

## 本期核心观点

### | 美股：警惕 5 月波动魔咒，中期前景仍乐观

本周 FAAMG 等大型科技股披露财报，我们判断 Earning Run 正在接近尾声，市场料进入盘整周期（4000-4200）。近期媒体对拜登开征资本利得税的报道也引发担忧，加税预期固然带来抛压，但本身也对冲了投资者对当前阶段高通胀预期的焦虑，随着通胀情绪降温，美联储削减资产购买和后续加息的时间预期相应也在后移，潜在也在估值上给美股形成支撑。相当于，在不增加泡沫的情况下完成基建，同时也能控制住美债后续上涨的斜率。

### | 港股：流动性归来，港股将具备跑赢美股的机会

在目前海外利率阶段下行的时期，市场仍然处在稳步抬升的状态。除了看好消费和金融这两大公募基金南下加仓主题延续外，估值具备吸引力的新经济龙头也料将有更好的复苏弹性。整体上，主流资金的配置已更加均衡化。我们亦看好未来数月海外资金分流至港股的情形，换言之，港股将具备跑赢美股的机会。

### | Coinbase 上市：银行赋能交易所，该值多少钱？

美国最大的数字货币交易所 Coinbase 于 4 月 14 日登陆纳斯达克，公司占整个加密资产市值的 11.1%，Q1 单季营收 18 亿美元，净利润 7-8 亿，市值超 500 亿美金。投资要点：1) 以数字货币交易为主，同时开发其他金融服务业务；2) 2018 年以后，机构成为主要增长引擎；3) 业绩高速增长但非线性，与数字货币行情高度相关；5) 机遇：强大的飞轮效应、安全技术等。

#### 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：警惕 5 月波动魔咒，中期前景仍乐观 .....	3
3、港股市场分析：流动性归来，港股将具备跑赢美股的机会 .....	5
4、一周 IPO 观察：哈啰出行抢滩共享单车、顺风车第一股 .....	7
5、一周基本面日程：超级财报周来袭，FAAMG 悉数登场，聚焦美联储 FOMC .....	10
6、Coinbase 上市：银行赋能交易所，该值多少钱？ .....	12
5、本周热门个股财报分析：FAAMG、特斯拉、蔚来、AMD、波音、Pinterest .....	30
7、免责声明.....	35

## 美股市场分析

本周进入 4 月份的最后一个交易周，美股上周继续刷新历史新高，从空间上看，标普 500 指数仍然在我们 3 月初调整低点时期判断的 4000-4200 目标区域内有序运行，仅 4 月份以来涨幅已达 5.2%。不过随着近期媒体对拜登开征资本利得税的报道，加上美股向来也多有 Sell in May 的谚语魔咒，市场进而也开始担心美股是否会出现高位回落的情形？

### 一、警惕 5 月波动魔咒

首先，在目前美股的超买状态下，技术性修正的压力确实逐渐增大，加上美股有一定的季节性因素，比如 5 月份偏疲软，季报密集、盈利预跑潜在结束等情形干预下，可以预见未来数周美股都将迎来波动率偏高的时期，潜在的波动值得警惕。具体来看，本周 FAAMG 等大型科技股披露财报，因为本身是指标股，我们判断 Earning Run 正在接近尾声，财报间的差异性，也很容易将市场拖入到盘整周期（4000-4200），这也将是投资者调仓换股较为频繁的时期。

### 二、资本利得税后期折中出台的可能性偏大

拜登将在本周三的国会首次演讲时介绍加税计划的细节。除了高税率本身这个市场广泛关注的焦点之外，起征的时间点也同样重要，比如 2021 买入的是否在本次起征范畴内，这些都需要确认。

对于加税计划的前景众说纷纭，我们认为待后续正式提案出来后，也可能很难一气呵成由国会直接通过，类似于此前其他刺激法案，实际通过税率也可能在审核中被打折扣。时间上，我们判断最终的加税法案可能在 2022 年生效，对市场带来的抛压固然有影响，但更多是渐进式的增加。

### 三、资本利得税会带来流动性的收紧吗？

除此之外，对于关注中期以上时间窗口的投资者来讲，借鉴历史经验，我们认为流动性仍旧是影响市场风向的主导性参数。首先，加税有没有带来流动性的收紧呢？

定性来看，加税预期虽然会影响中产以上阶层资金对股市的净流入贡献，但本身也对冲了投资者对当前阶段高通胀预期的焦虑，随着通胀情绪降温，美联储削减资产购买和后续加息的时间预期相应也在后移，潜在也会在估值上给美股形成支撑。这相当于，在不增加泡沫的情况下完成基建，同时也能控制住美债后续上涨的斜率。因此从定性的角度来看，对科技股估值的影响本身是多空共存的。

我们认为，中长期的市场仍然取决于美联储宣布 QE 减量预期的时间窗口。在投资者没有更好的权益类投资替代品的情况下，QE 的影响权重可能会更大一些。

除此之外，美国疫情控制同样好于去年，新增病例处在低位，上半年群体免疫如果实现，二季度末，同样也会带来复苏周期美股的盈利的上调。相反，美股的另一个潜在风险则在于印度疫情失控后，扩散到全球的风险。

## 港股策略点评

### | 投资要点

#### 一、流动性再次归来，海外和南下资金持续流入港股

香港恒生指数自三月下旬探底以来，保持缓慢攀升势头，目前较低点区域涨幅约 5%。

对于更加依仗流动性的港股来讲，近期的积极的因素主要来自于中美国债收益率开始下行，因为无论是国内 Q1 经济数据略低于预期的疲软，还是眼下美国的加税预期，都很好的舒缓了对通胀问题的担忧，进而缓解了流动性收紧的预期。这样的背景下，投资者会更注重高成长与低估值优势兼顾的市场，进而直接增大了港股配置的吸引力。我们注意到，上周海外资金还有南下资金均加快了流入港股的步伐。我们认为在目前海外利率阶段下行的时期，市场仍然处在稳步抬升的状态。除了消费和金融两大加仓主题外，估值具备吸引力的新经济龙头也料将有更好的复苏弹性。未来数月，海外资金分流至港股的情形（类似于一季度初），或将再次上演。换言之，港股将具备跑赢美股的机会。

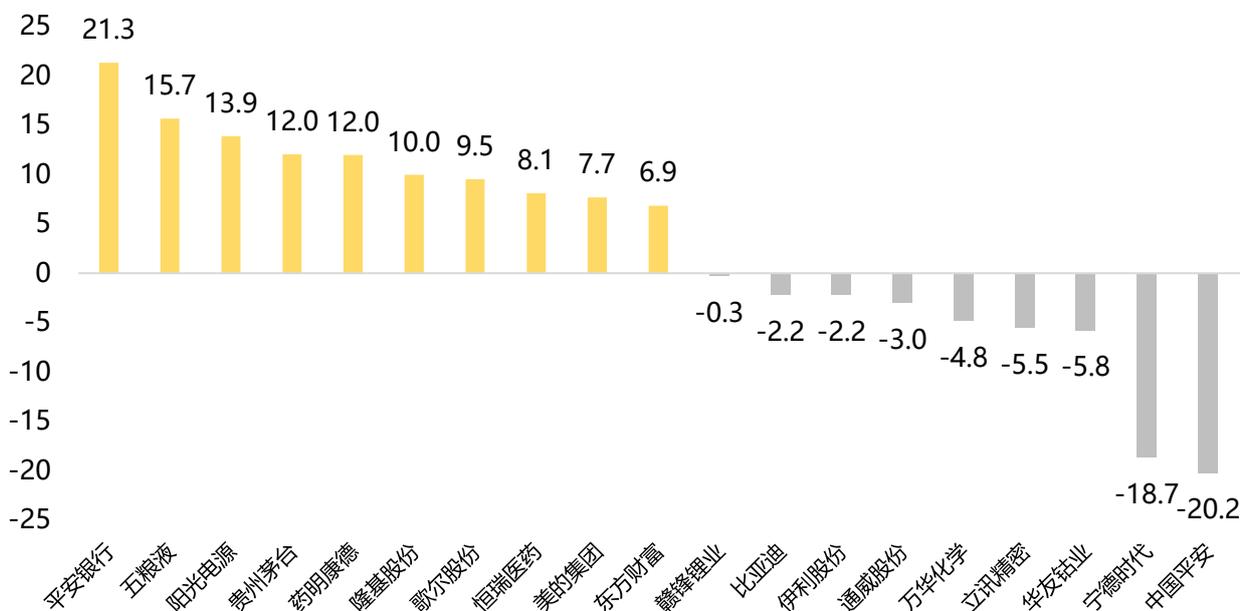
#### 二、公募基金均衡配置，加仓信息技术、银行、可选消费

我们参考一季度的基金季报还有南下资金的净流入来看。参考 Wind 数据，总量上，一季度南下资金净流入达到 3114 亿元，环比增长 81%。说明国内公募选择加配港股资产的趋势明显加快。同时，一季度国内公募持有港股的市值环比增长 51%，占基金净值的比例已由去年四季度的 9%提升到 12%。

