

投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《7月消费增速回落，精选优质成长》  
2018.08.12

《行业的β与α，精选核心成长与防御价值》  
2018.08.06

《关注零售行业的中期整合和价值重估》  
2018.07.29

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@htsec.com

证书:S0850517040002

联系人:史岳

Email:sy11542@htsec.com

## 宝宝树，“社区+工具+电商”打造全球领先母婴育儿平台

投资要点：

**用户量全球第一的母婴育儿平台。**①成立于2007年，先后推出宝宝树网站及APP、小时光APP与电商平台美国妈妈，2017年宝宝树MAU1.39亿人次居世界第一，在科技部发布的《2017中国独角兽》中以14.5亿美金的估值居第79位。公司2017年收入7.3亿元，经调整利润1.38亿元，各增43.14%、212.81%。②以创始人王怀南先生为主的管理团队经验丰富，先后获9轮融资，王怀南家族（26.09%）、复星（24.84%）、好未来（10.18%）、阿里（9.9%）为公司前四大股东。

**母婴线上市场高增长，宝宝树用户数量、粘性居首。**①**母婴市场稳步增长：**2015年“二胎政策”释放人口红利，沙利文统计2017年我国母婴产品及服务市场规模增18.18%至2万亿元，预计2022年4.3万亿元，对应CAGR16.54%。②**母婴线上市场高成长：**前瞻产业研究院统计，2017年我国母婴用品线上市场规模6376亿元，2011-17年CAGR达60%，线上渗透率由2011年3.43%提升至2017年的24.6%；沙利文预计，我国母婴线上广告和知识付费市场2018-2022年CAGR各22.1%和62.3%，延续高增长。③**宝宝树用户优势显著：**用户数居行业第1，七麦数据显示截至2018年4月宝宝树孕育APP总下载量超3亿次，好评率达96.69%。

“社区+工具+电商”模式，满足用户多方位需求，实现多元变现渠道。

**（1）社区：**①**用户：**迭代优化用户体验，覆盖泛母婴用户人群，以社交元素提高社区活跃度。公司拥有33万个圈子、超8400万发帖量、超3500万提问的公告板讨论、超1.27亿回复的社区问答，以及上传超9.89亿照片的社交记录功能，构成中国最大商业母婴群体数据库；深度挖掘家庭场景实现广告变现，2015-17年广告收入各1.67/2.68/3.72亿元，CAGR达49.2%，移动端/PC端广告各占比63%/37%，广告毛利率由67.85%提升至76.15%，截至2017年底广告客户338名。

②**内容：**优质PGC内容提供权威、个性化的母婴知识，并引导用户自发生产高质量UGC内容，形成内容生态系统的良性循环；2018年4月推出开放平台“宝树号”，对外赋能母婴达人；2016年推出付费优质内容，覆盖教育、生活方式及时尚等主题，满足年轻家庭更广泛需求，2017年知识付费收入2466万元，毛利率64.22%。

**（2）工具：**宝宝树提供19款孕期工具、10款孕育工具及26款其他工具，满足母婴用户各阶段基本需求；据比达咨询，主攻家庭记录交流的小时光上线3年持续爆发式增长，2017年日均开机率（3.4次）与在线时长（6分钟）均居行业第1；2018年4月上线“录故事”功能，从家庭记录式APP升级在线早教平台。

**（3）电商：**2015年上线电商业务美国妈妈，2017年GMV14.68亿元，其中平台/直销各占比86%/14%，2017年收入3.33亿元，其中平台/直销各占比47%/53%；SKU共64.3万个，非标产品占比2017年GMV达67.4%，保障产品差异化；2015-17年，电商用户各140万、270万、270万人，客单价各332元、472元、544元；2017年12月67.8%用户为回头客，粘性较高。经营模式包括三种：

①**平台：**美国妈妈共有2253名第三方商户，2017年平台GMV达12.6亿元、收入1.58亿元，收取约10%佣金。②**直销：**2015-17年收入各0.33/1.49/1.75亿元，GMV各0.46/1.85/2.08亿元。③**C2M：**大数据技术解决用户痛点，一方面推出“宝宝树专定”产品，SKU超800个，另一方面与80个优质厂家建立C2M制造合作伙伴关系，推出价格优势明显的贴标产品，SKU超1400个。

**引入战投，升级家庭服务平台。**宝宝树通过对外投资和引入战投，布局家庭服务平台。①与复星在C2M、医疗健康等方面深入合作，发力大健康、金融和教育领域，于2018年7月合作发布母婴医疗服务品牌“小星医生”。②阿里战略赋能，为宝宝树提供电商整体解决方案，宝宝树预计未来将缩减直销业务，扩大平台业务，并通过直接、间接形式增加广告收入，进一步增强商业变现能力。

**风险提示：**品牌影响力下降；依赖单一变现渠道；行业竞争加剧等。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 目 录

1. 概况：用户量全球第一的母婴育儿平台.....	5
1.1 管理团队经验丰富，获阿里、复星、好未来先后战投.....	5
1.2 多点开花：广告为核，电商、知识付费业务高速增长.....	7
2. 母婴线上市场潜力大，宝宝树优势凸显.....	8
2.1 受益人口红利和消费升级，母婴市场快速增长.....	8
2.2 线上市场高成长，平台形式与变现渠道多样化.....	10
2.3 母婴综合社区优势凸显，宝宝树居行业前列.....	12
3. 社交元素+优质内容，社区引流提升核心竞争力.....	12
3.1 用户：流量入口与大数据分析，实现营销闭环.....	13
3.2 内容：持续优化内容生态，构建平台长期护城河.....	17
4. 工具+电商打造商业闭环，对外投资+引入战投布局家庭服务平台.....	20
4.1 工具：满足用户多维度需求，提高粘性.....	20
4.2 电商：直销与平台并重，C2M 模式解决用户痛点.....	21
4.3 对外投资、引入战投，布局家庭服务平台.....	24
5. 风险提示.....	26

## 图目录

图 1	公司发展历程.....	5
图 2	公司股权架构（截至 2018/6） .....	6
图 3	公司收入及增速（2015-2017） .....	8
图 4	公司净利润及经调整净利润（亿元，2015-2017） .....	8
图 5	公司收入结构（%，2015-2017） .....	8
图 6	公司综合及分部毛利率（%，2015-2017） .....	8
图 7	我国出生人口及增速（2013-2022E） .....	9
图 8	我国母婴行业目标用户规模及增速（2013-2022E） .....	9
图 9	我国母婴市场规模及增速（2013-2022E） .....	9
图 10	我国母婴市场与年轻家庭消费总额增速（2014-2022E） .....	9
图 11	我国年轻家庭消费结构（%，2013） .....	10
图 12	我国年轻家庭消费结构（%，2017） .....	10
图 13	我国母婴线上广告市场规模（2013-2022E） .....	11
图 14	我国线上广告市场规模增速（%，2014-2022E） .....	11
图 15	我国母婴用品线上市场规模及渗透率（2011-2018E） .....	11
图 16	我国母婴行业市场规模增速（%，2012-2018E） .....	11
图 17	我国母婴移动用户规模及增速（2015-2019E） .....	12
图 18	我国母婴知识付费市场规模及增速（2017-2022E） .....	12
图 19	我国母婴线上平台平均 MAU 排名（2017） .....	13
图 20	主要母婴社区 APP 年龄分布（2018/04） .....	14
图 21	宝宝树 APP 月活用户年龄分布（2018/04） .....	14
图 22	宝宝树社区万家板块 .....	15
图 23	宝宝树孕育 APP 初始界面 .....	15
图 24	宝宝树广告收入及增速（2015-2017） .....	16
图 25	宝宝树广告业务毛利及毛利率（2015-2017） .....	16
图 26	宝宝树内容结构 .....	17
图 27	宝宝树孕育周刊 .....	17
图 28	宝树号宣传页面 .....	18
图 29	宝宝树知识付费收入（万元，2016-2017） .....	19
图 30	宝宝树知识付费收入结构占比（2017） .....	19

图 31	家庭记录 APP 用户人均启动次数（次，2017/07） .....	21
图 32	家庭记录 APP 用户平均单次运行时长（分钟，2017/07） .....	21
图 33	小时光 APP 初始界面 .....	21
图 34	电商业务毛利及毛利率（2015-2017） .....	22
图 35	电商业务模式占比（%，2015-2017） .....	22
图 36	宝宝树部分 C2M 产品 .....	24

## 表目录

表 1	公司前十大股东情况（截至 2018 年 6 月） .....	6
表 2	公司融资历史 .....	6
表 3	宝宝树主要平台 .....	7
表 4	宝宝树分部收入及占比（2015-2017） .....	8
表 5	母婴线上市场主要分类及代表平台 .....	10
表 6	母婴线上市场主要平台业务对比 .....	12
表 7	母婴类 APP 下载量 TOP10（iOS & Android） .....	13
表 8	母婴类 APP 好评率 TOP20（iOS） .....	13
表 9	宝宝树圈子分类 .....	14
表 10	宝宝树广告客户数量及收入占比 .....	16
表 11	宝宝树广告定价模式 .....	16
表 12	宝宝树 PGC 免费内容分类 .....	17
表 13	宝宝树非医生专家标准 .....	18
表 14	宝宝树知识付费项目分成模式 .....	19
表 15	宝宝树部分热门工具 .....	20
表 16	美国妈妈 GMV 及收入（2015-2017） .....	21
表 17	美国妈妈直销业务（2015-2017） .....	22
表 18	美国妈妈主要商品品类 .....	23
表 19	公司销售及营销开支明细（2015-2017） .....	23
表 20	宝宝树部分 C2M 产品 .....	24
表 21	宝宝树对外投资历史 .....	25
表 22	宝宝树与复星合作进程 .....	25

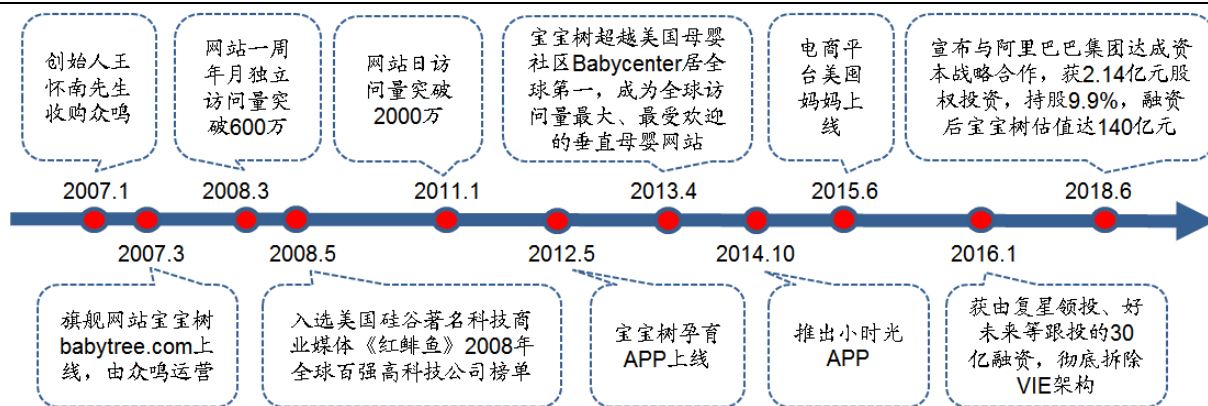
## 1. 概况：用户量全球第一的母婴育儿平台

宝宝树成立于 2007 年，同年 3 月上线宝宝树网站，2012 年 5 月上线宝宝树孕育 APP，2014 年 10 月推出小时光 APP，2015 年 6 月上线电商平台美国妈妈。从母婴社区、互联网工具演化至电商平台，宝宝树搭建全方位平台，以满足年轻家庭（生小孩前两年和生小孩后六年）“学习、分享、记录、购物”的四大基本需求，涵盖孕前、孕期、分娩、早期育儿周期的各个阶段。

