

不同集团 (6090.HK)

BeBeBus 高端母婴品牌，品类&渠道扩张驱动高增长

BeBeBus 以中产及高净值人群为目标用户画像，通过婴童推车&婴儿床&安全座椅等明星产品打造高端耐用的母婴品牌定位，延伸产品线至婴童护理以及喂养等高频高复购品类。携手小红书意见领袖快速提升品牌势能，多渠道共同发力。

不同集团 (BeBeBus) 作为高净值人群的高品质育儿代表品牌，近年业绩表现突出。收入规模从 2022 年的 5.07 亿元快速增长至 2024 年的 12.49 亿元，年复合增速达 57%。净利润从 2022 年亏损 0.21 亿元至 2024 年盈利 0.59 亿元。2025H1 营收 7.26 亿元/+25%，净利润 0.49 亿元/+72%。

纵观公司发展历程，公司于 2019 年正式推出核心品牌 BeBeBus，聚焦于高价值人群家庭，致力打造全球领先的母婴童时尚生活方式品牌，目前产品涵盖亲子出行、宝宝睡眠、亲子喂养、卫生护理四大关键场景，包括婴儿车、安全座椅、餐椅、婴童睡袋、纸尿裤等。分品类看，近年婴儿护理和喂养场景成为主要增长驱动，增长点从早期的出行场景转移，2025H1 婴儿护理（占比 42%）已反超出行场景（占比 36%）成为占比最高的品类，睡眠场景占比缓慢下滑（占比 14%），喂养场景占比提升至 9%。分渠道看，2025H1 公司线上收入超 70%，早期崛起依赖于线上渠道，当前线下渠道积极开拓，2025H1 线上线下增长相对平均（+23%/+30%）。高端产品定位带来溢价，公司毛利率稳定在 50%左右，2022 年-2025H1 毛利率分别为 47.7%、50.2%、50.4%、49.4%。

从客群、定位、营销、研发、渠道扩张等角度看差异化竞争壁垒。

锚定特定客群：不同集团以中产及高净值人群为目标用户画像，该类人群收入相对稳定，且更注重品牌调性、产品功能性，对价格相对不敏感。

品牌定位精准，品类具有延伸性：“高端耐用”的母婴品牌定位，婴童推车&婴儿床&安全座椅等明星产品具有单品价值高、客单价高的特点，且基于场景可自然延伸产品线至婴童护理以及喂养品类，复购率高。

携手小红书意见领袖快速提升品牌势能，多渠道共同发力。根据久谦平台数据（第三方数据供参考），BeBeBus 在天猫的 GMV 从 2020 年的 1.37 亿 GMV 快速增长至 2024 年的 5.79 亿元，今年前 11 个月超过了 2024 年全年。2024 年在抖音的 GMV 达到了 2.26 亿元，2025 年前 11 个月超过了 2024 年全年。京东的 GMV 在 2024 年达到了 4 亿，今年前 11 个月达到了 4.16 亿元。

盈利预测及投资建议：公司作为中高端母婴用品品牌，品牌定位清晰、产品开发能力强、渠道开拓能力强的优势，海外市场扩张打开后续成长空间。预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 16.86 亿元、22.11 亿元、28.73 亿元，同比分别增长 35%、31%、30%。归母净利润规模分别为 1.36 亿元、2.29 亿元、3.26 亿元，同比增速分别为 132%、69%、43%。当前市值对应 25PE 63X, 26PE 37X，结合公司的高增长趋势，首次覆盖给予“增持”评级。

增持（首次）

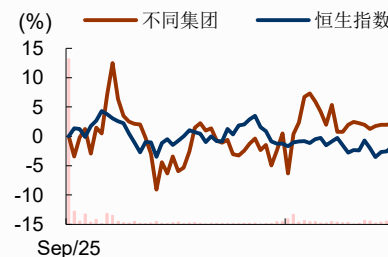
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：104.7 港元

基础数据

总股本（百万股）	91
港股股（百万股）	91
总市值（十亿港元）	9.5
港股市值（十亿港元）	9.5
每股净资产（港元）	0.2
ROE（TTM）	276.9
资产负债率	97.0%
主要股东	WANGBOYAN HOLDING INC
主要股东持股比例	52.4961%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	47	47
相对表现	5	39	18



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
王雪玉 S1090525070005
wangxueyu@cmschina.com.cn

□ **风险提示:** 1、出生率下降以及消费需求不振的风险。2、品牌经营历史有限,如果未能及时预测或应对消费者偏好及行为模式的变化,公司的业务、财务状况、经营业绩及前景可能会受到不利影响的风险。3、产品迭代放缓,折扣加深的风险。4、线上收入占比高,如果线上流量成本上升,对公司盈利能力会产生负面影响的风险。5、竞争格局变差风险。6、新股估值及流动性风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	852	1249	1686	2211	2873
同比增长	68%	47%	35%	31%	30%
营业利润(百万元)	76	125	195	253	373
同比增长	736%	64%	56%	30%	48%
归母净利润(百万元)	27	59	136	229	326
同比增长	-228%	115%	132%	69%	43%
每股收益(元)	0.30	0.64	1.49	2.52	3.59
PE	311.6	144.9	62.6	37.1	26.0
PB	-75.6	-198.3	11.3	9.1	7.1

资料来源: 公司数据、招商证券 (货币为人民币)

正文目录

一、 不同集团：BeBeBus 从高净值人群出发的高品质育儿代表品牌.....	5
1、 发展历程：快速崛起的中高端婴童品牌 BeBeBus	5
2、 管理层与股权结构：高管行业经验丰富，创始人为实控人.....	6
3、 财务表现：业绩增长较快，多品类布局	7
二、 从客群、产品、运营等角度看不同集团竞争力.....	10
1、 强大的产品开发能力：注重产品功能性以及外观差异化.....	10
2、 以高净值人群为目标，携手细分领域意见领袖提升品牌势能	13
3、 多渠道发力	14
4、 坚守中高端定位，围绕母婴场景进行品类扩张	15
三、 募集资金用途以及未来出海展望.....	17
四、 盈利预测及投资建议.....	18
五、 风险提示	19

图表目录

图 1：不同集团发展历程	5
图 2：不同集团产品布局方向	5
图 3：不同集团股权结构（IPO 后）	7
图 4：不同集团营业收入及同比增速（亿元，%）	7
图 5：不同集团净利润及同比增速（亿元，%）	7
图 6：不同集团分产品收入拆分（亿元，%）	8
图 7：不同集团出行场景具体产品收入拆分（亿元，%）	8
图 8：不同集团分产品收入占比（%）	8
图 9：不同集团出行场景具体产品收入占比（%）	8
图 10：不同集团分渠道收入拆分（亿元，%）	8
图 11：不同集团细分渠道收入增速（%）	8
图 12：不同集团各渠道收入占比（%）	9
图 13：不同集团毛利率及净利率（%）	9
图 14：不同集团费用率（%）	9
图 15：不同集团分产品毛利率拆分（%）	10

