

高端服务新典范，全周期护理平台迈步全球

华泰研究

2025年8月05日 | 中国香港

首次覆盖

社会服务

首次覆盖圣贝拉并予以“买入”评级，目标价 9.76 港币，对应 27X 26E PE。圣贝拉是亚洲和中国最大的产后护理与修复品牌集团（24 年月子中心收入口径，沙利文），已在全球 30 个城市布局月子中心门店 96 家（截至 2025.6）。我们看好公司本土高端服务品牌的稀缺性、标准化运营复制能力以及年轻创始团队的锐气与专业沉淀。立足当下，公司正处于同店稳定增长、门店快速扩张的势能成长期，规模效应有望撬动利润弹性，我们预计 25-27 年公司收入/经调整净利润 CAGR 28%/94%。展望未来，公司主业全球范围内横向积极整合扩张，纵向以“她经济”切入家庭护理和女性健康食品业态，拓展全周期家庭护理版图，有望释放多品牌与平台能力的协同价值。

何为护城河？体系化能力支撑品牌价值，品牌反哺标准化扩张

我们认为公司通过对人、货、场全面重塑，有效破解了月子中心“高信任成本、高获利门槛”的困局，已构建起“品牌-规模”的正向循环：**1) 稀缺的高端本土品牌**：以差异化高端服务重塑行业标准，绑定高质量客群建立强品牌认知，形成持续溢价能力。**2) 供应链革新**：独创“酒店灵活租赁+自有专业护士团队”的轻资产模式，依托数字化系统细化全服务 SOP 并实现稳定交付，成就品质体验与标准化效率的平衡。**3) 圈层经营**：以稳定复购和高转化率的延展消费提升用户终身价值，并通过品牌优势反哺规模，实现强者恒强。据沙利文，24 年圣贝拉以 1.2% 的市占率位居全国第 1（收入口径），直营门店规模超过行业第 2-5 名之和，品牌力成为整合市场的关键杠杆。

未来成长曲线清晰：横向发力全球扩张，纵向延伸客户生命价值

公司呈现三维增长逻辑：**1) 短中期聚焦“境内外规模扩张+单店提效”双引擎**。公司依托成熟标准化运营和已验证的高效 UE，自营+管理+并购 3 路径并轨扩张，我们测算圣贝拉+小贝拉品牌中期境内门店规模可达 267-316 家（基于高净值家庭覆盖密度和市占率）。境外借力国际酒管集团全球网络和月子文化兴起，复用高端服务+轻资产模式，增量蓝海可期。**2) 中长期向全生命周期家庭健康管理平台转型**。公司以女性健康为起点，通过精耕会员权益与一站式品质服务延长客户 LTV。产后修复、家庭育儿、健康食品等新业务 23-24 收入年均增速皆超过 30%，并已试水近万亿养老市场，品牌协同与新曲线成长值得期待。**3) 远期构建产业生态长期价值，激活更广阔的人群**：输出标准化能力推动行业整合升级，研发可复制的系统化 AI 解决方案突破人群、时空限制，这种生态化演进路径或再定义家庭护理产业边界。

我们与市场观点的不同之处

市场担忧国内出生率下降会制约行业及公司主业的规模增长，对此我们认为当前女性悦己需求的崛起与家庭结构的变化，与韩国/中国台湾产后护理行业早期背景具有相似性，有望通过渗透率提升对冲出生人口下滑的影响。据沙利文，24 年我国境内月子中心渗透率仅 6%，较中国台湾/韩国（均超 60%）仍有较大提升空间。此外，不同于传统的重资产投入模式，公司独创的轻资产标准化运营方式抗风险能力更强，有望在行业周期波动中实现攻守兼备。

目标价 9.76 港币，首次覆盖予以“买入”评级

我们预计 25-27 年公司经调整净利润 1.21/2.05/3.06 亿元，对应经调整 EPS 为 0.19/0.33/0.49 元。参考可比公司 26 年 Bloomberg 一致预测 21X PE，考虑公司处于快速成长期，规模效应撬动业绩弹性释放，25-27 年经调整 EPS CAGR 94%，明显跑赢可比公司（29%），叠加本土高端品牌的稀缺属性，我们认可龙头溢价，予以公司 2026 年 27X PE，对应目标价 9.76 港币（人民币：港币=0.91:1）。首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：开店表现不及预期，行业竞争加剧风险，婴幼儿健康安全风险。

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

9.76

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

曾琚

SAC No. S0570523120004
SFC No. BTM417

研究员

zengjun@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

洪洋

SAC No. S0570125070021

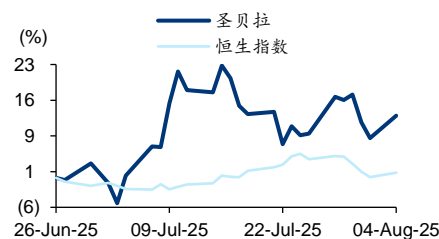
联系人

hongyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	9.76
收盘价(港币 截至 8 月 4 日)	7.41
市值(港币百万)	4,610
6 个月平均日成交额(港币百万)	68.10
52 周价格范围(港币)	6.08-11.00
BVPS(人民币)	NA

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	798.67	1,047	1,326	1,679
+/-%	42.64	31.07	26.65	26.61
归母净利润(百万)	(546.58)	402.69	204.77	306.16
+/-%	(128.73)	173.68	(49.15)	49.52
归母净利润(调整后,百万)	42.26	120.69	204.77	306.16
+/-%	103.43	185.63	69.66	49.52
EPS(调整后,最新摊薄)	0.07	0.19	0.33	0.49
PE(调整后,倍)	99.24	34.74	20.48	13.70
PB(倍)	(2.87)	6.42	4.89	3.60
ROE(调整后,%)	(3.51)	(29.91)	27.10	30.28
EV EBITDA(倍)	(438.24)	23.81	15.47	10.10
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	559.91	798.67	1,047	1,326	1,679
销售成本	(355.30)	(528.27)	(661.94)	(827.89)	(1,038)
毛利润	204.61	270.39	384.90	497.97	640.25
销售及分销成本	(81.50)	(94.89)	(122.48)	(149.17)	(178.86)
管理费用	(112.87)	(216.84)	(129.63)	(134.93)	(141.55)
其他收入/支出	(247.97)	(491.97)	299.19	17.19	17.19
财务成本净额	5.46	0.37	(0.57)	10.56	18.96
应占联营公司利润及亏损	(0.30)	(0.92)	(0.83)	(1.06)	(1.34)
税前利润	(240.72)	(546.57)	415.56	222.21	332.24
税费开支	1.82	3.29	(0.42)	(11.11)	(16.61)
少数股东损益	0.07	3.30	12.45	6.33	9.47
净利润	(238.97)	(546.58)	402.69	204.77	306.16
非通用准则调整项	259.74	588.83	(282.00)	0.00	0.00
调整后归母净利润	20.77	42.26	120.69	204.77	306.16
折旧和摊销	(39.46)	(39.32)	(40.06)	(43.38)	(47.59)
EBITDA	49.37	(13.88)	174.19	255.03	360.88
EPS (人民币, 基本)	(0.38)	(0.88)	0.65	0.33	0.49

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	10.82	18.80	20.14	26.62	35.60
应收账款和票据	88.02	122.02	135.77	171.95	217.72
现金及现金等价物	120.85	65.97	399.97	679.56	1,067
其他流动资产	159.28	129.67	129.67	129.67	129.67
总流动资产	258.12	270.49	685.55	1,008	1,450
固定资产	13.04	28.74	29.97	33.53	36.95
无形资产	11.46	10.74	9.63	8.52	7.42
其他长期资产	185.95	311.57	397.06	382.55	368.66
总长期资产	210.46	351.05	436.67	424.60	413.02
总资产	468.58	621.54	1,122	1,432	1,863
应付账款	57.53	125.64	114.76	143.53	180.03
短期借款	31.62	64.90	39.75	39.75	39.75
其他负债	163.48	1,832	242.70	313.03	391.14
总流动负债	252.64	2,023	397.21	496.30	610.93
长期债务	5.75	55.69	55.69	55.69	55.69
其他长期债务	1,165	2.84	2.84	2.84	2.84
总长期负债	1,171	58.53	58.53	58.53	58.53
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	(950.51)	(1,460)	653.33	858.10	1,164
股东权益	(950.50)	(1,460)	653.34	858.10	1,164
少数股东权益	(4.63)	0.69	13.14	19.47	28.94
总权益	(955.13)	(1,460)	666.48	877.58	1,193

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(17.55)	(7.67)	10.41	20.48	13.70
PB	(4.41)	(2.87)	6.42	4.89	3.60
调整后 PE (倍)	201.87	99.24	34.74	20.48	13.70
调整后 ROE	(2.50)	(3.51)	(29.91)	27.10	30.28
EV EBITDA	110.07	(438.24)	23.81	15.47	10.10
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.19	0.27	3.00	4.73	6.91

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	49.37	(13.88)	174.19	255.03	360.88
融资成本	(5.46)	(0.37)	0.57	(10.56)	(18.96)
营运资本变动	48.51	40.68	(25.97)	(13.90)	(18.23)
税费	1.82	3.29	(0.42)	(11.11)	(16.61)
其他	(37.53)	19.36	3.82	81.94	98.41
经营活动现金流	56.70	49.08	152.20	301.40	405.50
CAPEX	(5.86)	(15.87)	(22.41)	(32.37)	(37.35)
其他投资活动	(49.86)	(77.34)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(28.72)	(82.43)	(22.41)	(32.37)	(37.35)
债务增加量	157.60	137.84	(25.15)	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	498.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(154.26)	(159.37)	(268.64)	10.56	18.96
融资活动现金流	3.34	(21.53)	204.21	10.56	18.96
现金变动	31.33	(54.88)	334.00	279.59	387.10
年初现金	89.52	120.85	65.97	399.97	679.56
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	120.85	65.97	399.97	679.56	1,067

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	18.75	42.64	31.07	26.65	26.61
毛利润	44.98	32.15	42.35	29.38	28.57
营业利润	104.02	(2,686)	317.86	66.01	52.13
净利润	41.36	(128.73)	173.68	(49.15)	49.52
调整后净利润	0.00	103.43	185.63	69.66	49.52
EPS (基本)	(41.36)	(128.73)	173.68	(49.15)	49.52
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.54	33.86	36.77	37.56	38.14
EBITDA	8.82	(1.74)	16.64	19.23	21.50
净利润率	(42.68)	(68.44)	38.47	15.44	18.24
调整后净利润率	3.71	5.29	11.53	15.44	18.24
ROE	28.76	45.34	(99.79)	27.10	30.28
调整后 ROE	(2.50)	(3.51)	(29.91)	27.10	30.28
ROA	(54.70)	(100.28)	46.19	16.03	18.58
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	8.78	(3.74)	(46.61)	(68.07)	(83.42)
流动比率	1.02	0.13	1.73	2.03	2.37
速动比率	0.98	0.12	1.68	1.98	2.31
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.28	1.47	1.20	1.04	1.02
应收账款周转天数	66.73	47.34	44.33	41.78	41.78
应付账款周转天数	77.03	62.41	65.37	56.16	56.08
存货周转天数	10.18	10.09	10.59	10.17	10.78
现金转换周期	(0.12)	(4.98)	(10.45)	(4.21)	(3.52)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	(0.38)	(0.88)	0.65	0.33	0.49
EPS (调整后, 基本)	0.03	0.07	0.19	0.33	0.49
每股净资产	(1.53)	(2.35)	1.05	1.38	1.87

正文目录

投资要点	6
与市场不同的观点	8
行业辨析：低频仪式感新消费，如何看待成长空间和持续性？	9
生育率向下，月子中心还是个好生意吗？	9
悦己消费养成+家庭结构变化，渗透率提升可期	9
低频+高信赖度型消费，高端赛道天然禀赋更高	11
何为竞争壁垒？——品牌价值、规模运营	12
持续经营门槛高，头部集团有望实现“赢者通吃”	12
从成熟市场看路径：中国台湾与韩国的历史镜鉴	13
不止月子中心，家庭护理万亿赛道延展性强	16
圣贝拉：志在成为全球领先的家庭护理品牌集团	18
八年进阶史：从差异化新锐到全球母婴生态标杆	18
股权集中，创始团队年轻进取、眼界开阔	19
多品牌矩阵清晰，进入业绩快速释放阶段	20
核心竞争力：重构“人货场”，锻造稀缺的中国高端品牌	24
拆解商业模式：重新定义家庭护理业	24
强品牌势能，以优体验创造溢价空间	24
重塑供应链，以高标准撬动规模增长	25
场地升维：借势高端酒店，轻资产扩张，灵活租赁	25
人员迭代：护士替代月嫂，标准化服务，降维打击	26
立足全周期服务，经营高质粘性圈层	28
多品牌协同，撬动泛产业链交叉销售	28
精耕会员池，圈层裂变放大品牌声量	30
数字化系统为驱动，提升标准化能力	31
未来看点：横向整合、纵向延伸、构建家庭护理生态体系	33
横向拓宽：稳步推进全球扩张，引领东方服务出海	33
内生增长：单店积极爬坡，发力海外+下沉+管理输出	33
外延并购：化敌为友、强强联合，快速提升市场份额	38
纵向延伸：拓宽家庭护理平台，延长客户周期价值	38
服务+零售+内容 AI 三维输出，科技赋能产业生态	40
盈利预测与估值	42
风险提示	46

图表目录

图表 1：圣贝拉核心竞争力拆解	6
图表 2：中国境内产后护理及修复行业市场规模	9

图表 3: 我国每年全国出生人口数及同比增速	9
图表 4: 中国产后护理及修复行业市场规模 (按服务供应商)	10
图表 5: 44%的 95 后宝妈愿意偏好选择月子中心	10
图表 6: 一图概览月子中心渗透率提升驱动因素	10
图表 7: 中国月子中心行业按收入计算的市场规模 (按品牌板块)	11
图表 8: 中国月子中心行业按收入计算的复合年增长率 (按品牌板块)	11
图表 9: 我国超高端及以上月子中心潜在目标人群测算	11
图表 10: 我国中端及以上月子中心潜在目标人群测算	11
图表 11: 我国产后护理集团竞争格局	12
图表 12: 韩国新生儿数量及月子会所数量	13
图表 13: 韩国产后护理中心渗透率	13
图表 14: 2024 年韩国约 57%的月子中心位于京畿道/首尔	13
图表 15: 韩国产后护理中心费用	13
图表 16: 中国台湾出生人数及产后护理之家数量	14
图表 17: 中国台湾历年产后护理机构渗透率	14
图表 18: 中国台湾台北/台中/新北市产后护理机构现行定价标准	15
图表 19: 中国台湾产后护理机构与坐月子中心对比	15
图表 20: 中国家庭护理行业市场规模	16
图表 21: 家庭护理行业主要细分板块及范畴	16
图表 22: 2030 年家庭护理行业总规模预期可达月子中心行业的 13 倍	17
图表 23: 圣贝拉: 发展历程、门店版图和品牌矩阵	18
图表 24: 圣贝拉: 股权结构 (使用部分超额配售权后) 与管理层介绍	19
图表 25: 圣贝拉: 品牌组合	20
图表 26: 圣贝拉: 分业务收入拆分, 2021-2024	21
图表 27: 圣贝拉: 合同金额与商品价值构成分析, 2021-2024	21
图表 28: 圣贝拉产后护理中心收入构成分析, 2022-2024	21
图表 29: 圣贝拉月子中心业务按城市线级划分的收入, 2022-2024	21
图表 30: 圣贝拉毛利润及毛利率, 2022-2024	22
图表 31: 圣贝拉毛利率构成分析, 2022-2024	22
图表 32: 圣贝拉销售成本拆解, 2022-2024	22
图表 33: 圣贝拉销售/管理/研发费用率拆解, 2022-2024	22
图表 34: 圣贝拉经调整资产负债率	23
图表 35: 圣贝拉利息保障倍数	23
图表 36: 圣贝拉现金流构成分析, 2022-2024	23
图表 37: 北京地区不同品牌月子中心基础/豪华套餐价格对比	25
图表 38: 圣贝拉明星客户群及小红书讨论度/粉丝数情况	25
图表 39: 公司与与黄金地段高档酒店合作	26
图表 40: 酒店客房销售成本的租赁成本占比明细	26
图表 41: 公司通过专业护理团队替代月嫂	27
图表 42: 公司护士培训过程&员工人数分布 (截至 2025 年 6 月 10 日)	27



图表 43: 圣贝拉模式服务 SOP	27
图表 44: 圣贝拉及其他月子中心品牌服务 SOP	27
图表 45: 产后修复业务经营情况拆分, 2022-2024	28
图表 46: 圣贝拉产后修复收入、毛利率及合约价值, 2022-2024	28
图表 47: 家庭护理服务量价拆分, 2022-2024	29
图表 48: 予家-家庭护理服务收入/合同价值及毛利率, 2022-2024	29
图表 49: 广禾堂健康产品 GMV, 收入和毛利率, 2022-2024	29
图表 50: 广禾堂核心产品系列及定价图	29
图表 51: 公司注册会员人数及 yoy, 2022-2024	30
图表 52: 公司月子中心销售及分销开支费率与友商比较, 2022-2024	30
图表 53: 公司会员权益体系	30
图表 54: 圣贝拉 VIC 会员活动	31
图表 55: 数字化服务平台运作流程	31
图表 56: 圣贝拉微信小程序页面展示	32
图表 57: 圣贝拉护理服务平台看板	32
图表 58: 圣贝拉三大发展战略	33
图表 59: 公司自营月子中心不同开业时间门店店均年收入表现	34
图表 60: 公司自营月子中心每间夜平均合同价值	34
图表 61: 圣贝拉品牌 UE 敏感性分析	34
图表 62: 小贝拉品牌 UE 敏感性分析	34
图表 63: 公司全球月子中心门店数	34
图表 64: 公司开关店情况, 2022-2024	34
图表 65: 公司中国境内月子中心分布情况	35
图表 66: 公司国内门店网络图 (截至 2025.6.10)	35
图表 67: 公司内地中期开店空间测算 (标杆城市密度法)	36
图表 68: 公司内地中期开店空间测算 (市占率法)	36
图表 69: 圣贝拉海外市场空间广阔	37
图表 70: 圣贝拉外延并购模式	38
图表 71: 圣贝拉旨在打造全场景家庭护理一站式平台	39
图表 72: 圣贝拉试水养老护理板块	40
图表 73: 圣贝拉: 门店数预测	42
图表 74: 圣贝拉: 收入预测	44
图表 75: 圣贝拉: 成本与费用预测	45
图表 76: 圣贝拉: 净利润预测	45
图表 77: 可比公司 PE 估值表	46
图表 78: 可比公司 PS 估值表	46

投资要点

圣贝拉是亚洲和中国最大的产后护理与修复品牌集团（24 年月子中心收入口径，沙利文），在全球 30 个城市拥有月子中心门店 96 家（截至 2025.6）。24 年公司录得收入 7.99 亿元，对应 23-24 年均增速为 30.1%，经调整净利润 0.42 亿元（23 年转正），进入利润释放阶段。我们认为，公司是小而美的细分行业黑马龙头，当下正处于同店稳定增长、门店快速扩张的势能成长期。随规模效应持续强化，盈利能力不断提升，有望进一步撬动业绩弹性释放。长期视角我们看好公司本土高端服务品牌的稀缺性、标准化扩张运营能力和团队的专业性。

图表1：圣贝拉核心竞争力拆解



资料来源：公司招股书，华泰研究

公司的核心竞争力——体系化高端服务能力与品牌势能的深度融合

其一，我们认为公司核心竞争力之一在于年轻有为的创始团队具备前瞻的战略思维，以现代性的标准化运营理念，推动了传统月子服务全面重塑升维，构建起体系化高质量服务模式并实现持续稳定的规模化输出。具体而言：

1) 场景：公司借助高端国际酒店集团的空间资源，不仅巧妙实现了品牌调性的提升、场景的高端化，亦规避了传统重资产模式（自建物业）投资回收期长的痛点，利于打造高调性、高回报、高标准化 UE，以实现快速扩张。以一家成熟的自营圣贝拉品牌月子中心为例，初始投资额仅需约人民币 80-150 万，成熟阶段年收入可达 4000 万，净利率为 15-20%，3 个月即能实现净正经营现金流（公司招股书），而传统品牌通常需要千万级初始投资和 1-2 年回本周期（融中财经）。**2) 人员：**圣贝拉通过自建护理培训学校实现专业人才自主造血，从源头破解行业人员流动大、服务质量不稳的痛点。此类从人才选拔、培养到留存的闭环体系化深耕，让服务品质方差稳定可控，正是高端服务中较难复制的壁垒。**3) 运营：**公司以数字化系统贯穿全流程，将 1000+ 个服务节点 SOP 标准化落地，实现细节的颗粒度提升与交付的精准高效。基于以上，公司在坚守高端调性的同时，构建起一套标准化程度较高的轻资产运营模式，为规模化扩张筑牢根基，这种“高端但不笨重”的精细化运营能力，成为其突破行业区域和规模瓶颈的核心优势。

其二，我们认为标准化体系为业务扩张奠定基础，而品牌力则是实现规模化盈利更为关键的胜负手。依托中国独有的细分赛道优势，公司已成为稀缺的、具备本土高端品牌孵化能力的集团，其强大的品牌势能有望得到持续验证和复用。月子中心作为高信任成本的低频业态，品牌背书可以帮助其有效降低获客成本，是竞争对手短期难以复制的壁垒。但高端并非单一的定价指向，而是洞察客户深层需求，实现多方位高品质服务的综合结果。公司重视在标准化基础之上，从客户视角出发挖掘更多未被发现的痛点，予以超出期待的细节交付与服务巧思，为品牌力沉淀奠定了良好基础。圣贝拉品牌自创立便锁定超高端市场与高净值人群，以 2V1 护士 24 小时高质量专业护理服务为核心，融合艺术疗养与高端酒店场景，引领需求将月子中心从基础功能服务升级为高端生活方式，并借明星、企业家等高知圈层的背书引流，进一步将品牌从年轻新锐跃升为身份符号，从而筑牢超高端品牌认知。同时推出中端品牌小贝拉，依托圣贝拉成熟的品牌势能，复用精细化服务 know-how，对既有中端市场形成降维打击，网罗更多年轻中产的多元需求。此外，公司在门店扩张上保持相对克制，更专注提升既有客户的单个创收价值 (ARPU)，将单次服务延伸为长期情感联结，既拉动复购、沉淀稳定的圈层经济，又反哺规模效应，利于形成“精耕强于扩张”的强者恒强格局。据公司招股书，84% 的月子中心客户在 2024 年至 2025 年 4 月期间复购了公司其他服务或产品，24 年 38% 的销售额为通过推荐或自有线上渠道获取。24 年公司以 1.2% 的市占率位居全国行业第 1 (收入口径) / 超出第 2 名 0.4pct，直营门店规模超过行业第 2-5 名之和。以上皆验证了品牌价值与规模效应间的正反馈循环。

未来存在哪些看点？——横向发力全球扩张、纵向延伸客户生命价值、远看生态体系搭建
从商业模式看，我们认为公司未来发展趋向如下：1) 短中期：拓宽境内外门店网络+增厚单店平均收入。聚焦主业，月子中心营收和利润规模增长依托于门店扩张及单店收入提升。单店角度，UE 模型中虽然可变成本占比较高，但伴随品牌声量和规模优势强化，以及新店逐步爬坡成熟，我们认为单店平均收入和盈利能力皆有一定提升空间。扩张角度，公司打造的酒店-人才-数字化一体化供应链能力和遍布全球的高端酒店网络为其扩张提供了肥沃的土壤，叠加公司现金流充裕，外延并购底气足，我们看好小贝拉品牌在境内的继续下沉和圣贝拉品牌海外的破圈。结合境内一二线城市 600w 资产以上家庭数量，我们自下而上以城市门店密度和自上而下市占率视角测算得出：中期圣贝拉+小贝拉品牌境内门店数可达 267-316 家 (圣贝拉 47-76 家/小贝拉 220-240 家)。