Alexa 数据显示，以网站 PV（页面浏览量）、UV（独立用户）以及用户停留时间等多项数据统计，宝宝树在成立 6 年后的 2013 年已全面超越美国著名在线母婴社区 babycenter.com，成为全球访问量最大、最受欢迎的垂直母婴网站。据沙利文统计，**2017 年宝宝树 MAU 达 1.39 亿人次，在《2017 中国独角兽企业名单》中以 14.5 亿美金的估值居第 79 位。**

公司 2017 年收入增长 43.14% 至 7.3 亿元，2015-17 年 CAGR 为 91%，2017 年净亏损 9.11 亿元，连续两年亏损超 9 亿元；剔除按公允价值计入损益的金融负债的变动以及以权益结算以股份为基础付款开支的影响后，2016-17 年经调整利润各为 0.44 亿元、1.38 亿元。

图1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

### 1.1 管理团队经验丰富，获阿里、复星、好未来先后战投

**高瞻远瞩、经验丰富的管理团队。**董事长王怀南先生为公司最大股东，持股 26.09%。王怀南先生曾在谷歌、宝洁、雅虎等公司担任高管，作为 Google 中文名“谷歌”的缔造者，是中国 TMT 界最知名的领袖之一，2007 年创办宝宝树后负责公司战略发展、整体经营管理以及主要决策。联合创始人兼董事邵亦波先生曾创办易趣网、任 eBay 全球副总裁，现任经纬中国创始合伙人，是中国互联网杰出的开创者之一。

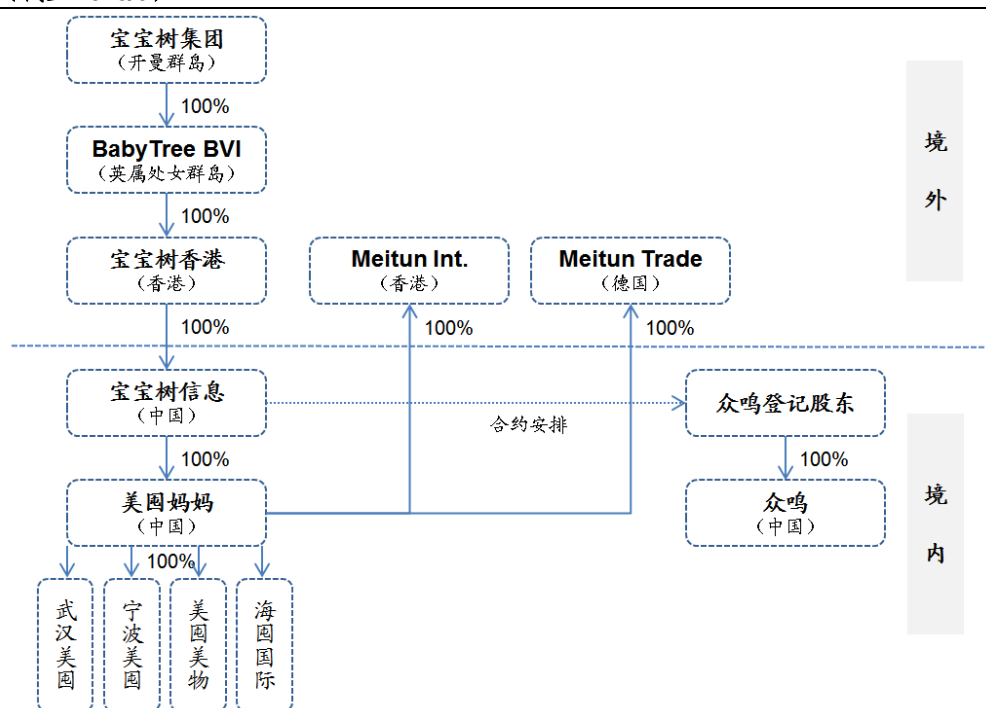
表 1 公司前十大股东情况（截至 2018 年 6 月）

序号	名称	股份数目（万股）	持股比例（%）	备注
1	Wang Family Limited Partnership	37010	26.09	创始人、董事长兼 CEO 王怀南家族
2	Startree(BVI) Limited	35227	24.84	复星国际全资子公司
3	好未来教育集团	14447	10.18	
4	淘宝中国	14043	9.90	阿里巴巴全资子公司
5	Tenzing Holdings 2011 Ltd.		4.78	创始人兼董事邵亦波先生持有
6	Tembusu Nest Limited		3.94	
7	HG Capital China Growth Fund I LP		3.67	
8	CMFHK Alternative Opportunity Investment IV Limited		3.53	
9	聚美优品		3.30	
10	Lush Forests Limited		2.85	
合计			93.08	

注：招股说明书仅披露部分股东所持股份数目

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 2 公司股权架构（截至 2018/6）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**融资情况：**自成立以来，宝宝树获 9 轮融资。其中，2014 年 1 月获好未来集团 1.5 亿元战略投资；2016 年 7 月复星集团领投 30 亿元，持股 24.84%，为公司第 2 大股东，宝宝树拆除红筹架构；2018 年 6 月阿里与公司达成战略合作，持股 9.9%，公司估值超 140 亿元。

表 2 公司融资历史

轮次	金额	时间	投资方	宝宝树估值
A 轮	1000 万美元	2007.5	经纬海外	
A+轮	1000 万美元	2008.3	经纬中国	
B 轮	数千万人民币	2011.1	SIG 海纳亚洲、宽带资本、经纬中国	
战略投资	1.5 亿人民币	2014.1	好未来集团	
战略投资	过亿人民币	2015.6	千合资本	
C 轮	3 亿美元	2015.7	聚美优品领投 2.5 亿美元，千合资本、易方达等跟投	30 亿元
不明确	未公开	2016.3	首泰金信	52 亿元
D 轮	30 亿人民币	2016.7	复星集团领投，好未来集团、经纬中国、宽带资本等跟投	



## 1.2 多点开花：广告为核，电商、知识付费业务高速增长

**提供全方位产品和服务。**围绕母婴用户的知识、交流、记录、购物四大核心需求，宝宝树搭建了以旗舰平台宝宝树孕育 APP、第二平台小时光 APP、电商板块美国妈妈为核心的互联网产品矩阵，通过圈子、问答、线上听课、C2M 等形式满足用户多元需求，丰富母婴家庭消费场景。

**宝宝树两大主要平台为：**①**宝宝树孕育**：由宝宝树孕育 APP 和 PC 及 WAP 端 babytree.com 组成，是宝宝树用户流量的主要门户，2017 年 PC 端及 WAP 平均 MAU 达 1.22 亿，强大的社交功能及优质内容是社区平台的两大支柱。

②**小时光**：仅供手机使用的第二平台，作为社交记录工具及早教内容在线平台，小时光延长用户生命周期及进一步扩大用户群。2017 年小时光 MAU 达 190 万，截至 2018 年 5 月，用户在小时光上共上传超 4.7 亿张照片、3700 万部短视频，平均每个曾在小时光上传照片或视频的注册用户上传了 119 张照片、41 部短视频。此外，**电商平台美国妈妈**专注母婴产品，其功能嵌入在宝宝树孕育平台。

表 3 宝宝树主要平台

使用端口	平台	主要功能	推出时间	网址
PC 端	宝宝树	旗舰平台、社区主体	2007/03	http://www.babytree.com
	美国妈妈	电商平台	2015/06	http://www.meitun.com
	米卡成长天地	早教平台	2011/01	http://www.mika123.com
	宝树号	开发达人平台	2018/04	http://open.babytree.com
手机 APP	宝宝树孕育	旗舰平台手机端	2012/05	
	宝宝树小时光	社交记录、早教平台	2014/10	

资料来源：宝宝树官网，海通证券研究所

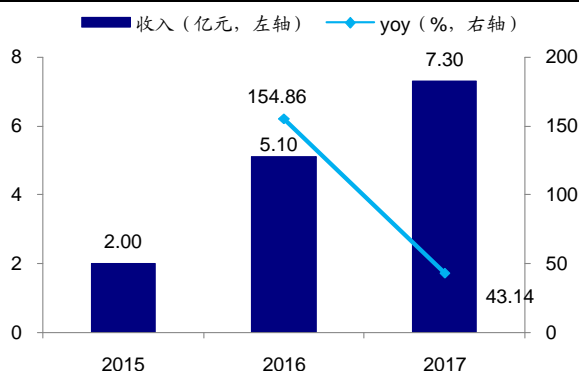
公司 2017 年收入 7.3 亿元，同比增长 43.14%，2015-17 年 CAGR 达 91%；经调整利润自 2016 年扭亏为盈，2017 年实现 1.38 亿元，同比增长 212.81%。广告与电商为公司主要变现渠道，2016 年推出知识付费业务，盈利模式多元化。

**(A) 广告**，为主要收入来源，2017 年收入增 39.02%至 3.72 亿元。其中，CPM 模式（Cost Per Mille，千人成本）、CPC 模式（Cost Per Click，每点击成本，2017 年推出）各实现收入 3.68 亿元、470 万元，各占比公司整体收入 50.39%、0.64%。

**(B) 电商**，主要为直销与平台形式，2017 年各实现收入 1.75 亿元、1.58 亿元，各占总收入 23.94%、21.64%。自 2015 年上线电商平台以来，电商收入 CAGR 高达 219%，我们预计阿里入股后，未来平台形式的电商收入有望进一步增长。

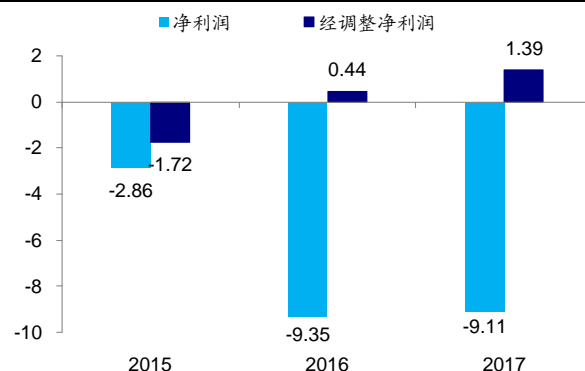
**(C) 知识付费**，宝宝树自 2016 年起提供收费的优质内容，2017 年收入由 2016 年的 168 万元增长 13.6 倍至 2466 万元，贡献总收入 3.38%，我们预计未来将成为宝宝树收入新增长点。

图3 公司收入及增速 (2015-2017)



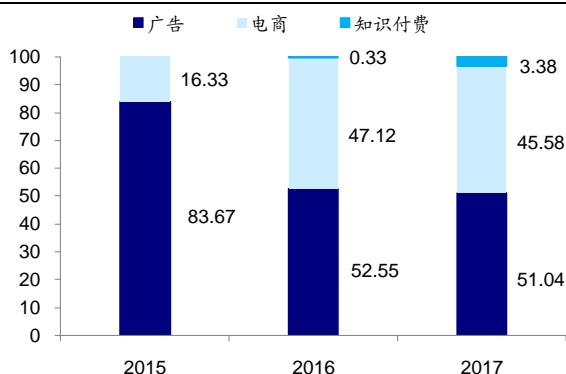
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图4 公司净利润及经调整净利润 (亿元，2015-2017)



