

来源：招股书

然而，仅就职半年，汤胜河便于2018年3月辞去财务负责人职务。而值得注意的是，在汤胜河辞去财务负责人的前一个月，爱美客主动撤回申报材料。

之后半年内，爱美客并未聘用新的财务负责人，而是再次任命总经理石毅峰兼任财务负责人。直到2018年9月，爱美客才迎来第三位财务负责人赵双泓。

一般而言，发行人在报告期内应该尽量维持管理层的稳定，不建议频繁更换董、监、高人选。爱美客在冲刺IPO期间频繁更换财务负责人，不免令人对其背后原因浮想联翩。

而伴随着财务负责人的一年一换，是公司与部分大客户之间业务的真实性存疑。

招股书显示，自2018年起，北京唯康生物科技有限公司（下称“北京唯康”）进入前五大客户名单。2018—2019年上半年，公司对其销售金额为582.62万元、1564.99万元，占营业收入的比例由1.81%增至6.52%。

天眼查显示，北京唯康注册资本100万元，实缴资本0元，参保人数仅为1人。2019年6月18日，因未按照规定按时提交2018年度自查报告，北京唯康被朝阳局行政处罚。

此外，据蓝鲸财经报道，在造访了天眼查上北京唯康登记的公司地址后，该公司大门紧闭。

不止如此，公司另一大客户成立翌年便进入前五客户名单，亦饱受市场质疑。

招股书显示，成立于2016年8月的上海康汝医疗器械有限公司（下称“上海康汝”），在2017年跻身为公司第二大客户，当年贡献销售额762.74万元；2018年更是一跃成为公司第一大客户，销售额达到1200.47万元。

针对上述质疑，爱美客在回复财经网采访函中表示，报告期内，北京唯康在与公司合作过程中一直保持其良好的商业信誉，均能依约履行合同。此外，公司与上海康汝不存在关联关系，系正常业务往来。

募投资金增长60%

财经网注意到，公司2019年12月披露的招股书中，在拟发行股份不变的情况下，公司悄悄上调了募集资金，由12.31亿元增至19.35亿元，半年增长了60%。

相较于2019年4月的募投项目，公司本次新增了“注射用基因重组蛋白药物研发项目”、“去氧胆酸药物研发项目”以及将补充流动资金投资额由4亿元上调至6亿元。

然而，截至2019年上半年，公司总资产为5.47亿元、净资产为4.85亿元。本次募投资金约是净资产的4倍左右，如此金额巨大的募资能否与公司业务相匹配呢？

另外，本次公司募投项目中，补充流动资金的比例占到了31%，亦令人产生疑虑，公司募投项目能否有效利用吗？

账面上显示，公司资产负债率分别为15.41%、17.18%、12.70%、11.42%，年均资产负债率水平在15%以下，并不存在较大资金压力。此外，2016—2018年，公司还合计向股东分派现金股利1.15亿元，占同期净利润总额的44.57%。

对此，爱美客解释称，本次募集资金投资项目紧密围绕公司的主营业务，是公司依据未来发展规划做出的战略性安排。

高额募资规模的背后反映的是，公司对未来发展的信心以及对公司估值的期待。早在2018年10月，公司引入外部投资者Gannett Peak Limited时，股价转让价格就已高达24元/股。

在当时看来，与2018年末公司净资产4.05亿元相比，公司估值高达21.6亿元，已然偏高。但现在看来，Gannett Peak Limited在爱美客IPO前夕突击入股似乎是一门稳赚不赔的买卖。

招股书显示，Gannett Peak Limited成立于2018年5月，在成立5个月之后便入股爱美客，从公司股东苑丰、汤胜河、张政朴、简军手中受让合计720万股，交易对价为2500万美元。

那么申报前夕，公司为何要引入关联方Gannett Peak Limited？Gannett Peak Limited受让公司股份是否涉嫌利益输送呢？对于上述疑问，爱美客在回函中表示，股份受让过程中，均严格按照法律法规规定，不存在利益输送情形。

经销毛利率异于同行

董事长简军在去年12月接受媒体采访时表示，“爱美客70%的渠道都是通过直销完成的，公司有自己的销售团队，不会太依赖经销商。”但不可否认的是，近年来，公司经销商渠道销售占比日益提高。

2016—2019年上半年，公司直销模式营收占比由90.21%降至66.71%，而同期经销模式的收入占比，则迅速从9.79%增至33.29%。

在简军看来，“创新型产品需要一个教育的过程，要和医生、医院沟通产品，自有的销售团队更熟悉产品，理解更好，因此对渠道的把控也会更有效。”

但从市场发展前景来看，爱美客的直销模式营收增速似乎已达到瓶颈。

2016—2018年，爱美客直销模式下收入为1.27亿元、1.69亿元、2.30亿元，其中2017—2018年直销收入增速为33.07%、36.09%，低于同期公司58.09%、44.28%的营收增速。

来源：可比公司年报

不过，与直销模式相比，经销模式中间还有一层经销商赚差价，那也意味着若未来公司经销模式占比日益增加，公司产品对外售价有可能持续下滑，进而导致毛利率承压。

令人担忧的是，公司目前拳头产品爱芙莱的售价已经连年下滑，由2016年的368.01元/支降至2018年的300.52元/支，未来若经销商渠道占比不断攀升，公司利润空间恐将持续被压缩。

据可比公司年报显示，2018年，冠昊生物、正海生物、华熙生物、昊海生科经销毛利率水平分别为75.55%、91.85%、75.88%、72.39%，要低于同期各公司的直销毛利率水平95.78%、96.08%、83.09%、85.80%。可比同行的直销毛利率均值较经销毛利率均值高出约14.7个百分点。

然而，吊诡的是，与同行公司相比，爱美客经销毛利率要高于可比公司经销毛利率均值十个个百分点左右，其直销毛利率仅比自身经销毛利率高出1.84个百分点，接近可比公司直销毛利率均值水平。

虽然报告期内经销模式占比不断提升，但是爱美客毛利率水平基本保持稳定，报告期内分别为87.19%、86.15%、89.34%、92.10%，整体还出现了小幅上涨的趋势

。

对于上述差异，爱美客在招股书中解释称，“报告期内，公司直销客户毛利率与经销客户差异不大，主要原因在于公司对直销客户和经销客户都执行统一的价格体系，最终平均价格差异不大。”

如此看来，经销商似乎无利可图，这明显不符合市场规则。一旦经销商转向其他玻尿酸厂商的怀抱，未来爱美客如何在竞争激烈的医美市场突围而出呢？