2) 中长期：进一步延长客户 LTV，从女性健康延伸至全生命周期家庭健康管理平台。公司以经营人群为起点，通过终生会员权益和多元化一站式服务持续做高其 ARPU，并向其周围亲友溢出，扩展服务半径。目前公司已将产后护理的成功经验复制至更广阔的家庭护理产业链，旗下品牌矩阵中产后修复品牌 (STB)、到家服务品牌 (予家) 及女性功能性食品品牌 (广禾堂) 均已形成一定经营规模。我们认为，伴随我国老龄化程度深化、银发经济浪潮迭起，养老护理业务有望成为长期维度的又一新增长曲线。2023-2024 年产后修复/到家护理/食品收入年均增速分别为 38%/41%/33%。

3) 远期：构建产业生态的长期价值，激活更广阔的家庭护理用户生态。公司以科技为驱动，突破传统护理服务的时空局限，即将推出“贝拉博士”母婴大语言模型，将 8 年沉淀的护理经验和数据画像转化为可复制、可落地的系统化 AI 解决方案，精准承接全球新手家庭获取育儿知识的需求敞口，构建数据沉淀-模型优化的正向循环，进而触达、普惠更广泛的用户人群。我们认为，这一创新不仅丰富了公司后续业绩增长路径的多元性和业务协同性，亦有望重新定义行业标准，通过 AI 与专业护理的深度融合，构建覆盖全周期、全场景的家庭健康管理支持网络，创造可持续的“AI+服务+零售”的生态协同价值。



与市场不同的观点

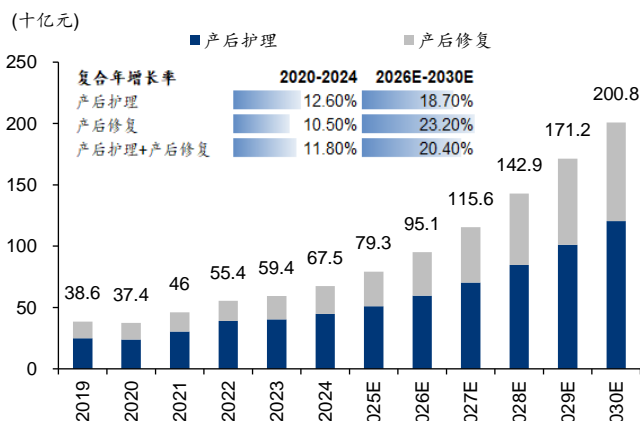
市场担忧国内出生率下降会制约行业及公司主业的规模增长。我们认为，尽管新生儿总量存在下滑压力，但女性悦己需求崛起、“4-2-1”家庭结构普及及生育年龄推迟等因素，正推动月子中心需求实现结构性增长。从中国台湾和韩国的发展经验看，伴随人口结构、宏观环境变化及政策引导，月子中心渗透率将会经历快速提升阶段，并从高消费可选需求逐步转化为大众普惠型刚需（尽管供给侧因市场环境及疆域差异借鉴意义有限）。由此判断，我国境内当下月子中心市场亦有望沿成熟市场路径，通过渗透率与单客价值（ARPU）双升对冲出生人口下滑影响。据沙利文，2024年我国境内月子中心渗透率仅6%，较中国台湾、韩国（均超60%）仍有较大提升空间。此外，不同于传统重资产模式，公司采用与酒店灵活租赁的轻资产运营模式，投入成本低，抗风险能力更强，即便在行业逆风周期，亦能通过整合存量，实现优于同业的韧性与成长。

行业辨析：低频仪式感新消费，如何看待成长空间和持续性？ 生育率向下，月子中心还是个好生意吗？

月子中心作为产后母婴提供综合护理服务的新兴业态，其存在根植于中国“坐月子”的习俗——核心源于产褥期母亲及新生儿对专业照护和精神休养的刚性需求。当前市场中，产后护理服务的主流供应形式主要分为月子中心与月嫂两类。相较于月嫂和传统坐月子模式，月子中心提供科学化、体系化、专业化的一站式解决方案，契合当下新生代家庭诉求，正逐步成为市场主流。该业态在我国的发展可追溯至 1999 年中国台湾首家月子中心的成立，进入 21 世纪后逐步开启规模化扩张。据沙利文，截至 24 年末中国内地月子中心数量约达 6,300 家，从事月子中心、产后修复及月嫂业务的市场主体约分别为 1,600/2,600/6,000 个。

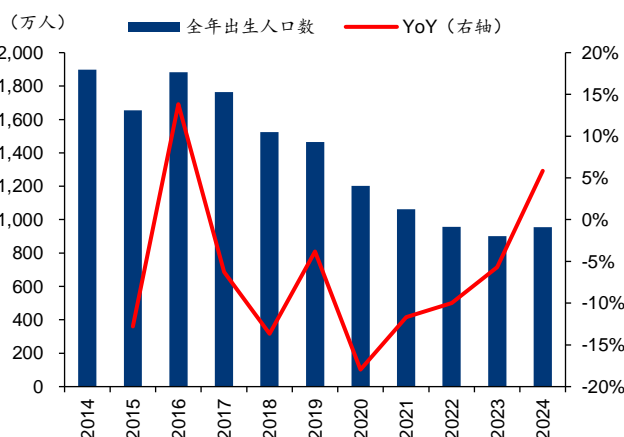
2024 年我国新生儿人口为 954 万，连续 8 年呈波动下降趋势。对此市场存在一种担忧，即出生率持续下滑或导致整体产后护理行业进入下行周期。但我们认为，尽管新生儿人口总量存在下降压力，但月子中心需求仍在结构性增长，其发展路径有望逐步向韩国、中国台湾等成熟市场靠拢，通过渗透率与单客价值 (ARPU) 的提升，对冲出生人口下滑的影响。据沙利文，24 年中国内地产后护理服务渗透率为 17%/较 19 年+9.5pct，月子中心渗透率为 6%/较 19 年+4.7pct，反观韩国及中国台湾 24 年产后护理服务渗透率皆超过 60%，提升空间仍然可观。据沙利文预计，2025 年中国内地产后护理及修复行业规模为 793 亿，至 2030 年将达到 2,008 亿元，2026-2030 年复合增长率达 20.4%，增速显著领跑其他家庭护理细分领域，亦印证了行业增长的韧性与潜力。

图表2：中国境内产后护理及修复行业市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

图表3：我国每年全国出生人口数及同比增速



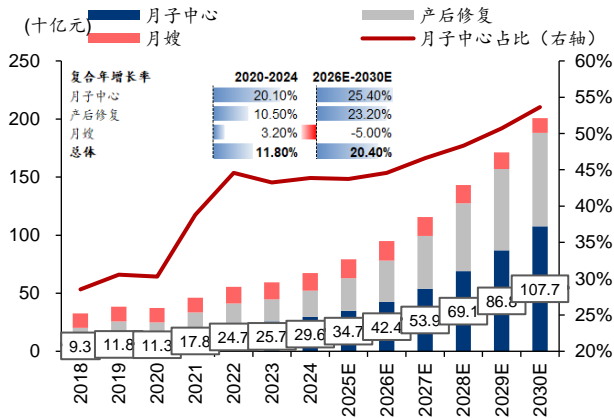
资料来源：国家统计局，华泰研究

悦己消费养成+家庭结构变化，渗透率提升可期

需求侧看，我们认为渗透率提升为行业中长期可持续发展的核心驱动。在悦己消费观念普及、客观照护能力不足与政策环境利好的共同作用下，月子中心需求属性正从“可选项”加速向“必需刚需”转变，为消费习惯养成和规模扩容提供了长足增长空间：

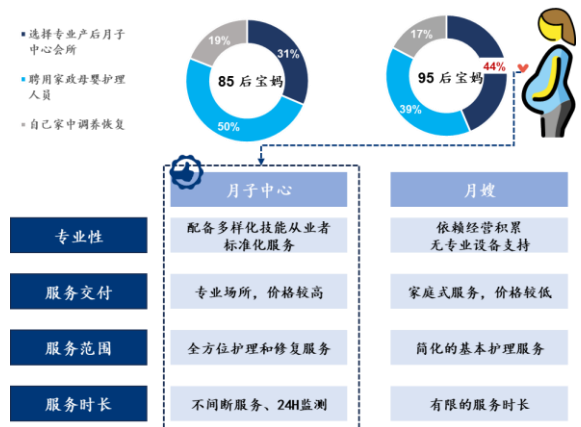
驱动一：“悦己”一代进入生育期，主观消费意愿增强，月子中心或逐渐对月嫂形成升级替代。月子中心渗透率的提升本质上折射出女性对自我价值的重新认知与定义。据第七次全国人口普查数据估算，中国女性平均生育年龄为 28.98 岁，以此推算，当下适孕主力人群以 95 后为核心。这一代女性更加强调自我价值实现与生活质感，消费决策逻辑从传统的家庭责任转向自我投资，因此，不再将产后恢复视为单纯生理调理，而是涵盖身心放松、自我关爱的综合需求，相应赋予了月子中心“产后身心修复奖励机制”的情感意义，较月嫂服务有望形成升级替代，驱动行业规模扩容。据沙利文预测，2024 年中国内地月子中心市场规模为 296 亿元，高于月嫂的 151 亿元，至 2030 年，中国内地月子中心/月嫂市场规模分别可达 1,077/126 亿元，2026-2030 年复合增长率分别为+25.4%/-5.0%，预期增速出现分化。

图表4：中国产后护理及修复行业市场规模（按服务供应商）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

图表5：44%的95后宝妈愿意偏好选择月子中心

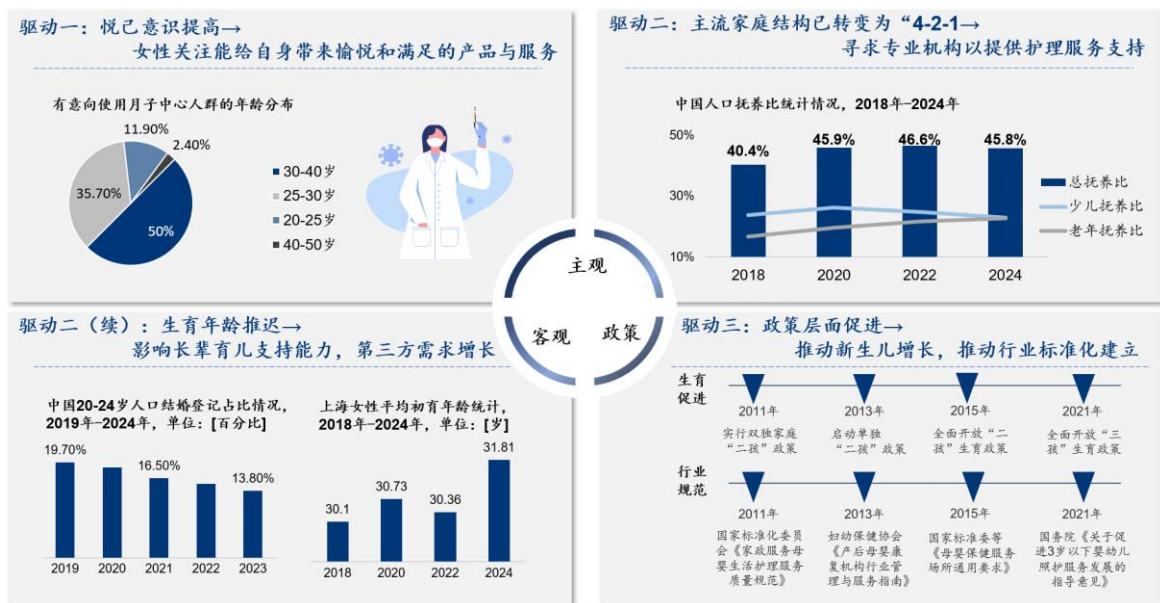


资料来源：南财智库、仲量联行、京东消费及产业发展研究院《女性消费力洞察报告》，公司招股书，华泰研究

驱动二：人口结构转型导致家庭支持能力趋弱，对第三方专业护理机构形成客观刚性需求缺口。独生子女政策在中国实行近35年，当前主流家庭结构已演变为“4-2-1”模式，2023年平均家庭户规模为2.8人，2024年我国少儿/老年抚养比为23.0%/22.8%（国家统计局）。叠加生育年龄延后和老龄化趋势，隔代亲属照护能力或进一步弱化，传统家庭式月子护理模式的可行性降低，家庭对外部专业化护理的依赖度提升，增量需求应运而生。

驱动三：政策的积极引导为市场注入扩容动力。随着生育支持政策的持续推进与托育服务体系的不断完善，社会对专业化产后护理的认知与接受度提升，为月子中心的普及发展提供了制度支撑。从生育政策演进来看，从2013年“单独二胎”政策破冰至2021年“三孩政策”进一步放开，生育限制逐步放宽，为需求释放创造了条件。2024年10月，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》，明确提出完善生育休假制度、建立生育补贴机制等。25年7月28日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《育儿补贴制度实施方案》，表明从2025年1月1日起，国家基础标准每孩每年发放育儿补贴3600元，至其年满3周岁。从政策层面进一步强化对生育行为的支持，也为产后护理行业发展提供了更有利的政策环境。

图表6：一图概览月子中心渗透率提升驱动因素

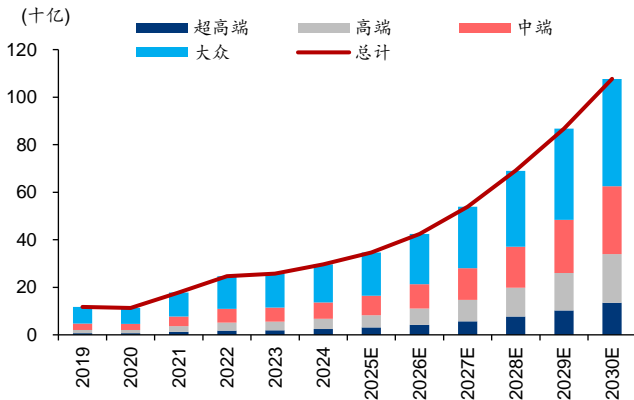


资料来源：国家统计局，民政部，上海卫健委，沙利文《2024年中国月子中心品质价值指数白皮书》，华泰研究

低频+高信赖度型消费，高端赛道天然禀赋更高

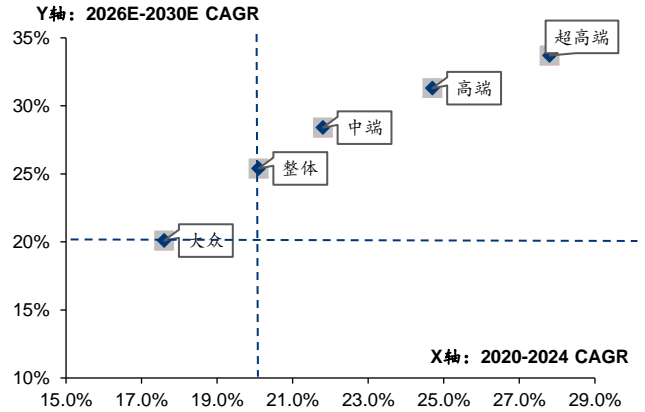
月子中心属于中低频体验式消费，具备获客成本高、决策周期长、用户信任需求高的特点。产后护理场景中，用户对服务品质的要求严苛，容错率较低，核心诉求是通过专业机构获取确定性和体验仪式感，将产后阶段的潜在风险转移给专业方。这种消费逻辑与行为特征，使得消费者天然愿意为可靠品牌支付溢价，品牌则可通过差异化定价拉开认知差，行业天然更加适合往高端化方向发展。据沙利文，2026-2030年超高端及高端产后护理及修复行业市场规模 CAGR 分别为 33.7%/31.3%，明显跑赢整体和其他细分档次（整体：25.4%）。

图表7：中国月子中心行业按收入计算的市场规模（按品牌板块）



注：超高端、高端、中端及大众市场板块指平均价格超过人民币 150,000 元、人民币 100,000-150,000 元、人民币 60,000-100,000 元及人民币 60,000 元以下
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

图表8：中国月子中心行业按收入计算的复合年增长率（按品牌板块）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

从用户画像来看，高线城市、高收入人群是月子中心主要消费客群。据沙利文，月子中心用户消费水平与其家庭收入正相关，在中国内地，资产达人民币 600 万以上的富裕家庭有更强的生育意愿，在中国的高净值人群中，资产更多的人更愿意生育超过一孩。据胡润研究院和各大银行财报，我国 600 万以上资产家庭达 741 万户，1000 万以上资产家庭约 228 万户，十二大私人银行客户数达 168 万人，区域层面，月子中心则主要集中在经济发达、消费观念迭代更快的高线城市。据福布斯调研，未来有意愿选择月子中心的受访者中 83.3% 来自一线城市（《中国月子 3.0 时代白皮书》福布斯 23 年 5 月）。**基于画像特征，我们对中端及以上月子中心未来潜在人群进行测算：1）若以我国 1000 万人民币资产家庭户数量为样本，月子中心渗透率达到中国台湾地区的六成（35%），我们测算得超高端及以上月子中心（平均客单价 15 万以上）年潜在人群达 6 万；2）若以我国中产家庭户数量为样本，月子中心渗透率达到中国台湾地区的一半（30%），测算得中端及以上月子中心（平均客单价 6 万以上）潜在目标人群为 29 万，较 25 年中端及以上月子中心总服务客户数（16.2 万，客单价取各价格段中位数）仍有大幅提升空间。**

图表9：我国超高端及以上月子中心潜在目标人群测算

①超高端及以上月子中心潜在客群	
A: 1000w以上资产高净值家庭 (万户)	228 数字源自 2024 年胡润财富报告, 假设未来趋于稳态不增长
B: 高净值已婚女性人数 (万人)	363 据胡润研究院《2025中国高净值人群品质生活报告》, 男女比例1:1, 91%已婚, 户均规模类同中产假设
C= (A*B*59%*1): 适龄育龄女性 (万人)	214 假设高净值女性年龄分布与高净值整体相似(据胡润研究院, 高净值人群平均年龄为 35 岁, 其中 U25 占 14%、26-30 岁占 15%、31-35 岁占 25%、35-40 岁占 19%)、25-40 岁生育旺盛期女性占比均 59%。
D: 生育率	1.3 据胡润财富, 高净值家庭平均生育 1.3 个; 变动 Y
E: 渗透率	35% 变动 X
总潜在目标客户=C*D*E/育龄期年限 (万人)	98
F: 育龄期年限 (年)	16 25-40 岁
年潜在目标客户=总客户/育龄期年限 (万人/年)	6

敏感性分析					
生育率	渗透率				
	25%	35%	45%	55%	65%
1.00	3.4	4.7	6.0	7.4	8.7
1.10	3.7	5.2	6.6	8.1	9.6
1.20	4.0	5.6	7.2	8.8	10.5
1.30	4.4	6.1	7.8	9.6	11.3
1.40	4.7	6.6	8.4	10.3	12.2
1.50	5.0	7.0	9.0	11.1	13.1

资料来源：胡润研究院《胡润财富报告》，华泰研究估算

图表10：我国中端及以上月子中心潜在目标人群测算

②中端及以上月子中心潜在客群	
A: 中国中产家庭 (万户)	3,321 数字源自《2018 中国新中产阶层白皮书》, 假设近年中产体量不增长, 中产定义: 至少 50% 收入可自由支配, 一线城市家庭年收入至少在 30 万, 其他城市在 20 万以上。
B: 中产人数 (万人)	11,624 参考当时全国户均规模 3.08 人 (2018 年), 假设中产家庭户均规模为 3.5 人
C= (A*B*22%*1): 适龄育龄女性 (万人)	2,588 据联合国发布的《世界人口展望 2024 版》, 全国 15-49 岁育龄女性占比 22%
D: 生育率	1.30 据胡润财富, 高净值家庭平均生育 1.3 个; 变动 Y
E: 渗透率	30% 变动 X
总潜在目标客户=C*D*E/育龄期年限 (万人/年)	1,009
F: 育龄期年限 (年)	35 15-49 岁; 育龄期年限为 35 年
年潜在目标客户=总客户/育龄期年限 (万人/年)	29

敏感性分析					
生育率	渗透率				
	20%	25%	30%	35%	40%
1.00	15	18	22	26	30
1.10	16	20	24	28	33
1.20	18	22	27	31	35
1.30	19	24	29	34	38
1.40	21	26	31	36	41
1.50	22	28	33	39	44

资料来源：各商业银行年报，华泰研究估算

何为竞争壁垒？——品牌价值、规模运营

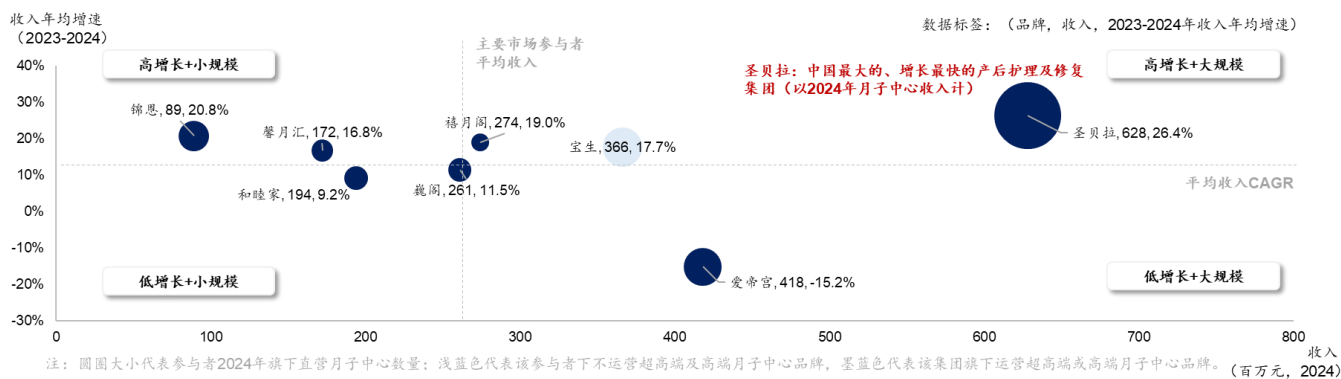
持续经营门槛高，头部集团有望实现“赢者通吃”

从供给端视角来看，月子中心并不属于严肃医疗范畴，其行业特性决定了入行门槛相对较低：1) 资金占用量较小、市场准入机制较为宽松；2) 服务天然受消费半径限制，难以快速跨区域扩张。这些特点使得过往市场供给以区域性小连锁或夫妻单体店为主，经营者“小富即安”缺乏产业化、规模化发展的动力与能力，导致行业整体呈现分散化格局。据沙利文，24 年我国产后护理及修复集团 CR5 仅为 3.7%（月子中心收入口径）。

进一步看，月子中心业态准入门槛低，但持续经营门槛较高。如前所述，月子中心作为低频高价的服务形态，机会成本高，天然促使消费者决策更为审慎——用户高度依赖口碑传播与熟人推荐，对服务的信任门槛高于普通消费场景。此外，人力/房租/营销等刚性支出推高运营成本，强口碑积累和长周期决策进一步拉长了爬坡周期。这些特性使得“获客能力”与“标准化服务能力”成为实现盈利的胜负手：前者决定用户信任的建立效率，后者则关乎服务品质的稳定输出与精细化成本管理。由此，行业自然形成了两大关键壁垒——**品牌价值壁垒与规模化运营壁垒**，以上两点相互作用有望形成正反馈循环，赋能龙头实现赢者通吃。

展望后续，产后护理及修复行业市场整合有望提速，向集中化、规范化方向迈进。伴随近年市场环境和需求侧变化，桎梏于传统经营模式的小型机构难以突破标准化与品牌化瓶颈或逐步实现出清，为具备系统化运营能力的头部企业提供了整合契机。据企查查，2024 年全年注册量同比减少 9.3% 至 283 家。已实现规模化的龙头拥有更强的品牌影响力和标准化持续经营能力，有望实现强者恒强，加速提升市场份额。据沙利文，2024 年圣贝拉以月子中心收入口径计算的市场份额为 1.2%/同比+0.1pct，反超爱帝宫跃居市场第 1，并与第二名（爱帝宫）拉开 0.4pct 的差距。

