



增持(首次)

所属行业: 商业贸易/专业零售
当前价格(元): 12.27

证券分析师

谢丽媛

资格编号: S0120523010001

邮箱: xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号: S0120523020003

邮箱: hehp3@tebon.com.cn

邓颖

资格编号: S0120523020001

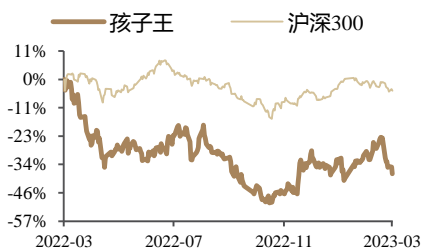
邮箱: dengying3@tebon.com.cn

研究助理

宋雨桐

邮箱: songyt@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.61	-8.43	-11.09
相对涨幅(%)	-8.77	-6.23	-12.08

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

孩子王(301078.SZ): 数字经济时代的母婴生态化龙头

投资要点

- 母婴零售龙头, 收入规模稳步提升。**公司2021年实现营业收入90.5亿元, 同比增长8.3%, 18-21年复合增速10.7%。2021年公司归母净利润为2.0亿, 同比-48.4%, 主要受疫情影响, 线下门店刚性支出较多, 但2018年-2020年公司净利润稳步上升。公司以数据驱动、基于用户关系经营的创新型新家庭服务平台, 专业为准妈妈及0-14岁儿童提供全渠道一站式商品解决方案、育儿成长及社交互动服务, 并以顾客需求为导向, 在零售商业内开创了以会员为核心资产的“商品+服务+社交”的大店模式、育儿顾问式服务模式、重度会员制下的单客经济模式, 快速成长为中国母婴童零售行业与增值行业的领导品牌, 获得业界与消费者良好口碑。
- 二孩政策效果显著, 三孩政策有望延缓人口下降速度。**2021年6月三孩政策出台, 各地积极响应, 未来国家将增加对提高我国生育率出台配套的房地产、教育、就业政策, 养娃成本压力将得到缓解, 有利于提高生育意愿, 未来短期一定程度上能够延缓出生人口下降速度。
- 依托平台化优势, 打造面向新家庭的大母婴产业生态。**公司结合自身的会员体系、门店布局和数字化技术优势, 与大型母婴品牌商、经销商、母婴周边服务机构深度合作, 除提供丰富的商品外, 还构建了面向家长的育儿服务平台和面向儿童的成长服务平台。**全方位数字化运营, 提高经营管理效率。**沿“信息化——在线化——智能化”发展路径持续加强数字化技术的投入, 实现前台、中台、后台数据的实时连接和数据智能化需求, 打造了“用户、员工、商品、服务、管理”等生产要素的数字化在线, 为公司业务发展和高效管理赋能。**单客经济: 增强用户粘性。**公司以“经营顾客关系”为理念, 构建基于情感为纽带的会员制企业, 会员数量与单客产值持续提升。截至2022年6月底, 公司会员人数超过5,300万人, 其中最近一年的活跃用户近1,000万人; 企业微信私域运营用户近1,000万; 会员贡献收入占公司全部母婴商品销售收入的96%以上。
- 投资建议:**我们预计2022-2024年公司收入分别为90.3、104.7、119.8亿元, 同比分别-0.2%、+15.9%、+14.4%。2022-2024年公司归母净利润分别为2.1、3.2、4.6亿元, 同比分别+5.0%、+50.4%、+44.6%, EPS分别为0.19、0.29、0.41元, 最新收盘价分别对应2022-2024年64.4x、42.8x、29.6xPE。我们选择爱婴室、王府井、家家悦为可比公司, 最新收盘价对应可比公司22年PE均值为45.9X, 公司作为母婴商超龙头, 渠道能力领先, 通过数字化降本增效, 疫后盈利能力具有修复弹性, 我们认为具备一定估值溢价空间, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**人口出生率下降, 市场竞争加剧, 品牌推广不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	1,112.04
流通A股(百万股):	616.05
52周内股价区间(元):	9.94-19.77
总市值(百万元):	13,644.79
总资产(百万元):	7,813.91
每股净资产(元):	2.68

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,355	9,049	9,031	10,468	11,976
(+/-)YOY(%)	1.4%	8.3%	-0.2%	15.9%	14.4%
净利润(百万元)	391	202	212	319	461
(+/-)YOY(%)	3.6%	-48.4%	5.1%	50.4%	44.6%
全面摊薄EPS(元)	0.35	0.18	0.19	0.29	0.41
毛利率(%)	30.5%	30.6%	30.3%	31.1%	31.6%
净资产收益率(%)	18.7%	7.1%	6.9%	9.4%	11.9%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司：稳居行业龙头地位，持续创新	5
1.1. 以线上渠道为主导，疫情期间创收稳升	5
1.2. 深耕零售行业，开创创新型生态平台	6
2. 行业：消费升级+政策推动市场，龙头市场份额有望提升	8
2.1. 二孩政策效果显著，三孩政策有望发力	8
2.2. 行业分散化，市场集中度有望提升	10
2.3. 消费升级引领市场规模提升	11
3. 核心竞争力：数字化、平台化、生态化盈利	12
3.1. 构建渠道、品类、门店全方位生态体系	12
3.2. 全方位数字化运营，提高经营管理效率	15
3.2.1. 数字化平台：直达用户需求	15
3.2.2. 数字化仓储物流：存货周转率表现显著	17
3.3. 单客经济：增强用户粘性	19
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 孩子王营业收入及增速	5
图 2: 孩子王净利润及增速	5
图 3: 公司营收占比拆分	5
图 4: 母婴商品销售收入占比拆分	5
图 5: 公司母婴商品分渠道销售收入及占比	6
图 6: 孩子王发展历程	7
图 7: 孩子王股权结构图	7
图 8: 孩子王核心管理层	8
图 9: 我国出生人口数及增速	8
图 10: 我国总生育率 (人)	8
图 11: 我国平均育龄妇女人数 (亿人)	9
图 12: 我国主要生育政策	9
图 13: 我国二孩生育率随政策推出明显提升	10
图 14: 母婴零售 2018 年线下渠道占比	10
图 15: 2021 年母婴消费渠道市场结构	10
图 16: 线下母婴零售商门店布局对比	11
图 17: 我国母婴市场规模及同比	11
图 18: 我国城镇居民家庭人均年可支配收入	12
图 19: 我国母婴家庭人均 ARPU 及同比	12
图 20: 孩子王主要业务流程	12
图 21: 孩子王线下智慧化门店	13
图 22: 孩子王提供母婴服务	14
图 23: 孩子王母婴商品品类	14
图 24: 孩子王线下门店布局	15
图 25: 公司研发费用和研发费用率	16
图 26: 公司扫码购及电商平台业务情况	16
图 27: 公司数字化平台结构	16
图 28: 孩子王三级仓储体系城市	17
图 29: 爱婴室仓储体系城市	17
图 30: 爱婴室仓储体系	17
图 31: 孩子王三级仓储体系	17
图 32: 孩子王自动补货模型	18

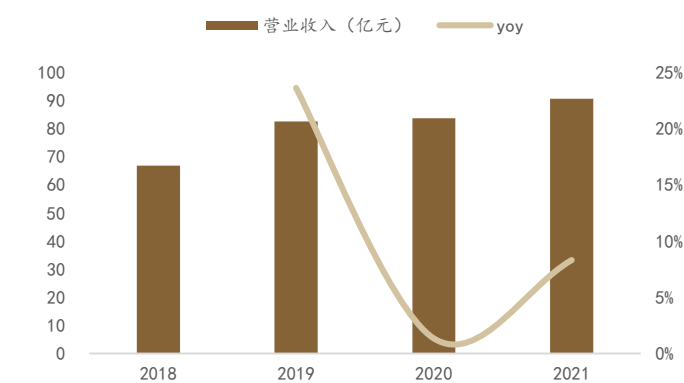
图 33: 孩子王数字化供应链平台	18
图 34: 孩子王、爱婴室存货周转天数	19
图 35: 爱婴室采购流程	19
图 36: 孩子王会员闭环管理体系	19
图 37: 孩子王与爱婴室会员制度梳理	20
图 38: 孩子王会员订单金额分布	20
图 39: 孩子王会员人均订单金额 (元)	20
图 40: 孩子王与爱婴室会员数量对比	20
图 41: 孩子王会员订单金额及占比	20
图 42: 公司盈利预测拆分	21
图 43: 可比公司估值表	22

1. 公司：稳居行业龙头地位，持续创新

1.1. 以线上渠道为主导，疫情期间创收稳升

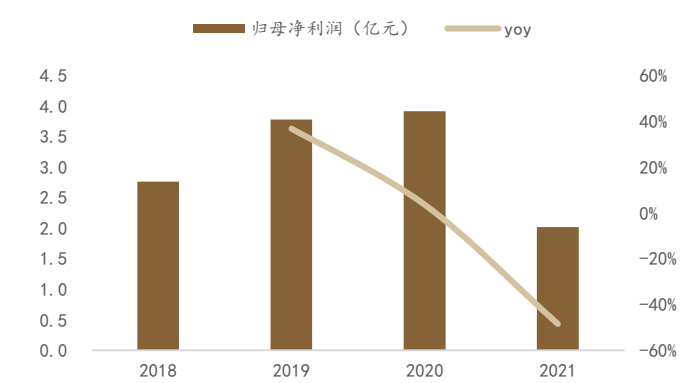
收入规模稳步提升，盈利能力疫情暂有承压。孩子王 2021 年实现营业收入 90.5 亿元，同比增长 8.3%，18-21 年复合增速 10.7%。2021 年公司归母净利润为 2.0 亿，同比-48.4%，主要受疫情影响，线下门店刚性支出较多，但 2018 年-2020 年公司净利润稳步上升，分别为 2.76/3.77/3.91 亿元，未来随着公司全渠道销售模式的发展以及自主品牌占比提升，公司盈利水平仍有上升空间。

