

孩子王 (301078)

“三扩”战略行稳致远，场景为锚布局 AI

买入 (首次)

2025 年 04 月 10 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书: S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	8,753	9,337	10,687	11,891	12,995
同比 (%)	2.73	6.68	14.45	11.27	9.29
归母净利润 (百万元)	105.12	181.26	394.70	559.24	741.20
同比 (%)	(13.92)	72.44	117.75	41.69	32.54
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.08	0.14	0.31	0.44	0.59
P/E (现价&最新摊薄)	170.46	98.86	45.40	32.04	24.17

投资要点

■ **母婴龙头积极寻变。**公司是母婴用品龙头，主要从事母婴商品零售及增值服务，立足于为 0-14 岁婴童和孕妇提供一站式购物及全方位成长服务。2023 年末公司发布中长期突破性增长的扩品类、扩赛道、扩业态“三扩”战略，2024 年积极布局 AI。2024 年公司“三扩”战略已开启业绩兑现，对应营业收入 93.37 亿元，同比增长 6.68%，归母净利润 1.81 亿元，同比增长 72.44%。

■ **鼓励生育政策持续落地，关注低线城市及中大童结构性机会。**根据易观数据显示，2024 年中国母婴行业交易规模预计达 4.13 万亿，同比增长 7.4%，政策端，2021 年 7 月国家实施三孩生育政策以来，各省市跟进相应配套鼓励生育措施，但行业仍面临出生人口及出生率走低的压力。在此背景下，行业结构性增长机会更聚焦于生育意愿相对强的低线城市，以及中大童及母婴家庭需求。

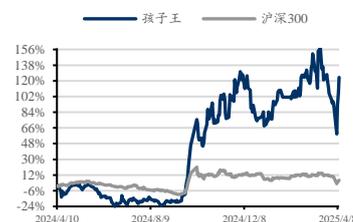
■ **“三扩”战略有望持续释放业绩增量。**1) **扩品类：**从母婴到全年龄段儿童及新家庭。公司升级全年龄段儿童生活馆，提升中大童交易额占比，并于 2024 年以 1.62 亿元现金收购成人护肤公司幸研生物 60% 股权。2) **扩赛道：**强化同城亲子服务。发掘中大童及亲子家庭需求，聚焦“孕产加”“成长加”“同城加”三大服务平台，有望逐步提升高毛利率的母婴服务收入占比。3) **扩业态：**收购“乐友”开放加盟，加快下沉市场布局。2023-2024 年公司先后出价 10.4、5.6 亿元收购乐友国际 65%、35% 股权，实现对其的 100% 控股，实现对华北、西北等地区的覆盖，截至 2024 年末，孩子王直营店、乐友国际直营店及加盟托管店、加盟店分别为 506、540、9 家，合计 1055 家。同时公司积极拓展线上渠道，与头部 MCN 机构辛选达成全面合作，设立杭州链启未来合资公司，开展新家庭电商直播零售业务。

■ **积极布局 AI，看好线下体验场景价值释放。**2025 年 3 月公司 AI 科技全资子公司“智领未来”公布与字节火山引擎合作成立 BYKIDS 贴身智能孵化器，合作孵化智能硬件、IP 等企业，致力于为母婴童及新家庭提供一站式 AI 生活方式解决方案，包括 AI 教育、AI 玩具、AI 家居、AI 穿戴、AI 机器人，覆盖吃、穿、住、用、行、玩、学、情感陪伴、伴老场景。看好公司作为稀缺的线下线上全布局的渠道商，为 AI 硬件产品首发提供场景空间和服务，对应门店坪效及销售收入提升，同时公司作为火山引擎的 token 分销商，也将直接受益于 AI 硬件放量。

■ **盈利预测与投资评级：**公司“三扩”战略有望持续兑现业绩，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 3.95/5.59/7.41 亿元，同比增长 117.75%/41.69%/32.54%，对应当前股价 2025-2026 年 PE 分别为 45/32 倍 (可比公司平均值为 36/30 倍)，我们看好公司“三扩”战略持续落地，同时积极布局 AI，有望享受估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**人口出生率下降风险，门店升级及扩张不及预期风险，AI 布局不及预期风险，宏观经济风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.24
一年最低/最高价	4.85/17.75
市净率(倍)	4.50
流通 A 股市值(百万元)	17,745.43
总市值(百万元)	17,918.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.16
资产负债率(% ,LF)	56.82
总股本(百万股)	1,258.32
流通 A 股(百万股)	1,246.17

内容目录

1. 公司概况：母婴龙头积极寻变，盈利能力有望稳步修复	4
1.1. 发展历程：母婴零售及服务龙头，“三扩”战略挖掘增量	4
1.2. 股权结构集中，管理团队经验丰富	5
1.3. 财务概况：“三扩”战略释放潜力，盈利能力逐步修复	7
2. 行业概况：鼓励生育政策落地，关注结构性机会	10
2.1. 市场规模稳步增长，行业集中度有待提升	10
2.2. 鼓励生育政策陆续出台，关注低线城市及中大童市场	11
3. “三扩”挖掘增长潜力，AI时代释放场景优势	12
3.1. 竞争力：全渠道全场景服务，会员经济优势显著	12
3.2. 中长期：“三扩”战略稳步推进，有望逐步释放业绩增量	15
3.3. 积极布局 AI，期待场景价值释放	18
4. 盈利预测与投资评级	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资评级	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1:	公司股权结构 (标蓝为一致行动人, 截至 2024 年年报)	5
图 2:	公司营业收入及增速	7
图 3:	公司营业收入构成	8
图 4:	公司分业务营收及增速	8
图 5:	公司毛利率情况	8
图 6:	公司分业务毛利率情况	8
图 7:	公司差异化供应链收入及增速	9
图 8:	公司差异化供应链收入占母婴商品销售收入比例	9
图 9:	公司费用率情况	9
图 10:	公司归母及扣非归母净利率情况	9
图 11:	公司归母净利润及增速	10
图 12:	2015-2024E 中国母婴行业市场交易规模	10
图 13:	2015-2024E 中国母婴商品网络零售交易规模	10
图 14:	2015-2024E 中国母婴商品网络零售占比	11
图 15:	中国出生人口及出生率情况	11
图 16:	公司累计会员人数 (万人)	13
图 17:	公司特色多元化服务布局	13
图 18:	公司全龄段儿童生活馆	14
图 19:	孩子王与爱婴室存货周转率对比	15
图 20:	母婴服务业务收入及同比增速	16
图 21:	母婴服务业务毛利率	16
图 22:	公司门店数量规模 (单位: 个)	16
图 23:	孩子王直营店区域分布情况 (截至 2024 年末)	17
图 24:	乐友国际直营店区域分布情况 (截至 2024 年末)	17
图 25:	孩子王门店坪效及店均销售收入	17
图 26:	乐友国际门店坪效及店均销售收入	17
图 27:	公司母婴商品线上销售收入及同比趋势	17
图 28:	公司母婴商品线上销售占比	17
图 29:	BYKIDS 孵化品类与场景	18
图 30:	BYKIDS AI 伴身智能硬件孵化器发布会现场参展厂商	19
图 31:	2021-2027 年中国消费级 AI 硬件市场规模 (单位: 亿元)	19
图 32:	消费级 AI 硬件用户画像	20
图 33:	消费者购买 AI 产品的主要动因	20
表 1:	公司发展历程	4
表 2:	杭州链启未来网络科技有限公司股权结构及出资方式 (截至 2024 年 10 月)	6
表 3:	公司核心管理层概况	6
表 4:	我国生育政策概况	12
表 5:	公司盈利预测表	21
表 6:	可比公司估值表 (截至 2025/4/10)	22

1. 公司概况：母婴龙头积极寻变，盈利能力有望稳步修复

1.1. 发展历程：母婴零售及服务龙头，“三扩”战略挖掘增量

公司是母婴用品龙头，主要从事母婴商品零售及增值服务，立足于为 0-14 岁婴童和孕妇提供一站式购物及全方位成长服务。公司成立于 2009 年，主要通过开立线下门店从事母婴商品零售业务，2014 年孩子王官方 APP 首次试运行，2015 年推出包含“实体店铺、电子商务、APP”三大板块的全渠道战略，2016 年登陆新三板，2021 年登陆深交所创业板。截至 2021 年，公司门店数量已达 495 家，孩子王 APP 用户规模突破 4100 万名。

