本期核心观点

美股：美国大基建周期即将开启，哪些概念股更具配置价值？

随着美债波动边际上趋缓，加上宽松周期内复苏进程深化，近期美股料已进入年内二次买入的绝佳时期，我们预计三大指数上半年具备持续创新高的动能，如果是立足中期投资窗口，那么经营杠杆更高的企业，在复苏中料将享受更高的业绩弹性，建议超配周期，标配科技。政策上，财政纾困结束后，基建是拜登团队下一个优先事项，目前看，500 亿美元道路修复，200 亿美元乡村宽带建设率先通过的可能性比较大，主要利好建筑材料、工业机械、和 5G 基建、通讯行业；从预期先行的角度考虑，3-5 月或是基建预期催化资产波动较强的时间窗口，相关概念股值得关注。

港股：二次上市潮再燃，关注折价发行带来的布局机会

恒生指数自去年 Q4 探底以来的上升趋势仍然保持相对完整，加上美债风波暂缓，短期来看恒指这轮调整有望接近尾声；二次上市潮再燃，关注折价发行带来的投资机会；此外，今年政府工作报告强调经济向服务和支出方向演变，预计对消费股形成支撑。

Vincent Cheung
vincent.c@itiger.com

贺永和
heyonghe@itger.com

吴昱恺
wuyukai@itger.com

标普 500 指数上周走势：



恒生指数上周走势：



往期回顾

- 《4Q 美港股展望：中概将成最大赢家》

ETSY：小众电商的突围，拼多多的增长+小红书的内容+淘宝的利润率？

这是一家被称为“祖母的地下室收藏”、商品极具个性和艺术性的手工艺电商网站。2020 年，ETSY 是标普 500 指数表现第二好的公司，总回报 296.8%。ETSY 个性化标签，加上美国以及欧洲宽松的货币和财政政策，让 ETSY 这样获得增长性关注的电商如日中天。投资要点：1）受益疫情，业绩持续爆发式增长；2）买家卖家两开花，用户习性养成，粘性增大；3 全球化不断加深，美国以外市场增长迅速；4）公司财务比率较强，估值基础不断加深。

目录

1、本周核心观点 1

2、美股市场分析：市场已回暖，美国大基建周期开启之际，配置策略分析 5

3、港股市场分析：二次上市潮再燃，关注折价发行带来的布局机会 7

4、一周 IPO 观察：百度开启招股，哔哩哔哩回港获批，港股打新恢复生机 10

5、一周基本面日程：这次 FOMC 万众瞩目，拼多多领衔消费股财报 13

6、ETSY：小众电商的突围，拼多多的增长+小红书的内容+淘宝的利润率? 17

7、免责声明 37

美股市场分析

投资要点

一、对于指数环境的判断：三大指数上半年具备继续创新高的动能。

二、全体免疫在望，上半年美国经济将进入快速修复时期。

三、1.9 万亿纾困落地后，美国超级基建周期即将开启，哪些概念股会显著受益?

一、对于指数环境的观点

随着 1.9 万亿刺激落地，美债波动在边际上趋缓，上周美股三大指数也悉数回暖，道指和标普分别创出历史新高，其中道指上涨 4%，纳指上涨 3%，标普上涨 2.6%。初步兑现了我们前两周，对于调整已进入尾声的判断。

我们维持对于美股三大指数上半年具备持续创新高动能的观点，近期美债缓和叠加复苏进程下，近期美股料已进入年内二次买入的绝佳时期，中期的投资窗口下，建议超配周期，标配科技。*《美债世纪难题，带来哪些投资变化》20210308；*

具体来看，标普上半年料继续冲击进入 4000-4200 区域，随着 1.9 万亿纾困落地，美债波动逐步迎来喘息，纳指短期修复弹性更大，但美债波动后续或仍有基建、疫苗全面接种、群体免疫等预期催化，因此纳指的上涨过程并非坦途，但是值得留意的是部分科技成分股调整已经相对充分；道指上周正式结束盘整行情，向上突破月线大型扩张三角形，技术上已打开上行空间。当然，上涨途中不排除有正常的回调出现，但整体在上半年的复苏进程中，周期、价值仍然值得继续配置。

复盘来看，本轮纳指调整在空间上超出我们预期，但在大的方向上并没有逆转，纳指的阶段让位，某种程度上也与我们在年初展望时提出的，成长与价值共舞的风格相似：尤其是具备

较佳业绩弹性、高经营杠杆的传统企业，例如邮轮、航空、银行等，在此期间仍然存在超额收益的机会。在当前的复苏中，这些企业凭借着财务杠杆优势，将享受更高的业绩弹性。

《2021 美港股展望：成长与价值共舞》20200104

二、上半年美国经济进入快速修复时期

美国疫苗供应大增，料在 5 月底之前实现群体免疫，欧洲多国暂停阿斯利康疫苗接种

目前美国新冠疫苗接种量超过 1 亿剂，单日疫苗接种大约在 230 万剂，3 月初的时候，美国已经收到辉瑞等厂商承诺，7 月底前共获得 7 亿剂疫苗，加上强生公司单剂疫苗的推出，美国疫苗接种仍然然有加速提升的趋势。

同时拜登承诺，到 5 月底之前，将有足够疫苗供所有美国成年人接种，综合疫苗供应大增，及接种速度提升，我们可以大致推算出，美国在 6 月来临前就有机会实现群体免疫，在这之前的这段时间也是美国经济修复预期最强烈的时期。

欧洲方面，德国新增病例攀升，阿斯利康疫苗问题进一步发酵，全球至少已有 10 个国家出于安全考虑暂停该疫苗的接种。

三、美国超级基建周期即将开启

背景：美国基础设施大多建成于 20 世纪中期，部分设施老旧。根据世界经济论坛的调查，美国基础设施总体排名第 9 位，低于美国总体竞争力排名。这意味着，美国基建有较大投资缺口，基建也是特朗普时期，因两党激烈博弈，尚未兑现的承诺。1.9 万亿财政纾困后，拜登的下一个优先事项就将是基础设施法案。

3.1 美国基建投资主力：州和地方政府，私人部分

美国基建融资方式主要有六大类：联邦政府拨款、州与当地税收收入、银行贷款、市政债券（卖债券）、以及一些新型融资方式。投资的主力是州和地方政府征税（一般为 60%-70%）；其次是私人部门，比如通过银行融资；最后联邦政府占比通常最低（一般不超过 10%）。

3.2 拜登大基建项目时间表（预估），及概念股

由于基建法案本身具有一些争议性提案，因此最终完整落地可能性相对较小，市场预期本轮基建计划，最终分拆通过的可能性比较大。目前来看，500 亿美元道路修复，200 亿美元乡村宽带建设率先通过的可能性比较大，主要利好建筑材料、工业机械、和 5G 基建、通讯行业。（图 2）。非传统项目支出因遭受共和党质疑，目前有一定的不确定性。

时间上，基建最早将在 5 月份由参议院率先表决。从预期先行的角度考虑，3-5 月或是基建预期催化资产波动较强的时间窗口（图 1）。不过整体上，基建的立法过程可能需要持续数月，最好通过时间最早 8 月之前（国会夏季休会之前），或者 9 月底之前，否则只能等到 10 月新财年之后了。

图 1：美国关键政策时间表

时间	日程预估
3 月上旬	1.9 万亿最后一轮财政纾困获众议院通过
4-5 月	基建方案由参议院率先表决，市场预期通过的概率稍大
6 月	美国疫苗在 6 月前全面接种，实现群体免疫
6 月底	银行业压力测试，同时宣布回购派息事宜
8 月	国会夏季休会，理想情况下，众议院最早应在此之前表决基建法案
10 月	美国开启下一个财年，众议院此时如果尚未表决，基建计划将拖入下一财年

数据来源：公开市场，老虎证券

图 2：拜登基建项目预估，及相应概念股

基建项目	状态	利好行业
500 亿道路桥梁修复	年内通过概率较大	建筑材料，建筑设计，工业机械设备
龙头股	龙头股：联合租赁(URI)、卡特彼勒（CAT）、马丁-玛丽埃塔材料(MLM)、火神材料(VMC)、美国钢铁（X)、花岗岩建筑（GVA）、堪萨斯南方铁路（KSU)、联合太平洋（UNP）、Primoris（PRIM）、Tutor(TPC)、美国工商五金公司（CMC)、南方铜业（SCCO)、美国混泥土公司（USCR）、詹姆斯哈迪（JHX）、CRH 水泥（CRH）、通用电气（GE）、JH Hunt 运输服务（JBHT）、麦格理基础设施（MIC）	
ETF	IYM（基础材料）、XLI（工业）、XLB（原材料）、IYT（运输）	
200 亿乡村宽带建设	年内通过概率较大	5G 基建、通信
龙头股	Verizon(VZ)、T-Mobile（TMUS）、IES Holdings（IESC	
ETF	IYZ(美国电信 ETF)	
清洁能源项目	1.未来 5 年，投资 50 亿发展电池和能源储备技术； 2.未来 10 年投资 4000 亿美元推进可再生能源的研究和创新，建 5 万个充电桩； 3.鼓励清洁能源，2035 年实现无碳污染的电力部门。	新能源汽车，电池，锂矿，充电桩，太阳能，新能源储备
龙头股	特斯拉（TSLA）、Blink Charging（BLNK）、星峰能源（STPK）、美国锂电池（LAC）、新纪元能源（NEE）、恩相能源（ENPH)、SunPower(SPWR)、NRG 能源（NRG）	
ETF	XLU（公共事业）、太阳能（TAN）、	
房屋翻新	建设经济适用房，翻新 400 万套商用大楼，200 万套家庭住宅	利好建筑工程企业，建筑材料。
龙头股	Select(SIC)、Century Communities(CCS)、美国舒适系统公司（FIX)、Aspen Aerogels（ASPN）、Boise Cascade(BCC)	
ETF	IYR(房地产指数 ETF）、IYR(房地产指数 ETF）、VNQ(不动产信托指数)、FRI(不动产信托投资指数)、XHB（房屋建筑商）	
发展智慧农业	将制造业带回农村	农业机械，农业化学产品
龙头股	斯科特奇迹(SMG)、美国美盛（MOS)、Evogene(EVGN)、	
ETF	MOO(农业指数 ETF)	

数据来源：Bloomberg，公司财报，公开市场，老虎证券

港股策略点评 二次上市潮再燃，都有哪些投资契机?

投资要点

一、市场风格评注：上升趋势相对完整，恒指调整或近尾声。

二、汽车之家、百度、哔哩哔哩领衔，二次上市潮再燃，关注折价发行下的布局机会。

三、陆港通观察：两会强调经济向服务和支出方向演变，资金持续流入消费、金融。

一、指数环境评估：恒指调整或近尾声

从周线窗口来看，恒生指数自去年 Q4 探底以来的上升趋势仍然保持相对完整，显示近期印花税和美债波动的冲击，目前为止并没有对恒指构成逆转，短期来看，恒指这轮调整或已接近尾声；对于中期，基于海外市场流动性中期依然向好的判断，我们延续年初时观点：继续看好恒指 Q1 整体保持强势表现，同时年内冲击 33000 点历史最强水平。风格上，今年的政府工作报告和十四五规划草案中提出经济向服务和支出方向演变，预计对消费股形成支撑。

图 1：彭博中国股市市值 19 年以来欣欣向荣



数据来源：Bloomberg，老虎证券

二、二次上市潮再燃，都有哪些新契机?

