2022 年 12 月 22 日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

餐饮行业系列深度：知秋晓春，从英国看中国酒馆行业发展演进

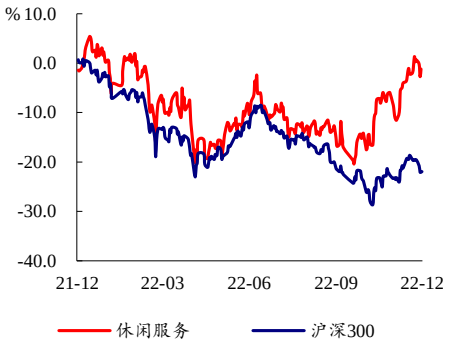
——酒馆行业深度报告

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
联系人 贺晓涵
电子邮箱 hexh679@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《【社服】扩内需文件出台，冰雪游持续升温_20221218》2022.12.18
《【社服】优化防疫新十条公布，元旦春节有望成旅游业复苏拐点_20221212》2022.12.12
《【社服】多地优化防疫措施，疫后复苏预期再强化_20221205》2022.12.05
《【社服】餐饮行业系列深度：舌尖上的江湖，烧烤赛道复盘与展望_20221202》2022.12.02
《【社服】世界杯开赛餐饮业推新，露营旅游支持政策出台_20221127》2022.11.28

核心观点

酒馆行业：新兴餐饮赛道，成瘾、社交属性为行业核心壁垒。1）发展催化剂：夜间经济政策加持，行业特性优质且稀缺。我国依托完备的公共安全体系与配套的基础设施建设支撑夜间经济发展，我国夜间经济规模迅速扩大。酒馆的成瘾、社交特性显著，奠定酒馆行业深厚壁垒。其客户忠诚度、依赖度高，核心客户不易向行业外转化；顾客可获得长时间、高质量的社交体验，酒馆的消费性价比凸显。**2）行业分类：酒馆四类型中清吧为主流赛道，且最易实现规模化发展。**酒馆行业具体分为清吧、夜店、Livehouse、精酿啤酒屋，四类型酒吧形态各异，以满足顾客个性化娱乐、社交需求。其中清吧为主流赛道，且最易实现规模发展，关注清吧行业未来机会。

英国清吧：行业发展至成熟阶段，多因素影响酒馆数量下降。1）行业简介：英国酒馆行业进入成熟周期，经营模式以加盟酒馆为主。英国酒馆行业拥有悠长历史，目前行业发展已经较为成熟。英国居民外出饮酒的消费习惯稳固，酒馆的受众基础广泛。啤酒绑定模式为英国酒馆运营主力模式，其体量在行业内最大，啤酒绑定模式优缺点均较明显。**2）行业发展：英国酒馆行业规模下降，主要受较高税率水平牵制。**英国酒馆市场 CR 水平全球较高，但英国酒馆数量近年持续下降，目前下降趋势趋缓。啤酒税率上涨为背后驱动主因，近年来英国啤酒税率上涨较快，目前英国啤酒税率远高于其余欧洲国家。且行业规模滑坡还受禁烟令、人均饮酒量下降影响。因此，英国啤酒消费需求向其他酒类转移，英国商超、酒吧间啤酒销量走势从 2019 年开始呈现明显分化。

中国清吧：单店模型跑通逻辑顺畅，疫后布局正当时，长期市场空间巨大。1）门店打法：清吧单店模型优秀，围绕第三空间功能倾心打造。清吧行业整体单店模型优秀，各家清吧经营特点各异，其中海伦司在租金、员工成本方面存在优势，Perry's、胡桃里等酒馆单店营业额相对更高。清吧作为第三空间具附加价值，酒馆核心价值由空间价值组成，因此各家清吧围绕装修、音乐环节精雕细琢。**2）短期看：餐饮行业结构性机会凸显，酒馆行业投资入场热度较高。**酒馆行业投资入场热度较高，较多酒吧企业获得各轮次融资，且目前酒馆行业跨界布局企业众多。当下我国疫情拐点可期，餐饮行业结构性机会凸显，茶饮、酒馆行业龙头近三年均实现逆势扩店。另外卡塔尔世界杯于近期开赛，重视世界杯对酒馆消费的带动效应。**3）中长期看：对比英国，中国酒馆行业在经营模式、税收政策方面存优势。根据我们的测算，我国酒馆行业未来 25 年或有五倍空间。**我国清吧以直营门店为主，其不受品牌供应商限制，且可依靠体量优势掌握产业链议价权。我国酒类税收政策较宽松，较低的啤酒税率可激发啤酒消费需求。我国酒馆行业处于快速扩张阶段，目前酒馆渗透率较低，未来市场空间广阔。参考英国，我们根据我国饮酒人口、人均酒精消费、酒馆消费渗透情况计算我国酒馆啤酒总消费，并且根据我国酒馆平均单店啤酒销量水平，预测我国酒馆行业开店上限。经测算，预测我国酒馆行业开店空间 21.65 万家，25 年间行业以 CAGR 7.55%速度开店，最终在 2047 年达到饱和状态。

相关标的：建议关注海伦司。1）公司简介：公司依靠直营模式快速扩张，业绩反弹动能强劲。海伦司为国内酒馆行业龙头，公司深耕酒馆

领域十余年，致力为年轻人打造极具性价比的夜间第三空间。2021 年港股上市后加速展店，2021 年开店数翻倍，目前已开门 899 家酒馆，覆盖 150 城。**2）单店竞争力：低单价、高毛利展业，实现顾客进店深度消费。**海伦司通过自有品牌策略，打高整体毛利率至 72%，同时单品降价至 10 元以下。经测算，优化人工+低租金有望带动净利率升至 32.37%，领先同业近 10pct。我们发现，“学生群体+陌生人社交”指向深度消费模式，因此重视空间属性、放大视听体验的思路使边际收益最大，公司在门店形态上呈现低翻台、高营收的特征。**3）扩店支点：营销流量为扩店前提，单店模型可复制，加之轻量化、数字化运营，实现直营门店高周转铺量。**营销孵化流量为首要扩张支撑点，丰富的营销手段全面领先同业。打法上，前端门店标准化、轻量化运营，后台高度数字化管理，叠加投资回收期较短，催化单店模型批量化复制。**4）进军低线：一线城市基本盘稳定，铺路下沉低线城市。**“商圈+高校”双线开店策略，开荒高盈利、低饱和的下沉市场。2021 年进行门店加密，2022 年扩店不减，今年全年计划开店 300 家，且利川模式试点有望打开盈利新思路。我们估算，海伦司中短期展店空间 2252 家，长期展店空间 3367 家。

风险提示

疫情恢复不及预期；行业竞争加剧风险；治安整顿风险；筹备门店盈利不及预期；啤酒税率上调风险；公开信息有限、更新不及时的风险。

正文目录

1. 酒馆行业：新兴餐饮赛道，成瘾、社交属性为行业核心壁垒.....7
1.1. 发展催化剂：夜间经济政策加持，行业特性优质且稀缺.....7
1.1.1. 午夜消费偏好进一步倾斜，夜间经济规模迅速扩大.....7
1.1.2. 酒馆成瘾、社交特性显著，奠定酒馆行业深厚壁垒.....9
1.2. 行业分类：酒馆四类型中清吧为主流赛道，且最易实现规模发展.....11
1.2.1. 四类型酒吧形态各异，满足个性化娱乐、社交需求.....11
1.2.2. 清吧最可能实现规模化发展，关注清吧行业未来机会.....12
2. 英国清吧：行业发展至成熟阶段，多因素影响酒馆数量下降.....17
2.1. 行业简介：英国酒馆行业进入成熟周期，以加盟酒馆为主.....17
2.1.1. 英国酒馆行业历史悠长、消费习惯稳固、发展阶段成熟.....17
2.1.2. 加盟商为英国酒馆运营主力，啤酒绑定模式瑕瑜互见.....19
2.2. 行业发展：英国酒馆行业规模下降，主要受税率水平牵制.....20
2.2.1. 英国酒馆数量近年来持续下降，多重因素拖累行业规模.....20
2.2.2. 原因：较高啤酒税率为主因，且受禁烟令、人均饮酒量下降影响.....22
2.2.3. 现象：商超、酒吧间啤酒销量存分化，消费需求向其他酒类转移.....26
3. 中国清吧：单店模型跑通逻辑顺畅，疫后布局正当时，长期市场空间巨大.....28
3.1. 门店打法：清吧单店模型优秀，围绕第三空间功能倾心打造.....28
3.1.1. 清吧行业单店模型优秀，各家清吧经营特点各异.....28
3.1.2. 清吧作为第三空间具附加价值，各家清吧精雕细琢装修、音乐环节.....31
3.2. 短期看：餐饮行业结构性机会凸显，酒馆行业投资入场热度较高.....32
3.2.1. 酒馆行业投资入场热度较高，跨界布局企业身影频现.....32
3.2.2. 当下我国疫情拐点可期，餐饮行业结构性机会凸显.....34
3.2.3. 卡塔尔世界杯开赛，重视世界杯对酒馆消费的带动效应.....35
3.3. 中长期看：中国清吧行业以英为鉴，未来二十年或有五倍空间.....38
3.3.1. 我国清吧依托直营模式快速扩张，且我国酒类税收、政策较宽松.....38
3.3.2. 我国清吧行业处于快速渗透阶段，判断未来市场空间较广阔.....41
3.3.3. 人口、饮酒量、渗透率三维测算，我国清吧行业二十年或有五倍空间.....45
4. 相关标的：海伦司.....56
4.1. 公司简介：直营模式快速扩张，业绩反弹动能强劲.....56
4.1.1. 明确“年轻人+性价比”定位，直营模式快速扩张.....56
4.1.2. 业绩增长动能强劲，成本控制催化盈利向上.....57
4.2. 单店竞争力：高毛利经营低价深度消费酒馆.....60
4.2.1. 锚定自有品牌，低单价撬动高收益.....60
4.2.2. 顾客身份、入店动机奠定深度消费模式.....65
4.2.3. 核心打法：放大视听体验，突出第三空间价值.....69
4.3. 何以支撑扩量：单店模型可复制.....70
4.3.1. 营销孵化的流量是扩店的最大前提.....70
4.3.2. 精简前端：标准化、轻量化运营.....73
4.3.3. 后端优势：数字化管理.....75
4.3.4. 短回收期的直营门店加速车轮转动.....76
4.4. 一线城市基本盘稳定，铺路下沉低线城市.....77
4.4.1. 选址策略：商圈店+高校店，好地段+差位置.....77
4.4.2. 低线城市：开荒空间广阔的增量市场.....78
4.4.3. 疫后展店提速，门店新业态初显.....79

4.4.4. 拓店测算：确定性的下沉空间.....82
5. 风险提示.....86

图表目录

图表 1. 历年出台的夜间经济政策.....7
图表 2. 2020 年全国轨交线网平均运营时间（小时）.....8
图表 3. 2019 年主要夜间消费行业中夜间消费占比.....8
图表 4. 酒精成瘾具有明显的正反馈机制.....9
图表 5. 醉酒后行为倾向占比.....10
图表 6. 典型社交导向消费对比.....11
图表 7. Livehouse 现场，吧台位于舞台侧方.....11
图表 8. 精酿啤酒屋门店布局.....11
图表 9. 不同类型酒吧对比.....12
图表 10. 高价酒吧 Top20 中，夜店、清吧各占一半.....12
图表 11. 2014~2018 年中国 Livehouse 行业演出场次.....13
图表 12. 演出照明灯光设计.....14
图表 13. 各家夜店总占地面积.....15
图表 14. 夜店人员配置数量较多，人工成本占比较大.....16
图表 15. 各国室外啤酒消费场景占比.....18
图表 16. 受访者在旅途中至少偶尔参与以下活动.....18
图表 17. 酒馆（Pub）与酒吧（Bar）对比.....18
图表 18. 英国各经营模式酒馆结构（家）.....20
图表 19. 2019 年英国酒馆行业市场份额.....21
图表 20. 2001-2019 年英国各规模酒馆数量（家）.....21
图表 21. 英国酒馆行业员工总数与平均单店员工数.....21
图表 22. 酒精浓度与单位酒精税收.....23
图表 23. 各国 5 度啤酒的单位酒税（英镑）.....23
图表 24. 英国每品脱啤酒价格构成（英镑）.....24
图表 25. 英国禁烟令的实施过程.....25
图表 26. 英国国内一周至少饮酒一次的人数占比.....25
图表 27. 英国人均摄入纯酒精数量（L/年）.....26
图表 28. 无酒精啤酒全球销售额预测（亿美元）.....27
图表 29. 2000 年-2020 年英国啤酒年度消费总量（年度移动平均，万桶）.....27
图表 30. 2022 年 9 月海伦司各省市门店数量（家）.....28
图表 31. 各餐饮企业门店数量近三年 CAGR.....28
图表 32. 2021 年各餐饮企业单店日营业额对比（元）.....29
图表 33. 2021 年清吧毛利率水平.....29
图表 34. 各餐饮品牌单店员工费用占营业额比重对比.....30
图表 35. 单店营业额&盈利对比（海伦司为理想单店模型）.....31
图表 36. 电影《独自等待》中关于迪厅氛围感的人物对话.....32
图表 37. 2021 年获得融资的酒馆企业.....33
图表 38. 和府捞面子品牌小面小酒.....33
图表 39. 海底捞旗下 Hi 捞小酒馆.....33
图表 40. 社零餐饮同比增速.....34
图表 41. 社零餐饮同比 2019 年增速.....34
图表 42. 全国餐饮门店数量(万家).....35
图表 43. 餐饮企业近年门店数量变化（家）.....35
图表 44. 2022 年卡塔尔世界杯赛程安排.....35
图表 45. 小组赛开赛时间占比.....36
图表 46. 淘汰赛开赛时间占比.....36
图表 47. 各届世界杯期间关键词“世界杯”百度搜索指数对比.....36

图表 48. 我国观众世界杯观赛场所占比.....37
图表 49. 世界杯期间各酒馆折扣、竞猜活动.....37
图表 50. 世界杯期间各酒馆套餐折扣幅度.....38
图表 51. 英国各经营模式酒馆结构（家）.....39
图表 52. 2019 年我国重点缴纳消费税企业已缴税额结构.....40
图表 53. 中英两国饮酒、售酒、酒后驾车等国家政策对比.....41
图表 54. 2020 年我国酒馆行业 CR5 仅 2.2%.....41
图表 55. 2020 年各国酒馆行业 CR5.....41
图表 56. 餐饮各细分行业龙头全国门店数量（家）.....42
图表 57. 2019 年默西塞德郡、大伦敦地区酒馆分布密度.....43
图表 58. 2019 年格拉斯哥、爱丁堡及周边地区酒馆分布密度.....43
图表 59. 2019 年英国每 10 万人拥有酒馆数量（家）.....43
图表 60. 2019 年英国各地区酒馆变化比例.....43
图表 61. 英格兰、威尔士中各地区人口密度与近 20 年酒馆数量变化.....44
图表 62. 2022 年 10 月我国各品牌酒馆开店城市结构.....44
图表 63. 2022 年 10 月我国各品牌酒馆开店省份分布.....45
图表 64. 中国酒馆总数（万家）.....46
图表 65. 英国酒馆总数（万家）.....46
图表 66. 英国人均 GDP（美元/人）.....47
图表 67. 中国一线/二线/三线城市人均 GDP（元/人）.....47
图表 68. 英国桶装生啤平均售价（便士/品脱）.....47
图表 69. 中国瓶/罐装啤酒价格（元/瓶，元/罐）.....47
图表 70. 1987-2021 年英国、中国居民啤酒消费能力变化（L）.....48
图表 71. 1980-2016 年各国人均酒精消费量变化（L/年）.....49
图表 72. 英国、中国人均摄入啤酒中纯酒精数量对比（L/年）.....50
图表 73. 1980-2021 年英国总人口.....51
图表 74. 1980-2021 年中国总人口.....51
图表 75. 英国人口结构.....51
图表 76. 中国人口结构.....51
图表 77. 2000-2020 年英国啤酒消费量中酒馆等重税场景占比.....52
图表 78. 2015-2021 年中国啤酒销量各渠道占比.....52
图表 79. 我国酒馆行业门店规模、开店增速测算.....54
图表 80. 我国 KTV 行业发展阶段梳理.....55
图表 81. 2016-2021 年中国传统 KTV 业态场所数量.....56
图表 82. 中国在线 K 歌市场规模.....56
图表 83. 海伦司门店欧式装修探索.....56
图表 84. 海伦司门店实景.....56
图表 85. 海伦司股权结构.....57
图表 86. 海伦司近年营业收入.....58
图表 87. 海伦司近年净利润（亿元）.....58
图表 88. 海伦司单月新增门店数量（家）.....58
图表 89. 因城市等级而异的利润水平（亿元）.....58
图表 90. 海伦司各年员工薪酬.....59
图表 91. 各年员工薪酬在总营收中占比.....59
图表 92. 海伦司各岗位员工薪酬一览（元）.....60
图表 93. 单店月均人工支出估算（元）.....60
图表 94. 海伦司点酒单.....61
图表 95. 自有品牌酒饮毛利率显著高于第三方.....61
图表 96. 海伦司自有酒/第三方酒收入对比（亿元）.....61
图表 97. 海伦司自有酒/第三方酒毛利润对比（亿元）.....61
图表 98. 小瓶科罗娜啤酒价格对比（元）.....63
图表 99. 海伦司于 2021 年 10 月底微幅上调酒价.....64
图表 100. 公告涨价的公众号文案的营销属性显著.....64

图表 101. 海伦司自有品类啤酒的酝酿过程.....65
图表 102. 2021 年 Z 世代学生群体中每月消费支出.....66
图表 103. 2021 年 Z 世代非学生群体中每月消费支出.....66
图表 104. “脱单”为典型入店消费动机.....67
图表 105. 海伦司为酒饮单价较低酒馆中客单价较高者.....68
图表 106. 顾客醉酒程度对比.....68
图表 107. 海伦司酒馆中每桌均配备骰子、骰盒.....69
图表 108. 售价仅 5 元的海伦司定制扑克牌.....69
图表 109. 海伦司顾客流量四分法.....71
图表 110. 海伦司营销手段一览.....72
图表 111. 海伦司小吃 SKU 极少.....74
图表 112. 海伦司吧台员工在工作.....74
图表 113. 店长工作情况的同业对比.....75
图表 114. 海伦司加盟门店数量与加盟费收入.....76
图表 115. 同业投资回收期对比.....77
图表 116. 海伦司投资回收期情景分析（悲观、中性、乐观）.....77
图表 117. 中国酒馆行业 2020-2025 五年 CAGR.....78
图表 118. 按城市规模划分的酒馆网络分布（家）.....79
图表 119. 2021 年海伦司各级城市门店净利润.....79
图表 120. 武汉市各年海伦司开店数量（家）.....79
图表 121. 海伦司武汉开店分布（2018 年末）.....80
图表 122. 海伦司武汉开店分布（2020 年末）.....80
图表 123. 海伦司武汉开店分布（2021 年加密后）.....80
图表 124. 局部加密情况（高校附近）.....81
图表 125. 局部加密情况（商圈）.....81
图表 126. 海伦司近期开店情况梳理.....81
图表 127. “海伦司•越”门店初瞰.....82
图表 128. 海伦司招股说明书中的城市分级方式.....82
图表 129. 海伦司一线城市开店空间测算（家）.....83
图表 130. 海伦司武汉商圈店分布（23 家）.....83
图表 131. 海伦司二线城市开店空间测算（家）.....84
图表 132. 海伦司各线城市开店空间总数（中期，家）.....85
图表 133. 海伦司各线城市开店空间总数（长期，家）.....85
图表 134. 海伦司 2022 年-2024 年各线城市开店数量、单店日均消费额、营业收入预测.....86

1. 酒馆行业：新兴餐饮赛道，成瘾、社交属性为行业核心壁垒

酒馆行业属于另类细分餐饮行业。过去长时间以来，由于行业中单店个性化的属性与规模化发展相悖，虽参与玩家众多，但品牌数不足百家，也未获得市场较大关注。目前海伦司上市后掀起酒馆热，且经研究发现，酒馆行业特性决定其竞争壁垒深厚，品牌酒馆长期发展空间较大。

1.1. 发展催化剂：夜间经济政策加持，行业特性优质且稀缺

1.1.1. 午夜消费偏好进一步倾斜，夜间经济规模迅速扩大

夜间经济是指从下午 6 点到次日清晨 6 点之间发生的经济行为，包括购物、餐饮、文旅等消费活动。夜间是消费的“黄金时段”，夜间经济可以延长经济活动时间、刺激社会的消费与就业，因此夜间消费成为我国提振经济的重要抓手。十四五文旅发展规划中指出计划建设 200 个以上国家级夜间文旅消费集聚区，截至目前，中央+各省共出台夜间经济相关政策 200 余项。2020 年我国夜间经济规模超过 30 万亿元，根据我们的简单估算，若近两年夜间经济增速相近,则 2022 年国内夜间经济规模有望超 40 万亿元。

图表1. 历年出台的夜间经济政策

时间	省/市	通知标题
2017 年 11 月	南京	《关于加快推进夜间经济发展的实施意见》
2018 年 3 月	西安	《关于推进夜游西安的实施方案》
2019 年 4 月	上海	《关于上海推动夜间经济发展的指导意见》
2019 年 6 月	济南	《关于推进夜间经济发展的实施意见》
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》
2019 年 8 月	广州	《广州市推动夜间经济发展的指导意见》
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》
2020 年 4 月	云南	《关于促进夜间经济发展的指导意见》
2020 年 4 月	福州	《关于促进夜间经济发展的指导意见》
2020 年 4 月	宁波	《关于促进夜间经济发展的指导意见》
2020 年 5 月	天津	《天津市发展夜间经济十大工程》
2020 年 5 月	福建	《关于进一步促进夜间经济发展九条措施》
2020 年 6 月	成都	《成都市以新消费为引领提振内需行动方案》
2020 年 6 月	浙江	《关于开展省级夜间经济试点城市创建工作的通知》
2020 年 11 月	重庆	《关于加快夜间经济发展促进 11 月消费增长的意见》

资料来源：政府网站，东亚前海证券研究所

夜间经济的中国优势：完备的公共安全体系与配套的基础设施建设。

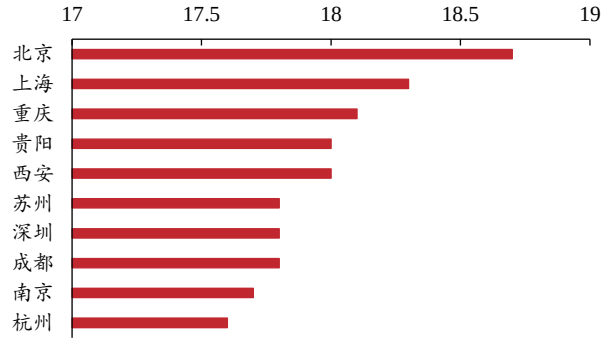
公共空间安全系数对夜间出行愿望影响最大。我国每年投入巨大成本用以雇佣安保人员维持公共场所秩序，治安案件/刑事案件/命案数量三年内分别下降 19.6%/12.8%/30.2%（2020 年数据），犯罪率低至 363 人/10 万人

（仅为美国的 1/20），近年来全国群众安全感持续保持在 98%以上，社会治安状况处于历史最好水平。

公共交通营运支持夜间经济生态发展。近年来，一二线城市频出通知常态化延长公共交通的末班车时间，幅度平均在 0.5-1 小时，公交、地铁的最晚运行时间集中在 22：00-24：00 之间，且针对性的在节假日进一步延长末班车运营。完备的公共交通系统解决了夜间出行难问题。

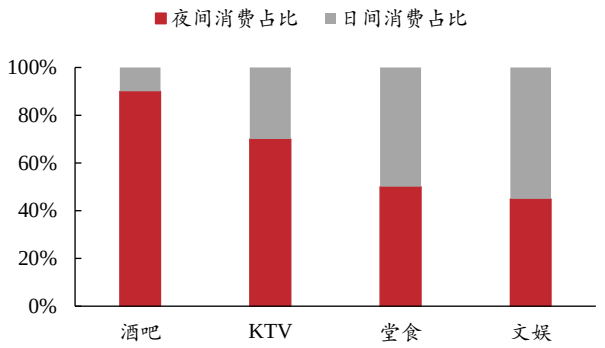
夜间经济的类型主要以线下消费为主，包括休闲娱乐、餐饮、文艺、体育、旅游等几大类。在四项线下夜间消费类型之中，**休闲娱乐类包括酒吧/夜店、KTV、游戏厅/棋牌室/网吧、洗浴/按摩四大类。**虽然酒吧、KTV 等子行业市场规模远不及线下餐饮、文化旅游，但其营业时间主要集中于夜间，夜间消费占比高（酒吧/KTV 分别为 90%/70%），为夜晚城市中消费的基本盘。休闲娱乐类、餐饮类夜间消费具有受众面广、需求较为刚性的特点。

图表2. 2020 年全国轨交线网平均运营时间（小时）



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表3. 2019 年主要夜间消费行业中夜间消费占比



资料来源：美团研究院，东亚前海证券研究所

晚六点至晚十点是夜间消费黄金时间段，七成消费额发生在此时间段以内。随人均工作时间拉长，夜间消费受众年轻化，消费者的深夜消费习惯逐渐养成，晚十点后至次日清晨六点消费额占比近年以来稳步提升。休闲娱乐类较餐饮类持续时间更长（持续营业至次日清晨），在夜间消费的后半时区内竞争度相对更低。

各类夜间消费业态对比：

1）游戏厅/棋牌室/网吧：尚未形成规模经济，市场集中度低，随家用电脑、智能手机的普及，游戏厅、网吧亟需转型升级。

2）洗浴/按摩：低端特点为坪效高、客流量大，高端重在主题、服务升级，打造综合性娱乐中心，人均停留时间较长。

3）KTV：客间面积大、重装修，导致前期投入较大且营运成本（租金+折旧+人工）较高，项目回收期长。且 KTV 近年受制于华语乐坛内容景气期已过，以及年轻人消费业态升级，国内 KTV 家数逐年减少。

4）酒吧/夜店：酒精赋予赛道成瘾属性，酒吧/夜店相比洗浴/按摩、KTV、网吧更受年轻人认可，是夜间社交方式的升级方向，且低中高端消费全覆盖。

下文重点分析酒馆/夜店行业的核心竞争力与市场空间。

1.1.2. 酒馆成瘾、社交特性显著，奠定酒馆行业深厚壁垒

我们认为，酒精的成瘾性以及酒桌的强社交属性决定着酒馆行业为最特殊的餐饮行业，奠定了酒馆行业的深厚壁垒。这两大关键特性引发了酒桌对于百姓强大的向心力，而平价酒吧饮酒无论相较于一二线城市的低端餐饮店还是小镇烧烤摊，都是来势汹汹的消费体验升级。

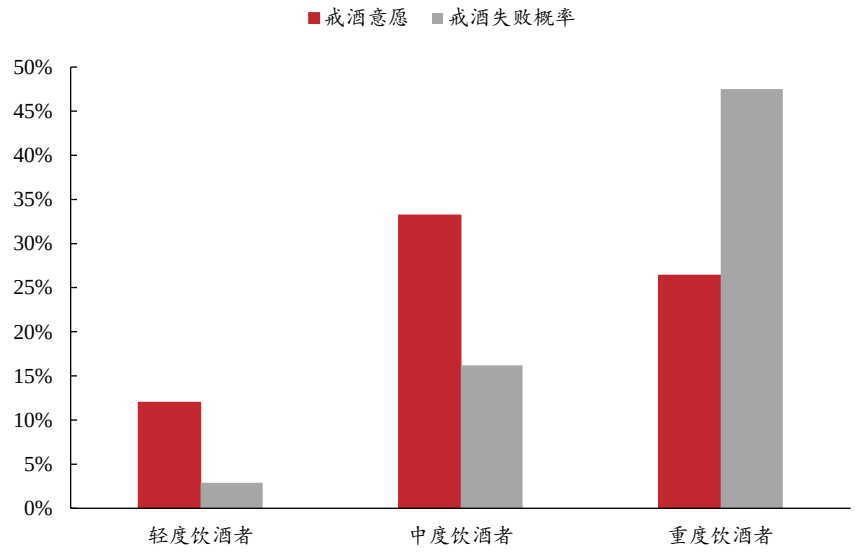
故主要关注成瘾性与社交属性导向的酒馆行业特点：其客户忠诚度、依赖度高，需求替代可能性极弱；拥有清晰的获客逻辑，且新增客户很可能转化为消费频次高的核心客户；核心客户不易流失，不易向行业外转化。

成瘾性：

酒精成瘾通过作用于神经系统逐渐形成。人体组织液经常处于一定浓度的酒精环境之中，形成对酒精的适应性耐受。中枢神经系统受到酒精刺激，在酒精耐受后产生依赖，表现为人体对酒精的生理性成瘾。

不同酒吧类型中，**清吧剥离了嗨吧、Livehouse 中的演艺成分，人均摄入酒精量更高，紧贴成瘾性催化的行业发展逻辑。**

图表4. 酒精成瘾具有明显的正反馈机制



资料来源：网易数读，东亚前海证券研究所

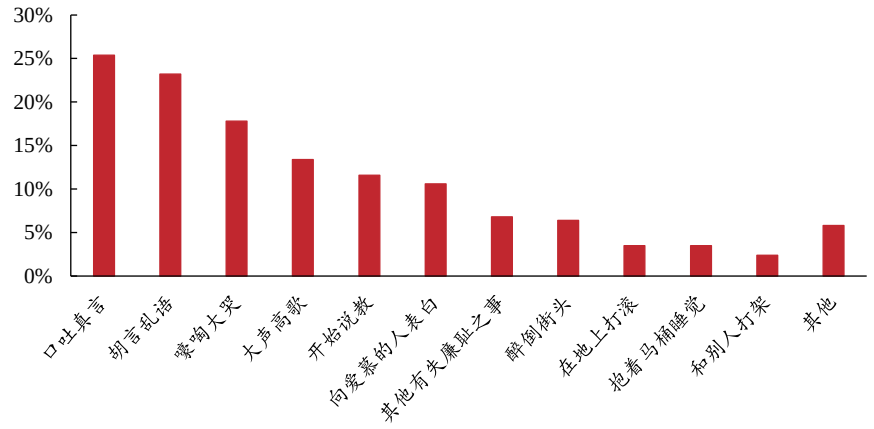
社交属性：

醉翁之意不在酒，酒吧的本质为社交平台，6 成以上的酒馆消费动因为社交需求。另一方面，社交为年轻人最重要的消费动机，根据腾讯《Z 世代消费力白皮书》调查，65%的年轻人出于社交进行消费。

社交时间：以海伦司所属的清吧为例，清吧聚焦于饮酒动作本身，其环境、服务、设施皆服务于顾客更好的饮酒体验，顾客以饮酒为核心，人均消费时长约 3.5 小时（海伦司营业时间 18:30-次日 2:00，按照翻台率 2 次以上计算），**可获得长时间的高质量社交体验。**

社交效率：酒桌天然具有较高的社交效率，觥筹交错之际，酒杯碰撞之间与同伴培育感情。且微醺、醉酒状态下能进一步促进情绪升温、放大，刺激社交关系发展。**更重要的是，能进一步刺激酒精购买力。**

图表5. 醉酒后行为倾向占比



资料来源：网易数读，东亚前海证券研究所

作为低消费人群的年轻人，其在酒馆可以相同的花费换得更长时间的社交时间，酒馆的消费性价比凸显。此为酒吧业态中，深耕平价领域玩家的核心竞争力。

在众多社交导向消费中进行横向对比。游玩桌游/密室过程中，能够形成有机的互动关系，同样具有较高的社交效率，但其游玩时间一般短于平均饮酒过程，且其受众面较小，娱乐场景有限。其他的消费行为社交层面的竞争力更为有限，因其互动关系较弱，时间与效率层面均不及酒吧水平。**另外，酒吧还普适于各类社交规模与社交关系。如下图，将社交效用视为社交时间与社交效率的倍乘函数，则酒馆行业可在同等条件下为消费者社交贡献最大的乘数效应。**

图表6. 典型社交导向消费对比

	社交时间	社交效率	社交效用	人数	社交关系
酒吧（清吧）				☑小规模 ☑群体	☑熟人 ☑陌生人
桌游/密室				☑小规模 ☑群体	☑熟人 ☑陌生人
KTV				☑小规模 ☑群体	☑熟人 ☐陌生人
棋牌室/网吧				☑小规模 ☐群体	☑熟人 ☐陌生人
餐饮				☑小规模 ☑群体	☑熟人 ☐陌生人
购物				☑小规模 ☐群体	☑熟人 ☐陌生人
电影				☑小规模 ☐群体	☑熟人 ☐陌生人

资料来源：东亚前海证券研究所

1.2. 行业分类：酒馆四类型中清吧为主流赛道，且最易实现规模发展

1.2.1. 四类型酒吧形态各异，满足个性化娱乐、社交需求

广义口径的酒吧是夜间开放用以专门饮酒的场所。酒馆行业主要面向年轻人群体。Z 世代（Generation Z）特点为重视社交、当下消费能力有限，追求潮流与自由，其对于新鲜业态接受度高，更趋于接受娱乐性质、流行化的夜间生活方式。

