

中国互联网行业 驶入新的监管格局

标普全球中国科技消费团队

谷力佛, CFA

林祝祥, CFA

李士轩

潘永浩

王策



S&P Global
Ratings

2021年8月

要点速览

- 就中国互联网企业而言，中国政府可能会在安全和社会稳定与增长和创新之间寻求平衡。
- 众多互联网公司之间的竞争可能加剧，原因在于（1）并购所受的审查和限制力度加大，（2）为保护核心业务不受中断风险影响而调用大量现金结余来提高投资支出，（3）监管机构采取措施减少不公平竞争优势。
- 多数采用可变权益实体（VIE）结构的互联网企业目前应属安全，但较敏感行业的部分企业所面临的风险正在抬升。
- 社会风险对科技类发行人信用评级的影响愈加重要。
- 我们预计，2021年下半年到2022年初，居家办公需求将会减少，这或许有助于部分缓解成熟制程芯片短缺的局面。

了解中国监管环境所需的框架

十三五规划

排名	中文	英文	涉及数量
1	发展	Develop	247
2	经济	Economy	79
3	创新	Innovation	69
4	制度	System	68
5	服务	Service	62
6	机制	Mechanism	53
7	改革	Reform	48
8	安全	Security	46
9	产业	Industries	43
10	法治	Rule of law	24

十四五规划

排名	中文	英文	涉及数量
1	建设	Build	454
2	健全	Improve	202
3	安全	Security	177
4	创新	Innovation	167
5	制度	System	166
6	设施	Infrastructure	137
7	产业	Industries	135
8	经济	Economy	131
9	公共	Public	125
10	保障	Safeguard	121
11	政策	Policy	121
12	治理	Governance	120
13	改革	Reform	120
14	保护	Protect	116
15	技术	Technology	108
16	资源	Resources	107
17	文化	Culture	106
18	规划	Plan	99
19	战略	Strategy	98
20	城市	City	98

资料来源：新浪。

政策指引在三项重要目标之间寻求平衡



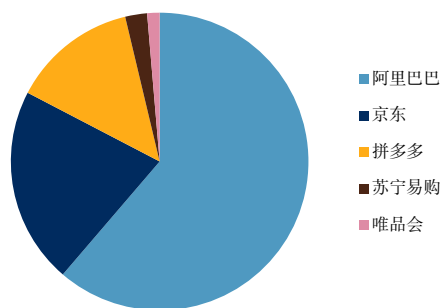
资料来源：标普全球评级。

反垄断属于尾部风险，为竞争加剧铺平道路

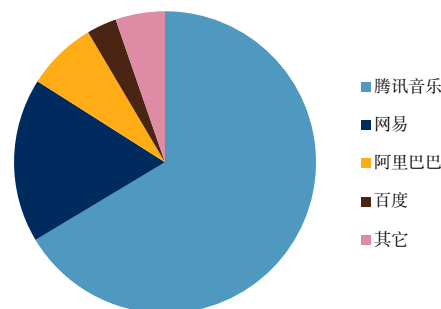
市场份额可作为一项指标，但并非监管机构的唯一关注点

- 监管机构为打造公平的市场竞争环境，而限制企业收购竞争对手、或通过不公平优势或市场行为实现收益的能力，可能导致竞争加剧。
- 造成发行人更易受监管行动影响的因素如下：
 - 市场份额（基数为何，多大份额为过？）；
 - 激进的市场行为（如二选一、受迫排他性协议）；
 - 察觉到有不公平竞争优势（如独家许可协议）。

