

人頭經銷商操縱業績及塞貨：奧康國際

（本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第129期，2018/1出刊）

高妮瑋

中國男鞋第一品牌

奧康國際（603001）2012年上市，是中國鞋業的品牌廠，旗下的奧康男鞋雖為中國第一大男鞋品牌，但仍與同業一樣受到網路購物衝擊，業務難以成長。如表一所列，2016年6家中國上市鞋業本業獲利均衰退，其中兩大龍頭百麗國際（01880.HK）2016年獲利衰退近4成，轉型不成，索性私有化，創始人退場；達芙妮（00210.HK）近2年更是大虧¹。較小的4家，也一樣。就連前2年維持高成長的千百度（01028.HK），也無法倖免。

表一、鞋業之營運狀況vs.收款天期/售貨天期

單位：人民幣億元

公司	營收			營業利潤			營收成長%			營利成長%			收帳天期			售貨天期		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
01880 百麗國際	400	408	417	66.6	45.8	40.1	-7%	2%	2%	-6%	-31%	-13%	37	41	35	139	135	141
00210 達芙妮	103	84	65	2.6	-5.0	-8.2	-1%	-19%	-22%	-50%	-290%	-65%	12	12	13	194	218	201
01028 千百度	28	30	32	3.6	3.7	3.2	16%	8%	5%	0%	3%	-15%	51	50	47	254	255	233
603116 紅蜻蜓	31	30	29	4.1	3.5	2.9	-3%	-5%	-3%	12%	-15%	-18%	47	47	45	111	128	167
603001 奧康國際	30	33	33	2.8	5.0	4.1	7%	12%	-2%	-5%	77%	-19%	132	105	91	163	149	175
002291 星期六	18	16	15	1.0	0.8	0.7	-5%	-7%	-10%	20%	-17%	-14%	148	159	175	541	674	814
平均數	102	100	99	13.5	9.0	7.1	1%	-2%	-5%	-5%	-45%	-2%	71	69	68	234	260	289

註：營業利潤定義：營收-成本-費用。

2017/9媒體質疑交易之獨立性：
 ◆ 交易對手之股東和高管同名
 ◆ 包商可能是子公司

相對於兩大龍頭及兩小（星期六、紅蜻蜓），奧康國際的表現算不差：2016年營收僅略減2%。但在2017/9/5媒體卻對奧康國際的交易發出質疑²：奧康國際的經銷商及供應商之股東，與其高管同名。記者調查證據如下：

¹ 2015年虧損-5.0億港元、2016年虧損擴大至-8.2億港元；獲利最佳的2011~2012年，年獲利均達13.6億港元。

² 2017/9/5，21世紀經濟報導，奧康國際陷「關聯之謎」：高管「重名」經銷、供應商。

情境 1：IPO—折翼天使？

- A. 8家經銷商、2個資金拆借對象及1家外包商的股東和奧康公司高管撞名。
- B. 這8家經銷商及這家外包商，均成立於奧康國際上市前2年。且剛成立就成為奧康國際的前5大客戶或欠款居前5大。
- C. 這家外包商疑似奧康子公司。

表二所列為撞名清單，全來自財報的前5大客戶、前5大應收帳款戶。

表二、撞名清單：奧康國際vs.經銷商、包商及資金拆借方

人名	奧康國際職稱	交易對象	成立日
熊志剛	上海分公司之總經理	*經銷商：寧波市尚榮商貿有限公司之股東	2009/11 (2017/7 解散)
陳瑞福	奧康集團成都分公司高管(2010年) 奧康集團華東大區總經理(2012年)	經銷商：西安天有商貿有限公司之股東 *經銷商：成都福騰商貿有限公司之股東	2009/12 2010/3 (2015/8 解散)
孫偉軍	副總裁 奧康鞋業銷售有限公司銷售管理部總監 公司下屬區域公司總經理 時尚平台系統負責人	*經銷商：上海鼎嘉商貿有限公司之股東	2009/12 (2017/9 註銷)
瞿小玲	奧康杭州區域總經理(2011年)	*經銷商：杭州源奔貿易有限公司之股東	2009/12 (2015/1 解散)
孫光亮	貴陽奧康鞋業營銷有限公司法人代表	經銷商：貴陽華騰商貿有限責任公司之股東	2010/1/1
劉丐平	奧康廣東分公司總經理(2006年) 常熟奧康鞋業銷售有限公司總經理	經銷商：柳州申瑞商貿有限公司之股東	2010/2/1
陳志義	奧康廣州區之經理	經銷商：東莞捷慶貿易有限公司之股東	2010/8
陶中華	奧康寧波之人事經理	經銷商：寧波市鄞州奧甬鞋業有限公司之股東	2014/9
劉燕高	江蘇常熟奧康之經理，2006年	資金拆借方：劉燕高	-
朱利勇	奧康鞋業利威德事業部之經理，2010年	資金拆借方：朱利勇	-
徐建將	奧康雲南分公司之經理	外包商：廣州市米婭鞋業之股東	2009
陳信彪	杭州麥淘之股東 杭州麥淘官網自稱，為奧康子公司 杭州麥淘旗下有天貓奧康麥淘專賣店	外包商：廣州市米婭鞋業之股東	2009

*成立不久，就成為2010、2011年之前5大客戶。

動機：
操縱業績
塞貨

該記者認為奧康國際透過「內部化」的經銷商銷貨，目的在於操縱業績——將庫存暫泊在中繼站，待銷出後，再回收資金。這種型態的安排，在財報上，通常呈現營收持穩，庫存不多，但放帳期拉長。如表一所列的近3年財務數據所示，奧康國際的收款天期長達3~4個月，遠高過同業平均數，僅優於「星期六」；售貨天數約5~6個月，則排名第3，較達芙妮及績優的千百度快了1~2個月。

奧康的中繼設計，屬一般的壓貨行為，若銷售停滯屬一時性，則僅是時間差——提早認列收入；反之，則財報的扭曲程度將逐年惡化。更嚴重的是，製造一堆無法銷出的庫存，虛耗資金，勢將拉高中繼商的信用風險，並影響到奧康的CFO。

過激的財報！

6年來：

- ◆ 營收飆增 40 倍
- ◆ 營益飆增 27 倍
- ◆ 人員生產力飆增 10 倍

too good to be true?

雖然奧康的收款期在2016年快速縮到3個月，中繼站壓貨狀況或有改善；但在財務槓桿尚低時（借款依存度在10%以下），大股東之設質卻陡達45%，反映出隱性的資金壓力³。雖未引發證監會（或交易所）之關切，但其財報的可靠度，還須斟酌。

@@後記（2019/9/12）

截至目前，奧康國際除了業績下滑之外，並無新狀況。不過實控人王振滔家族持股之設質率已由2017/12的66%，逐步拉高到2019/6的93%⁴。財務壓力明顯升高中。

參考資料

1. 李維 徐慧瑤，奧康國際陷「關聯之謎」：高管「重名」經銷、供應商，21世紀經濟報導，2017/9/5。
2. 5家鞋履上市企業2017上半年業績：2家淨利增長、達芙妮持續虧損，聚行業，2017/9/6。

³ 如，大股東籌資先替中繼站墊付貨款之類的。

⁴ 家族持股近前10大股東的有奧康投資控股有限公司（奧康投控）持股28%、設質93%；王振滔持股15%、設質98%；王進權持股5%、設質78%。以三者合計，推估家族的總設質率。