



零售行业研究报告

联合资信 工商评级二部 | 徐璨

2021 年，随着疫情对社会冲击的减弱，社会消费品零售总额恢复增长；2022 年 11 月，病例激增引发的恐惧将阻碍居民的消费能力和消费意愿，短期内外出和社交活动仍将维持低位，消费动力的不足将持续影响实体零售企业，预计国内消费水平在 2023 年第二季度开始反弹。

财务方面，2021 年零售企业财务数据表现整体走弱，2022 年上半年仍延续下滑趋势，预计 2022 年全年零售企业收入同比呈现下降的可能性大。

受部分企业债券到期不再续发以及级别调降影响，零售存续主体级别集中度向低级别迁移；年内行业债券发行规模下滑，融资环境紧张。长期看，随着防控措施逐步落地，促消费政策的出台，线下出行有望逐步恢复，带动消费复苏，零售行业经营环境和融资环境有望得到改善。



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



一、行业概况

2021 年，国内消费市场环境明显改善，线下消费复苏明显；2022 年前三季度，受疫情多点散发影响，消费市场在波动中恢复；11 月防疫政策优化后，病例激增引发的恐惧将阻碍居民的消费能力和消费意愿，外出和社交活动在短期内仍将维持低位，短期内实体零售企业仍面临客流和业绩压力，预计消费水平在 2023 年第二季度开始反弹。长期看，随着防控措施逐步落地，促消费政策的出台，线下出行有望逐步恢复，带动消费复苏。

（一）行业现状

2021 年，中国社会消费品零售总额实现 440823 亿元，在经济、贸易持续复苏的基础上，比上年增长 12.5%。其中网上实物商品零售额 108042 亿元，增长 12.0%，增速较上年的 14.8% 有所下滑，占社会消费品零售总额的比重为 24.5%；根据测算，实体店消费品零售额实现 332781 亿元，同比增长 12.7%（2020 年为同比下降 8.8%），随着居民生活秩序恢复，居民外出消费活动稳步增加，实体店客流显著回升，线下消费明显复苏。按零售业态分，2021 年限额以上零售业单位中的超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长 6.0%、16.9%、11.7%、12.8% 和 12.0%。2021 年，零售行业供需两端在各地政府出台的促消费政策、培育零售新业态、稳定促进就业的政策和鼓励下，以及在消费者对于品质生活的追求依然持续，消费能力不断增强下，消费市场环境同比得到明显改善。2021 年，全年全部工业增加值 372575 亿元，比上年增长 9.6%，同期全国居民人均消费支出 24100 元，比上年增长 13.6%。

图 1 2017—2021 年中国社会消费品零售总额变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2022 年以来，疫情对供需两端扰动加剧，疫情反复期间线下门店经营受阻，居民消费场景有限，尤其受 11 月份国内疫情新发多发影响，经济指标表现较弱。从供给端看，2022 年 1—11 月，全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%，其中 11 月份，国内疫情波及影响较广，规模以上工业增加值同比实际增长 2.2 %（扣除价格因素的实际增长率），较上期下降 2.8 个百分点，规模以上工业增加值环比增长-0.31 %，较上期下降 0.5 个百分点，疫情短期冲击影响显著，弱市场需求下全国规模以上工业增加值同比较上月大幅回落。需求端看，受国内疫情持续影响，餐饮、旅游等服务类消费修复进一步放缓，同时疫情持续降低了消费者对就业、收入及消费意愿的信心，居民收入下滑以及消费预期转弱致使消费需求下降。2022 年 1—11 月，全国实现社会消费品零售总额 399190 亿元，同比下降 0.1%。分月看，年初消费市场保持较快增长，4 月份降至低点，6 月份后恢复增长，11 月份社会消费品零售总额 38615 亿元，同比下降 5.9%，其中商品零售 34180 亿元，同比下降 5.6%；餐饮收入 4435 亿元，同比下降 8.4%。按零售业态分，1—11 月份，限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店零售额同比分别增长 3.1%、4.3%、3.6%，专卖店与去年基本持平，百货店下降 8.0%。