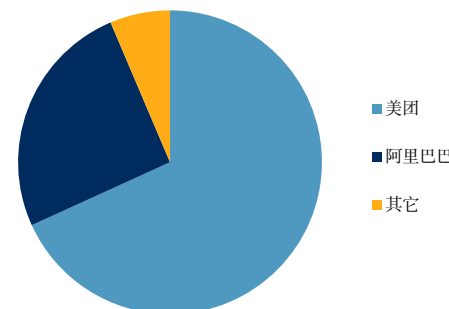
跻身前五的线上零售企业（2020 GMV）



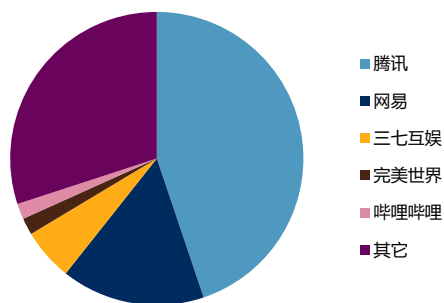
在线音乐（2020年上半年下载量）



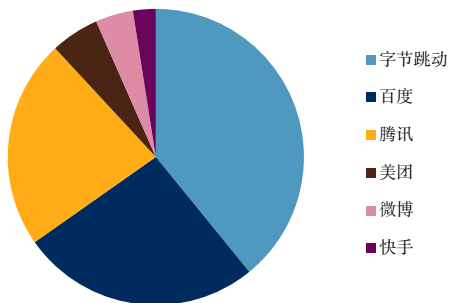
外卖（2020年上半年GTV）



移动游戏（2019年游戏收入）



跻身前六的在线广告企业（2019年收入）



GMV—总成交额。GTV—总交易额。

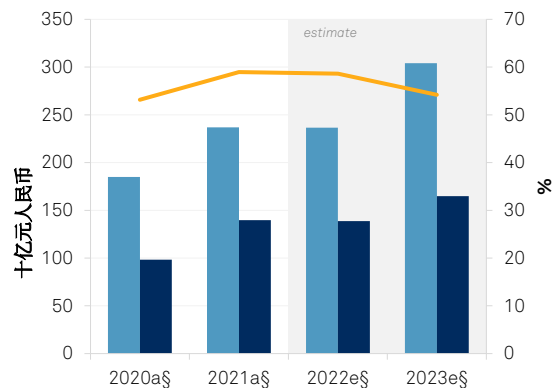
资料来源：比达网，企业信息披露，IDC，iResearch，国家统计局，Trustdata，标普全球评级。

