

# 传媒

## 哈啰出行全梳理：共享单车切入本地生活赛道，飞轮效应最大化平台价值

作者

**张爽** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

**文浩** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

**公司以共享两轮车业务为核心，完成在本地生活服务赛道的快速布局**

哈啰出行成立于 2016 年，主要经营业务包括共享两轮车业务、顺风车业务以及包括换电业务、电动车业务等在内的其他本地生活业务。截止 2020 年 12 月 31 日，共享两轮车业务共覆盖 300 个城市。按 2020 年总乘车次数算，哈啰是最大的共享两轮车平台。而共享两轮车平台具有高度集中的特点，滴滴、哈啰、美团等背靠其生态占据 90%+ 的市场份额，按共享单车搭乘次数算，2019 年 CR3 高达 95%，2020 年，按电单车投放量计算，CR3 达 93.3%。哈啰顺风车业务累计用户达到 0.26 亿，注册私家车主数为 930 万人。哈啰按交易量算，是中国第二大顺风车平台。顺风车市场也具有高度集中的特点，按顺风车搭乘次数计算，2019 年 CR3 高达 94.5%。

根据公司业务上线时间，我们将公司的发展历程大概分为三部分：（1）2016-2017 年，以共享单车切入出行赛道。期间公司先后完成了 6 轮融资，完成迅速扩张，在投车一周年之际，哈啰注册用户达 4600 万人，日均骑行人次达 1000 万。（2）2018-2019 年，全面进入出行赛道，先后上线打车和顺风车功能，并开始布局换电和电动车业务。（3）2020-2021 年，品牌升级，进入本地生活赛道。全面启动电动车业务并上线了酒店预订、到店、广告等服务。

**共享两轮车具有飞轮效应，导流作用显著**

飞轮效应下，用户对共享两轮车的需求在推动该业务产生规模效应的同时，会催生出用户对其他出行服务、本地生活服务的需求。对这些需求的满足有利于改善用户体验从而驱动平台持续增长。据招股书数据显示，每季活用户平均单季使用次数为 14.4 次，使用时长 12.6 分钟。60.5% 的电单车用户、40.2% 的顺风车乘客、39.9% 的顺风车车主、63.2% 的电动车（e-scooter）用户都来自于原有的共享单车用户。

**以阿里、宁德为后盾，具备供应链和流量优势**

蚂蚁金融持有公司 33.6%，是最大的股东，对于公司的业务间可延展性强，除提供数字支付和金融服务外，蚂蚁集团还可为公司完成导流，并使哈啰能依靠蚂蚁金融的信用系统免除用户押金，从而进一步减小用户的初期使用成本。而宁德时代作为公司的战略供应商的同时，于 2019 年 6 月与公司签订协议，成为“小哈换电”的独家锂电池供货商。

财务方面，2018-2020 年，公司分别实现营业收入 21.14 亿元、48.23 亿元、60.44 亿元。对应同比增速分别为 128%、25%。综合损益分别为 -22.07 亿元、-15.05 亿元、-12.15 亿元。对应 2019、2020 年同比增速分别为 137.72%、67.36%。由于公司成立起完成数轮融资发行的可转换可赎回优先股对净利润有较大影响，公司归属普通股股东净利润分别下降至 -26.08 亿元、-29.99 亿元、-45.48 亿元。

公司在纽交所上市，募集资金预计提升和拓展商业产品；产品的研发以及营运资金及其他一般公司用途。

**风险提示：**共享两轮车和顺风车法律法规的变动、市场竞争激烈、可用资金不足、用户安全、电池着火

## 内容目录

<b>1. 公司基本情况</b>	<b>4</b>
1.1. 历史沿革	4
1.2. 融资情况	5
1.3. 股权结构	6
1.4. 董事会及管理层情况	6
1.5. 员工组成	7
1.6. IPO 投向	8
<b>2. 行业分析</b>	<b>8</b>
2.1. 共享两轮车市场	8
2.1.1. 市场规模	9
2.1.2. 发展历程	9
2.2. 顺风车市场	11
2.2.1. 市场规模	11
2.2.2. 监管环境	12
2.2.3. 竞争格局	12
<b>3. 公司业务</b>	<b>13</b>
3.1. 共享两轮车业务：单价驱动交易额增长，单车业务引流能力强	13
3.1.1. 概况	13
3.1.2. 商业模式	15
3.2. 顺风车业务：量价双升发展迅速，造血能力强	16
3.2.1. 概况	16
3.2.2. 平台功能简介	17
3.3. 其他本地业务：飞轮效应最大化平台价值	19
3.3.1. 电动车	19
3.3.2. 换电业务	19
3.3.3. 其他	19
3.4. 战略合作：以阿里、宁德为后盾，具备供应链和流量优势	19
<b>4. 财务分析</b>	<b>19</b>
4.1. 整体财务分析	19
4.2. 营业收入细分	20
4.3. 营业成本分拆	21
4.4. 毛利分析	22
4.5. 费用分析	23
<b>5. 风险提示</b>	<b>24</b>
5.1. 共享两轮车和顺风车相关法律法规的变动	24
5.2. 市场竞争激烈	24
5.3. 可用资金不足	24
5.4. 用户安全	24
5.5. 电池着火	24

## 图表目录

图 1: 哈啰出行业务模式.....	4
图 2: 公司发展历程.....	4
图 3: 公司上市前股权结构.....	6
图 4: 截至最后实际可行日期公司员工构成(人).....	7
图 5: 2018-2019 年员工数量及同比变化趋势.....	7
图 6: 共享两轮车产业链.....	8
图 7: 共享两轮车市场规模(单位:十亿元).....	9
图 8: 共享单车 2015-2017 年投融资规模基本情况(单位:亿元).....	9
图 9: 共享单车 2015-2017 年行业发展基本情况.....	10
图 10: OFO&摩拜相关方.....	10
图 11: 中国共享电单车投放规模(万台).....	11
图 12: 中国共享电单车投放数量城市分布, 2020 年.....	11
图 13: 顺风车市场规模(单位:十亿元).....	12
图 14: 顺风车业务竞争格局.....	12
图 15: 共享两轮车 GTV 变化(单位:亿次).....	13
图 16: 共享两轮车单量变化(单位:亿次).....	13
图 17: 共享两轮车单价(元)变化趋势.....	14
图 18: 共享两轮车单量分布(单位:亿次).....	14
图 19: 共享单车的导流效果——“飞轮效应”.....	15
图 20: 共享两轮车业务运营模式图.....	15
图 21: 顺风车单量及总交易额(单位:亿).....	16
图 22: 顺风车业务货币化率及分布毛利率.....	17
图 23: 平台主要功能 UX 展示.....	17
图 24: 公司 2018-2020 营业收入及增速(单位:亿元).....	20
图 25: 公司 2018-2020 综合损益及归属普通股股东净利润(单位:亿元).....	20
图 26: 公司 2018-2020 营业收入结构(单位:亿元).....	21
图 27: 公司 2018-2020 营业成本结构(单位:亿元).....	21
图 28: 公司 2018-2020 营业成本结构(单位:亿元).....	22
图 29: 公司 2018-2020 业务分部毛利率走势.....	22
图 30: 公司 2018-2020 年公司费用率.....	23
图 31: 公司 2018-2020 年资产处置损益及其占营收比(单位:亿元).....	23
表 1: 公司上市前投融资基本情况.....	5
表 2: 高管背景介绍.....	6

## 1. 公司基本情况

哈啰出行是国内领先的本地服务平台，秉承用技术和创新让出行更便捷，让本地服务更高质量、更具包容性的使命，提供包括共享两轮车、顺风车以及包括酒店等在内的其他新兴本地服务。根据艾瑞咨询的数据，截至 2020 年 12 月 31 日，哈啰出行的应用程序按交易量计算是中国第三大本地服务平台；按年交易用户（ATU）的平均交易量而言，它是中国最活跃的本地服务平台。

图 1：哈啰出行业务模式

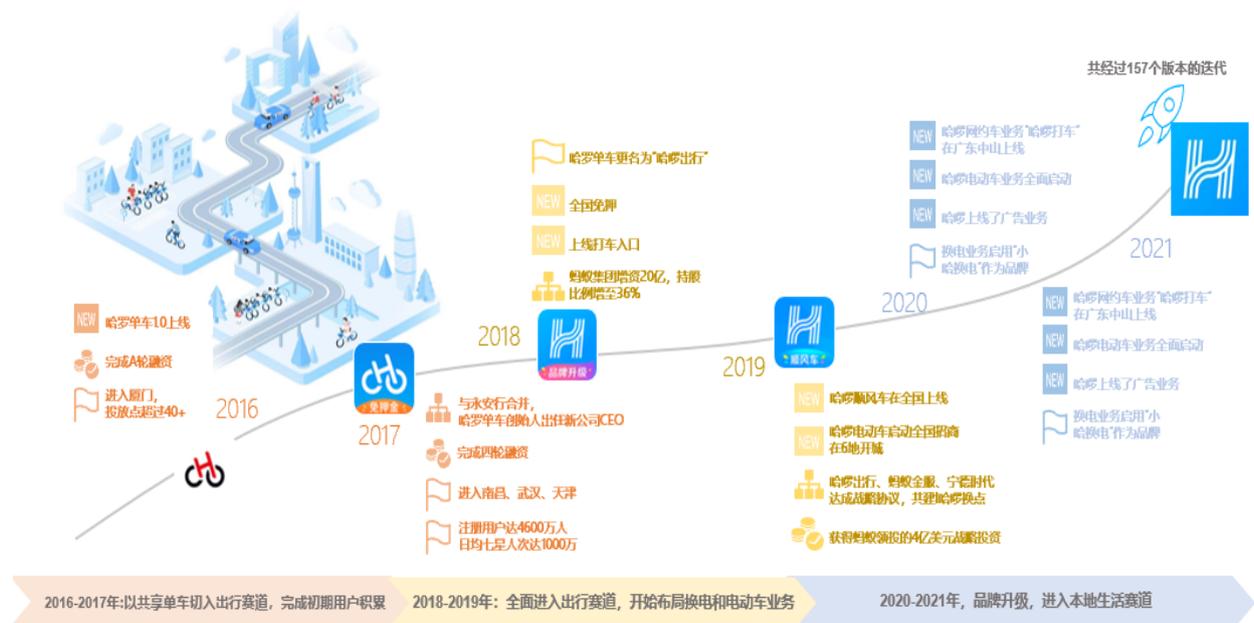


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.1. 历史沿革

我们将哈啰出行的发展历程分为三个部分：2016-2017 年，以共享单车切入出行赛道，完成初期用户积累；2018-2019 年，全面进入出行赛道，并开始布局换电和电动车业务；2020-2021 年，品牌升级，进入本地生活赛道。

