

## 本期核心观点

### | 美股：美联储偏鸽，但下半年购债规模收紧的可能性在加大

季报预跑行情，随着季报渐进高峰已经开始放缓。放眼中期，美联储4月份虽然已经提前释放基于就业市场维持数月复苏，就开始缩减QE的信号，但从历史经验看，QE节奏（流动性）和市场表现彼此不存在明显滞后性。包括近两周的美联储扩表进度看，QE节奏相对平稳。这也是我们认为至少上半年，在QE规模保持平稳的基准情形下，美股仍然具备较强投资性价比的主要原因。

### | 港股：宽松周期内港股情绪仍乐观，中期配置价值凸显

在目前美国就业复苏的节奏下，不难预测美联储购债规模收紧最快也要等到下半年。我们认为在这之前，充裕的流动性，可能会继续托举海外市场。这样让受国际流行性更明显的港股，可以拥有较为理想的指数环境。中期窗口下宜继续关注金融、大消费等更受陆港通资金青睐的主线方向。

### | Peloton：“健身界的奈飞”，中小市值里的绩优股

去年疫情带火了智能家庭健身行业，Peloton市值也水涨船高，市值较疫情低点翻了近5倍，达289亿美元。从商业模式来看，国内的Keep与Peloton经营思路是最为接近。凭借线上丰富的健身课程成为了国内互联网健身平台第一流量入口后逐步开始延展业务，值得期待的是，未来随着5G技术的不断完善成熟，所带来的是更加流畅高速的互动场景升级欧美家庭智能健身市场将势必拥有自己的一席之地，我们认为其渗透率的上升应具备持续性。

#### 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》202

## 目录

1、本周核心观点.....	1
2、美股市场分析：美联储偏鸽，但下半年购债规模收紧的可能性在加大 .....	3
3、港股市场分析：宽松周期内港股情绪仍乐观，中期配置价值凸显.....	7
4、一周 IPO 观察：京东物流过聆讯，小电科技招股，水滴冲刺纽交所 .....	10
5、一周基本面日程：季报高峰期，关注今年首个破百万非农就业数据 .....	13
6、Peloton：“健身界的奈飞”，中小市值里的绩优股 .....	15
5、本周热门个股财报分析：安德玛、Uber、Lyft、Beyond Meat、动视暴雪 .....	29
7、免责声明.....	33

## 美股市场分析

### 一、财报季：盈利大超预期，美债收益回落，科技领跑市场

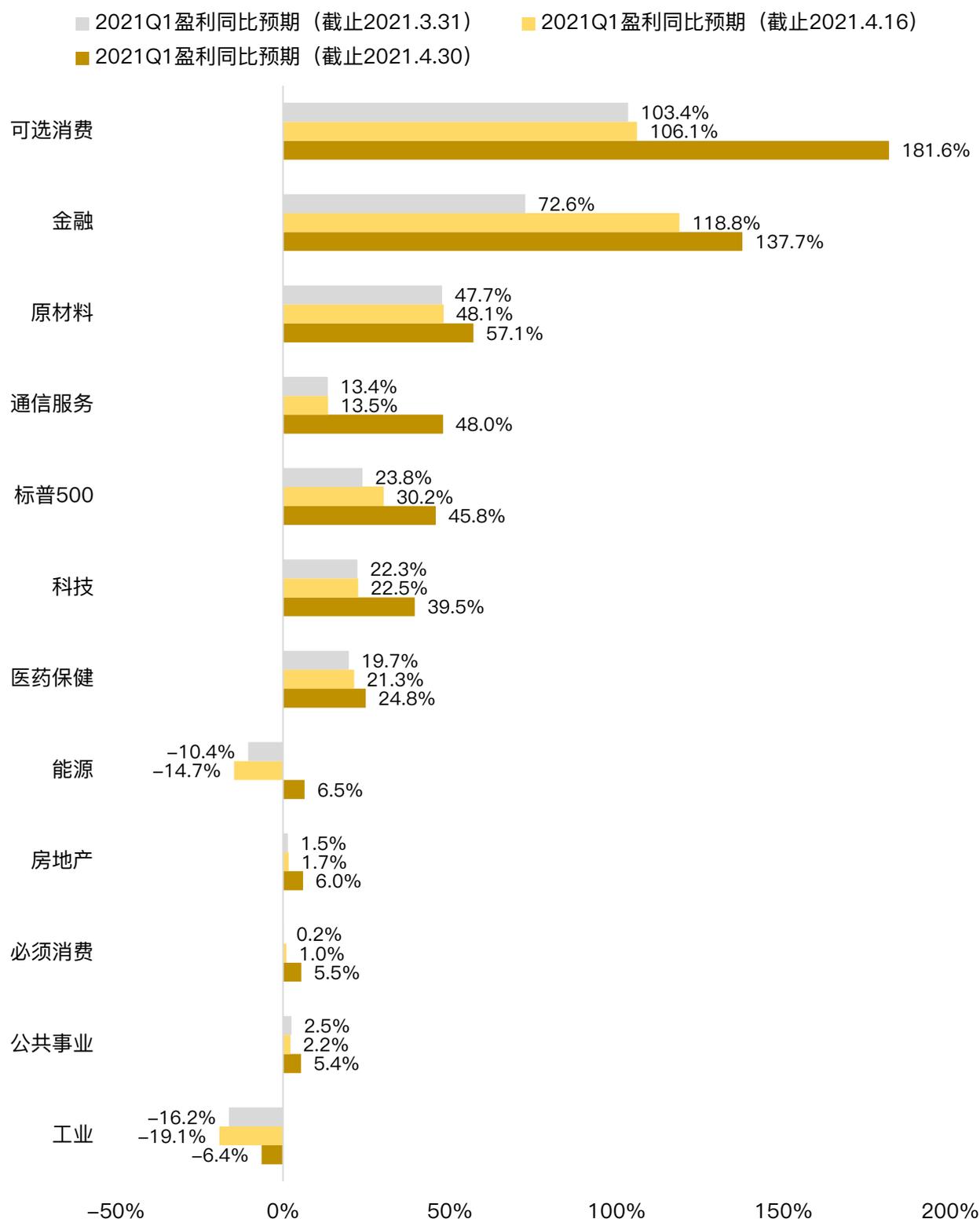
美股一季报披露进程过半（60%），超预期成为这个季度的关键词。截至上周，标普 500 成分股的盈利增长已经达到 45.8%，大幅超出季报前的 23.8%。从成分股来看，有 86% 的成分股盈利高于预期，也大幅超出过去五年 74% 的平均水平。值得一提的是，4 月份也是截至目前，美股今年涨幅最大的月份（5%+），这也印证了我们在四月初《[美股盈利复苏风头正劲，预跑行情或才刚刚开始](#)》20210405 中提出的，低基数还有复苏预期下，主要成分股业绩预跑行情或才刚刚开始判断（图 1）。往前看，Q2 随着美国疫苗接种加速推进、疫情限制措施逐渐解除，结合 1.9 万亿美元财政刺激效果的释放，都有望推动上半年美国经济和企 业盈利整体保持修复的趋势。但季报预跑行情，随着季报渐进高峰近期已经开始放缓。

### 二、未来美股行情将如何演绎？

2 月初的时候，美债引发的对美股泡沫的猜测牵动市场，不过我们从这段时间美债收益率的下行，还有盈利的上调，至少显示这轮美股的上涨，并没有沿着泡沫化的方向，实际上，如果我们观察 PE，也可以看出来美股的估值并没有大幅变化。在盈利大幅上调后，美联储宽松节奏的问题，可能会是市场接下来会关心的话题。包括，就业持续复苏、通胀压力超预期回升可能会迫使美联储提前干预市场？美联储未来缩减购债规模的时间窗口又在哪里？

首先，从历史经验来看，QE 的节奏（流动性）和市场表现彼此不存在明显滞后性，其次，近两周的美联储扩表进度看，QE 购债进度相对平稳。（图 3-4）值得一提的是，虽然通胀滞后于就业市场数据，但通胀影响更多的是加息步伐，眼下更重要的是对就业市场的观测，这部分至少需要一个季度的观察时间。这也是我们认为至少上半年美股仍然具备较强投资性价比的主要原因。

