



## 从海伦司看中国小酒馆行业： 消费分级带来巨大下沉空间

- **年轻人夜生活消费推动酒馆行业快速增长。**作为中国年轻人夜生活的重要组成部分，酒馆行业过去几年较快的增长（2015-19 复合增长率 9.5%）主要受益于中国夜间经济的快速发展以及年轻消费者（尤其是 95 后和 00 后）消费力的大幅提升。弗若斯特沙利文预测中国酒馆行业未来五年依然将维持高速增长（2020-25E 复合增长率 14%）。根据 Euromonitor 数据，无论总收入还是总店数，中国酒吧/酒馆市场相比发达国家仍处于较低的水平。这也预示着中国酒馆行业未来增长空间依然巨大。
- **低线城市消费升级带来巨大增长潜力。**与其他夜场（夜店、酒吧、KTV 等）相比，酒馆的人均消费水平较低，经营场所面积相对较小。在已经充斥着大量高端夜店和西式高级酒吧的一、二线城市，酒馆较低的消费水平似乎已经很难满足年轻消费者的消费欲望。然而在低线城市，餐馆依然是绝大多数消费者主要的夜间社交场所。与普通餐馆相比，酒馆能够提供消费者更全面的酒饮产品选择、更有格调的消费环境、以及更周到和个性化的服务。所以整体来看，酒馆的业务模型更符合低线城市消费升级的趋势。我们认为，对三线及以下城市的下沉将会是酒馆行业未来增长的主要驱动力。
- **极低的行业集中度造成较大竞争。**中国酒馆行业呈现高度分散化。海伦司作为中国最大的酒馆品牌，按收入计算市场份额 1.1%，而前五大玩家总体市场份额仅 2.2%。由于中国酒馆行业的高度分散化的特点在国际市场并不具备特殊性，我们很难得出结论，认为中国酒馆行业未来的集中度将会有大幅度的提升。极低的行业集中度，以及较低的行业准入门槛，造成中国整体酒馆行业竞争较为激烈。酒馆行业玩家必须通过丰富且有特色的酒饮产品，以及个性化/定制化的客户体验打造出独特的竞争优势，从而保证长期而又稳定的客流。
- **海伦司 (9869.HK)：核心竞争优势带来巨大下沉空间。**作为连锁酒馆领头羊，海伦司已逐渐建立起自身核心竞争优势，包括优质且高性价比的产品组合、独特且个性化的消费体验，及高度标准化的运营模式等。在过去三年优异的运营表现（包括单个直营酒馆的日均销售额、下单用户数量及同店水平持续提升）都向市场彰显了其强大的品牌力及高效的运营管理能力，同时为市场注入较大信心。更重要的是，海伦司 2020 年在三线及以下城市的单店盈利表现优于一、二线城市。这也使我们对海伦司未来在低线城市的拓展空间与盈利能力有了更高的确定性。我们强调，我们未正式覆盖海伦司，所以未有对公司给予任何评级，也暂未对公司目前的估值水平给出任何评价。

林闻嘉

消费分析师

richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

2021 年 9 月 20 日

**海伦司 (9869.HK)** 未评级

目前股价 (港元)	22.15
52 周内股价区间 (港元)	20.3-25.8
总市值 (百万港元)	27,614
近 3 月日均成交额 (百万)	340

注：截至 2021 年 9 月 20 日收盘价

**相关报告：**

[《消费行业 2021 年中期展望：后疫情时代四大结构性消费趋势》](#)  
(2021-06-07)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

<b>中国酒馆行业：消费分级带来巨大下沉空间</b> .....	3
年轻人夜生活消费推动酒馆行业快速增长 .....	3
低线城市消费升级带来巨大增长潜力 .....	5
中国酒馆行业高度分散 .....	7
连锁酒馆 vs 独立酒馆 .....	8
<b>海伦司：核心竞争优势带来巨大下沉空间</b> .....	9
建立在情感之上的强大品牌力 .....	11
四大核心竞争优势 .....	12
酒馆网络的扩张与下沉为公司未来主要增长驱动力 .....	16
优异运营数据彰显公司强大运营能力 .....	17
行业竞争带来的不确定性 .....	19
投资风险 .....	20

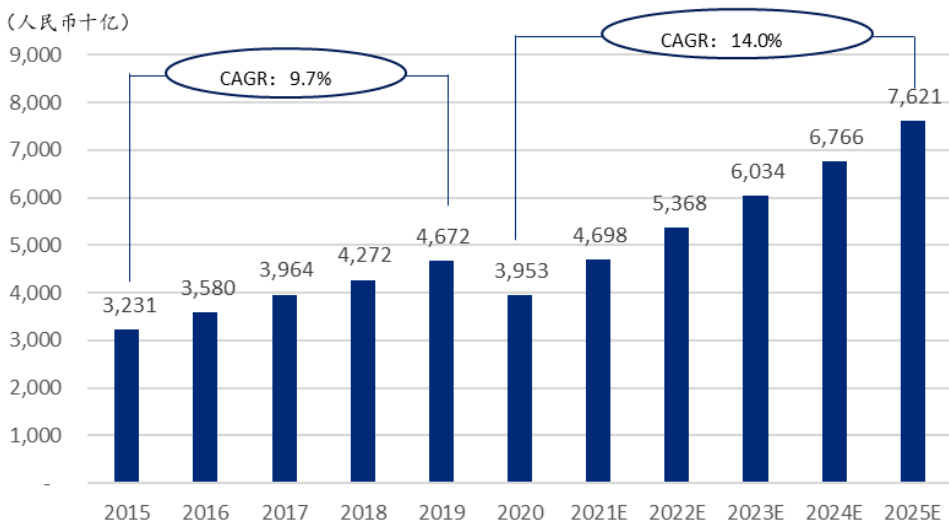
# 从海伦司看中国酒馆行业：消费分级带来巨大下沉空间

## ● 年轻人夜生活消费推动酒馆行业快速增长

作为餐饮行业的一个组成部分，中国酒馆行业在过去 2015-19 年经历了较快的增长，收入复合增长率达到 9.7%，整体市场规模达到 46.7 亿人民币。

受到疫情的影响，酒馆行业的市场规模在 2020 年有较大幅度的下滑。然而，2021 年下半年开始，行业逐渐恢复并基本回到疫情前的经营水平。根据弗若斯特沙利文数据，中国酒馆行业在 2020 年的收入占中国整体餐饮行业的 2%，酒馆数总计达到 35,000 家。弗若斯特沙利文预测中国酒馆行业未来 5 年将维持较快的市场增速。

