



联络人

作者:

中诚信国际 研究院

郝云龙 ylhao@ccxi.com.cn

谭畅 chtan@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院院长

袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

图说财报 | 新兴产业: 盈利承压韧性显现, 政策护航助融资优化 (系列三), 2025-7-30

图说财报 | 传统产业: 转型阵痛期分化延续 (系列二), 2025-7-30

图说财报 | 解码产业债发行人财务表现 (系列一), 2025-7-30

低位波动中的破局之道: 2025 年中期信用债展望与策略建议, 2025-7-25

上半年债市政策复盘: “科技板”落地生花, 优化债市生态, 2025-7-22

融资温和回暖、收益率震荡后收敛, 关注市场情绪变化和经济复苏进程, 2024-12-3

违约双减、展期持续, 债市结果性风险仍存, 2024-1-26

如需订阅研究报告, 敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731;

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

图说财报系列(四) | 消费行业: 弱复苏中结构优化

在经济结构调整、行业周期轮动与政策调整的复杂影响下, 产业债发行人财务表现正成为信用风险研判的关键维度。中诚信国际基于 2018 年至今的持续追踪研究, 正式推出《图说财报系列》, 通过可视化数据呈现与重点行业深度解析相结合的方式, 系统梳理发行人财务特征与信用趋势。本系列依次推出开篇报告、传统产业、新兴产业和消费行业专题, 本篇为《消费行业: 弱复苏中结构优化》。

消费行业¹: 弱复苏中蓄势, 结构优化加速

2024 年至 2025 年一季度, 消费行业盈利初现企稳迹象但整体仍疲弱, 仅接近半数企业净资产收益率改善, 修复基础尚不稳固。核心矛盾在于居民消费信心长期低迷, 以旧换新政策对耐用品仅具短期提振, 居民部门资产缩水、中低收入群体收入乏力仍制约消费力。同时, 企业面临成本刚性压力: 零售业受租金、人力挤压, 旅游业受服务升级及供应链重整推高成本。下沉市场低毛利率扩张和旅游业高营销投入双重压力叠加内部竞争加剧, 盈利空间持续承压。行业整体经营现金流表现分化但部分改善, 超过半数发行人筹资现金流为正, 在适度宽松货币环境下受益于发债成本维持低位, 融资难度整体稳定且部分领域有所改善。尽管短期负债扩张放缓, 但债务结构及盈利弱化导致部分企业现金流对债务覆盖能力承压, 个体流动性风险显现, 内部分化格局或将加剧。

图 1: 盈利边际承压, 改善持续性待增强

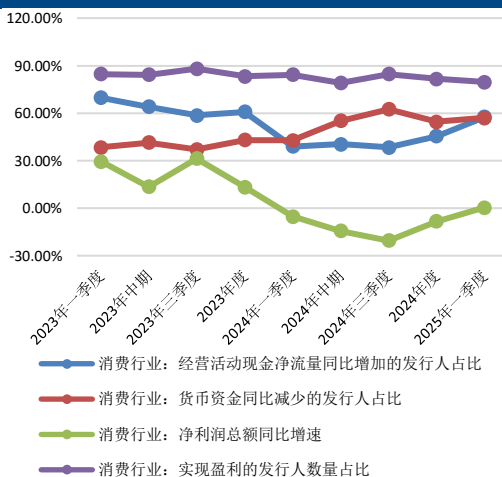
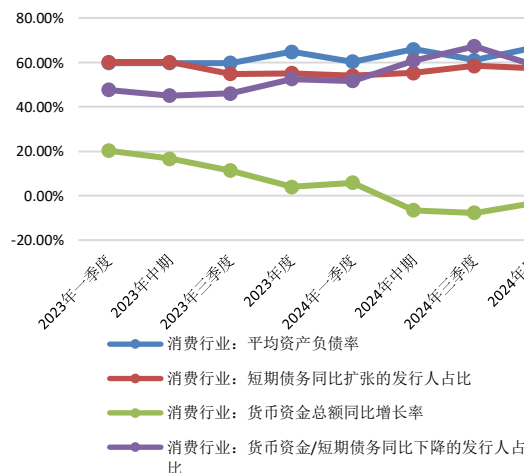