图 1：2021 年美股各行业一季报盈利增速



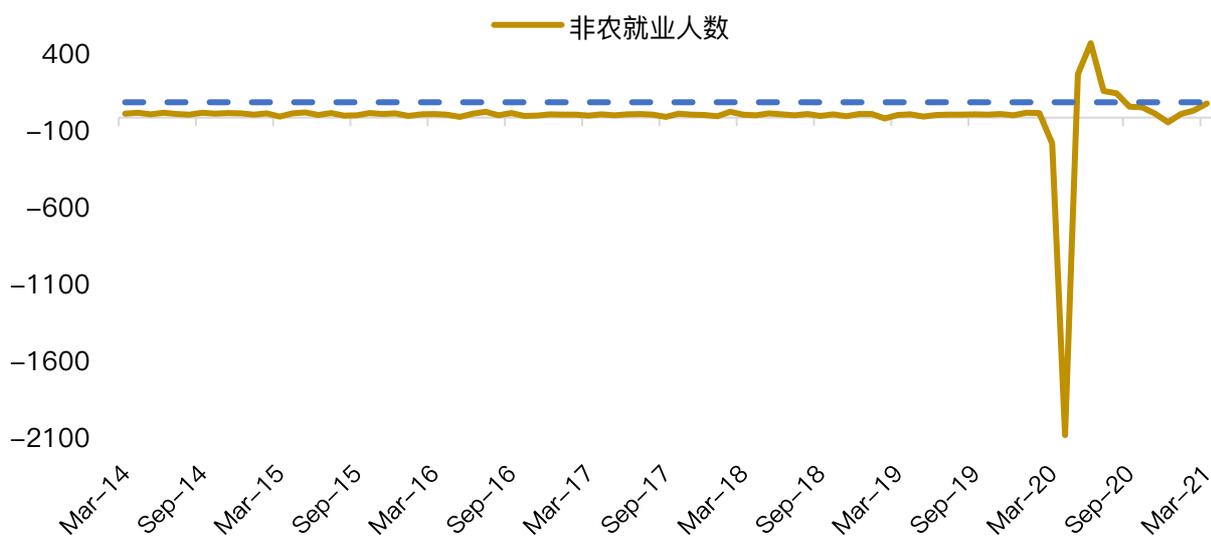
数据来源：Factset，老虎证券

### 三、美联储 4 月以来表态偏鸽，但已提前释放 QE 缩减信号，我们预计该窗口最快在下半年

美联储4月以来的表态总体偏鸽，认为现在谈货币政策退出依然过早。鲍威尔不仅强调了目前经济的修复是不均衡的，还首次明确了缩减QE的前提条件为“连续数月增加百万级就业岗位”。不过这也意味着，美联储正提前释放缩减QE的信号，即：“这轮QE拐点对标的是就业市场全面修复。”

需要注意的是，3月份非农就业岗位为91.6万，本周将公布四月份非农数据，市场预计将超过百万。尽管历史上非农数据本身由于较强的波动性，单季的数据可能很难作为趋势性的参考。但可以预见的是，随着非农就业数据的走强，通胀的升温（一般通胀较就业滞后数月），削减QE规模的预期也会递进，这几乎意味着下半年购债规模收紧的可能性在加大。

图2：美国非农就业人数：年内预计将在四月份首次回到百万关口

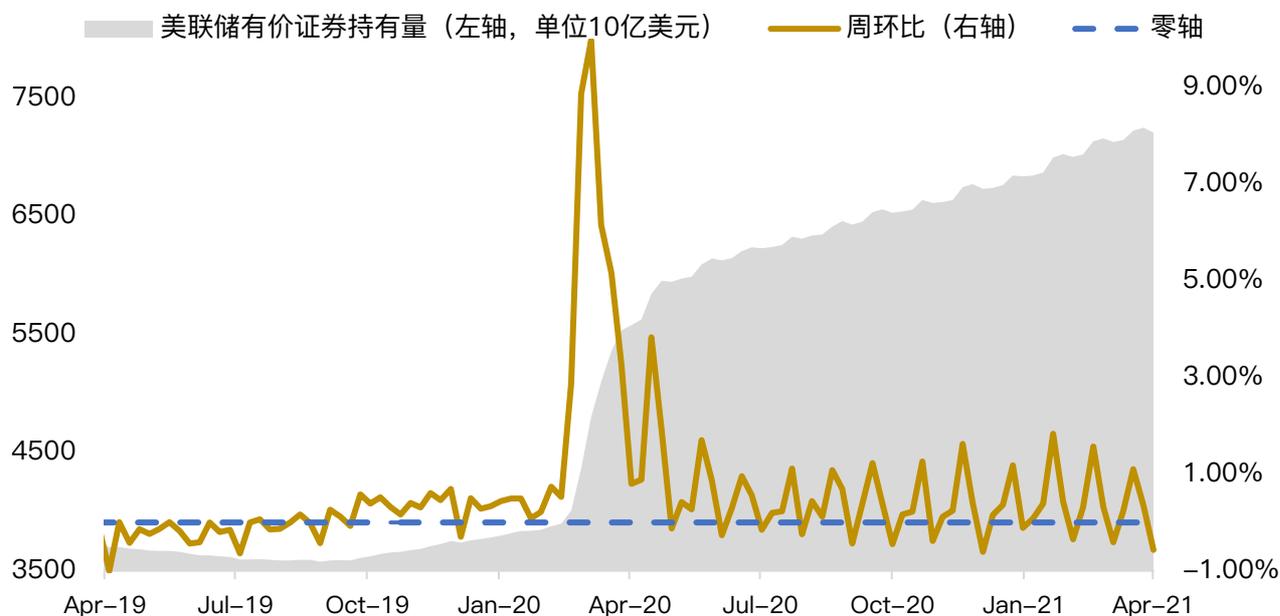


数据来源：Wind，老虎证券

另一方面，圣路易斯联储主席詹姆斯·布拉德(James Bullard)表示，75%的美国人接种疫苗是疫情即将结束的信号，这也被认为是美联储考虑缩减债券购买计划的必要条件。考虑当前每天300万剂左右的疫苗接种速度，以及2.3亿剂的总接种，美国全面免疫的时间窗口可能在今天夏天（年中）就会实现，加上美联储对“数月”的模糊描述，市场也普遍认为宽松收

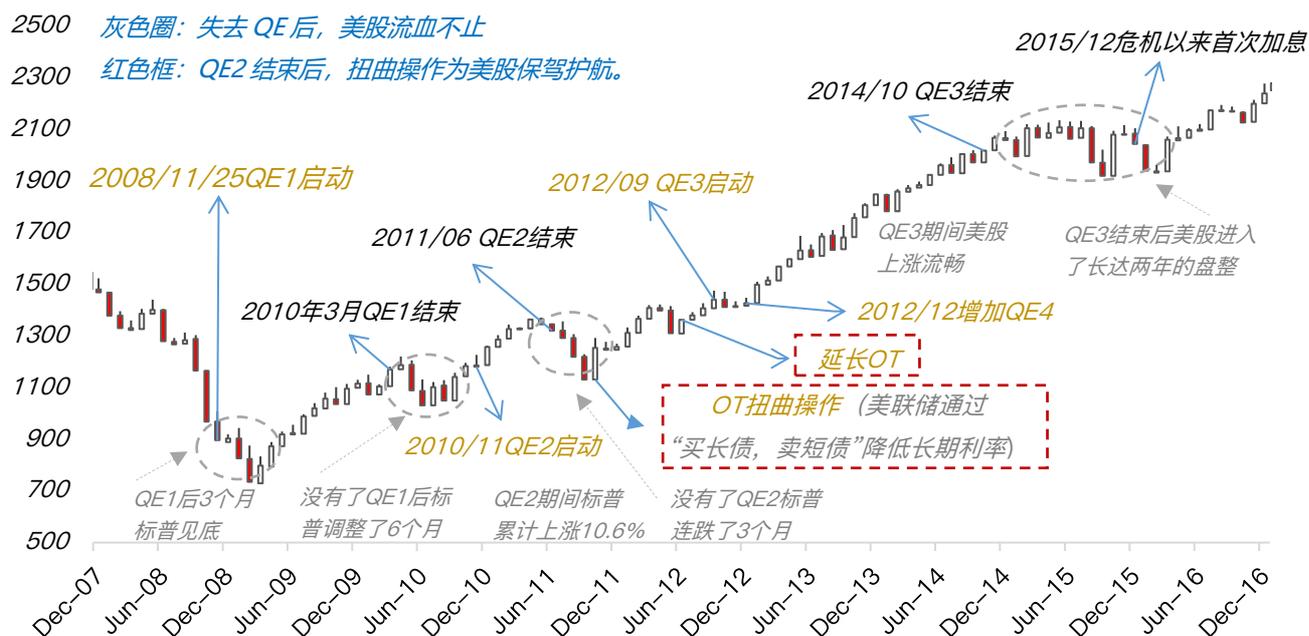
紧、传递减量信号的预期更有可能在四季度。除此之外，未来美债利率再度上行的催化剂可能来自年中以后群体免疫的达成、或者基建投资的更多的进展。

