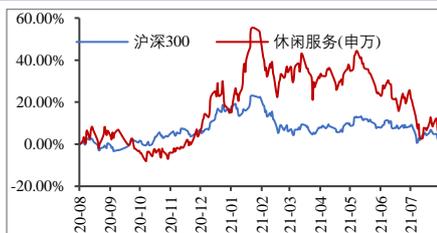


海伦司：年轻人的平价社交小酒馆

行业评级：增 持

报告日期：2020-08-22

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

国内连锁酒馆龙头，打造年轻人的社交场。

海伦司深耕酒馆 17 载，系国内最大的连锁酒馆品牌和年轻人的社交平台。截至 2021 年 8 月 15 日，海伦司拥有 524 家门店覆盖全国 100 多个城市，目标 2023 年底扩店约 2200 家。2018-2020 年，酒馆数量从 162 家增加至 351 家，CAGR 达 47%。营收持续增长，从 1.15 亿元上升至 8.18 亿元，CAGR 达 166.9%。毛利率分别为 72.35%、65.32%、66.82%，净利率分别为 9.44%、14.01%、9.26%，盈利水平保持稳定。ROE 分别为 94.6%、159.1%、56.2%，优于同行。Helen's 将自有产品与第三方产品结合，优化 SKU，推出多口味饮料化酒饮，为年轻人提供多样且高性价比选择，打造出年轻人喜爱的“第三空间”。

千亿规模，市场分散，连锁化加速市占率提升。

国内酒馆行业起步较晚，呈多元化业态，清吧占市场第一达 82%。CR5 仅为 2.2%，其中海伦司 1.1% 份额位列行业龙头。2020 年，日本居酒屋 CR5 达 53.7%，中国酒馆行业集中度偏低。国内酒馆行业呈现蓬勃发展趋势，近年来营业收入不断攀升，2015-2019 年 CAGR 达到 8.7%，预计 2025 年营收可达 1839 亿元。2019 年，我国大陆每万人拥有酒馆数仅为 0.3 家，远低于英国 7 家、美国 2 家、中国台湾 1.5 家。在经济性酒馆兴起和“X+酒”模式风靡的双重推动下，小酒馆行业有望成为下一个新风口。受益于 Z 世代消费浪潮、夜经济政策、低线城市消费升级与酒馆品牌连锁化发展趋势，酒馆行业市场集中度、渗透率及连锁化程度未来将保持快速提升。

标准化酒馆品牌，步入加速开店期。

自有品牌为主，产品单价低于同类。海伦司自有品牌 2018-2020 分别实现 0.49 亿元、3.69 亿元、5.95 亿元，占同期营收比例分别为 72.0%、68.8%、73.5%。餐饮 SKU 精简仅 41 款产品，聚焦主营酒饮，供应链把控能力强。运营与组织管理侧重年轻化、数字化、标准化、高效率。体系化店长培养机制仅需 9 个月，为快速扩张奠定人才基础。店铺选址聚焦年轻客群流量集中区域，单店模型优异，直营模式快速下沉拓店。2018-2020 年，公司直营单店日均营业额从 0.57 万元上升至 1.09 万元，CAGR 达 38.3%。全国共有 3005 所高校，预计海伦司高校店的空间规模约 2000 家。海伦司也分布在商圈、人流量大的社区及交通枢纽区域，上述区域同样有展店空间。

风险提示

下沉市场展店不及预期；食品与酒饮安全质量风险；疫情反复；行业竞争加剧；人员储备不及预期等。

正文目录

1 海伦司：高性价比连锁小酒馆龙头	5
1.1 国内连锁酒馆龙头，打造年轻人的社交场	5
1.2 股权结构集中稳定，管理团队经验丰富	5
1.3 自有产品为主，酒饮矩阵丰富	7
1.4 盈利水平稳定，ROE 优于同类	8
2 千亿规模，市场分散，连锁化加速市占率提升	9
2.1 全球酒馆形态多元，国内经济性酒馆兴起	9
2.2 直营连锁化成为趋势	12
2.3 格局分散、渗透率低，千亿空间方兴未艾	13
2.4 下城市场趋势向好，年轻消费者成关键增量	15
3 标准化酒馆品牌，步入加速开店期	18
3.1 产品：高性价比，自有产品占比高	18
3.2 运营与组织管理：年轻化、数字化、标准化、高效率	20
3.3 门店：单店模型优异，直营模式快速下沉拓店	24
4 投资建议	32
风险提示：	32

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构	6
图表 3 公司管理层列表	6
图表 4 自有产品展示	7
图表 5 第三方产品展示	8
图表 6 2018-2020 年公司营业收入及 YOY	8
图表 7 2018-2020 年公司经调整净利润及 YOY	8
图表 8 海伦司 ROE 高于行业平均	8
图表 9 2018-2020 年公司分类营收, 万元	8
图表 10 各国特色酒吧类型对比	9
图表 11 国内不同酒吧类型对比	9
图表 12 酒吧行业产业链概览	10
图表 13 国内酒吧行业发展历程	10
图表 14 酒馆行业参与者	11
图表 15 不同酒馆品牌客单价, 元	11
图表 16 中国酒馆行业玩家信息整理	12
图表 17 酒馆行业部分品牌信息	12
图表 18 直营及加盟模式利弊对比	13
图表 19 中国夜间娱乐场所业态比较	13
图表 20 2019 年中国夜间娱乐场所占比情况	14
图表 21 2015-2025 年预计中国酒馆行业营业收入, 十亿元	14
图表 22 2019 年主要国家人均年饮酒量情况, 升	14
图表 23 每万人均平均酒馆数量, 家	14
图表 24 我国酒馆市场空间及增速, 十亿元	14
图表 25 我国酒馆数量及增速, 千间	14
图表 26 大学生平均可支配生活费约为 1954 元	15
图表 27 不同年龄段客群在酒馆行业消费占比	15
图表 28 小酒馆饮酒目的排名	15
图表 29 超八成的人偏爱轻饮酒	15
图表 30 全国人均可支配收入, 元	16
图表 31 国内夜间经济发展规模, 万亿元	16
图表 32 2021 年饮酒环境偏好调查	16
图表 33 不同年龄段消费者饮酒频率	16
图表 34 一线城市营收规模及预测, 十亿元	17
图表 35 一线城市酒馆数量及预测, 千间	17
图表 36 二线城市营收规模及预测, 十亿元	17
图表 37 二线城市酒馆数量及预测, 千间	17
图表 38 三线城市营收规模及预测, 十亿元	18
图表 39 三线城市酒馆数量及预测, 千间	18
图表 40 2020 年海伦司营收构成占比	18
图表 41 海伦司自有品牌酒饮毛利率较高	18

图表 42 海伦司酒饮矩阵.....	19
图表 43 海伦司极简 SKU 菜单	20
图表 44 中国 Z 世代人群消费水平及特征	20
图表 45 海伦司新浪微博部分话题阅读量超 1.1 亿次.....	21
图表 46 抖音 APP‘海伦司告白小队’播放量超 2.3 亿.....	21
图表 47 海伦司私域运营活动	22
图表 48 海伦司线下开展校园活动	22
图表 49 海伦司七夕节微博线上话题营销	22
图表 50 海伦司门店装修风格	23
图表 51 海伦司员工成本占比优于同行	23
图表 52 海伦司外包员工占比	23
图表 53 海伦司高效的供应链管理体系	24
图表 55 2018-2020 年直营门店数量持续增长.....	28
图表 57 2021 年部分主要城市小酒馆数量	29
图表 58 2021 年部分主要城市小酒馆发展指数	29
图表 59 海伦司各类城市及全国门店数量比例图	29
图表 60 海伦司一线城市门店数量对比图	29
图表 61 海伦司新一线城市门店数量对比图	30
图表 62 海伦司二线城市门店数量对比图	30
图表 63 海伦司扩店流程示意图	31
图表 64 公司整体运营数据模型	31

1 海伦司：高性价比连锁小酒馆龙头

1.1 国内连锁酒馆龙头，打造年轻人的社交场

海伦司深耕酒馆 17 载，系国内最大的连锁酒馆品牌和年轻人的社交平台。2004 年，创始人徐炳忠于老挝创业开设第一家酒馆，2007 年回国创立 Helen's 小酒馆前身；2009 年，第一家 Helen's 正式诞生，顾客面向海外游客与留学生；2012 年，海伦司聚焦国内年轻客群，并定义自身为年轻人的线下社交品牌，着力打造标准化连锁体系，开启门店全面扩张时代。根据窄门餐眼数据，截至 2021 年 8 月 15 日，海伦司拥有 524 家门店覆盖全国 100 多个城市。公司目标 2022 年扩张酒馆至 1000 家，2023 年底增加至约 2200 家。品牌调性上，海伦司装修具有东南亚异域风情和少数民族元素，并高效率应用智能数字系统打造沉浸式氛围。产品组合上，Helen's 将自有产品与第三方产品结合，优化 SKU，推出多口味饮料化酒饮，为年轻人提供多样且高性价比选择，打造出年轻人喜爱的“第三空间”。

图表 1 公司发展历程

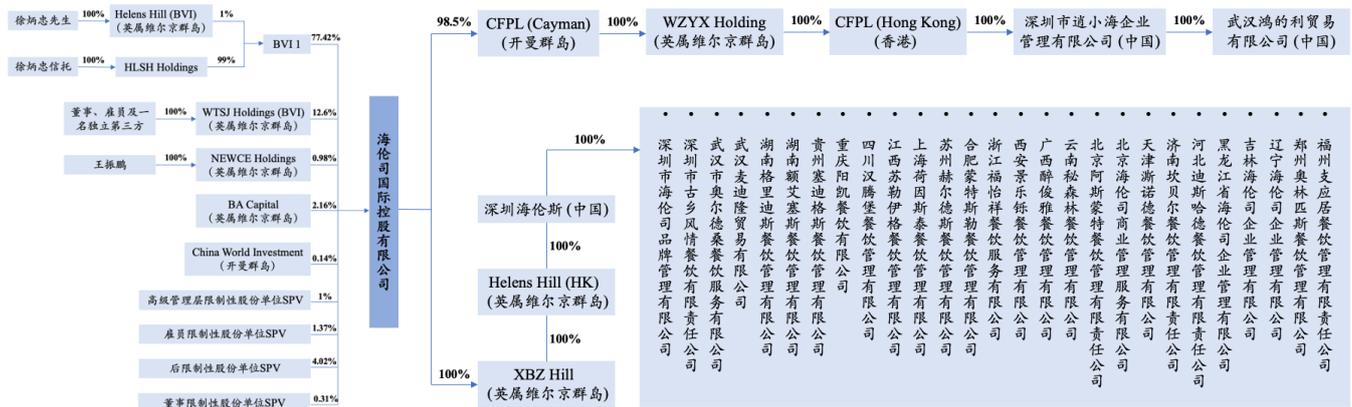


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构集中稳定，管理团队经验丰富

股权集中稳定，员工激励充分。创始人徐炳忠先生及其全资信托共持有公司 77.42% 的股权，为公司实际控制人。董事、员工及一名独立第三方通过 WTSJ Holdings 合计持股 12.6%。其中，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、解艳女士及朱明哲先生分别持有 WTSJ Holdings 19.38%、9.30%、9.30%、9.30%、6.20%、6.20%、4.65% 及 4.65% 的股份。高级管理层、雇员分别通过限制性股份 SPV 持有公司 1.00%、1.37% 的权益。此外，BA capital 和 China World Investment 参与公司早期投资，股权占比分别为 2.16%、0.14%。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

管理团队年轻有为，业界经验丰富。公司管理层多为高学历人才，且有名企工作经验，年龄均在 29-47 岁之间，团队整体年轻有为。创始人徐炳忠先生在酒馆行业深耕 17 载，拥有丰富的企业运营及管理经验。张波先生、赵俊先生和雷星女士均系技术和软件领域出身，为公司各体系的智能化建设保驾护航。此外，张波先生、赵俊先生、刘毅先生以及杨志刚先生等多位成员在 Helen's 酒馆一线实践多年，充分理解酒馆运营重难点，视野前瞻，决策与执行力优异。

