曹操出行(2643.HK)：吉利赋能，打造中国网约车第二极

Analyst: Robin Chen
Tel: +852-3982 3212
M: chenrobin@dwzq.com.hk

2025.08.08

東吳證券(香港)
SOOCHOW SECURITIES (HONG KONG)

免责声明

本报告仅供东吴证券国际经纪有限公司（以下简称“东吴证券国际”或“本公司”）的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及／或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。于法律及／或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券国际同意，并注明出处为东吴证券国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券国际评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上;

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%;

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen’s Road East, Hong Kong

香港皇后大道东1号太古广场3座17楼

Tel电话：(+852) 3983 0888（公司）(+852) 3983 0808（客户服务）

公司网址：http://www.dwzq.com.hk/

投资亮点

- **曹操出行**（2643.HK）作为吉利生态体系内核心的出行服务平台，在国内共享出行市场占据重要地位。以GTV计，2024 年公司以5.4%的市场份额位列行业第二，仅次于滴滴（70.4%），其中一二线城市市占率达8.8%和8.5%，显著高于其整体市场份额。依托吉利集团在汽车制造、能源补给等领域的资源协同，公司构建起“制造 - 运营 - 技术”的一体化能力。
- **网约车：规模化扩张与定制车驱动差异化。**网约车业务为公司核心基本盘，2024年实现显著的城市渗透突破，运营城市数量较2023年净增85城，总覆盖达136个，重点布局一二线核心市场的同时逐步下沉。同时，公司定制车战略逐步落地，截至2024年末，公司已在31个核心城市部署超3.4万辆定制车（含枫叶80V和曹操60），形成行业最大规模的定制车队。定制车通过全生命周期成本（TCO）优化及体验升级，支撑平台在司机留存、用户满意度等方面的核心竞争力，成为驱动公司网约车业务持续增长的关键引擎。
- **Robotaxi：前瞻技术储备与商业化试点推进。**公司积极布局智能出行未来赛道，2025年2月正式上线自动驾驶平台“曹操智行”，并率先在苏州、杭州启动Robotaxi运营试点，标志着公司从传统网约车平台向L4级自动驾驶领域的战略延伸。公司计划于2026年底推出专为L4级自动驾驶设计的定制车型，依托与吉利集团在车辆研发、自动驾驶组件预装等方面的协同，确保车型与运营平台的无缝兼容。通过试点积累订单调度、路线规划、应急响应等运营经验，公司正逐步构建Robotaxi规模化运营能力，为未来智能出行市场竞争奠定技术与场景基础。
- **盈利预测：**我们认为曹操出行作为国内共享出行的重要参与者，以差异化竞争策略实现规模性扩张、市场份额有望持续提升；同时，公司前瞻储备Robotaxi技术、推进商业化试点，有望颠覆行业利润模型。我们看好公司出行服务业务增长的持续性，我们预计公司订单AOV维稳的同时、GTV份额将持续提升，2025-2027年出行服务收入分别同比增长49.8%/34.9%/26.7%。同时，车辆销售业务未来将持续增长，成为收入结构优化的重要动力，我们预计2025-2027年车辆销售收入分别同比增长130.7%/75.0%/42.9%。我们预计2025-2027年公司实现收入226/311/400亿元，同比增长54%/38%/28%；归母净利润-7.5/-1.6/6.4亿元，Non-IFRS归母净利润-6.5/-0.6/7.4亿元。
- **估值：**我们认为公司处于快速发展期，且前瞻布局Robotaxi优势明确，因此采用远期估值贴现法计算目标价。我们预计2030年全国网约车订单总量将增长至151亿单，同期公司市占率有望提升至12%、订单AOV提升至30元，对应出行服务收入544亿元，其中Robotaxi/网约车订单占20%/80%，净利率约17%/5%，对应净利润18.5/21.8亿元，给予15x估值，对应2030年604亿元远期市值，以12%要求回报率折现至2025年底后，我们计算公司整体合理估值约342亿人民币，给予2025年底目标价69港元。（汇率以2025/8/8当天港元/人民币=0.9090为准）
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、政策监管风险、Robotaxi业务的资本密集性与不确定性风险。

Source: SCS HK Research

目录

SCS HK Research

A. 发展历史

B. 股权结构和管理团队

C. 共享出行行业：渗透率快速提升，差异化竞争持续

D. 定制车开辟差异化竞争，驱动收入快速增长

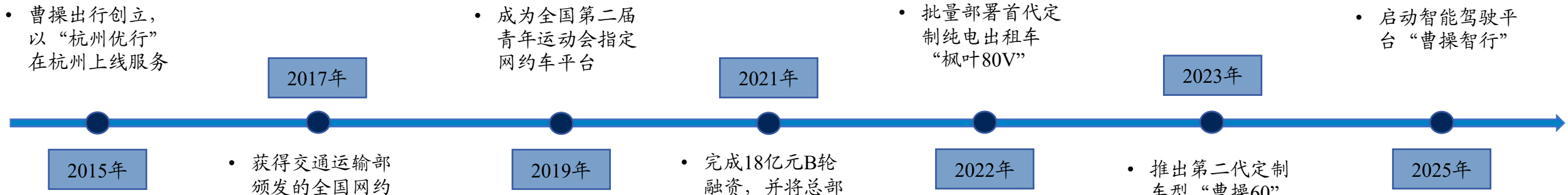
E. 吉利赋能构建生态优势，Robotaxi布局抢占先机

F. 盈利预测与估值

A. 发展历史

吉利孵化的定制化出行平台

- 2015年5月，吉利创始人李书福通过旗下浙江济底科技发起成立曹操出行，同年以**“杭州优行”**在杭州上线服务。
- 2017年，公司获得交通运输部颁发的**全国网约车运营资质**。2019年，成为全国第二届青年运动会指定网约车平台。
- 2021年，完成**18亿元B轮融资**，并将总部迁至苏州。
- 2022年起，公司批量部署首代定制纯电出租车**“枫叶80V”**（Maple 80V）；2023年，推出第二代定制车型**“曹操60”**，致力于打造标准化纯电车队。
- 2025年起，公司启动智能驾驶平台**“曹操智行”**和Robotaxi示范运营。



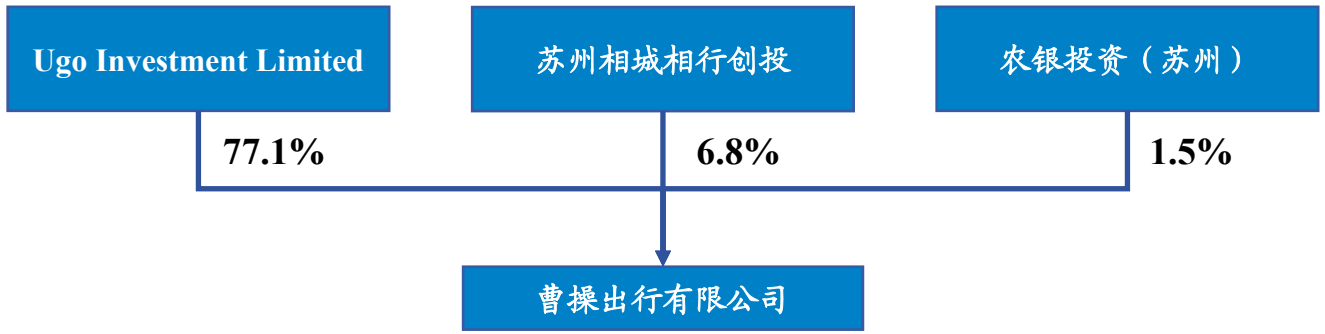
资料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

