海外周报（2021.02.22-2021.02.28）

证券研究报告
2021 年 02 月 28 日

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

李泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

市场波动 长期看好优质资产配置价值

周观点：2 月 24 日午间，财政司司长陈茂波发表 2021-2022 年度《财政预算案》，宣布上调印花税至 0.13%。现行印花税税率为 0.1%。对于香港交易所印花税调整，我们的观点：**1、从交易成本看**，上调印花税对长线投资者影响有限，主要影响高频交易，调整印花税后单边费用上升 0.03pct，。我们认为印花税对市场虽有一定影响但不改长线投资者的判断标准。**2、从政府收入看**，去年香港印花税收入 640 亿港元左右，股票印花税 19-20 年占政府收入 5%左右。**3、对公司，中小型公司**的做市商做市成本有一定边际影响，但对中大型公司影响本身有限，主要关注南下资金对港股大型公司的影响。

行业与公司观点更新：

博彩行业：我们认为澳门博彩业复苏有望加速，已处在疫情后复苏+行业周期向上的开端。对于澳门博彩复苏的乐观预期还在不断形成。 赴澳门游客数在 2020 年 7 月触底回升，复苏速度可能超预期。**建议投资者积极关注整个澳门博彩板块，包括澳博控股、银河娱乐、金沙中国、**美高梅中国、永利澳门、新濠国际发展。

Teladoc：我们持续看好 Teladoc 收购 Livongo 后，公司将获得在共享客户和非共享客户中交叉销售的机会，看好公司会员利用率（utilization）以及 PMPM 的持续提高。

公司/ IPO 资讯：Bilibili：Q4 营收 38.41 亿元人民币，同比增长 91%。2020 年营收 120 亿元人民币，同比增长 77%。净利润方面，Q4 调整前净亏损 8.437 亿元人民币，同比净亏损扩大 117%，全年调整前净亏损 30.54 亿，同比扩大 134%。**网易：**Q4 营收为人民币 198 亿元人民币（30 亿美元），同比增加 25.6%。2020 年营收为人民币 737 亿元人民币（113 亿美元），同比增长 24.35%。Q4 净利润 9.34 亿元人民币，同比下降 69.7%；2020 全年净利润 123.3 亿元人民币，同比下降 42.5%。**Airbnb：**Q4 营收 8.59 亿美元，同比减少 22.4%；2020 全年营收 33.78 亿，同比减少 29.7%。**加密货币企业 Coinbase** 敲定上市：其提交 SEC 的 S-1 文件表明，Coinbase 有 4300 万经核实的用户，每月平均有 280 万笔交易。2020 年，该公司实现总收入 34 亿美元，净收入 3.22 亿美元，其中交易费用占其净收入的 96%。**微信视频号推广上线**，付费可以让视频内容出现在朋友圈。

港股及美股市场综述及估值变化

市场表现：

1)本周（2021 年 2 月 22 日至 28 日，下同） 恒生指数收盘 28980.21 点，-5.43%， 本周道琼斯工业指数收盘 30932.37 点，-1.5% ；标普 500 指数收 3811.15，-2.45%,；纳斯达克指数收盘 13192.35 点，-4.92%。

2)本周部分科技股中腾讯跌 10.59%，阿里巴巴跌 9.57%，美团跌 19.74%，快手跌 20.41%，京东跌 12.32%，小米跌 17.46%，网易跌 13.32%，中芯国际跌 8.91%。

3)FAAMNG 中 FACEBOOK 跌 1.51%，亚马逊跌 4.83%，苹果跌 6.63%，微软跌 3.56%，奈飞跌 0.25%，谷歌跌 3.06%。

南向资金：本周港股通 5 个交易日共净买入-105.5 亿元，年初至今净买入 3220 亿元，相当于 2019 年全年净买入 5967 亿元的 54%。

从活跃个股来看，今年以来的南向资金主要流向信息技术、电信服务、能源、可选消费、金融板块，年初至今净买入金额分别达到 1294 亿元、639 亿元、339 亿元、161 亿元、80 亿元、7 亿元。

