



买入 (首次)

所属行业: 非必需性消费/旅游及休闲设施
当前价格(港币): 13.60 元
合理区间(港币): 18.08-19.53 元

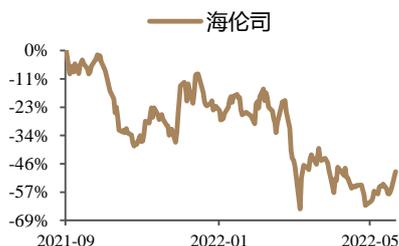
证券分析师

郑澄怀

资格编号: S0120521050001

邮箱: dengch@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	12.27	-9.86	-27.59
相对涨幅 (%)	12.27	-9.86	-27.59

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

海伦司 (9869.HK): 尽觞于璀璨华灯, 酒馆龙头行稳致远

投资要点

- 导语:** 小酒馆业态在中国市场已存在多年, 属于相对传统的生意。而酒馆行业格局整体较为分散, 说明在传统模式下, 小酒馆龙头多数难以实现快速复制和全国化扩张。相比之下, 海伦司的经营思路和门店模型让我们看到在相对传统的赛道中, 公司可以通过高性价比的定位、强有力的营销和标准化的运营打造极具运营效率和扩张潜力的门店模型。在海伦司上市后, 公司有望通过资本助力加快展店的步伐, 实现全国范围内门店的快速复制, 强化规模效应, 巩固龙头地位。
- 小酒馆的生意卡位夜间消费新业态, 意在打造夜店的平民化场景, 彰显品类红利。** 随着社会工作生活节奏的变化, 夜间消费占比逐年提升, 2019 年约有 60% 的消费发生于夜间, 其中又以服务类消费表现更为景气。我们认为, 海伦司创造一种新业态, 实现“夜店的平民化”, 是其他夜间娱乐场景的平替。小酒馆生意相较夜店、KTV、舞厅等场所具有客单价更低、环境更为轻松自由的特性, 更加匹配年轻人夜间消费的需求。小酒馆的生意具有逐步替代 KTV、舞厅等品类的趋势, 近年来享受品类扩张红利。
- 酒馆行业过去数年间高速增长, 虽总量已达千亿, 但行业格局仍高度分散, 有望在疫情恢复后迎来加速集中。** 我国酒馆行业近年来增长显著, 行业规模自 2015 年的 844 亿元增长至 2019 年的 1179 亿元, 期间 CAGR 达 8.7%。行业开店总数量从 2015 年的 3.5 万家扩张至 2019 年的 4.2 万家, 然而市场格局却高度分散, 多数门店形态为单体酒馆, 以 2020 年的收入计, 酒馆行业 CR5 仅 2.2%; 海伦司市占率排名第一, 近 1.1%。对标海外, 英国酒馆行业 CR4 为 25.5% (2019 年), 日本酒馆行业 CR4 为 15.0% (2017 年)。分拆业态看, 国内单体小酒馆模型设计较为多样, 难以保证门店可复制性。因此在高效的门店模型赋能下, 中国酒馆行业头部品牌市占率有较大提升空间。目前海伦司的竞争品牌, 如胡桃里、贰麻、Perry's 等采用不同的产品定价、环境氛围设置, 聚焦消费者的不同需求, 本质上竞争维度不同。在经营模式上与海伦司相似的海雾里和猫员外, 还在刚刚起步的区域发展阶段, 海伦司相较同业仍有较强先发优势。
- 海伦司核心竞争力一: 以高性价比的产品, 精准定位 18-28 岁的年轻客群, 提供无压力的社交空间。** 在行业格局远未至固化的初期, 海伦司选择以低价策略吸引消费者。海伦司致力于打造年轻人的线下社交平台, 店内单瓶酒均价在每瓶 10 元以内, 人均消费 50 元上下, 以 275ml 百威啤酒为例, 单瓶啤酒售价比同行业低 35%-67%。以极具性价比的商品, 精准锁定核心客群, 其中主要包括 1) 大学生; 2) 消费水平不高的年轻白领; 3) 下沉城市客群。海伦司以极具性价比的产品, 和适当的背景音乐, 成为夜间消费空间运营商。
- 海伦司核心竞争力二: 以强有力的营销, 持续为品牌赋能, 建立与目标客群之间的情感纽带。** 海伦司以打造社交空间为品牌经营目标, 因此, 建立品牌粘性的核心在于能否与消费者之间建立起情感纽带。海伦司非常重视内容营销, 海伦司 2020 年推出的“表白系列”和“可乐桶挑战大赛”均成功出圈。海伦司的微信、抖音及微博账号累计粉丝数已超过 750 万人次, 相关话题视频累计播放量超过 10 亿次。海伦司抖音粉丝数与话题性显著优于同行。
- 海伦司核心竞争力三: 以标准化的运营, 打造优秀单店模型, 开店空间广阔。** 海伦司的单店模型在餐饮类单店模型中表现优秀, 具有期初投资少, 盈利能力强的特征。海伦司成熟门店经营利润率达到 27%, 高于对标餐饮及茶饮公司。且其期初投资仅 90 万元, 模型更轻。拆分单店模型, 下沉市场表现更佳, 二、三线城市单店利润率均好于一线。2021 年全年一、二、三线城市门店经营利润率分别为 0.01%、

16.92%、23.25%。疫情期间二、三线城市门店抗风险能力更强，盈利能力显著。经测算，海伦司第一阶段可支撑 3474 家门店。中长期来看，海伦司有望打造具有社交场景溢价的啤酒的超市。

- **公司试水新模型，“大排档+小酒馆”有望打开下沉市场开店空间。**2022 年 5 月 19 日，海伦司于湖北省利川市开设第一家以“大排档+小酒馆”模式的“海伦司·越”门店。新模型引入烧烤大排档元素，为海伦司与当地开放商合作打造的门店店型。新店坐落于下沉市场利川市。利川市位于湖北省西南边陲，毗邻重庆市。据恩施州统计局数据，利川市城区人口为 27.3 万人。“海伦司·越”的首店坐落于相对典型的下沉市场，新模型的推广有望打开海伦司在低线城市的开店空间。
- **投资建议：**海伦司当前处于品牌生命周期的早期，公司整体采用极简服务形式，单店模型优异，门店投资回收期短。据测算，海伦司第一阶段开店空间围绕在校学生及下沉市场商圈的门店空间中性预测为 3474 家。中长期维度下，公司有望引领酒馆行业新消费模式，成为社交空间的运营者，且公司仍有望通过打造新的门店模型来扩大受众群体。预计 2022/2023/2024 年收入为 32.2/58.9/74.9 亿元，经调整净利润为 3.39/7.46/11.71 亿元，给予 2023 年 25-27 倍 PE，目标市值合理区间为 186.5-201.4 亿元人民币。
- **风险提示：**疫情复发风险；开店速度不及预期风险；同店表现不及预期风险；行业竞争加剧风险；消费者偏好变化风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,266.90	2020	2021	2022E	2023	2024	
流通港股(百万股):	1,266.90	营业收入(百万元)	818	1836	3224	5893	7487
52 周内股价区间(港元):	8.750-24.300	(+/-)YOY(%)	44.8%	124.4%	75.6%	82.8%	27.1%
总市值(百万港元):	15,720.85	净利润(百万元)	70	-230	339	746	1171
总资产(百万港元):	5,243.11	(+/-)YOY(%)	-11.5%	-428.2%	247.3%	120.1%	57.0%
每股净资产(港元):	2.28	全面摊薄 EPS(元)	—	-0.18	0.27	0.59	0.92
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	66.8%	68.6%	67.5%	68.0%	69.0%
		净资产收益率(%)	43.7%	-8.0%	10.5%	18.8%	22.8%

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 德邦研究所, 注: 港币兑人民币汇率取 1:0.814;
备注: 净利润为经调整归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 星垂四野，打造连锁帝国	6
1.1. 发展历程：连锁酒馆龙头，提供高性价比社交体验	6
1.2. 管理机制：决策前瞻，执行高效，内部激励机制完善	8
2. 逐鹿千亿赛道，低线城市更具想象空间	11
2.1. 夜经济方兴未艾，多地政府出台鼓励政策	11
2.2. 酒馆行业：千亿规模持续高增，市场仍有扩容空间	12
2.3. 竞争格局：龙头市占率提升空间大，头部品牌各有特色	13
3. 扶风社交，重塑夜间消费新业态	15
3.1. 创新点：社交消费新业态，打造“夜间星巴克”	15
3.2. 商业模式：夜间消费空间运营商，提供社交场景	15
4. 单店模型优秀，孕育广阔开店空间	18
4.1. 单店模型：具有稳定性，下沉市场表现更佳	18
4.2. 开店空间：具备充足储备，开店空间广阔	19
4.2.1. 测算方法：以高校数和商圈数为指标进行空间预测	19
4.2.2. 海伦司开店天花板仍有望伴随门店加密进一步打开	21
5. 力战棋敌，正向反馈构筑竞争壁垒	23
5.1. 优势：极致的性价比与高毛利水平兼得	23
5.2. 高度标准化：高效单店和规模扩张实现正循环	24
5.3. 软实力：内部建立健全员工培养机制，外部建立与客户感情纽带	25
6. 盈利预测	27
7. 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司发展历史	6
图 2: 海伦司门店装修风格	7
图 3: 海伦司门店分布图	7
图 4: 海伦司商业模式	7
图 5: 公司门店分布: 二线及低线市场为主	8
图 6: 二线及以下城市直营门店收入占比约九成	8
图 7: 海伦司发行后股权结构	9
图 8: 夜间经济形态	11
图 9: 夜间消费规模及增速	11
图 10: 2020-2025 年我国酒馆行业预计维持高速增长 CAGR 或达 18.8%	12
图 11: 中国餐饮业零售规模 (亿元)	12
图 12: 连锁餐饮企业疫情后重点工作部署	12
图 13: 2020 年吸引酒类消费者的主题和概念	13
图 14: 2021 年消费者健康困扰 TOP10	13
图 15: 海雾里门店分布	14
图 16: 猫员外门店分布	14
图 17: 2021 中国小酒馆消费者的消费目的调查	16
图 18: 2021 小酒馆消费者看重因素调查	16
图 19: 海伦司武汉东湖店关店时顾客自发拍摄告别视频	16
图 20: 自有酒饮毛利率达 80% 以上	17
图 21: 自有产品收入占比 78%	17
图 22: 海伦司单店日均销售额: 二线&三线 > 一线 (万元)	19
图 23: 一线及二线城市开店多在高校附近, 三线及以下城市围绕商圈	20
图 24: 海伦司在长沙五一广场附近开了 10 家店	22
图 25: 海伦司·越利川门店	22
图 26: 2018-2021 海伦司各品类收入占比	23
图 27: 截至 2021 年最后实际可行日期海伦司各类型员工数占比	24
图 28: 2018-2021 年度可比公司员工薪酬费用率	24
图 29: 海伦司菜单	24
图 30: 海伦司赞助高校活动	26
图 31: 抖音上 Helen's 告白小队板块累计播放量超 2.2 亿	26
图 32: 海伦司门店微信群	26