汽车之家（02518）上周二最终定价 176.3 港元，较定价日前美股价格折让 5.76%，较上周五收盘折让 5.5%，百度（09888）开启招股至 3 月 17 日本周三，哔哩哔哩也将紧随其后，目前赴港二次上市已获批，最早有望在下周启动。对于二次上市，有那些打新策略值得借鉴呢？我们认为，从已完成二次上市的 9 家中概来看，我们初步可以得出以下结论：

1.定价上，二次上市通常较美股有 2%-5%左右的折让；2.和普通打新相比，一手中签率整体偏高，一手资金平均过万，意味着成本更低；3.定价后到上市前后，股价会受到指数环境影响；4.二次上市有市值或盈利的要求，相比于新股，二次上市公司大部分适合长期持有；5.上市后港股普通股和美股 ADS 存在折溢价，通常在 1%-3%波动，套利资本维持着动态平衡。参考：*《巨头扎堆二次上市，蕴含哪些套利机会？》20210118*

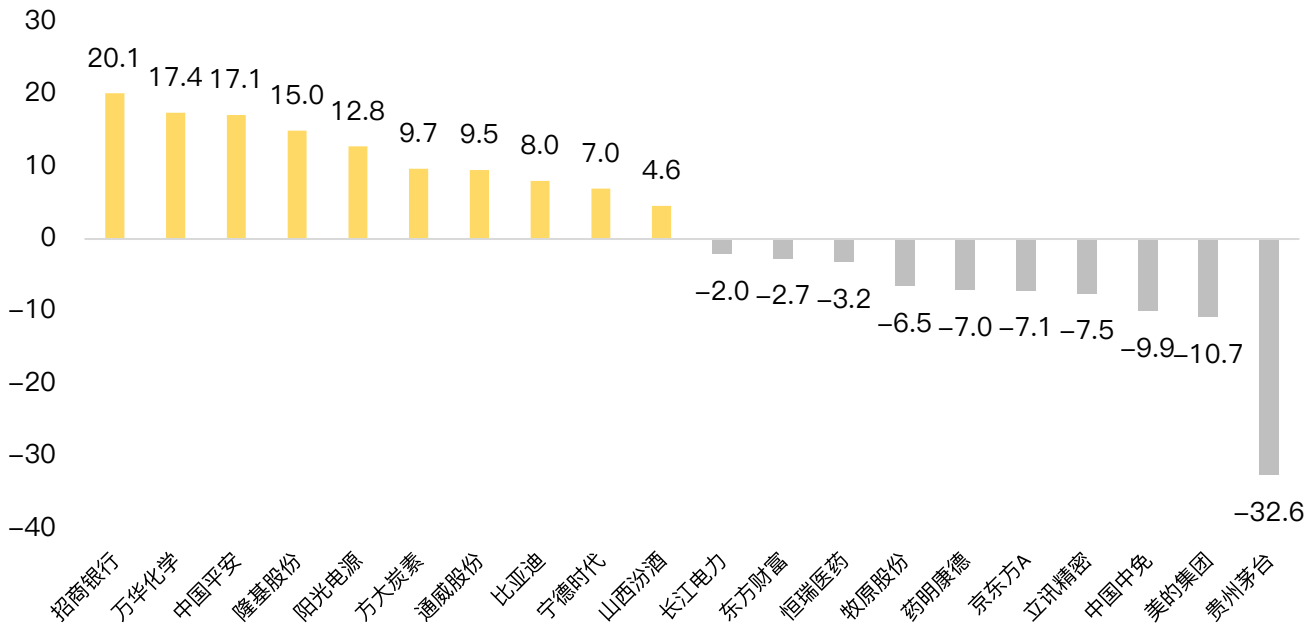
三、陆港通观察：小米的投资禁令暂缓，资金持续流入消费、金融

3.1 美国法院叫停对小米的投资禁令

特朗普任期的最后几天，美国国防部把小米列入有中国军方背景的黑名单，该投资禁令意味着，小米面临着从美国交易所退市并被全球基准指数剔除的巨大风险。不过上周五，美国地方法院法官 Rudolph Contreras 暂时叫停该投资禁令。MSCI 目前也不会将小米从 ACWI 或 MSCI 中国全股票指数中剔除。随着诉讼的展开，小米进而也有机会赢得完全撤销该禁令。

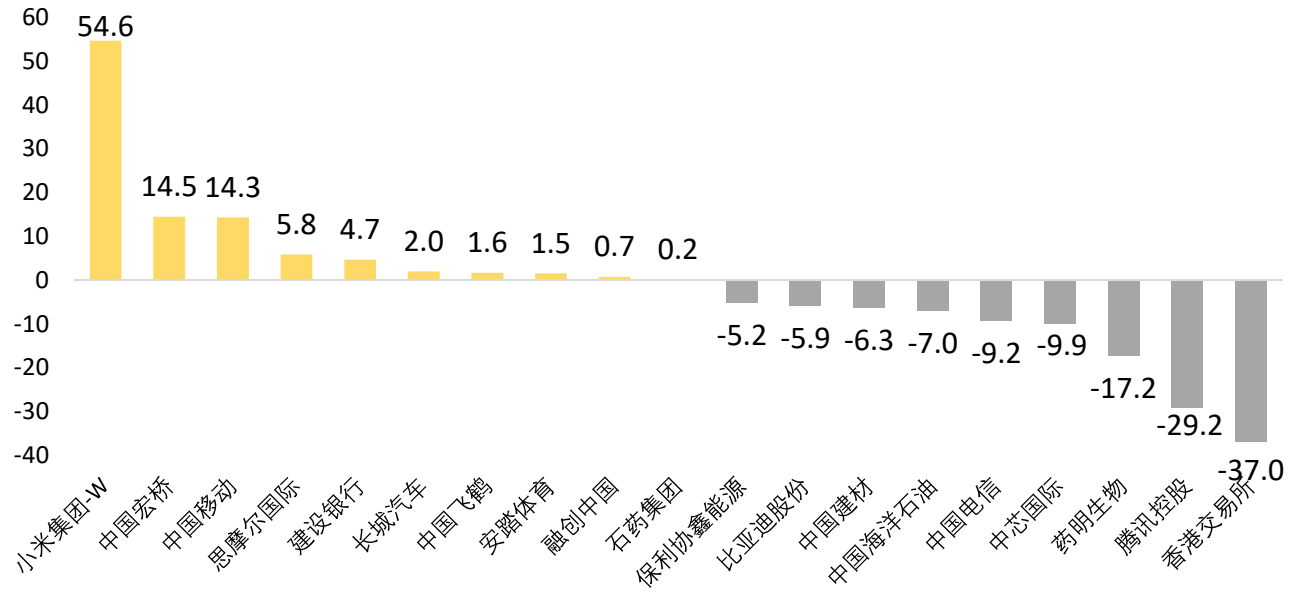
资金方面，小米禁投令暂缓后，重获南下资金青睐，资金同时流入思摩尔、飞鹤、安踏等消费企业，陆港通方面，招商银行已连续多周位居北向资金前列，显示资金更青睐聚焦零售业务的企业。与此同时，两会强调经济向服务和支出方向演变，也加大了资金持续流入消费、金融的趋势。

图 2：陆股通（沪股通+深股通）一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

图 3：港股通一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

一周 IPO 观察：百度开启招股，B 站回港获批，港股打新恢复生机

港股

随着二次上市公司的降临，至 3 月 13 日当周港股新股市场又开始恢复了生机。

有 4 家公司递交招股书、2 家公司通过聆讯，其中一家公司正在招股，2 家公司上市。其中朝云集团暗盘大跌 20%，首日破发大跌 13.15%，广联工程暗盘微涨 3.7%，首日破发大跌 22.22%。此外，福建厦门领先的混凝土建材制造商及供应商智欣集团也通过聆讯。中国同祥金融集团、依生生物、丰城集团、金泰丰国际递交招股书。

汽车之家二次上市最终定价 176.3 港元，比定价前夜美股收盘价有 5.6%的折价，暗盘最终收涨 6.92%，延续了除百胜中国之外的所有二次上市暗盘均收涨的历史。由于二次上市的公司有美股锚定价格，且美股长期处于缓慢上行，因此只要定价最终有折价，收涨概率不低。

周五，百度二次上市通过港交所聆讯，并开启招股，每股不超过 295 港元，相比周五百度美股收盘价有 15%的溢价，最终定价未必在上限。预计 3 月 23 日登陆港交所。除此之外，哔哩哔哩赴港二次上市获批，最早有望在下周启动。

美股

本周美股 IPO 有不少热门项目。此前，游戏圈期待的 Roblox(RBLX)以 DPO 的方式登录纽交所，以 45 美元的定价，上市首日大涨 54.44%；

韩国最大的电商平台 Coupang(CPNG)以 35 美元的价格登录纽交所，首日高开低走大涨 40.71%，周五收盘后市值打 831 亿美元；

中概股第一高中集团(FHS)以 8.8 美元的价格登录纳斯达克，首日开盘涨后最终收盘跌 12%。

一、物联网云平台涂鸦智能更新招股书，开启招股，预计下周上市

物联网云平台涂鸦智能(TUYA)于 3 月 12 日更新招股书，以 17-20 美元/ADS 的价格发行 4359 万美元，预计于 3 月 18 日上市。大摩、美银和中金担任本次 IPO 的联席主承销商，老虎证券和招银国际为副承销商。公司“绿鞋”后的募资规模将至多为 10.02 亿美元。此外，现有股东腾讯和高瓴资本将分别有意以 IPO 价格认购至少 1 亿美元的 ADS；而包括 GIC、老虎环球基金、CPPIB 等则有意以 IPO 价格认购累计至少 3 亿美元的 ADS；即现有股东及第三方投资方有意合计认购至少 5 亿美元的 ADS

二、怪兽充电递交 IPO 招股书

共享充电宝企业怪兽充电(EM)正式向美国 SEC 递交招股文件，拟在纳斯达克上市。公司 2020 年以 34.4%的市场份额位列共享充电行业第一，是中国最大的共享充电运营商。至 2020 年底，怪兽充电已经构建了包含超过 66.4 万 POI（点位）的共享充电网络，累计注册用户超过 2.19 亿。财务方面，怪兽充电 2019 年和 2020 年的营收分别为 20.22 亿元、28.09 亿元，同比增长 38.9%，同期净利润分别为 1.67 亿元、0.75 亿元。公司股东中，阿里为第一大股东持股 16.5%，高瓴持股 11.7%，顺为持股 8.8%，软银亚洲持股 7.7%，小米和新天域均持股 7.5%，云九和 CMC 分别持股 5.8%和 5.4%。

三、餐厅 SaaS 平台 Olo 更新招股书，预计下周上市

Olo, Inc.(OLO)是一家餐厅 SaaS 平台开发商。公司创立于 2005 年，总部位于美国纽约，主要为连锁餐厅品牌提供领先的基于云的按需商务平台。公司致力于推动数字订购和交付计划，允许客户通过品牌的网站或应用程序、第三方程序、社交媒体平台、智能音箱和家庭助理等所有订单来源点直接向餐厅下订单，还为餐厅提供订单分析和其他服务。主要客户包括

Chili's，Wingstop，ShakeShack，Five Guys 和 Sweetgreen 等。公司在过去五年中每年平台处理的商品总价值大约翻了一番，2020 年 GMV 达到近 146 亿美元。2020 年实现收入 9800 万美元。公司计划于 3 月 17 日登陆纽交所，发行价 16-18 美元。高盛、小摩、RBC 承销。

