

苏宁易购集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期、第二期、第三期、第四期、第五期、第六期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 15 日

声明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪0718 号

苏宁易购集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；

维持“18 苏宁 01”、“18 苏宁 02”、“18 苏宁 03”、“18 苏宁 04”、“18 苏宁 05”、“18 苏宁 06”及“18 苏宁 07”的信用等级为 AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十五日

评级观点：中诚信国际维持苏宁易购集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 苏宁 01”、“18 苏宁 02”、“18 苏宁 03”、“18 苏宁 04”、“18 苏宁 05”、“18 苏宁 06”及“18 苏宁 07”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司规模优势显著、行业地位领先、线上业务发展迅速及后台服务支持体系不断完善等优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到零售行业经营压力加大、公司经营性业务利润下滑及投资项目运作效益等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

苏宁易购（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,572.77	1,994.67	2,368.55	2,259.97
所有者权益合计（亿元）	836.28	882.11	871.45	863.52
总负债（亿元）	736.49	1,112.56	1,497.10	1,396.45
总债务（亿元）	426.60	698.61	689.68	657.23
营业总收入（亿元）	1,879.28	2,449.57	2,692.29	578.39
净利润（亿元）	40.50	126.43	93.20	-7.39
EBIT（亿元）	49.80	153.22	163.80	--
EBITDA（亿元）	70.80	176.95	201.09	--
经营活动净现金流（亿元）	-66.05	-138.74	-178.65	-39.25
营业毛利率(%)	14.10	15.00	14.53	15.69
总资产收益率(%)	3.38	8.59	7.51	--
资产负债率(%)	46.83	55.78	63.21	61.79
总资本化比率(%)	33.78	44.20	44.18	43.22
总债务/EBITDA(X)	6.03	3.95	3.43	--
EBITDA 利息倍数(X)	10.33	12.65	10.87	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理。

正面

■ **规模优势明显，行业地位领先。**截至 2019 年末，公司拥有 3,630 家自营门店和 4,586 家加盟店，涵盖生活广场、3C 电器、超市、母婴、百货等各类业态，覆盖了城市核心商圈、社区和农村等市场，在门店数量及经营区域覆盖范围等方面均居于国内零售行业领先地位。

■ **线上业务发展迅速。**公司是零售行业中少数具备线上线下双向

销售及服务能力企业之一；随着线上业务在消费者认可度和品牌知名度方面提高，公司会员数量持续增长，商品交易量迅速提升。

■ **后台服务支持体系不断完善。**公司拥有包含物流、金融及 IT 等增值服务在内的后台支持体系，有效支撑零售业务的运作。2019 年以来，公司物流网络布局进一步完善。

关注

■ **零售行业经营压力加大。**近年来，宏观经济增速放缓、市场竞争加剧、租金及人工费用刚性上涨及新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）等因素对零售行业带来了一定的冲击。

■ **经营性业务利润下滑。**2019 年，主要受零售板块销售承压及物流成本费用增加的影响，公司经营性业务利润同比大幅下降至 -55.93 亿元。未来外部环境变化、期间费用控制及收购标的资产整合等因素对公司经营性业务利润的影响有待关注。

■ **投资项目运作效益。**2019 年以来，公司收购了万达百货有限公司（以下简称“万达百货”）37 家门店及 Carrefour China Holdings N.V.（以下简称“家乐福中国”）80% 的股权，并在仓储及自建店物业等方面保持较大规模的投入。中诚信国际将关注上述投资项目的后续运作及其对公司业绩的影响。

评级展望

中诚信国际认为，苏宁易购集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**主业盈利水平持续不佳，出现大额资产减值损失，债务规模大幅增长，或流动性压力大幅上升。

同行业比较

2019 年部分零售企业主要指标对比表

公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
王府井	241.06	49.95	267.89	9.45
百联集团	885.79	62.48	642.68	9.09
物美科技	734.98	55.39	429.77	24.90
苏宁易购	2,368.55	63.21	2,692.29	93.20

注：“王府井”为“王府井集团股份有限公司”简称；“百联集团”为“百联集团有限公司”简称；“物美科技”为“物美科技集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 苏宁 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2018/04/19~2021/04/19
18 苏宁 02	AAA	AAA	17.00	17.00	2018/05/09~2021/05/09
18 苏宁 03	AAA	AAA	10.00	10.00	2018/06/15~2023/06/15（3+2）
18 苏宁 04	AAA	AAA	12.00	12.00	2018/07/17~2021/07/17
18 苏宁 05	AAA	AAA	16.00	16.00	2018/08/13~2021/08/13
18 苏宁 06	AAA	AAA	15.00	15.00	2018/11/16~2021/11/16（2+1）
18 苏宁 07	AAA	AAA	10.00	10.00	2018/11/16~2023/11/16（3+2）

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2018年4月19日，公司发行“18苏宁01”，期限为3年，发行规模及债券余额均20亿元；募集资金扣除发行费用后，已全部用于补充公司营运资金，募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

2018年5月9日，公司发行“18苏宁02”，期限为3年，发行规模及债券余额均为17亿元；募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还公司债务，募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

2018年6月15日，公司发行“18苏宁03”，期限为5年，附第三年末投资者回售权及发行人票面利率选择权，发行规模及债券余额均为10亿元；募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还公司债务，募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

2018年7月17日，公司发行“18苏宁04”，期限为3年，发行规模及债券余额均为12亿元；募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还公司债务，募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

2018年8月13日，公司发行“18苏宁05”，期限为3年，发行规模及债券余额均为16亿元；募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还公司债务，募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

2018年11月16日，公司发行“18苏宁06”，期限为3年，附第二年末投资者回售权及发行人票面利率选择权，发行规模及债券余额均为15

亿元；募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还公司债务，募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

