

本期核心观点

| 美股：为什么 8 月初是观测全球流动性风险的第一个窗口？

上周美国银行业完成了财报季揭幕战，交易回落，信贷低迷导致业绩形势进入盘整，不过随着刺激计划 6 月底开始减量，消费信贷将会是 Q3 值得期待的一块；未来两周公布业绩的科技股将真正体现本次财报季的成色，我们判断未来两周美股仍将保持震荡攀升的通道。但待季报高峰过后盈利支撑消退，8 月初将会迎来 7 月非农数据，届时流动性话题将继续考验美股。风格上对流动性更敏感的网红股提前走弱，或许也是流动性可能收紧前的预演。

| 港股：料恒指接近完成修正，流动性风险或因疫情抬头而延迟

上周阿里、腾讯、小米、美团等新经济率领恒指反弹，虽然赴海外上市监管深化，但关于港股上市可能免于网络安全审查的报道，潜在给港股带来中长期利好。眼下，1.技术性角度窥察恒生指数的价格行为：恒指在季度窗口接近完成标准的调整；2.全球市场客观存在的流动性风险：最后不排除因为海外疫情抬头而延迟。

| Malibu Boats：小休闲游艇赛道里的大生意

Malibu Boats 是一家集销售和制造休闲小型游艇一体的公司，被称为“水上拖船领导者”，近年来通过收购也扩展到小型近海钓鱼游艇，大有一争小型船只行业龙头之势。疫情下娱乐业受重创，水上运动却在解封后迎来一波高潮，目前全球市场规模超 250 亿美元，在截止至 2021 年 3 月 31 日连续 12 个月中，Malibu Boats 营收达 7.68 亿美元，同比+5.37%。

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：为什么8月初是观测全球流动性风险的第一个关卡？	3
3、港股市场分析：料恒指接近完成修正，流动性风险或因疫情抬头而延迟	6
4、一周IPO观察：圣诺制药、泰能医疗递表港股，心玮医疗过聆讯	11
5、一周基本面日程：聚焦欧央行决议，奈飞提前透支新增用户，阿斯麦或上调业绩 ..	16
6、Malibu Boats：小休闲游艇赛道里的大生意	18
7、一周财报前瞻：奈飞、阿麦斯、英特尔、推特、Snap等重磅财报	13
8、免责声明.....	27

美股市场分析

投资要点

上周美国银行业完成了财报季揭幕战，交易业务回落，信贷低迷导致业绩整体陷入盘整，不过随着财政刺激计划6月底开始减量，消费信贷业务将会是三季度比较值得期待的一块；未来两周公布业绩的科技股将真正体现本次财报季的成色，我们判断未来两周美股仍将保持震荡攀升的通道。但待季报高峰过后，盈利支撑消退，8月初还将会迎来7月非农数据，届时流动性话题将继续考验美股。

为什么8月初是观测全球流动性风险的第一个关卡？

7月份已过半，美股盈利保持上修。按Factset统计，目前为止公布业绩的40多家（占标普500公司8%）公司里面，85%盈利beat，是金融危机以来的历史第二高，同时本季度美股盈利预测仍然维持在同比70%附近。（主要由能源、材料、金融、可选消费这些疫情后复苏的行业贡献）

本周开始真正反应季报成色的科技股季报陆续增多，本周公布季报的科技股包括奈飞，英特尔，阿斯麦等公司，这次财报季的高峰预计在8月初结束，届时也是7月非农公布的窗口，我们认为这是整个三季度比较有参考性的时间点。这个窗口的微妙之处在于：

盈利上调带给美股的支撑将随着季报高峰的结束而消退，投资者的注意力逐渐转向像政策、流动性变化，这样的非季报因素，由于7月非农正好是美国财政刺激自6月底陆续减量后，公布的首个非农数据，因此会更有机会反应真实的就业市场，参考价值不言而喻。

如果这次非农就业继续miss，那么窗口期可能就要等到9月初再来观测。如果beat，可能会将全球紧缩的进程再往前推进一步（既：提前开始讨论要不要QE减量的话题）。我们看

非美地区，像俄罗斯、巴西和土耳其这样的新兴市场，为了抑制今年大宗商品价格快速上涨带来的通胀，其央行今年已经进行了加息。美联储如果对开始探讨 QE 减量话题，也会在一定程度上加速新兴市场进入加息通道。

流动性收紧来临前的结构性变化：过于依赖流动性的网红股重挫

由于美股属于相对成熟，且货币政策弹性空间又很大的市场，加上指标股公司商的业模式通常也比较稳定，往往通过流动性，基本就可以来指导一些投资决策中的战略性配置。

和去年 QE 刚进场不同，今年全球市场共同面临着流动性收紧的风险，如果说财政减量影响的是美国本土的消费、投资；那么美联储宽松减量、缩表影响的就是全球资产风格。

我们过去常常谈到流动性对美股的影响，例如金融危机后几轮 QE，随着流动性的抽离，美股无一不进入偏熊的环境。因此这个时候，结构性行情就显得更为关键。我们注意到很多依赖于流动性的股票自 6 月初以来，都出现了调整，或许也是流动性收紧的预演。

据彭博统计，其追踪的 37 只“网红股” (meme stocks)，较 6 月 8 日高点已下跌 23%。比如近期最热的 Newegg 和 AMC。上周分别重挫 32% 和 15%。这一抛售潮表明 Reddit 散户大军的能量有限，他们曾抱团推高股市、围攻做空的对冲基金，给 Gabe Plotkin 的 Melvin Capital 等公司带来巨大损失。该篮子中从 6 月高点下跌最惨的包括 Clover Health Investments、GameStop 以及 Zomedica、Koss 等公司，它们均下跌了 30% 左右。7 月份只有 Newegg 和诺基亚在美上市的股票走高，但同期标普 500 指数涨 1.7%。

上周银行股完成了美股财报季揭幕战，没有太多的惊喜和惊愕。

虽然二季度整体被认为是美股全年盈利增长最强的季度，但对于银行股来讲确是颇为纠结的季度。不仅全球交易情绪逐渐转为温和，二季度美国的刺激计划释放了足够的现金流，还反

过来延长了消费信贷需求的到来。至于投行业务，三季度，由于赴美上市监管问题，投行业务也至少需要 1-2 个月的时间才有机会恢复元气。（彭博数据显示，赴美监管大约影响到 70 家料将在纽约上市的中国公司。

图 1：美国银行股表现

公司	1月变动	3月变动	6月变动	1年回报	3年年化	5年度化	YTD 回报
中间值	-3.50%	-2.07%	16.48%	83.11%	8.66%	17.10%	28.71%
平均值	-3.58%	-0.81%	18.73%	88.63%	10.95%	17.02%	33.78%
摩根大通	-0.52%	1.41%	12.13%	60.27%	16.98%	22.67%	24.66%
美国银行	-6.70%	-0.82%	17.63%	61.40%	13.32%	25.72%	29.28%
富国银行	-1.25%	2.65%	40.45%	79.98%	-3.54%	1.98%	49.88%
花旗	-4.21%	-5.52%	6.57%	37.19%	4.02%	11.88%	12.79%
美国合众银行	0.65%	1.66%	21.53%	61.96%	8.59%	10.26%	28.14%
PNC 财务服务	-0.32%	5.95%	22.43%	89.88%	15.07%	21.67%	29.82%
Truist 金融	-3.36%	-3.42%	7.49%	56.97%	6.93%	12.39%	18.41%
第一资本金融	-1.14%	17.32%	42.50%	154.00%	21.00%	20.67%	63.17%
第一共和银行	7.08%	11.25%	30.00%	80.96%	27.71%	23.58%	36.35%
硅谷银行金融	2.41%	11.91%	25.85%	163.04%	25.21%	41.42%	49.74%
五三银行	-6.86%	-1.13%	18.53%	104.40%	13.42%	19.09%	38.95%
杭庭顿银行	-0.77%	-11.87%	-3.39%	64.03%	3.83%	13.30%	15.15%
KeyCorp	-7.78%	-2.51%	9.51%	75.65%	5.41%	15.40%	24.94%
公民金融	-6.28%	0.13%	10.48%	85.27%	9.02%	20.35%	27.89%
地区金融	-7.80%	-6.93%	8.23%	90.87%	8.73%	20.40%	24.16%
M&T 银行	-9.26%	-8.23%	-2.47%	42.15%	-2.47%	6.13%	12.48%
Signature 银行	-3.64%	9.40%	61.30%	132.38%	28.60%	15.06%	85.04%
Western Alliance	0.22%	-2.68%	38.75%	167.98%	21.63%	23.92%	63.64%
华美银行	-1.57%	-4.96%	15.33%	104.66%	5.74%	16.89%	41.22%
Comerica	-7.39%	-1.62%	8.22%	96.37%	-3.98%	13.30%	25.92%
ZB NA	-6.28%	-7.93%	5.15%	58.94%	2.97%	17.31%	20.46%
第一公民银行	-8.82%	-7.12%	25.87%	96.06%	26.15%	24.72%	38.76%
纽约社区银行	-2.81%	-8.92%	4.38%	16.41%	6.63%	0.43%	11.67%
CIT	-9.53%	-7.44%	23.09%	146.38%	1.72%	10.02%	38.29%

数据来源：Bloomberg, 老虎证券

港股策略点评

上周阿里、腾讯、小米、美团等新经济公司率领恒指反弹，虽然赴海外上市监管深化，但关于港股上市可能免于网络安全审查的报道，潜在给港股带来了中长期利好。不仅包括肯定二次上市的安全性，也为大型企业赴港首发消除担忧。据报道，一些公司已经在重新考虑他们的计划。例如曾有知情人士上周稍早表示，货拉拉就正在考虑将其计划的 10 亿美元美国 IPO 转移到香港。新经济有所回暖，显示海外流动性收紧前，存量博弈环境下，市场还是优选追逐确定性的题材。

技术性角度窥察恒生指数的价格行为：季度窗口接近完成标准的调整

同时，我们也注意到恒指在技术性角度，似乎也能呼应这样的中长期变化。我们不妨换一种方式来观察：目前，恒指周线窗口较为精准的回撤了 2020 年疫情以来的上升趋势线（恒指自疫情以来已涨超 20%），初步验证了撑压区域的有效应；而季度窗口方面，恒指在今年向上突破了 2018 年以来的中长期下降趋势，结束了历时三年的下降通道，值得一提的是，空间上，恒指近期也刚好借助第三季度的盘整，回撤了反向延长线区域。复盘恒指的历史演变中，这样的价格行为已属于较为标准的路径（图 1），或暗示恒指第三季度的盘整或处在尾声阶段。（恒生指数近期表现：2020Q4+16.1%；2021Q1+4.2%；2021Q2+1.58%；2021Q3 至今-2.8%）

全球市场客观存在的流动性风险：不排除因为海外疫情抬头而延迟

今年全球市场宏观的压力主要来自美联储减量、缩表的风险。尽管远隔千里，但历次美联储的流动性风险基本都会波及港 A 市场。另一方面，上周开始，欧美部分地区疫情开始出现抬头趋势，其中英国确诊日增约 5w，接近前期峰值水平，美国上周五确诊一度超 4w。市

场普遍预计有两方面影响，1.由于疫苗已接种，主要国家可能并不会再次宣布封城这样的举措，如果是这样，这意味着海外的产能将会持续修复，对下半年国内出口的压力将逐步体现。相应的，GDP潜在增长压力将会加大（出口拖累下半年增长放缓）。2.疫情抬头趋势，可能延缓海外收紧的进程，延迟海外流动性风险的到来。

港股上市潜在免于网络安全审查，提振港交所盈利前景

监管预期继续深化，继斗鱼与虎牙合并正式取消后，国家网信办、国安部等七部门进驻滴滴出行。字节跳动据悉与中国监管部门定期会晤，力争满足数据安全要求。中国对国内企业赴美上市加强监管。彭博数据显示，收紧海外监管大约会影响到70家将在美股上市的中国公司。这意味着部分IPO可能转移到其他市场。据悉拟让寻求赴港上市的公司免于网络安全审查，加上费用偏低，潜在利好港交所。

