

互联网平台反垄断专题研究

长期价值变化回归基本面，拥抱创新才能持续繁荣

作者

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

王梦恺 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

2020年12月24日，市场监管总局宣布依法对阿里“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查。2021年4月10日，市场监管总局依法对阿里巴巴作出行政处罚，责令停止违法行为，并处以182.28亿元罚款。4月13日，市场监管总局联合召开行政指导会，要求各平台企业一个月内全面自查，逐项彻底整改。

全球监管常态化趋势明显，中国平台经济反垄断进入实质性阶段

过去20余年，互联网产业快速发展，互联网平台基础功能由最初的信息中介发展至促进多边市场用户交互。随着数据规模和使用效率提升、跨领域业务扩张形成生态，互联网平台公共基础设施属性逐渐增强。伴随这一特征，以及龙头平台有争议的竞争策略，全球平台经济领域监管常态化趋势已较明显。

从全球三大反垄断司法辖区来看：1) 欧洲2017年以来持续加强监管力度，反垄断调查频率、处罚力度（或部分由于本地数字经济平台实力相对较弱）以及方式方法的创新位居前列，承担起示范作用。2) 美国对于互联网平台的监管态度早期相对温和。2019年执法调查开始活跃，2020年众议院发布调查报告认定FAAG违规竞争后，司法部门相关诉讼明显发力。3) 我国平台经济领域反垄断监管体系在2020年取得显著进步。决策层将强化反垄断纳入2021年重点任务，阿里案的出现，显示相关认定和执法已进入实质性阶段。后续行政指导会表态，阿里案起警示作用，为其他互联网平台企业预留了整改时间。在发展与规范并重的政策思路下，温和积极的监管措施有利于改善市场竞争秩序，激发企业创新活力。

复盘微软/谷歌反垄断监管历程对基本面、估值、超额收益的影响，我们认为：

- 1) 反垄断指控/认定/处罚短期内对公司经营和估值存在一定影响（市场对业务分拆的敏感度高于大额罚款），双方和解后超额收益阶段性见底回升；
- 2) 企业中长期价值变化仍将回归基本面，科技龙头综合实力雄厚，具备持续技术投入的基础，拥抱创新才是企业发展的“不老药”。

微软案例：早期美国监管机构对微软调查和指控的股价影响较小。1998年5月美国司法部联合20个州总检察长提起反垄断诉讼，股价亦相对坚韧。1999年11月法律认定书公布，认定微软是垄断企业后，超额收益和估值快速下行。2001年11月，美国司法部与微软达成和解后，超额收益见底回升，同时估值阶段性企稳。此后超额收益持续提升，估值水平区间内震荡，直至2003年欧盟委员会的反垄断指控升温后，超额收益和估值中枢再度回落。

此后2003-2013年微软战略错失移动互联网红利，增长相对乏力，超额收益及估值持续下行；2014年开始转型云计算市场，高强度资本开支支持基础设施建设，长期增长潜力打开，估值和超额收益重回上行通道。

谷歌案例：2010年11月欧委会对谷歌开始正式反垄断调查。2013年美国联邦贸易委员会与谷歌达成和解，结束了为期20个月的反垄断调查。2014年欧洲议会通过一项无“约束力”的提案，建议分拆谷歌欧洲业务。2017-2019年欧委会对谷歌处以三次反垄断处罚，总计罚款额达82.5亿欧元。2020年10月美国众议院发布调查报告，认定FAAG利用其垄断地位打压竞争者、压制行业创新。

虽然谷歌长期处于反垄断调查中，但广泛的互联网业务布局和长期高强度研发投入，为其业务提供较强的抗波动能力以及持续增长潜力，由此整体业绩增速相对稳定。反垄断监管进程导致短暂的估值和超额收益下降，后续仍回归原有路径。监管带来的短期波动、稳健的基本面兑现、深厚的技术储备商业化潜力，共同融合下，公司估值呈现“波浪式”上行趋势。

投资建议：我国平台经济领域反垄断监管进入常态化阶段，温和积极引导市场有序竞争，激发企业创新动力。复盘微软和谷歌的案例发现，虽然反垄断监管可能会对企业短期经营和估值存在一定影响，但中长期价值变化仍将回归基本面，科技龙头综合实力雄厚，具备持续技术投入的基础，拥抱创新将为企业持续繁荣的提供坚实基础。

建议关注基本面稳健、估值具备相对安全边际的龙头公司，如腾讯控股；受益于电商竞争环境改善的头部企业，如拼多多、快手等；以及垂直领域新兴竞争者和上下游服务供应商，如中国有赞、微盟集团等。

风险提示：反垄断监管力度超预期；互联网平台业务跨领域延伸放缓；电商行业竞争加剧；互联网平台公司部分收购无法通过监管；我们的对比研究方法存在局限性。

1. 全球监管常态化趋势明显，中国平台经济反垄断监管进入实质性阶段

➢ 阿里处罚起警示作用，监管要求互联网平台逐项彻底整改 8 个主要问题

2020 年 12 月 24 日，国家市场监督管理总局宣布依法对阿里巴巴“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查。2021 年 4 月 10 日，国家市场监督管理总局依法对阿里巴巴作出行政处罚，责令停止违法行为，并处以 2019 年销售额 4% 计 182.28 亿元罚款。同时，市场监管总局向阿里巴巴发出《行政指导书》，要求其围绕严格落实平台企业主体责任、加强内控合规管理、维护公平竞争、保护平台内商家和消费者合法权益等方面进行全面整改，并连续三年向市场监管总局提交自查合规报告。

2021 年 4 月 13 日，国家市场监督管理总局、中央网信办、税务总局联合召开互联网平台企业行政指导会。会议指出，我国平台经济总体态势向好。但在快速发展中风险与隐患也逐渐累积。会议要求充分发挥阿里案警示作用，各平台企业要在一个月内全面自检自查，逐项彻底整改，并向社会公开《依法合规经营承诺》，接受社会监督。市场监管部门将组织对平台整改情况进行跟踪检查，整改期后再有发现平台企业强迫实施“二选一”等违法行为，一律依法从重从严处罚。

