

灰熊做空蔚来报告全文：令人担忧的过去，充满阴暗的联系和股东价值的破坏



阿尔法工场 | + 关注

2022-06-29 12:12 北京 来源：澎湃新闻·澎湃号·湃客

字号 ▼

6月28日，做空机构灰熊(Grizzly Research)发布报告称，蔚来通过会计手段夸大了收入和净利润率。报告同时披露了蔚来高管的一些隐秘交易及复杂的关系网。以下为报告全文：

注：转载此文并不意味着我们认同报告的观点及证据，基于蔚来上市公司之公众地位，投资者有权获悉任何来自市场的看法及观点。

今天，我们将揭示在纽约证券交易所上市的蔚来（NIO.N）的一项大胆计划。蔚来很可能利用一个未合并的关联方，以虚增收入，夸大盈利能力。

据推测，因为这些出色的经营业绩，散户投资者对蔚来的股票进行了竞价。自2020年以来>450%，使其成为中国最有价值的电动车公司之一。

请允许我们向您介绍武汉蔚能（“蔚能”），这一的差异制造者，帮助蔚来超过了华尔街的增长和盈利预期。

2020年底，蔚来和一个投资者财团成立了蔚能。作为未合并的关联方，蔚能为蔚来创造了数十亿的收入。

表面上，这种快速增长令人印象深刻。但我们的调查发现，蔚来自从建立蔚能以来，业绩可疑地超越了预期。

我们认为，对蔚能的销售，使蔚来的收入和净利润，分别虚增约10%和95%。具体而言，我们发现，2021财年蔚来的盈利增长中，至少有60%由蔚能贡献。

蔚来将收取月度订阅费的负担转移给蔚能，从而加速了收入增长。蔚能允许蔚来立即确认他们出售的电池的收入，而不是在订阅期（约7年）确认收入。通过这种安排，我们认为蔚来已经预知提前7年的收入。

理应在订阅期（约7年内）逐步确认的收入，却在蔚来向蔚能销售电池完成后，立即确认了。通过这一安排，我们认为，蔚来提前7年虚增了收入。

考虑到蔚能最近披露的19,000个电池订购量，我们质疑，为什么蔚能在2021年9月30日还持有40,053个电池存货。

经过仔细调查，我们认为蔚来向蔚能销售了多达21053个电池（价值约11.47亿元人民币），以增加其数量。对2021年第四季度来说，这个数字只会变得更糟，我们估计，蔚来又过度供应了15200个电池。这一行动，对蔚来的盈亏状况影响巨大。

当然，要完成这样的计划，需要一个心甘情愿的潜在帮凶。虽然蔚来对蔚能的控制有限，但我们发现双方之间有明显的利益冲突。蔚能的两位高管，目前兼任蔚来的副总

澎湃 早晚报

增量政策密集推出

吴邦国同志逝世

215位中国公民从黎巴

查看更多

澎湃财经

总投资110亿元！西岑
团二项目正式启动

海昌海洋公园：国庆假
游客量超80万人次，同

查看更多

澎湃填充
今日新题

福建莆田出现的一种奇
打礁石，海面泛起蓝光

清朝书画家郑板桥的一
作品

开始答题

澎湃热榜

1 中共中央 全国人大常
全国政协讨告 吴邦国同志

2 国家发改委答澎湃：
动，加快推进新型城镇化

3 商务部：对原产于欧
关白兰地实施临时反倾销

4 两位人工智能先驱获
尔物理学奖

5 A股逼近“涨停”开
10.13%，创指涨超18%，
停，4976股开盘涨超9%

6 2024年 生理学
晓，专家解 反馈 NA对
作用

7 阳春血 一场
糊”的土地

2019年1月，李斌向“NIO Users Trust”转让了5000万股股票，这是一个不透明的BVI实体，据称是为了让蔚来用户对公司的治理有更大的影响力而设立的。在明显违反这些“用户”信托的情况下，李斌将这些股份质押给瑞银，以获得个人贷款。

随着蔚来的股票在质押后下跌了50%以上，我们认为，股东在不知情的下面临着Users Trust股票被迫加保证金的风险。中国地方政府已经从蔚来赎回了20亿美元，并可能再收取67亿美元。由于蔚来的现金余额只有82亿美元。我们认为，投资者将面临股权在未来被严重稀释的风险。

简介

蔚来于2018年9月上市，被誉为中国最具颠覆性的电动车公司之一。

蔚来的两个关键差异化因素，是其在电池更换系统和电池租用服务（BaaS）领域的投资。这些投资在投资者和电动车爱好者中引起了巨大的轰动，因为蔚来是唯一一家资助此类举措的中国主要电动车公司，使其与竞争对手区别开来。

截至2022年6月，蔚来已经完成了超过760万次的电池更换，并部署了超过981个电池更换站，到2022年底，这一数字将增长到1300个站。

我们发现，蔚来利用武汉蔚能这个未合并的关联方实体，来夸大其收入和提高利润率。通过销售远远超过蔚来要求的电池，我们估计截至2021年9月的9个月内，蔚来的净亏损应该高出95%。

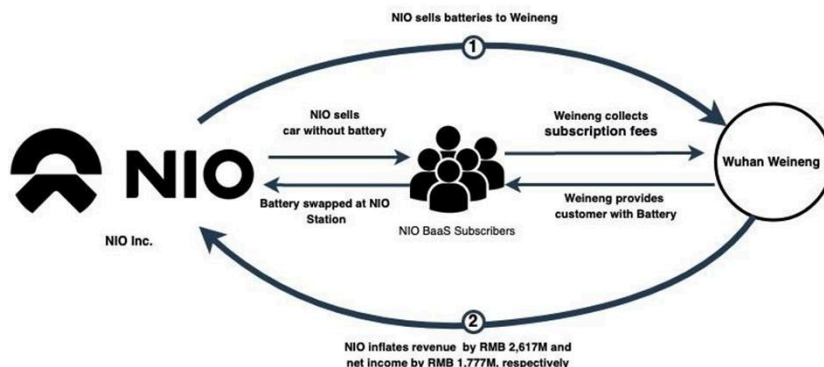
我们的研究还揭示了在牺牲公众股东利益的情况下，使中国政府受益的隐蔽和不透明的股份协议，以及蔚来的首席执行官李斌以前的关联和失败的企业。

