



新型消费研究系列

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：龚轶之（执业 S1130523050001）

gongyizhi@gjzq.com.cn

便利店——小业态大生意，打造便利生活

研究说明

债务/人口拐点到来，大消费走向成熟，转向高质量发展。实现扩大内需的国家战略，既要稳定传统消费，更要培育新型消费、激发有潜能的消费，我们判断提质升级是重要方向。“新型消费”研究系列旨在挖掘具有高成长潜力的新兴消费赛道，聚焦新产品/新模式/新技术，多维度剖析行业逻辑，展望未来发展趋势。本文重点分析便利店业态，近年来门店持续加密，行业迎来确定性增长，我们梳理了历史脉络和发展现状，并判断潜在的成长性投资机会。

投资逻辑

- 小而美的业态，打造便利生活。便利店是满足消费者“便利”需求、为城市而生的业态，在时间/空间/品类上都尽量贴近消费者，相比其他线下零售渠道具有小而美特征：①24H 营业；②覆盖窄；③面积小；④品类优。行业先后经历：1) 创业时代（1992-2007年）；2) 扩张时代（2008-2014年）；3) 升级时代（2015年至今），由初期日系品牌引领再到本土、海外品牌交相辉映，门店形态也不断朝着“商品+服务”的日式便利店靠拢。
- 商业模式拆解，品牌把控核心。品牌方是连锁便利店产业核心，调动上游供应链、管理中游加盟门店运营并最终服务于消费者。连锁品牌初期收取保证金/加盟费 etc 开店费用，后续主要通过向加盟商收取毛利分成（20-40%不等）获得收入，据测算行业平均单店每月贡献近 1.2 万元收入，利润率水平较高且不直接承担经营风险。除积极拓展门店网络扩大收入规模，品牌专注于品牌营销、产品研发，并且手握优质铺位、供应链体系作为核心竞争力。
- 门店持续加密，市场空间广阔。便利店行业正处发展快车道，全国门店规模、销售总额保持上扬态势，门店加密推动成长。2022 年中国连锁品牌便利店销售额 3264 亿元，CAGR5 约 11.4%；门店总数达 18.4 万家，CAGR5 约 12.0%。多重红利兑现期，行业渗透率远未见顶：1) 中国人均 GDP、城镇化接近 1.5 万美元/年、70% 的行业启动门槛，刺激需求增长；2) 政策推动“一刻钟便民圈”建设鼓励便利店扩张。2022 年中国便利店门店密度 4924 人/家、渠道销售占比 0.74%，较海外市场约 2000 人/家、约 5% 的水平有较大距离，未来发展空间广阔，值得战略性布局。
- 地方群雄割据，集中尚待时机。中国便利店分石油系/日系/本土系三大阵营，后两者服务城市居民是分析重点。行业区域特征明显，各省市均有地方龙头，2022 年全国门店 CR3/CR5/CR10 为 25.9%/32.8%/43.9%，日系合计占比 9.1%。由于地区差距较大，华南/华东/华中行业较为成熟，全国口径集中度或不能反映真实集中度。行业上升期，头部玩家共同分享市场扩容，集中度提升仍面临多重阻力：1) 地区差异较大，考验管理能力；2) 经营同质化高，需差异化竞争；3) 兼并成本偏高，出清尚未开始。

投资建议

- 行业加速成长，未来值得期待。便利店是目前大消费板块难得的高成长且逻辑清晰的赛道，短期增长势头不减，长期渗透率未见顶。早年因市场未成熟而发展较慢，2014 年开始提速，近年迎来需求/政策拐点加速成长。
- 商业模式优秀，品牌把控核心。品牌方作为产业链核心，加盟体系+毛利分成模式下有效提高利润率、降低经营风险，且手握品牌/产品研发/供应链作为核心竞争力，业绩表现远胜其他零售业态。
- 地区特征明显，关注格局演绎。中国便利店行业处于“混战”状态，头部公司开拓蓝海市场走向全国，本地 VS 外省品牌、本土 VS 日系品牌相互碰撞。市场集中还需要时间，建议关注美宜佳（未上市，本土便利店 TOP1）、红旗连锁（西南便利店龙头，基本盘稳固）。

风险提示

- 居民收入增长不及预期、市场竞争加剧、统计误差。



内容目录

1、便利店：小而美的业态，打造便利生活.....	4
1.1、行业历史复盘，海内外品牌并进.....	4
1.2、商业模式拆解，品牌方居中运营.....	7
2、市场规模：门店持续加密，市场空间广阔.....	9
2.1、短期：规模快速增长，经营结构优化.....	10
2.2、长期：多重利好兑现，渗透率未见顶.....	12
3、竞争格局：地方群雄割据，集中尚待时机.....	14
3.1、全国集中度低，地方群雄割据.....	14
3.2、集中尚待时机，面临多重挑战.....	15
4、投资建议：行业确定成长，小业态大生意.....	20
5、风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 中国便利店行业发展历史概览	4
图表 2： 三大日系便利店进驻中国时间	5
图表 3： 2022 年本土连锁便利店 TOP10	5
图表 4： 美宜佳门店数及增速	6
图表 5： 便利店行业投融资事件	6
图表 6： 便利店新物种相继诞生	6
图表 7： 便利店产业链	7
图表 8： 便利店门店运营类型	7
图表 9： 主要连锁便利店品牌加盟协议	8
图表 10： 便利店经营测算	8
图表 11： 便利店物流配送类型	9
图表 12： 日本市场 711 旗下 7 Premium 销售情况	9
图表 13： 2021 年美宜佳推出自有白酒产品.....	9
图表 14： 2013–2020 年中国实体零售销售额增速 (%)	10
图表 15： 分业态零售额月度同比 (%)	10
图表 16： 中国便利店销售额及增速	10
图表 17： 中国便利店门店数及增速	10
图表 18： 样本企业销售额同比变动分布情况 (%)	10
图表 19： 样本企业门店变动情况 (家)	10



图表 20:	中国便利店行业平均日销额及增速	11
图表 21:	中国便利店非烟产品销售结构 (%)	11
图表 22:	中国便利店门店类型占比 (%)	11
图表 23:	中国便利店分时段销售额占比 (%)	11
图表 24:	中国便利店已开通线上业务比例 (%)	12
图表 25:	会员 VS 非会员客单价对比 (元)	12
图表 26:	中国便利店门店覆盖率	12
图表 27:	2022 年全球便利店门店覆盖率	12
图表 28:	中国便利店渠道销售占比 (%)	13
图表 29:	2022 年全球便利店渠道销售占比 (%)	13
图表 30:	中美日城镇化率对比 (%)	13
图表 31:	中美日年人均 GDP 对比 (美元)	13
图表 32:	便利店行业支持政策梳理	14
图表 33:	中国便利店行业门店集中度 (%)	14
图表 34:	日系便利店市场集中度 (%)	14
图表 35:	2022 年全国主要省市代表性便利店品牌一览	15
图表 36:	中国连锁便利店 TOP20 品牌门店变动 (家)	16
图表 37:	日本便利店行业	16
图表 38:	2022 年中国各地区便利店密度 (人/家)	16
图表 39:	2022 年中国各地区便利店 24 小时营业比例 (%)	16
图表 40:	2022 年中国各省市便利店行业发达程度汇总	17
图表 41:	2023 年美国 711 门店分布图	17
图表 42:	2023 年美国 Casey's 门店分布图	17
图表 43:	美宜佳门店展示	18
图表 44:	天福门店展示	18
图表 45:	日系便利店特色饭团产品	18
图表 46:	唐久便利店人气产品	18
图表 47:	美宜佳门店提供的附加服务项目	19
图表 48:	唐久便利店加盟优势	19
图表 49:	十足便利店物流配送优势说明	19



零售行业先后经历“货品导向-渠道导向-用户导向”的变迁，互联网技术的普及亦引发实体零售渠道洗牌。其中便利店凭借其便利属性、小而美的经营模式实现逆势增长，并在近年来随着消费提质升级和政策加持进入加速增长通道，是值得关注的线下零售业态。

本文详细梳理了中国便利店行业历史脉络和行业现状，展望中长期发展趋势，并判断潜在的成长性投资机会。

1、便利店：小而美的业态，打造便利生活

便利店是满足消费者“便利”需求、为城市而生的业态。最早发端于美国，并在 1970s 传入日本，再经港台加盟商之手在 1990s 进入中国大陆市场。在此期间便利店业态曾经过几次迭代升级，当前全球范围内流行的主要是以日本 711 为蓝本的“日式便利店”（具体内容详见我们的报告《海外消费复盘系列（三）：日本便利店启示录，不断进击的 711》）。

