



信用等级通知书

信评委函字[2018]G126-F6号

苏宁易购集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“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（第六期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年十一月九日

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（第六期）信用评级报告

债券级别 AAA
主体级别 AAA
评级展望 稳定
发行主体 苏宁易购集团股份有限公司
发行规模 本期债券发行规模为不超过 25 亿元（含 25 亿元）。

债券期限 本期债券分为两个品种，其中品种一期限为 3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

债券利率 本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定，在存续期内固定不变。

偿还方式 本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

资金用途 本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务。

概况数据

苏宁易购	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	319.25	699.22	836.28	892.33
总资产（亿元）	880.76	1,371.67	1,572.77	1,890.43
总债务（亿元）	355.28	400.44	426.60	633.36
营业总收入（亿元）	1,355.48	1,485.85	1,879.28	1,729.70
营业毛利率（%）	14.44	14.36	14.10	14.70
EBITDA（亿元）	38.86	32.87	70.80	-
所有者权益收益率（%）	2.37	0.71	4.84	8.35
资产负债率（%）	63.75	49.02	46.83	52.80
总债务/EBITDA（X）	9.14	12.18	6.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.84	4.85	10.33	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2015~2018 年 9 月末公司短期债务中剔除一年内到期的非流动负债中的递延广告位使用费收入；
3、2018 年三季度所有者权益收益率已年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“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（第六期）”的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定苏宁易购集团股份有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了苏宁易购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。中诚信证评肯定了苏宁易购规模优势明显，行业领先地位稳固，线上业务发展迅速且成效显著，完善的后台服务体系、及较强的自有资本实力等对本期债券及公司信用质量的支持。同时，我们也关注到公司经营业务利润有待进一步提升及零售、金融等业务快速发展带来的阶段性债务规模增长，债务期限结构有待优化等因素可能对本期债券及公司信用质量产生的影响。

正 面

- 规模优势明显，行业领先地位稳固。截至 2018 年 9 月末，公司自营门店数量（包含苏宁易购直营店）达 6,292 家，覆盖大陆 297 个以上城市、农村市场，以及香港地区和日本市场，在门店数量、经营区域覆盖范围等方面均居于国内家电零售行业领先地位。
- 线上业务发展迅速且成效显著。近年来，公司线上业务苏宁易购的消费者认可度和品牌知名度持续增强，会员数量不断增长，商品交易量迅速提升。截至 2018 年 9 月末，公司零售体系会员总数 3.82 亿人次，2018 年 1~9 月实现线上自营销售规模 997.07 亿元（含税），同比增长 50.54%，线上收入占比亦持续提升。
- 完善的后台服务支持体系。公司在发展互联网零售业务的同时，着重建设物流、金融、IT 等后台服务体系，有效支撑了公司互联网零售

分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

张丽华 llzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 11 月 9 日

业务的运作，并实现了物流、金融板块的独立化运作。基于多年的投入储备，苏宁物流、苏宁金融板块资源优势及价值逐步凸显，有望形成多元化盈利结构。

- 自有资本实力增强。近年来通过引入淘宝中国战略合作等，加之自身盈利能力的提升，公司自有资本实力增强，截至 2018 年 9 月末，公司所有者权益为 892.33 亿元，较年初增长 56.05 亿元。

关 注

- 公司经营性业务利润有待进一步提升。随着线上线下融合发展及传统企业转型调整加快，零售行业竞争日趋激烈。公司持续推进业务转型，尽管近年来公司业务规模效应不断显现，但受零售行业竞争激烈及公司转型投入费用上涨等影响，公司近年来经营性业务利润有所承压。
- 债务规模增长较快，期限结构有待优化。2018 年以来零售、金融等业务快速发展带来阶段性债务规模增长较快，截至 2018 年 9 月末公司总债务为 633.36 亿元，较年初增长 206.76 亿元。公司债务以短期债务为主，期限结构有待优化。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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 and 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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”或“公司”）前身是江苏苏宁交家电有限公司，成立于 1996 年 5 月 15 日，系由南京苏宁实业总公司及自然人张近东、刘辉、张桂民、张国庆、艾苏芬、刘晓萌、卢锦文、王益等共同出资成立。

2000 年 7 月 28 日，江苏苏宁交家电有限公司经江苏省工商行政管理局批准更名为江苏苏宁交家电集团有限公司；2000 年 8 月 30 日，经国家工商行政管理局批准更名为苏宁交家电（集团）有限公司；2001 年 6 月 28 日，经江苏省人民政府苏政复【2001】109 号文批准，苏宁交家电（集团）有限公司以 2000 年 12 月 31 日经审计的净资产为基础，按 1:1 比例折股，整体变更为苏宁电器连锁集团股份有限公司，注册资本变更为 6,816 万元；2004 年 7 月 7 日，经中国证监会证监发行字（2004）97 号文核准，公司向社会公开发行人民币普通股 2,500 万股，募集资金 3.95 亿元。2004 年 7 月 21 日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市。2005 年 9 月 29 日，经公司 2005 年第二次临时股东大会审议通过，公司名称变更为苏宁电器股份有限公司。2013 年 3 月 20 日，公司更名为苏宁云商集团股份有限公司，证券简称变更为“苏宁云商”。2016 年 6 月，公司通过非公开发行向阿里巴巴集团境内全资子公司淘宝（中国）软件有限公司（以下简称“淘宝中国”）和公司第二期员工持股计划安信证券—苏宁众承 2 号定向资产管理计划发行股份，募集资金总额 290.85 亿元，其中，淘宝中国以 282.33 亿元人民币战略投资公司，持有公司发行后股本总额的 19.99%。2018 年 2 月 7 日公司更名为苏宁易购集团股份有限公司，证券简称变更为“苏宁易购”。截至 2018 年 9 月 30 日，苏宁易购总股本为 93.10 亿股，自然人张近东直接持有公司股份 19.52 亿股，占公司总股本的 20.96%，苏宁电器集团有限公司持有公司股份 18.61 亿股，占公司总股本的 19.99%，淘宝中国持有公司 18.61 亿股，占公司总股本的 19.99%。

苏宁易购是中国领先的互联网零售服务商，经历了 7 年的转型升级，已经形成零售、金融、物流

三大业务单元协同发展的态势。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 1,572.77 亿元，所有者权益为 836.28 亿元，资产负债率为 46.83%。2017 年，公司实现营业收入 1,879.28 亿元，净利润 40.50 亿元，经营活动净现金流为-66.05 亿元。

另截至 2018 年 9 月 30 日，公司资产总额为 1,890.43 亿元，所有者权益为 892.33 亿元，资产负债率为 52.80%。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 1,729.70 亿元，净利润 55.85 亿元，经营活动净现金流为-138.22 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券概况

债券概况	
债券名称	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（第六期）
发行规模	本期债券发行规模为不超过 25 亿元（含 25 亿元）。
债券期限	本期债券分为两个品种，其中品种一期限为 3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定，在存续期内固定不变。
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务。

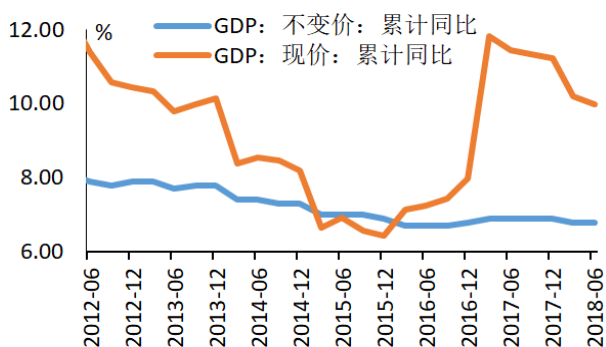
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济和政策环境

2018 年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP 同比增长 6.8%，较去年同期和去年底均回落 0.1 个百分点，名义 GDP 跌破 10%。但 GDP 增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年 GDP 增长 6.6-6.7%。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年

在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信证评认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

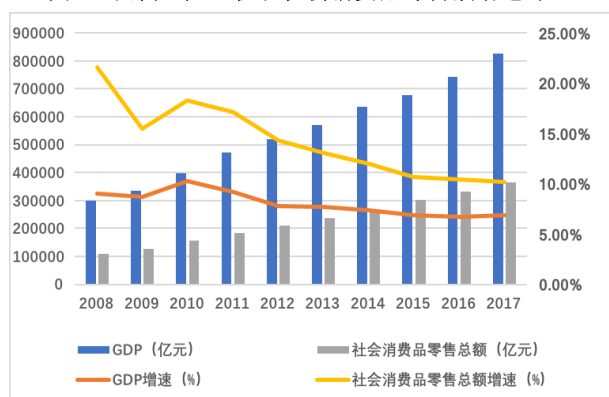
零售行业

零售行业在国民经济体系中处于下游，随着经济的发展，零售行业迅速占据了产业链的主导位置，在我国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售行业也是我国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

经济增长、居民收入的提高和城市人口增加带来的消费升级是零售行业发展的动力。2011 年以来，我国坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，不断加强和改善宏观调控，经济运行总体良好，国内生产总值及社会消费品零售总额分别持续增至 2017 年的 827,122 亿元和 366,262 亿元，但受经济复苏疲弱和我国增长周期调整等多重因素影响，我国国内生产总值及社会消费品零售总额增速自 2010 年以来持续放缓，其分别由 2010 年的 10.40% 和 18.30% 下降至 2017 年的 6.90% 和 10.20%。2018