图 2：公司发展历程



资料来源：招股说明书、公司官网、七麦数据、北京青年报，天风证券研究所

2016 年起步开局——哈啰出行前身“HelloBike” 1.0 正式上线。同年 11 月完成 A 轮数千

万人民币的融资。12月正式进驻厦门，投放超过40+停放点。

2017年飞速发展——HelloBike先后入驻武汉、南昌、天津。10月哈罗单车与永安行低碳科技有限公司（永安行子公司）合并，哈罗单车创始人出任新公司CEO。12月获得了3.5亿美元的D轮融资，主要投资方包括蚂蚁集团、成为资本等。投车一周年，哈啰注册用户达4600万人，日均骑行人次达1000万。

2018年战略升级——业务方面：1)哈罗单车宣布“全国免押”战略，芝麻分650分以上全国免押金。2)哈罗单车更名成为“哈啰出行”。3)上线打车入口，在上海、成都、南京三地推出网约出租车业务。哈啰App首页已有单车、助力车和打车三个入口。4)接入嘀嗒出行和首汽约车，在全国超80、60个城市上线顺风车、网约车服务。组织结构与投融资方面：1)蚂蚁集团子公司上海云鑫以14.68亿美元估值对永安行低碳（永安行和哈罗单车合并后的主体）增资20亿人民币，持股比例上升至36%，而永安行持股比例下降至8.8%。2)除上述F轮20亿人民币的融资外，公司在2018年也完成出资方为蚂蚁集团和复星集团的总额为7亿美元E轮融资和由春华资本蚂蚁集团领投的总额为40亿人民币战略投资。

2019年全国布局——业务方面：1)哈啰顺风车业务在全国上线。2)哈啰电动车服务启动全国招商并在6地成功开城。3)哈啰出行、蚂蚁金服、宁德时代达成战略合作，宣布首期共同出资10亿人民币成立合资公司，推出定位两轮电动车基础能源网络的“哈啰换电服务”并在开封落地，哈啰出行CEO兼任合资公司CEO。投融资方面，2019年公司获得蚂蚁集团领投的4亿美元战略投资。

2020年深耕优化——业务方面：1)哈啰电动车业务全面启动。2)哈啰出行网约车业务“哈啰打车”在广东中山上线；3)合资公司换电业务启用“小哈换电”作为品牌；4)哈啰上线了广告业务。

2021年拓展进取——业务方面，哈啰出行App上线了酒店预订服务以及到店服务，发布了哈啰VVS-MART超连网车机系统。组织结构方面，公司并购了电动车制造商“讯逸电动车”。

## 1.2. 融资情况

为了向公司快速扩张提供资金，公司已经进行十轮上市前融资，主要投资者包括蚂蚁金融、Gold Guard Investment(CEO杨磊为最终受益人)、永安行和GGV纪源资本，分别持股33.6%、13.0%、6.5%、5.6%。

表 1：公司上市前投融资基本情况

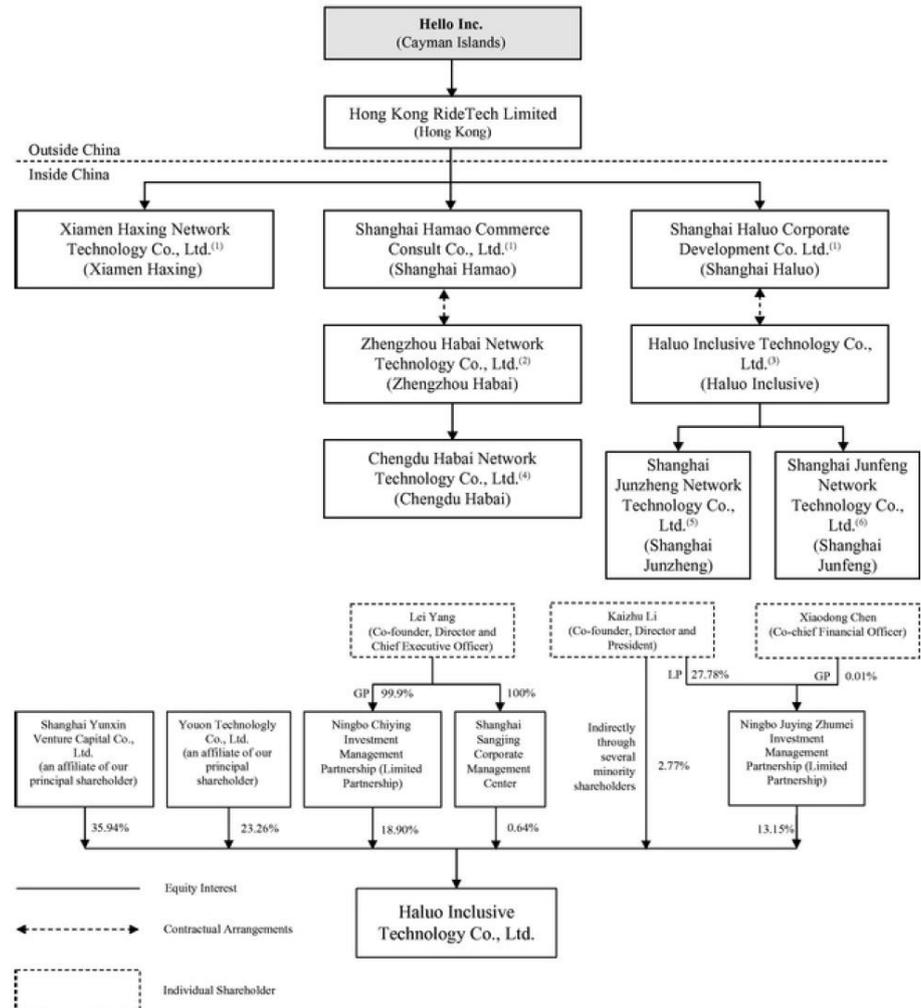
轮次	时间	融资金额	投资方
A 轮	2016/11/4	数千万人民币	愉悦资本、GGV 纪源资本、贝塔斯曼亚洲投资基金、磐谷创投
A+轮	2017/1/2	数千万人民币	GGV 纪源资本、磐谷创投
B 轮	2017.4.17	数亿人民币	成为资本（领投）
B+轮	2017/6/29	数亿人民币	威马汽车
合并	2017/10/24	—	永安行
D 轮	2017/12/4	3.5 亿美元	蚂蚁集团、富士达科技、成为资本、威马汽车、光源资本（财务顾问）
E 轮	2018/4/13	7 亿美元	蚂蚁集团、复星集团
F 轮	2018/6/1	20 亿人民币	蚂蚁集团
战略投资	2018/9/3	40 亿人民币	春华资本 Primavera、蚂蚁集团
战略投资	2019/7/16	4 亿美元	蚂蚁集团（领投）

资料来源：IT 桔子、天风证券研究所

### 1.3. 股权结构

公司通过中国营运实体郑州哈拜网络（Zhengzhou Habai）、哈啰普惠（Haluo Inclusive）经营业务，通过合约安排，公司可控制郑州哈拜和哈啰普惠业务所带来的所有经济利益。

图 3：公司上市前股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.4. 董事会及管理层情况

公司董事会由 11 名董事构成，高管团队及相关背景如下：

表 2：高管背景介绍

姓名	职务	介绍
杨磊	联合创始人 CEO	连续创业者，曾任爱代驾、车钥匙的 CEO
李开逐	联合创始人 董事	李开逐自 2018 年起担任董事兼副总裁，负责日常运营事务和软件开发。2005-2014 年，曾任爱立信（中国）的高级工程师； 2014-2015 年，李开逐曾任携程的高级研究经理； 2015-2016 年他曾在 Shanghai Jingyao 负责软件研发。
江涛	董事	江涛负责四轮车业务的副总裁，他自 2020 年 10 月 20 日起担任公司董事。 2011-2013 年，曾担任 Anjuk.com 的产品经理； 2013-2014 年，曾担任大众点评的高级产品经理； 2014-2015 年，在汽车电子商务平台担任产品经理；

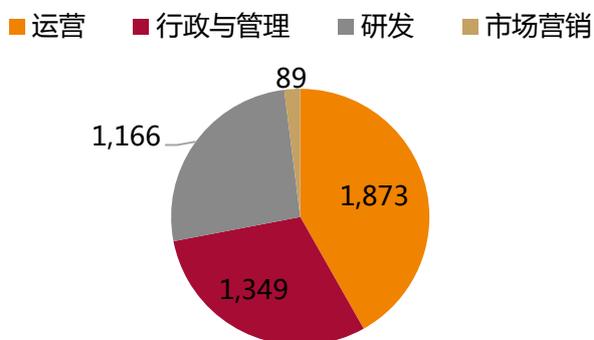
		2015-2016 年在 Shanghai Jingyao 担任产品经理。
彭照坤	董事	彭照坤自 2020 年 10 月 20 日起担任公司董事，负责新兴业务的发展。在此之前，他是共享电单车业务的负责人。 2010-2015 年，曾在一家提供云信息技术服务的公司担任高级项目经理； 2015-2018 年，他曾担任 Shanghai Jingyao 的测试经理。
陈晓冬	联席 CFO	1993-2006 年，曾任职于摩根大通商业银行和投资银行； 2006-2007 年，曾担任中国太阳能（南京）有限公司的高级副总裁； 2007-2015 年，曾在一家太阳能系统集成公司担任 CFO 兼高级副总裁； 2016-2017 年，在 Skymobi Limited 担任 CFO 兼高级副总裁
郑世强	联席 CFO	2011-2018 年，担任普华永道审计合伙人 2018-2019 年，担任在线医疗服务公司 We Doctor Holdings Limited 的 CFO
仁亮亮	董事	2006-2008 年，曾在理光株式会社的上海分公司担任系统工程师 2008-2018 年，曾在 Pioneer Suntec (Shanghai) Electronic 担任管理岗位
褚轶群	董事	2013-2014 年，曾在 IBM 担任顾问和项目经理 2015-2018 年，曾在 Inspire Information Solution 担任副总经理

