

飞马国际盈利模式及风险探析

张大明

摘要：传统模式中的供应链服务商为客户提供采购、物流配送等服务，服务费是主要的收入来源。随着市场竞争的加剧，供应链服务商为了争取客户，将业务进行深化，采取“形式买断”的贸易执行服务。本文以飞马国际盈利模式为例，分析了其采用形式买断模式盈利的来源，指出这种形式易带来偿债风险、流动性风险等，提出公司应选择合适的融资形式，对流动资产进行合理管控等建议。

关键词：供应链服务企业；形式买断；盈利模式

飞马国际供应链股份有限公司（下称飞马国际）于2008年1月在深交所中小板上市，是一家致力于现代物流服务的专业“一体化”供应链服务商，为世界五百强企业及大型制造业和流通领域的企业提供服务。公司主要从事的供应链管理业务有三大类：综合物流服务；贸易执行服务；物流园经营服务。2012年以来，公司的主营业务未发生重大变化，仍以供应链管理业务为主，业务在发展原有IT电子、塑化等行业外，大力拓展了有色金属、煤炭等资源能源行业，并与大唐、华电、山煤、陕煤等大型煤炭集团开展了业务合作。资源能源行业所涉及标的主要为大宗商品，单位价值高，业务资金需求大。公司除依靠自有资金外，还得到了金融机构的支持，与众多大型国有银行、股份制银行、地区商业银行等金融机构达成了战略合作伙伴关系。依托行业及业务优势和金融机构的支持，公司在对外支付上

更多地采用银行承兑汇票、信用证等支付方式，延缓了现金压力，但也存在较大的风险隐患。本文拟对其盈利模式及风险进行分析，以供借鉴。

一、飞马国际盈利模式分析

飞马国际近年来基于大力拓展资源能源行业供应链服务的发展战略，2015年营业收入高达400多亿元，然而净利润仅1.75亿元，增幅并不是很明显。

1. 飞马国际收入成份分析

通过综合表1和表2来看，2012～2015年间，飞马国际98%以上的营业收入来自贸易执行服务，然而其创造的毛利率2012年最高仅1.59%，而且逐年递减，到2015年仅为0.39%。与此形成鲜明对比的是，物流园营业收入占总收入的比例最低，不超过0.2%，但毛利率却最高，均在60%以上；综合物流服务收入和毛利率都位居第二。从数据来看，几乎占据全部收入

份额的贸易执行服务，销售毛利率竟然如此之低。那么公司的利润是来自贸易执行服务本身还是其衍生业务？从利润的构成分析中可以找到答案。

2. 飞马国际利润构成分析

随着营业收入的大幅增长，营业成本也在增加。飞马国际2012～2015年度营业收入减营业成本、营业税金及附加、销售费用、管理费用之后分别为19 754.42万元、10 433.70万元、8 756.80万元和12 460.57万元，2013年和2014年呈逐年递减的趋势，2015年有所增加。而营业利润却以20%左右的幅度逐年增加，其中最大贡献者就是财务费用的收益，即利息收入远高于利息支出（见表3）。进一步分析发现，2013年公司利息收入17 648.86万元较2012年度7 281.26万元增长了142.39%，而且利息收入是同年利息支出7 011.70万元的2.52倍；2014年的利息收入40 387.98万元比2013年增长了128.84%，考虑到基数的扩大，这

表1

飞马国际收入构成表

金额单位：万元

项目	2015年		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
(1) 综合物流服务收入	24 693.65	0.52%	217 24.06	0.68%	22 596.76	0.76%	25 905.29	1.77%
(2) 贸易执行服务收入	4 737 111.29	99.44%	3 188 104.62	99.26%	2 960 180.81	99.17%	1 436 984.03	98.07%
其中：矿产资源行业	4 714 224.61	98.96%	3 136 801.93	97.66%	2 912 301.96	97.56%	1 401 442.35	95.64%
其他行业	22 886.68	0.48%	51 302.69	1.60%	47 878.86	1.60%	35 541.68	2.43%
(3) 物流园经营收入	1 816.91	0.04%	2 076.92	0.06%	2 270.74	0.08%	2 398.16	0.16%
合计	4 763 722.49	100%	3 211 905.60	100%	2 985 048.31	100%	1 465 287.48	100.00%