图表11：我国产后护理集团竞争格局



家庭护理收入（百万元，2024）	7亿>集团家庭护理收入>1亿							<1亿	
	圣贝拉	爱帝宫	宝生	巍阁	和睦家	禧月阁	馨月汇	锦恩	茉莉智慧
总部地点	杭州	深圳	深圳	北京	北京	北京	上海	北京	北京
成立年份	2016	2007	2008	2008	2016	2010	2007	2020	2022
直营门店数量	57	18	20	7	7	4	6	12	11
覆盖城市（中国）	20	9	4	4	4	2	3	4	8
品牌定位	超高端	高端	大众	高端	高端	高端	高端	超高端	超高端
价格区间（万）	8-38	5-36	4-10	6-27	9-23	8-22	9-28	12-40	13-40
产后护理及康复业务收入（百万元，部分品牌为估计值）	628	418	366	261	194	274	172	89	82
年均增速（23-24）	26.4%	-15.2%	17.7%	11.5%	9.2%	19.0%	16.8%	20.8%	136.5%

注：表内数据截至2024年末，巍阁商业模式包含直营及加盟，收入部分仅包含直营收入；不包括各品牌海外门店；收入以2024年计。

资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华泰研究

从成熟市场看路径：中国台湾与韩国的历史镜鉴

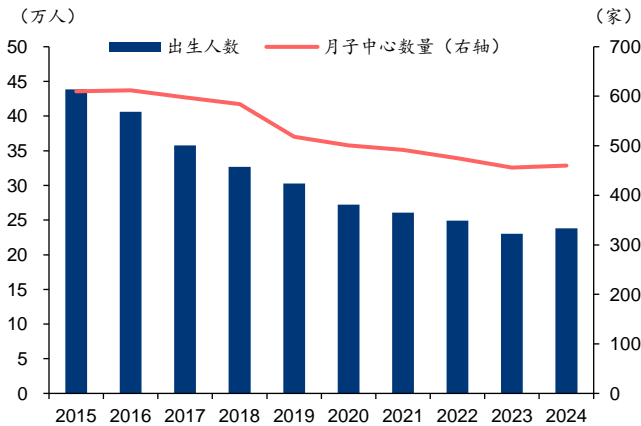
回顾成熟市场韩国/中国台湾的发展历程，其产后护理的崛起呈现出与当下中国内地市场相似的动因——家庭结构小型化、少子化背景下对育儿质量的精细化追求。但人口规模天花板下的规模化扩张动机差异或将导致各地竞争格局和市场集中度存在一定差异。

韩国：越生越“精”，月子中心量减价增，行业呈轻资产、高端化

随着总和生育率下滑，月子中心数量有所减少，但长期看月子中心渗透率有提升。据韩国保健福祉部，2015-2023 年韩国总和生育率及出生人口数量均呈下降趋势，2024 年起同比略有改善。受新生儿数量下滑影响，15-23 年月子中心数量稳中有降；2024 年受新生儿数量同比小幅回暖影响月子中心数量同步略升，但较 2016 年月子中心数量高点 612 家仍有较大差距。月子中心当前已成为韩国大部分产妇首选产后护理地点，据韩国保健福祉部，2024 年选择产后护理中心为首选地点的韩国产妇占比达 70.9%，在政府加力补贴居家产后护理（支持范围由 2021 年的中位数收入 120% 以下扩大到 150% 以下）、配偶育儿假利用率提升（由 2021 年的 9% 提升至 17.4%）等外部因素驱动下，首选月子中心的产妇比例较 21 年小幅下滑；但长期看月子中心接受度仍有结构性提升，将月子中心作为首选的韩国产妇比例较 2015 年提升 11.1pct。

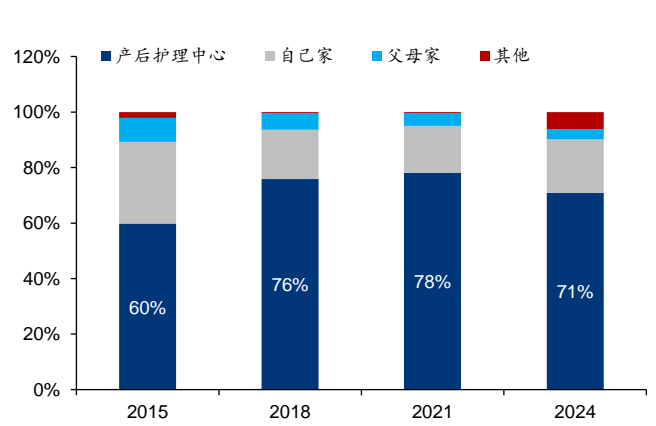
韩国月子中心：轻资产模式占主流，高端化趋势显著。据 KICCE 与韩国保健与福祉部《促进母婴健康 产后护理服务发展规划》报告，2018 年产后护理中心中复合建筑占比 66.8%（即与其他商业业态公用楼宇，属于轻资产经营模式），医院建筑占 24.3%，独立建筑占比 9.2%（即重资产模式，独栋专属建筑）。月子中心多位于繁华核心区域，截至 2024 年底约 57% 的月子中心位于首尔/京畿道。客单价逐步爬升，2024 年韩国产后护理中心费用（以 30.7 天计）平均为 286.5 万韩元，较 2021 年增长 17.9%。

图表 12：韩国新生儿数量及月子会所数量



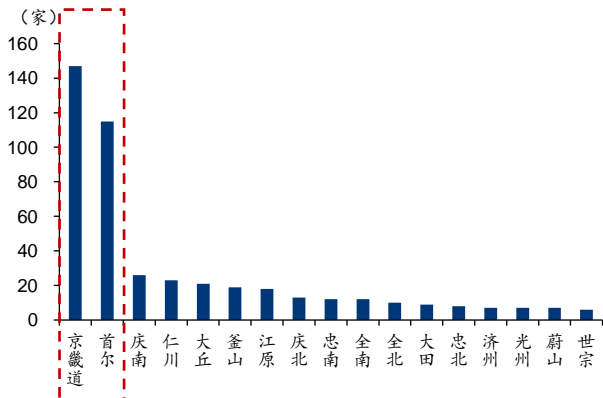
资料来源：韩国保健与福祉部，华泰研究

图表 13：韩国产后护理中心渗透率



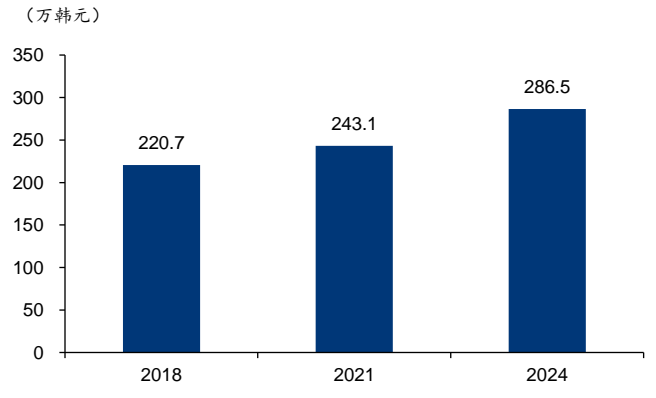
资料来源：韩国保健与福祉部，华泰研究

图表 14：2024 年韩国约 57% 的月子中心位于京畿道/首尔



资料来源：韩国保健与福祉部，华泰研究

图表 15：韩国产后护理中心费用



资料来源：韩国保健与福祉部，华泰研究

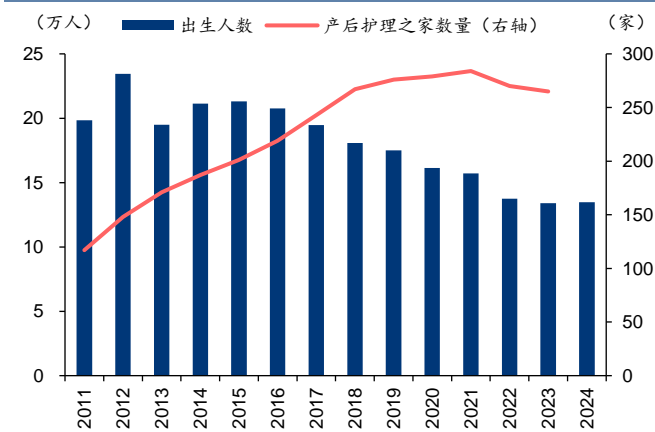
政府补贴与监管政策持续完善。韩国对于月子中心安全、品质及公共卫⽣的规范愈加严格，据韩国《母婴保健法》，地方政府设置的产后护理场所详细标准是产后护理中心场地、设施及人员的最低准入门槛。2025年7月韩保健福祉部发布《制定产后调理院评价相关告示(草案)》，预计将于2026年综合评估委员会，对月子中心⼈⼒资源、设施、感染情况、护理服务等进⾏评估，将月子中心按6个领域的83个项目进⾏分项目评估并给出已认证/有条件认证/等待认证三大评级，评价结果有效期3年，有条件认证的结果有效期为1年，以促进行业规范化发展。

头部集中度较低，行业竞争格局分散。据韩国保健福祉部，2021-2024年以门店数计的行业CR5分别达3.9%/3.6%/4.2%/3.9%，中期看竞争格局仍较分散，但头部玩家相对稳定；截至2024年底，头部玩家如Miz(独立连锁品牌，5家门店)、Mirae(医院直营附属机构，4家门店)和LASSOM产后护理中心(独立连锁品牌，3家门店)等，企业性质不尽相同，但整体扩张动力不强。

中国台湾：产后护理行业历史悠久，监管主导产后护理行业向类基础设施定位发展

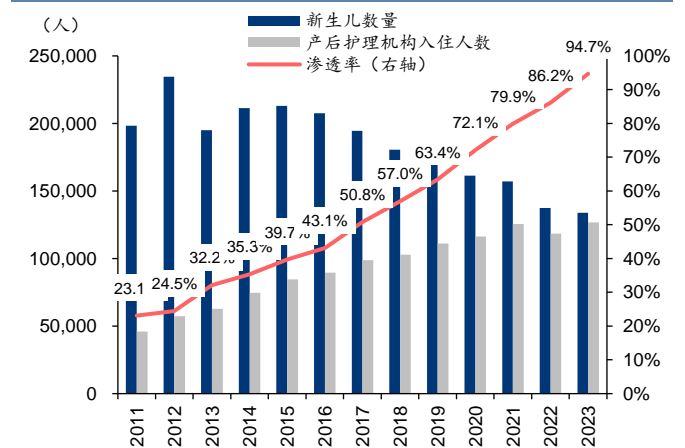
出生人数下滑，产后护理机构渗透率连年提升。近年来中国台湾新出生⼈⼝呈下行趋势，据台湾内政部户政司，中国台湾2015-2023年出生⼈数持续下滑；2024年出生13.5万人/yoy+1%同比略有回暖。受产后护理机构渗透率持续拔升影响，产后护理之家数量在2015-2021年间逆势增长至284家；22-23年数量略有下滑，截至23年底达265家。

图表16：中国台湾出生⼈数及产后护理之家数量



资料来源：中国台湾内政部户政司，中国台湾卫⽣福利部统计处，华泰研究

图表17：中国台湾历年产后护理机构渗透率



资料来源：中国台湾内政部户政司，中国台湾卫⽣福利部统计处，华泰研究

产后护理发展历史悠久，21世纪初起监管收严，“产后护理之家”是服务提供主体。中国台湾月子中心始于20世纪90年代初，由早期部分大型医院/疗养院附设的坐月子膳食/生活照顾服务发展成为以全方位产后护理为核心的产后护理机构，后期不乏敦南真爱等台系品牌进⾏中国⼤陆展业。21世纪初起行业监管趋严，台北市卫⽣局首开先例，据台北市《产后照顾机构辅导条例》，2001年7月起新设产后护理机构必须向县市卫⽣局申报立案并纳⼊辅导与查核；2008年行政院卫⽣署发布产后护理机构契约范本，进一步规范行业发展。监管加⼒下中国台湾产后护理机构分化为“产后护理之家”与“坐月子中心”两类，其中前者受各地政府卫⽣局立案监管，⼈员设置、最高收费标准及服务内容均有明确要求，为当前中国台湾产后护理行业主流，正成为类基础设施样经营主体；后者则规模较小，据中国台湾财政部税籍登记资料，截至2025.7.22中国台湾企业名称中含坐月子/月子中心的营⽣中纳税主体不足10家。

过半护理机构集中在经济较发达地级市，竞争格局分散，轻重资产模式并重。多数产后护理之家仍聚集在经济繁华市县，台北/新北/台中/高雄产后护理之家数量分别达 50/43/32/20 家（台北数据截至 2025.6.24，新北数据截至 2025.5.7，台中数据截至 2025.7），占中国台湾产后护理之家总数约达 55%。市场格局相对分散，但头部品牌凭借连锁化运营已形成一定优势，例如旗下拥有 6 家门店的玺悦、4 家门店的国泰以及 2 家门店的弥月房等（谷歌地图）。我们观察了台北/新北市产后护理之家的品牌分布情况，除爱儿家在两地合计拥有 2 家门店外，绝大多数产后护理之家为非连锁小单体（各市政府卫生局）。品牌高度分散、连锁率较低的竞争格局下行业呈轻重资产并重的模式，重资产类医院附设及独栋别墅型产后护理之家仍占据一定市场地位。

图表18：中国台湾台北/台中/新北市产后护理机构现行定价标准

	台北收费标准	台中收费标准	新北收费标准
照护费	(产妇) 上限: 2,000新台币/日 (婴儿) 上限: 2,000新台币/日	(产妇) 700-2,000新台币/日 (婴儿) 700-1,500新台币/日	(产妇) 2,000新台币/日 (婴儿) 2,000新台币/日/名
住宿费	上限: 5,000新台币/日	1,000-10,000新台币/日	上限: 4,000新台币/日
调理餐费	上限: 2,000新台币/日	500-2,000新台币/日	上限: 2,000新台币/日
转诊费/因病就诊费		依照全民健保医疗费用支付	
材料费	不得超过进价120%	进价成本120%	不得超过进价120%
单日照护+住宿+调理餐费	不超过人民币2,640元	人民币696-3,720元	不超过人民币2,400元

资料来源：中国台湾各市政府卫生局，华泰研究

图表19：中国台湾产后护理机构与坐月子中心对比

	产后护理机构	坐月子中心
申请登记单位	各县市政府卫生局（立案）	国税局各区分局（营业登记）
法源	护理人员法与同法施行细则	
设置标准	护理机构分类设置标准	卫生福利部研议中
收费标准	卫生局核定之收费标准表	
评鉴/督导考核	卫生福利部产后护理机构评鉴基准	
契约规范	卫生福利部产后护理机构及坐月子中心定型化契约	
服务内容	1、由医师或护理人员对产妇及婴儿作健康状况评估 2、护理人员提供24小时服务 3、产妇健康恢复及婴儿哺乳、照护指导课程 4、提供产妇或婴儿居住场所。 5、提供产妇或婴儿膳食、哺乳、衣物及洗涤 6、书报、杂志等	1、提供产妇或婴儿居住场所 2、提供产妇或婴儿膳食、哺乳、义务及洗涤 3、书报、杂志等



资料来源：中国台湾高雄市政府卫生局，中国台湾卫生福利部，华泰研究

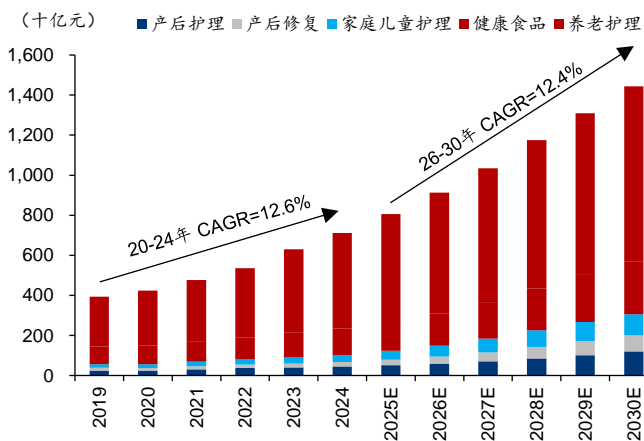
借镜观形：人口天花板与监管是重要的外部影响因素，需求端随消费习惯更迭存在较大提升空间，但赛道的区域特性和狭窄度使得产业方/资本方扩张意愿不强，导致韩国和中国台湾缺乏绝对规模优势的头部月子中心企业。相较于当前国内月子中心渗透率（5.5%），韩国和中国台湾当前超 60%的渗透率已处较高水平；而 2024 年中国出生人口 954 万/韩国 24 万/中国台湾 13.5 万，市场规模相差悬殊，人口规模及渗透率提升角度下中国大陆月子中心行业成长性充裕，且政策目前对展业类型/价格厘定并无严格限制，故无论是一级市场资本还是产业方，均具备动力进行投资与收购扩张，促进行业集中度提升。

一定程度可横向参考中韩生活美容行业发展路径的分化。据美丽田园招股说明书，2021 年中国传统美容（生活美容）CR5 仅为 0.7%，渗透率约为 11%，在潜在客群规模及渗透率提升预期下，近十年来公司积极并购区域生活美容龙头，并于 2024 年并购行业第二名奈瑞儿实现规模扩张、提升行业集中度；而韩国传统美容渗透率当前已较高，较小人口规模及渗透率提升空间下近年来鲜有线下连锁美容院并购事件发生，行业内仍以小散单店及区域性龙头为主。故我们认为，在人口规模/渗透率水平存在更高天花板的成长预期下，中国月子中心行业集中度有望因龙头积极内生增长+并购扩张而进一步提升。

不止月子中心，家庭护理万亿赛道延展性强

如前所述，我们认为月子中心的核心护城河在于品牌积淀与精细化运营能力，其商业逻辑在一定程度上可与家庭护理领域的其他细分品类形成高效协同。当前中国内地家庭护理行业发展方兴未艾，涵盖产后护理、产后修复、家庭儿童护理、健康食品及养老护理的五大核心板块，服务边界可沿年龄与性别维度进一步延伸拓展。据沙利文，中国内地家庭护理行业规模近年来保持持续增长，2024 年市场规模达 7,113 亿元/20-24 年 CAGR12.6%，预计至 2030 年规模扩容至 14,438 亿元/26-30 年 CAGR12.4%。较强的赛道延展性抬升了头部公司发展的天花板，为具备协同能力的企业提供了跨品类延伸的广阔机遇。

图表20：中国家庭护理行业市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

图表21：家庭护理行业主要细分板块及范畴

行业板块	定义
产后护理	产后护理指近期分娩女性及其婴儿的护理工作，主要包括健康监测，并提供相应的饮食护理、保健、分娩伤口护理等护理服务。市场参与者主要包括月子中心及月嫂。
产后修复	产后修复服务帮助女性在产后的身心恢复，如骨盆康复、皮肤修复等帮助女性产后重获健康和幸福的服务。
家庭儿童护理	家庭儿童护理服务包括日常生活护理、早期教育和其他儿童护理相关服务。
健康食品	健康食品行业围绕支持整体健康的营养品、维生素和矿物质，针对荷尔蒙平衡、生殖健康、骨密度和整体活力。业内健康食品旨在补充膳食摄入量，提供有助于调节身体的必需元素，满足不同生命阶段的个人营养需求，而非专注于治疗特定的疾病或病症。
养老护理	养老护理指专门为老年人提供日常护理、康复、心理支持等综合服务。市场参与者主要包括养老院和其他养老服务提供者。

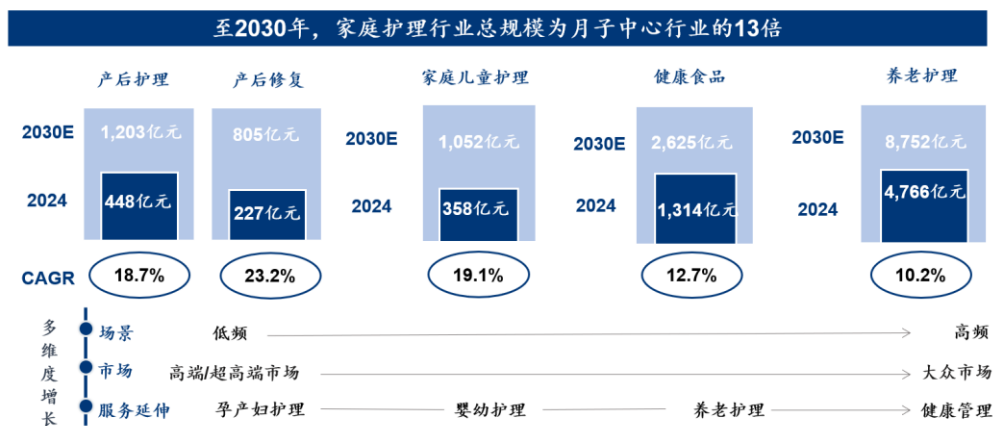
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

家庭儿童护理：作为女性产后护理的自然延伸，家庭儿童护理行业的兴起与“悦己意识”觉醒形成共振——专业儿童护理服务帮助女性将部分育儿责任委托给专业人士，从而释放时间与精力投入自我发展。据联合国儿童基金会，0至3岁是儿童体格、认知、情感、社会及语言能力综合发展的关键窗口期，而年轻一代高知家庭对科学育儿的认可度持续提升，有望推动行业需求释放。据沙利文，24年中国家庭儿童护理市场规模为 358 亿元/20-24 年 CAGR 为 14.2%；预计 2030 年市场规模将达到 1,052 亿/26-30 年 CAGR 为 19.1%。当前行业渗透率仅约 1.5%，较低的市场成熟度与旺盛的需求潜力形成对比，未来增长空间显著。

健康食品：健康食品品类打破月子中心的时空限制，可拓展至更广阔的场景和人群。据沙利文数据，2024 年中国健康食品行业市场规模达 1,314 亿/20-24 年 CAGR 为 8.6%。当下消费者对健康的认知正从“特定时期的短期需求”转向“贯穿一生的长期投资”。我们认为，在现代人对健康生活方式的追求及自我保健消费理念的推动下，行业增长动能将持续释放。据沙利文预计，2030 年市场规模将进一步增至 2,625 亿/2026-2030 年 CAGR12.7%。

养老护理：随人口老龄化程度加深、“421”家庭结构普及与老龄人群消费观转型，养老护理行业正迎来结构性增长机遇。据沙利文，2024 年养老护理行业规模达 4,766 亿元，预计 2030E 市场规模将增至 8,752 亿元/2026-2030 年 CAGR 10.2%，养老服务有望向专业化、系统化转型，高品质机构及到家服务需求或将持续提升。