当然这个数据可能稍显滞后，不过我们结合 4 月以来的南下资金 TOP10 可以判断，国内公募加配港股资产的趋势仍然在提升，定价权也在逐渐加大。

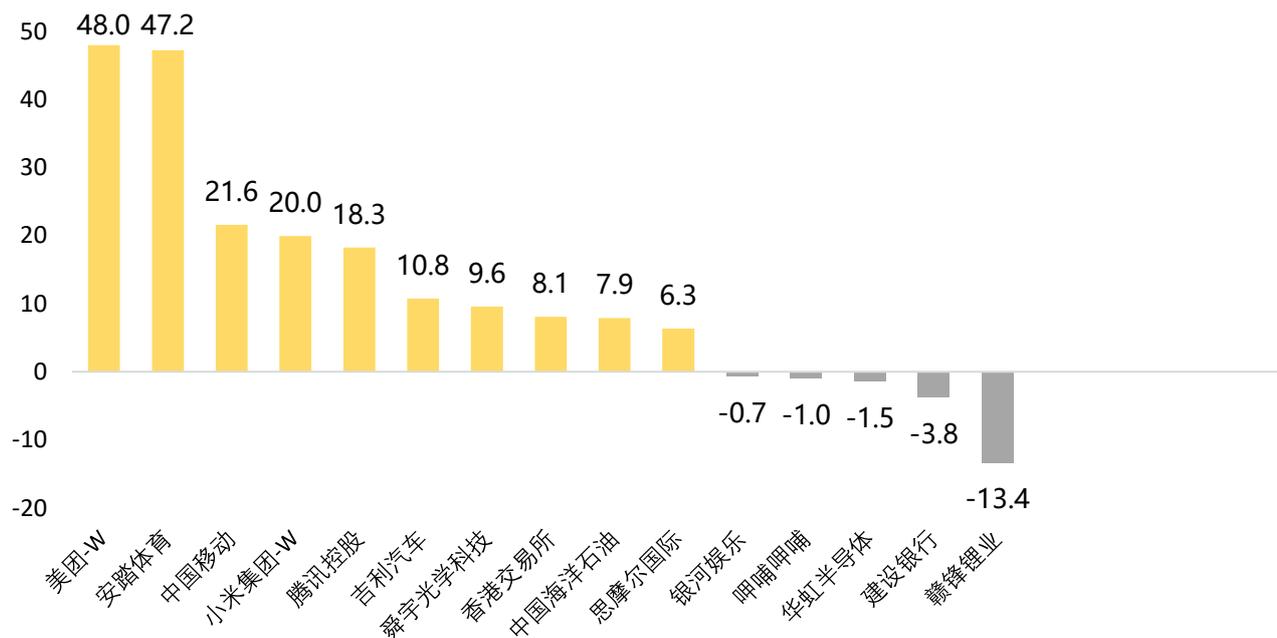
风格上，信息技术、银行、可选消费成为大家普遍加仓的板块，一定程度上说明市场里面主流资金（偏股型公募基金）的配置已经更加均衡化。

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：哈啰出行抢滩共享单车、顺风车第一股

### 本周港股 IPO 观察

截止 4 月 25 日当周，香港 IPO 市场消息并不多。

没有公司通过聆讯，提交招股书的公司有 6 家，包括东莞农村商业银行、Battery Metals、方直发展集团、中国文旅集团、海悦生活控股、Clover Biopharmaceuticals。

### 本周美股 IPO 观察

截止 4 月 25 日当周，美股的 IPO 有 13 家公司成功上市，有不少都录得不错涨幅。

其中，数字媒体测量和分析的领先软件平台 DoubleVerify(DV)当日涨幅 33.33%；赛普拉斯半导体拆分的 SkyWater(SKYT)首日涨幅 26%；RPA 企业 UiPath 公司(PATH)当日涨幅 23.21%；安全意识平台 KnowBe4(KNBE)首日涨幅 50.88%；合成生物学产品制造商 Zymergen(ZY)首日涨幅 21.25%。

### 一、哈啰出行提交招股书

国内领先的本地出行和生活服务平台哈啰出行，于 4 月 24 日正式递交了招股书。公司主要提供两轮共享服务、哈啰顺风车、哈啰电动车、换电解决方案、以及新兴的哈啰酒店、到店团购、哈啰打车、线上广告等业务。2020 年，用户的年平均交易额、70.6 元，一年及两年之后的留存率分别达到 64%和 60%。，蚂蚁集团全资子公司 Antfin (Hong Kong) Holding Limited 是哈啰出行第一大股东，持有公司 36.3%的股份。公司于 2020 年的营收为 60.4 亿元，同比增长 25.3%；2020 年毛利为 7.2 亿元，毛利率为 11.8%，比 2019 年提高 3.1 个百分点。此外，公司亏损持续收窄，三年净亏损分别为 22 亿元、15 亿元、11

亿元，因为折旧比较高，经调整的 EBITDA 分别为 1.74 亿元、13.54 亿元、15.64 亿元。

此次瑞信、摩根士丹利及中金公司为联席保荐人

## 二、太阳能跟踪器系统提供商 FTC Solar(FTCI)预计 4 月 28 日上市

FTC Solar 提供太阳能追踪器系统、技术、软件和工程服务，由一群可再生能源行业的资深人士于 2017 年创立，总部位于在美国德克萨斯州，业务在澳大利亚，印度，中东和东南亚均有开展。公司主要品牌 Voyager 是美国最大的两面板纵向跟踪器提供商之一，在美国太阳能跟踪器市场中占有 11% 的份额。公司在 2020 年获得营收 1.87 亿美元。将以 18 至 20 美元的价格，于 4 月 28 日登陆上市，该项目由巴克莱银行、美银、瑞信联合承销。

## 三、全球名人体育和品牌代理公司 Endeavor(EDR)

1995 年成立的 Endeavor Group 是一家全球名人体育和品牌代理公司，提供各种消费品公司、全球广播公司、数字公司，电视节目，电影，书籍，播客以及视频游戏。该公司的著名节目包括终极格斗冠军赛 UFC，环球小姐选美大赛等。其中国子公司在 2016 年 6 月由红杉资本、腾讯和 FountainVest 投资组建。公司 2020 年收入 35 亿美元。此次 IPO 预计以 23-24 美元的价格募资 5 亿美金，计划 4 月 29 日上市。

最近提表的公司：

瑞士的癌症生物科技公司——[MOLN](#)

巴西金融科技数字支付提供商 [PicPay \(PICS\)](#)

全球最大的听力保健在线提供商 [hear.com \(HCG\)](#)

在线招聘公司 [ZipRecruiter \(ZIP\)](#)

由于 SEC 加强了对 SPAC 上市的要求，本周无新增 SPAC

确定协议的公司有

**DBDR** 与高级金融卡设计和制造企业 CompoSecure 合并

**HZAC** 与北美在线票务经销商 Vivid Seats 合并

**FWAA** 与智能家居自动化解决方案提供商 SmartRent 合并

## 一周基本面日程：超级财报周来袭，FAAMG 悉数登场，聚焦美联储 FOMC

### 本周重要经济数据、事件

周一 (4/19)	周二 (4/20)	周三 (4/21)	周四 (4/22)	周五 (4/23)
		1:00 苹果2021年春季发布会	20:30 上周季调后初请失业金人数	
			22:00 3月NAR季调后成屋销售	22:00 3月新屋销售

资料来源:公开资料整理

### | 超级财报周来袭：FAAMG 五大科技股悉数登场

本周开始，美股 2021Q1 财报季进入高峰期，共有 800 多家公司披露业绩，其中包括 180 家标普 500 成分股公司。

本周是名副其实的科技周，FAAMG（**Facebook、苹果、亚马逊、微软、谷歌**）五大重磅科技股悉数登场。此外，**特斯拉、蔚来汽车、AMD、Twitter、波音、Pinterest、星巴克**等明星股也将公布财报。

#### 老虎财报季

周一 (4/26)	周二 (4/27)	周三 (4/28)	周四 (4/29)	周五 (4/30)
美股盘前				
	通用电气(GE)	波音(BA)	麦当劳(MCD)	埃克森美孚(XOM)
	3M(MMM)	百胜餐饮集团(YUM)	达美乐披萨(DPZ)	Phillips66(PSX)
	礼来(LLY)	美国史丹利公司(SWK)	康卡斯特(CMCSA)	雪佛龙(CVX)
	孩之宝(HAS)	安诺电子(APH)	万事达(MA)	美国固安捷(GWW)
	联合包裹(UPS)	优信(UXIN)	默克(MRK)	AbbVie(ABBV)
	雷神技术公司(RTX)	ADP(ADP)	施贵宝(BMY)	高乐氏(CLX)
			国际纸业(IP)	惠好(WY)
			联合数据(ADS)	高露洁(CL)
			皇家加勒比邮轮(RCL)	
			卡夫亨氏(KHC)	
			卡特彼勒(CAT)	
美股盘后				
特斯拉(TSLA)	谷歌(GOOG/GOOGL)	苹果(AAPL)	亚马逊(AMZN)	
思智浦(NXPI)	星巴克(SBUX)	Facebook(FB)	Twitter(TWTR)	
	微软(MSFT)	高通(QCOM)	蔚来汽车(NIO)	
	AMD(AMD)	阿莱技术公司(ASLGN)	德康医疗(DXCM)	
	Pinterest(PINS)	福特汽车(F)	美国钢铁(X)	
	百胜中国(YUMC)	ServiceNow(NOW)	西部数据(WDC)	
	德州仪器(TXN)	eBay(EBAY)	思佳讯(SWKS)	
	Visa(V)	Grubhub(GRUB)	吉利德科学(GILD)	

市场预计 FAAMG 五大科技公司总盈利同比增长 43.5%，总营收同比增长 31.4%。除五大科技公司外，整个科技行业第一季度总盈利预计将比去年同期增长 24.9%，收入同比增长 18.4%。

