



信用等级通知书

信评委函字[2018]G126-X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其贵公司拟发行的“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（第一期）”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
二零一八年四月十一日

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（第一期）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	本期债券基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 17 亿元（含 17 亿元）。
债券期限	本期债券为 3 年期。
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补充公司运营资金。

概况数据

苏宁易购	2014	2015	2016	2017.Q3
所有者权益（亿元）	295.37	319.25	699.22	845.86
总资产（亿元）	821.94	880.76	1,371.67	1,560.26
总债务（亿元）	333.96	355.28	400.44	419.87
营业总收入（亿元）	1,089.25	1,355.48	1,485.85	1,318.82
营业毛利率（%）	15.28	14.44	14.36	13.91
EBITDA（亿元）	30.80	38.86	32.87	25.17
所有者权益收益率（%）	2.79	2.37	0.71	0.96
资产负债率（%）	64.06	63.75	49.02	45.79
总债务/EBITDA（X）	10.83	9.16	12.18	12.51
EBITDA 利息倍数（X）	5.69	6.84	4.85	5.37

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2、2014~2016 年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、公司 2017 年前三季度所有者权益收益率及总债务/EBITDA 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（第一期）”的信用等级为 **AAA**，该级别反映了本期债券信用质量极高，信用风险极低。

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，成效显著、完善的后台服务体系、与淘宝中国的战略合作有助于公司长期发展，稳健的财务结构和很强的再融资能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性业务利润有待进一步提升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 2017 年 9 月末，公司自营门店数量达到 3,748 家，门店自营总面积达 489.86 万平方米，覆盖中国大陆 297 个以上城市、农村市场，以及香港地区和日本市场。公司在门店数量、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。
- 线上业务发展迅速，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 2017 年 9 月末，公司零售体系会员总数 3.18 亿，前三季度实现线上自营商品销售收入 662.33 亿元（含税），同比增长 65.54%。
- 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业务的运作，并实现了物流、金融板块的独立

分 析 师

周莉莉 lizhou@ccxr.com.cn
张丽华 lizhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018 年 4 月 11 日

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。

- 与淘宝中国的战略合作有助于公司长期发展。2016 年公司通过非公开发行股票引入战略投资者淘宝中国，在保持业务独立性的基础上协同各自在用户、平台、商品、服务、技术等方面的资源，创新 O2O 商业模式，促进公司主营业务规模的扩大，夯实公司核心竞争力，并提升资本实力，为公司持续发展提供较好支持。
- 稳健的财务结构和很强的再融资能力。截至 2017 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化率分别为 45.79%和 33.17%，财务结构稳健性较好。此外，公司银行授信额度充裕，资本市场融资渠道畅通，具有很强的再融资能力。

关 注

- 公司经营性业务利润有待进一步提升。公司持续推进业务转型，尽管近年来业务规模效应不断显现，但受零售行业持续放缓以及公司转型投入等影响，公司近年来经营性业务利润有所承压。

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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

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 2017 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 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额为 1,371.67 亿元，所有者权益为 699.22 亿元，资产负债率为 49.02%。2016 年，公司实现营业收入 1,485.85 亿元，净利润 4.93 亿元，经营活动净现金流为 38.39 亿元。

另截至 2017 年 9 月 30 日，公司资产总额为 1,560.26 亿元，所有者权益为 845.86 亿元，资产负债率为 45.79%。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 1,318.82 亿元，净利润 6.10 亿元，经营活动净现金流为 -86.86 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（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 17 亿元（含 17 亿元）。
债券期限	3 年期。
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补充公司运营资金。

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

2016 年，受世界经济温和复苏、国内增长周期调整、产能过剩依然严重、金融市场波动加剧等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，全年 GDP 增长 6.7%，增速与上年基本持平。进入 2017 年，全球经济复苏、国内供给侧结构性改革持续推进，中国经济延续了 2016 年下半年以来稳中向好态势。全年 GDP 同比增长 6.9%，较上年加快 0.2 个百分点，超出市场预期。在经济企稳同时，经济结构持续优化，监管趋严下宏观风险有所缓释，经济运行质量进一步提升。展望 2018 年，投资下行压力凸显，消费难以大幅提升，出口增长幅度能否持续存在不确定性，经济仍面临小幅放缓压力，考虑到基数效应的影响，预计全年前低后稳。

图 1：2005~2017 年中国国内生产总值及其增长情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从需求端来看，近年需求结构呈现投资增长有所放缓、消费相对稳定、外贸持续低迷的特点，基建投资依然是稳定增长的关键力量。2016 年，全社会固定资产投资增速（扣除价格因素实际增长）由上年的 12% 回落至 8.1%；其中，随着财政支出力度加大，基础设施投资（不含电力）保持 17.4% 的高位增长，比前期加快 0.2 个百分点；受产能过剩制约，制造业投资增长由上年度的 8.1% 进一步回落至 4.2%；与此同时，民间投资增速回升至 3.2%，较上年上升 0.9 个百分点。2017 年，全社会固定资产投资 63.17 万亿元，同比增长 7.2%，增速较上年下滑 0.9 个百分点，其中民间固定资产投资 38.15 万亿元，同比名义增长 6.0%。其中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.00 万亿元，同比增长 19%，维持高速增长；制造业 19.36 万亿元，同比增长 4.8%，较上年有所改善，投资缓中趋稳。2017 年，居民收入持续增长，社会消费品零售总额 36.63 亿元，同比实际增长 10.2%，增速较上年增加 0.6 个百分点，扭转了前几年阶梯式下滑的态势。随着美国等主要贸易伙伴经济复苏有所改善、大宗商品价格低位反弹以及基数效应等，对外贸易下滑幅度有所收窄；2016 年，进出口贸易总额为 24.33 万亿元，同比下滑 0.9%，降幅比上年度收窄 6.1 个百分点；贸易顺差达到 3.35 万亿元，比上年收窄 9.1 个百分点。2017 年，中国外贸进出口持续增长，中国货物贸易进出口总额 27.79 万亿元，较上年同期增长 14.2%，扭转了此前连续两年下降的局面；贸易顺差 2.87 万亿元，较上年同期收窄 14.2%。从供给侧来看，2016 年，在需求疲弱、产

