



# 罗马资本&圣狮应用价值投资课

2024年11月16日

特殊事件投资  
Special Situation Investment

## 免责声明

---

本次罗马资本的分享活动提及的全部内容仅作为学术交流目的，均不是投资建议，也不提供任何投资相关的咨询、委托等服务，任何对投资感兴趣的观众请自行咨询专业的投资顾问，并自行做好研究工作

本次分享中提及的案例仅代表罗马资本观点，罗马资本不对观点负责，也保留在不告知本次听众的前提下改变观点的权利

本文档所有内容版权归罗马资本所有，未经罗马资本同意，禁止转载

## 目录

---

- 罗马资本简介
- 特殊事件投资框架
- 案例1: JS环球生活分拆SharkNinja
- 案例2: Howard Hughes Holdings分拆Seaport Entertainment

## 关于罗马资本

### 背景介绍

- 罗马资本成立于2023年，由Alex Feng和Jason Quan在香港创立
- 我们的投资工具主要包括北美和西欧的上市公司股票和衍生品
- 罗马资本致力于利用其他市场参与者的行为限制，发掘被低估的投资机会，通过前线调研和深入研究，形成独特见解，获得长期超额回报
- 自成立以来，我们在官方网站、微信公众号、Substack等海内外媒体持续发布我们的研究成果

### 投资理念

#### 投资策略

我们主要运用两个投资策略：

- 特殊事件
- 中小盘成长股

### 核心要素

#### 特殊事件

- 公司的经营和资本配置行为变化作为价值释放催化剂
- 因为市场参与者的行为限制造成明显的投资机会
- 极具吸引力的绝对和相对估值

#### 中小盘成长

- 长期成长空间
- 构建护城河的清晰路径
- 值得信赖且与股东利益一致的管理层
- 合理估值，具备估值提升的空间

## 团队介绍



**Alex Feng**  
投资总监

Alex Feng是罗马资本的联合创始人。在创立罗马资本之前，Alex曾在First Manhattan First Beijing Co.担任高级分析师，负责多个行业和地区的股票研究。他在股票研究和投资组合管理方面拥有超过10年的经验。

Alex获得了哥伦比亚商学院价值投资项目的MBA学位、北京大学金融硕士学位，以及北京外国语大学的金融学和俄语文学双学士学位。



**Jason Quan**  
研究总监

Jason Quan是罗马资本的联合创始人。在创立罗马资本之前，Jason曾在科尔尼担任管理咨询顾问。在此之前，Jason在美团和快手北京办公室以及陶氏化学费城办公室积累了丰富的行业经验。

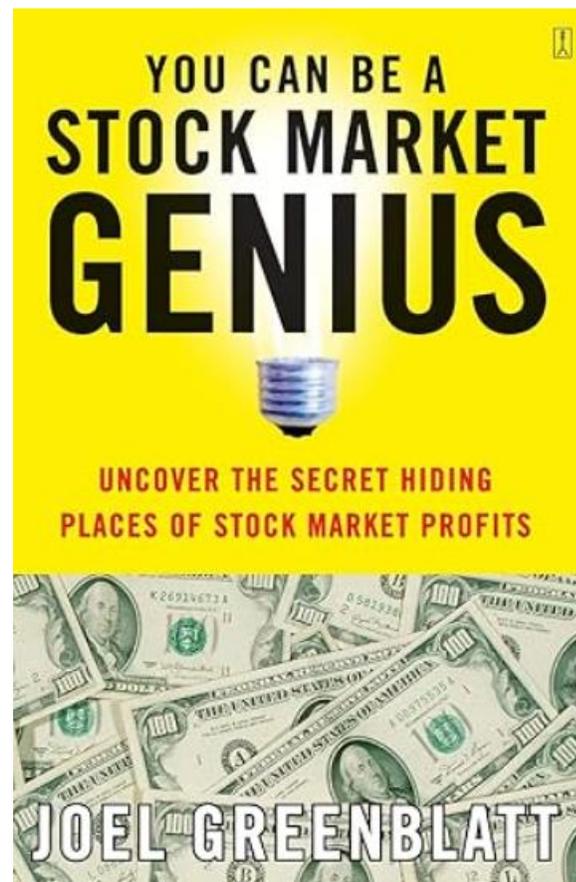
Jason拥有哥伦比亚商学院价值投资方向的MBA学位，以及密歇根大学工业工程学士学位。

## Special Situation 特殊事件策略的起源与发展



Joel Greenblatt  
Gotham Capital创始人  
前哥大商学院教授  
社会慈善家

- Greenblatt是特殊事件投资的早期实践者之一，根据其出版的书籍内容，其在1985年至1994年期间取得了年化50.0%的复合回报率
- Greenblatt的核心主张是在关注企业价值的基础上，关注特殊事件带来的催化剂效应
- 因为特殊事件投资利用了机构投资者的交易行为弱点，成为了欧美中小型对冲基金及个人投资者战胜市场的有效工具



### GOTHAM CAPITAL

	Invest- ment Re- turns since inception	Cumula- tive Basis \$1.00 be- comes
1985 (9 mos.)	+ 70.4%	\$ 1.70
1986	+ 53.6%	\$ 2.62
1987	+ 29.4%	\$ 3.39
1988	+ 64.4%	\$ 5.57
1989	+ 31.9%	\$ 7.34
1990	+ 31.6%	\$ 9.66
1991	+ 28.5%	\$12.41
1992	+ 30.6%	\$16.21
1993	+115.2%	\$34.88
1994	+ 48.9%	\$51.97
January 1995 (return of all capital to out- side limited partners)		
Annualized return		
since incep- tion	+ 50.0%	

