福宝童趣（838838） 致力于儿童手工娱乐体验服务，成长性良好

基本数据

2017 年 2 月 21 日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	1200
流通股本(万股)	
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	1.33
PB(倍)	

投资评级：买入（首次）

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(万元)	924.85	2615.08	6132.90	8586.06	11161.88
净利润(万元)	-395.10	118.06	307.80	493.83	696.11
毛利率（%）	46.07	74.46	74.82	74.82	74.82
净利率（%）	-42.72	4.51	5.02	5.75	6.24
ROE（%）	-	32.98	13.75	18.71	21.52
EPS(元)	-7.90	0.10	0.26	0.41	0.58

郑州福宝童趣实业股份有限公司致力于提供儿童手工娱乐体验服务，以指导儿童进行各种产品的手工制作及组织各类亲子娱乐活动为主营业务。**公司是儿童手工娱乐行业领军企业之一。**

我国放开“二胎”政策，新生儿数量将显著增加，儿童手工娱乐行业高端品牌因较强的市场竞争能力和对优质服务的持续提供，最终会在家长和孩子中形成良好的市场口碑，并逐步渗透各级市场。目前，孩子的消费已经成为家庭消费的最大支出之一。**随着经济发展，家庭可支配收入的提高，我国儿童娱乐行业拥有巨大的发展空间。**

随着公司影响力逐渐扩大，加之越来越多的家长也意识到孩子童年的快乐会影响孩子一生，公司高成长之路有望开启。

公司拟强化在儿童手工娱乐体验服务和亲子娱乐活动优势的同时，适时扩张业务种类。公司中长期目标是发展成为一家具有市场领导力的母婴童产业体验式消费平台，通过构建先体验后购买的消费场景，改变家长对母婴童产品的购买习惯，从而形成线下体验线上购买的 O2O 销售平台。

盈利预测与估值

预测公司 2016~2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 307.80 万元、493.83 万元和 696.11 万元，每股收益分别为 0.26 元、0.41 元和 0.58 元。

我们认为公司具有良好的成长性。首次覆盖给予“买入”评级。按 2017 年 25 倍 PE 估算，其市值参考水平为 1.23 亿元。

风险提示

市场竞争风险，连锁经营风险。

李菲菲
lifeifei@wtneeq.com
010-85715117

目　录

- 风险分析 1
- 致力于提供儿童手工娱乐体验服务 2
- 实际控制人、管理团队及员工概况 5
- 我国儿童娱乐产业起步晚，市场潜力大 7
- 公司的竞争优势分析 8
- 影响力逐渐扩大，高成长之路开启 9
- 盈利预测及估值 10

图表目录

图表 1 “福宝贝” 店铺手工产品示例 2
图表 2 “福宝贝” 组织的亲子娱乐活动 3
图表 3 “精灵城堡”儿童娱乐体验店 4
图表 4 “去家玩”app 简介 4
图表 5 公司 2015 年各业务板块营收占比 5
图表 6 公司股东持股比例 5
图表 7 公司核心高管团队简历及持股情况 5
图表 8 公司员工年龄结构（截止 2015 年 12 月 31 日） 7
图表 9 公司员工教育程度结构（截止 2015 年 12 月 31 日） 7
图表 10 “去家玩”创业妈妈孵化营启动仪式 9
图表 11 公司 2014 年以来营业收入和净利润 10
图表 12 公司 2014 年以来净利率、毛利率和期间费用率 10
图表 13 公司盈利预测 11

■ 风险分析

公司实际控制人及管理团队方面：

通过公开信息，未发现实际控制人及管理团队方面存在明显风险。

财务方面：

通过公开信息，未发现实际控制人及管理团队方面存在明显风险。

公司业务及行业方面：

1、连锁经营风险

公司采用连锁经营模式， 经营区域分布在河南、湖北、陕西、山西、浙江等地。伴随着公司扩张计划的实施， 门店数量将增加。如果各家直营店、加盟店或区域代理商没有按照公司制度严格管理而影响服务质量，则可能对公司的整体品牌形象和业务经营造成不利影响。

■ 致力于提供儿童手工娱乐体验服务

郑州福宝童趣实业股份有限公司成立于 2010 年 3 月，2016 年 8 月挂牌新三板。公司致力于提供儿童手工娱乐体验服务，以指导儿童进行各种产品的手工制作及组织各类亲子娱乐活动为主营业务，是儿童手工娱乐行业领军企业之一。