按照目前国内通行的《连锁便利店行业规范》，其主要特征可以概括为：

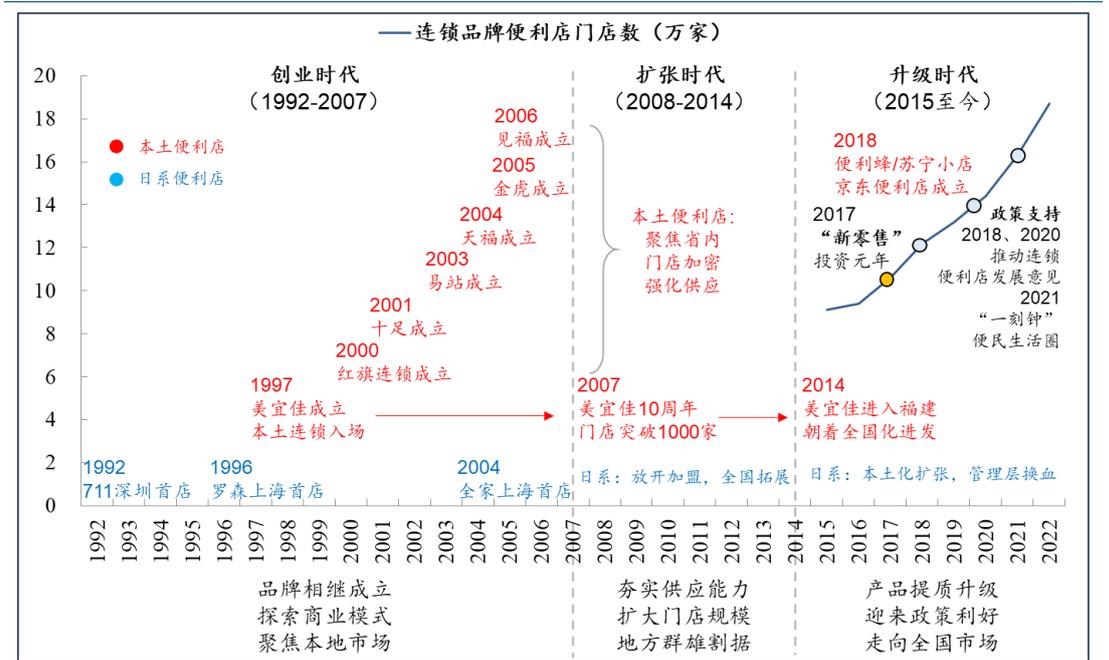
- 1) 经营：营业时间一般为 14-24 小时，除售卖商品外还提供有偿或无偿的各种便民服务。
- 2) 选址：人流量较密集或人口密度较大的区域，辐射范围较小，半径一般不超过 500 米。
- 3) 面积：相对大卖场、超市较小，营业面积应在 30 平方米至 300 平方米之间。货架组数有限，配备若干冷冻/冷藏设备以及用于简单加热即食食品的电器。
- 4) 商品：商品结构主要包括日常生活用品、预包装食品、散装食品、饮料、机制饮品、保健食品、计生用品、烟酒、文具、出版物、特色商品以及应急性商品等。

可以看到便利店相比其他线下零售渠道具有小而美的特征，围绕“便利”需求进行改造，在时间、空间上都尽量贴近消费者。然而门店分散布局和针对及时性需求意味着更高的价格和经营成本，便利店是“便利”而不“便宜”的业态，因此在 1992 年由 711 引进中国大陆市场后经历了漫长的市场培育期。近年来随着居民消费水平提质升级和政策推动，行业已经进入加速成长期。2022 年中国便利店门店总数超过 30 万家（*全口径数字，下同）、销售额达到 3834 亿元，年化增速均超过 10%，或带来成长性投资机会。

1.1、行业历史复盘，海内外品牌并进

中国便利店行业先后经历：1) 创业时代（1992-2007 年）；2) 扩张时代（2008-2014 年）；3) 升级时代（2015 年至今），由初期日系品牌引领再到本土、海外品牌交相辉映，门店形态也不断朝着“商品+服务”的日式便利店靠拢。

图表1：中国便利店行业发展历史概览



来源：CCFA，国金证券研究所（注：门店数仅统计连锁品牌便利店数量）



■ 创业时代（1992-2007年）

中国便利店行业由日本 711 开启，1992 年地区加盟商中国香港牛奶公司在深圳开出第一家 711 门店，标志着创业时代的到来，紧靠中国香港的广东省也成为便利店行业发展最早的地区之一。此后日本便利店龙头罗森于 1996 年在上海开出首家门店，再到 2004 年全家在中国台湾润泰集团支持下同样进驻上海，三大日本连锁便利店品牌会师中国大陆市场。

在海外品牌引入全新商业模式并开始在高线城市开疆拓土的同时，中国本土品牌同样开始发力：1997 年东莞美宜佳成立、1998 年上海良友/太原唐久/南京苏果成立、1999 年北京物美成立、2000 年成都红旗连锁/北京好邻居成立、2001 年浙江十足成立、2003 年深圳易站成立、2004 年东莞天福成立、2005 年成都舞东风/山西金虎、2006 年厦门见福成立。

在此期间，海内外品牌并未出现直接竞争，本土便利店更多以所在省份为根据地，以扩大门店网络为首要目标，逐步建立物流配送体系和信息化管理模式，门店形态上仍类似于超市（便利店 1.0 版本）；而海外品牌凭借品牌光环主打中高收入群体，在高线城市打开市场。当时间来到 2007 年，本土便利店龙头美宜佳在成立十周年之际门店突破 1000 家，代表着本土连锁便利店品牌已经跑通了特许加盟模式，逐步具备了和海外品牌竞争的能力。

图表2：三大日系便利店进驻中国时间



图表3：2022年本土连锁便利店TOP10



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 扩张时代（2008-2014年）

2008 年开始，中国便利店行业的新玩家还在陆续入局（2010 年每一天、2011 年全时等），初具规模的连锁品牌则开始加快扩张的步伐。

日系便利店继续聚焦高线城市，并率先进行全国布局。日本 711 自 2004 年联合王府井百货、中国糖业酒类集团合资成立柒一拾壹（北京）布局北京/天津市场后，2009 年联合中国台湾统一超商布局华东，2011-2013 年先后联合众地集团、新希望集团进驻川渝、山东市场。全家则以城市为据点，2006 年进驻苏州，2011 年进驻杭州，2014 年进驻北京/深圳，巩固高能级城市的优势。罗森也采取了类似的策略，2010 年进驻重庆、2011 年进驻大连、2012 年进驻杭州、2013 年进驻北京。

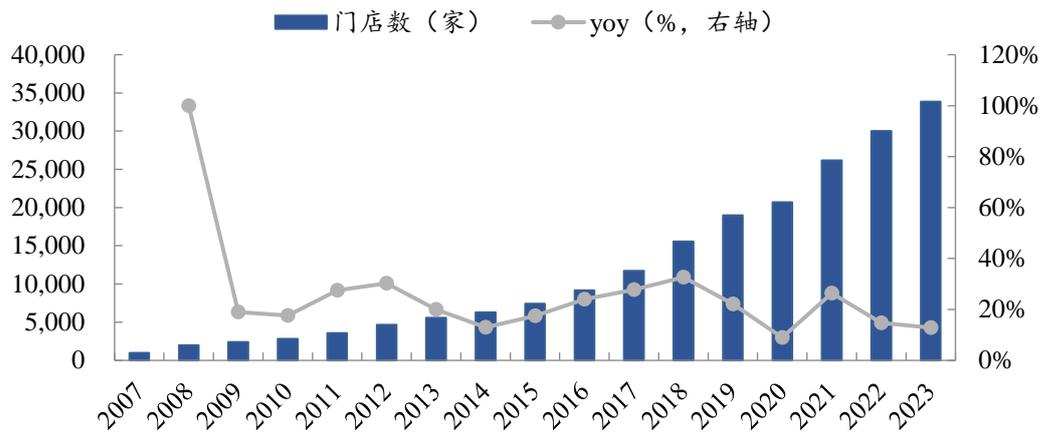
相比之下，本土便利店继续聚焦省内市场，在各线城市进行拓展，并着手搭建供应链体系，因此也就形成了“地方群雄割据”的格局。其中有代表的包括广东的美宜佳/天福/易站、福建的见福、山西的唐久/金虎、四川的红旗连锁/舞东风、浙江的十足、上海的好德/可的/联华快客。

作为中国便利店行业标杆，美宜佳在 2009 年 1 月提出“成为中国最具本土特色的便利店行业成功典范”的愿景，对标海外龙头进行发展。一方面公司从销售型门店向服务型门店转型，增加便民服务覆盖率；另一方面加强供给端竞争力，2010 年设立物流中心、2011 年改革冷链物流营运、2012 年推出自有品牌“淳风派”、2013 年推进鲜食项目作为利润增长点、2014 年入股华雪冷链提升冷链保障能力且当年旗下秋田视佳物流园（美宜佳大亚湾食品加工及物流配送中心）竣工。

扩大门店规模、夯实供应链基础是这个时代以美宜佳为代表的本土品牌的缩影。2007-2014 年，美宜佳门店数从 1000 家上升至 6302 家，在广东省内建立了稳固的基本盘。当省内拓展已经较为充分后，本土品牌纷纷开始向省外拓展，2014 年美宜佳进军福建、天福进军湖南，标志着一个新时代的开始。



图表4: 美宜佳门店数及增速



来源: CCFI, 美宜佳官网, 国金证券研究所

■ 升级时代 (2015 年至今)

2015 年前后, 中国便利店迎来了居民消费水平提升、政策推动的双重利好, 开始进入快速增长通道。尤其是当 2017 年“新零售”概念提出后, 便利店作为新业态的代表开始受到资本关注, 电商巨头如阿里巴巴、京东、苏宁纷纷下场, 吸引来具有互联网背景的创业者。2014 年起, 便利店赛道年度投融资总额逐年攀升, 投融资事件在 2017、2018 年达到接近 80+起/年的高潮, 诞生出例如京东便利店、苏宁小店、便利蜂、狸便利等新兴物种。

事后来, 新零售对便利店行业的影响在于推动了业态升级, 商品内容、交付方式和外观设计都有显著提升, 推动单店销售额和利润率的提升。从最直观的业态变化上看, 可以发现便利店陆续出现: 1) 鲜食、潮流商品 SKU 增加; 2) 货架陈列更明亮清爽; 3) 支持手机/刷脸支付等多种支付手段; 4) 搭建会员营销体系。我们曾复盘美日便利店行业发展史, 两国都曾经经历过从类似传统超市的便利店 1.0 向兼顾商品+服务的便利店 2.0 模式切换的时点, 对于中国便利店行业来说这种切换或许从 2017 年开始全面加速。

