

四次遭做空 跟谁学还有多少疑点

自称“极其通透”的跟谁学，在发布亮眼一季报的同一天，收到了3个月内的第四份做空报告。如果说此前的做空机构普遍在质疑跟谁学的营收数据和用户数据造假，那么这一次的狙击者——香港资产管理机构天蝎创投，则把问题聚焦在了跟谁学的业务能力和对外投资上，包括郑州买楼、名师薪资、课程质量等问题。对于这些问题，跟谁学表示暂无回应。

郑州买楼变更用途？

“数据造假是不存在的，我们不会上报不实的数据。审计已经认证过这些数据，我们目前很好的表现都是真实的。”在5月6日的业绩报告电话会上，跟谁学针对此前被针对的数据造假问题，再次作出了回应。

巧合的是，当日晚间，跟谁学收到了第四份做空报告。天蝎创投在报告中，将第一个矛头对准了跟谁学在郑州买楼的行为。

2月5日，跟谁学发布公告称，公司已完成在河南郑州多宗商业地产的收购，总价3.338亿元。跟谁学已支付首期6900万元款项，并计划在未来三年内完成余下的分期付款。根据跟谁学最新发布的2020年Q1财报显示，截至2020年3月31日，跟谁学的长期应付款余额为2.206亿元，全部为公司为购买郑州房产土地所需支付的款项。

作价超过3.3亿元的不动产投资，引发了做空机构的质疑。今年2月，Grizzly Research表示：“该资产实际总投资仅7500万元，跟谁学存在转移资金的嫌疑”。对此，跟谁学创始人兼CEO陈向东曾在电话会议中表示，该建筑物位于郑州经开区核心地段，建筑面积是65800平方米，综合单位定价4850元/平方米。价格合理，不存在转移资金。

在做空报告中，天蝎创投指出，跟谁学所购房产实为“科研”用地，而同一境内另一处科研用地的2019年地块单价仅705元/平方米，不到跟谁学拿地单价的1/7”。报告还提到，跟谁学将该地“作为写字楼出租或出售给民企和社会团体使用”，违反了土地管

理法“不得擅自改变原批准的土地用途”的规定。

北京商报记者通过查阅郑州市自然资源和规划局的网页发现，该土地用途确实为50年科研用地，但在相关房地产从业者看来，跟谁学是否存在溢价购买不好下定论，同时不排除政府会变更相关土地用途的可能性。针对该物业的情况，截至记者发稿，跟谁学方面并未回应。

千万名师收入虚高？

作为首家A轮融资就成功赴美上市的在线教育公司，在跟谁学上市之初，陈向东就喊出了“跟谁学就是在直播大班课”的口号。多位业内人士也证实了跟谁学的盈利根本在于大班课拥有在线教育中较好的盈利模式和财务模型，毛利能够达到50%~70%，规模化的盈利能力向好。但同时，大班模式高度依赖名师。

据一位接近跟谁学的业内人士透露，跟谁学的名师主要分为两种，一种是独家签约

跟谁学四次被做空时间表

2020年2月25日 灰熊(Grizzly Research)

指控跟谁学夸大财务数据和刷单，包括2018年利润夸大74.6%，通过未并表的关联方来操纵财务，利用购买郑州的商业建筑而解套现金流失方向等

2020年4月14日 香橼(Citron Research)

指控跟谁学高达70%的营收是虚构的，跟谁学应该被停牌调查

2020年4月30日 香橼(Citron Research)

质疑跟谁学2019财年注册用户中有40%是假的，并出示跟谁学雇佣刷单公司员工录音

2020年5月6日 天蝎创投

质疑跟谁学郑州买楼、名师薪资、课程质量等问题

名师，一种是非独家签约名师，可以去其他平台上课。跟谁学官方财报披露，跟谁学的7.2亿元营收来自前十大名师。天蝎创投指出，根据平台分成10%~50%，越是顶部分成越高，按30%计算，平均年薪应该在2000万元左右。

天蝎创投提供了与跟谁学十大名师之一的赵礼显的微信对话截图，可以看出跟谁学的名师确实对于营收贡献不菲，但是老师的年薪情况并非如外界揣测的一样超过千万。但截图微信是否来自赵礼显本人仍需进一步求证。有不愿具名的投资人告诉北京商报记者，名师的薪资很可能有一部分是以股票或者期权的形式体现，这在某种程度上也可以绑定名师。

