

## 苏宁易购集团股份有限公司 2018 年公开发行

## 公司债券（第三期、第六期）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员：杨傲楠 adyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 09 月 23 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了 ESG 评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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](http://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。

■ 本次信用评级结果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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 3882 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：

将贵公司主体信用等级由 **AAA** 调降至 **AA+**；

将“18 苏宁 03”、“18 苏宁 06”、“18 苏宁 07”的债项信用等级由 **AAA** 调降至 **AA+**，并将主体和债项信用等级列入信用评级观察名单。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年九月二十三日

**评级观点：**中诚信国际将苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”或“公司”）的主体信用等级由 AAA 调降至 AA+；将“18 苏宁 03”、“18 苏宁 06”、“18 苏宁 07”的债项信用等级由 AAA 调降至 AA+，并将主体和债项信用等级列入信用评级观察名单。中诚信国际调降苏宁易购集团股份有限公司主体及债项信用等级并将主体和债项信用等级列入信用评级观察名单的理由如下：虽然 2020 年以来公司继续保持显著的规模优势和领先的行业地位，且零售云及线上开放平台业务发展迅速等优势对公司整体信用实力提供了有力支持；但零售行业经营压力加大，2020 年以来公司盈利大幅下降，偿债指标偏弱；同时，公司股份转让事项完成后处于无实际控制人状态、公司已完成董事改选、董事长选举及总裁聘任事项等因素对公司经营及整体信用状况的影响亦有待关注。

### 概况数据

苏宁易购（合并口径）	2018	2019	2020	2021.6
总资产（亿元）	1,994.67	2,368.55	2,120.75	2,157.26
所有者权益合计（亿元）	882.11	871.45	768.32	729.58
总负债（亿元）	1,112.56	1,497.10	1,352.43	1,427.67
总债务（亿元）	698.61	689.68	629.41	826.86
营业总收入（亿元）	2,449.57	2,692.29	2,522.96	936.06
净利润（亿元）	126.43	93.20	-53.58	-37.48
EBIT（亿元）	153.22	163.80	-47.63	--
EBITDA（亿元）	176.95	201.09	-8.25	--
经营活动净现金流（亿元）	-138.74	-178.65	-16.22	14.58
营业毛利率(%)	15.00	14.53	10.99	10.88
总资产收益率(%)	8.59	7.51	-2.12	--
资产负债率(%)	55.78	63.21	63.77	66.18
总资本化比率(%)	44.20	44.18	45.03	53.12
总债务/EBITDA(X)	3.95	3.43	-76.34	--
EBITDA 利息倍数(X)	12.65	10.87	-0.37	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年上半年未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **规模优势明显，行业地位领先。**截至 2021 年 6 月末，公司拥有 2,517 家自营门店和 8,225 家加盟门店，涵盖 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。

■ **零售云及线上开放平台业务发展迅速。**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的企业之一，2020 年零售云加盟店大幅扩张，线上商品销售规模亦快速提升。为了实现互联网零售平台业务的独立发展，公司在 2020 年新成立深圳市云网万店科技有限公司（以下简称“云网万店”）。

### 同行业比较

部分零售企业主要指标对比表

公司名称	2021 年 6 月末 资产总额 (亿元)	2021 年 6 月末 资产负债率 (%)	2020 年 营业总收入 (亿元)	2020 年 净利润 (亿元)	2020 年末门店业态
物美集团	1,146.77	63.57	556.78	17.34	共 1,267 家门店，其中超市门店 580 家、便利店 523 家、百货门店 14 家、家电门店 86 家以及家居建材门店 64 家
苏宁易购	2,157.26	66.18	2,522.96	-53.58	共 2,649 家自营店和 7,137 家加盟店，大陆地区自营店包括家电 3C 家居生活专业店 2,081 家、苏宁易购直营店 131 家、母婴店 142 家、家乐福超市 228 家以及苏宁易购广场 37 家

注：“物美集团”为“物美科技集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 关注

■ **零售行业经营压力加大。**2020 年以来，疫情蔓延叠加经济下行压力等因素对社会消费形成冲击，行业竞争日趋激烈，使得零售行业经营压力有所上升，同时各细分业态之间的分化态势明显。

■ **2020 年以来公司盈利大幅下降。**2020 年，受新冠疫情冲击线下零售业务以及公司调整门店和商品结构等因素影响，公司收入规模有所下降，经营性业务亏损幅度同比扩大；同时投资收益大幅减少且资产减值损失较大，导致利润总额同比大幅下降。2021 年上半年，公司营业总收入同比大幅下滑，亏损金额同比大幅增加。

■ **偿债指标偏弱。**由于部分债务剩余期限缩短至一年以内或因触发借款合同违约事项而提前到期，2020 年末公司短期债务较年初显著增加，非受限货币资金对短期债务的覆盖能力有所弱化。此外，2020 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流均为负值，无法对债务本息形成有效覆盖。

■ **公司股份转让事项完成，处于无实际控制人状态，且公司完成了董事改选、董事长选举及总裁聘任事项。**2021 年 7 月，公司实际控制人、控股股东张近东以及一致行动人苏宁控股集团有限公司（以下简称“苏宁控股集团”）、股东苏宁电器集团有限公司（以下简称“苏宁电器集团”）转让公司股份的事项已完成，并已经按照协议约定向公司提名董事人选，公司处于无控股股东、无实际控制人状态。此外，公司已完成董事改选、董事长选举及总裁聘任事项，未来新的治理结构将对公司经营和管理方面带来一定的影响，中诚信国际将对此予以关注。

### 评级观察

中诚信国际认为，由于公司处于无实际控制人状态且治理和管理结构变化对未来经营和管理带来较大不确定性，苏宁易购集团股份有限公司的信用评级在未来 3-6 个月内调整方向不明。

**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	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
18 苏宁 03	AA <sup>+</sup>	AAA	2021/02/10	10.00	0.07	2018/06/15~2023/06/15 (3+2)	调整票面利率, 回售
18 苏宁 06	AA <sup>+</sup>	AAA	2021/02/10	15.00	0.16	2018/11/16~2021/11/16 (2+1)	调整票面利率, 回售
18 苏宁 07	AA <sup>+</sup>	AAA	2021/02/10	10.00	6.46	2018/11/16~2023/11/16 (3+2)	调整票面利率, 回售

## 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，发行规模为10亿元，债券余额为0.07亿元；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，发行规模为15亿元，债券余额为0.16亿元；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，发行规模为10亿元，债券余额为6.46亿元；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：**2021年上半年，经济延续修复态势，低基数下GDP同比实现12.7%的高增长，两年复合增速提升至5.3%，产需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下GDP同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特征：需求修复弱于生产；生产端服务业修复力度弱于工业；需求端基建与制造业投资修复力度弱于房地产，社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看，第二产业及工业的两年复合增速略超疫