图表 3 公司管理层列表

徐炳忠先生 (47岁)	职责	董事会主席、行政总裁；制定公司整体发展战略及业务规划，负责集团管理及战略性发展
	履历	拥有酒馆市场营运及企业管理逾 15 年经验；2005 年在老挝创立酒馆前身，自该时始一直经营酒馆业务；2009 年创立 Helen's，自此不断拓展本相关业务
张波先生 (33岁)	职责	执行董事兼高级副总裁；负责讯息技术研究及开发
	履历	2008.6-2011.3 获得华中科技大学电子科学与技术学士学位及微电子与固体电子学硕士学位；2011.5-2013.5 月在阿里巴巴担任前端开发工程师；2013.6-2013.12 在百纳信息担任前端开发工程师；2014.4-2020.12 经营 Helen's 品牌酒馆；先后担任深圳海伦司销售及市场营销总监、信息技术总监、总经理、以及江西苏勒伊格餐饮执行董事等职位
赵俊先生 (47岁)	职位	执行董事兼高级副总裁；负责业务发展
	履历	1997 年取得华中科技大学检测技术与仪器仪表学士学位；2007 年取得华科大微电子学与固体电子学专业博士学位；2010.5-2013.1 在华科大任教，参与多项高科技科研项目研究工作；2012.4-2020.12 经营 Helen's 品牌酒馆；曾先后担任业务发展经理以及业务发展总监
雷星女士 (29岁)	职位	执行董事兼高级副总裁；负责营销
	履历	2013 年取得武汉大学软件工程学士学位；2013.7-2017.1 在平安科技担任软件开发工程师；曾担任本公司附属公司深圳海伦司企业管理有限公司营销总监
刘毅先生 (44岁)	职位	营运总监；负责整体运营、管理
	履历	拥有餐饮服务行业及营运管理逾 15 年经验；2016.5-2020.6 经营 Helen's 品牌酒馆；此前于深圳市永和酒楼工作逾 15 年，最后担任职位为营运总监及人力资源及行政经理
杨志刚先生 (32岁)	职位	高级副总裁；负责日常运营、制定管理机制及例行机制
	履历	2010 年取得中国天津农学院人力资源管理大专学历；2013.9-2020.6 经营 Helen's 品牌酒馆；先后担任深圳海伦司代理副总经理、总经理
朱明哲先生 (31岁)	职位	工程总监；负责酒馆设计、装修施工及日常维护事物
	履历	2012 年取得武汉东湖学院艺术设计学士学位；2015 年取得华中科技大学设计学硕士学位；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
解艳女士	职位	人力资源总监；负责人力资源及行政事务

王振鹏先生 (44岁)	履历	2012年取得湖北大学国际经济与贸易学士学位；2015年取得华中科技大学取得英语翻译硕士学位；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
	职位	高级副总裁；负责财务及投资者关系
(31岁)	履历	2000年取得中国广东外语外贸大学经济学学士学位；2010-2017年于一家新加坡集团任职并担任其澳门分公司经理及董事；亦于国际会计师事务所所有逾十年的工作经验，累积了有关财务会计及首次公开发售的丰富经验

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.3 自有产品为主，酒饮矩阵丰富

洞察客户需求，打造自有品牌产品。Helen's 酒馆以自有产品为主，以第三方产品为辅。在自有产品上，公司深入洞察年轻人的消费习惯与偏好，推出一系列创新酒饮，打造 Helen's 品牌效应。2016 年，海伦司决定去西餐品类、优化 SKU；2018 年，公司推出自有产品精酿啤酒、海伦司扎啤；2019 年，新增饮料化酒饮，推出斗酒、葡萄味果啤；2020 年，产品持续更新换代，推出白桃味、草莓味果啤和奶啤。除酒饮外，Helen's 小酒馆还提供车仔面、烤翅、薯条等多种小食，为消费者带来良好的用户体验。以上自有产品既迎合顾客需求、深受年轻人喜爱，也塑造了自身品牌。在第三方产品上，海伦司向顾客提供百威、科罗娜、1664、皇冠伏特加及野格等知名度高的品牌酒饮，定价合理，是自有产品的重要补充。

图表 4 自有产品展示

Helen's 啤酒					
纯麦精酿		Helen's 精酿		Helen's 扎啤	
9.8 元/瓶/420ml		7.8 元/瓶/275ml		78 元/扎	
					
饮料化酒饮					
Helen's 果啤	Helen's 奶啤	嗨斗	威士忌可乐扎	威士忌可乐桶	伏特加红牛
8.9 元/270ml	8.9 元/300ml	59 元/打	78 元/扎	26 元/桶	39 元/桶
					
小食					
香辣豆皮	酒鬼花生	土豆条	奥尔良烤翅	车仔面	
15.8 元	17.8 元	26 元	30 元	9.9 元	
					

资料来源：公司官网，大众点评，华安证券研究所

图表 5 第三方产品展示

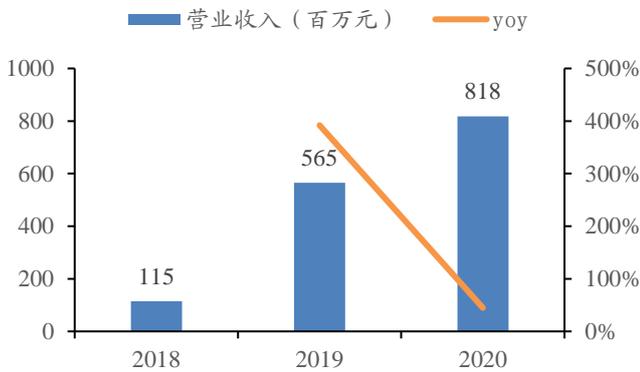
百威	科罗娜	1664	皇冠伏特加	野格
9.8 元/瓶	9.8 元/瓶	9.8 元/瓶	168 元/瓶	275 元/瓶
				

资料来源：公司官网，大众点评，华安证券研究所

1.4 盈利水平稳定，ROE 优于同类

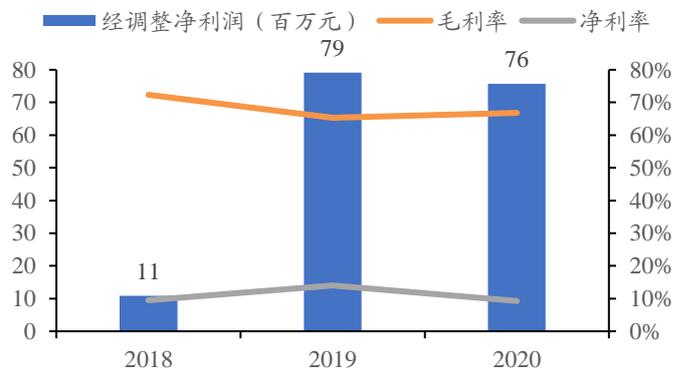
营业收入持续增长，ROE 远超行业水准。2018-2020 年，酒馆数量从 162 家增加至 351 家，CAGR 达 47%；门店扩张带来营收增长，公司营业收入从 1.15 亿元增长至 8.18 亿元，CAGR 达 166.9%；经调整净利润从 2018 年 0.11 亿元增长 630.4% 至 2019 年 0.79 亿元，2020 年受疫情关店影响，经调整净利润微幅下降 4.3% 至 0.76 亿元，2018-2020 年 CAGR 164.4%。2018-2020 年，公司毛利率分别为 72.35%、65.32%、66.82%，净利率分别为 9.44%、14.01%、9.26%，盈利水平保持相对稳定。2018-2020 年，公司 ROE 分别为 189.3%、159.1%、56.2%。对比同类公司，海伦司销售利润率与周转率较高，ROE 优于同行。我们预计海伦司在加速扩张进程中收入、利润持续释放，ROE 将趋于稳健。

图表 6 2018-2020 年公司营业收入及 YOY



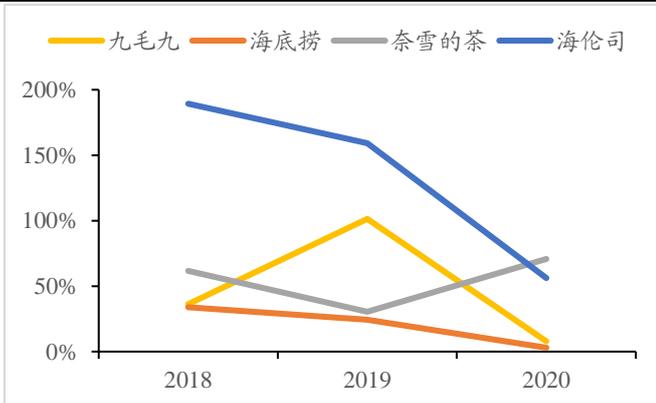
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 2018-2020 年公司经调整净利润及 YOY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 海伦司 ROE 高于行业平均



图表 9 2018-2020 年公司分类营收，万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 千亿规模，市场分散，连锁化加速市占率提升

2.1 全球酒馆形态多元，国内经济性酒馆兴起

全球酒馆行业方兴未艾，各国酒文化别具特色。酒吧最初源于欧洲大陆，于 20 世纪 90 年代传入我国。发展至今，已由最初提供酒精类饮料的消费场所演变成了提供娱乐表演、餐食等服务的综合型娱乐消费社交场所。各国因文化风俗的不同分化出了不同的酒吧文化，英国酒吧文化历史悠久，最经典的莫过于英式 Pub，英国全国拥有大大小小 150 多万家 Pub；美国酒吧起源于美国西部牛仔文化，目前存在较多特色酒吧 Sports Bar，店内设置大屏幕实时播放体育赛事，供客人们边喝酒边观赛；居酒屋是日本酒文化中不可或缺的一部分，是日本高压工作生活节奏背景下的放松空间，也可以理解为一定会有酒的高性价比餐厅。

图表 10 各国特色酒吧类型对比

	类型	国家	门店数	创立时间	特点	提供
Buffalo Wild Wings (BWW)	Bar & Grill/Sports Bar	美国	1221	1982	播放实时体育赛事	炸鸡啤酒、其他小食软饮
J.D Wetherspoon	Pub	英国	850-900	1979	装修为传统英式复古风格，多设在旧建筑内	特色餐食和酒水
和民	居酒屋	日本	400 以上	1992	传统日式装修风格	日式清酒，梅酒等，定食
海伦斯	酒馆	中国	372	2003	木质东南亚装修风格	酒水小食

资料来源：界面，华安证券研究所整理

国内酒馆行业起步较晚，呈多元化业态。对标海外酒吧市场，我国酒吧行业发展较晚，成熟度较低，潜在发展空间广。目前我国酒吧主要分为多三种业态模式：清吧、夜店和 Live house，其中清吧占市场第一，达到 82%。酒馆属于清吧的一种，相较于夜店和 Live house 等夜间娱乐场所具有性价比高的特点。中国酒馆行业基于业态差异又可分为新式酒馆和传统酒吧，其中新式酒馆根据提供服务的不同又可分为经济型酒馆和“X+酒”模式酒馆。经济型酒馆主要供应酒精饮料，小食为辅，不设舞池、表演等，酒水价格偏低、口味多样化。

图表 11 国内不同酒吧类型对比

业态	酒馆	夜店	卡拉 OK 吧	其他夜间娱乐场所
定义	酒饮为主、小食为辅的餐饮场所	营业至深夜的娱乐场所，收取入场费，有 DJ、强劲节拍音乐及舞池	提供卡拉 OK 和酒饮的娱乐场所	如大排档、烧烤店等
收入来源	销售酒饮及小食	入场费、销售酒饮，且部分设低消	每小时房租、销售酒饮及小食，且部分设低消	销售食物、酒饮
人均消费	一般为 50-300 元	一般为 300-2000 元	一般为 100-500 元	一般为 50-1000 元
楼面面积	一般为 100-500 m ²	一般超过 1000 m ²	一般超过 2000 m ²	一般为 100-1000 m ²

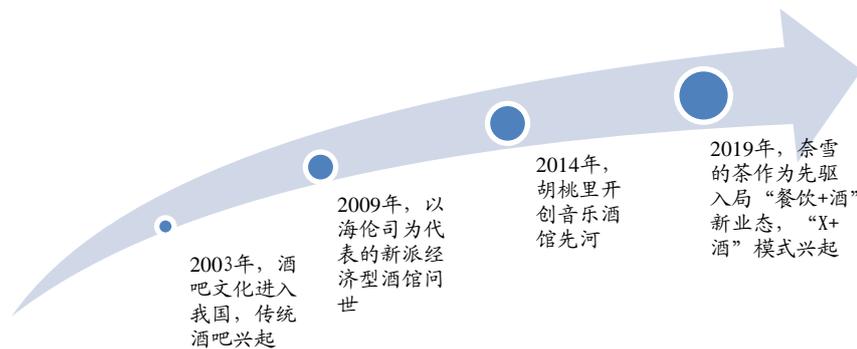
资料来源：界面，华安证券研究所整理

图表 12 酒吧行业产业链概览



资料来源：知乎，华安证券研究所

图表 13 国内酒吧行业发展历程



资料来源：知乎，公司官网，华安证券研究所

传统重资产型酒吧于 2003 年左右进入我国市场，通过有品牌特色的店面空间、专业的音乐表演团队及娱乐设施等满足消费者需求、为酒饮产品增加附加价值，从而以较高的价格售卖酒水来赚取利润，连锁品牌有苏荷酒吧、本色酒吧等，由于客单价较高等因素受众范围有所局限。2009 年，以海伦司为代表的新派经济型酒馆问世，高性价比成为其核心优势，依靠规模性和连锁效应在近几年展现出强劲发展势能。2014 年，胡桃里开创“音乐+美食+美酒”先河，成为业内高端酒馆的一面旗帜。2019 年，奈雪的茶作为茶饮界先驱入局“餐饮+酒”新业态，开辟新品牌 Bla Bla Bar，为顾客提供茶饮、欧包与酒的新鲜组合；2021 年，随着“餐+酒”模式热度进一步提升，喜家德、湊湊等龙头品牌也陆续参与跨界尝试，分别开设喜家德饺子酒馆和湊湊小酒馆，以此为契机探索夜宵经济，打造全时段餐饮。

