

社会服务

2025年08月23日

圣贝拉 (02508)

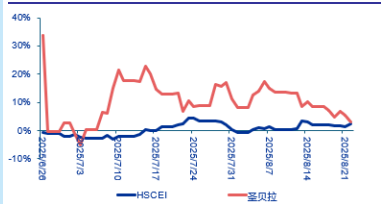
——稳占高端月子服务心智，向家庭服务全周期进军

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：	2025年08月22日
收盘价(港币)	6.78
恒生中国企业指数	9079.93
52周最高/最低(港币)	11.00/6.08
H股市值(亿港元)	42.18
流通H股(百万股)	622.20
汇率(人民币/港币)	1.0955

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Wind

相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

联系人

聂霜
(8621)23297818×
nieshuang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **圣贝拉：高端月子中心全面发展，致力于服务消费者从备孕到养老全周期。**公司由创始人向华于2017年在杭州成立，提供高端月子服务。18年开始向家庭护理更多领域横向扩展，19年开始以小贝拉品牌向中高端月子服务进军。创始人向华控股近四成，公司股权结构相对集中稳定，创始人及团队资本市场与保健服务行业经验丰富。公司22-24年营收从4.72亿元增长至7.99亿元，CAGR高达30%，25H1营收4.5亿元，同比增速25.6%；经调整净利润由-0.45亿元转正至0.42亿元，25H1净利润转正高达3.27亿元。月子中心业务为基本盘，22-24年收入占比85%以上，家庭护理服务业务收入从0.35亿元增长至0.69亿元，CAGR为40.6%；食品业务收入从0.30亿元增长至0.51亿元，CAGR为32.3%，收入占比在7%上下波动。
- **悦己新消费席卷月子服务领域，竞争格局分散未来有望向头部知名企业集中。**悦己意识提高、家庭结构演变、生育年龄延后和有利政府政策出台成为驱动家庭护理行业增长的主要因素。根据沙利文数据，我国家庭护理行业规模由19年的3928亿元增长至24年的7113亿元，CAGR为12.6%，同时沙利文预计25-30年规模CAGR为12.4%。家庭护理行业相对分散，市场主要由一些中小型企业组成，大多企业只在行业的某一板块开展业务，仅少数领先集团将业务拓展到多个领域，形成综合家庭护理品牌集团。预计未来标准化、规模化、知名度高的企业，通过开店竞争与收购合作等方式，进一步提高市占率。
- **4大核心优势为公司保驾护航，纵横延展打开业绩天花板。**经过时间沉淀，公司逐步打造出4大核心优势，奠定快速发展的基本要素。**1) 品牌：**圣贝拉稳占高端月子服务心智，子品牌享受溢价；高端酒店与体系化护理成就圣贝拉过硬口碑，明星背书帮助品牌出圈，小贝拉等子品牌承接更多客流。**2) 模式：**轻资产+流程化人员培训=成功经验可快速复制；独家租赁酒店的模式，时间、固定费用等成本大幅减少；创立护士培训学院，快速提供标准化服务人员。**3) 延展：**纵向收购/合作+横向覆盖家庭服务全产业链；内增门店开店迅速，收购地区性知名月子中心也在同步进行。同时，以月子中心王牌业务为起点，通过多元的产品与服务矩阵满足客户生命周期不同阶段的需求，从而增强目标客群的品牌认同与复购粘性。**4) 出海：**立足月子文化，服务海外华人，抢占海外市场。
- **圣贝拉为国内月子及家庭护理服务知名企业，在高端月子服务领域占据消费心智，品牌延展与服务链延展同步进行，**品牌端，利用圣贝拉的营运经验与专业人员，快速复制中高端品牌小贝拉、艾屿，抢占中高端市场。服务链端，孕期护理、产后修复、孕期饮食及后期身体管理等，全面覆盖女性生育长周期。同时养老服务蓄势待发，有望接管从备孕到养老消费者生活全周期。我们预计25-27年经调整净利润1.17/1.91/2.87亿元，对应PE为33/20/13倍。参考2025年8月22日美丽田园、孩子王等3家可比公司26年平均26倍估值，圣贝拉公司仍有20%以上上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**居民收入预期下行、新生儿人口数量下行、促进生育政策效果不及预期、门店客流爬坡不及预期、海外门店经营风险、行业竞争加剧、舆情风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	560	799	1058	1351	1662
同比增长率(%)	19	43	32	28	23
经调整净利润(百万元)	21	42	117	191	287
同比增长率(%)	41	103	177	63	50
净资产收益率(经调整)	.%	.%	.%	.%	.%
市盈率(经调整)	185	91	33	20	13

注：采用经调整净利润

投资案件

投资评级与估值

圣贝拉为国内月子及家庭护理服务知名企业，在高端月子服务领域占据消费心智，品牌延展与服务链延展同步进行，品牌端，利用圣贝拉的营运经验与专业人员，快速复制中高端品牌小贝拉、艾屿，抢占中高端市场。服务链端，孕期护理、产后修复、孕期餐饮及后期身体管理等，全面覆盖女性生育长周期。同时养老服务蓄势待发，有望接管从备孕到养老消费者生活全周期。我们预计 25-27 年经调整净利润 1.17/1.91/2.87 亿元，对应 PE 为 33/20/13 倍。参考 2025 年 8 月 22 日美丽田园、孩子王等 3 家可比公司 26 年平均 26 倍估值，圣贝拉公司仍有 20%以上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

公司主营业务可以分成三个部分，第一是月子中心，第二是家庭护理服务，第三是食品业务，其中月子中心业务为目前营收占比最高的业务。综合三大业务表现，预计 25-27 年公司营业收入分别增长 32%、28%、23%，增长至 10.58/13.51/16.62 亿元，公司毛利率分别为 37%、38%、38%。

门店数量拆分：预计 25-27 年公司月子中心新增 41/35/35 家，合计总门店数量预计达到 118/153/188 家，门店数量同比增加 53%/30%/23%。分品牌来看，圣贝拉预计新增 10/5/5 家，合计总门店数量预计达到 33/38/43 家；小贝拉预计新增 25/25/25 家，合计总门店数量预计达到 65/90/115 家；艾屿预计新增 6/5/5 家，合计总门店数量预计达到 20/25/30 家。

有别于大众的认识

市场担心新生人口数量持续下行，会对相关服务和消费产生较大负面影响。我们认为，1) 促进生育政策持续推出，新生人口数量有望企稳；2) 月子中心服务由刚性需求驱动，逐步转为悦己需求驱动，专业性、标准性等多重优势，正在成为更多人的选择；3) 公司品牌知名度高，模式可复制性强，内增外购动作迅速，议价能力相对强，有望在竞争格局分散的家庭服务市场，提高市场份额，享受头部集中效应。

股价表现的催化剂

新开门店数量超预期；新店爬坡顺利；海外业务延展顺利；合作地区性品牌。

核心假设风险

居民收入预期下行、新出生人口数量下行、促进生育政策效果不及预期、门店客流爬坡不及预期、海外门店经营风险、行业竞争加剧、舆情风险。

目录

1. 冲刺全球领先家庭护理品牌，港股上市助力发展	6
1.1 专注家庭护理行业近十年，海内外双轮驱动	6
1.2 股权结构较为稳定，核心管理层行业经验丰富	6
1.3 营收、经调整净利稳步增长，费率受上市影响上行	8
2. 新女性新选择新消费，格局分散有利知名品牌	11
2.1 家庭护理行业前景广阔，产后护理及修复赛道潜力巨大	11
2.2 当悦己消费遇上家庭服务，月子中心成为新选择	13
2.3 行业格局相对分散，圣贝拉高增长同时市占率第一	14
3. 品牌、模式、延伸、出海，四张王牌打开未来业绩空间	16
3.1 品牌：质量+文化+传播，圣贝拉稳居高端，子品牌享受溢价	16
3.2 模式：轻资产+流程化人员培训=成功经验可快速复制	20
3.3 延展：纵向收购/合作+横向覆盖家庭服务全产业链	23
3.4 出海：立足月子文化，服务海外华人，抢占海外市场	25
4. 盈利预测与估值	27
4.1 盈利预测	27
4.2 投资分析意见	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1: 近十年发展成就知名家庭护理品牌, 登陆港交所迎公司发展新机遇	6
图 2: 圣贝拉股权结构	7
图 3: 2024 年走出疫情影响营收加速向上	8
图 4: 25H1 净利润转正, 经调整利润 0.39 亿元	8
图 5: 毛利率稳定、经调整净利率上行	9
图 6: 公司管理费用率因上市等原因波动	9
图 7: 2024 年月子中心营收占比 85%.....	10
图 8: 毛利方面, 家庭护理与食品业务占比扩大	10
图 9: 家庭护理行业覆盖面宽, 为消费者提供全方位关爱, 空间广阔.....	11
图 10: 中国家庭护理行业市场规模 (单位: 亿人民币)	12
图 11: 2024 年产后护理市场渗透率	12
图 12: 中国女性人均可支配收入 (单位: 万元)	14
图 13: 85 后 (内环) 和 95 后女性的产后护理选择.....	14
图 14: 中国主要家庭护理品牌集团竞争格局 (按收入计算)	15
图 15: 四大核心优势助力公司崛起, 相辅相成构建未来业绩空间.....	16
图 16: 3 大专家+9v1 服务, 圣贝拉月子护理内核过硬.....	18
图 17: 圣贝拉对于月子文化的理解助力提高消费者粘性.....	18
图 18: 圣贝拉为根基, 子品牌享受高端溢价, 向中高端进军.....	20
图 19: 圣贝拉租金及相关成本占期间收入	22
图 20: 圣贝拉与公司 A 毛利率对比.....	22
图 21: 贝康国际招聘年轻、专业护士团队	22
图 22: 护士经过培训获得相关资质.....	22
图 23: 公司护士与护理人员培训流程	23
图 24: 内增+外购发展战略.....	24
图 25: 圣贝拉全生命周期品牌矩阵.....	24
图 26: 将产后护理的成功复制到更广泛的家庭护理产业链	25
图 27: 圣贝拉中国内地以外地区收入及增速.....	26
图 28: 圣贝拉中国内地以外地区收入占总收入比.....	26

表 1: 圣贝拉核心高管团队.....	7
表 2: 分业务线对公司的收入及毛利贡献(单位: 万元)	9
表 3: 分服务性质及品牌对月子中心的收入及毛利贡献(单位: 人民币万元)	10
表 4: 分地区对月子中心的收入贡献(单位: 人民币万元).....	11
表 5: 中国家庭护理行业市场规模增速	12
表 6: 家庭护理行业增长的主要驱动因素.....	13
表 7: 月子中心与月嫂提供的产后护理及修复对比	14
表 8: 圣贝拉所处行业竞争格局.....	15
表 9: 圣贝拉独家入驻部分酒店, 酒店与圣贝拉相互背书, 共守高端形象	17
表 10: 明星背书, 口碑传播, 圣贝拉顺利出圈	19
表 11: 月子中心品牌矩阵	19
表 12: 轻资产模式与重资产模式对比	20
表 13: 圣贝拉月子中心不同订房策略成本占比	21
表 14: 公司门店依托轻资产模式实现迅速扩张 (家)	21
表 15: 圣贝拉、艾屿、小贝拉的地理分布情况	23
表 16: 截至 2025/7 中国内地以外地区开设门店.....	26
表 17: 公司门店数量预测.....	27
表 18: 公司收入拆分.....	28
表 19: 可比公司估值表	30