情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离，但对经济增长的贡献率延续上升，服务业持续修复态势未改。从需求端看，投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前，需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中，房地产投资保持了较高增长，制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低，居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢，但海外需求回暖带动出口实现了较高增长，内外需修复不平衡。从价格水平看，在海外大宗商品出现产需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下，上半年PPI出现快速上升，与CPI之差不断扩大，不过，随着全球产需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现，后续PPI涨幅或将持续回落。

**宏观风险：**虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，虽然PPI涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注PPI回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成果同时妥善应对和缓释风险。

**宏观政策：**2021年上半年宏观政策延续向常态化过度，稳杠杆政策成效显著。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，7月初全面降准

落地释放长期资金 1 万亿元，但货币政策稳健基调未改，下半年货币政策或坚持以稳为主、总量适度、精准导向，进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看，财政收支平衡状态延续，政府性基金支出回落显著，下半年政府性基金支出有望加快，地方政府专项债发行也将提速，地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强，积极财政政策料将继续聚焦呵护微观主体与促进就业，但仍需关注政府部门去杠杆对财政支出的约束。

**宏观展望：**虽有多重不均衡与多重压力共存，中国宏观经济仍不断向常态化水平回归，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

**中诚信国际认为，**2021 年中国经济持续修复的基本态势不改，产需缺口将不断收窄，宏观政策注重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

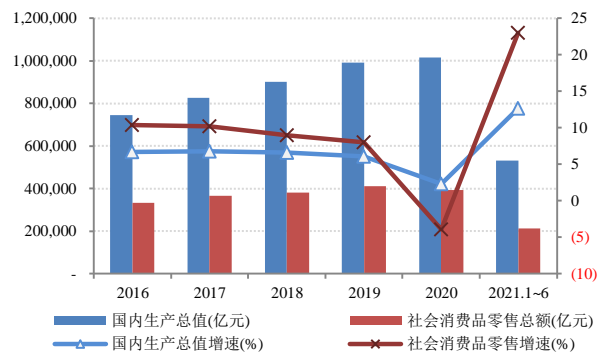
## 近期关注

**虽然疫情蔓延叠加经济下行压力等因素对社会消费形成冲击，但消费对经济增长的基础性作用持续显现；细分业态之间的分化态势明显，网购渗透率有所提升**

2020 年全国社会消费品零售总额达 39.2 万亿元，连续七年保持经济增长第一拉动力，当年对经济增长贡献率为 54.3%。近年来，我国社会消费零售总额增速持续下降，2018~2020 年分别为 9.0%、8.0% 和 4.6%；2020 年，我国经济仍有一定回落压力，叠加突然爆发的肺炎疫情因素消费需求受到冲击，2020 年，我国社会消费零售总额较上年减少 3.9%，出现负增长。具体来看，2020 年 1~3 月，在疫情影响下消费结构的变化以及防控措施的加强等因素对零售行业产生较大的影响，2020 年 3~7 月，各月份全国社会消费品零售总额较上年同月均有

所下降，但降幅逐月递减，并于 8 月回正。2021 年上半年，随着疫情影响减弱，我国社会消费零售总额同比大幅反弹。总体上，短期内疫情蔓延叠加经济下行压力等因素对社会消费形成冲击，但长期来看，我国消费市场仍然具备良好的发展空间。

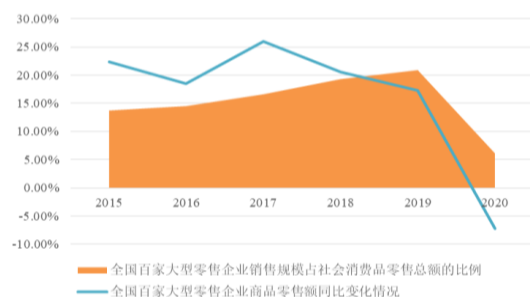
图 1：GDP 增速与社会消费品零售额增速对比



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

近年来国内零售行业景气度下行压力加大，叠加 2020 年初的疫情影响，目前实体零售企业经营承压，2019~2020 年，全国百家大型零售企业零售额增速分别为-0.3%和-13.8%。根据中国连锁经营协会统计数据，2020 年，我国连锁百强企业销售规模达到 2.4 万亿元，同比下降 7.2%，是自 1997 年协会有统计以来百强整体销售首次负增长；百强连锁门店总数 15.6 万家，同比增长 8.2%，门店增速略有上升。具体来看，2020 年，百强企业中 52 家企业销售同比下降，降幅 15.4%，连锁百强销售规模占社会消费品零售总额的 6.1%，比 2019 年下降 0.2 个百分点。作为实体零售的行业龙头企业，连锁百强的规模增长连续多年低于社会消费品零售总额的增长，说明实体零售企业的经营压力依旧存在。

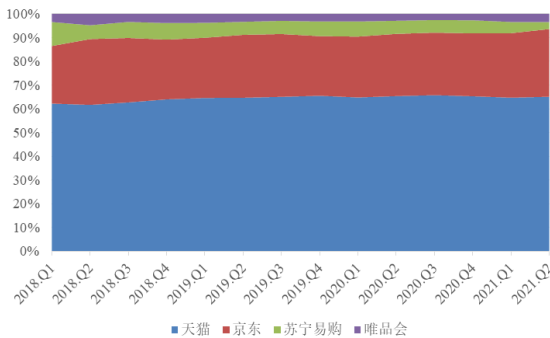
图 2：2015 年以来全国百家大型零售企业零售额同比情况



数据来源：中华全国商业信息中心，中诚信国际整理

近年来，部分网络零售企业依托自身在流量、用户及供应链等方面的优势，已经占据较高的市场份额；从 B2C 市场来看，根据易观分析发布的数据，近年来天猫、京东、苏宁易购及唯品会市场份额合计在 90% 以上，且整体呈上升态势，其中 2021 年第二季度上述四家企业的市场份额分别为 63.60%、27.90%、2.90% 和 3.30%；淘宝、拼多多作为大型网络零售运营平台，商品交易量位居国内前列。

图 3：近年来中国网络零售 B2C 市场份额情况



数据来源：易观分析，中诚信国际整理

从网络零售行业的发展趋势来看，随着网购普及程度提高，网购用户数量增速下降，加之宏观经济下行压力加大等因素，网络零售行业增速呈放缓趋势，但仍然处于较高水平；渠道下沉、品牌供应商入驻、配套服务行业发展、线上线下结合以及营销模式创新等因素为主要网络零售企业带来新的增长点。从渠道下沉来看，主要网络零售企业的销售数据表明，近年来超过 60% 的新增用户来源于下沉市场，三线以下城市的商品成交额增速明显高于一二线城市；此外，根据中国互联网络信息中心发布数据，截至 2020 年 12 月，城镇和农村地区的互联网普及率分别为 79.8% 和 55.9%，农村地区网购发展潜力仍然较大。

中诚信国际认为，2020 年以来，疫情蔓延叠加经济下行压力等因素对社会消费形成冲击，但在居民收入提升、城市化进程加快以及消费升级等因素

的带动下，我国消费对经济增长的基础性作用仍然显著，长期来看，我国消费市场仍然具备良好的发展空间。同时，疫情使得实体零售企业经营状况呈现一定分化，百货及购物中心企业全年业绩下滑明显，超市企业通过自营或外部电商平台实现生鲜等食品销售和配送，整体影响较小。

