

曹操出行(02643)

报告日期: 2025年08月13日

头部网约车平台，定制车生态赋能卡位 Robotaxi

——曹操出行深度报告

投资要点

- 曹操出行：背靠吉利生态，以定制车为基石，跻身中国网约车平台第二名**
 公司是一家由吉利集团孵化的中国头部科技出行平台，2024年网约车市占率5.4%，位列第二名。截至2024年底公司在31个核心城市部署3.4万辆定制车，为中国同类车队规模最大；网约车运营网络覆盖136座城市，平台活跃车辆约150万台，完成GTV约170亿元。
收入高增，盈利改善。2024年营业收入同比+37%至147亿元，其中出行服务、车辆销售、车辆租赁收入分别占93%、6%、1%，同比增长32%、657%、24%；毛利率转正为8%，经调整净利润为-7.2亿元，经调整EBITDA约3.8亿元。
- 网约车：万亿出行市场，聚合平台重塑一超多强格局，曹操加速轻资产扩张**
 共享出行市场高速发展，聚合平台推动流量分散化重塑行业格局，曹操出行借力突围。弗若斯特沙利文预计，2024-2029年中国共享出行市场规模将从3444亿元增长至8042亿元，对应CAGR为18.5%。拥有流量优势与互联网技术优势的聚合平台崛起，推动共享出行市场从单一参与者主导转变为流量持续分散化的市场，2019-2024年聚合平台网约车订单占比从7%上升至31%，预计到2029年将提升至54%。行业一超多强格局稳固，2024年TOP5市场份额合计86%，仅滴滴出行、花小猪打车、曹操出行、T3出行APP月活规模超过200万。
以定制车为基石构筑成本壁垒，规模效益下2024年网约车业务毛利率转正。背靠吉利产业链，公司推出TCO更低、换电体系效率更高、乘客体验更舒适的定制车型，并提供全面车服解决方案，定制车TCO较典型纯电动汽车低36%，构筑运营成本壁垒。截至2024年末，公司已部署3.4万辆定制车，并计划进一步扩张至5万辆左右。在保证司机净收入的基础上，随着市场成熟度提升，有望收窄补贴力度、提升平台利润。2024年公司网约车业务毛利率8.1%，规模效益下盈利能力有望持续改善。
轻资产模式大举开城扩份额，定制车销售规模有望协同高增。公司采取“直营+加盟”混合模式打造网约车运力平台，加速新开城步伐攻城略地，2024年公司运营网络覆盖136个城市，同比增加85城，并计划2025年新开200城。公司计划25-27年分别对外销售1.5-3.2、2.5-4.5、4-6万辆曹操60定制车，若完成销售计划下限，2027年车辆销售收入将达到40亿元，按照2024年毛利率5.4%计算，对应毛利约2.2亿元，较24年增长363%。
- Robotaxi三位一体生态闭环雏形已成：定制车+智能驾驶+出行平台**
Robotaxi出行服务、技术服务、车辆销售及维修市场增长潜力巨大。根据弗若斯特沙利文预计，中国Robotaxi商业化运营有望于2026年落地，到2030年中国Robotaxi出行市场规模将增长至近0.5万亿元，到2035年将攀升至1.6万亿元；到2035年，中国Robotaxi车辆销售规模将增长至约4692亿元。
自动驾驶政策密集落地，中国Robotaxi商业化节奏提速。2025年8月起《自动驾驶汽车道路测试与示范应用管理办法（2025修订版）》正式实施，首次允许L4级自动驾驶车辆在上海、广州、深圳、重庆、杭州5个试点城市开展全域商业化载客和载货运营服务，并取消了“安全员强制随车值守”的硬性要求，标志着中国自动驾驶技术从封闭测试场走向大规模商业化落地的新阶段。
未来新引擎：开启Robotaxi苏杭试点，国内首个“定制车+智能驾驶+出行平台”Robotaxi闭环生态雏形已成。2025年2月“曹操智行”自动驾驶平台上线，搭载吉利“千里浩瀚”自动驾驶解决方案，在苏州、杭州开启Robotaxi服务试点。依托吉利生态优势，公司计划于2026年底前推出兼顾成本与体验的L4级Robotaxi定制车型，预计TCO将大幅低于行业同类产品。当中国Robotaxi政策与产品较为成熟时，公司将有序拓展更多核心城市的商业化运营，成为未来发展新引擎。

投资评级：买入(首次)

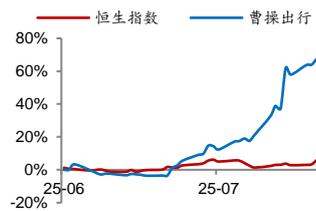
分析师：李丹
执业证书号：S1230520040003
lidan02@stocke.com.cn

分析师：李逸
执业证书号：S1230523070008
liyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$60.30
总市值(百万港元)	32,841.96
总股本(百万股)	544.64

股票走势图



相关报告

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 197、256、300 亿元，同比分别+34%、+30%、+17%；归母净利润分别为-7.1、-3.1、0.3 亿元，EBIT 分别为-3.8、0.2、3.5 亿元，EBITDA 分别为 4.3、8.6、12.7 亿元。公司为 2025 年 6 月 25 日港股上市的新股，以 2025 年 8 月 11 日收盘价计算，2025-2027 年市销率分别为 1.4、1.1、0.9 倍。公司网约车业务份额持续提升、盈利能力持续改善，车辆销售业务规模高速增长，我们预计公司 EBIT 有望于 2026 年转正，归母净利润有望于 2027 年转正。此外，公司加速布局 Robotaxi 业务，打开中长期想象空间。考虑市销率估值法，给予公司 2026 年 2 倍 PS，对应目标市值 562 亿港元，目标股价 103.17 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

需求不及预期，行业竞争加剧，Robotaxi 商业化落地不及预期。

财务摘要

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14657	19711	25561	30032
(+/-) (%)	37%	34%	30%	17%
归母净利润	-1251	-709	-309	31
(+/-) (%)	/	/	/	/
每股收益(元)	-2.98	-1.30	-0.57	0.06
P/E	/	/	/	969

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司：吉利孵化的头部科技出行平台	6
1.1 曹操出行：跻身网约车平台第二位	6
1.2 业务矩阵：以定制车为基石，网约车业务收入超 9 成	7
1.3 财务情况：收入高速增长，盈利持续改善	10
2 共享出行行业：万亿出行市场大有可为	13
2.1 市场空间：预计 24-29 年共享出行市场规模从 0.3 万亿增至 0.8 万亿	13
2.2 供给端：聚合平台推动流量分散化，重塑一超多强格局	14
2.3 需求端：“高性价比”驱动网约车常态化，用户规模占网民的 49%	15
3 Robotaxi 三位一体闭环生态：定制车+智能驾驶+出行平台	18
3.1 网约车业务：轻资产大举开城扩份额，规模效益驱动毛利率提升	18
3.2 定制车销售：吉利深度定制，曹操平台赋能，构筑成本壁垒	20
3.3 卡位 Robotaxi：曹操启动试点，打造发展新引擎	22
4 盈利预测与投资建议	25
5 风险提示	26

图表目录

图 1: 曹操出行业务模式示意图.....	6
图 2: 曹操出行股权结构 (截至 2025.6.25)	7
图 3: 2021-2024 年曹操出行营业收入结构 (亿元)	7
图 4: 2022-2024 年曹操出行主营业务收入同比增速.....	7
图 5: 2021-2024 年曹操出行 GTV 及同比.....	8
图 6: 2024 年曹操出行 GTV 结构.....	8
图 7: 21-24 年曹操出行定制车 GTV 及占比 (亿元)	8
图 8: 22-24 年曹操出行 GTV 结构 (按车型分类, 亿元)	8
图 9: 曹操出行平台活跃车辆总量 (万台)	9
图 10: 曹操出行月活跃司机结构 (万名)	9
图 11: 22-24 年曹操出行 GTV 结构 (按市场分类, 亿元)	9
图 12: 21-24 年曹操出行前十大城市 GTV 占比.....	9
图 13: 曹操出行 2022-2024 年聚合平台 GTV 及占比.....	10
图 14: 曹操出行 2022-2024 年平均月活跃用户	10
图 15: 21-24 年曹操出行营业收入及同比.....	10
图 16: 曹操出行经调整净利润、经调整 EBITDA (亿元)	10
图 17: 2021-2024 年曹操出行毛利率.....	11
图 18: 2024 年曹操出行营业成本结构.....	11
图 19: 21-24 年曹操出行期间费用占营业收入的比例.....	11
图 20: 21-24 年曹操出行销售及营销开支结构 (亿元)	11
图 21: 曹操出行经营、投资、筹资活动现金流量净额 (亿元)	12
图 22: 2021-2024 年曹操出行构建固定资产支付的现金 (亿元)	12
图 23: 曹操出行借款情况与资产负债率 (单位: 亿元)	12
图 24: 21-24 年曹操出行期末现金余额 (亿元)	12
图 25: 2019-2029 年中国出行市场规模及预测.....	13
图 26: 2019-2029 年中国共享出行市场规模及预测.....	13
图 27: 中国共享出行市场规模增速.....	13
图 28: 2020-2025 年中国取得经营许可的网约车平台数量.....	14
图 29: 2020-2024 年中国网约车驾驶员证、车辆运输证.....	14
图 30: 2024 年代表性网约车平台 APP 活跃用户规模及增长表现	14
图 31: 2024 年网约车头部平台用户粘性.....	14
图 32: 2025 年 6 月网约车聚合平台订单占比 37%.....	15
图 33: 网约车聚合型平台市场主要产业环节.....	15
图 34: 2024 年中国共享出行市场份额 (GTV 口径)	15
图 35: 24 年 12 月出行服务细分 APP 月活用户规模及同比	15
图 36: 24 年 12 月中国移动互联网月活用户增速 TOP15 行业	16
图 37: 共享出行成本大幅低于私家车出行成本.....	16
图 38: 中国私有汽车保有量及增速.....	16
图 39: 上海私车牌照投放数量及平均中标价.....	16
图 40: 中国网约车月度订单量及同比.....	16
图 41: 中国网约车用户规模及网民普及率.....	16
图 42: 全国网约车月度单车、单司机订单量.....	17