这个计划让我们想起了某家高歌猛进的制药公司，该公司在华尔街掀起了一场风暴，最终因利用关联方操纵其财务状况而被曝光。

蔚来正在拉动收入和操控成本以提高利润率

蔚来一直在使用一个未合并的关联方子公司来设计其财务状况，并不断超越华尔街的目标，在截至2021年9月的九个月里，蔚来将其收入和净收入分别夸大了10%和95%。

NIO's Ring of Accounting Lies



2020年8月，武汉蔚能电池资产有限公司（简称“蔚能电池”，中文名：武汉蔚能电池资产有限公司）由蔚来和政府实体以及CATL等私人投资者组成的财团成立。蔚来持有蔚能19.8%的股份，并采用权益法对该公司进行会计处理。

“2020年8月，本集团与其他三位第三方投资者共同成立了电池资产公司。本集团向电池资产公司投资人民币20万元，持有电池资产公司25%的股权。2020年12月，电

10 止部级介入调查：多名中管干部落马，追平去

11 售楼处成黄金周最“热点”！上海新房项目凌晨仍排队，二手房中介带看成交

12 A股高位震荡：沪指两市成交3.45万亿元创新高

13 重庆交警通报高速22扎：货车掉落图钉，排除

14 国家安全部：从谭鸿“中国行动计划”的恶劣

15 国家医保局：无锡虹口违法违规使用医保基金22

16 媒体：“嘿”字怎么打卡，不妨念一念文化真

17 沪深两市成交金额突破元，再创历史新高

18 今年国庆假期国内出行，总花费超7000亿元

19 词曲作家付林去世，曾创作《妈妈的吻》《小

20 河北唐山：用文旅游把硬核工业城市变“柔和



扫码下载
澎湃新闻客户端

关于澎湃 加入澎湃 联系我

法律声明 隐私政策 澎湃帮

沪ICP备14003370号
沪公网安备31010602000295
互联网新闻信息服务许可证：
增值电信业务经营许可证：沪
© 2014-2024 上海东方报业



反馈



里人影响。因此，对电池租赁公司的投资未用以下方法核算：权益法。

自2020年第四季度以来，蔚来的净收入超出平均预期33%，收入超出平均预期5%。对于2021财年，华尔街预计蔚来将亏损59.47亿。相反，蔚来公布的净亏损为30.07亿人民币，比预期高出50%（相差29.4亿人民币）。

由于蔚能的财务报告缺乏规律性，我们只能推断出截至2021年9月的9个月内两家公司之间财务工程的真实效果。然而，从这些数字中，我们可以看到蔚能对这一收益上行至关重要。

更换电池

蔚来在中国各地拥有并经营换电站，其车主可以在几分钟内将其电池换成新的、充满电的电池组。这一举措在历史上取得了不同的结果。

2008年，一家名为Better Place的初创公司在以色列发起了这项倡议。在花费8.5亿美元的资本支出后，Better Place于2013年申请破产。特斯拉在2013年提出了一个类似的想法，但由于营销、技术和财务原因，完全放弃了这个计划。

尽管有这样的历史，蔚来却神秘地把一个不合适的业务，转变为一个有前途的业务，并成为投资者牛市的关键因素。自2020年第四季度以来，该公司的规模已经从只有172个站点迅速扩大到超过981个站点。蔚来的秘方是什么？

电池租用服务（BaaS）

在其电池更换业务的基础上，蔚来推出了“电池租用服务”，让客户可以选择购买一辆没有电池的汽车。这种结构将汽车的总价格降低了至少7万元人民币，并被认为是为了提高电动汽车的采用率。

通过该计划，用户可以向BaaS供应商租赁电池，每月支付980元-1480元，或每年支付11760元-17680元，这取决于所租电池的容量。

下面是蔚来APP的截图，显示了当用户选择使用BaaS租赁时，预付价格和订阅价格的降低。我们与销售人员的对话在蔚来的电动车中心也确认了70/75kWh电池下的这两个月租价格，和100千瓦时的电池选择，分别为：

选择蔚来电池租用服务
买车无需买电池, 车价立减
70,000元

全系车型均可享受国家补贴, 免购置税
还可叠加使用金融购车方案
购车门槛大大降低

	蔚来ES8	蔚来ES6	蔚来EC6
整车指导价	¥468,000起	¥358,000起	¥368,000起
补贴后售价	¥450,000起	¥343,600起	¥350,000起
选BaaS购车价	¥380,000起	¥273,600起	¥280,000起

电池租用

电池租用不用买, 每月仅需
980元*
电池租用服务费

还可根据用车需求
灵活租用更大容量电池
轻松享受更长续航里程

*以选择70kWh电池包和服务无忧的用户为例

来源：蔚来APP

鉴于电池更换和BaaS之间的协同作用，我们对看到蔚来将BaaS业务分拆为一个非合并实体感到困惑，他们必须与其他投资者分享经济利益。然而，经过更深入的调查，答案似乎很清楚。蔚来分拆了武汉蔚能，以帮助人为地提高其电池更换业务和整体业绩。

根据蔚来的文件，蔚能是拥有BaaS业务中使用的电池的实体，并负责管理订阅。因此，当用户订购BaaS项目时，蔚能是所有订购款项的接收者。蔚能从哪里获得它所提供的电池？无非是蔚来...