图 16: 不同集团分渠道毛利率拆分 (%)	10
图 17 :不同集团研发费用 (亿元) 以及占收入的比例	11
图 18 :BeBeBus 的核心产品定位中高端&高颜值	11
图 19: BeBeBus 大白床差异化功能	12
图 20: BeBeBus 婴童推车差异化功能.....	12
图 21: BeBeBus 婴童安全座椅差异化功能	13
图 22 :TATALK 邀请的小红书达人	14
图 23 :BeBeBus 宁波及香港门店	14
图 24: BeBeBus 在天猫抖音京东的 GMV (亿元)	15
图 25: BeBeBus 婴儿四轮推车在猫抖细分类目 GMV 排名.....	15
图 26: BeBeBus 安全座椅在猫抖细分类目 GMV 排名	15
图 27: BeBeBus 婴儿床在猫抖细分类目 GMV 排名	15
图 28: BeBeBus 出行场景产品收入 (亿元)	16
图 29: BeBeBus 四大细分场景收入 (亿元)	16
图 30: BeBeBus 出行场景产品收入占总收入比例	16
图 31: BeBeBus 四大细分场景收入占比	16
图 32 :天猫—BeBeBus 分产品 GMV 占比.....	16
图 33 :抖音—BeBeBus 分产品 GMV 占比.....	17
附: 财务预测表	20

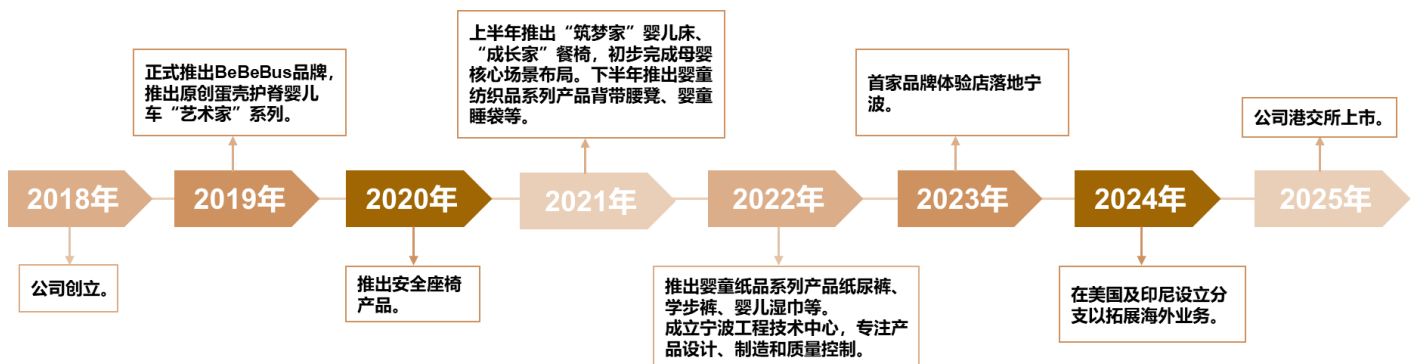
一、不同集团：BeBeBus 从高净值人群出发的高品质育儿代表品牌

1、发展历程：快速崛起的中高端婴童品牌 BeBeBus

不同集团前身布童科技于2018年创立,2019年正式推出旗下核心品牌 BeBeBus, 聚焦于高价值人群家庭, 致力于为追求高品质生活的精致母婴童提供一站式解决方案, 打造全球领先的母婴童时尚生活方式品牌。

BeBeBus 在 2019 年推出原创蛋壳护脊婴儿车“艺术家”系列, 2020 年推出安全座椅, 2021 年初陆续推出“筑梦家”婴儿床、“成长家”餐椅, 初步完成母婴童核心场景的布局。此后于 2021 年下半年推出婴童纺织品系列产品——背带腰凳、婴童睡袋等, 2022 年上半年推出婴童纸品系列产品——纸尿裤、学步裤、婴儿湿巾等, 进一步完善了母婴童产品布局, 形成亲子出行、宝宝睡眠、亲子喂养、卫生护理四大关键场景并延续至今。2024 年起公司加速向家庭全场景耐用品领域扩展, 同时计划布局全球, 在美国及印尼设立分支以拓展海外业务, 后续规划让品牌拓展至欧洲、北美、日韩等主要国际市场。

图 1：不同集团发展历程



资料来源：公司官网、招股书、招商证券

图 2：不同集团产品布局方向



资料来源：公司官网、招商证券

2、管理层与股权结构：高管行业经验丰富，创始人为实控人

核心管理层具备婴童行业丰富经验。公司创始人汪蔚自 2011 年起从事育儿产品批发及分销工作，在品牌及产品定位、消费者分析、品牌传播等方面具备丰富经验。联合创始人、CEO 沈凌曾任英孚婴童用品销售总监，在市场营销、销售及运营管理方面具备丰富经验。生产及供应链总经理左利民在供应链制造管理方面经验超 20 年，也曾任职于英孚婴童用品公司。