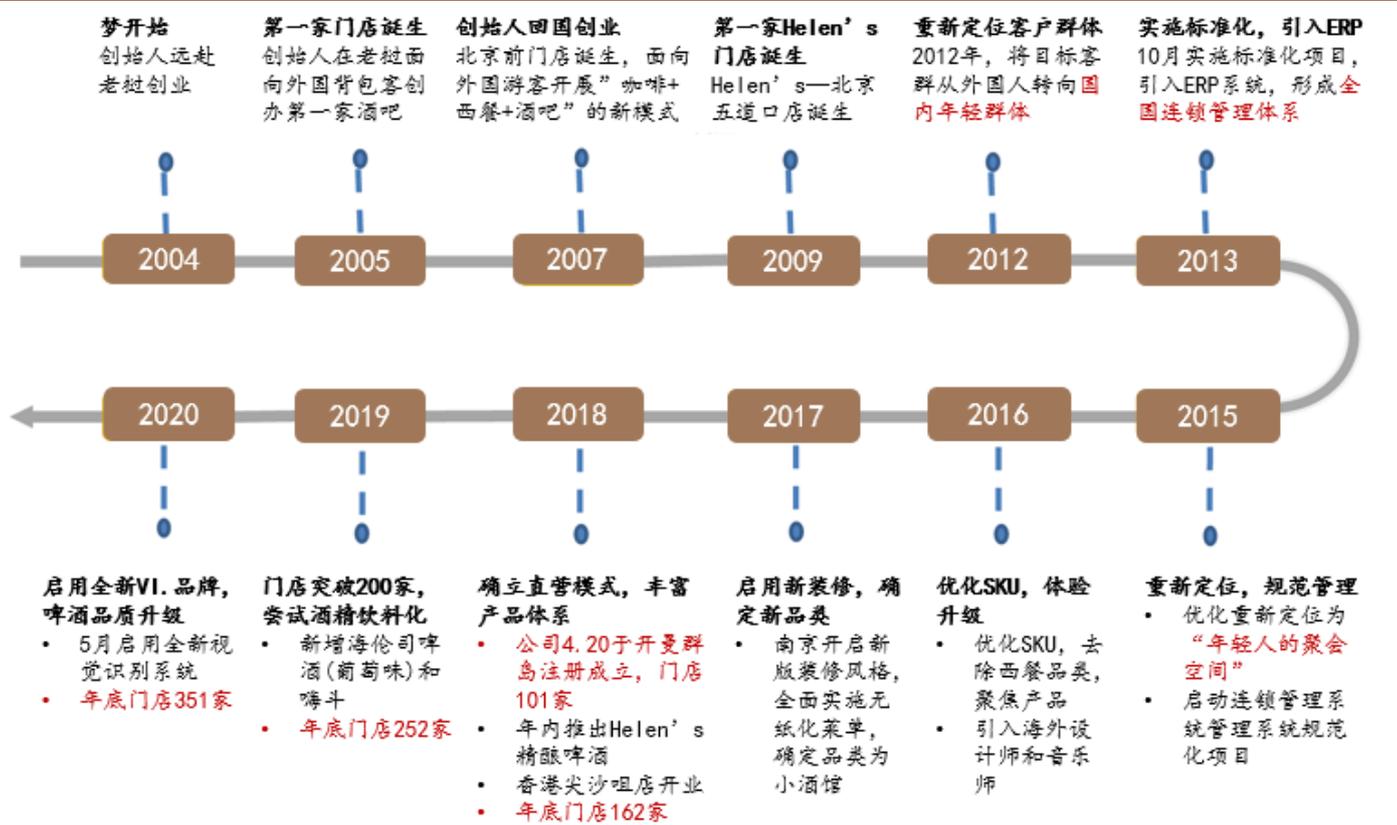
表 1: 海伦司主要自有产品极具性价比	7
表 2: 员工持股平台中持股人概况	9
表 3: 海伦司高管简介	10
表 4: 各地政府发展夜间经济汇总	11
表 5: 我国酒馆行业 CR5 仅 2.2%	13
表 6: 酒馆行业部分参与者	14
表 7: 主要竞争对手对比	14
表 8: 夜间经济业态模式对比	15
表 9: 海伦司各渠道价格对比 (每瓶单价)	17
表 10: 海伦司成熟门店的单店模型	18
表 11: 一二三线单店模型 (按 2021 年度业绩公告数据计算)	19
表 12: 大学周边门店测算	20
表 13: 海伦司第三方酒饮售价比行业平均低 35-67% (单位: 元)	23
表 14: 公司通过 Future BI 系统对营销、采购、门店人员等环节实现集约化管理	25
表 15: 终端门店做减法, 高度标准化	25
表 16: 海伦司员工培养体系	25
表 17: 海伦司收入拆分 (百万元, 家)	27
表 18: 可比公司估值	27

1. 星垂四野，打造连锁帝国

1.1. 发展历程：连锁酒馆龙头，提供高性价比社交体验

致力于打造年轻人的线下社交平台，极致性价比吸引大量年轻消费者。海伦司创始人徐炳忠早年在老挝创业经营酒吧，2009年回国后在清华大学旁边开设了一间名为 Helen's 的小酒馆，海伦司品牌由此诞生。这间开在商圈角落、啤酒单价极具性价比的小酒馆，迅速吸引了许多囊中羞涩又想增加娱乐体验的大学生，成为附近大学生聚会的热门场所。以“北京五道口店”为起点，徐炳忠接连在上海、天津、厦门等地的高校附近开设分店。历经十余年积累，海伦司已发展成为国内连锁小酒馆龙头品牌。据弗若斯特沙利文数据显示，2018年至2020年，海伦司连续3年成为中国最大的线下连锁酒馆。2021年2月，海伦司完成成立以来第一次融资，3月递交招股书，9月完成上市，募集资金以谋求未来三年的规模扩张、人才建设和品牌知名度强化。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，微信公众号，招股书说明书，德邦研究所

图 2：海伦司门店装修风格



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 3：海伦司门店分布图



资料来源：窄门餐眼，德邦研究所。注：数据截止 2022 年 3 月

以极高性价比产品，满足年轻客群的熟人社交需求。海伦司单瓶啤酒或饮料售价均在 10 元/瓶以内，人均消费 50 元+，以 275ml 百威啤酒为例，其售价比同行业低 35%-67%。高性价比精准定位 18-28 岁的年轻客群，主要是：1) 大学生群体；2) 刚工作、消费水平不高的白领；3) 下沉城市客群。在装修风格上，海伦司主打东南亚异域风情，装潢及内饰融入许多东南亚和中国少数民族风格元素。通过高性价比的产品、潮流的音乐、贴心的服务，打造了年轻人喜爱的社交场所，为年轻人提供自由快乐的夜生活，满足了其熟人社交需求。

表 1：海伦司主要自有产品极具性价比

产品种类	产品细分	单瓶容量	单价（元）
啤酒	纯麦精酿	420ml	9.8
	海伦司精酿	275ml	7.8
	海伦司扎啤	-	78
	海伦司果啤	270ml	8.9
	海伦司奶啤	300ml	8.9
饮料化酒饮	嗨斗	-	59
	威士忌可乐扎	-	78
	威士忌可乐桶	-	26
	伏特加红牛	-	39

资料来源：招股说明书，德邦研究所

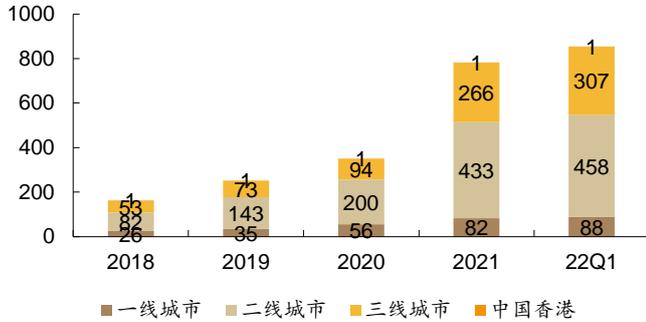
图 4：海伦司商业模式



资料来源：招股说明书，德邦研究所

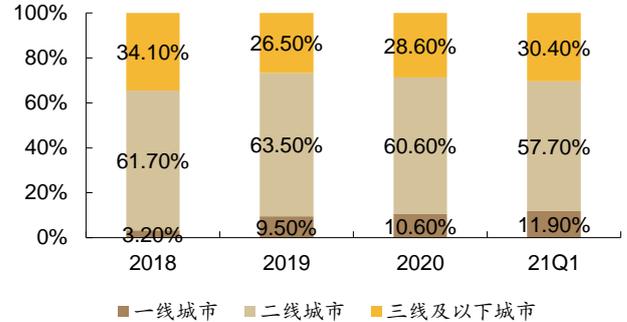
快速开店加速布局全国扩张，二三线城市贡献约九成收入。2018-2021年，海伦司酒馆数量分别达到162家、252家、351家及782家。截至2022年3月公司门店数已达854家，覆盖26个省级行政区及152个城市。2020年公司在一二线城市/三线及以下城市直营门店数占比为13%/56%/31%，收入占比约为1:6:3，即二线及以下城市收入占比约为九成。招股书中计划于2021-2023年分别新开400/630/900家门店，至2023年门店数预计将达到2200家。