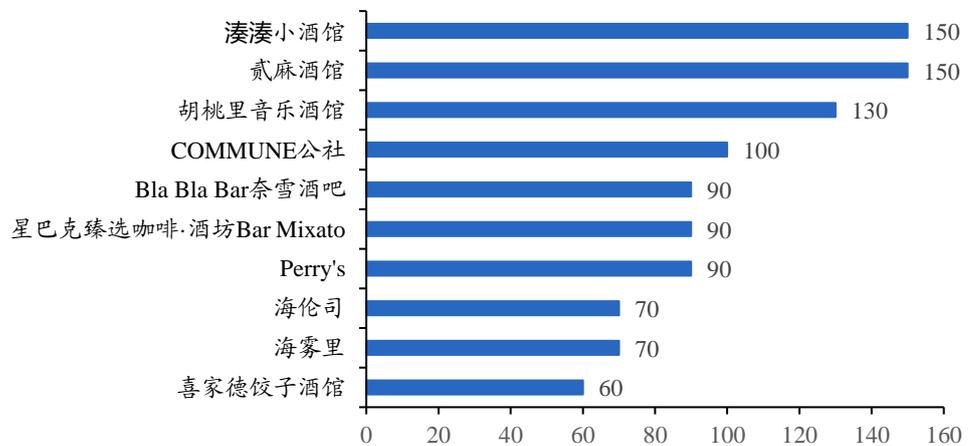
图表 14 酒馆行业参与者

餐+酒型	 <p>要酒馆 人均87.88元 现有门店26家， 主要集中于四川成都。售卖烧烤、凉菜及酒水饮品</p>	 <p>先启 先启半步颠小酒馆 人均91元，11家门店，近年扩张速度增长，上海川菜点评TOP1，主打江湖风格</p>	 <p>胡桃里 人均114.25元，现有门店403家，集中广东、江苏，18年增长顶峰后增速明显下降，融合酒吧、餐厅、咖啡馆，主打酒吧时段，歌手现场演唱</p>	 <p>贰麻酒馆 人均140.26元，现有门店71家，今年新开店铺数量呈上升趋势，2年蝉联成都酒吧榜TOP1，先主打低度中式鸡尾酒于露天院坝环境及售卖零食</p>
烧烤酒馆型	 <p>两拾烤肉 人均67.11元 现有门店415家，主打烧烤配酒，聚集湖南、湖北、江西</p>	 <p>汉森熊 汉森熊啤酒屋 人均69.32元，现有门店72家，20年底现扩张速度飙升。集中于江苏省、安徽省，主打烧烤啤酒</p>	 <p>原时烤肉 原时烤肉电音酒场 人均71.53元 现在门店211家，聚集沿海城市，主打烤肉，发展速度持续较快</p>	
精酿啤酒型	 <p>酒客来 人均26元，现有门店19家，聚集河南省，主打酒类经销</p>	 <p>泰山原浆啤酒 人均33元，现有门店320家，聚集山东、河北省</p>	 <p>URBREW 伏布劳精酿啤酒 人均51.4元，现有门店107家，聚集四川，2020年末现发展高峰</p>	 <p>猫鼠外精酿啤酒 人均59.33元 20家门店全部位于深圳，精酿啤酒自助式加小食小菜</p>
高端夜店型	 <p>本色酒吧 人均89元 现有门店19家，地域布局较广</p>	 <p>MUSE 缪斯酒吧 人均99.2元 现有门店21家，布局城市广泛</p>	 <p>苏荷酒吧 SOHO 人均168.86元 现已有门店20家，近年无门店增加</p>	 <p>菲比酒吧 人均276.88元 现有门店21家，布局江苏以及周边</p>

资料来源：各公司官网，大众点评，华安证券研究所

酒吧各种形态差异本质在于对酒馆生意的理解和定义有别。首先，不同形态的酒馆针对的消费人群不同，顾客群体的差异决定了价位的不同。比如以高性价比为核心价值的经济型酒馆，针对的消费人群主要是收入水平低、价格敏感性高的大学生及刚出社会的年轻人；而传统重资产型酒吧酒水价格高，部分设置最低消费门槛，朝向消费能力较强的客群，如贰麻酒馆、胡桃里属高端酒馆，门店运营成本高，客单价也较高，约150元；以COMMUNE公社为代表的定位偏中端，客单价约100元；而海伦司、Perry's等品牌主打平价酒水，门店装修从简并提供自有品牌酒水以节约成本，客单价也较低，不超过100元。顾客画像差异与价格区间互为因果，成为区分酒馆行业不同业态的标志之一。

图 表 15 不同酒馆品牌客单价，元



资料来源：窄门餐眼，华安证券研究所

总体而言，我国酒馆业态多元，众多酒馆品牌不断更新商业模式，推动行业高速增长。海伦司小酒馆高速连锁化进程佐证了酒馆生意的可行性和品牌规模化的有效性。同时，餐饮企业入局带来了模式多元化的经营，随着星巴克、喜家德、凑凑等越来越多头部品牌的涌现，当前的发展趋势有可持续的潜能。在经济性酒馆兴起和“X+酒”模式风靡的双重推动下，小酒馆行业有望成为下一个新风口。

图表 16 中国酒馆行业玩家信息整理

品牌	创立时间	模式	门店数	经营模式	主要分布	客单价(元)
海伦司	2004	小吃+清吧	512	经营模式	长沙、上海、武汉、深圳等地	~70
胡桃里音乐酒馆	2014	川菜+酒吧	367	直营	广东、广西、湖南等地	100-150
贰麻酒馆	2014	川菜+酒吧	147	直营+加盟	四川、江苏等地	100-150
Perry's		西餐+清吧	52	直营+加盟	上海、广州	90-100
先启半步颠小酒馆		江湖菜+酒馆	52	直营	四川、上海等地	70-100
耍酒馆	2017	川菜+酒馆	37	直营+加盟	成都	90-100
繁·醉花亭小酒馆		小吃+酒馆	20	直营	天津等地	53
COMMUNE 公社		西餐+清吧	45	直营+加盟	广州、上海、北京	
从前的小酒馆	2017	川菜+酒馆	7	直营	广州	60
啤酒阿姨		小吃+清吧	4	直营	上海	120-140
咬金·唐风酒馆	2018	创意菜+酒馆	5	直营	上海	120
一溪月川菜小酒馆	2018	川菜+酒馆	3	直营	广州	80
七唐酒馆		小吃+清吧	6	直营	成都	100-120
Bla Bla Bar 奈雪酒吧	2019	酒吧	18	直营	深圳、杭州、上海	80
星巴克臻选咖啡·酒坊	2019	咖啡+酒	3	直营	上海、北京	
Bar Mixato						
凑凑	2021	火锅+酒馆	1	直营	北京	
喜家德饺子馆	2021	快餐+酒馆	1	直营	-	
天辣小酒馆		川菜+酒馆	4	直营	上海	

资料来源：窄门餐眼、华安证券研究所整理

注：数据最新截至 2021 年 7 月初；客单价空白处系数据不可得

2.2 直营连锁化成为趋势

国内酒馆以直营及直营+加盟模式为主。贰麻酒馆、胡桃里音乐酒馆等品牌采用直营+加盟模式，而多数品牌如海伦司、Perry's、COMMUNE 公社则采用直营模式以标准化运营、保证品控。海伦司从 2018 年起逐渐由直营+加盟模式转为专注直营，截至 2021 年 8 月，全国范围内超 500 家门店已全部转为直营模式。

图表 17 酒馆行业部分品牌信息

品牌	创立时间	形态	经营模式
海伦司	2009	经济型	直营
Perry's	2012	经济型	直营
海雾里	2013	经济型	直营+加盟
贰麻酒馆	2014	餐+酒	直营+加盟
胡桃里	2014	餐+酒	直营+加盟
COMMUNE 公社	2016	餐+酒	直营
星巴克臻选咖啡·酒	2019	咖啡+酒	直营
Bla Bla Bar 奈雪酒吧	2019	茶饮+酒	直营

湊湊	2021	火锅+茶饮+酒	直营
喜家德饺子酒馆	2021	餐+酒	直营

资料来源：窄门餐饮，华安证券研究所

直营模式利于品牌实现标准化运营和供应链管控。对产品、供应链及人才培养等方面能实现更有效的管控与监督，从而提升运营效率及盈利能力，实现长期可持续发展。以海伦司为例，随着经营模式逐渐转为直营模式后，收入保持持续且快速增长。相比之下，加盟模式中各店虽具有较高的灵活自主性，但统一管理难度大，品控不能保障，未来供应链端需要整合。另一方面，直营模式也有其弊端，对资本投入依赖性高、统一的人员队伍培训耗时长，导致门店扩张速度慢，而加盟模式资金投入相对低，扩张速度较快，且能有效开发市场盲区，更快渗透到二、三级市场。门店转为直营需要品牌方承担租金等成本，随着门店扩张，租金成本以及采购支出也会相应扩大。海伦司 2018-2020 年，原材料成本占比从 26%增加至 33%，人力成本占比从 16%增至 22%，租金成本占比从 12%上升到 17.4%。全面直营模式下，经营成本只增不减。对品牌酒馆来说，唯有其运营能力与门店快速扩张带来的营收增长相匹配，才能创造出可持续性的高利润。

图表 18 直营及加盟模式利弊对比

	直营模式	加盟模式
利	利于实现标准化，提升效率和利润	资本投入低，扩张快；更快开发市场盲区，下沉快
弊	对资本投入的依赖性高，扩张慢	对监管要求高，品控不能保证

资料来源：知乎，华安证券研究所

2.3 格局分散、渗透率低，千亿空间方兴未艾

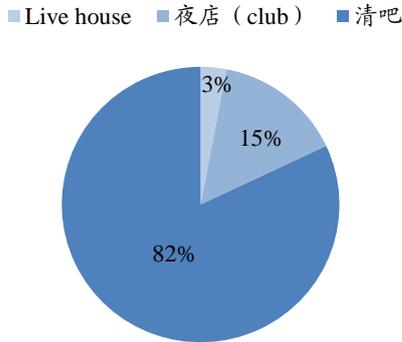
格局分散，千亿市场，空间广阔。国内酒馆市场格局分散，市场格局由少于 3 间以下的独立酒馆（占比 95%以上）与连锁酒馆构成。根据弗若斯特沙利文数据，CR5 仅为 2.2%，其中海伦司占据 1.1%份额，位列行业龙头。2019 年，英国酒吧 CR4 达 25.5%；2020 年，日本居酒屋行业 CR5 达 53.7%。对比英国与日本，中国酒馆行业集中度明显偏低。欧睿数据显示，2019 年，我国大陆每万人拥有酒馆数仅为 0.3 家，远远低于英国 7 家，美国 2 家，中国台湾 1.5 家。但国内酒馆行业呈现蓬勃发展趋势，近年来营业收入不断攀升，2015-2019 年 CAGR 达到 8.7%。预计 2020-2025 年 CAGR 达 18.8%，2025 年营业收入可达 1839 亿元。受益于低线城市消费升级与酒馆品牌连锁化发展态势，我们认为酒馆行业市场集中度、渗透率及连锁化程度未来将保持快速提升。

图表 19 中国夜间娱乐场所业态比较

	酒馆	Live house	夜店 (club)	其他夜间娱乐场所
定义	酒水为主，小食为辅的餐饮社交场所	提供各种类型音乐表演以及酒水的娱乐场所	营业至深夜的娱乐场所，收取入场费，有 DJ、强劲节拍音乐和舞池	如 KTV、大排档、烧烤店等
收入来源	销售酒饮及小食	入场费、销售酒饮	入场费、销售酒饮小食，部分卡座设低消	销售食物，酒饮等
人均消费	50-300 元	100-1000 元	300-2000 元	50-1000 元
店面面积	一般为 50-100 m ²	一般为 500-1000 m ²	一般超过 1000 m ²	一般 100-2000 m ²

