

酒馆行业 | 公司研究

2021年12月15日

声明：该报告为2021年12月3日发布的英文报告《Highly value-for-money bar chain》的中文翻译版本。该中文翻译版本仅供客户的参考。如果该中文翻译版本与英文版本有任何不一致，以英文版本所述为准。客户需自行承担因依赖该翻译版本的内容所招致的任何风险。

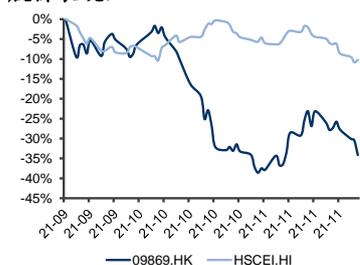
买入

首次覆盖

市场数据：2021年12月2日

收盘价 (港元)	16.24
恒生中国指数 (HSCEI)	8,506
52周最高/最低价 (港元)	25.75/13.88
市值 (百万港元)	20,270
流通股 (百万股)	1,715
汇率 (人民币/港元)	0.90

股价表现：



资料来源：彭博

证券分析师

贾梦迪

A0230520010002

jiamd@swsresearch.com

王越

A0230521060001

wangyue@swsresearch.com

连锁酒馆龙头，打造极具性价比的线下社交空间

海伦司 (09869 HK)

海伦司创立于2009年，是中国规模最大的连锁酒馆，公司定位于高性价比的线下休闲空间，为年轻消费者提供优质与性价比兼具的产品组合，以及舒适愉悦的社交空间。2017-2020年公司的收入及经调整净利润的复合增长率分别为167%和164%。凭借优秀的单店模型和标准化的运营管理，我们认为公司将快速扩张，2023年底的酒馆数量将增加至约2281家，是2020年底351家的6.5倍左右。我们预测21年每股盈利0.12元（同比增长118%），22年0.48元（同比增长301%），23年每股盈利0.80元（同比增长65%）。我们给予目标价21.8港币，对应34%的上升空间，首次覆盖给予买入评级。

酒馆行业快速发展，千亿市场待挖掘。中国酒馆行业的市场规模由2015年的844亿元增加至2019年的1179亿元，复合增长率为8.7%，预计2020-2025年的复合增长率为18.8%，驱动力主要来自于供给端城市化率的提升以及夜间经济的政策扶持带动酒馆数量的增加，以及需求端可支配收入增长带动夜间消费意愿的增强。酒馆行业高度分散，中国内地约3.5万家酒馆，其中95%为独立门店。按照2020年的收入规模计算，行业CR5仅2.2%，海伦司排名第一，市场份额约1.1%。相比英国最大连锁酒吧公司Mitchells&Butlers plc市占率的16%，中国的酒馆行业仍有大量集中化的发展空间。

依靠规模优势和自有产品打造高性价比优势。海伦司是中国规模最大的连锁酒馆，规模优势助力海伦司降本增效。公司提供高性价比的产品组合，所有瓶装啤酒的售价均低于每瓶10元。2018年开始推出自有产品，自有产品1H21收入贡献为79%，毛利率接近80%，比第三方产品高出20个百分点以上。第三方产品包括百威、科罗娜等知名品牌产品，售价比同行平均售价低约35%-67%。

强情感链接打造高顾客转移成本。公司在选址上以年轻人聚集的区域为主，在大学城周围以及“好地段差位置”等性价比较高的地段租赁店面，实现低成本高效率的经营。酒馆是比其他餐饮业更需要和顾客之间形成情感链接和信任的空间，卓越的消费体验为海伦司带来品牌忠诚度及客户黏性，酒馆所承载的强情感链接和回忆打造了较高的顾客转移成本。

单店模型优秀，门店快速扩张。海伦司酒馆的盈亏平衡期约2-3个月，现金回收期10-11个月，成熟门店的店铺经营层面利润率为27%，优于上市餐饮同行。我们预计公司2020年-2023年收入的复合增长率为110%，主要受益于门店持续扩张。预计2021-2023年的新开酒馆数量分别为400、630、900家，2023年底酒馆总数量将增加至约2281家，是2020年底351家的6.5倍左右。我们预计公司2020年-2023年经调整净利润的复合增长率为137%，2023年实现调整后净利润10亿元。

首次覆盖给予买入评级。我们使用单店模型对公司进行估值，并使用DCF模型进行交叉检验。我们给予目标价21.8港币，对应34%的上升空间，首次覆盖给予买入评级。

财务数据及盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	565	818	2015	4900	7526
同比增长率 (%)	130	45	146	143	54
归母净利润 (百万元)	79	76	153	613	1011
同比增长率 (%)	630	-4	102	301	65
每股收益 (元/股)	0.06	0.06	0.12	0.48	0.80
净资产收益率 (%)	159	61	65	99	71
市盈率 (倍)	317	358	164	41	25

Investment highlight:

Founded in 2009, Helen's is the largest bar chain brand in China. By offering value for money products and a relaxing customer experience, the company aims to satisfy the younger generation's demand for affordable alcoholic drinks, quality services and social ambience. Helen's is in a stage of rapid expansion, with its revenue and adjusted net profit growing at a three-year Cagr of 167% and 164%, respectively, from 2018 to 2020. We estimate the company's total number of stores to increase to c.2,281 by the end of 2023, which is c.6.5 times the number at end-2020. We forecast EPS of Rmb0.12 in 21E (+118% YoY), Rmb0.48 in 22E (+301% YoY) and Rmb0.80 in 23E (+65% YoY). With a 34% upside to our target price of HK\$21.8, we initiate coverage with a Buy rating.

Accelerated growth of the bar industry. The market size of the bar industry increased from Rmb84bn to Rmb118bn from 2015 to 2019, with a Cagr of 8.7%, and we expect it to grow at a Cagr of 18.8% from 2020 to 2025. The growth is mainly driven by deepening urbanisation as well as the policy support on the supply side. On the demand side, disposable income increases people's willingness on night-time consumption. The bar industry in China is highly fragmented. The number of bars was 35,100 in 2020, with 95% of the bars being independent operators. The top 5 players represent only 2.2% of the industry's total revenue, and Helen's ranked the first with a market share of c.1.1%. Compared with Mitchells & Butlers plc, the largest bar chain in the UK that enjoyed a market share of over 16%, bars in China has a great potential for further consolidation.

Cost advantage. Helen's is the largest bar chain brand in China. The scale advantage enables the company to have a considerable cost advantage in procurement and warehousing logistics. The price of all bottled beer products is less than Rmb10 per bottle. Helen's started to launch its own products in 2018. Self-owned products contributed 79% of revenue in 1H21, with a gross margin of c.80%, more than 20ppts higher than that of third-party products. Third-party products include well-known brand products such as Corona, whose prices are c.35%-67% lower than those of peers.

Target young consumers. With the young population as its target customer group, Helen's siting strategy is to open bars in areas where the young customers often gather. Helen's can rent stores in the cost-effective area to achieve low-cost and efficient operation. Bars, more than any other restaurant industry, need to form emotional links and trust with customers. Superior consumer experience creates brand loyalty and high customer transfer costs.

Fast growth with a superior single store model. A new Helen's bar can achieve breakeven in 2-3 months, and payback cash in 10-11 months. The store-level operating margin of a mature store can reach 27%, higher than catering peers. We expect revenue to grow at a three-year Cagr of 110% in 2020-23E, mainly driven by new store openings. We expect the number of new stores to reach 400, 630 and 900 in 2021-2023, respectively, and the total store numbers will increase to c.2,281 by the end of 2023, which is about 6.5 times as the number at the end of 2020. We expect adjusted net profit to grow at a three-year Cagr of 137% in 2020-23E and reach Rmb1.0bn in 23E.