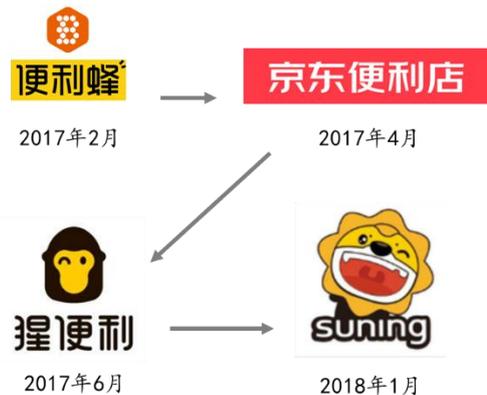
由于日系品牌发展较早, 一开始便以 2.0 模式为主, 因此在这个阶段继续以扩大门店规模为主要任务。711 于 2017 年携手金鹰商贸拓展江苏市场、2019 年先后联合三福百货、友阿股份、三全食品进驻福建、湖南、河南市场。罗森也在 2015 年提出“区域大加盟商战略”, 2016 年联合中百集团进军湖南湖北, 此后陆续进入南京、合肥、长沙、沈阳等城市。2020 年开始, 随着授权到期和公司内部战略调整, 三大日系品牌纷纷调整管理层, 进一步强调本土化。同期国产便利店品牌则继续高歌猛进, 走向全国化后门店数量快速增长, 并且随着门店升级, 开始和日系便利店正面竞争。2014-2022 年, 美宜佳、天福、红旗连锁、十足、见福、唐久门店分别增长 4.7 倍、2.7 倍、2.3 倍、2.1 倍、6.0 倍、1.6 倍, 门店网络大幅加密。

图表5: 便利店行业投融资事件



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

图表6: 便利店新物种相继诞生



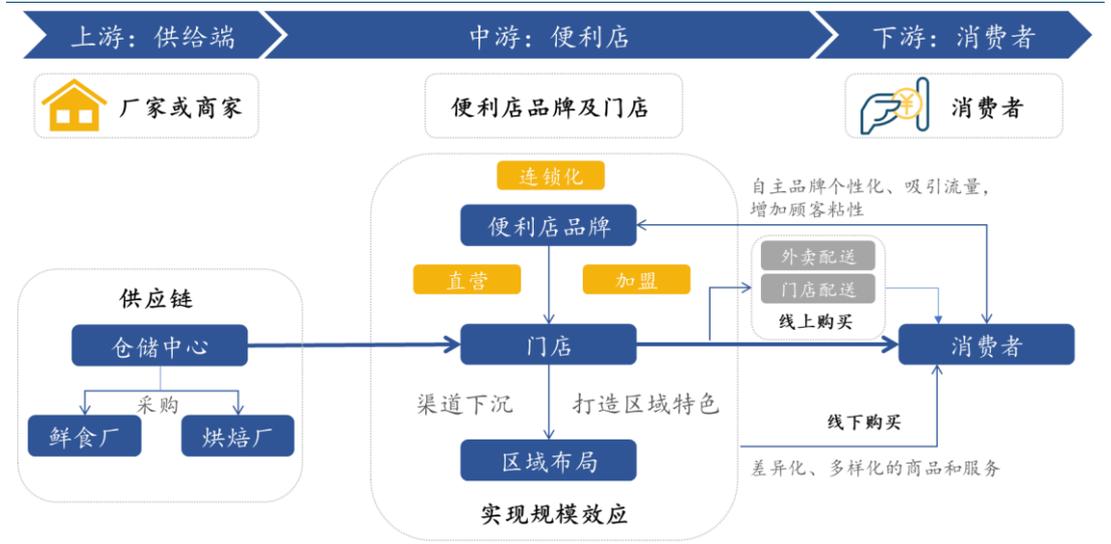
来源: 公司官网, 国金证券研究所



1.2、商业模式拆解，品牌方居中运营

中国便利店行业由日系品牌开启，因此在产业链结构上也具有高度相似，连锁品牌作为产业链运转的核心，调动上游供应链配送、中游门店运营管理并最终服务于消费者。由于便利店行业门店规模广、涉及的从业人员众多、交易频次高，对品牌方的运营能力有较高要求，尤其是在产品开发、物流配送、门店管控、市场营销领域。便利店品牌作为产业链上有较强话语权的一方，主要通过向加盟门店收取毛利分成或赚取商品差价获得收入。

图表7：便利店产业链



来源：国金证券研究所整理

■ 下游：管理门店网络，参与收益分成

便利店门店主要分为：1) 直营；2) 加盟；3) 委托经营 三种，当前多数连锁品牌主要采用加盟或委托经营模式，二者主要差异在于品牌方介入程度和获取收益的方式不同。加盟模式下品牌方仅收取加盟费，而委托经营模式下品牌方和加盟商的绑定更深，通过对最终毛利的分成获取收益，尤其以日系便利店为盛。

图表8：便利店门店运营类型

门店类型	利益分派	内涵
直营	总部自负盈亏	总部直接投资经营门店，采取纵深式管理
加盟	总部只收取加盟费加盟商承担经营风险	总部授权加盟商使用品牌，提供门店经营的技术经验； 实际运营上加盟门店和总公司相互独立
委托经营	总部和被委托人根据协议共担成本，分享收益	总部投资开发门店，根据协议委托给被委托人承包经营； 公司制定统一营销政策、提供商品、指导经营 被委托人按照公司规定负责门店商品销售活动及其门店管理

来源：CCFA，国金证券研究所

我们梳理了国内主要连锁便利店品牌的加盟协议，可以看到从品牌方角度，加盟门店可以带来两类收入：

- 1) 期初的一次性开店收入，主要包括加盟费、保证金（合同到期后可退还）、设备/装潢、首批贷款、其他开业服务费（培训费、系统使用费、设计监督费等）。无论具体科目如何划分，一般而言总额区间较为稳定，日系便利店品牌开店成本 40 万元、本土品牌约 30 万元，可能因地区不同或后续利益分派不同有所差异。
- 2) 后续的经营性收入。加盟店开业后品牌方可通过收取加盟费或直接分配毛利获得收益分成，本土便利店品牌代表美宜佳目前收入 1000 元/月的品牌使用费，而日系品牌则收取平均 35%左右的毛利率分成。



图表9：主要连锁便利店品牌加盟协议

项目	A 品牌·浙江	B 品牌·成都		C 品牌·华东		
		A-投资管理型	D-委托管理型	A 方案	B 方案	C 方案
期初：开店成本						
加盟费	2.5	10	10	10	10	10
保证金	3	10	10	10	15	15
设备/装潢	约 18	加盟商承担	总部承担	42	20	总部承担
首批货款	6	10	/	/	/	/
开业服务费	0.8	3.2	3.2	/	/	/
总计	30	33.2	23.2	62	45	25
后续：经营成本						
人员工资			加盟商承担			
门店租金			加盟商承担			
水电费用	加盟商承担	加盟商承担	加盟商承担	加盟商承担	共同承担	共同承担
货品损耗			加盟商承担			
毛利抽成	不抽成，品牌使用费 1000 元/月	38%	累进制，52%+	15%	25%	35%
预计毛利率	非烟产品 25%	30-40%	30-40%	38%	38%	38%

来源：CCFA，相关公司官网，国金证券研究所（注：A 公司为本土品牌龙头，B、C 公司为日本品牌代表）

对品牌方而言，一方面需要扩大门店规模，意味着有更多的“纳税”门店，因此会组织人数众多的商务拓展团队开拓市场；另一方面还需要在日常经营中保证门店盈利质量，从而提升单店所能贡献的后续经营收入金额。由于连锁品牌不直接承担门店经营风险，因此利润率水平也较高。

我们利用行业平均数据测算了终端门店经营情况，2022 年加盟商投资回本周期约 2.3 年，每月加盟商营业利润约 1.1 万元，还可为连锁便利店品牌贡献约 1.2 万元的收入。

图表10：便利店经营测算

项目	行业平均销额/利润率/费用率	每月金额（元）
收入		
日均销售额	5000	150000
毛利	30%	45000
费用		
人员工资	7.6%	11400
门店租金	6.0%	9000
水电费用	1.5%	2250
其他（含毛利抽成、货品损耗）	7.8%	11700
利润		
营业利润	7.1%	10650
期初投资		300000
回本周期（年）		2.3

来源：毕马威，国金证券研究所



■ 上游：保证配送效率，优化商品组合

在便利店品牌与门店的分工上，加盟店主要负责商品销售和人员管理，而供给端的商品开发、生产和配送则由品牌方负责统一管理。配送频率一般采取一日一配，冷冻和冷藏食品可以为一日两配或三配。目前主流的配送方式是自建配送中心，以加强对供应链的管控能力。

图表11：便利店物流配送类型

配送模式	内涵
供货商直送	供货商直接配送货物至门店，便利店较少采用此模式
第三方配送	总部将商品统一委托第三方配送服务商，按照门店订货需求和总部指令，代表总部向门店配送货物
自建配送中心	总部直接投资建立配送中心，统一采购至配送中心，根据订单需求送货；便利店企业一般采取此模式

