

滬深上市公司財報虛飾手法 D：零售交易

陳惠玲*

零售交易之內控風險：
現金交易、不開發票

本篇的兩個案例較特別，一為休閒食品業者、一為酒類，多直接售予消費者。媒體之所以質疑其業績造假，均是針對其不必開發票、或直接收受現金的銷售模式。雖然，經我們的分析，此二案例造假可能性很低，但這類型較特殊：所質疑者，不是特定對象或特定項目之交易，而是日常的瑣碎交易。前者，多可透過財報等次級資料之分析，發現蹊蹺之處；後者，次級資料功用有限，實地訪查不可少。

目前，CCRI 並未正式納入此程序，值得觀摩一下，故仍整理媒體實地訪查之過程及發現，以供續後參考。

一、天津桂發祥十八街麻花食品股份有限公司（002820，桂發祥）

桂發祥：十八街麻
津門三絕

桂發祥於 2002 年改制成立，為天津地區知名的麻花廠商，其「十八街麻花」與「狗不理包子」、「耳朵眼炸糕」並稱「津門三絕」。桂發祥就以這單一的傳統庶民休閒食品、單一的銷售地區，於 2016/12 上市。

單一的

- ◆ 傳統庶民休閒食品
- ◆ 銷售地區

想當然爾，這樣的公司業績應該持穩、少波動。事實的確如此，如表一所示：營收變動在 10 個百分點以內、利潤率變化在 4 個百分點以內、收款期在 3 週以內、售貨期在 8 週以內。

表一：桂發祥 2013 年以來經營績效：單一傳統庶民休閒食品一平穩

比較項目	2017 前三季	2016	2015	2014	2013	備註
營業總收入	384,916	457,555	457,166	460,192	462,372	
營收成長率	6%	0%	-1%	0%	9%	介於 0%~9%之間
營業毛利率	51%	52%	53%	51%	52%	高低差 2 個百分點(51%~53%)
營業利益率	23%	24%	27%	25%	26%	高低差 4 個百分點(23%~27%)
稅後淨利率	20%	20%	21%	19%	18%	高低差 3 個百分點(18%~21%)
經營活動產生的現金流量	81,880	97,860	92,413	108,037	113,123	
與營業利益之差額	-4,928	-10,478	-30,626	-7,097	-5,275	均為正數，但均較營業利益低，差異最多為 2015 年的-25%，其餘 10%以內
差額%	-6%	-10%	-25%	-6%	-4%	
應收帳款收現天數	16.74	14.03	13.97	16.21	21.55	收款由 3 週，縮短到 2 週
平均售貨天數	48.78	58.67	52.68	48.14	43.37	售貨天期由 6 週延至 8 週
員工人數	896	896	866	550	565	2015 年，員工雖大增 6 成，但無助於
每人營收	430	511	528	837	818	營收之推升

*台灣經濟新報研究員。

日常交易之風險偵查手法：實地訪查

再者，桂發祥為國營事業，其實際控制人為天津市河西區國資委，持股達 30%，第 2 大及第 3 大股東則為專業投資機構 CITIC Capital China Partners II,L.P.所持有的全資子公司中信津點和中華投資，共持 24%。在這種狀況下，要說其日常銷售虛構，難度較高。

但勤快的記者，就著一個假設，進行實地訪查，於 2017/4/14 提出質疑¹。其假設很簡單：凡直接收現金、不開發票的交易，就容易被操弄。

桂發祥的銷售管道有二：直營店及經銷商。以 2016 上半年來說，採現金交易者占比達 43.52%，多數是來自直營店（38.86%）；在兩種銷售管道中，直營店有 61.01%收現金²，經銷商只有 12.82%。如表二所示。

