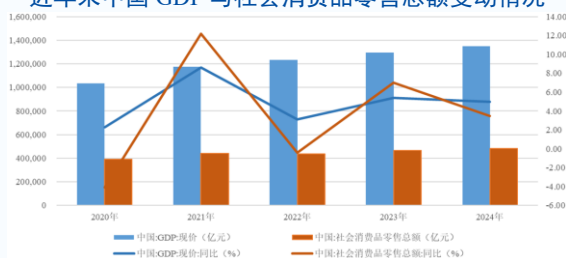


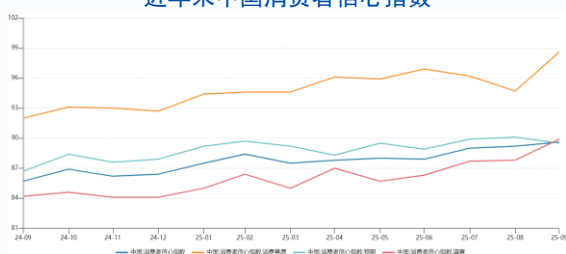
零售行业 2025 年年度总结及 2026 年展望（2025 年 12 月）

工商评级二部

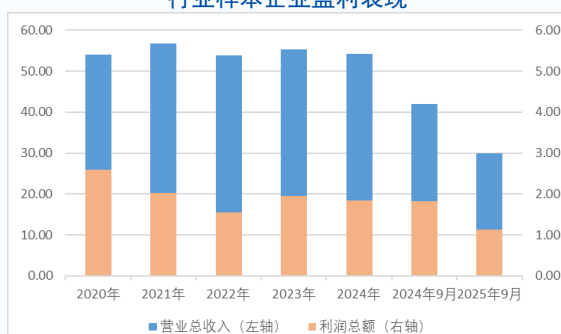
近年来中国 GDP 与社会消费品零售总额变动情况



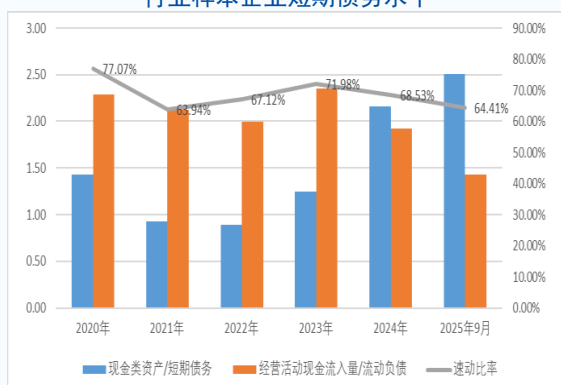
近年来中国消费者信心指数



行业样本企业盈利表现



行业样本企业短期债务水平



零售行业信用风险展望 | 2026

摘要

- 近年来，消费支出对拉动 GDP 增长起到重要作用，但行业整体景气度尚未完全修复；居民收入增速放缓、储蓄意愿增强以及在外部宏观环境影响下，对消费能力和消费意愿形成制约，导致零售市场消费需求不足，消费信心仍有待提振。
- 2025 年，中国零售行业在经济复苏的大背景下，呈现出“线上稳增、线下分化”的总体格局，线上零售、连锁超市、购物中心三大核心业态在发展中面临不同的机遇与挑战，行业整体正在向精准化、差异化、数字化方向转型。
- 2025 年前三季度，零售样本企业营业总收入和利润总额延续下滑趋势；2025 年三季度末，零售样本企业杠杆水平和偿债指标较去年底变化不大，仍具备改善空间。截至 2025 年 10 月底，样本企业高级别主体发行数量较多，存量债券余额中 AA⁺及以上存续金额占 92.95%，按企业性质划分，存量债券余额下国有企业债券余额占比 77.38%，集中度高。
- 2025 年以来，国家以《提振消费专项行动方案》为纲领，多部门配套出台财政、金融、监管等细化举措，从增收提力、大宗消费、新型消费、消费环境等多个维度发力，全面带动零售市场复苏。“十五五”规划提出消费作为经济增长的主引擎，国家对提振消费行动有望持续加码，利好政策有望不断推出。未来，随着增量政策与存量政策叠加发力，市场活力有望得到提升。

公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.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



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

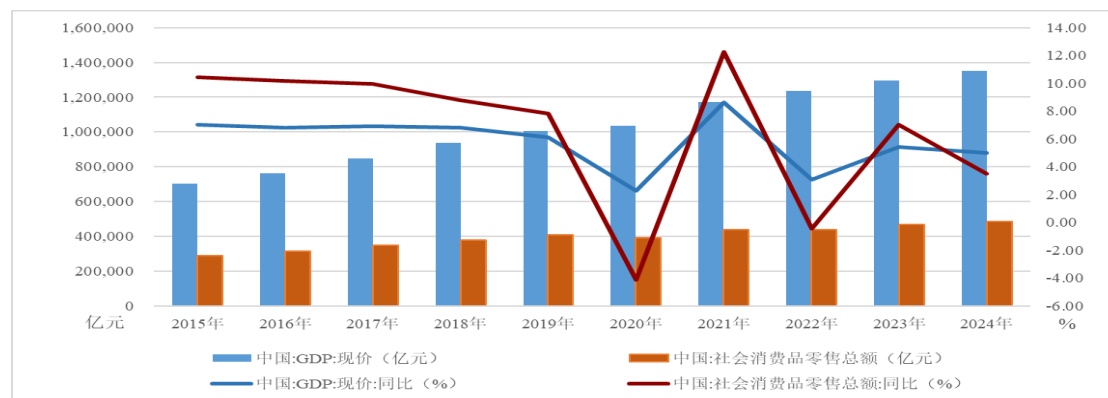
一、行业基本面

1 行业运行情况

近年来，消费支出对拉动 GDP 增长起到重要作用，但行业整体景气度尚未完全修复；居民收入增速放缓、储蓄意愿增强以及在外部宏观环境影响下，对消费能力和消费意愿形成制约，导致零售市场消费需求不足，消费信心仍有待提振。