"在BaaS下，我们将电池卖给武汉蔚能电池资产有限公司，即电池资产公司，而用户向电池资产公司订购电池的使用权。"

自从蔚能电池在2020年8月成立以来，蔚来发现它是一个可靠的和不断增长的收入来源。在2020年运营的短短四个月里，蔚来从对蔚能的销售中获得了2.9亿元人民币。尽管起步迅速，但在2021年，归属于该实体的收入进一步增长到41.4亿元人民币，占2021年整体收入的约11%。

蔚能和蔚来之间的安排，在三个方面帮助他们：

提前几年确认收入，以帮助实现雄心勃勃的估计；

提供一个愿意出售超过其所需网络需求的电池的交易方；

反馈

↑

是他们不必等待考虑一个1万元人民币的销售。通常情况下，蔚来需要大约7年时间（经通货膨胀调整后）才能产生全部的订阅收入，但有了蔚能，他们可以立即确认收入。

换句话说，蔚来可以将大约7年的经常性收入提前并立即确认，以人为地提高收入增长，而不产生任何额外的成本。

我们能够检索到蔚能电池的资产支持融资的招股说明书，其中披露了关于其订阅的关键信息。截至2021年9月30日，根据BaaS服务协议为19,000名用户提供服务，其中18%订阅了100kWh电池BaaS服务，82%订阅了70-75kWh的电池。

（四）月租金金额分布

月租金标准为两种，以980元/月为主。

本交易资产池对应的月租金定价标准按照电池类型不同分为两种，其中70Kwh（包括75Kwh）电池对应的租金标准为980元/月、100Kwh电池对应的租金标准1480元/月，主要以980元/月为主，月租金金额共计1622.88万元，占比为81.80%。标的资产租金定价标准具体分布如下表所示。

表 7-4 标的资产租金定价标准情况（单位：元/月、笔、万元）

定价标准	电池型号	笔数	月租金金额	金额占比
980	70/75 kWh	16560.00	1622.88	81.80%
1480	100 kWh	2440.00	361.12	18.20%
合计	-	19000.00	1984.00	100.00%

来源：蔚能的ABN招股说明书

利用这些数字，我们可以确定如果蔚能不存在，蔚来的财务状况会是什么样子。与报告的27.96亿元人民币的收入相反，蔚来每个月会收到大约1984万元人民币，或者在截至2021年的9个月内大约1.79亿元人民币（2021年年化约2.39亿元人民币）。

尽管蔚能从未对其2021年第三季度的数字提交任何更新，但本报告的分析仍然非常相关和有效。截至今天，蔚来仍在向其消费者提供BaaS，而蔚能继续作为一个未合并的实体运作。

下面是蔚来目前提供的截图。

电池 颜色 轮圈 内饰 钥匙 选装

电池容量 ⓘ

标准续航电池包(75kWh) 价格已包含

长续航电池包(100kWh) + ¥ 58,000

购买方式

整车购买 购买所选电池包

电池租用服务 立减7万 月租980元起



450km
NEDC综合续航里程 ⓘ

反馈



资料来源：蔚来

正如我们即将表明的那样，我们认为只有对应于蔚来19,000名服务用户的19,000个电池可以被视为真实的销售。相反，蔚来持有的电池总数是这个数字的两倍多。我们将在下一节处理这些多余的电池，并向读者说明为什么我们认为蔚来通过向这个交易方超额销售电池进一步夸大了收入。

我们将“向前拉”的收入定义为，如果蔚来将蔚能合并为一个子公司，超出其在订阅第一年所获得的任何收入。

蔚来在缺乏对应新增成本的情况下，“实现了”收入增长。这是因为，无论安排如何，蔚来都会支付和购买电池来运营其BaaS业务。因此，这些财务成本已经被计入蔚来的财务数据。

9M 2021	#	RMB mil.
Sales of Goods from Weineng		2,796
BaaS Subscribers	19,000	
Total Batteries Weineng	40,053	
Real Sales of Goods for BaaS %		47%
Real Sales of Goods for BaaS RMI (2,796 x 47%)		1,326
Revenue without Weineng		179
Revenue Pulled Forward		1,147
NIO Revenue		26,236
% of NIO Revenue		4%
Net Income Reported		(1,874)
Net Income Adj.		(3,021)
Variance		61%

来源：公司财报，Grizzly分析

与蔚能的安排帮助蔚来将其截至2021年9月的9个月的收入夸大了近4%。这直接流入其净利润；蔚来的调整后净亏损应比报告数字大61%。

在下一节中，我们将展示蔚来如何利用这一计划来销售超过BaaS业务所需的电池，并夸大收入。

蔚来是如何对武汉蔚能进行过度供应的

我们认为，蔚来故意向蔚能公司过度供应电池。通过计算BaaS网络的电池需求，我们表明

蔚来提供的数量远远超过合理的数量。

根据蔚能电池的ABN（绿色电池资产支持票据）发行文件，截至2021年9月，蔚能有40053个电池。

"截至2020年末及2021年9月末，武汉蔚能持有BaaS电池资产数量分别为4,115块和40,053块，业务规模明显增长。"

来源：蔚能电池绿色电池资产支持票据发行文件

回顾一下，截至2021年9月30日，只有19000名用户订阅了BaaS计划，这意味着有21053块过剩的电池。假设75千瓦时和100千瓦时的电池之间有相同的20-80的组合，我们可以推断，用电池淹没蔚能帮助蔚来报告增加14.7亿人民币的收入和2.94亿人民币的净收入。下面的图表显示了这一结论背后的数学原理。

反馈



Total Batteries Weineng	40,053	
BaaS Subscribers	19,000	
Oversold Batteries	21,053	
Oversold Batteries %		53%
Oversold Batteries Revenue	(2,796 x 53%)	1,470
NIO Revenue		26,236
% of NIO Revenue		6%
Batteries Margin Estimated.	20%	294
Net Income Reported		(1,874)
Net Income Adj.		(2,168)
Variance		16%

资料来源：公司文件，Grizzly分析

虽然我们没有蔚来2021年9月以后的库存数字，但我们可以表明，蔚来将这一计划持续到2021年第四季度。将蔚来与蔚来之间27.96亿元人民币的销售额，除以40,053个电池，得出平均售价约为7万元人民币。我们还知道，在2021财年，蔚来全年的销售额为41.38亿元人民币，这意味着2021年第四季度的收入为13.42亿元人民币。