Initiate with BUY. We use the single-store model, cross-checked by a DCF model, deriving at a target price of HK\$21.8. With a 34% upside, we initiate coverage with a Buy rating.

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2020-2023 年的收入复合增长率为 110%，主要受益于新开门店的驱动。预计 2021-2023 年的新开酒馆数量分别为 400、630、900 家，到 2023 年底，酒馆总数量将增加至约 2281 家，是 2020 年底 351 家的 6.5 倍左右。

预计毛利率从 2020 年的 67% 提升至 2023 年的 69%，主要受益于自有品牌收入占比的提升以及自有品牌中饮料化酒饮的收入占比提升。自有酒饮方面，饮料化酒饮比自有啤酒系列的毛利率高出 5-10 个点，饮料化酒饮在 2020 年占自有产品收入的 40%，随着消费趋势下饮料化酒饮的收入占比的上升，自有产品的整体毛利率将上升。

预计员工和租金费用率保持平稳。公司的外包员工占比 73%，外包员工和正式员工的工资没有差别，但各线城市城市的员工工资有一定差异。员工费用率预计维持在 22% 左右。门店的租金采用固定租金形式，一线城市租金成本每平方米 146 元，二线城市 80 元，三线及以下城市 63 元。随着开店继续下沉，租金成本有望下降，但是在一线城市（例如上海）中更优的选址会一定程度提升租金成本，因此我们预计未来的租金费用率将保持在 17%。

预计总部费用率下降。公司的总部费用率目前为 7% 左右，总部的人员数量不会随着快速开店而等比例上升，从而带来总部费用的摊薄。

我们预计 2020-2023 年的收入复合增长率为 137%，并在 2023 年达到 10 亿元。

我们使用单店模型对公司进行估值，并使用 DCF 模型和相对估值法进行交叉检验。中性假设下，我们预计 2023 年底海伦司的门店数量达到 2281 家，由于拓店带来的单店收入的稀释，预计 2023 年的门店年均销售额在目前 480 万元的基础上下降至 450 万，预计门店净利润率为 10%。给予市盈率 27 倍，得出 2023 年的市值为 308 亿港元，折合每股 24 港币，采用 11.5% 的贴现率，计算得出 2022 年的每股价值为 21.8 港币，对应 34% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

核心假设

由于拓店带来的单店收入的稀释，预计 2023 年的门店年均销售额在目前 480 万元的基础上下降至 450 万，预计门店净利润率为 10%。

有别于大众的认知

市场担忧公司 2023 年 2281 家门店的指引过高，然而我们认为海伦司的标准化和较轻的模型可以保证未来三年快速开店。

股价表现的催化剂

同店销售超预期；利润率提升超预期；新零售业务进展超预期；股票被纳入港股通。

风险提示

门店扩张速度不及预期；负面新闻及食品安全问题；市场竞争加剧；原材料成本上涨高于预期。

1. 中国酒馆行业概览

1.1 市场规模：酒馆行业快速发展，千亿市场待挖掘

我国餐饮行业整体市场规模在 2019 年达到 46,721 亿元，2015 年至 2019 年的复合年增长率为 9.7%。根据弗若斯特沙利文的数据，尽管餐饮行业的市场规模在 2020 年受到疫情影响有所缩减，但是未来随着居民收入增长以及外出就餐需求的提升，预计 2020 年至 2025 年的复合增长率达到 14%，于 2025 年达到 76,214 亿元。酒馆是中国餐饮行业的一部分，按照收入计算，酒馆行业于 2020 年占中国餐饮行业整体规模的 2%。中国的酒馆指以供应酒饮为主小吃为辅的餐饮场所，部分酒馆同时提供现场驻唱、飞镖等娱乐设施。与其他夜间场所相比，酒馆主要通过销售酒饮、食品和小吃实现收入，且人均消费及经营场所的平均面积较小。

表 1: 中国酒馆和其他夜间娱乐场所业态的比较

	酒馆	夜店	卡拉 OK 吧	其他夜间娱乐场所
定义	主要提供酒精饮料，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 娱乐且提供酒精饮料的娱乐场所	例如大排档，烧烤店等
收入来源	销售酒精饮料及小食	入场费、销售酒精饮料，且部分设最低消费	每小时房租、销售酒精饮料及小食，且部分设最低消费	销售食物，饮料及酒精饮料。
人均消费	50-300 元	300-2000 元	100-500 元	50-1000 元
经营面积	100-500 平方米	超过 1000 平方米	超过 2000 平方米	100-1000 平方米

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

中国酒馆行业的总收入由 2015 年的 844 亿元增加至 2019 年 1179 亿元，复合增长率为 8.7%，预计 2020-2025 年酒馆行业的收入复合增长率达到 18.8%，增长驱动力主要来自于供给端二三线城市的城市化以及夜间经济的政策扶持带动酒馆数量的增加，以及需求端可支配收入增长带动夜间消费意愿的逐步增强。

图 1: 中国酒馆数量 (千间)



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 2: 中国酒馆行业市场规模 (百万元)



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

1.1.1 供给端：政策支持带动夜间经济快速发展

供给端方面，受政策鼓励，夜间经济业态呈现出多元化趋势。2015年至2020年，中国夜间经济的市场规模由10.9万亿元增长至16.8万亿元，复合增长率达11.4%，并预计在2025年进一步增加至28.2万亿元，复合增长率为10.9%。近年来，我国夜间经济相关政策高密度出台，鼓励消费并拉动内需。自2004年青岛市出台首个与夜间经济相关的政策以来，2006-2018年多省地方政府提出了相应的指导意见。2019年，多个地方政府重视夜间经济，共推出39项与夜间经济高度相关的政策，为2018年的三倍；截至2020年10月1日，我国共出台夜间经济高度相关政策共197项，其中以夜间经济命名的政策文件共82项，2020年前三季度发布的夜间经济高度相关政策数量为2019年全年的近四倍。政策端推动夜间经济供给端规模扩大，同时增加了居民夜间出行的选择范围，使需求端能够快速涌入夜间经济市场。

表 2：夜间经济政策整理

时间	地区	政策名称	主要内容
2017年 11月	南京	《关于加快推进夜间经济发展的实施意见》	力争夜间经济试点区域新增经营性收入占全市社会消费品零售总额的比重达到4%左右，将“夜金陵”打造成全国知名的夜间经济品牌
2018年 3月	西安	《关于推进夜游西安的实施方案》	以夜游经济提升为突破口，构建品牌化，国际化，特色化，区域化的夜游经济。到2020年，特色夜游街区达到30个，新增社会消费品零售总额500亿元以上
2019年 4月	上海	《关于上海推动夜间经济发展的指导意见》	建立“夜间区长”和“夜生活首席执行官”制度，打造标志性夜生活聚集区和“深夜食堂”，将试点放宽夜间外摆位管制
2019年 7月	北京	《北京市关于进一步繁荣夜间经济促进消费增长的措施》	优化夜间公共交通服务，策划“点亮夜京城”促进消费，打造夜间消费“文化IP”，“开发“打卡”地，推出10条深夜食堂特色餐饮街区，培育16区特色精品夜市等
2019年 8月	广州	《广州市推动夜间经济发展的指导意见》	到2022年，夜间生活方式和消费模式变得更为品牌化，国际化，特色化。夜间经济聚集区达到30个，打造“广州之夜”
2020年 4月	广东	《广东省加快发展流通促进商业消费政策措施》	完善夜间经济聚集区配套服务，丰富产品和服务供给。新建、改造提升酒吧街、咖啡街、餐饮街
2020年 5月	天津	《天津市发展夜间经济十大工程》	充分发挥夜间“黄金时段”的优势。昆明西山区看展三大片区灯光亮化提升工程、重庆再升级主城区“两江四岸”夜景
2020年 5月	福建	《关于进一步促进夜间经济发展九条措施》	鼓励商业街适当演唱营业时间，开设深夜营业专区、24小时便利店和深夜食堂等特色餐饮街区
2020年 11月	重庆	《关于加快夜间经济发展促进消费增长的意见》	到2025年，夜间经济占城市消费比重逐年提高，完善“1+10+N”夜间经济发展格局。在“一区两群”成功创建10个高品质夜间经济示范区