图表22：2030年家庭护理行业总规模预期可达月子中心行业的13倍



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

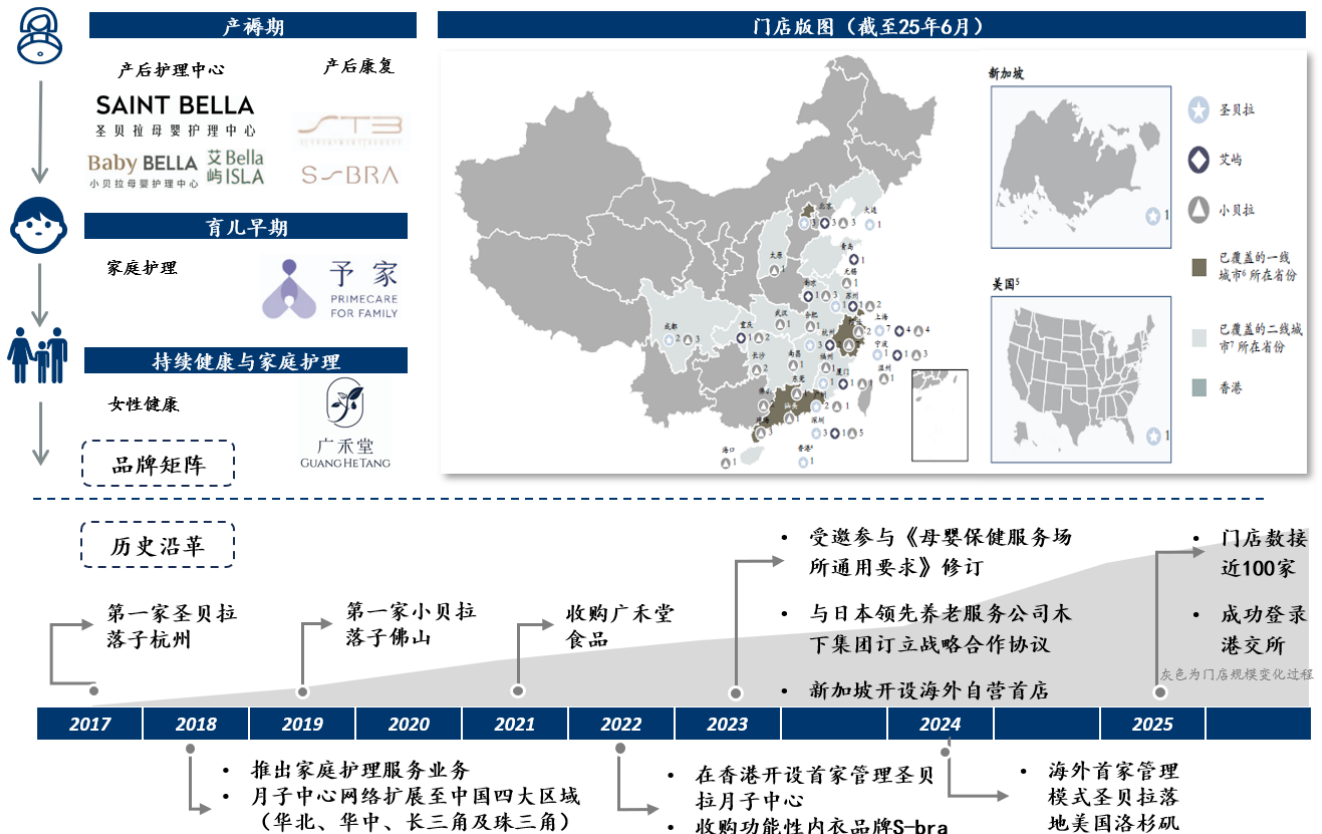
圣贝拉：志在成为全球领先的家庭护理品牌集团

圣贝拉是中国及亚洲最大(以2024年月子中心收入计算)、增速最快(以22-24年收入CAGR计算)、覆盖最广(2024年月子中心网络计算)的产后护理及修复集团。公司以月子中心为入口，涵盖月子中心(包括产后护理及修复服务)、家庭护理服务、食品三大业务线，以优质的产品、服务与体验，锚定年轻一代品质型消费者的全周期家庭护理需求。截至2025年6月10日，公司拥有圣贝拉(27家)、小贝拉(53家)及艾屿(16家)三大品牌，在全球30个城市拥有96家月子中心(62家自有中心/34家管理中心)。按2024年数据计算，公司拥有中国最大的高端月子中心网络，在杭州和上海等城市市场份额领先，亦是中国境内首家试水全球化的月子中心运营商。

八年进阶史：从差异化新锐到全球母婴生态标杆

8年耕耘成就家庭护理行业新锐黑马，完成从区域到全球、从单一服务到多元生态的跨越。发展主要历经3大阶段：①能力奠基期(2017-2019年)：2017年公司以颠覆传统的酒店型轻资产模式在杭州开设首家圣贝拉月子中心，次年推出家庭护理服务品牌延展场景，并快速完成了华北、华中、长三角、珠三角四大经济圈的门店拓展，奠定全国性网络基础；19年佛山首家小贝拉中心落地，初步构建起差异化双品牌矩阵。②生态整合期(2020-2022年)：公司积极拓展能力边界，通过收购广禾堂、S-bra纳入女性功能食品及产品板块，同时以香港为起点试水海外托管模式，全产业链版图渐成雏形。至2022年底，圣贝拉月子中心数量达77家，收入达5.6亿。③全球化跃升期(2023年至今)：2023年公司作为行业唯一企业受邀参与《母婴保健服务场所通用要求》国家标准修订，标志着从市场参与者向规则制定者的角色进阶；同年6月与日本养老龙头木下集团达成战略合作，为构建母婴-养老全生命周期服务埋下伏笔，并以自营+管理输出双模式加速落地新加坡、美国市场。8年磨砺中，圣贝拉通过“轻资产扩张-生态链整合-技术赋能”实现三级跃迁，以服务标准化、产品多元化、运营智能化再定义母婴护理行业边界，稳步向全球家庭健康护理标杆企业迈进。

图表23：圣贝拉：发展历程、门店版图和品牌矩阵



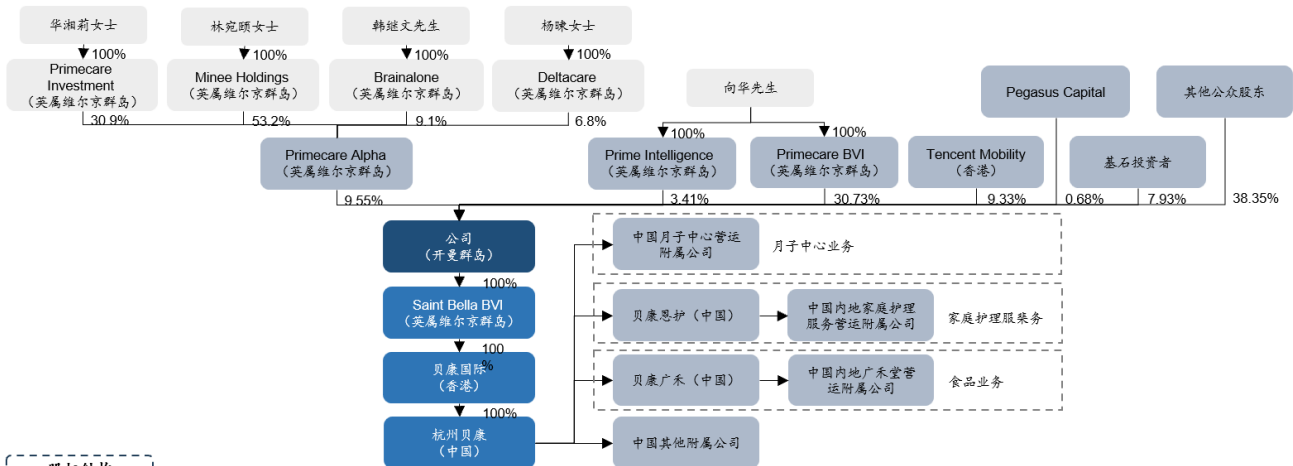
资料来源：公司招股书，华泰研究

股权集中，创始团队年轻进取、眼界开阔

公司股权结构相对集中，形成以创始团队为核心的稳定基石。港股完成上市后，创始人、董事长兼首席执行官向华先生通过个人及关联平台（Primecare BVI、Prime Intelligence）合计持股约 34.14%，其母亲华湘莉女士、联合创始人林宛颐女士等核心成员通过 Primecare Alpha 共持 9.55%，家族与核心团队深度绑定，保障战略连贯性。战略投资方面，上市前多家知名战投机构 Tencent Mobility（9.33%）、高榕资本、Panda Six Limited、宁波唐竹等机构注入产业资源与行业洞见；上市引入 JKKB、GIMM（58 同城关联方）、华夏基金（香港）、新风天域旗下吴启楠、SS Morgan、汪牵擎女士、敏睿商务咨询有限公司 7 名基石投资者，合计认购约 3.25 亿港元股份/占比 7.93%（行使部分超额配股权），以资本与资源协同夯实发展根基。

核心创始团队以专业、真诚为底色、兼具新生代创业者锐气与人文温度。创始人向华先生本硕毕业于英国牛津大学，曾任职于 UBS 亚洲医疗健康组，具备丰富的医疗健康领域行业洞见和战略魄力，曾荣膺“浙江青年创业奖”，引领企业 8 年完成从区域到全球的跨越式发展，其轻资产布局和专业护理模式的创新，彰显出新生代企业家的锐气与开拓精神。其他管理层亦在深耕母婴护理、品牌运营及健康食品领域多年，专业积淀支撑下的敏锐判断，推动公司从服务场景延伸到生态标的收购等关键布局高效落地。整体核心团队既保持了年轻组织的敏捷活力，又将对用户的细腻关怀融入到服务与行业标准建设中，形成商业魄力与人文温度兼具的管理风格，为企业长期战略连贯性与市场竞争力提供坚实保障。

图表 24：圣贝拉：股权结构（使用部分超额配售权后）与管理层介绍



股权结构

管理层简介

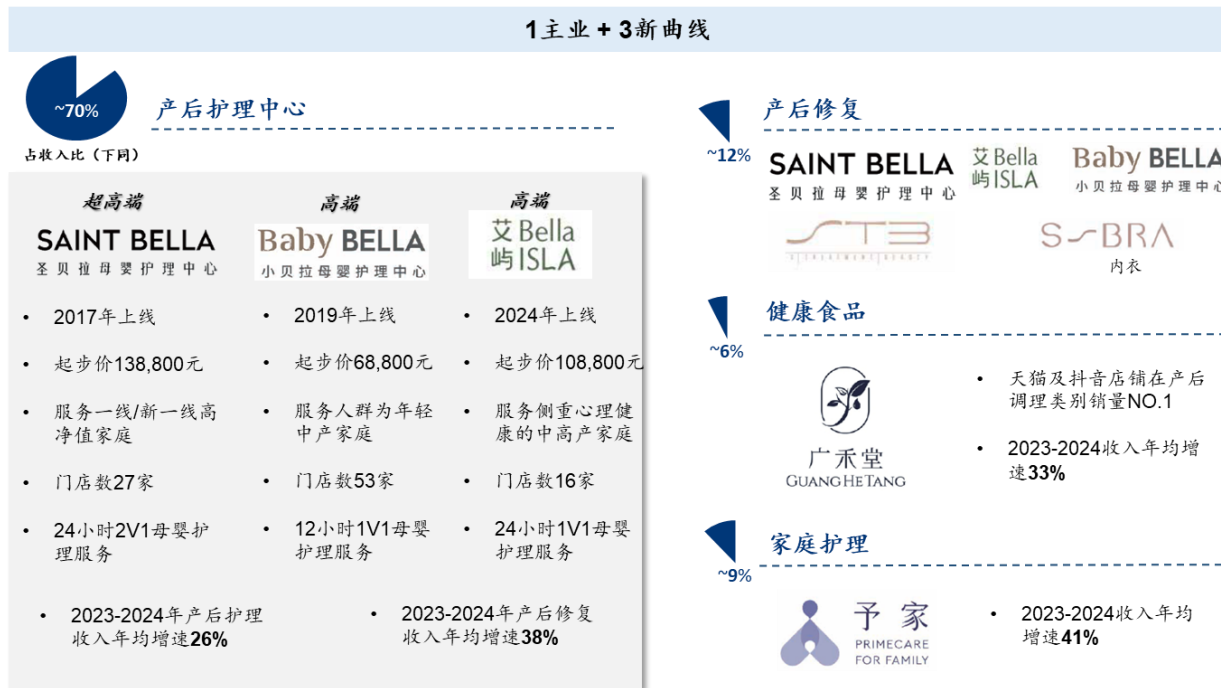
姓名	职位	年龄	主要职责	履历摘要
创始人	向华	38	制定集团整体业务方向、战略发展及企业管理；监督董事会工作。	毕业于英国牛津大学，获工程硕士学位。曾于瑞银集团（UBS AG）香港分行任职，拥有丰富的医疗健康领域并购及资本市场经验，离职前担任董事。
	林宛颐	37	监督集团的运营、营销、及业务发展。	拥有丰富的艺术格调 and 生活方式领域的公关、媒体及品牌建设经验。曾任线上婚庆平台“婚礼纪”的品牌与公关部品牌副总裁。获英国莱斯特大学大众传媒硕士学位。
联合创始人	刘美芳	57	监督月子中心业务的护理操作	拥有护理学博士学位及超过20年的母婴护理经验。为国际认证泌乳顾问（IBCLC）及美国认证协会（ACI）认证的母婴护理培训师。曾于台湾多所医院担任护士长及护理督导。
	钟宇富	52	监督食品业务，并为月子中心业务提供建议。	拥有广州中医药大学针灸推拿学博士学位。于2003年创立“广禾堂”品牌，是集团目前拥有的三项食品专利配方的发明人。为国家卫健委首批营养师之一。
	赵名扬	38	监督集团财务及创新事务。	拥有中欧国际工商学院金融MBA学位及悉尼麦考瑞大学会计硕士学位。曾任上海雪巴科技有限公司首席财务官，并曾在阿里巴巴、Teambition及毕马威（KPMG）任职。

资料来源：公司招股书，公司公告，华泰研究

多品牌矩阵清晰，进入业绩快速释放阶段

公司践行多品牌策略，构建了差异化产品矩阵，以满足不同人群、不同生命周期的多元需求。公司以月子中心为主业，2024 年月子中心护理占收入 85%（含产后修复）。旗下包含圣贝拉、小贝拉和艾屿 3 个品牌，分别聚焦超高端需求、高端需求和女性心理健康月子护理赛道。S Treatment Beauty 和 S-bra 为月子中心条线下的产后修复品牌，致力于通过治疗性护理和定制化产品帮助母亲身体复原。除月子中心外，公司亦运营家庭护理服务“予家”和食品“广禾堂”两大品牌，将产后护理场景进一步延展至其他生命阶段。24 年予家/广禾堂收入占比为 8.6%/6.4%，并保持较快的发展势头。

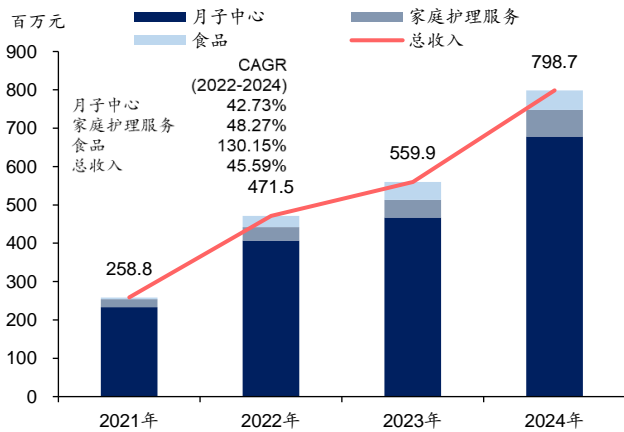
图表25：圣贝拉：品牌组合



资料来源：公司招股书，公司公告，华泰研究

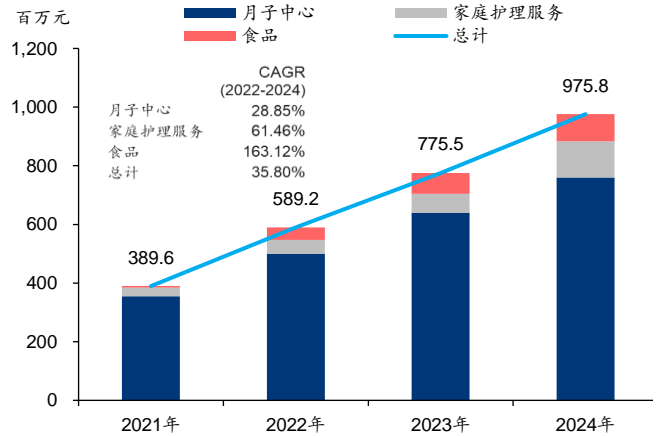
2022 至 2024 年，圣贝拉的收入分别为 4.715/5.599/7.987 亿元，2023-2024 年均增速达 30.1%。分业务看，月子中心是公司主要收入来源。据招股书，24 年月子中心-产后护理服务、月子中心-产后康复服务、家庭护理服务及食品业务占总收入的比重分别为 67.1%/11.6%/8.6%/6.4%。其中，家庭护理服务作为新业务增长最为迅猛，其 2023-2024 收入年均增速为 40.6%，领跑公司整体增速。从商业模式上看，因客户通常提前 6 个月预订，合同销售额是收入的先行指标。2024 年公司与客户就自营月子中心及家庭护理服务业务签订的合约总值以及食品业务的商品总值人民币 9.76 亿元/2023-2024 年均增速为 28.7%。公司拥有较高的合同负债转化率，截至 24 年 12 月 31 日，2023 年末的合同负债中已有 94.7% 确认为收入。

图表26: 圣贝拉: 分业务收入拆分, 2021-2024



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表27: 圣贝拉: 合同金额与商品价值构成分析, 2021-2024

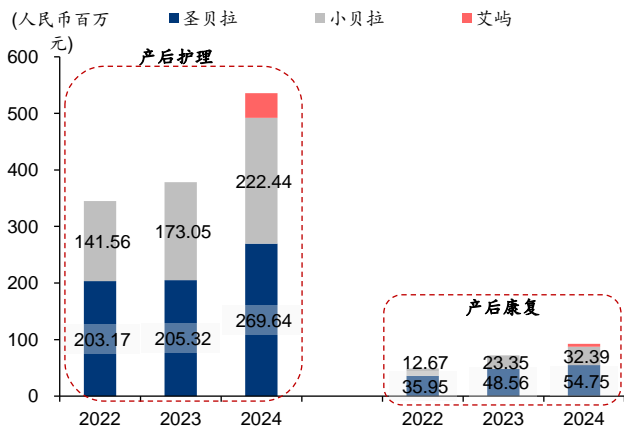


资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

品牌布局上, 旗舰品牌圣贝拉奠定品牌调性, 高端品牌小贝拉、艾屿收入贡献度快速提升。据招股说明书, 2024年, 圣贝拉和小贝拉分别贡献了月子中心业务(产后护理+修复)总收入的47.8%和37.6%, 收入同比+27.8%和29.8%; 疗愈线高端品牌艾屿由小贝拉翻牌而来, 24年收入占比为7.3%; 其他收入(含管理输出)24年占月子中心收入比重7.4%。

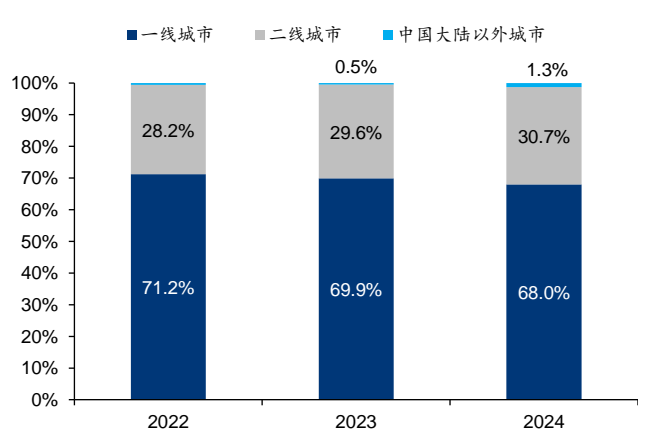
地域分布看, 一线城市仍是基本盘, 但二线城市展现出更强的增长潜力。2024年一线城市贡献了月子中心业务68.0%的收入, 二线城市收入占比达到30.7%/yoy+1.1pct。海外扩张战略已初见成效, 2024年中国大陆以外市场(含香港、新加坡)的收入912万元/yoy+324.2%, 占月子中心业务收入比达1.3%, 成长动能强劲。

图表28: 圣贝拉产后护理中心收入构成分析, 2022-2024



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表29: 圣贝拉月子中心业务按城市线级划分的收入, 2022-2024

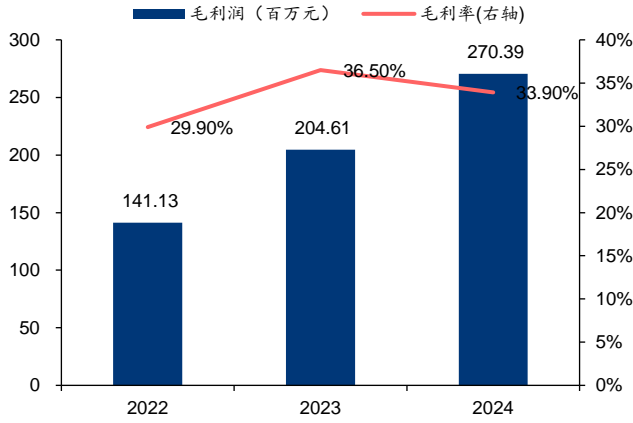


资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

轻资产运营下月子中心单店盈利能力较强。据公司招股书, 2024年公司自营月子中心业务(不含管理费, 本段同)毛利率达29.2%。拆解运营成本, 2024年房租成本(租赁成本+使用权资产折旧)占月子中心业务收入的30.9%/yoy+3pcts, 主因24年新新开自营门店较多(2024年净新增自营月子中心18家 vs 23年5家), 单店收入爬坡阶段租金成本略有上浮; 人工及采购成本表现相对稳定, 24年劳工成本占月子中心业务收入的20.4%/yoy+0.2pct, 产后膳食成本10.2%/yoy+0.8pct, 采购物料及第三方服务成本6.1%/yoy-0.1pct, 其他服务(用车等)成本3.2%/yoy+0.3pct。

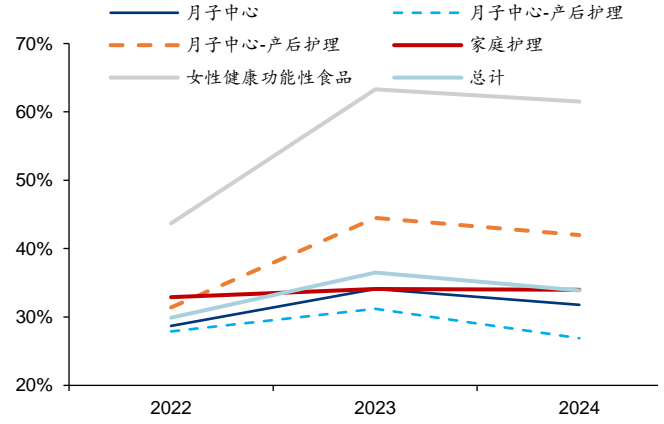
公司毛利润增势稳健。2022/2023/2024 年分别为人民币 1.41/2.05/2.70 亿元，对应毛利率分别为 29.9%/36.5%/33.9%。2023 年毛利率同比+6.6pct，主要得益较多产后护理中心已度过初期爬坡阶段，运营效率提高；2024 年毛利率同比-2.6pct，主因公司于 2024 年加速自营门店扩张，大量新中心尚处于盈利能力爬坡期所致。

图表30: 圣贝拉毛利润及毛利率, 2022-2024



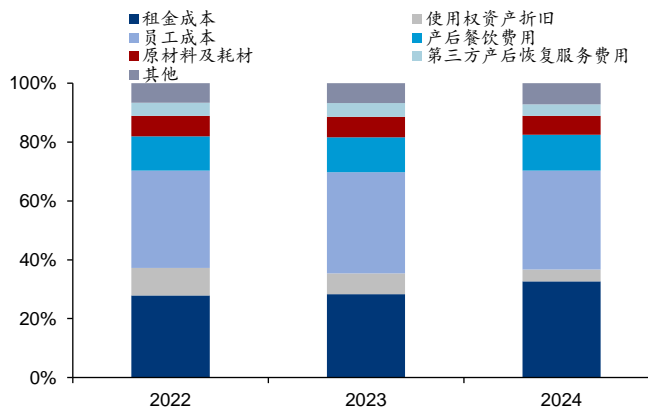
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表31: 圣贝拉毛利率构成分析, 2022-2024



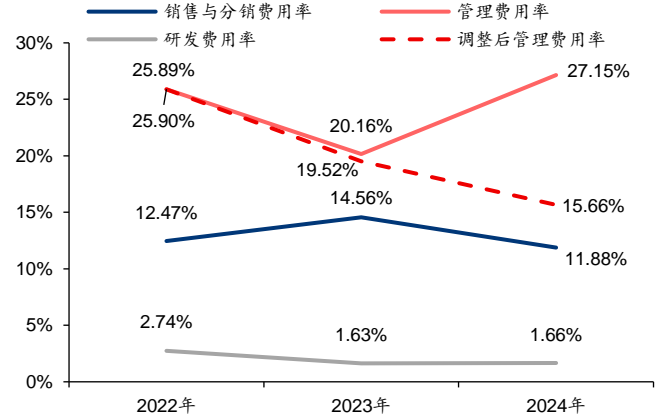
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表32: 圣贝拉销售成本拆解, 2022-2024



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表33: 圣贝拉销售/管理/研发费用率拆解, 2022-2024

