

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】075号

## 国美电器有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”、“19 国美 01”和“20 国美 01”信用状况进行了跟踪评级。经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”、“19 国美 01”和“20 国美 01”信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二一年六月八日

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与国美电器有限公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年6月8日



## 国美电器有限公司主体及 相关债项2021年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2021/6/8	AA+	谢笑也	罗修

### 债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
16 国美 01	AA+	AA+
16 国美 02	AA+	AA+
16 国美 03	AA+	AA+
18 国美 01	AA+	AA+
19 国美 01	AA+	AA+
20 国美 01	AA+	AA+

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

### 主体概况

国美电器有限公司（以下简称“国美电器”）主要从事家用电器及电子产品销售业务，直接控股股东为中国鹏润管理有限公司（以下简称“鹏润管理”），国美零售控股有限公司（以下简称“国美控股”）持有鹏润管理100.00%的股份，公司实际控制人为黄光裕。

### 评级模型

#### 1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
规模 和市场地位	总资产	20.00	18.56
	营业总收入	15.00	15.00
	多元化	10.00	5.00
盈利能力 和运营效率	毛利率	10.00	6.61
	总资产收益率	10.00	6.46
	存货周转率	5.00	4.08
债务负担 和保障程度	资产负债率	20.00	16.36
	经营现金流流动负债比	10.00	6.83

#### 2.基础模型参考等级

AA+

#### 3.评级调整因素

无调整

#### 4.主体信用等级

AA+

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

### 评级观点

国美电器是国内家电连锁零售业龙头企业，跟踪期内仍保持一定的市场竞争力；控股股东零售基础设施资源为公司零售业务发展奠定基础；公司自有线上平台“真快乐”发展良好，继续加强与拼多多、京东等在线电商平台合作，有利于公司扩大市场份额，增强市场竞争力。同时，公司主营业务受疫情冲击较大，2020年营业收入及利润总额均有所下滑；跟踪期内，以关联方款项为主的其他应收款仍对营运资金占用较多，控股股东国美控股大幅亏损，债务负担很重；公司债务规模持续增长，2021年存在较大集中偿还压力。

综合分析，东方金诚维持国美电器主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，维持“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”、“19 国美 01”和“20 国美 01”的信用等级为AA+。

### 同业比较

项目	国美电器	居然之家控股	广州商贸集团	长春欧亚
资产总额 (亿元)	480.17	613.79	155.17	221.04
所有者权益 (亿元)	169.83	279.87	91.92	53.63
营业总收入 (亿元)	431.32	108.68	113.37	80.02
利润总额 (亿元)	0.51	20.11	4.60	3.48
毛利率 (%)	11.06	38.38	14.76	41.73
总资产收益率 (%)	0.09	2.32	2.38	0.89
资产负债率 (%)	64.63	54.40	40.77	75.74
经营现金流流动负债比 (%)	0.54	14.45	4.21	9.09

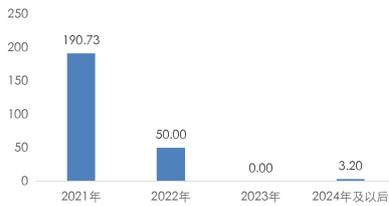
注：以上企业最新主体信用等级均为AA+/稳定，数据来源自企业公开披露的2020年数据，东方金诚整理。

## 主要指标及依据

### 2020年营业总收入构成



### 2020年末债务期限结构 (亿元)



### 主要数据和指标

项目	2018年	2019年	2020年
资产总额(亿元)	454.00	458.78	480.17
所有者权益(亿元)	161.79	168.65	169.83
全部债务(亿元)	207.14	216.04	238.89
营业总收入(亿元)	581.59	594.70	431.32
利润总额(亿元)	5.61	6.82	0.51
经营性净现金流(亿元)	6.54	4.03	1.38
营业利润率(%)	13.31	12.13	10.89
资产负债率(%)	64.36	63.24	64.63
流动比率(%)	152.42	157.39	151.54
EBITDA 利息倍数(倍)	2.55	2.82	1.55
全部债务/EBITDA(倍)	14.13	14.50	22.30

注：表中数据来源于公司2018年~2020年的审计报告。

## 优势

- 国美电器是国内家电连锁零售业龙头企业，门店资源丰富且分布区域广泛，跟踪期内仍保持一定的市场竞争力；
- 控股股东国美控股物流配送体系较为完善，股东的供应链、物流仓储等零售基础设施资源为公司零售业务发展奠定基础；
- 跟踪期内，公司自有线上平台“真快乐”发展良好，继续加强与拼多多、京东等在线电商平台合作向线下门店引流，有利于公司扩大市场份额，增强市场竞争力。

## 关注

- 2020年公司主营业务受疫情冲击较大，营业收入及利润总额均有所下滑；
- 公司货币资金受限规模较大，跟踪期内，以关联方款项为主的其他应收款仍对营运资金占用较多，控股股东国美控股大幅亏损，债务负担很重；
- 跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构仍以短期有息债务为主，2021年存在较大集中偿还压力。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。疫情对公司2020年盈利冲击较大，随着国内疫情得到缓解，在国家经济“内循环”扩内需政策支持下，消费环境逐步改善。叠加公司到家服务较成熟，自有线上平台“真快乐”发展良好，与京东、拼多多等电商平台合作向线下门店引流作用加强。预计2021年公司盈利能力将有所恢复。

## 评级方法及模型

《东方金诚零售企业信用评级方法及模型 (RTFC024202004)》

## 历史评级信息：

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2020/5/27	谢笑也、罗修	《东方金诚零售企业信用评级方法及模型 (RTFC024202004)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA+/稳定	16国美01/AA+	2015/9/30	葛新景、谭亮、姜洋	《工商企业信用评级方法》(2014年5月)	<a href="#">阅读原文</a>

注：自2015年9月30日（首次评级）至2020年5月27日（最新评级），国美电器主体信用等级未发生变化，均为AA+/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级 /评级展望
16 国美 01	2020/5/27	30.00	2016/1/7~2022/1/7	无	-
16 国美 02	2020/5/27	3.00	2016/1/28~2022/1/28	无	-
16 国美 03	2020/5/27	17.00	2016/5/10~2022/5/10	无	-
18 国美 01	2020/5/27	6.00	2018/12/21~2024/12/21	无	-
19 国美 01	2020/5/27	5.00	2019/2/27~2025/2/27	无	-
20 国美 01	2020/5/27	2.00	2020/6/15~2026/6/15	无	-

注：“16 国美 01”附第 3 年末和第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“16 国美 02”、“16 国美 03”和“20 国美 01”均附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“18 国美 01”和“19 国美 01”均附第 2 年末和第 4 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”、“19 国美 01”和“20 国美 01”的跟踪评级安排，东方金诚基于国美电器提供的 2020 年度审计报告以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

国美电器主要从事家用电器及电子产品销售业务，直接控股股东为中国鹏润管理有限公司（以下简称“鹏润管理”），香港联交所上市公司国美零售控股有限公司（曾用名“国美电器控股有限公司”，股票代码“0493.HK”，以下简称“国美控股”）持有鹏润管理 100.00% 的股份，公司实际控制人为自然人黄光裕。

国美电器由北京鹏润投资有限公司（以下简称“鹏润投资”）、黄燕虹于 2003 年 4 月共同出资设立。后经多次增资和股权转让，截至 2020 年末，公司注册资本 10.00 亿元，其中鹏润管理持有公司 70.00% 的股权，为公司直接控股股东，海洋城国际有限公司（英文名称为“Ocean Town In’ t Inc.”，以下简称“海洋城国际”）、宏希投资有限公司（英文名称为“Grand Hope Investment Ltd.”，以下简称“宏希投资”）分别持有国美电器 19.50% 和 10.50% 的股权。国美控股通过下属全资子公司鹏润管理、宏希投资和海洋城国际合计持有公司 100% 的股份，为公司间接控股股东，由于黄光裕家族持有国美控股 50.26% 的股权，公司实际控制人为黄光裕。

公司控股股东为国美控股，在中国经营连锁协会发布的《2019 年中国连锁百强》报告中，国美控股以 1276.46 亿元的销售额位列第二，处于全国领先地位。截至 2020 年末，国美控股总资产为 704.94 亿元，所有者权益为 12.68 亿元，资产负债率为 98.20%；2020 年，国美控股营业收入为 441.19 亿元，除税前利润为-71.69 亿元。

国美电器主营家用电器与电子产品销售业务，主要经营产品种类涵盖冰箱、空调、洗衣机等家电产品和手机、电脑等数码产品。截至 2020 年末，公司共计拥有各类门店 2039 家，门店覆盖国内 280 个地级市以上城市，品牌知名度高，是国内家电连锁零售业龙头企业，具有很强的市场竞争力。

