

成败皆电池?灰熊围捕蔚来背后

提前确认营收遭质疑

蔚来汽车电池资产管理公司——蔚能，成为做空报告的风暴眼之一。

2020年8月，蔚来推出“电池租用服务”(BaaS)业务，即让客户可以选择购买一辆没有电池的汽车。客户可向BaaS供应商租赁电池，并根据所租电池容量选择每月支付980-1480元，或每年支付11760-17680元。采用电池租赁方式，能够将蔚来车型购买价格降低至少7万元，并有助于提高纯电动汽车使用率。

然而，灰熊方面在做空报告中认为，蔚来将BaaS业务分拆到非合并实体武汉蔚能。蔚来将电池销售给蔚能，而蔚能作为BaaS业务中拥有电池的实体并负责管理订购。当用户订购BaaS项目时，蔚能也是所有订购款项的收入方。在2020年后4个月中，蔚来从对蔚能的销售中获得2.9亿元，这让也让蔚能的财报业绩开始大幅超出市场预期。做空报告提出，2021财年华尔街预计蔚来亏损59.47亿元人民币，但最终亏损仅为30.07亿元人民币，相比预期降低29.4亿元人民币，灰熊方面认为，导致这一结果的原因就在于蔚能的贡献。

同时，灰熊方面认为，如果蔚能不存在，蔚来将不得不在客户的整个订购期逐步确认订购收入。一般情况下，需要约七年(经通货膨胀调整后)才能确认全部订购收入，但有了蔚能，蔚来可以立即确认收入，这让使蔚能的营收和净利润分别虚增约10%和95%。

从做空报告上看，蔚来已通过将电池卖给蔚能，提前确认七年的收入以提升营收。但事实上，蔚能成立后的属性为电池资产管理公司，在蔚来将电池卖给蔚能后，资产已完成转移。同时，蔚能背后的股东不仅有蔚来，同时还有宁德时代等。

“实际上蔚来谈不上造假，毕竟是蔚能是其投资发起的公司。灰熊指出的一次性确认N年收入，从收入确认规则上来说也没问题。”透视镜公司研究创始人况玉清表示，收入确认有几个关键要素，如交易标的控制权是

6月，蔚来水逆。继“测试车坠楼”事件后，6月30日蔚来汽车在美股市场以21.86美元/股收盘，下跌2.24%，蔚来汽车股价连跌两日。股价动荡的背后，灰熊“出爪”功不可没”。做空机构Grizzly Research(灰熊)发布报告称，蔚来汽车通过夸大收入和



否发生转移、交易标的相关风险、收益权是否发生转移等，在蔚来销售车辆和出售电池时，已经发生转移。

备超量电池合理吗

不仅增收方式，蔚来的电池使用量也遭到灰熊质疑。

做空报告显示，截至2021年9月30日，BaaS协议为1.9万名用户提供服务，其中18%的用户订阅100kWh的电池，82%的用户订阅70-75kWh的电池。但同时，蔚能却持有40053块电池，灰熊方面以此判断，蔚能持有的21053块电池为过剩状态。

为证实“过剩”猜测，灰熊方面表示，对蔚来换电站进行实地调查，其中蔚来换电站并不会区分所换电池来自蔚来还是蔚能，因此蔚能本不需要维持上述过多的额外电池库存，且调查团队也并未找到相应的电池存储

仓库，因此推测蔚来超额供应的电池实际上仍然在蔚来的换电站设施中。

在灰熊方面看来，蔚来无限制地向蔚能出售电池产品以增加收入，蔚能并不需要这么多的电池。蔚来向蔚能卖电池是“背靠背”的形式，一名BaaS用户买车后蔚来向蔚来购买一块电池并计入资产，也就是说，BaaS用户与电池的比例应为1:1。

对此，业内人士认为，实际上蔚来的换电模式需要更多的电池投入换电站，换电站也需要备出余量电池维持正常运转。备用电池数量肯定要高于用户数量，考虑到业务扩张因素，蔚来换电站也需要配备高于用户数量的电池。”况玉清表示，电池存在一定超量属于合理情况，但如果超出太多确实也将被质疑，需要看蔚来方面如何解释。

