新时代证券-研究所晨报（20201118）

● 总量研究

宏观研究：被忽视的通胀风险溢价

名义债券收益率=预期平均实际短期利率+实际期限溢价+通胀预期+通胀风险溢价，人们往往比较关注通胀预期，而忽视了通胀风险溢价等其他因素对债券收益率的影响。通胀风险溢价取决于债券避险属性的强度，而这又和货币政策空间有关。疫情爆发后，美联储迅速把货币政策利率降至接近 0，货币政策利率面临着零利率下限（zero lower bound）约束，需求冲击对美国经济的影响增强。需求冲击下，通胀是顺周期的，债券是避险产品，公众愿意为持有债券付出负的通胀风险溢价。疫情冲击下，消费、投资减弱，自然利率、实际债券收益率下降，通胀预期下滑，与此同时，通胀风险溢价转负，名义债券收益率加快下滑。

策略研究：牛市的第三年

基于对经济强度和居民流入强度的判断，我们认为，2021 年 A 股大概率会出现牛市的第三年。A 股历史上，牛市一般都不会太长，大多两年左右，没有一次超过 3 年的。2019-2020 年，市场已经连涨两年了，2021 年是否难以善始善终？历史上牛市的结束，一般需要估值极度泡沫或盈利开始下行，两者至少具备其一。现在这两点都还不具备，所以 2021 年有很大的概率出现牛市的第三年。

● 公司研究

奥飞娱乐：三季度玩具业务环比显著复苏，盲盒及线下乐园持续推进

事件：2020 年 10 月 30 日，公司发布 2020 年三季报。2020 年前三季度实现营业收入 17.62 亿元，同比下降 14.14%，实现归母净利润亏损 0.46 亿元，同比下降 139.12%。三季度实现营业收入 6.74 亿元，同比下降 2.68%，实现归母净利润 359.93 万元，同比下降 53.14%。三季度实现正向净利润，玩具业务环比显著复苏。2020 年三季度公司营业收入同比下降 2.68%，营业成本同比增长 7.58%，使得三季度实现毛利 2.45 亿元，同比下降 16.59%，毛利率 36.37%，同比下降 6.06pct。2020 年三季度公司期间费用率达 34.33%，同比下降 6.52pct，使得三季度净利率仅下降 0.58pct 达到 0.53%，公司三季度实现正向净利润。

盈利预测评级：看好公司聚焦 K12 的精品 IP 内容及盲盒等业务探索，维持“推荐”评级。公司调整战略重新聚焦 K12 动漫 IP 内容，主题商业战略全面铺开，以 IP 为核心的商业模式逐渐成熟，盲盒、室内乐园、新媒体等业务持续探索。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.34、2.41、3.44 亿元，对应 PE 分别为 293.7/41.3/28.9 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
房地产	1.92%	医药生物	-2.25%
银行	1.29%	电气设备	-1.9%
交通运输	1.13%	国防军工	-1.85%
汽车	1.05%	计算机	-1.64%
家用电器	0.88%	综合	-1.34%

相关报告

《被忽视的通胀风险溢价》2020-11-16

《牛市的第三年》2020-11-16

《三季度玩具业务环比显著复苏，盲盒及线下乐园持续推进》2020-11-17

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观研究：被忽视的通胀风险溢价 3
1.2、 策略研究：牛市的第三年 4
2、 公司研究 5
2.1、 奥飞娱乐：三季度玩具业务环比显著复苏，盲盒及线下乐园持续推进 5

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：被忽视的通胀风险溢价

名义债券收益率=预期平均实际短期利率+实际期限溢价+通胀预期+通胀风险溢价，人们往往比较关注通胀预期，而忽视了通胀风险溢价等其他因素对债券收益率的影响。

通胀风险溢价取决于债券避险属性的强度，而这又和货币政策空间有关。疫情爆发后，美联储迅速把货币政策利率降至接近 0，货币政策利率面临着零利率下限（zero lower bound）约束，需求冲击对美国经济的影响增强。需求冲击下，通胀是顺周期的，债券是避险产品，公众愿意为持有债券付出负的通胀风险溢价。疫情冲击下，消费、投资减弱，自然利率、实际债券收益率下降，通胀预期下滑，与此同时，通胀风险溢价转负，名义债券收益率加快下滑。

当经济活动逐渐恢复，再加上财政刺激，需求回暖，自然利率及实际债券收益率上升。此时不仅通胀预期可能上升，由于 ZLB 对货币政策的约束减弱，需求冲击的影响减弱，通胀风险溢价增加，并可能转为正值，名义债券收益率加快上升。可见，通胀风险溢价在债券收益率决定中起到一个加速作用，可以加速债券收益率下降，也可以加速债券收益率上升。这里从通胀和风险资产收益率（或经济增长率、消费增长率）的相关性来探讨通胀风险溢价方向及大小的变化，除此外，通胀波动率也会影响通胀风险溢价。