图 43: 广州市网约车订单、营收情况.....	17
图 44: 2024 年中国一线城市共享出行市场格局 (GTV 口径)	17
图 45: 2024 年中国二线城市共享出行市场格局 (GTV 口径)	17
图 46: 曹操出行网约车订单量及增速.....	18
图 47: 曹操出行 AOV 及同比	18
图 48: 曹操出行司机用户规模持续增长.....	18
图 49: 曹操出行合伙人模式合作生态.....	18
图 50: 曹操出行网约车 GTV 中聚合平台订单占比 85%.....	19
图 51: 曹操出行总获客成本占 GTV 的比例.....	19
图 52: 曹操出行平台单公里 GTV 与司机每小时收入.....	20
图 53: 曹操出行有望通过收缩补贴力度以提升毛利率	20
图 54: 中国出行运营车辆销售市场规模 (单位: 十亿元)	20
图 55: 共享出行纯电动汽车司机总收入构成.....	21
图 56: 曹操定制车 TCO 大幅降低.....	21
图 57: 曹操出行定制车渗透率持续提升.....	22
图 58: 曹操出行两款定制车 GTV 及 AOV	22
图 59: 曹操出行 2025-2027 年计划采购车辆及用途 (辆)	22
图 60: 曹操出行自持定制车规模与销售数量计划 (万辆)	22
图 61: 有人驾驶网约车 vs Robotaxi 单公里成本对比.....	23
图 62: 全球及中国的 L4-L5 级 Robotaxi 车辆渗透率提升.....	23
图 63: 中国智慧出行市场规模.....	23
图 64: 中国 Robotaxi 车辆销售及维修市场规模	23
图 65: 2017-2024 年中国自动驾驶政策演进路线.....	24
图 66: Robotaxi 金三角运营模式与全球主要参与者商业化进展.....	24
表 1: 曹操出行主要发展历程.....	6
表 2: 曹操出行主营业务服务内容、收入确认方式.....	7
表 3: 曹操出行出行服务盈利模型 (表中数字按照 2024 年实际数据估计, 单位: 元)	19
表 4: 曹操定制车型续航里程更长、TCO 更低.....	21
表 5: 曹操智行 Robotaxi 生态发展规划	24
表 6: 曹操出行收入成本拆分 (单位: 百万元人民币)	25
表 7: 可比公司估值 (以 2025/8/11 收盘价计算, 单位: 亿元人民币)	26
表附录: 三大报表预测值.....	27

1 公司：吉利孵化的头部科技出行平台

1.1 曹操出行：跻身网约车平台第二位

曹操出行是由吉利集团孵化的头部科技出行平台。公司创立于2015年，是吉利控股集团布局“新能源汽车共享生态”的战略投资业务。公司将互联网、车联网、自动驾驶技术以及新能源科技创新应用于共享出行领域，与吉利生态无缝整合，2022-2024年市场份额位列网约车平台前三名。2025年2月公司在苏州、杭州开启Robotaxi业务试点。

表1：曹操出行主要发展历程

时间	发展历程
2015年5月	成立杭州优行，开始业务营运
2015年	曹操专车业务在宁波上线运营，开始提供网约车服务
2017年	获得新能源汽车共享出行服务平台首张网约车牌照《网络预约出租汽车经营许可证》
2019年	品牌战略升级，更名“曹操出行”。将重点从高端服务转移至平价服务
2021年	专注于定制车（即专为用于共享出行而设计的车辆）和车服解决方案，推出全新换电车型枫叶80V
2022年	在中国多个城市规模化部署第一代定制车枫叶80V，提供专车服务
2023年	推出第二代定制车曹操60，提供快车服务
2025年2月	自动驾驶平台“曹操智行”上线，在苏州、杭州两地试点开启Robotaxi服务

资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

以直营模式差异化突围，以加盟模式轻资产扩张，2024年跻身国内网约车平台第2名。凭借吉利生态赋能，公司2015年成立之初以“曹操专车”业务入局网约车市场，采取“新能源汽车+公车公营+认证司机”的B2C差异化模式，提供更标准化的出行服务。2019年公司将业务重点转移至平价服务，并开放对公加盟计划，整合外部运力资源。截至2024年末，公司网约车业务已覆盖136座城市，并在31个核心城市部署3.4万辆定制车，规模为同类车队最大；平台月活跃车辆约150万台，平均月活跃司机46.6万个。2024年公司完成GTV约170亿元，市占率约5.4%，位列中国网约车平台第2名。

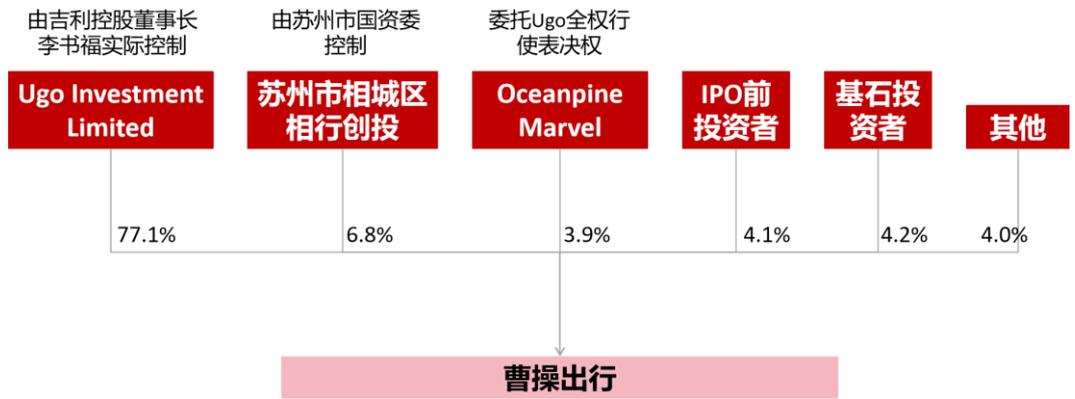
图1：曹操出行业务模式示意图



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司于2025年6月25日在港交所挂牌上市，成为第11家“吉利系”上市企业，实控人为吉利集团创始人及董事长李书福。截至2025年6月25日，实控人李书福通过Ugo Investment Limited持有公司77.1%的股权，第二大股东苏州市相城区国资相行创投持股6.8%，IPO基石投资者（梅赛德斯奔驰、国轩高科、亿纬亚洲、速腾聚创、未来资产证券、无极资本）合计持股4.2%。

图2: 曹操出行股权结构 (截至 2025.6.25)



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

1.2 业务矩阵: 以定制车为基石, 网约车业务收入超9成

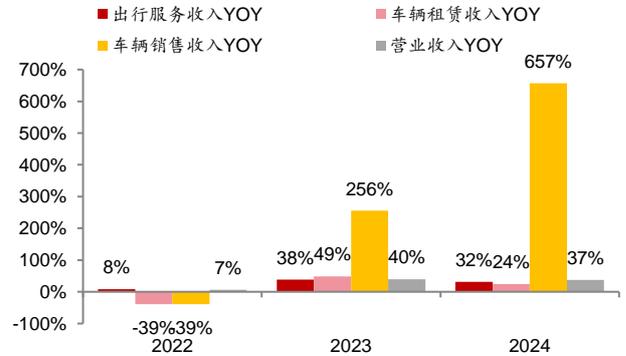
围绕定制车衍生三大业务板块, 其中出行服务收入占比超9成。公司营业收入主要来源于出行服务(为乘客提供网约车服务以及为司机提供派单服务), 此外还向运力合作伙伴(供应司机及车辆在曹操出行平台上提供服务的企业)、个人司机、独立车队运营商等提供车辆销售、车辆租赁服务。公司2024年营业收入约146.6亿元, 同比增长37%, 其中出行服务、车辆租赁、车辆销售收入分别约135.7、1.9、8.7亿元, 占比分别约93%、1%、6%, 同比分别增长32%、24%、657%。

图3: 2021-2024年曹操出行营业收入结构(亿元)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图4: 2022-2024年曹操出行主营业务收入同比增速