风险提示：海外疫情控制不及预期；中美贸易摩擦；通胀快速上行。

1. 周观点

2 月 24 日午间，财政司司长陈茂波发表 2021-2022 年度《财政预算案》，宣布上调印花税至 0.13%。现行印花税税率为 0.1%，该税率自 2001 年 9 月起施行至今。24 日恒生指数-2.99%，恒生国企-3.36%，恒生科技-5.10%，香港交易所-8.78%。

对于香港交易所印花税调整，我们的观点：**1、从交易成本看，**上调印花税对长线投资者影响有限，主要影响高频交易，调整印花税后单边费用上升 0.03pct，对于机构投资者大概 8%左右。我们认为印花税对市场虽有一定影响但不改长线投资者的判断标准。**2、从政府收入看，**去年香港印花税收入 640 亿港元左右，股票印花税 19-20 年占政府收入 5%左右。**3、对公司，**中小型公司的做市商做市成本有一定边际影响，但对中大型公司影响本身有限，主要关注南下资金对港股大型公司的影响。24 日南向资金买入 401.6 亿元，卖出 601.2 亿元，净流出 199.6 亿，后续主要关注流动性变化和南下资金的仓位变化。**当前我们依然看好：港股中受益于经济复苏与疫情控制的顺周期行业、科技龙头与新消费企业。美股中**，国债利率快速上行对纳斯达克指数及高估值的长型公司造成更大压力，且由于疫情逐步得到控制，北美远程办公、电商等行业 2021 年同比增速预计均将有所下滑，**关注高内生增长的公司**在体现的投资价值。

表 1：香港交易所交易费用

香港交易费用中固定费用				
机构		调整前	调整后	注释
香港特区政府	印花税	0.10%	0.13%	最低 1-4HKD 不等
香港证监会	交易征费	0.0027%		
香港结算	交收费	0.002%		最低 HKD2,最高 HKD100
香港交易所	交易费	0.005%		
香港交易所	交易系统使用费			HKD0.5/单
收取费用总合约为		0.1077%	0.1377%	
券商	佣金等	0.03%（互联网券商）-0.25%或更高不一		

资料来源：香港交易所，天风证券研究所

1.1. 行业观点更新

《澳门博彩：曙光在前，未来已至》（2021 年 2 月 23 日发布，完整版请参考原文）

我们认为澳门博彩业复苏有望加速，已处在疫情后复苏+行业周期向上的开端。对于澳门博彩复苏的乐观预期还在不断形成。 **赴澳门游客数在 2020 年 7 月触底回升，复苏速度可能超预期：**

从周期来看，但 21、22 年经济复苏仍对业绩增速改善有较强正面效应。**从横纵对比来看**，预计我国大陆需求及全球将进一步于澳门释放。从化妆品，黄金等消费来看，财富效应带来消费分层更加明显，增速明显超过零售其它品类。**从竞争格局来看**，：澳门作为大陆游客出境旅游的最佳替代目的地。

从香港澳门和全球疫情控制速度来看，限制逐步放松：或从检测期与港澳自由通行开始，游客进入有望超预期。

利润率更高的中场有望驱动澳门博彩企业实现盈利增长，我们建议投资者积极关注整个澳门博彩板块，包括澳博控股、银河娱乐、金沙中国、美高梅中国、永利澳门、新濠国际发展。

1.2. 公司观点更新

《Teladoc（TDOC.US）20Q4 点评：客户整合速度超预期，继续看好公司综合能力》（2021 年 2 月 27 日发布，完整版请参考原文）：

公司 2020Q4 营收 3.83 亿美元，同比增长 145%；全年营收为 10.94 亿美元，同比增长 98%；公司 2020Q4 调整后 EBITDA 为 5038 万美元，全年调整后 EBITDA 为 1.27 亿美元。对于 2021 年全年展望，公司预计总营收区间为 19.50 亿-20 亿美元，付费会员数为 5200-5400 万人，总问诊次数 1200 万-1300 万。