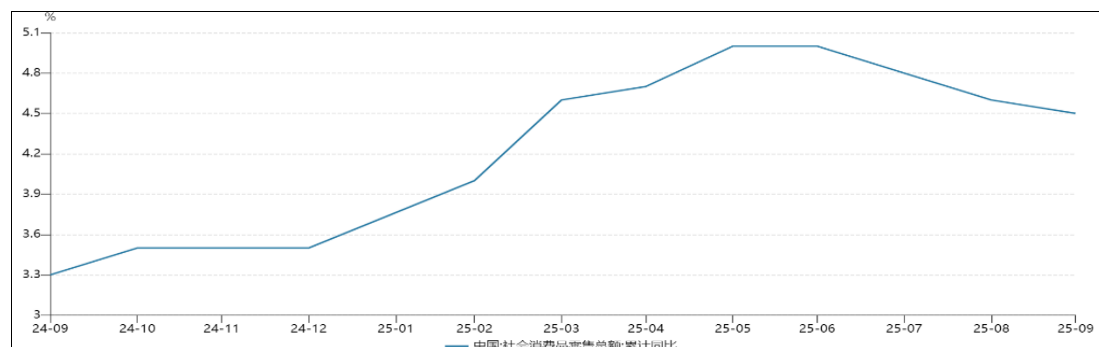
零售业关系国计民生，是现代商贸流通体系的重要组成部分，也是引导生产、扩大消费、吸纳就业、保障民生的重要载体，在繁荣市场、畅通经济循环等方面发挥着重要作用。近年来，中国零售行业增长与 GDP 增速变化趋势基本一致，对拉动国内生产总值起到重要作用，2024 年全国 GDP 同比增长 5.0%，最终消费支出拉动国内生产总值增长 2.2 个百分点。2024 年，中国社会消费品零售总额同比增长 3.5%，增幅较上年明显放缓，零售行业景气度仍有恢复空间。2025 年 1—9 月，中国社会消费品零售总额 365877 亿元，同比增长 4.5%，增速比上年同期及上年全年分别加快 1.2 个和 1.0 个百分点。其中，全国网上零售额 108930 亿元，同比增长 8.6%，仍是拉动社会消费品总额增长的重要动力。同时，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、通讯器材类、文化办公用品类商品零售额分别增长 25.3%、21.3%、20.5%、19.9%，增幅明显。

图表 1 • 近十年中国 GDP 与社会消费品零售总额变动情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图表 2 • 2025 年前三季度社会消费品零售总额累计同比增速情况（单位：%）

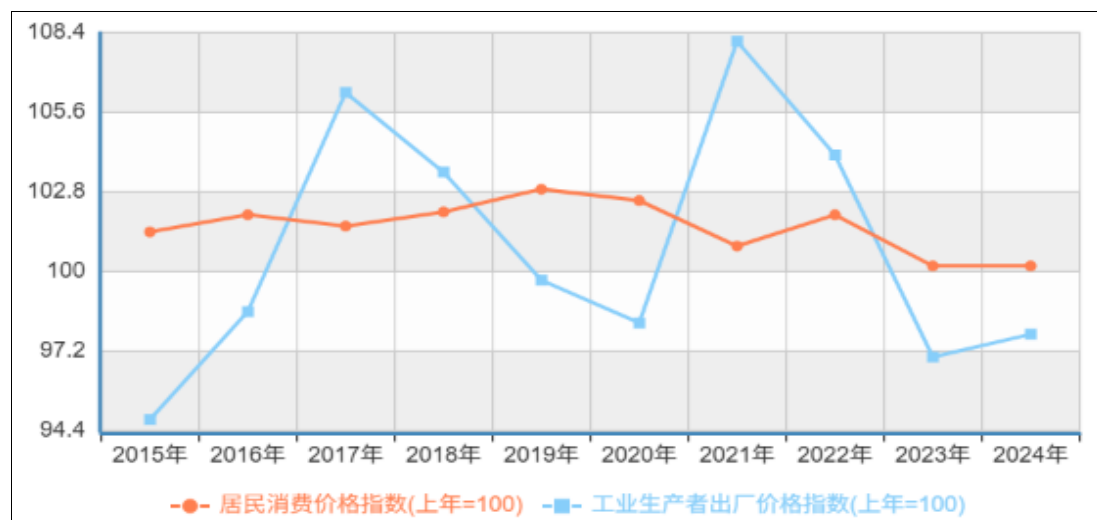


资料来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

PPI/CPI、居民人均可支配收入和支出、消费者信心是影响消费能力的重要因素，这三个维度间存在双向且层层递进的传导关系，既存在从生产端到消费端的正向传导，也有消费端反向影响生产端的反馈传导，同时消费者信心在其中起到放大或缓冲作用。上述三者形成“物价信号→收入基础→消费行为→信心反馈”的闭环传导。

