



上海财经大学

SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

从瑞幸事件学习决策理论

饶艳超 副教授

上海财经大学会计学院

raoyanchao@qq.com



公司简介



- 瑞幸咖啡 (Nasdaq: LK)
公司总部位于厦门。
- 2017年6月注册成立
- 快速扩张, 2018年1月在北京和上海开启营业。



- 2019年末, 门店数量超过4500家
- 仅两年便超越星巴克在华门店数量, 成为中国最大的咖啡连锁品牌。

- 董事长陆正耀为最大股东, 持股比例23.94%, 拥有36.86%投票权
- CEO钱治亚持股比例15.43%, 拥有23.76%投票权
- 第三大股东Sunying Wong 持股比例9.72%



公司近况



- 2020年1月31日，知名做空机构浑水在其官方推特发布了匿名人士递交的关于瑞幸咖啡做空报告
 - 在2019年度部分报告中通过虚增收入及支出进行欺诈，其商业模式存在重大缺陷。
 - 瑞幸咖啡当日收跌10.74%，最大跌幅26.51%。
- 2020年4月2日，瑞幸咖啡董事会宣布已成立特别委员会，负责对2019年财年财报审计期间可能存在的22亿造假问题展开调查。
 - 当日股价跌75.57%，市值蒸发\$65亿，最大跌幅81.3%，成交量较前一日激增30倍。



商业模式



第一，以技术为驱动，数据为核心，与客户建立密切联系。

瑞幸不设置收银台，所有交易都依赖于手机客户端完成。

减轻了门店员工的工作量，降低了成本。

第二，布局快取店和无人零售，实现全场景覆盖。

所谓全场景是指同时涉足传统门店、无人零售和外卖三个领域，对应优享店、快取店和外卖厨房店。

第三，主打高品质、高性价比。

- 高品质通过优质原材料、优质设备实现，并通过批量采购压低成本。
- 高性价比是通过补贴模式实现，Wind数据显示，其可统计的上市前融资共计四轮，合计融资额约6亿美元，其中不乏贝莱德、黑石、新加坡政府投资及中金等知名机构。
- 由于高额的补贴支出与营销支出，瑞幸咖啡至今尚处于巨额亏损之中。自身造血能力不足迫使其必须通过不间断融资来维持经营。



融资情况



时间	轮次	金额	投资人
2018年7月	A轮	2亿美元	大钲资本、愉悦资本、君联资本、新加坡投资公司
2018年11月	B轮	2亿美元	大钲资本、愉悦资本、新加坡投资公司、中金公司
2019年2月	B+轮	1.5亿美元	贝莱德
2019年5月	IPO	6.9亿美元	
2020年1月	增发	共计8.64亿美元	其中： 发行优先级可转债4.46亿美元、增发ADS股份4.18亿美元



IPO募集资金及相关费用



项目	金额 (万美元)
公开募集资金总额	69,486.86
扣除：承销保荐费	3,085.50
律师费	283.50
审计费	77.91
其他发行费用	275.27
企业募资净额 (含ADS、超额配售、私募配售)	65,764.68

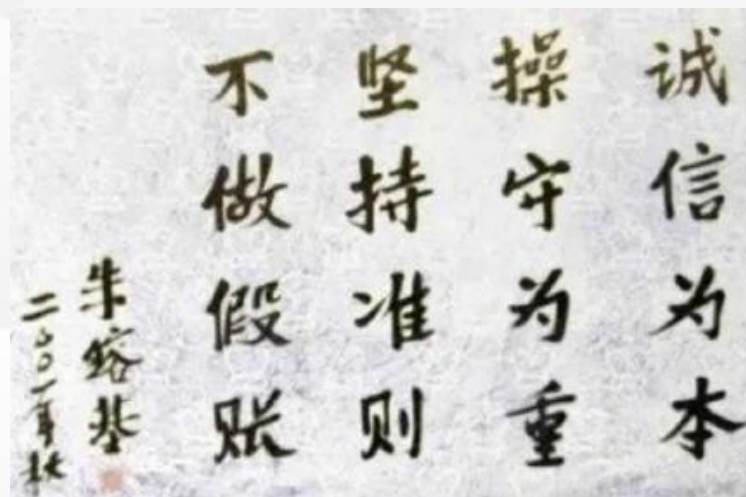


做空收益估计



- 自2019年12月起，其空仓数量便开始快速上涨，进入2020年后持续保持在2200万股以上水平，进入3月后更是抬高至3500万股以上水平，
- 以90日均价34美元/股计算，看空金额近12亿美元，假定以4月2日收盘价6.4美元/股全部平仓，做空收益超过9亿美元。
- 这还未包括更加巨额的看跌期权成交。
- 在本轮做空过程中，做空机构及其他相关投资机构可为获益颇丰。

1-只要公司存在财务欺诈，就可能被做空机构所利用。
2-企业财务欺诈或造假，就等于送给做空机构猛烈的弹药，用于攻击自己。





危险信号?



