

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0164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“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“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

二〇二二年六月二日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月2日

国美电器有限公司主体及 相关债项2022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	2022/6/2	AA+/稳定	谢笑也	黄艺明

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
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	18.52
	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	6.67
	总资产收益率	10.00	5.95
	存货周转率	5.00	4.72
债务负担 和保障程度	资产负债率	20.00	16.70
	经营现金流流动负债比	10.00	7.11

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

公司是国内家电连锁零售业龙头企业之一，品牌与规模优势突出，仍保持一定的市场竞争力；控股股东国美控股拥有丰富的供应链、物流仓储等零售基础设施资源，物流配送体系较为完善，为公司零售业务发展奠定基础；线上平台“真快乐”发展良好，同时公司继续加强与在线电商平台合作向线下门店引流，有利于提升公司市场竞争力；2021年，营业收入和毛利润有所增长，综合毛利率有所提高。同时，跟踪期内，公司经营平效有所下降；货币资金受限规模较大，其他应收款规模进一步增加，对营运资金占用较多，控股股东国美控股仍然亏损，债务负担很重；有息债务规模仍较大，短期债务占比较高，2022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“18 国美 01”、“19 国美 01”和“20 国美 01”的信用等级为 AA+。

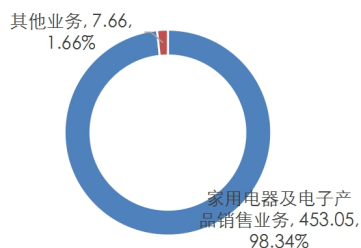
同业比较

项目	国美电器	北京居然之家投资控股集团 集团有限公司	佳源创盛控股集团有限 公司	长春欧亚集团股份有限 公司
资产总额（亿元）	463.44	770.59	751.06	220.26
所有者权益（亿元）	174.02	273.01	248.11	45.45
营业总收入（亿元）	460.72	138.62	207.35	83.52
利润总额（亿元）	1.19	29.37	14.51	3.60
毛利率（%）	12.35	46.98	13.87	40.44
总资产收益率（%）	0.27	2.84	1.51	0.79
资产负债率（%）	62.45	64.57	66.97	79.36
经营现金流流动负债比（%）	6.35	31.83	14.32	8.18

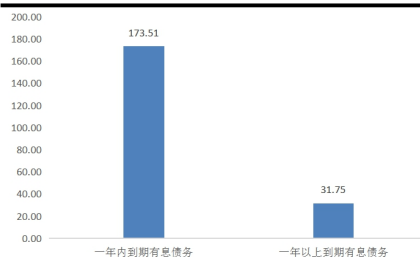
注：以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定，数据源自企业公开披露的 2021 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2021 年营业总收入构成（亿元）



2021 年末债务期限结构（亿元）



主要数据和指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	458.78	480.17	463.44
所有者权益(亿元)	168.65	169.83	174.02
全部债务(亿元)	216.04	238.89	205.26
营业总收入(亿元)	594.70	431.32	460.72
利润总额(亿元)	6.82	0.51	1.19
经营性净现金流 (亿元)	4.03	1.38	16.18
营业利润率 (%)	12.13	10.89	12.22
资产负债率 (%)	63.24	64.63	62.45
流动比率 (%)	157.39	151.54	131.66
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.82	1.55	1.81
全部债务/EBITDA (倍)	14.50	22.30	19.84

注：表中数据来源于公司 2019 年~2021 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之一，品牌与规模优势突出，跟踪期内门店数量增加较快，门店资源丰富且分布区域广泛，仍保持较强的市场竞争力；
- 公司控股股东国美控股拥有丰富的供应链、物流仓储等零售基础设施资源，物流配送体系较为完善，为公司零售业务发展奠定基础；
- 跟踪期内，以“真快乐”为核心的线上平台发展良好，同时公司继续通过加强与拼多多、京东等在线电商平台合作向线下门店引流，有利于提升公司市场竞争力；
- 2021 年，随着经营环境改善和经营门店数量增加，公司营业收入和毛利润有所增长。

关注

- 受部分直营旗舰店改为展示店，门店收入下降影响，公司经营平效有所下降；
- 跟踪期内，公司货币资金受限规模较大，以关联方款项为主的其他应收款规模进一步增加，对营运资金占用较多，控股股东国美控股仍然亏损且债务负担很重；
- 公司有息债务规模仍较大，短期债务占比较高，2022 年存在较大集中偿还压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。随着国家出台多项促进消费政策，公司经营环境将有所改善，依托控股股东供应链、物流仓储等零售基础设施资源优势、线上向线下引流能力的加强和新型门店模式的推进，预计未来仍将保持较强市场竞争力。

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+	2021/6/8	谢笑也、罗修	《东方金诚零售企业信用评级方法及模型（RTFC024202004）》	阅读原文

AA+/稳定 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) [阅读原文](#)

注：自2015年9月30日（首次评级）以来，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
18 国美 01	2021/6/8	6.00	2018/12/21~2024/12/21	无	-
19 国美 01	2021/6/8	5.00	2019/2/27~2025/2/27	无	-
20 国美 01	2021/6/8	2.00	2020/6/15~2026/6/15	无	-

注：“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，“20 国美 01”附第3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国美电器有限公司（以下简称“国美电器”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

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 2021 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 61.50% 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《2020 年中国连锁百强》报告中，国美控股以 1407.52 亿元的销售额¹位列第二。截至 2021 年末，国美控股总资产为 809.23 亿元，所有者权益为 175.85 亿元，资产负债率为 78.27%；2021 年，国美控股营业收入为 469.26 亿元，除税前利润为-47.29 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 2021 年末，公司共计拥有各类门店 2857 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之一，具有很强的市场竞争力。

截至 2021 年末，国美电器（合并）资产总额为 463.44 亿元，所有者权益为 174.02 亿元，资产负债率为 62.45%；公司纳入合并范围内直接控股子公司 14 家，较 2020 年末减少 1 家。2021 年，公司实现营业收入 460.72 亿元，利润总额为 1.19 亿元。

相关债项本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，国美电器发行的“18 国美 01”、“19 国美 01”和“20 国美 01”到期本金及利息已按期偿付，所募集资金扣除发行费用后已全部按照约定用于补充营运资金。

¹ 该销售额为国美控股旗下所有分子公司的销售额加总，未进行合并抵消，因此大于国美控股的营业收入。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

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。

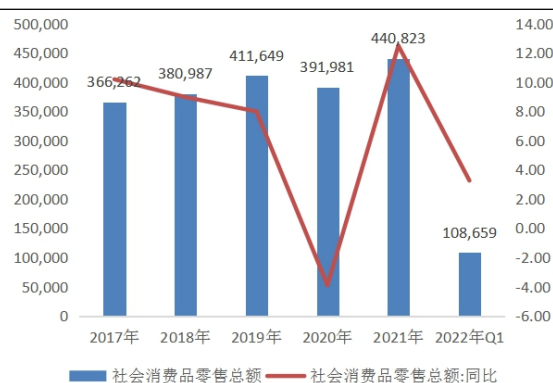
零售行业

受益于常态化疫情防控、宏观经济复苏，居民可支配收入增长，2021 年社会消费品零售总额保持增长，2022 年 3 月份以来全国疫情多点频发对线上、线下消费影响明显