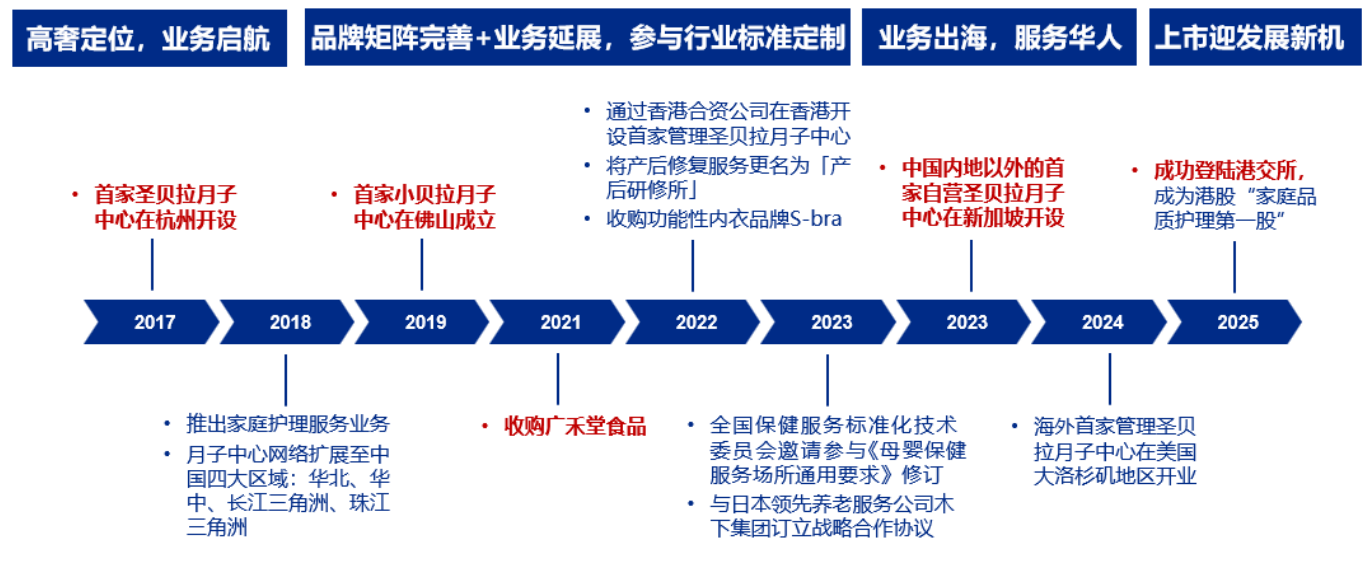
1. 冲刺全球领先家庭护理品牌，港股上市助力发展

1.1 专注家庭护理行业近十年，海内外双轮驱动

公司品牌矩阵全面覆盖家庭护理业务，港交所上市助力公司实力再上一层楼。2017年11月，创始人向华在杭州开设首家圣贝拉月子中心；2018年7月，以品牌予家推出家庭护理服务；2019年7月，推出小贝拉品牌月子中心；2021年10月收购广禾堂，推出食品业务；2022年1月，开始向中国大陆以外地区扩张。截至2025年6月，已在全球30个城市建立自营及管理月子中心96家，覆盖中国大陆、中国香港、新加坡及美国，国内业务快速发展，海外扩张同步进行，双轮驱动。

圣贝拉旗下涵盖产后护理及修复品牌、家庭护理品牌和食品品牌，覆盖客户全生命周期。其中，负责提供产后护理及修复服务的月子中心品牌矩阵包括针对高净值家庭的超高端旗舰品牌圣贝拉、侧重产后心理健康的高端品牌艾屿、针对年轻中产家庭的轻奢品牌小贝拉。作为中国增长最快的规模化产后护理及修复集团之一，历经八年发展，圣贝拉于2025年6月在港交所成功上市，预计发展再上一层楼。

图 1：近十年发展成就知名家庭护理品牌，登陆港交所迎公司发展新机遇

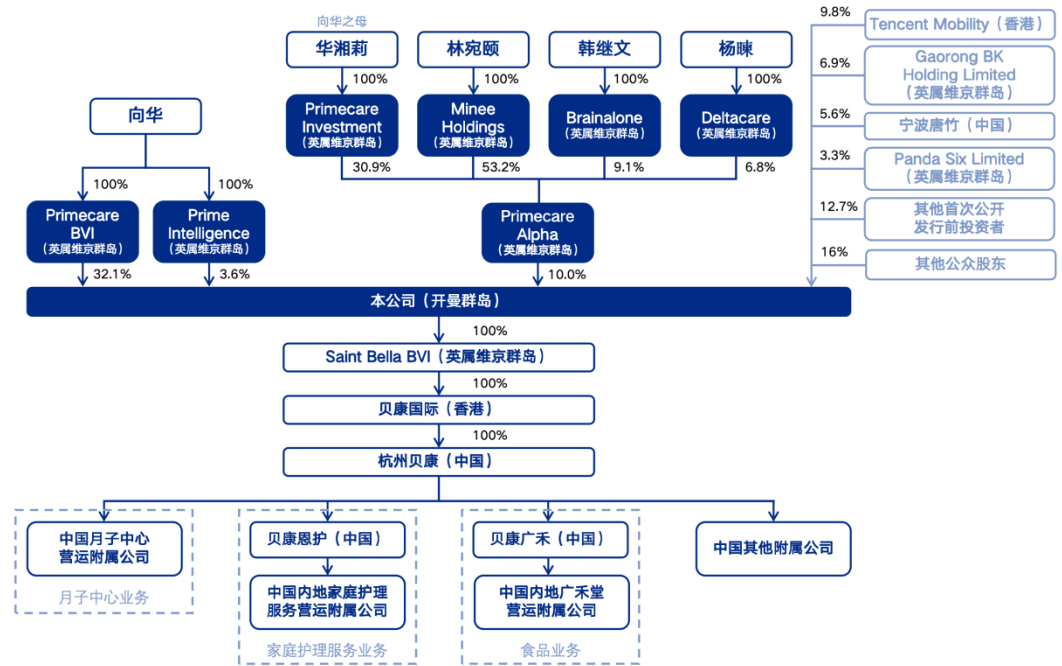


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

1.2 股权结构较为稳定，核心管理层行业经验丰富

创始人向华控股近四成，公司股权结构相对集中稳定。公司创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官向华为实际控制人，通过 Primecare BVI (32.1%) 和 Prime Intelligence (3.6%) 两家全资子公司，直接及间接持股约 35.7%。其母亲华湘莉通过全资子公司 Primecare Investment 持股约 3.1%。此外，公司股东还包括首次公开发行前投资者腾讯 (9.8%)、高榕资本 (6.9%)、新鸿基、中国人寿等。

图 2: 圣贝拉股权结构



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

创始人向华资本市场与保健服务行业经验丰富。 向华毕业于牛津大学生物工程专业，于 2010 年 7 月至 2017 年 6 月加入 UBS AG Hong Kong Branch，任职于亚洲并购与企业融资组及亚洲医疗健康组，期间积累了多个行业的并购及资本市场的丰富交易经验，尤其是医疗保健服务和医疗器材领域，离职前在投资银行部担任董事职位。

核心高管拥有扎实的相关行业经验。 首席运营官林宛颐在公关关系、媒体及品牌建设领域拥有多年经验；首席护理官刘美芳博士，国际认证泌乳顾问，在母婴护理和分娩领域拥有超二十年护理经验；首席营养官钟宇富博士，国家卫生健康委员会首批营养导师，2003 年就创立广禾堂，为怀孕、哺乳、流产及月经期女性开发食品；财务与创新部副总裁赵名扬获 MBA 学位，拥有首席财务官在内的多年从业经验。核心管理层的垂直领域经验为公司的稳健运营与可持续发展提供了可靠的保障。

表 1: 圣贝拉核心高管团队

姓名	职务	年龄	加入时间	履历
向华	董事会主席 执行董事 首席执行官	38	2017.7	创始人，于 2024 年 6 月 25 日调任执行董事、主席兼首席执行官，负责制订本集团整体业务方向、策略发展及企业管理以及监督董事会的工作。英国牛津大学学士及工程硕士。于 2010 年 7 月至 2017 年 6 月加入 UBS AG Hong Kong Branch，任职于亚洲并购与企业融资组及亚洲医疗健康组，期间积累了多个行业的并购及资本市场的丰富交易经验，尤其是医疗保健服务和医疗器材领域。
梁珺	非执行董事	35	2021.3	2023 年 12 月任非执行董事，负责营运管理的策略意见及建议。复旦大学金融学学士及硕士，曾任职华夏基金管理有限公司研究分析师、腾讯投资部。
林宛颐	联合创始人 首席运营官	37	2017.7	联合创始人，首席运营官，负责监督本集团的营运、营销、品牌及业务发展。英国莱斯特大学大众传媒硕士，在艺术格调和生活方式领域的公关关系、媒体及品牌建设方面有丰富经验，帮助品牌搭建超高标准和精细化运营。曾担任《时尚新娘》杂志市场部公关总监、在线婚庆平台婚礼纪品牌与公关部品牌副总裁。

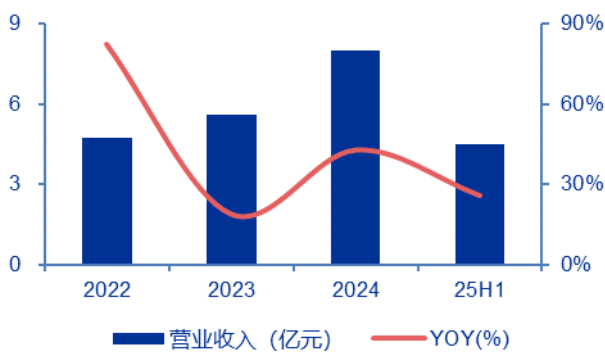
刘美芳	首席护理官	57	2017.7	负责监督月子中心业务的护理操作，包括护理流程及操作程序设计、标准制定、课程设计及护理专家培训。台北护理健康大学博士。曾任职于台北耕莘医院、台北双和医院、珠海慈心园健康咨询有限公司。国际认证泌乳顾问、美国认证协会认证的注册国际母婴护理师培训师。
钟宇富	首席营养官	52	2021.10	负责监督食品业务及为月子中心业务提供建议。药剂学硕士、针灸推拿学博士。于 2003 年创立广禾堂，为怀孕、哺乳、流产及月经期女性开发食品。国家卫生健康委员会首批营养师、上海交通大学健康长三角研究院母婴健康管理研究中心行业研究员、中国台湾中华两岸月子母婴行业协会主席。
赵名扬	财务与创新部副总裁	38	2022.7	澳大利亚 Macquarie University 会计硕士、中欧国际工商学院金融 MBA。曾任职于 KPMG、阿里巴巴、Teambition、淘在路上及上海证大投资发展有限公司，2021 至 2022 年于上海雪巴科技有限公司担任首席财务官。

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

1.3 营收、经调整净利稳步增长，费率受上市影响上行

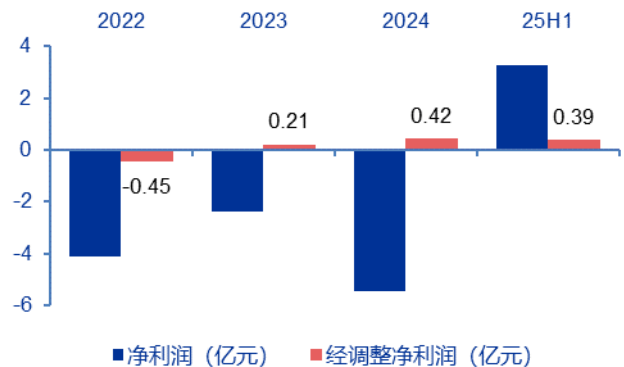
伴随月子中心网络扩张及各业务线的业务增长，公司营业收入、经调整净利润均实现稳步增长。公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.72、5.60、7.99 亿元，CAGR 为 30.1%，25H1 营收 4.5 亿元，增速 25.6%。其中 2023 年受 22 年底疫情影响，许多家庭怀孕计划推迟，营收增速放缓，2024 年逐步恢复。2022-2024 年净利润分别为-4.12、-2.39、-5.43 亿元，加回向投资者发行的金融工具公允价值变动及上市开支后，经调整净利润分别为-0.45、0.21、0.42 亿元，由负转正。其中 2023 年得益于公司各业务线增长、毛利率提高及成本控制得当，经调整净利润转向盈利；2024 年随月子中心数量进一步增加、现有中心业绩爬坡及家庭护理业务增长，经调整净利润稳步增长。25H1 得益于上述金融工具公允价值增长等因素，净利润转正，经调整利润 0.39 亿元。