能过剩依然没有化解的影响下，工业生产进一步回落，但整体效益有所改善，工业企业利润增长由负转正。2017 年，受供给侧改革和环保趋严影响，工业品价格回升，企业盈利大幅改善，工业生产回暖，规模以上工业增加值反弹。从先行指标来看，2016 年以来 PMI 指数总体有所上升，2017 年维持在 51% 以上，说明制造业总体呈现企稳扩张状态。从价格水平看，2016 年，随着鲜菜等食品价格涨幅高位回落，猪周期影响渐弱，以及年末全国平均气温偏高影响，CPI 呈现温和上涨态势，2017 以来，CPI 总体维持在“1”时代，通胀可控。在宏观经济指标向好同时，经济结构持续优化，第三产业增速快于第一、二产业，最终消费对经济增长贡献率维持在较高水平。

货币政策方面，2016 年，中国货币政策在操作工具和操作思路发生一定调整，操作工具更多通过公开市场操作，搭配 SLF、MLF、PSL 等工具来维持资金面稳定，总体上“宏观审慎评估体系”（MPA）对资金面的冲击明显减弱，市场流动性相对宽裕。2017 年以来，中央高规格会议多次强调“防风险”。在中央的高度重视下，围绕不发生系统性风险底线，央行健全“货币政策+宏观审慎”双支柱调控框架，实施稳健中性的货币政策，MPA 监管进一步完善，银证保等监管机构相继出台一系列政策，金融监管持续趋严。强监管带动金融系统性风险有所缓释，银行资产负债表无序扩张势头得到一定遏制；M2 增速自 5 月份以来连续 5 个月保持个位数运行，与社融走势分化；随着表外融资持续向表内转移，后续 M2 增速或将小幅回升。5 月末以来人民币汇率波动走强，外汇占款 9 月由负转正，外汇储备连续 8 个月回升，资本流出压力减轻。

在房地产调控和金融强监管背景下，投资依然面临下行压力，新动能短期内仍难以成为拉动经济增长的主要动力，改革效应短期难以充分显现。但是，全球经济底部运行中有所改善，全球贸易增长加快，中国经济运行外部环境持续向好；“十九大”指明了社会主义新时代市场经济改革的方向，改革开放力度有望加大，供给侧改革持续推进，将为经济增长提供新的制度红利；同时，产业和消费结构

升级、新旧动能转换持续，中国经济企稳向好基础仍存在。

同时，仍需关注中国经济存在的以下几方面风险：一是总体杠杆率虽边际改善，但债务规模刚性压力依然存在，非金融企业部门杠杆率仍显著高于国际平均水平，居民部门杠杆率攀升，政府部门债务风险总体可控但存在区域性、结构性风险；二是调控之下房价快速上涨势头虽得到遏制，但房地产结构性泡沫依然存在，尚未得到充分纾解；三是金融监管趋严背景下，实体经济融资门槛和成本都有所提高，实体经济维持和扩大生产面临资金来源压力；四是互联网金融等金融创新在快速发展同时也蕴藏了风险。

中央经济工作会议提出，今后3年要重点抓好防范化解重大风险等三大攻坚战，防风险依然是2018年经济工作的重要内容，强监管态势仍将持续。考虑到国内经济缓中趋稳，金融防风险、去杠杆持续，同时还需应对全球流动性收紧引致的资本流出压力，货币政策将延续稳健中性，M2维持低位运行，与社融走势分化态势持续。财政政策将继续积极有效，重点向民生、环保、企业减税降费等领域倾斜，但地方政府举债管理进一步加严，广义财政支出增长或将放缓。

2018年中国经济增长面临的压力体现在多个方面。尤为值得关注的是，投资下行压力的进一步凸显。从三大类投资来看，虽然扶贫攻坚、环保治理等“补短板”效应给基建投资带来一定支撑，但广义财政支出增长放缓加大资金来源压力，地方GDP“挤水分”导致一些项目被叫停，基建投资将“托而不举”，虽有望保持两位数增幅但难以延续前几年高速增长态势；调控影响进一步显现，房地产投资将继续下行，但在棚改货币化、租赁住房建设等因素支撑下，下行幅度或将有限；环保限产、企业利润增长放缓背景下，制造业投资难以大幅改善。从所有制类别来看，民间投资提振依然面临体制机制等多重掣肘，国企债务约束加大或将导致其投资热情降温。此外，消费在居民部门杠杆率攀升的背景下难以大幅上行，人民币汇率升值导致出口商品价格竞争力减弱，出口改善幅度能否持续面临不确定

性，也将加大新的一年经济增长的压力。

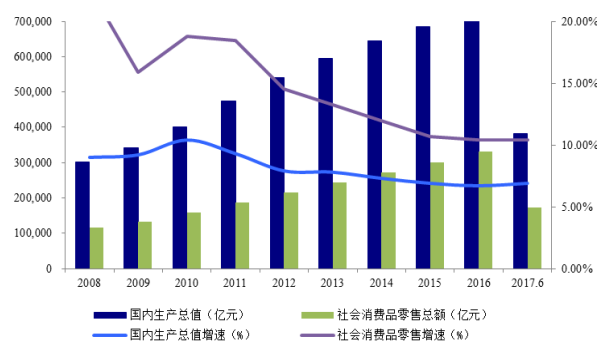
2018年是全面贯彻十九大精神的开局之年，是改革开放四十周年，经济体制顶层设计有望加强，以供供给侧结构性改革为主线的改革持续推进，一系列防风险、去杠杆的政策将陆续推出。随着治理结构的完善，以及促改革、防风险举措的实施，中国经济运行中的风险将进一步缓释，经济结构继续调整优化，经济增长质量有望得到进一步提升。

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长至2016年的744,127亿元和332,316亿元，但受世界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10.4%和18.3%下降至2016年的6.7%和10.4%。2017年1~6月，国内生产总值及社会消费品零售总额分别381,490亿元和172,369亿元，增速分别为6.9%和10.4%。