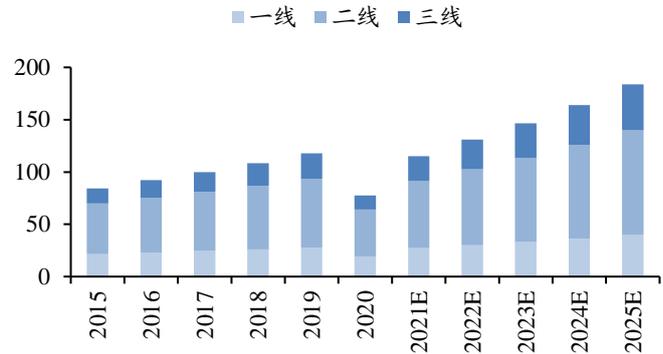
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 20 2019 年中国夜间娱乐场所占比情况



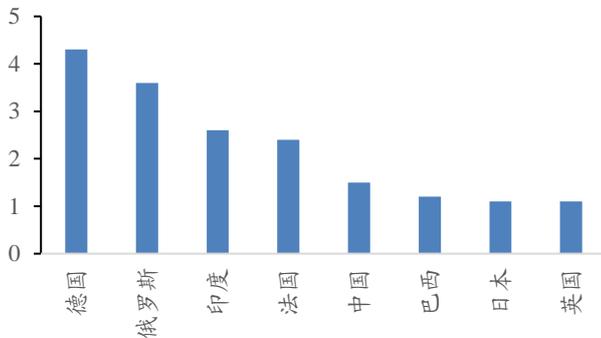
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 21 2015-2025 年预计中国酒馆行业营业收入，十亿元



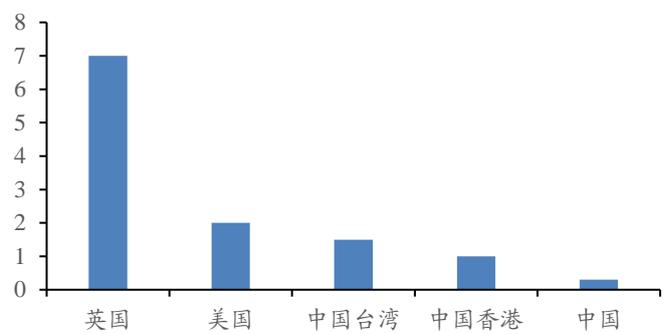
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 22 2019 年主要国家人均年饮酒量情况，升



资料来源：欧睿咨询，华安证券研究所

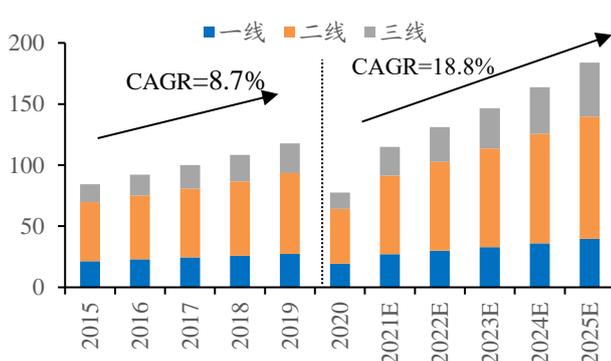
图表 23 每万人均平均酒馆数量，家



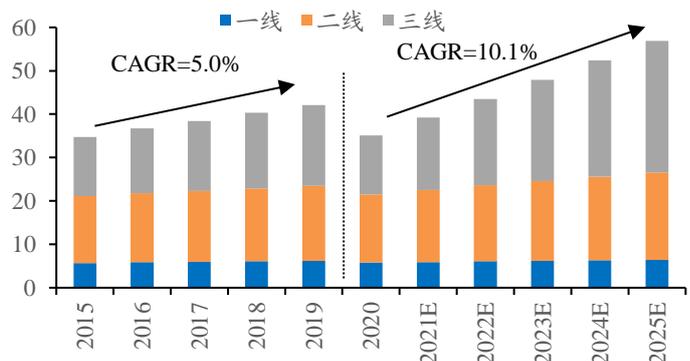
资料来源：IBIS World，华安证券研究所

疫情对酒馆行业影响有限，酒馆数量与营收仍保持较高增速。根据弗若斯特沙利文，国内酒馆行业发展迅速，酒馆营收规模自 2015 年 844 亿元上升至 2019 年 1179 亿元，CAGR 达 8.7%。酒馆数量也呈上升趋势，由 2015 年 3.5 万家提升至 2019 年 4.2 万家，CAGR 为 5.0%。2020 年受新冠疫情影响，酒馆行业营收较 2019 年大幅下降 403 亿元；疫情加速了行业出清，供应链、成本管控能力较弱与品牌特色不鲜明的酒馆加速出局，酒馆数量较 2019 年下降 7 千家。然而，随着国内防疫政策的逐步宽松和鼓励消费政策的出台，具备品牌运营能力、供应链优势充分，与连锁标准化程度高的酒馆品牌将脱颖而出。

图表 24 我国酒馆市场空间及增速，十亿元



图表 25 我国酒馆数量及增速，千间



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

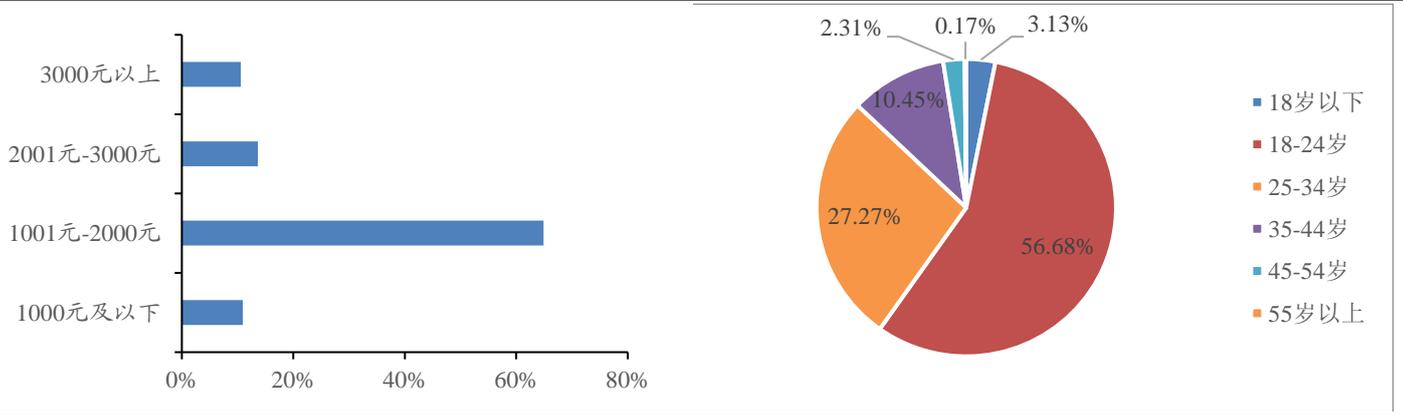
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

2.4 下城市场趋势向好，年轻消费者成关键增量

年轻消费群体推动酒馆行业发展。随着居民收入水平的提高，年轻群体的消费能力和娱乐消费需求不断增长。根据《2020 年轻人酒水消费洞察报告》显示，90 后群体中 10% 的人有日常饮酒的习惯，并且夜生活消费占比不断增加。年轻群体已成为酒馆行业的绝对消费主力，能否抓住年轻群体的消费市场是酒馆行业成功的关键。

图表 26 大学生平均可支配生活费约为 1954 元

图表 27 不同年龄段客群在酒馆行业消费占比



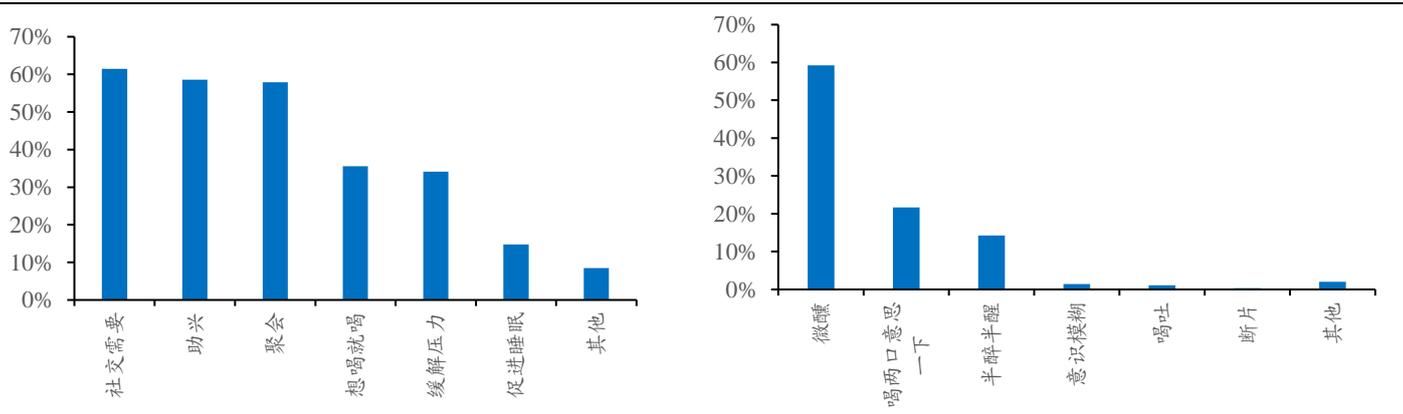
资料来源：校果，华安证券研究所

资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

打造年轻休闲的社交空间，发展年轻化酒馆文化。NCBD《2021 中国小酒馆行业发展研究报告》调查显示，国内酒馆消费者的消费目的主要为社交和助兴。特别是对于年轻群体，享受微醺带来的快乐并实现轻松自由的社交往往比饮酒本身更加重要。然而，与丰富的线上社交媒介相比，年轻群体线下社交的需求与社交场所的供给存在严重不平衡。如何解决年轻化消费群体对线下社交的需求将成为酒馆行业进一步发展的方向。海伦司在打造年轻消费者第三空间方面处于行业领先地位。海伦司小酒馆将自身定义为“年轻人自在的聚会空间”。从酒馆装修风格到音乐播放设计都致力于打造轻松舒适的氛围，通过丰富的线下活动打造独特的年轻人的线下社交空间，提高年轻客群的用户黏性和品牌口碑。

图表 28 小酒馆饮酒目的排名

图表 29 超八成的人偏爱轻饮酒



资料来源：NCBD，华安证券研究所

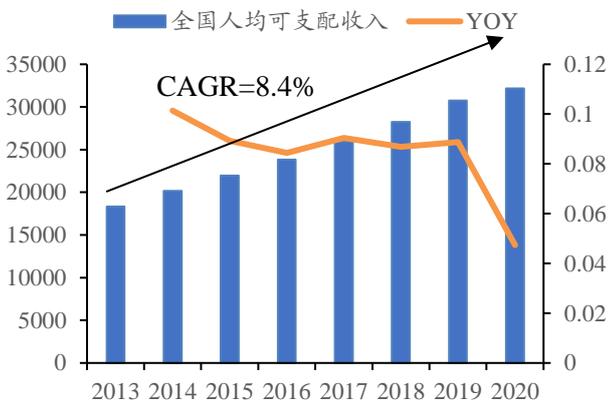
资料来源：数读，华安证券研究所

人均可支配收入提高，夜经济政策及 Z 世代消费观成行业驱动要素。驱动酒馆行业市场规模上行的因素有：①人均经济水平的提升。据国家统计局，中国人均可支配收入由 2013 年的 1.8 万上升到了 2020 年的 3.2 万元人民币，CAGR 达 8.4%；②夜间经济政策的出台推动夜间消费兴盛。自 2019 年起，我国将夜间经济视为城市

活力的新坐标。夜经济成为推动城市品牌，促进产业融合，推动消费升级的新引擎。多地政府陆续出台促进夜消费政策，例如上海出台《关于上海推动夜间经济发展的指导意见》，北京出台《北京市关于进一步繁荣夜间经济促进消费增长的措施》等政策。夜间经济在政策的鼓励下，自 2016 年 1.83 万亿上升到至 2019 年 2.64 万亿元，同比上升 44.3%。据艾媒咨询，到 2022 年，中国夜间经济将会达到 4.24 万亿元市场规模。③Z 世代成为新时代消费的主力军。根据《Z 世代消费白皮书》，Z 世代在 2020 年的消费力占据整体消费水平 40%。Z 世代更渴望社交，以消费来满足对幸福感的及时渴望，酒馆行业恰好迎合年轻一代对社交、悦己的需求，从而持续受益于 Z 世代的高消费能力。总体来看，未来酒馆行业的发展会随着人均可支配收入、夜间经济及消费新势力 Z 世代的涌入而进一步扩张。

图表 30 全国人均可支配收入，元

图表 31 国内夜间经济发展规模，万亿元

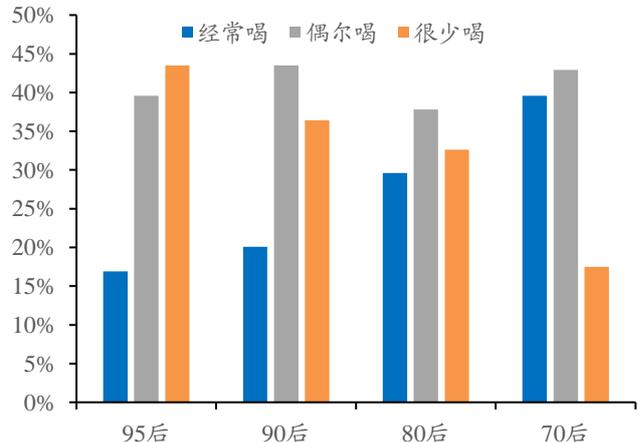
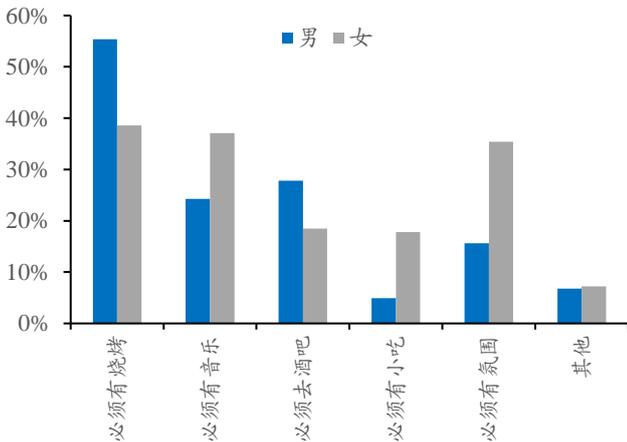


资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 32 2021 年饮酒环境偏好调查

图表 33 不同年龄段消费者饮酒频率



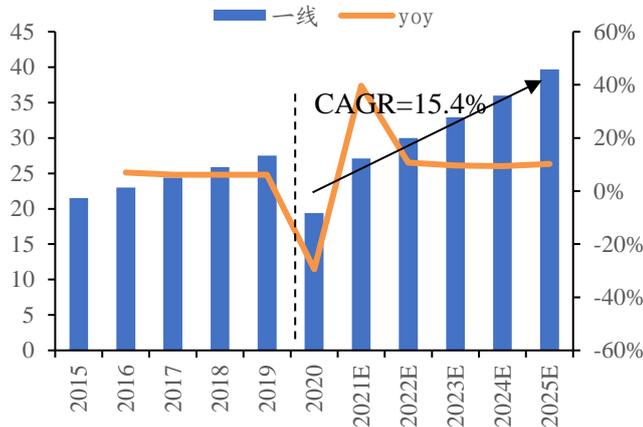
资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

下沉市场成为潜在市场空间。随着当下年轻人饮酒习惯的扩展以及消费水平的提升，酒馆行业的潜在市场空间在不断扩大。从城市分级的角度来看：一线城市酒馆数量和营业收入逐渐饱和，2015-2019 年的年复合增长率为 2.1%，同期的酒馆规模的年复合增长率为 6.3%，并且 2020-2025 年的酒馆数量复合增长率并无明显提升，预计为 2.0%。二线城市成酒馆行业的中流砥柱，2015-2019 年二线城市的营收规模的年复合增长率达 8.1%，并且以 40% 左右的总酒馆数占比持续保持在 50% 以上的总营收规模占比。相比一线城市 2020-2025 年的预计酒馆规模年复合增长率

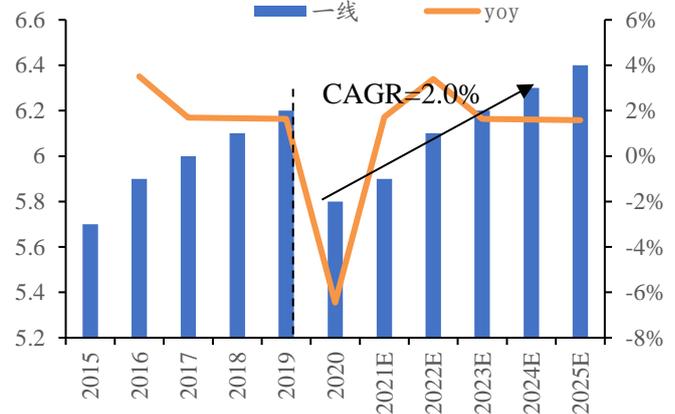
2.0%，二线城市预计年复合增长率达 5.2%。三线及以下城市成为酒馆行业发展的主流战场。其主要原因是中国三线及以下城市拥有最大的消费人群，人口数量占全国总人口的 78%。基于这样庞大的人口基数下，中国酒馆行业营收规模预计在 2025 年达 441 亿元，且 2020-2025 年复合增长率高达 26.7%。与此同时，三线及以下城市的酒馆数量的增速也会随之提升，预计 2020-2025 年复合增长率为 17.4%，酒馆数高达 3.03 万家，远超一线城市及二线城市的 0.64 和 2.02 万家。

图表 34 一线城市营收规模及预测，十亿元



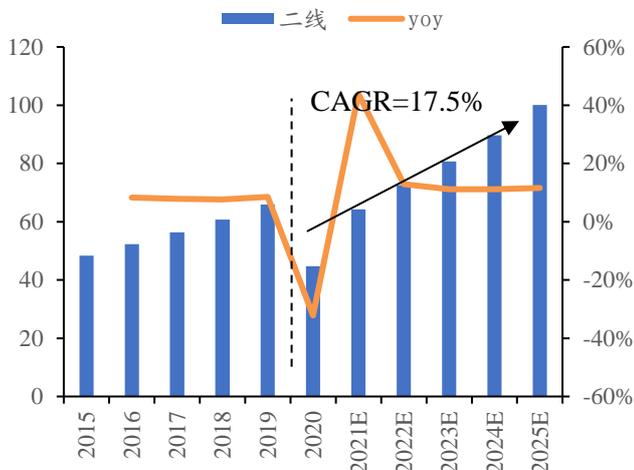
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 35 一线城市酒馆数量及预测，千间



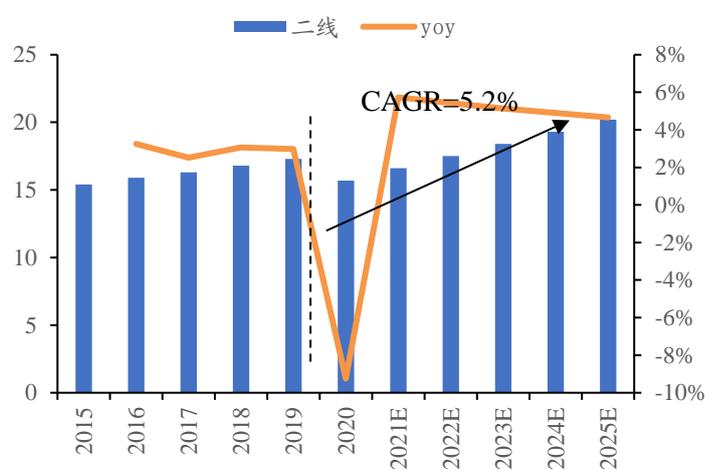
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 36 二线城市营收规模及预测，十亿元



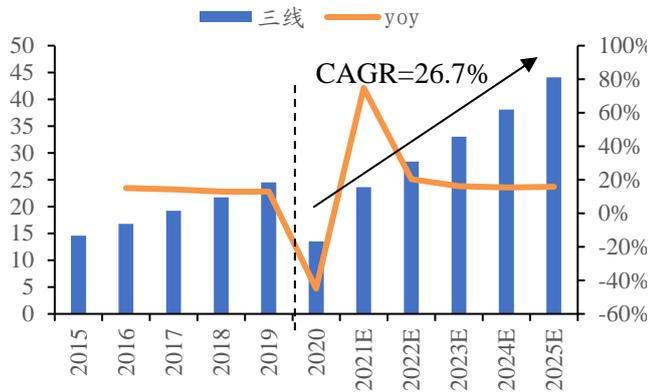
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 37 二线城市酒馆数量及预测，千间



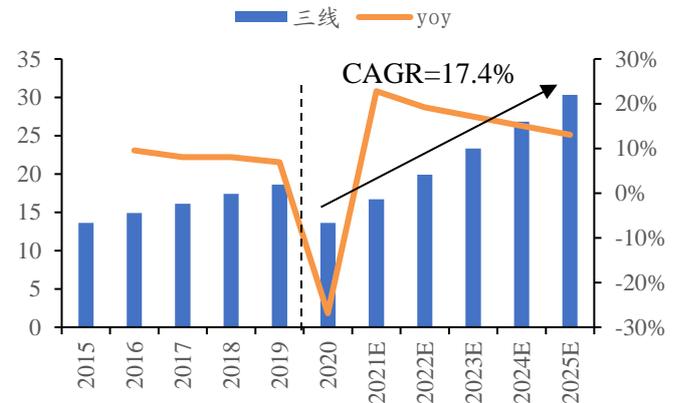
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 38 三线城市营收规模及预测，十亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 39 三线城市酒馆数量及预测，千间



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

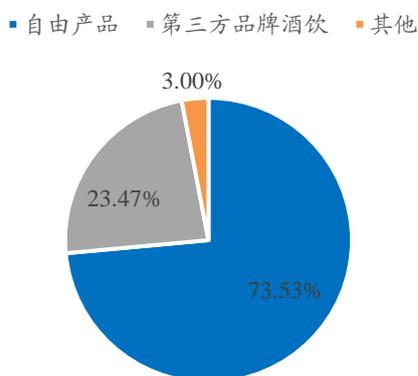
3 标准化酒馆品牌，步入加速开店期

3.1 产品：高性价比，自有产品占比高

自有品牌为主，产品单价低于同类。自有品牌方面，海伦司 2018-2020 分别实现收入 0.49 亿元、3.69 亿元、5.95 亿元，占营收比重分别为 72.0%、68.8%、73.5%。公司经过多次调试，与上游供应商直接合作，贴牌生产自有精酿产品，减少中间环节交易成本，叠加规模化优势，产品售价较低，且利润率较高。2018-2020 年公司自有酒水毛利率分别为 71.4%、75.3%、78.4%，呈逐年上升趋势。饮料化酒饮为公司特色产品，公司通过多次产品研发与口味测试，推出一系列果啤酒饮，2018-2020 年，饮料化酒饮的收入分别为 0.13 亿元、1.31 亿元、2.38 亿元，占海伦司自有产品收入的比重为 25.5%、35.4%、40.1%。

第三方品牌酒水方面，公司对供应商议价能力较强，产品单价低于同类。海伦司提供的第三方品牌种类丰富，包括百威、科罗娜、1664、野格等。2018-2020 年公司第三方品牌实现营收 0.15 亿元、1.47 亿元、1.90 亿元，占比达 22.1%、27.3%、23.5%，毛利率分别为 39.2%、52.8%、51.5%。

图表 40 2020 年海伦司营收构成占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 41 海伦司自有品牌酒饮毛利率较高



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 42 海伦司酒饮矩阵

产品类别	产品细分	单价(元)	规格
Helen's 自有啤酒 	纯麦精酿	9.8	420ml
	Helen's 精酿	7.8	275ml
	Helen's 扎啤	7.8	不适用
	Helen's 果啤	8.9	270ml
	Helen's 奶啤	8.9	300ml
饮料化酒饮 	嗨斗	5.9	不适用
	威士忌可乐桶	2.6	不适用
	威士忌可乐扎	7.8	不适用
	伏特加红牛	3.9	不适用
第三方品牌酒 	科罗娜	9.8	275ml
	1664	9.8	275ml
	百威	9.8	275ml

资料来源：招股说明书，公司官网，华安证券研究所整理

餐饮 SKU 精简，聚焦主营酒饮，供应链把控能力强。海伦司菜单共有 41 款产品，其中包括 24 款酒饮（自有酒饮品牌 14 种），8 款全国基本统一小食（均为自有），6 款软饮料，3 款其他产品。部分酒馆也会根据当地情况提供一些符合本土口味的特色化下酒小食，比如海伦司四川地区的酒馆会提供麻辣豆干和酱板毛豆。门店强化酒饮销售，鼓励客户自带小吃，尽管 2018-2020 年小食品营收分别为 0.17 亿元、1.06 亿元、1.56 亿元，但占比为 33.9%、28.8%、26.2%，呈现下降趋势。2016 年前，海伦司提供意面、披萨、沙拉等西式餐饮，近年来为提高供应链管理效率，菜单 SKU 逐步精简，只保留无需复杂加工，能快速出餐的小食。相较于同类酒馆，海伦司产品标准化程度高，减少了供应链管理难度，酒水安全更加可控，同时聚焦酒水主营带来规模化优势，加强了酒饮议价能力。