图 3：美联储持有价证券持有量周变化：QE 节奏平稳



数据来源：Wind，老虎证券

图 4：2008 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

## 港股策略点评

### | 投资要点

#### 一、宽松潮下港股情绪仍然乐观，中期配置价值凸显

四月以来恒指继续保持冲击 29500-30000 区域的上升趋势。除此之外，我们观察到的海外流动性也仍然宽裕，包括美债的平稳波动，还有美联储购债的稳步推进。我们注意到，美联储虽然释放了对未来宽松减量的预期，例如需要连续数月增加百万级就业岗位，需要 75% 以上的疫苗免疫等必要条件，不过在目前美国就业复苏的节奏下，不难预测美联储购债规模收紧最快也要等到下半年。

在这之前，充裕的流动性可能会继续托举海外市场。而受国际流行性更明显的港股，也可以拥有较为理想的指数环境完成对 29500-30000 点的突围。再考虑到，国内货币政策进退有序，我们维持对于恒指调整几乎结束，海外资金分流至港股的情形，或将再次上演的判断

(类似于一季度初)。当然，这里面也计入了，我们对于前期恒指和纳指对 10 年期美债收益率过度反应后可能出现修正的乐观预期，因为目前美债收益率目前并非绝对高位，从历史股债相关性看，也很难对海外市场构成逆转。《美债世纪难题，带来哪些投资变化》

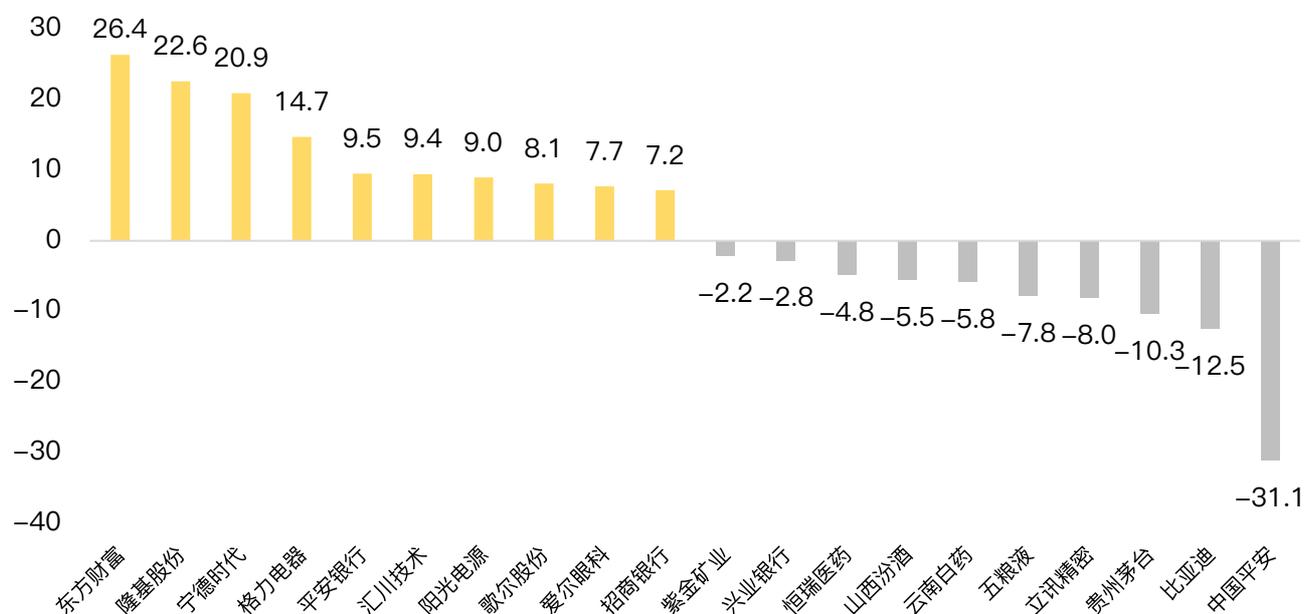
20210308;

#### 二、陆港通观察：金融、大消费方向继续凸显配置价值

从资金风格上看，近期陆港通资金主要增持消费、科技与周期，金融股则继续以行业头部和零售业务概念为主，基本延续了一季度时期的风格。比如净流入居前的金融公司依然为东方财富、招商银行、港交所这些更多开始偏向零售业务的公司。另一个投资主线，现金流较佳、抗通胀属性的大消费，也是陆港通资金净流入的主要方向，外资也会更喜欢这类现金流

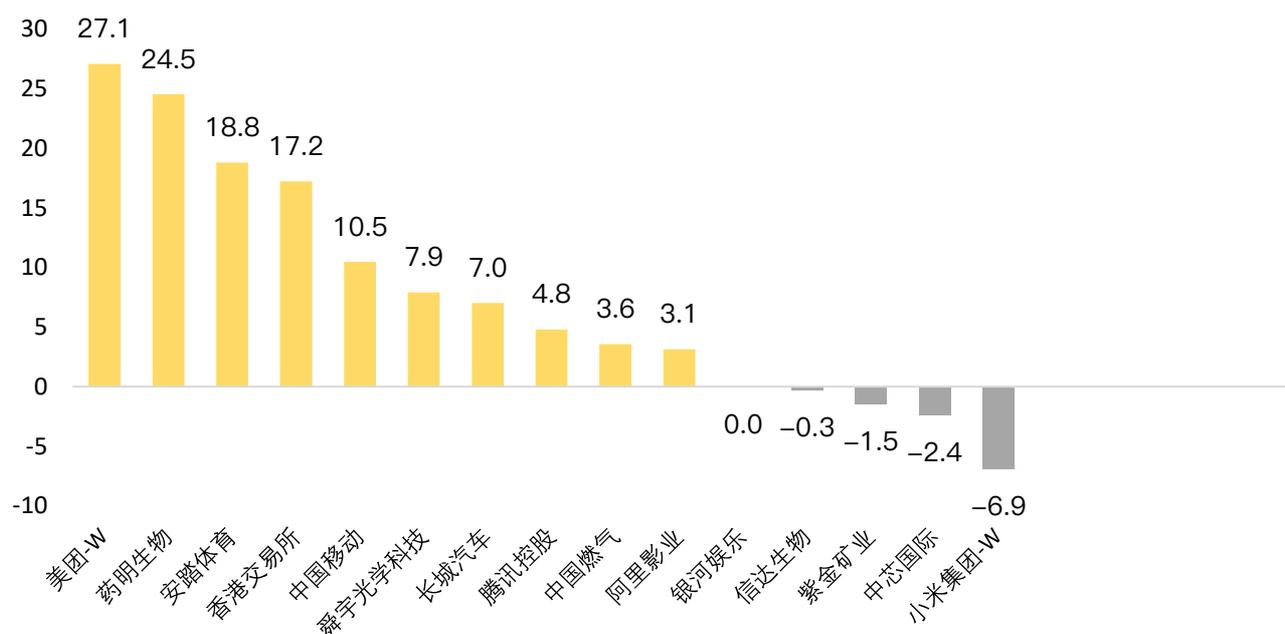
更健康透明的企业。科技股延续强劲，腾讯继续维持净流入趋势，相信和反垄断逐渐消化，还有公司股价持续盘整于去年 Q4 时期的撑压区域有关。

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：京东健康过聆讯，小电科技招股，水滴冲刺纽交所

### 本周港股 IPO 观察

截止 4 月 30 日当周，香港 IPO 市场没有新招股。李氏大药厂分拆的兆科眼科录得 56 倍超购，最终上限定价 16.80 港元，不过除了暗盘刚开盘超过发行价之外，就一路下跌。首日收跌 14.76%，第二日再跌 12.71%，再为港股打新蒙上阴影。