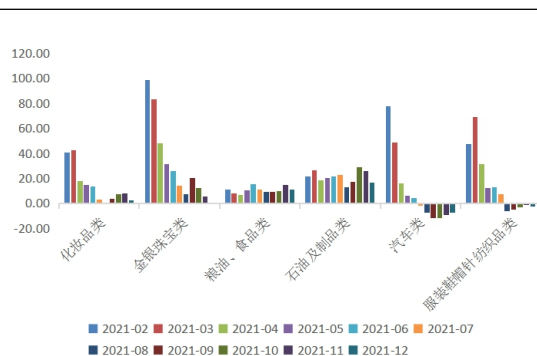
受益于常态化疫情防控、宏观经济复苏，居民可支配收入增长，社会消费品零售总额保持增长。2021 年全国社会消费品零售总额为 44.08 万亿元，累计同比增速为 12.50%，增速同比显著增长 16.40 个百分点，扣除价格因素，2021 年社会消费品零售总额比上年实际增长 10.7%。同期，限额以上企业消费品零售总额 16.41 万亿元，同比增速 13.40%。2022 年一季度，全国社会消费品零售总额为 10.87 亿元，同比增速为 3.27%，其中 2022 年 3 月份以来全国疫情呈现出点多、面广、频发等特征，对线下、线上消费均带来明显影响，当月全国社会消费品零售总额同比下降 3.53%。

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较高的主要为汽车类，石油及制品类，粮油、食品类，服装鞋帽、针纺织品类等。2021 年，金银珠宝、文化办公用品、化妆品类商品零售额分别同比增长 29.8%、18.8%和 14.0%，升级类需求持续释放，受 2020 年上半年基数较低影响，可选消费品类商品零售额在 2021 年上半年同比增速较高，下半年逐步回落。饮料类、服装鞋帽针纺织品类、日用品类等基本生活类商品零售额同比分别增长 20.4%、12.7%和 14.4%，必选消费品整体保持稳健。

图表 1 我国社零总额及同比增速变动情况
(单位：亿元、%)



图表 2 细分品类商品零售额同比增速 (单位：%)



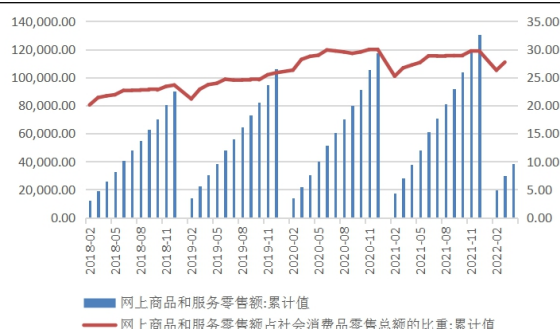
资料来源：Wind，东方金诚整理

受益于疫情期间消费者购买路径的转变及线上消费习惯的培养，线上零售继续保持了较好的增长态势，随着行业标准等陆续出台，预计未来线上零售将更加规范

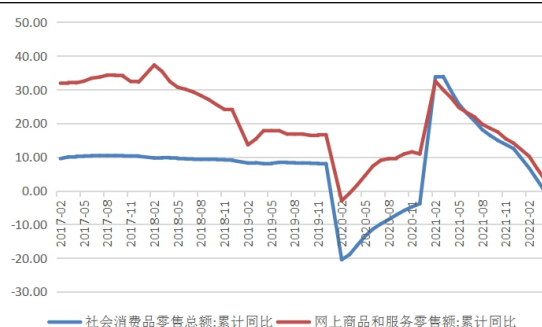
受益于疫情期间消费者购买路径的转变及线上消费习惯的培养，线上零售继续保持了较好的增长态势。2021 年，全国网上零售额 130884 亿元，同比增长 14.1%。线上零售也呈现新的特点，抖音等短视频平台带货电商崛起，由于具有沉浸式激发用户需求、更加精准推送等特点，具有更强的消费引导力，对传统电商平台造成明显分流。2021 年 10 月，中央网信办和国家发

改委等部门发布《十四五电子商务发展规划》，提出到2025年，我国电子商务高质量发展要取得显著成效。电子商务新业态新模式蓬勃发展，企业核心竞争力大幅增强，网络零售持续引领消费增长，高品质的数字化生活方式基本形成。支持各类企业运用5G、人工智能、虚拟现实/增强现实、3D打印等新技术构建形式多样的线上消费场景，探索人机互动新模式，培育高新视听新业态，创新网络消费方式，提升网络消费体验。此外，《网络交易监督管理办法》等标准陆续出台，行业正朝着更加规范化的方向发展。

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，2020年零售行业百强企业门店总数同比增长8.2%，专业店、超市、便利店企业门店数分别同比增长19.5%、8.5%和5.3%，百强企业新开购物中心数量也同比增长8.2%。连锁百强企业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，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。根据中国连锁经营协会和德勤中国联合发布《零售2021中国网络零售TOP100榜单》，报告显示，2021年网络零售百强企业销售额超1.47万亿元，比2020年总体提升18.5%。按GMV计算，2021年阿里巴巴、京东、拼多多、抖音、快手的电商市场份额分别为52%、20%、15%、5%和4%。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 2020 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	4163.15	9.9	9786	19.1
2	国美零售控股有限公司	1407.52	10.3	3421	31.5
3	红星美凯龙家居集团股份有限公司	1080.19	-14.0	476	11.2
4	永辉超市股份有限公司	1045.39	12.2	1172	-18.6
5	高鑫零售有限公司	954.86	0.1	514	5.8
6	华润万家（控股）有限公司	878.28	-7.6	3261	0.8
7	沃尔玛(中国)投资有限公司	874.01	6.2	429	-2.9
8	中石化易捷销售有限公司	806.00	15.1	27672	0.3
9	居然之家新零售集团股份有限公司	657.40	-18.9	502	16.7
10	物美科技集团有限公司	629.16	26.2	1589	17.6

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，随着经营环境改善和门店数量增加，营业收入有所增长，受益于毛利率较高的品类毛利率和销售占比提升，公司整体毛利率有所提升

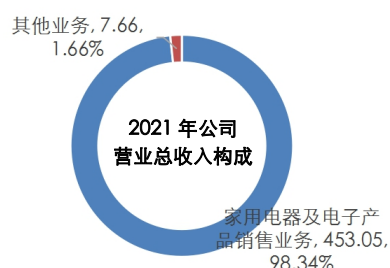
2021 年，国美电器仍是国内家电连锁零售的龙头企业，经营业务仍主要为家用电器及电子产品销售业务，家用电器及电子产品销售业务占营业收入的比重为 98.34%。2021 年，随着国内新冠疫情缓和，国家出台多项促进消费政策，经营环境有所改善，叠加经营门店数量增加，带动营业收入同比增长 6.82%。公司其他业务收入主要为供应商支付的促销费、广告费等收入，2021 年占比仍较小。

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。受毛利率较高的品类毛利率和销售占比提升影响，公司综合毛利率较 2020 年提升 1.28 个百分点，毛利润同比增长 19.20%。

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	2019 年		2020 年		2021 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	589.63	99.15	426.68	98.92	453.05	98.34
其他业务	5.07	0.85	4.64	1.08	7.66	1.66
合计	594.70	100.00	431.32	100.00	460.72	100.00
类别	毛利润		毛利润		毛利润	
	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	68.58	11.63	43.21	10.13	49.23	10.87
其他业务	4.85	95.69	4.51	97.21	7.65	99.88
合计	73.43	12.35	47.72	11.06	56.88	12.35

