

本期核心观点

| 美股：2H 展望，疫情后美股上涨的核心逻辑能否延续？

自从去年美联储把量化宽松推出来后，美股便实现了逐季攀升，如果从去年3月份的最低点算起，截至上周五，标普500指数已累计上涨98.5%，纳指则上涨了120%。对于下半年，考虑到美联储对货币政策保持审慎的态度，美股盈利增速三季度迈向高点，尤其是未来还可能出现的基建预期的催化，意味着下半年盈利仍有上修空间，我们重点看好盈利上修向好、且流动性更为宽松的三季度，美联储减码前，预计仍是权益资产攀升的窗口期。

| 港股：料延续震荡慢牛行情

港A市场近期高位附近有所调整，考虑货币政策的差异性，我们维持对于国内相对低的通胀压力，还有货币政策常态化约束性下，港A市场涨幅虽不及海外，但积累的风险也相对较小的判断，这样的差距有望在下半年欧美流动性边际收紧后逐渐收敛。

| 维珍银河：抢占“制空权”，“亚轨道太空旅游”进入倒计时

经过近20年的探索，个人太空旅游从最初的设想即将迈入商业化阶段。6月25日，维珍银河获FAA批准将乘客送上太空，当天股价飙升近40%，同时也标志着太空旅游商业模式的合法化，这片还未被开发的蓝海正孕育新的巨头。投资要点：1) 维珍银河——“亚轨道太空旅游”的先驱；2) 机票供不应求，拍卖定价机制有望实现收入最大化；3) 上周美国联邦航空局的批准使太空旅游商业模式合法化，寡头竞争格局下，太空竞赛升温。

标普500指数上周走势：



恒生指数上周走势：



往期回顾

- 《1H 回顾，美联储的耐心，延长了本轮权益攀升窗口》
20210704
- 《人民币升值点燃中资股投资热情》
20210531

目录

1、本周核心观点.....	1
2、美股市场分析：2H 展望，疫情后美股上涨的核心逻辑能否延续？	3
3、港股市场分析：料延续震荡慢牛行情	9
4、一周 IPO 观察：青瓷游戏、瑞尔集团、Robinhood 递交招股书	10
5、一周基本面日程：聚焦美联储会议纪要，静待美股 Q2 财报季	14
6、维珍银河：抢占“制空权”，“亚轨道太空旅游”进入倒计时	16
7、免责声明.....	24

美股市场分析：2H 指数展望, 疫情后美股上涨的核心逻辑能否延续？

投资要点

大道至简，疫情后美股上涨的核心逻辑能否延续？

自从去年美联储把量化宽松推出来后，美股便走出了逐季攀升的势头，如果从去年3月份的最低点算起，截至上周五，标普500指数已累计上涨98.5%，纳指则上涨了120%，道指涨幅也达到了90%。由于美股是相对成熟的市场，历史上美股的上涨都会有相对清晰的逻辑：比如这次全球疫情后，在各国央行充裕的流动性补给下，企业复苏渐进佳境，超跌的股价也得到了全面修复，甚至是超额修复。往前看，未来市场无法回避的问题在于，无论复苏的路径最终如何，美联储的减码时刻终将到来。但可能的时间表以及届时市场会有哪些价格行为特征，或许是投资者关注的问题。本期我们从指数的角度进行分析，结合市场的价格行为，我们理解这里至少有以下几个角度来看待这一问题：

1.过去几年，美联储对货币政策从激进转向耐心。鲍威尔于18年开启任期，上任后便开启了紧缩之路，在通胀环境并没有持续复苏的情况下，年内共进行了四次加息，彼时2018-2020时期也是标普500指数的高波动率时期，在图形上体现为大型扩张三角形的宽幅震荡（图1）。或许是因为18年连续四次加息的错判，加上当前天量宽松后庞大的债务规模，上半年美联储紧缩预期实际上雷声大、雨点小。某种程度上，也意味着鲍威尔时代，美联储对政策的把握更加审慎和耐心，美联储过早踩刹车的概率也降低了。美联储尽可能的避免过多市场的扰动，目前为止并没有对市场造成冲击，同时也侧面验证了技术性角度，大型扩张三角形的逻辑继续成立。（《美债世纪难题，带来哪些投资变化？》20210308）

2.当前的美股复刻了哪些历史行情？去年疫情后，美股的行情与11-14年，以及16年初-18

年初均有一定相似。疫情后，美国重新走出了一段经济复苏之路，制造业 ISM 等高频宏观指标，突破枯荣线，进入扩张区域，企业盈利的增长也逐渐缓解掉估值攀升的压力。仔细看，这一段与 2016-2018 年极具相似（图 5）。货币政策方面，当前美国宽松适逢边际收紧的阶段，历史上欧债危机后的 2011-2014 年，美国也先后经历了从宽松，迈向边际拐点，再迈向收紧的过程。（《市场在 6 月寻找更多共识，权益攀升窗口期料将延长 20210607》）

3.关于美股技术性的演变。可以预期，未来美股的大幅高位盘整，仍有一定概率以大型扩张三角形路径来完成。如果是从技术性角度来理解：目前标普月线窗口 RSI 指标在数月后将进入历史高分段的超买水平，对应美股可能进入盘整状态。相应的，往往会产生两种情形：3.1 月线窗口美股上涨的斜率开始放缓，3.2 美股再次进入宽幅盘整状态。从 08 年以来的宽松退出经验看，宽松退潮后，美股均进入修正或盘整，尚没有出现市场无畏流动性抽离，保持 QE 减量前上涨斜率的情形。（图 1）理论上，这样的情形需要强劲的盈利复苏配合催化。

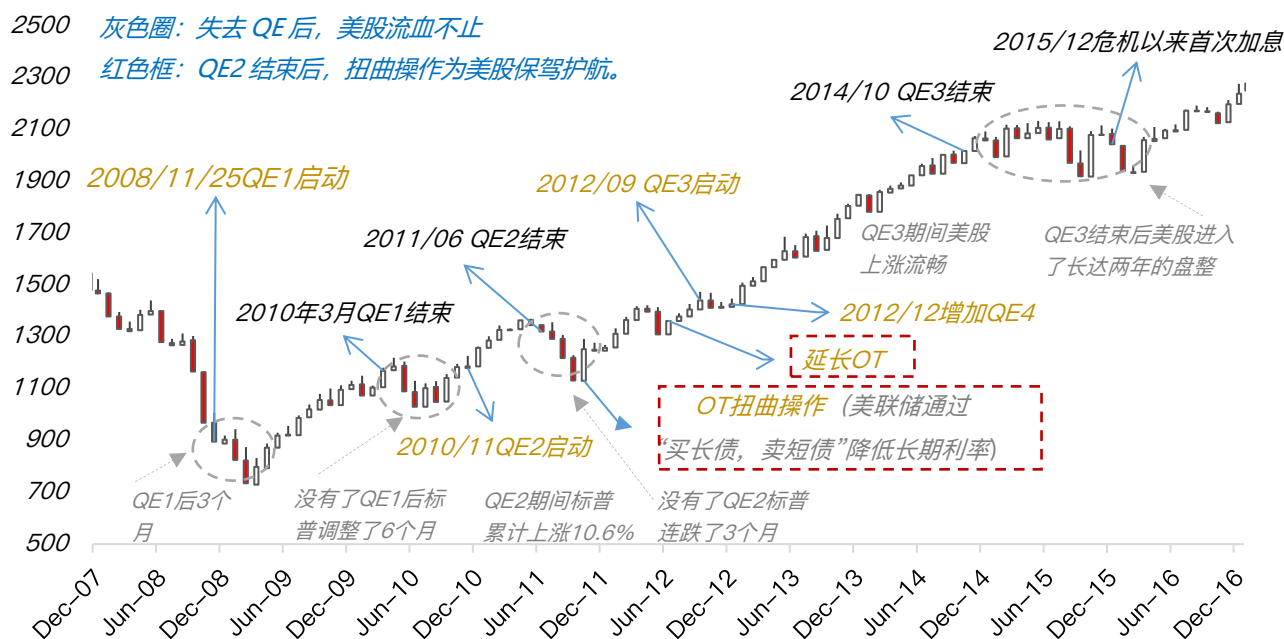
4.美股盈利复苏三季度迈向高点，仍有上修空间。本轮美股盈利环比扩张增速的高点将出现在三季度（图 6），上周开始，美股的预跑行情得以初步兑现，便是体现。目前两党对基建未达成一致，后续仍将有谈判，如果基建继续催化 Q3/Q4 美股仍有盈利上修的动能。