此外，[京东物流](#)通过港交所聆讯。而新递表的公司有 13 家，包括[中梁百悦智佳](#)、[山东鸿承](#)、[博维智慧](#)、[乐普生物](#)、[明宇商务服务](#)、[读书郎教育](#)、[艾棣维欣生物](#)、[富力物业](#)、[东原仁知](#)、[小电科技](#)、[科传国际](#)、[迈越科技](#)、[三翼控股](#)。

### 一、乐普医疗分拆乐普生物港交所递表

乐普生物是心血管介入医械公司，A 股上市公司乐普医疗旗下子公司，主要专注于 PD-1/PD-L1、ADC 和溶瘤病毒类等肿瘤治疗领域药物和联合疗法的研发。目前公司产品管线中，有八种临床阶段候选药物（四种核心产品）、三种主要候选药物及三种临床阶段的候选药物的联合疗法。四种核心产品是 MRG003、MRG002、HX008 及 LP002 是核心产品，主要是 ADC 药物，其中 MRG003 是目前国内处于临床研究阶段的首创和唯一的靶向 EGFR 的 ADC 药物，全球范围内目前也没有靶向 EGFR 的 ADC 获批。公司目前还无实质经营收入，前期股东包括拾玉资本、苏民投、国投创合、海通证券、阳光人寿、平安资本、维梧资本和上海生物医药基金等。本次香港上市由大摩和中金联席保荐。

### 二、疫苗概念医药公司艾棣维欣递表港交所

艾棣维欣是一家创新疫苗公司，专注于 DNA 疫苗、蛋白亚单位疫苗及新型佐剂等创新疫苗开发技术领域。公司目前的管线包括预防性及治疗性候选疫苗，覆盖针对 SARS-CoV-2、

RSV 及乙型肝炎病毒引起的疾病的资产，包括目前的 COVID-19。其管线中，针对 COVID-19 的预防性疫苗 pGX9501 是中国首个也是唯一一个处于临床阶段的基于 DNA 的候选疫苗，是艾棣维欣与美国 Inovio 联合研发。目前艾棣维欣未产生疫苗销售收入。

### 三、小电科技递交招股书

小电是中国领先的共享充电宝服务提供商。截至 2020 年底，小电的共享充电宝服务拥有超过 71 万个点位，有 57.5 万个合作伙伴，投放近 600 万个充电宝，日均订单量达 210 万，累计订单量超 11 亿，服务超过 2.37 亿注册用户。公司 2019 年和 2020 年营收分别为 16.36 亿元、19.11 亿元；其中 2019 年的经营利润为 1.73 亿元，2020 年经营亏损为 1.34 亿元。腾讯、红杉中国、蚂蚁集团、高榕资本、金沙江创投是公司的主要股东。

### | 本周美股 IPO 观察

截止 4 月 30 日当周，美股的 IPO 有 7 家公司成功上市，其中 EDR 首日收涨约 5%，太阳能跟踪器生产商 FTCI 首日收涨 9%。接下来在 5 月第一周，上市的公司有 7 家，包括中概股水滴公司（水滴筹、水滴保险）、电商平台洋葱集团。

#### 一、水滴公司 (WDH)

水滴是国内最大的独立第三方保险分销平台、最大的个人大病求助平台。旗下水滴筹是水滴公司旗下最重要的业务之一，上线于 2016 年 7 月，并于 2021 年 3 月关停。目前公司营收主要来自向保险公司提供保险分销服务、以及向保险公司和其他保险经纪或代理公司提供技术服务等。其中保险分销佣金收入为核心业务，贡献收入占比 89%。2018 年-2020 年，水滴公司分别实现 9.725 亿元、66.681 亿元和 144.259 亿元的首年保费，同期营收分别为 2.381 亿元、15.11 亿元和 30.279 亿元，2019 年和 2020 年分别同比增长 534.6% 和 100.4%。同期调整后的净亏损为 1.61 亿、2.97 亿元和 2.84 亿。公司此次发行价格在 10 至

12 美元之间，预计发行 3000 万股，现有股东认购其中的 2.1 亿美元。

## 二、洋葱集团

洋葱集团成立于 2015 年，旗下拥有包括广州洋葱时尚集团有限公司及其他子公司。主营业务包括全球品牌孵化及跨境直卖电商。平台上拥有 4001 个品牌，包括 86 个与公司直接合作的品牌合作伙伴，提供 23 类包括美妆、母婴、食品饮料、快时尚和健康在内的产品 2018 年至 2020 年期间，公司分别实现了总收入达 18.1 亿元、28.5 亿元和 38.1 亿元。公司宣布计划以 7.25 美元至 9.25 美元的价格发行 1,250 万股 ADS，筹集 1.03 亿美元，于 5 月 7 日上市。

## 三、七牛云 (QNIU) 提交招股书

七牛云正式提交招股书。公司是中国领先的纯 PaaS 提供商和独立 MPaaS（音视频平台即服务）提供商，开创了专注于“云+数据”一体化的 PaaS 平台，数据存储规模为 EB 级别，每日直播与实时互动达 2.3 亿分钟。按照 2020 年收入计算，公司拥有中国 PaaS 领域 4.4% 的市场份额；以及 MPaaS 领域 7.5% 的市场份额。2020 年，公司营收 10.89 亿元，同比 2019 年增长 32%，毛利率为 21.8%。主要股东中有阿里巴巴。

## 四、喜马拉雅 (XIMA) 递交招股书

喜马拉雅与 5 月 1 日正式向 SEC 提交 IPO 招股书，拟于纽交所上市，截至 2021 年第一季度，喜马拉雅全场景月活跃用户已达到 2.50 亿，包括喜马拉雅移动端月活用户 1.04 亿和 IoT 及其他第三方开放平台月活用户 1.46 亿。公司变现渠道包括会员及付费订阅、广告、直播、教育服务以及其他创新产品和服务。2018、2019、2020 年，喜马拉雅营收分别为 14.76 亿、26.77 亿、40.50 亿，年化复合增长率为 84.97%；同期毛利率分别为 44%、44%、46%；净亏损分别为 7.74 亿、7.73 亿、6.05 亿。2020 年经调整 EBITDA 为 0.55 亿

元。本次上市的承销商包括高盛、摩根士丹利、美银和中金。腾讯、阅文、百度、小米、好未来、索尼音乐为喜马拉雅的战略投资者。其他投资者包括美国泛大西洋投资集团、挚信资本、高盛、兴旺投资、创世伙伴资本、普华资本、合鲸资本等。

五、SPAC 方面，有三家公司成功上市，包括老虎证券与真诚资本的 [TUGCU](#)。

## 一周基本面日程：季报高峰，关注 Uber、Lyft、Beyond Meat、Square、安德玛、PayPal

### 本周重要经济数据、事件

周一 (5/3)	周二 (5/4)	周三 (5/5)	周四 (5/6)	周五 (5/7)
	20:30 美国3月贸易帐		20:30 美国当周初请失业金人数	20:30 4月失业率 4月非农人口变动
22:00 美国4月ISM制造业PMI		22:00 美国4月ISM非制造业PMI		
资料来源:公开资料整理				

### 财报季高峰期：关注 Uber、Lyft、Beyond Meat、Square、安德玛、PayPal

本周进入第一季度财报披露高峰期，有超过 1200 家公司公布业绩，其中包括 140 家标普 500 指数成员。到本周末，我们将看到 88% 的公司第一季度业绩结果。

值得关注的公司有 **Uber、Lyft、Beyond Meat、Square、Roku、安德玛、动视暴雪、PayPal。**

在已公布的 302 家标普 500 成分股公司当中，总盈利比去年同期增长 51.1%，收入增长了 8.3%，其中 86.1% 的公司超过了 EPS，77.8% 的公司超过了收入预期。

