



中国零售业2024年回顾 与2025年展望

下滑风险倍增

S&P Global
Ratings

林祝祥，CFA
董事兼首席分析师

潘永浩
副董事

刘希
评级分析师

2024年8月7日

This report does not constitute a rating action

要点概览

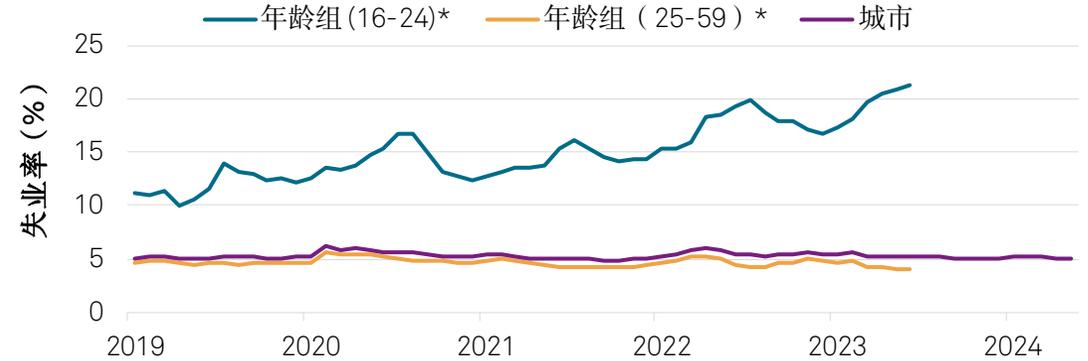
- 中国的零售消费增长正在减速。我们预计2024年下半年和2025年消费将维持低迷。
- 由于中国房地产市场萧条叠加经济前景黯淡，消费者信心承压，宏观环境的疲弱状态将持续。
- 2023年时，人们对小额奢侈品消费还有一部分偏好，但今年我们看不到任何强劲消费。2024年消费降级的态势在加速，我们认为2025年这一趋势将继续。
- 政策措施（如以旧换新和发放优惠券）对消费的提振作用将非常小。
- 多数主要类别消费的线上渗透率都将增长。线下零售投资是为了营造消费者体验，也是创建全渠道平台策略的一部分。
- 随着人均零售消费的下降和出境游竞争的加剧，旅游零售业（特别在以旅游业为主的海南）将面临更多下滑风险。
- 消费面临的主要风险是：（1）餐饮需求放缓，特别是服务消费收缩，和（2）可选性支出下降。

经济疲软打压消费者信心

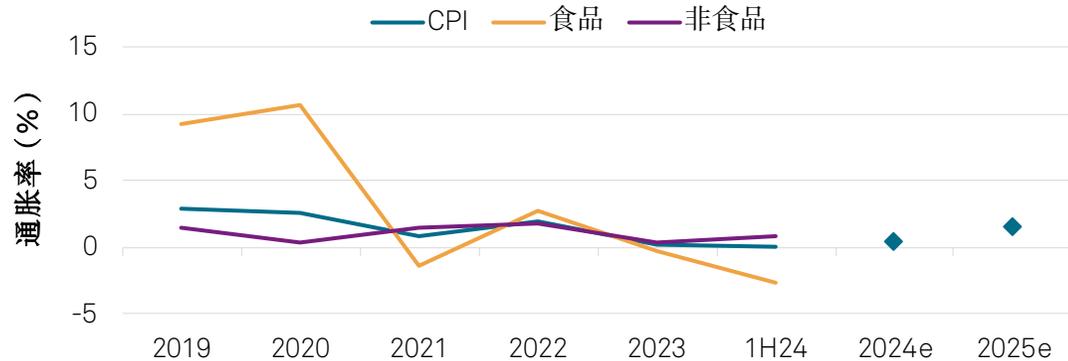
消费者信心将持续疲弱



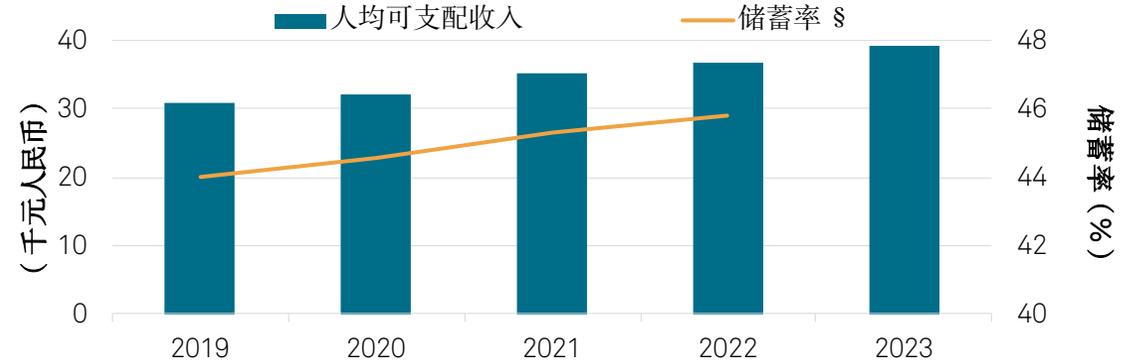
青年失业率居高加剧信心不足



需求疲软和供应过剩影响食品CPI



在此不确定形势下，储蓄不断增长



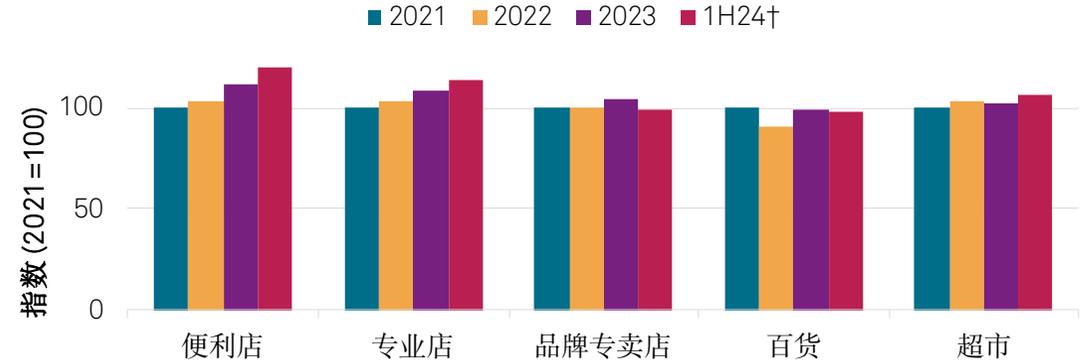
* 自 2023 年 8 月以来，国家统计局未更新按年龄组分列的失业率数据。§ 未获知2023年年度储蓄率。e—预估值。CPI—消费价格指数。资料来源：国家统计局、标普全球评级。

