

餐饮

证券研究报告

2021年05月06日

顺应年轻化和下沉发展之势，海伦司引领平价小酒馆潮流

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

持续打磨小酒馆模式，开创夜间“平价第三空间”先河

深耕 17 载，海伦司在酒馆领域不断尝试，目前已经成为中国最大的线下连锁酒馆，致力于提供兼具性价比的产品矩阵以及轻松舒适的服务体验，打造年轻人的夜间休闲空间。海伦司依托优质的自酿酒饮和多元化产品体验提高品牌认知度，极具穿透力的价格领先战略扎根下沉市场。公司股权稳定，管理层技术背景深厚，直营策略为公司连锁化、标准化运营保驾护航。

年轻化+下沉化拓宽行业规模，头部企业快速跑马圈地

在消费年轻化，个性化趋势下，日间工作生活不足觅情尽意，夜间消费需求与日俱增，酒馆作为一个新形式的第三空间受到了广泛的追捧和关注。受疫情的消费积压，酒馆行业成长弹性良好，预计 2020-2025 年行业规模 CAGR 高达 18.8%。相较于一线城市，下沉市场更集聚的人口结构和低廉的运营成本是酒馆开拓上乘的养料，三线及以下城市酒馆行业 2020-2025 预计可达 26.7%，远超一、二线城市。处在蓝海阶段的酒馆市场正吸引着更多的竞争者，目前行业 CR5 仅占约 2.2%，全国酒馆大多各自为阵，占山为王。然而，低集中度的酒馆行业正在为头部企业的发展凝神聚力。海伦司有望凭借其行业领先地位带来的经验、渠道、资金和标准化运营优势快速跑马圈地，蚕食市场份额，享受行业成长和市占率提升双重红利。

紧抓年轻消费，标准化运营，数字化管理提质提效

①公司精准定位年轻消费群体，用高性价比的自有产品增强顾客黏性，营造良好的口碑，线下构建卓越良好的消费体验，线上同步建立品牌宣传互联网平台矩阵，宣传年轻人社交文化，从而提升品牌影响力。②公司通过直营模式下选址、装修等运营模式一体化，经典产品组合统一化、店长培养体系人性化、可持续化，将酒馆经营高度标准化，降低运营成本，促进管理效率。③公司自主研发 Future BI，依托先进的研发优势，数字化技术革新实现门店标准化和差异化运营。

成本管理“三叉戟”凸显海伦司模型优质性

公司门店营收和坪效在可比同行中并不算突出，然而其非凡的成本费用控制极大稳固了公司盈利能力。①戟尖：原料成本。公司综合毛利接近 70%，行业内出类拔萃，自有产品毛利高达 78.4%，随着公司自有产品比重上升，毛利天花板可以被进一步打开。②戟刃：租赁成本。海伦司店均面积约为 300-500 平，但其下沉市场的渗透，非热门区块的选址模式，局部多店同开的强议价能力，较低的提成租金显著降低了海伦司的绝对租金成本，低至 4 元/平/天。③戟把：人力成本。公司以酒饮和小食售卖为主，精简后厨，Future BI 自动化管理缩减服务，海伦司门店人员配备较少，人力成本仅占 21.88%。公司其他费用稳定，现金流充足，资产稳步增长。

海伦司作为中国连锁酒馆行业龙头，掌握年轻群体消费需求，为其提供高性价比的产品和自由的社交空间，并通过标准化、数字化运营模式实现降本增效。我们认为，中国酒馆行业市场较为分散，同时向三线以下城市下沉趋势较为明显，利于头部连锁龙头通过资金、规模和品牌等优势从一、二线城市向周边逐渐辐射，从而实现快速扩张。同时年轻群体成为中国酒馆行业发展的重要驱动力，得“年轻人”者得天下。海伦司若上市成功，将可以利用募集资金为其市场快速扩张提供支持，并增强其品牌影响力，未来“年轻人的自由社交空间”概念进一步完善，建议关注。

风险提示：食品安全风险，门店扩张不达预期的风险，原材料价格上涨的风险，疫情反复风险。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《餐饮-行业点评:入春市场回暖，调味品和速冻品销量环比上升明显》
2021-04-06
- 2 《餐饮-行业深度研究:长风破浪会有时，寻找中国食品分销商的发展之路》
2021-03-07
- 3 《餐饮-行业点评:春节过后市场降温，调味品和速冻品销量收窄》
2021-03-06

内容目录

1. 海伦司——物美价廉的连锁小酒馆领导者	5
1.1. 深耕 17 载，持续打磨品牌定位，培养夜间消费新模式	5
1.2. 股权结构稳定，人员技术背景雄厚	6
1.3. 推进直营体系建设，布局二三线下沉市场	7
1.4. 自有产品为体，供应链有力支撑	8
1.5. 公司本次上市募集资金用途	9
2. 中国酒馆市场分散化，年轻群体+下沉市场推动行业增长	10
2.1. 中国酒馆市场呈现高度分散化格局，增长态势良好	10
2.2. 消费群体年轻化奠定根基，下沉市场潜力挖掘促增量	13
3. 年轻化、标准化、数字化三大 DNA 打造年轻人的自由社交空间	16
3.1. 紧抓年轻人消费偏好，营造良好消费体验和卓越品牌力	16
3.2. 运营模式高度标准化，大幅提高运营和管理效率	18
3.3. 数字化与技术革新，全面提升运营效率	20
4. 拔新领导，从财务角度探寻海伦司的独特模式	22
4.1. 收入端：直营化、下沉化增长，品牌势能逐渐释放	22
4.2. 成本端：手握“三叉戟”，海伦司成本控制极为优秀	25
4.2.1. 戟尖：原料成本领先	25
4.2.2. 戟刃：租赁成本低廉	25
4.2.3. 戟把：人力成本精简	26
4.3. 其他费用：整体保持稳定	27
4.4. 潮水褪去才知道谁在裸泳，拂去灰尘才知道谁在发光	27
4.4.1. 盈利能力：海伦司净利率和 ROE 远超可比公司	27
4.4.2. 现金流状况良好	29
4.5. 资产端：资产结构稳定，负债率下滑，债务风险较低	29
5. 投资建议	31
6. 风险提示	31

图表目录

图 1：海伦司日新月异，深度布局连锁小酒馆	5
图 2：创始人徐先生持股 77.42%，集中度较高	6
图 3：2020 年公司收入基本依赖于直营门店	7
图 4：海伦司拓张直营店，缩减加盟店	7
图 5：海伦司全国化布局	8
图 6：二三线城市门店数量增长显著	8
图 7：2020 年公司自有产品占比较高	8
图 8：酒馆行业营业收入保持较快增长	10
图 9：酒馆数量较快增加	10
图 10：一线城市酒馆数量接近饱和	11

图 11: 一线城市营收增长相对较慢	11
图 12: 二线城市酒馆增速相对快于一线城市	11
图 13: 二线城市仍保持一定营收增速	11
图 14: 三线及以下城市未来发展潜力较大	11
图 15: 三线及以下城市市场增速较快	11
图 16: 三线及以下城市未来门店数占比持续提高	12
图 17: 二线城市将继续作为中国酒馆行业重要收入来源	12
图 18: 酒水规模较快增长	12
图 19: 小食在酒馆营收地位更加重要	12
图 20: 海伦司于 2020 年在中国酒馆行业排名居首	13
图 21: 预计未来海伦司市占率持续提升	13
图 22: 年轻群体是酒馆行业绝对消费主力	13
图 23: 成都为中国酒馆数量最多的城市	14
图 24: 三线及以下城市单店年营业收入规模 2015-2019 年复合增长率略高于一、二线城市	15
图 25: 海伦司商业逻辑	17
图 26: 海伦司打造品牌宣传矩阵	18
图 27: 海伦司直营门店扩展流程	18
图 28: 海伦司直营酒馆盈亏平衡期持续下降	18
图 29: 海伦司在长沙解放西路商圈同时运营多家酒馆	19
图 30: 海伦司统一的装修风格	19
图 31: 海伦司尝试使用欧式装修风格	19
图 32: 海伦司统一化经典产品组合	20
图 33: 海伦司员工培养体系	20
图 34: 海伦司营收高速增长 (单位: 亿元)	22
图 35: 加盟逐渐被直营体系替代	22
图 36: 同店店数和销售额同增	22
图 37: 二三线城市贡献公司主要收入 (亿元)	23
图 38: 二三线城市收入占比较高	23
图 39: 二三线城市日均单门店下单人数较多 (人)	23
图 40: 海伦司自有产品销售占比较高	23
图 41: 饮料化酒饮占比持续提高	23
图 42: 2020 年海伦司单个直营店日均营业额达到 10.9 千元	24
图 43: 海伦司店均坪效和销售额并不突出	24
图 44: 海伦司毛利率行业领先	25
图 45: 自有产品推动毛利走高	25
图 46: 2020 年海伦司租赁成本有所提高	26
图 47: 海伦司租金占比位居行业中列	26
图 48: 海伦司人员配备结构	26
图 49: 海伦司店均人工数量较少 (人)	26
图 50: 海伦司人力成本行业最低	26

图 51: 厂房及设备折旧占比小幅提升	27
图 52: 能耗费用占比先降后升	27
图 53: 宣传费用逐年提升	27
图 54: 财务费用占比较为稳定	27
图 55: 受疫情影响归母净利润下滑幅度较小	28
图 56: 海伦司净利率领先	28
图 57: 海伦司 ROE 领先	28
图 58: 海伦司经营活动现金净额增长 (亿元)	29
图 59: 现金及等价物充足 (千元)	29
图 60: 海伦司总资产逐步攀升 (亿元)	29
图 61: 海伦司资产负债率下滑	29
图 62: 酒类存货较多 (千万元)	30
图 63: 存货周转率先升后降	30
图 64: 海伦司租赁负债快速增长 (亿元)	30
图 65: 租赁负债占总负债比提高	30
图 66: 海伦司偿债比率稳定	30
表 1: 公司董事在前端开发经验丰富	7
表 2: 前五大供应商集中度较低	9
表 3: 门店自有饮品展示	16
表 4: 海伦司杜邦分析拆解	28

1. 海伦司——物美价廉的连锁小酒馆领导者

公司拥有中国最大的线下连锁酒馆，致力于为年轻人提供兼具性价比的产品矩阵以及轻松舒适的服务体验，打造夜经济的“第三空间”。通过别具一格的装修风格，温暖亲和的氛围、及时高效的服务、价廉物美的饮品，海伦司已经成为最受中国年轻人欢迎的小酒馆，培养了一大批忠实粉丝，品牌力持续发酵。

1.1. 深耕 17 载，持续打磨品牌定位，培养夜间消费新模式

海伦司的发展可以分为四个阶段：前身、诞生、扩展和品牌发力。

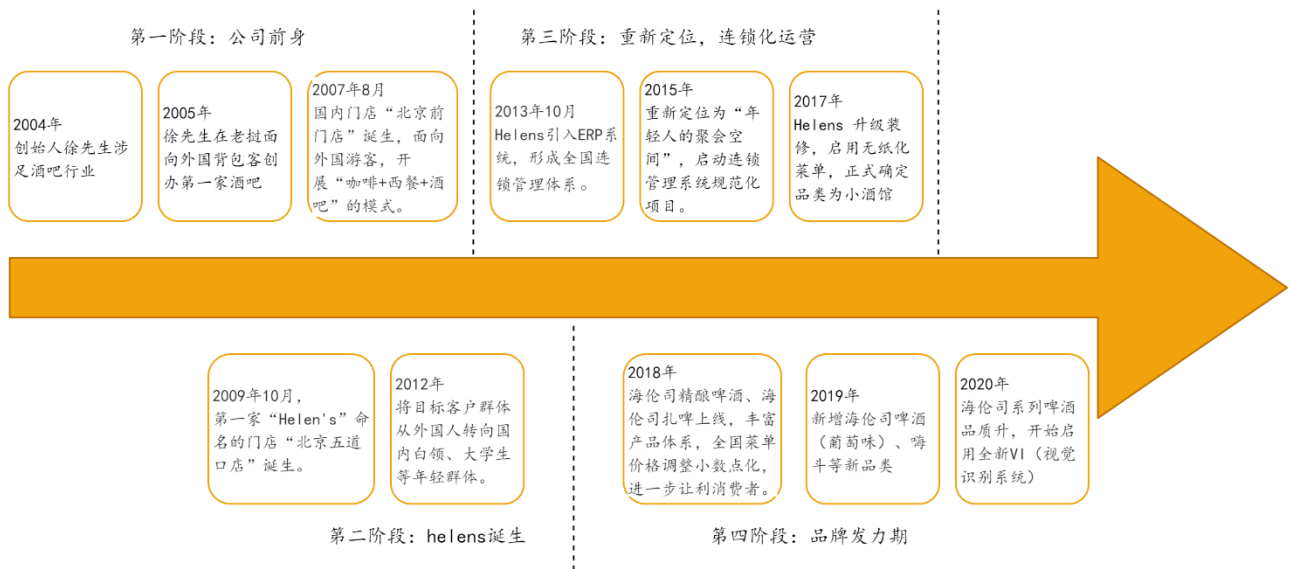
第一阶段：公司前身。海伦司的小酒馆模式并非一蹴而就，创始人从 2004 年开始涉足酒吧行业，在东南亚地区进行初步尝试。2007 年，将理念传递国内，在北京开展“咖啡+西餐+酒吧”的面向外国人的模式，海伦司雏形初显。

第二阶段：Helen' s 诞生。2009 年，第一家“Helen' s”命名的小酒馆“北京五道口店”诞生，试水大学城生态。2012 年，海伦司将目标客户转向国内白领、大学生等群体。

第三阶段：标注化、连锁化拓店。2013 年，Helen' s 引入 ERP 管理系统，为全国化连锁打下坚实基础。2015 年，公司正式启动连锁管理系统规范化项目，定位为“年轻人的聚会空间”。2016 年，公司引入海外设计师和音乐师，聚焦产品，进一步优化 SKU，去除西餐品类。2017 年，Helens 实施无纸化菜单，将装修环境升级为东南亚风格，全面开创小酒馆时代。

第四阶段：品牌发力。海伦司产品端持续丰富体系，开启革新。2018 年上线精酿啤酒、海伦司扎啤。2019 年推出葡萄味果啤，探索酒精饮料化；开发新品类——嗨斗，提升社交属性。2020 年推出草莓味啤酒，更新换代海伦司扎啤。运营端快速拓店，从 2018 年末 162 家店扩展到 2020 年末 351 家门店，并在中国香港地区进行连锁运营的初步尝试。