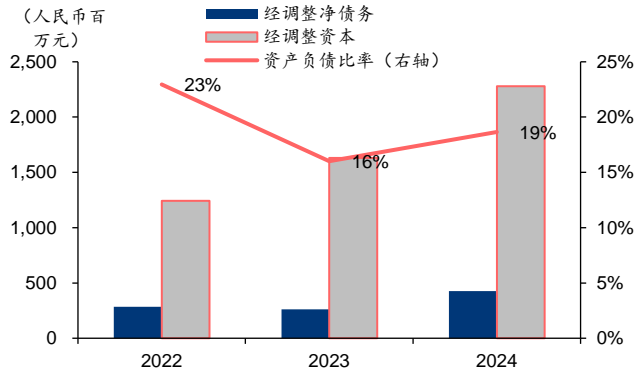


注: 调整后管理费用率 = (行政开支总额 - 股权激励费用 - 上市开支) ÷ 当年收入总额 × 100%

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

资产负债结构健康, 偿债能力较优。2022-2024 年公司经调整资产负债率分别达 23%/16%/19%, 处于较为健康的水平; 经调整 EBITDA 转正后 23-24 年利息保障倍数分别达 17.6/15.1 倍, 短期内暂无明显偿债压力。

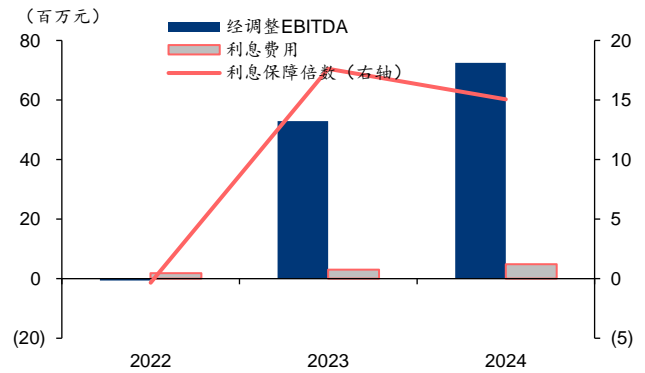
图表34：圣贝拉经调整资产负债率



注：经调整净债务=负债总额-向投资者发行的金融工具，经调整资本=资产总值+向投资者发行的金融工具。

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表35：圣贝拉利息保障倍数



注：经调整 EBITDA 为 EBITDA 加回向投资者发行的金融工具公允价值变动、以股份为基础的付款开支和上市开支。

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

经营现金流健康，轻资产投入；在手现金流动性充裕。据公司招股说明书，2022 至 2024 年公司经营活动现金流持续为正，分别达人民币 2,411/5,670/4,908 万元，预收款服务模式现金盈利能力相对健康。资本开支维持在较低水平，2022/2023/2024 年分别仅为人民币 436/613/1,624 万元，主要用于新店设备投入，轻资产战略下公司无需承担较重的物业购置成本。健康经营现金流及资本开支下公司保持充裕流动性，截至 2025 年 4 月 30 日，在手现金及各类存款合计 1.3 亿元。

图表36：圣贝拉现金流构成分析，2022-2024

人民币 百万元	经营活动产生的现金流量净额	投资活动产生的现金流量净额	融资活动产生的现金流量净额
2022	24.11	-44.29	21.35
2023	56.70	-28.72	3.34
2024	49.08	-82.43	-21.53

资料来源：公司公告，华泰研究

核心竞争力：重构“人货场”，锻造稀缺的中国高端品牌

拆解商业模式：重新定义家庭护理业

我们认为，圣贝拉的核心竞争力源于其构建的体系化高端服务能力与品牌势能的深度融合，二者相互强化形成了较难复制的商业壁垒。在传统月子中心行业普遍面临服务标准化不足、品牌认知模糊的背景下，圣贝拉通过对服务全链条的系统性重构，将分散的服务要素整合为可复制、可量化的标准化体系，实现了轻资产快速扩张与高端调性的平衡统一。

其创新性体现在三个关键维度：1) 在场景端，通过嫁接高端酒店空间资源，既规避了重资产投入，又借助五星级酒店的环境溢价显著提升品牌调性；2) 在服务端，自建护理团队和标准化培训体系有效解决了行业人才流动性高、服务质量参差等痛点；3) 在运营端，数字化系统的全面应用实现了从客户需求响应到服务执行监控的闭环管理。我们认为，这种体系化能力的真正壁垒在于其模块之间的深度耦合，竞争对手或许能模仿其中的某个环节，但难以在短时间内复制“高端场景+标准化服务+智能运营”的整体协同效应。

此外，圣贝拉的品牌力并非静态存在，而是随着用户口碑沉淀和规模扩张不断自我强化。高净值客户较高的净推荐值和转介绍率使其获客成本低于行业均值，而稳定的复购和延展消费（如产后修复、母到家护理）则进一步提升了用户终身价值，形成“品牌溢价—用户忠诚—规模效应”的正向循环。我们认为，随着行业集中度提升，圣贝拉的品牌势能正成为关键竞争杠杆，其已从单一服务商进化为高端母婴生活方式的代名词，这种认知优势不仅有助于在市场竞争中巩固定价权，还能以更低的边际成本拓展新业务，为其向家庭护理健康生态的延伸提供了坚实基础。

强品牌势能，以优体验创造溢价空间

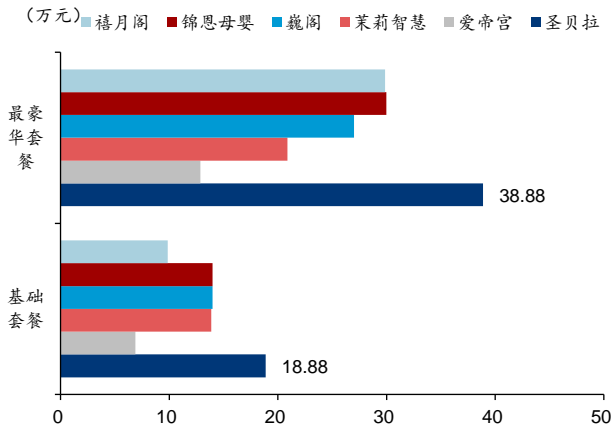
我们认为，稀缺的品牌力是圣贝拉最为核心的护城河之一，亦是其综合竞争力的集中体现，具体可从四维度解析：

1) 如何定义高端品牌？——我们认为在母婴护理领域，高端品牌的核心在于满足基础功能需求之上，附加足够的体验感与身份认同。圣贝拉自创立便锁定超高端市场，以 2V1 护士 24 小时高质量专业护理服务为核心，融合独创的艺术疗养模式，将传统月子从基础需求升维为值得珍藏的生命仪式，让用户在专业照护之外获得足够的情感满足，实现了时间维度的超额溢价。这种品牌力的形成并非单纯依赖营销，而是源于其独特的价值主张和稳定的交付能力——从场景调性，到高标准服务，再到数字化驱动的精细化运营，每一个触点皆在强化“高端、专业、可信赖”的品牌认知。此外，通过借明星、企业家等高知圈层的信任背书，进一步将品牌从年轻新锐品牌跃升为社交身份符号，从而筑牢超高端品牌认知。

2) 为何要做且做出了高端品牌？——如行业章节所述，母婴护理行业具有高机会成本属性，品牌是建立消费者信任的核心载体，可以有效降低获客成本。圣贝拉通过明星客群和专业资质背书，降低了用户决策门槛，有助于帮助潜在需求的主动转化。据公司招股书，于 2024 年售出的 4,439 个产后护理服务套餐中，38% 的销售额为通过推荐或自有线上渠道获取。

3) 品牌价值体现何处？——圣贝拉的品牌价值直接体现为溢价能力与圈层影响力。(1) 高于竞对的定价印证了品牌较强的溢价能力。据招股书，公司旗下圣贝拉/艾屿/小贝拉月子中心套餐价格（假设入住 28 天）分别为不低于 13.88/10.88/6.88 万元（服务套餐包括住宿、护理服务、餐饮、咨询服务及月子中心提供的其他增值服务），24 年平均单个产后护理套餐合同价值为 19.6/12.4/9.2 万元，高于其他竞对。(2) 锚定高消费力客群心智，品牌力逐步转化为身份符号，进一步强化了市场地位。据公司招股书，2019 年圣贝拉品牌荣获年度卓越质量月子护理品牌（央广网），2021 年圣贝拉品牌被评为年度最佳高端月子中心（蓝莓评测），2023 年 12 月公司荣获年度奢华家庭卓越生活奖（Robb Report Hong Kong）。吉娜、戚薇、李艾等女星曾打卡入住，全网明星客户粉丝量 1 亿+。

图表37：北京地区不同品牌月子中心基础/豪华套餐价格对比



注：以上价格均为起始价格；圣贝拉以北京王府井店为例；爱帝宫以北京诺金院店为例；茉莉智慧以北京朝阳大悦城店为例；巍阁以北京国贸店为例；锦恩母婴以北京五棵松店为例；禧月阁以北京朝阳店为例。统计时间为 2025 年 7 月 26 日。资料来源：美团 APP，华泰研究

图表38：圣贝拉明星客户群及小红书讨论度/粉丝数情况



资料来源：公司公告，小红书，华泰研究

4) 品牌影响力如何迭代？——品牌力可驱动更高复购率与规模效应，形成“品牌-信任-规模”的正向循环。一方面，品牌信任向衍生品类的价值迁移，更容易形成需求稳定的圈层经济。据公司招股书，84%的月子中心客户在 2024 年至 2025 年 4 月期间复购了公司其他服务或产品，验证跨品类消费转化能力。此外，依托品牌溢价能力，公司可更高效整合资源，通过合理利润空间持续投入高端运营维护，并借助与供货商及合作伙伴的协同实现规模效应，不断降低边际成本。这种优势已转化为领先的市场份额和门店网络数量。据招股书，按 24 年收入计，公司在杭州、上海等核心城市分别占据 16.0%、5.7% 的市场份额，截至 24 年年末，公司拥有 57 个直营中心，覆盖 20 个城市，直营门店数量及覆盖城市量均超过行业第二名至第五名之和，得以同步享受行业增长与份额提升的双重红利。

重塑供应链，以高标准撬动规模增长

品牌力的根基在于优质产品的支撑，而场地、人员、体验运营正是连锁服务的核心产品构成。因此，对“人货场”实现全面重塑，是为公司护城河的直接体现。自 2017 年成立以来，公司通过推动家庭护理服务及产品的标准化、专业化、定制化与数字化，革新传统并重新定义了家庭护理行业，打磨出轻资产、可复制的家庭护理商业模式。具体体现为：

场地升维：借势高端酒店，轻资产扩张，灵活租赁

传统月子会所的场地模式对扩张能力边界有所限制。传统模式下，月子中心行业大部分玩家采用自建物业形式，装修成母婴护理场景酒店并进行经营，该模式具备两大痛点：1) 重资产属性制约扩张效率，自建物业需大量前期投入，直接导致扩张速度缓慢；2) 传统月子中心从自建物业到服务提供的全流程，实则仍属于垂类酒店运营范畴，环节的复杂性使其难以聚焦精力和资源做优体验。

公司通过创新服务场景、携手高端酒店品牌，以高举高打的策略确立品牌地位。为破解传统模式痛点，公司摒弃自建物业路径，创新性选择与高端酒店合作，率先将产后护理服务场景植入全球高端酒店体系，实现服务场地的重塑。截至 2025 年 6 月 10 日，公司旗下 96 家高端月子中心中，绝大多数设于高档酒店，少数布局独栋别墅。这种模式通过巧妙借势高端酒店品牌背书，将“圣贝拉”“小贝拉”等品牌与高端酒店资源深度绑定，天然构建起高端品牌认知。我们认为该商业模式形成了较强竞争壁垒：核心在于高端酒店资源本身具有一定稀缺性，且合作准入门槛较高。公司凭借先发优势，已率先锁定核心城市黄金地段的高端酒店资源，并建立独家排他合作关系，这使得新进入者难以短期复制，进一步巩固了竞争优势。

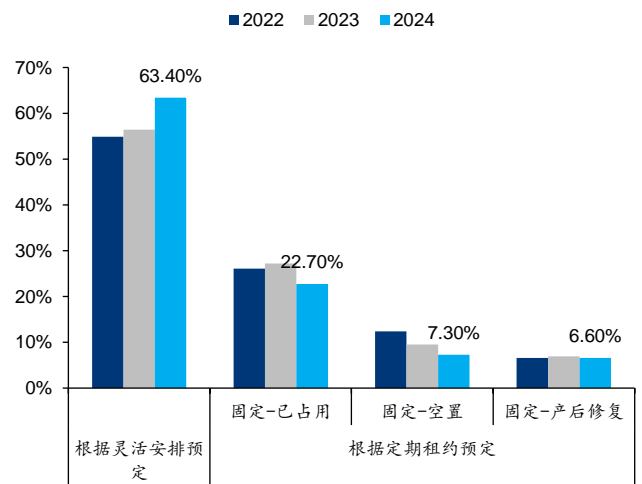
灵活租赁的轻资产运营模式，利好公司减少冷启动的试错成本，实现快速复制。据公司招股书，公司除部分成熟门店和样板间采用固定租赁形式以获取更加优化的租金，大部分皆是与酒店运营商的灵活安排（可根据实际需求预订房间）来运营月子中心。据招股书数据，2024年63.4%的租约通过灵活租赁方式预定，而剩余36.6%的定期租约中，仅7.3%的租约空置。轻资产模式使公司能以较低成本实现快速扩张，通常来看公司每个新中心运营3个月能实现净正经营现金流（招股书）。此外，上述轻资产及规模化模式可帮助公司整合竞争对手，快速实现新市场破冰。

图表39：公司与与黄金地段高档酒店合作



资料来源：公司招股书，爱帝宫招股书，华泰研究

图表40：酒店客房销售成本的租赁成本占比明细



资料来源：公司招股书，华泰研究

人员迭代：护士替代月嫂，标准化服务，降维打击

我们认为，人作为服务价值的直接输出者，决定体验的温度与深度，与品牌形象高度关联，一套可孵化、可复制、可迭代的专业化人才系统比场地资源更为可贵的竞争力。酒店可通过资金投入快速获取，但服务业运营环节琐碎，能支撑规模化扩张的专业化人才建设需要长期的培训机制、文化渗透与流程打磨才能建成。从校企合作到贝康护理学院落地再到标准化 SOP 制定，圣贝拉所构建的成熟人才供应链是为支撑公司持续发展的“鲜活竞争力”。

专业团队替代月嫂，自建贝康护理学院优化人才端自造血能力，孵化行业最大的专业护理团队。据沙利文，行业内许多竞争对手主要依赖普遍没有接受过系统或专业培训月嫂或育儿嫂进行服务。而公司通过自建培训学校（贝康护理学院）以及与30多所护理学校定向招聘的方式，已建成规模最大的持证护理专家团队。据招股书，截至2025年6月10日，公司拥有护工885人，产后护理专家693人，全职产后修复专家97名。截至24年12月31日，每家自营月子中心平均约有13至14名一线护理专家和1-2名其他专家。我们认为，相较于依靠经验主义的年长月嫂，年轻、专业的护士团队不仅更加契合用户需求，形成显著的人才壁垒，亦有效降低了单位人工成本，为双赢之举。

严格有效的培训+清晰的职业发展路径，团队兼具温度和成长，整体流失率较低。培训机制上，公司构建了覆盖产后、家庭、养老护理等领域的综合培训体系，自主开发20个综合性母婴主题培训计划（包含护理专业和礼仪培训），配套定期笔试与实践技能测试，上岗前需完成1个月岗外培训及1个月在职培训，夯实专业基础。晋升机制上，基于护理专家的经验与资质设置多级成长体系（护士-护理组长-护理长-护理总监-护理督导-全国护理督导），职业路径清晰可及，获得美国认证协会（ACI）等权威认证者可晋升至高级岗位，激发团队成长动力。据招股书，截至25年6月10日，约97%的护理专家已通过护士执业资格考试；23年其护理专家流失率为32.7%，低于行业平均水平（约40-50%）。较低的流失率不仅保障了用户体验的稳定性与一致性，更降低了重复培训成本，强化了服务品质的可持续性。

图表41: 公司通过专业护理团队替代月嫂

成立贝康护理学院
2017 贝康护理学院 & AP 国际母婴护理授权签约仪式

30+ 高校合作成立共创班
武汉城市学院 新闻网

ACI 合作认证, 规模最大的护理专家团队

细化 SOP, 服务流程标准化

资料来源: 公司官网, 武汉城市学院官网, 华泰研究

图表42: 公司护士培训过程&员工人数分布 (截至 2025 年 6 月 10 日)

严格的护士选拔过程

【筛选】

- ✓ 对口专业: 3年+全日制护理专业毕业, 成绩全校前30%
- ✓ 专业实习: 院内轮岗至少8个月, 持盖章实习证明
- ✓ 持证上岗: 专护执业资格证

【培训】

- ✓ 资质培训: 通过ACI中级国际母婴护理师培训
- ✓ 进阶: IAIM国际婴幼儿抚触培训、IPHI国际婴幼儿睡眠培训
- ✓ 顺畅沟通: 通过明星礼仪沟通课培训

【测试】

- ✓ 健康检查: 通过甲乙丙肝/梅毒艾滋/幽门螺旋杆菌等体检
- ✓ 安全背调: 4项公安级背调全绿灯通过
- ✓ 心理测试: 通过性格倾向/情绪管理/人际交往/压力应对4项
- ✓ 能力考核: 一周3次考核, 覆盖产妇产及新生儿护理等4大项

建成体系化团队

员工人数分布 (截至 2025 年 6 月 10 日):

- 研发: 2%
- 财务: 2%
- 人力资源: 2%
- 行政: 1%
- 其他: 4%
- 运营: 18%
- 护士: 57%

产后护理专家 693名
全职产后修复专家 97名

4周|封闭式培训 | 33项|实操演练 | 20大项|标准考核
7大项|宝宝百日敏感期护理 | 近100项|护理红线严格规定
6大项|产妇产及新生儿应急预案加强培训

资料来源: 公司招股书, 华泰研究

权威、科学、前沿的标准化操作规程 (SOP) 体系, 不仅重新定义家庭护理行业标准, 更成为规模化复制、高客户满意度的核心保障。在完成场景与人员重塑后, 服务落地作为供应链重塑的最终环节, 其标准化程度直接决定体验质量。公司联合美国认证协会 (ACI) 及博士专家团队, 共同制定母婴护理服务基准并编制 SOP, 将规范细化至每一个具体操作环节。公司目前所有月子中心均全面部署该体系, 覆盖业务全流程——包括分工机制、母婴护理程序及营销服务等, 确保服务质量的一致性。以圣贝拉为例, 其采用 24 小时 1V1 专护保险级护理, 配备 9V1 服务团队, 精细化和专业化程度显著优于传统护理模式。

图表43: 圣贝拉模式服务 SOP

9V1 服务团队

5重护理防线 (专护-护理组长-护理长-区域护理总监-妇儿健康专家) 精细化护理

门店内稽核+总部运营组稽核

专护 24h 1v1, 保险级护理模式

圣贝拉严选专护, 4年以上专业养成

精细化宝宝护理 触达家长的每个细微关切

场景化妈妈护理 将关爱渗透至分秒之中

6大稽核体系, 只为100%客户满意

资料来源: 圣贝拉母婴中心官方小红书账号, 华泰研究

图表44: 圣贝拉及其他月子中心品牌服务 SOP

	圣贝拉	爱帝宫	茉莉智慧
护理方式	“5+1”护理, 9v1 服务, 团队专护*2*24h 轮班, 护理组长*1, 护理长*1, 护理总监*1, 妇儿专家*1, 母乳专家顾问*1。专护4年以上专业养成, 具备专护执业资格证	10v1 专属护理团队 24h 响应, 双证专护 24h 贴身照顾	三环专护, 资深母婴护理师+双证高护+主任级妇儿专家
喂养及护理	<ul style="list-style-type: none"> 定制精细化喂养方案, 坐姿式拍嗝, 自然干燥法, 自研腋下圈预防游泳时颈动脉压迫风险; 妈妈&宝宝晨间+午间+晚间护理; PIGC 智能系统数据全记录, 母婴数据云储存 	<ul style="list-style-type: none"> 调整宝宝哺乳作息; 定制高匹配私享护理、喂养方案; 每日记录 16 项健康指标; 云端传导宝宝健康数据并及时同步家长 	<ul style="list-style-type: none"> 智能化母婴照护系统, 实现精准睡眠看护, 实时监测反馈, 宝宝动态共享, 考核服务质量; 十全十美满月礼
产后修复	<ul style="list-style-type: none"> 定制型组合方案 阶段性全周期方案 八类餐单、五大原则 养生茶+早燕晚胶 	<ul style="list-style-type: none"> 腹直肌运动修护训练 香灸深度调养 特聘驻店营养师×中式料理 3000+月子餐品库, 三餐+两点 	<ul style="list-style-type: none"> 身材管理、妊娠纹调理、头皮管理、产后回乳、痛感管理 每日三餐三点, 可按需调整 (仅以北京华尔道夫店为例)
饮食			

资料来源: 圣贝拉母婴中心官方小红书账号, 茉莉智慧母婴护理中心小红书官方账号, 深圳爱帝宫月子中心小红书官方账号, 华泰研究

我们认为，SOP 的推广不仅实现家庭护理流程的标准化，更提升了业务可扩展性与质量控制能力，推动公司以专业化、标准化服务重新定义家庭护理行业范式，进而有效提升客户满意度。这一行业引领地位得到权威认可——公司受邀参与全国保健服务标准化技术委员会组织的中国母婴护理领域国家标准审查工作，进一步巩固了在行业标准制定中的话语权。

立足全周期服务，经营高质粘性圈层

公司依托大单品（月子中心）实现破圈，依托多品牌矩阵构建全品类家庭护理一站式解决方案，从而实现对目标客群的长期锁定与 ARPU 值提升。我们认为，高端品牌的塑造一方面源于对高品质服务的长期坚守，另一方面则依赖于圈层流量的持续经营和粘性复购。具体而言，公司将高端的圣贝拉月子中心作为破圈入口——通过其全国性网络扩张，在目标客群生命周期的早期关键节点（如产后阶段）率先建立品牌认知与链接，抢占市场先发优势。在此基础上，公司以多品牌战略延伸服务边界，提供覆盖高端化、多元化、个性化的服务及产品组合，精准匹配客群在不同生命周期阶段的动态需求，推动用户心智持续回流。

多品牌协同，撬动泛产业链交叉销售

公司已将产后护理的成功经验复制至更广阔的家庭护理产业链，旗下品牌矩阵中女性生殖健康管理品牌（STB）、到家服务品牌（予家）及食品品牌（广禾堂）均已形成一定经营规模。这些品牌与产后护理业务形成高效协同，不仅覆盖更长周期、更广阔的家庭护理场景，更有利于通过用户需求的交叉渗透，构建起“孕期-产后-长期健康管理”的消费闭环，进一步释放品牌矩阵的协同价值。

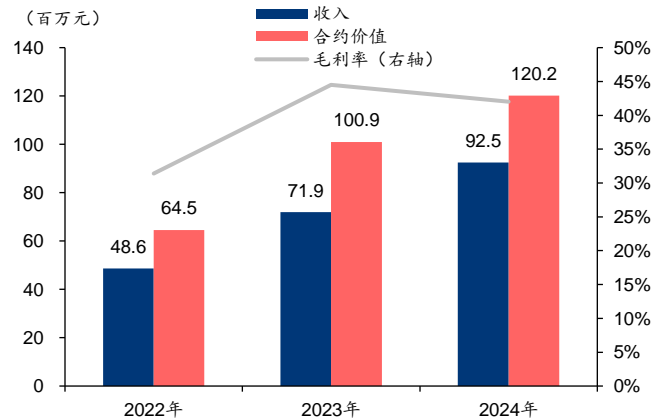
STB（产后修复品牌，适用 1-3 个月场景）：产后修复是与产后护理协同度最高的板块，直接体现了消费者信任的回响。公司孵化出国内高端女性生殖健康管理品牌 STB，精准承接了这一核心需求。目前，STB 已构建起覆盖身体调理、肌肉修复、皮肤修复、哺乳支持及塑形等多场景的服务体系，不仅能助力产后妈妈实现体型修复，改善新陈代谢、废物排出及血液循环，更已将服务边界拓展至孕前管理领域。据公司招股书，公司产后修复业务与 11 名外部供应商保持稳定合作关系，2024 年 84% 的产后护理客户已复购产康服务。24 年公司产后修复收入为 0.92 亿元/23-24 年均增速为 38%/毛利率为 42%。