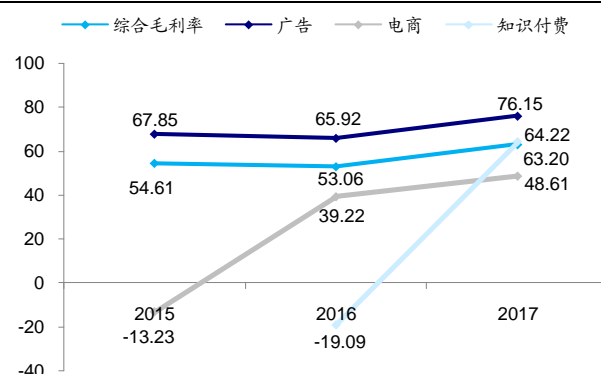
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图5 公司收入结构 (%)，2015-2017)



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图6 公司综合及分部毛利率 (%)，2015-2017)



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表4 宝宝树分部收入及占比 (2015-2017)

业务	金额 (亿元)			占比 (%)			增速 (%)	
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2016	2017
广告	1.67	2.68	3.72	83.67	52.55	51.04	60.07	39.02
CPM	1.67	2.68	3.68	83.67	52.55	50.39	60.07	37.26
CPC			0.05			0.64		
电商	0.33	2.40	3.33	16.33	47.12	45.58	635.30	38.47
直销	0.33	1.49	1.75	16.33	29.31	23.94	357.33	16.93
平台		0.91	1.58		17.81	21.64		73.92
知识付费		0.02	0.25		0.33	3.38		1361.53
自营		0.02	0.09		0.33	1.20		419.21
代理			0.16			2.18		
总计	2.00	5.10	7.30	100.00	100.00	100.00	154.86	43.14

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

## 2. 母婴线上市场潜力大，宝宝树优势凸显

### 2.1 受益人口红利和消费升级，母婴市场快速增长

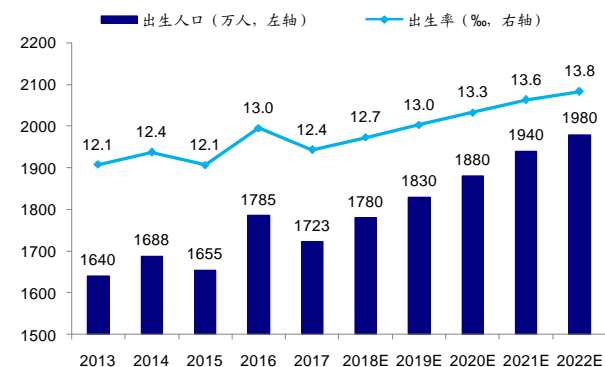
二胎政策推动人口增长，母婴家庭人群规模持续扩大。2015 年我国全面二胎政策开放，恰逢中国第三次婴儿潮人群（1986-1992 年出生）进入生育高峰期（25-34 岁），据沙利文统计显示，2017 年我国出生人口增长 12.4%至 1723 万人，预计 2018 年出生人口达 1780 万人，出生率将增至 2022 年的 13.8‰。

同时，随着条件改善和理念升级，育儿成为母婴家庭全员参与的“家庭性事件”，



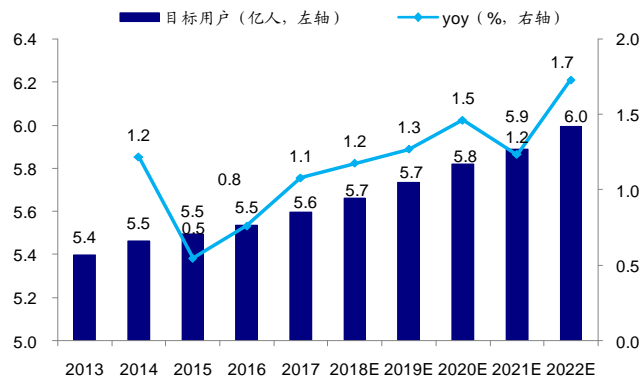
除妈妈外，更多家庭成员在其中起到越来越重要的作用。沙利文数据显示，2017 我国母婴市场的目标用户（年轻家庭的核心成员，即父母及祖父母）达 5.6 亿人，预计未来将提速增长。

图7 我国出生人口及增速（2013-2022E）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，海通证券研究所

图8 我国母婴行业目标用户规模及增速（2013-2022E）

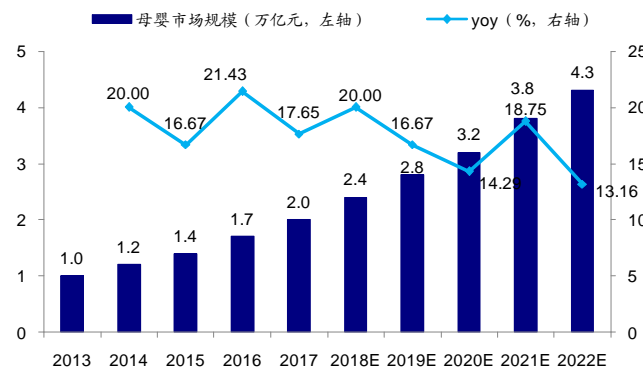


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，海通证券研究所

**消费意识增强，母婴市场规模稳步扩张。**母婴相关的支出是2013-17年我国年轻家庭消费增长的重要推动因素之一，据沙利文统计，其占比由2013年的15.87%稳步提升至2017年的18.18%。2017年母婴支出超越食品饮料（15.8%），成为年轻家庭预算的第2大开支，仅次于住宿开支（26%）；沙利文预计母婴相关的消费比例将持续上升，2020年达20%。

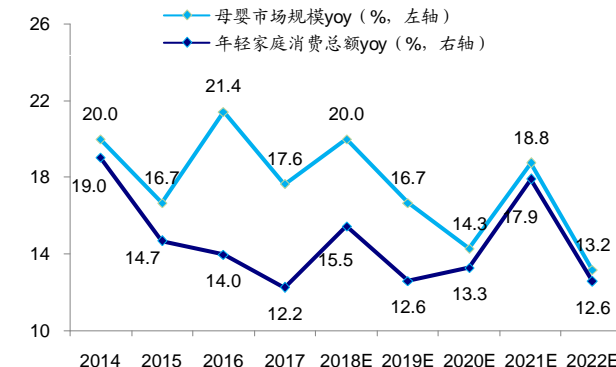
随着居民消费结构升级，母婴商品消费的刚性逐渐增加，母婴市场规模高速增长。据沙利文统计，近年我国母婴产品及服务市场规模增速持续高于年轻家庭消费总额增速，由2013年的1万亿元扩充至2017年的2万亿元，CAGR达18.92%，高于年轻家庭消费的14.95%；预计至2022年市场规模将达4.3万亿元，对应CAGR 16.54%。

图9 我国母婴市场规模及增速（2013-2022E）



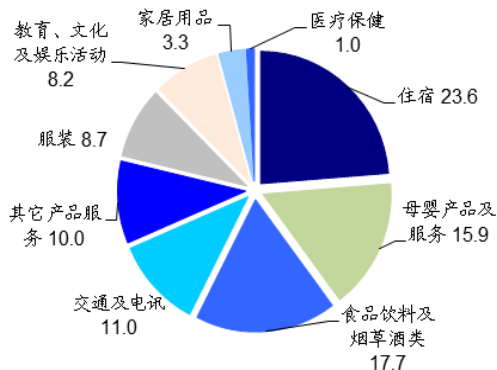
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，海通证券研究所

图10 我国母婴市场与年轻家庭消费总额增速（2014-2022E）



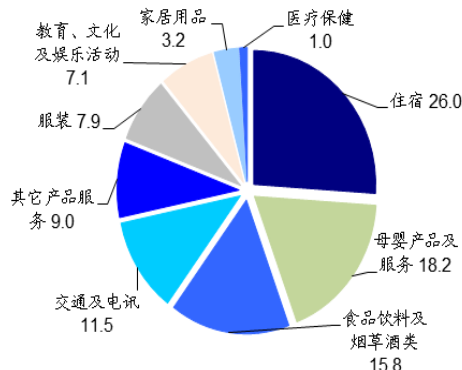
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，海通证券研究所

图11 我国年轻家庭消费结构（%，2013）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，海通证券研究所

图12 我国年轻家庭消费结构（%，2017）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，海通证券研究所

## 2.2 线上市场高成长，平台形式与变现渠道多样化

母婴用户个性化需求拓展，促进线上平台形态分化。目前，我国母婴消费主力已过渡至 80、90 后，他们更多在互联网上获取信息，成为母婴线上社区的主要用户群体。在个性化、精细化的育儿理念下，母婴用户的育儿需求点不断拓展，从传统的母婴家庭交流、母婴知识、育儿记录及分享等，结合衣食住行等方向进一步分化，各类母婴线上平台应运而生，以满足消费者全方位需求。

表 5 母婴线上市场主要分类及代表平台

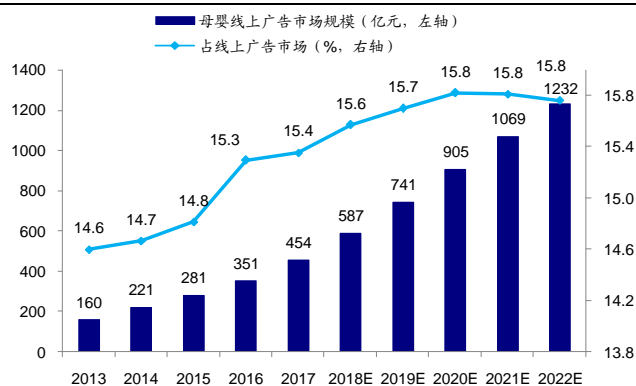
类别	母婴电商	母婴社区	育儿工具	母婴健康
用户类型	购物型	社交型	记录型	知识性
用户占比（%）	35.5	29.0	87.7	79.7
主要平台	 	 	 	 

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

线上母婴市场爆发式增长，变现渠道多样化。与其它平台相比，母婴类线上平台更能吸引年轻家庭的活跃用户，获得更全面的用户数据，形成多样化变现渠道。主要有：

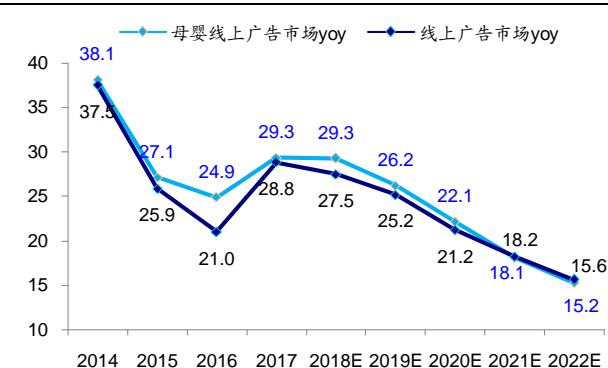
**（A）广告：**生活方式的改变使线上母婴客户规模进一步扩大，母婴品牌加大线上营销，沙利文数据显示，2017 年母婴线上广告开支达 454 亿元，占整体线上广告市场的 15.35%。2013-17 年母婴线上广告市场 CAGR 达 29.79%，高于整体的 28.16%。沙利文预计 2017-22 年母婴线上广告市场将以 22.1% 的 CAGR 急速增长，市场规模于 2022 年达到 1232 亿元。