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之一，品牌与规模优势突出，跟踪期内门店数量增加较快，门店资源丰富且分布区域广泛，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《2020 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之一。截至 2021 年末，公司共计拥有各类门店 2857 家，较 2020 年末增加 818 家，其中直营店 1022 家、加盟店 1835 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。

2021 年以来，公司逐步推进现有门店从电器卖场升级为展示体验新型门店，新型门店定位于精品展示体验和本地生活服务两方面，目前已同 60%以上主流供应商完成基于新模式的合同签约。在该模式下，公司会向供应商预先收取体验展示费，同时，经销或代销模式下的利润会有所摊薄，新模式将于 2022 年起开始执行。

2021 年，随着经营环境改善和经营门店数量增加，家用电器及电子产品销售业务收入和毛利润有所增长，受益于高毛利品类毛利率和销售占比提升，业务毛利率有所提高

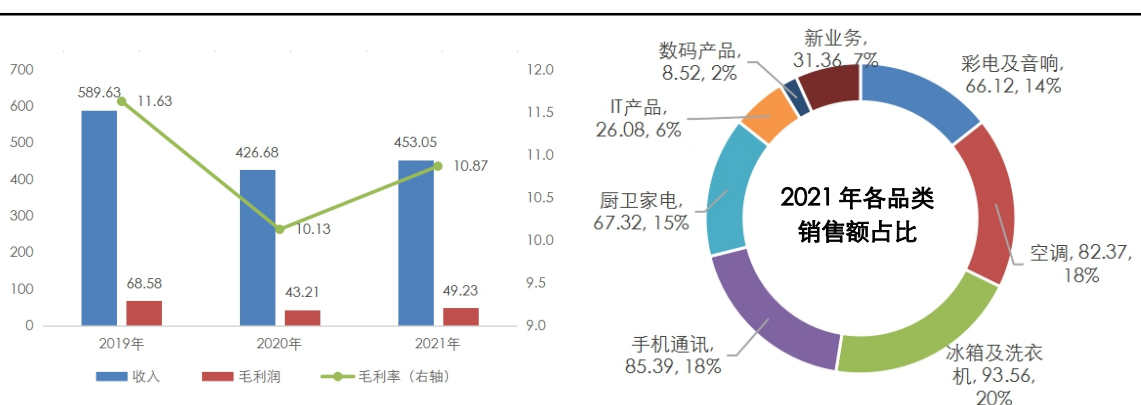
2021 年，随着国内新冠疫情缓和，国家出台多项促进消费政策，经营环境有所改善，叠加公司经营门店数量增加，带动家用电器及电子产品销售业务收入及毛利润分别同比增长 6.18% 和 13.93%。跟踪期内，空调、冰箱及洗衣机、厨卫家电等品类销售毛利率有所提升，且厨卫家电、冰箱及洗衣机等高毛利率品类的销售占比提高，2021 年公司家用电器及电子产品销售业务

毛利率较 2020 年提升 0.74 个百分点。2022 年 3 月份以来全国疫情呈现出点多、面广、频发等特征，对线下、线上消费均带来明显影响，预计短期内，公司产品销售有所承压。

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。2021 年公司新业务收入为 31.36 亿元，同比下降 23.55%，主要系由于部分周边业务停止经营所致。

2021 年，公司围绕“家·生活”战略构建的“线上、线下、供应链、物流、大数据&云，以及共享共建”六位一体的“全零售生态共享平台”等基础设施已经建成，完成了从电器连锁模式向覆盖到店、到家、到网、进家等全场景，覆盖家电、家用、家居、家装、家服务等全品类的经营模式转变，全面开启“家·生活”战略第二阶段。随着公司的“全零售生态共享平台”构建完成，未来业务的协同效应有望增强。

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	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
彩电及音响	88.73	13.02	58.19	13.00	66.12	13.55
空调	108.39	13.50	65.27	13.94	82.37	14.96
冰箱及洗衣机	107.83	13.52	73.60	15.41	93.56	16.04
手机通讯	102.46	8.56	89.23	3.11	85.39	3.51
厨卫家电	87.60	16.09	64.26	16.21	67.32	18.54
IT 产品	41.66	6.08	28.83	2.62	26.08	2.48
数码产品	15.28	7.12	10.92	2.51	8.52	2.61
新业务	42.74	14.47	41.02	13.39	31.36	13.52
合计	594.70	12.35	431.32	11.06	460.72	12.35

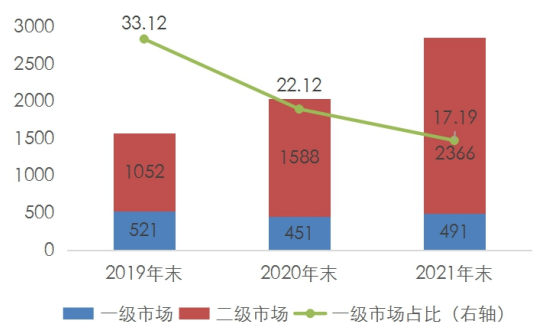
数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，销售渠道继续下沉，优化门店区域布局，门店数量进一步增加，受部分自营旗舰店改为展示店，门店收入下降影响，公司经营平效有所下降

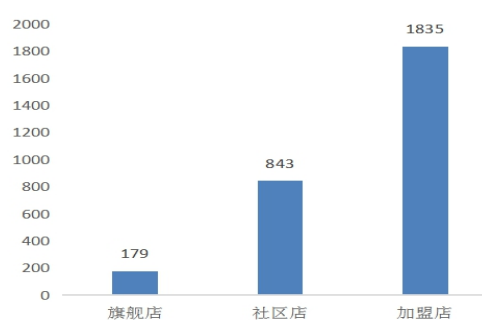
从市场类型来看，公司门店分为一级市场和二级市场两类，一级市场指副省级以上城市市场，二级市场指三、四线城市市场。近年来公司重点布局三、四线下沉市场，优化一级市场门

店结构，一级市场门店占比逐年下降，渠道逐渐下沉。截至 2021 年末，公司已进入 280 个地级以上城市²，一级市场和二级市场门店数量³分别为 491 家和 2366 家，门店数量仍处于全国领先地位。

图表 8 公司门店区域分布情况⁴（单位：家、%）



图表 9 2021 年末公司门店类型构成情况（单位：家）



项目	2019 年	2020 年	2021 年
直营门店数量（家）	1146	946	1022
经营面积（万平方米）	321.72	262.76	237.87
经营平效（元/平方米）	18485.02	16414.98	15185.56

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。跟踪期内，加盟模式仍是公司拓展门店的主要模式，2021 年末公司加盟店占比由 2020 年末的 53.60% 上升至 64.23%。直营店方面，公司据门店面积将门店类型划分为旗舰店和社区店两类，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。社区店通过社群在门店周边社区形成社群营销导入。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。