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.5. 员工组成

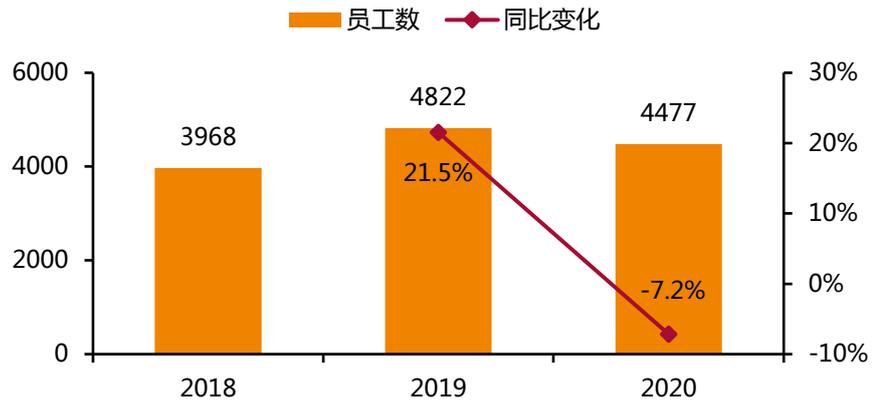
截止 2020 年 12 月 31 日以及最后实际可行日期，公司共拥有 4477 名员工。员工中负责运营的占比高达 41.8%。30.1%的员工负责行政管理，26%的员工负责研发，2%的员工负责市场营销。

图 4：截至最后实际可行日期公司员工构成（人）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：2018-2019 年员工数量及同比变化趋势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.6. IPO 投向

本次 IPO 拟募集资金将主要用于：提升和拓展商业产品；产品的研发以及营运资金及其他一般公司用途。

## 2. 行业分析

### 2.1. 共享两轮车市场

共享两轮车帮助人们解决距离公共交通的“最后一公里”问题，行程通常在 0.5-3 公里之间。截止 2020 年 12 月，共享两轮车已成为连接公共交通，短途通勤和出行的首选旅行方式之一，其成本更为低廉，也更为灵活。

共享单车的产业链如下——上游包括主要为自行车制造商、软硬件服务配套服务供货商，如支付系统、服务器厂商、定位技术提供等；中游主要为各类共享两轮车平台，目前主要包括两大类：（1）头部平台，滴滴、哈啰、美团等背靠其生态，按共享单车搭乘次数算，CR3 高达 95%，电单车投放量 CR3 达 93.3%；（2）垂直平台，如永安行、蜜蜂出行等专注于共享两轮车的平台。按其运营方式，可分为直营模式和代理模式。下游主要包括广告等衍生服务以及通过 App 或小程序平台等入口对接出行用户群体。

图 6：共享两轮车产业链

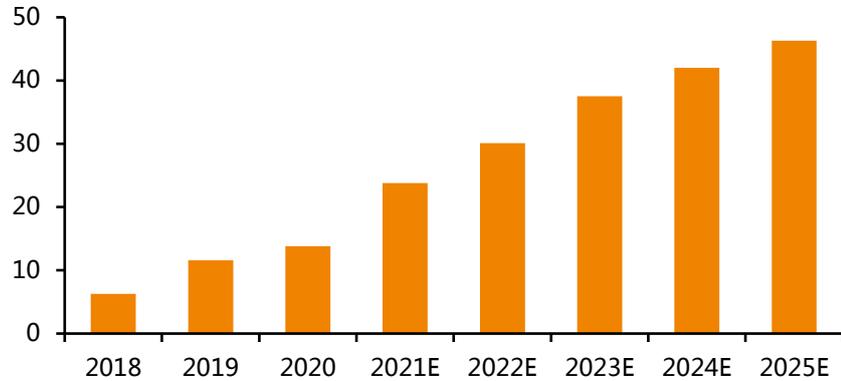


资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

### 2.1.1. 市场规模

据艾瑞咨询数据，中国共享两轮车市场（含单车和电单车）已从 2016 年的相对低的水平增长到 138 亿元，年复合增长率为 287%。艾瑞预计共享两轮车市场将继续快速增长，2025 年达到 463 亿元，对应 2020-2025 年复合增长率为 27.4%。

图 7：共享两轮车市场规模（单位：十亿元）



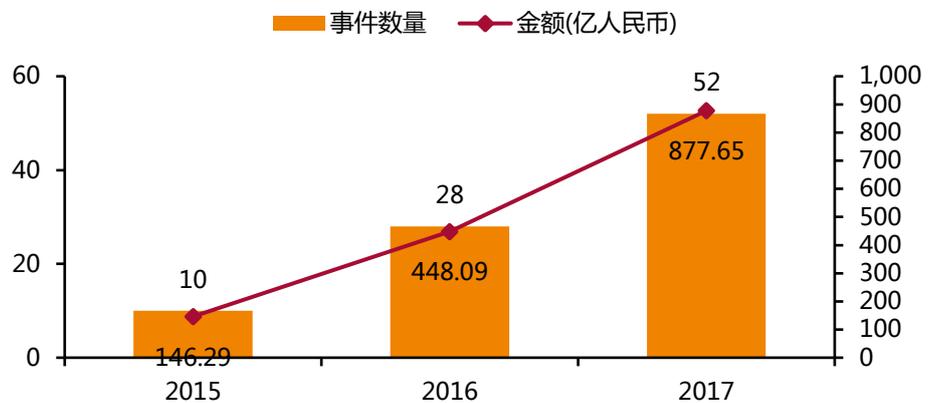
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.1.2. 发展历程

共享单车自诞生至今已有 6 年，我们大致可将其分为三个阶段：

2015-2017 年，模式探索期，完成首轮行业洗牌。2015 年 1 月摩拜单车、OFO 相继成立，后得到资本青睐完成快速拓展。2016 年资本大量涌入，共发生 28 件投融资事件，金额达 448 亿元。除摩拜、OFO 外，小蓝、永安行等进入市场，迅速覆盖一二线城市。据中国通信院数据，2016 年累计投放单车量约 200 万辆，覆盖城市 33 个，注册用户达到 1886.4 万人，累计骑行 25 亿公里。2017 年平台数量、单车投放城市和数量迅速扩张，全行业迎来爆发增长。另一方面，行业完成首轮洗牌确立了摩拜、OFO 的双寡头竞争格局，包括“小蓝单车”在内的二三梯队平台或倒闭或转战相对地线城市。据中国电子商务研究中心监测的数据显示，截至 2017 年倒闭、停运、或是转让的平台已经有 60 余家，预计加上未披露的平台或破百。2017 年共发生 52 件投融资事件，金额为 877.65 亿人民币。此外，交通运输部在同年发布了《关于鼓励和规范互联网租赁自行车发展的指导意见》，鼓励共享单车发展。2017 年累计投放单车约 2300 万，覆盖城市达 200 个，注册用户达到 2.21 亿人次，累计骑行距离达 299.47 亿公里。

图 8：共享单车 2015-2017 年投融资规模基本情况（单位：亿元）



资料来源：IT 桔子，天风证券研究所

图 9：共享单车 2015-2017 年行业发展基本情况



资料来源：中国通信院；天风证券研究所

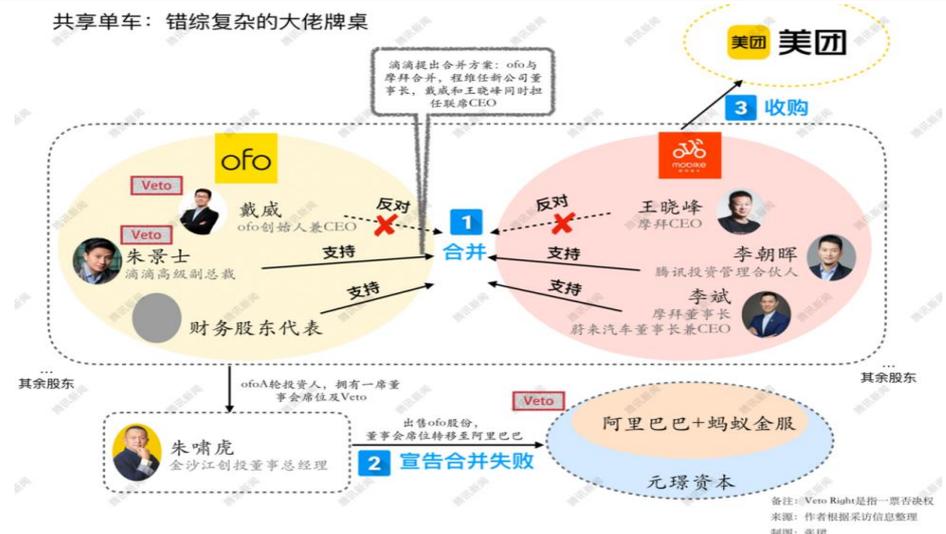
2018-2019 年，滴滴、美团加入战局，行业监管趋严。2017 年 10 月，OFO 和摩拜合并失败后，2018 年成为了共享两轮车的交替之年。截至 2019 年 10 月，据前瞻研究院数据，哈啰、美团、滴滴（青桔）三家共享单车合计市占率达到 95%。