图2：国内生产总值和社会消费品零售额增速对比



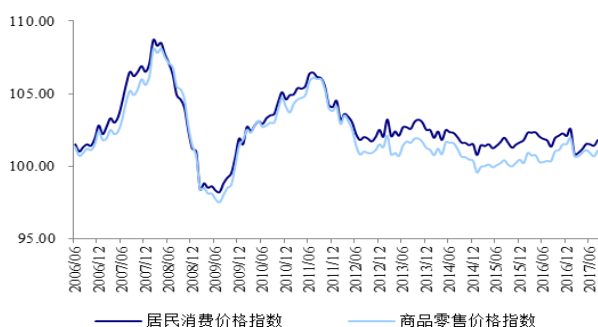
注：增速为扣除价格因素后的实际增速。

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

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。

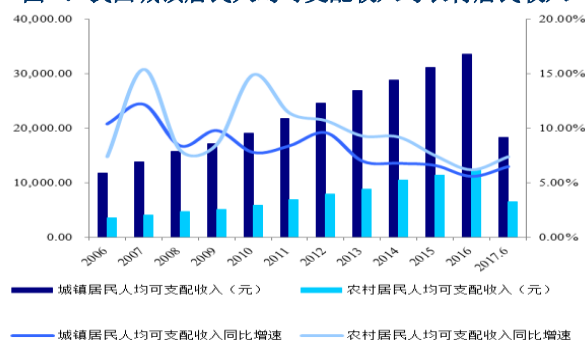
图 3：商品零售价格指数和居民消费价格指数对比



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

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，但增速逐年放缓。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 1~6 月，我国居民人均可支配收入 12,932 元，同比增长 8.8%；其中，城镇居民人均可支配收入为 18,322 元，扣除价格因素实际增长 6.5%；农村居民人均可支配收入为 6,562 元，扣除价格因素实际同比增长 7.4%。

图 4：我国城镇居民人均可支配收入与农村居民收入



注：同比增长率为扣除价格变动因素后实际增长率

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

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，比上年增长 6.9%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 21,392 元，增长 5.5%；农村居民人均消费支出 9,223 元，增长 8.6%。2016 年全国居民人均消费支出 17,111 元，比上年增长 6.8%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 23,079 元，增长 5.7%；农村居民人均消费支出 10,130 元，增长 7.8%。2017 年 1~6 月，全国居民人均消费支出 8,834 元，同比名义增长 7.6%。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，2016 年城市化率升至 57.35%，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,2016年连锁百强企业销售规模为2.1万亿元,同比增长3.5%增速同比下降0.8个百分点;门店总数达到11.4万余家,同比增长5.9%,增速同比上升1.2个百分点。2016年,百强企业销售额占社会消费品零售总额的6.4%。

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;2016年我国网络购物市场交易规模达到4.7万亿元,同比增长23.9%。2016年B2C市场中,天猫市场份额占比较大,为56.6%,京东占比为24.7%,从增速来看,京东、苏宁易购、唯品会的增速均高于B2C市场整体增速。从网络购物企业市场集中度来看,平台模式的淘宝和天猫一家独大,在整体网购交易规模中占比76.0%。京东、唯品会等第二梯队企业较淘宝和天猫的市场规模仍存在较大差距,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 2017 年 9 月 30 日，公司自营门店数量为 3,748 家，门店自营总面积达 489.86 万平方米，覆盖中国大陆 297 个地级以上城市、农村市场，以及香港地区和日本市场，其中公司拥有苏宁易购直营店数量 2,141 家，苏宁易购授权服务网点数量 628 家。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 2017 年 9 月末，公司零售体系会员总数 3.18 亿，2017 年 1-9 月实现线上平台实体商品交易总规模为 807.25 亿元（含税），同比增长 55.64%。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，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 2017 年 9 月末，合计投入运营 8 个自动化拣选中心、35 个区域配送中心，并在跨境物流、农村电商物流等业务领域完成布局，物流运营效率大大提升了零售业务的服务能力。此外，公司于 2017 年 4 月完成天天快递有限公司（以下简称“天天快递”）70% 的股份收购，在仓储、干线、末端等方面整合资源，提高配送效率，降低运营成本，增强苏宁物流的规模效应。截至 2017 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 628 万平方米，拥有快递网点近 20,000 个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,810 个区县级以上城市。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。2014~2016 年，公司分别实现主营业务收入 1,072.60 亿元、1,338.94 亿元和 1,464.53 亿元，年均复合增长率为 16.85%。2017 年 1~9 月公司实现主营业务收入 1,300.65 亿元，同比增长 26.97%。

表 2：2014~2017.Q3 公司主营业务收入分产品情况

单位：亿元

业务类型	2014	2015	2016	2017.Q3
黑色电器产品	212.96	231.95	214.80	173.73
数码及 IT 产品	175.93	220.83	241.38	167.24
白色电器产品	192.44	216.51	222.10	182.15
通讯产品	178.77	270.42	342.15	332.17
小家电等产品	172.85	229.30	256.82	230.72
空调产品	128.06	130.33	158.99	169.02
安装维修业务	8.95	11.27	10.45	10.00
其他	2.63	28.32	17.84	35.62
合计	1,072.60	1,338.94	1,464.53	1,300.65

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，苏宁易购近年来持续推进店面网络多业态布局，公司已形成了以云店、常规店、专业店、苏宁易购直营店、苏宁小店为构成的，覆盖不同市场、不同消费群体的实体网络平台。2014~2016 年及 2017 年 9 月末，公司的自营门店（包含苏宁易购直营店）数量分别为 1,696 家、2,649 家、3,491 家及 3,748 家。

截至 2017 年 9 月 30 日，公司大陆地区自营门店数量为 3,748 家，覆盖全国 297 个地级以上城市。其中，公司在港澳地区拥有连锁店 26 家，在日本市场加快店面网络布局，拥有连锁店 44 家。

表 3：2014~2017.Q3 公司门店基本情况

单位：家

	2014	2015	2016	2017.Q3
门店数量	1,696	2,649	3,491	3,748
其中：自有	36	25	26	30
租赁	1,660	2,624	3,465	3,718
其中：大陆地区	1,650	2,588	3,425	3,678
港澳地区	29	28	24	26
日本	17	33	42	44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 4：2014~2017.Q3 大陆地区各级市场门店（不含苏宁易购直营店、苏宁小店）数量及占比