零售消费增速放缓的趋势将在2025年继续

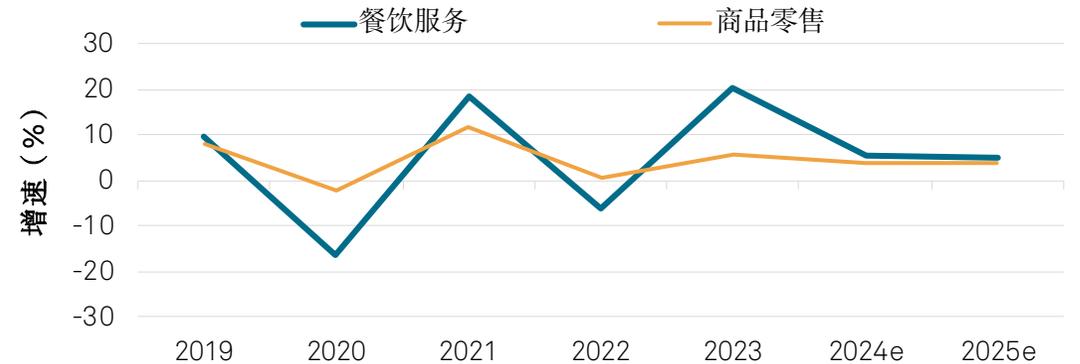
| | 中国主要数据 (%) | | | 较此前预测的变化 |
|------------|------------|-------|-------|----------|
| | 2023a | 2024e | 2025e | 2024 |
| GDP | 5.2% | 4.8% | 4.6% | +0.2% |
| 零售销售* | 7.7% | 4.3% | 3.8% | -0.1% |
| 按类别 | | | | |
| 餐饮 | 20.4% | 5.6% | 5.0% | -0.9% |
| 食品饮料 | 6.3% | 6.8% | 5.0% | +1.8% |
| 服装 | 11.6% | 0.9% | 2.0% | -3.1% |
| 家电 | -2.1% | 4.6% | -0.4% | -0.4% |
| 汽车 | 8.5% | 2.6% | 3.0% | -0.9% |
| 其它 | 2.8% | 5.1% | 5.1% | +1.1% |
| 按渠道 | | | | |
| 线下销售 | 7.2% | 3.0% | 2.9% | +0.3% |
| 线上销售 § | 8.8% | 7.0% | 5.7% | -0.4% |
| 线上渗透率* § | 31.8% | 32.7% | 33.3% | -0.1% |

*调整后不包括石油。§ 针对实物商品。†2024上半年指数以2021上半年为基数计算。a—实际值。e—预估值。资料来源：国家统计局，标普全球评级。

连锁店和商场销售额在下降

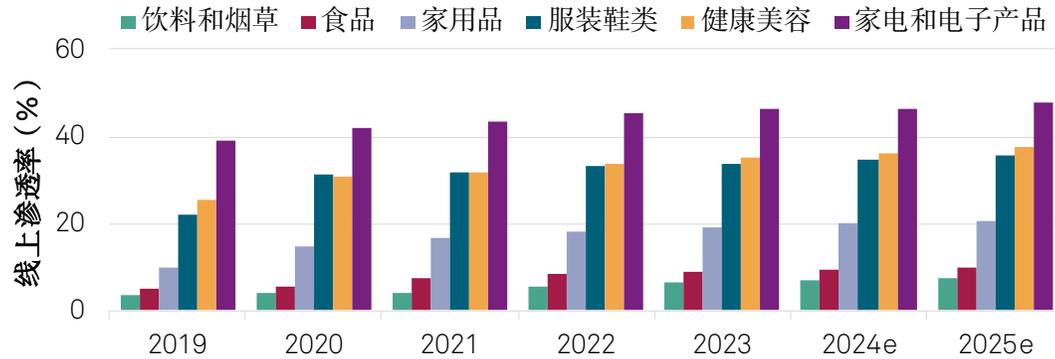


服务销售表现优于实物商品销售

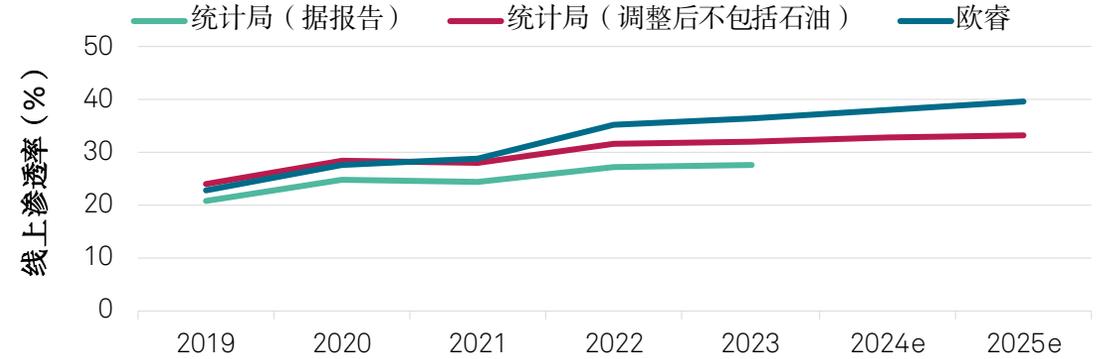


中国的电商市场将继续抢占线下渠道份额

所有品类的线上渗透都在深化



线上渗透率在稳步提升

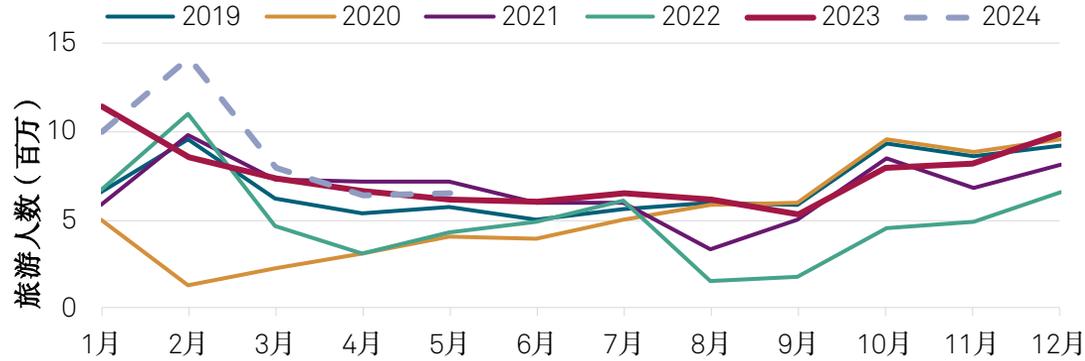


| 收入增长 | 2021a | 2022a | 2023a | 2024e | 2025e |
|---------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 阿里巴巴—中国商业零售收入 | 42.4% | 21.4% | -1.7% | 4.8%* | 3.3%* |
| 京东—产品净收入 | 25.1% | 6.1% | 0.7% | 6.0% | 4.0% |
| 拼多多 | 57.9% | 39.0% | 89.7% | 69.3% § | 31.3% § |