从行业角度来看，教师明星化也将成为未来教育行业的大势所在，随着在线教育的普及，网络大班课的顶级名师，不仅年收入可以破千万，也会成为平台争抢的对象。与名师黏性程度也导致相关的课程质量参差不齐，也为后续的退费客诉留下了隐患。

课程质量存疑？

除了买楼和名师收入，天蝎创投还质疑了名师离职导致的课程质量投诉问题。

针对这一情况，北京商报记者在聚投诉平台看到，关于跟谁学的投诉帖有近110个，在黑猫投诉平台也超75个。同行机构猿辅导分别有3个和36个，网易有道有6个和49个。为何跟谁学的投诉量显著高于其他机构呢？记者梳理发现，对于跟谁学的投诉相对集中在考研和成人英语领域，投诉内容主要集中在“虚假宣传、诱导消费和退费难”。

其中，有学员认为跟谁学平台的韩宇极简英语涉嫌虚假宣传和欺诈：“冲着直播公开课、并含价值不菲的教材在内的视频课程宣传而报名，却发现‘货不对板’，只是录制好的营销视频和私自印刷的讲义。”还有多名学员联合投诉，因跟谁学有独家签约老师才报名，但老师中途解约后，跟谁学没有妥善解决课程问题，并更改退费规则减少退费。

产品问题不断 泡泡玛特仍屡获资本青睐



刚刚完成第八轮融资，又被曝出或赴港上市的盲盒品牌泡泡玛特当下可谓是风光无限。然而，正当泡泡玛特在资本市场春风得意之时，旗下产品频被曝出的质量问题，以及相对滞后的售后服务，不断引发消费者的不满。而与此同时，泡泡玛特旗下产品还曾多次被指抄袭，这无疑都给品牌本身带来一定负面影响。如今，拿了超1亿美元融资的泡泡玛特，究竟又该用什么讲好接下来的发展故事？

完成最新1亿美元融资

吸引一众粉丝追捧的泡泡玛特无疑是当下盲盒界的网红，旗下新品一经推出便引发消费者抢购的情况早已屡见不鲜，强大的市场号召力让泡泡玛特在近些年来屡获资本青睐。

就在短短一周前，据公开资料显示，泡泡玛特刚刚完成新一轮融资，本轮融资由正心谷资本领投，红杉资本、华兴新经济基金参投，融资金额超1亿美元。据北京商报记者不完全统计，此次融资是泡泡玛特自2010年成立以来完成的第八轮融资。

据天眼查显示，泡泡玛特的首次融资于2011年1月完成，获得数百万元天使轮融资，随后在2013-2016年，泡泡玛特分别完成Pre-A轮、A轮、B轮和战略融资，此外在2018年3月，泡泡玛特完成了4000万元的定向增发，2019年5月则实现股权融资，再加上今年刚刚完成的超1亿美元战略融资，泡泡玛特背后的投资方已包括创业工厂、墨池山创投、华强资本、中赢控股集团、华兴新经济基金、正心谷创新资本等。

此外日前有消息称，完成本轮融资后，

泡泡玛特将计划赴港上市，且最快将于今年5月便向港交所递交上市申请。对于这一上市传言，泡泡玛特方面则回应称“不予置评”。

新元文创创始人刘德良对此表示，潮玩盲盒作为一个独特的文创产品市场，近两年发展较为快速，背后是“00后”“90后”一种独特的消费观念所造成的市场，且这种新奇性的消费模式是潮玩盲盒最大的市场机遇。

值得注意的是，今年是泡泡玛特成立以来的第十年，泡泡玛特相关负责人表示，“2016年我们进军潮玩行业后，与行业内沉淀多年的IP进行签约合作。此外，我们还跟迪士尼、环球以及一些知名的二次元IP。另一方面，我们坚持每年举办潮流玩具展，向社会大众推广潮流文化，同时给更多的年轻艺术家创造展示自己的舞台。未来，我们也不排除以现有形式以外的其他形式和其他产业在IP方面进行合作的可能”。

问题频出引争议

就在泡泡玛特成为资本宠儿的同时，公司却屡因产品问题被消费者送上黑猫投诉、“315消费保”等投诉平台。据黑猫投诉显示，

方才告知无库存，需耐心等待，结果一等就是4个月”。

泡泡玛特相关负责人向北京商报记者表示：“产品出厂前已通过国际认可的检测机构认证，符合中国国家标准—模型产品GB/T 26701-2011的安全及质量标准。我们十分重视每一位顾客的消费体验，相关问题售后部门会跟进并与消费者联系妥善处理。个别商品退换货涉及仓储物流等多个环节流程较长，我们目前也正在做相关工作”。

