

复盘美国科技巨头，思考中国反垄断影响



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告起因

11月10日以来，国家就反垄断多次表明了官方态度，并已经落实多项具体工作。截止12月28日，阿里、腾讯、京东、美团四家龙头企业近一个季度股价表现已经跑输恒生指数。我们认为，股价反映出的是资本市场对于反垄断对互联网头部企业产生巨大负面影响的担忧。本文将复盘美国科技行业巨头经历的反垄断调查诉讼，它们的应对措施，以及反垄断对于这些企业的影响。希望能够给市场提供一定启示和借鉴。

核心观点

- **美国科技巨头反垄断诉讼流程冗长，企业均需作出一定让步实现最终和解。**从时间上看，IBM、AT&T的反垄断诉讼司法流程跨度长达10年以上。微软与美国司法部的反垄断诉讼案时间为4年，与欧盟的司法博弈长达10年。FAAG自2019年遭受美国司法部的调查以来，截止目前除Facebook外仍未有明确判决。从结果上看，所有遭受反垄断的美国科技企业最终都做出了不同程度的让步，IBM最终开放标准且取消了产品捆绑销售，AT&T一分为八，微软通过诉讼避免了被拆分但是也被迫改变了捆绑软件销售的模式，向欧盟缴纳了巨额罚款。FAAG自2017年以来遭受反垄断诉讼频率极高，已经付出了多笔高额的罚款。
- **反垄断对美国科技巨头短期的股价会造成冲击，但是长期影响有限。**IBM、微软、FAAG在遭受反垄断诉讼后，股价均出现了一定程度的波动，但是从长期看，影响企业的经营和股价的最核心因素不是反垄断。我们认为导致这一现象的原因是反垄断监管虽然会直接压制企业的某些垄断行为，但是各家头部企业的核心竞争实力分别落脚在不同的层面，受反垄断的削弱程度较低，故反垄断不会成为影响企业长期投资价值的核心因素。
- **国内互联网行业巨头崛起造成垄断风险，反垄断监管加码有利于行业的长期健康发展。**中国的互联网行业在过去20年中享受了充足的历史性红利，发展迅猛，诞生了多家头部企业。这些企业在规模方面较其他行业头部企业更具垄断效应，通过持续的高额研发投入产生技术垄断，同时还有大额长期股权投资控股了大量初创企业压制了竞争与创新。针对这种垄断风险，自11月以来国家就反垄断多次表明了官方态度，并已经落实多项具体工作。我们认为，反垄断虽然对头部企业造成短期冲击，但是将利好行业的长期发展。主要原因是：国家依然肯定平台经济的价值，“包容审慎监管”是主要态度；优化行业的竞争环境，保障新兴细分领域的竞争公平，避免资源浪费；发挥平台经济的平台价值，为中小企业的发展开辟成长空间。

投资建议与投资标的

- 我们认为反垄断虽然对头部企业造成短期冲击，但是将利好行业的长期发展。在判断反垄断对于企业投资价值影响的过程中，需要关注核心竞争实力是否受到影响。推荐聚焦自身“品牌+特卖”垂直领域，核心竞争力稳固的唯品会(VIPS.N, 买入)，推荐受反垄断冲击较小，以自营和物流为核心竞争力的京东集团-SW(09618, 买入)，积极关注短期内受影响较大，出现布局机会的阿里巴巴-SW(09988, 买入)。

风险提示

- 行业监管形势变化；疫情影响持续；行业竞争加剧；宏观经济形势变动

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

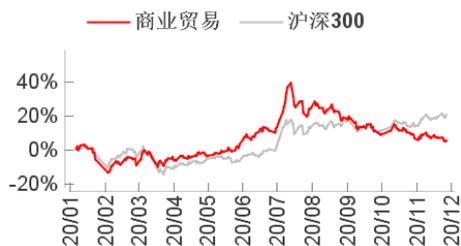
行业

商业贸易行业

报告发布日期

2021年01月04日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860511010001

联系人

崔凡平

021-63325888*6065

cuihanping@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 报告起因	5
2 复盘美国：反垄断之下的科技巨头	5
2.1 科技业蓬勃发展，巨头诞生导致垄断问题	5
2.2 反垄断复盘	8
2.2.1 IBM：商用计算机龙头，超十年反垄断诉讼后妥协和解	8
2.2.2 AT&T：美国长途电话公司龙头，三次反垄断后一分为八	9
2.2.3 Microsoft：全球最大软件供应商，反垄断逃过分拆命运	10
2.2.4 FAAG：全球反垄断风暴袭来，大型科技公司首当其冲	11
2.3 反垄断短期冲击巨大，长期看对企业核心价值影响较小	14
3 展望中国：反垄断正起，利好行业长期发展	16
3.1 互联网行业发展迅猛，已诞生多个巨头	16
3.2 互联网龙头企业具备强垄断能力，产生垄断风险	18
3.3 反垄断战略地位提升，利好行业长期发展	20
投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图 1: 港股互联网平台型企业近一个季度股价变动 (以 2020 年 9 月 28 日为基准)	5
图 2: 美国科技企业市值 (亿美元)	6
图 3: 美国非科技企业市值 (亿美元)	6
图 4: 美国科技企业营收规模 (亿美元)	7
图 5: 美国非科技企业营收规模 (亿美元)	7
图 6: 美国科技企业归母净利润 (亿美元)	7
图 7: 美国非科技企业归母净利润 (亿美元)	7
图 8: IBM 反垄断事件历程	8
图 9: AT&T 反垄断事件历程	9
图 10: FAAG 近四年遭遇反垄断调查次数	12
图 11: FAAG 近四年遭遇反垄断调查地区分布	12
图 12: IBM 股价走势 (以 1969/1/2 为基准)	14
图 13: 微软股价走势 (以 1999/1/4 为基准)	14
图 14: FAAG 股价走势 (以 2019/1/2 为基准, 2019 年 1 月-7 月)	14
图 15: AT&T 股价走势 (以 1984/4/1 为基准)	15
图 16: 微软股价变动情况 (以 1999/1/4 为基准)	15
图 17: FAAG 股价走势 (以 2019/1/2 为基准, 2019 年 1 月-2020 年 12 月)	15
图 18: FAAG 营收同比增速 (2018-2020)	16
图 19: FAAG 归母净利润同比增速 (2018-2020)	16
图 20: A 股市值前 10 企业 (亿元)	17
图 21: H 股市值前 10 企业 (亿港元)	17
图 22: 中国互联网巨头营收 (亿元)	17
图 23: 中国互联网巨头净利润 (亿元)	17
图 24: 中国其他行业龙头企业营收 (亿元)	17
图 25: 中国其他行业龙头企业净利润 (亿元)	17
图 26: 中国互联网巨头研发费用 (亿元)	18
图 27: 中国其他行业龙头企业研发费用 (亿元)	18
图 28: 中国互联网巨头长期股权投资 (亿元)	19
图 29: 中国其他行业龙头企业长期股权投资 (亿元)	19
图 30: 11 月 10 日以来中国反垄断相关事件	20
图 31: 港股互联网平台型企业近一个季度股价变动 (以 2020 年 9 月 28 日为基准)	21
表 1: 美股市值 TOP10 企业	6

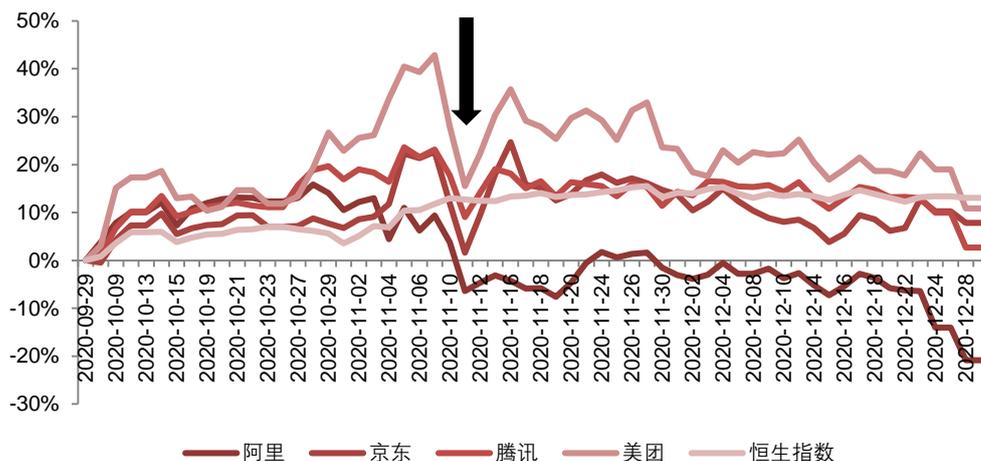
表 2: 美国对微软反垄断监管事件进程	11
表 3: 欧盟对微软反垄断监管事件进程	11
表 4: Facebook 遭受反垄断调查的罚款情况.....	12
表 5: Google 遭受反垄断调查的罚款情况.....	13
表 6: FAAG 自 2019 年 6 月起接受美国国会反垄断调查进程	13
表 7: 饿了么融资情况.....	19
表 8: 快手融资情况.....	20