图 1：海伦司日新月异，深度布局连锁小酒馆

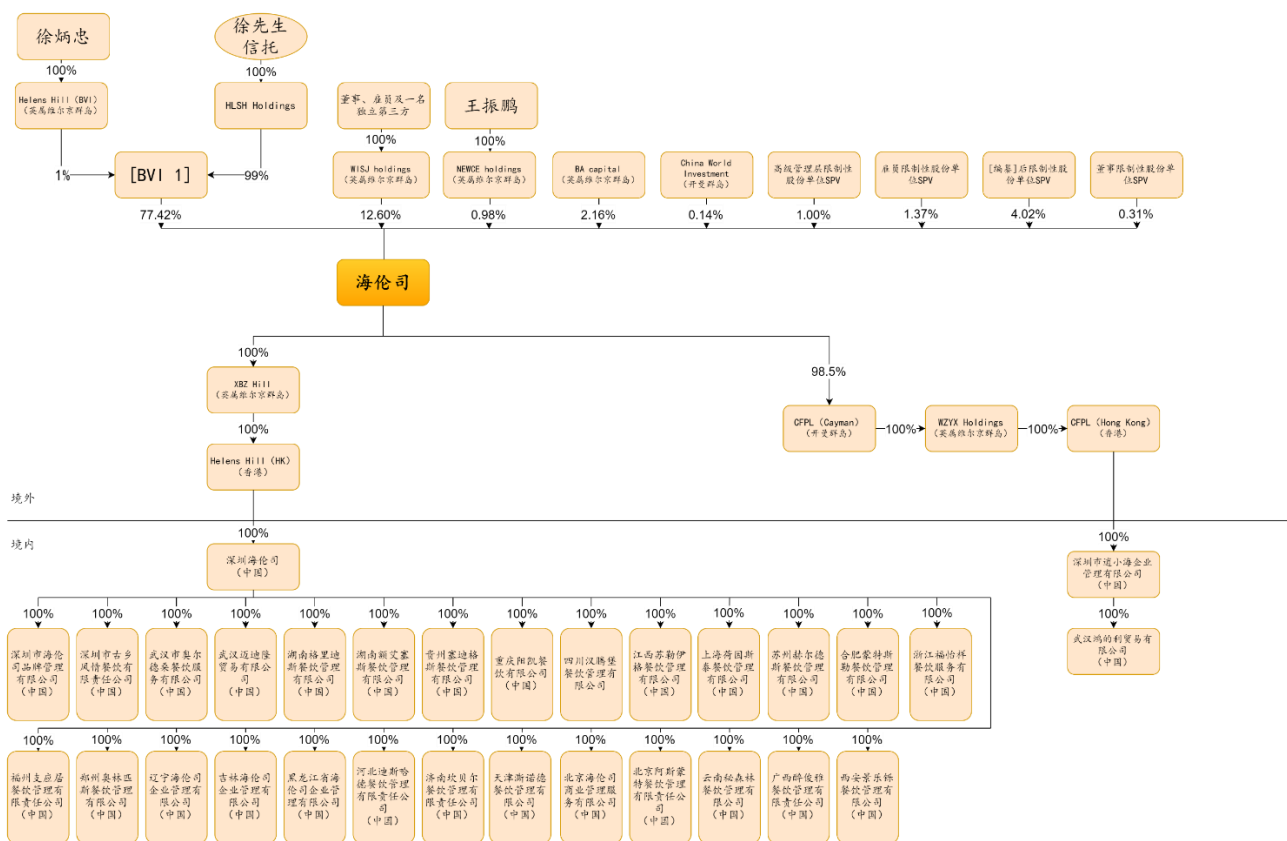


资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，人员技术背景雄厚

股权较为集中，员工持股广泛。创始人徐炳忠先生及其全资信托共持有公司 77.42% 的股份，董事、员工及业务伙伴持股平台 WTSJ Holdings 持有 12.6% 的股权。其中，WTSJ Holding 由张波先生、赵俊先生、刘毅先生、夏临凡先生、雷星女士、杨志刚先生、解艳女士、朱明哲先生及四名人士(包括三名本集团雇员及一名独立第三方)分别持有约 19.38%、9.30%、9.30%、9.30%、6.20%、6.20%、4.65%、4.65% 及 31.02% 的权益。BA capital 和 China World Investment 参与了公司早期投资，分别占比 2.16%，0.14%。BA capital 和 China World Investment 参与了公司早期投资，分别占比 2.16%，0.14%。

图 2：创始人徐先生持股 77.42%，集中度较高（截至 2021 年 3 月 31 日）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

科技赋能，公司董事及管理层拥有深厚的技术实力。在公司四名董事成员当中，除创始人徐先生外，三名执行董事都在技术和软件领域造诣颇深。张波先生曾任阿里巴巴前端开发工程师，赵俊先生曾在华中科技大学任教，雷星女士曾任平安科技软件开发工程师。董事成员的技术背景为海伦司带来科技赋能，为公司开创 Future BI、中央音乐系统等前后端软件打下坚实的根基。公司管理团队各司其职，将软件开发技术和酒馆运营珠联璧合，实现公司的标准化快速拓店成长。

表 1: 公司董事在前端开发经验丰富

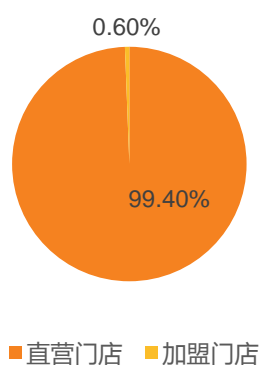
姓名	职务	股权占比	年龄	相关经历
徐炳忠	主席、执行董事、行政总裁	77.42%	47	自 2005 年在老挝开设第一家酒馆后，徐先生在酒馆市场和酒馆运营拥有超过 15 年的经验，目前负责公司整体发展战略和业务规划，监督集团管理和发展。
张波	执行董事兼高级副总裁	约 2.44%	33	毕业于华中科技大学。曾于 2013 年 6 月至 2013 年 12 月期间在百纳（武汉）信息技术有限公司担任前端开发工程师，以及于 2011 年 5 月至 2013 年 5 月在阿里巴巴（中国）网络技术有限公司担任前端开发工程师。先后担任深圳海伦司企业管理有限公司销售及市场营销总监、信息技术总监、总经理。目前负责技术开发。
赵俊	执行董事兼高级副总裁	约 1.17%	47	2010 年 5 月至 2013 年 1 月在华中科技大学任教，在公司曾先后担任业务发展经理以及业务发展总监。目前负责集团业务发展。
雷星	执行董事兼高级副总裁	约 0.78%	29	武汉大学软件工程学士学位。于 2013 年 7 月至 2017 年 1 月在平安科技（深圳）有限公司担任软件开发工程师。目前负责集团营销
刘毅	营运总监	约 2.44%	44	于深圳市永和酒楼有限公司工作逾 15 年，担任营运总监及人力资源及行政经理。目前负责监督集团营运管理
杨志刚	高级副总裁	约 0.78%	32	曾先后担任公司附属公司深圳海伦司企业管理有限公司的代理副总经理、总经理。目前负责本集团的日常营运及制定集团的管理机制和例行机制。
朱明哲	工程总监	约 0.59%	31	华中科技大学设计学硕士学位。曾先后担任深圳海伦司企业管理有限公司的工程部主管、工程经理及工程总监。目前负责监督集团酒馆设计、装修施工及日常维护。
解艳	人力资源总监	约 0.59%	31	华中科技大学英语翻译硕士学位。曾先后担任深圳海伦司企业管理有限公司的高级培训经理及人力资源总经理。目前负责集团的人力资源及行政事
王振鹏	高级副总裁	约 0.98%	44	于国际会计师事务所（包括安达信会计师事务所、普华永道中天会计师事务所）有逾十年的工作经验，并累积了有关财务会计及首次公开发售的丰富经验。目前负责集团财务和投资者关系

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 推进直营体系建设，布局二三线下沉市场

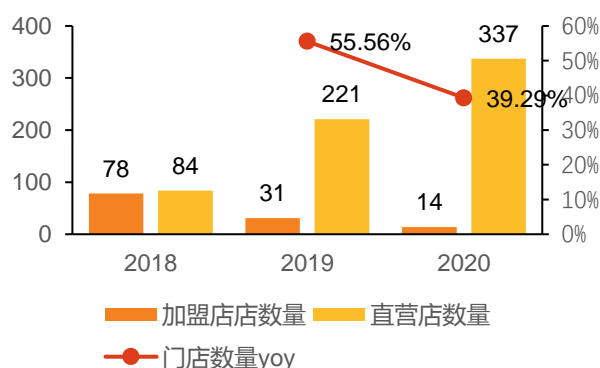
直营店模式助力公司连锁化推广。Helen's 酒馆最初以加盟酒馆的方式营运，向加盟酒馆收取一次性的加盟费及管理服务费。随着行业向头部领跑者集聚的发展趋势以及公司标准化体系的不断成熟，公司改变成直营店拓张的运营模式，通过收购、兼并加盟商，将加盟店从 2018 年的 78 家减少到 2020 年的 14 家；同时大举铺设直营店，2018-2020 直营店每年增长 137 家、116 家。目前，公司形成了完全以直营体系为体的拓店模式，直营收入占比达到 99.4%。

图 3: 2020 年公司收入基本依赖于直营门店



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

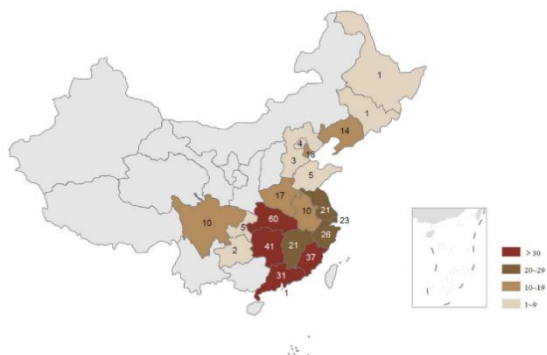
图 4: 海伦司拓张直营店，缩减加盟店



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

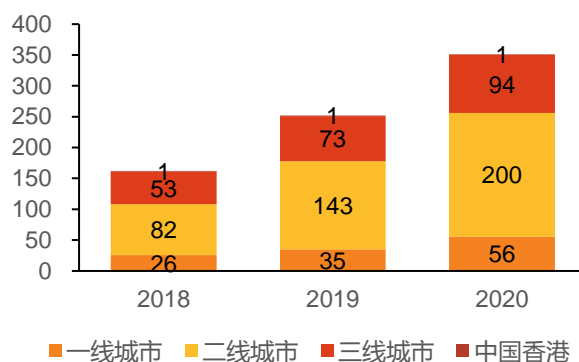
扎根下沉市场，聚焦小镇青年。Helen's 兼具品质与性价比的产品覆盖了更广泛的年轻客户，其优质的产品矩阵在下沉市场形成了显著的价格领先竞争力。公司不断加码下沉市场展店拓店，二线城市直营门店数从 2018 年的 82 家增长到 2020 年 200 家，三线城市从 53 家增长到 94 家。

图 5：海伦司全国化布局



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：二三线城市门店数量增长显著

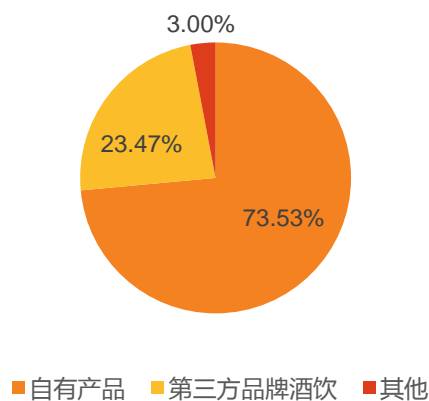


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4. 自有产品为体，供应链有力支撑

Helen's 产品矩阵丰富，自有产品为主。门店菜单中包含四十一款产品，包括二十四款酒饮、八款全国统一的基本款小吃、六款软饮料和三款其它产品。Helen's 构建了自有产品（包括 Helen's 啤酒、饮料化酒饮和小食）为主的产品体系，2020 自有产品收入占比高达 73.53%，第三方品牌酒饮收入占比仅为 23.47%。

图 7：2020 年公司自有产品占比较高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

供应链有效控制，供应商集中度较低。为了保证门店的产品质量，公司仔细筛选供应商，对资质、渠道、样本检测、审批等流程严格控制。不合格的供应商将被立即更换。公司前五大供应商占比为较低，CR5 为 26.8%。我们认为由于公司优质的自有产品为主的体系带来了强大的下游议价能力，在原料质量和成本控制上具有主导地位，可以长期保持稳定可靠的供应链体系。

表 2：前五大供应商集中度较低

	采购项目	采购金额（万元）	占总采购占比
供应商 E	食品和饮料	3502.3	7.90%
供应商 H	酒饮	2335.8	5.30%
供应商 F	酒饮	2202.6	5.00%
供应商 I	人力资源服务	1931.5	4.30%
供应商 J	酒饮	1924.1	4.30%
合计		11896.3	26.80%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.5. 公司本次上市募集资金用途

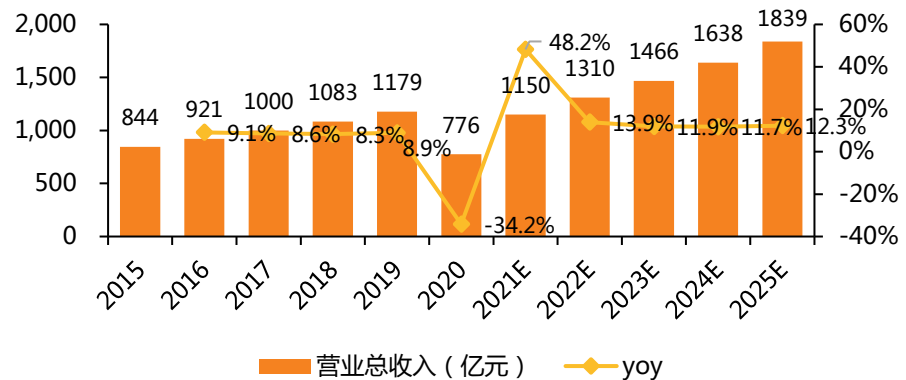
募资进行门店扩张、提升软硬件技术实力、加码人才培养，不断完善强化公司品牌形象。公司上市后募集资金主要用于以下几个方面：1）在已有地区和新地区持续拓店。公司预计于 2021 年新开酒馆 400 家，2023 年将酒馆数量提高到 2200 家。拓店区域选择已有年轻群体密集区域以及三线下沉市场，同时布局更多仓储物流中心，满足经营扩张需求。2）投入技术开发。公司将围绕顾客体验提升及成本效益优化两大主线，积极挖掘人工智能、物联网等新兴技术的潜质，赋能酒馆运营与成本管理，包括智能音乐管理、智能拓店、智能清洗、智能后厨等。3）培养人才梯队。公司加大培养人才力度，招募供应链管理、品牌推广、技术研发等领域具有专长和经验的人才，提供更有竞争力的薪酬福利。4）拓店+产品研发+营销强化品牌形象。通过拓店逐步提高消费认知度和粘性；结合大数据和客户反馈，改进优化产品配方、工艺、包装，维持并强化自有产品组合的精品形象；借助新媒体，向目标客群精准投放广告，构建私域流量池，搭配意见领袖跨界合作，线上线下齐发力，占据消费者心智。5）营运资金和一般企业资金用途。