截至 2020 年末，国美电器（合并）资产总额为 480.17 亿元，所有者权益为 169.83 亿元，资产负债率为 64.63%；公司纳入合并范围内直接控股子公司 15 家，较 2019 年末新增 1 家。2020 年，公司实现营业收入 431.32 亿元，利润总额为 0.51 亿元。

## 相关债项本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2861 号文核准，公司于 2016 年 1 月、5 月发行国美电器有限公司 2016 年公司债券，其中第一期债券发行金额为 30 亿元，第二期债券发行金额为 3 亿元，第三期债券发行金额为 17 亿元，债券简称分别为“16 国美 01”、“16 国美 02”和“16 国美 03”，发行时票面利率分别为 4.00%、4.00%和 4.50%，起息日分别为 2016 年 1 月 7 日、2016

年1月28日和2016年5月10日,到期日分别为2022年1月7日、2022年1月28日和2022年5月10日,“16国美01”<sup>1</sup>附第3年末和第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权;“16国美02”和“16国美03”附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权,按年付息,到期一次还本。2018年1月7日、2018年1月28日和2018年5月10日,公司将“16国美01”、“16国美02”和“16国美03”票面利率均上调为7.60%。

经中国证监会证监许可[2018]1216号文核准,公司分别于2018年12月、2019年2月及2020年6月发行国美电器有限公司2018年公司债券(第一期)、2019年公司债券(第一期)和2020年公开发行公司债券(第一期),其中2018年公司债券(第一期)发行金额为6亿元,2019年公司债券(第一期)发行金额为5亿元,2020年公开发行公司债券(第一期)发行金额为2亿元,债券简称分别为“18国美01”、“19国美01”和“20国美01”,“18国美01”和“19国美01”票面利率均为7.80%，“20国美01”票面利率为7.00%，起息日分别为2018年12月21日、2019年2月27日和2020年6月15日,到期日分别为2024年12月21日、2025年2月27日和2026年6月15日,“18国美01”和“19国美01”均附第2年末和第4年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权,按年付息,到期一次还本。“20国美01”附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权,按年付息,到期一次还本。

截至本报告出具日,“16国美01”、“16国美02”、“16国美03”、“18国美01”、“19国美01”和“20国美01”所募集资金扣除发行费用后已全部按照约定用于补充流动资金。

截至本报告出具日,公司已按期支付“16国美01”2016年1月7日至2021年1月7日、“16国美02”2016年1月28日至2021年1月28日、“16国美03”2016年5月10日至2021年5月10日、“18国美01”2018年12月21日至2020年12月21日和“19国美01”2019年2月27日至2021年2月27日期间的利息,“20国美01”尚未到首个付息日。相关债券回售方面,“18国美01”于2020年12月21日回售本金4.98亿元;“19国美01”于2021年3月1日回售本金4.84亿元。

## 宏观经济和政策环境

### 在低基数和经济修复作用下,2021年一季度GDP增速大幅冲高,短期内物价呈抬头之势

一季度GDP同比增速达到18.3%,两年复合增速为5.0%,整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头,但距疫情前6.0%的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善,原有的“生产强、消费弱”局面有所改观,商品和服务消费加速,而工业生产已过修复高峰点,其中3月出现明显减速迹象。另外,疫情受到稳定控制后,一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度GDP增速将回落至8.0%左右,两年复合增长率则升至5.5%,消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是,受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响,3月PPI同比达到4.4%,CPI同比转正上行。我们判断,二季度物价将延续较快上涨势头。不过,考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大,本轮物价上涨或仅为短期现象。

### 二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧,货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局,

<sup>1</sup> 2019年1月25日,公司发布《国美电器有限公司公开发行2016年公司债券(第一期)2018年第一次债券持有人会议决议公告》,称将“16国美01”债券期限由6(3+3)更改为6(3+2+1)。

## 今年财政政策力度温和下调

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2和社融增速在3月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调1到2个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

## 行业分析

公司主营家用电器与电子产品销售业务，归属于零售行业。

### 零售行业

**2020年受新冠肺炎疫情影响，全国社会消费品零售总额出现负增长，预计2021年经济“内循环”扩内需，推动高端消费回流，利好国内消费市场持续回暖**

2020年，全国社会消费品零售总额为39.20万亿元，累计同比增速为-3.90%，受新冠肺炎疫情影响，增速同比大幅下滑11.90个百分点，从边际增速上看，社零总额增速于8月转正并逐步回暖。同期，限额以上企业消费品零售总额14.33万亿元，同比增速-1.90%，增速同比减少5.80个百分点。2020年3月，国家发改委等23部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出大力优化国内市场供给、重点推进文旅休闲消费提质升级等实施意见。同年5月，两会期间，提出“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，推动高端消费回流，扩大内需，有利于国内消费持续回暖。2021年1月，商务部等12部门联合印发《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》，进一步促进汽车、家电家具家装、餐饮等消费回升和潜力释放。2021年一季度，全国社会消费品零售总额为10.52万亿元，累计同比增速为33.90%，受2020年一季度低基数影响，同比大幅增长。预计2021年经济“内循环”扩内需，推动高端消费回流，利好国内消费市场持续回暖。

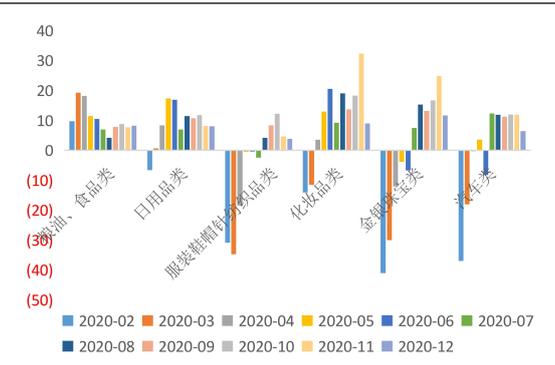
从细分品类商品零售额来看，占限额以上企业商品零售总额比重最高的主要为汽车类，粮油食品、饮料烟酒类、石油及制品类和服装鞋帽、针、纺织品类等。2020年，必选消费品表现出较强韧性，疫情对服装、金银珠宝、汽车等可选消费品冲击较大。疫情缓解后，粮油、食品等必需品增速有所放缓，化妆品类、金银珠宝类、汽车类等品类反弹明显，服装纺织类逐渐加速复苏。

图表1 我国社零总额及同比增速变动情况  
(单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

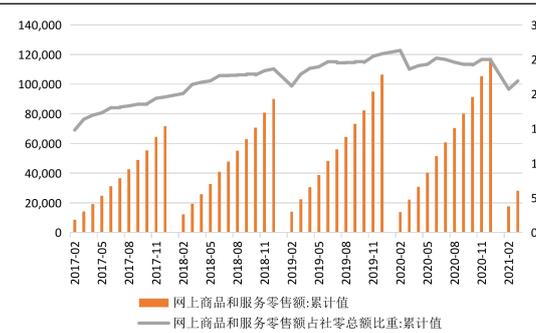
图表2 细分品类商品零售额同比增速 (单位: %)



2020年,受疫情影响,网上商品和服务零售额同比增速下滑明显,但仍显著高于社零整体增速,疫情使得零售行业向线上转型加速,预计2021年网络零售渗透率将进一步上升

随着网络零售规模基数增大和获客成本的上升,网上商品和服务零售额同比增速总体持续波动下降。2020年,网上商品和服务零售额增速下降明显,同比增速10.90%,同比减少5.60个百分点,但仍远高于社零增速。网上商品和服务零售额占社零总额的比例为24.90%。2021年1月,商务部办公厅印发《商场、超市疫情防控技术指南》等4个防控指南,倡导商超实行线上线下结合的方式进行消费,鼓励商场、超市、农贸市场提供网订店送、无接触交易等便民服务,防范纾解购物可能导致的人群聚集。疫情促使居民消费习惯向线上转移,促进线上直播电商等新业态快速发展,推动后疫情时代,零售业线上线下融合持续加速。

图表3 网上商品和服务零售额变化情况 (单位: 亿元、%)



图表4 网上商品和服务零售额同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

零售行业多业态竞争格局日益明显,与实体零售相比,网络零售集中度较高,竞争格局稳定,新冠肺炎疫情影响下,线上线下融合良好的新零售企业竞争优势凸显,加速行业洗牌

我国零售行业市场集中度偏低,行业多业态竞争格局日益明显,且其分布具有很强的区域性。根据中国连锁经营协会数据,从实体零售角度来看,2019年零售行业百强企业门店总数14.4万个,同比增长5.9%,其中便利店增幅明显,连锁百强企业便利店门店数量增速为16.5%;另外,超市业态中增长最快的是社区超市,销售额和门店增幅分别达到16.5%和16.9%。连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的6.3%,较2018年持平,行业集中度仍偏低,市场

