

主題 | 在 Zoom 上賺了 1700 倍的李嘉誠，最近在買什麼？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

我們目前偏向於科技板塊和恒生科技股的這次下跌只是一次性的技術調整。儘管目前認為美股和港股跌幅未必很大，但在個股層面，此前漲幅過高的股票出現 20% 的下跌，進入技術性熊市的可能性將會很大。

受到美股上週四和週五(9月3日及4日)大幅下跌的影響，A股和港股都在週一收跌，港股恒生指數跌幅只有 0.43%，主要還是受到 A 股較大跌幅的拖累，但是恒生科技指數下跌 4.6%，接近納斯達克指數在上週四的跌幅，既超過了創業板跌幅 3.3%，也是恒生科技指數推出以來最大的單日跌幅，而且最近三個交易日累計下跌 8.4%。

相信大家最關心的問題是美股大盤。科技板塊和恒生科技股這次下跌只是一次性的技術調整？還是另外一次熊市？也就是從高點下跌 20% 的開始。目前我們傾向於前者的可能性更大一些，一個重要的觀察是在上周美股快速下跌之時，避險資產如黃金，美元，日元和美國國債等並未出現明顯的升幅。此外，美股三大指數在上週五在大跌之後逐漸回穩，恐慌指數 VIX 也冲高回落，同樣顯示市場並沒有過度緊張。

畢竟，美股標普指數在短短 5 個月漲幅超過 53%，收復 2 月高點後連創新高，而納斯達克指數早就超過 2 月高點的 21%。考慮到我們在之前《諾亞第一時間》和 Morning Call 的分析，標普和納斯達克出現 10% 左右的回檔並不會令市場感到意外。

事實上，在過去兩個月美國不斷發起對中國的經濟和軍事挑戰下，A 股徘徊不前，但美股卻顯得毫無反應，節節上漲，才是真正讓市場意外的事情。

美股九月第一周的下跌只是結束了此前連續五周的上漲。如果特朗普擔心繼續出招會影響美股的表現，從而影響他的連任，接下來他會集中精神打好國內選戰，國際關係緊張局勢緩解，反而有利於全球股市站穩。

不過，儘管我們目前認為美股和港股跌幅未必很大，但在個股層面，此前漲幅過高的股票出現 20% 的下跌，進入技術性熊市的可能性將會很大。

例如，特斯拉今年的最大漲幅 496%，但卻在上周完成 1:5 拆股之後出現了接近 20% 的回撤。上週五，特斯拉逆勢上漲了 2.8%，原因在於市場期待它將被納入到標普指數，但標普公司卻在收盤後公佈了新的成分股，特斯拉意外落榜，這使得其股價在盤後下跌了 8%。只不過週一美股因為勞動節休市，這一結果要等到今晚美股開盤後才有所體現。

此前，市場普遍相信特斯拉會被納入標普指數，這也是其股價不斷上漲的重要推動力量。不過，同樣的意外也發生在美團點評身上，8月14日落選恒生指數。儘管標普和恒生指數對新加入的成分股有著不完全相同的標準，特斯拉和美團的落選也各有各的原因，但是他們的估值太高，恰恰是他們不被指數委員會接納的核心原因之一。在結果宣佈之前，美團的估值超過500倍，恒生指數公司擔心一旦美團估值回落，將會拖累恒生指數，那樣反而得不償失。和美團一樣漲幅喜人的中芯國際沒有被納入，也同樣是因為估值太高。相比之下，特斯拉的估值超過1000倍，加上盈利能力仍然充滿爭議，被標普公司拒之門外是合理的結果。

恒生科技指數之所以週一大跌，正是因為中芯國際可能被特朗普政府制裁而下跌22.9%，也拖累了其他一些半導體公司。至於美團，雖然沒有被納入到恒生指數，但還是在昨天正式被納入到恒生國企指數，但股價不僅下跌了5.2%，而且跌幅超過其他同行業股票，更像是對前期上漲幅度過多的調整。

而另外一隻在上周最大回撤超過20%的美股則是明星視頻服務公司Zoom。今年因為疫情，打工仔在家工作和學生在家學習，大多選擇使用這款視頻軟體，創下了今年漲幅超過6倍，勝過特斯拉的傳奇。

有趣的是，這一回撤恰好發生在Zoom單日上漲40%之後。8月31日Zoom公佈業績，結果第二天9月1日Zoom股價上漲超過40%，市值上升到1291億美元，而香港首富李嘉誠在2013年通過其家族辦公室維港投資，在B輪以650萬美元投資Zoom，持股比例大約8.5%，在9月1日相當於110億美元，佔了李嘉誠326億美元個人財富的三分之一。