主要分为四种类型：清吧、夜店、Livehouse、精酿啤酒屋。

清吧内销售啤酒、鸡尾酒、红酒等，辅以小食，适合与朋友喝酒聊天；清吧中又分为播放背景音乐与歌手驻唱两种模式；清吧模式的单店面积较小，店员服务较简洁，因此更容易复刻优秀的商业模型；相较夜店定位人群偏低端，客单价较为平价，因此覆盖更多人群需求，在四种类型酒吧中规模化程度最高。据统计，近来年我国酒吧市场清吧占比超过 8 成。

夜店现场包括 DJ、舞池、卡座，其中音乐元素最为重要，因此又被称为嗨吧/迪吧，夜店中人均消费较高，酒饮+入场费的花费通常在 500 元以上，上不封顶。

图表7. Livehouse 现场，吧台位于舞台侧方



资料来源：银川铜管 Livehouse 实景，东亚前海证券研究所

图表8. 精酿啤酒屋门店布局



资料来源：牛啤堂实景，东亚前海证券研究所

Livehouse 为夜间室内的演出现场，通过演出获客，要求场地达到乐队演出级别，无演出日程则类似清吧模式。在购买演出门票进入场地后，酒水为可选消费，属性更加偏重文娱现场。

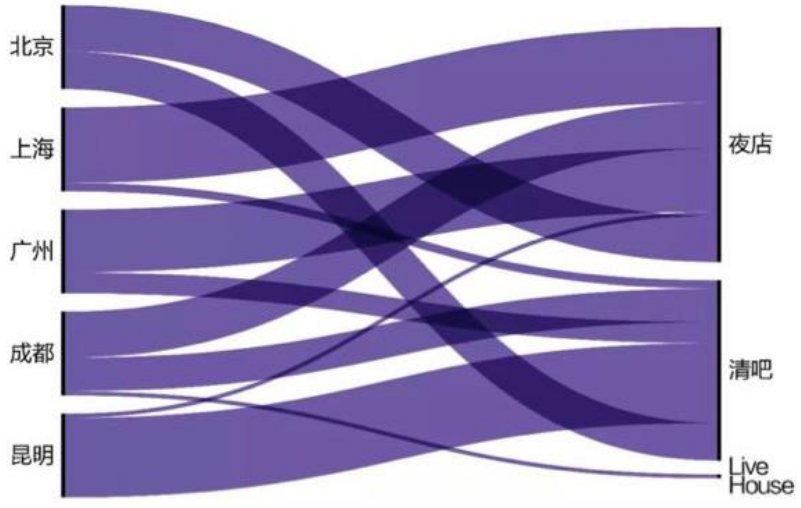
精酿啤酒屋与清吧模式较为接近，核心卖点为精品化的啤酒单品，其与啤酒品牌合作较紧密，是啤酒厂牌重要的销售渠道。搭配销售网红款汉堡、炸串等，打造高端产品定位。

图表9. 不同类型酒吧对比

	清吧/酒馆	夜店/嗨吧/迪吧	Livehouse	啤酒工坊/精酿啤酒屋
定位	低端/中端/高端	中端/高端	中端	中端
客单价	50-150 元不等，可能更高	500 元以上	150 元以上	150 元左右
收入结构	酒；酒+小食	酒；酒+入场费	酒+演出门票	啤酒+小食
单店面积	普遍较小	普遍较大	较小或较大	较小或较大
代表性门店	海伦司、猫员外、贰麻酒馆	MODU、ECHO CLUB、PLAYHOUSE	MAO Livehouse、欧拉艺术空间、育音堂	悠航鲜啤、京 A、牛啤堂
规模化程度	偏高，海伦司门店数最多	低，PLAYHOUSE 等多地运营	低，仅 MAO Livehouse 连锁	低，少数厂家连锁
细分方向	无/轻/重餐饮、有无驻唱	有无卡座	演出场地型、小酒馆型	-

注：本文较为关注酒馆作为第三空间的消费属性，优布劳精酿、泰山原浆啤酒等大部分门店面积极小，为闪送模式，未归为啤酒工坊/精酿啤酒屋类别中
资料来源：大众点评，美团，东亚前海证券研究所

图表10. 高价酒吧 Top20 中，夜店、清吧各占一半



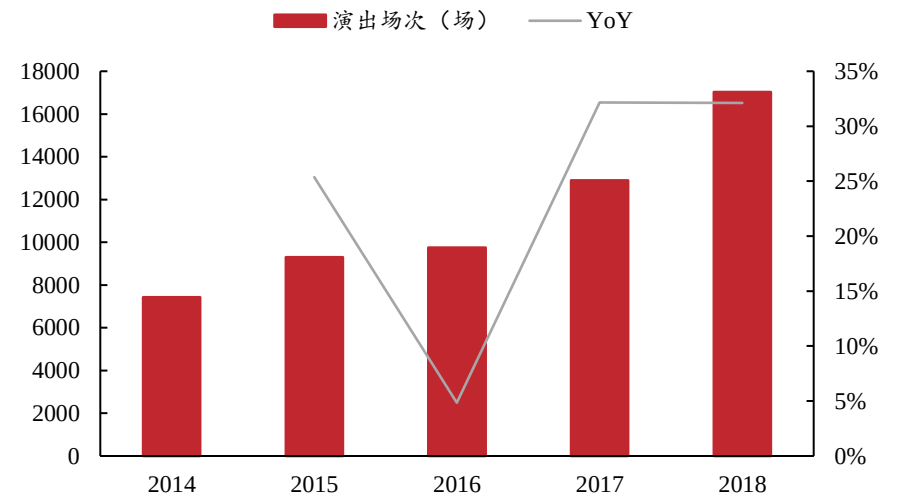
资料来源：中国城市中心，东亚前海证券研究所

1.2.2. 清吧最可能实现规模化发展，关注清吧行业未来机会

Livehouse：

Livehouse 行业在疫情以前规模增速较快，但疫情之下受损严重。Livehouse 通过现场演出吸引顾客进场消费以实现演出门票、酒水收入，2014~2018 年中国 Livehouse 行业演出总场次由 7419 场增长至 17024 场，四年内 CAGR 达 23.08%。2020 年疫情出现以来，由于对于大规模人员聚集的公开活动限制严格，导致 Livehouse 行业普遍缺乏充足演出内容，大部分 Livehouse 在 2021 年内运营仅演出 100-250 场，疫情三年时间内行业出清严重。

图表11. 2014~2018 年中国 Livehouse 行业演出场次



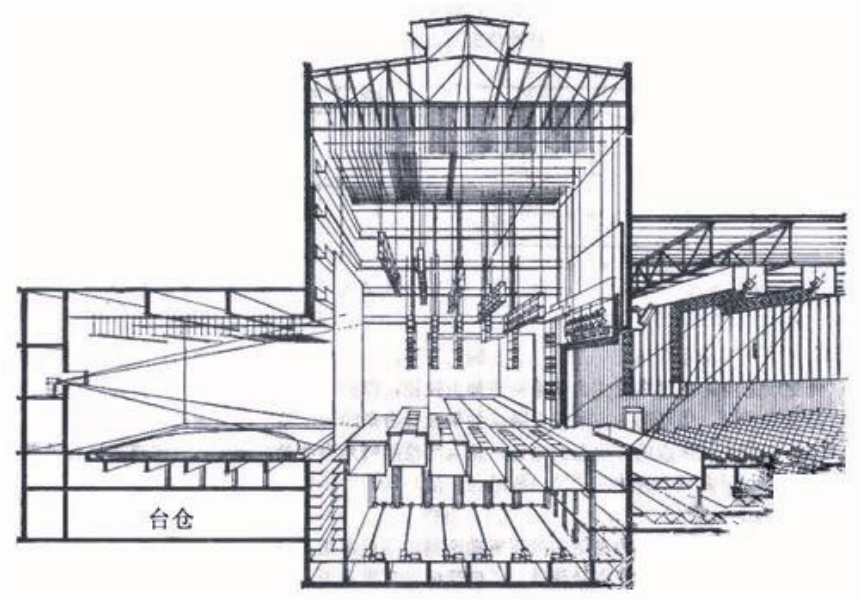
资料来源：道略音乐产业研究院，东亚前海证券研究所

我们判断 Livehouse 公司未来实现规模化发展的可能性较小。

第一，中国音乐演出容量本身有限。Livehouse 的盈利模式主要集中在演出门票收入分成方面。调研信息显示，演出票房为 Livehouse 的首要收入来源，酒水吧台、非音乐演出活动的场地出租费在整体收入排名中位居第二、第三。根据我们的统计，网易云音乐内收录的华语乐队总数 990 支，且其中包括已解散乐队、历史上活跃乐队，对比德国柏林流行、摇滚乐队 1000 余支，我国乐队体量甚至不及欧洲单座音乐氛围较浓厚的城市。

第二，规模化发展对于 Livehouse 公司盈利提升有限，公司较少能从多店品牌连锁之路中受益。高质量的演出、观演环境和服务是 Livehouse 发展的基础，Livehouse 中的舞台设备、灯光系统、音响系统等硬件设施标准化较为容易，但场地设计、场地运营难以标准化复制。以开店十余家店的 MAO Livehouse 为例，虽然其品牌形象、硬件标准、档期管理方式统一度较高，但各店的演出内容方面差异度较大，难以建立起有效的品牌风格锚点。且目前连锁 Livehouse 开店数量均较少，未能建立起全一二线城市覆盖的 Livehouse 网络，不能有效的承接各支乐队全国多站式巡演需求。目前仅 MAO Livehouse、ModernSky Lab、Vox Livehouse 采取多城市连锁化经营模式。

图表12. 演出照明灯光设计



资料来源：艾维音响网，东亚前海证券研究所

夜店：

夜店的消费群体集中在一二线城市，其扩张潜力较差。夜店模式的娱乐场所，多数有固定入场费，因此消费下限一般为 500 元左右，且其客单价普遍较高，平均介于 1000-2000 元之间，因此其消费群体与开店地域有一定限制，集中在一二线城市，下沉市场的扩张潜力相较小酒馆模式较差。

夜店门店面积较大，且标准化能力较差，因此扩张速度受牵制。夜店门店面积较大，单店面积均超过 1000 平方米，其经营逻辑类似大单店正餐品牌同庆楼，其特点为单店营收极高，具备一定竞争壁垒，但门店扩张速度受限。夜店的核心竞争力为 DJ 表演能力、活动策划能力、氛围制造能力，其标准化程度较差，且夜店在前期准备过程中需要优秀的娱乐设计团队参与，因此较不具备快速扩展的潜力。

图表13. 各家夜店总占地面积

夜店	地址	面积
AKOMA	西安	936 平方米
SPACE PLUS	广州	1200 平方米
EGO	北京	3000 平方米
Supermiu Night Club	青岛	4000 平方米
赫兹音频实验室	佛山	6000 平方米
OPUS	合肥	6000 平方米
230 Fifth Rooftop	纽约	22000 平方英尺
Fabric	伦敦	25000 平方英尺

资料来源：WORLDSHOW，影像骑士，电子音乐资讯，广州 MEGA，EGO 酒吧，HOOLI 纽约，DjaneMagOfficial，东亚前海证券研究所

夜店的新店低价营销策略与其高固定成本单店模型之间存在矛盾。夜店品牌新开店一般需要低价策略营销。夜店集中于人均消费能力较高的一二线城市，一二线城市开店有一定的饱和度，在新店进入过程中，需要流量导入，低价营销策略较为普遍。

而夜店模式固定成本较高，其主要分为租金成本、人力成本。租金方面，夜店选址城市中心地段，大单店对应的租金成本占营收比重普遍较高；人力成本方面，音乐元素为夜店中的重要一环，夜店中 DJ 时薪较高，且在夜店运营前期需要聘请“气氛组”充场。

图表14. 夜店人员配置数量较多，人工成本占比较大

部门	人员数量	薪资	备注
夜店销售	各店不同	按业绩提成	
Rapper、DJ	流动	80 万+/月	中大型夜店每周都会邀请不同量级艺人
总部人员	各品牌不同	平均单店 20 万/月	采购、人事、后勤、财务、IT 部、视频、集团高管等
舞池、卡座充场	30 人+	200-300/天人	
女团男团	各店不同	600-800/天人	
门店市场部	各店不同	10 万+/月	总监、执行、策划、美工等
门店音乐部	各店不同	10 万+/月	总监、DJ、VJ、舞者等
门店灯光部	各店不同	9 万+/月	
门店工程部	2-4 人	2.1 万+/月	
门店厨房部	5-6 人	5 万/月	
前台	6 人	4 万+/月	
服务员	35-45 人	10 万起/月	不含小费
保安	20-30 人	10 万起/月	不含小费
保洁	8-10 人	4 万/月	轮班制
存酒值班员	6 人	4.5 万+/月	轮班制
吧台调酒员	4 人	3.2 万/月	

数据调研来源：多家上海大型夜店
资料来源：JK 玩乐指南，东亚前海证券研究所

连锁夜店与单体夜店区别主要在于运营经验差距，前期运营流量导入的难点在品牌夜店中同样无法回避。因此夜店新店运营前期的让利爬坡过程不能兼容其门店模型的高固定成本占比特征，导致连锁夜店前期的运营压力同样较大。

精酿啤酒：

精酿啤酒屋处于较初级的发展阶段。《2022 中国精酿酒吧白皮书》数据，精酿啤酒屋中仅 2.5%实现较大幅度的盈利，77%的精酿酒吧仅处于勉强维持状态，其余品牌目前处于亏损状态。

品牌精酿啤酒屋中，仅外送门店规模化程度较高，餐饮+酒饮模式品牌由于经营模式特点导致扩张难度较高。目前精酿啤酒赛道中开店规模较高的有，优布劳精酿啤酒开店 1000 家，泰山原浆啤酒开店 458 家，其门店特点为平米数较小，门店主要服务于精酿啤酒的外送、外带。经营模式为餐饮+酒饮的规模化开店精酿啤酒屋，其中玩夫精酿开店 177 家，黑蔓精酿小酒馆开店 83 家。以上品牌由于餐饮 SKU 数量较多，菜品标准化程度较低，运营难度较高，难以在高速扩张门店的同时兼顾菜品、酒品质量。

单体精酿啤酒屋由于资金体量有限，且在品牌、客流、供应方面存在诸多限制，故其距离进入连锁化发展阶段较远。根据媒体调研，受疫情扰动影响，2022 年成都市仅 20%创业精酿啤酒屋品牌可持续经营超一年时间。其主要原因为新开店认可度较低；精酿啤酒大部分为国外品牌，其供应链稳定难以保证，物流、存储成本上升降低门店毛利率。

不同酒馆经营业态差异较大，除清吧以外，其他酒馆赛道中公司与规模化发展路径的兼容性较差，其较为适应于单打独斗的单店竞争行业格局。

因此，未来我国居民日益增长的室外饮酒+社交需求将不断涌向以海伦司为代表的品牌清吧，清吧体量有望沿行业成长速度实现不断扩容，而夜店、Livehouse、精酿啤酒屋等酒馆业态仅作为非主流酒饮社交模式，实现夜间酒馆消费选择的多元化补充。

故下文着重分析连锁化、规模化发展潜力更大的清吧行业。

2. 英国清吧：行业发展至成熟阶段，多因素影响酒馆数量下降

2.1. 行业简介：英国酒馆行业进入成熟周期，以加盟酒馆为主

2.1.1. 英国酒馆行业历史悠长、消费习惯稳固、发展阶段成熟

英国盛行酒馆文化。酒馆在英国被称为英格兰之心，英国由于时常出现阴郁天气，故室内酒馆成为英国人社交、聚会的首选地点，在酒馆中观看足球比赛是英国人常见的集体娱乐活动。

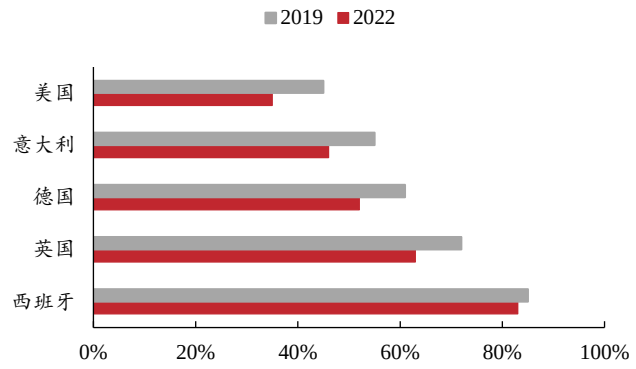
英国酒馆行业发展已经较为成熟。欧洲拥有较长时间的饮酒历史，英国有多家历史千年的酒馆。步入 19 世纪后叶，随比尔森等品牌啤酒实现批量生产，英国人的饮酒量迅速高涨；1930 年代，地下室酒吧在英国的工人阶级内流行，酒吧内环境普遍较差；随格林黑标啤酒、霍夫迈斯特窖藏啤酒、卡索曼啤酒等品牌啤酒广告的推广效应显现，1970 年代的英国开始出现第二轮人均饮酒量的增长，至此英国的酒馆行业已经发展极为成熟。

英国人有明显的外出饮酒的习惯与文化，这代表着英国酒馆的受众基础广泛，民众饮酒偏好极高。2022 年，英国民众有 63%的啤酒消费发生在室外，世界范围内仅低于西班牙、葡萄牙、爱尔兰，世界各国家室外啤酒消费占比在疫情发生之前更高，英国 2019 年室外饮用啤酒占消费总额的 72%。

英国人在度假过程中更偏爱前往酒吧消遣。Statista Global Consumer Survey 调研数据显示，英国游客相较其他国家的游客在旅途出行中更加偏

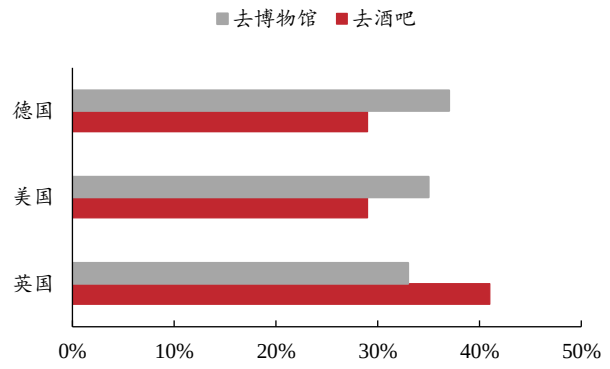
好去酒吧娱乐放松，其中 41%的英国受访者会在旅游过程中前去当地的酒吧。

图表15. 各国室外啤酒消费场景占比



资料来源：Statista Consumer Market Outlook，东亚前海证券研究所

图表16. 受访者在旅途中至少偶尔参与以下活动



注：2022 年 2 月，每个国家线上调研 1000 人，均为过去两年曾有旅游经历或未来一年计划出行的人
资料来源：Statista Global Consumer Survey，东亚前海证券研究所

英国酒馆行业同样分为酒馆（Pub）、酒吧（Bar）、夜店（Club）、Livehouse 等类型，清吧赛道中又可细分为酒馆（Pub）、酒吧（Bar）两种模式，二者之间区别如下：

酒馆（Pub）：购买、消费酒饮的场所，大多数酒馆都售卖葡萄酒、啤酒、烈酒等酒类，但不提供鸡尾酒。其提供的菜品较为全面，包括开胃菜、沙拉、汤、甜点、薯条、香肠等等。酒馆较为适合就近的朋友之间聚会，有一些酒馆为主题酒馆，比如体育酒馆、自行车酒馆、摇滚酒馆、爱尔兰酒馆、哥特酒馆等。

酒吧（Bar）：酒吧是专门供应啤酒、葡萄酒、烈酒、鸡尾酒等酒水的场所，其仅供应少数几种小食，酒吧一般开设在酒店、赌场、机场等场所内。

图表17. 酒馆（Pub）与酒吧（Bar）对比

酒馆（Pub）	酒吧（Bar）
售卖酒饮、餐食的场所	售卖酒饮，辅以小食
提供精心的餐食，包括牛肉汤、派、菜汤、烤鸡等等	仅提供少数几种小食、开胃菜等等
不售卖鸡尾酒	售卖鸡尾酒
独立开设	一般附庸于酒店、赌场、机场等场所

资料来源：PEDIAA，东亚前海证券研究所

英国酒馆主要以供应啤酒、果酒、烈酒、白酒为主，具体而言：以伦敦的 Pub 型酒馆 The Prince Of Greenwich 为例，其提供意大利正餐以及披萨等主食，酒类中分为啤酒、葡萄酒、烈酒三大类，其中啤酒中包括生啤酒、果酒、精酿啤酒等，烈酒中包括威士忌、伏特加、龙舌兰、鸡尾酒、杜松子酒、白兰地等类别，葡萄酒中包括红葡萄酒、白葡萄酒等类别。

2.1.2.加盟商为英国酒馆运营主力，啤酒绑定模式瑕瑜互见

英国酒馆行业中，啤酒绑定模式（Beer Tie）是指租户将自身经营利润与酒吧公司深度绑定，以换得租金减免空间的加盟酒吧经营模式。

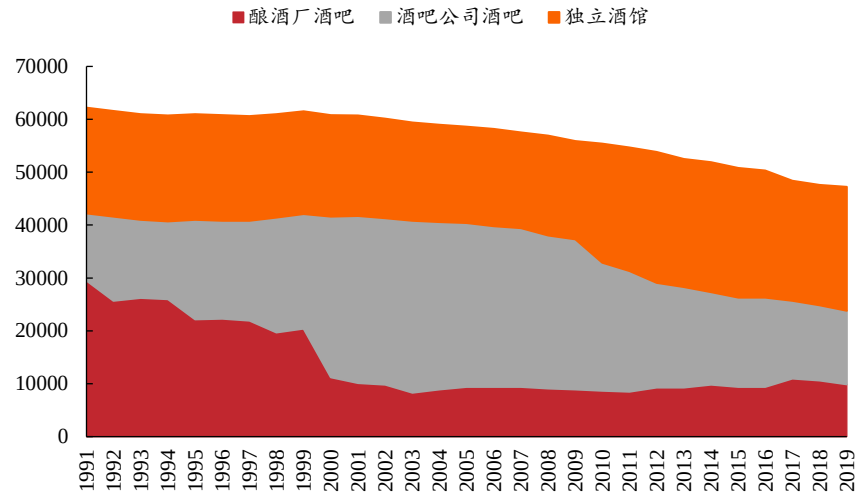
英国的酒吧公司出现于 1989 年，彼时英国六家国企酿酒商为 Allied、Bass、Courage、Grand Metropolitan、Scottish & Newcastle、Whitbread，在行业内规模最大。当时的 Beer Orders 规定，酿酒商规模不得超过 2000 家。酿酒厂建立旗下的酒吧公司目的是规避当时的监管要求，使得其酒馆数量可以突破 2000 家。而且，酿酒商指定旗下的酒吧公司售卖自己品牌生产的啤酒，不允许售卖对手方酿酒商的啤酒。

按照酒馆场地的归属权分类，英国酒馆主要分为自有房屋、租赁房屋、特许经营房屋。按照酒馆的经营模式分类，英国酒馆主要分为独立酒馆、直营酒馆、绑定协议租赁酒馆、非绑定协议租赁酒馆。

其中主要可分为以下三类：1）自有房屋、自主管理的独立酒馆，其采购啤酒不受任何酿酒厂品牌的限制；2）酒吧公司、酿酒厂旗下的直营酒馆，由其进行自我管理经营，包括 Mitchells & Butlers PLC、JD Wetherspoon PLC 等酒馆；3）租赁酒吧公司、酿酒厂旗下的租赁酒馆，其中包括绑定协议租赁酒馆、非绑定协议租赁酒馆两类，绑定协议下文详述。包括 EI Global PLC、Punch Taverns PLC 等酒馆。

啤酒绑定模式（Beer Tie）对应于第三类中的绑定协议租赁酒馆，其体量在英国酒馆总数中占比最高。2021 年英国全国共有酒馆 46350 家，其中仅半数酒吧为自有场地经营或不受限租赁模式，其售卖的啤酒完全不受品牌限制，顾客在酒馆中消费选择限制较少。另外半数酒馆为租赁酒吧公司、酿酒厂旗下的租赁酒馆模式。英国租赁酒吧自 2009 年以后退出较快，2018 年英国租赁酒馆总数约为 25000 家，其中酒吧公司（Pubco）酒吧约 15000 家，啤酒厂（Brewers）酒吧约 10000 家。

图表18. 英国各经营模式酒馆结构（家）



资料来源：Pub Statistics，BBPA 2020，东亚前海证券研究所

租户以较低的费用租用酒吧公司（Pubco）、啤酒厂的酒吧，但以更高的价格从酒吧公司或是其指定的供应商处采购啤酒，这一采购溢价可视为隐性租金。Punch Taverns 等英国酒吧公司拥有 9000 家以上通过啤酒绑定模式加盟的酒吧。

优点：投资者启动资金较小，仅约为 2 万英镑，对比独立经营酒馆前期启动费用 25 万英镑，进入门槛更低，经营压力更小。

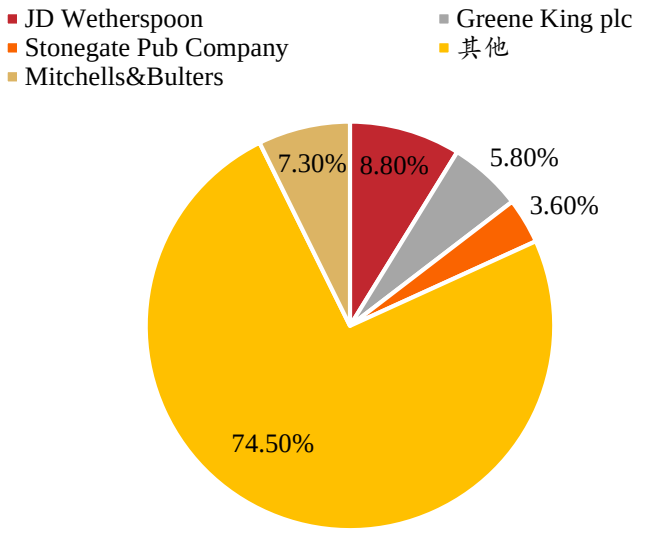
缺点：绑定协议租赁酒馆由于需要负担更高水平的租金，因此啤酒绑定模式的业主利润盈利能力普遍不及独立酒馆。英国绑定租赁酒馆模式近十年间变化不大，仅 2016 年出台 Pub Code 进一步规范租赁双方关系，因此 2013 年数据仍具有一定参考意义。2013 年，英国的绑定模式加盟酒馆平均每年盈利仅 13000 英镑，其中 60%的酒馆每年盈利不及 10000 英镑，在酒馆公司绑定协议租赁酒馆、地区酿酒商绑定协议租赁酒馆之中，仅 20%、28%的酒馆年盈利超过 15000 英镑。因此，近十年间英国绑定模式酒馆出清现象较明显。

2.2. 行业发展：英国酒馆行业规模下降，主要受税率水平牵制

2.2.1. 英国酒馆数量近年来持续下降，多重因素拖累行业规模

英国酒馆行业处于行业发展的成熟阶段，其市场集中度水平相对最高，酒馆总量呈下降趋势，但目前下降幅度已经趋缓。2019 年英国酒馆行业 CR4 占比 25.50%，为各国酒馆行业中最高水平。英国酒馆（Pubs）总数在近 40 年内持续下降，从 1980 年的 69000 家降低至 2021 年的 46350 家。

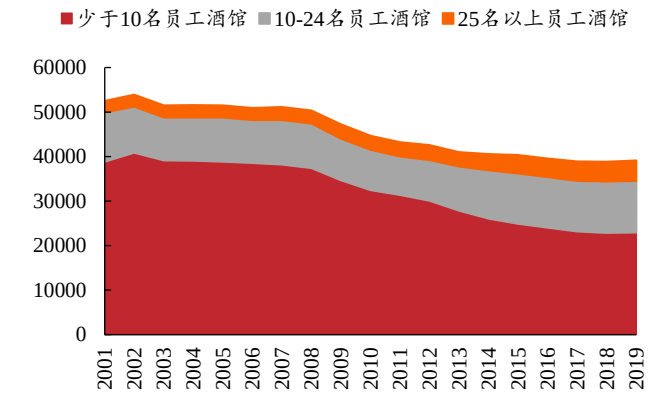
图表19. 2019 年英国酒馆行业市场份额



资料来源：ONS，UK Business Counts，东亚前海证券研究所

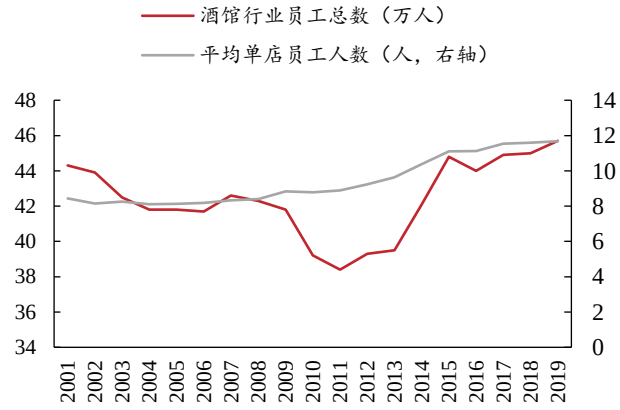
英国的小型酒馆退出最迅速，单店员工数量高的酒馆规模保持平稳。英国员工数少于 10 名的酒馆数量由 2001 年的 38830 家迅速下降至 2019 年的 22925 家。另一方面，10-24 名员工规模的酒馆数量在 20 年间保持平稳，25 名以上员工规模的大型酒馆，其酒馆总数由 2001 年的 2560 家上升至 4610 家。说明中等以上规模酒馆单店经营管理效率相对更优，且抗风险能力更好。英国酒馆行业平均单店员工数上升也说明行业规模收缩之下，行业机会愈发向酒馆大店倾斜。

图表20. 2001-2019 年英国各规模酒馆数量（家）



资料来源：Office for National Statistics – Inter-Departmental Business，东亚前海证券研究所

图表21. 英国酒馆行业员工总数与平均单店员工数



资料来源：Office for National Statistics – Inter-Departmental Business，东亚前海证券研究所

近年以来以下事件对英国酒馆行业影响较大：

2014 年，英国自由民主党议员 Greg Mulholland 提出啤酒绑定模式改革，防止酒吧公司滥用权利，导致向租户既收取高酒吧租金，又收取高啤酒采购价格的情况出现。租户租赁合约到期后，可以更换绑定的酒吧公司，还可以自由选择租金协议，在非绑定协议租赁与绑定协议租赁之间自由选择。

2016 年 7 月生效的 Pub Code 保证绑定租赁的租户利益，提高行业内绑定租赁模式的透明度，公平的对于租金水平进行评估，且允许租户在特定情况下解除捆绑租赁关系。进一步规范绑定租赁关系，使得酒馆公司短期内受损较严重，但从长期角度分析，加盟盈利模式走向成熟、规范，有利于加盟规模的稳定甚至扩张。

2020 年，年初新冠疫情爆发，一方面整体经济情况受到影响，另一方面英国政府对于新冠疫情的防控政策导致大规模酒馆闭店，闭店期间发生的亏损直接导向了酒馆行业在 2020、2021 两年内规模进一步出清。英国国内大部分防疫限制已于 2021 年 7 月中旬取消。

2022 年 9 月，英国政府正提议将此前通过的葡萄酒征税计划（将酒精度在 11.5%-14.5%之间的葡萄酒按 12.5%征税）废除，并且向 20L 小桶啤酒提供税收减免，以助力小酒厂恢复业务，提振酒馆经济。

目前能源价格上升，使得酒馆行业进一步受到拖累。2022 年 10 月，英国家庭用户燃气、电费账单增幅 80%，由于政府不规定商业用户能源价格上限，英国全酒馆行业的能源账单涨幅约为 150%，部分酒馆的增幅接近 300%，酒馆行业预计将延续关店趋势。