## 老虎财报季

周一 (5/3)	周二 (5/4)	周三 (5/5)	周四 (5/6)	周五 (5/7)
美股盘前				
雅诗兰黛(EL)	安德玛(UAA)	通用汽车(GM)	再生元制药(REGN)	Nikola(NKLA)
	辉瑞(PFE)	博格华纳(BWA)	Wayfair(W)	
	法拉利(RACE)	希尔顿酒店(HLT)	碧迪医疗(BDX)	
	CVS健康(CVS)		维亚康姆CBS(VIAC)	
	道明尼资源(D)		家乐氏(K)	
	西斯科(SYY)		挪威邮轮(NCLH)	
	马拉松石油(MPC)			
	华纳音乐(WMG)			
	杜邦(DD)			
	伊顿(ETN)			
	康菲石油(COP)			
美股盘后				
	Lyft(LYFT)	Uber(UBER)	Beyond Meat(BYND)	
	动视暴雪(ATVI)	PayPal(PYPL)	Roku(ROKU)	
	凯撒娱乐(CZR)	21世纪福克斯(FOX)	Square(SQ)	
	Coursera(COUR)	好事达(ALL)	AMC院线(AMC)	
	Match Group(MTCH)	EQT(EQT)	猫途鹰(TRIP)	
	McAfee(MCFE)	Twillio(TWLO)	怪兽饮料(MNST)	
	赛灵思(XLNX)	大都会人寿(MET)	微芯科技(MCHP)	
	阿克迈(AKAM)	Etsy(ESTY)	Expedia(EXPE)	

## | 聚焦非农就业报告

市场将聚焦4月非农就业数据。在3月份增加91.6万个就业岗位后，4月份的就业人数很可能达到100万人，失业率将从6%降至5.8%。

市场对美联储债券计划的关注使得就业报告变得更加重要。如果美联储开始缩减资产购买规模，那么它将发出加息的信号。大多数经济学家预计，美联储在2023年之前不会加息。

## Peloton: “健身界的奈飞”，中小市值里的绩优股

### 事件

Peloton 将于 5 月 6 日周四盘后公布 2021 财报三季度财报。

去年疫情带火了居家概念股，智能家庭健身行业龙头 Peloton 市值也水涨船高，市值较疫情时期的低点翻了近 5 倍，达 289 亿美元。从商业模式来看，国内的 Keep 与 Peloton 经营思路最为接近，Peloton 与 Keep 都是先凭借线上丰富的健身课程成为了国内互联网健身平台第一流量入口后逐步开始延展业务，发布硬件产品及会员订阅服务等以实现流量变现。

### 投资要点

- **欧美健身行业高渗透率。**作为全球健身行业最发达的国家之一，健身文化已经深入成美国人的生活方式，背靠这个高度成熟的健身市场，Peloton 这样的健身科技类公司通过线上赋能，提供了一种全新的健身方式，并且形成了一个相对比较成功的商业模式。
- **硬件+软件，打造运动健身闭环。**Peloton 商业模式核心在于通过对线上健身课程的打造引流，且多数是接受度更高的直播形式，能够形成很好的互动和反馈，再以此搭售如手套、健身垫等运动周边配饰实现营收。公司直至 2014 年开始才分别推出硬件产品动感单车以及跑步机，并成为公司主要收入来源。
- **Peloton 重新定义了运动场景，创造独特的高用户留存率。**根据 Peloton 公告披露，FY2017 -2021Q1 互联健身用户的月均净流失率常年维持在小于 1% 的水平（最近一个季度为 0.76%），展现了 Peloton 在长期吸引用户的独特魅力。其中，很大程度受益于软硬件一体化很好的解决健身消费者的痛点，比如：1) Peloton 提供便捷性，沉浸式体验，多重运动场景；2) 互动性、专业性的指导；3) 社区氛围、监督反馈机制；

### 个股报告 PTON.US

#### FY2020 财务数据

收盘价(4/30/21)	98.35 美元
总市值	289 亿美元
52 周最高	171 美元
52 周最低	32 美元
总股本	295 百万股

#### 股价表现

前一日	-0.56%
上市至今	260%
一个月	-12.5%

#### 价格走势



## 总结

Peloton 的横空出世为健身用户很好的为日常健身提供了健身消费者需要的：1) 便捷性；2) 参与感，互动指导；3) 监督、反馈机制等；更重要的是，这些痛点的解决，也进一步增加了用户的粘性。我们认为未来值得期待的是，未来随着 5G 技术的不断完善和成熟，相信还会有更加流畅高速的互动场景升级，包括像深化直播、视频互动在内的场景等等。基于此，欧美家庭智能健身市场将势必有一席之地，我们认为其渗透率的上升应具备持续性。

## 风险提示

- “疫情红利消退”，新增获客放缓为公司带来阶段困扰，参考同为居家概念股的奈飞、Pinterest 前车之鉴。
- 目前北美占比营收约 95%，公司计划向欧洲扩张，若国际化拓展受限于品牌认可度等原因，不及预期，将导致额外的运营成本和风险
- 群体免疫后，用户重返线下，客户留存率指标意外下滑。

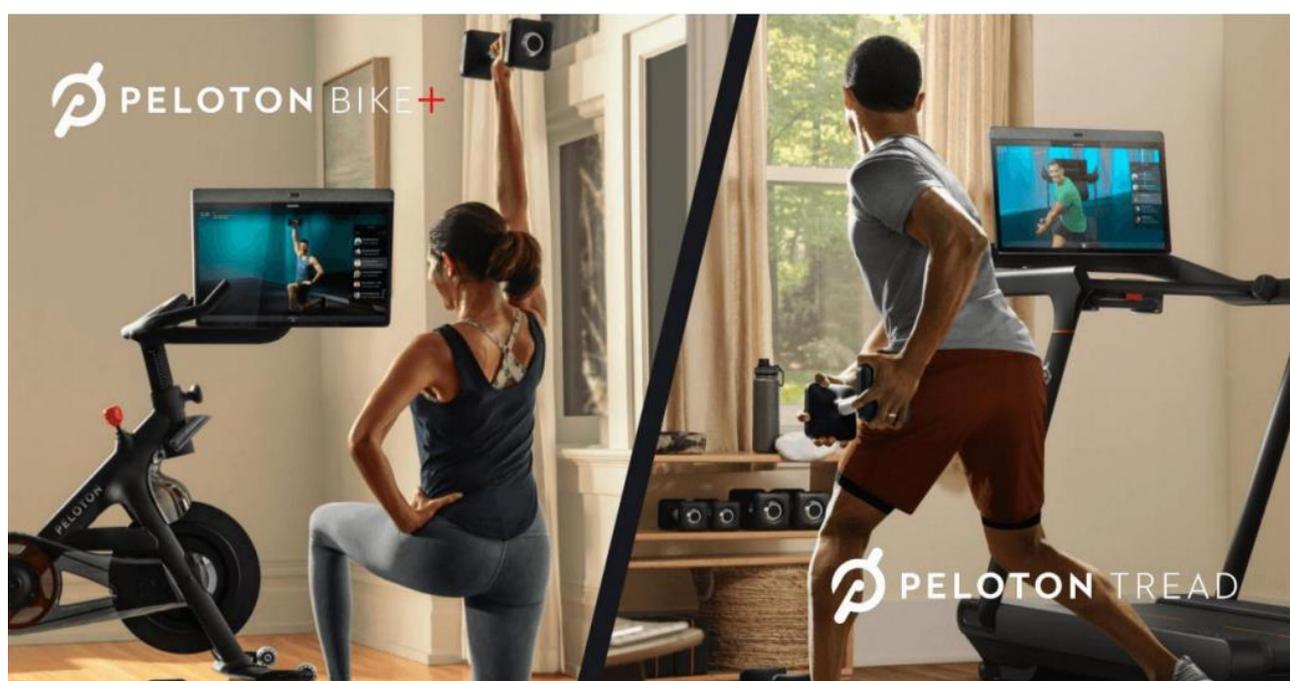
## 一、“健身界的奈飞：重新定义运动场景

Peloton 成立于 2012 年，是一家健身科技公司，公司通过线上直播方式将顶级的健身教练以及自制课程内容传播给客户，在与教练实时运动互动的过程中结合社交体验，满足用户随时可在家开展运动的同时也能享受到社交的乐趣。

从商业模式来看，Peloton 与国内的 Keep 经营思路是最为接近的。两家都是先凭借线上丰富的健身课程成为了国内互联网健身平台第一流量入口，随后逐步开始延展业务，包括发布硬件产品及会员订阅服务等以实现流量变现。

目前 Peloton 坐拥 160 万会员，是全球最大的互动健身平台企业，由于率先在健身界成功推行了这种硬件+软件+内容模式，形成了有一定黏性的闭环系统，因此才被称为“健身界的苹果、奈飞”。当然 Peloton 的成功也离不开已经高度成熟的北美健身市场。中国健身行业数据报告就曾显示，美国健身人口的渗透率高达 20%，大概是中国健身人口渗透率的 6 倍。