目前，FAAMG 五家公司合计占标普 500 指数总市值的 16.9%，去年 10 月份这一数字为 17.4%。年初以来科技股表现不佳，投资者试图超配周期股和价值股来获取超额收益。我们认为，随着科技股财报陆续披露，长端利率上升趋于缓和，科技公司有望凭借超预期的业绩重拾吸引力，以业绩增长来消化高估值。

港股市场也有多家巨头将发布财报，如**复星医药**、**中兴通讯**、**香港交易所**、**比亚迪股份**、**康希诺生物**等。

港股				
周一 (4/26)	周二 (4/27)	周三 (4/28)	周四 (4/29)	周五 (4/30)
	复星医药(02196)	香港交易所(00388)	比亚迪股份(01211)	药明康德(02359)
		比亚迪电子(00285)	中兴通讯(00763)	

## | 聚焦美联储货币政策会议

北京时间 4 月 29 日凌晨 2 点，美联储 FOMC 将公布 4 月利率决议，市场普遍预计美联储不会做出任何政策调整，维持利率和政策不变。对于逐渐升温加息预期，美联储官员们的讲话相对谨慎，并表示继续维持宽松的政策。

此前美联储主席鲍威尔多次重申，美联储将维持当前联邦基金利率目标区间，直至充分就业和物价稳定两大目标取得实质性进展，不过这两个条件不太可能在 2022 年底全都实现。

## Coinbase 上市：银行赋能交易所，该值多少钱？

### 事件

4月19日，美国最大的数字货币交易所 Coinbase 于4月14日采用直接上市（DPO）的方式登陆纳斯达克，因此在本次上市中，公司没有融资，也没有发行价，上市前的指导价为250美元/股。在此前的场外交易中，2021年Q1的交易量加权平均价格（VWAP）为343.58美元/股。上市首日，开盘价381.0（+52.4%），盘中最高触及429.54（+71.8%），收盘328.28（+31.3%）。此前，Coinbase公布2021财年Q1财报，总营收为18亿美元左右，同比增长约850%，超过2020年全年营收的13亿美元；净利润7-8亿美元，EBITDA约11亿美元。

### 投资要点

- **北美最大的电子货币交易所。** Coinbase 成立于2012年，发展至今已经成为连接100多个国家地区的4300万零售用户、7000多个机构和11.5万个开放生态平台的北美地区最大的数字货币交易所。截止21年Q1，平台共有5600多万认证用户、2230多亿资产、3350多亿的单季交易量。
- **以数字货币交易为主，同时开发其他金融服务业务。** 2020年的收入中有96%收入都来自于交易收入，买卖双方最高收取0.5%的交易佣金，而数字货币的7/24/365的连续交易也提供了更多的交易机会。此外，2018年之后，Coinbase 专注于提供订阅服务，如存储、借贷、支付等业务，并收取服务费。目前已有15多种区块链协议集成，支持90多种加密资产进行交易或托管。随着交易用户的增长，订阅服务的发展也将增长。
- **2018年以后，机构成为主要增长引擎。** Coinbase 的加密资

### 个股研报 COIN.US

#### FY2020 财务数据

收盘价(4/22/21)	293.45 美元
总市值	584.55 亿美元
52周最高	429.54 美元
52周最低	287.20 美元
总股本	199.2 百万股

#### 股价表现

前一日	-5.92%
IPO 开盘至今	-23.0%
一个月	17.38%
上市至今	17.38%

#### 财务表现

营业收入(RMB)	12.77 亿美元
营收同比	139.3%
EBITDA	5.27 亿美元
EBITDA%	41.3%
运营利润率	52.2%
净利率	25.7%
ROE	21.5%

#### 估值比率

P/E TTM	183.0
P/E 21E	30.7
EV/EBITDA TTM	110.65
EV/EBITDA 21E	20.9

### 价格走势



产总市值在 2020 年底达到 900 亿美元，占整个加密资产市值的 11.1%，其中比特币占比 70%，以太坊占比 13%。零售用户交易量占比从 2018 年 Q1 的 80% 下降至 2020 年 Q4 的 35%，机构交易量同期从 20% 上升至 65%。

- **业绩高速增长但非线性，与数字货币行情高度相关。** Coinbase 在 2020 年营收 11.4 亿美元（同比+136pp），其中来自交易的收入 11.0 亿美元（同比+137pp），订阅服务营收 0.4 亿美元（同比+126pp），包括加密货币销售的其他收入 1.36 亿美元，（同比+168pp）。在 Coinbase 上的加密资产总市值以及公司营收都与以比特币为代表的加密货币市场行情呈现强相关。
- **公司增长机会。** 我们认为，公司能在以下几个方面持续获得增长动能：1) 强大的飞轮效应；2) 业内领先的网络安全和加密技术；3) 日趋增加机构投资者和日益完善的机构业务；4) 托管产品和借贷服务的成长空间

### 估值探讨

**2021 年业绩预期。** 公司预计 2021 年 Q1，MTU 610 万，同比+79%；总交易量 3350 亿美元；营收 18 亿美元左右，同比+850%；净利润 7-8 亿美元；EBITDA 11 亿美元左右。同时，公司预计 1) 乐观情况下，全年平均 MTU 700 万；2) 中等情况下，全年平均 MTU 保持在 550 万；3) 悲观情况下，全年平均 MTU 下降至 400 万。

**分布加总法 (SOTP) 估值。** 公司收入与数字货币价格的高度相关性，未来业绩预期难以预测。我们根据公司给的三种预期情境，预计 2021 年的收入、EBITDA 分别为：1) 乐观：营收 65.3 亿美元，EBITDA 39.7 亿美元，净利润 27.1 亿美元；2) 普通：营收 52.2 亿美元，EBITDA 28.0 亿美元，净利润 19.1 亿美元；3) 悲观：营收 36.2 亿美元，EBITDA 17.6 亿美元，净利润 12.0 亿美元。

根据公司收入类型，将同业公司分为交易所、支付公司、银行资管三个组，分别采用 EV/EBITDA、EV/Sales、P/E 作为估值倍数，以 8:1:1 的权重进行综合估值。

Coinbase 的 2021 年末每股价值为：

- 1) 乐观：358 美元；2) 普通：256 美元；3) 悲观：144 美元。

## 风险提示

- 网络安全，资产被盗以及被黑客袭击
- 同业竞争
- 数字货币和股票市场的双重风险
- 更高的客户穿仓风险
- DPO 上市方式带来的高管兑现抛压
- 加税带来的数字货币下行影响

## 一、北美最大的加密货币交易所

Coinbase 由前 Airbnb 工程师 Brian Armstrong 于 2012 年 6 月成立。它的联合创始人中还有来自高盛的交易员 Fred Ehrsam，以及 Blockchain.info 联合创始人 Ben Reeves。

Coinbase 到底处于什么样的初衷创立的，其招股书中做了明确的解释——

*“当前的金融体系充斥着高昂费用、延时、不平等以及创新的障碍。在许多国家/地区，公民无法获得可靠的资金、有效的信用体系甚至基本财产权。如果世界经济遵循一套通用的标准，且任何公司或国家都无法操纵，更加公平和自由的环境将加速进步”*

2012 年 10 月，Coinbase 推出了通过银行转账购买和出售比特币的服务。

2014 年，公司用户就达到 100 万，并且收购了区块链浏览器服务 Blockr 和网络书签公司 Kippt，同时推出了用于安全比特币存储的保管库系统。同年，公司开始支持比特币支付。

2015 年 1 月，公司获得了 7500 美元的投资，并且正式成立了面对美国投资者的比特币交易所 Coinbase Exchange。

2017 年，Coinbase 获得了 BitLicense，并获得了纽约州金融服务部（DFS）的以太坊和莱特币的交易许可。同期，公司上线了比特币存储业务。

2018 年，Coinbase 宣布成立了一个早期的风险基金 Coinbase Ventures，专注于投资与区块链和加密货币相关的公司，投资包括 Compound Labs、Neutrino 等公司。

2019 年，Coinbase 由于怀疑网络受到攻击，Coinbase 的安全团队检测到并阻止了攻击，网络没有受到破坏，并且没有加密货币被盗。

2020 年，由于 COVID-19 的冲击，公司开启远程办公，同年 10 月，Coinbase 宣布启动 Visa 借记卡计划。

2021 年 3 月，Coinbase 宣布将在印度建立业务据点，提供软件开发和客户支持业务。



Keystone Capital	2018/6/6	FINRA 注册券商, 运营另类交易平台, 给 COIN 提供牌照
Distributed Systems	2018/8/15	去中心化个人信息保护公司
Blockspring	2019/1/14	提供 API 数据收集和列表展示服务
Neutrino	2019/2/19	区块链分析软件, 收购后整合 Hacking 部门并整合入法务调查
Xapo Institutional Custody	2019/8/15	加密货币储存服务
Astro Wallet	2019/12/21	以太坊智能钱包和数字应用程序开发商
Tagomi	2020/5/27	加密货币经济商, 并提供托管服务
RouteFire	2021/1/7	加密货币交易执行服务提供商
Bison Trails	2021/1/19	区块链基础设施提供商, 为银行和其他公司的交易提供支持

