

# 新消费研究之怪兽充电 (EM.0)：共享充电龙头，修复可期

2023年5月19日



## 行业评级

社会服务 强于大市（维持）

## 证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号：S1060516080002  
电子邮箱：YIYONGJIAN176@pingan.com.cn

## 证券分析师

徐熠雯 投资咨询资格编号：S1060522070002  
电子邮箱：XUYIWEN393@pingan.com.cn

## 投资要点

- **怪兽充电是国内共享充电行业龙头，主要提供移动设备充电服务。**公司成立于2017年，快速获得多轮明星机构融资并仅用2年时间跻身头部，2019年超越对手成为行业第一，2021年率先实现上市。截止2022年底，公司向市场投放超过670万个充电宝，覆盖全国1800多个区县的99.7万个点位，累计注册用户数达到3.34亿。据欧睿国际，2021H1，公司在国内共享充电市场按GMV计市占率达到40.1%，稳居行业第一。
- **单宝收入仅为非疫情阶段的60%，修复空间较大。**疫情期间，19-21年公司营收CAGR仍保持在33%，增长动能强，22年疫情冲击较大致营收下滑21%。随着疫情影响持续减弱，23年2月公司GMV出现明显拐点，业务恢复双位数增长，4月GMV同比增长超过60%，疫后修复明显。单宝收入看，22年平均单宝单日收入仅1.18元，为非疫情月份的60%（21年非疫情月份GMV达2.2元），修复空间较大。近期五一假期线下人流数据良好，复苏节奏进一步打开。
- **共享充电行业竞争弱化，公司龙头优势明显。**国内共享充电行业已经渡过非理性竞争阶段，渠道激励费用趋稳。行业呈现寡头格局，CR4接近90%（怪兽、竹芒、美团、小电），头部企业拥有强资金实力及渠道拓展能力，怪兽充电自2019年起GMV规模维持第一。尽管外部环境压力较大，怪兽仍保留了直营模式以保证经营质量与效率，竹芒、美团、小电等对手出于战略调整、现金流压力，近两年陆续转为代理为主。
- **积极探索第二增长曲线，或将复用城市运营能力。**现阶段行业内盈利模式较为统一，移动充电服务是主要收入来源，随着高线城市渗透逐步提升、低线市场边际收益递减，各家纷纷寻求第二曲线，方向包括消费、数字营销、横向拓展更多智能硬件设备等。我们认为共享充电行业具有重运营特性，公司拥有BD能力及数字化经营底座优势，新业务有望复用。
- **风险提示：**1) 线下消费恢复疲软；2) 行业竞争加剧，渠道费用高企；3) 新业务孵化不及预期等。

## 目录 CONTENTS

- 怪兽充电：国内共享充电行业龙头
- 财务要点：19-21年营收保持30%+增速，19年净利率达8%
- 单宝收入未达疫情前，疫后修复空间大
- 共享充电行业竞争弱化，怪兽竞争优势明显
- 以城市运营能力为核，积极探索第二曲线
- 投资建议及风险提示

# 怪兽充电：国内共享充电行业龙头

- **怪兽充电是国内最大的共享充电运营商。**公司主要提供移动设备充电服务，其移动电源放置在娱乐场所、餐厅、购物中心、酒店、交通枢纽和公共场所等场景，用户可以通过公司小程序时租移动电源并随身携带。经过多年发展，公司已经构建庞大的线上线下网络，截止2022年12月31日，公司向市场投放超过670万个共享充电宝、99.7万个点位，遍布全国1800多个区县，是国内最大的共享充电运营商，累计注册用户数量达到3.34亿。据欧睿国际，怪兽充电2019年首次超过对手成为行业第一，到2021年上半年，公司仍以40.1%的GMV份额保持行业第一，龙头地位稳固。
- **发展历程：**（1）**2017-2018年，起步期：**公司成立于2017年。当时共享充电行业初步摸索出产品类型及经营模式，各路玩家纷纷入局，大批资本涌入赛道。公司在2017年迅速完成3轮融资，投资方包括小米、高瓴、顺为等产业链合作方及明星投资机构。2017年9月起，多家共享充电平台停止运营或破产清算。2018年行业鲜有融资，市场逐渐冷却。公司凭借强大的资本支持以及前瞻的经营策略，共享充电宝业务成功起量并持续扩张，2018年公司覆盖城市数量超过500个。（2）**2019-2020年，快速发展期：**2019年公司再度成功获得2轮融资，投资方包括软银中国、高瓴、顺为等，注册用户数超过1亿，覆盖超过1300个区县，超过小电成为行业第一，行业初步形成了“三电一兽”的寡头格局。2020年公司仍稳居行业第一，招股书披露市占率达34.4%。（3）**2021年至今，成功上市，谨慎扩张：**2021年1月，公司获2亿美元D轮融资，4月在纳斯达克成功上市，募资近10亿人民币，成为共享充电行业第一股。疫情反复下，公司业绩短期承压，但凭借较强的精细化运营能力，公司疫情期间仍保持谨慎扩张，行业龙头地位进一步加强。

# 发展历程：后起之秀，共享充电第一股

共享充电行业及公司发展历程一览

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>业务发展</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5月公司正式成立</li> <li>7月在上海、北京、广州、深圳、成都等12个城市铺开，用户量达到百万</li> <li>快速跻身行业第一梯队，10月末覆盖全国80个城市，在上海、北京、成都等地份额第一</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>推出行业首款共享无线充电宝产品</li> <li>产品通过新国标检测认证，为行业内首家</li> <li>行业首个推行押金自动退还</li> <li>自主研发物联网底层通信协议</li> <li>覆盖城市500+</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司累计注册用户数超过1亿，覆盖全国1300+区县，点位58.8万个、充电宝投放超450万个</li> <li>全年营收突破20亿元，净利润1.7亿元</li> <li>2019年以36.4%市占率位居行业第一（数据来源：欧睿）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>后疫情时代，公司活跃用户规模加速爬坡并超过疫情前</li> <li>2020年公司以34.4%的市占率位居行业第一（数据来源：招股书）</li> <li>微信小程序端，成为首个突破千万级用户量的共享充电品牌</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>与阿里巴巴本地生活服务达成战略合作</li> <li>21H1公司以40.1%的GMV占比保持行业第一（数据来源：欧睿）</li> <li>尝试孵化新业务新锐白酒品牌开欢</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>截止2022年12月31日，公司在全国1800多个区县共铺设670万个共享充电宝，覆盖99.7万个点位，注册用户数量达到3.34亿</li> <li>发展代理模式提升多维度市场渗透，代理点位占比过半</li> </ul>
<b>融资历程</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>4月获数千万元融资（小米、高瓴、顺为等）</li> <li>7月获1亿元融资（高瓴、顺为、云九等）</li> <li>11月获2亿元B轮融资</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>无</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>4月获3000万美元B+轮融资（高瓴、顺为等）</li> <li>12月获5亿元C轮融资（高瓴、顺为、软银亚洲、干嘉伟等）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>无</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1月获2.34亿美元融资（软银、阿里、CMC、凯雷、高瓴等）</li> <li>4月IPO募资近10亿元（基石含高瓴、ASPEX、小米等）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>无</li> </ul>
<b>行业发展</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>行业商业模式逐渐完善，用户习惯逐渐养成</li> <li>资本大量涌入，各路玩家入局，上半年至少完成30笔融资，推动行业快速发展</li> <li>市场上已有来电、街电、小电等玩家，新玩家获得融资但大多不到半年就退出了市场</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>行业融资暂缓，“三电一兽”等融资能力强、规模扩张快的头部玩家持续蓄力，行业出现寡头垄断格局</li> <li>头部企业陆续盈利，5月街电宣布盈利</li> <li>服务单价普遍较低，行业营收规模偏小</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>三电一兽格局进一步巩固，其中怪兽充电拔得头筹</li> <li>竞争致使场地成本攀升，下半年头部玩家陆续涨价，平均价格从1元/小时涨至2元/小时</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新冠疫情爆发，下半年快速反弹</li> <li>年中美团重新入局，行业竞争加剧，美团当年设备增长量同业第一</li> <li>小店科技宣布启动上市事宜，拟登陆国内科创板</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Q2疫情卷土重来，行业再受冲击</li> <li>头部寻求上市/合并，4月怪兽美股上市，搜电和街电合并为竹芒科技，小电港股交书</li> <li>怪兽充电微信小程序用户规模达千万，行业第一（数据来源：QM）</li> <li>7月美团被曝收缩直营，转向代理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>疫情反复冲击，行业再至冰点</li> <li>竹芒、小电等为缓解现金流压力，收缩直营，寻求代理；美团战略切换，代理点位比例超过70%</li> <li>怪兽保留直营业务，积极发展代理</li> </ul>

资料来源：公司公告，公司官网，欧睿国际，弗若斯特沙利文，艾瑞咨询，新浪新闻，平安证券研究所

# 主营业务：提供移动设备充电服务

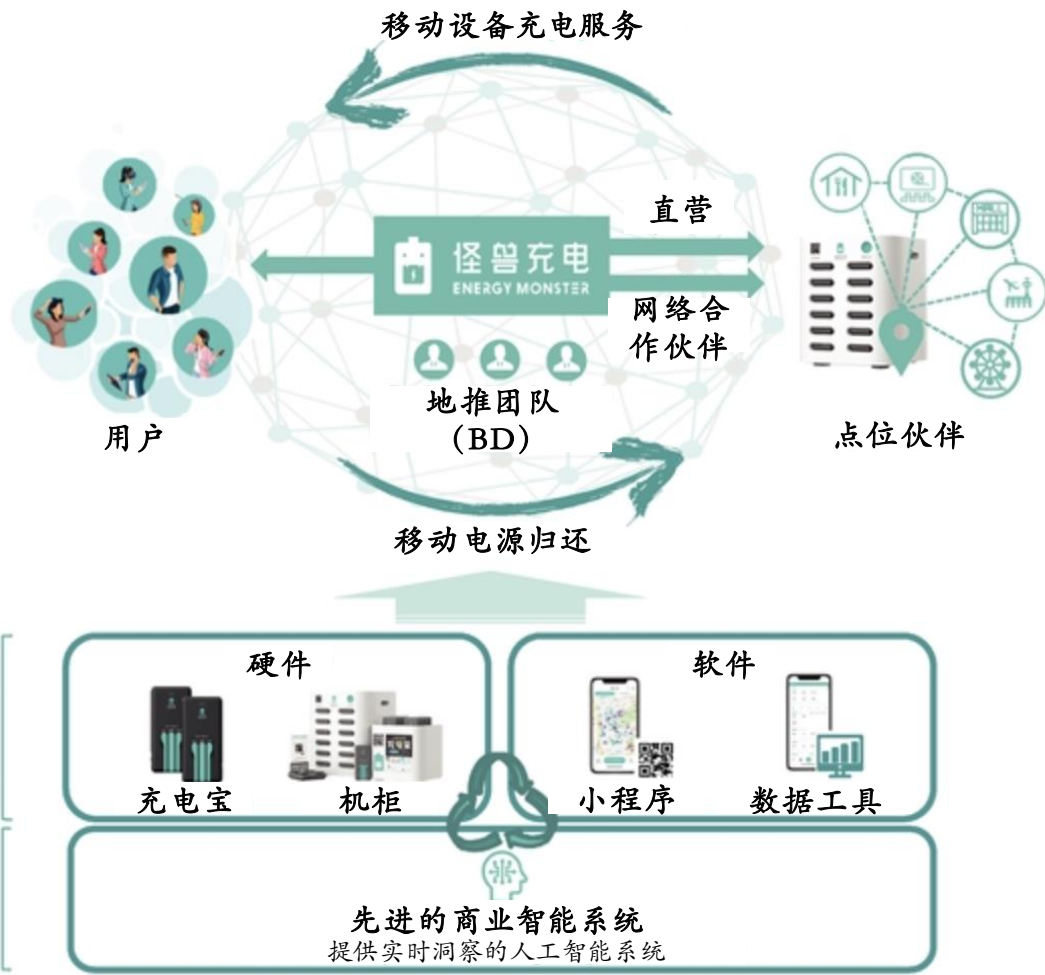
■ 公司主要提供移动设备充电服务，优质点位是公司“核心资产”。

1) 公司将移动电源及机柜放置在人流量大/营业时间长/消费时间长的各类线下地点，包括餐馆、购物中心、电影院、公共交通枢纽、医院等，用户可以直接在点位上或者通过微信、支付宝等平台的怪兽充电小程序找到公司机柜，扫描机柜上的二维码租借移动电源，移动电源使用完毕后，用户可以到全国任意机柜归还。