随着企业释放投资支出，竞争态势随之升温

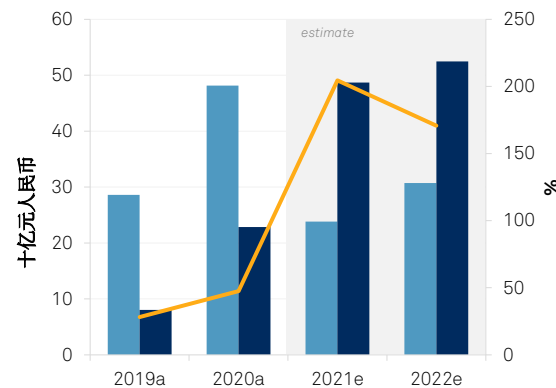
由于对监管愈加谨慎，互联网企业可能转向内生增长

■ 经营性现金流（左轴） ■ 投资支出*（左轴） — 支出占现金流的百分比（%，右轴）

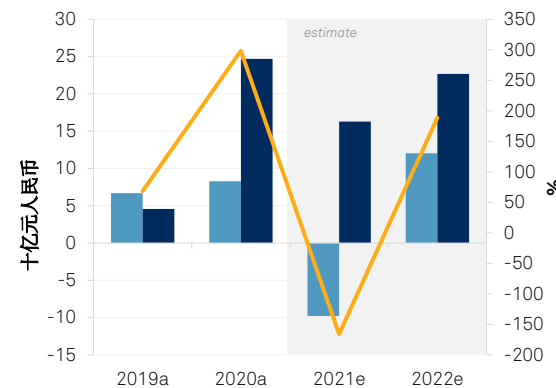
阿里巴巴



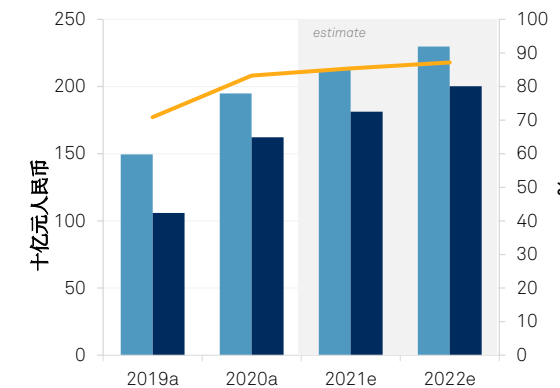
京东



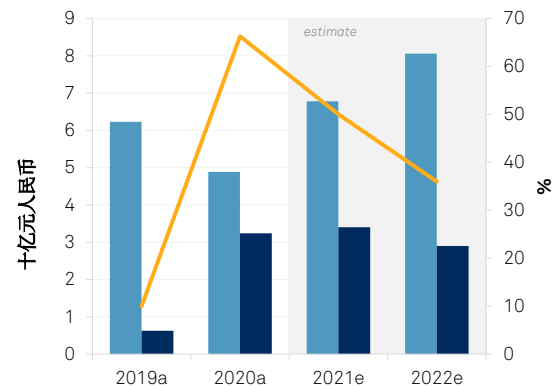
美团



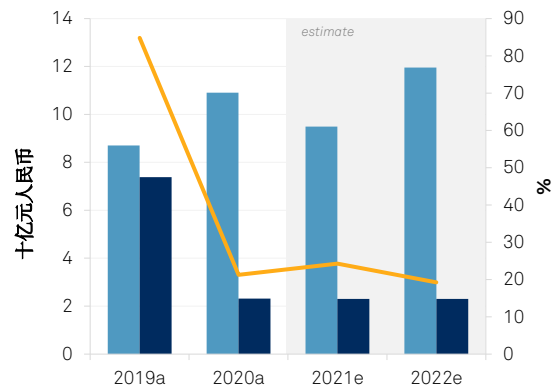
腾讯



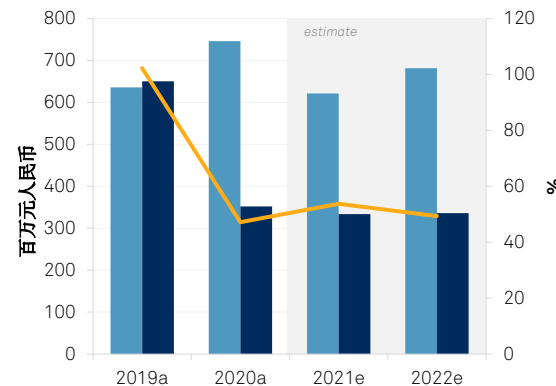
腾讯音乐



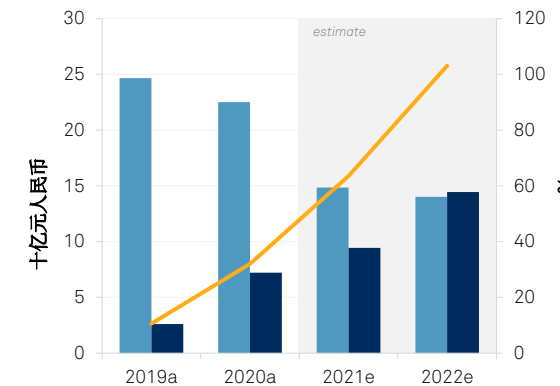
唯品会



微博



小米



*投资支出包括净资本支出，扣除处置后的权益投资，以及收购。§ 阿里巴巴公布财年截至3月。
所有数字均基于标普全球评级方法论进行调整。e- 预估。a- 实际。资料来源：企业信息披露，标普全球评级。

在不扼杀创新的前提下实施监管

政府将需仔细权衡监管措施的成本和效益

类别	效益	风险
社区团购	降低分销成本/浪费	大型互联网和大规模补贴可能损害中小企业
金融科技	增加消费者/中小企业获得信贷的渠道，降低信贷成本和损失。	大肆借贷行为，金融行业系统性风险
新媒体/电商形式（流媒体、短视频、游戏化）	更有效的品牌推广和广告宣传	难以监测和管控内容
大数据和自动化	提高效率，更好地监控风险	数据安全和隐私，可能伤及就业和中小企业