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

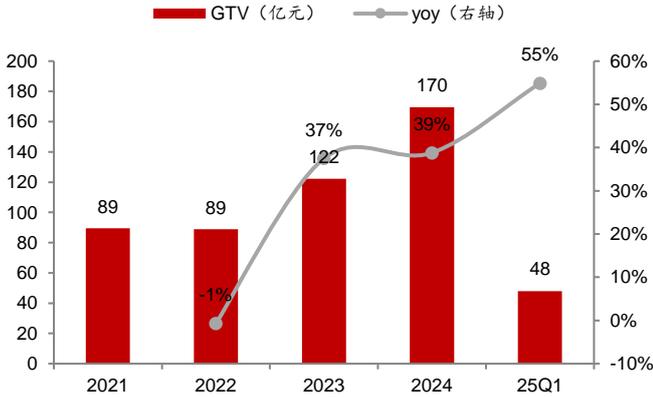
表2: 曹操出行主营业务服务内容、收入确认方式

主营业务	服务内容	收入确认方式
出行服务	曹操出行-惠选服务	总交易额扣除通行费及税项、乘客补贴后确认收入
	曹操出行-专车服务	
	礼帽出行	
车辆租赁	向运力合作伙伴出租汽车, 其独立持有及管理车辆。曹操出行将根据订单完成情况给予折扣, 从而激励其向曹操出行平台提供更大的服务能力。	自车辆经营租赁赚取租金收入, 并于租赁期内按直线法确认
车辆销售	通过曹智出行平台向运力合作伙伴、第三方车队运营商及个人司机销售车辆	收入扣除销售折扣后确认

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

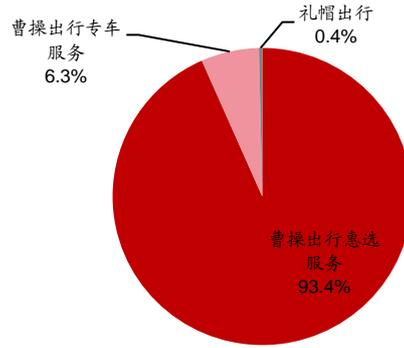
网约车 GTV 中快车占比超过 9 成。公司 2024 年网约车服务 GTV 同比增长 39% 至 170 亿元，市场占有率约 5.4%，位列第二位。1) 曹操出行品牌：“惠选服务”线是品牌核心服务，定位经济实惠的快车服务，2024 年 GTV 约 158 亿元，同比+45%，占比 93.4%。“专车服务”线提供更舒适更高质量的网约车服务，2024 年 GTV 约 11 亿元，同比-11%，占比 6.3%。2) 礼帽出行品牌：提供线下出租车以及定制无障碍专车服务，2024 年 GTV 约 1 亿元，占比 0.4%。

图5：2021-2024 年曹操出行 GTV 及同比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

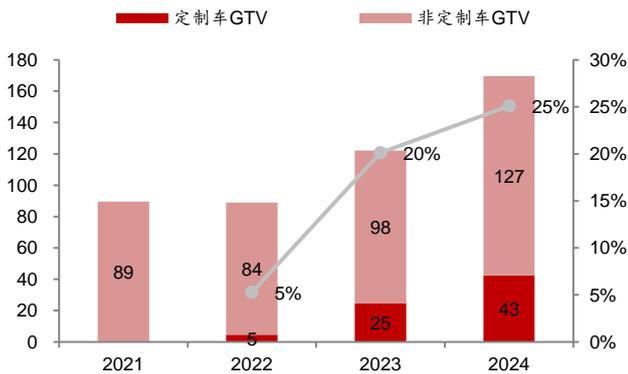
图6：2024 年曹操出行 GTV 结构



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

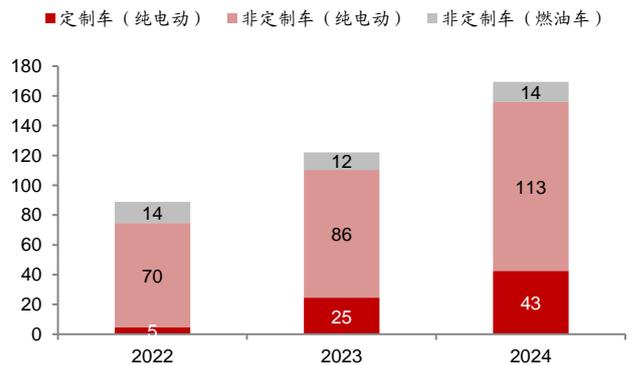
定制车超过 3.4 万辆，规模为中国同类车队最大。公司自 2022 年起部署定制车，提供更标准统一的出行服务。公司定制车车型主要包括曹操 60（快车）、枫叶 80V（专车），均为可换电纯电动汽车。截至 2024 年末，在 31 个核心城市拥有超过 3.4 万辆定制车，在中国同类车队中规模最大。2022-2024 年公司定制车 GTV 从 5 亿元提升至 43 亿元，年复合增速为 201%，在总 GTV 中的占比从 5% 提升至 25%，未来有望随着定制车销售力度加大而进一步增加。

图7：21-24 年曹操出行定制车 GTV 及占比 (亿元)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

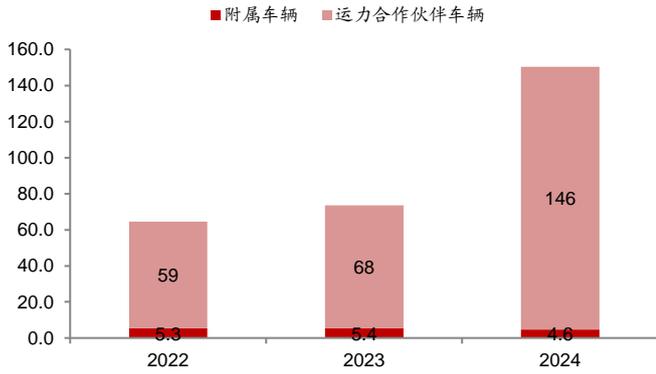
图8：22-24 年曹操出行 GTV 结构 (按车型分类, 亿元)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

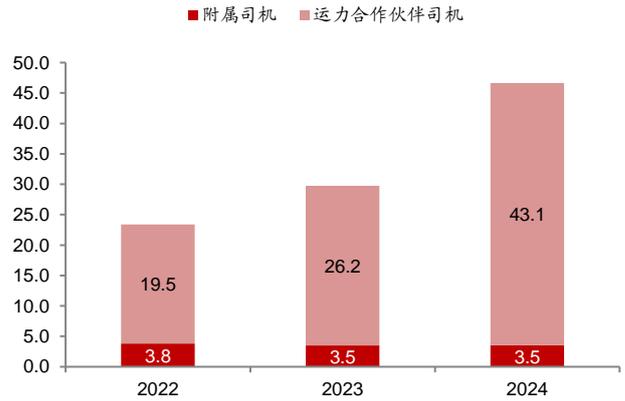
通过加盟模式开城、整合中小运力资源，2024 年平台活跃车辆翻倍。2024 年公司平台活跃车辆约 150 万台，同比+105%；其中，附属车辆约 4.6 万台，同比-16%，运力合作伙伴车辆约 146 万台，同比+114%。2024 年曹操出行平台月活跃司机约 47 万名，同比+57%；其中，附属司机 3.5 万名，同比+1%，运力合作伙伴司机约 43 万名，同比+64%。

图9: 曹操出行平台活跃车辆总量(万台)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所。注: 附属车辆指公司拥有的车辆, 其中大部分供应附属司机使用, 小部分出租给运力合作伙伴。

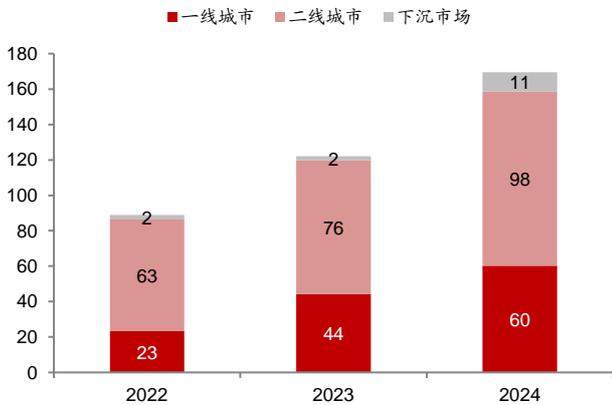
图10: 曹操出行月活跃司机结构(万名)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

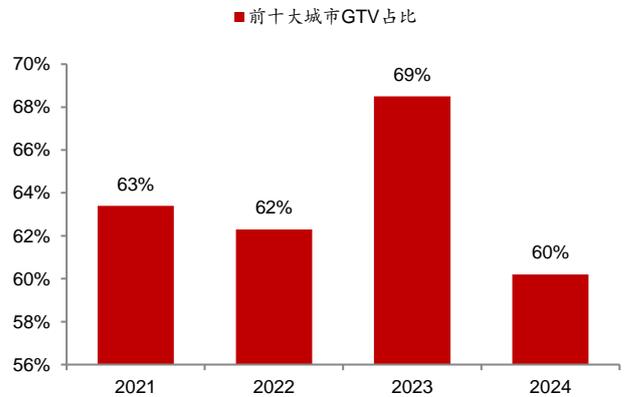
TOP10 城市 GTV 占比 6 成左右, 2024 年加大力度以轻资产模式下沉。2024 年公司增加对外销售定制车的比例, 以轻资产模式进军 85 个新城市, 即向当地运力合作伙伴销售定制车, 并激励其向曹操出行平台提供出行服务, 到 2024 年末公司运营网络覆盖中国 136 个城市。分市场来看, 2024 年一线城市、二线城市、下沉市场 GTV 占比分别约 36%、58%、6%, 较 2022 年 GTV 分别增长 159%、56%、349%。