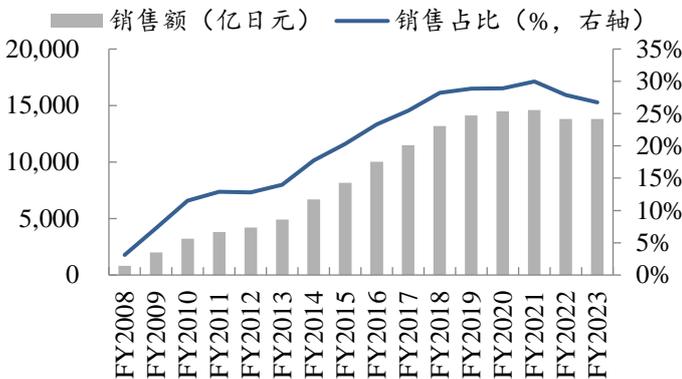
来源：CCFA，国金证券研究所

供应链是连锁便利店品牌的基本功，行业初期或许可以通过外包方式满足配送需求，因为当时商品主要以全国常见的流通品牌为主。而随着门店规模扩张，对配送成本和质量把控的要求会驱使品牌方加大供应链投入，2008-2014年的扩张时代多数地方便利店龙头均已完成供应链布局。

当行业进一步发展，尤其是消费质量提升后海内外便利店品牌开始出现正面竞争，进一步提升供应链水平，推出设计新颖、高毛利的产品是关键。这决定了消费者青睐度、终端门店的盈利状况以及进一步扩大门店规模的可能。2015年中国便利店大会上曾披露全行业门店毛利率约24.3%，调查对象中最高的是可达36%，最低的仅有16.5%，差距就来自于商品经营能力。

在2015年之后的升级时代，本土品牌向日系便利店学习，也在不断的提升自有品牌和高毛利SKU的开发，目前已初见成效。以美宜佳为例，2021年在捕捉到酱香酒机遇推出零售价99元的性价比自有白酒产品“爱的是酒”、零售价1元的“纯唤山泉”，此后还针对湘鄂赣三省消费者口味推出“鲜椒辣松面包”，2022年夏天在佛山上市了“28天鲜啤”。

图表12：日本市场711旗下7 Premium销售情况



来源：Seven&I，国金证券研究所

图表13：2021年美宜佳推出自有白酒产品



来源：黑格咨询，国金证券研究所

2、市场规模：门店持续加密，市场空间广阔

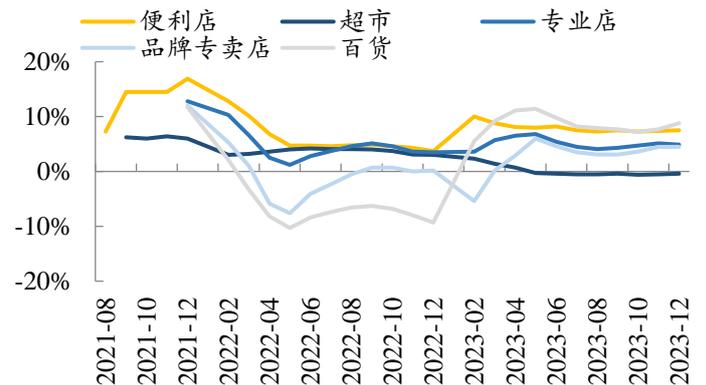
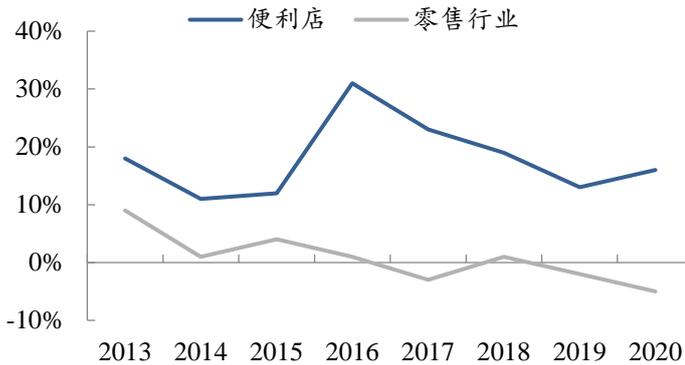
便利店行业正处于发展快车道，全国门店规模、销售总额均保持上扬态势，是当前大消费承压背景下难得的有独立增长的赛道。横向对比其他实体零售业态，便利店不仅在2013-2020年持续保持双位数增长，远超百货商超。在公共卫生事件发生后，其他业态因客流减少受到较大影响，但便利店依然实现有韧性的增长。

我们认为驱动便利店渠道成长的背后，有消费者对便利的需求、政策的积极推动、连锁品牌的努力，更重要的是便利店作为一种“为城市而生”的渠道正冉冉升起。



图表14: 2013-2020年中国实体零售销售额增速 (%)

图表15: 分业态零售额月度同比 (%)



来源: 毕马威, 国金证券研究所 (注: 零售行业包括小型超市、大型商超、百货商店)

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

2.1、短期: 规模快速增长, 经营结构优化

截至2022年, 中国连锁品牌便利店销售额3264亿元, CAGR5约11.4%; 门店总数达到18.4万家, CAGR5约12.0%。尽管受到公共卫生事件影响, 便利店继续实现了稳步增长, 其中主要是由门店网络加密带来的量增。

图表16: 中国便利店销售额及增速

图表17: 中国便利店门店数及增速



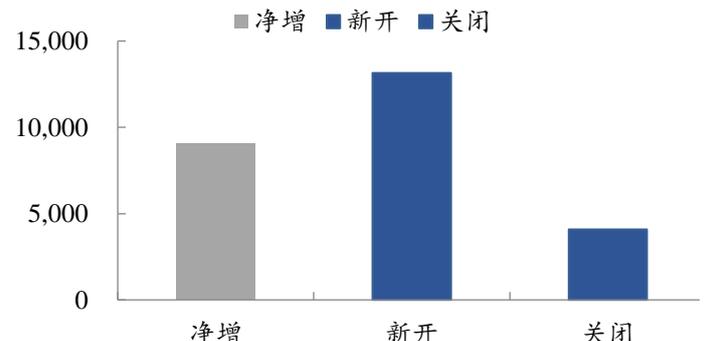
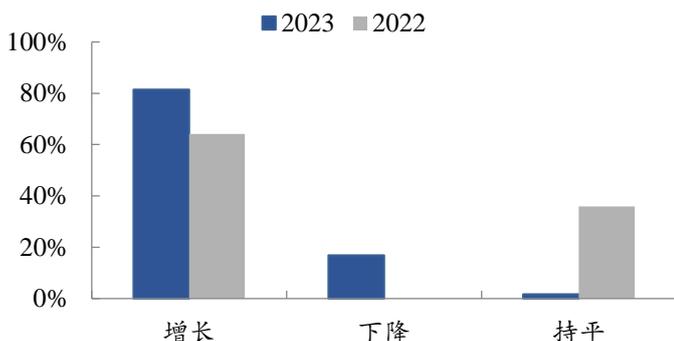
来源: CCFA, 国金证券研究所

来源: CCFA, 国金证券研究所

尽管2023年数据尚未披露, 但从目前CCFA组织的调查上看, 预计全年便利店行业依然保持了快速增长, 近80%的品牌销售额同比增长, 新开门店接近1万家。

图表18: 样本企业销售额同比变动分布情况 (%)

图表19: 样本企业门店变动情况 (家)



来源: CCFA, 国金证券研究所

来源: CCFA, 国金证券研究所



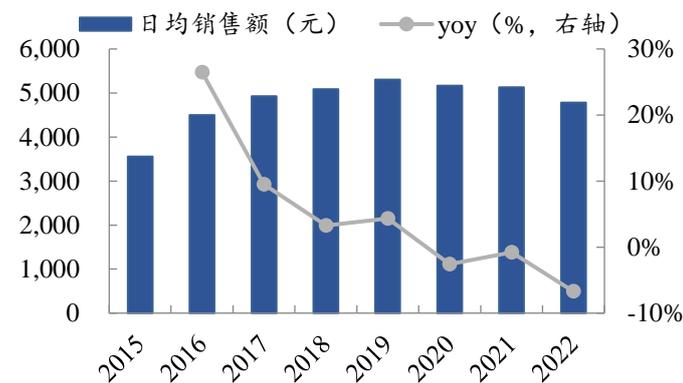
此外从结构上看,中国便利店行业整体的盈利能力、门店分布、数字化建设继续向好发展,为行业继续增长打下良好基础。

■ 结构优化一: 食品占比提升, 推动利润增长

从单店销售情况上看,过去几年由于便利店门店密度大幅上升,对存量门店有一定分流作用,叠加公共卫生事件影响,2019-2022年门店日均销售额有所下滑,从5305元下降至4782元。

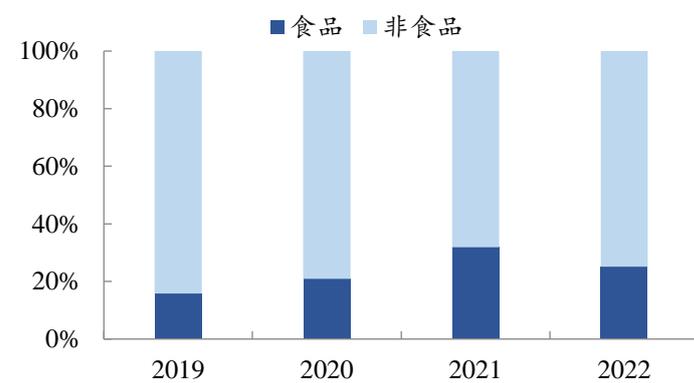
值得关注的是,从商品结构上看高毛利的食品占比在不断提升,除了2022年特殊原因略有下滑外,已经从2019年的15.8%上升至2021年的31.9%。商品组合毛利率的增长,或能弥补门店分流效,推动单店利润继续增长。