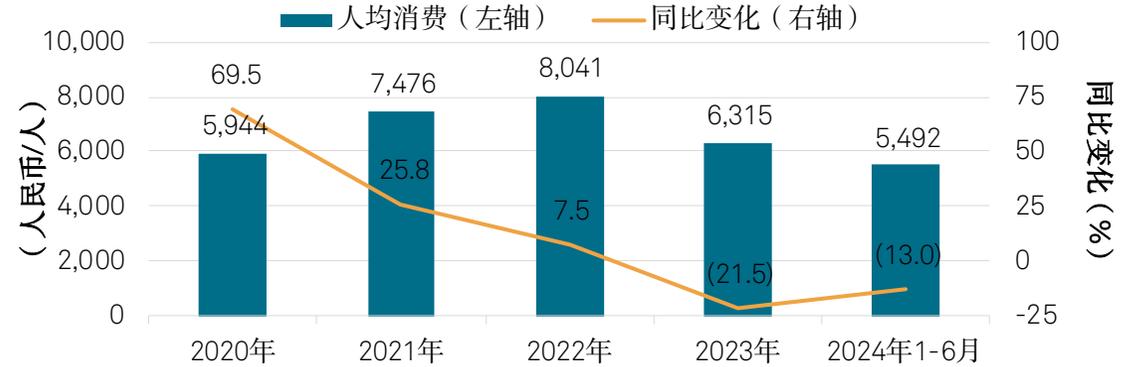
*阿里巴巴 2024 年和 2025 年的中国商业零售收入为 2024 财年和 2025 财年数字。§ — 彭博市场预测。a—实际值。e—预估值。调整后不包括石油—根据国家统计局公布数字，剔除石油及相关产品后的调整值。资料来源：国家统计局，公司披露信息，欧睿，彭博，标普全球评级。

海南免税销售额有下行的空间

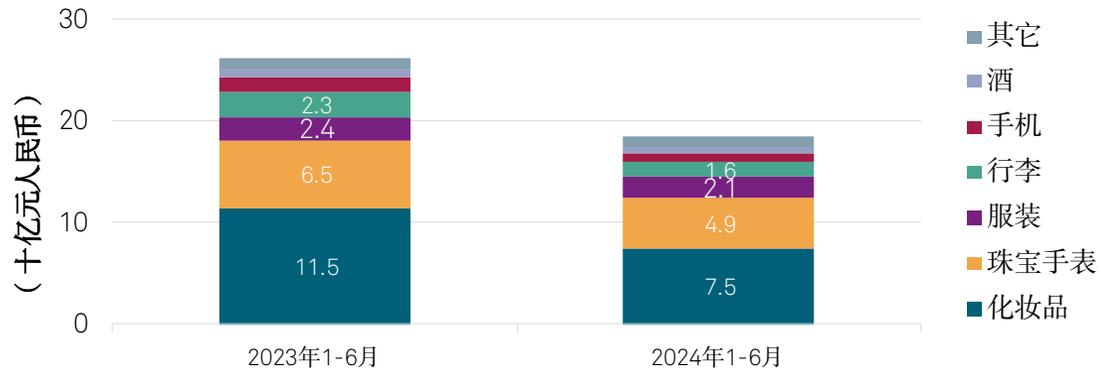
旅游人数增长并未转化为消费



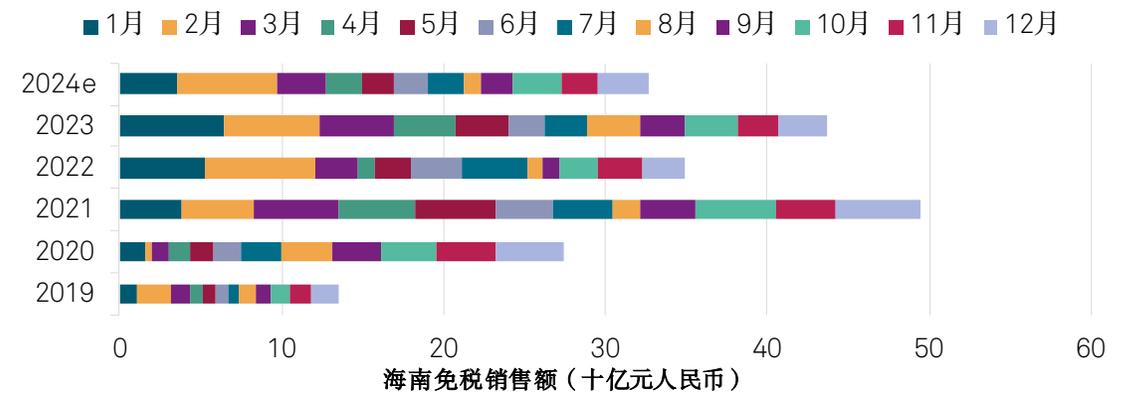
海南人均消费趋于下降



美妆产品销售额领跌

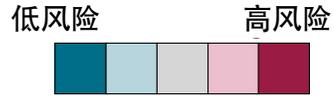


海南的销售额较2021年高峰出现显著下降



e—预估值。资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，Wind，海口海关，标普全球评级。

各行业的收入下行风险



| 行业 | 风险因素强度 | 下行风险有哪些? |
|------|--------|---|
| 餐饮 | | <ul style="list-style-type: none">• 继18个月的强劲表现后，2024年下半年的需求可能放缓。• 随着消费降级的加剧，每餐消费金额可能下降。• 随着渗透率增速放缓，2025年外卖需求可能也会相应下降。 |
| 汽车零售 | | <ul style="list-style-type: none">• 尽管平均售价的跌势有望于2024年第四季度缓解，但若竞争加剧，售价或将继续下跌。• 如果没有降价和以旧换新补贴，2025年新车销量可能进一步下滑。 |
| 家电 | | <ul style="list-style-type: none">• 2024年需求前置后，2025年可能出现更大回落。• 消费者信心低迷的情况下，消费升级步伐可能放缓。 |
| 服装 | | <ul style="list-style-type: none">• 气温的季节性变化更加温和，可能令需求下降（特别是在冬季）。• 与其它消费类别相比，服装的可选性更强，消费降幅可能更大。 |
| 食品饮料 | | <ul style="list-style-type: none">• 不利的人口结构和低出生率对需求的打击速度可能快于我们目前预期。• 产品结构正在向中档/大众类产品转变；随着消费降级，这一趋势可能加速。 |