2018年11月16日，公司发行“18苏宁07”，期限为5年，附第三年末投资者回售权及发行人票面利率选择权，发行规模及债券余额均为10亿元；募集资金扣除发行费用后，已全部用于偿还公司债务，募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠疫情的冲击下，2020年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。2020年3月，随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，宏观经济数据出现技术性修复。受2020年1~2月经济近乎“停摆”、3月国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经

济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国

在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

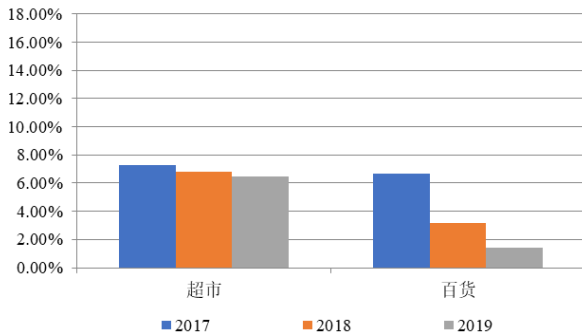
近期关注

2019年以来，宏观经济下行压力加大及新冠疫情等外部因素使得零售市场承压；细分业态之间的分化态势明显，网购渗透率有所提升

近年来，受宏观经济下行压力加大以及房地产支出的挤出效应等因素影响，我国居民消费支出增速整体呈下降趋势；2019年以来，叠加中美贸易摩擦等外部因素影响，居民对未来经济预期不佳，消费趋于谨慎。2019年，我国社会消费品零售总额为411,649亿元，同比名义增长8.0%，增速较上年下降1.0个百分点。从商品来看，具备日常消费属性的商品对宏观经济形势等外部因素的敏感度更低；根据国家统计局发布数据，2019年，粮油食品类、饮料类、烟酒类、日用品类、化妆品类商品零售额同比增速与上年持平或有所提升，而服装类、金银珠宝类及家用电器和音像器材类商品零售额同比增速均有所下降。从业态来看，2019年限额以上零售业单位中的超市及百货零售额增速均进一步放缓，其中商品结构以生活必需品为主的超市销售情况比百货更加稳定，且网点扩张等因素使得超市业态零售额增速仍然处于较高水平；当期网购市场延续快速增长态势，

我国实物商品网上零售额同比增长 19.5% 至 8.52 万亿元，占社会消费品零售总额的比重同比提高 2.3 个百分点至 20.7%。

图 1: 近年来我国限额以上零售业单位的超市及百货零售额增长情况



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

近期爆发的新型疫情对零售行业带来了一定的影响。分业态来看，超市企业受新型冠状病毒肺炎疫情的影响相对较小，其中货源渠道充足、供应链管理较强的企业仍然拥有较强的抗风险能力。部分生鲜超市及便利店在商品结构及区位方面的优势突出，通过结合线上销售及送货到家服务，使得销售规模大幅提升。同时，多地政府加强“稳物价、保供应”工作，并在货源组织等方面给予超市企业大力支持。百货及购物中心方面，受政府管制、居民规避聚集性场所的影响，疫情期间客流量骤减，服装及珠宝首饰等销售比重较大的商品营业额或将大幅下滑，加之人力及租金等刚性成本支出，百货及购物中心存在较大的盈利压力。从网络零售来看，居民对日用品及医疗卫生用品的囤货需求旺盛，带动线上生鲜、速食品、医药等品类的销售量快速扩张。其中，生鲜电商平台以较低的成本获取大量用户和流量，且在蔬菜和肉类订单量剧增的驱动下加大与供应商的对接力度，使其供应链体系进一步完善。同时，由于消费者居家时间大幅延长，直播带货等社交电商业态顺利推广，也有助于网购渠道迅速挤占零售市场份额。2020 年一季度，我国社会消费品零售总额为 78,580 亿元，同比名义下降 19.0%。同期，限额以上零售业单位中的超市零售额同比

增长 1.9%，百货零售额同比下降 34.9%；实物商品网上零售额同比增加 5.9%，占社会消费品零售总额的比重进一步提升至 23.6%。

中诚信国际认为，2019 年以来宏观经济形势及新冠疫情等因素使得零售行业仍然面临一定的压力，各细分零售业态之间的分化态势明显，其中百货及购物中心面临较大压力，超市业态经营相对稳定，而网络零售渗透率有所提升。目前国内疫情控制情况较好，复工复产有序推进且商品消费需求逐渐反弹，但仍需关注居民购买力变化及网络渗透率提升对实体零售企业经营的影响。

公司零售板块拥有突出的线上线下渠道布局优势；2019 年以来，在市场景气度波动及新冠疫情等外部因素影响下，公司拓店速度及零售业务收入增速均有所放缓；未来随着渠道及商品结构的进一步优化，零售板块经营稳定性和盈利能力有望提升

公司是零售行业中少数具备线上线下双向销售及服务能力企业之一，目前已形成覆盖不同市场、不同消费群体的销售网络，在门店数量及经营区域覆盖范围等方面均居于国内零售行业领先地位；截至 2019 年末，公司拥有 3,630 家自营门店¹和 4,586 家加盟店，主要集中于大陆地区，涵盖生活广场、3C 电器、超市、母婴、百货等各类业态，覆盖了城市核心商圈、社区和农村等市场。2019 年，公司收购了万达百货有限公司（以下简称“万达百货”）37 家门店，用于推进苏宁易购广场的落地，并完成了对 Carrefour China Holdings N.V.（以下简称“家乐福中国”）80% 股权²的收购，快消品类业务的渠道布局随之增强。2019 年，公司零售业务规模进一步扩大，收入同比增长 9.02% 至 2,536.56 亿元，但增速较上年明显下降，主要受市场需求变化及渠道扩张节奏放缓的影响。