图11: 22-24 年曹操出行 GTV 结构(按市场分类, 亿元)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所。注: 一线城市指北上广深, 二线城市指省会城市及相对发达的城市。

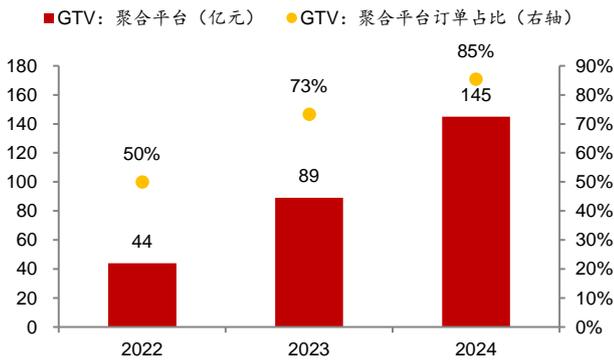
图12: 21-24 年曹操出行前十大城市 GTV 占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所。注: 2021-2023 年占比以 2023 年前十大城市计算, 2024 年占比按照当年前十大城市口径。

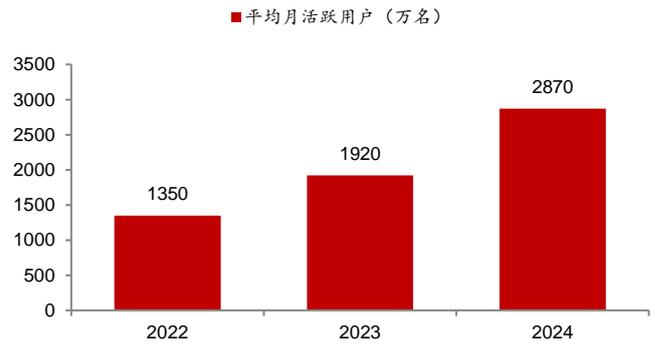
聚合平台崛起, 带来流量增长新机遇。2023 年起公司大幅增加与高德、滴滴、腾讯出行等聚合平台的合作力度, 获得大量外部用户流量。2022-2024 年, 公司平均月活跃用户从 1350 万名增长至 2870 万名(未完全删除来自聚合平台的重复数据), GTV 从 89 亿元增长至 170 亿元。其中, 自聚合平台收到的订单数量占比从 51% 提升到 86%, 聚合平台 GTV 从 44 亿元增长至 145 亿元, 在总 GTV 中的占比从 50% 提升至 85%。

图13: 曹操出行 2022-2024 年聚合平台 GTV 及占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图14: 曹操出行 2022-2024 年平均月活跃用户

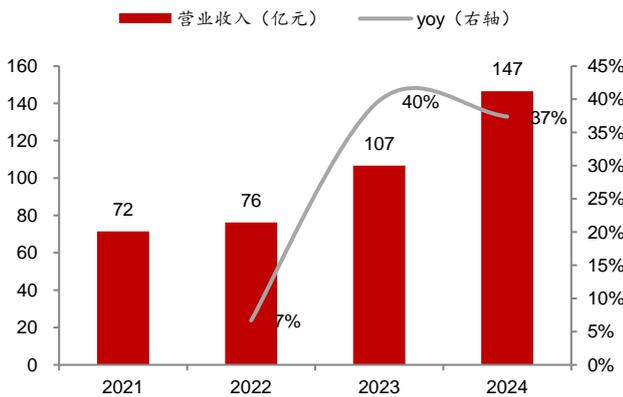


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所; 注: 来自于曹操出行平台的订单已删除重复数据, 来自聚合平台订单未删除重复数据。

1.3 财务情况: 收入高速增长, 盈利持续改善

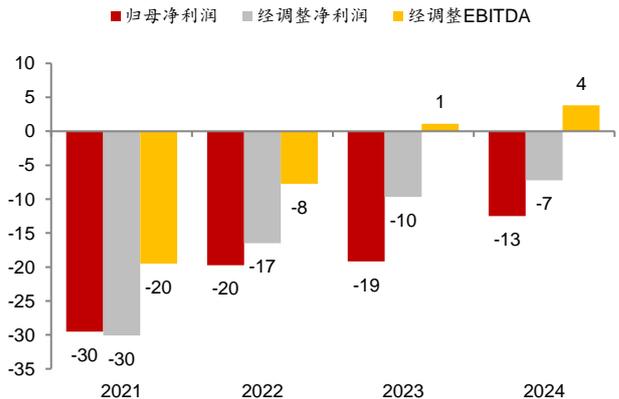
收入规模高速增长, 盈利能力持续提升。2021-2024 年, 公司收入由 72 亿元增加至 147 亿元, 对应 CAGR 为 27%, 毛利率从-24%上升至 8%, 经调整净利润从-30 亿元缩窄至-7 亿元, 经调整 EBITDA 从-20 亿元增加至 4 亿元。

图15: 21-24 年曹操出行营业收入及同比



资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

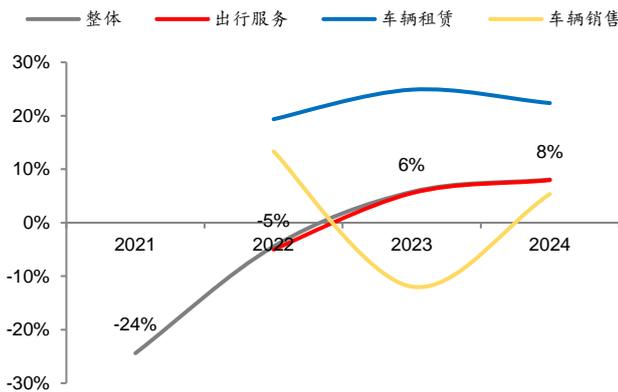
图16: 曹操出行经调整净利润、经调整 EBITDA (亿元)



资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

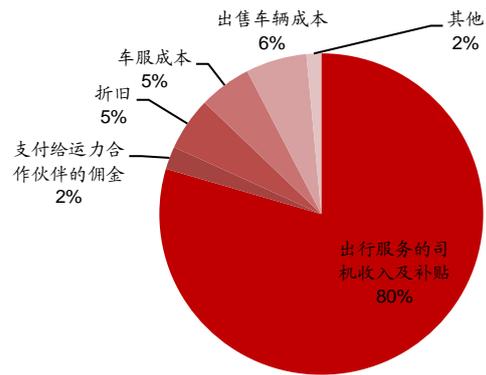
减少对补贴的依赖, 毛利率持续提升。2021-2024 年公司毛利率从-24%转正为 8%, 主要得益于在提升司机平均小时净收入的支撑下, 有序减少对司机补贴的依赖, 经调整司机收入及补贴占出行服务收入的比重从 22 年的 84%降至 24 年 79%。公司提高司机净收入的主要路径包括: 1) 通过扩大业务规模增加订单密度从而减少闲置时间, 提高司机平均小时收入; 2) 定制车车队规模持续扩张, 2022-2024 年定制车 GTV 占比从 5%提升至 25%, 定制车 TCO 大幅低于典型纯电动汽车, 提高司机净收入。

图17: 2021-2024年曹操出行毛利率



资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

图18: 2024年曹操出行营业成本结构



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

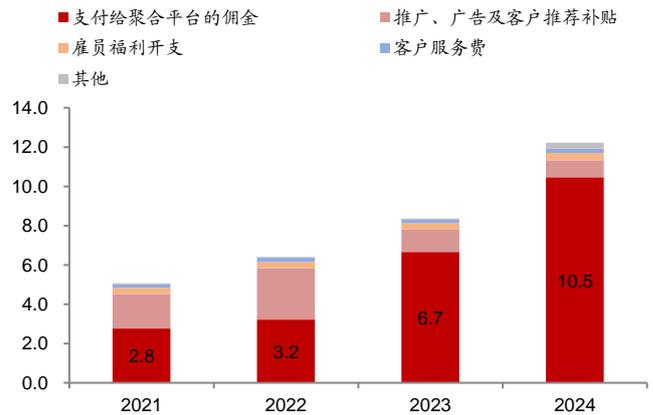
2024年期间费用率15%，剔除掉聚合平台佣金后的期间费用率为8%。2024年，公司销售及营销开支、一般及行政开支、研发开支分别为12.2、7.6、2.3亿元，分别占收入的8.3%、5.2%、1.6%。在销售及营销开支中，支付给聚合平台的佣金占比86%，跟GTV强挂钩。