图13 我国母婴线上广告市场规模（2013-2022E）



资料来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，海通证券研究所

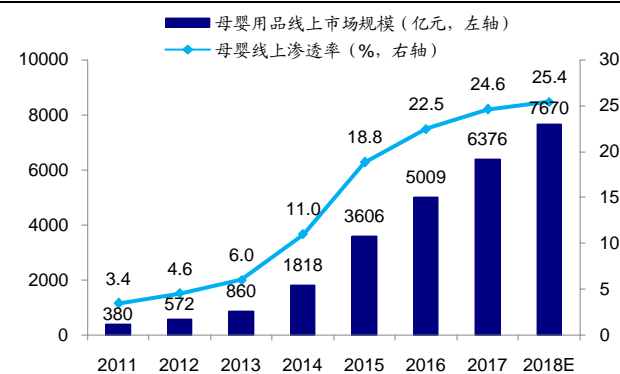
图14 我国线上广告市场规模增速（%，2014-2022E）



资料来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，海通证券研究所

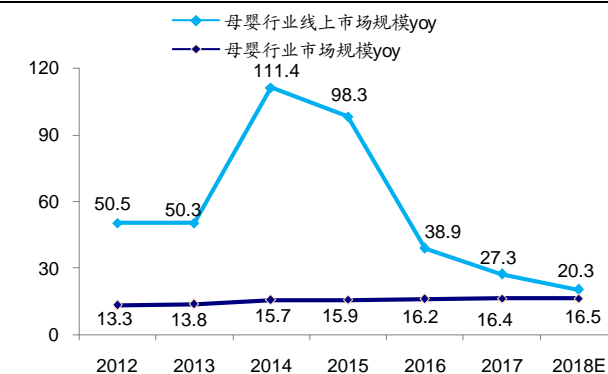
**(B) 电商：**沙利文数据显示，2017年我国母婴用品线上市场规模达6376亿元，是2011年的17倍，CAGR达60%；虽增速自2016年以来略有放缓，但仍远高于整体母婴市场增速。以商品交易额计算，母婴线上市场渗透率由2011年的3.43%提升至2017年的24.6%。

图15 我国母婴用品线上市场规模及渗透率（2011-2018E）



资料来源：前瞻产业研究院，儿童产业研究中心，海通证券研究所

图16 我国母婴行业市场规模增速（%，2012-2018E）

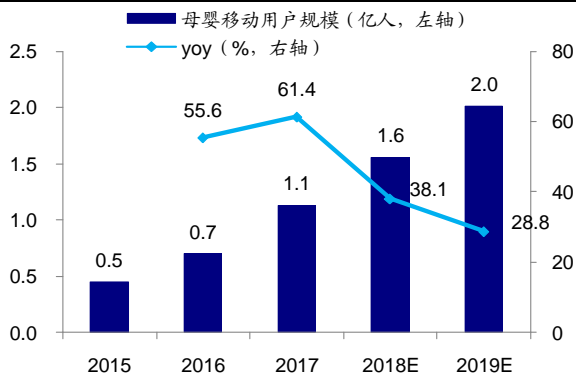


资料来源：前瞻产业研究院，儿童产业研究中心，海通证券研究所

**移动用户规模或驱动母婴电商增长。**目前移动端网购逐渐成为网络购物市场的主流选择。随着各母婴电商的应用程序日趋完善，前瞻产业研究院数据显示2017年移动母婴用户规模增长61.43%达1.13亿人次，预计未来仍将维持高速增长，于2019年突破2亿人次。

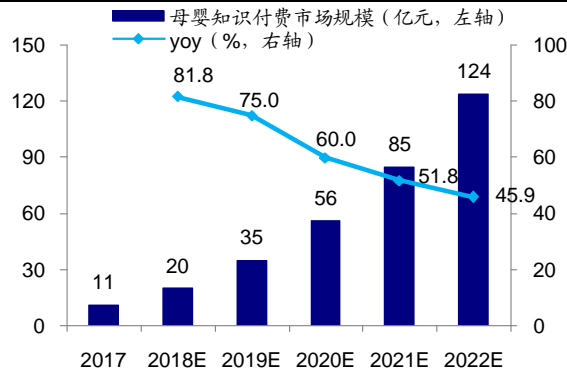
**(C) 知识付费：**我国母婴知识付费市场仍处于起步期，较为分散，2017年市场规模为11亿元。沙利文预计，在消费升级、产业丰富等多个有利因素推动下，母婴知识付费市场将以62.3%的CAGR高速增长，至2022年达124亿元。

图17 我国母婴移动用户规模及增速（2015-2019E）



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

图18 我国母婴知识付费市场规模及增速（2017-2022E）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，海通证券研究所

### 2.3 母婴综合社区优势凸显，宝宝树居行业前列

**综合平台优势凸显。**由于互联网母婴用户对社交相关领域偏好较强，同时与生理健康、儿童教育等也有较强的关联性。从强关联消费场景开始延伸，母婴综合社区能同时满足母婴用户的多方位需求，从而获得快速发展。

**宝宝树多次迭代创新，紧扣用户需求。**当母婴线上市场爆发式增长，宝宝树始终领跑行业，与其精准把握市场趋势、不断优化用户体验与完善服务体系紧密相关。从母婴社区到涵盖内容、社交、消费的综合平台，从PC端延伸至移动端，从以妈妈为核心到打造爸爸版，宝宝树自成立以来多次迭代，建立起以社区为本、工具及电商为辅的泛家庭人群消费与服务矩阵，全方位满足泛母婴人群知识获取、交流交友、消费购物的需求。

**“社区+工具+电商”模式优势凸显。**宝宝树为用户提供讨论母婴产品及交流育儿经验的社区平台，用户粘性强；提供多种育儿记录工具，有效延长用户生命周期；2015年推出电商板块，相较于仅专注于电商的同类平台，自带流量的宝宝树更具变现优势。

表6 母婴线上市场主要平台业务对比

业务分类	知识库/咨询	互动问答	社区交流	品牌试用	线下活动	电商	早教	智能硬件	移动端 APP
业务特点	发展基础	工具、引流	社交需求粘性保障	品牌引入	增强粘性空间大	空间大	高成本，收益转化低，用户需求大	空间大	未来流量关键入口
宝宝树	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
妈妈网	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓
育儿网	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✗	✓	✓
摇篮网	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✓
丫丫网	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓
辣妈帮	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✗	✗	✓

资料来源：CCID，各公司官网，海通证券研究所

### 3. 社交元素+优质内容，社区引流提升核心竞争力

**宝宝树用户数居行业第1。**以平台（包括PC、WAP及手机应用）MAU平均总人数记，2017年宝宝树以1.39亿人次在中国所有母婴类线上年轻家庭平台中排名居首，是第2名的1.9倍（0.75亿人次）。据七麦数据，截至2018年4月，宝宝树孕育APP在iOS & Android双市场中下载量均居行业前列，总下载量超3亿次。

图19 我国母婴线上平台平均 MAU 排名（2017）

排名	平台	月活跃用户（亿人）
1	宝宝树	1.39
2	竞争对手A	0.75
3	竞争对手B	0.68
4	竞争对手C	0.41
5	竞争对手D	0.40

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表7 母婴类 APP 下载量 TOP10（iOS &amp; Android）

母婴类 APP 下载量 TOP10（iOS）				母婴类 APP 下载量 TOP10（Android）			
序号	名称	分类	下载量（万次）	序号	名称	分类	下载量（亿次）
1	宝宝树孕育	社区	1447	1	儿歌多多	教育	3.73
2	家长通	综合	792	2	好孕帮	综合	3.33
3	纳米盒	教育	698	3	宝宝树孕育	社区	3.03
4	她社区	社区	602	4	小伴龙	综合	2.92
5	蜜芽宝贝	电商	522	5	宝宝巴士	教育	2.36
6	小伴龙	综合	421	6	妈妈网孕育	工具	1.94
7	智慧树家长版	社区	400	7	她社区	社区	1.45
8	少儿趣配音	教育	394	8	家长通	综合	1.23
9	亲宝宝	工具	388	9	亲宝宝	工具	1.16
10	叽里呱啦	教育	379	10	宝宝知道	工具	1.16

资料来源：七麦数据，海通证券研究所

取数周期：自 APP 上线以来至 2018 年 4 月 30 日

**用户信赖度、好评率高。**沙利文对 2000 名目标客群的调查显示，34.2%、33.9%的消费者分别认为宝宝树的内容最为全面、权威，21.3%的消费者认为宝宝树是最值得信赖的母婴类线上平台，均为行业第一。据七麦数据，宝宝树孕育 APP 在 iOS 母婴类 APP 中以 96.69%的好评率排名第 13，而它是 TOP20 中第一个好评次数超 10 万的。

表8 母婴类 APP 好评率 TOP20（iOS）

母婴类 APP 好评率排行 TOP20									
序号	名称	评论（条）	好评（条）	好评率（%）	序号	名称	评论（条）	好评（条）	好评率（%）
1	儿童教育爱环保	15681	15680	99.99%	11	爱宝贝早教全计划	101860	99239	97.43%
2	月子汇所	11920	11918	99.98%	12	儿歌大全	13202	12860	97.41%
3	国际妈咪海淘母婴商城	12927	12905	99.83%	13	宝宝树孕育	129765	125475	96.69%
4	疯狂造人	38610	38193	98.92%	14	柚宝宝孕育	20076	19397	96.62%
5	宝宝辅食大全	31799	31391	98.72%	15	亲宝宝	27268	26325	96.54%
6	奇思视频儿歌	11333	11148	98.37%	16	怀孕管家 Pro	106655	102937	96.51%
7	辣妈帮	54193	53230	98.22%	17	妈妈网孕育	34716	33500	96.50%
8	格林童话	28177	27654	98.14%	18	育学园	15589	15023	96.37%
9	孕妇瑜伽	14437	14161	98.09%	19	童话故事大全	22336	21496	96.24%
10	孕期营养师	13237	12899	97.45%	20	孕期伴侣	10191	9797	96.13%

资料来源：七麦数据，海通证券研究所

取数周期：自 APP 上线以来至 2018 年 4 月 30 日

注：选取 APP 所有版本评分

### 3.1 用户：流量入口与大数据分析，实现营销闭环

#### （1）扩大目标用户群体，社交元素聚集高活跃度用户

目标用户群体延伸：妈妈人群→泛母婴用户人群。

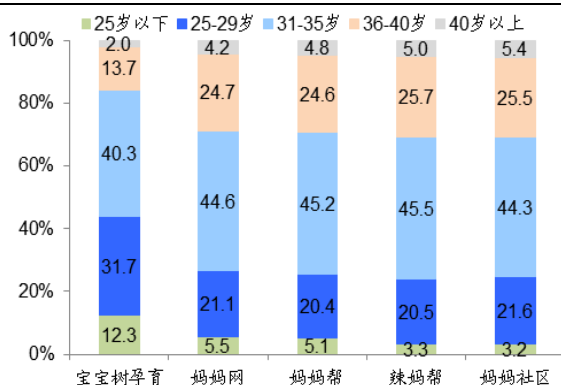


**妈妈人群为主。**目前我国现实母婴社区用户以女性为主，与其它母婴社区相似，宝宝树用户大多为妈妈人群。据沙利文调查，90.1%妈妈在中国是家庭母婴类消费的唯一主要决策者，82.3%妈妈是一般支出的唯一首要决策人。

**扩大目标用户群。**随着母婴市场向家庭经济延伸，①目标人群：使用母婴社区的爸爸比例提升，宝宝树于2017年12月推出爸爸版宝宝树孕育APP，以吸引更多的爸爸。②生命周期：宝宝树在小时光中添加早教内容和工具，使其成为儿童发展平台，延长用户生命周期。③用途：宝宝树于2018年4月推出互动阅读型功能，满足更多用户需求。

