

美容护理

2026年04月03日

不同集团

(06090)

——人群品牌彰显价值，AI 赋能创造不同

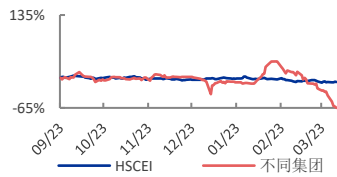
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2026年04月02日

收盘价（港币）	36.10
恒生中国企业指数	8456.92
52周最高/最低（港币）	143.00/35.50
H股市值（亿港元）	32.76
流通H股（百万股）	90.29
汇率（港币/人民币）	0.8788

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
庞盈盈 A0230522060003
pangyy@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

联系人

庞盈盈 A0230522060003
pangyy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **不同集团：BeBeBus 打破品类边界，AI 赋能创造不同。**不同集团创立于2018年，2019年推出首个品牌——BeBeBus，以“硬科技+高颜值”锁定“家庭 CFO”高净值人群，构建高端品牌高毛利壁垒，并从低频刚需耐用场景切入建立信任锚点，降维跨界高频刚需快消品，最大化单客价值。
- **品牌高端用户根基深厚，构筑多维竞争力。1) 打造强产品力，牢固占领用户心智。**公司布局具备高刚需、高频使用、高溢价、高传播属性及高市场份额“5G”属性的细分赛道；“五问”机制精准把握用户需求。2025年使用场景、睡眠场景、喂养场景、护理场景收入占比分别为32.2%、13.1%、11.4%、43.2%。2) **线上线下多元渠道布局，品牌持续破圈。**公司采用与达人合作、小红书种草、会员体系等多元化营销策略，提升用户忠诚度，2024年公司私域平台的复购率为53.3%；2025年线上、线下收入占比分别为72.9%、27.1%。3) **产能扩张彰显增长信心，核心产品 AI 升级，打造家庭生活 AI 科技 To C 应用。**2026年不同集团将“用 AI 重新定义高端家庭生活质量”确立为公司使命，计划做 AI 的场景化、产品化、产业化落地，加大核心产品（即婴儿推车、汽车安全座椅、婴儿床及婴儿餐椅）的 AI 升级。宁波奉化新工厂将于2026年下半年开启运营，全面打造数字化、智能化示范工厂，为 AI 产品升级提供坚实保障。
- **品类延伸与品牌出海，未来成长空间广阔。1) 国内：品牌持续破圈扩用户，打破品类边界提客单。**根据公司招股书，中国富裕家庭数量预计将从2020年的500万增加至2029年的540万，截至2025.6.30公司培育了超过300万名会员的忠实社群，2022-2025H1婴儿推车销量合计为46.3万件，用户数仍有较大提升空间。公司将 BeBeBus 定义为人群品牌而非品类品牌，公司仅以婴童产品为原点品类，持续围绕“家庭 CFO”，打破品类边界，提升用户客单值。2) **出海：把握中国制造红利，打造全球化品牌。**公司考虑在不同国家布置中心化管理，实现产品、流程、组织文化、市场运营、股东及资本架构的独立运作，打造本土化品牌；2025年10月公司与韩国 SONOKONG Co., Ltd. 公司达成合作，与当地公司合作运营品牌，将助力公司在海外市场建立本土化品牌。
- **盈利预测与估值：**预计2026-2028年公司归母净利润分别为1.98、2.59、3.25亿元，分别同比增长45.8%、31.0%、25.5%。对应 PE 分别为15、11、9倍。采用可比公司估值法，参考可比公司，我们给予不同集团2026年38倍 PE，则不同集团目标市值为84亿港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动；海外市场消费不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,249	1,446	2,000	2,575	3,187
同比增长率 (%)	46.56	15.77	38.34	28.72	23.80
归属普通股净利润	111	136	198	259	325
同比增长率 (%)	87.13	22.26	45.79	30.95	25.52
每股收益 (元/股)	2.05	2.12	2.18	2.85	3.58
ROE (%)	-136.77	5.96	14.29	15.77	16.52
市盈率	26	21	15	11	9

注：“每股收益”为归属普通股净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

投资案件

投资评级与估值

不同集团 2019 年推出品牌 BeBeBus，以“硬科技+高颜值”锁定“家庭 CFO”高净值人群，构建高端品牌高毛利壁垒，并从低频刚需耐用场景切入建立信任锚点，降维跨界高频刚需快消品，最大化单客价值。品牌高端用户根基深厚，构筑多维竞争力；打造强产品力，牢固占领用户心智；线上线下多元渠道布局，品牌持续破圈；产能扩张彰显增长信心，核心产品 AI 升级，打造家庭生活 AI 科技 To C 应用。品类延伸与品牌出海，未来增长空间广阔。国内：品牌持续破圈扩用户，打破品类边界提客单；出海：把握中国制造红利，打造全球化品牌。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.98、2.59、3.25 亿元，分别同比增长 45.8%、31.0%、25.5%。对应 PE 分别为 15、11、9 倍。采用可比公司估值法，参考可比公司，我们给予不同集团 2026 年 38 倍 PE，则不同集团目标市值为 84 亿港币，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1) 出行场景：2025 年出行场景收入承压主要系新品较少所致，考虑公司持续进行产品推新，尤其 2026 年为产品大年，对安全座椅进行 AI 智能化升级，且未来有望开拓日韩、欧美等市场，将显著拉动销售，预计 2026 年出行场景收入提速。假设 2026-2028 年公司出行场景收入分别为 6.52、8.48、10.60 亿元，分别同比增长 40.0%、30.0%、25.0%。

2) 睡眠场景：2025 年睡眠场景收入承压主要系新品较少所致，考虑国内市场婴儿床品类渗透率持续提升，公司产品持续破圈，且逐步开拓海外市场；假设 2026-2028 年公司睡眠场景收入分别为 2.57、3.08、3.54 亿元，分别同比增长 35.0%、20.0%、15.0%。

3) 喂养场景：考虑公司餐椅、奶瓶等产品持续更新升级，品牌破圈扩大用户数，假设 2026-2028 年公司喂养场景收入分别为 2.48、3.22、4.02 亿元，分别同比增长 50.0%、30.0%、25.0%。

4) 护理场景：考虑公司已经验证具备从低频刚需耐用场景切入建立信任锚点，降维跨界高频刚需快消品的能力，纸尿裤等为高频消耗品。假设 2026-2028 年公司护理场景收入分别为 8.44、10.97、13.71 亿元，分别同比增长 35.0%、30.0%、25.0%。

有别于大众的认识

市场尚未对不同集团中长期增长空间给予充分认识。公司将 BeBeBus 定义为人群品牌而非品类品牌，虽然目前在售产品多为婴童产品，公司仅以婴童产品为原点品类，持续围绕“家庭 CFO”，打破品类边界，提升用户客单值。同时公司把握中国制造红利，布局日韩、欧美等市场。品类延伸与品牌出海，未来成长空间广阔。

股价表现的催化剂

新品销售超预期，海外市场拓展超预期。

核心假设风险

原材料价格大幅波动风险；海外市场消费不及预期。

目录

1. 不同集团：BeBeBus 打破品类边界，AI 赋能创造不同....	6
1.1 聚焦家庭 CFO 客群，打造高端品牌心智	6
1.2 股权结构稳定，为长期经营战略保驾护航	6
1.3 业绩快速放量，构建高毛利壁垒.....	7
2. 品牌高端用户根基深厚，构筑多维竞争力.....	8
2.1 匠心打造强产品力，牢固占领用户心智	8
2.2 线上线下多元渠道布局，品牌持续破圈	13
2.3 产能扩张彰显增长信心，核心产品 AI 升级.....	14
3. 品类延伸与品牌出海，未来成长空间广阔.....	15
3.1 国内：品牌持续破圈扩用户，打破品类边界提客单	15
3.2 出海：把握中国制造红利，打造全球化品牌.....	16
4. 盈利预测及估值.....	18
4.1 盈利预测	18
4.2 估值.....	19
5. 风险提示	20
附录.....	20