年 1-9 月社会消费品零售总额实现 27.43 万亿元，累计同比增长 9.3%，消费市场保持平稳、弱复苏状态。

图 2：国内生产总值和社会消费品零售额增速对比



资料来源：聚源终端

商品零售价格指数和居民消费价格指数（CPI）具有很高的相关性。2011 年 8 月以来，随着我国经济增速的放缓，居民消费价格指数和商品零售价格指数均同趋势回落，于 2012 年年中开始趋于稳定，在 102 上下徘徊。2014 年下半年，居民消费价格指数进一步下降，全国商品零售价格指数相应回落，为零售企业业务实现内生增长带来了一定的压力。2016 年第四季度以来，居民消费价格指数小幅回升后有所回落，商品零售价格指数亦出现小幅波动，但总体仍较为稳定。

人均可支配收入水平的提高也是促进社会消费的直接动力。随着居民可支配收入的提高和消费意愿不断提升，我国消费者的购买力也不断增长。2015 年，全年全国居民人均可支配收入 21,966 元，比上年增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 7.4%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 31,195 元，同比增长 8.2%，扣除价格因素，实际增长 6.6%；农村居民人均可支配收入 11,422 元，同比增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 7.5%。2016 年，我国城乡居民收入继续增长，全国居民人均可支配收入 23,821 元，同比增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.3%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 33,616 元，同比增长 7.8%，扣除价格因素，实际增长 5.6%；农村居民人均可支配收入 12,363 元，同比增长 8.2%，扣除价格因素，实际增长 6.2%。2017 年，全国居民人均可支配收入 25,974 元，同

比增长 9.0%，扣除价格因素，实际增长 7.3%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 36,396 元，比上年增长 8.3%，扣除价格因素，实际增长 6.5%；农村居民人均可支配收入 13,432 元，比上年增长 8.6%，扣除价格因素，实际增长 7.3%。另外，2018 年前三季度，全国居民人均可支配收入 21,035 元，比上年同期名义增长 8.8%，扣除价格因素，实际增长 6.6%。

从消费结构角度来看，我国居民收入与经济增长同步，城乡收入差距继续缩小。2015 年全国居民人均消费支出 15,712 元，同比增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.9%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 21,392 元，扣除价格因素实际增长 6.9%；农村居民人均消费支出 9,223 元，扣除价格因素，实际增长 8.6%。2016 年，全国居民人均消费支出 17,111 元，同比增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 23,079 元，扣除价格因素实际增长 5.7%；农村居民人均消费支出 10,130 元，扣除价格因素，实际增长 7.8%。2017 年全国居民人均消费支出 18,322 元，同比增长 7.1%，扣除价格因素，实际增长 5.4%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 24,445 元，扣除价格因素实际增长 4.1%；农村居民人均消费支出 10,955 元，扣除价格因素，实际增长 8.1%。另外，2018 年前三季度，全国居民人均消费支出 14,281 元，比上年同期名义增长 8.5%，扣除价格因素，实际增长 6.3%。目前我国居民消费性支出中，食品、居住、交通通信、衣着、家用设备等家庭日常必需品消费占比较大，居民消费具有一定的刚性，因此总体看来，我国零售行业受经济波动的影响较小，抗风险性较强。随着居民收入的不断提高和生活质量的不断改善，人们更加注意生活的舒适性，在选择商品过程中对品牌越来越看重，由温饱型向发展型转变的消费阶段变化，拉动了消费总量的增长。

近年来城镇居民的人均消费性支出金额明显要大于农村居民，城市居民是驱动社会消费增长的主力军。2000 年以来，我国城市化率不断提高，2017 年城市化率升至 58.52%，城镇化进程的不断加速为零售行业的进一步发展提供了机遇。根据国家统计

局预计，2020年前后中国城市化水平将达到55%~60%，2050年将达到70%左右。未来城镇化进程的加快将拉动消费持续增长，而且城市拥有丰富的消费渠道，城镇居民消费能力和消费意愿均强于农村居民，城市人口的增加意味着总体消费能力的增加，为零售行业的快速发展奠定了良好的基础。

从长期来看，经济持续发展、人均可支配收入增加、城镇化推进以及消费升级等因素将为零售业务提供可观的市场规模。但短期来看，受宏观经济增速放缓、政府限制三公消费等影响，居民消费能力增速放缓，加之网络渠道分流等影响，国内实体零售行业普遍面临较大的经营压力。

行业关注

我国零售行业呈现多元化格局，租金、人力成本的上升以及行业竞争，促使零售企业扩大规模，加快兼并收购

近年来，随着我国经济的快速发展，零售业态多元化格局日益明显。批发零售、连锁经营、直销经营以及电子商务等模式不断涌现。在零售领域，专卖店、百货店、便利店、购物中心等商业形态共同发展，相互竞争，多元化的商业形态已经形成。由于我国地区经济发展的不平衡性，零售业态在整体上日益向现代化演进的同时，还呈现出一种新旧业态不断交替、多种业态同时并存的局面。业态发展的多元化特点是零售企业适应市场竞争、满足不同收入层次消费者的多元化需求的产物。传统化的商业模式需要不断变革，在理念、服务、管理及品牌等方面不断创新，才能把握良好的机遇，保持持续健康的发展。

目前，连锁经营是零售行业发展的主导模式，近几年连锁百强企业总销售规模增长迅速。根据中国连锁经营协会年度调查报告，2017年特许连锁百强企业销售规模为3,300亿元，同比增长13%；门店总数达到16万余家，同比增长11%。

中诚信证评注意到，近年来零售企业面临的最大困难是经营成本的提高，包括租金成本和人工成本。对优质网点资源的竞争、房租的大幅度上涨，使企业租金成本明显提高。在此环境下，前些年低

成本购买土地资源使得自有物业比例较高的零售企业具备一定竞争力。而人工成本上升的直接体现是员工工资和福利的增长。此外，人员流失率高以及因此造成的招聘、培训等方面的投入也明显增加。近年来零售企业开展网络营销和多渠道建设的步伐进一步加快。在开展网络零售的75家百强企业中，超过半数的企业采用自建平台，而采用自建平台和入驻第三方平台相结合方式的企业与仅在第三方平台建店的企业数量基本相当。开展网络销售的零售企业线上销售增幅较大，但占企业销售的比例依然较低。

此外，为应对行业竞争、扩大业务规模并提高自身整体实力，近两年我国零售企业整合资源和实施战略重组等计划已提上日程。预计随着我国商业行业整合的推进，未来规模化、集团化的龙头企业将更快速地夺取市场份额，同时也将催生新一轮并购重组高潮。

互联网发展促使网购快速发展，传统零售企业面临经营模式转型

过去十年，我国网购市场从无到有，经历了超高速的发展。2004年，我国网络零售额仅为45亿元；2017年我国网络购物市场交易规模达到6.10万亿元，同比增长29.6%。2017年中国网络购物市场中B2C市场交易规模为3.6万亿元，在中国整体网络购物市场交易规模中的占比达到60.0%，较2016年提高4.8个百分点；从增速来看，2017年B2C网络购物市场增长40.9%。另2018年1~9月，中国网络零售中B2C市场交易规模超12,843.7亿元。从B2C市场份额来看，2018年1~9月天猫成交总额较去年同期增长31.4%，占据市场份额59.5%，排名第一；京东成交总额较去年同期增长24.9%，其市场份额为25.8%，排名第二；苏宁易购排名第三，其市场份额继续增长，达到6.4%；唯品会和国美分别以3.2%和1.2%的市场份额占据第四和第五的位置。市场集中度依然较高。

网购市场的高速发展使得中国传统零售商面临更大的挑战。目前许多中国传统零售商都面临着通过不断加强商品经营和品类管理能力来提高运营效率的挑战，此外租金和人工成本的上涨也使得

运营压力不断增加。而网购市场的各种促销模式以及价格优势对传统零售企业毛利率和净利率水平产生一定的负面冲击。在动态博弈过程中,网购的高速发展促进了传统零售企业尤其是家电连锁企业的模式转型。

中诚信证评认为,未来几年,随着传统零售企业大规模进入电商企业,中国西部省份以及中东部三四线城市的网购潜力也将得到进一步开发,加上移动互联网的发展促使移动网购日益便捷,中国网络购物市场整体还将保持较快增长速度。不过,随着基数扩大以及网购消费理性发展,网购零售额的增长速度将逐步下降,且由于网购在覆盖品类、区域、人群上有所侧重,加之物流瓶颈的制约,未来不可能完全取代传统零售,但会加速传统零售企业模式转型。

竞争优势

规模优势明显,行业领先地位稳固

苏宁易购是中国领先的互联网零售服务商,截至 2018 年 9 月末,公司自营门店数量(包含苏宁易购直营店)达 6,292 家,覆盖大陆 297 个以上城市、农村市场,以及香港地区和日本市场,在门店数量、经营区域覆盖范围等方面均居于国内家电零售行业领先地位。在经营品类方面,公司销售产品从家电、3C 延伸至母婴、超市、百货、家居等,从实物商品延伸至文化体育等内容商品,以及智能家居、科技金融等服务商品。公司品牌价值、市场地位、运营成熟度均位于行业领先水平。