四、SPAC IPO

SPAC 方面，本周有 24 家新的壳公司进行 SPAC IPO，有 5 家公司确定了合并意向。5 家公司分别为：

1. DMYI 与量子计算硬件和软件公司 IonQ(正在开发通用的捕获离子量子计算机和软件，以优化和执行量子电路)合并

2. NBA 与美电话交换设备制造商 DSC Communications 的产品部门分拆出来的公司 Airspan Networks 合并。

3.MOTN 与远程医疗公司 Ambulnz 合并

4.CTAC 与信息科技公司 KORE 合并

5.EMPW 与汽车改装消费品公司 Holley 合并

一周基本面日程：FOMC 万众瞩目，拼多多领衔消费股财报

本周重要经济数据、事件

周一（3/15）	周二（3/16）	周三（3/17）	周四（3/18）	周五（3/19）
	20:30 2月零售销售(月率)	20:30 2月新屋开工	2:00 美联储公布利率决议 美联储主席鲍威尔召开新闻发布会	
20:30 3月纽约联储制造业物价获得指数	22:00 3月NAHB房价指数		20:30 上周季调后初请失业金人数	
资料来源:公开资料整理				

美联储 FOMC 公布利率决议

本周，包括美联储、英国央行、日本央行在内的三家央行将公布利率决议，预计美联储将维持现有的货币政策路线不变。随着 10 年期美债收益率突破 1.6 并逼近一年内新高，货币政策制定者对经济预期、通胀预期和是否采用货币政策工具控制不断上行的长期利率引起广泛的市场关注。

鲍威尔此前屡次表态称，最近的收益率上升是对在经济重新开放和新一轮 1.9 万亿美元财政刺激措施后强劲的经济反弹前景感到乐观的自然结果。可以看出决策制定者对利率温和上行持容忍态度，同时鲍威尔鲍威尔不认为在未达到充分就业的情况下通胀短期走高具备可持续性。

不过，市场显然对，并不能排除国债利率进一步上行测试敏感位置（1.8%-2.0%），进而逼供鲍威尔采取一些货币政策工具来控制长端利率，如扭曲操作和收益率曲线控制。在欧央行率先表态加速购债后，美联储也需要对这一关键话题作出回应。

经济数据方面，包括零售销售、工业产值和商业库存、新屋开工等数据将进一步反应经济短期增长前景。

本周财报关注：拼多多、微博、Yalla、耐克

老虎财报季

周一（3/15）	周二（3/16）	周三（3/17）	周四（3/18）	周五（3/19）
美股盘前				
Yalla(YALA)	迅雷(XNET)	拼多多(PDD)	微博(WB)	
	途牛(TOUR)	金山云(KC)	极光 (JG)	
	朴新教育(NEW)		传奇生物(LEGN)	
	捷普科技(JBL)		埃森哲(ACN)	
			1药网(YI)	
			美国达乐公司(DG)	
美股盘后				
贝壳(BEKE)	CrowdStrike(CRWD)	中通快递(ZTO)	耐克(NKE)	
诺亚财富(NOAH)	Coupa(COUP)	Sundila Growers(SNDL)	联邦快递(FDX)	
360数科(QFIN)	柯达(KODK)		前程无忧(JOBS)	
凤凰新媒体(FENG)	泛华金融控股(FANH)		乐信(LX)	
			Luminar(LAZR)	

港股

周一（3/15）	周二（3/16）	周三（3/17）	周四（3/18）	周五（3/19）
石药集团(01093)	恒大物业(06666)	舜宇光学科技(02382)	中国飞鹤(06186)	
诺辉健康(06606)		微盟集团(02013)	李宁(02331)	
		中兴通讯(00763)	特步国际(01368)	

虽然美股 Q4 财报季基本结束，但本周还有一些明星中概股值得关注，如拼多多、贝壳、微博、金山云、迅雷、传奇生物、途牛等。此外，“中东小腾讯”Yalla 也将在周一公布财报。港股方面，Q4 财报大幕逐渐拉开，本周可留意部分港股消费股，重点公司有中国飞鹤、李宁、特步国际等。

拼多多：Q4 活跃用户数将超阿里

预计拼多多第四季度收入和 GMV 将分别增长 68%和 63%，非公认会计准则下营业利润率将扩大至-15%。

随着拼多多买菜生鲜等杂货业务的发展，MAU 增长将继续成为第四季度 GMV 增长的主要驱动力，四季度活跃用户数有望超过阿里。不过，考虑到运营多多买菜需要持续的巨额补贴

和基础设施投资，拼多多非公认会计准则运营亏损将在第四季度扩大，主要表现在营销费用占比大幅提升。

长期来看，预计拼多多将着力发展生鲜杂货业务，投入巨资提高用户粘性，持续推动用户和 GMV 增长。凭借在下沉市场的成功和 2021 年增长的高确定性，拼多多获得一众机构的追捧，成为高瓴资本、景林资产和高毅资产等机构的美股第一重仓股，而阿里却遭高瓴资本清仓。

微博：受短视频冲击明显

微博将于 3 月 18 日美股盘前公布第四季度业绩，彭博预计四季度营收 4.98 亿美元，同比仅增长 6.3%；调整后 EPS 为 0.717，同比下降 6.8%，总体来看微博 Q4 增长比较疲软。

目前，中国在线网络平台的竞争依然非常激烈，随着疫情得到控制，虽然整体广告需求有所改善，但微博吸引力直线下降，特别是短视频平台积极的捕获用户，中小企业也越来越倾向于在视频平台上投放广告。

微博作为老牌社交媒体平台，用户粘性和广告投放价值都在下降，微博的反弹可能不及市场预期，这要求微博要不断增加营销和投资，以维护其用户和广告收入份额。

耐克：稳步复苏

耐克第三财季料实现个位数收入增长，主要受全球市场复苏的推动，但欧洲除外，因为欧洲地区封锁管制导致商店关闭和营业时间缩短的情况比较普遍。盈利方面，由于三季度库存减少，促销活动减少，毛利率可能会扩大。

根据彭博的共识，大中华区营收增幅可能超过 30%，而北美、亚太和拉丁美洲地区营收增幅预计在个位数。由于彪马和阿迪达斯等同行业竞争对手在欧洲、中东和非洲地区的表现疲

弱，耐克在该地区 11%的营收增长预期可能无法实现，但线上业务的增长会部分抵消线下关闭门店的影响。

预计管理层对第四财季的收入前景持乐观态度，因为线上业务将维持两位数高增长，北美和中国的销售势头不断增强，同时 2021 年全球体育赛事也将大范围恢复。

ETSY：小众电商的突围，拼多多的增长+小红书的内容+淘宝的利润率？

“特立”的公司，不执着于“独行”，上演充满惊喜的剧本

个股研报 ETSY

FY2020 主要数据	
最新收盘价(USD)	221.14
总市值(MM USD)	27875
在外总股本(MM)	126.09
标准化市盈率(TTM)	79.81
净资产收益率	60.79
营收(MM USD)	1725.63
EBITDA %	28.00
52 周最高(USD)	251.86
52 周最低(USD)	29.95

价格走势图



老虎证券首次覆盖网络商店平台 Etsy.com(Nasdaq：ETSY)，这是一家被称为“祖母的地下室收藏”、商品极具个性和艺术性的手工艺电商网站。2020 年，ETSY 是标普 500 指数表现第二好的公司，总回报 296.8%。疫情期间，人们开始更多地尝试网上购物，给电商带来了前所未有的商机。同时，由于 ETSY 的个性化标签，其商品极大程度地满足了对特色产品好奇的消费者，比如，个性化的定制口罩，因此无论是销售总额、用户增长、收入还是利润，ETSY 都是全面开花。而另一方面，美国以及欧洲实行宽松的货币和财政政策，甚至直接给民众发放现金，也一定程度促进了消费，让 ETSY 这样获得增长性关注的电商品牌如日中天，获得了更大的关注。

投资要点

- **受益疫情，业绩持续爆发式增长。**2020 年对 ETSY 很特殊，在 Q4 之前，个性化的口罩销售极大程度拉升了平台销售，但 Q4 开始体现了一些新变化。2 月 25 日，ETSY 公布了 2020 年 Q4 以及全年财报。Q4 的商品销售总额(GMS)同比上升 117%至 36 亿美元，华尔街一致预期为同比增长 80.7%；公司营收为 6.17 亿美元，同比增长 128.7%，超过华尔街一致预期的 88.8%；调整后息税折摊前利润(EBITDA)1.73 亿美元，同比增长 391%，超过华尔街一致预期的 1.30 亿美元，EBITDA 利润率为 28.1%，比去年同期提高 1169bps。
- **买家卖家两开花，用户习性养成，粘性增大。**ETSY 自 2005 年创立以来至 2020 年底，一共吸引了 1.51 亿买家。2020 年 Q4 的活跃买家 8190 万，同比增长 77%，环比增加近 1200 万。其中重复性买家同比增长 97%至 3220 万，占比约 40%，习惯性买家同比增长 157%至 650 万。需注意的是，Q3 的活跃买家有一半“只购买口罩”，而 Q4 他们不仅是购买口罩了。同时活跃卖家从 437 万，同比增长 61.7%。单个买家 2020 年消费

金额 125 美元。

- **全球化不断加深，美国以外市场增长迅速。**Q4 国际市场的增长明显，在 GMS 中比例超过 41%，其中英国(占 GMS 超过 10%)和德国的增长最快，目前德国是 ETSY 第二大电商网站，2020 年在英国的总商品销售增长了 189%。此外，在澳洲、日本和印度等市场均有发展潜力。这种个性化标签在“白左”的欧美国家更容易流行，从而成为全球性趋势
- **公司财务比率较强，估值基础不断加深。**
  - Q4 的 GMS 至营收的转化率(Take Rate)达到了 17.1%，比去年同期的 16.3%增加了 80bps，也持平于季节性最高的 Q3，主要由 GMS 的规模效应、Etsy 支付、广告和扩展其他支付平台因素驱动，公司预计 2021 年 Q1 的 Take rate 能继续上升，华尔街一致预期为 17.5%；
  - 毛利率从 19Q4 的 66.4%上升至 75.6%，主要因为服务收入增加，且 GMS 规模效应的体现；
  - 调整后的 EBITDA 利润率从 19Q4 的 20.2%大幅上升至 31.1%，高于华尔街一致预期的 25.5%，除了其中营销费用同比上升 151%至 34.1%，略有超出预期之外，其余运营杠杆水平均在下降。公司在多个市场开展大范围广告宣传，打响知名度。
  - 公司投资资本回报率在 Q4 达到 24.53%，19 年同期为 10.8%，20Q3 为 17.6%，普通股本回报率为达到 60.79%，19 年同期 27.01%，20Q3 为 43.9%。
- 我们认为 ETSY 的发展有几个优势：1.ETSY 从创立开始就不仅仅是一个电商平台，而是一个重要的“灵感分享”内容社区；2.随着生产力的发展，消费者会对个性化产品的追求的上升；3.中国商家的大量涌入，会增加电商平台的比较优势。
- 我们认为，在拜登政府上台后，全球化交流重回正轨，国际性跨境电商提供机会将更加明朗。同时，包含给民众定向的 1400 美元现金发放的 1.9 万亿美元财政刺激将进一步提振消费，消费者在疫情期间形成的消费习惯也将持续进行，而个性鲜明、充满高度差异化产品的的 ETSY，有望以工艺品、家居、服饰为基础，以短视频和其他内容社区为载体和渠道，发展出与电商巨头截然不同的路线。

