



“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日瑞幸咖啡自爆造假事件开始，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 张頔 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，与实际情况不符，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，全社会很多的经济成本会提高，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钱在补贴用户，实际上是一

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，并继续下挫；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

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。从这个意义上讲，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，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，也是国内投资者所稀缺的标的。

“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。

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。