联合研究报告

2020.12

零售行业研究

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

零售行业研究报告

报告编号：

时间：2020 年 12 月

分析师：
徐璨　张梦苏
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228

地址：
北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

报告概要

近年中国经济进入“新常态”，行业增速放缓，叠加新冠疫情冲击，2020 年初，行业出现负增长，随疫情得到控制，经济恢复，行业增速有所回升，但仍处于较低增长区间。

零售自身为弱周期行业，疫情的发生导致零售细分业态周期性呈现分化，连锁超市和电商业态表现了刚需和快速应对能力的优势，而百货零售面对外部突发事件抗风险能力弱，将促使实体百货向线上的快速发展。同时，电商零售增速放缓，在生鲜市场和消费者体验感方面存在上升空间，导致线上企业不断向线下延伸。未来，线上线下的融合将导致行业竞争不断加剧。

中国零售企业整体在其所处的供应链中居于较强势地位，经营活动现金通常表现为净流入。但 2019 年以来，零售发债样本企业经营活动现金净流入变为净流出，无法覆盖快速增长的投资支出，存在较大筹资压力。同时，随着行业内企业整合加剧，融资需求旺盛，债务规模持续增长，企业短期偿债压力加大，资产负债错配度转弱。未来随着行业内资本运作的推进，零售企业债务规模将持续增长，偿债能力出现弱化的可能性大。

国内零售发债企业存续债券余额集中在民营公司，存在对外投资加大，被收购企业经营未达预期和自身造血不足，资产负债错配导致资金流紧张等风险。未来，若出现融资环境持续收缩情况，应重点关注上述风险的持续释放。

一、行业概况

（一）行业现状

零售行业增速持续下滑，行业增长乏力；受新冠肺炎疫情影响，2020 年前三季度零售总额同比大幅下滑，其中一季度降至低点，同比呈现两位数下降，二季度以来景气度逐步回暖，在第三季度零售总额同比由负转正，其中实体零售受挫严重，增速低于零售总额。电商恢复速度较快且始终保持正数增长，对拉动行业增长起着重要作用；近年来零售行业集中度不断提升，主要来自电商销售额的增长，实体零售集中度仍处于较低水平，全国性企业尚未显现，实现业绩快速增长的收并购行为将会持续推进。

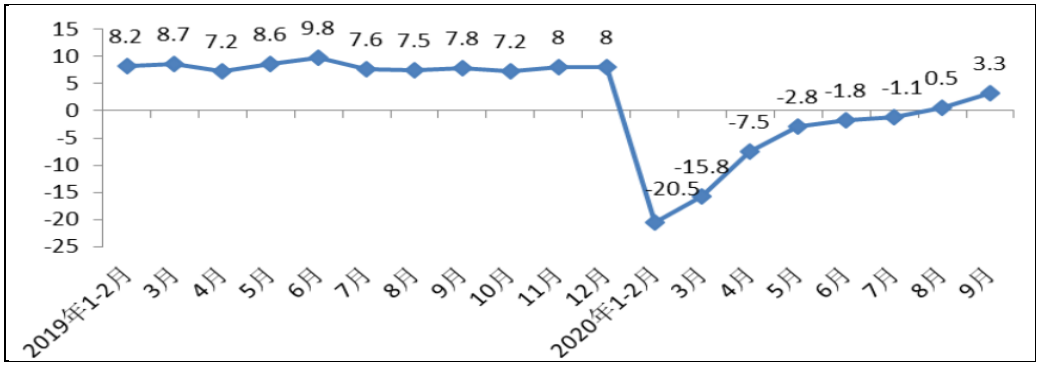
零售行业受宏观经济减速、海外购物消费分流、限制过度消费等因素影响，近十年增速持续下滑，2019 年社会商品零售总额 41.16 万亿元，同比增长 8.0%，维持一位数的增长速度。其中，实体零售除受外部环境影响外，同时面临线上平台挤压、成本上涨以及传统商品需求量放缓等困境，大型零售企业零售额低速增长。

根据中华全国商业信息中心统计，2019 年全国零售百强企业销售规模 8.6 万亿，同比增长 17.3%，增速同比有所减少，但远高于同期社会商品零售总额增速，增长的主要动力来自电商企业和业内并购的增加。2019 年，中国实物商品网上零售额 85239 亿元，同比增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重达到 20.7%，较上年提高 2.3 个百分点，对消费品市场增长的贡献率为 45.6%，较上年扩大 0.4 个百分点；乡村消费方面，2019 年乡村消费品零售额实现 60332 亿元，同比增长 9.0%，超过城镇消费品零售额增速（7.9%）和社会消费品零售总额增速。未来短期内，零售行业增长空间仍主要来自网上平台销售和乡村消费品市场。

2020 年初以来，全国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，消费支出对 GDP 拉动的点数在一季度下拉 4.4 个百分点，在二季度缩小到 2.3 个百分点，到三季度最终消费支出对整个 GDP 的拉动点数由负转正，在当季增长 4.9 个百分点中占到了 1.7 个百分点，内需的贡献在逐步恢复，持续上升。2020 年前三季度，全国社会消费品零售总额实现 273324 亿元，较上年同期下降 7.2%，其中 1—2 月份降幅最大，降幅达到 20.5%，之后随着疫情逐步得到控制，降幅逐步收窄，至 7 月份降幅为 1.1%，8 月份恢复到正增长 0.5%。其中，零售行业中受冲击大的主要集中在实体零售，网上零售虽同时存在较大下降幅度，

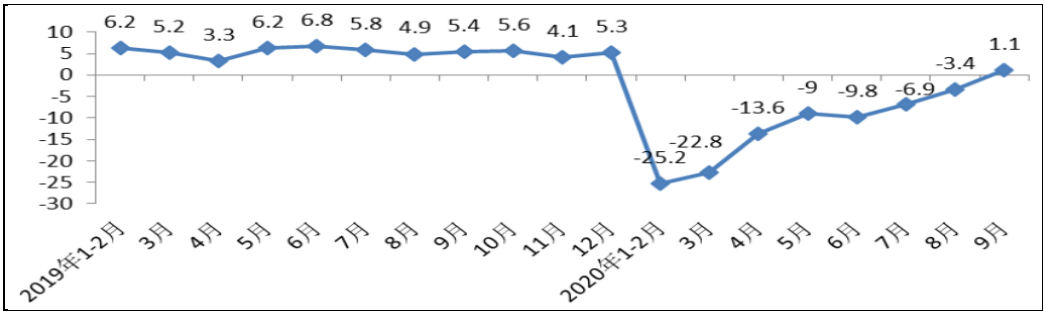
但增速始终维持在正增长。2020 年前三季度，农村电商保持良好发展势头，据商务大数据监测，前三季度全国农村网络零售额达 1.2 万亿元，同比增长 7.8%。

