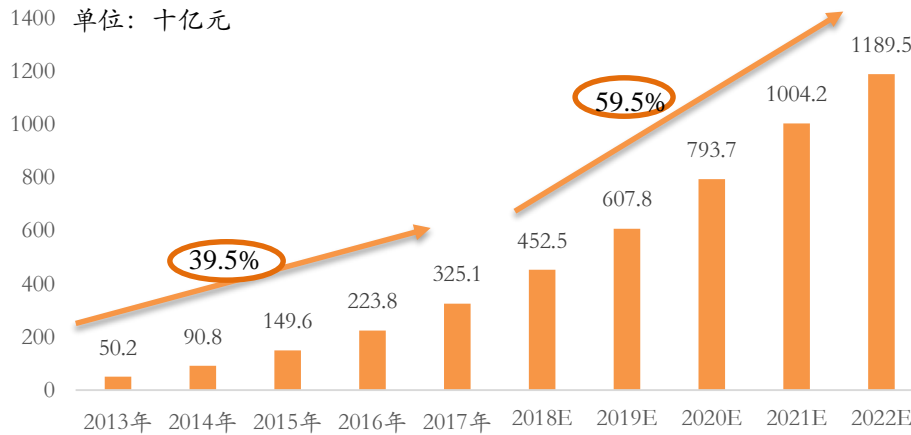
资料来源：公司公告、广证恒生

2.3.2 电商变现：可自由支配收入上涨+消费升级+互联网渗透深化推动

受中国居民可自由支配收入上涨、大众消费的不断升级以及互联网渗透率深化的影响，中国电商市场取得快速发展。中国电商市场规模由2013年的1.9万亿元增至2017年的7.2万亿元，年复合增长率为39.5%。根据沙利文报告，预计市场规模将以20.5%的年复合增长率进一步增至2022年18.3万亿元。具体而言，母婴电商市场规模（以交易总额计）由2013年的502亿元增至2017年的3,251亿元，年复合增长率

为 59.5%。母婴电商行业的其他主要参与者包括贝贝、蜜芽和宝贝格子。随着互联网渗透率深化及中国电商整体增长,预计 2017 年到 2022 年母婴电商市场规模(以交易总额计)将进一步以 29.6% 的年复合增长率增长。

图表19. 母婴类垂直产品电商市场规模占比及年复合增长率



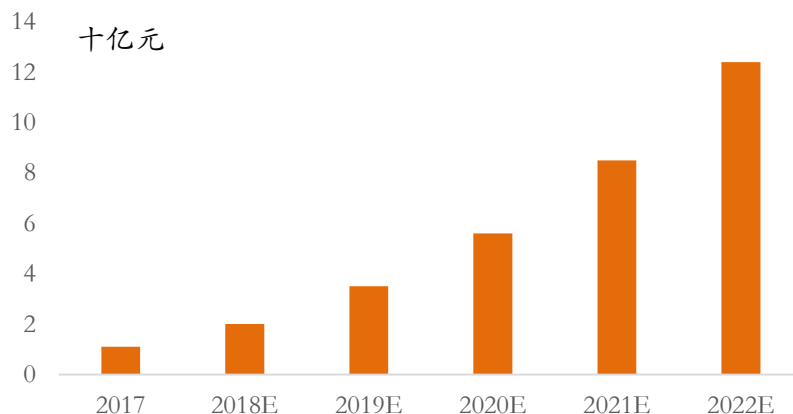
资料来源: 公司公告、广证恒生

2.3.3 知识付费变现: 垂直平台涌现驱动变现机会

近年来由于市场上信息迅速流通及母婴产品充斥,不少关注产前护理的家庭获得更多选择。有见及此,多个知识付费平台推出母婴主题。用户重视质量,因此更愿意付费购买符合其需求的内容,尤其是与健康相关的内容。同时由于知识产权意识增强及中国知识产权规管加强,互联网用户因而更愿意付费购买在线内容和服务和母婴知识付费服务确保父母能以符合成本效益的方式及时获得有价值的育儿知识等驱动因素,使知识付费市场快速发展。

2016 年母婴知识付费市场应运而生,2017 年拥有大量用户的垂直平台涌现。该前景广阔的市场亦吸引多家自媒体主动参与。中产阶级的崛起及消费升级为该等平台带来了大量受众。该市场较为分散,目前处于发展起步阶段。在多个有利因素的推动下,母婴知识付费市场的收入预计将由 2017 年的人民币 11 亿元增至 2022 年的人民币 124 亿元,年复合增长率为 62.3%