B. 股权结构和管理团队

股权结构高度集中，核心管理团队行业经验丰富

- **公司股权结构高度集中，绑定吉利构建独特竞争优势。**首次公开发行后，李书福通过Ugo Investment Limited直接持股77.1%，并依据表决权委托协议控制3.9%股权，合计掌握81.0%表决权。其他主要股东包括苏州相城相行创投（6.8%）与农银投资（1.5%）等首次公开发售前投资者，以及龚昕（2.8%）与刘金良（1.02%）等公司董事及高管。此外，基石投资者中，梅赛德斯-奔驰、国轩高科、亿纬锂能等战略方合计持股1.6%。公司作为吉利生态核心载体，深度协同吉利汽车研发、车辆供应及换电网络，既保障了车辆供应稳定性，又通过技术反哺加速Robotaxi定制车型研发，构建起区别于纯出行平台的独特竞争优势。
- **核心管理团队行业经验丰富，融合互联网出行与科技巨头基因。**CEO龚昕作为滴滴前高管，拥有丰富的出行平台运营经验，曾主导专车、代驾及共享单车等多业务线发展，其专业背景为公司战略规划提供坚实支撑。CFO柳森拥有丰富的互联网企业管理及资本市场经验，曾任某领先共享出行公司国际分部CFO、资深财务总监；CTO强琦曾任阿里巴巴钉钉业务单元副总裁及技术委员会主席，主导开发了支撑大规模并发的技术架构，为平台稳定性提供技术保障。这种“业务-安全-技术”三位一体的高管配置，既保证了规模化扩张的稳健性，又强化了技术创新能力，为曹操出行在网约车市场的持续发展提供坚实组织保障。



姓名	职位	简介
龚昕	执行董事、CEO	在互联网及出行服务拥有逾13年经验。曾于蚂蚁科技集团股份有限公司担任城市服务部总经理，在滴滴（中国）科技有限公司先后担任不同管理职位，包括专车事业部总经理、代驾事业部总经理，以及共享单车服务总经理。
柳森	执行总裁、CFO	在网约车及出行服务拥有逾9年经验。曾于一家公路货运平台担任合伙人兼首席财务官并在一家领先共享出行公司担任多个高级职位，包括公司执行财务总监及其国际分部的首席财务官。
强琦	CTO	拥有逾16年软件开发经验。曾于阿里巴巴集团内担任多个高级职位，包括钉钉业务单元副总裁及钉钉技术委员会主席，并先后担任阿里巴巴集团搜索技术部及阿里云数据部的高级技术专家，主要负责阿里云的大数据基础设施及计算平台。

资料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

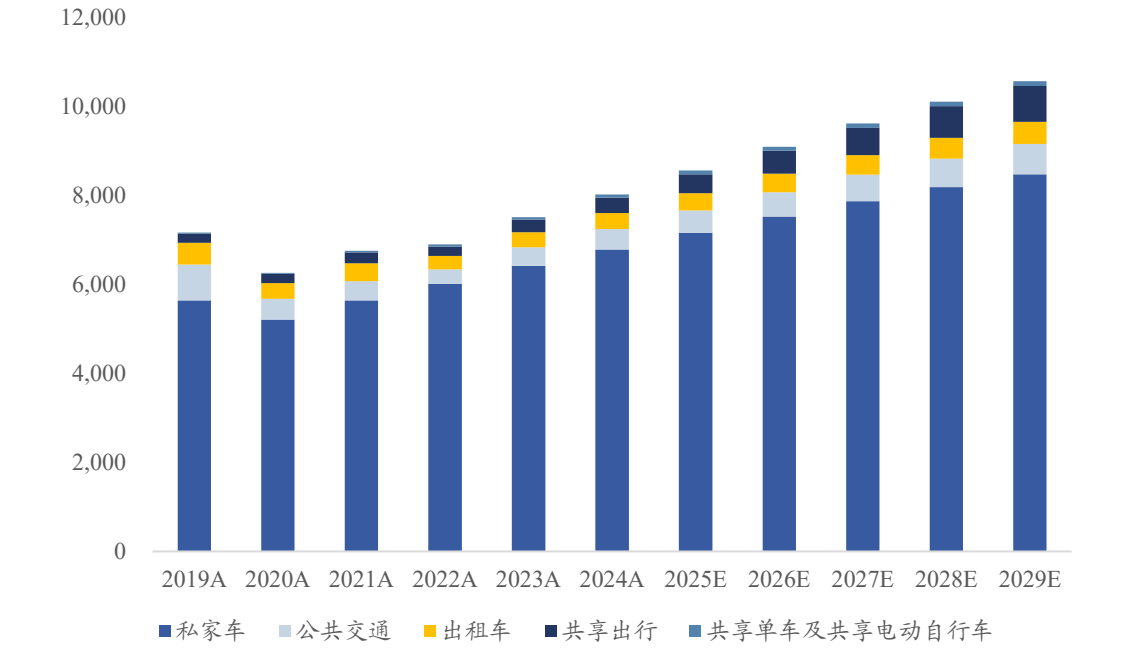
C. 共享出行行业：渗透率快速提升，差异化竞争持续

经济性优势显著，共享出行渗透率持续提升

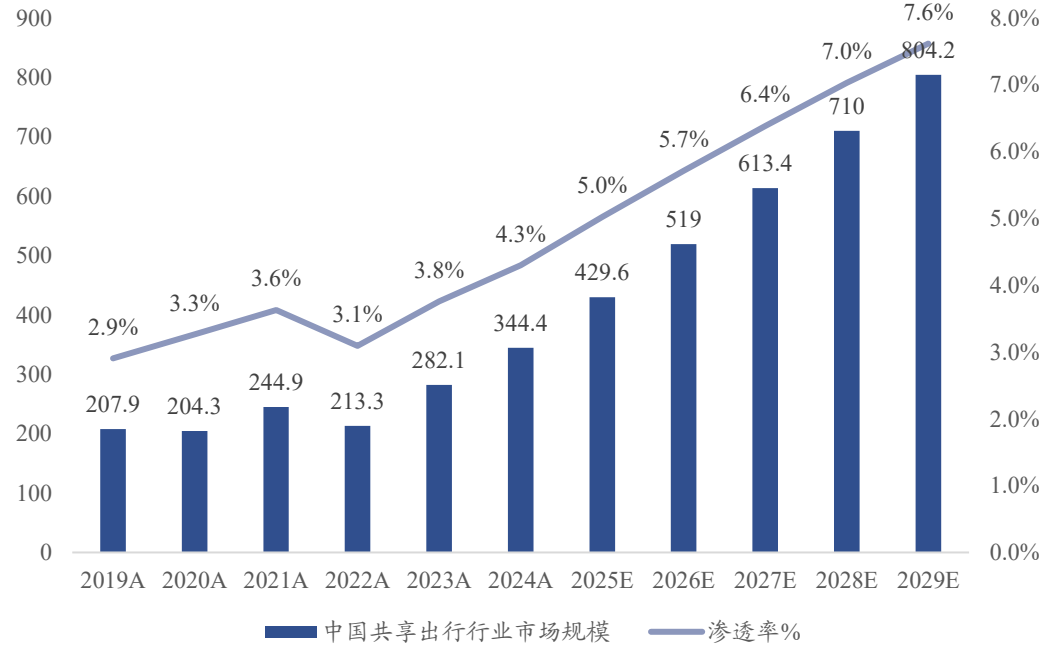
- **中国共享出行市场规模持续扩张，渗透率稳步提升。**弗若斯特沙利文数据显示，2024年中国共享出行市场规模达3,444亿元，对应渗透率约4.3%；伴随消费习惯转变与出行需求升级，预计到2029年市场规模将增长至8,042亿元，CAGR达17%，渗透率同步提升至7.6%，长期增长潜力强劲。

- **下沉市场需求、纯电车普及、成本优势奠定行业增长动能。1）下沉市场成为共享出行增长核心引擎：**在市场扩张过程中，下沉市场需求贡献显著增量，三四线城市出行需求增速持续高于全国平均水平。三四线城市凭借人口基数与消费升级空间，成为共享出行企业拓展的重点领域，推动整体市场规模进一步扩大。**2）纯电动车普及加速推动共享出行成本优化：**纯电动车的快速普及是市场增长的重要驱动因素，2024年网约车新增车辆中80%为纯电车型。电动车在能耗、维保等方面的天然优势，有助于降低共享出行运营成本，为行业规模化发展提供支撑。**3）共享出行经济性优势显著，成本红利持续释放：**共享出行的成本优势进一步巩固其市场吸引力，共享出行每公里成本约2.7元，显著低于私家车的4.5元。