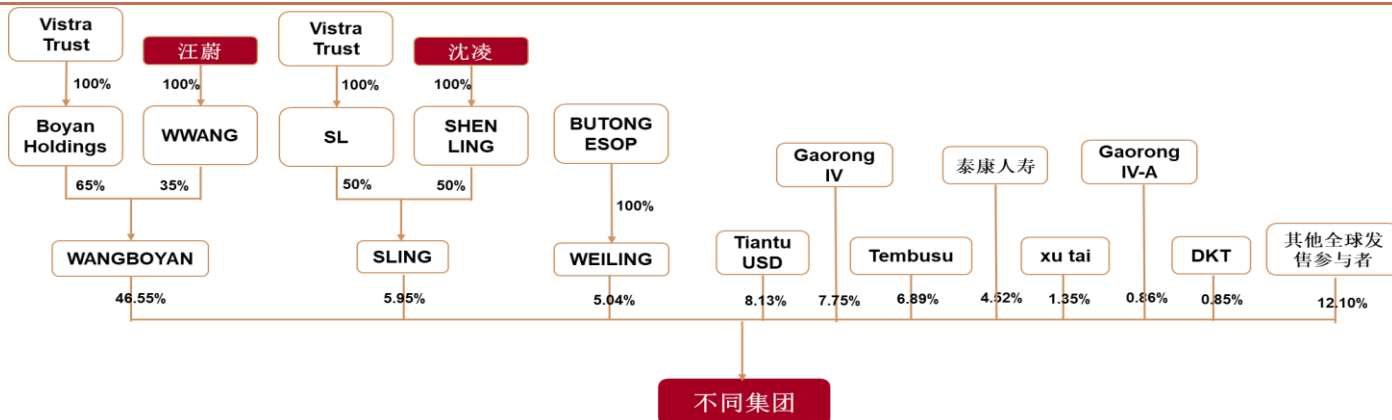
表 1：不同集团主要高管及其履历

姓名	职务	简介
汪蔚	董事会主席、 执行董事	集团创始人，负责监督集团战略规划、全球业务扩展及产品研发。2011-2018 年任昆山新贝怡商贸有限公司的首席执行官，该公司专门从事育儿产品的批发及分销。汪先生已完成香港科技大学行政人员工商管理硕士学位课程，正在香港理工大学攻读工商管理博士学位。
沈凌	首席执行官、 执行董事	2019 年 5 月 13 日起任首席执行官，为集团联合创始人，负责监督集团的运营管理、销售及市场营销及业务发展。2006 年 5 月-2019 年 4 月担任宁波英孚婴童用品有限公司的销售总监，主要负责中国区的销售及营销、渠道扩展及整体管理。沈女士通过函授教育于 2023 年 6 月获得湖南工业大学国际经济与贸易专业学士学位。
林俊杰	首席财务官	2023 年 10 月 9 日起任首席财务官，在会计及财务方面拥有超过 29 年经验。2013 年 5 月-2014 年 8 月任三胞集团有限公司执行副总裁兼总会计师；2014 年 9 月-2017 年 8 月任亨得利控股有限公司副财务总监；2017 年 12 月-2018 年 9 月任江苏美智投资发展有限公司首席财务官；2018 年 10 月-2020 年 9 月任上海麦忒教育科技有限公司首席财务官。1995 年 11 月获得香港城市大学会计学学士学位，ACCA 资深会员及香港会计师公会会员。
左利民	生产及供应链 总经理	2021 年 1 月 4 日起任供应链与制造总监，在供应链与制造管理方面拥有超过 20 年经验，2001 年 1 月-2002 年 12 月于宁波波导股份有限公司任职；2003 年 1 月-2008 年 11 月任宁波波导萨基姆电子有限公司装配车间主任；2013 年 5 月-2020 年 3 月先后任麦克英孚(宁波)婴童用品有限公司及其全资子公司宁波宝贝第一母婴用品有限公司运营中心运营总监；2020 年 3 月-2020 年 11 月于宁波韵升汽车电机系统有限公司任职，最后职位为总经理。
颜栋	公司秘书、董 事会秘书、执 行董事	2023 年 6 月 1 日任董事会秘书。2017 年 1 月-2018 年 4 月任广州五行控股有限公司副总裁，主要负责公司的资金管理、股权投资、融资及孵化服务；2018 年 4 月-2023 年 5 月任广州融慧科技有限公司董事长，主要负责公司的发展规划及股权投资以及融资活动。颜先生于 1996 年 7 月获得复旦大学政治学专业法学学士学位。

资料来源：公司招股书、招商证券

股权结构：公司创始人汪蔚为实控人，通过控制 WANGBOYAN 持股 46.55%。联合创始人沈凌通过 SLING 持股 5.95%，同时与 WANGBOYAN 订立投票权委托契据，WANGBOYAN 有权行使 SLING 持有的投票权。WEILING 为员工持股平台，持股比例 5.04%，授予汪蔚以外的高管及其他员工。其余 5% 以上股东均为 IPO 前投资，Tiantu USD 持股 8.13%（天图投资），Gaorong IV 持股 7.75%（高榕创投），Tembusu 持股 6.89%（经纬创投）。其他 5% 以下股东包括泰康人寿（4.52%）、xu tai（1.35%，洪昆泰）、DKT（0.85%，道口投）等。

图 3：不同集团股权结构（IPO 后）

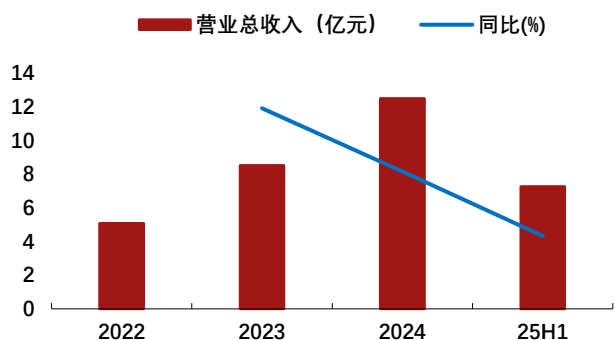


资料来源：公司招股书、招商证券

3、财务表现：业绩增长较快，多品类布局

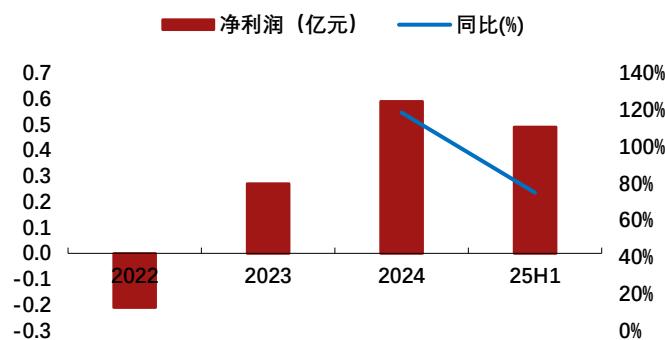
公司 2022-2024 年业绩高增，25H1 增速有所放缓但仍保持较快增速：2023-25H1 营收增速分别为 +68%/+47%/+25%，净利润分别扭亏为盈/+118%/+75%，2025H1 实现营收 7.26 亿元，净利润 0.49 亿元。

图 4：不同集团营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind、招商证券

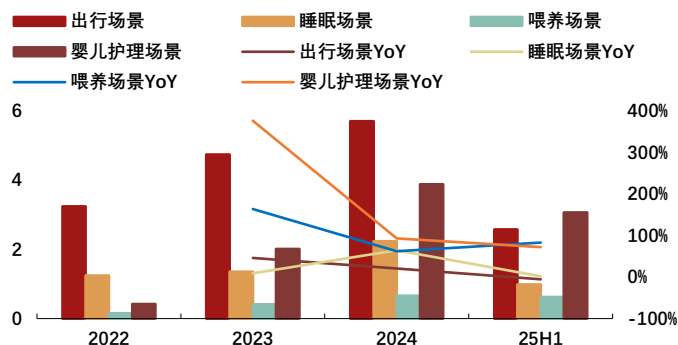
图 5：不同集团净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind、招商证券

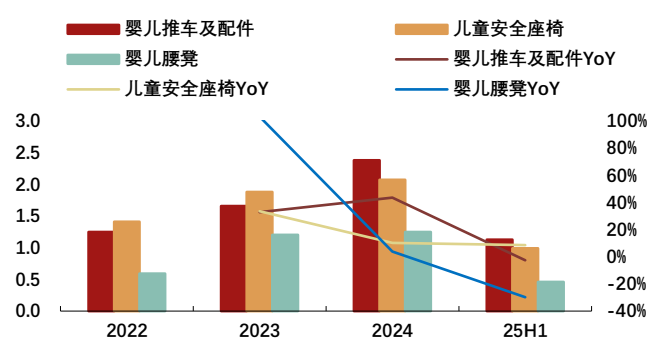
分产品看，25H1 公司出行、睡眠、喂养、婴儿护理场景收入增速分别为 -5%、-2%、+83%、+72%，出行场景中仅儿童安全座椅 +9% 延续增长、婴儿推车及配件 -3%、婴儿腰凳 -30%。婴儿护理和喂养场景近年增速相对更快，预计系前期基数较小且为相对高频消费，公司从早期的出行场景起步拓展至护理场景，增长点有所转移。从四大场景收入占比看，出行场景占比持续下滑、婴儿护理场景占比快速提升，25H1 婴儿护理（42%）已反超出行场景（36%）成为占比最高的品类，睡眠场景占比缓慢下滑（14%）、喂养场景占比提升至 9%。

图 6: 不同集团分产品收入拆分 (亿元, %)



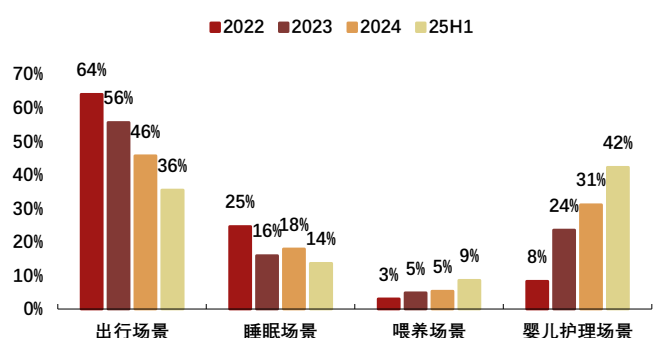
资料来源: 公司招股书、招商证券

图 7: 不同集团出行场景具体产品收入拆分 (亿元, %)