估值分析

2018 年全球电商小众新鲜物(niche goods)市场约 1000 亿美元，同期，Etsy 的 GMS 为 50

亿美元，约占 5%的市场份额。口罩的热销让 Etsy 抢占更多市场份额，我们预计 2025 年 Etsy 的市占率至 8%。

我们预计 Etsy 能在未来 5 年内将 take rate 增加至近 20%，同时毛利润上升至 77%，EBITDA%上升至 35%。

以 2022 年 35 倍 EV/EBITDA、10 倍 EV/Sales 为基础（COVID-19 前的水准），以过去一年日周期为 beta 的 WACC 是 10.1%，则 2021 年底 ETSY 每普通股价值为 233.9 美元；以 4%的永续增长率 FCFF 计算的每普通股价值为 252.0 美元。**两者平均为 243.0 美元。**

风险提示

- 国际贸易活动的政策不确定性
- 活跃买家和卖家增长不及预期
- 后口罩时代无法吸引消费行为
- 其他大型电商公司的降维竞争

ETSY 何以让“与众不同”变成“顺理成章”？

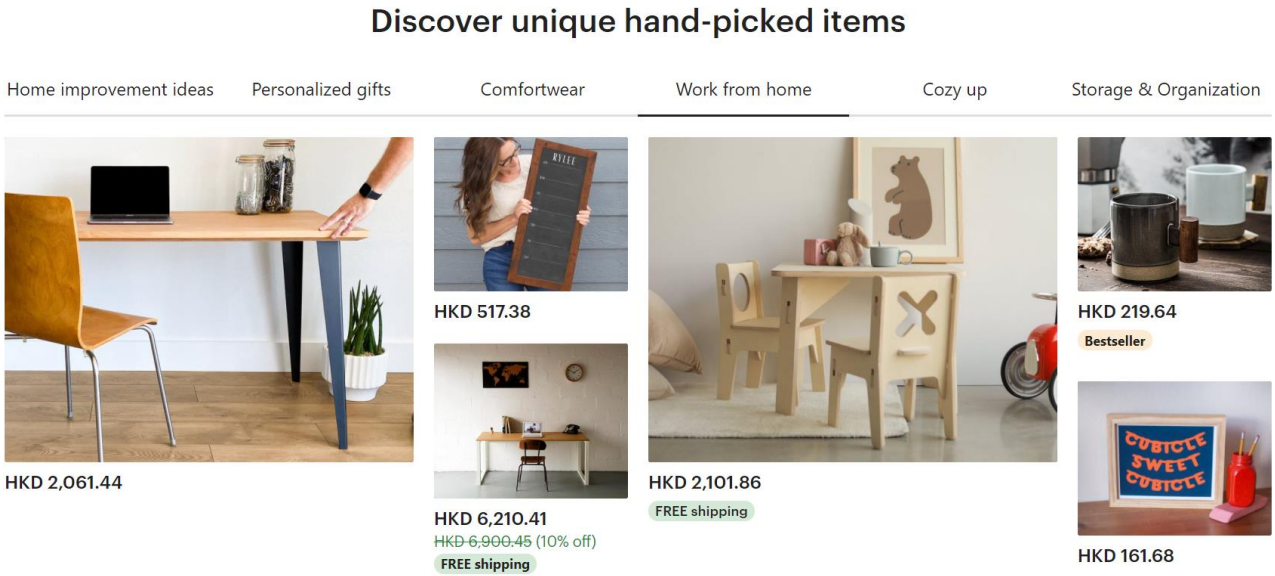
2020 年对 ETSY 来说无疑是变革性的一年，从 2005 年创站以来，该平台就是以“小众”、“艺术”等个性化的标签活跃在消费者的视野，登上北美第四大电商网站的宝座实属惊喜。

ETSY 的运营主体是 Etsy.com，前身是一家称为 iospace 的小公司，由 Robert Kalin，Chris Maguire 和 Haim Schoppik 在 2005 年 6 月 18 日成立。

ETSY 的创立也挺有意思的。Robert Kalin 是一位美国纽约布鲁克林的木匠，对手工艺品有很强的兴趣。一次它想在 Amazon 上买一件手工艺品，却怎么也找不到满意的，因为这样的综合商品网站的产品都是标准化，很少有个性化，因此他萌生了开辟一个小众网站来进行工艺品交易的想法。

由于定位就很小众，其发展相比于 EBay 等平台更慢。起初的产品都是用户自己的手工产品，交易产品五花八门：服饰、珠宝、玩具、摄影作品、家居用品，这些产品有个共同的前提：原创、手工。2013 年末才正式允许工厂生产的批量品在平台上销售。

图：Etsy.com 界面，主要以个性鲜明的原创作品为卖点



数据来源：Etsy.com，老虎证券整理

➢ **Etsy.com 与用户的重要纽带**

由于 Etsy 平台吸引了很多手工达人、设计师前来入驻。而 Etsy 也给用户留下了耳目一新的印象。

由于是“内容主导销售”，ETSY 在电商之外有更重要的运营生态。比如：

1. **论坛(Etsy Community)。**作为内容型网站的标配，ETSY 的论坛给了用户以类型、特定主体的讨论空间。论坛同时也是 Etsy 进行客户支持、市场调查和推广的绝佳途径。
2. **聊天室(Chat Room)。**由于 Etsy 是 C2C 网站，用户间的交流就至关重要。虽然大多数电商并不开设公共聊天室，主要就是买家和卖家间机械式的问询，但 ETSY 鼓励用户间的交流，凸显了艺术、灵感和创造力。从另一个侧面加强了用户的黏性。
3. **小组(Esty Teams)。**这是一个将相同职业、相同爱好的用户绑定在一起的方式，不但支持线上沟通，也将线下的关系同时在线上维系。
4. **官方杂志(The Storque)。**Etsy 的 The Storque 就是一本面向用户的的手工艺杂志。它由 Etsy 的专业编辑、特约作者和普通用户共同完成，通过定期更新吸引用户浏览并讨论最新的内容，并激发用户的购买欲。

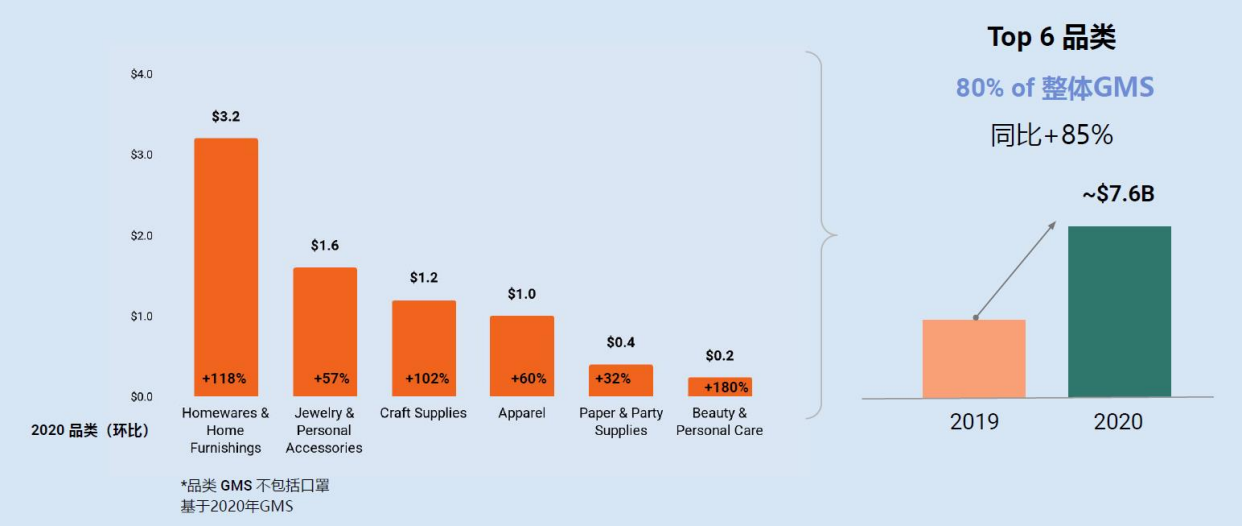
   如果用国内短视频时代公司来形容，最合适的就是“小红书”。
5. **虚拟实验室(Virtual-Lab)。**Etsy 的社区有一个特殊页面——虚拟实验室，这是为用户设置的在线课堂，也是一种全新的学习、社交方式。全球各地的手工艺爱好者往往希望以兴趣小组的形式进行主题活动。而虚拟实验室可以将线下的活动搬至网上，尤其在疫情的当下尤为受欢迎。

➢ **Etsy 的产品以及商业分布**

ETSY 平台经营超过 50 个不同的类别。至 2020 年底，以 GMS 计的六大类别分别是：家居

用品和家具（包括口罩）、珠宝和个人配件、手工艺品、服装、美容和个人护理和派对用品。

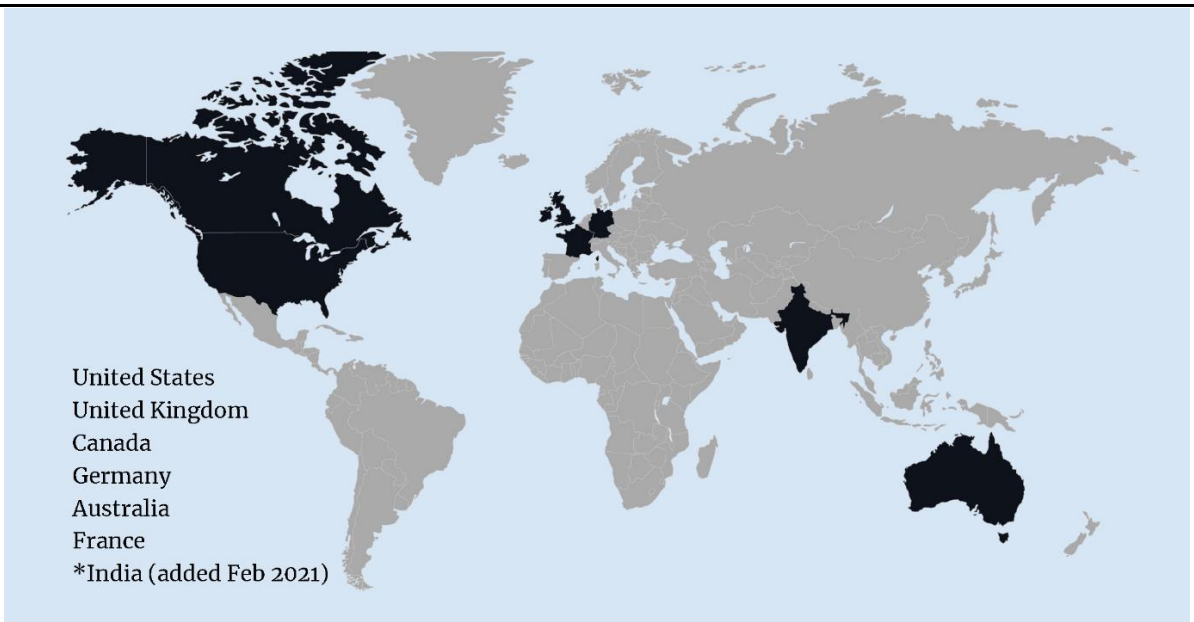
图：2020 年以 GMS 计最大的六个类别



数据来源：公司招股书，老虎证券整理

虽然成立于美国，但早早开始国际化的 Etsy 已经将自己的商业版图推广至全球。至 2020 年底，最大的七个核心市场是：美国，英国，德国，加拿大，澳大利亚，法国和印度。Etsy 的卖家有 43%位于美国以外。

图：ETSY 的买家地理分布



数据来源：公司公告，老虎证券整理

ETSY 何以在疫情中换发光彩?