表 1：2021 年 4 月 13 日行政指导会提及的主要问题及参会企业

会议提及需要严肃整改的主要问题	34 家参会互联网平台企业
强迫实施“二选一” 滥用市场支配地位 实施“掐尖并购” 烧钱抢占“社区团购”市场 实施“大数据杀熟” 漠视假冒伪劣 信息泄露 实施涉税违法行为等	爱奇艺、百度、贝壳找房、滴滴、当当网、多点、京东、快手、美团、每日优鲜、奇虎 360、去哪儿网、搜狗、微店、58 同城、新浪微博、字节跳动、哔哩哔哩、叮咚买菜、饿了么、国美、盒马鲜生、拼多多、携程、小红书、阅文、苏宁易购、阿里、贝贝网、蘑菇街、网易（严选）、云集、唯品会、腾讯等

资料来源：市场监管总局，天风证券研究所

➢ 平台经济快速发展，公共基础设施属性逐渐增强

过去 20 余年，互联网产业快速发展，互联网平台经历了一个明显的演进过程。根据学者方兴东和钟祥铭在《互联网平台反垄断的本质与对策》分类：

- 1) 在 PC 互联网时代（1990-2005），平台功能主要是信息的中介，典型代表有雅虎、亚马逊、新浪、搜狐等门户网站。
- 2) 进入移动互联网时代后（2005-2015），平台功能逐步向在多边市场用户交互转换，典型代表有 Facebook 和微信等社交平台、苹果和谷歌等以移动操作系统和应用商店为基础的平台、亚马逊和阿里巴巴等电商平台、以及 Uber 和滴滴等分享经济平台。
- 3) 2015 年以后，随着用户规模提升，数据规模大幅增长叠加算法升级，互联网平台业务延展逐步形成生态，平台的功能开始在底层公共基础设施层面扮演更重要的角色。

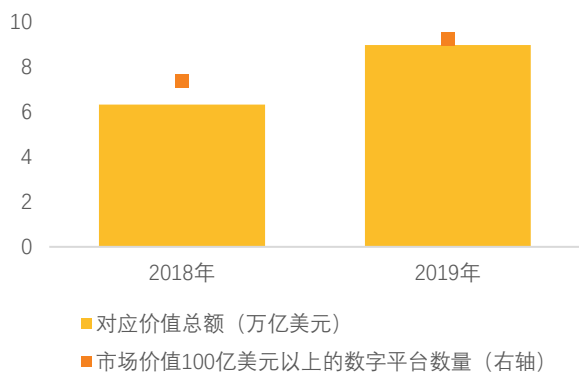
表 2：互联网平台三个阶段

发展阶段	产业阶段	基础功能	典型代表	用户数量	资本	数据	扩张方式
1990—2005	PC 互联网	信息中介	门户网站	千万级	十亿美元	Cookie 等特定数据	技术层面扩张
2005—2015	移动互联网	多边市场	FAAG、BAT	亿级	百亿美元	UGC+ 行为数据	平台层面扩张
2016 至今	智能物联网	基础设施	FAAG、BAT	十亿级	万亿美元	全息数据和整体画像	跨平台、跨领域扩张

资料来源：《互联网平台反垄断的本质与对策》-方兴东、钟祥铭，天风证券研究所

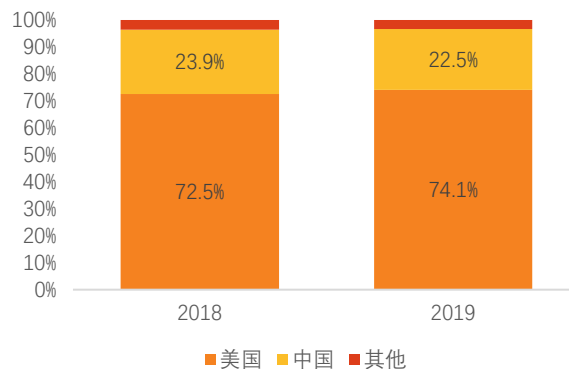
根据中国信息通信研究院的数据统计，截止 2019 年底，全球价值超过 100 亿美元的数字平台有 74 家，价值总额接近 9 万亿美元，同比增长 41.8%。分国家来看，美国价值超过 100 亿美元的数字平台有 35 家，价值总额 6.65 万亿美元，全球占比 74.1%；中国价值 100 亿美元以上的数字平台有 30 家，价值总额 2.02 万亿美元，占比 22.5%；此外印度有 3 家，英国有 2 家，德国、瑞典、新加坡和印尼各 1 家。截止 2019 年底，全球市值 TOP10 企业中 8 家为数字平台企业，总市值 6.3 万亿美元，同比增长 44.8%。