图 1：孩子王营业收入及增速



资料来源：孩子王招股说明书，孩子王 2021 年度报告，德邦研究所

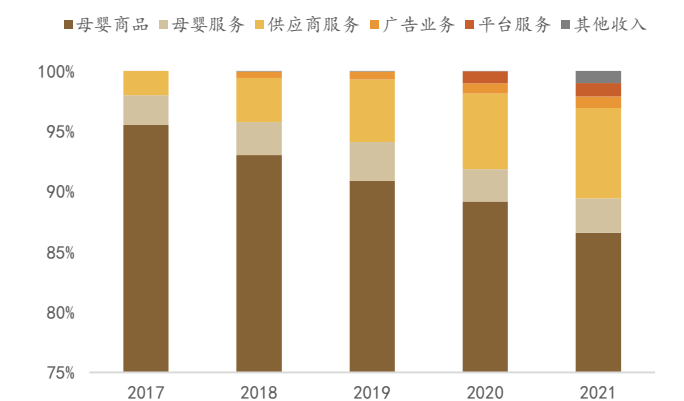
图 2：孩子王净利润及增速



资料来源：孩子王招股说明书，孩子王 2021 年度报告，德邦研究所

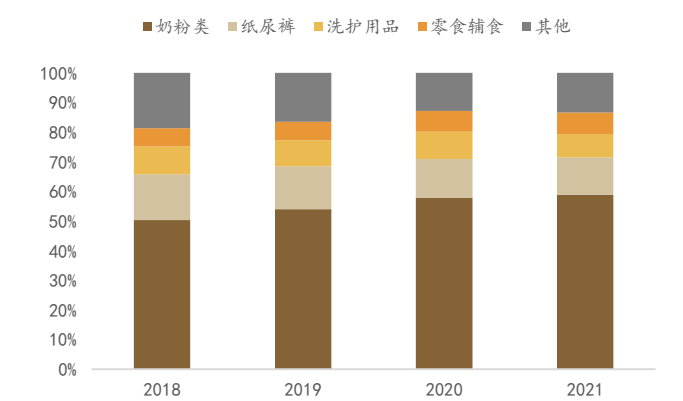
分业务来看，营收主要来源母婴商品收入持续增长。2021 年公司母婴商品收入达 78.35 亿元，同比+6%，占总营收的 86.59%，同比-1.45pct，其中奶粉、纸尿裤占比较高，21 年奶粉收入 46.1 亿元，营收占比 50.9%，纸尿裤收入 9.9 亿元，营收占比 11.0%。

图 3：公司营收占比拆分



资料来源：孩子王招股说明书，孩子王 2021 年度报告，德邦研究所

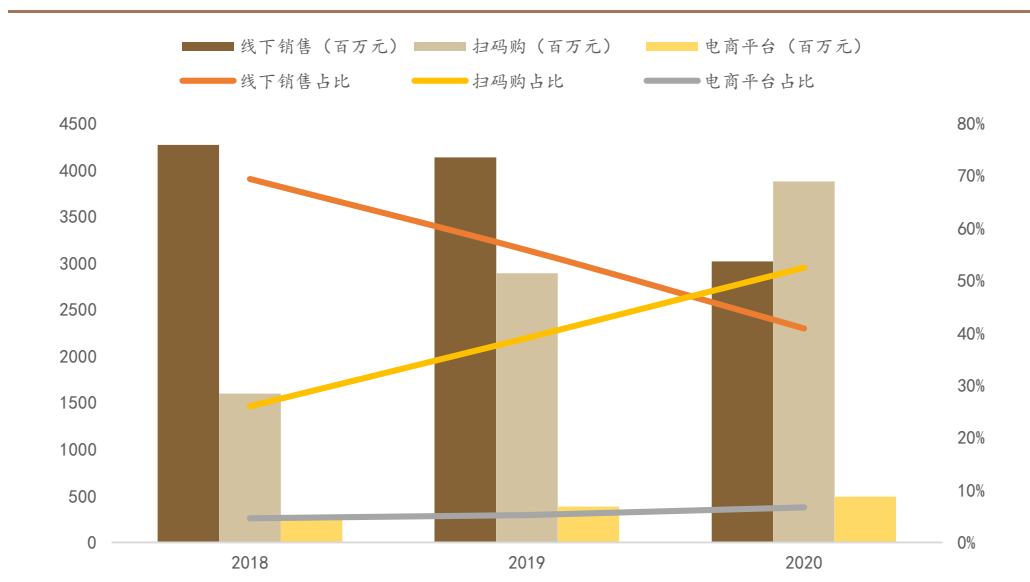
图 4：母婴商品销售收入占比拆分



资料来源：孩子王招股说明书，孩子王 2021 年度报告，德邦研究所

母婴商品线上销售成为主导，扫码购占比升至第一。2020 年母婴商品收入中，线下销售/扫码购/电商平台收入分别为 30.2/38.8/4.9 亿元，占比分别为 40.9%/52.5%/6.7%。扫码购时效性强，送达时间短，产品安全性有保证，其 O2O 模式增长显著，母婴商品销售收入占比从 2018 年 6.0% 升至 2020 年 24.1%。线下门店销售占比从 2018 年的 69.4% 下降到 2020 年的 40.9%，主要系疫情影响下互联网更为便捷所致，消费者更倾向于在网上消费，伴随疫情结束，未来线下渠道营收有望复苏。

图 5：公司母婴商品分渠道销售收入及占比



资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

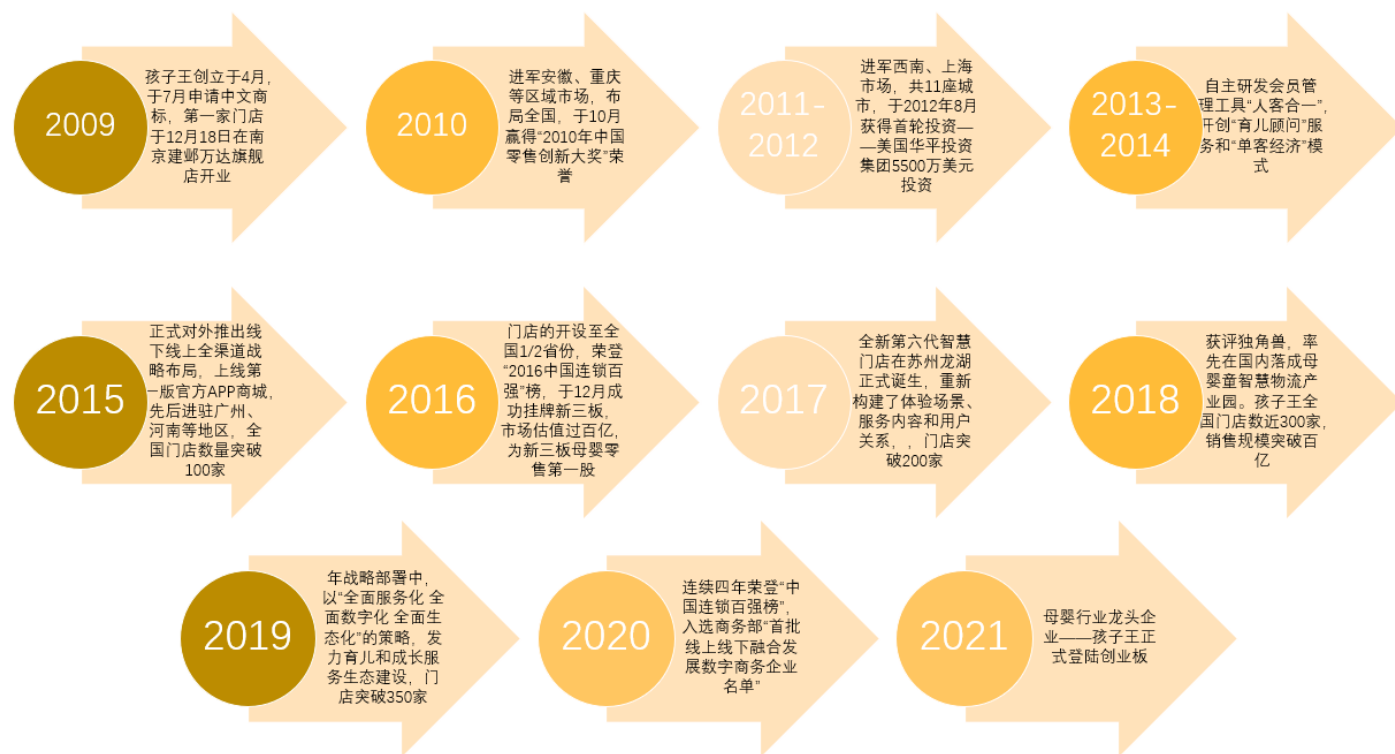
1.2. 深耕零售行业，开创创新型生态平台

孩子王成立于 2009 年 7 月，总部位于江苏南京，是一家以数据驱动、基于用户关系经营的创新型新家庭服务平台，专业为准妈妈及 0-14 岁儿童提供全渠道一站式商品解决方案、育儿成长及社交互动服务，并以顾客需求为导向，在零售商业内开创了以会员为核心资产的“商品+服务+社交”的大店模式、育儿顾问式服务模式、重度会员制下的单客经济模式，快速成长为中国母婴童零售行业与增值行业的领导品牌，获得业界与消费者良好口碑。

