

为领 1.2 亿美元期权, CEO 铤而走险:“北美小红书”Pinterest 被指用户数据刷单!

导语: 利益诱惑下, CEO 带头造假。

作者: 市值风云 App: 扶苏

Pinterest (PINS.N, “公司”) 是美国一家主打图片分享功能的社交媒体平台, 用户可以将自己喜欢的图片、视频和文章用“图钉(Pin)”钉在“钉板(PinBoard)”上, 进行收藏或分享。

公司成立于 2009 年, 于 2019 年 4 月在纽交所上市, IPO 估值约 120 亿美元, 目前市值约 280 亿美元。

近年来, 公司的成长性相当不错。

2024 年一季度, 公司披露的营收和月活跃用户数 (MAU) 均再创历史新高: 营收 7.4 亿美元, 同比增 23%; MAU 5.18 亿, 同比增 12%。

Pinterest Announces First Quarter 2024 Results, Reports 23% Revenue Growth and More Than Half A Billion Monthly Active Users

Q1 Revenue of \$740 million, an increase of 23%, nearly doubling growth rate from prior quarter

Record 518 million global monthly active users, an increase of 12%

SAN FRANCISCO, Calif. - April 30, 2024 - Pinterest, Inc. (NYSE: PINS) today announced financial results for the quarter ended March 31, 2024.

- Q1 revenue grew 23% year over year to \$740 million.
- Global Monthly Active Users ("MAUs") increased 12% year over year to 518 million.
- GAAP net loss was \$25 million for Q1. Adjusted EBITDA was \$113 million for Q1.
- Total costs and expenses were \$794 million.

"Q1 was a milestone quarter for Pinterest as we reached new highs: surpassing half a billion monthly active users and reporting 23% revenue growth – our fastest user and revenue growth since 2021," said Bill Ready, CEO of Pinterest. "Thanks to our investments in AI and shoppability, we're driving even greater returns for advertisers and gaining access to performance budgets. We're executing with tremendous clarity and focus, shipping new products and experiences that users want, and in doing so, we're finding our best product market fit in years."

(来源: 公司 2024Q1 Press Release)