图：中国出行行业市场规模（十亿元人民币）



图：中国共享出行行业市场规模及渗透率（十亿元人民币，%）



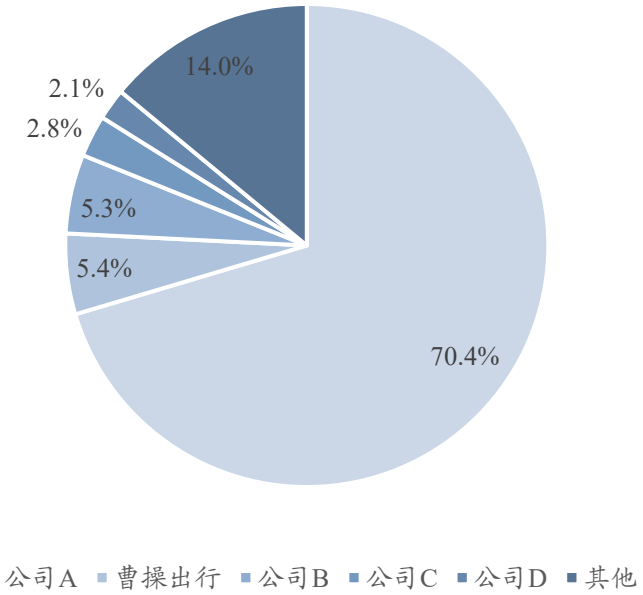
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，中国交通运输部及中国汽车工业协会，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

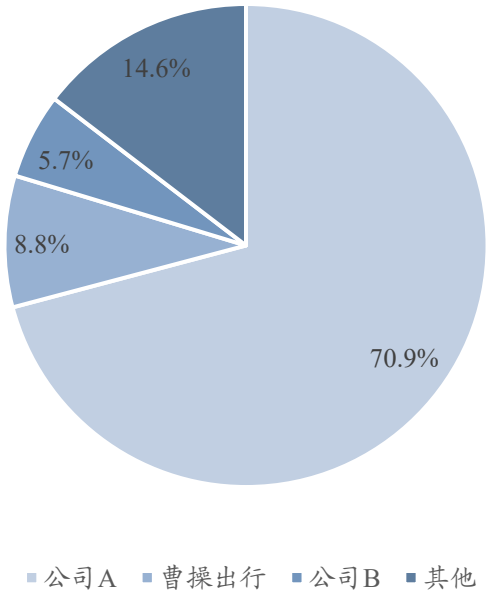
“一超多强”格局已现，差异化竞争持续

- **中国共享出行市场高度集中，曹操出行区域优势显著。**中国共享出行行业呈现“一超多强”格局，滴滴以70.4%的GTV份额占据主导地位，形成强规模壁垒；第二梯队中，曹操出行与T3出行分别占据5.4%和5.3%的市场份额，其中曹操出行在核心市场表现突出，一二线城市市占率分别达8.8%和8.5%，显著高于其整体市场份额，体现其高线城市的深耕成效。
- **聚合平台崛起重塑流量生态。**共享出行行业流量分发格局持续演变，高德、美团等聚合渠道订单占比从2019年的7%大幅提升至2024年的31%，预计2029年将进一步攀升至53.9%。这一趋势下，第二梯队企业对聚合平台的流量依赖加深，同时也倒逼其探索自有渠道与聚合渠道的协同运营策略。
- **合规化构建竞争壁垒，曹操出行合规优势支撑核心城市份额。**行业合规化进程加速推进，2024年共享出行行业平均订单合规率仅69%，而曹操出行凭借全链条合规管理体系，订单合规率达85.1%，显著高于行业水平。这一优势在合规要求严格的一线城市尤为突出，支撑曹操出行实现较高的市场份额，成为差异化竞争的重要抓手。