积极应对市场变化，挖掘增量寻求增长。面对市场变化及行业发展，公司积极调整布局：1) 加大线上销售布局，2023 年 3 月发力“社交媒体”平台，500+家门店实现“抖音”服务布局；2) 加快市场覆盖，2023 年完成对乐友国际 65%股权的现金收购；3) 2023 年末发布中长期突破性增长的“三扩”战略，扩品类（从母婴到全龄段）、扩赛道（进一步发展同城服务）、扩业态（从自营大店向多场景业态发展）。

“三扩”战略持续推进，AI 时代凸显场景价值。2024 年 10 月公司与辛选及关联方共同出资设立合资公司，发力线上直播业务，2024 年 11 月拟现金收购乐友国际剩余 35% 股权，并通过加盟布局下沉渠道，2024 年 12 月现金收购护肤美妆企业幸研生物 60% 股权，扩充品类。截至 2024H1，公司已有 1035 家门店（直营及托管加盟店），覆盖全国 21 个省市。进入 AI 时代，公司践行“三扩”战略，积极挖掘线下场景价值，于 3 月 7 日全资设立智领未来子公司，与字节签订战略合作，全面布局新家庭 AI 产品，从“技术端+产品端+渠道端”全面发力。

表1: 公司发展历程

时间	事件
2009 年	□ 4 月孩子王成立。
2012 年	□ 首轮投资获美国华平投资集团 5500 万美元。
2013 年	□ 截至 12 月，孩子王门店总数达 40 家。
2014 年	□ 3 月 1 日孩子王官方 APP 首次试运行。 □ 获得亚洲顶级风险投资高瓴资本 1 亿美金投资。
2015 年	□ 4 月与万达集团签订战略联合发展协议。 □ 截至 12 月，突破百店规模。
2016 年	□ 9 月完成 C 轮融资，由万达、华泰、中金、史带保险 Starr 四大股东联投，投前估值超百亿人民币。 □ 12 月正式登陆新三板。
2017 年	□ 4 月孩子王 APP “扫码购”功能于全国门店上线。
2019 年	□ 在全国拥有 370 家门店（含筹建）。
2020 年	□ 升级推出本地门店商品极速配送到家服务——“孩子王到家”，将用户在 APP/小程序/微信社群下单的商品及时送上门。

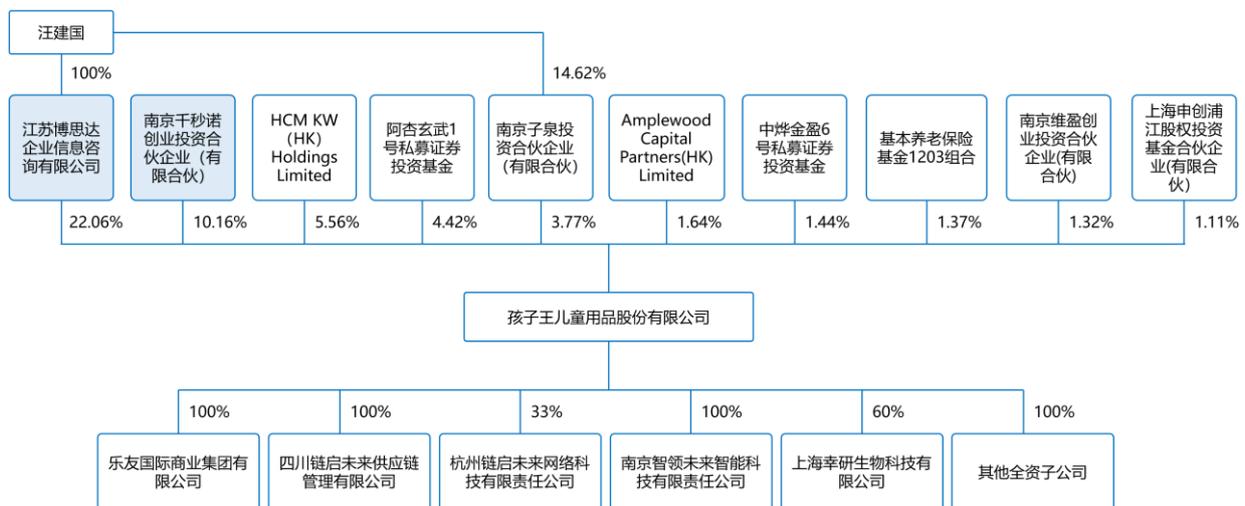
2021 年	<ul style="list-style-type: none"> 10 月 14 日，登陆深交所创业板。
2023 年	<ul style="list-style-type: none"> 3 月，发力“社交媒体”平台，500+门店实现“抖音”服务布局。 6 月 1 日，重磅推出“KidsGPT-AI 育儿顾问大模型”。 11 月，完成对乐友 65% 股权的现金收购。 12 月发布全新的中长期发展战略，即以“三扩”（扩品类、扩赛道、扩业态）为核心，聚焦“儿童生活馆、非标增长、同城亲子”。
2024 年	<ul style="list-style-type: none"> 10 月与辛选及关联方共同出资设立合资公司“链启未来”。 现金继续收购乐友 35% 股权。 12 月现金收购护肤美妆企业幸研生物 60% 股权。
2025 年	<ul style="list-style-type: none"> 3 月 7 日，全资设立智领未来子公司，深度布局 AI 与字节签订战略合作，全面布局新家庭 AI 产品。

数据来源：公司官网，Wind，东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中，管理团队经验丰富

公司实控人及一致行动人持股达 33%。截至 2024 年年报，公司创始人及实控人汪建国先生通过江苏博思达以及南京子泉投资合伙企业直接和间接持股 22.61%，此外，江苏博思达、南京千秒诺为一致行动人，因此截至 2024 年年报，公司实控人及一致行动人共持股 33%。此外，2024 年 11 月 26 日，公司与辛未来投资基金签订《股份转让协议》，辛未来投资基金基于对公司未来持续稳定发展的信心及对公司投资价值的认可，拟以人民币 10 元/股的价格认购南京千秒诺所持有的 5% 公司股权，但该协议转让仍待深交所合规性审核，尚未办理协议转让过户手续。

图1：公司股权结构（标蓝为一致行动人，截至 2024 年年报）



数据来源：公司财报，Wind，东吴证券研究所

成立杭州链启未来，加强与辛选控股合作。2024年10月，公司以自有资金出资，与董事长汪建国先生、董事/总经理徐卫红先生、董事/副总经理/董事会秘书侍光磊先生，以及广东辛选控股、杜晨鹏先生、郑伽柏先生、杨润心女士、周通先生、行凌伟女士合资设立子公司“杭州链启未来”，开展新家庭电商直播零售业务。截至2024年10月，公司及汪建国先生、徐卫红先生、侍光磊先生为一致行动人，合计持股45%，辛选控股持股10%，辛选头部主播“蛋蛋”杨润心持股5%。

表2: 杭州链启未来网络科技有限公司股权结构及出资方式（截至2024年10月）

股东姓名或名称	认缴出资额（万元）	出资方式	持股比例
孩子王	330	货币	33%
汪建国	50	货币	5%
徐卫红	40	货币	4%
侍光磊	30	货币	3%
辛选控股	100	货币	10%
杜晨鹏	100	货币	10%
郑伽柏	100	货币	10%
杨润心	50	货币	5%
周通	100	货币	10%
行凌伟	100	货币	10%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

核心管理层稳定且经验丰富。公司创始人、董事长汪建国先生于1998年至2009年任江苏五星电器有限公司董事长兼总裁，于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，2012年6月创立孩子王并带领公司成为母婴行业龙头，总经理徐卫红先生为联合创始人。公司核心管理层稳定，且零售经验丰富，为公司中长期战略执行、稳健增长奠定基础。

表3: 公司核心管理层概况

姓名	职务	经历
汪建国	董事长,董事	于1998年至2009年任江苏五星电器有限公司董事长兼总裁；于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；2012年6月创立公司，现任公司董事长，江苏博思达执行董事。
徐卫红	总经理，董事	于2001年至2009年历任江苏五星电器有限公司店长，分公司总经理，市场总监，总裁助理；2009年至2012年任江苏孩子王实业有限公司董事及总经理；2012年6月参与创立公司，现任公司董事及总经理。
蔡博	副总经理，财务总监，董事	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CFO。2019年至2021年，任杭州贝咖实业有限公司CFO。