2. 中国酒馆市场分散化，年轻群体+下沉市场推动行业增长

2.1. 中国酒馆市场呈现高度分散化格局，增长态势良好

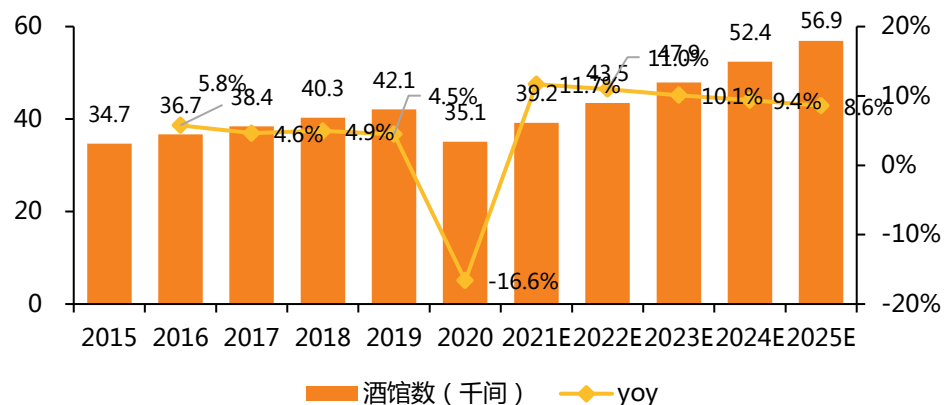
疫情未对中国酒馆行业产生根本性影响，酒馆数和营收未来仍将保持较高增速。根据弗若斯特沙利文数据，中国酒馆数量由 2015 年的 3.47 万家提升至 2019 年的 4.21 万家，2015-2019 年 CAGR 为 5.0%。受益于酒馆数量的增长和居民可支配收入增加导致的消费水平提升，中国酒馆行业营业收入由 2015 年 844 亿元提升至 2019 年的 1179 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 8.7%。2020 年受疫情影响，居民酒馆消费受到限制，酒馆数量和营业收入均出现较大幅度下滑，分别同比下滑 16.6%和 34.2%，但由于我国疫情控制得当，餐饮和酒馆行业于 2020 年下半年得以迅速恢复至疫情前水平。根据弗若斯特沙利文预测，中国酒馆数量将于 2025 年达到 5.69 万家，2020-2025 年 CAGR 预计为 10.1%；酒馆行业营业收入也将于 2025 年达到 1839 亿元，2020-2025 年 CAGR 预计高达 18.8%。**我们认为本次疫情对我国酒馆行业未造成根本性冲击，只是阶段性影响，未来将继续保持良好增长态势。**

图 8：酒馆行业营业收入保持较快增长



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：酒馆数量较快增加

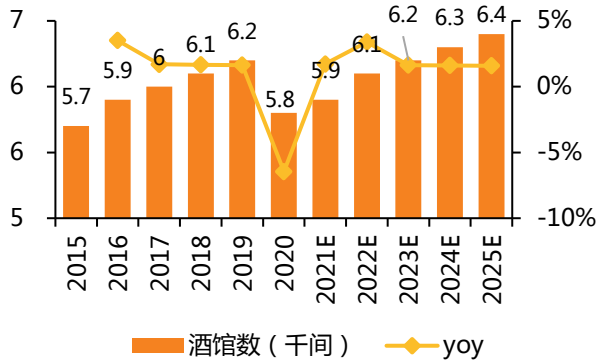


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

一线城市接近饱和，主战场转移到未来发展潜力较大的三线及以下城市。分城市层级来看：一线城市酒馆数量已接近饱和，2015-2019 年复合增长率仅为 2.1%，预计 2020-2025 年复合增长率也仅有 2.0%左右，未来 2025 年营收/酒馆数占比分别为 21.6%/11.2%。三线及以下城市酒馆数量增速较快，未来市场潜力较大，酒馆数量/营业收入 2015-2019 年 CAGR 分别为 8.1%/13.8%，预计 2020-2025 年 CAGR 将分别高达 17.4%/26.7%，均高于一、二线城市，占比分别将由 2015 年 39.2%/17.3%提升至 2025 年 53.3%/24.0%；二线城市将继续成为中国酒馆行业重要收入来源，2020-2025 年营业收入复合增长率预计为 17.5%，以占行业酒馆数 35%-45%左右的比重预计将长期保持 50%以上总营收比重。**我们认为三线及以下城市将**

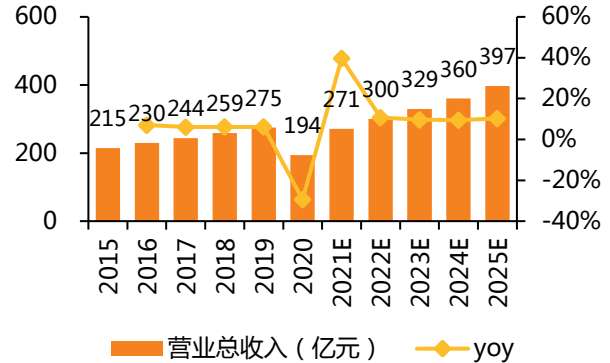
成为中国酒馆行业发展过程中的“兵家必争之地”，而一、二线城市将成为支撑酒馆企业向三线及以下城市扩张的重要基础。

图 10：一线城市酒馆数量接近饱和



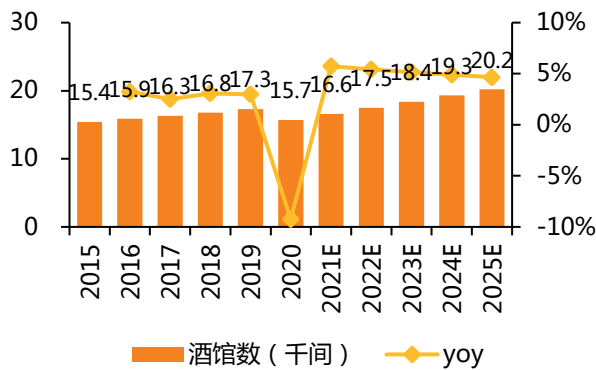
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 11：一线城市营收增长相对较慢



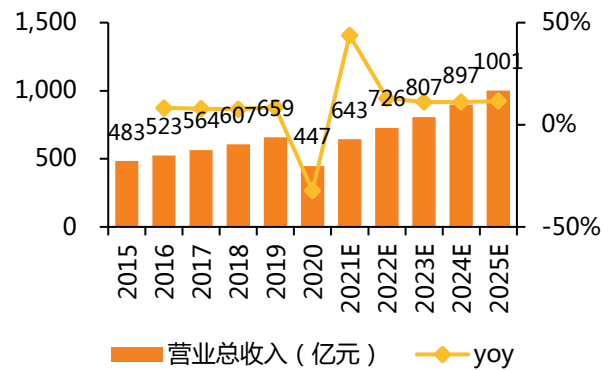
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：二线城市酒馆增速相对快于一线城市



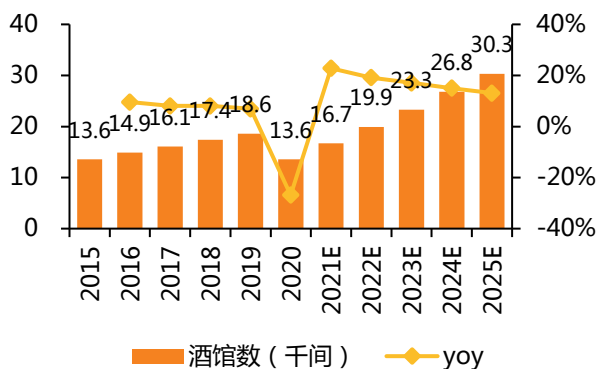
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：二线城市仍保持一定营收增速



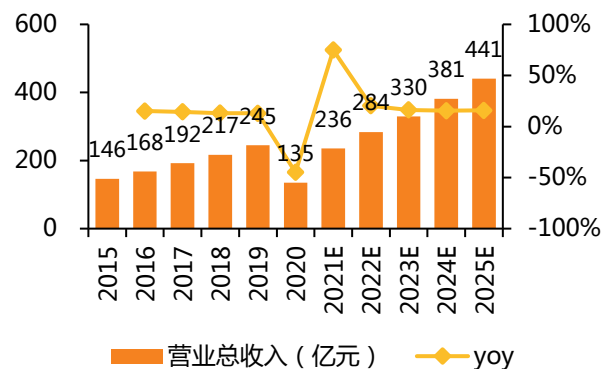
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：三线及以下城市未来发展潜力较大



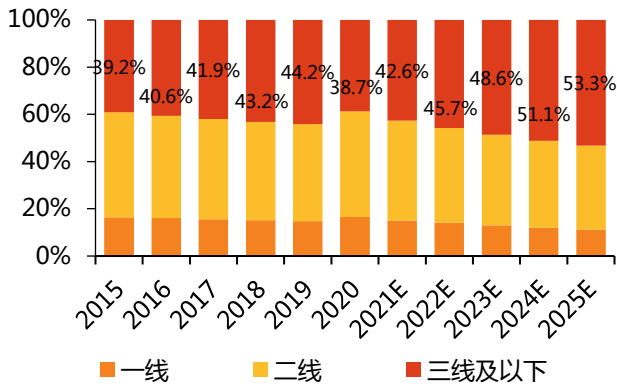
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 15：三线及以下城市市场增速较快



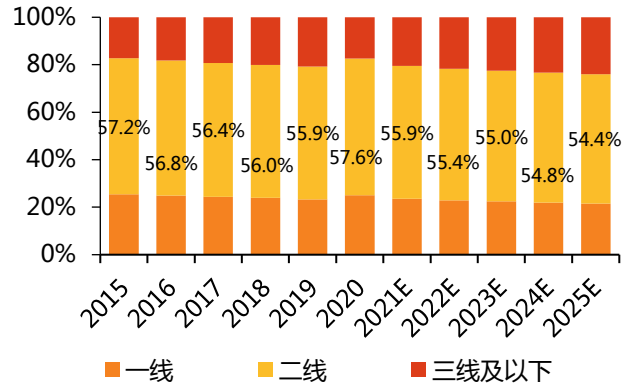
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：三线及以下城市未来门店数占比持续提高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

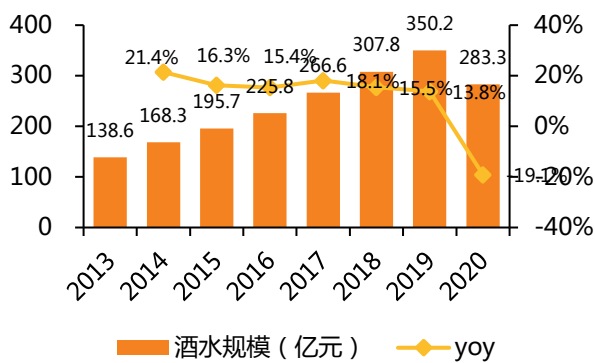
图 17：二线城市将继续作为中国酒馆行业重要收入来源



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

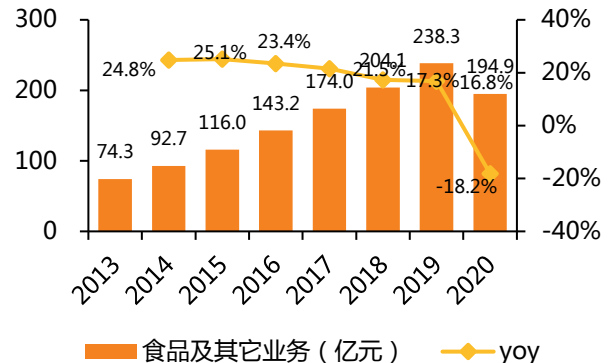
“酒饮+小食”模式下，酒馆营收来源更加健康多元。酒馆通常提供酒水和小食两项零售服务。从收入来源看：小食在酒馆营收的地位越来越重要，根据智研咨询数据显示，酒馆食品及其它业务 2019 年实现收入 238.3 亿元，2013-2019 年复合增长率高达 21.4%，高于酒店酒水业务的 16.7%。**我们认为酒馆消费模式趋向“酒饮+小食”模式发展，对酒水依赖度逐渐降低，同时不同酒饮和小食搭配可以营造多样化组合，营收来源相对更加健康化、多元化。**

图 18：酒水规模较快增长



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 19：小食在酒馆营收地位更加重要



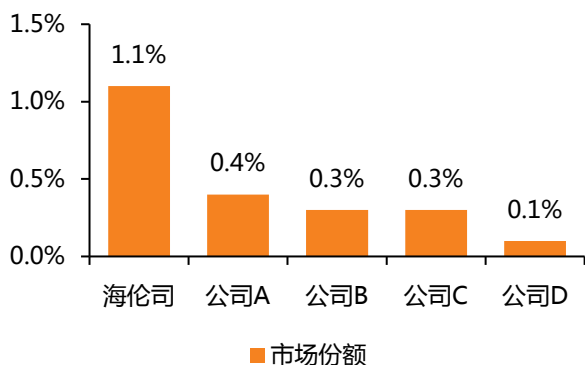
资料来源：智研咨询，天风证券研究所

中国酒馆行业市场分散，利于头部企业跑马圈地。中国酒馆行业呈现高度分散化特征，主要由大量独立经营酒馆及少数连锁酒馆网络组成。截至 2020 年末我国大约有 95% 以上为独立酒馆，酒馆市场 CR5 仅占约 2.2%，其中海伦司于 2020 年在中国酒馆行业排名居首，市场份额为 1.1%。在高度分散化市场格局下头部企业提升市占率空间较大，未来采用连锁化经营方式，且在酒馆行业积累丰富经验的品牌将会凭借规模、资金等优势在市场扩张过程中领先幅度提升。由于连锁酒馆抗风险能力相对独立经营酒馆更强，因此 2020 年疫情对独立经营酒馆造成冲击更大，且增加了行业新进入者的风险担忧，推动酒馆行业市场集中度加速提升。

连锁酒馆行业进入壁垒较高，海伦司作为连锁酒馆行业领先者具有先发优势。连锁酒馆行业具有较高的行业壁垒，包括标准化运营、技术研发、供应链管理和资本支出。小型酒馆由于缺乏资金、运营经验、研发能力和议价能力，难以实现连锁化和标准化运营，所以在酒馆运营效率和成本控制方面存在不足，同时缺乏品牌影响力，从而在与大型连锁酒馆竞争中处于劣势地位。因此我们认为在中国酒馆行业市场高度分散格局下，海伦司可以凭借其先发优势、规模优势和标准化运营流程实现快速开店扩张，从而进一步扩大营业规模和