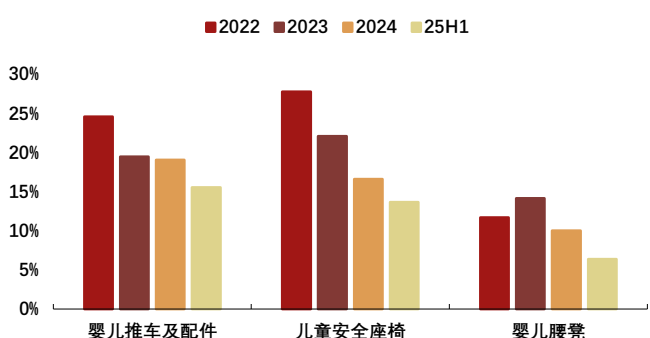
资料来源: 公司招股书、招商证券

图 8: 不同集团分产品收入占比 (%)



资料来源: 公司招股书、招商证券

图 9: 不同集团出行场景具体产品收入占比 (%)

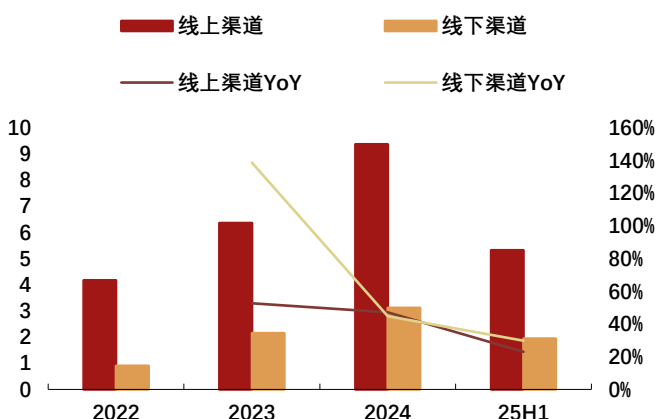


资料来源: 公司招股书、招商证券

分渠道看, 25H1 公司线上营收 5.32 亿元, 同比+23%; 线下营收 1.94 亿元, 同比+29.8%。公司线上收入占比较高, 自 2022 年起均超 70%(25H1 占比 73.2%), 早期崛起依赖于线上渠道高速增长, 线上自营店体量最大、增速略慢, 25H1 线上自营店收入 3.60 亿/+9%、线上平台运营的网店收入 1.15 亿/+100%、线上私域收入 0.56 亿/+26%。

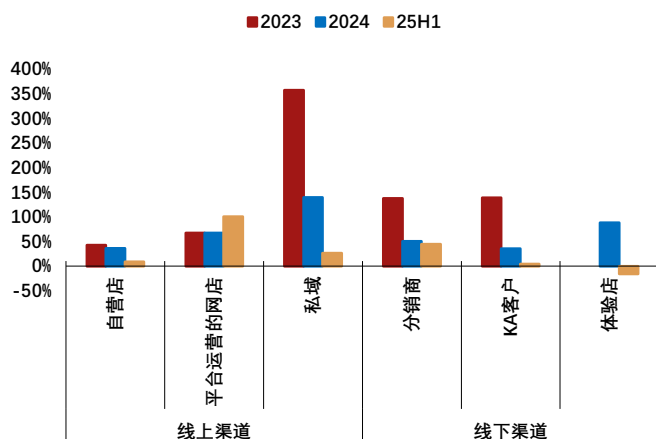
线下渠道发展更为稳健, 分销渠道占比最高且增速表现最好, 25H1 线下分销收入 1.38 亿/+45%、KA 客户收入 0.56 亿/+4%、体验店收入 0.01 亿/-16%。公司与超 300 个城市的分销商合作, 且为分销客户量身定制营销材料、宣传资源及销售培训, 驱动分销稳健增长。公司 2023 年在宁波设立第一家品牌体验店, 以打造沉浸式实体品牌。

图 10: 不同集团分渠道收入拆分 (亿元, %)



敬请阅读末页的重要说明

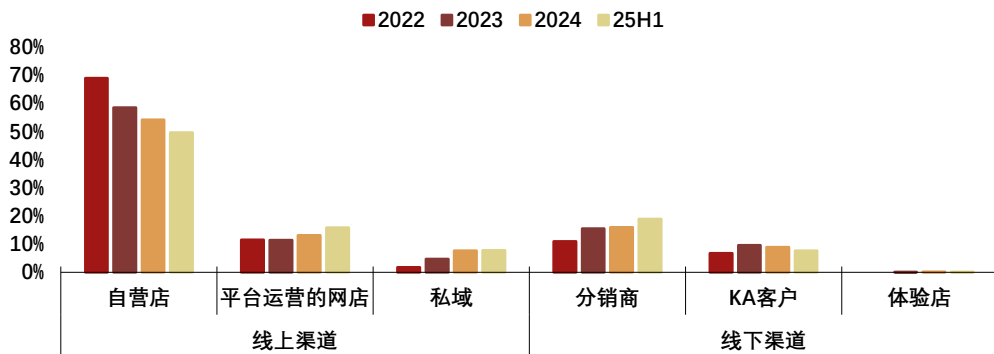
图 11: 不同集团细分渠道收入增速 (%)



资料来源：公司招股书、招商证券

资料来源：公司招股书、招商证券

图 12：不同集团各渠道收入占比（%）



资料来源：公司招股书、招商证券

盈利能力及费用表现：公司毛利率稳定在 50%上下，高端产品定位带来溢价，2022-25H1 毛利率分别为 47.7%、50.2%、50.4%、49.4%。

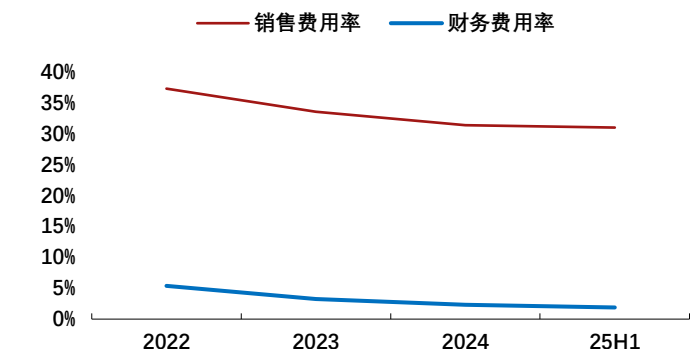
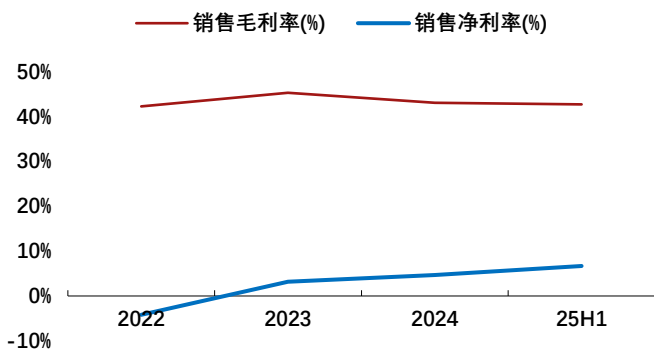
分产品看，喂养场景、睡眠场景毛利率最高且稳中有升，基本 60%上下；出行场景整体毛利率 50%左右，其中婴儿腰凳毛利率最高，超过 60%，其余子品类毛利率不足 50；婴儿护理场景毛利率最低，2022-2023 年不足 40%，25H1 提升至 43.4%。