图19: 21-24年曹操出行期间费用占营业收入的比例



资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

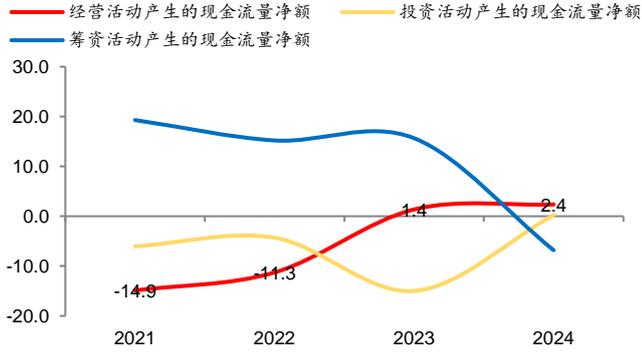
图20: 21-24年曹操出行销售及营销开支结构(亿元)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

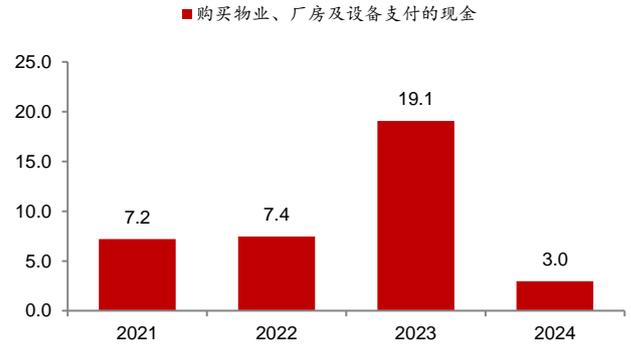
经营、投资活动现金流净额转正。2021-2024年，公司经营活动现金流量净额从亏损14.9亿元转为盈利2.4亿元。因2023年投入大量资金将大部分自持车辆更换为定制车，当年公司借款同比增加19亿元至75亿元，同期购买固定资产支付的现金大幅增加至19.1亿元，投资活动现金流净额为-15.0亿元。2024年采购用于自营的定制车数量大幅减少，投资活动现金流净额转正为0.2亿元。

图21: 曹操出行经营、投资、筹资活动现金流量净额(亿元)



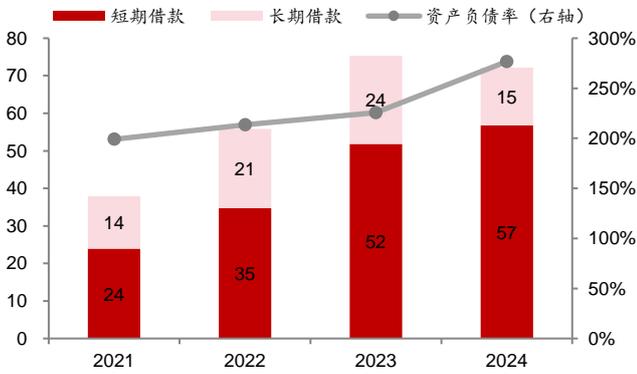
资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

图22: 2021-2024年曹操出行构建固定资产支付的现金(亿元)



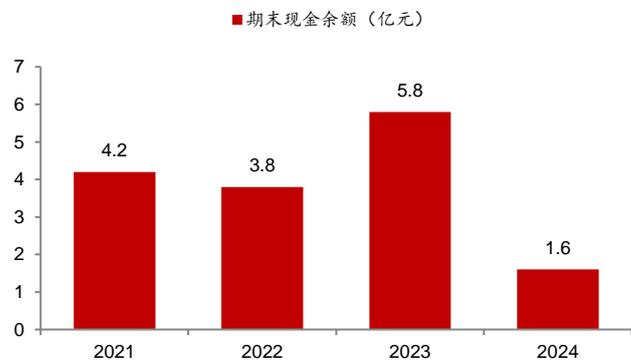
资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

图23: 曹操出行借款情况与资产负债率(单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

图24: 21-24年曹操出行期末现金余额(亿元)



资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

2 共享出行行业：万亿出行市场大有可为

2.1 市场空间：预计 24-29 年共享出行市场规模从 0.3 万亿增至 0.8 万亿

中国是全球最大出行市场，“十五五”期间共享出行将成为推动出行市场扩张的新引擎。中国是全球第二大人口国与第二大经济体，拥有全球最大出行市场，2024 年出行市场规模达到 8 万亿元人民币，2019-2024 年 CAGR 为 2.3%。根据弗若斯特沙利文预测，随着下沉市场出行需求增加与共享出行市场规模扩张，中国出行市场规模 2025-2029 年 CAGR 将提升至 5.4%。

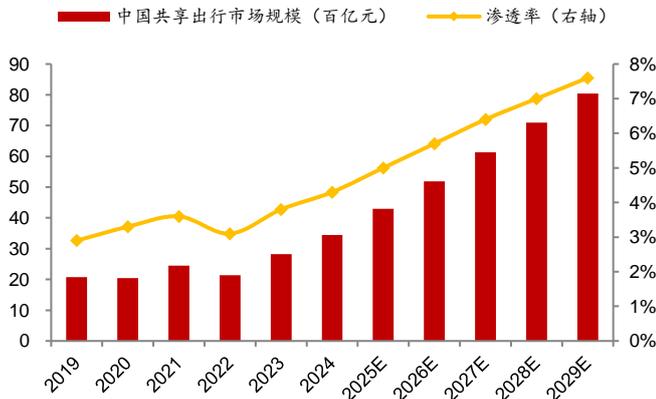
图25： 2019-2029 年中国出行市场规模及预测



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

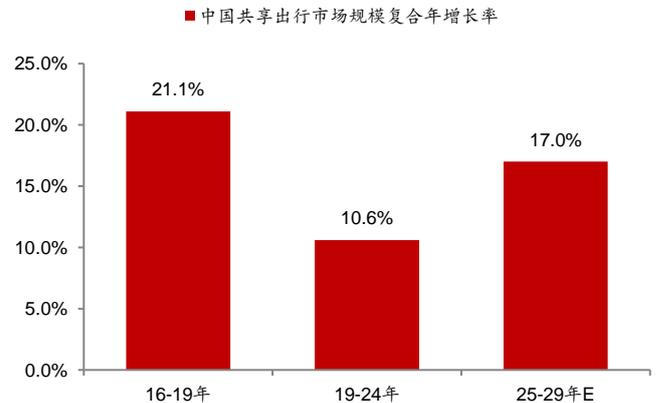
共享出行渗透率增长潜力大，市场规模有望高增。共享出行是一种私家车出行与公共交通的混合模式，允许乘客在不拥有车辆的场景下享受个性化出行服务，单公里出行成本较私家车出行更低，出行体验与效率较公共交通更优。根据弗若斯特沙利文，2024 年中国共享出行市场规模 3444 亿元，渗透率约 4.3%，2019-2024 年 CAGR 为 10.6%；随着消费者对高性价比的出行选择需求增加以及下沉市场普及度提升，预计 2025-2029 年共享出行市场规模 CAGR 为 17.0%，市场规模增长至 8042 亿元，渗透率提升至 7.6%。

图26： 2019-2029 年中国共享出行市场规模及预测



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

图27： 中国共享出行市场规模增速

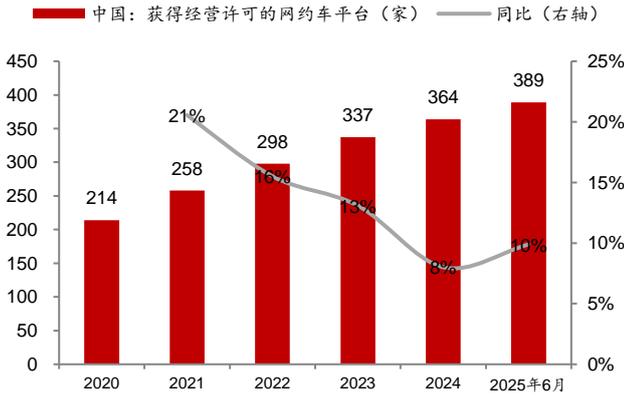


资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

2.2 供给端：聚合平台推动流量分散化，重塑一超多强格局

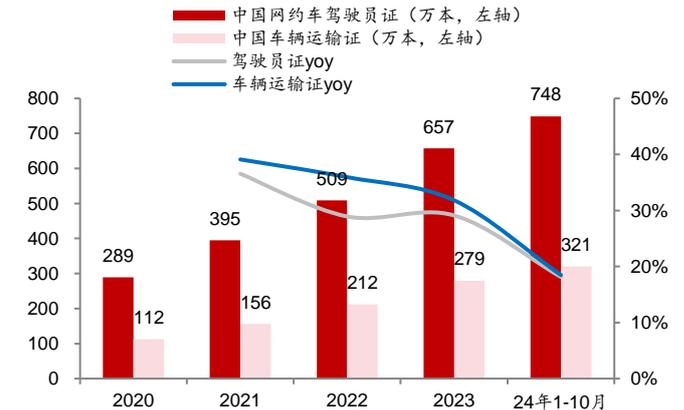
网约车合规化背景下，市场供给呈饱和式增长，平台、车证、驾驶员证增速放缓。截至2025年6月末，我国取得经营许可的网约车平台共计389家，较2020年末增长88%。截至2024年10月末，中国发放网约车车辆运输证321万本、发放网约车驾驶员证748万本，较2020年末分别增长186%、159%。