图表 1：中国酒馆行业的市场规模



E=弗若斯特沙利文预测

资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

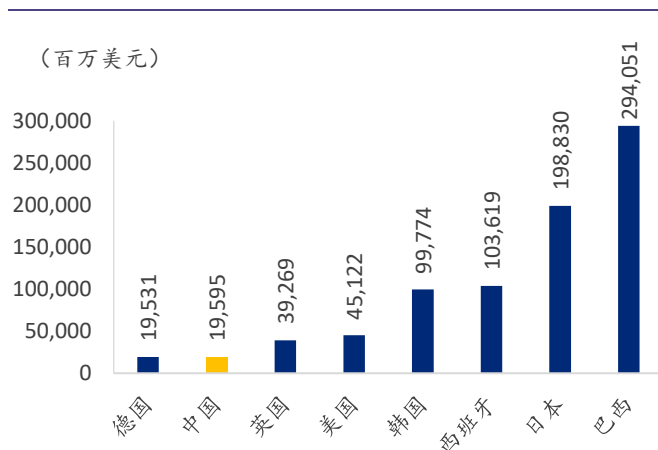
作为中国年轻人夜生活的重要组成部分，我们认为酒馆行业过去几年较快的增长主要是由于以下几点原因：

- (1) **中国夜间经济的快速发展。**在中国居民可支配收入不断提高的大背景下，中国夜间经济的需求不断上升。根据海伦司的招股书，中国夜间经济的市场总量在 2015-2020 年间的复合增长率达到 11.4%，并在 2020-2025 年期间预计仍将维持 10.9% 的增长。更重要的是，夜间经济作为地方经济发展的重要方向，受到地方政府的大力支持。2018 年以来，北京、成都、上海相继发布了推动发展夜间经济的指导意见。

(2) 年轻消费者消费力的大幅提升。在我们的《[消费行业 2021 年中期展望](#)》报告中，我们提到 90 后以及 95 后已经成为中国消费行业的生力军。而 90 后与 95 后正是中国酒馆行业的消费主力。中国年轻人热衷于社交，并非常愿意为能够表达自我个性的产品与服务买单。这也使小酒馆这一夜生活模式与年轻人消费需求高度契合。

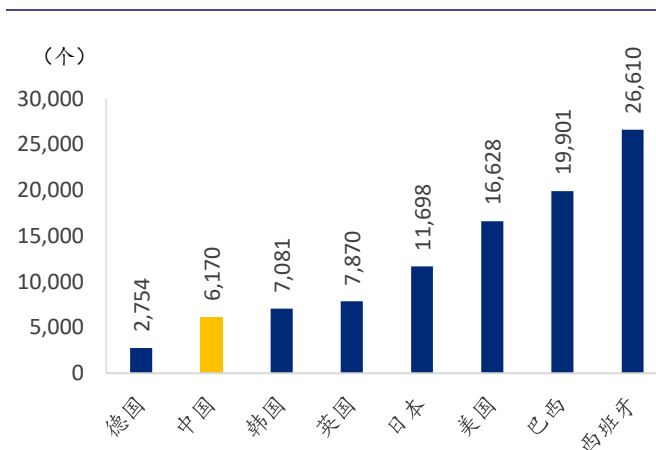
虽然 Euromonitor 的数据与海伦司招股书中弗若斯特沙利文的数据并不完全一致，但本文中我们使用 Euromonitor 的数据用于比较各国酒吧/酒馆行业的发展情况，对比发现，中国目前的酒吧/酒馆市场无论总收入还是总酒馆数都处于国际较低的水平，而换算成人均水平，更是远低于其他国际市场。这也预示着中国酒馆行业未来的增长空间依然巨大。

图表 2: 各国酒吧/酒馆行业收入规模对比, 2020



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 3: 各国酒吧/酒馆行业店数对比, 2020



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

## ● 低线城市消费升级带来巨大增长潜力

夜场按照不同的娱乐方式和消费场景可大致分为酒馆、夜店、KTV 和其他夜间场所。酒馆主要通过提供酒饮、食品和小吃来实现收入，同时为客人提供一些其他的娱乐设施（包括现场歌手驻唱、台球、飞镖等）。与其他夜场相比，酒馆的人均消费水平较低，经营场所面积相对较小。

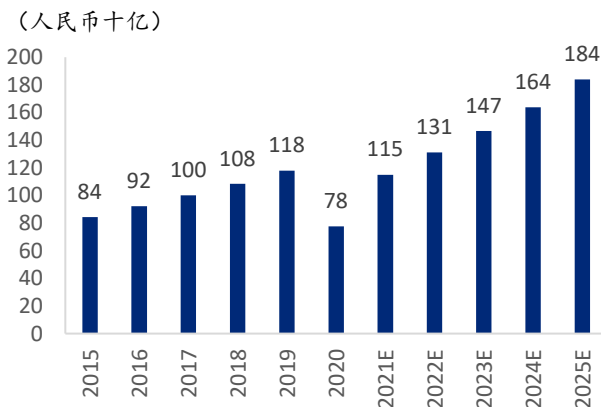
图表 4：主要夜间场所业态比较

业态	酒馆	夜店	卡拉OK	其他夜间场所
定义	主要供应酒饮，而小吃为补的餐饮场所。	营业至深夜的场所，收取入场费，有DJ、强劲节拍音乐及舞池。	提供卡拉OK娱乐且亦供应酒饮的场所。	深夜食堂等其他夜间营业的场所
收入来源	销售酒饮及小吃。	入场费、销售酒饮，且部分设最低消费。	每小时房租、销售酒饮及小吃，且部分设最低消费。	销售食物、饮料及酒饮。
普通门店楼面面积	一般为 100-500 平方米	一般超过 1,000 平方米	一般超过 2,000 平方米	一般为 100-1,000 平方米
人均消费	一般为人民币 50-300 元	一般为人民币 300-2,000 元	一般为人民币 100-500 元	一般为人民币 50-1,000 元

资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

从收入贡献角度来看，一、二线城市在 2020 年贡献了酒馆行业 75% 的收入，而三线及以下城市仅贡献了 25% 的收入。然而从增长角度看，三线及以下市场的收入复合增速在 2015-19 年达到 13.8%，高于二线的 8.1% 与一线的 6.3%。