图表目录

图 1: 不同集团发展历程.....	6
图 2: 不同集团股权结构图	6
图 3: 2025 年公司收入同比增长 15.8%	7
图 4: 2025 年公司经调整净利润同比增长 22.3%	7
图 5: 2025 年公司毛利率、净利率分别为 49.5%、9.4%.....	8
图 6: 2025 年公司期间费用率为 43.4%	8
图 7: 2025 年公司分产品收入占比	8
图 8: 2025 年公司分渠道收入占比	8
图 9: 公司分场景收入情况	9
图 10: 公司分场景收入占比	9
图 11: 2025 年出行场景收入同比下滑 18.3%	10
图 12: 2025H1 出行场景毛利率为 49.5%.....	10
图 13: 公司出行场景产品销量.....	10
图 14: 公司出行场景产品平均售价.....	10
图 15: 2025 年公司睡眠场景收入同比下滑 14.9%	11
图 16: 2025H1 公司睡眠场景毛利率为 59.8%.....	11
图 17: 公司睡眠场景产品销量.....	11
图 18: 公司睡眠场景产品平均售价.....	11
图 19: 2025 年公司喂养场景收入同比增长 145.8%	11
图 20: 2025H1 公司喂养场景毛利率为 61.9%.....	11
图 21: 公司喂养场景产品销量.....	12
图 22: 公司喂养场景产品平均售价.....	12
图 23: 2025 年公司护理场景收入同比增长 61.1%	12
图 24: 2025H1 公司护理场景毛利率为 43.4%.....	12
图 25: 公司纸尿裤产品销量	12
图 26: 公司护理场景产品平均售价.....	12
图 27: 公司电商平台及线下体验店.....	13
图 28: 公司分渠道收入情况	13
图: 年公司线上、线下渠道收入占比 .% 、.%	

图 30: 公司线上渠道分平台收入情况	14
图 31: 公司线下渠道细分收入情况	14
图 32: 按产品类别划分的中国育儿产品市场规模	15
图 33: 按产品定位划分的中国育儿产品市场规模	15
图 34: 中国耐用型育儿产品市场规模	16
表 1: 不同集团高管介绍	7
表 2: 公司四大应用场景产品系列	9
表 3: 公司宁波工厂产能情况	14
表 4: 2024 年公司在中高端育儿市场份额为 4.2%	16
表 5: 全球市场育儿产品市场规模	17
表 6: 不同集团收入拆分及预测	18
表 7: 不同集团及可比公司估值分析	19
表 8: 不同集团利润表	20
表 9: 不同集团资产负债表	21
表 10: 不同集团现金流量表	21

1. 不同集团：BeBeBus 打破品类边界，AI 赋能创造不同

1.1 聚焦家庭 CFO 客群，打造高端品牌心智

服务于家庭 CFO 客群，提升用户消费价值与拓展用户人群双线协同。不同集团创立于 2018 年，2019 年推出 BeBeBus 品牌，公司致力于服务于高净值家庭消费购买决策者“家庭 CFO”。经数年发展，BeBeBus 在亲子出行、睡眠、喂养与护理四大领域深耕。BeBeBus 以“硬科技+高颜值”锁定“家庭 CFO”高净值人群，构建高端品牌高毛利壁垒，从低频刚需耐用场景切入建立信任锚点，降维跨界高频刚需快消品，最大化单客价值。围绕未来发展路径，公司推动核心产品 AI 升级，打造家庭生活 AI 科技 To C 应用；确立产品及服务升级与创新业务拓展双轨并进、提升用户消费价值与拓展用户人群双线协同的双轮驱动战略。

图 1：不同集团发展历程



资料来源：不同集团招股说明书，申万宏源研究

1.2 股权结构稳定，为长期经营战略保驾护航

公司股权结构集中稳定，董事长与联合创始人通过核心持股平台持股比例超 50%，为公司战略延续性与组织稳定性提供坚实基础。公司创始人兼董事长汪蔚，通过 WANGBOYAN 平台持有约 46.55% 股权，并直接持股 1.38%；联合创始人沈凌 2019 年加入公司，通过 SLING 平台持有 5.95% 股权，两大创始人合计持股比例超 50%。公司团队具备多元化、跨行业专业背景，推出差异化产品，成功打造 BeBeBus 高端品牌定位。

图 2：不同集团股权结构图



资料来源：wind，申万宏源研究

注：持股比例为截止 2025.9

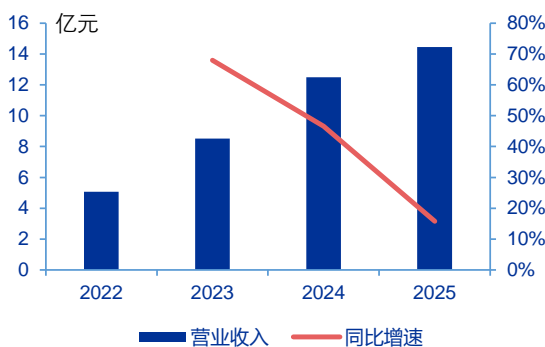
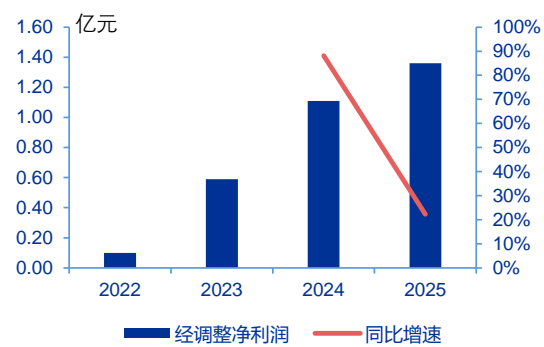
表 1: 不同集团高管介绍

姓名	职位介绍	介绍
汪蔚	创始人、实际控制人、董事会主席	汪先生是集团的创始人，负责监督集团的战略规划、全球业务扩展及产品研发。汪先生在消费品品牌定位与传播、基于用户行为研究产品定位、爆款产品打造、品牌管理及企业战略定位方面拥有丰富的经验。汪先生于2022年12月成为福布斯环球联盟会员。彼亦于2022年9月获中共上海市普陀区委员会及上海市普陀区人民政府授予普陀区区域发展贡献先进个人称号。汪先生于2022年7月获得国家开放大学工商管理专科学位。彼亦正在攻读香港科技大学高层管理人员工商管理硕士学位。
沈凌	联合创始人、首席执行官	沈女士于2019年5月13日获委任为首席执行官。沈女士为集团的联合创始人，负责监督集团的运营管理、销售及市场营销及业务发展。彼亦担任布董科技的总经理。沈女士在育儿产品行业的销售及市场营销方面拥有丰富的经验。自2006年5月至2019年4月，彼于宁波英孚婴童用品有限公司任职，最后职位为销售总监，主要负责中国区的渠道扩展及整体管理。沈女士于2022年12月获上海市普陀区人民政府授予普陀区先进个人称号。彼亦于2022年12月当选为上海市宁波商会成员。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	于2023年10月9日获委任为不同集团首席财务官。林先生负责监督集团的财务及会计事务。林先生在会计及财务方面拥有超过29年经验。在职业生涯初期，林先生曾于四大会计师事务所之一担任多个职位近十年。自2013年5月至2014年8月，林先生担任中国投资公司三胞集团有限公司的执行副总裁兼总会计师。自2014年9月至2017年8月，林先生担任中国国际品牌手表零售商及批发商亨得利控股有限公司的副财务总监，负责监督该公司的整体财务运作。自2017年12月至2018年9月，林先生担任专门制造高质量太阳能晶圆的中国太阳能光伏公司江苏美智投资发展有限公司（前称江苏环太集团有限公司）的首席财务官。自2018年10月至2020年9月，彼担任上海麦斌教育科技有限公司的首席财务官。林先生于1995年11月获得香港城市大学会计学学士学位。彼为ACCA资深会员及香港会计师公会会员。
颜栋	董事会秘书	颜栋先生，于2024年12月31日获委任为不同集团执行董事及联席公司秘书。颜先生负责监督集团的公司治理及董事会事务。颜先生于2023年6月1日加入集团，自此担任董事会秘书。颜先生在企业融资方面拥有丰富的经验。自2018年4月至2023年5月，颜先生曾担任广州融慧科技有限公司的董事长，主要负责该公司的发展规划及投融资活动。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。于2023年06月01日获委任为不同集团董事会秘书。
区泳娴	联席公司秘书	区泳娴女士为方圆企业服务集团（香港）有限公司（一家专业的企业服务提供商）之助理经理，彼于企业秘书服务领域拥有逾七年经验。彼为中国香港公司治理公会及英国特许公司治理公会会员，并持有工商管理学（荣誉）学士学位。于2023年5月16日获委任为银城国际控股有限公司公司秘书。于2024年12月12日获委任为小菜园国际控股有限公司联席公司秘书。于2024年12月31日获委任为不同集团联席公司秘书。于2026年03月12日获委任为越南制造加工出口（控股）有限公司公司秘书。
左利民	供应链与制造总监	左利民先生，于2021年1月4日获委任为不同集团供应链与制造总监。左先生负责监督集团的供应链及制造管理。左先生在供应链与制造管理方面拥有超过20年经验。自2001年1月至2002年2月，左先生于宁波波导股份有限公司（于上海证券交易所上市的公司，股票代码：600130）任职。自2003年1月至2008年11月，左先生担任宁波波导萨基姆电子有限公司装配车间主任。自2013年5月至2020年3月，左先生先后担任麦克英孚（宁波）母婴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。自2020年3月至2020年11月，左先生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。左先生于2000年7月获得郑州轻工业学院（现称郑州轻工业大学）电机控制专业学士学位。