作为 OFO 股东的滴滴不再满足于依靠投资在共享两轮车的布局，2017 年 12 月滴滴以数亿人民币收购了小蓝单车，同时内部孵化青桔单车，加入了共享单车的战局。并于 2018 年 1 月在北深上线共享单车平台。受供应链制约，滴滴的运营策略偏向于在优质区域进行相对封闭的运营。据腾讯新闻数据，2018 年青桔日单量峰值事 500 万单，2019 年突破千万，每单盈利 1 毛钱。

OFO 和摩拜合并后另一个入局的巨头则是美团。2018 年 4 月，美团以 27 亿美元收购摩拜完善其在出行赛道的布局。2019 年 1 月，美团将摩拜更名成为美团单车，美团成为唯一入口。

监管方面，2018 年北京、武汉、杭州、厦门、昆明、广州等城市相继针对共享单车无序增长，违规占道等问题就共享单车牌照、城市准入单车数量、可投入单车类型（是否为电单车）、可投放区域等进行了规定，部分城市全面禁投新车。2019 年 3 月交通部发布《交通运输新业态用户资金管理办法（征求意见稿）》，新规明确运营企业原则上不收取用户押金。新规设置了收取押金的上限，如分时租赁押金不得超过单车成本的 2%。5 月 6 部联合印发了《交通运输新业态用户资金管理办法（试行）》，明确运营企业原则上不得收取用户押金。

图 10：OFO&摩拜相关方



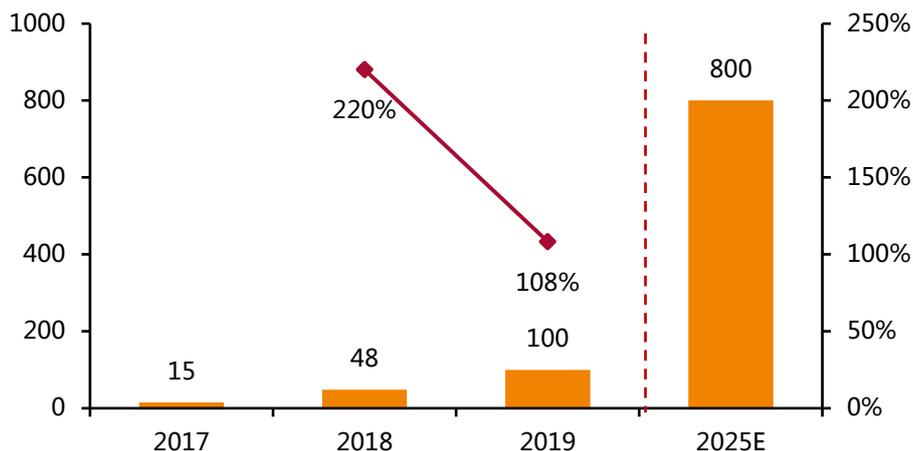
资料来源：腾讯新闻，天风证券研究所

2020-至今，监管常态化，电单车驱动新发展。监管方面，据易观分析的数据显示，截止

2020年9月，共有26个省76个城市出台了共享两轮车实施意见或管理办法，超12座城市建立了配额制/考核制。我们认为，监管进入常态化阶段，有利于行业的可持续性发展。

电单车自2019年4月的《电动自行车安全技术规范》实施后正式合法化，地方政策略有分化。以北京、上海为代表的一线城市明确不鼓励发展共享电单车；而三四线及以下的城市对电单车管制相对宽松，但在投放配额和运营管理上有规定。具体单量来看，截止2020年6月，哈啰电单车平均日单量约为400万，而滴滴和美团电单车日单量分别达到300万和100万。据艾媒咨询，2017年-2019年全国电单车的投放规模分别是15、48、100万台。据全国城市公共交通协会估计，截止2020年8月，全国投放量接近500万台。

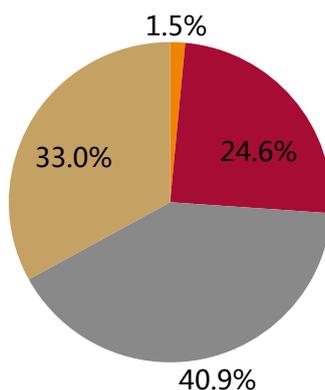
图 11：中国共享电单车投放规模（万台）



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 12：中国共享电单车投放数量城市分布，2020年

■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线城市 ■ 三线及以下城市



资料来源：头豹研究所，天风证券研究所

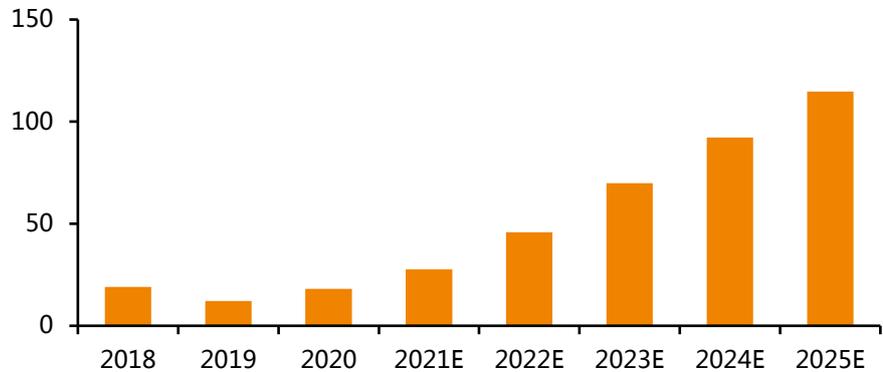
## 2.2. 顺风车市场

顺风车平台解决了私家车主和乘客的两大痛点：对乘客来说，顺风车价格低廉且能满足个性化的长途旅行需求；对私家车主来说，顺风车满足和私家车主希望分担出行费用的诉求。

### 2.2.1. 市场规模

据艾瑞咨询数据,中国顺风车业务的市场规模已从 2016 年的 55 亿元增长至 2020 年的 181 亿元,对应年复合增长率 34.8%。其中,2019 年受头部平台滴滴暂停顺风车业务市场规模出现下滑。艾瑞预计随着顺风车服务市场的不断成熟以及安全性和服务质量的提高,2025 年达到 1148 亿元,对应 2020-2025 年复合增长率为 44.7%。

图 13: 顺风车市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

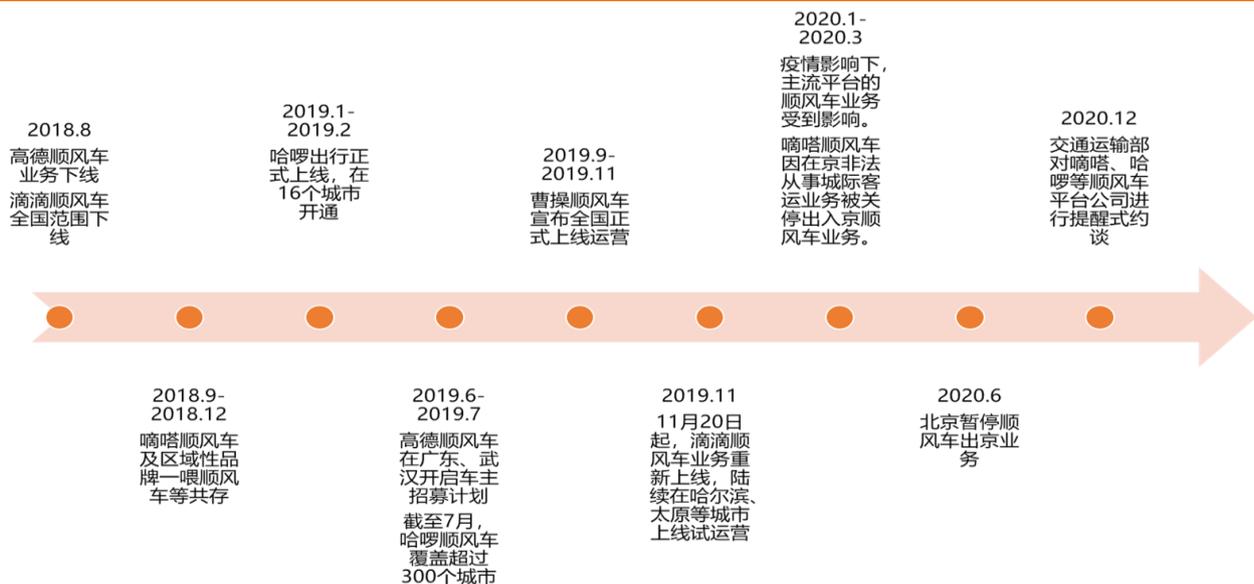
### 2.2.2. 监管环境

顺风车的监管经历了由鼓励发展到规范发展两个阶段。2016 年 7 月《网络预约出租车经营服务管理暂行办法》中明确提出鼓励私人小汽车河乘。同年 12 月,《关于规范私人小汽车合乘的若干意见》中规范了分摊费用仅限燃料成本及通行费用等直接费用,且总摊分成本不得超过出租车价格的 50% (不含起步价、燃油附加费、夜间附件费等)。2018 年 5 月和 8 月相继发生两起顺风车乘客遇害事件后,9 月出台了《关于进一步加强网络预约出租汽车和私人小汽车合乘安全管理的紧急通知》,在全国范围组织开展非法从事出租汽车经营的专项整治活动,全面清退不符合条件的车辆和驾驶员。

### 2.2.3. 竞争格局

2019 年,中国顺风车市场呈现持续混战的竞争格局。滴滴顺风车、高德顺风车业务经历暂时下线,曹操出行、哈啰出行等品牌相继引入顺风车业务,顺风车市场竞争日益激烈。另一方面,顺风车市场高度集中,按顺风车搭乘次数计算,CR3 高达 94.5%,CR5 高达 97.7%。