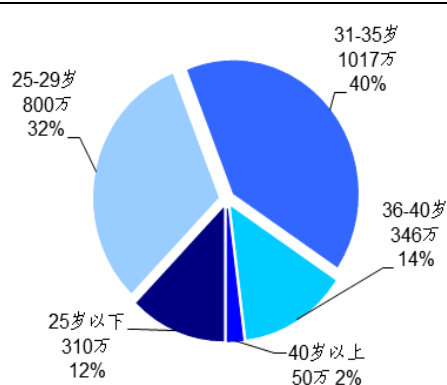
**用户年轻化显著。**与其它母婴社区APP相比，宝宝树月活用户年龄段差异化显著。据比达咨询统计，以2018年4月宝宝树孕育APP 2523万月活计算，29岁以下用户达1110万人，占总活跃用户44%，远高于其它平台平均25.2%的占比。

图20 主要母婴社区 APP 年龄分布 (2018/04)



资料来源：比达咨询，海通证券研究所

图21 宝宝树 APP 月活用户年龄分布 (2018/04)



资料来源：比达咨询，海通证券研究所

**社交元素提高留存率，次月留存超60%。**宝宝树社区中有大量社交元素，有利于提高用户粘性。宝宝树用户群主要通过口碑推荐增长，通过一群新宝妈介绍及推荐至下一群宝妈的独特模式，使新用户获取成本较低；2017年11月宝宝树孕育APP超过60%的新注册用户在12月时仍是活跃用户，留存率较高。

#### 宝宝树社区主要社交元素有：

**(A) 公告板讨论。**宝宝树树下社区中设有“圈子”功能，鼓励用户与有共同兴趣的用户互动，在社区中建立强关系社群，从而提高用户活跃度。截至2018年5月，宝宝树共有近33万个圈子，其中超过7000个为拥有平均5万多活跃用户的活跃圈子，用户总发帖量超过8400万，总评论达12亿，平均每帖超过14个评论。

表9 宝宝树圈子分类

圈子种类	个数	特征
同龄圈	240个	处于同样怀孕及育儿周期的用户会有更多共同语言
同城圈	231个	覆盖34个省份，同城用户可交流当地信息及组织线下活动
同院圈	超过5000个	在同一医院生产的用户可提供更多与实际相关的重要信息，如安排产检、预订分娩床位及有关医生的信息
兴趣圈	超过1000个	早期兴趣圈均具有明显的母婴特征，如拥有超过900万成员、近100万讨论的母乳喂养大本营圈子。随着圈子不断延伸，主题不再限于怀孕及育儿，扩展至婚姻、家庭关系、时尚、生活方式、购物甚至是电视剧等话题，如女人心情圈子成员超过1600万名，讨论主题超过60万
小圈子	超过32万个	由用户自己建立，只有经过批准的用户才能加入

资料来源：宝宝树官网，海通证券研究所

注：统计数据截止2018年5月

**(B) 社区问答。**知识获取是母婴用户的刚需之一，宝宝树在“学问”板块中设有问答专栏，用户可通过发帖提问得到其他用户的回答。截至2018年5月，用户发帖提问超过3500万，回复量超1.27亿，平均每个问题获得超过3.6个回复，板块中用户点赞量超过6.31亿次。

**(C) 社交记录。**宝宝树于2014年10月推出小时光APP，专为用户提供以照片、



视频等方式记录家庭生活的平台，同时用户可在宝宝树孕育 APP 的万家板块中上传照片。截至 2018 年 5 月，用户在宝宝树平台中合计上传超 9.89 亿照片、3800 万小视频。

图22 宝宝树社区万家板块



资料来源：宝宝树官网，海通证券研究所

## (2) 海量数据库，千人千面提高用户体验

据沙利文报告，宝宝树拥有中国最大的商业母婴群体数据库。宝宝树注册分 2 层：  
 ① **基本注册→核心用户数据**：用户仅提供核心生育数据，如怀孕天数或预产期等基本信息，宝宝树从而准确推算出用户孕育周期阶段，为其提供相应的服务。截止 2017 年年底，宝宝树累计服务约 1.27 亿名向宝宝树提供了有关核心生育数据的用户。

② **完整注册→行为数据**：用户可关联所有平台的账号，宝宝树从而整合用户于多个平台产生的数据，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，从而加强数据准确性及改善各平台的用户体验。

图23 宝宝树孕育 APP 初始界面



资料来源：宝宝树孕育 APP，海通证券研究所

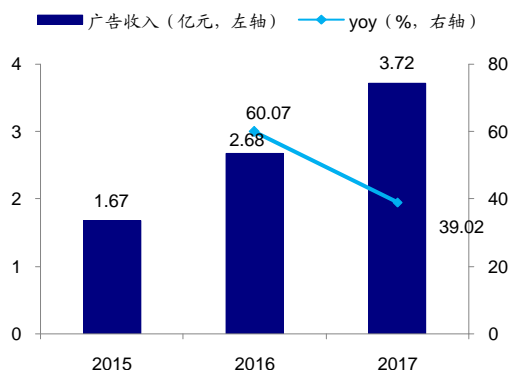
**注重网络技术投入。**2015-17 年研发开支分别为 5695 万元、7281 万元、7848 万元。截至 2017 年，宝宝树专责技术团队由 258 名工程师组成，其中 25 名工程师属于专责数据分析团队，开发并继续改进自动化算法。

**千人千面推送。**宝宝树不要求用户注册，匿名用户便可浏览信息及使用平台公开功能；当用户提供个人信息后，宝宝树可借助所积累的海量多维度用户画像数据，并通过 AI 技术快速识别用户的兴趣偏好，准确分析孩子的成长阶段。通过标签匹配实现用户信息高颗粒度整理，宝宝树向处于育儿过程各阶段的不同用户呈现千人千面的个性化内容，降低用户的被打扰感。

## (3) 广告变现：深度挖掘用户商业价值，全方位满足家庭消费需求

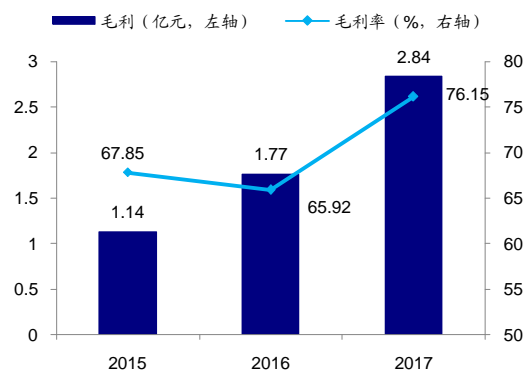
广告变现收入高速增长，毛利率稳步提升。基于对用户多维度的数据积累，宝宝树拥有对用户需求进行深刻洞察的能力，将助其进一步优化用户体验，用户群高速扩大。宝宝树广告收入 2015-17 年各实现 1.67 亿元、2.68 亿元、3.72 亿元，CAGR 达 49.2%；毛利率 2016 年略有下降，2017 年提升 10 个点至 76.15%。

图24 宝宝树广告收入及增速（2015-2017）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图25 宝宝树广告业务毛利及毛利率（2015-2017）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

广告客户收入集中。宝宝树将部分重要客户称为蓝筹客户，2017 年广告客户数由 2016 年的 505 名下降至 338 名，但蓝筹客户增加 10 个至 23 个。宝宝树前 5 大客户均为广告客户（包括广告代理商及 1 名婴儿奶粉分销商），2017 年贡献总收入的 25.7%，其中最大的客户占 8%。截至 2017 年，宝宝树与五大客户平均已建立超过 5 年关系。

表 10 宝宝树广告客户数量及收入占比

	2015	2016	2017
广告客户（名）			
全部客户	336	505	338
蓝筹/关键客户	10	13	23
最大客户收入占比（%）			
占广告收入	14.70	12.56	15.67
占总收入	12.30	6.60	8.00
前五大客户收入占比（%）			
占广告收入	40.28	40.91	50.35
占总收入	33.70	21.50	25.70

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

模式灵活，满足客户需求。宝宝树在平台上提供各种形式的广告位，如旗帜广告、文本链接广告、话题广告等，2017 年移动端和 PC 端广告分别贡献广告收入的 63% 和 37%。根据广告商的要求不同，宝宝树提供多种广告定价模型，分为：

①展示类广告→CPM 模式：为主要广告模式，用于提高品牌知名度及建立品牌可见性，按广告浏览次数进行收费，与宝宝树合作的前几大品牌有美素佳儿、惠氏等。

②效果类广告→CPC 模式：更适用于小型客户，注重转换率，用户点击广告可以直接转至广告商网站，缩短购物路径，广告商则按点击次数进行付费。2017 年推出后实现收入 410 元万，占广告收入的 1.26%。

表 11 宝宝树广告定价模式

广告类型	品牌推广广告	效果广告
定价模式	CPM（Cost Per Thousand）	CPC（Cost Per Click）
定制服务	增值咨询服务，宝宝树与客户一同制定广告及推广方案	按效果付费，客户可使用宝宝树自助广告平台投放广告
客户类别	蓝筹/大型/小型客户	长尾/小型客户

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

广告客户多元化。由于可以精准触达海量目标用户群，宝宝树最初的广告客户大多

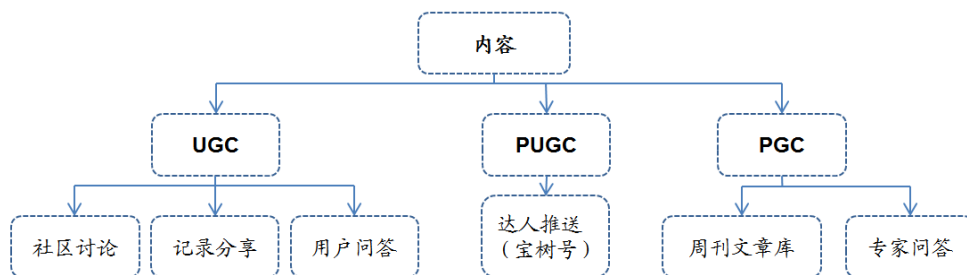
具有母婴背景。随着用户规模的扩大，宝宝树抓住以孩子为中心的家庭消费结构，在实现对育儿相关的饮食科普、医疗保健、购物、知识交流等场景覆盖的同时，以此为基础衍生出化妆品、汽车、金融等与家庭消费强相关的非母婴广告服务业务。宝宝树以一站式服务平台对家庭场景深度挖掘，在提升用户活跃度的同时，全方位满足家庭消费需求。

### 3.2 内容：持续优化内容生态，构建平台长期护城河

#### (1) 模式：PGC 与 UGC 并重，多元化内容提高核心竞争力

宝宝树社区由 PGC（专家生成内容）、UGC（用户生成内容）和 PUGC（专业用户生成内容）构成，据沙利文报告，通过 11 年运营，宝宝树在中国线上平台中拥有最全面优质的育儿知识。

图26 宝宝树内容结构



资料来源：宝宝树官网，海通证券研究所

**UGC+PGC 双管齐下，打造海量内容库。**截至 2018 年 5 月，宝宝树 PGC 内容库拥有超过 1 万篇免费文章、400 首儿歌、160 首育儿音乐和 1000 部视频，知识内容涵盖整个孕育周期的各种话题，包括 4 个大类（按年龄差划分，即孕前、孕期、婴儿和儿童）、73 个小类（按主题划分）。PGC 内容大多为免费内容，以满足普通用户需求，而 UGC 内容作为补充，用户发帖量及交流问答超过 14 亿。