2021 年，公司对门店继续进行调整，对于一些成本压力大，盈利能力弱的各类门店予以关停，同时也大力拓展三四五六线城市店面布局。截至 2021 年末，公司共有直营店 1022 家，较 2020 年新增 76 家；加盟店 1835 家，较 2020 年新增 742 家，跟踪期内公司加盟店扩张速度仍较快。公司将部分面积较大的直营旗舰店改为展示门店，门店收入下降，转为体验展示费和线上收入，2021 年公司直营门店经营平效持续下降。

跟踪期内，以“真快乐”为核心的线上平台发展良好，同时公司继续加强与拼多多、京东等在线电商平台合作向线下门店引流，有利于公司增强市场竞争力

跟踪期内，公司业务实现线上和线下的全场景融通。线上业务方面，线上平台以“真快乐”

² 根据民政部数据统计，截至 2021 年末，中国共有地级行政区划 333 个，包括地级市 293 个。

³ 包含直营店和加盟店。

⁴ 包含加盟店。

平台为核心，定位于打造线上购物广场，供应链端的商品和服务均入驻“真快乐”，实现全量SKU销售。2021年，“真快乐”的“乐”频道与“购”板块形成了较好协同效应和良性互动，其中“购”板块推出“真选”频道，紧跟当前消费趋势和国家促消费政策，利用专业买手和自有供应链能力，给用户带来商品性价比的优势和特色。“乐”板块以娱乐化营销为特色，实现从赛事和短视频等方面输出优质内容，形成更多人与人、人与平台之间的娱乐化互动。2021年“真快乐”APP的商品成交金额（GMV）同比增长108.4%，每月活跃用户（MAU）稳定在5000万以上规模，活动单日活跃用户（DAU）近1000万。

与其他电商合作方面，公司继续加强与拼多多、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，控股股东拥有丰富的供应链、物流仓储等零售基础设施资源，物流配送体系较为完善，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，2021年，公司前五大供应商占采购总额的比例为48.18%，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 2021 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	55.97	13.86	数码产品
青岛海尔股份有限公司	45.07	11.16	冰洗产品
美的集团有限公司	44.83	11.10	冰洗、小家电等
珠海格力电器股份有限公司	28.35	7.02	空调等
海信集团有限公司	20.35	5.04	数码产品
合计	194.57	48.18	-

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。截至2021年末，安迅科技共计拥有10个物流基地，自持土地逾1600亩，自营物流产业园区面积超过100万㎡，拥有2个商品自动分拣仓库，分别位于天津和上海，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，未来计划在北京、广州、郑州、武汉、福州、重庆等全国31个城市建设自营现代化物流运营体系，已覆盖东北、西北、西南、华东地区，可以支持当地商品暂存、订单处理、分拣配送和配套办公等功能，为公司的业务发展提供了强有力的保障。预计未来五年，各地物流基地建设支出约每年4到5亿元左右。

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达成合作。2021 年受经营规模扩大，与关联方应收账款增加影响，公司销售债权周转次数持续下降。随着公司存货大幅下降，2021 年公司存货周转次数同比增加 5.08 次，总资产周转率同比提升 0.06 次。

图表 11 2019 年~2021 年公司经营效率指标情况（单位：次）

指标	2019 年	2020 年	2021 年
销售债权周转次数	30.61	19.06	15.09
存货周转次数	6.65	4.86	9.94
总资产周转次数	1.30	0.92	0.98

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，2021 年国美控股亏损幅度缩小，债务负担有所下降但仍较重

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。2021 年末，公司其他应收款 101.72 亿元，同比增长 52.65%，主要为与汕头市国美物流有限公司、西宁国美电器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西安国美商业有限公司、佛山国美电器有限公司等关联公司的往来款，2021 年末公司其他应付款期末余额为 34.89 亿元，同比增长 30.66%。

随着经营环境改善，2021 年，国美控股营业收入为 464.84 亿元，同比增长 5.36%，税前利润为-47.28 亿元，与 2020 年的税前利润-71.69 亿元相比，亏损幅度有所缩小；截至 2021 年末，国美控股总资产为 809.23 亿元，受股本溢价增加影响，所有者权益为 175.85 亿元，同比大幅增长，资产负债率有所下降至 78.27%，债务负担有所下降但仍较重。

公司治理、管理与发展战略

跟踪期内，公司治理结构、组织架构和管理制度等均未发生重大变化；发展战略无重大变化，和公司定位契合度仍较高。

高管团队变动方面，跟踪期内公司监事孙京君离任，新任监事为容铎。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年合并财务报表。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 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 2021 年末，公司纳入合并范围内直接控股子公司共计 14 家（详见附件三），较 2020

年末新增深圳易好家商业连锁有限公司和国美家盟（宁波）企业管理有限公司，减少西宁国美电器有限公司、北京国美恒信咨询有限公司和南方国美电器有限公司。

资产构成与资产质量

跟踪期内，受存货大幅下降影响，公司资产规模有所下降，仍以流动资产为主，以关联方款项为主的其他应收款规模进一步增加，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

2021 年末，受公司存货大幅下降影响，资产规模有所下降，资产结构仍以货币资金、其他应收款、应收账款和预付款项等流动资产为主。

2021 年末由于存货大幅下降，公司流动资产同比下降，主要由货币资金、其他应收款、应收账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，2021 年由于偿还债务支出较多，公司货币资金规模同比有所下降，主要由使用受限制的其他货币资金和银行存款构成，占比分别为 74.04%和 25.93%。公司受限货币资金规模较大，主要为银行承兑汇票保证金、内保外贷保证金和信用证保证金。公司其他应收款以关联方款项为主，此外还包括保证金、备用金、其他等，2021 年公司与其他关联方的往来款进一步增加，其他应收款规模同比大幅增长，其中前五大其他应收款欠款方均为关联方，期末余额合计 43.81 亿元，占比为 42.98%，集中度较高。从其他应收款的账龄结构来看，3 个月以内的占比 79.23%，3 个月到 1 年的占比 10.31%，1 到 2 年的占比 5.48%，2 年以上的占比 4.98%。公司对其他应收款计提 0.18 亿元的坏账准备，计提比例为 0.18%。跟踪期内，公司其他应收款规模进一步增加，占用较多营运资金，对资产的流动性产生一定影响。

图表 12 2021 年末余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	占比	账龄
汕头市国美物流有限公司	往来款	11.10	10.89	一年以内
西宁国美电器有限公司	往来款	10.04	9.85	一年以内
甘肃国美物流有限公司	往来款	9.39	9.22	一年以内
天津盛源鹏达物流有限公司	往来款	6.65	6.53	一年以内
新疆国美供应链管理有限公司	往来款	6.62	6.50	一年以内
合计	-	43.81	42.98	-