图表20. 我国母婴知识付费市场规模高速增长



资料来源: 公司公告、广证恒生

3. 立足解决核心痛点，多维度挖掘变现空间

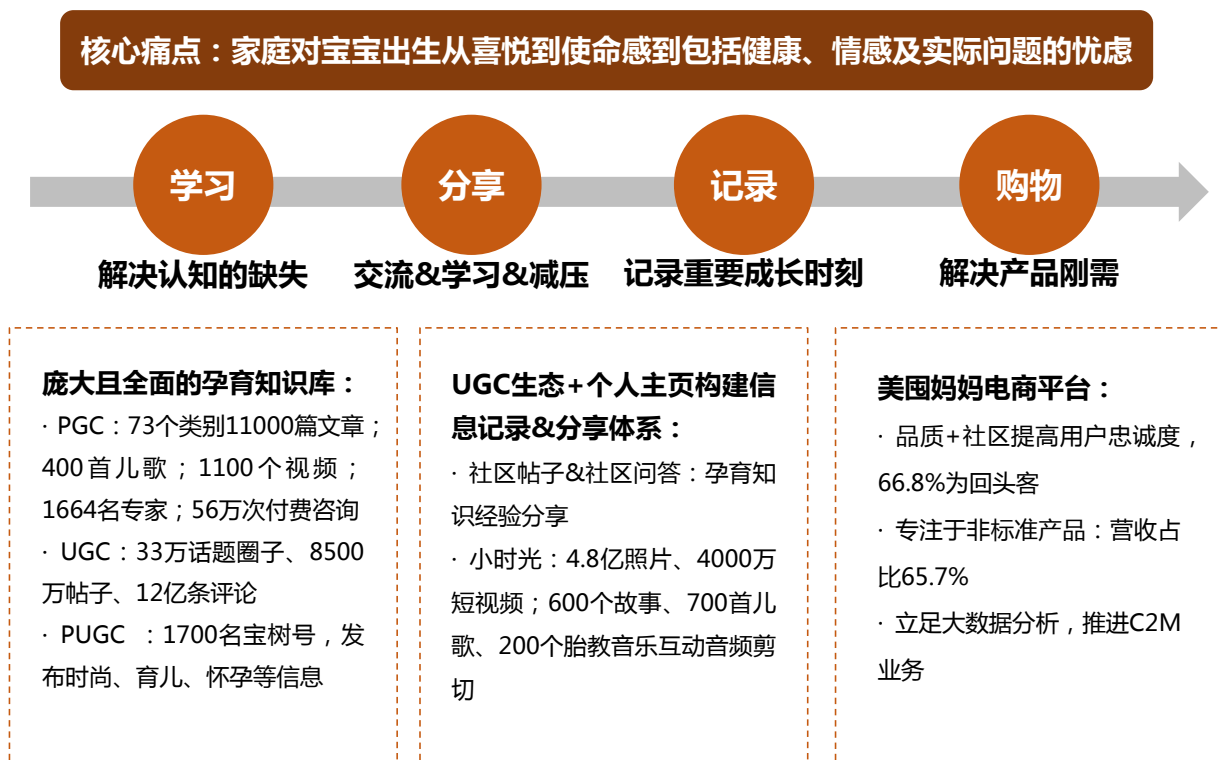
3.1 获客端：两大独立产品，四大维度着手解决行业核心痛点

母婴社区行业核心痛点：宝妈、宝爸对宝宝出生所带来的健康、情感及实际问题的忧虑。新生儿的降临是一个具有转变意义的事件。一个新生命的孕育、出生及成长给宝妈、宝爸乃至整个家庭带来巨大的喜悦。新生命通常为他们自己的生命赋予一个新的使命感，在许多方面都是一个新的开始，但同时也给他们带来了极大的忧虑，并衍生出诸多健康、情感及实际方面的问题及需求。

两大独立产品。公司目前主要拥有 a. 旗舰平台宝宝树孕育(包括宝宝树孕育移动应用程序及 PC 和 WAP 端的 babytree.com 网站)，b. 小时光 APP 专注于儿童发展拥有丰富图像的社交录像媒介，以及早教内容及工具的在线平台。

四大维度着力解决忧虑问题。①**学习：**对于许多用户来说，生育是一种全新体验；即使对于并非首次当父母的人，新问题也经常出现；公司拥有庞大且全面的知识库，拥有从 PGC、UGC、PUGC 多元知识内容渠道来源，目前已积累海量的内容体系。②**分享：**对于许多年轻妈妈来说，怀孕、分娩及育儿的旅程是快乐的，但亦可能是孤独的，他们渴望与人交流。③**记录：**于分娩前后，用户的生活会经历一段过渡期，许多用户迫切希望记录其与孩子从一个阶段步入另一个阶段的重要时刻，公司拥有宝宝树孕育（拥有社区帖子&社区问答产品栏目）以及小时光 APP（4.8 亿张照片、4000 万短视频）提供完善的信息分享以及记录功能。④**购物：**用户对分娩期专用产品具有相对刚性的需求；公司拥有美国妈妈电商平台，通过保证产品品质+社交属性，提高用户忠诚度，同时通过大数据分析，推进 C2M 业务等多样业务共同发展。