（二）细分业态

根据中华全国商业信息中心统计，2019—2021 年，中国零售百强企业销售规模分别为 8.6 万亿元、10.3 万亿元和 12.1 万亿元，年均复合增长率为 18.62%，在社会消费品零售总额中的占比分别为 20.9%、26.3%和 27.5%，以电商和连锁百货为主的零售企业对社会消费品零售总额贡献程度逐年提升。电商依旧是零售百强增长的主要拉动力，但销售规模增速呈现放缓，2019—2021 年，零售百强企业中电商总销售额同比增速分别为 23.9%、30.1%和 19.3%；同期，实体零售企业销售增速降幅收窄，分别为 5.4%、-8.8%和 12.7%，2021 年在客流恢复和低基数效应的推动下，网下实体店消费呈恢复性增长。

1. 实体零售

实体零售根据其经营模式的不同可分为百货（包括购物中心、奥特莱斯等衍生形态）、超市、便利店和专业店主要业态，另有少部分电器、家具、珠宝等专业店。

以购物中心为例，2021 年新开业数量同比 2020 年大幅增长约 36%，若抛开受疫情影响的 2020 年，2021 年的开业量实际为 5 年来最低，接近 2016 年水平。由此看来，全国购物中心新开业速度正逐步放缓。目前，中国实体零售全国性百货公司少，以区域性垄断或寡头竞争为主，门店主要分布集中在华东、华南和西南地区。从新开门店来看，具体以购物中心为例，2021 年全国新开购物中心 547 个，同比增长 36.41%，新开门店

仍集中在华东、华南和西南区域，分别为 245 个、107 个和 65 个。从城市分布情况上看，上海最为活跃，开业 30 个，位列第一；深圳开业 23 个位列第二、苏州和成都均开业 15 个并列第三。未来，上述区域持续为全国消费活动活跃地带。

图 2 2016—2021 购物中心新增名门店数量情况



资料来源：赢商网

从实体零售企业集中度看，中国实体零售企业集中度仍处于较低水平。2019—2021 年，零售百强企业中实体零售企业里前 10 名零售企业占比分别为 50.36%、56.15% 和 51.13%，而美国实体零售前十大企业集中度在 2019 年已超 90%，中国实体零售企业行业集中度仍有较大提升空间。

2. 网络零售

零售电商狭义指通过网络渠道进行商品交易活动，包括实物商品交易及虚拟商品交易。广义上来说零售电商是一种业态，包含平台、商家、品牌、用户、服务商等。按模式分，有 C2C、B2C、C2M、B2B2C 等；按品类分，有综合电商、垂直电商；按交易市场分，有进口跨境电商、出口跨境电商；电商有会员制电商、直播电商、精品电商、小程序电商等。

网络零售作为中国零售行业发展中的强劲动力，近年来一直保持中高速增长，规模不断扩大，2021 年中国网络零售交易总额达 13.1 万亿元，同比增长 14.1%。近年来以

阿里为首，另有京多和拼多多的“三巨头”占网络零售市场份额持续在 95%以上的高水平，2021 年营业收入均保持 20%以上的高速增长，其中拼多多增速最快，为 57.92%。买家活跃度方面，截至 2021 年底“三巨头”活跃买家数量持续增长，仍保持以阿里巴巴为首，拼多多第二，京东第三的排位。

表 1 主要零售电商对比

电商简称	竞争力/核心产品类型	2021 年（底）					
		营业收入（亿元）	同比增幅	GMV（亿元）	同比增幅	活跃买家数量（亿人次）	同比增幅
阿里巴巴	全球最大零售商之一/全品类	8364	29.83%	81190	15.11%	11.30	45.06%
京东	物流体系/3C、家电	9516	27.59%	32900	26.54%	5.70	20.76%
拼多多	产业链下沉/全品类	940	57.92%	24410	46.38%	8.69	10.28%
唯品会	品牌特卖/服装	1171	14.92%	1915	16.06%	0.94	11.90%