**随着股东持有公司股份转让事项的完成，公司处于无实际控制人状态；中诚信国际将关注公司董事及总裁变更以及新的治理结构对公司经营和管理方面可能带来的影响**

2021 年 6 月 2 日，苏宁电器集团与新零售基金<sup>1</sup>签署了《股份转让协议》，苏宁电器集团将其持有的公司 5.2 亿股无限售流通股份（占公司总股本的 5.59%）转让给新零售基金，转让价格为 6.12 元/股，涉及现金对价 31.82 亿元；同时，新零售基金与张近东签署《股份回购协议》，苏宁易购董事长张近东将在 2022 年 4 月 1 日前回购出让股份<sup>2</sup>。上述股份转让完成后，苏宁电器集团对公司的持股比例由 19.67% 下降至 14.08%，而新零售基金新进成为公司股东，持股比例为 5.59%。上述协议转让已于 2021 年 6 月 4 日完成过户登记手续。

2021 年 7 月 6 日，公司发布关于《公司控股股东及股东签署<股份转让协议>暨公司控制权拟发生变更的公告》，公司控股股东、实际控制人张近东先生及其一致行动人苏宁控股集团、公司持股 5% 以上股东苏宁电器集团、西藏信托有限公司（以下简称“西藏信托”）拟将所持公司合计数量占上市公司总股本 16.96% 的股份转让给江苏新新零售创新基金二期（有限合伙）（以下简称“新新零售基金二期”）。新新零售基金二期系由南京新兴零售发展基金（有限合伙）、华泰证券（上海）资产管理有限公司、杭州阿里妈妈软件服务有限公司，以及重庆海尔家电销售有限公司、美的集团股份有限公司、TCL 实业控股股份有限公司、小米科技

<sup>1</sup> 新零售基金于 2021 年 5 月 28 日成立，注册资本为 35 亿元，股东包括江苏省国信集团有限公司、江苏交通控股有限公司、江苏省农垦集团有限公司等江苏省属国有企业。

<sup>2</sup> 张近东应向新零售基金支付的回购价款不低于 3,182,400,000 元及基准收益（按年化单利 3.85%）之和，且每股股份的回购价格不低于回购日前一交易日上市公司股票收盘价 90%。



(武汉)有限公司等产业投资人作为有限合伙人出资组建的联合体,普通合伙人暨执行事务合伙人为海南吉力达投资有限责任公司。上述事项完成后,张近东先生、苏宁控股集团、苏宁电器集团和西藏信托对公司的持股比例分别下降至 17.62%、2.73%、1.39%和 0.00%,新新零售基金二期持有公司 16.96%的股份。

2021 年 7 月 13 日,公司发布《苏宁易购集团股份有限公司关于公司改选董事的公告》称,新新零售基金二期已全部完成公司 16.96%的股份受让手续。依据股份转让协议的约定,新新零售基金二期提名冼汉迪先生、曹群女士为公司第七届董事会非独立董事候选人。同时,董事杨光先生于 2021 年 7 月 12 日向董事会提出辞去董事职务,股东淘宝(中国)软件有限公司提名黄明端先生作为公司第七届董事会非独立董事候选人。董事张近东先生于 2021 年 7 月 12 日向董事会提出辞去公司董事长、董事任职以及董事会战略委员会主任委员职务;董事孙为民先生于 2021 年 7 月 12 日向董事会提出辞去公司副董事长、董事任职,董事孟祥胜先生于 2021 年 7 月 12 日向董事会提出辞去公司董事任职,同时孙为民先生与孟祥胜先生辞去董事会战略委员会委员、董事会提名委员会委员、董事会审计委员会、董事会薪酬与考核委员会委员职务。股东张近东先生提名张康阳先生作为公司第七届董事会非独立董事候选人。

2021 年 7 月 29 日,公司发布公告称,上述董事改选议案已获得股东大会决议通过。同日,公司召开了董事会会议,通过了以下决议:选举黄明端先生为公司董事长;依据《公司章程》相关规定,同意聘任任峻先生为公司总裁,公司零售业务线总裁侯恩龙先生自本次董事会决议日不再履行公司总裁职责;公司董事徐宏先生因个人原因申请辞去

<sup>3</sup> 苏宁置业集团有限公司与华能贵诚信托有限公司(以下简称“华能信托”)有笔存续信托贷款合同,融资本金不超过 30 亿元,分期还本,苏宁置业以其自有物业资产提供抵押担保,苏宁电器集团有限公司、张近东先生及其配偶为上述信托贷款提供担保。华能信托以苏宁置业于 2021 年 2 月 1 日出具的未进行赋予强制执行效力的公证且未放弃诉讼权利的承诺函,向公证处申请了执行证书。华能信托将上述债权转让给了贵州英铭远晟投资中心(有限合伙)(以下

公司董事职务,同时辞去董事会战略委员会委员职务,股东淘宝(中国)软件有限公司提名刘鹏先生为非独立董事候选人。根据上述交易安排,新新零售基金二期持有公司股份占公司总股本比例为 16.96%,并已经按照协议约定向公司提名董事人选,公司变更为无控股股东、无实际控制人。2021 年 9 月 6 日,公司股东大会审议通过《关于修改公司<章程>的议案》,对公司《章程》第七条修订为总裁为公司的法定代表人;截至目前公司已完成法定代表人变更事宜。

同时值得关注的是,公司在 2021 年 6 月 10 日发布公告称,公司实际控制人张近东持有的部分公司股份被司法冻结,冻结数量为 5.40 亿股,占其所持股份比例 27.68%,占公司总股本的 5.80%。本次股份冻结事项主要源于苏宁置业集团有限公司(以下简称“苏宁置业”)的信托贷款融资纠纷<sup>3</sup>,相关债务人苏宁置业提出的执行异议<sup>4</sup>已获法院受理。

中诚信国际注意到,随着上述事项的完成,公司的股权及治理结构均发生较大变化,公司处于无实际控制人状态,公司董事及总裁的变更以及新的治理结构对公司经营和管理方面可能带来的影响仍需持续关注。同时中诚信国际还将关注公司股东持有公司股份被冻结事项的后续进展。

### **公司零售板块拥有领先的行业地位和突出的线上线下渠道布局优势;2020 年,公司零售业务收入因新冠疫情及自营门店关闭的影响而有所下降;公司采取了一定的业务优化措施,但预计短期内盈利难以大幅改善**

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

简称“英铭远晟”),英铭远晟向北京市第二中级人民法院申请了公证债权文书的强制执行(案号为(2021)京 02 执 837 号),北京市第二中级人民法院裁定冻结了张近东先生持有的公司 540,181,430 股股份。