竞争较为激烈。

目前，零售百货在经济较为发达的沿海省份分布密度较高，内陆省份相对较少，且零售企业区域性较强，尚未形成在全国范围层次规模、销售额等方面占绝对优势的全国性实体零售企业。

与实体零售相比，网络零售集中度较高，行业格局基本稳定。根据智研咨询发布的《2020-2026年中国网络零售行业市场发展规划及营销渠道分析报告》数据显示，2019年网络零售B2C市场（包括开放平台式与自营销售式，不含品牌电商），以GMV统计，排名前三位分别为：天猫50.1%、京东26.51%、拼多多12.8%；排名第四至八位分别为：苏宁易购3.04%、唯品会1.88%、国美零售1.73%、云集0.45%、蘑菇街0.24%。新冠肺炎疫情推动零售企业线上线下加速融合，使得线上线下融合良好的新零售企业竞争优势凸显，加速行业洗牌。

图表5 2019年我国连锁百强前十名情况（单位：亿元、%、个）

序号	企业名称	销售金额 (含税)	销售增长率	门店总数	门店增长率
1	苏宁易购集团股份有限公司	3787.40	12.50	8216	-25.70
2	国美零售控股有限公司	1276.46	-7.60	2602	22.60
3	红星美凯龙家居集团股份有限公司	1256.33	12.60	428	19.20
4	高鑫零售有限公司	1018.68	0.50	486	0.40
5	华润万家有限公司	951.00	-6.10	3234	1.30
6	永辉超市股份有限公司	931.50	21.30	1440	12.90
7	沃尔玛(中国)投资有限公司	822.80	3.80	442	0.20
8	居然之家新零售集团股份有限公司	811.10	14.20	355	24.60
9	中石化易捷销售有限公司	700.00	12.90	27600	1.50
10	重庆商社(集团)有限公司	604.21	-10.70	373	-9.70

资料来源：中国连锁经营协会，东方金诚整理

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内，公司收入及毛利润仍主要来源于家用电器及电子产品销售业务，受疫情冲击较大，均有一定程度下降

2020年，国美电器仍是国内家电连锁零售的龙头企业，经营业务仍主要为家用电器及电子产品销售业务，家用电器及电子产品销售业务占营业收入的比重为98.92%。因受疫情冲击较大，该业务收入同比下降27.64%。公司其他业务收入主要为供应商支付的促销费、广告费等收入，2020年占比仍较小。

跟踪期内，家用电器及电子产品销售业务仍为国美电器主要毛利润来源。2020年以来，公司持续优化调整直营门店布局，以毛利率相对较低的加盟店模式扩张，综合毛利率有所下降，叠加收入受疫情因素而下降影响，2020年毛利润和综合毛利率分别同比下降35.01%和1.29个百分点。总体看，2020年公司盈利受疫情影响而下降，但随着国内疫情逐渐得到控制，预计

2021 年公司业绩将逐渐恢复。

图表 6 公司营业总收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
家用电器及电子产品销售业务	576.09	99.05	589.63	99.15	426.68	98.92
其他业务	5.50	0.95	5.07	0.85	4.64	1.08
<b>合计</b>	<b>581.59</b>	<b>100.00</b>	<b>594.70</b>	<b>100.00</b>	<b>431.32</b>	<b>100.00</b>
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
家用电器及电子产品销售业务	73.48	12.76	68.58	11.63	43.21	10.13
其他业务	5.46	99.33	4.85	95.69	4.51	97.21
<b>合计</b>	<b>78.95</b>	<b>13.57</b>	<b>73.43</b>	<b>12.35</b>	<b>47.72</b>	<b>11.06</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 家用电器及电子产品销售业务

家用电器及电子产品销售业务是公司的核心业务，主要由公司本部及设在北京、上海、重庆、广州、深圳等地的销售子公司运营。

**国美电器是国内家电连锁零售业龙头企业，门店资源丰富且分布区域广泛，跟踪期内仍保持一定的市场竞争力**

作为国内家电连锁零售的龙头企业，国美电器在跟踪期内仍保持一定的市场竞争力。在中国经营连锁协会发布的《2019 年中国连锁百强》报告中，国美控股销售额位列第二，是国内家电连锁龙头企业，销售额处于全国领先地位。截至 2020 年末，公司共计拥有各类门店 2039 家，其中直营店 946 家，加盟店 1093 家，门店覆盖国内 280 个地级市以上城市，品牌知名度高。

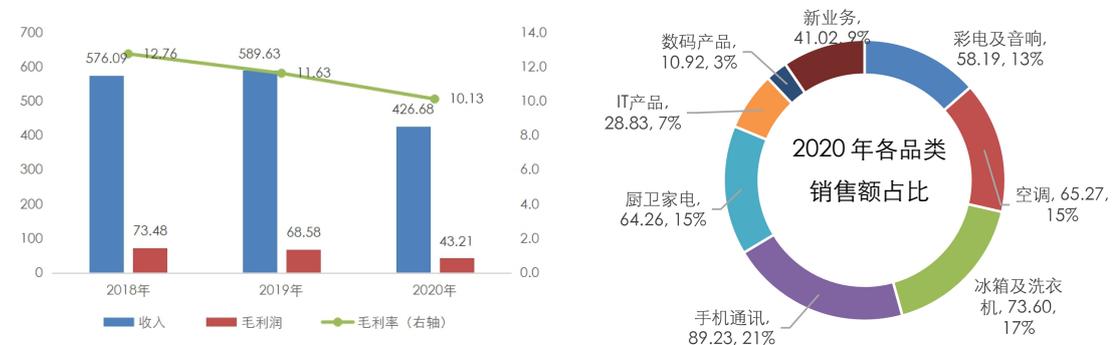
国美电器的经营模式是以实体门店为支撑的经销模式为主，以代销、联营模式为辅，经销占比在 80% 以上。经销模式下，公司先行确认存货，负责送货安装，若 3~6 个月未实现销售，公司有权向供货商退货或者更换新款商品；代销模式下，公司只负责在门店摆放样机，不确认存货，送货安装均由供货商负责，收入为销售商品后向委托方收取的手续费；联营模式指公司与物美等商超合作开设店中店，合作商超以销售流水倒扣 2.5% 的方式与公司结算货款。

**2020 年，公司家用电器及电子产品销售业务受疫情冲击较大，收入及毛利润出现下降，随疫情缓解，预计 2021 年盈利将逐步恢复**

2020 年，以大家电为主的 商品结构使得公司家用电器及电子产品销售业务受疫情冲击较大，公司家用电器及电子产品销售业务收入及毛利润同比下降。公司货品仍主要为彩电及音响、空调、冰箱及洗衣机、手机通讯、厨卫家电、IT 产品及数码产品等。2018 年以来，公司实施“家·生活”战略，对现有门店进行改造，在门店中嵌入国美家装、国美动漫、厨空间、玩具和网咖等零售周边业务（下表统称“新业务”），其中，国美家装以引入的第三方家装公司联营为主，以国美家装自有品牌自营为辅，目前仍在初步发展阶段。2020 年公司新业务收入为 41.02 亿元，在其他品类受疫情冲击较大的情况下，同比下降幅度较小。未来公司将继续推进“家·生活”战略，围绕“家·生活”构建线上平台、线下平台、物流平台、大数据&云平台、共享共建平

台六大平台，以“家”为核心，努力实现从家电零售商向“家·生活”整体方案提供商、服务解决商和供应链输出商转型。随着疫情缓解，预计2021年公司家用电器及电子产品销售业务盈利能力将逐步恢复。

图表7 近年公司家用电器及电子产品销售业务收入、收入构成及盈利情况（单位：亿元、%）



产品分类	2018年		2019年		2020年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
彩电及音响	91.31	14.19	88.73	13.02	58.19	13.00
空调	105.22	14.51	108.39	13.50	65.27	13.94
冰箱及洗衣机	109.87	14.49	107.83	13.52	73.60	15.41
手机通讯	106.86	10.06	102.46	8.56	89.23	3.11
厨卫家电	85.80	17.87	87.60	16.09	64.26	16.21
IT产品	40.53	7.23	41.66	6.08	28.83	2.62
数码产品	14.67	8.04	15.28	7.12	10.92	2.51
新业务	27.33	16.72	42.74	14.47	41.02	13.39
合计	581.59	13.57	594.70	12.35	431.32	11.06

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司门店资源丰富、分布区域广泛，跟踪期内，销售渠道继续下沉，优化门店区域布局，因疫情对公司收入端造成较大冲击，公司经营平效有所下降