我们认为，随着 Livongo 和 InTouch 的加入（大部分收入为订阅收入），公司强大的多产品销售渠道将继续驱动订阅访问费的增长。我们持续看好 Teladoc 收购 Livongo 后，公司将获得在共享客户和非共享客户中交叉销售的机会，业务互补后，将在虚拟医疗、数字化护理和医疗服务等领域融合出新的商业模式。目前两公司仅有 25%的客户重叠，自交易完成以来，公司已经签署了十多份新的交叉销售协议。 我们看好公司会员利用率（utilization）以及 PMPM 的持续提高，因此我们将公司 2021/2022 年收入预测由 19.05 亿/25.82 亿美元上调至 20.25 亿/27.28 亿美元，对应收入增速为 85%/35%，维持“买入”评级。

2. 公司财报与新闻

2.1. 公司财报

表 2：本周重点公司财报

公司	财报时间	财报信息	财报亮点	截止 2/26 市值
Square	2021.2.23	2020 年营收为 94.9 亿美元，同比增长 101.7%； 净利润为 2.13 亿美元，同比降低 43.2%，摊薄后每股收益为 0.44 美元，同比降低 45.7%。	•根据公司数据，截至 2020 年底，公司持有的 1.7 亿美元比特币约占公司总资产的 5%； • 截至去年 12 月，该公司的 Cash APP 月活跃用户达 3600 万，同比增长 50%。	1,046 亿美元
澳博控股	2021.2.23	2020 全年博彩营收 73 亿港元，同比下降 78%；酒店餐饮零售及替他收入 3.6 亿港元，同比下降 65.8%	•澳博占澳门整体博彩毛收益 14.1%。 •集团新项目上葡京已竣工，预计 2021Q2 投入使用。	613 亿港元
声网	2021.2.23	Q4 营收 3325 万美元，同比增长 74.1%。2020 年全年，总营收 1.34 亿美元，同比增长 107.3%。 Q4 净亏损为 618.2 万美元，去年同期亏损为 234.2 万美元，净亏损同比扩大 164%。2020 年全年，净亏损为 311.4 万美元，2019 年亏损 617.7 万美元，净亏损同比减少 50%。	•截至 2020 年 12 月 31 日，声网全球注册应用超 27.2 万，较去年同比增长 11%；活跃客户数量达 2095，同比增长 101.2%。	62.00 亿美元
银河娱乐	2021.2.25	2020Q4 营收 51 亿港元，同比下降 61%，2020 全年营收 129 亿港元，同比下降 75% 澳门银河为主要收入来源，2020 全年营收 78 亿港元，同比下降 79%，星际酒店业务、澳门百老汇业务同比分别下降 80%，84%。	•提升旗下度假村工程，并且开展新的非博彩业务。 •扩大横琴及澳门以外市场，大湾区以及日本海外市场是发展方向。	3,080 亿港元
哔哩哔哩	2021.2.25	Q4 营收 38.41 亿元人民币，同比增长 91%。2020 年营收 120 亿元人民币，同比增长 77%。 净利润方面，Q4 调整前净亏损 8.437 亿元人民币，同比净亏损扩大 117%，全年调整前净亏损 30.54 亿，同比扩大 134%。	•用户数据方面，第四季度 bilibili 平均月活用户达 2.02 亿，同比增长近 55%。其中移动端用户 1.87 亿，同比增长 61%，平均日活用户达 5400 万，同比增长 42%，月付费用户达 1790 万，同比增长 103%。季度内 B 站月均活跃 UP 主数量已达 190 万，同比增长 88%；月均视频投稿量达 590 万，同比增长 109%；日均视频	438 亿美元