¹其中大陆 3,600 家，香港 30 家。

²收购对价为 48 亿元人民币等值欧元现金，收购完成后，公司与家乐福中国在门店网络、商品供应链、物流仓储配送等业务领域进行整合。

表 1：截至 2019 年末公司大陆地区线下自营门店情况

单位：家、万平方米

	数量	面积	面积占比
家电 3C 家居生活专业店	2,307	522.35	63.90%
苏宁易购直营店	833	26.60	3.25%
红孩子母婴店	175	21.96	2.69%
苏鲜生超市	15	3.72	0.45%
家乐福超市及便利店	2333	144.60	17.69%
苏宁易购广场	37	98.28	12.02%
合计	3,600	817.51	100.00%

注：表中苏宁易购广场仅为公司收购的万达百货门店，于 2019 年 4 月并表，不包含其他苏宁易购广场门店。

资料来源：公司提供

从线下自营门店来看，苏宁家电 3C 家居生活专业店是公司布局时间最早、覆盖区域最广、各级市场渗透率最高的门店类型；2019 年，公司继续在二三级市场的空白商圈、优质购物中心及商超内部开设家电 3C 家居生活专业店，当期新开 327 家，关闭 125 家。苏宁易购直营店方面，公司基于家电消费升级趋势，主要在三四级市场布局苏宁易购直营店；2019 年，由于家电市场景气度下降、市场竞争加剧且直营店的成本费用负担较重，公司结合当地市场情况以及店面经营质量对门店进行置换、升级改造以及转加盟等调整，苏宁易购直营店新开 222 家、关闭 1,757 家，门店数量大幅减少。苏宁红孩子母婴店是集母婴商品、生活服务、儿童游乐与文娱视听为一体的 O2O 购物平台，主要在华东及西南地区的一二三级市场有所布局；2019 年，红孩子母婴店新开 44 家、关闭 26 家。

表 2：2019 年公司大陆地区线下自营门店调整情况

门店类型	2019 年新开门店		2019 年关闭门店	
	数量 (家)	面积 (万平方米)	数量 (家)	面积 (万平方米)
家电 3C 家居生活专业店	327	34.76	125	26.30
苏宁易购直营店	222	9.84	1,757	36.37
红孩子母婴	44	3.99	26	2.87

³截至 2019 年末公司拥有家乐福超市 209 家和家乐福便利店 24 家，其中一线市场门店数量占比达 82.4%。

店				
苏鲜生超市	9	2.44	2	0.77
家乐福超市及便利店	1	0.01	3	0.76
合计	603	51.04	1,913	67.07

资料来源：公司提供

从加盟店来看，公司在直营的同时还打造了“零售云”平台，开放输出苏宁在供应链、仓储、金融、IT 等方面的核心能力，在县域乡镇市场扩大加盟网络布局；目前公司盈利来源于商品价差和物流、售后服务等增值服务费，不向加盟商收取加盟费。2019 年，公司快速拓展零售云加盟店、渗透低线市场，并强化考核管理，当期新开 2,731 家，关闭 216 家。

中诚信国际注意到，在零售市场景气度降低、家电消费需求疲弱以及优质门店资源稀缺的背景下，家电 3C 家居生活专业店等主要业态的拓店速度明显放缓，苏宁易购直营店关店数量大幅上升。但公司积极推进加盟网络扩张，有助于快速抢占低线市场，平抑自营门店销售波动风险。

门店经营效率方面，2019 年，受外部市场环境的影响，公司家电 3C 家居生活专业店及苏宁易购直营店的坪效和可比门店销售额均有所下降；主要得益于商品消费具有刚性特征以及公司改善门店布局和日常管理，红孩子母婴专业店坪效及可比门店销售额有所提升。

表 3：2019 年公司大陆地区线下自营门店经营效率情况

门店类型	坪效		同店增速 (%)
	金额 (元/平方米)	同比增速 (%)	
家电 3C 家居生活专业店	14,447	-7.80	-9.25
苏宁易购直营店	15,311	-9.36	-7.02
红孩子母婴店	7,640	24.52	7.75

注：表中坪效及销售收入同比增速的统计对象为 2018 年 1 月 1 日及之前开设的同类门店；家乐福超市在 2019 年 9 月末纳入公司合并报表；苏鲜生超市由于业务规模较小，且 2020 年初完成业务调整整合到家乐福超市业态，故不列示坪效。

资料来源：公司提供

从线上平台来看，随着苏宁易购线上业务的

消费者认可度和品牌知名度提高，公司会员数量及商品交易量不断提升。公司通过开放会员、流量、营销工具及仓配等资源，吸引开放平台商户入驻，从而获得一定的佣金、广告等收入，并促进线上平台商品结构的优化。2019年，公司线上平台实体商品交易总规模⁴同比增长 14.59%至 2,387.53 亿元，其中自营商品销售规模同比增长 5.77%至 1,584.39 亿元，开放平台商品交易规模同比增长 37.14%至 803.14 亿元；同期，公司通过开放平台获得的佣金、广告等收入同比增加 44.55%。

表 4：近年来公司线上平台经营情况

单位：亿人、亿元、%	2017	2018	2019
零售体系会员总数	3.45	4.07	5.55
线上平台实体商品交易总规模	1,266.96	2,083.54	2,387.53
其中：线上平台自营商品销售规模	974.60	1,497.92	1,584.39
开放平台商品交易规模	292.36	585.62	803.14
移动端订单数量占线上整体比例	89	95	94