图 1：市场价值 100 亿美元以上的数字平台数量及价值总额



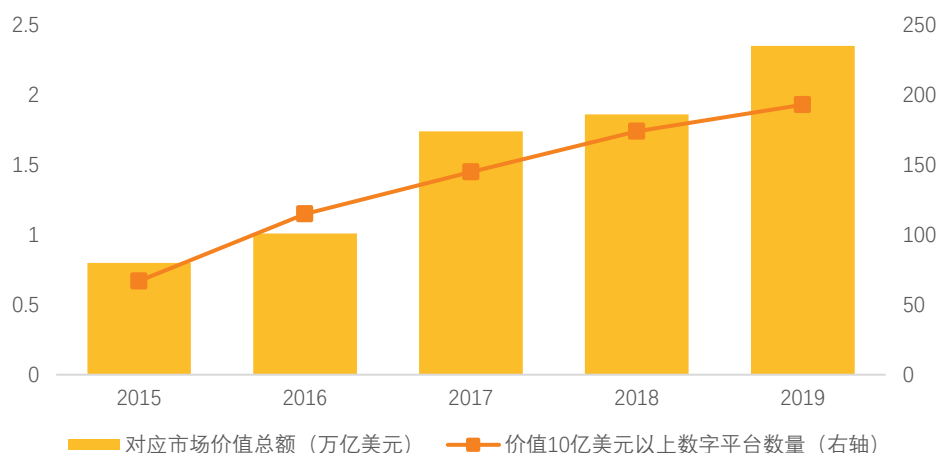
资料来源：中国信息通信研究院，天风证券研究所

图 2：美国和中国 100 亿美元以上数字平台价值总额占比



资料来源：中国信息通信研究院，天风证券研究所

图 3：中国价值 10 亿美元以上的数字平台数量和价值总额



资料来源：中国信息通信研究院，天风证券研究所

➤ 全球监管常态化趋势明显，中国平台经济反垄断监管进入实质性阶段

平台经济快速发展，在创新技术和商业模式的同时，龙头平台在传统多边市场以及跨界垂直领域的延伸，近年来也引发了反垄断和违规竞争的争议。

从全球三大反垄断司法辖区来看：

2017 年以来欧盟持续加强监管力度，反垄断调查的频率、处罚力度（或部分由于本地数字经济平台实力相对较弱）以及方式方法的创新位居前列，给其他国家/地区起到示范作用。2017-2019 年欧盟对谷歌作出三次反垄断处罚，总计罚款 82.5 亿欧元，其中最大一笔罚款达 43.4 亿，占谷歌 2016 年在欧利润的 35%。2019 年 7 月对亚马逊就利用平台数据为自营品牌获取不公平竞争优势展开反垄断调查，2019 年 8 月对 Facebook 就加密货币 Libra 存在潜在反竞争行为展开反垄断调查，2020 年 6 月欧盟对苹果应用和苹果支付是否存在利用市场力量排除竞争的行为展开反垄断调查。2020 年 11 月欧盟委员会对亚马逊提起反垄断指控，指控源于 2019 年 7 月的调查。

表 3：2017 年以来欧盟对 FAAG 的主要反垄断调查和执法

互联网平台	时间	涉嫌违法情况	进展
谷歌	2017 年 6 月	滥用搜索引擎市场的支配地位操纵搜索结果，不公平地把客户引向自己的购物服务	罚款 24.2 亿欧元
	2018 年 7 月	滥用安卓操作系统市场的支配地位，强制捆绑谷歌搜索引擎和谷歌 Chrome 浏览器	罚款 43.4 亿欧元
	2019 年 3 月	滥用搜索引擎市场的支配地位限定交易对象，排挤互联网广告服务领域的竞争对手	罚款 14.9 亿欧元
亚马逊	2019 年 7 月	利用平台数据为自营品牌获取不公正竞争优势	展开反垄断调查
	2020 年 11 月	涉嫌利用其规模、权力和“大数据”牟取对其平台第三方卖家的不正当竞争优势	提起反垄断指控
Facebook	2019 年 8 月	加密货币 Libra 存在潜在反竞争行为	展开反垄断调查
苹果	2020 年 6 月	苹果应用和苹果支付利用市场力量排除竞争	展开反垄断调查

资料来源：经济参考报，中国信息通信研究院，《平台经济领域反垄断的趋势、挑战与应对》—王先林、方翔，天风证券研究所整理

美国对于互联网平台的监管态度早期相对温和，政府对互联网巨头的调查、起诉多以和解结束，较少大额罚款。2019 年美国执法调查开始活跃，2020 年众议院发布调查报告后，监管明显发力。2019 年 7 月美国联邦贸易委员会与 Facebook 就用户隐私达成 20 年和解，Facebook 被要求支付 50 亿美元。2020 年 7 月，美国众议院就“网络平台和市场力量”召开听证会，聚焦 FAAG 反垄断调查。2020 年 10 月美国众议院发布《数字市场竞争调查报告》，认定 FAAG 利用其垄断地位打压竞争者、压制行业创新。2020 年 10 月美国司法部对谷歌提起反垄断诉讼，12 月 30 多个州的总检察长对谷歌提起反垄断诉讼，12 月 10 个州的总检察长对谷歌提起反垄断诉讼。2020 年 12 月，美国联邦贸易委员会以及 48 个州和地区的总检察长联盟，同时对 Facebook 发起反垄断诉讼，建议对 Facebook 实施分拆，剥离 WhatsApp 和 instagram。

表 4：2019 年以来美国对 FAAG 的反垄断调查及执法

互联网平台	时间	涉及违法行为	进展
FAAG	2020 年 7 月		美国众议院召开听证会，聚焦 FAAG 反垄断调查。
	2020 年 10 月		美国众议院发布《数字市场竞争调查报告》，认定 FAAG 利用其垄断地位打压竞争者、压制行业创新。
谷歌	2020 年 10 月	非法利用市场力量，通过与分销商、开发商签订排他性协议、收益分成协议的方式维持其垄断地位。	司法部提起反垄断诉讼
	2020 年 12 月	通过排除竞争来维持其在通用搜索市场、搜索广告市场和通用搜索文字广告市场上的垄断地位。	科罗拉多州在内的 30 多个州总检察长提起反垄断诉讼
	2020 年 12 月	谷歌的广告技术存在反竞争行为，同时与 Facebook 可能存在共谋的情况。	得克萨斯州在内的 10 个州总检察长提起反垄断诉讼
Facebook	2019 年 7 月	用户隐私问题	双方达成 20 年和解，Facebook 支付 50 亿美元
	2020 年 12 月	长期通过实施垄断行为非法利用并维持自身在美国个人社交网络市场上的市场力量	美国联邦贸易委员会提起反垄断诉讼，建议剥离 WhatsApp 和 instagram

资料来源：财新，《2020 年度平台经济领域反垄断事件盘点》—刘晓春、王敏昊，天风证券研究所整理

中国方面，平台经济反垄断框架持续完善，监管进入实质性阶段，措施积极温和引导市场规范发展。2019 年 8 月国务院办公厅发布《关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》，决策层首次做全方位部署。2019 年 11 月国家市场监督管理总局召开“规范网络经营活动行政