图 1　2020 年前三季度社会消费品总额月度名义增速（%）



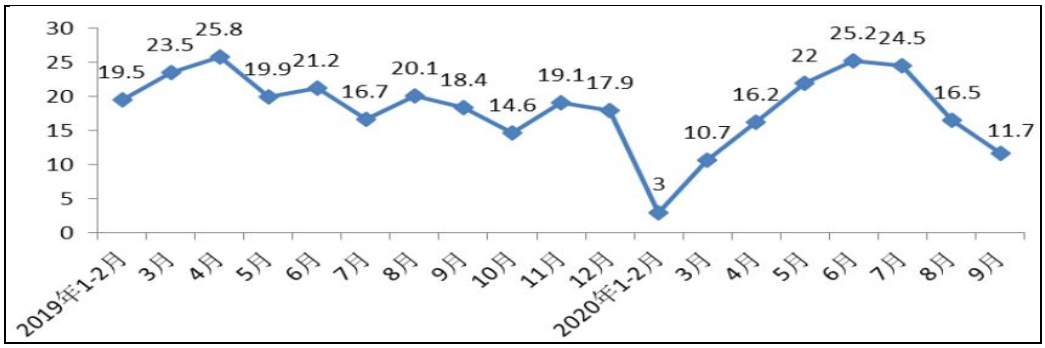
资料来源：中华全国商业信息中心

图 2　2020 年前三季度网下实体店消费品零售额月度增速（%）



资料来源：中华全国商业信息中心

图 3　2020 年前三季度网上实物零售额月度增速（%）



资料来源：中华全国商业信息中心

实体零售发展来看，中国实体零售产业随着国外消费概念的引进以及消费者结构的改变，百货业态演化为传统百货、购物中心、奥特莱斯等业态，连锁业态发展出超市连

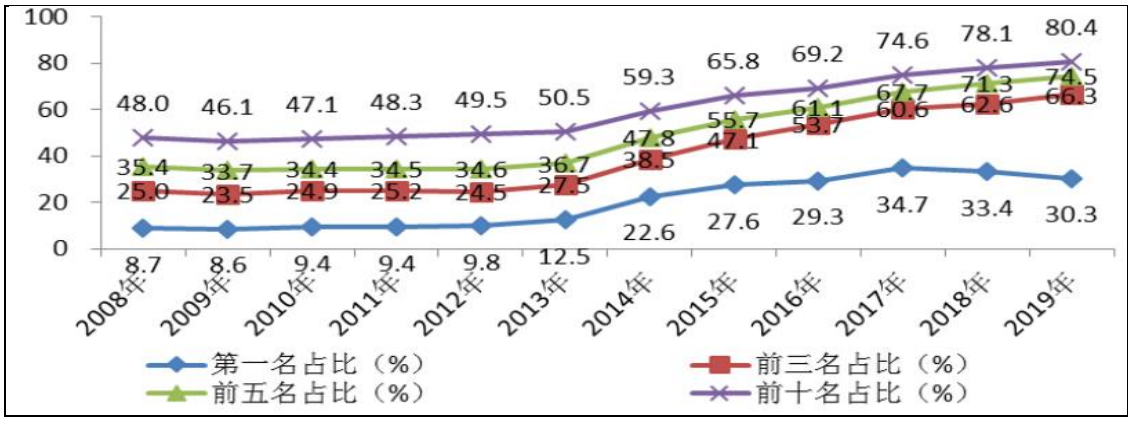
锁、社区连锁、便利店等业态。国内百货零售商通过业态间的错位经营，以更好地满足消费者差异化需求。但同时，由于国内百货业竞争程度高，零售品牌较多，行业竞争激烈，加之联营为主的经营模式导致各百货品牌经营过程中商品同质化较为突出，行业盈利承压。此外，国内复杂的供应商体系，以及品牌知名度的区域性，也加大了百货零售商在全国范围内进行扩张的难度。目前国内实体零售企业分散，各省均有当地“老牌”国有百货公司，呈现“小”、“散”“弱”的格局。近年来随着线上线下的融合以及行业内收并购的推进，实体零售企业的集中度正不断提升，但距离形成全国性的大型零售企业仍存在一定距离，未来实体零售间收并购行为将持续存在并可能成为行业主要增长驱动方式。

电商平台发展来看，电子商务平台从萌芽出生阶段（1997-1999 年）至初期竞争阶段（2000-2007 年）再到高速成长期（2008-2015 年），经历了信息化水平较低，互联网泡沫，行业格局重新洗牌，物流基础设施建设以及国家政策支持等阶段，至今已达到成熟发展期（2016 年至今）。在电商业领域中国已达到世界领先水平。电商消费具有无地域制约，商品覆盖面广，供应链短等特点，随着居民消费习惯改变，网购已成为零售消费重要增长动力。目前电商平台格局已基本确定，头部企业优势明显，其市场份额逐年扩大。而随着电商平台发展速度的放缓，线上消费的体验性差、及时性弱等缺陷被逐渐放大。2019 年以来，受益于物联网技术的发展，电商平台又衍生出社区团购和直播带货新业态，虽然拉近了企业与消费者的距离，增强了互动性，但归根结底只是一种市场营销手段，尚不能完全替代目前的实体零售企业。电商平台的核心竞争力体现在用户流量获取，目前中国网民渗透率约 55%，与国际较高水平相比仍有较大提升空间。线上线下的融合、消费者年龄层渗透、渠道的下沉和增加客户黏性势必成为电商企业发展方向。

从行业集中度看，近年来受线上零售业发展带动，百强企业中前三名、前五名和前十名占零售百强销售额中的比重不断提升，集中度的增加主要来自电商销售额的增长，这与国民消费习惯的改变及收入水平的提升密切相关，实体零售集中度低。2019 年中国百强零售企业包含 5 家电商，分别为天猫、京东、拼多多、唯品会和云集，销售规模达 5.8 万亿元，占整个网上零售额的比重从 2014 年的 38%至 2019 年的 54.9%，

集中度高。

图 4　百强第一、前三、前五、前十名销售规模占零售百强销售的比重



资料来源：中华全国商业信息中心

（二）行业监管与行业政策

政府积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业升级转型。随着互联网零售行业规模的快速扩张，监管部门出台了趋严的监管政策，网络零售重点领域标准的逐步细化和网络零售市场秩序的逐步建立将促进行业健康有序发展。此外，受疫情影响零售行业受挫，政府出台多项政策稳定消费提升经济活力。

近年，国民经济增速放缓背景下，零售市场结束高速发展的阶段，为推动流通创新发展、优化消费环境、促进商业繁荣、激发国内消费潜力、更好地满足人民群众消费需求以及促进国民经济持续健康发展，相关部门在商贸流通领域陆续推出多项促进消费升级措施，为零售行业发展营造了良好氛围。

2020 年以来，零售行业受新冠肺炎疫情冲击，商务部和国务院先后发布《关于应对新冠肺炎疫情做到稳外贸稳外资促消费工作的通知》（以下简称《通知》）和《关于同意在雄安新区等 46 个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》（以下简称“批复”）国函[2020]47 号，以期稳定零售企业健康发展。根据《通知》，商务部支持商贸流通企业创新经营服务模式，鼓励在符合各地相关规定和保证食品卫生安全的前提下，支持企业采取店铺外摆、露天市场、团购、无店铺等方式进行销售，便利社区居民生活；释放新兴消费潜力，发展网络消费，引导电子商务企业以数据为纽带，精准匹配网络消费新需求；发展便利店和菜市场；优化便利店网点、菜市场布局，充分发挥经营灵活、贴近社区居民的优势，满

足居民生活必需品需求；鼓励小店开展网络营销拓展业务，发挥小店在促进就业、扩大消费、提升经济活力、服务改善民生等方面作用。根据批复，国务院同意在全国范围内的46个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区，国务院及相关部门将持续推动产业转型升级，促进和规范跨境电子商务产业发展壮大，引导跨境电子商务全面发展。

表 1　近年来零售行业相关政策和动态

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 8 月	国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	从顺应消费变革和消费升级的趋势、引导电商培育新消费、拓宽生态产品线上线下销售渠道到调整电商零售，推出 20 条提振消费信心的政策措施。
2020 年 2 月	商务部	《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	积极做好稳外贸稳外资促消费工作，把疫情对商务发展的影响降到最低：支持企业有序复工复产、简化对外经贸管理程序、强化法律服务帮助企业降低风险、支持外贸新业态新模式发展、加强出口信用保险支持、积极应对境外贸易限制措施、深化服务贸易创新发展、用好自贸协定优惠政策、稳定外资企业信心、加强外资大项目跟踪服务、创新和优化招商引资方式、指导开放平台抓防控促发展、加强外资企业动态监测、设立海外疫情应对快速反应机制、支持商贸流通企业创新经营服务模式、加快步行街改造提升、推动服务消费提质扩容、释放新兴消费潜力、发展便利店和菜市场、发挥好财政资金作用。
2020 年 4 月	国务院	《关于同意在雄安新区等 46 个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	推动产业转型升级，开展品牌建设，引导跨境电子商务全面发展，全力以赴稳住外贸外资基本盘，推进贸易高质量发展。