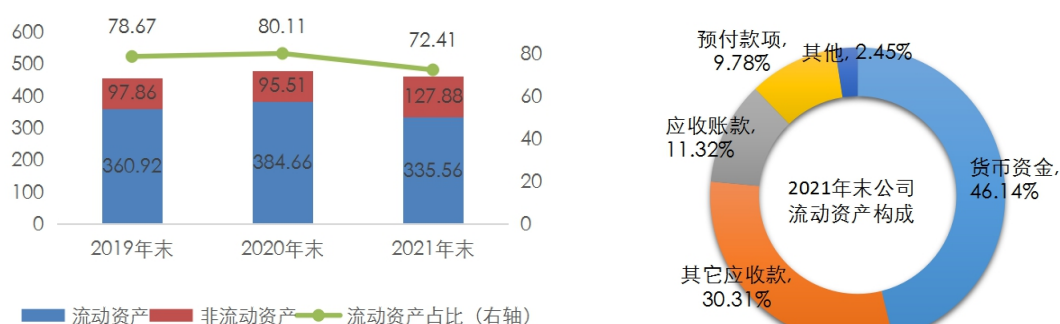
数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司应收账款主要为销售货物形成的应收账款，截至 2021 年末，公司应收账款账面价值为 38.00 亿元，同比大幅增长，主要是应收关联方货款增加，其中账龄在 3 个月内的占比 81.02%，3 个月至 1 年的占比 15.18%，1 到 2 年的占比 1.07%，2 年以上的占比 2.73%，公司已计提坏账准备 0.08 亿元，计提比例为 0.21%；应收账款前五大对象分别为真快乐（北京）电子商务科技有限公司、重庆盛安通略商贸有限公司、河南省国美电器有限公司、广州国美贸易有限公司、北京国美国际酒业贸易有限公司，均为公司关联方，期末余额合计为 9.82 亿元，占应收账款比重为 25.78%。公司预付账款主要为预付物流费用和经销模式下预付给供应商的货款，2021 年末预付账款同比增长 15.11%，其中账龄在 1 年以内的占比 98.56%。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，受库存商品下降影响，2021 年末公司存货同

比大幅下降 99.24%至 0.61 亿元，公司存货规模较小，主要是 2021 年部分原负责采购的子公司股权不再纳入合并范围，公司根据业务需求从控股股东下属采购公司即时采购，日常库存商品结余较小。2021 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。

2021 年末，受使用权资产增加影响，公司非流动资产同比增长 33.89%，主要由使用权资产、商誉、固定资产及投资性房地产等构成。2021 年由于公司执行新的会计准则，公司对租赁的房屋及建筑物确认使用权资产，2021 年末公司使用权资产为 49.78 亿元。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，2021 年公司对投资的南京鹏泽投资有限公司、陕西蜂星电讯零售连锁有限责任公司和武汉国美电器有限公司合计计提商誉减值准备 0.72 亿元，年末商誉同比小幅下降。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，截至 2021 年末，公司固定资产账面价值为 23.32 亿元，规模相对稳定。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 2021 年末，公司投资性房地产账面价值 9.83 亿元，同比增长 22.85%，主要是部分固定资产重分类至投资性房地产所致。公司其他债权投资主要为信托产品，2021 年公司收回信托投资款，年末其他债权投资同比减少 13.13 亿元，期末无余额。2021 年末公司长期股权投资同比大幅下降，主要系公司退出对永乐（中国）电器销售有限公司的投资所致。

图表 13 公司资产构成及质量情况（单位：亿元、%）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
货币资金	151.15	173.82	154.83
存货	77.26	80.63	0.61
应收账款	21.56	22.33	38.00
其它应收款	61.15	66.63	101.72
预付款项	32.90	28.50	32.81
流动资产合计	360.92	384.66	335.56
使用权资产	-	-	49.78
商誉	32.02	32.02	31.30
固定资产	23.29	23.14	23.32
其他债权投资	13.13	13.13	-
其他权益工具投资	4.87	4.54	4.16
长期股权投资	8.97	8.44	0.88

投资性房地产	7.85	8.00	9.83
非流动资产合计	97.86	95.51	127.88
资产总额	458.78	480.17	463.44

数据来源：公司提供，东方金诚整理

从资产受限情况来看，截至 2021 年末，公司受限资产为货币资金 114.64 亿元，占总资产比重为 24.74%，占净资产比重 65.88%。受限货币资金 114.64 亿元包括银行承兑汇票保证金 75.90 亿元、内保外贷保证金 29.22 亿元和信用证保证金 9.52 亿元，由于公司开立银行承兑汇票用于支付供应商货款时需缴纳约 30%的保证金，因此保证金规模较大。整体看，公司受限资产规模仍较大，流动性受到一定影响。

图表 14 2021 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	114.64	74.04	保证金
合计	114.64	74.04	-

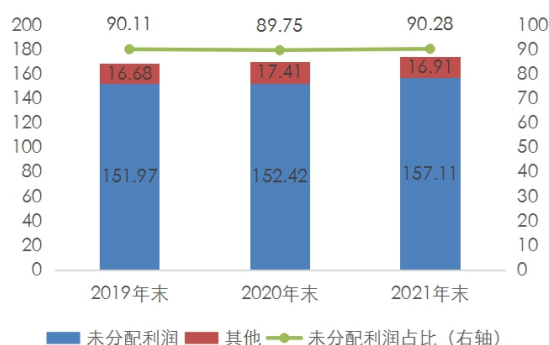
数据来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

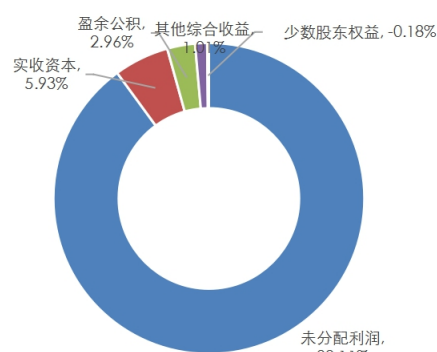
跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者权益保持增长，未分配利润占比仍较高

2021 年末，受益于经营积累未分配利润增加，公司所有者权益保持增长。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。2021 年末公司未分配利润同比增长 3.08%，在所有者权益中占比较高，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。同期末，公司实收资本和盈余公积同比较为稳定。

图表 15 公司所有者权益结构情况（单位：亿元、%）



图表 16 2021 年末所有者权益构成



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
实收资本	10.00	10.00	10.00
盈余公积	5.00	5.00	5.05
未分配利润	151.97	152.42	157.11
其他综合收益	1.70	2.44	2.18
归属母公司所有者权益	168.68	169.87	174.34
少数股东权益	-0.03	-0.03	-0.31

所有者权益	168.65	169.83	174.02
-------	--------	--------	--------

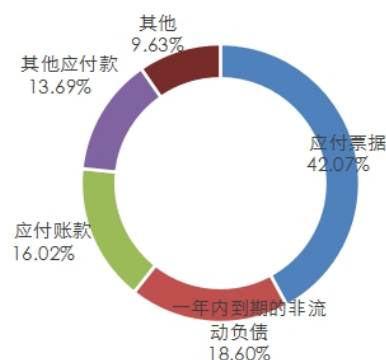
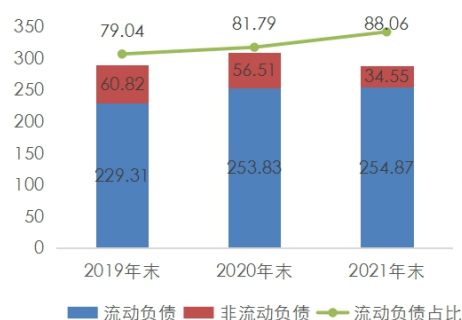
数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务规模有所下降但仍较大，短期债务占比较高，2022 年存在较大集中偿还压力，公司对关联方担保金额较大，未来若关联方没有按时履行付款责任，公司将面临一定或有负债风险