Etsy 作为一个老电商品台，在 2015 年上市之后，就一直在“质”和“量”中寻找平衡点。2020 年确实是起爆的一年，无论是从用户数量、活跃度、交易量以及收入都远远超过以往。个性化的口罩售卖的确是非常重要的一环，但其本质是挖掘了消费者对个性化产品的需求，以及培养了线上个性化产品的消费习惯。

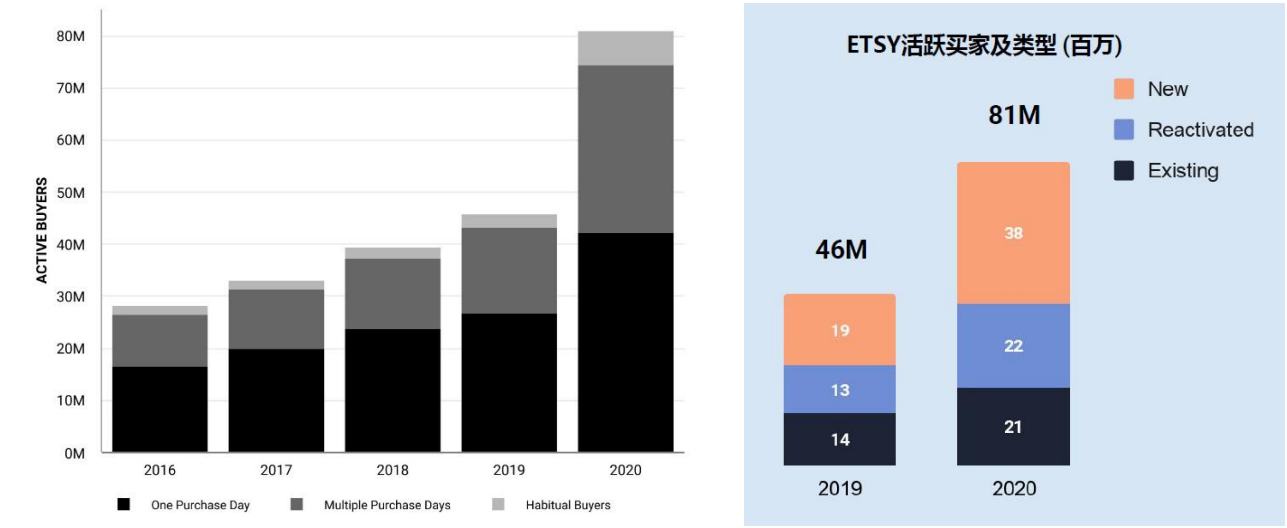
有 88%的受访用户表示，他们在 Etsy 上购买到了其他网站买不到的特色产品。而这些特殊的购物需求往往在节假日的时候表现强烈，比如万圣节、圣诞节，人们倾向于买一些具有特色的礼物。

我们可以从几个方面来看 Etsy 的数据。

第一、 活跃买家和卖家数量双双大增，用户粘性增高。

Etsy 的的消费者自 2005 年创立以来已达 1.51 亿。至 2020 年 Q4，活跃买家 8190 万，同比增长 77%，环比增加近 1200 万。其中重复性买家同比增长 97%至 3220 万，占比约 40%，习惯性买家同比增长 157%至 650 万。

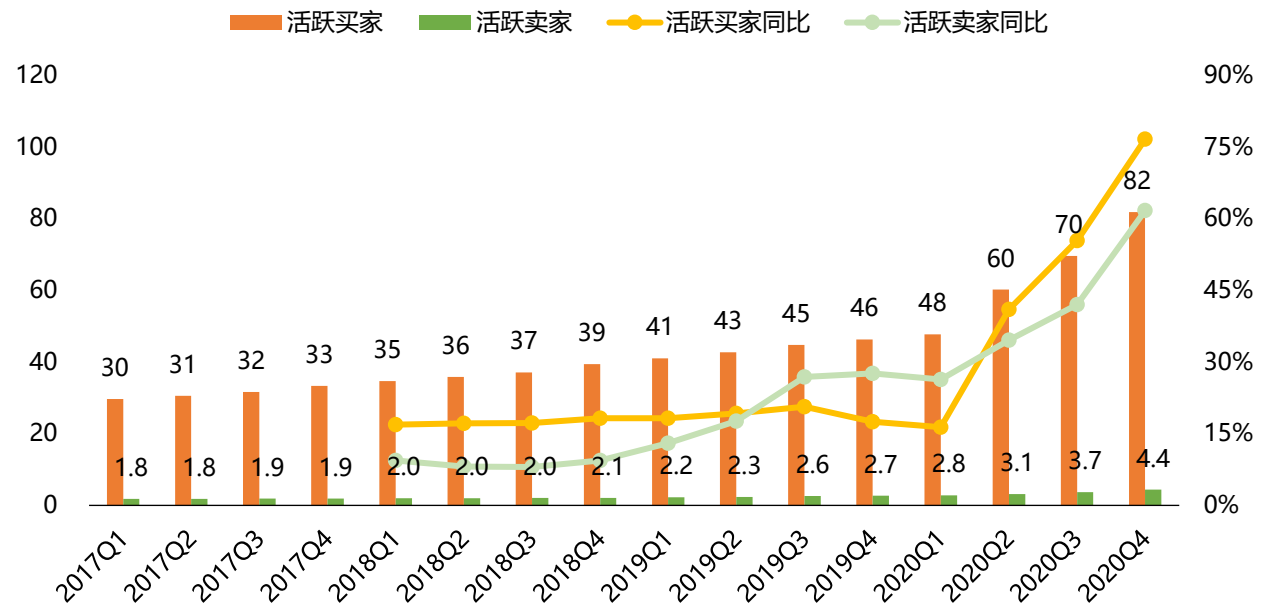
图：ETSY 的活跃买家及分类



数据来源：公司公告，老虎证券整理

需注意的是，Q3 的活跃买家有一半“只购买口罩”，而 Q4 他们不仅是购买口罩了。同时活跃卖家从 437 万，同比增长 61.7%。

图：ETSY 的活跃买家与卖家的增长趋势（百万）



数据来源：公司公告，老虎证券整理

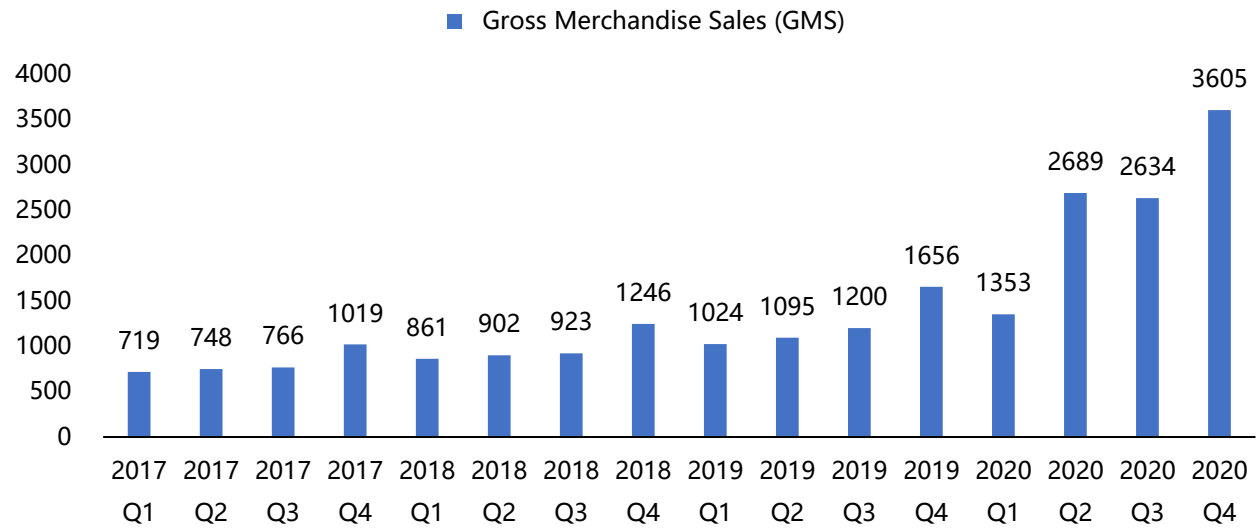
很明显可以看到，2020 年 Q2 开始是阶段性的飞跃。同时，2020 年，ETSY 新增超过 3800 万新的，同比增长 102%。

同时，ETSY 在激活流失消费者方面也取得了长足的进步。2020 年共激活了超过 2200 万买家重新购买，比上年增长 77%。在 6070 万新买家和激活买家中，有 17%购买了两个或两个以上类别的产品。同时，习惯性买家（在过去 12 个月中花费 200 美元以上或有 6 天以上的消费行为的经常性买家)增长到 650 万,比 2019 年增长了 157%。用户粘性正在增大。