线上线下业务整合,发挥协同效应

经过六年的探索实践,2015 年公司完成了互联网零售模式的转型,在线上线下形成了一定的 O2O 先发优势,转型优势逐步体现。自 2010 年 2 月苏宁易购平台正式上线以来,公司线上业务获得的消费者认可度和品牌知名度持续提升,苏宁易购会员不断增长,商品交易量迅速提升。截至 2018 年 9 月末,公司零售体系会员总数 3.82 亿人次,2018 年 1~9 月实现线上自营销售规模 997.07 亿元(含税),同比增长 50.54%,线上收入占比亦持续提升。与此同时,公司加强门店互联网化建设,通过实体

店互联网升级,开发多种移动端应用,下沉渠道建设,丰富多业态店面布局,形成了覆盖不同市场、不同消费群体的实体网络平台。苏宁易购线上线下业务的融合,形成了线上线下资源共享,并对维系客户和门店的效益提升起到了积极的促进作用。

完善的后台服务支持体系

公司已打造了完善的后台服务支持体系,物流、金融、IT 等服务能力已成为苏宁互联网零售 CPU 对外输出端口,成为公司发展的核心竞争力。物流方面,江苏苏宁物流有限公司(以下简称“苏宁物流”)已形成了遍布全国的仓储网络和完善的配送体系,截至 2018 年 9 月末公司已在 9 个城市投入运营 9 个自动化拣选中心、36 个城市投入运营 39 个区域配送中心,物流运营效率大大提升了零售业务的服务能力。此外,2018 年苏宁物流与天天快递将结合各自优势,在业务拓展、服务提升、产品创新等方面不断夯实,形成苏宁特有的物流服务网络、产品及能力。截至 2018 年 9 月末苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 799 万平方米,拥有快递网点 25,894 个,物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,910 个区县城市,公司物流快递网点及覆盖范围持续上升。金融方面,苏宁金融已形成全金融产品布局,依托易付宝、供应链金融、消费金融等,为消费者、企业、合作伙伴等提供多场景的金融服务。苏宁物流、苏宁金融板块基于多年的超前投入储备,资源优势及价值逐步凸显,业务发展快速,初步形成了企业多元化盈利结构。

业务运营

苏宁易购系一家以互联网零售为主体,并形成物流、金融业务发展的零售服务商,在渠道建设、商品经营、服务体系等方面均位居行业前列。同时,其品牌价值、市场地位、运营成熟度均位于行业领先水平。2015~2017 年,公司分别实现主营业务收入 1,338.94 亿元、1,464.53 亿元和 1,850.16 亿元,年均复合增长率为 17.55%。另 2018 年 1~9 月公司实现主营业务收入 1,703.21 亿元,同比增长 30.95%。

表 2：2015~2017 年公司主营业务收入分产品情况

单位：亿元

业务类型	2015	2016	2017
黑色电器产品	231.95	214.80	242.44
数码及 IT 产品	220.83	241.38	251.08
白色电器产品	216.51	222.10	256.62
通讯产品	270.42	342.15	491.29
小家电等产品	229.30	256.82	338.59
空调产品	130.33	158.99	203.88
安装维修业务	11.27	10.45	12.97
其他	28.32	17.84	53.28
合计	1,338.94	1,464.53	1,850.16

注：小家电产品包括厨卫、生活电器以及母婴、百货、日用等品类。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

线下门店布局

近年来，随着国内经济结构转型、宏观调控政策的转变以及互联网技术、智能终端等信息及科技的蓬勃发展和快速应用，中国零售行业商业模式也面临着较大的转型和升级压力。为应对市场变化，苏宁易购执行线上线下融合的智慧零售模式，“一大、两小、多专”的新型店面业态组合，是苏宁在互联网零售竞争中的核心优势和差异化资源。“一大”是指苏宁易购广场，可以满足用户一站式购物、休闲体验；“两小”是指在城市社区市场进行广泛布局的苏宁小店和在农村市场广泛布局的苏宁易购直营店和苏宁易购零售云加盟店，可以实现用户更加便捷的购物和服务；“多专”是指垂直类目的专业业态门店，如家电 3C、母婴、超市、家居生活等，可以保障用户的专业化品类需求。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司的自营门店数量分别为 2,649 家、3,491 家、3,867 家及 6,292 家。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司拥有自营门店数量为 6,292 家，覆盖全国 297 个地级以上城市，其中公司在香港地区拥有连锁店 26 家，在日本市场加快店面网络布局，拥有连锁店 38 家。此外公司迪亚天天加盟店 104 家，苏宁易购零售云加盟店 1,453 家。

表 3：2015~2018.Q3 公司门店基本情况

单位：家

	2015	2016	2017	2018.Q3
门店数量	2,649	3,491	3,867	6,292
其中：自有	25	29	30	31
租赁	2,624	3,462	3,837	6,261
其中：大陆地区	2,588	3,425	3,799	6,228
港澳地区	28	24	25	26
日本	33	42	43	38

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从店面经营业态来看，公司目前经营业态中家电 3C 店面积占比较高，随着公司全品类经营策略在线下的逐步推进，母婴、超市、社区便利店以及苏宁易购直营店的经营面积将会提升。2017 年公司继续优化店面布局，新开家电 3C 店 127 家、母婴店 32 家、超市店 3 家、社区便利店 12 家、苏宁易购直营店 542 家，关闭家电 3C 店 106 家、母婴店 5 家、社区便利店 2 家、苏宁易购直营店 229 家，截至 2017 年末，公司拥有家电 3C 店 1,499 家、母婴店 53 家、超市店 9 家、社区便利店 23 家、苏宁易购直营店 2,215 家。从市场级别分布来看，苏宁易购直营店在三四级市场的拓展已有一定的成效，截至 2017 年末三四级市场门店分别为 923 家和 1,113 家，较上年分别增加 83 家和 173 家。在自营的同时，公司还打造了“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，赋能中小零售商，在县域乡镇市场推进苏宁易购零售云加盟店，截至 2017 年末，苏宁易购零售云加盟店 39 家；公司也在探索母婴业态的渠道下沉，有效把握县域乡镇市场的需求，截至 2017 年末母婴店三级市场为 13 家，较上年末增加 6 家；社区便利店主要专注于一二级市场的布局，进一步加快网络建设；此外，在部分一二级市场的新兴社区商圈，消费潜力待挖掘，公司先以直营店方式进行补充。

从地区布局来看，公司连锁经营以大陆市场为主，近年来在大陆地区的门店数量呈现逐年快速增长的态势；同时，公司亦适当扩大香港及日本地区的网络布局。此外，公司采用自营和加盟结合的网络拓展方式，其中对加盟模式的运用主要是为了填补县域乡镇市场的空白；截至 2018 年 9 月末公司拥有自营门店 6,292 家和苏宁易购零售云加盟店

1,453 家，迪亚天天加盟店 104 家。公司通过租、建、并、购、联的方式获取门店物业，物业以租赁为主。

截至 2018 年 9 月末，公司拥有家电 3C 店 1,957 家、母婴店 111 家、超市店 8 家、苏宁易购直营店 2,408 家、社区便利店 1,744 家，2018 年以来公司加速了苏宁小店的扩张速度，前三季度新开店 1,536 家，同时当期完成对上海迪亚天天便利店的收购，截至 2018 年 9 月末，迪亚天天自营门店为 187 家，加盟门店 104 家，快速拓展上海市场便利店布局。2018 年 10 月 15 日公司公告与其关联方拟向 Suning Smart Life Holding Limited（以下简称“Suning Smart Life”）¹合计增资 30,000 万美元，Suning Smart Life 通过其 100%控制的境内公司，在苏宁易购清理相关债务后，以人民币 74,539.42 万元受让苏宁易购持有的苏宁小店 100%股权。股权转让完成后，公司将持有苏宁小店 35%的权益，苏宁小店由公司全资子公司变为参股公司。截至目前，公司正在推进本次交易相关事宜。苏宁小店从事面向社区、城市 CBD、交通站点等商圈社区便利店连锁经营，目前苏宁易购旗下所有的社区便利店系由苏宁小店来经营，股权转让完成后，公司旗下社区便利店全部转让。交易完成后，公司将进一步加强与苏宁小店的业务协同，加快公司智慧零售战略目标的达成。公司通过参股公司 Suning Smart Life 持有苏宁小店 35%的权益，并拥有董事会席位。

此外，考虑到苏宁易购广场作为公司各零售店面产品业态的落地载体，公司与恒大集团有限公司共同投资设立深圳市恒宁商业发展有限公司（以下简称“恒宁商业”），恒宁商业成立于 2018 年 6 月 25 日，初始注册资本为 200 亿元，系由公司和恒大地产集团有限公司共同出资组建，持股比例分别为 49%和 51%，苏宁易购广场受限于优质物业获取难、规划建设专业程度高、资金投入大等，从目前来看，推进速度较慢。为了解决以上苏宁易购广场推进过