图：Peloton 营收增速显著



资料来源：公司官网

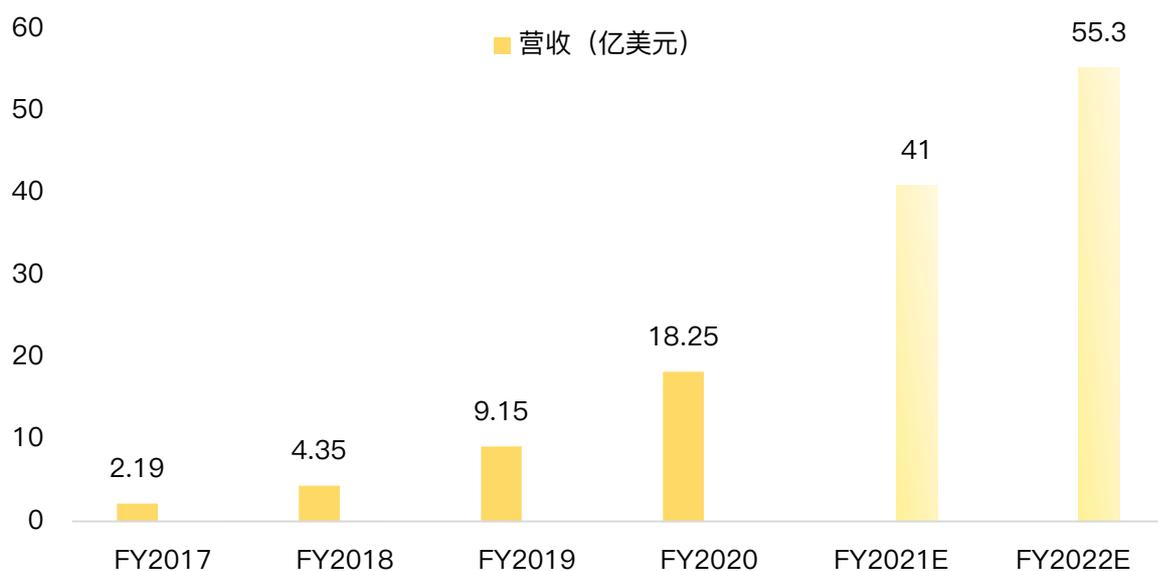
## 二、Peloton 营收模式：硬件+软件，打造运动健身闭环

传统的健身房更多是一门“3公里”以内的生意，但互联网健身的出现，则逐渐打破了时间及空间的局限性，使用户运动前的“阻力”显著降低。

回顾 Peloton 发展，它的生意并不复杂，主要通过销售健身硬件产品和内容订阅收费获得收益。但其商业模式核心在于通过对线上健身课程的打造引流，且多数是接受度更高的直播形式，能够形成很好的互动和反馈，再以此搭售如手套、健身垫等运动周边配饰实现营收。

Peloton 在创立 2 年后，才分别推出硬件产品动感单车以及跑步机，并在日后成为 Peloton 的主要收入来源。

图：Peloton 营收增速显著

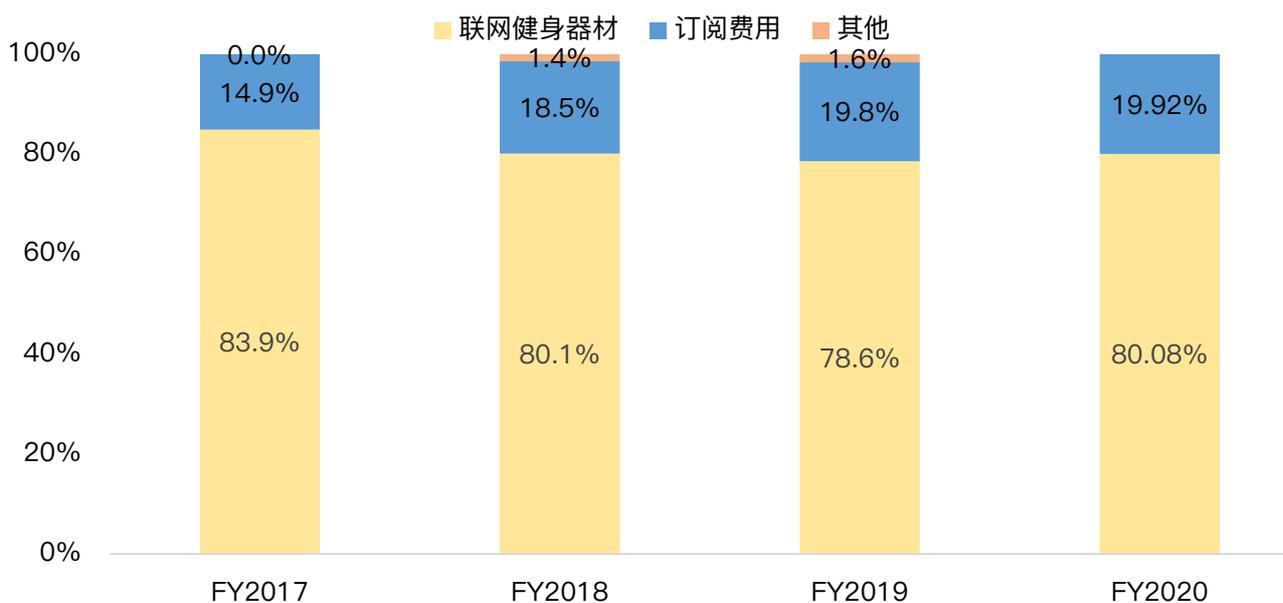


数据来源：Bloomberg；2021 财年周期为：202009-202109

凭借着独特的商业模式，Peloton 近年来发展亮眼，19 财年营收同比增长 110.3%，2020 财年营收增长达 99%。Peloton 于 2019 年 9 月登陆纳斯达克，去年疫情带火了居家概念股，作为智能家庭健身行业的龙头，Peloton 市值也水涨船高，已较疫情低点翻了近 5 倍，达 289 亿美元。

目前，Peloton 约 80% 的营收都来自于健身器材类的产品（硬件及其交付、安装、保修费用）。从增长来看，作为核心业务的健身器材的增速还在持续攀升，订阅服务以及其他收入（品牌服装）也呈 100% 以上的高增长，公司整体呈现出一个全方位的强劲发展态势。

图：Peloton 主要营收贡献目前来源于健身器材



数据来源：Bloomberg

## 2.1) 硬件类：健身器材及运动配饰产品

Peloton 旗下的健身器械目前主要有两款，分别为 2014 年推出的售价为 2245 美元的动感单车，以及 2018 年推出的售价为 4295 美元的跑步机，均可供用户在家配合 Peloton 的线上课程联网使用；运动配饰主要包括单车鞋、自行车垫、耳塞等运动周边产品。

作为硬件市场较新的参与者，Peloton 跑步机等产品价格与市场上三大健身器材巨头相比并不低，甚至高于部分品牌的系列产品，这里面的附加值主要来自于其能够与软件服务相连接而产生的溢价。

## 2.2) 软件：提供付费订阅课程，再通过健身教练、音乐服务、流媒体渠道破圈

除了健身器械，公司还提供自制视频流媒体健身课程，每个月原创视频课程超过 1000 个。为了获取这些线上原创课程，用户需要开通会员订阅服务。目前公司有两种订阅模式：