图 5：公司门店分布：二线及低线城市市场为主



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 6：二线及以下城市直营门店收入占比约九成

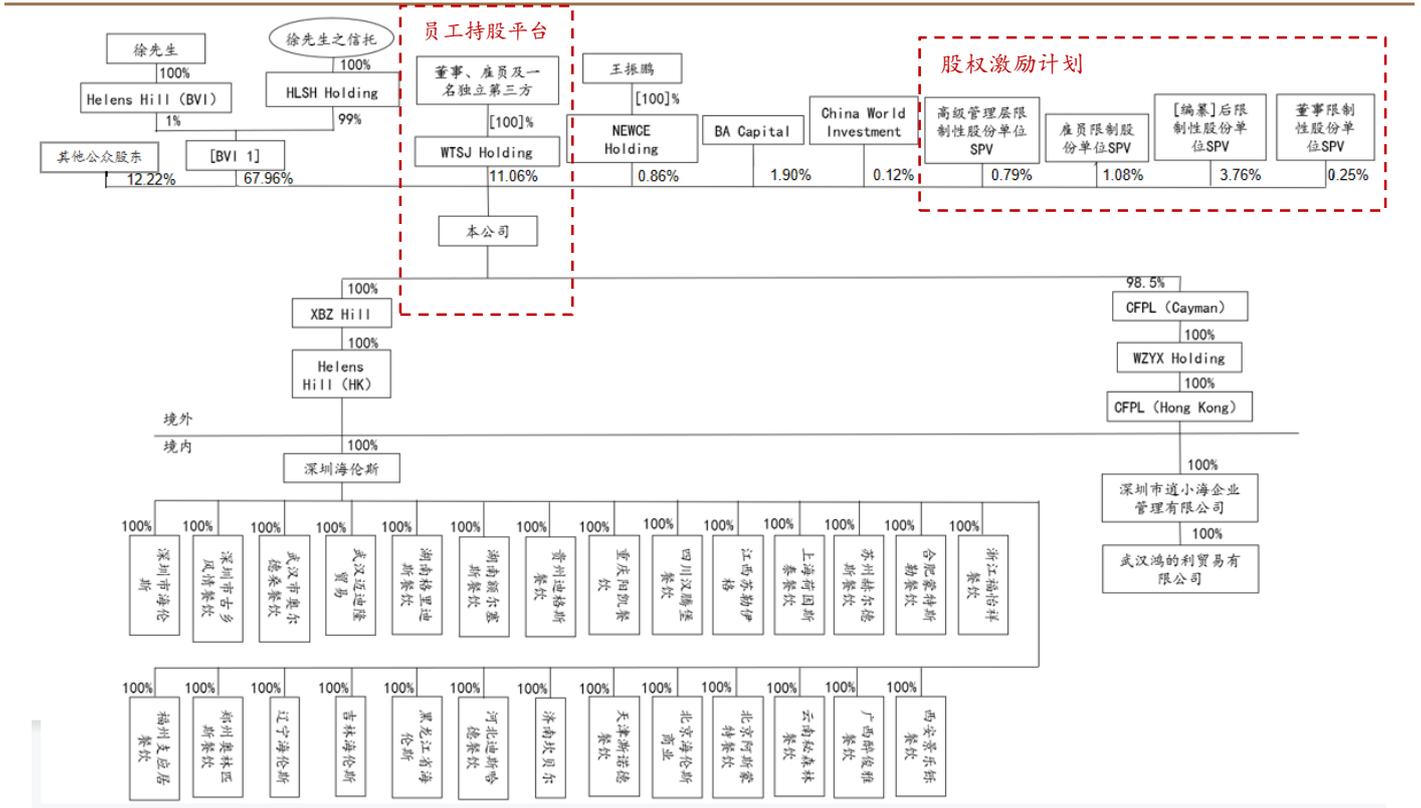


资料来源：招股说明书，德邦研究所

1.2. 管理机制：决策前瞻，执行高效，内部激励机制完善

创始人持股比例高，与公司深度绑定，内部激励机制设立完善。1) IPO 发行后，公司创始人控股 68.0%，股权相对集中，各酒馆由旗下分公司运营。2) 设立员工持股平台间接持有海伦司 11.1% 的股份，共 12 名个人股东，包括 8 名董事高管，3 名雇员及 1 名独立第三方。3) 用于股份激励计划的比例为 6.7%，其中高级管理层限制性股份单位计划授予王振鹏，董事限制股份单位计划授予 12 名附属公司董事，雇员限制性股份单位计划适用于本集团 28 名雇员（非本集团董事或高级管理层成员）。

图 7: 海伦司发行后股权结构



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

表 2: 员工持股平台中持股人概况

股东姓名/名称	与本集团的关系	持股百分比 (概约)
张波	执行董事	19.38%
赵俊	执行董事	9.30%
刘毅	高级管理层	9.30%
夏临凡	附属公司董事	9.30%
雷星	执行董事	6.20%
杨志刚	高级管理层	6.20%
解艳	高级管理层	4.65%
朱明哲	高级管理层	4.65%
其他四名人士	三名本集团雇员及一名独立第三方	31.02%

资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

管理层目光前瞻, 决策力、执行力优秀。创始人徐炳忠早年参军, 在老挝创业后, 回国后开启了 Helen's 的创业之旅。跌宕起伏的人生经历赋予了创始人极强的抗挫折能力和学习能力, 并让其始终秉承“不要算计顾客, 永远是感恩的心态”的经营理念。营运总监刘毅在餐饮业运营管理领域有逾 15 年的经验, 负责营销的副总裁毕业于武汉大学并曾在平安科技担任软件开发工程师。海伦司管理层目光前瞻, 以极致的性价比、轻松安全的社交环境实现对传统夜店和 KTV 的替代, 深受新一代年轻群体青睐。公司管理团队决策力和执行力一流, 最初以加盟方式扩张, 但意识到品牌及运营层面的远期发展空间, 2018 年起专注直营, 展现出了优秀的调整力度和速度。截止 2021 年 3 月底, 已将全部门店转为直营。

表 3: 海伦司高管简介

姓名	头衔	职责	个人简介
徐炳忠	创始人、董事会主席、执行董事、行政总裁	制定整体发展战略及业务规划, 并负责本集团管理及战略性发展	47 岁, 拥有逾 15 年行业经验。2005 年 11 月在老挝创立酒馆以来一直经营酒馆行业。2009 年创立海伦司品牌酒馆, 长期专注酒馆业务模式创新。负责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	负责 IT 研发	33 岁, 华中科技大学硕士, 曾供职阿里巴巴。2014-2020 年底经营海伦司品牌酒馆。2018 年加入集团, 先后担任深圳海伦司企业管理有限公司销售和市场营销总监、信息技术总监、总经理, 以及公司附属公司江西苏勒伊格餐饮公司执行董事。
赵俊	执行董事、高级副总裁	负责业务发展	47 岁, 华中科技大学博士, 曾在华中科技大学任教。2012-2020 年底曾经营海伦司品牌酒馆。2018 年 1 月加入集团, 先后担任业务发展经理和业务发展总监。
雷星	执行董事、高级副总裁	负责市场营销	29 岁, 武汉大学学士, 曾供职于平安科技。2018 年 1 月加入集团, 曾担任深圳海伦司企业管理有限公司营销总监。
刘毅	运营总监	负责整体营运、管理	44 岁, 曾供职于深圳永和酒楼超过 15 年, 担任营运总监和人力资源及行政经理。2016-2020 年曾经营海伦司品牌酒馆。
杨志刚	高级副总裁	负责日常营运、制定本集团的管理机制及例行机制事务	32 岁, 2018 年 1 月加入集团, 先后担任深圳海伦司企业管理有限公司代理副总经理、总经理。2013-2020 年期间曾经营海伦司品牌酒馆。
朱明哲	工程总监	负责酒馆设计、装修施工及日常维护	31 岁, 2018 年加入集团, 先后担任深圳海伦司企业管理有限公司工程部主管、工程经理和工程总监。
解艳	人力资源总监	负责人力资源及行政事务	31 岁, 2018 年 1 月加入集团, 先后担任深圳海伦司企业管理有限公司高级培训经理和人力资源总经理。
王振鹏	高级副总裁	负责财务及投资者关系	44 岁, 曾于国际会计师事务所供职逾十年。2018 年加入集团。
陈江	公司秘书	负责监察营运及履行行政及财务职能	35 岁, 曾供职于会计师事务所。2018 年加入集团担任财务总监, 2021 年起任公司秘书。

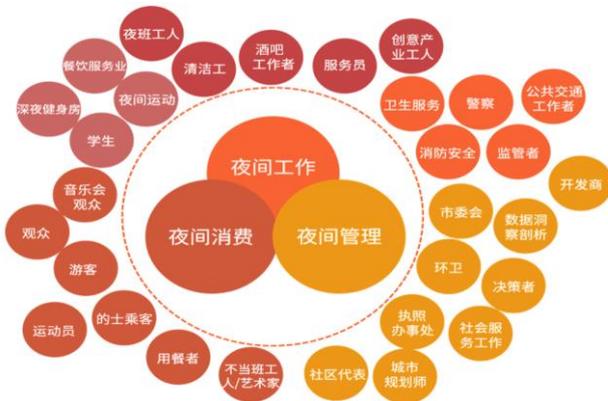
资料来源: 招股说明书, 德邦研究所。注: 数据截止 2021 年 8 月

2. 逐鹿千亿赛道，低线城市更具想象空间

2.1. 夜经济方兴未艾，多地政府出台鼓励政策

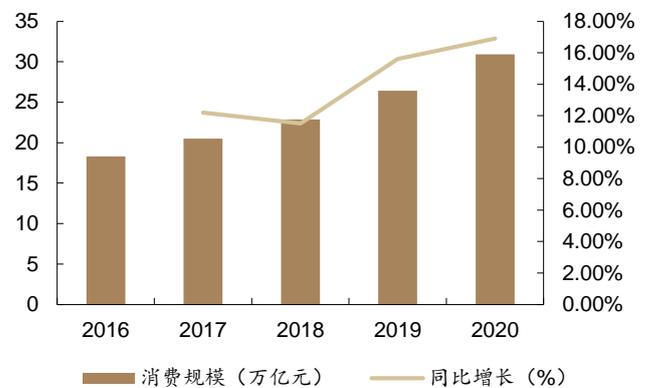
消费高潜力大，多业态高需求，夜间经济市场空间广阔。在工时拉长、交通便利、城镇化兴起等背景下，夜间经济消费规模约占总体零售额约六成，市场潜力大，未艾方兴。夜间经济的消费时间段为下午6点至次日凌晨6点，形式以服务业为主，消费均价较高，业态主要表现为餐饮、购物、休闲、影视、娱乐等。据美团2019年大数据统计，我国夜间消费的单均价比日间单均价高出约20%，随着现代社会工作节奏的加快，八小时工作以外的夜间生活逐渐成为白领排遣压力的方式，目前约有60%的消费发生于夜间，且服务类消费需求还在日益增加。2016-2019年，夜间经济市场规模由18万亿增长至26亿，行业维持双位数增长。未来在夜间经济渗透率持续提升、消费升级下客单价水平提升等背景下，预计行业复合增速将保持双位数增长。

图8：夜间经济形态



资料来源：艾媒网，德邦研究所

图9：夜间消费规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

政策友好环境下，城镇化率及消费能力的提升长期持续驱动夜间经济发展。夜间消费的培育需要在一定区域内形成消费氛围，同时要有治安、交通等公共事业行业进行配合，关键在于核心商圈的培育，这关乎不同城市发展的顶层设计。对于城市经济发展而言，经济活动时间是重要资源。目前全国各个城市陆续推出发展和促进夜间经济的措施，随着城镇化率及消费水平的进一步提升，政策友好环境下行业前景可期。

表4：各地政府发展夜间经济汇总

时间	区域	政策
2004年	青岛市	出台了加快发展市区夜间经济的实施意见,对以夜间旅游为核心的夜间经济发展进行了积极探索
2006年	杭州市	杭州市旅游委员会发布《杭州市夜间娱乐休闲生活发展报告》，在全国率先推动夜间旅游休闲发展
2007年	全国	《中国优秀旅游城市检查标准（2007修订本）》明确提出发展“城市夜景与晚间旅游活动”的要求
2010年	河北省	专门召开发展夜经济工作会议，出台了《关于推进夜经济发展的实施意见》
2012年	辽宁省	11月辽宁省政府对全省夜经济发展做出全面部署
2014年	宁波市	下发《关于发展月光经济的指导意见》
2014年	重庆市	《重庆市人民政府关于发展夜市经济的意见》发布
2017年	南京市	11月,南京市政府办公厅下发《关于加快推进夜间经济发展的实施意见》
2018年	西安市	4月,西安市正式发布《关于推进夜游西安的实施方案》
2018年	北京市	北京市商务局发布了《支持“深夜食堂”特色餐饮发展项目申报指南》
2018年	天津市	天津市人民政府办公厅发布《关于加快推进夜间经济发展的实施意见》
2018年	全国	中央经济工作会议提出“促进形成国内强大市场”，提振夜间经济、繁荣夜间消费，成为许多城市的共同选择