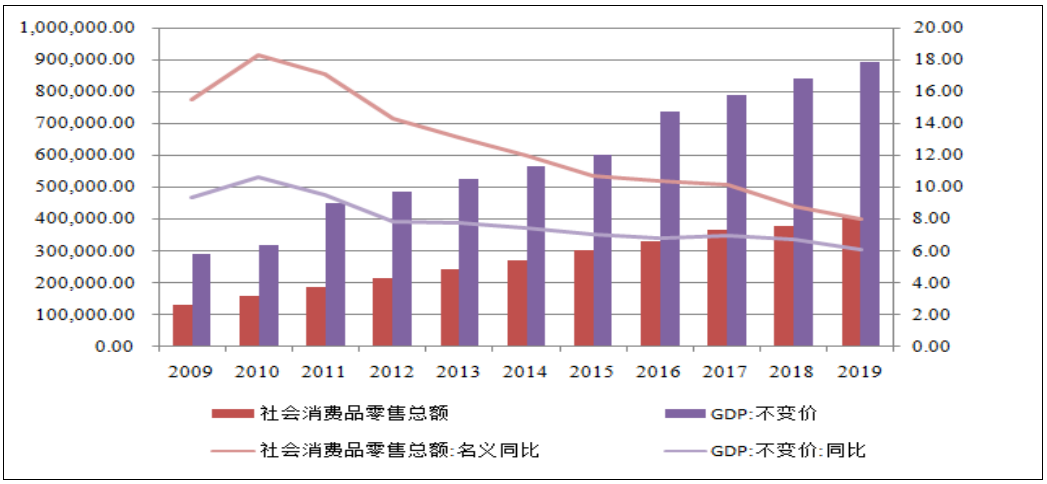
资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、行业周期

零售业与中国经济整体发展的趋势相符，其自身表现为弱周期行业；受新冠肺炎疫情冲击，零售行业中各业态的抗风险能力有所分化，百货零售受消费情绪低落和外出限制影响下滑严重，超市连锁作为供应民生的主要渠道，刚需性质最为突出；电商在疫情中体现了其面对突发状况的快速应对能力。综合得出超市连锁和电商业态在经济周期中抗风险能力更强，自身弱周期性质更为突出

零售上接生产、下连消费，是国民经济的重要先导产业之一，直接影响和带动经济总量的增长与产业结构优化，关系人民群众生活品质的高低。宏观经济快速增长是推动零售业发展的重要影响因素，从增长变动趋势来看，近十年零售行业整体销售增速与中国国内生产总值（GDP）增速变化基本一致，说明零售业与中国经济整体发展的趋势相符。同时，消费作为经济增长主动力之一，近年来消费支出对 GDP 增长贡献逐渐稳固，2019 年消费支出对经济增长的贡献率为 57.8%。

图 5　2009—2019 年中国 GDP 及社会消费品零售总额变动情况（单位：万亿、%）



资料来源：国家统计局

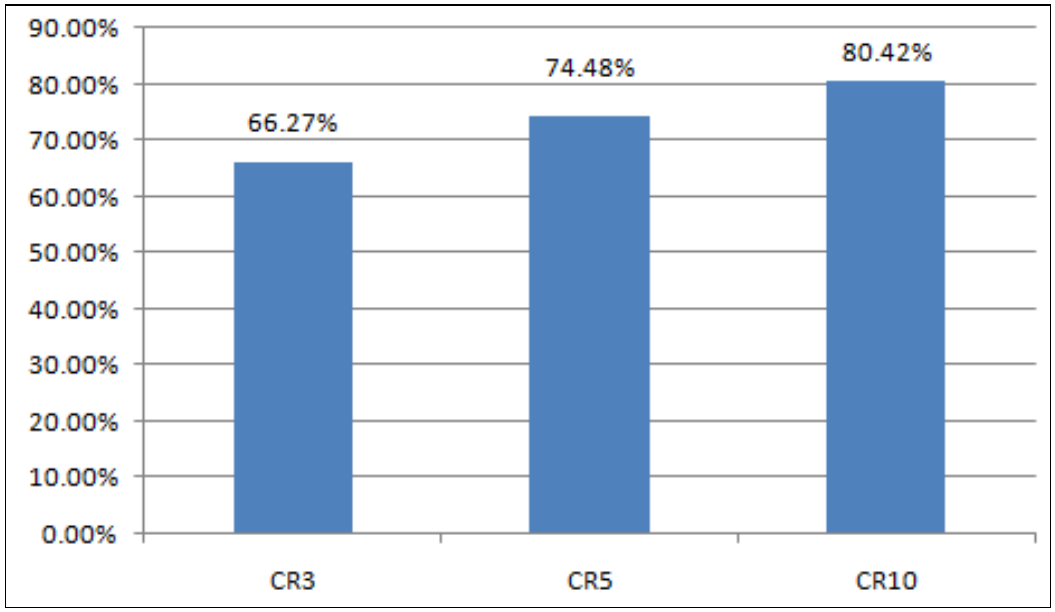
零售行业自身表现为弱周期，近十年来社会消费品零售总额规模不断增长。受新冠肺炎疫情冲击，零售行业中各业态的抗风险能力有所分化。细分来看，实体百货、购物中心等重资产业态，受消费情绪低落以及外出限制等不利因素影响，整体呈现严重下滑；而超市连锁业态是民生供应的主要渠道，刚需性质更为突出；此外，疫情期间，电商销售承接了居民外出购物的需求，同时又推出无接触配送服务，体现了其面对突发状况的快速应对能力。综合得出，超市连锁和电商消费的零售业态在经济周期中抗风险能力更强，自身弱周期性质更为突出。

三、行业竞争态势分析

据统计，2019 年中国零售百强企业的销售规模达到 8.6 万亿元，同比增长 17.3%，百强销售规模占社会消费品零售总额的比重已超过 20%，2019 年百强企业前 3 名零售额占比

达 66.27%，前 5 名占比达 74.48%，前十名占比达 80.42%，零售百强企业已呈现出强者愈强的态势。近年来，中国零售行业内不断出现收购并购案例，以数量多，涉及金额高为特点，据不完全统计其中 2017 年有 10 宗成功案例，涉及金额约 300 亿元，2018 年有 11 宗成功案例，涉及金额 145.58 亿元，2019 年有 7 宗成功案例，涉及金额 554.63 亿元。由于目前零售行业整体增长疲软，业内企业业绩增长承压，以最快的速度实现跨区域、跨业态、跨所有制的收购并购扩张模式将持续被选择，行业内企业集中度将进一步增加，头部企业之间的竞争将愈发激烈。

图 6　2019 年度中国零售百强企业集中度



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（一）传统零售

传统零售通过多业态经营实现了规模效应和品牌效应的扩大化，但在市场集中度方面仍处于较低水平，经营范围以区域垄断为主，近年来头部企业通过门店扩张和资本运作不断提高全国占有率，全国性零售品牌还在培养之中，未来集中度有望持续提升。

超市业态包括便利店、超市、大型超市、仓储会员店等，百货大类包括传统百货店和购物中心，专业店大类包括品牌专卖店和电器店、建材店、家居店等专业店，各个细分业态的销售规模、商品结构、目标顾客等均有所不同。目前国内大型零售企业有专门在某一业态做大做强的，也有同时兼顾几个行业的，后者相对更为常见。由于各业态均属于零售范畴，在经营模式、管理方式、商品结构、进销渠道等方面有所类似，且不同

业态的聚集有助于规模效应和品牌效应扩大化，因而很多零售企业在多业态发展中收获了一定的协同效应。

超市：根据《2019 年中国超市百强》，中国前五大超市的市场销售额合计 4198.6 亿元，占百大的比例为 42.88%，前五名分别为华润、大润发、永辉、沃尔玛和联华，占比分别为 20.13%、10.19%、10.02%、8.85%和 5.88%，具有较明显的行业集中度。但从市场占有率看，高鑫零售市占率最高为 8.3%，此外，华润、永辉、沃尔玛和物美超市市占率分别为 6.64%、5.1%、4.0%、2.96%，以上述企业等为代表的全国超市品牌市场占有率份额仍处于较低区间，呈现区域性分布。近年来，头部企业通过门店扩张、资本运作，不断提高在全国的市场占有率，未来超市业集中度有望提升。

百货：百货业态是历史最悠久的零售业态之一，但是近年来，受电商冲击明显，业态发展疲软。2019 年销售额排名前五的百货企业分别是重庆商社（集团）有限公司、长春欧亚、步步高、武汉武商和王府井，上述五家企业累计销售规模为 2235.94 亿元，占连锁百强企业销售规模比重不到 10%；累计门店数为 1452 家，占整个主要百货连锁企业门店总数的比例很低。中国百货行业的集中度仍较低，以区域性垄断或寡头竞争为主，全国性的百货品牌还在培养之中。