5.九月份或探讨减量，四季度收紧概率增大

此前就业市场曾连续三个月低于预期，但下半年随着财政纾困逐渐减量，经济开放，疫苗接种推进，对于就业情绪的激活可能会在 8 月公布的 7 月非农数据中慢慢体现。

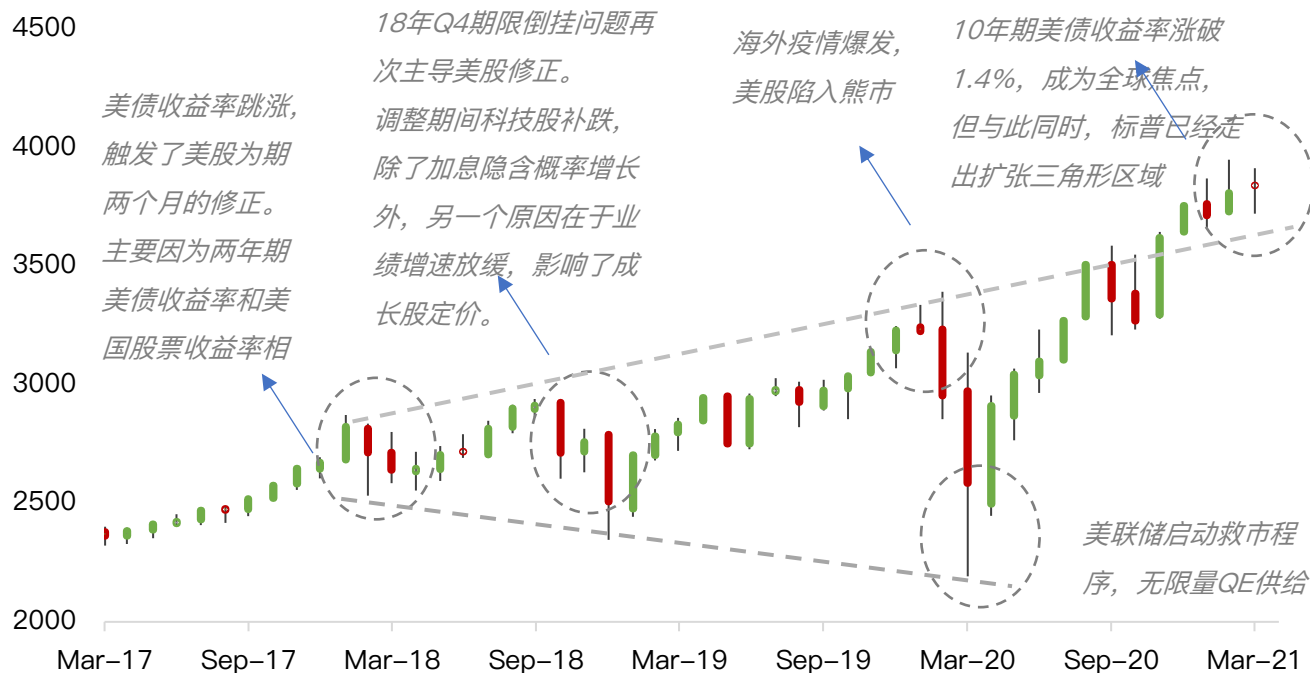
相应的，对于美联储缩减购债规模的讨论可能最快在九月 FOMC 时提上日程，加上 9 月失业补贴到期，届时 10 月初的非农也可能会大幅改善，这也是市场普遍预计 Q4 美联储可能开始收紧购债规模的一个背景。而在这之前 QE 的延续，美股盈利的上修，美债的平稳，仍是 Q3 美股向上攀升的动力。

图 1: 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



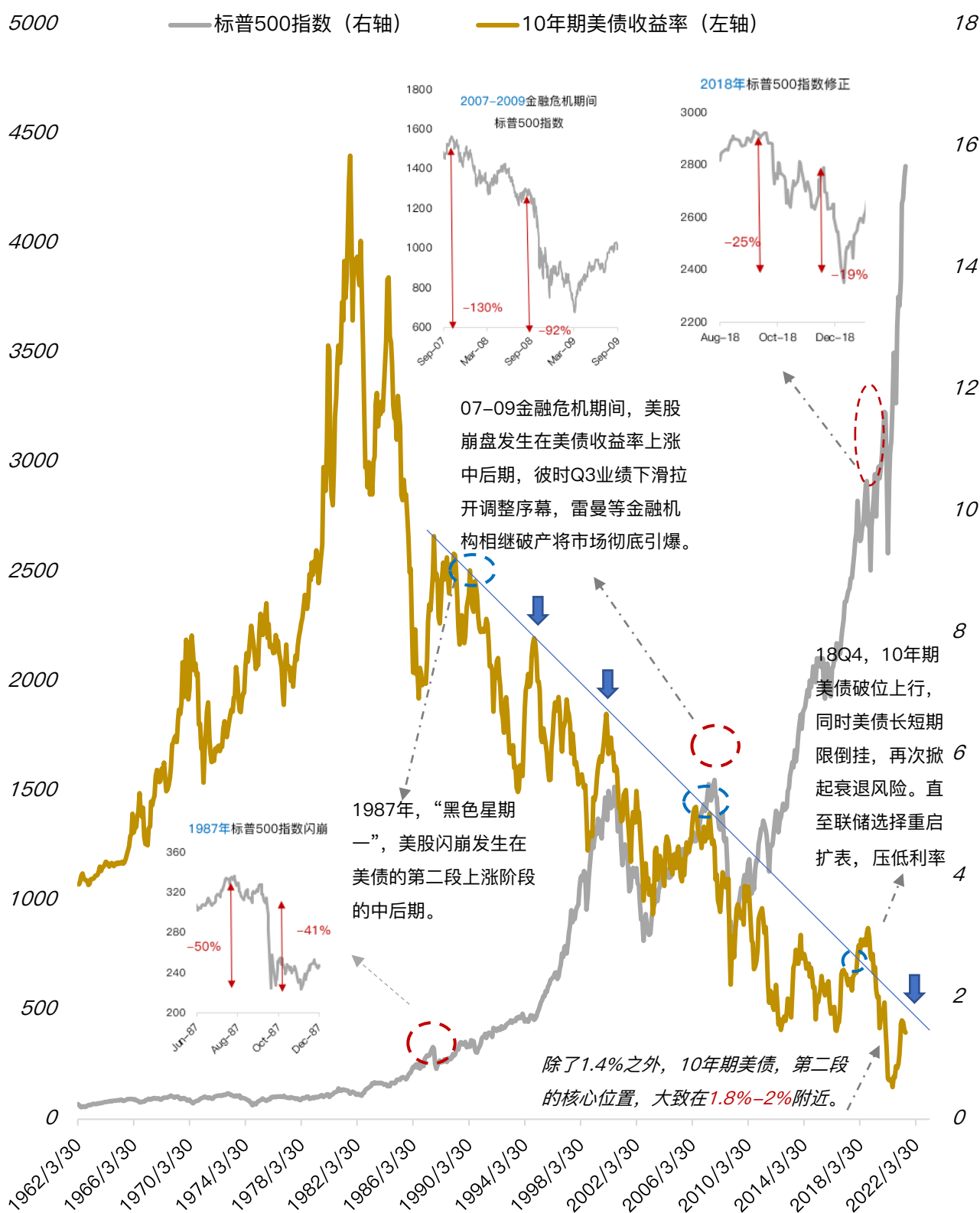
数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

