

# 海澜之家“轻资产”经营模式下的财务风险解析

王翊 彭博

海澜之家服饰股份有限公司由江阴海澜之家服饰有限公司于2007年10月23日整体变更设立,公司的主营业务为“海澜之家”、“爱居兔”系列品牌服装经营,包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理业务。公司采用“轻资产”经营模式,已建成覆盖全国31个省(不包括香港、澳门特别行政区)的营销网络,门店数在两年内从903家发展到了2 096家(含“爱居兔”),营业收入、营业利润及归属于母公司所有者的净利润都以50%以上的速度增长,取得了较好效果。但其高速扩张的背后,也较传统服装企业面临更大的财务风险。

## 一、公司的营运模式

“轻资产”、“托管加盟”等方式是海澜之家服饰有限公司近两年迅速发展、扩张的利器。有别于传统的全能型企业(如雅戈尔),公司将生产环节

和销售渠道大部分或者完全外包,把公司经营的重点放在品牌运营、产品设计和供应链管理环节,成为服装企业中“轻资产”的典型案例。具体来讲就是将产品生产环节以包工包料方式外包给生产商,下游则通过加盟店、商场店和直营店销售产品。

## 二、公司的财务风险分析

### (一) 筹资风险解析

从公司的合并资产负债率看,近三年持续、快速上升。截至2011年年底,公司资产负债率高达82%,负债总额为56亿元。其中,37亿元是供货商的货款,15亿元来自加盟商的保证金。一方面,供应链公司(子公司,主要负责公司原材料采购)采用赊购模式进行采购,即“除在货物入库时先付小部分(一般不超过30%)的货款外,结合货物实际销售情况,逐月与供应商结算”,因此供应链公司尚未销售完毕的

存货,大部分都未向供应商支付货款,使得供应链公司的资产负债率处于较高水平。另一方面,“托管加盟”的形式要求加盟商拿出200万元的费用,其中100万元作为特许经营保证金交给海澜之家,该保证金合同期满后,确认加盟商无违约情况下,无息退还给加盟商。特许经营合同的期限一般为5年,因此计入“长期应付款”。从表面上看,这两项负债均为无息负债,而且供应商货款只在商品售出后才需偿还,加盟商保证金只在其退出时才偿还,因此负债比率虽高,但其偿债能力有足够保障。

但天下没有免费的午餐。由于公司苛刻的供货要求,使得供应商随着经营风险的增加,将会把风险传导给公司。例如,供应商会通过提价把成本提高的压力传导给公司,使公司采购成本增加。如果公司不能把采购成本增长的压力很顺畅地向下游传导,则会放大公司

度而非债权人角度去考虑问题,也有助于降低违约风险。

### (三) 其他导致信用风险的隐患

该小贷公司没有进行定期的内部审计,更没有向股东或最高管理层报告风险情况。而内部审计对于金融机构的重要性毋庸置疑,比如汇丰银行就聘有1 000余名职业会计师进行内部

审计,对于银行内部重大审计事项进行决策时,还会请具有独立审计资质的独立董事参与决策。

同时,与大多数小贷公司一样,该小贷公司风险管理文化缺失。而先进的风险管理文化是风险管理体系的重中之重,单靠风险管理条文并不能起到良好的风险管理效果,只有将风

险管理从高深的理论变为公司所有员工的意识和行为,才能真正有效控制风险。 ■

[本文获国家社会科学基金项目(11BGL048)资助]

(作者单位:西南财经大学会计学院)

责任编辑 周愈博

表1 同行业应收账款周转率和存货周转率比较表

年份		雅戈尔	希努尔	大杨创世	报喜鸟	七匹狼	海澜之家
2009年	应收账款周转率	16.79	12.14	11.34	8.49	11.14	42.97
	存货周转率	0.48	2.05	4.30	1.76	3.47	0.79
2010年	应收账款周转率	21.52	14.54	12.31	6.51	7.80	60.11
	存货周转率	0.52	2.57	5.53	1.74	3.68	0.88
2011年	应收账款周转率	21.21	11.19	7.74	4.13	8.84	77.55
	存货周转率	0.3316	2.31	4.00	1.91	3.31	0.77

