

# 扒扒浑水的皮竟让人如此无语

浑水研究,美国一家做空公司。所不同的是这个成立刚刚10年的公司起初做空美股上市公司,但在做空其他国家赴美上市公司鲜有成功后,怎么办?浑水把目标专门瞄准了中国赴美赴港上市公司,即中概股。

据说,成立以来的短短10年多,在做空的中概股中,有6家被摘牌,1家停牌5年。浑水与联合做空公司赚得盆满钵满。浑水研究做空中概股已经做上了瘾,赚翻了。

浑水研究,已经成为中概股的噩梦,已经成为悬在中概股头顶上的一把利剑,说不定掉到谁的头上。有必要扒扒浑水的皮,了解一下这个奇葩公司。

从2009年开始在北美资本市场当中,出现一家叫浑水研究公司(Muddy Waters Research),它先后发出真实的研究报告揭露了四家在北美上市的中国公司——东方纸业(ONP)、绿诺科技(RINO)、多元环球水务(DGW)和中国高速传媒(CCME),这四家公司在中国经营的民企因浑水公司的揭露导致股价大跌,分别被交易所停牌或摘牌。

2016年,浑水又瞄准了辉山乳业。浑水的工作人员走访了35个农场、5个生产设施,聘请了3名乳制品专家,与多个供应商谈话后,形成47页的调查报告得出的。浑水公司用无人机,记录了走访的全过程。

当天,辉山乳业股价暴跌90%。一小时内,市值蒸发了320亿港元,创下了港股史上最大跌幅。今年已经进入退市程序。

而布洛克和他的浑水,又一次赚得盆满钵满。

令人惊叹惊愕的是,浑水公司正常办公员工仅仅5人,竟然能够拨动起豪大的中概股公司,无一失手,只有一家打个平手。最最令人惊奇的是发起人的传奇。

浑水公司的创始人叫卡森·布洛克,最

早受华尔街投资人的父亲委托,来中国调查一家中概股公司——东方纸业值不值得投资。调查结果令布洛克大为吃惊。发现“东方纸业”存在严重数据造假,根本不值得投资。汇报给父亲后,父亲是做多投资人,既然不值得投资就算了,这就到底了。

然而,布洛克却不服气,感觉自己的辛苦劳动白费了。他竟然离开父亲公司单干。成立了律师、会计、财务专业人士等组成的调查小组。对东方纸业进行详细调查。2010年6月,布洛克团队发布了一份长达30页的报告。

在这份报告中,浑水公司指出,“东方纸业在2008年虚报收入27倍,2009年虚报收入40倍”。这份报告,把东方纸业的裤子都扒了个光。库房里唯一的存货,是一堆废纸,号称价值490万美元。

这份报告一出,东方纸业的股价下跌了50%。与此同时,美国证券交易委员会也开始对东方纸业进行调查。

转眼间搞倒一个公司。布洛克和他的浑水,一战成名。这次调查,花了布洛克6000多美金,但他什么都没捞到。

不过,专业做空公司纷纷找上门来要求与浑水合作。基本路径是:浑水研究负责调查中概股,出研究报告;专业做空公司融券、做空操作,利润分成。

为何专业做空公司要找浑水研究呢?过去专业做空公司基本是与融出股票的公司赌博。即:专业做空公司看空一家公司股票,从包括券商那里融券进来,而券商等融出公司肯定是看多看涨的。一个看跌看空,另一个看涨看多,二者是一个博弈过程。

如果做空公司卖出股票后,股票下跌50%,那么,做空公司仅仅将卖出时所得的一半资金买回股票,归还给融出股票的公

司,就大赚50%。反之,如果做空公司卖出股票后股票大涨50%,做空公司就必须追加50%以上的资金买回股票,归还给融出股票的公司。做空公司大赔,融出股票公司大赚。做空公司风险与获利对半。