图 3：2024 年走出疫情影响营收加速向上



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：25H1 净利润转正，经调整利润 0.39 亿元



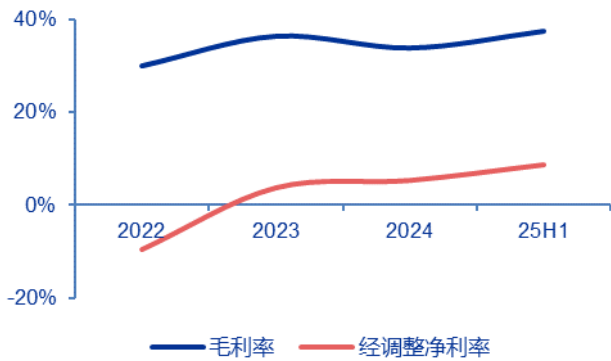
资料来源：Wind，公司招股书，申万宏源研究

毛利率、净利率稳中有升，期间费用率整体稳定。2022-2024 年毛利率分别为 29.9%、36.5%、33.9%。2023 年毛利率得益于 1) 月子中心受客户认可毛利增加；2) 家庭护理服务业务议价能力提高；3) 食品业务专注利润较高的电商平台，出售广禾堂餐饮，终止向利润较低的月子中心供餐而大幅增加；2024 年因新增 18 家自营月子中心处于初始业绩爬坡

阶段，毛利率有所波动。2022-2024 年经调整净利率分别为-9.5%、3.7%、5.3%，实现稳健增长。25H1 毛利率与经调整净利率稳步上行。

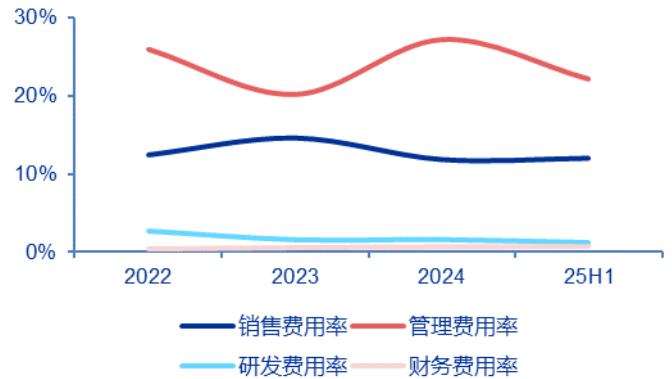
22-24 年销售费用率由 12.5%先升后降至 11.9%；管理费用率由 25.9%先降后升至 27.2%，2023 年管理人员因优化管理团队结构减少，2024 年以股份激励员工；研发费用率由 2.74%降至 1.66%，原因是已建立成熟 IT 基础设施而减少了对一次性研发项目的投资；财务费用率由 0.4%升至 0.6%，原因是 2023 年银行贷款利息增加、2024 年租赁负债及复原费利息增加。

图 5：毛利率稳定、经调整净利率上行



资料来源：Wind，公司招股书，申万宏源研究

图 6：公司管理费用率因上市等原因波动



资料来源：Wind，申万宏源研究

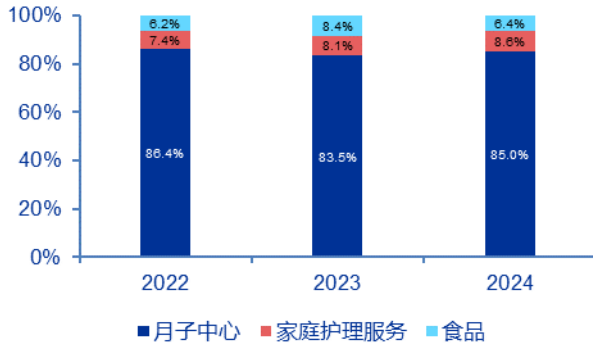
按业务线划分，月子中心为基本盘，家庭护理服务及食品业务持续增长。22-24 年月子中心业务收入从 4.07 亿元增长至 6.78 亿元，CAGR 为 29.0%，收入占比稳定在 85%以上。家庭护理服务业务收入从 0.35 亿元增长至 0.69 亿元，CAGR 为 40.6%，收入占比在 8%左右，呈上升趋势；食品业务收入从 0.30 亿元增长至 0.51 亿元，CAGR 为 32.3%，收入占比在 7%上下波动。

三大业务毛利率亮眼，月子中心毛利率受新店影响略有波动，食品业务快速提升。22-24 年月子中心毛利率由 28.7%升至 31.8%，家庭护理服务毛利率稳定在 34%左右，因砍掉利润较低的送餐业务，食品毛利率由 43.7%攀升至 60%以上并维持。

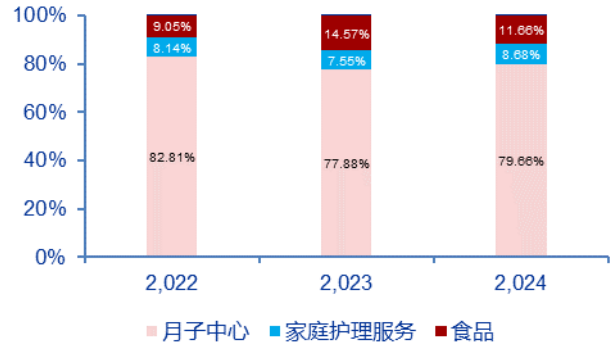
表 2：分业务线对公司的收入及毛利贡献(单位：万元)

业务	2022			2023				2024				25H1
	收入	毛利	毛利率	收入	YOY	毛利	毛利率	收入	YOY	毛利	毛利率	毛利率
月子中心	40,733	11,687	28.7%	46,753	14.8%	15,935	34.1%	67,836	45.1%	21,541	31.8%	35.5%
家庭护理服务	3,493	1,149	32.9%	4,531	29.7%	1,545	34.1%	6,907	52.4%	2,347	34.0%	36.5%
食品	2,926	1,278	43.7%	4,707	60.9%	2,981	63.3%	5,125	8.9%	3,152	61.5%	72.4%
总计	47,152	14,113	29.9%	55,991	18.7%	20,461	36.5%	79,867	42.6%	27,039	33.9%	36.6%

资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究

图 7：2024 年月子中心营收占比 85%


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 8：毛利方面，家庭护理与食品业务占比扩大


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

按服务性质及品牌划分，月子中心业务收入分为产后护理服务、产后修复服务及管理费、咨询费等其他收入三大板块和圣贝拉、艾屿、小贝拉三大品牌。产后护理服务收入贡献最大，22-24 年（本段下同），规模从 3.45 亿元增长至 5.36 亿元，占月子中心比由 84.6% 下降至 79.0%；产后修复服务收入从 0.49 亿元增长至 0.92 亿元，占月子中心比由 11.9% 上升至 13.6%；其他收入从 0.14 亿元增长至 0.50 亿元，占月子中心比由 3.4% 上升至 7.4%。月子中心收入来源逐渐多元化及分散化，抗风险能力提升。

表 3：分服务性质及品牌对月子中心的收入及毛利贡献(单位：人民币万元)

项目	2022			2023			2024				
	收入	毛利	毛利率	收入	YOY	毛利	毛利率	收入	YOY	毛利	毛利率
产后护理服务											
圣贝拉	20,317	5,773	28.4%	20,532	1.1%	6,462	31.5%	26,964	31.3%	7,372	27.3%
艾屿								4,387		1,163	26.5%
小贝拉	14,156	3,847	27.2%	17,305	22.2%	5,330	30.8%	22,244	28.5%	5,905	26.5%
小计	34,473	9,620	27.9%	37,837		11,792	31.2%	53,595		14,440	26.9%
产后修复服务											
圣贝拉	3,595	1,461	40.6%	4,856	35.1%	2,426	50.0%	5,475	12.7%	2,536	46.3%
艾屿								535		159	29.7%
小贝拉	1,267	65	5.2%	2,335	84.3%	777	33.3%	3,239	38.7%	1,186	36.6%
小计	4,862	1,527	31.4%	7,191	47.9%	3,203	44.5%	9,249	28.6%	3,881	42.0%
其他	1,399	540	38.6%	1,725	23.3%	941	54.6%	4,991	189.4%	3,220	64.5%
月子中心总计	40,733	11,687	28.7%	46,753	14.8%	15,935	34.1%	67,836	45.1%	21,541	31.8%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

按地区划分，中国内地一线城市对月子中心收入贡献最大，占比 70% 左右；二线城市收入占比由 28.2% 上升至 30.7%；中国内地以外地区目前收入贡献相对较小，但随着 2023-2024 年月子中心在新加坡及美国开设，中国内地以外地区收入大幅提升 324.3%，可见海外地区前景广阔，出海战略打开成长空间。

表 4：分地区对月子中心的收入贡献(单位：人民币万元)

	2022		2023		YOY	2024		YOY
	收入	占比	收入	占比		收入	占比	
中国内地								
一线城市	28,995	71.2%	32,695	69.9%	12.8%	46,153	68.0%	41.2%
二线城市	11,481	28.2%	13,843	29.6%	20.6%	20,770	30.7%	50.0%
小计	40,475	99.4%	46,538	99.5%	15.0%	66,923	98.7%	43.8%
中国内地以外地区	258	0.6%	215	0.5%	-16.6%	912	1.3%	324.3%
总计	40,733	100%	46,753	100%	14.8%	67,836	100%	45.1%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2. 新女性新选择新消费，格局分散有利知名品牌

2.1 家庭护理行业前景广阔，产后护理及修复赛道潜力巨大

家庭护理行业领域宽泛，可分为以下主要行业板块：1) **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。2) **产后修复**：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。3) **家庭儿童护理**：包括日常生活护理、早期教育和其他儿童护理相关服务。4) **健康食品**：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。5) **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商。

图 9：家庭护理行业覆盖面宽，为消费者提供全方位关爱，空间广阔

产后护理	产后修复	家庭儿童护理	健康食品	养老护理
分娩女性及婴儿护理，包括健康、饮食、伤口等方面	帮助产后女性身心恢复，包括骨盆康复、皮肤康复等	早教和日常护理，以及其他儿童相关服务	平衡各类营养素，满足不同生命阶段的营养需求	为老年人提供日常护理、康复、心理支持等综合服务
SAINT BELLA 圣贝推母婴护理中心	蓝丝带® 孕产护理连锁机构	东方爱婴 baby care	广禾堂 GUANG HE TANG	随园 DIGNIFIED LIFE
爱帝宫	骄阳兰多® Sunloading	家上家	小仙炖® 鲜炖燕窝	佰仁堂 BRIGHTOWN

资料来源：各品牌官网，公司招股书，申万宏源研究

中国家庭护理行业保持较快增速，向万亿规模稳步迈进。根据弗若斯特沙利文，中国家庭护理行业规模近年来持续增长，由2019年的3,928亿元增长至2024年的7,113亿元，CAGR为12.6%；预计市场规模将由2025年的8,053亿元增长至2030年的14,437亿元，CAGR为12.4%。

