本期核心观点

美股：美债世纪难题，带来哪些投资变化？

1.9 万亿刺激即将落地，Q1 末、Q2 美债波动料迎喘息，从股债相关性考虑，10 年期美债利率低于 4%时，标普与利率整体正相关。但中长期美债收益率 1.8%-2%这一横跨世纪的压力位值得密切关注，一旦突破迎来系统性上涨，料打开更多空间。美债阶段缓和的理想情境下，标普上半年料进入 4000-4200 区域。中旬静默期前，市场仍然可能以时间换空间的方式蓄势（详见路径图预估）。如果投资周期是以季度为窗口，当前美股仍具备较强的配置价值，但在美债利率抬升趋势可能贯穿全年的情况下，建议超配周期股，价值股（银行、工业、航空等）；标配科技成长股。

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》20201005
- 《2Q20 中概股投资策略展望》20200

港股：美债对指数冲击有限，新经济赴港提速

美债是全球关注焦点，小于 4%的低利率环境下恒指表现通常与美债收益率呈现正相关，继续看好恒指表现，重点关注阿里健康、龙湖和海底捞等恒指新晋成分股，纳入恒指料对股价催化明显。此外，关注汽车之家赴港二次上市，百度回港也获港交所批准。

泡泡玛特：浅谈可选消费赛道的投资机会

去年 12 月，“潮玩一哥”泡泡玛特在港交所挂牌上市，首日大涨超 100%，市值突破 1000 亿港元。此后经历被新华社点名、估值回归，但不能否认泡泡玛特身处优质赛道，自身成长速度和确定性依然较高。本文试图通过自上而下的筛选逻辑，谈谈为什么泡泡玛特可能在动荡和充满不确定的 2021 年获得超额收益。投资要点：1）可选消费赛道的投资机会；2）二次元文化全面出圈；3）优中选优：泡泡玛特的稀缺性；

目录

1、本周核心观点 1

2、美股市场分析：美债世纪难题，带来哪些投资变化？ 5

3、港股市场分析：美债对指数冲击有限，新经济赴港提速 9

4、一周 IPO 观察：知乎递交招股、汽车之家二次上市、百度回港获批 12

6、泡泡玛特：浅谈可选消费赛道的投资机会 30

7、免责声明 35

美股市场分析：美债世纪难题，带来哪些投资变化？

投资要点

一、美股再遇美债世纪难题

二、当前阶段美债和美股的技术性分析及启示

三、主要指数路径预估

回顾美股历史，10 年期美债作为风险资产的定价锚，过去 30 年来，其波动几乎贯穿美股的牛熊周期，而美债问题也一直都是困扰美股的世纪难题，作为更加依仗流动性的国际市场，美联储顶级专家，历史上也多次没能控制住美债和美股的波动。摆在眼前的，是如何分析，从哪些角度分析这道世纪难题。

在鲍威尔任期内，过去两年美股的波动率实际上已经接近金融危机期间水平。可以看出来，美股的脆弱和坚强共生。举个例子，如果现在立刻进入紧缩周期，没有任何的预期管理，纳指将会直接进入深度调整，标普和纳指进入熊市的可能性，也将非常大，这是目前的市场结构所决定的。

从动量的角度来看，美债引发的市场调整，可以分为几类：美债涨破关键压力位，由波动性上涨，向系统性上涨演变，打开想象空间，例如 18 年 2 月时期美债飙升；如果我们分段来看，美债收益率的第二段上涨，尤其是打开终极压力位时，往往对市场威胁往往是最大的。对应利率抬升的中后期。

美债收益率的趋势：考虑到美债上行趋势，且当前有来自基本面的支撑，对于目前美债来讲，我们认为年内最理想的结果就是控制在 1.4%-1.8%区域，后期涨破 1.8%-2%这一区域，美债或进一步打开空间，这种系统性上涨预期一旦开启，届时将会给市场带来更多的估

值压力。虽然盈利增长可以平滑，但这轮 QE 是超常规的货币政策，即便是去年疫情，美股见底后，盈利衰退，也没有像金融危机期间一样冲击到资产价格，因此对退出的预期管理也将比以往任何时期都更加严格。

不过目前来看， 随着 1.9 万亿财政刺激即将签署（参众两院已通过），加上目前的政府高杠杆下，不排除美联储适当加大购债压低长端利率，降低债务成本的潜在可能，我们认为靴子落地后，美债有望迎来喘息，因此，美债抬升太快至 1.8%的路径至少不会是上半年的主题。

哪些因素可能触发美股崩盘？美联储错判风险。目前宽松退出的预期管理将十分重要，美联储如果提前释放紧缩预期，加速美债上行，一旦涨破 1.8%-2%，我们预计将会给市场带来更大的抛压，因为，美债 1.8%-2%这一位置是月线窗口横跨两个世纪的压力位。（图 5）
我们认为，中性情况下，1-2 年时间涨破这一区域的概率更大一些，当然这个位置也会随着时间的推移稍微降低，同时也会因美联储的政策调整而出现变化。。

一、美股再遇美债世纪难题

上周美股市场，再次经历了惊心动魄的一周，三大指数再次演绎极限分化行情，纳指跌 2%，标普上涨 0.8%，道琼斯指数涨 1.8%。周末参议院通过 1.9 万亿刺激法案后，市场反应相对积极。继续往前看:

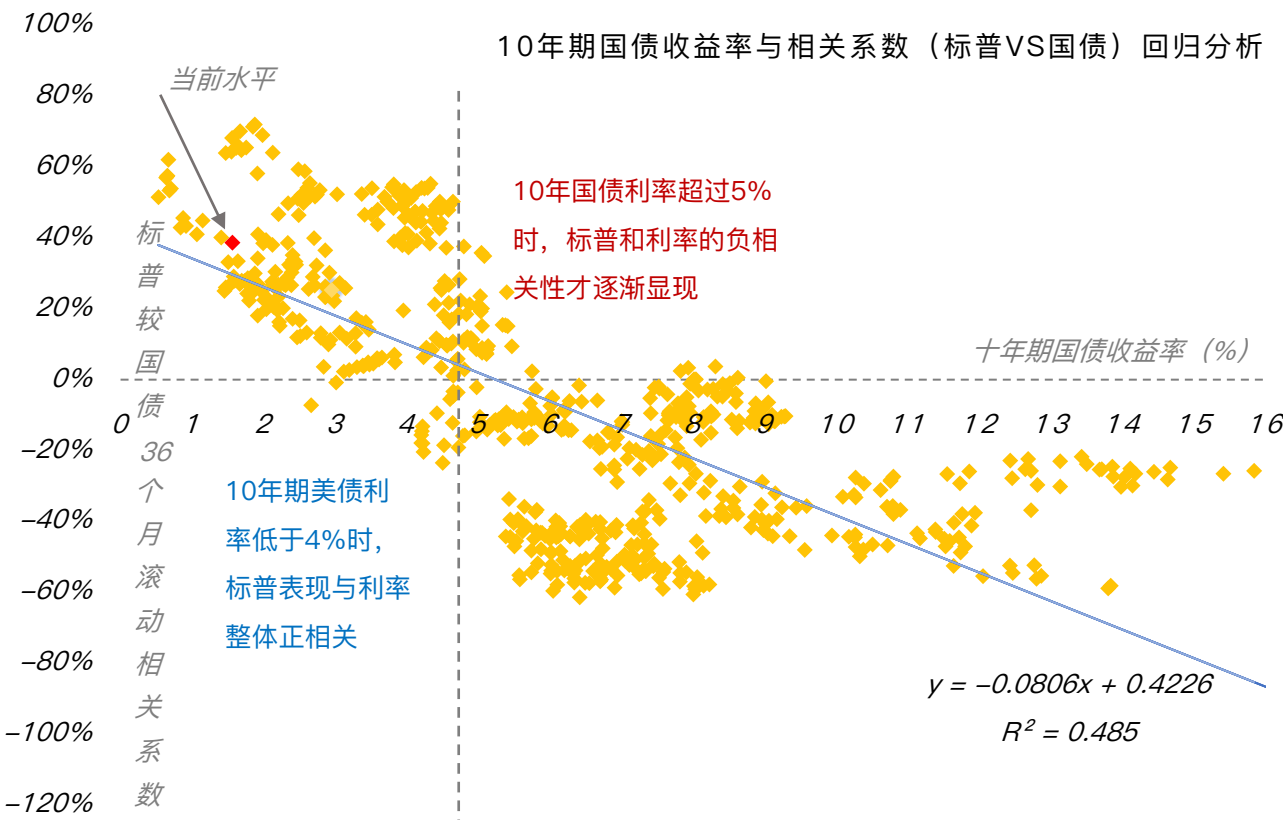
美股当前有两个比较迫切的问题，一个是美债利率抬升对成长股的冲击问题，这部分后续怎么演变，持续多久，涉及哪些情形？另一个是，目前美股在周线、月线这种偏中长期的窗口，实际上已经来到抉择时刻，也就是主要指数已经进入重要撑压区域的临界位，这意味着 j 接下来无论宏观如何演变，周线、月线窗口下，新的行情大概率都将一触即发(可以理解为从当前算 1 个月内，短则 1-2 周，最长不太可能超 2 个月)。如果分析结论大致为，美股当前

陷入震荡，中期趋势没有改变，这样的结论稍微还是显得有些模糊，因此，我们尝试继续沿着流动性来分析，同时纳入技术性分析视角，来解读现阶段美股的机遇和风险、潜在路径。

1.2 美债利率抬升趋势不会结束，十年期美债收益率目前是 1.5%，年内大概率迈向 1.8%-2%区域，这一通胀升温的时期，价值股，周期股依然有更多的超额回报（α收益），但科技股也不需要过度看衰，仍然值得成为投资组合中的标配。

从疫苗接种率（4 月全面接种），制造业的复苏（ISM 领先于利率）来看，美债收益率的抬升依然有基本面的支撑，中期大概率会在 1.5%-2%区间运行。从历史股债相关性的角度考虑，当前利率对市场的影响也并非是系统性的危险，历史上美债利率低于 4%时，标普与利率整体呈现正相关。