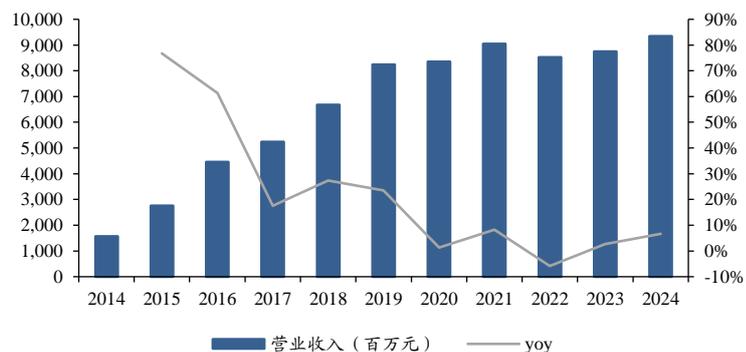
侍光磊	副总经理，董事 会秘书，董事	于 2003 年至 2013 年，在海螺水泥子公司担任财务负责人，副总会计师等职务；2013 年至 2015 年，在海螺水泥财务部担任部长助理；2015 年至 2017 年，在海螺水泥浙江区域管理委员会担任区域委员，并在建德海螺水泥有限责任公司担任副总经理及总会计师职务；2017 年至 2022 年，在海螺水泥董事会秘书室担任常务副主任，主任，并于 2021 年 7 月至 2022 年 4 月，担任中国西部水泥有限公司非执行董事。2022 年 4 月进入孩子王工作，现任公司副总经理，董事会秘书。
宋佃明	数字化技术应用 中心企业服务负 责人	于 2007 年至 2013 年任上海第九城市信息技术有限公司研发经理；2013 年至 2015 年任上海智奥一号店信息技术有限公司研发经理；2015 年 8 月进入孩子王工作。
王海龙	数字化技术应用 中心中后台研发 负责人	于 2010 年至 2012 年任上海盛大网络发展有限公司安全工程师；2012 年至 2014 年任上海智奥一号店信息技术有限公司研发经理；2014 年至 2015 年任北京京东世纪贸易有限公司高级研发经理；2015 年 8 月进入孩子王工作。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 财务概况：“三扩”战略释放潜力，盈利能力逐步修复

“三扩”战略挖掘增量，营收重启增长。2022-2024 年公司实现营收 85.20、87.53、93.37 亿元，同比变动-5.84%、+2.73%、+6.68%，2024 年公司营收增速回升主要系公司聚焦主业，大力实施“三扩”战略（扩品类、扩赛道、扩业态），发展线上业务，于 2023 年完成对乐友国际的并购，市场份额进一步提升。

图2：公司营业收入及增速

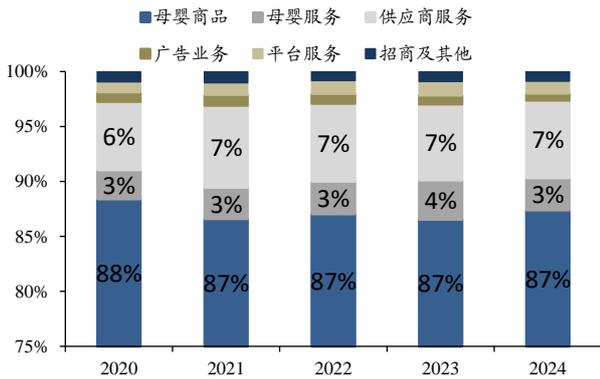


数据来源：Wind，东吴证券研究所

母婴商品、供应商服务、母婴服务贡献主要营收。公司主营业务包括：1) 母婴商品销售：通过线下门店、线上渠道销售母婴商品；2) 母婴服务：为孕产妇及婴童提供童乐园、互动活动、育儿服务等母婴童服务及黑金会员服务；3) 供应商服务：为供应商提供会员开发、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；4) 广告业务：

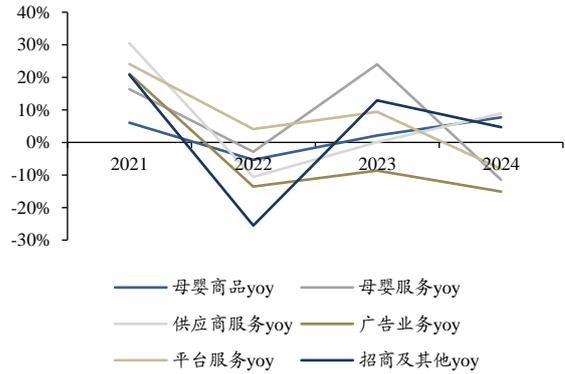
由子公司思想传媒为企业客户提供线上和线下广告服务; 5) 平台服务: 通过子公司上海童渠自主运营各类平台, 并为入驻品牌商、经销商等提供网店开设、商品展示等服务; 6) 招商及其他业务: 招商业务为将线下门店部分场地转租给母婴行业周边服务商户使用。2024 年母婴商品销售、供应商服务、母婴服务收入占比分别为 87%、7%、3%, 收入同比增速分别为 8%、9%、-11%。

图3: 公司营业收入构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司分业务营收及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

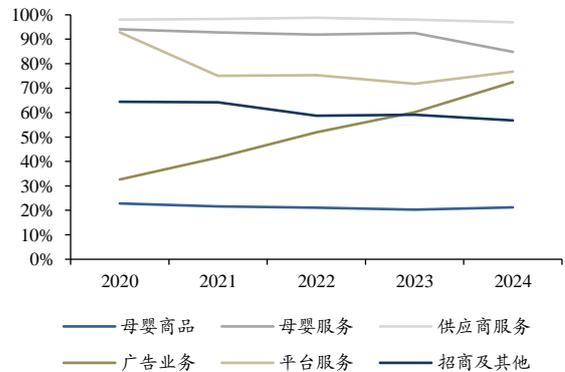
毛利率维稳, 期待自有品牌及非标品带动毛利率提升。公司毛利率水平较为稳定, 2022-2024 年公司毛利率为 29.91%、29.56%、29.74%。分业务来看, 2024 年母婴商品、供应商服务、母婴服务毛利率分别为 21.27%、96.94%、84.83%。展望后续, 我们看好公司发展差异化供应链, 持续提升自有品牌营收占比, 同时加快提升非标商品占比, 提升母婴商品销售毛利率, 2024 年公司差异化供应链收入 10.02 亿元, 同比增长 22.30%, 占母婴商品销售收入的 12.28%, 同比提升 1.46pct。

图5: 公司毛利率情况



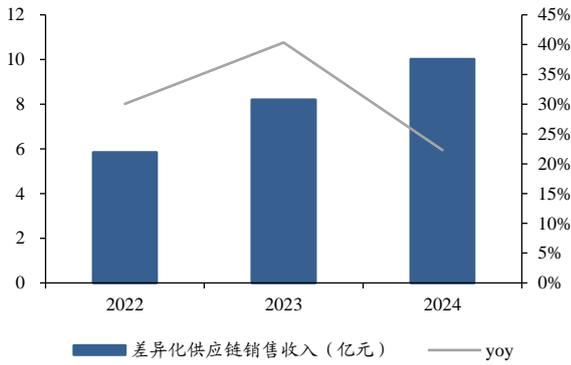
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 公司分业务毛利率情况



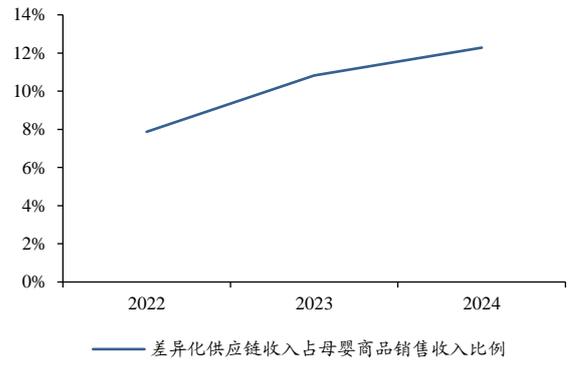
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 公司差异化供应链收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