图表 43 海伦司极简 SKU 菜单

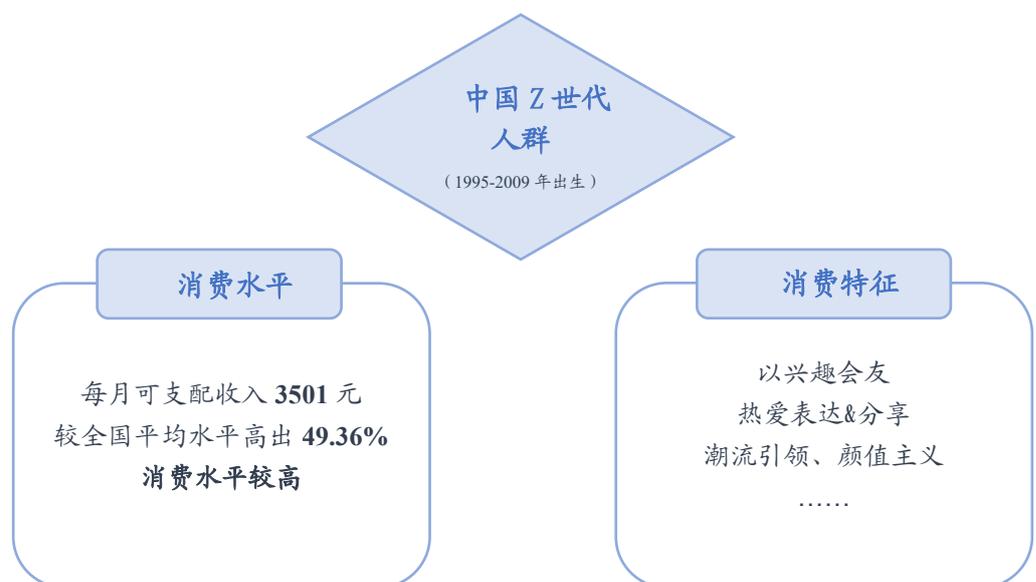


资料来源：海伦司微信公众号，华安证券研究所

3.2 运营与组织管理：年轻化、数字化、标准化、高效率

公司注重新媒体营销，打造年轻化社交场景。Z 世代成为消费主力，关注“好吃、好看、好玩”。海伦司在专注高性价比产品外，多维度借助运营与营销提升品牌知名度，围绕客户口碑、新媒体营销、私域运营等多重方式分享 Z 时代消费红利。

图表 44 中国 Z 世代人群消费水平及特征



资料来源: QuestMobile 《2020 年 Z 世代洞察报告》, 华安证券研究所

新媒体互动参与式营销。海伦司产品客群大多集中在 18-28 岁的年轻人, 海伦司根据年轻人的喜好, 精准在微信公众号、抖音、微博上进行互动营销, 制造话题。针对新开业酒馆, 推出“开业 7 天免费喝”、“招牌酒水免费送”等活动, 提升客户注意力。海伦司迎合年轻人喜爱的互动方式, 在抖音上开设“告白小队系列”与“聚会游戏指南”两个板块, 用流行的“情感小短剧”打造海伦司社交属性。截至 2021 年 8 月 15 日, 海伦司抖音、微信公众号与微博粉丝数量超过 500 万, “海伦司可乐桶”在抖音上播放量也超过 10 亿次。海伦司也邀请客户通过微博、小红书、朋友圈、抖音等晒单领取优惠券, 通过社交平台的刷屏式营销进一步触达新的消费者, 为品牌高速扩张打开流量入口。

图表 45 海伦司新浪微博部分话题阅读量超 1.1 亿次



资料来源: 微博, 华安证券研究所

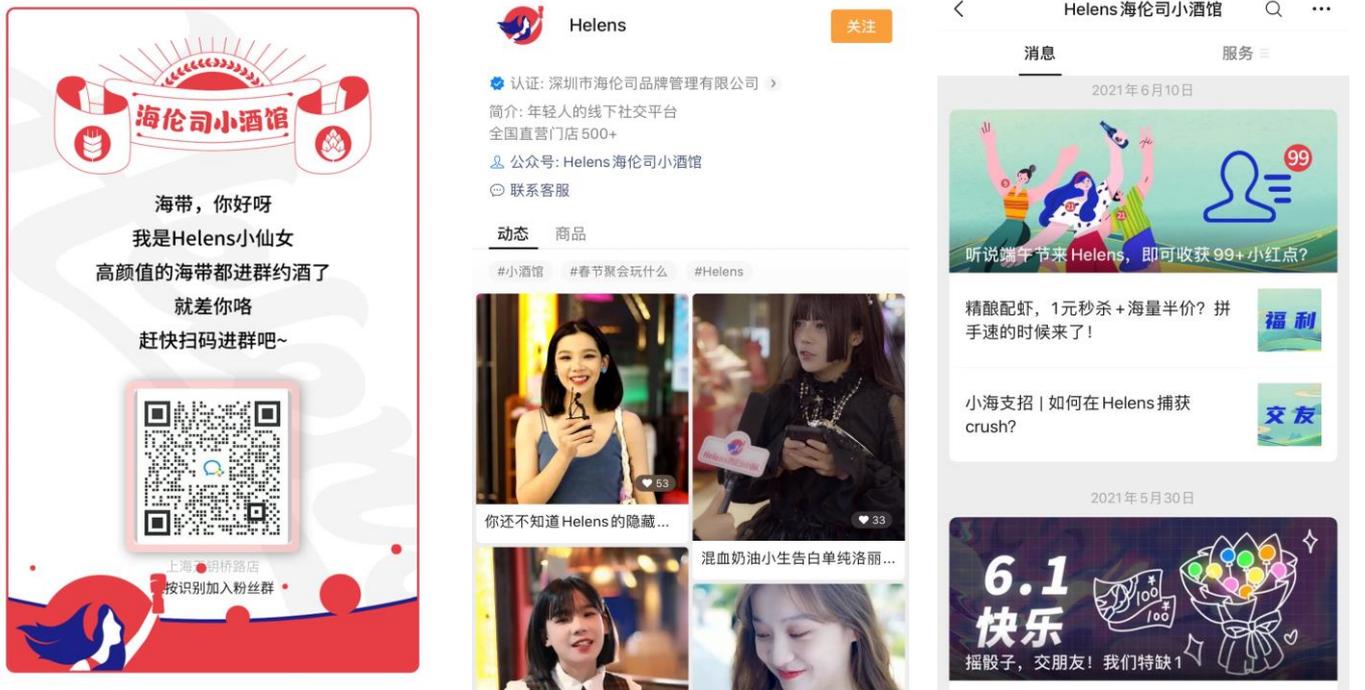
图表 46 抖音 APP ‘海伦司告白小队’ 播放量超 2.3 亿



资料来源: 抖音 APP, 华安证券研究所

私域社群运营加大互动频次, 提高客户粘性。海伦司每家门店均有独立的微信粉丝群, 并设有专门的群运营管理人员, 入群方式在官方微信号对应门店信息处。群内定期会有“买一送一”等福利活动, 增强顾客复购粘性。私域社群营销相比公域流量成本较低, 同时把陌生客户从线下迁移到线上, 建立了更多互动联系的机会, 在节省流量成本的同时, 也巩固了客群消费频次。此外, 海伦司充分利用公众号平台, 在年轻人流行的节日里开展特色主题活动, 如端午节“拼数字、交朋友”“晒舍海量、赢酒水券”, 儿童节“Helens 摇骰 party”等活动, 不断强化品牌社交属性与消费者互动体验感。

图表 47 海伦司私域运营活动

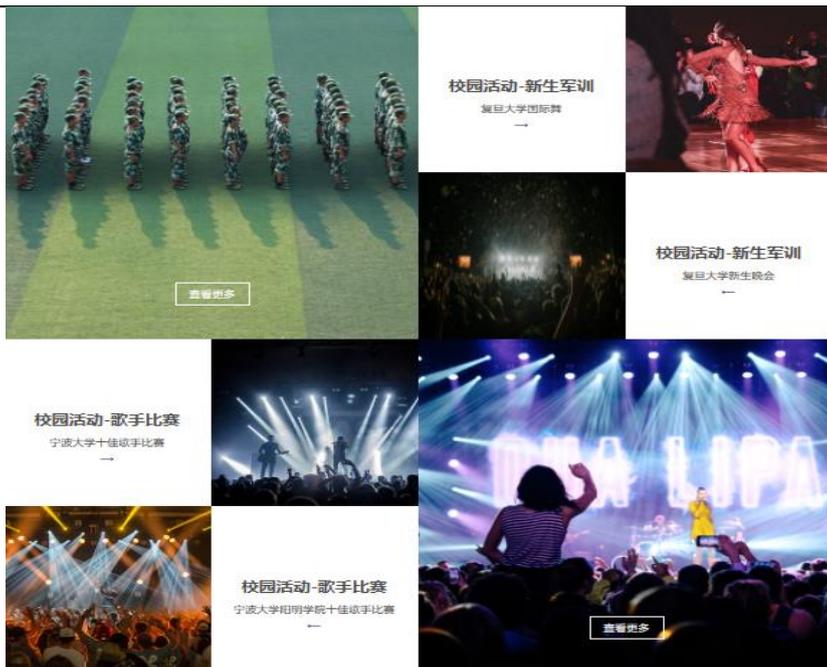


资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

校园深度营销，确保老客户留存、新客户拉新。海伦司注重校园口碑传播，高校店与周边学校进行深度合作，实行高校合伙人制度。大学生群体是海伦司的重要客群，针对该群体，海伦司赞助超过 150 多所高校大型活动，累积赞助超 200 万元，形式包括新生军训、社团活动、歌手比赛、迎新晚会等，为学生提供免费饮品、聚会等场地，迅速在大学生群体中打开品牌认知。海伦司也会在高校建立合伙人，在校园内进行地推、学生口碑传播等进行多维度营销，培养校园忠实粉丝。

图表 48 海伦司线下开展校园活动

图表 49 海伦司七夕节微博线上话题营销



资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

模块化装修方式标准化程度高且统一。海伦司采取模块化装修方式，精简酒馆装修流程，装修环节降至约 40 天，使得新店从选址到开业仅需 2-3 个月。海伦司装修风格延续东南亚情调，并融合少数民族风，保持品牌独特调性。同时，海伦司也尝试欧式风格，寻求多样化可能性。

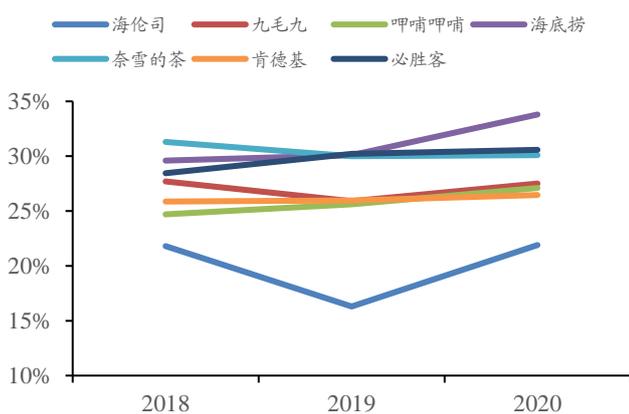
图表 50 海伦司门店装修风格



资料来源：微信公众号，华安证券研究所

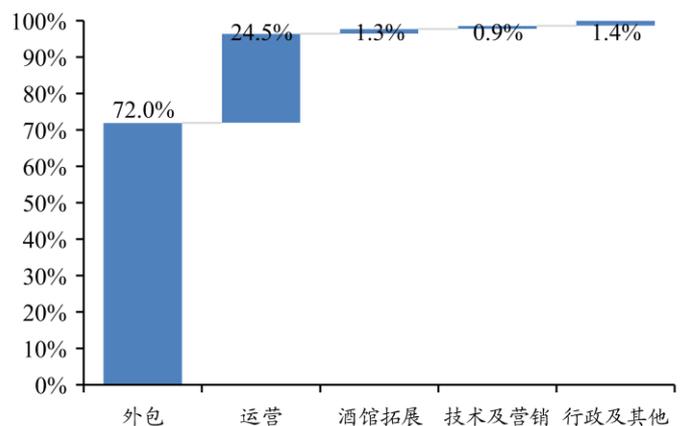
体系化店长培养机制，为快速扩张奠定人才基础。海伦司人才培养体系与组织文化运营管理系统是快速展店的核心竞争力之一。作为连锁酒馆行业的龙头公司，海伦司拥有一整套标准化人才晋升体系与店长培养机制。海星计划针对新入职 3 个月基层员工，帮助其了解酒馆管理相关知识，为担任领班做准备。从领班、初级店长、中级店长、高级店长的升职路径，通常店长的培养周期为 9 个月，店长可享受公司的季度分红。亮剑集中营针对高级店长及以上的中层干部，提供管理能力培训。截至最终可行日期，公司共有店长 420 人，后续储备店长 267 人，这一整套标准可持续的培训流程与晋升机制为公司扩张储备了丰富的人力资源。2019 年，海伦司员工薪酬成本占比 16.3%，优于快餐龙头肯德基 21.3%。同时，海伦司店员主打年轻化，平均年龄 22 岁，与年轻客群消费心理类似，能更有效进行互动与建立情感联系。