表 4: 各地政府发展夜间经济汇总

时间	区域	政策
2019 年	济南市	济南市政府工作报告中提出, 要建设一座具有独特的味的“不夜城”
2019 年	北京市	北京市政府工作报告中提到, 将出台繁荣夜间经济促消费政策, 鼓励重点街区及商场、超市、便利店适当延长营业时间

资料来源: 中国政府网, 各市政府网, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

2.2. 酒馆行业: 千亿规模持续高增, 市场仍有扩容空间

酒馆行业规模破千亿, 预计 2020-2025 五年 CAGR 可达 18.8%。从整体规模来看, 中国酒馆行业近年增长显著, 总收入从 2015 年的 844 亿增长至 2019 年的 1179 亿, CAGR 达 8.7%; 开店总数量从 2015 年的 3.5 万家增长至 2019 年的 4.2 万家, CAGR 达 5.0%。2020 年受疫情影响, 线下业态市场规模大幅缩水, 尾部酒馆现金流缺乏造成出清。据弗若斯特沙利文数据, 2020-2025 年我国酒馆行业 CAGR 或达 18.8%, 市场规模突破千亿。

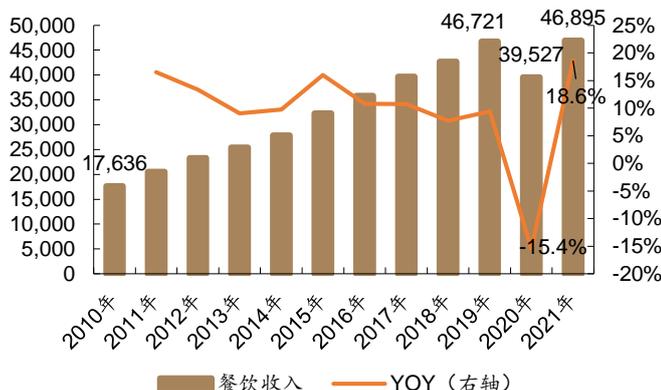
图 10: 2020-2025 年我国酒馆行业预计维持高速增长 CAGR 或达 18.8%



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

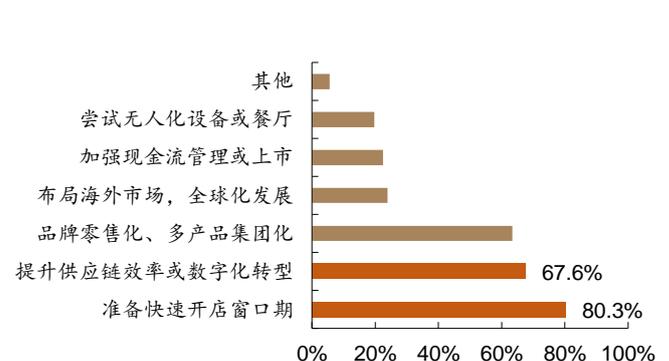
行业重塑态度乐观, 扩张和高效成为发展核心。2021 年, 中国餐饮业零售总额实现 4.69 万亿元, 创下新高。餐饮行业市场规模巨大, 且仍在不断扩容。2010-2019 年的十年间, 社零餐饮收入年化复合增长率高达 11.4%, 期间除 2018 年度增速略低, 其余各年增速均高于 9%。餐饮行业表现出高景气度, 增速较快, 且增长较为稳定。2020 年, 由于疫情短期内发酵, 多数餐饮企业 2020 年 Q1 部分时段歇业, 全年全行业同比-15.4%, 市场规模出现近十年来首次下滑, 达 3.95 万亿元。2021 年行业规模增速达 18.6%, 同比 2019 年增长 0.4%, 快速覆盖 2020 年行业低点, 餐饮行业表现出较好韧性。

图 11: 中国餐饮业零售规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国家统计局, 德邦研究所

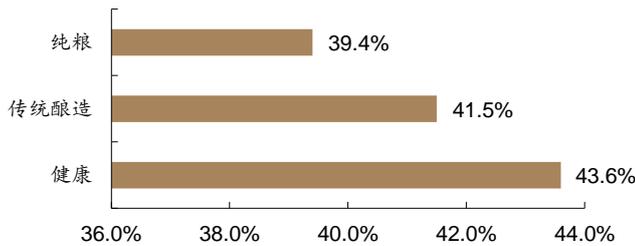
图 12: 连锁餐饮企业疫情后重点工作部署



资料来源: 《新冠肺炎疫情对中国连锁餐饮业的影响调研报告》, 中国连锁经营协会, 德邦研究所

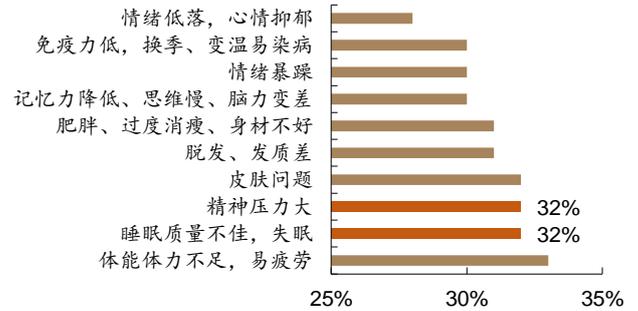
健康观念快速普及，舒压饮品消费利好。新冠疫情后，国民对自身健康的重视程度普遍提高，压力、失眠等心理健康问题受到重视。据艾媒咨询数据显示，“睡眠质量不好、失眠”和“精神压力大”成为2021年消费者的第二和第三健康困扰，均占比32%，酒类成为舒压饮品的选择方案。在饮酒的风格上，2020年大部分的消费者更容易被带有“健康”概念的酒品吸引，传统酿造、纯粮也都是消费者非常喜欢的主题，小酌、低度酒、养生酒等健康饮酒风格或成为后疫情世代饮酒新风潮。

图 13：2020 年吸引酒类消费者的主题和概念



资料来源：《2020 酒行业睿享生活消费趋势报告》，网易&知萌咨询，德邦研究所
注：调查对象为长三角/珠三角/京津冀/成渝经济圈的 18-55 岁消费者

图 14：2021 年消费者健康困扰 TOP10



资料来源：《食品饮料行业七大风向》，艾媒咨询，德邦研究所

2.3. 竞争格局：龙头市占率提升空间大，头部品牌各有特色

对标海外各国，我国酒馆行业集中度和连锁化率均有提升空间。我国酒馆市场竞争格局高度分散，以2020年度收入计，CR5仅2.2%，海伦司排名第一市占率也只有1.1%。对比海外市场，据观研天下数据，2019年英国酒馆行业CR4为25.5%，2017年日本酒馆行业CR4为15.0%，我国小酒吧行业集中度较成熟国外市场明显偏低，将呈现进一步集中的趋势，龙头市占率提升空间大。

表 5：我国酒馆行业 CR5 仅 2.2%

排名	酒馆经营者	2020 年收入 (人民币十亿元)	2020 年市场份额	2020 年底门店数量
1	海伦司	0.82	1.10%	351
2	公司 A	0.34	0.40%	~40
3	公司 B	0.27	0.30%	~70
4	公司 C	0.26	0.30%	~40
5	公司 D	0.1	0.10%	~65
五大		1.8	2.20%	
其他		75.8	97.80%	

资料来源：招股说明书，德邦研究所

行业内海伦司的竞争对手主要有贰麻酒馆、Perry's、胡桃里等，在满足消费者夜间娱乐的基础上，各品牌采用不同的产品定价、环境氛围设置，聚焦消费者的不同需求。1) 贰麻酒馆：氛围“嗨”，主打高品质环境服务，适合多人休闲或熟人社交。2) Perry's：强调拼桌文化，适合多人休闲或陌生人社交，客户群和海伦司最像，但 Perry's 更像一个量贩式嗨场，介于清吧和嗨吧之间，顾客会自发的地去跳舞。3) 胡桃里：价格较高，主打文艺清新的环境，适合朋友聚餐或闺蜜聚会。4) 海伦司：高性价比，为大学生/下沉客群提供休闲场所，熟人社交为主。

表 6: 酒馆行业部分参与者

	品牌	门店数	人均消费	经营时长	区域性质	重点区域分布情况	好评率
餐吧	胡桃里音乐酒馆	314	113.88	15H	全国性	中部、东部地区	85.06%
	Coummune 公社	73	97.12	16H	全国性	中部、东部地区	87.76%
	瓦的音乐酒馆	14	80.2	13H	全国性	华北、东部沿海及西北地区	77.30%
标准酒馆	海伦司	876	76.73	9H	全国性	全国分布, 东部、中部地区较多	87.97%
	贰麻酒馆	206	141.29	8H	全国性	全国分布, 东部、中部地区较多	89.75%
	Perry's	51	93.22	10H	区域性	广东省、上海	83.90%
	耍酒馆	38	86.3	9H	区域性	四川省	88.50%
	猫员外精酿啤酒罐	66	59.74	9H	区域性	广东省	94.76%
	HLS 小酒馆	28	77	10H	区域性	陕西省	82.78%
演艺类酒吧	海雾里	22	66.1	8H	区域性	中部地区	89.00%
	TZ House	5	231	7H	区域性	上海及杭州	84.93%

资料来源: 窄门餐眼, 大众点评, 德邦研究所。注: 数据截止 2022 年 3 月

表 7: 主要竞争对手对比

	Helens	胡桃里	贰麻	Perry's
模式	直营	直营+加盟	直营+加盟	直营+加盟
ASP (元)	76.73	113.88	141.29	93.22
门店数	876	314	206	51
氛围	更偏向小酒馆, 适合聊天、无驻唱	休闲属性>酒吧社交属性, 融合酒吧、餐厅、咖啡馆, 主打酒吧时段歌手现场演唱	比较“嗨”, 氛围较好	更偏向有社交属性的娱乐场所 (量贩式嗨场)
定位	定位中低端主打性价比, 走下沉路线	定位中高端, 属于相对有品质的品牌, 标签是文艺情怀	偏向熟人社交, 主线是省会, 一二线城市	定位中端, 往嘻哈风和小型夜店的方向走, 聚焦陌生人社交
特点	啤酒单瓶均 10 元/瓶以内, 性价比高、标准化、成本低, 下沉能力强	网红属性强, 有话题性、传播性; 加盟店发展速度快, 品牌势能加速成长; 营业时段很长, 能满足各时间段的社交需求	五年蝉联成都酒吧榜 Top1, 主打自制低度中式鸡尾酒, 靠主产品线把品牌做出来	拼桌文化, 更看重拼桌率; 线上引流比较少, 做私域, 线下宣传比较多
消费者画像	18-28 岁人群, 消费主力在二三线城市和大学周边, 以大学生和刚工作几年的年轻人为主	比较注重品质的白领, 年龄在 30 岁左右	年轻人, 以工作人群为主	年轻人高性价比消费

资料来源: 窄门餐眼, 德邦研究所。注: 数据截止 2022 年 3 月

在经营模式上与海伦司最接近的是海雾里和猫员外, 截止 2022 年 5 月 13 日, 二者门店数分别为 22 家和 66 家, 还在刚刚起步的区域发展阶段, 与海伦司在门店规模和全国化布局上仍有一定的差距。海雾里主打价格亲民的酒品和特色小食, 号称“行货大牌超市价”, 人均消费在 67 元左右, 每单与海伦司相比低 4 元左右。海雾里强调放松的交流氛围和现场的互动性, 特色大合唱环节受消费者喜爱。猫员外面向 Z 世代年轻消费群体, 以特有 IP 形象呼应自制精酿, 塑造品牌文化。猫员外精酿价格在 16-30 元/330 毫升区间, 小吃价格在 15-30 元/盘, 人均消费在 63 元左右, 在行业主要参与者中以较低的客单价具有竞争优势, 着力打造亲民、普适的熟人消费空间。