第二、 整体销售金额(GMS)快速增长，后“口罩周期”增速依然给力。

ETSY 的 Q4 的 GMS 增长 118%，达到 36 亿美元。

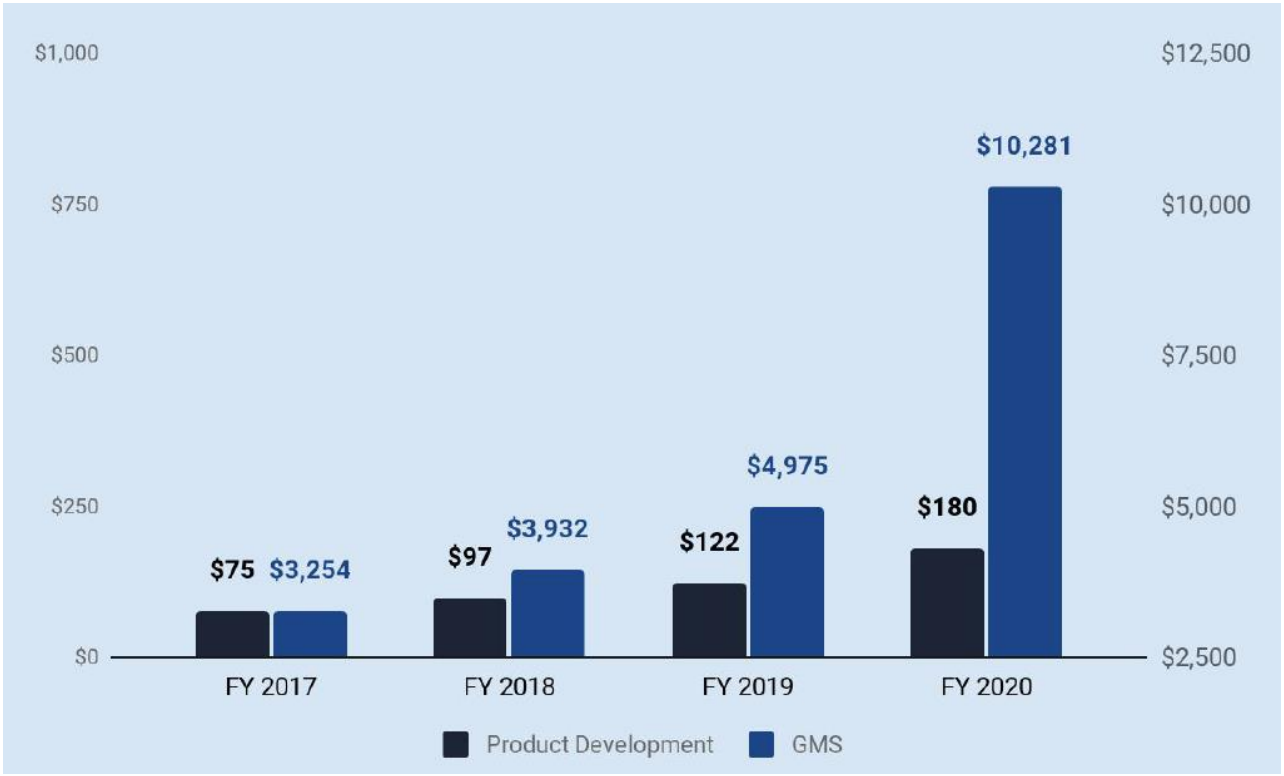
图：ETSY 的产品研发和整体销售金额(GMS)（百万美元）



数据来源：公司公告，老虎证券整理

2020 年全年的 GMS 达到 102.8 亿美元。

图：ETSY 的产品研发和整体销售金额(GMS)（百万美元）

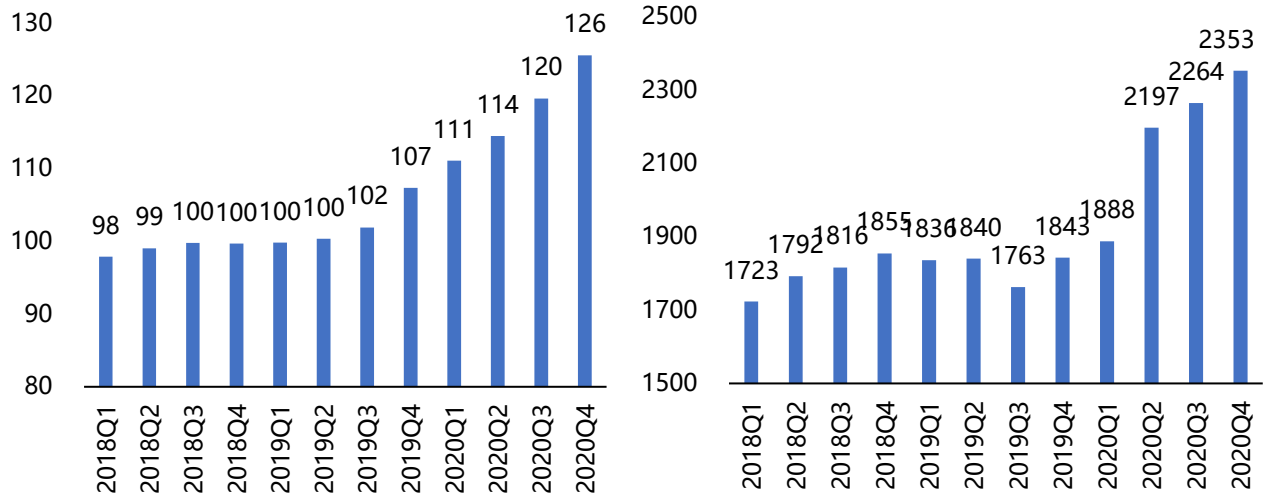


数据来源：公司公告，老虎证券整理

同时，单个买家 2020 年消费金额 126 美元，来自新买家的 GMS 同比增长 94%，约

占 Etsy GMS 整体的 16%。

图：ETSY 的产品研发和整体销售金额(GMS)（百万美元）



数据来源：公司公告，老虎证券整理

第三、 国际化形势大好，美国以外的竞争力增强

除了美国国内的口罩销售令人欣喜，Etsy 在国际业务上也表现良好，Q4 的渗透率环比增长了 500bp，GMS 占比已经达到的 41%。

主要增长地区包括英国和德国。英国的 GMS 达到 1.96 亿美元，占比超过 10%，并被 Comscore 评为前五电商品牌。

图：ETSY 20Q4 的国际化业绩亮点



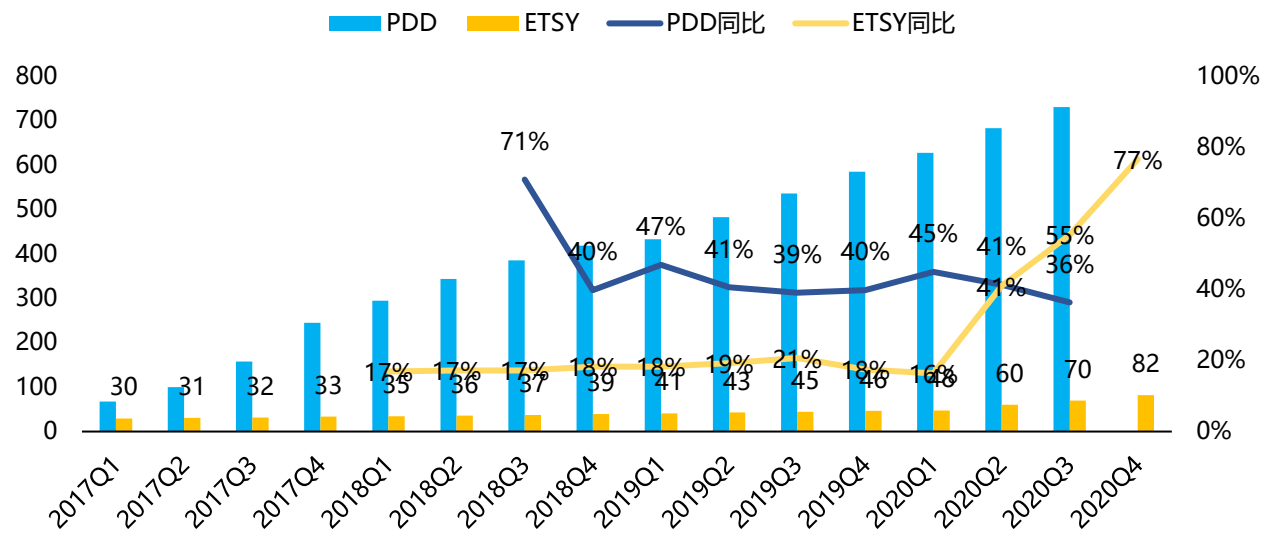
数据来源：公司公告，老虎证券整理

ETSY 的财务指标健康

➢ 主要运营指标

至 2020 年 Q4，活跃买家数同比增长 77%至 8190 万，活跃卖家同比增长 62%至 437 万。这一增速已经超过同期拼多多的增速。

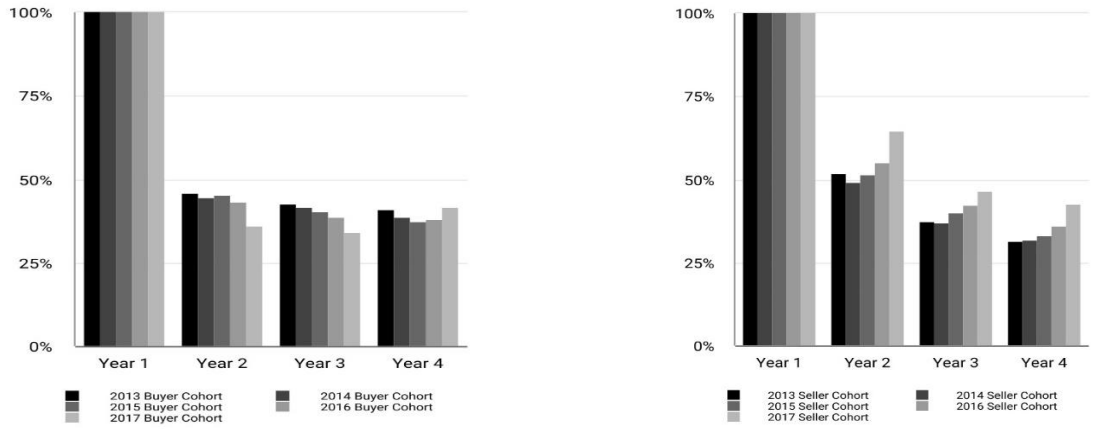
图：拼多多与 ETSY 平台的 12 个月活跃买家数对比（百万）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

客户留存率方面，至 2020 年 12 月 31 日，18.4%的活跃卖家销售超过四年的销售，20.2%的活跃买家已经有连续四年消费的历史。

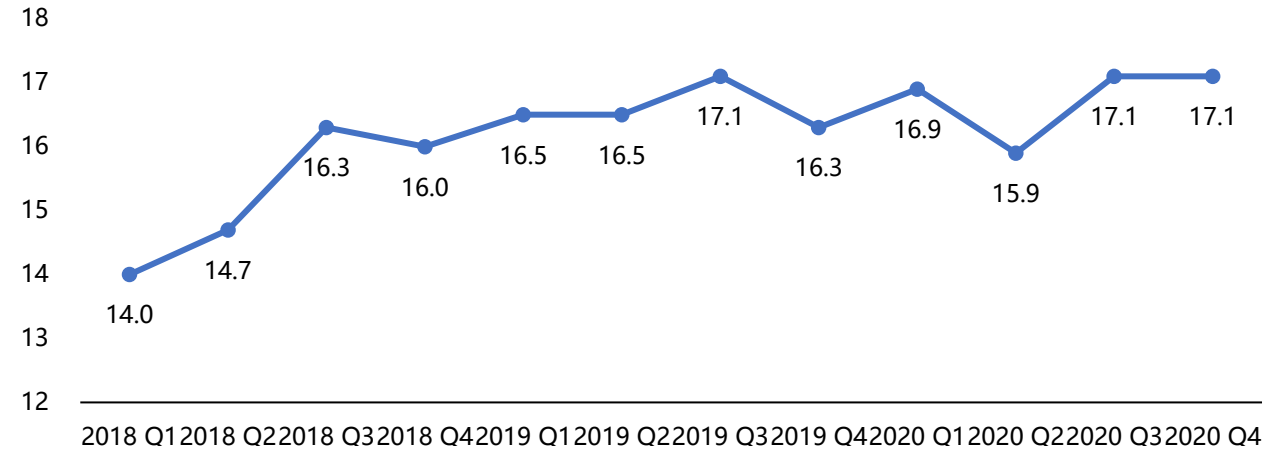
图：ETSY 的活跃买家和卖家在第 n(n≤4)年的留存率（至 2017 年）



数据来源：公司招股书，老虎证券整理

Q4 的 GMS 同比增长 118%达到 36 亿美元，华尔街一致预期为同比增长 80.7%；全年达到 126 美元。营收的转化率为 17.1%。

图：ETSY 的营收转化率(Take rate)（%）

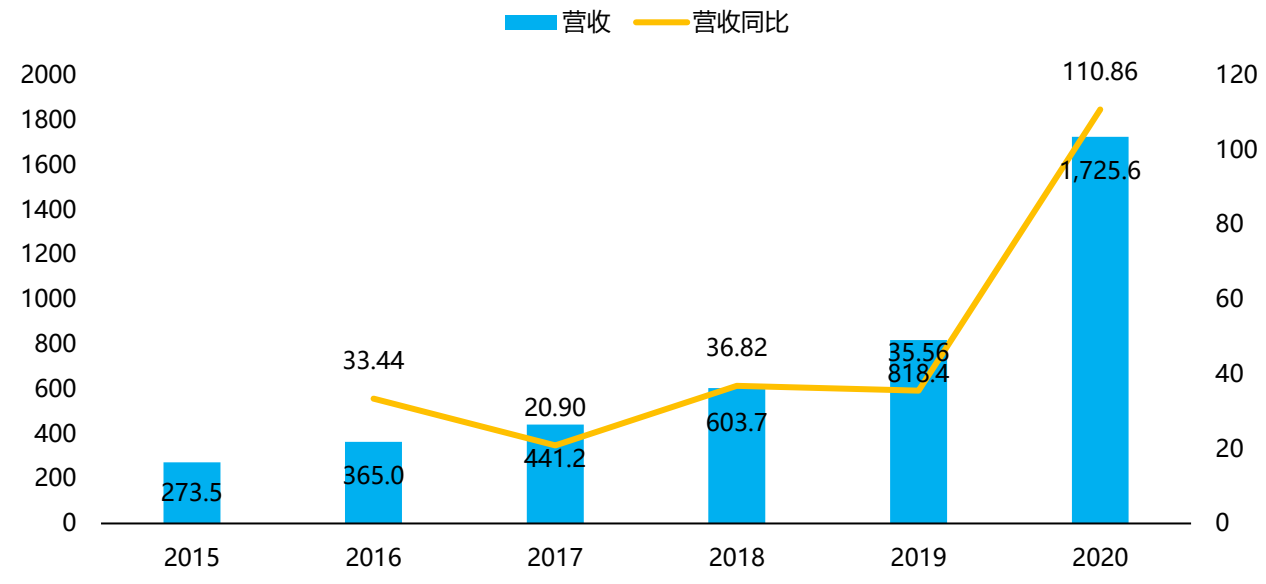


数据来源：公司财报，老虎证券整理

➢ 主要财务指标

公司 Q4 营收为 6.17 亿美元，同比增长 128.7%，超过华尔街一致预期的 88.8%；2020 年全年收入 17.26 亿美元，同比增长 110.9%。