资料来源：公开资料，申万宏源研究

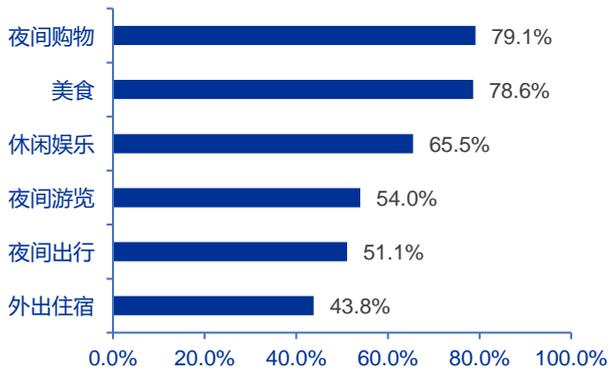
酒馆是夜间经济的重要组成部分。2019年，中国约有4.2万家酒馆，过去四年的复合增长率达5%。其中，得益于城市化对于服务经济的推动作用，中国三线及以下城市的酒馆数量的复合增长率达8.1%，高于一线城市和二线城市酒馆数量的增长水平。中国三线及以下城市

的人口占到总人口的 78%左右，庞大的消费人群以及近年来可支配收入的上升都显示着下沉市场巨大的增长空间。2020 年，受疫情影响，中国酒馆总数下降至 3.5 万家，预计将于 2021 年起逐渐恢复，2020 年至 2025 年的复合增长率预计将达到 10.1%。

1.1.2 需求侧：夜间消费意愿逐步增强

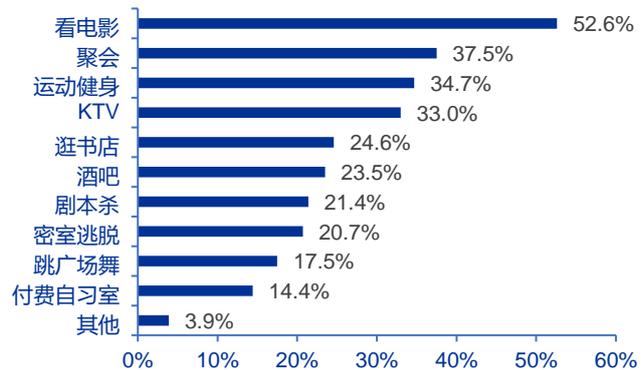
需求侧方面，近年来居民的夜间消费意愿逐步增加。中国旅游研究院大数据显示，超八成的受访者表示夜游意愿强烈，夜游市场需求强势回归。根据《2020 中国都市夜间“出行+消费”分析报告》，2020 年在夜间打车目的地类型中，以写字楼、办公楼为目的地的订单占比 35%，以休闲消费为目的的出行仍占据超过六成比例，文娱消费的意愿整体上升；夜间餐饮、娱乐大类需求不断增长。艾媒咨询报告显示，中国消费者对于夜间经济业态的消费意愿中，美食和休闲娱乐排名分别在第二和第三位，消费意愿分别占 78.6%和 65.5%。青年群体中，电影、聚会分别占据夜间消费偏好的前排，酒吧、剧本杀、密室逃脱等活动近年则发展更加迅速。

图 3：中国消费者对夜间经济业态类型消费意愿



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

图 4：中国青年群体夜间消费偏好



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

1.2 行业竞争：头部品牌市占率低，连锁酒馆更具扩张优势

酒馆行业与餐饮行业类似，消费者对酒类偏好的多样性决定了其极度长尾的特征。中国的酒馆行业高度分散，主要由独立酒馆（总数少于 3 家）及少数连锁酒馆网络组成，中国内地约有 3.5 万家酒馆，其中 95% 为独立门店。酒馆门店投资额小，行业准入门槛低，随着需求端消费刺激及行业成长红利，供给端能够快速涌入。按照 2020 年的收入规模计算，中国酒馆行业的 CR5 仅为 2.2%，其中海伦司在行业排名第一，市场份额约为 1.1%。胡桃里排名第二，贰麻酒馆排名第三，之后是 Perry's。

表 3：酒馆行业排名前五大公司

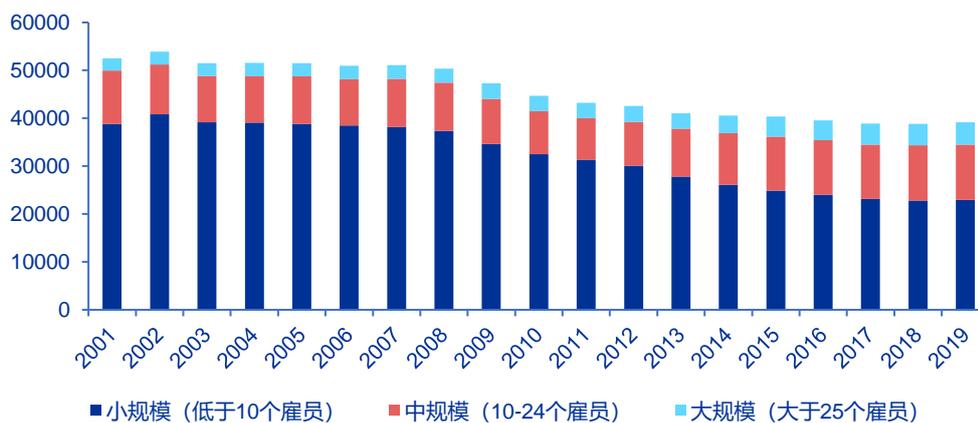
公司	成立时间	经营模式	门店数量 (截至 2021 年 11 月)	2020 年 收入 (亿 元)	2020 年市 场份额	人均消费 (元)	目标顾客	2020 年直营 酒馆日均销售 额 (万元)
海伦司	2009	直营	653	8.2	1.1%	110	年轻人	1.1
胡桃里	2003	直营+加盟	470	3.4	0.4%	100-200	18 岁以上人士	2-2.5
贰麻酒馆	2014	直营+加盟	118	2.7	0.3%	130-150	18 岁以上人士	1.8-2
Perry's	2016	直营	54	2.6	0.3%	80-100	年轻人	1.2-1.5
汉森熊精酿 啤酒	2017	直营	300	1	0.1%	60-80	年轻人	0.8-1