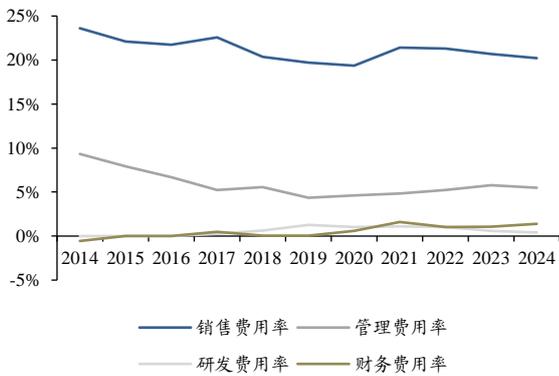
图8: 公司差异化供应链收入占母婴商品销售收入比例



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

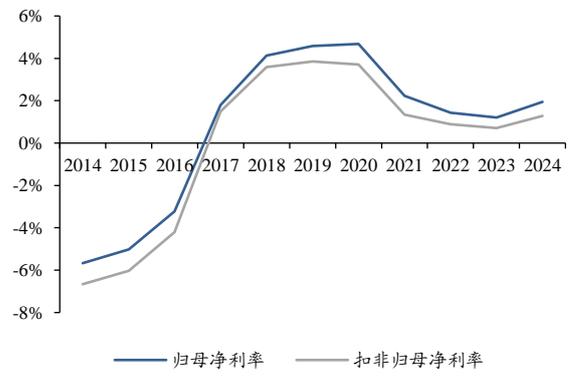
期间费用率下降, 归母及扣非归母净利率回升。公司业务规模扩张带动销售人员人力成本、商场租赁费等增长, 对应2021年销售费用率同比增长2.06pct至21.42%, 此后随着营收增长, 期间费用率有所回落, 对应归母及扣非归母净利率逐步探底回升, 2024年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为20.21%、5.50%、0.43%、1.40%, 归母及扣非归母净利率为1.94%、1.28%, 2020年归母净利率高点为4.68%。

图9: 公司费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

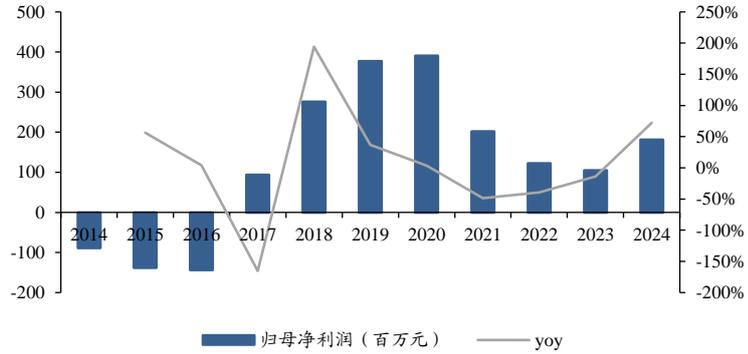
图10: 公司归母及扣非归母净利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

归母净利润探底回升。2022-2024年公司归母净利润为1.22、1.05、1.81亿元, 同比变动-39.44%、-13.92%、+72.44%, 公司于2023年收购乐友国际、“三扩”战略持续发力、全力实施降本增效, 驱动2024年归母净利润强势回升。

图11: 公司归母净利润及增速



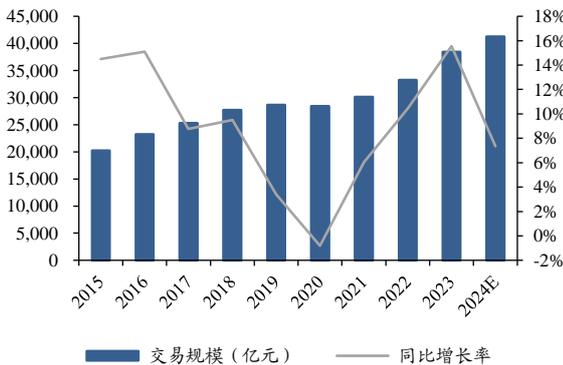
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 行业概况: 鼓励生育政策落地, 关注结构性机会

2.1. 市场规模稳步增长, 行业集中度有待提升

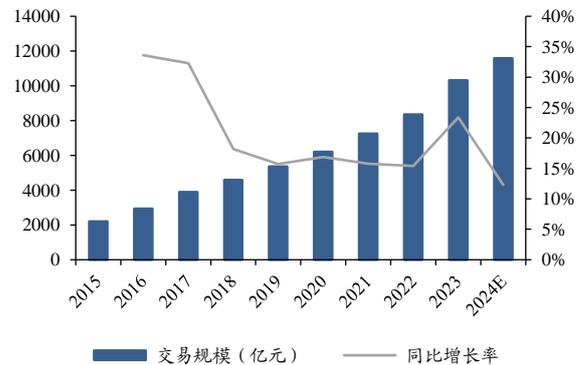
行业规模维持增长, 线上渠道占比逐年提升。根据易观数据显示, 2024年中国母婴行业交易规模预计达4.13万亿, 同比增长7.4%, 增长主要受益于政策支持以及线上线下渠道拓展等。分渠道来看, 网络零售占比从2015年的10.9%逐年提升至2023年的26.8%, 预计2024年达到28.1%。

图12: 2015-2024E 中国母婴行业市场交易规模



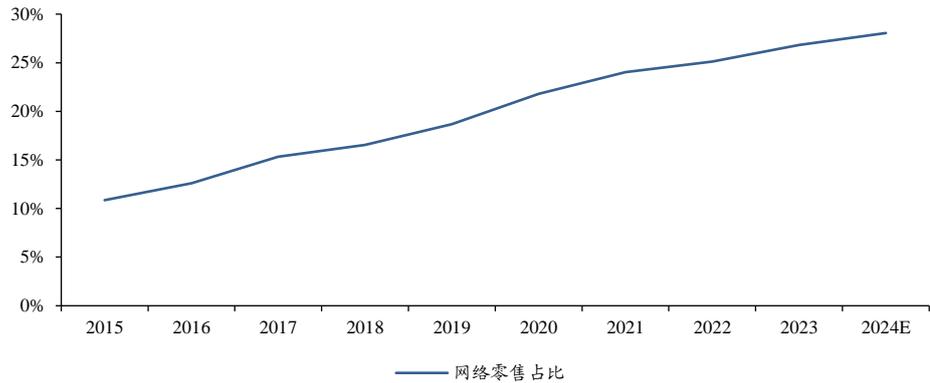
数据来源: 易观分析, 东吴证券研究所

图13: 2015-2024E 中国母婴商品网络零售交易规模



数据来源: 易观分析, 东吴证券研究所

图14: 2015-2024E 中国母婴商品网络零售占比



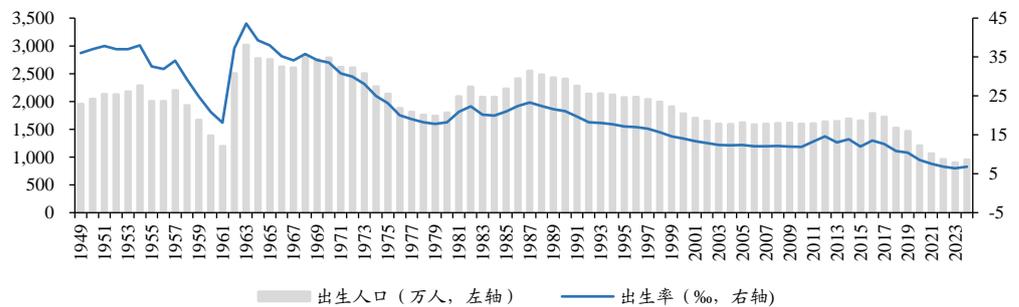
数据来源: 易观分析, 东吴证券研究所

线下母婴店市场高度分散, 龙头扩张有望提高行业集中度。根据 CBME 《2024 中国孕婴童零售市场报告》, 2024 年孕婴童店约 18 万家, 总数稳中有增, 截至 2024H1, 行业龙头孩子王门店数 945 家、爱婴室门店数近 500 家、爱婴岛门店数超 1800 家、中亿孕婴童门店数超 2000 家, 四者门店数占比合计约 3%, 市场分散度高。我们认为随着用户精细化育儿需求的增长, 精品母婴店门店数有望增长, 龙头连锁、加盟门店占比有望提升, 同时龙头扩张也有望提升行业集中度, 比如爱婴室于 2021 年收购贝贝熊, 孩子王于 2023 年收购乐友国际。

2.2. 鼓励生育政策陆续出台, 关注低线城市及中大童市场

出生人口及出生率走低, 人口红利消退。2022-2024 年我国出生人口均低于 1000 万人, 2020-2024 年出生率均低于 10%, 其中 2024 年出生人口 954 万人, 同比增加 52 万人, 出生率 6.77%, 出生人口及出生率总体呈现走低趋势。