2019年至2024年，随着产后护理及修复接受度提升以及连锁产后护理机构扩张，中国产后护理及修复行业持续扩张，市场规模由2019年的386亿元增至2024年的675亿元，CAGR为11.8%。2020年受疫情影响，部分中小型月子中心暂停营运，产后护理行业的市场规模略有缩小，该部分参与者退出后，市场集中度略有上升。产后护理行业市场规模2024年为448亿元，预计2030年增至1203亿元，CAGR为18.7%；产后修复行业市场规模2024年为227亿元，预计2030年增至805亿元，CAGR为23.2%，在所有细分行业中预计增速最快。

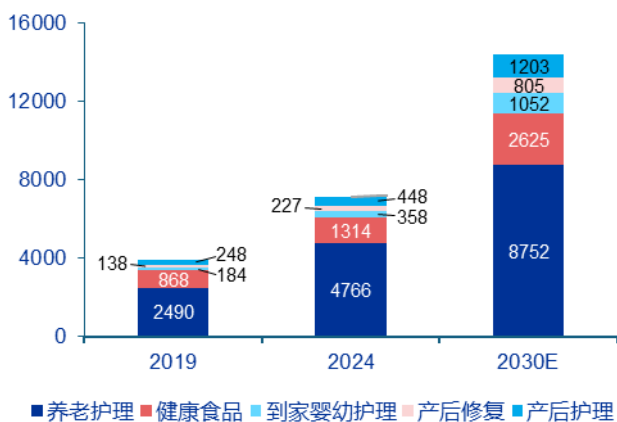
此外，**到家儿童护理行业**市场规模2024年为358亿元，预计2030年增至1052亿元，CAGR为19.1%；**健康食品行业**市场规模2024年为1314亿元，预计2030年增至2625亿元，CAGR为12.7%；**养老护理行业**市场规模2024年为4766亿元，预计2030年增至8752亿元，CAGR为10.2%。

表 5：中国家庭护理行业市场规模增速

	CAGR	2019-2024	2025-2030E
产后护理		12.6%	18.7%
产后修复		10.5%	23.2%
到家儿童护理		14.2%	19.1%
健康食品		8.6%	12.7%
养老护理		13.9%	10.2%
总体		12.6%	12.4%

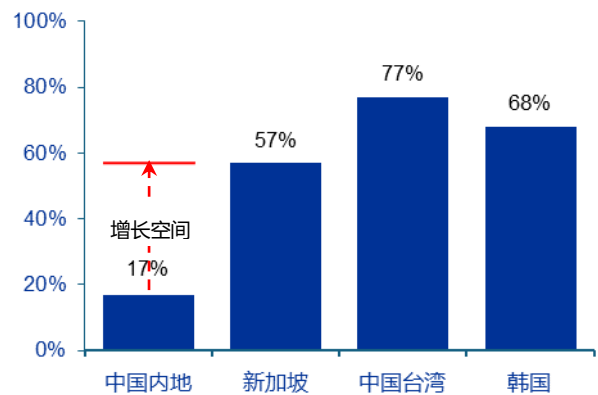
资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 10：中国家庭护理行业市场规模（单位：亿人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 11：2024 年产后护理市场渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

在产后护理服务方面，中国内地的市场渗透率由2019年的7.5%大幅上升至2024年的.%，其中月子中心的渗透率由年的.%上升至年的.%；然而，上述

渗透率仍远低于其他成熟亚洲市场的渗透率。例如，2024年新加坡产后护理服务渗透率为57%，韩国及中国台湾的产后护理服务渗透率则超过60%，**这表明产后护理行业在中国内地潜力巨大，拥有广阔的发展空间。**

2.2 当悦己消费遇上家庭服务，月子中心成为新选择

悦己意识提高、家庭结构演变、生育年龄延后和有利政府政策出台成为驱动家庭护理行业增长的主要因素。随着客观条件与主观观念的逐渐深化，家庭护理服务需求有望进一步扩大，推动行业稳步增长。

表 6：家庭护理行业增长的主要驱动因素

驱动因素	分析
悦己意识提高	对健康和生活的认识不断提高，开始将身心健康放在首位 更重视悦己消费产品和服务的价值，愿意聘请专业团队来照顾自己或家人
家庭结构演变	独生子女政策下，内地家庭人口结构已转变为“4-2-1”（祖父母及外祖父母、两个父母和一个孩子）家庭结构 抚养比上升，鼓励更多的中国家庭寻求专业家庭护理服务供应商的额外支持 夫妻推迟组建家庭的现象越来越普遍，生育率最高的年龄段已从2010年的20至29岁提到2020年的25至34岁
生育年龄延后	生育年龄推迟降低了（外）祖父母提供育儿支持的能力，父母也更有能力承担高质量的家庭护理服务，导致对家庭儿童护理服务的需求不断增长
有利政府政策出台	内地出台一系列促进人口增长的政策后，二胎、三胎的生育率自2010年的10.42%上升到2020年的16.06%。 相较一孩家庭，多孩父母通常需要更多支持，对家庭护理服务的需求也更高

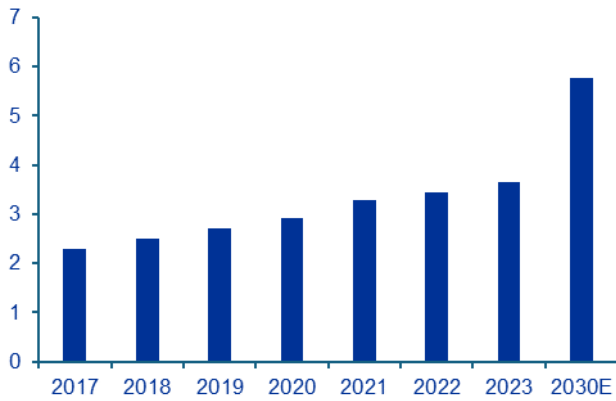
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，申万宏源研究

女性悦己意识提高。如今，随着女性受教育程度提高、人均可支配收入增高、生育年龄推迟，女性消费能力提升，越来越多的女性愿意投入更多的金钱和精力来保持和改善自己的健康和体貌，这刺激了对产后护理及修复服务需求的增长。

人均可支配收入上涨。近年来中国居民的可支配收入保持增长趋势。2019年至2024年，资产净值为人民币6百万元的富裕家庭、资产净值为人民币10百万元的高净值家庭、资产净值为人民币100百万元的超高净值家庭及资产净值为30百万美元的国际超高净值家庭的数量总体呈上升趋势。这些群体构成公司超高端及高端月子中心服务的主要目标人群。此外，根据国家统计局，2023年中国高净值人群消费价格总水平上升5.4%，超过上升0.2%的全国居民消费价格指数。这表明高净值家庭继续保持强劲的消费能力和热情。

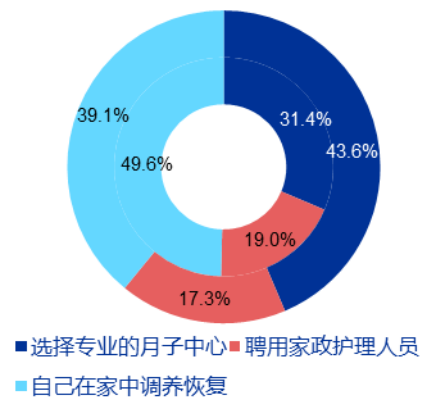
高净值人群更愿意生育超过一孩。在中国的高净值人群中，资产更多的人更愿意生育超过一孩。因此，在消费者对优质服务需求变多的推动下，高端市场板块预计将以高于整体月子中心行业的速度增长。

图 12: 中国女性人均可支配收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 13: 85 后 (内环) 和 95 后女性的产后护理选择



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

月子中心更具专业性。一二线城市的消费者对服务的要求更专业化及多样化, 配备专业人才、科学及系统的护理及修复服务方式及先进设备的高端产后护理机构能够兼顾健康恢复和产后形体塑造, 满足消费者对专业产后护理服务的潜在需求, 促进消费者越来越多地选择月子中心服务而不是月嫂服务。

表 7: 月子中心与月嫂提供的产后护理及修复对比

	月子中心	月嫂
专业性	专业性较高: 月子中心通常为客户配备具有多样化技能的专业从业者及更舒适宽敞的生活疗养环境, 能够提供专业及标准化的服务。	专业性较低: 月嫂通常更依赖于过往个人护理经验的积累而缺少系统科学的产妇护理知识及培训。月嫂通常提供上门服务, 且缺少专业设备支持。
服务交付	专业场所: 服务与场所混合提供, 在住宅、酒店、医院、商业楼宇、公寓等场所提供产后护理服务和其他相关服务。	家庭式服务: 月嫂通常居住于雇主家中提供产后护理服务。
服务范围	多样化的服务矩阵: 月子中心通常为母亲及婴儿提供全方位服务, 包括产后护理及修复服务。	简化的服务: 由于专业知识有限, 月嫂通常只能提供基本产妇护理及日常生活服务, 服务范围有限且质量参差不齐。
服务时长	人员配备充足: 月子中心通常配备多名护士、营养师、心理咨询师、物理治疗师、早教启蒙老师及安保人员; 多名雇员轮岗工作, 确保母婴的 24 小时不间断健康监测及服务保障。	有限的服务时长: 需要休息时间限制了月嫂提供 24 小时服务的能力。
服务费	服务费及服务质量较高: 由于服务矩阵更完善及多样的一站式服务套餐, 月子中心的每位客户平均服务费通常更高。	消费价格较低: 由于月嫂所提供的服务相对有限, 每位客户平均服务费通常低于月子中心。

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

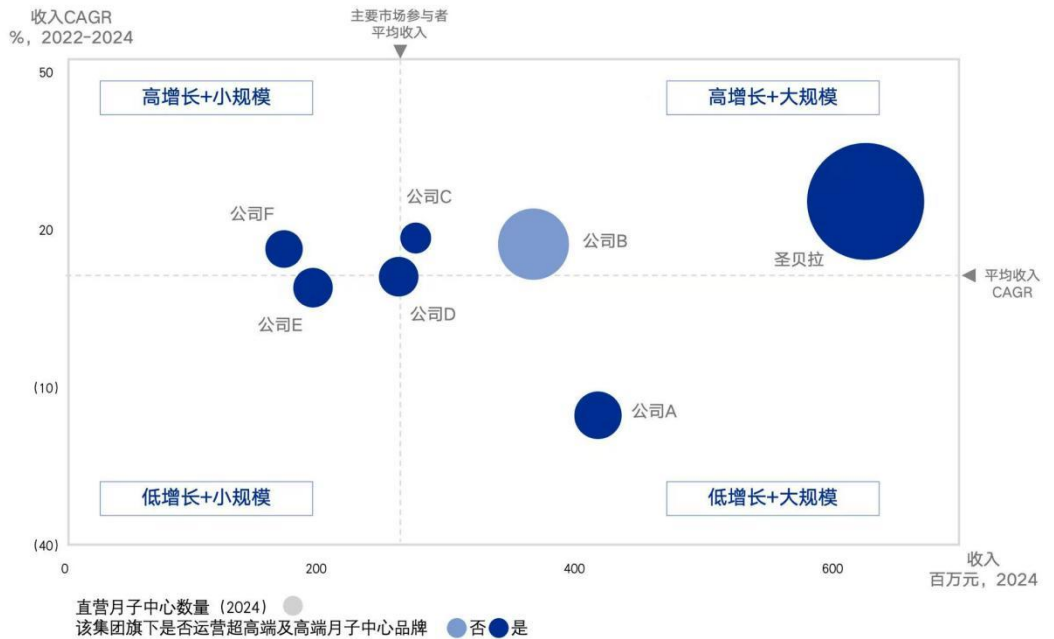
2.3 行业格局相对分散, 圣贝拉高增长同时市占率第一

中国家庭护理行业相对分散, 行业领头羊圣贝拉拥有最全业务矩阵。市场主要由一些中小型企业组成, 大多企业只在行业的某一板块开展业务, 仅少数领先集团将业务拓展到多个领域, 形成综合家庭护理品牌集团。在行业领先参与者中, 圣贝拉拥有最全面的业务