图 2 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3：美债平稳波动对资产价格来讲，属于理想情况，空间上十年期美债保持在2%以下风险可控



数据来源：Bloomberg，老虎证券，

图 4：鲍威尔执政时期，美股进入大幅动荡的阶段

财政政策相关日程

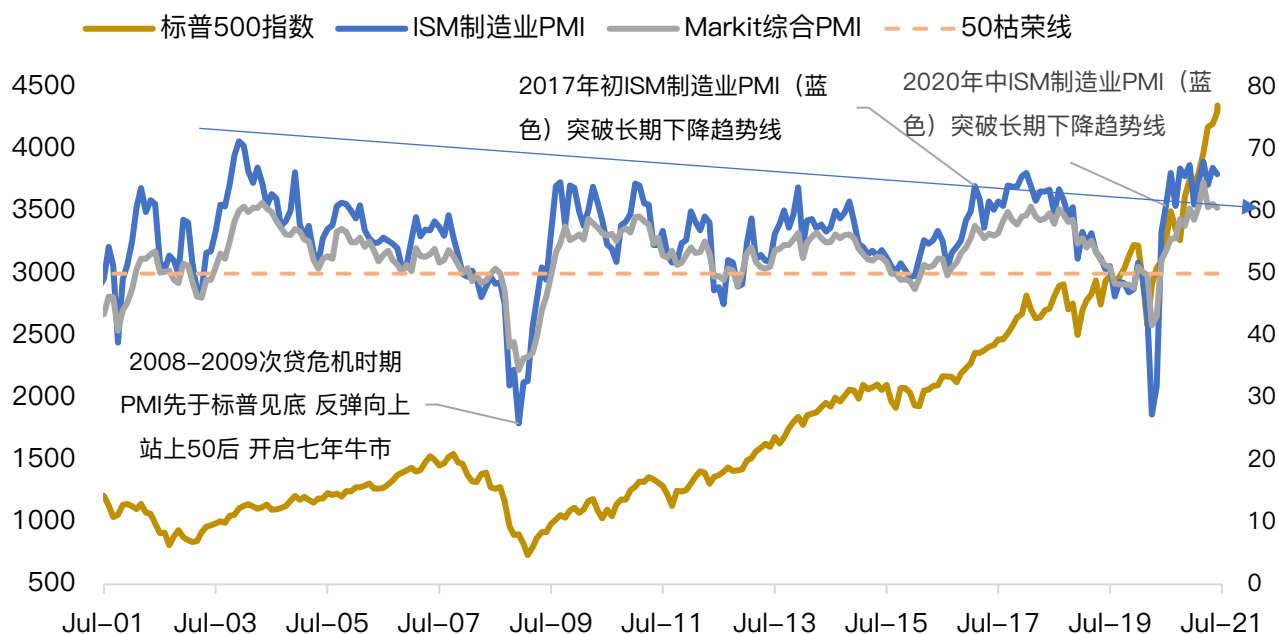
2021/6/21	全美已有 25 个州宣布将在 9 月这一法定到期日前提前结束每周 300 美元的增强失业救助
2021/6/30	薪资保护计划到期，该计划主要更方便疫情期间为小企业提供贷款
2021/8/1	债务上限再度生效
2021/9/6	1.9 万亿美元中涉及的失业补贴到期，有望进一步激活 9 月就业市场
2021/9/30	需要通过 2022 财年拨款，或沿用此前拨款，否则面临政府关门风险
2021/10/1	新财年开启，预算调节程序有望加速推进基建计划落地。（绕开共和党）
2021/12/31	疫情相关的诸多补贴到期。

货币政策相关日程

7 月 27~28 日	FOMC 利率决策+鲍威尔新闻发布会
8 月 6 日	7 月非农就业数据，财政纾困的逐渐退出可能激活就业情绪，在 7-8 月非农数据逐步体现
9 月 3 日	8 月非农就业数据
9 月 21~22 日	FOMC 利率决策+鲍威尔新闻发布会
10 月 8 日	9 月非农就业数据
11 月 2~3 日	FOMC 利率决策+鲍威尔新闻发布会
2021/11/5	10 月非农就业数据
2021/12/3	11 月非农就业数据
12 月 14~15 日	FOMC 利率决策+鲍威尔新闻发布会