图15: 中国出生人口及出生率情况



数据来源: dataeyes!, 东吴证券研究所

低线城市生育意愿相对较强, 关注下沉市场母婴消费潜力。根据艾瑞咨询, 2020 年三线及以下城市出生人口占新生儿人口比例为 67%, 预计 2025 年该比例将提升至 68%,

低线城市出生率将高于一二线城市。

出生率挑战下，扩展中大童和全家化产品品类。此外，在出生人口和出生率仍有下降压力的背景下，母婴从业者积极拓展销售的产品品类，根据 CBME 发布的《2024 中国孕婴童零售市场报告》（基于 2024 年 1-5 月对零售门店 2598 份和消费者 4786 份的调研数据），65% 的门店都想要加强中大童和全家化的产品，其中全家营养是大家希望重点加强的品类，其次是全家日化、亲子户外等。

鼓励生育政策陆续出台。2021 年 7 月国家实施三孩生育政策，各省市跟进出台生育相关配套措施，包括但不限于育儿假、经济补助、住房优惠等，降低育儿成本。2025 年 3 月 13 日呼和浩特市发布最新育儿补贴政策，生育一孩一次性补贴 1 万元、二孩 5 万元（每年发放 1 万元，直至孩子 5 周岁）、三孩及以上 10 万元（每年发放 1 万元，直至孩子 10 周岁），为截至 2025 年 3 月底国内最大的育儿现金补贴力度，期待更多省市探索并出台生育相关配套措施。

表4：我国生育政策概况

时间点	政策名称	主要内容
2001 年 12 月	《中华人民共和国人口与计划生育法》	国家稳定现行生育政策,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 年 11 月	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	坚持计划生育的基本国策,启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策,逐步调整完善生育政策,促进人口长期均衡发展。
2015 年 10 月	十八届五中全会关于修改《中华人民共和国人口与计划生育法》的决定	坚持计划生育的基本国策,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。
2021 年 7 月	《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	实施一对夫妻可以生育三个子女政策,配套实施积极生育支持措施

数据来源：政府网站，东吴证券研究所

3. “三扩”挖掘增长潜力，AI 时代释放场景优势

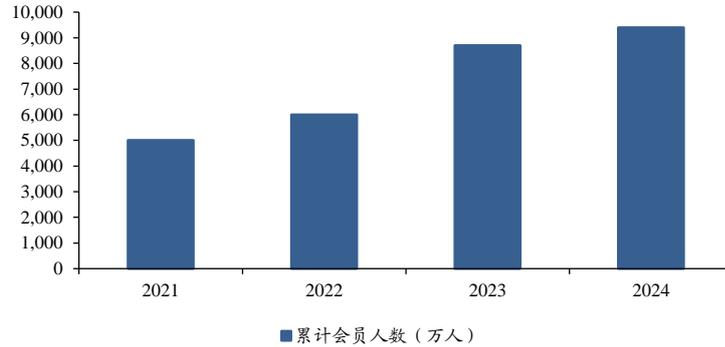
3.1. 竞争力：全渠道全场景服务，会员经济优势显著

打造“商品+服务+产业生态经济”多元经营体系。公司以顾客需求为导向，开创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，通过线上、线下全渠道服务亲子家庭。

推行会员制度，深耕“单客经济”。公司于 2017 年试行收费会员制度，于 2018 年 5 月正式推出付费会员，客户通过购买会员卡享受差异化权益及增值服务，深度挖掘客户价值，打造从“互动产生情感——情感产生粘性——粘性带来高产值会员+高产值会员口碑影响潜在消费会员”的整套“单客经济”模型。截至 2024 年末，公司累计会员人数达 9400 万人，付费会员人数超 120 万人，且黑金会员单客年产值有所提升，付费会

员单客产值为普通会员的 12 倍以上。

图16: 公司累计会员人数 (万人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

特色多元化服务布局, 增强会员粘性。

1) **个性化育儿服务:** 公司在全国拥有超过 7000 名持有国家育婴员资质的育儿顾问, 随时随地线上线下为会员提供育儿咨询、催乳、宝宝理发等育儿服务。同时, 孩子王还在全国甄选超 1000 家优质的月嫂、月子中心等母婴机构, 打造面向家长的“孕产+”服务平台, 全方位满足会员在备孕/孕期/分娩/产后/婴幼儿 5 大阶段需求。

2) **多元化互动社交服务:** 公司每年每家门店打造近 1000 场、全国每年累计超过数十万场成长亲子活动, 包含妈妈班、一日父母体验、宝宝爬行大赛、抓周、生日会等 40 余种互动产品。

3) **本地化宝宝成长服务:** 打造面向儿童的服务平台“成长加”, 通过在全国汇聚近 1000 家优质机构, 打造出集玩、教、学为一体的成长服务生态, 为 0-14 岁孩子提供包含英语、才艺、摄影、游乐、运动等早教。

图17: 公司特色多元化服务布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

首创全龄段儿童生活馆，优化单店模型。随着 2016-2017 年人口增长高峰时期出生的婴幼儿步入中大童阶段，同时母婴童人群的养育观念更为多元化、细分化、科学化，公司率先开创全龄段儿童成长服务新业态，推出全龄段儿童生活馆，涵盖母婴用品、玩具游戏、运动装备、书籍学习、居家生活、教育实践六大主题，满足亲子家庭一站式购物需求，并提供亲子互动新平台。根据公司公众号，公司于 2023 年第一期升级 3 家门店，升级后的单店交易额平均同比提升超 35%(含大服务业务)，中大童平均交易额平均增长近 30%

图18: 公司全龄段儿童生活馆

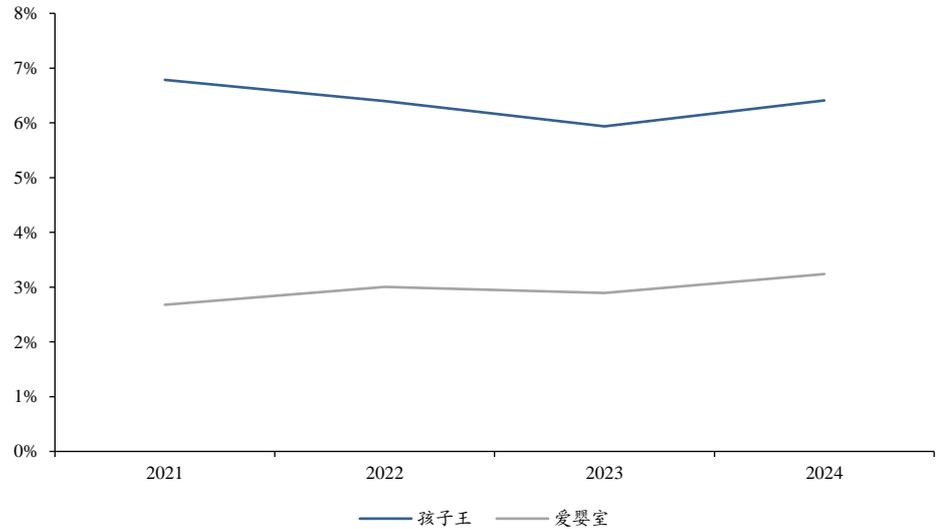


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

服务再升级，强化同城运营。为了全方位全场景对接会员的本地生活需求，公司进一步升级服务，打造“孕产加”“成长加”“同城加”三大平台，重点发展同城服务，提供针对家长的服务如月嫂、育儿嫂、产康等、针对儿童的成长服务、针对亲子的活动、本地生活体验等。2024H1 公司“同城加”平台推出“为爱心选”专属定制产品，在超 100 座城市落地近 500 场亲子互动活动“爱城活动”，“同城加”交易额同比增长约 120%，发展势头强劲。

三级仓储体系支撑同城运营，存货周转率优于同行。截至 2024 年末，公司已在南京建成华东智慧物流产业园，在成都建成西南智慧物流产业园；在武汉、天津、佛山等地设有 3 个核心区域仓，主要覆盖华中、华北和华南区域；在重庆、长沙、青岛、沈阳、苏州、西安等地设有协同仓，形成中央仓（CDC）、区域仓（RDC）和城市中心仓（FDC）的三级仓网体系，提高配送效率，打造“供应链+本地生活服务+同城即时零售”服务。出色的供应链管理一方面支撑公司发展同城母婴服务，另一方面使得公司的存货周转效率也优于同行，2022-2024 年公司存货周转率为 6.40%、5.94%、6.41%，高于爱婴室的 3.00%、2.89%、3.24%。