图 1：美债利率与美股表现相关性分析：历史上美债利率低于 4%时，标普与利率整体呈现正相关



数据来源：Bloomberg，老虎证券，统计自 1962 年以来数据，横轴为十年期美债收益率，纵轴为标普 vs 国债相关系数

另一个因素在于，利率部分其实很难有一个更加定量的分析，来给出择时方面的参考。比如，利率保持在多少的时候，市场一定会跌。因为美债的波动，并非市场上涨或下跌的充分条件，只有在少数情况下，这种美债波动驱动因素的权重占比更大，包括前期美债的扰动。如果我们复盘来看的话，实际上是在触发 1.4%这样关键的中长期撑压位置的情况下加速上行（向上破位，打开了空间），带动了连锁反应。

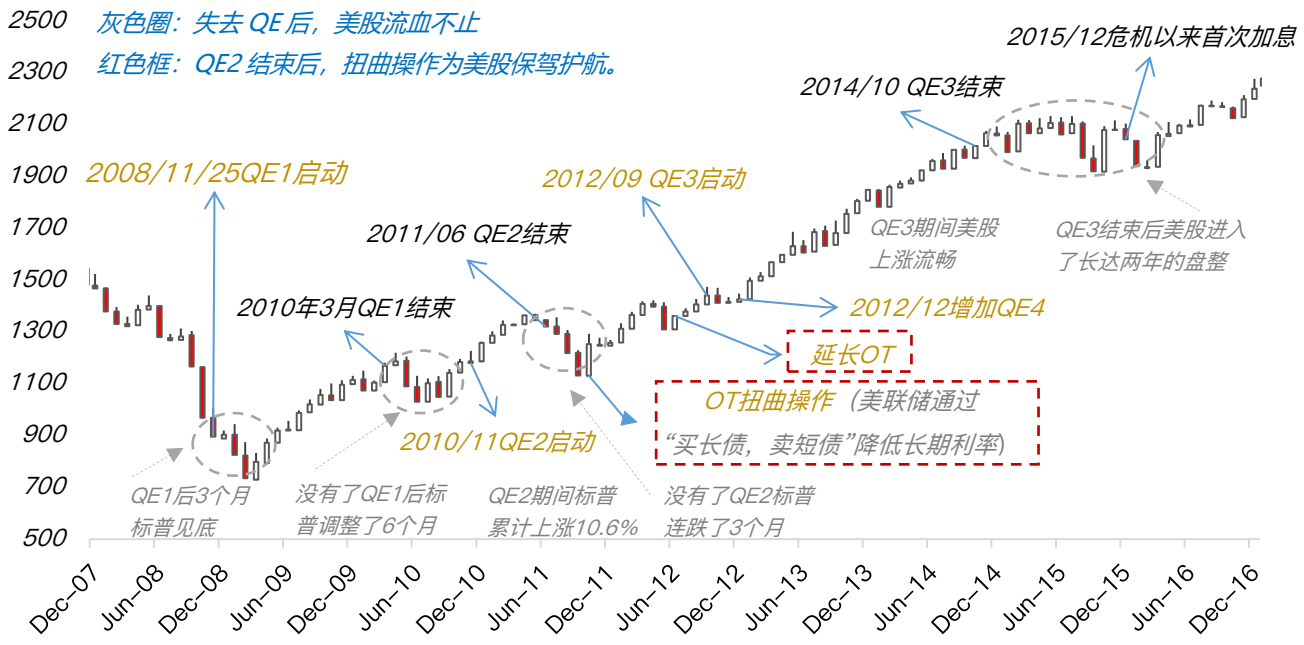
但不是每一个位置，都有这样足够特殊的意义，因此从一个更长的窗口看，并不能把这种线性回归的结果，作为推导出美股必然会下跌或上涨的论据。但整上，在 10 年期美债收益率小于 2%的水平下，美股仍然具备概率优势。

1.3 始于流动性，终于流动性：和美债收益率相比，宽松预期对美股来讲更有指导性，宽松退潮的时期，美股出现结构性熊市是大概率事件

实际上，相比于美债收益率，宽松本身这个变量，更接近于成为市场中长期可以上涨的充分条件，尤其是增长和流动性、金融条件相对健康的情况下。以金融危机为开端，我们知道在这之后，美联储的救市行为就屡见不鲜，对于市场来讲也屡试不爽。

比如，如果我们回溯金融危机后的美股表现会发现，美股的上涨，基本都是在 QE 的周期内实现的，且这一阶段美股上涨相对流畅，而一旦失去 QE，美股就会毫不犹豫的进入调整。我们看，历史上在没有宽松政策续航的情况下，美股也会向结构性熊市演变（15-16 年）。

图 2：2008 年金融危机后，标普 500 在 QE 期间，OT 扭曲期间，无 QE 期间，这三种阶段的表现



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

1.4 扭曲操作预期暂时落空，让美股稍显落寞

这里值得一提的是 OT 扭曲操作（Operation Twist）。简单来说，是通过卖短债，买长债（一般四、五年期限以上的债券），来压低长端利率，借此降低借贷成本，而短期利率（比如 2 年期）更多挂钩联邦基准利率，因此卖短债，对短期美债利率的影响不会不大。

我们可以看出来，和美联储购债放水相比，扭曲操作的好处在于，没有增加流动性，进而也不会产生泡沫，甚至不会直接影响通胀。但可以为经济复苏前景保驾护航，长短利率降低的情况下，贴现率也降低了，可以直接拉升美股估值。所以 OT 扭曲操作，实际上出台的必要性比想象中更强。因此，上周五鲍威尔讲话后，扭曲操作的预期落空，其实是一个比较遗憾的事情。但仍然需要注意的是，美联储也并没有承诺不使用扭曲操作，只不过目前已经进入静默期，这部分需要等到本月中旬的 FOMC 上，再一探究竟。

另一部分，我们看历史上(上图)，扭曲操作其实也是滞后于股市波动的，市场跌下来后，更容易触发美联储启用扭曲操作进场“救市”。

1.5 美债收益率有望迎来阶段喘息（大致在 3 月中下旬-二季度）

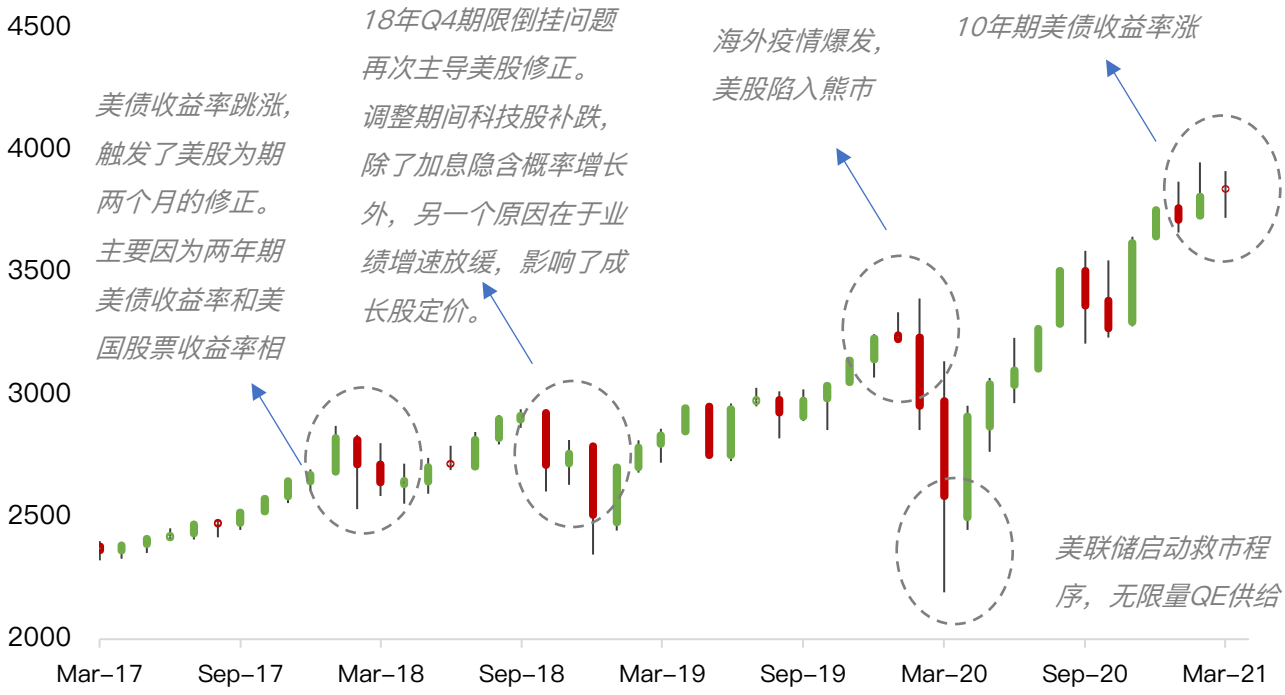
几个催化因素包括：1)近期 1.9 万亿财政刺激落地，这是疫情后的第三轮财政刺激政策，预计也是最后一轮；前期美债受预期先行影响，近期靴子落地后，暂时没有新的催化剂出现。2）刺激通过后，美国政府杠杆率重回高位，为降低债务成本拜登刺激落地后的一段时间内美联储或将加大购债力度，短期压低实际利率（债券收益率下降）；