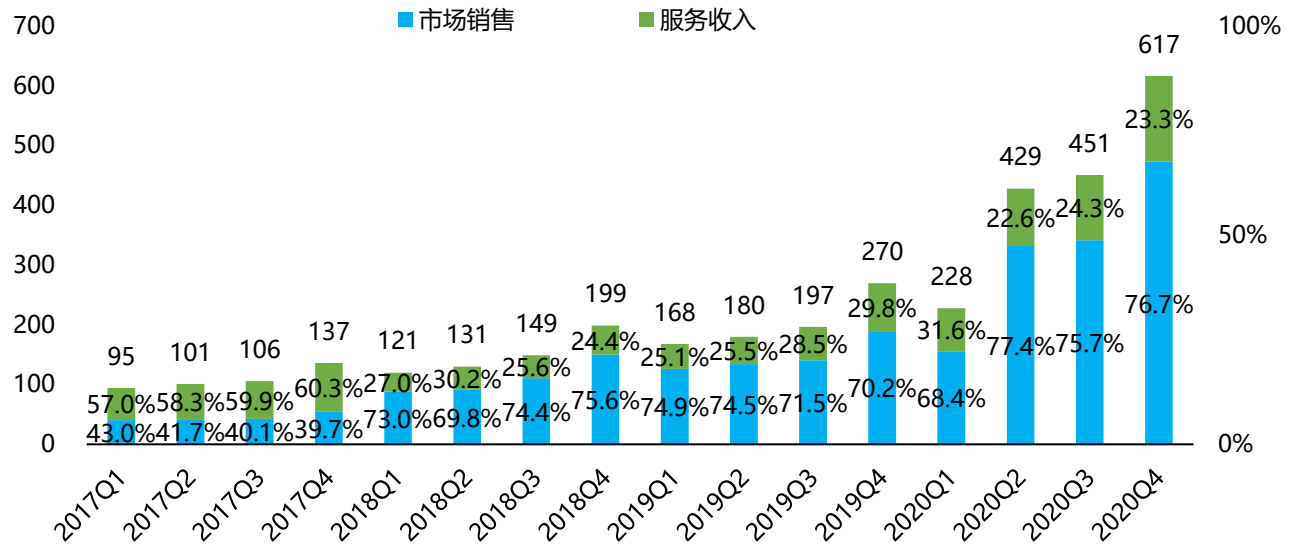
图：ETSY 的营业收入及同比增速（百万美元）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

从收入结构上来看，市场销售收入的占比在提升，而服务类收入占比至 Q4 下降至 23.3%。

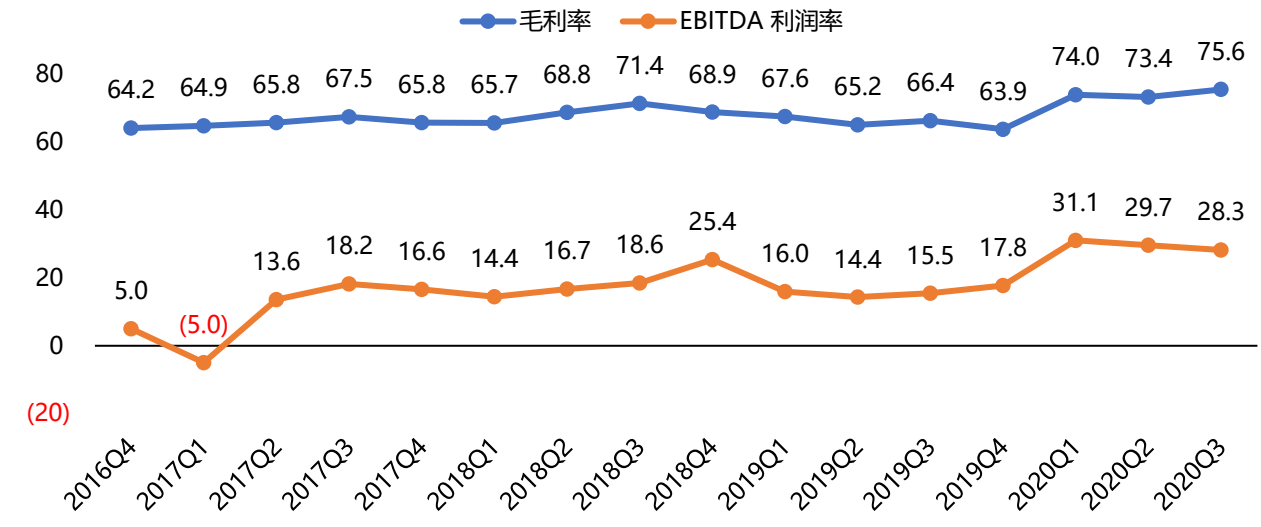
图：ETSY 的营业收入分类及占比（百万美元）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

利润率方面，毛利率从 19Q4 的 66.4%上升至 75.6%，主要因为服务收入增加，且 GMS 规模效应的体现；调整后 EBITDA 利润率从 19Q4 的 20.2%大幅上升至 31.1%，高于华尔街一致预期的 25.5%

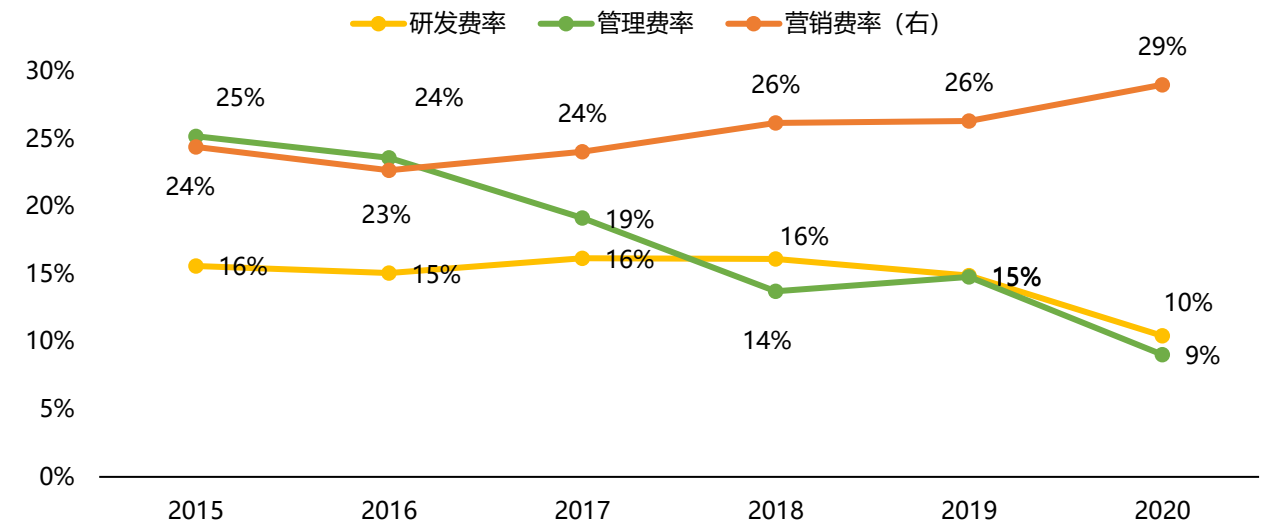
图：ETSY 的利润率



数据来源：公司财报，老虎证券整理

除了其中营销费用同比上升 151%至 34.1%，略超出预期之外，其余费用水平均在下降。

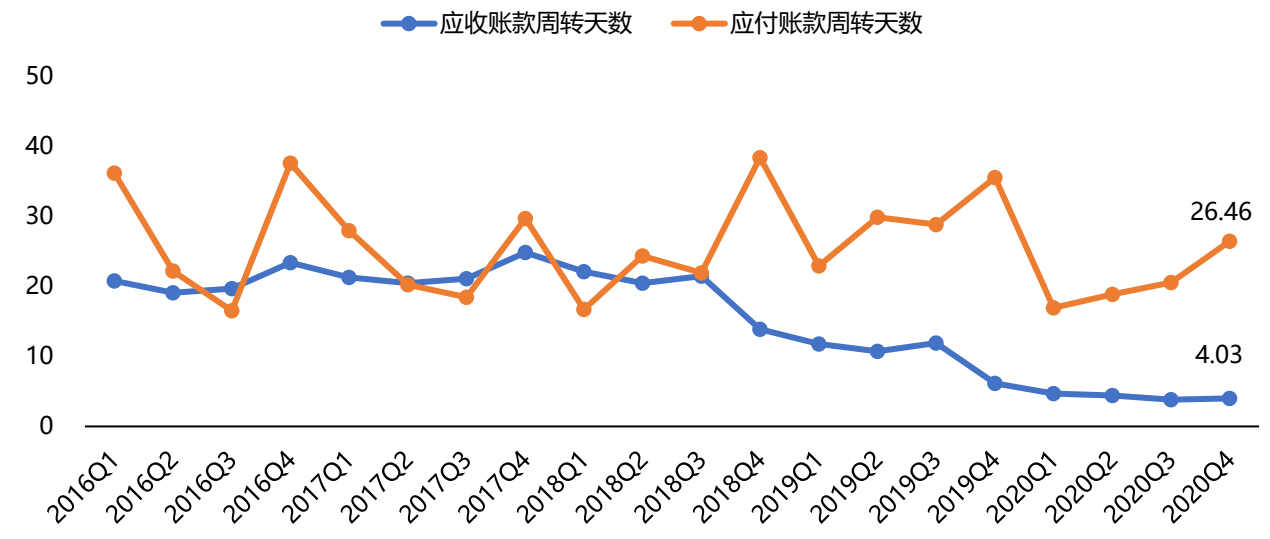
图：ETSY 的运营费率



数据来源：公司招股书，老虎证券整理

从电商营运能力上来看，至 2020 年 Q4 的应收账款周转天数为 4.03 天，应付账款周转天数为 26.46 天，意味着与卖家的议价权不断提升，在上下游处于较为优势。