图28：2020-2025年中国取得经营许可的网约车平台数量



资料来源：Wind，交通运输部，浙商证券研究所

图29：2020-2024年中国网约车驾驶员证、车辆运输证



资料来源：Wind，交通运输部，浙商证券研究所

网约车一超多强格局稳固，马太效应愈发明显。根据月狐数据，2024年滴滴出行、花小猪打车、曹操出行、T3出行月活规模均达到200万以上，站稳第一梯队；滴滴出行、曹操出行单日人均使用时长及启动次数位居前二。2024年超百家网约车平台退出市场，行业供给侧加速出清，马太效应持续增强。

图30：2024年代表性网约车平台APP活跃用户规模及增长表现



资料来源：月狐 iapp，浙商证券研究所。注：依据2024年1-12月均值计算APP活跃用户规模（不包括小程序）及新增规模

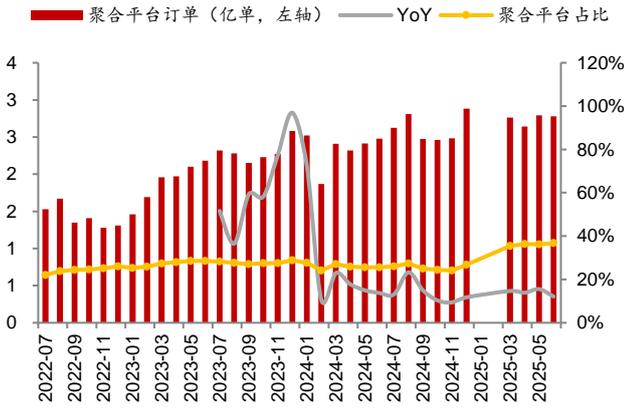
图31：2024年网约车头部平台用户粘性



资料来源：月狐 iapp，浙商证券研究所

地图导航、本地生活型聚合平台崛起，推动共享出行市场发展。凭借互联网技术和流量优势，高德打车、腾讯出行、美团等聚合平台快速崛起，整合多个网约车平台运力资源，撮合网约车服务订单，并通过更快的响应速度与更短的乘客等待时间来提高车辆利用效率。根据弗若斯特沙利文，2019-2024年通过聚合平台完成的网约车订单比例从7%上升至31%，其预计到2029年将进一步提升至54%。

图32: 2025年6月网约车聚合平台订单占比37%



资料来源: Wind, 交通运输部, 浙商证券研究所

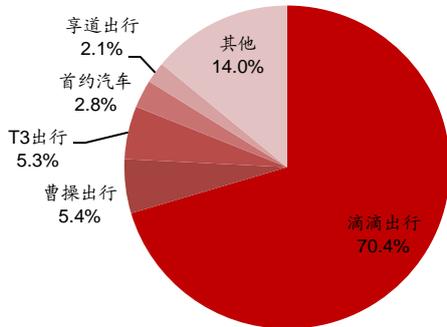
图33: 网约车聚合型平台市场主要产业环节



资料来源: 易观, 浙商证券研究所

用户流量因聚合平台兴起而趋于分散化，助力曹操出行等新兴者突围。聚合平台多为地图导航、生活服务业互联网巨头，为新锐网约车平台提供关键流量入口，推动中国共享出行市场从单一参与者主导市场转变为用户流量持续分散化的市场，2016-2024年最大网约车平台滴滴出行国内市场份额从接近90%降至70%。但市场仍高度集中，2024年共享出行市场前五大参与者合计市场份额约86%。

图34: 2024年中国共享出行市场份额 (GTV口径)



资料来源: 招股说明书, 弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

图35: 24年12月出行服务细分APP月活用户规模及同比



资料来源: QuestMobile, 浙商证券研究所

2.3 需求端：“高性价比”驱动网约车常态化，用户规模占网民的49%

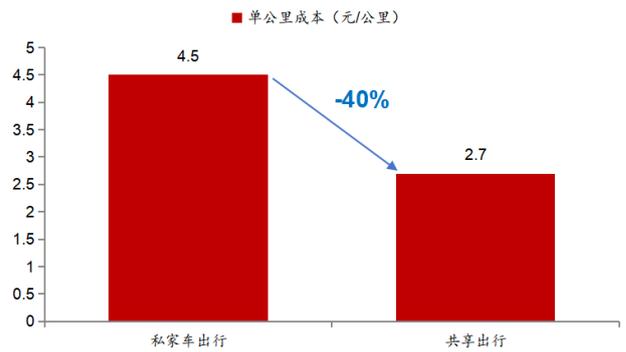
共享出行的“高性价比”驱动出行模式转变，网约车出行方式常态化。根据弗若斯特沙利文，2024年私人自持车辆出行单位成本为4.5元/公里，而主流车辆使用共享出行的单位成本为2.7元/公里，比自持车辆出行成本低40%左右，驱动共享出行渗透率提升。根据Questmobile，2024年12月用车服务APP月活1.7亿，同比+15%，增速位列移动互联网细分行业第7位。

图36: 24年12月中国移动互联网月活用户增速 TOP15 行业



资料来源: QuestMobile, 浙商证券研究所

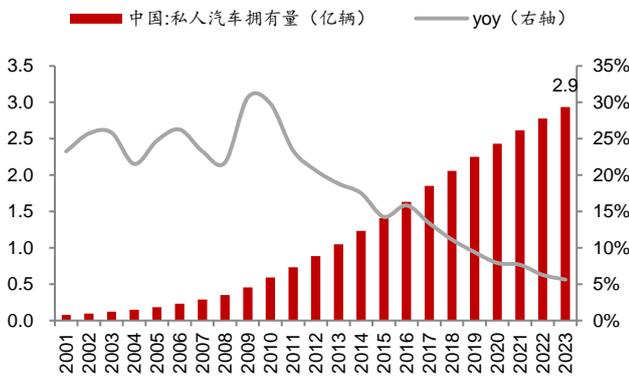
图37: 共享出行成本大幅低于私家车出行成本



资料来源: 招股说明书, 弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

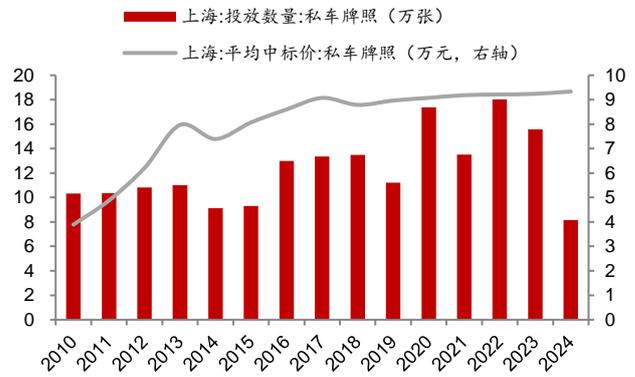
核心城市车牌政策严格, 且交通拥堵、停车位有限, 压制私家车保有量增速, 驱动共享出行需求增长。2023 年末我国私人汽车保有量达 2.9 亿辆, 同比增速降至 5.6%。2024 年上海私车牌照投放数量同比下降 48% 至 8.2 万张, 平均中标价格微涨至 9.3 万元。

图38: 中国私有汽车保有量及增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

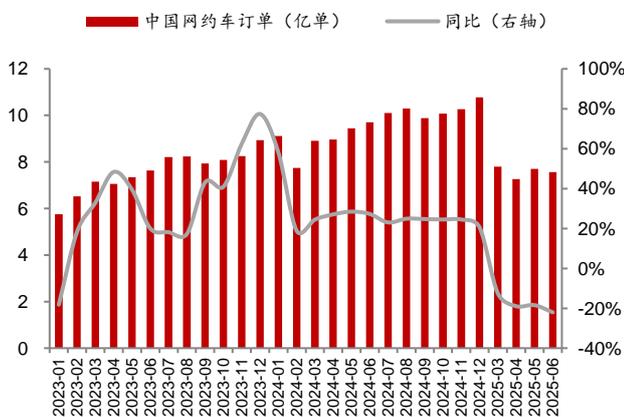
图39: 上海私车牌照投放数量及平均中标价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

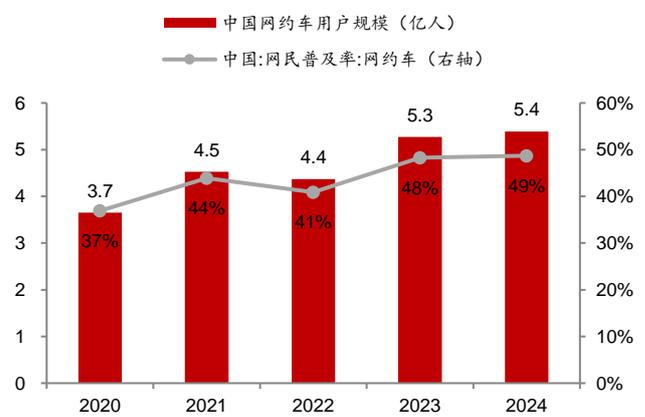
网约车用户规模持续增长, 行业逐步进入精细化运营阶段。根据中国互联网络信息中心, 2024 年末我国网约车用户规模 5.4 亿人次, 同比增长 2%, 约占网民整体的 49%。根据月狐数据, 2024 年四季度出行服务行业月均 DAU 超过 3500 万, 相关 APP 覆盖率在 30% 左右, 行业逐步进入精细化运营阶段。根据交通运输部, 2025 年 3-6 月, 全国网约车订单月均约 7.6 亿单, 同比下滑 18%。