2) 优质点位是公司的“核心资产”，公司配有一支强大的地推团队用于拓展及管理公司点位，同时积极发展代理商提升市场渗透。

3) 自主开发前后端技术，支撑业务高效运转。公司自主开发底层物联网协议，拥有全面的硬件管理系统、AI商业智能系统以及CRM和ERP系统，管理精度到达每个移动电源，可提供实时洞察，实现经营效率最大化。公司前端软硬件配置同业领先，是行业首个推出共享无线充电宝产品的企业，也是业内首个通过新国标检测认证的企业，最大程度保证用户体验和运营效率。

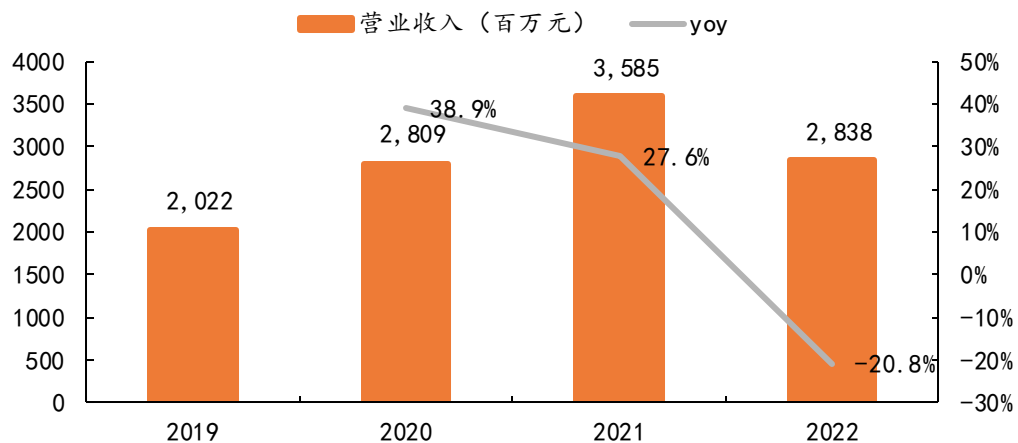
怪兽充电业务模型



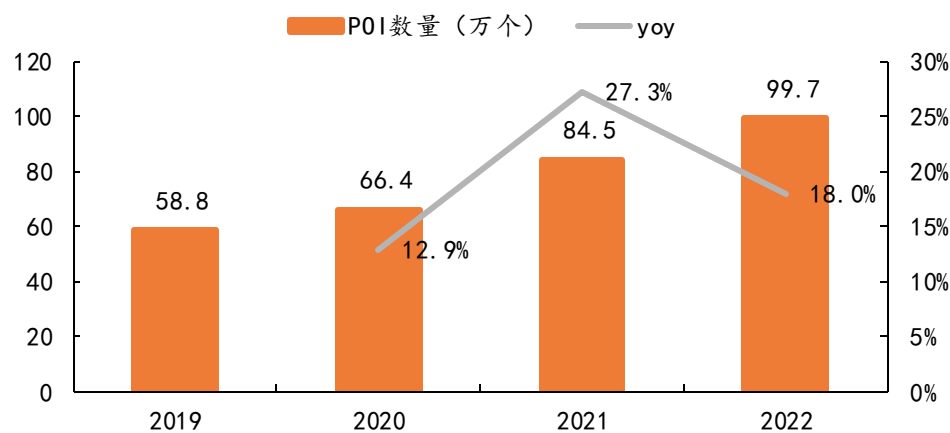
资料来源：公司公告，平安证券研究所

# 成长趋势：疫情期间业务整体稳步拓展，22年受疫情冲击最大

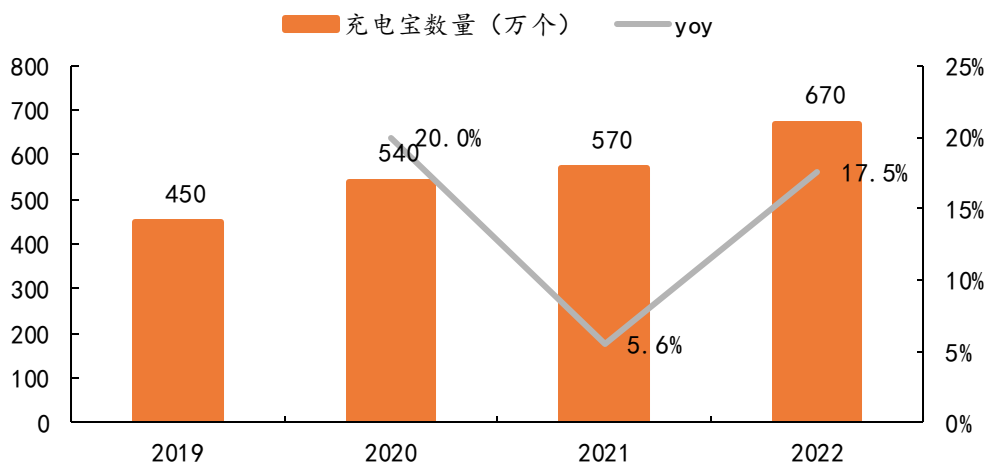
2021年营收超过35亿元，2022年营收下滑21%



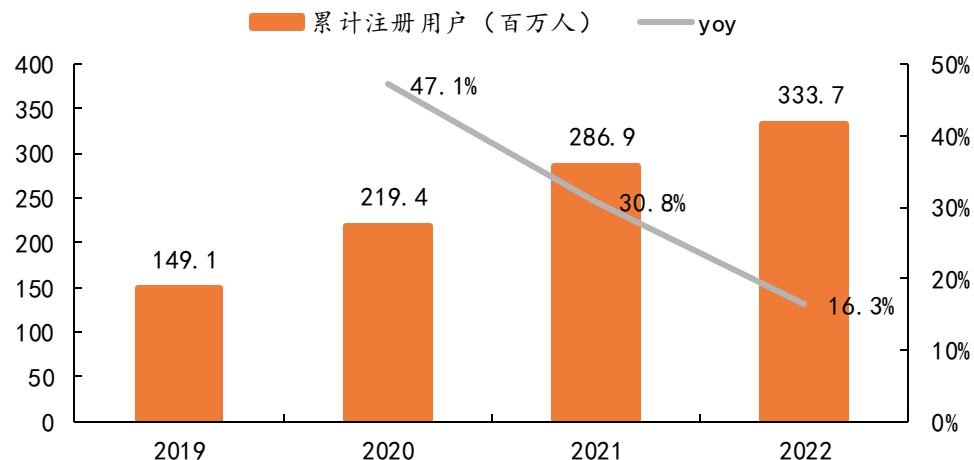
2019-2022年怪兽充电POI数量保持双位数增长



2019-2022年怪兽充电可用充电宝数量保持稳定增长



2019-2022年怪兽充电累计注册用户持续提升至3.3亿人



资料来源：公司公告，平安证券研究所

# 收租模型：单价一般为每30分钟1-2元，充电宝买断价格为99元

■ 公司充电服务收费一般为每30分钟1-2元，充电宝买断价格为99元。公司充电服务收费有每30分钟、每60分钟收费两种，主要集中在每30分钟1-2元，但具体价格在不同点位场景有所不同。我们对怪兽充电小程序点位抽样统计发现：1) 高线城市多采用每30分钟收费，价格在1-3元/0.5小时，低线城市则多为每60分钟收费，价格多在2-3元/小时。大部分充电宝在3或5分钟内归还免费。2) 客流量大的景区、热门商圈和交通枢纽价格相对较高。以一线城市上海为例，对景区、大型商圈、餐饮及娱乐设施、办公区、交通枢纽、公共设施6类场所点位进行抽样，样本价格众数为2元/0.5小时，均值为2.3元/0.5小时，最高/最低分别为4元/0.5小时和1元/0.5小时，其中高需求、客流量大的景区、交通枢纽、大型商圈定价更高，例如上海虹桥机场、欢乐谷、IAPM商场点位价格分别达到每30分钟4元、3元、2.5元。3) 充电宝租金上限为99元。

资料来源：怪兽充电小程序，平安证券研究所

怪兽充电收费标准（以上海为样本城市）

点位	具体位置	收费标准	每30分钟价格（元）	24小时价格（元）
豫园	豫园商城2号门	3元/0.5小时	3	30
外滩	外滩美术馆	4元/小时	2	28
东方明珠	东方明珠263m观景台	4元/小时	2	28
上海迪士尼	梦幻世界游客服务中心	2.5元/0.5小时	2.5	30
上海欢乐谷	高空舞台	3元/0.5小时	3	30
景区			2.5	29.2
徐汇日月光	青花椒砂锅鱼（L2）	2元/0.5小时	2	28
上海环贸 iapm	manner（LG1）	5元/小时	2.5	30
正大广场	爱回收（3F）	2元/0.5小时	2	28
恒隆广场	服务台（B1）	5元/小时	2.5	30
大型商圈			2.25	29
UME电影院	上海新天地	2.5元/0.5小时	2.5	50
好乐迪旗舰店	上海新天地附近	3元/0.5小时	3	30
肯德基	上海康桥店	1.5元/0.5小时	1.5	30
全季酒店	上海外滩天潼路店	2元/小时	1	20
亚朵酒店	陆家嘴德平路店	2元/0.5小时	2	28
餐饮/娱乐设施			2	31.6
东亚银行金融大厦	1F	2元/0.5小时	2	28
上海中心大厦	商务中心（B2）	1.5元/0.5小时	1.5	18
静安嘉里中心	B1	2元/0.5小时	2	28
办公区			1.85	24.7
上海火车站	西南出口	5元/小时	2.5	30
虹桥机场	面包新语	4元/0.5小时	4	32
上海南站	问询处	5元/小时	2.5	30
交通枢纽			3	30.7
华山医院	门诊1F	2元/0.5小时	2	28
共青国家森林公园	水上飞碟售品部	2元/0.5小时	2	28
上海音乐厅	1F	5元/小时	2.5	30
上海野生动物园	游客服务中心	3元/0.5小时	3	30
上海交通大学	二餐便利店	4元/小时	2	28
公共设施			2.3	28.8



# 经营模式：直营+代理双轮驱动，全面渗透个各线城市不同网点

■ **直营、代理模式双轮驱动，全方位渗透各线城市及网点。** 1) 公司早期主要以直营模式拓展点位，拥有自己的BD团队，直接与商户对接并负责点位的运维，多用于高线城市开发以及重点KA合作。直营模式下，公司根据放在其POI的机柜收入的一定比例向商户支付佣金，对部分商户公司还根据POI的预计收入支付入场费以加强绑定，合计费用比例约在50%-70%。2) 近年来为加强多维度市场渗透、提升点位拓展的边际效益，公司积极发展代理商，并推出直助代（直营BD团队帮助发展代理商）。代理模式下，公司仅与代理商对接，代理商角色与公司BD团队类似，负责商户开发、POI选取、合同谈判和设备维护，公司为代理商提供全面的培训课程。公司根据代理商放置的机柜收入的一定比例向代理商支付佣金，佣金率一般在75%-95%（包含代理商与POI商户结算的佣金）。截止2022年末，公司代理POI占比提升到52.5%，首次超过直营POI。

## 怪兽充电直营与代理模式特征

### 直营模式

**业务分工：**公司直接对接商户，管理移动电源和机柜的放置，并负责招聘地推、场景分析、竞标运维等全部环节  
**收入利润：**公司获得全部的租赁收入，商户抽成50-70%（含入场费和佣金）  
**合作期限：**与POI的标准合同通常持续2年以上，通常排他

### 代理商模式

**业务分工：**代理商对接商户，管理移动电源和机柜放置，负责业务开发、POI选取、合同谈判和设备维护等，公司提供培训课程  
**收入利润：**公司获得全部租赁收入，代理商抽成75-95%，剩下分成由代理商决定，公司不直接和商户分成  
**合作期限：**与代理商的合同不设固定期限，通常排他