单位：家

		2014		2015		2016		2017.Q3	
		数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
市场级别	一级市场	496	30.06%	512	32.47%	470	31.13%	469	30.84%
	二级市场	474	28.73%	447	28.34%	441	29.20%	457	30.05%
	三级市场	591	35.82%	546	34.62%	541	35.83%	535	35.17%
	四级市场	89	5.39%	72	4.57%	58	3.84%	60	3.94%
店面类型	旗舰店	339	20.55%	298	18.90%	242	16.03%	148	9.73%
	中心店	438	26.55%	406	25.75%	389	25.76%	372	24.46%
	社区店	797	48.30%	721	45.72%	672	44.50%	650	42.74%
	云店	-	0.00%	42	2.66%	141	9.34%	272	17.88%
	县镇店	61	3.70%	43	2.73%	34	2.25%	32	2.10%
	乐购仕店	3	0.18%	3	0.19%	-	0.00%	-	-
	红孩子店	8	0.48%	27	1.71%	26	1.72%	39	2.56%
	超市店	4	0.24%	37	2.35%	6	0.40%	8	0.53%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从店面类型来看，近年来公司持续优化店面布局，加快门店的互联网化升级。云店是公司门店互联网化的代表，通过加大移动端、PC 端、TV 端在门店的运用，云店实现了“电器、超市、母婴、物

从国内门店的市场级别分布来看，公司近年来持续推进各级店面市场调整，优化门店分布结构。其中，一二级市场结合消费者需求的变化，推进互联网+云店模式，持续关闭社区店，优化超市店、红孩子店运营模式。2014~2016 年及 2017 年 9 月末，公司一二级市场门店数量（统计口径包括：云店、常规店、县镇店、红孩子店和超市）合计分别为 970 家、959 家、911 家及 926 家，占公司门店总数（统计口径包括：云店、常规店、县镇店、红孩子店和超市）分别为 58.79%、60.81%、60.33%及 60.89%。三四级市场方面，2014~2016 年及 2017 年 9 月末公司三四级市场门店数量合计分别为 680 家、618 家、599 家及 595 家，呈不断减少趋势。尽管公司在三四级市场的门店数量有所减少，但公司增加了苏宁易购直营店作为其 O2O 模式在三四级市场落地的载体。2015 年起，公司建立并完善了易购直营店的管理运营体系。截至 2017 年 9 月末，苏宁易购直营店数量为 2,141 家，苏宁易购授权服务网点数量为 628 家。

流、售后、金融”等全商品和服务业态的集中呈现。公司通过强化互联网+云店模式，持续调整关闭常规店，并不断摸索完善红孩子店、超市店的运营模式。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月末公司分别置换

或关闭店面 115 家、217 家、195 家及 270 家，并同时分别新开店 180 家、134 家、129 家及 527 家。截至 2017 年 9 月末，公司云店 272 家，常规店 1,170 家，县镇店 32 家，苏宁红孩子店 39 家、苏宁超市店 8 家，苏宁小店 16 家。

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，商品交易量不断提升。2014~2016 年及 2017 年 9 月末公司零售体系会员总数分别为 1.67 亿、2.50 亿、2.80 亿及 3.18 亿，同期公司线上业务分别实现自营商品销售收入 225.99 亿元（含税）、402.93 亿元（含税）、618.70 亿元（含税）及 662.33 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 18.01%、25.72%、36.11%及 43.52%，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，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月分别为 31.92 亿元、99.82 亿元、186.40 亿元及 144.92 亿元，线上平台实体商品交易总规模分别为 257.91 亿元、502.75 亿元、805.10 亿元及 807.25 亿元。公司线上产品不断丰富，商品 SKU 数量由 2014 年的 791 万个提升至 2016 年的 4,400 万个。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 2016 年末的 83%，2017 年 9 月末占比持续上升至 86.63%。

表 5：2014~2017.Q3 公司线上业务交易情况

单位：亿元

	2014	2015	2016	2017.Q3
零售体系会员总数（亿人次）	1.67	2.50	2.80	3.18
自营商品销售收入（含税）	225.99	402.93	618.70	662.33
开放平台商品交易规模（含税）	31.92	99.82	186.40	144.92
线上平台实体商品交易总规模（含税）	257.91	502.75	805.10	807.25
移动端订单数量占线上整体比例	32%	60%	83%	86.63%

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，江苏苏宁物流有限公司（以下简称“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。2016 年 12 月，苏宁物流与天天快递有关股东签署协议收购天天快递 70%股份，双方将在仓储、干线和末端整合资源，提升配送效率。基础设施网络建设方面，公司加快物流配送中心、仓储自动化、智能化等建设，截至 2017 年 9 月末，公司合计投入运营 8 个自动化拣选中心、35 个区域配送中心，另有 4 个自动化拣选中心、21 个区域配送中心在建。截至 2017 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 628 万平方米，拥有快递网点近 20,000 个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,810 个区县级城市。物流服务方面，公司加快全品类中心仓、平行仓、城市仓建设，将线下门店、苏宁帮客服务店、苏宁易购服务站、快递点等配送网络全面实现融合，提升物流时效。随着物流配送网络进一步铺设，“半日达”、“次日达”等配送服务范围进一步增加，“准时达”产品已经于 2017 年 8 月上线，并在全国 8 个城市推行。同时公司持续完善物流服务产品，目前“送装一体”已在全国 55 个城市推行，“代客检”已在全国 30 多个城市开通，形成苏宁物流差异化的服务能力。2017 年公司持续推进天天快递的整合，有效发挥天天在最后一公里的能力，提升苏宁物流竞争力。受业务整合影响，天天快递经营业绩阶段性受到了影响，但随着整合深入，天天快递将有效结合苏宁、菜鸟的资源优势，形成差异化的服务能力，盈利能力将会有所改善。