2.2.2. 原因：较高啤酒税率为主因，且受禁烟令、人均饮酒量下降影响

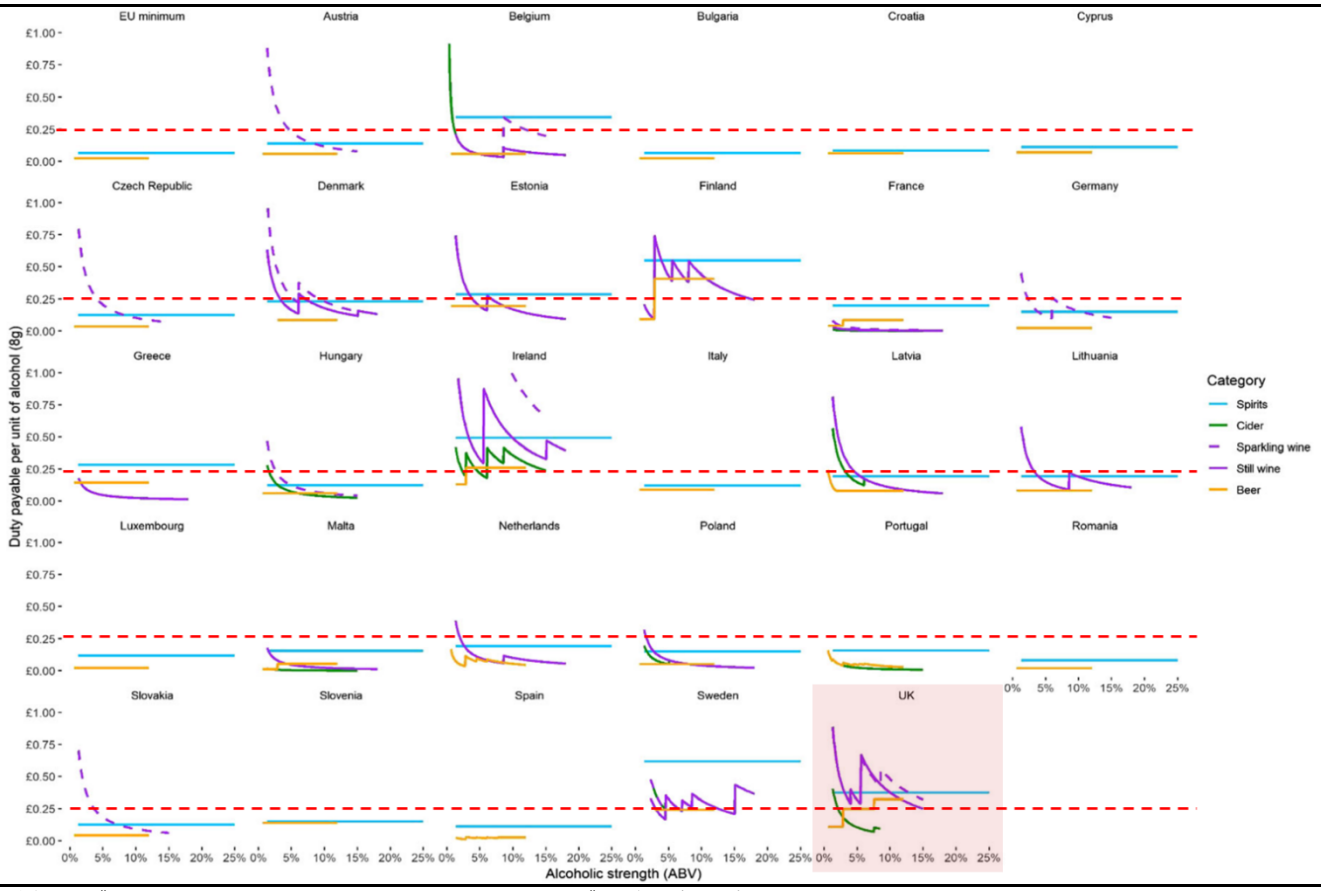
原因 1：税收

酒馆啤酒税率上涨为驱动英国酒馆行业规模下降的主因。酒税基于公共卫生安全角度设立，目的为减少社会上酗酒问题，因此政府对于高酒精度数酒类的限制更加严格。大多数国家针对酒精浓度更高酒类设立了更高水平的税率，一般情况下单位酒精对应税率排序为烈酒>葡萄酒>啤酒。

英国除果酒税收较低以外，其余酒类税率水平区分度不强。而相较其他国家，英国政府税制上并未设置阶梯化的税收标准，英国方面除果酒以外，其余酒类税收均处于较高水平。英国向酒精浓度 7.5 度的一单位苹果酒、啤酒、葡萄酒、烈酒分别征税 0.07 英镑、0.25 英镑、0.50 英镑、0.37 英镑。

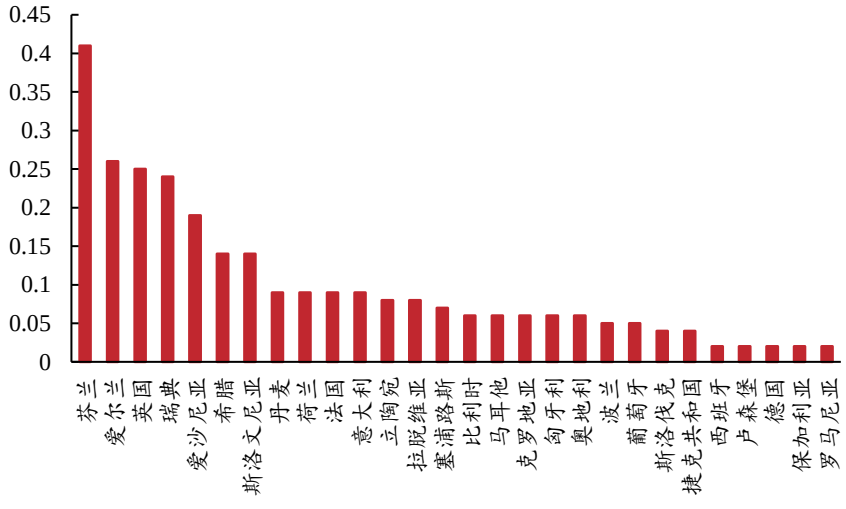
目前英国啤酒税率相对较高，远高于其余欧洲国家。以酒精度数 5 度的啤酒为例，英国单位税收 0.25 英镑。各国向啤酒、烈酒征收的税率并不随其酒精浓度发生变化，对比其余国家，发现大多数国家的各酒精浓度范围内的啤酒、烈酒税率均在该水平以下。仅有芬兰以单位酒税 0.41 英镑水平酒税高于英国，单位酒税 0.26 英镑的爱尔兰与英国相近。

图表22. 酒精浓度与单位酒精税收



资料来源：《Comparing alcohol taxation throughout the European Union》，东亚前海证券研究所

图表23. 各国 5 度啤酒的单位酒税（英镑）



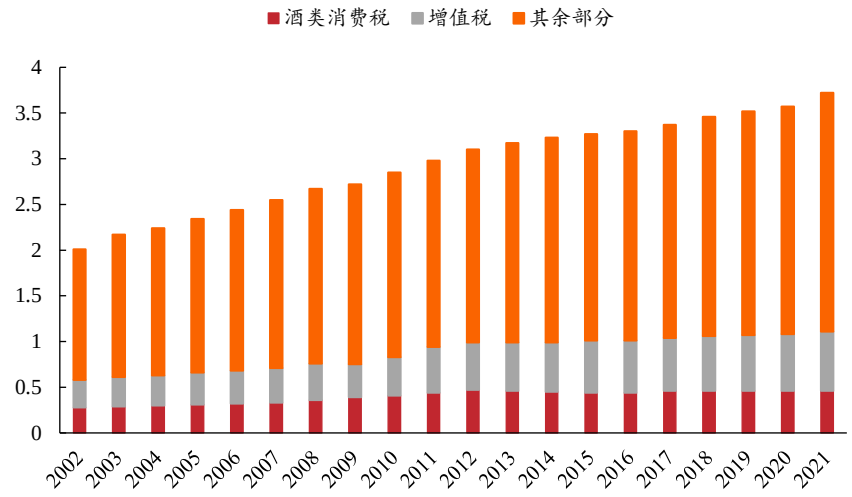
注：单位酒精=10 毫升乙醇

资料来源：《Comparing alcohol taxation throughout the European Union》，东亚前海证券研究所

英国啤酒税率不断上调，导致近年以来英国啤酒价格上涨较快。近 19 年来，英国每品脱啤酒价格持续上涨，其由 2002 年的 2.02 英镑，上涨至 2021 年的 3.72 英镑，年均增速约为 3.27%。酒类税收额提高是近年以来酒

价上涨的重要因素。英国啤酒价格中包含了酒税以及增值税，在每品脱啤酒价格中，酒税金额每年小幅度上升，说明单位酒精含量征税金额在高位保持上升趋势。另外，每年啤酒价格保持小幅的自然增长。故近 20 年间，酒税、增值税在啤酒总售价中占比基本保持不变。

图表24. 英国每品脱啤酒价格构成（英镑）



资料来源：British Beer & Pub Association，ONS, BBPA，东亚前海证券研究所

英国对于酒馆出售啤酒较超市出售啤酒征收更高税率，导致酒馆内啤酒售价大幅高于超市售价。2021 年，英国超市中一品脱啤酒的平均售价介于 1.35-1.5 英镑之间，而根据英国国家统计局数据，英国酒吧内啤酒售价 3.88 英镑，约为超市价格的三倍。

原因 2：禁烟令

英国在室内公共场所的禁烟令也部分抑制了酒馆行业的发展。2007 年 7 月英国开始执行禁烟令，要求全国依照《健康法案》禁止在封闭的公共场所、工作场所吸烟，这使得部分吸烟人群难以适应禁止吸烟的酒馆，从而转向在私人空间饮酒。

图表25. 英国禁烟令的实施过程

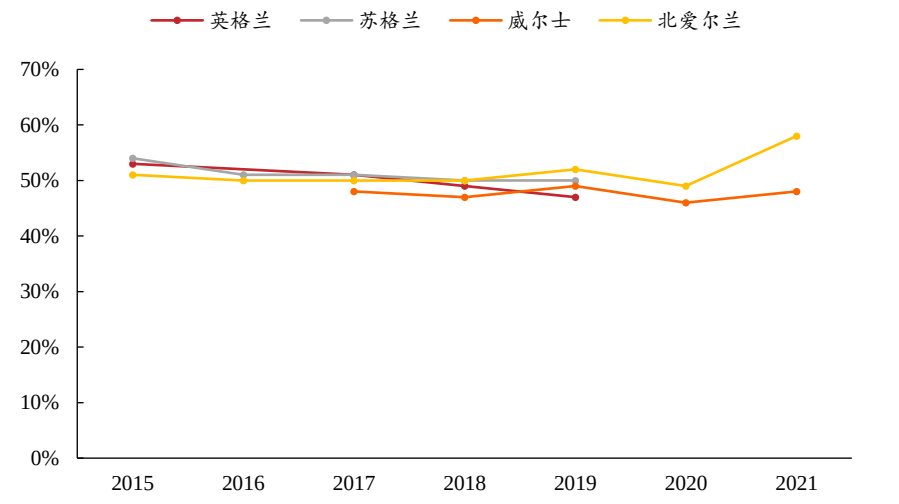
时间	事件
2004 年 11 月 16 日	公共卫生白皮书中提议在英格兰、威尔士的所有公共场所禁烟。禁烟计划分阶段实施，2006 年禁止在政府大楼吸烟，2007 年禁止在封闭的公共场所吸烟，2008 年底禁止在酒吧、酒吧和餐馆吸烟。
2005 年 10 月 26 日	经过内阁内部辩论，政府宣布继续计划。但这一议题受到部分争论，一些议员试图推翻该法案。11 月 24 日，英国政府公布了公众调研结果，近 90%的受访者希望全面禁烟。
2006 年 1 月 11 日	政府宣布由议员对《卫生法案》修正案进行自由投票。
2006 年 2 月 14 日	英国下议院首次对修正案进行表决，将禁令扩大到除私人俱乐部以外的所有封闭的公共场所。修正案以绝对多数获得通过。这项立法同时得到了上议院的通过。
2006 年 11 月 30 日	时任的卫生大臣公开宣布了这一禁令，该禁令计划从 2007 年 7 月 1 日开始正式生效。

资料来源：Wikipedia，东亚前海证券研究所

原因 3：人均饮酒量下降

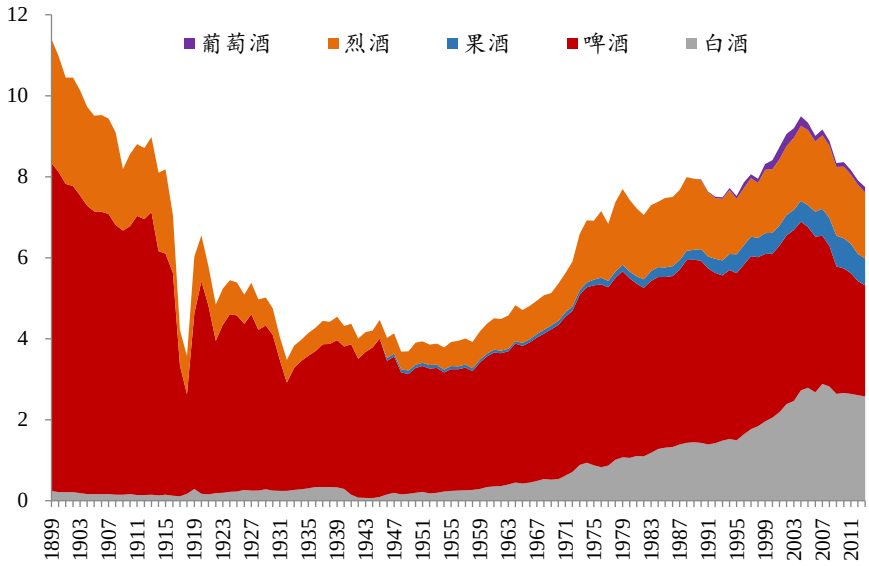
英国民众人均饮酒量下降在酒馆行业需求方面形成掣肘。从英国居民饮酒的频次看，英格兰、苏格兰、威尔士、北爱尔兰四个地区中居民饮酒频率相近，从 2015 年以后维持在 50%左右不变，且从 2020 年开始有小幅度上升的趋势。但 2003 年-2013 年人均饮酒总量呈下降趋势，说明近 40 年以来英国啤酒消费量下滑，其从进入千禧年以来受到需求减弱较大影响。

图表26. 英国国内一周至少饮酒一次的人数占比



资料来源：Health Survey for England, Scottish Health Survey, National Survey for Wales, Health Survey Northern Ireland，东亚前海证券研究所

图表27. 英国人均摄入纯酒精数量（L/年）



资料来源：British Beer and Pub Association，东亚前海证券研究所

2.2.3. 现象：商超、酒吧间啤酒销量存分化，消费需求向其他酒类转移

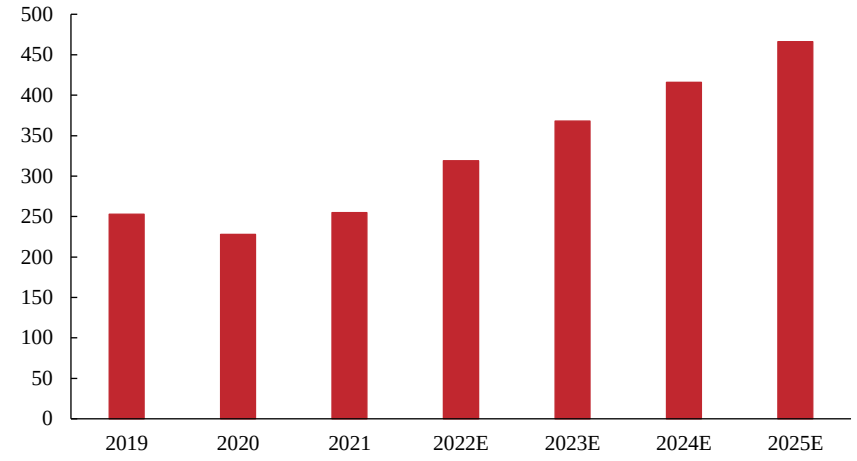
现象 1：

英国民众的消费需求正由传统啤酒向果酒、烈酒、无酒精啤酒等酒类转移，多元化的酒饮消费对于下滑的啤酒销量形成部分补偿。近年来，有较多一部分饮酒者由啤酒转向葡萄酒、无酒精饮料等酒类。一方面，英国啤酒税收对啤酒消费产生抑制作用；另一方面，近年以来英国酒精产品丰富度提高，消费者对于酒类的品质、口感上的追求有一定差异化的选择。

从上图数据看，1950 年以后，英国民众在酒精消费上选择增多，烈酒、白酒占比显著增加，果酒占比从 1980 年代以后明显增加，1990 年代以后，葡萄酒成为酒精消费新选择。由于果酒、葡萄酒等酒类酒精浓度较啤酒更低，因此以上酒品消费量的占比相较于酒精摄入量上的提升趋势更加明显。

无酒精啤酒成为英国饮酒一族新选择。疫情以前 3 年，无酒精啤酒全球销售额均保持超 10%增速较快增长。2021 年，无酒精啤酒市占率仅不足 5%，未来市场空间仍较大。根据预测，无酒精啤酒全球销售额至 2025 年有望达到 466 亿美元，相较 2020 年的 228 亿美元规模翻倍。

图表28. 无酒精啤酒全球销售额预测（亿美元）

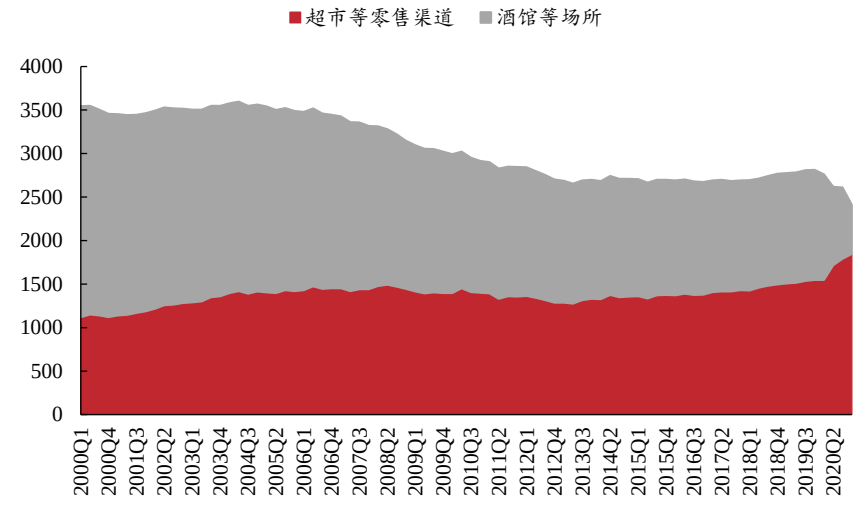


资料来源：Statista Consumer Market Outlook，东亚前海证券研究所

现象 2：

英国国内商超啤酒销量与酒吧啤酒销量走势从 2019 年开始出现明显分化，也对于以上结论形成支撑。英国啤酒消费总量多年来持续下降，其由 2000 年初的 3546.4 万桶下降至 2020 年末的 2413.1 万桶。英国在酒馆、餐饮的啤酒销量下降速度较快，其由 2000 年初的 2428.1 万桶下降至 2020 年末的 568.9 万桶，20 年间 CAGR 达到-7.00%。国内用于商超出售的啤酒消费规模每年均可保持增长，由 2000 年初的 1118.3 万桶增长至 2020 年末的 1844.2 万桶。

图表29. 2000 年-2020 年英国啤酒年度消费总量（年度移动平均，万桶）



资料来源：British Beer & Pub Association，东亚前海证券研究所

3. 中国清吧：单店模型跑通逻辑顺畅，疫后布局正当时，长期市场空间巨大

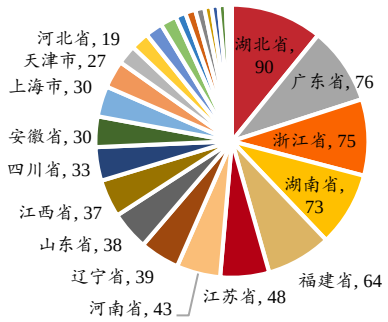
3.1. 门店打法：清吧单店模型优秀，围绕第三空间功能倾心打造

3.1.1. 清吧行业单店模型优秀，各家清吧经营特点各异

清吧赛道中，具备区域竞争力的酒馆品牌数量较少。海雾里主要在川渝、中南地区发展，Perry's 集中在上海、广东两地，其在中国某一特定地区内存在优势，尚未经历全国范围的推广验证。其余酒馆品牌未实现规模化。

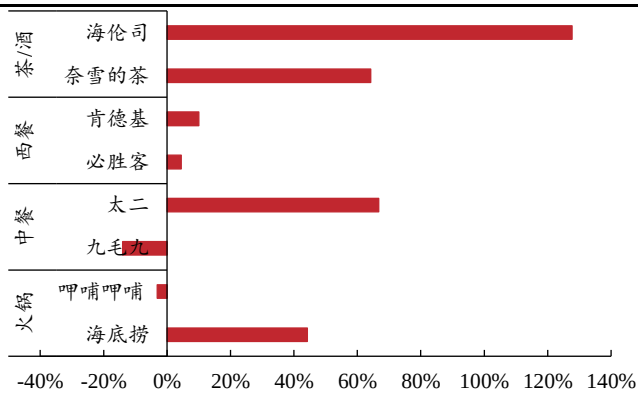
海伦司作为酒馆行业龙头，其开店规模最大、开店省份最多。大陆地区共经营 829 家门店（另有一家门店在中国香港尖沙咀），仅青海、西藏两省暂未开店。根据窄门餐眼数据，2019/2020/2021 年公司净新开门店分别为 113/95/319 家，2022 年内截至目前净新开 239 家门店，三年 CAGR 127.66%，在各餐饮企业中排名第一。

图表30. 2022 年 9 月海伦司各省市门店数量（家）



资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所

图表31. 各餐饮企业门店数量近三年 CAGR



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

单店模型分析：

营业额：2021 年 Perry's 单店日营业额 1.81 万元，胡桃里 6 万元，海伦司 9229 元。**原因：**1）海伦司客单价 70-80 元，对比 Perry's 的 90-150 元，胡桃里的 120 元以上，为行业最低。2）Perry's、胡桃里为大单店模式，单店面积均在 500 平米以上。3）胡桃里营业时间横跨中午、晚间两个时段。

翻台率：酒馆行业与一般餐饮行业之间的关键区别在对于翻台率的理解差异上。顾客平均消费时长增加，翻台率降低。但一般餐饮企业中顾客消费时长增加无助于增加消费额，酒馆行业中，由于顾客更关注时间弹性更大的社交，而非享用一顿餐食，普遍存在二次点单现象，顾客消费时长与消费额近似呈线性关系。

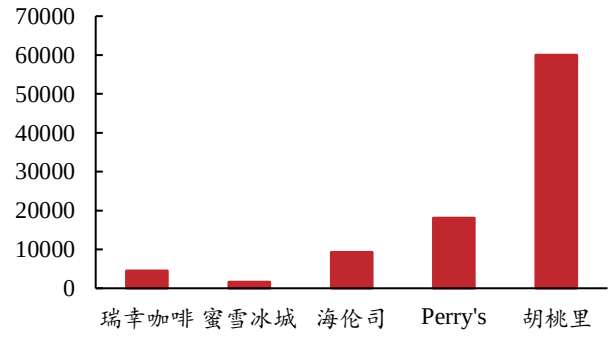
以此为前提再看酒馆行业翻台率。以海伦司为例，根据公司披露信息，我们估算海伦司各年的翻台率均在 1-2 之间，低于主流餐饮行业上市公司的 3-5 水平。**原因：**1）酒馆经营时间短于餐饮企业。海伦司营业时间从 19:00 至次日 2:00，仅 7 小时，一般餐饮企业均横跨中午、晚上两个时段。2）顾客在酒馆内消费时间较一般餐饮企业更长。

翻台率除了反映客户消费效率以外，还指向的是疫情恢复程度（关店影响+餐饮消费习惯转向居家）、新店爬坡速度、长期内品牌力的变化。疫情恢复程度对于全行业形成总体影响，未来疫情转好情况下，新店成熟速度也同步加快，翻台率预计向上。

坪效：海伦司坪效 0.95 万元/平米，Perry's 坪效 1.18 万元/平米，均低于高端酒馆胡桃里的 4.32 万元/平米，低于均值大于 2 万元/平米的火锅、快餐行业。说明相同商圈开店的各家餐饮店租金相同，客单价低的品牌相应日营业额更低，固定支出的租金成本占比更高，疫情关店对公司的负面冲击力度更大，**相应的疫后恢复弹性更高。**

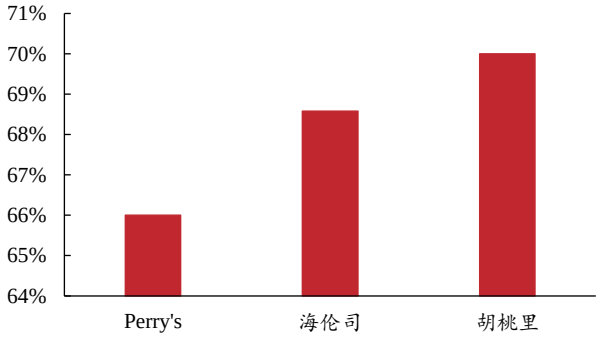
毛利率：2021 年，海伦司自有品牌酒饮毛利率 80.2%/第三方品牌酒饮毛利率 48.8%/平均毛利率 68.58%，与 Perry's 的 66%、胡桃里的 70%均相近，其他清吧毛利率暂无公开数据。同行由于高客单价、高单品价格原因，毛利率可达到六七成水平。海伦司能在啤酒单品价 10 元、饮料酒饮单品（桶装，毫升数大）均价 40 元的低价情形下，实现毛利率突围，依靠的是海伦司自有品牌的高毛利，目前行业中仅海伦司建立自有品牌酒饮。

图表32. 2021 年各餐饮企业单店日营业额对比（元）



资料来源：海豚社，蜜雪冰城招股书，海伦司年报，行业调研，东亚前海证券研究所

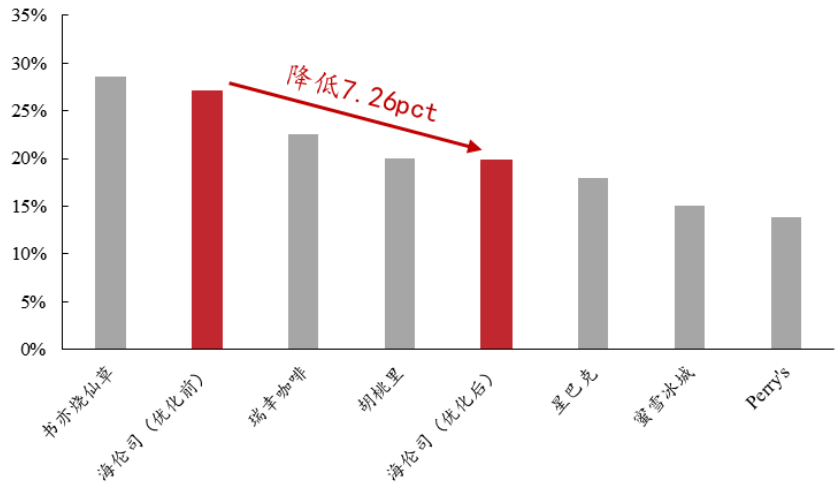
图表33. 2021 年清吧毛利率水平



资料来源：行业调研，公司年报，东亚前海证券研究所

员工费用：Perry's 单店日均员工费用 0.25 万元，胡桃里单店日均员工费用 1.2 万元，据估算，海伦司优化后单店日均员工费用约为 0.18 万元，优化前员工费用与 Perry's 大致相当。从员工费用占营业额比重看，虽然海伦司始终怀抱着精简门店员工配置的思路，但在 2021 年末公司优化单店模型以前，这一比值仍较大，为 27.09%；单店人员构成优化后，门店侧“员工费用/营业额”有望下降 7.26pct 至 19.83%，下降后处于行业内较低水平。Perry’s 由于其营业额基数大（为海伦司近 2 倍），故这一比值最低。

图表34. 各餐饮品牌单店员工费用占营业额比重对比



注：员工费用/营业额指标中，除海伦司（优化后）为理想单店模型估算，其余均为 2021 年数据

资料来源：公司调研，公司招股书，海伦司招聘海报，东亚前海证券研究所

租金：海伦司（单店面积平均约 350 ㎡）租金按照一线城市 146 元/平米月，二线城市 80 元/平米月，三线及以下城市 63 元/平米月估计，其余品牌（单店面积平均约 500 ㎡）按照行业较低值——营业额 15%估计。海伦司低线城市门店占比高，相较一线城市可节省 45%-57%租金成本；一线城市中，其相较于友商选址偏，平米数小，租金成本也存显著优势。

经营利润率：综上，Perry's 单店经营利润率 23.15%，胡桃里单店经营利润率 21.00%，海伦司在高毛利、低人工成本、低租金优势下，一线/二线/三线及以下单店经营利润率分别为 22.13%/23.20%/29.09%，平均单店经营利润率 25.25%，分别高于 Perry's/胡桃里 2.1pct/4.25pct。

图表35. 单店营业额&盈利对比（海伦司为理想单店模型）

	海伦司				Perry's	胡桃里
	一线	二线	三线及以下	平均		
单店日营业额（万元）	1.07	0.88	0.95	0.92	1.81	6.00
单店月营业额（万元）	12.89	10.54	11.38	11.08	54.17	180.00
单店年营业额（万元）	386.60	316.32	341.43	332.25	650.00	2160.00
单店面积（平方米）	350				550	500
坪效（万元/平方米）	1.10	0.90	0.98	0.95	1.18	4.32
毛利率	自有 80.2%/第三方 48.8%/平均 68.58%				66%	70%
单店日均毛利润（万元）	0.74	0.60	0.65	0.63	1.19	4.20
单店日均人工成本（万元）	0.18				0.25	1.20
单店日租金（万元）	0.17	0.09	0.07	0.09	0.27	0.90
单日折旧、摊销、水电（万元）	0.07	0.06	0.06	0.06	0.14	0.48
单日其他费用（万元）	0.07	0.06	0.05	0.06	0.11	0.36
单店日均经营利润（万元）	0.24	0.20	0.28	0.23	0.42	1.26
单店经营利润率	22.13%	23.20%	29.09%	25.25%	23.15%	21.00%
	海伦司				Perry's	胡桃里
	一线	二线	三线及以下	总计		
酒馆数（家）	90	458	310	858	51	310
年营业收入（亿元）	1.39	5.79	4.23	11.42	3.32	66.96
年经营利润（亿元）	0.31	1.34	1.23	2.88	0.77	14.06

注：海伦司单店日营业额、毛利率均值根据 2021 年年报计算，Perry's、胡桃里数据根据调研信息估算，海伦司单店日均人工成本为优化后估算（9 人，店长*1+员工*8），规模估计均未考虑疫情关店影响
资料来源：公司调研，海伦司年报，海伦司招股书，东亚前海证券研究所

3.1.2. 清吧作为第三空间具附加价值，各家清吧精雕细琢装修、音乐环节

相对于家庭居住空间、职场的第一、第二空间而言，第三空间是指城市中公共空间综合体。居民可以在家庭生活、职场生活之外，在城市的公共空间中与朋友、陌生人沟通交流，实现社交、休闲需求。

清吧以供应啤酒为主，其产品为主流零售啤酒品牌，因此清吧的价值创造环节在于其提供的第三空间属性。海伦司、Perry's、海雾里等酒馆内均供应市面上主流的瓶装啤酒，包括百威、1664、科罗娜、喜力等，另外包括鸡尾酒、烈酒等酒水品类。由于清吧内售卖啤酒品牌、品质与零售市场内较为同质，因此顾客进店消费较为看重清吧提供的第三空间价值，对于酒水质量方面的诉求较低。

就酒馆行业而言，明显存在公司利益与顾客诉求落脚点不一致的现象。虽然公司门店侧收入全部由酒饮及小食等贡献，但从顾客角度看，顾客更加关注平价酒馆作为第三空间为其提供的社交价值。清吧行业普遍通过高性价比的环境塑造，同好年轻人的聚集，弱化产品属性，突出其作为第三空间

的社交价值。**因此清吧内酒水的溢价部分本质上是第三空间属性的溢价体现，酒馆行业的核心价值也主要由空间价值组成。**

图表36. 电影《独自等待》中关于迪厅氛围感的人物对话

“没想到，我这么快就厌倦了这种声光，真是无聊透了。说实话，迪厅是个很傻的地方。是啊，想想，如果你把灯全打开，把所有的音乐都关掉，它会是一个什么样的地方?”