图表45：产后修复业务经营情况拆分，2022-2024

		2022	2023	2024	趋势
客均收入（元）	圣贝拉	38,531	35,217	33,003	↓
	艾屿			13,182	↑
	小贝拉	11,631	11,874	12,686	↑
平均客户数（个）	圣贝拉	933	1,379	1,659	↑
	艾屿			406	↑
	小贝拉	1,089	1,966	2,553	↑
产后护理-产康连带率	圣贝拉	86%	120%	120%	↑
	艾屿			134%	↑
	小贝拉	69%	99%	94%	↑

注：1. 产后修复客户数 = 产后修复服务总收入 ÷ 每名产后修复客户的平均收入；2. 产后护理-产康连带率 = 产后修复服务客户数 ÷ 产后护理服务客户数
资料来源：公司招股书，华泰研究

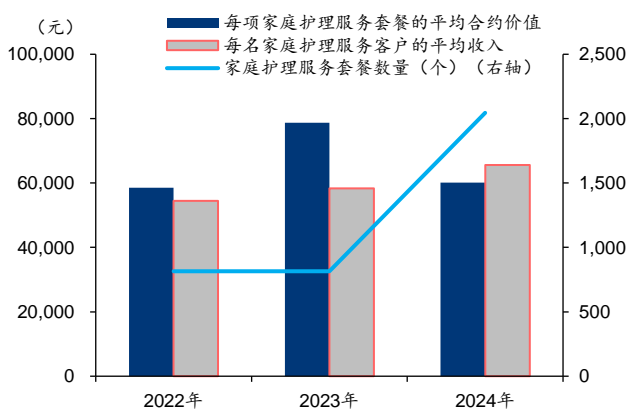
图表46：圣贝拉产后修复收入、毛利率及合约价值，2022-2024



注：合约价值 = 产后修复服务客户数 × 每名产后修复客户的平均合约价值。
资料来源：公司招股书，华泰研究

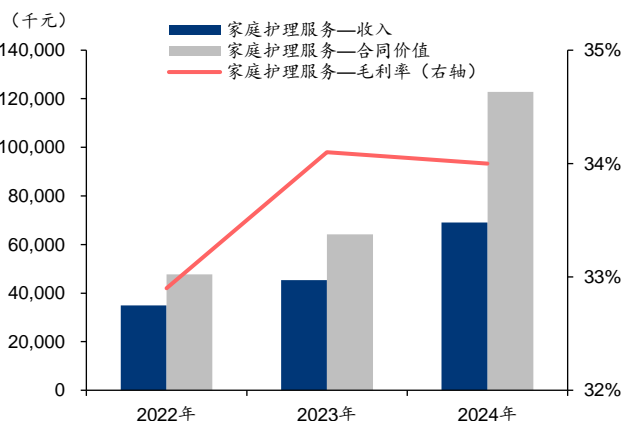
予家（育婴师到家品牌，适用 3-36 个月场景）：作为家庭护理领域的领先品牌，予家服务场景（3-36 个月）是月子中心服务的自然延伸与场景迁移。该品牌核心竞争力体现在服务团队的专业性上：不仅配备自主培训的年轻专业育婴师团队（截至 24 年，40 岁以下育婴师占比 35%），还依托内部护理专家提供远程客户咨询支持，形成“落地服务+远程指导”的闭环体系。服务内容方面，予家主打 3 个月-3 岁的家庭护理套餐，涵盖育儿服务、育儿指导、幼儿护理及幼儿成长管理等全维度需求，支持按客户定制化标准满足特殊家庭护理场景，价格区间为 17.3 万-38.4 万，精准覆盖中高端家庭需求。从业务协同性看，家庭护理服务的发展能够与产后护理服务实现无缝衔接，形成服务链条的自然流转。这一协同效应在客户转化上表现显著：2024 年，单独购买予家服务的 574 名客户中，约 76% 来自产后护理服务的老客户复购，既验证了用户对品牌的持续认可，也体现了业务生态平台的高粘性 与协同价值。24 年公司予家收入为 1.23 亿/23-24 年均增速为 41%。

图表47：家庭护理服务量价拆分，2022-2024



资料来源：公司招股书，华泰研究

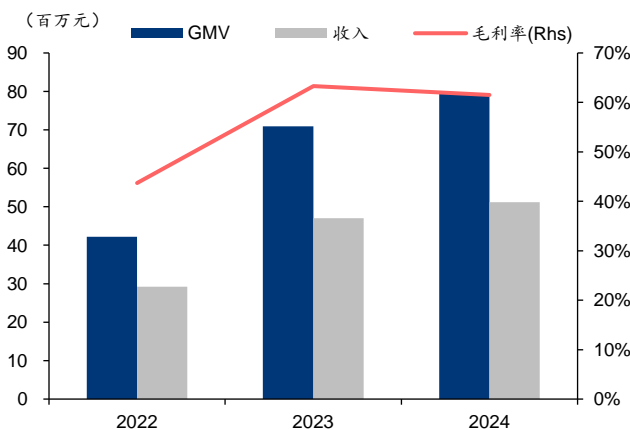
图表48：予家-家庭护理服务收入/合同价值及毛利率，2022-2024



资料来源：公司招股书，华泰研究

广禾堂（健康食品，全周期适用）：广禾堂在营养、健康及保健领域已耕耘 20 多年，不仅扩大了客群受众范围，也是公司从服务走向“服务+零售”的关键布局。广禾堂以植物提取物和专利配方为核心，借鉴传统中医理论，已研发出 90 个 SKU。自 2021 年 10 月被收购以来，广禾堂加速战略升级，完成从线下渠道向线上渠道的重心迁移，持续迭代产品并扩充组合，逐步覆盖女性全生命周期的健康需求，实现品牌定位的全面转型。收购后，广禾堂 GMV 和毛利率显著提升，24 年广禾堂 GMV 达 7.93 亿/23-24 年均增速为 48%。24 年广禾堂旗舰店于天猫及抖音的产后营养品类别的销售金额排名第一（招股书）。同时，公司借助广禾堂在女性健康食品领域的专业积淀，对月子中心产后菜单进行重构，强化功能性设计，新增多元菜系及素食选择，既提升了月子中心的客户体验，也实现了跨品类、跨品牌的相互赋能，形成业务生态的正向循环。

图表49：广禾堂健康产品 GMV，收入和毛利率，2022-2024



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表50：广禾堂核心产品系列及定价图

产品类别	精选产品	价格范围 (每个SKU)
孕期 春气草本茶	早燕窝产品含有可食用鱼胶和燕窝汤，旨在满足孕妇产后早晚饮食需求。春气是一种草本茶产品，按照自主研发的配方，采用天然营养成分制成。	278-668元
产后及哺乳期 月之精华产后汤礼包	提供产后28天或42天全天的全套汤料—特色产品月之精华。还提供单独的食品，例如用于促进泌乳的专利汤配方月乃汤，以及其他食品。	188-3980元
流产后 亦如初膏方套装	对于流产的女性，提供为期14天的膏方产品亦如初，由食品成分制成，以帮助她们实现身体康复。	1980元
日常健康 757美月精华饮品	研发了针对女性日常生活特定健康问题的产品，例如帮助从睡眠不足中恢复的春气草本茶，以及于女性月经周期调理身体的757美月精华饮品等	59-799元

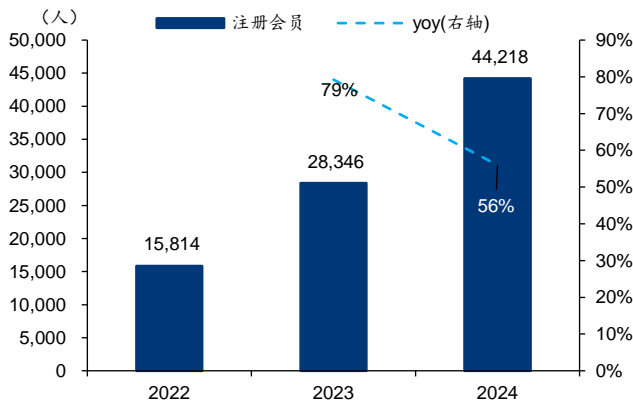
资料来源：公司招股书，华泰研究

精耕会员池，圈层裂变放大品牌声量

我们认为，布局全周期（LTV）服务场景，重在培育圈层客群。以高端业务条线奠定品牌调性，深度绑定高价值客群是起点，通过心智回流、圈层裂变进一步焕活流量，实现口碑传播、品牌影响力拓宽，还需依赖于会员的持续经营。受益于品牌调性和完善的一站式服务体验，公司已沉淀了一批具有强大消费能力并愿意为其所需的可靠、优质服务及产品付费的广大客户群，例如企业家、明星和头部 KOL。截至 24 年底，公司会员计划「Sapphire Union」含有 44,218 名注册会员，较 22 年增长了约 1.8 倍。

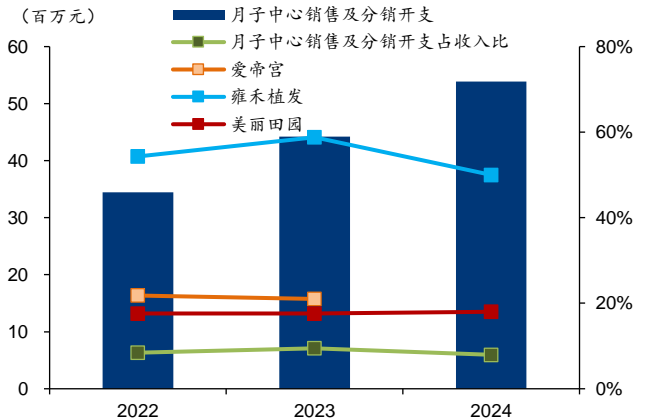
我们认为，种草经济时代，头部 KOL 的种草内容往往能引导大量用户实现消费决策转化。因此，这类高净值用户成为公司优质的粘性用户圈层的同时，反过来也成为品牌宣传最好的名片，放大大口碑效应，产生有说服力的营销影响力。和传统“花钱买流量”的广告营销方式相比，公司特色的圈层裂变式品牌营销对塑造公司品牌形象和促进持续增长起到事半功倍的作用。24 年公司销售开支占月子中心收入比重的 7.9%（vs 雍禾植发 50%，23 年爱帝宫 21%，美丽田园 18%）。2023 年圣贝拉成为小红书搜索量最高的月子中心品牌。

图表 51：公司注册会员人数及 yoy, 2022-2024



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表 52：公司月子中心销售及分销开支费率与友商比较, 2022-2024



资料来源：公司招股书，各公司年报，华泰研究

公司维持及升级综合会员计划，优化会员权益，延展会员留存周期和交叉销售转化。当前公司已建立连接不同业务领域的一体会员计划「Sapphire Union」,客户在产后护理服务、产后修复服务或家庭护理服务消费后皆可获得会员积分，客户会员级别与其在集团内的生命周期价值额相对应，不同级别会员相应享受的权益有所不同。会员可使用会员积分兑换商品，亦可享受业务合作伙伴提供的权益，包括美容、医疗保健、时尚、购物及旅游等。公司亦与数家连锁购物中心、高端连锁酒店合作建立会员等级互惠机制，展现品牌实力。

为留存客户并激发客户忠诚度，公司于整个生命周期内提供专属活动与一站式服务：1) 品牌联名活动：公司为客户提供独家及限量版奢侈产品和服务，包括品牌联名产品、联合举办展览活动、奢侈品和护肤品的私人销售活动等。2) 组织独家会员私人活动，例如私人音乐会、艺术活动及与名人的社交聚会。丰厚的会员权益延长了流量留存周期，并持续赋能其他变现机遇和交叉销售。

图表 53：公司会员权益体系

会员等级	所需生命周期价值金额 (人民币)	福利
尊享	128,800 元	签约、入住、离馆礼遇；季节礼品及电子礼券
金卡	258,800 元	所有尊享等级福利包括：免费一对一专家咨询，包括与我们的一名区域首席护理官进行不限次咨询及一次中医营养学咨询；参加奢侈品品牌联名活动
铂金	388,800 元	所有金卡等级福利包括：免费咨询首席护理官；一次免费的产后修复咨询；参与精选的亲子美育系列活动
蓝钻	588,800 元	所有铂金等级福利包括：不限次进行中医营养学专家咨询及咨询首席护理官；受邀参加限定开业盛典及圣贝拉晚宴

资料来源：公司招股书，华泰研究

图表54：圣贝拉 VIC 会员活动



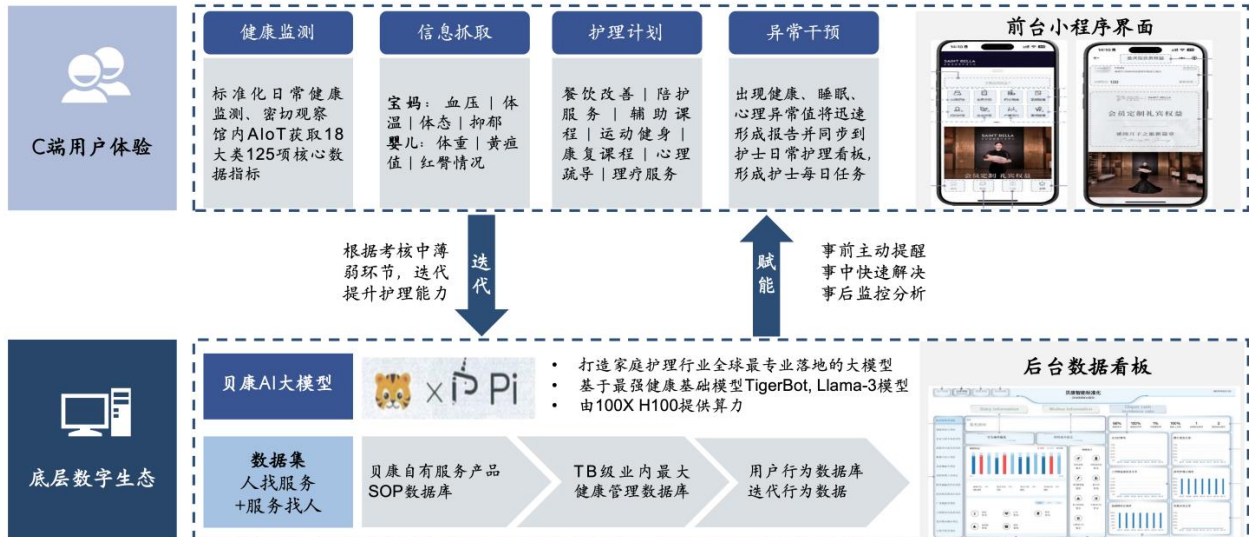
资料来源：圣贝拉母婴中心官方小红书账号，圣贝拉母婴中心小程序，华泰研究

数字化系统为驱动，提升标准化能力

公司是首批拥有专有 IT 平台的 SaaS 市场参与者之一。据招股说明书，公司自 2019 年起开始建设其智能化服务体系，将护理场景与信息化相结合，基于健康基础模型 TigerBot, Llama-3 模型，由 100X HI100 提供算力，搭建专有贝康 AI 大模型，旨在打造家庭护理行业的领先大模型。在应用层面，利用贝康自有服务产品和专业化的应用场景，积累了自有产品 SOP 数据库、2B 级业内最大的健康管理数据库、用户行为数据库，建成自有终端产品，持续反哺大模型的基础能力，实现数据积累和平台迭代升级的正向循环。

建立以数据为载体的服务体系，提升运营精细化水平，构建标准化、体系化数据服务流程。据招股书，圣贝拉以科技赋能高效护理服务，将服务各流程及功能模块嵌入 SaaS 系统以实现全域数据一体化管理。护理系统通过全息健康档案和 AIoT 硬件全服务健康监测，将所收集的客户睡眠质量、体重及代谢等健康数据可视化，以实现全方位、动态化监测母婴健康，实时捕捉异常数据，并迅速同步至护士的护理看板，以便及时进行有效干预。当前系统支持采集 18 大类、共计 125 项核心健康指标（如产妇睡眠状态、婴儿红臀风险等），指导护士进行异常干预。

图表55：数字化服务平台运作流程



资料来源：公司招股书，华泰研究

用户体验侧：背靠专有技术平台，首创“数据驱动+服务找人”运营机制，护航快速扩张的同时，做优服务品质和用户体验。不同于传统服务行业依赖用户主动提出需求，以“人找服务”为运营模式，公司以数字化系统为驱动，运用专有技术平台，创造性搭建了以数据为载体，覆盖“获客转化-公司运营/客户体验-流量留存”多链路，主动为客户提供个性化的健康管理解决方案。换句话说，公司的核心竞争力并非是一套 SaaS 系统，而是一套结合服务流程和用户体验的综合体系。

具体而言，通过数据库与大模型算法的结合，系统可生成针对性护理建议，助力护理人员精准洞察客户需求，实现“千人千面”的护理服务，既保障护理标准的统一，又满足服务定制化需求。以母婴场景为例：针对母亲，可依据其个人需求与偏好提供定制化服务，如专属体重管理方案、压力调节计划等；针对婴儿，则通过监测饮食、新陈代谢等健康数据，优化护理流程，提前预防常见健康问题。面向 C 端消费者，公司打造了便捷的小程序服务入口，用户可随时查看服务详情，数据实时更新，操作简单直观。这种领先的数字化能力，进一步提升了品牌服务体验的竞争力。

图表56：圣贝拉微信小程序页面展示



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表57：圣贝拉护理服务平台看板



资料来源：公司招股书，华泰研究

公司运营侧：数字化系统提升服务专业性、稳定服务质量，同时赋能运营效率提升与标准化扩张。我们认为，线下连锁的关键在于高效运营的标准化复制。依托专有护理平台，公司可实时监控各中心运营情况，跨区域高效管理，有望在运营效率持续优化上脱颖而出。同时，系统支持动态人力配置，按需调度护理人员，可显著提升人效。此外，平台追踪客户留存、供应链等关键指标，持续优化 SOP 流程，赋能标准化经营。借助 SaaS 赋能，公司有望实现有机增长与外延整合，拓展家庭护理场景，推动网络化、长效发展。

未来看点：横向整合、纵向延伸、构建家庭护理生态体系

窄路可循远，细流自悠长，从商业模式看，公司未来发展趋向有三：**1) 短中期：拓宽境内外门店网络+增厚单店平均收入。**聚焦主业，月子中心营收和利润规模增长依托于门店扩张及单店收入提升。扩张角度，基于公司打造的酒店-人才-数字化一体化供应链能力，有望在全球范围内实现快速复制和整合，尤其以管理输出模式为主导的海外是为增量蓝海市场，有望成为后续增长重要的驱动引擎。单店角度，UE 模型中虽然可变成本占比较高，但伴随品牌声量和规模优势强化，以及新店逐步爬坡成熟，我们认为单店平均收入和盈利能力皆有一定提升空间。**2) 中长期：进一步延长客户 LTV，从女性健康延伸至全生命周期家庭健康管理平台。**公司以经营人群为起点，通过终生会员权益和多元化一站式服务持续做高其 ARPU，并向其周围亲友溢出。我们认为，伴随我国老龄化程度深化、银发经济浪潮迭起，养老护理业务有望成为长期维度的又一新增长曲线。**3) 远期：构建产业生态的长期价值，激活更广阔的用户人群。**公司底层以标准化运营能力为驱动，自建 IT 基础设施、专业化护理团队和轻资产商业模式正在重塑行业标准，有望进一步推动产业整合与升级。此外，公司重视 AI 科技赋能，挖掘可复制、可落地的家庭护理的解决方案，有望打破服务的地域性局限，突破着服务周期和人群，有望再延展家庭护理产业边界。

图表58：圣贝拉三大发展战略



资料来源：公司招股书，华泰研究

横向拓宽：稳步推进全球扩张，引领东方服务出海

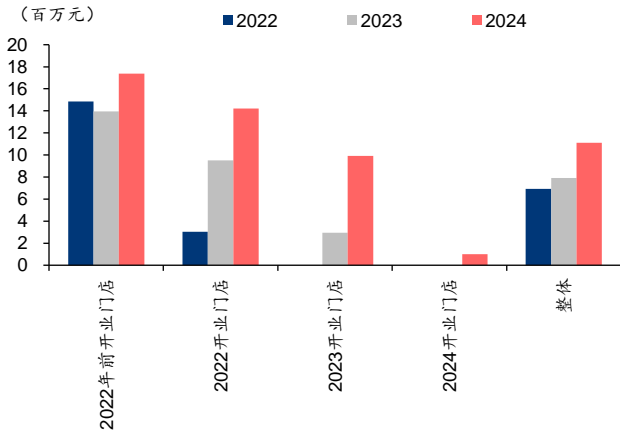
内生增长：单店积极爬坡，发力海外+下沉+管理输出

UE 维度：

轻资产灵活租赁模式下，公司单店模型可复制性强，投资回收期短，合伙人吸引力充足。以一家成熟的自营圣贝拉月子中心为例，初始投资额约为人民币 80-150 万，成熟阶段每月平均待客 16-17 人，年收入可达 4000 万，年门店层面税后净利润可达 516 万/对应毛利率 35%，净利率 13-20%，通常每个新中心运营 3 个月即能实现净正经营现金流（招股书）。

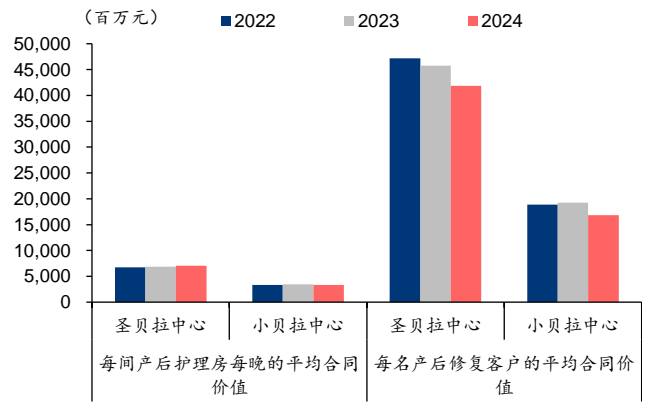
伴随 UE 模型不断成熟，单店店均收入有望继续爬坡。2022 至 2024 年，公司自营月子中心店均月收入不断提升，23/24 年分别提升 14.3%/40.5%。2024 年，22 年前开业的同店年均收入实现 1739 万，展现出较为积极的向上趋势。我们认为，伴随成熟门店占比提升，公司单店收入和盈利能力皆有较大提升空间。

图表59: 公司自营月子中心不同开业时间门店均年收入表现



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表60: 公司自营月子中心每间夜平均合同价值



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表61: 圣贝拉品牌 UE 敏感性分析

年收入 (百万元)	16	31	50	62	94
客户数 (人/月)	5	10	16	20	30
客单价 (人/套餐期)	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000
客单价 (人/产后康复)	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
成本项					
酒店-租金	35%	35%	35%	35%	35%
酒店-月子餐	10%	10%	10%	10%	10%
人工	15%	15%	15%	15%	15%
物料及第三方服务	5%	5%	5%	5%	5%
产后护理毛利率	35%	35%	35%	35%	35%
可变/固定					
酒店-房间成本	16%	8%	10%	8%	8%
人工	8%	8%	8%	8%	8%
仪器设备、物料	12%	12%	12%	12%	12%
第三方分成	17%	17%	17%	17%	17%
产后康复毛利率	47%	55%	53%	55%	55%
销售费用	0.94	1.87	3.00	3.74	5.62
销售费用率	6%	6%	6%	6%	6%
管理费用	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
管理费用率	13%	6%	4%	3%	2%
税前净利润 (百万元)	2.89	8.25	14.21	18.50	28.75
门店层面税后经营利润 (百万元)	2.74	7.84	13.50	17.57	27.31
OPM	18%	23%	26%	27%	27%
总部中台费用	1.56	3.12	4.99	6.24	9.36
占比	10%	10%	10%	10%	10%
门店层面税后净利润 (百万元)	1.18	4.72	8.51	11.33	17.95
NPM	8%	15%	17%	18%	19%
初始投入 (百万元)	1	1	1	1	1
回报周期 (月)	10.1	2.5	1.4	1.1	0.7