金融方面，苏宁金融服务（上海）有限公司（以下简称“苏宁金融”）坚持合规经营、持牌经营，目前已取得 13 项金融业务牌照或资质，是国内牌照资源最为齐全的互联网金融集团之一，业务涵盖支

付、供应链金融、消费金融、投资理财、保险销售等在内的全产品服务体系，此外，通过苏宁易购参股消费金融、苏宁银行，为苏宁生态圈上游供应商和下游用户在支付结算、融资、保险等金融服务方面提供服务。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，苏宁易付宝支付业务成功率达到 99%；2017 年 1-9 月供应链金融业务投放额同比增长超过 190%，并成功对外输出供应链金融服务能力；同时，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、金融 AI、区块链、金融云等五大技术，苏宁金融各项金融科技逐渐落地。2016 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 157.21%，2017 年 1-9 月总体交易规模同比增长 174%，苏宁金融交易规模持续上升，收入、利润稳健增长，2017 年 1~9 月苏宁金融实现营业收入 15.91 亿元（来自金融业务收入为 11.52 亿元），实现净利润 3.71 亿元。

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。2016 年，公司前五名供应商合计占当年采购总金额的比重为 27.37%。

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。随着公司业务规模不断增长，截至 2016 年末公司预付账款余额达 97.51 亿元，较年初上升 45.39%，另截至 2017 年 9 月末，公司预付账款为 94.88 亿元。

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。

此外，公司运用互联网数据营销工具强化门店基础管理，提高门店销售转换，通过实施招商、转租、退租等方式，提高店面质量。2014~2016 年公司可比店面（各年初 1 月 1 日及之前开设的店面）销售收入同比分别下降 3.96%、上升 4.50%和下降 1.33%，店面经营质量不断提升。2017 年 1~9 月公司聚焦门店升级改造，加强门店精细化运营，可比店面（指 2016 年 1 月 1 日及之前开设的云店、常规店和县镇店）销售收入同比增长 4.39%；此外，公司致力于三四级市场发展的苏宁易购直营店有序推进网络布局，并强化经营绩效管控，经营效益稳步提升，可比店面销售收入同比增长 35.27%，店面经营质量提升较快。

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 73.04 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计投资 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 年非公开发行募集资金，总计可解决项目资金 210.85 亿元，剩余资金缺口为 11.55 亿元，公司资本支出压力可控。截至 2017 年 9 月末，公司主要项目已累计投入 61.24 亿元。

表 6：截至 2017 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	87.33	17.36
1、自动化拣选中心建设项目	28.37	25.05	5.44
2、区域配送中心建设项目	31.94	27.28	4.75
3、物流运营业务发展项目	35.13	35.00	7.17
二、苏宁易购云店发展项目	76.48	73.04	7.33
1、租赁店项目	51.44	50.00	3.73
2、改造店项目	12.14	12.14	1.16
3、购置店项目（注）	2.42	2.42	0.55
4、苏宁易购云店品牌推广项目	10.48	8.48	6.78
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	16.98	3.05
1、云计算项目	11.01	11.01	2.25
2、大数据项目	4.91	4.91	0.69
3、智能家居项目	1.07	1.07	0.11
合计	222.40	210.85	61.24

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

总体来看，公司在互联网零售、线上线下具有一定的先发优势，且平台、物流、金融等核心资源的价值在逐步体现，有利于公司盈利能力的提升。但中诚信证评也关注到，公司目前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。

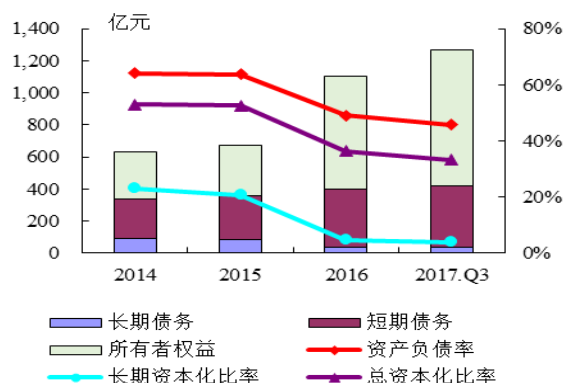
金融业务方面，苏宁金融将坚持以 O2O 融合为特色的金融科技企业定位，聚焦核心业务，夯实智能投顾、智能营销、身份识别和大数据风控等金融科技领域基础工作；将苏宁银行定位为科技驱动的 O2O 银行，着力发展为民营银行差异化经营新标杆；精简产品线，做强拳头产品，同时注重建立面向全用户的差异化服务解决方案的能力。

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 2014~2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年三季度报表。

图 5：2014~2017.Q3 末公司资本结构



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，2014~2016 年末分别为 821.94 亿元、880.76 亿元和 1,371.67 亿元，年均复合增长率为 29.18%。同时，公司负责规模亦相应上升。2014~2016 年末，公司

负债总额分别为 526.57 亿元、561.51 亿元和 672.45 亿元，年均复合增长率为 13.01%。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，2014~2016 年末，公司所有者权益分别为 295.37 亿元、319.25 亿元和 699.22 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，2014~2016 年公司资产负债率分别为 64.06%、63.75%和 49.02%，同期总资本化率分别为 53.07%、52.67%和 36.41%。另截至 2017 年 9 月末公司总资产为 1,560.26 亿元，负债总额为 714.40 亿元，所有者权益为 845.86 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 45.79%和 33.17%。

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，2014~2016 年及 2017 年 9 月末公司流动资产分别 506.47 亿元、567.52 亿元、823.84 亿元及 839.17 亿元，分别占总资产的 61.62%、64.44%、60.06%及 53.78%。流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、预付账款、其他应收款和存货构成。截至 2016 年末，公司货币资金余额为 272.09 亿元，其中受限货币资金占比为 32.18%；预付账款余额为 97.51 亿元，主要系预付部分供应商货款；存货余额为 143.92 亿元，同比增长 2.77%，其中库存商品占比 90.70%，房地产开发成本和开发产品占比 9.02%；此外，公司开展投资理财业务，分别计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他应收款和其他流动资产等，余额分别为 22.29 亿元、40.95 亿元和 205.04 亿元，分别同比增长 228.29%、70.29%和 450.48%。另截至 2017 年 9 月末公司货币资金、预付账款、存货余额分别为 289.39 亿元、94.88 亿元和 176.36 亿元。2017 年 1~9 月公司及子公司合理规划资金使用，开展投资理财业务，依据企业会计准则，相关理财产品变动计入其他应收款、可供出售金融资产、其他流动资产，由此带来相关会计科目的变动，截至 2017 年 9 月末公司其他应收款为 101.95 亿元，较年初上升 148.94%；其他流动资产 57.91 亿元，较年初下降 71.76%。