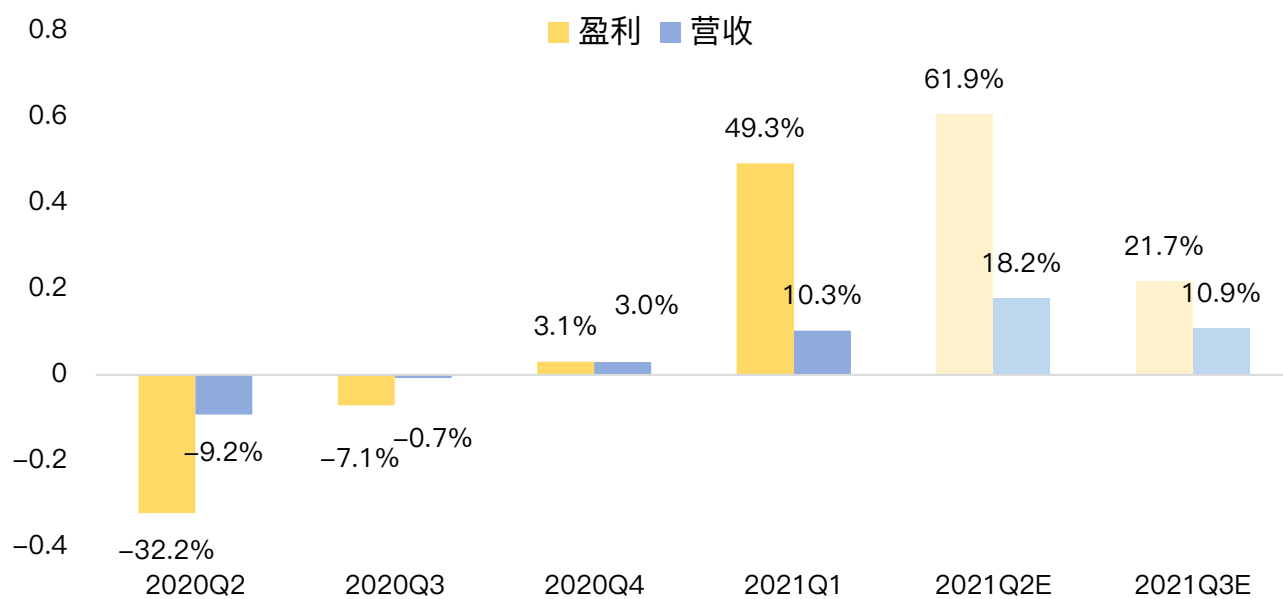
数据来源：Bloomberg，老虎证券；

图 5：复苏进程：标普 500 走势 vs ISM 制造业 PMI



数据来源：Bloomberg, 老虎证券；

图 6：标普 500 成分股季度盈利和营收增长预测



数据来源：Bloomberg, 老虎证券整理，

港股策略点评

近期港 A 市场走势十分震荡，港股市场也显著弱于欧美，但更多属于历史偏高位附近的调整。考虑国内和海外货币政策的差异性，我们认为对于在国内相对低的通胀预期压力，还有货币政策常态化约束性下，港 A 市场涨幅上半年虽不及海外，但积累的风险也相对较小，这样的差距有望在下半年欧美流动性边际收紧后，逐渐收敛。

从资金面的角度看，港股两大主要资金，南下资金和海外资金又分别受到国内经济，还有海外美元流动性的影响。目前国内常态化、进退有序的货币政策，加上美联储 QE 减量前，海外流动性压力尚不大，也包括海外通胀峰值过后，明年美国通胀问题可能因为高基数缓解，同样会给货币政策预期预留出了喘息的时间。（目前的加息预期提前，或许可以理解为货币政策弹性的一面）。从长期来看，这些都为当下的港股提供了更友好的环境。

陆港通观察：消费、金融、产业升级

从资金流向看，近期陆港通资金保持对于消费、金融等传统经济板块公司的关注，作为指标股，这些公司在二季度时支撑了港股的表现。

从配置风格看，由于全球资本集中度高，无论是消费，还是科技、金融领域，各路资金中期仍然以配置行业龙头为主。另一方面，消费同样具备抗周期、现金流健康等属性，尤其是对于货币政策不敏感的价值股，在下半年海外央行流动性边际收紧的过程中，可能会是下半年各路资金考虑的配置的方向之一。

另一方面，和美国对于通胀提升的诉求相比，货币政策稳定的中国市场更关心产业升级。这也直接影响到了两地市场风格。如果说上半年美股是周期价值、成长共舞，那么对于港 A 市场，涉及到产业、科技升级的行业则更容易脱颖而出，成为陆港通资金更青睐的选股方向。

一周 IPO 观察：青瓷游戏、瑞尔集团递交招股书

本周港股 IPO 观察

截止 6 月 20 日当周，港股 IPO 市场上，无论是申购热情，还是上市表现，都出现了两级分化。有意思的是，申购火热的票，并不一定就是上市表现好的。当周上市的公司中，名不见经传的小票森松国际承接上周末暗盘的大涨，首日收涨 258%，由于乙组就个位数的认购者，单笔交易获利颇丰。不过这种意料之外的行情投资者难以捕捉。而顶着“新式茶饮第一股”名号的奈雪的茶，虽有 432 倍超额认购，但暗盘破发-1.3%，首日大跌 13.54%。另一家美股上市公司和黄医药暗盘大涨 24.9%的情况下，首日高涨 50.37%。

周五暗盘的归创通桥-B 获得了 1190 倍的超额认购，一手中签率仅 2%，160 手稳中一，暗盘大涨 30.21%。

当周仍在招股的公司有：喆丽控股、优趣汇控股、领悦服务集团、康圣环球、德信服务集团、康桥悦生活、华南职业教育、腾盛博药-B、环球新材国际、医脉通、百得利控股、中国通才教育、融信服务和三巽集团。此外当周通过聆讯的公司还有百得利控股、

本周一共有 29 家公司递交招股书，可见未来 1-2 个月内港股上市公司不少。

一、青瓷游戏递交招股书

吉比特、哔哩哔哩、腾讯、阿里等多家联合控股的青瓷游戏，于 6 月 25 日向港交所递交了招股申请书。与传统游戏厂商着重大型游戏不同，青瓷游戏另辟蹊径，专注于休闲类游戏中的细分领域——放置类游戏以及角色扮演中的 Rogue-like RPG，并通过独特的画风、优质的内容引起了年轻玩家的热烈反响，诞生了包括了《阿瑞斯病毒》《最强蜗牛》《提灯地下城》《不思议迷宫》等知名游戏。其中自研的《最强蜗牛》在 2020 年发行后曾实现连续霸

榜，平均月活接近 400 万，一度成为 2020 年的黑马爆款游戏之一。2018-2020 年，MAU 从 169.3 万增至 344.8 万，MPU 从 16.3 万增至 49.5 万，ARPPU 由 47 元增长至 206 元。财务方面，2020 年总收入 9.58 亿元，净利润 1.12 亿元。研发开支从 2018-2020 年分别为 2530 万元、2560 万元、1.46 亿元，占同期总收入 25.7%、28.9%、11.9%，此外营销开支占比不断提高，公司净利率由 2018 年的 25.3% 下降到 2020 年的 8.5%。

二、瑞尔集团赴港递交招股书

高端口腔医疗服务提供商瑞尔集团于 7 月 1 日正式向港交所递交招股书，大摩和瑞银担任联席保荐人。根据弗若斯特沙利文，按 2020 年总收入计算，瑞尔集团已成为中国最大的民营高端口腔医疗服务提供商。至 2021 年 3 月 31 日，瑞尔集团在中国 15 个主要一二线城市运营 107 家医院和诊所，拥有 856 名牙医，其中超过 51% 的全职牙医拥有硕士或以上学位，牙医团队平均拥有 12.6 年的行业经验。旗下有“瑞尔齿科”与“瑞泰口腔”两个主要品牌。财务方面，2019-2021 财年的收入分别为 10.80 亿元、11.00 亿元以及 15.15 亿元，毛利率分别为 15.2%、10.1% 和 24.1%。淡马锡持有瑞尔集团 10.88% 的股份，为最大机构投资方。

| 本周美股 IPO 观察

截止 7 月 2 日当周，美股 IPO 新股表现都相对不错。

自动化网络安全威胁检测和响应平台 SentinelOne(S) 首日涨幅 21.43%；

生物识别技术及身份识别公司 Clear Secure(YOU) 首日涨幅 29.03%；

专业及金融软件供应商 Intapp(INTA) 首日涨幅 7.69%；

在线法律技术独角兽 LegalZoom.com, Inc.(LZ) 首日涨幅 35.18%；

神经调节医疗设备供应商 CVRx, Inc.(CVRX) 首日涨幅 55.56%；

美国第二大甜甜圈品牌 Krispy Kreme(DNUT)首日涨幅 23.53%;