注：表中零售体系会员总数为期末时点数；销售规模及交易规模数据为年初至期末的期间数据。

资料来源：公司提供

从自营商品来看，公司自营商品主要分为传统家电产品（包含黑色家电、冰箱、洗衣机及空调产品）、数码电脑产品、通讯产品、小家电及日用百货。分品类来看，2019年，在房地产市场景气度下降、家电消费需求走弱的背景下，公司传统家电销售压力有所加大；由于数码电脑产品及通讯产品价格敏感度较高，其销售规模随着公司降价促销活动的减少而有所下降；公司持续推进小家电、家居百货、母婴、快消生鲜等类目商品的供应链建设，品类进一步丰富，加之万达百货及家乐福中国纳入合并报表，小家电及日用百货销售规模仍然保持快速增长趋势，销售收入占公司零售业务收入的比例上升至 35.24%。**中诚信国际关注到**，目前公司家电及通讯产品的销售比重仍然较高，容易受到宏观经济

⁴线上平台实体商品交易总规模、线上平台自营商品销售规模及开放平台商品交易规模均为含税额。

及房地产市场景气度等因素的影响；随着公司持续布局需求相对稳定、复购率和毛利率较高的日用百货等业务，未来抵御外部因素冲击的能力或将有所提升。

表 5：近年来公司自营商品销售情况

单位：亿元	2017	2018	2019
黑色家电	242.44	259.76	227.46
冰箱、洗衣机	256.62	284.58	278.80
空调产品	203.88	264.55	259.96
数码电脑产品	251.08	303.59	256.25
通讯产品	491.29	643.79	620.13
小家电及日用百货	338.59	570.39	893.95
其中：日用百货	--	211.52	455.70
合计	1,783.91	2,326.66	2,536.56

注：日用百货类商品包括家居、母婴、美妆、百货及超市、生鲜食品等；受四舍五入因素影响，部分加总数与合计数存在微小差异。

资料来源：公司提供

新冠疫情蔓延的同时，公司各地家电 3C、百货门店根据地方疫情管控规定进行了阶段性暂停营业或者缩短营业时间，对商品销售规模带来较大影响。2020年3月复工复产以来，公司线下客流逐步恢复但仍然有所下滑。针对疫情冲击，公司依托线上线下渠道及自营物流能力，加之在供应链及营销方面采取一定措施，使得经营情况保持相对稳定。2020年一季度，公司线下门店销售规模同比有所下降；而线上平台实体商品交易总规模同比增长 12.78%，其中自营商品销售规模仅小幅下降，开放平台商品交易规模同比增长 49.05%。

中诚信国际认为，公司线上线下渠道布局等优势对零售板块经营构成有力支撑。2019年，在零售市场景气度波动等外部因素影响下，公司拓店速度及零售业务收入增速均有所放缓。公司主要通过加盟与收购方式推进渠道下沉和快消品类的网点布局，同时线上开放平台商品交易规模快速增长；未来公司渠道及商品结构或将进一步优化，有利于提升经营稳定性及盈利能力。

公司物流网络体系更加完善且服务能力有所提升，社会化物流收入进一步增长；苏宁金服完成增资扩

股、不再纳入公司合并报表范围，但将继续和公司零售板块保持合作

公司下属子公司江苏苏宁物流有限公司（以下简称“苏宁物流”）已形成了较为完善的仓储网络和配送体系，拥有仓配一体化的服务能力。苏宁物流在支持零售板块经营的同时，实现了一定规模的社会化运营。2019年，随着公司进一步拓展零售业务供应商及开放平台商户等客户资源，加之物流资产布局增强，公司物流服务业务收入同比增加 16.63% 至 32.67 亿元，安装维修业务收入同比上升 24.50% 至 19.74 亿元。

截至 2019 年末，苏宁物流已在 44 个城市投入运营 57 个物流基地，拥有仓储及相关配套面积 1,210 万平方米，快递网点 25,881 个。2019 年，苏宁物流继续推进物流基地的建设及分拨网点的直营化运作，完善快消品类供应链仓储配送网络，使得快消品配送能力、快递服务能力及售后服务能力均得以提升。当期苏宁物流新增、扩建 13 个物流基地，并整合家乐福中国旗下辐射全国 53 个城市的 8 个中心仓和门店仓，可为用户提供“30 分钟达”、“1 小时达”和“即时自提”服务；“准时达”、“半日达”、“次日达”等物流时效快递产品覆盖城市数量有所增加；且“送装一体”服务覆盖城市数量增加至 318 个城市，满足了低线城市“24 小时送装”需求。

金融方面，苏宁金融服务（上海）有限公司（以下简称“苏宁金服”，现已更名为上海苏宁金融服务集团有限公司）向苏宁生态圈上游供应商和下游用户提供支付结算、融资和保险理财等服务，亦为公司零售经营发展提供了较大的助力。随着苏宁金服信贷业务对苏宁体系的渗透率升高，客户群体及生息资产规模持续扩大，2019 年公司并表金融服务业务收入同比增加 8.38% 至 27.88 亿元。2019 年 9 月苏宁金服完成 C 轮增资扩股⁵，公司对苏宁金服的持股比例由 50.10% 下

⁵合计募集资金 100 亿元，控股股东变更为公司关联方苏宁金控投资有限公司。

降至 41.15%，不再将其纳入合并报表范围，但未来苏宁金服仍将继续与公司零售板块在用户引流、营销推广及金融服务等方面进行合作。

公司在建项目资金压力不大，但外延式并购项目的资产整合及盈利改善情况仍需关注

2019 年以来，公司继续在线下零售门店、物流网络及自动化设备等方面保持一定的投资力度；截至 2019 年末，公司主要在建项目为物流以及零售门店拓展相关项目，均为 2016 年非公开发行股票⁶募集资金项目，募集资金承诺投资总额为 123.90 亿元，尚需投资 76.13 亿元。

表 6：截至 2019 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目	募集资金承诺投资总额	已投资	投资进度	(预计)最早投运时间
物流运营业务发展项目	32.42	13.89	42.80%	--
新增区域配送中心建设项目（二）	29.78	5.39	18.09%	2022 年
新增区域配送中心建设项目	19.50	19.49	99.99%	2020 年
物流运输业务发展项目	12.20	0.79	6.50%	2021 年
苏宁易购云店-租赁店项目	30.00	8.21	27.40%	--
合计	123.90	47.77	38.56%	--