平台  
现金流压力

平台  
主动权

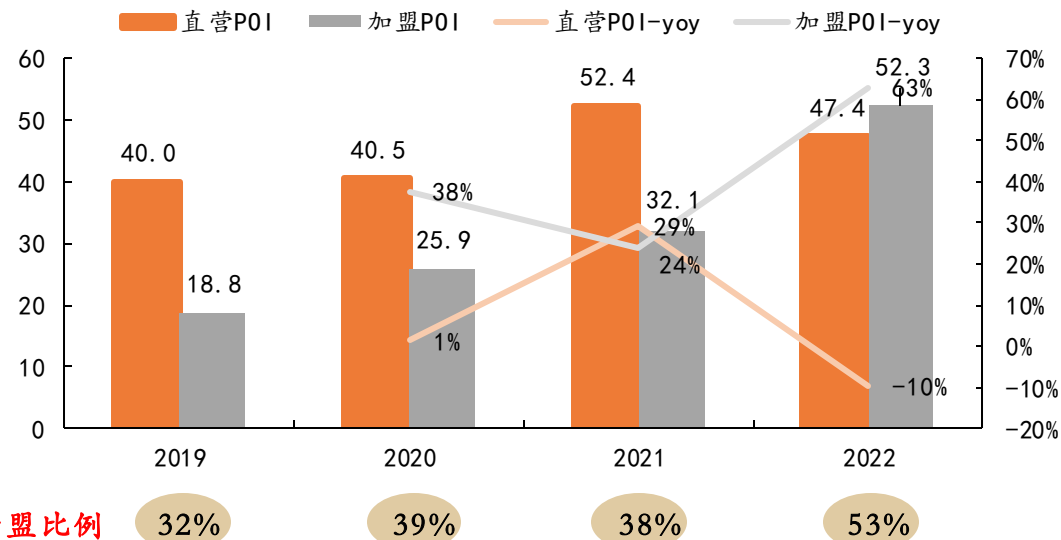
高

高

低

低

## 怪兽充电直营与代理点位数量（万个）及占比



资料来源：公司公告，艾瑞咨询，平安证券研究所（注：2022Q3的点位增速相对于2021年底）

# 股权结构：两大创始人持股14.3%，拥有约57%投票权

- 公司两大创始人持股14.3%，拥有约57%的投票权，管理较为集中。据2022年年报，公司两大创始人蔡光渊先生、徐培峰先生分别持有公司8.4%、5.9%股份，拥有33.5%、23.4%的投票权，两者合计持股比例14.3%，拥有56.9%的投票权。其他高管中，CMO张耀榆持股1.6%，拥有6.2%的投票权。此外，公司独立董事干嘉伟拥有公司1.7%股份。董事会及高管合计持股比例为18.8%。
- 阿里以14.7%的持股比例位居公司第一大股东，公司与阿里在本地生活、电商、联动支付等方面拥有较深的战略合作。高瓴以12.1%的持股比例位列公司第二大股东，高瓴是公司从天使轮到IPO轮融资的全周期支持者。小米以9.0%的持股比例位居第三大股东，作为长期支持者赋能公司产业生态链，早期帮助公司快速构建起具有竞争力的供应链体系。此外，顺为（持股8.1%）、软银（持股6.9%）等明星投资机构也是公司主要股东之一。

怪兽充电股权结构（2022年年报）

	备注	持股比例	投票权
蔡光渊	创始人、董事长兼CEO	8.4%	33.5%
徐培峰	创始人、董事兼COO	5.9%	23.4%
干嘉伟	独立董事	1.7%	
张耀榆	CMO	1.6%	6.2%
<b>董事会及高管持股</b>		<b>18.8%</b>	<b>64.4%</b>
淘宝中国		14.7%	6.4%
高瓴		12.1%	5.3%
小米		9.0%	4.0%
Smart Share	蔡光渊	8.4%	33.5%
顺为		8.1%	3.5%
软银		6.9%	3.0%
Advantech Capital		6.6%	2.9%
Super June	徐培峰	5.9%	23.4%
云九		5.2%	2.3%
<b>主要股东持股合计</b>		<b>76.9%</b>	<b>84.3%</b>

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 管理层：高管多拥有美团、优步等互联网企业背景

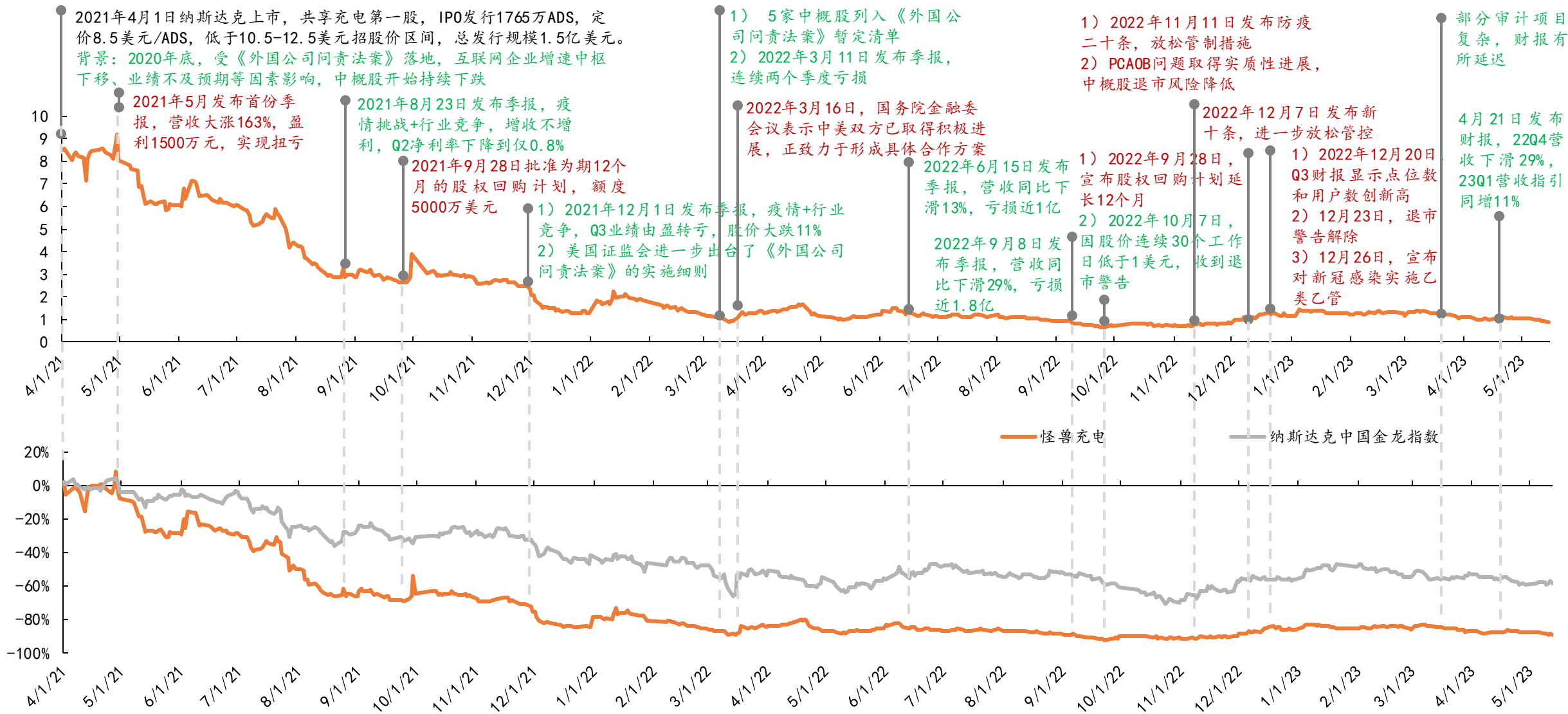
### 怪兽充电董事会成员及高管履历

姓名	年龄	职位	简介
蔡光渊	39	创始人、 董事长兼CEO	2005年毕业于上海外国语大学信息管理系统专业；2005-2012年在联合利华，做到全球品牌发展经理；2012-2014年在特步担任品类总监和营销副总裁；2014-2016年担任新元素快消品业务部门营销总监和主管；2016年担任优步上海的总经理兼全国市场总监；2017年创办怪兽充电。
徐培峰	34	创始人、 董事兼COO	毕业于南通大学电信工程专业，2011-2017年在美团，曾任美团众包总经理，是美团的元老级员工。
辛怡	37	董事兼CFO	曾在华兴资本从事股票研究，在阿里、新东方等公司担任多个重要的投关职位，2013-2020年在途牛集团担任CFO，2020年6月起担任公司CFO，2020年12月起担任公司董事。
李娟	42	董事	2017年1月起担任蚂蚁金服高级董事，自2021年1月起担任公司董事。
张峰	52	董事	小米集团合伙人兼高级副总裁，2013年创办紫米（2021年成为小米全资子公司之一），自2017年起担任公司董事。
蔡安活	51	独立董事	途牛、Ucloudlink Group的独立董事和审计委员会主席，自2021年3月起担任公司独立董事。
干嘉伟	52	独立董事	高瓴资本运营合伙人，负责为被投企业提供咨询服务，曾在阿里、美团担任多个职位，自2021年3月起担任公司独立董事。
徐宇聪	44	独立董事	联合利华北亚地区食品部门副总裁，自2021年3月起担任公司独立董事。
张耀榆	29	CMO	2014年毕业于上海交通大学公共管理专业；2014-2016年在强生担任品牌经理；2016年在优步上海担任品牌传播、乘客运营与CRM负责人，2017年加入怪兽充电担任首席营销官。
李晓炜	40	CTO	2004年本科毕业于东南大学电信工程专业，2007年硕士毕业于巴黎第六大学计算机系统网络与电信专业，2007-2010年曾在法国电信公司orange lab、法国软件公司Anevia、NDS担任软件开发工程师，2013-2014年在南京富士通担任云计算开发主管，2014-2017年担任途牛研发总经理，2017年加入怪兽充电，担任首席技术官。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

# 股价复盘：主要受PCAOB、疫情进展、业绩表现影响

● 怪兽充电股价（美元，上图）以及相对上市首日涨跌幅（%，下图）



资料来源：wind，公司公告，平安证券研究所

## 目录 CONTENTS

- 怪兽充电：国内共享充电行业龙头
- 财务要点：19-21年营收保持30%+增速，19年净利率达8%
- 单宝收入未达疫情前，疫后修复空间大
- 共享充电行业竞争弱化，怪兽竞争优势明显
- 以城市运营能力为核，积极探索第二曲线
- 投资建议及风险提示

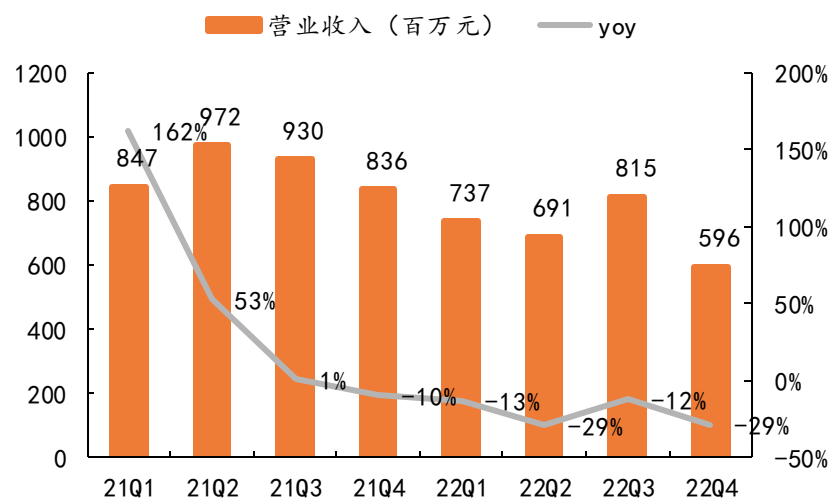
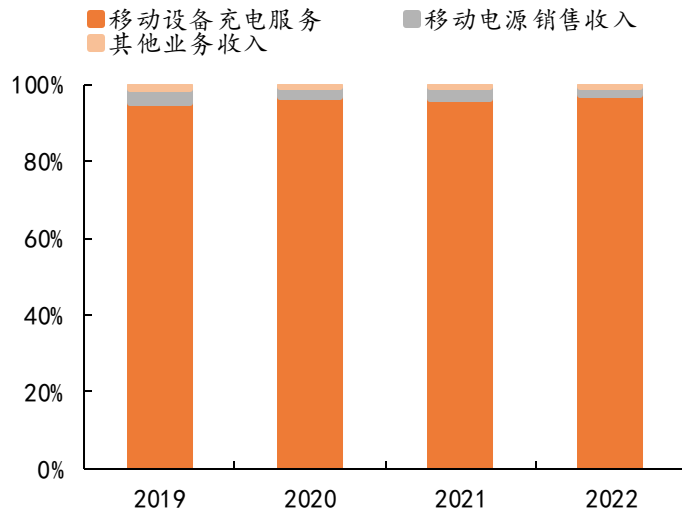
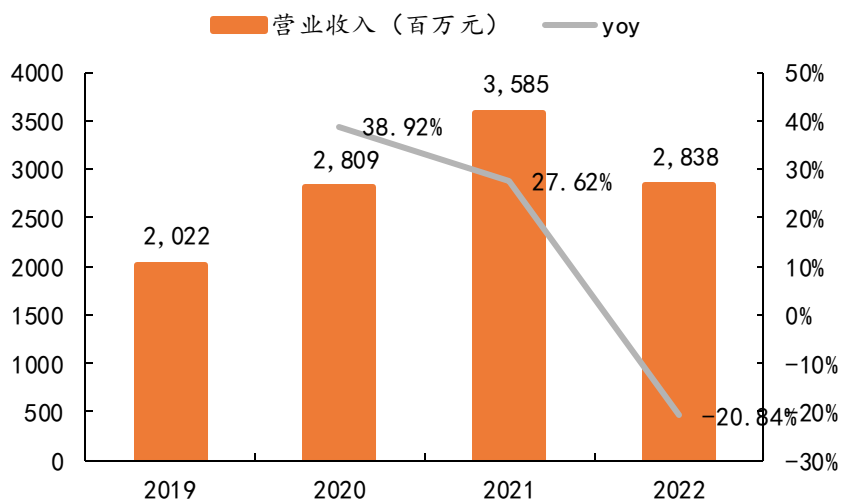
# 财务要点：19-21年收入CAGR达33%，22年疫情冲击致营收下滑