图19: 孩子王与爱婴室存货周转率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

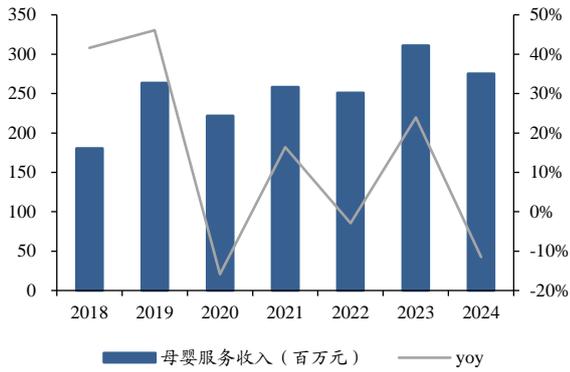
3.2. 中长期: “三扩” 战略稳步推进, 有望逐步释放业绩增量

扩品类: 从母婴到全年龄段儿童及新家庭。在母婴行业规模增速趋缓, 同时出生人口和出生率仍有下降压力的背景下, 公司迎合中大童结构性人口红利, 加快升级全年龄段儿童生活馆, 提升中大童及家庭需求品类占比。截至 2024H1, 公司已开业 6 家儿童生活馆, 改造后儿童生活馆实现门店基本盘稳定, 中大童交易额稳步提升, 2024 年全年儿童生活馆升级及品类改造的门店约 150 家。

收购幸研生物, 加大覆盖宝妈护肤美妆需求。公司于 2024 年以 1.62 亿元现金收购幸研生物 60% 股权, 实现对其控股。幸研生物成立于 2022 年, 总部位于上海, 以用户需求为核心, 秉承“科技护肤”理念, 为不同年龄段用户提供多样化的健康洗护和纯净护肤产品, 通过自主研发和与顶尖研发机构、高校的合作, 打造出“OANA”“博创”等品牌, 并拥有众多专利。

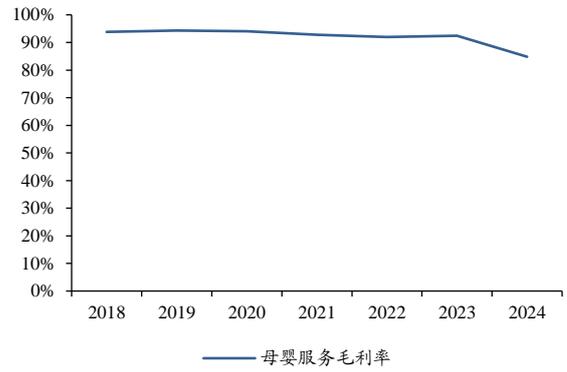
扩赛道: 强化同城亲子服务, 完善服务生态。在母婴商品销售业务之外, 拓展同城服务场景, 聚焦“孕产加”“成长加”“同城加”三大服务平台, 挖掘“单客经济”潜力。2022-2024 年公司母婴服务收入达到 2.51、3.11、2.75 亿元, 同比变动-3%、+24%、-11%, 营收占比仅 3%、4%、3%, 毛利率为 92%、92%、85%, 期待公司同城亲子服务运营, 发掘中大童及亲子家庭需求, 高毛利率业务增长有望提升公司盈利水平。

图20: 母婴服务业务收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

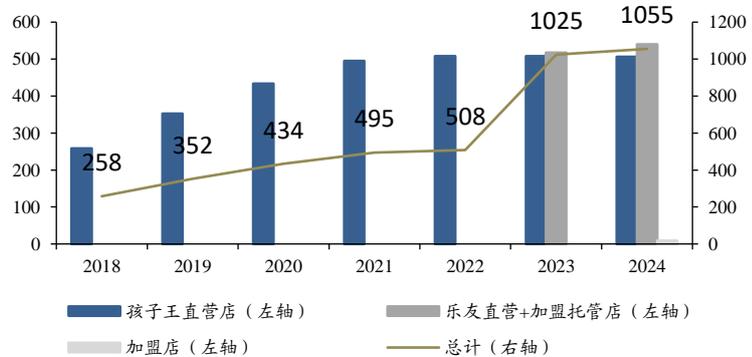
图21: 母婴服务业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

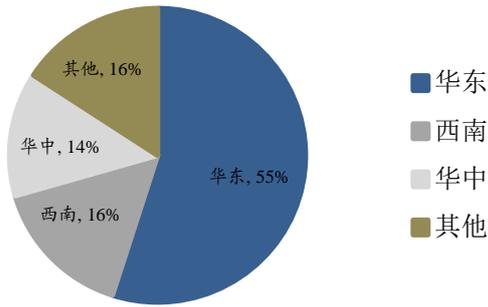
扩业态: 收购“乐友”开放加盟, 加快下沉市场布局。 新生儿人口总体红利消退, 但低线城市存在结构性机会, 公司通过投资并购, 同时转变“大店模式”, 于2024年推出加盟业务, 以“大店+小店+加盟+其他”的方式加快下沉市场布局。1) 2023-2024年公司先后出价10.4、5.6亿元收购乐友国际65%、35%股权, 实现对其的100%控股。区域分布方面, 孩子王门店主要分布于华东、西南、华中等地区, 乐友国际门店主要分布于华北、西北等地区; 门店面积方面, 截至2024年末, 孩子王直营店单店平均面积为2256平方米, 乐友国际直营店为241平方米; 坪效方面, 2024年孩子王直营店为5533元/平方米, 乐友国际直营店为12471元/平方米。2) 推出加盟业务, 聚焦县城、千强镇, 加快下沉市场渠道深度覆盖, 首家孩子王品牌加盟店已于2024年7月在四川广汉顺利开业, 截至2024年末孩子王加盟店已达15家, 公司目标自2024年起3年内覆盖1000个县城, 实现“一县一店”。

图22: 公司门店数量规模 (单位: 个)



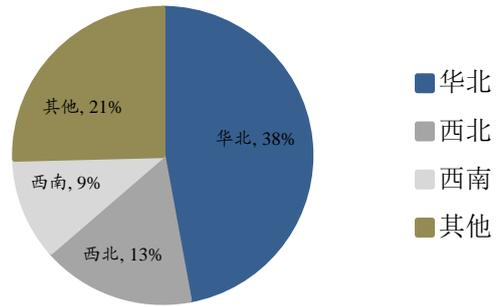
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: 孩子王直营店区域分布情况 (截至 2024 年末)



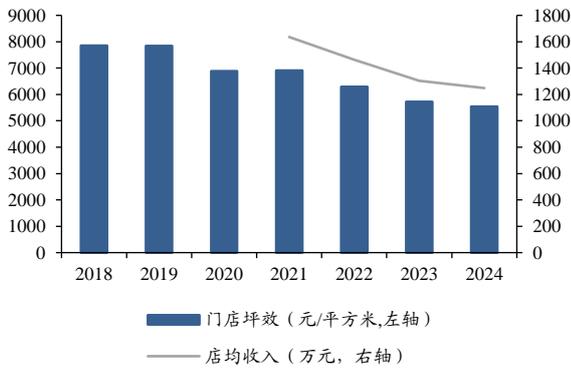
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 乐友国际直营店区域分布情况 (截至 2024 年末)



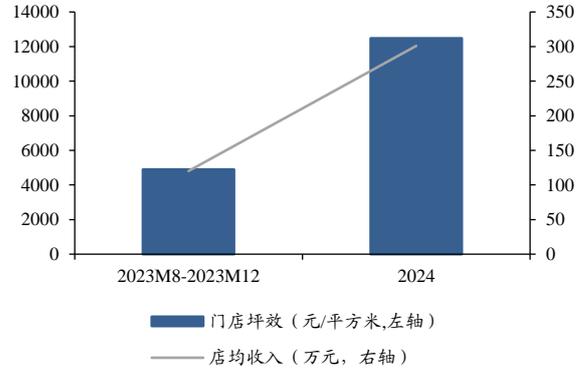
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 孩子王门店坪效及店均销售收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