注：因四舍五入、汇率计算和单位等原因，数据可能与实际情况存在差距

资料来源：联合资信根据公开数据整理

3. 行业整合情况

2020 年及以前，电商企业热衷于通过收购实体零售企业布局线下业务，以阿里巴巴、京东为主的电商平台均通过频繁收购实体零售企业和发展战略合作关系不断发展线下业务；同时，实体零售企业为保持市场份额也在市场中不断寻求目标，发展多业态经营模式。2021 年以来行业整合脚步放缓，行业内企业之间无重大并购事项，但部分零售企业面临流动性压力，股权收购案以国资企业入股实施救助为主。

表 2 2021 年和 2022 年国资方入股零售企业案例

国企	入股企业
江苏国资委	2021 年江苏国资委通过基金方式入股苏宁易购集团股份有限公司
长沙国资委	2022 年长沙国资委增资入股步步高投资集团股份有限公司

表 3 2019—2021 年主要电商平台（阿里巴巴、腾讯、京东）布局线下零售情况

阿里巴巴	京东等
2019年3月，阿里与百联集团联合投资10亿元打造新零售项目； 2019年5月，阿里以64亿美元认购红星美凯龙发行的可转债； 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； 2020年11月，阿里增持高鑫零售36%股权，成为其控股股东。	2019年5月，京东12.7亿元承继五星电器46%股权； 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，京东控股五星电器。 2021年3月，京东收购北京华冠超市100.00%股权。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表4 2019—2021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11月	家家悦收购维多利70%股权
2021年2月	北京华联集团收购武汉万达汉街

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（三）行业监管与行业政策

表5 近年来零售行业相关政策和动态总结

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2021年3月	国务院	《商务部、发展改革委、财政部、海关总署、税务总局和市场监管总局关于扩大跨境电商零售进口试点、沿革落实监管要求的通知》	将跨境电商零售进口试点扩大至所有自贸试验区、跨境电商综试区、综合保税区、进口贸易促进创新示范区、保税物流中心（B型）所在城市（及区域）。
2021年7月	商务部	“十四五”商务发展规划	零售方面，促进跨境电商健康持续创新发展，推进跨

			境电商综合试验区建设,优化跨境电商零售进口监管,探索跨境电商交易全流程创新,巩固壮大一批跨境电商 龙头企业和优秀产业园区。
2021 年 10 月	商务部、中央网信办、发展改革委	“十四五”电子商务发展规划	立足电子商务连接线上线下、衔接供需两端、对接国内国外市场的重要定位,通过数字技术和数据要素双轮驱动,提升电子商务企业核心竞争力,做大、做强、做优电子商务产业,深化电子商务在各领域融合创新发展,赋能经济社会数字化转型,推进现代流通体系建设,促进形成强大国内市场,加强电子商务国际合作。
2022 年 12 月	国务院	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》	全面促进消费,加快消费提质升级,培育新型消费,扩大服务消费,适当增加公共消费,着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。

资料来源:联合资信根据公开资料整理

2021 年 7 月,商务部出台《“十四五”商务发展规划》(以下简称“商务发展规划”)。根据商务发展规划,针对消费方面,坚持扩大内需战略基点,顺应消费升级趋势,促进消费提质扩容,推动流通现代化,主要体现在①提升传统消费②培育新型消费,培育以信息技术为手段、以多业态聚合、多场景覆盖为特征的新型消费,打造消费新增长点。拓展直播电商、社交电商等应用面。③升级消费平台,“点线面”结合,完善国际消费中心城市、重点商业街区、社区生活网点布局,推动形成多层次、多样化的消费平台体系。推动城市商圈错位发展,高质量改造提升步行街,推动形成一批人气旺、特色强、有文化底蕴的步行街,积极发展智慧街区、智慧商圈,提高设施便利化、智能化水平,不断优化营商和消费环境。打造城市一刻钟便民生活圈,完善便利店、菜市场等城市商业网点布局,发展社区商业中心(邻里中心),加快建设便民消费服务设施,构建布局合理、业态齐全、功能完善、服务优质、规范有序、商居和谐的便民生活圈。④优化流通网络。⑤壮大流通主体。⑥创新流通方式等。