阿里巴巴和腾讯握手言和，料重获监管信任

上周消息称阿里巴巴和腾讯正考虑对彼此开放生态系统。例如，客户可以在阿里巴巴的淘宝和天猫商城上使用腾讯的微信支付；腾讯也可能会允许在微信上分享淘宝、天猫变得更加便捷，或者让用户通过小程序获取阿里的部分服务。市场也反应为利好因素。

小米超越苹果，成为全球第二大手机制造商

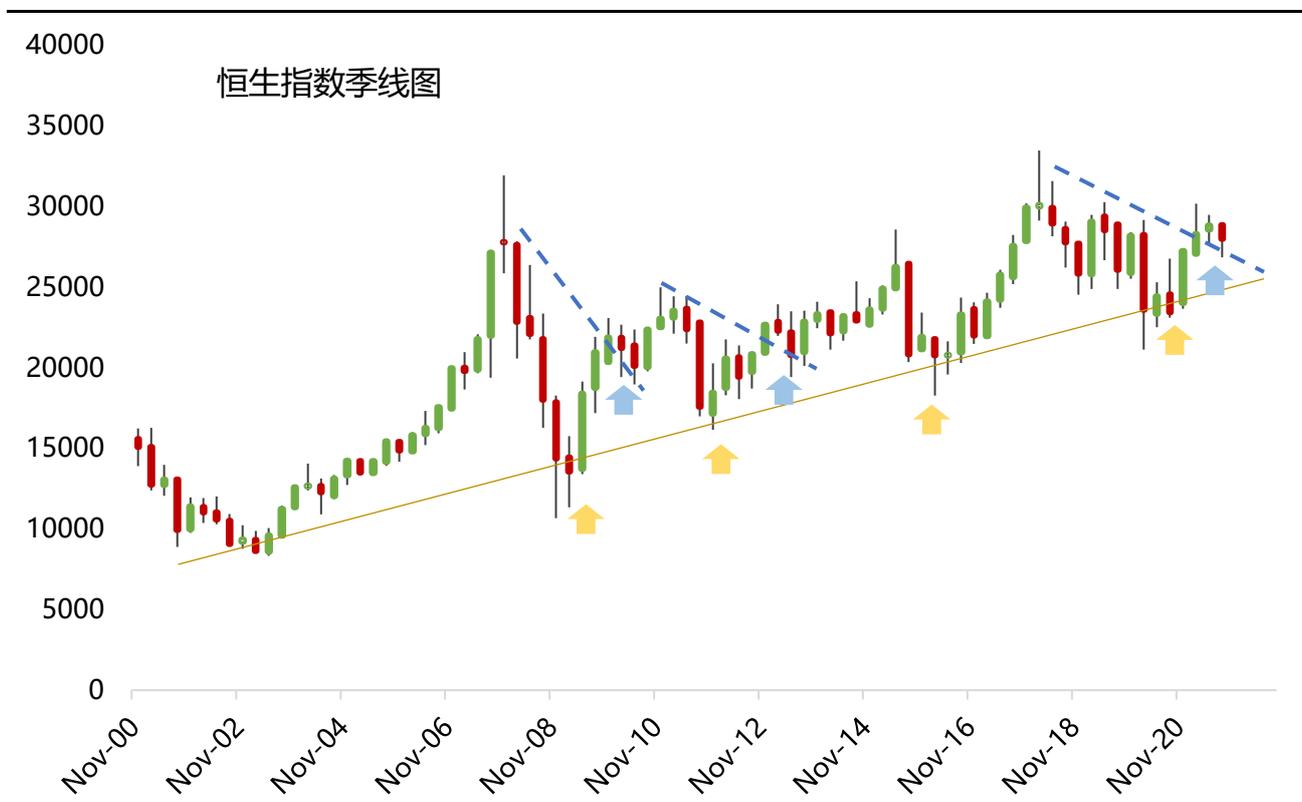
根据Canalys初步估计，小米公司过去一个季度出货量激增83%，已成为全球第二大智能手机制造商，仅次于三星。根据这家研究公司的数据，三星在第二季度的份额为19%，小米为17%，苹果为14%。小米股价周五一度上涨4.1%，在恒生指数中表现最佳。

1.和华为相比，手机X智能物联网的生态链，放大了小米手机的价值，也自然大幅提升了产品竞争力；和苹果相比，上半年小米推出了多款机型，包括小米11Ultra、红米K40都颇

有亮点，比如小米 11 Ultra 设备配备了迄今为止智能手机中最大的相机传感器之一，高价产品增加，多机型阵容也是反超苹果的原因。而华为主要是芯片不足，上半年新机较少，被迫让出大部分份额，后续可能还会有产能困扰；小米的红利，有两部分，一个是国内，一个是海外。

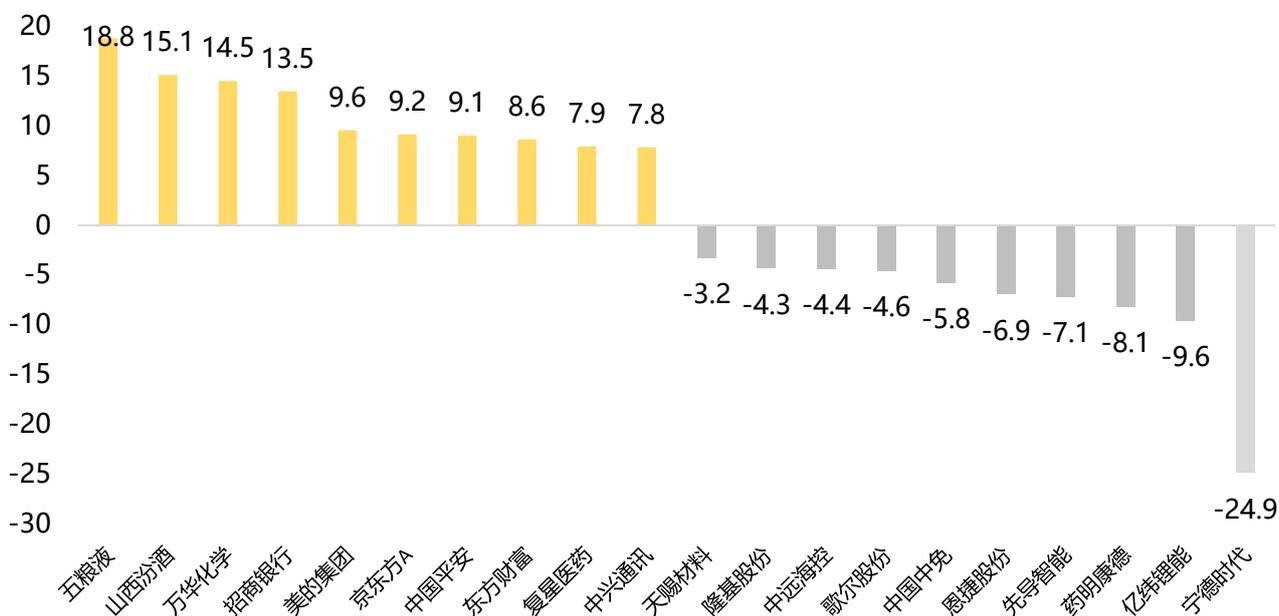
对国内来讲，线下环节是智能手机出货的巨大市场，占比超过一半；小米今年开始补齐线下渠道，开拓了很多地级市，目前国内累计 5000 家线下店铺，这部分提升空间还很大；海外部分，目前小米海外营收已经过半，且在十几个国家出货量都是第一名，拉丁美洲的出货量增长了 300%以上，在非洲增长 150%，西欧增长 50%。说明产品拥有较高的认可度，已经进入发展快车道。在国内国外双循环、科技赋能产业升级的背景下，整个十四五期间，小米可能都拥有较高的景气度。

图 1：恒指季线(2020-2021)



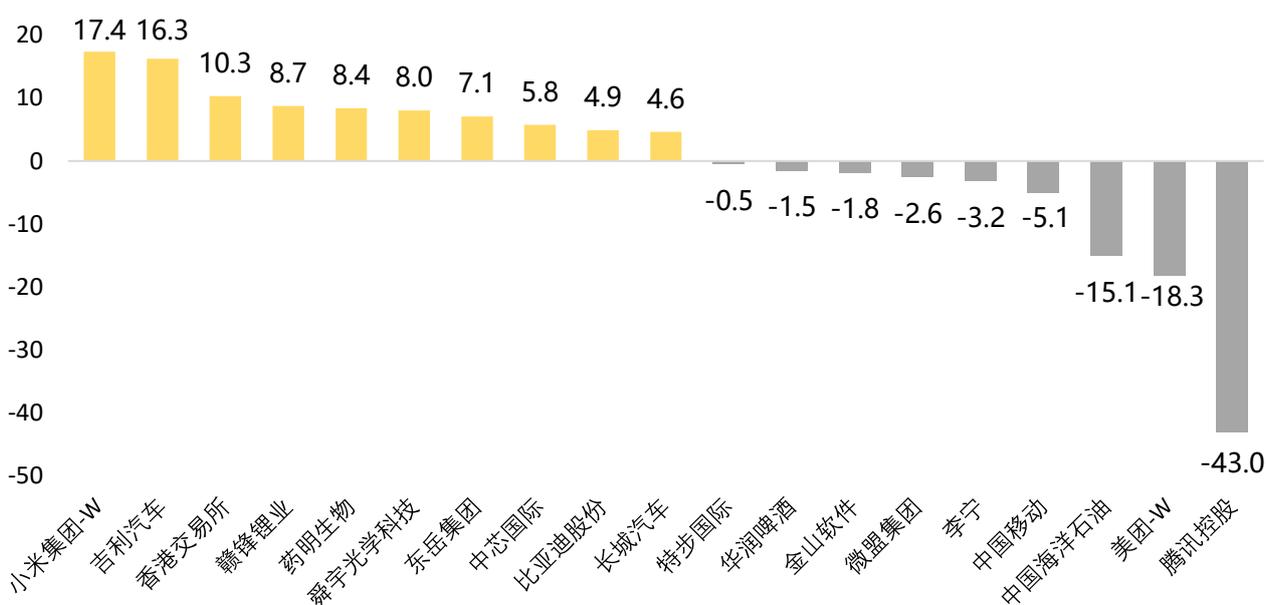
数据来源：Wind，老虎证券

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

图 3: 恒生指数涨跌榜 Top30(新经济上周领衔反弹)

#	代码	公司	周涨跌幅	月涨跌幅	年涨跌幅	所属恒生行业
1	1093.HK	石药集团	7.28%	-3.02%	38.57%	医疗保健业
2	9988.HK	阿里巴巴-SW	7.11%	-4.82%	-9.97%	资讯科技业
3	0388.HK	香港交易所	6.94%	13.22%	24.51%	金融业
4	1810.HK	小米集团-W	5.81%	4.63%	-14.91%	资讯科技业
5	0700.HK	腾讯控股	4.74%	-3.42%	0.27%	资讯科技业
6	3690.HK	美团-W	4.15%	-9.24%	-1.29%	资讯科技业
7	2269.HK	药明生物	4.09%	-1.69%	36.09%	医疗保健业
8	1876.HK	百威亚太	3.81%	0.00%	-3.53%	必需性消费
9	0688.HK	中国海外发展	3.72%	4.20%	13.39%	地产建筑业
10	1109.HK	华润置地	3.25%	1.11%	3.08%	地产建筑业
11	0006.HK	电能实业	3.17%	2.41%	26.36%	公用事业
12	2318.HK	中国平安	3.02%	-3.48%	-21.25%	金融业
13	0175.HK	吉利汽车	2.96%	-0.41%	-7.17%	非必需性消费
14	0016.HK	新鸿基地产	2.91%	0.95%	18.03%	地产建筑业
15	0941.HK	中国移动	2.89%	-1.03%	12.52%	电讯业
16	0669.HK	创科实业	2.82%	-0.44%	22.80%	非必需性消费
17	0101.HK	恒隆地产	2.75%	-0.95%	-6.04%	地产建筑业
18	1997.HK	九龙仓置业	2.74%	-0.44%	13.16%	地产建筑业
19	6098.HK	碧桂园服务	2.43%	-7.21%	48.92%	地产建筑业
20	1038.HK	长江基建集团	2.32%	0.00%	15.34%	公用事业
21	0960.HK	龙湖集团	2.20%	-3.79%	-5.25%	地产建筑业
22	1177.HK	中国生物制药	2.01%	-6.96%	-4.98%	医疗保健业
23	0823.HK	领展房产基金	1.96%	0.47%	9.16%	地产建筑业
24	0001.HK	长和	1.73%	-3.06%	11.42%	综合企业
25	1299.HK	友邦保险	1.69%	-0.36%	2.22%	金融业
26	1113.HK	长实集团	1.51%	0.19%	38.98%	地产建筑业
27	6862.HK	海底捞	1.47%	9.54%	-24.92%	非必需性消费
28	0066.HK	港铁公司	1.02%	3.24%	5.34%	非必需性消费
29	0003.HK	香港中华煤气	0.98%	2.49%	14.03%	公用事业
30	2007.HK	碧桂园	0.97%	-4.71%	-20.22%	地产建筑业