然而, 美东时间 7 月 21 日, 公司遭到做空机构 Grizzly Research (“做空机构”) 的狙击。

做空机构称，在股票期权的巨大利益诱惑下，公司 CEO 比尔·拉迪（Bill Ready）为了抬升股价而进行 MAU 造假。

一起来看看这篇做空报告。

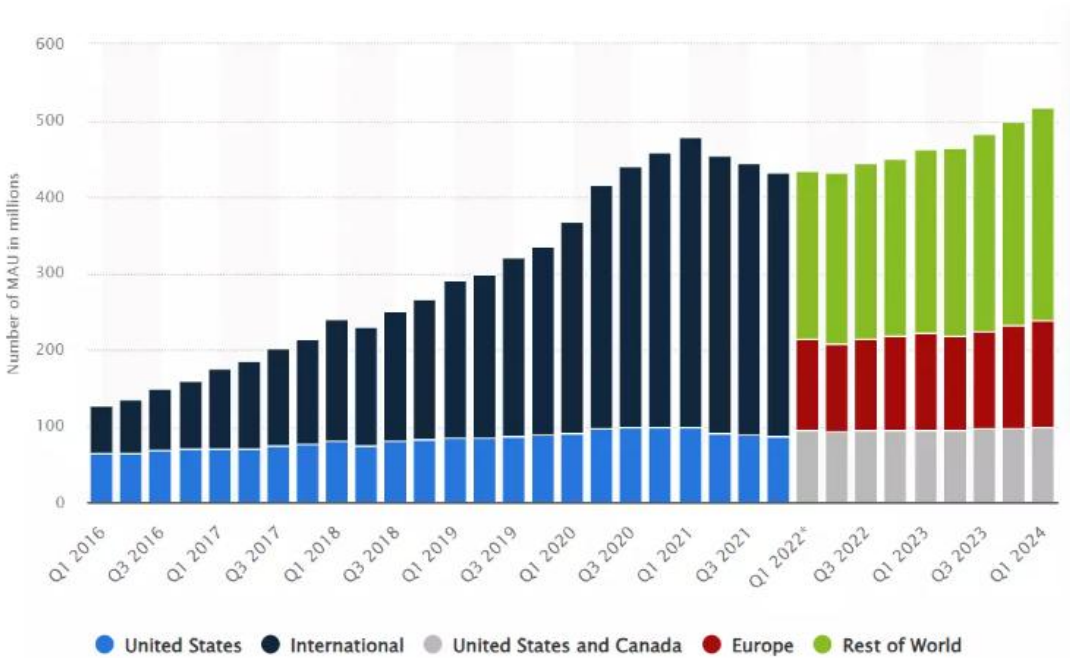
一、海外“刷单”虚增 MAU

1、MAU 异常增长

MAU 是公司披露的核心经营指标，这是商业化的基础。

不过，做空机构认为，公司近期 MAU 的增长显得异常。

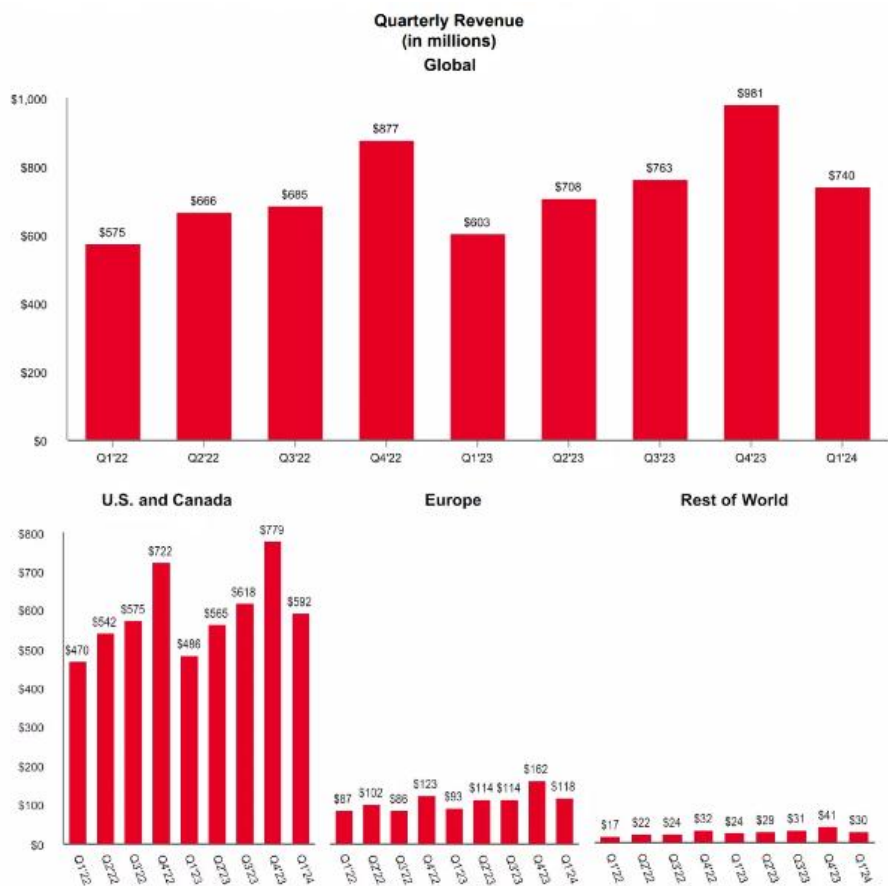
公司近期 MAU 的增长，主要来自北美以外地区，而北美（包括美国和加拿大）一直是公司的核心市场。



（来源：Statista）

以 2024 年一季度为例，当季 7.4 亿美元的营收中，北美贡献了 5.9 亿美元（约占 80%）；欧洲贡献 1.2 亿美元（约占 16%）；世界其他地区贡献 3000 万美元