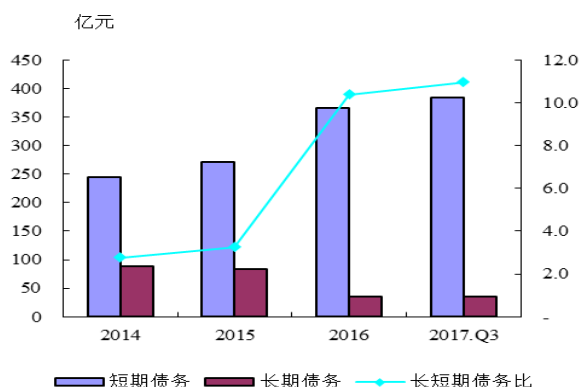
2014~2016 年及 2017 年 9 月末公司非流动资产分别为 315.46 亿元、313.24 亿元、547.84 亿元及

721.09 亿元，分别占总资产的 38.38%、35.56%、39.94%及 46.22%。非流动资产主要由发放贷款及垫款、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 2016 年末，公司发放贷款及垫款¹总额为 42.21 亿元，同比增长 221.81%，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放款规模增加；可供出售金融资产为 253.35 亿元，同比增长 1,279.24%，主要系公司及子公司开展投资理财业务，以及公司认购阿里巴巴新发行股份 2,632 万股所致；投资性房地产和固定资产余额分别为 22.30 亿元和 128.13 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；无形资产余额为 56.85 亿元，主要系公司物流基地、自建店土地使用权。另截至 2017 年 9 月末，公司发放贷款及垫款、可供出售金融资产分别为 91.31 亿元（一年以内的金额为 65.37 亿元，一年以上的金额为 25.94 亿元）和 348.45 亿元，得益于公司持有的阿里巴巴股权公允价值上升，可供出售金融资产较年初上升 37.53%。此外，天天快递纳入公司合并报表范围，其收购后的合并成本与可辨认净资产公允价值份额之间的差额确认为商誉，由此带来商誉较期初增加 454.19%至 23.65 亿元。

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 2016 年末，公司应付账款余额为 124.98 亿元，同比增长 37.96%，主要系在加强预付的同时，公司也合理规划供应链，提高企业运营资金效率。债务规模方面，随着经营规模的不断扩大，公司对资金需求持续增长。2014~2016 年及 2017 年 9 月末，公司总债务分别为 333.96 亿元、355.28 亿元、400.44 亿元及 419.87 亿元。同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.76 倍、3.26 倍、10.38 倍及 10.96 倍，2016 年以来公司长短期债务比上升较快，存在一定的短期偿债压力。

¹ 发放贷款及垫款中期限为一年以内的为 29.32 亿元。

图 6：2014~2017.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于 2016 年非公开发行的实施，公司资产规模和自有资本规模均显著增长，公司财务杠杆比率相应下降，但公司短期债务不断增长，且债务期限以短期债务为主，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，2014~2016 年公司分别实现主营业务收入 1,072.60 亿元、1,338.94 亿元和 1,464.53 亿元。其中，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；但黑色家电产品、安装维修业务等收入呈一定波动趋势。另 2017 年 1~9 月公司实现主营业务收入 1,300.65 亿元，前三季度公司进一步巩固旺销成果，继续实施积极的市场竞争策略，一方面加大广告促销投入，优化服务体验，用户规模增长加快；另一方面，继续巩固家电、3C 产品的优势，新品类发展提速，实现了整体销售规模的较快增长。

毛利率方面，近年来公司主营业务毛利率有所下降，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月分别为 14.31%、13.70%、13.39%及 13.05%，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。

表 7：2014~2017.Q3 公司主营业务毛利率情况

单位：%

	2014	2015	2016	2017.Q3
通讯产品	9.21	7.89	7.04	5.13
小家电等产品	18.49	18.48	18.22	15.80
数码及 IT 产品	5.32	4.72	3.97	1.69
白色电器产品	17.98	17.93	17.72	20.48
黑色电器产品	17.77	17.74	16.91	18.05
空调产品	16.46	16.39	15.98	15.38
安装维修业务	21.61	20.14	14.72	15.66
其他产品（注）	10.55	20.15	72.77	48.21
合计	14.31	13.70	13.39	13.05

注：其他产品收入主要包括开放平台佣金收入以及广告收入、苏宁金融服务业务相关收入、苏宁物流社会化收入以及商业物业销售收入。

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，其中销售费用随营业收入增长而增长，管理费用有所波动，主要系公司在物流、金融、IT 等专业人员的引入，同时加强绩效考核，优化组织所致，2014~2016 年公司期间费用合计分别为 175.28 亿元、210.40 亿元和 218.14 亿元，分别占营业收入的 16.09%、15.52%和 14.68%。2017 年 1~9 月公司期间费用合计 180.58 亿元，占营业收入的比重为 13.69%。

表 8：2014~2017.Q3 公司三费分析

单位：亿元

	2014	2015	2016	2017.Q3
销售费用	141.05	166.45	174.51	142.66
管理费用	33.57	42.91	39.46	35.80
财务费用	0.67	1.04	4.16	2.12
三费合计	175.28	210.40	218.14	180.58
营业总收入	1,089.25	1,355.48	1,485.85	1,318.82
三费收入占比	16.09%	15.52%	14.68%	13.69%

资料来源：公司审计报告，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，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司经营性业务利润分别为-12.45 亿元、-20.60 亿元、-10.59 亿元及-2.27 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。2014~2016 年公司利润总额分别为 9.73 亿元、8.89 亿元和 9.01 亿元，其中投资收益分别为-0.30 亿元、16.55 亿元和 14.45