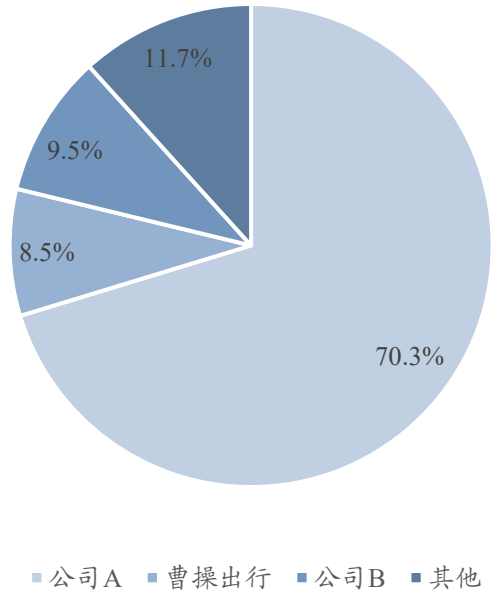
图： 2024年主要参与者GTV市场份额



图： 2024年主要参与者GTV市场份额（一线城市）



图： 2024年主要参与者GTV市场份额（二线城市）



资料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

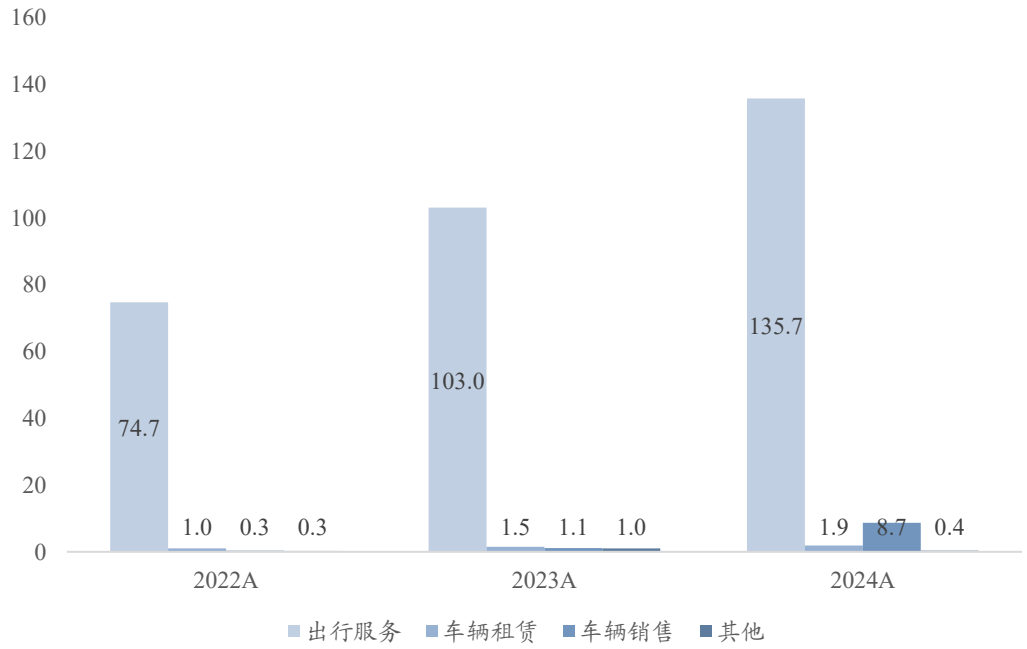
Source: SCS HK Research

D. 定制车开辟差异化竞争，驱动收入快速增长

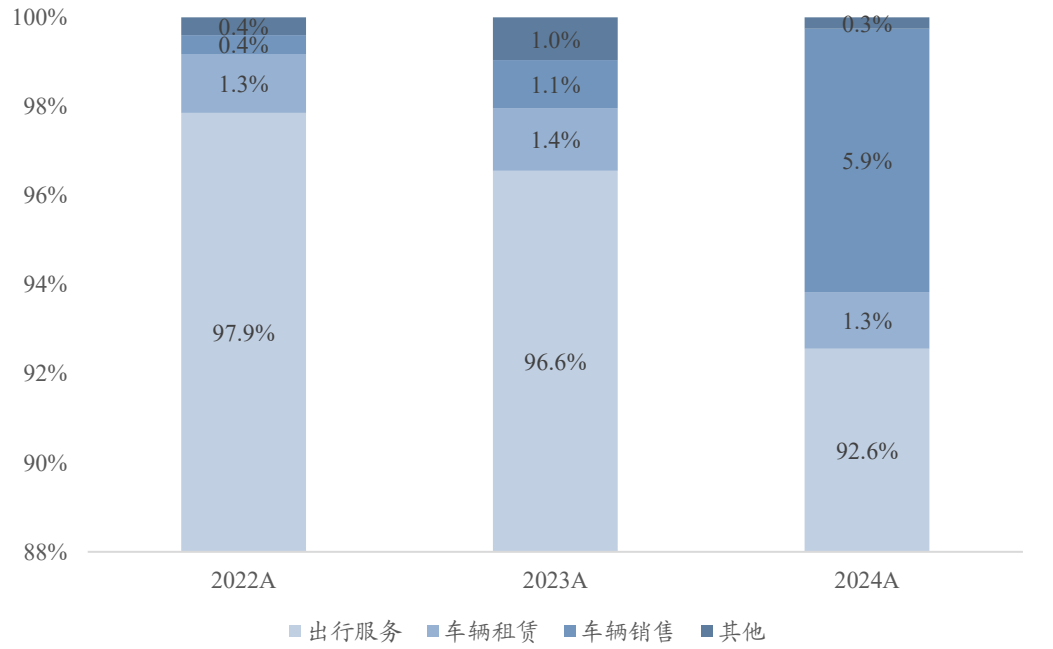
出行服务支撑业务基本盘，车辆销售收入快速增长

- **出行服务为核心收入来源，品牌矩阵支撑业务基本盘。**出行服务占据公司收入绝对主导地位，2022-2024年占比分别为97.9%、96.6%、92.6%。该业务以“曹操出行”主品牌为核心，涵盖两大服务线：惠选服务聚焦日常经济出行需求，为基础流量来源；专车服务通过专业司机培训与增值设施提供高端体验，满足品质需求。同时，“礼帽出行”品牌延伸至网约车与线下出租车领域，针对差异化客户偏好定制司机培训体系，进一步拓宽服务覆盖场景，巩固出行服务的核心地位。
- **车辆租赁收入占比低且稳定，定位运力支撑辅助业务。**车辆租赁业务贡献度较低且波动平缓，2022-2024年收入占比维持在约1.3%，主要服务于运力合作伙伴。公司通过向合作伙伴出租车辆提升平台服务能力，主要承担运力补充的辅助功能，整体收入贡献有限。
- **车辆销售业务快速增长，定制车驱动收入结构优化。**车辆销售成为收入增长亮点，占比从2022年的0.4%提升至2024年的5.9%，2023年推出第二代定制车曹操60后进入系统化发展阶段。该业务通过曹智公司开展，目标客户覆盖运力合作伙伴、第三方车队运营商及个人司机，受益于定制车战略深化，2023年起收入大幅增加，我们预计该业务未来将持续增长，成为收入结构优化的重要动力。

图：2022-2024年公司营收拆分情况（亿元人民币）



图： 2022-2024年公司营收占比情况



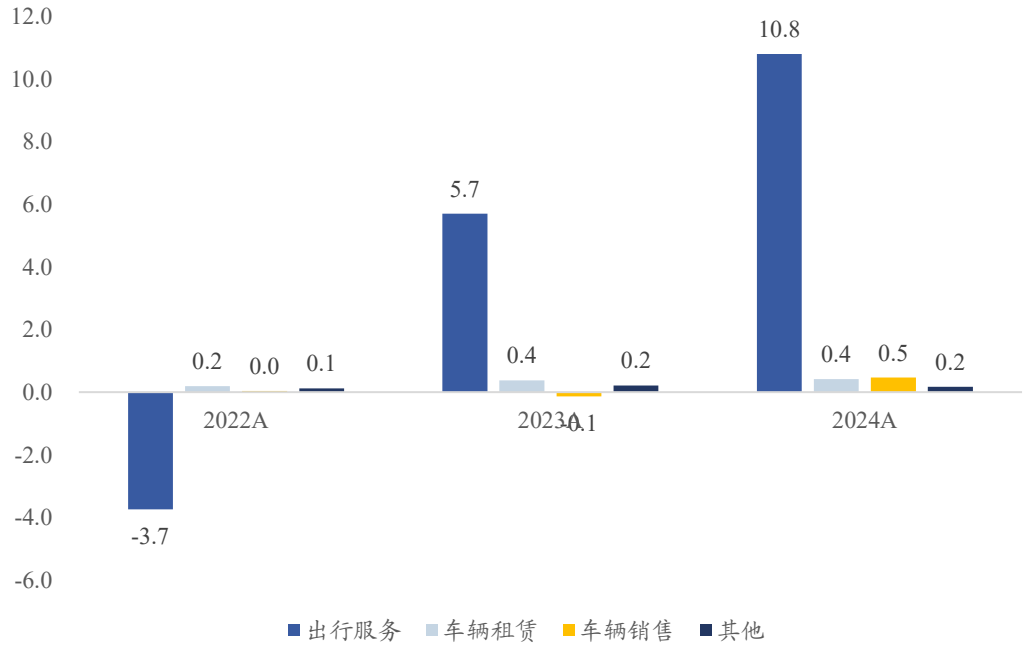
资料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

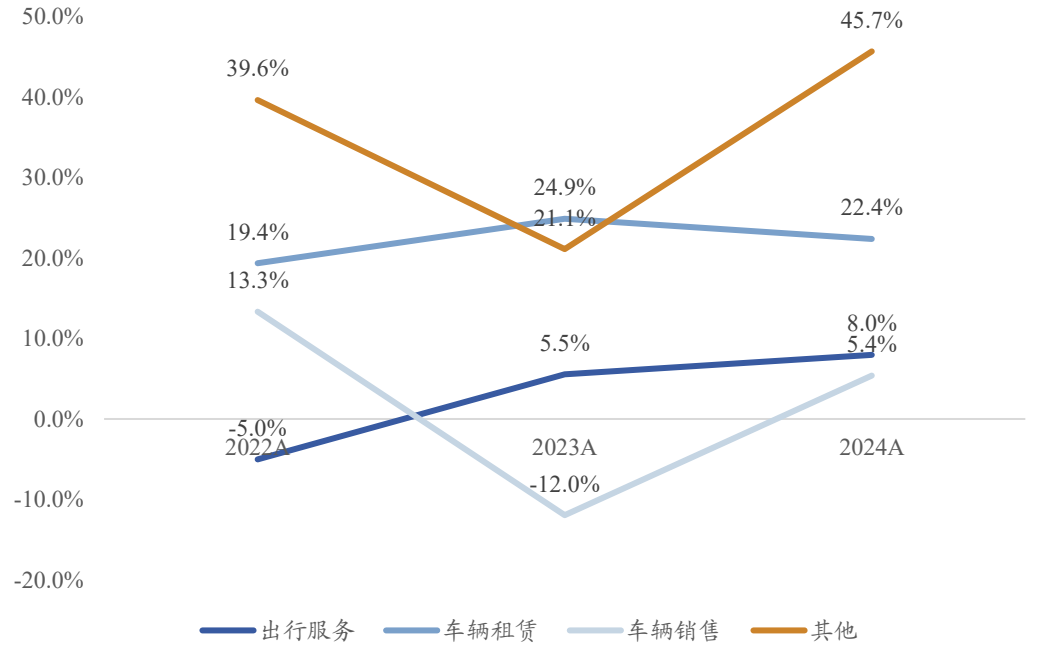
规模效应叠加定制车优势，毛利率持续改善

- **整体毛利率持续改善，出行服务为核心驱动。**公司盈利能力逐年转好，2022-2024年整体毛利率为-4.4%/5.8%/8.1%，其中出行服务业务毛利率为-5.0%/5.5%/8.0%，成为整体毛利率改善的核心支柱。该业务毛利改善主要得益于运营效率优化与成本控制：随着平台规模扩大，司机单均派单量增加，客单价提升，使得司机补贴依赖度下降；同时，定制车型（如曹操60）的规模化应用及全链条车服体系的搭建，大幅降低车辆能耗、维保等TCO，推动单位盈利水平持续优化。
- **车辆租赁毛利率短期波动，主因旧车退役与车型调整。**车辆租赁业务毛利率呈现先升后降趋势，2022-2024年为19.4%/24.9%/22.4%，毛利率波动主因折旧费用计提节奏和车型调整策略影响，预计未来该业务毛利率将保持平稳。
- **车辆销售毛利率短期承压后回升，异常因素消退。**车辆销售毛利率经历短期波动，2022-2024年分别为13.3%/-12.0%/5.4%。2023年毛利率显著下滑，主要由于国内汽车电池供不应求时高价采购电池用于曹操60生产，而销售时市场价回落至正常水平，导致成本与售价倒挂；随着电池供应恢复正常，该异常情况消退，2024 年毛利率已实现回升，预计未来此类短期波动不会重复出现。