数据来源: Crunchbase, 公司招股书, 公开信息, 老虎证券整理

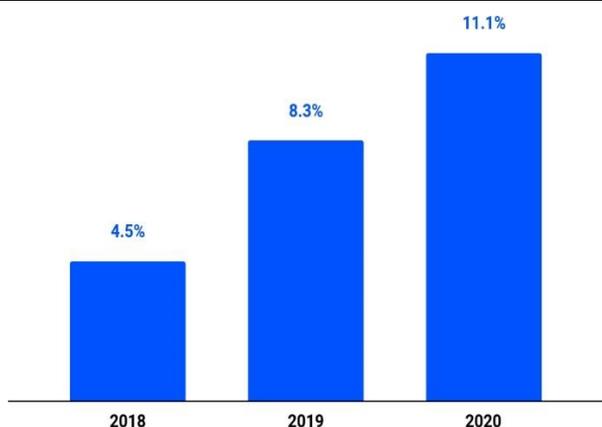
Coinbase 支持以美元、欧元、英镑、加拿大元、新加坡元的结算, 并且推出了自己的与美元挂钩的产品 USD Coin, 其产品适用于 iOS 和 Android 系统。

## 二、Coinbase 的业务发展

### 从资产方面

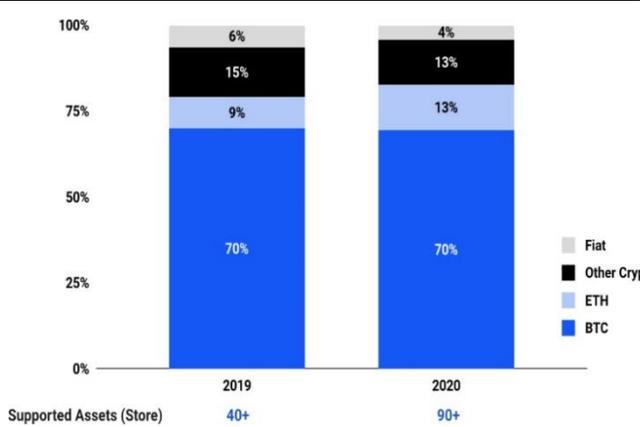
2018-2020 年, Coinbase 平台的加密资产总值占加密资产市场总市值的 4.5%、8.3% 和 11.1%, 2019 年之后的存储的资产数量显著增加, 是因为收购了 Xapo 的机构托管业务。2020 年比特币资产占比 70%, 与 2019 年持平, 而以太坊资产占比从 9% 提高至 13%。

2018-2020 年 Coinbase 数字货币资产占比



数据来源: 公司招股书, 老虎证券整理

2018-2020 年 Coinbase 平台资产占比



数据来源: 公司招股书, 老虎证券整理

## 从用户方面

Coinbase 的客户分成 3 类：零售用户、机构投资者和生态合作伙伴。针对不同的客户提供对应的完善和安全的各项功能和服务。

公司为机构客户提供了一系列服务，包括

投资平台（数字货币交易）、Coinbase 托管（数字货币托管）、Coinbase 商业（数字货币支付和兑换等）、Coinbase 资产管理中心（财务管理等）、Coinbase 开发中心（数字货币开发，提供数据库的 SDK）、Coinbase 钱包（数字货币钱包），以及其收购来的 Bison Trails（区块链基础架构）和 2020 年 6 月上线的 Rosetta（开放源代码规范和工具集）。

图：Coinbase 针对零售、机构和生态合作伙伴的业务

## Coinbase Product Portfolio Overview

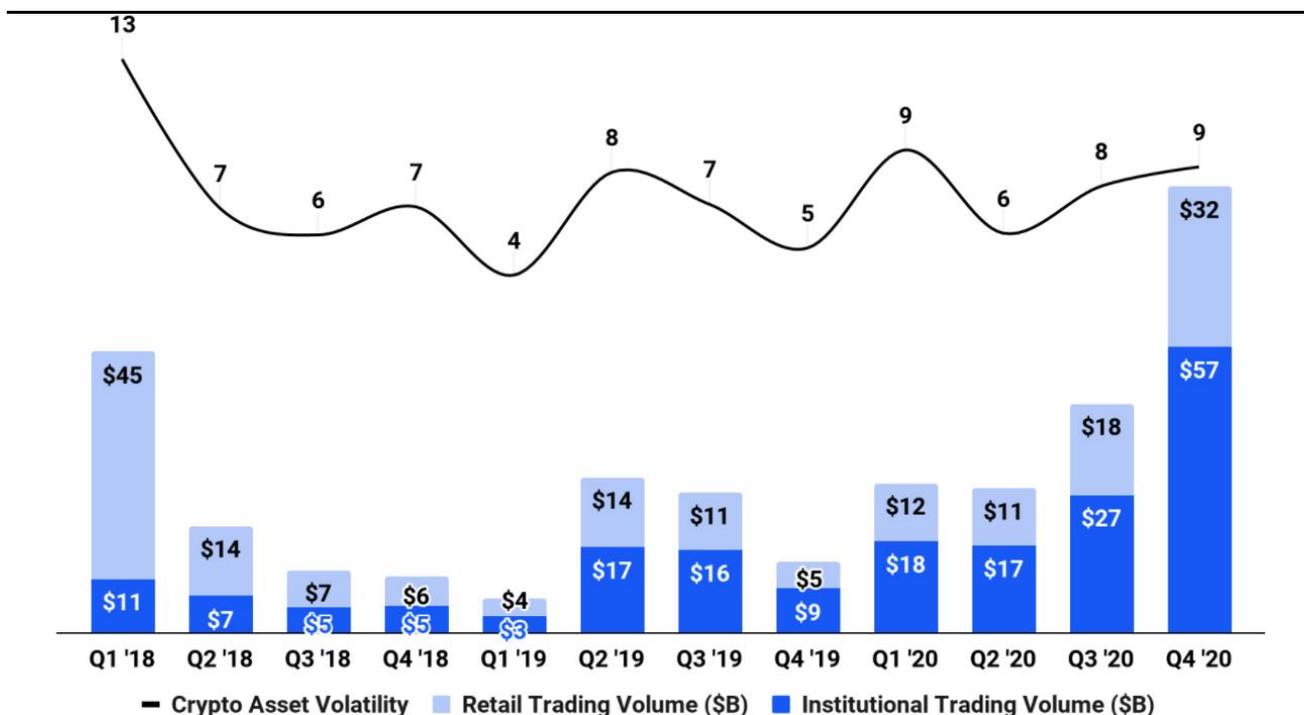
	Retail Users	Institutions	Ecosystem Partners
<b>Transaction Revenue</b>			
Invest	●	●	
Spend	●		
Send & Receive	●	●	●
<b>Subscription &amp; Services</b>			
Store		●	●
Save	●		
Stake	●	●	
Borrow & Lend	●	●	
Distribute			●
Build			●
Pay			●

数据来源：公司招股书

其中在 2018 年之前的数字货币行情中，零售客户的交易资产、交易量都是公司增长的主力。而经过 2018-2019 年之后，越来越多的机构投资者成为公司增长的主力。

其中，零售用户交易量从2018年Q1的80%下降至2020年Q4的35%，机构用户交易量同期从20%上升至65%。

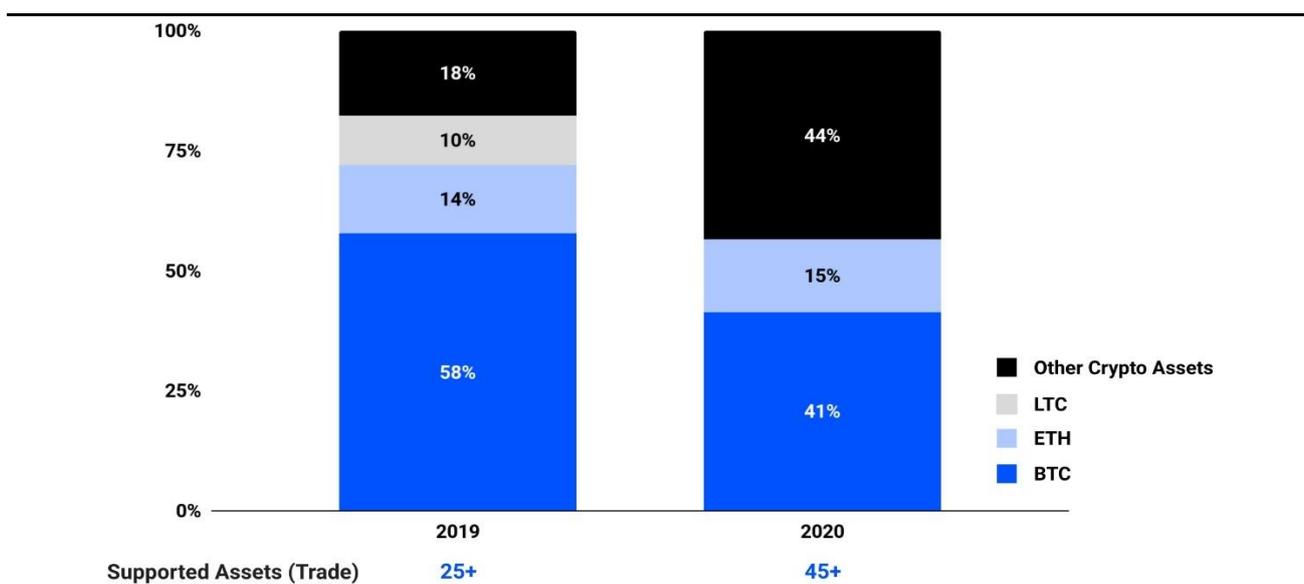
图：Coinbase 来自零售和机构客户交易量对比



数据来源：公司招股书

同时，比特币交易量在2020年下降至41%，其他数字货币交易量占比明显上升。

图：Coinbase 来自零售和机构客户交易量对比



数据来源：公司招股书

## 收费模式

Coinbase 的交易费用有两种：固定费用或可变费用，按照实际交易金额和付款时发生的较高者来算，同时，公司还对加密货币买卖收取约 0.5% 的价差，根据市场的波动性不同还有可能会更高或更低。