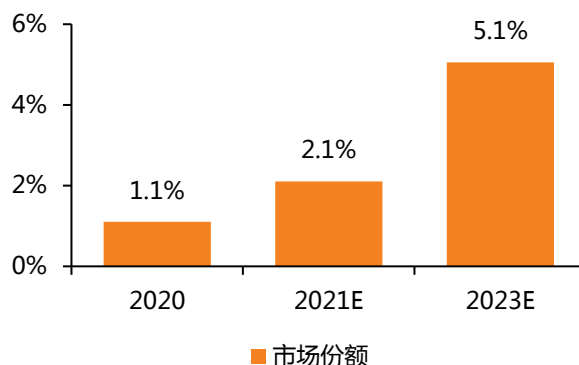
领先优势。根据公司 2021 年实现新增酒馆数约 400 家,至 2023 年酒馆总数量增加至 2200 家的开店目标,如能成功实现,我们预计 2021 年海伦司市占率将达到 2.1%,2023 年将进一步提升至 5.1%。

图 20: 海伦司于 2020 年在中国酒馆行业排名居首



资料来源:招股说明书,天风证券研究所

图 21: 预计未来海伦司市占率持续提升

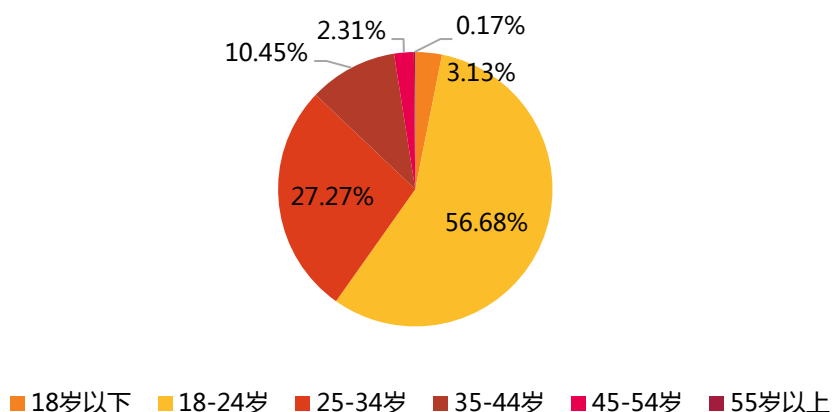


资料来源:招股说明书,天风证券研究所

2.2. 消费群体年轻化奠定根基, 下沉市场潜力挖掘促增量

我们认为消费群体年轻化为中国酒馆行业发展奠定基础,年轻客群逐渐走上“消费舞台”将成为推动中国酒馆行业发展的关键性因素。年轻群体已经成为中国消费群体的重要组成部分,2020 年处于 20-34 岁人群数占总人口比例约为 21.2%。年轻群体同样是酒馆行业的绝对消费主力,根据中国产业信息网数据显示,18-24 岁为最大酒吧消费群体,24-34 岁次之,两者之和占比高达 83.95%。年轻群体消费性格较为清晰,他们追求自由、追求乐趣、追求个性、追求品质、崇尚性价比。因此年轻群体对自由欢乐社交氛围和高性价比、较高品质酒饮服务的需求增长将持续驱动酒馆行业发展。同时年轻人追求个性化,对品牌更加敏感,对于已形成良好口碑的连锁酒馆品牌具有一定优势。并且,随着时代发展不断有新鲜血液涌入年轻群体,而逐渐成熟进入中年期的原有消费群体将有部分保持酒馆消费习惯,因此酒馆行业消费群体将不断扩大。

图 22: 2019 年年轻群体是酒馆行业绝对消费主力



资料来源:中国产业信息网,天风证券研究所

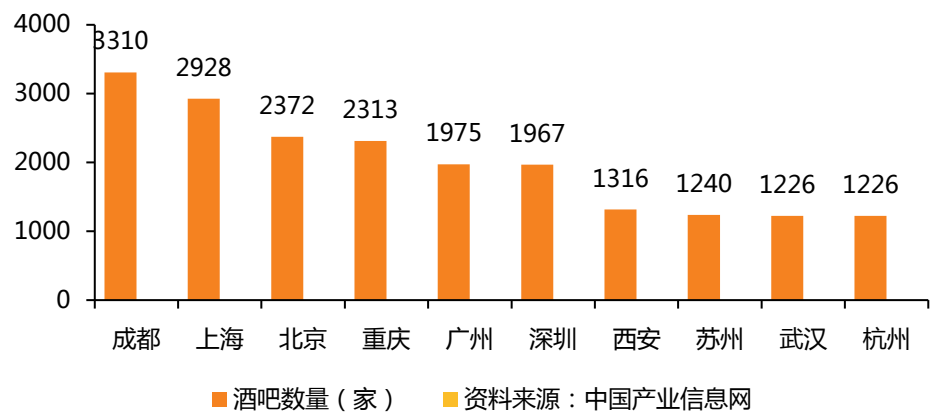
在年轻群体逐渐成为消费主力的背景下带来三大消费趋势,分别为“低度酒、鸡尾酒更加流行”,“夜间经济蓬勃发展”和“短视频、社交媒体发展和网红文化推动”,我们认为这三大趋势也将成为推动中国酒馆行业发展的重要因素。

1) 低度酒如预调鸡尾酒更加流行，酒馆行业上游消费空间逐渐增加。年轻一代的酒类消费特点更加偏向低度、理性、健康、时尚、个性，而低度酒如预调鸡尾酒度数较低、价格相对红酒、白酒更加便宜、口味多样化，可以满足年轻一代的酒类消费需求，因此预计未来年轻人对于低度酒如预调鸡尾酒的消费需求将逐渐提升。酒水位于酒馆行业产业链上游，消费群体对其消费需求提升将推动作为主要销售场所的酒馆行业发展。同时自有品牌酒饮流行度更是逐渐提高，有利于推广酒馆品牌文化，进一步提升品牌形象。

2) 中国夜间经济蓬勃发展，酒馆行业下游消费场景不断扩大。随着居民收入水平和对夜间娱乐需求的提升，中国夜间经济蓬勃发展。自 2015 年至 2019 年，中国夜间经济市场规模由 10.9 万亿元增长至 16.8 万亿元，CAGR 达 11.4%，预计于 2025 年进一步增长至 28.2 万亿元，CAGR 约为 10.9%。其中年轻人成为夜间消费主力军，他们热衷夜间娱乐，对于夜间活动及消费拥有较大需求，因此年轻群体消费能力和娱乐需求提升将直接推动夜间经济发展。同时，夜间经济也使得城市经济更加繁荣，提升城市吸引力，因此各地政府实施一系列措施推动夜间经济发展，营造更多夜间消费场景，如北京、上海和成都市于 2018 年后相继发布关于夜间经济发展的指导意见，在“经济内循环”大格局下未来政策支持力度有望进一步提升。酒馆行业作为夜间经济的重要一环，其发展将受益于夜间经济发展。

3) 短视频、社交媒体发展和网红文化推动，未来酒馆文化将持续流行。随着抖音、快手等短视频媒体及微博等社交媒体逐渐成为人们获取信息的重要渠道和生活的重要组成部分，短视频、社交媒体在品牌口碑传播过程中发挥更加重要的作用，同时带动网红文化逐渐发展。酒馆作为年轻人展示个性化和潮流化的社交场所，我们认为将在短视频及社交媒体发展传播下迎来口碑传播速度和品牌力的提升，同时在伴随着网红文化流行下迎来红利。以成都为例，赵雷的《成都》一句“走到玉林路的尽头，坐在小酒馆门口”深入人心，酒馆成为成都的一个符号象征，从而推动成都酒馆文化发展，成都也成为中国酒馆数量最多的城市，2019 年共有 3310 家酒馆。酒馆行业高度依赖消费者间的口口相传与市场口碑，短视频及社交媒体发展提升酒馆行业口碑传播速度和品牌打造力，将有利于酒馆行业引入新顾客或提升老顾客黏性。

图 23：2019 年成都为中国酒馆数量最多的城市

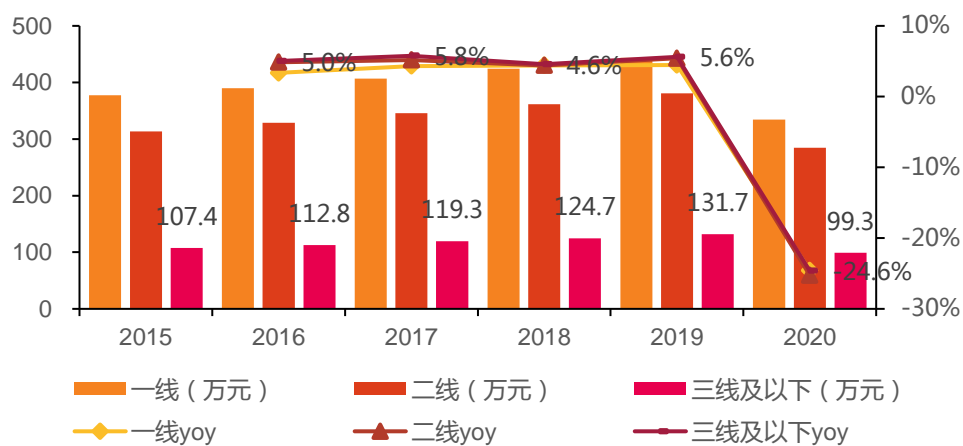


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

我们认为目前在我国酒馆行业市场下沉化格局下，三线及以下城市的市场潜力挖掘将成为酒馆行业营收重要增量和发展关键。当前一、二线城市酒馆数量接近饱和，未来三线及以下城市市场潜力挖掘将成为酒馆行业发展的关键。三线及以下城市拥有 11 亿的庞大消费人群，占中国总人口约 78%，而酒馆数量占比仅有 38.7%，因此在酒馆数量上仍有一定提升空间。同时三线及以下城市居民可支配收入随城市化等因素推动迎来高速增长，2015-2019 年 CAGR 高达 8.8%，已达到人民币 2.6 万元，不仅有利于推动酒馆数量增加，也有利于推动单店销售水平提升。目前三线及以下城市单店年营业收入规模远低于一、二线城市，但 2015-2019 年复合增长率略高于一、二线城市。因此庞大的消费人群和日益增长的消费水平将直接驱动三线及以下城市居民酒馆消费增长，同时三线及以下城市酒馆运营成本如租金较低。由海伦司目前在一线、二线、三线及以下城市开店比例来看，截至 2020 年海伦司在三线及以下城市开店比例为 26.8%，低于中国酒馆行业整体比例 38.7%，且海伦司性价

比品牌定位符合三线及以下消费市场特点，因此我们认为未来海伦司三线及以下市场扩张空间较大。

图 24：三线及以下城市单店年营业收入规模 2015-2019 年复合增长率略高一、二线城市



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 年轻化、标准化、数字化三大 DNA 打造年轻人的自由社交空间

3.1. 紧抓年轻人消费偏好，营造良好消费体验和卓越品牌力

我们认为公司在同行业竞争中脱颖而出的关键因素在于主要目标消费群体——年轻人定位明确，并且其产品和服务高度贴合年轻人需求及偏好。公司目标成为年轻人的线下社交空间，紧抓年轻人消费偏好，在产品、服务、品牌营销等方面拉近与年轻群体距离。未来年轻群体对海伦司品牌忠诚度和消费黏性提升将成为公司营收提升持续不断的驱动力。

全力打造性价比产品矩阵，贴合年轻人追求性价比消费特点。公司建立起以自有产品为主，外部产品为辅的产品矩阵，多种产品具有高性价比。目前所有瓶装啤酒产品售价均在 10 元/瓶以内，与行业同类产品售价相比具有明显竞争力，例如海伦司精酿产品售价仅为 7.8 元/瓶，275ml 百威啤酒售价为 9.8 元/瓶，而根据弗若斯特沙利文，同行业该款百威啤酒平均售价在 15-30 元/瓶，公司售价比行业平均售价低 35%-67%，具有明显价格优势。公司主要消费群体年轻人，如今更加注重理性消费、简约消费、品质消费，逐渐形成追求高性价比的消费习惯。公司高性价比产品有利于增强顾客黏性，同时在消费者群体中树立“高性价比”形象，营造良好的口碑，从而吸引更多的目标消费者。

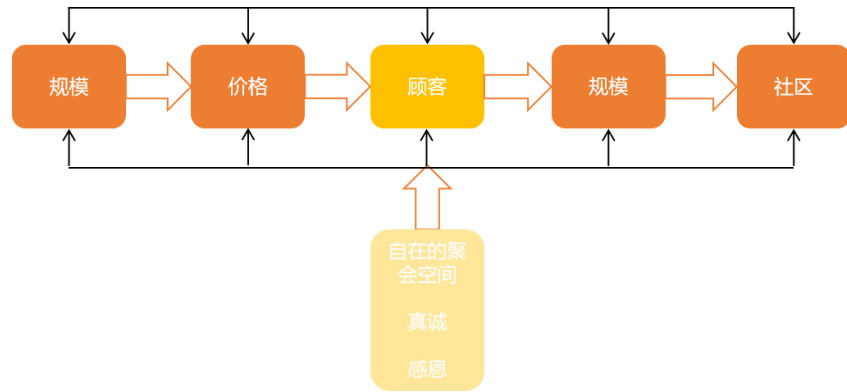
表 3：门店自有饮品展示

种类	产品	外观	价格
Helen' s 啤酒	纯麦精酿		9.8
	Helen' s 精酿		7.8
	Helen' s 扎啤		7.8
	Helen' s 果啤		8.9
	Helen' s 奶啤		8.9
饮料化酒饮	嗨斗		5.9
	威士忌可乐扎		7.8
	威士忌可乐桶		2.6
	伏特加红牛		3.9

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

产品高性价比的实现主要基于规模优势和自有产品。公司通过连锁化经营，酒馆网络快速扩张和产品销售规模的持续增长迅速积累规模效应，提升议价能力，持续实现降本增效。自有产品由于去除多个中间商环节从而在保持高性价比同时实现较高毛利率水平，2020 年高于第三方酒饮毛利率约 26.9pct。公司通过高性价比产品积累良好的口碑吸引消费者，促进客流量增加和销售额提升，进而实现酒馆网络扩张，从而获得规模效应，推动降本增效，反哺公司产品高性价比。我们认为随公司酒馆扩张实现规模效应提升和自有产品收益占比的增加，未来公司将继续保持高性价比优势。