表 2　2019－2020 年传统零售企业（超市、百货）主要并购案例

时间	事件
2019 年 1 月	步步高集团收购家润多 22 家经营权及门店资产
2019 年 2 月	苏宁易购宣布收购万达百货 37 家门店
2019 年 3 月	家家悦接管华润万家在山东的 7 家门店
2019 年 3 月	永辉超市要约收购中百集团，拟将持股比例由 29.86%提高至不超过 40%（已取消）
2019 年 3 月	物美控股接管华润万家在北京的 5 家超市大卖场
2019 年 6 月	苏宁易购公告拟出资 48 亿元收购家乐福中国 80%股权
2019 年 11 月	武汉中商收购北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司 100%股权
2020 年 4 月	物美控股、步步高集团完成对重庆百货母公司重庆商社收购分别持有其 45%和 10%股权。
2020 年 4 月	物美集团完成对麦德龙中国 80%股权的收购
2020 年 8 月	王府井拟收购由西安荣华集团有限公司持有的陕西荣奥 100%股权
2020 年 10 月	北京华联集团拟收购武汉万达汉街项目

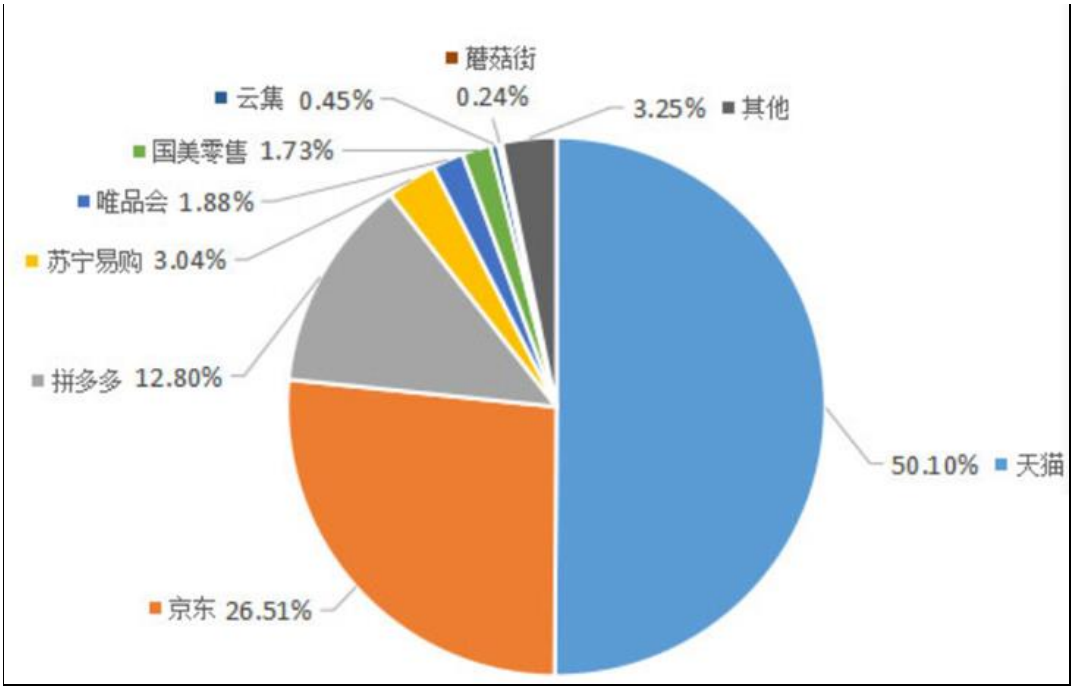
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）电商零售

以“三巨头”为首的电商格局已基本形成，行业呈现出“头重脚轻”的两极分化现象；电商零售虽在前期发展迅速，但近年线上消费增速波动下滑，促使线上企业不断介入线下实体零售，进而导致行业竞争的加剧。疫情期间，头部企业受疫情影响较小，向实体零售的延伸持续，线上线下融合已成为发展必经之路。

2012—2019 年，电商市场竞争激励，各家市场份额此消彼长，市场格局已基本确定，形成以阿里为首的“三巨头”。2019 年，中国网络零售 B2C 市场交易规模达 6.13 万亿元，其中，天猫以 50.1%的市场份额持续保持龙头地位，京东与拼多多分别占比 26.51%、12.8%位列第二与第三，排名第四位至第八位分别为苏宁易购 3.04%、唯品会 1.88%、国美零售 1.73%、云集 0.45%、蘑菇街 0.24%，前三名市场地位强势。从营收方面看，2019 年 26 家零售电商上市公司营收总额为 1.8 万亿元，平均营收 693.35 亿元。其中，营收千亿级包括京东、阿里巴巴、苏宁易购、小米集团；百亿级有唯品会、国美零售、拼多多、云集等；60-80 亿元的有趣店、宝尊电商、寺库；10 亿元以上有 1 药网、南极电商、小熊电器等；营收 10 亿元以下包括蘑菇街、团车、宝宝树集团等，行业整体呈现出“头重脚轻”的两极分化现象。

图 7　2019 年网络零售 B2C 市场份额情况



资料来源：网经社

电商零售虽在前期发展迅速，但近年线上消费增速波动下滑，2014—2019 年，商品线上零售增速分为 49.7%、33.3%、26.2%、32.2%和 23.9%和 16.5%，各大电商平台用户数量接近饱和。为丰富业态，抢占市场和客户以及提升购物体验，近年来线上平台不断介入线下实体零售，一定程度促进实体零售走向集中。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，行业内整体并购速度放缓，但以阿里巴巴、京东和腾讯为主的头部企业并购持续，上半年，阿里增持高鑫零售股份成为其控股股东，并与全球最大免税零售商 Dufry 成立子公司，京东与国美达成战略合作，腾讯与天虹和妍丽均开展合作。零售企业线上线下融合已成为发展的必经之路，电商向实体延伸以及实体零售向线上靠拢的并购行为导致行业竞争不断加剧。

表 3 近两年主要电商平台（阿里巴巴、腾讯、京东、苏宁）布局线下零售情况

阿里巴巴	腾讯、京东、苏宁、拼多多
2019 年 3 月，百联集团与阿里集团联合投资 10 亿元打造新零售项目； 2019 年 5 月，以 64 亿美元认购红星美凯龙发行的可交债； 2020 年 10 月，阿里拟斥资 280 亿港元直接和间接持有高鑫零售 72%股份； 2020 年 10 月，阿里与全球最大免税零售商 Dufry 在中国组件合资公司，同时阿里拟购买 Dufry 不超过 9.99%的股份。	2019 年 5 月，腾讯 20 亿元投资谊品生鲜，京东 12.7 亿元承继五星电器 46%股权； 2019 年 9 月，苏宁收购 37 家万达百货公司，进入百货市场； 2019 年 9 月，苏宁收购家乐福中国 80%股权，进入连锁市场，业态不断多元化； 2020 年 4 月，腾讯与天虹签订战略合作； 2020 年 4 月，品果果宣布认购国美发行的 2 亿美元可转债； 2020 年 5 月，京东与国美达成战略合作，京东将持有国美股本约 2.8%； 2020 年 7 月，腾讯投资妍丽化妆品零售。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（三）经营模式

零售经营业态的不同，导致其在运营模式、盈利水平和抗风险能力等方面的表现存在差异；从运营模式上看，百货和购物中心倾向于以重资产方式运营，收入来源最为多样化，在融资渠道和自有物业方面优于其他业态，但其波动趋势与宏观经济吻合度最高，因此在宏观经济下行中其整体抗风险能力相较于其他业态偏弱。从盈利能力方面看，连锁超市因自营模式在经营中占比高，因此在行业内营业利润率水平最高，电商的大部分收入来源于毛利较低的中介服务费，因此营业利润率水平最低，百货业态以联营为主，自营为辅，盈利水平居中。

综合来看，各业态均有其特有的优势。

表 4　零售行业内各业态主要经营模式及指标对比

业态	百货、购物中心、奥特莱斯	连锁超市、大卖场	电商
运营模式	重资产	轻资产	轻资产
业务模式	联营为主+自营+租金收入	自营为主	自营+服务费
营业利润率	中	高	低
细分业态集中度	低	中	高
周期性及战略调整匹配度	自身周期性偏弱；应对外界突发事件能力弱，战略调整匹配度弱	刚性需求突出，自身周期性弱，战略调整匹配度强	能快速应对外界突发事件，自身周期性弱，战略调整匹配度强
代表企业	王府井、百联集团	物美、华联集团	京东