图 14: 顺风车业务竞争格局



资料来源: 艾媒咨询、36 氪, 天风证券研究所

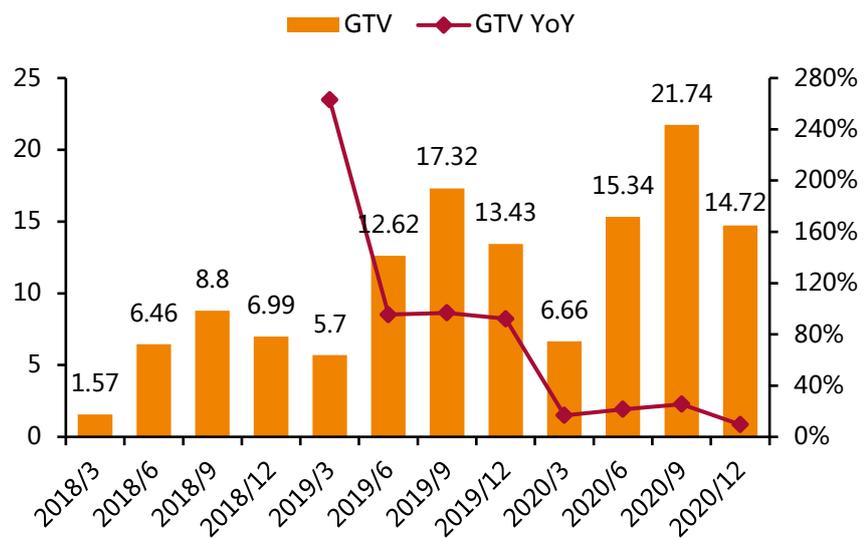
### 3. 公司业务

#### 3.1. 共享两轮车业务：单价驱动交易额增长，单车业务引流能力强

##### 3.1.1. 概况

2016年，“HelloBike” 1.0 上线。当前，公司的共享两轮车业务包括共享自行车和共享电动车。2020年平台共有1.83亿年活跃用户，共享自行车搭乘次数共40亿次，共享电单车搭乘次数达11亿次，共享二轮车总交易金额为58.46亿。截至2020年12月31日，哈啰单车共覆盖300个城市。据艾瑞数据显示，按照2020年的总乘车次数计算，公司是最大的共享两轮车平台。

图 15：共享两轮车 GTV 变化（单位：亿次）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

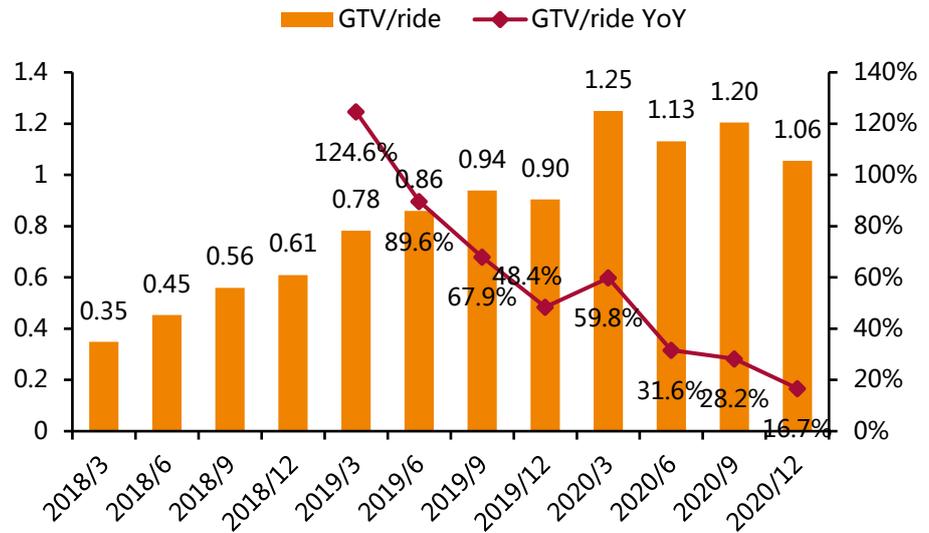
2018-2020年，我们认为单量驱动增长GTV的动能逐渐减弱，而单价在不断提升。单量方面，2019年同比增长情况较好，Q1-Q4季度同比增长分别为61.6%、3%、17.2%和29.5%。我们认为这与行业竞争格局改善相关。2020年受疫情影响等因素影响，单量出现同比下降。值得注意的是因季度活跃用户数受季节影响波动较大，单量的季节性波动明显，环比数据参考价值相对有限。单价方面，单次骑行的交易额呈稳定增长趋势。

图 16：共享两轮车单量变化（单位：亿次）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

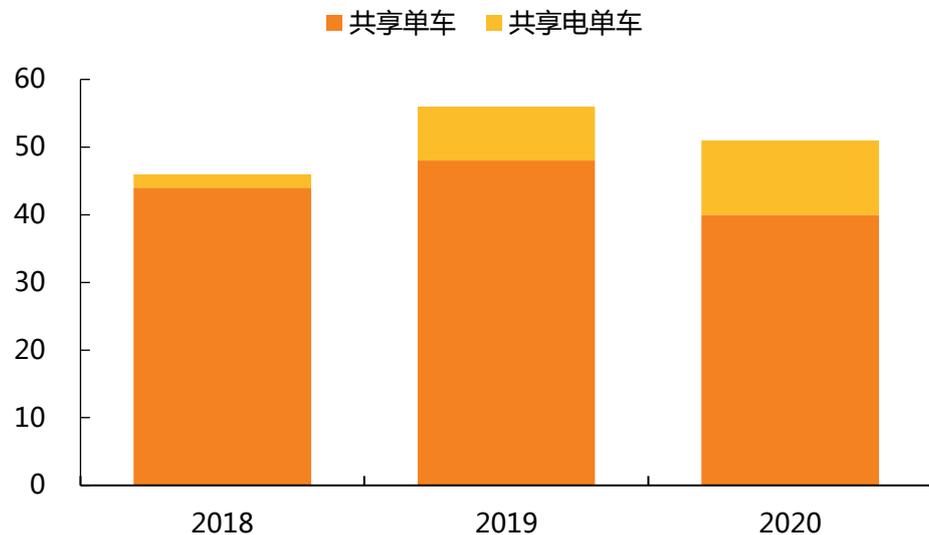
图 17: 共享两轮车单价 (元) 变化趋势



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

共享电单车占比逐渐提升。共享电单车产生的交易金额占总金额占比从 2018 年的 20% 提升至 2020 年的 50%。2018-2020 年共享电单车所产生的单量占总共享两轮车的单量分别为 4%、14%、22%。

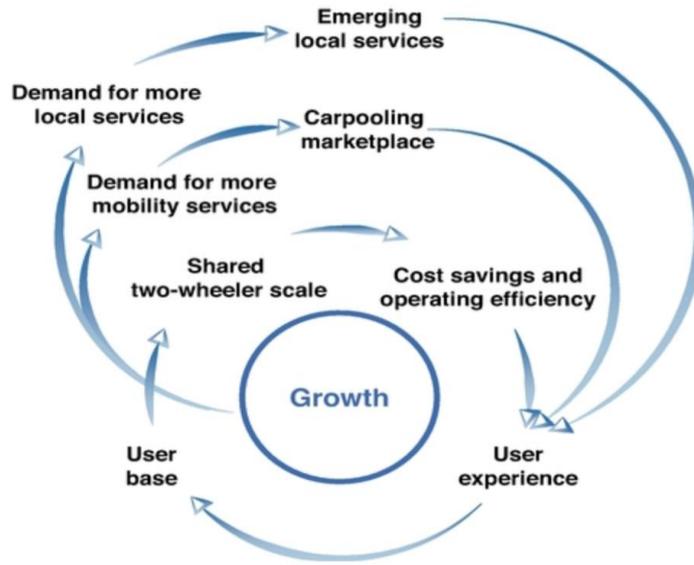
图 18: 共享两轮车单量分布 (单位: 亿次)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

此外, 共享两轮车具备高频特点且导流效果明显。据招股书数据显示, 每季活用户平均单季使用次数为 14.4 次, 使用时长 12.6 分钟。60.5% 的电单车用户、40.2% 的顺风车乘客、39.9% 的顺风车车主、63.2% 的电动车 (e-scooter) 用户都来自于原有的共享单车用户。这佐证了飞轮效应——即用户对共享两轮车的需求在推动该业务产生规模效应的同时, 会催生出用户对其他出行服务、本地生活服务的需求。对这些需求的满足有利于改善用户体验从而驱动平台持续增长。

图 19：共享单车的导流效果——“飞轮效应”



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

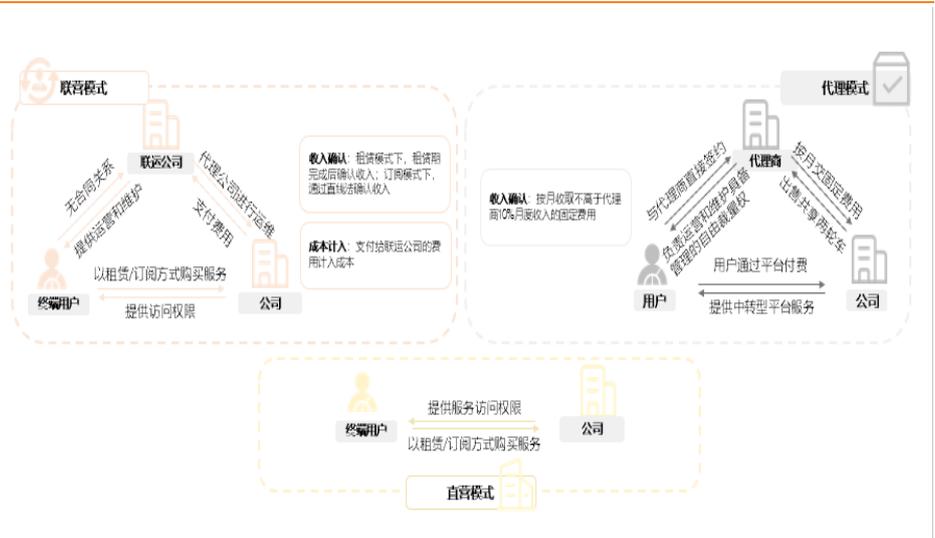
### 3.1.2. 商业模式

用户可以通过哈啰出行 app 或支付宝小程序接入服务，查找附近可用共享两轮车，并扫描使用。

计费模式分为两种：1) 租赁模式：用户在每次骑行开始时与公司签约，公司负责根据用户的“租赁期”提供对指定两轮车的访问权限。在租赁期内，用户有能力和权利以他们自己的方式操作两轮车。本公司在每个租赁期完成时将收到的租赁付款确认为收入。2) 不可取消的订阅模式：订阅模式又细分为有限次乘车卡和无限次乘车卡。有限次乘车卡的合同期限通常为 7 天到 1 个月，而无限次乘车卡的合同期限通常为 1 到 12 个月。在订阅模式下，公司通过直线法确认收入。