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

中国的酒馆行业发展时间较短，而英国酒吧市场发展近百年，市场由成熟期转向衰退。从英国酒吧数量上看，近 20 年酒吧行业逐渐出清，小规模酒吧数量下降超过一万家，中规模酒吧数量稳定，而大规模酒吧数量持续增长，由 2560 家增至 4610 家。行业整体呈现尾部出清、向中大规模酒吧过度的趋势。

以英国当前最大连锁酒吧 Mitchells&Butlers plc 为例，2019 年 Mitchells&Butlers plc 的收入为 22.4 亿英镑，而英国 2019 年酒吧市场规模为 127.4 英镑，龙头市占率逾 17%。相比之下，当前我国酒馆市场连锁酒吧第一的市占率仅 1.1%，行业仍有大量的连锁化发展空间。

图 5：英国酒吧数量变化（家）



资料来源：Statista，申万宏源研究

在行业向头部集中的发展趋势下，连锁化经营酒馆更容易实现快速扩张。头部极低的市占率和尾部供给的快速进出，决定了在酒馆市场中，品牌具有相对独立的发展空间。在没有明显天花板的市场，品牌发展的速度主要取决于自身门店的扩张进度，而非行业带来的增量。相比于独立经营的酒馆，连锁酒馆拥有高性价比的产品组合、高度标准化的服务、成熟的供应链及充足资金支持等特点。根据弗若斯特沙利文，疫情冲击下酒馆数量预计大幅收缩，2020 年酒馆数量规模缩小 17%至 3.51 万间，三线城市酒馆数量收缩 26.9%。头部企业具有强大的竞争优势及市场潜力，疫情下独立酒馆关店提供了大量潜在可用店面，有利于头部连锁酒馆实现门店的快速扩张。

2. 海伦司概览：连锁小酒馆龙头

2.1 海伦司——年轻人的线下社交平台

海伦司现为中国规模最大的连锁酒馆，公司定位于高性价比的线下休闲空间，为 18~28 岁的年轻消费者提供优质与性价比兼具的产品组合，以及舒适愉悦的社交空间。公司创立于 2009 年，第一家酒馆开设在北京五道口，定位于留学生群体。2012 年公司将目标客户聚焦中国的年轻群体。2018 年海伦司于开曼群岛注册成立，确立直营模式并推出自有产品。海伦司自 2018 年以来在中国酒馆行业中连续保持规模最大的龙头地位，借助高度标准化且具有穿透力的运营模式，公司的酒馆数量快速增长。截至 2021 年 9 月 24 日，海伦司拥有 584 家直营门店，覆盖 24 个省级行政区的 104 个城市。

图 6: 海伦司的历史沿革



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

海伦司酒馆的产品主要包含酒饮、小食及其他产品。菜单共包含 41 款产品，包括 24 款酒精饮料、8 款小食、6 款软饮料及 3 款其他产品。此外，根据地域文化特色，湖南、上海、福建等省份的海伦司酒馆还将提供一两种地方风味小食。

图 7: 海伦司菜单

啤酒 BEER	鸡尾酒 COCKTAIL	饮料 Drinks	小吃 SNACKS
大扎 The "Tube" 8.0	轰炸机 (酒精指数) 26	农夫山泉矿泉水 Nongfu Spring 4	香辣豆皮 Spicy Bean Curd 15.8
1664 原味 9.8	威士忌可乐桶 Whiskey & Coke Bucket 31	绿茶 Green Tea 8.8	香辣海带结 Spicy Kelp Knots 17.8
1664 Blanc 9.8	伏特加红牛桶 Vodka Red Bull Barrels 39	冰红茶 Black Tea 8.8	酒鬼花生 Fried Peanuts 17.8
科罗娜 Corona 9.8	威士忌可乐扎 Whiskey & Coke Lash 80	热牛奶 Hot Milk 8.8	土豆条 French Fries 26
百威 Budweiser 9.8		红牛 Red Bull 8.8	甜辣鸭脖 Sweet Spicy Duck Neck 28
海伦司精酿 Helen's Speciality Brew 7.8		可乐 2L Coke 12.8	鸡米花 Popcorn Chicken 28
海伦司啤酒葡萄味 Helens Beer(Grape Flavor) 8.9	嗨斗 HIDOL 59		奥尔良烤翅 Chicken Wings 30
海伦司啤酒草莓味 Helens Beer(Strawberry Flavor) 8.9	牛里牛气 Energy Wine 59	野格 Jagermeister 275	车仔面 Cart Noodles 9.9
海伦司啤酒白桃味 Helens Beer(Peach Flavor) 8.9	天生荔质 Lychee Wine 59	皇冠伏特加 Smirnoff 168	
海伦司奶啤 Helens Milk Beer 8.9	桃里桃气 Peachy Wine 59	海伦司青梅酒 Helens Plum Wine 49	水蜜桃 38
海伦司纯麦精酿 Helens Pure Malt Craft Brew 9.8	海蓝派对 Helens Party 59		薄荷 38

资料来源：海伦司微信公众号，申万宏源研究

海伦司的门店布局主要以二三线城市为主。2020 年公司在二三线城市酒馆的数量分别为 56 家、200 家、94 家，分别占酒馆总数量的 16%、57%及 27%，过去三年的门店数量复合增长率分别为 47%、56%以及 33%。二线城市贡献近六成收入、且二三线城市单店日均销

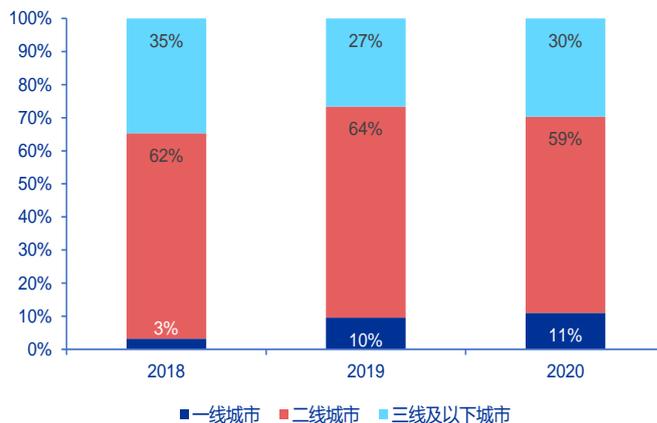
售额高于一线城市。从酒馆分布来看，海伦司主要分布在武汉、长沙、上海以及深圳等年轻人聚集较多、夜生活丰富的城市。