孩子王线下门店布局广泛，同时线上构建了 APP、小程序、社群、直播等缤纷多样的 C 端平台，目前已经完成了线上线下融合的数字化平台搭建，真正实现了会员服务、商品管理、物流配送及运营一体化的全渠道购物体验，其中 APP 位列 TrustData 大数据移动互联网全行业排行榜母婴电商类第一名，小程序成功获得阿拉丁第三届小程序神灯奖“年度最佳电商奖”。公司拥有近 6000 名持有国家育婴师资质的育儿顾问，能够随时随地解决会员的各种育儿难题，全渠道服务超 5000 万新家庭。

未来，孩子王将以技术为驱动，以客户为中心，不断开放连接，在商业模式不断创新下大力推动母婴行业发展，致力于构建母婴童产业智慧新生态，成为中国新家庭的首选服务商。

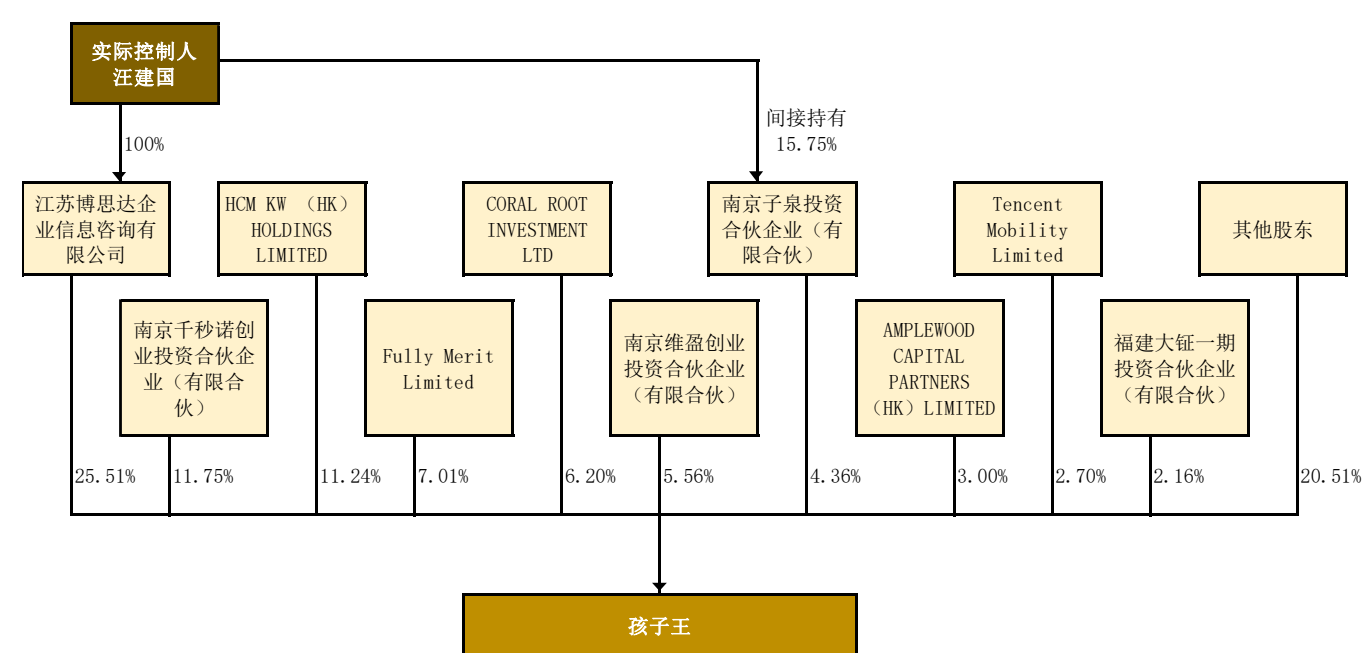
图 6：孩子王发展历程



资料来源：孩子王官网，德邦研究所

股权结构集中，有益于高效管理与决策。截至 2022 年三季报，公司控股股东为江苏博思达，持股比例 25.51%，由公司董事长汪建国全资持有。同时，董事长汪建国与南京千秒诺、南京子泉为一致行动人，南京千秒诺、南京子泉合计持股 16.11%，汪建国为公司实际控制人。

图 7：孩子王股权结构图



资料来源：孩子王 2022 年三季度报告，德邦研究所

创始人及团队深耕零售行业多年，成功经验丰富。公司董事长汪建国于 1998-2009

年担任五星电器有限公司董事长兼总裁，2006 年-2009 年担任美国百思买集团亚太区副总裁，获得成功后，先后培育了孩子王、汇通达、好享家、橙易达、阿格拉等企业，积累了丰富的零售连锁管理经验。其中 2010 年创办的农村电子商务平台汇通达已于 2022 年 2 月在港交所上市。此外，其他管理人员均资历雄厚，在零售行业的激烈竞争中坚持全渠道战略布局，以门店、商品及互动等特色服务保持客户高度粘性，稳固孩子王行业龙头地位。

图 8：孩子王核心管理层

管理人员	职务	学历	履历
汪建国	创始人兼董事长	博士	1998年至2009年任江苏五星电器有限公司董事长兼总裁;2006年至2009年任美国百思买集团亚太区副总裁;2009年至今任五星控股集团有限公司董事长。汪建国先生先后培育了孩子王(301078.SZ)、汇通达(9878.HK)、好享家、橙易达、阿格拉等全新的商业模式和商业品牌。在培育一批新兴企业的同时，成立“星纳赫资本”投资平台，管理规模超百亿。
徐伟宏	董事、联合创始人兼CEO	硕士	2001年至2009年期间在五星电器有限公司先后担任分公司总经理、市场总监、总裁助理;2009年至今在孩子王担任董事、联合创始人兼CEO。
何辉	董事及副总经理、CTO	硕士	2009年至2012年任上海盛大网络发展有限公司总监;2012年至2015年任上海智奥一号店信息技术有限公司研发总监、董事及易迅京东上海研究院负责人;2015年8月进入孩子王工作，现任孩子王董事及副总经理、CTO。
蔡博	董事、副总经理及CFO	硕士	2005年至2010年任卡特彼勒中国投资有限公司财务主管、财务经理;2010年至2017年任宁波均胜电子股份有限公司财务经理、财务副总监;2017年至2019年任西陇科学股份有限公司财务总监;2019年至2021年任杭州贝咖实业有限公司财务总监;现任孩子王董事、副总经理及CFO。
侍光磊	副总经理、董事会秘书	硕士	2003年至2022年，历任安徽海螺水泥股份有限公司子公司财务负责人、子公司副总会计师、财务部部长助理、浙江区域管理委员会区域委员、董事会秘书室主任，并于2021年7月至2022年4月，担任中国西部水泥有限公司非执行董事;2022年4月进入孩子王工作，现任孩子王副总经理、董事会秘书。

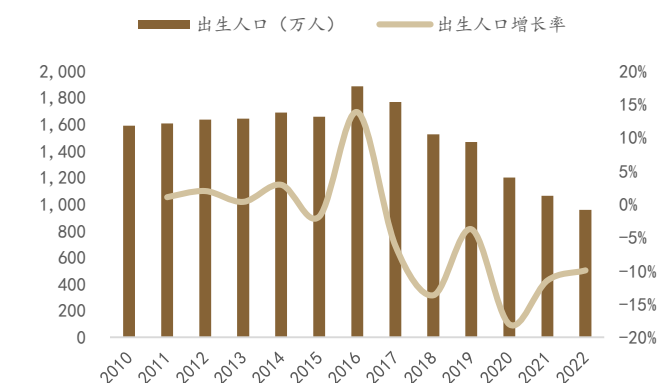
资料来源：公司官网，公司招股说明书，德邦研究所

2. 行业：消费升级+政策推动市场，龙头市场份额有望提升

2.1. 二孩政策效果显著，三孩政策有望发力

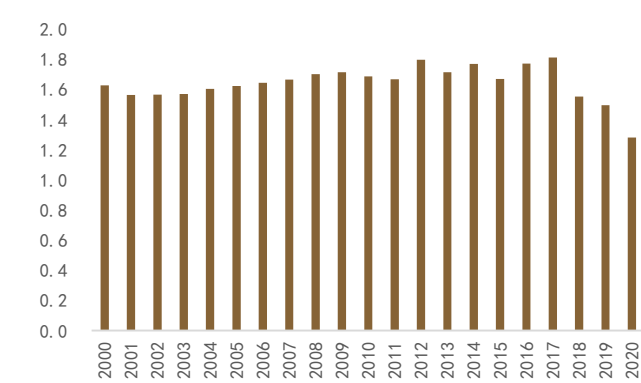
出生人口和生育率持续走低。据国家统计局数据显示，2017 年起我国出生人口持续走低，2022 年我国出生人口 956 万，同比-10%；从生育率来看，2020 年我国总生育率为 1.3 人，同比下滑 0.2 人，在平均育龄妇女人数持续走低，叠加年轻女性更注重职业发展及自身价值实现背景下，生育情况有所承压。

图 9：我国出生人口数及增速



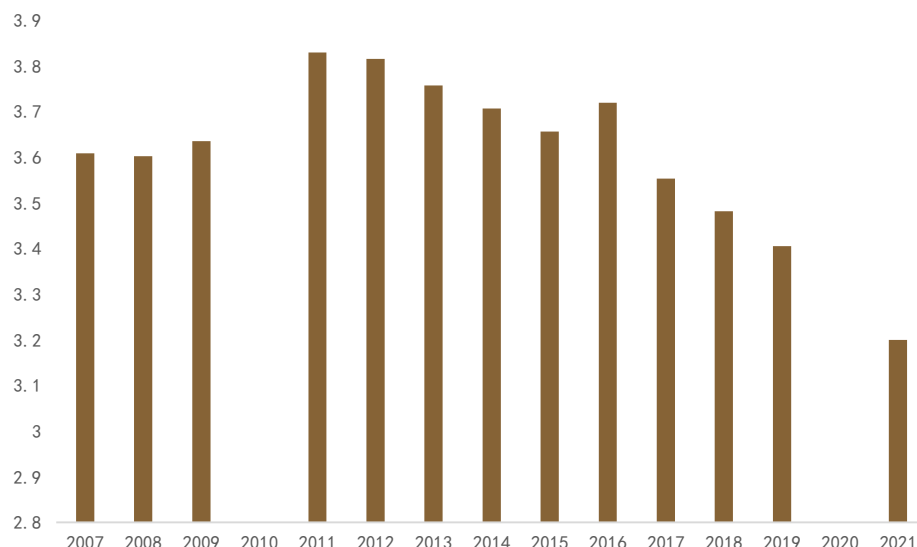
资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 10：我国总生育率（人）