运营模式分为直营模式、联营模式( Joint Operation Model )和代理模式( Franchise Model )，其中代理模式对报告期无显著影响。

图 20：共享两轮车业务运营模式图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

直营模式遵循上述的计费模式。联营模式即公司在不具备成本效益的城市，将两轮车的运营和维护外包给指定区域的第三方联合运营伙伴（服务提供商）。因服务提供商不直接与客户签约，公司仍负责在租赁期/订阅期的服务提供，收入确认模式与上述的直营模式相同，而支付给服务提供商的费用则记录在收入成本中。

代理模式即公司向客户（特许经营者）出售两轮车，由他们通过哈啰出行 App 直接负责向用户提供共享两轮车的服务。特许经营者在指定区域具备对两轮车管理和运营的自由裁量权，公司未对加盟商提供具体的运营政策或说明。在代理模式下，在三年的合同期内，公司按月收取代理商不高于 10% 月度收入的固定费用，但不会收取包括加盟商费用在内的初期费用。

## 3.2. 顺风车业务：量价双升发展迅速，造血能力强

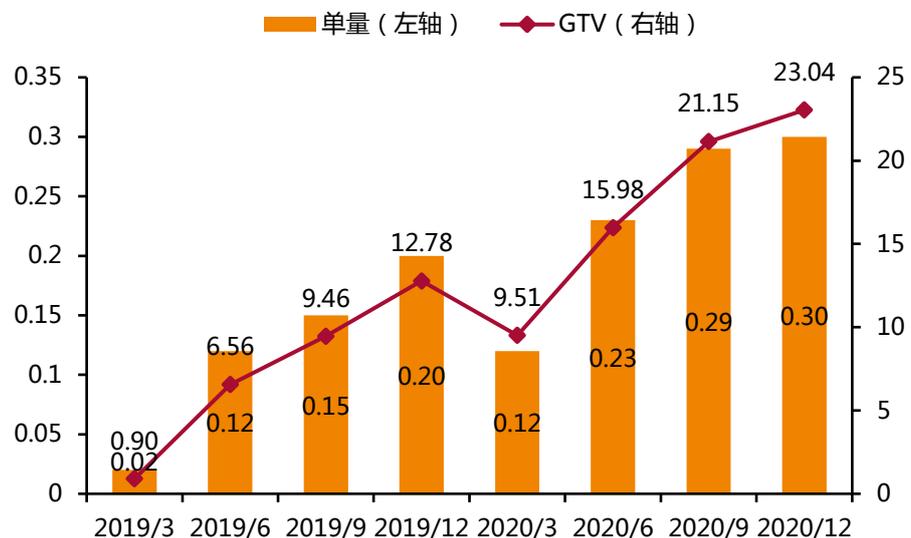
### 3.2.1. 概况

哈啰顺风车于 2019 年初上线。公司作为信息服务提供商，主要通过匹配司乘路线产生收入。

截至 2020 年 12 月 31 日，使用过哈啰顺风车的用户累计达到 0.26 亿，注册私家车主数为 930 万人。2020 年顺风车平台共产生总交易金额为 69.68 亿元，总单量为 0.95 亿，对应市占率分别为 39%、30%。据艾瑞数据显示，按照 2020 年的总交易金额计算，哈啰顺风车是中国第二大顺风车平台。

受益于共享单车业务的引流效应，顺风车业务由单量、单价双驱动而发展迅速。2020 年 Q1-Q4 单量分别为 0.12、0.23、0.29、0.3 亿单，对应同比增长为 500%、92%、93%、50%。单均交易额分别为 79.25、69.47、72.93、76.8 元，对应同比增长分别为 76%、27%、16%、20%。总交易额分别为 9.51、15.98、21.15、23.04 亿元。

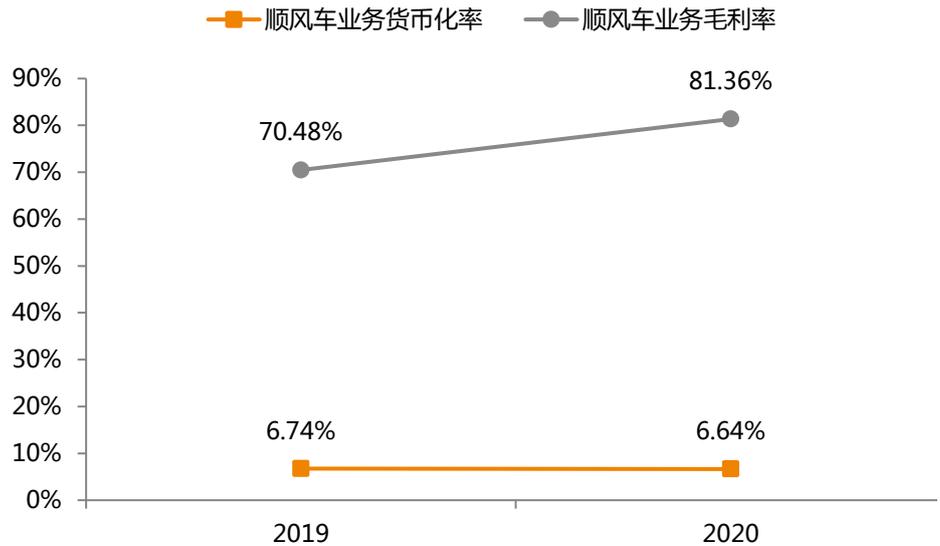
图 21：顺风车单量及总交易额（单位：亿）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

顺风车货币化率处于相对稳定的状态，仍有一定提升空间。2019-2020 年货币化率分别为 6.74%、6.64%。毛利率分别为 70.48%、81.36%。

图 22：顺风车业务货币化率及分布毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.2.2. 平台功能简介

顺风车业务中，乘客首先进行一系列偏好设置，包括接送地点、目的地、出发时间、出行人数以及独享搭乘或者拼车。其后，系统根据所选参数显示车费，并根据匹配算法提供选定的私家车主列表，乘客可等待并由其中的任何车主接送，或者主动向选中的任何一名车主发送顺风车邀请。司乘双方确认后形成开启形成。

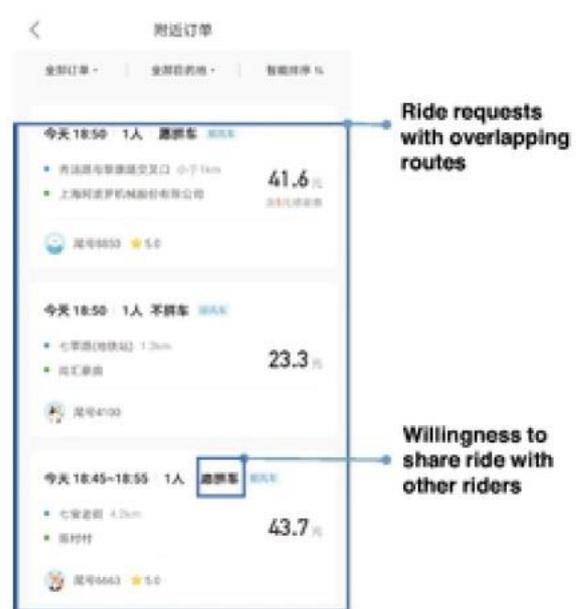
图 23：平台主要功能 UX 展示



Rider Interface—View driver and vehicle information



Driver Interface—View carpooling requests



Driver Interface—Confirm arrival at pickup location



Rider Interface—View pickup time and confirm pickup



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

安全功能方面，哈啰顺风车在行程前、中、后三方面布局保护司乘安全。

行程前，哈啰要求私家车主上传身份证、驾驶执照及车辆行驶证的副本，通过机器检查后由审查小组进行背景调查以确保私家车主无犯罪、无危险驾驶、无吸毒和重大违反交通规则记录，并定期复审。此外，私家车主接单需完成当天的人脸识别。

行程中，如果公司监测到车辆从原始路线偏离或停留时间过长，将通过客服进行干预。此外，乘客可访问安全中心，共享行程信息和实时位置并及时报警。在司乘双方允许的前提下，公司也会通过录音监测不当行为。

行程后，公司限制了顺风车的社交功能，用户不能将自己的照片用作个人资料图片。此外，哈啰还将用户违规信息进行公示。

### 3.3. 其他本地业务：飞轮效应最大化平台价值

#### 3.3.1. 电动车

电动车业务于 2020 年全面启动，利用公司在共享两轮车上积累的用户数据资产，公司致力于以哈啰品牌为基础设计开发新一代智能电动车。通过整合产业链提升用户体验，并实现电动车即服务（Scooter-as-a-Service）和电池即服务（Battery-as-a-Service）的运营方式。2021 年 4 月，公司推出了三款自主研发的电动车。

电动车的运营模式分为直销模式和代理商模式，2020 年 8 月后直销模式占比逐渐收缩。直销模式下，哈啰提供的商品和服务包括 1) 装载了适配连接哈啰出行 App 的 IoT 设备的电动车。2) 为商店提供商户账号使得商店可在哈啰出行 App 上展示可供销售的电动车的增值服务，并在促成成交后收取交易服务费。IoT 设备、电动车和增值服务不单独出售。直销模式下，1) 分配给电动车的收入在商店收货后确定收入；2) 分配给 App 服务的收入在使用期限（通常为三年）内确认；3) 交易服务费在交易完成的时点确认。代理商模式下，商店直接从第三方制造商购买电动车。在三方合同下，制造商和商户都是公司的客户，公司需提供的服务包括：1) 撮合制造商和商店，收取佣金服务费；2) 与直销模式下相同，需要提供的增值服务和交易服务费。