2021 年 10 月,商务部、中央网信办、发展改革委联合发布《“十四五”电子商务发展规划》(以下简称“规划”)。根据规划,到 2025 年中国电子商务高质量发展取得显著成效,企业核心竞争力大幅增强,网络零售持续引领消费增长,高品质的数字化生活方式基本形成。电子商务与一二三产业加速融合,全面促进产业链供应链数字化改造,成为助力传统产业转型升级和乡村振兴的重要力量。电子商务深度链接国内国际市场,企

业国际化水平显著提升，统筹全球资源能力进一步增强。电子商务法治化、精细化、智能化治理能力显著增强。电子商务成为经济社会全面数字化转型的重要引擎，成为就业创业的重要渠道，成为居民收入增长的重要来源。主要任务表现在（一）深化创新驱动，塑造高质量电子商务产业、（二）引领消费升级，培育高品质数字生活、（三）推进商产融合，助力产业数字化转型、（四）服务乡村振兴，带动下沉市场提质扩容、（五）倡导开放共赢，开拓国际合作新局面、（六）推动效率变革，优化要素资源配置、（七）统筹发展安全，深化电子商务治理。

2022 年 12 月，国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》（以下简称“纲要”）。根据纲要，未来将全面促进消费，加快消费提质升级：最终消费是经济增长的持久动力，顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。持续提升传统消费，提高吃穿等基本消费品质，释放出行消费潜力，更好满足中高端消费品消费需求。促进免税业健康有序发展。促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设。加快培育新型消费，支持线上线下商品消费融合发展。加快传统线下业态数字化改造和转型升级。发展智慧超市、智慧商店、智慧餐厅等新零售业态。健全新型消费领域技术和服务标准体系，依法规范平台经济发展，提升新业态监管能力。

（四）行业关注

1. 防疫政策优化后，病例的激增导致消费者的外出和社交活动在短期内仍将维持低位，短期内实体零售企业仍面临客流和业绩压力

2022 年 11 月，联防联控机制发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，对密接管理、常态化管控、出入境管理等方面防控措施进行了优化调整。2022 年 12 月以来，各地政府也相继取消部分核酸检测政策、放宽公共场所出入条件等，以降低疫情对经济的干扰，恢复社会秩序，同时刺激消费。但预计防疫政策优化后，短期内经济仍难以快速回升。根据高盛的预测，东南亚各国的消费水平在重新开放后，在第一季度均呈下降趋势，而非上升，但在第二季度消费水平会发生急剧反弹。以经济和文

化与中国比较接近的国家为例，例如韩国、日本以及部分东南亚国家，在政策彻底放开后，消费者也会因为过去几年对新冠恐惧的惯性，以及对于病例的激增的不习惯，而自动减少外出及社交活动，上述行为的直接反映导致经济增长不加速反而放缓。日本在 2022 年 3 月正式放开防疫管控，工业生产及产能利用率在 5 月份降至低点，至今未恢复至疫情前水平，零售业没有出现明显提升。韩国在 2022 年 4 月开始逐步全面开放，但韩国 GDP 在 2022 年二、三季度却表现为持续下滑，在剔除疫情影响后，同比增速分别下滑 0.11 个百分点和 0.08 个百分点。根据高盛的预测，国内经济在 2023 年上半年明显低于市场预期，但在下半年显著高于市场预期。高盛将中国 2023 年经济增速预期从 5.3% 下调至 4.5%，其中一季度同比增速预期从 3.0% 下调至 2.9%，二季度从 7.4% 下调至 6.2%，三季度从 5.4% 下调至 4.5%，四季度从 5.2% 下调至 4.5%。