图40: 中国网约车月度订单量及同比



资料来源: Wind, 交通运输部, 浙商证券研究所

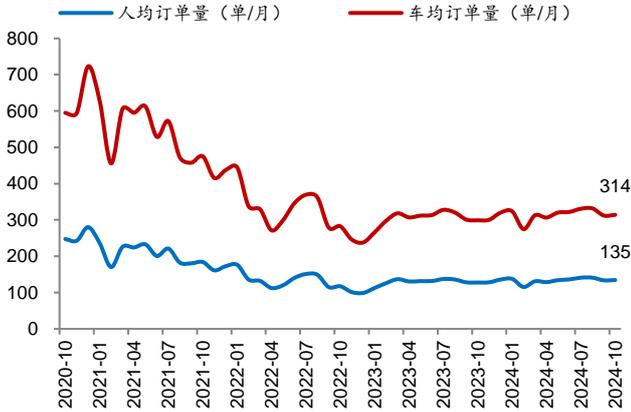
图41: 中国网约车用户规模及网民普及率



资料来源: CNNIC, 浙商证券研究所

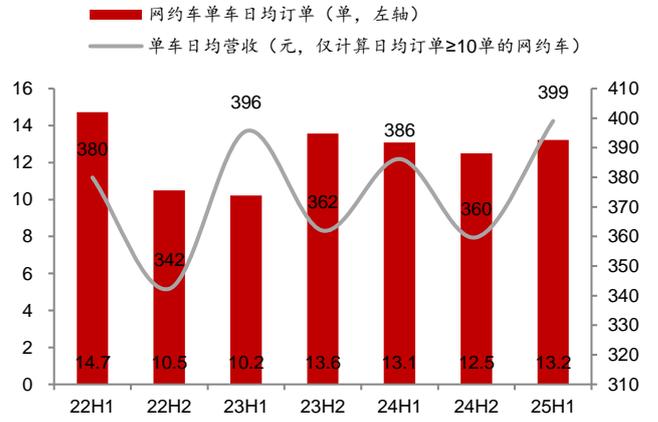
行业竞争充分，部分地区供需失衡。按照全国核发的网约车车辆运输证、驾驶员证计算，2024年10月单位车辆日均订单约10.1单，单位司机日均订单约4.3单。根据广州市交通运输局，25H1广州市核发网约车运输证约21万张，同比+13%，单车日均订单约13.2单，同比+1%；其中约49%的网约车日均订单不低于10单，其单车日均营收约399元，同比+3%。

图42: 全国网约车月度单车、单司机订单量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 以核发的车辆运输证、网约车驾驶员证为基准计算。

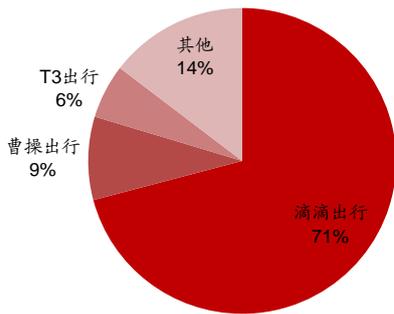
图43: 广州市网约车订单、营收情况



资料来源: 广州市交通运输局, 浙商证券研究所

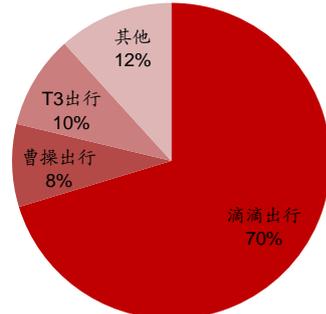
下沉市场渗透率尚低，增长潜力高。根据全国网约车监管信息交互平台数据，截至2022年末，网约车在一线城市的渗透率最高，为50.3%；在新一线城市的渗透率为20.3%，在二线及以下城市渗透率不足10%。根据曹操出行招股说明书，2024年其在一线（北上广深）、二线（省会城市及重点城市）城市市场份额分别为9%、8%，高于市场整体份额5.4%。

图44: 2024年中国一线城市共享出行市场格局 (GTV口径)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图45: 2024年中国二线城市共享出行市场格局 (GTV口径)



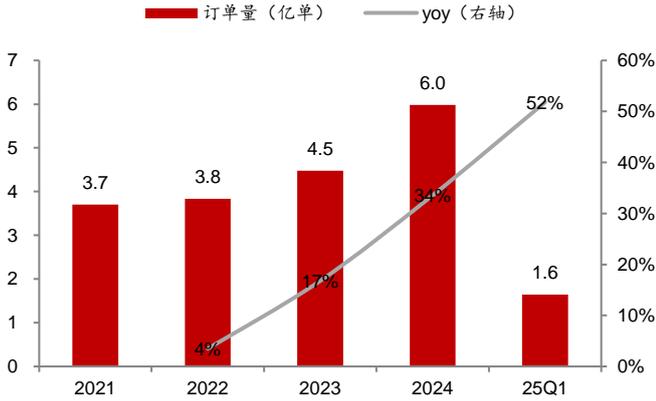
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3 Robotaxi 三位一体闭环生态：定制车+智能驾驶+出行平台

3.1 网约车业务：轻资产大举开城扩份额，规模效益驱动毛利率提升

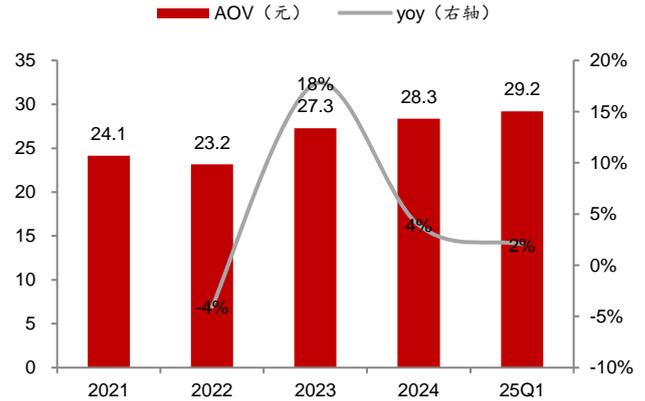
网约车订单量高增，AOV 稳中有升。为了控制资本开支，公司加强与当地运力合作伙伴合作，提高对现有城市的渗透率，并进军新的城市市场。2024 年公司践行该策略进军 85 个新城市，拉动出行服务订单量同比增长 34%、GTV 同比增长 39%，车辆销售收入同比增长 657%，并强化了品牌知名度与运营效率。

图46：曹操出行网约车订单量及增速



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

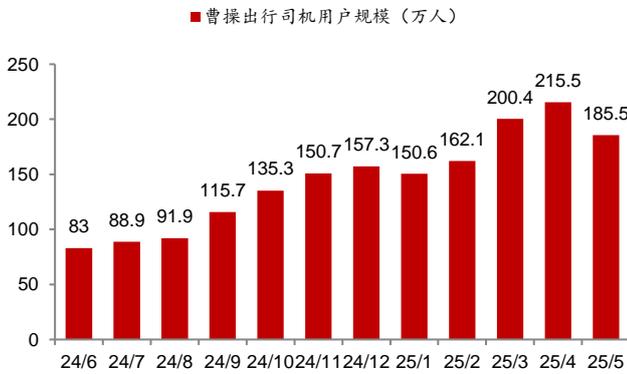
图47：曹操出行 AOV 及同比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

采取“直营+加盟”混合模式，开放曹操全产业链生态合作，2025 年剑指“200 城”。公司发布新开城合伙人战略，将自身发展成为一个强大的供应链平台（S 端），加盟商（B 端）拥有并自主经营“车+司机”核心生产资料，将人车资产接入曹操出行平台，曹操出行（S 端）可提供定制车型售前售后支持、服务、管理等资源，赋能加盟商，并向运力合作伙伴支付其产生 GTV 的 2.5%-2.7% 作为佣金。2024 年末全模式合作商家超 1000 家，多元合作伙伴超 300 家；25H1 合作伙伴新增 492 家，同比+80%，合作伙伴收入年同比+34%。2024 年末公司运营网络覆盖 136 城，同比增加 85 个城市，并计划 2025 年新开 200 城。

图48：曹操出行司机用户规模持续增长



资料来源：月狐 iapp，浙商证券研究所

图49：曹操出行合伙人模式合作生态

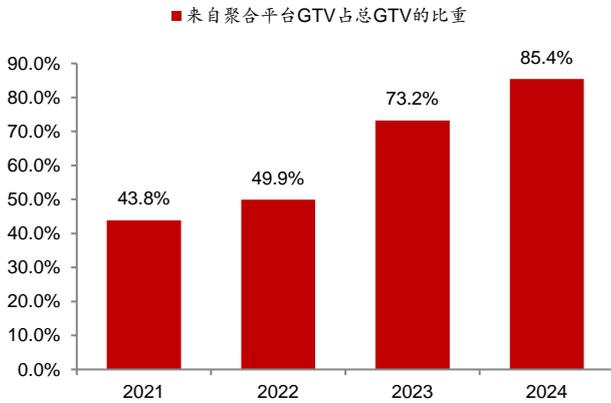


资料来源：月狐 iapp，浙商证券研究所

借助聚合平台流量优势率先突围，2024 年市场份额上升到第 2 位。2023 年以来公司战略性地将增长转向聚合平台，在天然流量优势加持下实现订单量快速提升，2021-2024 年聚

