

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

2024 年零售行业信用风险展望

联合资信 工商评级二部

随着消费场景有序恢复，不同业态表现存在差异，实体零售企业增长乏力，消费信心仍有待提升。从长期发展潜力看，扩大内需、促进消费政策带动下，各地方各领域不断创新消费场景、优化消费环境，支撑消费增长的积极因素在增多，消费有望保持平稳升级、稳步向好的发展态势。联合资信认为，消费发展长期向好基本面没有改变，零售行业评级展望维持稳定。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



一、行业运行情况

（一）行业概况

2023 年市场主体加快复商复市，消费市场企暖回升，社会消费品零售总额增速转正。受公共卫生事件长期影响，现阶段收入和消费增长仍属恢复性增长，居民收入增长的基础仍需巩固，消费信心仍有待提升。

2023 年，中国社会消费品零售总额实现 471495 亿元，比上年增长 7.2%，随着一系列促消费政策落地显效，市场主体加快复商复市，市场销售增速转正，消费市场企暖回升。全年，线下消费场景和消费体验不断拓展提升，实体店铺零售持续恢复。按零售业态分，2023 年，限额以上零售业单位中百货店、便利店、专业店、品牌专卖店零售额比上年分别增长 8.8%、7.5%、4.9%、4.5%，超市零售额比上年下降 0.4%。随着疫情后消费场景的放开，居民对超市的依赖度略有下滑。

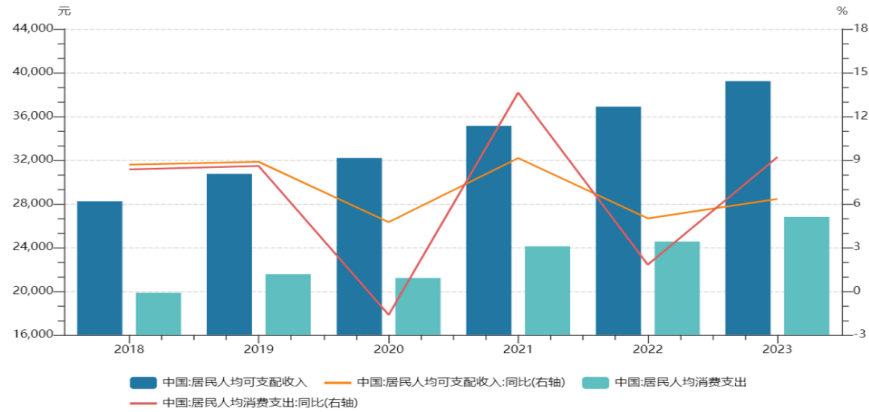
图 1 2019—2023 年中国社会消费品零售总额变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

近年来，全国居民人均可支配收入和消费支出持续增长，但增速波动剧烈。2023 年，全国居民人均可支配收入 39218 元，比上年增长 6.3%，全国居民人均消费支出 26796 元，比上年增长 9.2%。根据消费者信心指数，2022 年 4 月以来，中国消费者信心指数为 86.7，是自 2015 年以来首次低于 100，且至 2024 年 1 月间持续在 86.7 到 88.9 间上下波动，消费需求不足。现阶段居民收入和消费增长仍属于恢复性增长，居民收入增长的基础仍需巩固，消费信心仍有待提升。

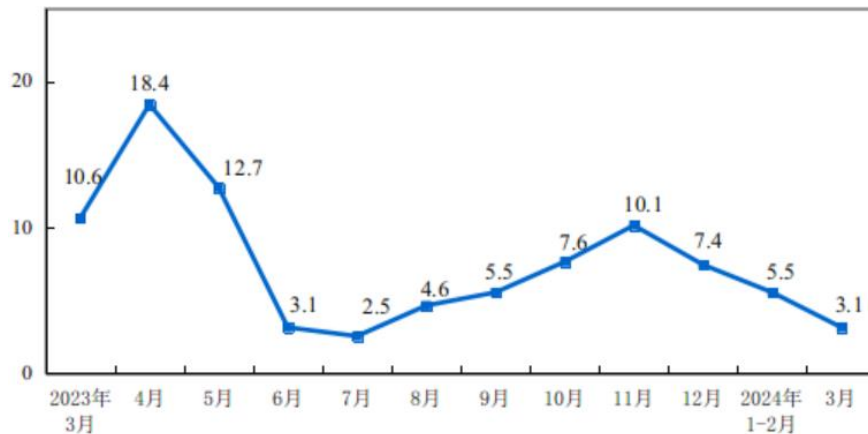
图 2 2019—2023 年居民收入消费情况



资料来源：Wind，联合资信整理

2024 年一季度，中国社会消费品零售总额实现 120327 亿元，同比增长 4.7%，增速同比变化不大。按零售业态分，限额以上零售业单位中超市、便利店、专业店、品牌专卖店零售额同比分别增长 2.2%、5.2%、6.3%、1.1%，百货店零售额下降 2.4%。