图 15: 海雾里门店分布



资料来源: 窄门餐眼, 德邦研究所。注: 数据截止 2022 年 3 月

图 16: 猫员外门店分布



资料来源: 窄门餐眼, 德邦研究所。注: 数据截止 2022 年 3 月

3. 扶风社交，重塑夜间消费新业态

3.1. 创新点：社交消费新业态，打造“夜间星巴克”

海伦司门店面积小、服务少、全直营，运营高效，更易连锁化扩张。对比夜店、KTV、舞厅等其他娱乐场所，小酒馆客单价更低，尝新成本更低，环境更为轻松自由，以酒会友的社交性更强，能够吸引新一代消费群体。同时，酒馆面积更小，多为熟人社交。在年轻人消费中，有逐渐取代上一代夜店、KTV 等业态的趋势。此外，海伦司以其极简化的服务，更易实现连锁化，未来小酒馆模式有望在夜间经济中实现连锁化率的快速提升。

表 8：夜间经济业态模式对比

	酒馆	夜店	KTV	其他夜间娱乐场所
定义	主要供应酒精饮料，以小食为辅的餐饮场所	营业至深夜的娱乐场所，收入场费，有 DJ、强劲节拍音乐及舞池	提供卡拉 OK 娱乐且亦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
普通楼面面积	100-500 m ²	超过 1000 m ²	超过 2000 m ²	100-1000 m ²

资料来源：招股说明书，德邦研究所

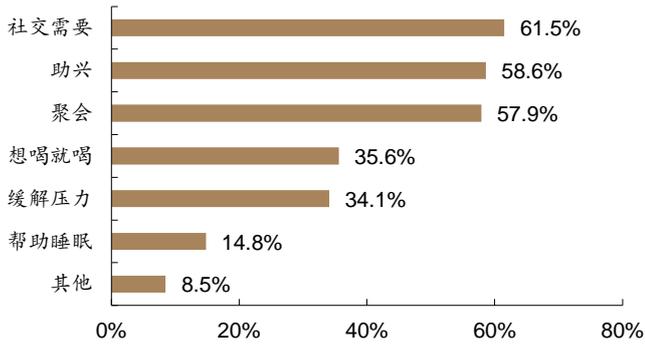
多产品少服务，重体验轻管理，清吧更受年轻群体青睐。酒馆行业可分为 Live House、夜店和清吧三类：1) Live House 起源于日本，提供小型演唱会；2) 传统夜店有 DJ、音乐及舞池，设入场费和最低消费，消费高价；3) 清吧主要供应酒精饮料和小食，播放背景音乐，相比以上两种模式，氛围更加纯粹温馨，更加适宜聊天、打扑克、划拳等游戏，社交氛围浓厚。同时，清吧提供的酒饮以啤酒、鸡尾酒及葡萄酒居多，高于 40 度的纯饮高度酒偏少，年轻人微醺放松状态下尚可保持清醒消费。清吧整体的生意模式是“多产品少服务、重体验轻管理”，更受新一代年轻群体喜爱，运营更为高效也更容易实现连锁化。据 DT 财经数据，以北京、上海、广州、成都、昆明为例，清吧占比均在 50% 以上，最高的昆明可达 90% 以上，预计未来清吧模式可能持续占据夜间经济的高地。

我们认为，海伦司创造了一种新业态，实现“夜店的平民化”，是其他夜间娱乐场景的平替。海伦司人均客单价约 70-80 元，定位客单价 100 元以下的细分市场。虽属于“清吧”，但店内播放音乐、营造氛围都更像嗨吧，同时又规避了嗨吧“更贵”“不安全”且不易大规模复制的特点，是夜店的平民化。传统的 ktv、桌游等夜间娱乐场景盈利模式不稳定，而酒馆提供了较稳定的盈利模式，即靠酒水变现。海伦司撕掉了传统酒吧的高价酒水标签，同时摒弃了传统酒吧行业重资产模式、单店投入大、门店模型繁琐（有驻唱、调酒师等）、不易标准化、客单价高、受众有限、监管风险高等经营难点，是对传统酒吧行业的优化和创新。

3.2. 商业模式：夜间消费空间运营商，提供社交场景

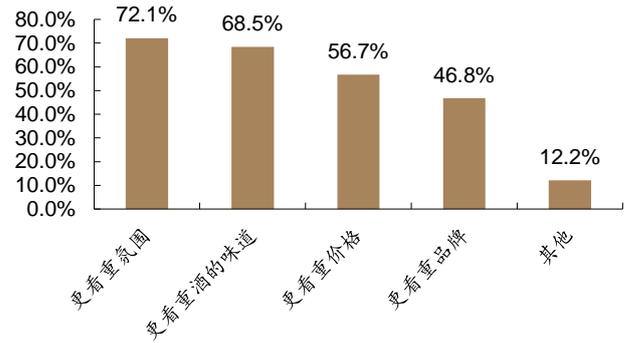
海伦司模式的核心在于满足消费者的社交需求。海伦司为其核心受众，提供了宝贵的空间价值，贩卖的是社交场景满足客户的微醺需求。比起酒水的口味，更重要的是为年轻群体提供一个休闲娱乐的空间。根据 NCB D 数据，61.5% 的消费者去小酒馆是出于社交需要，58.6% 的消费者是为了助兴，34.1% 的消费者则是为了缓解压力。从消费者看重因素来看，氛围是小酒馆消费者最看重的因素，其次更看重酒的味道。海伦司为年轻人提供了一个真正的自由放松、毫无门槛的社交空间，正是这种无负担社交的场景体验和氛围形成了品牌的护城河。

图 17: 2021 中国小酒馆消费者的消费目的调查



资料来源: NCBD《2021 中国小酒馆行业发展研究报告》, 德邦研究所

图 18: 2021 小酒馆消费者看重因素调查



资料来源: NCBD《2021 中国小酒馆行业发展研究报告》, 德邦研究所

海伦司与其目标客群之间可建立较强的情感连接。社交作为一种普适性的人类需求, 是一种基于时间+空间+交互资源产生的人类共情。因此, 贩卖社交场景的海伦司能否保持复购率的核心, 在于其能否和年轻人产生很强的粘性和情感连接。2016 年初, 在海伦司武汉东湖店因租约到期闭店前, 一名新闻系大学生自发拍摄了一个纪录片, 在腾讯视频平台播放量达 12 万次。可见, 海伦司通过多年的积累, 已和受众群体建立起较强的情感连接。

图 19: 海伦司武汉东湖店关店时顾客自发拍摄告别视频



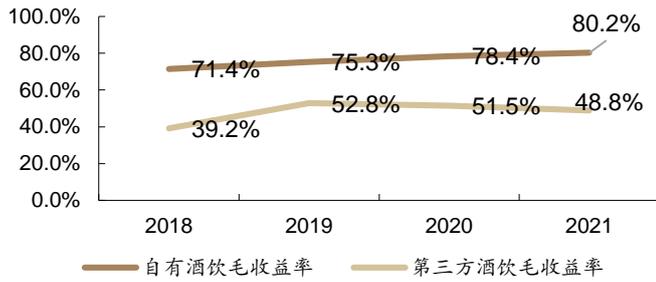
海伦东湖告别视频

12.0 万次播放 · 2018 年 11 月 20 日上传 · 详情 >

资料来源: 腾讯视频, 德邦研究所

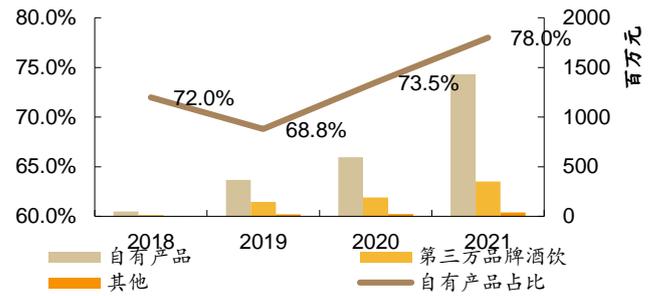
海伦司商业模式的本质等同于“有社交场景溢价的啤酒超市”。与普通酒馆不同, 海伦司具有自主设计新酒饮的能力, 并通过 ODM 实现。2021 年自有产品收入占总收入比例 78%, 自有品牌酒饮毛利率 80.2%, 第三方酒饮毛利率 48.8%, 自有产品占比整体呈提升态势。与一般酒馆不同, 海伦司门店的产品 SKU 少, 从而精简了酒饮供应链, 并通过规模效应提高对上游的议价能力, 其商业模式等同于“有社交场景溢价的卖啤酒的超市”。

图 20: 自有酒饮毛利率达 80% 以上



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

图 21: 自有产品收入占比 78%



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

发力零售端、延伸供应链，打造第二成长曲线。与一般的酒馆不同，海伦司的独特之处在于，能够凭借自有产品进军零售端。海伦司拥有自己的淘宝店，该店拥有 3.6 万关注量，拥有大量企业微信以及抖音微博账号，私域和公域流量的平台联通可加速变现。同时，海伦司也在湖北区域试点了其自有啤酒品牌的直销体系。基于已打造的品牌力和流量，海伦司能够延伸供应链、进军精酿啤酒零售行业，实现由服务型公司向产品型公司的转型，增加变现渠道。

表 9: 海伦司各渠道价格对比 (每瓶单价)

产品	店内价格 (元)	电商价格 (6 瓶/套) (元)	线上商城价格 (6 瓶/套) (元)
海伦司精酿 275ml	7.8	5.47	5.47
海伦司纯麦精酿 500ml 罐装	9.8	5.97	5.97
海伦司奶啤 300ml 罐装	8.9	5.47	5.47
海伦司果啤 270ml	8.9	5.97	5.97

资料来源: 微信线上商城, 淘宝旗舰店, 京东商城, 招股说明书, 德邦研究所。注: 时间截止 2022 年 3 月

4. 单店模型优秀，孕育广阔开店空间

4.1. 单店模型：具有稳定性，下沉市场表现更佳

对比其他餐饮及茶饮等连锁业态，海伦司的单店模型在连锁业态中属于十分出色的水平。**(1) 期初投资少、盈利能力强。**由于营业时间短，海伦司的翻台率和坪效天然更低，但投入少、回收快、门店盈利能力强，相对更轻资产。根据我们测算，其单店初始投资额最小，投资回收期仅 11 个月左右。同时，稳态状态下海伦司门店的经营利润率可达到 27%，高于对标餐饮及茶饮公司。从各业态的单店模型对比来看，海伦司的高单店经营利润率主要来自于低销售成本和低人力成本。低销售成本源自强供应链管理，得益于规模化采购，海伦司采购第三方酒饮的议价能力较强，压缩成本。低人力成本主要系：1) 海伦司产品不需要配置后厨，极简化的服务使得店面人力耗费较少；2) 营业时间短，不需三班倒，截止 2021 年末，公司约 72% 的员工为外包。