样的增长幅度也是不容小觑的；2015年的利息收入32 959.17万元较上年度虽然降低了18.39%，但利息收入依然是利息支出的2倍以上。

公司对近三年的财务数据作出的解释是，公司依托供应链业务开展的外汇业务的收益是一揽子收益，包括了利息收入、利息支出、汇兑损益、投资收益（到期）及公允价值变动损益（未到期）的汇总收益；利息收入、利息支出、汇兑损益是作为公司的经常性损益项目在财务费用中核算的，公允价值变动损益及投资收益，则是作为非经常性损益项目核算。

实际上，公司采用外汇业务一揽子收益，汇兑损益应结合公允价值变动损益（期末持有的DF/NDF等衍生金融产品按资产负债日远期外汇汇率核算的公允价值变动）及投资收益（报告期内到期的DF/NDF等衍生金融产品确认投资亏损）计算。飞马国际2013年度公允价值变动损益和投资收益分别为-1 368.59万元和-4 740.78万元，均为损失，抵减了财务费用收益，考虑二者的影响，实际的财务费用为-1 583.43万元。与此类似，2014年度考虑公允价值变动损益379.69万元（收益）、投资收益-1 093.40万元（损失）二者的影响，实际的财务费用为-10 451.09万元，2015年度实际财务费用为-15 104.09万元。这样公司2014年度财务费用实际较上年同期下降560.03%，2015年度较2014年度实

表2

飞马国际业务销售毛利率

项目	2015年	2014年	2013年	2012年
(1) 综合物流服务	17.51%	14.46%	18.28%	13.56%
(2) 贸易执行服务	0.39%	0.38%	0.47%	1.59%
其中：矿产资源行业	0.38%	0.35%	0.45%	1.52%
其他行业	3.51%	1.91%	1.49%	4.22%
(3) 物流园经营收入	64.06%	66.79%	72.08%	67.93%

际降低44.52%。

2014年度公司利息收入增长的主要原因是存入保证金的增长及保证金存款利率提高所致，当年存入的各项保证金较上年同期合计增长77.54%，如2014年协议融资保证金增加489 200万元，占其他货币资金总额的48.47%；另外，票据保证金、进口押汇保证金、保函保证金、定期存单质押增幅较大。协议融资保证金主要是公司在支付货款时，与银行签定融资协议获取贷款，并以人民币保证金缴存银行作为还款保证，同时公司与银行约定人民币保证金本金和到期收益与未来所需偿还的贷款本息抵销后可获取一定收益。

此外，无论是票据保证金、信用证保证金、保函保证金还是进口押汇保证金，其目的都是获得短期资金融通，延期付款，获得资金利息收益。以进口押汇保证金为例，公司作为进口商通过开立信用保证文件，可以延长付款期限，不必在出口商发货之前支付货款，即使在出口商发货后，也要等到单据到达自己手中才履行付款义务。这样，公司可以获得这段时间内

的资金收益。远期外汇交易主要是为了规避海外业务产生的外汇风险而采取的买卖外汇合约的行为，远期外汇交易合约保证金是为远期外汇交易存入签约银行的保证金。可见，正是由于各项保证金的存入，使得公司获得了丰厚的利息收益。也就是说，贸易执行服务的衍生业务为公司利润的主要来源。

二、盈利模式的风险分析

尽管飞马国际有很多大型稳定的客户，与银行等金融机构也维持着良好的关系，既能利用商业信用融资，又可以享受银行授信额度，同时还能获得较多利息收入，但仍存在一定的风险隐患。

首先，偿债风险。从资产负债表的结构来看，2012～2015年公司总资产中97%以上都是流动资产，而货币资金占据了流动资产的一大半。值得关注的是，2012～2015年度其他货币资金在货币资金中的占比分别为83.89%、87.94%、95.73%、89.94%。其他货币资金主要是票据保证金、外汇