图 8：海伦司门店分布



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

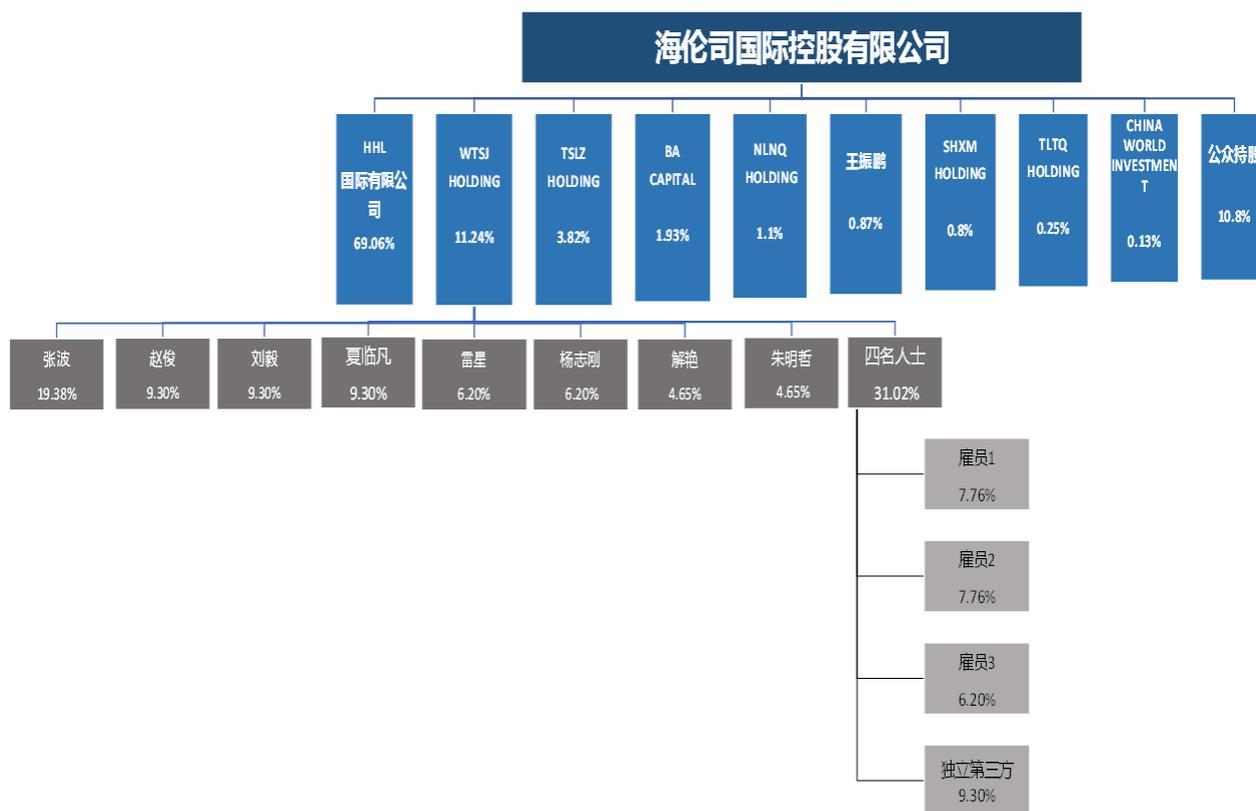
图 9：海伦司收入划分



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

实控人持股比例集中，公司股权结构稳定。公司创始人徐炳忠先生通过 HHL 国际持有公司 69.06% 的股份，其余董事会成员和相关人士通过 WTSJ Holding 持有公司 11.24% 的股份。黑蚁资本与中金资本于 2021 年 2 月成为公司上市前投资者，两者于全球发售完成后分别持有 1.93%、0.13% 的股份。公众持股 10.8%。

图 10：公司股权结构图



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

海伦司目前处于高速扩张阶段，2020 年上半年业绩受疫情影响有所下滑，但下半年很快实现强劲复苏。2020 年海伦司实现收入 8.18 亿元，同比增长 45%，过去三年的复合增长率达 167%。受疫情影响，2020 年实现经调整净利润 7600 万元，同比下滑 4%，过去三年的复合增长率达 164%。

图 11: 海伦司营业收入 (亿元)



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

图 12: 海伦司经调整净利润 (百万元)



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

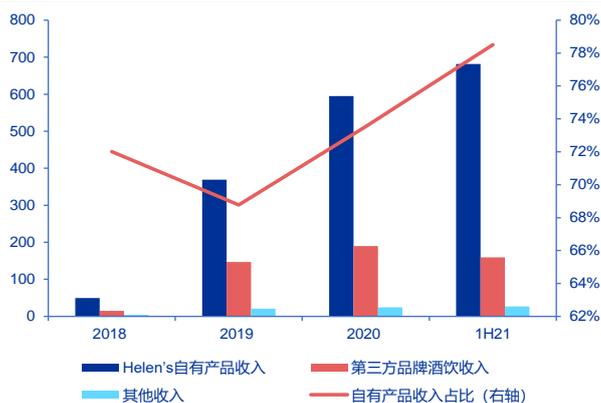
3. 竞争优势：高性价比、高标准化、高客户粘性

3.1 高性价比：依靠规模优势和自有产品保证质优价低

规模优势助力海伦司实现降本增效。 海伦司拥有中国目前最大的连锁酒馆网络，2018 年至 2020 年，海伦司始终在中国酒馆市场保持在门店数量上的领导地位。目前海伦司的市场份额排名第一，约占酒馆行业的 1.1%，排名第二的竞争者市场份额仅占 0.4% 左右。明显的规模优势首先使得公司在采购和仓储物流方面有较强的成本优势，另外规模优势也使得技术研发投入能够获得更大的收益，从而促进海伦司采用新技术为顾客提供更优质高效的服务。

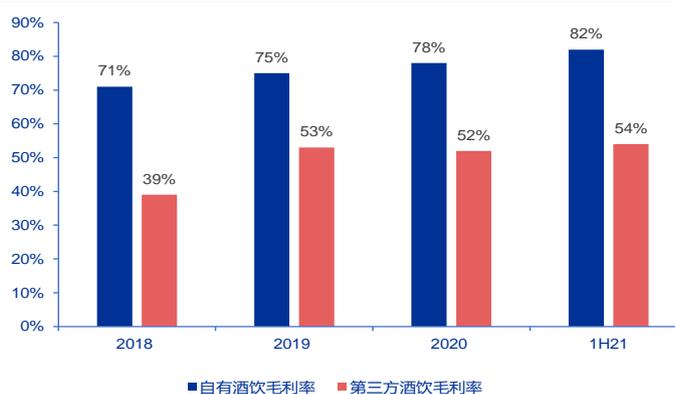
自有产品为主，毛利率更高。 海伦司于 2018 年推出自有产品，目前主要的自有产品包括海伦司扎啤、海伦司精酿、海伦司果啤以及海伦司奶啤等。中国酒类行业的产能相对过剩，海伦司的自有产品采用第三方代工的方式生产，搭配前端丰富的门店数量和直营模式，规模和采购量越大，议价能力越强，公司因此可以为顾客提供优质且具性价比的产品组合，以自有产品为主，第三方产品为辅。所有瓶装啤酒产品的售价均低于每瓶 10 元，与市场上同类产品相比具有明显的价格优势。2018-2020 年，自有酒饮收入占总酒饮收入的比例分别为 72%、69%、74%，自有品牌的毛利率分别为 71%、75% 和 78%，自有产品的毛利率比第三方产品的毛利率高出 20 个百分点以上。

图 13: 自有产品收入占比提升 (百万元)



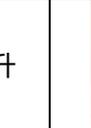
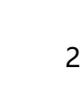
资料来源: 海伦司招股书, 公司财报, 申万宏源研究

图 14: 自有产品的毛利率高于第三方产品



资料来源: 海伦司招股书, 申万宏源研究

表 4: 自有产品

产品种类	产品细分	单瓶容量	外观	单价 (人民币元)
海伦司啤酒	纯麦精酿	420 毫升		9.8
	海伦司精酿	275 毫升		7.8
	海伦司扎啤	不适用		7.8
饮料化酒饮	海伦司果啤	270 毫升		8.9
	海伦司奶啤	300 毫升		8.9
	嗨斗	不适用		5.9
	威士忌可乐扎	不适用		7.8
	威士忌可乐桶	不适用		2.6
	伏特加红牛	不适用		3.9

资料来源: 海伦司招股书, 申万宏源研究

第三方产品包括百威、科罗娜、1664、野格等第三方的知名品牌产品，凭借规模优势和较强的议价能力，海伦司的售价比同行平均售价低约 35%-67%。例如，公司针对 1664 啤酒的采购是与嘉士伯中国直接合作。

