

公司報告

寶寶樹集團(1761.HK)

主營業務復甦增速，中長期成長確定性高

投資要點：

- 1) 品牌價值母嬰行業位居第一，受年輕及高收入用戶歡迎
- 2) 大數據自助廣告平台，三大合作優勢，運營指標強勁
- 3) 2020下半年走過COVID-19後，主營業績復甦增速，廣告+電商全產業鏈價值開發

國投證券有限公司

孫天欣

+852 3162 6833

beckysuen@gransing.com

宏觀及行業分析

國家城鎮化人口增長疊加國家生育政策放開，對於整個母嬰人羣的份額會有一定增加，長遠利好母嬰產品行業。

根據近期國家統計局資料：

1. 全國人口總量141178萬人，相比2010年增長5.38%；
2. 0-14歲人口25338萬人，相比2010年提升1.35%；
3. 2020年出生人口約為1200萬人。「二孩」生育率明顯提升，出生人口中「二孩」佔比由2013年的30%左右上升到2017年的50%左右。

三月份兩會期間，有全國委員建議「十四五」期間全面開放計劃生育。同時，亦制訂一籃子頂層設計，包括但不僅限於為青年夫婦生育創造條件，為青年夫婦減負。4-6歲學齡前教育實行普惠價格，全社會營造一個育兒友好型社會環境，建立人口預測報告制度，並建議將人口老齡化行政主管部門的級別和地位予以升格，可見國家對未來生育計劃的重視。

整體社會氛圍及政策環境形成下，國家將推出相關正面計畫，讓孕齡婦女能生、敢生。國家有自身特點，結合社會環境，預計發改委會有一定的家庭健康發展的計畫及相關的行業發展引導倡議，政策會刺激人口增長，時間上需要等待，但能看到母嬰行業的良好發展趨勢。預料母嬰市場規模將持續增長，2023年達到5.05萬億人民幣，CAGR為8.9% (圖1)。

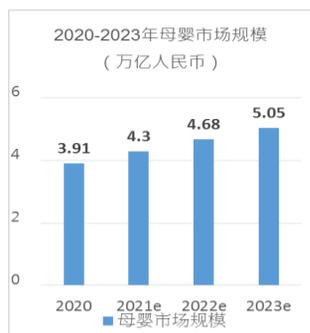


圖1 (資料來源：iResearch)

投資評級：買入

前次評級	N/A
股價(5月21日收市)	1.27港元
目標價	2港元

重要資料

52周股價區間(港元)	1.00-1.94
已發行股本(千股)	1,660,711
港股市值(億港元)	21.09
平均成交量(3個月)	936,825
市盈率	N/A
每股盈利	-0.28
市銷率	8.32
市帳率	0.76

集團摘要

寶寶樹(1761.HK)創立於2007年，作為中國母嬰類社區頭部平台，致力於連接及服務年輕家庭，並以「讓年輕家庭享受美好的生命旅程」為使命。強大的社交功能和優質豐富的內容是寶寶樹社區平台的兩大支柱，寶寶樹在該平台上提供全面的產品和服務，以滿足中國年輕家庭知識獲取、交流交友、記錄成長和消費購物的四大核心需求。

公司業務

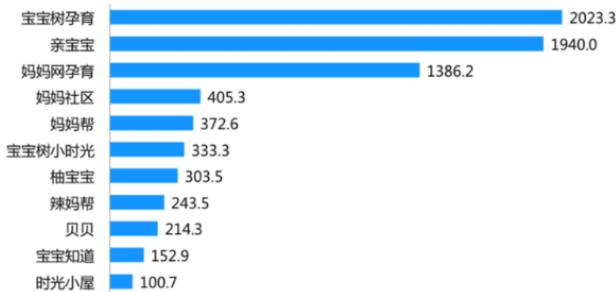
寶寶樹孕育是公司旗艦變現平台，由寶寶樹孕育手機App和PC及WAP端babytree.com組成，APP端口是寶寶樹變現的主要門戶，公司主要變現業務則是商業解決（品牌廣告+效果廣告）以及自運營電商（平台電商+C2M產品線）。