数据来源: Brunswick, 老虎证券整理

一周 IPO 观察：圣诺制药、泰能医疗递表港股，心玮医疗过聆讯

港股 IPO 观察

截止 7 月 18 日当周，港股新上市的公司有 12 家。暗盘表现最好的是领悦服务集团的 37.23%，首日表现最好的是百得利控股的 25%。

其中大热的**医脉通**，首日涨幅 13.97%，一手中签率仅 5%，乙头 2-3 手；**腾盛博药**暗盘涨幅-6.02%，首日涨幅 3.15%；**康圣环球**全场破发，暗盘-7.06%，首日-7.57%。而定价在区间下限之下的是**环球新材**国际则表现稍好，首日涨幅 13.85%。

整体来看，本周并没有此前那样表现极好的新股。

此外，**心玮医疗**通过港交所聆讯。郝氏控股、圣诺制药和江苏瑞科生物递交招股书

一、RNAi 药物研发圣诺制药递交赴港 IPO 申请

国内小核酸药物**圣诺制药** (Sirnaomics Ltd.) 向港交所主板提交上市申请。目前港股生物医药板块尚无一家公司专注于 RNA 类型药物研究，圣诺制药有望成为第一家。公司总部位于美国马里兰州，在中国境内对应的主要主体为圣诺生物医药技术（苏州）有限公司和圣诺生物医药技术（广州）有限公司

公司目前已搭建了十余款产品在研的丰富产品管线，其中核心产品及临床进展最快的产品是 STP705 和 STP707，均为针对 TGF- β 1 和 COX-2 的双靶向 siRNA 疗法。这两款药物通过多肽(组氨酸和赖氨酸的多肽共聚物)纳米颗粒载体，针对病灶局部注射以实现递送，用于局部或全身给药以治疗各种类型的癌症和纤维化疾病。

二、心玮医疗通过港交所聆讯

创新型神经介入医疗器械公司上海**心玮医疗科技**已通过港交所聆讯，联席保荐为高盛与中

金。近年来创新的神经介入手术完全改变了脑卒中的传统治疗方法，神经介入手术是一种采用血管内导管技术来治疗脑卒中的微创手术。中国神经介入医疗器械市场的市场规模由2015年的29亿元增加至2019年的人民币60亿元，复合年增长率为20%。

心玮医疗是中国国内首家具备商业化及注册阶段的缺血性脑卒中取栓器械完整产品套装的市场参与者，也是目前国内神经介入器械获批品种最多的厂家。其产品包括7款已获批产品和16款在研产品，在研产品中有6款产品注册中，2款产品处于临床阶段，8款产品处于开发阶段。2020年公司开始产生收入1456.2万元，2019-2020年净亏损分别为7549.8万元、2.16亿元。

三、泰能医疗赴港上市

中国第五大防护手套制造商泰能医疗提交招股书。公司的主要产品包括一次性丁腈手套和PVC手套，其中，丁腈手套售价更高，据弗若斯特沙利文，公司在中国的市场份额为7.4%，过半的产品销往北美、欧洲、亚洲及其他大洲的60多个国家和地区，2018至2020年服务的客户数量分别为150、150和450家。2018至2020年，泰能医疗收入分别为2.09亿元、2.20亿元和13.08亿元，2019与2020年同比增速为5.3%和494.2%；毛利从2018年的1380万元提升129.0%至2019年的3160万元，2020年提升2,475.0%至8.14亿元。2018至2020销售毛利率6.6%、14.4%及62.2%。

| 本周美股 IPO 观察

当周美股 IPO 公司目前较多，表现不一。孕检公司 Sera Prognostics(SERA)首日破发-25.62%；健身互联网企业 F45 Training(FXLV)首日涨幅 1.25%，线下会员俱乐部 Membership Collective(MCG)首日也破发-9.67%；眼科医药公司 Sight Sciences(SGHT)

首日大涨 39.8%、抵押金融科技平台 Blend Labs(BLND)首日大涨 16.11%。中概股的新股继续延迟中。

接下来一周的 IPO 包括：

7月20日：在线教育平台 [Instructure \(INST\)](#)

7月21日：企业人力资源公司 [Paycor \(PYCR\)](#)、企业级视频通讯平台 [Kaltura](#)

[\(KLTR\)](#)、南美电商平台 [Vtex \(VTEX\)](#)、移动博彩网站 [Gambling \(GAMB\)](#)、法律平台服务公司 [CSDisco \(LAW\)](#)

7月22日：数据库平台 [Couchbase \(BASE\)](#)、保险服务公司 [Ryan Specialty](#)

[\(RYAN\)](#)、零糖饮料公司 [Zevia \(ZVIA\)](#)、巴西软件公司 [Zenvia \(ZNEV\)](#)、癌症生物科技公司 [Elocio \(ELTX\)](#)、蛋白质生物科学开发公司 [\(ABSI\)](#)

7月23日：水务企业 [Core&Main \(CNM\)](#)、癌症与传染病研发治疗公司 [Ocean](#)

[Biochemical \(OCEA\)](#)、大型健身中心 [\(Xponential Fitness\)](#)、癌症疗法公司 [Candel \(CADL\)](#)、内销平台 [Outbrain \(OB\)](#)、美国世纪银行 [US Century Bank \(USCB\)](#)

一、视频通讯平台 [Kaltura \(KLTR\)](#)

[Kaltura](#) 为全球成千上万的组织提供实时和点播视频 SaaS 解决方案，吸引了包括家庭、企业和学校用户。[Kaltura](#) 现成的 SaaS 产品以灵活性，模块化，可扩展性和易于集成而著称，全部基于数百个开放 API 的基础之上。公司在四个主要市场运营：1) Cloud TV，面向运营商和媒体公司；2) 在线视频平台 (Online Video Platform, OVP)，主要提供给分发内容的媒体公司和品牌；3) 教育视频平台 (Education Video Platform, EdVP)，提供给教育机构；4) 企业视频平台 (Enterprise Video Platform, EVP)，用于协作，通

信和营销。到 2020 年，超过 1500 万经过身份验证的用户与其产品和解决方案进行了交互，到年底，该公司拥有约 1000 个客户，其中包括 25 家《财富》100 强企业和 50% 以上的美国 R1 教育机构。公司 2020 年收入 1.2 亿美元，当前 EV/Sales 为 8.6 倍，行业龙头 Zoom (ZM) 的 EV/Sales 为 34 倍。

二、零糖饮料公司 Zevia (ZVIA)

Zevia 创立于 2007 年，位于美国加州 Encino，是一家零卡路里有机软饮料生产商，生产零卡路里无糖水，并提供各种口味的汽水，如樱桃、不含咖啡因的可乐、有机茶、能量饮料、搅拌机、苏打水和含甜菊糖的儿童饮料。公司主要通过多元化网络分销零售商销售产品，包括美国和加拿大的天然食品商店、健康食品商店、杂货店和电子零售商。Zevia 是一家高速增长的饮料公司，在 2020 年卖出 2.4 亿罐饮料，营收也从 2019 年的 8556 万美元增长至 2020 年的 1.1 亿美元。但由于公司持续地投入产品创新和新品研发，现仍呈净亏损，2019-2020 年分别亏损 541 万美元和 607 万美元。目前公司估值约 5.45 亿美元，此次计划公开发行 1430 万股主承销商为高盛、美国银行和摩根士丹利。

三、关键业务应用程序 NoSQL 云数据库公司 Couchbase (BASE)

Couchbase Server 原名 Membase，是一个开源的、分布式（无共享架构）多模型 NoSQL 面向文档的数据库软件包，针对交互式应用程序进行了优化。与其他 NoSQL 数据库不同，Couchbase 提供了一个现代云数据库，在高度可扩展和可用的平台上提供关键业务应用程序所需的强大功能。应用程序可以通过创建、存储、检索、聚合、操作和呈现数据为许多并发用户提供服务。为了支持这些类型的应用程序需求，Couchbase Server 旨在以

低延迟和高持续吞吐量提供易于扩展的键值或 JSON 文档访问。它旨在从单台机器集群到跨越多台机器的超大规模部署，Couchbase 建立在开放标准之上，NoSQL 的优点与 SQL 的强大功能和熟悉程度相结合，以简化从大型机和关系数据库的过渡。公司从与配置和培训相关的订阅服务中获得收入，并在 50 多个国家、地区拥有 549 名客户，包括财务 100 强企业的 30%。

SPAC 方面，当周有 8 家 SPAC 壳公司进行了 IPO，确定协议的公司包括：

ATMR 与小企业电子制造服务平台 Fathom 合并

PFDR 与基于云平台的服务执行管理公司 ServiceMax 合并

HCIC 与卡车自动化驾驶科技服务公司 Plus 合并

RTPY 与生产建造平台 Aurora 合并

LGV 与心脏健康管理公司 HeartFlow 合并

一周基本面日程：聚焦欧洲央行决议，奈飞提前透支新增用户，阿斯麦或上调财年业绩指引

本周重要经济数据、事件

周一 (7/19)	周二 (7/20)	周三 (7/21)	周四 (7/22)	周五 (7/23)
	20:30 美国六月新屋开工 美国六月营建许可		20:30 美国初请失业金人数 19:45 欧洲央行决议，随后欧洲央行行长拉加德召开新闻发布会 22:00 美国六月成屋销售年化总数	21:45 美国七月Markit制造业PMI初值
资料来源:公开资料整理				

| 聚焦欧洲央行决议：维持鸽派

本周经济数据和事件较为清淡，北京时间周四晚上 19:45，市场聚焦欧洲央行决议，20:30 欧洲央行行长拉加德召开新闻发布会。市场普遍预期，欧洲央行将在下周的会议上持续释放鸽派信号。

上周末，欧洲央行行长拉加德意外放风，称下周货币政策即将看到新的调整，明年或有最新宽松政策推出。

继前几个月稳步上升后，6月欧元区通胀压力有所减缓，同比涨幅为 1.9%，低于 5 月的 2.0%。相较于美国，欧元区通胀压力还算缓和，这也为欧洲央行继续维持鸽派立场建立了一个良好的基础。

| 本周财报关注：奈飞提前透支新增用户，阿斯麦或上调财年业绩指引

2021Q2 财报季进程显著加快，本周将有 250 多家公司公布业绩，其中包括 73 家标普 500 成分股公司。

上周银行股财报普遍超出预期但市场遇冷，投资者预期过高、交易收入下降是潜在原因。本周我们将看到更多行业领导者业绩浮出水面，如奈飞、阿斯麦、可口可乐、Twitter、Snap等。

老虎财报季

周一 (7/19)	周二 (7/20)	周三 (7/21)	周四 (7/22)	周五 (7/23)
美股盘前				
	哈里伯顿 (HAL)	阿斯麦 (ASML)	美国航空 (AAL)	美国运通 (AXP)
	旅行者财产险 (TRV)	可口可乐 (KO)	雅培 (ABT)	斯伦贝谢 (SLB)
	菲利普莫里斯 (PM)	强生 (JNJ)	西南航空 (LUV)	霍尼韦尔 (HON)
		威瑞森 (VZ)	黑石 (BX)	金伯利 (KMB)
			联合太平洋 (UNP)	
			美国电话电报 (T)	
美股盘后				
IBM (IBM)	Netflix (NFLX)	德州仪器 (TXN)	英特尔 (INTC)	
PPG工业 (PPG)	联合大陆航空 (UAL)	惠而浦 (WHR)	Twitter (TWTR)	
	直觉外科 (ISRG)		Snap (SNAP)	

