

香港股市 | 互联网

曹操出行 (2643 HK)

公司亮点

(一) 公司为吉利集团孵化的中国网约车平台。截止2024年，公司在136个城市运营，总GTV为170亿元（人民币，下同），同比增长38.8%，市场占有率为5.4%，位列第二。公司2024年在31个城市拥有一支超过3.4万辆定制车的车队。定制车履行的订单占GTV总额约25.1%。公司凭借定制车队加强品牌形象。

(二) 公司和吉利集团共同开发定制车。定制车采用创新的换电架构及设置智能座舱功能，提高车辆的耐用性、可维修性。定制车的设计、部署及服务能够优化乘客体验、降低车辆TCO，以及为司机提供更快捷的能源补给和更佳工作体验。公司在2024年进军85个新城市，计划将定制车销售给当地运力合作伙伴。凭借吉利在自动驾驶技术的领先优势，公司于2025年2月在两个城市试点推出自动驾驶平台及商用Robotaxi服务。

(三) 公司自有并以人工智能驱动、负责派单和其他工作的决策系统曹操大脑，能够高效匹配订单和自动运营补贴制度，促进GTV增长。曹操大脑可以预测未来出行需求，优化派单，防止运力供需不匹配的情况。可帮助提高司机收入，减少空驶里程，减少司机和乘客等待时间。

(四) 公司已经减少对司机补贴的依赖。2024年经调整司机收入及补贴占出行服务收入百分比从2022年的84.2%下降至79.0%。2023年司机平均每小时收入同比上升。虽然2024年整个行业的司机每小时收入下降，但曹操出行的司机每小时收入仍高于其他同业。

行业前景

根据弗若斯特沙利文的报告，中国整体出行市场自疫情后强势反弹，市场规模从2022年的6.9万亿增长至2024年的8.0万亿元，并预计市场规模从2025年的8.6万亿进一步增长至

中泰评分

综合得分：(100分为满)

申购 70

行业前景	14
公司经营	13
估值水平	14
稳价人往绩	14
市场氛围	15

注：各项满分为20分，综合得分满分为100分。

招股概要

公开发售价：	HK\$41.94
每手股数：	100股
每手费用：	约HK\$4,236.30
公司市值：	HK\$228.2亿
保荐人：	华泰国际、农银国际、广发证券
主要股东：	李书福
总发行新股：	44.2百万股
公开发售：	4.4百万股
国际发售：	39.8百万股
截止认购日：	6月20日
分配结果日：	6月24日
正式上市日：	6月25日

来源：公司资料

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 3949 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

2029 年的 10.6 万亿元，期间 CAGR 为 5.4%。其中，共享出行在不同出行方式中预期增长速度最快。2025 年至 2029 年，在消费者对高性价比的出行选择需求不断增加以及共享出行在下沉城市的日益普及的推动下，预计共享出行在出行行业中的渗透率（共享出行的 GTV 除以特定期间的出行 GTV）将由 2024 年 4.3% 大幅增至 2029 年的 7.6%。市场规模从 2025 年的 4,296 亿增长至 2029 年的 8,042 亿，CAGR 为 17.0%。

公司经营

公司收入主要来自于网约车出行服务，曹操出行品牌提供两大服务线：惠选服务及专车服务，分别使用两款不同的定制车，枫叶 80V 和曹操 60。2024 年公司的 GTV 总额为 169.5 亿元，同比增长 38.8%；总收入为 146.6 亿元，同比增长 37.4%。2024 年公司的定制车 GTV 为 42.5 亿元，同比提升 73.1%，定制车渗透率从 2022 年的 5.3% 大幅提升至 25.1%。按城市划分，公司的车队主要集中在一线和二线城市，2024 年 GTV 分别占比为 35.5% 和 58.1%。公司与聚合平台合作，聚合平台贡献了大部分 GTV，2024 年来自于聚合平台的 GTV 占比 85.4%，向聚合平台支付的佣金占 GTV 7.2%。