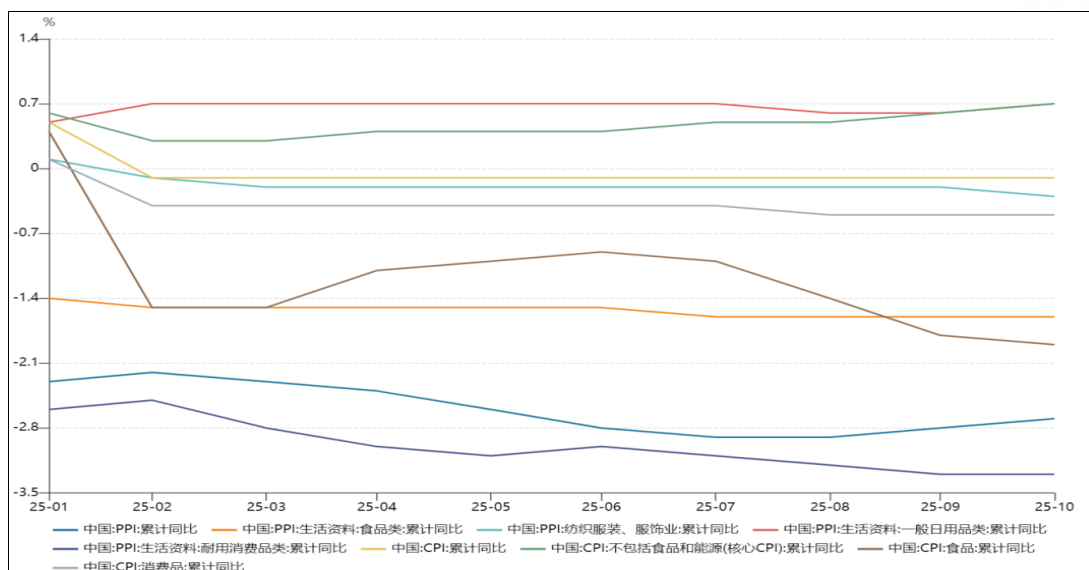
PPI 反映生产端成本变动，主导成本压力的传导，通过产业链直接（同源品类价格联动）与间接（上下游梯次传导）路径影响居民消费价格指数（CPI）；CPI 反映需求信号，引导零售品类结构调整。当 PPI 与 CPI 温和同步回升时，企业盈利改善带动就业稳定，推动居民可支配收入增长，同时合理物价上涨避免通缩预期，激励消费意愿；若出现 PPI 与 CPI 背离（如 PPI 下行、CPI 低位），虽短期降低部分消费成本，但企业端承压会传导至就业与收入，抑制消费修复。2020—2022 年，供需错位导致 PPI 与 CPI 剪刀差大幅波动，零售行业面临成本与需求的双重挤压。2023 年以来，CPI 与 PPI 双双低位运行且持续背离，倒逼零售行业重构竞争逻辑。2025 年前三季度，PPI 整体呈降幅收窄态势，但仍表现为持续通缩，虽降低了零售企业采购成本，但需求不足导致企业陷入“以价换量”的竞争，盈利增长受限，同时上游工业企业经营压力传导至就业与收入端，进一步抑制消费修复。同期，CPI 同比低位波动后逐步企稳，其中食品价格是拖累 CPI 的主要因素，前三季度食品价格整体下行。其中猪肉、鲜菜、蛋类降幅显著，9 月同比分别下降 17.0%、13.7%、11.9%。同时，前三季度核心 CPI（剔除食品能源）涨幅连续 6 个月扩大，服务价格（如旅游、住宿）与部分工业品价格（家用器具、交通设备）成为主要拉动项；食品烟酒价格涨幅温和（2.5%），占消费支出比重降至 29.5%，显示物价结构持续优化。居民消费更趋保守，“刚需优先、降价才买”成为主流，折扣零售、下沉市场直采模式快速崛起。

图表 3 • 近十年全国 CPI 和 PPI 指数变动趋势



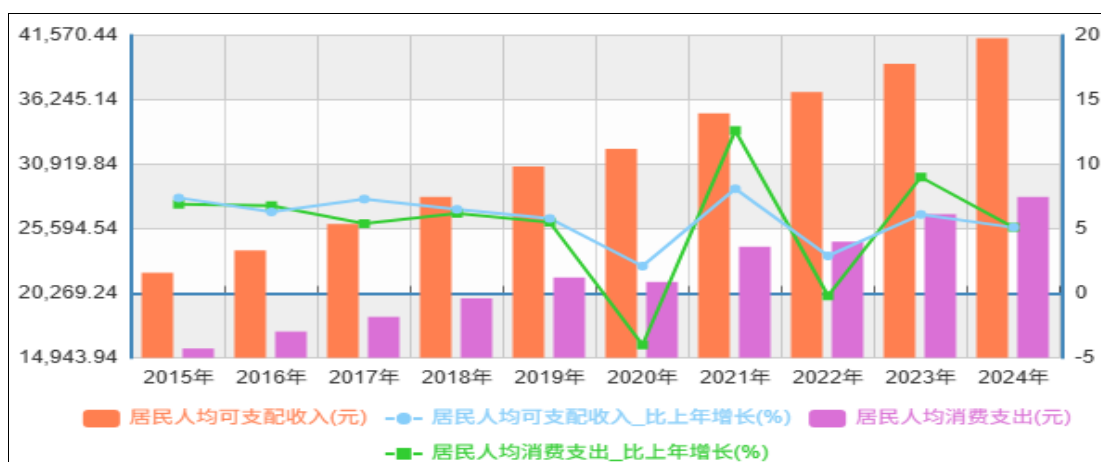
资料来源：国家统计局

图表 4 • 2025 年 1—10 月 CPI 和 PPI 指数累计同比变动趋势



居民人均可支配收入的实际增长是消费支出的核心基础，而消费结构优化（如服务性消费、升级类消费占比提升）体现需求活力，进一步强化消费者对经济前景的乐观预期；反之，收入预期转弱会促使居民增加预防性储蓄，压低消费倾向，导致信心下滑。近年来，全国居民人均可支配收入和消费支出波动中保持增长趋势，增速波动明显，变动方向与社消高度一致。2024 年，全国居民人均可支配收入 41314 元，比上年增长 5.1%，增速较上年放缓；同期全国居民人均消费支出 28227 元，比上年增长 5.1%，消费支出增速与可支配收入增速一致，但受消费降级、投资保守以及储蓄意愿增强的影响下，支出增速收窄较为明显，消费意愿下降。2025 年前三季度，居民收入平稳增长，全国居民人均可支配收入 32509 元，扣除价格因素，实际增长 5.2%；全国居民人均消费支出 21575 元，扣除价格因素影响，实际增长 4.7%。消费支出增速仍低于可支配收入增速，居民表现为保守消费态度，核心在于收入信心偏弱、预防性储蓄上升，进而抑制消费意愿。

图表 5 • 近十年全国居民人均可支配收入和消费支出情况（单位：元、%）



资料来源：国家统计局

居民信心改善通常会提升可选消费与耐用品消费倾向，并通过需求回升带动企业盈利与居民收入预期改善，从而在一定条件下形成“信心—消费—盈利—收入”的正反馈；反之，信心偏弱往往强化“延迟消费、刚需优先”和预防性储蓄行为，抑制终端需求并加大物价与收入修复压力。根据消费者信心指数，2022年初显著走弱后长期处于低位区间，2025年以来虽有边际修复但仍在100以下、且月度波动明显。收入变化是影响消费意愿的主要因素，在经济、地缘政治、国际市场需求等外部宏观环境影响下，消费者对未来收入增长担忧，对未来预期出现疲软态势，对消费意愿和消费能力形成制约。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明显，消费者信心逐步修复，但需关注，根据高盛发布的数据，2025年第三季度经季调后居民储蓄率从二季度31.3%升至32.4%，短期内消费需求仍不足，同期第三季度居民可支配收入同比增长4.5%，较二季度5.1%的增速回落0.6个百分点。总体看，居民收入增长的基础仍需巩固，消费信心仍有进一步改善空间。