资料来源：公司提供

2019 年，公司与关联企业完成了苏宁小店公司股权转让以及苏宁金服增资扩股的事项，或将有利于减少公司资金投入，同时零售与金融板块之间仍可实现协同发展；且公司通过外延式并购丰富零售业务布局。为了实现轻资产化运营并加速物流仓储资源的获取，苏宁物流与外部基金管理公司联合发起设立物流地产基金，用于收购公司建成的成熟仓储设施以及市场化收购和投资开发符合条件的高标准仓储物流设施，公司拥有对相关物流资产的运营权。

⁶2016 年 5 月，公司成功向淘宝（中国）软件有限公司等特定对象非公开发行人民币普通股（A 股）19.27 亿股，合计募集资金净额 290.85 亿元。上述募集资金将全部用于投入物流平台建设、苏宁易购云店发展项目、互联网金融项目、IT 项目、偿还银行借款和补充流动资金等方面。截至 2019 年末，公司已累计使用募集资金 212.87 亿元，募集资金账户余额（含募集资金账户理财余额）94.59 亿元。

中诚信国际认为，上述资本运作事项可在一定程度上优化公司业务布局或改善部分财务指标；但公司对收购标的项目的资产整合以及盈利

改善情况有待进一步关注⁷。

⁷自 2019 年 9 月 26 日至 2019 年末家乐福中国净利润为-3.04 亿元，主要系家乐福中国并购带来的评估增值摊销所致。

表 7：2019 年以来公司及下属子公司部分资本运作事项

交易标的	交易形式	交易对方/合作方	是否为关联交易	交易进度	交易价格	对公司净利润的影响
Suning Smart Life Holding Limited 35% 股权	新设	Great Matrix Limited Great Momentum Limited	是	截至 2019 年 6 月末已完成出资	26,250 万美元	--
苏宁小店公司 100% 股权	出售	Suning Smart Life Holding Limited 通过其 100% 控制的境内公司	是	截至 2019 年 6 月末已完成交易	7.45 亿元	增加公司 2019 年净利润 35.70 亿元
苏宁金服 17.857% 新股	增资扩股	苏宁金控投资有限公司及其指定主体、青岛四十人海盈叁号股权投资合伙企业(有限合伙)、嘉兴润石义方股权投资合伙企业(有限合伙)等其他主体	是	2019 年 9 月完成	100.00 亿元	增加公司 2019 年净利润 98.57 亿元
Carrefour China Holdings N.V. 80% 股权	购买	Carrefour Nederland B.V.	否	2019 年 9 月完成	48.00 亿元	--
苏宁深创投-云享仓储物流设施一期基金 51% 份额	新设	深创投不动产基金管理(深圳)有限公司	否	截至 2019 年末苏宁物流已投入 22.03 亿元	25.50 亿元	--
苏宁深创投-云享仓储物流设施二期私募股权投资基金	新设	深创投不动产基金管理(深圳)有限公司	否	截至 2019 年末苏宁物流已投入 10.67 亿元	预计不超过 13.26 亿元	--

注：表中币种除特别注明以外均为人民币。

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2019 年财务报告及公司提供的未经审计的 2020 年 1~3 月财务报表。公司财务报表采用新会计准则编制，均为合并口径数据。中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据，未将“一年内到期的非流动负债”科目中的递延广告位使用费计入有息债务。

2019 年公司合并报表范围的重大变化情况如下：①截至 2019 年 6 月末公司完成了苏宁小店的股权转让，对苏宁小店的持股比例下降至 35%，该部分股权计入“长期股权投资”科目，按照权益法核算；②截至 2019 年 9 月末苏宁金服完成了 C 轮增资扩股工作、不再纳入公司的合并报表，公司持有的苏宁金服 41.15% 股权计入“长期股权

投资”科目，按照权益法核算；③2019 年 9 月末公司收购家乐福中国 80% 股权的已完成交割，家乐福中国纳入公司合并报表范围。

2019 年，受零售市场压力加大以及物流成本费用增加等因素的影响，公司收入增速放缓，经营性业务利润大幅下滑，利润总额仍然主要来自于投资收益

2019 年，主要在零售业务扩张的带动下，公司营业总收入同比增长 9.91%，增速较上年有所放缓；当期零售业务收入占比约 94.22%。毛利率方面，2019 年，在零售市场竞争加剧以及房地产市场降温的背景下，公司继续大力发展互联网业务，采取积极的价格竞争策略，使得零售板块毛利率同比小幅下降；主要由于物流基地与直营化方面的投入使得物流板块营业成本较高，物流服务业务毛利率仍然为负，安装维修服务业务毛利

率同比有所下降。

表 8：近年来公司主营业务收入及毛利率情况

(亿元、%)			
收入	2017	2018	2019
零售	1,783.91	2,326.66	2,536.56
物流服务	19.89	28.01	32.67
金融服务	14.26	25.72	27.88
安装维修	12.97	15.85	19.74
其他业务	19.13	14.84	19.24
营业总收入	1,879.28	2,449.57	2,692.29
毛利率	2017	2018	2019
零售	12.19	13.30	12.45
物流服务	13.75	-28.92	-32.49
金融服务	81.04	79.37	72.21
安装维修	15.64	21.20	17.76
其他业务	42.19	71.49	75.92
营业毛利率	14.10	15.00	14.53

注：2019年金融服务收入为苏宁金服2019年1~9月并表收入；其他业务收入主要包括开放平台服务收入及自建店配套物业销售收入等，其他业务收入呈波动态势，主要受自建店配套物业销售收入变化的影响。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2019年，受公司增加新品类运营及IT等方面的人员储备以及物流服务环节投入等因素影响，销售费用及研发费用继续保持快速增长趋势；随着期间内整体债务水平有所上升，利息支出进一步增加，财务费用同比大幅增长。同期，公司期间费用合计及期间费用率均进一步上升。