(约占 4%)。



(来源：公司 2024Q1 Press Release)

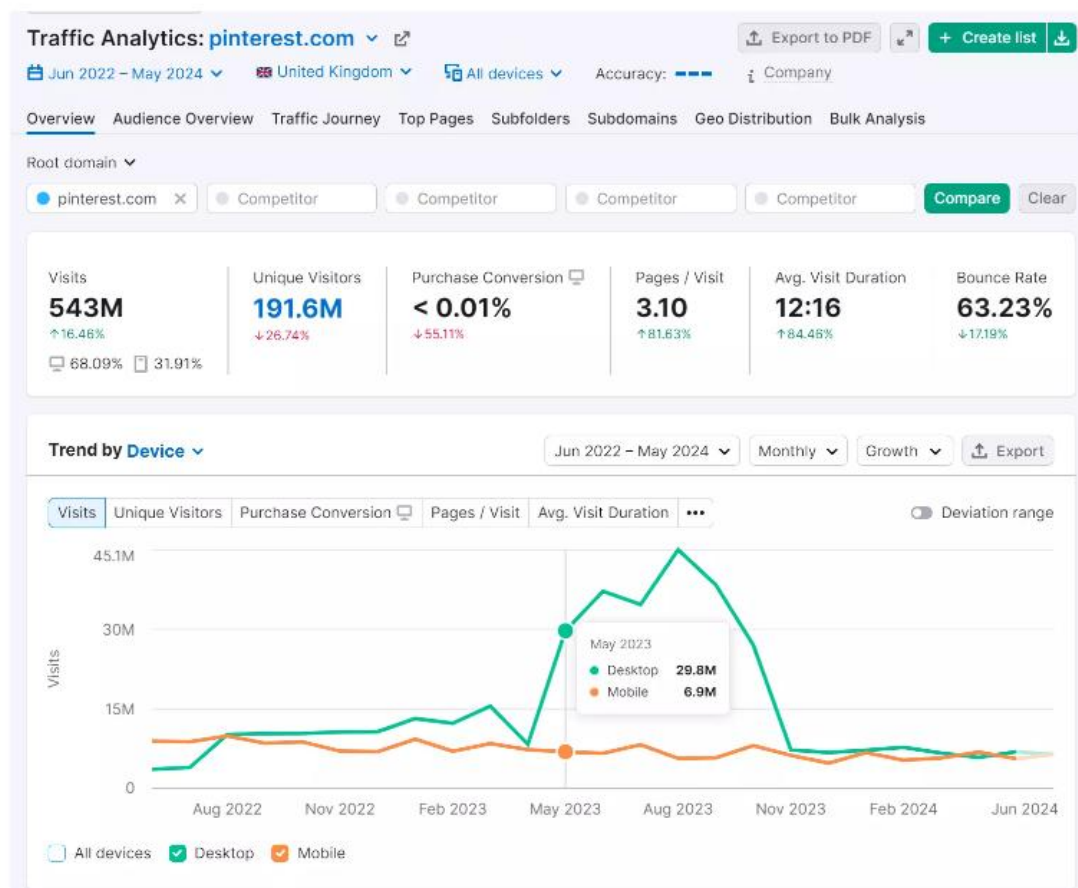
因此，尽管公司不断强调 MAU 的增长，但这些海外新增用户并不会给公司业务带来太大价值。

至于 MAU 的异常增长，做空机构认为，这主要是因为公司在海外“刷单”，以粉饰其用户数据。

刷单 (Click-farming)，指的是机器人或者“水军”，在雇主的授意下大量点击指定的网站或 APP，以达到特定目的。

网络访问量的异常，通常表明存在“刷单”的行为。

以英国为例，在 2023 年 5 月前，公司英国用户的电脑端月均访问量在 700 万-1200 万之间，且与移动端月均访问量的变动趋势基本同步。



(来源: Grizzly Research)

