

## 清科快评：A 股热潮刺激中概股回归，暴风科技或引领 VIE 回国

清科研究中心 2015-04-27 陈斐

2015 年 3 月 24 日暴风科技顺利回归 A 股，给其它有想境内上市的中概股企业提供了成功典范。2015 年初新《外国投资法》草案把国外实际控制主体纳入监管范围，受新政影响，利用 VIE 架构海外上市的互联网企业风险提升，一方面 VIE 架构中概股企业熄火；另一方面境内金融改革，上市环境逐渐宽松，注册制即将落地或者放宽盈利性等限制，给尚未盈利却发展空间巨大的互联网企业境内上市带来希望；最后，A 股保持涨势等利好信息，能够给互联网中概股以较好的估值，获得更多融资额。

基于上述因素，拆除 VIE 架构，放弃境外上市而转为境内上市的互联网公司已不是个案。成功上市的案例亦有，六间房拆除 VIE 架构回归 A 股市场。筹备或已经拆除 VIE 架构，从准备境外上市转为境内上市的有，百合网和融 360。百合网辗转三年，决定将原境外 VIE 模式改制为符合国内上市标准的内资结构，筹划在国内上市。此外，消息称互联网金融公司融 360，计划拆解原有的协议控制结构，变更为“合资公司”，并考虑 A 股上市。

### VIE 架构风险凸显，注册制改革、高市盈率吸引 VIE 结构企业回归 A 股

新《外国投资法》草案从监管上对 VIE 架构进行了收紧，迫使“灰色”地带的企业放弃这一原本就是为了绕开监管而设计的控制结构。近期注册制的明朗化，从源头上吸引互联网企业等创新型企业通过国内上市融资，支持企业进一步发展。在注册制下，监管机构将不再进行实质性审核，即取消股票发行的持续盈利条件、降低小微企业和创新型企业的上市门槛。如果在注册制推行后互联网企业能够直接在 A 股上市，那么将直接打开境内财务投资人退出通道，极大地加强创新型公司对人民币基金参与早期投资的吸引力，从而理顺创新型企业从初创阶段到成长阶段的融资链条。

另外，A 股的高市盈率也是吸引 VIE 结构企业回归 A 股的重要原因。随着国内资本市场的不断完善以及去年以来的牛市行情，境内上市公司的估值已经处于较高水平，国内资本市场能给互联网公司更高的市盈率。截至 2015 年 3 月 26 日，创业板全部股票市盈率中位数为 90 倍，其中互联网企业市盈率最低也达到 56 倍。而美国上市的中国互联网公司中，仅有携程（204 倍）、58 同城（188 倍）和唯品会（118 倍）超过这一数值。腾讯在香港是 30 倍，阿里和百度在美国分别是 50 和 40 倍，而在国内的乐视是 220 倍。

从企业长远利益来讲，互联网企业的用户大部分还是在国内，在 A 股上市，离国内用户更近。相比美国股民，国内股民对中国公司更加了解。这也是很多国内互联网公司在美国股市被严重低估的原因。

## 暴风科技历时一年半顺利拆除 VIE 架构，成功上市创业板

2015 年 3 月 24 日暴风科技登陆创业板，开盘价为 9.43 元，较发行价上涨 32%。开盘后股价迅速升至 10.28 元，封停当日最大涨幅 44%，以此计算公司市值达 12.34 亿元。A 股的诱人估值引发中概科技公司回归的欲望，暴风科技为业内提供了拆除“VIE 结构”成功范例。

暴风科技从搭建 VIE 架构到成功拆除过程：

2006 年 5 月，内资企业酷热科技（冯鑫团队设立的视频软件开发、运营主体）的创业团队在投资人指导下设立了境外公司 Kuree。

2006 年 7 月，Kuree 在中国大陆注册成立全资子公司互软科技（即 WOFE）。Kuree、互软科技分别与酷热科技、暴风网际及其股东签署一系列协议，使 Kuree 能够享有酷热科技的收益，这就是所谓的 VIE 架构。

2010 年 12 月，暴风科技开始拆除 VIE 架构。中信证券旗下金石投资等中资“接盘侠”出场了。

2010 年 12 月，金石投资、和谐成长向 Kuree 购买 VIE 架构核心平台——互软科技 100% 股权。互软科技从外商独资企业（WOFE）变更为内资企业。

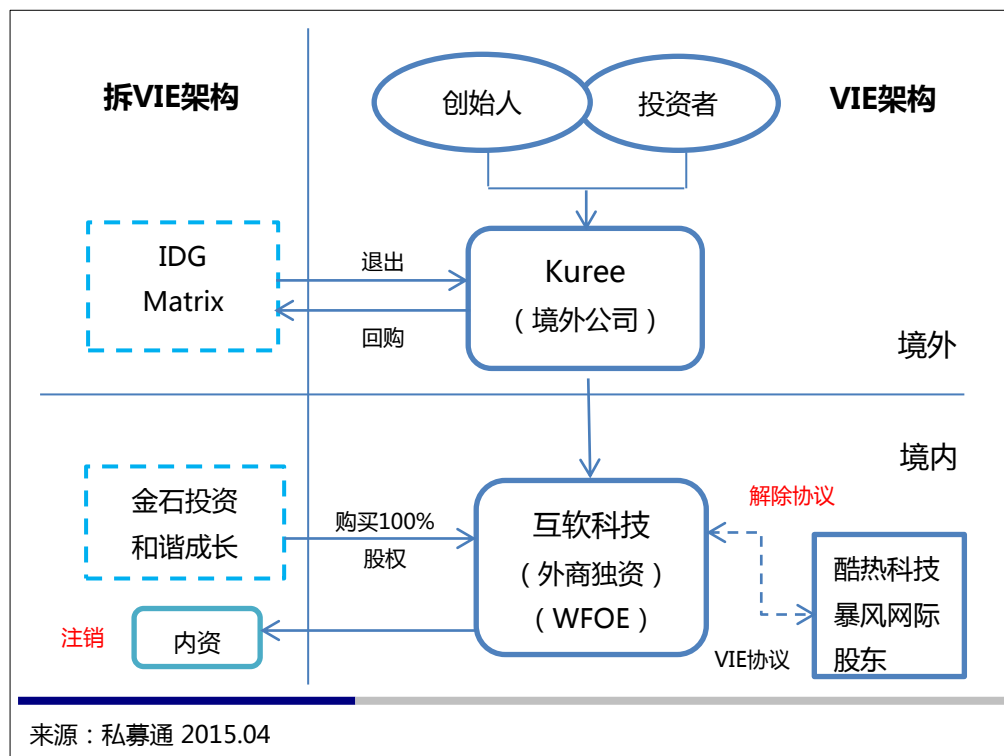
同时，Kuree、互软科技、暴风网际、酷热科技及其各自股东终止了相关的全部 VIE 协议。

2011 年 7 月，Kuree 以 4148.3 万美元在境外从 IDG 及 Matrix 回购所有股份，两家投资机构获利退出。

最后一步是将 VIE 架构下相关公司（酷热科技、互软科技等）注销。

截至 2012 年 5 月，历时一年半的 VIE 架构拆除工作全部完成，没有留下任何债权、债务后患。

图 1. 暴风影音 VIE 架构拆除过程



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_15317](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15317)