图 2: 短期债务压力聚集, 短期偿债能力仍弱化



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院整理

¹ 本报告选取零售和休闲旅游服务这两个具有代表性的细分行业, 作为消费行业的分析对象。

图 3：经营活动现金净流量增加发行人数量占比

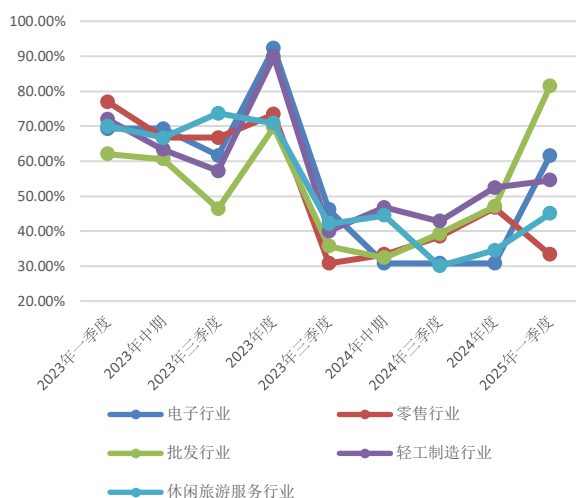
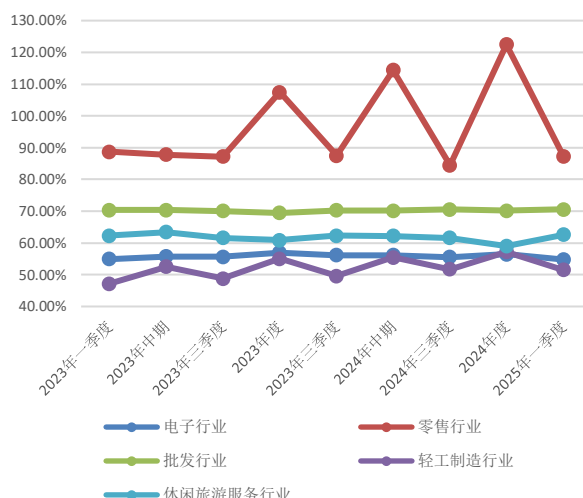


图 4：消费行业细分领域平均资产负债率



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

■ 零售行业：收入承压、盈利分化，信心筑底有待修复

2024 年以来零售行业样本企业收入普遍下滑，尤其是实体零售业态受需求疲软和竞争加剧影响，毛利率持续走低，整体盈利表现偏弱。尽管行业整体盈利承压，但个别主体²2024 年净利润大幅增加，贡献债券市场同行业发行人近 40% 的利润增量，显著拉动行业增速。由于零售业上下游垫资压力较小，样本企业流动性状况整体平稳，并通过优化债务期限结构降低了短期债务水平，整体偿债能力保持稳定。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，对拉动国内生产总值起到重要作用。2024 年社会消费品零售总额同比增长 3.5%，增幅弱于上年，行业景气度有待进一步恢复；消费者信心指数持续低迷，消费者对未来收入预期疲软。尽管汽车、家电、家装等领域的以旧换新及房地产支撑政策能短期提振意愿，但资产负债表恶化带来的财富缩水效应仍对消费意愿和能力带来一定制约。整体看，消费信心有待提升。未来消费类行业在政策提振下仍有望稳步修复，但经济形势变化、居民信心复苏进程等因素可能对增速带来不确定性影响。

² 2024 年京东净利润增至 306 亿元。

图 5：零售行业财务表现

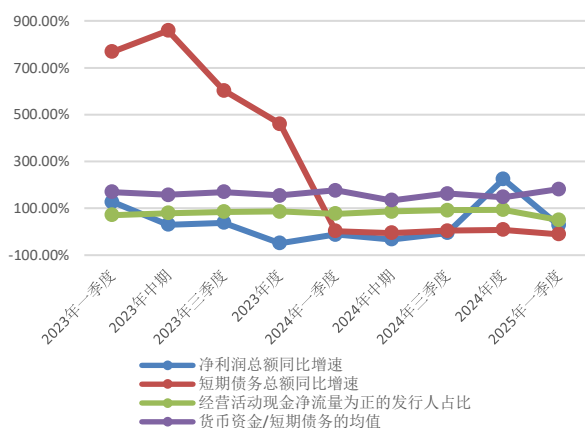


图 6：GDP 增速与社会消费品零售额增速对比

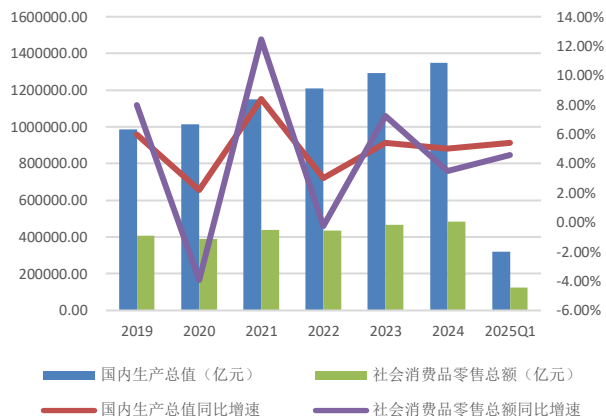
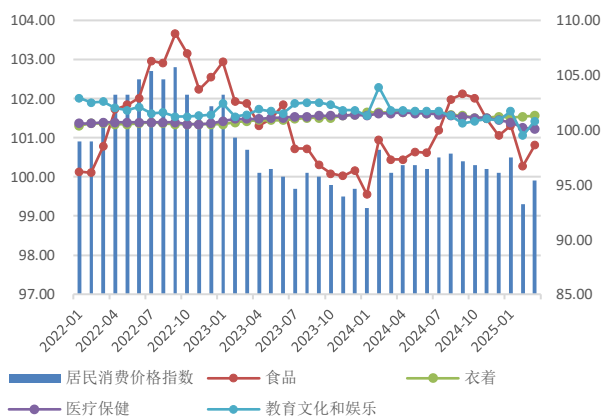