<sup>4</sup> 苏宁置业认为相关执行公证债权文书案所依据的执行证书不符合最高人民法院关于公证债权文书执行若干问题的规定要求。

区域覆盖范围等方面均居于国内零售行业领先地位；截至 2020 年末，公司拥有 2,649 家自营门店<sup>5</sup>和 7,137 家加盟店，主要集中于大陆地区，涵盖 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。根据中国连锁经营协会发布的“2020 年中国连锁百强”，公司继续位列第一。2020 年，公司零售业务收入同比下降 5.97% 至 2,385.03 亿元，系受到新冠疫情冲击及公司线下自营门店闭店数量较多的影响。

**表 1：截至 2020 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	2,081	463.58	64.07%
苏宁易购直营店	131	5.98	0.83%
红孩子母婴店	142	14.63	2.02%
家乐福超市	228	141.12	19.50%
苏宁易购广场	37	98.28	13.58%
<b>合计</b>	<b>2,619</b>	<b>723.59</b>	<b>100.00%</b>

注：表中苏宁易购广场仅为公司收购的万达百货有限公司（以下简称“苏宁百货”）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，2020 年以来，公司大力调整经营效益较差的店面，各类型线下门店数量和面积均有所下降，2020 年末自营门店总数量较年初减少约 27%。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；2020 年，苏宁家电 3C 家居生活专业店新开门店大幅减少的同时，闭店数量大幅上升至 282 家，主要由于公司在二线城市市场更加注重“大店”布局，同时加大对亏损门店的清理力度所致；截至 2020 年末一二级市场苏宁易购云店占家电 3C 家居生活专业店（不含商超门店）比例 46%。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；2020 年，由于家电市场景气度不佳、市场竞争加剧且直营店的成本费用负担较重，公司继续对苏宁易购直营店采取置换、升级改造以及转加盟等调整措施，苏宁易购直营店关闭 702 家；2021 年以来直营店不再作为

<sup>5</sup>其中大陆 2,619 家，香港 30 家。

店面业态单独存在，剩余店面将逐渐整合为家电 3C 店。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；2020 年红孩子母婴店的闭店数量同比有所增加。家乐福超市定位于社区商圈业态，2020 年门店调整力度相对较小。

**表 2：2020 年公司大陆地区线下自营门店调整情况**

门店类型	2020 年新开门店		2020 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	56	10.24	282	57.51
苏宁易购直营店	0	0.00	702	20.68
家乐福超市	15	4.66	20	8.15
红孩子母婴店	8	0.52	41	5.07
<b>合计</b>	<b>79</b>	<b>15.42</b>	<b>1,045</b>	<b>91.41</b>

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；目前公司盈利主要来源于商品进销差和物流、售后、IT 服务等增值服务。2020 年，公司继续快速拓展零售云加盟店、渗透低线市场，当期新开门店 3,201 家，同比有所增加；2020 年末公司拥有的 7,137 家加盟店中华东、华中、华南、西南和华北地区门店数量占比分别约 34%、15%、15%、13% 和 13%。此外，2020 年苏宁易购零售云业务保持快速发展，销售规模同比增长超过 100%。

门店经营效率方面，2020 年，受新冠疫情及家电、3C 产品需求疲弱等因素影响，公司家电 3C 家居生活专业店的坪效和可比门店销售额的同比下降幅度均明显加大；当期红孩子母婴专业店坪效及可比门店销售额均转为下降态势，主要系该类门店主要开设于购物中心内部、客流量受疫情影响较大所致。

**表 3：2020 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	11,200.19	-22.08	-24.31%
红孩子母婴店	6,388.42	-9.82	-16.76%

注：表中坪效及销售收入同比增速的统计对象为 2019 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，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。2020 年以来，公司仍然注重开放平台业务，即通过开放会员、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。2020 年，公司线上平台实体商品交易总规模<sup>6</sup>同比增长 21.60% 至 2,903.35 亿元，其中自营商品销售规模同比增长 10.04% 至 1,743.42 亿元，开放平台商品交易规模同比增长 44.42% 至 1,159.93 亿元。

**表 4：近年来公司线上平台经营情况**

单位：亿人、亿元、%	2018	2019	2020
零售体系会员总数	4.07	5.55	6.53
线上平台实体商品交易总规模	2,083.54	2,387.53	2,903.35
其中：线上平台自营商品销售规模	1,497.92	1,584.39	1,743.42
开放平台商品交易规模	585.62	803.14	1,159.93

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，2020 年，由于疫情对 3C 和家电产品的到店及送货上门销售均带来不利影响，进而导致线下客流同比下滑，3C 和家电产品销售规模均进一步下降。同期，公司持续整合家乐福供应链，搭建线上云超和线下家乐福平台融合发展的 O2O 运营

模式，快速发展家乐福到家业务，加之利用苏宁拼购、苏宁推客、苏小团等社交运营工具，带动日用百货销售收入继续快速增长。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，容易受到宏观经济及房地产市场景气度等因素的影响；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，有利于抵御外部因素冲击。

**表 5：近年来公司自营商品销售情况**

单位：亿元	2018	2019	2020
黑色家电	259.76	227.46	184.31
冰箱、洗衣机	284.58	278.80	236.30
空调产品	264.55	259.96	209.11
数码电脑产品	303.59	256.25	235.87
通讯产品	643.79	620.13	604.16
小家电及日用百货	570.39	893.95	915.28
其中：日用百货	211.52	455.70	506.84
<b>合计</b>	<b>2,326.66</b>	<b>2,536.56</b>	<b>2,385.03</b>

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

2021 年上半年，由于公司短期流动性压力带来货源不足等问题，公司商品销售规模 1,285.75 亿元，同比下降 33.76%。从线下业务来看，截至 2021 年 6 月末，公司拥有 2,517 家自营门店和 8,225 家加盟门店；2021 年 1~6 月公司家电 3C 家居生活专业店新开 26 家、闭店 125 家，可比门店线下零售销售收入同比下降 10.26%；零售云业态继续保持快速发展，当期新开零售云加盟店 1,381 家。互联网业务方面，公司逐步改变片面的追求用户数、GMV 的发展方式，更加注重广告营销的投入产出和用户的转化留存；从具体措施来看，公司对自营业务中不可能产生盈利的商品以及对价格竞争敏感的商品进行大力调整，大幅减少了该类商品的补贴与推广，加之上年同期疫情带动一部分类型的商品旺销，使得当期线上平台商品销售同比下降 41.21%。

中诚信国际关注到，在江苏省、南京市和相

开放平台商品交易规模均为含税额。

<sup>6</sup> 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

关产业投资人的支持下，公司已于 2021 年 7 月完成战略股东新零售基金二期的引进，并积极推动流动性恢复，提升库存水平；同时公司还采取了利用促销旺季恢复渠道销售能力以及推进下沉市场业务发展等业绩改善措施。但基于零售市场环境偏弱且公司零售板块亏损金额较大，预计短期内公司盈利难以大幅改善，中诚信国际将对公司零售板块盈利情况保持关注。