## Special Situation 特殊事件策略介绍

### 策略机理

### 操作方式

### 案例

#### Spin-off 分拆上市

- 分拆后大型投资机构因市值、行业覆盖等原因出现强制卖出，创造低估值机会
- 分拆业务往往因战略或激励政策变化，出现业绩反转

- 分拆业务价值更高，分拆后买
- 整体低估且分拆业务是拖累，分拆前整体买入
- 关注内部人选择

- JS环球生活分拆Sharkninja

#### Asset Sales 资产出售

- 出售得到的现金很可能伴随债务偿还、分红、回购
- 出售后业务、规模发生变化，以及套利者的退出会伴随强制卖出

- 出售前：关注管理层措辞和公告，预判出售可能性
- 出售后：留意剩余资产的隐含价值

- 华晨中国出售华晨宝马股权
- 美的置业出售开发业务

#### Merger Arb 并购套利

- 因各类因素（例如，交易对手风险、监管）导致被收购公司股价低于收购价格，创造潜在套利空间

- 换股收购：多卖方空买方
- 现金收购：正股+衍生品
- 关注并购证券工具

- 微软收购动视暴雪

#### 其他特殊事件类型

包括私有化、更换上市地点、企业破产与重组、大额回购、特别股息、内部人士大额买入等

# Spin-off 分拆上市投资策略详解

## 什么是好的Spin-off投资机会？

1

### 反差大

- 分拆公司与母公司的差异显著
  - 行业
  - 规模
  - 上市地点与经营地区
  - 资本结构
  - 好生意vs坏生意 等



2

### 估值低

- 估值与可比公司有显著的折价



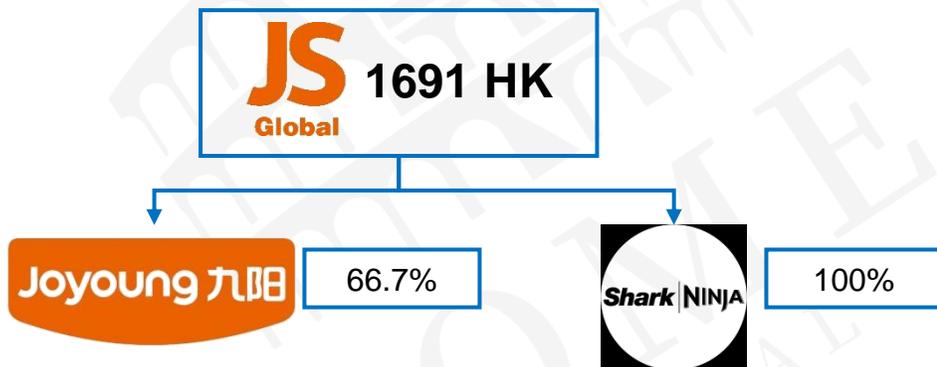
3

### 反转潜力高 激励政策足

- 分拆公司或母公司具备业绩反转的潜力和路径
- 分拆后的管理层有更好的激励机制，例如新的KPI、股权期权激励等



# 案例1：港股JS环球分拆SharkNinja (SN)



**背景资料：**

- 深交所上市公司，代码002242
- 中国头部小家电品牌，87%收入来自中国
- 2022年收入102亿元人民币
- 2022年过去3年收入复合增速3%

**背景资料：**

- 2017年被九阳集团以15.5亿美元收购
- 国际前3小家电品牌，北美收入79%，欧洲17%
- 2022年收入264亿元人民币
- 2022年过去3年收入复合增速30%<sup>1</sup>

- 19H1-20H1收入增速分别为7%、17%、23%；净利润率从0.2%提升至5.4%；
- 恒生指数从疫情底部21000点涨到21年2月中31000点
- 公司处于高增长、高估值区间，PE在40-80x
- 公布20年业绩，H2收入增长51%，利润率达9.8%
- 三天股价上涨33%
- 受外部因素影响，恒生指数跌至15000以下
- JS 21H1-22H1收入增速为48%,9%,0%；净利润率下跌至8.1%
- PE从30x跌至10x
- 21年9月大股东王旭宁增持86万股
- 22年上半年公司内部讨论分拆SN
- 22年12月宣布股权激励计划提高5000万股
- 23年2月正式公告分拆计划
- 23年6月宣布4亿港元回购注销计划



1. 因为2019年JS Global未拆分亚太区收入，因此复合增速为Rome Capital估算，实际增速会有差异

# 分拆公司与母公司的反差在哪里？

Shark | NINJA

业务市场

87%中国

VS.

96%欧美

上市交易所

中国香港

VS.

美国

收入规模

67亿

VS.

264亿

发展趋势

平台期

VS.