3D 打印公司 Xometry Inc.(XMTR)首日涨幅 98.61%;

中概股方面, 滴滴出行 (DIDI) 定价 14 美元, 首日开盘 16.65 美元, 最高涨至 18.01 美元, 不过收盘微涨 1%。另一只小票普普文化(CPOP)首日涨幅 405%。

一、美国最大的零售券商平台 Robinhood 递交招股书

7月1日, Robinhood 正式向 SEC 递交招股书, 该平台目前提供股票、现金管理、保证金账户、存托凭证、ETF、加密货币等交易。截止 2021 年一季度, Robinhood 有 1800 万资金账户, 1770 万月活, 管理资产合计 810 亿美元。Robinhood Snacks 实时通讯和播客有近 3200 万订阅者, 每天的播客在 2020 年被下载了近 4000 万。公司收入来源主要包括交易、净利息和其他收入。2019-2020 年收入分别为 2.78 亿美元、9.59 亿美元, 同比增长 245%; 同期调整后 EBITDA 为-7400 万美元、1.55 亿美元。2021 年 Q1 的收入为 5.22 亿美元, 同比增长 309%, 调整后 EBITDA 为 1.15 亿美元, 同比扭亏。

二、以色列电子商务反欺诈公司 Riskified(RSKD)递交招股书

Riskified(RSKD)是一家以色列电子商务反欺诈公司, 总部位于美国纽约市纽约市。通过它, 企业能够充分发挥电子商务的潜力。Riskified 提供软件即服务反欺诈和退款预防技术。Riskified 的技术使用行为分析, 弹性链接, 代理检测和机器学习来检测和防止欺诈。它在 36 个国家和地区提供服务, 公司网络包括 Wish.com、Macy's、Wayfair、Trip.com 和 Booking.com。财务方面, 公司 2019-2020 年收入分别为 1.31 亿美元、1.69 亿美元, 毛利润分别为 6569 万美元、9282 万美元。2021 年第一季度收入 5108 万美元, 同比增长 53.9%。

三、语言学习教育平台 Duolingo(DUOL)递交招股书

总部位于美国宾夕法尼亚州的语言学习教育平台 Duolingo(DUOL)是一个语言学习教育平台，提供近 40 种不同语言的 98 门课程。任何人都可以免费学习语言，也可以每月支付 7 美元购买一项去除广告、提供离线访问等的高级服务。公司有 4000 万月活用户正在其平台上积极学习语言，并且它已成为全球下载量最大的教育应用程序之一。Duolingo 为

“Duolingo for Schools” 提供了旨在让教师跟踪学生学习的功能，它使用了 AWS 产品套件中的许多服务中的近 200 个虚拟实例。财务方面，2020 年营收为 1.617 亿美元，同比增长 129%。2021 年一季度营收为 5536 万美元，同比增长 97%，同期净亏损分别为 1355.4 万美元、1577.6 万美元、1347.2 万美元。

SPAC 方面，有 13 家公司新发 IPO。此外，确定协议的公司包括

ISOS 与世界上最大的十针保龄球中心运营商 Bowlero 合并

TVAC 与豪华旅游订阅服务商 Inspirato 合并

FSII 与用于治疗冠状病毒的直接作用抗病毒药物的生物科技公司 Pardes Biosciences 合并

ENFA 与提供政治、手工艺、动物和商业等主题的网络新闻媒体公司 BuzzFeed 合并

IACB 与视频在线广告技术公司 Innovid 合并

一周基本面日程：聚焦美联储会议纪要，静待美股 Q2 财报季

本周重要经济数据、事件

周一 (7/5)	周二 (7/6)	周三 (7/7)	周四 (7/8)	周五 (7/9)
独立日，美股休市一天	22:00 美国ISM非制造业PMI (六月)	22:00 美国JOLTs职位空缺 (五月)	2:00 美联储FOMC货币政策会议纪要 20:30 美国初请失业金人数	
资料来源:公开资料整理				

| 聚焦美联储会议纪要

周四凌晨，美联储会议纪要出炉，会议重点主要关注美联储官员们对率先进行的缩减QE的态度，这对市场而言至关重要，投资者正在积极追踪美联储官员释放的任何关于缩减购债的信号，以确定市场流动性何时收紧。

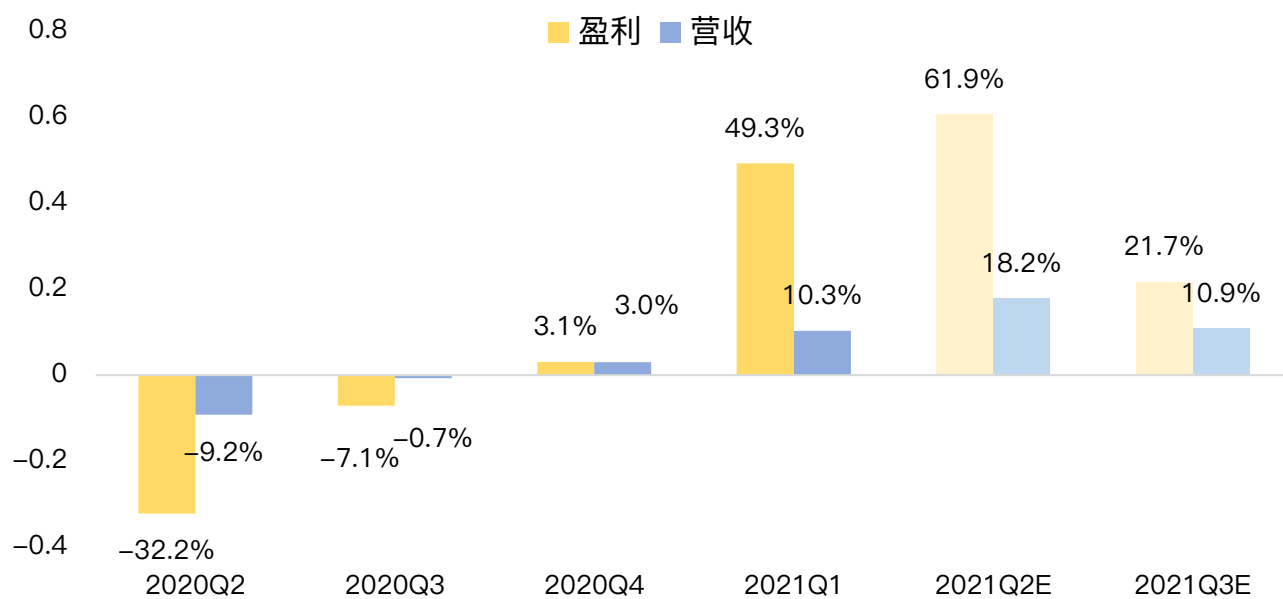
在6月FOMC会议中，美联储维持联邦基金目标利率0-0.25%不变，维持购债规模不变，符合市场预期。最新点阵图中位数显示，美联储官员预计2023年将加息2次，此前美联储预计2023年底之前不会加息。

| 市场静待美股 Q2 财报季

本美东时间7月13日，大型银行将开启美股Q2财报季。市场预期标普500指数第二季度的总盈利将比去年同期增长61.9%，总收入同比增长18.2%，华尔街对二季度业绩预期在最近几个月一直稳步上升。