表 10：海伦司成熟门店的单店模型

1、单店收入数据	
单店年收入 (万元)	500
日均客流量 (人次)	198
客单价 (元)	70
2、单店运营数据	
门店面积 (平方米)	300-500
门店桌数 (张)	45
员工人数 (位)	10-12
3、单店模型拆解	
原材料成本占收入比	33%
员工成本占收入比	18%
租金成本占收入比	12%
设备折旧、能耗费用及其他费用占收入比	10%
门店经营利润率	27%
盈亏平衡期	3 个月
投资回收期	11 个月

资料来源：公司公开路演交流，招股说明书，德邦研究所测算

(2) 模型更稳定。餐饮行业有 35-45% 的固定和半固定成本 (人力、租金、折摊)，使餐饮行业盈利高度依赖于翻台率，而海伦司更像有社交场景溢价的卖啤酒的超市，模型稳定性更强。2020 年受疫情影响，餐饮企业翻台率有所下滑，但海伦司翻台率比 2019 年提升，体现出了其模型的稳定性与抗风险能力。与其他餐饮业态不同，酒吧单店模型对翻台率不那么敏感，翻台率不变的情况下，客单价提升的空间最大，这源于酒的品类与其他餐饮业态不同，有“越喝越想喝”的需求粘性，单次消费产品数量的弹性极大。

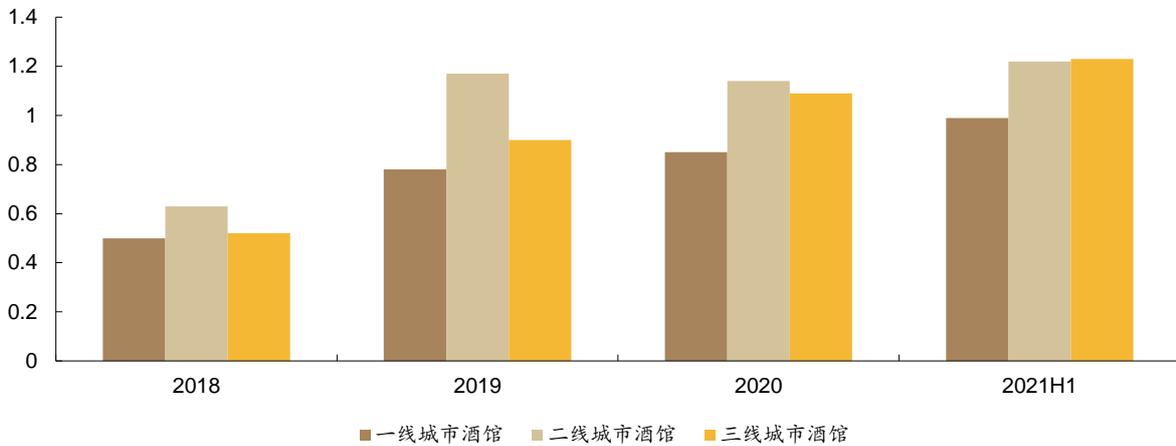
拆分单店模型，海伦司在下沉市场表现更佳。我们经数据验证得出：在下沉市场，海伦司的单店模型表现更好；且从消费者接受度层面，海伦司的相对优势为三线 > 二线 > 一线。拆分海伦司在一、二、三线城市的单店表现，我们发现 2021 年之前开业的门店单店日均收入在二、三线城市要高于一线城市的老店；同时从门店经营利润率的角度看，二、三线城市中新开门店数量更多，摊薄影响更大，但其下沉市场门店经营利润率反而领先于一线城市。因此，下沉市场的盈利表现更为优秀。一、二、三线城市门店经营利润率分别为 0.01%、16.92%、23.25%，差别主要来源于下沉市场租金成本和员工成本更低。

表 11：一二三线单店模型（按 2021 年度业绩预告数据计算）

	一线城市	二线城市	三线城市
2021 年之前开业酒馆日营业额（元）	10200	11800	12200
2021 年净新开门店数（家）	26	233	172
门店经营利润率	0.01%	16.92%	23.25%

资料来源：2021 年度业绩预告，德邦研究所

图 22：海伦司单店日均销售额：二线&三线>一线（万元）



资料来源：公司公告，招股说明书，德邦研究所

4.2. 开店空间：具备充足储备，开店空间广阔

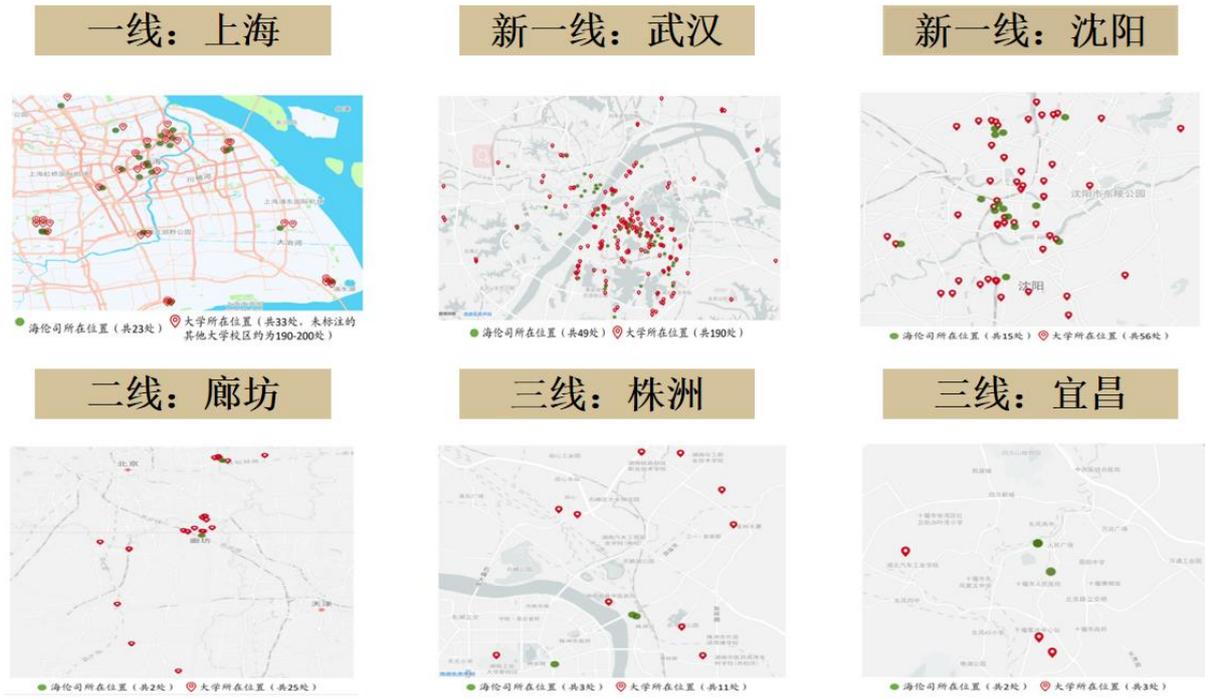
4.2.1. 测算方法：以高校数和商圈数为指标进行空间预测

海伦司定位的目标客群主要有大学生、低消费的白领人群和低线城市客群，对应市场空间巨大，而海伦司当前门店对于客群的覆盖率仍有较大提升空间。空间主要表现在：1) 海伦司当前仍有大量高校尚未实现覆盖；2) 为规避大学旁门店经营的淡旺季属性，大学周围 5 公里内的商圈亦是目标开店区域；3) 公司在下沉市场的门店覆盖仍然偏低。以当前城市海伦司门店的排队等位情况来看，在已有门店的城市加密开店是有必要也有空间的，因此公司未来开店的成长路径确定性较强。

首先对海伦司大学周边门店开店空间进行测算，我们选取武汉市为门店对高校覆盖率为基准。当前武汉市内，共有普通高等学校和成人高等学校数量合计 92 所，现有门店数为 73 家。测算当期覆盖系数=高等学校数/现有门店数，计算武汉市当期覆盖系数为 1.26，意为 1 家海伦司门店覆盖约 1.26 所高等院校。武汉市海伦司门店数量仍然有加密空间，假设武汉市仍有 55 家开店空间，则目标覆盖系数有望达到近 0.72。

假设国内一线、新一线、二线城市大学生消费水平和消费习惯基本一致，则可在一线、新一线、二线城市中统一给予 0.72 的目标覆盖系数。基于该目标覆盖系数，可对全国范围的一线、新一线和二线城市进行推算。可得全国各城市门店的开店空间，其中，深圳市因高校数量在同级别城市中较少，市内青年白领居多，当期门店覆盖系数偏低，在预期大学周边门店中暂不给出更高门店数预期。因此我们大致估算出，大学周边门店数有望达到 2556 家。

图 23：一线及二线城市开店多在高校附近，三线及以下城市围绕商圈



资料来源：高德地图，百度地图，德邦研究所

表 12：大学周边门店测算

	城市	高等学校数量 (个)	门店数 (个)	覆盖系数	目标覆盖系数	理论门店数
一线城市	北京市	115	6	19.17	0.72	160
	广州市	93	12	7.75	0.72	129
	上海市	76	29	2.62	0.72	106
	深圳市	9	35	0.26	0.26	35
新一线城市	青岛市	24	2	12.00	0.72	33
	西安市	75	11	6.82	0.72	104
	苏州市	25	6	4.17	0.72	35
	南京市	56	17	3.29	0.72	78
	成都市	68	18	3.78	0.72	95
	重庆市	72	13	5.54	0.72	100
	郑州市	71	21	3.38	0.72	99
	天津市	69	25	2.76	0.72	96
	合肥市	58	16	3.63	0.72	81
	佛山市	13	4	3.25	0.72	18
	东莞市	7	4	1.75	0.72	10
	杭州市	51	26	1.96	0.72	71
	武汉市	92	73	1.26	0.72	128
	长沙市	61	50	1.22	0.72	85
沈阳市	51	23	2.22	0.72	71	
二线城市	太原市	46	2	23.00	0.72	64
	烟台市	15	1	15.00	0.72	21
	保定市	15	1	15.00	0.72	21
	哈尔滨市	62	5	12.40	0.72	86
	廊坊市	12	2	6.00	0.72	17
	昆明市	53	8	6.63	0.72	74

南通市	10	2	5.00	0.72	14
徐州市	12	2	6.00	0.72	17
南宁市	38	6	6.33	0.72	53
长春市	50	9	5.56	0.72	70
济南市	49	12	4.08	0.72	68
金华市	9	2	4.50	0.72	13
中山市	3	1	3.00	0.72	4
大连市	34	8	4.25	0.72	47
常州市	10	3	3.33	0.72	14
石家庄市	48	9	5.33	0.72	67
无锡市	13	5	2.60	0.72	18
温州市	12	3	4.00	0.72	17
台州市	4	2	2.00	0.72	6
惠州市	5	2	2.50	0.72	7
贵阳市	37	10	3.70	0.72	51
绍兴市	8	4	2.00	0.72	11
嘉兴市	7	3	2.33	0.72	10
泉州市	18	8	2.25	0.72	25
南昌市	58	19	3.05	0.72	81
宁波市	15	14	1.07	0.72	21
福州市	37	18	2.06	0.72	51
厦门市	17	18	0.94	0.72	24
兰州市	32			0.72	45
珠海市	6			0.72	8
合计	1821				2556