公司的销售成本包括司机的收入及补贴、折旧费用和车服成本，2024 年公司实现毛利率 8.1%，从 2022 年的毛损率 4.4% 扭亏为盈。毛利率上升主要由于实施优化车辆 TCO 的策略，以及因订单数量和 AOV 增加而减少司机补贴。公司的枫叶 80V 和曹操 60 的预计 TCO 仅分别为 0.53 元和 0.47 元，与典型纯电动车相比，TCO 分别降低 33% 及 40%。2022-2024 年公司的销售及营销开支比率维持在 7.8%-8.4%。2024 年公司净亏损 12.5 亿元，净亏损率从 2022 年的 25.8% 大幅收窄至 8.5%。现金流方面，2024 年公司录得经营现金流 2.4 亿元，比 2023 年增加约 1 亿元。2024 年底有息负债 72.2 亿。

估值水平

我们选取港股出行服务企业进行对标，包括如祺出行（9680 HK）和嘀嗒出行（2559 HK）。估值方面，曹操出行招股价对应 2024 年市销率 1.4 倍，市销率与嘀嗒出行（经调整后利润）接近。考虑到曹操市值较大，行业地位领先，并且于吉利集团的协同能帮助公司获得订单及扩大市场份额，我们认为公司估值合理。

图表 1：同业比较（最新已公布财全年之财务数据）（6 月 17 日）

公司	代码	市值 (百万美元)	收入 (百万 美元)	净利润 (百 万美元)	毛利率 %	净利率 %	市盈率 FY0 (x)	市销率 FY0 (x)	ROE FY0 (%)
曹操出行	2643 HK	2,933.5	2,064.4	(176.2)	8.1	-8.5	N/A	1.4	N/A
如祺出行	9680 HK	286	343	(78.5)	-1.4	-22.9	N/A	0.8	N/A
嘀嗒出行	2559 HK	153	110	139.7	72.0	17.0	8.1	1.4	10.1

来源：公司资料，中泰国际研究部

保荐人往绩

此次联席保荐人是华泰国际、农银国际和广发证券。2025 年至今华泰参与保荐或承销 7 个项目，4 个项目首日收盘上涨；农银国际 2025 年至今共参与保荐或承销 10 个项目，4 个项目首日表现上涨；广发证券今年保荐或承销 7 个项目，5 个项目首日上涨。

市场氛围

在 AI 热潮以及港股金融政策推动下，年初至今港股投资氛围显著改善，指数冲上近三年新高。年初至今主板 IPO 上市 29 只新股，首日破发率达 27.6%，平均首日上涨 11.7%。港股 IPO 氛围热烈。

申购建议

曹操出行此次发行，已经获得 6 家基石投资者认购，包括梅赛德斯-奔驰旗下的投资公司、未来资产、无极资本、国轩高科、亿纬锂能旗下投资投资公司亿纬亚洲、速腾聚创旗下投资公司等。基石投资者共认购约 9.5 亿港元，约占发行总股本约 51.3%。年初至今港 IPO 市场投资氛围良好，有利于新股上市。我们给予曹操出色 70 分，评级为“申购”。