■ 19-21年公司收入复合增速高达33%，21年总收入超过35亿元，22年疫情冲击较大收入有所下滑。公司收入主要包括移动设备充电服务收入、移动电源销售收入及其他，其中移动设备充电服务收入即是向用户租借充电宝所收租金，也包括用户一定时间内未归还所扣押金（被动买宝），该项收入占比超过95%，移动电源销售收入即用户购买下充电宝所产生的收入（主动买宝），其他收入包含广告收入等。疫情前两年公司收入仍保持着25%-40%的快速增长，2021年收入突破35亿元，展现良好成长动能。2022年是疫情爆发频率最高、影响范围最广、对公司冲击最大的一年，全年收入下滑21%，尤其Q2、Q4受到核心城市防控措施升级以及管控放开出现感染高峰的影响，收入降幅达到29%。

19-21年公司收入CAGR为33.2%，22年下滑21%

移动设备充电服务业务贡献95%+收入

22Q1-4公司收入分别同比下滑13%、29%、12%、29%

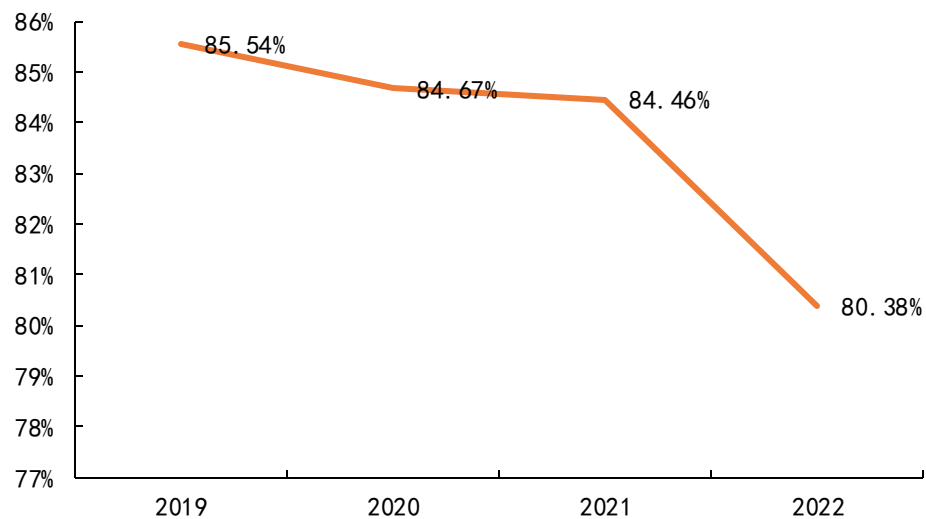


资料来源：公司公告，平安证券研究所

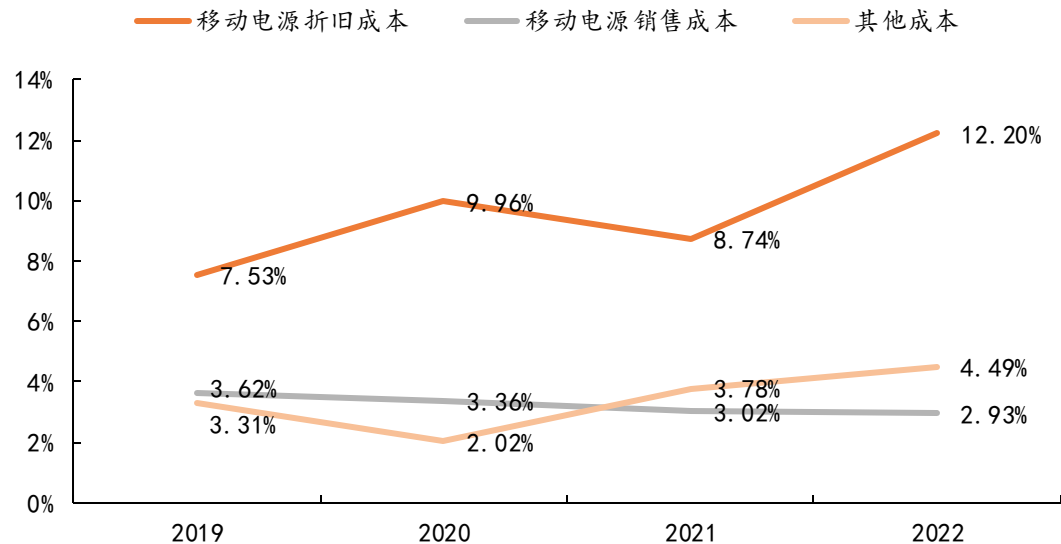
## 财务要点：成本含折旧等固定部分，疫情对毛利率产生负面影响

- 公司成本包含充电宝折旧等固定部分，疫情影响收入后对毛利率也产生负面影响，2019-2021年公司毛利率保持在85%左右，2022年降至80%。公司成本项主要包括充电宝折旧、充电宝销售成本及其他，其中充电宝折旧成本占到总成本的一半以上，占总营收的7-10%，充电宝销售成本占总成本的20-25%、其他成本约占13-25%。由于充电宝折旧成本相对刚性，疫情的冲击使得规模效应减弱，公司毛利率随之降低。2019-2021年公司毛利率保持在85%左右，2022年毛利率降低至80.38%。过去两年，公司积极按照各地充电宝使用趋势动态调整投放宝数以优化毛利率，一定程度上抵御疫情带来的负面影响。

2019-2022年前三季度公司毛利率情况



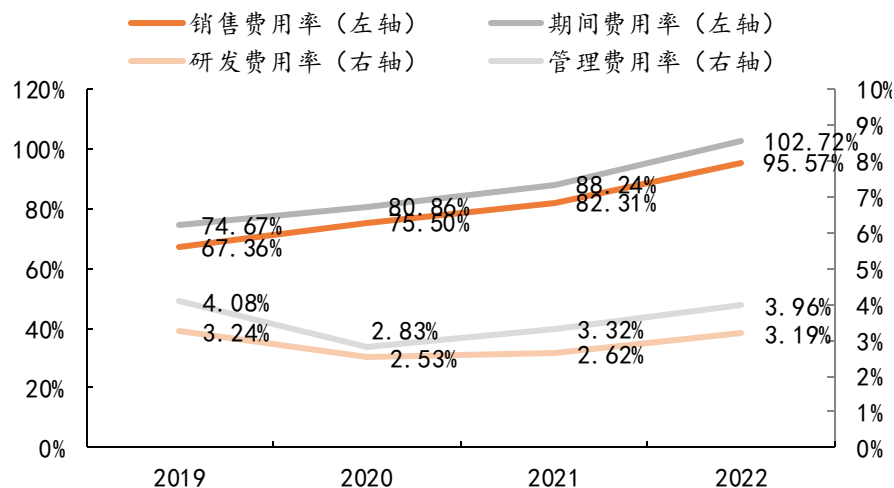
2019-2022年公司各项成本占总收入比重



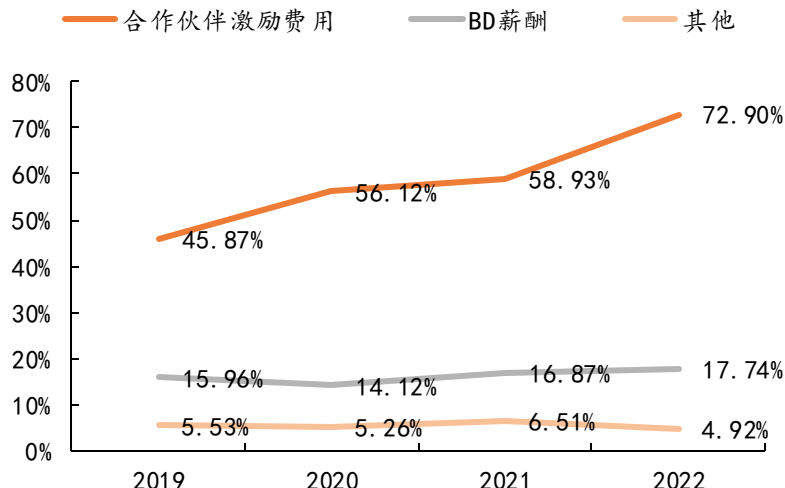
# 财务要点：销售费用率持续上升，有待优化

■ 销售费用率高企，有待进一步优化，管理及研发费用率控制较好。2019-2022年，公司期间费用率从74.67%上升至102.72%，其中管理及研发费用率相对平稳，销售费用率从67.36%提升至95.57%。公司销售费用主要由渠道激励费用、BD员工薪酬构成，其中70%-80%为渠道激励费用，20%左右为BD员工薪酬，其他费用占销售费用的5%-10%。渠道激励费用包括入场费（固定）和佣金费（可变）两部分，其中入场费比重呈下降趋势，公司新签约POI中仅不到1%需要支付入场费、更多采用可变佣金以抵御风险，2022年入场费绝对值下降53%；佣金费比重持续上升，2022年佣金费占总营收比重达到67.22%，同比提升21.12pct，主要由于POI增加及代理模式的推广，2021年佣金费占比同比提升3.52pct，主要系行业竞争加剧影响。随着收入体量恢复、行业竞争趋弱、可变佣金比重提升以及佣金率的精准预测能力提升，公司销售费用率有望下降。