2021 年末，受短期借款等下降影响，公司负债总额有所下降，负债结构仍以流动负债为主。

跟踪期内，公司流动负债小幅增加，主要由应付票据、一年内到期的非流动负债、应付账款、其他应付款、短期借款等构成。2021 年由于公司净偿还债务，年末公司短期借款大幅下降。短期借款中，保证借款、信用借款和质押借款分别占比为 50.69%、30.87%和 18.44%，公司将应付票据贴现重分类为短期借款（保证借款），因此保证借款占比较高。2021 年末公司应付票据小幅下降至 107.22 亿元，其中银行承兑汇票和商业承兑汇票分别为 104.52 亿元和 2.70 亿元。应付账款主要为应付货款，2021 年末因采购增加应付账款同比有所增长。其他应付款主要为应付西安国美商业有限公司、佛山国美电器有限公司、国美零售控股有限公司等关联公司的往来款，2021 年末由于与关联方往来款增加，其他应付款同比增长 30.66%。2021 年公司执行新的会计准则新增一年内到期的租赁负债，同时部分应付债券将于一年内到期，年末一年内到期的非流动负债大幅增加。

图表 17 公司负债规模情况（单位：亿元、%） 图表 18 2021 年末公司流动负债构成



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期借款	57.04	75.55	18.90
应付票据	101.24	110.18	107.22
应付账款	35.26	33.87	40.84
其他应付款	30.35	26.70	34.89
一年内到期的非流动负债	-	-	47.39
流动负债	229.31	253.83	254.87
长期借款	3.00	-	-
应付债券	54.75	53.16	2.95
租赁负债	-	-	28.80
非流动负债	60.82	56.51	34.55
总负债	290.13	310.34	289.42

数据来源：公司提供，东方金诚整理

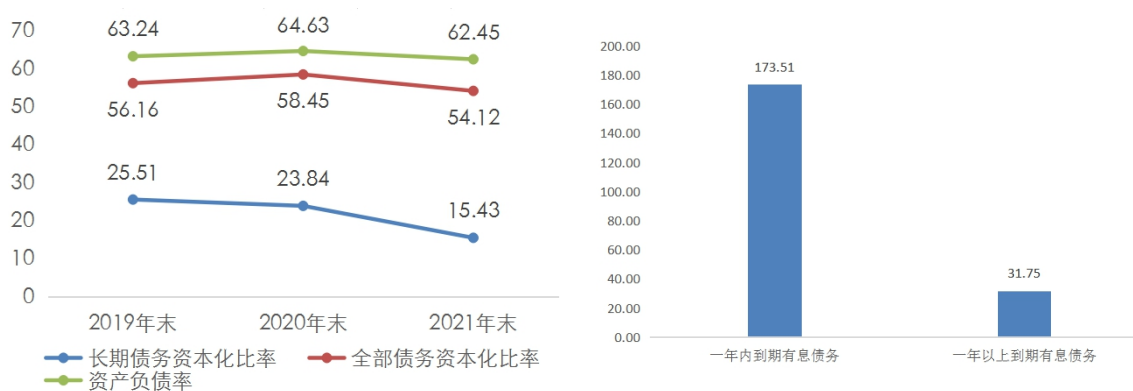
2021 年末公司非流动负债同比下降 38.85%，主要由租赁负债和应付债券构成。同期末，

公司应付债券为 2.95 亿元，同比大幅下降，主要是跟踪期内公司兑付（回售）部分债券，同时计入一年内到期的非流动负债的应付债券余额 24.93 亿元。

2021 年末，公司全部债务为 205.26 亿元，同比下降 14.08%，但规模仍较大，短期债务和长期债务占比分别为 84.53%和 15.47%，债务结构仍以短期债务为主且短期债务占比进一步提升，短期债务偿付压力加大。同期末，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别同比下降 4.33 个百分点和 8.41 个百分点，主要系公司债务规模下降和所有者权益有所增加所致。资产负债率同比下降 2.18 个百分点至 62.45%。

从债务期限结构上看，以公司 2021 年末有息债务为基础，公司债务主要集中于 2022 年到期，到期债务规模合计 173.51 亿元，短期内存在较大集中偿还压力。

图表 19 公司近年债务负担及 2021 年末债务期限结构（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额为 14.40 亿元，全部为对关联单位提供的信用担保（见附件四），担保比率为 8.27%。未来若关联方没有按时履行付款责任，公司将面临一定或有负债风险。

盈利能力

2021 年随着经营环境改善和门店数量增加，公司营业收入有所增长，营业利润率小幅提升，依托控股股东供应链、物流仓储等零售基础设施资源优势、线上向线下引流能力的加强和新型门店模式的推进，预计 2022 年公司仍将保持较好市场竞争力

2021 年，随着国内新冠疫情缓和，国家出台多项促进消费政策，经营环境有所改善，叠加公司经营门店数量增加，带动营业收入同比增长 6.82 个百分点，受益于厨卫家电、冰箱及洗衣机等高毛利率品类的毛利率和销售占比提高，营业利润率同比提升 1.33 个百分点至 12.22%。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提升。

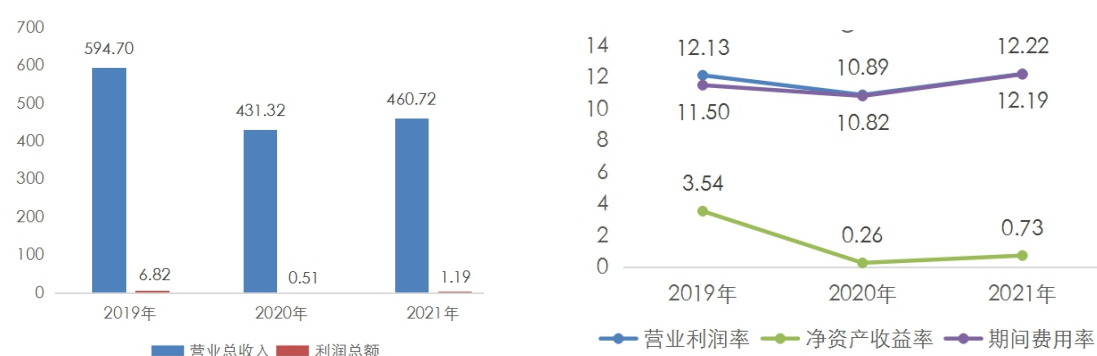
公司期间费用仍以销售费用为主，受公司规模扩张影响，租金、销售人员人工相关费用增加带动销售费用增长，管理人员人工相关费用、办公场所租金增加带动管理费用增长，2021 年期间费用同比增加 20.41%，期间费用率上升 1.38 个百分点至 12.19%。

公司利润总额规模受非经常性损益影响较大，2021 年公司资产减值损失 0.72 亿元，主要为公司对子公司陕西峰星电讯零售连锁有限责任公司、南京鹏泽投资有限公司和武汉国美电器

有限公司计提商誉减值准备共计 0.72 亿元。公允价值变动损益 0.60 亿元，主要为交易性金融资产公允价值变动收益。投资收益 0.42 亿元，为理财产品收益。营业外收入 0.98 亿元，为免租收入、债务利得收入。营业外支出 0.24 亿元，为罚款损失、赔偿金损失。