资料来源：电影《独自等待》，东亚前海证券研究所

以上台词解释了迪厅环境气氛的重要来源，同样适用于酒馆空间。**昏暗的环境、嘈杂的音乐是酒馆氛围感形成的最重要的组成因素。**通过昏暗环境+音效塑造酒馆氛围感，打造适合社交、休闲的夜间生活空间。

各家清吧围绕装修、音乐环节重点设计打造：

针对消费群体打造特色装修风格。以海伦司为例，海伦司酒馆统一采取了东南亚及中国少数民族的装饰，以暖色调的木制桌椅和灯光作为酒馆风格，营造店内温暖亲和的氛围，并且辅以玄关、门柱、艺术雕像等装饰，树立海伦司的品牌形象。目前公司还在广州、厦门、长沙的酒馆中进行欧式装修风格的探索。

音乐是酒馆独特氛围的重要组成部分。海伦司建立了全国统一曲库，选用的背景音乐基本是当下流行曲目，每周更新一次，较为满足大众的音乐审美偏好。通过智能音乐管理系统实时控制各家门店的背景音乐，标注每一首音乐的情绪标签，根据酒馆的营业时间、高峰期、消费人群自动调整音乐风格、音乐节奏与音量大小。

Perry’s 门店相较同业增加升级了各处声光电设备，舞台主持人负责调动现场气氛，根据情景播放相应音乐，与顾客进行互动。另外，夜店相较清吧提供更高的音乐附加值，夜店 DJ 负责排歌、演艺、互动，最讲究专业能力，每晚舞台中出现多位 DJ，每位 DJ 的月薪在 1.5 万-3 万之间。**不同模式音乐成本与效益依次增加。**

3.2. 短期看：餐饮行业结构性机会凸显，酒馆行业投资入场热度较高

3.2.1. 酒馆行业投资入场热度较高，跨界布局企业身影频现

我国酒馆行业目前投资入场热度较高。

其一体现为，获得各轮次融资的酒吧企业数量较多。2021 年获得融资的酒馆企业中，融资阶段主要集中在 Pre-A 轮融资以及 A 轮融资上，融资金额介于千万元人民币至亿元人民币量级之间，酒吧企业分布于各个细分酒饮品类，包括精酿啤酒、葡萄酒、鸡尾酒等。

图表37. 2021 年获得融资的酒馆企业

融资公司	行业	时间	轮次	融资金额	投资方
落饮	果酒	2021 年 1 月 15 日	Pre-A 轮	未透露	BAICapital，XVC 创投，天图资本
海伦司	酒吧	2021 年 2 月 19 日	A 轮	3300 万美元	中金公司，黑蚁资本
猫员外啤酒馆	精酿啤酒	2021 年 8 月 24 日	A 轮	亿元级人民币	深圳国中创投
海伦司	酒吧	2021 年 9 月 10 日	IPO 上市	26.62 亿港元	
WAT 酒	鸡尾酒	2021 年 10 月 27 日	A 轮	未透露	BAICapital，喜茶 HEYTEA，番茄资本
轩博啤酒	精酿啤酒	2021 年 11 月 15 日	A 轮	数千万人民币	宸乾投资，星烛资本
RISSE 锐肆酒馆	酒吧	2021 年 11 月 30 日	Pre-A 轮	数千万人民币	凯辉基金
TasteRoom	精酿啤酒	2021 年 12 月 7 日	Pre-A 轮	千万级人民币	亲亲食品
天塞酒庄	葡萄酒	2021 年 12 月 13 日	战略投资	未透露	宝酝名酒
摩登气泡	鸡尾酒	2021 年 12 月 20 日	战略投资	未透露	天韵资本

资料来源：《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，东亚前海证券研究所

其二体现为酒馆行业跨界布局者众多。2019 年，星巴克开店 BarMixato 特调酒吧，奈雪的茶旗下 BlaBlaBar 奈雪酒屋在北京、深圳开店。2020 年 12 月，正餐品牌老乡鸡于深圳开店第一家小酒馆。2021 年 4 月，和府捞面推出子品牌小面小酒，主打餐+酒模式。餐企喜家德开店喜家德饺子酒馆，云海肴开店云海肴洱汀小酒馆。2021 年 8 月，海底捞在北京开设三家 Hi 捞小酒馆。

图表38. 和府捞面子品牌小面小酒



资料来源：美通社，东亚前海证券研究所

图表39. 海底捞旗下 Hi 捞小酒馆



资料来源：新浪，东亚前海证券研究所

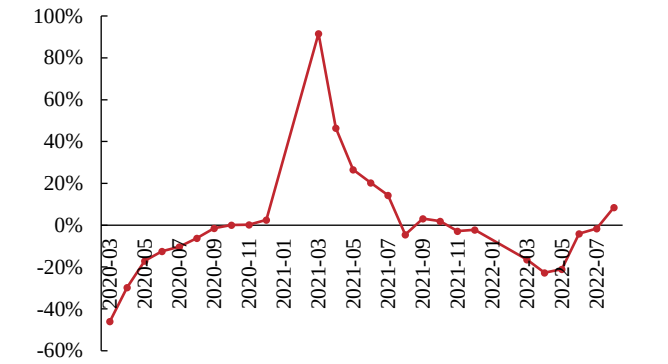
3.2.2. 当下我国疫情拐点可期，餐饮行业结构性机会凸显

根据国家统计局公布的社会消费品零售数据，2022 年上半年受到各地区疫情影响，餐饮行业整体承压。2022 年 8 月餐饮零售收入总额 3748 亿元，同比增长 8.4%，较 7 月同比值+9.98pct，同比增速已经转负为正，餐饮行业基本恢复至疫情前水平。2022 年 9 月社会消费品零售总额环降 2.9%。

目前餐饮行业有以下结构性特点：

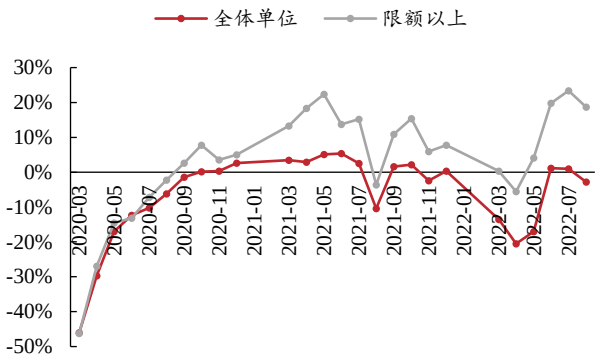
一是限额以上餐饮企业疫后恢复进程更加明显。通过同比 2019 年疫情前规模增速，限额以上企业各期数值均优于样本整体。尤其体现在 2022 年春节后限额以上餐饮单位同比 2019 年下降 0.17%，超同期整体行业 13.39pct，其较 2022 年 1、2 月份降 13.31pct，优于同期整体行业的降 20.10pct；最近一期，2022 年 8 月限额以上单位餐饮收入 967 亿元，同比增长 12.9%，高于 8 月限额以上单位商品零售同比值 3.8pct。

图表40. 社零餐饮同比增速



注：国家统计局未披露每年 1、2 月份数据
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

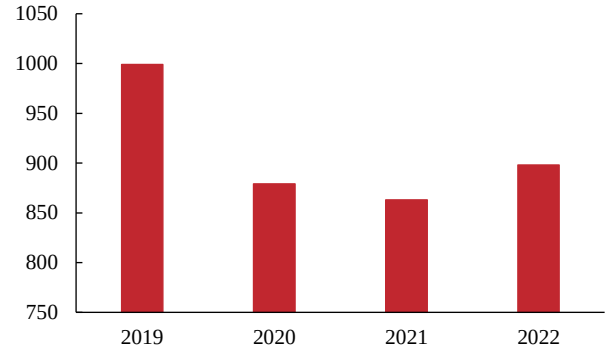
图表41. 社零餐饮同比 2019 年增速



注：国家统计局未披露每年 1、2 月份数据
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

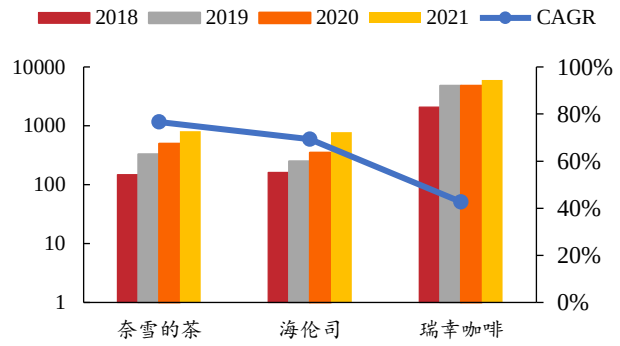
二是头部企业扩店进程不减。自 2020 年开始行业整体受疫情影响规模缩减，到 2021 年末在底端达到供需平衡，今年开始有回暖迹象。以茶饮、酒馆、咖啡行业为例，选取代表性一线龙头，发现其近三年在疫情影响之下均逆势持续进行门店数量扩张。体现出行业尾部进一步出清，头部企业抗风险能力较强，市场份额呈集中化趋势。**在目前全行业翻台率、客单价仍旧低迷之际，着重关注筹备门店更充分的头部企业未来的量价增加部分。**

图表42. 全国餐饮门店数量(万家)



资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所

图表43. 餐饮企业近年门店数量变化（家）

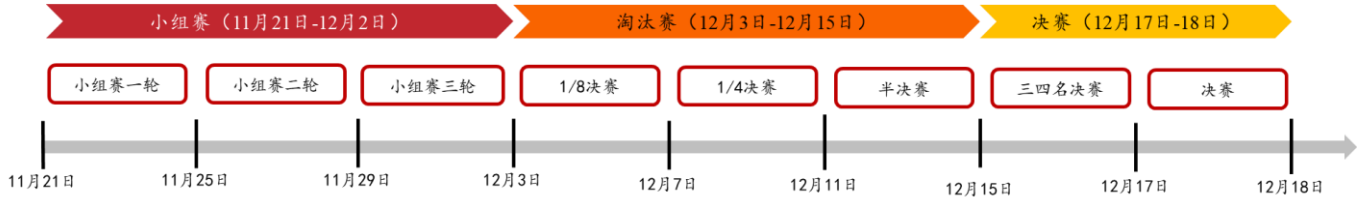


注：左侧采用对数数轴
资料来源：公司年报，公司招股书，东亚前海证券研究所

3.2.3. 卡塔尔世界杯开赛，重视世界杯对酒馆消费的带动效应

卡塔尔世界杯于北京时间 2022 年 11 月 20 日晚间开赛，世界杯举行档口关注酒馆经济。四年一度的世界杯于近日开赛，本届卡塔尔世界杯比赛日期为 11 月 21 日-12 月 18 日，世界杯举办期间酒馆、餐饮、酒店等行业有望受益，重视世界杯对酒馆消费的带动效应。

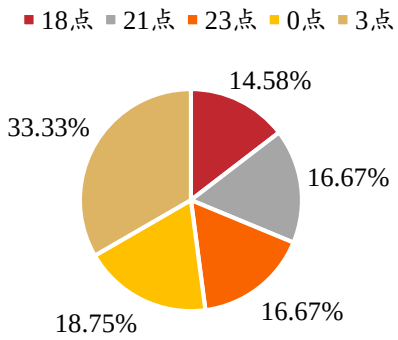
图表44. 2022 年卡塔尔世界杯赛程安排



资料来源：新华体育网，东亚前海证券研究所

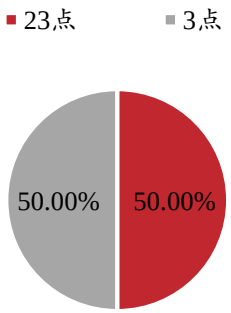
本届卡塔尔世界杯开赛时间与酒馆营业时间吻合度较高。本届卡塔尔世界杯的比赛时间集中于北京时间傍晚 18:00 至凌晨 3:00，其中小组赛 18 点、21 点、23 点开赛场次合计占比约 50%，淘汰赛开赛时间 23 点、3 点的比赛场次各 8 场。由于卡塔尔与中国之间地理纬度相较欧洲更接近，阿拉伯标准时间（GMT+3）与北京时间（GMT+8）之间仅存 5 小时时差，因此本届卡塔尔世界杯相较欧冠等足球赛事对国内观众更加友好。国内酒馆营业时间普遍在 18:00 至次日 2:00，因此与世界杯开赛时间吻合度较高。

图表45. 小组赛开赛时间占比



资料来源：新华体育网，东亚前海证券研究所

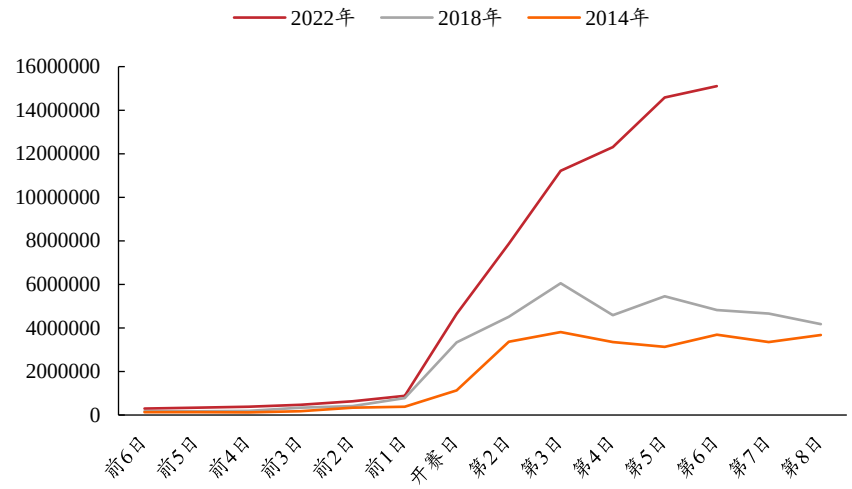
图表46. 淘汰赛开赛时间占比



资料来源：新华体育网，东亚前海证券研究所

国足虽未出线世界杯预选赛，但我国居民对世界杯关注度极高。国内球迷群体对于巴萨、皇马、曼联、拜仁等欧洲豪门俱乐部关注度高于中国国家队、广州队等国内球队，因此国内球迷对于国际球员熟悉程度甚于国内球员。故虽然历届世界杯国足几乎均未出征世界杯正赛，但我国球迷群体对于世界杯关注度始终较高。根据百度搜索指数，世界杯开赛前一周，世界杯搜索热度环增 362%，且开赛以后本届世界杯关注度相较前两届世界杯更高。

图表47. 各届世界杯期间关键词“世界杯”百度搜索指数对比

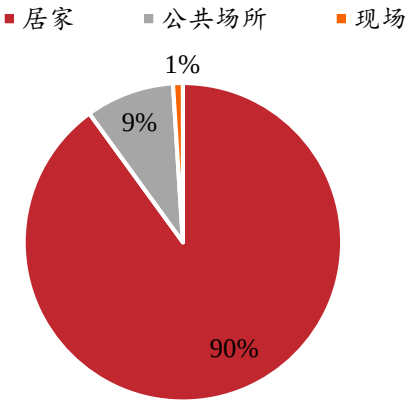


资料来源：百度搜索指数，东亚前海证券研究所

世界杯效应带动球迷群体消费，酒馆、餐饮、酒店等行业有望受益。酒馆方面，海伦司、COMMUNE 公社等酒馆上架看球套餐，各家单体酒馆针对世界杯创新饮酒场景，如户外搭建高清 LED 巨幕，并提供帐篷及炭炉，转型烧烤+饮酒模式，且各酒馆借助小红书等平台进行在线营销。**餐饮方面，**开赛前三日，北京饿了么外卖平台夜宵时间段酒水饮料订单环增近五成，水果、零食环增超三成。海底捞在全国近 900 家餐厅每晚 10 点推出世界杯球赛专属“夜宵菜单”以及“夜宵卡”。**酒店方面，**同程旅行数据显示，11 月 20 日全国“看球房”预订量环增超 30 倍。

酒馆等公共场所观看足球比赛成为球迷群体的习惯。球迷群体观赛习惯方面，我国约 90%观众选择居家观看世界杯比赛，约 9%观众选择在公共场所观看世界杯比赛，球迷群体已经形成较为稳固的酒馆观赛习惯。由于酒馆等公共场所观赛的社交属性较强，因此公共场所观赛需求较为刚性。从经验角度看，世界杯开赛以后，酒馆日均消费量将迎来提升。

图表48. 我国观众世界杯观赛场所占比



资料来源：台海网，东亚前海证券研究所

各家酒馆均在世界杯期间推出优惠活动。各酒馆借世界杯热度进行营销，推出世界杯主题酒水套餐。海伦司推出世界杯限时购优惠酒水小吃套餐，观赛期间套餐折扣幅度-32.80%。熊猫精酿推出 2L 精酿观赛套餐，折扣幅度达-53.33%，且有满赠拉格啤酒活动。贰麻酒馆的百威浪嗨局、世界杯百威套餐、福佳白套餐、世界杯科罗娜套餐折扣力度介于 10%-35%之间。部分酒馆在世界杯期间推出比分猜测赢折扣活动，在球赛间隙时间安排乐队演出。

图表49. 世界杯期间各酒馆折扣、竞猜活动



资料来源：猫员外 RICHKAT，黄石摩尔城，江门吃喝玩乐，七彩云南第壹城购物中心，东亚前海证券研究所

图表50. 世界杯期间各酒馆套餐折扣幅度

	套餐	原价（元）	折扣价（元）	折扣幅度	是否有电视大屏
海伦司	真香战术套餐	148.67	99.9	-32.80%	无
熊猫精酿	2L 精酿观赛套餐	212.12	99	-53.33%	无
贰麻酒馆	百威浪嗨局	286	188	-34.27%	有
	世界杯百威套餐	406	299	-26.35%	
	福佳白套餐	330	228	-30.91%	
	世界杯科罗娜套餐	456	399	-12.50%	
COMMUNE 公社	FUN 肆看球套餐	191	148	-22.51%	无
	幻师夺冠啤酒套餐	228	188	-17.54%	
	龙舌兰进击洋酒套餐	354	268	-24.29%	
猫员外	大力神杯套餐	254	198	-22.05%	有
	大桶派对套餐	334	228	-31.74%	
	摇摇乐套餐	390	358	-8.21%	
	一起嗨套餐	516	458	-11.24%	
海雾里	观赛套餐	420	168	-60.00%	有
RISSE 锐肆	世界杯观赛套餐	195	168	-13.85%	有

资料来源：海伦司，熊猫精酿，贰麻酒馆，一米阳光，COMMUNE 公社，猫员外，海雾里，RISSE 锐肆官方公众号，东亚前海证券研究所

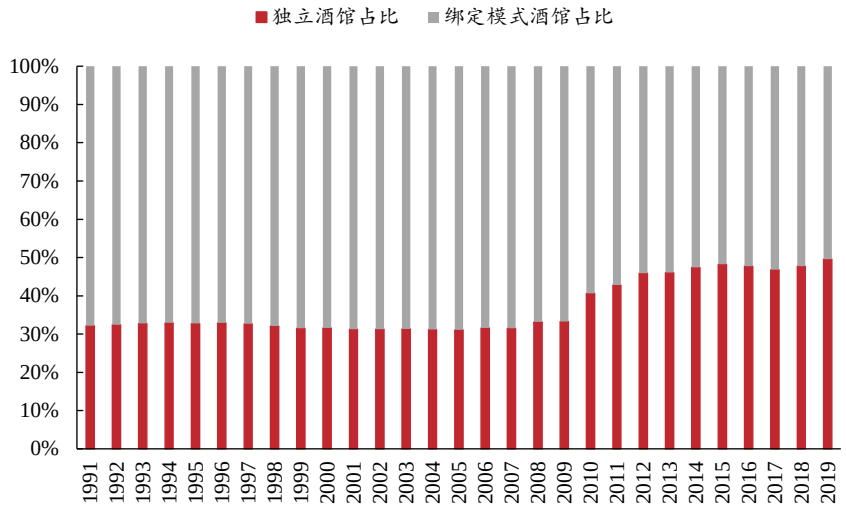
3.3. 中长期看：中国清吧行业以英为鉴，未来二十年或有五倍空间

3.3.1. 我国清吧依托直营模式快速扩张，且我国酒类税收、政策较宽松

模式上：

英国绑定模式酒馆开店规模缩水严重，且其开店数在酒馆行业开店总数中占比呈现下降趋势，绑定模式酒馆开店占比由 2009 年的 66.73%下降至 2019 年的 50.42%。英国的独立酒馆盈利性更好，因此英国酒馆行业整体规模虽有所下滑，但英国独立酒馆规模在 2010 年前后实现逆势增长。

图表51. 英国各经营模式酒馆结构（家）



资料来源：Pub Statistics，BBPA 2020，东亚前海证券研究所

英国酿酒厂旗下酒吧，以及酿酒厂开设的酒吧公司旗下酒吧，均为减免租金、高进货价的 Beer Tie 模式，我国酒馆行业主要以品牌直营为主，可以对标英国独立酒馆模式。相较英国，我国酒馆业优点在于：

1）与酒水供应商关系减弱，因此不受品牌供应商限制，可以自主选择酒水品牌；

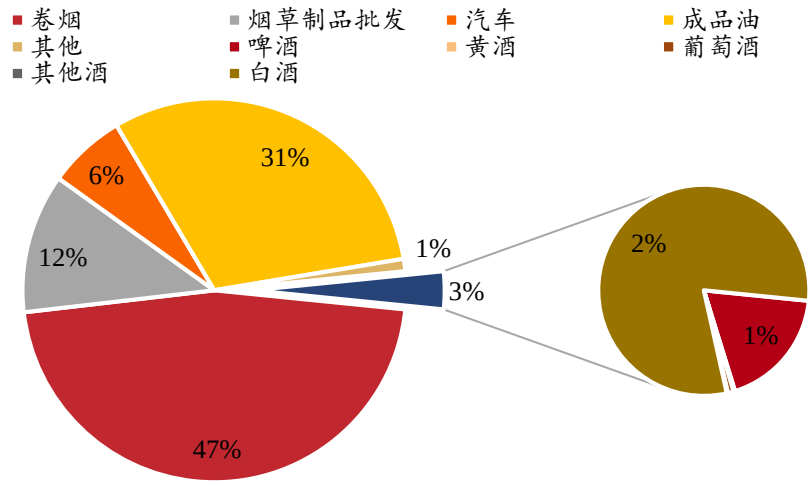
2）连锁直营模式依靠公司资金拓店，新店前期投入资金有保证，且直营模式有利于标准化拓店，以实现单店质量与品牌扩张速度的兼具；

3）规模较大的直营酒馆可以和酒水供应商谈价，凭借其体量优势可拥有较大议价权，另外可以同供应商合作，打造自有酒水品牌。

税收上：

酒类在我国消费税总额中占比较小，且八成由白酒贡献，啤酒税收规模更小。从我国税收结构看，酒类消费税在国内消费税中占比仅 3.17%。在 2019 年企业已缴税额的统计中，卷烟、成品油、烟草制品批发、汽车排名前四，酒类消费税收总额仅 440.25 亿元。酒类税收中又分为白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、其他酒，其中白酒税收 352.59 亿元，占比 80.09%，啤酒为酒类中第二税收来源，其 2019 年税收 82.03 亿元，占比 18.63%。

图表52. 2019 年我国重点缴纳消费税企业已缴税额结构



资料来源：中国税务年鉴，东亚前海证券研究所

我国沿用 2001 年分档从量征收啤酒消费税的规定，啤酒消费税则 20 年内无重大变化，啤酒消费税率保持低位稳定。2001 年在《关于调整酒类产品消费税政策的通知》中规定，啤酒消费税是分两档进行征收，出厂价 3000 元/吨以上的每吨啤酒征收 250 元消费税，即税率为 8.33%；3000 元/吨以下每吨征收 220 元消费税，即税率为 7.33%。而后仅在 2009 年对于最低计税价格做出规定，在从量征税基础上部分从价征收。

对比国外，多国多次调高啤酒税率，对于啤酒消费需求造成部分抑制。国外各国啤酒消费税均有不断调整。英国啤酒价格中包括酒类消费税、增值税，此两部分价格总和已由 2002 年的 0.58 英镑/品脱，上涨至 2021 年的 1.11 英镑/品脱，近 20 年内单位税额实现翻倍。澳大利亚啤酒消费税每年根据通胀水平进行两次调整，过去十年，澳大利亚啤酒税已提升近 20 次。2022 年 8 月，澳大利亚税务局将啤酒税提高 4%。

在我国，相较啤酒税收上升，原材料小麦、玻璃、瓦楞纸等包装材料对于啤酒价格影响更大。由于今年初开启的小麦价格上涨行情，嘉士伯、百威、乌苏等啤酒厂商均上调了产品价格。

政策上：

我国在饮酒、售酒等环节的限制政策上较英国更加宽松。两国均有一定程度对于酒类广告的限制措施。但对比英国，我国在酒馆销售以及零售环节均无严格售卖酒饮的年龄限制，且英国政府可支持社区组织的减少饮酒倡议活动。

图表53. 中英两国饮酒、售酒、酒后驾车等国家政策对比

政策	中国	英国
政府法案形式规定	无	依据地方政策
向啤酒/葡萄酒/烈性酒类征收消费税	有/有/有	有/有/有
酒饮零售(啤酒/葡萄酒/烈酒)的最低法定年龄（岁）	无/无/无	18 / 18 / 18
酒馆销售酒饮(啤酒/葡萄酒/烈酒)的最低法定年龄（岁）	无/无/无	18 / 18 / 18
销售酒饮的特定限制（时间/地点/频率/特殊活动/酗酒者/加油站）	无/无/无/无/无/无	依据地方政策
允许驾车的最高血液酒精浓度(一般/青年/专业人员)（%）	0.02 / 0.02 / 0.02	依据地方政策
酒类广告的法律规定	有	无
酒类赞助/促销的法律规定	无/无	无/有
酒类广告/容器上的健康警告	无/无	无/无
政府对社区倡议的支持	无	有
国家监控系统	有	有

资料来源：Global status report on alcohol and health 2018，东亚前海证券研究所

3.3.2. 我国清吧行业处于快速渗透阶段，判断未来市场空间较广阔

我国清吧行业市场饱和度目前较低，远未达到充分竞争状态。长期看，清吧行业市场空间广阔。

在欧美，公共的饮酒、娱乐空间是社会生活的重要组成部分，英国酒馆行业 2020 年 CR5 接近 30%。同在亚洲的日本，其文化背景与中国最接近，人均酒精消费量、各品种酒类消费结构也与中国近似，日本酒馆行业 2020 年 CR5 超 15%，酒馆行业规模占餐饮行业的 7%。

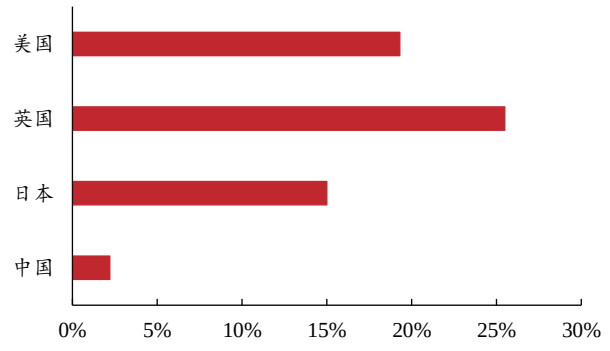
2021 年，国内酒馆总数约 3.5 万家，约 95%为独立酒馆。我国酒馆行业 2020 年三家以上门店的仅占 5%，CR5 仅为 2.2%，占比最高的海伦司仅 1.1%，同期茶饮、咖啡行业 CR5 均超过 50%，说明酒馆行业集中度提升空间巨大。

图表54. 2020 年我国酒馆行业 CR5 仅 2.2%

品牌	市占率
海伦司	1.10%
胡桃里	0.40%
贰麻酒馆	0.30%
Perry's	0.30%
汉森熊精酿啤酒	0.10%
CR5	**2.20%**
其他	**97.80%**

资料来源：海伦司招股书，东亚前海证券研究所

图表55. 2020 年各国酒馆行业 CR5



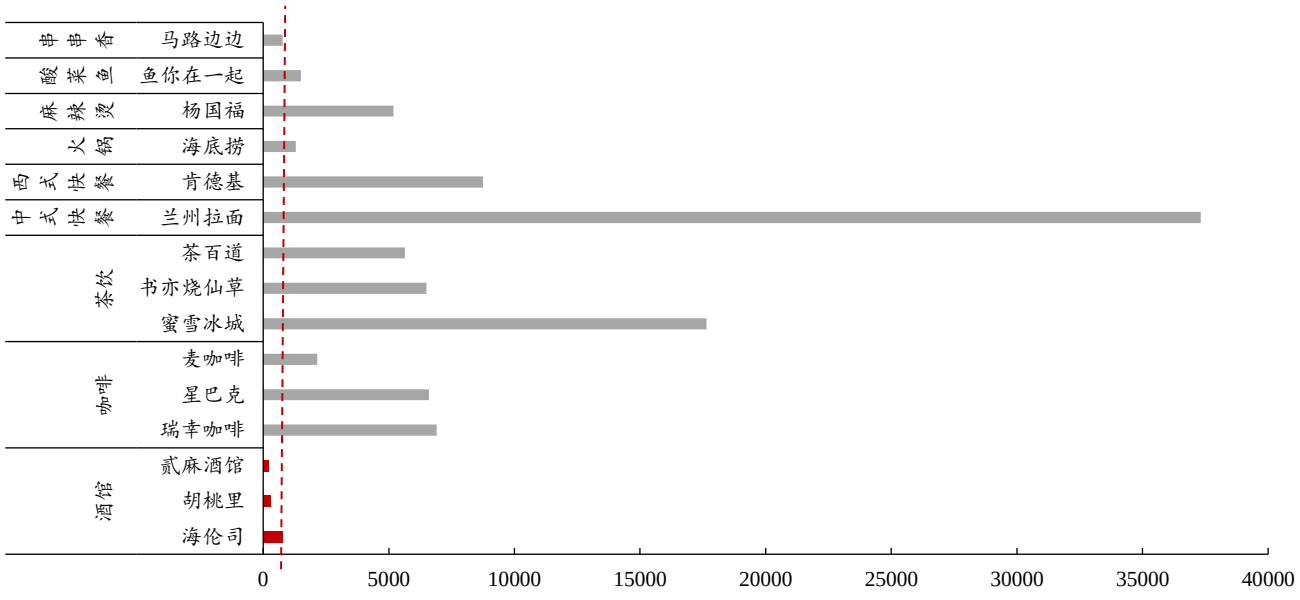
资料来源：头豹研究院，东亚前海证券研究所

餐饮企业难以连锁化发展的核心桎梏在于：菜品丰富，自带地域壁垒属性；生产供给难以标准化。**而连锁化酒馆提供标准化生产的产品，重点在于突破了制约餐企成长的以上两大痛点。**酒馆行业加速发展拐点已现，相较传统餐饮的后来者居上有望实现。

对比餐饮市场中各行业龙头全国开店数量，发现快餐、茶饮、咖啡品类龙头开店数基本超过 5000 家，其中蜜雪冰城、兰州拉面由于良好的下沉低线市场，全国开店数分别超过 17000/37000 家。咖啡行业 500 家门店以上共 5 家，300 家门店以上共 11 家，茶饮行业 4000 家门店以上共 7 家，1000 家门店以上共 18 家。

酒馆行业规模化程度较低，加之品牌数量本身较少，排名前三的海伦司/胡桃里/贰麻酒馆开店数仅 756/310/207 家，甚至不及火锅、麻辣烫、酸菜鱼、串串香等细分餐饮行业。

图表56. 餐饮各细分行业龙头全国门店数量（家）



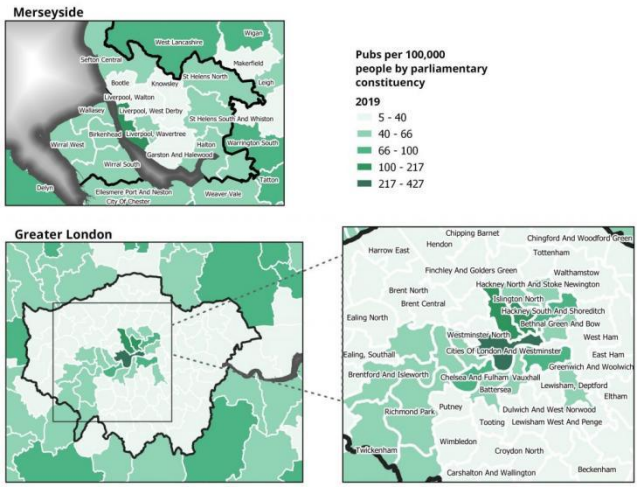
资料来源：窄门餐眼（数据更新时间 2022 年 7 月 11 日），东亚前海证券研究所

我国自古以来就有酒家、酒肆等类型的酒馆提供饮酒场所，消费底蕴深厚。消费者正从偏重正式场合应酬的白酒×餐桌组合，转向偏重娱乐休闲属性的啤酒×酒吧组合。目前市场消费认知尚未普及，酒馆行业的市场纵深（尤其是下沉市场）对比英、美、日等成熟市场模型尚存较大提升空间，随着消费者教育程度提高，市场需求持续走强，市场渗透率跟随提升，赛道规模增速加速提升。

按照不同等级城市分类，对比我国与英国酒馆开店的地理位置差异。英国酒馆开店主要集中在大城市。2019 年，伦敦+威斯敏斯特地区拥有 555 家酒馆，格拉斯哥市拥有 225 家酒馆，曼彻斯特市拥有 220 家酒馆，默西

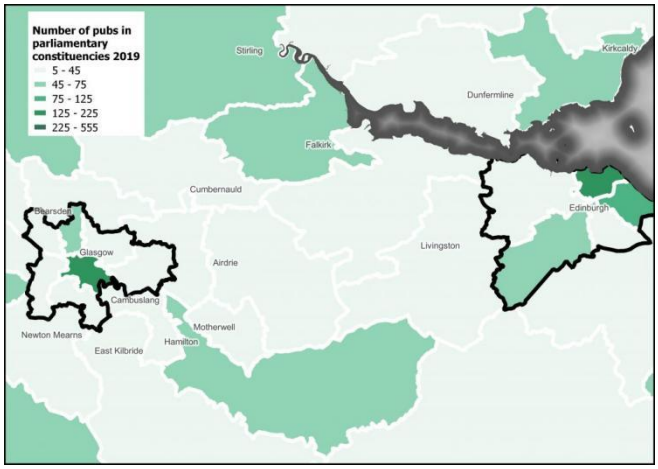
塞德郡拥有 210 座酒馆，霍尔本和圣潘克拉斯地区拥有 200 家酒馆。其余按照议会选区分类的英国地区内酒馆数量均低于 100 家。