Malibu Boats: 小休闲游艇赛道里的大生意

Malibu Boats 是一家集销售和制造休闲小型游艇一体的公司，被称为“水上拖船领导者”，近年来通过收购也扩展到小型近海钓鱼游艇，大有一争小型船只行业龙头之势。疫情下的娱乐业受重创，水上运动却在解封后迎来一波高潮，小型船只的生意反而越来越好。在截止至 2021 年 3 月 31 日连续 12 个月中，Malibu Boats 营收达 7.68 亿美元，同比+5.37%。

投资要点

- **小型休闲船只市场，小而美的大生意。** 小型休闲船只弥补中产阶级的私密娱乐度假需求，大多数船只售价在几万至几十万美元，可以停在自家后院，并通过汽车拖行。在小型水域可以充当交通工具，也可用于钓鱼休闲，并兼具水上运动，在欧美市场早已发展成熟。
- **全球市场规模超 250 亿美元。** 娱乐和游船为美国经济直接或间接创造了超过 1000 亿美元的收入。据 Fortune business insights，2020 年全球小型船只市场规模达 250.9 亿美元，并将以 11% 的年复合增长率达到 2028 年的 577.9 亿美元。此外，休闲船只在所有年龄段中的受欢迎程度正在增加。
- **水上运动船只起家的 Malibu Boats，** 是美国领先的动力型小型船艇设计和制造商，主要针对高性能运动船领域。公司 1983 年开始正式售卖，并在 1989 年成为加州最大的船只制造商之一。1992 年开始为内河水域制造船只，2002 年成为世界上最大的定制滑水船制造商。2009 年创立了第二个品牌 Axis，2014 年公司上市。此后在 2017 年和 2018 年分别收购了另一家运动游艇生产商 Cobalt 和钓鱼船只生产商 Pursuit。通过收购，公司规模不断增大。
- **财务表现稳健，收入增长超行业平均。** 14 年上市至 17 年收

个股研报 MBUU.US

(截止 7/18/21)

收盘价	75.11 美元
总市值	15.66 亿美元
52 周最高	93.00 美元
52 周最低	46.37 美元
总股本 (基础)	20.84 百万股

股价表现

一个月	5.70%
三个月	10.21%
年至今	20.29%
过去一年	44.25%

FYQ3 财务表现 (截止 3/31/21)

营业收入(RMB)	2.73 亿美元
营收同比增长	49.83%
毛利率	26.4%
EBITDA	0.59 亿元
EBITDA 利润率	21.7%
净利润 GAAP	0.34 亿元
净利率	12.3%亿元

估值比率

PE TTM	16.50
EV/EBITDA TTM	11.24

价格图



购前，公司营收年复合增长率 14%，略高于行业平均水平。受疫情影响，20 财年获得营收 6.53 亿美元，同比-4.51%。但是在疫情恢复后，水上运动需求助推公司业绩，FY21 Q3 营收 2.73 亿美元，同比+49.8%，单季增速史上第 5 高。同时原生品牌占首日比重最高，约 50%足有，受钓鱼需求增加，渔船的子品牌 Pursuit 增速较快。

- **原生品牌毛利润较高，整体毛利率依然在恢复上升。**2017 财年毛利率达到 26.62%，收购后毛利率有所下滑，疫情期间掉至 22.85%。随着协同效应及娱乐休闲需求的增强，公司边际成本降低，毛利率有望继续恢复上升。运营效率逐年提升，调整后 EBITDA 利润率从 2014 财年的 17.8%提升至最近 12 个月的 20.9%。
- 生产指标方面：库存周转率下降，因公司原材料储备增长，有利于在原材料价格上涨中获得优势。流动性指标向好，收购的负债并未给公司造成压力。FY21Q3 长期债务占股东权益比例不过 50%。
- 投资回报率较高。2020 年公司的股价回报 52.22%，ROE 26.8%，单季一直维持在 25% 以上，ROIC 维持在 20%左右。
- **我们认为：**销商方面压力并不是太大，说明在宽松的宏观环境下水上娱乐需求在近两年继续保持旺盛；更多科技感的材料和装备的出现，也将给水上娱乐行业增加优势；亚太地区由于国家的可支配收入增加，也将提供新的增长机会。同时，公司的财务数据表现良好，并购带来的协同效应正在显现，在增速大于行业平均的情况下，有更明显的优势。

估值探讨

倍数估值法：同业对比公司过去 12 个月的平均 PE 为 18.7 倍，平均 EV/EBITDA 为 10.58 倍。且在 2021 年的预期 PE 为 19.63 倍，EV/EBITDA 为 9.73 倍。以当前行业 18.7 倍 PE 为基准，2021 财年的预期市值约为 23 亿美元，则对应的价格为每股 110 美元；2022 年底对应的股价为 125 美元。

现金流折现：公司暂时未披露新收购的 Maverick Group 对财报的影响，我们预计在 Maverick 收购活动结束后，Malibu Boats 将以小两位数的增速领先于行业同行。以 3.5%的永续增长率、12.9%的 WACC，2021 财年末的每股价值为 101 美元。

综合上述两种方式，2021 财年末每股价值应为 105 美元。

风险提示

- 疫情反复，或水上娱乐需求低于预期；
- 收购和并购活动不及预期，协同效应不足；
- 行业竞争增强，公司渠道优势降低；
- 原材料价格大幅上涨，无法及时传递到下游

小型休闲船只市场，小而美的大生意

大型游轮市场，满足的是出行及休闲度假需求。直至今日，国内消费者也越习惯这一看似豪华、却越来越亲民的大众旅游选择。但是在地广人稀，水资源丰富的北美、澳洲，与船只有关的娱乐活动就更奔放一些。富豪们自然可以随随便便拥有一条百万美金以上的自家游船，无论是洽谈商务还是自家度假，都是兼具私密和娱乐的优选。但是对即便经济情况稍好的中产来说，拥有自家游轮本也是较大的经济负担，还需要专门为付出昂贵的停船位，因此并不是最好的选择。

休闲型的小型船只（Small Boats），正好弥补了这类需求。这些售价在几万至几十万的“小游艇”，体型不大，甚至可以停在自家后院，陆上出行可完全拖在汽车后面（俗称“拖船”），即便在小型水域（湖泊、河流）也能自由驾驭。它可以充当交通工具，也可以用于钓鱼休闲，还可以兼具水上运动，因此在欧美，和其他交通工具一样，小型船只市场早已发展成熟。

图：小型帆船与小型动力船



数据来源：Colbat Boats，老虎证券

小型船只可分为帆船、动力船和摩托艇等。其中帆船本不带有制动装置，行动依靠风力，而动力船和摩托艇则带有发动机，使用汽油或柴油。这些船只在设计、建造、尺寸、承载量、使用区域、导航技术等许多方面都与大型船舶不同。

大小型号不同的休闲娱乐游艇



数据来源：Brunswick，老虎证券整理

小型船只特别适用于内部水道，如湖泊、河流，或受保护的海域。随着技术的进步，在不同船型的技术先进功能的需求不断增加。

小型船只制造商也专注于在船上安装智能传感器、人工智能和物联网等先进技术，为用户提供自动控制、信息娱乐系统、GPS 跟踪和智能控制等功能。这些技术有助于提高船只的安全性，增加船只的使用价值。

休闲娱乐小型船只上的各种附加零件



数据来源：Garmin、Sim world 等，老虎证券整理

现代小型船只相对于大型船只易于操作，且由于航行范围广，在性能方面具有巨大的潜力。

另一方面，年轻一代对带有冒险性质的新形式户外活动越来越感兴趣，越来越多的公司正在瞄准他们的市场。

根据美国海洋制造协会的数据，娱乐和游船为美国经济创造了超过 1000 亿美元的收入。同时，根据 Fortune business insights 的数据，2020 年，全球小型船只的市场规模达到 250.9 亿美元，并且将以 11% 的复合年化增长率，在 2028 年达到 577.9 亿美元。

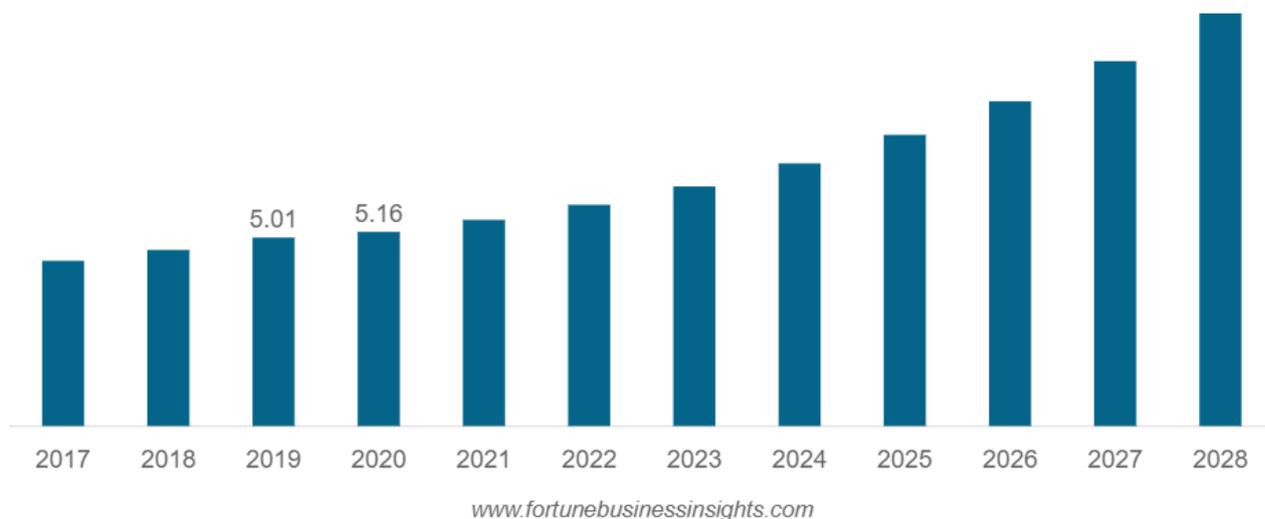
而根据 Markets and Markets 在 2019 的统计，休闲类小型船只的市场规模在 2019 年为 267 亿美元，不过到 2027 年的规模为 337 亿美元，年复合增长率为 3.2%。

看来经过 2020 年的发展，不同的市场机构对这个细分行业的判断有些差异。究竟是不是经过 COVID-19 带来的消费习惯的改变？抑或是不同地区的人们对小型船只的需求表现出差

异?