图 3 2024 年一季度社会消费品零售总额同比增速情况（单位：%）



资料来源：国家统计局

（二）细分业态

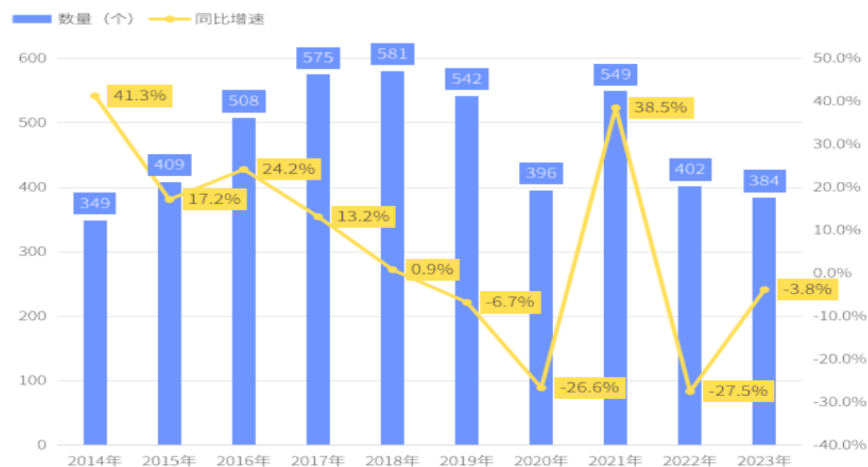
实体零售根据其经营模式的不同可分为百货（包括购物中心、奥特莱斯等衍生形态）、超市连锁、便利店和专业店主要业态，另有少部分电器、家具、珠宝等专业店。2023 年，

百货业态增长乏力，新开门店数量仍处于低水平；受生鲜电商和社区团购对日常消费品市场空间的逐步挤压，传统连锁超市遭受较大经营压力，限额以上零售业单位中超市零售额增速为近5年来首次负增长；网络零售占社会消费品零售总额的比重区域稳定，对线下消费的影响正逐渐减小，抖音、快手等为主的直播平台突飞猛进，直播电商已经成为一个规模庞大的产业。

1. 百货

2023年，百货业态零售额增速为所有实体零售业态之首，主要系其前期消费场景受公共卫生事件影响最重，基数较低所致，剔除基数效应影响，百货业态零售额仍增长乏力，新开门店意愿低。以购物中心为例，目前中国实体零售全国性百货公司少，以区域性垄断或寡头竞争为主，门店主要分布集中在华东、华南和西南地区。根据公开数据，2023年全年新开业商业项目394个，体量3413.45万平方米，其中购物中心384个，独立百货10个，数量及体量同比2022年均小幅下降约3%，新开业速度持续放缓，数量为2015年以来最低水平。新开门店集中在华东、华南和华中区域，分别为147个、74个和47个。从城市分布情况上看，广州最为活跃，开业19个，位列第一；北京开业18个，位列第二；上海、深圳、重庆、成都开业数量均位列前十；苏州、杭州新开业项目保持活跃，分别为12个、10个。闭店方面，全年闭店数量有限，国内老牌商场闭店主要以升级改造需求为主，实际闭店企业主要为外资或合资类品牌，闭店区域包括上海、广州、天津和郑州等。

图4 2014—2023购物中心新增名门店数量情况



资料来源：赢商网

2. 超市连锁

2023 年，随着消费场景的逐步放开，以及生鲜电商和社区团购对日常消费品市场空间的逐步挤压，超市连锁遭受较大经营压力。根据中国连锁经营协会公布的区域型连锁超市数据，其中约四成企业销售额同比实现增长，约四成企业销售额同比下降，其余为同比持平。2023 年，限额以上零售业单位中超市零售额比上年下降 0.4%，为近 5 年来首次呈现负增长。拓店方面，2023 年区域型超市企业新开店数量 665 家，闭店数量 449 家，其中九成的开店和闭店为 2000 平方米以下的门店，类似于社区超市，这与国家鼓励的发展新型业态，以及企业深耕区域市场策略相契合。基于 2023 年的表现，2024 年，拓展新门店类型、线上线下业务的融合以及门店的数字化改造仍为连锁超市的重点关注领域。