从 2023 年 5 月起,公司英国用户的电脑端月均访问量激增,在高峰期达到 4500 万,与移动端月均访问量拉开了前所未有的差异。而上述异常,持续至 2023 年 11 月,然后突然消失。

谷歌趋势 (Google Trends) 也指向公司涉嫌在海外招募“廉价水军”进行刷单。

谷歌趋势显示,过去 1 年中,“Pinterest”作为搜索关键词热度最高的地区,多数为海外低收入国家,如前五依次为:阿塞拜疆、萨尔瓦多、印度尼西亚、柬埔寨、秘鲁。

Google recorded the highest interest in “Pinterest” over the last twelve months in the following regions (interest value of 50 or above; retrieved in June 2024; GDP per capita in US\$ according to [World Bank](#)):

1. Azerbaijan (100; \$7,762)
2. El Salvador (85; \$5,127)
3. Indonesia (75; \$4,788)
4. Cambodia (73; \$1,760)
5. Peru (73; \$7,126)
6. Ecuador (71; \$6,391)
7. Myanmar/Burma (67; \$1,149)
8. Guatemala (64; \$5,473)
9. Argentina (63; \$13,651)
10. Venezuela (60; \$15,976)
11. Bolivia (58; \$3,600)
12. Pakistan (58; \$1,589)
13. Colombia (58; \$6,624)
14. Panama (57; \$17,358)
15. Mexico (56; \$11,497)
16. Philippines (55; \$3,499)
17. Türkiye (53; \$10,675)
18. Honduras (53; \$3,040)
19. Costa Rica (53; \$13,365)
20. Uruguay (50; \$20,795)
21. Brazil (50; \$8,918)

(来源: Grizzly Research)

2、真实的北美 MAU 已萎缩

公司的核心市场北美，其用户的真实增长情况究竟如何呢？

有机流量（Organic traffic）是社交媒体平台通过 Google 这类搜索引擎获得的免费流量，可以作为反映该平台受欢迎程度的指标。

第三方数据显示，公司的有机流量峰值出现在 2020 年 10 月，此后不断下降，直至 2024 年 5 月，有机流量仅为峰值时期的 30%。

SEMrush: Desktop Organic Traffic by U.S. Users to Domains

Service Domain	Month of Peak Organic Traffic	Organic Traffic in Peak Month	Organic Traffic in May 2024 Compared to Peak Month
Pinterest.com	October 2020	489M	29.6%
Instagram.com	May 2024	671M	100%
TikTok.com	May 2024	166M	100%
Facebook.com	April 2017	795M	70.4%
YouTube.com	May 2018	1,612M	82.3%
Reddit.com	May 2024	408M	100%
Twitter.com	August 2023	681M	86.9%

(来源: Grizzly Research)

相比之下, 其他美国知名社交媒体平台的有机流量并未随时间呈现明显下降趋势, 如 Instagram、TikTok、Reddit, 目前有机流量仍与峰值时期相当。

若按 APP 的下载量计, 公司的表现同样欠佳。

2024 年 6 月, 公司 APP 下载量的月度排名为第 39 名, 较峰值时期下降了 27 名, 无论是当前名次、还是名次下跌幅度, 均劣于其他的美国知名社交媒体平台。

AppMagic: Monthly Ranking of Free Apps in the U.S.

App	Month of Peak Rank	Peak Rank	Rank in June 2024
Pinterest	September 2015	12	39 (-27)
Instagram	June 2022	2	7 (-5)
TikTok	November 2022	1	2 (-1)
Facebook	November 2016	2	11 (-9)
YouTube	September 2021	2	15 (-13)
Reddit	July 2022	19	34 (-15)
Twitter	April 2022	11	23 (-12)

(来源: Grizzly Research)