使用我们的平均售价，这将意味着在2021年第四季度，蔚来又向蔚来出售了约19,000个电池，使其电池库存进一步增加近50%。

看涨方可能会说，蔚来购买这些多余的电池是为了运营平稳，但正如我们即将展示的那样：

蔚来从蔚来这里，背靠背购买电池组，意味着电池销售应与用户数量相匹配

电池站的低利用率，否定了多余的电池需求

蔚来电池对蔚能的销售应与用户数量相符

蔚来在其最近的20-F文件中指出，它以背对背的方式向蔚来出售电池，与蔚来的客户订购BaaS并购买他们的汽车时同时进行，而不需要购买电池。

电池。然后，当车辆（连同“用户电池”）交付给客户时，蔚来就确认了销售，此时控制权就转移给蔚来。

这意味着，当BaaS用户购买一辆汽车时，蔚来购买了与此销售相对应的1块电池。在汽车

交付后，这个电池被蔚来“拥有”，成为蔚来资产的一部分。

在操作上，蔚来在换电站不区分蔚来电池和蔚来电池。蔚来不限制BaaS用户到换电站更换电池时，只能使用蔚能的电池，也不限制非BaaS用户只能使用蔚来的电池。不做此类限制非常重要，因为这使得蔚来无需出于物流原因，向蔚来出售多余的电池。

我们派调查员访问了一个蔚来汽车中心，在那里他与蔚来的销售人员就BaaS进行了交谈。我们的调查员还进行了一次试驾，并更换了电池。我们发现，BaaS和非BaaS电池之间没有任何区别。销售人员唯一的区别是，有两种类型的电池，即短程电池和长程电池。销售人员告诉我们，如果用户愿意，可以同时换取两种电池。

采访实录[转述]

反馈

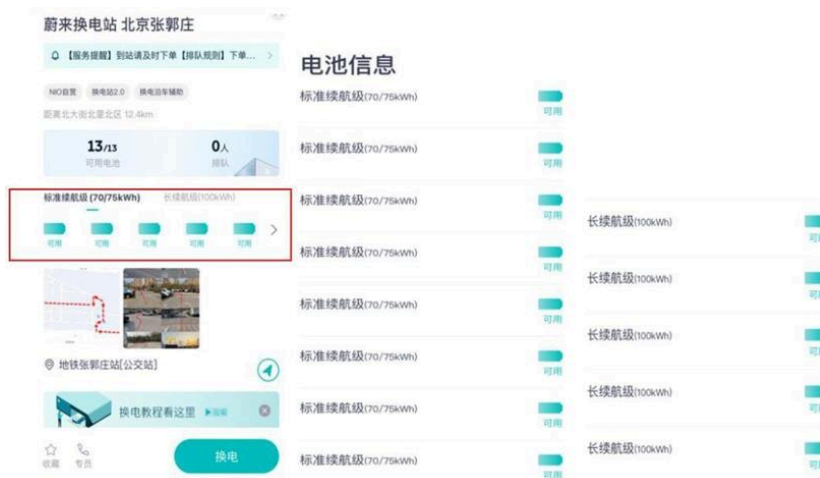
↑

问：所以短程电池也可以换成长程电池。

答：对。你的短程电池也可以换成长程电池。

我们通过查看蔚来APP进一步确认没有区别。例如，下面的截图显示了北京的一个换电站站。在选择这个换电站后，APP没有询问用户他/她是否是BaaS的用户。它直接显示该站有多少电池可用。在这种情况下，它显示总共有13块电池，有13块电池可供更换。

蔚来APP还显示了可用电池的更多细节。电池有两个选择，一个叫做标准范围（短程）电池（70/75kWh）和长程电池（100kWh）。如果我们点击电池部分，会显示这个站有8个短程电池和5个长程电池。没有区分蔚来电池与蔚能电池，也没有区分BaaS电池与非BaaS电池。



来源：蔚来APP

由于BaaS用户可以利用蔚来的电池网络，不管它们是否为蔚能所拥有，蔚能没有太大必要

维护多余的电池。因此，蔚能拥有的电池数量应该与用户的数量相对应。

然而，截至2021年9月30日，蔚能在协议下有19,000个用户，但库存有40,053个电池。

从运营和结构的角度来看，蔚能不需要任何多余的电池。因此，这些证据让我们相信，截至2021年第三季度，蔚来已经向蔚能超供多达21053个电池，以粉饰其财务状况。

现场访问和APP分析，反映出某些地方的低利用率

此外，我们的尽职调查小组在最繁忙的时段观察了一些站点，几乎没有流量。观察使我们相信，这些换电站的利用率很可能很低，从而抵销了如此庞大的库存。



来源：蔚来实体换电站

仅为39%。请注意，我们特意避开了中国那些处于非常严格的清零政策下的地区（例如，上海在我们的观察窗口期间完全关闭，所有站点的利用率为0。我们没有选择将其纳入我们的分析中）。

低利用率进一步加强了我们的信念，即蔚能在这些站点没有多余的电池需求，表明蔚来很可能向蔚能超供多达21053个电池。

当然，当你购买数以千计的电池时，需要进行储存。然而，令我们惊讶的是，经过几个月的搜索，我们无法确定或找到蔚能的存储设施。

我们的团队还咨询了许多电池公司的员工换电站，但我们无法获得任何关于电池可以储存在哪里的知识。

蔚能的招股说明书，也忽略了对电池存储的披露（即99%的蔚能的固定资产是电池）。充其量，这使我们相信许多这些多余的电池仍然在蔚来的存储设施中。

会计魔术：转移折旧成本

创建蔚能电池实体的另一个好处是，蔚来可以节省巨大的折旧。根据蔚来的2020年20F，充电和换电基础设施和设备（包括电池）的使用寿命是5年。奇怪的是，蔚来最近将使用寿命改为5-8年，这意味着资产负债表上的电池折旧率为约为每年15%。

回顾蔚来在截至2021年9月的9个月里，对蔚能的销售额为28亿元人民币。我们认为，这些货物的销售，几乎都是由电池销售构成的。假设这笔收入的利润率为20%，这将意味着蔚来在此期间合计将成本为22.5亿元人民币的资产，从其资产负债表中转移出来。