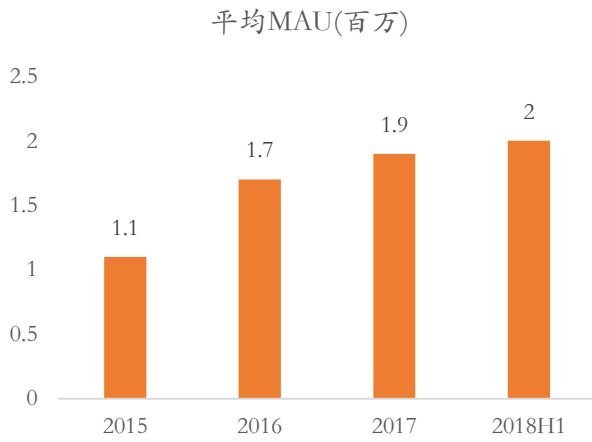
图表21. 公司主要解决用户对宝宝出生带来各种问题的忧虑



资料来源：广证恒生

亿照片，4000 万部短视频，1600 部不同形式的音频剪辑。

图表24. 小时光 MAU 数量可观



资料来源：公司公告、广证恒生

图表25. 小时光界面介绍



资料来源：宝宝树、广证恒生

3.1.3 美国妈妈——电商平台

美国妈妈与宝宝树孕育深度整合，完成商业闭环。1.功能整合：美国妈妈的功能深度嵌入宝宝树孕育，依托大数据技术，在宝宝树孕育的内容及社区旁精准投放商品宣传及广告，直接链接至美国妈妈的产品页面，用户轻松实现一体化购物。2.用户基础整合：宝宝树孕育的用户有效转接至美国妈妈，降低了电商获客成本，截至2018年6月30日，美国妈妈绝大部分用户流量来自于宝宝树孕育；用户对社区及内容的信任能带动其对电商产品的直接信心，有助于建立忠诚度与粘性的良性循环，2018年6月，贡献订单的用户中超60%为回头客。

图表26. 美国妈妈页面介绍



资料来源：宝宝树、广证恒生

图表27. 美国妈妈页面介绍



资料来源：宝宝树、广证恒生

3.2 变现端：广告+电商+知识付费，三重维度释放变现潜力

3.2.1 多元广告解决方案创造宝宝树过半营收

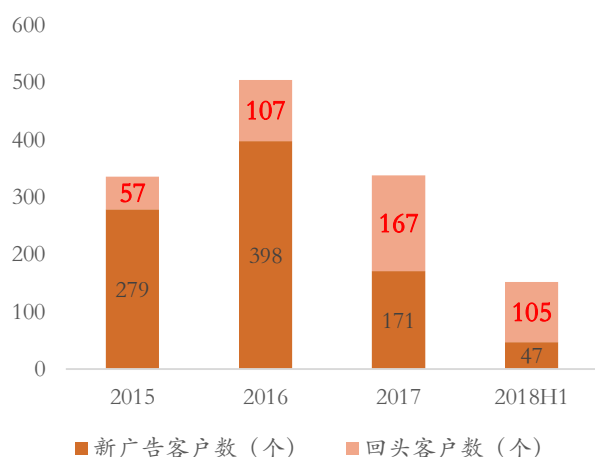
大数据+多元解决方案，回头客户持续增长，广告服务创造过半营收。宝宝树自主开发大数据系统 Matrix，通过分析婴儿年龄、位置、性别及其他用户行为数据实现广告的精准投放。同时，平台提供多种多样的广告类型及解决方案：旗帜、按钮、矩形、新闻推送、画中画等广告类型；产品试用、促销内容、产品植入等解决方案。2015 年至今，公司回头广告客户持续增长，且广告收入占总收入比例始终维持在 50% 之上，其中 2015 年广告收入占比超 80%，2018 上半年广告收入占比超 70%。

移动端广告收入占比趋升。公司把更多的资源用于推广移动端广告，因此可以看到移动端广告收入占比有上升的趋势。2017 年，移动端和 PC 端广告收入占比分别为 63% 和 37%，截至 2018 年 6 月 30 日，移动端广告收入占比上升至 83.8%，PC 端广告收入占比则下降至 16.2%。