图 25：海伦司商业逻辑



资料来源：海伦司微信公众号，天风证券研究所

着力提高顾客消费及互动体验，打造年轻人的自由、快乐的线下社交平台 and 自在的聚会空间，满足年轻人追求休闲、自由消费体验的需求。“自由”是海伦司始终坚持的主题，基于“自在的聚会空间”，海伦司在酒馆设计方面（如桌椅）做出考量，同时在保证适度而有效率的服务和丰富多元化酒馆活动中做商业模式上的减法，取消驻唱歌手、取消舞池、取消娱乐设备、取消喝酒和唱歌比赛、取消世界杯播放足球，使得海伦司酒馆最终回归到社交平台定位。优质消费体验使得海伦司赢得顾客高满意度，根据弗若斯特沙利文调查显示，约 93.9%消费者对消费体验满意，其中约 61.8%非常满意，约 91.9%消费者表示愿再次到访。我们认为自由放松的社交空间、休闲文化和自由精神形成将成为海伦司未来持续赢得年轻群体重要保障。

建立品牌宣传互联网平台矩阵，宣传年轻人社交文化，从而提升品牌影响力。年轻人通常热衷于微信、抖音、微博等社交平台，喜欢在淘宝、京东等电子平台购物，针对年轻人该社交和消费条件，海伦司建立包括微信公众号、抖音、微博、淘宝、京东平台的品牌宣传互联网平台矩阵，开展数字化营销，增加与年轻人的沟通互动，大力推广宣传年轻人社交文化，从而增强在年轻群体中的品牌影响力，目前海伦司官方微信、抖音及微博累计粉丝已超过 570 万，同时海伦司宣传推广费用从 2018 年 519.3 万元提升至 2020 年 1539.8 万元也体现出公司对宣传推广重视。①在微信公众号上，海伦司通过推送活动和留言评论与“海带”（海伦司粉丝称呼）开展亲密互动，近期公众号文章阅读量超过 10W+，显示了海伦司在微信平台上较强的影响力；②在抖音平台上，海伦司拥有约 60.6 万粉丝，开辟了“告白小队”和“聚会游戏”两个板块，通过情感小短剧方式传播年轻理念。去年 12 月#Helens 可乐桶#刷上抖音热榜第一名，相关话题视频累计播放量超过 10 亿次，在社交平台上海伦司可乐桶挑战得到广泛传播，进一步提升公司互联网知名度；③在电商平台上，海伦司于 2020 年圣诞节入驻京东商城，并在所有线上商城启用全新价格体系，部分酒饮降价幅度超过 40%甚至低于门店价，从而提高消费者黏性和品牌知名度。强大品牌宣传推广能力使得海伦司在同行业中具有知名度、品牌力优势。根据弗若斯特沙利文调查显示，海伦司的品牌知名度在所有酒馆中排名第一，有 18.1%受访者谈到酒馆时会想到海伦司。未来海伦司计划进一步扩宽营销渠道，通过与意见领袖合作、跨界活动、热点营销等活动将进一步拉近与年轻人距离。我们认为未来年轻群体对海伦司“年轻人的社交平台”的品牌印象不断加深将成为公司抓住年轻群体的关键。

图 26：海伦司打造品牌宣传矩阵

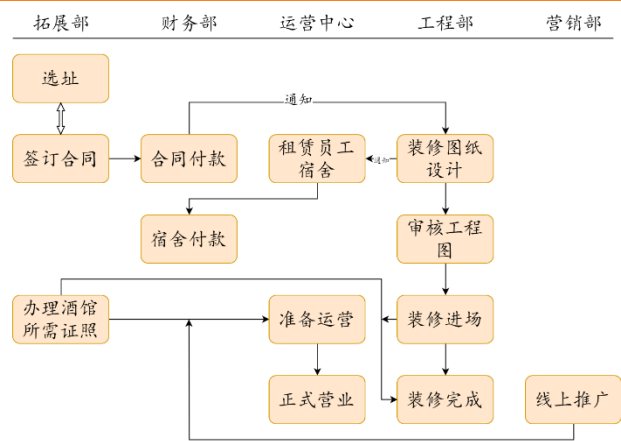


资料来源：海伦司微信公众号，天风证券研究所

3.2. 运营模式高度标准化，大幅提高运营和管理效率

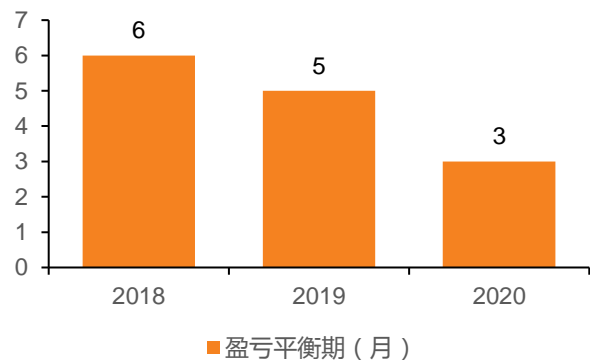
公司建立高度标准化的运营模式，推动公司运营及管理效率提升。公司制定通过直营酒馆进行市场扩张的战略。直营酒馆相对于加盟模式能够对开店速度、产品、运营、服务、供应链和人才培养等方面进行更强的控制和更有效的监督，更有利于建立高度标准化运营模式。标准化模式同时促进新增海伦司直营酒馆盈亏平衡期持续下降，由 2018 年 6 个月下降至 2019 年 5 个月并进一步下降至 2020 年 3 个月。相对于独立酒馆和小型连锁化酒馆，公司高度标准化运营模式可以降低运营成本，提高运营及管理效率，也有助于统一品牌形象的形成。

图 27：海伦司直营门店扩展流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 28：海伦司直营酒馆盈亏平衡期持续下降



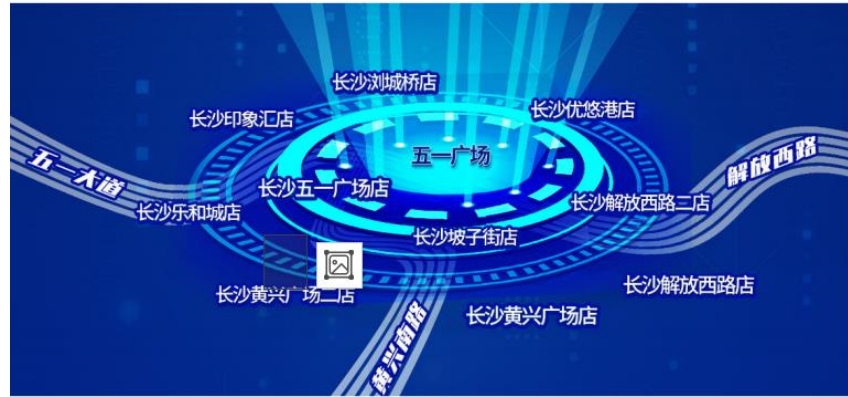
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司高度标准化运营模式主要体现在一体化酒馆运营、统一化的经典产品组合、可持续的店长培养体系三大方面：

1) 一体化酒馆运营，有效提升运营效率。酒馆运营方面，公司在总部设立专业职能部门对酒馆选择、酒馆装修、物流采购、音乐播放等环节进行统一管理，有效推动运营效率提升。

①在酒馆的选址规划上，充分考虑年轻群体。公司充分考虑周边的居民业态和商业业态各项指标并采用评分制，尤其对作为消费主力的年轻群体的相关因素着重考虑。公司主要选择年轻人聚集的区域，从而在年轻群体中建立良好的品牌形象和曝光度，同时保证在性价比高的地段租赁店面。并采用在年轻客户集中的优质商业地区同时运营多家酒馆的策略，从而充分刺激和满足客户需求，提升品牌度。

图 29：海伦司在长沙解放西路商圈同时运营多家酒馆



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

②在酒馆装修过程中，模块化方式成功实现效率提升和风格统一。公司通过采取酒馆装修模块化方式成功提升涉及复杂流程的酒馆装修效率，使得装修环节耗时降至约 40 天，进而使得新店从选址签约至具备开业条件仅需 2-3 个月。同时在酒馆统一采取具有东南亚和少数民族风格的店面设计，从而营造独有的品牌形象。此外，海伦司也尝试于采用欧式风格推动风格多样化，寻求更多的可能。

图 30：海伦司统一的装修风格



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 31：海伦司尝试使用欧式装修风格



资料来源：海伦司微信公众号，天风证券研究所

③公司搭建集约化供应链，实现酒馆运营降本增效。（1）在物流采购过程中，公司通过内部物控中心对酒馆采购进行一体化管理，并借助 ERP 系统自动化流程提高运营效率。建立完整的供应商遴选流程，利用规模效应集中统一采购从而优化采购成本。（2）在质量监控方面，公司在从采购到酒馆服务各项环节均对食品安全进行监控，并建立完备质量管理体系，相对于其它独立酒馆出现食品安全风险较低。（3）在仓储配送方面，公司通过第三方提供的仓储服务在武汉、天津、无锡和东莞设置仓库，并于国内知名第三方物流提供商合作实现高效物流配送。强大供应链管理将成为公司提升酒馆运营效率和产品质量，同时尽可能节约相关成本支出的有力保障。

2) 采用统一化经典产品组合，简化公司采购程序。公司全国范围内酒馆统一提供经典化产品组合，主要包括 41 款产品（24 款酒饮、8 款小食、6 款软饮料、3 款其他产品）。统一化产品组合有利于简化公司采购及物流程序，提高存货周转和议价能力。同时公司为满足消费者需求变化不断进行产品上的更新，根据产品销售数据变化对顾客消费趋势的变化进行分析，并根据此进行产品结构的调整，及时推出顾客满意的新产品，如根据酒精饮料化趋势开发出果味系列啤酒。

图 32：海伦司统一化经典产品组合

Helens	
<p>啤酒 BEER</p> <ul style="list-style-type: none"> 大扎 The "Tub" 80 1664 9.8 科罗娜 Corona 9.8 百威 Beck's 9.8 海伦司精酿 Helens Specialty Brew 7.8 海伦司啤酒 Helens Beer (Original Flavor) 8.9 海伦司啤酒 Helens Beer (Strawberry Flavor) 8.9 海伦司啤酒 Helens Beer (Peach Flavor) 8.9 海伦司啤酒 Helens Beer (Milk Shake) 8.9 海伦司啤酒 Helens Pure Malt Craft Brew 9.8 <p>鸡尾酒 COCKTAIL</p> <ul style="list-style-type: none"> 轰炸机 26 威士忌可乐糖 Whiskey & Coke (Sugar) 31 伏特加红牛糖 Vodka Red Bull (Sugar) 39 威士忌可乐扎 Whiskey & Coke Lash 80 <p>嗨斗 HIGOLE</p> <ul style="list-style-type: none"> 牛里牛气 Energy Wine 59 天生莓质 Citrus Wine 59 桃里桃气 Peachy Wine 59 蓝莓如梦 Blueberry Wine 59 海伦司派对 Helens Party 59 <p>洋酒 FOREIGN WINE</p> <ul style="list-style-type: none"> 野格 Spiced Rum 273 皇冠伏特加 Crown Vodka 168 海伦司青梅酒 Helens Plum Wine 49 	<p>饮料 Drinks</p> <ul style="list-style-type: none"> 农夫山泉矿泉水 4 绿茶 Green Tea 8.8 冰红茶 Iced Tea 8.8 热牛奶 Hot Milk 8.8 红牛 Red Bull 12 可乐王 Coke 12.8 <p>小吃 SNACKS</p> <ul style="list-style-type: none"> 香辣豆皮 Spicy Bean Curd 15.8 香辣海带结 Spicy Seaweed Knot 17.8 酒鬼花生 Fried Peanuts 17.8 土豆条 French Fries 26 招牌鸭脖 Spicy Duck Neck 28 鸡米花 Chicken Nuggets 28 奥尔良鸡翅 Chicken Wings 30 牛仔堡 Beef Burger 9.9 <p>水吧 SHISHA</p> <ul style="list-style-type: none"> 水蜜桃 Peach 38 薄荷 Mint 38

Helens郑重承诺：全部酒水绝对保真，让每位顾客喝到正品酒是Helens最基本的责任。

资料来源：海伦司微信公众号，天风证券研究所

3) 建立可持续的人才培养体系，为后续扩张奠定人才基础。公司建立了整套针对不同职级、职能的高标准化员工培养体系，对优秀员工提供清晰的职业发展规划方案，从而为酒馆经营和扩张储备优秀人才。对于入职新员工提供入职和专项培训；对于基层员工实施“海星计划”，使其了解酒馆管理相关知识，为担任领班做准备；针对酒馆领班和店长进行店长集训，帮助掌握酒馆业务技能和企业管理知识，从中选拔未来管理人才，通常情况下培养一名新店长仅需 9 个月；对于高级店长及以上的中层干部开展亮剑集中营，提供管理能力培训。通过建立可持续的人才培养体系公司储备了丰富的酒馆管理人员，截至最终可行日期，公司店长人数为 420 人，后备店长人数为 267 人，从而为后续的酒馆扩张和运营奠定人才基础。

图 33：海伦司员工培养体系



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 数字化与技术革新，全面提升运营效率

通过研发的数字化技术应用实现酒店运营的标准化和差异化管理，从而全面推动精准运营和效率提升。①公司自主开发 Future BI 系统。Future BI 系统可以实时感知门店的运营状况，其主要连接 ERP 系统（业务管理数字化）和 CRM 系统（线上线下运营一体化）两个前端系统，最终实现管理效率提升和营销精准有效。ERP 系统可以实现全业务流程的线上化、数字化和可视化，使得总部运营中心可以实时获取酒馆营收数据。CRM 系统建立起线上线下有机集合的立体营销网络覆盖，可以根据线下顾客消费记录精准数字化营销。②公司建立智能音乐管理系统。音乐作为酒馆氛围的重要组成部分，海伦司运用智能音乐管理系统

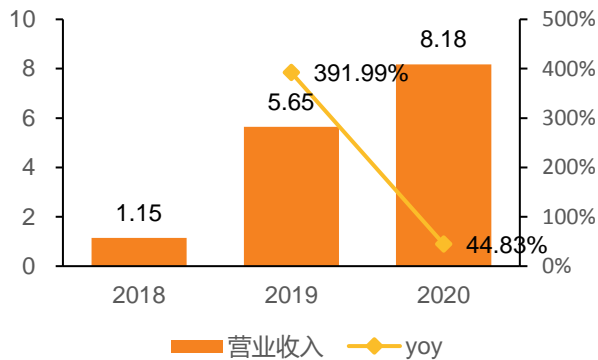
对酒馆背景音乐进行精准实时控制，可针对酒馆实际经营情况从全国统一曲库选择适宜的曲目，同时还可以根据酒馆当日客流情况自动调整音乐播放音量和节奏，从而提高顾客消费体验。我们认为海伦司凭借规模效应和资金优势，可以通过数字化技术革新实现标准化和差异化运营，从而大大提高酒馆运营效率，而其它独立酒馆或小型连锁化酒馆往往受制于技术革新成本而无法实现数字化运营，因此数字化是海伦司相对于其它独立酒馆或小型连锁化酒馆在运营效率提高方面的重要优势。