10 月以来，美债收益率出现了较大幅度的上升，普遍认为是“拜登交易”、疫苗行情的结果，也就是经济预期改善、通胀预期上升导致的。实际情况如何呢？通胀预期有多个衡量指标，基于通胀保值债券（TIPS）计算的盈亏平衡通胀率（breakeven inflation rate）无法剔除流动性溢价、通胀风险溢价。通胀互换流动性风险相对较小，基于通胀互换（inflation swap）计算的通胀预期，可以剔除流动性风险溢价的影响，但同样受到通胀风险溢价的干扰。10 月以来盈亏平衡通胀率、通胀互换率上升并不能一定意味着通胀预期上涨，至少可能还有通胀风险溢价的缘故。

为了克服流动性风险溢价、通胀风险溢价对通胀预期的干扰，美联储的经济学家基于 DKW 无套利期限结构模型，对 10 年期债券收益率进行了分解。在 10 月美债收益率上升的 20 个基点中，通胀预期只占了 6 个基点，贡献率只有 30%。如果考虑到 11 月美国大选没有出现“蓝波”，通胀预期应该较 10 月末有所下降。贡献最大的是实际期限溢价，上升了近 9 个基点，这是投资者对未来不确定要求的风险补偿，可以看到美国大选前的 10 月 VIX 大幅上升。另外，通胀风险溢价上升了将近 4 个基点，幅度还是比较大的，主要因为美国经济最差时期已经过去，自然利率及美债收益率上行，货币政策 ZLB 约束大大缓解，与此同时，或许因为平均通胀目标制（AIT）的实施使通胀波动率增加，也需要一定的风险补偿。

模型不同结论也可能不同，为了保证结论的可靠性，我们还参考了其他专业机构的成果，比如克利夫兰联储，基本上可以认定 10 月以来美债收益率的上升，通胀预期的贡献并不大。这也符合油价走势。原油期货价格是一个衡量通胀预期的简单指标，10 月以来油价波动较大，但整体上围绕着 40 美元/桶波动，没有出现较大幅度上涨。

中国和美国不同的是，中国货币政策空间比较大，其他工具也比较齐全，中国的通胀风险溢价不会像美国一样大幅波动。当发生经济风险时，中国债券收益率不

会像美债那样快速下降，当经济向上时，中国债券收益率也不会像美债那样快速上升，这是中国债券收益率波动弱于美债的原因之一。当然，中国利率尚未完全市场化、频繁使用逆周期工具也是重要原因。

风险提示：海外疫情长期化

1.2、 策略研究：牛市的第三年

基于对经济强度和居民流入强度的判断，我们认为，2021 年 A 股大概率会出现牛市的第三年。A 股历史上，牛市一般都不会太长，大多两年左右，没有一次超过 3 年的。2019-2020 年，市场已经连涨两年了，2021 年是否难以善始善终？历史上牛市的结束，一般需要估值极度泡沫或盈利开始下行，两者至少具备其一。现在这两点都还不具备，所以 2021 年有很大的概率出现牛市的第三年。

盈利层面，疫情高峰过后，全球经济的回升可能会比正常的经济周期更强。1.疫情后的恢复：考虑到疫苗研发进度整体是符合预期的，预计从年底到明年初这一段时间将会在很多国家陆续接种。虽然完全消灭新冠病毒估计也需要很长时间，但这可能意味着一旦度过危险期，全球经济将会逐步走出疫情影响，走向全面复苏。2021 年，一旦疫情峰值确认，经济恢复期，全球大部分国家的经济都会出现增速的稳定回升。这一回升的速度会超过正常的经济周期，甚至会带来结构性的通胀。2.经济改善的时间：从时间上来看，我们认为这一轮经济上行的时间大概率会超过 1 年，甚至有回升两年的可能。由于产能格局较好，经济回升对利润的带动应该会比较明显，ROE 回升的空间大概率比 2013 年大，可能会不亚于 2016-2017 年。