图：2022-2024年公司分业务毛利情况（亿元人民币）



图： 2022-2024年公司分业务毛利率情况



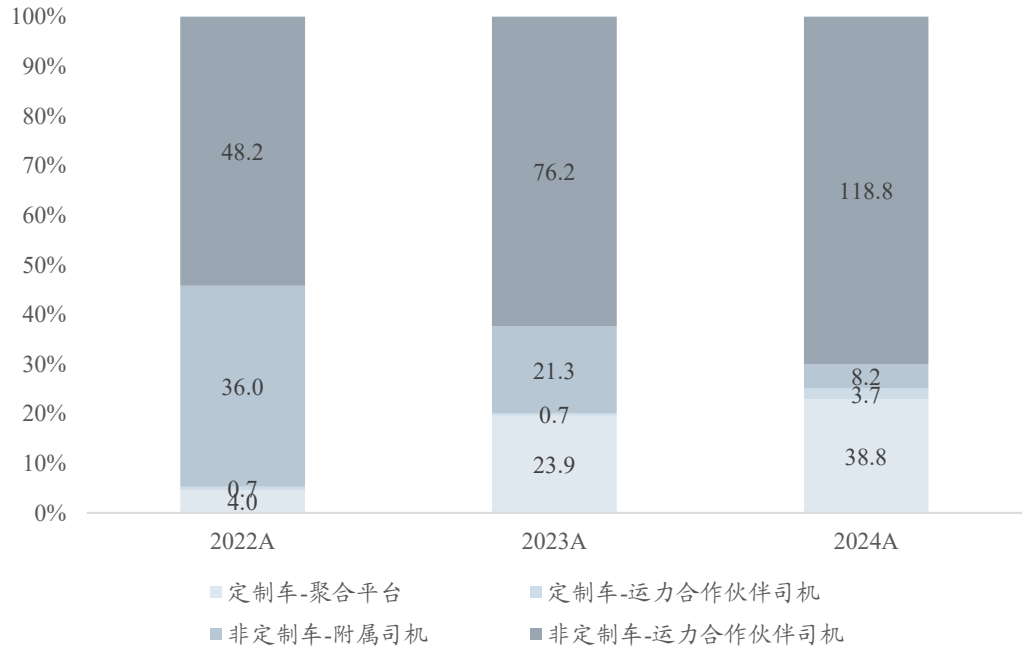
资料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

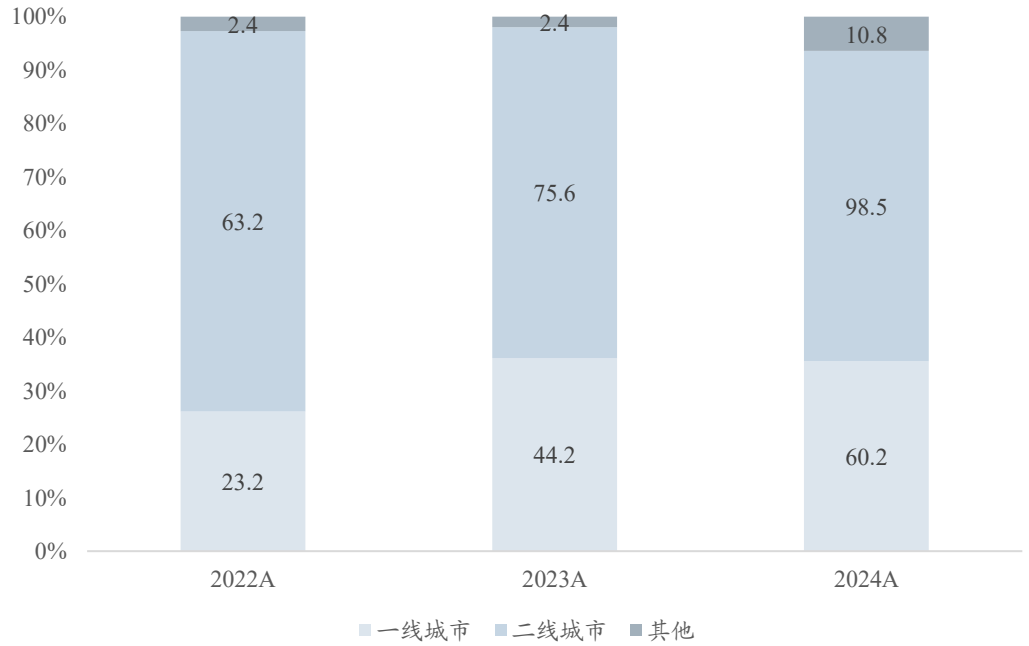
定制车GTV贡献快速提升，轻资产模式助力规模扩张

- **定制车GTV渗透率持续攀升，成为业务增长核心引擎。**公司定制车GTV占比快速提升，2022-2024年分别为5.3%/20.1%/25.1%，核心驱动力来自定制车部署规模的迅速扩大。展望未来，我们预计随着公司向所有附属司机普及定制车，并在新城市拓展时向运力合作伙伴销售定制车，该占比将进一步提升。公司将依托定制车在成本与效率上的优势，持续强化其对整体GTV的贡献。
- **聚合平台及运力合作伙伴司机GTV持续走高，助力轻资产扩张。**聚合平台GTV占比大幅攀升，2022-2024年分别为49.9%/73.2%/85.4%，成为流量获取的核心渠道。公司通过深化与高德、美团等聚合平台合作，高效获取大规模用户流量。另外，运力合作伙伴司机贡献的GTV占比稳步上升，2022-2024年分别为55.0%/62.9%/72.3%。公司通过强化与运力合作伙伴的合作，高效提升平台服务能力，支撑业务规模快速扩大，体现出轻资产运营模式在网络拓展中的灵活性与效率优势，成为规模扩张的重要保障。
- **城市布局聚焦核心市场，下沉市场拓展初见成效。**从城市等级分布看，公司GTV主要集中于一二线核心市场，同时下沉市场逐步发力；其他城市（下沉市场）占比从2023年的2.0%提升至2024年的6.4%，反映下沉市场拓展成效初显。