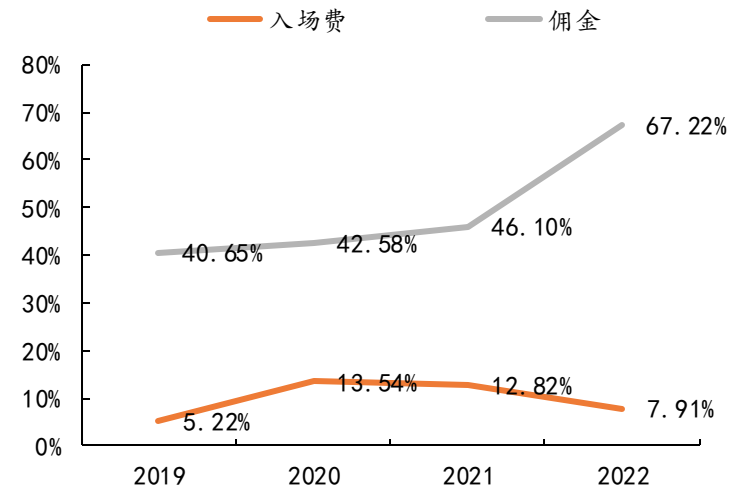
2019-2022年公司期间费用率情况



2019-2021年公司销售费用细项占总营收比重



2019-2021年公司渠道激励费用细项占总营收比重



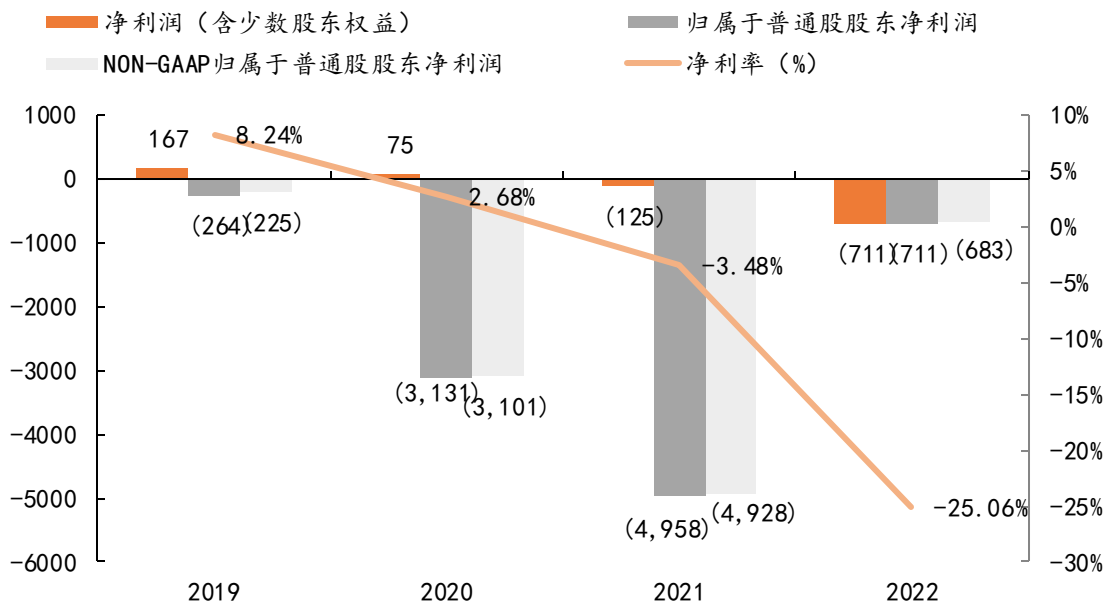
资料来源：Wind，平安证券研究所



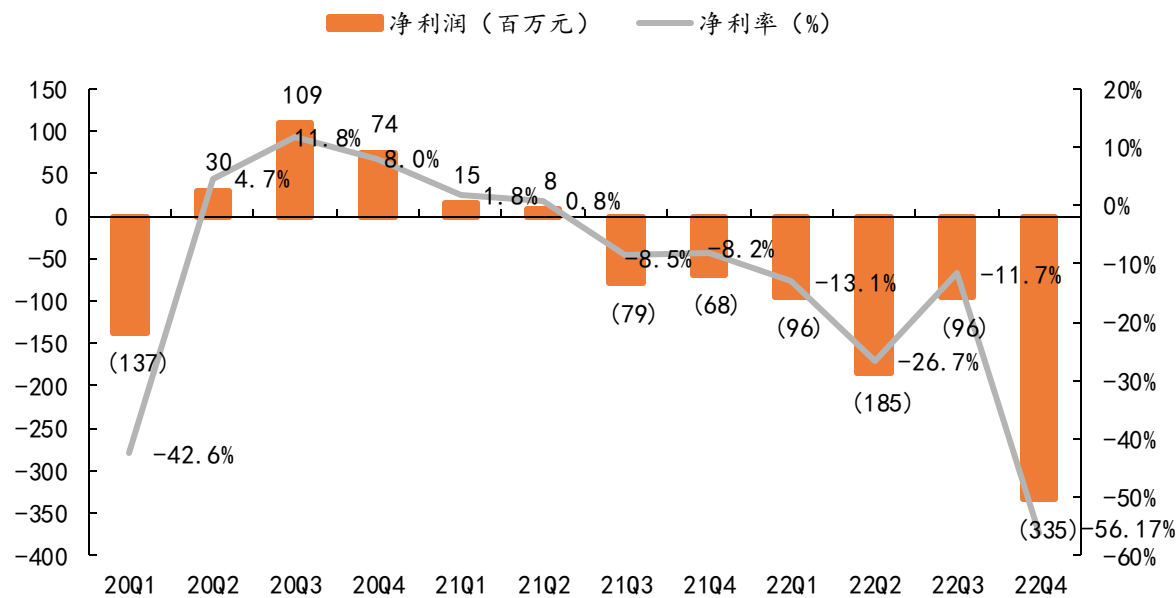
# 财务要点：20H2净利率恢复至8-12%，期待23年盈利修复

■ 2019年正常年份公司实现净利润1.67亿元、净利率8.24%，2022年疫情冲击下净亏损7.11亿元、净亏损率25.06%，期待疫后盈利能力修复。2019年正常年份公司实现净利润1.67亿元，净利率达到8.24%，2020年保持7540万元的微利，2021年净亏损1.25亿元，2022年疫情冲击下净亏损扩大至7.11亿元，净亏损率25.06%。季度来看，2020年下半年疫情恢复较好的情况下，公司净利率达到11.8%、8.0%的较高水平，2023年随着疫情消除，盈利能力有望迎来修复。

2019-2022年公司净利润/归属于普通股股东净利润/NON-GAAP归属于普通股股东净利润及净利率情况（百万元）



2019-2022年公司单季度净利润及净利率情况

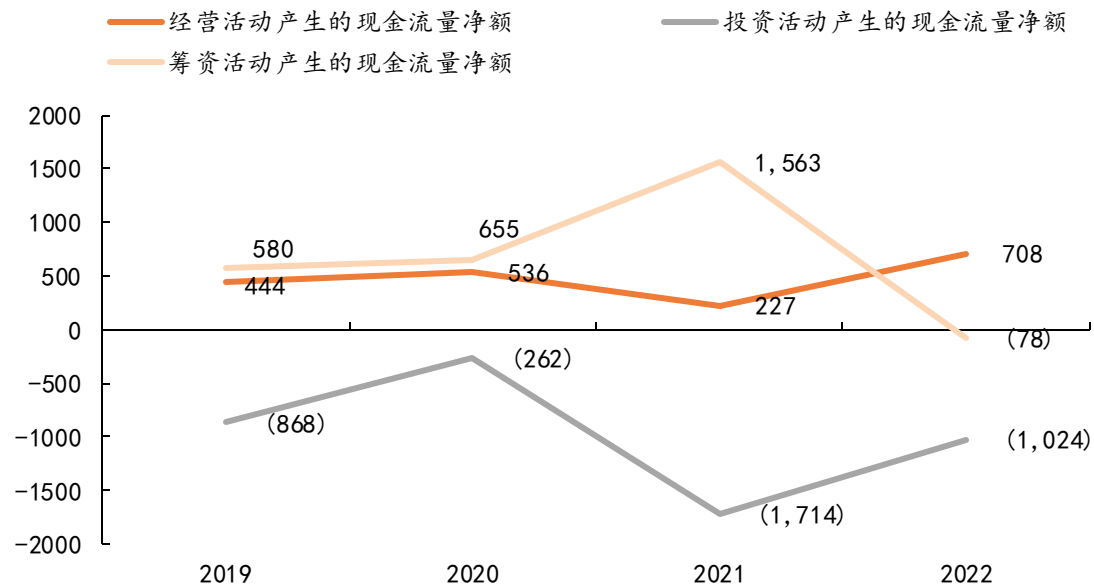


资料来源：Wind，平安证券研究所

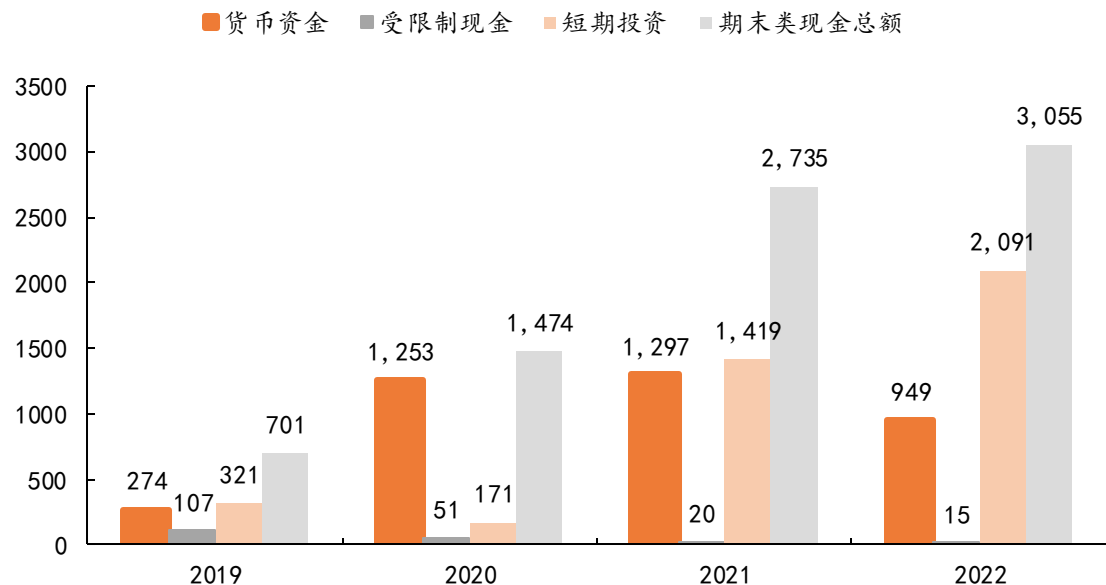
## 财务要点：现金及现金流情况较好，疫情期间保持正向现金流

■ 疫情三年公司经营性现金流保持正向，22年末账上类现金近31亿元，较为充沛。2019-2021年公司经营性现金流保持正流入，分别为4.44亿元、5.36亿元、2.27亿元、7.08亿元，公司对机柜与充电宝的投入计入投资活动现金流，2022年剔除该项CAPEX投入，公司经营性现金流净额仍然有近3亿元的正向流入，整体业务的现金模型较为稳健。截止2022年底，公司货币资金、受限制现金和短期投资合计30.55亿元，比2021年底增加3.19亿元，账上现金较为充沛。

2019-2022年公司经营/投资/筹资活动产生的现金流量净额（百万元）



2019-2022年期末公司账上类现金情况（百万元）



资料来源：Wind，平安证券研究所（注：2022年前三季度现金及现金等价物净增加额为相对2021年底）



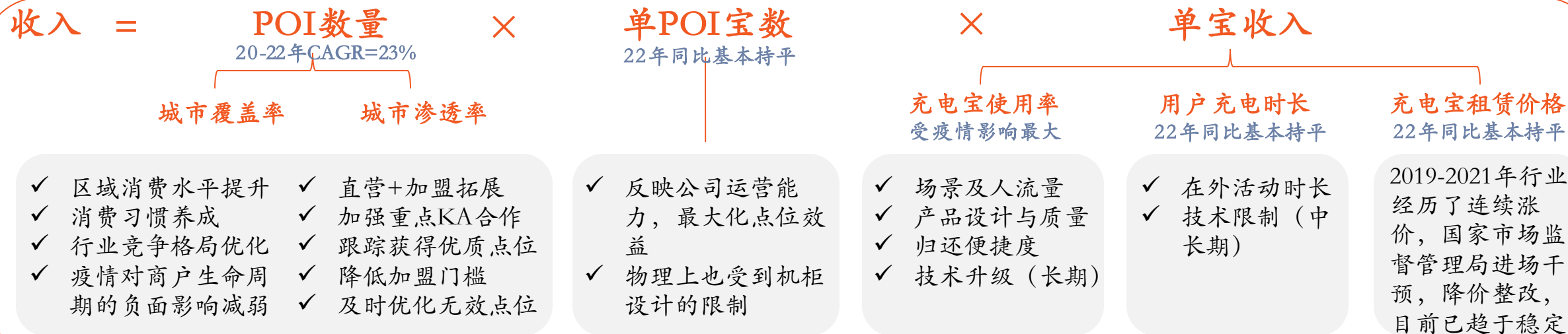
## 目录 CONTENTS

- 怪兽充电：国内共享充电行业龙头
- 财务要点：19-21年营收保持30%+增速，19年净利率达8%
- 单宝收入未达疫情前，疫后修复空间大
- 共享充电行业竞争弱化，怪兽竞争优势明显
- 以城市运营能力为核，积极探索第二曲线
- 投资建议及风险提示