程中的问题，公司在坚持和强化自身零售主业的基础上，计划通过与具有全国或区域优势的专业的地产开发商进行合作，实现各自主业的优势互补，保质保量推进苏宁易购广场的落地。

¹ Great Matrix Limited、苏宁易购以及 Great Momentum Limited 分别持有 Suning Smart Life 的股权比例为 55%、35%和 10%，Great Matrix Limited 和 Great Momentum Limited 为张康阳先生控制的全资子公司，张康阳为公司实际控制人张近东先生之子。

表 4：截至 2017 年末中国大陆地区已开业门店情况

单位：家、万平方米

	家电 3C 店		母婴店		超市店		社区便利店		苏宁易购直营店	
	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积
一级市场	453	187.53	24	5.52	7	1.53	23	0.31	67	1.36
二级市场	453	143.38	16	3.13	2	0.51	-	-	112	2.68
三级市场	533	114.39	13	2.29	-	-	-	-	923	15.96
四级市场	60	10.76	-	-	-	-	-	-	1,113	15.51
合计	1,499	456.06	53	10.94	9	2.04	23	0.31	2,215	35.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

线上业务

线上业务方面，自 2010 年 2 月苏宁易购平台正式上线以来，公司线上业务获得的消费者认可度和品牌知名度持续提升，苏宁易购会员不断增长，用户活跃度持续增加，商品交易量不断提升。2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司零售体系会员总数分别为 2.50 亿、2.80 亿、3.45 亿及 3.82 亿，同期公司线上业务分别实现自营商品销售收入 402.93 亿元（含税）、618.70 亿元（含税）、974.60 亿元（含税）及 997.07 亿元（含税）；同期线上销售收入占主营业务收入的比重分别为 25.72%、36.11%、45.02%及 50.35%，线上业务已成为公司收入增长的主要贡献来源。同时，公司开放平台商品交易规模亦增长较快，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月分别为 99.82 亿元、186.40 亿元、292.36 亿元及 382.47 亿元，线上平台实体商品交易总规模分别为 502.75 亿元、805.10 亿元、1,266.96 亿元及 1,379.54 亿元。移动端方面，公司把握用户迁移趋势，推动移动端新技术应用，强化用户体验，公司移动端订单增速和订单占比持续上涨，移动端订单数量占线上整体比例由 2014 年末的 32%提升至 2017 年末的 89%，2018 年 9 月末占比持续上升至 93.5%。

表 5：2015~2018.Q3 公司线上业务交易情况

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q3
零售体系会员总数（亿）	2.50	2.80	3.45	3.82
线上平台自营商品销售收入（含税）	402.93	618.70	974.60	997.07
开放平台商品交易规模（含税）	99.82	186.40	292.36	382.47
线上平台实体商品交易总规模（含税）	502.75	805.10	1,266.96	1,379.54
移动端订单数量占线上整体比例	60%	83%	89%	93.5%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

物流、金融板块

随着公司互联网零售转型的深入推进，公司物流、金融业务在零售主业的带动下，呈现规模迅速提升、利润稳步增长的趋势。物流方面，苏宁物流以公司化模式独立运营，围绕基础设施网络建设、物流运营效率提升以及社会化开放运作不断强化核心竞争力。近年来苏宁物流通过外延式和内生式发展主要致力于基础设施网络建设、物流运营效率提升以及社会化开放运作等方面。2017 年四季度，苏宁物流通过与天天快递在 IT 系统、作业流程及数据体系等方面的整合统一，天天快递已全面整合纳入苏宁物流体系。截至 2017 年末，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套合计面积 686 万平方米，较上年末增长 17.67%；拥有快递网点达到 20,871 个，较上年末增长 3,871 个；公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,908 个区县级城市，较上年末分别增长 0 个和 103 个；另截至 2018 年 9 月末苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 799 万平方米，拥有快递网点 25,894 个，物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,910 个区县级城市，

公司物流快递网点及覆盖范围持续上升。基础设施方面，2017 年公司新投入运营 5 个区域配送中心、1 个自动化拣选中心，2018 年 1~9 月公司新投入使用 4 个物流区域配送中心、2 个自动化拣选中心及 1 个区域配送中心，完成 1 个自动化拣选中心及 1 个区域配送中心扩建，截至 2018 年 9 月末公司已在 9 个城市投入运营 9 个自动化拣选中心、36 个城市投入运营 39 个区域配送中心，另外 2 个城市 2 个自动化拣选中心在建、扩建、20 个城市 22 个区域配送中心在建、扩建。此外，公司投入使用 17 个生鲜冷链仓，覆盖 141 个城市，有效地提升了生鲜类商品的配送效率。

物流服务方面，2017 年度公司持续加强特色服务能力，在全国继续推出“次日达”、“半日达”、“准时达”、“代客检”、“如约送”、“送装一体”等服务产品。其中，截至 2017 年末，“次日达”、“半日达”服务覆盖了全国 319 个城市；“准时达”已在全国 9 个城市推出；针对自营通讯品类的“代客检”服务在全国开通；“送装一体”已在全国 114 个城市推行。物流科技方面，智能机器人、末端无人机等一批新技术实现落地，2017 年上海自动化仓储拣选机器人的上线，提升了小件商品的作业效率。2017 年苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 136.24%。2018 年苏宁物流与天天快递将结合各自优势，在业务拓展、服务提升、产品创新等方面不断夯实，形成苏宁特有的物流服务网络、产品及能力。2018 年前三季度苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 73.17%。金融方面，苏宁金融服务（上海）有限公司（以下简称“苏宁金融”）聚焦支付、供应链金融、消费金融、产品销售等四大核心业务，践行金融科技驱动业务经营的理念，2017 年苏宁金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规模同比增长 129.71%。苏宁金融面向个人、企业用户提供不同应用场景的金融服务，运用人脸识别、指纹登陆、刷脸支付等金融科技，苏宁支付新用户开户时间缩短至 100 秒，结算到账时效明显优于同业；加快供应链金融服务能力输出，2017 年苏宁供应链金融业务投放额达到同期的 2 倍。同时公司持续加强金融科技能力建设，聚焦

生物特征识别、大数据风控、物联网金融、区块链、金融 AI、金融云六大金融科技，苏宁金融各项金融科技逐渐落地。此外，苏宁金融引入苏宁金控、云锋新创投资、上海金浦投资、中金资本、光大控股、深创投集团等战略股东，募集资金 53.35 亿元，进一步强化了苏宁金融在资金、场景、人才资源方面的竞争能力。

另外，围绕公司零售、物流、金融业务板块，加强与大型企业集团战略合作，获取优势资源，提升业务发展能力。2017 年公司第四次临时股东大会决议通过《关于认购中国联合网络通信股份有限公司定向增发股份暨关联交易的议案》等议案内容。为加强公司与运营商的战略合作关系，公司与中国联合网络通信股份有限公司（简称“中国联通”）签署了《附条件生效的股份认购协议》。公司于 2017 年 10 月 17 日向中国联通支付完毕所有认购价款合计 40 亿元，认购中国联通非公开定向发行 A 股股份 585,651,537 股，占其发行后总股本的 1.94%。近年来，公司苏宁易购广场的拓展遇到优质物业获取难、规划建设专业程度高及资金投入大等问题。因此，公司计划通过与具有全国或区域优势的专业的地产开发商进行合作，推进苏宁易购广场的落地。2018 年 1 月 29 日，公司与大连万达集团股份有限公司、大连万达商业地产股份有限公司（以下简称“万达商业”）签订《关于大连万达商业地产股份有限公司之战略合作协议》。按照协议规定，公司将计划出资人民币 95 亿元或者等值港元，购买万达商业股东持有的约 3.91% 股份，此外，双方将进一步深化业务方面的合作，具体如下：专业店经营方面，所有的万达广场在业态规划时，将苏宁易购电器 3C 专业店作为首选商业合作伙伴；生鲜快消、母婴用品领域方面，万达将为苏宁的连锁发展提供足够数量的优质门店；苏宁易购广场合作方面，万达将根据苏宁的发展规划，每年协助定制一定数量的苏宁易购广场，在选址、建设、商户招商和广场联合运营等方面进行助力；同时，双方还将在金融服务、会员数据、仓储物流、物资采购等业务领域开展全面合作。截至 2018 年 9 月末公司已向万达商业支付 52.70 亿港元股权对价款，其余对价将根

据万达商业退市投资人股份出售的安排进行支付。

采购

公司采购对象包括众多的家用电器、电子消费品、母婴、超市等品类的供应商和制造商。公司对供应商按照战略合作关系、销售贡献、毛利贡献、资金占用等方面评定等级，然后签订采购框架协议，大部分每年一签，协议中约定账期、价格、折扣规则等，对于售后维修的合同则另行单独签订。2017 年，公司前五名供应商合计占当年采购总金额的比重为 37.05%。

公司以总部集中采购为主，仅以地方品牌为主的地区，由其所在大区进行少部分自主采购。采购方式上，公司不断加大差异化采购能力，扩大自有品牌、定制、包销的范围和比重。采购结算方面，公司与供应商主要采取预付款、银行承兑汇票结算。