图表57. 2019 年默西塞德郡、大伦敦地区酒馆分布密度



资料来源：ONS，UK Business Counts，NOMIS，东亚前海证券研究所

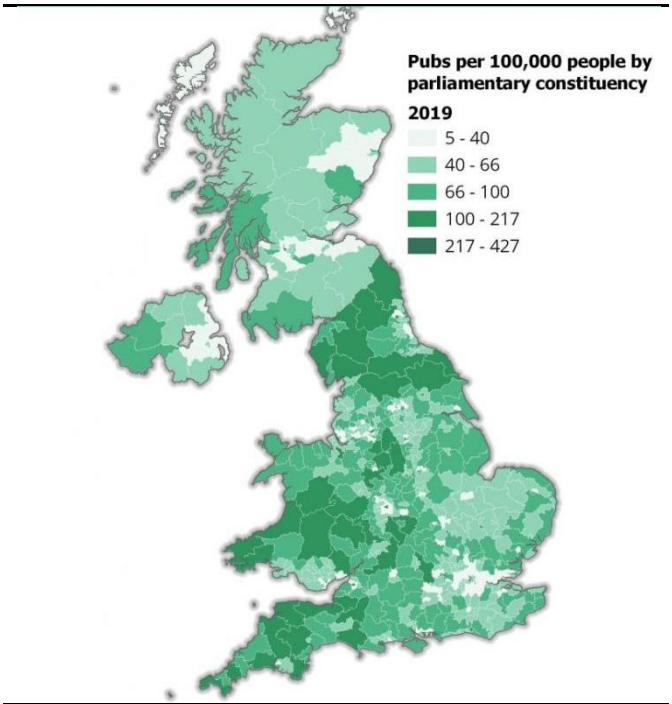
图表58. 2019 年格拉斯哥、爱丁堡及周边地区酒馆分布密度



资料来源：ONS，UK Business Counts，NOMIS，东亚前海证券研究所

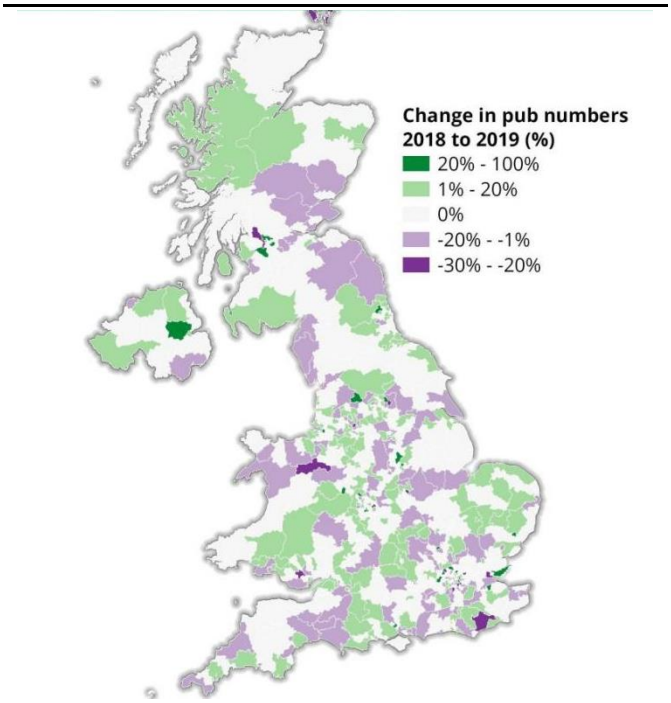
英国酒馆行业的下沉市场拓展情况较好。一方面，2019 年英国各地区每 10 万人拥有酒馆数量集中在 40-100 家，仅有少部分地区酒馆密度介于 5-40 家酒馆/10 万人范围内，说明英国酒馆行业已经较好的覆盖了低线地区。另一方面，虽然近年来英国酒馆数量不断下降，酒馆数量上升的地区数远低于酒馆数量下降地区，但在英国酒馆行业衰退过程中，人口密度较小的低线城市区域酒馆数量下降幅度更缓和。

图表59. 2019 年英国每 10 万人拥有酒馆数量（家）



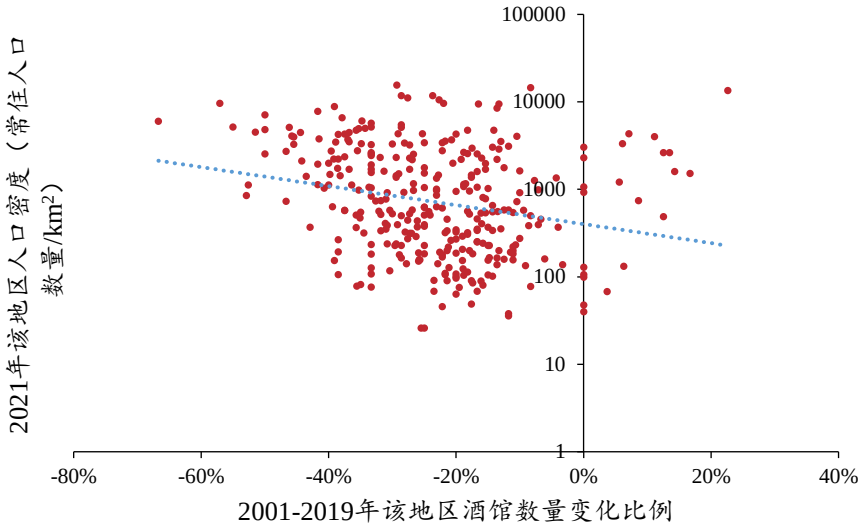
资料来源：ONS，UK Business Counts，NOMIS，东亚前海证券研究所

图表60. 2019 年英国各地区酒馆变化比例



资料来源：ONS, UK Business Counts，东亚前海证券研究所

图表61. 英格兰、威尔士中各地区人口密度与近 20 年酒馆数量变化

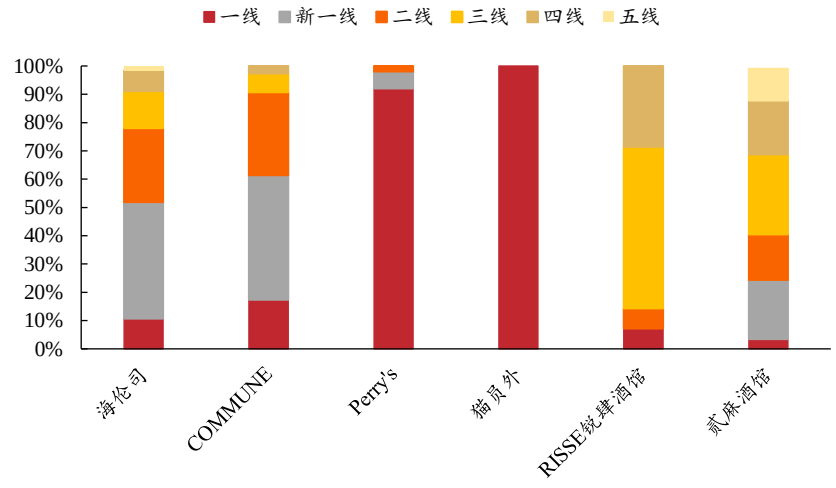


注：采用纵向对数数轴

资料来源：Office for National Statistics，东亚前海证券研究所

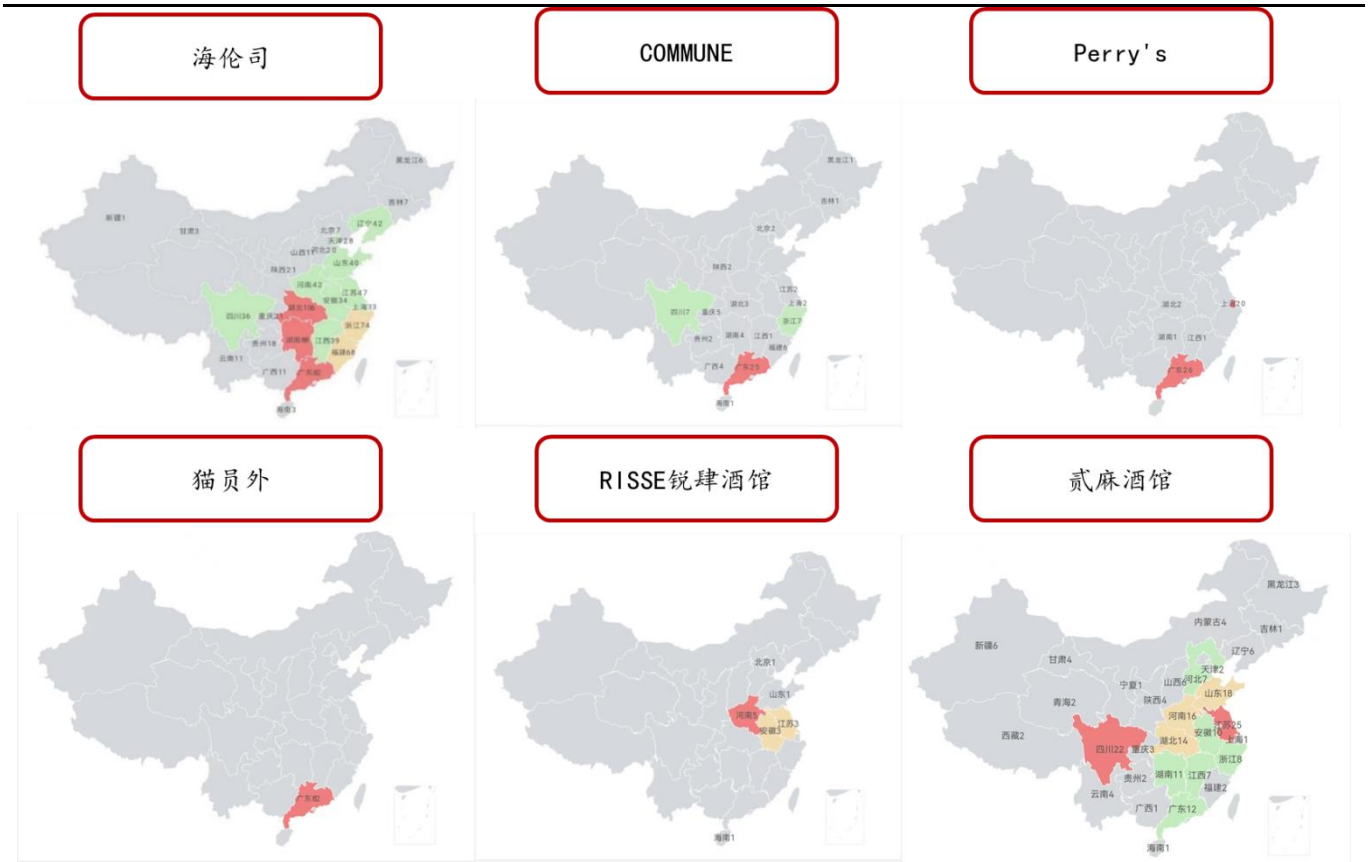
对比英国，我国酒馆行业目前集中在一二线城市。低线城市中，仅有海伦司、贰麻酒馆、锐肆酒馆、COMMUNE 等品牌入局，如猫员外、Perry's 等品牌开店均在一线城市。因此我国酒馆行业未来在低线城市拥有较大开店空间。

图表62. 2022 年 10 月我国各品牌酒馆开店城市结构



资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所

图表63. 2022 年 10 月我国各品牌酒馆开店省份分布



资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所

根据弗若斯特沙利文预测，预计 2025 年中国酒馆行业规模达到 1893 亿元，5 年 CAGR 18.8%（对比：咖啡 17%，其余餐饮赛道 15%以下），一线/二线/三线及以下城市分别为 15.4%/17.5%/26.7%，**尤为看好下沉市场，五年有三倍多空间。**

酒馆行业由于其成瘾属性，品类粘性较大。未来市场增量集中于三线及以下城市，目前头部几家厂商均已在低线市场集中布局拓店，且越靠近头部的公司其产品、门店标准化程度越高，未来这些厂商更容易规模化放量。其中上游工业化程度高的标的有利于发挥规模效应，形成大连锁品牌。

3.3.3. 人口、饮酒量、渗透率三维测算，我国清吧行业二十年或有五倍空间

中国人均酒精消费量低于英国，英国酒精消费结构较中国更加多元化。WHO 对各国居民饮酒、健康情况的跟踪周期较长，最新仅到 2016 年，但中英两国的人均酒精消费量、酒精消费结构自 2010 年以来已经趋稳，因此 2016 年数据一定程度上可以代表中英两国近十年内的酒精消费情况。

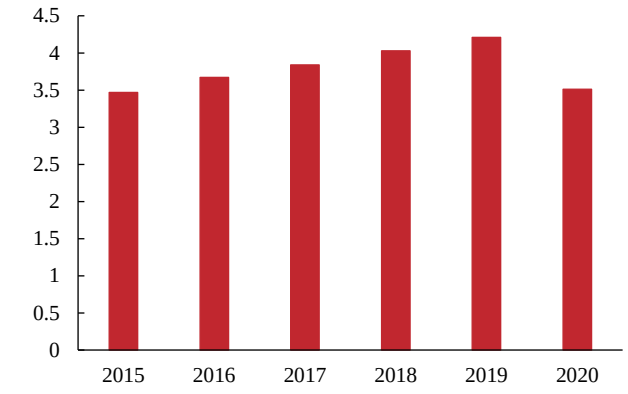
酒精消费量方面，中国 2016 年人均纯酒精消费量 5.7L，相较英国 2016 年人均纯酒精消费 9.8L 有一定差距。**酒精消费结构方面，**中国人酒精消费

集中于啤酒、以白酒为代表的烈酒上，而英国人酒精消费情况较为多元，其分布于啤酒、葡萄酒、烈酒等酒类。

就酒馆重点消费的啤酒品类而言，中国啤酒消费从 1980 年以来保持稳定上升，英国啤酒消费从 1975 年以后呈现下降趋势。由于英国葡萄酒、烈酒等酒类消费上升，英国人均酒精消费总量近年来得以保持稳定。

酒馆行业规模方面，2020 年末，中国约有 3.51 万家酒馆，其中 95%以上为独立酒馆，受到疫情影响行业部分出清，2020 年中国酒馆总数较 2019 年下降 0.7 万家。对比英国，英国酒馆总数与人均酒精消费走势一致，近 40 余年内持续下滑，截至 2021 年末，英国酒馆总数 4.64 万家。

图表64. 中国酒馆总数（万家）



资料来源：弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

图表65. 英国酒馆总数（万家）



资料来源：British Beer & Pub Association，东亚前海证券研究所

我国酒馆行业对比英国存在异质性。两国之间的酒馆行业发展阶段、需求变化存在差异，因此我国酒馆行业未来走向不能直接对标英国，故需从多方面考虑。

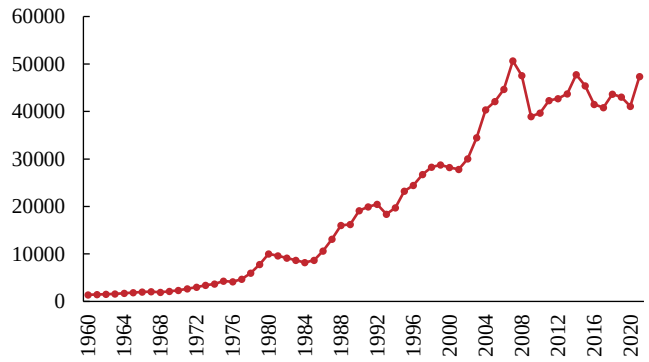
我们通过啤酒消费、饮酒人口、酒馆渗透率等因素推算一国一年内酒馆啤酒消费总和。因此有：人均啤酒酒精消费量（L/年人）×饮酒人口（人）×酒馆消费占比=酒馆啤酒消费量（L/年）。在考虑酒馆平均单店规模因素以后，一国的酒馆啤酒消费规模可直接与该国酒馆开店上限对标。

首先，我国人均酒精消费量有望上升。各国人均啤酒纯酒精消费量差异与人均 GDP、酒价、饮酒习惯、饮酒程度、饮酒文化、年龄结构、法律宗教限制等因素有关。**主要关注以下两方面。**

第一是酒精消费能力对人均酒精消费量的影响，用人均 GDP/酒价衡量。英国人均 GDP 自 1960 年代开始持续上升至 2007 年的 5.07 万美元/人，而后在这一水平上波动。另一方面，由于物价、啤酒税率上升的双重影响，英国桶装生啤平均售价在 1987-2019 年的 32 年间以 CAGR 4.41%速度持续攀升。中国经济自改革开放以后快速发展，其各线城市人均 GDP 均增长较快。另一方面，我国瓶装啤酒价格近十年内增幅较小，罐装啤酒价格近十年内几乎无增长。

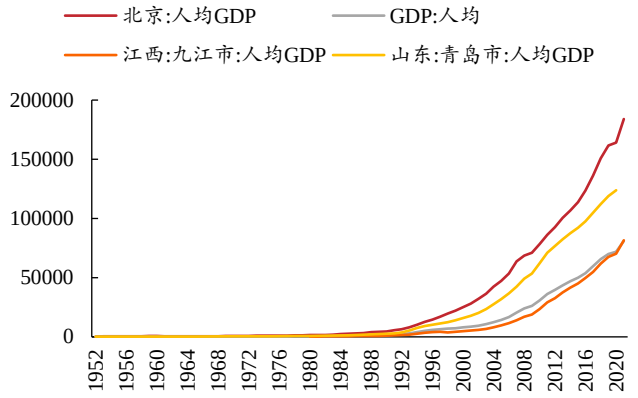
最终反映在图中 1987-2021 年两国啤酒消费能力上，可见英国居民啤酒消费能力于 2007 年达到最高点后下降较快，此为英国酒价增幅超过 GDP 增幅的结果。中国方面，1980 年代 1 元人民币购买力约为 3 扎啤酒，根据这一价格估算，中国居民啤酒消费能力在近 35 年内快速增长，且于 2010 年以后超过英国，目前我国居民啤酒消费能力约为英国居民的 1.9 倍。

图表66. 英国人均 GDP（美元/人）



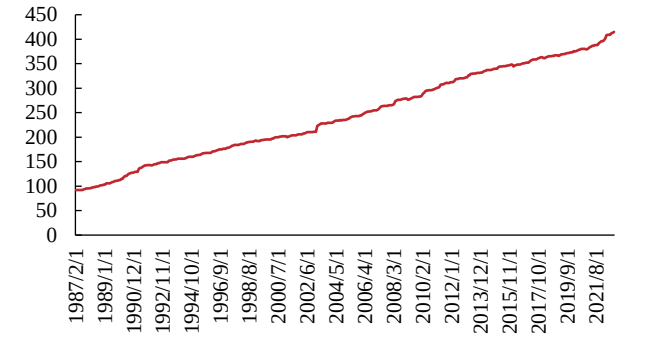
资料来源：国际货币基金组织，东亚前海证券研究所

图表67. 中国一线/二线/三线城市人均 GDP（元/人）



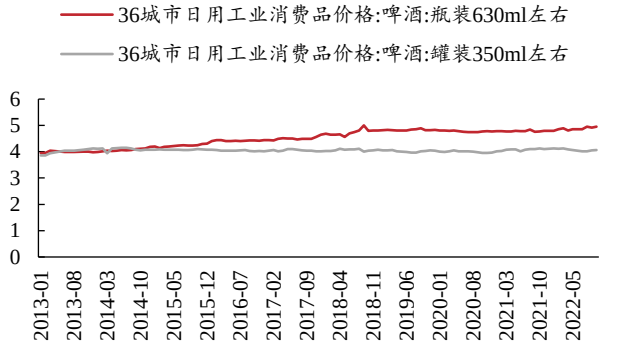
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表68. 英国桶装生啤平均售价（便士/品脱）



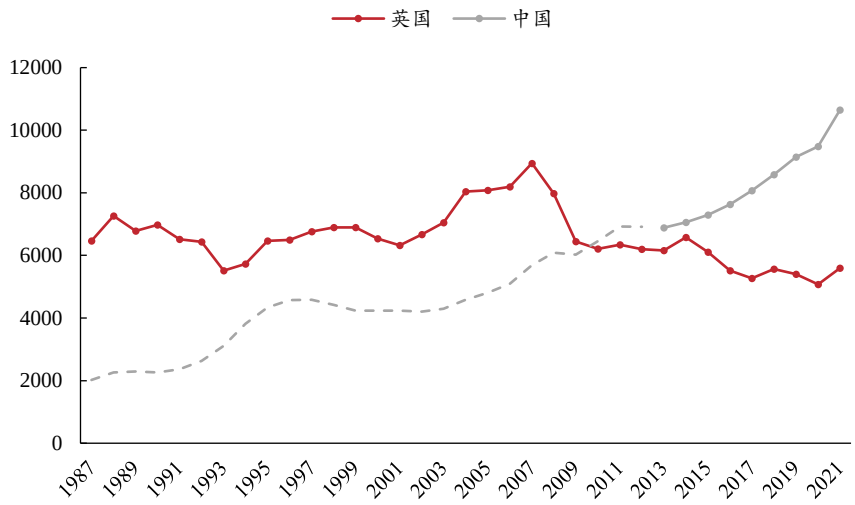
资料来源：Office for National Statistics，东亚前海证券研究所

图表69. 中国瓶/罐装啤酒价格（元/瓶，元/罐）



资料来源：国家发改委，东亚前海证券研究所

图表70. 1987-2021 年英国、中国居民啤酒消费能力变化（L）



注：将居民啤酒消费能力定义为人均 GDP/啤酒售价，虚线为估算

资料来源：Office for National Statistics，国际货币基金组织，国家统计局，国家发改委，东亚前海证券研究所

第二是人均酒精消费量绝对水平的影响。我们认为 10-12L 为人均酒精消费量的合理阈值，饮酒习惯/文化强渗透的、宗教法律对酒精管制较弱的国家在 10-12L 水平左右平稳。由于对于健康的追求，导致近年酒精消费能力偏强的欧洲国家居民酒精消费由啤酒切换至葡萄酒等酒类，因此 10-12L 以上的人均纯酒精消费终将回归均值。这一现象在 1980-2009 年的欧洲国家中尤为明显：德国/法国/西班牙/意大利 1980 年人均酒精消费分别为 14.2/19.5/18.4/16.7L/年，至 2009 年分别下降至 9.7/12.3/10/8L/年，近 30 年来降幅分别为 31.69%/36.92%/45.65%/52.10%。而后 2009-2016 年，仅德国回升至 13.4L/年，法国/西班牙在 12.6/10L/年水平平稳，意大利继续下降至 7.5L/年。

图表71. 1980-2016 年各国人均酒精消费量变化（L/年）

	1980 年	增幅	2009 年	增幅	2016 年		1980 年	增幅	2009 年	增幅	2016 年
捷克	11.7	3.42%	12.1	19.01%	14.4	希腊	11.4	-19.30%	9.2	13.04%	10.4
德国	14.2	-31.69%	9.7	38.14%	13.4	西班牙	18.4	-45.65%	10	0.00%	10
卢森堡	13.7	-13.87%	11.8	10.17%	13	美国	10.4	-15.38%	8.8	11.36%	9.8
爱尔兰	9.6	17.71%	11.3	15.04%	13	智利	10.9	-21.10%	8.6	8.14%	9.3
法国	19.5	-36.92%	12.3	2.44%	12.6	南非	6.2	16.13%	7.2	29.17%	9.3
葡萄牙	14.8	-17.57%	12.2	0.82%	12.3	瑞典	6.7	10.45%	7.4	24.32%	9.2
比利时	13.5	-28.15%	9.7	24.74%	12.1	冰岛	4.3	69.77%	7.3	24.66%	9.1
俄罗斯	7.9	45.57%	11.5	1.74%	11.7	加拿大	10.7	-23.36%	8.2	8.54%	8.9
奥地利	14.5	-15.86%	12.2	-4.92%	11.6	荷兰	11.5	-18.26%	9.4	-7.45%	8.7
波兰	11.5	-11.30%	10.2	13.73%	11.6	日本	7.1	4.23%	7.4	8.11%	8
瑞士	13.5	-25.19%	10.1	13.86%	11.5	巴西	2.2	181.82%	6.2	25.81%	7.8
斯洛伐克	14.5	-37.93%	9	27.78%	11.5	意大利	16.7	-52.10%	8	-6.25%	7.5
匈牙利	14.9	-20.81%	11.8	-3.39%	11.4	挪威	6	11.67%	6.7	11.94%	7.5
英国	**9.4**	**8.51%**	**10.2**	**11.76%**	**11.4**	**中国**	**1.7**	**335.29%**	**7.4**	**-2.70%**	**7.2**
芬兰	7.9	26.58%	10	7.00%	10.7	墨西哥	3.4	73.53%	5.9	10.17%	6.5
新西兰	11.8	-21.19%	9.3	15.05%	10.7	印度	0.5	40.00%	0.7	714.29%	5.7
澳大利亚	12.9	-21.71%	10.1	4.95%	10.6	以色列	2.8	-10.71%	2.5	52.00%	3.8
丹麦	11.7	-13.68%	10.1	2.97%	10.4	土耳其	1.8	-16.67%	1.5	33.33%	2
						印尼	0.1	0.00%	0.1	700.00%	0.8

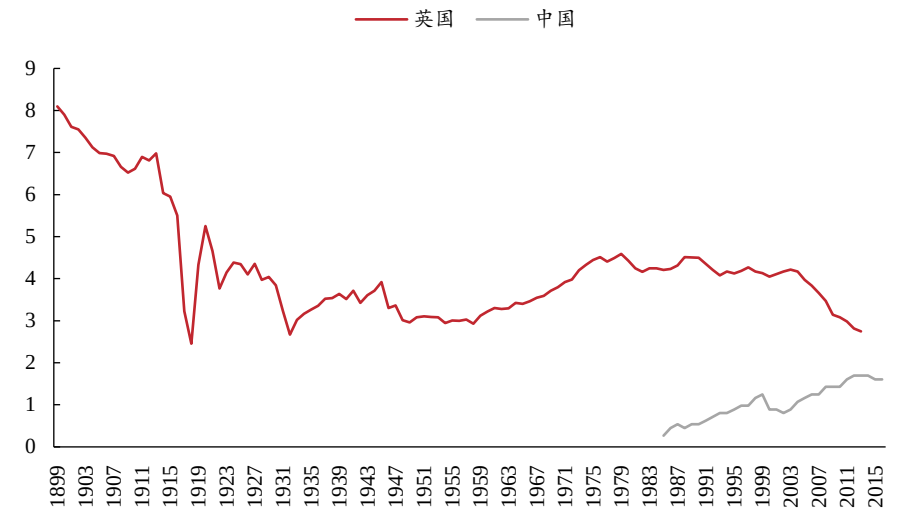
资料来源：OECD Health Data 2011，Global Status Report On Alcohol And Health 2018，东亚前海证券研究所

针对性的分析啤酒消费，2016 年中国啤酒消费中纯酒精摄入 1.61L/年人，2013 年英国啤酒消费中纯酒精摄入 2.74L/年人。

英国：英国居民酒精消费总量 1980 年-2009 年增幅 8.51%，2009 年-2016 年增幅 11.76%，2016 年已达 11.4L/年较高水平，且英国人酒饮消费习惯已由啤酒向其他酒类转变。另外一方面，英国居民啤酒消费能力自 2007 年达到最高点后下降较快。因此英国居民啤酒酒精消费量 1976-2003 年保持 4.2-4.5L/年水平，2003 年以后持续下降至 2013 年的 2.74L/年水平。

中国：1987 年至今，由于我国人均 GDP 持续增长，且我国啤酒税收影响较小，近十年内啤酒价格几乎无变化。另外一方面，我国人均酒精消费对比其他国家位于偏低水平。因此我国居民啤酒消费能力持续提升，人均啤酒纯酒精消费由 1985 年的 0.27L/年持续上升至 2016 年的 1.61L/年。

图表72. 英国、中国人均摄入啤酒中纯酒精数量对比（L/年）



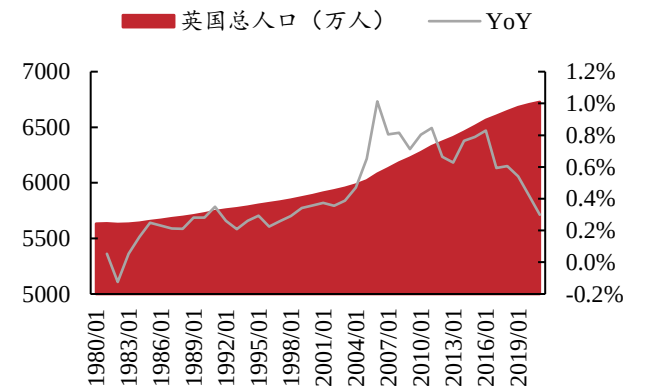
资料来源：British Beer and Pub Association，Global Status Report On Alcohol And Health 2018，东亚前海证券研究所

展望未来，预计我国居民啤酒消费能力仍将持续上升，且 2016 年人均酒精消费量 7.2L，距离 10-12L 的合理水平仍有提升空间。按照 2016 年中国人饮酒结构中啤酒占比 22.36%计算，以及按照酒精消费合理值区间底部 10L 保守估计，10L 总酒精消费对应 2.23L 的啤酒酒精消费。**因此我们判断我国人均啤酒酒精消费量未来有望升至 2.23L，而后将在 2.23L 水平上保持稳定，这将为人均消费啤酒量提供 38.51%的增量。**

以我国 2006-2016 年的增长阶段所对应 CAGR 为 2.54%的速度计算，我国人均摄入啤酒纯酒精在 2022 年约为 1.87L，约在 2029 年达到 2.23L 目标。

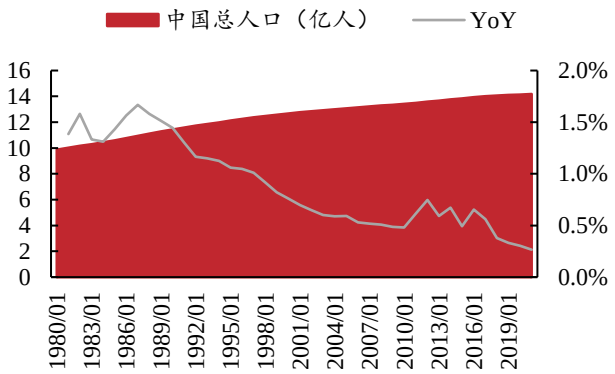
其次，考虑适龄饮酒人口变化因素对酒馆啤酒消费量的影响。2021 年我国人口总数 14.18 亿人，相较英国的 6728 万人具有量级优势。**从人口自然增长情况看，**英国人口增长率始终偏低，中国人口增长率由 1980 年开始持续下降，2021 年全国人口同比增长 0.27%为历史新低。尽管我国三胎政策已经放开，但根据联合国预测数据，我国未来预计将进入负增长阶段。假设未来我国人口增速为 0%。

图表73. 1980-2021 年英国总人口



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

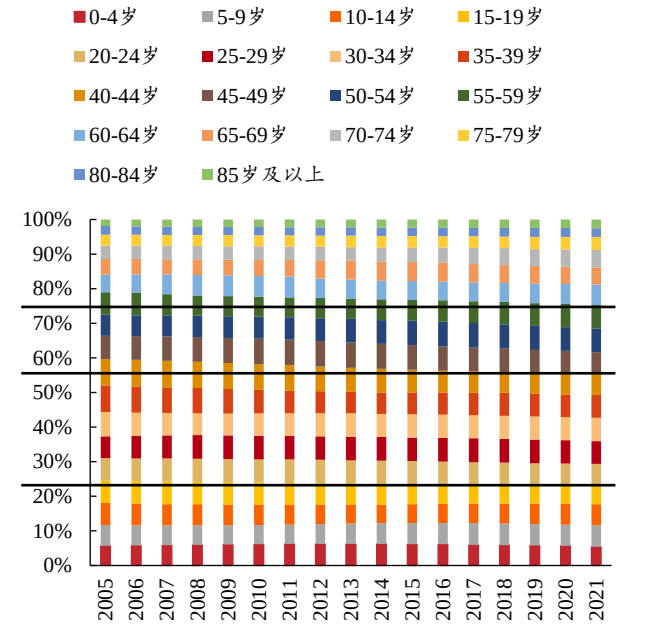
图表74. 1980-2021 年中国总人口



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

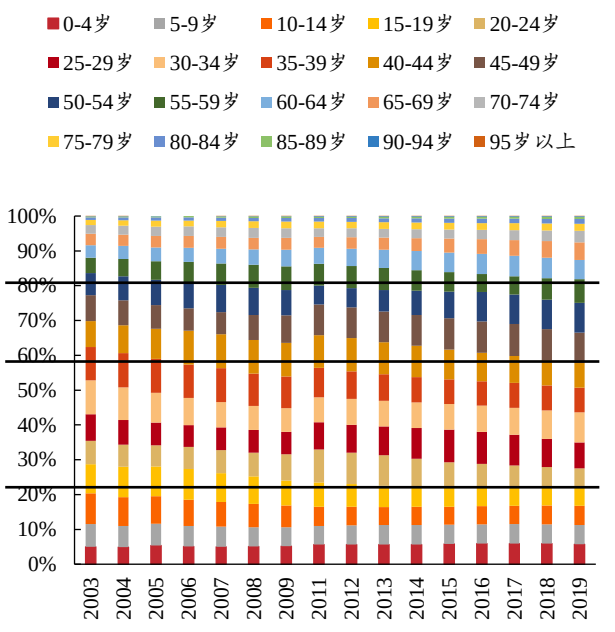
从人口年龄结构上看，2019 年，中国 15-59 岁青年、中年人群占总人口比重 65.09%，大于英国 2021 年的 57.57%；2019 年，中国 15-44 岁青年、中年人群占总人口比重 41.02%，大于英国 2021 年的 37.75%。考虑我国人口老龄化影响，根据卫健委预计 2035 年 60 岁及以上老年人占比超 30%，且假设 15 岁以下人口占比不变，则我国适龄饮酒人群至 2035 年每年减少总人口的 0.74%。

图表75. 英国人口结构



资料来源：经济合作与发展组织，东亚前海证券研究所

图表76. 中国人口结构



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

最后，考虑我国酒馆渗透率上限对酒馆啤酒消费量的影响，酒馆饮酒渗透率即酒馆啤酒消费在总啤酒消费中占比，其与居民消费能力、消费习惯有关。消费能力方面，我国居民消费能力随经济发展持续提升，消费能力提升会引导居民啤酒消费由零售渠道转向酒馆消费。**消费习惯方面，**其一，酒馆客单价较为吻合一二线城市居民的消费偏好；其二，各餐饮门店加速在