成长期

资本架构

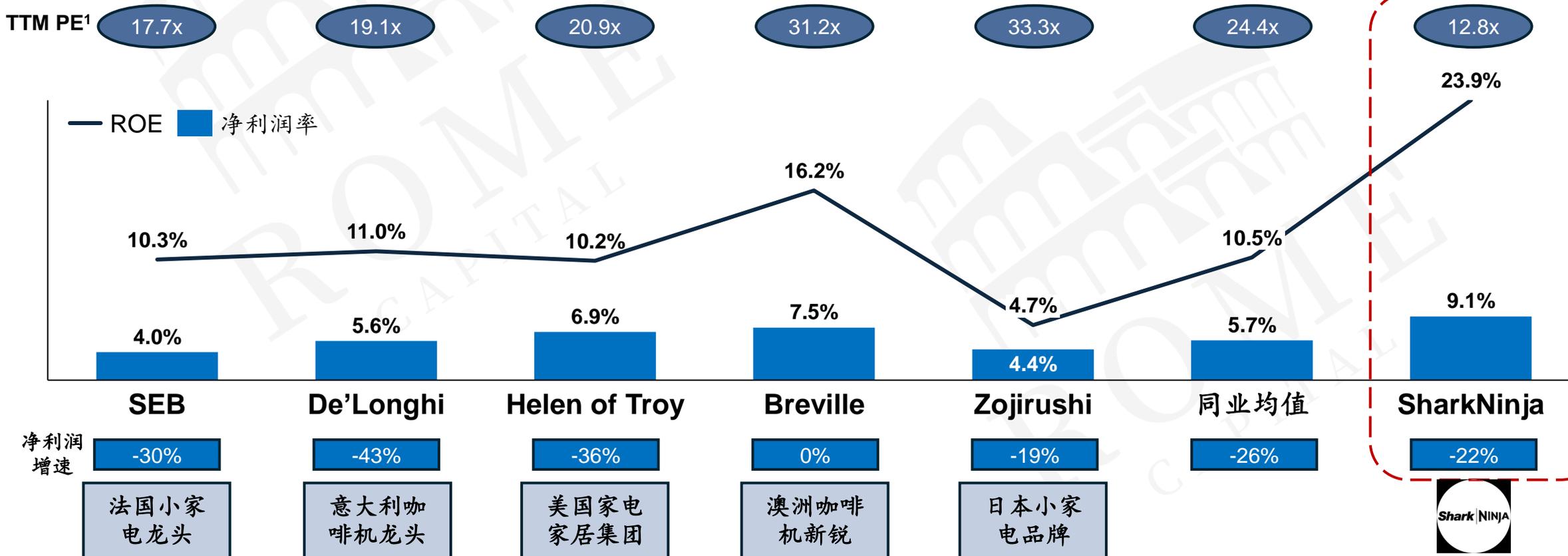
间接控股

VS.

全资持有

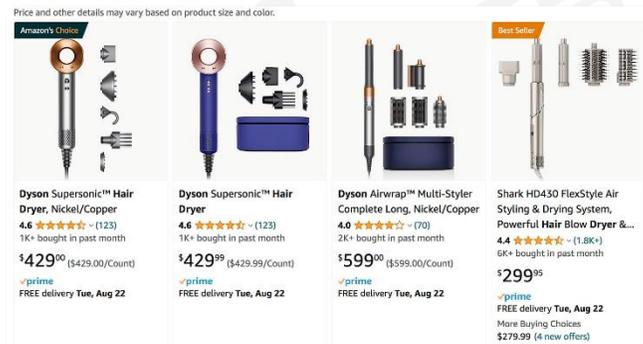
# SharkNinja: 极具吸引力的估值

**Shark NINJA**



1. 估值对应2023年8月

# SharkNinja: 创新与效率助力三大长期增长引擎



SN与竞品产品对比

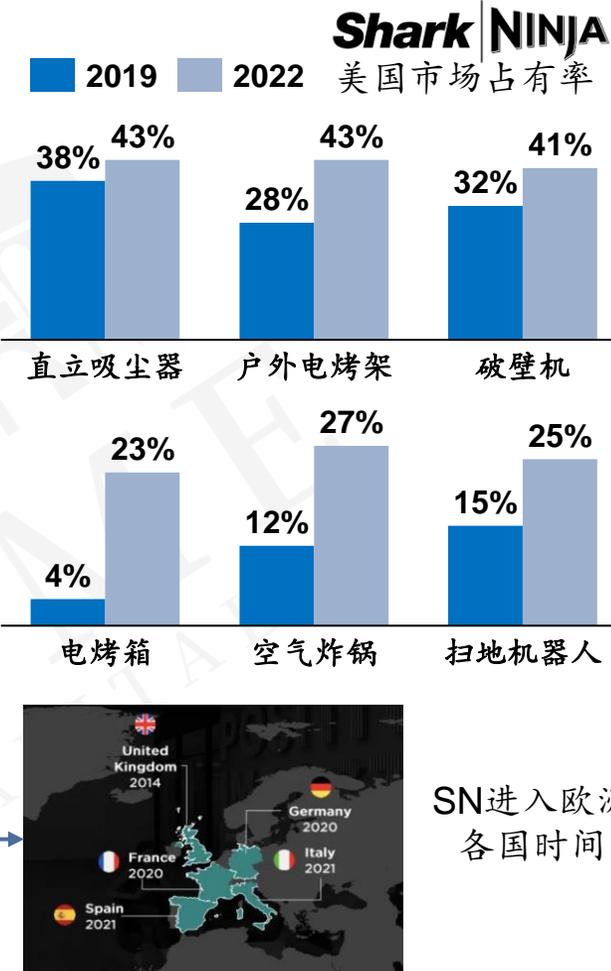
## 巨大的长期增长空间

### 竞争优势

- 1 创新力**
  - 中美英24/7全天候研发
  - 新品开发周期: 6-12个月 vs 对手2-3年
- 2 低成本**
  - 生产基地: 中国、越南 vs 对手新加坡、马来西亚
- 3 供应链**
  - 全球前3规模的成本优势
  - 供应商首要客户