风险提示

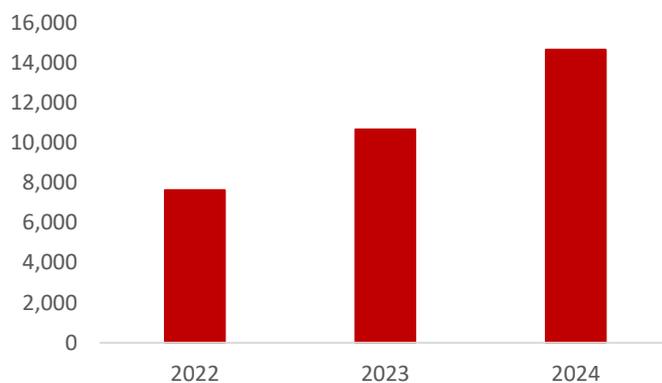
- (1) 出行市场竞争加剧；
- (2) 出行市场政策及监管风险。

图表 2：曹操出行业务模式



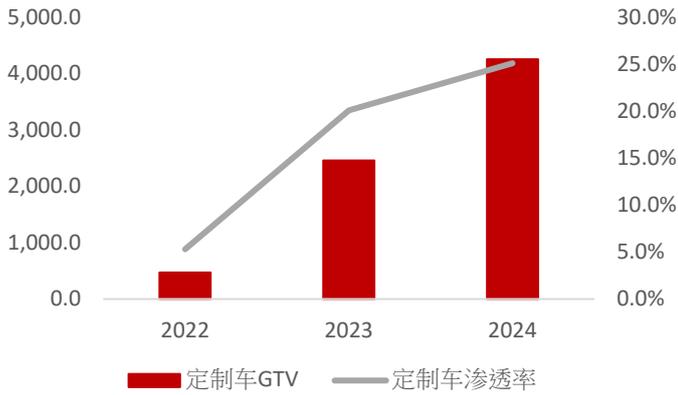
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：公司收入（人民币百万）



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4: 定制车渗透率上升



来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 5: 经营关键指标

	截至12月31日止年度		
	2022年	2023年	2024年
GTV (人民幣百萬元)	8,884	12,214	16,953
- 曹操出行惠選服務	8,615	10,952	15,832
- 曹操出行專車服務	245	1,195	1,061
- 禮帽出行	24	66	61
平均實收率 ⁽¹⁾	84.1%	84.3%	80.0%
訂單量 (千計)	383,429	447,778	598,052
AOV (人民幣元)	23.2	27.3	28.3
日訂單量 (千計)	1,050	1,227	1,634
平均月活躍用戶 (百萬計) ⁽²⁾	13.5	19.2	28.7
平均月活躍司機 (千計)	234	297	466
訂單響應率 ⁽³⁾	87.4%	88.4%	88.1%
平均月司機留存率 ⁽⁴⁾	68.9%	74.7%	70.8%
總獲客成本佔GTV百分比 ⁽⁵⁾	22.2%	18.1%	22.8%
經調整司機收入及補貼佔出行服務收入百分比 ⁽⁶⁾	84.2%	79.1%	79.0%
司機每小時收入 (人民幣元) ⁽⁶⁾	30.9	36.1	35.7

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 相关保荐人部分往绩

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额倍数	中签率	首日表现	(HK\$) 现价	累积表现
手回集团 (2621 HK)	保险	2025/05/30	8.08	989.0	5.0%	-18.2.0%	5.2	-35.6%
恒瑞医药 (1276 HK)	医药	2025/05/23	44.05	453.9	10.0%	+25.2%	57.85	+31.3%
钧达股份 (2865 HK)	工业制品	2025/05/08	22.15	2.5	23.8%	+20.0%	21.80	-1.6%
新吉奥房车 (805 HK)	汽车	2025/01/03	1.27	1.5	80.0%	-22.8%	1.33	+4.7%
布鲁可 (325 HK)	消费	2025/01/10	60.35	5,999.0	10.0%	+40.9%	173.1	+186.8%
讯飞医疗科技 (2506 HK)	医疗设备	2024/12/30	82.8	2.7	80.1%	+8.4%	118.2	+42.8%
越疆 (2432 HK)	软件服务	2024/12/23	18.8	8.3	50%	+4.8%	58.05	+208.8%

注: 更新至 2025 年 6 月 18 日来源: 彭博、中泰国际研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 行业前景评分： 1-20 分，20 分为最高分
2. 公司经营评分： 1-20 分，20 分为最高分
3. 估值水平评分： 1-20 分，20 分为最高分
4. 稳价人往绩评分： 1-20 分，20 分为最高分
5. 市场氛围评分： 1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 80 分

申购： 70 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 80 分

中性： 60 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70 分

不申购： 综合评分总得分 $<$ 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805