利润方面，2019年，主要受零售板块销售承压及物流等成本费用投入加大的影响，公司经营性业务利润同比大幅下降且出现大额亏损；资产减值损失及信用减值损失包括收购天天快递所产生的商誉以及客户关系类无形资产等减值损失；投资收益同比大幅增长，主要来源于苏宁小店股权转让及苏宁金服出表等。同期，公司利润总额主要在投资收益的带动下同比有所增加，EBITDA利润率同比小幅提升；但受外延式并购等因素影响，总资产收益率同比有所回落。

从2020年一季度的经营情况来看，主要由于新冠疫情背景下自营商品销售规模减少，公司营业收入同比下降7.07%；受自营业务规模缩减、

苏宁小店出表及公司加强费用控制等因素影响，公司期间费用合计及期间费用率均有所下降，进而使得经营性业务亏损金额同比减少；但在股权处置收益下降及华泰证券等股票价值波动的影响下，公司利润总额同比下降且出现亏损。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	258.06	347.64	439.82	94.51
期间费用率(%)	13.73	14.19	16.34	16.34
经营性业务利润	2.79	14.68	-55.93	-2.23
资产减值损失合计	5.13	20.59	17.26	2.18
公允价值变动收益	0.19	2.92	2.16	-6.40
投资收益	43.00	139.91	217.91	2.33
利润总额	43.32	139.45	145.95	-8.35
EBITDA 利润率(%)	3.77	7.22	7.47	--
总资产收益率(%)	3.38	8.59	7.51	--

注：资产减值损失合计为公司财务报表中“资产减值损失”和“信用减值损失”科目的合计数，损失以正值填列。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，2019年，零售市场竞争及物流板块费用化投入等因素对经营性业务利润造成较大的影响，其中电商、物流及便利店业态盈利情况仍然不佳⁸，且公司面临一定的资产减值损失计提压力，利润对股权转让等非经常性损益的依赖程度很高；2020年一季度公司经营性业务利润仍然为负。

2019年以来，主要由于零售业务扩张及外延式并购完成，公司资产及负债均有所增加，总资本化比率较为稳定；但合并范围变化及亏损等因素使得所有者权益小幅下降，中诚信国际将关注公司所有者权益的稳定性以及商誉等资产的减值准备计提情况

2019年末公司总资产较年初显著增长，主要系零售业务扩张及外延式并购所致；同期末流动资产占总资产的比例为50.99%。从主要科目来看，2019年末货币资金较年初大幅下降，系受到投资支出较大、苏宁金服出表及主营业务亏损等

⁸2019年，苏宁物流下属企业天天快递有限公司净利润为-17.86亿元，公司线上平台运营主体江苏苏宁易购电子商务有限公司净利润为-11.76亿元；2019年初至2019年6月24日（出售日），苏宁小店公司净利润为-22.13亿元。

因素影响；预付款项主要为预付零售业务供应商的货款，2019年末预付款项较年初大幅增加，主要由于业务规模增长，且公司为了锁定部分畅销商品货源、加大对供应商的支持力度；存货以库存商品为主，也随着业务规模的扩大而有所增加；长期股权投资以苏宁金服和深圳市恒宁商业发展有限公司等联营企业股权为主，2019年末长期股权投资较年初大幅上升，主要受苏宁金服完成增资扩股、成为公司联营企业的影响；公司固定资产及无形资产主要为经营性物业、土地使用权以及合并带来的客户关系类无形资产等，随着公司加大物流基地投资力度以及对万达百货及家乐福中国的收购完成，固定资产及无形资产较年初增加，同时商誉亦大幅增长。

主要由于合并范围变化，2019年末公司负债较年初也有所增加；其中应付账款大幅增长，系受到苏宁金服出表、公司对其应付保理款转为对外应付账款等因素所致；其他应付款主要为应付广告、市场推广费及信息技术服务费、应付工程款项以及应付保证金及押金等，2019年末其他应付款较年初基本持平。

公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比较大；2019年末未分配利润在投资收益的带动下显著增长，但少数股东权益随着苏宁金服出表而大幅下降，进而使得所有者权益较年初小幅减少。2019分红年度，公司现金分红金额为17.68亿元，其中回购股份现金支出金额为13.08亿元。

财务杠杆方面，2019年末公司资产负债率较年初有所上升；由于债务及所有者权益规模较为稳定，公司总资本化比率仍然保持在合理水平。

2020年以来，新冠疫情对零售业务经营造成影响，公司经营性资产与负债随之下降，同时债务有所减少，使得2020年3月末公司总资产及总负债均有所回落；所有者权益较年初小幅下降，主要系当期净利润亏损及实施回购股份所致。同期末，公司资产负债率及总资本化比率较年初小幅下降。

表 10：近年来公司部分资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	340.30	480.42	339.02	310.63
预付款项	86.68	174.69	269.89	272.229
存货	185.51	222.63	267.80	223.48
长期股权投资	17.67	176.75	402.58	402.72
固定资产	143.73	151.99	178.08	187.96
无形资产	82.16	96.54	146.94 ¹⁰	148.16
商誉	23.95	24.12	74.78 ¹¹	74.78
应付账款	130.95	198.36	443.80	339.46
其他应付款	103.87	125.66	126.12	129.26
资本公积	359.80	382.88	372.49	372.72
未分配利润	200.34	321.70	412.78	404.97
少数股东权益	46.69	72.94	-7.77	-9.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司债务水平有所回落，EBITDA 对债务的覆盖能力提升；但债务规模仍然较大，且经营获现能力有待改善