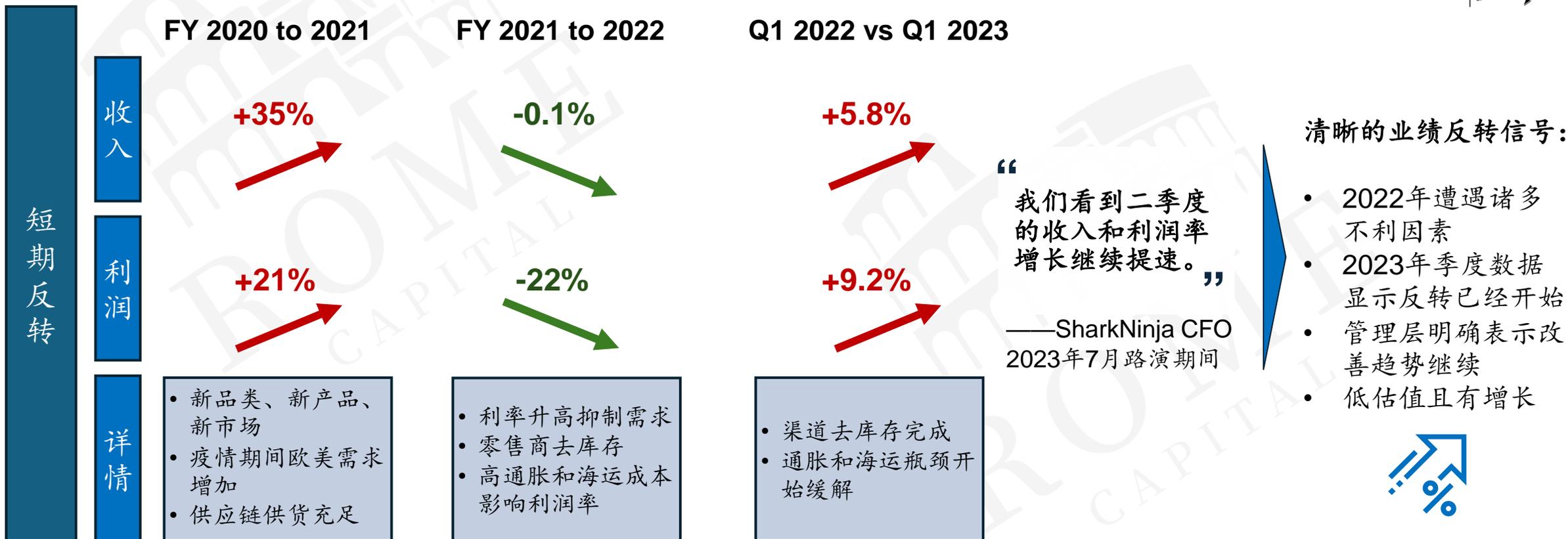
### 增长引擎

- 1 现有品类**
  - 功能迭代
  - 提高市占率
- 2 新品开发**
  - 功能创新
  - 例如 冰激凌机
- 3 市场拓展**
  - 欧洲大陆
  - 南美洲



# SharkNinja: 短期业绩反转已见端倪

**Shark** | **NINJA**



## SharkNinja: 大股东与管理层利益与公众股东高度一致

### 董事长、控股股东



王旭宁  
九阳集团创始人  
JS和SN董事长，控股股东

- 九阳和SN的成功经历证明了优秀的经营管理能力
- 良好的商界声誉
- 以JS分拆、回购和九阳分红、回购为代表的优秀资本配置决策，证明了对公众股东的关心
- 多元化资产配置的需求最大限度降低了公司治理风险

### 管理层



Mark Barrocas  
SharkNinja CEO  
前JS Global海外业务总监

- SN第二代创始人，2009年作为总裁加入SN，成功领导了公司的产品多元化和国际化，任期内收入年化增长率20%
- 分拆后持股130万股，对应价值约4000万美元
- 分拆后激励机制更加直接的与SN经营业绩挂钩
- 不仅如此，公司首席商业官持有57万股，分拆后对应市值2000万美元

## SharkNinja分拆及股价回溯：第一次强制卖出

Shark | NINJA



自公告至分拆成交10.8亿股，流通股换手率高达83%\*



- 23年2月23日，JS公告拟议SN在美国分拆上市，公告中表示“不合资格股东（可能包含港股通投资者）无法获得股份分配。”公告中对分配方案、限售期、税务影响都没有明确结论
- 2月23-27日三个交易日JS股价下跌30%至7.04元，并在5月阴跌至6.6-6.7元
- 2月22日，JS股东结构中港股通持股2.215亿股，占股本6.33%；截止6月30日，港股通持股减少至5800万股，比例降至1.67%\*
- 公司于2023年6月6日公告分拆方案，在6月30日完成分拆，6月29日收盘价8.31元