分渠道看，线上渠道毛利率更高且稳中有升，25H1 线上/线下毛利率分别为 54.0%/36.9%。线上渠道中自营毛利率略高、私域毛利率略低，线下渠道中体验店毛利率最高、分销和 KA 毛利率相对更低。

费用端，公司近年随着收入规模扩大销售费用率、财务费用率均有所下降，2022-25H1 销售费用率分别为 37.2%、33.5%、31.3%、31.0%。综合毛利率与费用率影响，公司销售净利率有所提升，25H1 达到 6.7%。

图 13：不同集团毛利率及净利率（%）

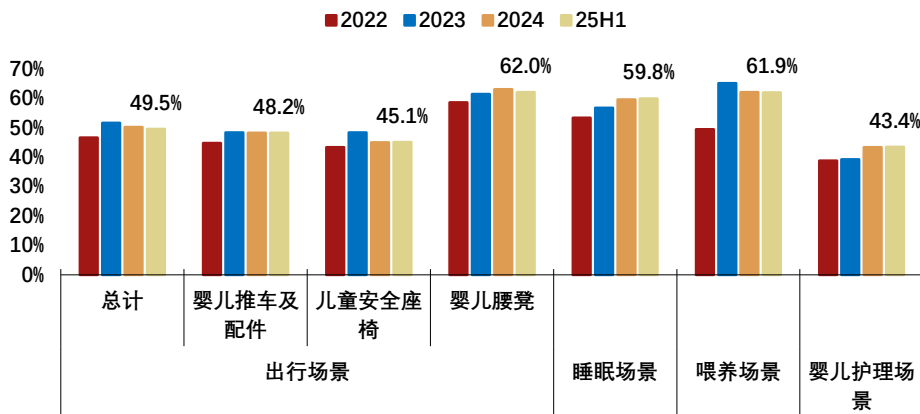
图 14：不同集团费用率（%）



资料来源：wind、招商证券

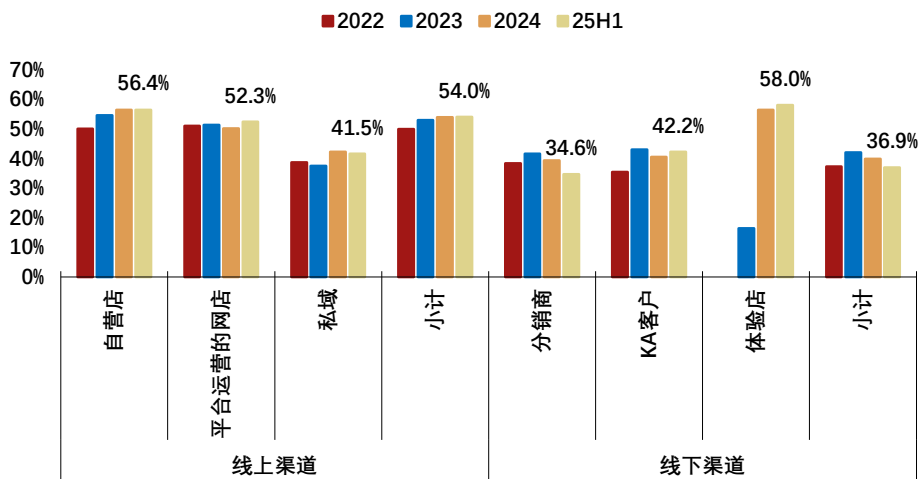
资料来源：wind、招商证券

图 15: 不同集团分产品毛利率拆分 (%)



资料来源: 公司招股书、招商证券

图 16: 不同集团分渠道毛利率拆分 (%)



资料来源: 公司招股书、招商证券

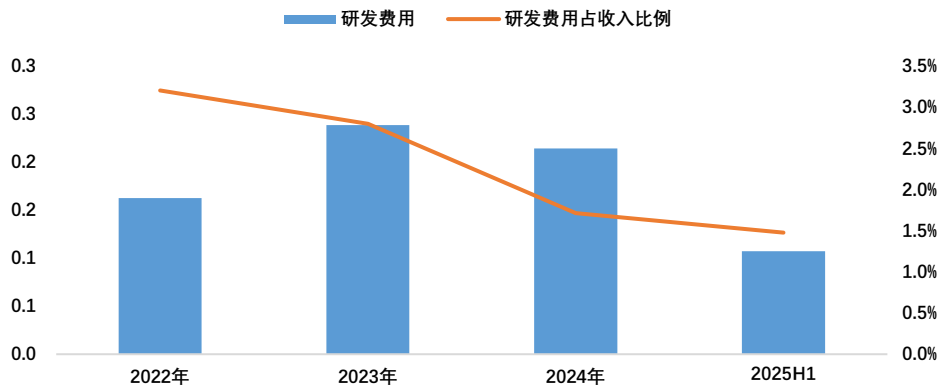
二、从客群、产品、运营等角度看不同集团竞争力

不同集团以中产及高净值人群为目标用户画像, 该类人群收入相对稳定, 且更注重品牌调性、产品功能性, 对价格相对不敏感。“高端耐用”的母婴品牌定位, 婴童推车&婴儿床&安全座椅等明星产品具有单品价值高、客单价高的特点, 且基于场景可自然延伸产品线至婴童护理以及喂养品类, 复购率高。携手小红书意见领袖快速提升品牌势能, 多渠道共同发力。

1、强大的产品开发能力: 注重产品功能性以及外观差异化

公司的研发部门包括用户研究、工业设计、结构设计、视觉设计以及成型工程等多个团队。截止到 2024 年底, 公司的研发部门拥有 92 名员工, 均拥有丰富的行业经验以及产品开发经验, 占员工总数的 14.4%。

图 17:不同集团研发费用(亿元)以及占收入的比例



资料来源:公司公告、招商证券

不同集团的产品获得了众多国际奖项:2021年德国红点奖,日本优良设计奖和韩国K设计奖,公司SKU产品组合从2022年底的306个增加至2025年6月底的459个,拥有完备的产品开发体系:

- **在产品开发之初:**公司内部会讨论用户为何选择这款产品?用户使用后能够有什么记忆点?产品的核心技术和功能是什么?只有满足以上标准的产品才能够进入下一阶段的开发。
- **产品立项:**制定未来三到五年的产品路线图,通过密切追踪消费者偏好及市场趋势,调整产品计划。采用5H模型,选择具有高刚需、高频使用、高溢价、高传播属性、高市场份额的育儿产品目标细分市场。
- **产品设计及测试:**通过包括工业设计、视觉美学、及结构完整性等多个指标来评估产品竞争力。此外,使用六个指标(价格、用户体验、触感、功能、形状及颜色)将产品与竞品进行比较。
- **商业化阶段:**对成功通过以上阶段的产品,启动小规模生产和初步销售,监控消费者反馈及商品评价,样品测试满意后再进行批量生产。

图 18:BeBeBus 的核心产品定位中高端&高颜值



资料来源:BeBeBus 官网、招商证券

婴儿床、婴儿车、婴儿安全座椅等大单品在科技感方面处于领先地位：以 BeBeBus 大白床为例，定位中高端，不同于传统婴儿床，该大白床可以轻松实现多种折叠模式，无论是作为独立的婴儿床，还是与大床无缝拼接，亦或是折叠成边柜模式。除折叠设计外，还配备了多种实用功能，如可调节的床板高度，床底的万向轮设计，储物设计，以及可拆式护理台等。