图表6·近十年消费者信心指数



资料来源：Wind

2 行业政策与监管环境

2025年以来，国家以《提振消费专项行动方案》为纲领，多部门配套出台财政、金融、监管等细化举措，从增收提力、大宗消费、新型消费、消费环境等多个维度发力，全面带动零售市场复苏。“十五五”规划提出消费作为经济增长的主引擎，国家对提振消费行动有望持续加码，利好政策有望不断推出。未来，随着增量政策与存量政策叠加发力，市场活力有望得到提升。

加大力度支持以旧换新的若干支持措施

2025年1月，国家发展改革委、财政部出台《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》扩围支持消费品以旧换新，继续向地方直接安排超长期特别国债资金，用于支持消费品以旧换新，加力支持家电产品以旧换新，实施手机等数码产品购新补贴，积极支持家装消费品换新，加快推进电动自行车以旧换新；同年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》，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撑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。

推出消费环境优化、支持业态升级具体行动

2025 年 10 月，商务部等 5 部门印发《城市商业提质行动方案》，聚焦城市商业转型提质，构建多层次城市商业体系。主要内容包括三方面：一是完善布局，推进全国示范步行街（商圈）创建，发展特色商业街区，并扩围升级一刻钟便民生活圈，实现试点地区市、县主城区社区全覆盖；二是推动业态升级，培育大型商业综合体，改造传统百货店，发展仓储会员店、奥特莱斯等专业业态，同时促进线上线下融合，推广即时配送、无人配送等模式；三是丰富供给，鼓励国货潮品与老字号联动，扩大进口消费和外贸优品消费，深化商旅文体健融合，开发地域特色产品及服务。

多维度提振消费，优化免税零售行业发展环境

2025 年 10 月，财政部、商务部等 5 部门联合发布《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》，11 月 1 日起正式施行，从多维度优化免税零售行业发展环境。其一，支持国产品入驻免税店，国产品进店销售视同出口可办理退税，且免税店用于销售国产品的经营面积原则上不少于四分之一；其二，扩大经营品类，新增手机、运动用品、保健食品等商品，加快境外热销商品上架进度；其三，下放审批权限，由省级相关部门审批口岸出境免税店设立等事项，支持地方优化免税店布局；其四，优化购物体验，支持免税店提供网上预订服务，允许旅客在市内免税店预订后于口岸进境免税店提货。

此外，二十届四中全会围绕消费作出了诸多关键部署，包括确立消费优先的核心定位、拓展消费增量空间、以民生保障释放消费潜力、破除壁垒畅通消费循环以及强化消费相关配套行动等，通过多维度举措大力提振消费、激活国内市场，推动消费与供给、投资良性互动。根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称《“十五五”规划建议》），将消费零售置于购建新大战略格局的核心枢纽地位，核心思路从“十四五”的“供给引领创造需求”升级为“以新需求引领新供给、以新供给创造新需求”，通过惠民生与促消费结合、投资于物与投资于人并重，强化消费对经济增长的主引擎作用，最终形成“消费—零售—生产”的正向循环。预计“十五五”期间实现三大目标：一是社会消费品零售总额保持稳健增长，消费对经济增长贡献率稳定在 50%以上；二是零售业态数字化、绿色化、品质化转型成效显著，新型消费占比持续提升；三是形成国内国际双循环相互促进的零售发展格局，零售业成为构建新发展格局的核心支撑。

图表 7 • 2024 年以来零售行业政策情况

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2024 年 3 月	商务部等 9 部门	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动大规模设备更新和消费品以旧换新，包括开展汽车以旧换新，开展家电产品以旧换新，推动家装消费品换新等
2024 年 7 月	国家发展改革委	《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》	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
2024 年 12 月	商务部等 7 部门	《零售业创新提升工程实施方案》	通过每年确定一批零售业创新提升试点城市，完成一批存量零售商业设施改造，推广一批经验成熟的典型案例，到 2029 年，初步形成供给丰富、布局均衡、渠道多元、服务优质、智慧便捷、绿色低碳的现代零售体系。
2024 年 12 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》	到 2027 年，基本建成联通内外、贯通城乡、对接产销、高效顺畅的现代商贸流通体系；批发零售业加快转型，培育

			100 家骨干农产品批发市场，品牌连锁、即时零售、直播电商等新业态快速发展，流通组织能力持续增强
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》	扩围支持消费品以旧换新，继续向地方直接安排超长期特别国债资金，用于支持消费品以旧换新，加力支持家电产品以旧换新，实施手机等数码产品购新补贴，积极支持家装消费品换新，加快推进电动自行车以旧换新
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》	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	商务部等 5 部门	《城市商业提质行动方案》	聚焦城市商业转型提质，构建多层次城市商业体系
2025 年 10 月	财政部、商务部等 5 部门	《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》	2025 年 11 月 1 日起正式施行，从多维度优化免税零售行业发展环境

数据来源：公开资料，联合资信整理

3 细分业态竞争格局

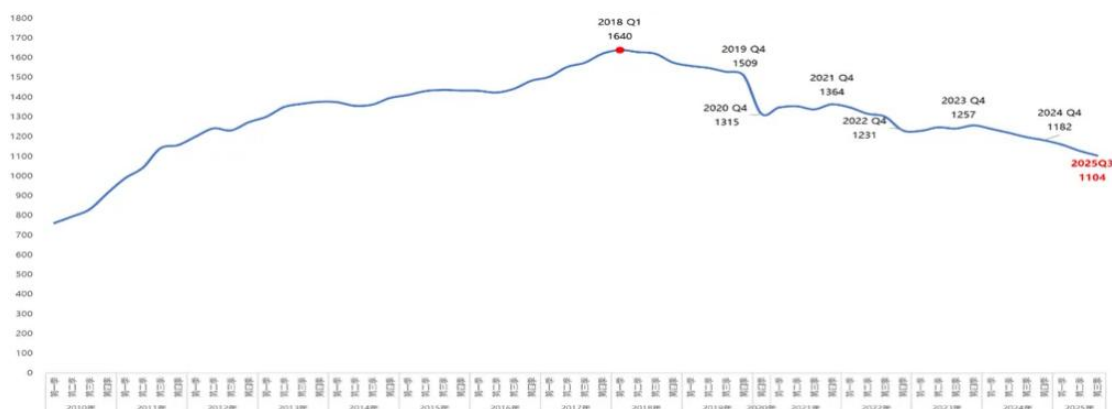
2025 年，中国零售行业在经济复苏的大背景下，呈现出“线上稳增、线下分化”的总体格局，线上零售、连锁超市、购物中心三大核心业态在发展中面临不同的机遇与挑战，行业整体正在向精准化、差异化、数字化方向转型。线上零售凭借即时化、内容化的优势持续领跑行业，传统电商平台与新兴短视频平台形成差异化竞争格局，技术创新成为核心驱动力；连锁超市行业在消费分流和成本压力下艰难转型，社区化和线上融合成为破局关键，头部企业和区域型企业表现突出；购物中心依托体验业态升级实现客流复苏，但不同项目之间的分化持续加剧，空置率和成本压力仍是主要挑战。2025 年前三季度，限额以上零售业单位中各业态均表现为正增长，百货店和品牌专业店增速止跌企稳，其他业态增速均有所提升，当期便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖店零售额同比分别增长 6.4%、4.4%、0.9%、4.8%、1.5%。