在国债收益率喘息阶段，货币政策边际收紧之前，市场将迎来喘息，包括，当前估值虽然偏高，但和历史同期相比，也并非在泡沫化的阶段。

从以上分析，我们可以大致推导出，美股中期趋势并没有逆转，甚至依然相对健康。未来更远的话，还要关注货币政策边际收紧、还有货币政策全面退出，这两个时间窗口。

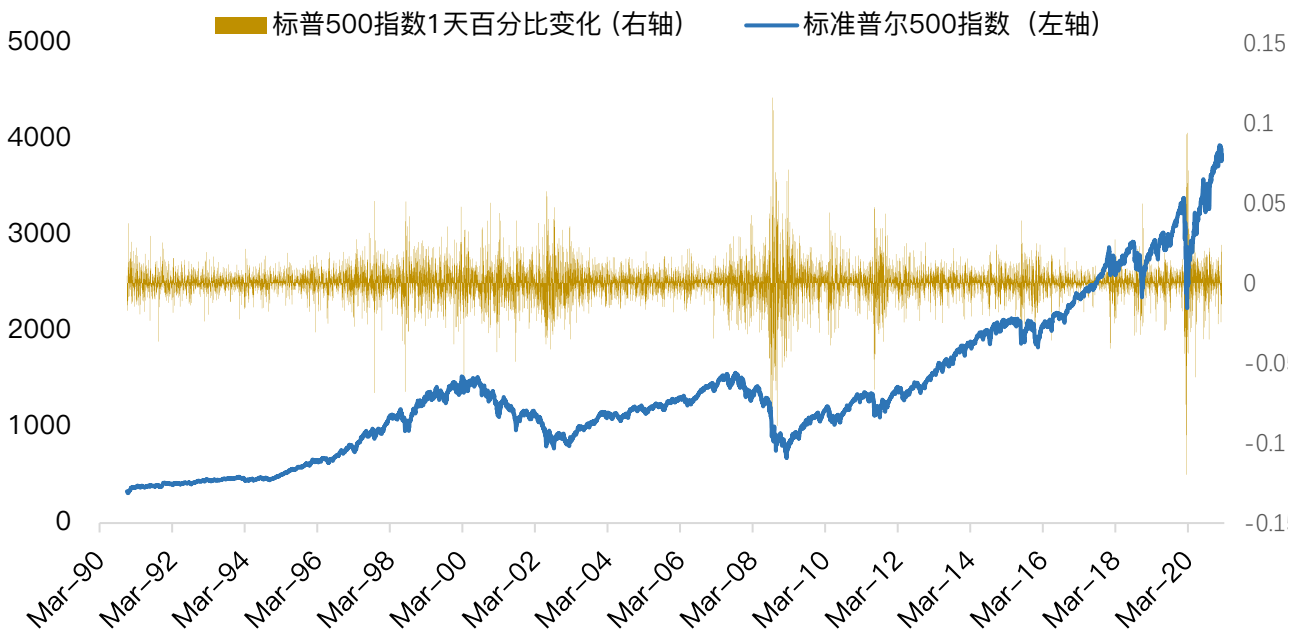
1.7 鲍威尔执政时期，美股进入大幅动荡的阶段

图 3：鲍威尔执政时期，美股进入大幅动荡的阶段



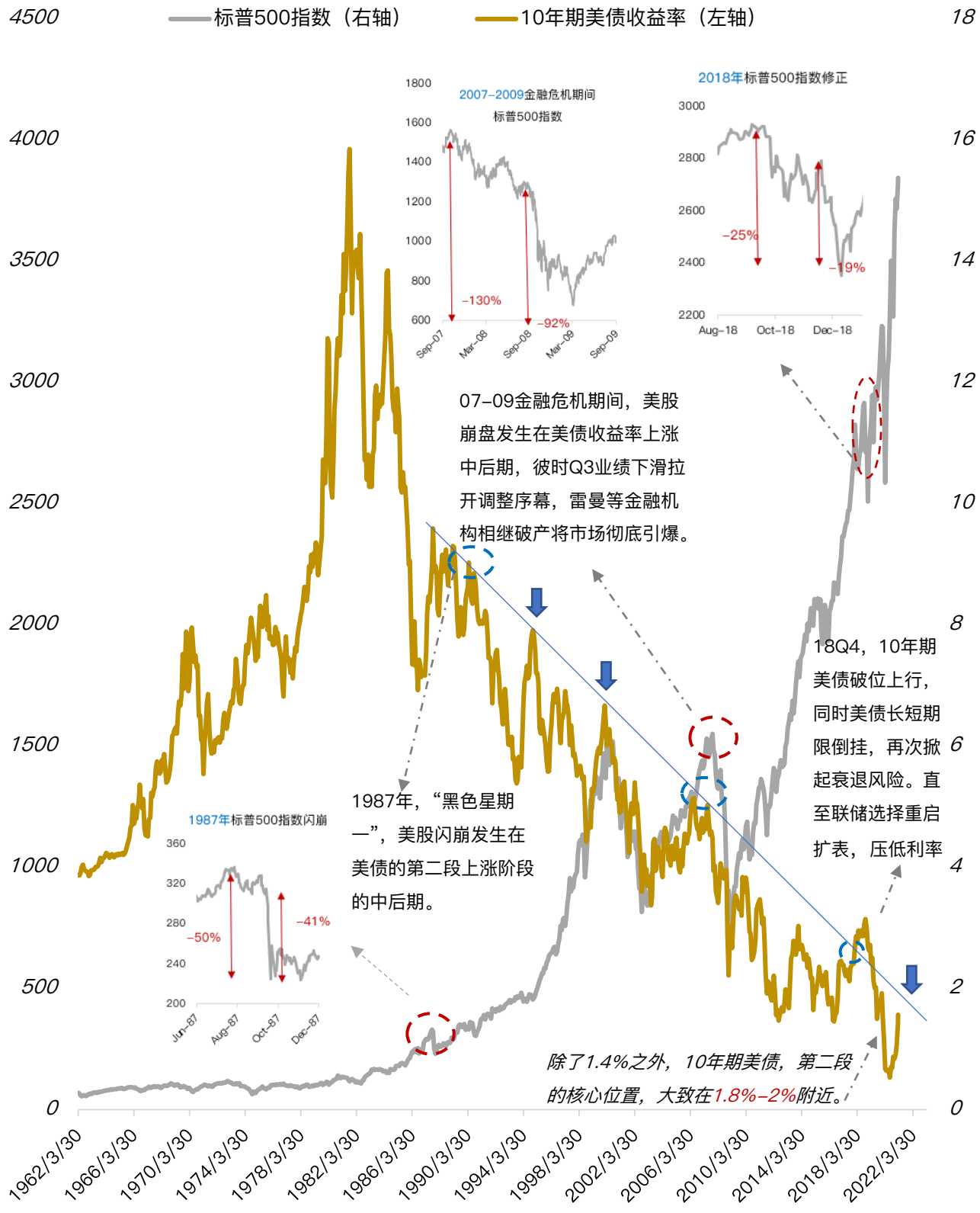
数据来源：Bloomberg，老虎证券；

图 4：标普历史不同时期波动率（1990-2021）



数据来源：Bloomberg，老虎证券；

图 5：世纪难题，美股历史上，惊心动魄的美债风险



数据来源：Bloomberg，老虎证券，

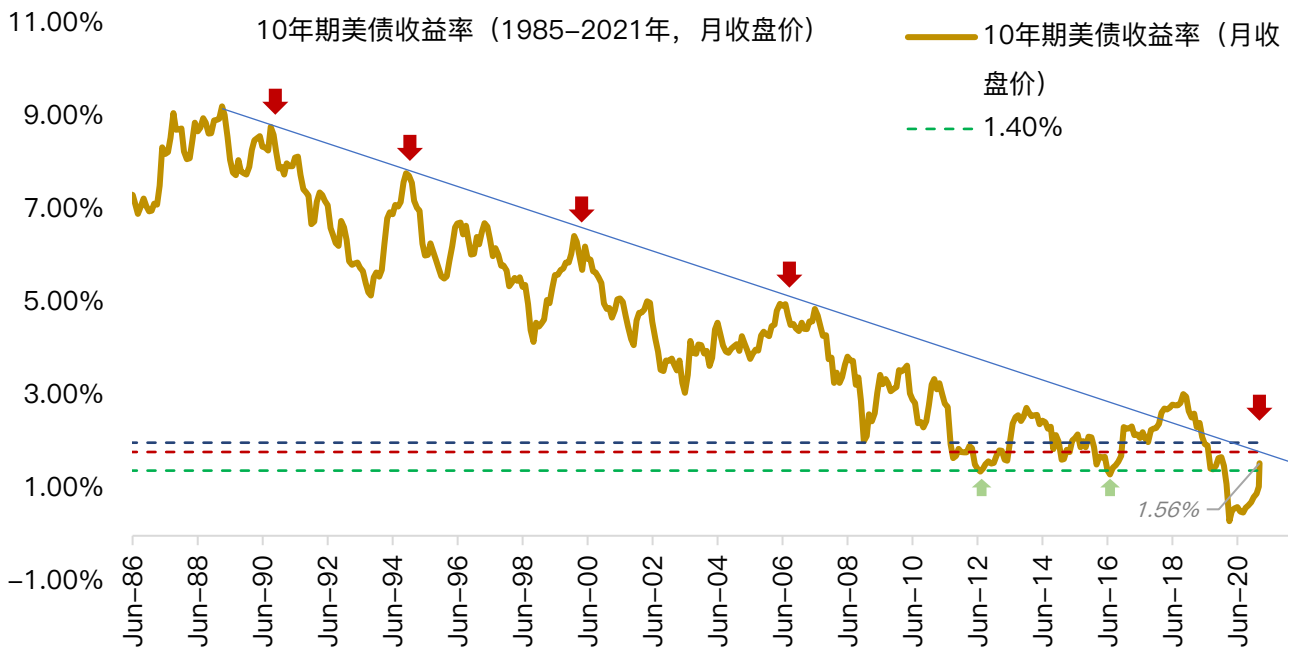
二、当前阶段的技术性分析和启示

2.1 美股周线、月线窗口进入中长期抉择时刻，带来哪些启示？市场会向何处演变？

首先是美债收益率抬升，如果我们换作技术性语言去表达的话，那么：美债在 18 年四季度的破位上行，实际上是一个假突破的形态，随后受阻回落，进入了 2 年时间的下行通道。

近期美债收益率在突破 1.4%这一过去 10 年的压力位后加速上行，并在上周完成了回踩确认（对应纳指强势期），随后再次上行（纳指再度回落），因此，美债技术区间，未来大致会在 1.4-1.8%区域运行。