资料来源：不同集团招股说明书，申万宏源研究

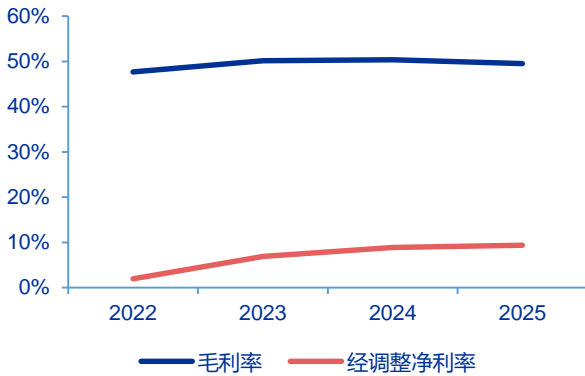
1.3 业绩快速放量，构建高毛利壁垒

业务快速放量，2022-2025 年收入、经调整净利润 CAGR 分别为 41.8%、138.7%。2025 年公司收入为 14.46 亿元，同比增长 15.8%，2022-2025 年收入 CAGR 为 41.8%；2025 年公司经调整净利润为 1.36 亿元，同比增长 22.3%，2022-2025 年利润 CAGR 为 138.7%。2025 年公司毛利率、经调整净利率分别为 49.5%、9.4%，期间费用率为 43.4%，其中销售、行政及其他开支、研发、财务费用率分别为 31.7%、8.6%、1.7%、1.4%。

图 3: 2025 年公司收入同比增长 15.8%

图 4: 2025 年公司经调整净利润同比增长 22.3%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

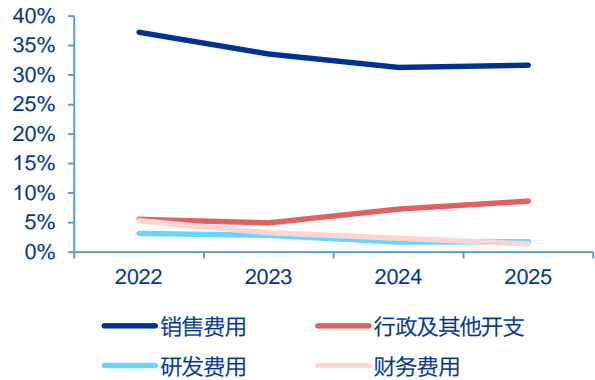
图 5：2025 年公司毛利率、净利率分别为 49.5%、9.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

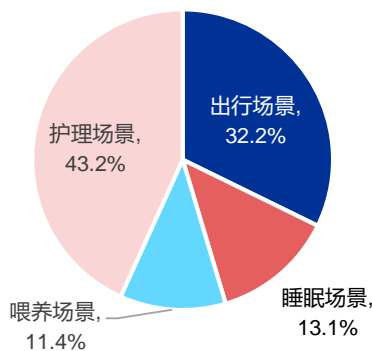
图 6：2025 年公司期间费用率为 43.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

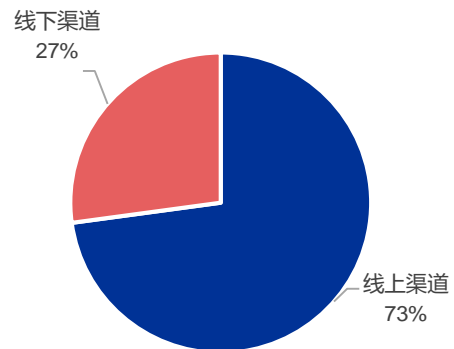
1) 分产品看，公司产品按使用场景细分为出行场景、睡眠场景、喂养场景、护理场景，2025 年四大场景收入占比分别为 32.2%、13.1%、11.4%、43.2%；2) 分渠道看，公司覆盖线上、线下多元化渠道，2025 年公司线上、线下渠道收入占比分别为 72.9%、27.1%。

图 7：2025 年公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：2025 年公司分渠道收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 品牌高端用户根基深厚，构筑多维竞争力

2.1 匠心打造强产品力，牢固占领用户心智

布局具备 5G 属性的细分赛道，BeBeBus 定位高端品牌。公司成立由产品开发、在线渠道、线下渠道、品牌、供应链及客服主管组成的产品立项委员会，布局具有高刚需、高频使用、高溢价、高传播属性及高市场份额属性的细分市场。公司将 BeBeBus 定位高端品牌，主要吸引注重质量、功能及美观的家庭，公司销售包含至少一件核心品的订单的平均交易金额保持在人民币 2400 元以上。

产品设计以市场为导向，“五问”机制精准把握用户需求。公司在每个产品开发之初，解决五个关键问题：用户为什么在众多竞品中选择此产品？哪些出色的产品功能可以在用户体验后留下深刻印象？此产品的核心技术或功能是什么？如何用一句令人难忘、印象深刻的话来描述此产品？什么昵称适合此产品？这项评估有助公司识别具有高增长潜力、高复购率及高利用率的产品。在设计育儿产品时，公司突破颜色、材料及表面处理上的传统边界。例如公司放弃与育儿产品相关的典型暖色调，选择具有白色及银色等醒目色彩的极简主义设计。从不同领域汲取灵感，于儿童安全座椅中加入杜邦泡沫等高质量材料，并将航空级镁合金应用于婴儿推车。

团队跨行业专业背景，匠心打造差异化产品。公司产品开发团队由一群多元化的设计师组成，他们拥有跨学科的思维，紧密合作，通过创新增加价值。灵感来自于多元领域，包括汽车、消费电子产品、工业、航空等领域。公司所有产品外观均有“彩虹条”醒目 Logo，强化品牌识别及记忆。

表 2：公司四大应用场景产品系列

产品类别	细分产品	产品展示	产品类别	细分产品	产品展示
出行场景	婴儿推车		睡眠场景	婴儿床	
	儿童安全座椅			婴儿睡袋	
	婴儿腰凳			枕头	
喂养场景	餐椅		婴儿护理产品	纸尿裤	
	餐具			湿巾及柔巾	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：公司分场景收入情况

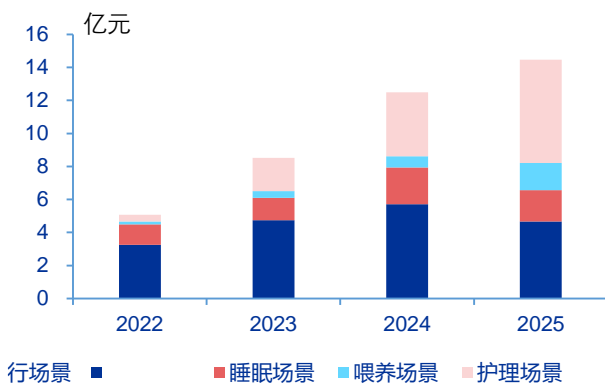
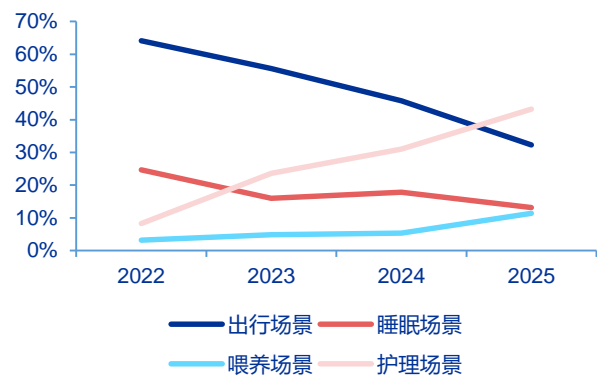