资料来源：联合资信整理

（四）零售发债企业风险识别

目前零售行业中发债的存续企业基本具备区域知名度高且占有率强的优势，主业经营平稳，且近年来随着业态多元化的发展和业内的收并购整合，各企业整体抗风险能力均处于较高水平。但市场中仍有少量企业发生风险事件，导致评级被下调或出现实质性违约。根据对风险企业的分析，总结出导致风险事项的几点原因：

1、对外投资加大，被收购企业经营未达预期

由于零售行业增长承压，部分企业为扩大营收或追求转型，开始走多元化发展道路，以收并购的形式纳入海外企业或非零售相关业务，资金来源通常采用自有资金和债务融资相结合的方式。虽然收购后在资产、权益和收入上公司规模呈现增长，但同时杠杆融资导致的债务规模急剧变大和自有资金下降等情况使得公司整体偿债能力弱化并带来商誉减值风险。

投资标的经济效益难以显现，收购形成的大规模商誉无法产生有效收入，部分民营企业通过质押优质子公司股权维持主业发展，随着市场资金的收缩，自身盈利能力的走弱以及融资成本的增加，公司融资渠道缩紧，难以负担债务本息的偿还，最终导致资金流断裂。发生上述类似情况的企业包括三胞集团有限公司（以下简称“三胞集团”）等。2013—2017 年间，三胞集团开始大规模对外收购，被收购企业覆盖大健康（医药、养老、

生物医疗）、零售（海外百货公司、电子零售）、拍卖等领域，同期商誉从 5.05 亿元增长至 162.55 亿元，全部债务从 147.97 亿元大幅增加至 397.09 亿元，然而经营性资产增加有限，增量为 199.90 亿元，而非经营性资产大幅增加 362.65 亿元，利润总额从 7.69 亿元增加至 19.98 亿元，收购形成的利润增速低于债务增速；简单采用收购期间形成的商誉 157.50 亿元除以利润的增加额 12.28 亿元，三胞集团的投资回报期将长达 12.8 年。此外，三胞集团本部不参与经营，收入主要源于南京新百和宏图三胞，但却作为融资主体承担了相当部分的债务和利息费用，截至 2018 年底母公司债务 141.68 亿元，资产负债率 87.36%，全部债务资本化比率 84.93%，持有的南京新百和宏图高科上市公司股权已基本全部用于质押借款，存在集团内部融资主体与偿债来源分离的情况，导致合并口径与母公司信用表现存在分化。2018 年以来，在外部融资环境趋紧的情况下，三胞集团偿债压力凸显、对体系内资源调拨存在局限，最终因流动性备付紧缺造成实质性贷款违约。

2、资产负债错配，自身造血不足导致资金流紧张

以重资产方式运营的零售企业面临商业物业供大于求，门店的培育期被拉长以及资金回收期延长等导致自身造血不足和短期偿债能力下滑的风险，同时在外部融资环境收紧和减少融资成本的综合作用下，导致零售风险企业资产负债存在错配。

零售业态的多样性导致其在门店拓展方面拥有的选择性较多，目前市场上零售企业运营模式可分类为重资产模式和轻资产模式（如表 4）。重资产模式下，零售企业可以规避租金上涨风险，同时商业部分可用于出租获得稳定现金流或获得抵押授信，但拓展业务规模需撬动较多资金，灵活性偏低、营收增速也相应受到限制；一旦外部经济环境波动，实体门店自身造血能力面临弱化、投资回收期延长甚至债权人收紧信用，从而引起企业的流动性紧张、放大风险；轻资产模式下，企业可以较快速度铺设门店，以低廉的成本进出市场，避免大额的投资支出。通过对零售样本企业财务数据进行数据分析[1]，2017—2019 年，百货业态流动比率均值分别为 107.37%、98.78%和 97.57%；同期，超市连锁业态流动比率均值分别为 122.15%、116.61%和 106.02%，短期偿债能力均表现弱

[1]联合资信选取截至 2020 年 10 月底公开市场存续期债券中涉及零售行业的 27 家发行主体为样本（不包括违约企业），以分析全行业财务指标的变动趋势。

化。

资产负债错配问题主要考虑到在当前背景下公司持续大规模开店形成的债务与资产的错配。主要存在以下两种问题，一是随着门店培育期的延长，公司长期债务期限与投资回收期错配，门店效益无法达到预期效果，导致公司债务压力大，负担较重利息支出侵蚀利润；二是融资环境下行，伴随资金成本上涨，公司采用短债长用的错配方式经营，导致短期债务规模快速增长，同时受自身造血不足的影响最终导致资金流紧张。上述问题需重点关注以百货和购物中心为主要业态且在建工程（或存货）规模大的零售企业以及近年来大幅扩充门店的连锁零售企业。通过数据对比，2017－2019 年，各业态短期债务占比逐年提升且增幅较大，其中百货业态短债占比均值从 50.59%上升至 62.64%，超市连锁短债占比均值从 68.52%上升至 77.02%，从以超市连锁业态经营的企业其非流动资产占比相对稳定且维持在较低水平，而以百货业态为主的企业其非流动资产占比变动趋势同短期债务占比变动趋势一致，一定程度上反映了该业态资产负债存在错配问题。

表 5　2017—2019 年样本企业按业态区分指标对比

业态		流动比率			短期债务占比			非流动资产占比		
		2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
百货、购物中心	中值	115.51%	94.55%	89.14%	48.73%	61.20%	65.66%	60.70%	57.77%	63.12%
	均值	107.34%	98.78%	97.57%	50.59%	63.48%	62.64%	56.37%	58.02%	63.06%
超市连锁	中值	102.23%	115.12%	100.71%	61.21%	73.80%	76.50%	40.37%	33.95%	39.27%
	均值	122.15%	116.61%	106.02%	68.52%	70.66%	77.02%	43.26%	38.92%	42.86%

资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

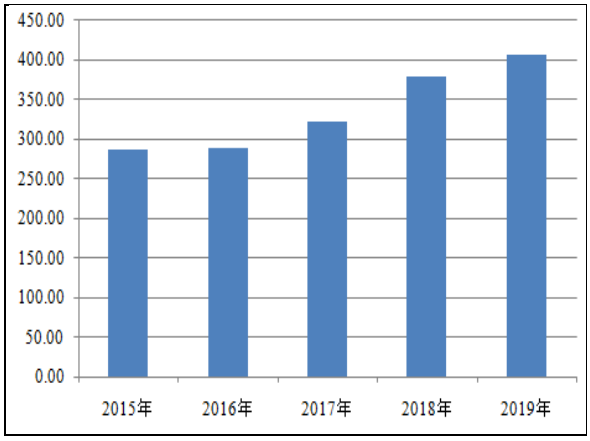
四、行业增长与盈利能力趋势分析

随着行业集中度的不断提升，零售样本企业营业收入规模持续扩大，但受行业增速放缓影响，企业营收增幅有限，目前零售企业经营模式已趋于稳固，且受制于线下布局扩张进度，盈利水平难以突破。

零售样本企业中大部分位列零售百强名单，近年来随着部分企业外延扩张，行业集中度提升，2015—2019 年，样本企业营业收入中值均值持续增长，由 2015 年的 285.99 亿元增长至 2019 年的 406.49 亿元，但受行业增速放缓影响，收入增幅有限；同期，企

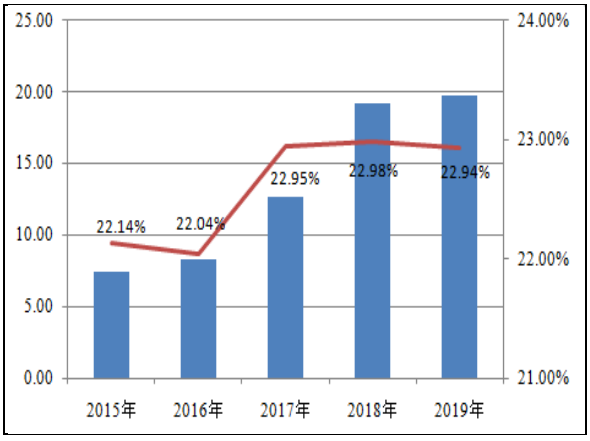
业利润总额波动增长，与营收变动基本保持一致。由于经营模式趋于稳固，且受制于线下布局扩张进度，营业利润率均值维持在 22%—23%区间左右，盈利水平波动不大。