2019年末公司短期债务水平较年初有所回落，但由于零售及物流板块发展相关的资金需求保持旺盛，公司债务规模仍然处于较高水平。公司债务中短期债务居多，截至2019年末短期债务占总债务的比例为76.50%。2020年3月末公司总债务规模较年初有所缩减，其中短期债务占比变化不大。

从偿债能力指标来看，2019年，主要得益于投资收益的提升，公司EBITDA同比有所增长，对短期债务及总债务的覆盖能力提升，但由于利息支出快速上升，EBITDA对利息支出的保障力度有所下降。同期，受苏宁金服在并表期间保持业务扩张以及公司主营业务亏损等因素影响，公司经营活动现金净流出规模进一步增加，仍然无法对债务本息形成有效覆盖。但苏宁金服的出表有利于改善公司经营获现水平，2020年一季度经营活动净现金流仍然为负，但净流出金额同比有所减少。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况

⁹在疫情期间，公司仍然重视对核心商品货源的把控，且防疫物资需求较大、供应商要求提前付款，使得公司预付款项仍处于较大规模。
¹⁰包含公司收购家乐福中国和万达百货带来的资产评估增值分别约38.34亿元和约13.84亿元。无形资产减值准备为5.50亿元。
¹¹公司分别确认因溢价收购家乐福中国和万达百货而产生的商誉约38.72亿元和约13.81亿元。商誉减值准备为3.58亿元。

(亿元、X)

	2017	2018	2019	2020.3
总债务	426.60	698.61	689.68	657.23
短期债务	363.06	550.72	527.58	498.58
EBITDA	70.80	176.95	201.09	--
经营活动净现金流	-66.05	-138.74	-178.65	-39.25
投资活动净现金流	134.37	-30.10	-208.71	6.98
经营活动净现金流/短期债务	-0.18	-0.25	-0.34	-0.31*
经营活动净现金流/总债务	-0.15	-0.20	-0.26	-0.24*
经营活动净现金流/利息支出	-9.64	-9.92	-9.66	--
EBITDA/短期债务	0.20	0.32	0.38	--
总债务/EBITDA	6.03	3.95	3.43	--
EBITDA 利息保障倍数	10.33	12.65	10.87	--

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信以及股权融资渠道能够对整体偿债能力提供一定支持，未决诉讼金额及对外担保规模可控

或有负债方面，截至 2019 年末，公司对联营企业苏宁金服及其子公司苏宁商业保理有限公司提供的担保金额合计 45.10 亿元，目前苏宁金服运营状况良好。同期末，公司涉及的诉讼事项主要包括与公司日常经营相关的租赁合同、商品买卖合同、公路货物运输纠纷等，涉案金额合计 3.68 亿元，形成的预计负债为 0.83 亿元。

截至 2019 年末，公司受限资产包括货币资金 159.82 亿元、其他权益工具投资 31.61 亿元、交易性金融资产 23.61 亿元及固定资产 6.21 亿元等；此外公司将子公司万达百货股权质押，账面价值为 27.00 亿元。

公司与国内各大银行和金融机构保持了良好的合作关系，截至 2019 年末公司及子公司获得人民币授信额度 748.73 亿元，未使用人民币授信额度 318.02 亿元。此外，公司作为 A 股上市公司，拥有直接股权融资渠道。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，2017 年~2020 年 4 月 27 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支

付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

市场竞争力

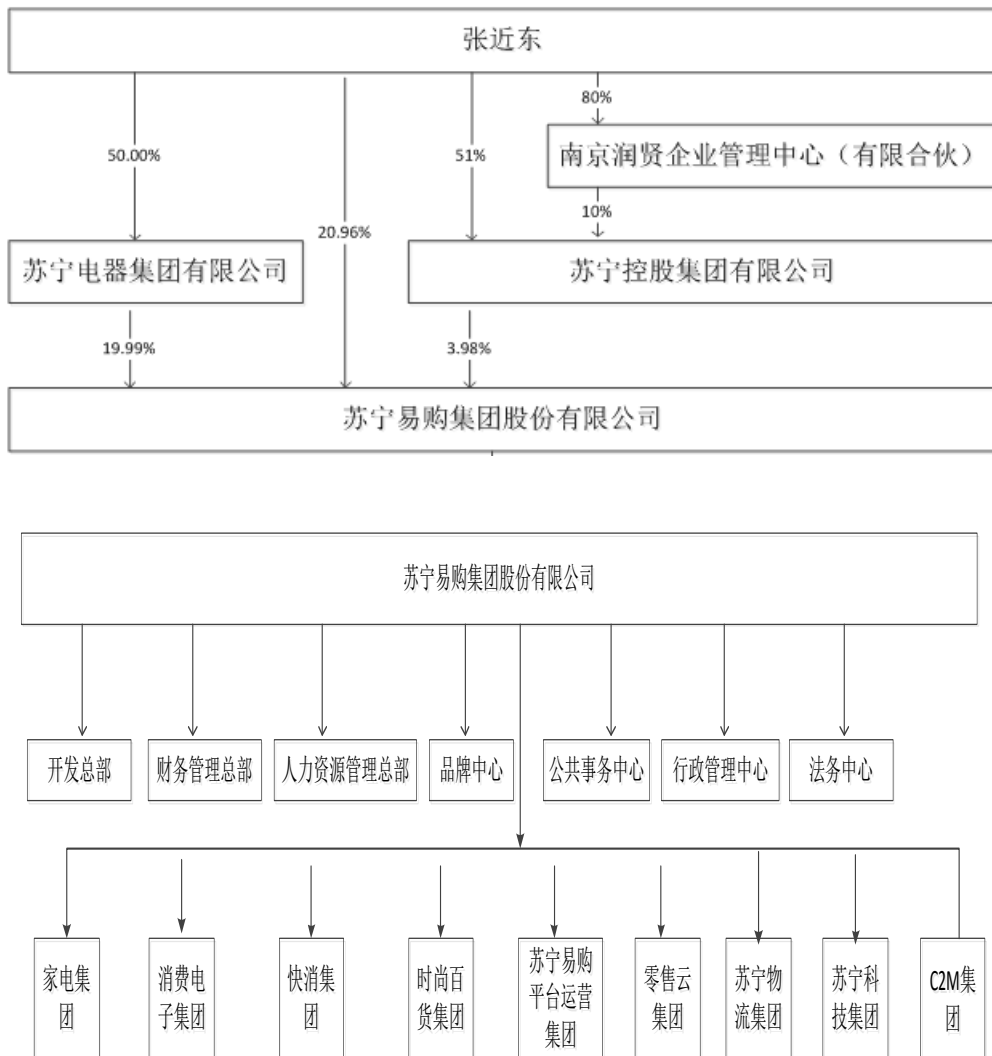
公司具有领先的行业地位、突出的规模优势与线上线下整合优势以及完善的后台服务支持体系