\* 数据来源：东方财富网，罗马资本估算

## SharkNinja分拆及股价回溯：第二次强制卖出

### Shark NINJA



自2023年8月份成交4500万股，流通股换手率高达88%\*



### 该阶段股价低迷的原因

#### 强制卖出：

- 落袋为安的香港套利者
- 被迫离场的港股通股东
- 产品到期的PE股东
- 分散资产的大股东

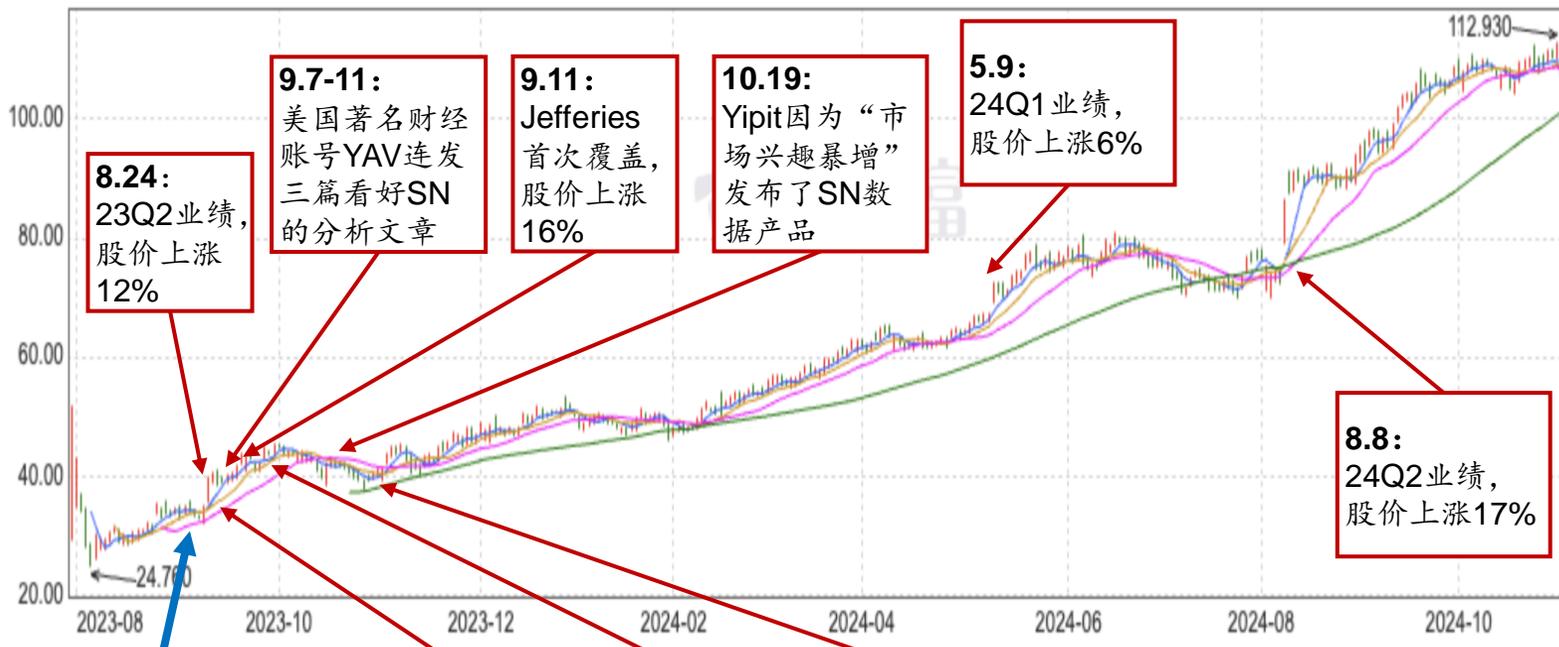
#### 买方空窗期：

- 开曼注册，中国大控股，持续关联交易
- 信息披露少，现金流弱，会计调整多
- 家电不是好生意，美国地产牛难以为继

\* 数据来源：东方财富网，罗马资本估算

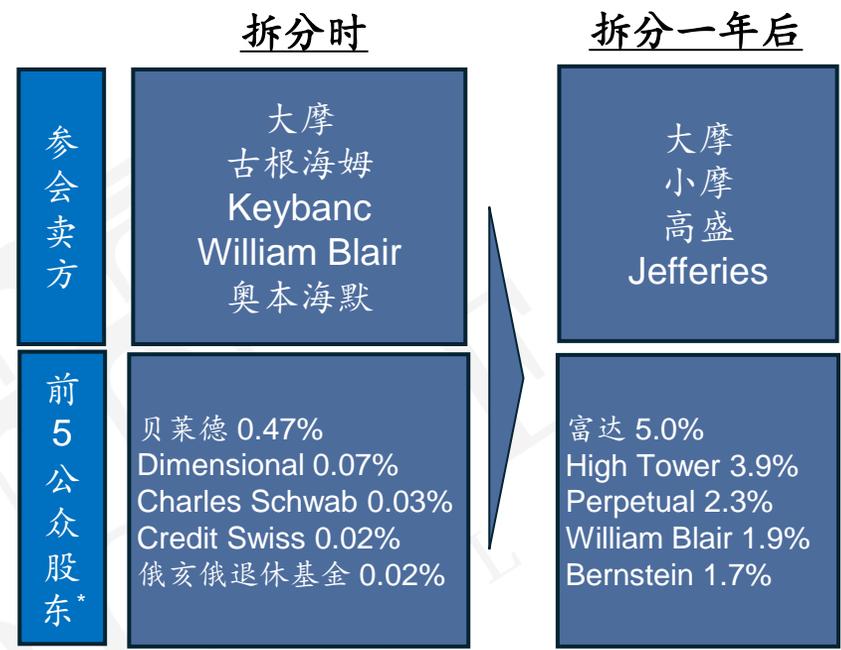
# SharkNinja分拆及股价回溯：一生一次的投资机会

SharkNinja Inc MA5: 102.77 MA10: 105.98 MA20: 106.91 MA60: 101.08



- 8.18: 罗马资本在Substack发表看多报告
- 8月底: 美国买方找罗马资本交流SN相关研究
- 9.26: William Blair首次覆盖, 股价上涨6%
- 11.9: 23Q3业绩, 宣派特别股息

## Shark NINJA



- ### 复盘
- 股价在14个月内从30上涨到112, **涨幅273%**
  - 净利润增长56%, 贡献20%涨幅
  - PE从12.8x上涨到30.8x, **贡献80%涨幅**
  - 同期**同业公司的PE**从24.4x下降到**20x**