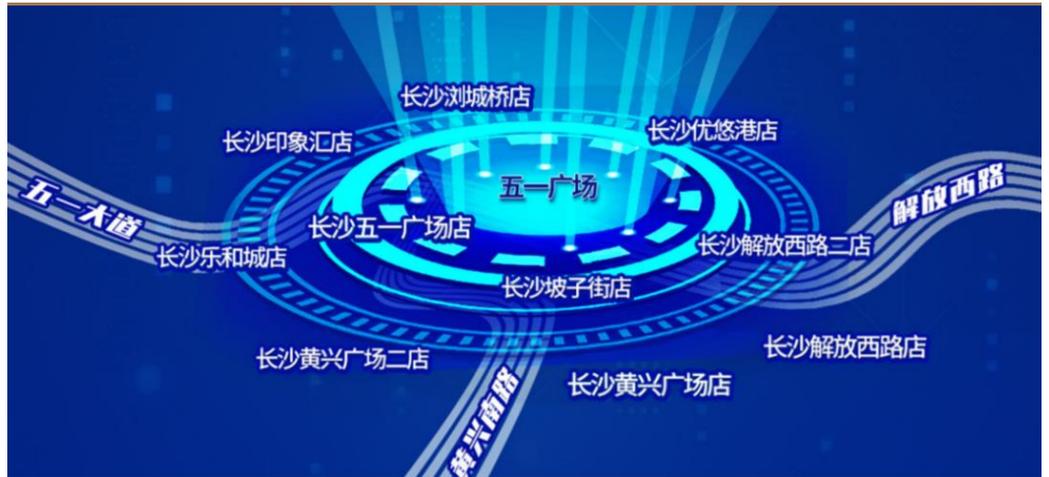
资料来源：教育部官网，海伦司官网，德邦研究所整理测算

其次，对于纯商圈门店数进行测算。据海伦司商业模式和单店模型分析，可知海伦司为年轻人提供高性价比的社交场景，此定位将在三线及以下城市中的商圈中更具竞争力。以各线级城市购物中心数来拟合商圈数量，2020年全国一二线城市购物中心约3300处，假设一线城市商圈覆盖率为15%，对应开店空间约495家；三线及三线以下购物中心数为2115个，假设渗透率达到20%，则对应开店空间约423家；可得纯商圈店开店空间为918家。加总大学店和商圈店的开店空间为3474家。

4.2.2. 海伦司开店天花板仍有望伴随门店加密进一步打开

高目标红利释放，开店条件及储备充分护航。招股书中计划2021-2023年分别新开400/630/900家门店，至2023年门店数将达到2200家。截至2022年3月海伦司门店数已达854家，覆盖26个省级行政区、152个城市。我们认为，门店加速扩张贡献了短期业绩增长的同时，门店的加密也在增加门店曝光度，进一步强化自己的优势，提升市占率，强化用户心智。目前连锁小酒馆业态加速渗透，未来有望触发开店条件实现区域加密布局。人力配备方面，公司通过集训、带训、轮岗制度培养店长，公司培养一名店长通常仅需9个月，截止2021年8月，公司的店长人数为554人，后备店长人数为365人，公司店内员工的平均年龄为22岁。人员储备和培训速度可观，可支撑未来加速开店扩张进程。同时，海伦司仍然有望打造更高价格带的门店模型，扩大目标客群，以贡献第二成长曲线。

图 24：海伦司在长沙五一广场附近开了 10 家店



资料来源：公司招股书，德邦研究所

海伦司试水“大排档+小酒馆”模式，公司有望以新模型打开第二成长曲线。2022年5月19日，海伦司于湖北省利川市开设第一家以“大排档+小酒馆”模式的“海伦司·越”门店。新模型引入烧烤大排档元素，为海伦司与当地开放商合作打造的门店店型。新店坐落于下沉市场利川市。利川市位于湖北省西南边陲，毗邻重庆市。据恩施州统计局数据，利川市城区人口为27.3万人，市内并无高等院校。“海伦司·越”的首店坐落于相对典型的下沉市场，新模型的推广有望打开海伦司在低线城市的开店空间。

图 25：海伦司·越利川门店



资料来源：德邦研究所

5. 力战棋敌，正向反馈构筑竞争壁垒

5.1. 优势：极致的性价比与高毛利水平兼得

海伦司的各运营环节能够形成闭环的正反馈系统。(1) 海伦司通过精准定位客户人群，能够为其提供高性价比的产品；在快速扩店提升市占率的同时，提升品牌知名度，从而增加顾客流量，反哺供应链，增强规模效应，降低采购成本和固定支出的摊销，进一步压缩售价，强化了“高性价比”的优势，再反过来促进客流量的增加。(2) 而行业其他企业通常把消费价格定得比较高，限制了规模效应，采购成本和固定费用摊销比较高，导致售价缺乏性价比，较难复制快速扩张路线。

海伦司的竞争力在于“极致的性价比与高毛利水平兼得”，这一点构筑了海伦司的核心壁垒。同时，这一模式对于竞争者而言，可复制性不强，同行前期需通过同样的低价引流，而盈利能力将受到影响。海伦司能够实现“极致的性价比与高毛利水平兼得”，体现了小酒馆行业强者恒强的特征。

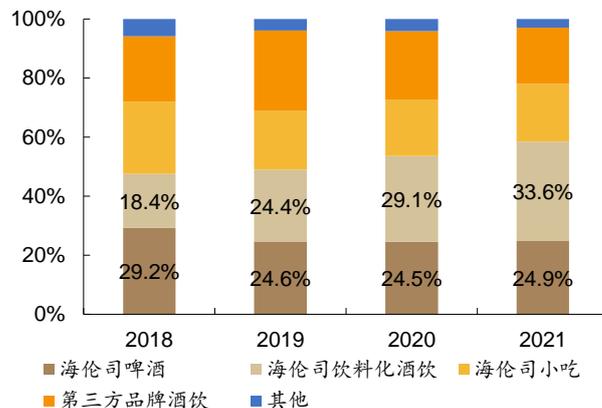
(1) 采购端带来的规模效应：海伦司能通过规模采购降低第三方酒饮的价格，售价比行业平均水平低 35%-67%。海伦司总部与第三方酒饮供应商通过集中谈判签订合约，降低渠道加价倍率。在提供了“社交空间”的情况下，第三方酒饮销售价格比商超和线上还低。公司是百威在国内最大的终端销售商，量采带来的规模优势竞争对手较难超越；且随着开店数量增多，规模量采带来的成本优势会逐渐加强。

表 13：海伦司第三方酒饮售价比行业平均低 35-67% (单位：元)

产品名称	海伦司	Perry's	LaBamba	商超	线上
1664	9.8	18	28	16	12.8
科罗娜	9.8	15	20	12.8	9.9
百威	9.8	12	18	9	8.8
野格	275	328	300	168	158
轰炸机	26	25	30		
威士忌可乐扎	80	118			
水烟	38	50	68		

资料来源：大众点评，饿了么，盒马，德邦研究所
注：数据截止 2022 年 5 月 12 日

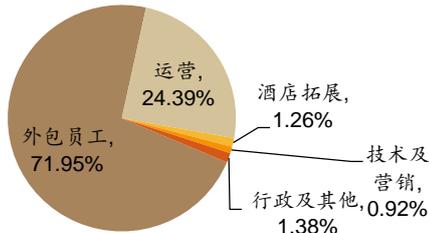
图 26：2018-2021 海伦司各品类收入占比



资料来源：公司年报，招股说明书，德邦研究所

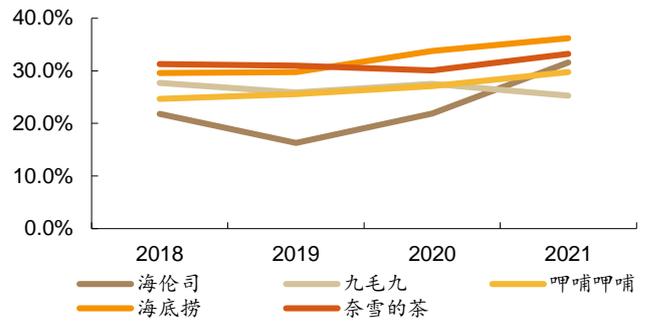
(2) **租金和人工成本的节省**: 1) **海伦司门店的选址“地段好位置差”**, 租金较低: 公司选取大学周边和核心商圈的非核心地段, 在精准捕获流量的同时, 租金绝对额较低。酒馆生意属于熟人经济, 适当放弃了一部分自然客流, 更多靠熟人引流。同时, 其物业选择也有先发优势, 其他玩家想要模仿低成本战略, 物业选择方面已相对有限。2) **极简模型压缩人工成本**: 通过精简后厨、无驻唱, 保证店面人力较少; 同时, 门店的营业时间短, 不需三班倒, 72%左右为外包员工。2020年其人力成本费用率 21.9%, 处于同业较低水平, 保证前端门店盈利。

图 27: 截至 2021 年最后实际可行日期海伦司各类型员工数占比



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

图 28: 2018-2021 年度可比公司员工薪酬费用率



资料来源: 招股说明书、各公司年报、德邦研究所

5.2. 高度标准化: 高效单店和规模扩张实现正循环

(1) **产品标准化**: 根据招股书, 海伦司全国门店共 41 款产品, 包括 24 款酒饮、8 款全国统一的基本款小吃、6 款软饮料、3 款其他产品。精简的 SKU 降低了门店对后厨的依赖性, 增强门店的可复制性。

图 29: 海伦司菜单



资料来源: 海伦司公众号, 德邦研究所

(2) **运营标准化**: 公司总部对酒馆选址、装修、物流采购、音乐播放等环节统一管理。公司采用自有的 Future BI 系统对门店数据进行实时分析, 支持全国门

店的考核、监督、食品安全、供应链管理、定价等，实现全国酒馆的一体化标准化管理。

表 14：公司通过 Future BI 系统对营销、采购、门店人员等环节实现集约化管理

	前端系统	具体功能
Future BI 系统	ERP 系统	整合酒馆运营、产品销售、营销活动的自动化和智能化管理相关的关键数据和功能。对运营数据的分析帮助公司实现精准营销、自动化存货管理、内部财务管理等。对入职率、离职率进行追踪，对区域经理发送提醒以便迅速调整团队结构。
	CRM 系统	根据顾客喜好，通过线上手段向其推送灵活多样的精准营销信息，并根据用户消费行为分析复盘以实现精准化营销

资料来源：招股说明书，德邦研究所

(3) 终端门店标准化：海伦司门店无舞池、驻唱等传统酒吧繁琐设置，给终端门店做减法，使得终端门店标准化易复制。

表 15：终端门店做减法，高度标准化

对比项目	Bar/Club	海伦司
驻场、DJ	部分有	×
大屏幕	部分有	×
舞池	Club 有	×
球形射灯	Club 有	×
台球/飞镖机	部分有	×
允许外带食物	×	√
开台费	Club 有	×
最低消费	部分有	×
推销员	部分有	×

