



“这一杯,谁不爱”,瑞幸咖啡的这句广告语曾经耳熟能详。  
自4月2日瑞幸咖啡自曝造假事件开始,4月7日(周二)美股盘初,做空机构Wolfpack Research(业内称为“群狼”)发布了一份长达37页的报告,直指爱奇艺(IQ.US)涉嫌通过会计手段虚增营收和夸大用户数量。这一周,不仅瑞幸自身股价大跌、面临退市,还牵连到了整个中概股板块,造成了“这一杯,谁不怕”的尴尬局面。

齐鲁晚报·齐鲁壹点  
记者 张嶙 任磊磊 郭春雨

## 一波未平一波又起 37页报告直指爱奇艺

瑞幸咖啡在今年2月被浑水做空后股价坚挺,4月初突然自爆公司伪造了22亿元人民币的交易额。本周,美股上市的爱奇艺也被做空机构Wolfpack Research曝光称,爱奇艺夸大了营收和订阅用户数量。其报告主要是虚增日活、双会员额外计入营收、虚增广告收入、做高版权成本等几个方面。

报告中指出,爱奇艺将其2019年的营收夸大了约80亿元至130亿元(27%-44%),其向SEC报告的递延收入在2015年、2016年和2017年分别被夸大了261.7%、165.5%和86.2%。此外,做空机构浑水也在社交媒体上表示帮助Wolfpack Research调查爱奇艺长达一年,并已做空该股。

不过,这一次爱奇艺没有示弱,CEO龚宇在朋友圈发文“邪不压正,看最后谁赢”。之后,爱奇艺也向齐鲁晚报·齐鲁壹点发声明称,坚决否认第三方机构做空的所有质疑。

“关于今日第三方机构发表质疑爱奇艺的报告,其引用数据与结论严重失实,与实际不符,作为一个负责任的上市公司,我们披露的所有财务和运营数据均是真实的,符合SEC要求,我们对于所有不实指控,坚决否认,并保留法律追诉权力。”

有意思的是,这次“群狼”并没有得手。在报告发出后,爱奇艺股价一度下跌超过11%,但在声明回击后,股价回升,收盘上涨3.22%。早在4个月前,“群狼”对趣头条下手,反而让趣头条迎来股价翻倍。

同样在2月被做空的在线教育机构跟谁学于4月3日晚间发布财报,净利润暴增10倍不仅不被市场买账,股价反而大跌15.5%。今年2月26日,做空机构Grizzly Research发布了一份针对跟谁学的做空报告,认为其存在夸大盈利能力的问题。

过去的一周,随着瑞幸事件的持续发酵,中概股信任危机被逐渐推至台前。

为什么这段时间中概股频遭做空呢?

透镜公司研究创始人况玉清认为,其中一个很重要的原因是,前面有瑞幸“做垫脚”,“很多做空机构的做空报告,可能早就已经写完了,只是在等待一个好的时机来发布”。况玉清说,恰好前面有瑞幸做了一个铺垫,这样一来就引起了市场、国际投资者对中概股公司的一个信任危机。在这个信任危机的基础上,如果这个时候去做空中概股,容易起到一个放大恐慌的作用,能够加大做空效果。

广东凡德投资有限公司总经理陈尊德认为,还有资金链的原因。今年美股的整个市场表现得不是很好,指数下跌了大概30%。在资金链偏紧的情况下做空,陈尊德说,从2019年开始,中概股的整体走势比较强,在这波股指的下跌过程中,中概股表现得也比美股指数强,“这样的话,在二级市场的估值,就显得相对偏高。在

## 继瑞幸后爱奇艺等接连陷入“共振”

# 苦过咖啡的中概股



这种情况下,做空有一定的下跌空间,是一个比较好的时间点”。

## 一损俱损 海外市场也有“地图炮”

不得不说,海外资本市场这次真有点“地图炮”(常指地域攻击,或是以少数人的行为否定某个群体的行为)的感觉。从瑞幸咖啡到跟谁学再到爱奇艺,不管在海外上市的中国公司从事什么业务,在外国投资者眼中,他们都来自中国市场,也属于同一个“中概股”板块,因此瑞幸咖啡的影响还是很深远的。

刚刚接任京东总经理的徐雷为此在朋友圈直言不讳地表示:“(瑞幸)这样的中概股老鼠屎对中国企业的形象影响是破坏性的,对中国创业企业的负面影响是深远的。经此事,全社会很多经济成本会提高,因为信任已经被破坏了,而信任是最昂贵的。”

魅族前副总裁李楠也在微博上表示:“瑞幸其实不是用美国投资人的钱在补贴用户,实际上是

用中概股在全球最大资本市场的信用在套现。瑞幸这次财务造假,卖空内幕交易,浑水业务问题三级炸弹,八成挽回不了。所以纳斯达克的中概股信用,它也一口气给割了。”