供应链方面，公司拥有的线上线下数字化服务网络能够为供应商提供基于大数据挖掘的精准品牌推广、商品定制和供应链管理等服务，有效提升供应商品品牌形象及销售，推出的惠而浦香薰空调、海尔 Hello Kitty 洗衣机、小米 4S、荣耀 5C、惠普杨洋定制笔记本等一系列产品均取得了一定的市场反响。同时，公司为平台商户和供应商提供 O2O 运营服务，为开放平台上的商户和供应商提供店铺运营、会员营销和经营分析等服务。

销售

销售产品来看，公司经营品类方面从家电、3C 延伸至母婴、超市、百货、家居等，从实物商品延伸至文化体育等内容商品，以及智能家居、科技金融等服务商品。

分产品来看，3C 产品方面，公司持续保持在通讯、电脑品类上较强的竞争力，开展新型商品运营模式，并利用 O2O 渠道优势，提升消费体验，适时开展积极的价格竞争策略，通讯产品、数码及 IT 产品实现较快增长；传统家电方面，受外部经济影响，彩电行业需求受影响较大，黑色家电产品销售受一定影响，但公司通过加大产品推广力度，白色家电产品实现一定增长；生活、母婴、百货日用产品方面，公司通过完善供应链，强化线上线下运营，

销售收入实现较快增长。此外，公司苏宁易购开放平台商户规模增加，平台运营能力增强，佣金收入以及广告收入增加；公司金融、物流业务发展迅速，带来供应链融资业务、理财业务等金融服务业务收入以及物流社会化运作收入相应增加。

可比店面²经营方面，从店面经营业态来看，2017 年公司持续推进店面互联网化及数据化建设，运用“千里传音”、“店+”、“金矿”等数据营销产品，挖掘消费需求，精准营销，提升店面销售转化，同时进一步丰富门店在消费类电子产品、家居生活、健康个护等方面的产品，增强体验互动，当期公司家电 3C 专业店的可比店面销售收入及坪效³分别同比增长 4.17%和 9.19%；苏宁红孩子店运营逐步成熟，在商品销售的基础上，增加了更多体验以及消费场景，如游乐、培训教育等，红孩子母婴专业店可比店面销售收入及坪效均同比增长 42.15%；苏宁易购直营店强化经营质量管控，经营效益显现，2017 年可比店面销售收入及坪效分别同比增长 34.90%和 34.18%。从市场级别来看，在一二级市场，公司把握市场机会，加快门店互联网升级，家电 3C 店、母婴店及苏宁易购直营店销售收入及坪效均实现了较快增长，其中母婴店一级市场和二级市场可比店面坪效分别同比增长 35.58%和 42.72%，未来随着门店数量增加，规模效应将进一步显现；在三四线市场，苏宁易购直营店强化本地运营，可比店面销售收入及坪效亦均实现了快速增长。2018 年 1~9 月公司在中国大陆地区的家电 3C 家居生活专业店可比门店（指 2017 年 1 月 1 日及之前开设的店面，下同）销售收入同比增长 4.80%；苏宁易购直营店持续丰富商品品类，提升经营管理能力，报当期可比门店销售收入同比增长 21.22%；苏宁红孩子母婴专业店经营逐步成熟，当期可比门店销售收入同比增长 40.37%。

² 指 2016 年 1 月 1 日及之前开设的店面；苏宁超市店、社区便利店仍处于模式探索阶段，暂未有运营成熟店面，故不单独列示店效数据。

³ 坪效为各业态店面年度销售收入/店面合同约定的使用面积。

表 6：2017 年大陆地区可比门店店效情况

单位：元/平方米

	家电 3C 店			母婴店			苏宁易购直营店		
	坪效 金额	同比 变动	销售收入 同比变动	坪效 金额	同比 变动	销售收入 同比变动	坪效 金额	同比 变动	销售收入 同比变动
一级市场	24,710.15	6.71%	3.70%	2,896.97	35.58%	35.58%	23,459.66	44.80%	39.53%
二级市场	15,608.92	11.41%	4.70%	26,916.36	42.72%	42.72%	15,090.13	22.51%	22.51%
三级市场	12,472.43	10.95%	4.93%	14,362.38	49.20%	49.20%	18,333.55	29.74%	30.89%
四级市场	13,669.68	16.40%	5.31%	-	-	-	18,872.53	42.81%	43.17%
合计	18,728.70	9.19%	4.17%	6,670.09	42.15%	42.15%	18,482.00	34.18%	34.90%

注：一级市场红孩子店游乐、体验、服务等功能区域面积较大，坪效较低，但业态功能的丰富对流量、销售稳步提升有较大动力。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

项目投资方面，公司目前主要投资于物流平台建设、苏宁易购云店发展项目、互联网金融项目和 IT 项目等四个领域。其中，物流平台主要建设项目总投资 95.44 亿元，主要包括自动化拣选中心建设项目、区域配送中心建设项目和物流运营业务发展项目；苏宁易购云店发展主要项目总投资 76.48 亿元，主要包括租赁店项目、改造店项目、购置店项目和苏宁易购云店品牌推广项目；互联网金融主要项目总投资 33.50 亿元，主要用于补充金融公司和易付宝资本金；IT 主要项目总投资 16.98 亿元，主要用于云计算项目、大数据项目和智能家居项目。公司目前主要项目计划总投资额为 222.40 亿元，项目主要资金来源为 2016 年非公开发行股票募集资金，总计可解决项目资金 208.27 亿元，剩余资金缺口为 14.13 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司主要项目已累计投入 87.93 亿元。此外，为加速物流仓储资源的获取，苏宁物流深创投不动产基金管理（深圳）有限公司联合发起设立目标总规模为人民币 300 亿元的物流地产基金，实现管理仓储规模达到 1,200~1,500 万平方米。首期物流地产基金为苏宁深创投-云享仓储物流设施一期基金（以下简称“云享仓储物流基金”），目标募集资金规模为 50 亿元，主要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。云享仓储物流基金由江苏苏宁物流或公司下属控股子公司认缴 51%；由深创投不动产以管理的资金或深圳市创新投资集团有限公司以自有或管理的资金认缴 49%。云享仓储物流基金募集资金已全部到位。

2018 年 9 月 8 日公司公告首期物流地产基金苏宁深创投-云享仓储物流设施一期基金拟收购公司控股子公司沈阳苏宁物流有限公司、徐州苏宁云商物流有限公司、湖南苏宁采购有限公司、上海沪申苏宁电器有限公司、重庆苏宁云商采购有限公司共 5 家公司（以下合称“项目公司”）100%股权，项目公司持有物流仓储资产，本次交易对价预计为 11.48 亿元，截至目前，相关子公司股权过户已经完成，双方正在推进实施交割审计。

表 7：截至 2018 年 9 月末公司主要项目投资情况

单位：亿元

项目名称	总投资	募集资金 拟投入额	已累计 投入额
一、物流平台建设项目	95.44	84.75	27.36
1、自动化拣选中心建设项目	28.37	25.05	8.90
2、区域配送中心建设项目	31.94	27.28	9.25
3、物流运营业务发展项目	35.13	32.42	9.21
二、苏宁易购云店发展项目	76.48	73.04	17.11
1、租赁店项目	51.44	50.00	5.72
2、改造店项目	12.14	12.14	2.36
3、购置店项目	2.42	2.42	0.55
4、苏宁易购云店品牌推广项目	10.48	8.48	8.48
三、互联网金融项目	33.50	33.50	33.50
1、补充金融公司资本金项目	25.00	25.00	25.00
2、补充易付宝资本金项目	8.50	8.50	8.50
四、IT 项目	16.98	16.99	9.96
1、云计算项目	11.01	11.01	6.82
2、大数据项目	4.91	4.91	2.84
3、智能家居项目	1.07	1.07	0.30
合计	222.40	208.28	87.93

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

总体来看，近年公司零售业务全渠道及各类产

品销售规模实现增长，线上业务快速发展，收入占比不断上升；同时得益于店面的优化布局、互联网化及数据化建设，可比门店经营质量均有所提升。另外，公司在物流、金融等核心资源的价值也逐步体现，物流板块收入和金融业务交易规模均有大幅度上升，但中诚信证评也关注到，尽管公司经营效益不断好转，但其互联网零售模式的规模效应尚未完全得以体现。

管 理

治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律、法规、规范性文件的要求建立了健全的法人治理结构，坚持依法运作，公司章程明确规定了股东大会、董事会、监事会和经营层的权限、职责和义务。自公司成立以来，公司股东大会、董事会、监事会均能按照有关法律、法规和《公司章程》的规定独立有效运作。股东大会是公司的权力机构，董事会是公司常设决策机构，公司董事会对股东大会负责。公司共设有董事九名，其中独立董事 3 名，设董事长 1 人，董事长和副董事长以全体董事的过半数选举产生和罢免。监事会为公司内部的最高监督层，依法、独立地对公司生产经营情况、财务状况以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，目前公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 人。

内部管理

根据经营发展的实际需要、完善符合自身经营特点的管理体系、加强内部监督管理的力度，公司建立了一系列较为完善的内部管理制度。

内部管理方面，为更好地配合苏宁易购发展模式，公司对组织架构进行了全面调整和优化。总部管理层面下设营销管理总部、IT 总部、财务管理总部、人力资源与行政管理总部、法务中心、公共事务中心以及苏宁零售集团、苏宁物流集团和苏宁金服集团，根据公司组织架构，公司零售、物流及金融板块独立运作，并由总部负责战略规划、标准制定、计划管控、资源协调等方面工作。公司下设总