这意味着，截至2021年9月的9个月，这些电池将为蔚来节省折旧费高达3.36亿元人民币，直接影响（和虚增）了公司的利润。

再加上前几节所述的收入膨胀，我们估计，仅蔚能电池，就可以人为地将蔚来的净利润提升30多亿人民币。截至2021年9月的9个月，蔚来的净亏损为18.74亿人民币。如果没有所有这些会计诡计，蔚来的净亏损将增加近一倍，达到36.90亿元人民币。

9M 2021	RMB mil.
Sales of Goods from Weineng	2,796
Revenue Pulled Forward	1,147
Revenue Fabricated	1,470
Total Inflated Revenue	2,617
NIO Revenue	26,236
% of NIO Revenue	10%
Shifted Battery Depreciation	336
Total Inflated Net Income	1,777
Net Income Reported	(1,874)
Net Income Adj. Total	(3,651)
variance	95%

投资者。

蔚能的高层管理人员是蔚来的现任高管

在2021年的20-F风险因素中，蔚来表示他们对蔚能电池的控制有限。

Under the BaaS, we sell a battery to Wuhan Weineng Battery Asset Co., Ltd., or the Battery Asset Company, and the user subscribes for the usage of the battery from the Battery Asset Company. The service we provide to our users under the BaaS relies, in part, on the smooth operation of and stability and quality of service delivered by the Battery Asset Company, which we cannot guarantee. We invested in the Battery Asset Company with CATL, Hubei Science Technology Investment Group Co., Ltd. and a subsidiary of Guotai Junan International Holdings Limited, which we refer to as the Initial BaaS Investors in this annual report. We and the Initial BaaS Investors each invested RMB200 million and held 25% equity interests in the Battery Asset Company at its establishment. In August 2021, we invested an additional RMB270 million in the Battery Asset Company in connection with its series B financing. As a result of the several rounds of financings of the Battery Asset Company, we currently beneficially own approximately 19.8% of the equity interests in the Battery Asset Company. We refer to the Initial BaaS Investors together with the other investors of the Battery Asset Company that subsequently joined as the Battery Asset Company Investors. As a result, we only have limited control over the business operations of the Battery Asset Company. If it fails in delivering smooth and stable operations, we will suffer from negative customer reviews and even returns of products or services and our reputation may be materially and adversely affected.

然而，在同一文件中，蔚来表示：

"本集团作为电池资产公司的主要股东，有权任命电池资产公司董事会九名董事中的一名，并可对电池资产公司施加重大影响。因此，对电池资产公司的投资采用权益法进行核算"

基于这种矛盾的披露，蔚来的投资者可能会对蔚来对蔚能的实际控制程度感到困惑。执行我们在本报告中详述的计划，需要蔚来对蔚能实施重大控制。我们的研究表明，情况正是如此。

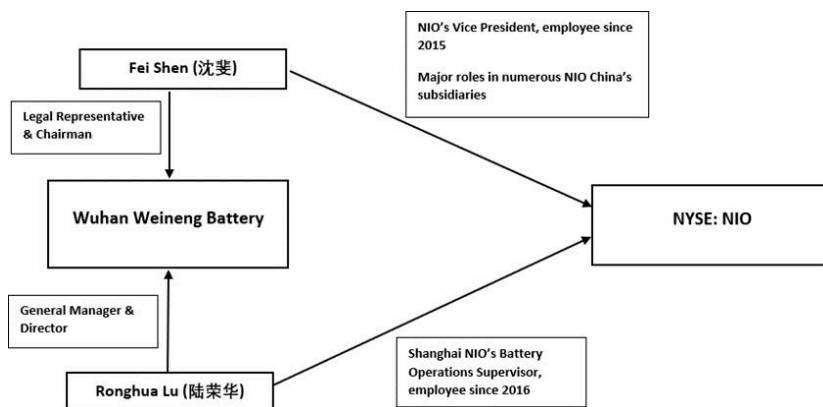
根据企查查数据，蔚能电池的董事长兼法定代表人沈斐和总经理兼董事陆荣华都是蔚来员工。



来源：企查查

我们认为，这两个人领导着蔚能电池的日常运作和重大业务决策，使他们能够有效地对公司行使控制权。

我们的研究还发现，沈斐和陆荣华在蔚能工作期间，继续在蔚来担任高管职务。




来源：企查查, LinkedIn, GrizzlyAnalysis

根据沈斐的LinkedIn资料，他目前是蔚来的副总裁，自2015年11月以来一直担任这一职务。

沈斐


反馈






Fei Shen · 3rd
VP
Shanghai, China · [Contact info](#)
500+ connections
[Connect](#) [Message](#) [More](#)

Experience

 **VP**
NIO
Nov 2015 - Present · 6 yrs 6 mos
中国上海

 **Product Director, vice-general manager**
Sieyuan Electric Co., Ltd
Oct 2007 - Aug 2015 · 7 yrs 11 mos
Shanghai

Valuable and memorable experience...
Responsible for the product management of power electronics application, including SVG/STATCO ...see more

来源：LinkedIn

沈斐还出现在“蔚来中国”的众多子公司的记录中，蔚来拥有其90%以上的股权。下表列出了沈斐在其中一些公司的相应职务。

Positions of Fei Shen (沈斐)	Chinese name	English Name	% Equity Interest that is Owned by NIO China
Legal Representative & Executive Director	武汉蔚来汽车销售服务有限公司	Wuhan Weilai (NIO) Auto Sales & Services Co., Ltd.	100%
Legal Representative & General Manager & Director	蔚来能源投资（湖北）有限公司	Weilai (NIO) Energy Investment (Hubei) Co., Ltd.	100%
Legal Representative & Executive Director & Manager	武汉蔚来能源租赁有限公司	Wuhan Weilai (NIO) Energy Leasing Co., Ltd.	51.02%
Legal Representative & Executive Director & Manager	武汉蔚来能源设备有限公司	Wuhan Weilai (NIO) Energy Equipment Co., Ltd.	51.02%
Legal Representative & Executive Director & Manager	武汉蔚来能源科技有限公司	Wuhan Weilai (NIO) Energy Technology Co., Ltd.	51.02%
General Manager & Director	武汉蔚来能源有限公司	Wuhan Weilai (NIO) Energy Co., Ltd.	51.02%