值得注意的是，二季度业绩大幅预增与去年低基数效应不无关系，但投资者也应看到这种强劲的盈利增长也反映出与2019年相比绝对数值的真正增长，而不仅仅是简单比较的结果，也就是说即使没有基数效应，这种增长依然是积极的。

图：标普 500 成分股季度盈利和营收同比增长预测



数据来源：Bloomberg, 老虎证券整理,

维珍银河：抢占“制空权”，“亚轨道太空旅游”进入倒计时

经过近 20 年的探索，个人太空旅游从最初的设想即将迈入商业化阶段。6 月 25 日，维珍银河获 FAA 批准将乘客送上太空，当天股价飙升近 40%，同时也标志着太空旅游商业模式的合法化，这片还未被开发的蓝海正孕育新的巨头。

除了维珍银河之外，贝佐斯的蓝色起源，马斯克的 SpaceX 也都是个人太空旅游计划的氦金玩家，面对资金实力、技术、背景都要强于自己的对手，维珍银河是否还具备足够的吸引力？

| 投资要点

➤ 维珍银河—“亚轨道太空旅游”的先驱

维珍银河是最早开启太空探索的公司之一，与马斯克 SpaceX 不同的是，维珍银河和亚马逊的蓝色起源都瞄准了价格相对低廉的亚轨道旅游体验，也就是距地面 20 千米至 100 千米的空域，处于现有飞机的最高飞行高度和卫星的最低轨道高度之间。在这个过程中，游客可以享受几分钟的失重体验以及观赏地球美景，费用通常为几十万到几百万美元不等，远低于 SpaceX 动辄上千万美元太空旅游费用。

➤ 机票供不应求，拍卖定价机制有望实现收入最大化

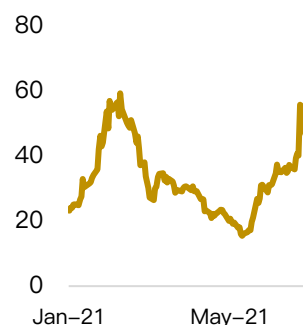
在推出商业化的载人航天飞行之后，公司的主要收入来源是飞往太空的机票收入，小部分是与美国政府签订合同的服务收入。目前已经有来自 60 个国家的 600 多名有远见的太空旅行者想维珍银河缴纳了 8000 万美元的订金，潜在收入总计 1.2 亿美元，预

一周个股分析

维珍银河(SPCE)

市值	108.2 亿美元
流通市值	69.41 亿美元
市盈率 TTM	亏损
市净率	25.77
ROE	-95.63%
ROA	-28.49%
52 周最高	62.80
52 周最低	14.27

近期股价走势



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

计到 2025 年的总收入将达到 10 亿美元。

围绕太空飞行的炒作很可能带动票价的上涨，而拍卖系统是维珍银河实现短期收入和利润最大化的最佳解决方案。

➤ 寡头竞争格局之下，太空竞赛升温

上周美国联邦航空局的批准使整个太空旅游商业模式合法化，即允许将付费客户送入亚轨道空间用于旅游，这为商业化扫清了道路。

目前太空旅游领域是典型的寡头竞争格局，市场严重供不应求，太空旅游需求旺盛，维珍银河和蓝色起源的太空竞赛进入白热化，维珍银河有望先于蓝色起源将创始人送入太空，不过蓝色起源似乎已经在技术方面领先于维珍银河。

风险提示

- 太空旅行过程中发生灾难的风险
- 同行竞争压低价格，导致收入不及预期的风险
- 长期烧钱引起财务持续恶化的风险

一、开创亚太空旅游的先河

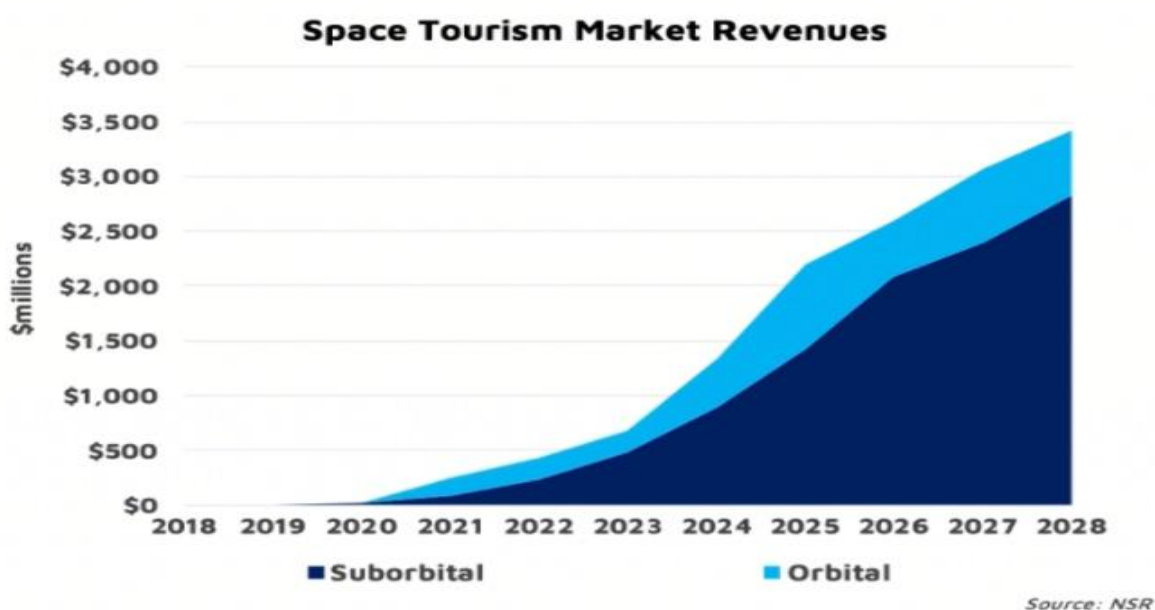
维珍银河是维珍集团旗下的一家航空航天公司，维珍集团是英国最大私营企业之一，实力雄厚，旗下有近 200 家公司，创始人兼 CEO 理查德·布兰森曾被英国女王授予爵士头衔。