部+独立公司的模式能够更加有效地整合内外部各种资源，最大限度调动和发掘各业务单元的经营主动性、积极性。

在资金管理上，资金管理中心统一掌控所有公司资金，其下设资金规划部、资金运营部、资金监督部，负责所有公司资金的计划、调拨与监督；下属公司财务会计部负责资金计划和管理，负责资金收入结算，并在资金管理中心批准的支付额度内具体办理子公司支出结算业务。同时公司严格遵守收支两条线原则、责任管理等管理制度。

在对外投资管理上，公司设立了严格的对外投资决策流程及审批程序。公司股东大会、董事会、董事长、总裁为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的对外投资做出决策。对控股子公司、参股公司的财务管理和会计核算，严格按照公司财务管理制度办理；对股票、债券及衍生品种投资必须依照制度规定的审批权限及审批程序取得批准后方可实施。

在担保管理方面，公司担保业务坚持平等、自愿、公平、诚信、互利、审慎的原则，依法担保、规范运作，由公司资金管理中心负责日常担保事项的审核，公司对外担保须经过董事会或股东大会审议，公司对控股子公司以外的单位提供担保必须采用反担保等必要措施防范风险。

总体看来，公司已建立了较健全的治理结构和管理体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

苏宁易购为国内率先推进 O2O 零售模式的企业，一方面公司推动消费平台的升级，为用户提供全方位的品质生活解决方案，另一方面公司不断升级供管平台，通过对海量的消费行为数据和商品数据深度挖掘，推动制造商的创新研发和生产，为供应商提供全方位的零售服务解决方案。公司将持续围绕零售、物流、金融三大业务单元开展经营工作。

零售业务方面，公司将进一步优化线下互联网生态，不断优化专业店、平台店经营模式与布局，建立线下最大的数字化服务网络，面向用户提供成本最低、时效最快的服务体验；线上以用户为核心，

通过数据驱动和规则制度推动平台的稳健发展，通过有序的机制不断提升经营效率；强化商品专业化运营能力，聚焦品类策略，把握消费升级的市场趋势。在家电 3C 方面发挥 O2O 渠道优势，有效抢占中高端市场，整合供应链，在超市、母婴等新品类方面提升规模，建立产品规则，成为面向用户的商品专家、面向供应商的最佳品牌服务提供商。

物流业务方面，苏宁物流将致力于构筑中国最大的仓配一体化零售物流服务能力，重要聚焦和深耕物流基础能力建设、物流智能化运营以及服务效率的提升。通过与天天快递物流服务体系有机整合，有效形成资源的弹性应用，增强苏宁物流运营能力的同时，形成规模效应，增强其盈利能力，推进其社会化运营进程。

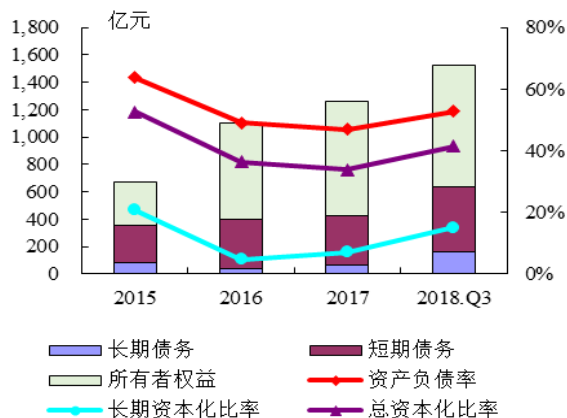
金融业务方面，苏宁金融将坚持以 O2O 融合为特色的金融科技企业定位，聚焦核心业务，夯实智能投顾、智能营销、身份识别和大数据风控等金融科技领域基础工作；将苏宁银行定位为科技驱动的 O2O 银行，着力发展为民营银行差异化经营新标杆；精简产品线，做强拳头产品，同时注重建立面向全用户的差异化服务解决方案的能力。

总体来看，公司经营战略主要围绕零售、物流和金融三大业务板块，并根据其自身经营实际制定符合其自身发展的战略规划，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的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 2015~2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年三季度报表。

图 3：2015~2018.Q3 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资本结构

随着近年来业务规模不断扩大和引入战略投资者淘宝中国，公司总资产保持快速增长，2015~2017 年末分别为 880.76 亿元、1,371.67 亿元及 1,572.77 亿元，年均复合增长率为 33.63%。同时，公司负债规模亦相应上升。2015~2017 年末，公司负债总额分别为 561.51 亿元、672.45 亿元及 736.49 亿元，年均复合增长率为 14.53%。得益于 2016 年公司通过非公开发行股票引入淘宝中国和员工持股计划，当年募集资金净额为 290.85 亿元，使其自有资本大幅增长，2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 319.25 亿元、699.22 亿元及 836.28 亿元。财务杠杆方面，2016 年实施非公开发行增资后，公司财务杠杆下降明显，2015~2017 年末公司资产负债率分别为 63.75%、49.02%及 46.83%，同期总资本化率分别为 52.67%、36.41%及 33.78%。另截至 2018 年 9 月末公司总资产为 1,890.43 亿元，负债总额为 998.10 亿元，所有者权益为 892.33 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 52.80%和 41.51%。

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司流动资产分别 567.52 亿元、823.84 亿元、878.30 亿元及 1,097.45 亿元，分别占总资产的 64.44%、60.06%、55.84%及 58.05%。流动资产主要由货币资金、发放贷款及垫款、预付账款、其他应收款和存货构成。截至 2017 年末，公司货币资金余额为 340.30 亿元，较上年末增长 25.07%；同期公司发放贷款及垫款总额为 104.28 亿元，同比增长 147.05%，主要系公司下属

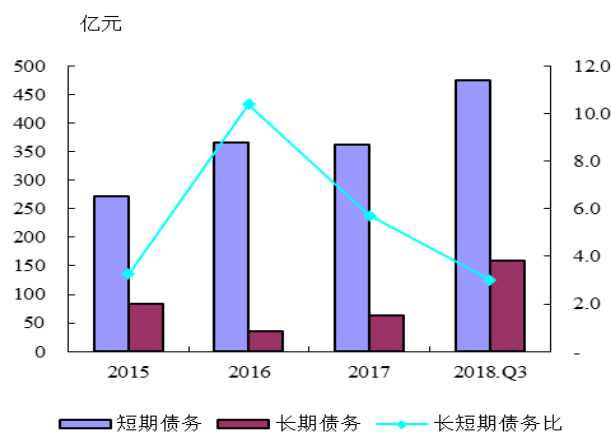
子公司重庆苏宁小额贷款有限公司和苏宁商业保理有限公司对外发放的各类贷款；同期末预付账款余额为 86.68 亿元，主要系预付部分供应商货款；存货余额为 185.51 亿元，同比增长 28.90%，其中库存商品占比 97.27%；此外，公司开展投资理财业务，分别计入交易性金融资产、其他应收款和其他流动资产等，余额分别为 27.90 亿元、69.19 亿元和 66.54 亿元，分别同比增长 25.18%、68.96%和下降 67.55%。2018 年以来公司小贷、保理业务放款规模持续增长，截至 2018 年 9 月末，公司发放贷款及垫款总额为 178.50 亿元，较年初增长 71.17%。得益于公司理财产品增长，以及投资万达商业、SENSETIME GROUP INC.股权，截至 2018 年 9 月末公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（短期）为 103.54 亿元，较年初增长 271.14%。另截至 2018 年 9 月末，公司货币资金、预付账款、其他应收款和存货分别为 372.74 亿元、134.19 亿元、57.82 亿元及 202.29 亿元，其中因临近十一、双十一旺季促销，公司积极备货，部分畅销商品为锁定货源公司加大了对供应商支持，带来预付款项较年初增长 54.82%。

2015~2017 年末公司非流动资产分别为 313.24 亿元、547.84 亿元及 694.47 亿元，分别占总资产的 35.56%、39.94%及 26.77%。非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、无形资产等构成。截至 2017 年末，可供出售金融资产为 314.63 亿元，同比增长 24.18%，主要系所持有的阿里巴巴股权公允价值变动上升所致；投资性房地产和固定资产余额分别为 31.78 亿元和 143.73 亿元，主要系自用和出租的房屋及建筑物、设备、运输工具、电子设备等；此外，同期天天快递纳入公司合并报表范围评估增值部分带来无形资产、商誉等科目的较快增长，年末无形资产余额为 82.16 亿元，同比增长 44.52%；商誉为 23.95 亿元，同比增长 461.21%。另截至 2018 年 9 月末，公司可供出售金融资产⁴、投资性房地产和固定资产分别为 254.85 亿元、34.34 亿元及 154.17 亿元。此外 2018 年公司

投资恒宁商业，带来长期股权投资较期初增长 101.40 亿元，恒宁商业成立于 2018 年 6 月 25 日，初始注册资本为 200 亿元，系由公司和恒大地产集团有限公司共同出资组建，持股比例分别为 49%和 51%，业务主要是苏宁易购广场的开发和运营，以满足用户一站式购物、休闲体验。