资金层面，居民资金仍会继续增配股票。1.居民申购基金的热度还会继续：2019 年以来，权益基金再次进入新的井喷期，不只新发基金增加，总份额也出现了趋势性增加，这可能预示着一个可以类比 2004-2007 年的权益基金新时代。2020 年截止 10 月底，股市净流入规模约 1.5 万亿，是 2019 年的两倍。2021 年，居民资金依然会比较快地流入股市，主要原因有三。（1）政策上，鼓励各类资金增配权益市场的政策方向没有改变。（2）其他金融产品（P2P、理财、房地产）监管加强，收益风险比下降，居民对权益资产认可度提升。（3）利率和估值的上行会影响外资、保险的配置，但对居民资金影响有限，除非出现通胀后的极度紧缩。2. 如果明年 A 股的估值继续抬升，不排除外资买入规模进一步减少，甚至变成小幅净流出。不过，考虑到人民币资产长期的价值和外资分散配置的需要，外资流出的量不会很大。保险资金也会出现类似的情况。

牛市第三年：我们认为，这一次牛市可能会持续 3 年。之前牛市虽然时间都短，但是牛市结束的核心原因都是盈利下行或估值极度泡沫。2021 年大概率会见到经济和上市公司盈利的继续改善，在这种格局下，A 股很难转入熊市。基于对经济强度和居民流入强度的判断，我们认为，2021 年大概率会继续演绎牛市，会出现牛市的第三年。2020 年 7 月中旬以来的震荡，已经把短期内的主要担心释放充分了。只要疫情没有出现失控式风险，年底跨年行情可能会逐步展开。行情的规模取决于经济强度，如果经济强度能在年初验证到进一步加强，则指数可能可以涨到 2021 年 Q2，随后由于经济活跃度的回升，货币政策可能会进一步收紧，这会在 2021 年下半年带来市场的扰动。

行业配置：上半年周期金融，下半年重回消费科技。展望 2021 年，由于 ROE 回升和居民资金的继续流入，周期股和可选消费估值还将继续抬升。金融股将会是最晚出现估值抬升的板块。当所有板块均完成估值抬升之后，投资者可能需要收缩板块配置方向，重新聚焦消费和科技龙头。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 奥飞娱乐：三季度玩具业务环比显著复苏，盲盒及线下乐园持续推进

事件：2020 年 10 月 30 日，公司发布 2020 年三季报。2020 年前三季度实现营业收入 17.62 亿元，同比下降 14.14%，实现归母净利润亏损 0.46 亿元，同比下降 139.12%。三季度实现营业收入 6.74 亿元，同比下降 2.68%，实现归母净利润 359.93 万元，同比下降 53.14%。

三季度实现正向净利润，玩具业务环比显著复苏。2020 年三季度公司营业收入同比下降 2.68%，营业成本同比增长 7.58%，使得三季度实现毛利 2.45 亿元，同比下降 16.59%，毛利率 36.37%，同比下降 6.06pct。2020 年三季度公司期间费用率达 34.33%，同比下降 6.52pct，使得三季度净利率仅下降 0.58pct 达到 0.53%，公司三季度实现正向净利润。公司各项业务逐步恢复，三季度玩具业务实现营收 2.93 亿元，环比增长 30.58%，婴童业务实现营收 2.52 亿元，环比增长 6.27%。三季度包含主题商业在内的其他业务实现营业收入 0.1 亿元，环比大幅增长 216.97%。

优质动画内容持续推出，盲盒、室内乐园表现亮眼。公司原创动画《爆冲火箭车》于 9 月下旬起陆续登录各大少儿卫视，开播一个月内，爱奇艺、芒果、腾讯播放量累计突破 4700 万。后续将有《超级飞侠 9》、《萌鸡小队 3》等老牌优质动画播出。电影方面，《贝肯熊 2：金牌特工》及《萌鸡小队》档期尚未确定，将择机推出。公司 8 月初推出阴阳师系列盲盒，预售两个月期间累计超过 30 万的抽数，现已布局伶俐、名创优品、全家等超过 5000 家线下门店。公司未来将推出更多头部 IP 盲盒，并以公司自有 IP 作为第二梯队，包括镇魂街、贝肯熊等 IP。室内乐园方面，预计到年底将有 29 家左右门店，同比新开 17 家。公司不断打磨“奥飞欢乐世界”财务模型取得阶段性成效，已出现多个月销额破百万元门店。

盈利预测、估值与评级：看好公司聚焦 K12 的精品 IP 内容及盲盒等业务探索，维持“推荐”评级。公司调整战略重新聚焦 K12 动漫 IP 内容，主题商业战略全面铺开，以 IP 为核心的商业模式逐渐成熟，盲盒、室内乐园、新媒体等业务持续探索。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.34、2.41、3.44 亿元，对应 PE 分别为 293.7/41.3/28.9 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：IP 协同推进不及预期、潮玩盲盒销售不及预期、乐园网点建设不及预期、商誉等风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/