



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	6.30
總市值 (億港元)	106.4
52週高位	8.00
52週低位	5.20

*截至4月11日

FY18 財務資料摘要

人民幣(億元)	
收入	7.6
變動(%)	4.2
毛利	6.0
變動(%)	30.0
淨利潤	5.3
變動(%)	虧轉盈

主要股東資料

	持股
王懷南	21.9%
復星國際	20.9%
阿里巴巴	9.8%
好未來集團	8.6%

來源: 披露易

業務模式

- 寶寶樹集團(01761)在中國經營母嬰類社區平台，以2017年平均月活躍用戶(MAU)計，為同類型平台中最大。截至2018年，月活躍用戶總數增加至1.4億，其中移動端用戶佔總用戶數目的61.5%。
- 目前公司經營兩個母嬰類在線平台，即寶寶樹孕育和小時光。寶寶樹孕育為旗艦平台，由手機應用程序和PC及WAP端babytree.com組成，為國內準父母和年輕父母提供一個相互交流及獲得最佳孕育建議的在線平台。小時光則專注於兒童發展。2018年度，公司收入來源自廣告、電商以及知識付費三方面，其中廣告佔78.4%總收入。
- 公司股份於2018年11月27日於聯交所主板掛牌，上市價為6.8元，現價較上市價折讓7.4%。