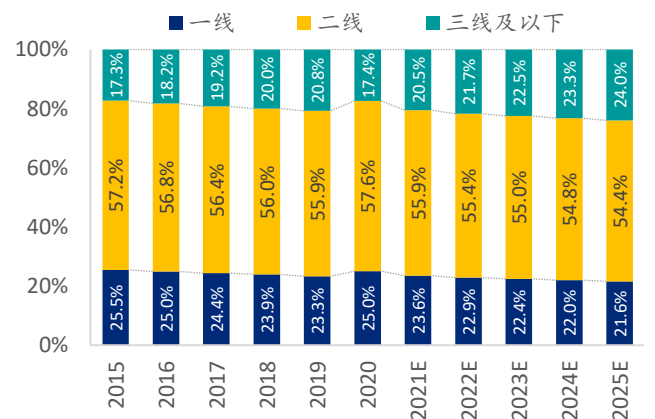
图表 5：中国酒馆行业收入，2015-2025E



E=弗若斯特沙利文预测

资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

图表 6：中国酒馆行业按城市类别收入占比，2015-2025E



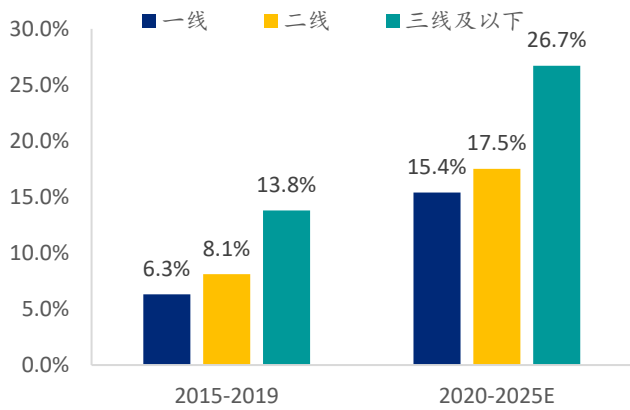
E=弗若斯特沙利文预测

资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

在已经充斥着大量高端夜店和西式高级酒吧的一、二线城市，酒馆较低的消费水平似乎已很难满足年轻消费者的消费欲望。然而在低线城市，餐馆依然是绝大多数消费者主要的夜间社交场所。与普通餐馆相比，酒馆能提供消费者更全面的酒饮产品选择、更有情调的消费环境、及更周到和个性化的服务。

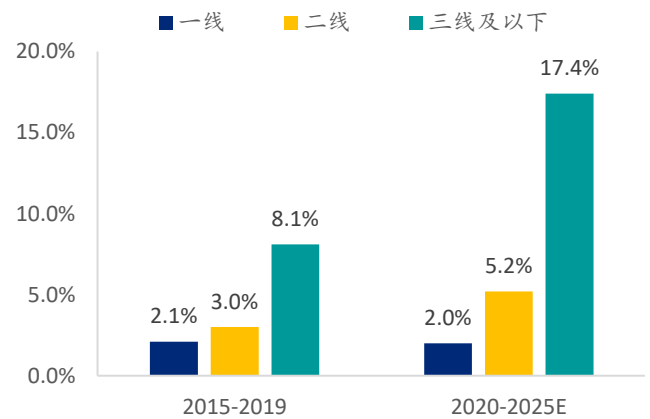
所以整体来看，酒馆的业务模式更符合低线城市消费升级的趋势。我们认为，三线及以下城市的消费升级将会是酒馆行业未来增长的主要驱动力。弗若斯特沙利文预测 2020-2025 年，中国酒馆行业在三线及以下市场的收入复合增速将达到 26.7%，高于一、二线城市的增长速度。

**图表 7: 中国酒馆行业 2015-2019 及 2020-2025E 收入复合增长率**



E=弗若斯特沙利文预测 资料来源: 弗若斯特沙利文, 浦银国际

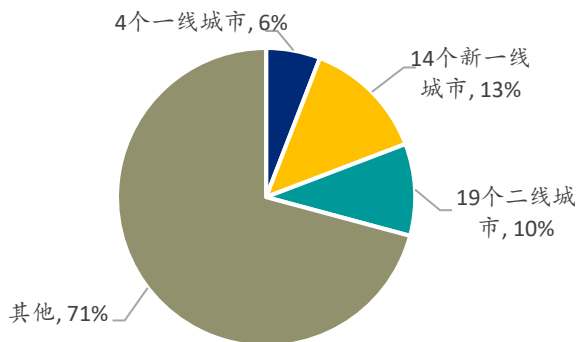
**图表 8: 中国酒馆行业 2015-2019 以及 2020-2025E 店数复合增长率**



E=弗若斯特沙利文预测 资料来源: 弗若斯特沙利文, 浦银国际

基于中国国家统计局数据,我们估算三线及以下城市占中国总人口数的 71%,其整体消费规模与容量以及消费升级的空间大于一二线城市。因此,相比那些局限于一、二线市场的消费赛道(比如高端现制茶饮),我们认为,酒馆行业与低线城市消费升级趋势的高度匹配将为其未来市场的不断扩容带来巨大的空间。

**图表 9: 2020 年一线、新一线、二线城市人口占比**



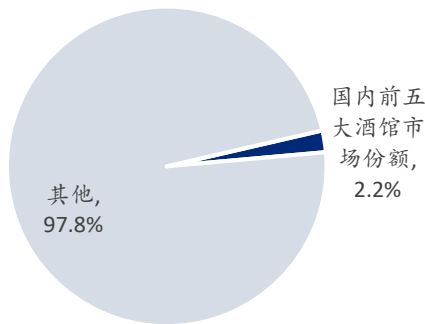
资料来源: 各地人口普查公报, 浦银国际

## ● 中国酒馆行业高度分散

中国的酒馆行业呈现高度分散化，主要由大量独立酒馆（少于三间场所的酒馆品牌）及少数连锁酒馆网络组成。根据弗若斯特沙利文数据，截止 2020 年末，中国约有 3.5 万酒馆，其中 95% 以上为独立酒馆。

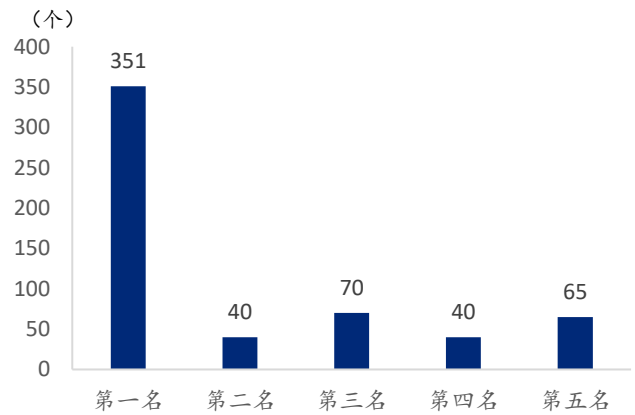
海伦司为中国市场规模最大的酒馆品牌，于 2020 年底旗下共有 351 家酒馆，按收入计算市场份额达到 1.1%。而排名 2-5 的酒馆玩家市场份额均不到 0.4%，店数均不超过 80 家。因此，前五大玩家总体收入市场份额约占中国酒馆行业的 2.2%。