1 报告起因

国内反垄断拉开序幕，互联网龙头企业股价波动。2020年11月10日，国家市场监督管理总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》（下称“意见稿”），面向社会公开征求意见，意在预防和制止互联网平台经济领域垄断行为，降低行政执法和经营者合规成本，加强和改进平台经济领域反垄断监管，保护市场公平竞争，维护消费者利益和社会公共利益，促进平台经济持续健康发展。11月10日当日，阿里、京东、腾讯、美团四家大型互联网平台企业港股分别下跌5.10%、8.78%、7.39%、10.50%。随后，市场监管总局进一步落实了多项具体行动。截止2020年12月28日，上述四家龙头企业近一个季度股价表现已经跑输恒生指数。我们认为，股价反映出的是资本市场对于反垄断对互联网头部企业产生巨大负面影响的担忧。

本文将复盘美国科技行业巨头经历的反垄断调查诉讼，它们的应对措施，以及反垄断对于这些企业的业务运营、财务表现、股价表现等层面的影响。希望能够给市场提供一定启示和借鉴。

图 1：港股互联网平台型企业近一个季度股价变动（以 2020 年 9 月 28 日为基准）



资料来源：wind，东方证券研究所

2 复盘美国：反垄断之下的科技巨头

2.1 科技业蓬勃发展，巨头诞生导致垄断问题

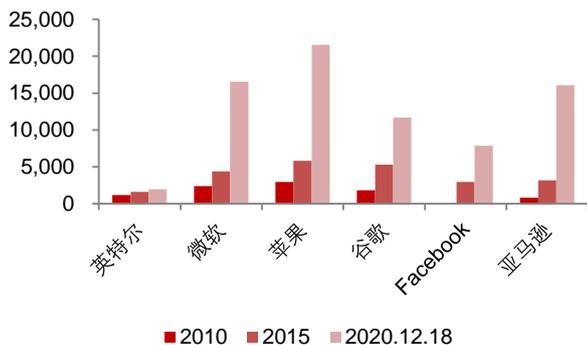
美国具有全球领先的科技实力，丰沃的土壤之上成长出越来越多的科技业巨头。冷战结束之后，美国成了世界上唯一的超级大国，确立了“一超多强”的世界政治经济格局，虽然多极化发展已经成为历史趋势，但是依然美国拥有科技、经济、教育等多方面长期积累而成的巨大优势。在基础设施的优势之上，美国同时是世界上最为发达的资本市场。美国资本市场体系的庞大功能，使得不同规模不同需求的企业可以有效进行股权融资，为科技企业的发展提供了重要的成长土壤。进入 21 世纪，高速发展的科技行业中，逐步诞生出多家巨大规模的头部企业。从市值看，2000 年，美股市值 TOP10 企业的行业分布中，制药公司 2 家，银行 2 家，科技企业 2 家，食品、饮料零售 2 家，

工业集团 1 家，石油企业一家。制药、银行、基础消费品等传统行业依然占据较高的比例。2005-2010 年间，增加至 2 家，2015 年为 5 家，苹果、谷歌、微软已然跃居为前三名。2020 年，行业格局变动更为明显，TOP10 企业中，科技企业 7 家，且位列前 7 名，科技企业比重进一步上升，苹果更是以超越 2 万亿美元的市值位居第一。

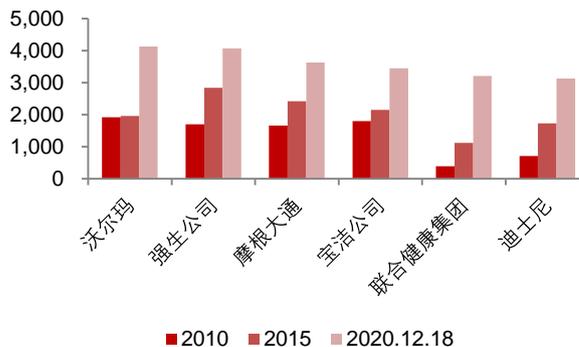
表 1：美股市值 TOP10 企业

排名	2000 年底	2005 年底	2010 年底	2015 年底	2020 年 12 月 18 日
1	沃尔玛	土耳其移动通信	埃克森美孚	苹果	苹果
2	微软	墨西哥电视	苹果	谷歌	微软
3	摩根大通	通用电气	中国石油	微软	亚马逊
4	富国银行	埃克森美孚	微软	伯克希尔哈撒韦 A	谷歌
5	辉瑞	微软	壳牌普通存托 A	埃克森美孚	脸书
6	通用电气	花旗	壳牌普通存托 B	亚马逊	特斯拉
7	英国石油	英国石油	中国移动	脸书	阿里巴巴
8	IBM	壳牌普通存托 A	伯克希尔哈撒韦 A	通用电气	VISA
9	可口可乐	沃尔玛	通用电气	强生公司	强生公司
10	百时美施贵宝	美国银行	沃尔玛	富国银行	沃尔玛

资料来源：wind，东方证券研究所，注：红色为科技行业公司

图 2：美国科技企业市值（亿美元）


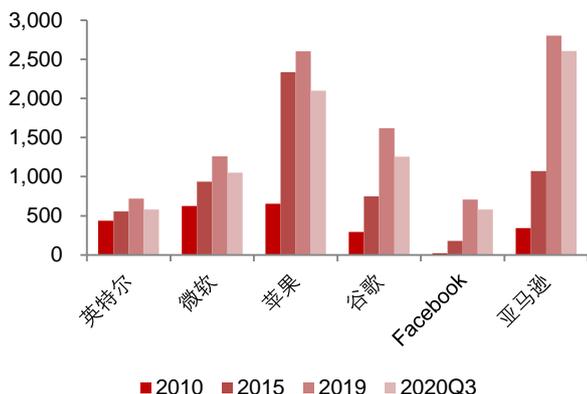
资料来源：wind，东方证券研究所

图 3：美国非科技企业市值（亿美元）


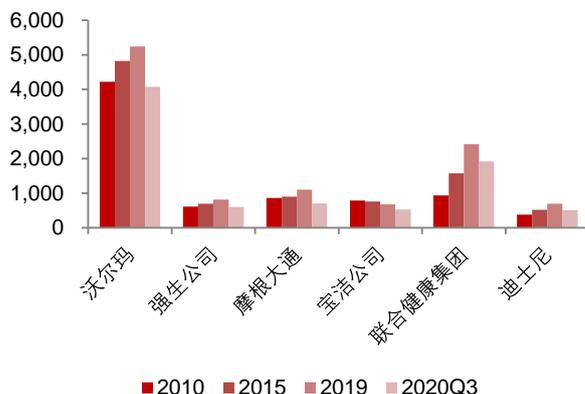
资料来源：wind，东方证券研究所

巨大的收入及利润规模，衍生垄断问题。截止 2020 年 Q3，FAAG（Facebook、Apple、Amazon、Google）四家头部科技企业的营收分别达到 578.9、2098.1、2605.1、1256.3 亿美元，归母净利润分别达到 179.3、447.4、141.1、250.4 亿美元，其收入规模，尤其是利润规模，已经领先于其他非科技企业较大幅度。同时由于他们所在行业领域的特殊性，衍生出显著的垄断问题。2020 年 10 月美国众议院反垄断委员会(House Antitrust Subcommittee)发布了题为《Investigation of Competition in Digital Markets: Majority Staff Report and Recommendations》的反垄断调查报告，

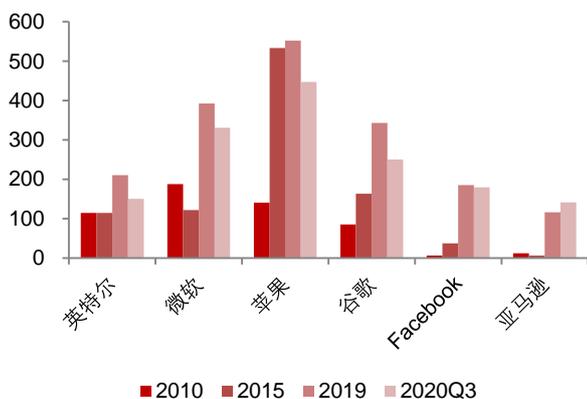
报告指出 FAAG 四大科技巨头滥用市场地位，打击和扼杀竞争对手，涉及垄断，并建议采取拆分、限制并购、禁止妨碍竞争的交易行为等措施。

图 4：美国科技企业营收规模（亿美元）


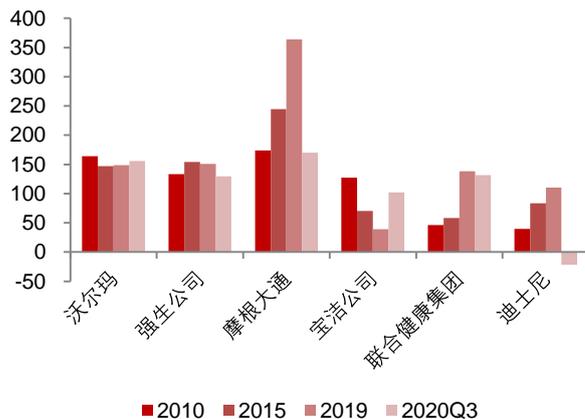
资料来源：wind，东方证券研究所

图 5：美国非科技企业营收规模（亿美元）


资料来源：wind，东方证券研究所

图 6：美国科技企业归母净利润（亿美元）


资料来源：wind，东方证券研究所

图 7：美国非科技企业归母净利润（亿美元）


资料来源：wind，东方证券研究所

反垄断不是一个新的话题。早在 19 世纪末，世界经济的发展进入垄断资本主义时期，各国均采取严厉的立法来进行反垄断的法律规制，1890 年美国颁布的《谢尔曼法》是历史上最早的反垄断法。在美国历史上，摩根财团、北方铁路公司、标准石油公司均经历过严格的反垄断调查，并最终被迫接受分拆公司的结局。下文，我们将详细复盘美国科技行业巨头经历的反垄断事件。