欧洲地区小型船只市场规模 (十亿美元)

Europe Small Boats Market Size, 2017-2028 (USD Billion)



数据来源: fortune business insights, 老虎证券

全球休闲类小型船只市场规模 (十亿美元)



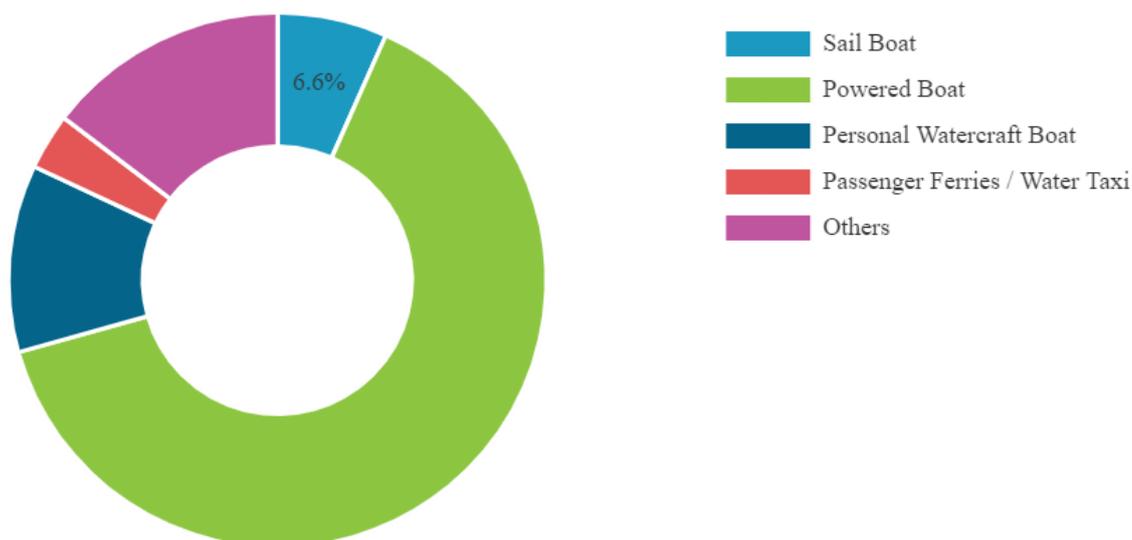
数据来源: markets and markets, 老虎证券整理

不同类型的船只, 用途也有所不同。帆船一般用于体育活动, 因此在整个小型船只中的占比并不算高, 而兼具娱乐、运动与交通的动力船占有的市场份额最大。

根据美国海洋制造协会，休闲船只在所有年龄段中的受欢迎程度正在增加。此外，捕鱼以及水上骑行将成为推动小型休闲船只市场增长的重要因素。

欧洲地区小型船只市场规模（十亿美元）

Global Small Boats Market Share, By Product Type, 2020



数据来源：fortune business insights, 老虎证券

全球主要的小型船只生产商

公司	国家	公司	国家
Brunswick	美国	Bennington Marine	美国
Groupe Beneteau	法国	Hobie Cat Company	美国
Azimut Benetti	意大利	Ferretti Group	意大利
Sunseeker International	英国	Bavaria Yachtbau	德国
Ranger boats	美国	Godfrey Pontoon Group	美国
Tracker Boats	美国	Catalina Yachts	美国
Lund Boats	美国	Mahindra Odyssey	印度
Marine Product Corporation	美国	Malibu Boats	美国

数据来源：老虎证券

Malibu Boats 是一家什么样的公司?

Malibu Boats 作为是美国领先的动力型小型船艇设计和制造商，主要针对高性能运动船领域，因此也被称为“水上运动拖船领导者”。公司于 1982 年在美国加利福尼亚州的默塞德成立，目前总部位于田纳西州劳登，在欧洲、澳大利亚均生产基地。

公司历史

1982, Bob Alkema、Steve Marshall 等 6 位爱好滑水的加州朋友打算把他们的热情付之于商业——设计和建造新型的滑水船，因此他们成立了 Malibu Boats。这个名字就来自于以水上运动闻名遐迩的加州海滩胜地。

Malibu Boats 拖船



资料来源: Malibu boats 官网

1983 年, 公司第一年运营, 产量最快为每周两艘船, 而且生产的划水传也仅是采用单壳设计

和混合胶衣的滑水拖船，并在加州获得好评。随着销量大增，订单迅速积压，公司开始增加人员并提高产量，于1988年获得了9%的市场份额。

1986年底，Malibu Boats已经总计建造了近1000艘定制滑水船，并获得船舶界Powerboat杂志颁发的首个产品卓越价值奖。

1989年，Malibu Boats成为“加州最大的船只制造商之一”，年产1200艘船。同时，公司也完成了第一次收购——澳大利亚公司Flightcraft将其船艇设计出售给Malibu Boats。

1992年底，Malibu Boats在田纳西州劳登创建了新的生产基地，来满足内河以及湖泊地区人们的使用需求。同时在技术上，公司开始生产引入新专利的玻璃纤维发动机底盘系统(FibECS)，减少了与传动系统相关的振动和噪音，提高了在小型水域的适用性。

由于Malibu Boats创始的时候就意识到滑水等水上运动的重要性，因此在它品牌下的船只性能上更偏运动，也因此重点发展这个市场。2002年，Malibu Boats可以说是“世界上最大的定制滑水船制造商”。

2006年，Black Canyon资本作为主要投资者对Malibu Boats进行了一次杠杆收购，也为Malibu Boats后来的IPO奠定了基础。

2009年，Jack Springer成为Malibu的首席执行官，主导并建立了有别于Malibu品牌之外的Axis Wake Research品牌，定位更平价。直至现在，公司仍以Malibu和Axis两个品牌销售。

2014年，公司成功在纽交所上市，并在澳洲、欧洲大规模拓展业务。

2017年，Malibu Boats以1.3亿美元收购了领先的艇驱动船生产商Cobalt Boats，一家同样以休闲娱乐、水上运动为特点的小型休闲船只制造商。

2018年，Malibu Boats收购了制造中高端近海海钓品牌Pursuit Boats。近海捕鱼市场也

是海洋产业中规模最大、增长最快的细分市场之一，也可以看出公司要寻找细分行业内更多的市场容量。

2021年，Malibu Boats 收购了平底渔船的领先销售商 Maverick Boat Group，同时将业务扩展到船拖车和配件，并开始为其高性能运动船生产自己的发动机。

目前，Malibu Boats 的小型船只覆盖水上运动、钓鱼以及一般运输等领域。

Malibu Boats 的主要品牌及主要特征



数据来源：Malibu Boats 各品牌官网，老虎证券整理

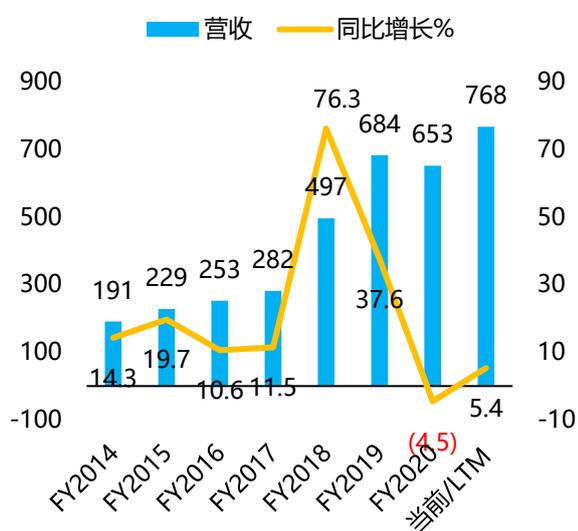
公司业务及财务分析

从 2014 年上市，至 2017 年公司对外收购之前，公司在次贷危机之后的全球经济复苏中受益，年复合增长率 14%，略高于行业平均水平。而 2018 年和 2019 年的年报，有了收购后新并表的公司数据，因此也出现了直观的增长。由于 MBUU 的财年是每年 6 月 30 日为结束日期的。因此在 2020 财年尾正好是欧美地区受 COVID-19 影响最深的一个季度。

整体收入上来看，增速领先行业水平，多次并购带来直接的收入增长。

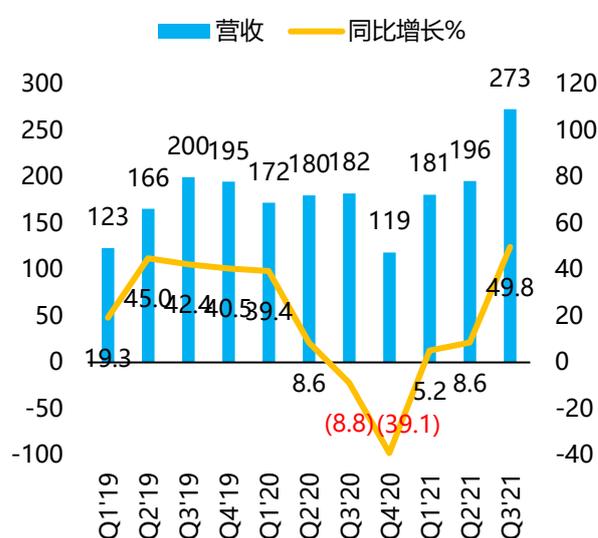
MBUU 在 2020 财年获得营收 6.53 亿美元，同比-4.51%。但是在疫情恢复后，由于海外旅行一定程度上受限，娱乐需求旺盛却更多只能在当地或者国内实现，水上运动成为重要的娱乐方式，公司的业务反而获得提升。在截止 2021 年 3 月 31 日的 21 财年 Q3，公司录得单季营收 2.73 亿美元，同比+49.8%，单季增速史上第 5 高。

MBUU 整体营收及增速（百万美元）



数据来源：公司公告，老虎证券整理

MBUU 季度营收及增速（百万美元）



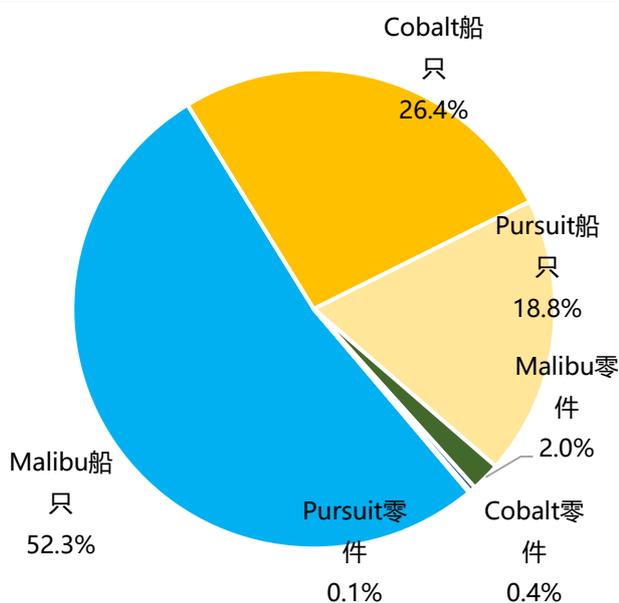
数据来源：公司公告，老虎证券整理

同时，公司在经历 2021 年初北美严寒气候的影响（部分工厂由于限电有关停现象）之后，已经全部恢复最大产能，物流链的限制也得到解决。

按营收来源看，原生品牌占比最高，但是渔船的子品牌 Pursuit 增速较快

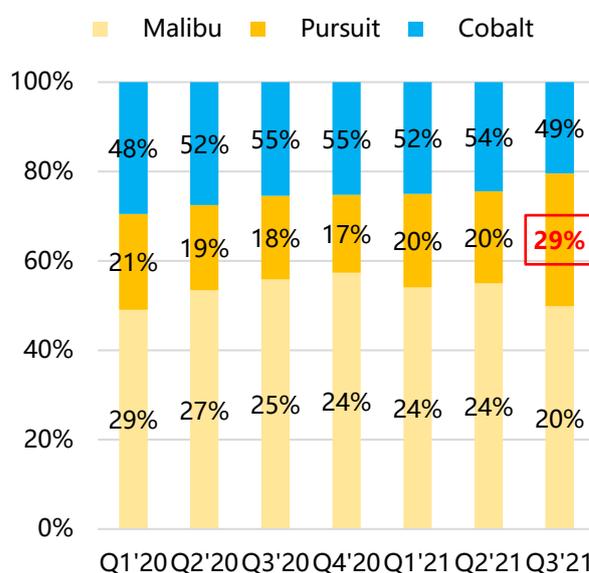
Malibu Boats 的营收主要来自两大块：船只销售以及零件销售。公司将 Malibu 和 Axis 两个原生品牌的收入放在一起列示，而将收购来的 Cobalt Boats 和 Pursuit Boats 分别单独列示。其中以原生品牌的收入占比为主，占比为在 50%左右，FY21Q3 收入 1.34 亿美元，占比 48.8%；Pursuit 品牌的占比在 2021 财年之后断提升，从 FY21Q2 的 20.15% 上升至 FY21Q3 的 29.11%，这个主打钓鱼拖船的品牌销量上升较快。而另一个也是主打运动的拖船品牌 Cobalt 则比例略微下降，至 FY21Q3 为 19.98%。

MBUU FY20 的分类营收占比



数据来源：公司公告，老虎证券整理

MBUU 分类营收变化趋势



数据来源：公司公告，老虎证券整理

此外，公司打算对 2021 年初收购的 Maverick 品牌进行一定的扩建，估计项目持续 12 个月，并最终会将 Maverick 品牌的产能增加 30-40%，以面对日益增加的小型休闲钓鱼船只的需求。