就這部分，媒體的質疑如下：天津約有直營店 40 家，以各年度營業額約 2.8 億計算，各店日營收約 2 萬元；以每日營業 8 小時計，平均每小時約需 2,500 元；換算成每公斤 55 元之單價，每小時需出售 45 公斤；以麻花之密度，幾乎每分鐘應有 1 個結帳者。但記者找了兩個門市（洞庭路旗艦店、大沽南路總店）蹲點觀察，發現並無門庭若市之現象，故而懷疑其現金收入之可信度³——對此質疑，公司並未回應。

媒體另一重點在於不開發票的比重高達 68.63%，如表二所列。這部分公司已注意到，故於其招股意向書中特別解釋，雖未開發票，但 POS 的刷卡記錄、經銷商的簽收，若扣除，剩下的才屬「以內部憑證作為會計核算原始憑證的銷售」，計有 38.86%，較媒體所言，情節輕得多。

表二：現金銷售比重、未開發票比重、依內部憑證入帳比重

單位：人民幣萬元

項目	2016H1				2015 年			
	銷額	現金銷售	占銷額%	個別%	銷額	現金銷售	占銷額%	個別%
銷售金額	24,053	10,467	43.52%	-	45,628	21,620	47.38%	
—經銷商	8,733	1,120	4.66%	12.82%	17,126	3,269	7.16%	19.09%
—直營店	15,320	9,347	38.86%	61.01%	28,502	18,351	40.22%	64.38%
銷售中無發票的銷售		16,508	68.63%			30,081	65.93%	
以內部憑證作為會計核算原始憑證的銷售		9,347	38.86%			18,351	40.22%	

資料來源：桂發祥，首次公開發行股票招股意向書（簽署日期：2016/10/31，第 1-1-430）。

¹ 鐘嚴，《桂發祥收入迷局：近五成現金銷售七成無發票》證券時報網，2017-04-14。

² 經記者測試，發現店員對於開發票，略有遲疑。公司回應，將加強訓練服務態度。

³ 記者還注意到其陳列商品中，桂發祥自製項目約僅 1/4，公司回應，桂發祥知名度高，不需占貨架。

警訊：上市 1 年
次大股東脫手
由控制股東接手（
國務院）

金徽酒：地方性白
酒廠

經銷體系
稅務統計 vs. 財務報
表

不過，在 2017/12 中信津點和中華投資的上層股東，由專業投資機構 CITIC Capital China Partners II, L.P. 變更為 EIAPS，實質控制人為國務院。換言之，桂發祥的前 3 大股東全數統整為國務院，持股過半。

一上市就換手，其實有點可疑。但基於國務院的背景，若有粉飾，應可不曝光。

二、金徽酒股份有限公司（603919，金徽酒）

金徽酒為甘肅地方性知名白酒廠商之一，有二大品牌：「金徽」、「隴南春」。控股股東為亞特投資，於 2009 年收購甘肅金徽酒業集團有限公司，取得此二品牌之白酒資產⁴，再於 2012 改制，並於 2016/3 在上海交易所上市，是甘肅第二家上市的白酒酒企⁵。

金徽酒於 2017/5/12 被媒體質疑其營業收入的可信度。公司於 2017/5/15 快速回應，質疑風波已告一段落。雖是烏龍案，但媒體引用了經銷商的稅務申報與「年檢審計」二資料與金徽酒之財報資料交叉比對，有點意思，還是可觀摩一下。

媒體逐一查訪 2012 年以來的前五大經銷商之納稅銷售額，再與財報所列銷售額做比對。如表三所列，媒體查訪資料與財報之差距高達數十倍。雖然，媒體記者訪談了主要經銷商，證實納稅資料。但公司解釋此差異之所以存在，有兩個因素：

- ◆ 財報統計，包含了經銷商之下的分銷商；納稅申報額則僅含經銷商
- ◆ 經銷商多為微型企業或個體工商戶。這兩類的經營，多半不會刻意區分企業財產與股東個人財產、甚或親戚朋友之財產。這由前五大經銷商的貨款回收僅約 25% 來自經銷商帳戶，其餘則回收自經銷商的股東、家庭成員、親屬或店員即可得知。金徽酒的財報統計，會納入所有與該經銷商相關的銷貨。