2.2 反垄断复盘

2.2.1 IBM：商用计算机龙头，超十年反垄断诉讼后妥协和解

20 世纪 60 年代,IBM 凭借其在商用计算机领域中的绝对统治地位成为全球最大的电脑硬件公司。1964 年, IBM 推出了 System/360 大型计算机, 从而宣告了大型机时代的来临。自此, 世界几乎所有的计算机研制和开发都以 IBM360 系列系统为基准, 成为世界范围的一种重要趋势。在 20 世纪 60 年代, IBM 占据了全球超过 50% 的大型计算机市场, 并主导了通用计算机的行业规则。IBM 远超竞争对手的市场地位导致了竞争对手以及政府的不满, 最终引发了竞争对手以及美国司法部的起诉。

1969 年 1 月, 美国司法部对 IBM 正式提起反垄断诉讼。美国司法部认为 IBM “企图垄断并且已经垄断了用于一般目的的数字计算机, 企图垄断并且已经垄断洲际贸易和商业通用计算机, ” 从而违反了《谢尔曼法》第二条。此外, 司法部认为 IBM 在 1967 年已经操纵了计算机 76% 的市场份额。司法部还声称, IBM 运用了多种手段来阻止其他公司的竞争。政府所列举的限制竞争的手段包括价格限制、技术排斥、捆绑销售。同年, IBM 受到了在美国境内多达 22 起来自不同公司的反垄断起诉, 其中包括 IBM 的竞争对手, 控制数据公司 (CDC)

IBM 坚持诉讼抗争, 超过十年的冗长司法流程后, 美国司法部最终撤销诉讼, 双方达成和解。IBM 对政府的诉讼进行了抗争, 他们认为“曾经被动员起来进行竞争的成功的竞争者, 不应该在它获得成功时被当作法律制裁的对象。” IBM 宣称, 政府的所作所为, 是对预见到计算机革命的巨大潜力并通过自己“高超的技术、远见、和产业”来统治该产业的企业进行惩罚。IBM 还指出, 它在美国销售电子数据程序产品和提供劳务中所得的收益份额并不是像政府声称的那样占据市场的垄断地位。它所占据的市场份额在 1961, 1968 年分别为 56.4%, 54.0%, 到了 1972 年, 则已经下降到了 40.7%。IBM 与美国司法部在经历超过十年的诉讼后, 最终于 1982 年达成了和解, 司法部撤销了对 IBM 的诉讼。

IBM 的妥协: 业务拆分, 开放标准, 接受监督。早在受到反垄断诉讼的当年 6 月, IBM 就放弃了之前采用的竞争战略, 拆分业务, 把之前向用户捆绑式销售硬件、软件和服务改为分别计价销售。1982 年 IBM 与司法部和解, 同时接受了两个条件: 第一、IBM 开放 PC 技术和标准, 并允许市场销售 IBM PC 兼容机; 第二、IBM 同意接受政府监督, 在开发竞争性新产品的时候, 要把计划书和备忘录交予司法部进行审批。

图 8: IBM 反垄断事件历程



资料来源: DOIT, 东方证券研究所

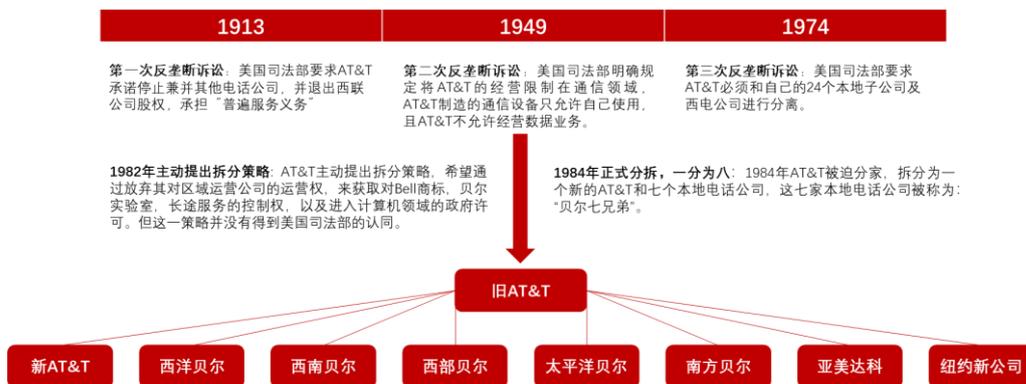
2.2.2 AT&T：美国长途电话公司龙头，三次反垄断后一分为八

以专利形成技术垄断基础，构建基础设施网络形成垄断地位。AT&T 全称美国电话和电报公司，创建于 1877 年，初期名为贝尔电话公司，创始人是被誉为电话之父的亚历山大·贝尔。1876 年贝尔注册的电话专利，在产业里有绝对的技术垄断，使得公司在早期获得了高速的发展。在公司成长期，贝尔就开始投入大量资本建立长途电话网，将区域性的电话生意串联，并在 1885 年建立一个子公司运营，这个子公司即是美国电话和电报公司（AT&T）。时间来到 1893 年，虽然贝尔的电话专利到期，市场上冒出了一大批区域性的竞争对手。但是，因为只有 AT&T 拥有庞大的全国长途电话网络，在市场上有绝对的优势。通过收购兼并，AT&T 最终成为了美国长途电话领域的垄断者。

第一次反垄断（1913 年）：打破垄断的渠道壁垒。1913 年，AT&T 遭到美国司法部的第一次反垄断诉讼，最终的结局是 AT&T 和政府达成协议，AT&T 仍可以继续原来的垄断地位，但是未经允许不可以再对同业竞争对手进行并购，此外，AT&T 不可以阻拦区域公司联网进入长途电话的经营领域。第一次反垄断诉讼执之后，司法部打破了 AT&T 垄断的渠道门槛，但是对于其垄断地位没有造成基础性的动摇。截至 1925 年，AT&T 美国市场的占有率达到了 90%。

第二次反垄断（1949 年）：打破垄断的技术壁垒。由于极高的市场占有率，AT&T 在资金、技术、人才等方面形成了巨大的优势。1940 年，AT&T 几乎纵向垄断了整个电信产业，除了提供本地通话和长途通话服务，业务版图也延伸到了相关硬件领域。而非 AT&T 系的企业在使用其设备、通信网络、专利技术时，需要向 AT&T 支付许可费。这进一步增强了 AT&T 在行业中的垄断地位。1949 年，AT&T 遭到美国司法部的第二次反垄断诉讼。司法部的目的是拆分贝尔，打破其在技术、分售硬件生产的全产业链垄断。在经历了长达 7 年的诉讼之后，1956 年，联邦通信委员会和 AT&T 最终达成协议，AT&T 仍可以继续原来的垄断地位，但是其市场份额有了限制，同时制造的通信设备只能自用，并且只限于通信领域。最重要的是，他们要将所有的专利免费授权给其它公司。第二次反垄断诉讼执之后，司法部打破了 AT&T 垄断的技术壁垒，削弱了 AT&T 实现垄断的能力，也刺激了美国通讯行业整体的创新发展。

图 9：AT&T 反垄断事件历程



资料来源：中国知网，东方证券研究所

第三次反垄断（1974年）：分拆 AT&T。1974 年，AT&T 的同业竞争对手 MCI 向 AT&T 提起了反垄断诉讼。随后，美国司法部也正式向 AT&T 再次提出了反垄断诉讼。经过长达 8 年的诉讼之后，双方于 1982 年达成了分拆 AT&T 的最终协议。AT&T 主动提出拆分策略，希望通过放弃其对区域运营公司的运营权，来获取对 Bell 商标，贝尔实验室，长途服务的控制权，以及进入计算机领域的政府许可。但这一策略并没有得到美国司法部的认同。最终，1984 年 1 月 1 日起，AT&T 分成 8 家公司，除了 AT&T 继续做长途电话和通讯设备的业务，其余旗下子公司根据地区拆分成另外 7 个小公司，俗称“贝尔 7 兄弟”，分别做区域的通话业务。

AT&T 的分拆是美国历史上一次典型的反垄断案例，其一定程度实现了鼓励竞争、提升消费者福利的目标。AT&T 在完成分拆后，由于本地电话网络被分离，其竞争优势逐渐消失。行业内的竞争激烈程度迅速提升，AT&T 的市场份额不断受到 MCI 和 Sprint 两家经营长途电话公司的蚕食，AT&T 的市场占有率从 1984 年的超过 90% 下降到几年后的 50%。美国的电话通话价格到 20 世纪 80 年代末下降了 40%，消费者的直接利益得到了保障。

