

行业展望

2026年2月

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	11
结论	14
附表	15

联络人

作者

企业评级部

程方誉 010-66428877

fycheng@ccxi.com.cn

孔令媛 010-66428877

lykong@ccxi.com.cn

尹洁 010-66428877

jyin@ccxi.com.cn

其他联络人

王梦莹 010-66428877

mywang01@ccxi.com.cn



中诚信国际 中国实体零售行业

中国实体零售行业展望：弱复苏与深度调整并存

预计2026年，宏观消费在政策支持下缓慢回暖，但信心不足制约复苏力度。行业内百货业营收持续收缩，仍将通过降本增效和业务转型等措施来寻求突破，超市业则在主动收缩中聚焦供应链与数字化变革，但均依旧面临转型成本压力，财务呈现偿债能力尚可与盈利承压的分化格局。实体零售企业长期改善仍有待消费信心根本性恢复与内部改革成效显现。

中国实体零售行业的展望维持“负面改善”，中诚信国际认为，未来12~18个月该行业总体信用质量较“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平。

摘要

- 中诚信国际预计，未来居民收入的稳步提升、消费结构需求升级、消费促进政策的深入实施仍将持续提振部分品类的消费，但在消费信心未有明显提升的情况下，细分领域的正向效应难以大幅扭转宏观压力带来的负面阻力，社零增速或保持缓速增长态势，消费市场或进入更常态化的持续改善阶段。
- 中诚信国际观察到，2025年以来，百货和超市行业仍整体呈收缩态势。未来，行业将告别粗放式扩张，行业内企业仍将通过降本增效和业务转型等措施来寻求突破，但仍有待外部环境进一步改善和调改措施的落地成效缓解经营压力。
- 中诚信国际观察到，2025年以来，实体零售样本企业盈利及经营获现普遍承压，随着行业内企业转型调改推进，未来仍有较大修复空间。考虑到实体零售企业货币资金充裕、财务杠杆水平下降以及普遍拥有自有物业可对偿债形成支撑等因素，短期内实体零售样本企业偿债能力整体上仍将处于较好水平。从长期来看，实体零售企业的稳步发展仍有待促消费政策的延续、消费信心的建立以及企业提质增效措施的显现。

一、 分析思路

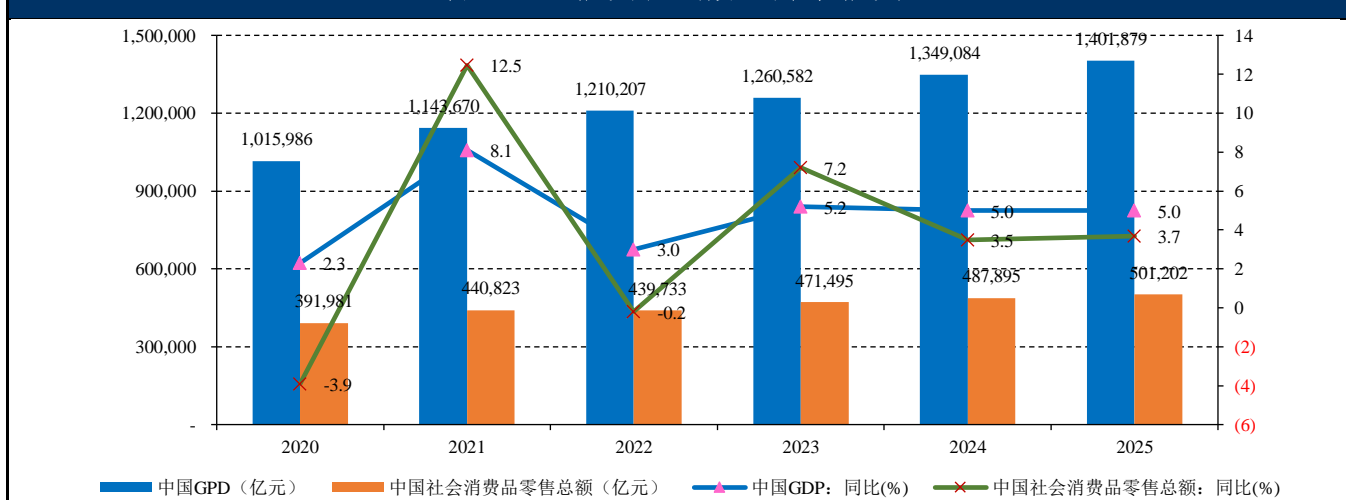
本文通过对影响消费的主要因素进行分析来判断我国零售行业市场的景气度情况，并结合百货、超市等实体零售细分行业的发展情况，对样本企业盈利和财务杠杆等信用基本面的变化情况进行分析。本文认为2025年实体零售行业经历结构性调整优化，实体零售行业景气度在低谷期持续改善。2026年实体零售行业将在弱复苏和深度转型中寻找业绩长期增长通道，调改成效及政府促消费政策对行业的提振效果有待持续观察。

二、 行业基本面

2025年以来，我国社零增幅同比增长，消费对GDP增长的贡献率持续提升，实体零售行业景气度稳步修复，但整体仍偏弱；未来细分消费市场仍继续结构性分化，零售业将步入以价值驱动与体验创新为核心的提质复苏新阶段，但在消费信心未有明显提升的情况下，预计未来一段时间的社零增速或保持缓速增长态势，消费市场或进入更常态化的持续改善阶段。

零售业是国民经济的基础性产业，作为现代商贸流通体系的关键环节，它连接生产与消费，在扩大内需、促进就业、繁荣市场和保障民生方面发挥着不可或缺的枢纽作用。近年来，中国零售行业整体增长与GDP增速变化趋势基本一致，根据国家统计局初步核算，2025年全国GDP实现140.2万亿元，同比增长5.0%，增速与上年持平，最终消费支出对GDP增长的贡献率为52.0%，较上年提升了7.5个百分点，拉动国内生产总值同比增长2.6个百分点，消费需求持续发挥对经济增长的重要拉动作用。社会消费品零售数据方面，近三年来我国社会消费品零售总额呈逐年增长态势，其中2025年全国社会消费品零售总额达50.1万亿元，同比增长3.7%，增速较上年提升0.2个百分点，零售行业景气度有所改善。

图 1: GDP 增速与社会消费品零售额增速对比

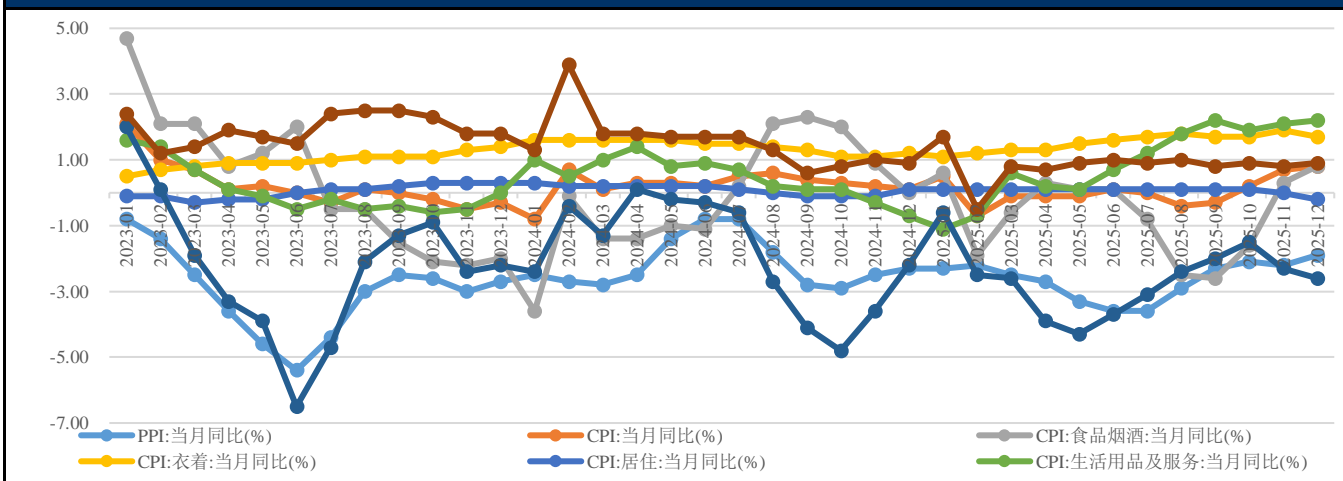


数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

零售行业发展亦与物价水平、居民收入及消费信心等密切相关。工业生产者出厂价格和居民消费价格方面，2025年，全国工业生产者出厂价格全年仍下降2.6%，但同比降幅呈收窄态