图 10：公司分场景收入占比

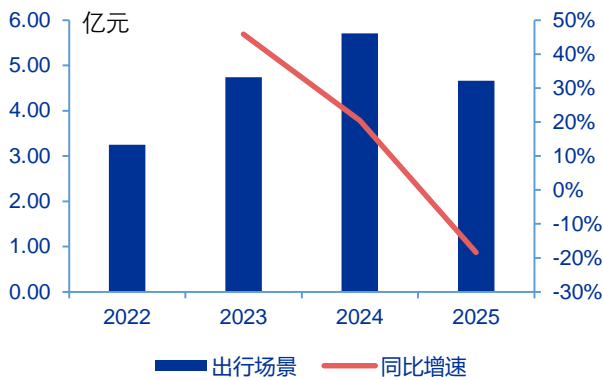


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

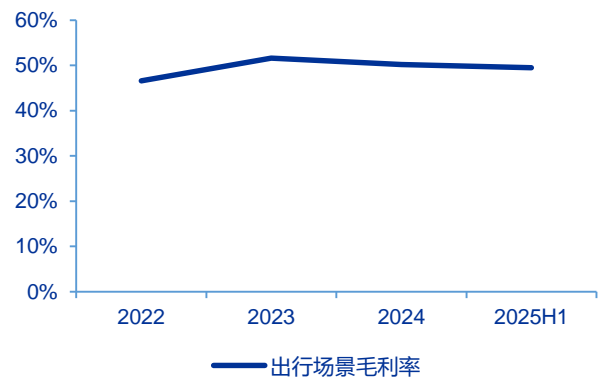
出行场景：2025 年增长承压，期待 2026 年产品推新。 公司出行场景产品包括婴儿推车及配件、儿童安全座椅、婴儿腰凳，2025 年出行场景收入 4.66 亿元，同比下滑 18.3%。公司产品定位中高端，2025H1 婴儿推车及配件、儿童安全座椅、婴儿腰凳平均售价分别为 1444、2183、438 元/件，高售价铸就高毛利率，2025H1 公司出行场景产品毛利率为 49.5%。截止 2025H1 公司已推出四款婴儿推车，其中 Art、Armor+ 及 Butterfly + 已在市场销售；已推出五个系列的安全座椅，其中 Shield+、Astron+ 及 Shell+ 系列已在市场上销售。预计 2026 年公司出行场景产品持续推新，有望驱动收入恢复增长。

图 11：2025 年出行场景收入同比下滑 18.3%



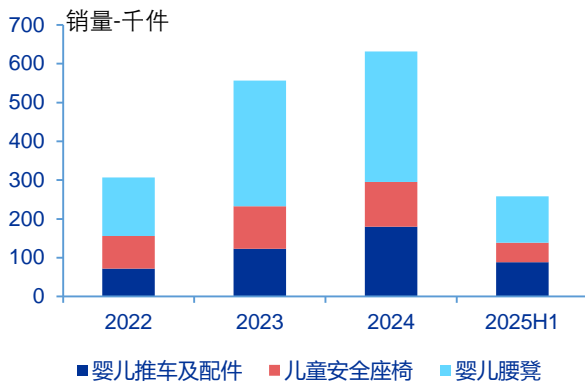
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：2025H1 出行场景毛利率为 49.5%



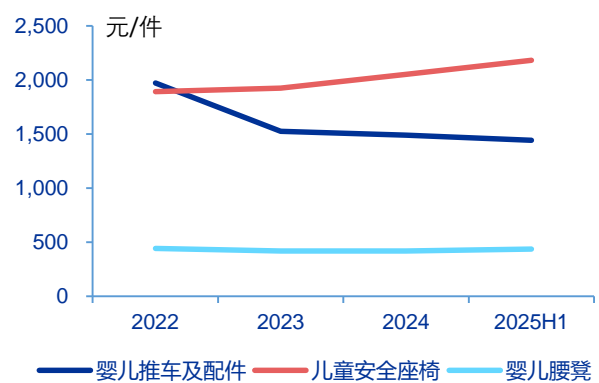
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：公司出行场景产品销量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

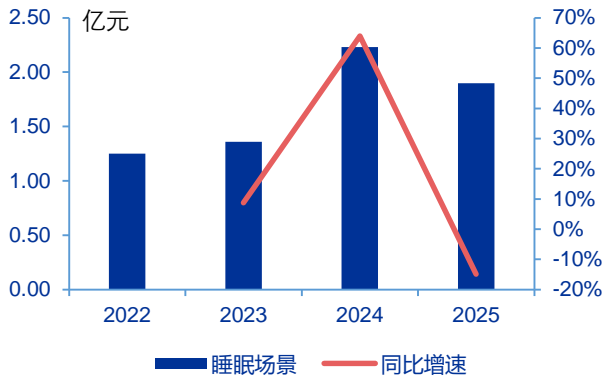
图 14：公司出行场景产品平均售价



资料来源：公司公告，申万宏源研究

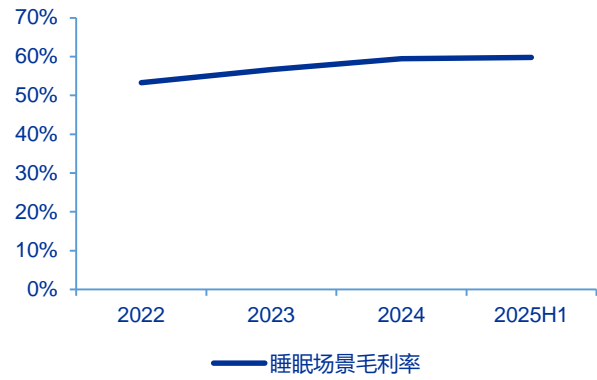
睡眠场景： 公司睡眠场景产品主要包括婴儿床、婴儿睡袋、枕头，2025 年睡眠场景收入 1.90 亿元，同比下滑 14.9%。2025H1 公司婴儿床、婴儿睡袋、枕头平均售价分别为 3253、213、257 元/件，2025H1 公司睡眠场景毛利率为 59.8%。婴儿床产品包括 Wish+ 系列、Polar+ 系列；婴儿睡袋包括 Snuggle + 及 Rainbow + 系列；枕头包括 Soft+、Clouds+ 系列。

图 15: 2025 年公司睡眠场景收入同比下滑 14.9%



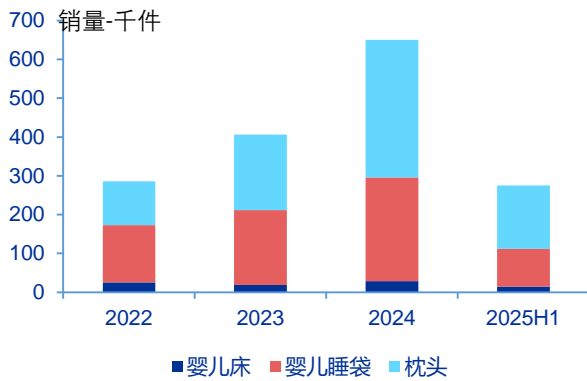
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 2025H1 公司睡眠场景毛利率为 59.8%



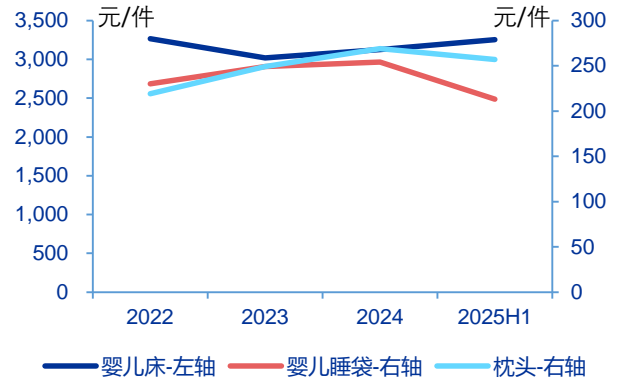
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 17: 公司睡眠场景产品销量