矩阵。与只专注于单一板块的同行相比，圣贝拉能够通过提供跨板块服务满足更广泛的家庭护理需求。

三强鼎立的竞争局面初具雏形，圣贝拉在产后护理及修复领域断层第一。2024年，中国仅有三家以从事月子中心业务为主的家庭护理集团产后护理及修复收入超过3亿元，仅圣贝拉营业收入超7亿元。在实现规模化运营月子中心业务板块的领先家庭护理集团中，圣贝拉保持高增长的同时市占率断层领先。其中产后护理及修复领域，按2024年月子中心产生的收入计，圣贝拉是中国乃至亚洲最大的产后护理及修复集团（市占率约为1.2%）；按2022-2024收入增长率计，圣贝拉是中国增长最快的规模化产后护理及修复集团；按中国直营月子中心数量计，圣贝拉拥有最大的高端月子中心网络。

图 14：中国主要家庭护理品牌集团竞争格局（按收入计算）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表 8：圣贝拉所处行业竞争格局

	圣贝拉	公司 A	公司 B	公司 C	公司 D	公司 E	公司 F	公司 G	公司 H	公司 I
总部	杭州	深圳	深圳	北京	北京	北京	上海	北京	北京	上海
成立年份	2016	2007	2008	2010	2008	2016	2007	2020	2022	2019
商业模式	直营	直营	直营	直营	直营+加盟	直营	直营	直营	直营	直营
内地直营门店数量	57	18	20	4	7	7	6	12	11	6
覆盖城市(中国直营)	20	9	4	2	4	4	3	4	8	6
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	超高端
价格区间(万元)	8~38	5~36	4~10	8~22	6~27	9~23	9~28	12~40	13~40	7~27
24 年产后护理及修复收入(百万元)	~628	~418	~366	~274	~261	~194	~172	~89	~82	~69

22-24CAGR 26.40% -15.20% 17.70% 19.00% 11.50% 9.20% 16.80% 20.80% 136.50% 38.80%

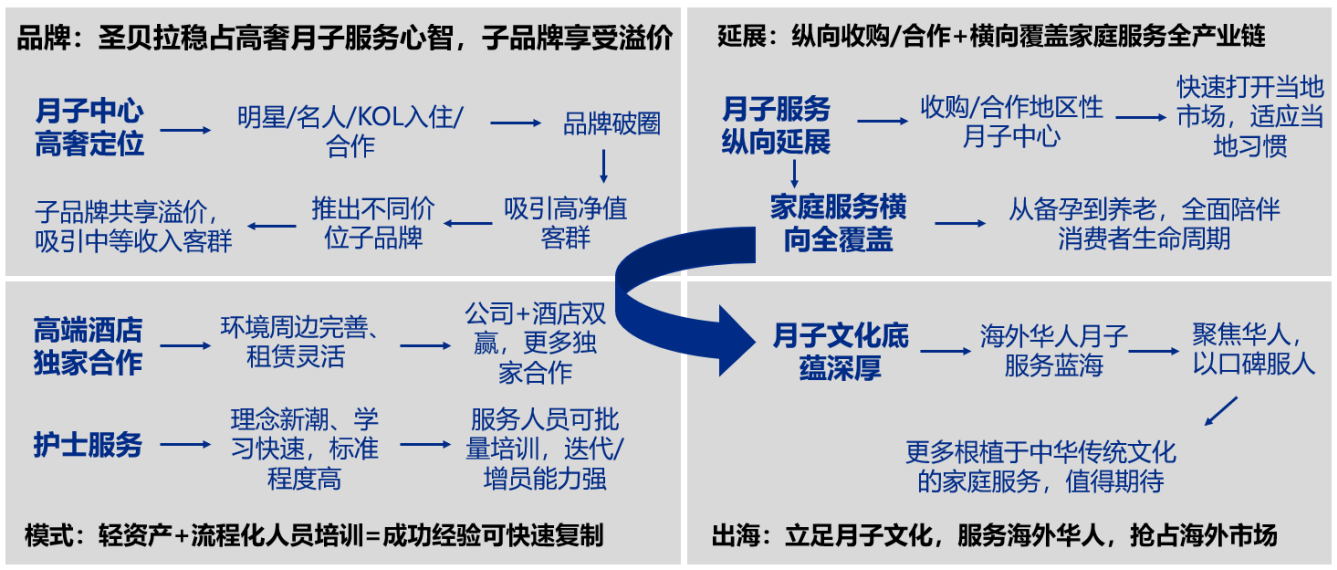
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3. 品牌、模式、延伸、出海，四张王牌打开未来业绩空间

公司涉足月子服务行业之处，圣贝拉品牌便定位高端，通过高端酒店的场所，经过标准化培训的护士、营养与口味兼具的饮食等为品牌定位提供硬件支撑。通过对月子文化的理解，对女性产后的情绪关怀、自我价值关怀等，提供品牌的人文支持。在明星/名人等拥有财富、审美、消费话语权等要素的客群，建立服务口碑并形成更长期的合作关系。服务质量经受考验，口碑出圈引客流，圣贝拉品牌稳稳占据高端月子服务心智。

此后，经过业务延展，公司逐步打造出 4 大核心优势，奠定快速发展的基本要素。1) 品牌：圣贝拉稳占高端月子服务心智，子品牌享受溢价；2) 模式：轻资产+流程化人员培训=成功经验可快速复制；3) 延展：纵向收购/合作+横向覆盖家庭服务全产业链；4) 出海：立足月子文化，服务海外华人，抢占海外市场。4 大优势助力公成功经验可快速复制，构建未来业绩想象空间。

图 15：四大核心优势助力公司崛起，相辅相成构建未来业绩空间



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.1 品牌：质量+文化+传播，圣贝拉稳居高端，子品牌享受溢价

高端场地与安全与舒适兼具的护理服务，奠定月子服务的高质量。圣贝拉月子中心大部分设于高端酒店，少数设于独栋别墅。高端酒店房间配置、周边服务、视野、安全性、隐私性均有保障，与高消费人士日常旅行居住环境类似，接受度更高。高端酒店独家合作，

将高端酒店消费心智与圣贝拉紧密结合，达成共赢效果。同时，由于高端酒店的相对稀缺性，独家合作后，圣贝拉更具先发优势与垄断优势。

表 9：圣贝拉独家入驻部分酒店，酒店与圣贝拉相互背书，共守高端形象

城市	入驻酒店	价格	部分酒店环境
SAINT BELLA			
北京	王府半岛酒店		
	璞瑄酒店	¥18.88w 起	
	国贸店		
上海	宝丽嘉酒店	¥16.88w 起	
	外滩华尔道夫酒店	¥18.88w 起	
	镛舍公寓		
杭州	宝格丽苏河湾店	¥22.88w 起	
	中心四季酒店	¥16.88w 起	
广州	柏悦酒店	¥18.88w 起	
	文华东方酒店	¥16.88w 起	
深圳	瑰丽府邸	¥18.88w 起	
	南山店	¥16.88w 起	
成都	莱佛士酒店	¥18.88w 起	
	文华东方酒店	¥15.88w 起	
苏州	华尔道夫酒店	¥15.88w 起	
	博舍公寓	¥16.88w 起	
大连	四季酒店	¥16.88w 起	
	四季酒店	¥12.88w 起	
中国香港	K11 Artus 寓馆	HKD36.88w 起	
	奕居酒店		
泰国	BKK 嘉佩乐酒店	USD5.98w 起	
美国	CA 华尔道夫酒店	USD8.88w 起	
	NYC 巴卡拉酒店	USD10.88w 起	
BELLA VILLA 独栋旅居系列			
上海	愚园路洋房花园独栋	¥20.88w 起	
杭州	秋水山庄酒店	¥31.88w 起	
厦门	七尚酒店	¥16.88w 起	
新加坡	嘉佩乐酒店	SGD6.88w 起	

资料来源：公司小红书官方账号，公司官网，各酒店官网，申万宏源研究

护理体系是月子服务关键内核，守护母婴安全与舒适，圣贝拉打造 3 大专家+1v9 服务防线。圣贝拉邀请首席护理督导刘美芳博士、月子营养教父钟宇富博士、韩国产康专家洪博士共建科研母婴护理 know-how 知识体系，涵盖月子护理、膳食、产康三大维度，实时吸纳前沿先进理念。同时，严抓安全、舒适 2 大重点，消费者在馆期间可享受到至少 9 位工作人员服务，包括店长及管家、专护团队及产房医护、泌乳营养产后等专业顾问。先进知识理念+经过时间考验的人员配置服务 SOP，成就过硬服务体验。

图 16: 3 大专家+9v1 服务, 圣贝拉月子护理内核过硬



资料来源: 圣贝拉小红书官方账号, 申万宏源研究

是坐月子, 更是一场爱自己的艺术旅程。除硬件场所与护理体系外, 圣贝拉对月子文化的理解与对消费者的文化关怀, 也是获得认同的重要因素。圣贝拉将“生命在于体验”的理念贯彻到月子时光中, 重视、珍惜消费者的月子初体验/再体验, 关爱女性的母亲角色, 同时肯定、鼓励、呵护女性做自己的机会。同时, 圣贝拉通过距离和专业服务, 帮助家庭有效规避潜在的育儿理念冲突, 帮助女性在人生关键时期, 身心放松, 以一段值得怀念的体验, 开启(再次开启)人生新阶段。

图 17: 圣贝拉对于月子文化的理解助力提高消费者粘性

圣贝拉月子文化	传统月子
生命中重要的体验	为孩子和家庭奉献
做回自己	尽快承担妈妈的义务
身心放松, 享受月子时光	吃喝睡
用距离和专业服务规避潜在的家庭育儿矛盾	直面产后情绪波动与家庭沟通代沟

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

体验感征服公众人物, 口碑相传, 共建品牌信任度。戚薇、吉娜、唐艺昕等高消费的公众人物在圣贝拉坐月子期间, 体验感良好, 并在网络平台(小红书、微博等)对圣贝拉提供的月子餐、护理人员、身材修复流程及乳房护理等做出正面平价, 详细描述圣贝拉月子旅程与服务细腻程度, 引得粉丝及网友广泛谈论与学习。明星背书效应显著, 圣贝拉品牌很快在高净值/中等收入客群中形成口碑, 业务快速破圈, 再通过闺蜜圈、同事圈、亲戚圈等口口相传, 进一步取得新客对品牌的信任。

表 10: 明星背书, 口碑传播, 圣贝拉顺利出圈

项目	1	2	3	4
明星姓名	戚薇	吉娜	唐艺昕	麦迪娜
形象				
圣贝拉经历	2022 年二胎月子	2021 年	2020 年	19 年、21 年左右, 两胎均选择圣贝拉
部分反馈	月子餐品种丰富、营养全面; 护理人员专业等	护理人员科学专业又体贴; 为宝宝定制方案, 让宝宝在各阶段都有很好的照顾。	产后修复好	月子餐营养搭配有道, 帮助宝妈健康又美丽; 产后 40 天腰线回归。
小红书粉丝	775 万	190 万	158 万	41 万