公司通过 CPM、CPC 两种定价模型销售在线广告：CPM 模式最常用于提升品牌知名度及建立品牌可见性，广告每 1000 次浏览量将按 CPM 单位成本收费，主要客户有美素佳儿、惠氏等；CPC 模式则更加注重转换率，广告按点击成本收费。

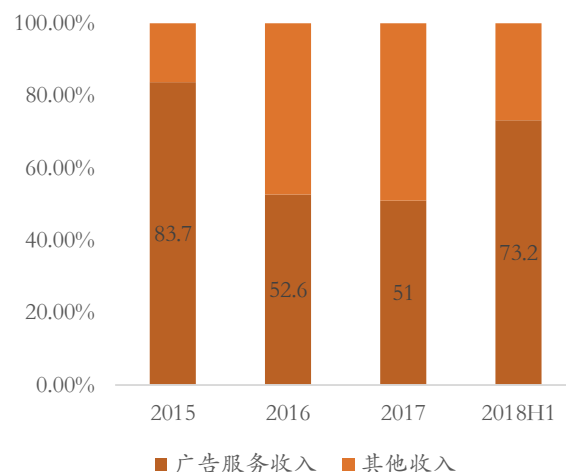
母婴行业客户首选+挖掘其他行业潜在客户，宝宝树广告业务增长潜力大。宝宝树拥有行业领先的高质量用户基础，并且依托大数据技术具备精准营销的能力，故而成为母婴行业客户的广告平台首选。同时，宝宝树积极挖掘医药、化妆品、皮肤护理、汽车、金融等行业的潜在客户，助力广告业务持续增长。

图表28. 宝宝树回头广告客户数量持续增长



资料来源：公司公告、广证恒生

图表29. 广告服务贡献过半营收



资料来源：公司公告、广证恒生

图表30. 公司针对不同客户的定价模式

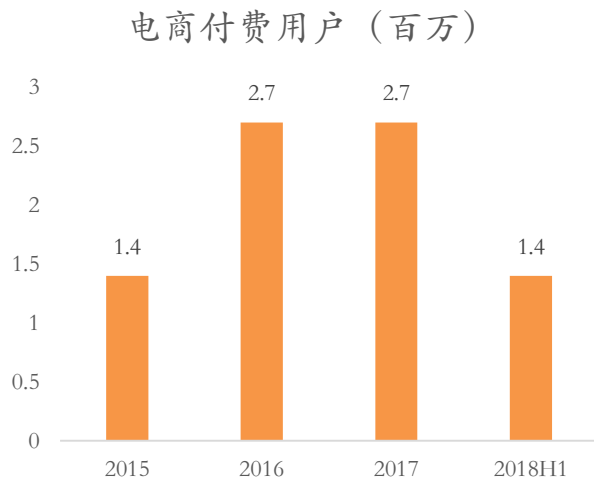
| | 品牌推广广告 | 效果广告 |
|------|---------------------------|--------------------------|
| 定价模式 | CPM | CPC |
| 定制服务 | 增值咨询服务，当中我们与客户一同制定广告及推广方案 | 按效果付费，客户可使用我们的自助广告平台投放广告 |
| 客户类别 | 蓝筹/大型客户及中型客户 | 长尾/小型客户 |

资料来源：公司公告、广证恒生

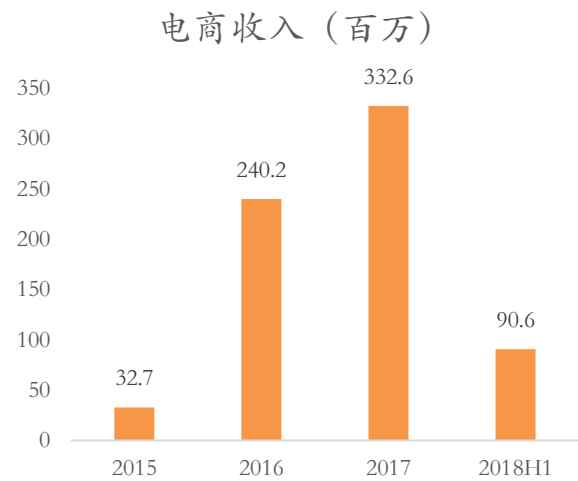
3.2.2 美国妈妈电商平台解锁母婴生态商业潜力

平台为主+直销为辅，2017 电商创收破 3 亿。宝宝树依托美国妈妈电商平台，实现整合用户资源，完

成有效变现。2015-2017，美国妈妈付费用户数量从 140 万增长至 270 万，复合增长率 39%；电商收入从 0.33 亿增长至 3.33 亿人民币。宝宝树的电商模式以平台为主，直销为辅：平台模式下第三方在公司平台向客户提供商品，公司按销售额收取 10% 左右的佣金；直销模式下公司向供应商采购产品并以自营的方式销售予客户；平台模式创造的 GMV 占比在 85%-90% 之间。