4. 拔新领异，从财务角度探寻海伦司的独特模式

4.1. 收入端：直营化、下沉化增长，品牌势能逐渐释放

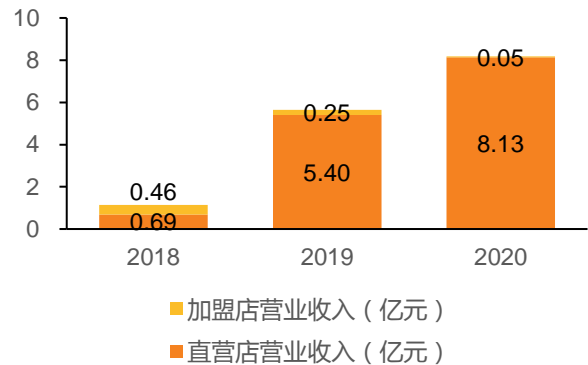
海伦司收入高速增长，直营模式占据主导。2018年以来，海伦司营业收入增长迅速，2019年营业收入5.65亿元，同比增长391.99%。2020年营业收入8.18亿元，同比增长44.83%。直营模式收入占比快速上升，从2018年的60.2%提高到2020年的99.4%。目前公司所有门店均为直营酒馆。深度化的直营模式减少加盟商的分利，提高了门店扩张效率。未来在统一化、连锁化的大环境下，直营模式会带来高效的业务管理和高质量的酒馆服务。

图 34：海伦司营收高速增长（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

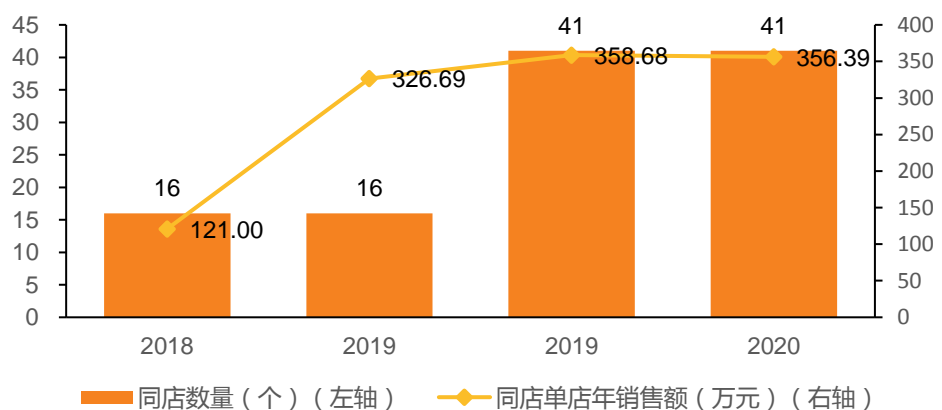
图 35：加盟逐渐被直营体系替代



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

门店快速扩张和同店销售规模成长双轮驱动。公司2019年16家同店单店收入为326.69万元，同比增长170.0%。**同店收入增长的原因：**1) 海伦司主体为2018年4月20号成立，所以2019年全年销售额增长较为明显，按2018年经营250天计算，调整后2019年同店收入同比约增长82.46%。2) 公司品牌力发酵，品牌认知度快速提升，新客流量优势明显。2020年，公司41家同店单店收入同比下滑0.6%，主要受疫情影响部分关店，以及大学区域未开学等因素导致客流下滑。我们认为随着疫情大趋势转好，Helen's弹性将再次被激活，同店销售有望快速增长。

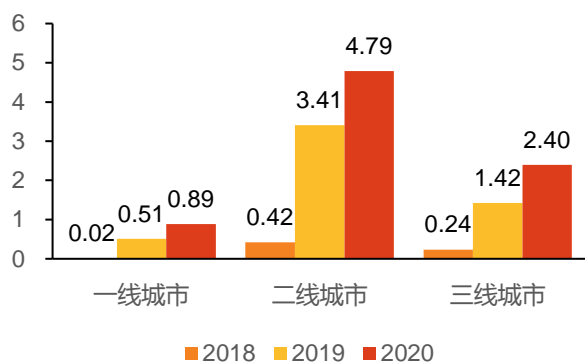
图 36：同店店数和销售额同增



资料来源：海伦司招股说明书，天风证券研究所

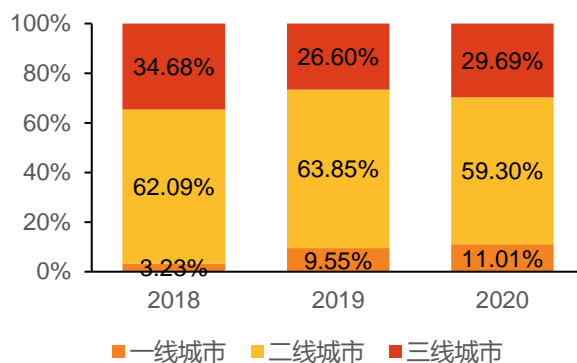
下沉消费趋势明显，二、三线城市增长迅速。分区域来看，下沉市场收入占比较高，二线城市酒馆2019年收入合计为4.83亿元，同比增长631.82%，2020年收入合计7.19亿元，同比增长48.86%，占公司总营收比87.90%。Helen's在下沉地级市拥有高客流红利和高翻台率，2020年二、三线城市平均门店下单人数分别为112.2，99.5人，高于一线城市下单人数83.1人。

图 37：二三线城市贡献公司主要收入（亿元）



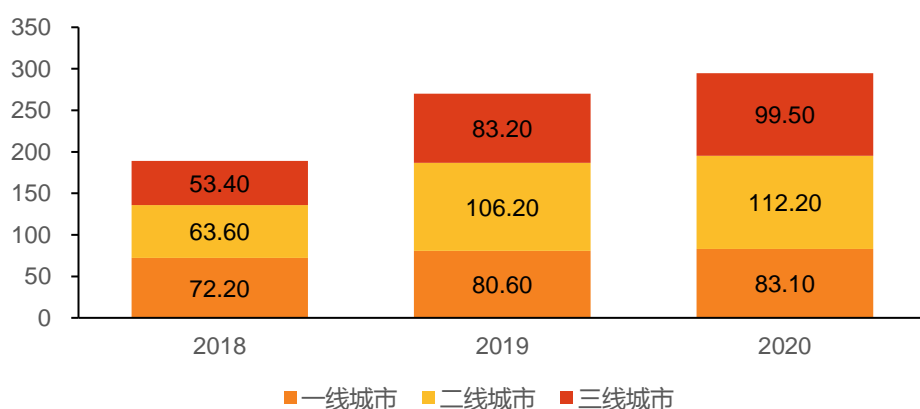
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：二三线城市收入占比较高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

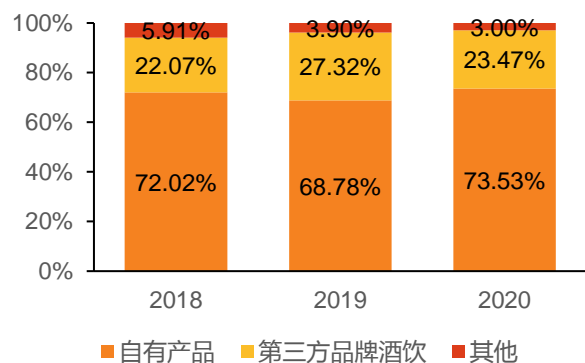
图 39：二三线城市日均单门店下单人数较多（人）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

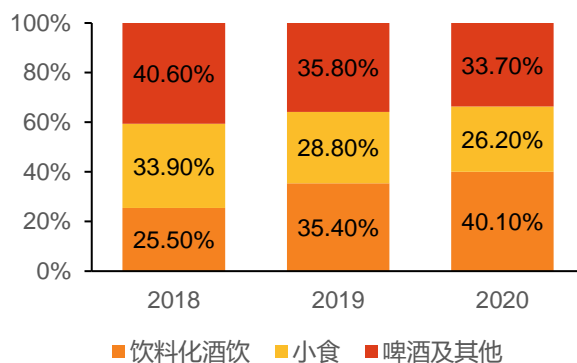
自有产品销售为主，饮料化酒饮引领潮流。分产品来看，Helen's 门店自有产品占比保持在高位，2020 年自有产品销售占比 73.53%，同比增加 4.75pcts，第三方品牌酒饮占比 23.47%，同比减少 3.85pcts。自有产品分为啤酒、饮料化酒饮以及小食等，受到低酒精浓度和多元化口感需求推动，门店饮料化酒饮占比提升迅速。2018-2020 占比分别为 25.5%，35.4%，40.1%，累计提高 14.6pcts。

图 40：海伦司自有产品销售占比较高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 41：饮料化酒饮占比持续提高

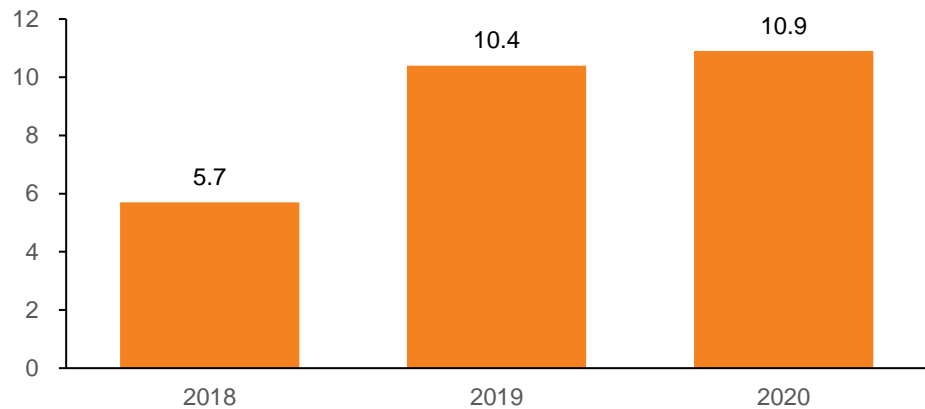


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

单酒馆日均营业额破万。Helen's 直营门店日均营业额增长稳定，2019 年单店日均营业额为 10.4 千元，同比增加 82.46%，推测是由于公司于 2018 年 4 月 10 日成立，故公司成立前的营业额没有纳入计算框架。2020 年单个门店日均营业额为 10.9 千元，同比增长 4.81%，

在疫情关店冲击的影响下门店营业额依然保持稳健成长。

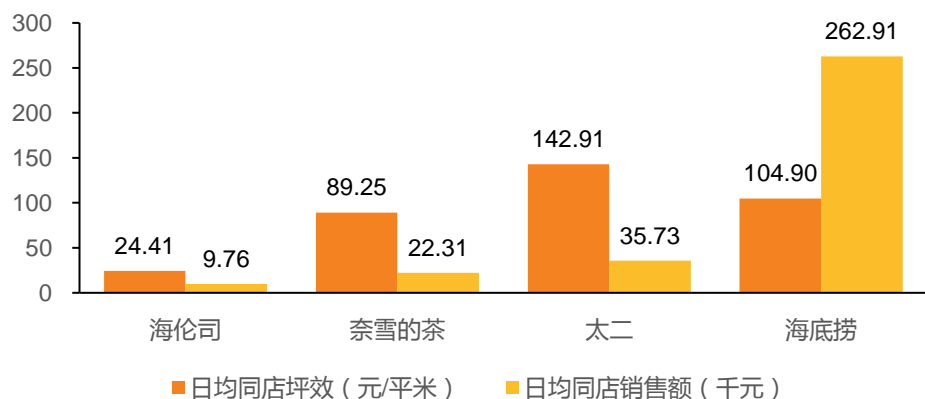
图 42：2020 年海伦司单个直营店日均营业额达到 10.9 千元



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

横向对比初显端倪，“夜间第三空间”培养连锁餐饮新业态。从单个同店日均销售额对比来看，海伦司处于同业较低水准，约为 9.76 千元/天。海底捞、太二酸菜鱼等品牌同店销售额较高，普遍超过 10 万元/天。营业面积角度，海伦司每家店面约为 300-500 平米，与奈雪的茶、太二等连锁餐饮门店面积类似，从坪效角度分析，海伦司也处在行业低位。根据我们粗略估算，海伦司日均坪效约为 24.41 元/平米，低于奈雪的茶 89.25 元/平米，太二酸菜鱼 142.91 元/平米。

图 43：海伦司店均坪效和销售额并不突出



资料来源：根据招股说明书、公司公告测算，天风证券研究所

我们并不认为海伦司低坪效和低日均销售额的商业模式不好，相反，更低的营业额为海伦司构建了更深的护城河：

1) **降低成本，闷声发财。**一方面，海伦司拓店选址并不依赖黄金地段，其依赖自身的品牌认知度和客户粘性得以生存于更低廉的租赁条件。另一方面，如今绝大多数商场和核心地段商铺都采用营业额提成/保底租金择其高。对于一些头部连锁餐饮，如奈雪的茶、太二酸菜鱼等，营业额提成租金较保底租金更高。而海伦司较低的销售额为门店带来更贴近保底的提成租金。即使相同位置、相同面积，海伦司租金压力也更小。

2) **海伦司的客流需求弹性稳定。**商业地产中，铺面的好坏由多种因素共同决定，对于经营者来说，在门店开业前，门店获客能力到底如何是未知数。对于传统大型连锁餐饮来说，高客流是维持其营业额的必要因素。而海伦司对于经营条件恶劣的商铺适应性更强，对不同客流情况容忍度更高，在局部租赁位置下有着较强领导力。

3) **海伦司拓店模式高效可复制。**基于以上两点，海伦司对新店选址要求较低，具备在“恶劣”的租赁条件下经营的能力——只需要在年轻人密集的区域锁定其租金最便宜的铺子即

可。公司的选址人员得以精简，选址时限得以压缩，在下沉市场复杂的商铺租赁架构下优势明显。

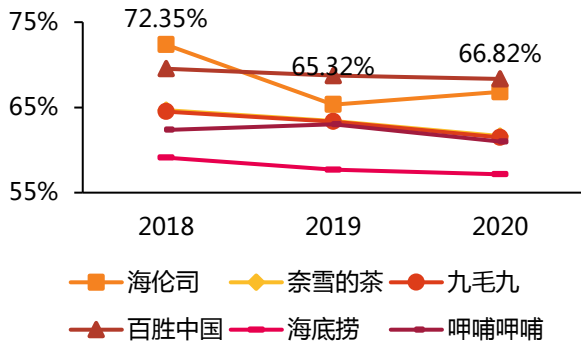
4) **舒适良好的消费体验。**海伦司注重年轻消费群体的社交属性，致力于打造自由、快乐、舒适、温馨的环境。低客流换来的是更惬意的消费体验，“夜间第三空间”的逻辑实质强化了海伦司客户粘性。