目前，Coinbase 的手续费标准是：10 美元或以下的交易 0.99 美元；10 至 25 美元的交易 1.49 美元；25 至 50 美元的交易 1.99 美元；50 美元至 200 美元的交易收取 2.99 美元。

同时，以市价立即成交的，将被视为“接受方 Taker”，费率为 0.04% 到 0.50% 之间；而无法当即匹配的订单，则将被放置在订单簿，被视为“造市方 Maker”，费率 0.00% 至 0.50%。阶梯费率根据当月

图：Coinbase 针对不同交易量用户的费率

月交易量	Taker Fee	Maker Fee
<\$10K	0.50%	0.50%
\$10 - 50K	0.35%	0.35%
\$50 - 100K	0.25%	0.15%
\$100K - 1M	0.20%	0.10%
\$1 - 10M	0.18%	0.08%
\$10 - 50M	0.15%	0.05%
\$50 - 100M	0.10%	0.00%
\$100 - 300M	0.07%	0.00%
\$300 - 500M	0.05%	0.00%
> \$500M	0.04%	0.00%

数据来源：公司网站，老虎证券整理

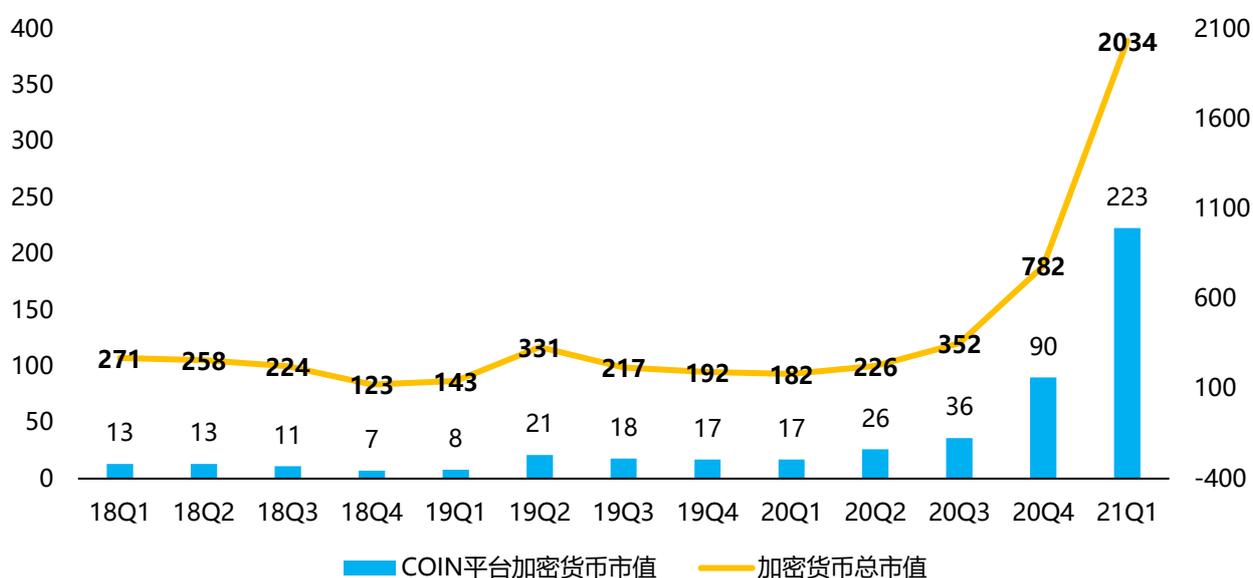
所有的这些转账都可以通过银行账户直接进行，也增加了用户出入金的便捷性。

### 三、Coinbase 公司业绩分析

#### 平台资产

在 2020 年 Q1 之前，Coinbase 的平台资产几乎没有超过 200 亿美元。而在此之后，随着全球其他资产水平的不断上升，以及公司数字货币资产存储的不断增大，平台的资产开始高速增长，至 2020 年 Q4 达到 900 亿美元，2021 年 Q1 攀升至 2230 亿美元。

图：Coinbase 加密货币市值和总市值对比（十亿美元）



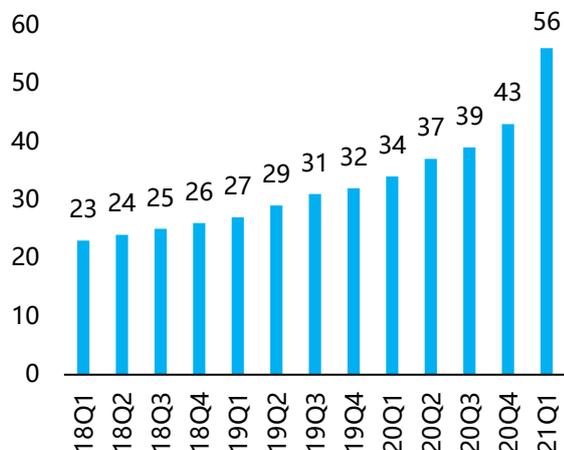
数据来源：公司招股书、Coinmarketcap，老虎证券整理

#### 交易用户数

Coinbase 的整体验证用户从 2018 年 Q1 的 2300 万增长至 2020 年 Q4 的 4300 万，又在 2021 年 Q1 的行情带动下爆发增长 5600 万。同时，其月度交易用户（Monthly Trading Users）经历了一些起伏，从 2018 年 Q1 的 270 万，下降至 2019 年 Q1 的 80 万，又回升至 2020 年 Q4 的 280 万，至 2021 年 Q1，也爆发增长至 610 万，这意味着当季 10.9% 的用户每月进行交易。

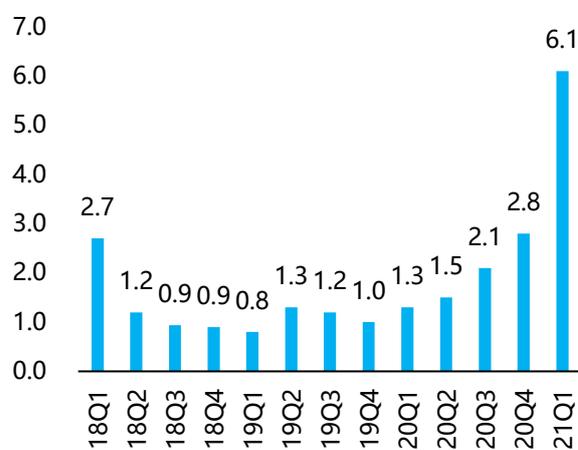
同时，我们可以看到单个 MTU 的营收也在 2021 年 Q1 上升至 295 美元。

2018-2020 年 COIN 验证用户 (百万)



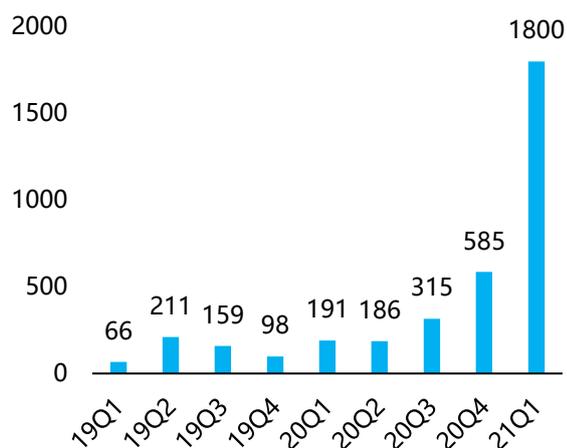
数据来源：公司招股书，老虎证券整理

2018-2020 年 COIN 月交易用户 MTU(百万)



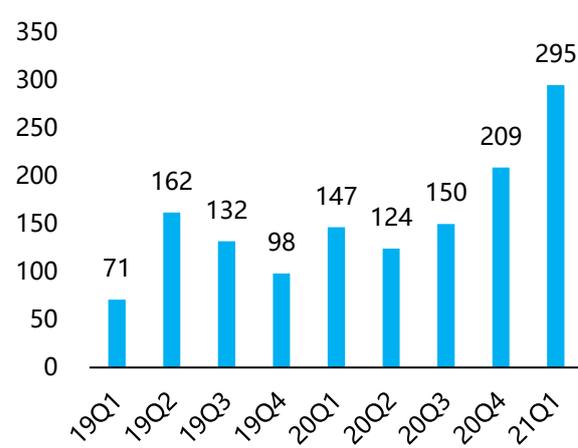
数据来源：公司招股书，老虎证券整理

2019Q1-2021Q 公司营收(百万元)