亿元，2015~2016 年投资收益分别主要来源于处置 PPTV、北京京朝苏宁电器有限公司（以下简称“北京京朝”）子公司产生的投资收益。2014~2016 年，公司分别实现营业外损益 24.32 亿元、14.99 亿元和 8.99 亿元，主要系公司开展创新资产运作模式，固定资产轻资产化所得收益。所有者权益收益率方面，2014~2016 年公司净资产收益率分别为 2.79%、2.37%和 0.71%，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。2017 年 1~9 月公司实现利润总额 8.43 亿元，其中投资收益和营业外损益分别为 7.99 亿元和 2.28 亿元。

总体来看，由于公司实施互联网零售转型，使得公司经营性业务阶段性面临亏损，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，2014~2016 年及 2017 年 9 月末，公司总债务分别为 333.96 亿元、355.28 亿元、400.44 亿元及 419.87 亿元，同期公司长短期债务比分别为 2.76 倍、3.26 倍、10.38 倍及 10.96 倍，公司短期债务占比较高，面临一定的即期偿债压力。

从主要偿债能力指标来看，2014~2016 年公司 EBITDA 分别为 30.80 亿元、38.86 亿元和 32.87 亿元，呈一定波动趋势。同期，总债务/EBITDA 分别为 10.84 倍、9.14 倍和 12.18 倍，EBITDA 利息倍数分别为 5.69 倍、6.84 倍和 4.85 倍，EBITDA 能够对债务利息支出形成较好保障。2017 年 1~9 月公司实现 EBITDA 25.17 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 12.51 倍和 5.37 倍。

现金流方面，2014~2016 年公司经营性活动净现金流分别为-13.81 亿元、17.33 亿元和 38.39 亿元，公司经营性净现金流不断增长主要系公司加强商品供应链管理，存货周转率提高，销售收入不断增长以及北京京朝归还的往来款所致；同期公司经营性净现金流/总债务分别为-0.04 倍、0.05 倍和 0.10 倍，经营性净现金流利息倍数分别为-2.55 倍、3.05 倍和 5.66 倍。2017 年 1~9 月公司经营性活动净现金流净

流出 86.86 亿元，一方面由于公司金融业务发展迅速，小额贷款、保理业务发放贷款规模增加较快；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，同时进一步强化零供合作，公司充分利用资金优势，加强对供应商的资金支持，综合使得当期经营活动净流出规模较大，未来随着销售收入的回笼，经营性现金流将有所改善。

表 9：2014~2017.Q3 公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q3
短期债务（亿元）	245.20	271.93	365.26	384.76
总债务（亿元）	333.96	355.28	400.44	419.87
EBITDA（亿元）	30.80	38.86	32.87	25.17
资产负债率（%）	64.06	63.75	49.02	45.79
总资本化率（%）	53.07	52.67	36.41	33.17
经营净现金流/总债务（X）	-0.04	0.05	0.10	-0.28
总债务/EBITDA（X）	10.84	9.14	12.18	12.51
EBITDA 利息倍数（X）	5.69	6.84	4.85	5.37
经营净现金流/利息支出（X）	-2.55	3.05	5.66	-18.52

注：苏宁易购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 2017 年 9 月末，公司拥有银行授信 480.12 亿元，其中未使用授信额度 249.37 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 2017 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。受益于公司业务规模不断扩大以及非公开发行的实施，公司资产规模保持增长，资本结构较为稳健，同时货币资金较为充裕，且备用流动性充足，能够为其债务本息的偿还提供有力支持。

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；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（第一期）”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（第一期）跟踪评级安排

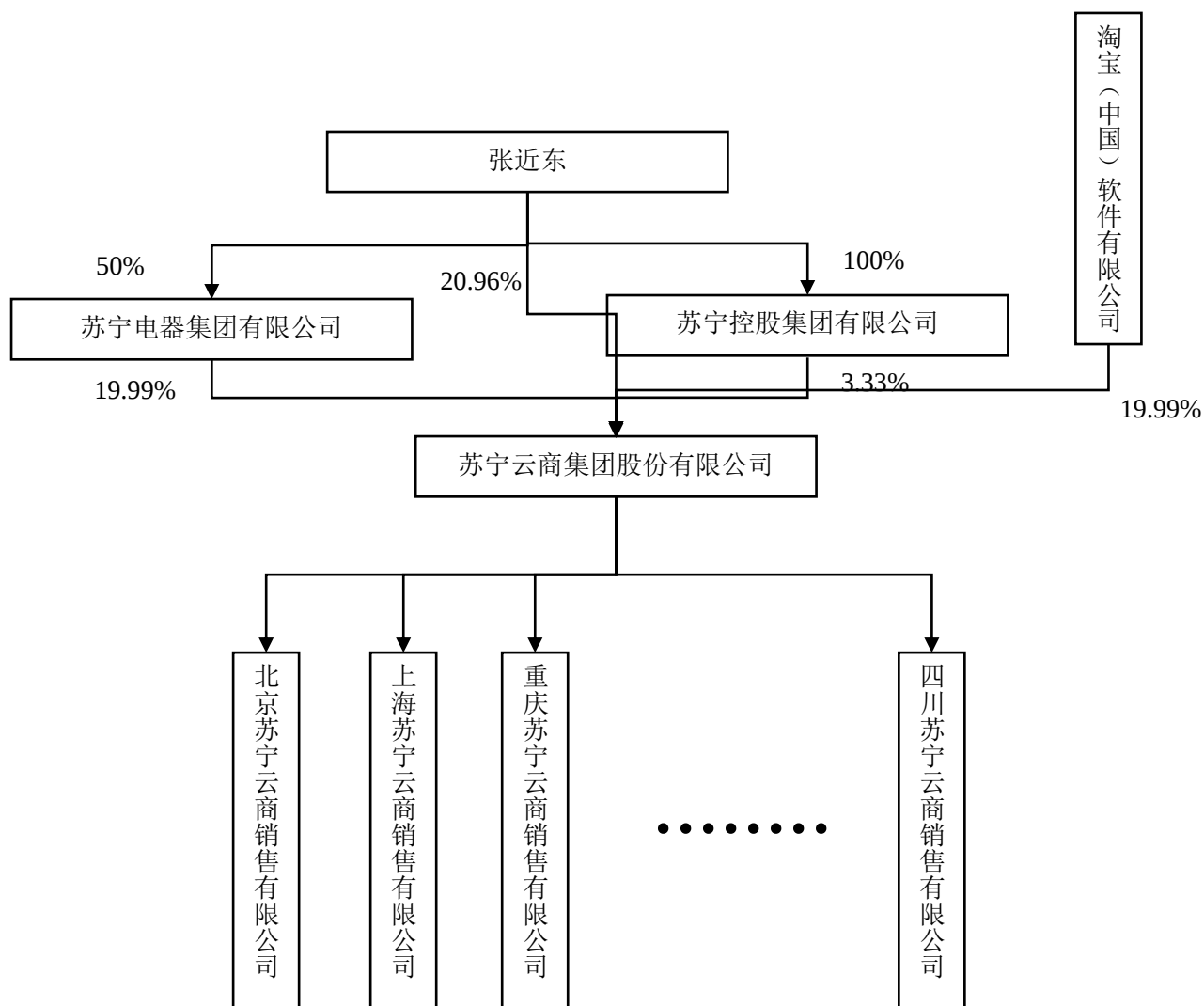
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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。