此外，灰熊方面还提出折旧问题。做空报告中称，考虑到蔚来电池的使用寿命约5-8年，将这些资产用到蔚来账上能够节省一大

笔资产减值费用。灰熊方面认为，蔚能承担折旧成本，以减少蔚来财务数据中的亏损。如果算上超额供应电池和减值费用，蔚来2021财年前三季度亏损额将从18亿元翻倍至36亿元。

在灰熊方面看来，蔚来将电池业务分拆成独立公司有三个目的：提前确认收入、制造一个愿意超额购买电池的第三方、转移折旧成本来提高收入。“从蔚来角度上讲，其当务之急是卖车，由第三方承接电池租赁业务，能够减轻蔚来的压力，节约大量资金和精力更专注于造车。”况玉清表示，灰熊所质疑的问题在会计合规层面并无问题，只存在模式争议不存在财务上的争议。

盯上创始人信用

除针对业务层面的质疑外，灰熊还对蔚来CEO李斌的信誉及用户信托基金等提

出疑问。

做空报告称，根据其从英属维尔京群岛获得的文件，蔚来的用户信托已于2021年6月28日质押给瑞银集团，但公司并未明确披露这一情况。灰熊方面认为，这将使股东面临潜在的保证金追缴，导致股票有下跌风险。随着蔚来的股价损失超过一半，这种风险还会变得越来越严重。

对此，蔚来用户信托董事长刘兆荣回应称，报告中关于用户信托部分的描述严重不符合事实。用户信托自2019年成立以来，对于社会及蔚来用户社区的各项公益和社群活动经费的支持，全部来自于李斌本人借款。信托所持有的5000万股蔚来股票，至今没有进行过任何减持交易。”

做空报告中还提出，此前李斌有过不少创业失败的经历，而且其曾操盘过摩拜单车，而摩拜单车在2017年期间挪用超过6000亿元的用户押金。此外，与李斌关系密切的刘二海(愉悦资本创始人)也是在瑞幸财务欺诈案中做空机构指明的关键人物之一。中国汽车流通协会专家委员会成员颜景辉表示，相比对业务的质疑，灰熊仅通过个人关系网便认为李斌信誉存在问题，该推论很难站得住脚。

该做空报告发布后，蔚来汽车美股连续两日下跌，市值也一度缩水。对此，蔚来方面也发布公告进行回击：“该报告并无依据，其关于本公司资讯包含许多错误、无根据的推测以及误导性结论和诠释。公司董事会、包括审计委员会，正在审查这些指控，并考虑采取适当的行动来保护所有股东的利益。”蔚来汽车相关负责人对北京商报记者表示，目前没有可以进一步披露的内容，后期进展请以公告为准。

值得注意的是，这已不是蔚来汽车首次遭做空机构的围捕。2020年11月，香椽研究公司便曾做空蔚来，称特斯拉Model Y电动汽车具有侵略性的定价可能导致蔚来汽车股价跌至每股25美元的华尔街平均预期。随后，尽管蔚来股价下跌7.35%，但很快恢复正常，并未对蔚来造成过多影响。而本次做空蔚来的灰熊，此前也曾狙击跟谁学、斗鱼、58同城等“中概股”。北京商报记者 刘洋 刘晓琴/文并摄

Market focus

时隔六年《保卫萝卜》上新 老游戏如何抓住新玩家

6月30日，游戏《保卫萝卜》第四代续作上线，延续了塔防休闲玩法，依旧是那只胖圆的萝卜作为主人公。游戏刚一上线就收获了不少玩家的目光，并在当日午间于微博引发热议，登上热搜榜前排。而作为飞鱼科技的热门游戏IP《保卫萝卜》系列自第一代上线至今已经走过十年，在游戏市场竞争中，想要以“用简单创造精彩”的飞鱼科技，这一次又能否按照目标给玩家们带来惊喜？

《保卫萝卜》
iPad App免费游戏榜
第74名

《保卫萝卜3》
iPad App免费游戏榜
第12名

飞鱼科技
2021年公司总收益为
人民币1.05亿元

《保卫萝卜2》
iPad App免费游戏榜
第79名

《保卫萝卜》系列
十年累计注册用户超6亿

前作热度不减



间下载了游戏进行体验。”