据公司官网展示，截止 2021 年 5 月，公司共有 1000+门店零售店，200+旗舰店，覆盖城市超过 100 个。

#### 3.3.2. 换电业务

换电业务指电池即服务模式下由锂电子电池交换站构成的电池网络。换电业务基于“车电分离”的经营思路，依靠物联智能的换电柜、换电池、换电车构建电动车基础能源网络，取代了传统电动车所需的充电，做到以换代充。换电业务的核心产品包括“小哈超级锂电池”和“小哈换电柜”。

换电服务于 2019 年 6 月推出，换电业务由公司、蚂蚁金服和动力电车系统提供商宁德时代共同出资 10 亿人民币成立的合资公司宁德智享进行运营，推出定位两轮电动车基础能源网络的服务品牌“哈啰换电”。公司拥有合资公司 33.1%的股权。2020 年 4 月，哈啰换电获中恒电气 2 亿元投资；同年 11 月启用“小哈换电”。截止 2020 年 12 月 31 日，换电柜已入驻 55 个城市。

#### 3.3.3. 其他

除电动车和换电业务，哈啰也在共享两轮车的优势地区提供其他本地生活服务。具体包括到店服务、酒店预订、线上商城、广告服务。

### 3.4. 战略合作：以阿里、宁德为后盾，具备供应链和流量优势

截至招股书公示，蚂蚁金融持有公司 33.6%，是最大的股东。蚂蚁集团于公司的业务间可延展性强。除提供数字支付和金融服务外，蚂蚁集团还可为公司完成导流，并使哈啰能依靠蚂蚁金融的信用系统免除用户押金，从而进一步减小用户的初期使用成本。

宁德时代作为公司的战略供应商的同时，于 2019 年 6 月与公司签订协议，成为小哈换电的独家锂电池供货商。

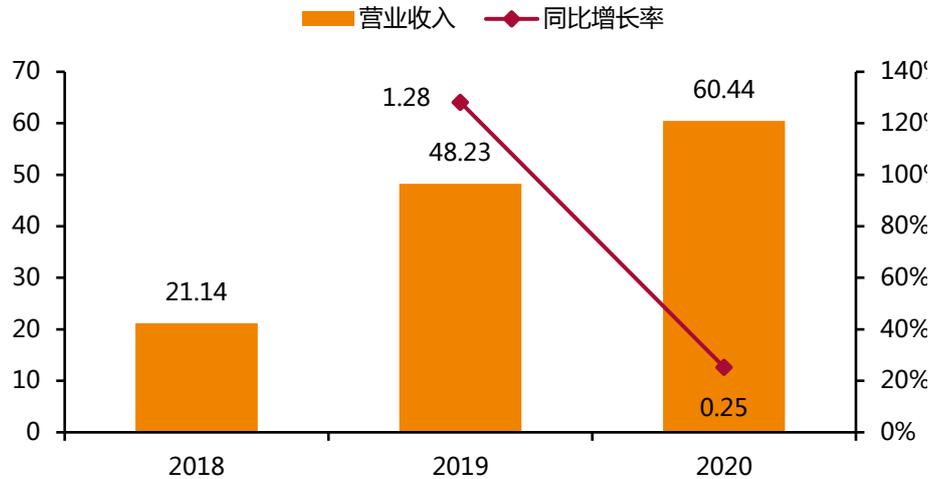
## 4. 财务分析

### 4.1. 整体财务分析

2018-2020 年，公司分别实现营业收入 21.14 亿元、48.23 亿元、60.44 亿元。对应 2019、

2020 年同比增速分别为 128%、25%。2020 年上半受疫情影响，单量下滑明显，公司营收受到影响，但营业收入同比仍然保持增长态势。

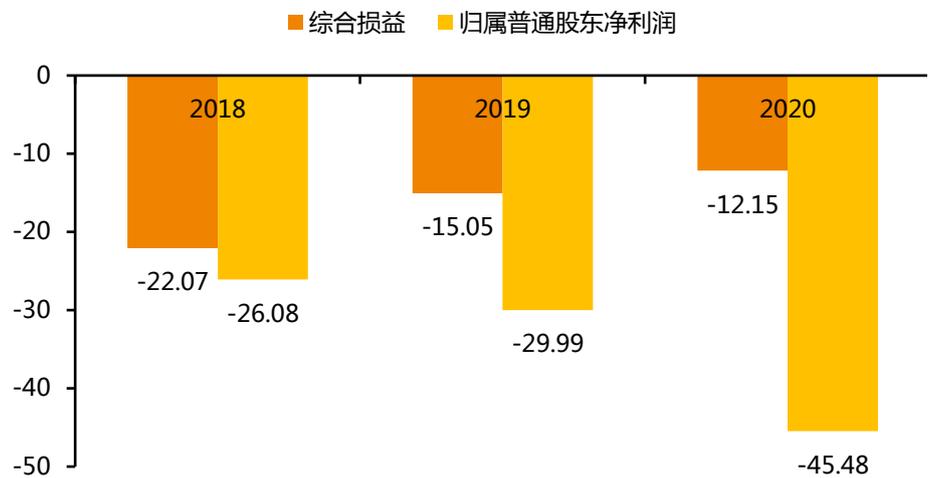
图 24：公司 2018-2020 营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2018-2020 年，公司综合损益分别为 -22.07 亿元、-15.05 亿元、-12.15 亿元。对应 2019、2020 年同比增速分别为 137.72%、67.36%。由于公司成立起完成数轮融资发行的可转换可赎回优先股对净利润有较大影响，2018-2020 年，公司归属普通股股东净利润分别下降至 -26.08 亿元、-29.99 亿元、-45.48 亿元。

图 25：公司 2018-2020 综合损益及归属普通股股东净利润（单位：亿元）

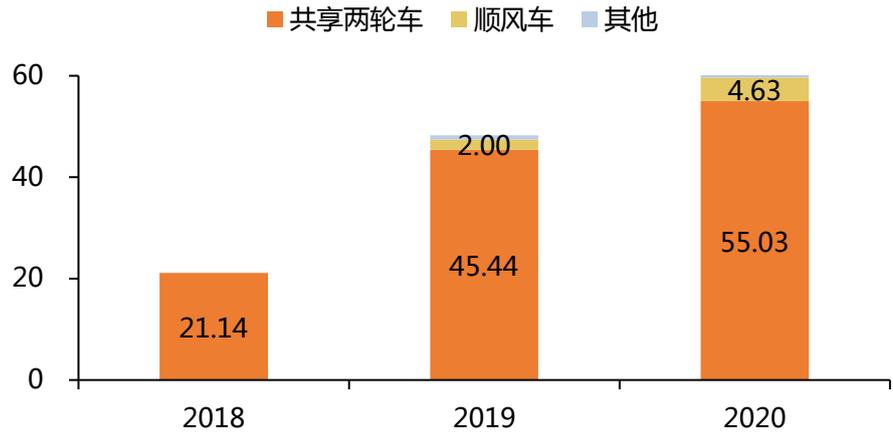


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4.2. 营业收入细分

公司营业收入主要由共享两轮车服务、顺风车服务和其他服务构成。其中，共享两轮车服务是公司贡献营业收入的主要力量，2018 年-2020 年占比分别达到 100%、94%、92%。顺风车业务自 2019 年上线后，贡献营收占比逐渐提升，其在 2018-2020 年营业收入占总体营收分别为 4%、8%。

图 26：公司 2018-2020 营业收入结构（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

共享两轮车业务营收增长主要受益于 1) 共享电单车的搭乘数从 2019 年的 8 亿次增加至 2020 年的 11 亿次。但因总搭乘数受疫情影响从 48 亿次下降至 40 亿，部分效果被抵消。2) 费率有所提升。租赁模式下的营收从 2019 年的 30.49 亿元增长至 37.24 亿元，同比增长 22.1%。订阅模式下的营收从 2019 年的 14.57 亿元增长至 16.31 亿元，同比增长 11.9%。

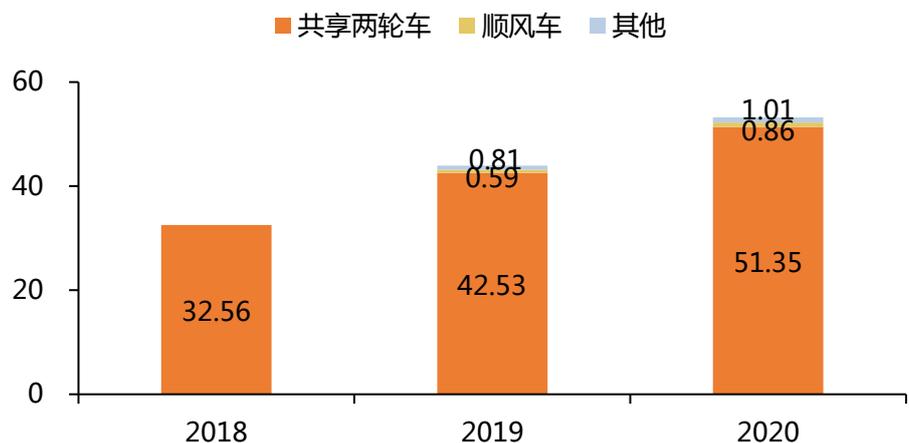
拼车业务营收增长中 1) 70% 左右的增长得益于私家车主、用户增长带来的单量增加。搭乘数从 2019 年的 0.49 亿次增长到了 2020 年的 0.95 亿次。2) 20% 左右的增长得益于单均行驶距离的增加。单均行驶距离从 2019 年的 53.4 千米增长到了 71.4 千米。

其他业务中代销模式营业收入相对较低与广告及其他本地生活业务的试点收入增加相抵消，维持不变。

### 4.3. 营业成本分拆

公司的营业成本主要为 1) 与共享两轮车服务相关的成本，具体包括有自行车和电动自行车的折旧、运营和维护人员的人工成本、支付给联营合作伙伴的服务费、维修保养相关的成本、电池更换费用和云费用；2) 与顺风车服务相关的成本，具体包括有私家车主背景调查费、顺风车分部的支付平台交易费；3) 其他业务相关的成本，具体包括电动车的成本等。