势，同期居民消费价格同比低位波动后逐步企稳，全年与上年持平。由此可见，工业领域需求边际改善但仍处通缩区间，消费市场总体平稳但修复动能不足——上游工业企业因收入下滑（产品价格）和承担刚性成本而盈利空间压缩，经营压力传导至就业与收入端，进而使得消费修复进程存在一定阻滞。两者走势的关键在于价格从生产端向消费端的传导效率。当前“PPI承压、CPI温和”的组合，实质上映射出终端消费需求尚未能完全消化并驱动上游生产扩张的阶段性特征。未来一段时期，我国工业生产者出厂价格与居民消费价格预计将继续呈现分化与逐步收敛的复杂走势。短期内，受全球需求趋缓、国内房地产等传统动能尚在调整，以及部分行业产能过剩的影响，工业生产者出厂价格可能仍在负值区间徘徊但降幅有望收窄，反映工业领域需求复苏的基础有待夯实；与此同时，居民消费价格预计将保持低位温和回升态势，但其回升力度受制于猪肉价格周期性的拖累以及市场竞争下工业消费品价格的疲软，核心CPI的缓慢上行将成为主要支撑，显示出内需特别是服务消费的韧性正在积累。长期看，随着稳增长、促消费政策的持续发力，以及可能的全球制造业库存周期触底，PPI有望逐步回升至正增长区间；这一过程若能伴随居民消费信心的实质性改善，则将推动核心CPI稳步上升，从而实现PPI与CPI之间负向“剪刀差”¹的收窄，并迈向两者协同温和回升的良性轨道。

图2：近年来工业生产者出厂价格指数和居民消费价格指数



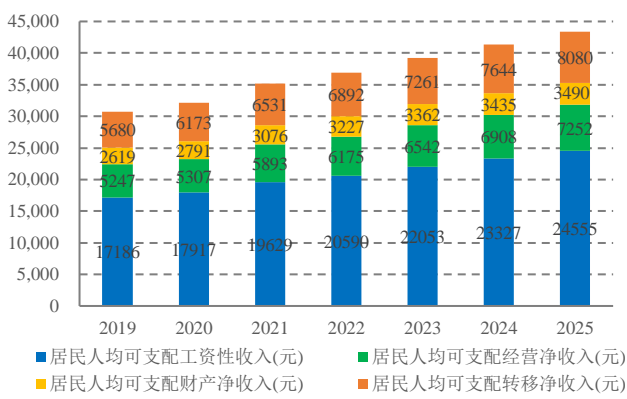
数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

从居民收入、消费支出和消费者心态来看，近年来，我国居民人均可支配收入和消费支出持续增长，消费能力缓步上升。国家统计局数据显示，2025年全国居民人均可支配收入实际同比增长5.0%，韧性较好；同期全国居民人均消费支出实际同比增长4.4%，增速同比放缓0.6个百分点，且低于可支配收入增速，消费支出增速波动性减弱。这说明在面对外部冲击时，居民的消费行为不仅取决于“有没有钱（可支配收入）”，更取决于“敢不敢花钱（消费信心和未来预期等）”。根据消费者信心指数，2025年8月以来，随着提振消费政策持续落地显效，消费者消费意愿和消费者满意指数提升，消费者信心缓步修复，但仍在100以下，处于低位区间。预计未来，我国居民收入有望在经济企稳复苏的背景下实现恢复性增长，但增速较过

¹ “PPI-CPI剪刀差”，即PPI与CPI的当月同比增速差，通过观察“剪刀差”是正的还是负的、是走阔还是收窄，进而判断上下游企业的利润分配格局变化。

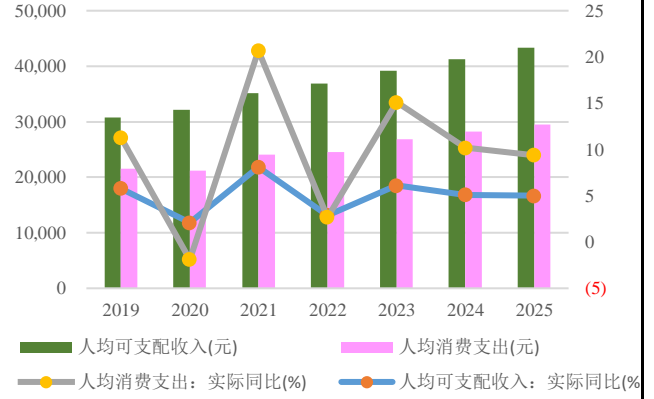
往放缓，而消费支出总量亦将保持温和扩张，消费结构持续升级，但“预防性储蓄”心态仍在，一定程度上制约了短期消费的爆发力，却推动了长期消费质量的升级，未来消费信心仍有进一步改善空间。

图 3：我国居民人均可支配收入及其构成情况



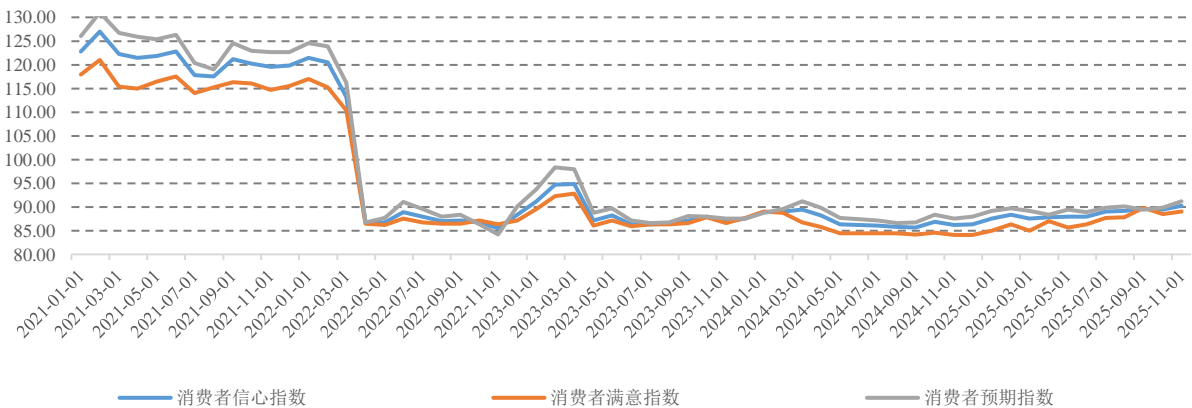
数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 4：近年来居民人均可支配收入和人均消费支出变化



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 5：近年来消费者信心指数变化



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

此外，政策方面，近年来政府推出的以使用超长期特别国债资金给予消费者以旧换新补贴为主要形式的一系列消费刺激政策持续发力，2025年补贴范围从原有的八大类扩展至包括智能家居、厨卫电器等十二大类产品，全年补贴资金高达3,000亿元，根据商务部数据显示，2025年全国家电以旧换新政策共带动超过3.6亿消费者参与，累计销售以旧换新享受补贴的汽车超1,150万辆、家电超1.29亿件、手机等数码产品购新超9,100万部、家装厨卫“焕新”超1.2亿件、电动自行车超1,250万辆，累计实现相关商品销售额超2.6万亿元，同比大幅提升。根据统计局数据显示，2025年以旧换新相关6类商品零售额比上年增长4.1%，比上年加快2个百分点，拉动社会消费品零售总额增长0.6个百分点。随着2026年第一批625亿元超长期特别国债资金已提前下达，未来提振消费专项行动以及以旧换新政策将继续深化和释放，不仅直接拉动了相关商品的即期消费，更重要的是通过改善消费预期、优化消费环境，为消费市场的持续复苏提供了制度性保障，市场消费活力有望持续激发和提升。