- 管理层通过瑞幸咖啡的股票质押

- 兑现了49%的股票持有量 (\$25亿)

- 董事长陆正耀和同一批关系密切的私募股权投资人

从神州租车套现16亿美元

少数股东损失惨重

- 2020年1月，通过增发和发行可转换债券筹集了8.65亿美元，以发展其“无人零售”战略

- 可能是管理层从公司吸走大量现金的方式。

- 通过收购宝沃汽车，陆正耀转移了1.37亿元人民币给其关联方(朋友兼同学)王百因。

- 王百因拥有一家新成立的咖啡机供应商“征者国际贸易”，于瑞幸总部隔壁。

瑞幸用户增长模型的设计者：杨飞（联合创始人兼首席营销官）

模型的理论基础《流量池》：要用急功近利、不择手段的营销，建立品牌、获取流量，再通过流量的运营获得更多的流量，并把这些流量迅速转化。

- 独立董事Sean Shao曾是一些在美上市的非常可疑的中国公司的董事，这些公司的公开投资者蒙受了重大损失。

杨飞担任北京口碑互动营销策划有限公司(iWOM)的联合创始人兼总经理，因非法经营罪被判处18个月监禁。

口碑与北京氢动益维科技股份有限公司(QWOM)成为关联方。氢动益维现在是神州租车的分支机构，并且正在与瑞幸进行关联方交易（广告提供商）。



商业模式缺陷还是商业模式的另一面？



缺陷？

针对核心功能性咖啡需求的主张是错误的。