数据来源：公司招股书，老虎证券整理

2019Q1-2021Q 每 MTU 收入



数据来源：公司财报，老虎证券整理

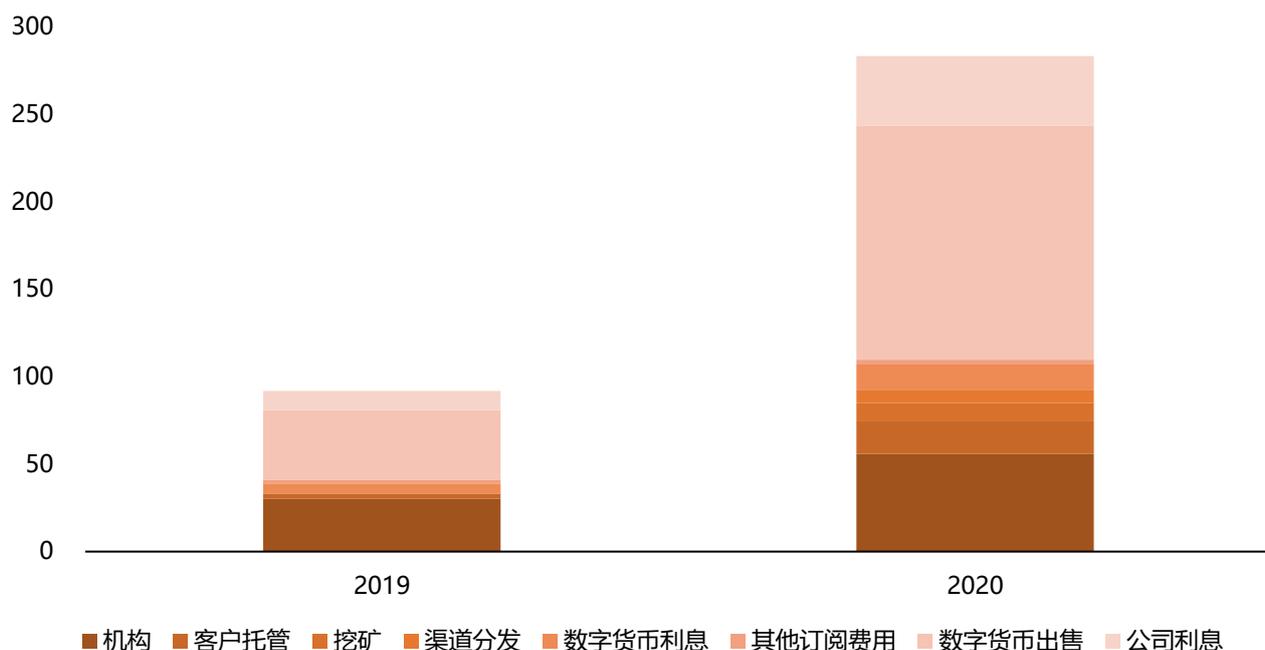
## 营收及来源

Coinbase 的收入分为三个来源：交易收入、订阅收入和其他收入。

交易收入主要是交易时的买卖差价、交易者的佣金，与数字货币的价格、成交量、波动性、种类等都息息相关。在数字货币价格较高时，公司交易收入增长显著。

订阅收入包括存储收入、“挖矿”收入、渠道分发收入、牌照收入和利息收入。其中存储收入占绝大部分，渠道、和牌照主要针对生态系统伙伴，而利息收入则受当下利率环境影响。其他收入包括出售加密资产的收入以及公司自己的利息收入。

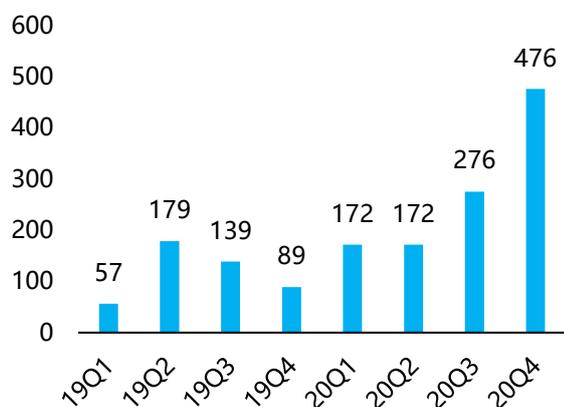
图：Coinbase 除零售外的收入（分类）（百万美元）



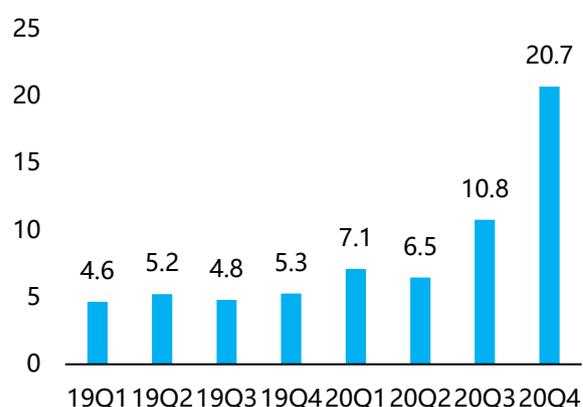
数据来源：公司招股书，老虎证券整理

其中，交易收入和出售数字货币的收入波动性都相对较大，与加密货币市场行情相关。而订阅收入与加密市场行情相关性稍低一些。

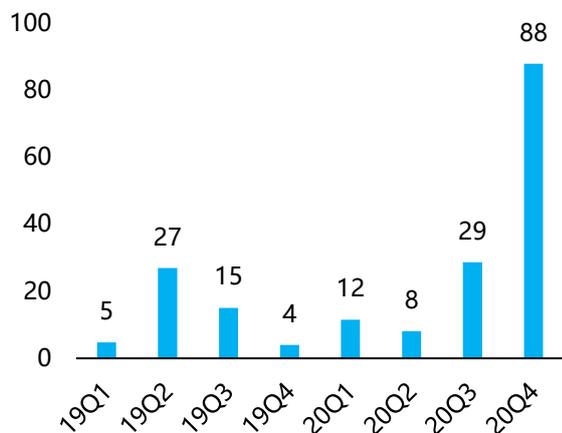
2019-2020 年 Coinbase 的交易收入(百万)



2019-2020 年 Coinbase 的订阅收入(百万)

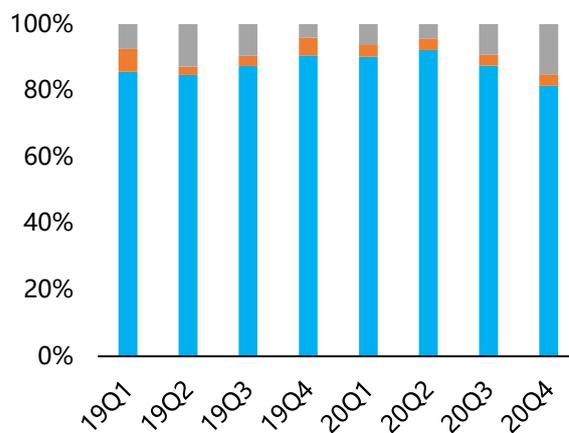


2019-2020年 Coinbase 的其他收入(百万)



数据来源: 公司招股书, 老虎证券整理

2019-2020年 Coinbase 收入分类占比

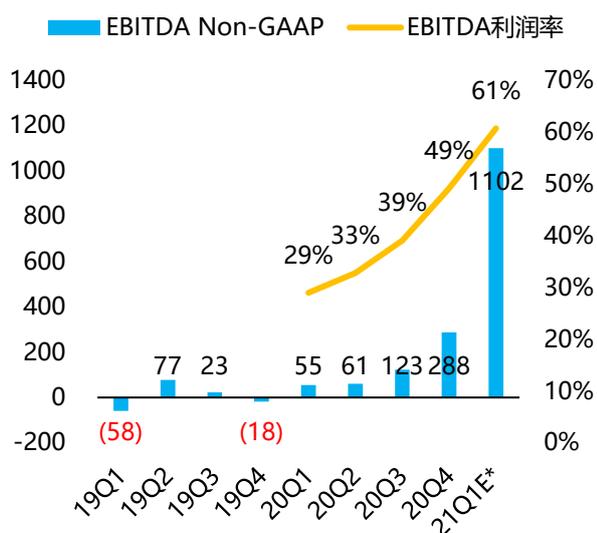


数据来源: 公司招股书, 老虎证券整理

### 利润率

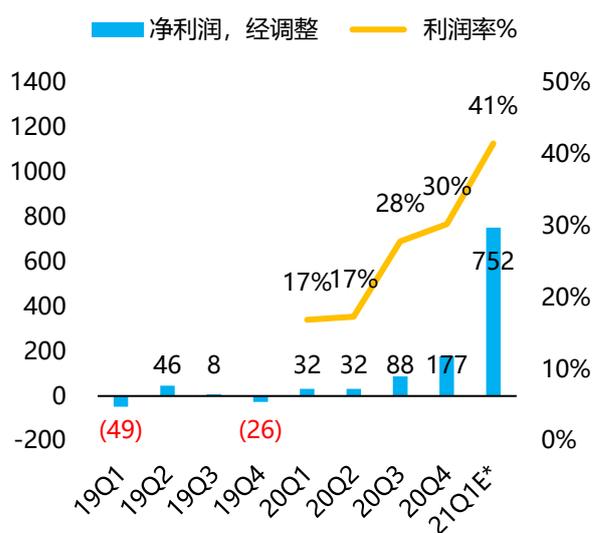
相比在 2019 年的亏损, Coinbase 在 2020 年实现了稳定盈利, 净利润为 3.2 亿美元, 净利率为 28.2%, 同期调整后 Non-GAAP EBITDA 为 5.27 亿美元, EBITDA 利润率为 41.2%。当然, 根据公布的 21Q1 的数据, 净利润达到 7.3-8 亿美元, EBITDA 大约 11 亿美元, 意味着净利率达到 40-44%, EBITDA 利润率达到 61%。

2019-2020年 COIN 的 EBITDA(百万美元)