图表20: 中国便利店行业平均日销额及增速



来源: CCFI, 国金证券研究所

图表21: 中国便利店非烟产品销售结构 (%)



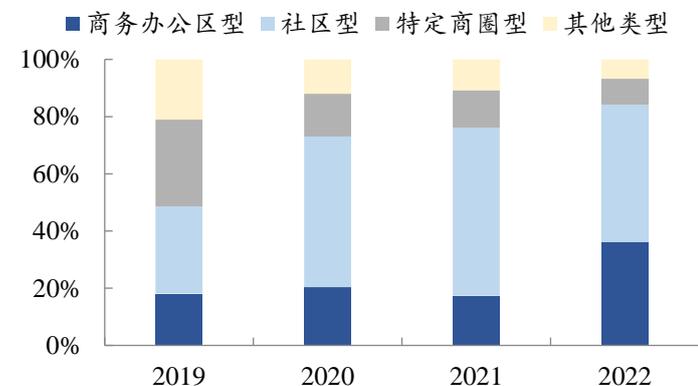
来源: CCFI, 国金证券研究所

■ 结构优化二: 门店分布优化, 利于市场拓展

从门店分布上看,便利店业态加速进入办公楼、居民社区等需求旺盛区域,相应的门店占比也从2019年的18.1%、30.4%进一步上升至2022年的36.1%、48.0%。从客群画像上看,便利店消费者主要是20-40岁的中青年群体,每周到店次数更多,在其日常生活必经的办公区和社区铺设门店能有效捕捉到用户需求。

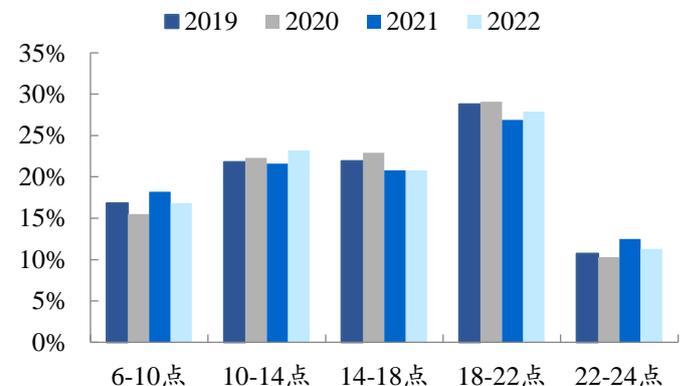
此外便利店不只是为城市而生的业态,也是夜间经济的代表。从便利店收入时间占比上看,18-22点、22-24点的仍可达到约25%、10%。中青年群体生活节奏快、压力大,贴近其开店还能满足全时段的消费需求。

图表22: 中国便利店门店类型占比 (%)



来源: CCFI, 国金证券研究所

图表23: 中国便利店分时段销售额占比 (%)



来源: CCFI, 国金证券研究所



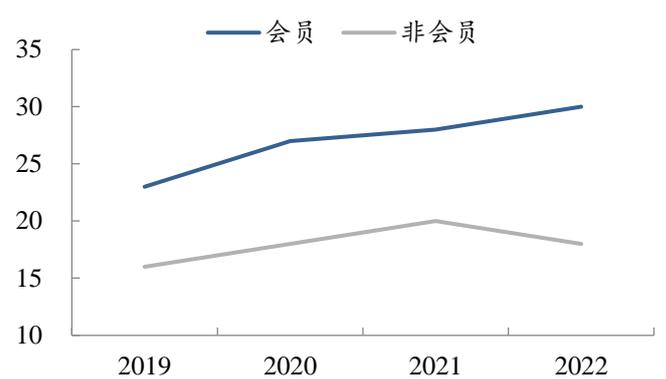
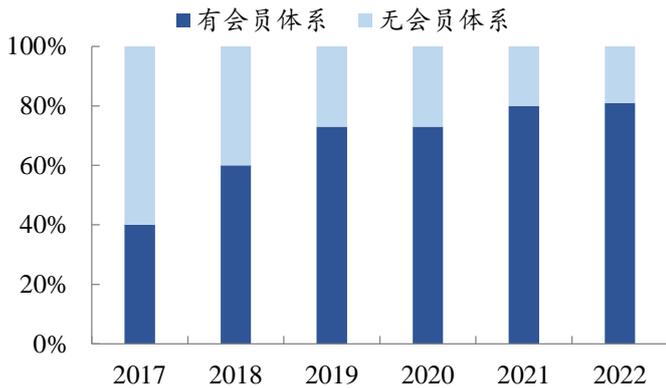
■ 结构优化三：普及会员体系，强化线上引流

在便利店的引流获客上，日本便利店品牌在上世纪 80 年代摸索出的成功经验是通过叠加包括现金支取、公用事业费缴纳等服务来吸引顾客。而在中国市场，随着互联网即使在 2010 年后的广泛普及，传统的便民服务获客效果受到移动支付和线上 APP 的挤压。

便利店企业选择加大会员体系投入来吸引客流，定期举办会员日活动、发放优惠券和运营会员微信群等方式吸引达到客流，目前已经建立会员体系的连锁便利店品牌接近 80%。从结果上看，会员消费客单价相比非会员确实有显著提升，2019-2022 年从 23 元提升至 30 元。

图表24：中国便利店已开通线上业务比例 (%)

图表25：会员 VS 非会员客单价对比 (元)



来源：CCFA，国金证券研究所

来源：CCFA，国金证券研究所

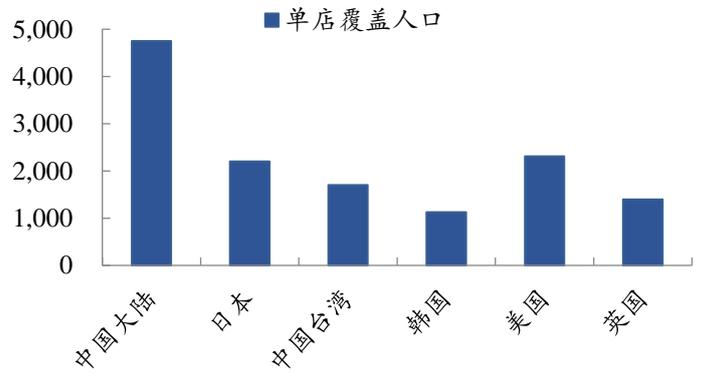
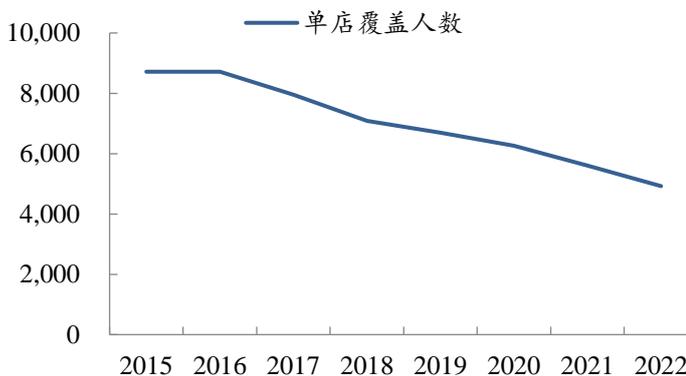
2.2、长期：多重利好兑现，渗透率未见顶

拉长视角看，便利店渠道的崛起是大势所趋，而当前还远未见底，我们分别用：1) 门店覆盖率；2) 渠道销售占比 两大指标刻画长期发展趋势。

2015 年起，随着各大连锁便利店品牌开始跨区域扩张，便利店门店总数开始显著增长，单店覆盖人数从 8715 人/家下降至 2022 年的 4924 人/家。但相比海外成熟市场平均 2000 人/家的门店密度，中国市场或许还有 1 倍以上的拓店空间。若对标日本，当前中国门店密度相当于日本 1990 年代初期水平。

图表26：中国便利店门店覆盖率

图表27：2022 年全球便利店门店覆盖率



来源：国家统计局，CCFA，国金证券研究所（注：以城镇人口计算）

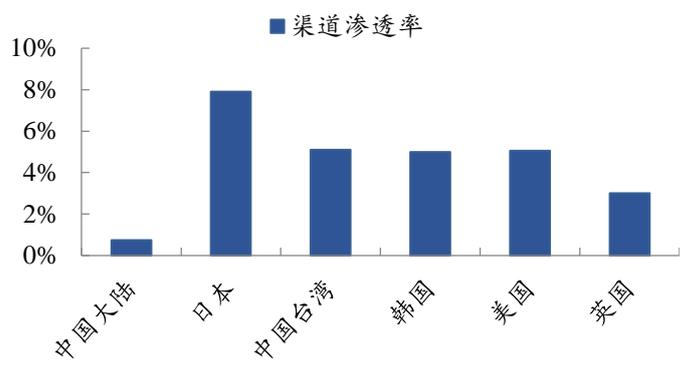
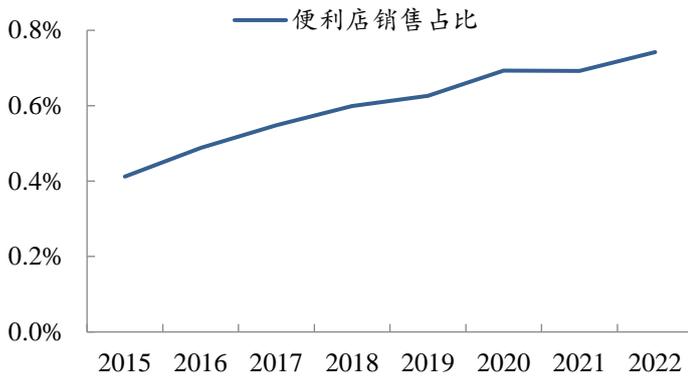
来源：Wind，CCFA，国金证券研究所