现在做空专业公司找到浑水研究瞄准的中概股基本不会失手,那么二者就是只赚不赔,而不是无的放矢了。

有网友提问,那么融出股票做多的公司不是赔了吗?对的,但是,这些公司可以起诉诸如瑞幸咖啡造假公司进行巨额索赔。

浑水研究创始人布洛克也非常惊讶:不透明竟然也可以赚钱。后来把这句话放在网站上。言外之意,财报虚假不透明是赚钱机会,如果上市公司没有财报虚假而公开透明,那么浑水研究们的饭碗就砸了。

浑水公司是对一些违法违规、信息不透明、弄虚作假、欺骗投资者的上市公司在充分调查基础上,掌握证据后,选择时机予以披露,令其股价大跌,获取做空巨额利润。

浑水这种模式对大势依赖程度并不是那么高。可以这样说,熊市保赚,牛市照样能赚。特别是做空中概股,基本一抓一个准,基本都赚得盆满钵满。

这么多年浑水、香橼两大做空公司在做空中概股中基本没有失过手。许多中概股公司发表声明要起诉,至少至今没有看到胜诉和浑水香橼败诉赔偿的消息。

浑水做空一家公司仅调查往往需要最少半年以上,甚至一年以上。据说,浑水做空一家中概股公司,专门雇人在这家公司大门口蹲守半年时间,暗中察看进出货车数量与装载量,从中窥视生产是否正常。发现进出的货车就没有几趟,就此线索判断这家生产公司绝对存在虚假信息披露的问题。最终成功做空。

不做亏心事,就不怕半夜鬼敲门。真正惧怕的是那些弄虚作假、虚假信披、财务数据造假,欺骗市场与投资者的公司。让这些公司心惊胆颤,把这些在股市骗钱的公司揭露出来,岂不是大好事、正能量吗?

浑水创始人布洛克表示,因为我们的交易是围绕做空,所以和市场并没有太大相关性,我们的策略反而和市场存在一定的负相关。唯一需要注意的是,对于纯粹的做空策略而言,规模的扩展能力并不是特别强。

我再次建议将浑水做空机构作为一种监督机制引入到中国A股市场。这种有做空利益驱动的民间做空机构的监督力量是无比强大的,而且具有长久性持续性的动力。

对上市公司形成巨大的民间专业化以做空形式的监管公司队伍,这将对上市公司构成一股前所未有的监管约束力量,这股力量是内生的,是有强大源动力的。这就是“不透明也可以产生赚钱的机会。”这将与官方资本市场监管部门监管,媒体监管等形成犄角之势,让资本市场造假等违法者无可遁形。在这种做空巨大利益机制激励下,中国式浑水公司将会对中国上市公司形成堪比官方监督更大的监督力量。俗话说,无利不起早,有利忙断肠。只有获利机制透明,民间监督机制就会迅速发展起来。

当然,为了获取做空收益,对上市公司进行无中生有、污蔑陷害的情况肯定会发生,那么上市公司就应该拿起法律武器维护自身权益,状告民间做空机构并高额索赔。形成对做空公司的反向监督和约束。

不过,美国做空机构的浑水与香橼公司已经做空那么多公司,特别是做空那么多中概股,但至今没有看到成为被告或输过官司的报道。

## 瑞幸为什么需要造假



商业历史上,不断有人挑战商业常识而以颠覆者自居,最后碰得头破血流,这一次,终于轮到瑞幸。

瑞幸造假事件曝光,股价大跌80%,今天连带神州租车大跌。公允的说,这是一个令人叹惋的结果。瑞幸造假,投资者愤怒是有理由的,不少人还在朋友圈喊,安永(审计师)出来走两步。不过,我们必须承认,在造假案中少见的是,消费者没有损失甚至还获利的案例。也有很多人在晒自己的咖啡券,而今天的瑞幸咖啡门店要排队了。