负债构成方面，公司负债主要由应付账款及有息债务构成。截至 2017 年末，公司应付账款余额为 130.95 亿元，同比增长 4.78%，主要系未支付供应商货款；同期其他应付款余额为 103.03 亿元，主要系应付工程、广告、市场推广费及信息技术服务费等，同比增长 26.01%。有息债务方面，随着经营规模的不断扩大，公司对资金需求持续增长。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司总债务分别为 355.28 亿元、400.44 亿元、426.60 亿元及 633.36 亿元。同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 3.26 倍、10.38 倍、5.71 倍及 3.00 倍，公司存在一定的短期偿债压力，债务期限结构有待优化。

图 4：2015~2018.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受益于非公开发行股票、公司留存收益的积累及阿里巴巴等股份公允价值的增加，近年来公司资产和自有资本规模均有所增长，但公司债务增长较快且以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

盈利能力

近年来公司业务得到较快发展，营业收入不断增长，2015~2017 年公司分别实现主营业务收入 1,338.94 亿元、1,464.53 亿元及 1,850.16 亿元。其

⁴ 截至 2018 年 9 月末，公司共持有阿里巴巴股份 13,164,689 股，占其目前总发行股份比例为 0.51%。

中，通讯产品、小家电产品、数码及 IT 产品、白色家电产品、空调产品等收入呈逐年增长趋势，主要系公司深耕线上线下渠道，加强市场推广，实施差异化商品经营所致。

毛利率方面，近年来公司主营业务毛利率有所下降，2015~2017 年分别为 13.70%、13.39%及 13.08%，主要系公司线上销售占比持续提升，开展积极的价格竞争所致。另 2018 年 1~9 月公司实现营业收入 1,729.70 亿元，同比增长 31.15%，同期公司毛利率为 14.70%，比上年同期增长 0.79%。

表 8：2015~2017 年公司主营业务毛利率情况

单位：%

	2015	2016	2017
通讯产品	7.89	7.04	5.21
小家电等产品 ⁵	18.48	18.22	18.93
数码及 IT 产品	4.72	3.97	2.92
白色电器产品	17.93	17.72	18.69
黑色电器产品	17.74	16.91	16.26
空调产品	16.39	15.98	16.25
安装维修业务	20.14	14.72	15.64
其他收入 ⁶	20.15	72.77	41.97
合计	13.70	13.39	13.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，随着收入规模的增加，租金、装修、水电费、折旧等固定费用率水平有所下降，促使期间费用收入占比持续下降，2015~2017 年公司期间费用合计分别为 210.40 亿元、218.14 亿元及 258.06 亿元，分别占营业收入的 15.52%、14.68%及 13.73%。2018 年 1~9 月公司期间费用（包含研发费用）合计 245.70 亿元，占营业收入的比重为 14.20%，由于公司零售业务快速增长，对经营性资金需求增加，同时供应链融资、消费金融业务发展加快，带来了债务规模快速上升，使得的财务费用上升较快。

表 9：2015~2018.Q3 公司三费分析

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	166.45	174.51	206.36	185.87
管理费用	42.91	39.46	48.64	53.02
财务费用	1.04	4.16	3.06	6.81
三费合计	210.40	218.13	258.06	245.70
营业总收入	1,355.48	1,485.85	1,879.28	1,729.70
三费收入占比	15.52%	14.68%	13.73%	14.20%

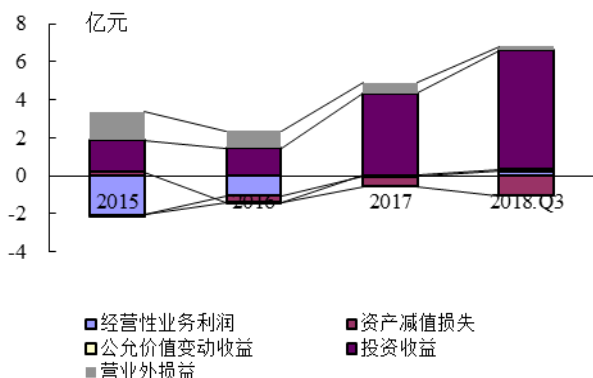
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润方面，由于公司线上占比的持续提升，以及公司开展积极的价格竞争策略，使得经营性业务利润持续为负，2015~2017 年公司经营性业务利润分别为-20.60 亿元、-10.59 亿元及-0.40 亿元，导致公司利润总额主要由投资收益和营业外损益构成。2015~2017 年公司利润总额分别为 8.89 亿元、9.01 亿元及 43.32 亿元，其中投资收益分别为 16.55 亿元、14.45 亿元及 43.00 亿元，其中 2017 年投资收益上升较快主要系公司基于整体发展战略安排，出售了部分阿里巴巴股份所致。2015~2017 年，公司分别实现营业外损益 14.99 亿元、8.99 亿元及 5.65 亿元，营业外损益主要来源于政府补助及处置固定资产盈利。所有者权益收益率方面，2015~2017 年公司净资产收益率分别为 2.37%、0.71%及 4.84%，由于公司 2016 年实施完成非公开发行股份影响，资产获利能力有所下降。2018 年 1~9 月，公司实现利润总额 60.25 亿元，其中经营性业务利润为 2.39 亿元，同比增长 4.75 亿元，经营性业务利润盈利能力好转；投资收益为 62.28 亿元，主要来源于处置部分阿里巴巴股权。此外，由于公司发放贷款及垫款规模的增长较快，根据贷款发放及偿付的实际情况，按照会计准则要求计提相关资产减值损失，以及存货规模增加相应带来存货跌价准备计提增加等，由此带来资产减值损失 10.51 亿元，同比增长 375.11%。

⁵ 小家电等产品包括小家电、红孩子母婴及美妆、家居食品和其他日用百货类产品等。

⁶ 其他行业主要包括开放平台服务收入、苏宁物流社会化收入、自建店配套物业销售收入等。

图 5：2015~2018.Q3 公司利润总额构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着公司完成互联网零售模式的转型，线上线下形成了一定 O2O 先发优势，营业收入不断增长，未来随着规模效益的逐步显现，其盈利能力或将进一步提高。

偿债能力

从债务规模来看，公司债务随经营规模的扩张而不断扩大，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司总债务分别为 355.28 亿元、400.44 亿元、426.60 亿元及 633.36 亿元，同期公司长短期债务比分别为 3.26 倍、10.38 倍、5.71 倍及 3.00 倍，公司短期债务占比较高，债务结构有待优化。

从主要偿债能力指标来看，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 38.86 亿元、32.87 亿元和 70.80 亿元，呈一定波动增长趋势。同期，总债务/EBITDA 分别为 9.14 倍、12.18 倍和 6.03 倍，EBITDA 利息倍数分别为 6.84 倍、4.85 倍和 10.33 倍，EBITDA 能够对债务利息支出形成较好保障。

现金流方面，2015~2017 年公司经营性活动净现金流分别为 17.33 亿元、38.39 亿元及-66.05 亿元，由于 2017 年小额贷款、保理业务发放贷款规模增加，且公司为充分保障畅销品货源，加强了对供应商的资金支持，当期经营性活动净现金流呈净流出状态；同期公司经营性净现金流/总债务分别为 0.05 倍、0.10 倍及-0.15 倍，经营性净现金流利息倍数分别为 3.05 倍、5.66 倍及-9.64 倍，经营活动净现金流对债务本息保障程度较弱。2018 年 1~9 月公司经营性活动净现金流出 138.22 亿元，同比净流出规模大幅增长，一方面，由于公司金融业务发展迅速，

小贷、保理业务发放贷款规模增加加快，该类业务带来经营活动产生的现金流净流出 79.86 亿元。另一方面，为有效保障十一国庆促销以及双十一旺销、提前锁定货源，加大资金支出。

表 10：2015~2018.Q3 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q3
短期债务（亿元）	271.93	365.26	363.06	475.03
总债务（亿元）	355.28	400.44	426.60	633.36
EBITDA（亿元）	38.86	32.87	70.80	-
资产负债率（%）	63.75	49.02	46.83	52.80
总资本化率（%）	52.67	36.41	33.78	41.51
经营净现金流/总债务（X）	0.05	0.10	-0.15	-0.29
总债务/EBITDA（X）	9.14	12.18	6.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.84	4.85	10.33	-
经营净现金流/利息支出（X）	3.05	5.66	-9.64	-

注：公司短期债务不包含一年内到期的非流动负债中递延广告位使用费收入。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年 9 月末，公司拥有银行授信 586.83 亿元，其中未使用授信额度 308 亿元，且公司作为上市公司，融资渠道畅通。

或有负债方面，截至 2018 年 9 月末，公司无对生产经营产生影响的未决诉讼、仲裁事项以及对外担保事项。

整体来看，苏宁易购在门店数量、经营区域覆盖程度以及销售规模等方面均居于国内家电零售行业领先地位，规模优势明显。同时受益于近年来通过引入淘宝中国战略合作等，加之自身盈利能力的提升，公司自有资本实力增强，公司整体偿债能力极强。