行業分析

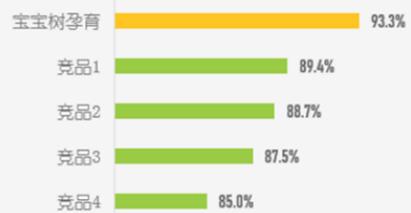
一：品牌價值行業第一，具有強大品牌優勢，受年輕及高收入用戶歡迎

於2020年，以月活躍用戶計，寶寶樹繼續穩佔中國最大、最活躍母嬰在線社區平台之一的領先地位。根據比達諮詢《2020上半年度中國互聯網母嬰市場研究報告》，寶寶樹月活躍用戶總數1.03億，2040萬MAU，為行業之首（圖2）。此外，寶寶樹亦是多個互聯網母嬰平台之中最受年輕人歡迎的平台，2020年寶寶樹的互聯網母嬰平台Z世代品牌認知度及用戶常用率分別高達93.3%及60.1%（圖3、4）。

2020下半年度主要互聯網母嬰平台月均活躍用戶數（萬人）



FY2020 互聯網母嬰平台Z世代用戶品牌認知度



FY2020 互聯網母嬰平台Z世代用戶常用率

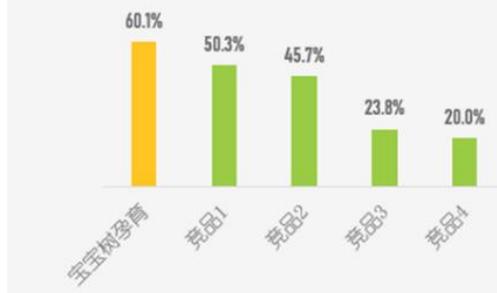


圖2、3、4（資料來源：比達諮詢）

寶寶樹孕育手機App的MAU連續三年上升，分別18.4百萬、18.9百萬、19.9百萬，按年上升2.7%、5.3%。用戶次日留存率50.7%，針對初生嬰兒家庭的用戶，平台攔截率接近7成，屬於行業領先表現（圖5）。社區內問答平均回復響應時間是3分鐘，代表社區活躍度、用戶依賴性非常高。這成績受惠於年輕用戶以及二次用戶的口口相傳，及產品正面口碑，獲客成本有望持續下降。



圖5、6、7（資料來源：公司資料、尼爾森）

行業分析

二：大數據自助廣告平台，三大合作優勢

上半年新型冠狀病毒肺炎疫情影響下，廣告商大幅縮減營銷預算（尤其是海外品牌），且品牌廣告逐步轉換為效果類廣告。特別是新冠肺炎疫情對宏觀經濟造成不利影響，導致廣告行業出現激烈競爭。為應對廣告業務日益激烈的競爭以及中國整體宏觀經濟環境的下滑，寶寶樹積極推動自助廣告服務，與傳統廣告服務一起，構成雙引擎廣告業務模式。

相信自助廣告模式於2021年及未來將成為重要催化劑。通過算法與大數據分析相結合，寶寶樹能夠實現有針對性的廣告投放，有利廣告商充分利用寶寶樹在業內頂尖的用戶流量。寶寶樹以領先技術為基礎的服務可準確識別用戶的孕育期、位置及興趣，並讓廣告商投放不同形式的廣告。加上廣告欄目多樣化，透過靈活的APP內場景，比如小工具icon、問答板塊等場景進行展示，能有效提高曝光質量。寶寶樹業務團隊亦提供後台協助，比如素材升級、流量投放支持，在新客獲取以及大客戶留存方面有重大改善。寶寶樹的自助廣告服務已吸引來自不同類別的廣告商，如懷孕護理服務、全面的母嬰產品及瘦身服務等等。

寶寶樹的自助廣告模式的三大運營優勢，預期上半年表現夯實

1. 自由靈活 – 覆蓋多種需求場景的廣告位置，客戶可根據專案的上線時間，自主選定合適資源及投放時間進行觸達。
 2. 精準營銷 – 依託寶寶樹無可比擬的流量基數及精湛的大資料演算法，精準鎖定月齡、地理位置、城市及設備需求投放。
 3. 效果付款 – 客戶自主競價獲得廣告位，按照點擊收費，投放效率更高。
- 2020年，來自自助廣告服務的收入為人民幣 35.9 百萬元，上升136.3%，而廣告商數目則較2019年同期大幅上升361%至712名。於相同期間，寶寶樹廣告點擊率亦倍升，每點擊價值上升73%。由於孕育App有穩定及強勁的用戶流量，2021年農曆新年期間，自助廣告服務的收入較去年同期錄得413%的爆發性增長。