### **随着公司物流网络体系更加完善且零售板块开放平台业务带来的客户资源增加，2020 年物流服务业务收入进一步增长；2021 年上半年小件业务同比减亏**

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。2020 年，随着公司进一步拓展零售业务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进一步增加至 38.39 亿元；当期安装维修业务收入为 19.38 亿元，同比略有减少，主要受疫情背景下需上门安装类的家电产品销售规模下降的影响。

物流资产布局方面，2020 年，公司新增、扩建 9 个物流基地，完成 10 个物流基地的建设，加快物流仓储用地储备，摘牌西安、南宁、南京、南昌、昆明等 8 个城市物流仓储用地，截至 2020 年 12 月末公司已在 48 个城市投入运营 67 个物流基地，在 15 个城市有 17 个物流基地处于在建、扩建状态。此外，为了实现轻资产化运营，苏宁物流与外部基金管理公司和物流企业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，但公司仍拥有对相关物流资产的运营权。

2021 年以来，公司对于亏损幅度较大的快递业

务进行大力调整，部分规模不经济区域的自营小件配送业务开启了和顺丰合作的模式；得益于上述措施，2021 年上半年小件业务亏损较上年同期减亏 47.16%。

### **公司物流资产转让及云网万店引入战略投资者或将有助于改善公司流动性及盈利水平**

公司确定了云网万店独立发展的战略，全面对标头部互联网零售平台，对线上业务进行整合并引入战略投资，计划加大员工股权激励和实现独立上市。2020 年 12 月公司发布公告称，为了云网万店业务的专业化发展，计划引入战略投资人，截至 2020 年 11 月 30 日，云网万店与 8 家投资机构或平台基金<sup>7</sup>分别签署增资相关文件，投资机构以投前人民币 250 亿元估值，合计出资人民币 60 亿元共同增资云网万店。未来随着云网万店进一步战略引资的完成，公司对云网万店持股比例将逐步下降，并入的亏损也会逐步减少。

2021 年 3 月 19 日，公司下属全资子公司江苏苏宁易达物流投资有限公司（以下简称“苏宁易达物流”）、控股子公司南京宁昌企业管理有限公司（以下简称“南京宁昌”）与普洛斯投资（上海）有限公司的关联方签署《珠海普易物流产业投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，四方共同出资人民币 38 亿元认缴珠海普易物流产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“珠海普易物流”或“合伙企业”）份额。珠海普易物流投资方向包括公司直接或间接在中国大陆地区持有的仓储物流基础设施项目及普通合伙人共同确认的其他仓储物流基础设施项目。根据公司与合伙企业及其指定主体于 2021 年 3 月和 4 月分别签署的股权转让协议和合作框架协议安排，公司计划将持有的多家物流地产项目子公司的股权转让至合伙企业。截至目前公司已收到人民币 61.63 亿元的相关款项。

中诚信国际认为，上述资本运作事项可直接或

<sup>7</sup> 包括深圳市创新投资集团有限公司及其管理的基金、深圳市罗湖引导基金投资有限公司及其协调的投资机构、宁波阡誓企业管理合伙企业(有限合伙)、Sense Robot Management L.P.、宁波梅山保税港

区众兴卓悦股权投资合伙企业(有限合伙)、杭州源星昱瀚投资管理有限公司、中州资产管理有限公司、淄博软杉股权投资管理合伙企业(有限合伙)。

间接为公司补充一定的流动资金，并改善盈利指标；同时云网万店增资款到位和后续运营情况，及其对公司的影响有待关注。

## 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2018年~2020年财务报告及公司提供的未经审计的2021年1~6月财务报表。公司财务报表采用新会计准则编制，从2021年1月1日起施行新租赁准则<sup>8</sup>，以下分析均基于合并口径数据。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，将租赁负债计入长期债务。

2020年，公司新设子公司57家，包括深圳市云网万店科技有限公司、北京苏宁易购信息科技有限公司等；处置了中山市苏宁物流有限公司、山东渤宁苏宁易购商贸有限公司、湖北苏宁物流有限公司、天津津宁易购达物流有限公司、西安市高新区苏宁易购达物流仓储有限公司、温州苏宁采购有限公司，不再纳入合并范围。

**2020年，公司经营性业务亏损幅度同比扩大，同时投资收益大幅减少且资产减值损失较大，导致利润总额大幅亏损；2021年上半年公司亏损金额同比大幅增加，未来盈利水平的改善情况有待持续关注**

2020年，主要受零售业务收入减少的影响，公司营业总收入同比下降6.29%，其中零售业务收入占比为94.54%。毛利率方面，2020年，由于毛利率较高的线下销售业务收入占比下降，线上销售的价格竞争较为激烈，且公司实施新的收入准则、将与销售订单直接相关的合同履行成本运输费用重分

类至营业成本，零售板块毛利率同比进一步下降；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变化不大。

**表 6：近年来公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）**

收入	2018	2019	2020
零售	2,326.66	2,536.56	2,385.03
物流服务	28.01	32.67	38.39
金融服务	25.72	27.88	0.00
安装维修	15.85	19.74	19.38
其他业务	14.84	19.24	12.99
<b>营业总收入</b>	<b>2,449.57</b>	<b>2,692.29</b>	<b>2,522.96</b>
毛利率	2018	2019	2020
零售	13.30	12.45	9.21
物流服务	-28.92	-32.49	-24.61
金融服务	79.37	72.21	--
安装维修	21.20	17.76	16.20
其他业务	71.49	75.92	62.00
<b>营业毛利率</b>	<b>15.00</b>	<b>14.53</b>	<b>10.99</b>

注：2019年金融服务收入为上海苏宁金融服务集团有限公司（以下简称“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，以及2020年公司实施新的收入准则、部分平台相关收入以净额列式的影响。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2020年，受公司关闭大量线下自营店，加之精简组织减少且更加注重营销费用的投入产出效率，销售费用、管理费用及研发费用同比均有所下降；随着债务水平下降、利息支出同比减少，财务费用同比有所回落。同期，公司期间费用合计同比减少21.41%，期间费用率随之下降。

利润方面，2020年，主要受收入规模及盈利能力下降的影响，公司经营性业务利润亏损幅度同比进一步扩大；同期公司收购天天快递有限公司（以下简称“天天快递”）等各项业务形成的长期资产带来的商誉和无形资产减值损失规模较大，资产减值损失同比显著上升；主要由于上年苏宁便利超市

<sup>8</sup> 财政部于2018年对《企业会计准则第21号—租赁》进行了修订（以下简称“新租赁准则”）。该修订完善了租赁的定义，增加了租赁识别、租赁合同的分拆和合并等内容；取消承租人经营租赁和融资租赁的分类，要求对所有租赁（短期租赁和低价值资产租赁除外）确认使用权资产和租赁负债改进承租人后续计量，增加选择权重估和租赁变更情形下的会计处理等。上述修订自2021年1月1日起施行。对于首次执行新租赁准则的累积影响，公司选择简化处理，