何方可从打破壁垒中受益？

阿里巴巴

限制	目标
无法在其它地方搜到天猫和淘宝上架的产品	防止损失广告收入

第三方支付系统受限

防止丢失/共享消费者行为数据

腾讯

限制	目标
在微信分享外部链接时受到一定限制	用户保护和防止欺诈

第三方支付系统受限

防止丢失/共享消费者行为数据

注：上述可能并非具体的公司政策，来自我们自己的分析和意见。

- 媒体报道称阿里巴巴和腾讯可能相互开放生态系统。
- 我们认为，腾讯的线上服务（游戏、音乐、视频等）在开放的生态系统中可能更具韧性。

金融服务监管对互联网企业的影响

受评发行人在支付以外的金融服务业务中的敞口有限

- 保障金融与社会稳定：
 - 控制金融系统杠杆率
 - 减少不规范消费贷款操作
 - 管理系统性风险
- 可能采取的行动：
 - 将消费贷款与第三方支付隔离
 - 金融产品需取得牌照
 - 限制企业与金融子公司之间的信息共享
 - 限制用户流量共享
 - 提高资本要求

各发行人的金融服务	业务敞口
腾讯 支付服务，理财产品分销，消费贷款（通过未并表的微众银行），以及保险产品分销	我们估算腾讯收入的20%与金融服务相关。金融收入大多来自支付服务。公司还持有微众银行30%的股份。
阿里巴巴 金融服务未与受评实体并表。	阿里巴巴持有蚂蚁金融33%的股份，蚂蚁金服的业务涉及支付服务、消费贷款和小微企业贷款，理财产品等。
小米 消费贷款和供应链融资	小米的金融应收款占公司资产的不到5%。为应对更加严格的监管，公司在削减消费贷业务规模。
唯品会 消费和供应链融资	融资服务占唯品会收入的不到3%。唯品会与银行和第三方金融服务公司合作向消费者提供贷款。
美团 消费和商户融资	美团的金融贷款敞口较低，且只扮演中间人角色。
京东 金融服务未与受评实体并表	京东于2017年剥离了金融服务业务。
微博 金融服务未与母公司新浪并表	新浪的金融服务业务敞口较小。

眼下大部分VIE结构仍然安全，但个别行业的风险不断上升

在美上市的中国发行人或寻求其他上市地选择

仅在美国上市	仅在香港上市	香港、美国两地上市
腾讯音乐	美团	阿里巴巴
唯品会	腾讯	京东
微博	小米	
世纪互联		

- 在美上市的中国发行人或寻求在美国以外的地区二次上市，以使融资渠道分散化。
- 尽管个别行业的VIE结构风险有所上升，但基于我们的三点观察，我们认为标普受评发行人未面临显著的VIE结构风险。