1. 百货业态（含购物中心）

百货业态体验升级提速，客流回升但分化持续加剧

2025 年前三季度，受线上零售分流及仓储会员店、折扣店等新兴业态冲击，线下百货及购物中心客流持续走低，叠加居民保守消费态度，传统百货门店到店频次与客单量双双收缩，中国百货商业协会数据显示，2025 年 Q3 大型百货零售企业营业收入指数同比下降 7.8%，侧面反映出客流对营收的拖累效应显著。根据百货商业协会统计数据，2025 年前三季度大型百货零售企业营业收入指数同比下降 7.8%。

图表 8 • 大型百货零售企业营业收入指数（2010 年至今）



资料来源：百货商业协会

2025 年，消费者对情绪价值、社交需求的追求持续升温，推动购物中心加速体验业态升级，但不同城市层级、不同运营水平的项目分化进一步加剧。第三方数据机构监测显示，上半年 1—5 线城市购物中心客流同比增长 8.7%，其中头部购物中心的客流恢复至 2019 年同期 95%以上的水平，而部分区域型、运营能力较弱的项目客流恢复率仅约 80%。随着消费需求的升级，购物中心已不再是单纯的购物场所，而是成为消费者社交、娱乐、休闲的重要载体，对体验感和场景感的要求持续提升。

业态调整是购物中心实现复苏的核心举措，餐饮、亲子、娱乐等体验类业态的占比持续提升，部分头部项目的体验业态占比已超过 35%。为了提升差异化竞争力，越来越多的购物中心开始引入“零售+策展”“零售+文旅”的创新模式，通过举办艺术展览、主题市集、文化活动等方式，增强消费者的参与感和粘性，提升复购率。例如，北京朝阳大悦城上半年举办了 3 场大型艺术展，吸引客流超 100 万人次，带动商场整体销售额增长 15%；上海国金中心则聚焦高端亲子业态，引入多个国际知名亲子品牌，打造一站式亲子消费场景，周末客流同比增长 20%。

会员体系的完善和运营成为购物中心提升用户粘性的关键，山姆会员店、麦德龙等会员制商超在购物中心内的入驻，进一步带动了项目的客流和销售额增长。山姆会员店上半年在购物中心的渗透率提升 5.2 个百分点，通过提供独家商品、优质服务和舒适的购物环境，会员数量持续增长；麦德龙则加速商品本土化进程，针对中国消费者的口味和需求调整商品结构，有效破解了同质化竞争的难题。不过，开市客（Costco）由于门店主要集中在长三角地区，区域布局相对集中，且本土化调整速度较慢，上半年增长相对受限，市场份额提升不明显。

线上线下融合的深度化也为购物中心带来了新的增长机遇，京东 Mall、苏宁易购广场等项目打造沉浸式品质生活场景，将线上的数字化体验与线下的实体展示相结合，消费者可以通过 AR 技术体验家电产品的使用效果，通过线上平台预约线下服务，实现“线上引流、线下消费”的闭环。

尽管整体呈现复苏态势，但购物中心市场仍面临许多挑战。空置压力方面，部分二三线城市由于前期供给过剩、运营能力不足，购物中心空置率超过 15%，传统零售业态招商困难，品牌更替率提升至 25%，部分项目甚至出现“招商难、留商更难”的困境。成本压力方面，房租、人工等刚性成本同比增长 4.3%，多数购物中心通过缩短免租期、提高品牌扣点等方式维持收益，这也进一步加剧了品牌与商场之间的博弈。

此外，不同城市层级的购物中心分化明显，一线城市核心商圈的项目凭借区位优势和运营能力，销售额和客流持续增长，而三四线城市的部分项目则因消费力不足、竞争激烈，面临生存压力。

2. 超市连锁

超市连锁业态企业转型分化加剧，折扣社区化成破局关键。

2025 年，中国连锁超市行业仍处于转型调整的关键期，整体市场表现平淡，行业内企业分化进一步加剧，部分企业通过战略转型实现突围，而部分企业仍面临增长乏力的困境。根据中国连锁经营协会 7 月发布的《2025 年上半年连锁超市企业发展情况简报》，从企业经营情况来看，47.5%的样本企业¹实现了销售增长，37.5%的企业实现净利润增长，但仍有 45%的企业面临利润下滑的压力，“增收不增利”成为行业普遍存在的现象。

门店调整方面，连锁超市行业的“关店潮”仍在持续，上半年行业开闭店比为 0.67，即关闭门店数量远超新开门店数量，行业整体规模呈收缩态势。从具体企业来看，样本企业上半年净增门店 135 家，90%的企业门店调整数量控制在个位数，大型超市因受租金、人工成本高企以及消费分流等因素影响，持续收缩门店规模，而社区超市、便利店等小型业态凭借贴近消费者、运营成本较低的优势，成为企业拓店的主力方向。客流方面，42.5%的企业实现了来客数增长，但值得注意的是，有四分之一的客流增长企业未能实现销售同步提升，反映出行业客单价分化明显的问题，其中步步高通过优化商品结构、提升服务质量，上半年客单价同比增长 9.9%，成为行业内的亮点。