图 27：公司 2018-2020 营业成本结构（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

其中，2019-2020 年共享两轮车服务相关的营收成本增加主要来自于自行车和电动自行车的折旧。共享两轮车服务相关的营收成本从 2019 年的 42.53 亿元增长到 2020 年的 51.35 亿元，同比增长 20.8%。其中，折旧费用从 2019 年的 19.93 亿元增长到 2020 年的 23.55 亿元，同步增长 18.16%。其次，规模扩大的同时也增加了电池更换成本和云服务费用。

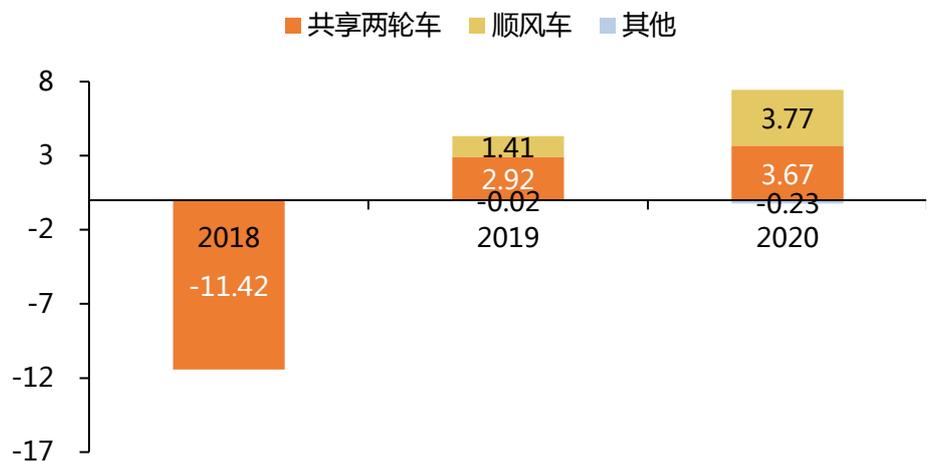
顺风车业务相关的营收成本增加主要来自于私家车主背景调查费用的增加和业务规模扩大带来的支付平台交易费用增加。

其他业务相关的营收成本增加主要来自于其他本地生活业务，但因向代理商模式过渡降低了该分部的营业成本，部分效果被抵消。

#### 4.4. 毛利分析

2018-2020 年公司实现毛利-11.42 亿元、4.31 亿元、7.21 亿元，2019、2020 年分别对应同比增长 137.72%、67.36%；18-20 年毛利率分别为-54.1%、8.9%、11.9%，2019、2020 年对应同比增长 63 个百分点、3 个百分点。

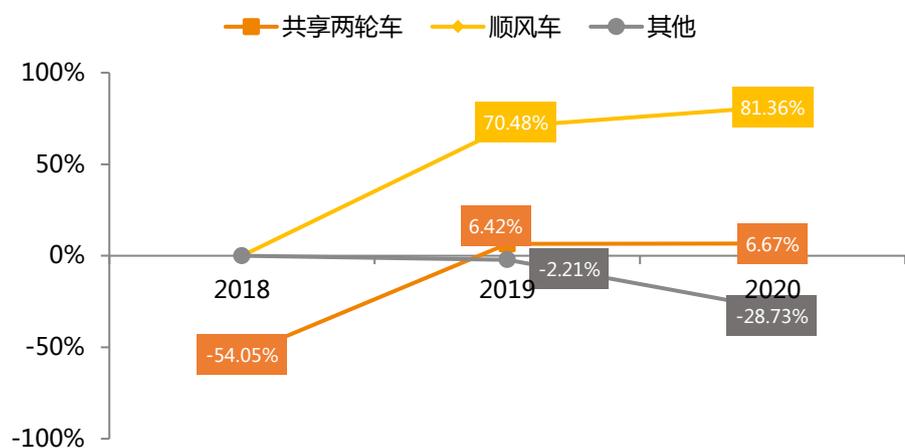
图 28：公司 2018-2020 营业成本结构（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司共享两轮车和顺风车毛利率呈现上升趋势。2020 年分别达到 6.67%、81.36%。

图 29：公司 2018-2020 业务分部毛利率走势



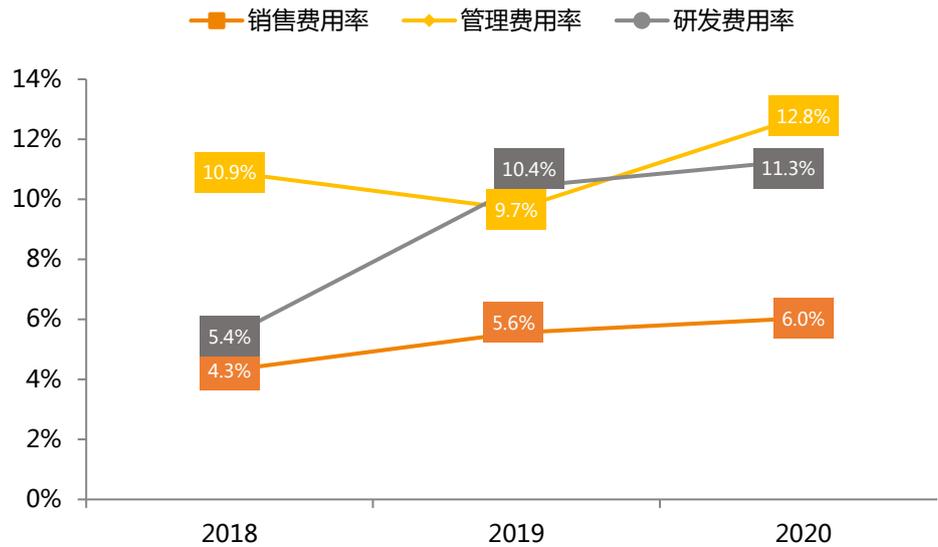
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4.5. 费用分析

2018-2020 年公司费用率总体呈现波动上升的趋势。

2019-2020 年销售费用的增加主要来自于：1) 营销雇员增加；2) 用于顺风车业务中车主激励费用的增加。另一方面，用户激励的减少一定程度上抵消了以上两个因素对销售费用增加的影响。2019-2020 年管理费用的增加主要来自于：1) 管理类职能雇员增加；2) 股权激励费用的增加。而研发费用的增加主要来自于研发人员的增加。

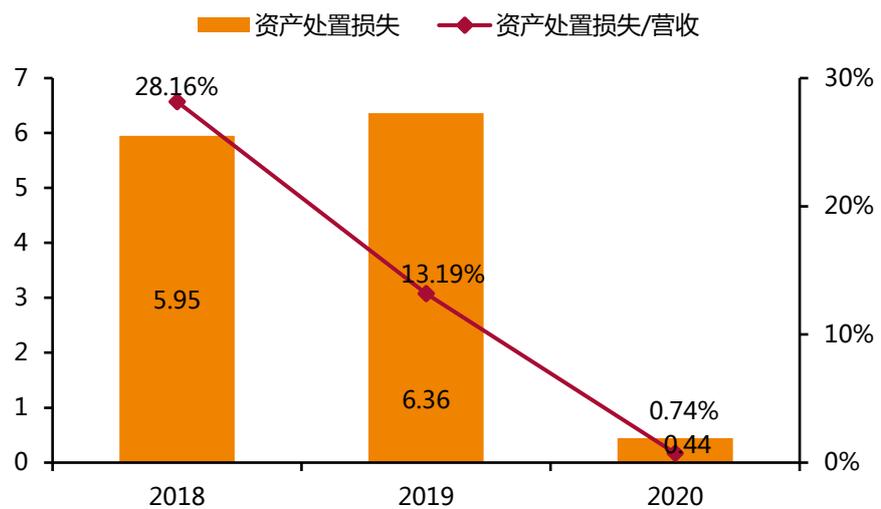
图 30：公司 2018-2020 年公司费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资产处置损失从 2019 年的 6.36 亿元减少至 2020 年的 0.44 亿元，同比减少 93%。减少的主要原因是公司逐步淘汰了共享电单车的早期车型。

图 31：公司 2018-2020 年资产处置损益及其占营收比（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 5.1. 共享两轮车和顺风车相关法律法规的变动

公司所提供的服务受到相关政府机关的严格管理。不合规行为或未来相关法律条文的修订将对公司业务会产生重大不利影响。此外，由于共享两轮车的相关规定多为地方规定，具有复杂且分散的特点，公司无法保证其已经或将完全遵守运营所在城市的所有法规。

### 5.2. 市场竞争激烈

中国本地服务市场面临激烈的竞争。其特点是技术的快速变化、用户喜好的变更以及新产品和服务的频繁迭代。我们预计所在市场的竞争激烈程度将持续下去，如果公司无法应对相关挑战，竞争地位或受到削弱或无法改善。这将带来增长停滞甚至收入下降，对公司产生重大不利影响。

### 5.3. 可用资金不足

截止 2020 年 12 月 31 日，公司流动负债比流动资产多 5.04 亿元。2020 年用于设备购买的资本性支出达到 40.26 亿元。公司之前主要通过股东出资和私募优先股的方式来筹集资金，但如果这些资源难以满足资金需求，公司可能寻求出售额外股本或债券等。如果无法及时筹得资金，公司业务将受到重大不利影响。

### 5.4. 用户安全

公司进行背景调查的第三方数据库可能不包括所有潜在的相关信息，公司无法保证数据库的准确性和全面性。从而，公司可能无法进行足够的背景调查和资格认定。如果相关安全机制失效或用户进行任何违规违法行为，公司将承担相关法律责任，并且业务和声誉将受到不利影响。

### 5.5. 电池着火

公司出售的电动车以及提供的共享电单车在极少数情况下可能会出现着火或冒烟的情况。尽管内置电池具有强大的安全功能，但公司无法保证其始终可以安全运行。任何产品发生安全事故，公司或将面临诉讼、产品召回、服务暂停等问题，对业务和声誉产生不良影响。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com