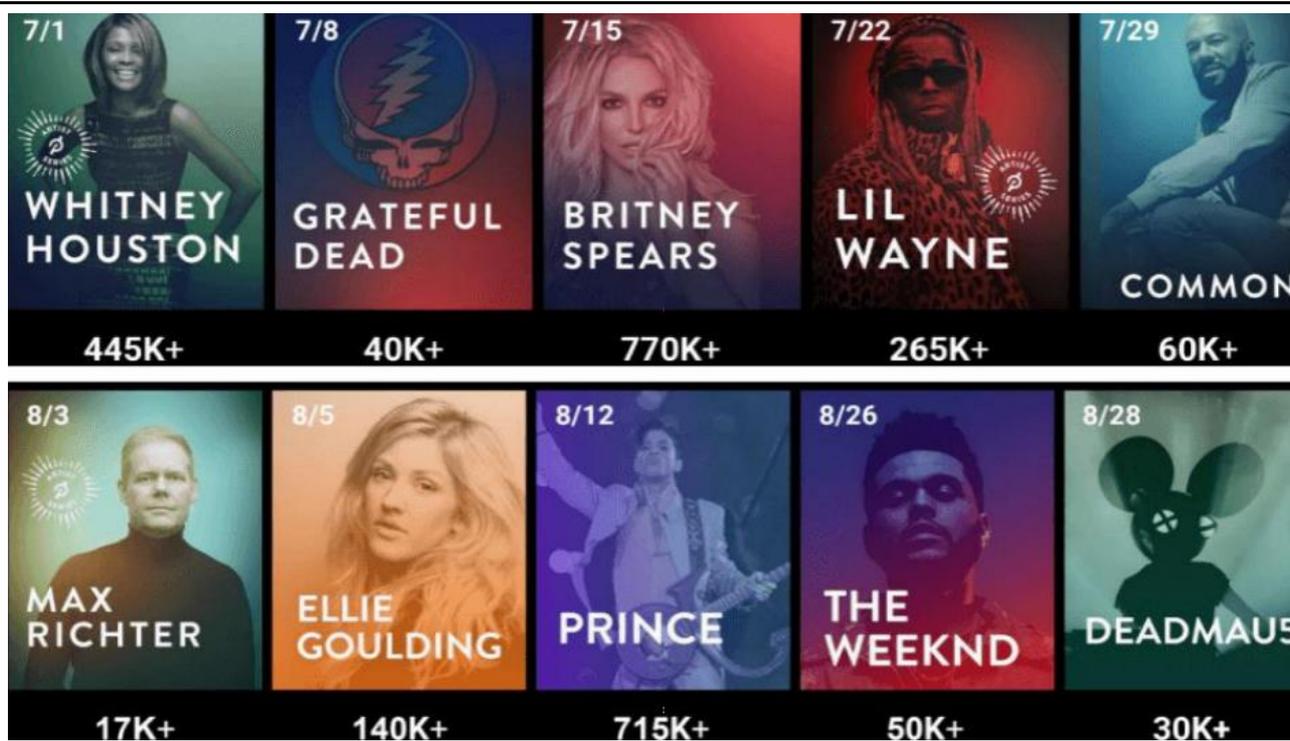
- 联网健身用户订阅：售价 39 美元/月，可获得线上课程全部权限；
- 数字用户订阅：售价 12.99 美元/月（原价 19.49 美元），与联网订阅的不同是里面不包含 Peloton 跑步机和动感单车的训练课程。

公司表示数字订阅是非常行之有效的一种能够将普通会员引导至购买健身器材的方式。公司通过降低购买壁垒，提高营销效率，目的在于让更多的普通会员体验健身课程后易于转化为高价值的联网健身订阅会员。

联网健身订阅是针对拥有 Peloton 健身器械（动感单车，跑步机）的用户，购买后可以通过 Peloton 的健身器材、手机、电视或者平板电脑等设备实时观看直播的健身课程，并且支持与教练进行实时的沟通交流。且课程种类繁多，每项运动课程还按照健身教练、难度系数、音乐类型及时间段等分类，大幅提升了用户的选择性。同时，该订阅账户是可供多人使用的，能够满足家庭多人的健身需求。数字订阅则是针对暂时没有购买 Peloton 健身器械，只单独订阅健身课程的用户，

除此之外，公司还与多名音乐 KOL 合作：Peloton 拥有超 200 万首歌曲的最大互联健身音乐库，通过优质音乐的不断引入，不仅能够创造更加沉浸式的运动环境，提升用户体验，还有能够协助营造 Peloton “潮流” 的形象，增强用户对品牌的好感。例如，Peloton 曾与 2020 年 11 月 10 日宣布与国际音乐巨星碧昂斯开展合作，通过创建系列主题锻炼课程，借助音乐的力量激励健身人群。

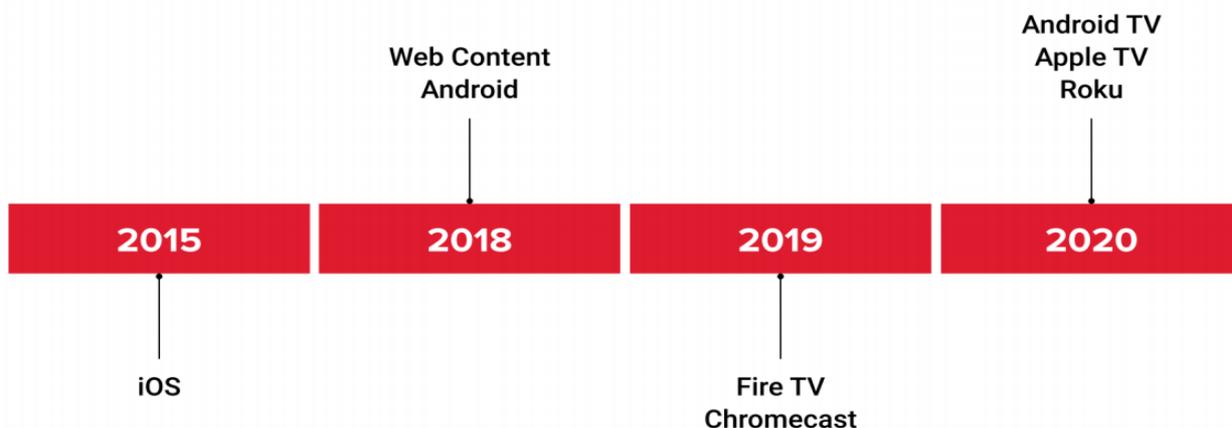
图：Peloton 引入大牌音乐人歌曲，提升用户体验



数据来源：Bloomberg

与多个订阅渠道合作：Peloton 在 2020 年扩展了用户获取订阅内容的接触渠道。分别与 Android TV, Apple TV 和 Roku 等电视流媒体平台建立了合作关系，使用户能够通过手机、ipad 等移动终端外的更多渠道接触到 Peloton 课程内容。

图：Peloton 与订阅渠道合作，推广其课程



数据来源：Bloomberg

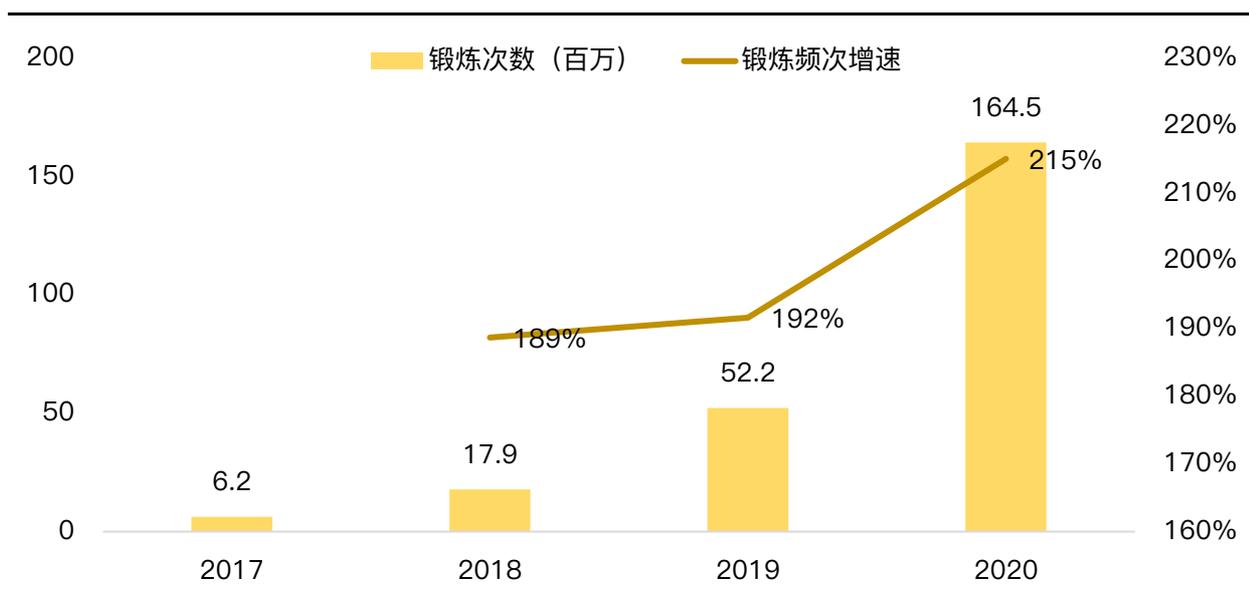
虽然公司软件业务的绝对收入额不及硬件，但是其背后的战略意义却非常关键：“通过硬件与用户发生绑定，同时通过软件直播与用户产生实时互动”。软件+硬件结合的新商业模式使得用户不再局限于时间和空间的同时，满足更加碎片化、轻量化的健身需求。