图表31. 电商付费用户数量符合增长率 39%


资料来源：公司公告、广证恒生

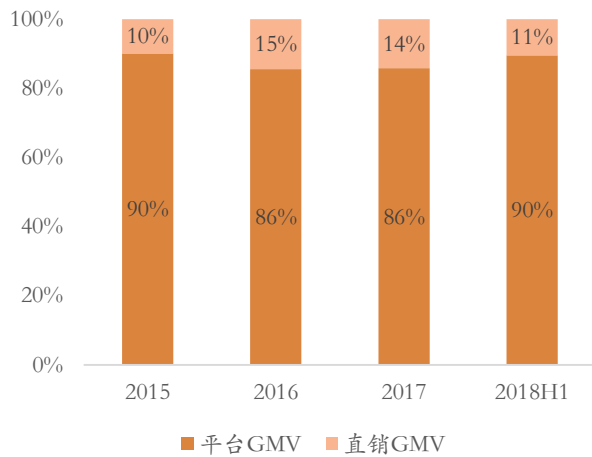
图表32. 2017 电商收入突破 3 亿


资料来源：公司公告、广证恒生

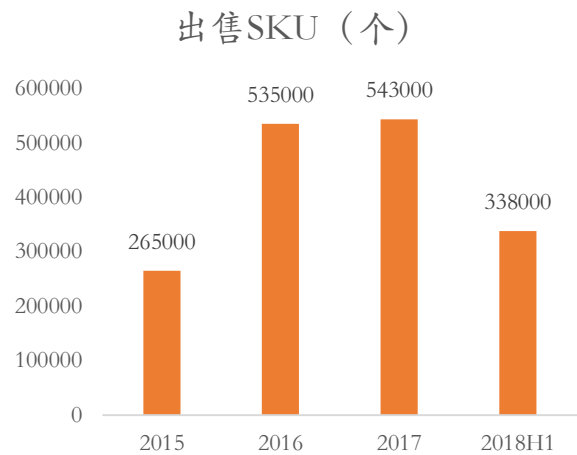
图表33. 平台、直销两种模式对比

| | 平台 | 直销 |
|---------|--|------------------|
| 公司角色 | 平台拥有人、运营商 | 供应商 |
| 收入来源 | 佣金 | 销售 |
| 利润来源 | 所有佣金均为毛利 | 定价及成本架构 |
| 定价决策者 | 商户 | 公司 |
| 负责存货方 | 商户 | 公司 |
| 负责交货方 | 商户 | 公司 |
| 负责宣传方 | 通常为商户，有时为公司 | 公司 |
| 负责客户服务方 | 商户负责售后服务，公司的客户服务团队接受客户反馈并传达给商户以及监督服务过程 | 公司负责，供应商有权申索弥偿保证 |

资料来源：公司公告、广证恒生

图表34. 平台为主，直销为辅


资料来源：公司公告、广证恒生

图表35. 出售 SKU 个数持续增长


资料来源：公司公告、广证恒生

覆盖四大类别母婴产品，出售 SKU 持续增长。美国妈妈电商平台上的产品类别包括消耗品、洗漱用品、服装和食品四大类别，出售 SKU 从 2015 年的 265000 个增长至 2017 年的 543000 个，2018 上半年出售 SKU 为 338000 个。

图表36. 美国妈妈产品种类覆盖消耗品、洗漱用品、服装、食品

| 类别 | 概述 | 主要品牌 |
|------|---------------|---|
| 消耗品 | 纸尿裤、孕期产品等 | 宝宝树专定、巴布豆 (Bobdog)、好奇 (Huggies) |
| 洗漱用品 | 孕妇沐浴液、婴儿沐浴液等 | 宝宝树专定，子初 (Springbuds)、戴可思 (Dexter)、红色小象 (Baby Elephant) |
| 服装 | 孕妇装、婴儿服装、婴儿饰品 | 慕倩、萝蜜、吉倩莉、艾琪贝美乐 |
| 食品 | 婴幼儿配方奶粉、膳食补充剂 | 惠氏 (Wyeth)、品赞、禾博士 (Dr. Herbs) |