图 19: BeBeBus 大白床差异化功能



资料来源: BeBeBus 官网、招商证券

BeBeBus 的婴儿车拥有可折叠、可躺平、一体成型靠背&蝴蝶仿生护脊、护栏加高防摔落、大车轮减震等差异化功能。

图 20: BeBeBus 婴童推车差异化功能



资料来源: BeBeBus 官网、招商证券

BeBeBus 的安全座椅在部分高端型号（如太空舱、Astron+ 天文家）主打核心减震与缓冲材料 Cobra，其特点是在碰撞瞬间可持续分散冲击力、具备二次吸能，相比传统材料更兼顾支撑与舒适，常用于需要兼顾“安全+舒适”的关键部位（头枕、侧翼、座舱局部填充等）。

图 21: BeBeBus 婴童安全座椅差异化功能



资料来源: BeBeBus 官网、招商证券

2、以高净值人群为目标，携手细分领域意见领袖提升品牌势能

公司以特定高价值“人群”为核心、以“场景”为营销切入点，打造“高净值人群品牌”。公司选择专业知识、影响力以及价值观和公司品牌形象一致的社媒意见领袖。截止 2025 年 6 月 30 日，公司已经与超过 1.6 万名来自不同平台的达人合作。

表 1: 部分小红书合作博主介绍

小红书博主名称	类型	粉丝数	合作产品	首次合作时间
医学硕士小朱妈妈 nancy	医学背景的母婴博主	109 万	BeBeBus 婴童推车	2021 年 11 月
多肉葡萄研究中心主任	工科博士身份的博主	4.4 万	BeBeBus 安全座椅、婴童推车	2023 年 2 月
alex 绝对是个妞儿	时尚生活方式博主	45.3 万	BeBeBus 婴童推车	2024 年 10 月
LynnWithLittleOnes	亲子生活博主	17.2 万	BeBeBus 餐椅、婴儿床、腰凳、睡衣	2021 年 11 月
艺文 even	时尚博主	60.4 万	BeBeBus 安全座椅	2024 年 10 月
安娜和裤子	母婴博主	2.8 万	BeBeBus 安全座椅	2025 年 3 月
Evannno	时尚博主	13 万	BeBeBus 婴儿床	2025 年 4 月

资料来源: 小红书、招商证券

与达人的合作方式也很独特，并非传统意义上的带货思维，而是注重场景营销。如 TATALK 为 BeBeBus 在小红书的独家人物专栏，旨在对话邀请来自不同领域的朋友，畅谈当代新生父母新态度与多元生活。

图 22 :TATALK 邀请的小红书达人



资料来源：小红书、BeBeBus、招商证券

3、多渠道发力

不同于传统的母婴品牌渠道布局，公司在线下渠道优先选择入驻一线及新一线城市的核心高端商场。通过举办高品质的亲子活动、育儿讲座等，自然吸引并筛选目标人群。这种线下深度互动，极大地强化了品牌与用户之间的情感纽带，完成了从“流量”到“留量”的转化。

图 23 :BeBeBus 宁波及香港门店



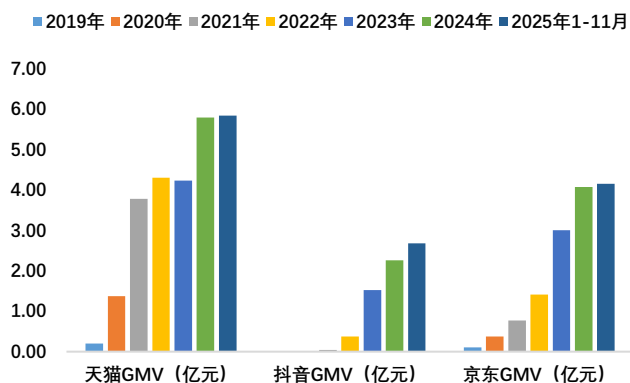
资料来源：BeBeBus 公众号、招商证券

线上跨渠道运营能力强：根据久谦第三方平台数据，BeBeBus 在天猫的 GMV 从 2020 年的 1.37 亿 GMV 快速增长至 2024 年的 5.79 亿元，今年前 11 个月超过了 2024 年全年。同样该品牌 2024 年在抖音的 GMV 达到了 2.26 亿元，2025 年前 11 个月超过了 2024 年全年。BeBeBus 在京东的 GMV 在 2024 年达到了 4 亿，今年前 11 个月达到了 4.16 亿元。

从细分类目排名来看，公司的核心产品婴儿四轮推车 2020 年-2025 年前十个月来看，在天猫排名介于 3-7 名之间，在抖音介于 3-9 名之间。安全座椅在天猫细分类别的排名从 2020 年的第五提升至 2025 年前十个月的第一名。婴儿床在天

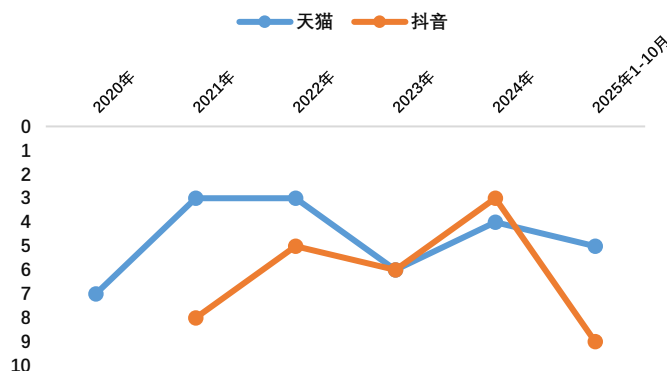
猫细分类目排名则从 2022 年的第二名提升至今年的第一名。抖音排名有所下降，推测可能为低价品牌无序竞争所致。

图 24: BeBeBus 在天猫抖音京东的 GMV (亿元)



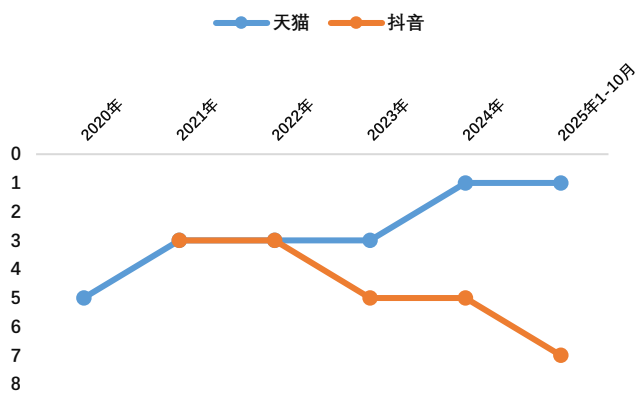
资料来源: 久谦、招商证券 (注数据来源于第三方平台, 和报表收入有差异)