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

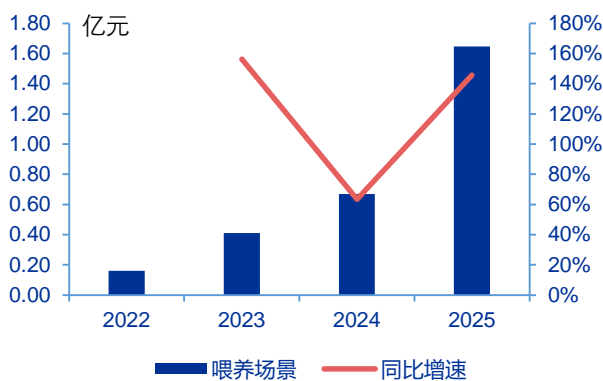
图 18: 公司睡眠场景产品平均售价



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

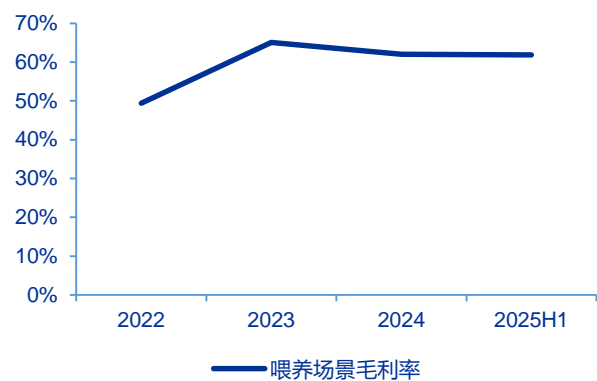
喂养场景: 全新奶瓶系列产品畅销, 收入快速放量。公司喂养场景产品包括餐椅和餐具, 2025 年喂养场景收入 1.65 亿元, 同比增长 145.8%, 主要受益于新推出的奶瓶系列产品畅销。2025H1 公司餐椅、餐具产品平均售价分别为 730、167 元/件, 2025H1 喂养场景毛利率为 61.9%。公司餐椅产品主要为 Egg+ 系列; 餐具主要包括 Crystal+、Cheer+ 和 Glitter+ 系列奶瓶、学饮杯及保温瓶; Foodie+ 系列产品包括保温碗、食品碗、牛奶杯和餐具, 专为 4 个月至 6 岁的婴幼儿。

图 19: 2025 年公司喂养场景收入同比增长 145.8%

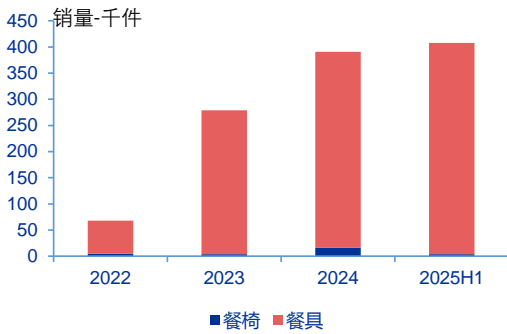


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

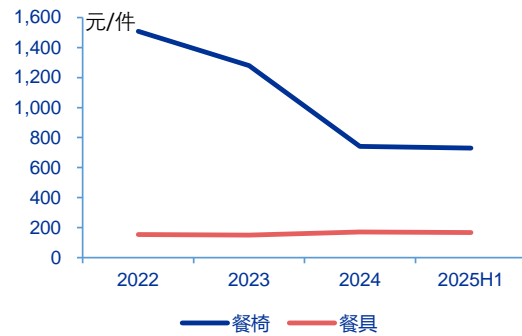
图 20: 2025H1 公司喂养场景毛利率为 61.9%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

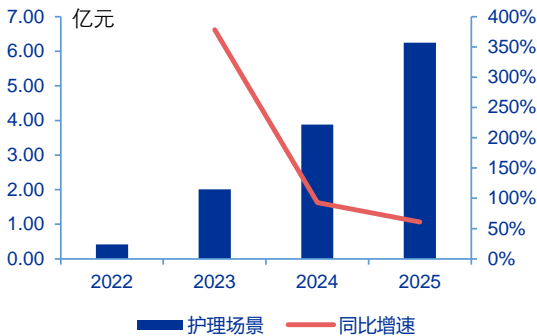
图 21：公司喂养场景产品销量


资料来源：公司公告，申万宏源研究

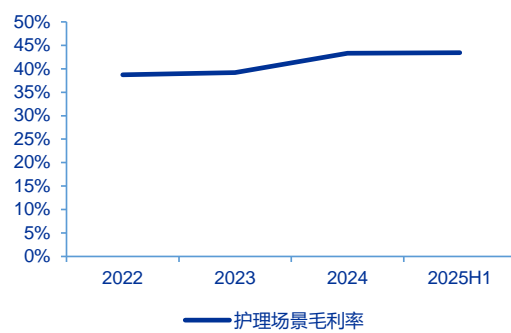
图 22：公司喂养场景产品平均售价


资料来源：公司公告，申万宏源研究

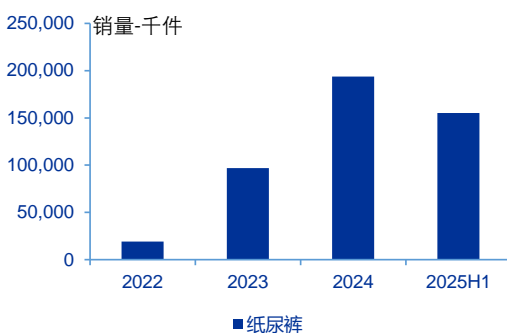
护理场景：快速放量，2025 年收入占比提升至 43.2%。公司护理场景产品主要包括纸尿裤、湿巾及柔巾，2025 年护理场景收入 6.25 亿元，同比增长 61.1%，护理场景收入快速放量主要得益于公司品牌用户由耐用品向快消品消费转化以及线上渠道快速放量。2025H1 公司纸尿裤平均售价为 2 元/片，湿巾及柔巾平均售价为 10 元/包，护理场景毛利率为 43.4%。公司推出纸尿裤系列:Platinum+、Sports+、Zero+、Gold+及 Shea+；公司湿巾主要为 Rainbow+系列，该款湿巾系列有两种型号，大包装有 80 张，适合居家使用，小包装有 8 张独立包装的湿巾，适合出行和随身护理。

图 23：2025 年公司护理场景收入同比增长 61.1%


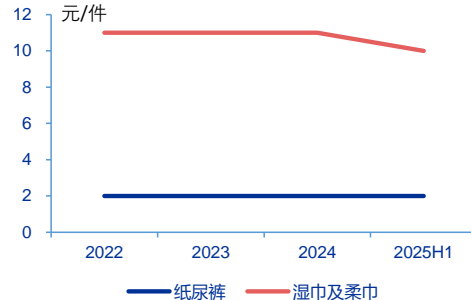
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：2025H1 公司护理场景毛利率为 43.4%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：公司纸尿裤产品销量


资料来源：公司公告，申万宏源研究

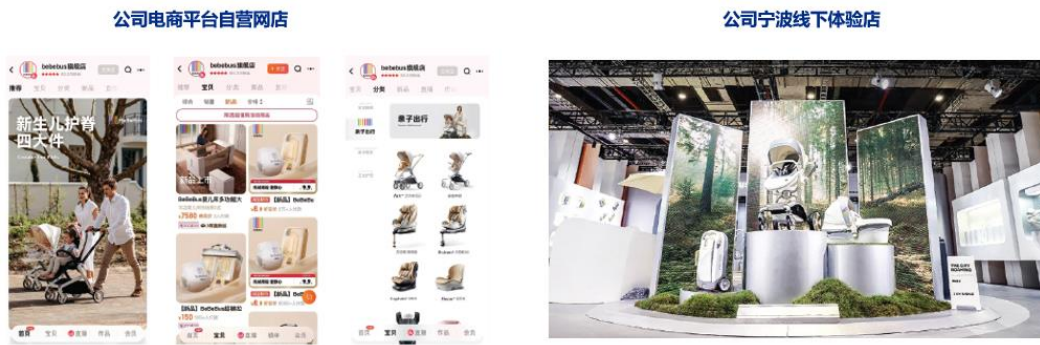
图 26：公司护理场景产品平均售价


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 线上线下多元渠道布局，品牌持续破圈

建立以用户为中心的营销策略，提升用户忠诚度。公司受众是追求质量的家庭，他们重视优质产品及个性化服务，此类消费者做出购买决定(尤其是针对育儿产品)前会倾向于寻求专业建议。公司采用与达人合作、小红书种草、会员体系等多元化营销策略：1) 与达人合作，通过与名人、达人及超级用户合作，提升品牌可信度、知名度和信誉。2) 使用社交媒体推动销售及提升品牌知名度。在小红书上，公司利用平台的精准推荐系统，使产品相关内容触达目标受众，在抖音上，公司专注于品牌传播，最大限度地提升品牌知名度。3) 通过会员计划及个性化服务培养长期关系。公司向会员提供免费的育儿咨询服务，育儿顾问提供个性化的一对一支持，从而在用户中建立信任及忠诚度。截至 2025 年 6 月 30 日，公司培育了一个超过 300 万名会员的忠实社群，2024 年公司私域平台的复购率为 53.3%。