资料来源: 公司招股书, 华泰研究预测

图表62: 小贝拉品牌 UE 敏感性分析

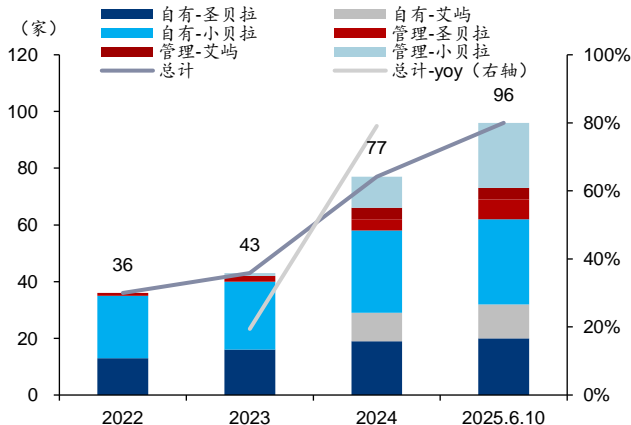
年收入 (百万元)	7	14	23	29	43
客户数 (人/月)	5	10	16	20	30
客单价 (人/套餐期)	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
客单价 (人/产后康复)	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
成本项					
酒店-租金	35%	35%	35%	35%	35%
酒店-月子餐	10%	10%	10%	10%	10%
人工	15%	15%	15%	15%	15%
物料及第三方服务	5%	5%	5%	5%	5%
产后护理毛利率	35%	35%	35%	35%	35%
可变/固定					
酒店-房间成本	20%	10%	13%	10%	10%
人工	20%	20%	20%	20%	20%
仪器设备、物料	8%	8%	8%	8%	8%
第三方分成	17%	17%	17%	17%	17%
产后康复毛利率	35%	45%	43%	45%	45%
销售费用	0.43	0.86	1.38	1.73	2.59
销售费用率	6%	6%	6%	6%	6%
管理费用	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
管理费用率	13%	6%	4%	3%	2%
税前净利润 (百万元)	1.17	3.49	6.05	7.91	12.33
门店层面税后经营利润 (百万元)	1.11	3.32	5.76	7.51	11.71
OPM	15%	23%	25%	26%	27%
总部中台费用	0.72	1.44	2.30	2.88	4.32
占比	10%	10%	10%	10%	10%
门店层面税后净利润 (百万元)	0.39	1.88	3.44	4.63	7.39
NPM	5%	13%	15%	16%	17%
初始投入 (百万元)	1	1	1	1	1
回报周期 (月)	30.9	6.4	3.5	2.6	1.6

资料来源: 公司招股书, 华泰研究预测

拓店将重点围绕“1) 国内推动小贝拉品牌向下沉市场渗透; 2) 发力境外核心城市; 3) 提升管理输出占比”三大方向推进:

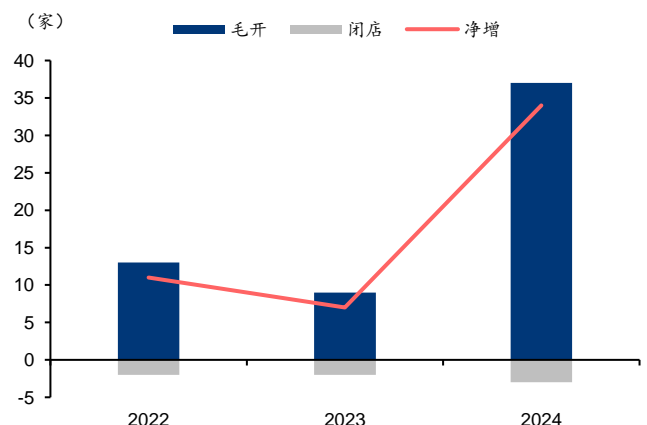
24年月子中心门店呈现扩张提速趋势, 至今门店数已接近 100 家。拓展月子中心网络是实现收入规模可持续增长, 挖掘更多综合家庭护理平台重要客户流量的关键入口。截至 25 年 6 月 10 日, 公司拥有 96 家月子中心 (境内 93 家, 境外 3 家)。增速上看, 2022/2023/2024 至今分别净新增 11/7/34 家, 22-24 年门店规模 CAGR 为 46%, 24 年伴随管理输出能力提升, 扩张呈加速趋势。

图表63: 公司全球月子中心门店数



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表64: 公司开关店情况, 2022-2024



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

1) 继续拓展境内空白市场，以多元化品牌矩阵抢占不同市场：如前所述，伴随女性悦己意识增强、家庭结构演变、生育年龄延后，产后护理及修复仍为国内家庭护理行业中增长潜力最高的细分赛道之一。因此，继续在中国内地拓展月子中心网络或为公司未来最重要的战略方向之一。截至 25 年 6 月 10 日，公司在中国境内拥有 93 家月子中心，一/二线城市门店数占比为 52/48%。品牌结构上看，圣贝拉扩张仍保持相对克制，以一线城市为主，一线城市门店数占其品牌门店总数的 75%。小贝拉则开始发力二线城市，二线城市门店数占品牌门店总数的 62%。

此外，公司也在探索多元化自营模式：一方面，聚焦发展独栋别墅内运营的月子中心，配备更多产后护理所需设施，为潜在客户提供更私人化的体验，从而在核心城市获取更多市场份额。据招股书，公司计划 2025-2027 年新增 4-5 家 Bella Villa 月子中心。另一方面，公司积极加强与政府合作。24 年 11 月，公司携手杭州市国资企业打造近 6000 m²集月子护理、产后修复等多功能于一体的综合性母婴护理独栋大楼，响应国家优化生育政策号召的同时，亦以更低的成本撬动了更多客源增量。

图表 65：公司中国境内月子中心分布情况

	2022	2023	2024	2025.6
中国境内				
一线城市				
圣贝拉	11	13	15	18
艾屿	0	0	8	10
小贝拉	9	9	18	20
一线城市总计	20	22	41	48
一线城市占比	57%	55%	55%	52%
二线城市				
圣贝拉	2	2	5	6
艾屿	0	0	6	6
小贝拉	13	16	22	33
二线城市总计	15	18	33	45
二线城市占比	43%	45%	45%	48%
境内-总计	35	40	74	93

资料来源：公司招股书，华泰研究

图表 66：公司国内门店网络图（截至 2025.6.10）



资料来源：公司招股书，华泰研究

中国内地开店空间测算：

据招股书，公司目标运用多品牌矩阵在全国选定的主要城市达致 30% 的市场份额。我们根据每个城市高净值家庭户数、人均可支配收入对我国境内圣贝拉、小贝拉两个品牌中期开店空间进行测算（考虑艾屿为个性化品牌，暂不设开店目标）：

方法 1：标杆城市密度法。我们将潜在目标城市分为一线城市/已进入二线城市/空白二线城市 3 块区域分别测算，筛选杭州、厦门、珠海为标杆城市，根据人均可支配收入对门店密度做系数调整（考虑杭州周边城市存在虹吸效应、北京市场竞争较为激烈、上海老龄化趋势较明显，我们做二阶系数调整）。

考虑市场成熟度和大众化趋势，我们假设杭州门店密度达到韩国的 50%，即每万户高净值家庭 0.93 家（vs 韩国：每万户高净值家庭 1.85 家），得出一线城市圣贝拉+小贝拉品牌中期开店空间为 109 家。二线市场以厦门和珠海为标杆，得出圣贝拉+小贝拉品牌中期开店空间为 125 家，加总中期开店空间为 267 家（圣贝拉 47 家/小贝拉 220 家），对应密度为每万户高净值家庭 0.56 家，当前门店数仍有 186% 的提升空间。

图表67: 公司内地中期开店空间测算(标杆城市密度法)

基本信息	当前门店规模 (2025.6)				当前门店密度 (店数/万户)			门店容量=标杆城市门店密度*收入调整系数*户数			未来净开店空间					
	人均可支配收入(元)	600w以上资产家庭数量(万户)	收入调整系数(vs标杆城市)	圣贝拉	艾尚	小贝拉	合计	圣贝拉	艾尚	小贝拉	圣贝拉	小贝拉	合计	圣贝拉	小贝拉	合计
一线城市																
标杆地区: 杭州、韩国	76,777	19	1.00	3	2	7	12	0.16	0.10	0.36						
北京	85,415	106	0.56	3	3	3	9	0.03	0.03	0.03	9	21	30	6	18	24
上海	88,366	92	0.81	7	4	4	15	0.08	0.04	0.04	11	27	38	4	23	27
广州	83,436	24	1.09	2	0	1	3	0.08	0.00	0.04	4	10	14	2	9	11
深圳	81,123	26	1.06	3	1	5	9	0.11	0.04	0.19	4	10	14	1	5	6
杭州	76,777	19	1.00	3	2	7	12	0.16	0.10	0.36	3	18	21	0	11	11
一线城市合计	81,982	286	0.90	18	10	20	48	0.09	0.04	0.13	31	86	117	13	66	79
二线城市: 公司已经进入的城市																
标杆城市: 厦门(圣贝拉)、珠海(小贝拉)	64,989	7	1.00	1	1	4	6	0.29	0.00	1.04						
二线城市合计: 武汉、重庆等22城	60,672	118	0.86	6	6	33	45	0.05	0.05	0.28	16	104	120	10	71	81
其他新城市: 当前高净值家庭数10000以上、且公司没有进入的市场																
标杆城市: 珠海密度*0.5	67,315	3	0.50	0	0	3	3	-		0.52						
新城市: 天津、西安等23城	52,001	74	0.80	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0	30	30	0	30	30
总计	64,885	478		24	16	53	93				47	220	267	23	167	190

资料来源: 国家统计局, 公司招股书, 胡润研究院《2024 胡润财富报告》, 华泰研究估算

方法 2: 市占率验证。结合我们在行业部分对超高端和中端月子中心未来潜在人群的测算, 我们假设公司在超高端和中端市场份额达到 30%/10%, 每月店均接待 20 人和 10 人, 得出圣贝拉/小贝拉中期门店规模可达 76/240 家。

综合以上, 我们认为圣贝拉+小贝拉品牌在我国内地中期门店规模可达 267-316 家左右。

图表68: 公司内地中期开店空间测算(市占率法)

超高端及以上月子中心潜在客群 (万人)	TAM (万人)	市占率							
		20.0%	23.0%	26.0%	30.0%	33.0%	36.0%	40.0%	
A: 年潜在目标客户 (万人)	6.1	5.23	44	50	57	65	72	78	87
B: 目标市占率	30%	5.50	46	53	60	69	76	83	92
C: 单店平均接待客户数量	240	5.79	48	56	63	72	80	87	97
D: A*B/C=目标门店数	76	6.10	51	58	66	76	84	91	102
		6.40	53	61	69	80	88	96	107
		6.72	56	64	73	84	92	101	112
		7.06	59	68	76	88	97	106	118
中端及以上月子中心潜在客群 (万人)									
A: 年潜在目标客户 (万人)	28.8	25	82	124	165	206	309	412	515
B: 目标市占率	10%	26	87	130	173	217	325	434	542
C: 单店平均接待客户数量	120	27	91	137	183	228	342	457	571
D: A*B/C=目标门店数	240	29	96	144	192	240	360	481	601
		30	101	151	202	252	378	505	631
		32	106	159	212	265	397	530	662
		33	111	167	223	278	417	556	695

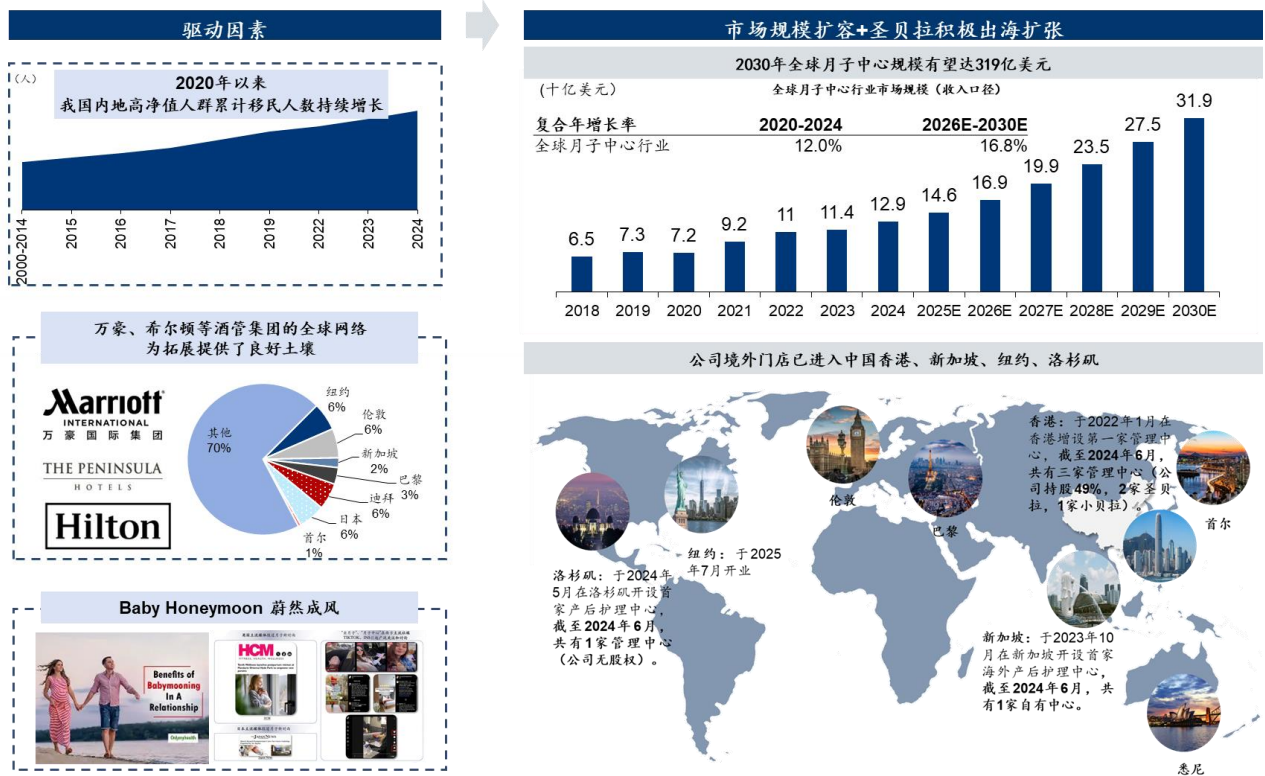
资料来源: 国家统计局, 公司招股书, 胡润研究院《2024 胡润财富报告》, 华泰研究估算

2) 扩展境外海外业务, 计划渗入全球核心国际城市:虽然“坐月子”为中国特有风俗习惯, 但我们认为产后女性疗愈身心的需求为全球共需。圣贝拉海外当下仍聚焦于华人华侨家庭, 随“baby honey moon”市场教育逐步深化, 未来有望逐步向更广泛人群拓展, 带动全球月子中心市场规模增长。据沙利文, 2024 年全球月子中心市场规模达 129 亿美元, 预计 2030 年达到 319 亿美元/25-30 年 CAGR 达 16.8%, 超过 19-24 年 CAGR(11.9%)。

中国内地首家拓展境外地区的月子中心运营商, 出海具备坚实的协同基础。公司于 22 年开始境外门店试水, 24 年境外收入达 912 万元/占比 1.3%, 截至 2025.7.2 已于中国香港、新加坡、大洛杉矶、纽约及加州地区开设圣贝拉门店, 并进一步计划渗透巴黎、伦敦等中国人群密集、与品牌调性相符的国际精选城市。我们认为, 依托国际酒店管理集团成熟的全球网络布局, 圣贝拉不仅能获得快速切入海外市场的本地化支撑, 更能借助其品牌影响力加速自身的国际认知渗透。强强联合的合作模式有望将品牌出海蓝图逐步转化为可预期的市场成果。

如何看待空间？从市场基础来看，目前海外华侨华人总数已达 6000 万（沙利文数据），2000-2024 年间中国内地高净值人群累计移民规模达 18.95 万人（Henley & Partners《全球私人财富迁移报告》），为圣贝拉出海构建了坚实的客群基石；从服务场景支撑来看，2025 年全球福布斯五星大奖酒店达 336 家（2025 福布斯旅游指南），则为高端服务落地提供了优质载体。供需两端优势为圣贝拉的全球化布局提供了丰沃的成长土壤。此外，作为月子中心全球网络的战略补充，公司还计划同步推进女性健康功能性食品业务的国际化扩张，同步挖潜海外人群的全生命周期价值。

图表69：圣贝拉海外市场空间广阔



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，2025 福布斯旅游指南，Henley & Partners《全球私人财富迁移报告》，华泰研究

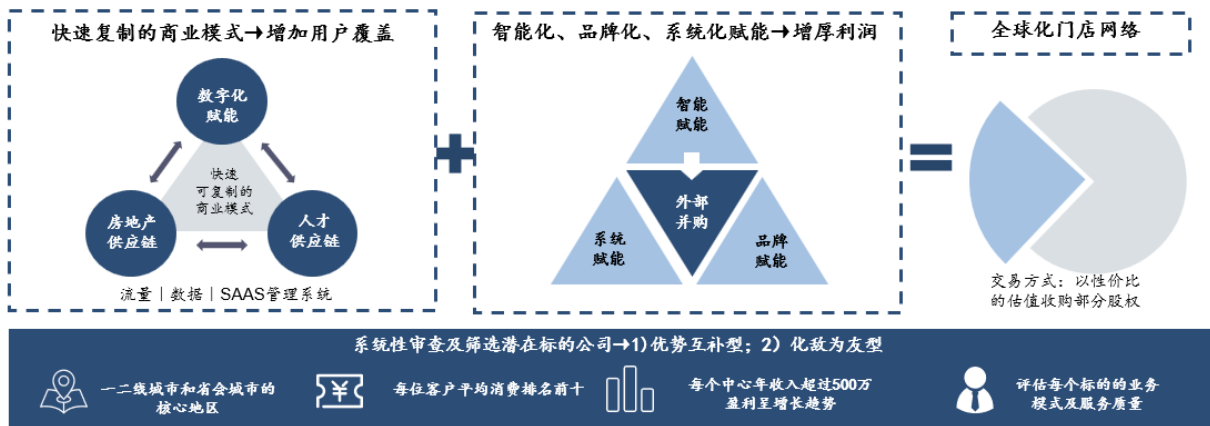
3) 在模式上，积极探索更轻量化的管理输出路径。截至 2025.6.10，公司管理中心门店数达 34 家(境内 32 家, 香港 1 家, 美国 1 家), 占总门店数比重达 35%, 较 23 年末占比+28pct。管理中心采用与知名第三方合作共赢的模式：以公司品牌为核心开设月子中心，股权由第三方全资拥有或多数持有，公司为这些中心提供管理及其他配套服务，并收取 120 万初始品牌和前期运营费，以及占营收的 5%-10%的持续管理费。我们认为，这种管理中心模式通过管理服务协议保障公司对月子中心服务质量的控制权，同时实现运营进一步轻量化——既能有效分散门店业绩爬坡风险并降低运营资本开支，也有利于科学撬动属地资源，降低进入境内外空白市场初期试错成本，跑出门店和营收规模加速度。公司计划继续扩大境内管理中心网络，截至 2025.6.10，香港管理中心公司持有合资公司 49%的股权，9 家内地管理中心持股比例介于 14.5%-30%（招股书）。

外延并购：化敌为友、强强联合，快速提升市场份额

1) **标准化整合区域对手，快速拉升市场份额，为体系注入经营活力。**通过内生增长拓展门店之外，公司亦积极寻求收购整合机会，提升既有城市的市场份额，并借助标的公司的既有资源与本地关系快速切入新市场，进而拓宽销售网络、强化规模效应，巩固行业龙头地位。2022/2023/2024 年，公司分别收购 3/1/0 家中心，通过与当地竞争者合并已进军四个新城市（南京、太原、海口及宁波）并提升 2 个现有城市（深圳、苏州）的市场份额。品牌策略维度，公司收购标的翻牌后主要采用小贝拉品牌，圣贝拉及艾屿网络则专注于有机增长，保持调性与克制。筛选维度，圣贝拉已建立系统化的潜在标的审查机制，对标的业务模式及服务质量实施严格评估，核心标准包括：1) 标的位于一二线城市或省会城市核心区域；2) 标的客户平均消费额位居当地前十；3) 单店年收入超人民币 500 万元，且最近一个财政周期实现净利润、盈利能力呈增长态势。

2) 公司亦积极探索与知名上下游战略合作伙伴（如优质医疗机构）的合作机会，借助其专业资质与资源触达多元化目标客群。公司于 2023 年 8 月完成对杭州美华（杭州知名妇幼医院）7.81% 的股权收购，与医院合作共同成立月子中心。我们认为，依托高端医疗机构的背书与资源共享，不仅能围拢更多对医疗支持有较高需求的潜在客群，亦为客户提供了更加全面、专业且高品质的“孕产育”一体化母婴护理体验，强化公司“科学服务”的品牌定位。公司借助外延并购的战略路径，有望快速实现能力维度的全面补全，进而向综合性家庭护理集团加速演进。

图表 70：圣贝拉外延并购模式

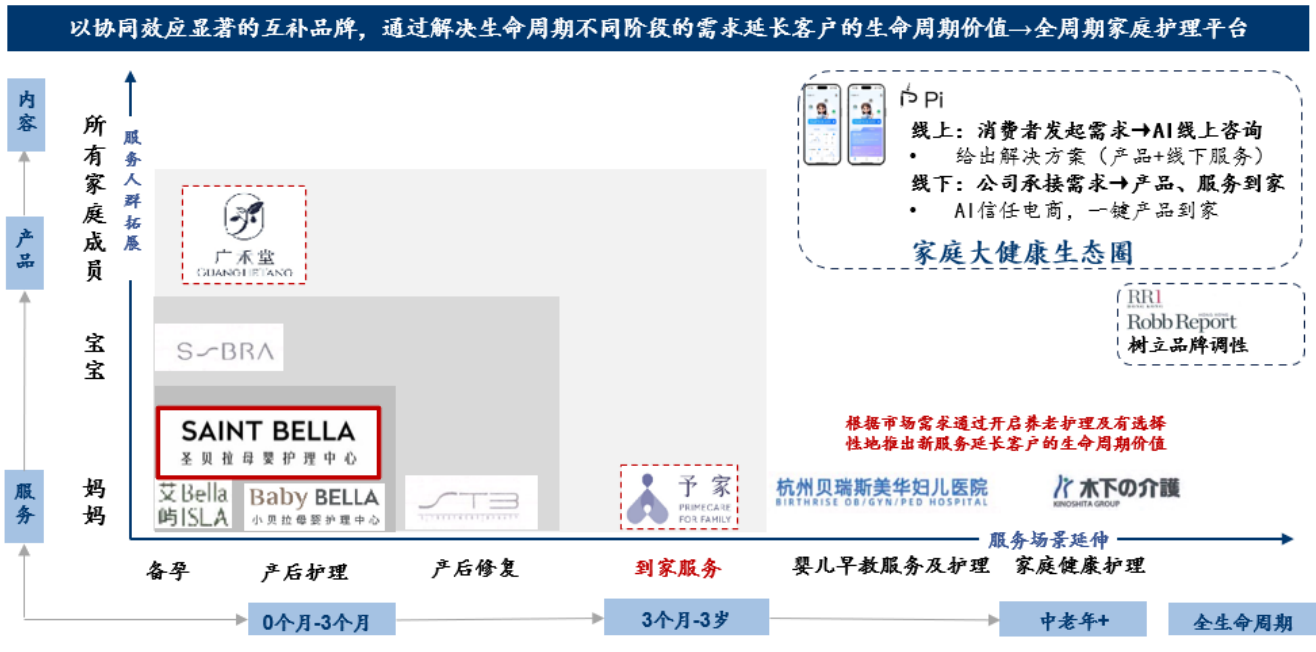


资料来源：公司招股书，华泰研究

纵向延伸：拓宽家庭护理平台，延长客户周期价值

我们认为，公司凭借多品牌矩阵打造的全场景家庭护理一站式平台，拥有较强的纵向延伸潜力。从用户全生命周期视角来看，除 STB、广禾堂、予家等品牌之外，整个家庭护理市场仍存在广阔拓展空间。公司已积累丰富的护理业态运营经验、专业人才储备及高粘性客户群体。基于此，公司能够持续向后端服务链条进行用户导流、裂变与转化，深度挖掘更广阔的养老护理等细分领域的市场机遇，进而构建多维度增长曲线。