陆荣华

根据陆荣华的LinkedIn资料，他自2016年3月起为蔚来工作，目前是蔚来的主要子公司之一“上海蔚来”的电池运营总监。



Ronghua Lu
上海蔚来汽车 - 电池运营总监
Yangpu District, Shanghai, China · [Contact info](#)
99 connections
[Connect](#) [Message](#) [More](#)

 上海蔚来汽车
 复旦大学

资料来源：LinkedIn。LinkedIn

还有一篇网上文章表明，陆荣华在2016年加入了蔚来。

"陆荣华2016年入职蔚来，分配的工作之一就是做车电分离的规划，但一开始阻力是很大的。"

"自从陆荣华在2016年加入蔚来以来，[他]被分配的工作之一是起草一份关于电动车和电池之间分离的计划，但开始在这方面有很大的阻力。"

反馈



在金融欺诈之外，我们认为蔚来一直在利用其上市公司的身份，令地方政府股东致富。

2020年4月，蔚来宣布与以合肥市建设投资控股（集团）有限公司、CMG-SDIC资本有限公司和安徽省高新技术产业投资有限公司等一众投资人（统称“战略投资者”）达成了投资蔚来中国的最终协议。这些投资者向蔚来中国投资约70亿元人民币，持有该实体24.1%的股份。

从那时起，蔚来已经分别三次赎回这些股份。详情列于下表。

Dates	Redeem %	Redeemed consideration (RMB Mills)	NIO capital subscription	Implied valuation of NIO China	NIO interest in NIO China after redemption
9/16/20	8.60%	511.5		5,948	84.50%
2/4/21	3.31%	5,500	10,000	166,415	90.36%
9/24/21	1.42%	7,500	10,000	528,914	92.11%
Total Paid		13,512			
Total Redeemable		41,710		Total Minority Shareholder Interest	7.89%

地方政府或相关实体已经从蔚来套现了135亿人民币。根据蔚来的最新估值，如果该公司购买蔚来其余7.87%的地方政府股份，地方政府可以从蔚来那里再套现417亿元人民币。

这令人担忧，因为蔚来历史上一一直在烧钱，不得不稀释股权以资助其运营。在美国上市后，蔚来筹集了109亿美元，但赎回这些，花费了超过20亿美元。如果当地政府决定赎回更多，蔚来将需要另外67亿美元来回购，而截至2021年12月31日，该公司有82亿美元的现金和短期投资。

在这些赎回的过程中，蔚来中国的估值神秘地翻了几番。在2020年9月至2021年2月期间，蔚来中国的隐含估值跃升了约28倍，进入2021年7个月，蔚来中国的隐含估值又进一步增加了3倍。在短短一年内，蔚来中国的估值增加了近89倍。

随着蔚来中国达到更高的估值，地方政府通过股票市场从蔚来提取了更多的资金。我们认为这可能是由早期的地方政府向蔚来提供的融资称为“对赌协议”。由于蔚来中国的估值继续增加，蔚来必须向中国政府支付更多。如果没有稳定的现金流，这将以牺牲股东的利益为代价。

蔚来与地方政府之间未披露的对赌协议

媒体近日报道，2020年蔚来在接受合肥市70亿元人民币的注资时。这时，蔚来与合肥市之间还有一份“对赌协议”，其中：

- 1、蔚来中国在收到投资后的48个月内提交IPO，并在60个月内完成上市；股东要求蔚来或者李斌赎回公司股份，不能导致蔚来或蔚来中国的控制权发生变化；
- 2、蔚来和蔚来中国的控股股东不应改变，如果改变，当地的政府将要求李斌回购所有股份；
- 3、如果没有完成IPO，或控股权发生变化，李斌就要回购蔚来中国的股份，赎回价格为合肥战略投资者的投资总额，并以年利率8.5%计算利息；
- 4、要求蔚来中国在2024年实现营收1200亿元。

这项协议给蔚来带来了压力，并给蔚来的股东带来了重大风险。虽然它只提到蔚来需要以8.5%的利率从地方政府手中回购，但私下可能还有更多的条款，或许会伤害蔚来的股东。

如要求2所述，蔚来的控股股东不能改变，这意味着李斌很可能必须找到创造性的方法，将其股份货币化并释放价值。

蔚来主席在2021年6月将蔚来的用户信托质押给瑞银集团

2019年1月，李斌向新成立的NIO User Trust基金转让了总额为5000万股的普通股，包括（i）189,253股A类普通股和（ii）49,810,747股C类普通股。

NIO User Trust的目标是在公司和用户之间建立更深的联系。根据文件，2019年，该公司通过了《NIO User Trust章程》，并成立了一个用户理事会，讨论NIO User Trust的管理和运作并提供建议。蔚来用户理事会成员将由蔚来用户社区选举产生。该公司的文件还指出：

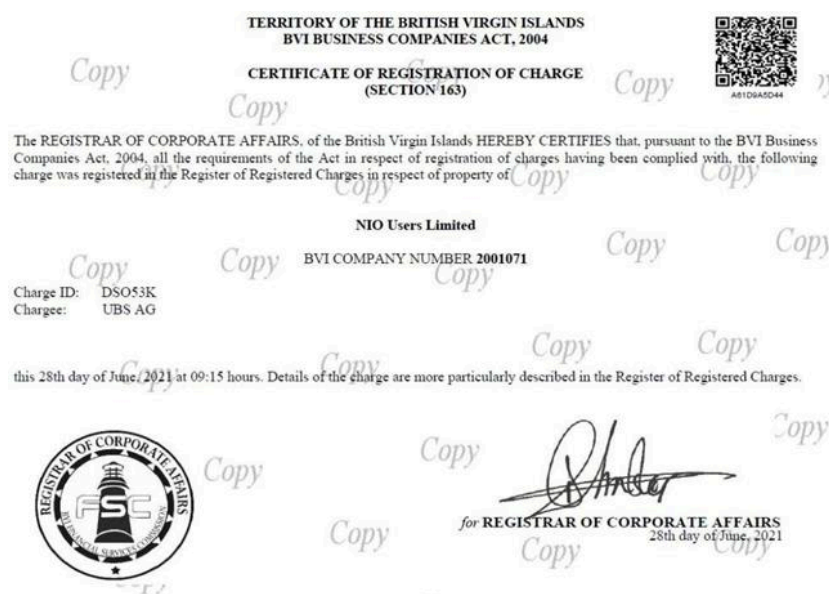
"根据NIO User Trust的章程，信托资产的收入和收益应主要用于以下目的：（一）环境保护和可持续发展，（二）蔚来用户社区关怀项目，（三）促进用户共同成长的社区活动和其他必要项目，以及（四）用户信托的运营费用"收益可以来自投资回报、股息或质押这些股份。