图 6：10 年期美债收益率（1983-2021）



数据来源：Bloomberg，老虎证券

2.2 近几年，美债收益率问题真正走进投资者视野，其实还要追溯到 18 年 2 月份

当时也是美债收益率跳涨，触发了美股为期两个月的修正，18 年 Q4 期限倒挂问题再次主导美股修正，随后美联储由缩表转为扩表，直至 2020 年 2 月海外疫情爆发，美股陷入熊市。疫情后美联储 QE 力挽狂澜。如果我们以宽松为线索，实际上，过去两年来，美股在大方向里的上涨和下跌，可以说都是基于货币政策走向下的一脉相承。

基于更长时间窗口看，美股已经演变到了临界位置（要么调整尾声，要么再修正一触即发），我们尝试通过技术分析的视角，来分析市场的价格行为。这种方式可能会更直观一些。美股市场一个特殊的价格行为。

而且实际上，美股过去两年的路径也基本上是在扩张三角形里面

为什么，这个扩张三角形相对更重要？因为过去 20 年来，美股曾多次演绎该种形态。

我们看，自 2000 年互联网泡沫后的任何一个熊市周期，美股在周、月线上，都会有突破后回撤反向延长线的价格行为，在回踩成功后继续上扬。

包括 08-09 年金融危机，11-12 年欧债风暴，还有后来 15-16 年的结构性熊市，实际上整个标普 5000 指数的路径，都是相对精准的完成了。

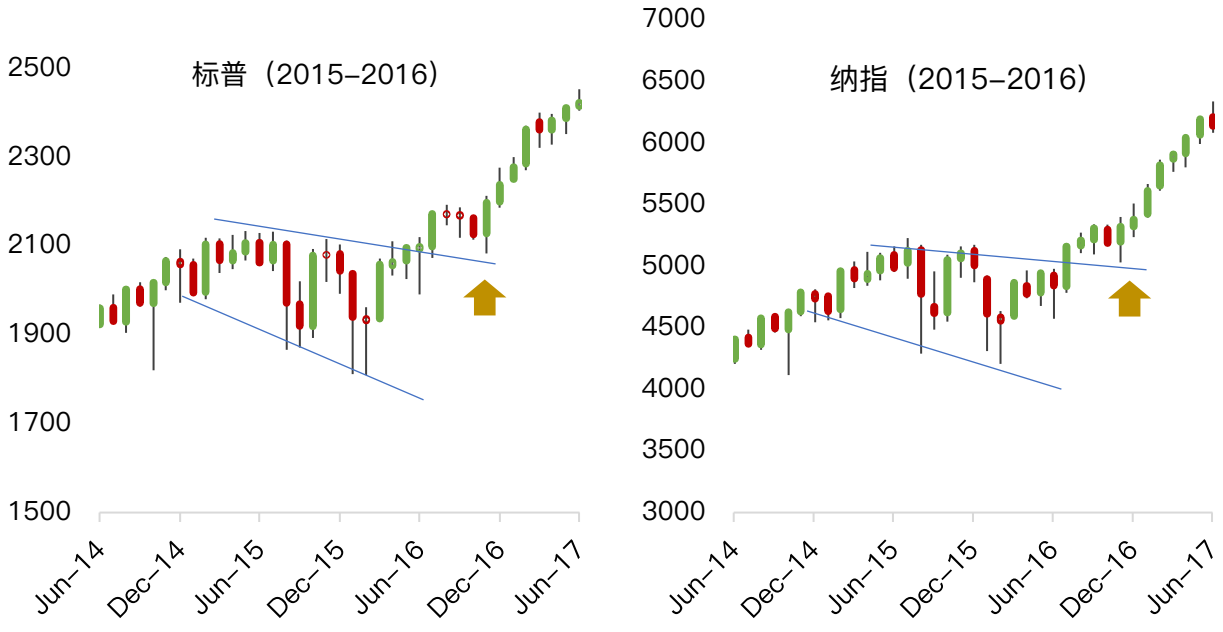
因此，这个路径时至今日，仍然有很大的参考性。因此，一旦掉下来，意味着此前是假突破，这一轮流动性推升的牛市基本就结束了。

图 7：2007-2008 金融危机、2011-2012 欧债危机期间，标普月线窗口表现（大型扩张三角形）



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 8：15-16 结构性熊市期间，标普和纳指月线窗口表现（类似大型扩张三角形）



数据来源：Bloomberg，老虎证券

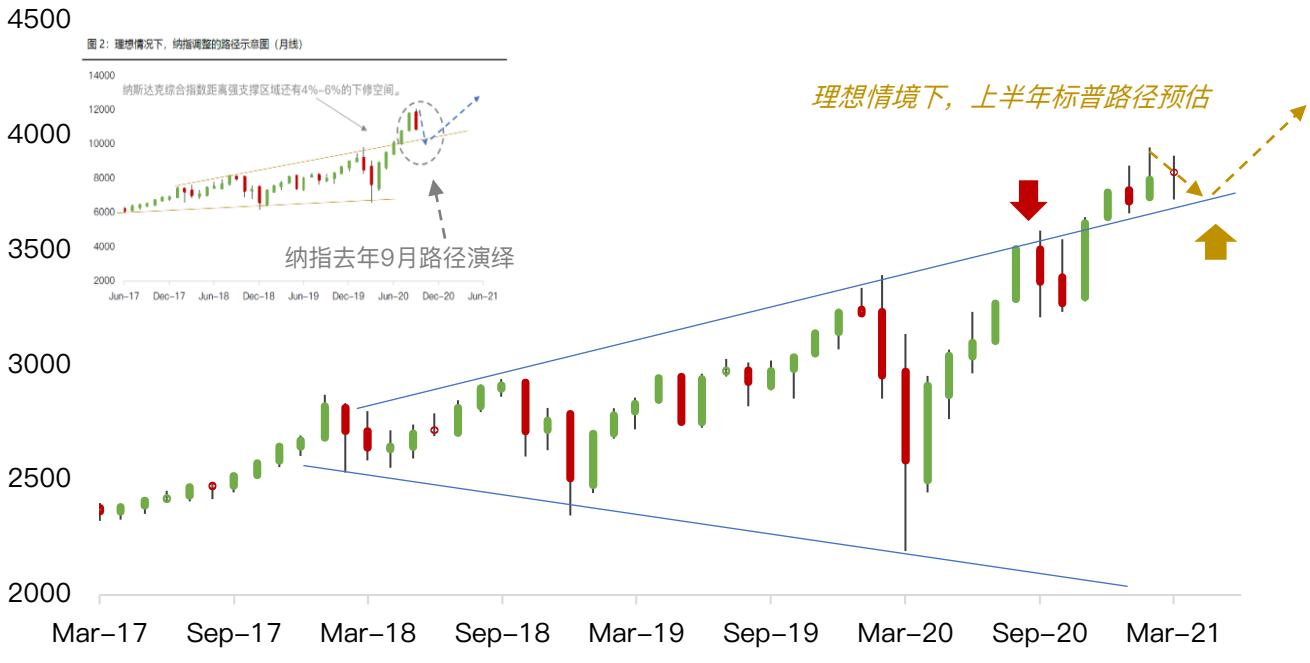
2.3 历史上熊市前后，三大指数殊途同归。

尽管路径不一样，但未来如果真的进入熊市，历史上在熊市情境下，三大指数往往都是殊途同归。我们曾在节前的报告中提出，指数的回调可能复刻 9 月份的调整，当然后来这轮调整的空间，实际上比我们预想的中更大（主要是纳指）。

但市场的调整依然有迹可循，此刻的标普 500 指数，在结构上，更像 9 月份的纳斯达克，道琼斯指数则更像去年 9 月份的标普 500 指数。标普月线窗口仍然在回踩的趋势中，这也是美股目前并没有触发全市场抛压的一个重要因素。相反，一旦跌破，将会触发更多的抛压。

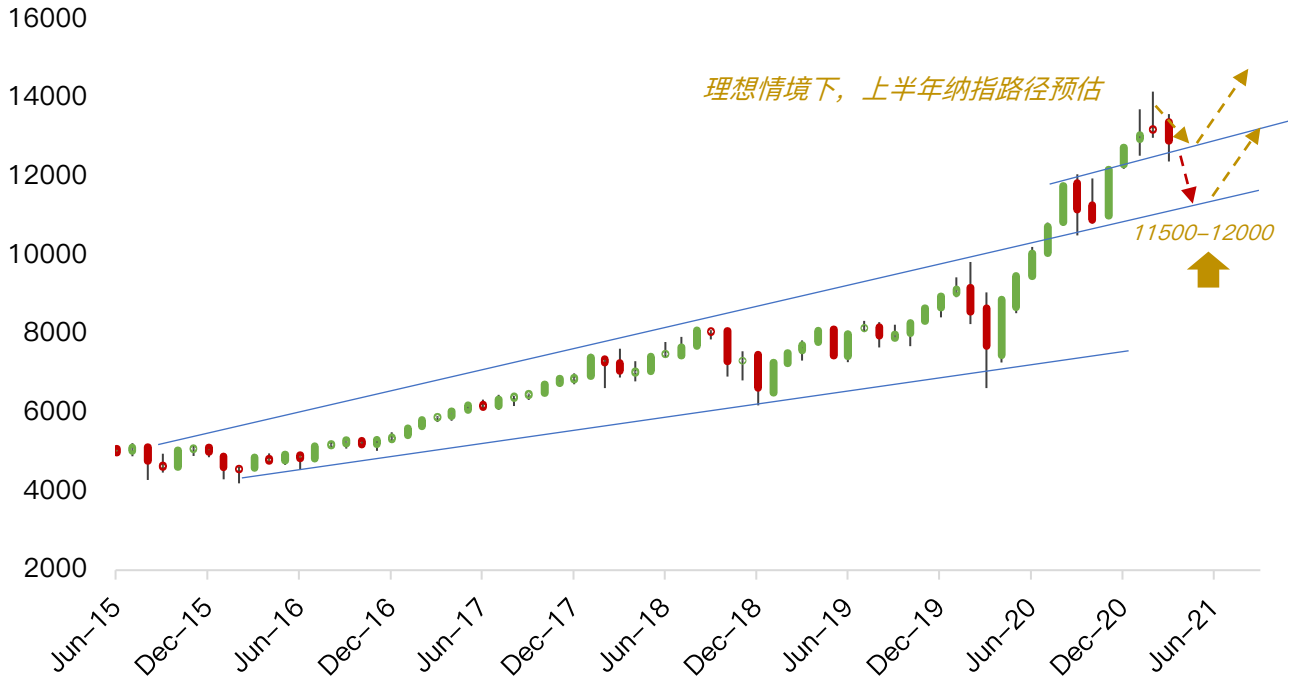
基于以上分析，我们认为月线窗口，市场（道指、标普）在这里应该获得上行动能。纳指上旬受利率因素影响更大，偏极端的一种情况下，指数分化向极限演变，不排除纳斯达克下探至 11700 区域的走势。