\* 数据来源: CapitalIQ

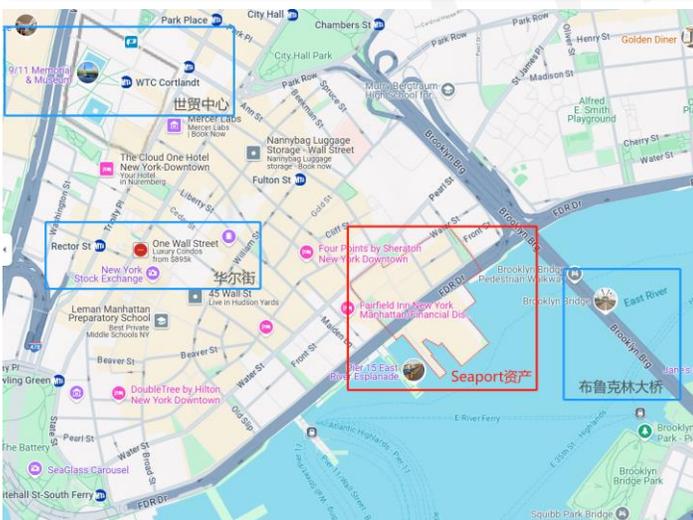
## 案例2: SEG - 位于纽约市曼哈顿黄金地段的商业娱乐综合体

SEAPORT ENTERTAINMENT GROUP



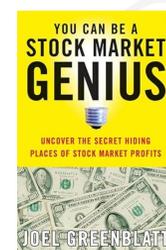
### 项目相关背景

- Seaport (SEG) 的母公司Howard Hughes Holdings (HHH) 决定于2024年7月31日将其娱乐资产打包分拆上市
- SEG分拆上市后, 宣布针对全部股东进行增发 (Right Offering), 此次增发价值1.75亿美元股票, 且此次增发计划由最大股东 - 著名对冲基金Pershing Square支持<sup>1</sup>



- SEG的主要资产位于纽约市曼哈顿岛下城区东侧, 比邻东河与布鲁克林大桥
- 距Fulton站、华尔街站和世贸中心站步行6分钟、9分钟、15分钟
- 4.4万平方米运营面积, 超过20家中高档餐厅及休闲娱乐业态

	Pre-Rights	Post Rights	
Shares Out	5.58	12.58	<b>SEG增发计划示例</b>
SEG	\$ 25.00	\$ 25.00	Using Rights Offering Price
market Cap	\$ 140	\$ 315	



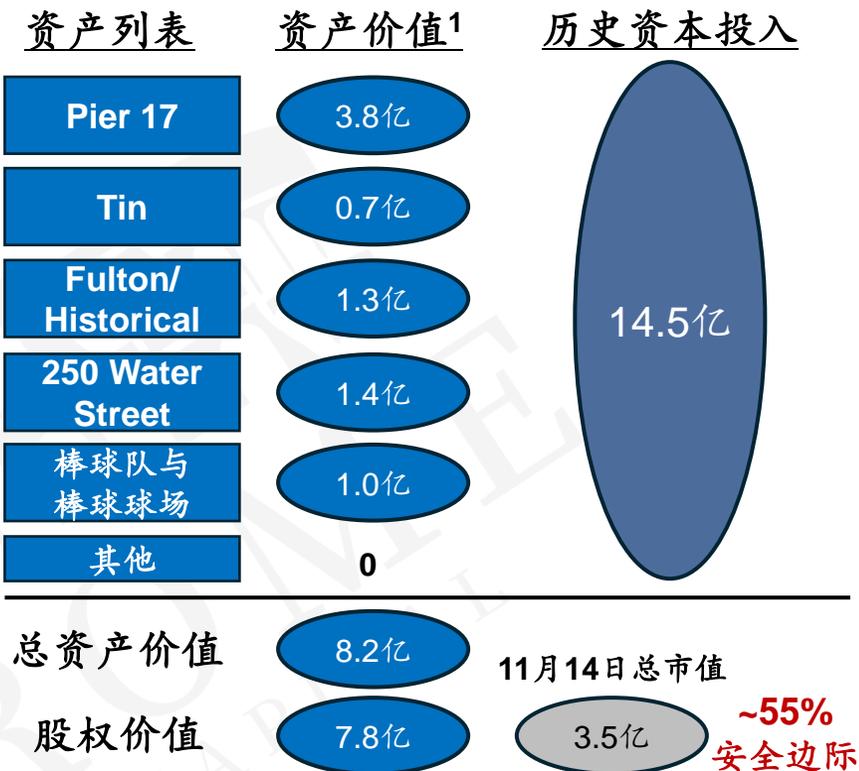
“Any time you read about a spinoff being accomplished through a rights offering, **stop whatever you’re doing and take a look.** (Don’t worry, they’re quite rare.)” - Greenblatt, Joel. You Can Be a Stock Market Genius

1. Pershing Square将按照持股比例认购增发, 如果全部股东认购总额不足1.75亿美元, Pershing Square将增加认购直至满足1.75亿美元

# SEG是一个极具潜力的资产组合，市场折价超过50%，未来2-3年业绩提升潜力高

## 核心观点总结

- SEG的纽约资产组合是难以复制的稀缺资产，过往业绩问题主要因：
  - 管理层能力不匹配（HHH专注于社区住宅类开发而非商业和娱乐类地产运营）
  - SEG属于HHH的非核心资产，管理层重视程度低
  - 新冠疫情的冲击
- 在分拆上市后，新管理层更换为深耕美国商业和娱乐地产的老兵，更契合SEG资产的定位，且通过我们的实地考察与多次管理层调研，我们认为公司已经制定出一套在未来2-3年内大幅提升利润率和现金流的可行方案
- 拥有40%股权的大股东是著名投资人Bill Ackman治下的Pershing Square，超额认购内部增发，直接介入企业管理；且管理层持有丰厚的股票和期权激励
- 非常有吸引力的估值以及短中期的催化剂