4.2. 成本端：手握“三叉戟”，海伦司成本控制极为优秀

4.2.1. 戟尖：原料成本领先

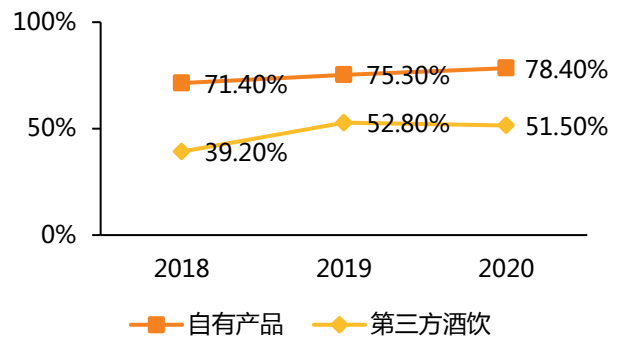
高毛利是成本控制的先决条件，自有产品进一步打开毛利天花板。海伦司不仅产品价格相比同行具有相当优势，其毛利水平也显著优于可比连锁餐饮企业。公司 2020 年毛利率为 66.82%，同比增加 1.5%pcts，高于行业可比均值 62.74%。产品结构来看，自有产品有着显著的毛利优势，2020 年海伦司自有产品毛利高达 78.4%，远高于第三方品牌 51.5% 的毛利。优秀的毛利控制为酒馆向下沉市场扎根平价酒饮奠定基础。我们预计随着海伦司自有产品占比的进一步提高，公司综合毛利突破 70% 可能性较大，与传统餐饮拉开明显差距。

图 44：海伦司毛利率行业领先



资料来源：招股说明书，Wind，公司公告，天风证券研究所

图 45：自有产品推动毛利走高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2.2. 戟刃：租赁成本低廉

海伦司租金占比保持合理区间。公司合计租金由使用权折旧和短期租赁费用组成。总租赁成本占比由 2018 年 17.40% 下降到 2019 年 11.81%。2020 年占比有所增加，上升到 16.75%。我们认为原因有：1) 因新冠疫情导致部分门店落位，如大学城等，超过 6 个月未开业，而去年大部分省市商铺免租期为 2-3 个月，所以租金占比有所上升。2) 新店加速铺设，对选址地段和条件要求有所提高。3) 公司签订长期租约有所增加。随着疫情改善，以及门店拓张的标准化，海伦司租赁成本将稳中有降。

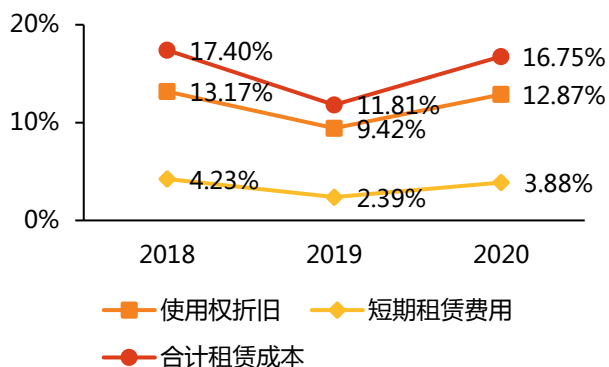
绝对租赁成本较低，选址自由度高。横向对比，海伦司租金成本占比位居行业中列，高于九毛九、海底捞等大型连锁餐饮。但其绝对租金远低于可比公司。海伦司在中国租赁 428 间物业，总建筑面积约为 205,230 平方米。经计算租赁条件低至 4 元/平米/天。根据中指研究院发布的《2020 中国商业地产租金指数研究报告》，百大商业街（百街）商铺平均租金为 25.1 元/平方米天，百大购物中心（百 MALL）商铺平均租金为 26.8 元/平方米天。海伦司租金条件优势明显，其原因：

1) **选址要求较低。**海伦司更注重年轻人聚集区域，选择该区域下更“烂”的铺子，对不同具体位置适应性较强，相较于核心 CBD 租金更低。

2) **低坪效降低了提成租金的绝对值，使之更贴近保底租金。**

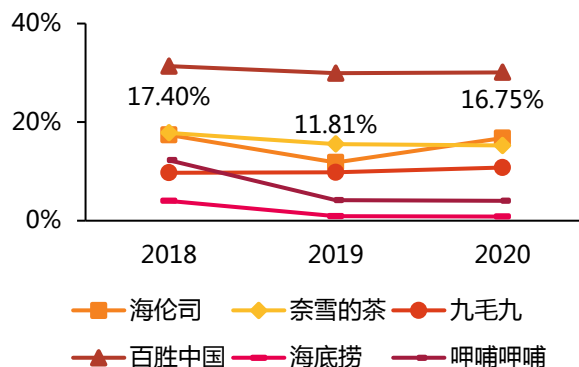
3) **局部议价能力极强。**我国城市租赁结构常形成区域化分割——政府将某一区域的商铺经营管理权全权交给一家资产管理公司，公司再进一步转租给三房东，也就是实际经营者。区域内的商铺各有优劣，信息不对称情况下打包出售商铺是资产管理公司的较优解。海伦司通过和资产管理公司谈判，在一个区域连续租下多个铺子，可获得更加优惠条件，如海伦司在长沙五一广场附近开设了 10 家酒馆，强议价能力进一步降低总体租赁成本。

图 46：2020 年海伦司租赁成本有所提高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 47：海伦司租金占比位居行业中列

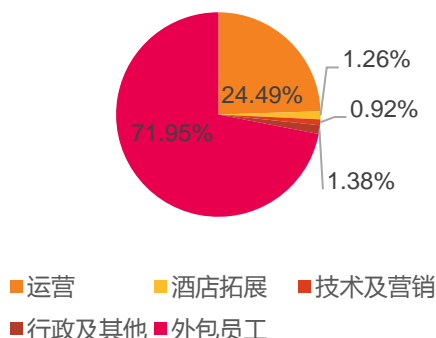


资料来源：招股说明书，Wind，公司公告，天风证券研究所

4.2.3. 戟把：人力成本精简

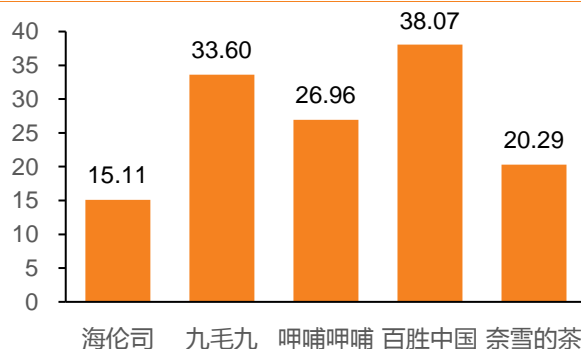
高度精简人工,人力成本拥有显著优势。2020 年海伦司总共有 1489 名内部员工,截至 2021 一季度,公司拥有 3819 名外包员工。我们估算下来平均单店配备 15.11 个人(含外包员工),在可比公司中处于最低水平。原因在于: 1) 简约化经营模式,以饮品零售为主,后厨和半成品加工人员配备较少。2) 大部分门店经营时间为晚上 18:00-凌晨 2:00,相较于 12 小时甚至 24 小时门店,8 小时运营下 Helen's 门店换班频次较低。3) 高度智能化的 Future BI 系统,实时测算并优化人员配置,提高运营效率。因此,海伦司人力成本占比优势明显,2020 年员工工资和福利占营收比仅为 21.88%,比行业均值低 6.30pcts,极大节省了门店运营成本,减轻集团管理负担。

图 48：海伦司人员配备结构



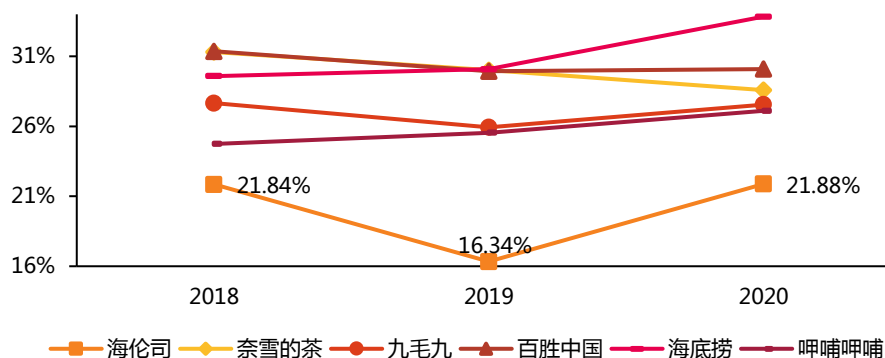
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 49：海伦司店均人工数量较少(人)



资料来源：根据招股说明书、公司公告测算，天风证券研究所

图 50：海伦司人力成本行业最低

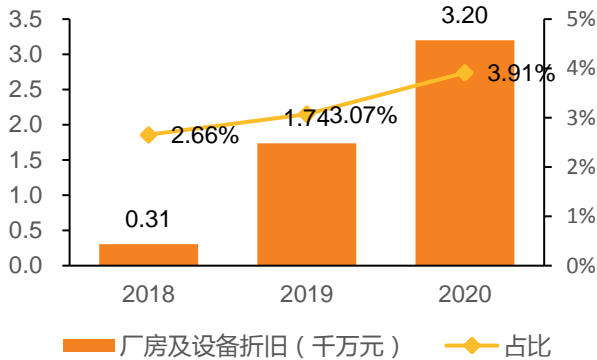


资料来源：招股说明书，Wind，公司公告，天风证券研究所

4.3. 其他费用：整体保持稳定

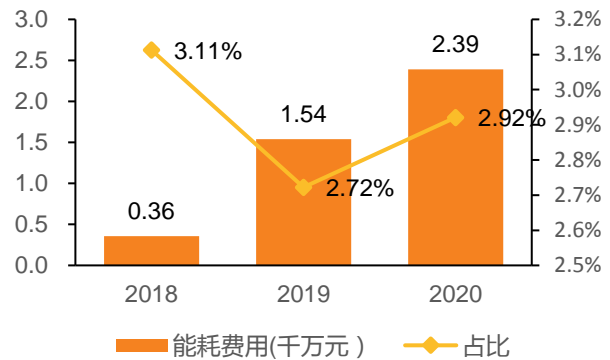
快速拓店驱动设备折旧和能耗费用占比小幅提升。 厂房及设备折旧项目包括：1) 装修折旧 2) 厨房设备折旧, 占比从 2018 年 2.66% 提高到 2020 年 3.91%。水电能耗费用占比从 2018 年 3.11% 下滑到 2019 年 2.72%，随后又回升到 2020 年 2.92%。我们认为由于：1) 海伦司近三年大范围开店导致摊销的设备和装修比重增大 2) 新店开业、促销活动等促进了水电的消耗。3) 员工数量增加导致更多宿舍租赁，相应水电费用提高。

图 51：厂房及设备折旧占比小幅提升



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

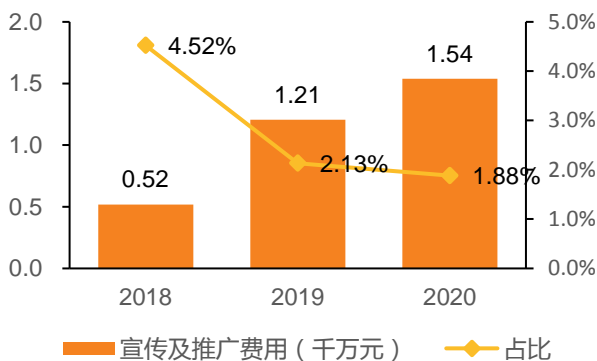
图 52：能耗费用占比先降后升



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

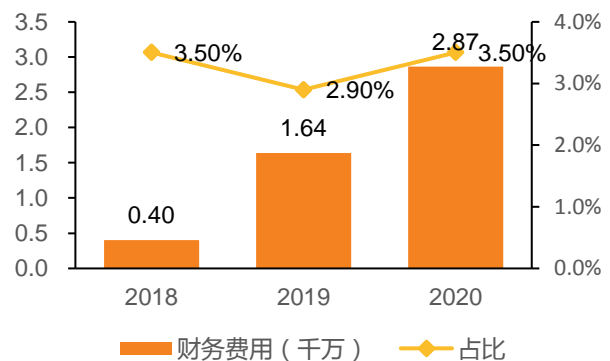
宣传费用总量提高，财务费用占比变动较小。 营销方面，海伦司持续在微信公众号、微博、抖音等在线平台扩展知名度，包括：1) 为推广新酒馆进行的宣传活动 2) 在感恩节等节日举办的营销活动 3) 日常推广，2020 年推广费用为 1.54 亿元，占比 1.88%，占比同比下降 0.25pcts。我们认为公司通过早期的营销推广培养了一大批忠实消费群体，品牌力逐渐扎根沉淀，营销模式将向消费者心智方向深入。公司财务费用占比保持在 3.5% 左右，变化幅度较小。

图 53：宣传费用逐年提升



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 54：财务费用占比较为稳定



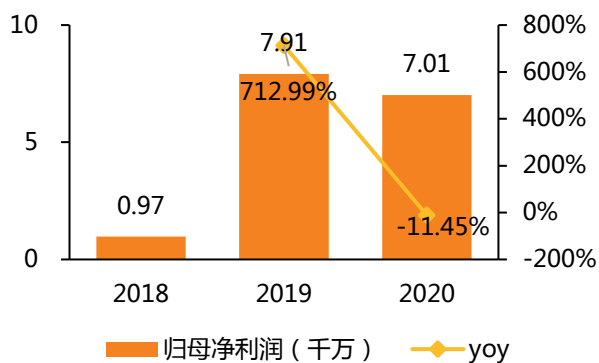
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.4. 潮水褪去才知道谁在裸泳，拂去灰尘才知道谁在发光

4.4.1. 盈利能力：海伦司净利率和 ROE 远超可比公司

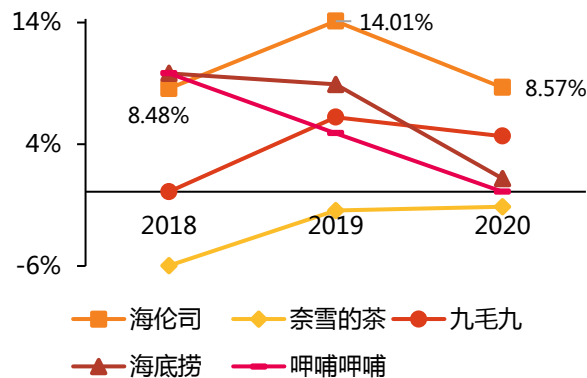
海伦司归母净利润表现优秀。 公司 2019 年归母净利润增长迅速，从 0.97 亿元增长到 7.91 亿元，同比增长 712.99%。2020 年受疫情影响，店铺租金和人力成本有所增加，净利润下滑 11.45%，为 7.01 亿元。但是疫情同时见证了海伦司更加稳固的基本盘。相较于其他体系，直营模式有着通达的分利体系，可控的规模变化，但通常该模式下资产较重，应对黑天鹅事件无法像加盟体系那样将风险分摊给加盟商。2020 年多数直营连锁餐饮如海底捞、九毛九等净利率下滑显著，跌近负数，而海伦司归母净利润率依然达到 8.57%，领先同行，充分显示出公司强大的品牌溢价和成本控制能力。