图表 10: 中国酒馆行业按收入市场份额，2020



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

图表 11: 中国酒馆行业店数排名，2020



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际；

注：从左至右按照中国酒馆行业市场份额排序

在我们看来，中国酒馆行业这种高度分散化在国际市场并不具备特殊性。美国、韩国和澳大利亚等成熟市场的酒吧/酒馆都高度分散，鲜少有大型连锁，而是由大量的独立酒吧和酒馆组成。因此，我们很难推断认为中国酒馆行业未来的集中度将会有大幅度的提升。

极低的行业集中度，以及较低的行业准入门槛，造成中国整体酒馆行业竞争较为激烈。要想在那么多的酒馆运营者中脱颖而出被消费者认可和记住，有特色的酒饮产品以及个性化定制化的服务体验是不可或缺的条件。

## ● 连锁酒馆 vs 独立酒馆

我们承认，大型连锁酒馆较大的市场规模和品牌影响力会为其在运营方面带来一定的帮助，主要体现在以下几个方面：

- (1) 在酒类饮品采购及供应链方面能形成一定的规模优势，带来较强的议价能力。较低的采购成本使其单店的利润水平高于竞争对手；
- (2) 较强的品牌力能帮助连锁酒馆拿到更好的地段，并在与商户谈判时拿到更优惠的租金；
- (3) 大型连锁酒馆有更多资源与上游啤酒厂商合作生产自有品牌的酒精饮料产品来吸引更多消费者的关注；
- (4) 大型玩家容易得到资本市场的青睐，从而在资金与现金流方面得到更多的支持。

但每一家酒馆作为一个独立的个体，依然必须通过自身高质量的酒水饮料以及个性化且具有娱乐性的服务，来换取品牌认可度和培养消费者的忠诚度，从而提高消费频率和用户粘性。因此，在我们看来，连锁酒馆在吸引客流方面相对独立酒馆并不具备绝对优势。

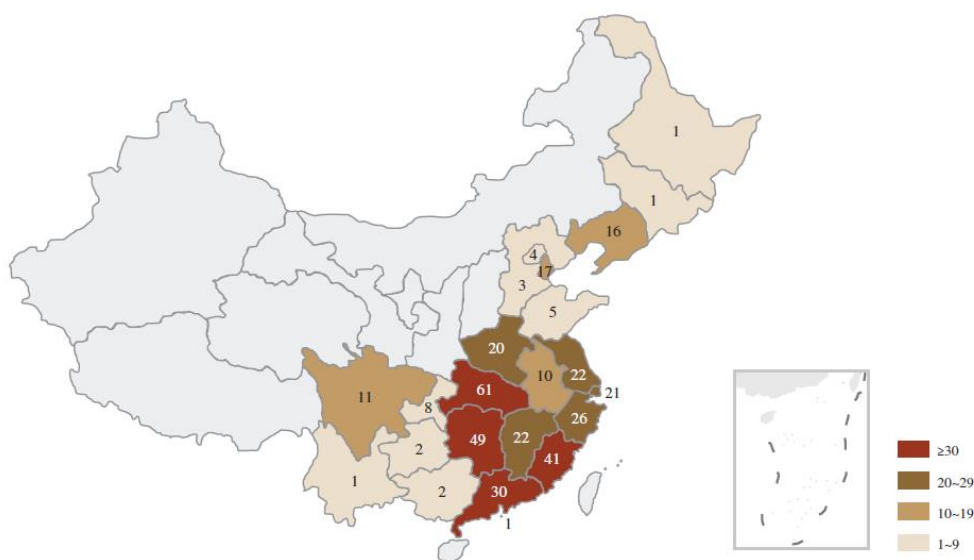
另一方面，连锁酒馆在管理方面的难度远高于独立酒馆。管理层必须保证旗下每一家酒馆都能够同时提供标准化且高质量的产品和服务。一旦某一家店出现了食品安全或信誉的问题，则有可能伤害品牌形象，从而影响旗下所有酒馆的业务。



## 海伦司：核心竞争优势带来巨大下沉空间

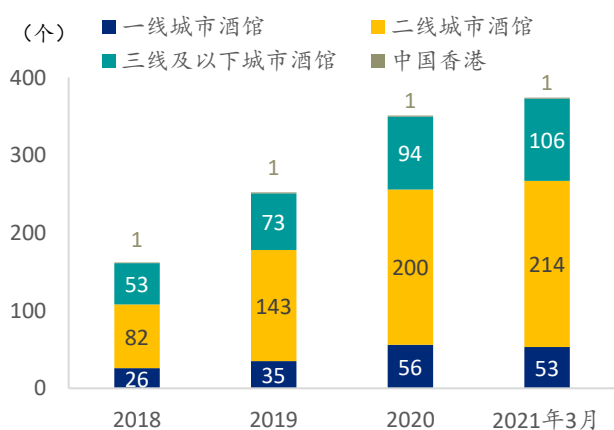
海伦司是中国目前最大的连锁酒馆网络经营者，也是中国唯一酒馆数量超过 100 家以上的连锁酒馆。海伦司小酒馆品牌在年轻人之间拥有较高的认知度和美誉度。截止 2021 年 8 月 21 日，海伦司在全国 101 个城市运营 528 家直营酒馆，其中 66 家在一线城市，296 家在二线城市，165 家在三线及以下城市。

图表 12：海伦司酒馆按省分布情况（截止 2021 年 3 月 31 日）



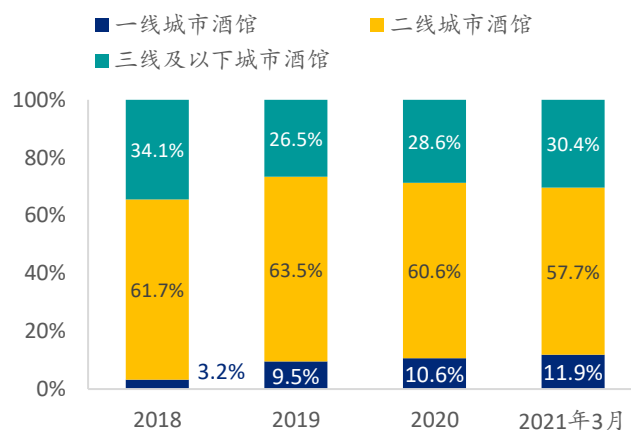
资料来源：海伦司招股说明书，浦银国际

图表 13：海伦司酒馆数按城市级别分布情况



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 14：海伦司收入按城市级别分布情况



资料来源：公司数据，浦银国际

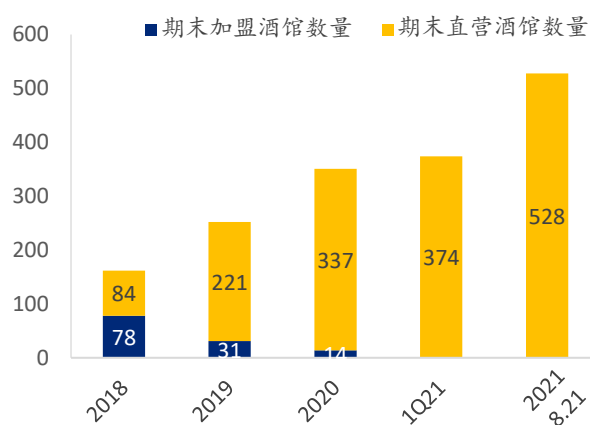
海伦司最初以加盟酒馆的方式运营,从 2018 年开始逐步转成直营酒馆模式。  
截止 2021 年一季度末,公司旗下已完成对所有加盟酒馆转直营的过程。