图 7：近年来消费者信心指数变化



图 8：近年来居民价格小幅指数变化（当月同比）



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

■ 休闲旅游服务行业：获现能力好转但盈利仍偏弱，短期偿债能力承压

休闲旅游服务行业整体进入复苏通道，2024 年全年及 2025 年一季度国内旅游总收入稳步增长并超越 2019 年同期水平，入境游恢复态势良好。在此背景下，样本企业经营获现能力不同程度提升，但盈利水平仍偏弱；尽管企业主动收缩债务规模，资产负债率边际回落，但利润下滑导致利息保障倍数走弱，叠加经营现金流改善有限，短期偿债能力有所承压。根据文化和旅游部数据，近两年旅行社收入及利润大幅回升，境内旅游市场已完全恢复，带动 OTA 及线下旅行社业务回升。展望 2025 年，行业常态化发展及跨境游恢复将继续支撑增长，但仍需关注宏观经济弱复苏及消费者信心指数的低位运行所带来的隐忧。

图 9：休闲旅游服务行业财务表现

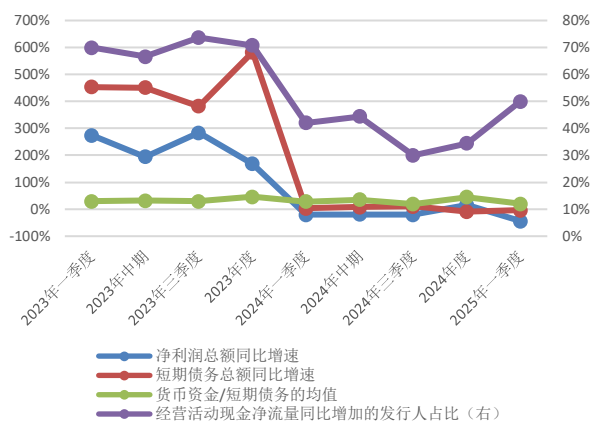


图 10：近年来国内旅游收入及增长状况（万亿元、%）

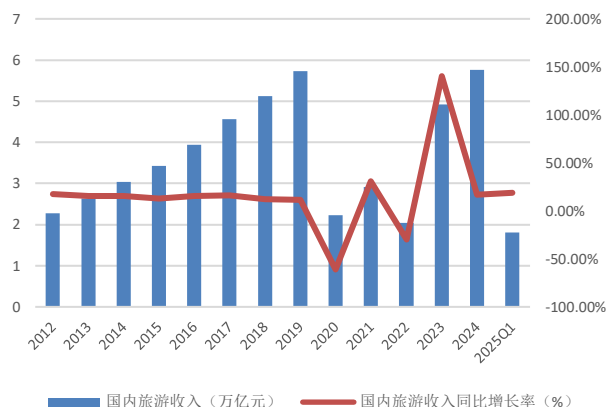


图 11：近年来国内旅游人次及增长情况

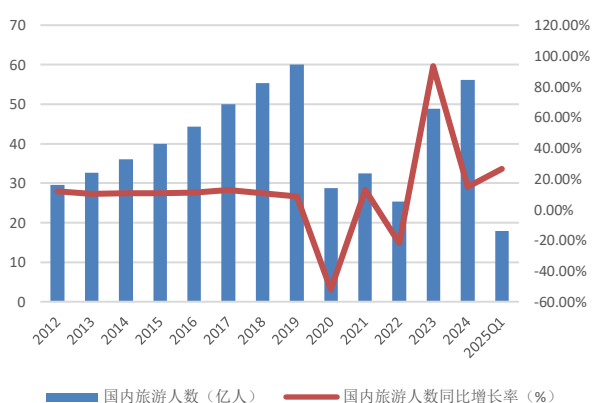
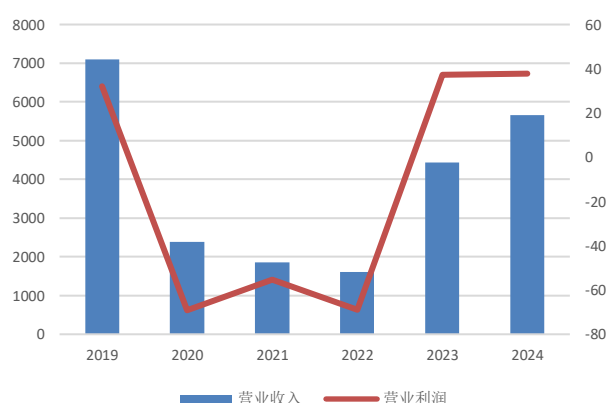


图 12：全国旅行社收入及利润情况（亿元）



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO 5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>