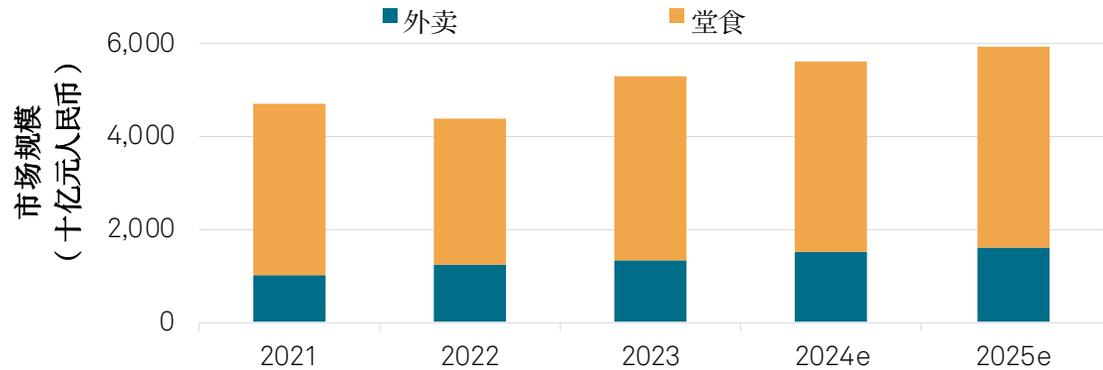
各行业展望

餐饮：餐饮业随着外卖增长降速而放缓

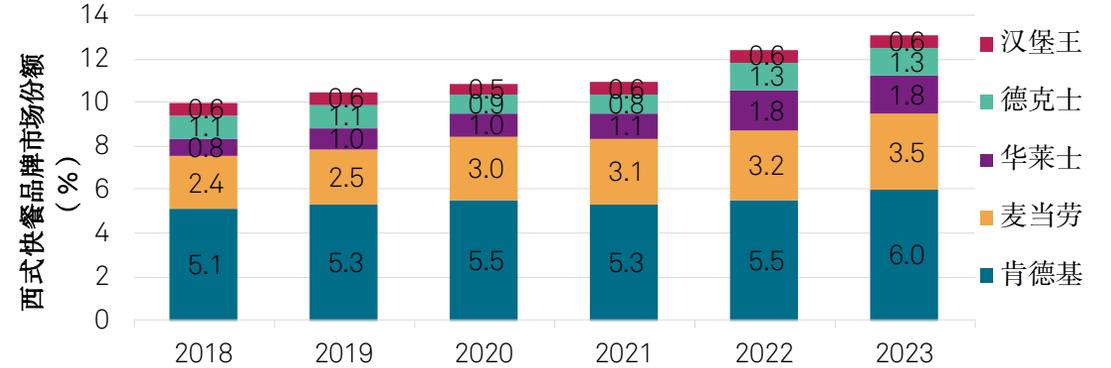
数年波动之后增长将企稳



外卖销售额增速超过堂食



大型连锁店正在赢得份额



| 收入增速 | 2021a | 2022a | 2023a | 2024e | 2025e |
|------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 海底捞 | 36.0% | -20.2% | 33.6% | 11.8% | 7.7% |
| 瑞幸 | 97.5% | 66.9% | 87.3% | 41.0%* | 23.0%* |
| 美团 | 56.0% | 22.8% | 25.8% | 14.8% | 10.3% |
| 呷哺呷哺 | 12.7% | -23.1% | 25.3% | 8.9%* | 12.1%* |
| 百胜中国 | 19.2% | -2.9% | 14.7% | 6.5%* | 9.6%* |

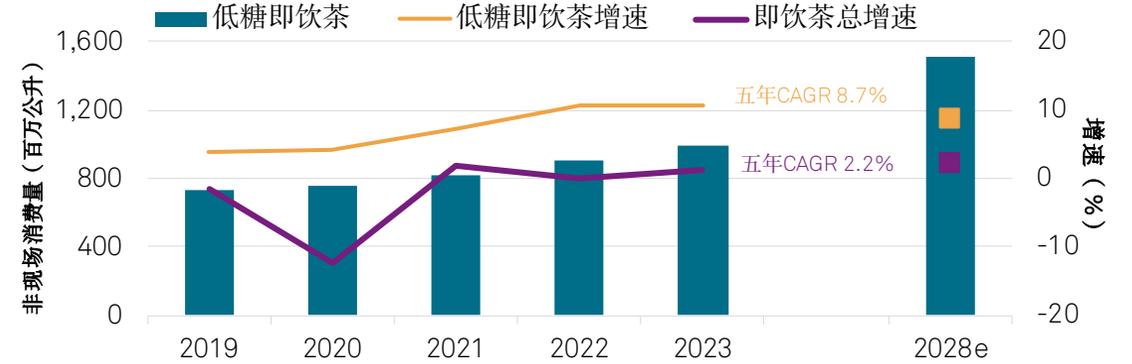
* 彭博市场预测。e—预估值。资料来源：国家统计局，公司披露信息，欧睿，彭博，标普全球评级。