从市场类型来看，公司门店分为一级市场和二级市场两类，一级市场指副省级以上城市市场，二级市场指三、四线城市市场。近年来公司重点布局三、四线下沉市场，优化一级市场门店结构，一级市场门店占比逐年下降，渠道逐渐下沉。截至2020年末，公司已进入280个地级以上城市<sup>2</sup>，一级市场和二级市场门店数量<sup>3</sup>分别为451家和1588家，门店数量仍处于全国领先地位。

<sup>2</sup> 根据《中国统计年鉴2020》，截至2019年末，中国共有地级行政区划333个，地级市293个。

<sup>3</sup> 包含直营店和加盟店。

图8 公司门店区域分布情况<sup>4</sup> (单位: 家、%)



图9 公司直营门店类型构成情况(单位: 家)



项目	2018年	2019年	2020年
直营门店数量 (家)	1237	1146	946
经营面积 (万平方米)	339.87	321.72	262.76
经营平效 (元/平方米)	17112.13	18485.02	16414.98

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司门店运营模式主要分为直营和加盟两种模式。2019年以来, 加盟模式成为公司拓展门店的主要模式, 2020年末公司加盟店占比由2019年末的27.15%上升至53.06%。直营店方面, 公司据门店面积将门店类型划分为旗舰店、标准店和畅品店三类<sup>5</sup>, 公司以旗舰店为核心, 通过设立综合服务专区、直销区、体验区等方式丰富门店功能, 加强客户体验, 由此带动周边标准店及畅品店销售。公司直营门店以租赁经营为主, 房租价格的波动增加了公司成本控制难度。加盟店模式下, 日常运营及人员等费用由加盟商自行承担, 公司以自有渠道向加盟店集中供货, 存货由公司承担。加盟店对外的销售, 公司按销售额计入收入, 计算应返还给加盟店的扣点(约为销售价格的4%)再以销售折扣与折让方式入账, 商品销售成本按照进货成本核算。公司未来仍将主要以加盟店模式扩张, 加盟店模式有利于公司快速抢占下沉市场, 但对公司品牌管理提出更高要求。

2020年, 公司对门店继续进行调整, 对于一些不符合公司连锁发展规划标准的各类门店予以关停, 并增加三、四线城市下沉市场加盟店, 2020年各类直营店数量较上年均有所下降。截至2020年末, 公司共有直营店946家, 加盟店1093家, 其中2020年新增加加盟店666家。但因疫情对公司收入端造成较大冲击, 2020年公司直营门店经营平效出现下降。随着疫情缓解, 公司持续优化门店布局, 预计2021年公司收入端将有所恢复, 带动平效回升。

**公司持续推进网络与实体零售端的融合, 跟踪期内, 公司自有线上平台“真快乐”发展良好, 加强与拼多多、京东等在线电商平台合作的方式向线下门店引流, 有利于公司扩大市场份额, 增强市场竞争力**

线上业务方面, 公司持续推进网络与实体零售端的融合, 线上向线下门店引流, 线下门店向线上赋能。2020年, 公司已完成“家·生活”第一阶段的战略基础建设, 并开展第二阶段的精细深化部署, 形成以线上为主, 线上及线下双平台加自营/第三方外部供应链的“社交+商务+

<sup>4</sup> 包括加盟店。

<sup>5</sup> 旗舰店的门店面积为3500㎡以上, 标准店的门店面积为2000~3500㎡, 畅品店的门店面积为2000㎡以下。

分享”的国美生态圈。跟踪期内，公司完成整合线上平台“真快乐”平台，根据国美控股2020年年报，截至2020年末，公司已完成线上线下数字化改造升级，构建了线上平台、线下平台的双平台格局，公司所有线下门店均采用“一店一页”的线上线下运作模式，每个线下门店均在“真快乐”上有对应主页，店主在线上自主营销，客户线下体验线上下单，一定程度上弥补了线下经营流量不足的问题，实现了对零售场景的延展。2020年末会员数量已超过2亿人，社群数量接近100万。公司线上平台“真快乐”自2021年1月正式上线以来发展良好，线上GMV方面，2021年1~5月已超过2020年全年，增长明显。月均活跃用户数方面，2021年1~5月“真快乐”月均活跃用户数超出2020年1.6倍。

与其他电商合作方面，继2018年国美旗舰店入驻拼多多之后，2020年3月，国美旗舰店正式入驻京东商城，公司将通过京东平台获得极大的流量入口，并通过国美旗舰店带动公司线下门店销售。2020年4月，国美控股与拼多多正式达成战略合作，拼多多以总计2亿美金的3年期可转换债券方式对国美控股进行战略投资，拼多多可为国美提供下沉市场销售渠道，而国美将“家·生活”供应链、中大件物流网络、服务解决方案等零售基础设施接入拼多多，为其提供更丰富、高质量的商品与服务。2020年5月，京东亦通过认购1亿美金的可转换债券方式对国美控股进行战略投资，双方主要在供应链、物流仓储等零售新基建上展开合作。公司未来将依靠“真快乐”平台以及与拼多多、京东等在线电商平台合作的方式向线下门店引流。总体看，公司网络与实体零售端的融合不断深入，自有线上平台“真快乐”发展良好，并加强与拼多多、京东等在线电商平台合作的方式向线下门店引流，有利于公司扩大市场份额，增强市场竞争力。

**公司物流配送仍由同一控制下关联方安迅科技及安迅物流负责建设及运营，物流配送体系较为完善，股东的供应链、物流仓储等零售基础设施资源为公司零售业务发展奠定基础**

从供应商情况来看，国美电器的供应商主要为家电厂商，2020年，公司前五大供应商占采购总额的比例为49.41%，公司供货商集中度较高。结算货款方面，国美电器总部负责与供应商结算货款，供应商货款的支付由各下属子公司自下而上进行申请，由国美电器总部审核。供应商给予公司14天~1个月不等的账期，80%的货款采用票据结算。苹果产品等部分畅销商品需公司预付货款。

**图表 10 2020 年公司家用电器及电子产品销售业务前五大供应商情况（单位：亿元、%）**

供应商名称	采购金额	采购占比	采购商品种类
北京神州数据供应链服务有限公司	51.92	12.90	数码产品
华为技术有限公司	47.49	11.80	数码产品
青岛海尔股份有限公司	38.36	9.53	冰洗产品
美的集团有限公司	33.73	8.38	冰洗、小家电等
珠海格力电器股份有限公司	27.37	6.80	空调等
<b>合计</b>	<b>198.87</b>	<b>49.41</b>	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

仓储物流服务方面，公司仓储体系仍由同一控制下关联方北京安迅科技有限公司（以下简称“安迅科技”）下属各子公司负责建设和运营。国美电器向安迅科技租赁仓库使用，并向其

支付租赁费用，租赁费用计入运营成本。物流方面，截至2020年末，安迅科技已开设一二级全国干线运输线路1300条，三级区域支线运输线路1500条，覆盖34个省份、700余个地/县级城市、2800余个区县，实现对全国45000余个乡镇四级区域服务。仓储方面，安迅科技已建立遍布全国的四级仓储网络，包括区域中心仓（CDC）、一级仓、二级仓及县域门店仓/县域分拨转运点，总仓储面积300万余平方米，其中已在北京、上海、广州、成都、武汉、沈阳、西安7个枢纽城市设立核心区域中心仓，单仓可覆盖500公里范围，可实现商品跨省销售。目前安迅科技正在积极建设物流配送体系，为公司零售业务的进一步发展奠定较好的基础。预计未来五年，安迅科技在物流基地建设方面支出约每年5~6亿元左右。

运营效率方面，公司供应链平台是通过“招商+自营+定制”的模式，建立全品类大采购平台。公司供应链除在线下平台、线上“真快乐”平台以及第三方平台（京东、拼多多、抖音等）实现销售外，也可以与第三方代运营商家达成合作。疫情对公司供应链效率造成一定影响，2020年，公司存货周转次数同比下降1.79次，存货周转效率有所下降；总资产周转率同比下降0.38次。

图表 11 2018年~2020年公司经营效率指标情况（单位：次）

指标	2018年	2019年	2020年
销售债权周转次数	34.97	30.61	19.06
存货周转次数	5.91	6.65	4.86
总资产周转次数	1.31	1.30	0.92