公司拥有陪玩师学校、专业的儿童活动游戏开发团队、大量的儿童手工产品和儿童教育课程合作开发机构等，为 2-6 岁的学龄前儿童提供安全的玩耍环境、丰富的益智玩具、有趣的游戏活动、实惠的教育课程等。公司通过寻找城市代理合伙人，发展代理城市店铺加盟的方式来开拓业务。收入来源主要是直营店铺的手工玩具销售收入和第二课堂、生日会等会员增值业务收入以及店铺加盟收入。

公司于 2010 年创立了“福宝贝”儿童手工体验店，于 2015 年创立了“精灵城堡”儿童娱乐体验店，目前正在大力发展“去家玩”社区微型儿童娱乐体验店。截至 2016 年 5 月 31 日，公司已在全国范围开立儿童手工体验店“福宝贝”（其中直营店 32 家、加盟店 39 家，区域代理 10 家），儿童娱乐体验店“精灵城堡”（其中直营店 3 家，加盟店 2 家，区域代理 1 家），社区微型儿童娱乐体验店“去家玩”(直营店 8 家，加盟店 66 家，区域代理 9 家)。目前，公司门店主要分布在河南、湖北、四川、重庆、陕西、天津等省份及主要中心城市。

公司各品牌具体业务及产品服务情况如下：

1、福宝贝

“福宝贝”儿童手工体验店的服务内容以指导儿童进行各种产品的手工制作为主，以组织各类亲子娱乐活动为辅，单店经营面积约 20—100 平方米。手工产品主要针对 2~14 岁的儿童，将亲子参与性、游乐的娱乐性和幼教的引导性融为一体，秉承“让孩子在快乐玩耍中学习成长”的经营理念，将儿童创造力启蒙教育与手工产品的制作活动相结合，使孩子在游戏玩耍的过程中锻炼其双手协调及动作能力、色彩感知及色彩搭配能力、空间思维及立体构造能力、耐心注意力及毅力、想象力创造力及逻辑思维能力，同时有助于培养孩子健全的性格。目前公司已有儿童手工产品 12 个大类 52 个项目 3,000 余种产品，其中 90%以上均为公司自主研发或改良的产品，涵盖微动作、专注力、色彩感、逻辑思维能力及立体建构能力等能力体系的培养。

图表 1“福宝贝”店铺手工产品示例

陶艺

彩虹布

涂鸦

小裁缝

资料来源：公开转让说明书

“福宝贝”组织经营的亲子娱乐活动主要是以儿童手工制作为特点的生日会、节日派对、第二课堂等。“福宝贝”生日会和节日派对可以提供主题道具、主题服装、手工娱乐项目、服装秀等活动内容，根据客户的不同需求或节日主题，定制不同主题的生日活动或节日派对活动。“福宝贝”第二课堂以城市附近的旅游景点为主，结合就地取材的手工制作活动，使家长与孩子可以共同体验手工的快乐，丰富游玩的内容。

图表 2“福宝贝”组织的亲子娱乐活动

资料来源：公开转让说明书

2、精灵城堡

“精灵城堡”儿童娱乐体验店首家店铺于 2015 年 10 月开业，服务内容以提供非手工类的儿童娱乐体验及手工类的高端玩具制作为主，以组织各类亲子娱乐活动为辅，为孩子们提供创意玩耍的学习游乐空间，门店开设在的高端百货和城市广场，单店经营面积约 300—500 平方米。

精灵城堡是为孩子们提供创意玩耍的学习游乐空间,一直秉承国际最前沿、最领先的儿童启育理念，开创国内最全面、最新式的儿童手工产品，打造关于科学玩乐的尖端“武器”。精灵城堡主要以培养孩子卓越的创意思维为主线，有 3000 多种单品、 25 种职业体验、 12 个创意玩耍空间，汇集了国内外精华儿童手工，并由专业的幼教手工老师对儿童的探索和建构能力适时加以引导，让孩子尽情享有童年里的快乐时光，让各个年龄段孩子的创造力、想象力以及基础能力（包括五大职能体系和六大幼教职能）都能得到全面的锻炼和培养。