数据来源: 公司招股书, 老虎证券整理

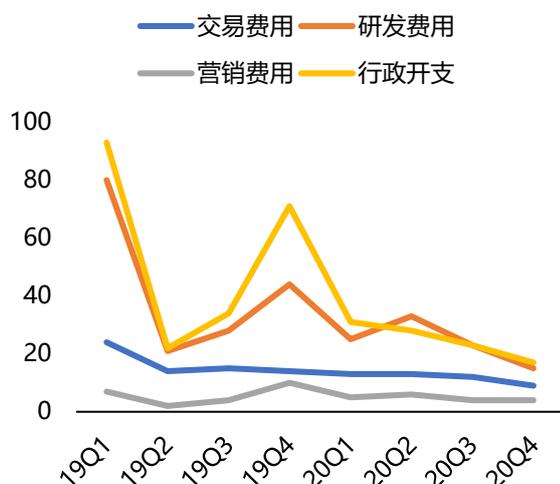
2019-2020年 COIN 的净利润(百万美元)



数据来源: 公司招股书, 老虎证券整理

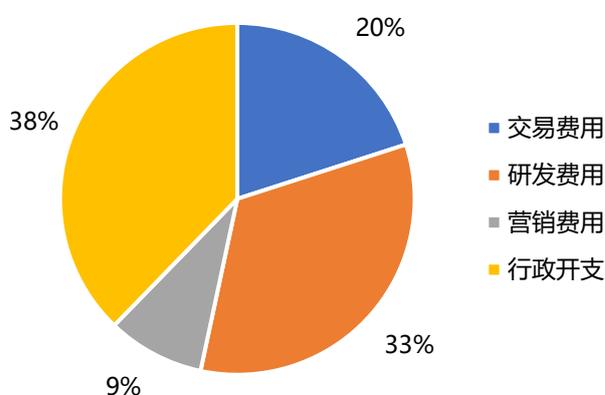
此外, 公司的费用率在 2020 年后中不断下降, 其营销费用在 20Q4 占收入比例不到 5%。

2019-2020年 COIN 的 EBITDA(百万美元)



数据来源：公司招股书，老虎证券整理

2020Q4 Coinbase COIN 费用构成



数据来源：公司招股书，老虎证券整理

## 资产负债表和现金流量表

Coinbase 资产负债表健康，没有长期负债。截止 2020 年末，公司流动资产 51.3 亿美元，流动负债 42.5 亿美元，客户托管的资产与负债大致匹配。同时，公司因多次收购产生的商誉也只有 7712 万美元。

2020 年来自于经营活动的现金流 30.0 亿美元，而融资和投资活动都不明显。

## 四、Coinbase 机遇

**强大的飞轮效应。** Coinbase 通过自己的平台以及收购的公司，将整个数字货币交易相关的产业链打通，提供整套数字货币服务，并形成了强大的飞轮效应。

**先进的网络安全和加密技术。** 对这么大的平台来说，在去中心化的金融服务中，网络安全尤为重要。Coinbase 采用用于管理私人加密密钥的行业领先标准，并使用复杂的网络安全技术来保护各种加密资产，至今没有出现过数字货币被盗事件，平台的客户也并未因安全问题而损失资金（官方公布）。当然，网上也有用户有相关的投诉，但难以验证。

**机构投资者日趋增加。** Coinbase 在 2019 年之前，平台交易量几乎是来自零售用户，而在此

之后，机构用户的经常性交易不断增加。机构用户也从 2017 年的 1000 家左右上升至 2020 年的 7000 家左右。公司为了最优化机构用户服务体验，在 2021 年 Q1 成立了“机构一站式服务”的经纪务部门。

**托管产品和借贷服务的增长空间。**事实上，只有极少数的数字货币交易者选择自行保留这些数字货币之外，其他的投资者（尤其是机构投资者）更倾向于将这些货币外包托管（类似于银行存储），这便让 Coinbase 在数字货币交易所之外有了数字货币“银行”的业务。同时，在保有这些资产的情况下，还能向现有投资者提供接触借贷服务，类似于股票经纪人提供的借券服务。这块业务潜力巨大。

## 五、主要风险

- 一、 与数字货币资产相关性较高，且资产主要集中在比特币和以太坊。一旦这两种数字货币价格下跌，将对公司带来不利影响
- 二、 市场竞争。包括去中心化交易所 Uniswap
- 三、 网络安全，资产被盗以及被黑客袭击
- 四、 信用风险，公司在 2020 年经历了大约 30 次停电，平均持续时间为 64.6 分钟。
- 五、 作为投资产品的尴尬属性，公司具有数字货币和股票市场的双重风险，而想要参与数字货币的投资者可以直接投资数字货币
- 六、 DPO 的上市方式给高管提供了便利的变现渠道，对公司股价形成抛压
- 七、 美国加税带来的数字货币下行影响

## 六、估值讨论

### 2021年业绩预期

公司公布的未经审计 2021 年 Q1 业绩，MTU 610 万，同比+79%；总交易量 3350 亿美元，总营收为 18 亿美元左右，同比+850%，超过 2020 年全年营收的 13 亿美元；同时，净利润 7-8 亿美元，EBITDA 11 亿美元左右。

同时，公司预计：

- 1) 乐观情况下，2021 年数字货币资产全年温和至高速增长，全年平均 MTU 到 700 万；
- 2) 中等情况下，2021 年数字货币资产中低速增长，全年平均 MTU 保持在 550 万；
- 3) 悲观情况下，2021 年下半年数字货币资产明显下跌，全年平均 MTU 下降至 400 万

其实由于公司收入与数字货币价格的高度相关性，其实未来业绩预期而是难以预测的。

我们假设今年 Q1 为数字货币价格年内高峰，预计在三种情况下，公司全年的收入、EBITDA 和净利润如下：

表：Coinbase 2021 年利润表预期（百万美元）

	2020	2020Q1	2021Q1E	YOY	2021 Est	High	Moderate	Low
Revenue	1277.5	190.6	1813.2	851%		6527.4	5221.9	3626.3
EBITDA	527.4	55.25	1101.5			3965.4	2791.6	1762.4
EBITDA Margin	41.3%	29.0%	60.8%			60.8%	53.5%	48.6%
NI	328.9	32.2	752.3			2708.1	1906.5	1203.6
Net Margin	25.7%	16.9%	41.5%			41.5%	36.5%	33.2%

数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

由于 Coinbase 同时具有交易所、电子支付、托管存储的业务，我们选择三类上市公司作为同行业对比公司：

- 1) （主要发达经济体）交易所（组 1）
- 2) 电子支付的金融科技公司（组 2）
- 3) 同时具有经济业务的大银行（组 3）

## 组 1:

全球交易所的过去 12 个月、下一个财年和下两个财年的 EV/EBITDA:

表: 全球交易所的估值倍数, 市值、EV 单位: 百万美元

代码	名称	市值	EV	EV/TTM EBITDA	EV/EBITDA FY1	EV/EBITDA FY2
COIN	COINBASE	58,455	58351.22	110.65	26.98	39.81
NDAQ	纳斯达克交易所	26,321	31630.16	17.14	18.02	17.25
CME	芝加哥商业交易所	74,012	76381.75	20.70	23.42	21.92
CBOE	芝加哥期权交易所	11,173	12183.85	12.77	14.25	13.97
388.HK	香港交易所	78,745	56063.55	24.63	22.86	19.98
LSEG.UK	伦敦证券交易所	59,366	60292.57	24.26	13.68	12.40
ICE	洲际交易所	67,435	83907.41	20.26	19.11	18.24
平均				19.96	18.56	17.30

数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

## 组 2:

主要支付公司的过去 12 个月和未来 1 年的 EV/Sales:

表: 主要支付公司的估值倍数, 市值、EV 单位: 百万美元

代码	名称	市值	EV	EV/T12M Sales	EV/2021E Sales	EV/2022E Sales
COIN	COINBASE	58,455	58,351	45.68	11.88	12.23
SQ	Square	111,431	110,607	10.37	7.70	6.69
AXP	American Express	118,231	130,096	2.86	3.27	2.92
V	Visa	502,811	511,037	20.26	21.91	18.49
MA	Master Card	380,815	383,868	23.41	21.16	17.87
PYPL	Paypal	307,974	304,660	12.64	11.85	9.80
SE	Sea Ltd	128,073	123,911	22.34	14.49	10.20
MELI	Mercadolibre	77,969	76,580	20.68	13.02	9.20
平均				16.08	13.34	10.74

数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

## 组 3:

主要银行和资管公司过去 12 个月和未来 1 年的 P/E。

表：主要银行和资管公司的估值倍数，市值单位：百万美元

代码	名称	市值	P/E	P/E FY1	P/E FY2
COIN	COINBASE	58,455	183.01	53.34	91.53
MS	摩根士丹利	146,444	10.08	11.57	11.30
GS	高盛	118,279	6.96	7.97	9.41
JPM	摩根大通	446,842	11.48	11.56	12.33
C	花旗	145,673	7.83	8.24	8.47
CSGN.SW	瑞信	24,518	20.87	10.91	5.74
BK	纽约梅隆银行	40,754	11.86	11.55	10.29
STT	道富集团	27,390	12.08	11.22	9.90
BLK	贝莱德	122,163	24.44	21.49	18.79
IBKR	盈透证券	30,447	24.03	22.26	23.06
SCHW	嘉信理财	122,161	25.47	20.99	19.97
平均			15.51	13.78	12.93

数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

我们采用分步加总（SOTP）法给 Coinbase 估值，而以 2019 年的交易收入和服务收入为参考，给组 1、组 2、组 3 的权重分别为 80%、10%、10%。其中交易所的组 1 采用 EV/EBITDA 均值，支付行业的组 2 采用 EV/Sales 均值，银行同业的组 3 采用 P/E 均值。