图 27：公司电商平台及线下体验店



资料来源：不同集团招股说明书，申万宏源研究

线上、线下多元渠道覆盖，2025 年线上、线下收入占比分别为 72.9%、27.1%。2025 年线上渠道收入 10.53 亿元，同比增长 12.4%，收入占比为 72.9%，2022-2025 年线上渠道收入 CAGR 为 36.2%。公司线上渠道包括于天猫、京东商城、抖音、拼多多等平台的自营网店，于京东商超、唯品会的平台运营的网店；以及私域平台。2025 年线下渠道收入 3.92 亿元，同比增长 25.7%，收入占比为 27.1%。2022-2025 年线上渠道收入 CAGR 为 63.2%。公司线下渠道包括分销商、KA 客户、以及线下体验店（宁波店）。截止 2025 年 6 月 30 日，公司拥有 155 家分销商，覆盖超 20 个省的 300 多个城市，与 12 家 KA 客户合作。

图 28：公司分渠道收入情况

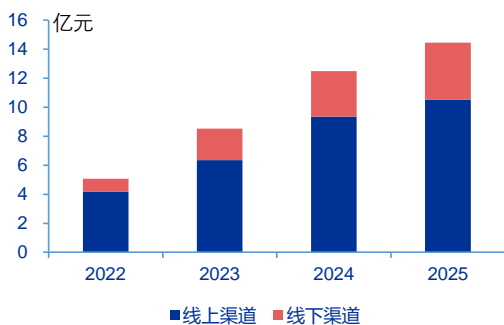
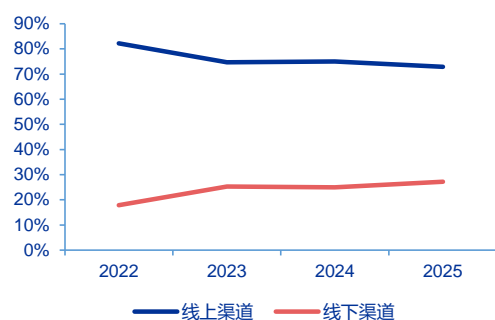
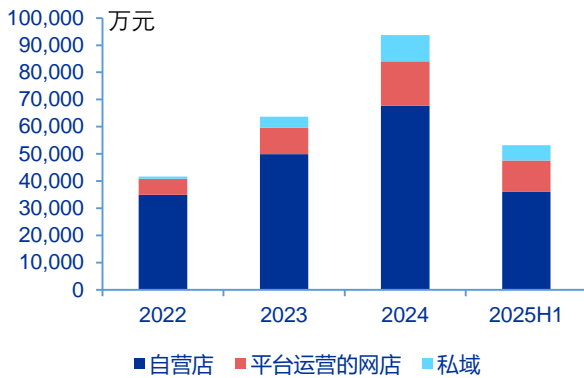


图 29：2025 年公司线上、线下渠道收入占比 72.9%、27.1%

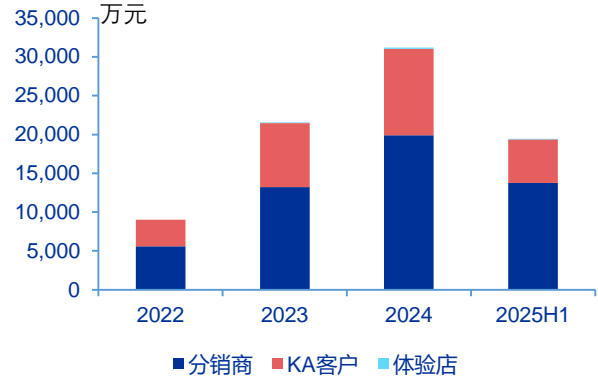


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：公司线上渠道分平台收入情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：公司线下渠道细分收入情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 产能扩张彰显增长信心，核心产品 AI 升级

宁波工厂扩产，核心四大件儿童安全座椅、婴儿推车、婴儿床、餐椅将全部自产。公司在宁波设有生产工厂，于 2021 年开始运营，2024 年宁波工厂儿童安全座椅、餐椅设计产能分别为 15.8、2.2 万件。当前公司正在宁波建设另一个生产工厂，预计于 2026 年竣工，年设计产能包括 80 万件产品，含 30 万件儿童安全座椅、30 万件婴儿推车、10 万张婴儿床及 10 万把餐椅。

对于奶瓶、纸尿裤等小件产品，公司以外采为主。在选择第三方制造商时，公司会评估认证、经验、生产能力、技术专长、研发能力、产品质量、服务范围、定价以及建立长期合作伙伴关系的意愿等因素。制造商定期接受季度和年度评估，涵盖质量管理、产品设计、研发、供货商及采购流程、生产控制、仓库运作及不合格产品处理在内的各个方面。公司对所有原材料及外包工序提供详细的设计规范和生产标准，对外包生产进行严格控制。公司全方位加强对第三方制造商生产过程的控制，以保证产品品质。

表 3：公司宁波工厂产能情况

	2022	2023	2024	2025H1
设计产能 (件)	135,000	150,000	180,000	90,000
儿童安全座椅	135,000	146,000	158,000	79,000
餐椅	-	4,000	22,000	11,000
产量 (件)	109,453	124,271	140,189	44,226
儿童安全座椅	109,453	121,173	123,888	42,335
餐椅	-	3,098	16,301	1,891
产能利用率	81.10%	82.80%	77.90%	49.10%
儿童安全座椅	81.10%	83.00%	78.40%	53.60%
餐椅	-	77.50%	74.10%	17.20%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 品类延伸与品牌出海，未来成长空间广阔

3.1 国内：品牌持续破圈扩用户，打破品类边界提客单

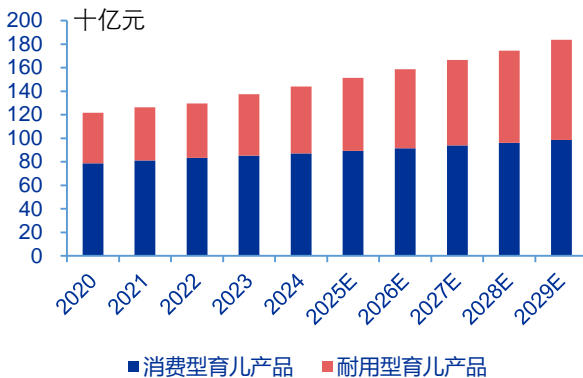
扩大用户数，扩品类提升客单值，挖潜国内市场空间。 1) **用户数**，根据公司招股书，中国富裕家庭数量预计将从 2020 年的 500 万增加至 2029 年的 540 万，截至 2025 年 6 月 30 日公司培育了一个超过 300 万名会员的忠实社群，而从公司核心大件销量看，2024 年公司婴儿推车、安全座椅、婴儿床、餐椅销量分别为 18、11.5、2.9、1.6 万件，2022-2025H1 婴儿推车销量合计为 46.3 万件，用户数仍有较大提升空间。2) **客单值**，公司产品销售从婴儿推车、安全座椅拓展至纸尿裤等，已经验证具备从低频刚需耐用场景切入建立信任锚点，降维跨界高频刚需快消品的能力。**公司将 BeBeBus 定义为人群品牌而非品类品牌**，虽然目前在售产品多为婴童产品，但公司仅以婴童产品为原点品类，持续围绕“家庭 CFO”，打破产品边界，拓展产品品类，提升用户客单值。

推动核心产品 AI 升级，打造家庭生活 AI 科技 To C 应用。 2026 年不同集团将改变本集团使命为“用 AI 重新定义高端家庭生活质量”，计划做 AI 的场景化、产品化、产业化落地，将加大核心产品（即婴儿推车、汽车安全座椅、婴儿床及婴儿餐椅）的 AI 升级。2026 年下半年宁波奉化新工厂将开启运营，全面打造数字化、智能化示范工厂，为未来多品类业务扩展奠定基础。