图 55: 受疫情影响归母净利润下滑幅度较小



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 56: 海伦司净利率领先



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

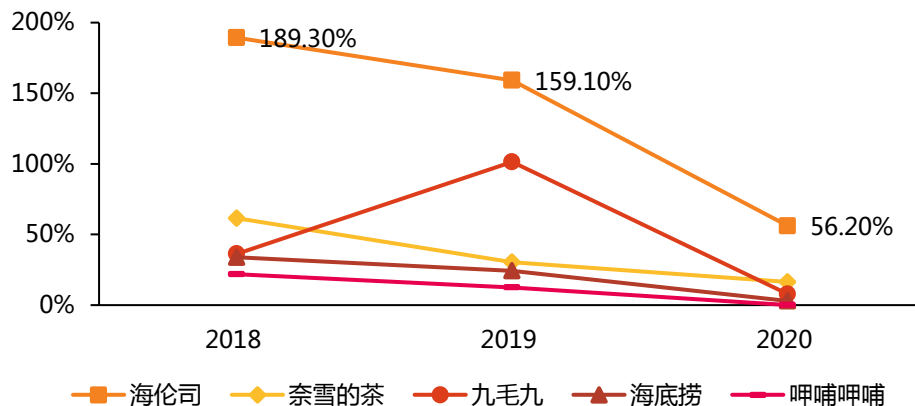
海伦司处在高速成长期, ROE 占据制高点。根据招股说明书, 杜邦分析拆解显示, 海伦司净资产收益率由 2018 年的 189.3% 下滑到 2020 年 56.2%, 主要是受公司持续盈利, 权益增速较快, 权益乘数减少等因素推动所致。权益乘数由 2018 年的 21.76 减少到 2020 年 5.73。海伦司 ROE 远超行业均值, 公司正走在加速成长赛道上, 我们预计随着公司收入端、利润端势能的逐渐释放, 公司 ROE 将趋于稳定。

表 4: 海伦司杜邦分析拆解

	2018	2019	2020
ROE	189.30%	159.10%	56.20%
同比		-15.95%	-64.68%
净利润/EBT	102.65%	75.43%	72.26%
EBT/EBIT	70.21%	86.50%	77.19%
EBIT/营业总收入	11.76%	21.48%	15.36%
销售利润率	8.48%	14.01%	8.57%
资产周转率	1.03	1.41	1.14
归属母公司股东净利润占比	100%	100%	100%
权益乘数	21.76	8.04	5.73

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 57: 海伦司 ROE 领先

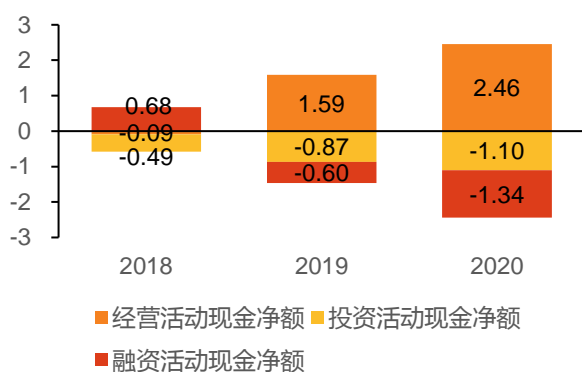


资料来源: 招股说明书, Wind, 公司公告, 天风证券研究所

4.4.2. 现金流状况良好

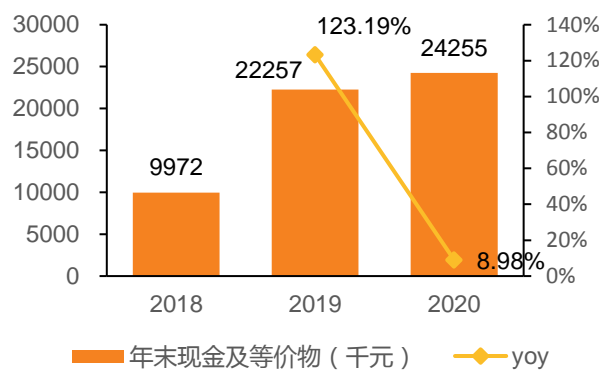
经营活动现金流增长迅速，现金及等价物充足。海伦司经营活动现金净额在 2019 年由负转正，从 -0.09 亿元增长到 1.59 亿元。2020 年，经营活动现金进一步增长到 2.46 亿元，同比增长 54.72%。投资活动现金净额随着酒馆网络的扩张，与采购酒馆经营所需的厂房及设备投入相匹配。融资活动现金净额由 2018 年 0.49 亿元，增加到 2020 年 1.10 亿元，主要系支付租赁负债所致。公司现金及等价物增长稳健，2018、2019、2020 分别为 997.2、2225.7、2425.5 万元，足以应对日常营运需求。

图 58：海伦司经营活动现金净额增长（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 59：现金及等价物充足（千元）

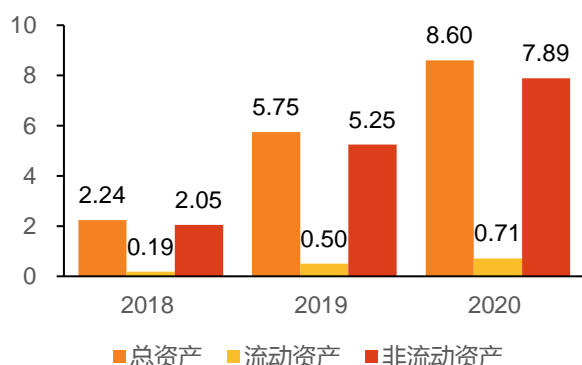


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.5. 资产端：资产结构稳定，负债率下滑，债务风险较低

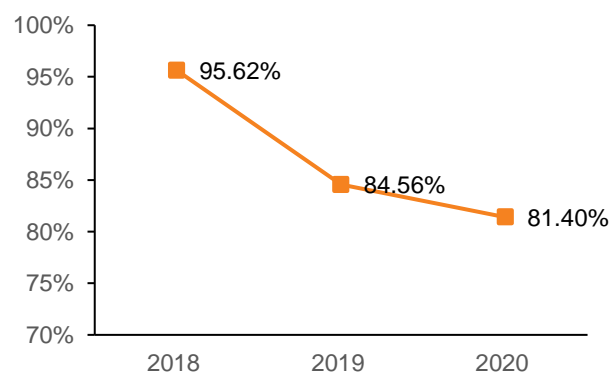
资产端稳健增长，资产负债率逐步下降。海伦司总资产由 2018 年 2.24 亿元增长到 2020 年 8.60 亿元，累计增长 283.93%，与收入增长相匹配。厂房设备、使用权资产等构成的非流动资产占比较大。2020 年非流动资产为 7.89 亿元，流动资产为 0.71 亿元。由于业绩增长，权益占比增加，海伦司资产负债率由 2018 年 95.62% 下探到 2020 年 81.4%。

图 60：海伦司总资产逐步攀升（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

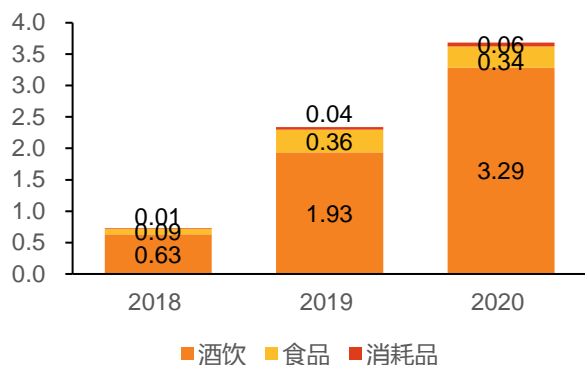
图 61：海伦司资产负债率下滑



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

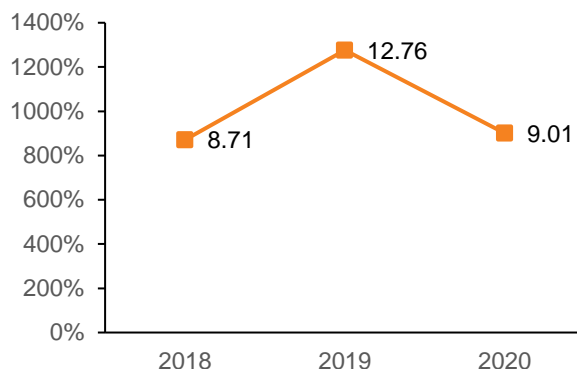
存货结构以酒饮为主，周转率受疫情影响下滑。直营端门店数增加驱动海伦司加大订货数量和门店存货，公司存货从 2018 年 728 万元增长到 2020 年 3686 万元。结构角度，酒类存货占比较高，2020 年占比 89.27%。由于酒类产品保质期较长，且部分酒类具有保值属性，因此适量水平的存货有助于 Helen's 更好服务客户，提供多元化选择的产品。受疫情影响，公司原料使用减少，因此存货周转率有所下降，从 2019 年 12.76 次下降到 2020 年 9.01 次。

图 62：酒类存货较多（千万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

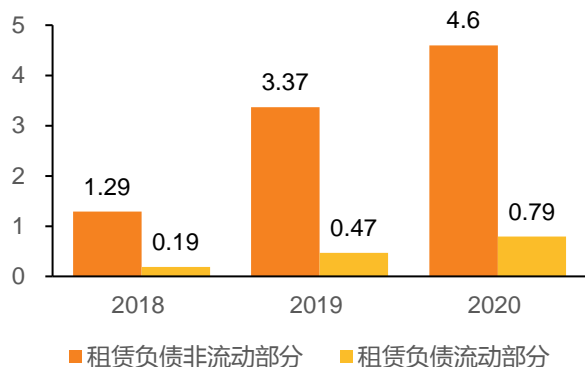
图 63：存货周转率先升后降



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

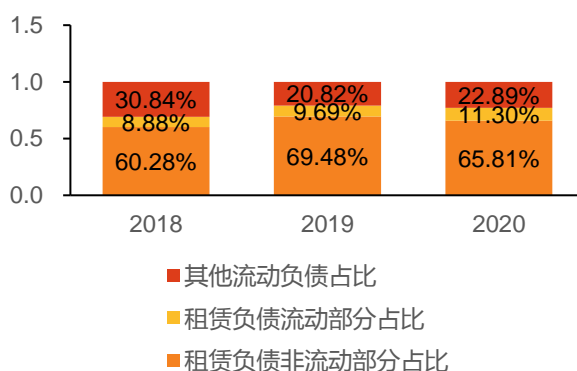
加盟转直营推动租赁负债持续走高。由于：1) 快速拓店导致海伦司与房东签订长短期租约增多，2) 加盟店转换为直营店后公司承担全额的租金，公司流动/非流动租赁负债持续攀高，2020 年流动/非流动租赁负债合计为 5.39 亿元，同比增加 40.36%。租赁负债合计占总负债比不断提升，从 2018 年合计 69.16% 提高到 2020 年 77.11%。目前公司所有门店均已变更为直营店，随着展店模式统一化，预计未来负债端的压力将会逐步减小。

图 64：海伦司租赁负债快速增长（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

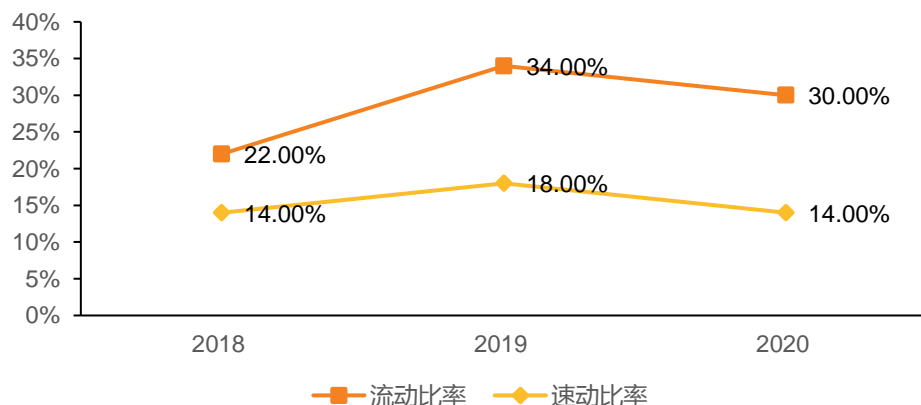
图 65：租赁负债占总负债比提高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

偿债能力较好，流动和速动比率稳定。2019 年，公司流动比率为 34%，同比增加 12pcts，速动比率为 18%，同比增加 4pcts。2020 年，受疫情影响、扩大招聘员工规模带来应付职工薪酬增长、以及直营店扩张导致的流动性租赁负债等因素，公司流动比例/速动比例分别为 30%，14%，小幅下滑，总体较为稳定。

图 66：海伦司偿债比率稳定



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 投资建议

海伦司作为中国连锁酒馆行业龙头，掌握年轻群体消费需求，为其提供高性价比的产品和自由的社交空间，并通过标准化、数字化运营模式实现降本增效。我们认为，中国酒馆行业市场较为分散，同时向三线以下城市下沉趋势较为明显，利于头部连锁龙头通过资金、规模和品牌等优势从一、二线城市向周边逐渐辐射，从而实现快速扩张。同时年轻群体成为中国酒馆行业发展的重要驱动力，得“年轻人”者得天下。海伦司若上市成功，将可以利用募集资金为其市场快速扩张提供支持，并进一步增强其品牌影响力，未来有望成功打造“年轻人的自由社交空间”概念，建议关注。

6. 风险提示

食品安全风险：食品安全问题会引发消费者对品牌的负面认知，且将受到监管机构的处罚，对公司已经积累的口碑和竞争优势是沉重的打击。

门店扩张不达预期的风险：门店拓展涉及物色适宜的选址、获得政府的许可和审批、招募培训合适的员工等，存在无法按时开设新门店导致扩张不达预期的风险。

原材料价格上涨的风险：原材料价格上涨会挤压企业的毛利率，影响公司的盈利能力。

疫情反复风险：疫情冲击下门店停止营业，失去主要收入来源，陷入难以持续经营的困境。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com