资料来源：公司公告、广证恒生

大数据解锁生态系统商业潜力，C2M 业务成高附加值变现模式。公司 2017 年启动 C2M 业务，利用 Babytree Index (宝宝树指数) 数据分析系统实时监控平台关键词趋势，剖析社区热点，识别用户痛点，委托制造合作伙伴推出相关产品，从而实现变现。

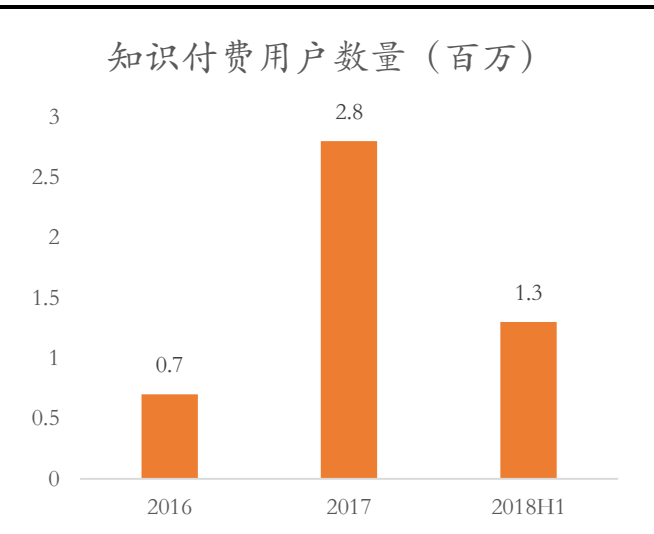
■ **案例：**2017Q1，公司发现“湿疹”一词搜索量激增，经研究发现用户将婴儿湿疹归因为擦拭纸中的化学物质，因而与制造合作伙伴山东太阳纸业股份有限公司联合推出无化学添加剂的擦拭纸巾，2017 年 7 月上线至今实现累积 GMV22 万元人民币。

依托战略合作伙伴阿里巴巴，进一步释放商业潜力。2018 年 5 月，阿里巴巴战略投资宝宝树并签订五年战略合作协议，阿里巴巴将提供采购、第三方平台商户订约、支付基础设施支持及处理、商品交付等运营支持，同时宝宝树将于阿里巴巴天猫平台设立旗舰店，推广 C2M 产品。

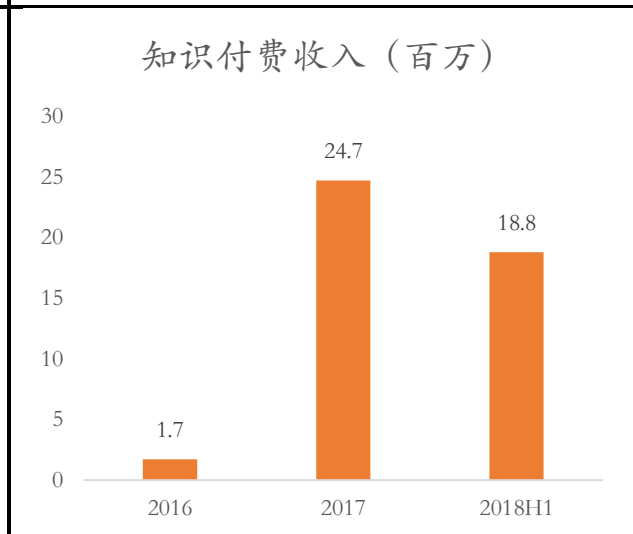
3.2.3 受益于垂直化社区建设，知识付费加速起飞

开讲+专家答+快问医生，2017 知识付费收入近 2500 万人民币。当代消费者版权意识逐渐凸显，面对免费资源泛滥带来的低质乱象，消费者更倾向于付费以获取优质、个性化的内容或解决方案。抓住消费者的这种心理，2016 年起宝宝树开始推出知识付费业务，最初聚焦于健康主题，目前增加了教育、生活方式、时尚等主题，以涵盖更多年轻家庭的需求。2016-2017 年，知识付费用户数量分别为 70 万、280 万，知识