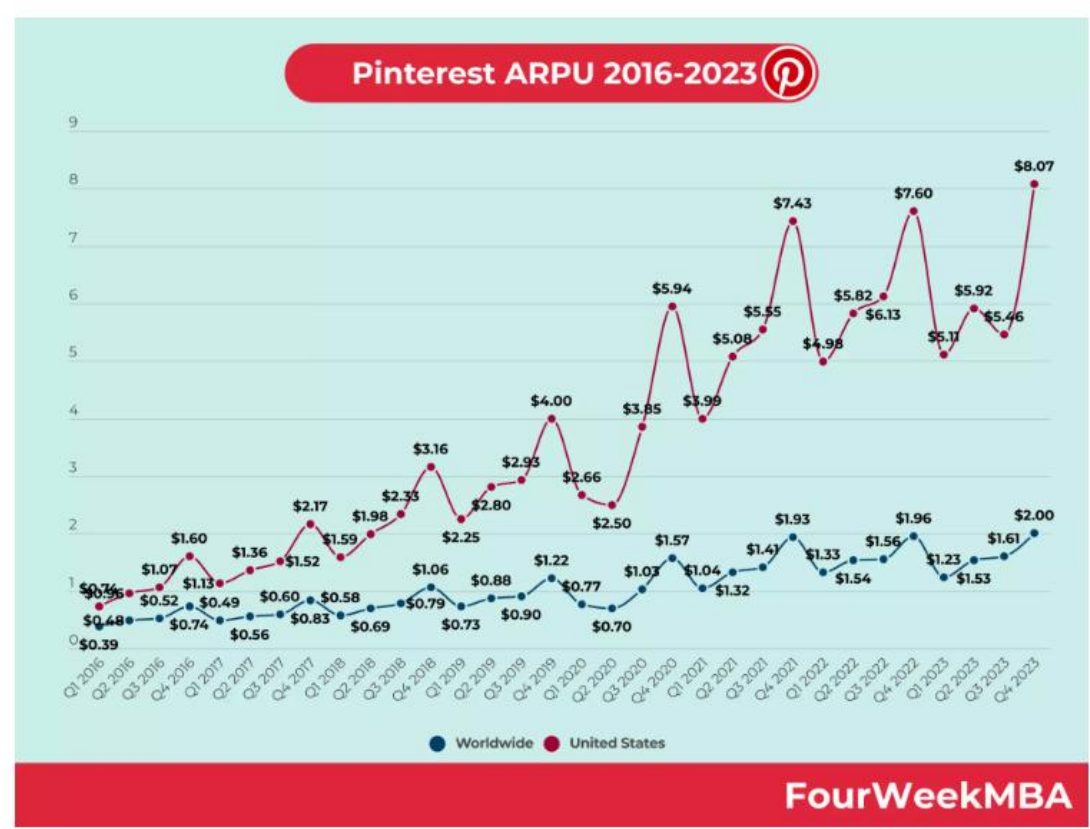
二、营收转向粗放式增长

既然公司的 MAU 涉嫌造假, 且核心的北美市场的 MAU 很可能已经萎缩, 那么公司为何还能获得营收的增长呢?

公司几乎所有的收入都来自广告, 即对广告主收费。做空机构称, 公司不断在用户搜索页面中插入更多的广告, 以提高收入。

2023 年四季度，公司的美国用户人均收入（ARPU）为 8.07 美元，约为 2020 年的两倍。

由于 ARPU 反映的是每个用户带来为公司带来的广告收入，ARPU 的提升，实际上表明用户正在承受越来越多的广告。



(来源：FourWeekMBA)

这种方式尽管在短期内增加收入，但代价是牺牲用户体验。从长期来看，垃圾广告过多，也会影响广告主的投放意愿，进而损害公司的货币化能力。

转化率是广告的关键绩效指标。第三方数据显示，公司的转化率较低，为 2.9%，仅高于 Twitter，远低于 Google (GOOG.O)、微软 (MSFT.O)、Facebook (META.O) 和 Instagram。

B2B LEAD CONVERSION RATES BY ADVERTISER

Advertiser	Lead conversion rates
Google Ads	8.2%
Microsoft Ads	7.6%
Facebook	4.7%
Instagram	3.1%
Pinterest	2.9%
Twitter	0.5%

(来源: Novocall)