# 增长驱动：POI数量、单宝收入为核心变量

■ 拆解公司业务增长驱动：收入=POI数量\*单POI宝数\*单宝收入。影响公司营收的关键变量可拆分为POI数量、单POI宝数以及单宝收入，其中：①POI数量与城市覆盖率、城市渗透率有关，②单POI宝数基于效率调节，也受制于机柜设计，③单宝收入与充电宝使用率、用户充电时长和租赁价格有关，其中，充电宝使用率主要受到场景及客流量影响，也与产品设计和质量、归还便捷度等因素有关。疫情期间公司营收下滑主要与充电宝使用率大幅下滑有关，用户充电时长平均在1.5-2小时，租赁价格也较为稳定。2019-2021年行业曾经历连续涨价，从最早的1元/小时增长至最高10元/小时，2021年8月国家市场监督管理总局进行干预，通过直接降价或者降低计费单元等方式下调部分机柜价格，经整改，各品牌的租借平均价格被控制在了2.2-3.3元/小时，标价在每小时3元及以下的机柜占比69-96%，最高价格占比不足1%，现阶段行业整体租赁价格较为稳定。

## 影响公司收入的关键因素拆分

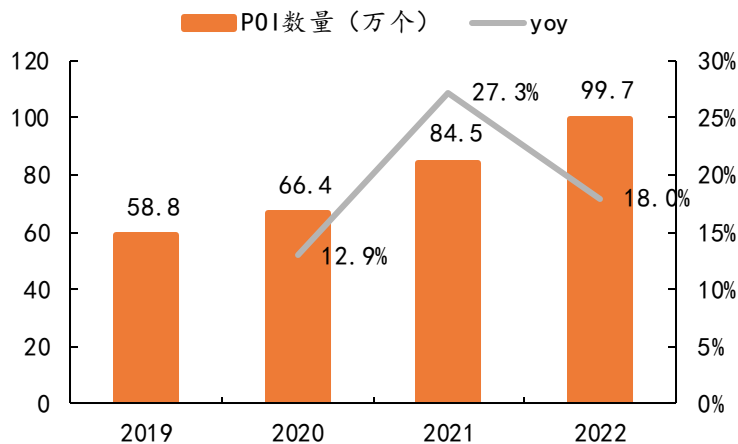


资料来源：平安证券研究所绘制

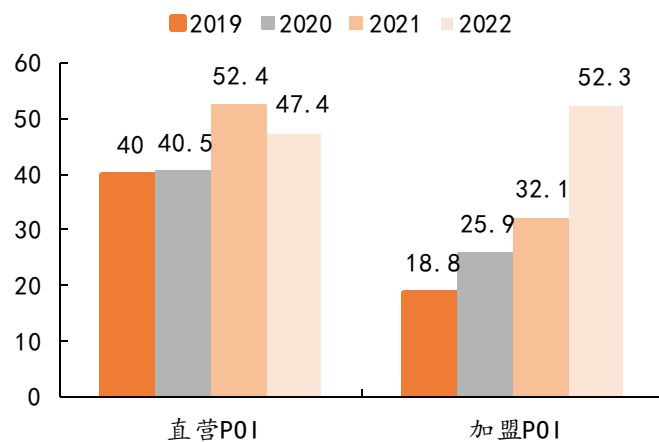
# 疫情期间POI保持稳定扩张，22年单宝收入降至21年的67%

■ 疫情期间POI持续扩张，线下客流下滑拖累单宝表现。1) 疫情期间公司POI数量保持增长，2019-2022年POI复合增速19%，持续扩张，其中加盟点位为主要增长点，2019-2022年加盟POI数量复合增速达到41%，直营点位总数在2022年有所减少，主要受到疫情下部分门店关店所影响。2) 公司单POI宝数变化相对较小，2021年对点位投放宝数根据人流进行了优化，平均数量有所下降，2022年同比稳定。3) 公司单宝收入在2022年下滑幅度较大，达到32.6%，线下客流下滑是主要拖累。

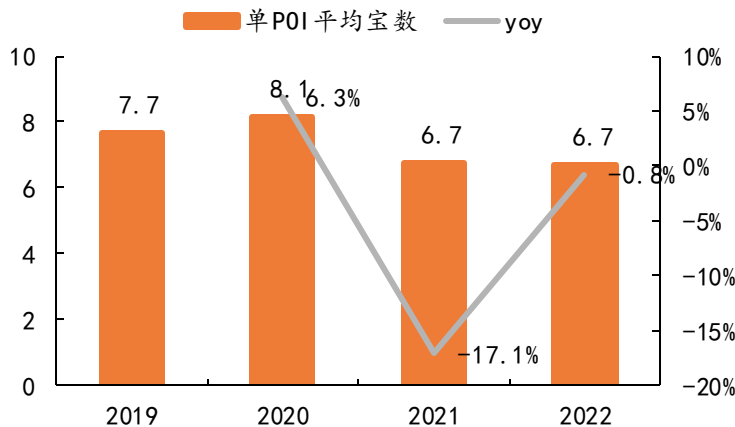
2019-2022年公司POI数量及增速



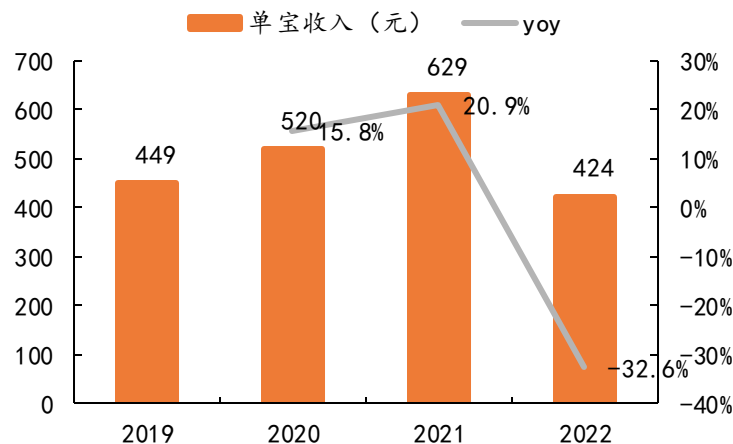
2019-2022年公司直营/加盟POI数量 (万个)



2019-2022年公司单POI平均宝数



2019-2022年公司单宝收入及增速



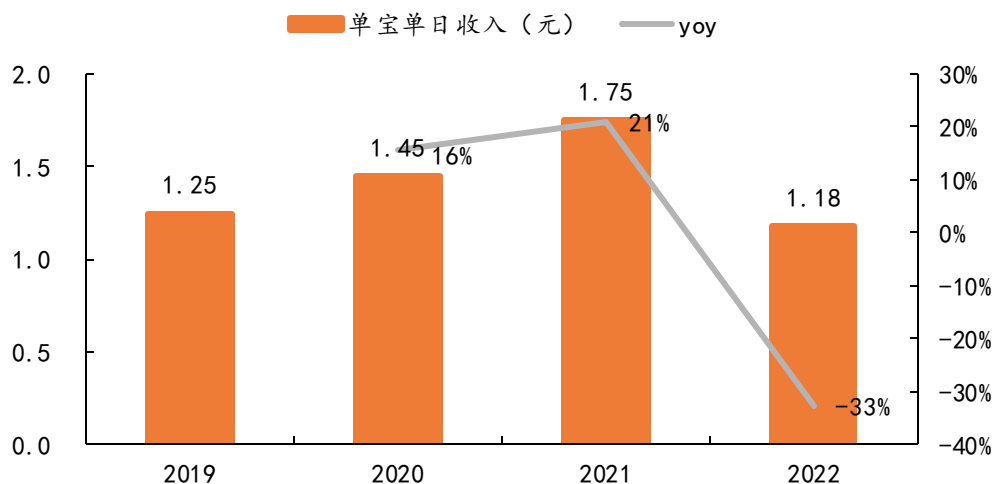
资料来源: Wind, 平安证券研究所 (单宝收入=公司年总收入/公司年末可用充电宝数量)

# UE模型：22年单宝单日收入仅1.2元，21年非疫情月份可达2元左右

■ 22年公司单宝单日收入仅1.2元，同比下降33%，对比正常月份，公司单宝单日收入可达2元左右，恢复空间较大。基于直营和加盟的成本费用结构基本一致的前提下，我们根据财报数据测算得2019-2022年公司单宝单日收入分别为1.25元、1.45元、1.75元、1.18元，据公司财报会披露，2021年，疫情爆发前的7月上半月，公司单宝单日GMV约为2.2元。2022年单宝单日收入平均仅约1.2元，不到正常月份的60%，恢复空间较大。

■ 但得益于效率优化，公司单宝单日盈亏平衡线从21年的1.8元下降至1.5元左右。根据财报数据测算，2019-2022年单宝单日营业利润分别为0.14元、0.06元、-0.07元、-0.26元，推算2019-2022年公司盈亏平衡点分别为1.11元、1.39元、1.81元和1.44元。得益于公司充电宝与机柜成本优化、人均效率提升，2022年公司盈亏平衡点有所降低。

2019-2022年公司单宝单日收入估算及增速（元）



2019-2022年公司单宝单日盈利模型测算（除标注外，单位均为元）

单宝单日	2019	2020	2021	2022
收入	1.25	1.45	1.75	1.18
成本	0.18	0.22	0.27	0.23
毛利率 (%)	86%	85%	84%	80%
销售费用	0.84	1.09	1.44	1.12
收入占比 (%)	67%	76%	82%	96%
管理费用	0.05	0.04	0.06	0.05
收入占比 (%)	4%	3%	3%	4%
研发支出	0.04	0.04	0.05	0.04
收入占比 (%)	3%	3%	3%	3%
营业利润	0.14	0.06	-0.07	-0.26
营业利润率 (%)	11%	4%	-4%	-22%
盈亏平衡点	1.11	1.39	1.81	1.44
公司总营收(亿元)	20.22	28.09	35.85	22.43
充电宝数量(万个)	450	540	570	670

资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：单宝单日收入以总收入/当年年底可用充电宝数量/360天估算）

# 复苏渐进：伴随线下人流的恢复，公司业务逐步回暖

- 疫情对公司的影响较为短期，历史上公司疫后恢复速度较快。以22年为例，广州、杭州、苏州等疫情得到控制的地区，5-6月恢复趋势十分明显，GMV环比均实现双位数增长；8月中下旬成都、深圳等地区爆发疫情，在疫情被控制一周后迅速恢复到疫情前的80%+水平。
- 23年2月以来公司GMV端呈现较好恢复趋势，保持双位数增长。2022年12月国家宣布对新冠实行乙类乙管，感染高峰开始出现，压力延续到2023年1月，从2月开始公司GMV增速出现拐点。据公司财报会披露，2023年1月-3月GMV增速分别为+3%、+14%、+34%，持续回暖，且3月份公司整体已经达到盈亏平衡，4月初至24日，公司GMV同比增长超过60%，恢复势头强劲。公司业务恢复仍有较大空间，现阶段高性价比连锁餐饮、旅游类景区恢复最快，周末时段消费快速回升，而娱乐类、高端消费场所仍有较大恢复空间，周中消费也在逐渐修复中。根据公司指引，2023Q1预计营收增速达到11%，下半年有望恢复到非疫情期间的利润率水平。

22Q1-Q4公司单季度核心运营指标拆解

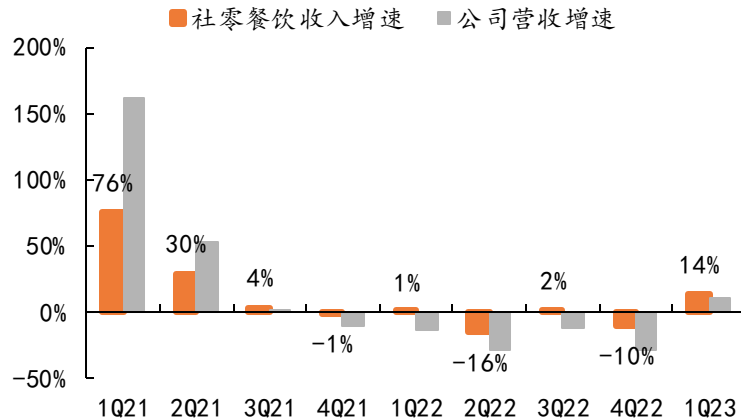
项目	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
营收 (亿元)	7.37	6.91	8.15	5.96
yoy	-13%	-29%	-12%	-29%
qoq	-12%	-6%	18%	-27%
①POI数量 (万个)	86	90	96	100
yoy	20%	16%	17%	18%
qoq	2%	4%	7%	4%
直营POI	53	51	50	47
加盟POI	33	39	45	52
②单POI平均宝数 (个)	6.6	6.7	6.7	6.7
yoy	-15%	-14%	-5%	0%
qoq	-2%	1%	0%	0%
③单宝收入 (元)	129	115	127	89
yoy	-15%	-29%	-21%	-39%
qoq	-12%	-11%	11%	-30%
净利润 (亿元)	-0.96	-1.85	-0.96	-3.35
净利率 (%)	-13.1%	-26.7%	-11.7%	-56.2%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