付费业务收入分别为 170 万、2470 万，实现高速增长。

图表37. 知识付费用户数量高速增长


资料来源：公司公告、广证恒生

图表38. 知识付费收入高速增长


资料来源：公司公告、广证恒生

4. 立足产品优势，持续深度挖掘变现机会

4.1 从获客、运营、变现竞争优势突出

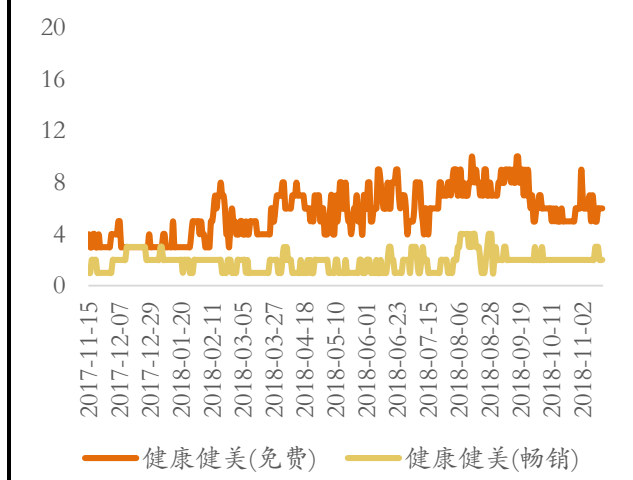
4.1.1 获客：品牌+口碑双轮驱动，排名榜单常年领先

从网站热度来看：宝宝树官网位于母婴类网站排名第一位，2018年6月PC端和WAP端月活为1.37亿；从百度搜索指数来看：宝宝树搜索热度处于母婴社区绝对领先地位，略低于母婴电商贝贝网，考虑社区活跃度以及粘性更高，用户价值量更高；从IOS榜单来看：宝宝树孕育APP免费榜、畅销榜一直处于健康健美领域前列，领先于其它母婴类产品。口碑：公司的品牌扎根于在小区用户中的声誉，声誉由老用户向新用户口口相传，这有助巩固我们的领先市场地位，从一批宝妈向下一批宝妈推荐和建议的模式亦意味着新用户获取成本相对较低

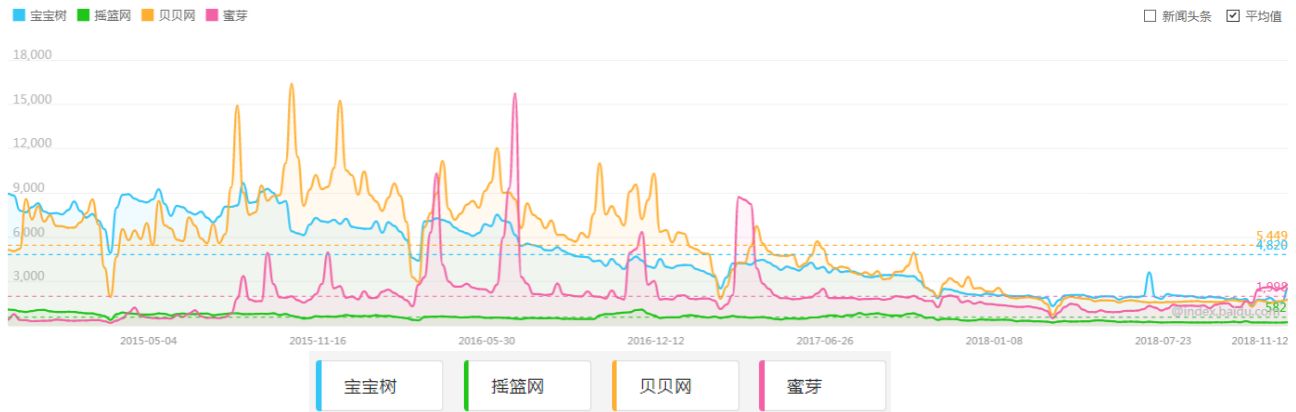
图表39. 宝宝树网站热度位居母婴类榜首

| 母婴类排名 | 网站 |
|-------|-------------------------|
| 1 | 宝宝树 babytree.com |
| 2 | 妈妈网 mama.cn |
| 3 | 育儿网 ci123.com |
| 4 | 太平洋亲子网 pcbaby.com.cn |
| 5 | 播种网 seedit.com |
| 6 | 中国育婴网 babyschool.com.cn |
| 7 | 辣妈帮 lamabang.com |
| 8 | 宝宝地带亲子网 ibabyzone.cn |
| 9 | 幸孕网 xy280.com |
| 10 | 宝贝家庭亲子网 babyhome.com.tw |

资料来源：站长之家、广证恒生

图表40. 宝宝树孕育APP在IOS榜排名领先


资料来源：宝宝树、广证恒生

图表41. 宝宝树品牌百度搜索指数处于行业相对领先地位


资料来源：百度指数、广证恒生

4.1.2 运营：强大社交+丰富内容，提高用户粘性提升用户质量

强社交属性+丰富内容组合，提高用户粘性盘活价值，30日留存率为60%。公司通过构建社区，把具有相同经历的人聚集到一起，让大家分享孕育过程的经验，公司已经拥有33万个圈子、8400万个帖子、12亿条评论；同时拥有1万篇免费文章、400首儿歌、1500名平台PUGC、542名平台专家等海量内容以及庞大的社区，驱使用户进入平台以后留下来，提高了用户粘性，30日留存率可达到60%。