渠道销售占比层面，中国便利店行业与海外市场差距更加明显。2015-2022 年，中国便利店渠道销售额占比从 0.41% 上升至 0.74%，然而东亚邻国日韩的水平在 5-8%，英美占比也在 3-5% 左右。这种差异可能更多来自于商品组合和便利店在社会中所起的作用，日韩市场便利店承担着社会基础设施的作用，销售商品中以高毛利的食品、潮流商品为主，中国还有较大的追赶空间。



图表28：中国便利店渠道销售占比（%）

图表29：2022年全球便利店渠道销售占比（%）



来源：国家统计局，CCFA，国金证券研究所

来源：Wind，CCFA，国金证券研究所

展望未来，中国便利店行业仍处于多重红利的兑现期，渗透率还远未见顶。其中既有需求端的持续增长，政策端的推动也不容忽视。

■ 驱动因素一：需求持续增长，行业启动时点

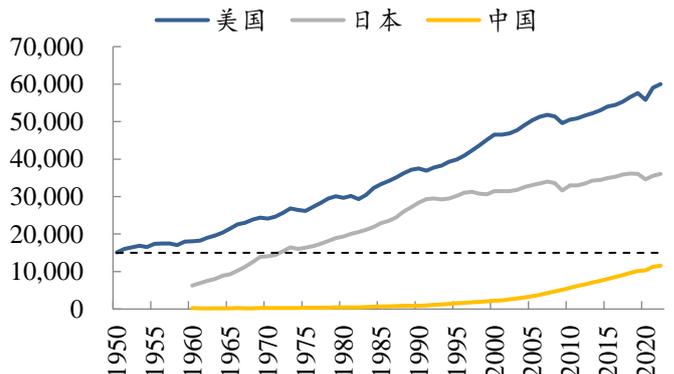
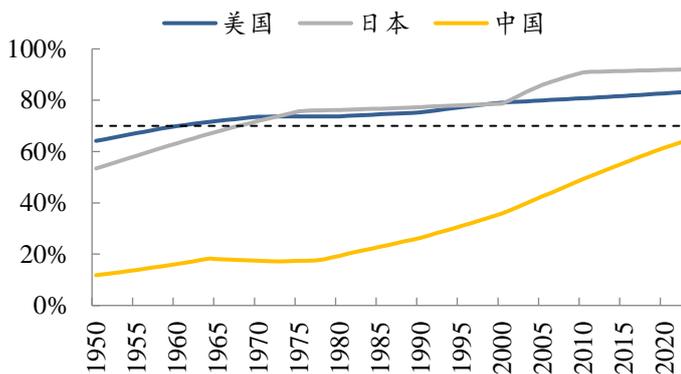
前文中我们已经反复提及：1) 便利店是为城市而生的业态；2) 便利店“便利”而不“便宜”，因此行业发展有赖于城镇化率和人均收入的持续提升。

从海外国家经验上看，美国 1950s 开始 711 便利店业务向德克萨斯州以外地区扩张，日本 1974 年引入便利店后开启快速拓店，二者在行业启动初期的城镇化率都在 70% 左右。美日在 1950s、1970s 年人均 GDP 也都刚刚超过 15000 美元的水平。

2022 年中国的城镇化率刚刚达到 63.6%、年人均 GDP 约 11560 美元，逐步接近海外便利店行业启动的临界值水平。这或许也能说明为什么日系便利店最早进入中国但门店总数远小于本土品牌，因为日系便利店的业态只有在更发达的商业社会才有发展土壤。

图表30：中美日城镇化率对比（%）

图表31：中美日年人均GDP对比（美元）



来源：Wind，国金证券研究所（注：辅助线为 70%）

来源：Wind，国金证券研究所（注：辅助线为 15000 美元）

■ 驱动因素二：一刻钟便民圈，政策有力推动

便利店业态天生具有“小而美”的特征，深入渗透到社会各个角落，庞大的门店规模使其能承担除了商品零售以外的诸多附加功能，在日韩等国是辅助城市公共管理的抓手之一。

上海市政府 2014 年即发布《关于促进本市生活性服务业发展的若干意见》，提及“重点建设社区商业体系，增强便利化和综合功能，合理布局超市、便利店、药店、洗染、美容美发、快递、专业专卖店等选择性业态”，便利店在社区商业生态中的作用开始得到重视。

2019 年国务院办公厅在《关于加快发展流通促进商业消费的意见》首次直接提出要加快连锁便利店发展，简化了食品、烟草、乙类非处方药等经营许可审批手续，将智能化、品牌化连锁便利店纳入城市公共服务基础设施体系建设中。这一指导思想此后一直延续，



2021年商务部提出建设“一刻钟便民圈”，2023年继续推出实施细则，旨在优化社区商业网点布局，改善社区消费条件，提升居民生活品质。重点提及推动品牌连锁便利店进社区，搭载代扣代缴、代收代发、打印复印等便民服务，提高便利化程度。

我们相信在政策指引下，便利店作为社区商业的核心有望继续扩张门店规模，发展更多业态，走向社区和下沉市场，服务于民。

图表32：便利店行业支持政策梳理

部门	发布时间	文件名称
上海市	2014/9/19	《关于促进本市生活性服务业发展的若干意见》
国务院办公厅	2015/11/22	《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》
北京市商务委员会	2016/12/6	北京市连锁便利店行业规范（试行）
北京市商务委员会	2018/10/22	《关于进一步促进便利店发展的若干措施》
国务院办公厅	2019/8/27	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》
商务部	2020/1/27	《关于推动品牌连锁便利店加快发展的指导意见》
商务部	2021/5/28	《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的意见》
商务部	2023/7/11	《全面推进城市一刻钟便民生活圈建设三年行动计划(2023-2025)》

来源：中国政府网，国金证券研究所

3、竞争格局：地方群雄割据，集中尚待时机

与便利店行业整体市场的高歌猛进相反，市场竞争格局在过去近十年保持了相对稳定，头部玩家保持了相对竞争优势，仅有个别品牌崛起或衰落。当前便利店行业呈现“地方群雄割据”，各省市均有代表性的地方龙头品牌存在，行业竞争已经开始但走向集中尚待时日。

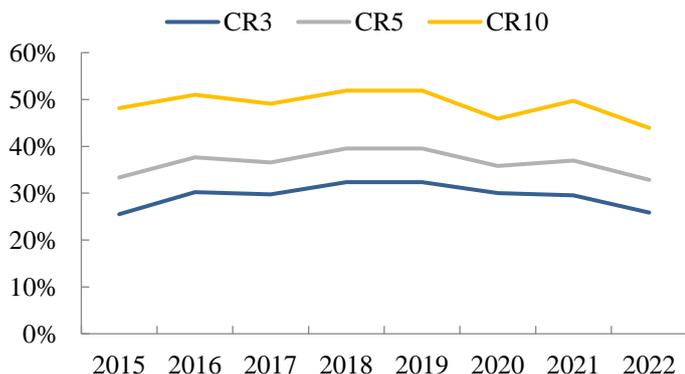
中国便利店行业主要有：1) 石油系（易捷、昆仑好客）；2) 本土系；3) 日系 三大阵营，我们重点分析除石油系以外的便利店品牌竞争，因其都是主要服务于城市居民需求，逻辑更为相似。

3.1、全国集中度低，地方群雄割据

从市场集中度指标上看，2015年至今CR3/CR5/CR10均保持相对稳定，近年来还略有下降趋势，截至2022年分别为25.9%/32.8%/43.9%。三大日系便利店整体市占率从2015年的6.6%上升至2022年的9.1%，主要是罗森通过联合地方中国企业做大了加盟规模，其余两家整体表现依然平淡。

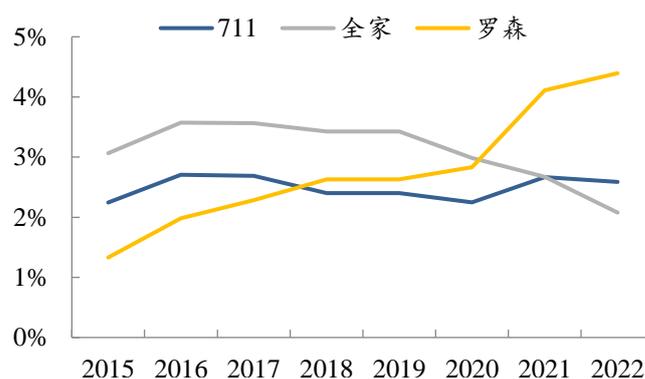
然而我们认为，使用全市场的集中度指标并不能完全反映行业竞争情况，因为中国由于幅员辽阔，地区差异尤为显著，而便利店又是服务于本地需求的业态，因此不能简单横向比较。此外尽管全国集中度不高，但部分省市内部已形成具有绝对优势的龙头，地区集中度可能远高于全国口径。

图表33：中国便利店行业门店集中度（%）



来源：CCFA，国金证券研究所（注：仅统计连锁便利店品牌）

图表34：日系便利店市场集中度（%）



来源：CCFA，国金证券研究所（注：仅统计连锁便利店品牌）



具体来看，经济发达或人口稠密的省份便利店行业发展尤为突出，主要包括华南、华东、华中、西南地区，头部品牌多分布于此处。截至 2022 年，全国便利店门店数量 TOP10 分别为美宜佳（华南，30008 家）、天福（华南，6970 家）、罗森（日系，5641 家）、芙蓉兴盛（华中，5398 家）、红旗连锁（西南，3561 家）、711（日系，3319 家）、十足（华东，3316 家）、全家（日系，2666 家）、易站（华东，2500 家）、见福（华东，2413 家）。