表 12 宝宝树 PGC 免费内容分类

种类	具体内容
文章	宝宝树文章库中共有 73 个小类别，合计超过 1 万篇文章。在文章结尾处，会列出相关社区讨论及可于美国妈妈购买的相关商品
期刊	以年龄段为区分，为不同阶段的准父母及新生儿父母提供专业知识
音频节目	宝宝树资料库中有超过 400 首儿歌、160 首育儿音乐，并开发以卡通人物米卡为主角的早期儿童教育产品系列
视频节目	宝宝树推出 2 个免费视频节目宝宝看及妈妈看，各有 500、600 个视频

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

注：统计数据截止 2018 年 5 月

图27 宝宝树孕育周刊



资料来源：宝宝树官网，海通证券研究所

**优质内容保证。**截至 2018 年 5 月，宝宝树的内容团队由 25 名编辑和作者共同组成，创作和更新所有文章库。截至 2017 年底，宝宝树与 542 名专家建立合作关系，生产专业内容。合约医生均为国内三级甲等医院及知名私立医院副主任医师或以上，或是



知名国际大学及机构的专家；非医生专家包括相关领域的学者、执业者及育儿专家。

**表 13 宝宝树非医生专家标准**

类别	标准
饮食专家	在任或退休的公立医院饮食专家或持有三级营养师证书的饮食专家
心理学家	持有心理学专业学位或心理学三级证书的心理专家
育儿专家	具有影响力的育儿专家
其他专家	持有业内认可证书的相关行业专家

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

通过从用户属性和偏好出发，宝宝树对 PGC、UGC 和 PUGC 的优化持续发力，为用户提供权威、个性化的知识与指导，增强用户对平台的信任感，提高用户活跃度，自发生产高质 UGC 内容，形成内容生态系统的良性循环，巩固其作为国内最大、最活跃的母婴类社区平台的优势地位，夯实竞争壁垒。

## （2）升级：“宝树号”赋能母婴达人，打造家庭内容生态产业

**宝宝树达人体系。**对于上传优质内容的专业用户，在获取粉丝的同时会被宝宝树标注为达人。宝宝树积极推广本土达人，并以阅读量进行排名，使更多用户能了解并关注优质 PUGC 内容发布者，从而打造原创 IP。

2018 年 4 月，宝宝树正式推出开放平台“宝树号”，拓展早教、妇幼儿童医疗、亲子服务、新零售等业务场景，打造“产品、商业、内容、教育”全产业链，以独有的垂直内容交互系统模式，链接用户、创作者和商业端。“宝树号”内容主要为四大方面：

**扶持优质内容创作者。**宝树号宣布将投资百亿资源布局家庭内容产业生态，以扶植资金鼓励创作者生产原创优质内容。据宝宝树官网，宝宝树站内创作者已突破 2 万名，其中百万级粉丝创作者占比 12%，有百余位成熟 IP。随着创作者的聚合，宝宝树中原创优质内容容量每天以环比 15% 的增速增长，目前过百万阅读文章近 5 万篇。

**精准推送释放流量红利。**当母婴达人在一般平台发布优质内容时，由于用户不精准，阅读缺乏场景，很难凝聚起忠诚粉丝；宝宝树拥有海量优质母婴用户，并以大数据技术挖掘用户内容需求，算法匹配长尾内容问题，为母婴内容生产者提供绝佳的流量平台。

**打造内容与消费闭环。**当前中国妈妈的购物决策往往深受资讯、KOL 推荐、社群口碑的影响，而宝树号开放平台推出后，达人与粉丝联系将更加紧密，创作者可通过用户在社区中的互动反馈作为调整生产内容的依据，有利于帮助电商板块美国妈妈依靠用户大数据反向改造母婴供应链体系，通过宝树号打通内容与消费。

**共享家庭内容产业生态资源。**宝宝树现有达人均自动加入宝树号。据宝宝树官网，截止 2018 年 5 月，宝树号平台上有超过 1500 位达人，创造涵盖母婴及其他话题的内容，包括食物与烹饪、摄影、旅行、手工艺、时尚、人际关系等。宝树号将以 KOL 优质内容为主打，除提供母婴孕育的专业知识外，家庭关爱类、女性时尚等内容也将成为扶持重点。

**图28 宝树号宣传页面**



资料来源：宝宝树官网，海通证券研究所

### (3) 内容变现：优质内容实现商业变现，满足用户更深度需求

**母婴知识更为刚需，用户付费意愿高。**随着知识产权意识的增强，年轻父母愿意以符合成本效益的方式及时获得有价值的育儿知识。同时，提高解决实际问题 and 个性化问题的效率是用户核心付费的主要动机。

自 2016 年起，宝宝树推出付费优质内容，实现 PGC 与 UGC 交集，在保持宝宝树知识库的新鲜度及相关性的同时，打通新的变现模式。宝宝树优质内容最初专注于健康主题，是宝宝树大健康战略的重要组成部分，而后扩大范围，现已覆盖教育、生活方式及时尚等主题，以满足年轻家庭的更广泛需求。

#### 知识付费形式有：

**(A) 开讲。**于 2017 年 4 月推出，由医生或专家提供线上讲座节目，根据时长分为大课及小微课，截至 2017 年底已有 1238 个专家讲座录制视频可供销售，平均观众（现场观众及后续回放）达 1154 人。

**(B) 专家答。**于 2016 年 8 月推出，用户提交问题并付费后，24 小时内专家以音频形式进行回答。对于其他用户与专家的问答，用户可支付 1 元的价格进行“旁听”。截至 2017 年年底共有超过 43.4 万次问答交流，平均每次交流吸引 63 次旁听，最受欢迎的片段被旁听超过 30 万次。

**(C) 快问医生。**2017 年 5 月由宝宝树与第三方线上医疗服务提供商合作推出，为急切寻求答案的用户提供保护隐私的通道。

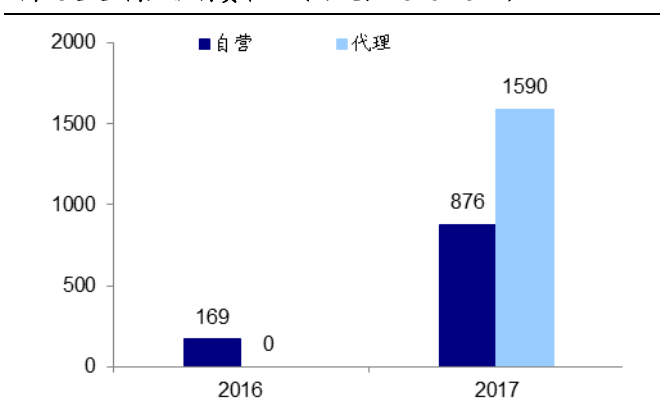
表 14 宝宝树知识付费项目分成模式

项目	单价	分成	其它收入	其它收入分成
开讲	健康大课	12.9 元/次	会员套餐： 138.8 元/500 次课程 (合 0.28 元/次课程) 折扣价 99.9/500 次课程 (合 0.2 元/次课程)	宝宝树分得全部收入
	非健康大课	9.9 元/次		
	小微课	1.9 元/次		
专家答	专家自行定价，介于 20-499 元之间	专家、专家雇主及宝宝树分配，宝宝树分得小部分	旁听 1 元/次	提问者、专家、专家雇主及宝宝树分配，宝宝树分得小部分
快问医生	29.9 元/次	由合作伙伴处理用户问题，宝宝树向合作伙伴支付部分价款		

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

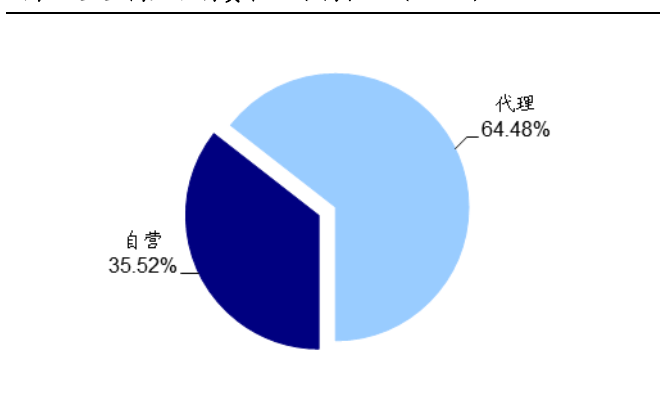
**知识付费收入潜力巨大。**按形式分，知识付费收入分为自营和代理。代理业务 2017 年推出，上线一年即实现收入 1590 万元，占全年知识付费收入的 64.5%；自营业务 2017 年实现收入 876 万元，同比增长 419%。2017 年知识付费业务综合毛利率为 64.22%。

图29 宝宝树知识付费收入（万元，2016-2017）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图30 宝宝树知识付费收入结构占比（2017）











资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

## 4. 工具+电商打造商业闭环，对外投资+引入战投布局家庭服务平台

### 4.1 工具：满足用户多维度需求，提高粘性

满足母婴用户各阶段基本需求。截至 2018 年 5 月，宝宝树共有 19 款孕期工具、10 款孕育工具及 26 款其他工具，以满足母婴用户根据所处阶段所产生的不同需求。

表 15 宝宝树部分热门工具

分类	图标	工具	说明
孕期工具		能不能吃	为孕妇、产后及哺乳妈妈等不同人群提供饮食指导
		看懂 B 超单	提供不同阶段胎儿的指标清单及每项指标的合理范围
		数胎动	帮助记录及追踪胎动
		产检时间表	列有产检时间、要点等提醒事项
孕育工具		喂养记录	追踪宝宝的排便、睡眠及喂养信息
		辅食大全	介绍适合不同年龄婴儿的辅食及食谱
		疫苗时间表	提供不同年龄段婴儿需要接种疫苗的时间表
		儿童成长管家	通过鉴定结果分析告诉用户宝宝处于技能学习进程中，并提供相应建议

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

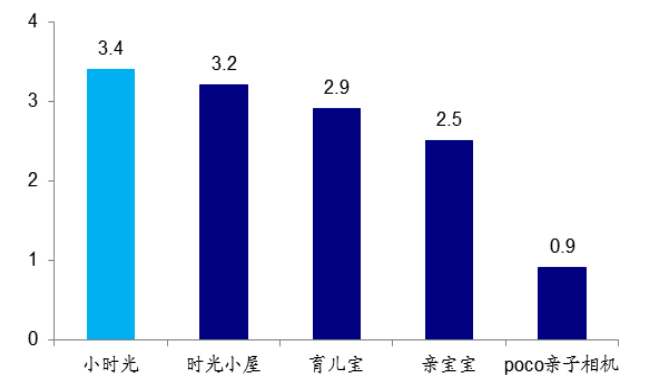
**家庭记录功能需求大。**随着移动网络的快速发展以及智能手机的普及，80 后、90 后等年轻妈妈更倾向于通过移动终端来分享育儿经验和记录孩子成长瞬间，“晒娃”也逐渐成为母婴用户的刚需之一，其成长空间潜力较大。

**从工具到生态，深入满足用户需求。**与其他同类产品需要将广告、消费、内容分发等其他功能皆放于平台不同，主攻家庭记录交流的小时光基于宝宝树全面的产品、服务矩阵，可更专注于记录社交。因而在行业其他产品定位逐步模糊化，以此来扩大商业效能，宝宝树小时光反其道而行之，深入满足用户需求，专注追求用户体验。

**小时光领跑家庭记录应用。**据比达咨询《2017 年 7 月中国家庭记录 APP 产品监测报告》，小时光多项数据持续爆发式增长，全面反超行业其他产品，在上线 3 年后便成为家庭记录领域的领军者。与 MAU 高达 1.39 亿的宝宝树孕育用户无缝承接，为小时光提供稳定流量入口；而小时光用户日均开机率（3.4 次）与在线时长（6 分钟）均为行业第一，用户粘度最强。