而其他三分之二的資產主要集中在長江實業集團（簡稱長實）和長江和記實業（簡稱長和）的股份以及其他私人投資上。其中就包括Facebook, Skype，以及人造植物肉Impossible Foods等等。李嘉誠過去就表示，他投資的個別科技股曾經賺到超過百倍的回報。現在看來，Zoom在7年時間帶來的回報接近1700倍，恐怕是他做夢都沒有想到過的事情。實際上，Zoom在去年4月上市，到9月1日的高點，在一年半時間的漲幅接近12倍。

9月2日這一新聞引起了財經媒體的廣泛報導，當天晚上，我們在《諾亞第一時間》就提出兩個請大家深度思考的問題：第一，到底是因為Zoom太值錢，才顯得李嘉誠打拼了一輩子的其他的資產太不值錢，還是因為Zoom的股價有泡沫，壓低了其他資產在財富中比例？第二，為什麼今年Zoom股價不斷創新高的時候，李嘉誠沒有增持，相反，為什麼長實和長和的股份在過去幾年和今年的表現不佳，但李嘉誠與大兒子李澤鉅卻一直在不斷買入長實的股份？今年3月公佈業績以來到上週五，他們就連續不斷買買買，累積超過23億港幣，其中8月以來增持次數就多達30次，上周就達到4次。

說到這裡就有必要提到兩個重要的知識點：第一，對公司的大股東來說，賣出不代表看空股價，但買入通常代表看好公司業績和股價未來的表現。這是因為賣出股票很多時候是出於流動性需求，比如需要資金進行其他投資，或者分散持股，降低集中性風險。

第二，大股東有兩種不同形式的買入：一種是預先固定時間的買入，比如每個季度最後一天定期買入，另外一種則是不定期的買入。哈佛大學一項研究顯示，前一種形式的買入不代表未來股價會上漲，但後一種形式的買入通常意味著股價長期表現很好。

李嘉誠的買入恰恰是不定期的，雖然過去 5 年長實的股價表現一般，但誰又能說李嘉誠不懂投資，長實這類價值股會一直跑輸成長股呢？

我們再回頭看看 Zoom 的股價表現，今年的漲幅超過特斯拉。9 月 1 日上漲超過 40%，在今年的股市也是屢見不鮮。畢竟 Zoom 第二季營收按年升 3.55 倍，按季升 1.02 倍，營運利潤率 40%，淨利潤率達 28%，超過 10 名雇員的企業客戶約 37.02 萬，按年升 4.58 倍。整體上第二季業務表現都大幅超出市場預期，上漲 40% 也說得過去。

但是換一個角度來看，Zoom 的競爭對手很多，提供視訊會議服務的供應商有微軟的 Teams、Alphabet 的 Google Meet、Facebook 的 Messenger Rooms，思科 Webex，國內用戶眾多的騰訊會議等等，Zoom 雖然享有“Winner takes all”（「贏家通吃」）的優勢，但畢竟護城河有限。

如果說拿 Zoom 和李嘉誠其他的財富相比還顯得有些拿蘋果與橘子對比的感覺，那麼，拿 Zoom 和其他科技股相比，例如 Zoom 一年間市值已經相當於創業 36 年的思科的三分之二，而且與高通、IBM 等傳統科技股市值比肩。大家又會有什麼樣的感想？

最後，我們簡單說一下為什麼 Zoom 股價單日大漲 40% 之後又會在三天內回撤 20%。目前，Zoom 的預期市盈率超過 169 倍，明顯高於除特斯拉之外的美國明星科技股例如蘋果，谷歌，Facebook，微軟，亞馬遜等等。Zoom 預期第三季營收按季僅升 3.8%，由第二季按季升幅 1.02 倍急剎車至單位數位，這便有如向投資者澆了一盤冷水。

而 Zoom 要想維持目前的市值和降低市盈率，需要進一步提升市場佔有率。而目前 Zoom 的策略是在印度市場發力，希望打開這個全球人口第二多、商業潛力僅次於中美兩地的市場。在中美關係日趨緊張，印度或成為中國以外的生產供應鏈所在地，Zoom 押注疫情未見改善的印度業務，是保持業務增長的最佳策略。至於風險則是印度可能以近期的中印邊境衝突為理由限制 Zoom 的發展。

---

免責聲明：本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。