除此之外，各地都有地方代表性品牌，尤其是在远离龙头品牌所在省份的地区。一般而言，门店规模达到 500 家以上即有一定影响力，达到 1000 家以上则具有较强的竞争力。

图表 35：2022 年全国主要省市代表性便利店品牌一览

地区	省市	地方龙头	2022 年门店数	代表性品牌
华南	广东	美宜佳	30008	美宜佳、天福、易站、合家欢、中业爱民
	广西	旅岛	203	旅岛
华东	上海	罗森	5641	罗森、全家、好德、可的、良友
	浙江	十足	3316	十足、之上
	福建	见福	2413	见福、万嘉便利、便利客
	江苏	华联盈创、繁花优选	1633	华联盈创、繁花优选、苏果、好的、文峰
华中	安徽	壹度便利	1516	壹度便利、万嘉便利、便利客
	江西	有家	991	有家、乐豆家
	山东	可好	702	可好、友客、中百便利、优同
	湖南	芙蓉兴盛	5398	芙蓉兴盛、新佳宜
西南	湖北	Today	681	Today、可多、喜顺
	河南	悦来悦喜	612	悦来悦喜
	四川	红旗连锁	3561	红旗连锁、老邻居、舞东风
	重庆	可购	876	可购、优客家
华北	贵州	凯辉	756	凯辉、24 客
	云南	万逸之家	358	万逸之家、之佳
	山西	唐久	2200	唐久、金虎、早早
	北京	便利蜂	2005	便利蜂
东北	河北	365	1873	365、时刻便利
	内蒙古	一团火	598	一团火
	吉林	新天地	1653	新天地
西北	辽宁	金叶春天	1041	金叶春天
	黑龙江	小月亮	343	小月亮、微利
西北	陕西	每一天	1935	每一天
	新疆	八点半	638	八点半

来源：CCFA，国金证券研究所（注 1：不包含甘肃、青海、宁夏、海南、天津、西藏；注 2：门店数代表品牌旗下全国门店数）

3.2、集中尚待时机，面临多重挑战

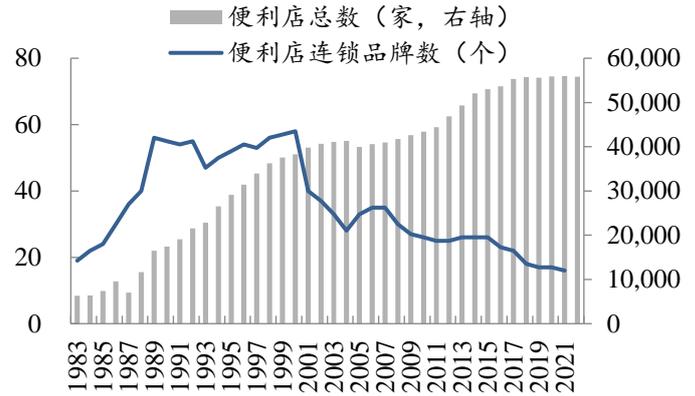
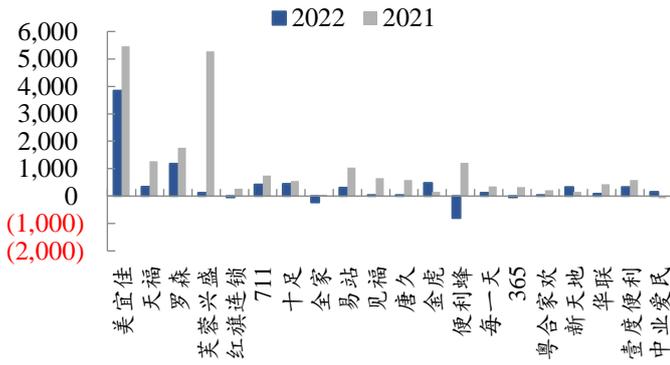
展望未来，我们认为便利店行业的集中可能还需要时机，在行业上升期蓝海市场空间大，企业的重心更多放在拓店上，便利店业态升级可能导致小品牌出清，但具有一定规模的品牌依然齐头并进。从 TOP20 便利店连锁品牌的门店规模变动上看，2021-2022 年多数品牌依然在稳步扩大规模，只是相对速度略有差异。

参考日本市场经验，行业上升期市场拓展吸引新品牌进入，1980-1990 年日本连锁便利店品牌从 19 个上升至 58 个，并且在日本全国门店加密阶段一直维持该水平，直至 2000 年前后行业见顶才开启出清进程。对标来看，中国尚处于类似日本 1990 年代的行业中期，市场集中度或难以短期出现快速增长。



图表36: 中国连锁便利店 TOP20 品牌门店变动 (家)

图表37: 日本便利店行业



来源: CCFA, 国金证券研究所 (注: 不含石油系便利店)

来源: JFA, 国金证券研究所

那么是什么阻碍了便利店行业从“群雄割据”到“一统江山”? 我们认为或许有以下几点现实挑战: 1) 地区差异较大, 考验管理能力; 2) 经营同质化高, 需差异化竞争; 3) 兼营成本偏高, 出清尚未开始。

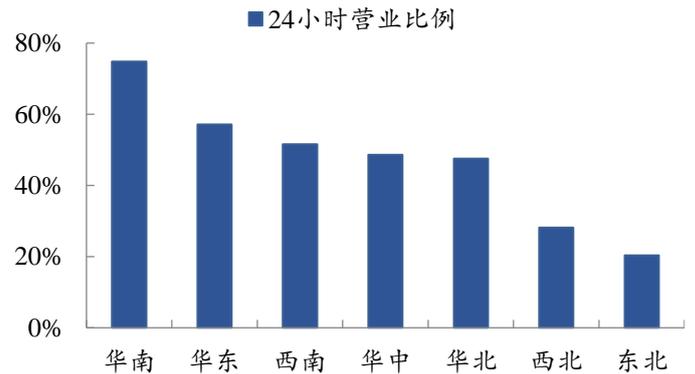
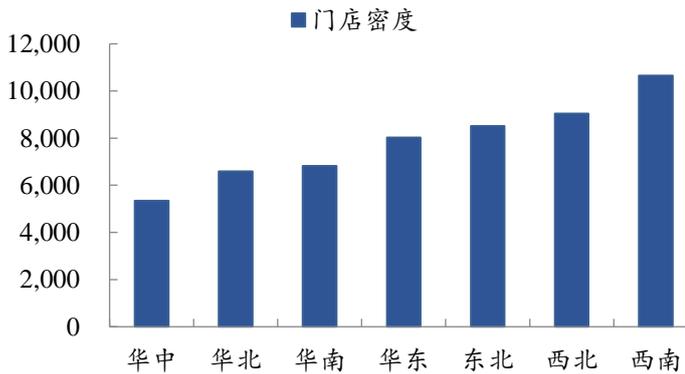
■ 挑战一: 地区差异巨大, 考验管理能力

中国不仅地域更辽阔, 地区间经济差异和便利店行业成熟度均有所不同。以各省市主要城市门店覆盖密度、24 小时门店比例来衡量该地区便利店发达程度可以看到, 华南、华中、华东便利店更为成熟, 或因其城镇化率、经济水平更高所致。横向对比来看, 门店密度最高的华中已经达到 5341 人/家, 而最低的西南仅有 10651 家/人; 全时段营业门店比例最高的华南已经达到 74.8%, 而最低的东北仅有 20.3%。

地区差异导致跨省经营的难度大幅增加, 把握地区消费偏好、稳定供应链、门店标准化管理、人事管理和激励约束均是重要问题, 需要连锁品牌强化治理来扩张管理半径。哪怕是日本便利店龙头 711, 也是在 2019 年才完成对全日本 47 个都道府县的门店全覆盖。

图表38: 2022 年中国各地区便利店密度 (人/家)

图表39: 2022 年中国各地区便利店 24 小时营业比例 (%)



来源: CCFA, 国金证券研究所 (注: 取区域内省市平均值)

来源: CCFA, 国金证券研究所 (注: 取区域内省市平均值)

对比海外市场, 日本、韩国、中国台湾由于面积相对较小, 地区差异也较小, 实现市场集中更容易。例如日本 2010 年市场门店 CR3 已经超过 60%, 2020 年前后进一步达到 90% 以上。但日本全境面积约 37.8 万平方公里, 相当于中国江浙沪闽 (合计 34.3 万平方公里)、湘鄂 (合计 39.8 万平方公里) 或赣粤 (合计 34.7 万平方公里) 的规模。



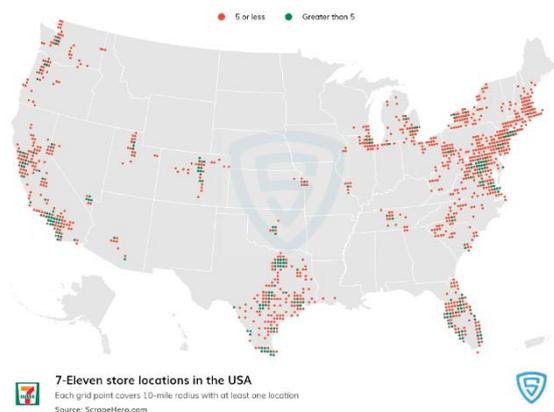
图表40：2022年中国各省市便利店行业发达程度汇总

地区	省份	门店密度 (人/家)	24小时营业 比例 (%)	地区	省份	门店密度 (人/家)	24小时营业 比例 (%)
华南	广东	3662	78.4%	西南	四川	4188	80.0%
	海南	4289	74.6%		贵州	6962	46.5%
	广西	12488	71.4%		云南	13645	24.2%
江苏	3802	65.3%	重庆		17808	55.6%	
华东	上海	3886	78.1%	华中	湖南	2076	51.7%
	浙江	4774	60.0%		河南	5728	40.9%
	福建	5528	73.3%		湖北	8218	53.3%
	江西	9623	46.2%	东北	辽宁	5374	29.8%
	山东	14158	30.8%		吉林	6975	15.4%
	安徽	14415	46.2%		黑龙江	13171	15.8%
华北	山西	2587	39.0%	西北	新疆	4054	50.0%
	内蒙古	5221	37.9%		陕西	6476	40.0%
	天津	7703	54.4%		宁夏	8409	11.8%
	河北	8185	38.5%		青海	11752	19.1%
	北京	9277	67.8%		甘肃	14531	20.0%