3. 网络零售

狭义的零售电商指通过网络渠道进行商品交易活动，包括实物商品交易及虚拟商品交易，广义的零售电商是一种业态，包含平台、商家、品牌、用户、服务商等。按模式分，有 C2C、B2C、C2M、B2B2C 等；按品类分，有综合电商、垂直电商；按交易市场分，有进口跨境电商、出口跨境电商；电商有会员制电商、直播电商、精品电商、小程序电商等。网络零售作为中国零售行业发展中的强劲动力，近年来规模不断扩大，2023 年全国网上零售额 154264 亿元，比上年增长 11.0%，占社会消费品零售总额的比重超 30%，对引领消费恢复扩大起到重要作用。但也需关注，2023 年，线上零售额增幅也从过去的高增长逐渐与社会消费品零售总额增速趋近，且线上零售额占消费品总额比重逐渐趋于稳定，意味着线上对线下的影响正逐渐减小。竞争格局方面，近年来以阿里、京东和拼多多为“三巨头”的综合电商销售额占网络零售市场份额持续位于高位，另有抖音、快手等为主的直播平台突飞猛进，直播电商已经成为一个规模庞大的产业。

表 1 主要电商平台 2023 年 GMV 情况

	平台简称	GMV（亿元）	同比
综合电商	阿里巴巴	71854	(3%)
	京东	35394	2%

	拼多多	40451	31%
	唯品会	1922	13%
直播电商	抖音	22000	47%
	快手	11947	33%

注：因四舍五入、汇率计算和单位等原因，数据可能与实际情况存在差距
资料来源：联合资信根据公开数据整理

（三）行业监管与行业政策

近年来，中央部委出台的零售业相关政策主要以推动电子商务、拓展零售新业态和促进农村消费升级为主，地方性商务局出台的相关政策主要以推动区域实体零售落地、打造消费场景，提升客流量以扩大消费。

表 2 近年来零售行业相关政策和动态总结

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2021年10月	商务部、中央网信办、发展改革委	“十四五”电子商务发展规划	立足电子商务连接线上线下、衔接供需两端、对接国内国外市场的重要定位，通过数字技术和数据要素双轮驱动，提升电子商务企业核心竞争力，做大、做强、做优电子商务产业，深化电子商务在各领域融合创新发展，赋能经济社会数字化转型，推进现代流通体系建设，促进形成强大国内市场，加强电子商务国际合作。
2022年12月	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	全面促进消费，加快消费提质升级，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。
2023年7月	发改委	《恢复和扩大消费的措施》	优化就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，充分挖掘超大规模市场优势
2023年7月	商务部等13部门	《全面推进城市一刻钟便民生活圈建设三年行动计划(2023-2025)》	优化社区商业网点布局，改善社区消费条件，创新社区消费场景，提升居民生活品质，将一刻钟便民生活圈打造成保障和改善民生、恢复和扩大消费的重要载体
2023年11月	三亚市商务局	《2023年三亚市进一步促进消费增长若干措施》	大力开展免税促销，发放免税消费券，鼓励和引导各免税经营主体举办免税促销活动。加大三亚营销力度，着力提升旅游人次。主动对接国内影响力强的媒体平台，持续举办大型演唱会、体育赛事、文体活动，组织免税经营主体与活动主办方开展营销对接，拉动入岛游客消费

2024年3月	商务部等9部门	《关于推动农村电商高质量发展的实施意见》	深入实施数字乡村发展行动，推动农村商贸流通企业转型升级，促进电商与农村一二三产业全方位、全链条深度融合，培育新业态、新场景，构建协同、创新、高效的农村电商生态圈，畅通城乡经济循环，促进农民增收和农村消费。在全国培育100个左右农村电商“领跑县”；培育1000家左右县域数字流通龙头企业；培育10000名左右农村电商带头人
2024年4月	北京市商务局等8部门	《促进多元消费业态融合高质量发展行动方案》	挖掘街区消费场景、打造近山消费场景、创新亲水消费场景、壮大演艺消费场景、激活赛事消费场景、繁荣夜间消费场景、拓展数字消费场景。建设一批多元消费融合新项目、推动一批老旧消费设施改造升级、打造一批多元消费融合集聚区（如打造首钢园、新工体、城市绿心等10个体育消费集聚区）
2024年4月	上海市商务委、静安区政府	《关于进一步促进首发经济高质量发展的若干措施》	吸引高能级首店落地，对亚洲及以上级别首店予以100万元的一次性奖励。对在“首发上海”活动期间开设的亚洲及以上级别首店，予以120万元的一次性奖励等。鼓励各区出台支持措施。支持有条件的各区，出台首发经济财政支持政策。鼓励各区建立首发经济服务绿色通道，为企业引进高能级首店、举办首发活动等做好服务。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（四）行业关注