图 8　2015－2019 年零售行业样本企业营业收入均值（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

图 92015－2019 年零售行业样本企业利润总额及营业利润率均值（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

五、行业杠杆与偿债能力

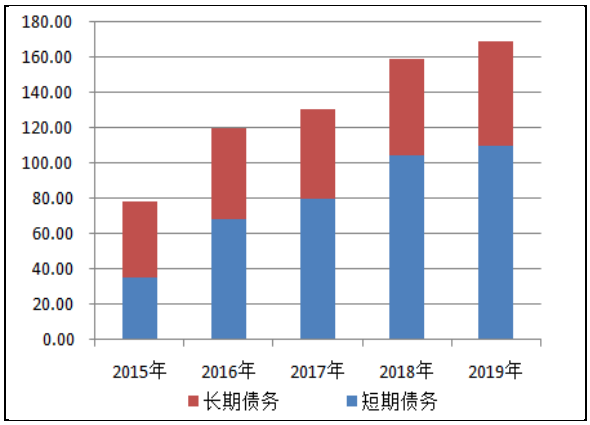
零售样本企业杠杆水平呈现出先降后升的趋势；行业内企业整合加剧，融资需求旺盛，债务规模持续增长，短期偿债压力加大，资产负债错配性转弱。2019 年以来，企业经营活动现金净流入变为净流出，无法覆盖快速增长的投资支出，存在较大筹资压力，未来随着行业内资本运作的推进，零售企业债务规模将持续增长，偿债能力出现弱化的可能性大。

2015－2019 年零售行业样本企业有息债务持续增长。截至 2015 年底，样本企业有息债务均值 77.89 亿元，其中长期债务占比 54.39%，债务结构以长期债务为主。进入 2016 年，全部债务规模大幅增长 53.89%至 119.86 亿元，其中短期债务规模增加将近一倍（从 35.53 亿元增加至 68.10 亿元），短债占比提升至 56.82%，债务结构转变为以短期债务为主，主要为苏宁系公司（包括苏宁集团和苏宁易购）开始大规模收购及拓展门店，2016 年苏宁系公司短期债务增长 692.60 亿元。2017 年，样本企业债务规模增速有所放缓。2018—2019 年，业内企业整合不断，融资需求旺盛，样本企业有息债务规模持续快速增长，截至 2019 年底，样本企业有息债务均值增长至 158.30 亿元，短期债务占

比增长至 64.75%，债务期限结构存在失衡，债务错配问题加剧。2015—2019 年间，样本企业中大约 40%的企业债务规模翻倍。

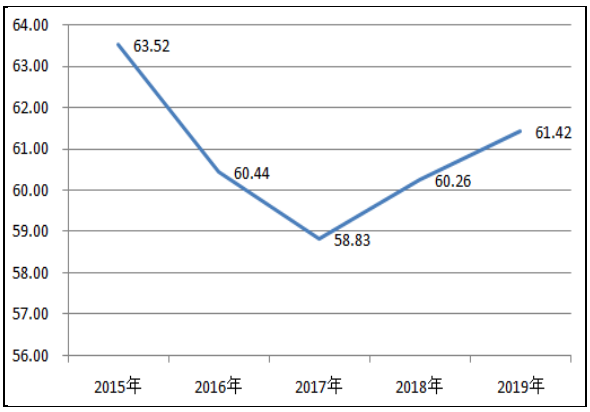
从杠杆水平来看，样本企业资产负债率均值在 2015－2019 年间呈现先降后升走势，其中 2015—2017 年分别为 63.52%、60.44%和 58.33%，主要系①部分零售企业会计政策变更，自有物业价值由成本计量转为公允价值计量，资产规模大幅增长所致。例如上海豫园投资性房地产从 2.05 亿元增至 78.84 亿元，深圳茂业投资性房地产从 10.16 亿元增至 124.38 亿元；②受样本企业自身盈利增长，利润总额持续增加，以及部分上市公司通过定增或股东注资导致的权益规模增加等共同因素影响所致。2018—2019 年，在零售行业增速的明显下滑，在行业内企业并购的加剧以及盈利水平的共同作用下，样本企业资产负债率出现回升，2018 年为 62.50%，2019 年为 63.21%。

图 10　2015—2019 年样本企业债务规模均值情况（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯，联合资信整理

图 11　2015-2019 年样本企业资产负债率均值情况（单位：%）

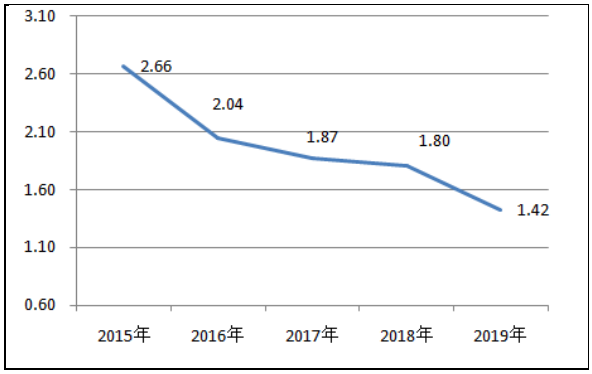


数据来源：Wind 资讯，联合资信整理

短期偿债能力方面，2015—2019 年，零售行业样本企业现金短债比均值呈现持续下降趋势。截至 2015 年底，零售企业债务结构中短期债务占比较少且规模不大，现金短期债务比为 2.66 倍，现金类资产对短债覆盖程度良好。此后，随着短债规模的快速增长，零售样本企业短期偿债能力呈现弱化，截至 2019 年底为 1.42 倍。

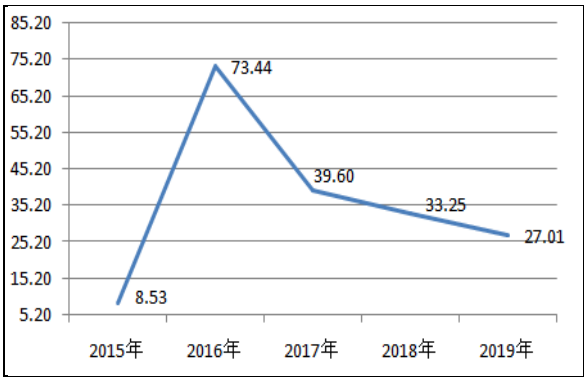
长期偿债能力方面，样本企业 EBITDA/利息倍数均值在 2016 年达到高点，系受极值影响部分企业当期无利息支出或利息支出规模很小所致；2017 年以来，随着债务规模的不断增长以及资金成本的上扬，长期偿债指标不断下滑，2019 年 EBITDA/利息倍数降至 27.01 倍。

图 12　2015－2019 年零售行业样本企业现金短期债务比均值（单位：倍）



数据来源：Wind 资讯，联合资信整理

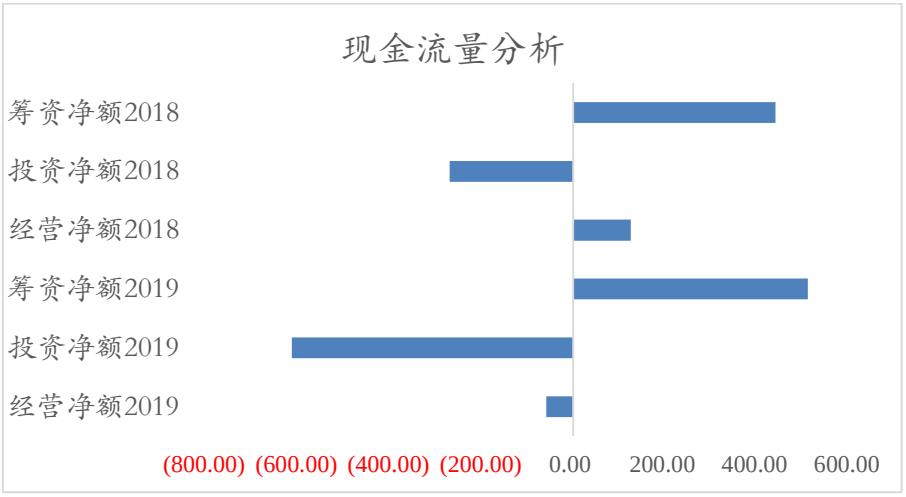
图 13　2015－2019 年零售行业样本企业 EBITDA 利息倍数均值（单位：倍）