需求端看，疫情防控政策优化后，短期内人民生活不确定性及不安全感仍将持续，此外疫情期间消费结构的改变也会导致消费动力的不足，居民生活上更为节省，外出和社交活动在短期内仍将维持低位。在上述因素影响下，预计短期内，居民消费结构仍以线上消费和社区团购为主，实体零售企业仍将面临客流量和业绩压力。长期看，随着防控措施逐步落地，线下出行有望逐步恢复，带动消费复苏。

2. 新型业态快速发展，消费升级势头不减。

疫情期间，居家办公、居家学习等居家生活方式常态化，网络购物也从淘宝、京东等传统电商平台消费渠道向短视频、社区团购、社交平台扩散，衍生出直播电商、社群营销、社区团购等新型业态并迅速发展。截至 2021 年底，中国网络直播用户规模为 7.03 亿人，较上年底增长 13.94%，占整体网民的 68.2%，数据进一步提升。其中，直播电商用户规模 4.64 亿人，较 2020 年 12 月增加 7579 万人，直播电商仍维持较快增速。直播电商相较于传统广告和营销模式，具有互动性、社交性、娱乐性等特点，增加了商品的直观性并获得了消费者的信任感，因此更受消费者的喜爱，用户消费转换率超 60%。从直播电商供给端来看，2018—2019 年行业不断沉淀，到 2020 年受疫情的影响，线下实体店遇冷，电子商务行业在政策的支持下快速发展，直播电商行业也因此快速爆发，截至 2020 年底，中国有关直播电商企业注册数量 4113 家，较上年底增长 191.1%，2021 年新注册 8364 家，同比增长

103.4%，电商企业仍维持爆发式增长；2021 年直播电商市场规模突破 2 万亿，达到约 23615 亿元，同比增长约 83.77%。预计未来，短期内直播电商行业仍将保持快速增长，行业市场规模预计将进一步扩大。

仓储式零售是指以经营生活资料为主的，储销一体、批量销售、实行会员制的商店。近年来，零售企业纷纷在国内布局仓储式零售“赛道”，以沃尔玛山姆会员店为引领，另有 COSTCO 进军中国、物美推出麦德龙 PLUS 店、永辉推出仓储店、盒马鲜生推出 X 会员店等。2021 年，仓储式零售开店数量维持高位，其中沃尔玛山姆会员店新增 5 家、盒马 X 会员店新增 6 家，麦德龙 PLUS 店新增 20 家，永辉仓储超市新增 55 家。对于供给端，仓储式零售选址在城郊地区，具有购物面积大，车位供应量多和租金成本优势，在规模经济下单价突出，同时可提供增值服务（例如洗车）。对于需求端，消费者不仅可以享受到价格优势，购物环境和服务态度也优于一般超市，同时受商品陈列方式影响，购物更具有目标性，节省购物时间。未来，随着有车族的扩大，交通便利性的提升，以及“赛道”布局成果的逐步显现，仓储式超市的数量和规模将会进一步扩大。

二、行业增长与盈利能力趋势分析

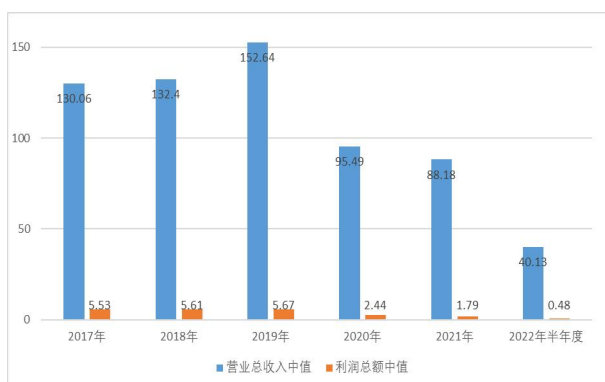
2021 年零售企业营业总收入和利润总额仍延续下降趋势，但降幅得到缓解；2022 年上半年，零售企业收入和利润总额受部分消费主力区域疫情封控影响同比下降，虽然在第四季度有“双十一”“圣诞节”等刺激消费活动和节日，但防控政策放开后短期内疫情的爆发式增长仍将影响居民消费能力和消费意愿，全年收入同比呈现下降的可能性大。