行業分析

三：業績復甦，傳統產業價值復甦+挖掘高ARPU值相關機遇

由於2020年上半年受疫情影響，相較2019年年度的總收入人民幣356.8百萬元，寶寶樹於2020年年度的總收入減少40.5%至人民幣212.3百萬元。然而，在下半年寶寶樹就廣告業務實施兩大改善策略，包括優化自助廣告服務及擴大國內及泛母嬰的客戶群，成功爭取更好的表現，總收入較上半年增長26%，毛利率亦較上半年增長高達111%，以及虧損收窄接近5%。此優異成績，有賴廣告業務的改善，廣告整體收入為人民幣110.701百萬元，較上半年上漲42.7%。(圖8、9、10、11)

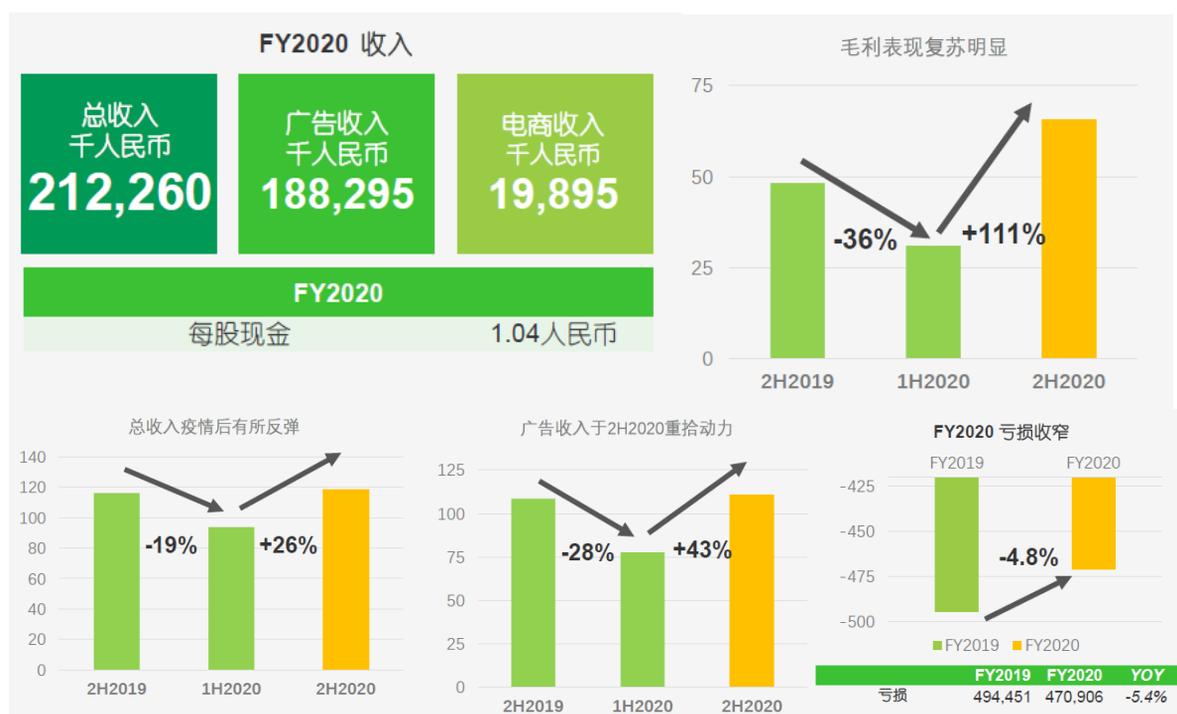


圖8、9、10、11(資料來源：公司資料)

電商方面，儘管2020年新生嬰兒數目下降，但根據比達諮詢的資料，家庭用於嬰幼兒上的人均消費卻錄得11.9%的迅猛增長，上升至超過人民幣5,000元。截至二零二零年十二月三十一日止年度，自營電商整體收入達到人民幣19.90百萬元。寶寶樹實施了互融式電商策略以進一步升級電商業務：母嬰第一單、C2M產品、及提升自運營電商系統。當中C2M產品策略為寶寶樹2021年下半年電商重點策略之一。