2.2.3 Microsoft：全球最大软件供应商，反垄断逃过分拆命运

20 世纪 90 年代，成立仅二十余年的微软依托其 PC 操作系统上的绝对市场统治力逐步建立起垄断地位。微软（Microsoft）由比尔·盖茨与保罗·艾伦创办于 1975 年，最初业务时主要业务是销售 BASIC 解释器。在 1980 年被 IBM 公司选中为其新 PC 机编写的操作系统软件后，微软正式开始了其 PC 操作系统软件业务，并逐步发展出各类 PC 软件开发业务。随着 1991 年后互联网的迅猛发展，微软又将其业务拓展至计算机互联网领域。依托其 Microsoft Windows 操作系统和 Microsoft Office 系列软件在当时市场上绝对的领先地位，微软在 PC 软件领域建立起了垄断地位。而在这段时间只有两家公司曾经威胁到了它的统治地位，一家是浏览器软件制作公司的网景（Netscape），一家是程序语言 Java 制作公司 Sun。微软利用自己在操作系统上的垄断地位，通过浏览器免费打压网景，通过抄袭、捆绑打压 Sun，最终招致了对手的起诉和美国司法部的反垄断调查。

20 世纪 90 年代末期，美国司法部和欧盟均就微软的垄断行为展开了长期的诉讼。

美国对就垄断起诉微软，妥协和解后避免被分拆。最早在 1991 年就有微软竞争对手指责微软利用其操作系统中的垄断优势并进行软件捆绑，美国联邦贸易委员会开始对微软进行调查，最终经调解在 1995 年达成协议。1997 年，美国司法部再次提起诉讼，指控微软违反 1995 年的调解裁决，利用垄断地位不正当推广产品，但此次诉讼的终审判决微软获得胜利。1998 年美国司法部和 19 个州对微软再次提出诉讼，认为其存在妨碍竞争的垄断行为。2000 年，联邦法官托马斯·杰克逊已经做出要将微软分拆的判决。但是后续的诉讼过程之后，司法部与微软公司达成和解，不再要求对微软进行分拆，但是法院仍然认为微软存在阻碍竞争的垄断行为。要求微软向第三方公司开放 API 接口，同时要提供近五年的源代码等信息以接受司法部合规监管。微软也被迫改变捆绑软件销售模式，分离浏览器、操作系统软件。

欧盟对微软多次反垄断监管，罚款数额破十亿欧元。1998 年 Sun 微系统公司对微软展开诉讼，认为其存在捆绑销售等垄断行为。2000 年，欧盟对微软展开反垄断调查，2004 年后多次对微软进行罚款，总金额超过十亿欧元。

表 2：美国对微软反垄断监管事件进程

时间	事件
1997.10	美国司法部指控微软将浏览器软件与视窗操作系统软件非法捆绑销售,垄断操作系统
1998.10	美国司法部和 19 个州再次向微软提起反垄断诉讼，认为微软违反了《谢尔曼法》
2000.06	一审判决要求微软拆分为两部分，一部分负责电脑操作系统，另一部分负责除了操作系统以外的其他部分。
2000.07	微软上诉最高法院，对一分为二的判决提出质疑，认为托马斯对微软公司存在偏见，质疑其公正性
2000.11	微软与美国司法部达成过渡协议，改变捆绑软件销售模式，分离浏览器、操作系统软件。并在业务层面做出让步
2001.01	美国 19 个州中，有 9 各州表示反对协议条件，继续起诉微软
2001.01	微软发布《法律结论书》为自己辩护，征求权威机构的意见支持
2001.06	上诉法庭驳回联邦法官托马斯·杰克逊的判决，重新审理此案
2001.09	司法部与微软公司达成和解，不再要求对微软进行拆分，但是法院仍然认为微软存在阻碍竞争的垄断行为。要求微软向第三方公司开放 API 接口，同时要提供近五年的源代码等信息以接受司法部合规监管。

资料来源：腾讯网，东方证券研究所

表 3：欧盟对微软反垄断监管事件进程

时间	事件
1998	Sun 微系统公司认为微软公司通过抄袭，捆绑 IE 浏览器和 Windows 操作系统，提供免费浏览器等手段妨碍竞争，维持其垄断地位，对微软提出反垄断诉讼
2000	欧盟委员会认为微软存在 Media Player 与操作系统捆绑，与其他应用软件不兼容等情况。对此展开反垄断调查
2003	欧盟根据《欧洲经济共同体条约》第 82 条对微软进行指控，通过大量的反垄断调查，欧盟认为微软存在阻碍竞争，抑制创新的行为，减少消费者选择
2004	结案，由于微软并没有向竞争对手提供充足数据，且确实存在 Media Plyer 与操作系统捆绑的行为，委员会对微软罚款 4.97 亿欧元
2006	欧盟再次向微软罚款 2.805 亿欧元，由于微软仍然没有向其竞争对手提供数据，并且没有遵守 2004 年发出的指令
2008	欧盟委员会对微软展开两项新的调查，一项是互操作性问题，另一项是浏览器选择。随后欧盟委员会对微软罚款 8.99 亿欧元，因为不遵守 2004 年的指令

资料来源：腾讯网，东方证券研究所

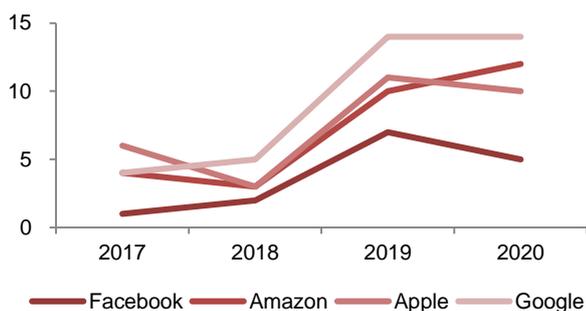
2.2.4 FAAG：全球反垄断风暴袭来，大型科技公司首当其冲

全球范围内对于反垄断重视提升，数字领域立法监管开始受到重视。中国正在修订的《反垄断法》草案，新增互联网领域的反垄断条款。其中明确认定互联网领域经营者具有市场支配地位，应当考虑网络效应、规模经济、锁定效应、掌握和处理相关数据的能力等因素。2017 年 6 月，《德国反限制竞争法第九次修订法》生效，该法明文规定了数字经济下认定多边市场经营者市场力量的方法，并且在经营者集中控制制度中新增了“交易额条款”，使德国成为世界上第一个明文规定“数字市场反垄断法”的国家。2018 年俄罗斯修订竞争法，也聚焦数字经济领域竞争问题，将大数据平台企业纳入反垄断法规制范围。2020 年 12 月，继在 2018 年通过《通用数据保护条例》（GDPR）后，欧盟委员会公布《数字服务法》和《数字市场法》两项重磅法案，要求科技平台强化内容监管、数据安全和隐私保护，不得对企业和消费者施加不公平条件。2020 年 11 月，英国宣布将成立专门数字市场部门（DMU），监督大型科技平台之间的竞争。为防止科技巨头进行“猎杀式收购”，德

国和奥地利从 2017 年起实施新的并购审查门槛，审查条件并不取决于交易双方营收，而在于并购交易的价值。

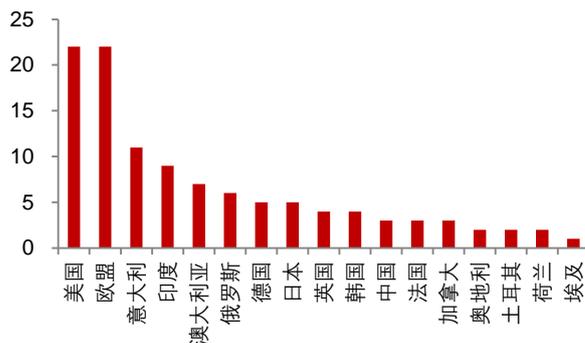
FAAG (Facebook、Apple、Amazon、Google) 作为全球头部的科技企业，在反垄断的风暴中首当其冲。根据南都反垄断研究课题组发布的《互联网平台竞争与垄断观察报告》，FAAG 四家企业自 2017 年以来在全球范围内遭遇 111 起反垄断调查及纠纷。其中 2017 年 15 起，2018 年 13 起，2019 年这一数值攀升至 42 起，2020 年截至 12 月 22 日，FAAG 已经身陷 41 起反垄断调查。从调查内容来看，针对 FAAG 的反垄断调查包括企业并购、数据收集、数字广告、搜索服务、捆绑销售、自我优待和应用商店等诸多商业领域，基本涵盖四家头部企业的主要业务。从地区分布看，四年来有 17 个国家和地区对 GAF A 发起反垄断审查，美国、欧盟、意大利、印度、澳大利亚发起的调查数量排在前五。