食品饮料：饮料和营养补充剂成亮点

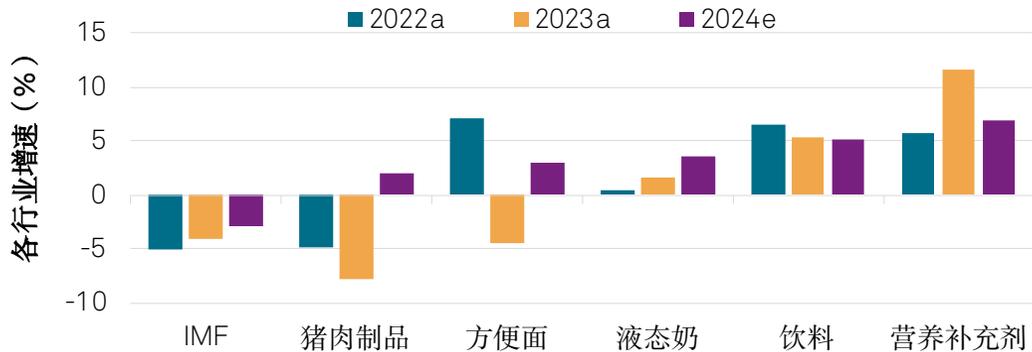
食品饮料需求保持良好



低糖饮料销售加速增长



低出生率导致婴幼儿配方奶粉销售下滑

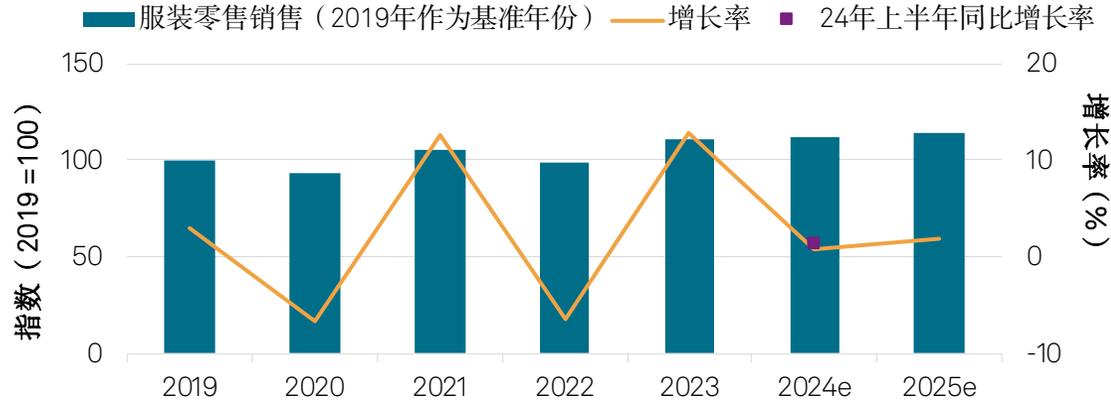


| 收入增速 | | 2021a | 2022a | 2023a | 2024e | 2025e |
|-------|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 乳制品 | 健合 | 3.2% | 10.6% | 9.0% | 4.5% | 6.6% |
| | 蒙牛 | 15.9% | 5.1% | 6.5% | 2.1% | 3.5% |
| | 伊利 | 14.1% | 11.4% | 2.5% | 2.0% | 3.5% |
| 综合组 | 光明 | -3.1% | -8.8% | -3.6% | 3.1% | 3.4% |
| | 中粮 | 25.8% | 11.6% | -7.5% | -4.9% | -0.3% |
| 饮料方便面 | 农夫山泉 | 29.8% | 11.9% | 28.4% | 14.7%* | 14.4%* |
| | 康师傅 | 9.6% | 6.3% | 2.2% | 4.3% | 4.1% |
| | 统一 | 10.8% | 12.0% | 1.2% | 7.0%* | 5.9%* |
| 蛋白制品 | 万洲国际—中国肉制品 | 4.4% | -4.9% | -7.8% | 2.0% | 2.8% |

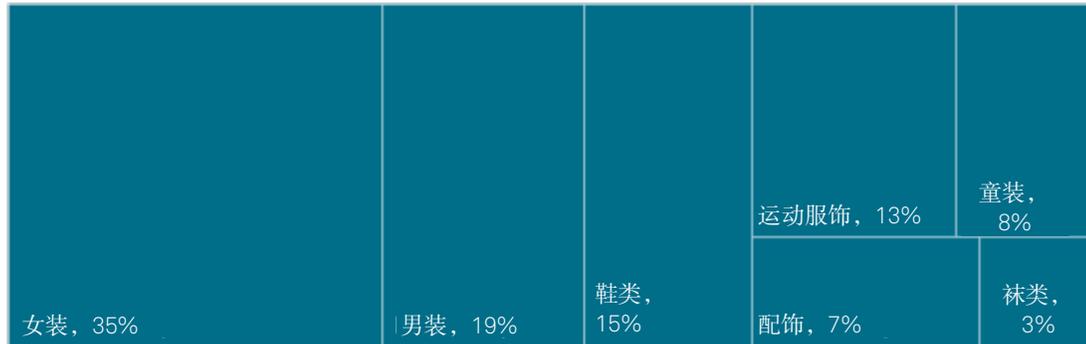
* 彭博市场预测。非现场消费指的是经零售店而非餐饮渠道的饮料销售。a—实际值。e—预估值。IMF—婴幼儿配方奶。资料来源：国家统计局，欧睿，公司披露信息，Capital IQ，彭博，标普全球评级。