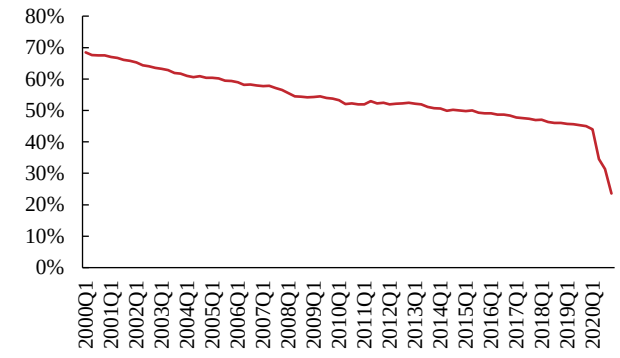
三线及以下城市布局，平价快餐品牌“鱼你在一起”门店总数 1500 余家，三线及以下城市开店占比 49%，四线及以下城市开店占比 40%。又由于客单价 30-80 元的平价餐饮品牌在一二线城市、低线城市中定位不同，标准化餐饮品牌在低线城市居民中定位更加高端、可对标正餐赛道，其相较县城街边摊贩餐饮为消费升级产品，因此低线城市居民在酒馆切入当地以前也已培育出一定的升级消费习惯。

我国啤酒总销量中，2015-2021 年现饮渠道占比均稳定在 50%左右，其中现饮渠道包括传统餐饮门店、酒馆等渠道。我国目前酒馆 3.51 万家，对应约 5.27 亿升/年的酒馆啤酒消费，我们结合中国啤酒总需求量估算，我国酒馆渠道啤酒销量仅占啤酒总销量的 1.26%。目前中国酒馆酒精消费占总酒精消费比例较小，大基数的酒精消费总量未得到有效释放至酒馆行业体量上，大部分酒精消费集中在餐饮门店以及室内聚会场合。

英国方面，英国 2000-2020 年酒馆等重税场景啤酒销量持续下滑，且在 2020 年疫情发生以后下滑更加严重，故将英国 2020 年初重税渠道啤酒销量（On-Trade Sales）占比 44.00%作为测算依据。另外，2020 年，英国酒馆销售啤酒 24.17 亿品脱，英国重税渠道共销售啤酒 5689 万桶——约 40.04 亿品脱，我们估算酒馆渠道啤酒销量在重税渠道中占比约 60.36%。因此 2020 年英国酒馆场景啤酒销量在啤酒总销量中占比 26.56%，这一水平可作为预测我国酒馆渗透上限的参考。

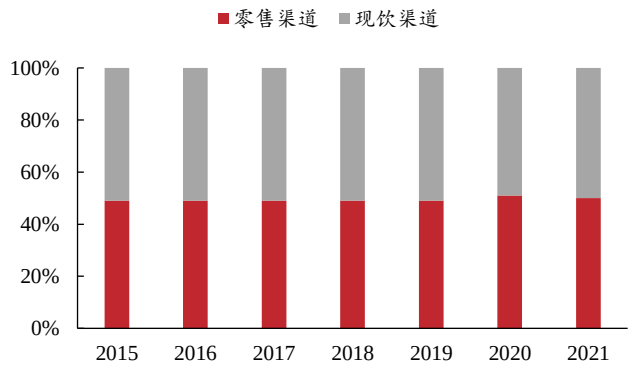
预测我国酒馆啤酒消费/啤酒总消费可提升至 7.72%，且酒馆啤酒消费渗透率保持匀速增长。考虑我国酒桌文化对餐桌饮酒/酒馆饮酒的重要影响，我国酒馆啤酒消费在现饮渠道占比上限应远低于英国 60.36%水平，按照 15%计算，则预测我国酒馆啤酒消费在总销量中占比上限约 8%，对比目前 1.26%水平存在约 5 倍空间。且由于是酒馆开店带动酒馆消费渗透率上升，因此酒馆渗透节奏、以及达上限的时点与下文预测的开店速度同频。

图表77. 2000-2020 年英国啤酒消费量中酒馆等重税场景占比



资料来源：British Beer & Pub Association，东亚前海证券研究所

图表78. 2015-2021 年中国啤酒销量各渠道占比



资料来源：Euromonitor，东亚前海证券研究所

在测算我国酒馆行业开店上限以前，还需考虑英国、中国酒馆平均单店

规模差距，假设中国酒馆平均单店规模与英国相近。根据英国酒馆啤酒总消费、英国酒馆总数计算英国酒馆平均单店啤酒销量约 1.52 万升/年，参照英国估计我国酒馆平均单店啤酒销量约在 1.5 万升/年水平。

因此，我们根据我国饮酒人口、人均酒精消费、酒馆消费渗透情况计算酒馆啤酒总消费，并且根据我国酒馆平均单店啤酒销量水平，预测我国酒馆行业开店上限。经测算，我国酒馆行业开店空间 21.65 万家。

在确定我国酒馆行业开店空间以后，我们还需关注酒馆行业扩张速度。我们保守估计 2022-2024 年受疫情影响，酒馆啤酒消费渗透率 CAGR 下降至 2%。2025 年及以后，酒馆行业进入行业成长期，随酒馆饮酒习惯不断培育，酒馆消费渗透率预计以年均 8%增速高速增长。**据此估算我国酒馆行业开店达限的目标年份，并且根据我国饮酒人口、人均酒精消费、酒馆消费渗透的动态变化情况，对我国酒馆总数进行逐年预测。**

预测我国酒馆数量在 2047 年达到饱和，我国酒馆行业 25 年间以 CAGR 7.55%的开店速度快速展业。2020 年我国酒馆行业 CR5 仅 2.2%，且连锁化率较低，酒馆品牌在下沉市场鲜有开店,因此疫前 2015-2019 年 CAGR 5.0%为酒馆行业初创期的较低增速。而 2020 年以后，酒馆行业受疫情影响部分出清，我们预计国内疫情影响将持续至 2024 年，对应 2023、2024 两年酒馆行业 3.36%、3.34%的较低开店增速。除去疫情影响阶段，2025-2047 年在无外部资本助力的自然发展情况下，酒馆行业历经 22 年达到成熟期。其中 2025-2029 年酒馆开店平均增速约 9.38%，酒馆行业快速发展。2030-2035 年受人口结构调整增速有所减缓，酒馆开店平均增速约 6.56%。2036-2047 年以后酒馆行业规模增速重回约 8%。2047 年以后酒馆开店饱和，行业扩张速度迅速降至 0%附近。

图表79. 我国酒馆行业门店规模、开店增速测算

中国 年份	人均酒精消费（L/年人）	人均啤酒消费（L/年人）	饮酒人口（亿人）	酒馆占啤酒总消费比例	酒馆啤酒消费（亿升/年）	平均单店销量（万升/年）	酒馆数（万家）	YoY
2022	1.87	46.75	8.91	1.26%	5.27	1.50	3.51	-
2023E	1.92	47.94	8.81	1.29%	5.44	1.50	3.63	3.36%
2024E	1.97	49.16	8.70	1.31%	5.62	1.50	3.75	3.34%
2025E	2.02	50.40	8.60	1.42%	6.15	1.50	4.10	9.40%
2026E	2.07	51.68	8.49	1.53%	6.73	1.50	4.49	9.39%
2027E	2.12	53.00	8.39	1.66%	7.36	1.50	4.91	9.37%
2028E	2.17	54.34	8.28	1.79%	8.05	1.50	5.37	9.35%
2029E	2.23	55.75	8.18	1.93%	8.81	1.50	5.87	9.39%
2030E	2.23	55.75	8.07	2.09%	9.39	1.50	6.26	6.61%
2031E	2.23	55.75	7.97	2.25%	10.01	1.50	6.67	6.59%
2032E	2.23	55.75	7.86	2.43%	10.66	1.50	7.11	6.57%
2033E	2.23	55.75	7.76	2.63%	11.36	1.50	7.58	6.55%
2034E	2.23	55.75	7.65	2.84%	12.11	1.50	8.07	6.54%
2035E	2.23	55.75	7.55	3.06%	12.89	1.50	8.60	6.52%
2036E	2.23	55.75	7.55	3.31%	13.93	1.50	9.28	8.00%
2040E	2.23	55.75	7.55	4.50%	18.95	1.50	12.63	8.00%
2045E	2.23	55.75	7.55	6.62%	27.84	1.50	18.56	8.00%
2047E	2.23	55.75	7.55	7.72%	32.47	1.50	21.65	8.00%
英国 年份	人均酒精消费（L/年人）	人均啤酒消费（L/年人）	饮酒人口（万人）	酒馆占啤酒总消费比例	酒馆啤酒消费（亿升/年）	平均单店销量（万升/年）	酒馆数（万家）	YoY
-	2.74	68.50	3873.51	26.56%	7.05	1.52	4.64	-
备注	2013 年	计算	2021 年适龄人口	2020 年初，无疫情影响	计算	计算	2021 年	-

资料来源：综上文，东亚前海证券研究所

对比我国 KTV 行业发展，检验以上测算结果。饮酒、K 歌同属传统的线下夜间消费，同样受当地的社交需求驱动，且存在餐饮门店/酒馆饮酒+KTV 消费的消遣活动组合，因此从需求端看，酒馆行业与 KTV 行业的消费模式类似，消费群体重合度较高，KTV 门店顾客均为酒馆行业的潜在消费者。因此我国 KTV 行业发展历史可为我国酒馆行业未来发展提供一定借鉴意义。

KTV 行业成长期共历时 27 年：1988 年广州、北京相继开业第一家 KTV，而后 KTV 在中国大陆快速开店，2014 年 KTV 行业开店数量达 12 万家峰值，随后 KTV 行业进入行业衰退周期。

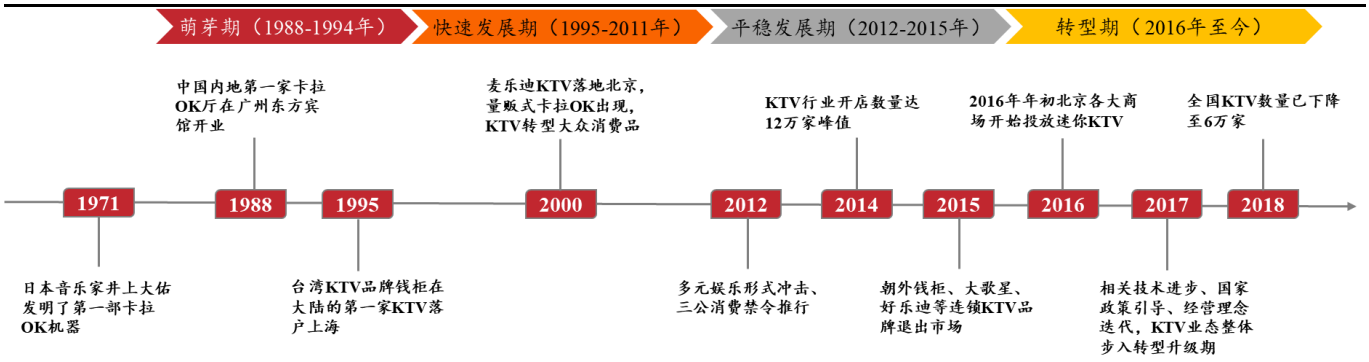
KTV 单店平均 30 间包房，按照小型包房 20 平米容纳 4 人、中型包房 30 平米容纳 6 人、大型包房 40 平米容纳 8 人计算。考虑公共区域面积，KTV 单店面积平均接近 1000 平米，单店可容纳共 156 人。酒馆行业以下沉

进展较快的海伦司为例，海伦司平均单店面积350平米，单店平均36-50桌，可同时容纳约175名顾客。**其一，**酒馆单店面积相较KTV门店更小，因此酒馆行业的前期投入更低、门店环境兼容性更高，**更有利于拓展下沉市场。其二，**酒馆单店容纳175人，低线城市中单店单日营收约9500元，KTV单店容纳156人，按照单包房平均日流水500元计算，单店单日营收约15000元，考虑租金水平差异，**酒馆行业盈利相较KTV行业更高效。**

酒馆行业在下沉市场开店潜力较大，酒馆行业开店上限与低线城市中开店空间高度相关。**由于**酒馆行业单店面积相较KTV更小、盈利更高效，更加符合契合下沉市场的生存逻辑。**又考虑：1）**KTV行业开店规模受到音乐生态衰退影响；**2）**KTV行业快速发展期介于1995-2011年，我国居民可选消费需求十余年来增长较快。因此酒馆行业在单店容纳顾客数与KTV行业近似条件下，开店数量有望突破KTV行业12万家，**我们认为针对我国酒馆行业约22万家的开店上限估计较为合理。**

1970年代卡拉OK在日本诞生，随改革开放不断深化，1988年广州、北京两地相继开业第一家KTV门店，因此KTV行业自出现以来行业规模迅速扩张，其行业导入期较短。2014年KTV行业达到开店规模高点，2015年朝外钱柜、大歌星、好乐迪等连锁KTV品牌退出市场，2018年全国KTV数量已下降至不足5万家。因此可将KTV由开店第一家至行业规模下滑之间的27年时间对应于酒馆行业的成长周期，**我们认为在酒馆行业无资本导入前提下，估计我国酒馆行业高速成长期历时约22年较为合理。**

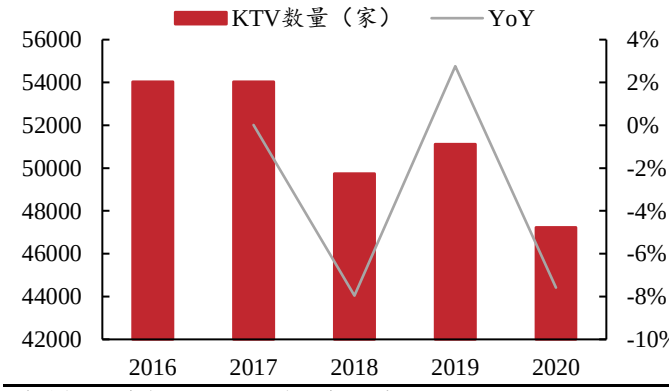
图表80. 我国KTV行业发展阶段梳理



资料来源：前瞻产业研究院，DT财经，百度百科，维基百科，东亚前海证券研究所

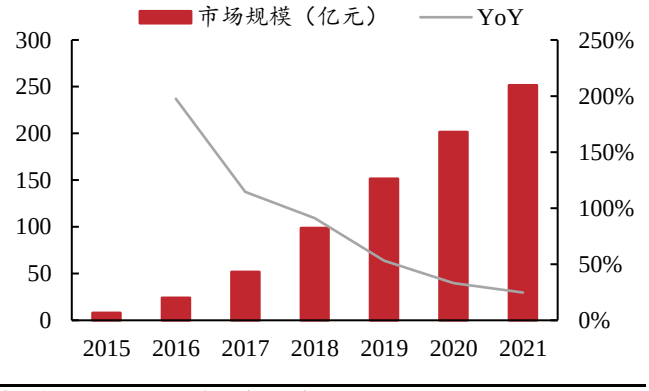
KTV行业衰退原因主要在于外部因素。原因主要有两点：其一，迷你KTV、K歌APP逐渐兴起；其二，华语（中国大陆国语、台湾地区国语、香港地区粤语）音乐发展巅峰期已过。KTV行业方面，卡拉OK模式与KTV行业同步出现，而后由KTV包厢普及至室内/公共场景（分别对应K歌APP/迷你KTV）。酒馆行业方面，饮酒习惯历史悠久、根深蒂固，酒馆行业兴起晚于饮酒习惯的出现，因此啤酒消费由酒馆向新兴消费场景迁移的发生概率较低。且我国酒类税收、政策方面相较英国更加宽松，**因此我国酒馆行业规模达峰后发生衰退现象的可能性较低。**

图表81. 2016-2021 年中国传统 KTV 业态场所数量



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表82. 中国在线 K 歌市场规模



资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

4. 相关标的：海伦司

4.1. 公司简介：直营模式快速扩张，业绩反弹动能强劲

4.1.1. 明确“年轻人+性价比”定位，直营模式快速扩张

公司是国内连锁酒馆龙头，致力打造具有性价比的年轻人社交场地。海伦司以规模化连锁的形式、以东南亚异域风情的装修风格，为顾客带来快乐、自由的社交空间，以及最具性价比的酒饮产品与配套小食。

根据窄门餐眼数据，截至目前，公司现有门店数量已达 899 家，覆盖 27 个省中的 150 个地级市。海伦司门店主要集中在华南、华东、华中地区，在华北、东北、西北地区也有少量分布。城市分布结构上，门店主要分布于新一线城市及二线城市中。酒馆行业中，公司近年持续保持市占率领先地位，开店增速也领先同业。

图表83. 海伦司门店欧式装修探索



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表84. 海伦司门店实景



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

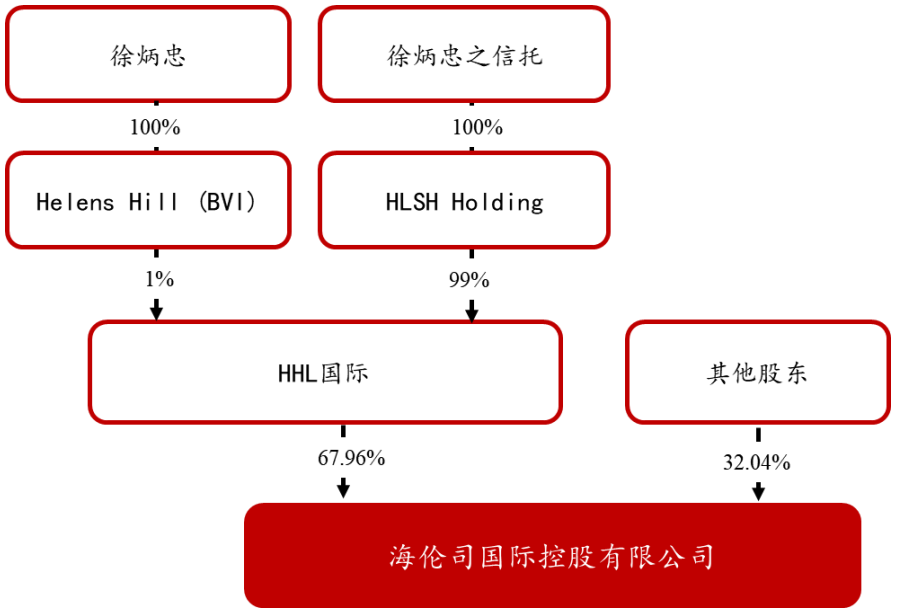
第一家海伦司酒馆诞生于 2009 年,当时由创始人徐炳忠老挝创业后归国在清华大学旁边建立。而后几年时间内，海伦司明确客户群体定位为年轻人，引入 ERP 系统，形成全国连锁管理体系，同时在全国多地的高校附近建立分店。

此后公司走上正轨，步入快速扩张期。2017 年开始，公司确定了沿用

至今的新装修风格，2018 年，公司确立了直营模式，2018-2020 三年，公司门店分别为 162/252/351 家，增速极高。2021 年 9 月 10 日，海伦司成功上市港股。

公司股权集中度较高，股权结构稳定在创始人徐炳忠手中。根据 2021 年末披露数据，HHL 国际持有公司 8.61 亿股股份，总股权占比 67.96%。HHL 权益构成中，99%为徐炳忠信托受托人 Cantrust 全资拥有的 HLS Holding，其余 1%为徐炳忠全资拥有的 Helens Hill。

图表85. 海伦司股权结构

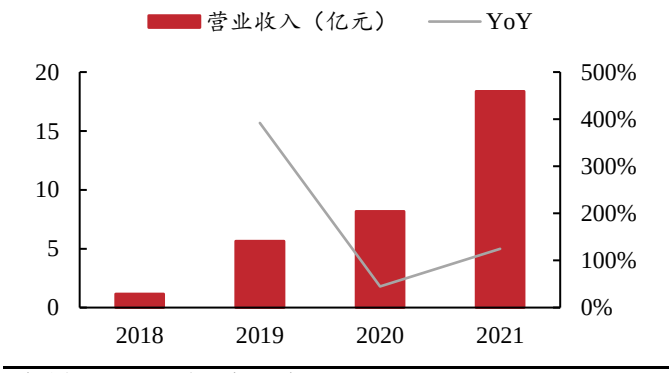


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.1.2. 业绩增长动能强劲，成本控制催化盈利向上

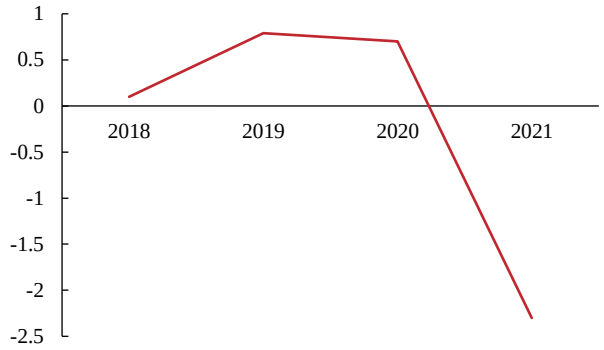
2021 年，公司营业收入 18.36 亿元，YoY+124.45%，净利润受疫情影响承压，为-2.3 亿元，YoY-3 亿元，调整后净利润 1 亿元，YoY+32.3%。回顾近年业绩数据，营收从 2018 年的 1.15 亿元连年增长至 2019 年的 5.65 亿元、2020 年的 8.18 亿元，3 年 CAGR 151.9%。净利润方面，2018-2020 年分别为 0.1/0.79/0.7 亿元，在疫情初爆发的 2020 年仍保持稳健。

图表86. 海伦司近年营业收入



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

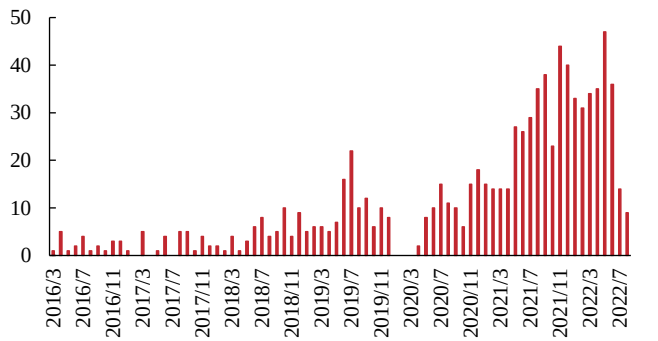
图表87. 海伦司近年净利润（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

店铺数量扩张是近年以来营收增长的主要动因。2019-2021 年分别新开 90/99/431 家门店，带动营收高速增长。2021 年新开门店中，一线/二线/三线及以下城市分别为 26/233/172 家。同时，公司 2020、2021 两年的同店单店日均销售额 YoY 分别为+16.5%/+8.2%，体现出公司门店铺开后仍能保持持续的单店边际增长能力。

图表88. 海伦司单月新增门店数量（家）



资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所

图表89. 因城市等级而异的利润水平（亿元）

	2021 年		2020 年	
	净利润	净利率	净利润	净利率
一线城市	2.4	0.01%	-0.14	-15.36%
二线城市	1.74	16.92%	1.03	21.33%
三线及以下城市	1.34	23.25%	0.64	26.44%

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

盈利主要由二三线城市贡献。2021 年，二线/三线及以下城市贡献的利润为 1.74/1.34 亿元，净利率分别为 16.92%/23.25%，三线及以下城市盈利能力显著，而一线城市仅能维持盈亏平衡。疫情之下，一二线城市受疫情影响较低线城市更严重。低线城市运营的酒馆有更低的租金成本，由于产品统一定价，因此盈利空间更大。且相较于一城几十门店的一二线城市，三线及以下城市多数低于 4 个酒馆，疫情风险相对分散。

星巴克从 1992 上市至 2008 年处于快速成长期，其 PE TTM 平均位于 60X-80X 区间，海底捞 2018 年上市，高速开店状态持续到 2020 年，期间保持 50X-80X 的 PE TTM。按照 Wind 一致预期中 2022E 数据，海伦司 PE 仅为 51.25X，当前快速拓店进程下，估值处于被低估状态。这主要与疫情之下餐饮行业恢复进度不确定有关，疫情主要影响关店规模、开店速度、新店爬坡，市场普遍信心不足。

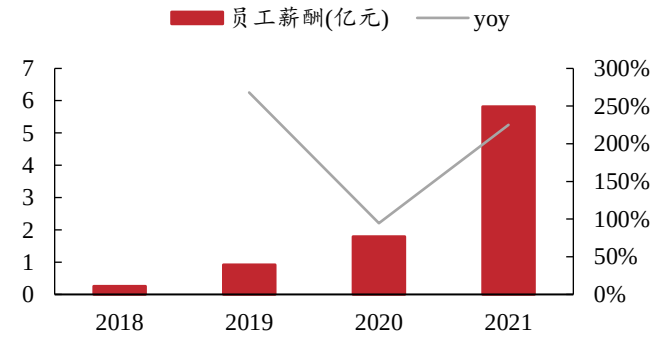
疫情反复情况下，经营短暂承压，但恢复韧性强。2021 年，受到疫情

影响，最高峰有近半数店铺关闭。目前仍未开业的店铺占比下降至 10%以内。

疫情会扰动新店客群的培育过程，使得新店的爬坡期变长。从同店情况看，2021 年同店日均销售额增长 8.2%，相比截至 2021Q1 的 40.2%放缓。**年内的疫情影响再度影响同店销售额的恢复度，但从近两月的监测数据看，截至目前公司已基本走出此轮疫情阴霾。**

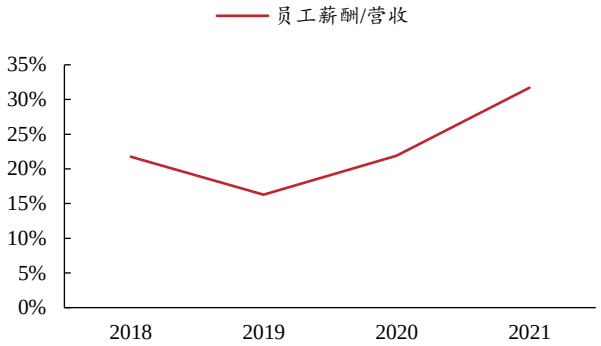
疫情影响单店日营收情况下，增长的员工薪资支出为 2021 年增收不增利的重要原因。在 2021 年的员工薪酬花费中，包括了 2.46 亿元的工资、福利，以及 2.43 亿元的外包人力花费。2021 年扩店进程下门店员工数量大幅增加，公司还满足承诺为员工进行相应提薪。

图表90. 海伦司各年员工薪酬



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表91. 各年员工薪酬在总营收中占比



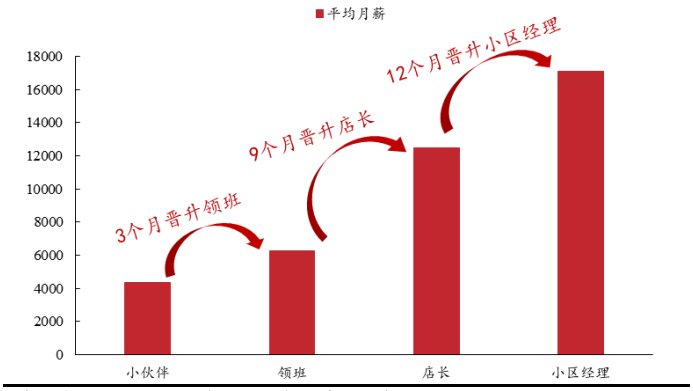
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司从去年十月开始降本增效:1)优化单店模型由 10-12 人至 9-10 人；2）将部分未满一年的员工转为外包；3）调整储备员工的规模，对于现有员工结构进行优化可以降低薪酬支出。

按照海伦司招聘员工的岗位划分，小伙伴、领班为外包员工，店长、小区经理为自有员工。根据海伦司招聘海报，门店小伙伴月薪 3600-5100 元，门店领班年薪 6-9 万元，店长年薪 10-14 万元，小区经理年薪 18-23 万元。

优化后门店员工结构约 9 人，按照 1 名店长+8 名外包员工估算，其中考虑外包员工流动性较大，假设小伙伴、领班各 4 人，则单店月均人工支出为 54900 元，较过去单店单月 7-8 万元的行业平均水平，降幅 26.80%。

图表92. 海伦司各岗位员工薪酬一览（元）



资料来源：海伦司招聘海报，东亚前海证券研究所

图表93. 单店月均人工支出估算（元）

	小伙伴	领班	店长	共计
人数	4	4	1	9
平均月薪	4350	6250	12500	-
总计月薪	17400	25000	12500	**54900**

资料来源：东亚前海证券研究所

疫后恢复行情下，主要关注海伦司高确定性的扩店预期与较高的恢复弹性。

一看高确定性的开店进程与极高的增长空间上限。海伦司 2021 年扩店加密 431 家，2022 年全年指引新开 300 家门店。虽然受疫情影响较招股书中计划 2021-2023 年新开 400/630/900 门店有所减少，但仍然保持行业内最高量级的扩量速度。未来按照全国大专院校 3012 家展望（还应考虑商圈店占比），开店的天花板极高。

二看疫后极高的恢复弹性。从酒馆行业的单店模型看，行业毛利率均值约 70%，其人工成本占日营业额比重在 15%-20%左右、租金占比约为 15%，虽然海伦司已经优化门店员工的薪资，其租金成本也相对同业较低，但其费用率（包括折旧、水电等费用）仍高达 40%，为单店开店后的刚性支出。所以未来疫情缓和后，其业绩恢复的弹性也较大。

4.2. 单店竞争力：高毛利经营低价深度消费酒馆

从单店模型看，受益于成熟的管理体系，海伦司在产品价格、毛利率两个维度上相较同业均存在优势，是难得的能在低售价条件下维持高毛利的标的，门店数的压倒性优势可弥补单店营收规模短板。

4.2.1. 锚定自有品牌，低单价撬动高收益

海伦司直营模式开店，采取全国统一定价原则，啤酒包括自有品牌、第三方品牌（1664、喜力、百威、科罗娜），每小瓶啤酒定价均在 10 元以下。鸡尾酒均价约 40 元，均通过前台吧台员工简单调制后呈现。饮料均价 10 元，小食均价 30 元，人均消费 75 元左右，对学生群体极具吸引力。

自有品牌酒饮：自有品牌酒饮包括海伦司啤酒和饮料化酒饮，覆盖了精酿、奶啤、果啤、威士忌可乐桶、伏特加红酒等全品类。

啤酒方面，包括海伦司精酿、海伦司纯麦精酿、海伦司啤酒、海伦司扎

啤。饮料化酒饮方面，酒精度低且口味多元化的酒类较受顾客青睐，基于店内威士忌可乐桶、伏特加红牛等经典款饮料酒饮，公司的酒饮开发团队研发出白桃味/葡萄味/草莓味果啤、奶啤等新品。

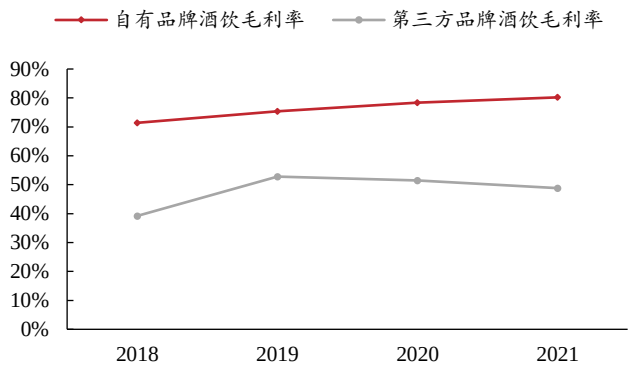
自有品牌酒饮成为销售收入贡献主力，2021 年自有酒/第三方酒销售收入分别为 10.73/3.50 亿元。自有品牌酒饮由于 OEM 模式优势，毛利率显著高于第三方，2021 年自有酒/第三方酒毛利率分别为 80.20%/48.80%，且随供应链关系进一步成熟稳定，自有酒毛利率从 2018 年起逐年稳步上升。自有品牌酒饮拥有数额更大的销售收入，叠加超行业水平的毛利率，2021 年实现 8.61 亿元销售毛利润，高过第三方酒 6.90 亿元，在总体产品矩阵（自有酒+第三方酒+小食）中占比 69.80%。