数据来源：Wind 资讯，联合资信整

零售企业下游直接面对消费者，在经营活动现金流方面有一定优势，2019 年，样本企业平均现金收入比为 116.53%，收入实现质量良好。2019 年，样本企业经营活动现金净流量由正转负，同期投资活动表现为大规模净流出，自身造血无法覆盖投资支出，依赖外部融资，其中苏宁集团当期因对外收购（收购万达百货、家乐福中国股权等）导致投资活动现金净流出 256.00 亿元。未来随着行业集中度的提升，零售企业债务规模将持续增长，对外筹资压力将持续存在，零售企业偿债能力出现弱化的可能性大。

图 14　样本企业经营及投资活动现金流变动情况（单位：亿元）



数据来源：联合资信根据公开资料整理

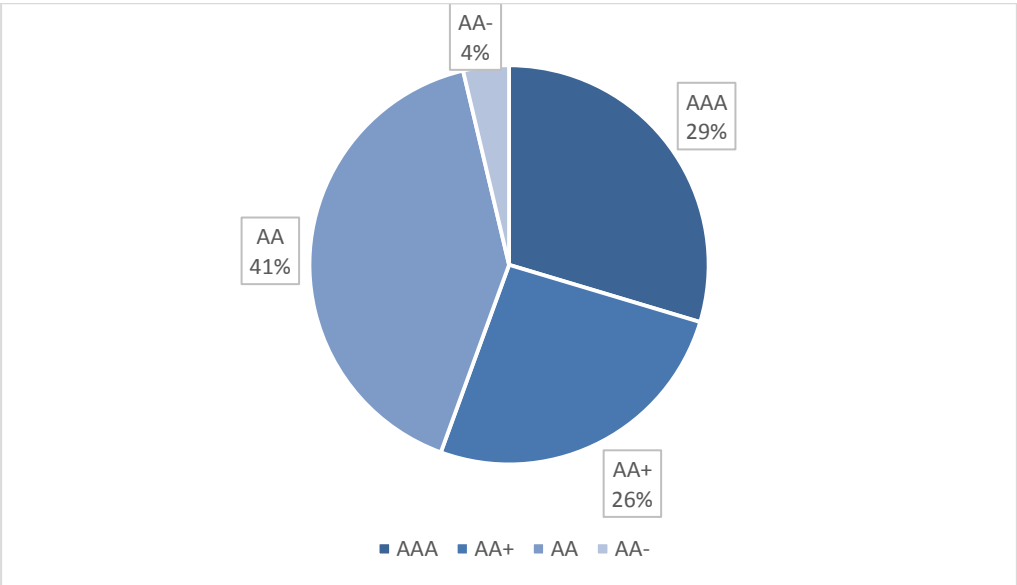
六、行业内样本企业信用状况

截至 2020 年 10 月底，零售发债主体数量同比无变化，国有企业具备融资渠道优势，存续主体性质以地方国有企业（占比超 60%）为主。2020 年前三季度，样本企业发债规模同比明显下滑，国有企业融资规模显著高于民营和外资企业；受主业经营亏损和风险事件影响，行业内级别调降主体有 1 家，无级别调升主体。未来，在融资环境趋紧以及投资风险偏好下降等因素影响下，预计国有企业（含央企）发债规模将进一步扩大。

（一）2020 年前三季度零售企业主体分布情况

截至 2020 年 10 月底，零售企业发债主体 27 家，级别分布在 AA-至 AAA，市场上无 AA-以下存续主体。从级别分布情况看，AA 企业主体占比为 40.74%，AA+和 AAA 级别主体合计占比为 55.56%，存续主体以高级别企业为主。

图 15　发债主体级别分布情况



资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

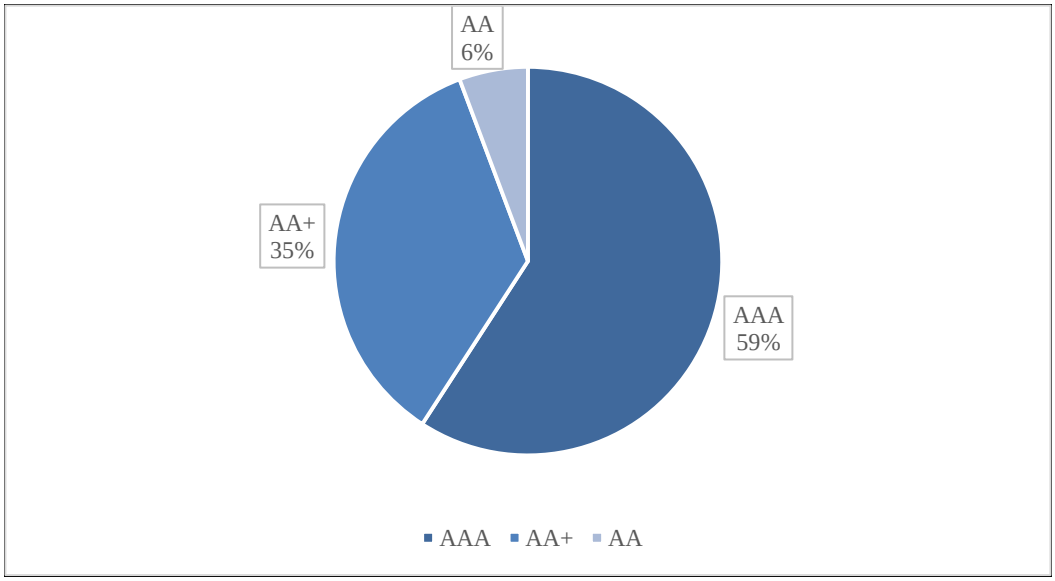
（二）2020 年前三季度零售企业债券发行情况分析

2020 年前三季度，以 27 家零售发债企业为样本，零售行业发债存续企业共计发行债券 39 支，发行规模合计 262.00 亿元，同比下降 32.33%。从企业性质来看，其中包括 1 家央企，13 家地方国有企业、9 家民营企业、2 家外资企业和 2 家其他企业。

从发债主体级别来看，2020 年 1—10 月，零售行业发债主体以 AAA 和 AA+企业为主，发行债券金额分别为 155.00 亿元和 92.00 亿元，分别占当期总发行金额的 59.16%

和 35.11%；发行数量分别为 17 支，分别各占总发行数量的 43.59%，其中发行规模较大的企业有山东省商业集团有限公司、上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司和百联集团有限公司，上述三家企业合计发行规模 155.1 亿元，占当期发行总额的 59.20%；AA 企业发行规模相对较少，共计 3 家发债企业，当期发行规模 15 亿元，占当期发行总额的 5.73%，发行数量 5 支，占当期发行总数的 12.82%。

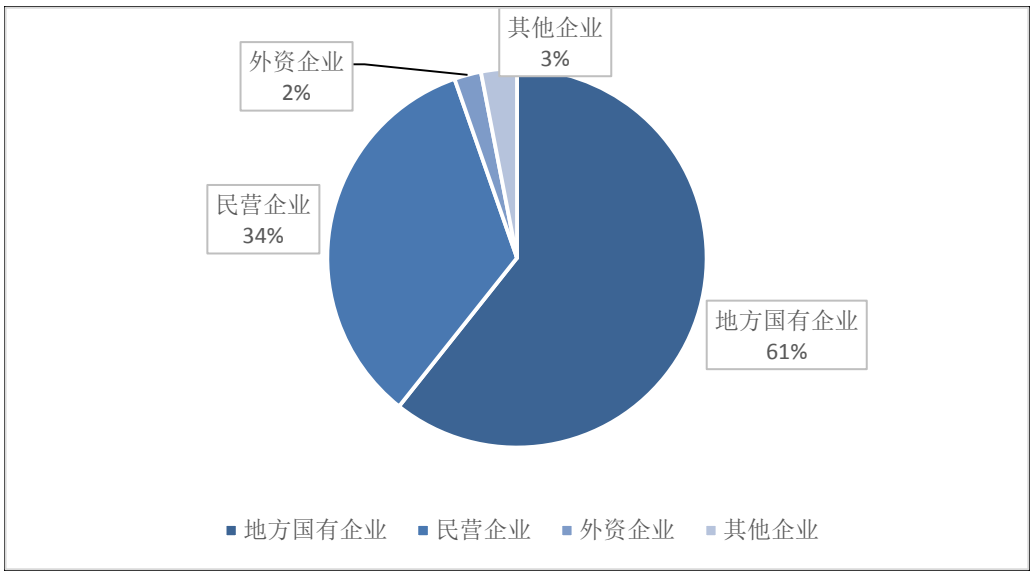
图 16　2020 年前三季度样本企业债券发行情况—按级别分类



资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

从发债主体企业性质来看，2020 年 1—10 月，零售发债主体中，地方国有企业发行债券数量 21 只，发行规模 159.00 亿元，占当期零售行业发行债券总规模的 60.69%；民营企业发行债券数量 14 只，发行规模 89.00 亿元，占当期零售行业发行债券总规模的 33.97%；外资企业发行债券数量 2 只，发行规模 6.00 亿元，占当期零售行业发行债券总规模的 2.29%；其他企业发行债券数量 2 只，发行规模 8.00 亿元，占当期零售行业发行债券规模的 3.05%。

