



“中信系”突击入股添堵爱玛科技IPO

凭借“爱就马上行动”的广告语，爱玛科技集团股份有限公司（以下简称“爱玛科技”）的电动车品牌被消费者所熟知。近日这家以当之无愧的电动自行车行业龙头自居的企业披露招股书欲冲击A股。然而，相比起同行业的竞争对手，对于即将迈进19岁大门的爱玛科技来说，在资本市场的布局已然掉队。尤其值得注意的是，中信证券为爱玛科技的保荐机构，但爱玛科技主要股东中的四位股东均为中信证券同一控制下的企业，且有突击入股的嫌疑。

爱玛科技与同行业可比公司 2017年相关指标对比一览

| 公司名称 | 营业收入 | 净利润 | 资产负债率 | 毛利率 |
|------|---------|--------|--------|--------|
| 爱玛科技 | 77.94亿元 | 2.63亿元 | 80.85% | 13.05% |
| 雅迪控股 | 78.5亿元 | 4.05亿元 | 64.64% | 14.88% |
| 新日股份 | 26.96亿元 | 0.73亿元 | 54.03% | 15.25% |

“中信系”高价突击入股

在上市前夕，“中信系”高价突击入股爱玛科技的行为引起极高的关注度。

招股书显示，2017年10月31日，爱玛科技进行第二次增资，新增注册资本约1126.67万元，由中信投资、金石智娱、金石灏洋、三峡金石认购。截至招股书披露日，中信投资持有爱玛科技2.48%的股份，金石智娱持有2.44%的股份，金石灏洋和三峡金石各自分别持有爱玛科技1.03%的股份，上述增资价格为每股30元。同年12月，根据股权激励计划的安排，由长兴鼎爱投资管理合伙企业（有限合伙）受让控股股东张剑持有的爱玛科技5%股份，转让价格为每股5.91元，不难看出，此次股权转让的价格远低于“中信系”入股时的价格。

除此之外，自2007年券商直投业务试点开始后，“直投+保荐”模式可能带来的利益输送问题就一直饱受争议，而在爱玛科技的招股书中也看到了这种现象。

中信投资系中信证券全资子公司，金石智娱、金石灏洋系金石投资的全资子公司设立的直投基金产品，三峡金石系三峡金石投资管理有限公司设立的证券公司直投基金产品，金石投资、三峡金石投资管理有限公司均为中信证券的私募基金子公司。因此，中信投资、金石智娱、金石灏洋和三峡金石系中信证券同一控制下的企业，为一致行动人，对爱玛科技合计持股比例为6.99%。

而爱玛科技于今年1月31日接受上市辅导，保荐机构为中信证券。换言之，

中信证券对爱玛科技也是“直投+保荐”的模式。所谓“直投+保荐”模式，是指券商的直投业务突击入股保荐的拟上市公司，券商除了获得保荐费用外还能获取股价溢价的回报。

因此中信证券此次保荐项目是否符合业务独立性、合规性引发了市场争议。针对该问题，爱玛科技IPO保荐项目负责人表示“都是合理合规的”。在谈及“中信系”高价突击入股的原因时，该人士则表示：“不方便回应，以爱玛科技的统一口径为准”。

一位不愿具名的律师称，突击入股本身并不是必然违规，只是由于“直投+保荐”模式容易滋生利益输送问题。首创证券研究所所长王剑辉在接受北京商报记者采访时称，中介机构、保荐机构的股东和发行人之间无论是直接还是间接的股东关系，可能在专业性、公正性、透明性上存在令人担心的地方。如果保荐机构跟发行人存在某种间接关系，保荐机构是否能够提供公正客观的判断成为关键，对于保荐机构而言，这种“自证清白”的过程可能存在挑战性。

入局共享单车双刃剑

近两年共享单车的普及，为一些企业的发展带来商机，而爱玛科技也从中分到了一杯羹。

招股书显示，爱玛科技销售收入已经下行的自行车产品在2017年出现激增的情形。数据显示，2017年爱玛科技的自行车产品实现的收入约为4.98亿元，而这一指标在2016年仅约为4527.55万元。依此计算，公司自行车产品在2017年的收入较2016年同比

增长约1000.15%，这主要归功于摩拜（北京）信息技术有限公司（以下简称“摩拜”）。爱玛科技也在招股书中称，2017年，前十大客户收入占比略有提升，主要原因为超短途出行需求用的共享单车发展迅速，2017年度公司开始与摩拜等公司合作，自行车订单大幅提升。

据了解，2017年5月3日，摩拜与爱玛科技签署销售合同，销售的商品为自行车，预计合同金额在5000万元以上，有效期为三年。爱玛科技2017年对前十大客户实现的销售收入合计约为10.83亿元，其中对摩拜实现的销售金额高达约3.46亿元，占前十大客户销售总额的三成以上，占收入总额的比例为4.44%，摩拜也一举登上爱玛科技第一大客户的宝座。

然而，爱玛科技2017年综合毛利率却较2016年下降了3.89个百分点，爱玛科技称，主要原因为公司新增了毛利率较低的共享单车业务，拉低了整体毛利率水平等。

与此同时，爱玛科技的应收账款也值得关注。截至2017年12月31日，爱玛科技应收账款账面价值约为2.64亿元，比2016年末增长162.37%。在当期爱玛科技应收账款余额前五大客户名单中，摩拜居于首位。截至2017年底，爱玛科技对摩拜的应收账款余额为3559.64万元，占比为12.43%。在投融资专家许小恒看来，爱玛科技与摩拜的合作，使得公司自行车订单大幅提升。但大量应收账款如不能及时收回，很容易形成坏账风险。

爱玛科技董事会办公室在回复函中称：“目前，公司应收账款增加受多重

因素影响，除摩拜等新增客户因素以外，2017年公司经营规模扩张等因素也是重要原因。但整体来看，公司应收账款处于合理水平，公司现金流量情况良好”。

著名经济学家宋清辉称：“爱玛科技入局共享单车有利于获得该市场的部分利润空间，与此同时，也可能因为行业急剧变化给企业带来产能过剩的风险”。

资本布局掉队

虽然爱玛科技在招股书中号称是当之无愧的电动自行车行业龙头，但不可否认的事实是与竞争对手相比，爱玛科技从资本的上市速度上已然慢了半拍。

招股书显示，根据ZDC互联网消费调研中心发布的《2017年中国电动车产业发展白皮书》，2016年爱玛科技电动自行车销量359万辆，市场占有率为11.17%，为市场第一；目前，行业竞争者除雅迪控股年销量超过300万辆以外，其余年销量均不超过200万辆，雅迪控股可以说是爱玛科技最大的竞争对手。

雅迪控股成立于1997年，主要从事电动自行车的研发、生产与销售，2016年5月19日雅迪控股就在香港证券交易所上市，雅迪电动车是雅迪控股旗下电动自行车品牌，同作为竞争对手的新日股份也于2017年成功在上交所敲钟上市。对此，爱玛科技董事会办公室在回复北京商报记者的函件中称，公司是结合发展规划及实际生产经营需要综合考量决定的，上市时间的早晚并不能作为确认盈利能力、发展潜力的硬性指标。

（下转D2版）