- 1 C2M產品：鑒於寶寶樹C2M產品的成功往績，寶寶樹於2021年初重新開展C2M業務，並提供更全面的母嬰產品組合。寶寶樹上半年已設立強大的業務團隊，並以孺期品牌作為重新開展C2M業務的起點，預期下半年將會在市場大力推動銷售，值得期待中高端、中端產品組合線的推出，展望下半年有雙十一、雙十二等傳統電商大節結合品牌銷售的表現。寶寶樹將深化與天貓的合作，務求更好地滿足用戶的需要、做好C2M產品的準備工作，提升品牌知名度，及取得買家的信任，藉此提升天貓相關平台的轉化率。

行業分析

- 2 母嬰第一單：通過與母嬰行業的主要品牌合作，旨在為新手爸媽提供嬰幼兒配方奶粉、嬰兒紙尿褲及其他產後產品。通過打造場景營銷（為母嬰品牌與客戶溝通的前線），寶寶樹能夠協助解決新手爸媽所面對的困難。寶寶樹的第一單必買用品清單深明用戶需要，並大幅提升用戶購物體驗，有效地提升了復購率，並有助寶寶樹打入家庭銷費的各個階段。於2021年初，寶寶樹順利推展第一次與品牌的合作。
- 3 提升自運營電商系統：寶寶樹利用自身優質的用戶基礎建造自運營電商模式。寶寶樹仍將不斷努力豐富產品的多元化，提升對用戶的吸引力，如孕婦化妝品及服裝、保健品及家居用品。於同一期間，寶寶樹在電商平台出售的產品的庫存單位(SKU)上升62.5%。

2020年，寶寶樹電商用戶復購率高達40.3%，站內商城更加注重產品推薦，寶寶樹對商城的介面進行優化，直接介紹產品的賣點及價格，突出用戶權益。寶寶樹通過打通電商與自助廣告系統對接，以寶寶樹電商平台為核心的全域閉環，全方位佈局，為品牌全鏈路行銷提供多管道承接點，如微信社群、抖音小店、及天貓旗艦店等，打通最終銷售路徑，助力品牌構建完善的品效合一行銷閉環，為用戶提供高性價比購物體驗。

挖掘母嬰孕產服務等ARPU值更高、母嬰相關的科學領域服務機遇

此外，寶寶樹整體將會做深做廣，在依靠流量延展的基礎底下，繼續發力商解、電商兩方面變現渠道。從以往寶寶樹的核心傳統變現新模式，挖掘母嬰孕產服務等ARPU值更高、母嬰相關的科學領域服務機遇。目前孕產服務也已經在APP裡面的核心位置佈局，可見寶寶樹對孕產服務抱有信心及憧憬。在現有3歲以下群體能否直接深耕到較2010年上升1.35%的0-14歲的人口群體，前後延伸將會帶來流量動力。對於流量的大趨勢，搶奪流量的難度及成本將愈來愈高，因此寶寶樹未來要在APP裡做好自身的運營及流量建立。

今明兩年的運營規劃是建基於平台基礎上往產後、0-6歲階段深入延伸，整個內容全面視頻化，利用升級形式，針對年輕媽媽用戶，在變現方面也從過去品牌廣告升級到效果廣告的措施。新業務方面，將集中兩範疇。首先是C2M自有品牌產品的落地，其次是孕產服務護理類的服務，這將會是未來兩年的宏觀運營策略。

結論

結論：母嬰市場規模巨大，寶寶樹可靠自身優勢充分挖掘市場，看好公司增長提速空間

我們看好國家人口政策及鼓勵生育氣氛提振下，母嬰市場規模料可持續增長，景气度日益上升。寶寶樹作為行業領先企業，2021年上半年預期業績能延續去年下半年強勢，全年期望有大幅收窄虧損的機會。可利用大數據技術優勢，以及品牌的認受性，穩固行業龍頭地位。加上自助廣告業務及電商的快速發展，將可建立一個完善、品效合一的行銷閉環。寶寶樹目前財務資源充裕，足以支撐公司未來進行行業整合或縱橫向拓展，充分挖掘過萬億的母嬰市場，未來增長動力持續升級。