外部环境方面，2021 年随着国内新冠疫情缓和，国家出台多项促进消费政策，经营环境有所改善，但 2022 年 3 月份以来全国疫情呈现出点多、面广、频发等特征，对线下、线上消费均带来明显影响，预计短期内公司业绩有所承压。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，股东的供应链、物流仓储等资源为公司零售业务发展提供较好基础。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，此外，公司逐步推进现有门店从电器卖场升级为展示体验新型门店，预先收取体验展示费，将有助于公司保持市场竞争力。

图表 20 公司收入及盈利能力（单位：亿元、%）



项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入	594.70	431.32	460.72
期间费用	68.40	46.65	56.17
其中：销售费用	45.88	28.31	33.69
管理费用	17.36	12.85	15.48
研发费用	0.12	0.08	0.19
财务费用	5.04	5.41	6.80
利润总额	6.82	0.51	1.19
总资本收益率	2.92	1.80	1.83
总资产收益率	1.30	0.09	0.27
净资产收益率	3.54	0.26	0.73

数据来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

2021 年，公司经营性现金流净流入规模增加，关联交易比重有所下降但仍较大，投资活动主要为投资和收回理财产品，受净偿还债务规模增加，筹资活动净现金流大幅净流出

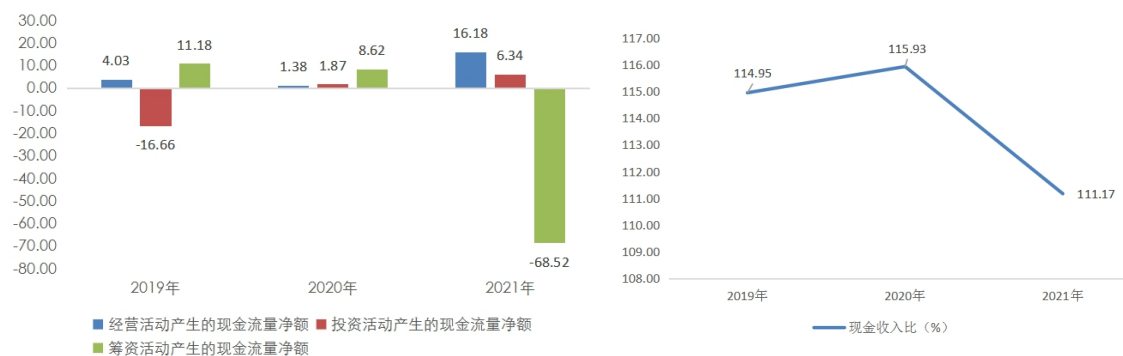
2021 年，公司经营性现金流为净流入 16.18 亿元，净流入规模同比大幅增加，主要系收到的往来款增加和支付的往来款减少所致。跟踪期内，公司与国美控股内部关联企业之间关联交易规模仍然较大，内部控制风险管理难度大。2021 年，公司销售商品、提供劳务的关联交易为 176.00 亿元，占销售商品、提供劳务交易比重为 34.36%，同比下降 11.01 个百分点；公司购买商品、接受劳务的关联交易为 105.31 亿元，占购买商品、接受劳务交易比重分别为 21.79%，

同比下降 0.12 个百分点。2021 年公司的现金收入比为 111.17%，较 2020 年下降 4.76 个百分点，整体仍保持较好水平。

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。2021 年公司收回理财产品的现金有所增加，投资性现金流净流入规模增加。

同期，受公司净偿还债务规模增加，公司筹资活动净现金流为净流出 68.52 亿元。

图表 21 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，2021 年末公司流动比率及速动比率均有所下降，经营现金流动负债比为 6.35%，同比有所提高但对流动负债的保障程度仍不高。截至 2021 年末，公司未受限货币资金账面价值为 40.19 亿元，短期债务为 173.51 亿元，未受限货币资金对短期债务覆盖程度为 23.16%。

从长期偿债能力指标来看，2021 年公司 EBITDA 为 10.34 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.81 倍，全部债务/EBITDA 为 19.84 倍，总体债务负担有所减轻。

截至 2021 年末，公司获得银行授信总额为 285.81 亿元，其中未使用 79.04 亿元，具有一定融资空间。

图表 22 公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）
流动比率	157.39	151.54	131.66
速动比率	123.70	119.78	131.42
经营现金流动负债比	1.76	0.54	6.35
EBITDA 利息倍数	2.82	1.55	1.81
全部债务/EBITDA	14.50	22.30	19.84

资料来源：公司提供，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，所有者权益保持增长，未分配利润占比仍较高；公司债务规模有所下降，债务结构仍以短期债务为主且占比进一步上升，2022 年存在较大集中偿还压力；2021 年，随着经营环境改善，营业收入有所增长，营业利润率小幅提升；经营性净现金流保持净流入，关联

交易比重有所下降但仍较大，受净偿还债务规模增加，筹资活动净现金流大幅净流出。

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2022年4月25日，公司本部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，公司在公开市场发行债券均已按期还本付息。

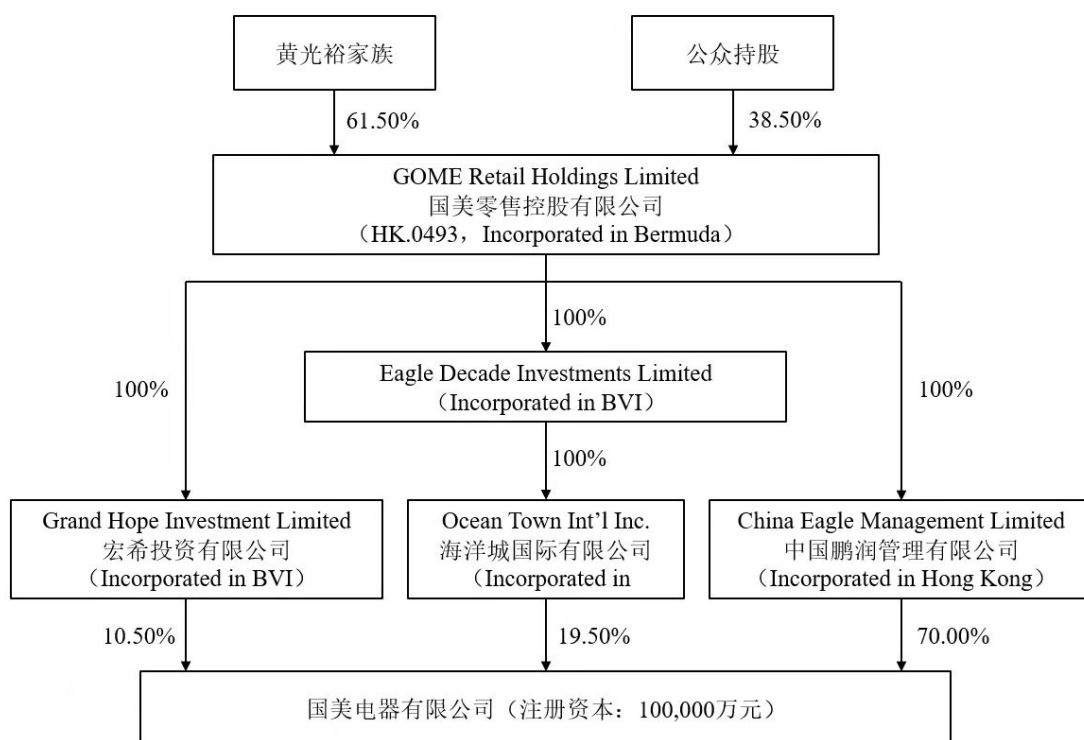
抗风险能力及结论

国美电器是国内家电连锁零售业龙头企业之一，品牌与规模优势突出，跟踪期内门店数量增加较快，门店资源丰富且分布区域广泛，仍保持较强的市场竞争力；公司控股股东国美控股拥有丰富的供应链、物流仓储等零售基础设施资源，物流配送体系较为完善，为公司零售业务发展奠定基础；跟踪期内，以“真快乐”为核心的线上平台发展良好，同时公司继续加强与拼多多、京东等在线电商平台合作向线下门店引流，有利于提升公司市场竞争力；2021年，随着经营环境改善和经营门店数量增加，公司营业收入和毛利润有所增长。