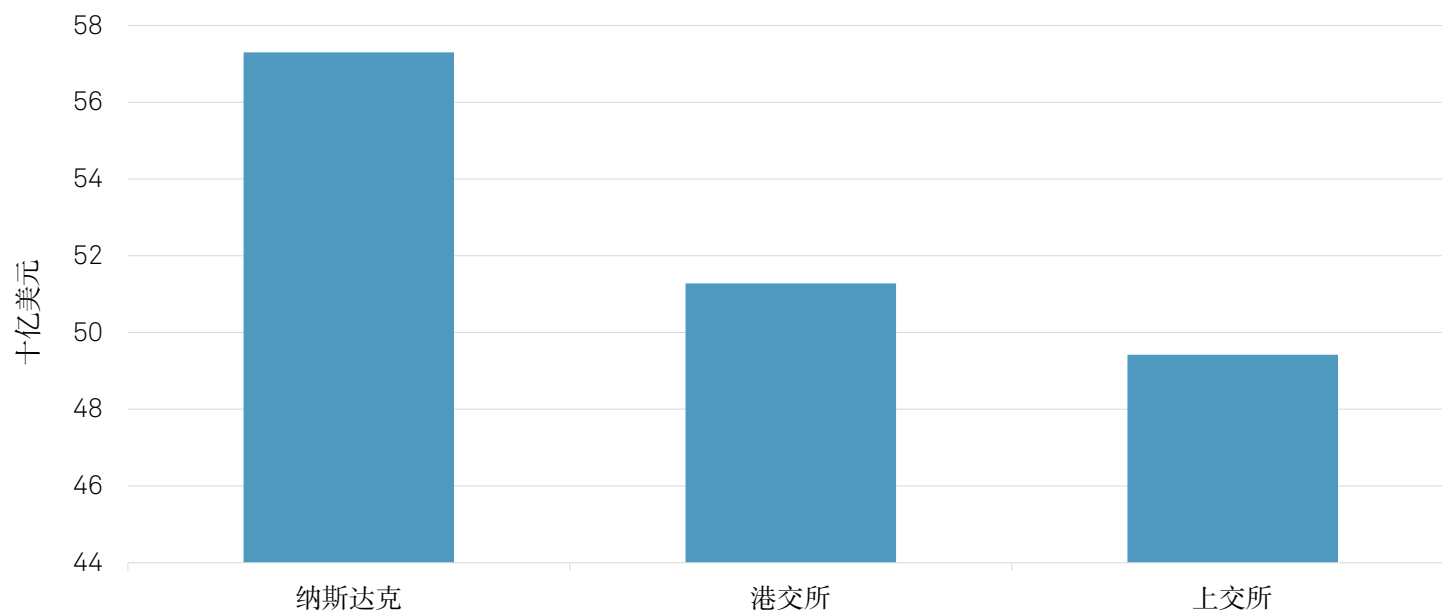
三点主要观察

1. 最新的法律法规尚未确认VIE结构的合法性。
2. VIE结构被普遍采用，并为在法律禁止或限制行业内经营的国内企业提供了融资便利。
3. 大规模解除VIE结构而不给投资者合理补偿或将损害外国投资者对中国的投资。

美国仍可能是融资来源地

尽管监管风险上升，美国证券交易所仍然有一定优势

各交易所的IPO筹资规模



资料来源：香港交易及结算所有限公司（港交所），标普全球评级。

- 越来越多的限制和监管阻碍或在未来数月内影响中国科技企业寻求赴美IPO。
- 限制举措或不会针对上市公司在二级市场发行股票或发债。
- 监管风险上升或降低外国投资者对中国互联网公司的投资偏好。
- 不过，美国的证券交易所或仍将是中国科技发行人的上市目的地，因为这里的上市要求比其他交易所要少，上市规则为信息披露制。

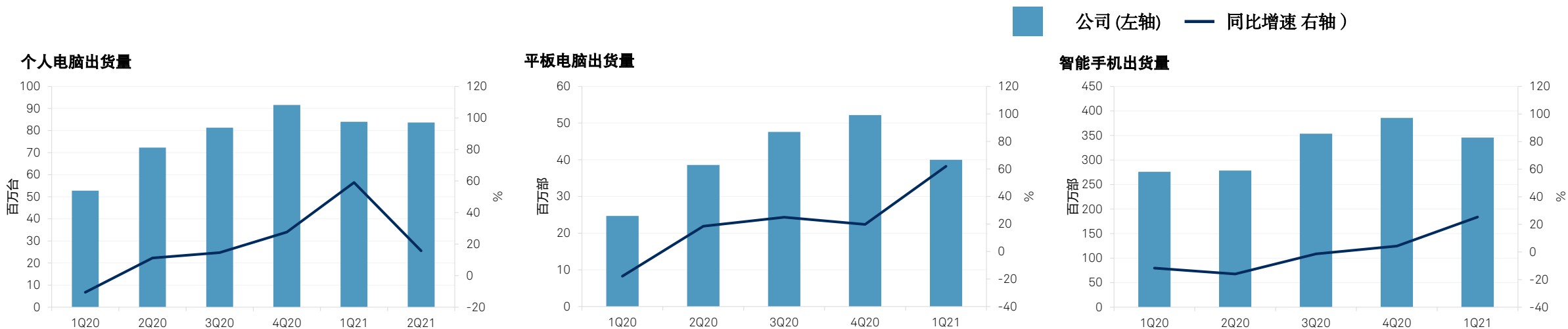
社会风险：互联网企业的更大隐忧

我们如何反映互联网企业的社会风险？

1. **垄断行为**：监管处罚和监管行动会严重冲击企业收入和利润率，影响企业经营业绩。我们或在企业的业务风险评估中反映此类情况。
2. **人力资本**：政府政策愈加关注为员工提供更多社会福利。这或将增加企业的经营成本或降低运营效率，我们或在企业盈利能力预测中反映这一情况。
3. **不合规的消费贷款操作**：不合规的贷款操作恐导致企业丧失经营牌照或面临高昂罚款。我们可能将此社会因素反映在企业的管治能力得分中。
4. **数据隐私/安全**：数据隐私或数据安全问题是中国日益上升的风险点。违反数据隐私或数据安全规定恐导致服务终止和管治能力评分降低，亦可能引发对企业经营有重大影响的监管行动。我们还可能将此类社会因素反映在企业的管治能力评估中。