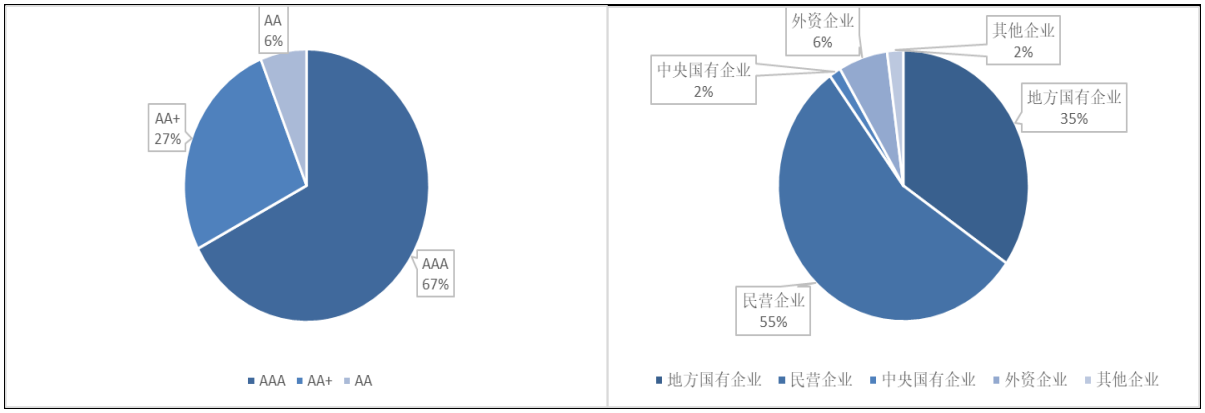
图 17　2020 年前三季度样本企业债券发行情况—按性质分类



资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

从存续债券规模来看，截至 2020 年 10 月底，样本企业存续债券余额合计 1056.11 亿元。从企业性质来看，存量债券中民营企业存量债券规模大，占比较高。国有企业经营时间长，具有核心商圈地理优势，物业以自有物业为主，区域内知名度和占有率高，经营理念相对传统，因此在当前增速下行的经济环境中和不断加大的竞争压力下，存量资金相对充裕，对外部资金的需求相对较低；民营企业进入行业相对较晚，因此门店投资支出成本较高，近年来租赁物业致使费用不断攀升，同时考虑到民营公司经营策略相对激进，投资较为自由，叠加经济增速放缓综合导致民营企业对资金的需求较高。截至 2020 年 10 月底，零售企业存续债券以 AAA 级别企业为主，占总余额比重为 67.35%。

图 18　零售企业 2020 年 10 月底债券余额



资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

整体看，截至2020年10月底，市场存量债券主要集中在民营企业，零售行业发债主体的信用等级集中在AA+及AAA级别。2020年1—10月，高级别零售企业发债规模较大；国有企业（含央企）发行规模显著高于民营企业和外资企业。未来，在融资环境趋紧以及投资风险偏好下降等因素影响下，预计国有企业（含央企）发债规模将进一步扩大。

（三）样本企业营运资本情况分析

经营性营运资本[2]反映了一个企业与经营相关的营运资本对其整体资金的占用情况，分析企业资产周转效率的变化，有助于评估企业上下游议价能力的变化。通常情况下，供应链中处于较为强势地位的企业核心经营性营运资本相对公司资产总额或所有者权益较小、或为负值，且营运资本对营业收入不敏感，既弹性系数小于1或为负值；供应链中处于较为劣势地位的企业则相反，且净经营资产增速大于营业收入增速，在不能获得持续外部融资的情况，持续的收入规模扩张可能造成现金流过度紧张。

从核心经营性营运资本的存量来看，截至2019年底，样本企业中核心经营性营运资本平均值和中位数分别为-11.81亿元和-8.91亿元，零售核心经营性营运资本的构成中，存货均占据了最大的比重，而应收票据、应收账款、预付款项相对很小，上下游对其资金占用不明显；在负债端，企业通过应付票据、应付账款以及预收款项对上游的资金形成占用，在很大程度上缓解了大额存货给自身带来的资金压力；从核心经营性营运资本占所有者权益的比重来看，样本企业核心经营性营运资本/所有者权益的平均值和中位数分别为-0.04 和-0.05%，占比很低；在核心经营性营运资本对营业收入的弹性方面，样本企业中，核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率为负值的和小于1的有14家。样本企业核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率的平均值和中位数为-5.88和0.61。

表6　截至2019年底样本企业核心经营性营运资本及相关指标（单位：亿元、%）

	核心经营性营运资本	核心经营性营运资本/所有者权益	核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率
最大值	199.72	100.70	158.65
最小值	-193.24	-111.51	-360.70
平均值	-11.81	-4.25	-5.88
中位数	-8.91	-4.72	0.61

资料来源：联合资信根据公开资料整理

[2]经营性营运资本=经营性流动资产-经营性流动负债=（应收票据+应收账款+应收款项融资+预付款项+存货+合同资产）-（应付票据+应付账款+预收款项+合同负债+应付职工薪酬+应交税费）

综上所述，样本企业核心经营性营运资本存量不大，且占所有者权益的比重很低，核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率的中位数小于1，联合资信认为零售企业整体在其所处的供应链中居于较强势地位。

七、行业展望

零售行业增速持续下滑，行业增长乏力；受新冠肺炎疫情影响，2020年前三季度零售总额同比大幅下滑，其中一季度降至低点，同比呈现两位数下降，二季度以来景气度逐步回暖，在第三季度零售总额同比由负转正，其中电商恢复速度较快且始终保持正数增长，对拉动行业增长起着重要作用，考虑到目前国内疫情已基本得到控制，第四季度为节日较多的消费旺季（双十一、圣诞节、元旦等），消费者购买情绪得到刺激后，预计第四季度零售总额增速将恢复至同期水平。

零售自身为弱周期行业，疫情的发生导致零售细分业态周期性呈现分化，连锁超市和电商业态表现了刚需和快速应对能力的优势，而百货零售面对外部突发事件抗风险能力弱，将导致百货零售向线上业务的快速发展；电商方面，中国电商形成的“三巨头”格局导致行业集中度极高，但在生鲜市场占有率和客户体验感方面仍存在较大提升空间且行业增速持续下滑，促使线上企业不断介入线下实体零售。综上分析，零售企业线上线下融合已成为发展的必经之路，电商向实体延伸以及实体零售向线上靠拢的收并购行为将导致行业竞争不断加剧，预计未来行业集中度将进一步提升。

零售企业整体在其所处的供应链中居于较强势地位，经营活动现金通常表现为净流入。但2019年以来，零售样本企业经营活动现金净流入变为净流出，无法覆盖快速增长的投资支出，存在较大筹资压力。近年来行业内企业整合加剧，融资需求旺盛，债务规模持续增长，短期偿债压力加大，资产负债错配度转弱。未来随着行业内资本运作的推进，零售企业债务规模将持续增长，偿债能力出现弱化的可能性大。截至2020年10月底，零售发债主体数量同比无变化，国有性质企业数量占比大，但存续债券余额以民营为主。2020年前三季度，样本企业发债规模同比明显下滑，国有企业融资规模显著高于民营和外资企业。行业内部分零售企业存在对外投资加大，被收购企业经营未达预期和资产负债错配，自身造血不足导致资金流紧张等风险。未来，若出现融资环境持续收缩情况，应重点关注上述风险的持续释放。