

21世纪经济报道记者李览青 上海报道

自2020年12月启动整改计划后，蚂蚁集团公司治理层面的整改又落一子。

1月7日，蚂蚁集团官网发布《蚂蚁集团关于持续完善公司治理的公告》提到，蚂蚁集团拟在董事会和股东层面采取一系列升级举措，包括引入第五名独立董事，股东上层结构调整、推动股东投票权与经济利益相匹配等。

其中，股东层面股东投票权的变化备受市场关注。目前马云、井贤栋、胡晓明、蒋芳等四人已终止在杭州云铂投资咨询有限公司（以下简称“杭州云铂”）层面的一致行动协议，而由杭州云铂控制的两家公司杭州君瀚股权投资合伙企业（有限合伙）和杭州君澳股权投资合伙企业（有限合伙）将分拆为受两家不同普通合伙人企业分别控制；相关普通合伙人公司股东由创始人马云及其一致行动人，变更为蚂蚁集团管理层、员工代表和创始人马云的组合。

这意味着，不再存在任何直接或间接股东单一或共同控制蚂蚁集团的情形。同时，马云的股份表决权从53.46%调整为6.208%。

随着马云“淡出”蚂蚁集团，市场关注的一大焦点在于，蚂蚁集团在实控人变更后至少一年内无法推进IPO。

与此同时，多位受访对象向21世纪经济报道记者指出了其对蚂蚁集团整改后的估值担忧。“从IPO上市的角度，这家公司的故事可能不再性感了。”一位券商投行部门相关人士表示。

三大板块整改持续推进

在整改后，未来蚂蚁集团三大业务板块承担的角色均发生变化。

据2020年蚂蚁集团科创板IPO招股书显示，公司业务板块包括数字支付与商家服务、数字金融科技平台、创新业务及其他等三大板块，其中，数字金融科技平台的收入从2017年起年增速超过40%，自2019年后就成为蚂蚁集团的营收支柱。

蚂蚁集团的数字金融科技平台收入包括微贷科技平台、理财科技平台、保险科技平台等三部分，微贷科技平台包括蚂蚁集团旗下两张小额贷款牌照和两家微贷技术服务商；理财科技平台主要包括天弘基金和蚂蚁（杭州）基金销售有限公司；保险科技平台主要包括国泰财险。

但在蚂蚁集团的整改方案中，这一营收支柱受到的冲击最大。

据央行2021年4月披露，蚂蚁集团整改方案的主要内容包括五大方面：纠正支付业务不正当竞争行为、打破信息垄断、蚂蚁集团整体申设为金融控股公司、控制高杠杆和风险传染严格落实审慎监管要求、管控重要基金产品流动性风险主动压降余额宝余额。

21世纪经济报道记者梳理蚂蚁集团整改进展发现，目前多项进展已基本完成。

在各项业务整改中，
微贷科技平台的整改最为核心，主要体现为消费金融、个人征信、金融控股等三张牌照的设立与增资。

目前蚂蚁已对“花呗”、“借呗”实施品牌隔离，由银行等金融机构单独出资部分更名为“信用购”，原来由两家小贷公司运营的“花呗”、“借呗”等蚂蚁自营的消费金融业务将移至重庆蚂蚁消费金融有限公司旗下。2022年12月30日，重庆银保监局同意蚂蚁消金增加注册资本及调整股权结构，蚂蚁消金注册资本由80亿元增至185亿元。

征信业务整改方面，2021年11月，央行发布关于全国第三家市场化个人征信机构“钱塘征信有限公司”相关情况的公示，蚂蚁集团与浙江省旅游投资集团有限公司分别控股35%并列为第一大股东，但截至目前历时一年征信牌照仍未正式获批。此外，蚂蚁集团称将整体申设金融控股公司，但目前金控牌照尚未落地。

数字支付与商家服务方面，
近年来支付宝有序开放支付接口推动
互联互通

，2021年，支付宝向银联云闪付开放了线上场景，在线下实现多个城市收款码扫码互认；去年11月，支付宝转账功能相关界面已出现“转微信好友”相关功能，该项服务仍在进一步完善。同时为响应监管减费让利要求，支付宝收钱码提现继续免费、部分商户网络支付服务费优惠等政策实施至2024年9月底。

理财科技与保险科技层面，天弘基金自2021年以来持续压降规模，据天弘基金2022年三季报数据显示，截至2022年9月30日，其管理的货币基金资产规模约为7590亿元，已降至万亿规模之下。保险科技板块中“相互宝”产品已于2022年1月28日关停。