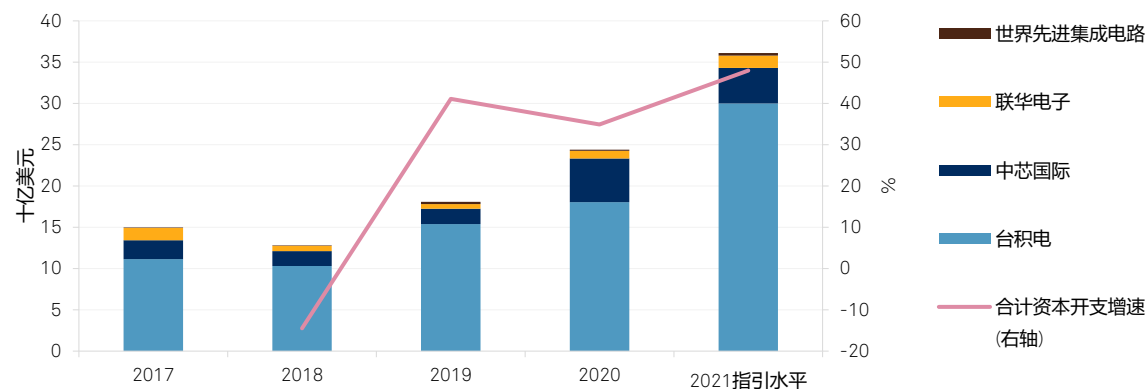
居家办公需求下降能否缓解芯片短缺局面？

居家办公需求急速拉动消费电子产品销售额增长



- 居家办公措施拉动硬件出货量强劲增长。我们预计2021年下半年或2022年初，居家办公需求将会下降。
- 尽管居家办公需求下降可能会缓解对成熟制程芯片的需求，但先进制程芯片需求应会继续受益于云、人工智能、自动化等长期趋势。
- 芯片代工厂在加大投资以扩大芯片供给，特别是先进制程芯片（7纳米以下级）。台积电和英特尔2021年已投入约500亿美元。

芯片代工厂的资本支出飙升以满足需求



资料来源：IDC，公司报告，标普全球评级。

相关研究

- 保障外卖员权益指导意见出台，或致美团业绩弱化，2021年7月29日
- 2022财年阿里巴巴将深耕核心战略领域，2021年5月14日
- Global Chip Shortage Engulfs A Growing List Of Tech Players, 2021年4月20日
- 阿里巴巴受罚解除不确定性，但或面临更加激烈的竞争，2021年4月12日
- 因投资执行风险，美团展望调整至负面；“BBB-”评级获确认，2021年4月1日
- 中国的互联网细分领域企业正在做大做富，2021年2月8日
- 社区团购：未来趋势还是烧钱噱头？，2021年1月19日
- 重新审视标普中国受评公司的VIE风险，2019年7月17日