图表94. 海伦司点酒单



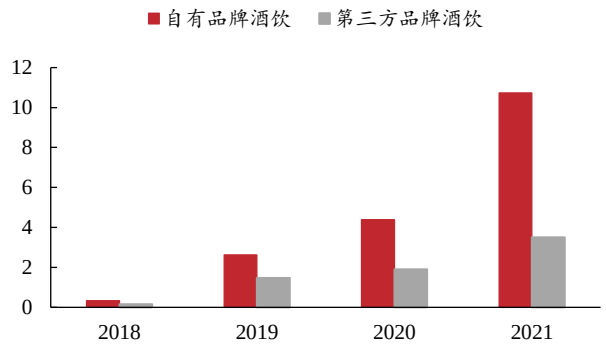
资料来源：海伦司公众号，东亚前海证券研究所

图表95. 自有品牌酒饮毛利率显著高于第三方



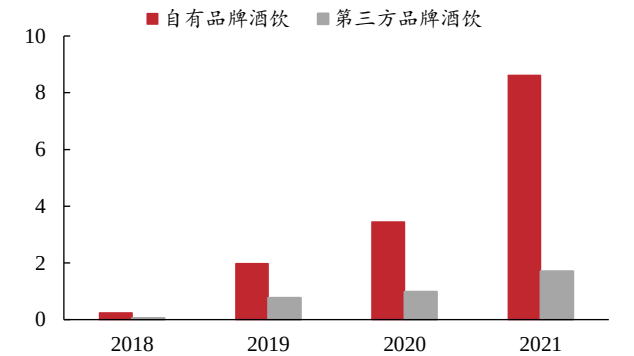
资料来源：招股说明书，公司年报，东亚前海证券研究所

图表96. 海伦司自有酒/第三方酒收入对比（亿元）



资料来源：招股说明书，公司年报，东亚前海证券研究所

图表97. 海伦司自有酒/第三方酒毛利润对比（亿元）



资料来源：招股说明书，公司年报，东亚前海证券研究所

海伦司拥有完备的酒水供应链，根据线上旗舰店展示的产品生产商信息，公司与青岛天惠乳业、英博金龙泉啤酒、山东阳春啤酒、湖州特思拉啤酒等头部加工企业建立了稳定的酒饮代工生产关系。以单瓶 275ml 啤酒为例，第三方酒水进货价约 7.5 元，**采用 OEM 代加工方式定制生产，则出厂价可低至 2 元以下，成本优化幅度极大。**

几近海伦司一家研发自有品牌酒饮。显然，研发自有品牌可以显著增厚

门店利润，但研发前期过程投入资本较大，海伦司依靠其集团规模优势，有足够充裕的资金规模支撑其研发。

自有品牌酒饮的推出，有利于在长期增加海伦司的品牌认知度，其中的经典款、爆款产品，可通过营销手段制造引流、出圈效应。

高毛利：

海伦司毛利和同行业酒馆基本一致，略高于友商。但清吧中经营模式相差较大，高档酒吧包含较多服务、体验溢价，前期投入、人工成本较高，酒饮成本占比自然下降，天然需要做高毛利。海伦司等平价酒馆在缺少了以上附加值的情况下，保持毛利一致甚至是超水平。

在价格向上空间有限的情况下，主要看降成本。

1）**自有品牌酒饮的推出。**向上游供应商集中采购的第三方酒饮，谈判降价空间几近消失，2018 年推出自有品牌酒饮，向上游供应链延伸。最重要的降本手段，下文详述。

2）**供应链环节的规模优势。**海伦司向上游加工厂采购自有酒、第三方酒，受益于其规模采购特点，可获得一定的谈价空间，这是与未品牌化的酒馆之间的关键竞争优势。且海伦司在进行新店、节假日免费畅饮的营销活动中，还存在进一步的价格优化空间，更大的备货量支撑其提前锁定低价订单。

3）**标准化程度高有益缩减成本。**采购的酒饮、小食均为成品、半成品，门店侧加工复杂度低。海伦司店内堂销工业啤酒，不经过采购大麦芽入罐发酵环节，直接散酒勾兑，后厨加工操作流程标准、简洁。物流配送高效，与第三方物流服务提供商合作，在多地建有物流仓库。

酒价低：

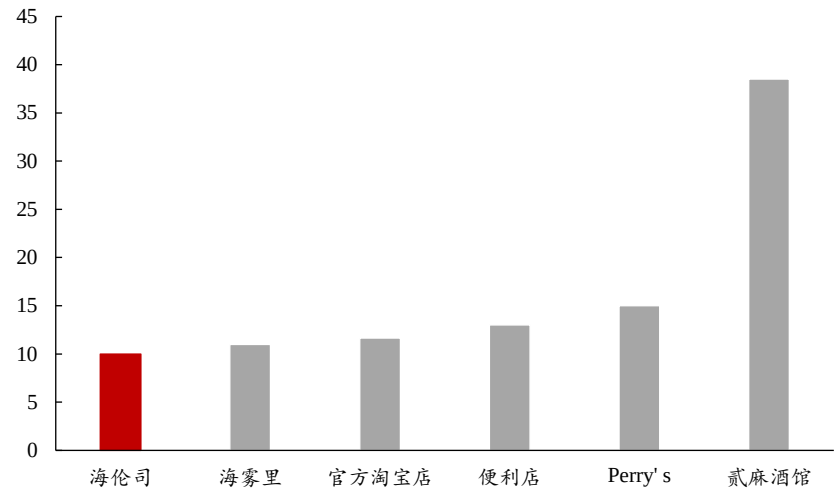
中高端酒馆所售卖酒水的价格中包含了较多的服务、体验上的附加值。海伦司定位平价酒馆，其目标人群精准，产品定价最低，不在酒水品质上和清吧友商发生过多的竞争与摩擦。在平价酒馆赛道中，海伦司酒饮单价具备较强竞争力。

以酒馆行业中销量较大的科罗娜啤酒为例，同业售价在 11-40 元之间，便利店零售价 13 元，线上零售价折合单瓶 11.65 元，海伦司售价 9.99 元，此谓低价。海伦司极致的低价，是建立在高毛利基础上的低价。在保证毛利的基础上，优化产品结构，换得单品定低价的空间。

目前的海伦司与同业的价格水平拉开较大差距，很难进一步向下突破。自有品类是海伦司的重要产品壁垒，Perry's 等酒馆由于仅能进货第三方，价格空间难以接近海伦司，不太可能造成价格战等局面。新进入行业者由于未及同等规模，冲击竞争格局的现象很难发生。

且平价单品可对标线上店铺零售价，助力其顺利进军线上渠道销售。

图表98. 小瓶科罗娜啤酒价格对比（元）



资料来源：海伦司公众号，淘宝，美团，东亚前海证券研究所

价格优化空间从何而来？

海伦司和 Perry's 客单价相仿，整体毛利率也基本相同，都为平价酒馆。简单匡算，海伦司第三方酒毛利近 50%，售价约 10 元，成本约 5 元。不考虑进货价差异，Perry's 仅第三方酒，毛利 66%，售价约 15 元。

自有品类酒饮的研发出世，可视为产品结构的升级迭代过程。

假设只售第三方酒条件下，单价 15 元→开始做更低成本的自有品牌→在保持整体毛利不变前提下，可提升自有酒毛利，让利第三方酒→自有、第三方的小瓶啤酒均可降价至 10 元以内。

结论：做自有品牌不仅可实现以更低的制造成本生产自有酒，还是提升降价空间想象力的最重要手段。

验证：2018 年以前，轰炸机等鸡尾酒为自有品类，大扎扎啤中灌装的是百威啤酒。根据海伦司公众号，2018 年下半年，逐步推出海伦司精酿、海伦司啤酒、海伦司扎啤等自有产品。海伦司从 2018 年末实现了产品降价，小瓶啤酒价格从十余元下降至 10 元每瓶。

而后的 2019 年-2020 年，海伦司相继推出几种口味的果啤以及奶啤。2019 年 6 月，科罗娜、百威再次实现小幅降价，自有品类啤酒单瓶降价 2.2

元。2021 年 3 月，1664 啤酒单瓶降价 3.1 元。**降价过程紧跟自有酒推新品出现。**

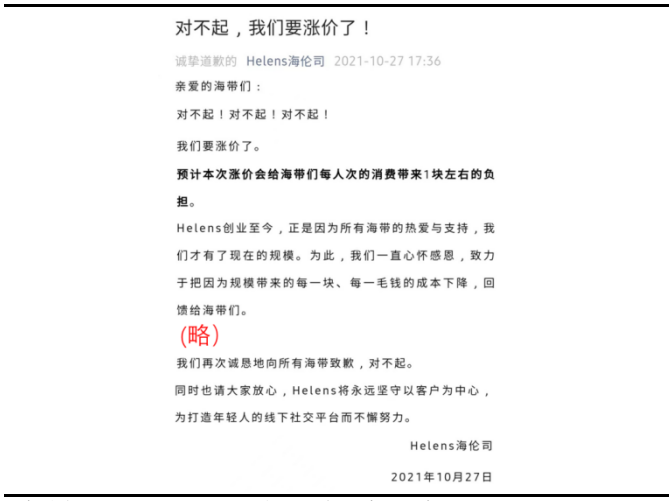
2021 年底，海伦司售价随成本上涨小幅上调，但仍紧守十元大关，保证让利消费者的原则，同时顺势获得了一定的营销效果。

图表99. 海伦司于 2021 年 10 月底微幅上调酒价

	原价/元	上涨额度/元	现价/元
百威	9.8	0.19	9.99
1664	9.8	0.19	9.99
科罗娜	9.8	0.19	9.99
喜力	9.9	0.09	9.99
海伦司纯麦精酿	9.8	0.19	9.99
奶啤	8.9	0.4	9.3
果啤	8.9	0.4	9.3
海伦司精酿	7.8	0.4	8.2
嗨斗	59	0.9	59.9

资料来源：海伦司公众号，东亚前海证券研究所

图表100.公告涨价的公众号文案的营销属性显著



资料来源：公司调研，公司年报，东亚前海证券研究所

图表101.海伦司自有品类啤酒的酝酿过程

日期	公众号文章标题	新品
2018 年 7 月 23 日	海伦司精酿隆重上线，现邀请 100 位免费体验哦~	 
2018 年 10 月 24 日	免费领取海伦司精酿 plus 兑换券，限 10 万名！	
2018 年 11 月 8 日	海伦司扎啤上线，送 1000 罐先到先得	
2019 年 1 月 1 日	叮，海伦司啤酒上线，寻找 Helens 新品体验师～	 

资料来源：海伦司公众号，东亚前海证券研究所

为何让利第三方酒至售价 10 元？而不是与自有酒差别定价，保持毛利基本一致？

首先，打造平民酒馆人设。参照定价原理，顾客通过市场流通、价格透明的第三方酒定价整体价格水平。酒吧常用拉高普通产品（矿泉水等）的方法来提升产品平均价值，而海伦司反其道而行。

进一步，自有酒向第三方酒对标价格，拉高自有酒的身价。成本、毛利对于消费者不透明，其通过售价定价产品价值。

4.2.2. 顾客身份、入店动机奠定深度消费模式

顾客画像：1）多为学生群体或刚工作的年轻人，闲暇时间多、消费能力有限，极为注重消费性价比。2）绝大多数顾客较少关注酒的品质。

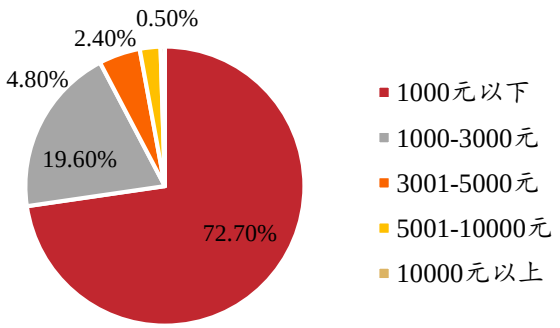
入店动机：1）三五好友聚会消遣。2）一定比例的顾客带有同陌生异性互动的诉求，期望寻求短期或长期的感情关系。3）作为连锁酒馆，多数顾客不是出于打卡探店的动机进店消费的。

消费模式：1）多数顾客并非追求微醺状态，往往有过量饮酒的倾向。2）海伦司翻台率低，顾客消费时间较长。

顾客画像：

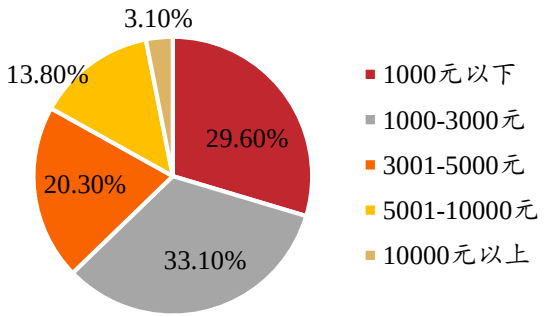
Z 世代为酒吧市场消费主力军。根据极光数据，Z 世代年轻人学生群体中，92.30%每月消费支出 3000 元以下，非学生群体中，83.00%每月消费支出 3000 元以下。其消费能力有限，故十分注重性价比，但其较显著的特点是闲暇时间多，学生群体、小镇青年尤甚。

图表102.2021 年 Z 世代学生群体中每月消费支出



资料来源：极光数据，东亚前海证券研究所

图表103.2021 年 Z 世代非学生群体中每月消费支出



资料来源：极光数据，东亚前海证券研究所

顾客较少关注酒品质量，海伦司也不走消费升级路线。虽然精酿、微醺果酒也是近年来酒馆行业中重要的升级业态，海伦司也推出了海伦司精酿、新品饮料化酒饮等，但顾客较少关注酒品质量，平价酒馆也与消费升级、产品质量提升的路线不兼容。顾客群体以社交为核心，与专注酒品质量的爱好者有着极高的区分度。

入店动机：

酒馆偶遇情节是少男少女们的普遍幻想。根据公众号留言，其中高频关键词为：“女朋友”、“小哥哥”、“脱单”、“桃花”、“爱情”.....可以看出除熟人社交动机外，一定比例的顾客的入店动机中带有强烈的同异性互动的诉求，期望寻求感情关系。且官方的互动回复也满足、迎合了这些人的情感期待。陌生人社交属性普遍存在于酒吧生态之中。

图表104.“脱单”为典型入店消费动机



资料来源：2018-2022 年海伦司公众号文章精选评论，东亚前海证券研究所

打卡探店、贩卖体验的网红酒吧路线，关键在于个性化设计的空间、酒品上，其特点是门店个性化强、品牌属性弱。在海伦司高举高打的铺店模式之下，**顾客入店动机中蕴含着较多对于酒馆功效、实用属性的追求。**

以上对于顾客角度的分析意在梳理刻画出顾客的典型消费模式。

消费模式：

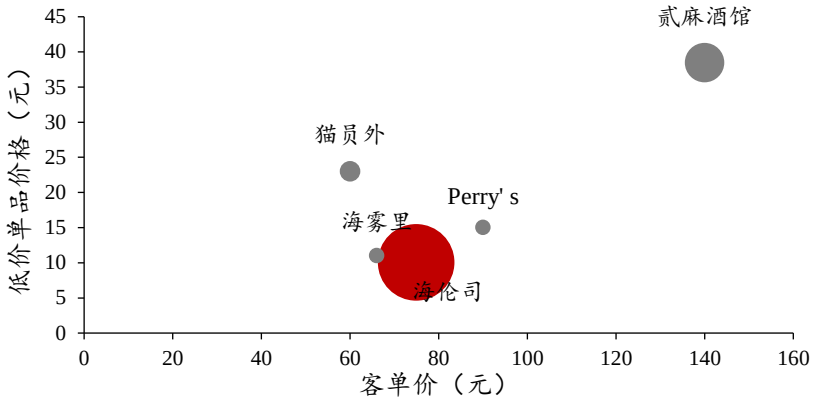
我们与市场不同的观点：虽然微醺经济是重要的消费升级方向，海伦司官方也做了相应概念营销，但实质上店内消费并不以微醺模式为重。

微醺经济的特点为，顾客在门店空间内社交过程中饮酒量较少，且主要消费鸡尾酒等低酒精度数酒品。其主要受益的标的为高端清吧（音乐酒吧、酒饮+餐饮模式）、Livehouse、夜店等酒吧业态。

海伦司酒馆中，平均单位客人进店消费 75 元，估计平均饮酒 2.5L。实际情况下，点单小食、单价更高的饮料化酒饮等会摊薄平均饮酒量（且饮料酒饮酒精含量更低），点单 78 元 3L 大扎会提升平均饮酒量。粗略按照 2.5L 计算，成年男性平均体重 66.2kg，啜饮 3 度以上啤酒 2.5L，饮酒后一小时体内每百毫升血液中酒精含量约 160mg，远超国内醉酒驾驶标准中 80mg/100ml 下限。

陌生人社交需求旺盛的、较少关心酒品质量的、闲暇时间充裕的学生群体进店，意味着长时间、高毫升数的深度酒饮消费。

图表105.海伦司为酒饮单价较低酒馆中客单价较高者



注：圆点大小代表门店数规模

资料来源：窄门餐眼，大众点评，美团，海雾里官网，东亚前海证券研究所

图表106.顾客醉酒程度对比

	海伦司	Perry's	海雾里	贰麻酒馆	猫员外
客单价（元）	75	90	66	140	60
典型低价单品	海伦司啤酒等	1664 等	1664 等	科罗娜等	花魁等
单瓶价格（元）	9.99	15	11	38.5	23
单瓶毫升数（ml）	330	330	330	330	330
人均毫升最大值（ml）	2477	1980	1980	1200	861

注：典型低价单品的选择标准上，海伦司、Perry's、海雾里、贰麻酒馆均选取 1664、科罗娜、百威等常见第三方小瓶啤酒（以上单品价格相等），猫员外选取自家低价单品花魁

资料来源：海伦司招股书，大众点评，海雾里官网，东亚前海证券研究所

回顾 1.1.2 中观点**“酒精成瘾性、酒桌强社交属性奠定酒馆行业深厚壁垒”**，结合清吧赛道中各家来看：**1）成瘾性：**高端酒馆完全不具备成瘾性特点，人均平均饮酒不足 1L，按照以上模型测算，体内酒精含量仅 60mg/100ml。同理，平价酒馆之中，海伦司较其他酒馆均存在不同程度的相对优势。**2）社交属性：**海伦司的深度饮酒倾向进一步催化熟人社交、陌生人社交开花结果。

海伦司极致的价格优势引导顾客提升饮酒量。价格优势不仅可助力公司打开学生群体、低线城市的蓝海市场，还可培育顾客的消费模式，产生海伦司式的深度消费模式依赖。

低价酒品+配套玩法支撑单桌顾客无限扫码点单回购。海伦司酒馆中每桌均配备骰子、骰盒，进店顾客实际使用频次极高，气氛热烈的摇骰斗酒演进为一种海伦司门店特有的文化；门店售卖的扑克牌售价仅 5 元，上印有各种酒桌互动的指令、动作，玩法众多。酒桌游戏俨然成为酒馆中一道社交风景线。

图表107.海伦司酒馆中每桌均配备骰子、骰盒



资料来源：门店实景，东亚前海证券研究所

图表108.售价仅 5 元的海伦司定制扑克牌



资料来源：门店实景，东亚前海证券研究所

从顾客角度考虑：平价酒吧或是此类目标人群最具性价比的社交选择，酒吧的社交效率较高，给定的消费支出换得最长的社交时间为其优选策略。

从公司角度考虑：海伦司鼓励顾客长时间的深度消费。毋庸置疑会降低翻台率，但酒馆行业不同于一般餐饮的是，长时间饮酒的顾客精神状态渐入佳境，大概率会发生二次点单消费。

短期看，适度拉长消费时间可保证上座率，向顾客展现受欢迎的店铺经营局面、火爆的店内气氛。适度延长排队等位时间，不失为一种有效的营销手段。

长期看，建立情感联结，强化用户与品牌之间的羁绊。首先可以提高消费者复购频率，其次可通过顾客的拉新行为完成流量的私域裂变。进一步，海伦司的自有流量池为其关键竞争优势，区域客流量通过等位情况得以验证后，流量可以在区域内快速迁移至二店，支持门店拓展。

4.2.3. 核心打法：放大视听体验，突出第三空间价值

海伦司作为特殊的清吧，为低消费人群提供了近似嗨吧的环境，迎合青年男女追寻熟人社交&陌生人社交的入店动机。具体分析，其提供清吧水平的酒品、服务，制造嗨吧的音效、灯光氛围。一方面保证了让用户嗨起来的核心要素，同时在其他要素上做极致的减法以支持其高度标准化拓店模式。

同业中，海伦司音乐盒形式的背景音乐放送在品质层面竞争力较弱、但成本最低。可以饱满的满足顾客情绪欲求，未经教育的低消费群体中对于音效方面要求和需求较低。

首先看硬件条件。海伦司的音乐、灯光氛围均处于行业平均线水平以上，足够保证环境的塑造，高成本的环境设置反而边际效益下降，不具有经

济性。

海伦司通过低成本构成的背景音乐简化单店模型，保证其大规模展店，大后端优势下打造智能音乐管理系统，仅通过精选歌曲即可支撑高端店现场氛围的复刻。**我们认为，这是海伦司与未品牌化的低端清吧之间的关键经营区别点。**

其次分析社交空间氛围形成的重要要素——以人组成的有机环境。顾客在社交中通过在场的他人言语、行动锚定自我位置，进行社会身份、文化身份的自我确认。平价属性+酒馆特质驱动其定位人群集中在年轻人、大学生，追求潮流、个性，喜欢夜生活和社交。趋同的顾客身份不断相互强化这一社群的构成。也就是说，这种用户自发集中形成的社群文化、酒饮亚文化是支持用户反复进店消费的动因，并不是酒饮本身。

同时，公司紧围绕用户需求，注重推广社交文化，为用户制造社交条件。会在顾客的生日全场播放生日主题歌，通过微信小程序“海带碰”撮合拼桌，鼓励陌生人之间的互动社交，推出“可乐桶挑战”、“聚会游戏指南”、“全城告白计划”等一系列围绕社交设计的线上营销内容。

平价酒馆身份的海伦司，其第三空间属性，实际上是对于传统低端餐饮行业商业模式的一次突破。可以避免产品质量维度的竞争与升级，将注意力从产品质量上，转移到营销和铺量上。虽然短期内海伦司以下沉扩店为主，极小可能主动上调价格；但作为社交空间的海伦司，其社交场景与社交概念是远期潜在的主要价值增长点。

4.3. 何以支撑扩量：单店模型可复制

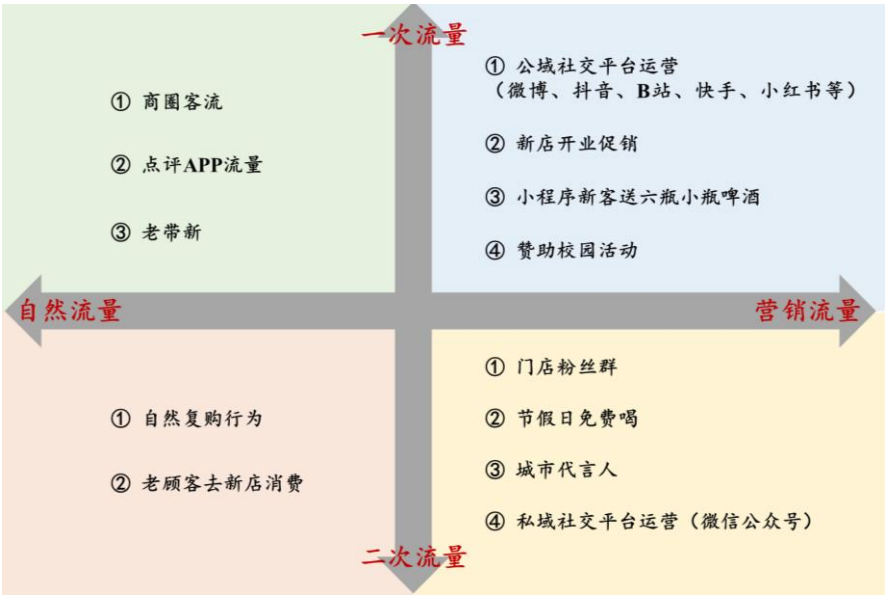
海伦司已经培养起一批忠诚的消费者，使得其品牌观念深入人心；同时打造小前台、大后台的管理模式：门店的标准化、轻量化运营；供应链、集团的数字化管理。**产品力、运营力、品牌力的强势支撑其单店模型易批量化复制。**单店低营收、高毛利的模式得以快速规模扩张，通过门店总数的绝对性优势对于单店收入规模进行弥补，从而奠定行业龙头地位。

4.3.1. 营销孵化的流量是扩店的最大前提

流量是拓店过程中的关键要素，海伦司极为重视营销环节，且完成度极高。海伦司极为重视客流量拓展，事实上也在人气度上领先友商，流量保证顾客端的旺盛需求，无疫情影响下，可持续保证开店火爆场面。

顾客流量可以按照自然形成的、营销形成的划分，又可以按照新客的一次流量、反复消费顾客的二次流量进行区别，在此不赘述。

图表109.海伦司顾客流量四分法



资料来源：东亚前海证券研究所

海伦司通过种种营销手段以实现客流量的增加。

其中面向吸引新人流量的有：

1）新店开业促销：新店开业前 7 天，每人每天免费领取 6 种啤酒组合套餐，前 30 桌进店招牌酒水免费送，多年如一的营销策略。

2）多年来一直坚持小程序点单新用户赠送六瓶小瓶啤酒套餐。

3）针对学生群体，海伦司持续赞助各高校社团活动，与高校保持紧密关系是在当地重要的市场渗透策略。

4）在公域社交平台上保持宣传攻势，如微博、抖音、快手、B 站、小红书等，依靠平台传播力主要面向拉新。

其中目的为深化顾客关系，增加复购概率的有：

1）门店粉丝群系统的建立与维护，海伦司的每家门店都建立了对应的粉丝群，官方在群内进行活动宣传、门店开业信息更新，群内的顾客之间气氛活跃。

2）感恩节等节假日全场免费喝，全国范围内的门店皆适用，针对性的面向已经建立了消费习惯的老顾客，营销的力度极大，反馈火爆。

3）广泛招募深度粉丝用户担任对应城市的城市代言人，依靠核心用户凝聚人心，构建粉丝生态。

4）在私域社交平台——微信公众号上发布相关营销内容，其依靠的是线下社交关系中的分享转发，对应老顾客复购或老带新现象。

图表110.海伦司营销手段一览



资料来源：海伦司官网，海伦司微信公众号，东亚前海证券研究所

对比同业，其线上营销策略更为多样，更加个性化，更贴近年轻人的关注点。目前，胡桃里、Perry's、贰麻酒馆等友商同样通过各类社交媒体账号进行品牌宣传。**对比看，海伦司的线上营销攻势在几个维度引领同行。**

第一，海伦司在微信公众号、抖音、微博等主流平台上关注度更高，其公众号阅读量 10w+、微博粉丝数 23.5w，均取得量级上的领先。

第二，以最为主流，受众最普遍的微信公众号为例，各酒馆主要在平台上发布活动信息预告、新店宣传等内容，但海伦司提供更多服务，如会员中心、线上取号、存酒等。公众号运营极为细致，文案精致、美工优秀，较能突出品牌形象，公众号文章中每一条评论均会得到官方的回复。

营销是海伦司整体运营战略中的重要一环，相比友商对营销更敏感、更注重。原因：1）其在热门商圈的选址差，且高校店占比大（高校店的自然新客流量本身就与商圈不可比）。2）主要面向价格敏感的学生群体，降价或者免费的营销手段效益更好。3）海伦司开店速度较快，追求开店前在当地顾客中形成较强的人气和期待，一般新店开店即爆满。营销赋予了海伦司快速打入目标市场，定位目标客群的能力。

良好的社群关系可以在各店之间相互导入流量，支撑其快速扩张，是海伦司大举营销的关键目的所在。

营销的尽头是满盈的情怀，是人本主义角度对顾客的关怀和尊重。公司理念主张热情温暖的对待客人，像朋友一样关心爱护顾客。依靠真诚、回馈顾客的真心做节日免费营销活动，才能换来顾客的认可，在活动后留住顾客。**不拘一格只为顾客体验。**比如在新店免费营销时，为门外排队的顾客免费提供啤酒；因为店内小吃品种较少，甚至鼓励顾客在店内点外卖；多年来一直坚持为进店点餐的新客免费送六小瓶啤酒。**这换来了顾客与品牌之间，较紧密的情感连结。**

4.3.2. 精简前端：标准化、轻量化运营

相较于食材品类丰富的主流餐饮赛道，酒馆行业贩售酒饮，其调制过程精简，或说某些基础单品无需加工调制过程，其更容易实现标准化。从供应链采购端到门店运营侧的流程均更加简洁，支撑酒馆行业领跑餐饮行业的规模化扩张速度。

传统清吧的竞争优势主要通过酒品差异、调酒师调酒差异体现，各方门店之间的口味竞争激烈，在门店集中度高的热门商圈尤为如此。因此其需投入较大精力关注调酒师的水平，也不易复制，形成大规模、标准化的发展。

海伦司通过低价策略支撑品质较一般的酒品销售，避开边际收益递减的产品质量内卷，从而走上一条拓店扩张规模的快车道。弱化前台门店端职责，降低前台员工工作量、薪资。标准化与轻量化相辅相成，经营模式标准化既是公司轻资产、弱人工、浅服务的结果，也可以进一步促进轻量化运营。

1）控制 SKU：

公司 SKU 精简，供应酒饮 24 款（自有+第三方），小吃 10 款。自有酒水包括果啤、精酿、奶啤及调制酒四种类型，第三方酒水基本为啤酒，对比同业，贰麻酒馆有数十种特色小食，是酒饮+餐饮的酒馆模式。为了弥补小吃品种的缺少，创新性的允许、鼓励了顾客外带食物以及在店中点外卖。

图表111.海伦司小吃 SKU 极少



资料来源：海伦司官网，东亚前海证券研究所

2）人员配置从简：

a、海伦司酒馆中门店中不配备调酒师，调酒过程简单。以售价 29 元的威士忌可乐桶为例，海伦司官方在抖音平台公布了可乐和威士忌的调制比例和调和流程，员工操作无上手门槛。也不配置制作小食的厨房，无需招募专门厨师。

b、不设置传统酒吧驻场艺人、夜店 DJ。公司打造智能系统管理背景音乐，根据人流量、噪音程度，调节音量大小、音乐风格。顾客可以通过微信小程序推荐音乐。

图表112.海伦司吧台员工在工作



资料来源：实景拍摄，东亚前海证券研究所

c、店长的职业门槛较低。相较海底捞模式对于店长要求极高，需要精准的合适人选，海伦司店长工作内容较为流程化，更接近便利店模式。鉴于海伦司选品、供应链、音乐等方面都已标准化，店长的管理范围窄，主要负责管理门店运营、环境、监管，2-3 年即可从基层员工升至店长（约 9 个月完成店长培训）。**储备人员要求较低支撑其快速拓店过程。**

图表113.店长工作情况的同业对比

	海伦司	海底捞	便利店
工作内容	管理门店运营、环境、监管	管理服务、员工，开店	管理商品、销售、员工
特点	无需关心供应链、SKU	师徒制、对店长要求高	有培训手册，上手简单
薪资	月薪 1 万以上，绩效提成	月薪 3.5 万，绩效提成	月薪 1 万以下
晋升年限	2-3 年	2-3 年	无要求

资料来源：东亚前海证券研究所

4） 构造智能化门店：

海伦司加速研发智能化门店。其一，通过图像识别算法，监控门店员工合规的后台操作流程，可以防范食品安全问题、消防问题，还可提升出餐、收台效率。减少区域经理工作量，提高其管理效率。**其二，**研发自动化设备以减少门店员工工作量。智能炸炉、自动扎啤机可减少人力操作，进一步提高出餐速度。智能厕所可自动清洗呕吐物，解放员工双手。

4.3.3. 后端优势：数字化管理

海伦司实行一体化酒馆运营模式，总部职能部门利用自主开发的 Future BI 系统（融合 ERP、CRM 系统），全方位实时感知门店运营状况，对选址、装修、物流、音乐、客流、天气、用电、销售等环节进行统一管理。

ERP 系统：业务管理数字化。汇总全国门店运行情况，运营、销售、营销三方面数据自动收集、智能化管理，优化排队取号、点单备餐、存货物流、财务人事等业务流程，有效提升酒馆管理效率。

CRM 系统：线上、线下运营一体化。根据用户线下消费情况，线上建立同步的针对性的营销内容，随后进一步跟踪线下销量数据，实时优化后续营销策略，编制有机立体的营销网络覆盖，做到宏观微观环节数据打通，信息向业绩转化。

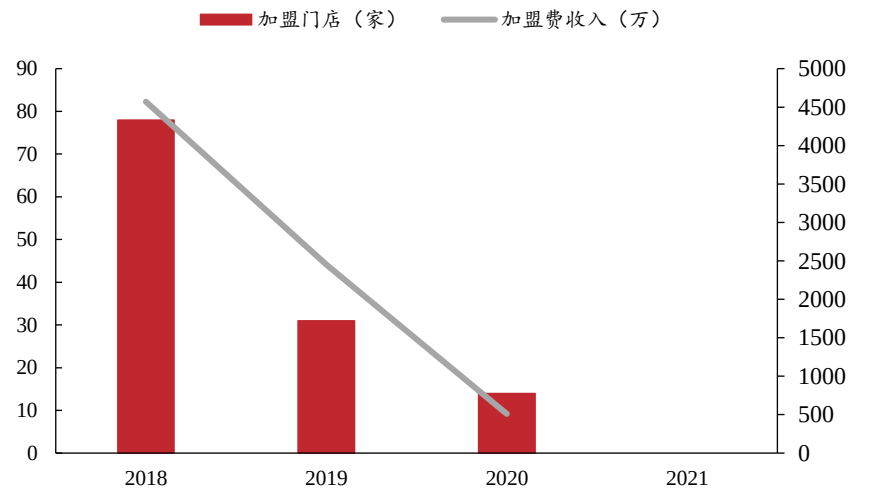
具体来说，Future BI 可根据销售、库存，推算订货量、生成订单，提升订货效率；结合周边酒馆用户活跃情况（包括累计下单用户数、复购比例、等位情况等），判断周边布局新店的经济性；通过单品销售数据及时推出新品。