中概股被集体针对并非新鲜事。2010年年末,纳斯达克上市公司大连绿诺,被出具空头报告,从此掀起一连串在美国资本市场上的做空及猎杀中概股狂潮。2011年5月,上市公司东南融通财务欺诈丑闻亦将中概股的猎杀季推向高潮。

一系列财务造假丑闻令中概股遭遇了严重的信任危机,不断公布的财报令美国投资者感到失望,大部分中概股的股价大幅下挫。2011年下半年,唯一登陆美股的土豆网开盘即遭遇破发,并连续下挫;在当时,迅雷、盛大文学、拉手网、凡客等多家企业取消了赴美IPO计划。部分公司的财务造假,让美股的中国公司遭遇前所未有的信任危机,中概股集体背上了黑锅。

可以说,信任就像一张纸,一

旦被揉皱,尽管能慢慢修复,但恢复到原状就很难了。

## 身正不怕影斜 中概股需“苦练内功”

从券商的角度来看,中概股受到牵连共振可以从两个方面去看,如果一些公司业务开展时间不长,且是靠所谓的模式性的东西上市的,其实后端或多或少会存在一些问题。但更多的中概股有着长期可靠业务,还是市场中比较重要的标的,也是国内投资所稀缺的标的。

“身正不怕影斜”。在瑞幸事件之后一段时间,一些业绩有问题的中概股可能还会遭到做空机构的攻击,但只要公司本身没有问题,股价会回到正常水平,而那些财务层面确实存在问题的机构,基于问题的大小,股价会受到不同程度的影响。

从个股角度分析,这次风波中,有公司自主曝出的业务是非主营业务,占比很小,对公司本身的影响也较小,大概率跌幅有限。

而爱奇艺被指存在利润放大,但目前该公司仍处于大幅亏损阶段,放大利润的动机不大,不过短期股价会有一定影响。

未来会持续受到影响的中概股,很可能是和瑞幸一样采取“烧钱扩张”商业模式的亏损企业。对于本就处于严峻大环境下持续烧钱亏损的中概股而言,无疑会导致国内外投资者重新审视中国这些企业,这意味着它们要在资本市场获得投资的难度将急剧加大,想在资本市场讲好故事并活下去势必会变得更艰难。一旦出现融资受阻,他们的商业模式可能也很难支撑企业走得更远。

成熟资本市场有较为完善的做空机制,而研究机构做空的动力来自于从个股下跌中获利,前提是市场认可做空报告中指控的内容,这往往需要详实的证据。一般来说,职业做空机构不会特别针对某一类股票或者行业反复操作。从这个意义上看,做空行为对中概股的影响幅度可控,中概股自身也要“苦练内功”,经得起时间检验,让投资者恢复信心。

## 后来者要转接代价 赴美上市难度加大

已在海外上市的中概股,只要自身有实力,受到的影响毕竟还是短期的。可对于那些正准备在美股上市的公司来说,瑞幸事件会不会影响中概股赴美IPO呢?

据安永《全球IPO最新信息》披露,2010年全年在美国上市的中国企业高达42家,退市的仅有3家;到了2011年中概股遭遇到大规模做空后,上市企业减少至14家,退市的企业数量激增到41家。而在2012年上半年退市的中概股公司数量便达到19家,全年仅唯品会和欢聚时代两家公司赴美IPO。

随着中概股的元气恢复,从近几年中概股IPO情况看,数量并未出现明显波动。自2018年4月7日至2020年4月7日的2年间,共有76只中概股采用存托凭证或普通股的方式成功赴美IPO,总体IPO数量增幅未出现明显波动。今年以来,中概股IPO数量为9只,2019年全年为36只,2018年为31只。

当中概股板块出现信任危机,新的企业再要上市,会承受额外的代价。

一方面,发行股票时很可能没有人要。另一方面,即便有人愿意买,也不会按照企业预期的价值,而是折价认购。比如唯品会,在2012年上市的时候,就是所谓的“流血上市”,估值极低。直到2014年,才逐渐恢复较为正常的估值水平。

此次瑞幸咖啡造假事件时间跨度、涉及金额等方面都比较严重,将给投资者留下负面印象,未来中资企业赴美上市难度将加大。这种难度体现在审查、监管更严厉,投资者更谨慎。如果此次瑞幸咖啡财务造假事件后,能让普通投资者认可监管部门对相关企业、中介机构等的严厉处罚、民事赔偿也能基本实现的话,那多少能起到一些亡羊补牢的作用,有利于后续投资者恢复信任。