图 10: FAAG 近四年遭遇反垄断调查次数



资料来源：南方都市报，东方证券研究所

图 11: FAAG 近四年遭遇反垄断调查地区分布



资料来源：南方都市报，东方证券研究所

反垄断罚单金额巨大，谷歌和脸书已经分别支付超过 90 亿和 50 亿美金罚款。根据我们对于已经披露最终处罚结果的反垄断调查的统计，近四年 FAAG 四家公司中谷歌收到的罚单金额最为巨大，脸书排名第二，亚马逊与苹果的罚款金额相对较小。谷歌近四年来合计收到超 90 亿美元罚单，其中最主要的是来自欧盟的三笔，其中就“滥用安卓操作系统市场支配地位”的单次罚款 43.4 亿欧元是目前为止反垄断领域的最大罚单。Facebook 近四年来合计收到超 50 亿美元的罚款金额，其中最主要的一笔是 2018 年以来因受到“侵犯用户隐私”调查，于 2019 年支付的 50 亿美金。苹果在 2020 年由于“违反竞争协议”受到法国政府的 11 亿欧元的罚款，其余罚单金额较小。亚马逊受到的多数反垄断调查均通过和解、整改等非处罚金的方式解决。

表 4: Facebook 遭受反垄断调查的罚款情况

时间	地区	原因	罚款金额
2017	欧盟	2014 年就收购 WhatsApp 时提交了不正确的信息	1.1 亿欧元
2018	意大利	未在告知用户在注册过程中会被收集数据	1000 万欧元
2018	美国	侵犯用户隐私	50 亿美金

资料来源：搜狐网，东方证券研究所

表 5: Google 遭受反垄断调查的罚款情况

时间	地区	原因	罚款金额
2017	俄罗斯	违反俄罗斯《竞争保护法》第 10 条	4.38 亿卢布
2017	欧盟	滥用搜索引擎市场支配地位	24.2 亿欧元
2018	印度	滥用市场主导地位	13.6 卢比
2018	欧盟	滥用安卓操作系统市场支配地位	43.4 亿欧元
2019	欧盟	扼杀在线广告领域的行业竞争	14.9 亿欧元

资料来源：路透社，搜狐网，东方证券研究所

2019 年 6 月起，美国就数字竞争市场展开新一轮反垄断调查，矛头直指 FAAG。2019 年 6 月，美国众议院司法委员会反垄断小组宣布对数字竞争市场展开调查，重点审查 FAAG。调查旨在考察现有的反垄断法和竞争政策、执法水平是否足够解决当前数字市场的反竞争问题。美国众议院两大反垄断执法机构——司法部(DOJ)和联邦贸易委员会(FTC)，以及各州政府先后宣布向 FAAG 开展调查。经过超 1 年的调查后，2020 年 7 月，美国国会就“网络平台和市场力量”为主题针对 FAAG 四大科技巨头召开听证会，四家公司的 CEO 均出席听证会给出证词。2020 年 10 月，美国众议院反垄断委员会(House Antitrust Subcommittee)发布了题为《Investigation of Competition in Digital Markets: Majority Staff Report and Recommendations》的反垄断调查报告，报告指出 FAAG 四大科技巨头滥用市场地位，打击和扼杀竞争对手，涉及垄断，并建议采取拆分、限制并购、禁止妨碍竞争的交易行为等措施。在此份报告发布之后，美国方面开始正式对谷歌和脸书提起诉讼。10 月 22 日，DOJ 联合 11 个州总检察长宣布起诉谷歌，指控其在搜索引擎市场上非法维持垄断地位。12 月 9 日，FTC 和 48 个州及地区总检察长宣布起诉 Facebook，指控其多年来通过遏制竞争的收购来非法维持在个人社交网络的垄断地位，请求法院将 Instagram 和 WhatsApp 从 Facebook 剥离出去。12 月 16 日，得克萨斯州又带领其他 9 个州，针对谷歌在数字广告市场的反竞争行为和欺诈行为提诉。12 月 17 日，美国 38 位州和地区总检察长组成的两党联盟宣布，对谷歌提起反垄断诉讼。

表 6: FAAG 自 2019 年 6 月起接受美国国会反垄断调查进程

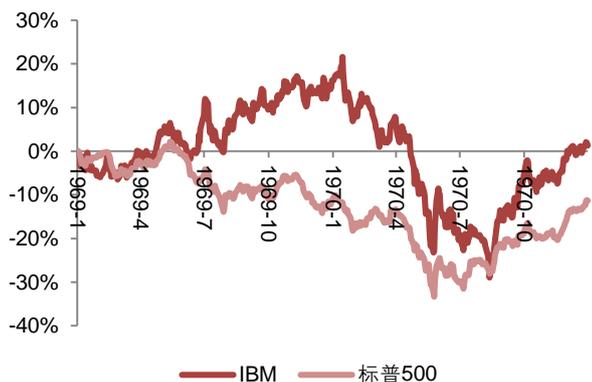
时间	事件
2019 年 6 月	美国众议院司法委员会反垄断小组宣布对数字竞争市场展开调查
2020 年 7 月	美国国会就“网络平台和市场力量”为主题针对 FAAG 四大科技巨头召开听证会
2020 年 10 月	DOJ 联合 11 个州总检察长宣布起诉谷歌在搜索引擎市场上非法维持垄断地位
2020 年 12 月	FTC 联合 48 个州及地区总检察长宣布起诉 Facebook 通过对反竞争收购来非法维持在个人社交网络的垄断地位
2020 年 12 月	得克萨斯州联合其他 9 州针对谷歌在数字广告市场的反竞争和欺诈行为提诉
2020 年 12 月	美国 38 位州和地区总检察长组成的两党联盟宣布对谷歌提起反垄断诉讼

资料来源：路透社，南方都市报，东方证券研究所

2.3 反垄断短期冲击巨大，长期看对企业核心价值影响较小

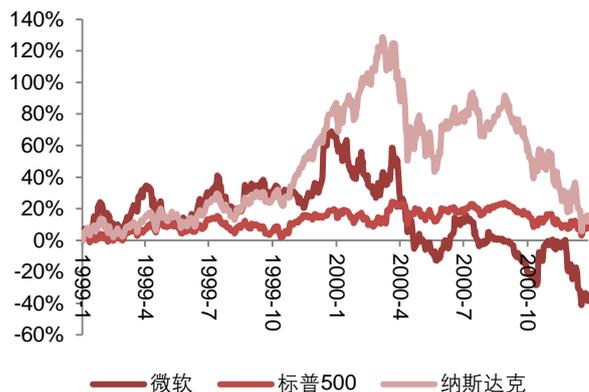
短期层面看，反垄断对于科技企业的股价造成巨大冲击。1969-1970年，在遭受反垄断调查期间，IBM 公司股价跑输标普 500 指数。1999 年-2000 年，美国司法部对于微软的反垄断调查使得其在 1999 年末起跑输标普 500 指数和纳斯达克指数，2000 年拆分微软的初步判决使得其在 2000 年 3-4 月股价大幅下挫，下跌一直延续至 2000 年年末（这一持续性下跌也与当时美国互联网泡沫强相关）。2019 年 6 月美国司法部对 FAAG 的反垄断调查同样导致了四家公司的股价在 5-6 月期间股价大幅下跌，跑输标普 500 指数和纳斯达克指数。

图 12: IBM 股价走势（以 1969/1/2 为基准）



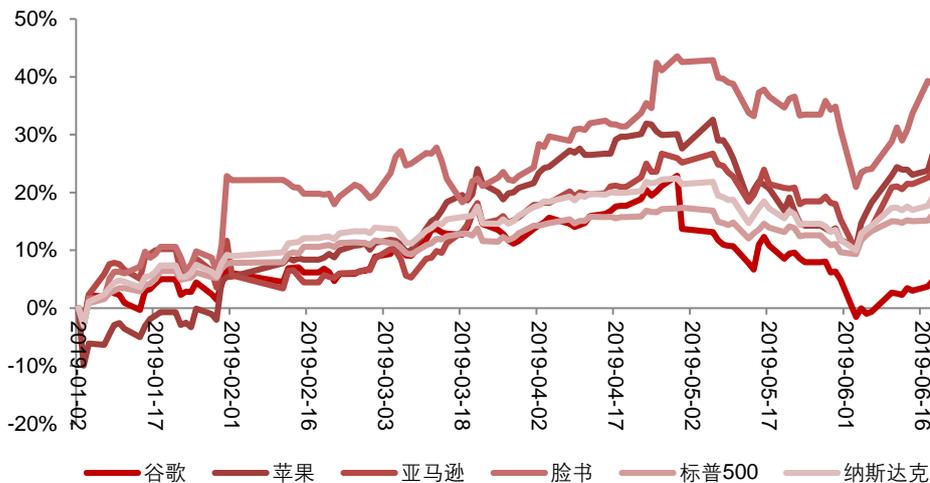
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 13: 微软股价走势（以 1999/1/4 为基准）



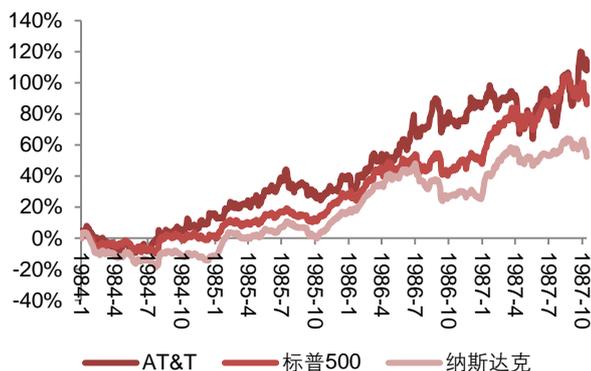
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 14: FAAG 股价走势（以 2019/1/2 为基准，2019 年 1 月-7 月）