图 9：上半年，标普 500 指数有望复刻纳指去年 9 月时期的路径（月线窗口），继续冲击 4000 点



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 10：上半年，纳斯达克指数的两种路径（月线窗口）



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 11：理想情况下，上半年道琼斯指数路径图预估（月线窗口）



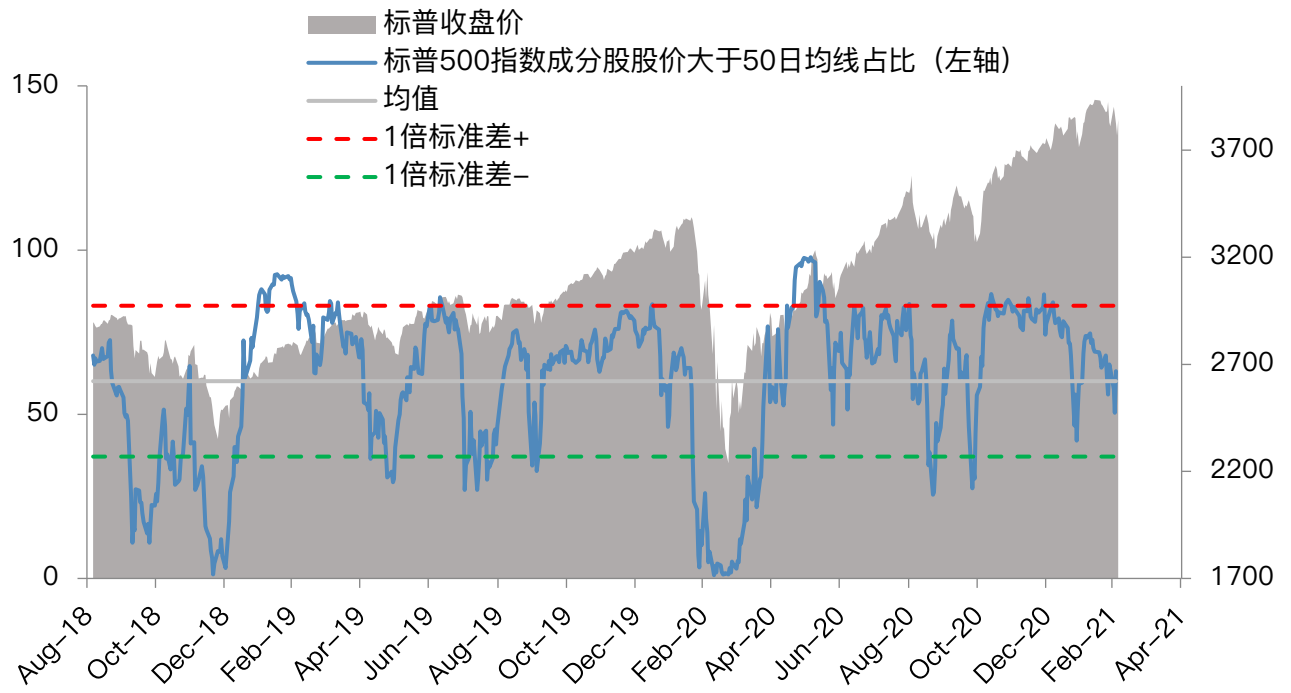
数据来源：Bloomberg，老虎证券

三、指数环境评估

理想情境下，参考月线窗口，标普上半年应该进入到 4000-4200 区域。随着 Q1 末、Q2 阶段美债的喘息，纳指也将得到修复。不过短期比较遗憾的事情是，从日线窗口，并没有看到市场有充分的动量，作为上涨的有力论据，在本月中旬静默期之前，市场仍然可能仍然会以时间换空间的方式来蓄势。单纯利率抬升不足以造成道指、标普出现急跌，换言之，调整空间近尾声（尤其是价值股），但时间可能并不是。纳指上旬受利率因素影响更大，路径可能更复杂一些。

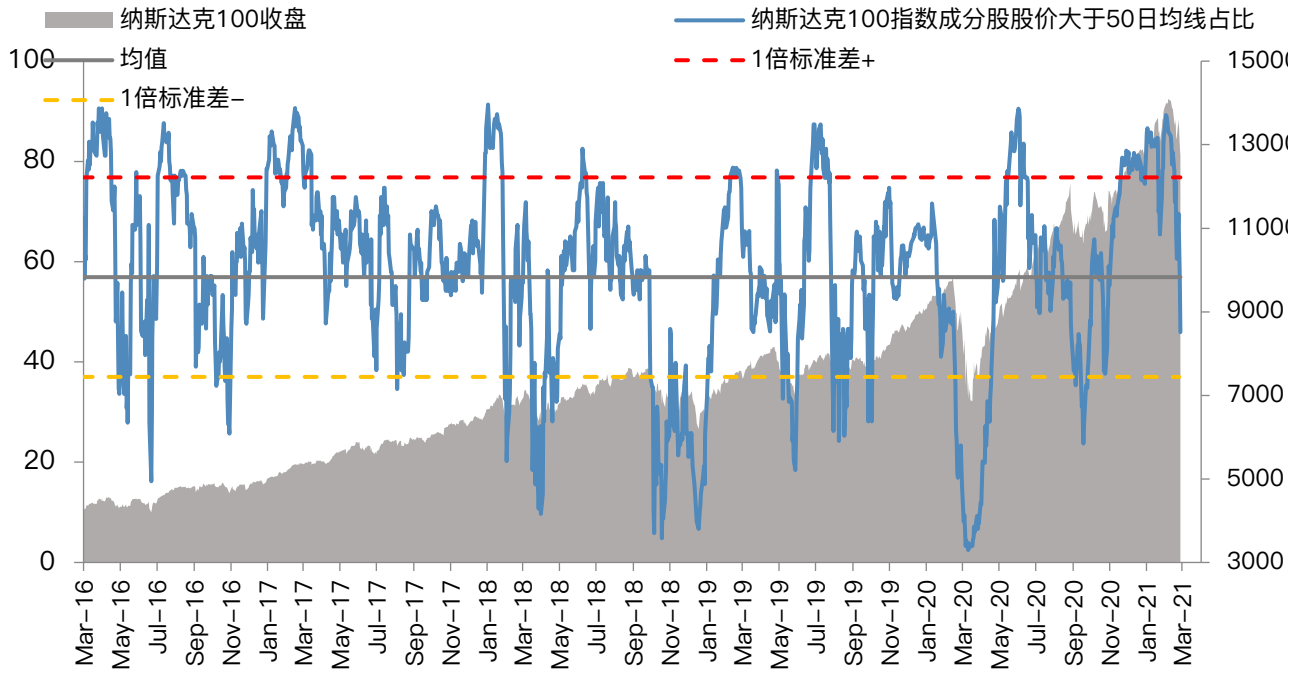
如果投资周期是以季度为窗口，那么我们认为，当前美股仍然具备较强的配置价值。风格上，美债波动虽然放缓，但在美债利率整个的抬升趋势可能贯穿全年的情况下，建议超配周期股，价值股（银行、工业、航空等）；标配科技股，成长股（新锐科技，具备国际化能力的科技成长股）。

图 12：标普指数市场广度



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 13：自然调整的情况下，纳指需市场广度的跟进，最好出现底背离情形（蓝色线强于纳指）



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 14：1.9 万亿美国救助计划（American Rescue Plan）

纾困项目	拨款金额	提案内容
抗击疫情	1600 亿美元	全国疫苗接种计划，购买快速检测资源提供资金，提供紧急救灾资金，启动公共卫生就业计划
教育	1700 亿美元	为 K-12 和高等教育机构提供资金，1300 亿美元帮助学校安全开学，350 亿美元高等教育紧急救助资金
紧急带薪休假	-	为超过 1.06 亿人提供紧急带薪休假
近 10000 亿美元个人救济		
直接支付给民众	1400 美元/人	向大多数美国人直接支付 1400 美元支票
失业救济金	400 美元/(人·周)	失业救济金增加至 400 美元/周，延长至 9 月底（或更长）
最低工资	-	将联邦最低工资提高到 15 美元/小时
租房救助	300 亿美元	向处境艰难的租房者提供额外救助，并将驱逐禁令和取消抵押品赎回权的暂停期延长至 9 月 30 日
补发风险津贴	-	为一线员工从 2020 年至今所承担的风险补发风险津贴
儿童保育救助	150 亿美元	提供儿童保育费用额外援助，帮助父母重返工作岗位，帮助儿童护理中心重新安全开放并提高工作人员薪资福利
	250 亿美元	紧急稳定资金，帮助受重创的托儿所支付费用并安全运营
	-	紧急延长儿童保育税收抵免一年，支付儿童保育费用。
儿童和劳动所得税抵免	-	儿童税收抵免年度可退款额提升至 3000 美元/人，6 岁以下儿童为 3600 美元/人；扩大劳动所得税抵免
额外现金援助	10 亿美元	向贫困家庭提供临时救助（TANF）额外现金救助
医疗和健康	40 亿美元	扩大药物滥用和精神健康服务管理
	200 亿美元	为退伍军人医保需求提供资金
	8 亿美元	打击家暴和性侵
4400 亿美元为陷入困境的组织提供支持		
小企业救助	150 亿美元	向 100 余万受疫情影响最严重的小企业直接拨款
	1750 亿美元	以 350 亿美元投资优质国家、地方、部落和非营利性中小企业融资计划，产生 1750 亿美元用于投资和低息贷款
对州和地方政府紧急救助	3500 亿美元	确保地方政府为一线工作人员提供支持，同时用于有效分配疫苗、重新开放学校等重要服务。
	30 亿美元	由经济发展管理局（EDA）支持经济发展
公共交通	200 亿美元	为受影响最严重的公共交通机构提供救济
部落政府救助	200 亿美元	支持部落政府应对疫情