指导座谈会”，召集阿里巴巴、美团等 20 多家平台企业参会，指出网络经营活动中“二选一”问题突出。2020 年 1 月，国家市场监督管理总局发布《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》，首次修订 2008 年起正式实施的《反垄断法》，增设对互联网经营者市场支配地位认定的规定，并将违法行为的处罚上限提高至上一年度销售额的 10%。2020 年 11 月，国家市场监督管理总局发布了《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，明确“二选一”可能构成滥用市场支配地位限定交易行为，“大数据杀熟”可能构成滥用市场支配地位差别待遇等。2021 年 2 月发布《关于平台经济领域的反垄断指南（正式意见稿）》。2021 年 4 月公布阿里巴巴处罚结果，显示我国平台经济领域反垄断认定和执法已进入实质性阶段。后续行政指导会表态，阿里案起警示作用，为其他互联网平台企业预留了整改时间。

我们认为，在发展与规范并重的监管思路下，温和积极的监管措施有利于改善市场竞争秩序，激发企业创新动力。

从过往欧美互联网平台反垄断案例来看，“贸易保护”、“内外有别”等政治性因素也在影响着政府对于本国/外国平台企业反垄断监管决策。中美两国在平台经济领域占据绝对领先地位，未来双方将继续保持竞争与合作的关系。中美博弈的背景下，我们预计监管层会在产业政策和竞争政策之间做审慎平衡。

表 5：2020 年以来国内互联网公司主要反垄断相关事件

时间	事件
2020 年 1 月 2 日	国家市场监督管理总局发布《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》，首次修订《反垄断法》，增设对互联网经营者市场支配地位认定的规定，并将违法行为的处罚上限提高至上一年度销售额的 10%。
2020 年 11 月 10 日	发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，明确“二选一”可能构成滥用市场支配地位限定交易行为，“大数据杀熟”可能构成滥用市场支配地位差别待遇等
2020 年 12 月 14 日	对阿里巴巴投资、阅文和丰巢网络未依法申报违法实施经营者集中案作出 50 万元的顶格行政处罚，是国内互联网领域反垄断第一起执法案例
2020 年 12 月 16 日	中央经济工作会议提出 2021 年八项重点任务，其中之一是“强化反垄断和防止资本无序扩张”
2020 年 12 月 24 日	市场监管总局对阿里巴巴集团涉嫌“二选一”垄断行为进行立案调查
2021 年 2 月 7 日	发布《关于平台经济领域的反垄断指南（正式意见稿）》
2021 年 3 月 12 日	包括腾讯、百度、美团、苏宁以及阿里巴巴、京东、字节跳动、滴滴控制的关联方在内的 12 家国内互联网科技公司因未依法申报违法实施经营者集中案被顶格处罚，分别处 50 万元罚款
2021 年 4 月 10 日	对阿里巴巴在国内网络零售平台服务市场实施“二选一”的垄断行为处以罚款 182.28 亿元
2021 年 4 月 13 日	召开互联网平台企业行政指导会，要求充分发挥阿里案警示作用，各平台企业在一个月内全面自查，逐项彻底整改

资料来源：中国政府网，国家市场监督管理总局，《2020 年度平台经济领域反垄断事件盘点》—刘晓春、王敏昊，天风证券研究所整理

2. 复盘微软/谷歌反垄断监管历程对基本面、估值、超额收益的影响

复盘微软与谷歌的反垄断监管历程，二者股价所受的短期冲击、以及后续基本面增长、估值、超额收益情况皆有所分化。总结而言：

- 1) 反垄断指控/认定/处罚短期内对公司经营和估值存在一定影响（市场对业务分拆的敏感度高于大额罚款），双方和解后超额收益阶段性见底回升；
- 2) 企业中长期价值变化仍将回归基本面，科技龙头综合实力雄厚，具备持续技术投入的基础，拥抱创新才是企业发展的“不老药”。

2.1. 复盘微软反垄断监管：调查/法律认定反垄断后短期回调较大，双方达成和解后短期估值见底，中长期估值和超额收益变化回归基本面，拥抱创新“焕发第二春”

微软反垄断是监管捆绑销售的经典案例。美国、欧盟分别对操作系统捆绑 IE 和 Media Player 进行反垄断调查并做出指控。

1991 年美国联邦贸易委员会对微软是否捆绑销售应用软件开始调查，1994 年微软与贸易委员会达成和解。1995 年开始微软进军网络浏览器市场，将 IE 浏览器捆绑到操作系统中，向用户免费提供。这导致网景的 Navigator 浏览器市场份额从 1996 年的 80% 下降为 62%，微软的 IE 浏览器市场份额从 0 上升到 36%。1997 年联邦司法部提起诉讼，1998 年初联邦地区法院判决微软从 Win95 中拆除 IE，但这一判决于 5 月被地区巡回法院终审驳回。

1998 年 5 月 18 日，美国司法部联合 20 个州的总检察长以“反托拉斯法”的罪名重新起诉微软。1999 年 11 月，负责此案的法官公布事实认定书（可作为正式判决的依据），认定微软公司是一家垄断公司。2000 年 4 月双方庭外和解失败，法院裁定微软违反《谢尔曼反托拉斯法》；6 月正式判决微软分拆，其中一个负责 Windows 操作系统，另一个负责应用软件。此后，微软递交上诉申请。2001 年 6 月，联邦巡回法院判定部分维持原判，但撤销拆分微软的判决。2001 年 9 月，美国司法部宣布不再寻求对微软进行拆分，双方寻求和解。2001 年 11 月，微软和美国司法部达成妥协。

欧洲对微软的反垄断调查启动于 2000 年 2 月，主要关注点在于将 Media Player 与操作系统绑定。2003 年，欧盟委员会对微软的调查进入尾声，指控开始升温，3 月 3 日专家得出结论微软触犯反垄断法，8 月表示已收集了足够的证据证明微软滥用市场垄断地位，11 月美联社报道微软欲寻求庭外和解的机会。2004 年 3 月，欧盟委员会认定微软违反市场公平竞争，对微软处以 4.97 亿欧元罚款，此外还要求微软在 90 天内提供不带 Media Player 的操作系统版本，并在 120 天内向服务器软件行业的竞争对手公开相关技术信息。此后微软 2 次上诉被驳回，并因未完全履行承诺被追加额外罚款。2009 年 12 月，微软与欧盟委员会就 IE 反垄断案达成和解。