表 5：第三方产品

产品	Helen's 售价	Perry's 售价	品牌天猫旗舰店售价
科罗娜 330ml	9.8 元	15 元	20.8 元
百威 330ml	9.8 元	15 元	14 元
1664 330ml	9.8 元	19 元	17 元
野格 700ml	275 元	298 元	198 元

资料来源：海伦司招股书，天猫，申万宏源研究

3.2 高粘性：定位年轻人群，提升品牌活力

海伦司酒馆选址以年轻人聚集的区域为主。海伦司致力于为年轻客户创造轻松的社交空间，大部分顾客是年龄为 18 至 28 岁的年轻人群体。纯高校门店占比约 20%，高校和商圈混合店占比约 20%。以上海为例，目前 30 家门店中大学城附近的酒馆数量达 17 家，占比 57%。武汉 79 家门店中大学城附近的酒馆数量达 45 家，占比约 79%。围绕年轻人活动区域，海伦司能获得稳定且高流量的顾客、稳定的盈利能力及良好的口碑推荐。同时根据这一选址特点，海伦司能够在性价比较高的地段租赁店面，实现低成本高效率的经营。此外，商业体周边也是海伦司重点布局的位置。海伦司选址考察因素包括周边商场的数量、位置、等级、交通便利性，类似业态数量及品牌、周边商场内可供出租的潜在地点面积和租期等。同时海伦司还会评估附近的小区数量、居民人数、商业活跃度等，筛选出流量高、性价比高的地点开设门店。例如在长沙五一广场——解放西路区域，海伦司布局 10 家门店，选址避开高租金的商业体，主要以性价比较高的周边位置为主，一方面享受到了商业体高客流量带来的红利，另一方面能够节省租金成本。

图 15：海伦司社交平台粉丝数



资料来源：海伦司抖音、官方微博，申万宏源研究

营销活动塑造品牌形象。交互活动上，海伦司提供部分音乐于微信小程序上供客户投票选择，为正在等位的客户提供饮品，并在特定节日中举办主题活动。海伦司的员工高度年轻化，平均年龄 22 岁，因此能够更有效地了解年轻人的喜好，为客户提供互动服务。随着近年来在线营销的崛起，海伦司充分利用客户在微信公众号、微博、抖音等平台的口碑积累扩大海伦司在目标客户群中的知名度。截至 2021 年 8 月 21 日，海伦司官方微信、抖音、微博平台累计粉丝超过 570 万，其中知名度最高的“海伦司可乐桶挑战”走红抖音，相关话题视频累计播放量超过 10 亿次，挑战式营销能够更快吸引年轻人的注意，借助社交平台迅速积累知名度，强化品牌效应。

强情感链接打造高顾客转移成本。酒馆是比其他餐饮业更需要和顾客之间形成情感链接和信任的空间。卓越的消费体验为海伦司带来品牌忠诚度及客户黏性，根据弗若斯特沙利文，海伦司客户中 93.9%对消费体验感到满意。举例来说，2016 年 2 月，武汉市海伦司东湖店因店面租约到期，即将停止营业，引来大批顾客赶来告别，这些画面被武汉的一名新闻系大学生自发制作了一部名为《东湖告别》的纪录片。酒馆所承载的强情感链接和回忆打造了较高的顾客转移成本。

3.3 高标准化：标准化带来优秀的单店模型

统一招牌产品组合，优化物流采购流程。全国范围内的海伦司酒馆都提供统一的 41 款产品组合，使得产品的采购和供应程序得到简化，方便公司进行销售情况的分析并依据顾客的偏好及时调整其产品组合。

统一门店运营管理，提升管理经营效率。从酒馆选址到门店装修，从物流配送到后厨加工，海伦司都进行了一体化的管理。通过这样的管理模式，公司能综合考量新开酒馆的选址，使得新店与现有店面协同发展，提升海伦司酒馆在核心商圈的地位，吸引更多的顾客；此外，门店的经营效率也能得到提升，比如标准化的装修能使门店快速达到经营状态，高效的物流、质检和加工提升了门店日常服务的效率。

标准化人才培养体系，丰富人才储备。海伦司在经营过程中探索出了一套包括集训制度、导师制度和轮岗制度在内的高效率、标准化的人才培养体系，仅需要 9 个月就能培养一名合格的店长。公司也因此有着丰富的管理专业的人才储备，这为今后门店的快速扩张提供了人力资源基础。

单店模型优秀。海伦司直营酒馆的面积 350 平方米左右，45 桌左右，员工 12 个人，资本支出 90 万，门店客流 230 人左右，客单价 60 元，成熟门店的单店年收入 480~500 万。原材料成本率 33%左右，员工成本率 18%，租金成本率 12%，总部费用率 7%，成熟门店的经营层面利润率 27%，净利润率 17%。盈亏平衡期 2-3 个月，现金回收期 10-11 个月。

表 6: 海伦司成熟门店的单店模型优于餐饮同行

	面积 (平方米)	客单价 (元)	员工 数量	投资额 (万元)	年收入 (万元)	原材 料成 本率	员工 成本 率	租金 成本 率	店铺层 面经营 利润率	店铺层 面净利 润率	盈亏平 衡期 (月)	现金回 报期 (月)
海底捞	800	108	110	800	4039	40%	34%	5%	20-21%	13-14%	1 至 4/4.5	6 至 14/14.5
太二	250	75	40	250	1128	40%	19%	12%	23-24%	13-14%	1	7
海伦司	350	60	12	90	480-500	33%	18%	12%	27%	17%	2 至 3	10 至 11

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

4. 募集资金用途

扩张门店、拓宽市场。 海伦司计划将此次募集所得资金的约 70%用于在未来三年开设新酒馆及实现扩张计划。其中约 35%的资金将用于在未来三年在已布局地区开设更多酒馆, 35%的资金将用于在未来三年拓展新地区的酒馆网络。公司计划进一步开发下沉市场, 并继续在中国三线及以下城市开设更多酒馆。由于海伦司采用直营的经营管理模式, 这种模式下的门店扩张对于资金有较高的需求, 本轮募资将对其未来的门店增长提供有效的资金支持。

优化人才培养管理体系。 海伦司拟在未来三年招聘 151 名供应链管理、品牌传播和技术研发领域的专业人才。为此, 10%的募集资金用于人才招聘和培养, 从而吸引更多与公司文化及发展目标相契合的优秀人才。

店铺基础建设及品牌影响力提升。 5%的资金将用于进一步加强酒馆的基础能力建设, 约 5%的资金将用于进一步强化海伦司的品牌知名度。公司计划配置根据顾客人数和现场氛围自动优化音乐曲目及播放状态的智能氛围管理系统、高效圈定酒馆选址并能预测新酒馆开业初期业绩走势的智能拓店模型、自动检测并清理的智能清洁系统及自动盘点系统等。针对品牌影响力的提升, 海伦司计划拓宽社交媒体营销渠道并通过大数据实现与消费者更有效的沟通。

表 7: 募集资金主要用途

	资金比重	金额 (百万港币)
门店扩张		
已布局地区开设新酒馆	35%	880
拓展新地区、开发下沉市场	35%	880
合计	70%	1759
强化人才梯队建设		
合计	10%	251
店面基础建设		
合计	5%	126
强化品牌知名度		
合计	5%	126