利润率方面，收购来的公司毛利润不如原生品牌，但整体毛利率依然在恢复上升。

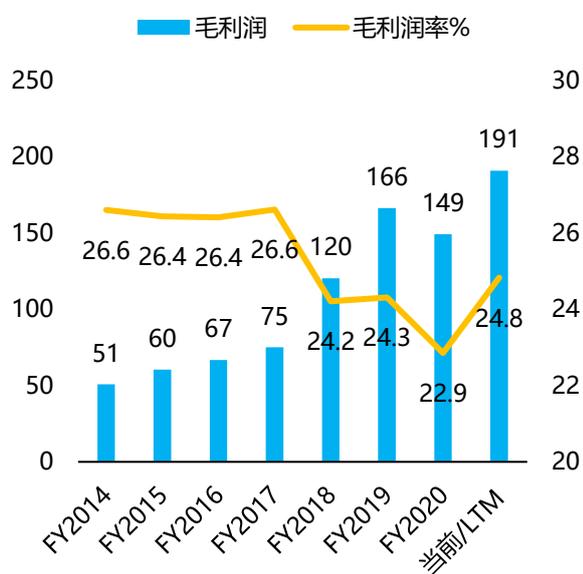
Malibu 自己品牌的毛利润大约在 26%左右，2017 财年达到 26.62%；而收购来的两家公司原本的毛利率水平皆不如原生品牌，因此整体毛利率在 2018 财年掉至 24.21%。2020 财年

又掉至 22.85%。

根据最近几个季度的表现，公司整体的毛利率趋势依然还有上升的潜质，收购后的协同效应也会渐渐显现。整体变化如下：

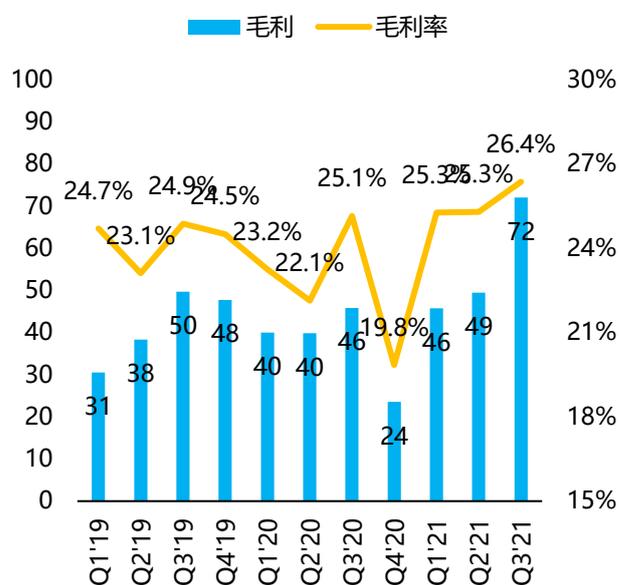
1. 公司收购的 Pursuit、Cobalt 品牌的毛利率偏低，因造船厂分布不同地区，生产上未必能马上形成协同效应，不过可以在未来整合主要生产零件来降低边际成本；
2. COVID-19 疫情期间销售滑坡的季度边际成本变大，影响了 2020 财年整体毛利率；
3. 公司在疫情解禁后，受益于人们更强烈的娱乐休闲需求，小型船只的销售不减反增，也给公司降低边际成本提供良好的环境，同时在钓鱼船只上的需求增长尤为强烈。
4. 通胀上升，虽然原材料价格也上升，公司以先进先出的会计方式记账，对毛利润的影响有限，同时公司可以先从新产品的定价上体现收入增长。

MBUU 并购前后毛利率趋势 (百万美元)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

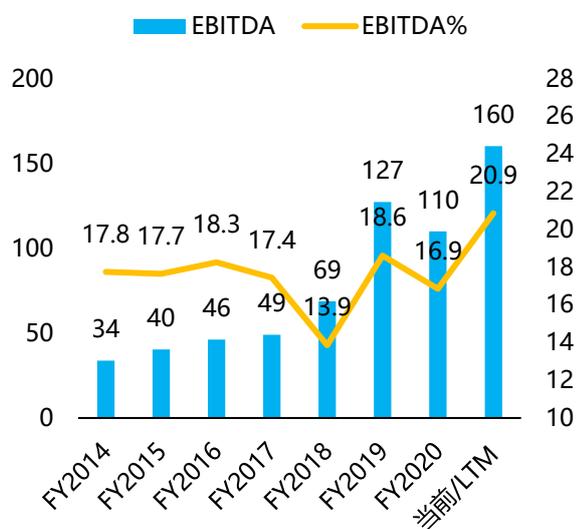
MBUU 分类营收变化趋势 (百万美元)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

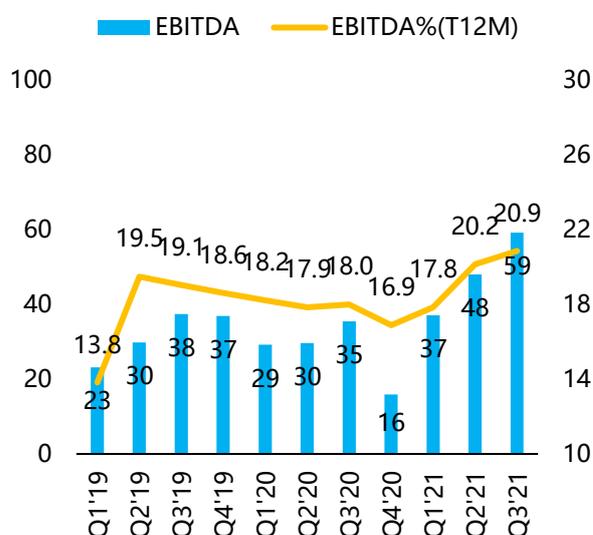
在运营方面，虽然并购以及疫情契的确在一定程度上影响到了 EBITDA 利润率，但公司一直在提高效率。调整后 EBITDA 利润率从 2014 财年的 17.8% 提升至最近 12 个月的 20.9%。

MBUU EBITDA 及利润率 (百万美元)



数据来源: 公司公告, 老虎证券整理

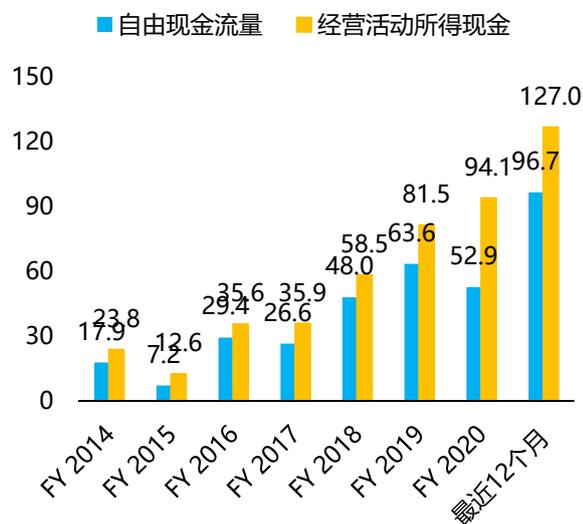
MBUU EBITDA 及利润率 (季) (百万美元)



数据来源: 公司公告, 老虎证券整理

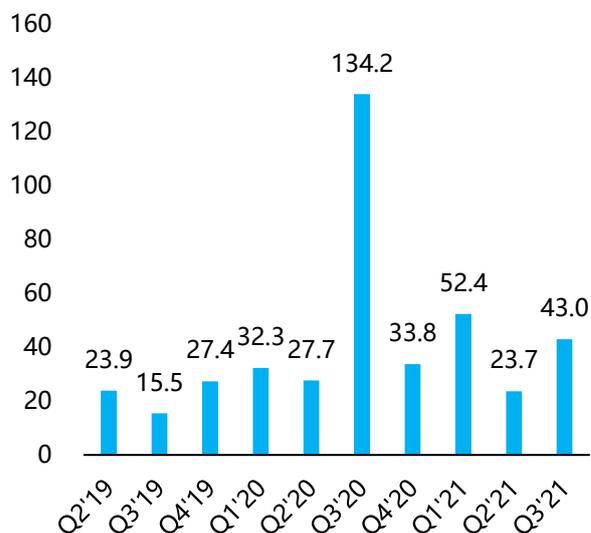
此外, 公司现金流越来越强大, 公司的经营活动现金流在 2015 年之后就一直呈现增长趋势。

MBUU 自有现金流 (百万美元)



数据来源: 公司公告, 老虎证券整理

MBUU 现金及其等价物 (百万美元)



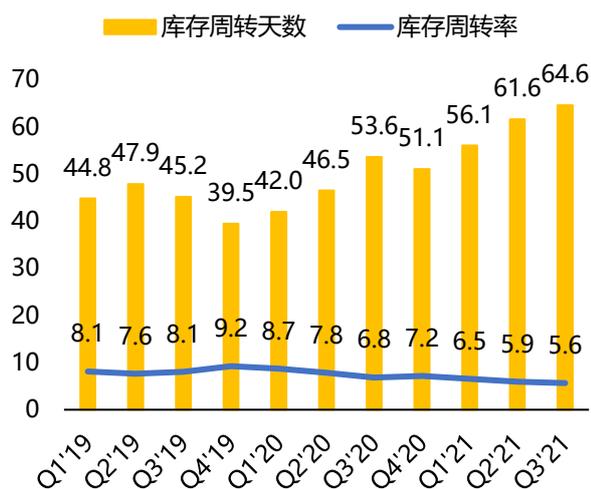
数据来源: 公司公告, 老虎证券整理

库存周转率下降, 但并非营运效率下降

对制造业来说, 控制好库存是决定生产及运营效率的重要一环。虽然近几个季度的库存周转率有所下降 (库存周转天数上升)。但仔细分析公司的库存构成, 主要是增大了原材料的库

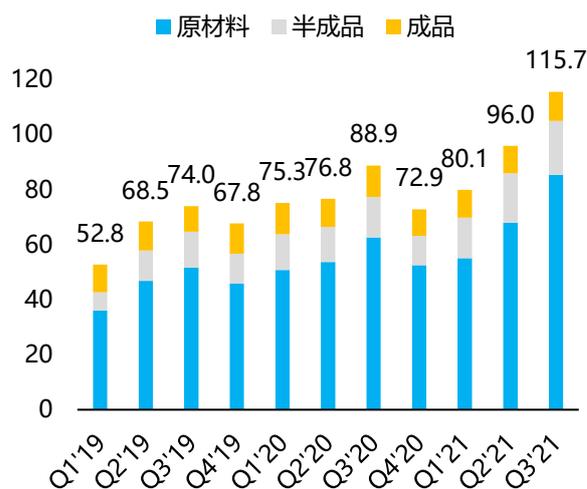
存。一方面可能是由于是原材料价格在近一年来有一定程度上上升，而另一方面也是因为公司在通胀周期下，因为生产需求旺盛而主动扩大了原材料库存。若通胀持续，原材料价格继续上涨的话，公司囤积的原材料库存将在一定程度上降低成本，提高公司的毛利率。

MBUU 库存周转率及周转天数



数据来源：公司公告，老虎证券整理

MBUU 的库存构成 (百万美元)