由于公司广告的低转化率,其报价在美国知名社交媒体平台中,也处于较低水平。

CPM (每千次展示成本) 是广告行业的一种定价方式, 即广告主在消费者看到该广告时需支付费用。

据第三方数据, 2024 年, 公司 CPM 定价上限为 2 美元, 明显低于 Instagram 的 4 美元、Facebook 的 3 美元以及 LinkedIn 的 8 美元。



(来源: WebFX)

三、CEO 个人利益是财务造假动机

值得一提的是，公司已成为一家完全由职业经理人经营的企业。

2022 年 6 月，公司联合创始人本·西尔伯曼 (Ben Silbermann) 卸任 CEO 职位，接任者为曾任职谷歌和 PayPal (PYPL.O) 的比尔·拉迪。

截至目前，本·西尔伯曼和公司另一名联合创始人埃文·夏普 (Evan Sharpe)，已经出售了全部持有的公司股票。

此外，自 2020 年以来，公司的内部人士已经出售了超过 2540 万股股票，总价值超过十亿美元。

新任 CEO 拉迪的薪酬结构中，股票和期权占到了大头。

据披露，2022 年，拉迪的年薪高达 1.23 亿美元，其中 1.01 亿美元是股票期权，

其余大部分为价值 2150 万美元的限制性股票。

2023 Summary compensation table

Name and Principal Position	Year ⁽¹⁾	Salary (\$)	Bonus (\$)	Stock Awards (\$) ⁽²⁾	Option Awards (\$) ⁽³⁾	All Other Compensation (\$) ⁽⁴⁾	Total (\$)
Bill Ready	2023	516,667	—	—	—	6,000	522,667
Chief Executive Officer	2022	203,030	—	21,532,700	100,815,383	100,622 ⁽⁵⁾	122,651,735

Source: Pinterest, 2024 DEF 14A Proxy Statement, p. 44

(来源：公司 SEC 文件)

按照惯例，这些股票期权将在后续 4 年内，分阶段行权。

据披露，拉迪期权的执行价格是 19.96 美元。也就是说，他的期权价值取决于 公司当前股价减去 19.96 美元的剩余部分。此外，如果股价低于 19.96 美元，期权则毫无价值。

Outstanding equity awards at fiscal 2023 year-end table

Name	Grant Date	Option Awards ⁽¹⁾			Stock Awards ⁽¹⁾		
		Number of Securities Underlying Unexercised Options		Exercise Price Per Share (\$)	Shares or Units of Stock That Have Not Vested		
		Exercisable	Unexercisable		Number ⁽²⁾	Market Value ⁽³⁾ (\$)	
Bill Ready	6/29/2022 ⁽⁴⁾	2,672,866	5,880,306	19.96	6/29/32	—	—
	8/31/2022 ⁽⁵⁾	—	—	—		642,524	23,799,089
Julia Brau Donnelly	7/13/2023 ⁽⁶⁾	—	—	—		392,829	14,550,386
Todd Morgenfeld	—	—	—	—		—	—
Malik Ducard	1/13/2022 ⁽⁷⁾	—	—	—		34,076	1,262,175
	10/13/2022 ⁽⁸⁾	—	—	—		34,421	1,274,954
	6/1/2023 ⁽⁹⁾	—	—	—		151,114	5,597,263
Sabrina Ellis	7/13/2023 ⁽¹⁰⁾	—	—	—		543,917	20,146,686
Wanji Walcott	1/11/2023 ⁽¹¹⁾	—	—	—		167,927	6,220,016

Source: Pinterest, 2024 DEF 14A Proxy Statement, p. 46

(来源：公司 SEC 文件)

2022 年 6 月，公司宣布更换 CEO 当日，股价收于 19.70 美元。自拉迪上任后，随着公司披露的业绩不断创新高，股价也水涨船高。

截至做空报告发布前的周五收盘，公司股价收于 40.78 美元，远超拉迪期权的执行价。

做空机构认为，期权行权的巨大利益诱惑，正是公司 CEO 造假的动机。