资料来源: 各明星的小红书、微博账号, 公司招股书, 申万宏源研究

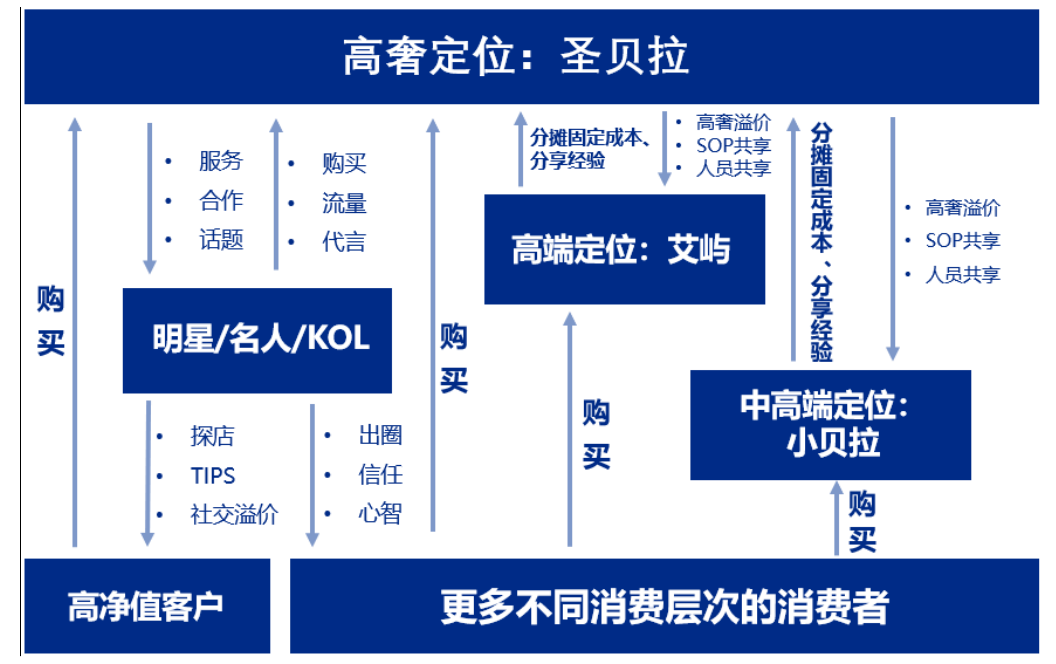
子品牌为不同消费层级的客户提供服务, 艾屿、小贝拉自带高端服务基因, 兼具相对亲民的价位。为更好服务于不同消费层级的客户, 小贝拉和艾屿 2 个品牌应运而生, 分别聚焦中高端需求和女性心理健康月子护理。子品牌托身于高端圣贝拉, 理论知识先进、文化关怀到位, 人员服务 SOP 共享, 充分享受高端品牌溢价。以小贝拉为例, 客单价约 6-10 万元, 可承接更多新一线、二三线城市消费者, 开店潜力足, 客群人数丰富。

表 11: 月子中心品牌矩阵

品牌	目标客群	套餐定价 (截至 2025/6)	产后护理平均每单收入 (2024)
圣贝拉	针对高净值家庭的超高端旗舰品牌	13.88 万	23.92 万
小贝拉	侧重产后心理健康的高端品牌	10.88 万	16.72 万
艾屿	针对年轻中产家庭的轻奢品牌	6.88 万	9.63 万

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 18: 圣贝拉为根基, 子品牌享受高端溢价, 向中高端进军



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

3.2 模式: 轻资产+流程化人员培训=成功经验可快速复制

月子中心场所与高端酒店合作, 以酒店形式代替独栋, 轻资产, 可提供房间数量灵活。相比于一开始就需要投入大量资金于购置及装修场所的重资产模式, 轻资产模式主要利用几乎可立即入住的场所, 只需投入少量资金用于升级及定制化, 物业、安保等运营工作由酒店承担。享受酒店品牌和口碑背书, 同时, 可根据月子服务预定人数, 提前 3 个月-半年向酒店订房, 享受入住比率的极致性价比。**轻资产模式, 筹建时间成本低、初始投入较低, 租赁数量和时间灵活, 复制效率高。**

表 12: 轻资产模式与重资产模式对比

	圣贝拉	竞争公司 A	
		旧模式	新模式
物业类型	酒店客房灵活租赁+定期租赁	独栋物业	五星级公寓型酒店
合作方	主要为高端酒店	地产商/物业持有人	酒店式公寓运营方
物业获取方式	灵活租赁	长期租赁	长期租赁
可选物业数量	较多	较少	较多
开店筹建期	1-3 个月	预计>6 个月	预计>2 个月
投资回收期	3 个月经营净现金流转正	预计 18~24 个月	预计 12 个月左右

资料来源: 公司招股书, 竞争公司 A 公告, 申万宏源研究

表 13: 圣贝拉月子中心不同订房策略成本占比

项目	2022		2023		2024	
	租赁成本 (万)	%	租赁成本 (万)	%	租赁成本 (万)	%
根据灵活安排预订	6703.9	54.9%	7084.0	56.4%	12295.3	63.4%
根据定期租约预订						
用于客户入住, 已占用	3183.6	26.1%	3417.7	27.2%	4402.2	22.7%
用于客户入住, 空置	1519.6	12.4%	1188.4	9.5%	1414.9	7.3%
用于提供产后修复服务	810.2	6.6%	867.2	6.9%	1285.2	6.6%

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

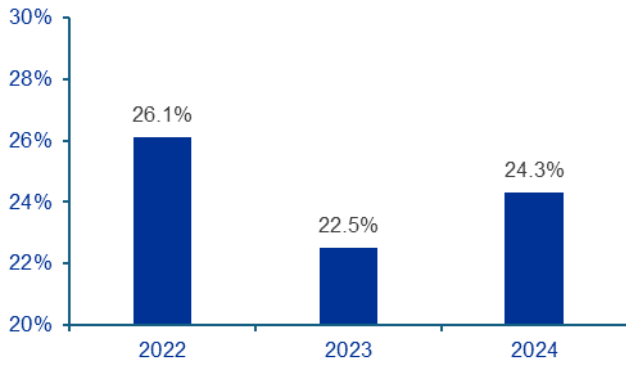
轻资产模式使公司能迅速扩充经营网络, 从 2021 年的 25 家迅速扩张至 2025 年 6 月的 96 家, 其中自营中心从 25 家扩张至 62 家, 管理中心从零扩张至 34 家。低资本支出模式帮助公司在内部增长及整合竞争对手的网络扩张中实现较短投资回报期。一般情况下, 每家新中心可在运营三个月内实现净正经营现金流。

表 14: 公司门店依托轻资产模式实现迅速扩张 (家)

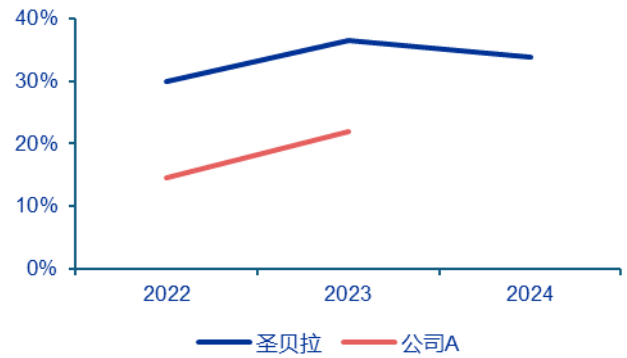
		2022	2023	2024	2025/6/10
总计	圣贝拉	14	18	23	27
	艾屿	—	—	14	16
	小贝拉	22	25	40	53
	合计	36	43	77	96
自营中心	圣贝拉	13	16	19	20
	艾屿	—	—	10	12
	小贝拉	22	24	29	30
	合计	35	40	58	62
管理中心	圣贝拉	1	2	4	7
	艾屿	—	—	4	4
	小贝拉	—	1	11	23
	合计	1	3	19	34

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

轻资产模式下, 公司租赁相关成本较低, 毛利率明显高于同行。公司确认为销售成本 (主要指月子中心的租赁成本) 的租金及相关成本 (包括使用权资产折旧) 占期间收入不超过 30%。2023 年租赁相关成本占收入比明显降低, 主要是由于定期租约的酒店客房入住率提升; 2024 年占比有所增加主要是由于扩张的新中心尚未入住且整体房费增加。2022-2024 年, 圣贝拉毛利率维持在 30%左右, 显著高于 15%-20%左右的同行公司 A。

图 19: 圣贝拉租金及相关成本占期间收入


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 20: 圣贝拉与公司 A 毛利率对比


资料来源: 公司招股书, A 公司公告, 申万宏源研究; 注: 24 年 A 公司亏损

公司搭建服务人员培训供应链, 人才培养标准化、快速化、可复制化。公司自建职业培训学校——贝康护理学院, 并与 30 多所护理学校合作, 向其招聘应届毕业生, 为旗下月子中心输送护理人才。截至 2024 年末, 公司拥有 97 名全职产后修复专家及规模最大的直营月子中心护理专家团队; 截至 2025 年 6 月, 共有 693 名取得相关专业资质的护理专家在月子中心提供产后护理服务, 约有 97% 已通过相关护士执业资格考试。

图 21: 贝康国际招聘年轻、专业护士团队

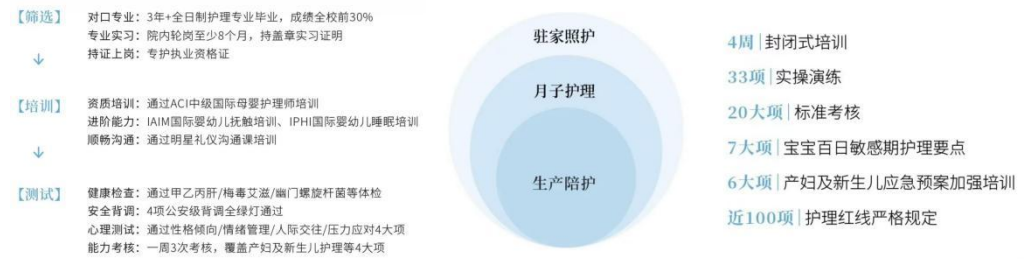

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 22: 护士经过培训获得相关资质


资料来源: 小红书, 申万宏源研究

公司建立了有效的培训体系和清晰的职业发展路线, 流失率低于行业平均水平。培训方面, 在指派员工为月子中心客户提供服务前, 公司会根据自主开发的涵盖 20 多个母婴护理主题的培训计划, 为其提供一个月的岗外培训和一个月的在职培训, 并定期开展笔试和实践技能测试作为绩效评估的一部分。相比之下, 根据弗若斯特沙利文, 公司多数竞争对手主要依赖普遍没有接受过系统或专业培训的月嫂或育儿嫂。

晋升方面, 公司根据护理专家的资历和资格对其实行有效的分级制度, 基于综合员工评估框架为员工的职业发展提供清晰的路线图。获得美国认证协会 (ACI) 等认证后可晋升到高级职位。根据弗若斯特沙利文, 圣贝拉护理专家于 2023 年的流失率约为 32.7%, 低于行业平均水平的约 40-50%。说明公司对员工成长的持续投入提升了员工就职的满意度, 保障了服务团队的稳定性。

图 23：公司护士与护理人员培训流程


资料来源：圣贝拉母婴护理中心小红书官方账号，申万宏源研究

3.3 延展：纵向收购/合作+横向覆盖家庭服务全产业链

内增+外购，纵向打开月子服务潜力空间。 鉴于上述轻资产+人员快速复制的优势，公司内增门店开店迅速，同时收购地区性知名月子中心也在同步进行。22-24 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。25 年以来（截止 6 月 10 日），内增+外购发力明显，三大品牌合计新增门店 19 个，其中以二线城市小贝拉门店增加数量最大，25 年增加 11 个门店。

在外购方面，公司已建立收购潜在标的系统性审查标准： 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；4) 同时侧重评估每个标的的业务模式及服务质量。

表 15：圣贝拉、艾屿、小贝拉的地理分布情况

	2022	2023	2024	2025/6/10
中国内地				
一线城市				
圣贝拉	11	13	15	18
艾屿			8	10
小贝拉	9	9	18	20
合计	20	22	41	48
二线城市				
圣贝拉	2	2	5	6
艾屿			6	6
小贝拉	13	16	22	33
合计	15	18	33	45
中国内地以外地区				
中国香港圣贝拉	1	2	1	1
新加坡圣贝拉		1	1	1
大洛杉矶地区圣贝拉			1	1
合计	1	3	3	3