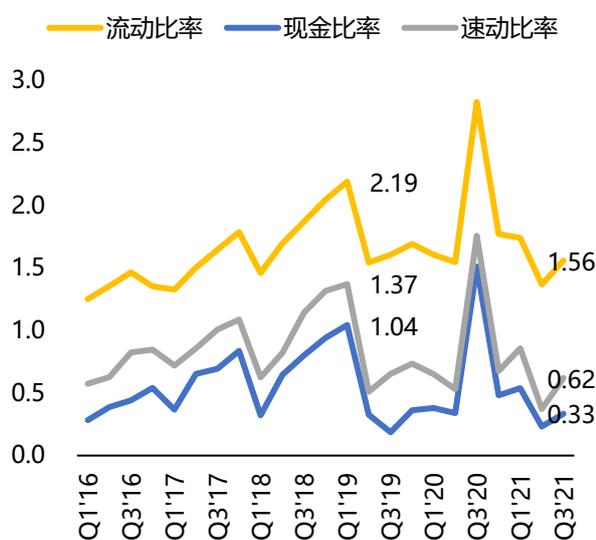


数据来源：公司公告，老虎证券整理

流动性指标向好，收购的负债并未给公司造成压力

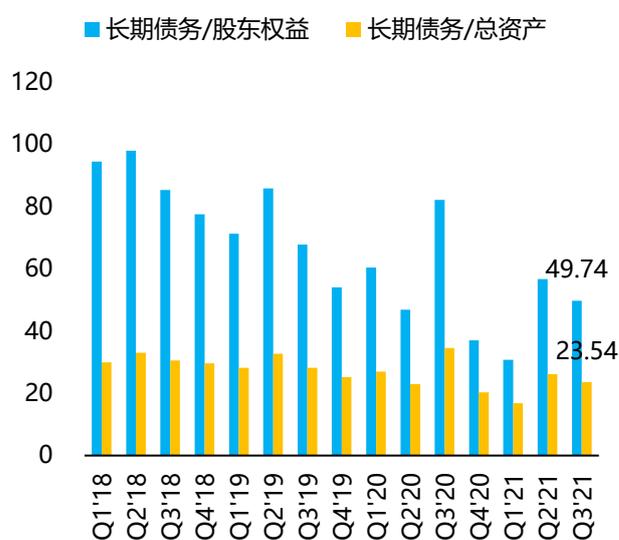
公司的流动比率和速动比率一直保持在良好的水平。至 FY21Q3，流动比率为 1.56。

MBUU 的流动性比率



数据来源：公司公告，老虎证券整理

MBUU 长期债务占比 (%)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

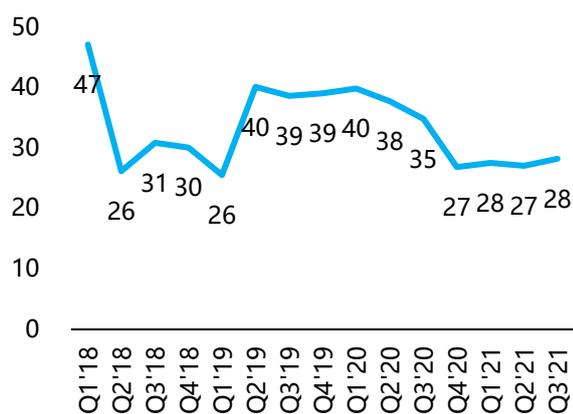
即便进行多次收购活动，债务水平在有条不紊地下降，至 FY21Q3 长期债务占股东权益比例不超过 50%。

公司的盈利能力及同业对比

从投资回报的角度看，Malibu Boats 是一家回报率较高的小市值公司。2018 年、2019 年和 2020 年公司的股价回报分别为 16.78%、23.90%和 52.22%。2021 年至今涨幅为 21.33%。

从普通股本回报率看，公司 2017-2020 财年的 ROE 分别为 90.4%、30.1%、39.0%和 26.8%，且按单季来看也一直维持在 25%以上。

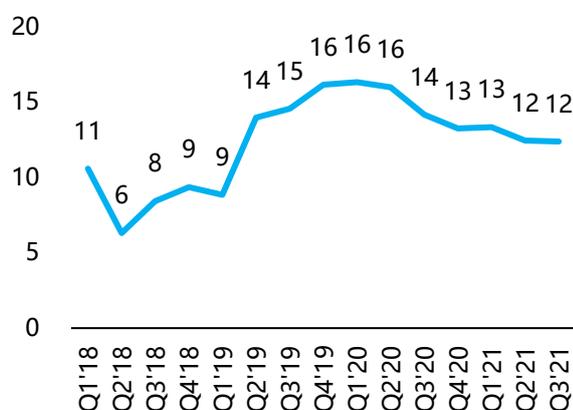
MBUU 的 ROE (季度) (%)



MBUU 的 ROE (年度) (%)



MBUU 的 ROA (季度) (%)



MBUU 的 ROA (年度) (%)

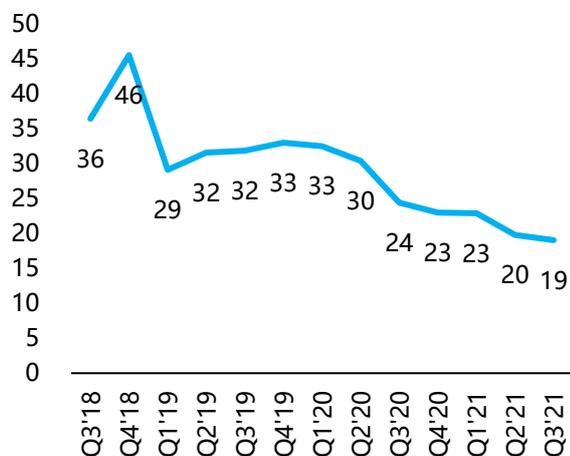


数据来源：公司公告，老虎证券整理

数据来源：公司公告，老虎证券整理

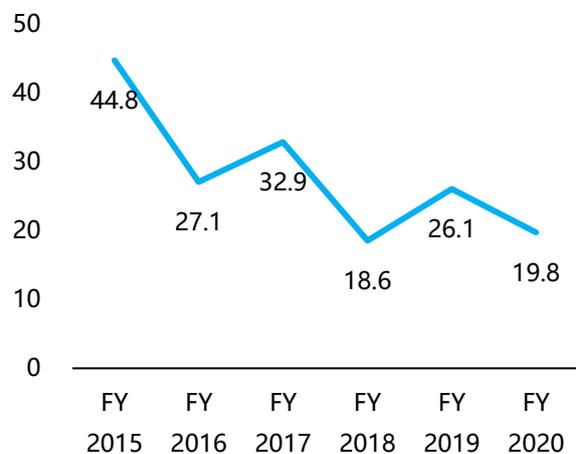
同时，公司的投资资本回报率虽有所下降，仍在 20%左右。

MBUU 的 ROIC (季度) (%)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

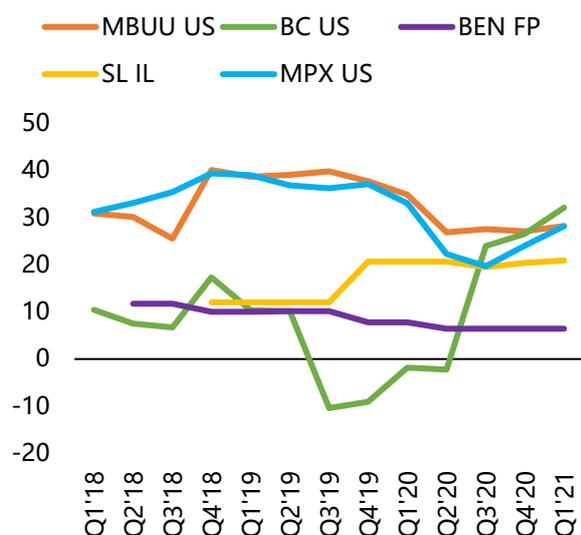
MBUU 的 ROIC (年度) (%)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

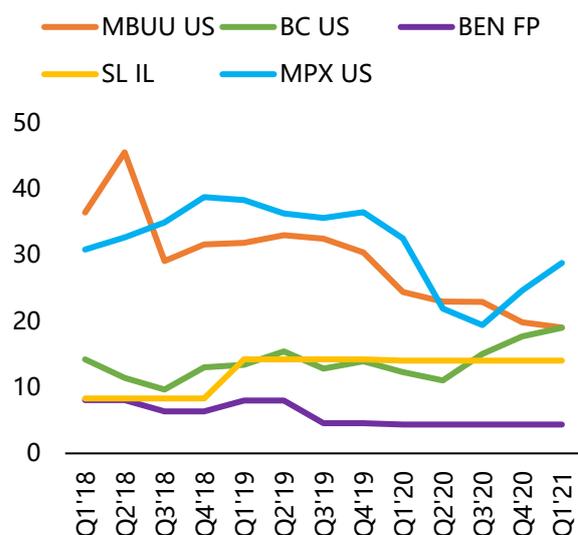
同行业的公司中，规模最大的是 Brunswick (NYSE:BC)，但除了小型休闲船只之外，该公司还生产发动机、健身器材和其他娱乐产品，产品类型更丰富一些。该公司目前市值 75 亿美元。欧洲地区，有法国的 Groupe Beneteau (BEN.FP)，目前总市值为 12.6 亿美元。另一家美国制造商的 Marine Products (NYSE:MPX) 则规模稍小，目前市值 5 亿美元。

主要同业公司的 ROE 趋势



数据来源：公司公告，Bloomberg，老虎证券整理

主要同业公司的 ROIC 趋势



数据来源：公司公告，Bloomberg，老虎证券整理

与这些同业公司相比，Malibu Boats 的 ROE 和 ROIC 均高于平均水平。

估值讨论

我们以估值倍数和永续现金流折现两种方式同时对 MBUU 进行估值。

估值倍数

我们采用的同业对比公司包括：

- 1) 中小型休闲船只制造商：Brunswick（美国）、Beneteau（法国）、Marine Products（美国）、San Lorenzo（意大利）。这些公司的倍数差异稍小。
- 2) 包括水上运动在内的户外运动生产经销商：Polaris、BRP Canada、Dometic Group、Camping World、Yummies Inc、Johnson Outdoors。

这些同类型公司过去 12 个月的平均 PE 为 18.7 倍，平均 EV/EBITDA 为 10.58 倍。且在 2021 年的预期 PE 为 19.63 倍，EV/EBITDA 为 9.73 倍。

Malibu Boats 同类企业的相应估值倍数

代码	名称	市值 (百万美元)	EV (百万美元)	EV/EBITDA TTM	P/E TTM	P/FCF TTM	股息率 %
平均值	平均值	3472.70	4320.49	10.58	18.70	19.13	1.75
MBUU US	Malibu Boats	1579.37	1721.79	11.24	16.50	16.22	
PII US	Polaris	7954.73	9078.43	8.63	13.85	8.61	1.92
BC US	Brunswick	7524.15	8054.55	9.31	15.22	10.71	1.15
DOO CN	BRP Canada	6566.41	7811.69	9.16	8.46	16.64	0.38
DOM SS	多美达集团	5397.28	6302.41	15.22	37.33	62.38	1.57
CWH US	Camping World	3659.30	6036.79	6.76	7.22	1.75	4.37
YUMM US	YUMMIES INC	1573.70					
BEN FP	Beneteau	1258.66	1660.75	6.82	27.39		
JOUT US	Johnson Outdoors	1161.97	1019.44	11.59	15.31	19.00	0.73
SL IM	意大利圣劳伦佐游艇	978.86	1008.77	10.56	22.47		1.25
MPX US	Marine Products	545.26	510.25	16.50	23.25	17.77	2.62

数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

同时，我们也需要考虑到增长。由于 2020 年较为特殊，以 Q4 作为节点来计算 2020 年收入同比增速，在考虑同类公司中，MBUU 的表现也名列前茅。Bloomberg 对 2021 年收入

增速的一致预期，MBUU 表现最好达到 65.53%，当然其中有 Maverick 合并报表带来的收入预期，也有公司自身业务发展的增长预期。如果不考虑收购，预计收入增速在 38%左右。也基本符合在没有并购活动影响下，Malibu Boats 的年均增长率在小两位数的水平。

Malibu Boats 同类企业最近年度收入增速及最新年度收入预期

代码	名称	市值 (百万美元)	2020年 营收增速	2021年预期 营收增速
平均值	平均值	3472.70		
MBUU US	Malibu Boats	1579.37	8.63	65.53
PII US	Polaris	7954.73	3.62	20.49
BC US	Brunswick	7524.15	5.84	28.74
DOO CN	BRP Canada	6566.41	-1.65	32.8
DOM SS	Dometic Group	5397.28	-12.41	25.79
CWH US	Camping World	3659.30	11.34	23.69
YUMM US	Yummies Inc	1573.70		
BEN FP	Groupe Beneteau	1258.66	4.74	-10.61
JOUT US	Johnson Outdoors	1161.97	5.65	20.16
SL IM	San Lorenzo SPA	978.86	4.19	5.98
MPX US	Marine Products	545.26	-17.91	

数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

如果以当前行业 18.7 倍 PE 为基准，2021 财年的预期市值约为 23 亿美元，则对应的价格为每股 110 美元；2022 年底对应的股价为 125 美元。