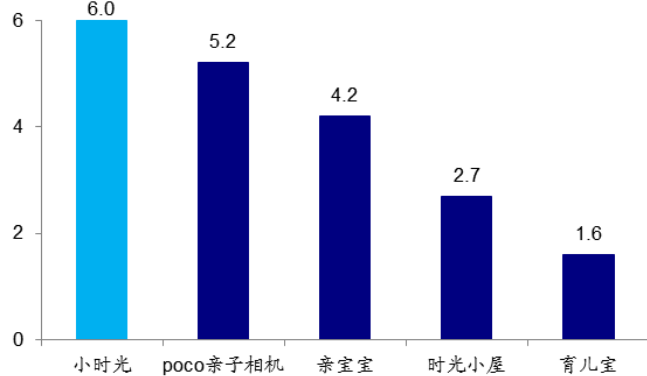


图31 家庭记录 APP 用户人均启动次数（次，2017/07）



资料来源：比达咨询，海通证券研究所

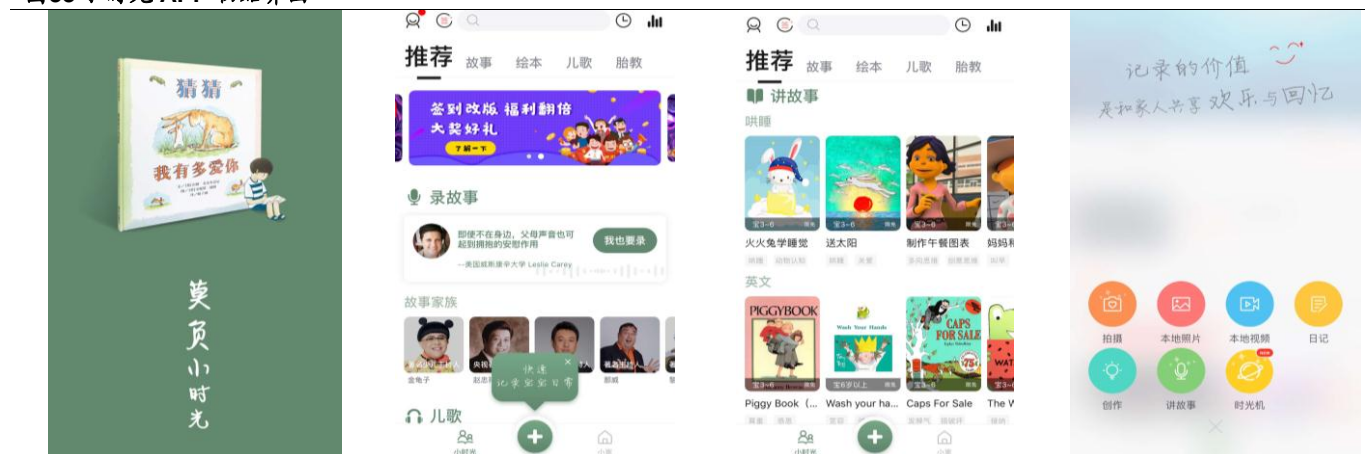
图32 家庭记录 APP 用户平均单次运行时长（分钟，2017/07）



资料来源：比达咨询，海通证券研究所

升级在线早教平台，延长用户生命周期。2018年4月，小时光上线“录故事”功能，开创了中国家庭亲子共读新模式，也标志着小时光从家庭记录式APP全面升级为母婴家庭人群专属有声阅读+成长记录服务平台。宝宝树拟将小时光打造成中国家庭的首选儿童发展平台，从原来-2岁至6岁婴幼儿的家庭延长至更后期的用户群。

图33 小时光 APP 初始界面



资料来源：宝宝树小时光APP，海通证券研究所

## 4.2 电商：直销与平台并重，C2M模式解决用户痛点

### （1）模式：直销与平台并重，自带流量降低获客成本

电商业务高速增长，客单价提升显著。①收入：宝宝树2015年上线电商业务，2017年收入实现3.33亿元（平台/直销各占比47.48%/52.52%），CAGR达219%。②GMV：宝宝树以平台和直销开展电商业务，2017年GMV增15.29%至14.68亿元（平台/直销各占比85.84%/14.17%），2015-17年CAGR达77.62%。③客单价：2015-17年客单价提升显著，各为332元、472元、544元。

表16 美国妈妈 GMV 及收入（2015-2017）

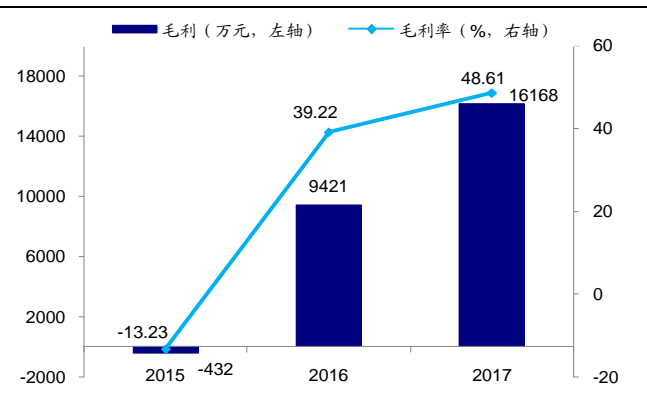
	金额 (亿元)			占比 (%)			同比增长 (%)	
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2016	2017
GMV	4.65	12.73	14.68	100.00	100.00	100.00	173.63	15.29
平台	4.19	10.89	12.60	90.05	85.50	85.84	159.81	15.74
直销	0.46	1.85	2.08	9.95	14.50	14.17	298.70	12.68
收入	0.33	2.40	3.33	100.00	100.00	100.00	635.30	38.47
平台	0.00	0.91	1.58	0.00	37.80	47.48		73.92
直销	0.33	1.49	1.75	100.00	62.20	52.52	357.33	16.93

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

(A) 平台：平台 2016 年开始贡献收入，2017 年收入增 73.92% 至 1.58 亿元，平台收入占比由 2016 年的 37.8% 提升至 2017 年的 47.48%，GMV 占比维持 85%-86% 之间。截至 2017 年，美国妈妈共有 2253 名第三方商户在平台上销售商品，宝宝树按销售额收取以约 10% 的佣金。

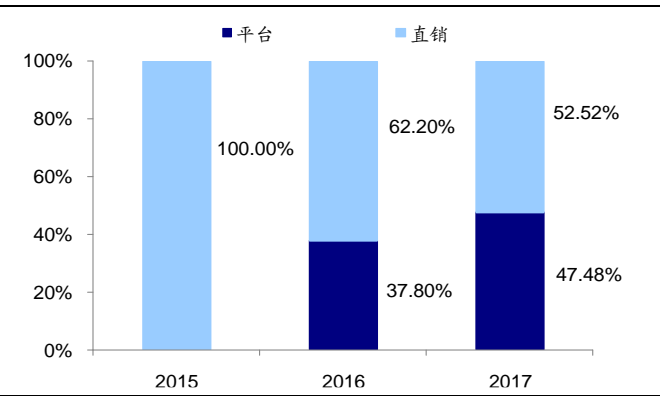
平台收入占比增加，促进美国妈妈整体毛利率改善，2015-17 年各为 -13.23%、39.22%、48.61%。公司预计，未来将缩减直销业务，平台业务将成为主要收入来源；我们预计，由此有望带来电商业务毛利率的进一步提升。

图 34 电商业务毛利及毛利率（2015-2017）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 35 电商业务模式占比（%，2015-2017）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

(B) 直销：截至 2017 年，美国妈妈向约 65 名供应商采购产品用于直销，2017 年实现收入 1.75 亿元，CAGR 达 131%。除国际订单（1 个月提前预付）外，宝宝树不会向供应商提前付款。宝宝树在宁波、北京及上海设有仓库，其中宁波仓位于保税区。

公司存货周转天数由 2015 年的 28 天逐步增加至 2017 年的 52 天，主要是由于直销业务的国际订单占比增加，而国际订单经海关清关，周转期较长。公司的目标是维持不超过 60 天的存货。

表 17 美国妈妈直销业务（2015-2017）

	2015	2016	2017
供应商			
最大供应商占总采购 (%)	30.3	18.4	24.9
前五大供应商占总采购 (%)	55.4	42.6	54.2
存货			
金额 (万元)	1157	4028	3630
存货周转天数 (天)	28	40	52
应收账款			
金额 (万元)	9504	15612	14900
应收款项周转天数 (天)	137	90	76
应付账款			
金额 (万元)	1504	2439	2155
应付款项周转天数 (天)	51	30	31

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

非标品销售占比 67%，差异化抢占市场。2015-17 年美国妈妈 SKU 各约 26.5 万、53.5 万、64.3 万个，涵盖消耗品、洗涤用品、服装和食品等母婴热门品类，满足母婴用户一站式购物需求。当其他母婴电商在标准产品上进行价格竞争时，宝宝树更专注于经营非标产品，2017 年非标品销售占宝宝树当年 GMV 的 67.4%；通过差异化的竞争抢占市场，宝宝树电商用户增长迅速，2015-17 年在美国妈妈购买用户数各 140 万、270 万、270 万名。

**表 18 美国妈妈主要商品品类**

类别	主要品类	主要品牌
消耗品	纸尿裤、孕期产品等	  
洗涤用品	孕妇沐浴液、婴儿沐浴液等	   
服装	孕妇装、婴儿服装、婴儿饰品	   
食品	婴幼儿配方奶粉、膳食补充剂	 

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**深度整合平台，降低电商获客成本，提高转化率。**宝宝树主选单上设有美国妈妈快捷链接，并基于大数据分析，在宝宝树内容及社交特色旁投放商品广告，直接链接至美国妈妈的商品页面。截至 2018 年 5 月，美国妈妈大部分用户流量均来自其宝宝树平台，2015-17 年销售及市场推广开支各 1.93 亿元、1.40 亿元、1.46 亿元，占比收入 96.7%、27.4%、20.0%，已打通流量入口的宝宝树预计未来将逐步降低营销费用率。

宝宝树背书使客户忠诚度较高，2017 年 12 月下订单的电商客户中有 67.8% 为回头客，较高的用户粘性也有效降低了获客成本。随着公司品牌效应增加，2015-17 年营销开支各 1.26 亿元、3800 万元、3002 万元，费用率各 63.15%、7.45%、4.11%，均有显著下降。我们测算，以营销开支/当年新增购买用户计，公司 2015 和 2016 年获客成本各 90 元、29 元，也有大幅下降。

**表 19 公司销售及营销开支明细（2015-2017）**

	费用额（万元）			占比（%）			费用率（%）		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
员工成本	4067	5038	6534	21.03	36.01	44.83	20.33	9.88	8.95
物流成本	1628	3373	3231	8.42	24.11	22.17	8.14	6.62	4.43
营销开支	12630	3800	3002	65.32	27.16	20.60	63.15	7.45	4.11
经营租赁	453	896	842	2.34	6.41	5.78	2.27	1.76	1.15
折旧与摊销	49	100	190	0.25	0.71	1.30	0.24	0.20	0.26
其他	508	782	776	2.63	5.59	5.32	2.54	1.53	1.06
总计	19335	13988	14575	100.00	100.00	100.00	96.68	27.44	19.98

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

## （2）升级：C2M+大数据技术，解决用户痛点

**C2M 模式解决用户痛点。**2017 年，宝宝树将电商业务拓展至 C2M（Customer to Maker），成为传统电商的补充。宝宝树通过监控分析社区的趋势关键词，预测未来热点，从而寻找制造合作伙伴推出相应产品解决用户购物痛点。截至 2017 年年底，宝宝树共有 80 个 C2M 制造合作伙伴。