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 24：内增+外购发展战略



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

以月子服务为起点，在孕期及产后这一关键窗口期抢先与目标客群建联，并通过塑造专业、高端的品牌形象培养客户的品牌忠诚度与圈层归属感。再通过产后修复业务、家庭护理服务业务与食品业务实现月子中心业务的自然延伸，通过多元的产品与服务矩阵满足客户生命周期不同阶段的需求，从而增强目标客群的品牌认同与复购粘性，实现高端家庭护理市场全链条的份额抢占，并提升永续经营能力。

目前公司旗下的产后修复品牌产后研修所（STB）、S-bra、家庭护理品牌予家、食品品牌广禾堂均已形成一定规模，依托月子中心品牌形成明显的协同效应，不同消费场景间彼此渗透，打破业务孤岛，构建起“孕期-产后-育婴-长期健康管理”的服务生态闭环，成为公司的第二增长曲线。

图 25：圣贝拉全生命周期品牌矩阵



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

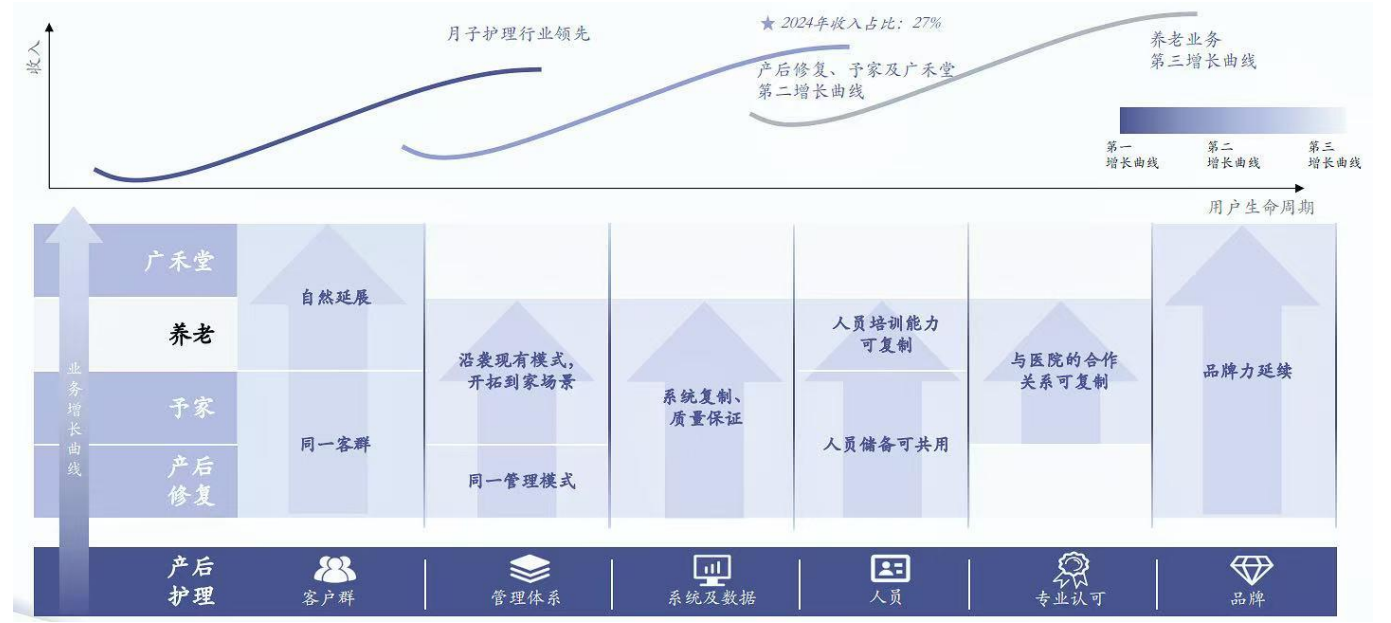
产后研修所（STB）精准定位当今女性日益增长的产后身体修复需求，直接入驻高端酒店，与月子中心实现高效渗透。STB 覆盖身体调理、产后肌肉修复、产后皮肤修复、哺乳咨询、塑形等多维需求，构建从孕前肌群防御到产后细胞及修复的 1460 天孕产全周期照护。品牌产品矩阵包括自研产品草本汉方养发包、草本汉方足浴包等，仪器项目西班牙 ROS'S 修复仪器、英国 BTL 盆底肌修复仪器、BODY-S 筋膜体雕仪等，护肤产品瑞士 VALMONT、英国 ELEMIS 等。

S-bra 是孕产期内衣品牌，作为产后修复服务的一部分，于 2022 年被公司收购，现隶属于 STB。S-bra 拥有全韩技术研发团队，自研产品 S-bra 孕产期高定胸衣（根据胸部周期变化，五次量身定制，覆盖孕中期-孕晚期-产后哺乳期-离乳期）、S-Corset 盆骨功能裤。

予家作为提供到家育婴师的家庭护理品牌，可实现从月子中心到到家护理的自然衔接，2024 年 574 名单独购买家庭护理服务套餐的客户中，约 76%是产后护理服务的老客户。品牌运营体系覆盖从筛选、评估、培训等十大环节，相比普通机构更加全面专业。育婴师年轻可靠，40 岁以下占比约 35%（截至 2024/12），持三证上岗（高级育婴师证、早教师证、营养配餐师证），融合五大育儿学科，建立科学的婴幼儿照护体系，服务涵盖科学养育、早教启蒙、营养辅食、生活照料等；同时提供母婴专家团队云服务，实现线上线下双支持。价格范围为每年约 17.28-38.4 万元，价格定位客群与月子中心品牌保持一致。

广禾堂由钟宇富博士于 2003 年创立，在营养、健康及保健领域拥有 20 多年的历史，是中国食品行业领军者之一，于 2021 年被公司收购。截至 2024/12，食品业务约有 90 个 SKU。自收购以来，公司将广禾堂重心从线下向线上渠道转变，不断迭代产品，覆盖女性从月经期到孕期、哺乳期、产后、流产后等不同阶段的日常健康管理需求，实现品牌转型。

图 26：将产后护理的成功复制到更广泛的家庭护理产业链



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.4 出海：立足月子文化，服务海外华人，抢占海外市场

海外月子市场前景广阔。一方面，海外华人及亚洲文化圈客户的高质量坐月子需求与当地相对不足的产后服务供给之间的差异为月子中心出海奠定坚实基础，另一方面，“坐月子文化”的逐渐出圈，也在不断释放欧美客户的潜在需求，这部分需求有望成为蕴含巨大潜力的增量蓝海。根据弗若斯特沙利文，全球月子中心行业的市场规模呈现出显著增长，由 2019 年的 73 亿美元增至 2024 年的 129 亿美元，CAGR 为 12.0%，且预计会由 2025 年的 146 亿美元增至 2030 年的 319 亿美元，CAGR 为 16.8%。

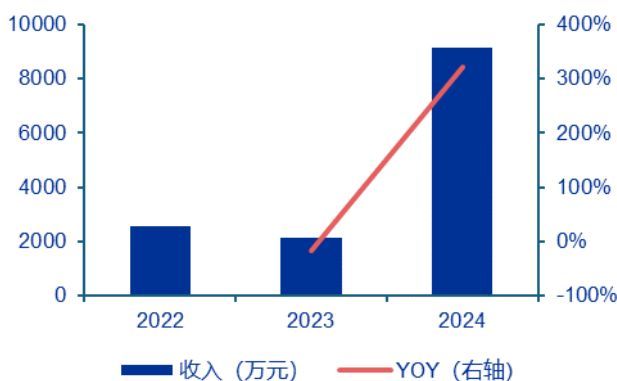
公司凭借对出海机遇的敏锐洞察，前瞻性启动全球化布局，成为中国大陆首家向海外扩张的月子中心运营商。2022年1月开始向中国大陆以外地区扩张，2023、2024年分别在新加坡及美国开设月子中心，并计划在2027、2028年开设约四至五家海外中心，渗入巴黎、伦敦等拥有庞大中国人群的精选国际城市。美国旧金山、波士顿等高净值华人较多的城市以及马来西亚、泰国等华人浓度极高的东南亚国家也都具备开设新中心的潜力。

表 16：截至 2025/7 中国内地以外地区开设门店

中国香港	新加坡	美国洛杉矶	美国纽约	泰国曼谷
K11 Artus 寓馆 奕居酒店	嘉佩乐酒店	华尔道夫酒店 尔湾独栋别墅店	巴卡拉酒店	嘉佩乐酒店
				
设计巨匠 André Fu 倾情之作；180 度尽览海景山景；地处港岛繁华地段金钟；70-120 m ² 三档公寓房型	安缇御用设计师 Jaya Ibrahim 操刀室内设计；庄园内 30 英亩热带植物；步行 5 分钟可抵海滩；170-524 m ² 四档房型	坐落在俯瞰太平洋的 150 英尺高海滨悬崖上，拥有私人海滩俱乐部和专属海滩，49-90 m ² 三档房型	主打一种房型，4 房 4 卫，适合多人口家庭，奢想居家月子体验(上图巴卡拉酒店)	位于纽约曼哈顿市中心，曾获 Condé Nast Traveler 读者评选的纽约十佳酒店之一，42-116 m ² 三档房型
国际一线设计团队携手；湄南河畔，全幅河景；私人府邸般的居停体验；61-162 m ² 三档房型				
HKD36.88w 起	SGD6.88w 起	USD8.88w 起	USD9.88w 起	USD10.88w 起

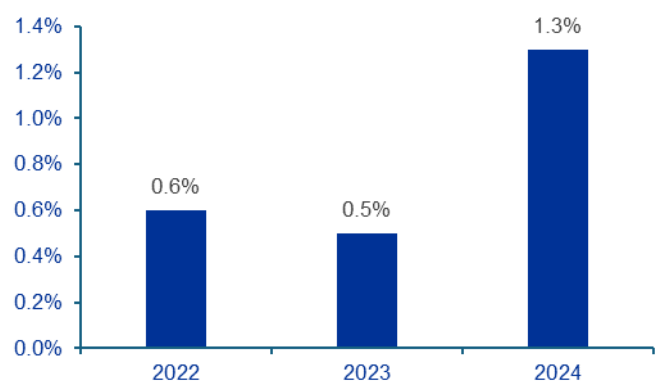
资料来源：小红书，圣贝拉小程序，各酒店官网，申万宏源研究

图 27：圣贝拉中国内地以外地区收入及增速



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 28：圣贝拉中国内地以外地区收入占总收入比



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

目前公司还在海外业务开发的初期阶段，为快速渗透新市场及建立品牌知名度，公司的目标客群主要聚焦于与中国现有客群具有相同客户特征的海外华人家庭。在新市场稳定后会考虑逐步开始向其他亚洲和非亚洲人群推广产后服务，包装“Baby Honeymoon（亲子蜜月）”本土化概念，凭借科学的产后护理与修复服务，向世界弘扬优秀的月子传统文化。除此之外公司亦计划于国际范围内扩张食品业务，作为月子中心网络的补充。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司主营业务可以分成三个部分，第一是月子中心，第二是家庭护理服务，第三是食品业务，其中月子中心业务为目前营收占比最高的业务。综合三大业务表现，预计 25-27 年公司营业收入分别增长 32%、28%、23%，增长至 10.58/13.51/16.62 亿元，公司毛利率分别为 37%、38%、38%。

首先是门店数量拆分：预计 25-27 年公司月子中心新增 41/35/35 家，合计总门店数量预计达到 118/153/188 家，门店数量同比增加 53%/30%/23%。分品牌来看，圣贝拉预计新增 10/5/5 家，合计总门店数量预计达到 33/38/43 家；小贝拉预计新增 25/25/25 家，合计总门店数量预计达到 65/90/115 家；艾屿预计新增 6/5/5 家，合计总门店数量预计达到 20/25/30 家。