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 33 家，包含 16 家发债公司¹和 17 家上市公司。2017—2021 年，样本企业营业总收入和利润总额变动趋势大体一致，自 2020 年疫情以来零售样本企业营业总收入中值和利润总额中值呈持续下滑趋势，2021 年降幅得到缓解，分别为下降 7.66%和 26.64%（2020 年分别为下降 37.44%和 56.97%）。2017—2021 年，样本企业净资产收益率中值波动下降，2021 年为 2.38%，同比减少 0.86 个百分点。2022 年 1—6 月，样本企业实现收入中值 40.13 亿元，同比下降 11.55%，主要系上半年上海、深圳等部分消费主力地区受疫情影响大，

¹ 截至 2022 年 12 月 20 日有存续债企业。

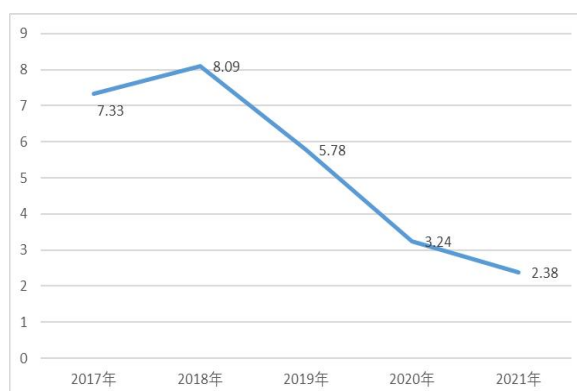
实现利润总额中值 0.48 亿元，同比下降明显。虽然第四季度的“双十一”“圣诞节”等活动和节日有望为全年业绩提供重要补充，以及国内部分区域防控政策放开优化居民出行，但放开后导致的病例激增仍将持续影响居民消费能力和消费意愿，预计全年收入呈现同比下降的可能性大。

图 3 2017—2021 年及 2022 年上半年零售行业样本企业营业收入中值（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 4 2017—2021 年零售行业样本企业净资产收益率中值（单位：%）