高负债比率的影响。一旦商品滞销，海澜之家、供应商、加盟商的利益格式将会被打破，其后果是加大了整个供应链的财务风险。

### (二) 投资风险解析

公司业绩的快速增长主要依靠提升现有店铺的单店盈利额和不断增设新店来实现。公司的门店数量已由2009年的903家(含爱居免)发展到2011年的2 096家，未来的计划是新增门店1 000家。同时公司计划在重点发达省份的一、二线城市核心商圈，以购买店铺方式设立12家直营店(现有2家直营店)作为区域营销中心，以进一步拓展和完善公司现有营销网络、提升公司品牌形象、加强对区域终端的控制力。在特有的营运模式下，公司的急速发展和膨胀式的投资虽然能保持盈利额，但是由于市场环境的突变性以及各城市核心商圈的店铺资源具有稀缺性，在具体实施过程中，将对预期投资收益带来较大的不确定性。此外，随着销售网络建设的提速，将对公司产品开发水平、门店管理能力、供应链管理能力和品牌管理能力提出更高的要求，若公司不能及时有效地提高设计和管理水平，则可能面临单店销售收入水平下滑、销售收入增长速度跟不上销售渠道扩张速度的风险。

### (三) 营运资金管理的风险解析

#### 1. 货币资金管理风险

2009年、2010年和2011年年末，公司的货币资金余额分别为7.45亿元、11.93亿元和16.5亿元。在现行的经营

模式下，加盟商向公司缴纳的保证金，是公司现金流重要的组成部分，且随着经营规模的不断扩大，公司的货币资金将持续增加。表面上看公司现金流量充裕，但由于货币资金量的持续增加，公司存在货币资金使用效率降低、投资不当和备付保证金留存不足的货币资金管理风险。特别是加盟店退出时需要支付的备付保证金，在未来经济不景气的情况下将加大公司的支付风险。

#### 2. 存货规模较大、存货周转长的风险

2009年、2010年和2011年年末，公司存货数量分别为1 303万件、1 725万件、3 393万件，年均复合增长率达61.37%。截至2011年12月31日，公司存货38.6亿元，占总资产比例56.82%。而2011年收入不到36亿元，当年存货周转率0.77。这意味着这些高额存货需要460天才能够周转一次，远低于行业平均水平(如表1所示)。

表面上看公司存在大量存货的原因是公司以委托代销方式而非买断方式由门店(不含直营店)销售产品，因此门店陈列或存放的所有产品均为公司的存货，导致公司存货账面金额较大。且公司已经按规定对存货计提了820万元的跌价准备，公司存货出现减值损失的风险较小。但是随着门店数量的不断增多，存货将一直保持较高的比例和较大的规模，如果市场环境发生重大变化或竞争加剧导致存货销售放缓、售价下跌，公司风险将实现。同时，公司积压了39亿元的货，仅仅计提了

820万元的存货跌价准备是非常不合理的。公司给出的理由是自己只买断1.5亿元的货品，剩下的都还是供货商的货，但是在计算资产时公司又将全额货品价值包含在内。而如果每年的跌价准备金即使按最低的10%来提，就是3.9亿元，则公司的利润将大大降低。

### 三、启示

“轻资产”、“托管加盟”在服装业公司发展的初期能加速该公司的扩张，减少自有资本投资、提高效率、强化核心能力、增强灵活性。但是其独特的经营方式，会加大公司在筹资、投资、营运等方面的财务风险，在经营过程中容易产生不规范的行为，主要体现在业务收入确定和存货两个方面，而这两个方面操作空间比较大，容易出现造假、过度包装的情况，因此监管层对于这两个数据应当予以特别关注。■

[本文获国家社会科学基金项目(11BGL048)资助]

(作者单位：西华大学管理学院  
西南财经大学会计学院)  
责任编辑 周愈博