很多媒体都在挖掘瑞幸造假的内幕,问题是,瑞幸为什么要造假?这是是否如瑞幸官方所言,是高管个别人诚信问题?在笔者看来,这并非个别人背锅可以解释的,瑞幸的模式,决定了它今天的结果。这篇文章也并非痛打落水狗。早在半年前,笔者就撰文持续看空瑞幸,请参考:瑞幸咖啡更苦了。

梳理清楚瑞幸的模式本质,才是认真对待瑞幸辛辛苦苦去美国为大家薅羊毛,以警示后人。一句话结论:瑞幸的扩张速度超过了他承诺的用户增长速度,造假是不得已为之。

瑞幸的模式一出生,就惊呆了很多人。瑞幸高管也曾经高傲的说过,看不懂瑞幸的人,是因为思维的守旧。不得不说的是,这是个非常“机巧”的模型,这个模型机巧之处在于,瑞幸的团队找到了一个能够用资本驱动快速扩张的产品类型,就是咖啡。

咖啡这个产品至少有两个优点,第一是相对标准化。咖啡产业整个供应链和制作工艺已经趋于成熟,不需要太复杂的人工操

作就可以上手,这个优点,应该是只有麦当劳肯德基的汉堡可以媲美。第二点,就是咖啡天然有很强的社交属性,容易形成社交传播和话题分享。这是汉堡快餐不太具备的,麦当劳肯德基的拥趸们,或许会晒周边,但是一般不会晒汉堡本身。

当然,开店、买设备、人工投入,这些都需要钱,好在瑞幸团队创业之初就有金主爸爸财大气粗,钱也不是问题。但是,由于快速扩张以及迅速上市的渴望,这个模式从一开始就注定了两点:第一,瑞幸是在把咖啡当饮料卖,走的是快消品的营销路线。第二,咖啡门店也是按照快餐店来运营。

到这一步,瑞幸的模式好像还没有太大的问题,这里我们不妨开一个脑洞,在中国餐饮丰富的品类里,有什么东西和咖啡比较像?笔者认为中国人早餐常吃的包子。

有统计数据表明,包子是中国人早餐选择最多的品种,南北通吃,老少皆宜。你可以说它和咖啡一样,受众广泛,有群众基础,也可以算是一定场景下的刚需产品。两者的消费频次也是类似的。但是,我们很少见到包子铺能做到全国连锁的,北京也就是庆丰包子铺做的不错,为什么(狗不理包子更像是一个古老的传说了)?

细细分析,包子虽然很多人喜欢吃,也不能顿顿吃,比如晚饭如果吃包子,还是有点奇怪。也就是说,很多人或许喜欢吃包子,但是吃不了几个。第二,卖包子从来不是能被某一个业态垄断的事情,超市可以卖,便利店可以卖,路边摊可以卖。包子铺来卖包子,那么你就必须有特色,有品牌溢

价。同样的道理,为什么星巴克做咖啡能成为世界第一,为什么星巴克有些时候好像有点“端着”,总是拿咖啡品牌和文化来说事?没办法啊,难道咖啡不是一个多个场景都可以售卖的产品吗?麦咖啡、便利店咖啡,都是具备替代性的产品,人们去咖啡馆坐下来喝咖啡的理由需要有多强!

更重要的是,星巴克Costa们培育了多年的咖啡文化,到目前仍旧还谈不上普及。昨天有位做投资的朋友说,她觉得瑞幸很可惜,因为她是咖啡的重度消费者,一年大约消费在100杯以上,瑞幸和星巴克这样的品牌都在其中。但是,这样的用户,其实并非瑞幸的核心目标用户。

2019年底,瑞幸咖啡CEO钱治亚曾经公开表示,彼时瑞幸咖啡直营门店4507家,已经是中国门店数量最多的咖啡店。其中交易用户数4000万,2019年Q4新增用户高达1000万。新增用户,一直是瑞幸最看重的指标。但是,即使面对投资人的询问时,瑞幸也不太愿意谈及留存率。