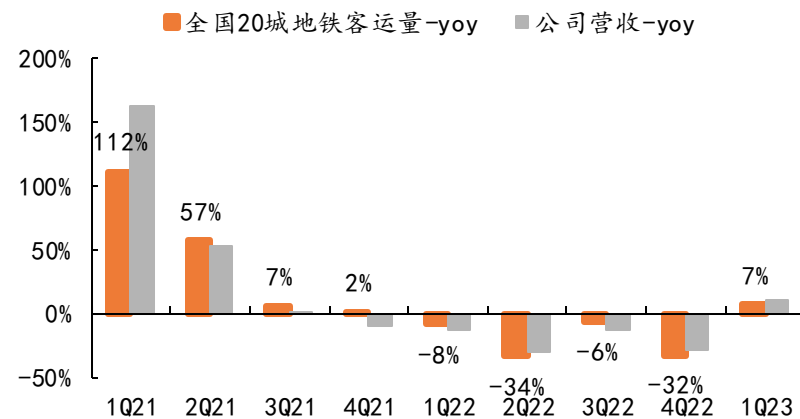
# 跟踪指标：社零、出行、地铁客运量等指标超过19年水平，恢复向好

■ 公司业务与线下人流高度相关，目前看城市线下场景复苏进程向好，五一客流火爆，复苏节奏进一步打开。1) 23年社零餐饮恢复正增长，3月同比增速达到26%，比21年同期增长5%、比19年同期增长9%。五一假期，据中国文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；据商务部商务大数据监测，五一期间全国示范步行街客流量同比增长121.4%。2) 从更为高频的全国20大城市地铁客运量水平看，23年2月地铁客运量出现明显拐点，23年2-5月增速分别为+39%、+57%、+90%、+100%，持续高于2019年水平。

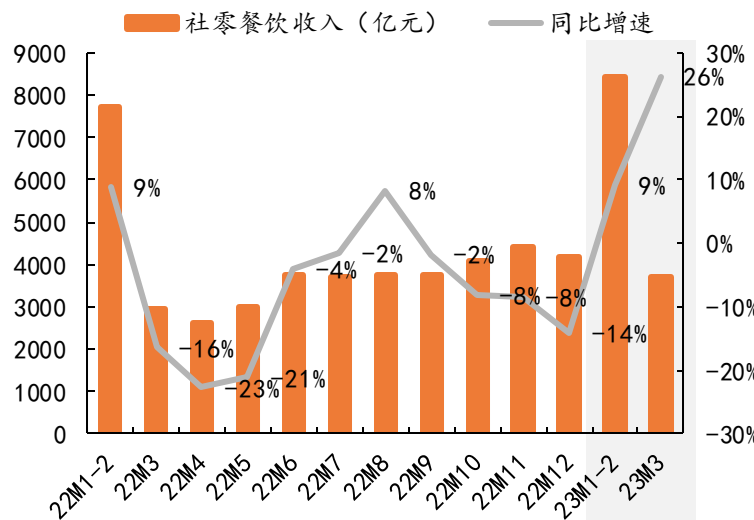
21Q1-23Q1社零餐饮收入增速



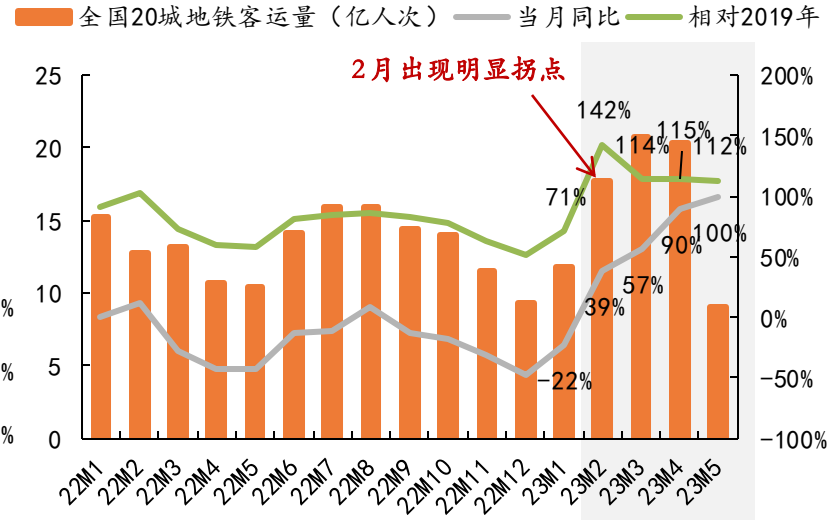
21Q1-23Q1全国20大城市地铁客运量增速



22M1-23M3社零餐饮收入及增速



22M1-23M5全国20大城市地铁客运量恢复情况



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所（注：图中2023Q1公司营收增速为公司公开指引，非实际报表数据；地铁客流数据截止23年5月15日）



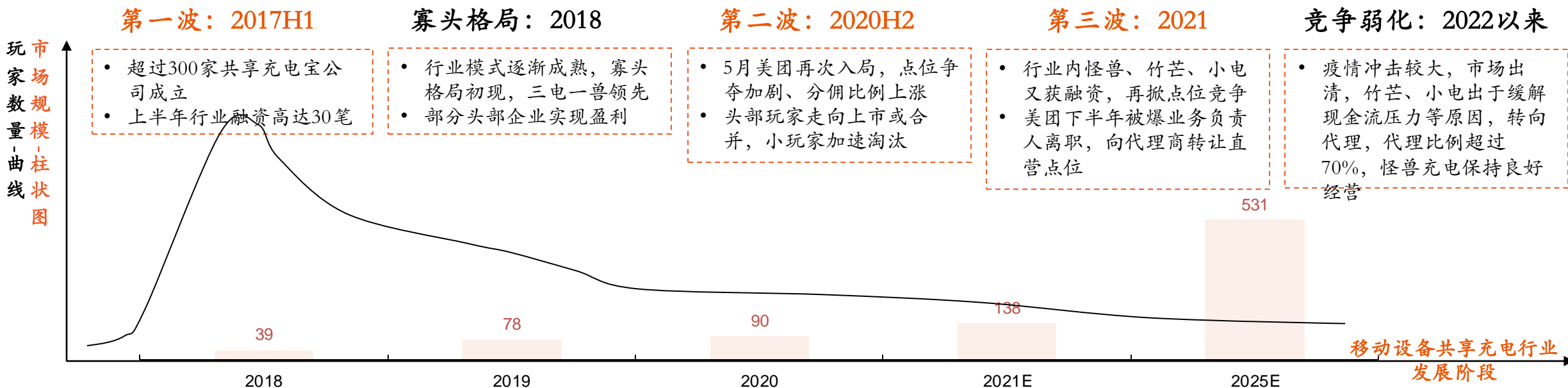
## 目录 CONTENTS

- 怪兽充电：国内共享充电行业龙头
- 财务要点：19-21年营收保持30%+增速，19年净利率达8%
- 单宝收入未达疫情前，疫后修复空间大
- 共享充电行业竞争弱化，怪兽竞争优势明显
- 以城市运营能力为核，积极探索第二曲线
- 投资建议及风险提示

# 竞争态势：曾出现三波竞争高峰，渠道激励非理性上涨

■ 共享充电行业上半场竞争聚焦点位争夺，曾掀起多轮非理性竞争，渠道激励费用暴涨。共享充电行业2017年兴起，共经历过三波竞争高峰，分别在2017年、2020年下半年和2021年下半年：1) 2017年共享经济正处风口，共享充电商业模式初步确定，当年超过300家共享充电宝公司成立，大批资本涌入，各家激烈争夺点位铺设，经营模型验证调整，2017年下半年开始陆续有尾部玩家退出市场，市场回归冷静，头部企业与二三线玩家差距逐渐拉开。2018年行业沉寂、鲜有融资，但头部企业仍在发力，形成“三电一兽”格局。2) 2020年5月美团再入局，点位争夺加剧、分佣比例高涨，头部玩家为应对竞争开始寻求上市或兼并购。3) 2021年4月怪兽充电成功上市，街电与搜电成功合并为竹芒科技，小电冲击上市，三家均在半年内获得新融资，行业再掀点位争夺，渠道激励走高。

2017-2022年国内共享充电宝行业竞争态势演变

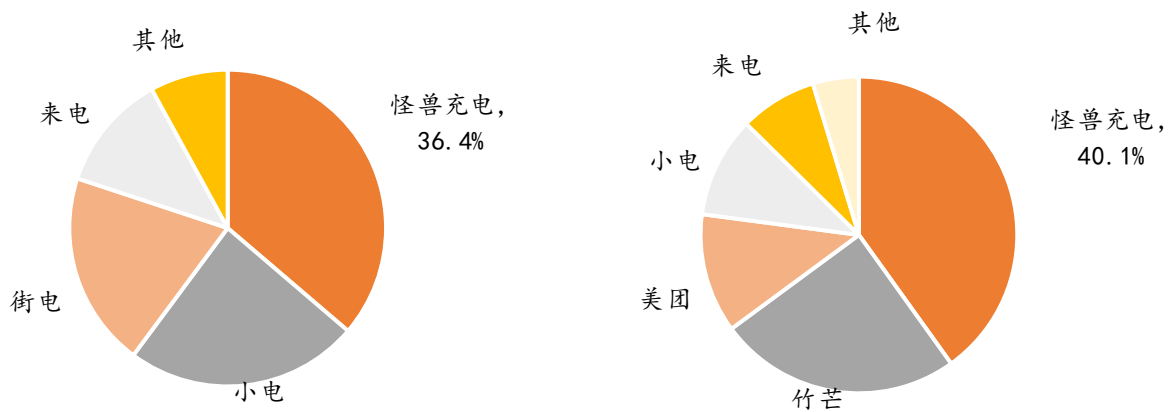


资料来源：艾媒咨询，艾瑞咨询，欧睿国际，平安证券研究所

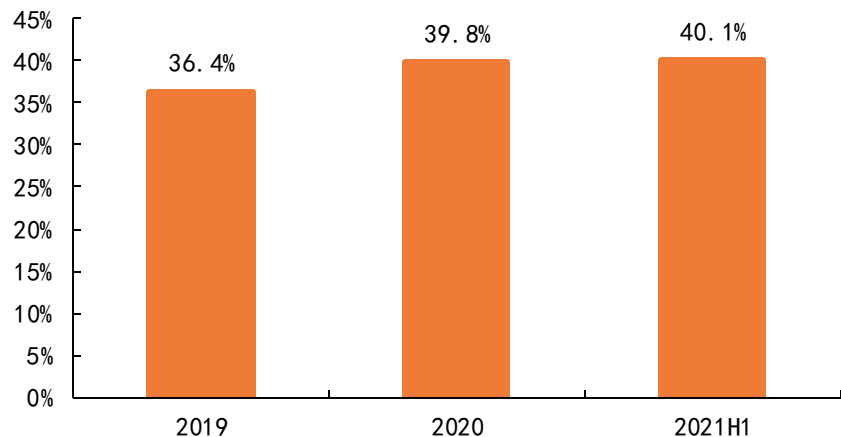
# 竞争格局：寡头垄断，怪兽GMV规模保持第一

■ 行业从2018年开始形成寡头垄断，怪兽、小电、街电等企业领先，头部具备较强资金力、渠道力。行业在2018年初步形成了寡头垄断格局，此后不断强化。据欧睿国际，以GMV计，2019年共享充电行业CR4超过80%，到2021年上半年，行业CR4进一步增长至87%。怪兽充电在2019年超过小电成为第一，并持续领跑行业，市占率从2019年的36.4%提升到2021H1的40%。行业竞争关键要素主要在于资金实力及渠道点位，商业模式中渠道激励费用较高，资金实力是规模扩张的第一层障碍，怪兽、小电、街电等成立快速获得多笔融资，支撑点位快速扩张并在竞争中得以生存。另一方面，企业地推能力及代理商资源决定渠道力，同时也展现企业综合实力，例如怪兽拥有3000余人的直营BD团队，2021年凭借较强的综合实力与头部KA华住集团、百胜餐饮、迪士尼等实现绑定，同时以直助代等模式积极发展代理，实现点位的多维度渗透。