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

长期层面看，反垄断对于科技企业的资本市场定价影响有限。AT&T在被拆分为八家公司后，依旧运营长途电话业务的新 AT&T 于 1984 年上市，其股价表现在四年内持续保持上涨趋势且领先于标普 500 指数和纳斯达克指数。微软在经历 1999-2000 年的反垄断调查后，截止 2016 年股价表现一直落后于标普 500 指数和纳斯达克指数（原因主要是这期间微软连续犯下战略性失误，Bing、Windows Vista、Windows Phone 等多款核心产品连续出现失败），但是在 2017 年之后其开始了强劲的反弹，截止 2020 年 12 月 28 日，较 1999 年 1 月 4 日，微软对标普 500 指数和纳斯达克指数的相对涨幅分别为 332%和 54%。对于 FAAG，除谷歌外其余三家在 2019 年 6 月后也呈现大幅反弹，在 2020 年疫情之后大幅跑赢标普 500 指数和纳斯达克指数。

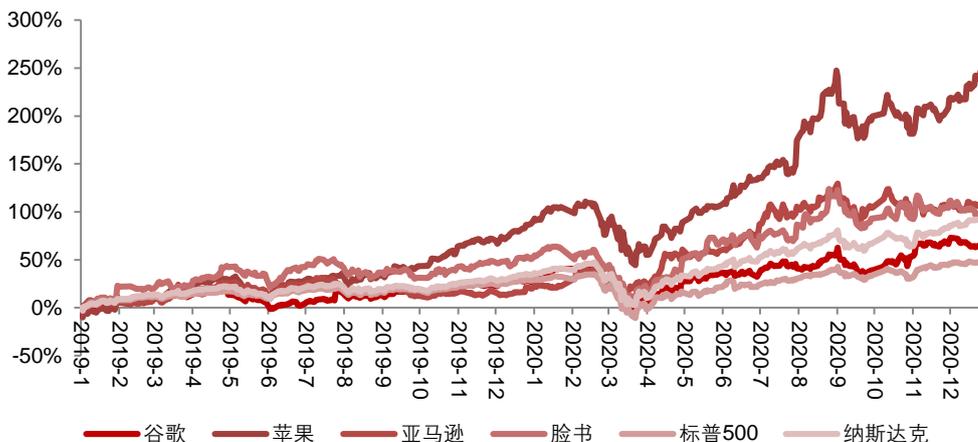
图 15: AT&T 股价走势 (以 1984/4/1 为基准)


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 16: 微软股价变动情况 (以 1999/1/4 为基准)

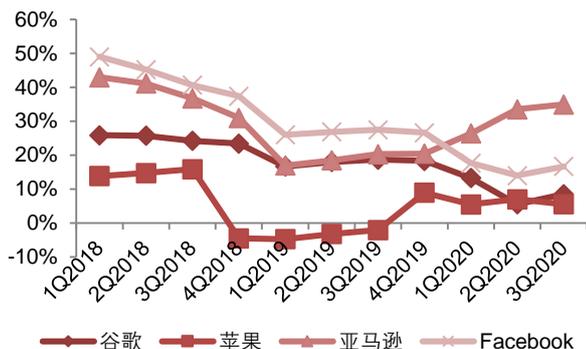
时间	微软	标普 500	纳斯达克
1999-12	65.60%	19.64%	84.29%
2003-12	-22.35%	-9.46%	-9.27%
2007-12	0.99%	19.56%	20.12%
2010-12	-20.82%	2.41%	20.15%
2012-12	-24.23%	16.13%	36.75%
2014-12	31.77%	67.65%	114.49%
2016-12	76.28%	82.30%	143.80%
2018-12	188.14%	104.12%	200.50%
2019-12	347.38%	163.07%	306.36%
2020-12	535.89%	203.48%	481.97%

资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

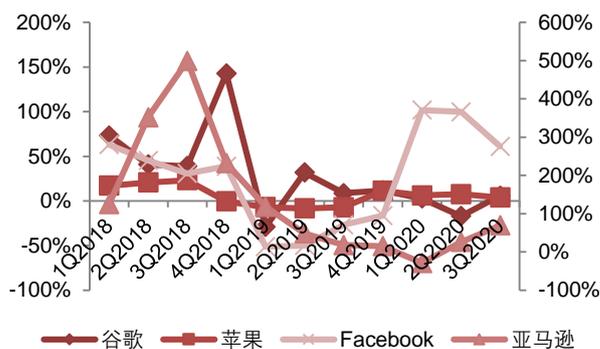
图 17: FAAG 股价走势 (以 2019/1/2 为基准, 2019 年 1 月-2020 年 12 月)


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

长期影响有限的原因：反垄断对企业核心竞争力的削弱程度较低。从经营数据层面分析，FAAG 自 2019Q2 遭受反垄断调查以来，2019Q3-Q4 的营收及利润同比增速并未出现显著变化。2020 年起公司业绩受疫情影响较大，整体也并未受到反垄断调查的显著影响。我们认为，反垄断调查或监管一定程度会削弱企业的垄断能力，降低企业短期内高速扩张的可能性，但是对于企业核心竞争力的削弱程度较低。前文所述企业在遭受反垄断调查之前，均在各自领域具有绝对的竞争优势。AT&T 在分拆之后，虽然在资金、规模、业务范围、市场影响力层面均被大幅削弱，但是其遍布全美的长途电话基础设施依然作为其核心竞争力并未遭到动摇，经过近 40 年的发展，其依然是全美最大的通信运营商，且当时分拆出去的几家企业最终又被其收购。微软在软件开发领域的实力，以及 Microsoft Windows 操作系统和 Microsoft Office 软件在市场上的影响力是其核心竞争力，其在 2000-2015 年期间表现不佳的核心原因就在于没有发挥自身的核心竞争力，在不擅长的领域犯下了几次错误，本质上与反垄断关联不强，在及时修正战略之后，微软在 2016 年之后恢复了它过去的优秀表现。FAAG 中，苹果具备全球独一无二的软硬件生态体系，谷歌、脸书、亚马逊拥有极强的存量用户粘性。反垄断可以从多个层面压制上述企业在各自领域的垄断行为，但是对于他们核心竞争力的削弱程度较低，因此长期来看，反垄断不会成为影响企业长期投资价值核心因素。

图 18：FAAG 营收同比增速（2018-2020）


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

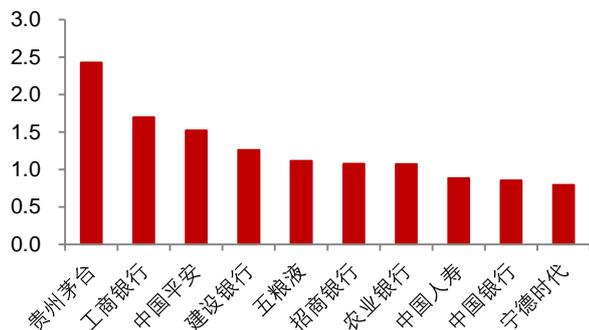
图 19：FAAG 归母净利润同比增速（2018-2020）


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

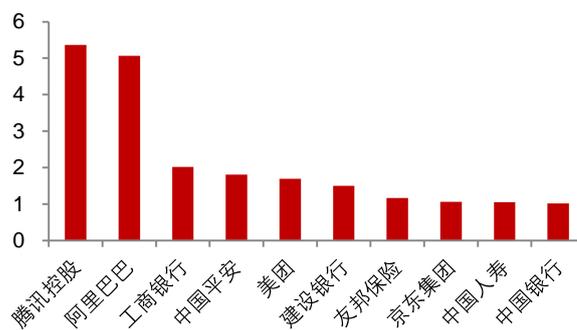
3 展望中国：反垄断正起，利好行业长期发展

3.1 互联网行业发展迅猛，已诞生多个巨头

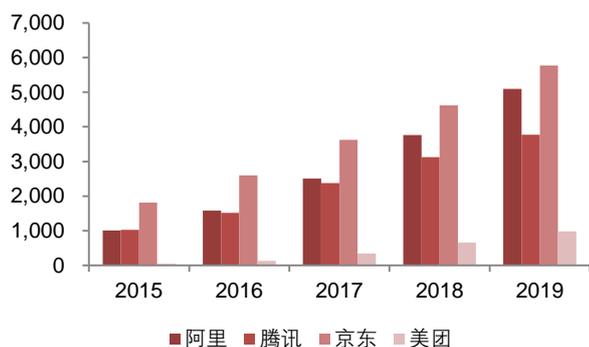
互联网行业催生巨头，较其他行业头部企业规模更具垄断效应。进入二十一世纪以来，中国的互联网行业进入高速发展阶段，伴随着行业的成长，多家巨头企业诞生。从市值角度看，A、H 股市值前 10 企业中大多为银行、保险相关，但是其中腾讯控股、阿里巴巴、美团、京东集团分别位列 H 股市值第 1、2、5、7 位，且腾讯、阿里市值已经远超 A 股市值前 10 企业。从营收及利润规模看，剔除掉金融业相关企业，腾讯、阿里也已经较其他行业头部企业实现大幅的领先，京东和美团虽然在盈利方面存在一些落后，但是收入体量也达到了极高的水平。从这两个层面看，互联网巨头已经从规模上较其他行业头部企业根据垄断效应。