资料来源：世界银行，德邦研究所（注：总生育率表示假设妇女度过整个生育期并按照当前的年龄别生育率生育孩子所生育的孩子数。）

图 11：我国平均育龄妇女人数（亿人）



资料来源：国家统计局，德邦研究所（注：根据国家统计局公布抽样数据及抽样比例计算）

二孩政策效果显著，三孩政策有望延缓人口下降速度。2013 年我国实施单独二孩政策，以及 2015 年全面实施二孩政策，从出生人口和生育率数据可见，政策效果显著且延后释放。14 年出生人口增加至 1687 万人，同比+2.9%，二孩生育率同比提升 0.2pct 至 1.3%；16 年出生人口显著增加至 1883 万人，同比+13.8%，二孩生育率同比提升 0.2pct 至 1.4%，17 年二孩生育率增至 2.4% 的高峰。

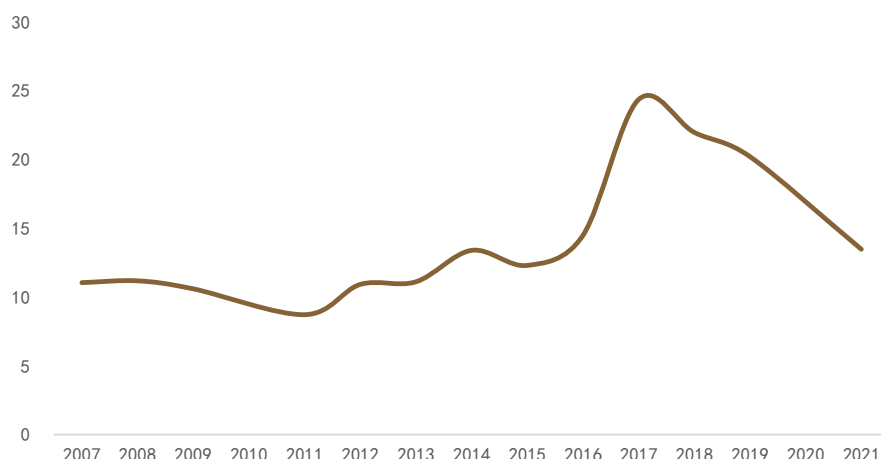
2021 年 6 月三孩政策正式出台，各地积极响应，未来国家将增加对提高我国生育率出台配套的房地产、教育、就业政策，养娃成本压力将得到缓解，有利于提高生育意愿，未来短期一定程度上能够延缓出生人口下降速度。

图 12：我国主要生育政策

实施时间	实施政策	主要内容
2002.09	一孩政策	《中华人民共和国人口与计划生育法》通过并宣布“鼓励公民晚婚晚育，提倡一对夫妻生育一个子女；符合法律、法规规定条件的，可以要求安排生育第二个子女。”
2013.12	单独二孩政策	启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策。
2015.10	全面二孩政策	完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，即全面二孩政策。
2021.06	三孩政策	优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策，并取消社会抚养费等制约措施、清理和废止相关处罚规定，配套实施积极生育支持措施。

资料来源：中国政府网，人民网，德邦研究所

图 13：我国二孩生育率随政策推出明显提升（‰）

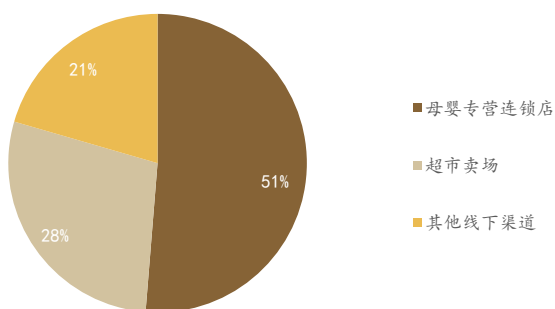


资料来源：国家统计局，德邦研究所（注：二孩数与同期平均育龄妇女人数之比）

2.2. 行业分散化，市场集中度有望提升

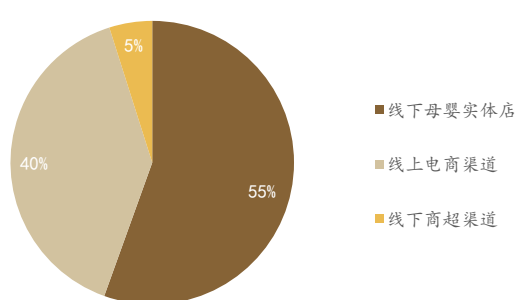
线下渠道仍占主导地位，行业高度分散化。根据比达咨询，2021 年，疫情趋使线上母婴消费渠道大幅提升，但线下渠道仍位列第一。具体来看，2018 年母婴专营连锁零售店、超市卖场和其他线下渠道（个体店）分别占比 51.28%/28.21%/20.51%。母婴零售行业进入门槛低，绝大多数母婴专营连锁零售店以小门店形式存在，市场集中度低。小门店对抗疫情等事件能力较弱，许多门店逐步关停，同时新时代背景下，新生代父母消费习惯发生转变，更加重视商品品质与安全性，而龙头企业品牌及产品实力更具优势、可信度更高，契合消费习惯转变，有望逐步抢占市场份额。

图 14：母婴零售 2018 年线下渠道占比



资料来源：孩子王招股说明书，艾瑞咨询，德邦研究所

图 15：2021 年母婴消费渠道市场结构



资料来源：比达咨询，德邦研究所

公司专注直营门店，提升消费者体验。孩子王坚持全直营模式，作为营收规模最大的品牌，以大店模式提供更全面品类产品，门店面积平均 2500 平米，最大超过 7000 平米。同时直营门店有利于企业管控商品和服务质量，主要集中在大型购物中心内，以中高端定位服务消费者。

图 16：线下母婴零售商门店布局对比

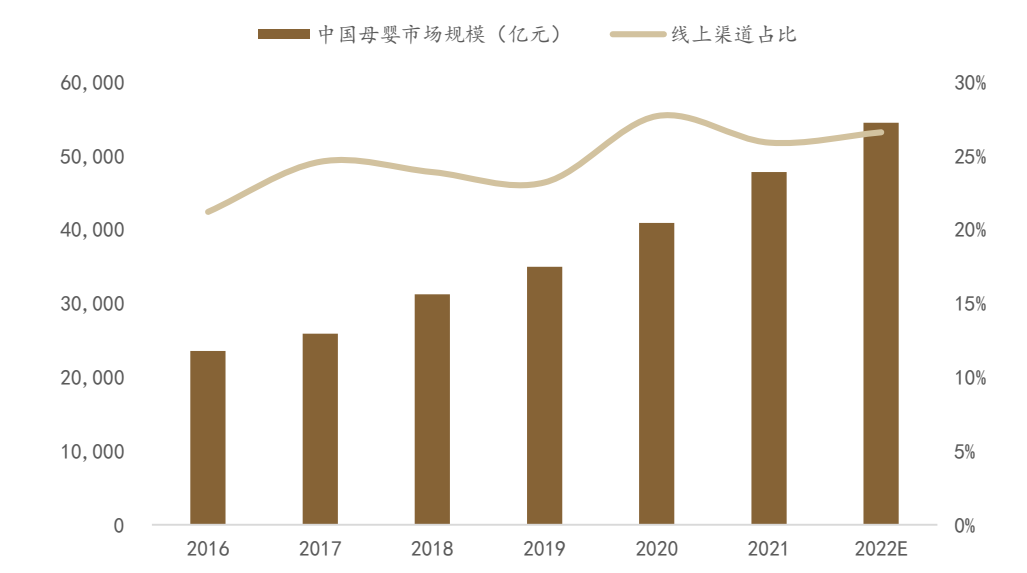
公司	门店数量	门店面积	区域布局
孩子王	全国434家直营门店 (截至2020年末)	平均2500平米，最大超过7000平米	总部位于南京，已在江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国20个省市、131个城市开设直营数字化门店
爱婴室	全国290家直营门店 (截至2020年末)	平均约600平米	总部位于上海，已在上海、江苏、浙江、福建、重庆、深圳等地区开设直营门店
乐友	全国700余家直营+加盟店	200-600平米	总部位于北京，已在北京、上海、湖北、辽宁、河南等全国25个省市自治区开设直营和加盟店
爱婴岛	9000余家 直营+加盟店+伙伴店	60-300平米	总部位于珠海，已在华南、华中、华东、西北、西南等17个省市、230余个城市开设直营、加盟和伙伴店
丽家宝贝	全国108家直营+加盟店		总部位于北京，已在北京、天津、武汉、成都等地区开设直营和加盟店

资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

2.3. 消费升级引领市场规模提升

我国母婴市场规模稳步提升。据比达咨询数据显示，2021年我国母婴市场规模达到约4.78万亿元，同比+16.9%，预计2022年达到5.45万亿，同比+14.0%。伴随消费观念与模式的升级，互联网零售的持续发展，我国母婴电商渗透率稳步增长，预计2022年线上渠道占比达26.6%。