头部企业的表现呈现出明显的差异化特征，外资超市凭借会员店模式持续领跑市场，本土超市则加速转型寻求突破。沃尔玛依托山姆会员店的强劲表现，上半年市场份额提升 0.9 个百分点，山姆会员店通过精选 SKU、提供高品质商品和优质服务，会员续卡率保持在 80%以上，并于 2025 年 11 月在北京开设一家超大型门店，打造购物和微度假相结合的复合型消费场景，进一步提升用户粘性。本土超市中，盒马在关闭部分 X 会员店后，将战略重心聚焦于生鲜大店与奥莱业态，上半年奥莱店净增 52 家，通过售卖临期商品、特价商品等模式，精准切入性价比消费市场；永辉超市的“胖改”战略成效明显，通过优化门店布局、提升生鲜商品品质，上半年净增 38 家门店，销售业绩逐步回暖；华润万家则以 1266 家门店的规模保持行业第一，通过线上线下融合、供应链优化等措施，巩固了区域市场的领先地位。

3. 网络零售

近年来网络零售增速放缓，但仍为消费增长的主要驱动力，零售消费市场线上线下渠道的加速融合和业态模式的持续创新已成为促进网络消费增长的关键因素。2025 年，双超引领格局稳固，新兴平台爆发式增长。

过去十年，网络零售一直是国内消费增长的主要动力，除 2020 年受公共卫生事件影响外，其发展增速均快于社会消费品零售总额增速，虽然近年来网络零售增速放缓，但仍为消费增长的主要驱动力。2025 年前三季度，中国线上零售市场延续了稳健增长的态势，同时行业竞争格局正在发生变革，传统电商平台与新兴内容电商平台形成互补共生、差异化竞争的局面。数据显示，前三季度即时零售、直播带货、社交电商等新兴消费模式快速增长，带动实物网上零售额同比增长 9.8%，增速同比提升 1.9 个百分点。

图表 9 • 近十年实物网上零售额增速情况

¹ 40 家超市企业。



资料来源：国家统计局，联合资信整理

在竞争格局方面，阿里、京东、拼多多三大传统电商平台依然占据主导地位，合计市场份额达到 65%，其中京东零售上半年 GMV 同比增长 12%，依托完善的物流体系和自营商品优势，在 3C 家电、生鲜食品等品类保持领先；拼多多则持续深耕农产品上行领域，上半年农产品 GMV 突破 5000 亿元，同比增长 30%，通过“农地云拼”模式进一步巩固了下沉市场的优势。

新兴平台的爆发成为线上零售市场的最大亮点，抖音电商和快手电商凭借内容生态与直播带货的深度融合，实现了跨越式增长。数据显示，抖音电商在 2025 年 618 大促期间，通过内容场景植入和线下联动活动相结合的模式，渗透率较日常提升 4.1 个百分点，其中服饰、美妆品类的市占率均超过 20%，国货美妆品牌借助抖音的流量优势，实现了 35% 以上的增速。快手电商则聚焦下沉市场和信任电商模式，农产品、家居百货等品类表现突出，复购率保持在 60% 以上。

细分赛道中，即时零售和社区团购成为驱动线上零售增长的核心动力。随着消费者对配送时效要求的提升，即时零售的渗透率持续提升，前置仓模式凭借“30 分钟达”的配送服务，上半年销售额同比增长 25%，美团旗下的小象超市增速达到 38.3%，成为即时零售领域的标杆企业。淘宝将原有的“小时达”服务升级为“淘宝闪购”，整合本地商超、便利店资源，上线两个月日订单量便突破 8000 万单，进一步激活了本地即时消费需求。

技术创新对线上零售的赋能作用越来越明显，智能应用和数字化工具正在重塑电商的运营效率和消费体验。当前，个性化推荐系统在主流电商平台的使用率已达 85%，通过大数据分析用户消费习惯，实现“千人千面”的商品推荐，带动平台整体销售额增长 12%；京东亚洲一号智能仓库的自动化率超过 90%，通过 AGV 机器人、自动化分拣线等设备，分拣效率较传统仓库提升 5 倍，库存周转天数缩短至 32 天。AR 技术在电商领域的应用也逐步普及，目前渗透率已达 15%，虚拟试穿、虚拟看房等功能有效解决了线上消费的体验痛点，带动相关品类销售额增长 18%，据艾瑞咨询预测，到 2030 年电商领域 AR 技术的渗透率将达到 40%，成为提升消费体验的核心技术之一。

二、行业财务状况

1 增长与盈利能力趋势分析

近年来，零售样本企业营业总收入和利润总额仍延续下降趋势。2024 年，样本企业营业总收入同比变化不大，利润总额受下游需求不足和精细化运营导致盈利空间收窄影响同比下降。2025 年前三季度，样本

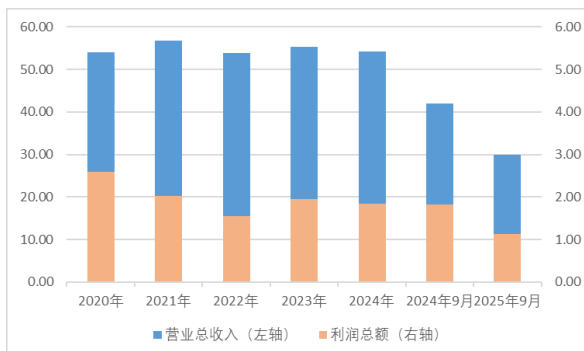
企业营业总收入和利润总额延续 2024 年下滑趋势。

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 41 家²(以下统称“样本企业”)。2020—2024 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整体呈下滑趋势,其中营业总收入下降幅度逐年减弱,2024 年同比下降 0.53%;利润总额有所波动,其中 2023 年同比提升 52.92%,主要得益于消费场景修复和成本控制的叠加带动主业利润增长;2024 年,受下游需求不足,精细化运营导致盈利空间收窄,样本企业利润总额有所回落,同比下降 19.81%。2020—2024 年,样本企业净资产收益率中值呈波动下滑趋势,在 2022 年降至谷底后波动回升,2024 年为 3.04%,同比减少 1.03 个百分点。