图：2022-2024年公司GTV拆分及占比情况-按平台（亿元人民币）



图：2022-2024年公司GTV拆分及占比情况-按城市（亿元人民币）



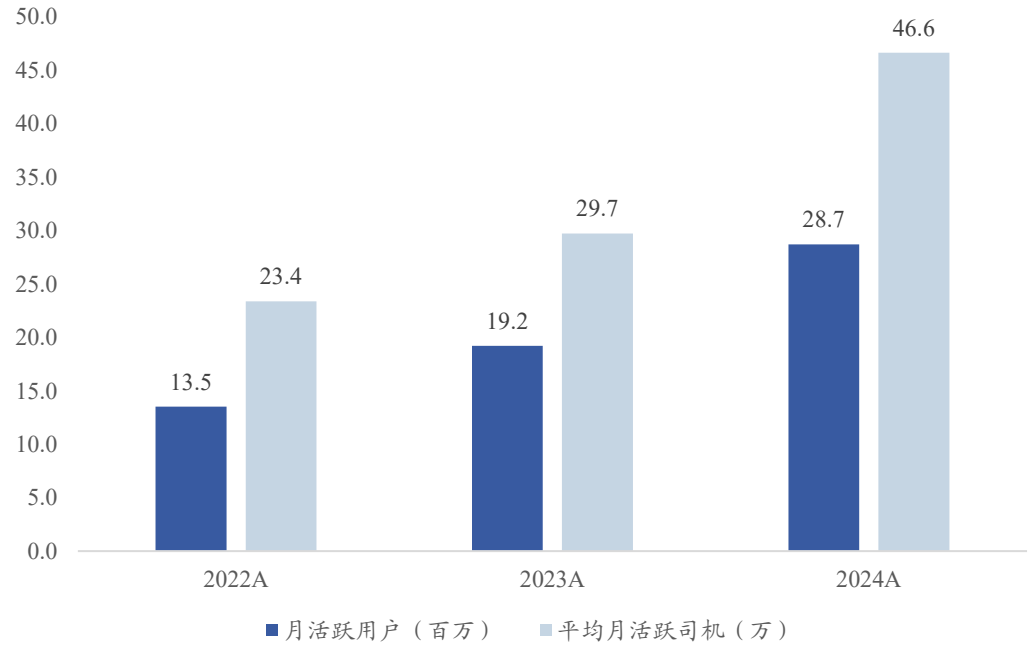
资料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

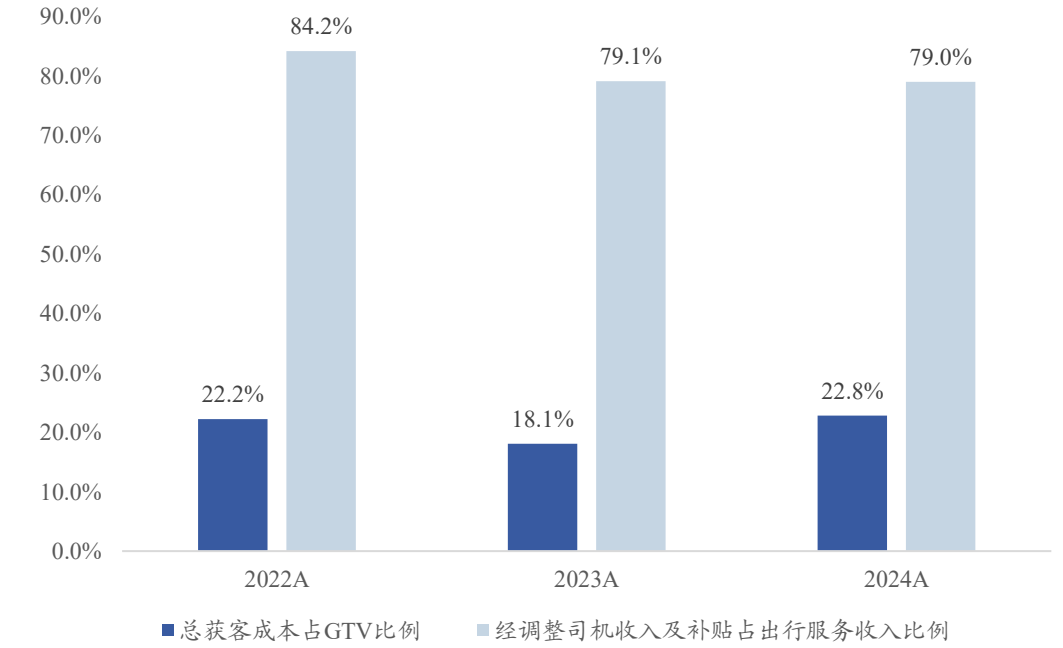
平台效应逐步显现，补贴占比稳中有降

- **用户与司机规模同步扩张，平台网络效应逐步显现。**曹操出行用户与司机规模呈持续增长态势，2022-2024年平均月活跃用户为13.5/19.2/28.7百万，平均月活跃司机为23.4/29.7/46.6万，反映平台对用户吸引力提升及服务能力扩容。用户与司机规模的同步扩张，为订单量增长与匹配效率优化奠定基础，支撑平台网络效应逐步释放，同时为后续运营效率提升与成本优化提供规模支撑。
- **获客成本波动调整，战略重心影响成本结构。**2022-2024年总获客成本占GTV比例为22.2%/18.1%/22.8%。2023年占比下降主因公司聚焦盈利提升，削减用户补贴，并通过曹操大脑优化补贴分配效率；2024年占比回升则源于新城市拓展及存量城市获客支出增加。
- **司机补贴占比持续下降，时薪保持行业领先水平。**经调整司机收入及补贴占出行服务收入比例逐步优化，2022-2024年分别为84.2%/79.1%/79.0%，核心得益于运营效率提升。“曹操大脑”优化司机调度，订单量增长提高接单频率，换电等车服方案缩短补能时间，减少对补贴的依赖。同期每单司机补贴从0.85元降至0.70元，但司机平均时薪仍保持优势，2024年35.7元虽受行业竞争影响略低于2023年的36.1元，仍高于主要同行，体现公司降补贴但不损司机收益的运营成效。

图：2022-2024年月活跃用户（百万）及月活跃司机数量（万）



图： 2022-2024年总获客成本占比和经调整司机收入及补贴占比情况



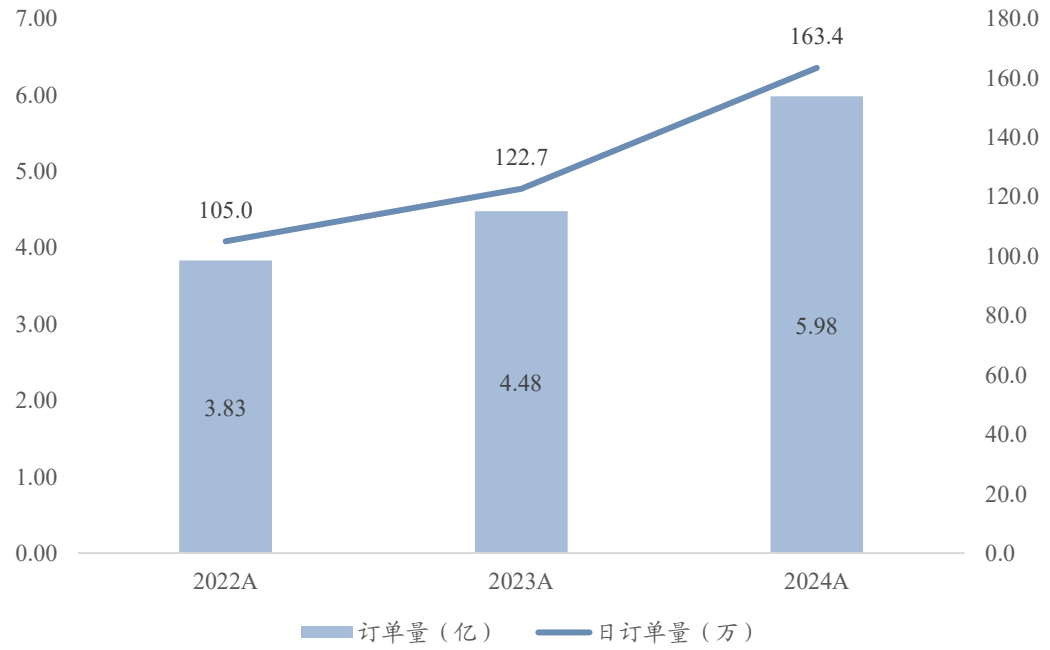
资料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