分析师

谷力佛, CFA

董事

+852 2533 3534

clifford.kurz@spglobal.com

林祝祥, CFA

董事

+852 2533 3544

sandy.lim@spglobal.com

刘彦君, CFA

资深董事

+852 2533 3554

andy.liu@spglobal.com

李士轩

副董事

+852 2533 3587

hins.li@spglobal.com

潘永浩

副董事

+852 2532 8069

aras.poon@spglobal.com

王策

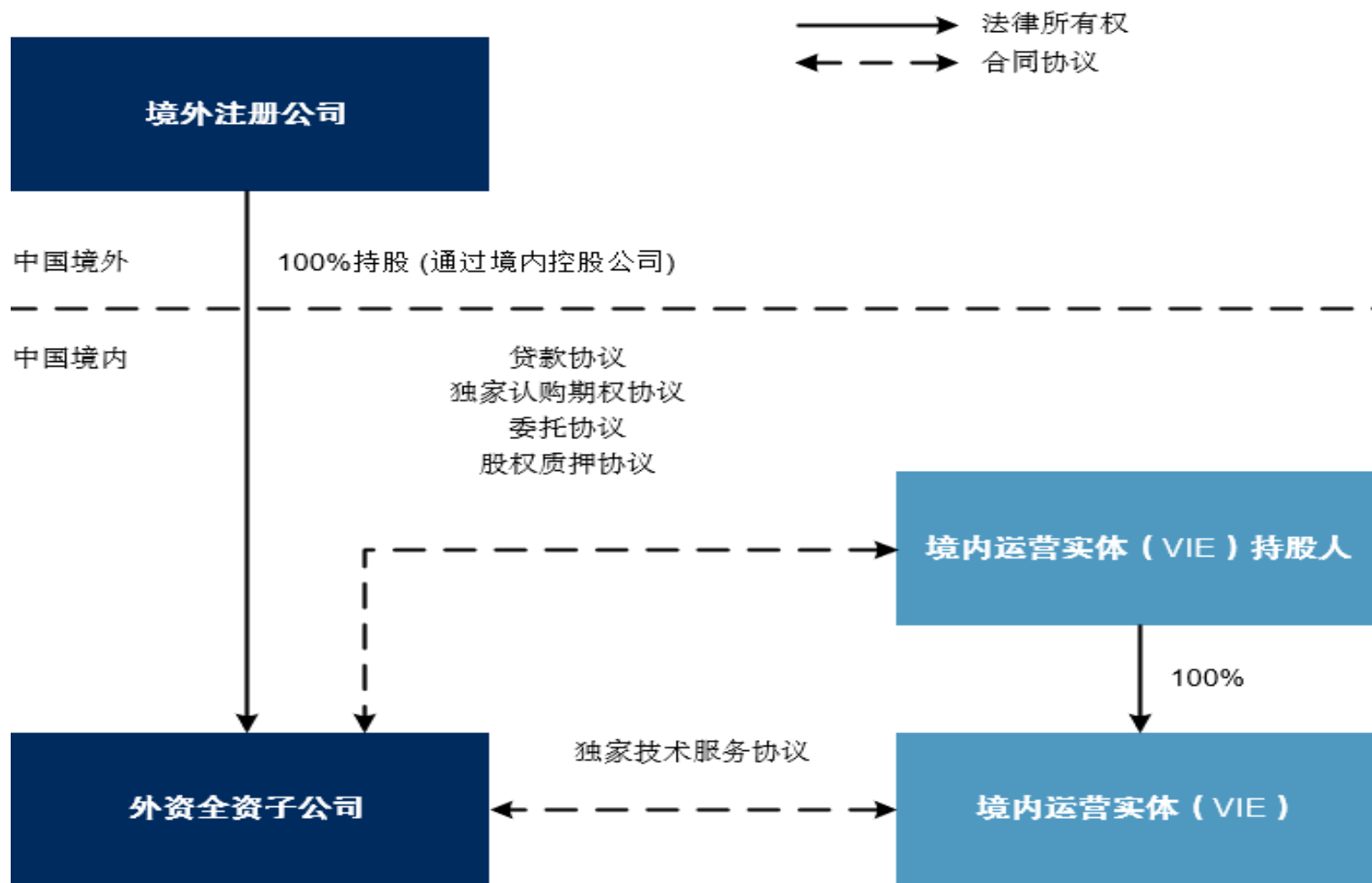
高级分析师

+852 2533 3505

charles.wang@spglobal.com

附录

中国互联网公司所采用的典型VIE结构



VIE-可变权益实体。资料来源：阿里巴巴招股书。

Copyright © 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED, OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.spglobal.com (free of charge), and www.ratingsdirect.com (subscription) and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Australia: S&P Global Ratings Australia Pty Ltd holds Australian financial services license number 337565 under the Corporations Act 2001. S&P Global Ratings' credit ratings and related research are not intended for and must not be distributed to any person in Australia other than a wholesale client (as defined in Chapter 7 of the Corporations Act).

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

spglobal.com/ratings