			播放量达到 17 亿次，同比增长 70%；月均互动数达 47 亿次，同比增长 94%. •B 站增值业务是 2020 年全年收入主要来源，贡献了总收入约三分之一，达 38 亿元人民币，较 2019 年增长 134%。其中第四季度增值业务收入 12.5 亿元，较 2019 年同期增长 118%。	
Teladoc	2021.2.25	Q4 营收 3.8 亿美元，同比增长 144.95%，环比增长 32.73%；全年营收达 10.9 亿美元，同比增长 97.71%；Q4 净亏损 3.9 亿，同比亏损扩大了近 20 倍。全年净亏损 4.9 亿美元，亏损同比扩大 390.7%	•据财报显示，净亏损主要系收购美国智能血糖管理平台 Livongo 带来的成本上升所致。	332 亿美元
网易	2021.2.25	Q4 营收为人民币 198 亿元人民币（30 亿美元），同比增加 25.6%。2020 年营收为人民币 737 亿元人民币（113 亿美元），同比增长 24.35%。Q4 净利润 9.34 亿元人民币，同比下降 69.7%；2020 全年净利润 123.3 亿元人民币，同比下降 42.5%。	•《天谕》手游于 2021 年 1 月上线后，备受瞩目，迅速登顶中国 iOS 下载榜。 其他新品包括：《时空中的绘旅人》、《黑潮之上》、《幻书启世录》和《游戏王：决斗链接》等。 • 公司宣布新的股份回购计划，即从 2021 年 3 月 2 日开始，在不超过 24 个月的期限内，可在公开市场回购总金额不超过 20 亿美元流通在外的美国存托股和普通股。	759 亿美元 /5,693 亿港元
Doordash	2021.2.26	2020Q4 营收 9.7 亿美元，同比增长 225%，2020 全年营收 28.86 亿美元，同比增长 226%。 2020Q4 净亏损 3.12 亿美元，损失同比扩大 132%；2020 全年净亏损 4.61 亿元，损失同比缩小 31%。	•2020 年第四季度，市场 GOV 同比增长 227%，达到 82 亿美元。平均订单价值仍略高于新冠病毒疫情之前的水平，同比涨幅低于 10%。预计随着市场从疫情中复苏，平均订单价值将会下降。 •DoorDash 预计，2021 年第一季度市场 GOV 将达到 86 亿美元至 91 亿美元，调整后的 EBITDA 在 0 至 4500 万美元之间。 2021 年，市场 GOV 将达到 300 亿美元至 330 亿美元，调整后的 EBITDA 在 0 至 2 亿美元之间。	538.40 亿美元
Farfetch	2021.2.26	2020Q4 营收 5.4 亿美元，同比增长 41.4%，2020 全年营收 16.7 亿美元，同比增长 63.7%。 2020Q4 净亏损 22.8 亿美元，损失同比扩大近 20 倍，包括 21 亿美元的非现金影响，即股票价格上涨对以公允价值持有的项目和重新计量的影响；2020 全年净亏损 33.3 亿元，损失同比扩大近 8 倍。	•2020 年第四季度商品总值和数字平台 GMV 增长强劲，分别同比增长 43%和 49%，分别达到 11 亿美元和 9.39 亿美元的历史高位。 •智通财经 APP 报道，极光(JG.US)宣布与全球时尚购物平台 FARFETCH 发发奇(FTCH.US)在智能用户运营等领域达成合作，助发发奇打造个性化智慧营销零售体验。	224 亿美元
Beyond Meat	2021.2.26	2020Q4 营收 1.019 亿美元，同比增长 3.5%。营收的增长主要是由于零售渠道销售额的增加。 2020 年 Q4 净亏损为 2510 万美元，上年同期净亏损为 50 万美元，亏损扩大近 50 倍。	•支撑植物肉类长期前景的基本面仍然强劲，一些重要指标，如家庭渗透率、购买率，购买频率和重复率在 Q4 都实现连续增长。 •据央视财经报道，美国人造肉龙头企业 Beyond Meat 日前与快餐巨头麦当劳签署了	91 亿美元