图 25: BeBeBus 婴儿四轮推车在猫抖细分类目 GMV 排名



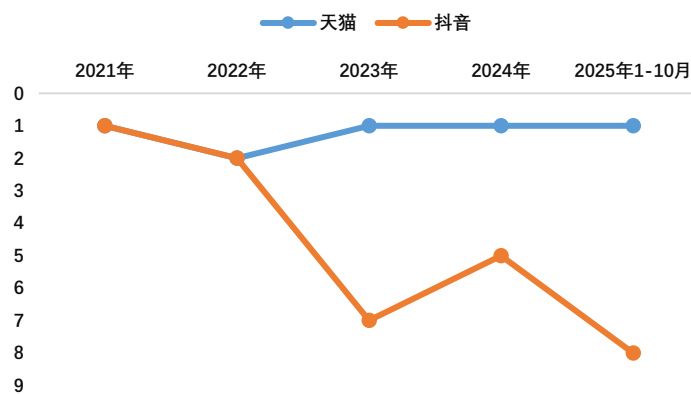
资料来源: 久谦、招商证券 (注数据来源于第三方平台)

图 26: BeBeBus 安全座椅在猫抖细分类目 GMV 排名



资料来源: 久谦、招商证券 (注数据来源于第三方平台)

图 27: BeBeBus 婴儿床在猫抖细分类目 GMV 排名



资料来源: 久谦、招商证券 (注数据来源于第三方平台)

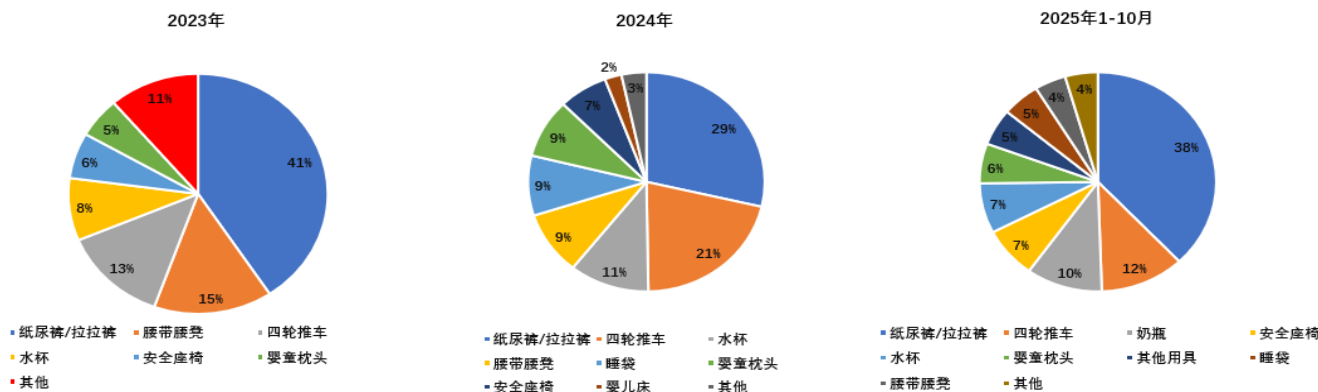
4、坚守中高端定位，围绕母婴场景进行品类扩张

一旦用户通过一款卓越的亲子产品(如智能婴儿车)对 BeBeBus 品牌产生信任,那么这种信任会无缝迁移到公司推出的其他符合“高端耐用”定位的家庭产品上,如亲子出行装备、智能家居产品等。如出行场景类产品(安全座椅、婴儿推车)收入占比从 2022 年的 64% 下降至 2025H1 的 36%; 睡眠场景类产品(婴儿床、床垫、枕头)收入占比从 2022 年的 25% 下降至 2025H1 的 14%; 喂养场景类产品(奶瓶等) 2025H1 收入占比提升至 9%; 护理类产品(纸尿裤等)收入占比在 2025H1 达到了 42%。同样,我们从天猫及抖音平台也可以观察到品类逐渐从单价高的安全座椅、婴儿床、婴儿推车向单价低&购买频次高的腰凳、奶瓶、纸尿裤、枕头扩张。

表 2: BeBeBus 核心品类、产品系列、价格带

品类	系列	价格: 元	品类	系列	价格: 元
安全座椅	太空舱	3680	餐椅	花瓣学坐椅	869
	天文家 PRO	3280		成长家 360 度旋转多功能儿童餐椅	1980
	天文家	2680	婴儿床	大白婴儿床	7580
	领航家	2680		轻享家腰凳	528

图 33 : 抖音—BeBeBus 分产品 GMV 占比



资料来源：久谦、招商证券

三、募集资金用途以及未来出海展望

公司 IPO 募集资金 7.82 亿港币，扣除基于最终发售价的估计应付上市开支 6358 万港币，最终净募集资金规模为 7.18 亿港币。其中 25.7% 的募集资金净额或 1.7 亿港币用于产能扩张；16.6% 的募集资金净额或 1.1 亿港元用于海外市场开拓；34.1% 的募集资金净额或 2.26 亿港币用于品牌营销以及渠道扩张；13.6% 的募集资金净额或 9000 万港币用于新品研发；其余 6620 万港币用于补充营运资金。

海外扩张计划及进度时间表：

➤ 公司规划将使用募集资金净额的 7.6% 或 5000 万港币在美国及加拿大扩张。根据佛若斯特沙利文的资料，北美育儿产品市场由 2020 年的 185 亿美元增加至 2024 年的 236 亿美元，2020 年-2024 年 CAGR 达到了 6.3%。预计到 2029 年将达到 299 亿美元。这两个国家的消费者高度重视符合严格安全标准、轻量化且使用环保材料的育儿产品。基于此，公司的婴儿推车和婴儿床的认证流程目前正在进行中，同时优化区域供应链，计划通过与墨西哥 IMMEX 认证的第三方制造商合作，优先本地化生产。此外于墨西哥蒙特雷设计保税配送中心，并于加拿大温哥华设立仓库，将产品交付至美国和加拿大的交付周期缩短至最短 7 天。

公司已经在 2024 年纽约设立办事处，支持北美的扩张。并计划 2026 年至 2028 年招聘 150-200 名员工，支持北美业务扩张。在具体时间节点方面，2025 年 5 月进入美国市场，通过跨境电商平台、直接面向消费者的网站以及当地分销商。2027 年进入加拿大市场。

- 所得款项净额的 6% 或 4000 万港币，用于欧洲地区（德国、英国、荷兰、意大利、西班牙、波兰、法国）的扩张，于 2025Q4 进入德国、英国、荷兰；2026 年上半年进入意大利、西班牙、波兰、法国。渠道包括跨境电商平台、直面消费者的电商网站、以及当地分销商。
- 所得款项净额的 3% 或 2000 万港币，用于东南亚地区的扩张，具体的时间表来看，马来西亚在 2025 年 4 月份进入，泰国、印度尼西亚为 2025 年下半年，菲律宾为 2026 年上半年，渠道为当地的分销商。

四、盈利预测及投资建议

收入端：预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 16.86 亿元、22.11 亿元、28.73 亿元，同比分别增长 35%、31%、30%。其中出行场景类产品收入规模分别为 6.56 亿元、7.35 亿元、8.24 亿元，同比增速分别为 15%、12%、12%。睡眠场景类产品收入规模分别为 2.56 亿元、2.82 亿元、3.10 亿元，同比增速分别为 15%、10%、10%。喂养场景类产品规模分别为 1.12 亿元、1.68 亿元、2.52 亿元，同比增速分别为 70%、50%、50%。护理类产品收入规模分别为 6.6 亿元、10.22 亿元、14.82 亿元，收入增速分别为 70%、55%、45%。