图表 51 海伦司员工成本占比优于同行



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 52 海伦司外包员工占比

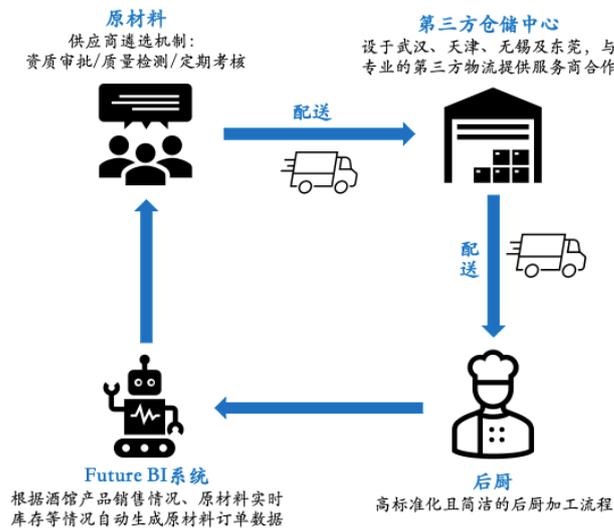


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

数字化技术提升运营效率。海伦司自主研发 Future BI 系统融合前端 ERP\CRM 系统，对排队取号、下单备餐、存物流、财务人事等进行全业务流程线上化、数字化、可视化分析与管理。基于 Future BI 数据，公司能对线下用户进行消费行为分析，精准营销推送，同时总部能够根据数据确认是否适合在酒馆周边开设新店。酒馆具

有中央音乐智能管理系统，仅需要 5 名员工实施全国范围内酒馆背景音乐精准管理，有效精简员工成本。内部物控中心搭建集约化供应链，建立完善的供应商选择流程，对酒馆采购进行一体化管理，并与第三方物流建立合作，实现高效配送。在食品安全方面，制定完整制定管控体系，对采购、仓储、物流、酒馆服务等每项环节进行质量监控。

图表 53 海伦司高效的供应链管理体系



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3.3 门店：单店模型优异，直营模式快速下沉拓店

直营模式确保品牌调性、运营高度标准化。 海伦司最初除直营门店外，有加盟模式，向加盟酒馆收取一次性加盟费及管理服务费。伴随公司的快速发展，为确保对门店的品牌、产品、运营、服务及供应链进行有效且统一的监督与管理，公司通过整合方式将加盟酒馆变为直营门店，并不断持续拓展新的直营酒馆。根据窄门餐眼数据，截至到 2021 年 8 月 15 日，公司旗下共有酒馆 524 家，即将开业 204 家，均为直营酒馆。2020 年，公司共有酒馆 337 家，加盟酒馆 14 家，直营酒馆营收 8.13 亿元，占总营收比例 99.38%。

图表 54 海伦司全国门店布局情况

城市分类	城市名称	门店总数 (=已开业+即将开业)	已开业 (=营业中+暂停营业)	营业中	暂停营业	即将开业
一线	上海	30	24	24	0	6
	北京	6	4	2	2	2
	深圳	37	29	12	17	8
	广州	13	11	7	4	2
	小计	86	68	45	23	18
新一线	成都	22	17	15	2	5
	重庆	13	11	7	4	2
	杭州	27	21	15	6	6
	武汉	78	63	23	40	15
	西安	13	4	0	4	9

	天津	25	20	18	2	5
	苏州	6	3	1	2	3
	南京	19	11	0	11	8
	郑州	21	16	0	16	5
	长沙	51	41	35	6	10
	东莞	4	2	0	2	2
	沈阳	28	19	17	2	9
	青岛	4	2	2	0	2
	合肥	18	10	10	0	8
	佛山	6	3	1	2	3
	小计	335	243	144	99	92
二线	宁波	14	10	10	0	4
	昆明	8	3	3	0	5
	福州	18	15	15	0	3
	无锡	6	5	1	4	1
	厦门	18	16	16	0	2
	济南	13	6	6	0	7
	大连	8	4	4	0	4
	哈尔滨	6	2	1	1	4
	温州	3	2	2	0	1
	石家庄	9	2	2	0	7
	泉州	8	7	7	0	1
	南宁	6	3	3	0	3
	长春	9	7	7	0	2
	南昌	19	17	17	0	2
	贵阳	11	7	5	2	4
	金华	2	1	1	0	1
	常州	3	2	0	2	1
	惠州	2	1	1	0	1
	嘉兴	3	2	2	0	1
	南通	2	1	0	1	1
	徐州	2	2	2	0	0
	太原	3	1	1	0	2
	珠海	1	0	0	0	1
	中山	2	0	0	0	2
	保定	1	0	0	0	1
	兰州	1	0	0	0	1
	台州	2	0	0	0	2
	绍兴	4	3	3	0	1
烟台	1	1	0	1	0	
廊坊	3	2	1	1	1	
	小计	188	122	110	12	66

其他	十堰	3	2	2	0	1
	宜昌	8	7	7	0	1
	荆州	3	3	0	3	0
	黄石	2	1	1	0	1
	咸宁	2	1	1	0	1
	鄂州	1	1	0	1	0
	仙桃	1	1	1	0	0
	襄阳	2	2	2	0	0
	荆门	2	1	0	1	1
	恩施	2	1	1	0	1
	孝感	2	2	1	1	0
	随州	1	1	1	0	0
	蚌埠	3	3	3	0	0
	芜湖	1	1	1	0	0
	马鞍山	3	1	1	0	2
	阜阳	2	2	0	2	0
	湖州	2	0	0	0	2
	漳州	4	3	3	0	1
	莆田	3	2	2	0	1
	晋江	3	2	2	0	1
	三明	1	1	1	0	0
	南平	1	1	1	0	0
	龙岩	1	1	1	0	0
	宁德	1	1	1	0	0
	石狮	2	2	2	0	0
	福清	2	2	2	0	0
	岳阳	2	2	0	2	0
	常德	2	2	0	2	0
	株洲	4	4	0	4	0
	湘潭	3	2	0	2	1
	彬州	2	2	0	2	0
	衡阳	4	4	0	4	0
	邵阳	2	1	1	0	1
	怀化	2	2	2	0	0
益阳	2	2	0	2	0	
宁乡	2	1	0	1	1	
浏阳	1	1	0	1	0	
张家界	1	0	0	0	1	
永州	1	0	0	0	1	
惠州	2	1	1	0	1	
新乡	1	1	0	1	0	

南阳	2	2	0	2	0	
开封	2	1	0	1	1	
许昌	1	1	0	1	0	
漯河	1	1	0	1	0	
焦作	2	0	0	0	2	
驻马店	1	0	0	0	1	
九江	3	2	2	0	1	
上饶	1	1	1	0	0	
赣州	2	2	2	0	0	
新余	1	1	1	0	0	
抚州	1	1	1	0	0	
萍乡	1	1	1	0	0	
吉安	1	1	1	0	0	
景德镇	1	0	0	0	1	
鹰潭	1	0	0	0	1	
盐城	1	1	0	1	0	
扬州	1	0	0	0	1	
泰州	1	0	0	0	1	
淮安	1	0	0	0	1	
镇江	1	0	0	0	1	
宿迁	1	0	0	0	1	
香港	1	1	1	0	0	
德阳	1	1	1	0	0	
绵阳	2	0	0	0	2	
宜宾	1	0	0	0	1	
烟台	1	1	0	1	0	
日照	1	1	1	0	0	
潍坊	1	1	1	0	0	
泰安	1	1	1	0	0	
临沂	1	0	0	0	1	
淄博	1	0	0	0	1	
柳州	1	0	0	0	1	
晋中	3	1	1	0	2	
咸阳	3	1	1	0	2	
海口	3	0	0	0	3	
小计	137	93	57	36	44	
全国	总计	746	526	356	170	220

资料来源：公司官网，微信公众号，华安证券研究所

注：数据截至 2021 年 8 月 13 日

直营模式助推标准化运营。2018 年，公司从“直营+加盟”模式转变为专注做直营，确定了标准化连锁的公司战略。随后，海伦司酒馆的直营门店快速攀升，加盟门店逐年退出，2018-2020 年直营门店数量分别为 83、221 和 337 家，加盟门店数量分别

为 78、31 和 14 家。截至目前，公司旗下酒馆均为直营门店，海伦司成为了当前国内最大的线下连锁酒馆品牌。该直营模式有助于公司对旗下门店的标准化运营，对产品、服务等经营环节的统筹规划。

图表 55 2018-2020 年直营门店数量持续增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

单店利润优质，销售数据稳步提升，保障持续扩张。海伦司酒馆面积在 300-500 平方米之间，36-50 桌，可同时容纳 150-200 名顾客。2018-2020 年，公司直营单店日均营业额从 0.57 万元上升至 1.09 万元，CAGR 达 38.3%。其中，单店客单价增至 109.6 元，CAGR 达 8.4%；单店日均成交单量增至 104.4 单，CAGR 达 30.7%。单店盈亏平衡周期 2018-2020 年分别为 6 个月、5 个月、3 个月，接近餐饮行业中最优质企业。2020 年，因受疫情扰动，单店年销售额有所下降。2018 到 2019 年，同店销售额从 1940 万元增长 170%到 5230 万元。2019-2020 年，尽管受疫情影响，同店销售额仅从 1.47 亿元微降至 1.46 亿元。酒馆渗透率、消费人群、成交金额与数量均保持提升态势，单店营收、翻台率指标向好。2018-2020 年，海伦司单店收入分别为 80.72 万元、241.57 万元、239.45 万元，单店平均桌数稳定上升分别为 36 个、41 个、45 个，翻台率不断得到优化分别为 1.70、2.35、2.32。

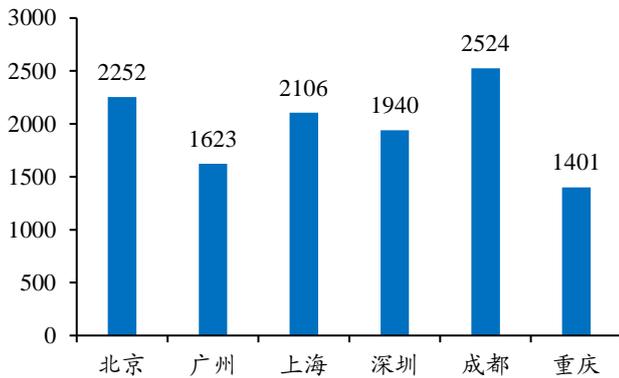
图表 56 海伦司、海底捞、太二酸菜鱼单店模型对比

	海伦司	海底捞	太二酸菜鱼
门店概览			
门店面积 (m ²)	400	1000	300
盈亏平衡期 (月)	3	1-3	1-2
员工人数	20-30	150	30
收入端			
单店年收入 (万)	398	3332	1012
坪效 (年收入/m ²)	1.0	3.3	3.4
翻台/座率	1.4	4.8	4.8
成本结构			
员工成本	16%	30%	21%
原材料成本	35%	30%	21%
租金成本	13%	5%	11%
其他	7%	5%	10%
经营利润	29%	20%	23%