表 6：美国和欧盟对微软反垄断调查/指控/执法历程重要时点

时间	事件
美国对微软反垄断调查/指控/执法历程重要时间	
1998 年 5 月	美国司法部联合 20 个州的总检察长正式提起反垄断诉讼
1999 年 11 月	负责此案的法官公布事实认定书，认定微软是一家垄断公司。
2000 年 4 月	双方庭外和解失败，法院判决微软违反《谢尔曼反托拉斯法》
2000 年 6 月	法院正式判决微软拆分，独立允许操作系统和浏览器业务
2001 年 6 月	上诉法院撤销微软拆分的判决
2001 年 9 月	美国司法部宣布不再寻求对微软进行拆分，双方寻求和解
2001 年 11 月	双方正式达成妥协

欧盟对微软反垄断调查/指控/执法历程重点时点

2000年	欧盟委员会开始对微软将 Media Player 与操作系统绑定进行调查。
2003年	欧盟委员会调查进入尾声，指控开始升温。
2004年3月	欧盟委员会认定微软违反市场公平竞争，对微软处以 4.97 亿欧元罚款，此外还要求微软在 90 天内提供不带 Media Player 的操作系统版本，并在 120 天内向服务器软件行业的竞争对手公开相关技术信息。
2006年10月	欧盟委员会再对微软罚款 2.8 亿欧元，因其未全部履行裁决决定。
2008年2月	欧盟委员会认为微软违反裁决，决定额外罚款 8.99 亿欧元。
2009年12月	微软与欧盟委员会就浏览器反垄断案达成和解，提出允许用户访问竞争对手的产品。
2012年	根据微软的上诉，欧盟第二最高法庭将 2008 年的罚款从 8.99 亿欧元降低至 8.60 亿欧元
2013年	欧盟委员会因微软违背向欧洲消费者提供浏览器选择的承诺对该公司罚款 5.61 亿欧元。

资料来源：《微软垄断案解析》一胡国成，《从微软垄断案看反垄断法对知识产权滥用的法律规制》一张紫薇、孙武斌，《美国、欧盟、韩国、日本微软案件比较研究——以软件产业中滥用支配地位的认定和规制为视角》一罗先觉，天风证券研究所整理

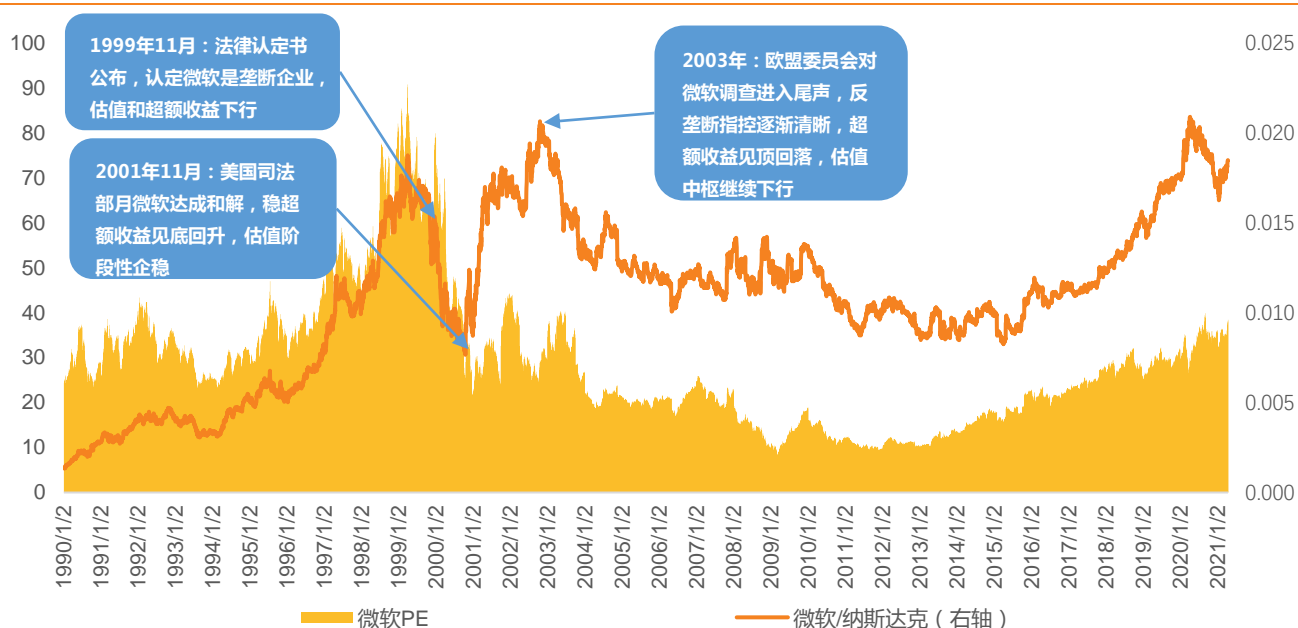
➤ **从超额收益和估值来看：反垄断认定后估值和超额收益承压，双方达成和解后阶段性见底回升；中长期估值和超额收益变化回归基本面，拥抱创新估值上行**

早期美国监管机构对微软的调查和指控影响较小。即使 1998 年 5 月美国司法部联合 20 个州总检察长提起反垄断诉讼，股价亦无较大波动。1999 年 11 月当法律认定书认定微软是垄断企业后，超额收益和估值快速下行。2001 年 11 月，美国司法部与微软达成和解后，超额收益见底回升，同时估值阶段性企稳。此后超额收益持续提升，估值水平区间内震荡，直至 2003 年欧盟委员会的调查进入尾声，对微软的反垄断指控持续升温后，超额收益见顶回落，估值水平再次下降。