比如，2017 年 1 季度宝宝树发现“湿疹”的搜索量激增，通过研究相关社区讨论，宝宝树发现部分用户认为婴儿湿疹是因为所使用的擦拭纸巾中的化学物质。宝宝树随后与山东太阳纸业达成合作伙伴关系，最终于 2017 年 7 月推出一款超柔软、可溶于水的擦拭纸巾，截至 12 月销售额超 18 万元。

图36 宝宝树部分 C2M 产品



资料来源：宝宝树孕育 APP，海通证券研究所

我们抽取部分宝宝树 C2M 产品，与美国妈妈同品类中销量第一的产品对比发现：

①SKU：宝宝树 C2M 产品分为宝宝树专定与贴标产品，截至 2018 年 5 月，宝宝树 C2M 业务板块共有超过 2200 个 SKU。其中，宝宝树专定共有超过 800 个 SKU。

②专定产品解决痛点：通常为同品类中的高端产品，平均价格为销量第一的产品的 1.07 倍，专注解决客户尚未获得满足的需要。如宝宝树于 2017 年 10 月推出的医护级纸尿裤，其灭菌技术比国家标准严格 10 倍，推出 2 月销售额超 16 万元。由于价格并不占优，专定产品销量平均不足销量第一产品的 1/5。

③贴标产品：大多为价格敏感产品，其价格平均为销量第一产品的 1.2 倍，销量与同品类销量第一产品仍有一定差异。

表 20 宝宝树部分 C2M 产品

宝宝树 C2M 产品					同品类产品销量 Top1		
类别	产品	单价	销量（万件）	发布时间	产品	单价	销量（万件）
宝宝树专定	医护级纸尿裤	1.7 元/片	3.8	2017/10	花王纸尿裤	2.0 元/片	26.6
	婴儿退热贴	3.3 元/片	1.7	2017/10	子初退热贴	4.9 元/片	3.5
	婴儿磨牙球	24.9 元/个	1.2	2017/10	孺期磨牙球	46.9 元/个	1.3
	母婴专用纸巾	0.07 元/抽	1.7	2017/07	如爱初见母婴专用抽纸	2.1 元/抽	1.9
	防溢乳垫	0.35 元/片	1.6	2017/09	哇爱防溢乳垫	0.18 元/片	16.1
	碘伏消毒剂	3.6 元/ml	0.1	2017/10	孺期碘伏消毒棉棒	4.1 元/ml	0.4
	孕产妇专用牙膏	0.42 元/g	0.1	2017/11	袋鼠妈妈孕产妇专用牙膏	0.32 元/g	8.1
贴标产品	孺期婴儿保暖内衣	46.9 元	0.9	2017/10	歌歌宝贝婴儿内衣	39 元	1.0
	孺期婴儿休闲裤	52.9 元	1.3	2017/09	贝贝怡婴儿长裤	49 元	0.6
	素蒲哺乳文胸	33.9 元	4.1	2017/07	婧麒哺乳文胸	39 元	51.8
	素蒲孕妇产后护腰带	65.9 元	0.1	2017/08	慕倩孕妇产后护腰带	39.9 元	0.7

资料来源：公司招股说明书，美国妈妈，海通证券研究所  
数据更新至：2018/8/13






### 4.3 对外投资、引入战投，布局家庭服务平台

#### （1）对外投资：聚焦家庭产业，打通线上、线下消费及服务全场景

宝宝树围绕中国年轻家庭消费需求升级，通过投资战略整合产业链上的优质企业，打通线上线下消费与服务场景，全面构建中国年轻家庭产业共赢生态圈。宝宝树投资对象包括生活体验平台 intable、进口母婴新零售 Mikibobo 隅田川、健康洗护品牌植观、儿童智能设备公司贝美物联等。



表 21 宝宝树对外投资历史

时间		投资标的	简介	轮次	金额	备注
2014/12		叽里呱啦	儿童英语学习应用	天使轮	85 万美元	宝宝树和真格基金联合投资
2015/11		贝美物联	互动玩具和儿童智能设备公司	Pre-A 轮	数千万人民币	领投方为大河创投，宝宝树参投
2016/06		植观	国产新兴个人护理品牌	Pre-A 轮	数百万人民币	
2016/11		知识分子	新媒体网站	A 轮	数千万人民币	宝宝树和好未来共同战略投资
2017/07		奇育记 MEET	垂直母婴的 PGC 短视频内容平台	天使轮	数千万人民币	
2018/01		mikibobo 隅田川	线下连锁进口母婴零售公司	A+轮	数千万人民币	宝宝树领投，杭州水木泽华基金、翊翎资本参投
2018/01		intable	高端女性体验课程平台	天使轮	数千万人民币	
2018/06		VIPKID	在线少儿英语教育品牌			进入低幼儿童英语教育领域，推出独立子品牌“自由星球”面向 0-6 岁低幼儿童，与宝宝树达成战略合作

资料来源：IT 桔子，海通证券研究所

## （2）与复星战略合作，打造家庭消费平台

2016 年 11 月，宝宝树获复星领投的 30 亿元融资，并与复星集团旗下医疗健康、金融保险等领域开展合作，发力大健康、金融和教育领域。

**（A）C2M：**拥有海量用户的宝宝树是第一家复星投资较大的 C 端平台；由 C 端驱动，通过复星与宝宝树打造的 C2M 平台打通 M 端，使其具备数据化运营能力。如 2017 年 7 月宝宝树与复星旗下太阳纸业针对宝宝树社区用户痛点，联合研发出达到食品级安全标准的无添加纸巾，推出后很快成为热销产品。2018 年 7 月复星与宝宝树共同发起 C2M 母婴新零售峰会，双方将进一步深化 C2M 领域的合作。

**（B）医疗健康：**借力复星旗下医疗健康资源，宝宝树将大健康确定为未来发展的战略领域，于 2017 年推出线上知识付费+健康服务业务。2018 年 7 月，复星与宝宝树发布母婴医疗服务品牌“小星医生”，关注生命最初 1000 天的用户，为其提供一站式医疗解决方案。

表 22 宝宝树与复星合作进程

时间	合作内容
2015/05	宝宝树与复星旗下和睦家医院达成战略合作，宣布全面进军医疗健康领域
2016/05	宝宝树为复星旗下永安保险与和睦家医疗共同推出的“和睦医疗保险”提供数据支持
2016/07	宝宝树获 30 亿元融资，复星集团领投，好未来集团、经纬中国、宽带资本等跟投
2016/11	宝宝树与复星成立中国家庭产业联盟，深挖家庭个性化需求。月子会所行业领导者馨月汇成为首批合作集团
2017/04	宝宝树借力复星旗下医疗健康资源，开设线上知识付费+健康服务业务，推出大健康产品“开讲”
2017/07	宝宝树与复星旗下太阳纸业等公司合作提供定制化商品消费服务，打造 C2M 母婴专用消费品
2018/05	宝宝树与复星成立合资公司星宝智康，专注于家庭消费升级驱使下的母婴行业
2018/06	宝宝树与复星共同设立宝宝树复星母婴产业基金，宝宝树持股 19%，用以投资母婴产品相关产业
2018/07	宝宝树与复星共同推出医疗服务品牌小星医生，专注“生命最初的 1000 天”的母婴需求

资料来源：公司招股说明书，复星官网，和睦家官网，海通证券研究所

## （3）阿里战略赋能，提升商业变现效率。

2018年5月，宝宝树获得阿里巴巴通过其全资子公司淘宝中国的战略投资，并与其签订战略合作协议，涵盖与阿里在电商、广告、C2M、知识付费和其他潜在业务等各领域深入合作框架。

**(A) 电商：**阿里将成为宝宝树电商业务的独家战略合作伙伴，并为宝宝树提供电商整体解决方案；宝宝树未来预计将缩减直销业务，平台业务将进一步扩大。阿里将负责采购与第三方平台商户订约以及支付基础设施支持及处理以及商品交付；宝宝树负责从客户采购、SKU选择、下单及分类至质量控制及客户服务。

**(B) 广告：**阿里或来自阿里平台的商户将以广告投放直接增加宝宝树广告收入，并通过增强宝宝树电商运营间接推动其现有广告业务。宝宝树将在自身入口级社区平台及海量用户大数据的优势基础上，借助阿里在全链路、全媒体、全数据、全渠道的营销生态，将进一步完善平台的营销闭环，对用户实现精准触达。

**(C) C2M：**宝宝树将于天猫平台设立旗舰店推广C2M产品，也可能为淘宝平台开发自有品牌线新C2M产品系列。

我们认为，与阿里巴巴的深度合作，将进一步丰富宝宝树的变现模式，并提升其变现效率，形成协同效应，从而进一步释放宝宝树母婴生态的商业潜力，实现双赢。

## 5. 风险提示

**1. 品牌影响力下降风险：**公司收入依赖宝宝树品牌，如果品牌运营出现重大失误、遭受负面新闻、市场认可度降低或消费者偏好改变等，可能导致新客获取、用户维系能力削弱，进而对公司的经营业绩产生不利影响。

**2. 依赖单一变现渠道的风险：**广告是公司传统收入渠道，2017年占比51%，其中前五大广告客户占总收入25.7%，现金流与盈利具有不稳定性。如果公司未来无法与现有客户保持良好的合作关系，将对公司经营业绩产生不利影响。

**3. 行业竞争加剧风险：**近年来，母婴行业发展迅速，市场竞争日趋激烈，公司的广告业务面临传统、线上媒体机构的竞争，面临市场竞争加剧及目标市场被抢先布局从而影响其市场占有率和盈利能力的风险。



## 信息披露

### 分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业；社会服务行业  
李宏科 批发和零售贸易行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城,欧亚集团,江苏国泰,鄂武商 A,当代明诚,拉芳家化,锦江股份,莱绅通灵,美高梅中国,首旅酒店,凯撒旅游,永辉超市,百联股份,中百集团,步步高,众信旅游,中国国旅,周大生,青岛金王,大东方,王府井,峨眉山 A,合肥百货,老凤祥,家家悦,红旗连锁,中青旅,利群股份,天虹股份,苏宁易购

### 投资评级说明

<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。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, 海通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, 未经海通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, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 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, 海通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。

## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
联系人  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
薛 涵(021)23154167 xh11528@htsec.com  
联系人  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

### 中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
联系人  
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com  
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com

### 汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

### 公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
联系人  
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com  
联系人  
史 岳 sy11542@htsec.com

### 互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
联系人  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李殊醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
联系人  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

**电子行业**

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 联系人  
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 尹 岑(021)232154119 yl11569@htsec.com  
 石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

**煤炭行业**

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com  
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com  
 联系人  
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

**基础化工行业**

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 联系人  
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com  
 联系人  
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com  
 于成龙 ycl12224@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张 戈(01050949962 zy12258@htsec.com  
 联系人  
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

**非银行金融行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 联系人  
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

**交通运输行业**

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 联系人  
 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com  
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

**纺织服装行业**

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 联系人  
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

**建筑建材行业**

钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com  
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 联系人  
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com  
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com  
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com  
 周 丹 zd12213@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 联系人  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com  
 刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com

**建筑工程行业**

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 张欣劼 z xj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com  
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com  
 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

**军工行业**

蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com  
 张恒恒 zh x10170@htsec.com  
 联系人  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

**银行行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 联系人  
 林加力(021)23214395 ljl12245@htsec.com  
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 联系人  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com  
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
 曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 宗 亮 zl11886@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 季唯佳(021)23219384 ji wj@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 吴 尹 wy11291@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜 飞 df12021@htsec.com  
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 李 婕 lj12330@htsec.com  
 何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com