服装：运动休闲服饰驱动服装板块增长

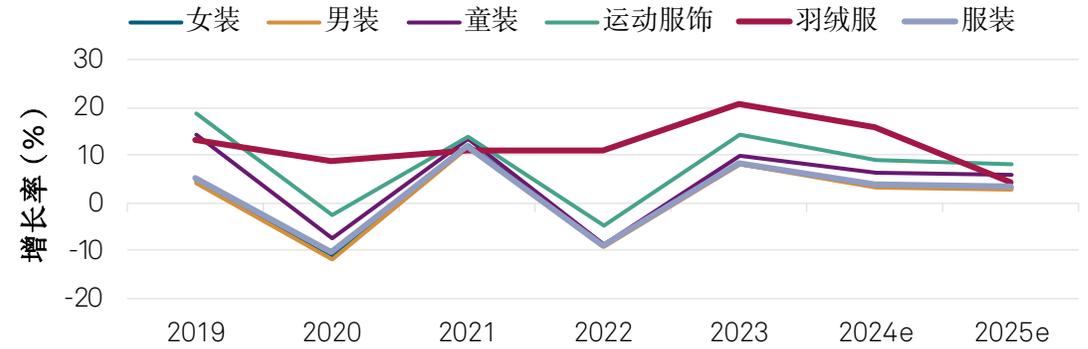
服装业整体疲弱令前景承压



2023年服装业构成（按市场规模划分）



运动服饰支撑服装业增长

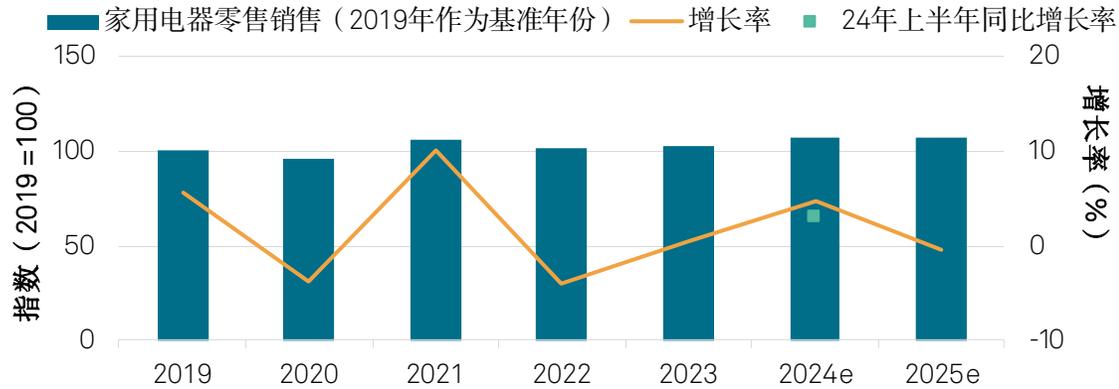


| 收入增速 | 2021a | 2022a | 2023a | 2024e | 2025e |
|------------|-------|--------|-------|---------|--------|
| 阿迪达斯-大中华区* | 3.0% | -36.0% | 8% | n/a | n/a |
| 安踏 | 38.9% | 8.8% | 16.2% | 13.2%† | 12.4%† |
| 波司登 | 10.9% | 20.0% | 3.5% | 38.4% § | 8.4% § |
| 迅销-大中华区* | 16.7% | 1.2% | 15.2% | n/a | n/a |
| 耐克-大中华区* | 19.0% | -13.0% | 4.0% | n/a | n/a |
| 唯品会 | 14.9% | -11.9% | 9.4% | -0.4% | 2.0% |

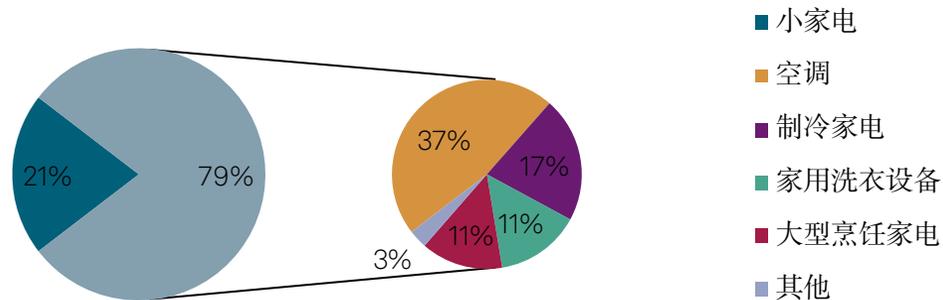
*剔除汇率变化影响。§ 波司登2024和2025年的收入增速为2024财年和2025财年数字。†彭博市场预测。e—预估值。n/a—无相关数据。资料来源：公司信息披露，彭博，国家统计局，欧睿，中国服装协会，标普全球评级。

家电：2024年“以旧换新”政策促进需求小幅提升

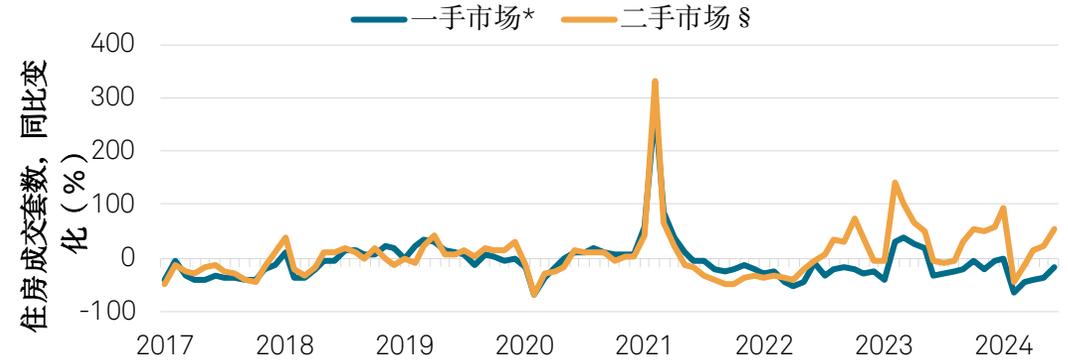
家电需求于2024年前置



2023年家电业构成 (按市场规模划分)



房地产市场低迷累及家电需求



| 收入增速 | 2021a | 2022a | 2023a | 2024e | 2025e |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 格力 - 国内 | 10.8% | 6.2% | 15.2% | n/a | n/a |
| 格力 - 海外 | 12.6% | 3.3% | 7.0% | n/a | n/a |
| 海尔 - 国内 | 4.3% | 4.4% | 7.1% | n/a | n/a |
| 海尔 - 海外 | 13.2% | 9.9% | 7.6% | n/a | n/a |
| 美的集团 - 国内 | 24.8% | -1.1% | 9.9% | 7.6% | 7.3% |
| 美的集团 - 海外 | 13.7% | 3.6% | 5.8% | 4.0% | 4.0% |

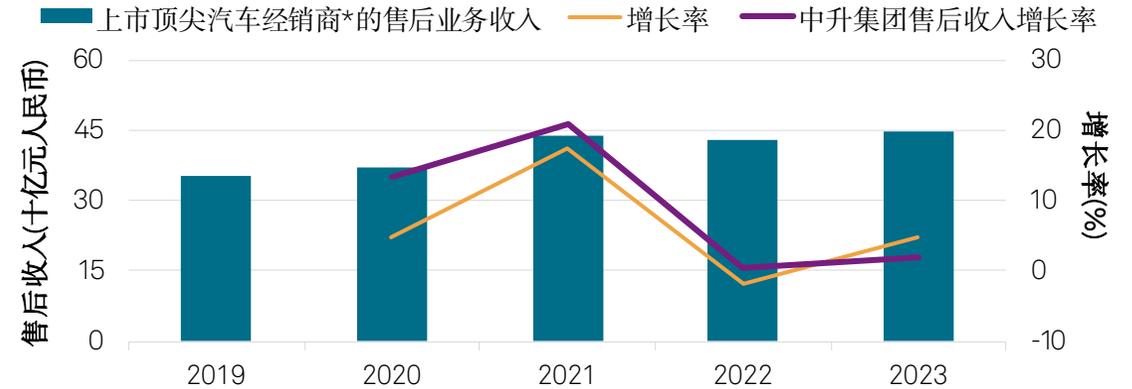
*一手市场数据样本为中国三十大中型城市。§ 由于缺乏相关数据，二手市场数据样本为30城市中的15个。a—实际值。e—预估值。n/a—无相关数据。资料来源：Wind，国家统计局，公司信息披露，欧睿，彭博，中国家用电器研究院，标普全球评级。