图 20: A 股市值前 10 企业 (亿元)


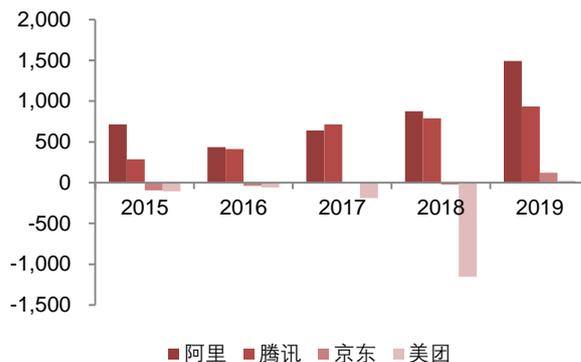
资料来源: wind, 东方证券研究所, 注: 截止 2020 年 12 月 28 日

图 21: H 股市值前 10 企业 (亿港元)


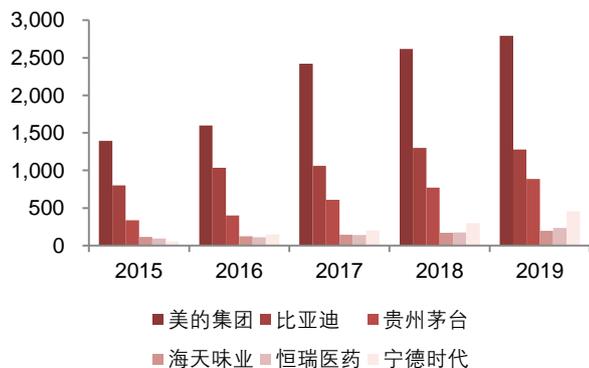
资料来源: wind, 东方证券研究所, 注: 截止 2020 年 12 月 28 日

图 22: 中国互联网巨头营收 (亿元)


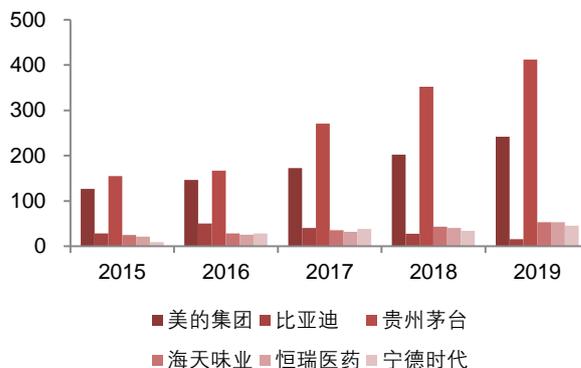
资料来源: wind, 东方证券研究所, 注: 阿里为财年

图 23: 中国互联网巨头净利润 (亿元)


资料来源: wind, 东方证券研究所, 注: 阿里为财年

图 24: 中国其他行业龙头企业营收 (亿元)


资料来源: wind, 东方证券研究所

图 25: 中国其他行业龙头企业净利润 (亿元)


资料来源: wind, 东方证券研究所

3.2 互联网龙头企业具备强垄断能力，产生垄断风险

除了规模方面更具垄断效应，我们认为互联网巨头在另外两个重要方面也在不断提升自己的垄断能力，从而产生极大的行业垄断的风险。

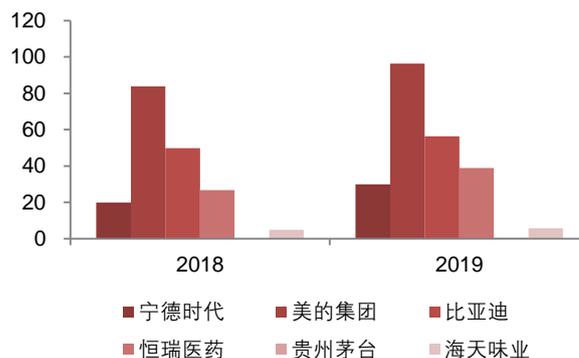
高额的研发投入或产生技术垄断。从研发投入看，阿里、腾讯两家在 FY2019 及 2019 年分别投入了超 400 亿和 300 亿元，规模相对较小的京东和美团也分别投入了 146 亿和 84 亿元。对比其他行业龙头企业，投入最多的美的集团 2019 年的数据为 96 亿元，其他企业的投入金额少于 50 亿元。回顾我们上文提及的 AT&T，其正是凭借贝尔的电话专利实现初期扩张，之后也是通过建立贝尔实验室进一步提升自己的技术水平，最终从技术层面巩固了自身的垄断地位，美国司法部在对其进行反垄断监管的过程中，一个重要的步骤就是打破了它的技术垄断。互联网企业对研发投入的高度重视或进一步提升它们的技术垄断地位。**我们认为，中国的反垄断监管，或也会效仿欧美，要求互联网头部企业通过专利共享、技术开放、数据公开等方式削弱其垄断能力。**

图 26：中国互联网巨头研发费用（亿元）



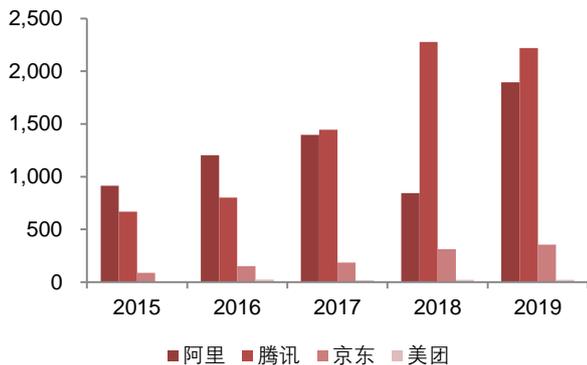
资料来源：wind，东方证券研究所，注：阿里为财年

图 27：中国其他行业龙头企业研发费用（亿元）

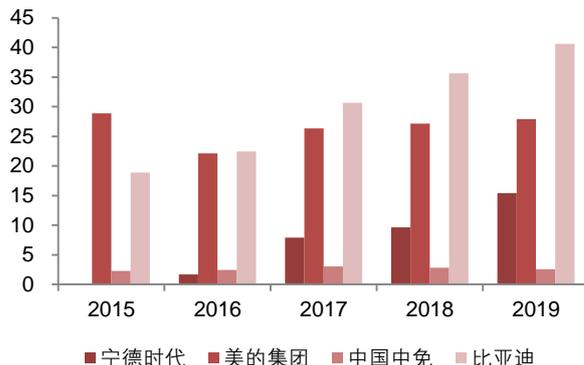


资料来源：wind，东方证券研究所

高额的长期股权投资或压制竞争与创新。截止 FY2019 和 2019 年，阿里与腾讯的长期股权投资金额分别为 1896 亿元和 2219 亿元，京东和美团的这一数字相对较小，2019 年分别为 356 亿元和 23 亿元。对比其他行业龙头企业，数额最高的比亚迪在 2019 年也经纬 41 亿元，宁德时代、美的集团、中国中免分别为 15 亿元、30 亿元和 2.5 亿元，恒瑞医药这一数字仅为 0.5 亿元，贵州茅台没有长期股权投资。回顾我们对于美国科技业巨头的反垄断历史，通过收购方式扼杀竞争对手的成长是实现垄断的常见手段。在中国，头部的互联网企业参与了绝大多数初创企业的融资，在这些初创企业成长起来之后，或与头部企业形成战略同盟，或被头部企业并购，进一步增强了头部企业的垄断能力。另外，获得头部的互联网企业投资的初创企业在发展过程中能够享受到资金、技术、人才等多方面的支持，相较于更为独立成长的初创企业企业来说更具竞争实力，因此它们能够成功的几率也更大。来自新兴玩家的竞争减少，又是有利于头部企业的垄断。**我们认为，中国的反垄断监管或采取措施以限制头部企业的投资并购。**

图 28：中国互联网巨头长期股权投资（亿元）


资料来源：wind，东方证券研究所，注：阿里为财年

图 29：中国其他行业龙头企业长期股权投资（亿元）


资料来源：wind，东方证券研究所

两个实例：新兴的互联网企业有极高的概率被头部企业参股从而形成垄断。以饿了么为例，其在 D 轮和 E 轮融资中已经引入了大众点评、京东和腾讯，并在 2015 年的战略融资中引入阿里，最终其在 2018 年被阿里巴巴全资收购。以快手为例，其在 D 轮融资中引入腾讯，腾讯后续参与了其所有的战略融资，两者存在非常显著的战略同盟关系。饿了么作为外卖领域最成功的的初创企业之一，最终被阿里纳入自己的版图，快手作为短视频领域最成功的的两家企业之一，最终归于腾讯麾下，这种现象在中国互联网行业中已经非常普遍，导致了头部企业垄断能力的进一步增强，