此外，《保卫萝卜》官方还在微博联动《神庙逃亡》《汤姆猫》《地铁跑酷》等经典游戏“团建”，带来福利活动，进一步带动游戏热度的上升。据微博平台的数据显示，截至北京商报记者发稿，《保卫萝卜4》“上线”词条阅读量超7000万次，讨论超2.8万条，一度在上线首日的午间登上微博热搜榜第10位。

前作还在发光发热

尽管游戏市场竞争激烈，中重度游戏大行其道，但随着用户游戏时间碎片化趋势愈发明显，休闲、超休闲游戏越来越受到玩家关注。据伽马数据发布的《2022年1-3月游戏产业报告》显示，2022年1-3月进入

iOS下载量TOP20的超休闲游戏的下载量占比下降；但入榜的超休闲游戏的数量、总下载量均同比上升。

在休闲、超休闲游戏持续发展的同时，游戏《保卫萝卜4》的上线即火爆也离不开前作积攒的IP热度。在新作登场这天，2016年推出的《保卫萝卜3》位列iPad App免费游戏榜第12名，2012年的《保卫萝卜》和2013年的《保卫萝卜2》也在该榜单前百名之列。

在前作市场热度延续至今的背景下，《保卫萝卜》系列也在为发行公司的收益不断增厚。据飞鱼科技2021年年度报告显示，《保卫萝卜》系列前三款游戏作为公司标志性热门产品，在收益、MAU、ARPPU及广告收益方面均录得强劲增长，目前累计注册用户超6亿。《保卫萝卜》游戏IP也在创

意家居用品、“3C”(电脑、通信及消费)产品配件、宠物用品、食品及桌游领域带来新的消费。

“小游戏”的大能量

随着《保卫萝卜4》的上线，新作为背后公司带来何种影响也倍受各方关注。对于未来发展规划问题，北京商报记者向《保卫萝卜4》发行方飞鱼科技发去采访函，但截至记者发稿，尚未有回复。

而据飞鱼科技2021年年度报告显示，2021年公司总收益为1.05亿元，截至2021年底，飞鱼科技则拥有9个游戏研发团队，专注于角色扮演(RPG)、休闲、休闲多人线上战术竞技(MOBA)及第一人称射击游戏(FPS)等各种游戏类型。除了《保卫萝卜》外，该公司还拥有《神仙道》《三国之刃》《你胖你先吃》《超级幻影猫》等数款游戏品牌。游戏行业分析师卫明野表示，游戏IP要延续热度，不仅需要吸引年轻用户，还要满足老玩家的情怀需求，在保有经典的同时紧跟市场变化绝非易事，需要游戏企业持续探索。

除此以外，卫明野指出，从市场收入来看，目前我国休闲游戏市场规模已达百亿元，并且仍有上升空间。此时游戏企业应持续关注用户需求，不断优化游戏业务，凝聚高质量发展共识，加快推进产业的创新发展。

北京商报记者 郑蕊 实习记者 韩昕媛
图片来源：官方网站截图

玩家期待值被拉升

一年前，《保卫萝卜》曾在B站发布了《保卫萝卜4》的第一个宣传视频，30多秒的视频带动了一大批玩家的回忆杀，播放量超187万次。一年后，经历了几轮测试的《保卫萝卜4》终于在6月30日上线与玩家见面。

据游戏介绍显示，《保卫萝卜4》延续了

以往呆萌清新的画风，面向各年龄段玩家。主角萝卜“阿波”将进入呆兔影视岛进行新的探险，在玩法上，除塔防之外，该游戏还加入了宠物养成和家具装扮。

游戏公测后，《保卫萝卜4》在游戏社交圈中引起热议，不少玩家在社交账号上分享着自己的游戏体验和对《保卫萝卜》这一游戏IP的回忆。玩家高亭表示：这款游戏的前作陪伴我度过了学生时代，第四代从测试阶段就一直在期待，上线后也第一时