表3

飞马国际利润构成表

金额单位：万元

项目	2015年		2014年		2013年		2012年
	金额	较上年度增幅	金额	较上年度增幅	金额	较上年度增幅	金额
一、营业总收入	4 763 722.49	48.31%	3 211 905.60	7.60%	2 985 048.31	103.72%	1 465 287.48
二、营业成本	4 739 707.57	48.33%	3 195 483.75	7.76%	2 965 348.75	106.31%	1 437 359.95
营业税金及附加	606.63	-12.05%	689.75	62.84%	423.58	-16.65%	508.2
销售费用	1 971.65	38.66%	1 421.96	-28.95%	2 001.44	-24.08%	2 636.24
管理费用	8 976.07	61.63%	5 553.34	-18.82%	6 840.84	36.04%	5 028.67
财务费用	-21 421.98	-91.87%	-11 164.8	-45.13%	-7 692.8	-180.28%	9 582.19
三、营业利润	21 104.55	26.83%	16 640.00	27.20%	13 081.75	19.78%	10 921.79
四、净利润	17 512.75	18.40%	14 791.20	33.42%	11 086.33	34.74%	8 227.77

表4

资金占用与现金流

单位：万元

项目	2015年	2014年	2013年	2012年
被占用	811 778.68	545 496.40	488 185.20	415 578.30
占用别人	1 360 875.48	1 596 466.60	1 182 692.80	890 420.70
经营净现金流	-95 133.04	31 275.60	19 734.10	153 095.00
现金及现金等价物净增加额	73 517.51	-76 384.30	45 974.70	23 361.90
期末现金及现金等价物	118 601.01	45 083.50	121 468.00	75 493.10
现金流动负债比(%)	-5.44%	1.92%	1.65%	16.29%
营业现金比率(%)	-2.00%	0.97%	0.66%	10.45%

合约保证金、信用证保证金等，这部分资金虽然归属于货币资金，但实际上是支付受限制的流动资产，不能随时变现。这使得公司短期偿债风险增大。

其次，流动性风险。它是指企业在履行以交付现金或其他金融资产的方式结算的义务时发生资金短缺的风险。如表4所示，若将应收票据、应收账款和预付款项视为公司被占用的款项，将公司商业信用融资（应付票据、应付账款和预收账款）和银行信用贷款之和视为占用他人的款项，可以看出，2012～2015年公司占用了他人相当多的款项，是自己资金被占用的2倍左右。此外，公司经营活动现金净流量和现金及现金等价物净增加额规模很小，2014年度现金及现金等价物净增加额为负数，2015年经营净现金流也为负。从现金流角度看，公司现金流入量远低于公司的流动负债水平（现金流动负债比），而且情况日趋严

重。无论是从静态的存量角度还是动态的流量角度，都可以看出公司的偿债风险较高，有比较大的流动性风险。

再次，市场风险。主要包括利率风险和汇率风险。公司的利率风险主要是银行短期借款，受借款利率波动的影响；同时由于公司有很多外汇业务，所以有相当数量的外币，如果汇率发生大的波动，则公司净利润将受较大影响。

三、结语

飞马国际作为供应链服务商，其贸易执行服务实质上属于供应链金融创新模式之一。飞马国际突破传统的供应链服务模式，依托于供应链业务，并对其进行延伸，发展供应链金融。同时，公司与众多银行结成了战略合作伙伴关系，可以获得充足的银行授信额度，满足公司日益增长的支付结算需求。随着公司业务规模的快速增长，公

司获得银行授信的利率、手续费等成本亦有所降低。公司通过收付货款银行承兑汇票、信用证或保函等结算方式获得了巨额利息收益形成了以财务收益为盈利支撑的盈利模式。但是这种盈利模式具有很大的风险，不但面临宏观经济波动风险、市场风险，还存在偿债风险和流动性风险。因此，公司应该选择合理的融资形式，以股权融资和债务融资相结合，缓解高负债的压力；对流动资产进行合理管控，以免陷入流动性危机。此外，公司还应当采取措施扩大经营活动的盈利能力，以克服现有盈利模式的脆弱性。

（作者单位：国家农业信贷担保联盟有限责任公司）

责任编辑 陈利花

主要参考文献

- [1] 曾文. 采购与分销执行：供应链管理 and 贸易融合创新[J]. 国际经济合作, 2012, (2).
- [2] 毛欢喜. 进口押汇：进口企业短期融资好方式[J]. 投资北京, 2011, (4).
- [3] 贾世庆. 供应链金融创新新模式研究——以第三方物流企业的视角[D]. 天津商业大学, 2013.