泡泡玛特除了产品质量存瑕疵、售后服务不佳外，还曾多次被指涉嫌抄袭。今年2月，泡泡玛特新品AYLA动物时装系列对外发售，但随后有消费者指出，AYLA动物系列盲盒疑似抄袭知名娃娃DollChateau”2017年的产品。最终在2月18日，泡泡玛特官方发布致歉微博，承认AYLA动物时装秀系列个别款式设计过程存在问题，与DollChateau”产品设计相似，全渠道下架该系列产品，已售出的则退款并召回。

“我们对知识产权问题非常重视。对于这类质疑，我们会在第一时间启动内部审查机制，一经查实严肃处理。2020年3月15日，公司内部出台了更加严格的审查机制，审查过程由包括设计部门在内的多部门负责人共同参与。”该相关负责人表示。

品控、售后待强化

现阶段盲盒的市场规模仍在持续扩大，且据长城证券发布的《从盲盒看精品文创行业机会——轻工制造潮流玩具专题报告》显示，盲盒潮玩可看作改进版的扭蛋玩具，假设2025年，我国盲盒渗透率达到扭

蛋玩具在日本玩具市场的占比，则盲盒市场规模可达45亿元，考虑到盲盒单价约为扭蛋玩具的3-10倍，盲盒市场规模将有望超过百亿元。

北京大学文化产业研究院副院长陈少峰表示，盲盒已形成相对应的消费群体，尽管消费人群数量并不会很大，但消费量较高，随之而来的便是稳定的消费水平，再加上盲盒作为一种玩具本身又带有一定的收藏价值，因此能够支撑该市场走得更远，而深处其中的企业则需要不断加强品控和售后服务，才能在中市场站得更稳。

正是由于盲盒市场的潜力，现阶段该市场的人局也逐渐增加，且公开资料显示，在闲鱼平台上，除了泡泡玛特的Molly实现较高的交易外，独角兽、LOL、sonyangle、毕奇、littleamber、吾皇万睡、actoyz猫铃铛、Lego迷你人仔、sml盲盒等产品的交易热度也较高，而这也意味着，盲盒市场的竞争也正在逐步加大。

数字文创产业智库研究员李杰认为，虽然泡泡玛特在当下占据较大的市场份额，但频繁出现的质量瑕疵会逐步损耗消费者对该品牌的认同感，不仅削弱自身的市场竞争力，同时也给了其他品牌迎头追上的机会。

“作为企业，就必须提供优质的产品。”刘德良表示，由于盲盒在消费前具有一定神秘性，因此人们会产生很大的消费预期，当消费预期与实际产品不符时，就会破坏消费者的体验。在该情况下，需用优质的产品维持消费者对该品牌的信任和信心，同时维持消费者对该产品的消费意愿和消费兴趣，否则便会对自己发展带来较大影响。

北京商报记者 程铭 刘斯文

平安证券分析师易永坚认为，做空机构以行业普遍亏损而跟谁学却盈利来质疑数据造假，从逻辑上无法成立，以目前的市场体量和跟谁学的商业模式来看，跟谁学的估值仍在合理范围。现在的市场完全可以容纳一家这样体量的公司出现。”易永坚表示。

值得注意的是，跟谁学还宣布了2年期股票回购计划，最高达1.5亿美元。截至一季度末，公司有5.65亿元现金、10.03亿元短期投资和11.69亿元长期投资。

目前看来，跟谁学与做空机构的纠缠还没有画上句号。5月2日凌晨，之前做空过跟谁学的香橼在推特上表示，跟谁学对其做空报告作出的回应是惊人的，称正在获得更多信息，以证明跟谁学将是下一个瑞幸咖啡。天蝎创投还表示，未来跟谁学实际股票价值预估为4-6美元。截至发稿，跟谁学小幅下跌1.74%，收于38.99美元/股。

目前，仍有一些疑问等待着跟谁学的回应。凡德投资总经理陈德强强调，在资本市场上股票做多做空是常事，只是很多股票一被做空股价就跌没了。但从跟谁学目前的股价表现来看，还依旧坚挺。

北京商报记者 程铭 刘斯文

北京商报记者 程铭 刘斯文

北京商报记者 程铭 刘斯文

北京商报记者 程铭 刘斯文

北京商报记者 程铭 刘斯文

北京商报记者 程铭 刘斯文