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 关联方分析

**国美控股及其附属公司的资金均由公司进行统一调拨和使用，公司与关联方之间存在较多资金拆借，2020年国美控股大幅亏损，债务负担很重**

根据国美控股总部对下属子公司、各类分部资金调拨管理授权的内部文件，以及公司的《资金调拨管理制度》，国美控股及其附属公司的资金均由公司进行统一调拨和使用。公司实际承担国美控股体系内资金调拨中心的职能，公司与关联方之间存在拆借资金，且规模较大。公司与关联方资金拆借主要体现在其他应收款及其他应付款科目。2020年末，公司其他应收款66.63亿元，同比增长8.96%，主要为与国美电器零售有限公司、国美在线电子商务有限公司等关联企业的往来款，前五大其他应收款欠款方均为同一控制下关联公司，占比达到42.98%，集中度高。公司其他应付款主要为应付天津盛源鹏达物流有限公司、永乐（中国）电器销售有限公司等关联公司的往来款，2020年末公司其他应付款期末余额为26.70亿元，同比下降12.03%。

受疫情影响，2020年，国美控股营业收入为441.19亿元，同比下降25.83%，叠加国美控股将经营未达预期的物业进行商誉减值，金额约为17.98亿元，除税前利润为-71.69亿元，亏损较2019年大幅扩大170.05%；截至2020年末，国美控股总资产为704.94亿元，受大幅亏损影响，所有者权益为12.68亿元，同比下降84.47%，资产负债率由2019年末的88.64%上升至98.20%，债务负担很重。

## 公司治理、管理与发展战略

跟踪期内，公司在治理结构、内部管理与发展战略等方面无重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2020年合并财务报表。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对2020年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

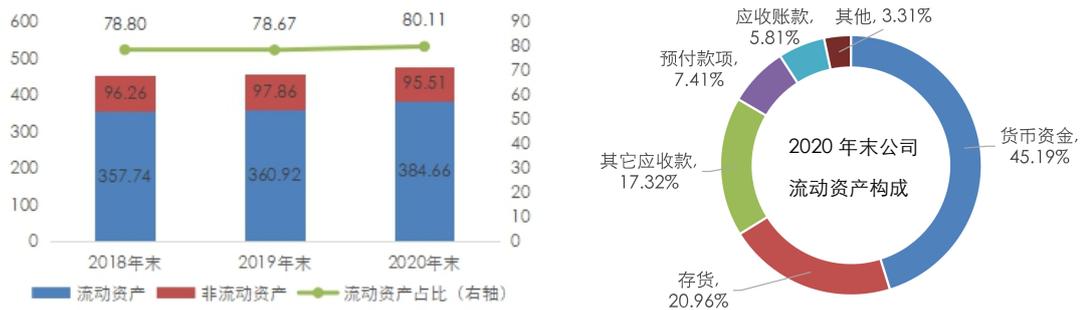
截至2020年末，公司纳入合并范围内直接控股子公司共计15家（详见附件三），较2019年末新增1家国美智能装备制造有限公司。

### 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，且仍以流动资产为主，以关联方款项为主的其他应收款对营运资金占用较多，货币资金受限规模较大，对资产的流动性产生一定影响

2020年末，公司资产规模保持增长，资产结构仍以货币资金、存货、其他应收款等流动资产为主。

图表 12 公司资产构成及质量情况 (单位: 亿元、%)



项目	2018年末	2019年末	2020年末
货币资金	156.57	151.15	173.82
存货	79.50	77.26	80.63
应收账款	16.05	21.56	22.33
其它应收款	59.41	61.15	66.63
预付款项	29.93	32.90	28.50
<b>流动资产合计</b>	<b>357.74</b>	<b>360.92</b>	<b>384.66</b>
商誉	32.02	32.02	32.02
固定资产	24.16	23.29	23.14
其他债权投资	-	13.13	13.13
其他权益工具投资	-	4.87	4.54
长期股权投资	9.80	8.97	8.44
投资性房地产	7.42	7.85	8.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>96.26</b>	<b>97.86</b>	<b>95.51</b>
<b>资产总额</b>	<b>454.00</b>	<b>458.78</b>	<b>480.17</b>

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2020年末, 公司流动资产同比有所增长, 主要由货币资金、存货、其他应收款和预付款项等构成。公司实际承担国美控股体系内资金调拨中心的职能, 因此公司货币资金规模较大。2020年末, 公司货币资金同比增长 14.99%, 主要系新增借款所致。主要由银行存款以及使用受限制的其他货币资金构成, 公司银行存款以及使用受限制的其他货币资金分别为 85.00 亿元和 88.76 亿元, 分别占比 48.90%和 51.07%, 受限货币资金规模较大, 主要为银行承兑汇票、内保外贷及信用证保证金等; 存货主要为公司家用电器及电子产品销售业务经销模式下形成的库存商品, 2020年受疫情影响, 公司增加库存以保证供应, 存货规模小幅增长, 周转效率有所下降, 2020年末, 公司存货账面价值为 80.63 亿元, 同比增加 4.36%, 存货周转率 4.86 次, 同比下降 1.79 次。公司其他应收款主要为与国美电器零售有限公司、国美在线电子商务有限公司等关联企业的往来款, 公司未对其他应收账款提取坏账准备。2020年末, 公司其他应收款同比增长 8.96%, 前五大其他应收款欠款方均为同一控制下关联公司, 占比达到 42.98%, 集中度高。从账龄结构来看, 账龄在 3 个月以内的其他应收款占比 69.51%, 3 个月到 1 年的占比 12.18%, 1 年以上的占比 18.31%。公司其他应收款规模仍较大, 主要为同一控制下关联方往来款, 占用较多营运资金, 对资产的流动性产生一定影响。公司预付账款主要为经销模式预付给供应商的货款, 2020年末, 预付账款同比下降 13.38%, 账龄主要集中在 1 年以内, 占比 98.36%。公司应收账款主

要为对国美在线等关联方销售货物形成的应收账款，截至 2020 年末，公司应收账款账面价值为 22.33 亿元，同比增长 3.59%，账龄在 3 个月内的占比 73.17%，3 个月至 1 年的占比 20.20%，1 年以上的占比 6.63%。2020 年末，公司交易性金融资产主要为公司持有的北京中关村科技发展（控股）股份有限公司股票 3.82 亿。

2020 年末，公司非流动资产同比下降 2.40%，主要由商誉、固定资产、其他债权投资、长期股权投资及投资性房地产等构成。2020 年末，公司商誉仍主要由收购北京市大中家用电器连锁销售有限公司产生的 31.30 亿元商誉等构成，与 2019 年末持平，未计提商誉减值准备。公司固定资产主要由北京鹏泽置业持有，其中房屋及建筑物占比 95%以上，以自有门店为主，规模相对稳定。截至 2020 年末，公司固定资产账面价值为 23.14 亿元，同比下降 0.65%。公司其他债权投资主要为信托产品，较 2019 年末无变化。同期末，公司固定资产使用受到限制的部分账面价值为 12.37 亿元，占固定资产账面价值比重为 53.45%，用于抵押融资。公司长期股权投资为主要来自对永乐（中国）电器销售有限公司、国美通讯（浙江）有限公司等企业的股权投资，受被投资方业绩亏损影响，2020 年末公司长期股权投资同比下降 5.86%。公司投资性房地产主要为自持物业中用于出租收取租金的部分，以公允价值计量，账面价值稳定增长，截至 2020 年末，公司投资性房地产账面价值 8.00 亿元，同比增长 1.99%。

从资产受限情况来看，截至 2020 年末，公司受限资产主要包括货币资金、固定资产和其他权益工具投资等科目中使用受到限制的部分，期末余额合计为 103.47 亿元，占总资产比重为 21.55%，占净资产比重 60.92%。受限原因主要为用于保证金、抵押融资等。公司受限资产规模仍较大，流动性受到一定影响。

图表 13 2020 年末公司受限资产构成（单位：亿元、%）

科目	受限资产账面价值	占科目账面价值比重	受限原因
货币资金	88.76	51.07	保证金
固定资产	12.37	53.45	抵押融资
其他权益工具投资	2.34	51.58	抵押融资
合计	103.47	51.35	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 资本结构

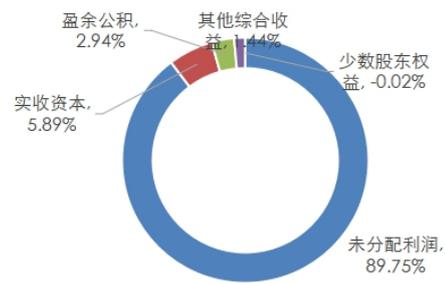
### 受益于经营积累，跟踪期内，公司所有者权益保持增长，其中未分配利润占比仍较高

2020 年末，公司所有者权益保持增长，主要来自未分配利润的增长。同期末，公司所有者权益主要由未分配利润、实收资本和盈余公积构成，其中未分配利润占比达到 89.75%，占比高，若未来出现较大规模分红，将对公司所有者权益结构的稳定性产生影响。

图表 14 公司所有者权益结构情况 (单位: 亿元)