此后 2003-2013 年，基本面增长乏力，超额收益及估值持续下行。2014 年开始，随着在云计算市场的成功转型，长期增长潜力打开，估值和超额收益重回上行通道。

整体来看，启动反垄断调查时股价受影响有限，当调查进入尾声反垄断指控基本确立、或者法律认定后垄断行为后，超额收益及估值水平出现较快回落。如果双方可以达成和解，则超额收益和估值有望企稳回升。影响中长期估值中枢的核心因素还是要回归基本面变化。美国对微软反垄断判决时公司超额收益及估值下降斜率超过欧洲判决，我们认为一方面系 2000 年互联网泡沫；另一方面反映了业务分拆的市场敏感度要远大于普通罚款。

图 4：微软超额收益以及 PE

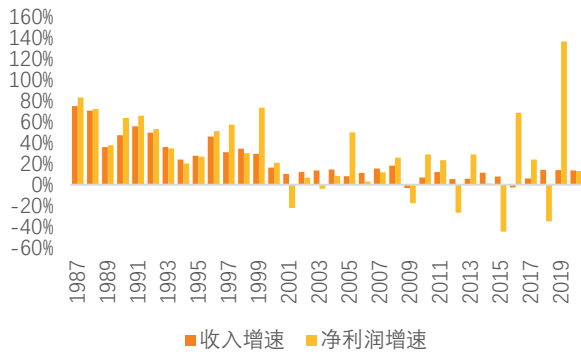


资料来源：彭博，天风证券研究所

- 从基本面来看：PC 时代王者，收入与利润持续高增；战略错失移动互联网红利，阶段性增长乏力；2014 年后全面转型云计算，高强度资本开支建立基础设施壁垒，长期增长空间重新打开

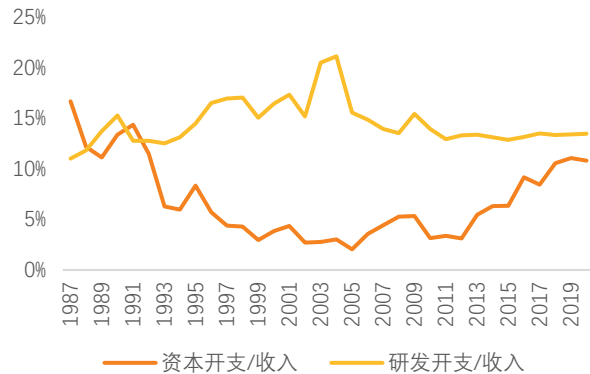
2000 年之前，PC 时代，微软凭借 Windows、Office 等核心产品建立了稳固市场地位，收入增速普遍保持在 30% 以上。2000 年至 2013 年，由于战略误判，错失移动互联网发展红利，公司基本面增长乏力，收入增速放缓至 10%-20% 区间，净利润增速同步下行且波动变大。2014 年以来，在新任 CEO 带领下，公司全面拥抱云计算市场，持续提升资本开支支持云基础设施建设。智能云收入增速持续提升，2017FY-2020FY 分别 +10%/+17%/+21%/+24%，2020FY 智能云收入占比达到 34%，已成为第一大收入来源。

图 5：微软收入和净利润增速



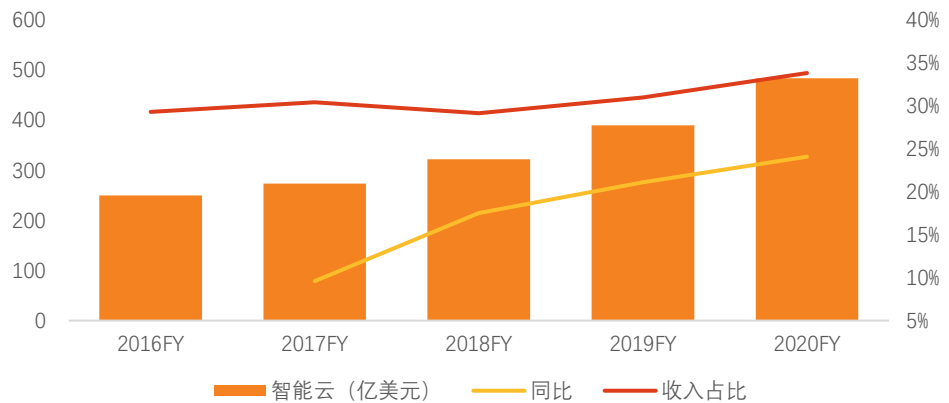
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 6：微软资本开支、研发开支的收入占比



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 7：微软智能云业务收入、同比增速、及总收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 复盘谷歌反垄断：监管进程导致的短期波动、基本面长期稳健增长、深厚技术储备融合下，公司估值“波浪式”上行

与微软一样，谷歌历经的反垄断调查、指控、执法历史同样超过 10 年，且目前仍是监管机构重点关注对象之一。不同的是，谷歌受到的监管处罚措施以业务调整和罚款为主，没有涉及业务分拆的处罚。

2010 年 11 月，欧盟委员会对谷歌开始正式反垄断调查。2013 年美国联邦贸易委员会与谷歌达成和解，结束了为期 20 个月的反垄断调查。2014 年 11 年月，欧洲议会通过一项议案，建议分拆谷歌在欧洲的搜索业务和其他业务，不过此提案不具备法律效力，旨在向欧盟委员会施压。近年来，随着平台经济反垄断监管趋严，2017-2019 年欧盟委员会对谷歌共处以三次反垄断处罚，总计罚款额达 82.5 亿欧元。2020 年 10 月美国众议院发布《数字市场竞争调查报告》，认定 FAAG 利用其垄断地位打压竞争者、压制行业创新。2020 年 10 月美国司法部对谷歌提起反垄断诉讼，12 月 30 多个州的总检察长对谷歌提起反垄断诉讼，12 月 10 个州的总检察长对谷歌提起反垄断诉讼。