表 1：2025 年以来消费刺激政策梳理

发布时间	政策名称	主要内容
2025 年 1 月 5 日	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	享受以旧换新补贴的家电产品由 2024 年的 8 类增加到 2025 年的 12 类，将每位消费者购买空调产品最多补贴 1 件增加到 3 件；对个人消费者购买手机 0、平板、智能手表手环等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6,000 元），按产品销售价格的 15% 给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 500 元。
2025 年 3 月 16 日	《提振消费专项行动方案》	加大消费品以旧换新支持力度。用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新，推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级，支持换购合格安全的电动自行车，实施手机、平板、智能手表（手环）3 类数码产品购新补贴。推动二手商品流通试点建设，培育多元化二手商品流通主体，创新二手商品流通方式。
2025 年 6 月 24 日	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支持保障等六个方面提出 19 项重点举措，明确了金融支持消费的三个重点领域：商品消费、服务消费和新型消费
2025 年 10 月	《城市商业提质行动方案》	推动业态升级：面向综合消费需求培育大型商业综合体等品质业态；聚焦特定领域发展仓储会员店、主题快闪店等专业业态；立足日常生活保障超市、便利店网络，并推动传统商场向“一店多能”的邻里中心转型。丰富优质供给：促进国货“潮品”消费，打造城市伴手礼；扩大国际精品和外贸优品供给；深化“商业+旅游、文化、体育、健康”的融合发展，创新消费场景。优化空间利用：“一店一策”推动存量商业设施改造和业态创新；加强人工智能、大数据等新兴技术应用，打造智慧商圈和消费场景
2025 年 10 月	《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》	一是明确在口岸出境免税店和市内免税店销售符合条件的国产商品可享受退税，并要求其用于销售国产产品的面积原则上不少于四分之一；二是新增了手机、微型无人机、运动用品、保健食品、非处方药、宠物食品等热门商品；三是将口岸出境免税店的设立等审批权限下放至省级政府，以支持地方优化布局；四是支持免税店提供网上预订服务，并允许旅客在市内店预订后于口岸进店提货。该通知已于 2025 年 11 月 1 日起正式施行。
2025 年 11 月	增强消费品供需适配性进一步促进消费的《实施方案》	一是加速人工智能应用和柔性制造等新技术新模式，拓展增量；二是深挖绿色、国潮、健康等特色新型产品供给潜力；三是围绕“老幼中青”不同人群提供精细化产品；四是培育新品首发、平台消费等新场景；五是优化以旧换新等政策与市场环境。该方案旨在到 2027 年培育 3 个万亿级和 10 个千亿级消费市场，最终实现供给与消费更高水平的动态平衡。
2025 年 12 月	《关于加强商务和金融协同，更大力度提振消费的通知》	加大消费重点领域金融支持：升级商品消费——加强大宗耐用消费品、数码产品等金融服务，并适当减免汽车以旧换新中提前结清贷款的违约金；扩大服务消费——聚焦家政、文旅、养老托育等领域，用好“服务消费与养老再贷款”等工具；培育新型消费——探索对绿色消费、数字消费、“人工智能+消费”等新业态的金融支持；创新消费场景——对国际消费中心城市、一刻钟便民生活圈、老字号等提供综合金融服务；助力县域与农村消费——配合县域商业消费季等活动，提供信贷支持。
2025 年 12 月	全国财政工作会议部署（2026 年重点任务）	一是大力提振消费并继续支持以旧换新，以扩内需；二是增加科技投入培育新质生产力；三是推动城乡区域协调发展；四是强化就业、教育、医疗等基本民生保障；五是支持绿色低碳转型；六是扩大开放，落实好海南自贸港税收政策。整体政策旨在统筹发展与安全，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。
2025 年 12 月	《关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	消费品以旧换新补贴：1、家电产品由 2025 年的 12 类聚焦为冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器等 6 类核心产品；由 2025 年的对购买 2 级及以上能效/水效产品和购买 1 级产品进行补贴改为仅补贴 1 级能效或水效产品，补贴比例为售价的 15%，单件补贴上限由 2,000 降至 1,500 元；2、对数码产品的补贴拓展至“数码和智能产品”，新增智能手表（手环）、智能眼镜、智能家居产品（含适老化家居产品）；维持售价 15% 的补贴比例，单件上限 500 元。3、汽车由 2025 年的采取按新车价格分档定额补贴优化为按车价比例补贴（例如，报废旧车并购买新能源车补贴车价的 12%）
2026 年 1 月	《加快培育服务消费新增长点工作方案》	提出三方面支持政策。一是聚焦交通服务、家政服务、网络视听服务、旅居服务、汽车后市场服务、入境消费等重点领域，从优化服务供给、推进先行先试、创新消费场景、加强人才培养等方面发力，激发发展活力。二是聚焦演出服务、体育赛事服务、情绪式体验式服务等潜力领域，从健全激励机制、优化安全管理、培育优质品牌、建设平台载体等方面着手，培育发展动能。三是通过健全标准体系、加强信用建设、强化财政金融支持等，加强对培育服务消费新增长点的支持保障。

从未来发展趋势来看：

消费市场下沉，乡县潜力市场转变为驱动社会消费品零售总额增长的结构性增量来源。2025年城镇消费品零售额43.3万亿元，同比增长3.6%；乡村消费品零售额6.8万亿元，同比增长4.1%，增速快于城镇0.5个百分点。此结构性变化背后反映出一方面，城镇市场作为成熟消费主体，其增长趋于稳健；另一方面，在乡村振兴、县域商业体系建设及农村居民收入持续提升等多重因素推动下，乡村市场的消费基础设施、流通效率及消费意愿不断改善，释放出可观的增长潜力。展望未来，虽然城镇仍将是消费总量的主要贡献者，但随着国家县域商业三年行动等政策的深入推进，县乡市场的商业网络将更加完善、消费环境持续优化、供给结构与本地需求更趋匹配。在此背景下，县乡市场不仅成为补齐消费短板、促进城乡均衡发展的重要抓手，更将逐步成为拉动社会消费品零售总额持续增长的新兴动力引擎，为中国内需市场注入更广泛、更可持续的增长动能。

消费理性化驱动零售结构性变革，市场正从品牌驱动转向价值驱动的新阶段，性价比与效率导向的新兴业态正成为核心增长极。2025年，便利店、超市、专业店零售额均实现同比增长²，是拉动消费品零售总额增长的主要动力；百货店零售额同比止跌回升³，景气度有所改善；但品牌店零售额仍同比下滑，专业店增幅亦同比放缓。可见传统零售呈现“性价比业态增长、品牌溢价收缩”的显著分化，消费者更愿意为“性价比”和“质价比”买单，品牌溢价效益或逐步挤出，消费偏好发生结构性改变。未来，居民消费行为将变得更加理性和务实，对价格与价值的判断更加成熟，呈现“不怕买贵的，就怕买贵了”的谨慎理性底色，非必需品类支出同比减少或增速放缓，同时，以仓储会员店、集合店、无人值守商店等为代表的新兴业态零售额或将持续保持两位数增长，以高性价比为代表的折扣店、高效率为代表的便利店零售额增速持续加快，对实体零售增长注入较强动力。

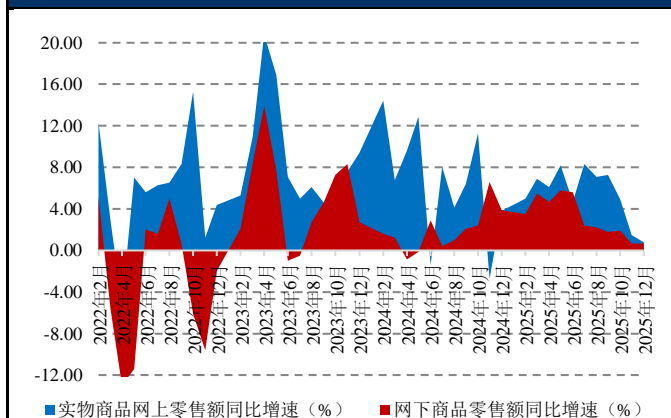
零售业态从渠道对立迈入双轨协同阶段，线上线下深度融合成为结构性定局。自公共卫生事件对我国居民的消费习惯改变以来，网络零售对实体零售的短期冲击既是不可逆的事实，又是加速时代和产业顺势发展的驱动因素，目前已形成“线上+线下”深度融合的关系。2025年以来，直播带货、即时零售等电商新模式的持续拓展带动了线上消费的明显增长，根据国家统计局相关数据初步统计，2025年全国网上零售额15.97万亿元，同比增长8.6%，占社会消费品零售总额的比重为31.0%，网络零售拉动同期社会消费品零售总额增长1.3个百分点。与此同时，2025年以来实体店铺亦保持增长，随着以旧换新等政策直接激发了家电、汽车等需要线下购买的大宗商品的更新需求、线下空间场景化调改吸引人流量（从传统卖场转向体验式消费空间）等，2025年限额以上零售业实体店商品零售额比上年增长1.7%，实体零售渠道景气度有所改善，但此前公共卫生事件对我国居民消费习惯的改变以及年轻购买力对网络零售渠道的偏好等多重因素，使得实物商品线下零售额增速仍低于线上增速，目前实体零售盈利水平仍尚未恢复至2019年水平。随着以美团小象超市、朴朴超市、东方甄选等为代表的电

² 2025年便利店零售额同比增长5.5%，超市零售额同比增长4.3%，专业店零售额同比增长2.6%，分别较上年提升0.8个百分点、1.6个百分点、1.6个百分点。

³ 2025年，百货店零售额同比增长0.1%。

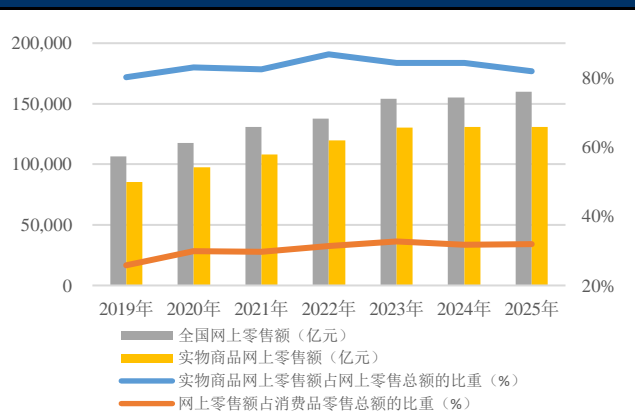
商翘楚也陆续进军线下市场，零售业正经历融合新时代，未来线上线下销售或均持续增长且不再对立式分界，零售模式创新将围绕满足消费者多元化的需求展开。

图 6：网下商品零售额及实物商品网上零售额同比增速变化



数据来源：中华全国商业信息中心，中诚信国际整理

图 7：网上零售额与实物商品网上零售额占比情况



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

增长动能正从商品转向服务，消费分层持续深化，新兴市场空间加速打开。2025年基本生活类和部分升级类商品销售增势较好⁴，服务类零售增速较快⁵，可见消费类型正从以实物商品为主，加速向“服务化、体验化、绿色化”转型。展望未来，消费增长的动力结构预计将持续调整。文旅、健康、教育等服务消费或将成为核心增长引擎，而商品消费内部则呈现“K型分化”——兼具极致性价比与高端情感价值的品类更受青睐；与此同时，“一老一小”需求以及数字消费新场景等构成了潜力巨大的增量空间，未来随着体验式应用场景的升级改造，我国实体零售行业景气度或进一步改善。

整体来看，2025年以来，我国社零增幅同比增长，消费对GDP增长的贡献率持续提升，消费信心有所改善，实体零售行业景气度稳步修复，但整体仍偏弱；未来细分消费市场仍继续结构性分化，消费市场下沉、消费偏好理性化、渠道深度融合以及消费内容服务化或成为推升消费的主要增长极，但在消费信心未有明显提升的情况下，细分领域的正向效应难以大幅扭转宏观压力带来的负面阻力，随着居民收入的稳步提升、消费结构需求升级、消费促进政策的深入实施等对部分品类消费的持续提振，零售业正沿着“空间下沉、理性回归、渠道融合、内容升维”的路径，步入以价值驱动与体验创新为核心的提质复苏新阶段，预计未来一段时间的社零增速或保持缓速增长态势，消费市场或进入更常态化的持续改善阶段。

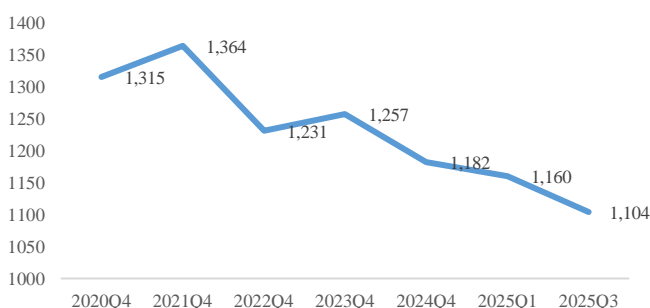
2025年以来，百货行业营收规模继续下降，盈利情况有所改善但仍处于较低水平，依然面对较大经营压力。未来，行业内企业仍将不断通过降本增效和多方位业务转型等措施来寻求突破，有待外部环境进一步改善和调改措施的落地成效缓解经营压力。

⁴ 2025年，限额以上单位粮油食品类、体育娱乐用品类、金银珠宝类商品零售额分别增长9.3%、15.7%、12.8%；消费品以旧换新政策持续显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类商品零售额、文化办公用品类、通讯器材类分别增长11.0%、14.6%、17.3%、20.9%，是拉动消费品零售总额增长的主要动力。

⁵ 2025年服务零售额比上年增长5.5%，增速比前三季度加快0.3个百分点，高于同期商品零售额增速1.7个百分点，其中旅游咨询租赁服务、交通出行服务、文体休闲服务类零售额都保持两位数以上增长，国内电影总票房比上年增长超20%。

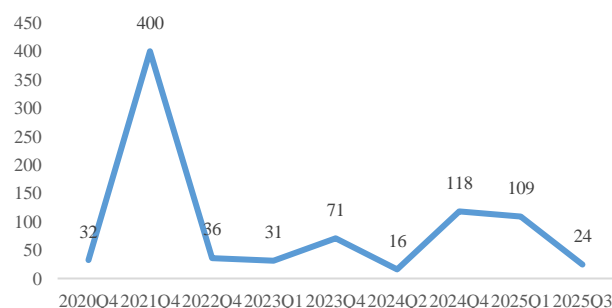
百货零售额和业绩表现方面，根据中国百货商业协会发布的大型百货零售企业发展指数⁶，大型百货零售企业营业收入指数持续下降，2025年Q3该指数下降至2020年以来最低值。据大型百货零售企业净利润指数显示，由于国补消费券于当年第三季度暂停，2025年以来净利润指数阶段性改善，但仍处于较低水平。**开闭店方面**，随着电商的发展以及消费者需求从“购物”转向为“体验+社交”，传统百货商场的“纯购物”模式吸引力下降，致使商场空铺率日益走高，销售额逐渐下滑。据联商网统计，2025年前三季度全国范围内至少有17家商场闭店（包含宣布闭店），其中，已经运营超过20年（含20年）的门店有9家，约占总数的53%，可以看出在当前经营环境下，百货企业“战略调整”决心较大，对于不适当当下需求的老式卖场，百货企业将更加果断地进行关店止损。

图 8：大型百货零售企业营业收入指数



数据来源：中国百货商业协会，中诚信国际整理

图 9：大型百货零售企业净利润指数



数据来源：中国百货商业协会，中诚信国际整理

百货企业经营调改措施方面，在存量竞争的市场环境下，新渠道的建立很难有更大突破，因此，百货企业的管理重心移至降本增效，在人力效率提升与组织变革、供应链管理流程优化、能耗管理与空间重构等方面着力。同时，在消费需求分化、竞争加剧的当下，百货企业通过多维调改重塑商业，以实体空间、业态组合、商品品类与战略定位等领域的系统性升级，推动百货行业加速从传统卖场转型。具体来看，王府井集团旗下的北京双安商场启动逐层改造，从传统百货转型品质生活方式体验场，以服务周边5公里范围内的社区为目标，从空间场景、业态结构、品类品牌布局革新，打造创新市集、社区活动中心等社交集结地；百联集团以二次元为突破口，对悠迈生活广场进行更新升级，后推出定位为“国内首家二次元生活方式聚集地”的百联ZX造趣场，以二次元、泛二次元、潮流青年三大人群为主力客群，打造上海泛次元生活的商业地标。总体看，百货企业通过降本增效和战略转型等方式面对当下市场环境的剧烈变化，但其对经营业绩的改善仍需观察。

2026年百货行业预计仍将在深度转型与持续承压的双重轨道上运行。在存量竞争和消费复苏缓慢的宏观背景下，企业运营的重心将继续聚焦于内生效率提升与存量竞争格局重塑。一方面，管理上将持续精细化管理，通过再造供应链流程、增加数字化管理手段、改造能耗与空

⁶ 中国百货商业协会基于上市公司营业收入和净利润数据，参照中证指数相关编制规则，2023年1月开发出“大型零售企业发展指数”，将上市零售企业的营业收入和净利润指标指数化，以反应零售行业发展情况。编制数据来源于上市公司的季报、年报数据，采用季度数据计算。“大型零售企业发展指数”包括主指数和业态指数，其中主指数包括大型零售企业综合业态营业收入指数和大型零售企业综合业态净利润指数，业态指数包括大型百货零售企业营业收入指数、大型百货零售企业净利润指数、大型超市营业收入指数和大型超市净利润指数。

间布局来降本增效；另一方面，战略上将加速从“商业房东”向“内容运营商”转变，通过空间场景化（如改造为社区生活中心、增加体验型业态）、业态社群化（如深耕二次元等垂直客群）和定位差异化（放弃“大而全”，选择某一特定圈层或客群，打造极致化、主题化的商业空间）进行系统性调改。从经营业绩来看，行业或将继续呈现复杂的分化局面，收入端整体仍面临压力，但结构会持续优化，体验式消费与线上渠道占比提升；利润端在降本增效推动下或有边际改善，但大规模的转型投入和资产减值压力仍将抑制利润反弹空间。此外，2025年阿里巴巴集团因亏损93亿元人民币出售银泰百货股权，考虑到百货行业经营压力短期内得到大幅缓解的可能性不高，预计未来行业内并购重组事件将维持多发态势。2026年百货行业经营情况仍将是缓慢改善状态，长期发展成效取决于当前深度转型措施能否有效转化为可持续的盈利能力与竞争优势。

整体来看，2025年以来全国大型零售企业营业收入指数继续下降至公共卫生事件以来最低点，大型零售企业净利润指数有所改善但仍处于较低水平。未来，行业内企业仍需不断通过降本增效和业务转型等措施来寻求突破，仍然面临较大经营压力，经营压力的缓解有待外部环境的持续改善和上述调改措施的落地成效。

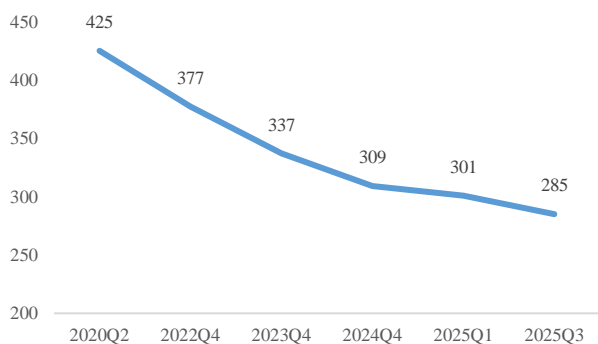
2025年以来超市行业整体仍呈收缩态势。面对日益加剧的市场竞争，超市行业预计将在持续的结构调整与转型深化中前行，在存量竞争和消费者追求性价比与品质的双重驱动下，行业将继续告别粗放式扩张，转向通过供应链革命、数字化赋能和业态创新来寻求内生增长，但转型亦伴随着成本压力等诸多挑战，其长期成效仍有待观察。

据中国连锁经营协会统计，2024年超市百强销售规模为约9,000亿元，门店总数同比减少2,750家至2.52万个，虽超市百强门店数量有所减少，但整体销售规模同比提升0.3%，单店销售边际效益上升。其中，会员店、折扣店的销售额及门店数依然增长显著，沃尔玛（中国）继续居超市Top100首位，开市客（Costco）、尧地（Fudi）、奥乐齐（Aldi）等会员超市及折扣超市芯果科技（Hotmaxx）销售额均有大幅提升。同时，超市百强企业中位列前10的企业销售额占总销售额的66.6%，占比逐年提升，头部企业集中效应显著。

根据中国百货商业协会发布的大型零售企业发展指数，2025年前三季度传统大型超市营业收入指数保持下降态势，同期净利润指数则持续为负。为了应对电商、新兴业态等因素的冲击，2025年以来传统大型超市企业进行主动调改，调整核心从过去的规模扩张和低价策略，转向以消费者为中心的品质零售和效率提升。具体来看，永辉超市学习“胖东来”模式，进行全方位调改与供应链革命，预计2025年通过调改约200家门店以提升服务标准，为顾客提供更好的消费体验，同时关店250~350家，以优化网络。物美超市探索数字化融合与硬折扣新业态探索，推出“物美超值”硬折扣店，首批6店同开，并结合AI技术进行门店调改，如AI补货、智能价签等。家家悦集团发力即时零售，拓展新场景，推出“24小时线上生活超市”服务（闪电仓），入驻主流线上平台，满足全时段即时需求。但在调改潮的背后，传统超市企业也面临着关店调改等刚性费用侵蚀利润、新模式复制困难、拓展线上渠道有组织能力瓶颈等各种问

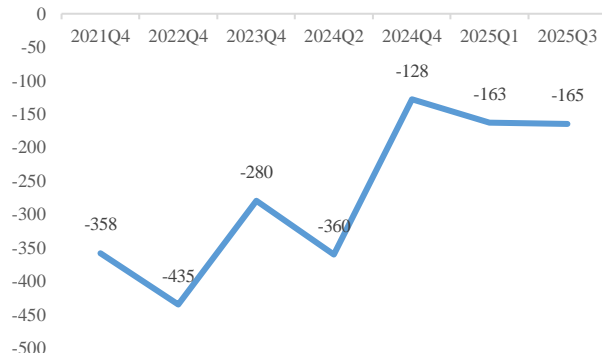
题。总体看，2025年传统超市企业调改呈现“深度化”（触及供应链）、“数字化”（技术驱动效率）、“全渠道化”（线上线下融合）三大特点，从过去以“场”为核心，转向以“商品”和“人（消费者与员工）”为核心；但调改长期成效及其对企业经营的贡献有待观察。

图 10：大型超市营业收入指数



数据来源：中国百货商业协会，中诚信国际整理

图 11：大型超市净利润指数



数据来源：中国百货商业协会，中诚信国际整理

2026年超市行业预计将在持续的结构调整与转型深化中前行，在存量竞争和消费者追求性价比与品质的双重驱动下，行业将继续告别粗放式扩张，转向通过供应链革命、数字化赋能和业态创新来寻求内生增长。经营策略上将继续沿三个方向重点推进：一是供应链与商品力的深度重塑，以“胖东来”模式为代表，通过精简供应链、发展高比例自有品牌来重塑商品性价比与独特性；二是数字化与全渠道的能力升级，AI技术在选品、补货、定价等环节的渗透将更深，同时“即时零售”作为标准配置，其运营将从追求订单量转向追求坪效与利润；三是业态创新与市场定位的精准化，传统大卖场的社区化、小型化改造会继续，而硬折扣店（如物美“超值”系列）和会员店业态，凭借其清晰的商业模式和精准的客群锁定，预计仍将是门店网络扩张的重要模式，吸引更多企业入局或加码。从业绩前景看，行业将处于“短期承压与长期优化”的博弈期，一方面，大规模门店调改、关店产生的刚性费用以及新业态、新技术的持续投入，将继续对企业的短期利润构成压力，净利润率可能持续在低位徘徊；另一方面，成功的调改有望逐步兑现为客流量、客单价和复购率的提升，带动同店销售边际改善。未来，业绩表现的分化将愈发显著，供应链基础扎实、调改策略清晰且执行到位的头部企业（如Top10企业，其销售额集中度可能进一步提升）有望率先看到经营效率的改善；而转型缓慢或策略摇摆的企业则可能面临市场份额与盈利能力的双重挤压。2026年或将是检验过去两年超市行业深度调改成效的关键一年，行业整体利润的显著回暖或许仍需时日，但提质增效的积极方向已经确立。

整体上，超市行业当前仍呈收缩态势。面对日益加剧的市场竞争，超市行业已进入转型与分化整合期，行业整体从追求规模扩张转向聚焦效率与品质，通过关店调优、供应链改革、数字化赋能及拓展会员折扣与即时零售等新业态寻求增长；在此过程中，头部企业优势进一步巩固，新兴业态快速增长，但转型也伴随着成本压力和模式复制的挑战，其长期成效仍有待观察。

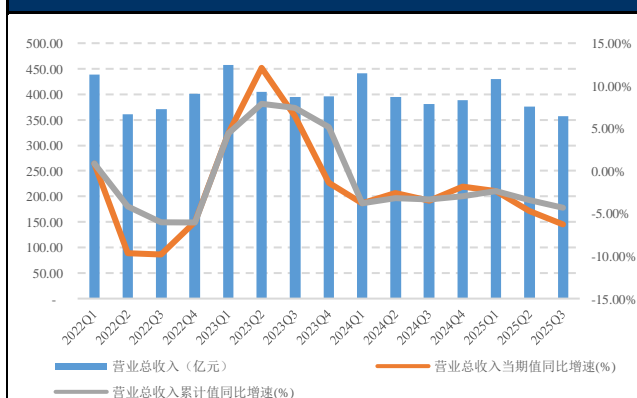
三、 行业财务表现

2025 年以来，实体零售样本企业盈利及经营获现普遍承压，随着行业内企业转型调改推进，未来仍有较大修复空间。考虑到实体零售样本企业货币资金充裕、财务杠杆水平下降以及普遍拥有自有物业可对偿债形成支撑等因素，短期内实体零售企业偿债能力整体上仍将处于较好水平。从长期来看，实体零售企业的稳步发展仍有待促消费政策的延续、消费信心的建立以及企业提质增效措施的显现。

为研究实体零售企业盈利能力、获现能力和偿债能力的变动趋势，中诚信国际选取申万一级行业为商贸零售中的43家⁷上市及发债且以百货及超市为主要业态的实体零售企业作为样本，具有较强可比和代表性。

营业收入方面，2024年以来，受制于消费能力和消费信心改善有限以及线上电商和创新业态的冲击分流等因素，实体零售市场表现持续疲软，其中超市业态收入下滑更加显著。分业态来看，2024年百货业态样本企业合计实现营业总收入1,604.21亿元，同比下降2.97%；受百货门店闭店较多等影响，2025年前三季度百货业态收入合计1,162.95亿元，同比下降4.34%，收入规模逐季度小幅下行，传统百货业态亟需转型。同时，超市行业整体承压较大，主要系前期的采购囤货“红利”丧失以及门店数量下降，加之传统超市业态面临着电商的冲击和消费者购物习惯的变化所致，2024年超市业态样本企业实现营业总收入合计1,951.83亿元，同比下降9.17%，降幅较百货业态高出6.20个百分点；2025年以来，超市业态在客户服务、商品结构、供应链管理等多项转型优化，但受关店调改营业时长减少、调改成效暂未显现因素影响，前三季度超市业态样本企业实现营业总收入合计1,316.27亿元，同比下降14.38%，仍呈下滑趋势，后期经营情况仍需持续观察。

图 12：近年来百货业态样本企业分季度营业总收入变化



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 13：近年来超市业态样本企业分季度营业总收入变化



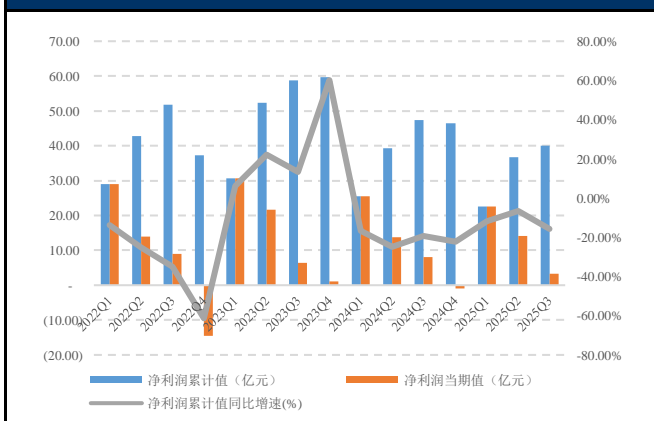
数据来源：Choice，中诚信国际整理

毛利率和期间费用率方面，虽受零售行业景气度影响实体零售行业毛利率未有明显增长，但2025年以来呈向好改善趋势，期间费用控制良好。分业态来看，2024年百货样本企业及超市

⁷ 2025 年样本数量较 2024 年相比剔除了 2025 年 7 月退市的人人乐连锁商业集团股份有限公司（简称“*ST 人乐”，股票代码：002336.SZ）。

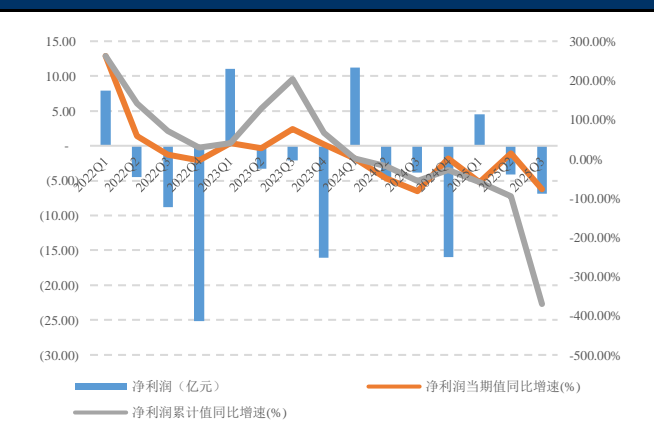
样本企业毛利率分别为32.67%和23.33%，较上年同期分别下降1.37个百分点和0.50个百分点；2025年前三季度百货样本企业毛利率为31.84%，下滑趋势收窄，超市样本企业毛利率23.50%，较去年同期止跌回升。为应对经营压力，样本企业持续推进降本增效各项措施，加之相对宽松的融资环境，期间费用得到显著压缩，2024年百货样本企业期间费用率为28.01%，较上年同期下降0.45个百分点，2025年前三季度百货样本企业期间费用率为27.40%，较上年全年有所改善；超市样本企业期间费用率持续升高，主要系样本企业营业收入下降幅度较大所致，2024年和2025年前三季度期间费用率分别为25.35%和25.46%。整体来看，百货及超市样本企业毛利率和期间费用率有所分化，后期趋势需结合市场信心及转型进展持续观察。

图 14：近年来百货业态样本企业分季度净利润变化



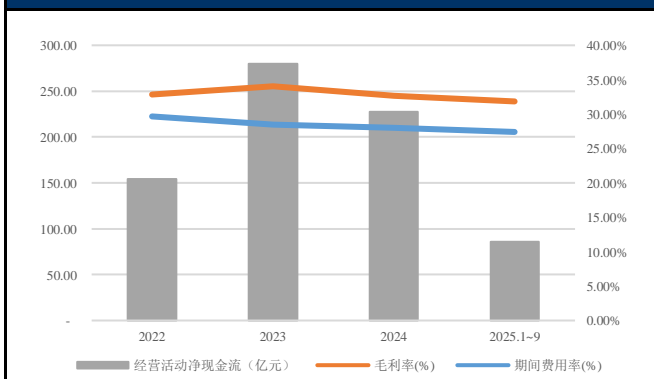
数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 15：近年来超市业态样本企业分季度净利润变化

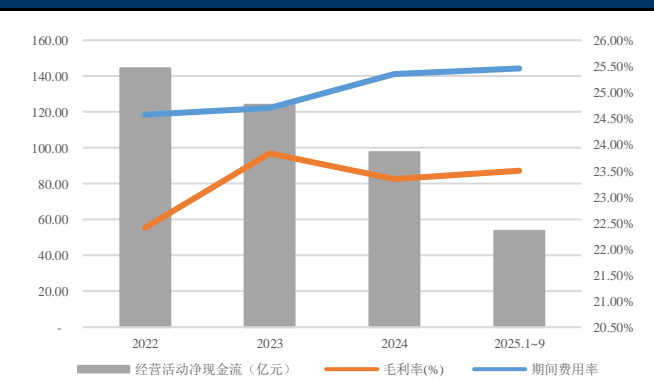


数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 16：近年来百货业态样本企业盈利及获现指标



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 17：近年来超市业态样本企业盈利及获现指标⁸

数据来源：Choice，中诚信国际整理

净利润方面，2024年样本企业净利润合计为81.94亿元，较上年同比大幅增加62.15%，主要系部分样本存在较大规模的非经常损益⁹，在剔除部分非经常损益影响较大企业的前提下，2024年及2025年前三季度剩余样本企业净利润分别为32.93亿元和33.44亿元，较上年同比

⁸ 2021年以来，百联集团由于受下属上海证券有限责任公司（以下简称“上海证券”）回购业务、代理买卖证券资金收支等业务对其经营活动净现金流产生较大影响，2021年~2024年上海证券经营活动产生的现金流量净额分别为105.27亿元、-106.74亿元、-1.88亿元和69.63亿元，故该统计样本中剔除百联集团。

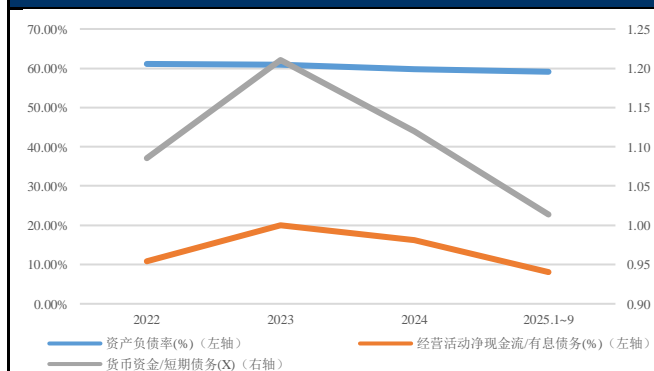
⁹ 2024年8月16日，百联股份发行的华安百联消费REIT在上海证券交易所上市，2024年取得的投资收益19.28亿元对百联股份及其控股股东百联集团的净利润影响较大；2024年9月28日，步步高重整计划执行完毕，2024年取得的重整收益导致当期投资收益29.02亿元对净利润影响较大，故该指标在统计样本中剔除百联股份、百联集团以及步步高。

下滑 33.20%和 32.89%；其中，百货业态净利润同比下滑，超市业态亏损程度不断加深，整体盈利表现趋弱。在消费需求不振及网络零售持续分流的背景下，实体零售行业盈利能力或仍持续承压。

现金流方面，2024 年以来实体零售企业经营活动净现金流虽有所缩窄，但相较于其他行业来看其获现情况良好。其中百货业态样本企业经营获现情况与利润变化趋同，在传统百货行业承压的背景下 2024 年及 2025 年前三季度百货业态样本企业经营净现金流同比下降；超市业态样本企业经营获现能力近年来亦持续下探。整体来看，实体零售行业的经营获现能力承压，未来仍有较大改善空间。

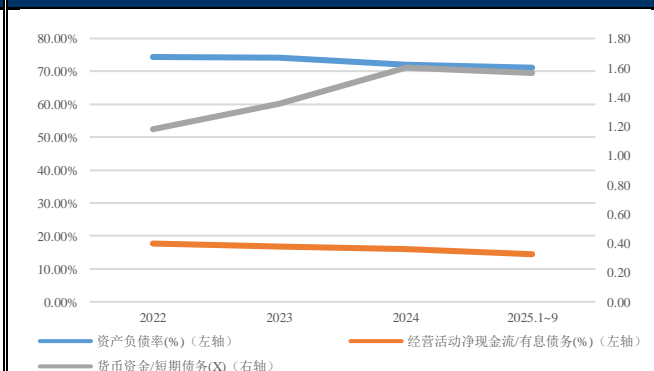
财务杠杆及偿债方面，在实体零售行业经营承压的背景下，2024 年以来样本企业加强财务风险控制力度，有息债务规模不断压降，财务杠杆水平持续小幅下降。偿债指标方面，在谨慎扩张的经营原则下样本企业货币资金留存规模较为可观，货币资金仍能对短期债务完全覆盖；2024 年及 2025 年前三季度经营活动净现金流持续下滑，其对有息债务的覆盖能力进一步弱化。受益于实体零售企业经营策略较为谨慎以及普遍拥有一定规模的自有物业可对偿债提供支撑等因素，预计短期内实体零售企业的偿债能力整体处于较好水平。

图 18：近年来百货业态样本企业财务杠杆和偿债指标



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 19：近年来超市业态样本企业财务杠杆和偿债指标



数据来源：Choice，中诚信国际整理

未来，随着消费市场信心的缓步提升、零售行业转型调改举措的进一步巩固，实体零售行业样本企业财务表现或将有所改善，但其发展仍有待促消费政策的延续以及企业提质增效措施的显现；同时，实体零售企业中发债主体较少，现收现付经营模式下天然具备现金流优势，现金流可保障日常基本运转，直接融资需求不高，整体偿债压力不大，但需关注个别债务负担较重、面临流动性压力以及调整经营模式的企业。

整体来看，2025 年以来实体零售行业景气度仍偏弱，整体盈利及经营获现能力普遍承压，但考虑到实体零售企业货币资金较为充裕、谨慎扩张的背景下财务杠杆水平小幅下降以及普遍拥有一定规模的自有物业作为偿债支撑等因素，预计短期内实体零售企业偿债能力仍将整体上处于较好水平。从长期来看，实体零售行业样本企业财务表现或将有所改善，但其发展仍有待促消费政策的延续以及企业提质增效措施的显现。

四、 结论

2025年以来，实体零售行业在政策支持下进入缓慢修复与深度转型并存的阶段，宏观消费市场情况在政策提振下有所改善，但消费信心尚未完全恢复，整体呈常态化缓速增长态势。行业层面呈现分化态势，通过降本增效及转型调改等手段以及促销费政策，百货业盈利指标略有改善但营收规模仍在收缩；超市业新兴业态与头部企业保持优势，传统超市则主动转型但面临成本压力和模式复制的挑战。从财务表现来看，样本企业盈利与现金流普遍承压，但依托自有物业和充裕货币资金，短期偿债能力仍保持良好。展望2026年，中国实体零售行业在弱复苏中步入深度转型期。宏观层面预计将进入缓速增长的常态化阶段；行业层面分化明显，百货业营收持续承压，仍将通过降本增效与业态革新寻求突破；超市业则在收缩中聚焦供应链重塑与数字化，但转型成本高昂，有待转型成效完全显现。行业内企业财务情况方面，短期看，凭借充裕现金与自有物业，整体偿债风险可控，但盈利与现金流普遍承压，长期健康发展仍依赖于消费信心的实质性恢复与企业提质增效措施的切实落地。中诚信国际认为中国实体零售行业未来12~18个月总体信用质量较“负面”状态有所改善；但其恢复程度及零售企业信用水平的变化情况有待进一步关注。

附表一：部分样本企业财务数据

公司简称	营业总收入（亿元）				毛利率（%）			
	2022	2023	2024	2025.1~9	2022	2023	2024	2025.1~9
武商集团	63.37	71.78	67.04	45.23	44.75	47.03	49.06	50.11
欧亚集团	69.20	70.06	70.11	53.65	40.76	38.63	39.21	35.94
重庆百货	183.04	189.85	171.39	116.30	26.11	25.67	26.52	27.83
银座股份	53.79	55.39	54.19	43.47	40.44	41.48	41.87	38.43
红旗连锁	100.20	101.33	101.23	71.08	29.06	29.63	29.35	29.36
百联股份	322.69	305.19	276.75	190.54	24.94	26.54	25.88	24.81
永辉超市	900.91	786.42	675.74	424.34	19.68	21.24	20.46	20.52
家家悦	181.84	177.63	182.56	135.88	23.25	23.88	23.30	23.93
公司简称	净利润（亿元）				经营活动净现金流（亿元）			
	2022	2023	2024	2025.1~9	2022	2023	2024	2025.1~9
武商集团	3.05	2.09	2.15	1.28	6.24	24.05	12.86	6.91
欧亚集团	-0.17	1.46	0.88	1.26	7.28	18.88	10.69	8.36
重庆百货	9.05	13.38	13.36	10.03	6.19	14.33	20.23	13.59
银座股份	-0.34	1.93	0.58	0.84	11.35	5.52	8.39	8.48
红旗连锁	4.86	5.61	5.21	3.83	14.71	12.42	11.95	8.78
百联股份	6.14	-0.57	13.83	2.64	34.07	36.23	34.25	-2.41
永辉超市	-30.00	-14.65	-16.39	-7.96	58.64	45.69	21.91	11.40
家家悦	0.19	1.36	1.22	1.96	13.39	16.14	11.51	15.84
公司简称	总债务（亿元）				经营活动净现金流/总债务(X)			
	2022	2023	2024	2025.9	2022	2023	2024	2025.9
武商集团	101.39	97.52	86.03	97.32	0.06	0.25	0.15	0.07
欧亚集团	89.70	78.55	75.17	76.79	0.08	0.24	0.14	0.11
重庆百货	47.72	54.91	54.18	56.00	0.13	0.26	0.37	0.24
银座股份	51.55	54.24	50.35	57.81	0.22	0.10	0.17	0.15
红旗连锁	11.90	10.04	8.82	7.14	1.24	1.24	1.35	1.23
百联股份	131.82	143.10	130.86	96.80	0.26	0.25	0.26	-0.02
永辉超市	337.21	280.54	222.86	149.43	0.17	0.16	0.10	0.08
家家悦	54.84	48.70	44.99	41.19	0.24	0.33	0.26	0.38

注：武商集团股份有限公司简称为“武商集团”，长春欧亚集团股份有限公司简称为“欧亚集团”，重庆百货大楼股份有限公司简称为“重庆百货”，银座集团股份有限公司简称为“银座股份”，成都红旗连锁股份有限公司简称为“红旗连锁”，上海百联集团股份有限公司简称为“百联股份”，永辉超市股份有限公司简称为“永辉超市”，家家悦集团股份有限公司简称为“家家悦”。

附表二：样本企业名单

企业名称	证券代码	证券名称
合肥百货大楼集团股份有限公司	000417.SZ	合肥集团
长沙通程控股股份有限公司	000419.SZ	通程控股
武商集团股份有限公司	000501.SZ	武商集团
大连友谊(集团)股份有限公司	000679.SZ	大连友谊
中兴-沈阳商业大厦(集团)股份有限公司	000715.SZ	中兴商业
中百控股集团股份有限公司	000759.SZ	中百集团
广州市广百股份有限公司	002187.SZ	广百股份
步步高商业连锁股份有限公司	002251.SZ	ST 步步高
湖南友谊阿波罗商业股份有限公司	002277.SZ	友阿股份
天虹数科商业股份有限公司	002419.SZ	天虹股份
上海徐家汇商城股份有限公司	002561.SZ	徐家汇
成都红旗连锁股份有限公司	002697.SZ	红旗连锁
南京中央商场(集团)股份有限公司	600280.SH	中央商场
无锡商业大厦大东方股份有限公司	600327.SH	大东方
上海新世界股份有限公司	600628.SH	新世界
福建东百集团股份有限公司	600693.SH	东百集团
大商股份有限公司	600694.SH	大商股份
长春欧亚集团股份有限公司	600697.SH	欧亚集团
南宁百货大楼股份有限公司	600712.SH	南宁百货
重庆百货大楼股份有限公司	600729.SH	重庆百货
汉商集团股份有限公司	600774.SH	汉商集团
新疆友好(集团)股份有限公司	600778.SH	友好集团
银川新华百货商业集团股份有限公司	600785.SH	新华百货
杭州解百集团股份有限公司	600814.SH	杭州解百
上海百联集团股份有限公司	600827.SH	百联股份
茂业商业股份有限公司	600828.SH	茂业商业
上海九百股份有限公司	600838.SH	上海九百
宁波中百股份有限公司	600857.SH	宁波中百
银座集团股份有限公司	600858.SH	银座股份
王府井集团股份有限公司	600859.SH	王府井
百大集团股份有限公司	600865.SH	百大集团
文峰大世界连锁发展股份有限公司	601010.SH	文峰股份
甘肃国芳工贸(集团)股份有限公司	601086.SH	国芳集团
三江购物俱乐部股份有限公司	601116.SH	三江购物
利群商业集团股份有限公司	601366.SH	利群股份
永辉超市股份有限公司	601933.SH	永辉超市
新疆汇嘉时代百货股份有限公司	603101.SH	汇嘉时代
北京翠微大厦股份有限公司	603123.SH	翠微股份
家家悦集团股份有限公司	603708.SH	家家悦
江西国光商业连锁股份有限公司	605188.SH	国光连锁
广州岭南商旅投资集团有限公司	--	岭南商旅
武汉国有资本投资运营集团有限公司	--	武汉国资
百联集团有限公司	--	百联集团

附表三：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、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。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
程方誉	企业评级一部	资深分析师
孔令媛	企业评级一部	高级分析师
尹洁	企业评级一部	高级分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
 地址：北京市东城区南竹杆胡同2号
 银河 SOHO 5 号楼
 邮编：100010
 电话：(86010) 66428877
 传真：(86010) 66426100
 网址：<http://www.ccx.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
 ADD:Building 5,Galaxy SOHO.
 No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
 Doncheng District, Beijing,PRC.100010
 TEL: (86010) 66428877
 FAX: (86010) 66426100
 SITE: <http://www.ccx.com.cn>