我們給予公司買入評級，目標價2.00港元，潛在上升空間57%。我們預計2021-2022年公司營業收入分別為3.07億、5.8億人民幣，同比增長45%、88%，預計毛利為1.67億、3.8億人民幣，同比增長73%、128%，預計淨利潤為-2.49億、997萬元人民幣，對應PS分別為11X、9.4X。

風險

- 受自然災害、健康疾病疫情及其他疾病爆發的相關風險影響
- 維護及提升品牌的不確定性
- 業務面臨激烈競爭
- 與在線用戶的機密資料及網絡相關風險
- 收入很重要一部分來自少數廣告客戶，而且預期在可見未來，該等大客戶將繼續佔據收入的重要部分

財務數據

以百萬計/幣CNY(每股除外)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
營業收入	509.732	729.624	760.103	356.828	212.26
- 銷貨成本	239.282	268.526	160.653	134.195	115.781
毛利	270.45	461.098	599.45	222.633	96.479
+ 其它營業淨利	0	2.508	4.346	15.675	35.137
- 營業費用	335.721	332.23	420.801	694.193	639.659
+ 管銷費用	262.306	253.758	338.971	579.311	543.904
+ 銷售及行銷	139.884	145.745	179.905	297.846	285.568
+ 一般及管理	122.422	108.013	159.066	281.465	258.336
+ 研究與發展	72.811	78.481	125.234	111.441	51.643
+ 其它營業費用	0.604	-0.009	-43.404	3.441	44.112
營業淨利(損失)	-65.271	131.376	182.995	-455.885	-508.043
- 非營業(淨利)損失	901.208	1000.474	-18.94	30.64	-62.627
+ 利息費用, 淨額	-4.081	-6.787	-11.621	-32.23	-5.049
+ 利息費用	0	0	0.018	2.124	2.765
- 利息收入	4.081	6.787	11.639	34.354	7.814
+ 其它投資損(益)	-16.656	-51.823	-14.886	-5.223	—
+ 匯兌損(益)	-6.339	6.751	4.155	3.921	-7.975
+ 自關係企業(收入)損失	0.949	2.426	3.412	12.412	3.051
+ 其他非營業損(益)	927.335	1049.907	0	51.76	-52.654
稅前淨利(損失), 經調整	-966.479	-869.098	201.935	-486.525	-445.416
- 非常損失	0.265	4	-321.62	-12.771	26.492
+ 資產處分	0.265	—	0.022	13.058	0.165
+ 事業體出售/收購的損益	—	—	—	0.051	—
+ 未實現投資	—	4	-365.61	-25.88	26.327
+ 其它異常項目	—	—	43.968	—	—
稅前淨利(損失), GAAP	-966.744	-873.098	523.555	-473.754	-471.908
- 所得稅費用(利益)	-32.205	38.04	-2.672	20.697	-1.002
+ 當前所得稅	4.237	8.612	21.887	-0.057	-1.002
+ 遞延所得稅	-36.442	29.428	-24.559	20.754	0
繼續營業部門淨利(損失)	-934.539	-911.138	526.227	-494.451	-470.906
淨利(損失)包含MI	-934.539	-911.138	526.227	-494.451	-470.906
- 少數股權	0	0	-0.073	-0.555	-0.644
淨利, GAAP	-934.539	-911.138	526.3	-493.896	-470.262
普通股可分配淨利, GAAP	-934.539	-911.138	526.3	-493.896	-470.262
普通股可分配淨利(調整)	-934.3402	-908.138	288.9952	-503.9084	-450.2214
淨非常損(益)	0.1988	3	-237.3048	-10.0124	20.0406

(資料來源: Bloomberg)

財務數據

以百萬計/幣CNY(每股除外)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
總資產					
+ 現金、約當現金及短期投資	3274.655	722.339	3039.337	2008.197	1829.776
+ 應收帳款及應收票據	3214.334	517.556	809.43	585.342	650.36
+ 其它短期資產	316.881	211.095	102.606	447.73	90.186
流動資產總額	3787.94	1118.732	3526.32	2662.441	2012.451
+ 土地、廠房及設備淨額	26.456	27.16	29.627	60.057	26.189
+ 長期投資及應收款	4	7.323	25.432	205.833	—
+ 其它長期資產	70.376	44.144	79.557	125.824	403.394
非流動資產總額	100.832	78.627	134.616	391.714	429.583
總資產	3888.772	1197.359	3660.936	3054.155	2442.034
負債及股東權益					
+ 應付及應計項目	308.743	327.605	200.215	96.186	106.145
+ 應付帳款	24.39	21.549	14.475	13.66	20.282
+ 應計稅款	13.669	20.051	27.202	5.566	4.149
+ 其它應付及應計	270.684	286.005	158.538	76.96	81.714
+ 短期債務	0	0	0	25.184	12.102
+ 其它短期負債	13.693	12.302	5.012	2.211	6.39
流動負債總額	322.436	339.907	205.227	123.581	124.637
+ 長期債務	0	0	0	12.256	2.528
非流動負債總額	4206.417	5253.072	0.061	12.371	2.643
總負債	4528.853	5592.979	205.288	135.952	127.28
+ 特別股及混合資本	0	0	0	0	0
+ 股本及資本公積	—	—	7966.96	7893.632	7882.78
+ 普通股	—	—	1.172	1.158	1.153
+ 資本公積	—	—	7965.788	7892.474	7881.627
+ 保留盈餘	-1239.96	-2151.1	-1621.65	-2115.55	-2585.81
+ 其它權益	599.882	-2244.52	-2893.79	-2853.31	-2983.94
少數股權前權益	-640.081	-4395.62	3451.521	2914.631	2311.864
總股東權益	-640.081	-4395.62	3455.648	2918.203	2314.754
總負債及權益	3888.772	1197.359	3660.936	3054.155	2442.034

(資料來源: Bloomberg)

財務數據

以百萬計/幣CNY(每股除外)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
報酬率					
普通股權益報酬率	—	—	—	-15.5163	-17.9953
資產報酬率	-38.1298	-35.8283	21.666	-14.71	-17.1123
資本報酬率	-	—	—	-15.3724	-17.7412
投入資本報酬率	-648.943	—	—	-15.2144	-18.3865
獲利率					
毛利率	53.0573	63.1967	78.8643	62.3922	45.4532
EBITDA獲利率	-11.2033	19.1966	20.0058	-	-
營利率	-12.857	17.4578	18.2877	-	-
增額營利率	40.4747	87.7303	38.1541	-	-27.125
稅前淨利率	-	-	68.8795	-	-
非常項前淨利獲利率	183.3393	124.8777	69.231	138.5684	221.8534
淨利獲利率	-	-	69.2406	-	-221.55
淨利/普通股獲利率	183.3393	124.8777	69.2406	138.4129	-221.55

(資料來源: Bloomberg)

重要提示

• 利益披露聲明

- 此研究報告是由國投證券有限公司的研究部團隊成員（“分析員”）負責編寫及審核。分析員特此聲明，本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對報告內所述的公司（“該公司”）及其證券的個人意見。
- 根據香港證監會持牌人操守準則所適用的範圍及相關定義，分析員確認本人及其有聯繫者均沒有持有該公司的財務權益，也沒有擔任報告內該公司的高級人員。

• 免責聲明

- 本報告乃由國投證券有限公司（以下簡稱“國投證券”）【具有香港證監會頒發的第1號（證券交易）及第4號（就證券提供意見）】發佈。
- 本報告僅提供予接收人，其所載的資訊、材料或分析工具僅提供予接收人資訊並做作參考之用，不存有招攬或邀約購買或出售證券的意圖。
- 未經國投證券事先書面許可，接收人不得以任何方式修改、發送或複製本報告及其所包含的內容予其他人士。
- 國投證券相信本報告所載資料及觀點的出處均屬可靠，國投證券不會就本研究報告的真實、準確及完整性作出任何保證。
- 接收人在作出投資決定前，應自行分析或諮詢專業顧問的意見。除非法律法規有明確規定，國投證券或其任何董事、雇員或代理人概不就任何協力廠商因使用/依賴本報告所載內容而導致的任何直接的、間接的損失承擔任何責任。
- 國投證券及其成員企業及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。
- 本報告所載的資料及觀點如有任何更改，國投證券並不會另行通知。

投資評級定義

強烈買入	未來12個月內目標價距離現價漲幅不少於50%
買入	未來12個月內目標價距離現價漲幅不少於20%
中性	未來12個月內目標價距離現價漲跌幅不多於15%
賣出	未來12個月內目標價距離現價跌幅不少於20%
未評級	對未來12個月內目標價不作判斷