现金流折现

公司暂时为披露新收购的 Maverick Group 对财报的影响，因此暂时不考虑这块业务带来的收入及资本支出。我们预计在 Maverick 收购活动结束后，Malibu Boats 将以小两位数的增速领先于行业同行。

我们以 3.5% 的永续增长率，12.9% 的 WACC 来算公司的企业价值。

2021 财年末的每股价值为 **101 美元**。

综合两种方式，Malibu Boats 的每股价值应不低于 **105 美元**。

Malibu Boats 业绩预测

	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	228.6	253.0	281.9	497.0	684.0	653.2	906.0	1069.1	1229.4	1377.0	1528.4	1681.3
% YoY Growth		10.6%	11.5%	76.3%	37.6%	-4.5%	38.7%	18.0%	15.0%	12.0%	11.0%	10.0%
- Cost of Revenue	168.2	186.1	206.9	376.7	517.7	503.9	673.2	801.8	922.1	1032.7	1146.3	1261.0
% of Revenue	73.6%	73.6%	73.4%	75.8%	75.7%	77.1%	74.3%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
Gross Profit	60.4	66.8	75.0	120.3	166.3	149.3	232.8	267.3	307.4	344.2	382.1	420.3
% Gross Margin	26.4%	26.4%	26.6%	24.2%	24.3%	22.9%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
- Operating Expenses/Income	24.9	26.1	32.6	64.3	54.8	60.4	74.8	96.2	110.6	121.2	129.9	137.9
% of Revenue	10.9%	10.3%	11.6%	12.9%	8.0%	9.2%	8.3%	9.0%	9.0%	8.8%	8.5%	8.2%
Operating Income	35.5	40.7	42.4	56.0	111.4	88.9	158.0	171.1	196.7	223.1	252.2	282.5
% Margin	15.5%	16.1%	15.1%	11.3%	16.3%	13.6%	17.4%	16.0%	16.0%	16.2%	16.5%	16.8%
- Tax on Operating Income	10.2	13.8	(4.2)	2.8	24.8	20.2	34.3	30.8	35.4	46.6	51.3	55.9
% Tax Rate	28.1%	36.5%		3.8%	23.5%	23.1%	21.7%	18.0%	18.0%	20.9%	20.3%	19.8%
Net Income	25.3	26.9	46.7	53.2	86.6	68.7	123.7	140.2	161.3	176.5	200.9	226.5
% Net Margin	11.1%	10.6%	16.5%	10.7%	12.7%	10.5%	13.7%	13.1%	13.1%	12.8%	13.1%	13.5%
EBITDA	40.4	46.2	49.2	68.9	127.4	107.3	185.4	192.4	221.3	250.6	282.8	316.1
% EBITDA Margin	17.7%	18.3%	17.4%	13.9%	18.6%	16.4%	20.5%	18.0%	18.0%	18.2%	18.5%	18.8%

数据来源: 公司财报, 老虎证券整理

Malibu Boats 自由现金流预测

	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	228.6	253.0	281.9	497.0	684.0	653.2	906.0	1069.1	1229.4	1377.0	1528.4	1681.3
Net Income	25.3	26.9	46.7	53.2	86.6	68.7	123.7	140.2	161.3	176.5	200.9	226.5
% Net Margin	11.1%	10.6%	16.5%	10.7%	12.7%	10.5%	13.7%	13.1%	13.1%	12.8%	13.1%	13.5%
+ Depreciation & Amortization	4.9	5.5	6.7	12.9	16.0	18.4	27.4	21.4	24.6	27.5	30.6	33.6
% of Revenue	2.1%	2.2%	2.4%	2.6%	2.3%	2.8%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
- Capital Expenditure	5.4	6.2	9.3	10.4	17.9	41.3	28.0	35.9	31.5	31.8	33.7	35.5
% of Revenue	2.3%	2.4%	3.3%	2.1%	2.6%	6.3%	3.1%	3.4%	2.6%	2.3%	2.2%	2.1%
- Changes in Net Working Capital	25.0	(5.2)	(0.9)	8.8	18.0	(2.4)	9.1	10.1	14.7	14.9	11.8	16.8
% of Revenue	10.9%	-2.1%	-0.3%	1.8%	2.6%	-0.4%	1.0%	0.9%	1.2%	1.1%	0.8%	1.0%
+ Changes in Net Long Term Defe		5.0	6.6	42.8	3.5	7.3	26.4	33.1	40.0	30.0	38.4	46.9
% of Revenue		2.0%	2.3%	8.6%	0.5%	1.1%	2.9%	3.1%	3.2%	2.2%	2.5%	2.8%
Free Cash Flow		36.5	51.6	89.6	70.1	55.6	140.4	148.7	179.6	187.4	224.4	254.8

数据来源: 公司财报, 老虎证券整理

Malibu Boats 估值预测

永续增长现值	1527.12	企业价值	2106.9
永续增长前自由现金流现值和	722.197	流通总股本	20.847
当前企业价值	2249.32	预计每股价值	101.06
短期债务	6.284	当前价格	75.76
长期债务	171.91	相差空间	33.40%
现金及现金等价物	42.993		
当前净债务	135.201		
优先股及少数股东权益	7.223		
企业价值	2106.9		

数据来源: 公司财报, 老虎证券整理

风险提示:

1. 疫情反复，或水上娱乐需求低于预期；
2. 收购和并购活动不及预期，协同效应不足；
3. 行业竞争增强，公司渠道优势降低；

原材料价格大幅上涨，无法及时传递到下游

一周财报前瞻

Netflix-NFLX 预期 EPS: 3.16/预期营收: 7.32B

奈飞将于美东时间7月20日盘后发布2021年第二季度财务业绩，去年上半年疫情红利推动的高基数将使Netflix本季度业绩承压。

据奈飞提供的Q2业绩指引，该公司预计收入为73亿美元，每股收益为3.16美元。由于去年疫情的爆发提前透支用户，以及2021年上半年内容减少，可能导致第二季度会员增长放缓。公司预计第二季度将在全球范围内新增100万用户，远远低于去年同期的1000万，100万新增用户是自去年第四季度以来的最低季度增长。

价格上涨预计被压抑的户外娱乐需求给第三季度业绩平添不确定性。

不过，几部重磅作品(《巫师》、《眼镜蛇道馆》、《你》和《纸房子》)的回归显然将成为第四季度到2022年用户增长正常化的催化剂。积极的一面是，尽管奈飞近期在用户增长方面还存在一些问题，但公司已经成功地从高度关注用户增长转向了稳定的ARPU和自由现金流的增长，预计第二季度的营业利润率将达到25.5%。

阿斯麦-ASML 预期 EPS: 2.89 / 预期营收: 4.92B

ASML将于7月21日公布第二季度业绩，作为在产业链上游拥有绝对垄断地位的芯片设备供应商，阿斯麦迎来业绩加速增长期。

彭博一致预期，本季度阿斯麦净利润同比净利润增长35%至10.27亿欧元，营收增长22.5%至40.92亿欧元，位于公司指引区间40-41亿欧元的高端。在下半年高利润率的DUV(深紫外光刻)产能增加的推动下，阿斯麦料将本财年指引提高30%。

按目前市场需求，2021年营收和利润率的增长都主要来自非EUV工具，管理层也将在下半年增加DUV的产能，并延续到2022年，客户对EUV工具的需求全年保持强劲。因此，在目前的环境下，阿斯麦进一步增长受到产能而非需求的限制。

可口可乐-KO 预期 EPS: 0.55/预期营收: 9.25B

英特尔-INTC 预期 EPS: 1.06/ 预期营收: 17.84B

可口可乐将于周三盘前公布二季度业绩。市场普遍预期，可口可乐第二季度净收入和每股收益同比增长约 30%，主要受实际税率下降的提振。收入增长得益于浓缩饮料销售出现强势反弹，本季度预期增长 26%，而去年则下降了 22%，这主要是由于餐厅和其他营业场所的饮料消费在消费者出行增加的情况下出现了大幅反弹。

尽管年初可口可乐实施了全面重组，旨在简化组织结构，降低成本，但最快也要在三季度有所体现，短期内营业利润依然承压。

英特尔从 PC 和服务器出货量的改善中持续收益，后疫情时期云计算需求和企业 IT 支出保持高位。管理层指引本季度的营收 189 亿美元，每股收益将涨至 1.05 美元。竞争对手 AMD 和因为在过去 6 个月里的营收共识已经向上修正了 22-26%，而英特尔却只有 3%，预期的差异也反映出英特尔增长动力率显不足。

长期来看，围绕英特尔芯片路线图的长期问题，尤其是数据中心业务的问题，仍是投资者的最大关注点。

Twitter-TWTR 预期 EPS: 0.07/预期营收: 1.06B

彭博分析师一致预期 Twitter 二季度营收为 10.58 亿美元，调整后 EBITDA 为 2.04 亿美元，与管理层预期基本一致。

Twitter 作为传统社交媒体平台，最大的挑战是环比来看用户增长触顶，但 mDAU 同比其实仍有 20% 的增长，略逊于其他同行。

去年疫情极大提升了用户活跃度，不过从二季度开始 Twitter 都将面临艰难的比较，预计第二季度、第三季度和第四季度的 mDAU 增速仍将呈现低两位数增长，增长低点可能出现在第二季度，

Snap-SNAP 预期 EPS: -0.01/ 预期营收: 844.98M

Snap 无疑是社交平台的佼佼者，收入连续两个季度维持 60% 以上的高速增长，大幅度超出分析师预期，上季度营收增速和日活跃用户增速更是创下三年以来新高。彭博一致预期 Snap 二季度营收 8.449 亿美元，同比增长 30%；Non-GAAP 下 EBITDA 180 万美元，首次转正。

Snap 优势在于其对年轻一代用户的吸引力，“千禧一代”和“Z 世代”是 Snap 核心用户群，年轻群体的高粘性推动一季度 DAU 同比增长 22% 至 2.8 亿。二季度受制于去年高基数，用户增速有所

彭博预计二季度 mDAU 同比增长 11% 达 2.045 亿。

与 Facebook、Snap、Pinterest 等同行相比，Twitter 用户差距只会被越来越大，公司只能寄希望于热门体育赛事恢复以及产品改进来提高用户参与度，长期投资者希望看到公司新的成功的货币化方式和努力。

就在近期，Twitter 推出了两大订阅服务：6 月初：Twitter 推出了“Twitter Blue”，这是一项为内容创造者提供的订阅服务，订阅用户将被允许撤回推文，并且可以设置最长 30 秒的可定制计时器，以便在需要修改推文时及时撤回。6 月中旬，推特推出了传闻已久的“超级关注”功能，该功能采用付费订阅的方式，付费的用户可以查看开通“超级关注”的明星的专属推文内容。

此外，印度对 Twitter 限制和尼日利亚的禁令为国际用户增添了一些不确定性，毕竟印度是其前五大市场之一，尼日利亚拥有约 4000 万 Twitter 账户，但这不太可能对该公司未来的发展方向产生实质性影响。展望下半年，Twitter 是典型的受事件驱动的媒体平台，随着大型体育赛事逐步恢复，如欧洲杯，奥运会以及 2022 年世界杯等，这

回落，彭博预计二季度 DAU 同比增长 14% 至 2.906 亿。

分地区看，Snap 用户在美国以外的世界其他地区拥有更快的扩张速度，如今 Snap 在全球其他地区的用户数量已经超过了美国的用户数量，成为用户增长的主要贡献力量，而国际用户增长能否持续也是二季度一大看点。

值得注意的是，Snap 在全球其他地区的每用户平均收入(ARPU)仅为美国 ARPU 的 16%，有很大的提升空间，这反映出 Snap 在海外货币化的潜力。估值方面，Snap 市销率为 25 倍，与 16 倍的 Pinterest 相比，Snap 的价格肯定不便宜。尽管面临同行对用户时间和广告日益激烈竞争，Snap 凭借忠实的用户基础和不断的产品创新，全球范围内的货币化进程会推动利润率扩张，最终实现长期盈利。

对用户活跃度有一定的支撑，疫情之后对 Twitter 而言是一段难得的“蜜月期”。此外，一季度，苹果 iOS 平台上的广告标识符(DFA)的改变没有给该平台的广告投放带来压力，二季度影响会逐渐显现。

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。