图表 15 2020 年末所有者权益构成



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
实收资本	10.00	10.00	10.00
盈余公积	5.00	5.00	5.00
未分配利润	145.58	151.97	152.42
其他综合收益	1.23	1.70	2.44
<b>归属母公司所有者权益</b>	<b>161.82</b>	<b>168.68</b>	<b>169.87</b>
少数股东权益	-0.03	-0.03	-0.03
<b>所有者权益</b>	<b>161.79</b>	<b>168.65</b>	<b>169.83</b>

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司债务规模持续增长, 债务结构仍以短期有息债务为主, 2021 年存在较大集中偿还压力, 对外担保金额较大

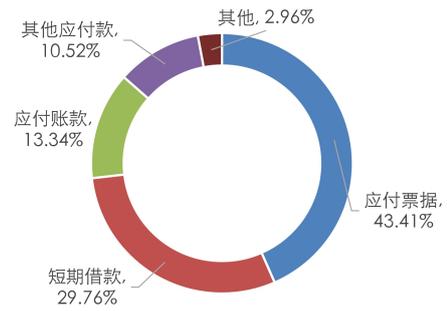
2020 年末, 公司总负债为 310.34 亿元, 受短期借款增加影响, 同比增长 6.96%, 负债结构仍以流动负债为主。

2020 年末, 公司流动负债同比增加 10.69%。流动负债以应付票据、短期借款、应付账款以及其他应付款等为主。受公司经营规模扩大, 日常营运资金需求上升影响, 公司短期借款规模快速增长; 2020 年末, 公司短期借款由保证借款、质押借款及信用借款构成, 占比分别为 66.85%、20.13%和 13.02%, 主要用于补充营运资金, 融资成本为 2.05%~7.00%; 公司将应付票据贴现重分类为短期借款(保证借款), 短期借款中应付票据贴现和银行借款分别为 37.16 亿元和 14.75 亿元。公司应付票据全部为银行承兑汇票, 2020 年末应付票据期末余额同比增长 8.83%; 应付账款主要为应付货款, 2020 年末同比下降 3.94%; 公司其他应付款主要为应付天津盛源鹏达物流有限公司、永乐(中国)电器销售有限公司等关联公司的往来款, 2020 年末公司其他应付款期末余额为 26.70 亿元, 同比下降 12.03%。

图表 16 公司负债规模情况 (单位: 亿元)



图表 17 2020 年末公司流动负债构成 (亿元)



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期借款	42.41	57.04	75.55
应付票据	109.75	101.24	110.18
应付账款	36.98	35.26	33.87
其他应付款	38.88	30.35	26.70
<b>流动负债</b>	<b>234.72</b>	<b>229.31</b>	<b>253.83</b>
长期借款	-	3.00	-
应付债券	54.98	54.75	53.16
<b>非流动负债</b>	<b>57.50</b>	<b>60.82</b>	<b>56.51</b>
<b>总负债</b>	<b>292.22</b>	<b>290.13</b>	<b>310.34</b>

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2020 年末, 公司非流动负债同比下降 7.09%, 非流动负债主要为应付债券。2020 年末, 公司应付债券期末余额 53.16 亿元, 涉及存续债券合计 5 只, 债券余额 58.02 亿元, 规模较大, 其中, “18 国美 01” 和 “19 国美 01” 于 2021 年 1 月和 2021 年 2 月完成回售 4.98 亿元和 4.94 亿元。

图表 18 2020 年末公司应付债券明细 (单位: 亿元)

债券简称	债券余额	票面利率	债券期限	起息日	下一回售日 (到期日)
16 国美 01	30.00	7.60	3+2+1	2016-01-07	2021-01-07
16 国美 02	3.00	7.60	3+3	2016-01-28	2022-01-28
16 国美 03	17.00	7.60	3+3	2016-05-10	2022-05-10
18 国美 01	1.02	7.80	2+2+2	2018-12-21	2020-12-21
19 国美 01	5.00	7.80	2+2+2	2019-02-27	2021-02-27
20 国美 01	2.00	7.00	3+3	2020-06-15	2023-06-15
<b>合计</b>	<b>58.02<sup>6</sup></b>	-	-	-	-

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

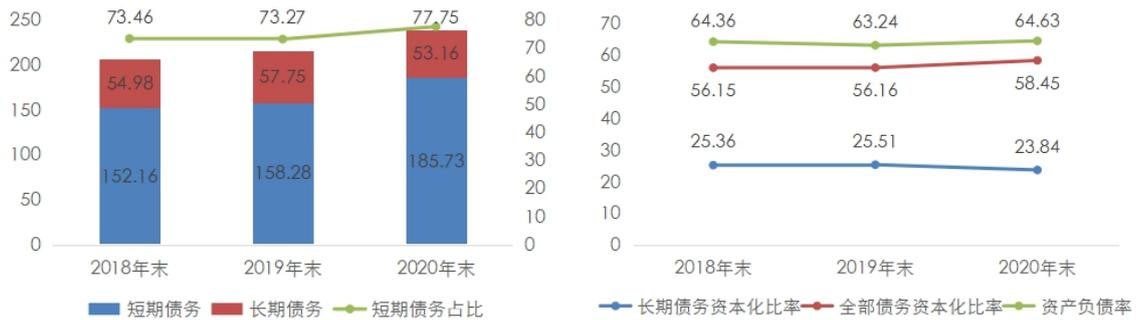
2020 年末, 公司全部债务为 238.89 亿元, 同比增长 10.58%, 其中短期有息债务持续增加, 同期的长期有息债务有所下降。2020 年末, 短期有息债务和长期有息债务占比分别为 77.75% 和 22.25%, 债务结构仍以短期有息债务为主。同期末, 全部有息债务中, 从融资结构和融资成本来看, 公司借款 75.55 亿元, 平均融资成本约为 5.63%; 信用债 58.02 亿元, 平均融资成本

<sup>6</sup> 与应付债券科目差额主要为投资人于 2019 年 5 月 10 日回售 “16 国美 03” 5.44 亿元, 公司通过私募股权基金持有该部分债券, 审计机构认为该部分债券实际由公司持有, 根据会计准则, 未计入应付债券科目。

约为 7.36%。同期末，公司资产负债率略有下降，长期债务资本化率以及全部债务资本化率略有增长，公司债务负担变化不大。未来公司主要以加盟店形式扩张，门店支出将由加盟店自身承担，公司资本性支出需求减少，但由于加盟店销售产品由公司统一供货，公司日常备货产生的营运资金需求将进一步增加，短期债务融资需求或将进一步上升，短期债务压力将有所加重。

从债务期限结构上看，以公司 2020 年末有息债务为基础，公司债务主要集中于 2021 年到期，到期债务规模合计 190.73 亿元，短期内存在较大集中偿还压力。

图表 19 2018 年~2020 年末公司债务负担情况（单位：亿元、%）



图表 20 截至 2020 年末公司有息债务期限结构情况<sup>7</sup>（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后	合计
短期借款	75.55	-	-	-	75.55
应付票据	110.18	-	-	-	110.18
应付债券	5.00	50.00	-	3.20	58.20
合计	190.73	50.00	-	3.20	243.93

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 32.43 亿元，全部为公司为关联单位提供的信用担保（见附件四）。公司对外担保金额较大，占期末净资产的比例为 19.10%，若关联方没有按时履行付款责任，公司将面临一定的或有负债风险。

### 盈利能力

2020 年，因新冠肺炎疫情冲击，公司营业收入同比下降，受低价策略、加盟店占比上升等因素影响，公司营业利润率进一步下降，随着疫情缓解，公司线上向线下引流能力增强，预计 2021 年，公司盈利能力将有所恢复

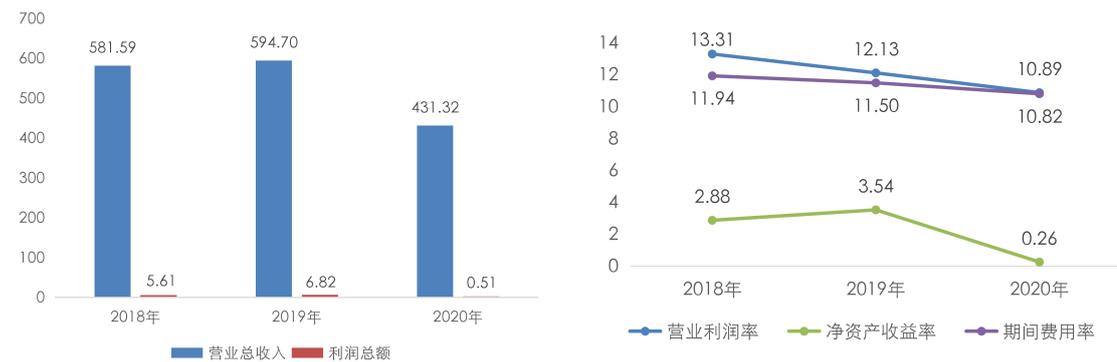
2020 年，因新冠肺炎疫情冲击，公司营业收入同比下降 27.47%。受公司坚持低价策略以及加盟店占比上升影响，营业利润率为 10.89%，同比下降 1.24 个百分点。公司期间费用仍以销售费用为主，期间费用率继续下降，主要受公司关停部分门店，以加盟店模式扩张影响，租金、销售人员人工相关费用下降带动销售费用减少，管理人员人工相关费用、办公场所租金下降带动管理费用减少，期间费用整体下行。但由于短期债务增加，2020 年公司财务费用有所增