以目前公司主营的婴童产品分析，在国内市场 BeBeBus 仍有较大份额提升空间。

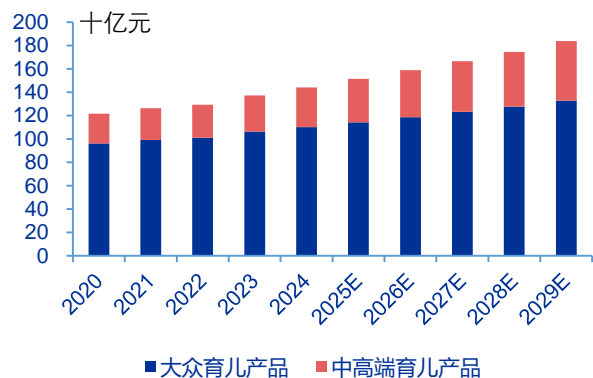
随着经济持续增长，居民可支配收入稳步提高，直接推动了育儿产品市场的扩张，并促进了高品质产品的需求增长。中国育儿产品市场规模由 2020 年的人民币 1218 亿元增长至 2024 年的人民币 1441 亿元，预计到 2025 年市场规模将达到人民币 1514 亿元，到 2029 年将达到人民币 1837 亿元，2025 年至 2029 年 CAGR 为 5.0%。**2024 年中高端育儿市场规模为 340 亿元，占比 23.6%**，预计到 2025 年将达到 371 亿元，到 2029 年达到 509 亿元，2025 年至 2029 年 CAGR 为 8.2%。同期大众市场预计增长较慢，CAGR 为 3.8%，预计到 2029 年将达到 1,329 亿元。近年来，**中高端市场的增长速度明显超过大众市场**，这反映出消费者对高品质、安全性和精心设计的育儿产品需求持续上升，表明市场对优质产品的偏好愈发突出。

图 32：按产品类别划分的中国育儿产品市场规模



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

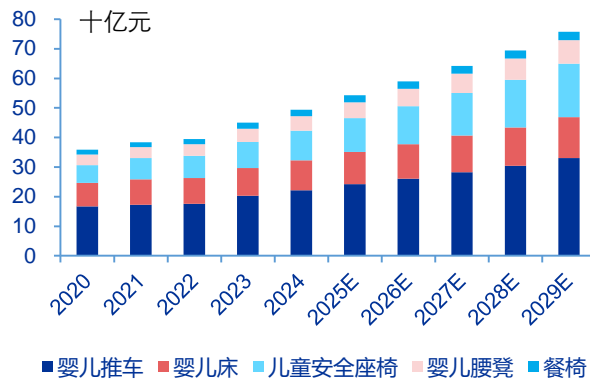
图 33：按产品定位划分的中国育儿产品市场规模



资料来源：不同集团招股说明书，申万宏源研究

耐用型育儿产品主要面向儿童出行、睡眠和喂养场景，包括婴儿推车、婴儿床、儿童安全座椅、婴儿腰凳及餐椅等长期使用产品。2024年，中国每名新生儿在出生至五岁期间的耐用型育儿产品平均支出为人民币5968元，仅为北美和欧洲发达国家支出水平的30%至40%，低于日本约50%，接近东南亚水平，显示市场仍具显著增长潜力。在细分市场中，婴儿推车作为最大类别，市场规模由2020年的人民币167亿元增至2024年的222亿元（2020–2024年CAGR7.4%），预计2025年达到242亿元，至2029年将增至330亿元（2025–2029年CAGR8.1%）。儿童安全座椅及婴儿腰凳市场规模分别由2020年的59亿元和36亿元增长至2024年的100亿元和49亿元，2020–2024年CAGR分别为14.0%和8.3%，预计2025–2029年复合年增长率分别为12.2%和10.0%。

图 34：中国耐用型育儿产品市场规模



资料来源：不同集团招股说明书，申万宏源研究

根据中国市场2024年GMV数据，中高端育儿产品领域，前五大品牌的市场份额合计约为18.9%，其中公司BeBeBus品牌位列第二名，在中高端市场份额为4.2%，仍有较大提升空间。

表 4：2024 年公司在中高端育儿市场份额为 4.2%

排名	品牌	所属国家	中国中高端育儿产品的GMV (人民币十亿元)	按GMV划分的市场份额
1	A公司	日本	~2.58	7.6%
2	不同集团	中国	~1.43	4.2%
3	B公司	日本	~0.80	2.4%
4	C公司	中国	~0.80	2.4%
5	D公司	中国	~0.78	2.3%
	总计		6.39	18.9%

资料来源：不同集团招股说明书，申万宏源研究

3.2 出海：把握中国制造红利，打造全球化品牌

拓展日韩、欧洲、北美等市场，打造全球化品牌。公司将品牌全球化作为不同集团的重要战略路径，一方面，以中国为中心实现供应链及研发的全球一体化；另一方面，在渠道、产品和品牌方面，实现本土化。品牌出海，公司摒弃传统的“中国总部主导、海外为下属机

构”思维，考虑在不同国家布置中心化管理，实现产品、流程、组织文化、市场运营、股东及资本架构的独立运作，将出海红利向产业链纵深传导，赋能中国消费科技品牌顺利出海远航。

与韩国 SONOKONG Co., Ltd.公司达成合作，启动海外市场拓展。根据公司官网，2025 年 10 月公司通过韩国联营公司 BeBeBus Korea Co., Ltd 与韩国婴童领域龙头企业 SONOKONG Co., Ltd. (066910.KQ) 达成合作：BeBeBus 的首批产品已完成入驻准备，即将通过 SONOKONG 的销售体系登陆韩国市场。SONOKONG 为韩国老牌玩具与娱乐集团，核心业务覆盖 IP 玩具、动画、游戏三大板块，曾是 Takara Tomy、Hasbro (变形金刚、战斗陀螺等) 在韩国的核心授权商。与当地公司合作运营品牌，将助力公司在海外市场建立本土化品牌。

全球育儿产品空间广阔，品牌出海打开公司收入天花板。根据弗若斯特沙利文，全球育儿产品市场规模由 2020 年的 805 亿美元增至 2024 年的 983 亿美元 (2020-2024 年 CAGR5.1%)，预计 2029 年达到 1,254 亿美元 (2025-2029 年 CAGR5.0%)。

北美：高端与安全标准驱动增长。消费者对符合 FMVSS213 等严格标准的高端婴儿推车、儿童安全座椅及婴儿床需求增加。市场规模由 2020 年的 185 亿美元增至 2024 年的 236 亿美元 (2020-2024 年 CAGR6.3%)，预计 2029 年达 299 亿美元 (2025-2029 年 CAGR4.8%)。

欧洲：环保与可持续性趋势强化。除安全性和功能性要求外，消费者对有机食品、环保纸尿裤等可持续产品需求上升。市场规模由 2020 年的 169 亿美元升至 2024 年的 192 亿美元 (2020-2024 年 CAGR3.3%)，预计 2029 年达 241 亿美元 (2025-2029 年 CAGR4.7%)。欧盟“绿色新政”推动制造商采用环保材料，加速行业向可持续化转型。

日本：低出生率下的结构性稳定。尽管出生率下降，市场对优质、有机、环保及高科技婴幼儿产品需求仍保持稳定。市场规模由 2020 年的 23 亿美元增至 2024 年的 26 亿美元 (2020-2024 年 CAGR3.1%)，预计 2029 年达 30 亿美元 (2025-2029 年 CAGR2.5%)。

东南亚：电商渗透与性价比推动高增速。电商渠道快速渗透及对实惠优质产品需求增长，市场规模由 2020 年的 56 亿美元升至 2024 年的 77 亿美元 (2020-2024 年 CAGR8.6%)，预计 2029 年达 114 亿美元 (2025-2029 年 CAGR7.6%)，为全球增速最快区域。

表 5：全球市场育儿产品市场规模

地区	2024年市场规模 (亿美元)	2029年市场规模 (亿美元)	2020-2024 复合增长率	2025-2029复合 增长率
全球市场	983	1254	5.1%	5.0%
北美	236	299	6.3%	4.8%
欧洲	192	241	3.3%	4.7%
日本	26	30	3.1%	2.5%
东南亚	77	114	8.6%	7.6%