IPO两大难题：上市推迟、估值下降

1月7日下午，在蚂蚁集团公告后，中国人民银行党委书记、中国银行保险监督管理委员会主席郭树清在接受新华社记者采访时提到，14家平台企业金融业务专项整改已经基本完成，少数遗留问题也正在抓紧解决，后续将实行常态化监管，鼓励平台企业合规经营，在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。

这被认为是平台企业金融业务专项整改即将落幕的信号，也引发市场对蚂蚁集团重启IPO的期待。对此，蚂蚁集团方面回应表示，目前公司仍专注整改和业务升级，没有启动上市计划。

在1月9日周一开盘后，多只蚂蚁集团概念股上涨。据南财金融终端主题库数据显示，截至收盘时蚂蚁集团概念股板块涨幅0.54%，盘中最高涨幅1.13%，其中君正集团（601216.SH）、朗新科技（300682.SZ）涨幅分别为9.93%、8.38%。

不过蚂蚁集团的IPO进程推迟已成定局。

多位券商投行部门人士向记者表示，根据证监会对企业IPO的相关规定，若按此前计划赴科创板上市，需符合实控人两年内没有发生变更这一条件，若在主板上市则实控人三年内不得变更，而赴港上市的期限规定要求为一年。

与此同时，蚂蚁集团的估值下降也成为其面临的下一个难题。

2020年7月，蚂蚁集团宣布启动在上交所科创板与港交所主板启动同步发行上市的计划，在此之前的2015年、2016年、2018年，蚂蚁分别完成A轮（约18.5亿美元）、B轮（约45亿美元）和C轮（约140亿美元）融资，据彼时媒体报道，在C轮融资结束时蚂蚁集团的整体公司估值水平约为1500亿美元，而富达投资此前对蚂蚁集团的估值一度达到2350亿美元。

然而在经过整改后，蚂蚁集团估值正在下降

，如富达投资已将公司估值下调至700亿美元，贝莱德集团将公司估值下调至1510亿美元。

整改背后的估值逻辑

在“金融的归金融、科技的归科技”这一要求下，蚂蚁集团的定位已从“金融科技公司”转向“互联网开放平台”。然而，在平台整改推进后，为何估值反而大幅缩水？

多位券商投行部门人士向记者表示，在蚂蚁集团整体申设金融控股公司后，“谁上

市“上哪个板”成为影响公司估值的首要问题。

有受访对象表示，蚂蚁集团未来可能面临金控公司整体上市和业务板块拆分上市两个选择，若以整体金控公司上市，重资本的部分以PB方法估值，即侧重从资本的盈利能力体现公司价值，但像银行股的估值不会过高。

若将业务板块拆分上市，可能涉及科技板块与支付板块两大部分。

“在中国的资本市场中，科创板的PE倍数是最高的。”某券商投行部门相关人士告诉记者，以PE估值侧重于看公司未来的发展前景与盈利能力，较高的市盈率表明投资人对公司未来的价值增长保有信心，因此尽管科创板对公司目前的盈利要求不高，但需要有硬科技与较为明确的未来前景，从PE的估值倍数来看，创业板次之、主板再次，而港交所对科技企业的估值普遍低于A股。

“过去蚂蚁集团向科创板递交招股书，是为了强调科技属性以PE估值方法募得更多资金。

”另一位业内人士表示，PE估值的底层逻辑是风险溢价和业绩增速，特别是一些互联网金融公司转向轻资本模式的科技公司后，估值增长，是由于其平台的规模效应，使得市场对业绩增速和规模增长的确定性抱有想象空间。

。但蚂蚁的金融业务特别是资本杠杆率受到强监管后，其核心微贷科技业务业绩增长受制，从而限制了投资者对公司的想象空间。

对于科创板支持的硬科技，主要集中于蚂蚁的创新业务及其他领域。

。在此前招股书中，蚂蚁集团表示“由于公司的蚂蚁链技术服务、金融云技术服务等涉及的相关技术均属于业内较为创新的技术应用，且行业整体对该等新技术的商业化模式（包括具体服务对象、服务内容、收入模式等）仍在探索早期，因此该业务板块目前尚无行业内成熟的可比公司。”其衡量公司核心竞争力的指标包括对技术的持续投入及储备、扩展商业化应用场景的能力等。“一部分创新技术应用目前在战略投入阶段，甚至没有形成商业化落地，这在一定程度上也影响了公司估值。”某券商团队非银分析师向记者表示。

对于蚂蚁集团的支付业务，德邦证券、国信证券等多家券商非银团队分析师同样在研报中提到，其定位更倾向于基础设施服务，而非利润中心

。“蚂蚁集团或将继续加大数字生活领域的构建投入，例如引导个体小微商户将个人码升级为商户码，为激励商户升级，支付宝的相关费用支出或将增加。”德邦证券分析师吴开达在相关研报中指出。

更多内容请下载21财经APP