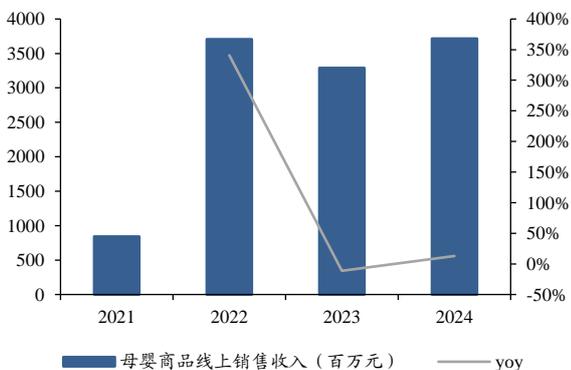
图26: 乐友国际门店坪效及店均销售收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

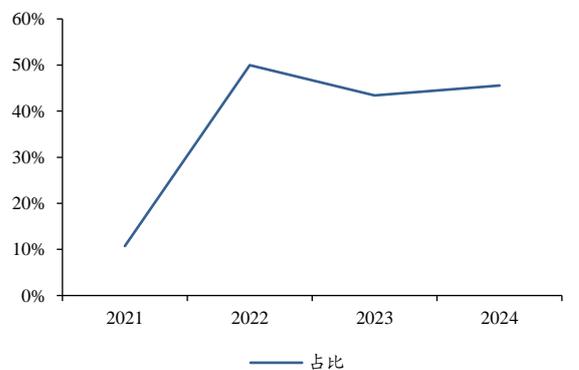
积极拓展线上渠道, 探索新家庭电商直播零售。公司大力发展线上, 2024 年公司母婴商品线上销售收入达 37 亿, 同比增长 13%, 占母婴商品销售收入的 46%。同时公司已于 2024 年 10 月与辛选控股设立合资子公司“杭州链启未来”, 开展新家庭电商直播零售业务, 探索线上业绩增量, 2024 年 12 月 18 日首场直播实现约 2 亿元的 GMV。

图27: 公司母婴商品线上销售收入及同比趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 公司母婴商品线上销售占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 积极布局 AI，期待场景价值释放

KidsGPT 打造 AI 育儿顾问，提升用户体验。结合母婴垂直领域优质知识库，公司于 2023 年 6 月推出 KidsGPT，在孩子王 APP、小程序、社群等多个场景投入应用，可以为用户提供 AI 对话、AI 绘图、商品推荐、服务推荐，是公司在 AI 领域的初步尝试。

牵手火山引擎，全面布局 AI，合作各厂商打造 AI 生态。2025 年 3 月 15 日，公司 AI 科技全资子公司“智领未来”公布与火山引擎合作成立 BYKIDS 伴身智能孵化器，合作孵化智能硬件、IP 等企业，致力于为母婴童及新家庭提供一站式 AI 生活方式解决方案，包括 AI 教育、AI 玩具、AI 家居、AI 穿戴、AI 机器人，覆盖吃、穿、住、用、行、玩、学、情感陪伴、伴老场景。2025 年 3 月 18 日，公司已与首批合作伙伴——AI 软硬件结合产品开发头部平台“涂鸦智能”签署《全面合作协议》，共同开发 AI 伴身智能硬件产品。

图29：BYKIDS 孵化品类与场景



数据来源：智领未来公众号，东吴证券研究所

公司有望成为 AI 新零售渠道。火山引擎作为技术提供者的角色，将为 BYKIDS 伴身智能孵化器提供大模型技术、专业团队技术支持、智能体解决方案、算力和云服务、语音及多模态服务、硬件供应链支持，而公司则是稀缺的线下线上全布局的渠道商，在全国拥有近 1200 家大型数字化直营门店和超 8000 名专业育儿顾问，将为 AI 硬件产品首发提供场景空间和服务。2025 年 3 月 28 日，由孩子王联合火山引擎共同举办的“新 AI，为新一代——BYKIDS AI 伴身智能硬件孵化器发布会”于上海开启，已有奥飞娱乐、实丰文化、木林森、FoloToy 等厂商携带 AI 毛绒玩具、AI 智能台灯、AI 眼镜等产品亮相。

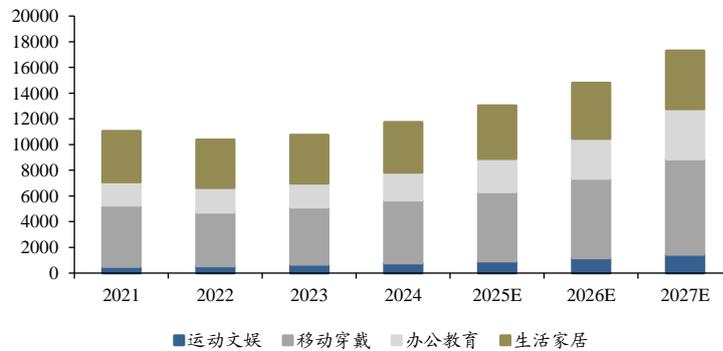
图30: BYKIDs AI 伴身智能硬件孵化器发布会现场参展厂商



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

AI 硬件渗透率有望迎来拐点。根据亿欧数据, 2024 年消费级 AI 硬件市场规模达 1.17 万亿元, 同比增速约 10%, 以手机为主、智能穿戴为辅的个人消费电子场景贡献约 40% 的市场, 生活家居品类每年稳步增长。同时, 亿欧预计未来三年 AI 功能将进入深入渗透阶段, 分品类来看, 生活家居 AI 功能将以 5% 增速稳步增长; 移动穿戴场景预计 2025 年有小幅上升; 运动文娱类产品 AI 渗透率逐渐加大; 办公及教育场景的 AI 渗透有望驱动以 AIPC 与教育平板为主的产品增长率将达 20%。

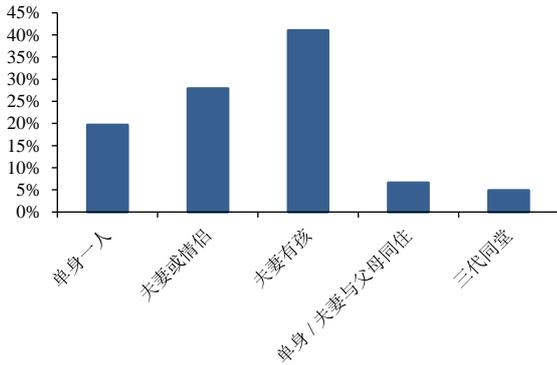
图31: 2021-2027 年中国消费级 AI 硬件市场规模 (单位: 亿元)



数据来源: 亿欧, 东吴证券研究所

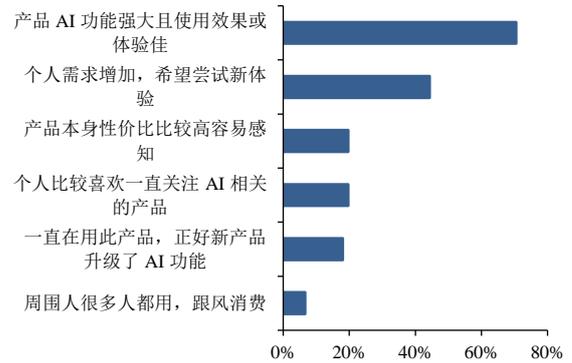
家庭为核心消费群体, 注重 AI 功能实际体验, 线下有望成为销售重要驱动。公司打造 AI 门店首发经济。根据亿欧问卷调查, 消费级 AI 硬件用户中 41% 是夫妻有娃家庭, 71% 的受访者认为 AI 功能性和实际效益是购买 AI 产品的主要驱动力, 因此我们认为线下渠道可为用户提供产品试用体验、心智教育, 促进用户转化, 将会是 AI 产品渗透率提升初期的重要渠道, 场景价值凸显。孩子王将对已有门店进行改造, 打造 AI 专区, 推出 AI 专柜和专享体验区, 用于生态合作伙伴的产品线下首发展示、社群活动、线下活动以及线下体验、销售。

图32: 消费级 AI 硬件用户画像



数据来源: 亿欧, 东吴证券研究所

图33: 消费者购买 AI 产品的主要动因



数据来源: 亿欧, 东吴证券研究所

前瞻拓展 AI 硬件品类, 期待商业变现潜力释放。我们期待公司线下渠道成为 AI 硬件触及用户的重要渠道, 将受益于 AI 硬件渗透率提升, AI 硬件销售及分成有望提升门店坪效及销售收入。同时公司作为火山引擎的 token 分销商, 从火山引擎获取打包方案, 为生态伙伴提供优惠的 token、RTC 等整合资源, 也将直接受益于 AI 硬件放量, 对应 token 分销收入业绩增量。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