表 7：2010 年以来谷歌遭遇的主要反垄断调查及处罚

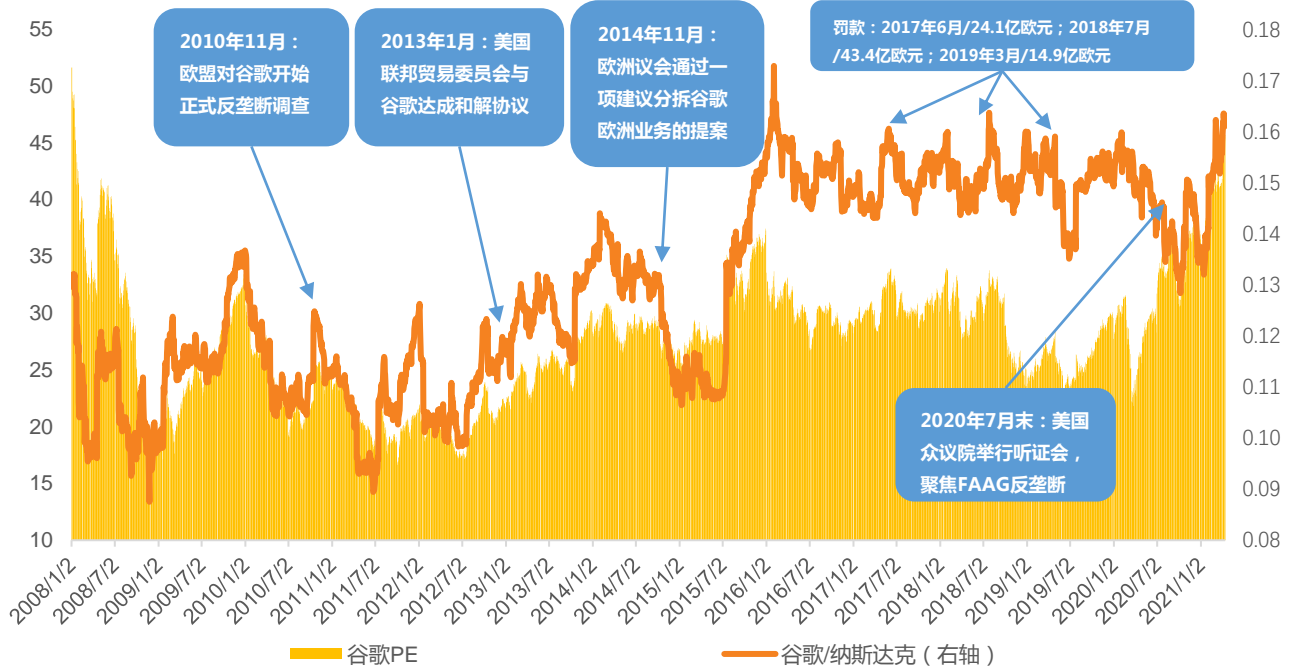
时间	事件
2010 年 11 月	欧盟委员会开始对谷歌滥用其在线搜索主导地位的指控展开调查。
2013 年 1 月	美国联邦贸易委员会与谷歌达成和解协议，从而结束长达 20 个月的反垄断调查。
2013 年 3 月	欧盟委员会通过初步评估，指控谷歌存在滥用市场支配地位的行为。尽管谷歌并不同意欧盟委员会的指控，但还是试图通过做出“义务性承诺”与欧盟委员会达成和解。
2014 年 11 月	欧洲议会通过一项议案，建议分拆谷歌在欧洲的搜索业务和其他业务，不过此提案不具备法律效力，旨在向欧盟委员会施压。
2015 年 4 月 &2016 年 7 月	欧盟向谷歌发出了两份反对声明，最终确认谷歌滥用了其市场支配地位。
2017 年 6 月	欧盟委员会就谷歌滥用搜索引擎市场的支配地位操纵搜索结果，不公平地把客户引向自己的购物服务罚款 24.2 亿欧元。
2018 年 7 月	欧盟委员会就谷歌滥用安卓操作系统市场的支配地位，强制捆绑谷歌搜索引擎和谷歌 Chrome 浏览器的安卓手机操作系统处以 43.4 亿欧元罚款。
2019 年 3 月	欧盟委员会就谷歌滥用搜索引擎市场的支配地位限定交易对象，排挤互联网广告服务领域的竞争对手公司处以 14.9 亿欧元罚款
2019 年 12 月	法国对谷歌处以 1.5 亿欧元的罚款，原因是谷歌存在不公平竞争行为，另外其广告服务 Google Ads 页面上的广告也含糊不清。
2020 年 10 月	美国司法部对谷歌提起反垄断诉讼，指控谷歌非法实施反竞争行为维护垄断地位。
2020 年 12 月	美国 30 多个州的总检察长对谷歌提起反垄断诉讼，指控谷歌通过排除竞争来维持其在通用搜索市场、搜索广告市场和通用搜索文字广告市场上的垄断地位。
2020 年 12 月	美国 10 个州的总检察长对谷歌提起反垄断诉讼，指控谷歌的广告技术存在反竞争行为，同时与 Facebook 可能存在共谋的情况。

资料来源：《2020 年度平台经济领域反垄断事件盘点》—刘晓春、王敏昊，《数字经济时代互联网企业滥用市场支配地位的反垄断法规制——以欧盟谷歌案为例》—寇韵樾、任超，《竞争政策执法：保护还是抑制企业创新？——“谷歌比较购物案”引发的理论分歧及对中国的启示》—白让让，国家市场监督管理总局，中国信息通信研究院，观察者网，天风证券研究所整理

➤ 从超额收益和估值来看：反垄断进程、基本面长期稳健增长、深厚的技术储备融合下，公司估值呈现“波浪式”上行趋势

谷歌长期处于反垄断调查中，监管机构指控和处罚导致短期估值回调、超额收益下降，短暂波动后回归原有路径。从波动幅度来看，“业务分拆”（尽管无约束力）市场敏感度同样高于大额罚款。从中长期来看，基本面长期稳健增长、深厚的技术储备、以及短期监管导致的波动，共同融合下，公司估值水平呈现出“波浪式”上行趋势。