			一项为期 3 年的全球战略合作协议。	
Salesforce	2021.2.26	Q4 营收 58.17 亿美元，同比增长 20%，2020 全年营收 212.5 亿美元，同比增长 24% Q4 净利润 2.67 亿美元，去年同期为净亏损 2.48 亿，扭亏为盈，2020 年全年净利润 40.72 亿美元，同比增长了 31 倍。	•Salesforce 预计，2022 财年第一季度该公司营收将达 58.75-58.85 亿美元，同比增长 21%；2022 财年该公司营收将达 256.5-257.5 亿美元，同比增长 21%。	1,982 亿美元
爱彼迎	2021.2.26	Q4 营收 8.59 亿美元，同比减少 22.4%；2020 全年营收 33.78 亿，同比减少 29.7%。 Q4 净亏损 33.88 亿美元，同比扩张近 10 倍；2020 全年净亏损 45.85 亿美元，同比扩张近 6 倍，主要原因是公司在 IPO 时确认了非现金股票补偿费用 28 亿美元以及记录了与权证相关的 8.27 亿美元的非现金市值调整。	•公司预计 2021 年第一季度的预定量和总预定金额将高于 2020 年第一季度，但低于 2019 年第一季度，营收的同比降幅将低于 2020 年第四季度。 •营收降幅好于预期，Ebitda 明显改善，轻资产业务使其相比 booking 和 Expedia 等同行更具复苏弹性。	1,224 亿美元

来源：Wind,天风证券研究所

2.2. 本周重要公司部分新闻

Beyond Meat 与麦当劳达成合作：美国人造肉龙头企业“Beyond Meat”公司当地时间 25 日表示公司已与美国快餐巨头麦当劳达成合作协议，他们将在未来三年为麦当劳提供人造肉产品。但因该公司发布的财报显示，公司上年度第四财季净亏损 2510 万美元。

https://finance.sina.com.cn/tech/2021-02-27/doc-ikftssap9082586.shtml

加密货币企业 Coinbase 敲定上市：其提交 SEC 的 S-1 文件表明，Coinbase 有 4300 万经核实的用户，每月平均有 280 万笔交易。2020 年，该公司实现总收入 34 亿美元，净收入 3.22 亿美元，其中交易费用占其净收入的 96%。

https://finance.sina.com.cn/blockchain/roll/2021-02-26/doc-ikftpnny9860930.shtml?cre=tianyi&mod=pcpager_tech&loc=5&r=0&rfunc=27&tj=cxvertical_pc_pager_spt&tr=174

微信视频号推广上线，付费可以让视频内容出现在朋友圈：2 月 26 日消息，微信视频号上线一款“视频号推广”的小程序，它主要有三个方面的核心，其一：操作方式简单，可快速推广。其二：让你的账号被更多人看见，提高内容的播放量、关注量。其三：视频号的推广可以辐射到微信整个社交生态中，推广内容可以展示在朋友圈中。具体的开通方式也较简单，先是选择账户类型，有个人账户和企业账户，分别上传对应的资料，2 个工作日就可以通过审核。