即不调整以前年度比较信息，只调整2021年年初数。经管理层评估，新租赁准则的实施，对公司作为出租人的租赁业务的影响并不重大；对公司作为承租人的租赁业务的影响主要包括：根据剩余租赁付款额按2021年1月1日承租人增量借款利率折现的现值计量租赁负债，同时按照等同租赁负债的金额并进行必要调整确认使用权资产，不影响公司净资产。

(南京)有限公司股权转让及苏宁金服出表带来的投资收益规模很大,本期投资收益同比大幅下降。受上述因素的综合影响,2020年公司利润总额呈大幅亏损态势,EBITDA 利润率及总资产收益率同比转负。分业务来看,2020年公司电商和快递业务均呈亏损态势。

2021年1~6月,公司面临流动性压力带来的阶段性影响,商品库存减少,导致终端销售能力受到一定影响;同时,公司对不具备盈利模式及价格竞争敏感的线上商品业务规模进行收缩,快消、通讯等产品的互联网销售规模明显下滑;上述因素使得公司营业总收入同比下降20.96%至936.06亿元,营业毛利率同比下降4.15个百分点至10.88%。同期,公司经营性业务亏损同比扩大至71.92亿元;当期投资收益来自珠海普易物流收购公司下属物流资产公司、公司本部公司债券购回产生的收益等,同比大幅上升;受上述因素的综合影响,公司净利润同比下滑至-37.48亿元。目前公司已通过引进战投以及增加金融机构授信等方式恢复业务经营能力,中诚信国际将持续关注未来公司盈利能力的变化情况。

**表 7: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元)**

	2018	2019	2020	2021.6
销售费用	260.67	335.32	256.77	120.59
管理费用	74.63	82.13	69.24	34.30
财务费用	12.35	22.37	19.65	17.25
期间费用合计	347.64	439.82	345.66	172.14
期间费用率(%)	14.19	16.34	13.70	18.39
经营性业务利润	14.68	-55.93	-69.81	-71.92
资产减值损失	20.59	17.26	26.00	3.01
公允价值变动收益	2.92	2.16	4.67	-2.96
投资收益	139.91	217.91	22.14	28.61
营业外损益	2.87	-0.77	-0.37	-0.33
利润总额	139.45	145.95	-69.01	-48.56
EBITDA 利润率(%)	7.22	7.47	-0.33	--
总资产收益率(%)	8.59	7.51	-2.12	--

注:将研发费用计入管理费用;将信用减值损失计入资产减值损失,资产减值损失以正值列示。

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

## 2020年以来,公司资产及负债呈波动态势,所有者权益持续下降,财务杠杆有所上升;中诚信国际将持续关注公司盈利水平对所有者权益的影响

2020年末公司总资产较年初有所下降,主要系货币资金及金融资产减少所致;同期末流动资产占总资产的比例为50.68%。从主要科目来看,2020年以来公司货币资金大幅下降,系受到经营亏损及偿还到期债务等因素影响,2020年末受限货币资金为142.31亿元;预付款项主要为预付零售业务供应商的货款,存货以库存商品为主,2020年末预付款项及存货因商品销售规模下降而较年初小幅回落;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,2020年末长期股权投资因参股的物流基金及苏宁金服分配股利而较年初小幅下降;固定资产主要为经营性物业,无形资产包括土地使用权以及合并带来的客户关系类无形资产等,商誉主要源于对家乐福中国、万达百货和天天快递的收购,2020年末无形资产及商誉较年初减少,主要受物流子公司出表及资产减值损失计提的影响。

2020年末公司总负债较年初亦有所降低;其中应付账款显著减少;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,2020年末其他应付款较年初增加,系受到公司向参股企业TCL实业控股股份有限公司子公司借入20亿元的资金拆借款<sup>9</sup>等因素影响。

公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比较大;2020年末资本公积随着公司收购子公司股权<sup>10</sup>而有所下降,未分配利润在当期大幅亏损影响下较年初减少,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进一步下降。2020分红年度,公司未进行现金分红,回购股份支出7.01亿元。财务杠杆方面,由于公司债务及

<sup>9</sup> 以公司持有的TCL实业控股股份有限公司约23.26%的股份作为质押。

<sup>10</sup> 于2020年11月,公司为完成云网万店重组,向北京弘毅贰零壹

零股权投资中心(有限合伙)及南京易购投资中心(有限合伙)购买了其拥有的公司子公司江苏苏宁易购电子商务有限公司合计30%的股权。

所有者权益均有所下降，2020 年末财务杠杆变化不大。

截至 2021 年 6 月末公司总资产、总债务及总负债较年初均有所回升，系由于公司根据新租赁准则确认使用权资产和租赁负债所致。从具体资产及负债科目来看，受银行及供应商信用政策收缩的影响，2021 年 6 月末公司货币资金及存货较年初均有所减少，同时应付账款亦大幅下降。所有者权益方面，由于 2021 年 1~6 月公司利润仍呈亏损态势，2021 年 6 月末所有者权益进一步下降。同期末，公司财务杠杆上升，总资本化比率较年初升高 8.09 个百分点。

**表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.6
<b>总资产</b>	<b>1,994.67</b>	<b>2,368.55</b>	<b>2,120.75</b>	<b>2,157.26</b>
货币资金	480.42	339.02	258.88	190.46
预付款项	174.69	269.89	247.87	243.07
存货	222.63	267.80	242.54	119.30
长期股权投资	176.75	402.58	393.52	402.36
固定资产	151.99	178.08	180.99	137.99
无形资产	96.54	146.94 <sup>11</sup>	138.82	125.39
商誉	24.12	74.78 <sup>12</sup>	63.85	63.85
使用权资产	--	--	--	338.50
<b>总负债</b>	<b>1,112.56</b>	<b>1,497.10</b>	<b>1,352.43</b>	<b>1,427.67</b>
应付账款	198.36	443.80	310.52	181.04
其他应付款	125.66	126.12	158.00	190.30
<b>所有者权益</b>	<b>882.11</b>	<b>871.45</b>	<b>768.32</b>	<b>729.58</b>
资本公积	382.88	372.49	332.28	331.03
未分配利润	321.70	412.78	360.34	325.23
少数股东权益	72.94	-7.77	-0.26	-3.41
资产负债率	55.78%	63.21%	63.77%	66.18%
总资本化比率	44.20%	44.18%	45.03%	53.12%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2020 年，公司经营活动现金流仍呈净流出态势，受限资金对短债的覆盖能力下降；尽管公司将前期末定增募集资金的用途变更为偿还公司债券，但仍然面临一定的短期偿债压力

2020 年，公司经营活动净现金流仍然为负；当期经营活动现金净流出金额同比减少，主要由于公

司自营业务收缩且账期及支付方式有所优化使得采购现金流出减少所致。投资活动现金流方面，2020 年，随着公司资本支出及股权投资减少并收回一定的金融资产，投资活动现金流转为净流入态势。同期，公司筹资活动现金流同比转为净流出，主要由于上年苏宁金服引入战略投资者募集资金及新增债务融资规模较大，加之本期公司新增债务融资流入减少而偿债规模上升所致。2021 年 1~6 月，在新租赁准则影响下公司支付的租金作为偿还租赁负债本金和利息所支付的现金流计入筹资活动现金流出，且公司严格控制费用支出，使得经营活动净现金流同比转正。