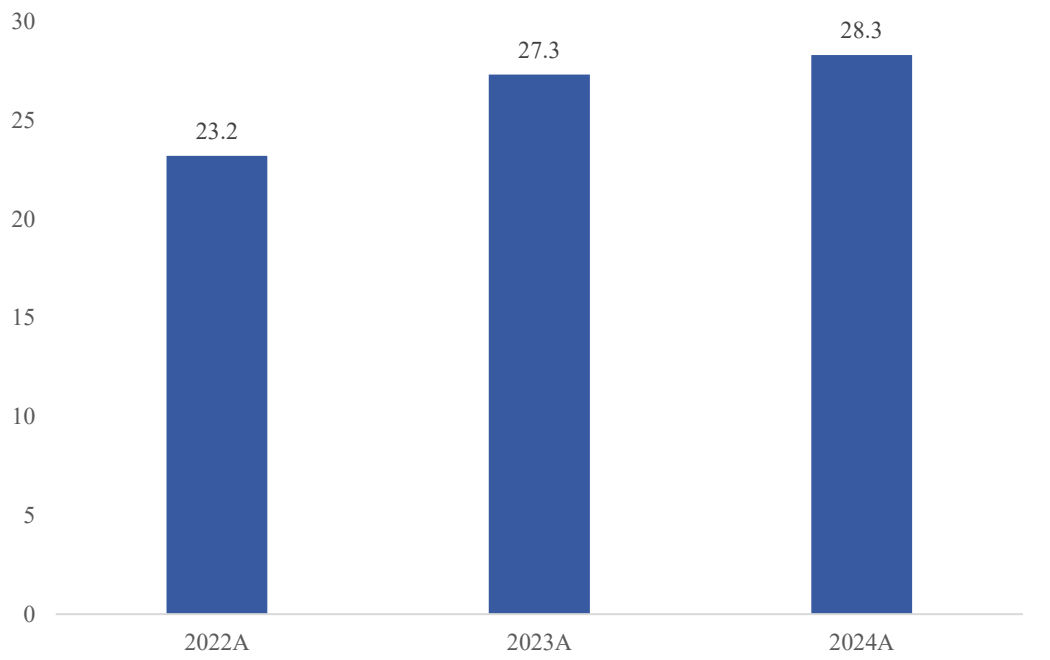
订单量持续高增，AOV稳中有升

- **订单量持续高增，定制车队与生态合作奠定增长基础。**公司订单规模呈显著上升趋势，2022-2024年总订单量为3.83/4.48/5.98亿，对应日订单量105.0/122.7/163.4万，核心驱动力来自品牌影响力与服务能力双重强化。作为国内领先网约车平台，其高品牌知名度有效提升用户吸引力与忠诚度；同时，定制车队规模优势突出，截至2024年末公司已在31个城市部署超3.4万辆定制车供附属司机使用，为同类公司最大，支撑服务体验升级。叠加与聚合平台合作深化，公司预期未来订单量将持续增长，受益于用户体验优化与流量渠道拓展的协同效应。
- **AOV稳步提升，专车服务与需求复苏驱动结构优化。**公司客单价呈现持续改善态势，2022-2024年AOV为23.2/27.3/28.3元，其中2023年同比大幅提升17.6%，主要得益于行业从疫情影响中复苏，以及2022年高AOV专车服务的推出，推动整体客单价结构性上升。展望未来，AOV预计保持稳定：一方面，差旅与旅行需求增长及专车服务普及将支撑客单价；另一方面，下沉市场扩张可能带来的客单价下行压力预计将被上述因素抵消，形成供需动态平衡下的稳定态势。

图：2022-2024年公司订单量情况



图：2022-2024年公司AOV情况（元人民币）



资料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

E. 吉利赋能构建生态优势，Robotaxi布局抢占先机

吉利赋能定制车生态，构建独特竞争壁垒

- **深度绑定吉利生态，定制车全链条掌控构筑核心壁垒。**曹操出行与吉利集团的战略协同在定制车领域形成独特竞争优势，双方深度参与定制车从设计到销售的全链条环节。依托数亿次行程积累的用户与司机需求洞察，曹操出行从枫叶80V的智能座舱独立设计，到曹操60的全流程掌控（涵盖BOM成本确定、车型选择及智能功能定义），实现产品迭代的精准性。2023年，曹智公司成立，专职负责曹操汽车品牌的定制车设计、开发与运营，进一步强化专业化能力。借助吉利成熟的生产体系与质量控制，公司通过月度订单模式保障定制车供应，并可灵活调配至自营或第三方租赁/销售，支撑TCO优化能力持续升级，成为差异化运营的核心支撑。

- **换电网络高效协同，显著降低司机停机成本。**换电模式为定制车运营效率提升提供关键支撑，公司接入吉利集团26城378个换电站，实现定制车60秒极速换电。同时，换电流程已实现高度智能化，司机通过中控屏实时监控电量并导航至换电站，到站后自动识别牌照完成无人换电及状态检查，费用通过平台闭环结算，全程无需司机下车。据弗若斯特沙利文数据，相比仅支持充电的车辆，换电车每天可节省1小时补能时间，对应司机月收入增加约700元。展望未来，公司计划与吉利协同，优先在核心业务城市扩大换电网络，持续强化运营效率优势。

楓葉80V
（用於專車服務）

曹操60
（用於惠選服務）

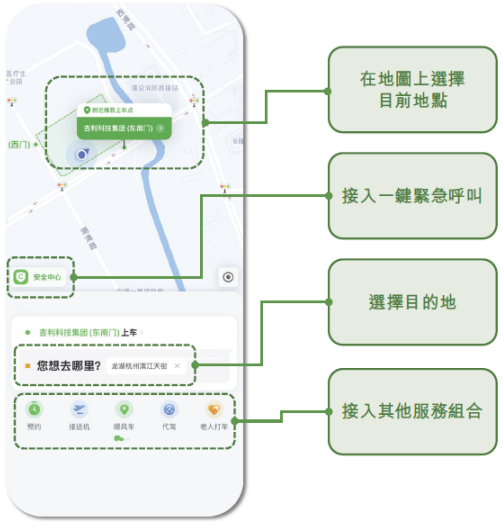
資料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

定制车升级空间与智能体验，有效提升用户粘性

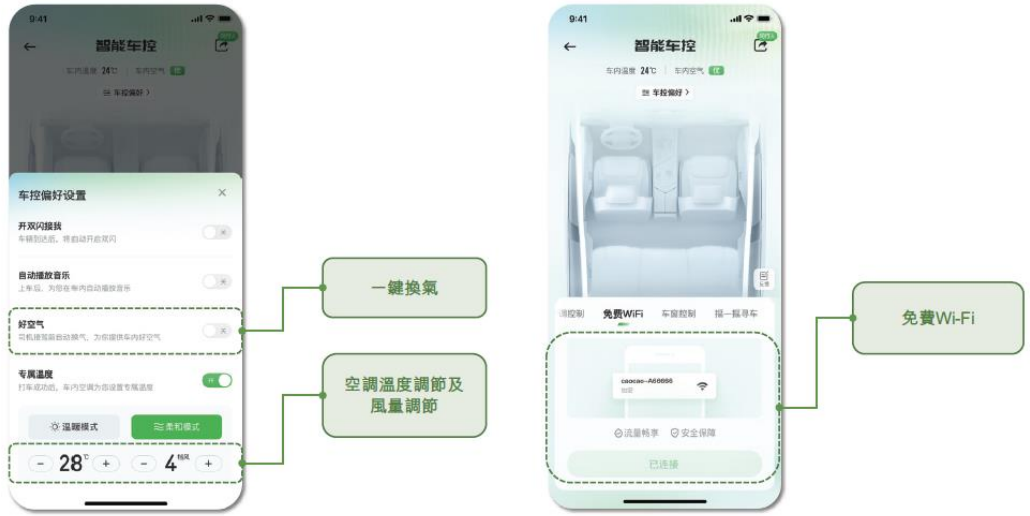
- **TCO优化成效显著，降本优势支撑盈利改善。**公司定制车车队规模居行业首位，截至2024年末已在31个城市部署超3.4万辆定制车（含1.8万辆枫叶80V及1.6万辆曹操60）。定制车的核心优势之一在于全生命周期成本（TCO）的极致优化，枫叶80V及曹操60的TCO分别为0.53元/公里及0.47元/公里，较行业典型纯电车分别降低33%及40%。成本优势直接减少对司机补贴的依赖，推动经调整司机收入及补贴占出行服务收入比例从2022年的84.2%降至2024年的79.0%，在提升司机留存率的同时，为整体盈利能力改善提供支撑。
- **空间与智能体验升级，强化用户出行满意度。**公司定制车在乘坐体验上针对性优化，枫叶80V以2,807毫米轴距及1,003毫米后座头部空间保障宽敞性，用户可通过APP控制座舱音乐、温度并使用免费WiFi；曹操60进一步升级，975毫米后座腿部空间媲美大型轿车，500升超大后备箱可容纳多件行李，配备折叠杯架、USB充电等实用功能，同时继承枫叶80V的智能座舱功能，以高性价比提供专车级体验，有效提升用户粘性。
- **安全配置升级，事故率显著低于行业水平。**公司定制车搭载主动安全技术，配备碰撞警告系统及实时司机监控技术，有效降低危险驾驶风险。2023-2024年，公司订单事故率分别为每百万订单45宗及37宗，远低于同期行业平均的112宗及101宗。