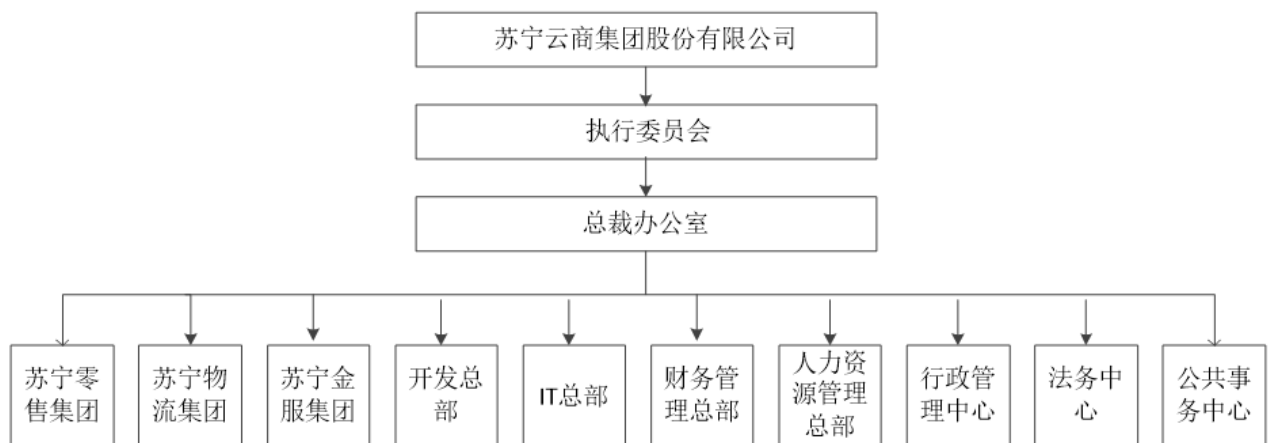
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：苏宁易购集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 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 2017 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）	2014	2015	2016	2017.Q3
货币资金	2,227,446.80	2,711,555.70	2,720,922.90	2,893,856.50
应收账款净额	53,557.90	70,561.70	110,353.10	245,176.10
存货净额	1,603,852.20	1,400,479.70	1,439,229.70	1,763,614.90
流动资产	5,064,741.40	5,675,186.70	8,238,363.50	8,391,717.20
长期投资	289,635.80	205,669.60	2,575,228.60	3,665,264.20
固定资产合计	1,641,512.80	1,679,347.00	1,663,389.00	1,770,462.20
总资产	8,219,372.90	8,807,567.20	13,716,724.10	15,602,597.00
短期债务	2,452,049.60	2,719,277.30	3,652,590.00	3,847,555.40
长期债务	887,539.10	833,501.30	351,802.10	351,181.60
总债务（短期债务+长期债务）	3,339,588.70	3,552,778.60	4,004,392.10	4,198,737.00
总负债	5,265,692.70	5,615,060.60	6,724,526.30	7,144,018.40
所有者权益（含少数股东权益）	2,953,680.20	3,192,506.60	6,992,197.80	8,458,578.60
营业总收入	10,892,529.60	13,554,763.30	14,858,533.10	13,188,226.10
三费前利润	1,628,356.40	1,898,065.50	2,075,433.50	1,783,032.00
投资收益	-2,984.70	165,476.40	144,542.00	79,897.10
净利润	82,403.80	75,773.20	49,323.20	61,042.40
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	308,044.70	388,606.60	328,694.70	251,723.20
经营活动产生现金净流量	-138,141.90	173,333.90	383,923.50	-868,644.50
投资活动产生现金净流量	-200,704.80	-28,618.50	-3,961,252.40	984,053.80
筹资活动产生现金净流量	62,854.40	289,637.50	3,675,806.40	33,435.10
现金及现金等价物净增加额	-282,052.00	452,059.40	108,354.10	131,033.60
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q3
营业毛利率（%）	15.28	14.44	14.36	13.91
所有者权益收益率（%）	2.79	2.37	0.71	0.96
EBITDA/营业总收入（%）	2.83	2.87	2.21	1.91
速动比率（X）	0.82	0.93	1.11	1.02
经营活动净现金/总债务（X）	-0.04	0.05	0.10	-0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.06	0.06	0.11	-0.30
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.55	3.05	5.66	-18.52
EBITDA 利息倍数（X）	5.69	6.84	4.85	5.37
总债务/EBITDA（X）	10.84	9.14	12.18	12.51
资产负债率（%）	64.06	63.75	49.02	45.79
总债务/总资本（%）（总资本化比率）	53.07	52.67	36.41	33.17
长期资本化比率（%）	23.11	20.70	4.79	3.99

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、公司 2014~2016 年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、公司部分数据已年化处理。

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

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。