图表 3“精灵城堡”儿童娱乐体验店

资料来源：公开转让说明书

3、去家玩

去家玩是基于社区的儿童 O2O 玩耍社交平台，秉承寓教于乐的幼教理念，主要在各大社区开设儿童综合玩耍体验店，经营面积一般不低于 120 平米，通过线上内容和线下门店的深度融合，为社区儿童提供基于本社区的集游戏、手工、交友于一体的玩耍空间，解决城市儿童在家“玩什么”、“和谁玩”、“怎么玩”的问题，让家长和孩子足不出社区就解决孩子的娱乐休闲。

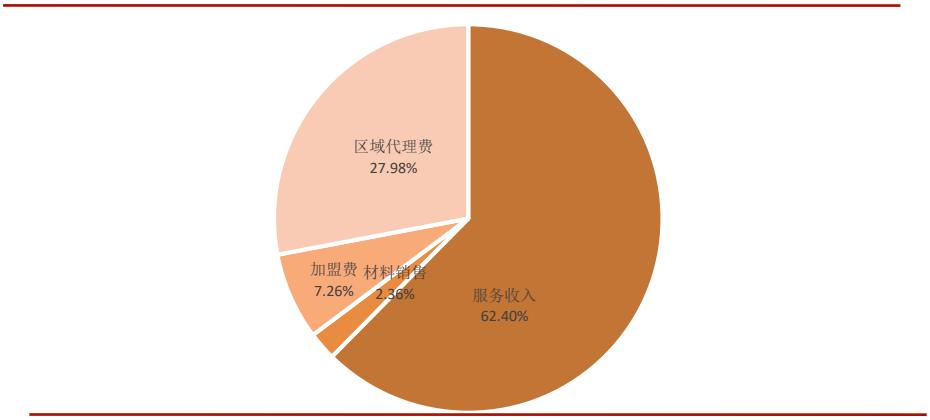
公司正在大力发展“去家玩”社区微型儿童娱乐体验店，并同步推出“去家玩”手机客户端，利用线上经营线下体验的消费模式，将儿童娱乐事业深入社区。截止 2016 年 5 月 31 日，“去家玩”社区微型儿童娱乐体验店已开设直营店 8 家、加盟店 66 家。

图表 4 “去家玩”app 简介

去家玩 app 是公司旗下，以孩子玩为中心，集社区活动、亲子游、宝宝成长空间为一体的体验式消费应用。去家玩 app 上主要展示线下实体店发布各种活动，用户通过浏览活动以及店铺的信息来决定是否适合他的孩子参加，如果用户想参加某个活动，就在去家玩 app 上的活动详情页面点击报名，并支付相应的活动费用，然后在规定的时间内在线下实体店凭订单验证码带领自己的孩子来体验参与这个活动，活动完成后可对本次体验留言和发图评价。另外，去家玩 app 中还有宝宝成长空间的模块，用户可以在上面发布自己孩子的照片或者各种育儿心得与心情，也可以把孩子的身高体重发布以作记录，其他与孩子关联的用户可以浏览并对这些信息进行评论回复。

资料来源：游迅网

图表 5 公司 2015 年各业务板块营收占比



资料来源：公开转让说明书

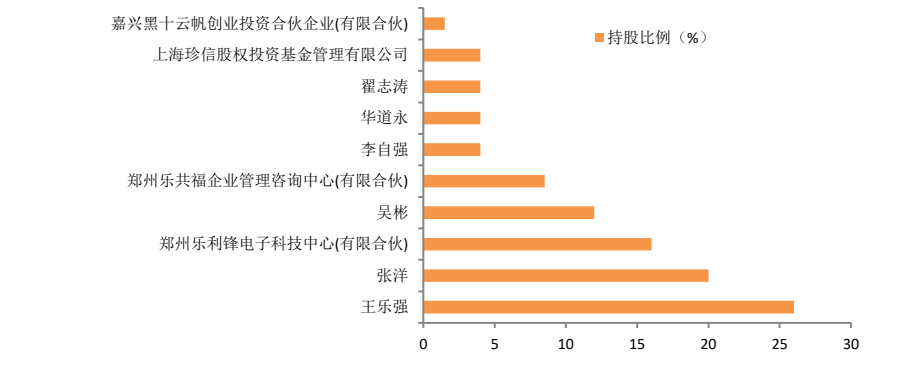
公司的利润来自于直营店的日常经营，加盟、区域代理业务带来的加盟及代理费收入以及向加盟商提供商品实现利润。