## 2.2. Peloton 独特的高用户留存率

根据 Peloton 公告披露，FY2017 -2021Q1 互联健身用户的月均净流失率常年维持在小于 1%的水平（最近一个季度为 0.76%），展现了 Peloton 在长期吸引用户上的独特魅力。

根据财报，公司联网健身订阅用户的锻炼次数在 2019 及 2020 年分别同比增长了 192%和 215%，显著高于联网健身器材订阅用户数量的增速，这意味着平均每个账户的用户健身频次持续提升，也侧面证明了客户黏性在增强，当然这样的业务表现，除了和疫情居家概念有关。很大程度上也受益于 Peloton 的软硬件一体化，很好的解决健身消费者的痛点，比如：  
1) Peloton 提供便捷性，沉浸式体验，多重运动场景；2) 互动性、专业性的指导；3) 社区氛围、监督反馈机制；Peloton 打破了过去传统健身模式的限制，重新定义了上述场景。

图：Peloton 用户锻炼次数持续提升



数据来源：Bloomberg

当然，为了提升客户体验以及进一步推广品牌，Peloton 不断布局线下网点，主要摆放健

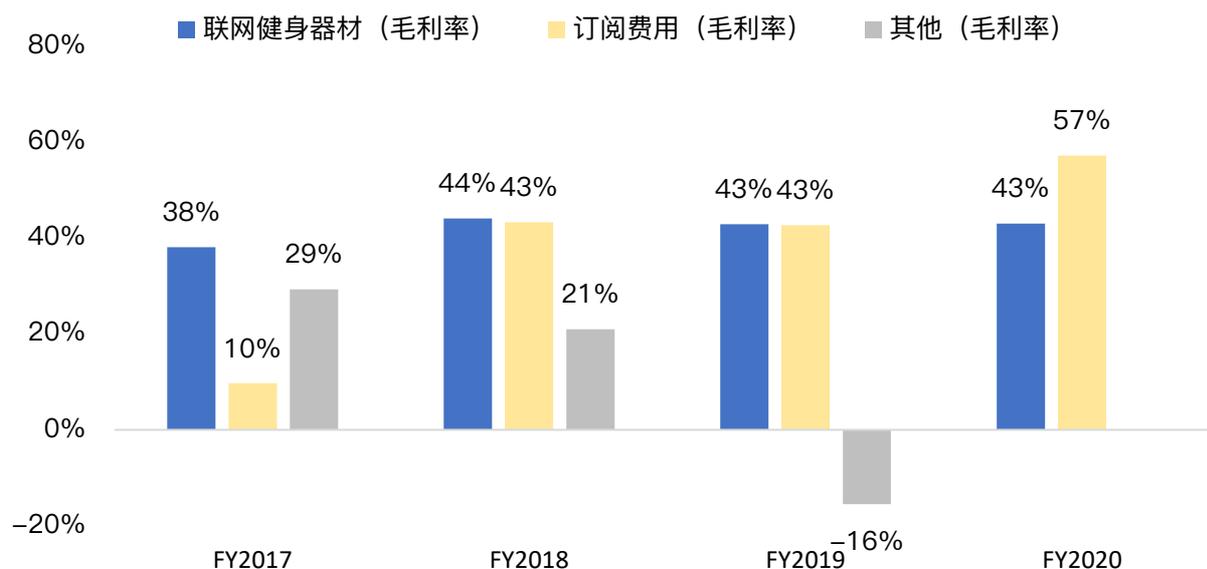
身器材以及品牌服饰以对线下的产品体验进行补充。

1) Microstore, 面积 300 平方英尺左右, 一般设立于人群密度高的市中心, 这类门店占线下体验店数量的 30% ; 2) Showroom, 面积在 1500 至 2000 平方英尺之间, 占总线下门店数量的 70% 。两类体验店都可提供健身器材体验课程, 除此之外, Peloton 经常会在 Showroom 组织客户活动, 以此提高客户黏性和品牌力。包括, Peloton 已逐步在美国部分地区的酒店进行健身器材的铺设, 订阅用户可以通过已购账户在合作酒店进行健身课程, 进一步增加会员的运动场景。

#### 四. Peloton 盈利能力

从盈利水平来看, Peloton 整体盈利率较高, 2019 年毛利率高达 41.9%。分业务来看, 2020 年联网健身器材、订阅业务以及其他业务毛利率分别为 43%、57%, 用户的增加, 库存的减少都帮助公司毛利提升。我们认为未来随着订阅用户的增加, 该业务的毛利率将随着成本边际递减而提升。

图: Peloton 各项业务毛利率



数据来源: Bloomberg

## 五、总结：家庭健身市场渗透率上升具备持续性

“智能家庭健身”被此次疫情催生的大契机，Peloton 的横空出世为健身用户很好的解决了疫情期间健身的：1) 便捷性；2) 参与感，互动指导；3) 监督、反馈机制等痛点；更重要的是，也进一步增加的用户粘性。值得期待的是，未来随着 5G 技术的不断完善成熟，所带来的是更加流畅高速的互动场景升级，或深化像直播、视频互动在内的场景，基于此家庭智能健身市场将势必有一席之地，我们认为其渗透率的上升应具备持续性。

## 本周热门个股财报分析

**安德玛-UAA** 预期 EPS: 0.04 /预期营收: 1.13B

安德玛业绩可能会继续改善，市场预期第一季度营收同比增长 20%，得益于与去年同期的比较、运动服的热销和刺激计划带来的更多购物。

2021 年，随着团队运动的恢复和新平台的推出，这将成为年本年度安德玛销售增长的重要催化剂，在线收入增速继续快于总收入增长。

鉴于安德玛在中国的市场份额较低，亚太地区仅占该品牌销售额的 14%，我们预计近期中国的抵制活动不会对安德玛的销售产生重大影响。

**动视暴雪-ATVI** 预期 EPS: 0.65/预期营收: 1.78B

受《使命召唤：战区》以及《使命召唤》移动版持续增长的推动，动视暴雪第一季度的游戏收入增长依然强劲，预计增速接近 20%。

不过，公司第二季度业绩指引不乐观，游戏发布空缺可能导致当季收入出现下滑。但随着《暗黑破坏神》的发布和《使命召唤：移动版》的持续渗透，预计最快在三季度才会出现反弹。

**Lyft-LYFT** 预期 EPS: -0.53/ 预期营收: 557.63M

根据 SensorTower 的数据，Lyft 今年 3 月 App 下载量出现连续增长，表明公司的出行业务加快复苏。

Lyft 可能利用补贴来增加司机的供应数量，相应的抽佣率可能会略有下降，美国经济活动的恢复将支持未来几个季度每名活跃用户的收入增长。

Lyft 专注于美国和加拿大的拼车业务，再加上与保险和营销相关的成本优化，这可能使其相对于对手 Uber 处于更有利的位置，我们判断 Lyft 将更快实现 Ebitda 盈利。

**Uber-UBER** 预期 EPS: -0.56/ 预期营收: 3.27B

本季度，Uber 外卖配送业务表现出色，有望推动第一季度的总订单量超过 180 亿美元的市场预期，不过最近全球疫情确诊病例的激增给出行业务的复苏带来很大压力。

Q2-Q4 都将面临同期艰难的比较，第一季度三位数的增长将是年内最高。受益于订单规模的增长和更好的运营执行，该公司的抽佣率可能会改善。关于管理层利用激励措施来增加司机数量的评论，可能成为业绩电话会议的重点。

此外，虽然公司剥离 ATG 业务部门有助于减少每月的现金消耗，但公司可能再度剥离独立的货运业务以进一步节省成本。

**Beyond Meat -BYND** 预期 EPS: -0.27/预期营

收: 113.83M

根据彭博社的共识，第一季度收入同比增长

51%，预计净亏损 1120 万美元。

餐饮服务行业持续疲软，复苏还需时间，加之公司还处于扩张期，投资力度不减，Beyond Meat 的营收和利润在第一季度仍然承压。

长期来看，零售领域前景向好，家庭普及率和重复购买率不断上升，以及新产品和新配方的推出（包括即将推出的新版 Beyond Burger 和替代鸡肉产品），这些有助于提升消费者的参与度。

## 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](mailto:newsletter@itiger.com)。