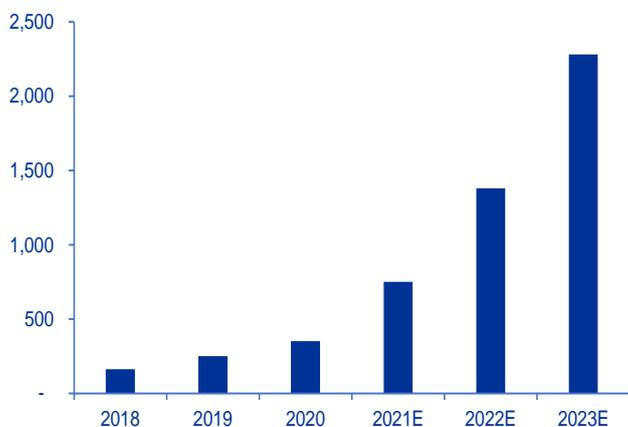
营运资金及一般企业用途		
合计	10%	251
总计	100%	2513

资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

5. 盈利预测

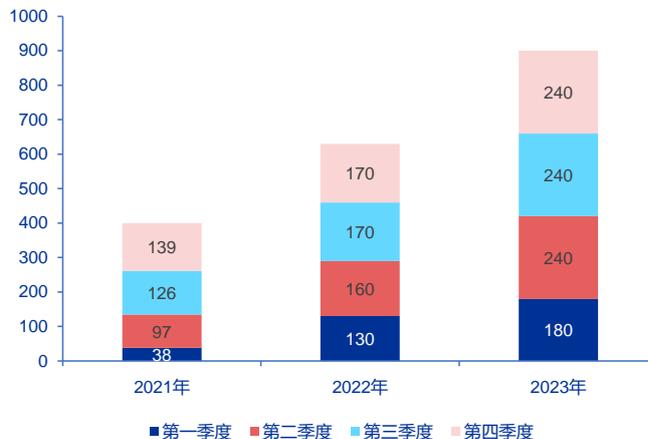
门店三年翻六倍。我们预计公司 2020-2023 年的收入复合增长率为 110%，主要受益于新开门店的驱动。截至 2021 年 9 月 24 日，公司共拥有 584 家门店。公司未来将借助高标准化的拓展模式持续扩张酒馆门店网络。预计 2021-2023 年的新开酒馆数量分别为 400、630、900 家，到 2023 年底，酒馆总数量将增加至约 2281 家，是 2020 年底 351 家的 6.5 倍左右。按照各季度的扩张计划来看，一季度由于过年期间影响施工进度，新增门店数量较少，其他三个季度的分布大致比较均匀。按照城市层级来看，预计到 2023 年，一线城市门店占比 11%，二线城市门店占比 38%，三线及以下城市门店占比 51%。公司目前有后备店长 365 人，依托高标准化的培训制度及简洁的流程指引体系，培养一名新店长通常仅约需 9 个月。

图 16：门店数量预测



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

图 17：分季度门店新增计划



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

量价齐升，带动单店销售额提升。单店日均销售额在下单用户数量和客单价共同驱动下增长。2020 年即使在疫情影响下，同店日均销售额同比增长 16%，这一数据在 1H21 达到了 40%。

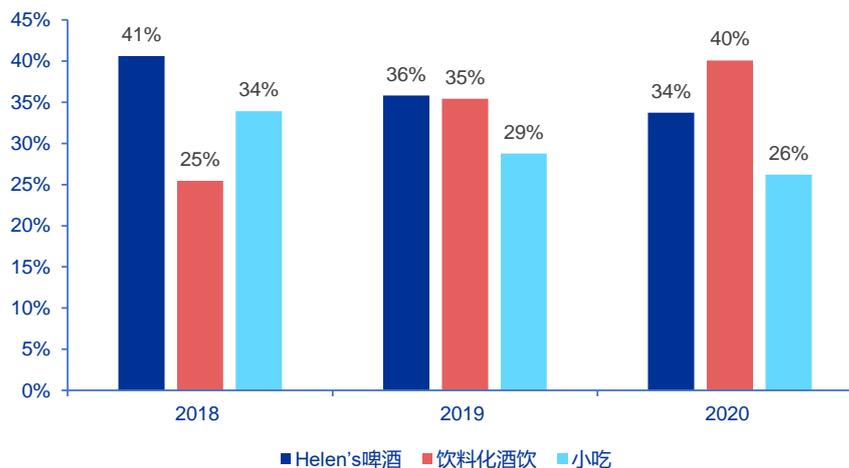
下单用户数量稳定增长。酒馆顾客基本上都通过扫码下单并支付，一般 1 名顾客为整个群体买单，因此 1 名下单用户可能对应多个酒馆顾客。单店下单用户数量在 2019 年大幅增长 58%，在 2020 年小幅增长 8%，三线及以下城市涨幅显著。

客单价稳定增长。单个下单用户日均消费金额稳定增长，从 2018 年的 93 元增至 2020 年的 110 元，复合增长率达 8.4%。

毛利率有望提升。我们预计毛利率将从 2020 年的 67% 增长到 2023 年的 69%，主要是由于海伦司品牌酒饮收入贡献的增加。在海伦司品牌的酒饮中，饮料化酒饮的毛利率比啤酒高

5-10 个百分点。2020 年，饮料化酒饮占海伦司品牌酒饮收入的 40%，在新的消费趋势下，随着饮料化酒饮收入比例的增加，整体毛利率将上升。

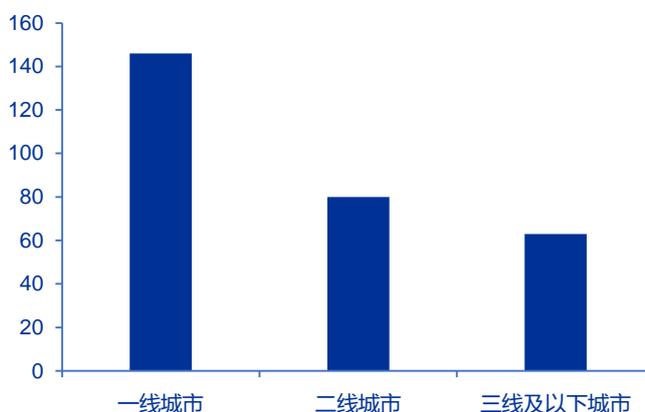
图 18: 自有产品中饮料化酒饮的收入占比提升



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

员工和租金费用率预计保持平稳。公司一共 7562 名员工，其中外包员工占比 73%，外包员工和正式员工的工资没有差别，但各线城市员工的工资有一定差异。员工费用率预计维持在 22% 左右。海伦司门店的租金采用固定租金形式，1Q21，一线城市租金成本平均每平方米 146 元，二线城市 80 元，三线及以下城市 63 元。随着开店继续下沉，租金成本有望下降，但是在一线城市（例如上海）中更优的选址会一定程度提升租金成本，因此我们预计未来的租金费用率将保持在 17%。

图 19: 海伦司门店的租金成本（元/平方米）



资料来源：海伦司招股书，申万宏源研究

总部费用率预计下降。公司的总部费用率目前为 7% 左右，总部的人员数量不会随着快速开店而等比例上升，从而带来总部费用的摊薄。

我们预计调整后净利润将在 2020-23 年以 137% 的复合年增长率增长，并在 2023 年达到 10 亿元。

6. 估值模型

我们使用单店模型对公司进行估值，并使用 DCF 模型和相对估值法进行交叉检验。中性假设下，我们预计 2023 年底海伦司的门店数量达到 2281 家，由于拓店带来的单店收入的稀释，预计 2023 年的门店年均销售额在目前 480 万元的基础上下降至 450 万，预计门店净利润率为 10%。给予市盈率 27 倍，得出 2023 年的市值为 308 亿港元，折合每股 24 港币，采用 11.5% 的贴现率，计算得出 2022 年的每股价值为 21.8 港币，对应 34% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