2025 年前三季度,样本企业营业总收入中值同比下降 28.83%,利润总额同比下降 37.99%,延续下滑趋势。前三季度,以旧换新政策下,家电、家具等品类零售额增长显著,同比分别增长 25.3%和 21.2%,但多数零售企业前期聚焦传统品类布局,对政策利好品类的备货、营销和渠道适配不足,而消费者对高性价比、个性化、绿色环保商品的需求提升,部分零售企业商品更新缓慢,难以匹配需求变化;此外,消费者对于食品、饮料、酒、日化等品类的消费预算缩减与价格下行,以及对于“钱”的敏感度不断提升,在产品选择上也不断倾向于降级产品,最终传导为客流和客单量的下滑。根据马上赢数据统计,2025 年前三季度线下零售³订单数量同比下降 4.45%,订单平均花费同比下降 8.18%。

图表 10 • 2020—2024 年及 2025 年 1—9 月

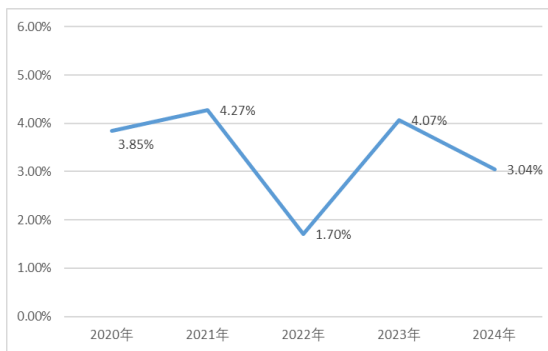
零售行业样本企业营收和利润总额中值(单位:亿元)



资料来源:Wind, 联合资信整理

图表 11 • 2020—2024 年零售行业样本企业净资产收

益率中值



资料来源:Wind, 联合资信整理

2 杠杆与偿债能力

2025 年三季度末,零售样本企业杠杆水平和偿债指标较上年底变化不大,处于较高水平,仍具备改善空间。

从杠杆水平来看,2020—2024 年末,零售样本企业资产负债率中值呈波动增长趋势,于 2022 年底达到顶峰 62.12%后有所回落,并稳定在 60%水平上下波动,杠杆水平相对稳定,处于较高水平。长期偿债能力方面,近年来,受盈利下滑影响,样本企业长期偿债能力指标整体表现弱化,全部债务/EBITDA 中值波动增长,2024 年为 3.93 倍,同比小幅改善,距离 2020 年的 2.27 倍仍存在改善空间。短期偿债能力方面,样本企业速动比率指标偏低,主要系①超市连锁业态企业负债构成基本以经营性(应付账款和合同负债)

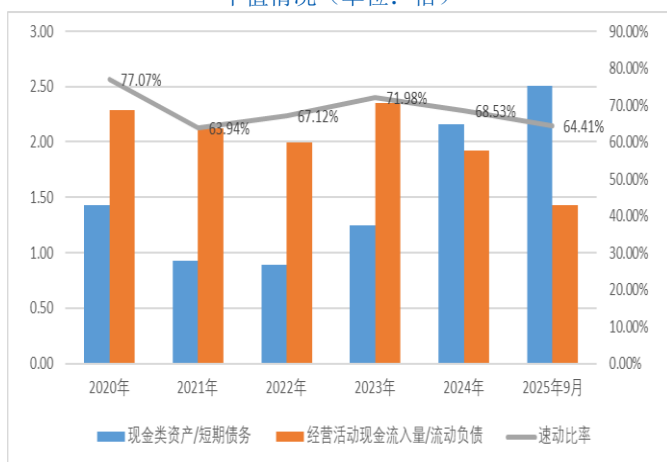
² 含 8 家有存续债企业和 33 家无存续债上市企业。

³ 业态覆盖包括大卖场、大超市、小超市、便利店、食杂店,食品、饮料、酒、日化四个大类目。

流动负债为主；②百货、购物中心业态企业地产类存货规模较大所致。2020—2024 年末，速动比率中值波动下降，截至 2024 年底为 60.30%；经营现金流入量/流动负债中值整体表现稳定，在 2.00 倍上下小幅波动；现金短期债务比中值波动中有所增长，受益于下游现金为主的结算方式，零售企业现金类资产对短期债务持续具备保障能力。2024 年，样本企业压降短期债务，期末现金类资产短期债务比中值增至 2.14 倍。

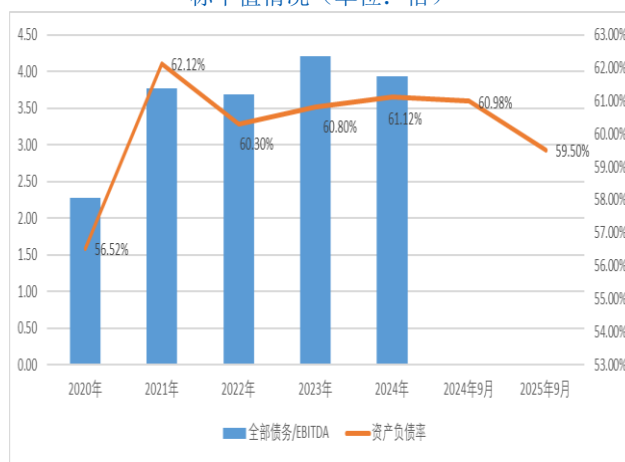
2025 年 1—9 月，部分零售企业通过债务和解、压缩负债规模等方式直接降低负债总额，例如苏宁易购系统性推进债务化解，积极开展债务和解与风险资产处置工作；部分零售企业通过清理低效资产、去库存等手段优化资产端，截至 2025 年 9 月底，样本企业存货规模较上年底下降 3.42%。综合影响下，三季度末样本企业在业绩承压的环境下偿债指标反而略有提升，但负债率和现金流较 2020 年/末仍有较大差距。

图表 12 • 2020—2024 年及 2025 年 9 月样本企业短期偿债指标中值情况（单位：倍）



数据来源：Wind，联合资信整理

图表 13 • 2020—2024 年及 2025 年 9 月样本企业长期偿债指标中值情况（单位：倍）



数据来源：Wind，联合资信整理

三、行业债券市场表现

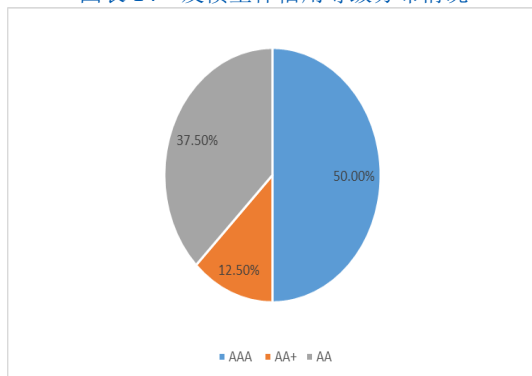
1 行业发债企业概况

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高。

近年来零售企业发债主体数量持续缩减，截至 2025 年 10 月底为 9 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 7 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。

