



洪偲馨：被资本催熟的 金融科技



文/新浪财经意见领袖专栏专栏作家 洪偲馨、伊蕾



约翰·戈登 《伟大的博弈》：正如罗马人一样，在华尔街这个伟大的博弈场中的博弈者，过去是，现在还是，既伟大又渺小，既高贵又卑贱，既聪慧又愚蠢，既慷慨又自私——他们都是，也永远是普通人。

——馨金融

1

做空‘狙击’

最近，上市不足4个月的中国‘供应链金融 SaaS 第一股’联易融陷入了一场的做空危机。

一家名为 Valiant Warriors 的沽空机构（注：Valiant Warriors 在官网称自己是一群激进投资者，他们在全球范围内寻找因缺乏透明度而定价不正确的公司，并揭示他们的真正价值）发布文章称，联易融是‘谎言构建的供应链’。

在被做空机构‘狙击’之前，联易融是继去年陆金所 IPO 后，今年第一家登陆二级市场的中国金融科技公司。

顶着被腾讯重金押注的光环，以及‘通过科技和创新重新定义和改造供应链金融’的定位，联易融在上市后股价一路走高，市值一度突破 500 亿港元。

在其招股书中，联易融将核心业务划分为核心企业云、金融机构云、跨境云和中小企业解决方案四大类，分别对应不同客群的供应链金融服务需求。

招股书显示，从 2018 年到 2020 年，联易融的营业收入从 3.83 亿增长 10.3 亿元。

招股书同时提到，截止到 2020 年，联易融在中国供应链金融解决方案提供商中排名第一，处理的供应链金融交易金额高达 1638 亿人民币，市场份额超过 20%。

但做空机构的报告列举了联易融存在的六大风险问题，措辞严厉，几乎全盘否定了这家公司：

联易融(9959.HK) - 谎言构建的供应链

“最亮的星总会投下最深的阴影”

联易融 9959.HK	行业：金融科技	当前价格：12.52港元
日均交易量：8千万港元	市场总值：292亿港元	预估价格：1.19港元

概要

我们看空联易融 (9959.HK).

- 掩盖公司过度集中（超过80%）房地产行业的谎言 - 联易融根本就是地产开发商用来表外融资和规避监管的后门，而公司竟然公开遮掩事实
- 杠杆倍数超过80倍 - 公然违反银保监会205号文规定
- 子公司隐藏上百亿的过桥贷款和关联交易 - 表内金融风险巨大
- 夸大收入 - 在IPO前连续更换审计机构，恶意夸大收入，虚抬股价
- 过度科技化包装和热点碰瓷，以掩盖大量人工后台操作的事实 - 真实的研发能力和高管背景难以支撑科技属性的故事
- 低报和逃避税增值税约8亿元人民币 - 监管部门已经开始调查，涉及严重的合规风险

针对这些指控，联易融也在昨天一一做出了回应。

其中，对于争议最大的监管和业务风险问题，联易融表示，公司处理的房地产行业核心企业相关的资产规模占比约为45%、过桥资产风险严格控制、附属保理公司杠杆倍数从未超过监管上限要求等。

这几天，我也跟不少业内朋友交流了这个话题，大家普遍认为做空报告里的一些数据来源和统计方法不够严谨，比如，把过桥业务的交易量算在了杠杆倍数上。

但另一个共识是，这份报告对于联易融科技含量不足的质疑。事实上，在Valiant Warriors昨晚发布的回应文章中，也把质疑焦点放在了这个问题上。

联易融(9959.HK)之灵魂拷问：本质到底是金融公司还是科技公司？

“在事实面前，所有狡辩都显得苍白无力”

说到底，这也是包括联易融在内的几乎所有金融科技公司都绕不开的一个硬伤，也是这批金融科技独角兽们在二级市场屡屡受挫的根源——它们还没有拿出足够硬核的成绩来证明自己的科技能力。

但为了上市和估值，难免对其业务进行了美化。

曾几何时，这种囊括了‘金融公司的收益+科技公司的增长’两方优点的标的是资本市场追捧的焦点。尤其，在金融科技潮起之时，组个像样的团队就能拿到一笔不菲的投资，商业模式、业务增长都是其次。

其实，就供应链金融而言，金融科技对于业务优化、市场创新必然是有一定价值的。

但不管是金融科技本身，还是 SaaS 服务这种模式，都是一个周期长、投入大，且回报慢的事儿。眼下，却偏偏要套进一个高增长且高回报的‘壳子’里，必然会产生错位。

尤其，在资本的‘催熟’之下，很多公司‘画饼’的速度和范围远超过自身的能力半径。

公开信息显示，自 2016 年成立到上市前，联易融累计完成 5 轮融资，

总金额超过 5 亿美金。而在 2018 年 10 月的 C 轮融资后，其估值大约为 10.5 亿美金（约 80 亿港币）。

到了今年 4 月 IPO 时，以联易融的发行价 17.58 港元计算，绿鞋前市值已达 398.1 亿港元，截止到当日收盘，市值已超 430 亿港元。如今，即便遭遇沽空打击，联易融的市值依然超过 200 亿港币。

要拿什么样的业绩和故事才能支撑资本市场的增长神话，这不是一家公司的问题，而是整个行业的焦虑。

2

上市‘疲态’

去年以来，越来越多的人对金融科技行业的前景，以及相关企业的上市表现出了悲观的情绪。

外界普遍将金融科技 IPO 的转折点归咎于去年 11 月外滩峰会上的那番讲话，但事实上，近年来，伴随着监管的重重加码和行业的持续洗牌，‘潮水’早已开始退去。

从时间线来看，金融科技企业上市的高峰出现在 2017 年。

尤其，趣店上市后市值迅速突破百亿美金，一度令整个资本市场沸腾。从数据来看，这家公司是个近乎完美的标的——兼具了科技公司的高增长、高估值和金融公司的高营收与高利润。

事实上，在这一轮上市潮中登陆二级市场的公司都有着相似的发展轨迹，典型如更早上市的宜人贷、信而富、拍拍贷（后更名为‘信也科技’），稍晚上市的 51 信用卡等。

他们依托于 P2P 或者现金贷业务，以及一定的金融科技基础，借着移动互联网的流量红利扶摇直上，不仅在一级市场裹挟了大量资本，也实现了业务和利润的双重爆发。

但这种‘既要增长、又要利润’的发展模式终究难以持续，很快就随着一轮轮的监管风暴被打下神坛。

趣店在几次新业务试水失败之后，如今已经掉出了金融科技上市公司‘第一阵营’，市值仅余 5 亿美金，不足巅峰时的 5%。51 信用卡因为涉及数据安全隐患和 P2P 清退身陷亏损；宜人金科上市时的豪华海归高管团队在之后陆续出走，清退 P2P 后如今依然在探索转型之路。

还有令人唏嘘的信而富，曾经坚守的‘Low and Grow’（低起步、稳成长）战略难以达到资本市场的增长预期和盈利目标，一度令公司走到

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32817