4.1.3 变现：大数据提高变现效率，丰富的商业延展性

运用大数据，建立更高效的推送机制。公司拥有1.27亿名用户的生育数据，可以通过精准的计算得出在不同时间用户有不同的需求，同时用户在平台上留下的行为数据，如地理位置、浏览记录、搜索记录、购物记录及从所上传的照片上捕捉到的对象及特征，可以加以分析，运用到后续的广告、C2M的业务中。

丰富的商业变现延展性：
 ①**广告变现：**对于母婴背景的广告客户，由于公司行业领先、优质的用户群正是他们的目标人口群，加上公司具备进一步精准触达最相关用户群体的技术实力，公司成为母婴广告主必然首选。对于其他行业（如医药、化妆品、皮肤护理、汽车和金融服务等），它们会认同公司的价值，在特定时间可以给予推广，2017年公司广告营收规模为3.72亿元，3年年复合增长率为49.2%。
 ②**电商：**基于公司海量用户基础，公司2017年开启C2M模式，目前C2M提供2200个SKU在售。
 ③**知识付费：**2017年实现营收2470万元，同比增长了13倍。
 ④**C2M业务：**公司与山东太阳纸业股份有限公司建立了伙伴关系，成为公司部分纸类C2M产品的供货商。公司已与众安保险建立了合作关系，众安保险可以在公司的平台上向用户推销其保险产品。

4.2 发展方向：延长用户生命周期+继续挖掘多元变现机会

4.2.1 产品优化延长用户生命周期，拓宽用户覆盖领域

产品覆盖：从准妈妈到年轻妈妈到年轻家庭，触达-2至6岁儿童产品体系。公司将通过向孕前的年轻家庭及6岁以下，甚至年龄更大的儿童推出新服务，延长用户的生命周期。公司将通过在手机app及网站上增添创新的新功能，进一步扩展我们对用户的在线触达，如17年底推出的宝爸板的宝宝树平台，同时继续丰富小时光的资源与功能，加快成为首选儿童发展平台，公司将物色早教内容和工具的优质供货商并吸引他们加入小时光平台，可以进一步扩阔用户群及延伸和深化用户体验，同时把覆盖年龄范围延伸至

6 岁。

4.2.2 牵手阿里深化及延伸变现渠道，内生外延全球进军

牵手战略股东阿里集团，深化大电商平台运营及变现。对于广告业务，我们可以利用大数据及向广告主（包括阿里巴巴及从阿里巴巴获得的广告主）提出创新的广告解决方案，或者与第三方合作以低成本引进优质的新用户。对于电商业务，公司将委托阿里巴巴提供运营服务，以便公司可以受益于阿里巴巴在运营电商平台方面市场领先的专长和经验。公司将继续开发目前市场上没有供应的差异化 C2M 产品。公司将侧重于用户极需而公司又能找到准备充分、值得信赖的生产合作伙伴的产品。公司将致力优化这项新业务的 SKU、供应链及分销渠道管理，并在公司的平台内外进行在线线下营销。公司将考虑目前及未来于阿里巴巴平台上对 C2M 产品进行营销。

多元变现模式齐同推进。知识付费：公司将继续通过招聘所有相关专业领域最好的医生及其他专家以及通过制作和授权更多的可供销售课程扩大知识付费业务。公司的目标是到二零一八年新上线 1000 场专家开讲节目。**大健康：**公司已将大健康确定为未来发展的战略领域，未来，公司计划作为桥梁，物色有某项医疗需求的用户，再将这些用户推荐至公司选定的优质合作伙伴，从中收取介绍费。公司亦计划与复星合作建成一个综合家庭健康管理体系统。公司可能寻找机会将业务拓展至其他领域，如汽车、家庭金融服务及女性服饰。**会员计划：**公司还可能试行付费会员计划，以便公司可以提供仅限会员的在线下活动和促销机会。

外延整合产业链+全球进军，持续做大做强。公司有望通过现在有行业优势，进行产业链上下游的整合并购，如早教或与 C2M 相协同的领域。目前公司与复星共同设立宝宝树复星母婴产业基金，公司拥有基金的 19% 股权，重点关注母婴产业链领域专门以新渠道触达用户、新产品及服务品类及新技术的公司。同时，公司有望通过产品出海，复制中国的成功模式，做大做强公司整体。

5. 风险提示

- 行业竞争加剧，活跃用户数大量下滑
- 行业政策风险
- 流量变现不及预期



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。