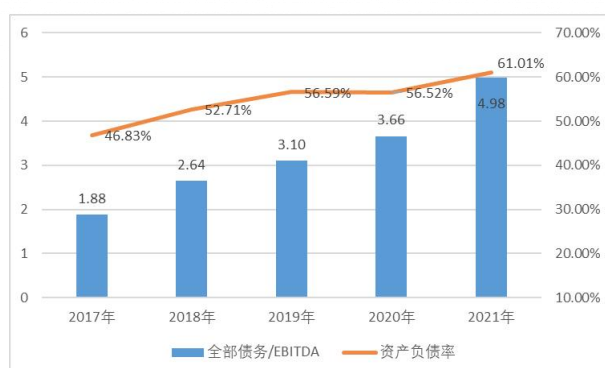
资料来源：Wind，联合资信整理

三、行业杠杆与偿债能力

零售样本企业长期偿债能力指标持续走弱，短期偿债能力尚可。

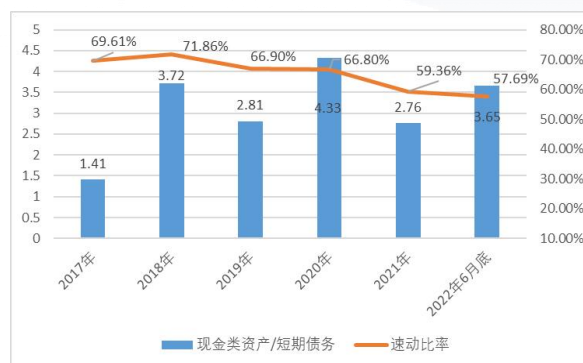
从杠杆水平来看，2017—2021 年末，样本企业资产负债率中值总体呈现增长趋势，2021 年底达到 61.01%，同比增加 4.49 个百分点。长期偿债能力方面，全部债务/EBITDA 中值持续攀升，2021 年为 4.98 倍，长期偿债能力指标弱化，考虑到部分零售企业自有物业占比高，受限比例低，具备一定融资弹性。短期偿债能力方面，2017—2021 年末，公司速动比率指标在 60% 上下波动，并呈下降趋势，截至 2021 年底为 59.36%；受益于下游现金为主的结算方式，现金类资产对短期债务的保障虽波动下降，但仍具备保障能力，2021 年末为 2.76 倍。截至 2022 年 6 月底，样本企业现金类资产/短期债务中值为 3.65 倍，速动比率中值为 57.69%。综合来看，零售企业整体偿债指标走弱。

图 5 2017—2021 年样本企业长期偿债能力中值指标情况（单位：倍）



数据来源：Wind，联合资信整理

期偿债能力中值指标情况（单位：倍）



数据来源：Wind，联合资信整理

图6 2017-2021年底及2022年6月底样本企业短期

四、行业内样本企业信用状况

受部分企业债券到期不再续发以及级别调降影响，零售存续企业主体级别集中度向低级别迁移，存量债券余额中国有企业占比仍高；2022年以来，行业内整体发债规模下降，行业内信用等级调降主体有2家，无信用等级调升主体。未来，短期内实体零售企业受线上零售的挤压持续存在，长期看随着线下消费的复苏，融资环境有望得到改善。

（一）截至2022年11月底零售发债企业主体基本情况

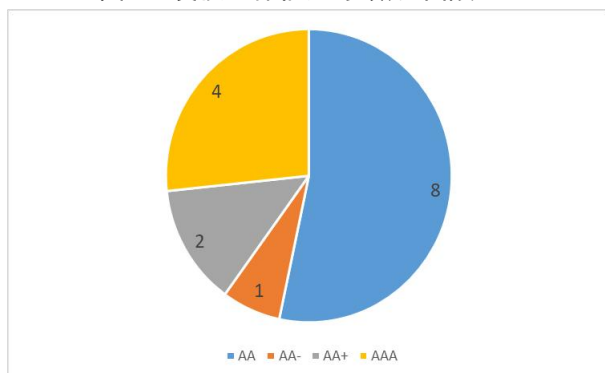
截至2022年11月底，零售企业发债存续主体16家，较上年变动不大，存续主体中仅1家电商零售企业，为北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东世贸”），剩余15家均为实体零售企业，零售企业发债主体仍以实体零售企业为主。

截至2022年11月底，零售存续发债主体中有存续信用等级的有15家²，信用等级分布在AA~AAA，AAA主体占26.67%，AA⁺主体占13.33%，AA主体占53.33%，AA⁻主体占6.67%，相较于2021年11月底的信用等级分布（其中AAA主体占35.29%、AA⁺主体占23.53%、AA主体占41.18%），零售企业信用等级集中度逐渐偏于以低级别为主，主要系部分高级别主体债券到期未续发（例如王府井、物美等）以及部分企业信用级别下调所致。

截至2022年11月底，存续发债主体中6家为国有企业，9家为民营企业，1家无实际控制人，为苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”），国有企业和民营企业占比较为平均。国有企业信用等级以AA⁺及以上为主，民营企业以AA为主。