资料来源：不同集团招股说明书，申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

我们分别对不同集团进行分产品和分渠道拆分

分产品拆分

1) 出行场景：2025 年出行场景收入承压主要系新品较少所致，考虑公司持续进行产品推新，尤其 2026 年为产品大年，对安全座椅进行 AI 智能化升级，且未来有望开拓日韩、欧美等市场，将显著拉动销售，预计 2026 年出行场景收入提速。假设 2026-2028 年公司出行场景收入分别为 6.52、8.48、10.60 亿元，分别同比增长 40.0%、30.0%、25.0%。

2) 睡眠场景：2025 年睡眠场景收入承压主要系新品较少所致，考虑国内市场婴儿床品类渗透率持续提升，公司产品持续破圈，且逐步开拓海外市场；假设 2026-2028 年公司睡眠场景收入分别为 2.57、3.08、3.54 亿元，分别同比增长 35.0%、20.0%、15.0%。

3) 喂养场景：考虑公司餐椅、奶瓶等产品持续更新升级，品牌破圈扩大用户数，假设 2026-2028 年公司喂养场景收入分别为 2.48、3.22、4.02 亿元，分别同比增长 50.0%、30.0%、25.0%。

4) 护理场景：考虑公司已经验证具备从低频刚需耐用场景切入建立信任锚点，降维跨界高频刚需快消品的能力，纸尿裤等为高频消耗品。假设 2026-2028 年公司护理场景收入分别为 8.44、10.97、13.71 亿元，分别同比增长 35.0%、30.0%、25.0%。

分渠道拆分：

1) 线上：公司线上天猫、京东、抖音等多平台发力，小红书种草培养用户心智，且 2026 年伴随新产品推出，预计线上收入快速放量。我们假设 2026-2028 年公司线上渠道收入分别为 14.22、17.91、21.49 亿元，分别同比增长 35.0%、26.0%、20.0%。

2) 线下：公司线下渠道布局分销商、直营 KA、线下体验店等，伴随品牌线上流量向线下外溢，且线下网点数持续增加。我们假设 2026-2028 年公司线下渠道收入分别为 5.79、7.83、10.38 亿元，分别同比增长 28.9%、30.4%、32.6%。

经过分产品及分渠道预测，我们预测 2026-2028 年公司营业收入分别为 20.00、25.75、31.87 亿元，分别同比增长 38.3%、28.7%、23.8%。

表 6：不同集团收入拆分及预测

亿元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5.07	8.52	12.49	14.46	20.00	25.75	31.87
同比增速	--	68.0%	46.6%	15.8%	38.3%	28.7%	23.8%
毛利率	47.7%	50.2%	50.4%	49.5%	52.0%	52.5%	52.5%
分产品拆分							
出行场景	3.25	4.74	5.71	4.66	6.52	8.48	10.60
同比增速		45.8%	20.5%	-18.3%	40.0%	30.0%	25.0%
睡眠场景	1.25	1.36	2.23	1.90	2.57	3.08	3.54
同比增速		8.8%	64.0%	-14.9%	35.0%	20.0%	15.0%
喂养场景	0.16	0.41	0.67	1.65	2.48	3.22	4.02
同比增速		156.3%	63.4%	145.8%	50.0%	30.0%	25.0%
护理场景	0.42	2.01	3.88	6.25	8.44	10.97	13.71
同比增速		378.6%	93.0%	61.1%	35.0%	30.0%	25.0%
分渠道拆分							
线上渠道	4.17	6.37	9.37	10.53	14.22	17.91	21.49
同比增速		52.7%	47.2%	12.4%	35.0%	26.0%	20.0%
收入占比	82.2%	74.7%	75.0%	72.8%	71.1%	69.6%	67.4%
线下渠道	0.90	2.16	3.12	3.92	5.79	7.83	10.38
同比增速		138.7%	44.8%	25.7%	47.6%	35.4%	32.5%
收入占比	17.8%	25.3%	25.0%	27.1%	28.9%	30.4%	32.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值

预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 20.00、25.75、31.87 亿元，分别同比增长 38.3%、28.7%、23.8%；预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.98、2.59、3.25 亿元，分别同比增长 45.8%、31.0%、25.5%。当前市值 (2026/4/2) 33 亿港币，对应 2026-2028 年 PE 分别为 15、11、9 倍。

我们采用可比公司估值法，考虑公司在 2025 年业绩公告中阐述，2026 年不同集团将改变使命为“用 AI 重新定义高端家庭品质生活”，将加大核心产品“婴儿推车、汽车安全座椅、婴儿床及婴儿餐椅”的 AI 升级。考虑公司为强产品力的品牌公司，发力家庭生活 AI 科技，从消费品公司向 AI 科技类公司进战略转型；积极扩品类，且逐步出海建立全球化品牌。选取松霖科技（家庭厨卫产品，发力家庭 AI 科技等）、影石创新（强产品力品牌，业务出海全球化布局）为可比公司，参考可比公司 2026 年 PE 均值为 43 倍，考虑 A/H 股市场流动性差异等，我们给予不同集团 2026 年 38 倍 PE（折价 10%），则不同集团目标市值为 84 亿港币，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：不同集团及可比公司估值分析

证券代码	企业名称	市值 (亿元, 2026/4/2)	归母净利润			归母净利润同比增速			PE
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2026E
603992.SH	松霖科技	155	2.05	3.86	4.71	-54.0%	88.0%	22.0%	40
688775.SH	影石创新	737	9.64	16.41	26.47	-3.1%	70.2%	61.3%	45
平均值									43
证券代码	企业名称	市值 (亿港币, 2026/4/2)	归母净利润			归母净利润同比增速			PE
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2026E
6090.HK	不同集团	33	1.36	1.98	2.59	22.3%	45.8%	31.0%	15

资料来源：wind，申万宏源研究

注：影石创新为申万预测，松霖科技为 wind 一致预测

5. 风险提示

- 1) **原材料价格大幅波动风险。**公司销售成本中原材料占比较高，若原材料价格大幅波动，则会影响公司经营业绩。
- 2) **海外市场消费不及预期。**公司将开拓日韩、欧美等海外市场，若海外市场消费不及预期，则会影响公司经营业绩。

附录

表 8：不同集团利润表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,249	1,446	2,000	2,575	3,187
主营收入	1,249	1,446	2,000	2,575	3,187
营业成本	-620	-730	-960	-1,223	-1,514
销售及管理费用	-483	-582	-680	-880	-1,084
研发费用	-21	-25	-34	-44	-54
其他经营损益	20	39	50	64	80
财务费用	-29	-20	-10	-12	-14
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他非经常性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	117	127	366	479	602
所得税	-58	-62	-168	-220	-277
净利润	59	65	198	259	325
少数股东损益及其他	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	111	136	198	259	325

资料来源：wind，申万宏源研究

表 9：不同集团资产负债表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	421	1,189	1,503	1,848	2,270
现金及等价物	217	883	1,199	1,511	1,887
应收款项	64	143	112	130	160
存货	99	107	137	153	168
其他流动资产	41	56	54	54	54
非流动资产	157	271	278	284	284
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产	57	178	185	191	191
投资物业	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	75	66	66	66	66
其他非流动资产	26	26	26	26	26
资产总计	578	1,459	1,780	2,132	2,554
流动负债	264	360	393	485	582
短期借款	40	11	15	18	18
应付款项	217	343	371	461	558
其他流动负债	7	6	7	7	7
非流动负债	357	5	5	5	5
负债合计	621	365	398	490	587
股本	0	0	0	0	0
总储备	-43	1,094	1,383	1,641	1,966
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	0	0	0	0	0
权益总额	-43	1,094	1,383	1,642	1,966
负债和股东权益合计	578	1,459	1,780	2,132	2,554

资料来源：wind，申万宏源研究

表 10：不同集团现金流量表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	59	65	198	259	325
加：折旧摊销减值			13	14	15
利息净支出			10	12	14
投资损失			0	0	0
营运资本变动			30	56	51
其它经营现金流			0	0	0
经营活动现金流	334	-	250	342	404
资本开支			-20	-20	-15
其它投资现金流			1	0	0
投资活动现金流	-35	-	-19	-20	-15
支付股利和利息			-10	-12	-14
其它融资现金流			95	3	0
融资活动现金流	-6	-	85	-9	-14
净现金流	100	-	316	312	376

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

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。