图表 15: 海伦司加盟转直营的进程

	2018	2019	2020	1Q21
期初加盟酒馆数量	101	78	31	14
期间新开的加盟酒馆数量	4	-	1	-
转为直营酒馆的加盟酒馆数量	26	44	15	4
期间关闭的加盟酒馆数量	1	3	3	10
<b>期末加盟酒馆数量</b>	<b>78</b>	<b>31</b>	<b>14</b>	<b>-</b>

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 16: 期末海伦司加盟店数与直营店数



资料来源: 公司数据, 浦银国际

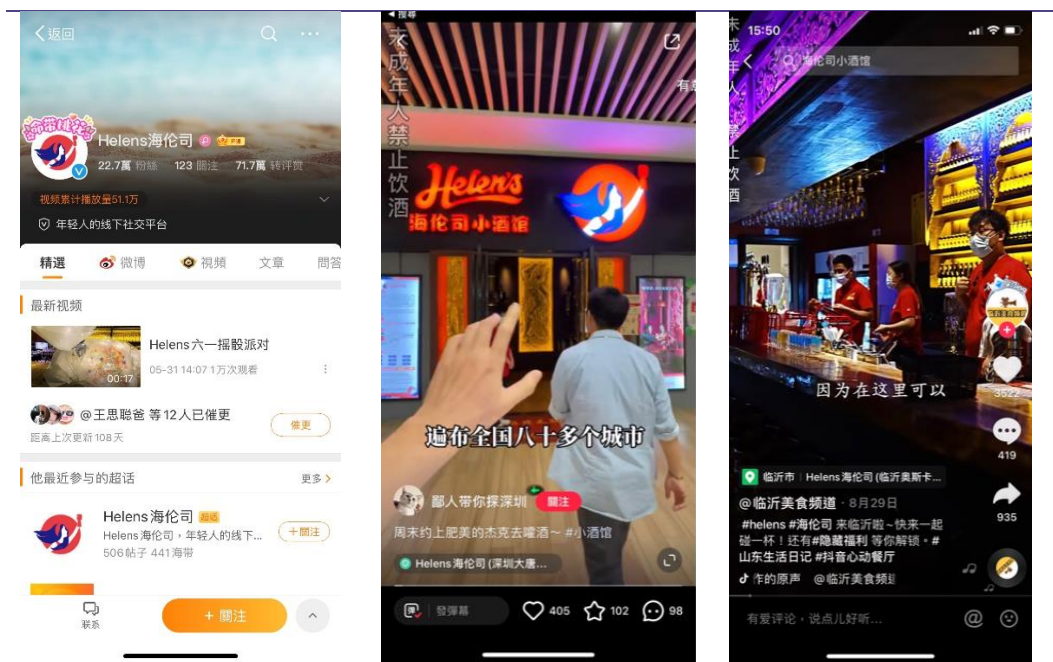
## ● 建立在情感之上的强大品牌力

作为中国最大的连锁酒馆，海伦司已经在许多年轻人心中已经建立起相当强大的品牌力，并成为不少年轻消费者夜生活的首选。其背后主要原因是海伦司通过其优质且高性价比的产品、独具一格的环境、个性化定制化的服务及体验，与年轻人的内心产生了强大的情感联结，成为年轻人能够自由抒发情怀，释放自我，展现个性的优质社交空间。

就我们调研来看，海伦司的主要客群是20岁左右的大学生，以及初入职场的年轻人，其中不少都是热爱音乐的文艺青年。这些年轻人与海伦司有着非常相近的气质，这使他们在海伦司找到强烈的归属感，从而产生不断回归的巨大冲动。这也使海伦司在年轻消费者心中打造出强大的品牌忠诚度，造就了一批又一批坚强的粉丝。

另一方面，社交电商的不断发展也帮助海伦司的口碑在年轻群体中迅速传播。比如2020年12月，一个名为“海伦司可乐桶全国统一姿势”的挑战刷屏抖音，累计播放量超过十亿次。小红书上关于海伦司的记录有4千多条，关于海伦司可乐桶的记录也有近千条。

图表 17：海伦司在微博、小红书和抖音上的相关记录



资料来源：微博，小红书，抖音，浦银国际

基于强大的品牌力和影响力，海伦司才能在快速拓店和下沉的过程中，使新店快速的实现盈亏平衡，同时老店依然能维持单店销售额的持续增长（见17页“[优异运营数据彰显公司强大运营能力](#)”）。

## ● 四大核心竞争优势

在我们看来，海伦司与年轻人之间的情感共鸣主要是建立在公司强大的核心竞争优势之上的。海伦司主要的竞争优势包括：优质且高性价比的产品组合、独特且个性化的消费体验、高度标准化的运营模式以及通过数字化赋能所缔造的卓越的运营效率。这些核心竞争优势为公司打造了比较强的护城河。

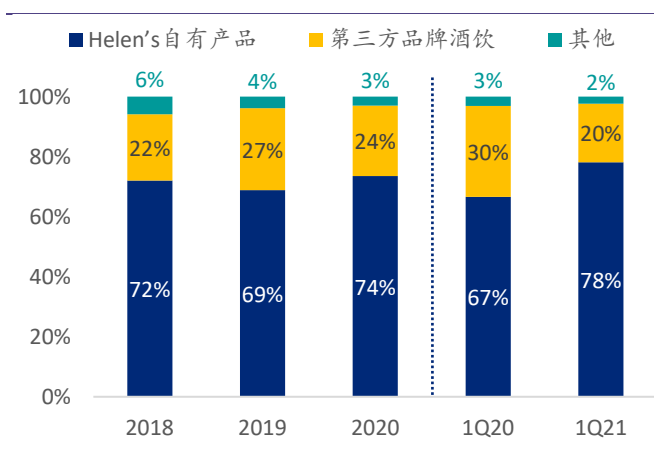
### 1. 优质且高性价比的产品组合

我们认为，优质且高性价比的产品组合，尤其是其独特的自有产品，是海伦司相对其他独立酒馆最重要的竞争优势。海伦司目前以销售自有产品为主，包括海伦司扎啤、海伦司精酿、海伦司果啤、海伦司奶啤等，1Q21 公司自有酒饮贡献了 74.8% 的酒饮收入。