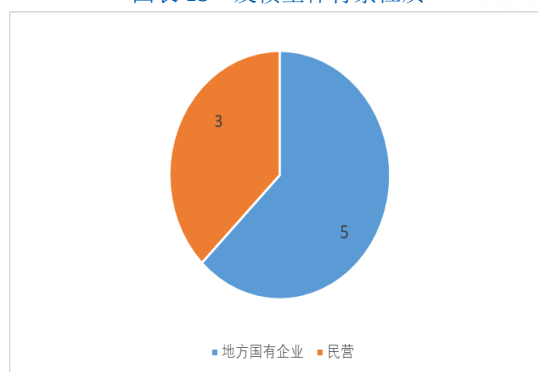
债券主体情况：截至 2025 年 10 月底，零售存续发债主体中有存续信用等级的共 8 家，其中 5 家为国有企业，3 家为民营企业，国有企业和民营企业占比较为平均；信用等级分布在 AA~AAA，其中，AAA 主体占 50.00%，AA⁺主体占 12.50%，AA 主体占 37.50%，无存续 AA-级别主体，级别分化较为突出。其中，AA⁺~AAA 级别主体性质以地方国有企业为主，AA 主体以民营企业为主。

图表 14 • 发债主体信用等级分布情况



数据来源：联合资信根据公开资料整理

图表 15 • 发债主体背景性质



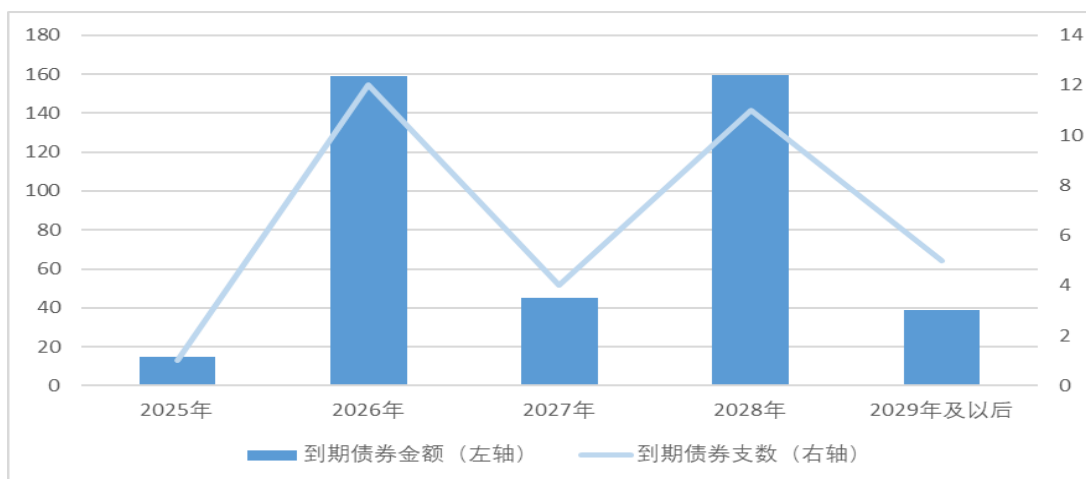
资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

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 2025 年 10 月底，发债企业存续债券 33 支⁴，高级别主体发行数量较多，存量债券余额 417.42 亿元，其中 AA⁺及以上存续金额占 92.95%，按企业性质划分，其中国有企业债券余额占比 77.38%，集中度高。

债券到期情况：零售行业企业存续债券到期日集中在 2026 年和 2028 年，未来一年内零售企业到期偿债压力较大，考虑到债券到期集中在国有高级别主体，再融资能力强，以及剩余债券主要为可转债，整体风险可控。

信用等级调整情况：2025 年以来零售发债企业无级别调整情况。

图表 16 • 零售行业企业债券到期期限分布情况（单位：亿元、支）



资料来源：Wind，联合资信整理

⁴ 不包含结构化融资产品

四、展望

2025 年，零售行业整体景气度尚未完全修复；居民收入增速放缓、储蓄意愿增强以及在外宏观环境影响下，对消费能力和消费意愿形成制约，导致零售市场消费需求不足，消费信心仍有待提振。2026 年，国家对提振消费行动持续加码，利好政策不断推出，“十五五”期间消费零售市场将呈现“量稳质升”的增长态势，成为经济增长的核心压舱石，消费有望保持稳步向好的发展态势。

2025 年，国内零售行业在经济复苏进程中呈现“线上稳增、线下分化”的整体格局，行业景气度虽未完全修复，但在政策加持下展现出结构性复苏态势。整体来看，消费对 GDP 增长仍发挥重要作用，2025 年前三季度社会消费品零售总额同比增长 4.5%，其中网上零售额同比增长 8.6%，以旧换新政策带动家电、家具等品类零售额实现 20% 以上高增；不过受居民收入增速放缓、储蓄意愿增强、消费信心偏弱等因素影响，行业整体需求仍显不足，且 PPI 与 CPI 的持续背离使得零售企业陷入“以价换量”竞争，盈利空间受限。

2026 年，随着“十五五”规划将消费确立为经济增长主引擎，以及增量政策与存量政策的叠加发力，零售行业有望迎来更大发展机遇。一方面，以旧换新、免税零售优化、城市商业提质等政策将持续释放消费潜力，国货潮品、进口优品及商旅文体融合消费将成为新增长点；另一方面，行业数字化、绿色化、品质化转型将进一步深化，AR 技术、智能仓储等技术将持续赋能线上零售，线下业态的精准化、差异化运营也将成为破局关键。不过，行业仍需面对居民消费信心修复缓慢、线下业态成本高企、区域市场分化加剧等挑战，具备供应链优势、数字化能力及精细化运营水平的头部企业将更易在竞争中突围，行业整体将朝着“消费—零售—生产”的正向循环逐步迈进。

相关研究

[《零售行业 2025 年半年度总结及展望》](#)

[《2025 年前三季度零售行业运行分析》](#)

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@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。