4.3.4.短回收期的直营门店加速车轮转动

海伦司的门店扩张模式由加盟模式向纯直营模式转变。过去的加盟模式是指，海伦司提供品牌、供应链，向加盟商收取加盟费，由加盟方实际运营。2018 年加盟门店 78 座，与直营门店比例接近 1:1，但已开始逐步将现有的加盟门店转为直营门店，加盟费收入也连年下降，仅至 2021Q1。从 2021Q2 开始，海伦司所有门店均已是直营门店。

海伦司走出了一条性价比路线下的直营模式。经验上看，平价品牌需要快速拓店扩量，并需不断借助体量优势强化自身壁垒，如供应链端缩成本、提高管理效率、增加品牌力等，理应搭配加盟模式。**但海伦司转向完全直营运营的思路在于，保证高水平的标准化，对于门店侧的运营、服务，以及员工培养做到进一步的收紧和控制。可见海伦司较为注重强化品牌、爱惜自身的细分目标客群。**

图表114.海伦司加盟门店数量与加盟费收入



资料来源：公司招股书，公司年报，东亚前海证券研究所

直营运营模式下，较短的投资回收期赋予公司较高的周转效率。海伦司的门店设置简单，装修成本低，其前期投入不足 150 万元，为轻资产模式，拥有更短的投资回收期。我们按照海伦司前期投入 125 万元估算，不考虑新店爬坡过程，在 2021 年平均单店营业额水平下，其投资门店 1.49 年即可覆盖前期投入，对比行业内低中端、中高端消费代表企业，发现均效率占优。

公司针对门店运营侧设置了半年回本条件的目标激励，目前有少数新开门店达标。**根据公司这一指引，展望未来疫情影响完全消散，单店利润高弹性恢复，门店投资回收期有望降低至 6 个月水平。**

图表115.同业投资回收期对比

	海伦司	Perry's	胡桃里
单店年营业额（万元）	332	650	2160
前期投入（万元）	125	250	700
经营利润率	27.14%	23.15%	21.00%
经营利润（万元）	83.89	150.48	453.60
投资回收期（年）	1.49	1.66	1.54

资料来源：公司公开交流，公司年报，东亚前海证券研究所

预计疫情中性恢复情形下，同样不考虑新店爬坡过程，选用稳健经营的同店水平作单店年营业额，单店成本同比上升，人工、房租、折旧等费用不变，算得投资回收期为 0.92 年。**乐观情形下，投资回收期 0.68 年，与公司 6 个月的指引基本符合。**

图表116.海伦司投资回收期情景分析（悲观、中性、乐观）

	悲观预测 (-20%)	中性预测	乐观预测 (+20%)
单店年营业额（万元）	339.84	424.8	509.76
前期投入（万元）	125	125	125
单店年成本（万元）	106.78	133.47	160.17
单店年费用（万元）	143.91	155.18	166.44
经营利润（万元）	89.15	136.15	183.15
投资回收期（年）	1.40	0.92	0.68

资料来源：公司公开交流，公司年报，东亚前海证券研究所

4.4.一线城市基本盘稳定，铺路下沉低线城市

4.4.1.选址策略：商圈店+高校店，好地段+差位置

海伦司选址地点位于热门商圈以及学校周边。热门商圈多为酒吧聚集地，上海的新天地、淮海中路，北京的五道口和三里屯都形成了酒吧一条街。在热门商圈开店，其经营模型经过验证：附近店铺多，顾客一条龙式逛街保证人流量；商圈客流购买力充足，风险系数低。且海伦司在商圈中竞争优势突出，独揽低价市场，竞争压力不大。

海伦司精准面向学生群体，开店延伸至校园附近。这是海伦司与友商的关键选址差异点，海伦司借助其平价优势，顺利驻扎高校 5km 附近店铺，差异化的选址策略开创垄断度高的客流群体。

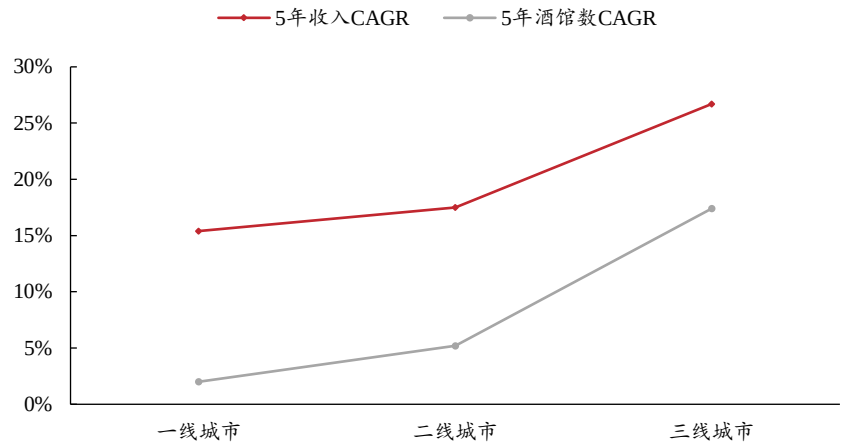
海伦司独家选址策略：商圈地段中的冷门低价位置→减少租金且客流不降。如三里屯店开在三里屯背街，贸大店位于地下一层。由于海伦司市场份额高、营销好，客户来源通常都是老带新，学生群体之内也存在一定的传播惯性，且较偏僻的位置还会设定一种地下酒馆的基调，故位置较差不会对客流产生过大的影响。换言之，海伦司依靠其营销流量+复购流量可以弥补

开店位置的劣势，从而换得一定租金成本减免，其他家酒馆采用同样位置只会获得较少客流。

4.4.2. 低线城市：开荒空间广阔的增量市场

根据弗若斯特沙利文数据，2019 年疫情前，中国一线/二线/三线城市酒馆数量分别为 6200/1.73 万/1.86 万间，预测 2020-2025 年间，5 年 CAGR 分别为 2.00%/5.20%/17.40%。**国内酒馆行业在低线城市拥有更大市场，且目前处于市场进入初期，增长趋势更快，酒馆行业的价值增量在下沉市场。**

图表117.中国酒馆行业 2020-2025 五年 CAGR

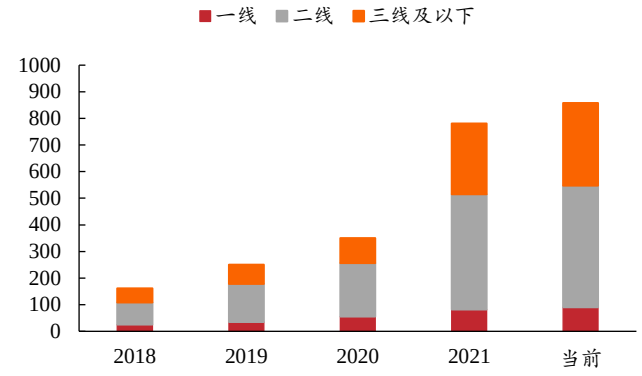


资料来源：弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

海伦司近三年一线/二线/三线及以下市场分别增长 56/351/213 家，三年 CAGR 分别为 46.65%/74.14%/71.21%，无论从量还是速度上看，低线均占优。一线城市相比二线、三线、更低线城市广阔市场更趋于饱和，未来一线的扩店空间有限。**我们认为海伦司未来的扩张空间集中在高盈利的低线城市。**

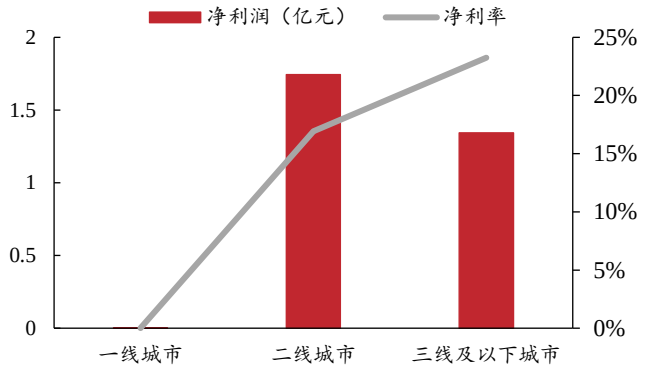
另外一方面，海伦司在低线城市盈利情况更好。海伦司重在打造舒适的第三空间，每间门店面积较大（300-500m²），店面租金成本占比较高，也绝无可能取消店内位置改变门店定位。2021 年疫情反复情形下，虽然一线城市中爬坡新店、年前已开门老店的日均销售额均较为理想（分别为 1.19/1.02 万元），但我们推测由于租金成本影响（因不同分级城市费用中的主要差异在租金价格，一线/二线及以下：每月 200 元/平米 vs 55 元/平米），导致一线城市酒馆盈利承压，仅保持盈亏紧平衡，而二线/三线及以下城市分别收获 16.92%/23.25%净利率，对应净利 1.74 亿元（YoY+68.84%）、1.34 亿元（YoY+109.62%）。

图表118.按城市规模划分的酒馆网络分布（家）



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表119.2021 年海伦司各级城市门店净利润

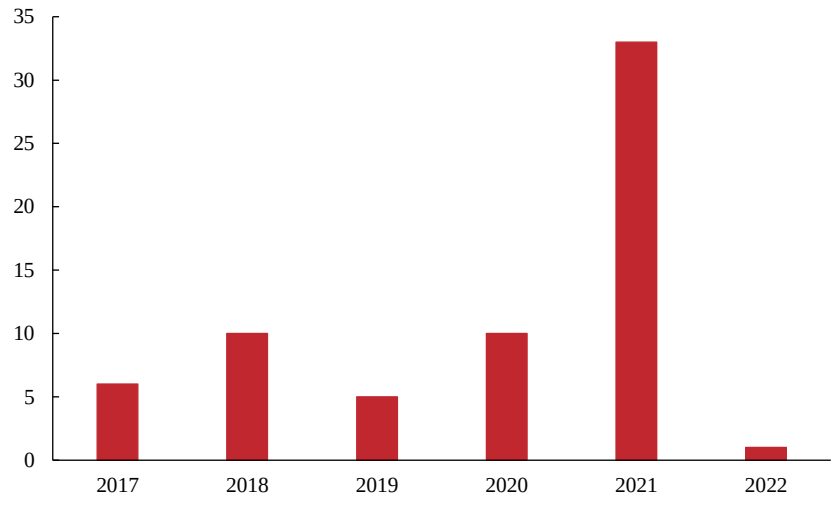


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

4.4.3. 疫后展店提速，门店新业态初显

海伦司 2021 年开始探索门店加密模式，武汉为试点城市。海伦司在武汉，第一家门店于 2012 年在天津路开设，2018 年以前每年仅零星开店，主要围绕学校覆盖范围。从 2018 年开始提速扩张，2019、2020 年拓展到太和里、循礼门、江汉路等商圈周围。**2021 年内仅武汉市就新开 33 家门店，进行加密模式试点，摸底单城市开店上限。**

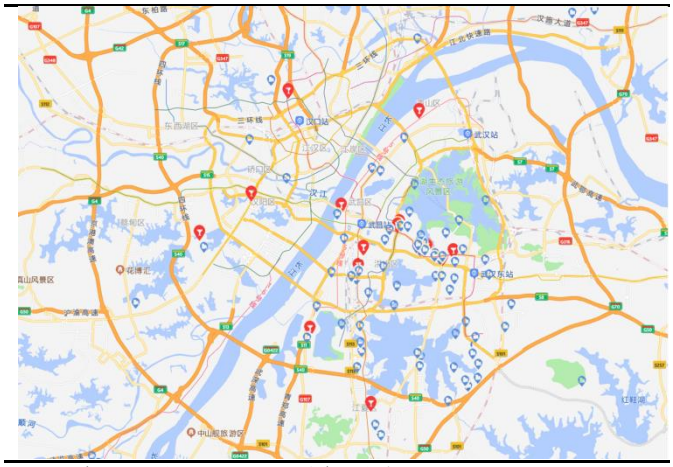
图表120.武汉市各年海伦司开店数量（家）



资料来源：海伦司官网，大众点评，东亚前海证券研究所

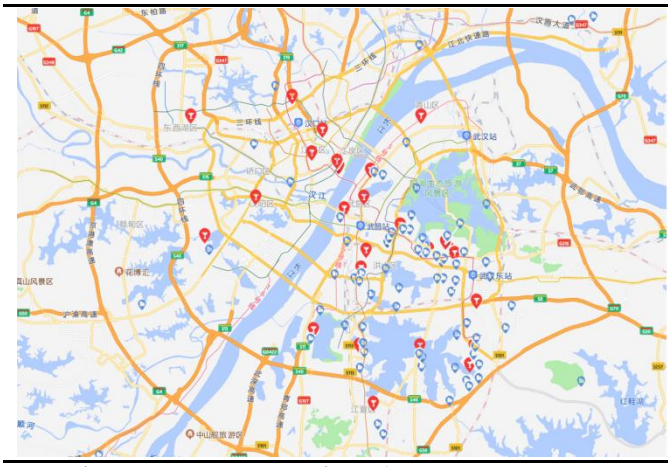
武汉市高校数量众多，有本科学校 46 所，专科学校 37 所。2021 年门店加密主要围绕学校店进行，在武汉江夏区、洪山区的多个大学城附近平均增加一倍酒馆密度，且部分新店位置更加靠近附近高校。目前高校店数量距离市内院校总数仍有提升空间。

图表121.海伦司武汉开店分布（2018 年末）



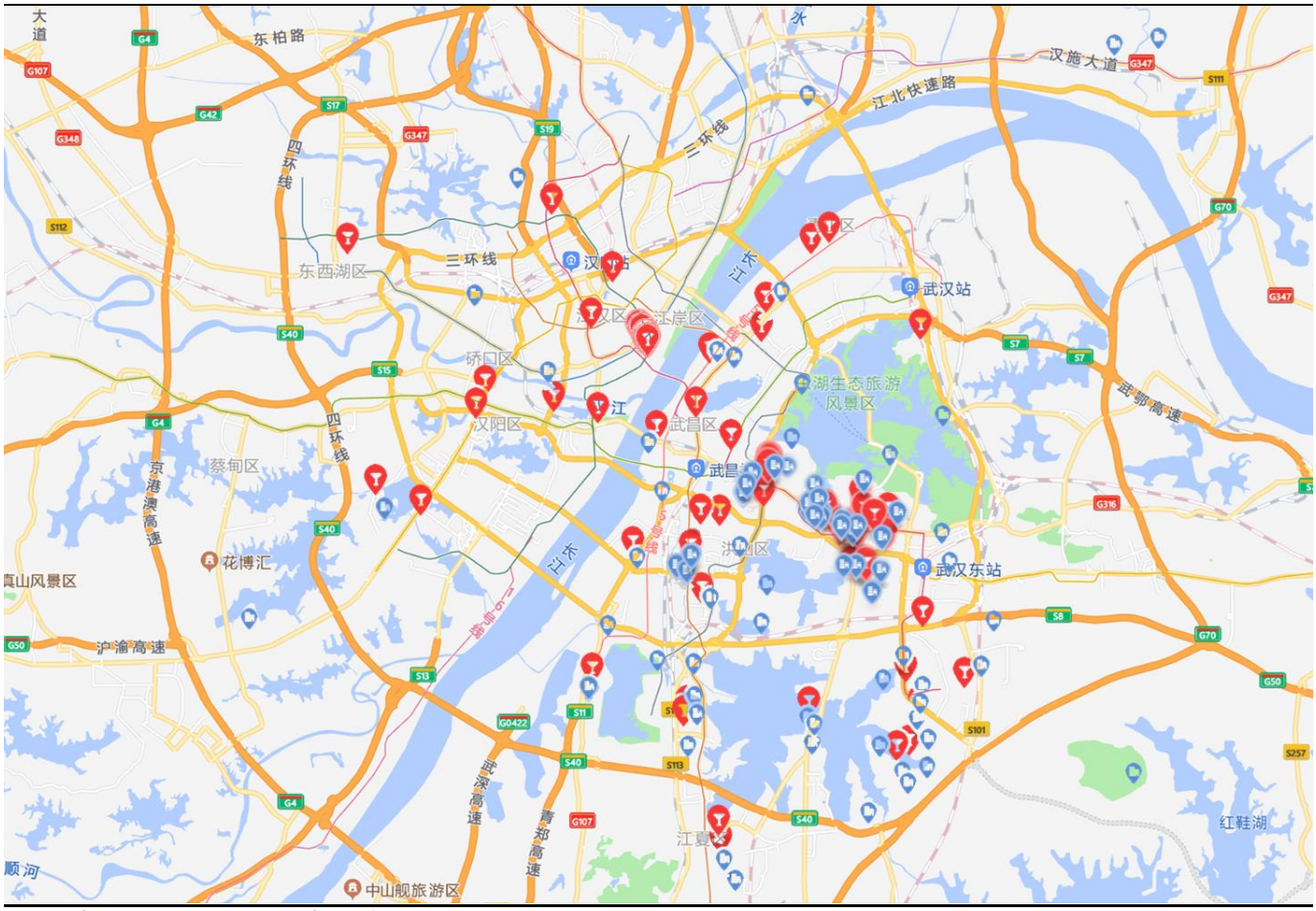
注：红色标记代表海伦司门店，蓝色代表高校
资料来源：海伦司官网，高德地图，大众点评，东亚前海证券研究所

图表122.海伦司武汉开店分布（2020 年末）



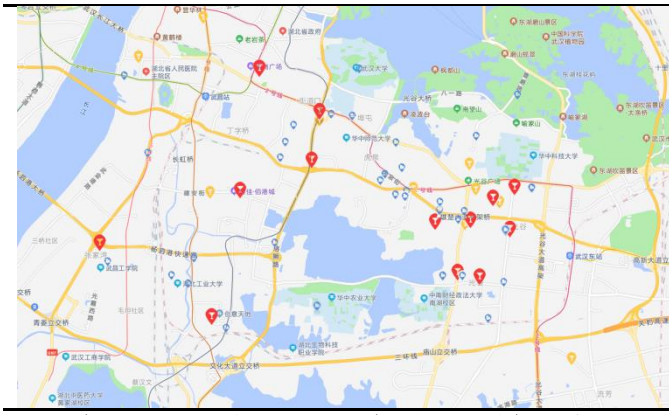
注：红色标记代表海伦司门店，蓝色代表高校
资料来源：海伦司官网，高德地图，大众点评，东亚前海证券研究所

图表123.海伦司武汉开店分布（2021 年加密后）



注：红色标记代表海伦司门店，蓝色代表高校
资料来源：海伦司官网，高德地图，大众点评，东亚前海证券研究所

图表124.局部加密情况（高校附近）



注：红色标记代表 2021 年新开门店，黄色代表老店，蓝色代表高校
资料来源：海伦司官网，高德地图，大众点评，东亚前海证券研究所

图表125.局部加密情况（商圈）



注：红色标记代表 2021 年新开门店，黄色为老店
资料来源：海伦司官网，高德地图，大众点评，东亚前海证券研究所

公司扩店进程不减，2022 全年计划开店 300 家（包含迭代门店），上半年已完成 130 家。对比同业，Perry's 较不可能进行下沉扩张，西皮柚等酒馆仅区域扩张，贰麻酒馆虽然门店数初具规模，但目前筹备门店速度较慢。

年内关停迭代 10%门店，在其附近另选他址建新门店，是加密模式的有效补充。原因多为老店面积较小、经济性稍差，或是老店覆盖的区域流量下降。迭代更新与扩新店相对比，其前期投入基本一致（老店折旧充分，关停成本较低），虽然仅能获得客流增量（相比容纳能力较低的老店），但重在增量稳定，且客流量导入顺畅，新店爬坡期可忽略。

图表126.海伦司近期开店情况梳理

开业日期	门店	地址
2022 年 6 月 11 日	上饶万达广场店	上饶市信州区滨江西路 66 号万达广场 1 层
2022 年 6 月 17 日	宁德大润发店	宁德市蕉城区蕉城南路 101 号 A2/2 层
2022 年 6 月 17 日	杭州崇安城市广场店	杭州市拱墅区花园岗街 181 号崇安城市广场 1 层
2022 年 6 月 22 日	烟台芝罘湾广场店	烟台市芝罘区北马路芝罘湾广场 172 号 2F
2022 年 6 月 22 日	义乌吾悦广场店	义乌市江东街道江东东路 2 号义乌新城吾悦广场 4 楼
2022 年 6 月 22 日	大连高新万达店	大连市高新技术产业园区黄浦路 500 号万达广场 1 层
2022 年 6 月 22 日	济源源枫购物中心店	济源市文昌路 572 号源枫购物中心商场 3 层
2022 年 6 月 22 日	商丘建业总部港店	商丘市睢阳区中州路建业总部港 5 号楼
2022 年 7 月 1 日	桐乡吾悦广场店	嘉兴市桐乡市兴东路 439 号吾悦广场 3 幢 2 层
2022 年 7 月 2 日	滕州中万购物中心店	枣庄市滕州市荆河中路 999 号中万购物中心 4 层
2022 年 7 月 2 日	毕节金源达时代广场店	毕节市七星关区金源达时代广场 1 楼(星都汇 3 号门旁)
2022 年 7 月 6 日	淮南新世界店	淮南市田家庵区朝阳中路 40 号新世界休闲生活广场 5 楼

资料来源：海伦司公众号，东亚前海证券研究所

试点利川模式提供县级市场开店新思路。今年 5 月，海伦司与当地开发商合作，在湖北利川市探索性开创一家新模式门店海伦司•越，增加了烧烤、小龙虾等菜品。位于湖北省西南部的利川市，其人口不足 30 万人，且市内无大专院校。

新模式仍处于验证过程中，目前市场反馈情况较好。烧烤的加入促进

酒饮消费更加深度，酒馆+烧烤新模型可通过烧烤拉动酒水消费，增厚净利。另外，新模式可以部分拓宽目标受众至传统餐饮消费群体。**未来酒馆+烧烤门店模式或将规模化应用。**

图表127.“海伦司•越”门店初瞰



资料来源：海伦司公众号，东亚前海证券研究所

过度标准化铺店貌似有悖于酒吧小众定位，有悖于顾客个性化社交空间的追求。同质化的门店可能会导致品牌定位下降、顾客新鲜感缺失。

大城市中海伦司门店数量密集，但其一，一二线城市本身城市面积大，可容纳的酒吧数量较为密集；其二，大城市顾客将海伦司视为“平替”选择，其关注性价比多于关注消费体验。

对于低线城市而言，海伦司进驻低线城市的意义在于向顾客提供对标一线城市的饮酒社交空间。其一，海伦司在单座小城市中开店全部在十家以下，开店数并不多；其二，顾客的美学教育空间尚较宽敞。

4.4.4. 拓店测算：确定性的下沉空间

城市等级划分：我们沿用了海伦司招股说明书中的城市分级方式，以确保与以往公司披露信息口径一致。即使这一划分标准不同于各主流城市分级方式。

图表128.海伦司招股说明书中的城市分级方式

「一線城市」	指	就本文件而言，為北京、上海、廣州及深圳
「二線城市」	指	除一線城市以外的所有直轄市，省會城市及自治區首府

资料来源：海伦司招股书，东亚前海证券研究所

一线城市：海伦司招股书中，一线城市仅定义为北、上、广、深四地。未来一线城市门店增量甚微。**基于审慎性原则估计，中期视角下，每座城市各新开门店 5 座，对应门店上限 116 家。**

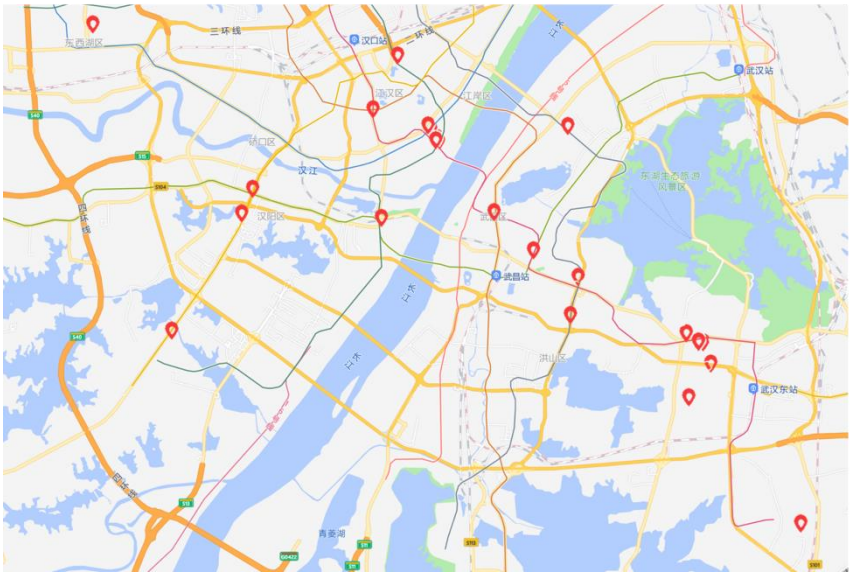
图表129.海伦司一线城市开店空间测算（家）

	北京	上海	广州	深圳	总数
现有门店数量	7	32	17	40	96
新开门店数量	5	5	5	5	20
门店总数	12	37	22	45	116

资料来源：海伦司官网，东亚前海证券研究所

二线城市：以武汉加密模式为样本，估计二线城市的开店上限。目前武汉加密后海伦司门店总数 62 座，其中高校店 39 座，商圈店 23 座。武汉现有大专院校共计 83 所，高校：高校店：商圈店=2.13：1：0.59，我们按照这一比例估算各二线城市（天津、重庆、各省会城市、自治区首府）中的开店数量。**经估算，28 个二线城市中，大专院校总数 1203 所，对应 565 家高校店、333 家商圈店，二线城市门店上限合计 899 家。**

图表130.海伦司武汉商圈店分布（23 家）



注：某些门店距离商圈、高校均较近，我们同样统计了以上门店

资料来源：海伦司官网，高德地图，东亚前海证券研究所

图表131.海伦司二线城市开店空间测算（家）

城市	大专院校数量	高校店数量	商圈店数量	门店总数
武汉市	83	39	23	62
重庆市	65	31	18	49
西安市	63	30	17	47
郑州市	62	29	17	46
成都市	57	27	16	43
天津市	57	27	16	43
长沙市	57	27	16	43
合肥市	55	26	15	41
南昌市	53	25	15	40
昆明市	52	24	14	39
南京市	52	24	14	39
哈尔滨市	51	24	14	38
沈阳市	48	23	13	36
杭州市	47	22	13	35
石家庄市	44	21	12	33
太原市	44	21	12	33
济南市	43	20	12	32
长春市	40	19	11	30
福州市	36	17	10	27
贵阳市	36	17	10	27
南宁市	34	16	9	25
兰州市	30	14	8	22
乌鲁木齐市	27	13	7	20
呼和浩特市	24	11	7	18
银川市	16	8	4	12
海口市	12	6	3	9
西宁市	10	5	3	7
拉萨市	5	2	1	4
总数	**1203**	**565**	**333**	**899**

资料来源：海伦司官网，百度地图，教育部，东亚前海证券研究所

三线城市及三线以下地级市（地区、自治州、盟）：不详细区分定义三线城市与三线以下城市的范围，仅将此范围内的地级市按照 2021 全年 GDP 3000 亿元标准分为两个等级。

根据我们的总结，其多数城市都包含不止一座大专院校，且购物中心数量众多。我们认为制约开店空间的条件不是高校+商圈数，而是有限的城市面积（低线城市的加密进程还需进一步观测）。根据城市面积限制原则，预测 2021 年 GDP 2500 亿元以上/以下的三线及以下地级市覆盖率分别为 80%/60%，开店上限分别赋值 8 座（漳州 GDP 5025 亿元，目前开店 7 座）/4 座（晋中 GDP 1843 亿元，目前开店 4 座）。**计算后，GDP 2500 亿元以**

上/以下三线及以下地级市分别对应 595 座/497 家的门店空间。

县级市：目前海伦司已经向下渗透至我国的县一级行政区中（县级市已开店，县、自治县等未开店暂不考虑），如恩施土家族苗族自治州利川市、福建省福清市、廊坊市三河市燕郊镇。**估算中期县级市覆盖率 40%，各开店 1 座，363 座县级市对应 145 家门店。**

根据我们的预测，中期视角下（估计 5 年），一线城市/二线城市/三线及以下地级市/县级市累计开店数分别为 116/899/1092/145 家，总计 2252 家（存量+增量）。

图表132.海伦司各线城市开店空间总数（中期，家）

	城市数量	平均每座城市中开店数量	城市覆盖率	门店数上限
一线城市	4	29	100%	116
二线城市	30	30	100%	899
三线及以下地级市（GDP2500 亿元以上）	93	8	80%	595
三线及以下地级市（GDP2500 亿元以下）	207	4	60%	497
县级市	363	1	40%	145
总计	697	-	-	**2252**

资料来源：海伦司官网，百度地图，教育部，东亚前海证券研究所

长期看，三线及以下城市也应按照高校数量标准展望开店空间上限（包括县级市，因我国大专院校在县级市内分布众多），调整高校店与高校比例至 80%，高校店与商圈店比例维持不变。同时调整单座一线城市新开门店数至 20 家。**据此测算，长期展店空间 3367 家（存量+增量）。**

图表133.海伦司各线城市开店空间总数（长期，家）

	现有门店数量		新开门店数量	门店总数
一线城市	96		80	176
	大专院校数量	高校店数量	商圈店数量	门店总数
其他城市	2509	2007	1184	3191
总计				**3367**

资料来源：海伦司官网，百度地图，教育部，东亚前海证券研究所

根据以上对于海伦司各线城市中期开店空间的测算，预计 2022-2024 年一线/二线/三线及以下城市合计新开门店数分别为 13/269/568 家。预计 2022-2024 年，海伦司一线城市门店日均消费由 0.8 万元增长至 1.17 万元，二线城市门店日均消费由 0.76 万元增长至 12.2 万元，三线及以下城市门店日均消费由 0.91 万元增长至 1.14 万元。

图表134.海伦司 2022 年-2024 年各线城市开店数量、单店日均消费额、营业收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	5.65	8.18	18.36	25.61	44.28	61.29
yoy	391.95%	44.82%	124.42%	39.52%	72.88%	38.42%
餐厅数量（个）	221	337	782	932	1232	1632
其中：新开数量（个）	137	116	445	150	300	400
单店日均销售额（千元）	10.40	10.90	9.20	8.19	11.21	11.73
新店日均销售额（千元）	9.00	10.00	7.30	6.80	9.30	9.70
老店日均销售额（千元）	10.40	10.90	9.20	7.80	10.20	10.60
一线城市酒馆	**2019**	**2020**	**2021**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
营业收入（亿元）	0.51	0.86	2.24	2.44	3.19	3.71
yoy	2222.40%	67.87%	160.45%	8.65%	30.99%	16.29%
餐厅数量（个）	26	50	82	85	90	95
其中：新开数量（个）	15	24	32	3	5	5
单店日均销售额（千元）	7.80	8.50	10.74	8.00	10.00	11.00
yoy	56.00%	8.97%	26.34%	-25.51%	25.00%	10.00%
二线城市酒馆	**2019**	**2020**	**2021**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
营业收入（亿元）	3.43	4.93	10.30	12.67	22.55	28.46
yoy	705.10%	43.58%	109.17%	22.98%	77.99%	26.18%
餐厅数量（个）	129	194	433	481	576	702
其中：新开数量（个）	87	65	239	48	95	127
单店日均销售额（千元）	11.70	11.40	8.79	7.60	11.70	12.20
yoy	85.71%	-2.56%	-22.92%	-13.50%	53.95%	4.27%
三线及以下城市酒馆	**2019**	**2020**	**2021**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
营业收入（亿元）	1.43	2.32	5.78	10.49	18.52	29.10
yoy	507.93%	62.37%	148.49%	81.53%	76.56%	57.18%
餐厅数量（个）	65	92	266	365	565	834
其中：新开数量（个）	35	27	174	99	200	268
单店日均销售额（千元）	9.00	10.90	9.48	9.10	10.90	11.40
yoy	73.08%	21.11%	-12.99%	-4.05%	19.78%	4.59%

资料来源：海伦司官网，百度地图，教育部，东亚前海证券研究所

5. 风险提示

1. **疫情恢复不及预期：**奥密克戎毒株在国内具有传播范围广、传播速度快的特点，虽我国目前对于防疫政策进行优化，但居民在疫情大流行情形下，预计将自觉居家隔离、减少外出，若疫情长期影响民众正常出行、消费，则消费行业复苏进度将低于预期。

2. **行业竞争加剧风险：**酒馆行业向低线城市下沉的趋势方兴未艾，包括海伦司、海雾里、贰麻酒馆在内的酒馆公司可能加速布局三四线城市，从而增大行业竞争恶化的概率。

3. **治安整顿风险：**酒馆中打架斗殴、寻衅滋事案件时常或有发生，若

单家门店单月内出警次数过多，警方责令门店短期停业整改。

4. **筹备门店盈利不及预期：**低线城市盈利空间有待验证，拓店过程中可能老店经验无法实现完全复制导致盈利降低。且受疫情影响，新店获客节奏可能受拖累。

5. **啤酒税率上调风险：**目前我国啤酒税率维持较低水平，可能由于宏观因素、政策调整因素导致啤酒税率向上调整。且清吧由于啤酒单价较低，提价空间微弱，可能受制于上游涨价行情，利润空间遭压缩。

6. **公开信息有限、更新不及时的风险。**

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值 。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司　研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层　　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼　　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层　　邮编：518046

公司网址：http://www.easec.com.cn/