自 2005 年成立之初，维珍银河一直是致力于开发商业航天器，为游客提供亚轨道太空飞行服务，逐步形成了以太空旅游为中心的垂直一体化服务：从制造航天飞机，到运营太空港，到向顾客出售机票，甚至为顾客飞行准备食物等。

常见的太空旅游共有 4 种：飞机的抛物线飞行、接近太空的高空飞行、亚轨道飞行和轨道飞行。目前，已经有三家公司将开展亚轨道、轨道的商业太空旅游试飞，分别是维珍银河、亚马逊的蓝色起源和马斯克的 SpaceX。

与马斯克 SpaceX 不同的是，维珍银河和亚马逊的蓝色起源都瞄准了价格相对低廉的亚轨道体验，也就是距地面 20 千米至 100 千米的空域，处于现有飞机的最高飞行高度和卫星的最低轨道高度之间，也称为临近空间或空天过渡区。在这个过程中，游客可以享受几分钟的失重体验以及观赏地球美景，费用通常为几十万到几百万美元不等，远远低于 SpaceX 动辄上千万美元太空旅游费用。当然，轨道旅行潜在的市场收入要高于亚轨道旅行。

图：太空旅游潜在市场收入



数据来源：NSR

随着私人航天技术的成熟，太空旅游尤其是亚轨道飞行从最初的设想逐步走向成熟。2018年12月，维珍银河开创性的将宇宙飞船 SpaceShipTwo 送入太空，创造了历史。2019年2月，SpaceShipTwo 行了第二次太空飞行，机舱内除了两名飞行员外，还载有一名机组人员。

公司航天系统由三个主要部分组成：运载飞机“白骑士二号” WhiteKnight Two，太空飞船 SpaceShipTwo Unity 和混合火箭发动机，SpaceShipTwo 是整个环节的中心。

SpaceShipTwo 是一艘可重复使用的宇宙飞船，能够将两名飞行员和最多四名游客送入太

空，然后再将他们安全送回地球表面。SpaceShipTwo 每次任务开始时都会被 WhiteKnightTwo 带到大约 45000 英尺的高度，然后被释放。释放后，飞行员启动混合火箭发动机，推动 SpaceShipTwo 以近乎垂直的轨道向卡门线方向飞行，游客可以享受短暂的失重体验和俯瞰地球美景。到达目标点后，SpaceShipTwo 失去动力，垂直落回地面。从起飞到着陆，整段飞行体验持续时长共计 90 分钟。

图：航天飞船 VSS Unity



数据来源：公司官网，老虎证券

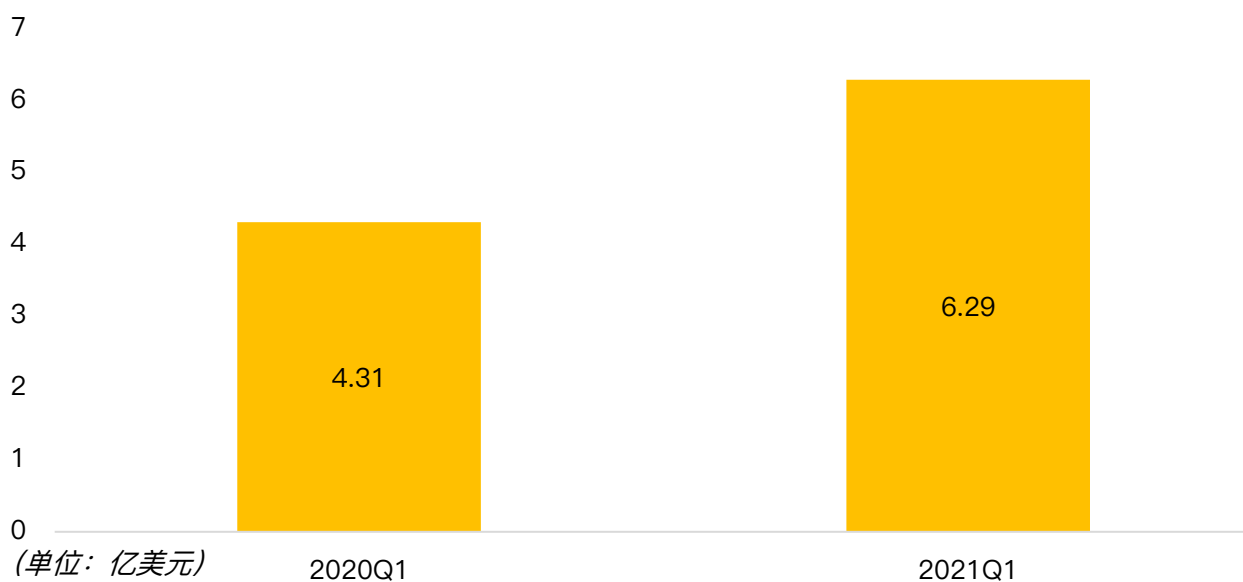
自 2018 年 12 月首次成功航天飞行以来，已有近万人表示对太空旅行感兴趣，约 700 人已经申请进行太空旅行，且当中很多人已支付全额押金，飞行价格为 25 万美元。据柯文 Cowen 的调查显示，太空亚轨道旅行的潜在市场总人数约为 240 万人，而这些人个人净资产超过 500 万美元。

目前，维珍银河也来到商业航天计划的最后阶段。2021 年 5 月 22 日，维珍银河成功进行了“宇宙飞船二号”系列 VSS Unity 宇宙飞船载有两名飞行员的第三次试飞。至此，在全面商业计划启动之前，维珍银河三次最终试飞全部结束。2021 年 6 月 25 日，维珍银河获得史上首个私人太空飞行商业牌照。