汽车零售：二手车销售和保养收入驱动增长

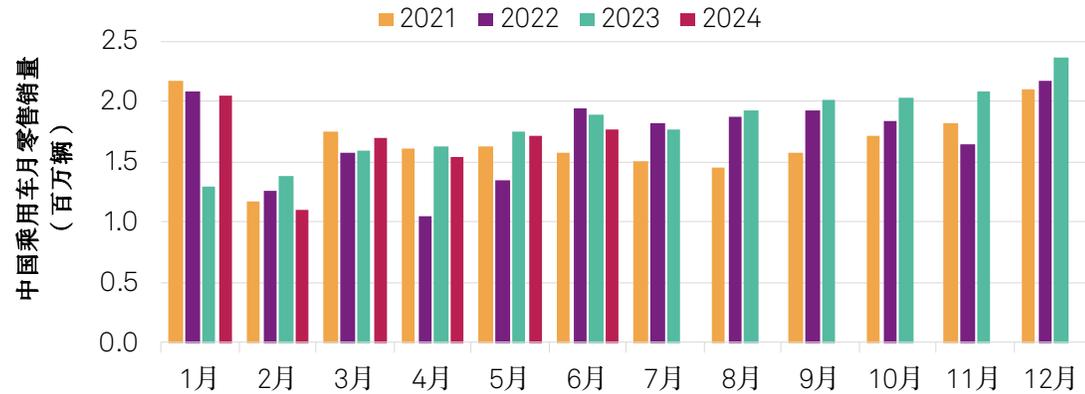
由于新车价格降低，2024年的销售增速将下滑



面对汽车行业价格战，售后市场保持稳定



新车销量受降价和补贴驱动



| 收入增速 | 2021a | 2022a | 2023a | 2024e | 2025e |
|------|-------|--------|-------|---------|---------|
| 广汇汽车 | 0.0% | -15.7% | 3.3% | -6.1% § | -3.3% § |
| 永达汽车 | 14.3% | -7.6% | 0.8% | -1.1% § | 1.0% § |
| 中升集团 | 18.0% | 2.7% | -0.3% | 1.9% | 3.7% |

*中国前二十大汽车经销商中的上市公司，包括中升集团、永达汽车、国机汽车、美东汽车和正通汽车等。§ 彭博市场预测。a—实际值。e—预估值。资料来源：乘联会，国家统计局，公司信息披露，CapIQ，彭博，标普全球评级。

附录

部分同业

■ 中国企业 ■ 非中国企业

| | | 财务风险状况 | | | | | |
|--------|----|---|---|--|--|--|--|
| | | 极低 | 较低 | 中等 | 较高 | 很高 | 极高 |
| 业务风险状况 | 极强 | <ul style="list-style-type: none"> • 亚马逊 (AA/稳定/A-1+) | <ul style="list-style-type: none"> • 沃尔玛 (AA/稳定/A-1+) | <ul style="list-style-type: none"> • 雀巢 (AA-/稳定/A-1+) • 可口可乐 (A+/稳定/A-1) • 百事 (A+/稳定/A-1) • 联合利华 (A+/稳定/A-1) | | | |
| | 强劲 | <ul style="list-style-type: none"> • 耐克 (AA-/稳定/A-1+) • 阿里巴巴 (A+/稳定/--) • Costco (A+/稳定/A-1) | <ul style="list-style-type: none"> • Target (A/稳定/A-1) | <ul style="list-style-type: none"> • 嘉吉 (A/稳定/A-1) • 恒天然 (A-/稳定/A-2) • 星巴克 (BBB+/稳定/A-2) • 三得利 (BBB+/稳定/--) | <ul style="list-style-type: none"> • 达能 (BBB+/稳定/A-2) • 麦当劳 (BBB+/稳定/A-2) • 泰森食品 (BBB/稳定/A-2) | <ul style="list-style-type: none"> • 中粮香港 (A-/稳定/--) • 惠而浦 (BBB-/稳定/A-3) | <ul style="list-style-type: none"> • 百胜餐饮集团 (BB+/稳定/--) |
| | 较好 | <ul style="list-style-type: none"> • 迅销 (A+/稳定/--) • 美的集团 (A/稳定/--) • 京东 (A-/稳定/--) • 康师傅控股 (A-/稳定/--) • 伊利 (A-/稳定/--) | <ul style="list-style-type: none"> • Best Buy (BBB+/稳定/--) • 蒙牛乳业 (BBB+/稳定/--) • H & M Hennes & Mauritz (BBB/稳定/A-2) • 万洲国际 (BBB/稳定/--) • 中升集团 (BBB/稳定/--) | <ul style="list-style-type: none"> • 邦吉 (BBB+/正面/A-2) • AB Electrolux (BBB/负面/A-2) • Darden Restaurants (BBB/稳定/A-2) • LG 电子 (BBB/稳定/--) • AutoNation (BBB-/稳定/A-3) | <ul style="list-style-type: none"> • Lithia Motors (BB+/稳定/--) • Penske Automotive (BB+/稳定/--) | <ul style="list-style-type: none"> • 光明食品 (BBB/稳定/--) | |
| | 普通 | <ul style="list-style-type: none"> • 海底捞 (BBB/稳定/--) • 美团 (BBB/正面/--) • 唯品会 (BBB/稳定/--) • 波司登 (BBB-/稳定/--) | <ul style="list-style-type: none"> • Carter's (BB+/稳定/--) • 优步 (BB+/正面/--) | <ul style="list-style-type: none"> • Smithfield Foods (BBB-/稳定/A-3) | <ul style="list-style-type: none"> • 健合集团 (BB/稳定/--) | | |
| | 较弱 | | | <ul style="list-style-type: none"> • 棒! 约翰 (BB-/稳定/--) | <ul style="list-style-type: none"> • Grab (B+/稳定/--) | <ul style="list-style-type: none"> • 加拿大鹅 (BB-/稳定/--) | <ul style="list-style-type: none"> • 现代牧业 (BBB/稳定/--) • Burger King (B-/稳定/--) |
| | 疲弱 | | | | | | <ul style="list-style-type: none"> • CEC Entertainment (B-/稳定/--) |