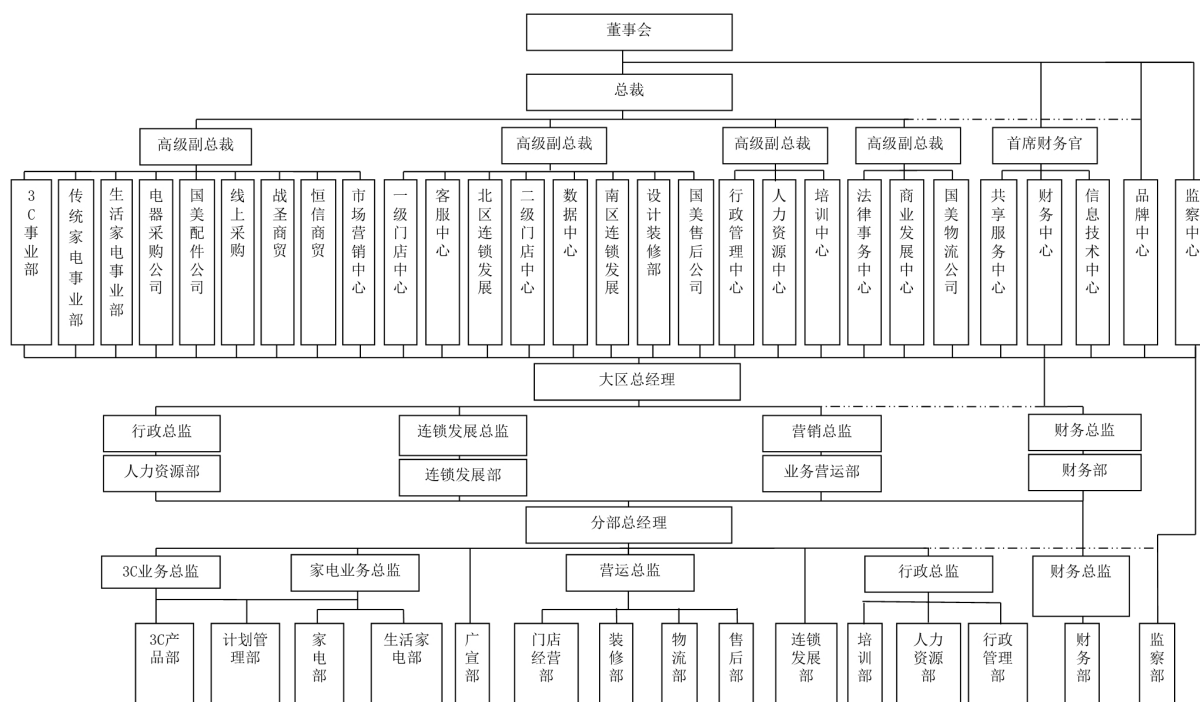
同时，东方金诚关注到，受部分直营旗舰店改为展示店，门店收入下降影响，公司经营平效有所下降；跟踪期内，公司货币资金受限规模较大，以关联方款项为主的其他应收款规模进一步增加，对营运资金占用较多，控股股东国美控股仍然亏损且债务负担很重；公司债务规模仍较大，短期债务占比较高，2022年存在较大集中偿还压力。

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“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 2021 年末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年末公司组织结构图



附件三：截至 2021 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	南京鹏泽投资有限公司	南京市	南京市	投资咨询	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	国美资本管理有限公司	北京市	北京市	投资管理	100.00	设立
4	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
5	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
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	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
8	深圳易好家商业连锁有限公司	深圳市	深圳市	连锁销售	100.00	收购
9	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
10	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
11	北京国美咨询有限公司	北京市	北京市	咨询服务	100.00	设立
12	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
13	国美家盟（宁波）企业管理有限公司	宁波市	宁波市	咨询服务	100.00	同一控制
14	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

附件四：截至 2021 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
1	河北国美电器有限公司	3000.00	2021.6.5	2022.6.4
2	河南永乐生活电器有限公司	3000.00	2021.5.10	2022.5.9
3	河南永乐生活电器有限公司	4000.00	2021.2.10	2022.2.9
4	河南永乐生活电器有限公司	5000.00	2021.2.13	2022.2.12
5	上海国美电器有限公司	7000.00	2021.3.25	2022.3.24
6	厦门永乐思文家电有限公司	14000.00	2021.5.15	2022.5.14
7	国美零售控股有限公司	52000.00	2020.11.12	2023.11.11
8	国美零售控股有限公司	56000.00	2019.12.13	2022.12.12
合计		144000.00	-	-

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	2019 年	2020 年	2021 年
主要财务数据及指标			
资产总额（亿元）	458.78	480.17	463.44
所有者权益（亿元）	168.65	169.83	174.02
负债总额（亿元）	290.13	310.34	289.42
短期债务（亿元）	158.28	185.73	173.51
长期债务（亿元）	57.75	53.16	31.75
全部债务（亿元）	216.04	238.89	205.26
营业收入（亿元）	594.70	431.32	460.72
利润总额（亿元）	6.82	0.51	1.19
净利润（亿元）	5.96	0.45	1.27
EBITDA（亿元）	14.90	10.71	10.34
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	4.03	1.38	16.18
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-16.66	1.87	6.34
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	11.18	8.62	-68.52
毛利率（%）	12.35	11.06	12.35
营业利润率（%）	12.13	10.89	12.22
销售净利率（%）	1.00	0.10	0.27
总资本收益率（%）	2.92	1.80	1.84
净资产收益率（%）	3.54	0.26	0.73
总资产收益率（%）	1.30	0.09	0.27
资产负债率（%）	63.24	64.63	62.45
长期债务资本化比率（%）	25.51	23.84	15.43
全部债务资本化比率（%）	56.16	58.45	54.12
货币资金/短期债务（%）	95.50	93.58	89.23
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-5.85	1.36	10.97
流动比率（%）	157.39	151.54	131.66
速动比率（%）	123.70	119.78	131.42
经营现金流动负债比（%）	1.76	0.54	6.35
EBITDA 利息倍数（倍）	2.82	1.55	1.81
全部债务/EBITDA（倍）	14.50	22.30	19.84
应收账款周转率（次）	31.63	19.66	15.27
销售债权周转率（次）	30.61	19.06	15.09
存货周转率（次）	6.65	4.86	9.94
总资产周转率（次）	1.30	0.92	0.98
现金收入比（%）	114.95	115.93	111.17

附件六：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
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	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
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	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营效率指标	
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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
本期债券偿债能力	
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。