表 17：公司门店数量预测

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
门店数	36	43	77	118	153	188
yoy	-	19%	79%	53%	30%	23%
圣贝拉	14	18	23	33	38	43
小贝拉	22	25	40	65	90	115
艾屿	0	0	14	20	25	30
净开店数	11	7	34	41	35	35
圣贝拉	4	4	5	10	5	5
小贝拉	7	3	15	25	25	25
艾屿	0	0	14	6	5	5

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

一、月子中心：旗下拥有圣贝拉、小贝拉、艾屿 3 个不同定位的月子服务品牌，其中圣贝拉占据高端月子服务强心智，预计在开店与次新店业绩爬坡的助力下，取得相对较快的增长。小贝拉定位高端，目前处于快速开店、模式快速复制的阶段，预计 25-27 年开店数量最多，且由于业务基础较大，增速较高，成为未来 3 年最大的业绩引擎。艾屿品牌推出相对较晚，品牌建设和模式探索还在进行中，基数小受开店因素影响大，因此增速较快。

1) 产后护理服务：综合圣贝拉、小贝拉、艾屿三块业务，预计 25-27 年营业收入分别增长 35%、29%、23%，增长至 7.23/9.31/11.44 亿元。

2) 产后修复服务：综合圣贝拉、小贝拉、艾屿三块业务，预计 25-27 年营业收入分别增长 32%、26%、20%，增长至 1.22/1.53/1.85 亿元。

3) 其他：预计 25-27 年营业收入分别增长 20%、15%、10%，增长至 0.60/0.69/0.76 亿元。

二、家庭护理服务：受益于圣贝拉品牌建设的上升，以及月子中心服务门店和业绩的增长，家庭护理服务的受众和连带销售增加，预计 25-27 年营业收入分别增长 40%、40%、40%，增长至 0.97/1.35/1.90 亿元。

三：食品：随着模式的成熟而稳定增长，预计 25-27 年营业收入分别增长 10%、10%、10%，增长至 0.56/0.62/0.68 亿元。

毛利率预测：随着新店爬坡和规模效应，毛利率逐步平稳提升。

一、月子中心：预计 25-27 年毛利率逐步上升至 35%、36%、37%。

二、家庭护理服务：预计 25-27 年毛利率逐步上升至 36%、38%、40%。

三、食品：预计 25-27 年毛利率上升至 65%、66%、67%。

表 18：公司收入拆分

单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、月子中心	407.3	467.5	678.4	904.7	1,153.5	1,404.3
YOY		15%	45%	33%	28%	22%
占总营收比例	86%	84%	85%	86%	85%	84%
毛利率	29%	34%	32%	35%	36%	37%
圣贝拉	203.2	205.3	269.6	323.6	372.1	416.8
YOY		1%	31%	20%	15%	12%
占产后护理比例	59%	54%	50%	45%	40%	36%
毛利率	28%	32%	27%	32%	32%	32%
小贝拉	141.6	173.0	222.4	333.7	467.1	607.3
YOY		22%	29%	50%	40%	30%
占产后护理比例	41%	46%	42%	46%	50%	53%
毛利率	27%	31%	27%	30%	33%	35%
艾屿			43.9	65.8	92.1	119.8
YOY				50%	40%	30%
占产后护理比例	0%	0%	8%	9%	10%	10%
毛利率			27%	30%	30%	30%
1.1 产后护理服务合计	344.7	378.4	536.0	723.0	931.4	1,143.8
YOY		10%	42%	35%	29%	23%
占月子中心比例	85%	81%	79%	80%	81%	81%
毛利率	28%	31%	27%	31%	32%	33%
圣贝拉	35.9	48.6	54.8	65.7	75.6	84.6
YOY		35%	13%	20%	15%	12%
占产后修复比例	74%	68%	59%	54%	49%	46%
毛利率	41%	50%	46%	50%	51%	52%
小贝拉	12.7	23.3	32.4	48.6	68.0	88.4
YOY		%	%	%	%	%

占产后修复比例	26%	32%	35%	40%	44%	48%
毛利率	5%	33%	37%	40%	42%	44%
艾屿			5.4	7.5	9.7	11.7
YOY				40%	30%	20%
占产后修复比例	0%	0%	6%	6%	6%	6%
毛利率			30%	30%	33%	35%
1.2 产后修复服务合计	48.6	71.9	92.5	121.8	153.3	184.7
YOY		48%	29%	32%	26%	20%
占月子中心比例	12%	15%	14%	13%	13%	13%
毛利率	31%	45%	42%	45%	46%	47%
1.3 其他	14.0	17.3	49.9	59.9	68.9	75.8
YOY		23%	189%	20%	15%	10%
占月子中心比例	3%	4%	7%	7%	6%	5%
毛利率	39%	55%	65%	65%	65%	65%
二、家庭护理服务	34.9	45.3	69.1	96.7	135.4	189.5
YOY		30%	52%	40%	40%	40%
占总营收比例	7%	8%	9%	9%	10%	11%
毛利率	33%	34%	34%	36%	38%	40%
三、食品	29.3	47.1	51.2	56.4	62.0	68.2
YOY		61%	9%	10%	10%	10%
占总营收比例	6%	8%	6%	5%	5%	4%
毛利率	44%	63%	62%	65%	66%	67%

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 投资分析意见

可比公司选择：鉴于月子服务行业竞争格局分散，规模较大的公司相对较少，因此没有选取月子服务公司用作估值对比。我们基于圣贝拉公司的以下特性来选择可比公司，1) 月子服务属于社会服务行业，因此选取社会服务属性相对较强的公司用以对比；2) 消费者对于生活品质、美丽等要素追求高，因此选取客户画像较为接近的公司；3) 公司业务与母婴消费板块息息相关，因此选取母婴消费公司用以对比；4) 公司在港股上市，因此选取部分港股上市公司用以平衡估值。**综上，我们选取以下 3 家作为可比公司：**

1) 美丽田园：主营业务包括美容和保健服务、医疗美容服务、亚健康医疗服务三个方面，为社会服务性质公司，客户对于美丽与健康有较高要求，并且于港股上市。

2) 爱尔眼科：主要主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜，涵盖近视手术、近视防控、白内障、眼整形美容等。主营业务与医疗、社服相关。

3) 孩子王: 主要从事母婴童商品零售及增值服务, 销售食品、衣物品、易耗品等多个品类的母婴商品, 同时提供童乐园、互动活动、育儿服务等母婴服务, 还经营广告业务和平台服务等。

圣贝拉为国内月子及家庭护理服务知名企业, 在高端月子服务领域占据消费心智, 品牌延展与服务链延展同步进行, 品牌端, 利用圣贝拉的营运经验与专业人员, 快速复制中高端品牌小贝拉、艾屿, 抢占中高端市场。服务链端, 月子服务前后产业链均有涉足, 孕期护理、产后修复、孕期饮食及后期身体管理等, 全面覆盖女性生育长周期。同时养老服务蓄势待发, 有望接管从备孕到养老消费者生活全周期。

我们预计 25-27 年经调整净利润 1.17/1.91/2.87 亿元, 对应 PE 为 33/20/13 倍。考虑到公司业绩正处于快速放量阶段, 成长性较高, 同时现已处于 25 年下半年, 可切换 26 年估值。参考 2025 年 8 月 22 日上述 3 家可比公司 26 年平均 26 倍估值, 26 年圣贝拉公司仍有 20%以上涨空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 19: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	2025/8/22		盈利预测 (亿元)			PE		
		总市值 (亿元)	收盘价 (元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2373.HK	美丽田园	78.7	33.36	3.1	3.5	4.1	23	20	18
300015.SZ	爱尔眼科	1,249.6	13.40	41.1	47.7	55.1	28	24	21
301078.SZ	孩子王	161.1	12.77	3.6	4.9	6.6	45	33	25
平均值							32	26	21
2508.HK	圣贝拉	42.2	6.78	1.17	1.91	2.87	33	20	13

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 圣贝拉采用经调整净利润, 美丽田园、爱尔眼科、孩子王采用 wind 一致预测。

5. 风险提示

居民收入预期下行: 受宏观经济波动影响, 居民对未来收入预期下行, 将会影响居民消费决策, 尤其是相对较大额度的消费将会受到影响。

新生儿人口数量下行: 受生育意愿和生育适龄人口数量的下行, 新生儿人口数量棉铃下行风险, 同时生育及相关服务的消费将会受到影响。

促进生育政策效果不及预期: 国家及部分地方政府已推出育儿补贴及相关促进生育政策, 拉高市场预期, 但如果政策效果不及预期, 将影响到公司业务表现及股价表现。

门店客流爬坡不及预期: 门店经过孵化, 客流会进入向上爬坡阶段, 从而进入经营稳定期。但如果门店发展不及预期, 将会影响公司整体业务。

海外门店经营风险: 海外门店经营受当地国家各种因素影响, 短期难以捕捉经营高频数据。

行业竞争加剧: 月子服务行业集中度低, 竞争者众多且地区分散, 进入门槛相对较低, 因此可能面临竞争加剧的风险。

舆情风险：社会服务行业受消费者、群众监督，服务口碑至关重要，如出现负面舆情，将会严重影响公司品牌声誉和经营业绩。

财务摘要

合并损益表

单位: 百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	471.5	559.9	798.7	1,057.8	1,350.9	1,662.0
一、月子中心	407.3	467.5	678.4	904.7	1,153.5	1,404.3
二、家庭护理服务	34.9	45.3	69.1	96.7	135.4	189.5
三、食品	29.3	47.1	51.2	56.4	62.0	68.2
销售成本	330.4	355.3	528.3	669.5	842.6	1,022.4
一、月子中心	290.5	308.2	462.9	587.9	737.6	886.2
二、家庭护理服务	23.4	29.9	45.6	61.9	83.9	113.7
三、食品	16.5	17.3	19.7	19.7	21.1	22.5
毛利润	141.1	204.6	270.4	388.3	508.3	639.6
毛利润率	29.9%	36.5%	33.9%	36.7%	37.6%	38.5%
其他收入	10.1	16.6	7.0	21.1	26.9	33.2
销售及分销开支	-58.8	-81.5	-94.9	-121.6	-141.8	-174.5
行政开支	-122.1	-112.9	-216.8	-137.5	-162.1	-166.2
研发开支	-12.9	-9.1	-13.3	-21.2	-27.0	-33.2
息税前利润	-42.6	17.7	-47.6	129.1	204.3	298.8
财务成本	-1.8	-3.0	-4.8	1.1	8.2	19.8
其他收益	0.8	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	-366.9	-256.1	-493.7	300.0	0.0	0.0
应占联营公司利润/亏损	0.0	0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0
应占合营企业亏损	-1.4	-0.5	-0.6	0.0	0.0	0.0
除税前利润/亏损	-411.9	-240.7	-546.6	430.2	212.5	318.5
所得税抵免	0.3	1.8	3.3	-43.0	-21.2	-31.9
年内利润/亏损	-411.6	-238.9	-543.3	387.2	191.2	286.7
净利润率	-87.3%	-42.7%	-68.0%	36.6%	14.2%	17.2%
母公司拥有人	-407.5	-239.0	-546.6	387.2	191.2	286.7
非控股权益	-4.1	0.1	3.3	0.0	0.0	0.0
加回:						
向投资者发行的金融工具公允价值变动	366.9	256.1	493.7	-300.0		
上市开支	0.1	3.6	31.1	30.0		
以股份为基础的付款开支			60.6			
经调整年内(亏损)/利润	-44.6	20.8	42.3	117.2	191.2	286.7
YOY			103%	177%	63%	50%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。