■ 实际控制人、管理团队及员工概况

● 实际控制人具有多年手工玩具经验

王乐强直接持有公司 3,120,000 股，持股比例 26%，张洋直接持有公司 2,400,000 股，持股比例 20%，王乐强、张洋系夫妻关系，合计直接持有公司 5,520,000 股，持股比例 46%。此外，王乐强为乐利锋及乐共福的普通合伙人，并担任执行事务合伙人，能够控制乐利锋及乐共福合计所持公司 24.5%的表决权。王乐强、张洋夫妇共同控制公司共计 70.5%的股权。王乐强现任公司董事长，为公司实际控制人。

图表 6 公司股东持股比例



资料来源：Choice

图表 7 公司核心高管团队简历及持股情况

姓名	职务	持股比例（%）	简历
王乐强	董事长	26%	男,1982 年 3 月出生,本科学历。2003 年至 2010 年为手工玩具自由职业者；2010 年至今历任福豆有限监事、执行董

			事;2014 年 11 月至 2016 年 3 月任芬兰爱尔福教育集团有限公司(已于 2016 年 3 月注销完毕)董事；2015 年 10 月 9 日被公司股东大会选举为董事，任期自 2015 年 10 月 9 日至 2018 年 10 月 8 日，同日被公司董事会选举为董事长。
华道永	总经理	4%	男,1980 年 8 月出生,本科学历。2003 年 3 月至 2007 年 12 月任郑州领秀服饰有限公司人力资源经理;2007 年 12 月至 2011 年 3 月任郑州银基商贸城有限公司人力资源经理;2011 年 6 月至 2013 年 12 月任鼎昌集团人力资源总监;2013 年 12 月至今任公司总经理。2015 年 10 月 9 日被公司股东大会选举为董事,任期自 2015 年 10 月 9 日至 2018 年 10 月 8 日。
翟刚,	副总经理		男,1981 年 9 月出生,本科学历。2003 年 8 月至 2007 年 7 月任同亨科技(苏州)有限公司系统分析师;2007 年 8 月至 2009 年 7 月任博锐特咨询(北京)有限公司咨询经理;2009 年 8 月至 2013 年 9 月任阿里巴巴(中国)有限公司项目经理;2014 年 4 月至 2015 年 8 月任纽海信息技术(上海)有限公司高级开发经理;2015 年 8 月至今任公司副总经理;2015 年 10 月 9 日被公司董事会聘任为副总经理。
周翼	副总经理		男,1980 年 2 月出生,本科学历。2002 年 2 月至 2006 年 9 月任湖北丝宝股份有限公司销售总部业务主办;2007 年 10 月至 2015 年 2 月任汉佰国际贸易(上海)有限公司区域销售总监;2015 年 8 月至今任成都分公司总经理;2015 年 10 月 9 日被公司董事会聘任为副总经理。
翟志涛	董事、董事会秘书	4%	翟志涛,男,1980 年 10 月出生,本科学历。2004 年至 2005 年任威铖国际集团有限公司审计员;2006 年至 2010 年任河南一尊实业有限公司财务总监,2011 年至今任公司总经理助理。2015 年 10 月 9 日被公司股东大会选举为董事,任期自 2015 年 10 月 9 日至 2018 年 10 月 8 日。
张如华	董事	-	男,1977 年 6 月出生,硕士学历。1998 年 6 月至 2000 年 1 月任新疆泛亚信息服务有限公司事业部经理;2000 年 1 月至 2001 年 6 月任新疆康美健资讯网策划咨询师;2001 年 6 月至 2006 年 9 月任中信新天集团西域股份公司投融资经理;2006 年 9 月至 2008 年 5 月任鼎鑫国际资本高级投资经理;2008 年 5 月至今任上海珍信股权投资基金管理有限公司董事长。2015 年 10 月 9 日被公司股东大会选举为董事,任期自 2015 年 10 月 9 日至 2018 年 10 月 8 日。
吴彬	董事	12%	男,1973 年 10 月出生,,硕士学历。1998 年 8 月至 1999 年 4 月任东方通信股份有限公司研究中心副主任;1999 年 4 月至 2000 年 4 月任浙江华邦信息技术发展有限公司总经理;2002 年 4 月至 2014 年 4 月任杭州彩通网络技术有限公司执行董事;2007 年 8 月至 2015 年 6 月任杭州乐程文化传播有限公司董事;2008 年 4 月至 2015 年 6 月任杭州搜视网络有限公司董事;2007 年 8 月至今任浙江丝里伯睡眠科技股份有限公司董事长。2015 年 10 月 9 日被公司股东大会选举为董事,任期自 2015 年 10 月 9 日至 2018 年 10 月 8 日。