https://www.chinaz.com/news/1227753.shtml

3. 港股及美股市场综述及估值变化

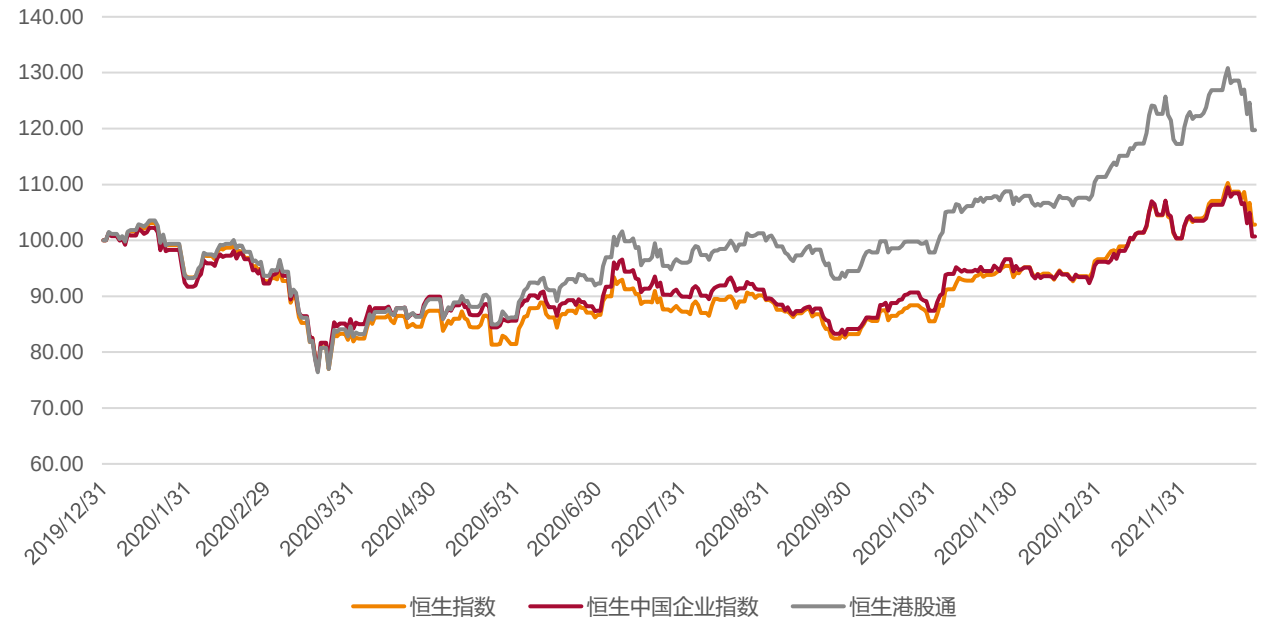
3.1. 本周恒生指数-5.43%，纳斯达克指数-4.92%

本周（2021 年 2 月 22 日至 28 日，下同）恒生指数收盘 28980.21 点，-5.43%，

本周道琼斯工业指数收盘 30932.37 点，-1.5% ；标普 500 指数收 3811.15，-2.45%,；纳斯达克指数收盘 13192.35 点，-4.92%。

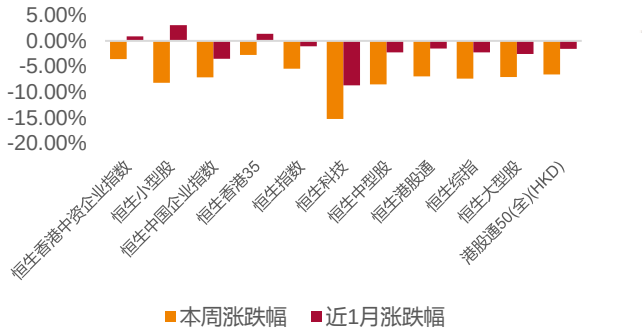
香港市场：

图 1：恒生指数、恒生国企指数、恒生港股通指数走势（20191231 定基数 100）



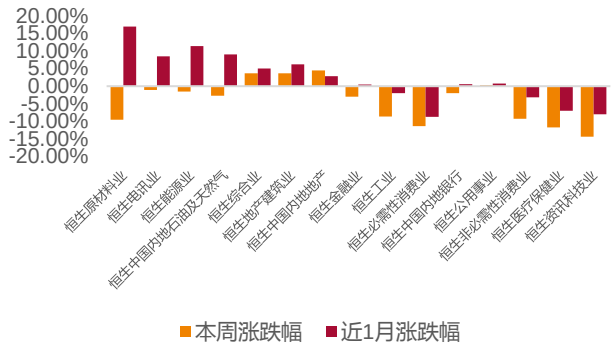
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：港股主要指数涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