基於此二解釋，媒體的質疑就此平息。但從這，可了解到一個 9 成靠經銷商銷售的營運模式，其審計風險是相當高的。

⁴ 甘肅金徽酒業集團有限公司成立於 2004 年，於 2005/6 收購破產的甘肅隴南春酒業（集團）有限公司（簡稱「隴酒集團」），隴酒集團前身為甘肅隴南春酒廠（1951/9 成立、1997/7 改組為國有獨資公司），出資人為徽縣人民政府經濟委員會。「隴南春」，即為其所產出的白酒。

⁵ 第一家是甘肅皇台酒業股份有限公司（000995，*ST 皇台）。

表三：金徽酒 5 大經銷商銷貨 vs. 納稅銷售額

單位：人民幣百萬元

	2012	2013	2014	2015	2016	媒體查訪之納稅銷售額/年檢報告
天水義德利商貿有限公司(註 1)		3,963	3,011			2013 年，年檢報告之年銷售額 133 萬元
宕昌世紀金徽經銷點	4,084	2,892				未達起徵點(月銷 2 萬元)
武山金鑫商貿有限責任公司				3,496	3,506	
渭源縣鑫城名酒行銷中心	2,618					核定月銷售 0.48 萬元
臨洮縣藝順祥名酒綜合超市	2,533		2,814	3,739	3,817	核定月銷售 4.6 萬元
禮縣紅雲商貿有限公司		3,885	3,313	3,319	3,751	2013~2015 年，核定年銷售額 219.6、499.8、680.5 萬元
隴西縣孚泰酒業有限責任公司	2,652	3,115	3,193	4,170	3,458	2014 年，核定年銷售 256 萬元 2012 年，年檢報告之年銷售額 196 萬元
隴南興達商貿有限公司(註 2)	11,271	9,700	5,414	5,097	5,413	截至 2014 年，核定月銷售 3.4 萬元
小計	23,159	23,555	17,745	19,822	19,945	

註 1：天水義德利商貿有限公司與秦州義德利商行受同一實際控制人控制，故銷售金額為兩者合併計算結果。

註 2：隴南興達商貿有限公司成立於 2013 年，與隴南市三和源商貿有限公司股東一致，隴南市三和源商貿有限公司於 2013 年 9 月註銷。

經銷體系的紊亂，加上下列現象，我們認為金徽酒仍直得密切觀察：

- ◆ 上市僅 1 年半，大股東持股之設質比例高達 75%，顯然大股東需高額資金週轉
- ◆ 董秘於 2017/9 離職時，董事長兼總經理周至剛曾短暫兼任過董秘。對一個年營收高達 13 億、員工超過 1,600 人的公司而言，事權過於集中。

三、結語

在中國，納稅資料或海關資料，常作為翻轉公司財報的一個支點。對這，我們尚在觀摩。

參考資料

1. 鐘嚴，桂發祥回避關鍵質疑 高管“踩線”達到激勵條件，投資快報，2017/4/21。
2. 鐘嚴，桂發祥收入迷局：近五成現金銷售七成無發票，證券時報網，2017/4/14。
3. 桂發祥招股說明書，2016/11。
4. 張靜 / 畢華章，前五大客戶銷售數據與稅務數據不符 金徽酒遭上交所發函問詢，每日經濟新聞，2017/5/12。
- 張靜 / 畢華章，金徽酒大客戶稅務數據與公示數據相差 400 多倍，每日經濟新聞，2017/5/12。
5. 劉一博 / 武媛媛，金徽酒涉嫌業績造假受上交所問詢，北京商報訊，2017/5/15。
6. 金徽酒稱銷售收入真實準確，上海證券報，2017/5/16。
7. 金徽酒 5 月 18 日複牌 603919 股票跌停 "喊冤" 銷售資料造假，證券時報，2017/5/17。