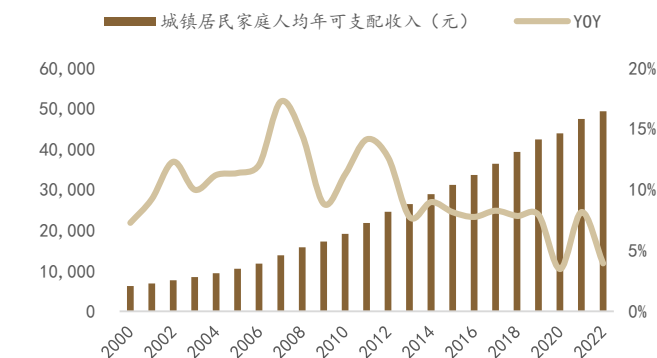
图 17：我国母婴市场规模及同比



资料来源：比达咨询，德邦研究所

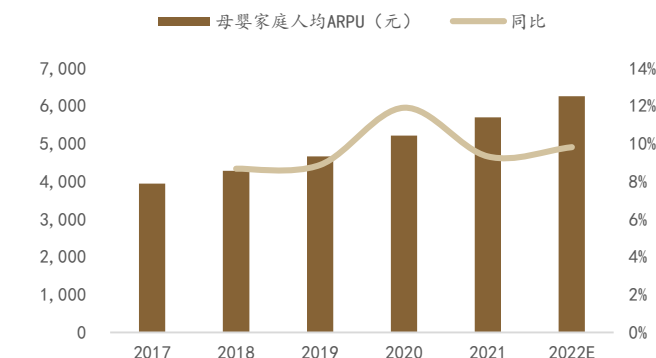
城镇居民人均收入水平及城镇化率提高促进购买能力升级。我国高端婴童消费的主要群体为城镇居民。据国家统计局数据显示，2022年我国城镇居民人均可支配收入达到4.93万元，较2010年的1.91万元增长了157.9%，实现了跨越式发展。伴随我国城镇人均可支配收入持续提高，我国母婴消费水平持续提升，根据比达咨询，2021年我国母婴家庭人均ARPU达6250元，同比提升9.8%，较2017年的3934元大幅提升。

图 18：我国城镇居民家庭人均年可支配收入



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 19：我国母婴家庭人均 ARPU 及同比



资料来源：比达咨询，德邦研究所

3. 核心竞争力：数字化、平台化、生态化盈利

3.1. 构建渠道、品类、门店全方位生态体系

依托平台化优势，打造面向新家庭的大母婴产业生态。并结合自身的会员体系、门店布局和数字化技术优势，与大型母婴品牌商、经销商、母婴周边服务机构深度合作，除提供丰富的商品外，还构建了面向家长的育儿服务平台和面向儿童的成长服务平台。其中，育儿服务平台系为孕妇及新生儿家庭提供包括月嫂、育儿嫂、产康等在内的一站式服务资源，而成长服务平台则致力于为儿童提供优质的包括才艺、运动、摄影等在内的一体化的成长服务资源，从而打造了多产业融合发展的育儿和成长生态圈。

公司以线下门店和线上平台为渠道，主要面向终端消费者提供母婴童商品和服务业务。同时，为加强供应商合作，公司还提供包括会员开发、互动活动冠名、商品线上线下推广宣传、广告等在内的供应商增值服务。此外，2020 年，为进一步打造母婴产业生态体系，公司通过下属子公司上海童渠自主运营各类线上平台，并为入驻平台的母婴品牌商、经销商、周边服务机构提供平台服务业务。

图 20：孩子王主要业务流程



资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

品牌 and 用户互相感知和交互,“全渠道”营销网络及时准确地满足消费者全方位的需求。在线下渠道方面,截至 22H1,公司在全中国 20 个省(市)开设 500 家大型数字化门店,实现了多区域覆盖;在线上渠道方面,公司构建了移动端 APP、微信公众号、小程序、微商城等多线布局,形成了线上渠道全面覆盖的运营网络。随着线上线下的融合,公司打造了全渠道“无界”的运营模式。

图 21: 孩子王线下智慧化门店






资料来源:孩子王招股说明书,德邦研究所

“多品类”打造全面销售与服务母婴产业生态体系。孩子王主营业务收入主要包括母婴商品销售收入、母婴服务收入、供应商服务收入、广告收入和平台服务收入;其他业务收入主要包括招商收入、软件销售收入和其他收入。

- **母婴商品销售:**向品牌商、代理商或经销商采购各类母婴商品,再通过直营门店和线上渠道向终端消费者销售,赚取进销差价实现盈利。此外,公司也会通过与供应商联营的方式进行合作取得分成收入。
- **母婴服务:**提供的母婴服务包括儿童游乐服务、亲子互动活动、黑金会员服务 and 育儿服务。
- **供应商服务:**为供应商提供了一系列会员开发、互动活动冠名、商品线上线下推广宣传及数字化工具等服务。
- **广告业务:**主要由下属子公司思想传媒为企业客户提供线上和线下广告服务。
- **平台服务:**通过下属子公司上海童渠自主运营各类线上平台,并为入驻平台的母婴品牌商、经销商、周边服务机构等提供平台服务业务。

图 22：孩子王提供母婴服务

服务门类	服务描述	部分服务图示
童乐园	面向0-8岁宝宝提供专属设计的“童乐园”儿童游乐服务，并开发了与儿童游乐服务相结合的“成长缤纷营”特色活动	
互动活动	在线下实体门店举办包括新妈妈学院、爬爬赛在内的各类互动活动	
育儿服务	为消费者提供催乳、婴儿抚触、宝宝理发、小儿推拿等增值服务	

资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

图 23：孩子王母婴商品品类

产品大类	产品门类	产品描述	部分产品图示
食品	奶粉	各类适用于孕产妇、0-6岁儿童的奶粉，主要合作品牌包括惠氏、雅培、爱他美、飞鹤、诺优能、美素佳儿、美赞臣、A2、合生元、雀巢、海普诺凯、佳贝艾特、君乐宝、贝因美、伊利、喜宝、纽康特、圣元、卡洛塔妮、澳优等	
	零食辅食	各类米粉、面条、肉松、果泥、饼干、鱼肠、乳品饮料等分类商品，主要合作品牌包括嘉宝、伊威、宝力臣、亨氏、爱思贝、小皮、伊利等	
	营养保健	各类适用于孕产妇、婴幼儿的维生素、益生菌等营养保健产品，主要合作品牌包括合生元、swisse、乐佳善优、养生堂、美维仕、艾兰得、小葵花等	
衣物品	内衣家纺	各类婴童用内衣、家纺、小棉品等，主要合作品牌包括良良、旋转叮当、拉比、英氏、米乐熊、显丹木、孕之彩等，以及自主品牌初衣萌、植物王国	
	外服童鞋	各类童装童鞋，主要合作品牌包括巴拉巴拉、马卡乐、戴维贝拉、贝贝王国、安米莉、可拉比特、基洛浦、百丽、巴布豆、乐客友联、佳亲等	
易耗品	纸尿裤	各类婴儿纸尿裤、拉拉裤、纸尿片，主要合作品牌包括花王、大王、moony、好奇、露安适、泰迪熊、beaba、dodie、爱乐爱、适宝康、安儿乐、帮宝适、妮飘、米菲等	
	洗护用品	各类家居洗护用品，主要合作品牌包括贝亲、露安适、启初、babycare、Tommee Tippee、美德乐等，以及自主品牌贝特倍护	
耐用品	玩具	各类儿童玩具，主要合作品牌包括乐高、费雪、澳贝、蓓臣、澳乐、贝恩施、HAPE等，以及自主品牌慧殿堂	
	文教智能	各类图书、学习桌椅、绘画用品、电子产品等，主要合作品牌包括三晖、乐乐趣、麦斯卡、孩之宝、壹百分、火火兔、小天才、步步高、文教智能护童、绘儿乐等	
	车床椅	各类婴幼儿推车、婴儿床、安全座椅、滑车等，主要合作品牌包括好孩子、帕琦、宝得适、昆塔斯、yuyu、宝贝第一、pouch、智乐堡、优贝等	

资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

“大店模式”打造一站式购物场景。公司自成立以来创新性的深耕大店模式，平均单店面积约 2,500 平米（最大单店面积超过 7,000 平米），且集中在大型综合购物中心内，除提供丰富的商品品类外，还提供儿童游乐场及配套母婴服务，为消费者打造一站式购物场景，成为中国新家庭社交汇聚场所及品质生活场景的重要组成部分。

图 24：孩子王线下门店布局



资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

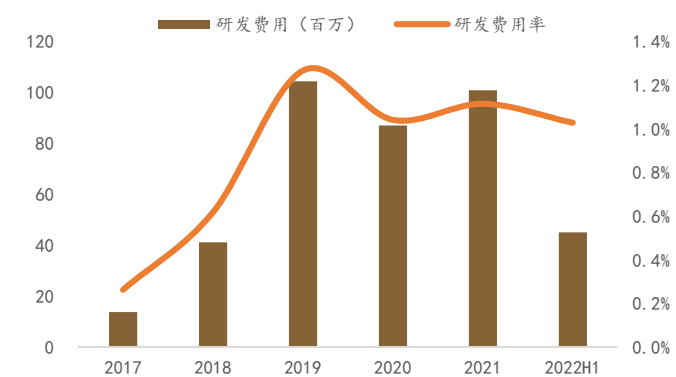
3.2. 全方位数字化运营，提高经营管理效率

沿“信息化——在线化——智能化”发展路径持续加强数字化技术的投入。公司构建了以孩子王 APP、微信小程序、扫码购自助下单、线下触屏、云 POS 为代表的前端系统，以 WMS、OMS、TMS、BMS 为代表的业务系统，和以业务中台、数据中台、AI 中台为代表的数字化中台系统，实现前台、中台、后台数据的实时连接和数据智能化需求，打造了“用户、员工、商品、服务、管理”等生产要素的数字化在线，为公司业务发展和高效管理赋能。