结论

综上，中诚信证评评定苏宁易购集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“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（第六期）”的信用等级为 **AAA**。

关于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（第六期）跟踪评级安排

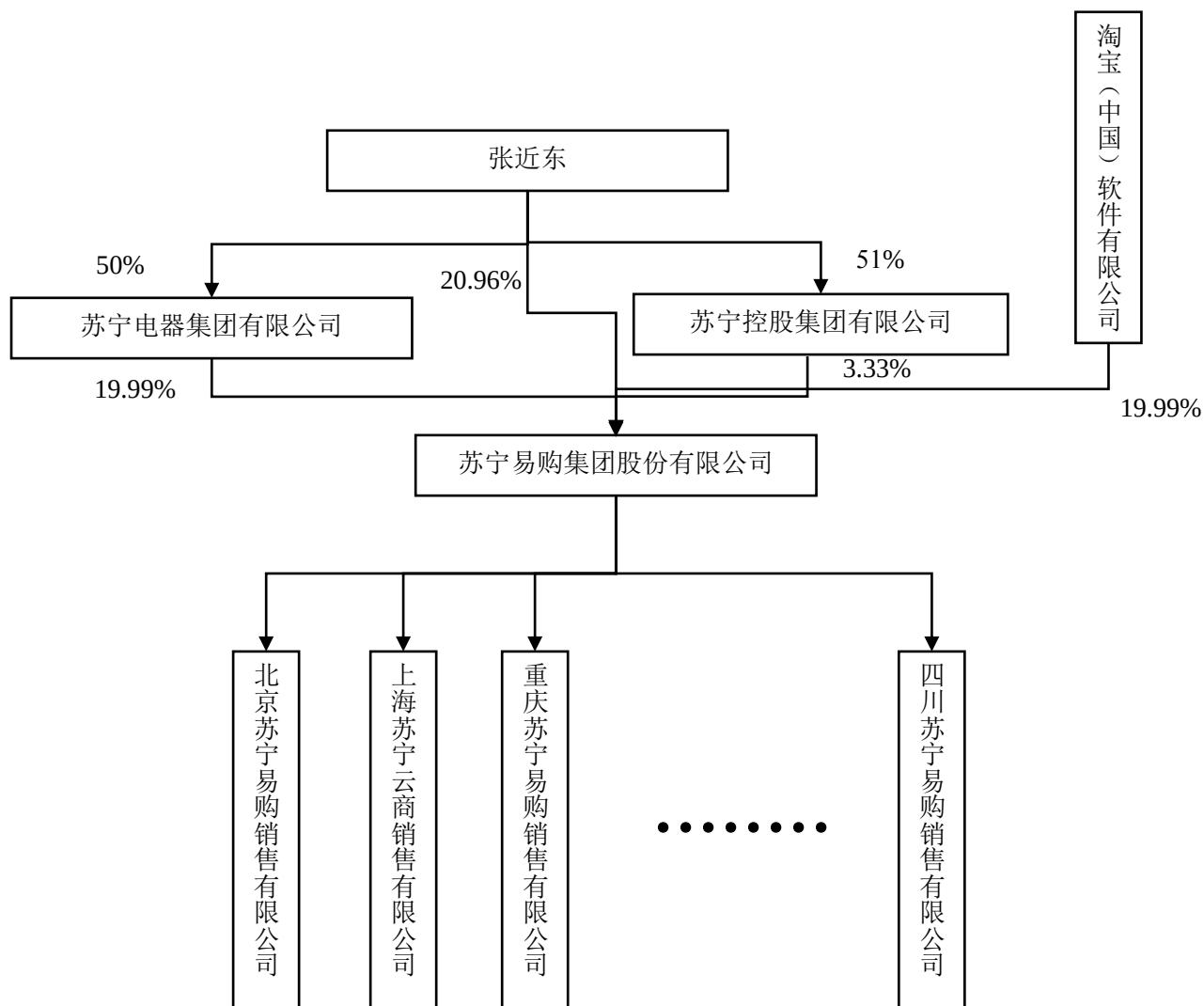
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

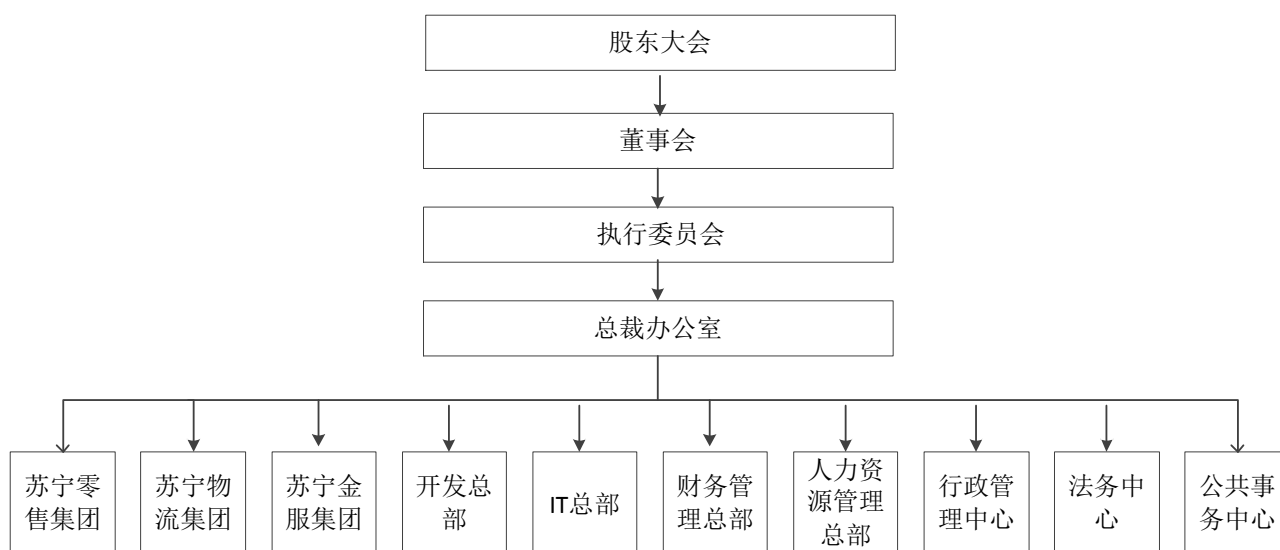
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：苏宁易购集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：苏宁易购集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：苏宁易购集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	2,711,555.70	2,720,922.90	3,402,968.40	3,727,385.90
应收账款净额	70,561.70	110,353.10	238,918.00	395,735.20
存货净额	1,400,479.70	1,439,229.70	1,855,149.00	2,022,864.10
流动资产	5,675,186.70	8,238,363.50	8,782,967.90	10,974,463.90
长期投资	205,669.60	2,575,228.60	3,327,865.60	3,739,204.50
固定资产合计	1,679,347.00	1,663,389.00	1,805,995.40	1,986,601.30
总资产	8,807,567.20	13,716,724.10	15,727,668.80	18,904,278.20
短期债务	2,719,277.30	3,652,590.00	3,630,623.90	4,750,311.60
长期债务	833,501.30	351,802.10	635,366.30	1,583,264.00
总债务（短期债务+长期债务）	3,552,778.60	4,004,392.10	4,265,990.20	6,333,575.60
总负债	5,615,060.60	6,724,526.30	7,364,903.30	9,981,013.70
所有者权益（含少数股东权益）	3,192,506.60	6,992,197.80	8,362,765.50	8,923,264.50
营业总收入	13,554,763.30	14,858,533.10	18,792,776.40	17,296,958.20
三费前利润	1,898,065.50	2,075,433.50	2,576,667.90	2,480,877.70
投资收益	165,476.40	144,542.00	430,035.60	622,842.80
净利润	75,773.20	49,323.20	404,953.80	558,517.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	388,606.60	328,694.70	707,975.80	-
经营活动产生现金净流量	173,333.90	383,923.50	-660,529.30	-1,382,202.80
投资活动产生现金净流量	-28,618.50	-3,961,252.40	1,343,747.30	-914,939.20
筹资活动产生现金净流量	289,637.50	3,675,806.40	-91,051.00	1,948,811.90
现金及现金等价物净增加额	452,059.40	108,354.10	565,330.00	-286,575.80
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	14.44	14.36	14.10	14.70
所有者权益收益率（%）	2.37	0.71	4.84	8.35
EBITDA/营业总收入（%）	2.87	2.21	3.77	-
速动比率（X）	0.93	1.11	1.08	1.10
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.10	-0.15	-0.29
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	0.11	-0.18	-0.39
经营活动净现金/利息支出（X）	3.05	5.66	-9.64	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.84	4.85	10.33	-
总债务/EBITDA（X）	9.14	12.18	6.03	-
资产负债率（%）	63.75	49.02	46.83	52.80
总债务/总资本（%） （总资本化比率）	52.67	36.41	33.78	41.51
长期资本化比率（%）	20.70	4.79	7.06	15.07

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2015~2018 年 9 月末公司短期债务中剔除一年内到期的非流动负债中的递延广告位使用费收入；

3、2018 年三季度所有者权益收益率已年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=净债务/所有者权益（含少数股东权益）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。