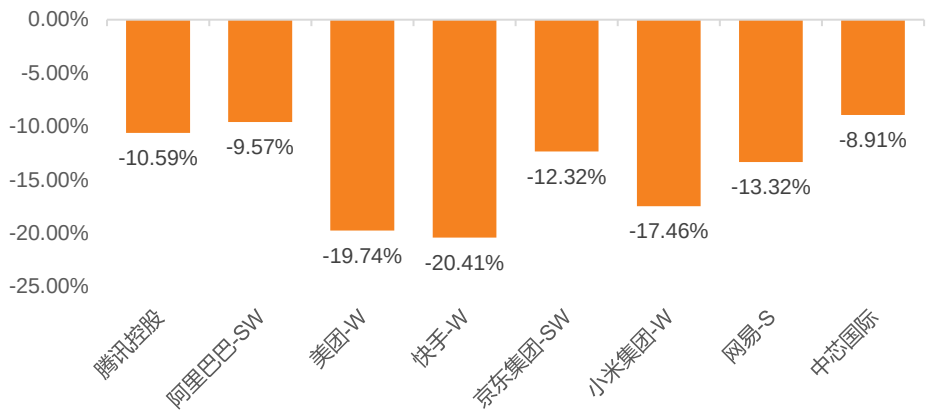
图 3：恒生综合行业指数涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

本周部分科技股中腾讯跌 10.59%，阿里巴巴跌 9.57%，美团跌 19.74%，快手跌 20.41%，京东跌 12.32%，小米跌 17.46%，网易跌 13.32%，中芯国际跌 8.91%。

图 4：港股科网股本周涨跌幅

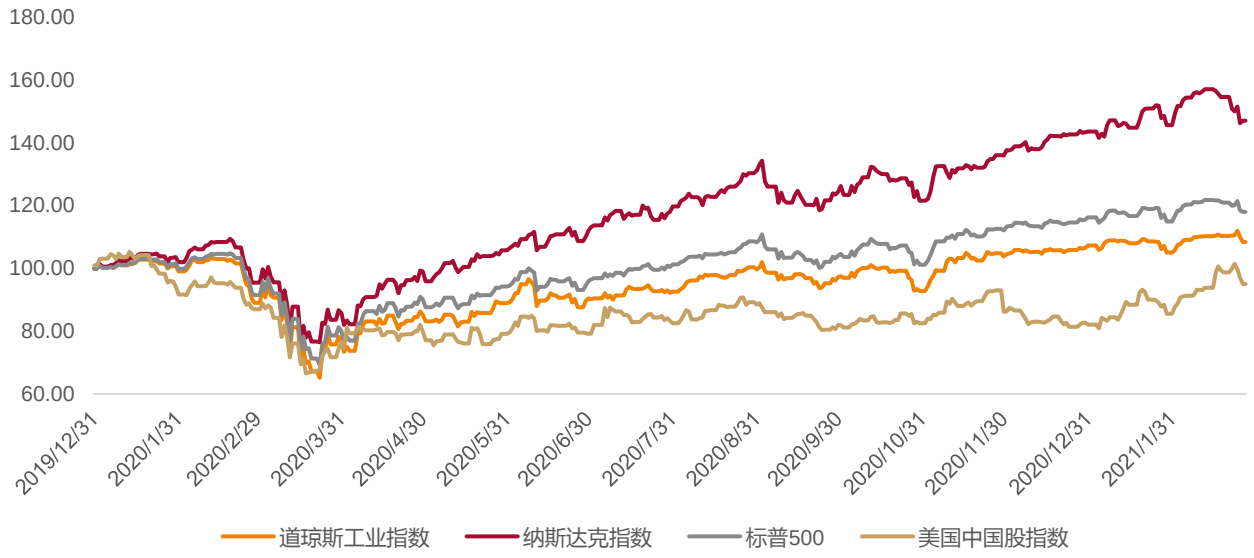


资料来源：Wind，天风证券研究所

美股市场：

本周标普 500 价值股指数下跌 1.09%，成长股指数下跌 0.65%。标普 500 中能源涨幅为 1.28%，金融、材料，工业业下跌，分别为 3.17%、3.03%， 1.24%；医疗上涨 0.85%，公共事业下跌 3.06，信息技术下跌 2.03%。

图 5：道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数、美国中国股指数走势（20191231 定基数 100）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17894