3.2.1. 数字化平台：直达用户需求

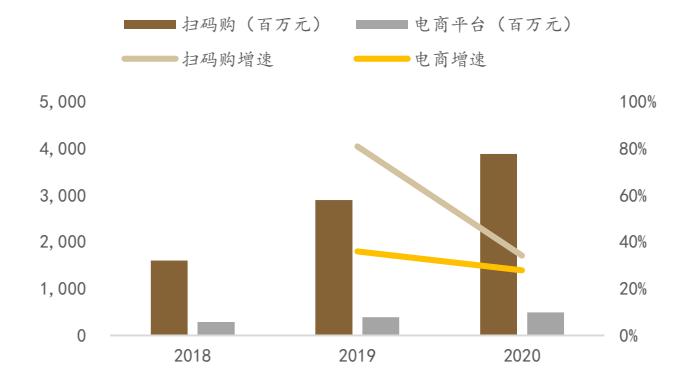
坚持科技创新，数字化平台收入提升。2020 年和 2021 年孩子王研发费用达到 0.87 亿元和 1.01 亿元，研发费用率为 1.0%和 1.1%。随着互联网消费模式的快速革新以及公司全渠道战略融合，通过扫码购及电商平台实现的业务收入占比由 2018 年的 30.61%上升到 2020 年的 59.15%，2020 年收入增速分别为 34.1%、27.8%。

图 25：公司研发费用和研发费用率



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 26：公司扫码购及电商平台业务情况

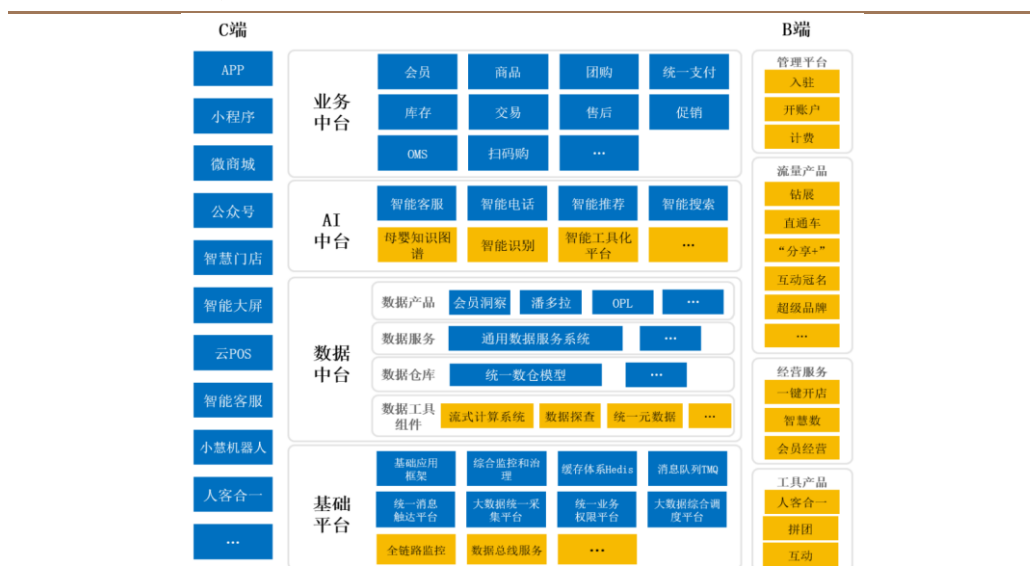


资料来源：公司公告，德邦研究所

公司前-中-后台体系打造集“用户、员工、商品、服务、管理”一体的数字化平台：

- 用户数字化：**开发 APP、小程序、云 POS 等用户前端系统，实现从线下数字化门店到手机 APP、微信小程序等全渠道互通，实现在任何时间、任何地点、任何场景下无障碍提供优质服务。同时，公司以“千人千面”的服务方式完成精准营销，赋能公司业务发展。
- 员工数字化：**开发育儿顾问客户管理工具“人客合一”、“云客合一”、“阿基米德”店总经营管理工具等，其中“人客合一”资源共享平台集经营分析、社群工具、门店工具、扫码购工具、育儿服务、互动活动、日常办公、巡店等 11 大模块，及 150 余个经营工具为一体，有效分析用户的行为特征与购物服务需求，帮助育儿顾问进行高度精准的、个性化的服务和营销。
- 管理数字化：**搭建以业务和数据双中台系统为主，以 AI 中台为辅的技术架构，提升整体业务运转效率。其中，业务中台采用微服务架构，设置了包括会员、商品、团购、统一支付、库存、交易、预售、售后、促销、OMS、扫码购在内的 11 个模块，使公司商业模式更加快速灵活；数据中台基于数据资产，结合机器学习等智能算法和业务模型，为业务中台输出智能营销、销量预测和智能补配货等应用，实现数据驱动业务智能；AI 中台通过运用人工智能技术，从用户、数据和应用层面全面提升作业效率和质量。

图 27：公司数字化平台结构



注：标蓝色部分为升级模块，标黄色部分为新增模块

资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

3.2.2. 数字化仓储物流：存货周转率表现显著

经营定位“供应链+本地生活服务”，交融门店服务及本地化生活场景。截至 2022 年 6 月末，孩子王已在南京自建了 1 个全自动化中央仓；在武汉、成都、天津、佛山等地设有 4 个核心区域仓，主要覆盖华中、华北、华南和西南区域；在盐城、常州、郑州等地设有 12 个城市中心仓。爱婴室主要聚集于华东地区，以浙江嘉善总仓配送与福州、南通分仓配送相结合的方式调配货物，嘉善仓储物流中心二期已于 21 年 6 月投入运营。

图 28：孩子王三级仓储体系城市

级别	名称	覆盖区域
一级	中央仓	南京
二级	区域仓	武汉、成都、天津、佛山
三级	城市中心仓	盐城、郑州、淮安、扬州、昆山、重庆、合肥、杭州、芜湖、青岛、西安、长沙、阜阳、济南、江阴

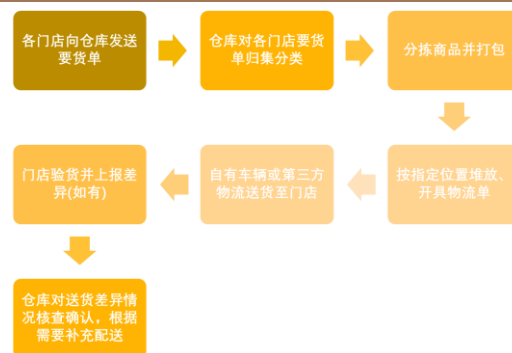
资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所（注：截至 2020 年末）

图 29：爱婴室仓储体系城市

布局	配送区域
嘉善物流配送中心	上海、浙江、江苏、福建
福州仓库	福州市所有门店
南通仓库	南通市所有门店

资料来源：爱婴室招股说明书，德邦研究所（注：截至 2017 年末）

图 30：爱婴室仓储体系



资料来源：爱婴室招股说明书，德邦研究所

孩子王通过将更高效的供应链管理系统和更先进的物流仓储系统相结合，打破线上线下的物流配送界限，能够保障对全国范围内产品配送的快速响应能力和服务水平，提升发货、配送时效，加强消费者购物体验，满足家庭及社会日益多元化、个性化需求。