<sup>7</sup> 应付债券金额以债券本金计算，到期时间以下一行权时间计算。

长。公司利润总额规模受非经常性损益影响较大，2020年公司交易性金融资产公允价值变动损失1.42亿元。同期，公司总资本收益率、总资产收益率以及净资产收益率均同比有所下降。

外部环境方面，随着国内疫情得到缓解，在国家经济“内循环”扩内需政策支持下，消费环境逐步改善。自身发展方面，公司加速下沉市场门店布局，依托控股股东完善的物流配送体系，到家服务较成熟。叠加公司自有线上平台“真快乐”发展良好，与京东、拼多多等电商平台合作不断深入，向线下门店引流作用加强，可以减弱疫情对线下门店销售的影响。预计2021年公司盈利能力将有所恢复。

图表 21 公司收入及盈利能力（单位：亿元、%）



项目	2018年	2019年	2020年
营业总收入	581.59	594.70	431.32
期间费用	69.44	68.40	46.65
其中：销售费用	47.01	45.88	28.31
管理费用	18.78	17.36	12.85
研发费用	0.09	0.12	0.08
财务费用	3.56	5.04	5.41
其中：利息支出	5.74	5.28	6.90
利息收入	4.42	2.79	4.02
利润总额	5.61	6.82	0.51
总资本收益率	2.82	2.92	1.80
总资产收益率	1.03	1.30	0.09
净资产收益率	2.88	3.54	0.26

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 现金流

2020年，公司经营性净现金流保持净流入，关联交易比重进一步增加，风险管理难度上升，对外投资净支出规模较大，对外部融资存在一定依赖，随着疫情得到缓解，预计2021年公司经营性净现金流将有所回升

2020年，公司经营性净现金流为1.38亿元，保持净流入，但同比有所下降。同期，公司支付的其他与经营活动相关的现金规模仍较大为79.71亿元，主要为支付给关联方的往来款。随经营规模扩大，公司与国美控股内部关联企业之间关联交易进一步增加，公司内部控制风险管理难度上升。2020年，公司销售商品、提供劳务的关联交易为226.83亿元，占销售商品、

提供劳务交易比重为 45.37%，同比上升 10.12 个百分点；公司购买商品、接受劳务的关联交易为 95.63 亿元，占购买商品、接受劳务交易比重分别为 21.91%，同比上升 4.75 个百分点。

公司投资活动产生的现金流量主要为投资/收回理财产品产生的现金流量，波动较大。2020 年公司投资理财产品支出的现金有所减少，投资性净现金流转为净流入。

同期，公司筹资活动净现金流保持净流入，随公司经营规模扩张，日常营运资金需求增加所致。

图表 22 公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2020 年末公司流动比率及速动比率均有所下降。2020 年公司经营现金流动负债比为 0.54%，同比下降 1.22 个百分点，对流动负债的保障程度不高。截至 2020 年末，公司未受限货币资金账面价值为 85.05 亿元，短期有息债务为 185.73 亿元，未受限货币资金对短期有息债务覆盖程度为 45.79%。

从长期偿债能力指标来看，2020 年公司 EBITDA 为 10.71 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.55 倍，全部债务/EBITDA 为 22.30 倍，在新冠肺炎疫情对公司盈利能力负面影响下，总体债务负担有所上升。

公司融资渠道畅通，截至 2020 年末，公司获得银行授信总额为 237.65 亿元，其中未使用 117.14 亿元，具有一定融资空间。

图表 23 公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率	152.42	157.39	151.54
速动比率	118.54	123.70	119.78
经营现金流动负债比	2.79	1.76	0.54
EBITDA 利息倍数	2.55	2.82	1.55
全部债务/EBITDA	14.13	14.50	22.30

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 同业比较

与行业对比组企业进行对比，公司资产总额、所有者权益、营业总收入等指标处于较好水平，资产负债率处于中游水平。但公司整体盈利能力及短期偿债能力相对较弱，总资产收益率

及经营现金流流动负债比处于较低水平。

图表 24 同行业主要指标对比

项目	国美电器	居然之家控股	广州商贸集团	长春欧亚
资产总额 (亿元)	480.17	613.79	155.17	221.04
所有者权益 (亿元)	169.83	279.87	91.92	53.63
营业总收入 (亿元)	431.32	108.68	113.37	80.02
利润总额 (亿元)	0.51	20.11	4.60	3.48
毛利率 (%)	11.06	38.38	14.76	41.73
总资产收益率 (%)	0.09	2.32	2.38	0.89
资产负债率 (%)	64.63	54.40	40.77	75.74
经营现金流流动负债比 (%)	0.54	14.45	4.21	9.09

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定，数据来源企业公开披露的 2020 年数据，东方金诚整理。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模保持增长，且仍以流动资产为主，以关联方款项为主的其他应收款对营运资金占用较多，货币资金受限规模较大，对资产的流动性产生一定影响；受益于经营积累，跟踪期内，公司所有者权益保持增长，其中未分配利润占比仍较高；跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构仍以短期有息债务为主，2021 年存在较大集中偿还压力，对外担保金额较大；2020 年，因新冠肺炎疫情冲击，公司营业收入出现下降，受低价策略、加盟店占比上升等因素影响，公司营业利润率进一步下降，随着疫情缓解，公司线上向线下引流能力增强，预计 2021 年，公司盈利能力将有所恢复；2020 年，公司经营净现金流保持净流入，关联交易进一步增加，风险管理难度上升，对外投资净支出规模较大，对外部融资存在一定依赖，随着疫情得到缓解，预计 2021 年公司经营性净现金流将有所回升。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 5 月 24 日，公司未结清贷款中不存在关注及不良类记录。截至本报告出具日，公司存续期内债券均按期兑付利息。

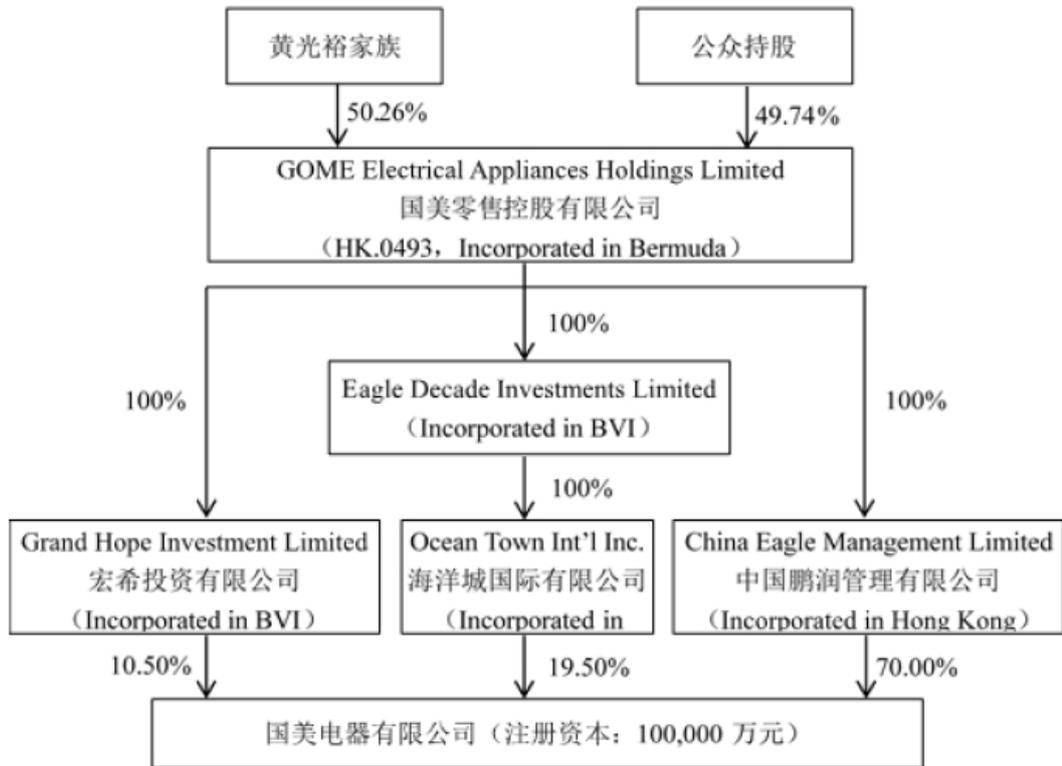
### 抗风险能力及结论

国美电器是国内家电连锁零售业龙头企业，门店资源丰富且分布区域广泛，跟踪期内仍保持一定的市场竞争力；控股股东国美控股物流配送体系较为完善，股东的供应链、物流仓储等零售基础设施资源为公司零售业务发展奠定基础；跟踪期内，公司自有线上平台“真快乐”发展良好，继续加强与拼多多、京东等在线电商平台合作向线下门店引流，有利于公司扩大市场份额，增强市场竞争力。