母婴商品: 公司收购乐友国际并开放加盟加大区域覆盖、携手辛选布局线上、开拓 AI 品类, 将直接驱动母婴商品销售收入增长, 我们预计该业务 2025-2027 年收入同比增长 15%/12%/10%。

母婴服务: 公司积极拓展同城服务场景, 聚焦“孕产加”“成长加”“同城加”三大服务平台, 看好随着公司布局投入及自有供应链逐步完善, 高毛利率的母婴服务收入逐步增长, 我们预计该业务 2025-2027 年收入同比增长 8%/5%/3%。

供应商服务: 公司利用自身的品牌影响力及会员资源, 为供应商提供一系列会员开发、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, 随着公司品牌力增强, 我们预计该业务 2025-2027 年收入同比增长 15%/8%/5%。

广告业务: 考虑公司战略重心及外部环境等影响, 我们预计该业务 2025-2027 年收入同比下降 5%/5%/5%。

平台服务: 公司持续完善线上渠道布局, 看好随着入驻平台的品牌商、服务商增加, 对应平台服务收入增长, 我们预计该业务 2025-2027 年收入同比增长 5%/3%/3%。

招商及其他：我们预计该业务 2025-2027 年收入同比增长 3%/3%/3%。

毛利率：我们预计公司各业务毛利率相对稳定，2025-2027 年总体毛利率分别为 29.66%/29.79%/29.86%。

归母净利润：我们预计公司将延续良好的费用管控趋势，对应 2025-2027 年归母净利润为 3.95/5.59/7.41 亿元，同比增长 117.75%/41.69%/32.54%，对应归母净利率为 3.69%/4.70%/5.70%。

表5：公司盈利预测表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8753	9337	10687	11891	12995
yoy	2.73%	6.68%	14.45%	11.27%	9.29%
分产品					
母婴商品（百万元）	7576	8158	9382	10508	11558
yoy	2.15%	7.69%	15.00%	12.00%	10.00%
母婴服务（百万元）	311	275	297	312	321
yoy	23.98%	-11.48%	8.00%	5.00%	3.00%
供应商服务（百万元）	606	659	758	819	860
yoy	0.08%	8.90%	15.00%	8.00%	5.00%
广告业务（百万元）	68	57	55	52	49
yoy	-8.71%	-15.12%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
平台服务（百万元）	116	107	112	116	119
yoy	9.44%	-8.14%	5.00%	3.00%	3.00%
招商及其他（百万元）	76	80	82	85	87
yoy	12.90%	4.65%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	29.56%	29.74%	29.66%	29.79%	29.86%
归母净利润（百万元）	105	181	395	559	741
yoy	-13.92%	72.44%	117.75%	41.69%	32.54%
归母净利率	1.20%	1.94%	3.69%	4.70%	5.70%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

4.2. 投资评级

我们选取 1) 主营母婴商品销售和服务的母婴连锁公司爱婴室、2) 积极探索智能眼镜赛道的眼镜零售连锁龙头博士眼镜作为可比公司，2025-2026 年可比公司归母净利润平均增速为 20%/19%，对应 2025 年 4 月 10 日市值 PE 平均值为 35.72/30.19 倍。我们预计孩子王 2025-2026 年归母净利润同比增长 118%/42%至 3.95/5.59 亿元，对应当前股价 PE 分别为 45.40/32.04 倍，我们看好公司作为母婴龙头积极寻变，“三扩战略”有望持续落地带动业务增长，同时以线下零售场景为锚点，携手火山引擎积极布局 AI 硬件，有望享受估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值表 (截至 2025/4/10)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)		归母净利润增速		PE	
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
603214.SH	爱婴室	33.98	24.53	1.31	1.58	23%	20%	25.93	21.56
300622.SZ	博士眼镜	67.29	38.40	1.48	1.73	18%	17%	45.51	38.81
	平均值					21%	19%	35.72	30.19
301078.SZ	孩子王	179.19	14.24	3.95	5.59	118%	42%	45.40	32.04

数据来源: 孩子王盈利预测来自东吴证券研究所, 可比公司来自 Wind 一致预期, 此外, 由于博士眼镜尚未发布 2024 年年报, 其 2025 年预期增速基于 2024 年 Wind 一致预期计算

5. 风险提示

人口出生率下降风险: 公司当前消费群体为 0-14 岁婴童和孕妇, 营收与婴幼儿人口数量存在一定相关性, 若我国人口出生率仍维持下降趋势, 将对公司商品销售、服务收入产生一定影响。

门店升级及扩张不及预期风险: 公司线下门店数量及经营面积不断增加, 同时拟对现有 120 家门店进行升级改造, 新店开设及门店改造均需要一定前期资金投入, 面临市场不确定风险, 若门店扩张及改造不及预期, 将对公司经营带来不利影响。

AI 布局不及预期风险: 公司积极布局 AI, 计划改造门店推出 AI 专区, 发挥线下渠道场景价值, 若 AI 硬件销量不及预期, 或对公司门店坪效及销售收入带来不利影响。

宏观经济风险: 母婴商品及相关服务消费需求具有一定刚性, 受宏观经济波动影响较小, 但若未来经济增速进一步放缓, 或将直接影响消费者的母婴产品及服务消费。

孩子王三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,895	5,364	6,070	6,890	营业总收入	9,337	10,687	11,891	12,995
货币资金及交易性金融资产	3,368	3,699	4,307	5,056	营业成本(含金融类)	6,560	7,516	8,349	9,115
经营性应收款项	163	170	189	199	税金及附加	40	43	48	52
存货	927	1,044	1,113	1,165	销售费用	1,887	1,988	2,117	2,209
合同资产	0	0	0	0	管理费用	514	534	571	585
其他流动资产	437	451	461	470	研发费用	40	43	48	52
非流动资产	4,328	4,046	3,736	3,420	财务费用	130	95	72	51
长期股权投资	14	14	14	14	加:其他收益	19	21	24	26
固定资产及使用权资产	1,991	1,712	1,408	1,050	投资净收益	38	43	48	52
在建工程	413	430	433	475	公允价值变动	17	0	0	0
无形资产	396	396	397	397	减值损失	2	0	0	0
商誉	782	782	782	782	资产处置收益	19	16	18	19
长期待摊费用	127	107	97	97	营业利润	261	548	777	1,029
其他非流动资产	606	606	606	606	营业外净收支	(6)	0	0	0
资产总计	9,224	9,410	9,806	10,310	利润总额	255	548	777	1,029
流动负债	3,212	3,489	3,802	4,051	减:所得税	50	110	155	206
短期借款及一年内到期的非流动负债	646	646	646	646	净利润	205	439	621	824
经营性应付款项	1,482	1,671	1,856	2,027	减:少数股东损益	24	44	62	82
合同负债	217	299	333	325	归属母公司净利润	181	395	559	741
其他流动负债	867	873	967	1,053	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.14	0.31	0.44	0.59
非流动负债	2,030	1,682	1,405	1,182	EBIT	319	643	849	1,080
长期借款	838	772	720	678	EBITDA	997	1,038	1,268	1,521
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.74	29.66	29.79	29.86
租赁负债	1,145	863	638	457	归母净利率(%)	1.94	3.69	4.70	5.70
其他非流动负债	47	47	47	47	收入增长率(%)	6.68	14.45	11.27	9.29
负债合计	5,241	5,171	5,207	5,233	归母净利润增长率(%)	72.44	117.75	41.69	32.54
归属母公司股东权益	3,981	4,193	4,492	4,887					
少数股东权益	1	45	107	190					
所有者权益合计	3,982	4,238	4,599	5,077					
负债和股东权益	9,224	9,410	9,806	10,310					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,179	1,024	1,279	1,445	每股净资产(元)	3.16	3.33	3.57	3.88
投资活动现金流	(1,531)	(24)	(23)	(54)	最新发行在外股份(百万股)	1,258	1,258	1,258	1,258
筹资活动现金流	(1,081)	(640)	(628)	(643)	ROIC(%)	3.67	7.83	10.35	12.84
现金净增加额	(1,430)	361	628	749	ROE-摊薄(%)	4.55	9.41	12.45	15.17
折旧和摊销	678	395	419	440	资产负债率(%)	56.82	54.96	53.10	50.76
资本开支	(630)	(117)	(100)	(106)	P/E(现价&最新股本摊薄)	98.86	45.40	32.04	24.17
营运资本变动	268	140	215	178	P/B(现价)	4.50	4.27	3.99	3.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>