数据来源：Bloomberg，老虎证券；

港股策略点评：美债对指数冲击有限，新经济赴港提速

投资要点

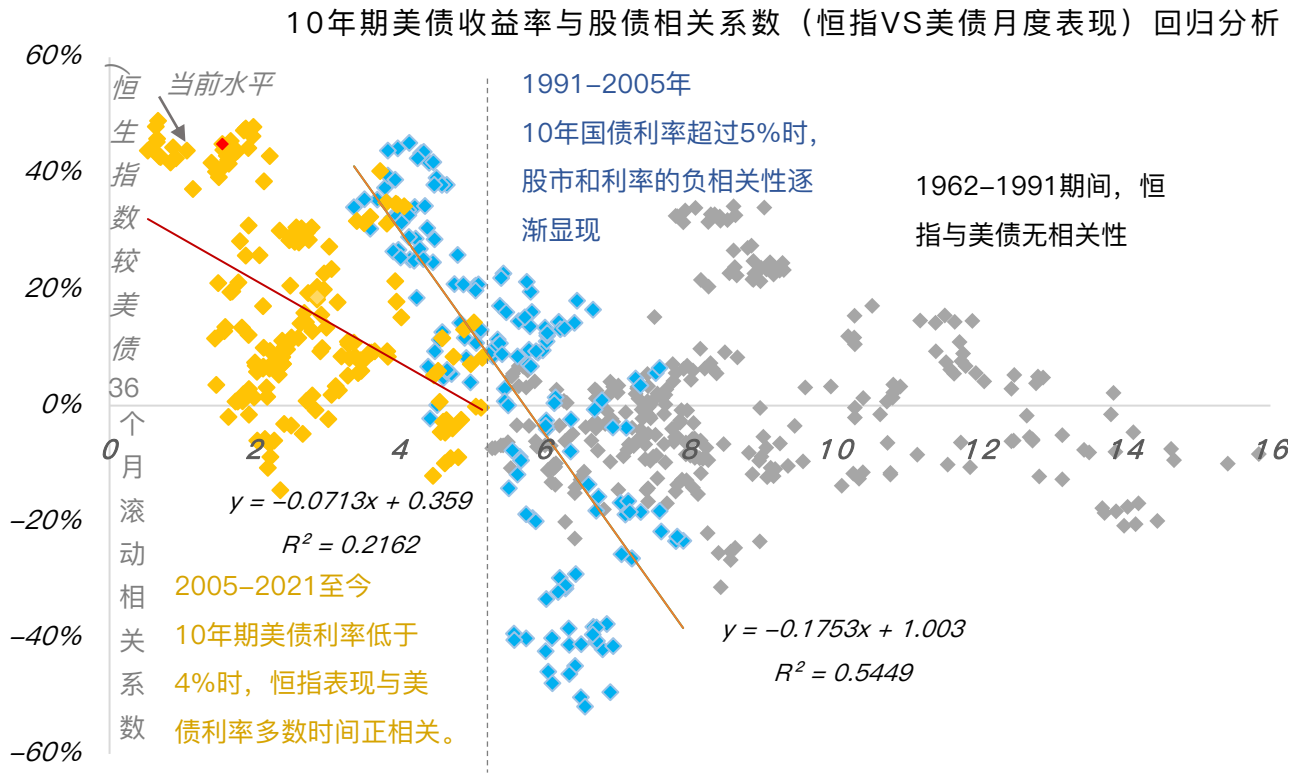
一、市场风格评注： 美债冲击对恒指影响相对有限

三、陆港通观察：新经济赴港提速，金融股持续获青睐

一、美债冲击对恒指影响相对有限

美债收益率作为资产定价的锚，目前是全球关注的焦点。港股同样是更加依仗流动性的国际市场。我们看，尤其是在 2005 年之后，在 10 年期美债收益率小于 4%的低利率环境下，恒指表现通常与美债收益率，多数时间呈现正相关。

图：低利率环境下，恒指表现与美债路径呈现正相关性



数据来源：Bloomberg，老虎证券

恒生指数的周线仍然处在去年 Q4 探底以来的上升趋势中，显示近期印花税和美债波动的以外冲击，目前为止并没有对恒指构成逆转；一如过往，基于海外市场流动性中期依然向好的判断，我们延续年初时的观点：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。

二、龙头股纳入指数后表现、陆港通观察

2.1 纳入恒生指数后的表现对比

月初恒指季度检讨，成份股数目将由 52 只增加至 55 只，3 月 15 日阿里健康、龙湖和海底捞即将加入恒生指数成份股，其中阿里健康将占恒指成份股比重的 0.89%，龙湖集团占 0.62%，海底捞占 0.58%。从过去小米、美团的走势中，我们可以看到，纳入恒指对股价的催化较为明显。除此之外，汽车之家赴港二次上市，近期百度二次上市也获港交所批准。

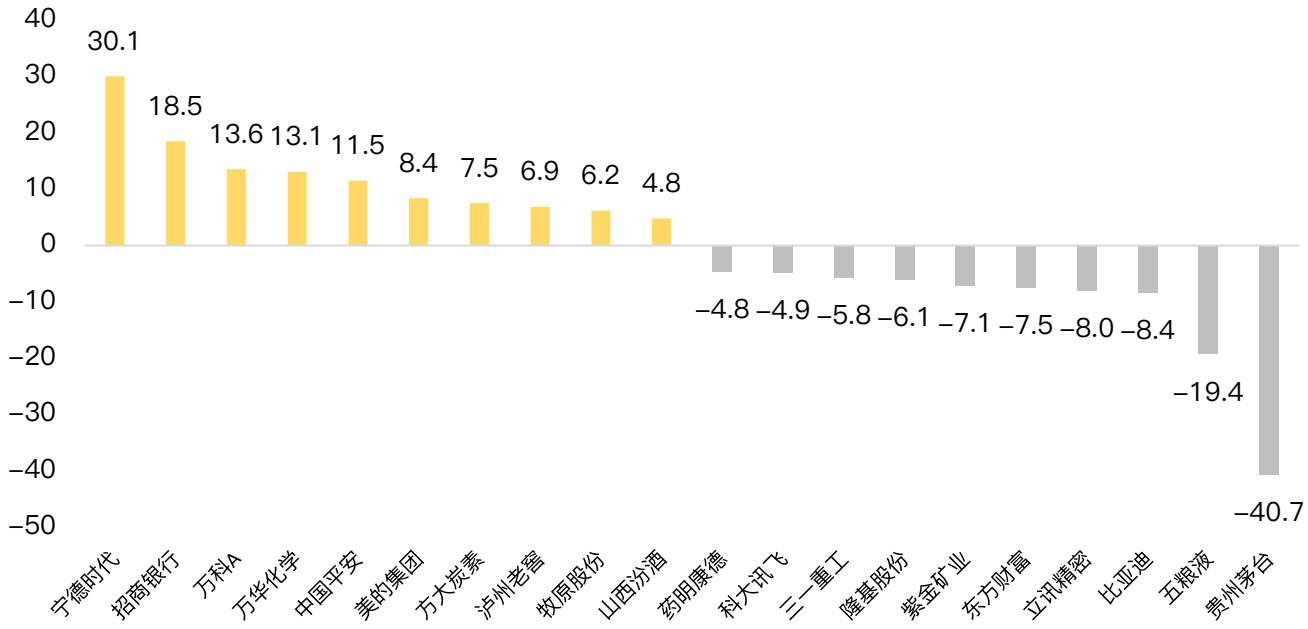
图：龙头股纳入港股通、和恒指前后表现



数据来源：Bloomberg，老虎证券

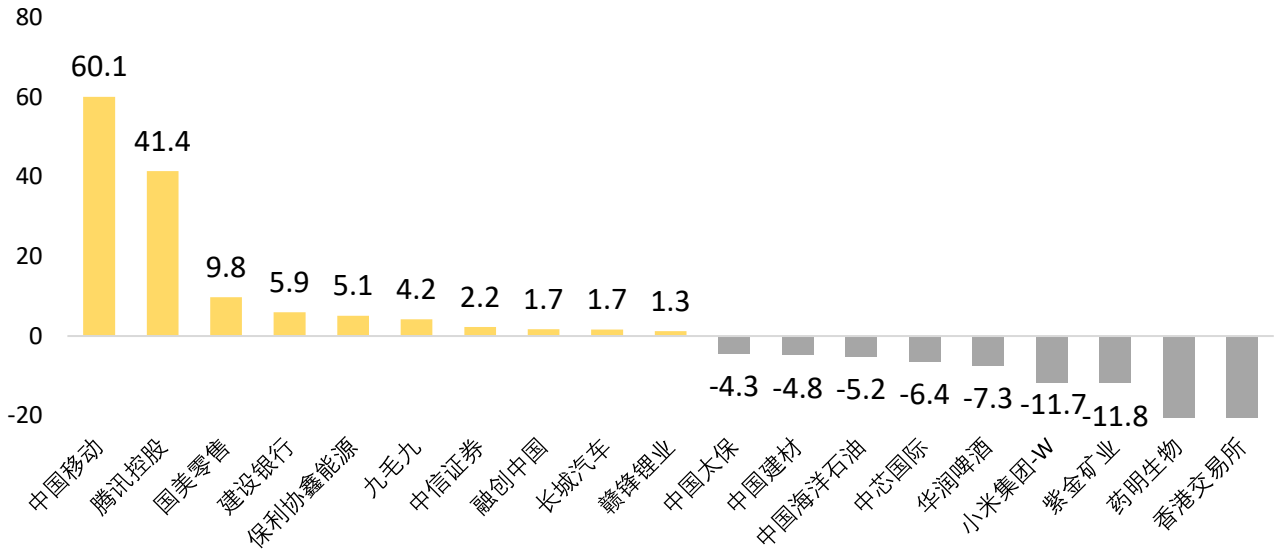
2.2 一周陆港通观察，上周陆港通成分股表现分化。资金持续流入金融股，其中招商银行、中国平安、建设银行、中信证券获得资金青睐，