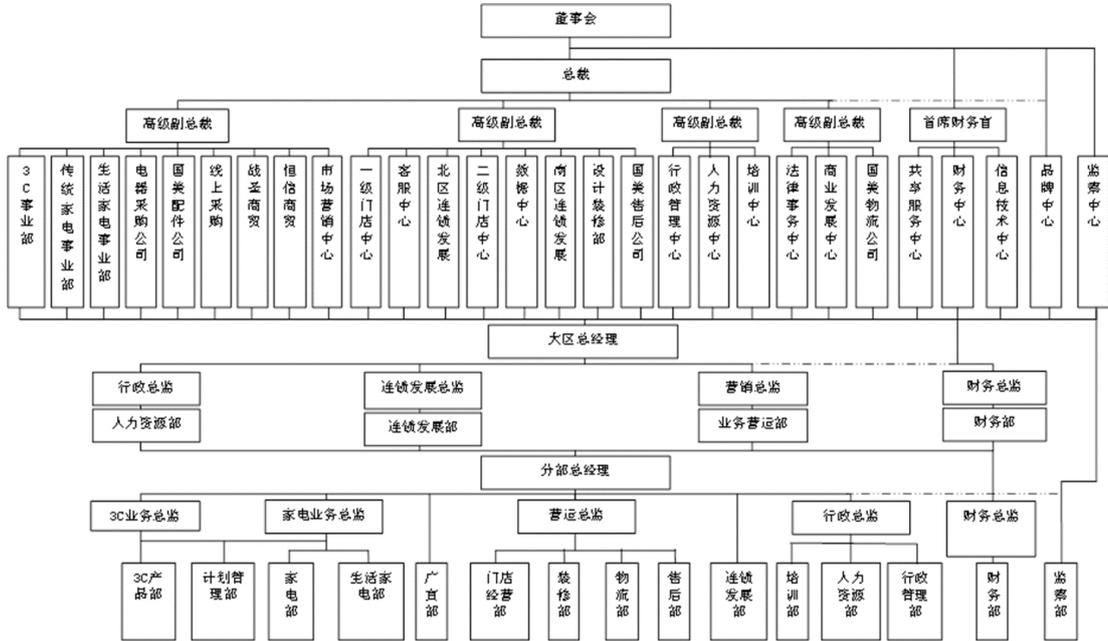
同时，东方金诚关注到，2020 年公司主营业务受疫情冲击较大，营业收入及利润总额均有所下滑；公司货币资金受限规模较大，跟踪期内，以关联方款项为主的其他应收款仍对营运资金占用较多，控股股东国美控股大幅亏损，债务负担很重；跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构仍以短期有息债务为主，2021 年存在较大集中偿还压力。

综上，东方金诚维持国美电器主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，并维持“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”、“19 国美 01”和“20 国美 01”的信用等级为 AA+。

附件一：截至 2020 年末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年末公司组织结构图



附件三：截至 2020 年末公司直接控股子公司情况（单位：%）

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	主营业务	持股比例	取得方式
1	西宁国美电器有限公司	西宁市	西宁市	电器销售	100.00	同一控制
2	国美零售有限公司	北京市	北京市	电器销售	100.00	设立
3	北京国美信联商业运营管理有限公司	北京市	北京市	劳务派遣	100.00	同一控制
4	北京国美咨询有限公司	北京市	北京市	咨询服务	100.00	设立
5	北京国美恒信咨询有限公司	北京市	北京市	咨询服务	100.00	设立
6	鹏达商业保理（天津）有限公司	天津市	天津市	保理业务	100.00	设立
7	北京申仁咨询有限公司	北京市	北京市	咨询服务	100.00	非同一控制
8	重庆鹏圣通略商业管理咨询有限公司	重庆市	重庆市	咨询服务	100.00	设立
9	国美资本管理有限公司	北京市	北京市	股权管理	100.00	设立
10	国美供应链科技有限公司	北京市	北京市	软件服务	100.00	设立
11	北京国美大数据技术有限公司	北京市	北京市	数据处理	100.00	设立
12	南京鹏泽投资有限公司	南京市	南京市	投资咨询	100.00	非同一控制
13	国美国际贸易（上海）有限公司	上海市	上海市	进出口贸易	100.00	同一控制
14	南方国美电器有限公司	深圳市	深圳市	电器销售	100.00	设立
15	国美智能装备制造有限公司	海南省	海南省	智能制造	100.00	设立

附件四：截至 2020 年末公司对外担保明细

序号	被担保企业名称	担保金额 (单位：万元)	担保起始日	担保到期日	担保方式
1	厦门永乐思文家电有限公司	14000.00	2020.4.23	2023.4.23	信用担保
2	厦门永乐思文家电有限公司	5000.00	2020.8.7	2021.8.7	信用担保
3	厦门永乐思文家电有限公司	2450.00	2018.6.4	2021.7.4	信用担保
4	国美零售控股有限公司	62404.00	2019.12.12	2022.12.12	保函质押
5	国美零售控股有限公司	55369.00	2020.11.11	2023.11.11	保函质押
6	国美零售控股有限公司	57500.00	2019.11.21	2022.11.21	保函质押
7	国美零售控股有限公司	127600.00	2020.02.28	2023.02.27	保函质押
合计		324323.00	-	-	-

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

附件五：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018年	2019年	2020年
<b>主要财务数据及指标</b>			
资产总额 (亿元)	454.00	458.78	480.17
所有者权益 (亿元)	161.79	168.65	169.83
负债总额 (亿元)	292.22	290.13	310.34
短期债务 (亿元)	152.16	158.28	185.73
长期债务 (亿元)	54.98	57.75	53.16
全部债务 (亿元)	207.14	216.04	238.89
营业收入 (亿元)	581.59	594.70	431.32
利润总额 (亿元)	5.61	6.82	0.51
净利润 (亿元)	4.66	5.96	0.45
EBITDA (亿元)	14.66	14.90	10.71
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	6.54	4.03	1.38
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	5.41	-16.66	1.87
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	6.97	11.18	8.62
毛利率 (%)	13.57	12.35	11.06
营业利润率 (%)	13.31	12.13	10.89
销售净利率 (%)	0.80	1.00	0.10
总资本收益率 (%)	2.82	2.92	1.80
净资产收益率 (%)	2.88	3.54	0.26
总资产收益率 (%)	1.03	1.30	0.09
资产负债率 (%)	64.36	63.24	64.63
长期债务资本化比率 (%)	25.36	25.51	23.84
全部债务资本化比率 (%)	56.15	56.16	58.45
货币资金/短期债务 (%)	102.90	95.50	93.58
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	5.77	-5.85	1.36
流动比率 (%)	152.42	157.39	151.54
速动比率 (%)	118.54	123.70	119.78
经营现金流动负债比 (%)	2.79	1.76	0.54
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.55	2.82	1.55
全部债务/EBITDA (倍)	14.13	14.50	22.30
应收账款周转率 (次)	-	31.63	19.66
销售债权周转率 (次)	-	30.61	19.06
存货周转率 (次)	-	6.65	4.86
总资产周转率 (次)	-	1.30	0.92
现金收入比 (%)	116.07	114.95	115.93

## 附件六：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
<b>本期债券偿债能力</b>	
EBITDA/本期债券发行额度(倍)	$\text{EBITDA} / \text{本期债券发行额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券发行额度}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券发行额度}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券发行额度}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

## 附件七：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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，表示略高或略低于本等级。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度,东方金诚将在“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”、“19 国美 01”和“20 国美 01”的存续期内密切关注国美电器有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项,实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次,在国美电器有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内,出具定期跟踪评级报告;不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动,并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间,东方金诚将向国美电器有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查,国美电器有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如国美电器有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时,东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定,同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告,且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2021年6月8日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。