资料来源：公开转让说明书

从核心管理团队成员简历来看，公司核心团队主要为 80 后，公司实际控制人具有丰富的手工玩具经验，其他高管加入公司前具有丰富的企业管理经验。

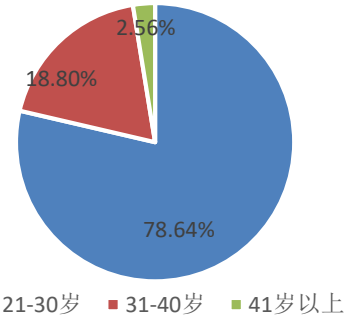
- **公司员工结构整体较为年轻，素质较高**

截止 2015 年底,公司共有员工 351 人,其中门店员工 231 人,占比 65.81%。公司整体年龄结构较为年轻，其中 21-30 岁员工人数占比为 78.64%。

公司员工结构整体较为年轻,21~30 岁员工占 78.64%。员工整体素质较高,

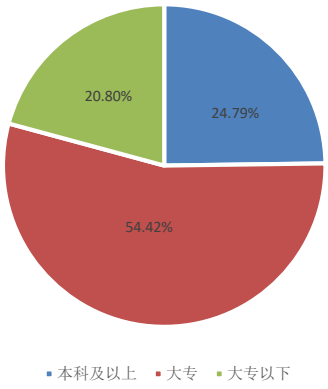
大专以上学历占 75.22%。

图表 8 公司员工年龄结构（截止 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公开转让说明书

图表 9 公司员工教育程度结构（截止 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公开转让说明书

■ 我国儿童娱乐产业起步晚，市场潜力大

● 我国儿童娱乐产业起步晚，发展尚不充分

相对于成人产业，我国儿童娱乐产业起步较晚，发展并不充分，强势品牌少，仍处于从制造到品牌经营、从粗放型发展到完善供应链管理和提升消费体验以抢占市场份额的初级阶段。

目前，我国儿童娱乐行业的经营模式主要分为纯玩游乐场、电玩中心及教玩一体店三大经营模式。纯玩游乐场以经营蹦床、滑梯、海洋球、攀爬设备等游乐设备为主；电玩中心以经营电子游戏机类游乐设施为主；教玩一体店将早教模式与乐园模式相结合，以儿童手工制作、职业体验等娱乐方式为主。

从整个行业的运行状况看呈现以下特征：

一是行业发展迅速，品牌集中度低。随着国民整体消费水平的提升，越来越多的人开始接受儿童娱乐事业，儿童娱乐机构数量日益攀升。但同时国内儿童娱乐机构品牌化经营程度不高，品牌集中度较低，大部分儿童娱乐机构规模较小，能够打动消费者的第一品牌尚未形成。

二是市场缺乏有效的行业监管。儿童娱乐行业市场大，但门槛较低。我国尚未将儿童娱乐机构纳入监管范围，儿童娱乐机构是否应具有相应的资质、提供的产品是否符合安全及卫生标准，娱乐的环境是否存在安全隐患等问题，都缺乏有效的监督管理。

三是从业人员素质有待提高。儿童娱乐行业服务的对象主要为儿童，需要具备一定的儿童心理学、教育学、美术绘画等基础知识。目前儿童娱乐行业从业人员大多数是经过短期培训改行而来，人才缺口较大，专业素质不高，难以满足儿童娱乐工作要求和市场需求。

- **市场空间巨大**

2016 年，我国全面放开二胎政策。根据中信证券婴童产业专题报告预测，二胎政策落地后，全国每年新增出生人口 100-200 万人，预计 2020 年儿童人口数量达 2.61 亿人。