以 2021 年的预期，Coinbase 每股价值为

**较好的情况：358 美元**

**普通的情况：256 美元**

**较差的情况：144 美元**

考虑到公司是 DPO 方式发行，且公司高管也已经开始二级市场抛售，因此公司股票的流动性尚且充足，且一定程度上存在下行的压力。

## 本周热门个股财报分析

**特斯拉-TSLA** 预期 EPS: 0.78 /预期营收: 10.24B

今年第一季度，特斯拉全球交付量为 18.48 万辆，该季度总交付量打破了在 2020 年第四季度创下的 180570 辆的交付纪录。虽然现已打破上一季度的销量纪录，但特斯拉第一季度的运营还是

受到了加州弗雷蒙特工厂火灾，零部件短缺、缺芯潮、疫情等因素导致工厂临时关闭的影响。

2021Q1 特斯拉生产的所有电动汽车均为 Model 3 和 Model Y 车型，而价格更为昂贵的 Model S 和 Model X 车型的产量为零，在多个市场的降价足够支撑本年度购车需求。

值得注意的是，2020 财年，特斯拉从同行那里获得了 16 亿美元的监管信贷，远远超过了其 7.21 亿美元的净利润。

长期来看，随着传统汽车厂商电动车技术进步，特斯拉不能指望这种现金来源持续下去，不排除特斯拉在未来几个季度出现净亏损。

**谷歌-GOGL** 预期 EPS: 15.50/ 预期营收: 51.38B

随着美国经济加快复苏，旅游和酒店业支出大幅反弹，一季度谷歌核心广告业务将保持强劲增长，而 YouTube 相对于其他社交媒体平台更高的平均使用时长也会吸引广告主。

利润率方面，谷歌搜索广告定价的改善以及流量获取成本的降低将推动毛利率和营运利润率提升 100-200 个基点。

云业务方面，谷歌最近赢得了新的大型合同，同时积压订单保持三位数增长，我们预计第一季度云业务增长可能超过 50%，云业务规模预计已超过 150 亿美元。

针对 IDFA 的调整使未来几个季度数字广告收入指引或被下调，公司已经在亚马逊和 Facebook、Snap、Pinterest 和 Twitter 等社交媒体平台上使用了更多的应用内广告。

**星巴克-SBUX** 预期 EPS: 0.52/预期营收: 6.78B

根据彭博预期，星巴克第二财季全球同店销售额同比增长 17.5%。

**微软-MSFT** 预期 EPS: 2.98/ 预期营收: 7.13B

微软将发布强劲的季度业绩，分析师预计谷歌 Q1 营收同比增长 25%至 515.33 亿美元，环比略有加

美国方面，由于刺激支出计划、放宽对餐厅的限制以及关闭表现不佳的部门提振了业绩，预计美国地区收入增长了 10.5%，位于管理层指引上区间。

国外方面，中国将继续引领全球市场的复苏，一系列措施（如会员奖励、移动订单和配送）提振下，一季度中国市场实现了强劲增长，业绩基本恢复到疫情前的水平，管理层预计在第二财季将实现 100% 的增长。

速；预计 Q1 净利润 108.45 亿美元，同比增长

59%；Q1 云业务的增长可能超过 50%。

企业客户购买云产品需求仍然高涨，Azure、消费 PC 和游戏将是推动收入增长的主要领域，同时搜索和商用 PC 收入也有所改善。毛利率可能出现小幅改善，这主要是受云业务毛利率持续增长的推动。

**AMD-AMD** 预期 EPS: 0.44/预期营收: 3.21B

AMD 将于 4 月公布一季度财报。彭博预计 AMD 一季度营收 32.06 亿美元，同比增长 79.1%；调整后净利润 5.39 亿美元，同比增长 142.9%。

AMD 在消费 PC 和 chromebook 的市场份额会继续增长，CPU 和 GPU 部门收入保持强劲。GPU 部分，EPYC Zen 3 服务器 CPU 和用于游戏机的半定制芯片的出货量增长可能会提升 EESC 部门上半年的收入。

下半年前景相比上半年要乐观一点，供应链限制逐步缓解，云计算、企业和消费者支出也呈现上升态势。AMD 必须在英特尔冰湖产品发布和英伟

**Pinterest-PINS** 预期 EPS: 0.08/ 预期营收: 472.67M

本季度，Pinterest 的收入增长仍得益于良好的数字广告趋势，以及该平台上家装、家具、美容和时尚领域的广告客户持续增加。

Pinterest 不断优化广告工具，北美地区的中小广告客户稳步增长，这可能会推动其 ARPU 的增长，并帮助 Pinterest 击败 73% 的收入增长预期。

不过，根据 SensorTower 的数据，尽管疫情导致用户激增，但用户平均每天的使用时间约为 14-17 分钟，这一数字依然落后于 Instagram、Facebook 和 Twitter 等同行。虽然 Pinterest 的月

达进入服务器 CPU 市场期间保持其产品交付能力，以此来支撑其 42 倍的市盈率。

活跃用户增长可能会放缓，但在未来两年，预计 ARPU 增长 25-30%，营收会有翻倍表现。

苹果-AAPL 预期 EPS: 0.99/预期营收: 77.06B

Facebook -FB 预期 EPS: 2.36/ 预期营收: 23.53B

受益于 Mac、iphone 强劲的增长势头，苹果有望在第二财季实现高两位数的增长。预计营收 768.23 亿美元，同比增长 31.7%；净利润 167.2 亿美元，同比增长 48.6%。

彭博预期，Facebook2021 财年第一季度营收 236.63 亿美元，同比增长 33.3%；调整后净利润 77.33 亿美元，同比增长 28.4%。

预计 iPhone 收入 410 亿美元，iPad 收入 55 亿美元，Mac 收入 85 亿美元，可穿戴产品收入 74 亿美元，服务收入 158 亿美元，同比增长 18%。

一季度，数字广告市场保持强劲增长，主要受益于电子商务支出增加带来的数字广告收入，以及旅游和娱乐行业的复苏。市场共识预计 Facebook 一季度广告收入增速达到 22%，略高于去年平均水平，主要由于疫情期间社交 APP 家族用户参与度持续提升。

全球芯片短缺对苹果的影响要小于对安卓手机阵营，市场对 iphone 强劲的需求支撑其第二财季业绩。iphone 12 在中国、日本、韩国和美国 iPhone 12 广受欢迎，加之 5G 普及，我们预计 2021 财年 iPhone 整体销量为 2.31 亿部，第二季度为 5200 万部。

Instagram 仍然是收入增长的主要驱动力，因为用户平均每月在这款应用上花费约 11 个小时，比其他任何社交媒体平台都要多。

此外，搭载 M1 芯片的 Mac 和 ipad 预计在下半年开始发力，从而提振全年收入。

根据 SensorTower 的数据，受活跃社区、用户群体和点对点市场的推动，Facebook 用户粘性增长了 30%以上。

4月22日，Facebook 宣布将对其广告工具进行调整，以适应苹果公司即将进行的隐私更新。我们认为隐私新政对一季度业绩冲击不大，但可能会影响二季度业绩指引。不过，投资者不需过度担忧，随

着数字广告市场整体规模的扩大以及向社交媒体平台不断倾斜，facebook 基本能平稳度过这场隐私政策风波。

**亚马逊-AMZN** 预期 EPS: 9.65/预期营收: 104.41B

亚马逊将于4月29日发布一季度财报。得益于财政刺激计划、在线购物的强劲势头，以及旅游和酒店相关行业复苏，预计亚马逊电商业务同比大增38%，线下业务还处于缓慢复苏当中。

随着垄断市场优势和抽佣率上升，第三方卖家收入可能会增长50%以上。云业务方面，作为全球领先的云计算服务提供商，云计算业务早已是公司利润的主要来源，连续多个季度营业利润占比过半。

本季度，亚马逊云计算业务收入大概率会超过130亿美元。过去两年，AWS第一季度的增长速度一直低于第四季度，但我们预计今年的趋势将出现逆转。

**蔚来汽车-NIO** 预期 EPS: /预期营收: 946.45M

蔚来汽车第一季度的毛利率与上季度相比保持稳定（约为17%），在新款EC6 SUV的推动下，2021Q1汽车销量环比增长16%。

**Twitter-TWTR** 预期 EPS: 0.14/ 预期营收: 1.02B

本季度，经济修复带动了数字广告支出增加，与去年同期更容易进行比较以及最近广告产品的改善，都有助于Q1业绩超出28%的营收增长预期。

与其他社交平台类似，我们将看到每用户平均收入(ARPU)继续走高，原因是广告商致力于通过抬高价格以吸引用户注意，而移动应用推广(MAP)产品也可能推动ARPU的增长。

展望未来，随着直播活动的恢复以及向中小企业广告客户群扩张，这将进一步提振Twitter下半年的收入增长。

一季度，苹果iOS平台上的广告标识符(DFA)的改变不太可能给该平台的广告投放带来压力，二季度影响会逐渐显现。

由于芯片短缺，公司从3月29日开始停产5天（第一季度停产3天），价值原材料成本不断上升，一季度营收和利润表现或小幅承压。蔚来仍处于投资和扩张阶段，销售网络延伸和研发支出不断增长，预计营运亏损在10亿元左右徘徊。

长期来看，蔚来在去年8月份推出的电池租赁计划成果显著，在第一季度实现了50%以上的使用率，通过大幅降低蔚来车型的预购价格，推动中长期订单增长，这部分缓解了竞争对手特斯拉和宝马大幅降价带来的销售压力。

## 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)。