图 1：陆股通（沪股通+深股通）一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

图 2：港股通一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

一周 IPO 观察：知乎递交招股、汽车之家二次上市、百度回港获批

港股

至 3 月 7 日当周有 4 家公司递交招股书、1 家公司并正在招股，1 家公司上市，IPO 进入淡季。赛升药业 IPO 上市，暗盘微涨 2.02%，首日涨跌收平，随后破发。该股录得超过 1000 倍超购，一手中签率仅 3%，140 手稳中一手。

一、汽车之家二次上市

汽车之家是中国领先的汽车消费者在线服务平台。根据贵士移动的资料，按截至 2020 年 12 月 31 日的移动端日活跃用户计，在汽车服务平台中排名。此次在港二次上市共募集 3029 万不，发售价格不高于 251.8 港元/股。以 3 月 5 日美股收盘价来算，若以上限定价，相当于溢价超过 17%发行。因此其定价与当即美股环境息息相关。

二、百度拟在港二次上市

3 月 1 日百度宣布完成 1:80 的拆股且于 3 月 1 日生效——从每 10 股 ADS（美国存托股票）代表 1 股 A 类普通股，更改为每 1 股 ADS 代表 8 股 A 类普通股，并将在 3 月正式完成在港二次上市，募资规模至多为 50 亿美元。美银、中信里昂证券和高盛牵头负责本次上市事宜。

美股

至 3 月 5 日当周，由于美股经历了较大不确定性和恐慌，增大了市场波动。本周有 2 家公司 IPO，分别为 Oscar Health(OSCR)和 InnovAge(INNV)，两家医药公司。前者 IPO 当日大跌 10%，而后者则在首日大涨 15%。

下周将迎来

1. Roblox(RBLX)，儿童游戏网站 ，此公司将以 DPO 的方式上市，发行价是 45 美元，计划 290 亿美元市值筹集 89.5 亿美元

2.COUPANG(CPNG)，韩国最大的电子商务网站，发行价是 27-30 美元，计划 51 亿美元市值筹集 3.4 亿美元

3. 海沃德控股(HAYW)，泳池设备供应商，发行价 17-19 美元，计划以 44 亿美 25 亿美元元市值筹集 7.25 亿美元 ，

4. 面料和手工艺品零售商 JOANN(JOAN)计划以 6.79 亿美元市值筹集 1.75 亿美元，发行价是 15-17 美元;

5. 中概股第一中学教育集团(FHS)（长水教育集团）计划以 2.89 亿美元市值筹集 7500 万美元，发行价是 9.5-10.5 美元;

6. 以色列养殖肉类技术开发商 MeaTech 3D（MITC）计划以 1.75 亿美元市值筹集 2500 万美元，发行价是 15.10 美元 。

一、知乎递交招股书

中国最大在线问答社区知乎首次向美国 SEC 提交 IPO 申请，计划在纽约证券交易所挂牌上市，代码“ZH”，瑞信、高盛、摩根大通担任承销商。根据招股书披，知乎 2020 年总营收为 13.52 亿 ，同期增长 101.7%，其中付费会员收入 2020 年收入 3.2 亿，同比增长 264%。 截至 2020 年 12 月 31 日，知乎累计拥有 4310 万内容创作者，已贡献 3.53 亿条内容，其中包括 3.15 亿个问答。

二、聚好商城递交招股书，拟于 3 月 10 日上市

隆力奇旗下聚好商城更新招股书，拟以“JWEL”为证券代码在纳斯达克上市。公司计划发行 371 万普通股，发行价预计为每股 7 美元。聚好商城拥有隆力奇荣誉产品、20000 多家线下

直营店坐落在中国各大中小城市。招股书显示，2020 年上半年聚好商城营收为 2695 万美元，同比增长 77%，净利润为 83 万美元，同比增长 43%。

一周 SPAC 观察

本周有 39 家 SPAC 壳公司上市，其中重要的 IPO 有：

1. HERA，目标是金融科技行业，由前 Bancorp 集团 CEO Betsy Cohen 主导

2. TSPQ，目标是科技健康行业，由前 SolarCity CEO Brad Buss 主导

3. ANZU，目标是工业科技行业

4. STD、STC，目标是 DTC 消费行业，由 NewYork Island 前共同创始人 Jonathan Ledecky 主导

5. SNII，目标是科技行业，由 711 前 CEOJoseph DePinto 主导

6. HYAC，目标是消费行业，由可口可乐前 COO Steven Heyer 主导

有 12 家公司公布了交易事宜，重要的包括：

GWAC 与比特币矿商 Cipher Mining

RTPZ 与房屋保险和智能设备商 Hippo

SOAC 与稀土矿产 DeepGreen Metals

CAP 与 Protech 公司 Doma

VMAC 与流媒体服务公司 Anghami

TWND 与 mplx 提供用于网络安全的云原生风险分析平台 omplx 提供用于网络安全的云原生风险分析平台

ACND 与财务分析服务公司 Beacon Street

VACQ 与卫星公司 Rocket Lab

基本面日程分析

本周重要经济数据、事件

周一（3/1）	周二（3/2）	周三（3/3）	周四（3/4）	周五（3/5）
	3:00 亚特兰大联储主席博斯蒂克、克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话		3:00 美联储发布经济状况褐皮书	1:05 美联储主席鲍威尔就美国经济发表讲话
23:00 1月营建支出 2月ISM制造业采购经理人指数		21:15 2月ADP就业人数变动	21:30 上周季调后初请失业金人数	21:30 2月季调后非农就业人口变动 2月失业率 1月贸易帐
资料来源:公开资料整理				

聚焦 1.9 万亿财政刺激计划的进展

本周经济数据比较清淡，重点关注美国 2 月 CPI 数据、3 月密歇根大学消费者信心指数初值。此外，人们将关注 1.9 万亿美元财政刺激计划的进展。

本周的通胀数据极其重要，目前市场预计美国 2 月 CPI 年率有望增加至 1.7%，核心 CPI 仍可能维持在 1.4%不变。根据美国劳工统计局 2 月 10 日公布的数据显示，美国 1 月 CPI 同比增长 1.4%，小幅低于市场预期的 1.5%。

另外，重点留意新冠疫情和拜登 1.92 万亿美元刺激计划的相关消息。最新消息显示，美国参议院通过了民主党人关于失业救济金的修正案，将提供每周 300 美元的援助至 9 月 6 日；但投票否决了参议员伯尼·桑德斯关于将最低工资标准提高到每小时 15 美元的修正案。

民主党控制的众议院计划在下周二通过该法案，并在 3 月 14 日延长失业援助计划的最后期限之前，将其送交美国总统拜登签署。

本周财报关注：京东、小鹏汽车

京东

京东将于 3 月 11 日盘前公布第四季度业绩。市场一致预期本季度营收将增长 28.6%，增速与第三季度持平，其在疫情期间尤其是低线城市收获了大量新客户，其扩大用户群的潜力有助于长期收入和盈利增长。

去年双十一期间，京东 GMV 达到 2715 亿元，同比增长 32.8%，3C 产品巩固其线上零售市场份额。

京喜、线下门店和生鲜品类还在推动用户规模扩张。第三季度的年度活跃客户数量增长了 32%达 4.42 亿。随着第四季度季节性促销支出的增加，营业利润率可能会大幅下降。市场普遍预期，第三季度非公认会计准则的营业利润将从人民币 53 亿元降至 7.3 亿元。

小鹏汽车

本季度，小鹏汽车持续受益于营收增长释放的规模效益，随着单位生产成本降低，毛利率在第四季度会有所改善。2020 年，中国市场对新能源汽车需求飙升，小鹏汽车第四季度出货量环比增长 51%，工厂利用率也从第三季度的 23%提高至 35%。

然而，由于价格较为昂贵的小鹏 P7 交付占比较低(第四季度为 66%，上季度为 72%)，这可能会拖累平均售价，对利润增长构成一定压力。预计小鹏在第四季度会继续亏损，因为其不断扩大的销售网络，以及计划在第一季度推出自动驾驶系统 XPilot 3.0，这都会导致营销和研发费用上升。

泡泡玛特：浅谈可选消费赛道的投资机会

去年 12 月，“潮玩一哥”泡泡玛特在港交所挂牌上市，首日大涨超 100%，市值突破 1000 亿港元。此后经历被新华社点名、估值回归，但不能否认泡泡玛特身处优质赛道，自身成长速度和确定性依然较高。

本文试图通过自上而下的筛选逻辑，谈谈为什么泡泡玛特可能在动荡和充满不确定的 2021 年获得超额收益。

| 投资要点

➢ 可选消费赛道的投资机会

2021 年，随着全球流动性收紧，不会再出现全面的普涨行情，投资者更多寻求机构性的投资机会，市场也逐渐从赚估值的钱转向赚盈利增长的钱，这个逻辑下，消费行业在增长和确定性都是不错的投资选择，尤其是后疫情时代下的消费复苏主题。

➢ 二次元文化全面出圈

2020 年是二次元文化崛起的一年。二次元的利好除了波及到了游戏领域之外，也延伸到很多其他板块，比如动漫、盲盒以及一些周边。近年来二次元能够迅速崛起，主要源于背后强大的 IP，泡泡玛特亦是如此。