随着新生婴儿潮的到来，我国新生儿数量将显著增加，将极大刺激儿童娱乐市场的增长。高端品牌因较强的市场竞争能力和对优质服务的持续提供，最终会在家长和孩子中形成良好的市场口碑，并逐步渗透各级市场。

中国儿童产业研究中心调查显示，80%的家庭儿童支出占家庭支出的 30%-50%，孩子的消费已经成为家庭消费的最大支出之一。随着经济发展，家庭可支配收入的提高，我国儿童娱乐行业拥有巨大的发展空间。

■ 公司的竞争优势分析

- **注重客户体验，具有一定市场影响力**

儿童手工娱乐体验销售的不只是玩具本身，而是孩子用手工完成一件作品的过程，在这个过程中不但收获快乐，更收获成长。

公司关注和研究孩子和家长的客户体验，兼顾玩乐与教育两方面的客户需求。为深入挖掘和迎合客户体验，公司产品开发人员每周每人做两次产品市场调查，由运营部汇总并组织各部门对调查结果进行分析，包括客户对产品的喜好，对店铺员工的喜好等，完成分析后将结果通报全公司，为各部门下一步的工作方向提供参考。

公司依托于自身高质量的产品和高水平的服务建立了较高的市场认可度。公司作为室内儿童娱乐服务的提供商，虽然成立时间短，但发展迅速，目前其在郑州、武汉、内蒙的市场占有一定优势地位。

- **产品品种丰富**

公司目前产品包括 12 个大类 52 个项目 3,000 余种手工产品，且其中 90%以上均为公司自主研发或改良的产品，涵盖微动作、专注力、色彩感、逻辑思维能力及立体建构能力等能力体系的培养。此外，公司尚未推出的新产品产品库中还有 6 个大类近 50 个小类的上千种产品。公司保持每周更换产品种类，更新陈列内容的经营方式，为客户消费的持久性提供了有力保障。

- **少数具备自主开发新产品能力的公司之一**

公司是儿童手工行业内少数具备自主开发新产品能力的公司之一，公司产品部一方面负责对公司代销的绝大部分产品的趣味性、安全性、适合的年龄段等各个方面进行测试和改进；另一方面负责自主研发和设计新产品，以相同材料多种主题，或多种材料拓展主题的方式衍生开发，不断推陈出新。公司坚持每个月推出两个系列的新产品，以持续保持行业领先地位。

此外，公司组织幼教专业人才，结合幼教课程体系自主开发了一套科学有趣的手工课程体系，针对材料和年龄段进行了划分，课程设置寓教于乐，可以让孩子的各项能力得到充分的锻炼和开发。

- **“去家玩”有望实现快速复制扩张**

公司推出的基于社区的儿童 O2O 玩耍社交平台“去家玩”有望快速扩张。“去家玩”这个项目加盟发展快速得益于店铺投资规模小，可以有效解决社区儿童孤单没玩伴，玩耍没地去的需求痛点，发展迅速。公司和河南省妇联联合成立了“去家玩”创业妈妈孵化营，取得了良好的效果。

图表 10“去家玩”创业妈妈孵化营启动仪式

资料来源：搜狐

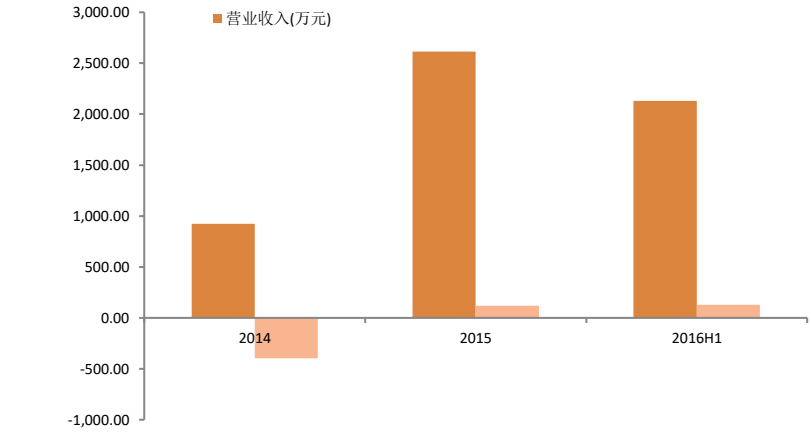
去家玩所涉及的玩耍项目基本原则为：高质、环保、健康、品牌、前沿。店内所采用的玩具设施均为国内外知名品牌，让孩子在家门口就能玩到最新款的玩具，同时也是值得家长信赖的安全、益智性玩具，在玩耍过程中孩子的各方面能力会得到提高。去家玩的孩子因为是扎堆玩耍,所以在团队中会分享知识与物品，习惯性的与伙伴们配合完成任务，孩子在成长中形成的良好品格会跟随孩子的一生，对孩子融入不同的集体打下良好的基础。家长也可以省去为孩子增添品牌玩具的高额费用，从而更加认可去家玩品牌。