目前，海伦司所有瓶装啤酒产品的售价均低于每瓶人民币 10 元，与市场上同类产品相比具价格优势。如公司旗下酒馆针对 275 毫升的百威啤酒的售价均为人民币 9.8 元/瓶，而国内酒吧对该款百威啤酒的平均售价为人民币 15-30 元/瓶，海伦司的售价比市场上对该款百威啤酒的平均售价约低 35%-67%。价格更低主要由于公司具有规模优势以及以销售自有产品为主，避免了不必要的中间商环节。

优质且丰富的产品组合帮助公司增加了顾客粘性，同时也提升了公司的品牌形象。

图表 18: 海伦司直营酒馆自有酒饮产品收入占比



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 19: 海伦司主要自有品牌酒饮产品售价

产品总类	产品细分	单瓶容 (ml)	单价
海伦司啤酒	纯麦精酿	420	9.8 元
	海伦司精酿	275	7.8 元
	海伦司扎啤	NA	78 元
饮料化酒饮	海伦司果啤	270	8.9 元
	海伦司奶啤	300	8.9 元

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 20: 海伦司威士忌可乐桶



资料来源: 公司官网, 浦银国际

图表 21: 海伦司嗨斗



资料来源: 公司官网, 浦银国际

## 2. 独特且个性化的消费体验

海伦司致力为年轻人创造轻松的社交空间。其为顾客提供的独特且个性化的消费体验主要体现在以下几个方面:

### (1) 装修风格

海伦司注重酒馆环境设计与氛围营造, 打造出较有特色的酒馆装饰风格, 酒馆整体装潢采用木质桌椅及暖色调装修材料以及有异域风情的艺术雕像及雕花为主;

### (2) 酒馆活动

如每天播放客户票选得票数最高的歌曲, 亦或是在顾客等位时赠送免费饮品以及在年轻客户喜爱的节日举办主题活动等;

### (3) 优质服务

酒馆员工平均年龄约为 22 岁, 年轻的员工可以与年轻客户进行更有效交流, 且公司倡导适度而有效率的服务水平, 以最小打扰为原则, 从而令顾客体验到舒适自然的社交氛围。

图表 22: 海伦司内部环境



资料来源: 公司官网, 浦银国际

图表 23: 海伦司外部环境



资料来源: 公司官网, 浦银国际

图表 24: 海伦司小程序



资料来源: 海伦司微信小程序, 浦银国际



### 3. 高度标准化的运营模式

海伦司已经逐步建立起高度标准化的运营模式，并在其帮助下实现酒馆网路的快速扩张。公司的高度标准化具体体现在：

- (1) **统一化的招牌产品组合：**海伦司在全国范围的 Helen's 酒馆内向顾客提供统一化的招牌产品组合，从而简化采购及物流程序，提高存货周转；
- (2) **一体化的酒馆运营：**总部设置专业的职能部门对酒馆选址、酒馆装修、物流采购、音乐播放等环节进行统一管理。以装修为例，公司装修环节目前仅耗时大概 40 天，进而使新店从选址签约至具备开业条件仅约需 2-3 个月。此外，通过公司自行研发的 Future BI 搜集数据，结合已有酒馆累计下单用户数和轮候情况等数据确定现有酒馆周边布局新店的可行性；
- (3) **集约化酒馆管理：**海伦司使用第三方物流服务实现高效的酒馆物流配送，公司采购的酒饮产品均为制成品，并对其进行统一且严格的质量安全检测。此外，通过制定高标准化的流线型后厨加工操作流程以及集约化供应链的搭建，有效的提升了酒馆的经营效率；
- (4) **标准化的员工培训体系：**通过集训、导师制、轮岗制度培养酒馆店长，形成了可持续的人才培养体系。依托高标准化的培训制度及清晰简洁的流程指引体系，培养一名新店长通常仅约需 9 个月。

### 4. 数字化赋能所缔造的卓越的运营效率

公司重视数据分析和智能管理，自主开发了 Future BI 系统，其融合了 ERP 和 CRM 系统，进行统一的数据分析和管理的。

此外公司还搭建了统一的可视化智能音乐管理系统，仅需 5 名员工即能实时地控制全国范围内每一家 Helen's 酒馆的背景音乐，并基于软件测试出的曲目情绪标签。各酒馆可根据营业时间段、高峰期时长、消费群体、节假日等因素选择最适宜的曲目。

## ● 酒馆网络的扩张与下沉为公司未来主要增长驱动力

公司未来将继续着力于酒馆网络的持续扩张，包括：

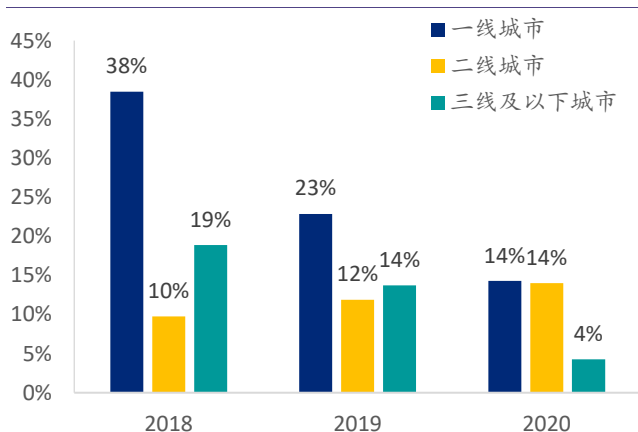
- (1) 在已布局地区（主要是一、二线城市）持续加密开设更多酒馆；
- (2) 拓展其酒馆网络至新地区，尤其是下沉市场，加速在三线及以下城市的拓店步伐。

基于其高度标准化的开店模式，海伦司计划在 2021 年新开 400 家店，并且目标在 2023 年底将店数提高到 2200 家。在拓展酒馆网络的同时，公司也将进一步强化供应链管理，布局更多仓储中心，从而支持全国范围新开门酒馆的物资供应，保障新开门店能够尽快走上正轨。

截止 2020 年末，海伦司在三线及以下城市已经运营了 94 家酒馆，其中只有 4 家在 2020 年全年未实现盈利。而截止 1Q21 末，公司在三线及以下城市的酒馆数上升到 106 家，其中只有 8 家在 1Q21 未实现盈利，主要原因为开业时间短于平均首次盈亏平衡期（break-even period）。