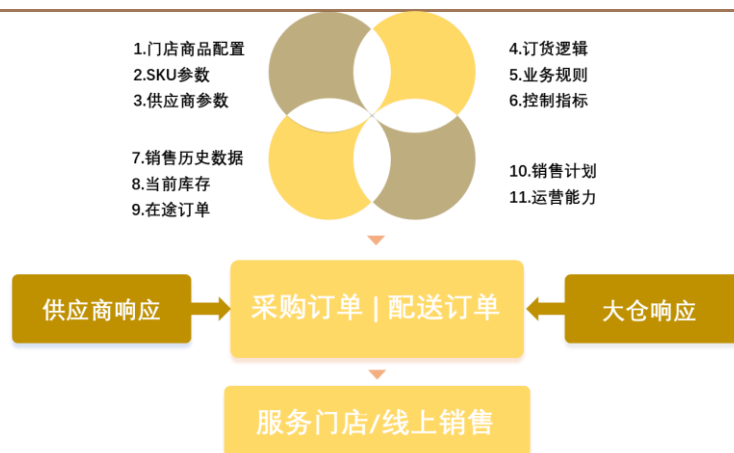
图 31：孩子王三级仓储体系



资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

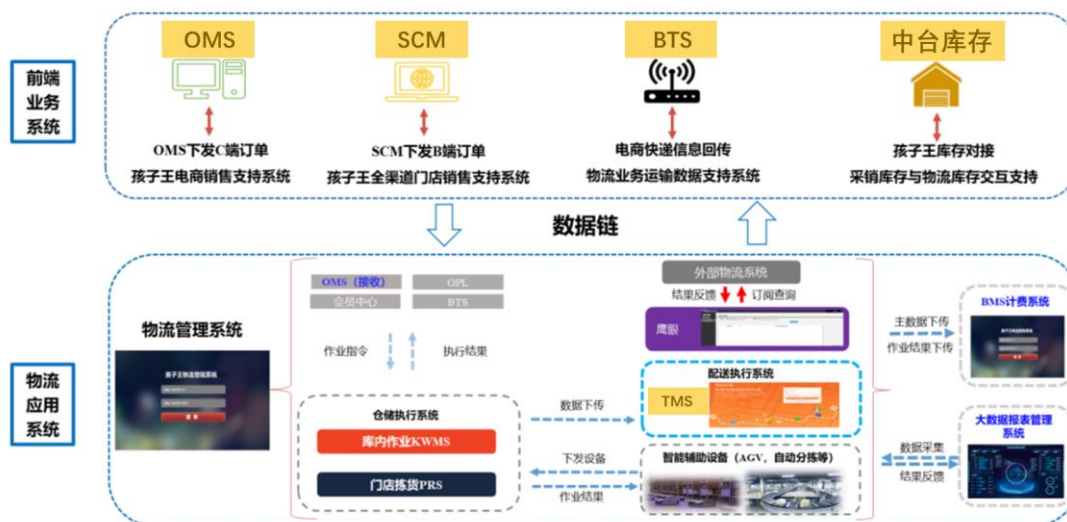
三级仓储体系及数字化平台有效加速存货周转。孩子王的高效仓储能力得益于：
1) 三级仓储设置可以有效改善门店配送半径，同时还可以在在一定程度上释放门店经营面积，提高存货周转效率，降低商品安全损耗；其区域仓主要负责向指定区域范围的城市仓以及部分无区域仓覆盖的门店进行配送，一般保证一周配送3次；城市中心仓以城市和区域为中心，负责就近完成该区域的支线仓配业务，可以根据门店需求保证日配等形式。
2) 构建数字化供应链平台，从采购端和销售端对大数据进行分析、预测和计划，打通B2B、B2C、O2O、线下门店等不同渠道库存，从而优化存货周转效率；在产品供应方面，根据门店及线上平台SKU的销售情况，结合库存分布和采购策略等因素，制定采购计划，提升采购效率；在仓储物流环节，公司将KWMS仓储管理系统与OMS电子商务系统全面联通，实现了在接受订单后，以最优方式进行订单物流交付的功能。

图 32：孩子王自动补货模型



资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

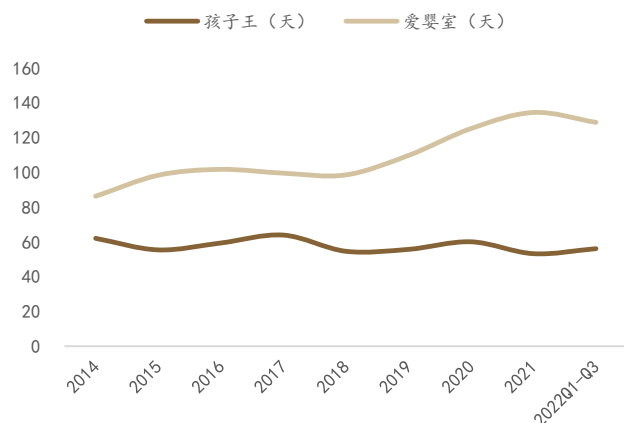
图 33：孩子王数字化供应链平台



资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

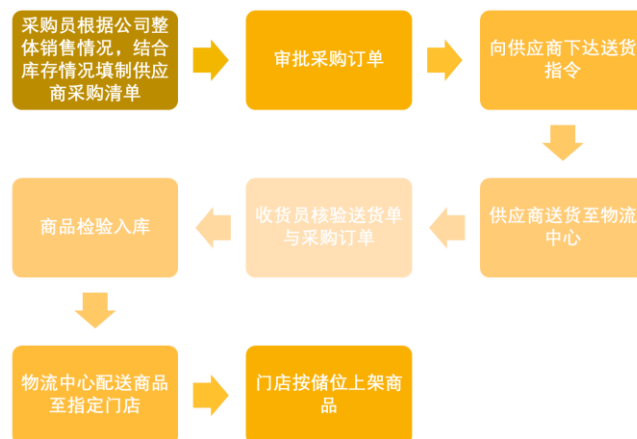
2021 年孩子王、爱婴室存货周转天数分别为 53.1、134.4 天；2022 年 Q1-Q3 孩子王、爱婴室存货周转天数分别为 56.0、128.7 天。

图 34：孩子王、爱婴室存货周转天数



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 35：爱婴室采购流程



资料来源：爱婴室招股说明书，德邦研究所

3.3. 单客经济：增强用户粘性

以“经营顾客关系”为理念，构建基于情感为纽带的会员制企业。孩子王依托领先的大数据技术和门店场景化优势，通过多年深入研究会会员关系管理，公司建立了对会员的一套完善的闭环管理体系，包括会员获取、会员互动、会员分类、会员增值和会员评估五个方面。

深耕单客经济，会员数量与单客产值持续提升。截至 2022 年 6 月底，公司会员人数超过 5,300 万人，其中最近一年的活跃用户近 1,000 万人；企业微信私域运营用户近 1,000 万；会员贡献收入占公司全部母婴商品销售收入的 96% 以上。公司对会员采用精细化管理，根据不同客户等级提供个性化服务，提升会员产值，截至 2022 年 6 月底，公司累计黑金会员规模超过 81 万人，单客年产值达到普通会员的 11 倍左右。公司打造了从“互动产生情感—情感产生黏性—黏性带来高产值会员—高产值会员口碑影响潜在消费会员”的整套“单客经济”模型，从单纯追求流量经济、规模经济向深度挖掘客户价值转变，其成效显著。

图 36：孩子王会员闭环管理体系

管理结构	目标群体	具体内容
会员获取	主要为孕妇和新生儿	通过深入门店周边 3-5 公里社区、公园、医院等进行会员互动及拓展。 通过提供礼包、专属育儿顾问等增值服务打造会员的差异化认知。 通过从门店到城市的开拓策略，联合周边异业商户共同合作开发会员。 与供应商联合举办“妈妈班”等互动活动获取新用户。 不断加强会员的全渠道认知，通过线上线下相互引流，提高会员的有效获取。
会员互动	1-6岁亲子家庭	结合会员的年龄阶段设计开发了数十个互动产品，打造一个涵盖孕期教育、科学育儿、趣味游戏、亲子互动、健康比赛等多种类别的会员互动体系。
会员分类	全体会员	从消费、互动和服务三个维度进行会员成长值的构建，将会员分类为L0-L8九个等级，在日常运营中通过不同的成长值增长路径，提升高等级会员占比，加强会员产值。
会员增值	孕妇与婴幼儿童	通过将会员与品牌商深度绑定，全面渗透用户日常生活场景，为会员提供从商品到服务的一站式育儿成长解决方案。
会员评估	全体会员	新会员： 在用户注册转化为新会员后，公司通过对新会员转化时间与转化人群的同步监测，寻求触发效率最高的利益点与形式，实现精准触达。 老会员： 公司依托大数据的深度剖析，围绕会员营销、会员服务、会员关怀三大场景建立了数据预警、偏好行为分析等模型，提高会员复购率。

资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

调整价格与服务以增强客户粘性。为更广泛地接触母婴消费群体，全面覆盖孕产育等需求场景，公司针对价格和服务做出合理调整，取消孕享卡（399 元/年），将黑金 PLUS 会员年费降低为成长卡（199 元/年）和轻享卡（99 元/年），将成长卡

原有权益基础上新增新增专属礼、属地化权益，轻享卡包含返现礼、尊享礼、专属礼、属地化权益、育儿礼同成长卡五大权益。

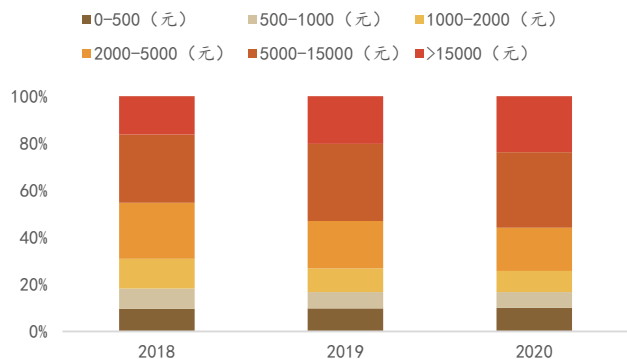
图 37：孩子王与爱婴室会员制度梳理

孩子王		爱婴室	
会员层级	年费	会员层级	年费
普通会员	免费	普通会员	免费
成长卡会员 (199元/年)		MAX会员	49元/年
		MAX+会员	129元/年
黑金Plus会员		品牌联名会员：	
轻享卡会员 (99元/年)		MAX佳贝艾特、MAX爱他美、MAX雅培、MAX惠氏、MAX雀巢、MAX合生元、MAX飞鹤、MAX 金领冠、MAX 蓝臻、MAX 澳优	除佳贝艾特联名 268元/年，其余为199元/年

资料来源：孩子王 APP，爱婴室 APP，德邦研究所（注：资料时间截至 2023 年 3 月 2 日）

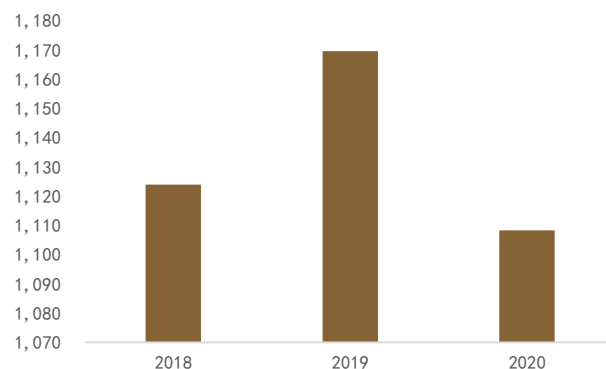
“单客经济”成效显著，会员总消费远超爱婴室。2018 年、2019 年和 2020 年，会员年订单金额分布在 2000 元及以上占比分别为 69.05%、73.15%和 74.24%，虽然 2020 年人均订单金额下滑至 1108.28 元，同比-5.24%，但在公司创新性采用“重度会员模式”深耕单客经济下，会员年订单金额在 5000 元以上元区间的金额呈稳定上升趋势。孩子王与爱婴室相比付费会员年费门槛较高，为 199 元和 99 元，其深度个性化服务效果显著，其消费会员数量与会员订单金额于 2018 年至 2020 年稳步提升，公司会员数量远高于爱婴室，2020 年孩子王消费会员数量与爱婴室会员数量分别为 945.72 万人和 438.2 万人。