资料来源：德邦研究所整理

5.3. 软实力：内部建立健全员工培养机制，外部建立与客户感情纽带

海伦司有完善的员工培养体系。公司对从新员工到基层员工，再到店长和高层管理人员，分别制定了针对性的培训计划，包括基础培训、海星计划、店长集训、亮剑集中营等。通过集训、带训、轮岗制度形成了稳标准化的店长培养体系，培养一名新店长通常仅需要 9 个月。截止 2021 年 8 月 21 日，海伦司共有 554 名店长，365 名后备店长。

表 16：海伦司员工培养体系

培育项目	针对人群	培育形式	培育目的
基础培训	新员工	线上七天入职培训（包括日常经营、基本技能、企业文化）、酒馆基础业务训练及每月一次的专项培训	迅速了解公司业务及文化
海星计划	基层员工	线上课程和线下交流会	提高基础业务技能；更清晰地了解酒馆管理的相关知识，为担任酒馆领班做准备
店长集训	领班及不同年资的店长	量身定做的培训课程	更好地掌握酒馆业务技能及企业管理知识，帮助人才成长和选拔管理人才
亮剑集中营	高级店长及以上的中层干部	管理课程和提供管理理念	提升管理能力

资料来源：招股说明书，德邦研究所

晋升路线清晰、工资有竞争力。第一期股权激励计划的比例为 6.7%，主要授予 28 名高管。除股权激励外，员工晋升路线清晰，拥有门店伙伴-领班-店长-高级店长-小区经理晋升通道，如果足够努力和勤奋，最快 2 年可晋升为小区经理。除了工资，公司还为员工提供住宿、三餐、十三薪等福利待遇。公司给每一位新入员工的《致小伙伴的一封信》中提道：“如果有一天你炒掉公司，一定是为了生活得

更好；如果有一天公司垮掉，你也会生活得很好！创业的目的就是为了让更多的人过得好。”以员工为本，以真诚相待的管理理念，让团队更加稳定和团结。

抓准年轻消费者喜好，加强与消费者之间的感情互动。(1) 深入消费者群体：海伦司深谙“熟人经济”本质，其高校店会和周边学校深度合作，设立高校合作人。据官网数据，截至 2021 年底，海伦司已赞助多所高校的大型活动，赞助形式包括迎新晚会、社团活动等。通过这些活动在高校学生中迅速建立品牌认知，借力顾客裂变营销。(2) 新媒体+社群营销：海伦司在抖音上开辟了“告白小队系列”和“聚会游戏指南”两个板块，Helen's 告白小队板块累计播放量超 2.2 亿。2020 年 12 月，“海伦司可乐桶”挑战刷屏抖音，累计播放量超 10 亿次。(3) 门店氛围打造：海伦司通过提出排队免费喝酒、减少服务频率，以及年轻化服务员群体，来提供年轻消费者喜欢的消费环境。同时，每家门店都有微信群，定期与顾客互动，助推了私域流量获取。

图 30：海伦司赞助高校活动



资料来源：海伦司官网，德邦研究所

图 31：抖音上 Helen's 告白小队板块累计播放量超 2.2 亿



资料来源：抖音，德邦研究所

图 32：海伦司门店微信群



资料来源：微信，德邦研究所

6. 盈利预测

我们认为，影响连锁餐饮估值的因素主要为：门店数增速、同店增长、新品孵化、开店空间以及利润增速等多个维度。在多维度评估下，海伦司品牌具有门店数量较少，开店速度快，开店空间广阔等特点，理应享受不低于行业平均的估值。

从门店增速的角度看，海伦司门店模型偏轻，公司上市后给予市场开店预期较为积极，以 2022 年 Q1 末 854 家的基数来看，未来三年公司门店总数有望超过 2000 家。公司在开店层面表现出良好的成长性。从同店的角度看，2021 年全年，同店单店日均销售额 1.18 万元，同比+8.2%。由于公司品牌势能良好，同店销售额依然处于爬坡阶段。

远期来看，公司仍有大学城及下沉市场两类代表性门店等待铺设。经测算，远期开店空间有望达到 3474 家，开店空间仍然较为广阔。基于我们的盈利预测，公司 2022/2023/2024 年，经调整利润为 3.39/7.46/11.71 亿元，公司整体具备极佳的成长性。

表 17：海伦司收入拆分（百万元，家）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
门店结构（家）							
期初酒馆数量	101	162	252	351	782	1142	1522
净开酒馆数量	61	90	99	431	360	380	461
期末酒馆数量	162	252	351	782	1142	1522	1983
YOY		55.6%	39.3%	122.8%	46.0%	33.3%	30.3%
一线城市酒馆	11	26	50	82	112	142	192
YOY		136.4%	92.3%	64.0%	36.6%	26.8%	35.2%
二线城市酒馆	42	129	194	433	493	583	693
YOY		207.1%	50.4%	123.2%	13.9%	18.3%	18.9%
三线及以下城市酒馆	30	65	92	266	536	796	1096
YOY		116.7%	41.5%	189.1%	101.5%	48.5%	37.7%
中国香港	1	1	1	1	1	1	2
单店收入（百万元）		2.7	2.7	3.2	3.4	4.4	4.3
YOY			-0.6%	19.4%	3.4%	32.0%	-3.4%
总营业收入（百万元）	114.8	564.8	817.9	1835.6	3224.1	5892.9	7487.0
YOY		392.0%	44.8%	124.4%	75.6%	82.8%	27.1%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

我们选取同在港股上市的餐饮类公司作为可比公司，其中包括海底捞、呷哺呷哺、九毛九和周黑鸭。四家可比公司对应 2023 年的估值平均值为 24.39 倍，由于海伦司具有较好的成长性，出于谨慎原则，给予海伦司 2023 年 25-27 倍的目标估值，对应目标市值在 186.5-201.4 亿元人民币之间。

表 18：可比公司估值

公司名称	证券代码	收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	PE				EPS (人民币元)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
海底捞	6862.HK	15.6	869.54	-	58.24	26.99	18.76	-0.78	0.23	0.49	0.71
呷哺呷哺	0520.HK	3.61	39.21	-	-	32.65	9.84	-0.27	0	0.09	0.31
九毛九	9922.HK	18.38	267.14	47.68	44.48	23.63	13.21	0.23	0.34	0.63	1.13
周黑鸭	1458.HK	4.14	98.66	33.46	20.31	14.27	13.42	-	0.17	0.25	0.26
平均值				40.57	41.01	24.39	13.81	-	-	-	-
海伦司	9869.HK	13.6	172.30	-84.65	41.40	18.81	11.98	-0.18	0.27	0.59	0.92

资料来源：Wind，德邦研究所

注：除九毛九外，PE、EPS 数据均为 wind 一致预期计算，收盘价为 2022 年 5 月 31 日，港元兑人民币汇率=0.814:1。

7. 风险提示

(1) 疫情复发风险: 2020年-2021年, 线下餐饮业态受到疫情影响, 同店客流受损严重, 叠加国内较为严格的疫情防控政策, 餐饮行业门店销售额受挫。如疫情持续扰动, 则公司门店销售额及利润仍有受损可能。

(2) 开店速度不及预期风险: 海伦司门店模型较轻, 复制能力已得到验证。但若因疫情或其他内外部因素影响, 导致开店速度不及预期, 则将影响公司整体业绩兑现。

(3) 同店表现不及预期风险: 若海伦司同店表现不及预期, 则在经营杠杆影响下, 单店盈利将受到较为严重影响, 从而影响公司整体业绩兑现。

(4) 行业竞争加剧的风险: 酒馆行业进入壁垒适中, 若其他潜在竞争者进入市场抢占优势门店点位, 或现有门店之间因竞争加大费用投入, 则海伦司门店收入及盈利能力将承压。

(5) 消费者偏好变化的风险: 海伦司伴随门店开店, 逐步进行消费者教育, 但小酒馆业态及海伦司品牌仍承受消费者偏好变化风险, 门店模型仍可能因此承压。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	-0.18	0.27	0.59	0.92
每股净资产	2.27	2.54	3.13	4.05
每股经营现金流	0.32	0.51	1.05	1.36
每股股利	0.00	0.50	0.60	0.70
价值评估(倍)				
P/E	-84.65	41.40	18.81	11.98
P/B	6.77	4.36	3.54	2.73
P/S	10.61	4.35	2.38	1.87
EV/EBITDA	17.96	6.77	5.90	4.82
股息率%	0.0%	4.5%	5.4%	6.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	68.6%	67.5%	68.0%	69.0%
净利润率	-12.5%	10.5%	12.7%	15.6%
净资产收益率	-8.0%	10.5%	18.8%	22.8%
资产回报率	-5.4%	7.2%	12.5%	15.7%
投资回报率	31.4%	27.1%	32.3%	29.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	124.4%	75.6%	82.8%	27.1%
EBIT 增长率	139.2%	67.3%	46.9%	20.0%
净利润增长率	-428.2%	247.3%	120.1%	57.0%
偿债能力指标				
资产负债率	32.9%	32.0%	33.7%	31.1%
流动比率	4.9	4.2	2.3	2.2
速动比率	4.7	4.1	2.2	2.1
现金比率	4.7	4.0	2.1	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数		16.5	9.3	10.9
总资产周转率	0.4	0.7	1.0	1.0
固定资产周转率	3.5	2.9	3.3	2.8

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-230	339	746	1171
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	303	113	142	196
非经营收益	310	90	165	202
营运资金变动	20	110	279	151
经营活动现金流	403	651	1332	1720
资产	-405	-700	-1400	-1300
投资	0	-30	-30	-30
其他	-2	353	159	122
投资活动现金流	-407	-377	-1271	-1208
债权募资	-13	0	0	0
股权募资	213	0	0	0
其他	-153	-103	-165	-202
融资活动现金流	47	-103	-165	-202
现金净流量	43	171	-104	310

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 5 月 31 日,注:港币兑人民币汇率取 1:0.814

资料来源:公司招股说明书,德邦研究所

利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1836	3224	5893	7487
营业成本	577	1050	1891	2320
毛利率%	68.6%	67.5%	68.0%	69.0%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	624	809	1414	1647
营业费用率%	34.0%	25.1%	24.0%	22.0%
管理费用	451	612	1078	1310
管理费用率%	24.6%	19.0%	18.3%	17.5%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	694	1160	1704	2045
财务费用	57	89	163	200
财务费用率%	3.1%	2.8%	2.8%	2.7%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	116	541	1157	1761
营业外收支	-293	-89	-163	-200
利润总额	-177	452	994	1561
EBITDA	994	1806	2635	3162
所得税	53	113	249	390
有效所得税率%	-30.1%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-230	339	746	1171

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1627	1798	1693	2003
应收账款及应收票据	0	0	0	0
存货	62	35	63	77
其它流动资产	26	43	81	101
流动资产合计	1714	1875	1837	2182
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	871	1315	2224	3088
在建工程				
无形资产	1348	1505	1854	2094
非流动资产合计	353	30	60	90
资产总计	4287	4725	5975	7454
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	75	88	158	155
预收账款				
其它流动负债	274	362	637	825
流动负债合计	349	449	794	980
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1061	1061	1220	1342
非流动负债合计	1061	1061	1220	1342
负债总计	1410	1510	2014	2322
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	2877	3215	3961	5132
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	4287	4725	5975	7454

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。