2019年（左）VS2021年H1（右）共享充电行业竞争格局，以GMV计



2019-2021H1怪兽充电市占率维持第一



资料来源：欧睿国际，平安证券研究所

## 竞争弱化：美团、小电、竹芒等纷纷收缩直营

■ 内外部因素叠加，美团、小电、竹芒收缩直营，行业竞争明显弱化。2017-2020年行业头部玩家均多以直营模式进行拓展，保证点位服务及运营质量，提升经营效率，2021年为提升下沉市场渗透，头部玩家加大了代理比例，但总体仍以直营模式为主。近况来看，2022年以来，受制于企业战略调整、现金流压力等因素，美团、小电、竹芒等玩家相继收缩直营，代理比例高于70%。例如，2021年小电科技冲刺上市未果，急速扩张+疫情冲击导致经营承压，开始直营转代理以缓解现金流压力。曾经专注直营的街电与以代理为主的搜电合并后，选择大力发展代理模式，直营点位大幅减少。美团在2020年重启共享充电宝业务，来势汹汹，但2021年公司调整战略，内部对打车和团购定位更高。2021年7月美团共享充电宝负责人离职，诸多BD转岗美团优选，多个自营点位交由代理商接盘运营，包括天津、重庆、杭州、西安等33个城市已经转让给代理商，直营城市收缩至仅限150个，行业竞争整体弱化。

### 国内共享充电宝行业主要玩家

公司	怪兽充电	竹芒科技	美团	小电科技
成立时间	2017年	2021年由街电、搜电合并而来	2017年开始共享充电宝业务	2016年
总部	上海	深圳	北京	杭州
主要股东	淘宝中国（15%）、高瓴（12%）、蔡光渊（实控人，8%）	梁凯（实控人，30%）、顺事通达（21%）、前海基金（7%）	腾讯（17%）、王兴（实控人，9%）、贝莱德（5%）	唐永波（实控人，31%）、林芝利新（10%）、红杉（6%）
融资/业务历程	2017年完成3轮融资；2019年再获2轮融资，跻身头部；2021年获1轮融资并成功IPO，从天使轮到IPO轮共募资近20亿元。	街电成立后迅速完成5轮融资，2017年被聚美优品收购；搜电以代理模式为主，2019年建立自有工厂并开拓海外；2021年两家合并，半年内融资8亿。	分别在2017、2018年尝试过共享充电宝业务，但进展不佳；2020年重启业务，设备增长量第一，但在2021年战略调整、收缩业务。	2016年成立后迅速完成3轮融资；2018年完成B+轮数亿元融资；2020年启动科创板上市，年底获得5亿融资；2021年转战港股上市失败。
供应链	紫米科技	早期比亚迪、飞毛腿等，现自研自产	-	富士康、比亚迪
累计用户量	3亿+	超过5亿	-	达到4亿
点位数量	90万+	160万+	60万+	50万左右
代理比重	直营、代理各占一半	代理为主，估计占80%+	代理为主，约占70-80%	70-80%合资代理
直营BD团队	3000人+	削减直营，总员工数6000+	1000人以内	1000人以内

## 目录 CONTENTS

- 怪兽充电：国内共享充电行业龙头
- 财务要点：19-21年营收保持30%+增速，19年净利率达8%
- 单宝收入未达疫情前，疫后修复空间大
- 共享充电行业竞争弱化，怪兽竞争优势明显
- 以城市运营能力为核，积极探索第二曲线
- 投资建议及风险提示

## 第二曲线：各家路径不同，目前尚未有企业取得明显成效

- 头部企业积极探索第二增长曲线，目前看暂未有企业取得明显成效。现阶段共享充电行业盈利模式较为统一，移动充电服务仍是核心收入来源，随着高线城市渗透逐步提升、低线市场边际收益递减，各家企业积极开拓新业务以谋求新增长。头部运营商主要有三大方向：1) 将共享充电宝网络对接消费网络，开拓消费品业务。例如怪兽充电在2021年内部尝试孵化新锐白酒品牌“开欢”，主要考虑到两者消费客群有重合、管理层有一定消费品行业经验以及共享充电业务积累的网络效应和渠道优势。2) 开发更多智能硬件产品。例如竹芒科技在2021年宣布计划三年内将在共享充电宝之外打造至少三款智能硬件主打产品，公司已经在部分区域试点口罩机、无人零售、AED体外除颤仪一体机等智能硬件产品，主要是对商铺点位资源效益的进一步挖掘，对公司的技术、资金、供应链要求高。3) 为商户提供数字营销解决方案。例如小电科技在招股书披露，计划与短视频公司进行战略合作，为点位的合作伙伴及其他商家提供短视频及直播营销解决方案，包括组织内容创作者制作短视频及直播广告，提供短视频上传及直播发布工具等，拓展本地生活服务业务版图。

资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

### 头部共享充电玩家积极探索第二曲线



- ✓ 复用渠道资源和消费客群，孵化新锐白酒品牌“开欢”，主打浓香型白酒，定位中低端



- ✓ 定位公共消费场景下的智能终端设备制造商和运营商
- ✓ 横向拓展，开发更多智能硬件产品，如智能零售货柜、电单车共享充电桩、广告机、智能储物柜等



- ✓ 为点位伙伴提供数字营销解决方案
- ✓ 2021年数字营销业务收入占比3%



IP联合营销 “王者荣耀”

小程序广告 “芒果TV”

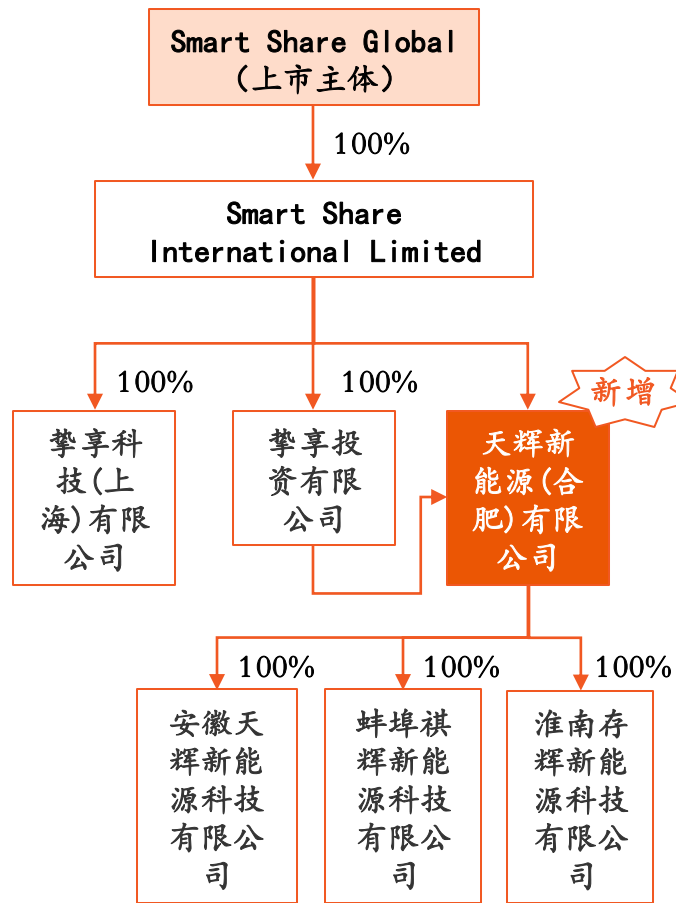
线下广告 “网易云音乐”

# 新业务展望：以城市运营能力为核，复用BD能力及数字化经营底座

■ 共享充电行业具有重运营的特性。共享充电需求从线下各种消费场景衍生而来，商户和场景覆盖度是核心指标，城市运营能力是企业规模扩张并实现效益最大化的关键要素。受到门店生命周期（中国线下门店平均生命周期为2年）、商户机柜切换成本低等因素影响，共享充电的点位流动性较大（每年近60%的点位需要更替），对企业直营地推、代理商资源以及后续的经营管理提出较高要求。另一方面，单POI收益天花板受人流量限制，适当的机柜及宝数可以实现更优的经营效益，运营能力强的企业能够获得更高的单宝回报。

■ 怪兽充电拥有强大BD能力及高效的数字化经营底座，期待新业务复用。公司在高度分散的商户及代理商拓展上积累了深厚的运营经验。一方面，对发展代理商已经沉淀一套完整的业务培训体系，内容丰富、维度精细，包括针对各行业、各类门店的洽谈流程及话术总结等。公司的渠道经理精细到地市级别，平均每2-3个地级市就有一名专职的渠道经理，可为代理商提供一对一的运营帮扶。此外，公司在客户服务上提供7×24小时全时段、全渠道接入，并实时动态大数据监控，达成15秒服务响应，保障商户和消费者的服务响应及服务体验。与此同时，公司拥有一套高效的数字基础设施辅助经营，成立之初即自主研发一整套的底层物联网通信协议，应用物联网技术、大数据平台实时监测终端设备，精确度到达每个充电宝，系统中留存大量数据帮助运营人员管理或开拓新的点位，并进行稳定的设备操控，同时也借此实现对全国数千名运营人员的管理和考核。现阶段公司积极寻找第二曲线发力点，新业务有望从城市运营能力复用进行展开。

## 怪兽充电股权穿透



资料来源：wind，公司公告，平安证券研究所

## 目录 CONTENTS

- 怪兽充电：国内共享充电行业龙头
- 财务要点：19-21年营收保持30%+增速，19年净利率达8%
- 单宝收入未达疫情前，疫后修复空间大
- 共享充电行业竞争弱化，怪兽竞争优势明显
- 以城市运营能力为核，积极探索第二曲线
- 投资建议及风险提示



## 投资要点

- **怪兽充电是国内共享充电行业龙头，主要提供移动设备充电服务。**公司成立于2017年，快速获得多轮明星机构融资并仅用2年时间跻身头部，2019年超越对手成为行业第一，2021年率先实现上市。截止2022年底，公司向市场投放超过670万个充电宝，覆盖全国1800多个区县的99.7万个点位，累计注册用户数达到3.34亿。据欧睿国际，2021H1，公司在国内共享充电市场按GMV计市占率达到40.1%，稳居行业第一。
- **单宝收入仅为非疫情阶段的60%，修复空间较大。**疫情期间，19-21年公司营收CAGR仍保持在33%，增长动能强，22年疫情冲击较大致营收下滑21%。随着疫情影响持续减弱，23年2月公司GMV出现明显拐点，业务恢复双位数增长，4月GMV同比增长超过60%，疫后修复明显。单宝收入看，22年平均单宝单日收入仅1.18元，为非疫情月份的60%（21年非疫情月份GMV达2.2元），修复空间较大。近期五一假期线下人流数据良好，复苏节奏进一步打开。
- **共享充电行业竞争弱化，公司龙头优势明显。**国内共享充电行业已经渡过非理性竞争阶段，渠道激励费用趋稳。行业呈现寡头格局，CR4接近90%（怪兽、竹芒、美团、小电），头部企业拥有强资金实力及渠道拓展能力，怪兽充电自2019年起GMV规模维持第一。尽管外部环境压力较大，怪兽仍保留了直营模式以保证经营质量与效率，竹芒、美团、小电等对手出于战略调整、现金流压力，近两年陆续转为代理为主。
- **积极探索第二增长曲线，或将复用城市运营能力。**现阶段行业内盈利模式较为统一，移动充电服务是主要收入来源，随着高线城市渗透逐步提升、低线市场边际收益递减，各家纷纷寻求第二曲线，方向包括消费、数字营销、横向拓展更多智能硬件设备等。我们认为共享充电行业具有重运营特性，公司拥有BD能力及数字化经营底座优势，新业务有望复用。

## 风险提示

- **线下消费持续疲软，客流恢复不及预期。**如果未来中国经济复苏乏力，线下客流持续低迷或恢复不及预期，将对公司收入造成压力，从而持续影响盈利水平。
- **行业竞争加剧，渠道费用高企。**经过三年疫情洗礼，行业目前已经进入相对稳态，若行业出现新融资、新玩家，则可能加剧点位争夺，拉升销售费用，影响公司盈利水平。
- **新业务孵化不及预期。**共享充电行业盈利模式较为单一，企业需要寻找新增长点以打开成长天花板，新业务需要一定前期投入，若后续业务孵化不佳，或与企业本身核心优势与核心能力不匹配，则可能影响公司成长性及盈利水平。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。