从债务来看，2020 年末公司总债务较年初有所下降；由于部分债务剩余期限缩短至一年以内或因触发借款合同违约事项而提前到期，当期末短期债务较年初明显增加，短期债务占比大幅上升至 99.21%。截至 2021 年 6 月末，公司总债务规模因新租赁准则的实施而较年初显著上升，短期债务随着公司偿还到期债务及银行收缩授信额度而下降。

公司《2020 年度审计报告》显示，2020 年，公司未满足部分借款合同中约定的财务指标要求及未就某项业务安排按借款合同约定事先取得相关贷款银行同意，该等事项构成公司未能履行相关借款协议的某些约定条款，并触发其他若干银行借款合同中的违约及交叉违约条款（以下合称“违约事项”）。违约事项导致相关银行及其他金融机构有权要求公司提前偿还相关借款全部本金及利息；相关借款本金及利息在 2020 年 12 月 31 日的余额共计人民币 112.37 亿元<sup>13</sup>。公司就上述借款中的 101.28 亿元取得了相关银行就违约事项出具的书面或邮件豁免函件；其中人民币 31.00 亿元已取得的银行借款豁免为有条件豁免。

从偿债指标来看，2020 年，公司 EBITDA 为负，经营活动现金延续净流出态势，均无法对债务

<sup>11</sup> 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。

<sup>12</sup> 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。

<sup>13</sup> 其中包括短期借款及一年内到期的长期借款本金共计人民币 30.74 亿元和原合同约定到期日为 2021 年 12 月 31 日之后的长期借款本金计人民币 81.63 亿元（已重分类为一年内到期的长期借款）。

本息形成有效覆盖。2021年1~6月公司经营活动净现金流转正，但对短期债务的覆盖能力仍然偏弱。此外，公司非受限货币资金对短期债务的覆盖能力有所弱化。

根据公司在2021年5月发布的公告，为进一步提升募集资金使用效率，公司将2016年非公开发行股票的募投资金14.89亿元的用途变更为偿还公司债券“18苏宁03”、“18苏宁04”的到期本息；该项决议已获得股东大会通过。此外，2021年6月公司再次发布公告称，将2016年非公开发行股票的募投资金17.33亿元的用途变更为偿还公司债券“18苏宁05”、“18苏宁06”和“18苏宁07”的到期本息；该项决议已获得股东大会审议通过。得益于上述措施，公司存续公司债券兑付的不确定性有所降低。

**表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.6
总债务	698.61	689.68	629.41	826.86
短期债务	550.72	527.58	624.41	521.27
EBITDA	176.95	201.09	-8.25	--
经营活动净现金流	-138.74	-178.65	-16.22	14.58
投资活动净现金流	-30.10	-208.71	45.77	42.84
筹资活动净现金流	225.34	262.01	-92.41	-95.77
经营活动净现金流/短期债务	-0.25	-0.34	-0.03	0.06*
经营活动净现金流/总债务	-0.20	-0.26	-0.03	0.04*
经营活动净现金流/利息支出	-9.92	-9.66	-0.73	--
EBITDA/短期债务	0.32	0.38	-0.01	--
总债务/EBITDA	3.95	3.43	-76.34	--
EBITDA 利息保障倍数	12.65	10.87	-0.37	--
货币资金/短期债务	0.87	0.64	0.41	0.37

注：带“\*”指标经年化处理后。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司无重大未决诉讼事项，对外担保规模可控；中诚信国际将关注公司外部融资渠道稳定性

或有负债方面，截至2021年6月末，公司对联营企业苏宁金服提供的担保金额合计23.85亿元，苏宁金服运营状态保持良好<sup>14</sup>。同期末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2021年6月末，公司受限资产包括货币资金114.62亿元、交易性金融资产110.67亿元<sup>15</sup>、其他权益工具投资25.01亿元<sup>16</sup>、固定资产14.43亿元、无形资产6.54亿元等；此外公司将子公司苏宁百货股权质押，账面价值为27.00亿元。

银行授信方面，截至2020年末公司及子公司获得银行授信额度712.43亿元，未使用人民币授信额度289.10亿元。2021年1~6月，受公司经营业绩波动、上述违约事项及关联方流动性问题的影响，部分金融机构对公司的授信支持力度有所下降；随着公司股东及董事变更完成，2021年8月苏宁易购联合授信委员会成立，当月公司从江苏银行、南京银行、建设银行、工商银行、农业银行及中国银行等金融机构获得续借或获得一定的新增借款，该部分资金用于公司恢复商品采购能力。此外，公司作为A股上市公司，拥有直接股权融资渠道。中诚信国际将对公司融资渠道的稳定性予以持续关注。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，2018年~2021年9月23日，公司本部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。

### 评级结论

中诚信国际决定将苏宁易购集团股份有限公司的主体信用等级由AAA调降至AA<sup>+</sup>；将“18苏宁03”、“18苏宁06”、“18苏宁07”的债项信用等级由AAA调降至AA<sup>+</sup>，并将主体和债项信用等级列入信用评级观察名单。