二、拍卖定价机制，收入潜力待挖掘

由于维珍银河处于商业化变现的早期阶段，财务报表中有价值的信息十分有限，截止一季度末，公司拥有现金及等价物 6.29 亿美元，相比去年同期增长近 50%。

图：维珍银河现金及等价物



数据来源：公司财报，老虎证券

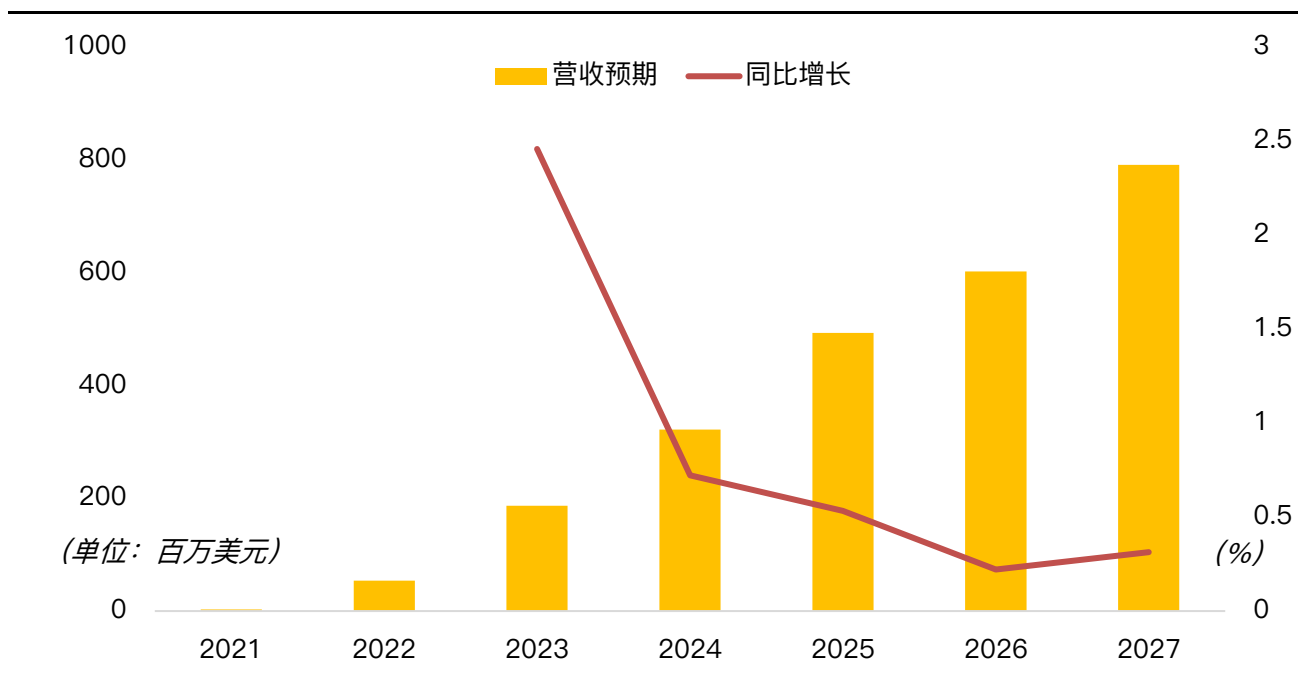
维珍银河目前还没有收入来源，因为该公司尚未正式开展商业化载人航天飞行。但目前已经有来自 60 个国家的 600 多名有远见的太空旅行者缴纳了 8000 万美元的订金，潜在收入总计 1.2 亿美元。这些客户包括流行歌手贾斯汀·比伯和演员莱昂纳多·迪卡普里奥。

预计它将在 2022 年正式开展商业化服务，届时才会产生实质性的收入。在推出商业化的载人航天飞行之后，公司的主要收入来源是飞往太空的机票收入，小部分是与美国政府签订合同的服务收入。而营业成本包括火箭发动机消耗、燃料、工资、飞行员和地勤人员福利以及维护相关的成本。

由于太空旅游是一个新产业，亚轨道太空飞行市场预计近十年的收入将从零增加到 30 亿美元，一旦商业模式被验证可行，收入增长轨迹会发生巨大转变，这取决于维珍银河太空旅游供应的速度。

根据维珍银河在年报中的描述，公司计划将每个太空港每年的飞行次数扩大到 400 次，公司共拥有 3 个太空港，因此每年总共进行 1200 次飞行。假设满载时的价格为每个座位 250000 美元，每个航班有 6 个座位，以此计算维珍银河到 2025 年的累计总收入将达到 10 亿美元。

图：维珍银河营收预期及同比增长



数据来源：公司财报，老虎证券

除了航天收入外，维珍银河还存在巨大的广告收入机会，比如维珍银河将于 7 月 11 日开展的第四次测试将首次通过互联网直播此次太空飞行，届时可以通过 Twitter、YouTube 和 Facebook 三大平台观看。

此外，围绕太空飞行的炒作很可能带动票价的上涨，而拍卖系统是维珍银河实现短期收入和利润最大化的最佳解决方案。如果一张机票可以拍到 50 万美元甚至更高，维珍银河的收入和利润将实现巨大的飞跃。

三、太空竞赛升温，FAA 为商业化扫清了障碍

上周美国联邦航空局的批准使整个太空旅游商业模式合法化，即允许将付费客户送入亚轨道空

间用于旅游，这为商业化扫清了道路。

在亚太空旅游的竞赛中，维珍银河和贝佐斯的蓝色起源是两大头号玩家。就在近期，维珍银河拟于7月11日抢先贝索斯一步将创始人布兰森送入太空，而贝佐斯计划在7月20日跟随旗下的蓝色起源发射的飞行器进入太空，目前太空旅游领域是典型的寡头竞争格局，市场严重供不应求，太空旅游需求旺盛，二者的太空竞赛进入白热化。

不过，蓝色起源似乎已经在技术方面领先于维珍银河。今年4月，蓝色起源成功完成了其第15次的新谢泼德火箭发射，并超越了卡门线。而维珍银河的飞行高度只有80千米左右，最近的一次飞行测试也只达到了89公里的高度，并未能越过卡门线，游客太空体验相比蓝色起源要弱很多。

此外，几家大型、资金充足的公共和私营实体也在积极参与航空航天竞争产品的开发，包括SpaceX和波音公司。虽然这些公司目前专注于向政府机构提供轨道航天运输，这是一种与维珍银河完全不同的产品，但无法确保这些公司中的一个或多个不会将其重点转移到亚轨道航天领域，并展开直接竞争。显而易见，这些潜在的竞争对手都比维珍银河拥有更多的资源和背景。鉴于此，2021年一季度，我们还能在大股东名单中看到譬如先锋集团、贝莱德这样的机构身影，然而二季度，这些大型投资机构却纷纷选择清仓了维珍银河。

图：2021Q1 维珍银河主要机构投资者

仓位排名	机构名称	持仓股数 (百万)	持仓股数 环比	持仓比例	持仓市值 (亿美元)	季度变化 (亿美元)	持仓市值环比	持仓市值同比	披露日期
1	先锋集团	11.48	1.96%	4.84%	3.52	0.84	31.6%	335.98%	2021-05-14
2	Exane Derivatives	8.32	454.67%	3.51%	2.55	2.19	615.96%	--	2021-04-30
3	Steward Partners Investment Advisory	7.07	133189.32%	2.98%	2.16	2.16	171695.24%	4329140%	2021-05-17
4	KESTRA PRIVATE WEALTH SERVICES, LLC	6.9	NEW!	2.91%	2.11	2.11	--	--	2021-05-11
5	贝莱德	5.41	-0.5%	2.28%	1.66	0.37	28.44%	729.99%	2021-05-07
6	文艺复兴科技公司	2.82	NEW!	1.19%	0.87	0.87	--	506.46%	2021-05-13
7	道富	2.52	-1.43%	1.06%	0.77	0.17	27.24%	11568.13%	2021-05-17
8	海纳国际集团	2.3	-42.19%	0.97%	0.71	-0.24	-25.38%	945.63%	2021-05-17
9	摩根士丹利	2.06	-28.57%	0.87%	0.63	-0.05	-7.8%	434.26%	2021-05-17
10	纽约梅隆银行	1.91	-2.61%	0.8%	0.58	0.12	25.71%	3397.07%	2021-05-13

数据来源：13F 文件，老虎证券

风险提示

- 太空旅行过程中发生灾难的风险
- 同行竞争压低价格，导致收入不及预期的风险
- 长期烧钱引起财务持续恶化的风险

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。