苏宁易购是中国领先的零售服务商，门店数量和经营区域覆盖范围等方面均居于国内零售行业前列。公司作为零售行业中少数具备线上线下双向销售及服务能力企业之一，建立了覆盖全客群、全渠道、全品类的运营能力。此外，公司拥有包含物流、金融及 IT 等增值服务在内的后台支持体系，是零售业务竞争力的重要来源。**中诚信国际认为**，公司具有领先的行业地位、突出的规模优势与线上线下整合优势以及完善的后台服务支持体系，零售业务的市场竞争力很强。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持苏宁易购集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 苏宁 01”、“18 苏宁 02”、“18 苏宁 03”、“18 苏宁 04”、“18 苏宁 05”、“18 苏宁 06”及“18 苏宁 07”的信用等级为 **AAA**。

附一：苏宁易购集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



注：张近东先生、张康阳先生、南京润贤企业管理中心（有限合伙）分别持有苏宁控股集团有限公司 51%、39%、10%的股权，张康阳先生系张近东先生的子女，张近东先生与苏宁控股集团有限公司构成一致行动人关系。

资料来源：公司提供

附二：苏宁易购集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	3,402,968.40	4,804,152.30	3,390,221.50	3,106,334.80
应收账款净额	238,918.00	541,514.70	769,232.20	730,646.20
其他应收款	723,342.20	287,453.50	160,184.80	110,228.60
存货净额	1,855,149.00	2,226,329.40	2,678,010.40	2,234,810.50
长期投资	3,322,973.90	2,462,205.00	5,717,758.80	5,701,545.90
固定资产	1,437,307.40	1,519,890.70	1,780,782.00	1,879,601.00
在建工程	50,917.00	206,332.30	434,333.40	333,280.90
无形资产	821,553.20	965,356.80	1,469,432.20	1,481,560.40
总资产	15,727,668.80	19,946,720.20	23,685,504.50	22,599,659.50
其他应付款	1,038,651.10	1,256,610.40	1,261,230.30	1,292,601.20
短期债务	3,630,623.90	5,507,232.70	5,275,789.40	4,985,814.90
长期债务	635,366.30	1,478,843.00	1,620,969.70	1,586,490.50
总债务	4,265,990.20	6,986,075.70	6,896,759.10	6,572,305.40
净债务	863,021.80	2,181,923.40	3,506,537.60	3,465,970.60
总负债	7,364,903.30	11,125,640.30	14,971,023.20	13,964,461.20
费用化利息支出	64,762.00	137,687.40	178,580.80	--
资本化利息支出	3,785.00	2,220.30	6,438.90	--
所有者权益合计	8,362,765.50	8,821,079.90	8,714,481.30	8,635,198.30
营业总收入	18,792,776.40	24,495,657.30	26,922,890.00	5,783,918.40
经营性业务利润	27,862.00	146,802.40	-559,343.20	-22,310.10
投资收益	430,035.60	1,399,064.80	2,179,141.10	23,289.70
净利润	404,953.80	1,264,254.80	931,978.70	-73,943.40
EBIT	497,966.10	1,532,232.90	1,638,040.50	--
EBITDA	707,975.80	1,769,458.60	2,010,927.90	--
经营活动产生现金净流量	-660,529.30	-1,387,446.70	-1,786,455.50	-392,543.70
投资活动产生现金净流量	1,343,747.30	-301,016.40	-2,087,111.00	69,760.40
筹资活动产生现金净流量	-91,051.00	2,253,407.50	2,620,123.90	41,346.30
资本支出	236,441.60	743,166.10	916,426.00	213,307.20
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	14.10	15.00	14.53	15.69
期间费用率(%)	13.73	14.19	16.34	16.34
EBITDA 利润率(%)	3.77	7.22	7.47	--
总资产收益率(%)	3.38	8.59	7.51	---
净资产收益率(%)	5.27	14.71	10.63	-3.41*
流动比率(X)	1.37	1.41	1.00	0.98
速动比率(X)	1.08	1.17	0.78	0.78
存货周转率(X)	9.80	10.20	9.38	7.94*
应收账款周转率(X)	107.61	62.77	41.08	30.85*
资产负债率(%)	46.83	55.78	63.21	61.79
总资本化比率(%)	33.78	44.20	44.18	43.22
短期债务/总债务(%)	85.11	78.83	76.50	75.86
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.15	-0.20	-0.26	-0.24*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.18	-0.25	-0.34	-0.31*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-9.64	-9.92	-9.66	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-18.45	-22.75	-30.24	--
总债务/EBITDA(X)	6.03	3.95	3.43	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.32	0.38	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	10.33	12.65	10.87	--
EBIT 利息保障倍数(X)	7.26	10.95	8.85	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际未将“一年内到期的非流动负债”科目中的递延广告位使用费计入有息债务；3、带“*”指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出	

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。