➢ 优中选优：泡泡玛特的稀缺性

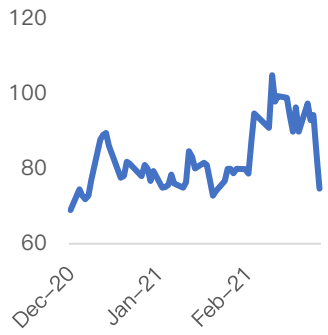
泡泡玛特的独特性主要体现在三分方面：1）成瘾性及高复购率。抽盒是一种带有不确定性的游戏，热门款和限定款稀缺性驱动下，用户有一定成瘾性；2）社交属性通常普遍存在于游戏和社交平台

一周个股分析

泡泡马特（09992）

泡泡玛特(09992)	
最新收盘	74.70
总市值	1047 亿
每股收益	--
市净率	70.91
净资产收益率	--
2020 净利润	1.41 亿
52 周最高	107.6
52 周最低	61.2

近期价格走势图



往期回顾

➢ 《网易：游戏核心稳健，有道增长迅速，云音乐提升估值》20200601

中，消费品和社交的融合是十分困难的，泡泡玛特却做到了，交换交易需求令盲盒具有社交功能。3）相比国内，国外市场空间可能更大，全球布局扩展脚步或提速。目前，泡泡玛特已入驻韩国、日本、新加坡及美国等 21 个国家及地区。

➢ 风险提示

- 使用社交媒体可能对公司声誉造成不利影响；
- 通过第三方制造商生产产品可能对公司财务带来风险；
- 海外市场销售遇阻的风险；
- 公司在营销方面投入大量成本，营销活动无法兑现预期结果。

一、可选消费赛道或成为 2021 年投资主题之一

2021 年，随着全球流动性收紧，不会再出现全面的普涨行情，投资者更多寻求机构性的投资机会，市场也逐渐从赚估值的钱转向赚盈利增长的钱，这个逻辑下，消费行业在增长和确定性都是不错的投资选择，尤其是后疫情时代下的消费复苏主题。

以白酒为代表的必须消费品在过去一年积累了几倍的涨幅，从平均 30 倍 PE 爆炒到最高 60 几倍 PE，显然从时间和空间上都已不是投资的最佳时机，因此，我们将目光逐步转移到 2020 年表现比较疲弱的可选消费赛道。

泡泡玛特是典型的可选消费品，作为一只次新股，其投资价值还远远未被充分挖掘。受疫情影响，品牌消费、网络消费、体验消费等新兴消费方式迅速成为市场热点，消费方式正悄然发生转变。消费升级趋势下，可选消费品的恢复弹性和增速都要明显高于必选消费，因此可选消费是后疫情时期的投资主线之一。

当然，泡泡玛特也在努力成为大众消费品，不过这个过程并不会一蹴而就。

图 1：泡泡玛特线下店



数据来源：公司招股书，老虎证券

二、二次元文化全面出圈

2020 年，二次元文化异军突起，朝着主流文化进军。二次元动漫、游戏全方位出圈，以泡泡玛特为代表的的潮玩公司也完成突围

图 2：二次元上下游产业链

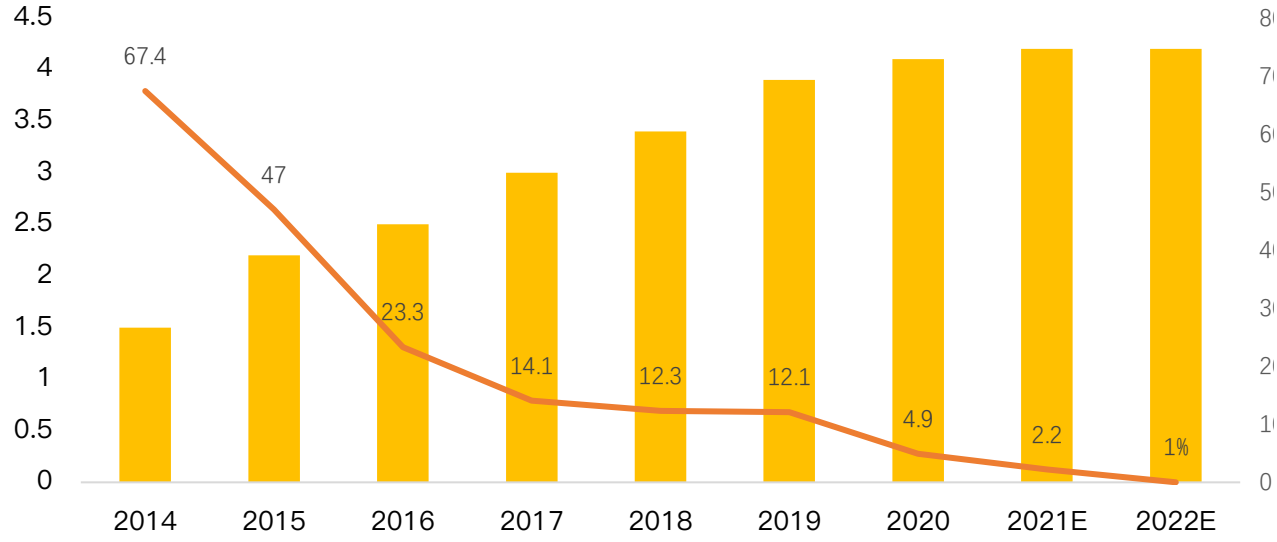


数据来源：公司招股书，老虎证券

二次元产品形态的收入是很惊人的，主要原因是，受众二次元衍生品的主要受众是受过良好文化教育的年轻一代，也就是 Z 世代。对于泡泡玛特来讲，特殊受众人群也决定了收入高增长和可持续。

数据显示，中国二次元用户规模增长势头良好，从 2015 年的 1.58 亿人增加到 2019 年的 3.32 亿人，预计 2020 年中国二次元用户规模将达到 3.7 亿人，2021 年将达到 4.03 亿人。

图 3：国内二次元用户规模预测（亿人）



数据来源：艾媒咨询，老虎证券

2020 年是二次元文化崛起的一年。一方面体现在二次元游戏，米哈游发行的二次元手游原神自发行之后横扫全球手游市场，单月收入甚至超过王者荣耀，可以称之为一款现象级的手游。

数据显示，原神这款手游自 9 月 28 日全球同步上线以来，第一个月收入就高至 2.45 亿美元，按照目前原神贡献的近 3.93 亿美元的收入来看，其在移动端的日均收入超过 600 万美元。

图 4：2020 年 9 月 28-10 月 28 全球手游收入排行（百万美元）



数据来源：Sensor Tower，老虎证券

另一方面，二次元动漫也取得不俗成绩。其中根据小说改编的国产动画片《天官赐福》在 B 站播出后，迅速成为 B 站爆款。它是 B 站国创区最快破亿的动画片，B 站国创区 2020 年度年冠的宝座已经十拿九稳。

我们看到，二次元的利好除了波及到了游戏领域之外，也延伸到很多其他板块，比如动漫、盲盒以及一些周边。近年来二次元能够迅速崛起，主要源于背后强大的 IP，泡泡玛特亦是如此。

2019 年 4 月，泡泡玛特收购了 Molly 在全球的知识产权所有权，拥有独家优势。虽然知名度和人气与海贼王、迪士尼诸多 IP 等无法相提并论。因此泡泡玛特提高了 Molly 推陈出新的速度，一年可以完成 10 个系列、共 100 款以上的设计，季节限定、节日限定、联名限定，校园风、朋克、艺术家、花童、开心火车、生肖等等，既保持了 Molly 的原汁原味，又增添了玩趣，牢牢地吸引了消费者的目光、增强了用户黏性。

Molly IP 主要吸引 Z 世代白领女性。据百度指数统计，搜索 Molly 的用户 45%集中在 20-29 岁的 Z 世代，37%是 30-39 岁的中青年，说明主要受众是年轻、具有审美消费能力的人

群。性别数据方面，女性受众占比 65%，是男性受众的近 2 倍。说明 Molly 古灵精怪、精致可爱的特点主要符合女性审美，同时女性更易为具有收藏价值的流行潮玩买单。

泡泡玛特率先完成国内潮玩行业产业链的打通，形成 IP 创作、玩偶形象设计、产品影响及渠道、潮流展会的全产业链闭环。其他参与者难以撼动泡泡玛特龙头地位。

三、优中选优：浅谈泡泡玛特的稀缺性

1.成瘾性及高复购率。抽盒是一种带有不确定性的游戏，热门款和限定款稀缺性驱动下，用户有一定成瘾性。消费者复购频次较高（泡泡玛特会员复购率达 58%）

图 5：泡泡抽盒机



数据来源：公司招股书，老虎证券

2.社交属性。社交属性通常普遍存在于游戏和社交平台中，消费品和社交的融合是十分困难的，泡泡玛特却做到了，交换交易需求令盲盒具有社交功能。并且，快节奏生活下，年轻人对陪伴、

减压、治愈的心理需求是潮玩行业增长的底层逻辑。

3.全球布局。典型的例子是家电领域的两只龙头美的和格力，从过去股价走势来看，资本显然对出口占比较高的美的更为青睐。格力主要市场在国内，而且 95%的收入来源于空调，对空调，对国内市场的依赖非常重。而美的在空调领域已经与格力不相上下，在洗衣机，冰箱，厨房电器以及各类小家电上面已经全面超越格力，最重要的是，美的高达 40%的市场在海外。也就是说，相比格力，美的产品线更丰富，全球化程度更高。

泡泡玛特会不会昙花一现一直是困扰着长期投资者，目前看，10 岁的泡泡玛已经有了强烈的危机意识和全球化意识。先建官方网站，实现线上购物，线下直营店的开设自然水到渠成——这是泡泡玛特开拓国际市场的经验，目前，“Molly 们”已入驻韩国、日本、新加坡及美国等 21 个国家及地区，并且相比国内，国外市场空间可能更大，全球布局扩展脚步或提速。

四、风险提示

- 使用社交媒体可能对公司声誉造成不利影响；
- 通过第三方制造商生产产品可能对公司财务带来风险；
- 海外市场销售遇阻的风险；
- 公司在营销方面投入大量成本，营销活动无法兑现预期结果。

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。