中国人均每天86mg的咖啡因摄入量与其他亚洲国家类似，其中95%的咖啡因摄入量来自茶。

中国的核心功能性咖啡产品市场很小，仅有适度增长。

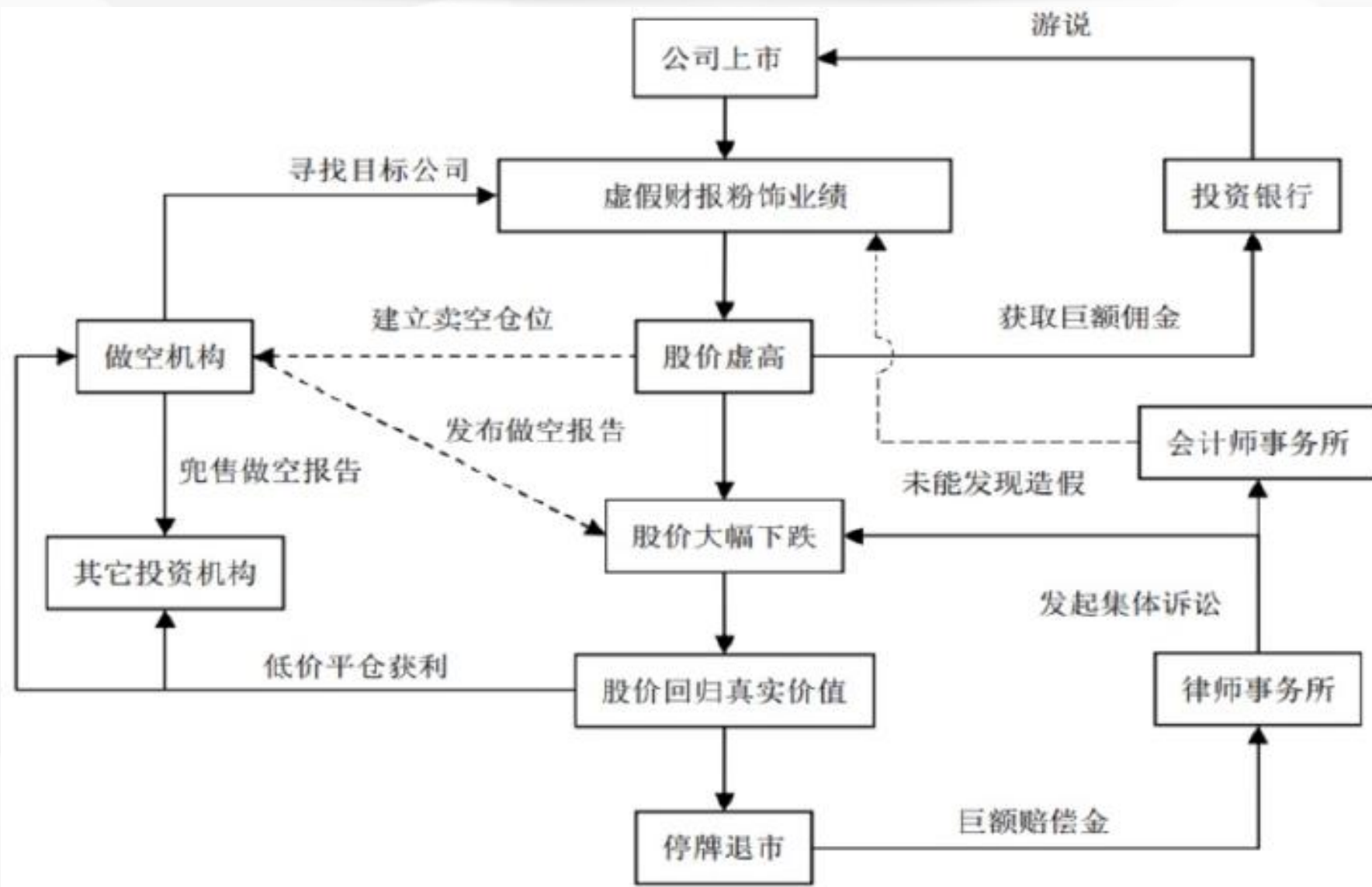
另一面？：

风口+重资产+快速扩张+大量融资+快速套现

- 原始投资人：
- 1-以咖啡之名，烧钱来买流量
- 2-快速上市，
- 3-上市后，虚增业绩，拉高股价，
- 4-质押套现，
- 5-讲新故事，继续圈钱，
- 6-通过关联交易、财务造假继续虚增业绩，直到大股东股权限售期的到来
- 6-套现走人，中小投资者再次成为韭菜。



做空产业链的牺牲品?

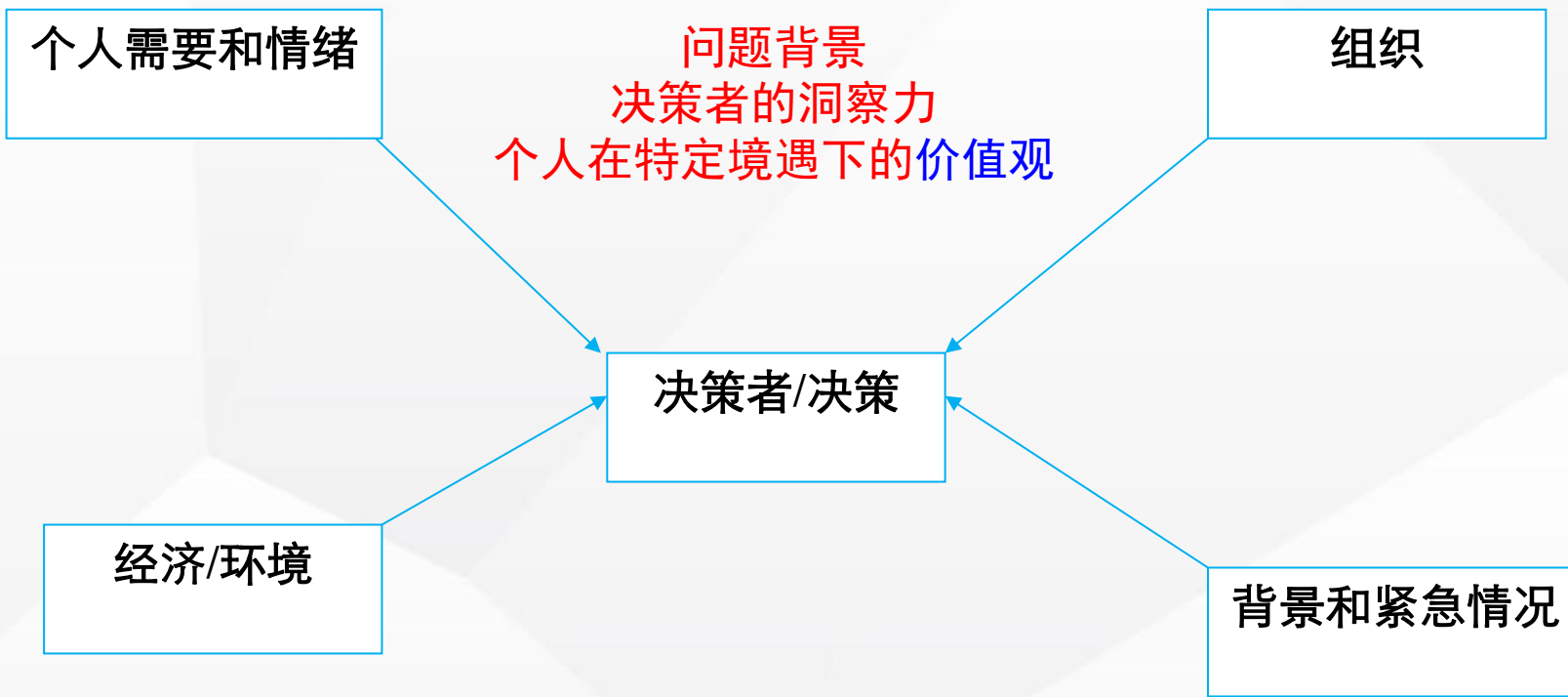




决策者/决策



- ✓ 公司创始人
- ✓ 上市前外部投资者
- ✓ 上市后投资者
- ✓ IPO承销机构
- ✓ IPO审计机构
- ✓ 年报审计机构
- ✓ 律师
- ✓ 做空机构



- ✓ 负面经验——在以后的决策中需要关注并特别避开哪些点？
- ✓ 正面经验——瑞幸有没有值得学习的一些点？



上海财经大学

SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

THANK YOU