我们认为SEG的业绩扭转具备较高的确定性和可观的赔率，且因为其稀缺资产的特性，SEG的土地和物业价值为投资者提供了安全边际

1. 美元，按照2026年预测业绩估算

# 为什么这个特殊事件创造了投资机会？

SEAPORT ENTERTAINMENT GROUP

1

## 差异大

### 业务差异

- HHH主营土地一级开发（例如三通一平、配套商业开发等）
- SEG则是以商业娱乐地产为主的资产组合

### 团队差异

- HHH管理层并不擅长商业娱乐地产的运营，也缺少行业相关资源
- SEG新晋管理层均是美国商业娱乐地产业背景，能力圈更匹配

### 规模差异

- HHH市值约40亿美元，在美国属于中盘股
- SEG分拆时市值仅1.4亿美元，属于微盘股，绝大多数机构投资者无法投资持有

2

## 估值低

- HHH历史上对SEG资产累计投资超过14亿美元，同时SEG账面拥有净现金接近2亿美元，目前市值仅3.5亿美元
- 仅资产负债表上，纽约市Seaport资产的土地和物业的账面价值接近5亿美元

3

## 业绩潜力高 激励政策足

### 业绩潜力

- 因原管理层能力不匹配及新冠疫情的影响，SEG处于亏损状态
- 新晋管理层已经制定了详细的、可行性高的业绩提升方案
- 出售非核心资产作为短期催化剂

### 激励政策

- 新晋管理层放弃了之前优厚的薪资待遇，而选择持有“风险更高”的SEG股票及期权
- 大股东Pershing Square主导交易及企业管理，并承诺超额认购股票增发

# SEG核心资产分析 (1/2) : 未来极具商业潜力, 过去管理短板明显

## Pier 17



Pier 17 远景图



Pier 17 顶层舞台

### 现状与问题

- 一层与二层空间出租率仅54%
- 顶层舞台2023年仅63场演出, 且定价过于保守, 低于竞品~30%

### 业绩扭转方案

- ✓ 投入约7-8千万美元, 从办公室转型成文娱综合体 (例如, 增设Nightclub等)
- ✓ 一层清退表现不及预期的餐厅, 吸引拥有纽约独特体验的品牌 (例如, Joe's Pizza)
- ✓ 顶层架设玻璃顶棚, 增加冬季演出季额外增加40场演出并提价

预计2026年资产价值  
3.8亿美元

## Tin Building



Jean Georges



Tin Building



内部高档餐厅示例

### 现状与问题

- 2亿美元打造世界级中央厨房, 米其林大厨Jean Georges打造
- 成本与流程管理亟待优化

### 业绩扭转方案

- ✓ 前任Tin管理层能力圈不符, 目前从纽约第一餐饮地产品牌Eataly聘请CEO等高管团队
- ✓ 成本问题: 提升中央厨房利用率, 落地集中采购、精简后厨
- ✓ 流程管控: 移除非核心店铺 (例如, 鲜花店、生鲜等)、优化顾客体验流程、增设高档吧台等

预计2026年资产价值  
7000万美元

2023年亏损超过3000万美元, 是SEG集团最大的成本中心

# SEG核心资产分析 (2/2) : 未来极具商业潜力, 过去管理短板明显

## Fulton/Historical/250 Water St.



Historical历史建筑区

预计2026年资产价值  
1300万美元



Fulton Building

预计2026年资产价值  
1.1美元



250 Water St.

预计售价  
1.4亿美元

短期SEG最大的催化剂

## 拉斯维加斯资产



棒球队与球场

预计2026年资产价值  
1亿美元



Fashion Show 购物中心开发权

预计未来将在商场顶层开发赌场酒店, 暂无短期开发计划, 所以作为期权看待

## SEG新管理层具备成功的娱乐产业背景，且管理层、大股东与公众股东利益一致



Anton Nikodemus  
SEG CEO



Matt Partridge  
SEG CFO



Bill Ackman  
Pershing Square CEO



Anthony Massaro  
Pershing Square 合伙人、SEG 董事

- 新晋CEO Anton曾在**MGM米高梅酒店集团**任职近**11年**，担任拉斯维加斯**旗舰项目 MGM CityCenter** 主席兼COO，该项目位于拉斯维加斯核心地段，包括**阿丽雅赌场酒店、华尔道夫酒店、水晶宫奢侈品购物中心**等高端娱乐地产项目，年EBITDAR超3亿美元；在此之前，Anton曾担任**MGM**旗下**百乐宫、蒙特卡洛**等核心项目担任高级副总裁
- 同时，Anton在美国娱乐地产行业的口碑与人脉也是SEG未来拓展业务的重要资源
- 新晋CFO Matt有着**15年以上**运营和财务经验，覆盖的行业包括地产开发、酒店及餐饮集团运营等

- 美国传奇对冲基金Pershing Square持有SEG约40%股份，其创始人Bill Ackman拥有丰富的地产相关投资经验，几乎是Activist Investment的代名词，经典案例包括：希尔顿、环球音乐、汉堡王等，基金**20年**费后**年化收益率约15.7%**
- Ackman先生亲自参与SEG重要经营决策，并从MGM请来了现任CEO Anton
- Anthony Massaro任职Pershing Square合作人，在任超过11年，有着丰富的餐饮和娱乐行业投资管理经验，目前担任SEG董事