前面说过,瑞幸是快餐店+饮料的模式,也就是说,瑞幸必须让喝咖啡这件事,能够打破圈层和年龄的界限,让大家喝咖啡像喝可乐一样稀松平常,才有可能成立。而不是指望这些重度用户的复购,或者说,重度用户本身也不要不断发券来促销。从一开始的模式设计,瑞幸也确实是这样想的。

可惜,中国用户的增长速度,还是赶不上瑞幸开店的速度。瑞幸只能靠补贴来获得增量市场。就像开包子铺的,大家都是稳扎稳打,一个店一个脚印,没有谁一夜暴富。于是另一个重要的问题来了,瑞幸为什么要疯狂的开店?

碰瓷是把双刃剑  
在此前我已经仔细分析过,开店这件事属于零售业的范畴,易学难精,KNOW-HOW很多。一位餐饮业有20年从业经历的老炮也指出过,疯狂开店是瑞幸给自己埋下最大的坑。

那么瑞幸为什么不得不开店呢?按照前述分析,瑞幸的模式即使在无店铺依托的情况下,也有可能实现一定的市场覆盖。

我们要回到瑞幸最初的营销定位来看,可以从那次著名的碰瓷事件说起。2018年5月,瑞幸发表公开信,指责星巴克涉嫌垄断。从营销角度看,这是非常高明的一次偷袭,弄得星巴克很难受,回应也不是,不回应也不是。

因为所有人都明白,包括瑞幸自己,星巴克和瑞幸的市场不是同一市场,瑞幸做的是平价咖啡。

这次定位上的碰瓷,也为瑞幸在美国资本市场说圆故事埋下了伏笔。简单说,瑞幸模式就是一个和星巴克类似的模式,只是它面对的是一个更庞大而且有潜力的市场;两者最大的不同是,瑞幸提出的所谓“第四空间”,也就是靠外卖咖啡来增加销售,这更符合年轻人的习惯。

但是连瑞幸自己也没有注意,这个碰瓷和定位,把自己也绑架了,那就是,瑞幸不能没有咖啡店。哪怕这个店很小,不像星巴克那样是个所谓文化的载体,还是要有。

这个道理现在看非常简单,假设瑞幸对美国投资人说,你们都知道可口可乐和麦当劳吧,我们准备用可口可乐+麦当劳的方式卖咖啡,美国投资人会怎么说?他们也许会问,出去吧,不要来玷污我们的咖啡文化!

咖啡店是咖啡文化的土壤和象征,这个象征如果瑞幸丢弃了,整个故事就讲不圆了。

于是,瑞幸只好不停的开店,但是开店的本意,应该是满足潜在已知消费者的需求。消费力就像种子,是需要时间生长的,可是瑞幸跑的太快了,没时间等。也许有一天咖啡会成为一个更加普及的消费品,但是中国不同的城市,消费力不同的市场,进程也会不同。

还请注意一点,瑞幸大力推行咖啡外卖,实际上也陷入了中国新零售遇到的一个悖论:过早的把线下流量导入线上流量池,并带来了额外的配送成本,那你的门店意义何在,不是坐着等亏钱吗?

其实,瑞幸后期不断尝试新的业务线,小鹿茶和轻食,应该是已经感觉到了光有流量却无法盈利的困境。有人喝咖啡,但是销售的总收入无法覆盖巨大的营销、配送、人力甚至门店装修成本。说到底,单一产品带来的单一场景问题。因此瑞幸希望扩大产品线,来带动销售。

但是这又涉及一个心智认知,毕竟咖啡馆是线下场景。在零售业,主打引流产品可以带动低频但是高毛利的商品销售,没有听说还能反向操作的。为了吃块蛋糕,请你顺便买杯咖啡吧!

至此,瑞幸终于用资本的锁链,把自己套牢了。所以,瑞幸的造假行为,是这一“颠覆”性的商业模式一步一步推演至今的必然产物。所有参与者,难辞其咎。