表 8: 估值假设

	乐观假设	中性假设	悲观假设
2023 年底门店数量	2500	2281	1900
门店年均销售额 (万元)	480	450	400
门店净利润率	15%	10%	10%
门店净利润 (万元)	72	45	40
市盈率 (倍)	30	27	25
2023 年估值市值 (亿元)	540	277	190
2023 年估值市值 (亿港元)	600	308	211
股数 (百万)	1267	1267	1267
2023 年每股价值 (港币)	47	24	17
贴现率	12%	12%	12%
2022 年每股价值 (港币)	42.5	21.8	14.9
收盘价 (港币)	16.24	16.24	16.24
涨幅空间	162%	34%	-8%

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

股价目前对应 22 年 27 倍 PE，高于海底捞的 26 倍和九毛九的 24 倍。我们认为海伦司值得一定的估值溢价，因为业绩增速高，单店模型优秀，凭借高性价比优势在低线城市扩张具备高确定性。

表 9: 可比公司估值及彭博一致预期

公司	股票代码	市值	P/E (X)				收入					净利润					净利润 Cagr
			20A	21E	22E	23E	19A	20E	21E	22E	23E	19A	20E	21E	22E	23E	
海底捞	06862 HK	955	111	139	26	18	266	295	422	551	659	23	7	5	28	43	184%
九毛九	09922 HK	224	466	39	24	17	27	27	49	71	98	2	0	5	7	11	53%
呷哺呷哺	00520 HK	56	146	27	11	8	60	56	69	84	100	3	0	2	4	6	77%
百胜中国	YUMC US	214	33	33	23	19	88	81	99	114	128	7	6	7	9	11	28%
麦当劳	MCD US	1828	40	26	24	22	214	192	232	247	260	60	46	72	75	80	5%
奈雪的茶	02150 HK	159	-	7560	52	24	25	31	49	73	96	0	0	0	3	6	898%
海伦司	09869 HK	203	-	125	27	15	6	8	21	48	81	1	1	1	6	11	187%

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

注: 市场数据为 2021 年 12 月 1 日的数据; 市值的单位为亿港元/美元, 收入和净利润的单位是财报货币亿元。

7. 催化剂及风险提示

股价表现的催化剂

同店销售超预期；利润率提升超预期；新零售业务进展超预期；股票被纳入港股通。

风险提示

门店扩张速度不及预期；负面新闻及食品安全问题；市场竞争加剧；原材料成本高于预期。

附录：管理团队

表 10: 管理团队简介

姓名	公司职位	股权占比	年龄	履历	负责业务
徐炳忠	创始人、主席、执行董事、行政总裁	69.09%	47岁	徐先生于酒馆营运市场及企业管理拥有逾15年经验	制定公司整体发展战略及业务规划，监督集团管理及战略性发展
张波	执行董事、高级副总裁	2.50%	34岁	张先生拥有2年阿里巴巴前端开发经验；2014年起经营Helen's品牌酒馆逾6年	负责信息技术研究及开发
赵俊	执行董事、高级副总裁	1.20%	47岁	华中科技大学博士，逾6年材料科学与工程研究及教学经验；2012年4月起经营Helen's品牌酒馆逾8年	负责本集团业务发展
雷星	执行董事、高级副总裁	0.80%	30岁	雷星女士拥有逾4年软件开发工程师经验	负责销售及营销
刘毅	运营总监	1.20%	44岁	刘毅先生于餐饮服务行业及营运管理拥有逾15年经验；2016年5月起经营Helen's品牌酒馆逾4年	负责销售及营销
杨志刚	高级副总裁	0.80%	33岁	杨先生于2013年9月起经营Helen's品牌酒馆逾6年	负责本集团的日常营运、制定本集团的管理机制及例行机制
王振鹏	高级副总裁	1.00%	44岁	王先生于2010年至2017年于一家新加坡集团中国澳门分公司担任经理及董事；王先生亦于十年国际会计师事务所工作经验	负责本公司财务以及投资者关系
朱明哲	工程总监	0.60%	32岁	朱先生于2015年6月至2018年4月期间先后担任一间Helen's品牌酒馆的设计师及工程主管	负责店面设计、装修施工及日常维护
解艳	人力资源总监	0.60%	32岁	解艳女士于2015年10月至2018年4月期间先后担任一间Helen's品牌酒馆的内部培训师及培训经理	负责店面设计、装修施工及日常维护

资料来源：海伦司招股说明书，申万宏源研究

财务数据

损益表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,502	3,057	4,808	7,746	9,257
原材料成本	-916	-1,159	-1,683	-2,711	-3,240
经营利润	1,586	1,898	3,125	5,035	6,017
其他收入	6	206	10	10	10
员工成本	-751	-919	-1,442	-2,308	-2,592
使用权资产折旧	-261	-353	-529	-852	-926
其他租金及相关费用	-127	-101	-192	-294	-278
EBITDA	408	447	885	1,180	1,759
EBIT	53	-60	258	440	889
融资成本	-96	-130	-96	-155	-185
息税前利润	-43	-190	161	285	704
所得税	3	-13	-40	-71	-176
少数股东权益	-1	-1	1	2	4
净利润	-40	-203	121	214	528
经调整净利润	-12	17	120	212	524

资料来源：申万宏源研究

现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
息税前利润	-43	-190	161	285	704
折旧与摊销	355	507	627	740	869
融资成本	-96	-130	-96	-155	-185
营运资本变动	29	-9	-126	-889	-457
其他经营活动	172	397	152	239	194
经营活动现金流净额	416	574	718	220	1,126
资本支出	-291	-243	-294	-316	-377
其他投资活动	0	0	-427	-459	-548
投资活动现金流净额	-291	-244	-721	-775	-926
负债变动净额	53	446	143	395	203
支付利息	-267	-352	-96	-155	-185
其他筹资活动	-15	-2	0	0	0
筹资活动现金流净额	-229	92	47	240	18
现金流净额	-104	422	43	-314	218

资料来源：申万宏源研究

资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产总额	295	1,330	1,354	1,534	2,006
现金及现金等价物	81	502	546	232	450
贸易及其他应收账款	136	725	677	1,091	1,304
存货	78	103	131	211	253
其他流动资产	0	0	0	0	0
物业及设备	451	587	688	787	922
无形资产及其他资产	1	1	1	1	1
资产总额	2,051	3,314	3,435	3,649	4,177
流动负债总额	1,226	2,728	2,728	2,728	2,728
短期借款	391	726	726	726	726
贸易及其他应付账款	390	501	501	501	501
其他流动负债	445	1,501	1,501	1,501	1,501

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
长期负债总额	974	1,010	1,010	1,010	1,010
负债总额	2,201	3,738	3,738	3,738	3,738
少数股东权益	-3	0	1	2	6
所有者权益总额	-146	-424	-304	-92	433
股本	0	0	0	0	0
储备	-146	-425	-305	-92	432
负债及所有者权益总额	2,051	3,314	3,435	3,649	4,177

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

- 买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；
- 增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；
- 持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
- 减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；
- 卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。