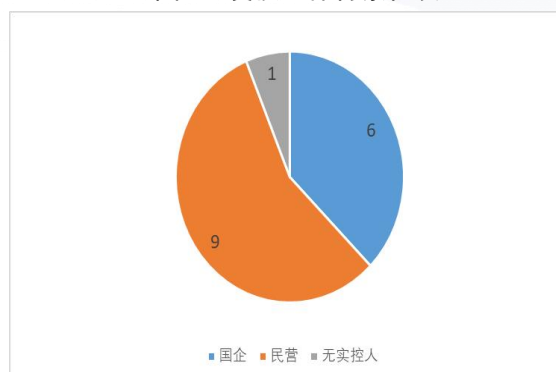
² 步步高商业连锁股份有限公司为无主体级别发行ABS。

图7 发债主体信用等级分布情况



资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

图8 发债主体背景性质



注：民营含民营企业、外商独资企业、中外合资企业和其他企业

资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

（二）零售企业债券发行情况分析

2017—2021 年及 2022 年前三季度，以 16 家零售发债企业为样本，发行规模分别为 258.10 亿元、320.70 亿元、369.37 亿元、664.79 亿元、534.30 和 380.80 亿元，京东世贸对当期零售企业债券发行贡献度很高，2017 年以来保持占比超 50%，2021 年为 72.69%。剔除京东世贸的影响，2019—2021 年及 2022 年前三季度，发债金额中分别有 78%、67%、91%和 92%的资金流向国有企业。截至 2022 年 12 月 21 日，16 家发债企业存续债券数目 220 支（其中京东世贸存续 179 支），存量债券余额 744.42 亿元，剔除京东世贸的 440 亿元，剩余企业存续债券余额 304.42 亿元，其中国有企业债券余额占比 64.55%。

（三）2022 年以来零售企业信用等级变动情况

2022 年以来零售发债企业中有一家发生信用等级调整情况，分别为苏宁易购和国美电器有限公司，信用等级均遭调降；当期零售行业内无信用等级调升情况。

表6 发债企业信用等级调整情况

企业名称	变动前	调整后	调整时间	核心原因
苏宁易购集团股份有限公司	AA+/列入信用评级观察名单	AA/稳定	2022 年 7 月	①2021 年，收到阶段性流动性压力、疫情环境下零售行业承压影响，苏宁易购收入明显下滑，经营性有任务利润仍呈亏损状态；加之当期计提减值导致公司净亏损规模很大，且后续相关投资损失的回收存在不确定性； ②公司股票被实施其他风险警示；

				面临超期应付款项等。
国美电器有限公司	AA+/稳定	AA-/负面	2022 年 11 月	①国美电器业绩下滑。2022 年上半年，国美电器实现营业收入 105.53 亿元，同比下降 58.77%，归母净利润为-1.28 亿元； ②国美电器所持中关村控股股份被司法冻结，冻结股份占其所持持股比例 90.09%。 ③国美电器控股股东国美零售业绩大幅下滑，造成国美零售部分应付金融机构贷款逾期。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

五、结论

2021 年，随着疫情对社会冲击的减弱，社会消费品零售总额恢复增长；2022 年受疫情多点散发影响和防疫政策优化，病例激增引发的恐惧将阻碍居民的消费能力和消费意愿，外出和社交活动在短期内仍将维持低位，短期内消费动力的不足将影响实体零售企业业绩，预计消费水平在 2023 年第二季度开始反弹。

财务方面，2021 年零售企业财务数据表现整体走弱，营业总收入和利润总额仍延续下降趋势，但降幅得到缓解，债务水平攀升，长期偿债能力弱化，短期偿债能力维持尚可；预计 2022 年全年零售企业收入同比呈现下降的可能性大。

受部分企业债券到期不再续发以及级别调降影响，零售存续主体级别集中度向低级别迁移，存量债券余额中国有企业占比仍高。2021 年行业债券发行规模下滑，融资环境紧张。长期看，随着防控措施逐步落地，促消费政策的出台，线下出行有望逐步恢复，带动消费复苏，零售行业经营环境和融资环境有望得到改善。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@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。