预计部分催化剂可在未来12个月内逐步落地；业绩扭转的风险客观存在，具备一定下行保障

SEAPORT ENTERTAINMENT GROUP

## 催化剂

### 短期催化剂

- 以大幅高于账面价值的价格出售全部或部分250 Water Street土地权益
- Pier 17改造完成，有知名企业或品牌宣布计划入驻

### 中期催化剂

- Tin Building成本管控初见成效，未来12个月逐渐实现收支平衡
- Pier 17二层及三层出租率提升、Rooftop增加冬季演出季及提价

### 长期催化剂

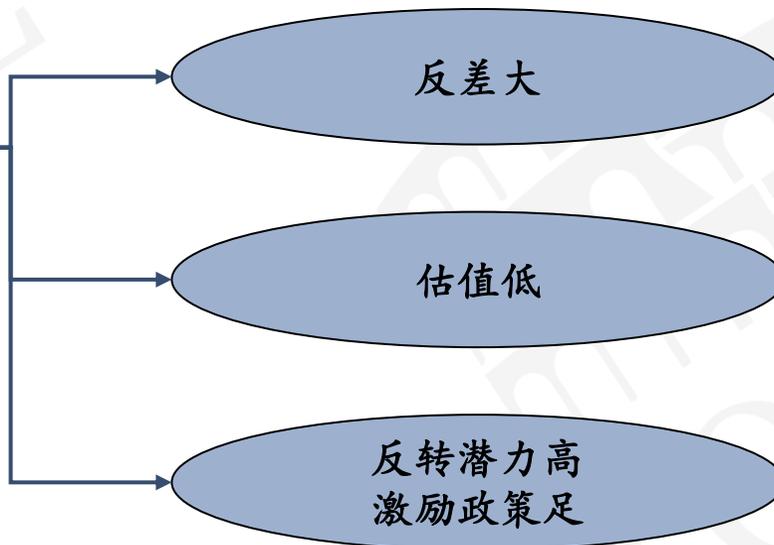
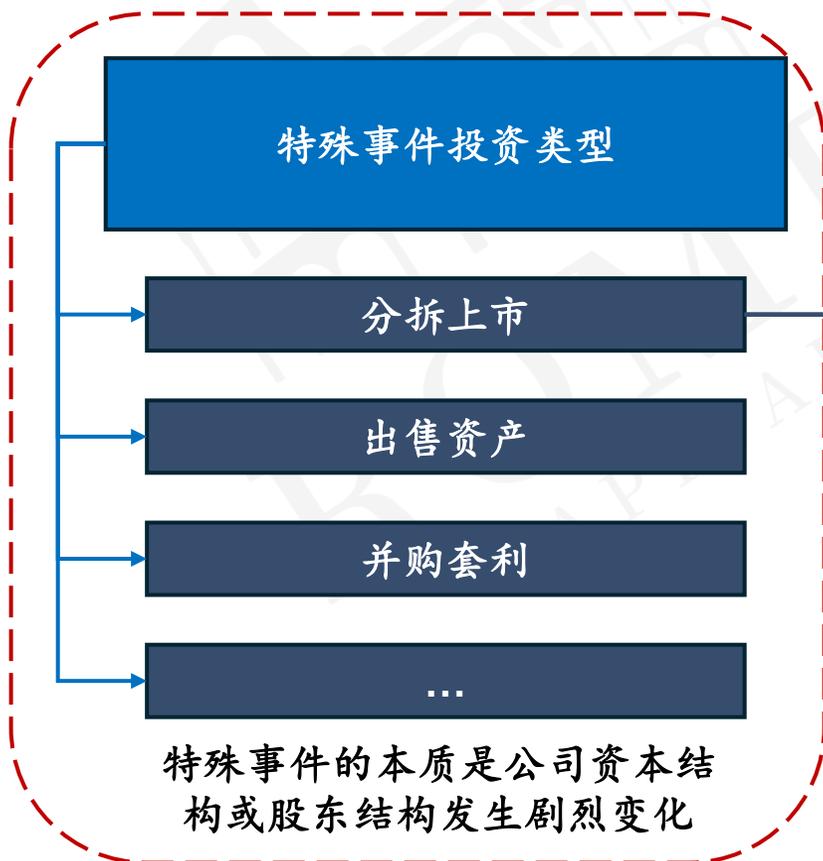
- 纽约Seaport资产实现稳定的正现金流增长
- 拉斯维加斯棒球队和棒球场Ballpark的收入和利润增加或出售
- 拉斯维加斯Fashion Show Mall Air Rights实现商业化（出售或开设赌场等）

## 投资风险

- 内部风险：
  - Seaport资产组合业绩扭转不及预期，未来2-3年未能产生正现金流
- 外部风险：
  - 诸如疫情、飓风等的不可抗力造成的影响
  - 美国短期内迎来经济衰退，消费能力下降，Seaport人流量及人均消费不足

我们认为如果风险发生，管理层可以出售Seaport及拉斯维加斯部分资产，为投资者提供部分下行保障

# 特殊事件投资框架总结



**Shark | NINJA**

**SEAPORT** ENTERTAINMENT GROUP

# 谢谢 & Q&A

Stay connected with Rome Capital

[www.romecapital.ltd](http://www.romecapital.ltd)



Questions/Inquiries: [afeng@romecapital.ltd](mailto:afeng@romecapital.ltd) and [jquan@romecapital.ltd](mailto:jquan@romecapital.ltd)