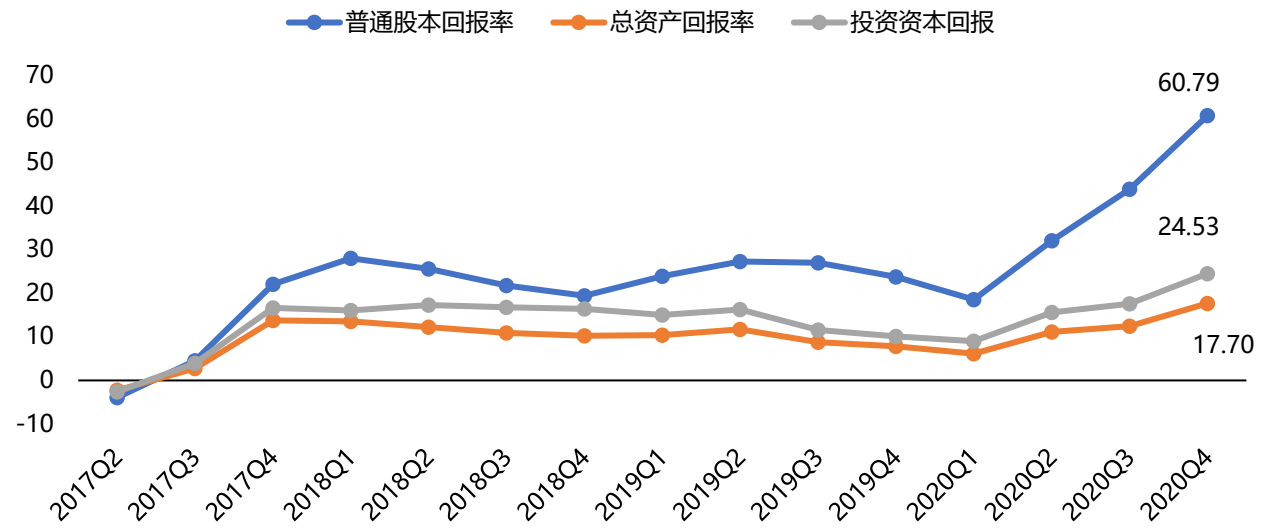
图：ETSY 的应收账款及应付账款周转天数



数据来源：公司财报，老虎证券整理

回报率方面，由于利润率上升，ROE 在 2020Q4 达到了 60.8%为历史最高，ROIC 也在达到了历史最高的 17.7%。

图：全球主要电商公司年度同比营收增速对比（%）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

经历 2020 年的增长，ETSY 估值能有多大想象力?

电商企业的估值，主要考虑两个因素：一个是持续开源能力——是否能获得业务拓展保持买家卖家数量，增加他们的活跃度并优化货币化的能力，从而增大市占率；另一个则是节流——如何用更少的运营支出获得更高的利润。

电商行业竞争也激烈，业内玩家可能有各种方式交替地位，一家公司彻底退出某个区域的市场也时有发生。

不过，电商企业有一大好处是现金流较充裕，变现能力强，且绝大多数情况下可以轻资产运营，用现金流折现的方式也能很好地展示公司估值。

- **市场份额及公司业绩**

  根据 Euromonitor 的数据，2018 年 ETSY 所涉足的全球市场电商小众新鲜物(niche goods)市场约 1000 亿美元。而 2019 年 ETSYGMS 为 50 亿美元，约占 5%的市场份额。当然，2020 年由于口罩这一目前来看短期内未必消失的产品的出现，ETSY 的市占率可能会进一步提升。

图：Etsy 市场份额



数据来源：公司公告，老虎证券整理

受益于口罩市场，2020 年 Etsy 在成为美国第四大电商平台，并提高了市占率。

我们预计随着用户粘性增强，Etsy 能促使用户产生更多消费行为，GMS 持续增加，预计在 2025 年增加 Etsy 的市占率至 8%。

图：Etsy 市场份额

	2015	2016	2017	2018	2019	*2020*	2021E	2022E
Revenue	273	365	441	604	818	*1,726*	2,350	3,073
RevYOY		*33.4%*	*20.9%*	*36.8%*	*35.6%*	*110.9%*	*36.2%*	*30.8%*
Cost of revenue	97	123	150	191	271	*465*	599	760
Gross Margin	177	242	291	413	547	*1,261*	1,752	2,313
GM%	*64.5%*	*66.2%*	*65.9%*	*68.4%*	*66.9%*	*73.1%*	*74.5%*	*75.3%*
Sales and Marketing	67	83	106	158	216	501	627	755
%Rev	*24.4%*	*22.7%*	*24.1%*	*26.2%*	*26.3%*	*29.0%*	*26.7%*	*24.6%*
Research and Development	43	55	71	97	122	180	325	401
%Rev	*15.6%*	*15.1%*	*16.2%*	*16.1%*	*14.9%*	*10.4%*	*13.8%*	*13.0%*
General and Administrative	69	86	85	83	121	156	294	373
%Rev	*25.2%*	*23.6%*	*19.2%*	*13.7%*	*14.8%*	*9.0%*	*12.5%*	*12.1%*
Total Cost and Expense	275	347	412	529	730	1,302	1,845	2,288
Operating Income	-2	18	29	75	89	424	505	785
Operating Margin%	*-0.7%*	*4.8%*	*6.6%*	*12.4%*	*10.8%*	*24.6%*	*21.5%*	*25.5%*
Interest & Forex	-26	-20	20	-20	-8	-41	-14	-13
Unusual Items	-2	-2	-18	0	-7	-20	0	0
Tax Provision	-26	-27	50	22	15	-16		
Tax Rate		*153.8%*	*-171.1%*	*-30.0%*	*-17.2%*	*3.9%*	*0.0%*	*0.0%*
Pfd Stock	-10	-5	-70	0	-3	0	0	0
Net Income	-66	-37	11	78	86	346	491	772
Net Margin%	*-24.0%*	*-10.2%*	*2.6%*	*12.8%*	*10.5%*	*20.1%*	*20.9%*	*25.1%*

数据来源：老虎证券

- **Multiples**

在较好的情况下，Etsy 能在未来 5 年内将 take rate 增加至近 20%，同时毛利润上升至 77%，EBITDA%上升至 35%。

以 2022 年 35 倍 EV/EBITDA、10 倍 EV/Sales 为基础（COVID-19 前的水平），2021 年底 ETSY **每普通股价值为 233.9 美元；**

- **以 FCFF 的 DCF 计算**

过去一年日周期的 beta 的 WACC 为 10.1%，以 4%的永续增长率，FCFF 计算的**每普通**

股价值为 252.0 美元

图：ETSY 的 FCFF 估算（较好的情况）（百万美元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Revenue	273	365	441	604	818	1,726	2,350	3,073	3,943	4,947	6,056
RevYOY		*33.4%*	*20.9%*	*36.8%*	*35.6%*	*110.9%*	*36.2%*	*30.8%*	*28.3%*	*25.5%*	*22.4%*
Cost of revenue	97	123	150	191	271	465	599	760	945	1,148	1,359
Gross Margin	177	242	291	413	547	1,261	1,752	2,313	2,998	3,799	4,697
GM%	*64.5%*	*66.2%*	*65.9%*	*68.4%*	*66.9%*	*73.1%*	*74.5%*	*75.3%*	*76.0%*	*76.8%*	*77.6%*
Sales and Marketing	67	83	106	158	216	501	627	755	891	1,028	1,259
%Rev	*24.4%*	*22.7%*	*24.1%*	*26.2%*	*26.3%*	*29.0%*	*26.7%*	*24.6%*	*22.6%*	*20.8%*	*20.8%*
Research and Development	43	55	71	97	122	180	325	401	490	648	779
%Rev	*15.6%*	*15.1%*	*16.2%*	*16.1%*	*14.9%*	*10.4%*	*13.8%*	*13.0%*	*12.4%*	*13.1%*	*12.9%*
General and Administrative	69	86	85	83	121	156	294	373	443	592	713
%Rev	*25.2%*	*23.6%*	*19.2%*	*13.7%*	*14.8%*	*9.0%*	*12.5%*	*12.1%*	*11.2%*	*12.0%*	*11.8%*
Total Cost and Expense	275	347	412	529	730	1,302	1,845	2,288	2,769	3,416	4,110
Operating Income	-2	18	29	75	89	424	505	785	1,174	1,531	1,946
Operating Margin%	*-0.7%*	*4.8%*	*6.6%*	*12.4%*	*10.8%*	*24.6%*	*21.5%*	*25.5%*	*29.8%*	*30.9%*	*32.1%*
Net Income	-66	-37	11	78	86	346	491	772	1,155	1,512	1,925
Net Margin%	*-24.0%*	*-10.2%*	*2.6%*	*12.8%*	*10.5%*	*20.1%*	*20.9%*	*25.1%*	*29.3%*	*30.6%*	*31.8%*
Depreciation and amortization	19	23	27	27	48	58	99	125	141	174	210
D&A/Total Expense	*6.74%*	*6.49%*	*6.60%*	*5.05%*	*6.58%*	*4.47%*	*5.37%*	*5.47%*	*5.10%*	*5.10%*	*5.10%*
Noncash lease expense					9	10	11	12	13	14	16
Stockbased compensation expe	11	16	40	38	44	65	49	53	56	53	54
Long-term Investment	-7	-6	-12	-20	-11	-40	-43	-56	-72	-91	-111
△Working Capital		232	63	-218	0	47	60	40	56	87	101
FCFF	8	0	56	178	192	672	681	959	1,368	1,768	2,215

数据来源：公司财报，老虎证券预测

以平均值来算，每股价值为 243.0 美元。

谈谈 ETSY 的几个机会

第一、 ETSY 从创立开始就不仅仅是一个电商平台，而是一个重要的“灵感分享”内容社区。

电商并不稀缺，优质的内容是这个时代最稀缺的。在国内，典型的内容型电商平台包括小红书、抖音、快手、B 站等等，都在短视频的发展下如日中天，俨然打破传统电商格局的进击架势。而在海外，除了像 Tik Tok 这样的短视频平台，各大互联网巨头也在瞄准内容行业商机，从社交、视频、工具等各种入口下手。而 ETSY 的优点就是充满个性化和社区化的“创作者”，这些创作者并不像视频平台 KOL 带货一样，而是通过自己创造的成品来转化内容，

第二、 随着生产力的发展，消费者会对个性化产品的追求的上升。ETSY 在美国、英国、德国等发达国家火起来是有一定道理的，因为生产力较发达的国家会有越来越多的消费者寻找温饱、小康以上的个性化需求。比如简单口罩，很多消费者会在意添加自己的个性化标签，也因此有了这么大的市场。我们认为，口罩只是一个导火索，点燃了未来几十年消费者在“精神层次”上的需求。而个性化产品，也将是电商迎来的非常好的机会。

第三、 中国商家的大量涌入，会增加电商平台的比较优势。不得不说，在国内的论坛里也充满了大大小小商家分享在 ETSY 开店的经验和心得，大量的中国商家涌入，也会将具有比较优势的产品带向全球，可以进一步开拓印度等第三世界国家市场。这并不会和目前 ETSY 的基调矛盾，因为个性化产品未必不能量产，而真正工艺性极强的产品，其实是带有“奢侈品”性质，和普通消费品并不冲突。

第四、 全球化的宽松政策，会持续刺激整个消费品行业。在拜登政府上台后，全球化交流重回正轨，国际性跨境电商提供机会将更加明朗。同时，包含给民众定向的 1400 美元现金发放的 1.9 万亿美元财政刺激将进一步提振消费，消费者在疫情期间形成的消费习惯也将持续进行，而个性鲜明、充满高度差异化产品的的 ETSY，有望以工艺品、家居、服饰为基础，以短视频和其他内容社区为载体和渠道，发展出与电商巨头截然不同的路线。

综上，我们认为，ETSY 在 2020 年的爆发并不是偶然，而是顺应时代风口，形成了未来电商发展的方向。如果公司加大开拓服装等传统大市场，则想象空间巨大。

风险提示：

国际贸易活动的政策不确定性

活跃买家和卖家增长不及预期

后口罩时代无法促进消费行为

其他大型电商公司的降维竞争

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：newsletter@itiger.com。