鉴于上述承诺，我们认为蔚来股东和蔚来用户会惊讶地发现，李斌已经将NIO User Trust进行了质押。

根据蔚来的2021年20F，NIO Users Limited是"由NIO User Trust公司控制的控股公司，该公司由李斌先生控制"，其注册地址是 "Maples Corporate Services (BVI) Limited, Kingston Chambers, PO Box 173, Road Town, Tortola, British Virgin Islands."

我们能够从英属维尔京群岛检索到的文件显示，在2021年6月，NIO User Trust已经被抵押给瑞银集团。

一份被称为 "变更证明"的文件显示，NIO Users Limited被指控给瑞银集团，指控登记时间为2021年6月28日。



MEMORANDUM AND ARTICLES OF ASSOCIATION



Incorporated this 11th day of December 2018

Maples Corporate Services (BVI) Limited
Kingston Chambers
PO Box 173
Road Town, Tortola
British Virgin Islands

NIO Users Limited于2018年12月11日成立，其注册地址为与蔚来的2021年20F中所披露的内容相同。

我们认为李斌故意忽略了围绕这一质押的公开披露或媒体报道。具有讽刺意味的是，鉴于这些股份是根据蔚来用户章程和蔚来用户委员会质押的，李斌似乎违背了具有同样愿景这批人的信任。

投资者不仅应该质疑李斌的可信度，而且应该意识到他们的投资与这一质押有关的重大风险。该公司的股票已经从质押当日的50美元跌至23美元。虽然质押率不详，但我们只能想象，股票下跌54%可能会导致这些股票被追加保证金。李斌拥有1.777亿股蔚来股份或约10.4%的公司股份。如果瑞银要求李斌提供更多的抵押品，股东将面临在公开市场上强制清算质押股票的后果。

可悲的是，在回顾了李斌过去的公司、协会和关系之后，我们对李斌将其股东置于风险之中并不感到惊讶。

蔚来董事长兼CEO李斌，令人担忧的过去，充满了阴暗的联系和股东价值的破坏

我们深入调查了李斌的过去，我们的发现令人担忧。

我们发现，过去李斌与参与瑞幸咖啡欺诈案的人密切合作。他还曾是BITA（以前是一家在美国上市的公司，后来私有化）的董事长兼首席执行官，该公司也是宜信（目前是一家香港上市公司）的控股股东。他还担任过摩拜单车的董事长，该公司被指控挪用了超过6,000亿元人民币的用户押金。李斌过去的所有公司，最终都毁掉了大量的股东价值。

李斌还与愉悦资本及其创始合伙人刘二海（瑞幸咖啡欺诈案中已知的关键人物）关系密切。

我们鼓励读者阅读那份关于瑞幸咖啡的匿名研究报告，该公司后来承认财务欺诈，并被证券交易所除名。那份研究报告将愉悦资本的刘二海列为“金三角”之一，也是瑞幸咖啡丑闻的关键人物。

反馈



Source: Company filings

Note: Luckin shareholding post follow-on and CB offering on January 8th, 2020

来源：瑞幸咖啡的匿名研究报告

考虑到刘二海之前参与了香港上市公司神州租车（0699.HK）（已退市）和美国上市的瑞幸咖啡（LKNCY.OO），我们认为,当一家上市公司或管理层，与愉悦资本和刘二海走得太近时，投资者应该非常谨慎。

在我们日益增长的担忧清单上，我们发现蔚来及其董事长兼CEO李斌，与愉悦资本以及刘二海有着密切的联系。

下面我们总结一下，蔚来/李斌和愉悦资本/刘二海之间的联系：

刘二海自2005年起担任BITA的董事会董事，自2011年起担任独立董事。BITA一直由李斌控制；

刘二海被任命为特别委员会的独立董事之一，以评估BITA在2019年9月的私有化交易；

据报道，刘二海是蔚来和摩拜单车的早期投资者；

蔚来资本和愉悦资本共同向优信(UXIN.US) 投资了高达3.15亿美元，美国做空机构JCap发表的一份研究报告曝光了优信的诡计；

BITA

从2010年到2020年，李斌在BITA控股有限公司担任董事会主席。BITA在2010年以每ADS 12美元的价格上市，在2014年上涨到近100美元后，该股在2020年急剧下降到10美元左右。最终，该公司以16美元的价格被私有化。以更高价格参与该股票的投资者，永远没有机会挽回他们的损失。

据媒体报道，该公司因战略决策失误而失败。BITA严重依赖外部（互联网）流量，随着成本增加，流量下降。这导致他们从2014年起持续产生亏损。在创立蔚来和摩拜单车后，李斌放弃了BITA，专注于这两家公司。

宜信

宜信于2017年在香港市场进行了IPO--其中BITA拥有超过50%的投票权--并在财务上对公司进行了整合。不幸的是，股价在上市后不久就达到了高峰，此后稳步下降。其下跌 的细节不是本报告的重点，但2018年以来的表现乏善可陈，令人担忧。

摩拜单车

摩拜单车是一家私营公司，李先生是摩拜单车的董事长。该公司引领了一个在中国最热门的趋势--共享单车，并积极地图占领市场份额。令投资者失望的是，摩拜单车积极的增长举措，导致了大规模的使用不足。