曹操出行應用程序



鎖屏彈窗

智能座艙功能界面



资料来源：公司招股书，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

Robotaxi先发布局，运营能力&生态协同构筑壁垒

- **Robotaxi平台正式上线，苏杭试点开启商业化探索。**2025年2月28日公司推出自动驾驶平台“曹操智行”，并率先在苏州、杭州启动Robotaxi试点服务，标志着其从传统网约车向智能出行的战略延伸。试点初期采用预装有自动驾驶组件及应用程序的领克Z10纯电动轿车，依托平台在订单调度、路线规划、资源分配等方面的初期搭建，验证Robotaxi运营流程的可行性。
- **聚焦L4级定制车型研发，2026年目标明确。**公司深化与吉利集团的合作，计划于2026年底推出专为L4级Robotaxi服务设计的定制车型。该车型将预装全套自动驾驶组件及应用程序，通过采用换电结构优化TCO。同时，车内设计将充分利用无人驾驶空间优势，配备安全设施及实时乘客响应渠道，兼顾体验与安全，实现从“适配改造”到“原生设计”的升级。
- **运营能力迁移复用，支撑Robotaxi规模化落地。**公司依托现有网约车运营经验，构建Robotaxi全链条管理能力，涵盖订单派发、路线规划、车辆维保、能源补充、应急响应等核心环节。尽管面临无人化运营的新挑战，但其在传统业务中积累的大规模车队管理、客户服务体系可实现迭代升级，降低Robotaxi运营试错成本。
- **生态协同构筑壁垒，技术与制造优势叠加。**公司Robotaxi布局深度依赖吉利集团的生态支撑：一方面，吉利作为领先汽车OEM提供成熟的车辆生产与质量控制体系，保障定制车型开发效率；另一方面，双方在自动驾驶技术整合、预装组件适配等方面的协同，确保车辆与曹操智行平台无缝兼容。这种“运营经验 + 制造技术”的双重优势，使公司在Robotaxi大规模商业化所需的技术成熟度、车辆可控性及运营专业性上具备差异化竞争力。

资料来源：公司招股书，IT之家，东吴证券（香港）

Source: SCS HK Research

F. 盈利预测与估值

盈利预测与估值

- **核心假设1:**
- **出行服务:** 我们认为公司将继续深化与聚合平台的合作、高效获取大规模用户流量，并通过强化与运力合作伙伴的合作、高效提升平台服务能力，以一二线核心市场为基本盘、逐步发力下沉市场。我们预计公司订单AOV维稳的同时、GTV份额将持续提升，2025-2027年出行服务收入分别同比增长49.8%/34.9%/26.7%。
- **车辆租赁:** 我们认为车辆租赁业务主要承担运力补充的辅助功能，整体收入贡献有限，预计2025-2027年车辆租赁收入分别同比增长2.0%/1.0%/3.0%。
- **车辆销售:** 我们认为随着2023年公司推出曹操60后、车辆销售业务进入系统化发展阶段，我们预计该业务未来将持续增长，成为收入结构优化的重要动力。我们预计2025-2027年车辆销售收入分别同比增长130.7%/75.0%/42.9%。

人民币千元	2024A	2025E	2026E	2027E
出行服务	13,566,590	20,323,284	27,411,719	34,735,283
同比增速（%）	*31.7%*	*49.8%*	*34.9%*	*26.7%*
车辆租赁	187,083	190,825	192,733	198,515
同比增速（%）	*24.2%*	*2.0%*	*1.0%*	*3.0%*
车辆销售	866,760	2,000,000	3,500,000	5,000,000
同比增速（%）	*656.6%*	*130.7%*	*75.0%*	*42.9%*
其他	37,066	50,000	40,000	40,000
同比增速（%）	*-63.9%*	*34.9%*	*-20.0%*	*0.0%*
总计	**14,657,499**	**22,564,109**	**31,144,452**	**39,973,798**
同比增速（%）	*37.4%*	*53.9%*	*38.0%*	*28.3%*

Source: SCS HK Research

盈利预测与估值

- **核心假设2:**
- **毛利率:** 我们认为随着出行服务规模效应显现、毛利率不断提升，公司整体盈利能力有望持续改善，我们预计2025-2027年公司毛利率约9.1%/10.0%/11.0%。
- **费用率:** 我们认为公司目前仍处于快速发展期，人员及资金投入需求较高，销售费用绝对值仍将继续增长；同时，随着公司收入规模增长，费用率将相应摊薄，我们预计2025-2027年公司销售及市场费用率约8.2%/7.6%/7.2%，管理费用率约3.1%/2.2%/1.6%。
- **净利润:** 我们预计2025-2027年公司实现归母净利润-7.5/-1.6/6.4亿元，Non-IFRS归母净利润-6.5/-0.6/7.4亿元。
- **估值:** 我们认为公司处于快速发展期，且前瞻布局Robotaxi优势明确，因此采用远期估值贴现法计算目标价。我们预计2030年全国网约车订单总量将增长至151亿单，同期公司市占率有望提升至12%、订单AOV提升至30元，对应出行服务收入544亿元，其中Robotaxi/网约车订单占20%/80%，净利率约17%/5%，对应净利润18.5/21.8亿元，给予15x估值，对应2030年604亿元远期市值，以12%要求回报率折现至2025年底后，我们计算公司整体合理估值约342亿人民币，给予2025年底目标价69港元。（汇率以2025/8/8当天港元/人民币=0.9090为准）

人民币千元	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	**14,657,499**	**22,564,109**	**31,144,452**	**39,973,798**
同比增速（%）	*37.4%*	*53.9%*	*38.0%*	*28.3%*
销售及营销费用	-1,222,042	-1,839,307	-2,377,290	-2,869,044
费用率（%）	*-8.3%*	*-8.2%*	*-7.6%*	*-7.2%*
一般及行政费用	-762,019	-700,000	-680,000	-650,000
费用率（%）	*-5.2%*	*-3.1%*	*-2.2%*	*-1.6%*
研发费用	-234,462	-220,000	-200,000	-200,000
费用率（%）	*-1.6%*	*-1.0%*	*-0.6%*	*-0.5%*
归母净利润	**-1,250,769**	**-746,246**	**-162,513**	**640,025**
Non-IFRS归母净利润	**-726,541**	**-648,246**	**-64,513**	**738,025**

Source: SCS HK Research

风险提示

- **行业竞争加剧风险：**中国网约车市场高度集中且竞争激烈，可能导致持续的价格压力和用户/司机获取成本居高不下。
- **政策监管风险：**出行行业监管政策不断变化，可能对运营模式、定价和盈利能力产生重大影响。
- **Robotaxi业务的资本密集性与不确定性：**Robotaxi的研发和商业化需要大量资本投入，且盈利周期长、技术和商业化路径存在不确定性。

www.dwzq.com.hk

SCS HK Research