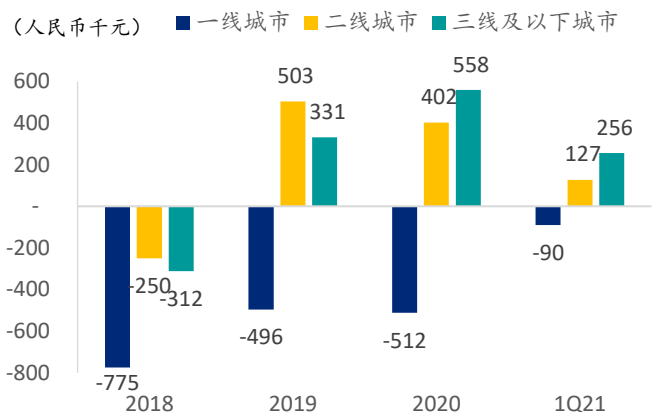
事实上，海伦司 2020 年在三线及以下城市的亏损店数占比远低于一、二线城市。另外，三线及以下城市的单店利润表现在 2020 年及 1Q21 也要好于其在一、二线城市的表现。

图表 25: 海伦司分城市级别的亏损酒馆数占比



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 26: 海伦司分城市级别的直营酒馆单店税前利润



资料来源：公司数据，浦银国际

海伦司在三线及以下城市优秀的盈利能力，一方面归功于其较为优质的品牌形象与高性价比的酒饮产品，很好地迎合了低线城市消费者消费升级的需求，使其能够迅速在低线城市打开市场；另一方面，低线城市较低的租金和人工，也使酒馆的利润率在疫情期间具有更好的弹性。

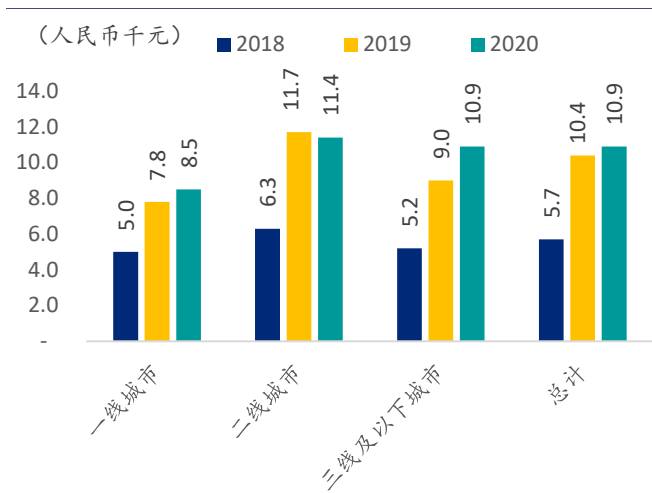


由此可见，海伦司在三线及以下城市的开店已经跑通。因此，我们相信，海伦司未来几年在低线市场有着巨大的拓店空间，同时其在低线市场的盈利能力也有比较大的确定性。

## ● 优异运营数据彰显公司强大运营能力

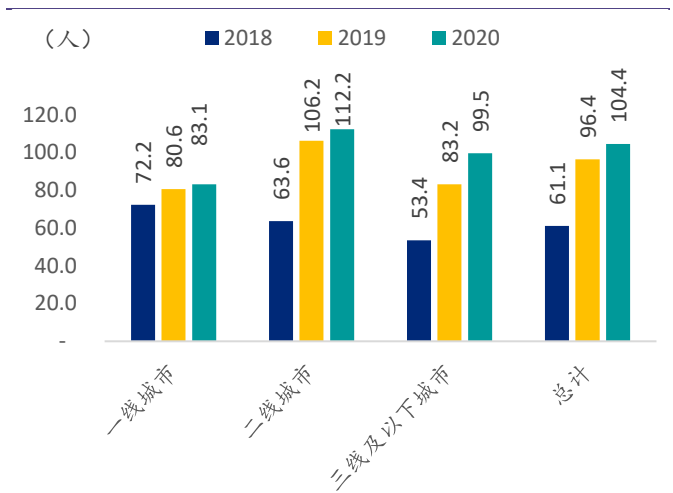
即使受到疫情的影响，海伦司过去三年（2018-2020）的单个直营店日均销售额持续增长。分城市来看，只有二线城市的单个直营店日均销售额在2020年有小幅下降，其他城市层级皆保持增长。而所有城市层级的单个直营店日均下单用户数量在过去三年都维持持续增长的趋势。

图表 27: 海伦司单个直营酒馆日均销售额



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 28: 海伦司单个直营酒馆日均下单用户数量

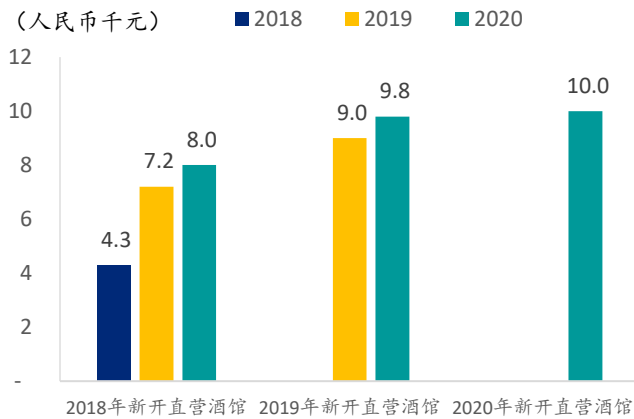


资料来源：公司数据，浦银国际

进一步研究了2018-2020年新开的直营酒馆的日均销售额表现后，我们发现，同一年新开的直营门店的日均销售额在未来1-2年都有持续提升。

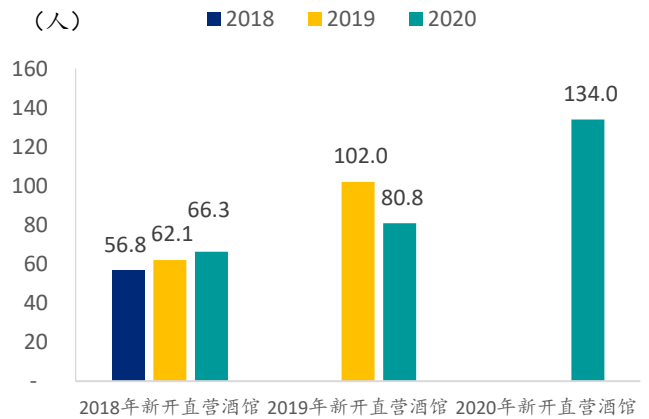
另一方面，在同一年里，新开酒馆的日均销售额要高于老酒馆，新开酒馆的日均下单用户数量也要高于老酒馆。