在烧掉大量现金后，摩拜单车被卖给了香港的一家上市公司美团网。美团的董事长是摩拜单车的早期投资者，也是美团的最大股东之一。腾讯也是摩拜单车的最大股东之一。

最令人关注的是，据报道，摩拜单车在2017年期间挪用了超过6000亿人民币的用户押金。

免费的钱。蔚来的主席利用公司进行无息贷款

来源：蔚来财报

蔚来的2020年20F的附注中曾提到：

"2017年，公司向宁波梅山保税港区蔚兰投资有限公司发放无息贷款。截至2020年12月31日，这些贷款仍未偿还。"

据企查查，宁波梅山公司成立于2016年8月，业务范围包括投资咨询和管理。股东信息显示，蔚来的董事长李斌拥有宁波梅山80%的股份，使他成为这些无息贷款的直接受益人。

蔚兰投资

下载报告 笔记 监控风险 关注

投资机构 小微企业 Ningbo Meishan

2022-03-11更新

#租赁和商务服务业 #商务服务业 #组织管理服务 #投资与资产管理 #浙江省 #宁波市 #北仑区

法定代表人：李斌 关联5家企业 >

统一社会信用代码：91330206MA282J5Y06

编辑企业信息

电话：18958318450 同电话企业 99+

官网：暂无

邮箱：暂无

地址：浙江省宁波市北仑区梅山七星路88号1幢401室A区A02... 附近企业 同地址企业 99+

简介：宁波梅山保税港区蔚兰投资有限公司成立于2016-08-25，法定代表人为李斌，注册资本为500万元人民币，统一社会信用代码为91330206MA282J5Y06...

展开

财产线索 线索 75 预估价值 9999+万元

所属集团：国机科技 成员 12 风险 59

投资机构：蔚兰投资 投资项目 0 投资事件 0

股权穿透图 按图探索股权结构

股东信息 3 发生变更 2 次 关联 2 家企业

查看股权结构 > 认缴出资额 持股比例 导出数据 企查查

序号

股东及出资信息

持股比例

认缴出资额(万元)

认缴出资日期

参股日期

1

李斌 Bin Li

大股东 实际控制人 最终受益人

关联63家企业 >

80% ownership
80.00%

400

2046-08-24

-

2

张 张洋

关联11家企业 >

10.00%

50

2046-08-24

-

3

张瑞恩

关联15家企业 >

10.00%

50

2046-08-24

-

来源：企查查

蔚来的2021年20F指出，这笔贷款已在2021年全部偿还。然而，它还表示，2021年11月，蔚来向宁波梅山支付了5000万元人民币，以收购与蔚来资本有关的公司的某些股权。

"2017年，我们向宁波梅山保税港区蔚兰投资有限公司发放了无息贷款，这是一家由我们主要股东控制的公司。该贷款是全额2021年偿还。2021年11月，我们从宁波梅山保税港区蔚兰投资有限公司收购了与蔚来资本相关的公司的某些股权，价格为5,000万元人民币"。

蔚来没有透露有关这项投资的细节，但我们认为这一系列事件非常可疑。

- 蔚来在2017年向宁波梅山（李斌持股80%）贷款5000万人民币；
- 宁波梅山，收购一家不知名的投资基金的股权，金额未披露；
- 贷款仍未偿还，长达数年；
- 然后在2021年11月，宁波梅山神秘地将该基金1.03%的股权转让给蔚来，公允价值为6850万人民币。

"2021年11月，集团购买了一个投资基金的股权投资，该投资基金的持有者为宁波梅山保税港区蔚兰投资有限公司（“蔚兰”）是一家由本公司主要股东（兼首席执行官）控制的公司（注26）。(本公司的主要股东（兼首席执行官）控制的公司（“蔚兰”）（附注26），总代价为人民币5000万元。在购买日期，该投资以公允价值人民币68,535元入账，超出购买代价人民币50,000元的部分人民币18,535元被记录为股东的额外实收资本。

反馈

↑

资基金是什么，其战略或任何其他信息。我们也不知道公允价值如何变化，自2021年11月以来，公允价值可能明显下降。

总结

虽然蔚来是零售业的宠儿，也是美国投资者寻求接触中国电动汽车应用的热门股票，但我们认为该公司正被财务诡计所支撑，而且充满了公司治理的危险信号。

蔚来的财务状况通过一个利用未合并的关联方的计划被夸大了。

通过向蔚来过度供应电池和提前拉动收入，蔚来在截至2021年9月的9个月里，虚报了26亿元人民币的收入（约占该时期收入的10%）。更糟糕的是，该期间应报告的净亏损为36亿元人民币，这是蔚来实际报告亏损的两倍。

在这种会计背景下，我们认为蔚来已经让地方政府和公司内部人员发了财。蔚来与地方政府签订的已披露和未披露的协议，已经导致以离谱的估值进行赎回，而这种情况在未来可能还会继续。根据我们的估计，蔚来可能还会有67亿美元的地方政府股份赎回发生，这将给其财务状况带来巨大压力。

我们从英属维尔京群岛检索到的文件显示，李斌在没有任何披露的情况下，将蔚来的User Trust抵押给瑞银，旨在增加蔚来用户对公司的影响力，李斌利用User Trust基金谋取私利，使股东面临潜在的保证金追缴，导致的股票下跌风险。随着蔚来的股价损失超过一半，这种风险变得越来越严重。

原标题：《灰熊做空蔚来报告全文：令人担忧的过去，充满阴暗的联系和股东价值的破坏》

[阅读原文](#)

特别声明

本文为澎湃号作者或机构在澎湃新闻上传并发布，仅代表该作者或机构观点，不代表澎湃新闻的观点或立场，澎湃新闻仅提供信息发布平台。申请澎湃号请用电脑访问<http://renzheng.thepaper.cn>。

1 收藏

我要举报

相关推荐

3

1



世界气象组织报告：2023年是30多年来全球河流水量最少的一年



苏州银行再获第一大股东增持，国发集团持股比例升至12.2%



乘客遗失装有价值三百万元物品的行李，列车长快速帮忙找回

反馈



评论 (3)

0 / 800 发表

已经到底了