实体零售企业发展面临消费力不足、消费降级和增长乏力的挑战

在三年公共卫生事件影响下，消费市场受到较大冲击，接触型和聚集型的消费均出现萎缩。同时公共卫生事件直接降低了消费者对就业、收入及消费意愿的信心，居民收入下滑以及消费预期转弱致使消费需求下降且短期内难以转变。2023年以来，随着公共卫生事件防控平稳，经济社会全面恢复常态化运行，消费市场逐渐恢复。但消费市场的复苏主要来自餐饮和旅游业，百货、购物中心等消费主要场所增长乏力。2023年，游客出游总花费同比增长140.3%，餐饮收入同比增长20.4%，而商品零售额同比仅增长5.8%。

此外，与消费不足相对应，居民储蓄却持续增加。央行公布的2023年金融统计数据 displays, 2023年全年人民币存款增加25.74万亿元，其中，住户存款增加16.67万亿元。由于信心不足，居民消费倾向谨慎，增加储蓄以备不时之需。

电商对实体零售业影响持续

虽然近两年网络零售对整体消费能力的占比趋于稳定，增速也逐步放缓，但电商对线下百货零售业的影响持续存在。互联网及电商持续冲击是实体零售发展面临的第二大问题，一是传统的淘宝、京东等平台，正在加大百货类商品的比例；二是抖音、快手等为主的直播平台带货能力迅速突起。根据公开数据，2023年上半年，重点监测电商平台累计直播销售额1.27万亿元。直播电商已经是一个规模庞大的产业，化妆品、服装等品类是直播的重点。三是美团、达达等开展即时零售，提出“即时零售，万物到家”，不仅仅是生鲜品类，美妆、户外用品等也成为重点。据不完全统计，2022年全国即时零售市场规模超5900亿元，相当于社会消费品零售总额1.4%。另外，品牌商加大力度自建线上渠道，形成分流。电商正以立体化、不断翻新的方式影响线下零售企业。

实体零售新竞争趋势在于业态优化、商品差异化和运营精益化

业态的优化方面，传统商超大店模式下2万及以上平方米的大商业面积使企业的租金成本和人力成本压力加大，并不能完全适应市场的需求。随着消费者对便利性和品质生活的需求增强，社区商业化逐渐成为趋势，部分门店开始转型社区生活中心，希望通过提供更便捷的购物体验、文娱场景和社区服务来吸引消费者，以增加客流量和提升消费者的体验感。商品差异化是零售企业核心竞争力之一，企业可以通过提升产品独特性和服务定制性，进而提高市场份额和盈利能力。运营精益化是指零售企业可以利用数字化手段即时洞察消费者的需求和偏变化、商品数据做好相应零售环节的决策。例如基于数据洞察指导选址、商品定制、定价、促销方式等运营和管理方面的决策。

二、行业增长与盈利能力趋势分析

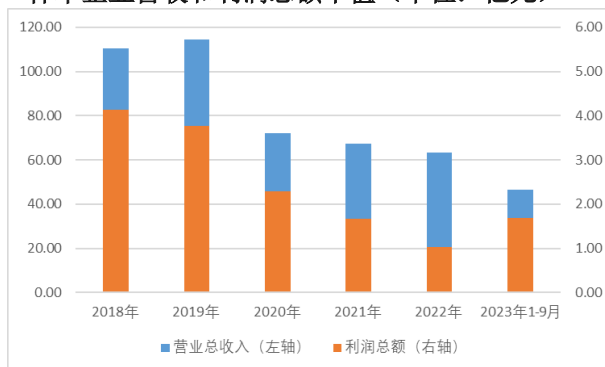
2022年零售样本企业营业总收入和利润总额仍延续下降趋势；2023年前三季度，零售企业收入同比持平，利润总额同比增长。考虑到第四季度有较多刺激消费活动和节日，预计2023年零售样本企业营业收入同比持平，利润总额同比有望实现增长。