评级截至2024年8月6日。资料来源：国家统计局，标普全球评级。

相关研究

- [中国消费企业VS国际同业：餐饮、服装、家电的直接竞争加剧](#)，2024年7月29日
- [信用答疑：海南能否依托优势地位崛起？](#)，2024年6月24日
- [Sector Update: Sportwear](#)，2024年6月25日
- [Economic Outlook Asia-Pacific Q3 2024: Exporters And EMs Are Outperforming](#)，2024年6月24日
- [中国消费企业VS国际同业：食品饮料企业变革在即](#)，2024年5月8日
- [中国房地产观察：2024探底之年](#)，2024年5月7日
- [中国食品饮料行业：克服经济疲态稳步增长](#)，2024年4月
- [中国消费企业VS国际同业：评级相似，过程不同](#)，2024年3月6日
- [今年中国消费品零售总额增速或将落后于GDP增速](#)，2024年1月22日

大中华区消费分析团队联系人

刘彦君, CFA

董事总经理兼分析经理

andy.liu@spglobal.com

香港

刘希

分析师

lucy.liu@spglobal.com

香港

孔维昌

分析师

victor.kong@spglobal.com

香港

潘永浩

副董事

aras.poon@spglobal.com

香港

谢漫琦, CFA

副董事

manqi.xie@spglobal.com

香港

章馥如

副董事

flora.chang@spglobal.com

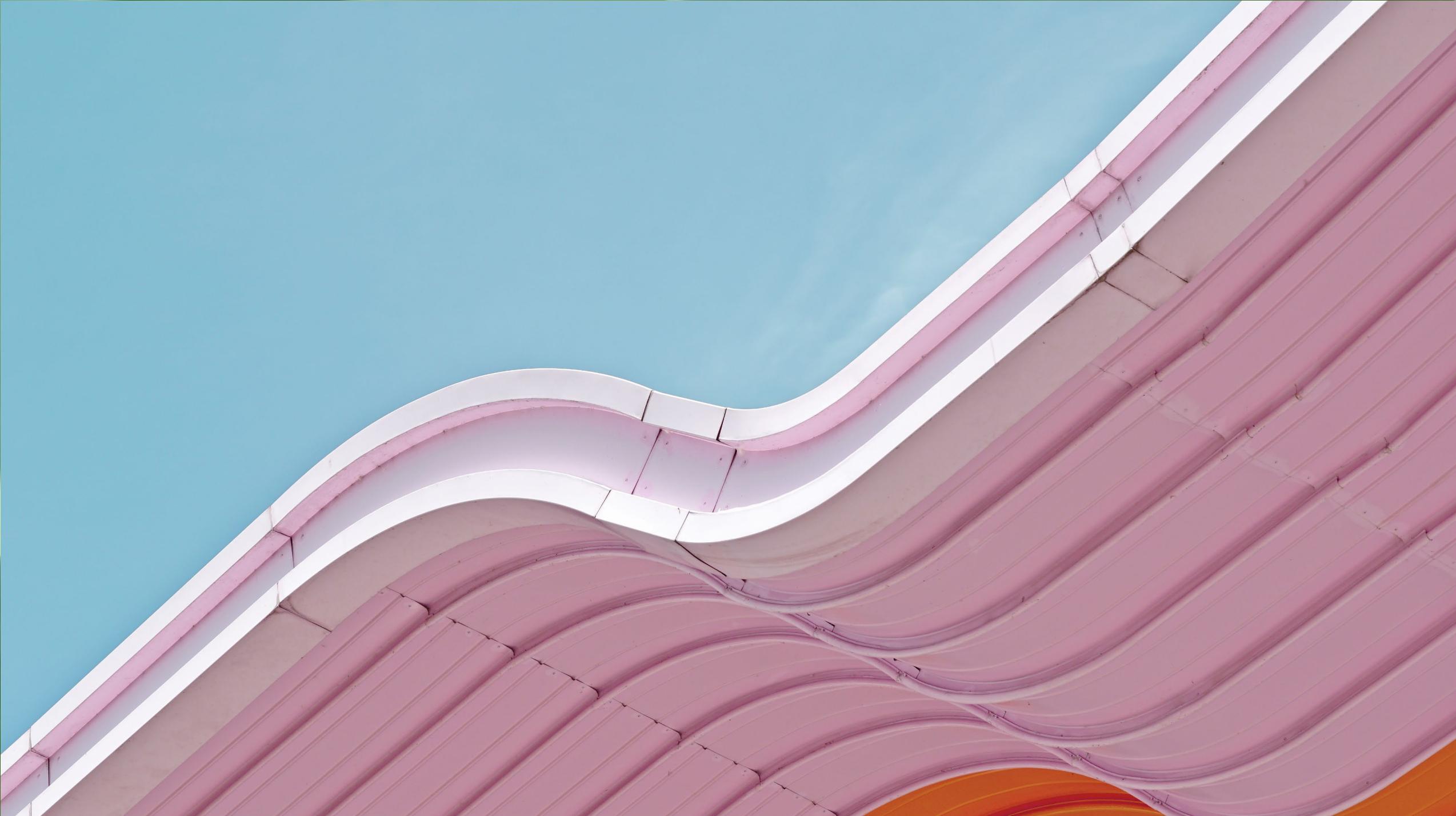
香港

林祝祥, CFA

董事兼首席分析师

sandy.lim@spglobal.com

香港



中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。阅读英文版请点击：<https://www.capitaliq.spglobal.com/web/client?auth=inherit#ratingsdirect/crediresearch?artObjectId=101602246&artRevId=1&html=true>

版权© 2024, Standard & Poor's Financial Services LLC (以下统称“标普”)。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予、撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及www.ratingsdirect.com和www.globalcreditportal.com（收费网站），及www.spcapitaliq.com（收费网站），及可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P和RATINGSDIRECT是Standard & Poor's Financial Services LLC的注册商标。

spglobal.com/ratings

S&P Global
Ratings