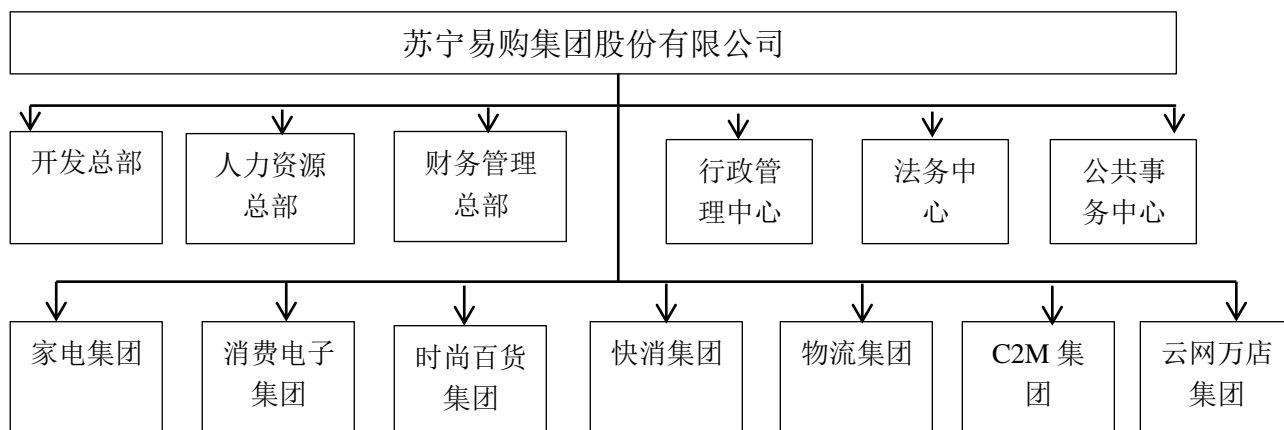
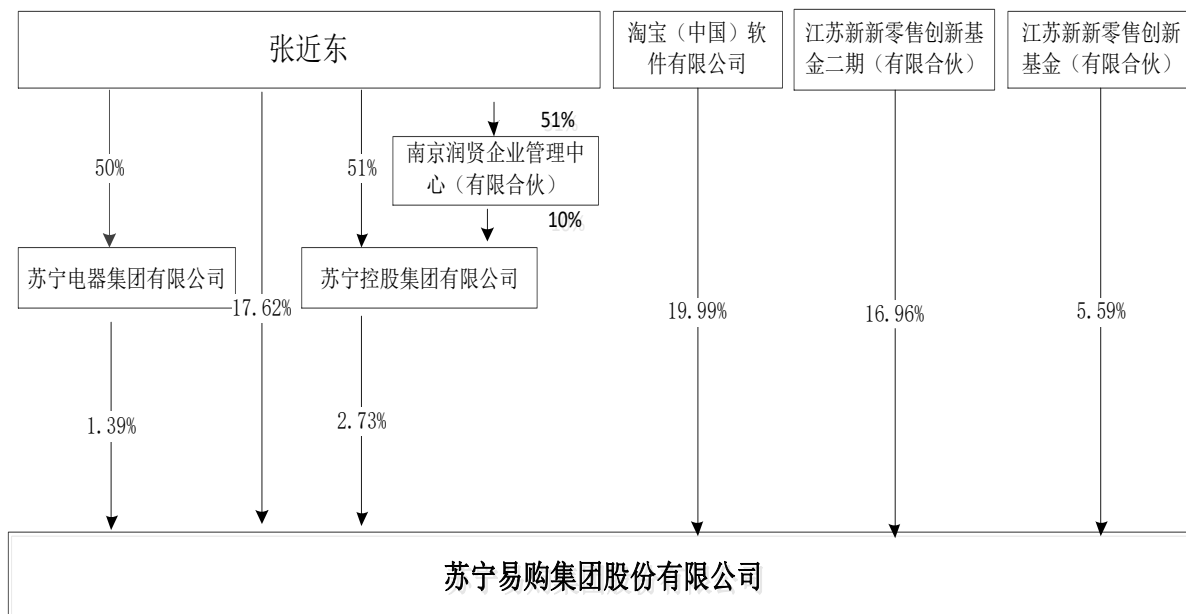
<sup>14</sup> 2020年苏宁金服实现营业收入69.02亿元，净利润为15.74亿元。

<sup>15</sup> 公司持有的大连万达商业管理集团股份有限公司181,834,884股股份办理质押，用于为公司相关业务合作安排提供增信。

<sup>16</sup> 公司持有的中国联合网络通信股份有限公司A股股份585,651,537股办理质押，用于为公司相关融资安排提供增信。



## 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 2021 年 9 月 23 日）



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）	2018	2019	2020	2021.6
货币资金	4,804,152.30	3,390,221.50	2,588,775.10	1,904,600.50
应收账款净额	541,514.70	769,232.20	769,644.90	652,996.40
其他应收款	287,453.50	160,184.80	124,186.30	389,648.80
存货净额	2,226,329.40	2,678,010.40	2,425,358.90	1,192,977.00
长期投资	2,462,205.00	5,717,758.80	4,688,576.20	4,607,043.00
固定资产	1,519,890.70	1,780,782.00	1,809,941.50	1,379,930.60
在建工程	206,332.30	434,333.40	346,297.80	340,134.00
无形资产	965,356.80	1,469,432.20	1,388,202.90	1,253,893.30
总资产	19,946,720.20	23,685,504.50	21,207,520.00	21,572,572.40
其他应付款	1,256,610.40	1,261,230.30	1,580,005.00	1,902,991.20
短期债务	5,507,232.70	5,275,789.40	6,244,120.30	5,212,710.20
长期债务	1,478,843.00	1,620,969.70	49,977.70	3,055,875.20
总债务	6,986,075.70	6,896,759.10	6,294,098.00	8,268,585.40
净债务	2,181,923.40	3,506,537.60	3,705,322.90	6,363,984.90
总负债	11,125,640.30	14,971,023.20	13,524,339.70	14,276,739.10
费用化利息支出	137,687.40	178,580.80	213,771.50	--
资本化利息支出	2,220.30	6,438.90	8,060.60	--
所有者权益合计	8,821,079.90	8,714,481.30	7,683,180.30	7,295,833.30
营业总收入	24,495,657.30	26,922,890.00	25,229,566.60	9,360,566.00
经营性业务利润	146,802.40	-559,343.20	-698,079.70	-719,240.20
投资收益	1,399,064.80	2,179,141.10	221,366.20	286,142.20
净利润	1,264,254.80	931,978.70	-535,786.60	-374,818.70
EBIT	1,532,232.90	1,638,040.50	-476,292.60	--
EBITDA	1,769,458.60	2,010,927.90	-82,451.40	--
经营活动产生现金净流量	-1,387,446.70	-1,786,455.50	-162,184.60	145,847.70
投资活动产生现金净流量	-301,016.40	-2,087,111.00	457,727.00	428,370.50
筹资活动产生现金净流量	2,253,407.50	2,620,123.90	-924,106.80	-957,661.00
资本支出	743,166.10	916,426.00	576,708.40	167,925.20
财务指标	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率(%)	15.00	14.53	10.99	10.88
期间费用率(%)	14.19	16.34	13.70	18.39
EBITDA 利润率(%)	7.22	7.47	-0.33	--
总资产收益率(%)	8.59	7.51	-2.12	--
净资产收益率(%)	14.71	10.63	-6.53	-10.01*
流动比率(X)	1.41	1.00	0.86	0.81
速动比率(X)	1.17	0.78	0.67	0.69
存货周转率(X)	10.20	9.38	8.80	9.22*
应收账款周转率(X)	62.77	41.08	32.79	26.32*
资产负债率(%)	55.78	63.21	63.77	66.18
总资本化比率(%)	44.20	44.18	45.03	53.12
短期债务/总债务(%)	78.83	76.50	99.21	63.04
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.20	-0.26	-0.03	0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.25	-0.34	-0.03	0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-9.92	-9.66	-0.73	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-22.75	-30.24	-6.87	0.77*
总债务/EBITDA(X)	3.95	3.43	-76.34	--
EBITDA/短期债务(X)	0.32	0.38	-0.01	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	12.65	10.87	-0.37	--
EBIT 利息保障倍数(X)	10.95	8.85	-2.15	--

注：1、2021 年半年报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司租赁负债金额调整至长期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理；5、由于缺乏相关数据，表中部分指标无法计算。

### 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/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
	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+租赁负债+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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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）
偿债能力	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：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	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
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。