来源：CCFA，国金证券研究所（注：未包含西藏数据）

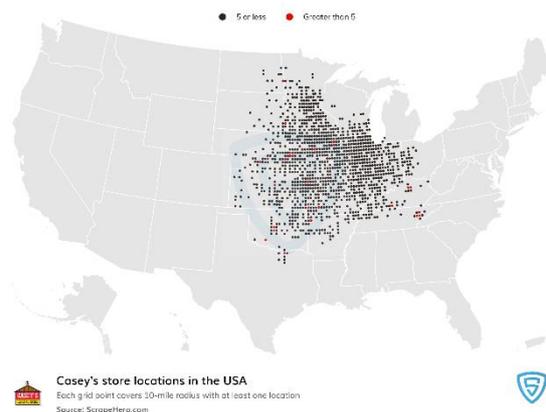
另一个与中国在地理上更类似的对象是美国，截至2023年其TOP100连锁品牌门店占全国便利店总数的比例仅为29.3%，前三大品牌711、Circles K、Casey's 合计CR3约13.8%，两项指标甚至低于中国市场当前水平，也能从侧面说明地域辽阔的市场其全国集中度的提升可能存在较大难度。美国连锁便利店品牌地区性分布明显，711集中在东西海岸、德克萨斯州和佛罗里达州，而排名第三的Casey's则深耕美国中部的爱荷华州、伊利诺州和密苏里州。

图表41：2023年美国711门店分布图



来源：ScrapeHero，国金证券研究所

图表42：2023年美国Casey's门店分布图



来源：ScrapeHero，国金证券研究所

■ 挑战二：经营同质化高，需差异化竞争

阻碍行业集中度提升的另一因素是经营模式的同质化较高，日系便利店“商品+服务”的2.0模式推广后，本土与日系品牌之间、不同地域品牌之间的门店形态逐步拉平。在门店布局、商品组合、附加服务层面，连锁品牌需要做出更多差异化内容才能获得竞争优势，否则只能以选址、价格来进行同质化市场中的竞争。



首先从门店布局看，根据行业经营规范，便利店大多都会设置：收银区、即食品设备及加工区、商品陈列区、仓储区、食品食用区（可选）、卫生间（可选）、互联网及金融服务设备区（可选）。不同品牌之间的差异在于品牌 logo、颜色、装潢设计，优秀的公司在 VI 设计上或许能营造出更受消费者欢迎的氛围。

图表43: 美宜佳门店展示



来源：美宜佳官网，国金证券研究所

图表44: 天福门店展示



来源：天福官网，国金证券研究所

其次从商品层面看，有效的货品组合和新品开发也是便利店品牌的核心竞争力。一般而言便利店因面积所限，SKU 数量在 2000-2500 个左右，并且 70%集中在泛食品领域。这与便利店自身定位有关，与“便利”需求有关的产品主要就是食品、香烟、酒水、应急药品、计生用品、个护用品，其中食品的多样性大、复购频率高、毛利率高，决定了其在便利店体系中的霸主地位。

日系便利店一直以其强大的商品研发和供应链能力著称，尤其是其代表性的饭团产品一年在日本能卖出超过 20 亿颗饭团，并有效带动连带销售。目前部分中国本土便利店品牌也已经开始打造特色产品，尤其是在高毛利的食品品类，鲜食渗透率在 2022 年有显著提升，基本能满足一日三餐的需求。

图表45: 日系便利店特色饭团产品



来源：1688，国金证券研究所

图表46: 唐久便利店人气产品



来源：唐久便利官网，国金证券研究所

附加服务是便利店业态的引流利器，日本便利店最早探索出以 ATM 取现、缴纳公用事业费、邮政服务等内容吸引消费者到店的模式，本身也是 1980 年代起日本便利店行业竞争加剧下的产物。当前中国便利店龙头已经积极采纳日本经验，拓宽了服务内容，例如山西唐久/金虎甚至还能提供家电清洗、代客遛狗等服务。

值得注意的是，互联网时代到来后诸多服务项目已经不再需要依赖线下，因此便利店品牌需要创造性的探索更多有价值的服务来获得客源，例如快递代收、彩票销售、手机充电等。



图表47: 美宜佳门店提供的附加服务项目



来源: 美宜佳官网, 国金证券研究所

■ 挑战三: 兼并成本偏高, 出清尚未开始

除了加快开店速度抢占市场的内生增长, 市场集中还可能通过外延并购完成, 近年来中国便利店行业并购事件屡见不鲜。例如 2017 年便利蜂收购邻家便利, 同年鲜生活、绿城物业与上海易果电商联手以 8400 万美元收购北京好邻居便利, 2018 年全时便利店收购四川 GOGO 便利, 2021 年罗森相继收购四川 WOWO 和天虹微喔, 2021 年底天福便利店并购湖南怀化好伴。

兼并扩张的效果固然立竿见影, 但需要考虑兼并的成本, 交易对价至少要覆盖: 1) 对手方对未来成长的预期; 2) 已经投入的物流配送体系建设成本; 3) 现有门店体系的运营价值, 尤其是对优质铺位的控制。从主要便利店品牌方的加盟宣导来看, 除了在需求端的品牌优势、选品优势等, 供给端的仓储物流配送和供应商体系也是重要优势, 而这些能力的获取往往需要相对重资产的投入。综合来看, 在行业上升期, 以并购为主要扩张手段或许会受制于品牌资金实力。

参考海外市场经验, 便利店行业门店见顶后并购才会加剧, 真正去改变市场格局。例如日本全家 2015 年收购了当时排名第四的日本 Circle K 便利店; 美国市场近年并购事件也较为频繁, 2021 年 711 收购排名第三的 Speedway 便利店。

图表48: 唐久便利店加盟优势



来源: 唐久便利店官网, 国金证券研究所

图表49: 十足便利店物流配送优势说明



来源: 十足官网, 国金证券研究所



4、投资建议：行业确定成长，小业态大生意

行业加速成长，未来值得期待。便利店行业是目前大消费板块难得的高成长且逻辑较为清晰的赛道，打造精准满足“便利”需求的小而美业态。过去因市场环境未成熟而发展较慢，2014年开始提速。近年来中国城镇化率、人均收入水平分别接近70%、1.5万美元的临界点，叠加政策大力支持，行业或将开启高速增长。2022年中国连锁品牌便利店销售额3264亿元，CAGR5约11.4%；门店总数达到18.4万家，CAGR5约12.0%。尽管受到公共卫生事件影响，便利店继续依靠门店加密实现了稳步增长。从长期渗透率指标看，中国便利店2022年门店密度4924人/家、渠道销售占比0.74%，较海外市场约2000人/家、约5%的水平还有较大距离，未来发展空间广阔，值得战略性布局。

商业模式优秀，品牌把控核心。便利店产业链由供应商-连锁品牌-加盟商组成，品牌方居中把控体系运转。通过门店毛利分成模式抽取利润（比例20-40%不等），有效剥离了门店直接经营风险，利润率表现突出。连锁品牌专注于品牌营销、产品研发，并且手握优质铺位、供应链作为核心竞争力。2018年来中国便利店业态开始升级，向“商品+服务”模式发展，且高毛利的鲜食SKU占比提升，或推动终端销售利润率进一步上升。

地区特征明显，市场格局分散。中国便利店行业区域差异明显，其中华南/华东/华中行业成熟度较高，各省市均有地方龙头连锁品牌，2022年全国门店CR10约43.9%，但地区集中度可能不同。从日系VS本土品牌角度看，本土连锁品牌的门店形态、管理水平已接近日本便利店，三大日系便利店2022年合计市占率9.1%。因此当前中国便利店处于“混战”状态，头部公司积极开拓蓝海市场走向全国，本地VS外省品牌、本土VS日系品牌相互碰撞。我们判断在行业上升期，市场集中还需要时间，因份额集中面对三大阻力：1）地区差异较大，考验管理能力；2）经营同质化高，需差异化竞争；3）兼并成本偏高，出清尚未开始。

我们认为当前行业尚处于成长早期阶段，渗透率远未到顶，更应关注市场扩容速度，预计未来几年还有10%以上复合增速。行业格局尚未定型且多数头部公司还未上市，持续观察竞争演绎，建议关注美宜佳（未上市，本土便利店TOP1）、红旗连锁（西南便利店龙头，基本盘稳固）。

5、风险提示

- 居民收入增长不及预期：便利店销售额增长有赖于居民收入的增长，若居民收入增长不及预期可能会拖累行业发展。
- 市场竞争加剧：行业处于成长期，市场竞争的加剧可能会导致行业利润水平和竞争格局发生变化。
- 统计误差：本文数据部分来自于第三方机构和抽样统计，可能存在一定统计误差，影响结论的准确性。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究