图表71：圣贝拉旨在打造全场景家庭护理一站式平台



资料来源：公司招股书，华泰研究

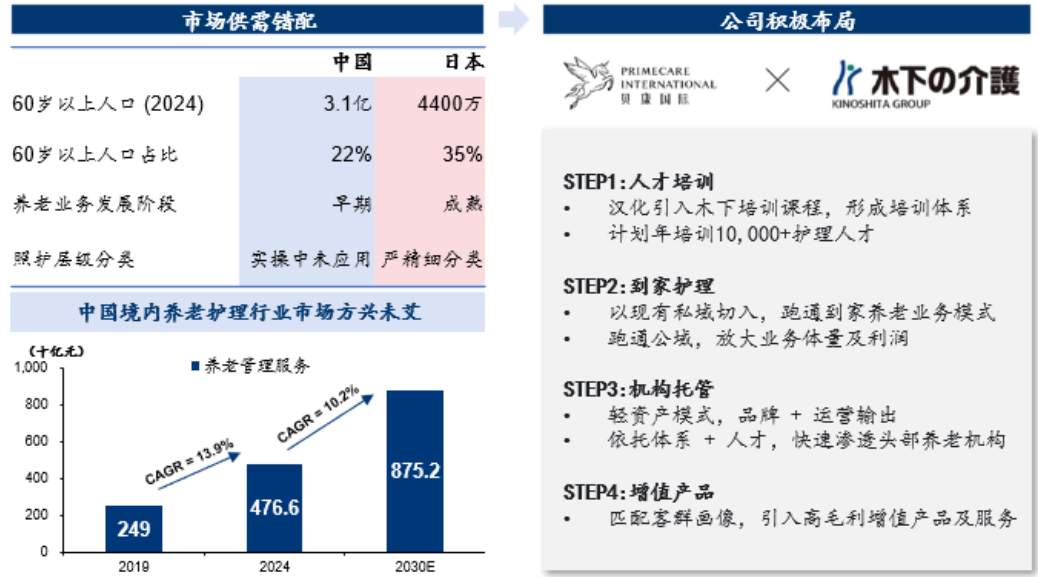
养老行业供需错配，公司有望确立先发优势。行业层面，我们认为，人口是重塑产业格局的核心变量，银发经济并非简单的消费扩容，而是“人口红利”的二次开发——持续增长的老年人口为我国养老护理行业奠定了庞大的用户基础。2024 年末中国 65 周岁及以上老年人口抚养比为 22.8%/yoy+1pct（国家老龄事业发展公报），赡养和护理需求不断释放。据沙利文，24 年我国养老护理服务行业规模达 4,766 亿元，预计 2030 年将达到人民币 8,752 亿元/25-30 年 CAGR 为 10.7%，需求增量超过月子中心等细分领域，展现出更广阔的增长潜力。供给角度，国内养老护理领域普遍缺乏成熟且经验丰富的运营团队，自理、介助、介护等分级标准在机构实际运营中应用不足。这一现状恰恰为公司这类具备专业人才培养能力的企业提供了先发优势，有望快速填补供给缺口，抢占行业发展先机。

公司通过与日本头部养老集团合作布局养老护理业务，成为延长客户生命周期价值的关键举措，亦是家庭护理生态的重要延伸。2023 年 6 月，公司与日本领先养老护理服务商木下集团附属公司达成合作，以 25% 股权持股合资公司。据沙利文，公司是中国首家且唯一与日本养老护理领导者签署合作备忘录的企业。此次合作将引入木下集团的先进行业经验与方法论，并结合中国本土用户场景及需求，计划组建专职养老护理业务部门，同步构建服务机构的培训能力与标准化运营体系，目标成为养老院运营商及管理人。

在具体推进上，公司拟投入 8250 万港元上市募集资金用于养老护理业务开发，分阶段落地实施：2025 年启动养老护理服务人员培训机制开发，以木下集团培训材料为基础进行本地化汇编，组建培训师团队，搭建可扩展的人员培训体系；2026 年完成养老护理服务 SOP 制定（涵盖标准化服务、检验及销售管理系统），探索多元服务模式，推出服务套餐并投入首批内部培训人员，试水居家养老服务业务；2027 年试点第三方养老护理机构管理业务，实现从居家养老护理到养老院运营管理的业务延伸。

从战略价值看，我们认为养老护理作为家庭护理业态的新风口，与公司现有一站式护理解决方案协同性强，客群画像高度契合——既能将既有圈层客户及家庭成员的生命周期价值进一步变现，也能强化平台化能力，构建长维度增长曲线。

图表72：圣贝拉试水养老护理板块



资料来源：联合国，国家统计局，公司招股书，弗若斯特沙利文，华泰研究

服务+零售+内容 AI 三维输出，科技赋能产业生态

公司计划在 SaaS 系统及 AI 领域加大投资，据招股说明书，公司预计将募集金额的约 7% (0.37 亿港元) 用于升级现有 IT 系统、约 6% (0.33 亿港元) 用于 AI 投资、约 2% (0.11 亿港元) 用于升级现有数据服务器。我们认为公司数字化能力已形成可持续发展的核心竞争力，不仅成功实现对收购对象的全面赋能，更有望以科技为驱动，构建产业生态的长期价值，激活更广阔的家庭护理用户：

1) 在赋能收购标的方面，IT 基础设施与标准化经营程序构成公司重塑护理供应链的胜负手。通过整合自身品牌优势、系统化护理标准及先进数字化服务平台，公司能在新中心收购后快速完成整合：一方面整合标的品牌，以标准化操作规范过渡运营；另一方面接入专有护理服务平台与 IT 系统，推动其服务质量、运营效率的智能化升级，实现管理与护理体系的全面标准化。据招股说明书，得益于公司数字化体系的深度赋能，被收购月子中心的整体运营效率与盈利能力均有较大幅度提升。

2) 技术商业化变现层面，随着 IT 能力日趋成熟，公司计划通过 SaaS 模式向第三方输出系统能力，提升 SaaS 产品正外部性，尤其聚焦于自身暂无开设自有中心的低线城市市场。SaaS 产品不仅能为合作月子中心提供技术平台支持，还可便捷对接护理消耗品采购渠道。这一模式不仅能通过许可费创造直接收入增量，变现供应链价值以放大规模效应，更能强化公司的行业标杆地位与领导形象。



3) 打造全球首款母婴护理领域大模型，构建家庭护理生态，成为数字化战略下的核心成长支点。据公司官网，24年8月，公司与虎博大模型签订战略合作协议——共同打造一个多模态护理大模型，计划通过5年时间共同完成延伸至家庭护理领域的大模型研发和应用，包括儿科、妇科、产科的医疗级专业数据的预训练，以音视频多模态为特征实现智能化升级。项目预计分阶段推进落地：1) **B端聚焦效率提升**：开发 SOP-AI 辅助工具、护理服务操作 AI 辅助工具，为护理人员提供标准化智能支持，强化服务质量与效率；这一模型有望升级为上下游企业共生共创的家庭护理生态平台。2) **C端侧重普惠更多用户人群**：推出“Doctor Bella（贝拉博士）”母婴垂类大语言模型，构建24小时育儿服务闭环，通过护理指导及问答工具，为新手父母提供精准化家庭护理方案，构建数据沉淀-模型优化的正向循环，进而触达更广泛的用户人群。我们认为，这一创新不仅丰富了公司后续业绩增长路径的多元性，亦有望重新定义行业标准，通过 AI 与专业护理的深度融合，构建覆盖全周期、全场景的家庭健康管理支持网络。

综上，数字化已成为收购整合的加速器，其技术输出能力更将推动公司从自身运营赋能向行业生态共建跨越。我们认为这种技术筑基+场景延伸的布局，不仅丰富了增长路径的多元性，快速拓宽了潜在客户群，更强化了业务协同性，有望为公司的长青发展注入可持续动能，创造可持续的“AI+服务+零售”的生态协同价值。

盈利预测与估值

圣贝拉作为领先的产后护理品牌集团，正通过布局多赛道与多品牌协同以撬动家庭护理行业多维增长曲线。我们预计 2025/2026/2027 年公司经调整净利润 1.21/2.05/3.06 亿元，对应 25-27 年 CAGR 为 94%；营业收入为 10.47/13.26/16.79 亿元，25-27 年 CAGR 为 28%。具体预测如下：

门店端：

当前我国月子中心门店密度仍低，我们认为随女性悦己意识提升、主流家庭结构转变及政策层面促进下，月子中心渗透率有望部分对冲生育率下降带来的影响，公司优秀商业模式及运营能力下门店数量有望继续提升。公司三大月子中心品牌定位存在一定差异，扩张路径或有不同。我们预计 25-27 年小贝拉为门店扩张主力，整合背景下更轻量化的管理模式将为主要扩张模式。

1) 圣贝拉：旗舰超高端品牌，我们预计后续圣贝拉新开店仍将集中在国内高线城市及海外重点城市，高端定位下扩张速度保持平稳，预计 25-27 年门店数量达 30/38/46 家，其中自有中心 21/24/27 家、管理中心 9/14/19 家；对应年内分别净新开 7/8/8 家，其中自有中心 2/3/3 家、管理中心 5/5/5 家。

2) 小贝拉：品牌定位高端线，单客合同价值较圣贝拉主品牌更低，是目前管理输出和并购翻牌的主要品牌。当前小贝拉主要分布在二线城市，我们估计未来小贝拉仍将为公司用于渗透空白城市的主要品牌。我们预计 25-27 年小贝拉门店数量达 60/88/118 家，对应年内分别净新开 20/28/30 家，其中自有中心 5/8/10 家、管理中心 15/20/20 家。

3) 艾屿：聚焦女性心理健康月子护理，单客合同价值位于圣贝拉及小贝拉之间，门店布局集中于高线城市。品牌处于增长曲线初期，开店或有加速，我们预计 25-27 年艾屿门店达 20/26/32 家；对应年内分别净新开 6/6/6 家，其中自有中心 2/2/2 家、管理中心 4/4/4 家。

综上，我们预计公司 25-27 年门店数量分别达 110/152/196 家，其中自有中心分别达 67/80/95 家，委托管理中心达 43/72/101 家。

图表73：圣贝拉：门店数预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
门店数	36	43	77	110	152	196
yoy	44%	19%	79%	43%	38%	29%
圣贝拉	14	18	23	30	38	46
自有中心	13	16	19	21	24	27
管理中心	1	2	4	9	14	19
小贝拉	22	25	40	60	88	118
自有中心	22	24	29	34	42	52
管理中心	0	1	11	26	46	66
艾屿	0	0	14	20	26	32
自有中心	0	0	10	12	14	16
管理中心	0	0	4	8	12	16
净开店数	11	7	34	33	42	44
圣贝拉	4	4	5	7	8	8
小贝拉	7	3	15	20	28	30
艾屿	0	0	14	6	6	6

资料来源：公司公告，华泰研究预测

收入端：直营月子中心稳健增长，管理中心加速放量。据公司 1H25 正面盈利公告，1H25 预计公司整体收入将不低于人民币 4.48 亿元/同比增长不低于 25%。我们预计 2025E-2027E 公司收入分别为 10.47/13.26/16.79 亿元，yoy+31.1%/+26.7%/+26.6%，拆分业务线来看：

业务线一：月子中心。公司月子中心业务涵盖两种经营模式，1) 自营中心，收入主要来自产后护理和产后恢复服务；2) 管理中心，收入来自向第三方或合资企业提供管理服务。分品牌看：

圣贝拉-自营中心：我们预计主品牌圣贝拉将保持高端调性，产后护理单晚单房客单价及单客合同价值或将同比提升；24 年快速开店后新店进入爬坡阶段或带动合同量同比增长。1) 产后护理：我们预计圣贝拉主品牌 2025/2026/2027 年产后护理服务的每间产后护理服务房每晚平均合同价值分别为 7,120 元/7,191 元/7,263 元，同比分别+1.5%/+1.0%/+1.0%；合同量分别达 1,647/1,927/2,272 个。2) 产后修复：我们估计圣贝拉产后恢复服务单个客人的平均合同价值同比分别持平/+1%/+1%，合同量分别为 1,524/1,749/2,022 个。综上，我们预计圣贝拉自营中心 2025-2027 年收入分别为 3.92 亿元/4.62 亿元/5.48 亿元，yoy+21%/+18%/+19%。

小贝拉-自营中心：与主品牌间定价区隔逐渐清晰，向年轻性价比方向发展，拓店+拉新过程中合同单价预计将略向下调整；总合同量预计随门店数量同步增长。1) 产后护理：我们预计小贝拉 2025/2026/2027 年每间产后护理服务房每晚平均合同价值分别为 3,199 元/3,135 元/3,072 元，同比分别-3%/-2%/-2%；合同量分别为 3,293/4,290/5,731 个。2) 产后修复：我们预计小贝拉产后恢复服务单个客人平均合同价值 yoy-10%/持平/持平，合同量分别为 2,622/3,417/4,479 个。综上，我们预计 2025E/2026E/2027E 的小贝拉自营中心总收入分别为 3.35 亿元/4.29 亿元/5.61 亿元。

艾屿-自营中心：疗愈新品牌仍在放量阶段，我们预计未来其量/价均有增长空间。1) 产后护理：我们预计 25-27 年艾屿产后护理服务每间产后护理服务房每晚平均合同价值分别为 4,467/4,512/4,557 元，同比分别+1%/+1%/+1%；考虑艾屿加速开店节奏，我们预计 25-27 年艾屿产后护理合同量分别达 448/583/706 个，yoy+27%/+30%/+21%。2) 产后修复：我们预计艾屿 25-27 年单个客户合同价值 yoy+1%/+1%/+1%；合同量达 361/490/650 个。综上，我们预计艾屿自营中心 25-27 年收入分别达 0.63/0.83/1.03 亿元。

其他：主要为委托运营管理费。据公司 1H25 正面盈利公告，1H25 受托管理中心的月子中心收入将不低于 0.72 亿元/同比增长预计不低于 156%。我们预计公司积极并购翻牌下此部分收入将加快放量，预计 2025/2026/2027 年分别达到 0.89 亿元/1.34 亿元/1.88 亿元，25E-27E CAGR 达 56%

业务线二：家庭护理业务（予家）。家庭护理业务有望于低线城市陆续放量，我们预计 2025/2026/2027 年的家庭护理服务收入分别为 0.99 亿/1.29 亿/1.68 亿元，分别同比增长 43%/31%/31%。

业务线三：食品业务（广禾堂）。我们预计 2025/2026/2027 年的食品业务收入分别为 0.69 亿/0.89 亿/1.10 亿元，分别同比增长 35%/28%/24%。

图表74：圣贝拉：收入预测

(人民币 百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	472	560	799	1,047	1,326	1,679
月子中心	407	468	678	879	1,108	1,401
圣贝拉	239	254	324	392	462	548
小贝拉	154	196	255	335	429	561
艾屿	0	0	49	63	83	103
其他 (管理服务收入)	14	17	50	89	134	188
家庭护理	35	45	69	99	129	168
食品	29	47	51	69	89	110
yoy (%)						
月子中心	75%	15%	45%	30%	26%	26%
家庭护理	65%	30%	52%	43%	31%	31%
食品	594%	61%	9%	35%	28%	24%
占比 (%)						
月子中心	86%	84%	85%	84%	84%	83%
家庭护理	7%	8%	9%	9%	10%	10%
食品	6%	8%	6%	7%	7%	7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

成本端：

酒店成本：月子中心运营依赖酒店合作伙伴提供的高端住宿。通过与高端酒店签订为期 1-3 年的中期合同，通过轻资产模式实现网络扩张。我们预计 25-27 年单个合同单间夜平均酒店租赁成本保持在 816 元, yoy-10%/持平/持平, 对应酒店成本分别为 2.26/2.85/3.62 亿元, 占每年自营中心收入的 28.6%/29.2%/29.9%。

员工成本：公司提供专业级服务，与大专院校合作招聘和培训人才，并为护理专家及育儿专家开展基于实践经验的培训项目。人力成本为主要成本构成之一。我们预计 2025/2026/2027 年的员工成本分别为 2.15 亿元/2.70 亿元/3.36 亿元, 分别占每年自营中心收入的 27.2%/27.7%/27.7% (含其他人员, 因此占比较 UE 中人工成本占比更高)。

其他运营成本：主要为月子中心服务产后膳食、原材料及消耗品、第三方产后恢复服务。我们预计 2025/2026/2027 年的产后膳食成本分别达 0.86 亿元/1.11 亿元/1.45 亿元, 占自有中心收入比例分别达 10.8%/11.4%/12.70%; 原材料及消耗品成本分别达 0.46 亿元/0.61 亿元/0.82 亿元, 占自有中心收入比例分别达 5.9%/6.3%/6.8%; 第三方产后恢复服务成本分别达 0.28 亿元/0.37 亿元/0.49 亿元, 占自有中心收入比例分别达 3.6%/3.8%/4.1%。

毛利率：随门店爬坡、毛利率更高的管理输出模式门店及新业务占比增加，我们预计公司盈利能力将继续提升，毛利率呈上升趋势。我们预计 2025/2026/2027 年的毛利率分别为 36.8%/37.6%/38.1%，对应的毛利分别为 3.85 亿元/4.98 亿元/6.40 亿元。

费用端：

规模效应下我们预计公司费用率将稳中有降。我们预计 25E-27E 销售费用达 1.22/1.49/1.79 亿元, 对应销售费用率分别达 11.7%/11.3%/10.7%; 行政开支达 1.30/1.35/1.42 亿元, 对应管理费用率分别达 12.4%/10.2%/8.4%。公司持续投入 SaaS 系统开发, 我们预计公司 25-27E 研发费用达分别为 0.16/0.19/0.24 亿元, 对应研发费用率达 1.5/1.5/1.4%。

图表75: 圣贝拉: 成本与费用预测

(人民币 百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成本						
销售成本	(330)	(355)	(528)	(662)	(828)	(1,038)
酒店成本	123	125	194	226	285	362
占自营中心收入的百分比	31.3%	27.9%	30.9%	28.6%	29.2%	29.9%
员工成本	109	122	177	215	270	336
占自营中心收入的百分比	27.8%	27.1%	28.2%	27.2%	27.7%	27.7%
其他运营成本	98	108	157	221	274	340
占自营中心收入的百分比	19.4%	18.5%	19.0%	20.3%	21.5%	22.8%
毛利润	141	205	270	385	498	640
毛利率	29.9%	36.5%	33.9%	36.8%	37.6%	38.1%
费用						
销售费用	(59)	(82)	(95)	(122)	(149)	(179)
占收入比 (%)	12.5%	14.6%	11.9%	11.7%	11.3%	10.7%
行政开支	(122)	(113)	(217)	(130)	(135)	(142)
占收入比 (%)	25.9%	20.2%	27.1%	12.4%	10.2%	8.4%
财务费用	(2)	(3)	(5)	(1)	11	19
占收入比 (%)	0.4%	0.5%	0.6%	0.1%	-0.8%	-1.1%
研发费用	(13)	(9)	(13)	(16)	(19)	(24)
占收入比 (%)	2.7%	1.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.4%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

据公司 1H25 正面盈利预告, 1H25 首次实现报表层面整体盈利, 预计 1H25 净利润将不低于 3.2 亿元/同比扭亏, 经调整净利润将不低于 0.38 亿元/同比增长不低于 122%。综上, 我们预计公司 25-27 年归母净利润达 4.03 亿/2.05 亿/3.06 亿元, 同比分别转正/-49%/+50%, 经调整净利润分别达 1.21 亿元/2.05 亿元/3.06 亿元 (调整项为上市开支、股权激励及向投资者发行的金融工具公允价值变动, 预计调整额分别为 -2.82 亿/0/0), 对应经调整净利率分别为 11.5%/15.4%/18.2%, 对应 25-27E CAGR 为 94%。

图表76: 圣贝拉: 净利润预测

(人民币 百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	(412)	(239)	(547)	403	205	306
净利率	-87.3%	-42.7%	-68.4%	38.5%	15.4%	18.2%
yoy					-49.2%	49.5%
经调整净利润	(45)	21	42	121	205	306
经调整净利率	-9.5%	3.7%	5.3%	11.5%	15.4%	18.2%
yoy			103.4%	185.6%	69.7%	49.5%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

估值分析: 考虑公司经调整利润已实现 2 年盈利, 经营现金流稳定趋好, 我们采用可比公司 PE 估值。基于线下连锁泛医疗类服务的商业模式、所处细分的母婴赛道及公司成功塑造的高端消费品牌定位, 我们分别选取 A 股、H 股及美股 7 家消费及医疗服务公司——爱尔眼科 (300015 CH)、美丽田园医疗健康 (2373 HK)、孩子王 (301078 CH)、爱婴室 (603214 CH)、LVMH (MC FP)、老铺 (6181 HK)、亚朵 (ATAT US Equity) 作为圣贝拉可比公司。

参考可比公司 2026 年 Bloomberg 一致预测 PE 21X, 考虑圣贝拉正处于同店稳定增长、门店快速扩张双轮驱动的品牌势能快速上升期, 规模效应强化撬动盈利弹性, 25-27 年经调整利润 CAGR 94%, 明显跑赢可比公司 (29%), 成长空间可期, 叠加本土高端品牌的稀缺属性, 我们认可龙头溢价, 予以公司 2026 年 27X PE, 得出目标价 9.76 港币 (人民币: 港币 =0.91:1), 对应 26 年 4.2X PS。首次覆盖予以“买入”评级。

图表77: 可比公司 PE 估值表

公司	代码	总市值 (亿元) (当地货币)	收盘价 (当地货币)	EPS (财报货币)				PE		
				2025E	2026E	2027E	25-27E EPS CAGR	2025E	2026E	2027E
相似商业模式										
美丽田园医疗健康	2373 HK	62.7	26.6	1.3	1.5	1.7	21%	18.9	16.4	13.9
爱尔眼科	300015 CH	1201.1	12.9	0.4	0.5	0.6	15%	29.4	25.6	22.2
相似赛道										
孩子王	301078 CH	161.3	12.8	0.3	0.4	0.5	46%	46.0	33.6	25.8
爱婴室	603214 CH	27.0	19.5	1.0	1.2	1.4	22%	19.5	16.8	13.9
相似品牌定位										
LVMH	MC FP	2312.2	462.3	21.5	24.3	27.0	2%	21.5	19.1	17.1
老铺	6181 HK	1265.7	733.0	27.1	37.1	46.8	70%	24.7	18.0	14.3
亚朵	ATAT US	47.9	34.6	10.3	15.2	18.2	25%	24.0	16.3	13.6
平均值							29%	26.3	20.8	17.3

注: 数据截至 2025.8.4 收盘, 皆为一致预测

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表78: 可比公司 PS 估值表

公司	代码	总市值 (亿元) (当地货币)	收盘价 (当地货币)	营业收入 (亿元, 财报货币)				PS		
				2025E	2026E	2027E	25-27E 营收 CAGR	2025E	2026E	2027E
相似商业模式										
美丽田园医疗健康	2373 HK	62.7	26.6	30.3	33.4	36.5	12%	0.8	0.7	0.8
爱尔眼科	300015 CH	1201.1	12.9	235.0	263.7	296.0	12%	5.1	4.6	4.1
相似赛道										
孩子王	301078 CH	161.3	12.8	113.8	134.5	155.6	19%	1.4	1.2	1.0
爱婴室	603214 CH	27.0	19.5	37.9	41.2	45.0	9%	0.7	0.7	0.6
相似品牌定位										
LVMH	MC FP	2312.2	462.3	806.6	835.8	883.4	1%	2.9	2.8	2.6
老铺	6181 HK	1265.7	733.0	244.0	328.5	408.7	69%	4.7	3.5	2.8
亚朵	ATAT US	47.9	34.6	94.2	115.8	139.5	24%	2.6	4.5	4.8
平均值							21%	2.6	2.6	2.4

注: 数据截至 2025.8.4 收盘, 皆为一致预测

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

风险提示

开店表现不及预期: 公司门店扩张计划高度依赖市场对其服务的接受程度。若实际接受度低于预期, 可能影响获客效率, 进而制约盈利增长空间。

行业竞争加剧风险: 家庭护理市场参与者众多且持续涌入, 未来可能面临更激烈的价格战与资源争夺, 压缩公司利润空间。

婴幼儿健康安全风险: 任何涉及婴幼儿健康安全的事件都可能对公司品牌声誉及销售表现造成重大负面影响, 需持续强化运营标准化建设。

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾琨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾琚本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 圣贝拉 (2508 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 圣贝拉 (2508 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 圣贝拉 (2508 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司