资料来源：海伦司招股说明书、海底捞招股说明书、九毛九招股说明书、华安证券研究所

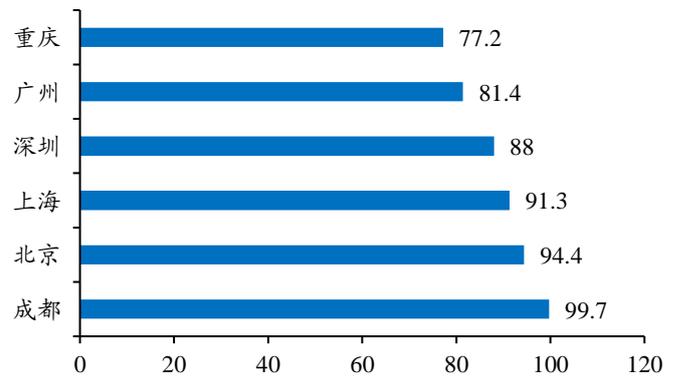
店铺选址聚焦年轻客群流量集中区域。充足稳定的客流量是海伦司开店思考的核心要素，作为年轻人的线下社交平台，海伦司酒馆主要位于年轻人集聚区域，包括大学校区附近，购物商场，成熟社区等区域。公司潜在布局地点考量因素涉及商场数量、交通便利性、位置、类型业态情况、租金与可供出租面积、年轻居民人数及商业活跃度等指标。根据海伦司官网和微信公众号，截至2021年8月15日，一线城市（上海、北京、深圳）共有68家酒馆，新一线城市（如成都、武汉、长沙等）共有243家酒馆，二线城市（如宁波、无锡、厦门等）共有122家酒馆，三线及以下城市（如宜昌、开封、烟台等）共有93家酒馆，以及香港有1家酒馆。在选址策略上，对于年轻客群集中的优质商业区，海伦司也会采取密集式分布战略，去充分刺激客户需求和吸纳潜在客户。例如，在长沙解放西路商圈共有10家海伦司酒馆。

图表 57 2021 年部分主要城市小酒馆数量



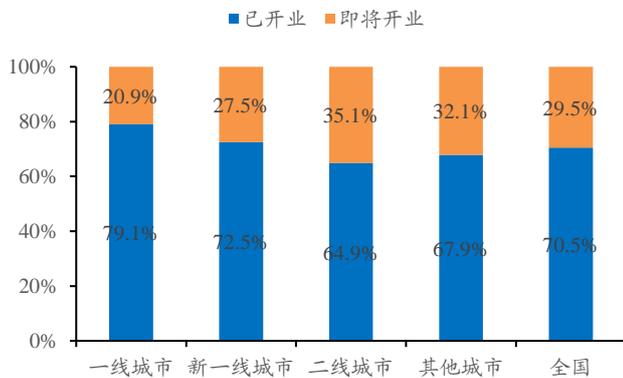
资料来源：餐宝典，华安证券研究所

图表 58 2021 年部分主要城市小酒馆发展指数



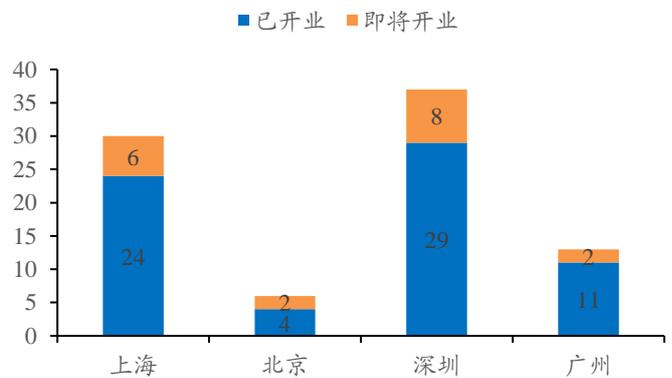
资料来源：餐宝典，华安证券研究所

图表 59 海伦司各类城市及全国门店数量比例图



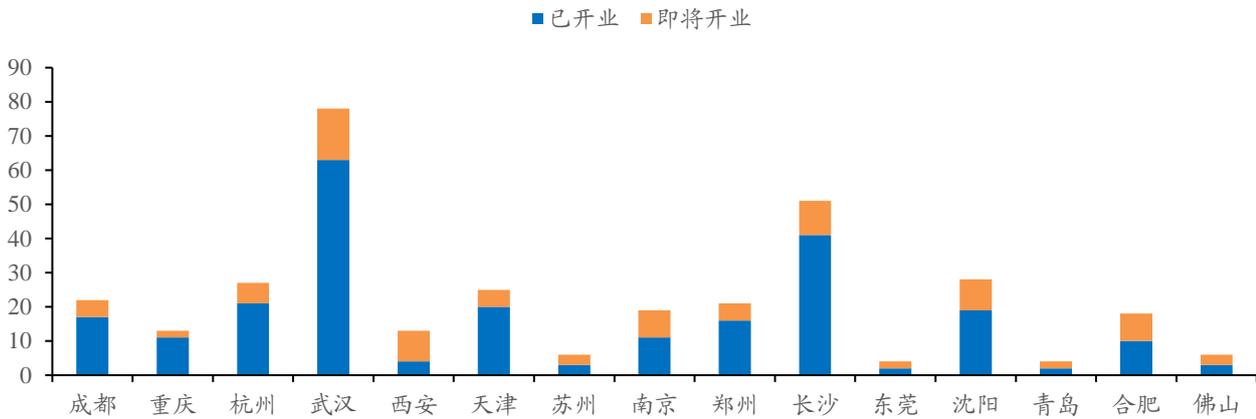
资料来源：公司官网，微信公众号，华安证券研究所

图表 60 海伦司一线城市门店数量对比图



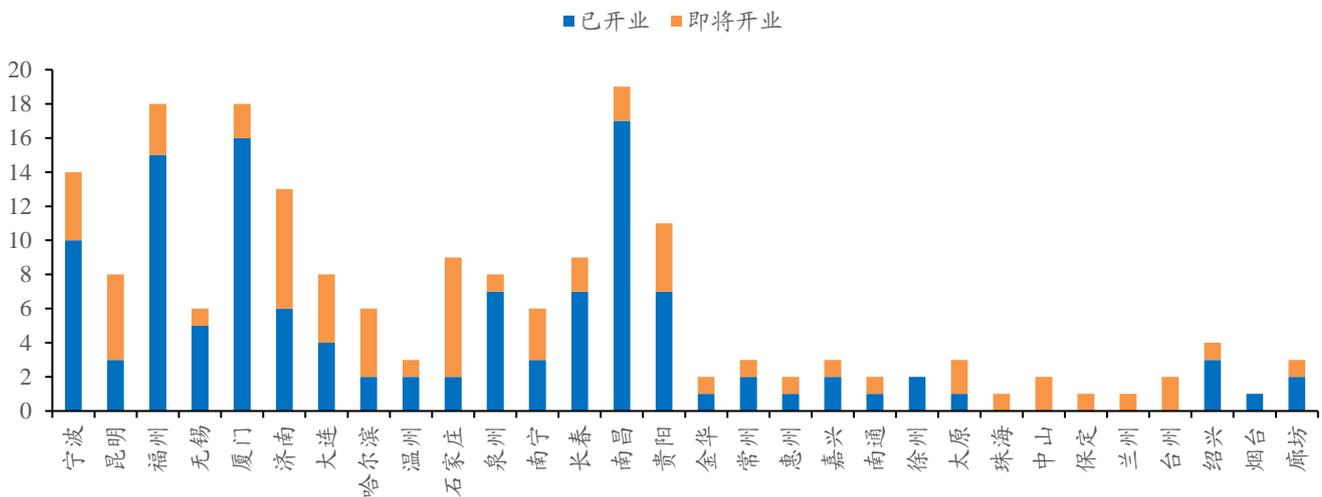
资料来源：公司官网，微信公众号，华安证券研究所

图表 61 海伦司新一线城市门店数量对比图



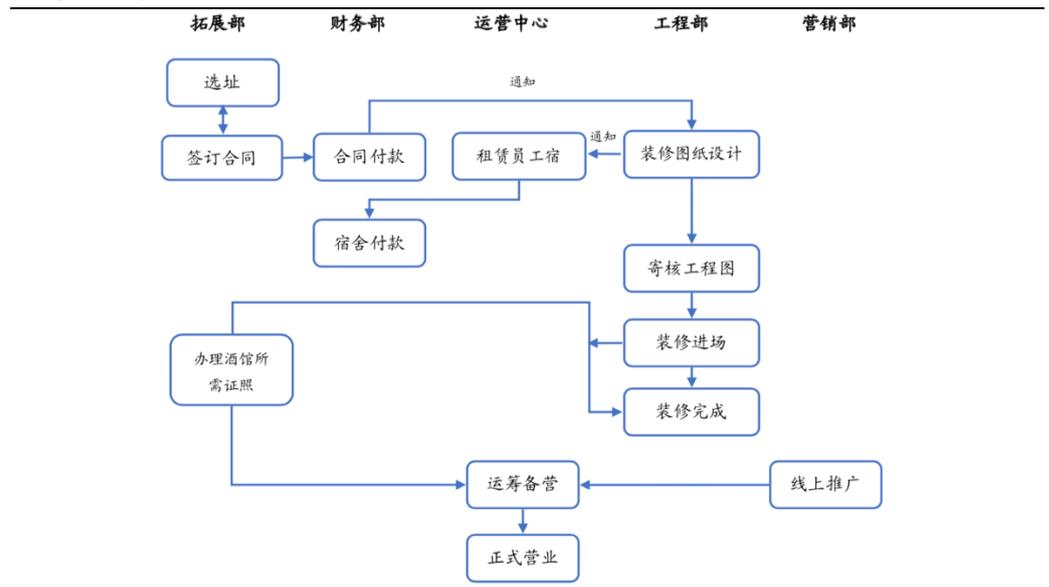
资料来源：公司官网，微信公众号，华安证券研究所

图表 62 海伦司二线城市门店数量对比图



资料来源：公司官网，微信公众号，华安证券研究所

图表 63 海伦司扩店流程示意图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

开店模型预测。根据招股说明书数据，公司预计在 2021 年新开酒馆 400 家，2023 年年底酒馆总数达 2200 家。根据公司官网与公众号数据，截至到 2021 年 8 月 15 日，公司门店总数约 526 家，未来两年每年约需新增 800 家门店实现 2023 年 2200 家酒馆目标。选址策略上，海伦司目前基于高校、商区及人流密集的居民社区，考虑到现有门店的城市与区域分布，海伦司潜在展店空间预测如下：目前湖北是海伦司密集分布的区域，共有 86 家门店，129 所高校。假设全国范围内，海伦司酒馆门店相对于大学数量呈现稳态比例，即海伦司酒馆数量/高校数量=稳态比值。湖北省的比值是 0.67，对标湖北省比值，假设全国海伦司酒馆数量与高校数量比值保持在 0.67，目前全国共有 3005 所高校，预计海伦司高校店的规模约 2000 家。另外，海伦司也分布在商圈、人流量大的社区及交通枢纽区域，上述区域同样有展店空间。

图表 64 公司整体运营数据模型

	2018 年	2019 年	2020 年
一、营收（万元）			
一线城市酒馆	218.84	5096.1	8885.73
二线城市酒馆	4210.2	34087.31	47854.11
三线及以下城市酒馆	2351.47	14202.6	23954.68
总计	6780.51	53386.01	80694.52
单店日均销售额（千元）			
一线城市酒馆	5	7.8	8.5
二线城市酒馆	6.3	11.7	11.4
三线及以下城市酒馆	5.2	9	10.9
二、运营数据			
单店日均用户数（人）			
一线城市酒馆	72.2	80.6	83.1
二线城市酒馆	63.6	106.2	112.2

三线及以下城市酒馆	53.4	83.2	99.5
单店日均用户客单价 (元/人/天)			
一线城市酒馆	69.25	96.77	102.29
二线城市酒馆	99.06	110.17	101.60
三线及以下城市酒馆	97.38	108.17	109.55
酒馆数量 (个)			
一线城市酒馆	26	35	56
二线城市酒馆	82	143	200
三线及以下城市酒馆	53	73	94
三、成本构成 (各项成本/营业收入)			
原材料	27.65%	34.68%	33.18%
雇员	21.84%	16.34%	21.88%
长期租赁	13.17%	9.42%	12.87%
设备折旧	2.66%	3.07%	3.91%
短期租赁及其他	4.23%	2.39%	3.88%
能耗费用	3.11%	2.72%	2.92%
四、经营利润情况 (万元)			
一线城市酒馆	95.35	1549.29	1675.62
二线城市酒馆	1834.47	10363.02	9024.05
三线及以下城市酒馆	1024.58	4317.79	4517.23
合计	2954.4	16230.1	15216.9
单店日均经营利润 (千元)			
一线城市酒馆	1.3	2.2	1.6
二线城市酒馆	1.6	3.4	2.1
三线及以下城市酒馆	1.3	2.6	2.0

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4 投资建议

海伦司是国内高性价比的小酒馆行业龙头公司，清晰定位年轻消费群体，发力下沉市场，具有品牌与口碑势能。产品端聚焦酒饮，自有品牌规模优势彰显，供应链及成本管控能力极强。单店模型优异，利润率较高，在数字化运营与新媒体营销上富有特色。未来有望受益于低线城市的消费升级，下沉市场扩店潜力极大，建议积极关注。

风险提示：

下沉市场展店不及预期；食品与酒饮安全质量风险；疫情反复；行业竞争加剧；人员储备不及预期等。

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业&中小盘首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。