图 38：孩子王会员订单金额分布



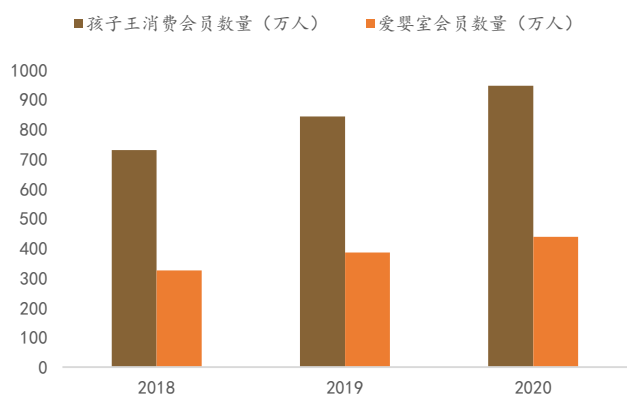
资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

图 39：孩子王会员人均订单金额 (元)



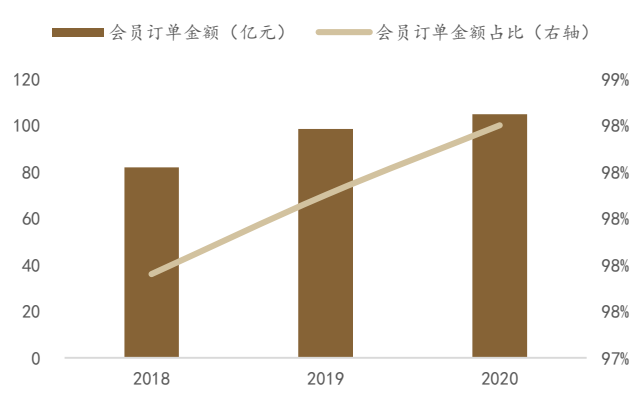
资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

图 40：孩子王与爱婴室会员数量对比



资料来源：孩子王招股说明书，爱婴室公司公告，德邦研究所

图 41：孩子王会员订单金额及占比



资料来源：孩子王招股说明书，德邦研究所

4. 盈利预测与估值

公司在母婴零售赛道优势明显,公司以线下大店模式、线上多线运营全渠道布局,数字化平台提升运营效率,使用会员模式深挖单客价值,长期来看,公司发展方向符合行业趋势,立志于打造“产品+服务+生态”的商业模式。我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 90.3、104.7、119.8 亿元,同比分别-0.2%、+15.9%、+14.4%。2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.1、3.2、4.6 亿元,同比分别+5.0%、+50.4%、+44.6%, EPS 分别为 0.19、0.29、0.41 元,最新收盘价分别对应 2022-2024 年 64.4x、42.8x、29.6xPE。

图 42: 公司盈利预测拆分

单位：亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
母婴销售	74.1	73.9	78.4	78.3	89.9	102.3
yoy	20%	0%	6%	0%	15%	14%
毛利率	24%	23%	22%	21%	22%	22%
其中：						
奶粉	40.0	42.7	46.1	47.3	53.6	60.3
yoy	29%	7%	8%	3%	13%	12%
纸尿裤	10.8	9.7	9.9	10.0	10.8	11.5
yoy	13%	-10%	2%	1%	7%	7%
母婴服务	2.6	2.2	2.6	2.5	2.9	3.4
yoy	46%	-16%	16%	-5%	20%	15%
毛利率	94%	94%	93%	92%	93%	93%
供应商服务	4.2	5.2	6.8	6.6	8.3	9.9
yoy	73%	23%	30%	-2%	25%	20%
毛利率	97%	98%	98%	98%	98%	98%
广告业务	0.6	0.7	0.9	0.9	1.1	1.3
yoy	65%	27%	21%	5%	25%	20%
毛利率	41%	33%	42%	42%	42%	42%
平台服务		0.8	1.0	1.1	1.3	1.5
yoy			24%	5%	20%	15%
毛利率		93%	75%	75%	75%	75%
收入合计	82.4	83.6	90.5	90.3	104.7	119.8
yoy		1%	8%	0%	16%	14%
毛利率	30.3%	30.5%	30.6%	30.3%	31.1%	31.6%
盈利能力						
销售费用率	19.7%	19.4%	21.4%	21.2%	21.5%	21.3%
管理费用率	4.4%	4.6%	4.8%	4.9%	4.8%	4.6%
研发费用率	1.3%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%
财务费用率	0.0%	0.6%	1.6%	1.0%	0.8%	0.8%
净利率	4.6%	4.7%	2.2%	2.3%	3.0%	3.8%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

我们选择爱婴室、王府井、家家悦为可比公司,最新收盘价对应可比公司 22 年 PE 均值为 45.9X,公司作为母婴商超龙头,渠道能力领先,通过数字化降本增效,疫后盈利能力具有修复弹性,我们认为具备一定估值溢价空间,首次覆盖给予“增持”评级。

图 43：可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
爱婴室	25	18.0	0.83	0.52	0.60	0.75	0.92	21.72	34.67	30.09	23.94	19.68
王府井	286	25.2	0.50	1.36	0.35	0.90	1.14	50.52	18.45	71.19	27.94	22.00
家家悦	74	12.2	0.70	-0.49	0.34	0.53	0.68	17.40	-24.86	36.35	22.80	17.81
平均值								29.88	9.42	45.88	24.90	19.83
孩子王	136	12.3	0.35	0.18	0.19	0.29	0.41			64.38	42.81	29.60

资料来源：wind，德邦研究所
注：可比公司 22-24 年 EPS 采用 wind 一致预期，PE 采用 2023 年 3 月 14 日收盘价计算

5. 风险提示

人口出生率下降，市场竞争加剧，品牌推广不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.19	0.29	0.41
每股净资产	2.56	2.76	3.05	3.47
每股经营现金流	0.54	0.47	0.60	0.53
每股股利	0.02	0.02	0.02	0.03
价值评估(倍)				
P/E	91.72	64.38	42.81	29.60
P/B	6.49	4.45	4.02	3.53
P/S	1.48	1.48	1.28	1.11
EV/EBITDA	20.07	36.52	26.85	21.80
股息率%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	30.6%	30.3%	31.1%	31.6%
净利润率	2.2%	2.3%	3.0%	3.8%
净资产收益率	7.1%	6.9%	9.4%	11.9%
资产回报率	2.5%	2.5%	3.4%	4.6%
投资回报率	4.0%	3.6%	4.7%	6.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.3%	-0.2%	15.9%	14.4%
EBIT 增长率	-37.8%	-1.7%	35.2%	45.4%
净利润增长率	-48.4%	5.1%	50.4%	44.6%
偿债能力指标				
资产负债率	65.0%	64.5%	63.7%	61.6%
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.0
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.1	2.6	2.8	2.8
存货周转天数	52.9	58.4	56.8	56.0
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2
固定资产周转率	20.2	14.5	12.3	11.8

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	202	212	319	461
少数股东损益	-0	-0	-0	-1
非现金支出	704	135	180	133
非经营收益	26	-41	-54	-61
营运资金变动	-332	221	225	59
经营活动现金流	599	526	670	591
资产	-518	-406	-540	-428
投资	-765	0	0	0
其他	76	42	52	59
投资活动现金流	-1,207	-365	-488	-370
债权募资	136	-1	0	0
股权募资	587	0	0	0
其他	-682	-20	-25	-35
融资活动现金流	41	-21	-25	-35
现金净流量	-568	140	157	186

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 14 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,049	9,031	10,468	11,976
营业成本	6,280	6,299	7,214	8,194
毛利率%	30.6%	30.3%	31.1%	31.6%
营业税金及附加	21	22	26	29
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
营业费用	1,938	1,915	2,251	2,551
营业费用率%	21.4%	21.2%	21.5%	21.3%
管理费用	437	443	501	551
管理费用率%	4.8%	4.9%	4.8%	4.6%
研发费用	101	86	115	126
研发费用率%	1.1%	0.9%	1.1%	1.1%
EBIT	271	267	361	525
财务费用	145	89	84	99
财务费用率%	1.6%	1.0%	0.8%	0.8%
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	56	32	52	59
营业利润	241	256	379	542
营业外收支	-12	0	0	0
利润总额	229	256	379	542
EBITDA	974	402	541	657
所得税	28	44	61	82
有效所得税率%	12.1%	17.2%	16.0%	15.1%
少数股东损益	-0	-0	-0	-1
归属母公司所有者净利润	202	212	319	461

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,645	1,785	1,942	2,128
应收账款及应收票据	76	64	79	92
存货	910	1,008	1,123	1,258
其它流动资产	1,524	1,511	1,538	1,565
流动资产合计	4,155	4,368	4,682	5,044
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	447	621	853	1,012
在建工程	186	249	332	442
无形资产	180	240	320	393
非流动资产合计	3,971	4,267	4,662	5,004
资产总计	8,126	8,636	9,344	10,048
短期借款	1	0	0	0
应付票据及应付账款	1,331	1,584	1,788	1,943
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	1,372	1,413	1,591	1,671
流动负债合计	2,704	2,997	3,379	3,613
长期借款	306	306	306	306
其它长期负债	2,268	2,268	2,268	2,268
非流动负债合计	2,574	2,574	2,574	2,574
负债总计	5,278	5,571	5,953	6,187
实收资本	1,088	1,088	1,088	1,088
普通股股东权益	2,848	3,065	3,392	3,862
少数股东权益	0	0	-0	-1
负债和所有者权益合计	8,126	8,636	9,344	10,048

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。