■ 影响力逐渐扩大，高成长之路开启

公司挂牌以来，业绩稳健增长，2016 年上半年，实现营业收入 2,129.48 万元，同比增长 144.91%；实现净利润 103.37 万元，同比增长 177.16%。

随着公司影响力逐渐扩大，加之越来越多的家长也意识到孩子童年的快乐会影响孩子一生，公司高成长之路有望开启。

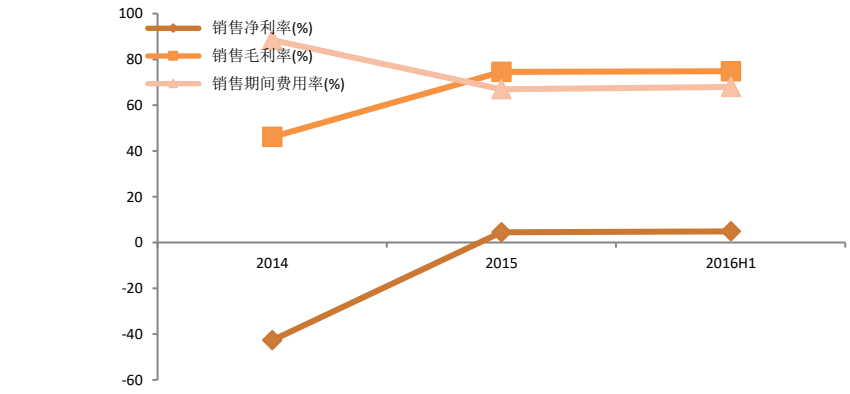
图表 11 公司 2014 年以来营业收入和净利润



资料来源：Choice

公司 2014 年、2015 年和 2016 年上半年，公司毛利率分别为 46.07%、74.46%和 74.82%，毛利率波动幅度较大。主要由于公司主营业务包括为儿童提供娱乐体验服务以及为加盟店提供的材料销售业务，其他业务包括发展加盟、区域代理业务，而公司各项业务的毛利率有所差异，其中加盟、区域代理业务的毛利率为 100%，而材料销售的毛利率相对较低，约为 50.23%。未来公司的业务发展模式将决定收入结构，并对公司的综合毛利率产生影响。

图表 12 公司 2014 年以来净利率、毛利率和期间费用率



资料来源：Choice

■ 盈利预测及估值

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2016~2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 307.80 万元、493.83 万元和 696.11 万元，每股收益分别为 0.26 元、0.41 元和 0.58 元。

公司拟强化在儿童手工娱乐体验服务和亲子娱乐活动优势的同时，适时扩张业务种类。公司中长期目标是发展成为一家具有市场领导力的母婴童产业体验式消费平台，通过构建先体验后购买的消费场景，改变家长对母婴童产品的购买习惯，从而形成线下体验线上购买的 O2O 销售平台。我们认为公司具有良

好的成长性。首次覆盖给予“买入”评级。按 2017 年 25 倍 PE 估算，其市值参考水平为 1.23 亿元。

图表 13 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(万元)	924.85	2615.08	6132.90	8586.06	11161.88
净利润(万元)	-395.10	118.06	307.80	493.83	696.11
毛利率（%）	46.07	74.46	74.82	74.82	74.82
净利率（%）	-42.72	4.51	5.02	5.75	6.24
ROE（%）	-	32.98	13.75	18.71	21.52
EPS(元)	-7.90	0.10	0.26	0.41	0.58

【分析师声明】

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

【免责声明】

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

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

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

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

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

梧桐研究公会
电话：010-85715117
传真：010-85714717
电子邮件：wtlx@wtneeq.com