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）选取零售行业发债企业和上市公司作为样本统计，样本企业合计45家，包含12家发债公司¹和33家上市公司（以下

¹ 截至2024年4月22日有存续债企业（含有存续债上市公司）。

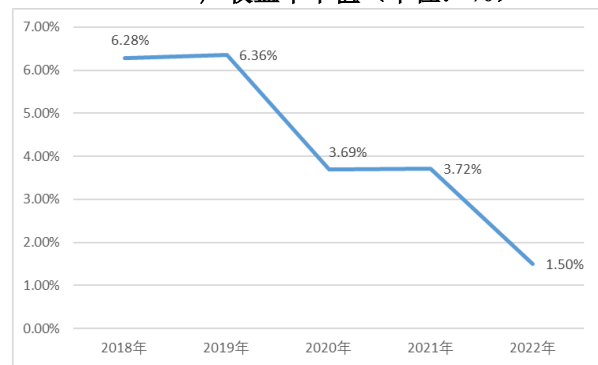
统称“样本企业”)。2018—2022年,样本企业营业总收入和利润总额变动趋势大体一致,自公共卫生事件以来零售样本企业营业总收入中值和利润总额中值呈持续下滑趋势,2022年分别同比下降6.13%和37.83%(2021年分别为下降6.60%和27.58%),利润总额表现为持续高速下滑。2018—2022年,样本企业净资产收益率中值整体呈持续下滑趋势,2022年为1.50%,同比减少2.21个百分点。2023年1—9月,样本企业实现收入中值46.51亿元,同比变化不大,实现利润总额中值1.69亿元,同比提升且超过2022年全年水平。考虑到,第四季度的“双十一”“圣诞节”等活动和节日为全年业绩提供重要补充,预计2023年样本企业营业收入呈现同比持平的可能性大,利润总额同比有望实现增长。

图5 2018—2022年及2023年前三季度零售行业样本企业营收和利润总额中值(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图6 2018—2022年零售行业样本企业净资产收益率中值(单位:%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

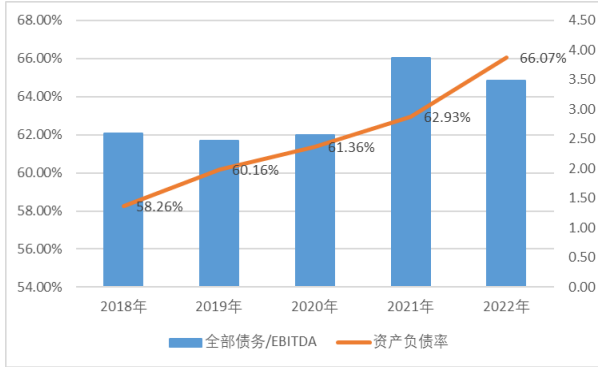
三、行业杠杆与偿债能力

零售样本企业长期偿债能力指标持续走弱,短期偿债能力尚可。

从杠杆水平来看,2018—2022年末,零售样本企业资产负债率中值呈增长趋势,2022年底达到66.07%,较上年底增加3.14个百分点。长期偿债能力方面,全部债务/EBITDA中值波动增长,2022年为3.48倍,同比小幅回落,但近年来长期偿债能力指标整体表现弱化,考虑到部分零售企业自有物业占比高,受限比例低,有助于提升融资空间。短期偿债能力方面,2018—2022年末,公司速动比率指标在60%上下波动,并呈下降趋势,截至2022年底为57.13%;受益于下游现金为主的结算方式,现金类资产对短期债务的保障虽波动下降,但仍具备保障能力,2022年末为14.57倍。综合来看,零

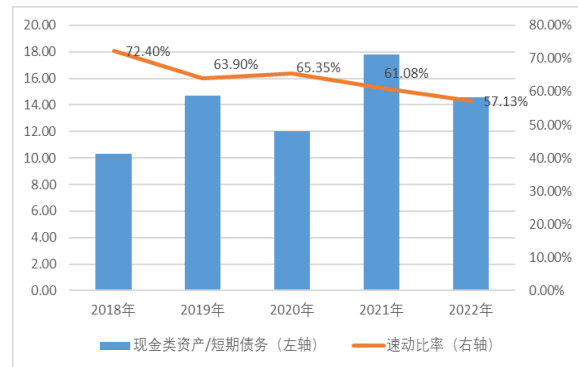
售企业整体偿债指标走弱，短期偿债能力尚可。

图 7 2018—2022 年样本企业长期偿债能力中值指标情况（单位：倍）



数据来源：Wind，联合资信整理

图 8 2018-2022 年底样本企业短期偿债能力中值指标情况（单位：倍）



数据来源：Wind，联合资信整理

四、行业内样本企业信用状况

受部分企业债券到期不再续发，存续主体数量持续缩减；零售存续发债企业主体级别分化突出，高级别主体性质全部为国有企业；2022 年以来，行业内实体零售企业发债规模下降，存量债券中国企占比进一步提升。

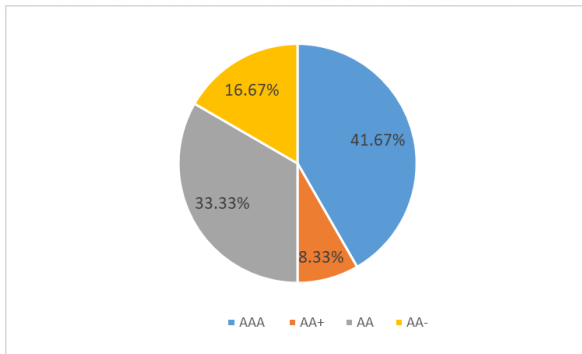
（一）截至 2024 年 3 月底零售发债企业主体基本情况

近年来零售企业发债主体数量持续缩减，截至 2024 年 3 月底为 12 家，存续主体中仅 1 家电商零售企业，为北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东世贸”），剩余 11 家均为实体零售企业，零售企业发债主体仍以实体零售企业为主。

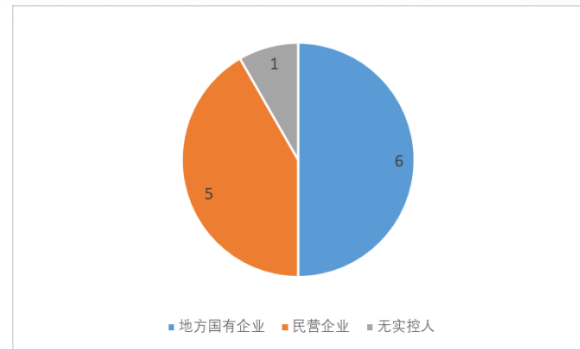
截至 2024 年 3 月底，零售存续发债主体中有存续信用等级的有 12 家²，信用等级分布在 AA~AAA，AAA 主体占 38.46%，AA+主体占 7.69%，AA 主体占 38.56%，AA-主体占 15.38%，级别分化较为突出。其中，AAA 级别主体性质全部为地方国有企业，AA 及以下主体以民营企业为主。

截至 2024 年 3 月底，存续发债主体中 6 家为国有企业，6 家为民营企业，1 家无实际控制人，为苏宁易购集团股份有限公司，国有企业和民营企业占比较为平均。

² 步步高商业连锁股份有限公司为无主体级别发行 ABS。

图 9 发债主体信用等级分布情况


资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

图 10 发债主体背景性质


注：民营含民营企业、外商独资企业、中外合资企业和其他企业
资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

（二）零售企业债券存续情况分析

2018 年以来，随着发债零售企业数量及发行频率的下降，零售企业债券发行规模持续下滑。截至 2024 年 3 月底，12 家发债企业存续债券 255 支（其中京东世贸存续 216 支），存量债券余额 938.77 亿元，其中京东世贸的 524.67 亿元，剩余企业存续债券余额 414.09 亿元，其中国有企业债券余额占比 81.62%，集中度进一步提升。

（三）2023 年以来零售企业信用等级变动情况

2023 年以来零售发债企业中步步高投资集团股份有限公司因流动性紧张等问题遭遇级别调整；当期零售行业内无信用等级调升情况。

表 3 发债企业信用等级调整情况

企业名称	变动前	调整后	调整时间	核心原因
步步高投资集团股份有限公司	AA/稳定	AA-/负面	2023 年 2 月	①债务负担重，现金类资产规模小，流动性紧张； ②存在一定兑付风险。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

五、展望

中国零售市场规模大、细分领域多，零售市场复苏呈现节奏性、慢速反弹特征。

从近期情况看，随着消费场景有序恢复，不同业态表现存在差异，实体零售企业增长乏力，消费信心仍有待提升。从长期发展潜力看，扩大内需、促进消费政策带动下，各地方各领域不断创新消费场景、优化消费环境，支撑消费增长的积极因素在增多，消费有望保持平稳升级、稳步向好的发展态势。联合资信认为，消费发展长期向好基本面没有改变，零售行业评级展望维持稳定。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。