**图表 29: 按开店年份分类的直营酒馆单店日均销售额**



资料来源: 公司数据, 浦银国际

**图表 30: 按开店年份分类的直营酒馆单店日均下单用户数量**

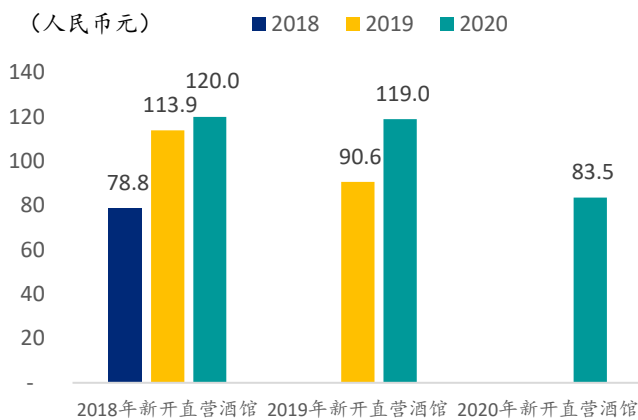


资料来源: 公司数据, 浦银国际

我们观察到, 同一年开的酒馆会随着酒馆运营的不断成熟, 其单个用户的日均消费金额 (ticket size) 会逐渐增加。然而, 较新开酒馆的单个用户日均销售金额要低于较老的酒馆, 这主要是因为大部分新开酒馆相对于老的酒馆在地理位置上更偏向于较低线的城市级别, 而低线城市的消费力往往低于高线城市。

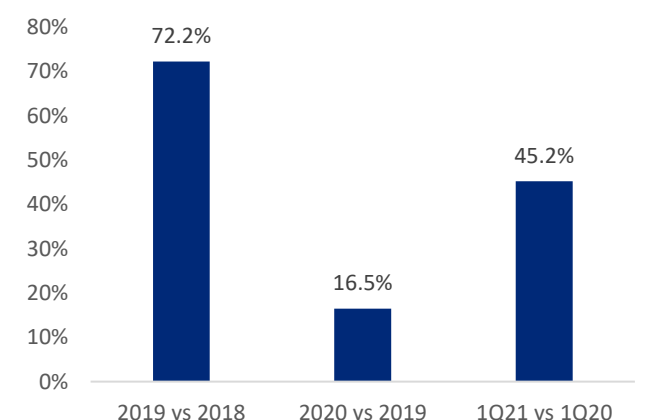
基于出色的单店销售表现, 公司同店日均销售额在 2020 年疫情期间依然维持双位数的增长。

**图表 31: 按开店年份分类的直营酒馆单个用户日均消费金额**



资料来源: 公司数据, 浦银国际

**图表 32: 海伦司同店表现**



资料来源: 公司数据, 浦银国际

这些优秀的运营数据很大程度上彰显了公司强大的运营能力和管理能力, 同时也为市场对公司未来的发展带来比较大的信心。

## ● 行业竞争带来的不确定性

我们认可海伦司拥有较强的品牌力、卓越的运营能力以及在低线城市的盈利能力。然而，在我们看来，对竞争对手来说海伦司所具备的核心竞争优势并非不可复制的。当酒馆赛道逐渐成为资本的宠儿，越来越多的玩家正在涌入酒馆行业，试图复制海伦司的成功经验。这也将使酒馆行业的竞争变得愈发激烈。

另一方面，与海伦司类似的连锁酒馆品牌（比如深圳的胡桃里音乐酒馆，以及成都的贰麻酒馆等）都已经在区域性市场形成较强的影响力，并开始逐渐加快全国扩张的步伐。

图表 33: 深圳胡桃里音乐酒馆



资料来源：浦银国际

图表 34: 成都贰麻酒馆



资料来源：浦银国际

正如我们前文所言，酒馆行业极低的行业集中度以及较低的行业准入门槛很可能造成中国整体酒馆行业未来较为激烈的竞争格局。作为酒馆行业的领头羊，海伦司的 500 多家店以及 1.1% 的全国市场份额远不足以对竞争对手的扩张之路造成阻碍。

随着行业爆发式的发展，酒馆赛道将变得愈加拥挤，竞争将愈加激烈。这是否会对海伦司未来单店销售额以及盈利能力的提升造成负面影响，还有待进一步观察。

## ● 投资风险

海伦司的主要投资风险包括：

1. 公司未如预期实现新酒馆的扩张并实现新扩张门店的盈利；
2. 公司运营对良好的店面位置有所要求，若未来无法租用较好的店面位置，或租金水平过高，都有可能影响公司盈利水平；
3. 公司依靠供货商提供酒饮、小吃及其他物资供应，若供应链出现变动，可能会影响日常经营；
4. 未来若出现食品卫生和安全问题，将对公司品牌造成较大影响。

另外，我们需要强调的是，我们未正式覆盖海伦司，所以未有对公司给予任何评级，也暂未对公司目前的估值水平给出任何评价。我们建议投资者在做相关投资决策时，采取谨慎的投资态度。

图表 35：餐饮行业估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值(百万美元)	PE			EPS同比变动			EV/EBITDA		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
MCD.US Equity	麦当劳	241.0	179,964	26.6	24.4	22.5	49.5	9.0	8.7	18.0	16.9	15.8
SBUX.US Equity	星巴克	114.6	135,172	35.3	30.7	27.2	177.2	15.2	12.7	22.1	19.4	17.6
YUM.US Equity	百胜餐饮集团	128.5	37,988	28.3	25.9	23.3	25.3	9.5	11.0	20.1	19.0	17.6
9987.HK Equity	百胜中国	443.6	23,988	30.4	25.0	21.6	22.4	21.6	16.0	12.4	10.6	9.5
6862.HK Equity	海底捞	29.7	20,831	67.6	33.2	24.0	576.4	103.3	38.2	21.5	13.9	10.9
9922.HK Equity	九毛九	22.9	4,276	58.5	36.3	25.2	179.0	61.1	44.1	23.9	15.6	10.9
9869.HK Equity	海伦司	22.2	3,556	108.2	31.2	16.6	NA	247.1	88.1	44.7	17.6	10.1
2150.HK Equity	奈雪的茶	13.3	2,922	180.0	59.4	32.7	NA	203.3	81.6	20.2	14.2	10.0
520.HK Equity	呷哺呷哺	6.9	965	26.8	13.1	10.3	569.6	103.7	27.1	5.7	4.3	3.5
<b>餐饮</b>				<b>34.1</b>	<b>27.5</b>	<b>24.2</b>				<b>19.7</b>	<b>17.3</b>	<b>15.8</b>

资料来源：Bloomberg，浦银国际；数据截至 2021 年 9 月 16 日

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