图 8：谷歌超额收益和 PE 估值



资料来源：彭博，天风证券研究所

- 从基本面来看：基本面增长轨迹相对稳定，大额罚款体现为 3 个季度的一次性损益，坚定研发投入，深厚技术积累，可持续增长潜力强劲

2010 年之前，谷歌以搜索业务核心算法优势为基础，陆续在广告（AdSense）、视频（YouTube）、浏览器（Chrome）、移动操作系统（Android）等领域广泛占据重要市场份额，奠定互联网地位。伴随着商业化程度提升，收入和利润规模显著增长。

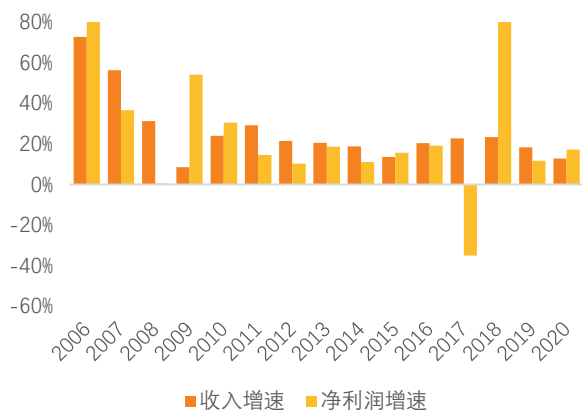
2011 年谷歌第一次架构调整，创始人下放更多决策权给六大成熟业务（移动、社交、浏览器、视频、搜索、广告），2011-2014 年，收入增速区间 19%-29%（CAGR 为 22%），利润增速维持在 10%-19% 区间（CAGR 约 14%）。

2015 年谷歌第二次架构调整，成立母公司 Alphabet，分离原谷歌核心业务与其他业务。创新科技业务合组为 Other Bets，经营独立性和激励机制明显改善。2015-2020 年收入增速区间为（13%-23%）CAGR 约 18%；净利润 CAGR 约 19%，盈利水平企稳。

整体来看，2010 年以来谷歌整体保持了相对稳定的收入增长，税改因素和欧委会罚款导致短期业绩波动，但未观察到基本面长期增长轨迹发生显著改变。

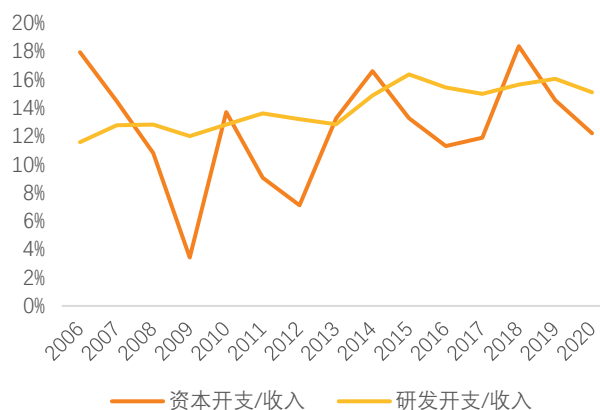
值得注意的是，尽管过去十年间，谷歌总体处于频繁的反垄断调查中，公司研发开支占比整体上行趋势，技术积累深厚。不仅确保核心搜索业务长期竞争力，也在多个未来具备广阔应用前景的领域形成领先优势，其中未来商业化将有梯度的逐步呈现（云计算、自动驾驶、人工智能），长期增长前景具备想象空间。

图 9：谷歌收入和净利润增速



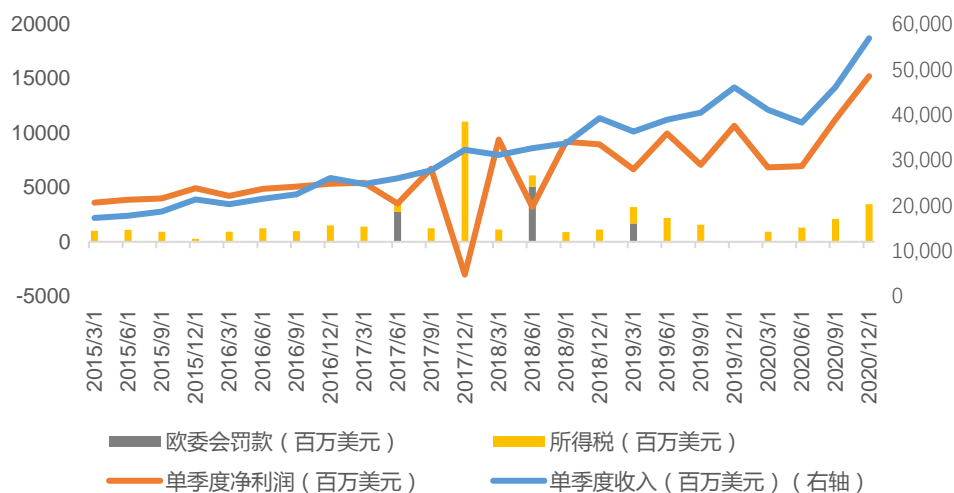
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 10：谷歌资本开支、研发开支收入占比



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 11：谷歌单季度收入、净利润、欧委会罚款、所得税金额



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 投资建议

我国平台经济领域反垄断监管进入常态化阶段，温和积极引导市场有序竞争，激发企业创新动力。复盘微软和谷歌的案例发现，虽然反垄断监管可能会对企业短期经营和估值存在一定影响，但中长期价值变化仍将回归基本面，科技龙头综合实力雄厚，具备持续技术投入的基础，拥抱创新将为企业持续繁荣的提供坚实基础。

建议关注基本面稳健、估值具备相对安全边际的龙头公司，如腾讯控股；受益于电商竞争环境改善的头部企业，如拼多多、快手等；以及垂直领域新兴竞争者和上下游服务供应商，如中国有赞、微盟集团等。

4. 风险提示

- 1) 反垄断监管力度超预期；
- 2) 互联网平台业务跨领域延伸放缓；
- 3) 电商行业竞争加剧；
- 4) 互联网平台公司部分收购无法通过监管；
- 5) 我们的对比研究方法存在局限性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com