表 3：收入端预测

收入预测 (亿元)	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
一、出行场景合计	3.25	4.74	5.7	6.56	7.35	8.24
YOY		46%	20%	15%	12%	12%
占比	64%	56%	46%	39%	33%	29%
1、婴童推车及配件	1.25	1.66	2.38	2.74	3.15	3.62
YOY		33%	43%	15%	15%	15%
2、儿童安全座椅	1.41	1.88	2.07	2.38	2.62	2.88
YOY		33%	10%	15%	10%	10%
3、婴儿腰凳	0.59	1.2	1.25	1.44	1.58	1.74
YOY		103%	4%	15%	10%	10%
二、睡眠场景	1.25	1.36	2.23	2.56	2.82	3.10
YOY		9%	64%	15%	10%	10%
占比	25%	16%	18%	15%	13%	11%
三、喂养场景	0.16	0.41	0.66	1.12	1.68	2.52
YOY		165%	61%	70%	50%	50%
占比	3%	5%	5%	7%	8%	9%
四、婴儿护理场景	0.42	2.01	3.88	6.60	10.22	14.82
YOY		377%	93%	70%	55%	45%
占比	8%	24%	31%	39%	46%	52%
收入合计	5.08	8.52	12.47	16.86	22.11	28.73
YOY		68%	46%	35%	31%	30%

资料来源：公司公告、招商证券

利润端：预计公司 2025 年-2027 年毛利率分别为 49.57%、48.93%、48.49%；净利润率分别为 8.04%、10.34%、11.34%。归母净利润规模分别为 1.36 亿元、2.29 亿元、3.26 亿元。同比增速分别为 132%、69%、43%。

表 4：利润端预测

	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
一、毛利率合计	47.70%	50.20%	50.40%	49.57%	48.93%	48.49%
1、出行场景	47%	52%	50%	50%	50%	50%
婴童推车及配件	45%	48%	48%	48%	48%	48%
儿童安全座椅	43%	48%	45%	45%	45%	45%
婴儿腰凳	59%	61%	63%	62%	62%	62%
2、睡眠场景	53%	57%	60%	60%	60%	60%
3、喂养场景	49%	65%	62%	62%	62%	62%
4、婴儿护理场景	39%	39%	43%	43%	43%	43%
二、营业费用率	45.88%	41.23%	40.36%	38.00%	37.50%	35.50%
三、净利润率	-4.19%	3.19%	4.69%	8.04%	10.34%	11.34%

四、归母净利润（亿元）	-0.21	0.27	0.59	1.36	2.29	3.26
YOY			115%	132%	69%	43%
五、PE			144.9	62.6	37.1	26.0

资料来源：公司公告、招商证券

注：公司财务费用的绝大部分来源于可赎回优先股利息，2022年-2025H1的可赎回优先股利息分别为0.26亿、0.26亿、0.26亿、0.13亿元。可赎回优先股的所有特别权利在公司上市后终止并一比一基准转换为普通股，且在转换时并不会产生利息，因此预计2025年及以后公司财务费用会有明显下降。

投资建议：公司作为中高端母婴用品品牌，兼具品牌定位清晰、产品开发能力强、渠道开拓能力强的优势，海外市场扩张打开后续成长空间。当前市值对应25PE 63X, 26PE 37X，结合公司的高增长趋势，首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

- 出生率下降以及消费需求不振，可能会对公司收入带来不利影响的风险。
- 品牌经营历史有限，如果未能及时预测或应对消费者偏好及行为模式的变化，公司的业务、财务状况、经营业绩及前景可能会受到不利影响的风险。
- 产品迭代放缓，折扣加深的风险。
- 线上收入占比高，如果线上流量成本上升，对公司盈利能力会产生负面影响的风险。
- 竞争格局变差的风险，如果竞争对手采用低价竞争策略，会对公司收入以及盈利能力产生负面影响
- 考虑到新股具有估值溢价以及流动性较弱，或存在估值及流动性风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	273	421	949	1225	1602
现金及现金等价物	119	217	570	784	1088
交易性金融资产	37	31	152	152	152
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	27	31	42	55	72
其它应收款	23	33	44	58	75
存货	61	99	128	158	192
其他流动资产	7	10	13	17	22
非流动资产	124	157	167	166	156
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	49	57	73	72	62
无形资产	50	75	68	68	68
其他	25	26	26	26	26
资产总计	396	578	1116	1391	1757
流动负债	175	264	337	424	533
应付账款	73	125	172	228	299
应交税金	26	32	32	32	32
短期借款	29	40	40	40	40
其他	46	67	94	124	163
长期负债	334	357	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他	334	357	30	30	30
负债合计	509	621	367	454	563
股本	1	0	91	91	91
储备	(113)	(43)	658	846	1103
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	(112)	(43)	749	937	1194
负债及权益合计	396	578	1116	1391	1757

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	96	140	158	233	331
净利润	27	59	136	229	326
折旧与摊销	22	22	24	31	30
营运资本变动	1	21	19	25	36
其他非现金调整	46	39	(20)	(52)	(61)
投资活动现金流	11	(35)	(119)	24	43
资本性支出	(29)	(46)	(40)	(30)	(20)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	665	1671	114	0	0
其它	1	3	35	54	63
筹资活动现金流	(39)	(6)	314	(42)	(70)
债务增减	(30)	11	0	0	0
股本增减	0	0	656	0	0
股利支付	0	0	0	41	69
其它筹资	(8)	(16)	(342)	(2)	(2)
其它调整	0	(0)	0	(81)	(137)
现金净增加额	69	98	353	214	304

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	852	1249	1686	2211	2873
主营业务收入	852	1249	1686	2211	2873
营业成本	425	620	850	1129	1480
毛利	427	629	836	1082	1393
营业支出	351	504	641	829	1020
营业利润	76	125	195	253	373
利息支出	28	29	15	2	2
利息收入	0	0	5	24	33
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	12	20	30	30	30
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	61	117	215	305	435
所得税	33	58	80	76	109
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	27	59	136	229	326
EPS(元)	0.30	0.64	1.49	2.52	3.59

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	68%	47%	35%	31%	30%
营业利润	736%	64%	56%	30%	48%
净利润	-228%	115%	132%	69%	43%
获利能力					
毛利率	50.2%	50.4%	49.6%	48.9%	48.5%
净利率	3.2%	4.7%	8.0%	10.3%	11.3%
ROE	-24.3%	-136.8%	18.1%	24.4%	27.3%
ROIC	-47.8%	-2622.1	18.4%	23.5%	26.5%
偿债能力					
资产负债率	128.3%	107.4%	32.9%	32.6%	32.1%
净负债比率	7.4%	6.9%	3.6%	2.9%	2.3%
流动比率	1.6	1.6	2.8	2.9	3.0
速动比率	1.2	1.2	2.4	2.5	2.6
营运能力					
资产周转率	2.1	2.2	1.5	1.6	1.6
存货周转率	7.5	7.8	7.5	7.9	8.4
应收帐款周转率	19.1	22.0	22.4	22.1	22.1
应付帐款周转率	6.6	6.3	5.7	5.7	5.6
每股资料(元)					
每股收益	0.30	0.64	1.49	2.52	3.59
每股经营现金	1.06	1.55	1.74	2.56	3.65
每股净资产	-1.24	-0.47	8.25	10.32	13.16
每股股利	0.00	0.00	0.45	0.76	1.08
估值比率					
PE	311.6	144.9	62.6	37.1	26.0
PB	-75.6	-198.3	11.3	9.1	7.1
EV/EBITDA	4.6	3.0	2.0	1.5	1.1

资料来源：公司数据、招商证券（人民币）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。