表 7：饿了么融资情况

融资轮次	融资金额	投资方
A 轮：2011-03	500 万美元	金沙江创投
B 轮：2013-01	500 万美元	金沙江创投、经纬中国
C 轮：2013-11	2500 万美元	红杉资本中国、金沙江创投、经纬中国
D 轮：2014-05	8000 万美元	大众点评网
E 轮：2015-01	35000 万美元	大众点评网、京东数科、腾讯投资、红杉资本中国、中信产业基金
F 轮：2015-08	63000 万美元	CMC 资本、京东数科、腾讯投资、红杉资本中国、中信产业基金、华联股份
战略融资：2015-11	未披露	滴滴出行
战略收购：2015-12	125000 万美元	阿里巴巴集团
战略融资：2016-04	125000 万美元	蚂蚁金服、阿里巴巴 饿了么与阿里、蚂蚁金服达成战略合作并负责口碑外卖运营
战略融资：2017-04	40000 万美元	蚂蚁金服、阿里巴巴
战略融资：2017-06	100000 万美元	阿里资本
并购：2018-04	950000 万美元	蚂蚁金服、阿里巴巴全资收购饿了么

资料来源：企查查，IT 桔子，东方证券研究所

表 8：快手融资情况

融资轮次	融资金额	投资方
天使轮：2012-04	30 万美元	晨兴创投
A：2013-04	130 万美元	晨兴资本
B 轮：2014-06	1000 万美元	DCM 中国、顺为资本、红杉资本中国
B+：2015-01	10000 万美元	红杉资本中国、晨兴资本、DST Global
C：2016-03	25000 万美元	光源创投、CMC 资本、百度投资并购部
D：2017-03	35000 万美元	腾讯创投
战略融资：2018-04	40000 万美元	腾讯产业共赢基金
E 轮：2018-07	100000 万美元	红杉资本中国、腾讯投资
战略融资：2019-08	125000 万美元	腾讯投资
F 轮：2019-12	300000 万美元	腾讯投资、红杉资本中国、云峰基金、博裕资本、淡马锡

资料来源：企查查，IT 桔子，东方证券研究所

3.3 反垄断战略地位提升，利好行业长期发展

中国对于反垄断的重视程度提升，11 月以来动作频出。2020 年 11 月 10 日，国家市场监督管理总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，面向社会公开征求意见，意在预防和制止互联网平台经济领域垄断行为，降低行政执法和经营者合规成本，加强和改进平台经济领域反垄断监管，保护市场公平竞争，维护消费者利益和社会公共利益，促进平台经济持续健康发展。12 月 18 日，中央经济工作会议确定“强化反垄断和防止资本无序扩张”为 2021 年经济工作的重点之一。12 月 24 日，市场监管总局依法对阿里巴巴集团涉嫌垄断行为进行了立案调查。在全球范围内反垄断的趋势兴起的当下，中国对于反垄断的重视程度也在提升。

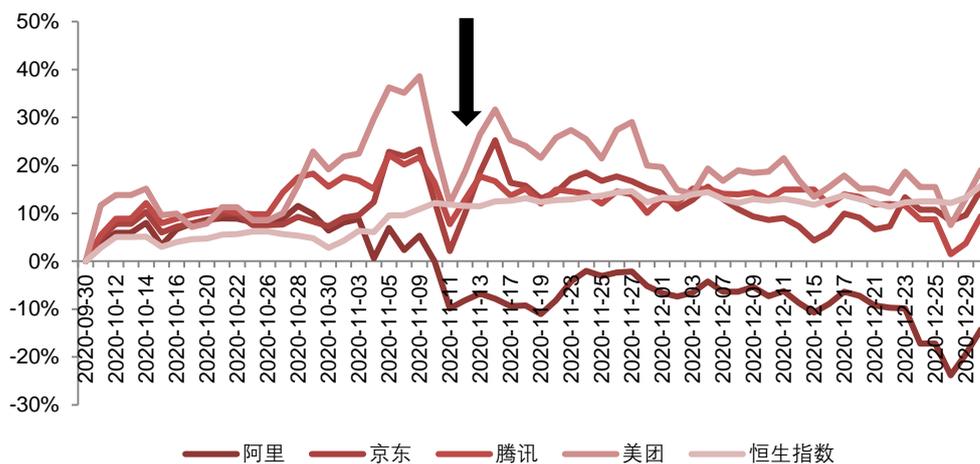
图 30：11 月 10 日以来中国反垄断相关事件


资料来源：国家市场监督管理总局，新华社，东方证券研究所

我们认为，反垄断虽然对头部企业造成短期冲击，但是将利好行业的长期发展。

11月10日当日，阿里、京东、腾讯、美团四家大型互联网平台企业港股分别下跌5.10%、8.78%、7.39%、10.50%。随后，市场监管总局进一步落实了多项具体行动。截止2020年12月28日，上述四家龙头企业近一个季度股价表现已经跑输恒生指数。反垄断对头部企业的股价甚至经营会造成短期冲击，但是有利于行业长期发展。

图 31：港股互联网平台型企业近一个季度股价变动（以2020年9月28日为基准）



资料来源：wind，东方证券研究所

第一、国家依然肯定平台经济的价值，“包容审慎监管”是主要态度。我们认为，国家对于行业发展价值的肯定是行业的长期发展的政治基础。12月11日，中共中央政治局召开会议分析研究2021年经济工作，会上要求强化反垄断和防止资本无序扩张。同日，人民日报就社区团购发表评论文章明确表示“互联网巨头别只惦记着几捆白菜、几斤水果的流量，应在科技创新上有担当”。在12月22日市场监管总局联合商务部组织召开的规范社区团购秩序行政指导会本次会议上，也首先充分肯定了互联网平台经济发展的积极意义和重要作用，同时希望互联网平台企业切实践行以人民为中心的发展理念，主动承担更大的社会责任，在增创经济发展新动能、促进科技创新、维护公共利益、保障和改善民生等方面体现更多作为、更多担当。国家对于平台经济的价值依然给予充分的肯定，《政府工作报告》中提及的“包容审慎监管”会是未来主要的监管态度。

第二、优化行业的竞争环境，保障新兴细分领域的竞争公平，避免资源浪费。我们认为，预防和制止互联网平台经济领域垄断行为，有利于从优化竞争的角度促进行业的长期健康发展。目前国内大型互联网平台已经在向生鲜、包装食品、汽车、房地产等多个低线上渗透率的细分领域发展。过去几年中，共享单车、网约车、直播等多个风口行业在没有得到及时监管的情况下，产生了大量的无序竞争，造成了对社会资源的巨大浪费。反垄断对于竞争的有效监管，将有力保障新兴细分领域中的公平竞争，减少不必要的资源浪费，提高综合效益

第三、发挥平台经济的平台价值，为中小企业的发展开辟成长空间。我们认为，反垄断监管引导平台经济发挥平台价值而非做大自身平台，有利于从培养中小企业发展的角度促进行业的长期健康

发展。可以看到，2020年《政府工作报告》中，对于平台的经济的态度是“坚持包容审慎监管，发展平台经济、共享经济，更大激发社会创造力”。2018年《政府工作报告》中，国家对于平台的经济的态度“鼓励大企业开放创新资源”。国家对于平台经济的态度从最初起就是让中小企业和社会大众通过平台经济受益。无论是“包容审慎监管”，还是“发展共享经济”，最终目的都是让“互联网巨头搭台、中小企业唱戏”，激活社会创新、促进就业，而不是让互联网巨头无限制地继续做大。

投资建议

本文复盘了美国主要科技企业经历的反垄断调查及其产生的影响。最终的结论是：反垄断监管对于企业短期的股价会造成冲击，但是长期影响有限，原因是反垄断对企业核心竞争实力的削弱程度较低，故不会成为影响企业长期投资价值的核心因素。

中国的互联网行业中已经出现了从规模、技术、投资等多个层面具有垄断实力的头部企业，因此国家对于反垄断的重视程度提升。以美国的历史事件为参照，我们认为反垄断虽然对头部企业造成短期冲击，但是将利好行业的长期发展。在判断反垄断对于企业投资价值影响的过程中，需要关注核心竞争力是否受到影响。

推荐聚焦自身“品牌+特卖”垂直领域，核心竞争力稳固的唯品会，推荐受反垄断冲击较小，以自营和物流为核心竞争力的京东集团，积极关注短期内受影响较大，出现布局机会的阿里巴巴。

风险提示

● 行业监管形势变化

政府已经就平台经济的垄断问题做出了一定举措。未来若监管的态度、措施进一步趋于严厉，或影响行业整体发展。

● 疫情影响持续

2020Q1 新冠疫情爆发导致消费行业整体受到巨大冲击，后续随着天气再次转冷，若由于无症状感染者、境外输入等因素导致疫情影响持续，或对行业营收造成影响。

● 行业竞争加剧

零售行业发展至周期下行阶段，线上线下一体化发展大势所趋。渠道间、企业间在新形势的竞争下有可能发生巨大摩擦，导致行业整体营收及利润受到影响。

● 宏观经济形势变动

受中美关系局势变化、居民消费信心变动等因素的影响，宏观经济形势可能存在变动，对于行业造成不利影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn