

责编 方彬楠 实习编辑 张晗 美编 张彬 责校 李爽 电话:64101880 kua.jia.o.gao@163.com



字节跳动的“薛定谔上市”

“跑得最重要”，张一鸣还担任字节跳动CEO时曾说过这样一句话。这句话在一定程度上贯穿了字节跳动的十年，从成立时的籍籍无名，到算法为王站稳脚跟后的疯狂扩张。

数轮融资之后，这个超级独角兽选择上市顺理成章。从江湖人称“IPO专业户”的高准上任CFO，到字节跳动（香港）有限公司被曝已更名为抖音集团（香港）有限公司，尽管对于上市的决定只字未提，一系列的举动难免让外界浮想联翩。三番五次释放信号又一再辟谣，在上市的问题上，字节跳动的答案始终暧昧。

追溯并复盘过去一年多来的轨迹，便能捕捉到字节跳动与上市决定之间复杂权衡的蛛丝马迹：一方面是蒸蒸日上的高估值出现了“滑坡”的迹象；“去肥增瘦”战略意味深长；另一方面是月活天花板之下，广告收入如果增长停滞，与上市擦肩后如何变现？

1 一次不同寻常的回购

今年8月31日，面对四起的上市传闻，晚点LatePost报道称，字节跳动CFO高准在新一期All Hands（员工面对面）交流中表示，字节跳动目前没有具体的上市计划，也没有上市的时间表。

上市再度“搁浅”后的半个多月，字节跳动做出了两个动作，耐人寻味。

一个面向股东，一个面向员工。经知情人士确认，9月中旬，字节跳动计划使用不超过30亿美元现金回购现有股东的部分股票，价格不低于177美元/股，对应公司估值不超过3000亿美元，股东可按照各自持股比例申请参与。

此外，股东会还将修订员工期权激励计划，将这一本应该在今年8月1日到期的计划延长10年，同时将再拿出公司全部股份的1%，扩大员工预留期权池，员工有机会获得更多公司股票。

不同于员工期权回购计划的常态化，字节跳动面向股东回购股票的举动尚属首次。据悉，字节跳动的公司章程显示，如果公司未上市，那么从今年11月开始，部分优先股投资人有权要求该公司以现金赎回他们的股权。

围绕上市，这两个动作似乎走向了另一个方向。在接受北京商报记者的采访时，专注美股投资分析和合首创（香港）执行董事陈达解读称，回购和上市是相反的两个动作，回购股东的股票和扩大员工预留期权池在逻辑上

则是一致的，也就是说字节跳动目前是不缺钱的。按照一般的情况来看，企业上市是为了扩张，如果这家企业不仅不扩张反而业务收缩，同时它又不缺钱，那么可能的原因就是股东要变现。

事实上，一级市场对待字节跳动的态度也发生了微妙的变化。2021年11月，彭博社报道称，字节跳动最早也是最大的投资者之一海纳国际集团正寻求出售5亿美元股票，另一名股东已出售了其所持股份，对该公司的估值在3600亿-3700亿美元之间。

天眼查显示，2012年7月，刚刚成立不久的字节跳动完成100万美元的A轮融资，投资方为海纳亚洲创投基金，也就是海纳国际集团的全资子公司。成立十年间，字节跳动获得数轮融资，金额超过70亿美元。

稳定军心，这是调皮电商创始人冯华魁的概括。在他看来，字节跳动成立的时间已经足够久了，一般的风险投资回报周期大概就是七八年的时间。目前字节跳动回应尚无具体的上市计划，那么为了满足股东的变现需求，自然会作出回购的做法，同时告诉大家公司的稳定性、发展前景都很好。

“而扩大员工预留期权池也是一样的道理，就是将更多的股权给更多的员工，让大家有信心跟公司一起奋斗，不会因为与自己的预期发展进程不符而动摇，未来仍有变现的空间。”冯华魁称。

2 字节跳动犹豫什么

资本市场向来不讲究长情，投资者也并不是一直陪着字节跳动，特别是在上市传闻真真假假的情况下。

今年4月，CFO的职位空缺5个月之后，接替张一鸣成为字节跳动新CEO的梁汝波宣布世达国际律师事务所高级合伙人高准将加入字节跳动担任CFO。据悉，世达国际被称为“中概股之王”，而高准则为100多家公司的上市和其他资本市场融资项目提供过法律服务，对象包括美团、京东、拼多多、小米等。

一个月后，字节跳动（香港）有限公司被曝已更名为抖音集团（香港）有限公司，生效时间为2022年5月6日。

接二连三的操作似乎让外界再次捕捉到了字节跳动可能选择的上市方式。陈达分析称，字节跳动上市肯定要追求更高的估值，而随着抖音在字节跳动中的占比不断扩大，字节跳动自然也要考虑是否要将更优质的资产拆出来独立上市，如果与其他的业务一起上市，可能会拖累抖音的估值。

直到今年8月底，字节跳动再次“粉碎”了自己的上市传言。

在互联网大平台中，字节跳动是唯一一家没上市的互联网独角兽。从2020年开始，字节跳动似乎一直“在上市”。冯华魁分析称，作为一家互联网企业，字节跳动吸收了大量融资、风险投资，又给了员工期权，况且自己做得也很好，字节跳动不可能不上市，只是目前不急上市而已。

2021年6月，字节跳动首次披露其财务信息。数据显示，该公司在2020年全年实现营收2366亿元，同比增长111%；相比之下，百度同期营收

1070亿元，阿里超过5000亿元，腾讯为4820亿元，京东7468亿元，而拼多多则为594亿元。

上市还差什么？香颂资本执行董事沈萌表示，如果字节跳动去香港上市的话，香港股市行情受美股科技股板块行情的影响，处于相对较低的环境，如果投资者不是必须要在上市和更低估值之间取舍的话，大多数投资机构都不会要求立即上市套现。

“而且从融资的角度来说，字节跳动走私募融资的难度也不大，没必要一定要去公开市场上进行募资。毕竟相比于公开市场价格剧烈的波动，在私募市场只要投资者认可企业未来的增长空间，那么就会给出较高的估值。”沈萌称。

时机不到，不等于这一选项被排除，剥离抖音单独赴港上市，仍旧是外界对于字节跳动上市之路的最大猜想。

易方资本创办人及投资总监王华对北京商报记者分析称，剥离抖音独立上市的概率是比较高的，因为字节跳动有很多业务板块，其中抖音是最受欢迎的，本身也比较赚钱，相比之下，其他业务可能需要字节跳动花费更多的时间和资源进行开发，而且单独用抖音上市的话，估值也会比较高，且不会存在控股公司折让（Holding Company Discount）。

至于港股的可能性高，王华认为，一方面在于很多在美国上市的公司已经陆续回到港股了；另一方面也在于海外投资人可能也更倾向于港股，而港股也会更倾向于单独产业的公司，对字节跳动的估值会更友好。此外，香港使用的也是抖音，在地域熟悉的角度的看抖音在香港上市也很自然了。鉴于抖音的经营及现金流情况，预计未来可能会按照正常的途径选择主板上市。

3 “去肥增瘦”下的增长瓶颈

在上市问题上几次“反水”，字节跳动的估值也一再起伏。今年7月，据彭博社报道，最近几周，字节跳动的估值跌破了3000亿美元，较去年相比至少下跌了25%。

“一二级市场其实出现了倒挂的情况。”陈达提到，过去这两年中概股走得很快，特别是在2020年美联储放水之后，钱像潮水一样横冲直撞，一级市场出现了僧多粥少的情况，就把企业的估值抬得特别高。

而伴随着移动互联网红利充分释放，短视频也逐渐迎来了用户的天花板。有媒体报道称，自2020年6月抖音公布DAU过6亿以来，主站DAU并无明显增长，有限的增长主要靠社交和直播拉动。截至2021年9月，抖音系DAU增长至约6.4亿，其中主站约5亿，极速版约1.4亿。

而对于数据的真实性及相关业务情况等，北京商报记者联系了字节跳

动，但截至发稿未得到相关回复。

“我们可能要接受，在未来五年内，都不会有太大的增长。”张一鸣曾在内部讲话中如此预料，彼时他鼓励大家保持“平常心”。8月31日，抖音集团董事长张利东再次重申了保持“平常心”的重要性。

庞大的数据所涉及到的安全隐患，教育板块的割肉，多重业务所带来的重负。就像梁汝波在员工面对面上提到的，字节在过去一年有很多业务未达预期，接下来公司会加大对重点项目的投入，减少对非核心项目的投入。

针对具体业务线调整及工作安排，北京商报记者辗转联系了多位在任职及已离职员工，对方均三缄其口，并表示：非常不方便透露。

浙江大学国际联合商学院数字经济与金融创新研究中心联席主任、研究员盘和林分析称，当前字节跳动的流量都

在向抖音集中，但除了抖音之外的板块增长趋缓，新旧板块裁员增加。

抖音则因为之前和国外tiktok切割，其业务覆盖区域减少，使得抖音的总业务量相较于过去减少。而由于在内容生产领域监管加强，当前头条系旗下产品未来发展存在一定的不确定性，这些都是字节跳动近期的业务状况。

过去“大力出奇效”的产品法则开始被“去肥增瘦”所替代。教育板块、游戏板块、投资板块、商业化团队、人才发展中心团队纷纷“中招”。就连“爆款App工厂”的影子也已经逐渐被稀释，包括对标小红书的“可颂”、虚拟社区“派对岛”等App低调上架后又无声地消失。

在业务方面，梁汝波的态度是，项目过多会挤占现有资源，因此要求团队高度关注业务本身，并强调“业务的高度优于宽度”。

4 抖音电商不做“过路财神”

在外界的第一反应中，抖音就是字节跳动“最高”的存在。这也是当字节跳动（香港）有限公司被曝已更名为抖音集团（香港）有限公司后，人们纷纷猜测字节跳动要将抖音分拆独立上市的原因所在。

数据显示，字节跳动2020年2366亿元总营收中，广告业务收入为1831亿元，占比为77.4%，其中抖音贡献近60%的广告总收入，头条贡献了20%。

但随着移动互联网的发展，短视频可能也到了瓶颈期。去年11月，有媒体报道称，字节跳动商业化产品部召开全员大会，期间提到字节跳动国内广告收入过去半年停止增长，这是自2013年字节跳动开启商业化以来，首次出现广告收入停止增长的情况。对此字节跳动曾回应第一财经称：“不予置评”。

抖音也要寻找新高度，而这个高度或许在电商。据悉，字节跳动曾推出独立电商App“抖音盒子”，但一度被传出即将暂停运营的消息，尽管字节跳动官方否认，独立电商之路可能走不通的信号

却已经十分明显。相比起来，镶嵌在抖音内部的商城，或许才是破题之法。

今年5月，在抖音电商第二届生态大会上，抖音电商总裁魏雯雯公布了2021年5月1日-2022年4月30日抖音电商经营数据：GMV达同期的3.2倍，售出超100亿件商品。与此同时，魏雯雯也公布，将升级兴趣电商到全域兴趣电商阶段。

起初，抖音与电商的联系靠的是导流，但既然流量在自己手中，导给别人做可以，自己做什么不可以？2020年6月，字节跳动发布抖音电商品牌，紧接着的就是提高第三方商品链接服务费，之后完全切断直播间接第三方链接。

冯华魁预测，今年抖音电商GMV大概可以达到1.8万亿元左右，按照它的发展速度，明年可能达到2.6万-2.7万亿元的规模，五年左右的时间，很有可能会逐渐超越拼多多，再超越京东，最终与阿里的规模不相上下。

至于为何要下功夫做电商，冯华魁分析称，抖音走红五六年来，还没有另一

个现象级产品出来，所以从自身的结构上讲，字节跳动可能也需要做一些调整。除了规模以外，发展电商会给字节跳动带来更大的稳定性。

比如疫情之下很多企业的广告投放少了，商家仍愿意通过花钱换一些销量，这属于一种刚需，换句话说品牌广告没有效果广告稳定，映射在字节跳动上就是抖音电商是能够抵御风险的业务存在，可以让自己的客户结构更坚实。

电商所带来的不只是客户和广告，这其中还包含用户运营、商品运营等。如果到了如此大的体量，字节跳动还只把自己的流量卖给别人，那么他一来赚钱少，二来也容易受制于人。有了方向，压力给到了变现的实际问题：“靠着导入流量和广告，字节跳动的营收更多是依靠第三方支持的，就像是‘过路财神’。”冯华魁说。不过沈萌也提出了另一种看法，抖音想做电商其实是受到了对手的“刺激”，那么字节跳动还有什么更新的“招式”？

5 金融布局“口嫌体正直”

对于字节跳动来说，电商变现，发力金融或是最快的一种方式。

其中，支付和消费金融，又是字节跳动近两年金融版图中的两大重头戏。自2020年获牌以后，字节跳动左手小贷右手支付，借助抖音短视频电商，上线自营支付产品抖音支付，而后又重推先买后付产品“DOU分期”（目前已更名为“抖音月付”）和消费信贷产品“放心借”。

抖音集团相关负责人告诉北京商报记者，金融相关业务并非抖音集团的发展重点，而是将其定位于满足抖音体系内电商、生活服务场景的通用需求的服务。

比如，用户在直播间、抖音小店中购物时可以选择抖音支付，并享受退货运费险服务等；又如，商家可通过商户贷等解决经营备货、订单提前收款、客户触达等资金周转需求。

“字节跳动的金融布局有明确目的，那就是降低成本、提高盈利，另外观察布局轨迹来看，也有一个很明显的点，即

“缺什么补什么。”博通咨询金融资深分析师王蓬博如是评价。在金融布局上，字节跳动凭借强大的流量优势，前期主要采取导流的商业模式，但流量见顶、增长瓶颈渐显后，“发力金融增量无疑是一项重要突破口”。

事实上，字节金融在金融布局上一向“口嫌体正直”。尽管曾经声称不做金融，但近几年却在该领域频频落子，虽回应非集团发展重点，但自身在营销和资本上均未落下。

就在9月25日，抖音平台上不管是抖音月付还是放心借，都推出不少拉新营销活动，其中放心借推出“邀好友赚红包”，只要用户成功邀请一人激活放心借额度，就可获得30元红包；抖音月付则每邀一位新用户成功开通，该用户即可得500月付金，被邀请好友也可得最高15元立减券。

这些产品主要通过中融小贷展业，从曾经的名不见经传，仅不到三年时间，字节跳动仅凭一己之力就将其发展为行

业头部。字节跳动也在多渠道补小贷“弹药”。仅在ABS发行上，近2个月来，字节跳动发行量已赶超京东和美团，以3单共300亿元拔得头筹。

终究，字节跳动还是放不下金融。据北京商报记者不完全统计，除2021年被放弃的证券业务，截至目前，字节跳动已集齐第三方支付、网络小贷、保险经纪、商业保理等多项金融牌照，推出的产品包括放心借、抖音月付、抖音支付、抖音信用卡、保险服务等。

不过，对于瞄准全场景流量变现的字节跳动来说，目前这些牌照仍然不够，关键牌照的缺口也成为字节跳动金融迈进一步的关键。

就在近期，有知情人士告诉北京商报记者，字节跳动已经和多家持牌消费金融公司沟通收购事项，但因部分意见分歧暂时搁置。除此之外，作为信贷业务关键一环的个人征信牌照，字节跳动也处于缺位状态。北京商报记者 杨月涵 刘四红