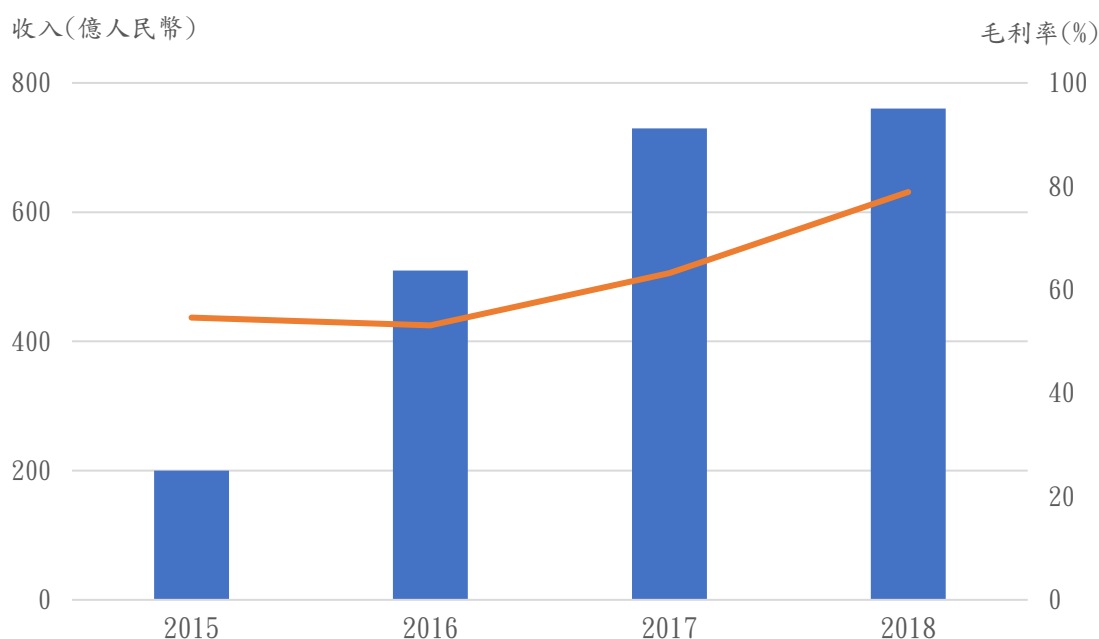
寶寶樹官方網頁截圖



圖片來源: 寶寶樹官方網頁

經營業績

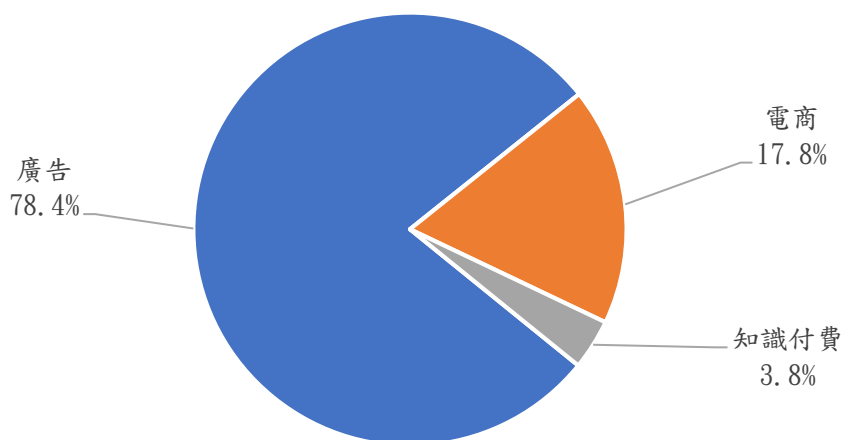
- 2018 年度，寶寶樹集團的收入按年上升 4.2% 至 7.6 億人民幣；歸屬於母公司擁有人淨利潤則為 5.3 億人民幣，2017 年的虧損為 9.1 億人民幣。虧轉盈歸因於金融負債公允價值變動。撇除金融負債公允價值變動以及上市開支，經調整溢利按年上升 29.7% 至 2.0 億人民幣。整體毛利率同比上升 24.8 個百分點至 78.9%，其中收入佔比最大的廣告毛利率按年上升 8.5 個百分點至 84.7%，管理層估計該業務的毛利率峰值接近 90%。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 受惠於主要客戶的平均收入上升以及移動應用程序的廣告收入增加，拉動廣告收入按年增幅達到 60.1% 至 5.96 億人民幣，令收入佔比由 2017 年的 51% 升至 2018 年的 78.4%。然而，公司調整電商業務經營模式，由自營轉為與戰略投資者阿里巴巴合作的第三方運營模式。故此，公司減少商品採購、清理庫存和減慢與供應商的收購和續約，導致電商收入按年減少 59.3% 至 1.4 億人民幣。惟有關負面影響料屬暫時性，目前電商平台正在整合階段，預期於 2019 年第二季開通。
- 隨著寶寶樹的用戶數量日益增加，公司著手提高各業務的變現能力，包括擴大技術人員的規模，以優化產品組合和加強數據分析能力，以增加用戶體驗和價值。期內研發開支同比大增 59.6% 至 1.3 億人民幣，佔收入比重由 2017 年度 10.8%，升至 2018 年度 16.5%。

收入分布



人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
廣告	167,339	267,866	372,385	596,215
電商	32,664	240,179	332,583	135,301
知識付費	-	1,687	24,656	28,587
總數	200,003	509,732	729,624	760,103

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
銷售及營銷開支	193,353	139,884	145,745	179,905
一般及行政開支	49,709	122,422	108,013	159,066
研發開支	56,952	72,811	78,481	125,234

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

前景

- 於 2018 年，寶寶樹的平均月活躍用戶總數達到 1.4 億。基於移動應用程序月活躍用戶量按年增加 35.1% 至 2270 萬，令移動設備的平均月活躍用戶總數達到 8860 萬。管理層認為，未來移動應用程序端仍有五至六倍增長空間。為增強變現能力，除加大技術研發開支外，公司對平台內容進行擴容和延長用戶生命週期。首先，與股東復星合作開發健康醫療品牌「小星醫生」，以滿足客戶對優質知識內容的需求，吸引用戶進行訂閱。此外，公司早前投資微信兩個育兒平台（爸媽營及 Momself），兩個平台的目標群與寶寶樹孕育和小時光截然不同。爸媽營及 Momself 分別主打有 2 至 12 歲兒

童的年輕家庭和媽媽，以滿足育兒、婚姻及職業發展等方面的需求，投資有利吸納不同用戶群。

- 寶寶樹的股東陣容鼎盛，阿里巴巴、復星國際以及好未來教育均為行業翹楚，品牌知名度非常高。目前寶寶樹與阿里巴巴、復星已經在電商和大健康產業開展初步合作，期望借助雙方各自在行業上的優勢，增強產品獨特性、擴大平台內容深度、提升營運效率和客戶忠誠度，藉此提高變現能力。憧憬寶寶樹與股東們未來深化合作，進一步加強在大健康、早期教育以及電商等領域的競爭優勢。
- 面對中國人口結構老化，中國政府近年放寬生育政策。惟二孩政策的效用不似預期，不排除中國政府未來會有更多措施出台，鼓勵國民生育意慾。根據弗若斯特沙利文預測，母嬰產品及服務的市場規模到 2022 年將會達到 4.3 萬億人民幣，2017 至 22 年複合年增長率達到 16.5%，主要是母嬰相關消費佔年輕家庭消費比例由 2017 年的 18.2% 升至 2022 年的 20%。預期在行業不俗增長帶動下，為收入提供催化劑。

風險因素

- 月活躍用戶增長遜預期
- 變現能力遜預期
- 政策風險

估值

	2019E	2020E
市盈率	16.1	11.2
股息率	-	-

來源: 彭博

投資建議

- 憑藉寶寶樹龐大的用戶基礎，加上多名具實力股東背書，預期各業務的變現能力將會續步提升，為未來盈利增長提供動力。投資策略上，現價為預測 2019 年度市盈率 16.1 倍，料股價略為整固後，可重拾上升動力。

盈利預測

人民幣(百萬元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	760.1	1308.0	1757.0	2246.0
稅前盈利	523.6	621.0	919.0	1240.0
淨利潤	201.2	556.5	802.0	1053.0

來源: 公司年報、彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk