

零售

稳定

零售行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望

工商企业评级部 熊桦

摘要

2025 年，在国内经济运行承压稳步前行，以及政府促消费、扩内需政策持续发力的带动下，消费市场总体呈现弱势增长。年内国内就业形势相对稳定，全国居民可支配收入保持稳步增长。得益于各地消费场景的不断拓展、促消费政策的驱动等，当年居民消费支出继续增加，其中服务性消费、升级类商品及“以旧换新”类商品消费继续保持较好增长。但同时，在当前外部经济形势仍然复杂多变、就业及住房市场压力传导及消费偏好转向趋于理性等背景下，居民消费信心依然偏弱，有效消费需求仍显不足。

从主要零售业态来看，近年来零售行业内部维持激烈竞争态势，各业态表现持续分化。2025 年以来，线上零售继续维持增长态势，龙头电商采取聚焦即时零售、整合渠道、深化供应链等措施巩固行业领先地位。实体零售方面，激烈竞争使得行业运行总体仍承压，传统百货及超市业态调改压力尤大，外拓动力不足；但同时，在居民消费偏好转换等背景下，具备供应链及商品价格优势的折扣零售拓展速度较为迅猛。

政策方面，2025 年以来政府延续对消费领域的大力支持。消费品“以旧换新”系列政策加力扩围，随着政策落地显效，为消费市场的稳步增长提供了支撑。此外，年内政府继续出台政策推动零售业线上线下高质量发展；免税业态受益于国家在免税品/店扩容、海南全岛封关运作等方面的政策支持，政策红利有望继续释放。

从样本企业经营与财务数据表现看，零售行业样本企业主要经营实体零售业态，近年来受到外部市场需求变化、激烈竞争等影响，经营持续承压。受客流及销售减少，门店调改及关店等综合影响，2025 年前三季度样本企业收入继续下滑，利润端虽得益于运营持续调改以及非经常性损益贡献而有所改善，但主业盈利能力仍待进一步修复。受运营调整及业务规模总体缩减等影响，2025 年前三季度零售行业样本企业债务规模继续有所减少，刚性债务规模压缩，财务杠杆有所改善，但债务期限结构仍偏短期化；样本企业当期经营性现金流有所弱化，但总体表现仍较好，业务扩张所形成的资本性支出需求可控；受行业特点影响，零售样本企业整体流动性表现一般，但即期付现能力仍较好。

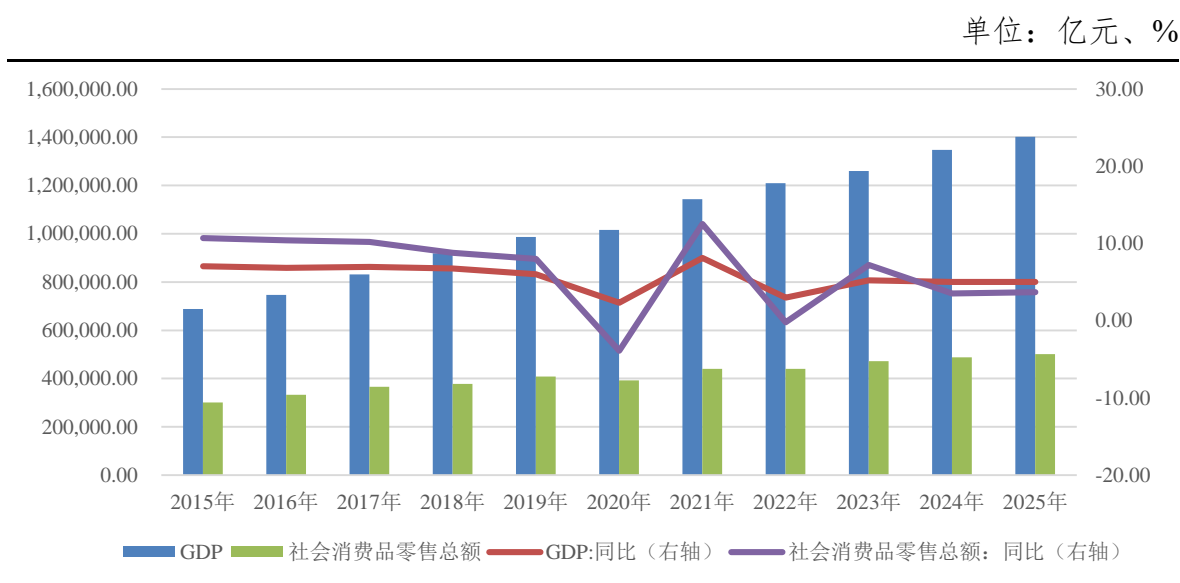
2025 年，零售行业发债主体数量较少，仅 9 家，主要为国资控股企业，发债主体信用等级主要集中在 AAA 级及 AA⁺级，整体信用质量高。当期共发行 39 支债券，以公司债、中期票据、（超）短期融资券等为主，总体发行金额高于当期债券到期偿还金额，带动期末存续债券金额相应增加。2025 年零售行业内无发行人涉及主体级别调整。

展望 2026 年，国内消费市场基本面仍较稳，升级消费、多元化消费仍存在需求增长空间，同时，政府对于消费领域的政策支持力度深入延续，有望为零售行业的稳步发展提供基本支撑。但居民消费意愿及消费信心的复苏进程、政府补贴实际落地力度等因素变化仍或影响行业增速表现。零售行业整体信用质量预期持稳。但零售行业内部延续激烈竞争态势，各业态表现预计继续分化。分业态来看，得益于供应链及渠道建设、流量获取等方面的优势，预计 2026 年电商线上零售规模仍将保持增长，但增速放缓；实体零售总体仍承压，其中得益于体验类消费及商品“质价比”需求的增强，奥特莱斯、折扣类超市、购物中心等业态运行表现或相对平稳，传统百货及超市业态则预计仍将面临持续较大的调改需求及业绩下行压力。

一、运行状况

2025 年，在国内经济运行承压稳步前行，以及政府促消费、扩内需政策持续发力的带动下，国内消费市场总体呈现弱势增长。

2025 年以来，全球经济发展环境跌宕起伏，我国实施更加积极有为的宏观政策，纵深推进全国统一大市场建设，国民经济运行顶压前行，当年 GDP 突破 140 万亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。年内我国继续发力扩大内需，在提振消费专项行动落地见效的拉动下，全年实现社会消费品零售总额 501,202 亿元，比上年增长 3.7%，增速较 2024 年加快 0.2 个百分点。当年最终消费支出对经济增长的贡献率升至 52.0%，比上年提高 5.0 个百分点，是当年经济增长的主动力，消费压舱石作用继续凸显。



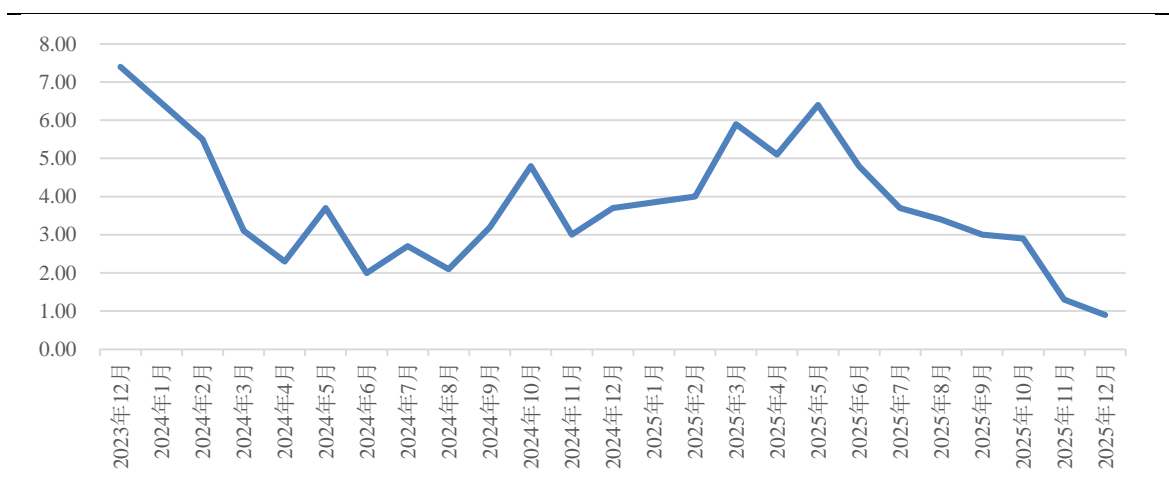
注：根据 Wind、国家统计局数据整理绘制。

图 1. GDP、社会消费品零售总额变化情况

近年来国家对于消费领域的扶持力度持续较大。2024 年政府扎实推动消费品“以旧换新”政策，先后出台《推动大规模设备更新和消费品以旧

换新行动方案》《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》等系列政策，并配套国债资金支持“两新”政策的落地；2025 年进一步出台了《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》《提振消费专项行动方案》等政策以推动消费市场发展。随着政策的逐步显效发力，自 2024 年 9 月以来，社会消费品零售总额月度增速出现回升走势，并一直延续至 2025 年 5 月达到近两年高点（月增速为 6.4%），其后随着前期基数的升高，下半年增速逐月回落，至 12 月降至 0.90%。整体来看，2025 年全年社零增速呈现前高后低走势，依赖于政策驱动，呈现弱势复苏走势。

单位：%



注：根据 Wind、国家统计局数据整理绘制。

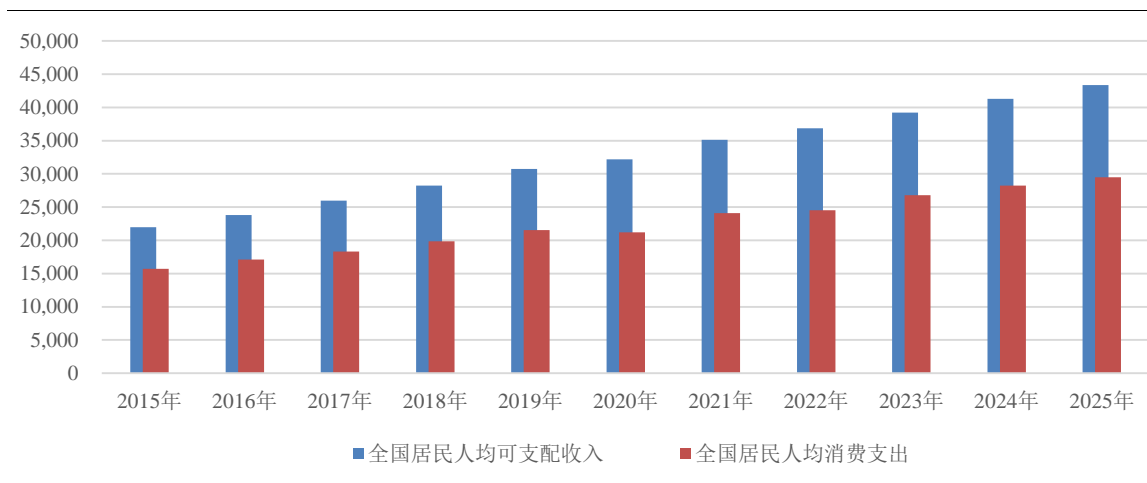
图 2. 社会消费品零售总额月度变化情况

2025 年以来，国内就业形势相对稳定，全国居民可支配收入保持稳步增长。得益于各地消费场景的不断拓展及融合、促消费政策的驱动等，当年居民消费支出继续增加，其中服务性消费、升级类商品及“以旧换新”类商品消费继续保持较好增长；消费领域价格总体仍平稳。但当前居民消费信心整体仍偏弱，有待持续提振。

从就业情况来看，2025 年国家就稳就业稳经济推动高质量发展出台

了一揽子政策，保障了就业形势总体稳定，全年城镇调查失业率保持平稳，均值为 5.2%，较上年同期略升 0.1 个，但均低于 5.5%左右的年度预期目标。全年来看，除个别月份受季节性因素影响失业率有所上升外，多数月份保持在 5.2%及以下，就业市场的总体稳定，为居民收入及消费支出持续增长提供支撑。2025 年，全国居民人均可支配收入 43,377 元，比上年名义增长 5.0%，扣除价格因素，实际增长 5.0%。其中，城镇居民人均可支配收入 56,502 元，同比名义增长 4.3%，扣除价格因素，实际增长 4.2%。支出方面，2025 年全国居民人均消费支出 29,476 元，比上年名义增长 4.4%，扣除价格因素，实际增长 4.4%。其中，城镇居民人均消费支出 35,869 元，增长 3.8%，扣除价格因素，实际增长 3.7%。

单位：元



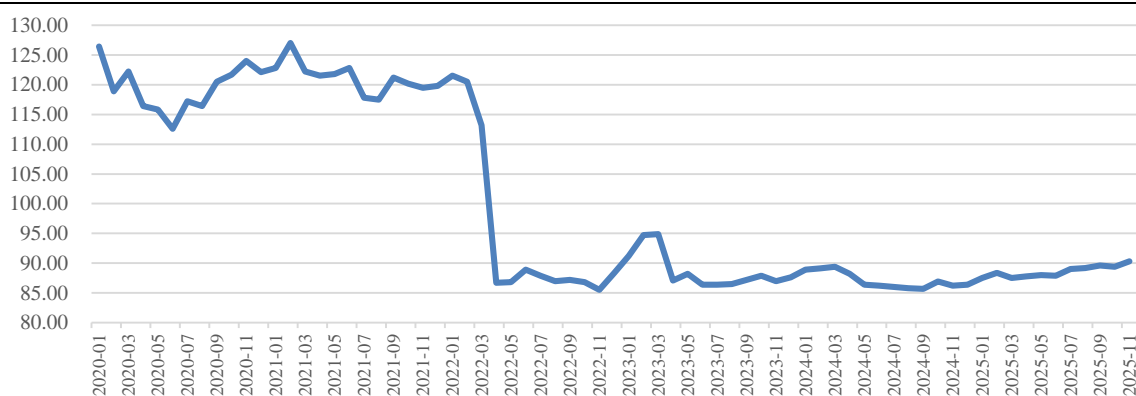
注：根据 Wind、国家统计局数据整理绘制。

图 3. 全国居民人均收支情况

从消费结构看，①居民消费结构继续调整，服务性消费保持较好增长。2025 年随着扩大服务消费政策持续多点发力，全国各地创新消费场景，在文化、旅游、娱乐、赛事等细分领域加快与消费的融合创新，服务消费潜力继续释放，服务零售保持稳中向好的增长态势，当年服务零售额比上年增长 5.5%，高于同期商品零售额增速 1.7 个百分点。支出端，2025 年

服务性消费支出占居民人均消费支出的比重达到 46.1%。②以旧换新相关商品、升级类商品的销售继续向好。2025 年，在以旧换新政策的推动下，当年限额以上单位商品零售额比上年增长 3.4%，增速比上年加快 0.7 个百分点。其中，限额以上单位中，通讯器材类、文化办公用品类商品零售额分别比上年增长 20.9%、17.3%，全年四个季度均保持两位数增长；家用电器和音像器材类在上年较高基数基础上仍实现 11% 的增长；家具类零售额增长 14.6%，增速比上年全年提高 11 个百分点。升级类商品中，限额以上单位体育娱乐用品类零售额比上年增长 15.7%，增速比上年全年加快 4.6 个百分点；金银珠宝类、化妆品类零售额分别增长 12.8%、5.1%。

但同时值得关注的是，从消费者信心指数来看，受前期公卫因素反复对经济及消费市场的冲击等影响，自 2022 年以来国内消费者信心一直较为疲软。2025 年以来消费者信心指数虽有所企稳回升，但仍在 87~90 左右波动，仍处于低位。当前来看居民消费信心仍显不足，消费潜力仍有进一步释放空间。



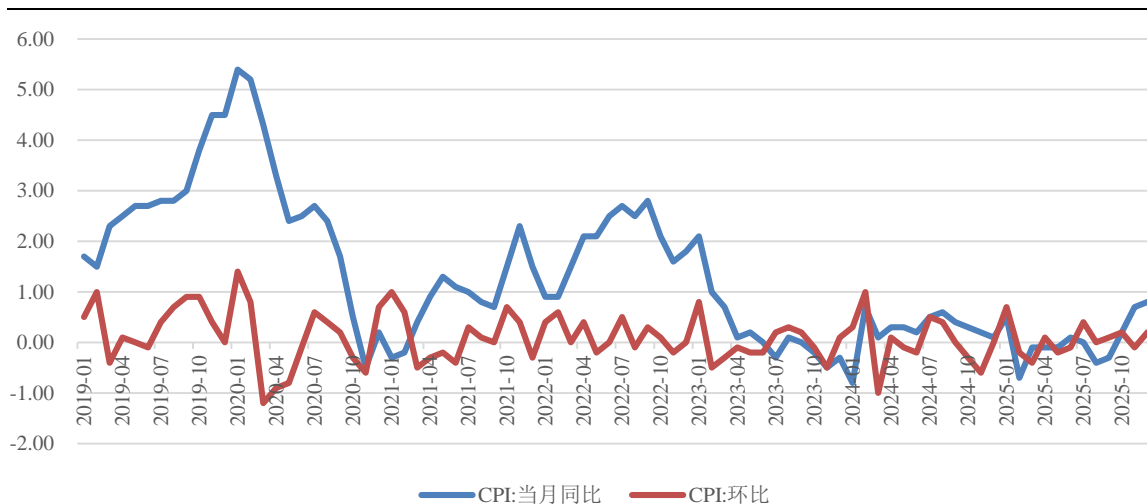
注：根据 Wind、国家统计局数据整理绘制。

图 4. 消费者信心指数变化情况

价格方面，2025 年我国 CPI 与上年持平，物价总体稳定且偏低，同时消费品价格也存在结构性分化。分类来看，当期食品及能源价格存在下

降，2025 年我国气候条件比较有利，生猪产能比较充裕，肉蛋菜等食品总体上供应充足，全年食品价格比上年下降 1.5%；能源价格方面，受国际油价波动下行影响，当年能源价格下降 3.3%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 上涨 0.7%，涨幅温和。其中，衣着价格上涨 1.5%，居住价格上涨 0.1%，生活用品及服务价格上涨 0.9%，教育文化娱乐价格上涨 0.8%。

单位：%



注：根据 Wind、国家统计局数据整理绘制。

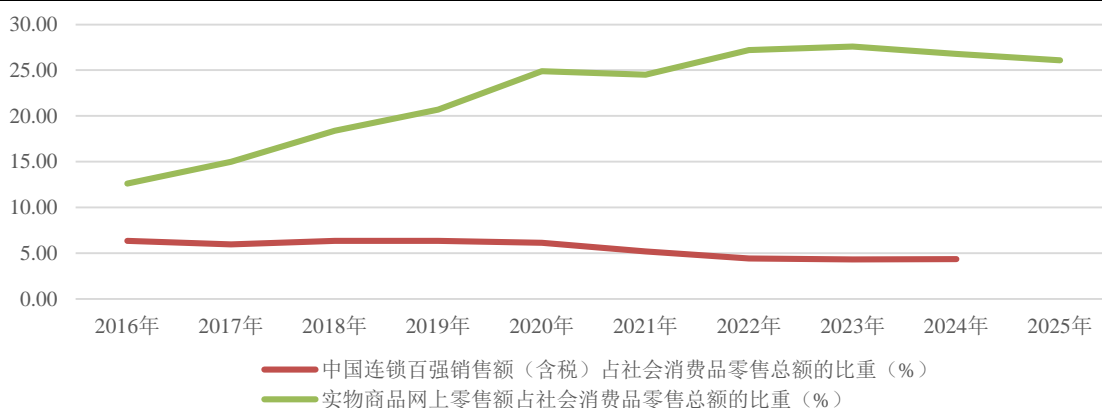
图 5. CPI 变化情况

市场竞争方面，近年来在我国零售市场弱势复苏的总体态势下，行业内部继续呈现激烈竞争，各业态表现持续分化。2025 年以来，线上零售继续维持增长态势，龙头电商采取聚焦即时零售、整合渠道、深化供应链等措施巩固行业领先地位。实体零售方面，激烈竞争使得行业运行总体仍承压，传统百货及超市业态调改压力仍较大，但同时，在消费偏好转换背景下，具备供应链及商品价格优势的折扣零售拓展速度尤显迅猛。

随着零售行业的不断发展，零售模式的不断迭代更新，零售业态呈现出多元化发展态势。目前国内主要零售业态表现为线下实体零售的百货、购物中心、奥特莱斯、超市、专业专卖店、免税店等业态，以及各类线上

电商平台等。近年来在国内零售业线上线下融合发展的背景下，大型零售商的业务布局呈现出全渠道及业态多元化、组合化发展态势。

从市场竞争格局来看，我国零售业企业数量众多，行业集中度不高。受我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，实体零售行业集中度始终不高。根据中国连锁经营协会数据，近年来国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足 10%。与此同时，随着电商的不断发展，国内网上零售占比总体上升，近年来实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重均超过 25%。

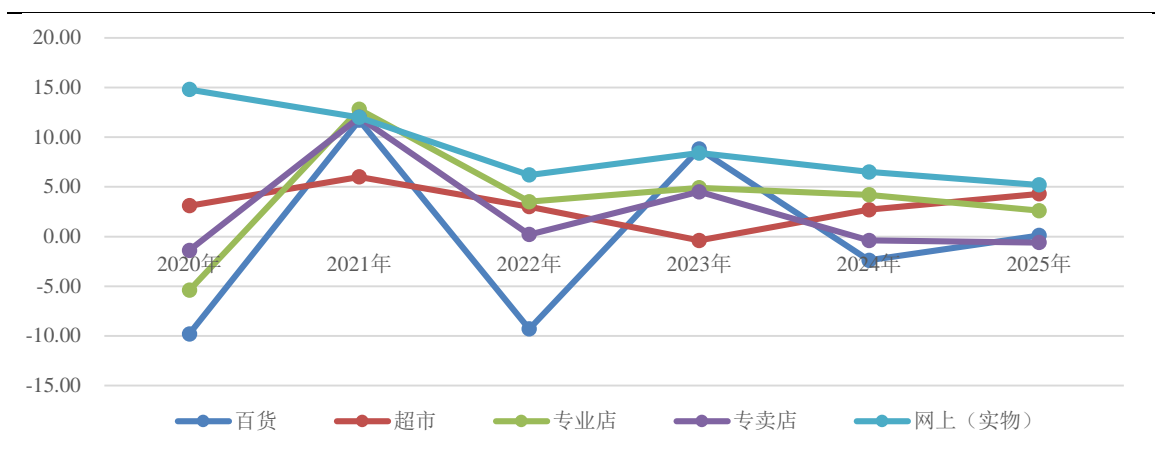


注：根据 Wind、国家统计局、中国连锁经营协会数据整理绘制。

图 6. 实物商品网上零售额、中国连锁百强销售额占社会消费品零售总额比重情况

在市场竞争加剧及消费需求不断变革发展的态势下，近年来零售业各业态表现持续存在一定分化，且波动性较大。2025 年，消费市场整体弱势复苏，零售业态总体呈现增长态势，当年实现商品零售额 443,220 亿元，比上年增长 3.8%。其中按零售业态分，限额以上零售业单位中超市、百货店、专业店零售额比上年分别增长 4.3%、0.1%和 2.6%，品牌专卖店零售额下降 0.6%；当年实物商品网上零售额继续保持增长，但增速放缓，同比增速为 5.2%。

单位：%



注：根据 Wind、国家统计局数据整理绘制。

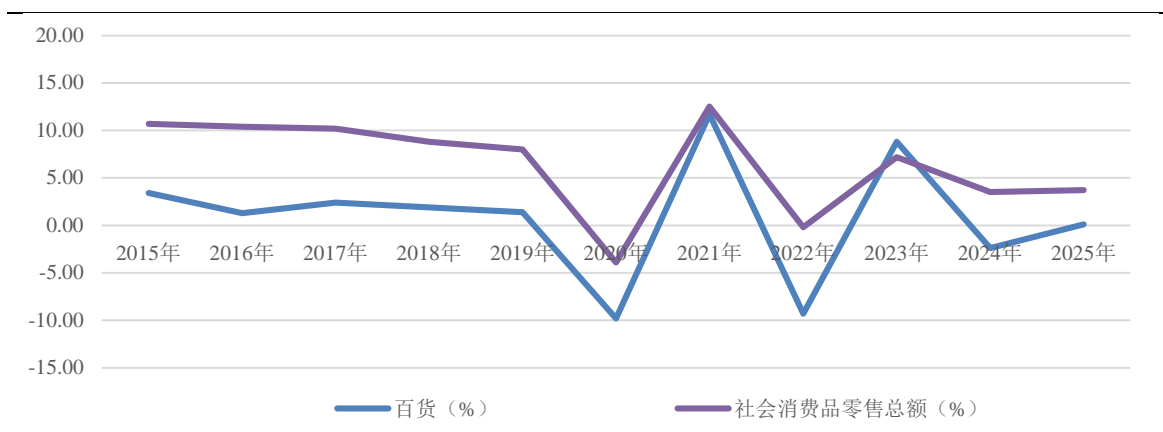
图 7. 零售业主要业态零售额增速变化情况

(一) 百货

2025 年以来百货行业继续面临线上零售竞争分流、消费偏好转变及消费力不足等外部压力，拓展动力不足。零售商持续在业态创新、经营调改、客流维系等方面发力改善。

百货行业主要经营可选消费品，较易受宏观经济运行状况及消费周期及偏好变化影响。为了满足消费者日益提升及不断变化的消费需求，百货业细分业态不断演变发展，在传统百货店的基础上，发展出了购物中心、奥特莱斯等细分业态。

近年来，百货业零售额与社会消费品零售总额的变动趋势基本保持同步。其中 2015-2019 年百货业年度增速在 1-4% 区间波动，受零售市场竞争及电商分流等影响，增速总体趋缓；2020 年以来受外部扰动因素影响，行业增速存在较大的波动，2020-2023 年同比增速分别为 -9.8%、11.7%、-9.3% 和 8.8%；2024-2025 年受上年基数因素影响，分别为 -2.4% 和 0.10%，均弱于社零数据表现。



注：根据 Wind、国家统计局、商务部数据整理绘制。

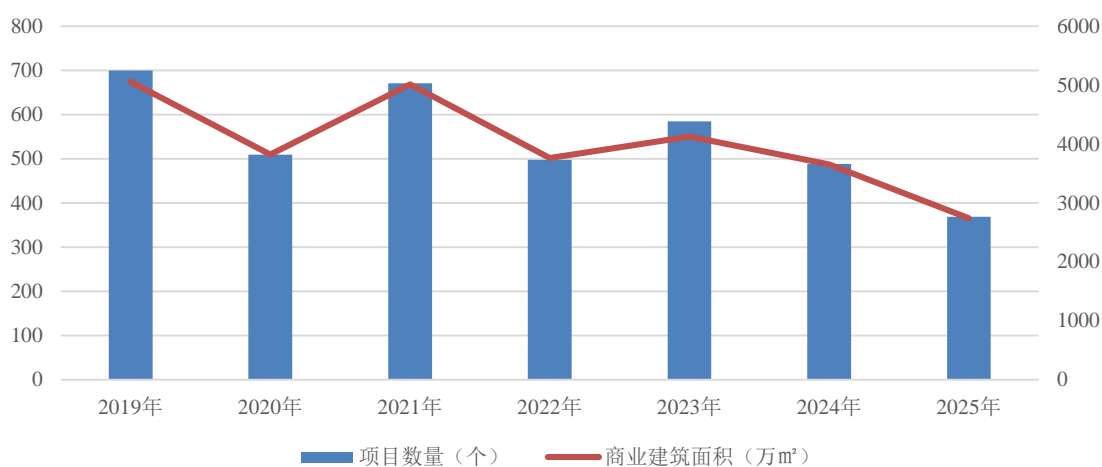
图 8. 近年来社会消费品零售总额、百货业态限额以上零售额增速变化情况

近年来百货业持续面临着居民消费偏好变化、线上零售分流等多重压力。同时，百货行业内部发展状况也存在一定分化，其中传统百货店由于主要聚焦于百货类商品零售，面临的竞争及分流压力尤其明显，业内经营重点在于存量门店的调改及经营提质增效，进一步外拓的动力不足，新增项目更多集中在具备服务类及体验类消费特点的购物中心业态或创新业态。同时，奥特莱斯作为主要销售名牌过季、下架、断码商品的业态，则较好地满足了消费分层所带来的客群需求，仍存在一定发展。

根据赢商大数据不完全统计¹，2025 年全国新开业集中式商业项目超过 360 个，商业总体量超过 2,740 万平方米，对比 2024 年，在数量及体量上均下滑超两成，分别为-24.39%和-25.03%，创近年新低。截至 2025 年末，全国存量集中式商业数量超过 9,000 个，同比增长 4.04%；商业体量超过 6.67 亿平方米，同比增长 4.19%。新增门店以外，针对存量老旧商场进行调改、焕新升级也是零售商近年提质增效的重要手段之一。根据赢商大数据，2025 年存量项目改造重新开业的数量超过 70 个，体量约占

¹ 数据说明：统计范围为全国 368 个城市（不含港澳台）管辖行政区内，于 2025 年 1-12 月开业的集中式商业项目，项目类型包含购物中心、独立百货，不含商业街、文旅商业及其他类型；包含新建开业项目、存量改造开业项目、试营业项目。

全年开业总量的 20%。



注：根据赢商大数据整理绘制。

图 9. 近年来集中式商业项目新开业情况

为应对严峻的市场竞争形势及电商分流，对于百货零售商而言，吸引及维系客流是其当前发展过程中的主要侧重点。为适应消费趋势变化，维系客流，百货企业通过加强商品力建设，为消费者提供更加丰富、多元的商品供给；通过调改加强门店软硬件服务水平，以及品牌/服务业态组合，借助“新店经济”、“首店经济”撬动消费热情；通过多元消费场景组合，聚焦“二次元”、“银发经济”、“亲子家庭”、“国潮/老字号焕新”等，打造符合潮流趋势的体验类、圈层文化消费场景。同时，加强会员精细化运营、数字化运营等也是零售商所普遍采取的运营改善策略。

奥特莱斯业态来看，由于其运营具备一定门槛，相较传统百货及购物中心业态而言，市场集中度较高。国内奥莱门店集中于王府井、首创、百联、砂之船、佛罗伦萨小镇、杉杉奥莱等品牌，头部企业集聚效应明显。2022-2024 年国内新开业奥特莱斯项目数量分别 23 个、17 个和 12 个，增速同比逐年放缓，2024 年末全国在营业奥特莱斯项目增至约 251 个。

奥莱业态是一个抗周期性相对较强的业态，在经济下行周期，部分高

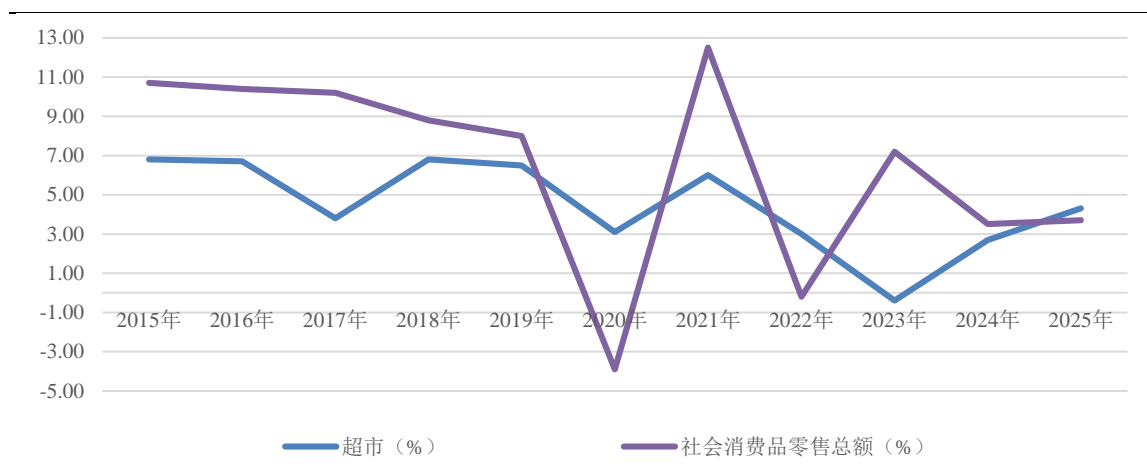
收入群体、重奢消费者出现消费降级，转向奥莱的名品折扣商品；在经济上行周期，中产收入消费者购买折扣奢侈品的意愿也会相对强烈。根据中国百货商业协会 2025 年发布的《2024-2025 年中国奥特莱斯行业白皮书》，该业态 2022-2024 年销售增速分别为 11.0%、9.5%和 4.5%。另根据中国商业联合会奥特莱斯分会发布的《2025 中国奥特莱斯行业深度洞察报告》，2024 年 7 月至 2025 年 6 月间，全国 205 家品质化奥特莱斯²实现销售额 1,800 亿元，同比增长 8.9%，客流量近 9 亿人次，同比增幅为 12.5%，展现出一定发展韧性。

(二) 超市

2025 年以来超市行业增速同比有所加快，但传统超市整体运行面临的外部竞争压力、经营及门店调改压力仍较大，部分龙头企业门店数量持续收缩，但年内折扣超市凭借供应链及“质价比”商品组合优势，逆势拓展速度较快，门店数量实现快速增长。

超市行业主要经营生活日用品，需求具备刚性特点，受经济波动的影响相对较小。公卫因素影响下超市行业一度因承担着一定保供职责而对其经营提供了一定支撑，2020-2022 年国内超市业态零售额增速分别为 3.1%、6.0%和 3.0%，仍实现增长；2023 年在国内消费市场恢复常态、各类消费场景复苏的背景下，超市业态零售额同比下降 0.4%；2024 年以来行业增速持续有所反弹，当年及 2025 年增速分别为 2.70%和 4.30%。

² 建筑面积 5 万平方米以上或入驻品牌 100 个以上。



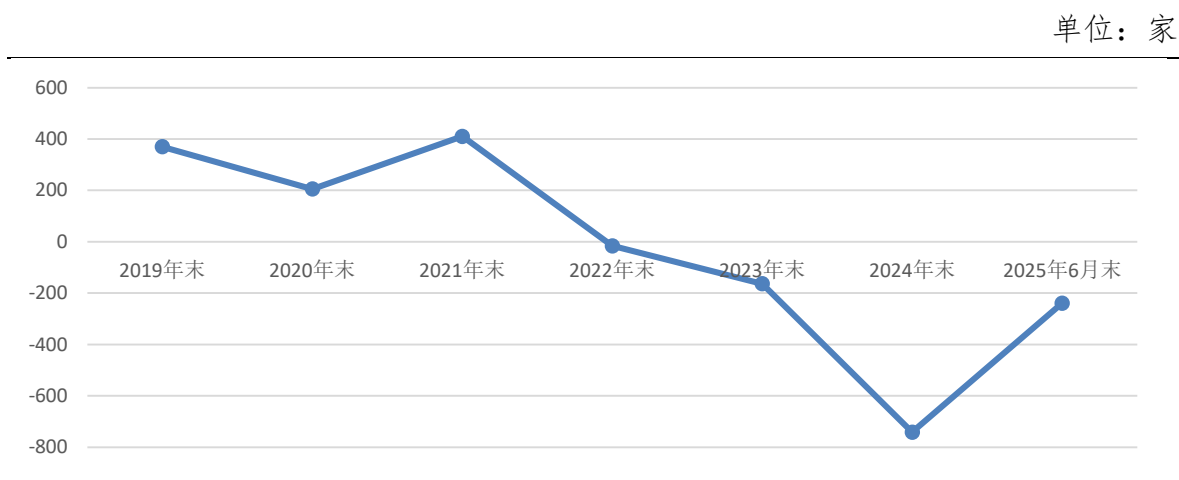
注：根据 Wind、国家统计局、商务部数据整理绘制。

图 10. 近年来社会消费品零售总额、超市业态限额以上零售额增速变化情况

经过多年发展，我国超市行业整体已进入规模化、连锁化发展阶段。竞争格局方面，超市运营对零售商供应链要求较高，全国化布局难度较大，国内实体超市零售商更多呈现区域化发展特征，大型超市企业往往在取得区域市场经营优势后再进行全国性连锁发展。经过多年发展，沃尔玛、永辉超市、高鑫零售（大润发）、华润万家、物美、联华超市等一批超市企业已在国内形成了较高知名度，行业排名居前。同时，近年来国内超市行业竞争格局也存在一定变化，一方面家乐福、欧尚、麦德龙等大型外资超市企业陆续将中国业务转让给国内零售商；另一方面新的外资超市零售商也在不断进入并积极开拓市场，包括以会员制模式为特色的开市客（COSTCO）、以经营自有品牌为特色的奥乐齐（ALDI）等；加之，盒马（阿里）、7Fresh/七鲜（京东）等由电商拓展的具备到店及到家服务功能的新零售品牌，以及叮咚买菜、朴朴超市等自营类生鲜电商、社区团购等各类电商企业的涌入，超市行业竞争持续激烈。

受激烈市场竞争影响，近年来传统超市行业整体拓展速度呈现放缓态势，同时门店调整力度加大，关店量增加，门店数量总体有所减少。从

典型超市类上市公司³可比数据来看，2019-2021 年相关企业门店数量总体维持净增加，2022 年以来关店量增加，至 2025 年上半年仍呈现净减少态势。



注：①根据上市公司年报等公开数据整理绘制。②高鑫零售 2020/2021 年报起报告基准日变更为 3 月 31 日，为方便统计仍按照原口径计算数据。

图 11. 典型超市类上市公司门店数量净变化情况

与百货业相类似，受居民消费信心低位徘徊、消费偏好转变等因素影响，传统正价零售渠道增长乏力，但折扣业态则展现出较强韧性。2025 年以来，硬折扣超市零售商凭借供应链及“质价比”商品组合优势，逆势拓展，门店实现快速增长。其中，盒马于 2025 年确立了“盒马鲜生+超盒算 NB”双业态战略，前者定位中高端品质消费场景，后者主打社区硬折扣模式，实施错位运营。盒马当年对盒马 NB 品牌进行了升级，升级后的超盒算 NB 品牌控制门店面积，精简 SKU，主打高频刚需商品，自有品牌占比升至约 60%，通过硬折扣模式覆盖社区及下沉市场。升级后，超盒算 NB 扩张速度明显加快，2025 年全年新开门店超过 200 家，2025 年盒马整体营收同比增速超过 40%。奥乐齐作为德国老牌折扣零售商，依托全球采购网络，其约 90%以上商品通过自有供应链体系提供（包括全球直采、自有

³ 统计 A 股上市公司（永辉超市、中百集团、家家悦、三江购物、国光连锁、步步高股份）、港股上市公司（高鑫零售、联华超市、北京京客隆）等共计 9 家超市企业数据。

工厂、区域配送中心), 商品议价能力强。其依托上海市场进行发展, 2025 年进一步拓展至江苏市场, 当年新开门店约 30 家, 门店总数增至约 80 家。此外, 2025 年以来京东、美团、物美等也试水折扣业态, 推出了京东折扣超市、快乐猴、物美超值等品牌。

(三) 电商

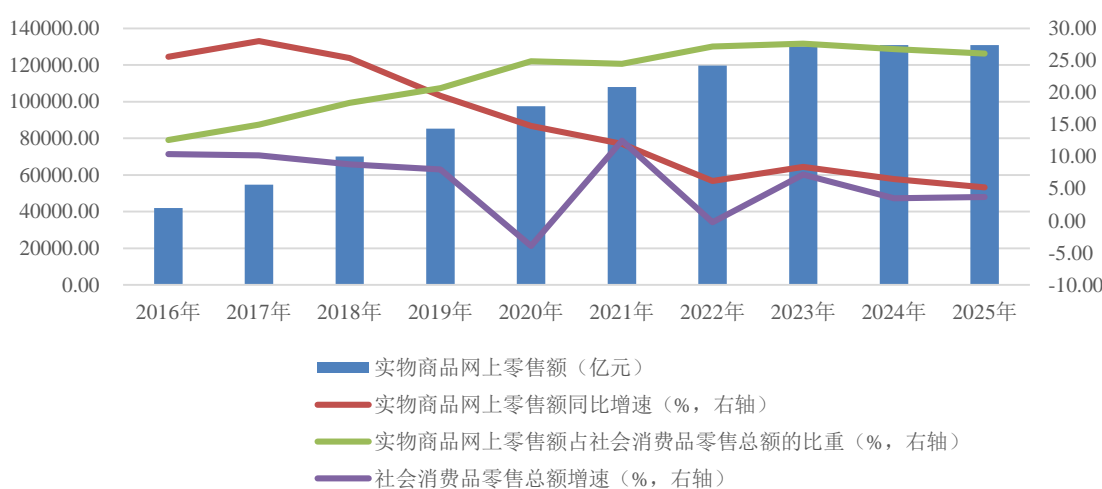
随着线上零售消费及服务的不断迭代发展, 国内电子消费场景呈现多样化发展。2025 年以来, 国补政策及数字消费政策助推电商行业的持续较快发展。但同时, 面对互联网人口红利的逐步见顶, 大型电商之间在流量获取、价格力、服务质量等方面的竞争在不断加剧。

国内电商行业起步于上世纪 90 年代, 随着京东、淘宝等大型电商信誉度及用户粘度的逐步提升, 国内居民消费主力和消费模式的转变, 以及物流、电子支付系统的不断完善, 电商凭借其便捷性、品类选择多样性及价格等方面的优势, 吸引了大量消费群体, 行业发展取得了显著成长, 并对线下实体零售形成明显的分流影响。同时, 多年来电商领域创新不断, 从淘宝/天猫、京东等传统头部电商平台, 到拼多多(2015 年成立, 开创社交+拼团模式), 再到近年发展较快的基于淘宝、抖音、快手、视频号等平台的直播电商、即时电商⁴等, 零售渠道及形式不断迭代, 线上零售场景呈现多样化发展。

随着电商行业的持续发展, 国内网上零售额保持着较快增长态势, 近年来增速虽总体有所放缓, 但仍高于社零总额增速。2025 年以来, 在“国补”政策扩容, 以及深入实施《关于大力发展数字消费共创数字时代美好生活的指导意见》等政策引导下, 数字消费、线上服务成为增长牵引力,

⁴ 即时零售是通过线上即时下单, 线下即时履约, 依托本地零售供给, 满足本地即时需求的零售业态, 是一种线上线下的零售经营模式。

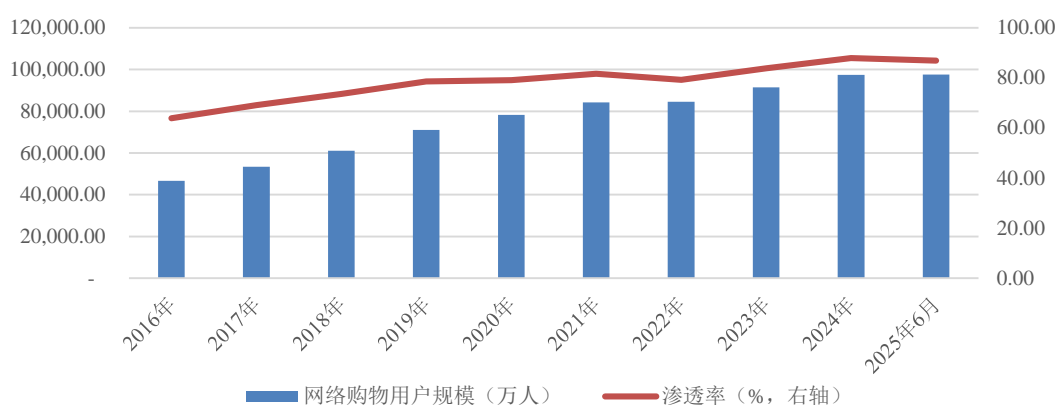
当年国内举办网上年货节等“4+N”网络扩消费活动，推动 10 家平台实施超过 80 项品质电商培育举措，根据商务部数据，2025 年手机、智能机器人等数字产品网上零售额分别增长 20.5%和 18%，线上服务消费增长 22%。全年全国实现网上零售额 159,722 亿元，比上年增长 8.6%。其中，实物商品网上零售额 130,923 亿元，比上年增长 5.2%，占当年社会消费品零售总额的比重为 26.1%。



注：根据 Wind、国家统计局数据整理绘制。

图 12. 近年来实物商品网上零售额情况

电商行业发展依赖于线上流量的持续供给。2020 年以来在外部扰动因素的影响下，线下消费阶段性受阻，居民消费路径进一步向线上转移，线上消费辐射的年龄层和地区进一步扩大，加之线上线下融合下促生的新零售模式/业态的发展，使得线上零售持续受益。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）数据显示，截至 2025 年 6 月末我国网络购物用户数已达到 9.76 亿，占到全体网民的 86.9%。但同时也需关注到随着国内互联网人口流量红利的逐步见顶，线上消费领域新增流量增速已呈现放缓态势。



注：根据 Wind、CNNIC 数据整理绘制。

图 13. 近年来我国网络购物用户规模及渗透率变化情况

随着互联网流量的见顶，近年来大型电商之间流量竞争在加剧。经营策略方面，2025 年龙头电商企业重点聚焦即时零售市场进行布局及渠道整合。其中，阿里巴巴年内继续优化业务架构，聚焦核心电商业务，年初完成对高鑫零售、银泰百货等实体零售资产出售，8 月正式将原六大业务集团收缩为四大板块——中国电商集团（整合淘天集团、饿了么、飞猪）、阿里国际数字商业集团、云智能集团、其他业务（菜鸟、高德、大文娱等）。其中，年内通过整合淘宝闪购与饿了么、飞猪平台，打通“电商+本地生活”渠道，带动流量增长，截至 2025 年 9 月 30 日止三个月，即时零售业务收入年同比增长 60%，带动淘宝 APP 月活增长。京东 2025 年的战略重心围绕强化供应链优势和拓展本地生活业务，通过上线外卖业务，以高频业务带动低频消费，完善全域零售生态，年度活跃用户数在 10 月份突破 7 亿大关。2025 年前三季度，京东零售板块实现收入 8,244.97 亿元，同比增长 16.31%。

价格及服务方面，伴随着消费市场环境以及居民消费支出偏好趋向理性的变化，近年来电商行业价格竞争激烈，2024 年淘宝、京东持续推进“百亿补贴”计划，抖音电商业务将“价格力”作为 2024 年优先目标，拼

多多上线“自动跟价”功能等。2025 年以来，电商企业价格策略从“卷价格”，转向“价值竞争”，通过商户端降本减费、履约改善，构建更健康的商业生态。淘宝天猫年初推出多项惠商举措，落实取消超百个类目的“平台年度软件服务年费”，升级“退货宝”降费政策，完善异常“仅退款”处置机制，新增“价格设错保障机制”等，改善商家营商生态及权益。拼多多成立“商家权益保护委员会”，并推出“千亿扶持”计划，未来三年内拟投入资金、流量等资源超过千亿元，助推平台商家新质转型升级，加码高质量电商生态环境建设。此外，电商企业近年持续配合国家“以旧换新”政策，通过加大补贴、简化流程、完善物流等方式助力政策落地及消费转化。

二、政策环境

近年来政府持续鼓励消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，不断培育消费发展新动能，鼓励行业升级转型及规范发展。2024-2025 年政府持续出台“以旧换新”系列政策在内的消费促进政策，以提振及扩大国内消费，对零售行业的稳步发展提供了有力的支持。

2025 年，国家消费品“以旧换新”系列政策加力扩围，为国内消费市场的持续增长提供助力。

为助力零售市场发展，2024 年政府先后出台《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》《推动消费品以旧换新行动方案》《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》等系列政策，推动大规模设备更新和消费品以旧换新的“两新”工作，并在资金方面统筹安排了 3,000 亿元左右超长期特别国债资金保障“两新”政策落地。2025 年国家继续出台《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》《提振消费专项

行动方案》《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》等政策，对国补范围加力扩围，同时配套金融领域政策予以支持扩大消费。在系列政策发力显效影响下，2025 年我国家电、手机、汽车等补贴范围内消费品销售增长较强劲。据商务部数据，2025 年“以旧换新”相关商品销售额达 2.61 万亿元，惠及 3.66 亿人次。其中，家电“以旧换新”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；当年限额以上家用电器和音像器材类零售额达 1.17 万亿元（同比增长 11%），通讯器材类零售额达 1 万亿元（同比增长 20.9%）。政策通过降低消费者购置成本，有效释放了存量市场更新需求，对家电、数码、家装等零售细分领域形成直接拉动。

表 1. 2024 年以来“以旧换新”所涉相关政策

发布时间	发布机关	政策名称
2024 年 3 月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
2024 年 3 月	商务部、国家发展改革委等 14 部门	《推动消费品以旧换新行动方案》
2024 年 4 月	商务部办公厅、财政部办公厅	《关于完善再生资源回收体系支持家电等耐用消费品以旧换新的通知》
2024 年 7 月	国家发展改革委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》
2024 年 8 月	商务部等 4 部门办公厅	《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》
2024 年 9 月	国家金融监督管理总局办公厅	《关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知》
2025 年 1 月	国家发展改革委、财政部	《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》
2025 年 3 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》
2025 年 6 月	中国人民银行、国家发展改革委等 6 部门	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》

注：新世纪评级整理

近年来政府持续出台政策推动零售业线上线下高质量发展。

2025 年 3 月，国务院办公厅转发商务部《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》，旨在支持上海、北京、广州、天津、重庆五大城市加快国际消费中心城市建设，通过积极推进首发经济、优化入境政策

和消费环境、办好各类大型消费促进活动、发挥免税店和离境退税政策作用等举措，打造具有全球吸引力的消费环境。10 月，商务部联合自然资源部、住建部、文旅部、市场监管总局发布《城市商业提质行动方案》，旨在充分发挥城市在国内国际双循环中的枢纽作用，构建以“全国示范步行街（商圈）为引领、特色商业街区为支撑、一刻钟便民生活圈为基础”的城市商业体系。

此外，2025 年 9 月，商务部、国家发展改革委、工业和信息化部等联合发布《关于大力发展数字消费共创数字时代美好生活的指导意见》，提出要发挥超大规模市场优势，扩大数字消费多元化供给，创新和丰富数字消费场景，促进数字消费更高水平供需动态平衡，激发和增强社会经济活力。在打造数字消费平台载体方面，要推动现有步行街（商圈）设施改造和业态升级，推进城市数字更新；在营造数字消费环境方面，要积极开展消费促进活动，按照“购在中国”系列活动总体安排，指导开展“全国网上年货节”、“双品网购节”、“国际消费季”、“服务消费季”、“老字号嘉年华”等线上线下融合促消费活动。

表 2. 2024-2025 年零售业创新发展主要政策

发布时间	发布机关	政策名称
2024 年 3 月	商务部、财政部等 9 部门	《关于推动农村电商高质量发展的实施意见》
2024 年 4 月	财政部办公厅、商务部办公厅	《关于支持建设现代商贸流通体系试点城市的通知》
2024 年 4 月	商务部	《数字商务三年行动计划（2024-2026 年）》
2024 年 6 月	国家发展改革委等 5 部门	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》
2024 年 8 月	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》
2024 年 11 月	商务部等 7 部门办公厅	《零售业创新提升工程实施方案》
2024 年 11 月	商务部、国家发展改革委等 9 部门	《关于完善现代商贸流通体系推动批发零售业高质量发展的行动计划》
2025 年 3 月	国务院办公厅转发商务部	《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》
2025 年 9 月	商务部 国家发展改革委 工业和信息化部等 8 部门	《关于大力发展数字消费共创数字时代美好生活的指导意见》
2025 年 10 月	商务部等 5 部门办公厅	《城市商业提质行动方案》

注：新世纪评级整理

2025 年以来，免税业态受益于国家在免税品/店扩容、海南全岛封关运作等政策支持，政策红利有望继续释放。

2025 年 10 月，财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局发布《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》，明确自 2025 年 11 月 1 日起完善免税店政策，涉及包括：1、优化国内商品退（免）税政策管理，积极支持口岸出境免税店和市内免税店销售国产品，鼓励免税店引入更多能够体现中华优秀传统文化的特色优质产品，增加国产品在免税店的销售。2、进一步扩大免税店经营品类，将更多便于携带的消费品纳入经营范围，新增手机、微型无人机、运动用品、保健食品、非处方药、宠物食品等商品。3、放宽免税店审批权限，下放口岸出境免税店设立、口岸出境免税店及口岸进境免税店经营主体确定方式变更等审批权限，优化口岸出境免税店、口岸进境免税店经营面积确定方式，支持地方因地制宜整合优化免税店布局。4、完善免税店便利化和监管措施，支持口岸出境免税店、口岸进境免税店和市内免税店提供网上预订服务，允许旅客在市内免税店预订后在口岸进境免税店提货等，持续提升旅客免税购物体验。该项政策的实施，有望进一步发挥免税店政策支持提振消费的作用，引导海外消费回流，吸引外籍人员入境消费，促进免税商品零售业务健康有序发展。

离岛免税方面，2025 年 12 月 18 日海南自由贸易港全岛封关运作，实施了货物进出“一线”、“二线”及在岛内流通的税收政策，以及进口征税商品目录，基本确立了海南自由贸易港“零关税”制度体系。同时，为了给全岛封关营造良好环境，更好满足旅客多元化购物需求，自 2025 年 11 月 1 日起，相关部门进一步优化调整了离岛旅客免税购物政策，包括扩大政策适用人群、增加免税商品种类、年内有离岛记录的岛内居民可多次购买

免税品等。封关运作推动人流、物流等要素在海南聚集，带动离岛免税政策效应扩大，消费提升。封关以来，截至 2026 年 1 月 27 日，离岛免税销售金额 62.8 亿元，购物人数 98.1 万人次，购物件数 460 万件，同比分别增长 35.9%、21%、8.2%。

三、样本分析

(一) 样本筛选

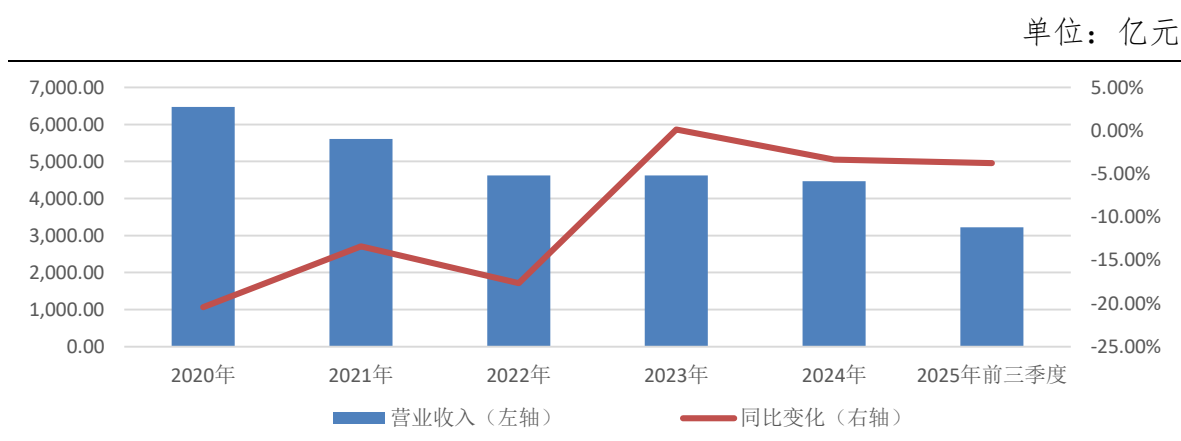
本文分析样本选取标准为零售业 A 股上市公司及公开发债企业，在剔除重叠企业，以及因合并口径、业务构成调整、财务数据口径等因素剔除企业后，最终选取有效样本 48 户。其中按零售业态分，以百货业态（包含奥特莱斯、购物中心）为主的企业 17 家、超市业态为主的企业 7 家、专业专卖业态为主的企业 6 家、免税业态 1 家，剩余 17 家企业经营着多元化零售业态。相较单一零售业态发展，国内大型零售商的业务布局更多呈现出多渠道、多业态的组合化发展态势。

(二) 业务分析

零售行业样本企业主要经营实体零售业态，近年来受到外部市场需求变化、激烈竞争等影响，经营持续承压。受客流及销售减少，门店调改及关店等综合影响，2025 年以来样本企业收入继续下滑，利润端虽得益于运营持续调整以及非经常性损益贡献而有所改善，但主业盈利能力仍待进一步修复。

2022-2024 年及 2025 年前三季度样本企业合计实现营业收入分别为 4,619.93 亿元、4,625.73 亿元、4,470.26 亿元和 3,224.17 亿元，整体呈现下滑态势。2025 年前三季度，样本企业收入较上年同期减少 3.77%。TTM 数据来看，截至 2025 年 9 月末，样本企业 TTM 营业收入为 4,344.01 亿

元，同比减少 2.02%。尽管国内零售行业整体呈现弱势增长态势，但样本企业主要从事实体零售经营，且表现受细分业态发展及个体企业运营情况影响而存在一定分化，导致整体样本企业收入仍存在一定下滑。一方面，在国内居民消费信心仍不足，消费偏好转向“质价比”、“悦己”等需求变化，以及行业维持激烈竞争的背景下，样本零售企业经营策略总体偏稳，大规模外拓动力不足，运营以加强业务调整、降本增效为主。样本企业持续对存量门店进行调改，淘汰低效门店，加之竞争导致到店客流减少，销售端增长乏力，共同影响了样本收入增长。尤其超市业态，2024-2025 年由于清理低效门店及租约到期门店、业务收缩等导致闭店量增加，运营门店数量出现净减少，影响样本的收入表现。此外，近年由于出现流动性风险，苏宁易购（ST 易购）、步步高股份等个别零售商的业务开展受到影响，企业已通过引入新投资人、寻求供应商支持、重整等方式逐步恢复及改善经营，但在此期间相关企业的业务规模存在缩减及波动，也影响了整体样本的收入表现。

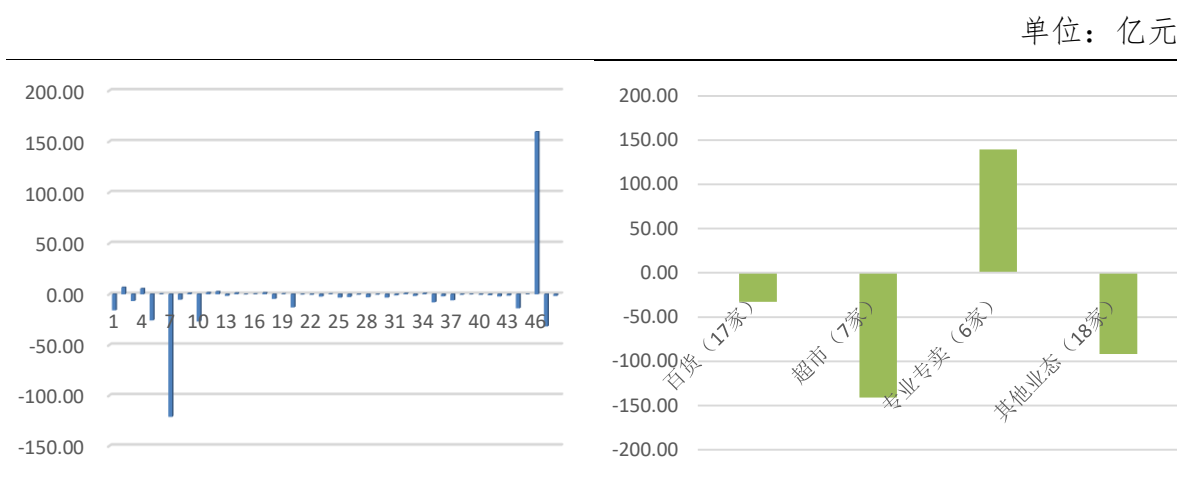


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 14. 样本企业营业收入变化情况

具体来看，本次 48 家样本企业中有 34 家企业 2025 年前三季度营业收入同比出现下滑，仅 14 家企业同比实现增长。且其中部分龙头企业收

入表现差异较大，诸如永辉超市受客流及客单价下滑，以及关店及闭店调改等因素影响，当期收入同比大幅减少 22.21%；万辰集团加码零食量贩赛道后，业务快速拓展，当期收入实现 77.37% 的增长。分业态来看，得益于龙头企业营收增长，专业专卖样本企业 2025 年前三季度收入同比实现增长，百货、超市等其他业态均存在下滑，其中超市样本企业收入降幅较为明显。

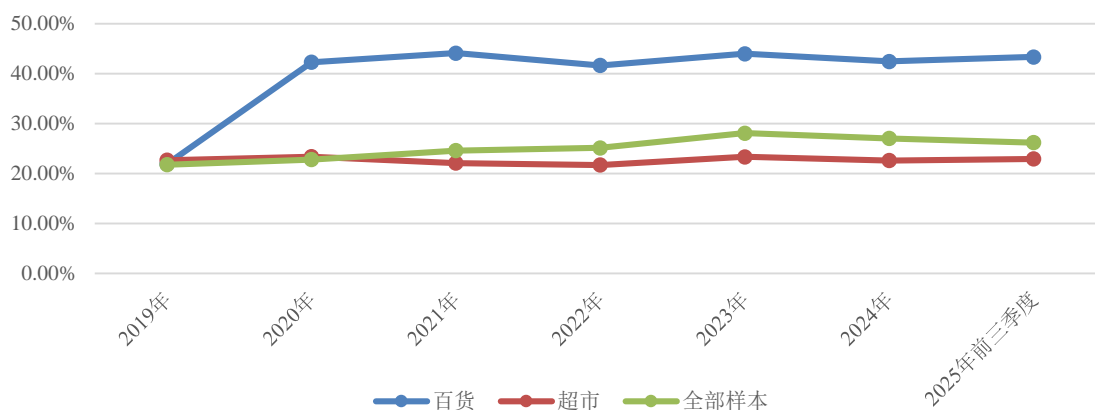


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 15. 样本企业 2025 年前三季度营业收入同比变化额情况

从毛利率水平来看，在市场需求变化及竞争压力下，零售企业不断加强门店商品品类结构及业态组合的优化调整，提升内生经营质量，加之各业态收入构成变化的综合影响，近年来样本企业毛利率有所波动，2022-2024 年及 2025 年前三季度分别为 25.13%、28.05%、27.02%和 26.17%，其中 2024 年以来有所下滑。分业态来看，百货样本企业受新收入准则影响较大，自 2020 年以来，毛利率明显高于其他零售业态及全部样本，但受外部竞争及消费市场环境等影响，近年来有所波动；超市业态毛利率则相对平稳。同期，样本企业毛利分别为 1,160.85 亿元、1,297.73 亿元、1,207.81 亿元和 843.92 亿元，2024 年及 2025 年前三季度同比分别减少

6.93%和 7.51%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 16. 样本企业毛利率变化情况

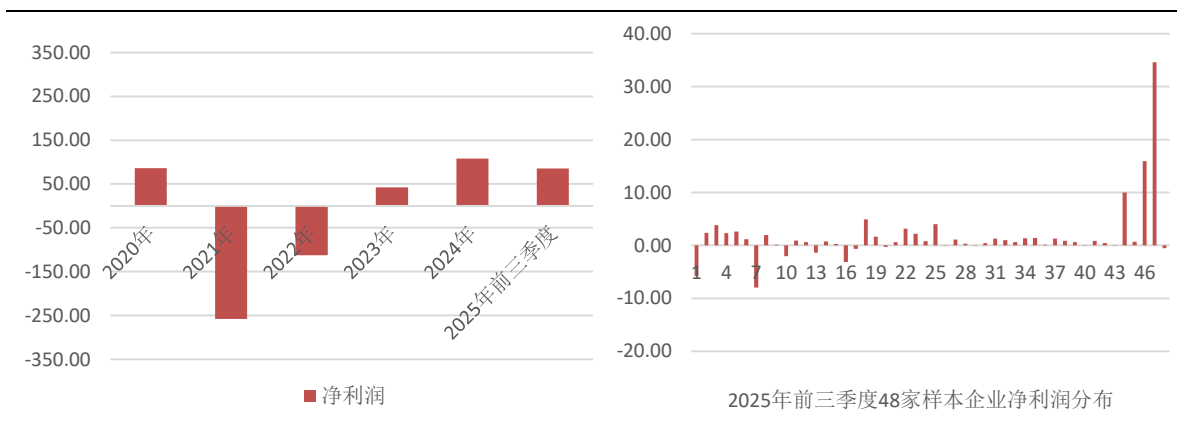
期间费用方面，2022-2024 年及 2025 年前三季度样本企业期间费用分别为 1,174.51 亿元、1,130.76 亿元、1,056.84 亿元和 734.51 亿元，随着门店及收入规模减少、经营提质降本而有所缩减；同期，期间费用率分别为 25.42%、24.44%、23.64%和 22.78%，亦有所下滑。

非经营性损益方面，2022-2024 年及 2025 年前三季度样本企业投资收益分别为 39.01 亿元、30.12 亿元、98.02 亿元和 51.91 亿元，主要来自对联营企业和合营企业的投资收益、处置长期股权投资产生的投资收益、重组收益、理财收益等，年度间波动性较大。其中 2024 年及 2025 年前三季度投资收益主要来自上市公司步步高股份及苏宁易购的重整收益、百联股份发行华安百联消费 REIT 取得的投资收益等。同期，样本企业信用减值损失和资产减值损失合计分别为 102.45 亿元、58.79 亿元、42.88 亿元和 18.16 亿元，持续减少，主要是随着苏宁易购及步步高股份业务重整，以及永辉超市经营调改的推进，相关企业计提的减值持续减少所致。

2022-2024 年及 2025 年前三季度样本企业净利润分别为 -112.37 亿元、

42.20 亿元、108.00 亿元和 85.73 亿元，变动主要受个别龙头企业近年来持续亏损，但随着运营逐步恢复，亏损幅度收窄的影响。具体来看，2025 年前三季度样本企业中 31 家净利润同比出现下滑，17 家企业同比出现增长；同期亏损企业数量为 8 家，同比增加 1 家。

单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 17. 零售行业样本企业净利润情况

总体来看，近年来消费市场呈现弱势增长，零售行业内部持续激烈竞争，加大了企业经营难度，尤其是传统实体门店面临着较大的客源流失、调改与关店压力，导致相关企业的业绩表现持续承压。2025 年以来，零售样本企业收入端仍面临着增长压力，同时随着经营的不断调改及非经常性损益贡献，利润端表现有所改善，但主业盈利水平的进一步恢复仍面临着压力。

(三) 财务分析

受运营调整及业务规模总体缩减等影响，2025 年前三季度零售行业样本企业债务规模继续有所减少，刚性债务规模压缩，财务杠杆有所改善，但债务期限结构仍偏短期化；样本企业当期经营性现金流有所弱化，但总体表现仍较好，资本性支出需求可控；受行业特点影响，零售样本企业整体流动性表现一般，但即期付现能力仍较好。

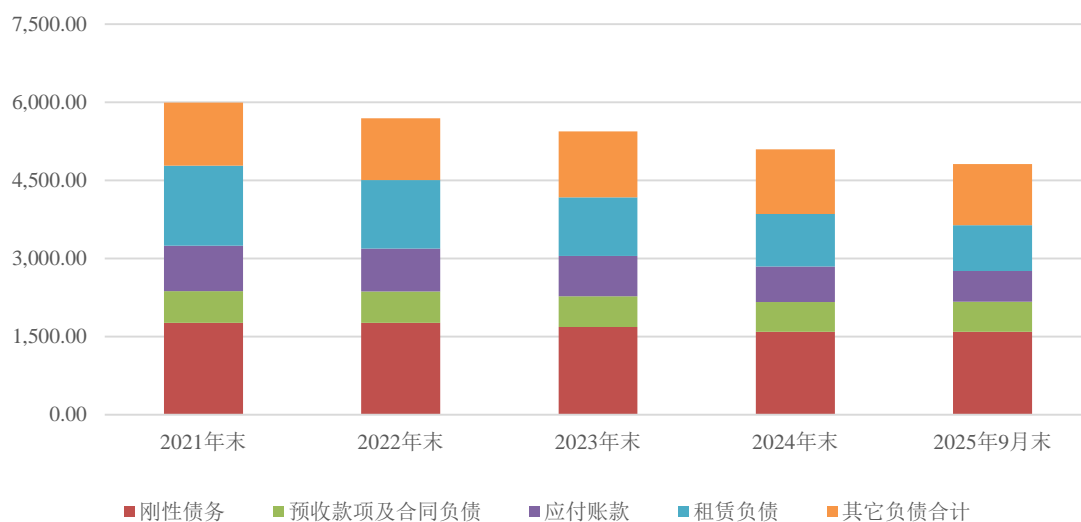
1. 财务杠杆

资产方面，2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，样本零售企业资产总额分别为 8,562.30 亿元、8,310.82 亿元、8,100.86 亿元和 7,858.94 亿元，持续减少，主要是受外部市场环境变化及自身经营调整等因素影响，部分样本企业运营规模持续收缩，导致样本整体资产规模下降。从资产构成来看，零售企业持有大量商业物业资产用于门店经营，同期末固定资产及投资性房地产合计分别为 2,254.87 亿元、2,318.83 亿元、2,327.35 亿元和 2,299.21 亿元，规模总体稳定。零售企业尤其超市企业还主要通过租赁方式获取物业用于门店运营，从而形成大量使用权资产，同期末分别为 1,193.50 亿元、1,029.67 亿元、924.74 亿元和 807.55 亿元，余额持续下降，主要受超市业态大量闭店，租赁物业减少影响。近年来零售企业对于重资产外延式拓展相对谨慎，同期末在建工程余额整体有所减少，同期末分别为 171.84 亿元、126.05 亿元、103.31 亿元和 127.96 亿元，其中 2025 年 9 月末余额又有所上升主要是受样本企业中个别大体量商业地标改造项目启动、免税店项目投入等影响。流动资产方面，样本零售企业货币资金存量有所波动，但总体仍保持充裕，同期末分别为 1,330.19 亿元、1,423.70 亿元、1,328.92 亿元和 1,240.25 亿元。存货方面，受超市业态闭店等影响，规模存在下滑，同期末余额分别为 1,063.48 亿元、908.19 亿元、817.62 亿元和 798.64 亿元。

权益方面，2022-2024 年末及 2025 年 9 月末全部样本企业所有者权益分别为 2,870.46 亿元、2,871.02 亿元、3,006.98 亿元和 3,043.38 亿元；其中未分配利润分别为 602.51 亿元、581.02 亿元、589.15 亿元和 613.08 亿元。2024 年及 2025 年前三季度，得益于盈利积累及未分配利润增加，样本企业权益有所增长。

债务方面，2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，样本企业负债总额分别为 5,691.84 亿元、5,439.80 亿元、5,093.87 亿元和 4,815.56 亿元。样本零售企业近年来的负债以应付账款、预收款项及合同负债、刚性债务和租赁负债为主，合计占负债总额的比重在 75%以上。其中，受主业规模变动影响，近年来应付账款规模明显缩减，同期末分别为 824.67 亿元、773.99 亿元、683.14 亿元和 590.76 亿元，主要为应付供应商货款等。零售企业具备商业预付卡的发行能力，同期末预收款项及合同负债合计分别为 606.77 亿元、589.47 亿元、575.81 亿元和 578.38 亿元，规模总体上也有所减少。此外，新租赁准则全面执行后零售行业新增大量的租赁负债，同期末分别为 1,312.57 亿元、1,129.23 亿元、1,009.34 亿元和 877.87 亿元，近年来主要受超市业态租赁物业门店关店等影响而持续减少。

单位：亿元

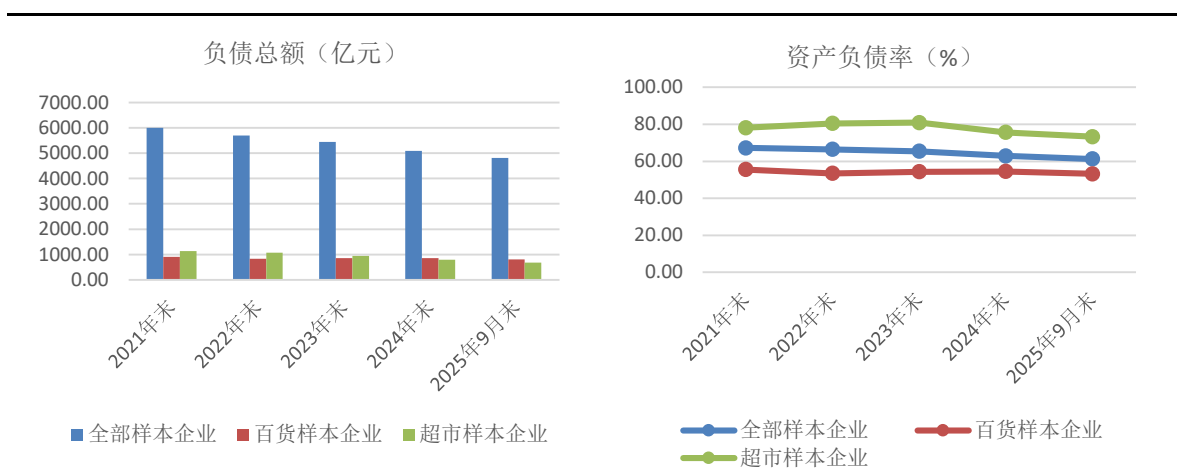


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 18. 样本企业负债构成

债务期限结构来看，2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，样本企业长短期债务比分别为 52.18%、51.49%、51.42%和 51.28%，近年来变动不大，零售样本企业债务期限结构持续偏短期化。

财务杠杆方面，2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，样本企业资产负债率分别为 66.48%、65.45%、62.88%和 61.27%，债务负担持续有所改善。细分业态来看，百货样本企业资产负债率相对持稳且整体低于行业平均水平；超市样本企业资产负债率总体高于行业平均水平，主要是执行新租赁准则后，以租赁门店为主的超市企业的租赁负债规模大，推高了其整体财务杠杆水平。2025 年前三季度，全部样本企业、百货及超市样本企业的债务规模均有所缩减，财务杠杆呈现不同程度下降，同期末资产负债率分别为 61.27%、53.21%和 73.27%，分别较 2024 年末下降 1.61 个百分点、1.33 个百分点和 2.39 个百分点。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 19. 样本企业负债及资产负债率情况

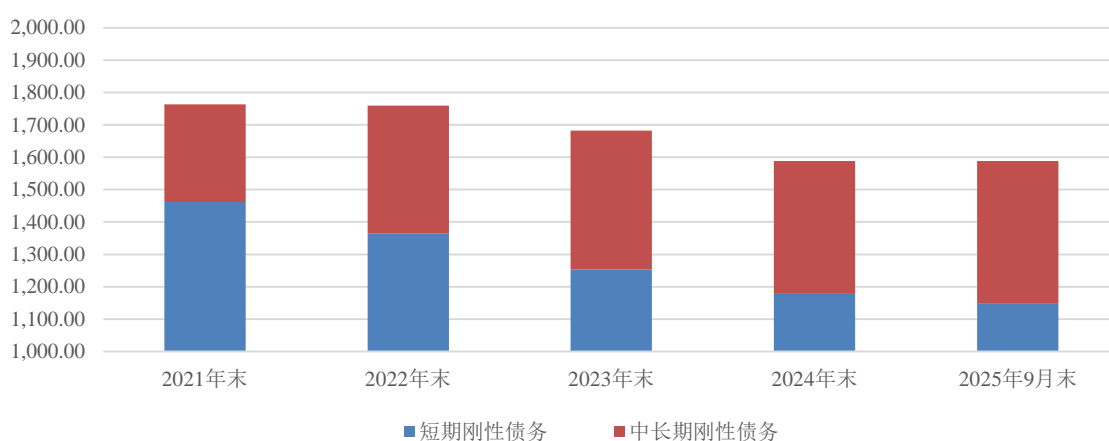
2. 偿债能力

刚性债务⁵方面，近年来零售样本企业刚性债务规模持续有所压缩，2022-2024 年末及 2025 年 9 月末分别为 1,760.01 亿元、1,682.13 亿元、1,588.56 亿元和 1,588.51 亿元。其中，应付票据分别为 207.61 亿元、140.35 亿元、135.25 亿元和 117.50 亿元。样本企业中苏宁易购的应付票据规模

⁵ 数据来源 wind，计算公式：刚性债务=短期借款+应付票据+应付利息+一年内到期的非流动负债+应付短期债券+长期借款+应付债券

较大，但已由 2022 年末 111.21 亿元降至 2025 年 9 月末 31.33 亿元。应付票据以外，样本企业其他刚性债务主要为银行借款及债券等。样本企业刚性债务在期限结构上也偏短期化，2025 年 9 月末短期刚性债务占比为 72.37%，存在一定的即期偿付压力。

单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 20. 样本企业刚性债务情况

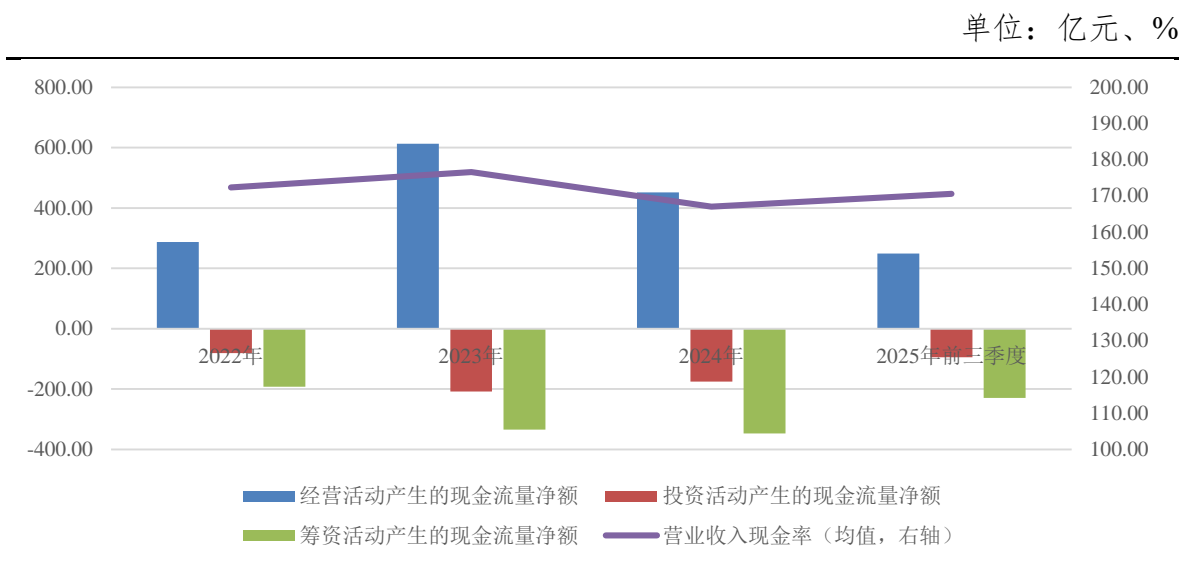
现金流方面，零售样本企业收现能力强，营业收入现金率维持在良好水平，2022-2024 年及 2025 年前三季度，样本企业经营活动产生的现金流量净额分别为 287.30 亿元、613.20 亿元、452.02 亿元和 248.45 亿元，持续呈现净流入状态。2024 年以来，受收入规模减少等影响，当年及 2025 前三季度样本企业经营活动现金净流入量同比分别减少 26.29% 和 23.73%。

2022-2024 年及 2025 年前三季度，样本企业投资活动产生的现金流量净额分别为 -81.14 亿元、-208.10 亿元、-175.36 亿元和 -94.36 亿元。零售企业持续存在门店新增/调改方面所形成的资本性支出需求，但近年来随着消费市场需求及竞争环境的变化，零售企业扩张相对谨慎且总体放

缓，相应地在“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”方面的支出总体有所缩减，2022-2024 年及 2025 年前三季度分别为 179.85 亿元、150.99 亿元、118.47 亿元和 91.74 亿元。同时，样本企业投资性现金流量净额还受到股权等资产购置/处置、理财收支等影响，同期“回收投资与投资支付净流入额”分别为 56.35 亿元、-35.15 亿元、34.28 亿元和 -24.10 亿元；其中 2024 年呈现净流入主要受理财赎回、资产处置等影响，2025 年前三季度净流出规模较大主要是理财投资支出、股权收购支出影响。

筹资性现金流方面，2022-2024 年及 2025 年前三季度，样本企业筹资活动产生的现金流量净额分别为 -192.80 亿元、-334.93 亿元、-347.60 亿元和 -229.69 亿元，持续呈现大额净流出状态。主要是零售企业执行新租赁准则后非豁免承租合同支付的固定租金列报于筹资活动，导致“支付其他与筹资活动有关的现金”规模较大，同期分别为 448.86 亿元、466.69 亿元、438.13 亿元和 332.01 亿元；除租金外，“支付其他与筹资活动有关的现金”还受支付融资保证金、回购股票支出资金等影响。债务融资方面，同期“债务类净融资额⁶”分别为 -43.81 亿元、31.14 亿元、-35.77 亿元和 9.16 亿元。

⁶ 公式（近似值）=取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 21. 样本企业现金流情况

偿债能力方面，随着个别头部零售企业逐步扭亏，利润总额改善，带动样本企业 EBITDA 出现增长，2022-2024 年分别为 407.62 亿元、549.78 亿元和 595.97 亿元。得益于 EBITDA 的改善，刚性债务规模的缩减等，同期样本企业 EBITDA/刚性债务、EBITDA/利息支出等指标均出现好转。

表 3. 样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

指标名称	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA/刚性债务 (x)	0.23	0.32	0.36
EBITDA/利息支出 (x)	3.06	4.53	5.35

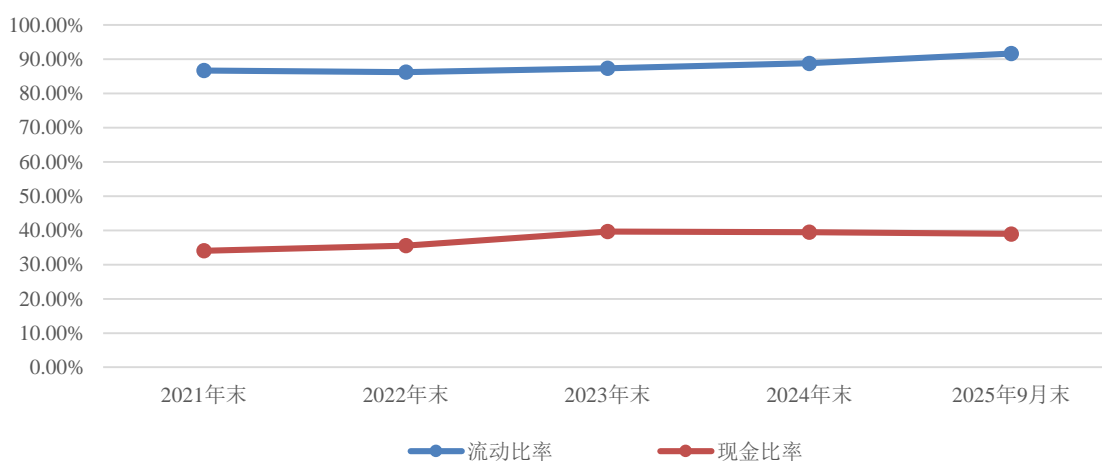
注：根据样本企业数据整理绘制。

3. 流动性

零售业务直接面向终端消费者，收现能力强；同时，经营环节资产端主要表现为存货（备货）及现金储备（用于采购与支付租金）等方面资金需求量较大，负债端主要表现为应付账款（应付供应商货款等）及短期融资等。同时，零售样本企业中，也有部分百货及购物中心、奥特莱斯等业态类企业仍延续重资产经营模式。受经营特点影响，零售样本企业的债务

期限结构偏短期，流动比率一直不高，2022-2024 年末及 2025 年 9 月末分别为 86.26%、87.37%、88.80%和 91.68%。同时，出于日常运营备付资金需要，企业通常保有较多货币资金存量，现金资产对即期债务的整体覆盖程度尚好，同期末样本企业现金比率分别为 35.56%、39.65%、39.50%和 38.96%，基本保持稳定。

流动性补充方面，大型零售行业往往具备商业预付卡的发行能力，可为主业提供额外的资金来源；同时所持商业物业亦可在必要时通过资产抵押、售后回租等方式进行融资或变现，为流动性提供支持。此外，近年来随着国内公募 REITs 市场的不断成熟及政策的进一步支持，消费基础设施类 REITs 产品发行量增加，截至 2025 年 12 月末共计发行 12 支，累计发行规模约 303 亿元，底层资产包括购物中心、社区商业、奥特莱斯等业态。公募 REITs 拓宽了零售业商业不动产的证券化渠道，为零售企业盘活存量资产、改善流动性提供了又一途径。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 22. 样本企业流动性指标及走势

四、行业内企业债券融资⁷与评级情况

(一) 债券融资

近年来在消费市场变化以及持续激烈竞争影响下，零售企业外延式扩张需求有所放缓，企业经营策略趋向稳健，以加强降本增效及内生式增长为重点，导致资本性支出所带来的融资需求相应减少。同时，零售企业出于备货及支付供应商货款、存量债务置换等周转需要，日常运营中流动资金需求仍较大。总体来看，2023~2025 年度零售行业发债企业家数不多，数量相对稳定，且主要集中于国有龙头零售企业。同期，债券发行金额相对稳定，而到期债券数量及金额有所减少，导致同期末存续债券数量及债券金额有所上升。

2025 年，零售行业共有 9 家企业发行了 39 支债券，发行金额共计 446.60 亿元。从发行品种看，当期发行（超）短期融资券 11 支，发行金额共计 135.00 亿元；中期票据 12 支，发行金额共计 138.60 亿元；公司债 15 支，发行金额共计 153.00 亿元，其中私募公司债 10 支，发行金额共计 83.00 亿元；可交换债（私募）1 支，发行金额共计 20.00 亿元。同期共有 6 家企业偿还债券 23 支，偿还金额共计 263.00 亿元，发行金额高于偿还金额，带动当期末存续债券金额增加至 642.72 亿元。

⁷ 统计境内债券，且不含资产支持证券。

表 4. 零售行业 2023~2025 年度债券发行、偿还及存续数据

所属年度	发行			偿还			存续		
	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)
2023 年度	9	40	376.79	13	50	535.63	15	48	396.91
2024 年度	8	50	446.00	11	44	374.89	12	53	461.89
2025 年度	9	39	446.60	6	23	263.00	15	69	642.72
合计	26	129	1,269.39	30	117	1,173.52	42	170	1,501.52

注：根据 WIND 数据整理。

(二) 信用评级

1. 主体信用等级分布与迁移

2025 年共计 9 家零售企业发行了债券，发行主体主要集中在国资控股企业，为 7 家；级别方面，除 1 家企业发行时主体评级为 AA 外，其他主体级别分布在 AAA 级和 AA⁺，整体信用质量高。截至 2025 年末，零售行业存续主体共计 15 家，其中仍有主体级别企业共计 10 家，包括 AAA 级主体 5 家，AA⁺级主体 2 家，AA 级主体 3 家。2025 年零售行业内无发行人涉及主体级别调整。

表 5. 零售行业主体信用等级分布（截至 2025 年末）

发行主体 最新信用等级	2025 年		截至 2025 年末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	6	66.67	5	50.00
AA ⁺	2	22.22	2	20.00
AA	1	11.11	3	30.00
合计	9	100.00	10	100.00

注：根据所收集的公开信息整理。

表 6. 行业内发债企业主体信用等级迁移情况（单位：家）

2025 年末 2024 年末	AAA	AA ⁺	AA
AAA	5		
AA ⁺		2	
AA			3

注：根据所收集的公开信息整理。

2. 信用事件/评级行动

2025 年，零售行业内发债企业累计发布重大事项公告 15 份，涉及企业 7 户，公告内容主要涉及人事变动、组织机构调整、或有事项、债务重组进展等。针对重大事项等，期内评级机构合计出具公告 1 份，为针对业绩亏损的关注公告。

表 7. 2025 年重大事项公告与评级行动情况

公告类型	人事变动	组织机构调整	或有事项	债务逾期相关	其他	合计
重大事项公告（份）	4	3	2	1	4	14
评级公告（份）	-	-	-	-	-	1
评级观察名单（份）	-	-	-	-	-	-
不定期跟踪评级报告（份）	-	-	-	-	-	-

注：根据所收集的公开信息整理。

五、信用展望

2026 年政府对于消费领域的支持力度深入延续，有望为零售行业的稳步发展提供基本支撑。

近年来我国经济发展进入深刻的新旧动能转换与结构调整期。在外部经济形势持续复杂多变，国家推动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的背景下，政府持续坚持以消费作为推动经济增长的主要内生动力，不断推进消费升级，鼓励商业创新，激发消费

活力，零售行业发展所处政策环境持续良好。

根据 2025 年 12 月召开的中央经济工作会议以及 2026 年 1 月的全国商务工作会议，2026 年政府坚持内需主导，建设强大国内市场，继续将扩大内需置于经济工作首位。政府计划深入实施提振消费专项行动，制定城乡居民增收计划，释放服务消费潜力；同时，通过打造“购在中国”品牌，优化消费品“以旧换新”政策，打造国际化消费环境等，以激活、释放服务消费、商品消费和下沉市场消费潜力。

2026 年国家“以旧换新”政策深入延续。2025 年 12 月，国家发展改革委、财政部联合发布《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》，其中大规模设备更新方面，首次将商业综合体、购物中心、百货店、大型超市等线下消费商业设施设备更新纳入中央资金支持范围，有望为实体零售企业门店改造焕新降低成本；同时，消费品以旧换新方面，2026 年政策延续并优化了 2025 年的实施机制，汽车、家电、数码和智能产品三大类消费品继续享受补贴政策，其中家电以旧换新补贴标准下调为销售价格的 15%（单件最高 1,500 元），数码和智能产品补贴标准延续此前水平。资金层面，2025 年 12 月第一批 625 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金已提前下达。

随着政府上述消费领域扶持政策的落地实施，预计可对 2026 年消费市场以及零售行业的稳步发展提供基本支撑。

国内消费市场基本面仍较稳，升级消费、多元化消费市场仍存在空间。但居民消费意愿及消费信心的进一步增强是零售业后续维持增长的关键所在。

展望 2026 年，全球经贸市场发展尽管仍面临较大压力及不确定性，

并对国内市场发展造成掣肘，但支撑国内消费稳步增长的动能因素仍在。我国作为有 14 多亿人口的大国，是具有全球影响力的超大规模市场，且拥有着庞大的中等收入群体，消费升级仍蕴含着潜力。当前，居民消费偏好的转向，注重“悦己”、“个性化”、“品质化”的消费偏好不断凸显，在升级类消费、多元化消费方面仍蕴藏进一步的发展潜力。

但同时，当前就业及住房市场仍带来压力，对居民消费能力和意愿形成制约。从消费者信心指数这个前瞻性指标来看，2025 年以来虽然有所回升，但依然在低位徘徊，且社零数据的增长也得益于政府消费补贴政策的持续刺激。总体来看，当前居民消费需求的有效增长仍未完全恢复，居民消费意愿仍偏弱，有待进一步增强。

零售行业内部继续呈现高压竞争，对于流量/客流的争夺将更趋激烈。

国内零售行业高度市场化，且市场集中度总体偏低，行业内部电商与实体零售商之间，电商与电商之间、实体与实体零售商之间持续呈现着激烈的竞争态势。在此竞争格局以及当前居民消费信心仍偏弱、消费意愿趋于理性且偏好转变等背景下，实体零售业态外延式扩张的动能不足，线上消费的增长速度也存在放缓，国内零售行业逐步进入存量竞争时代，对于流量/客流的竞争将更趋激烈。

零售企业加强经营创新及调改，行业整体运营能力及质量不断提升。零售商满足不同消费需求及消费趋势，适应分层消费需求能力成为发展重点。

为应对消费市场需求变化及激烈竞争，提升运营效率，降低运行成本，近年来零售企业对于精细化运营及业务升级调改的需求持续维持在较高水平。同时，伴随着零售与 AI 新科技、新技术结合的日益紧密，零售业

“人-货-场”运营各环节中的技术运用含量增加，零售应用场景、销售实现模式更为丰富多样。行业整体运营效率及质量总体不断提升。

此外，在当前国内居民消费信心总体仍待提振，消费偏好更趋于理性、保守的大环境下，零售业加强业务调整及创新，满足不同消费需求及趋势，适应分层消费需求能力成为发展重点。一方面，针对价格敏感消费群，具备供应链优势，能适时优化价格竞争策略以及商品组合，提供更多性价比商品的零售商，更易吸引流量及消费，从而在竞争中取得规模化优势。同时，针对升级类、多元化消费需求，具备线下体验式消费业态，能满足 Z 世代“悦己”、中产及银发族“质价比”等群体个性化及多元化需求的零售商预计将更为受益。

零售行业整体信用质量预计仍将保持稳定，行业内细分业态表现，以及个体企业经营业绩、信用质量仍将存在分化。

2026 年国内零售行业预计仍将保持弱势复苏态势，行业整体信用质量预期持稳。零售行业内部竞争压力持续较大，各业态表现预计持续分化，个体零售企业经营业绩、信用质量受其在人-货-场运营能力、流动性管理能力等方面的表现，也将出现较大差异。分业态来看，得益于渠道建设及流量获取等方面的优势，预计 2026 年电商线上零售规模仍将保持增长，但增速放缓；实体零售总体仍承压，其中得益于体验类消费及商品“质价比”需求的增强，奥特莱斯、折扣类超市、购物中心等业态运行表现或相对平稳，传统百货及超市业态则预计仍将面临持续较大的调改需求及业绩下行压力。

附录

2025 年 9 月末行业内发债主体信用等级分布及主要经营与财务数据
(2025 年 9 月末/2025 年前三季度, 合并口径)

发行人中文名称	最近一次评级/展望	评级机构	资产总计 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动现金净流量 (亿元)	销售毛利率 (%)	流动比率	刚性债务 (亿元)
百联集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	1,989.49	547.24	72.49	255.90	23.29	-34.74	22.21	1.02	349.74
杭州市商贸旅游集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	1,070.89	399.27	62.72	136.79	9.25	30.09	21.67	1.56	365.19
武汉国有资本投资运营集团有限公司	AAA/稳定	大公国际、中诚信国际	1,053.12	383.13	63.62	243.02	5.92	-7.27	26.12	0.94	407.37
山东省商业集团有限公司	AA+/稳定	联合资信	1,261.83	212.96	83.12	358.54	2.73	6.05	16.46	1.08	500.33
上海新世界(集团)有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	149.48	78.13	47.73	21.86	3.33	1.26	47.48	2.07	31.23
北京翠微大厦股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	64.79	18.27	71.80	17.10	-3.16	-0.67	19.62	0.91	22.00
家家悦集团股份有限公司	AA/稳定	联合资信	135.33	24.50	81.89	135.88	1.96	15.84	23.93	0.74	23.36
利群商业集团股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	155.03	41.42	73.28	53.65	0.06	9.33	32.30	0.53	64.95

资料来源: WIND, 新世纪评级整理

注: 刚性债务(简化) = 短期借款 + 应付票据 + 应付利息 + 一年内到期的非流动负债 + 应付短期债券 + 长期借款 + 应付债券

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。