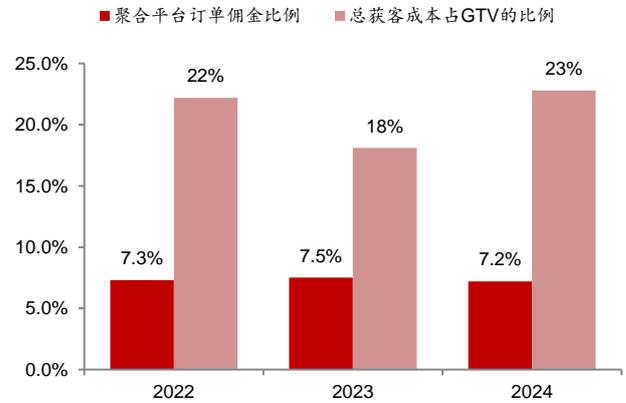
合平台订单 GTV 占比从 43.8%提升至 85.4%。2022-2024 年总获客成本（乘客补贴、平台佣金、推广费用）占 GTV 的比例为 18%-23%，其中支付给聚合平台的佣金比例为 7.2%-7.5%，2024 年获客成本上升主要因为进军 85 个新城市后乘客补贴力度提升。

图50: 曹操出行网约车 GTV 中聚合平台订单占比 85%



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图51: 曹操出行总获客成本占 GTV 的比例



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

出行服务毛利率转正。基于 2024 年实际数据, 公司出行服务盈利模型如表 3 所示, 2024 年网约车服务毛利率为 8.4%, 考虑到公司高度依赖聚合平台流量 (2024 年聚合平台订单 GTV 占比 85.4%), 销售费用中支付给聚合平台的佣金为较为固定的开支 (2024 年费率为 GTV 的 7.2%), 因此, 我们按照聚合平台订单量占比 85.4%进行估算得到, 2024 年出行服务调整后毛利率 (扣除支付给聚合平台的佣金) 为 0.7%。

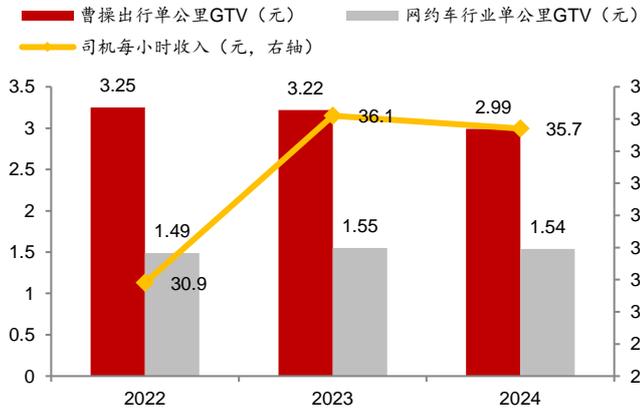
表3: 曹操出行出行服务盈利模型 (表中数字按照 2024 年实际数据估计, 单位: 元)

乘客角度		公司角度	
交易价格	100	交易价格	100
加: 通行费及税项	4	加: 通行费及税项	4
GTV	104	GTV	104
减: 用户补贴	-17	减: 通行费及税项	-4
乘客支付	87	减: 用户补贴	-17
		出行服务收入	83
		实收率	80%
		销售成本	76
		司机收入及补贴	66
		折旧及车辆维修成本	8
		支付给运力合作伙伴的佣金	2
		毛利润	7
		毛利率	8.4%
		聚合平台订单占比	85.4%
		支付给聚合平台的佣金/该订单 GTV	7.2%
		扣除聚合平台佣金后的毛利率	0.7%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所; 注: 2024 年来自聚合平台的订单 GTV 占比 85%。

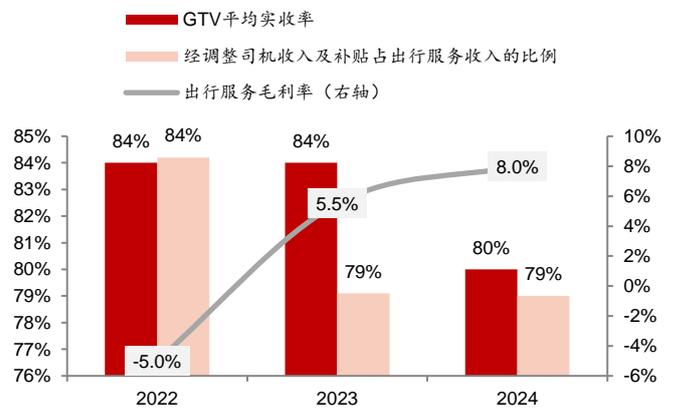
补贴力度尚有收窄空间，出行服务毛利率有望改善。 1) 乘客补贴：2024 年乘客补贴占总 GTV 的 14.5%，待新开城计划完成、现有城市培育成熟后，乘客补贴力度或有所收窄。2) 司机补贴：一方面通过扩大业务规模、增加订单密度来优化运营效率，增加司机小时收入；另一方面通过降低定制车 TCO、优化车服解决方案，提高司机净收入。在司机净收入提升的基础上，公司有望减少对司机补贴的依赖。

图52：曹操出行平台单公里 GTV 与司机每小时收入



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

图53：曹操出行有望通过收缩补贴力度以提升毛利率

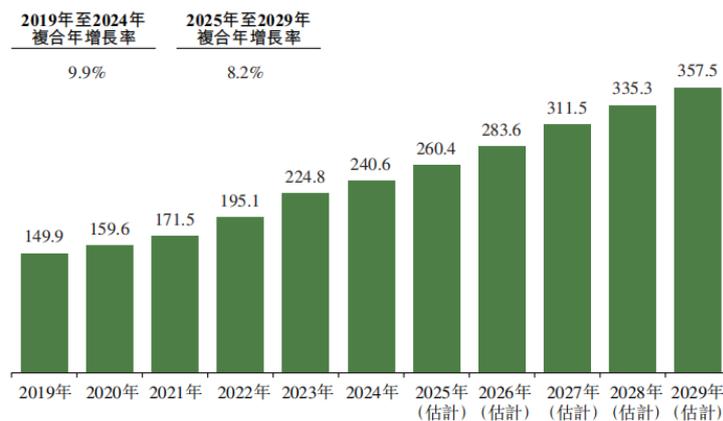


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所。注：GTV 实收率 = (GTV - 通行税费 - 乘客补贴) / GTV。

3.2 定制车销售：吉利深度定制，曹操平台赋能，构筑成本壁垒

出行运营车辆一般折旧速度更快、更换周期更短，新车需求旺盛。 随着共享出行市场规模高速增长，出行运营车辆销售市场规模亦将保持增长势头，其中绝大部分车辆由企业（中小型车队、汽车租赁公司等）购买。根据弗若斯特沙利文预计，我国出行运营车辆销售市场规模从 2019 年的 1499 亿元增至 2024 年的 2406 亿元，预计将以 8% 左右的复合年增长率进一步增长至 2029 年的 3575 亿元。

图54：中国出行运营车辆销售市场规模（单位：十亿元）

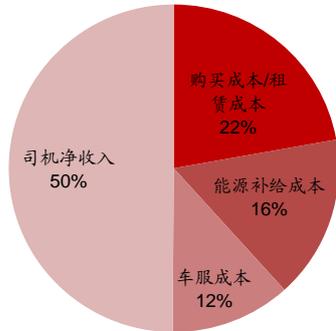


资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

背靠吉利汽车产业链，曹操推出 TCO 更低、换电体系效率更高、乘客体验更舒适的定制车型，并提供全面车服解决方案，构筑运营成本壁垒。 根据弗若斯特沙利文，在网约车司机的总收入中，纯电动汽车 TCO（全生命周期成本）占比约 50%，司机净收入占比约

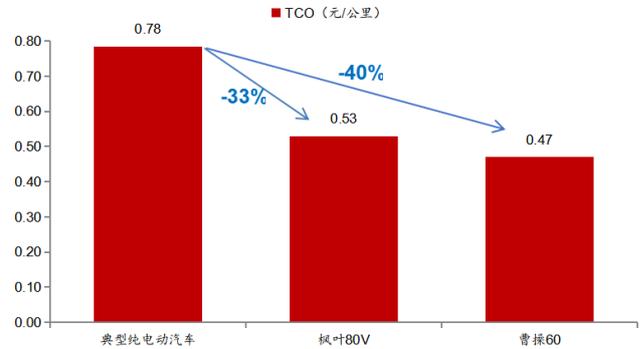
50%。因此，共享出行运营车辆往往要求更长的续航里程与更低的 TCO。公司背靠吉利产业链，为共享出行量身设计纯电动定制车，并依托吉利生态企业打造一体化车服解决方案，曹操定制车型平均 TCO 较共享出行典型纯电动汽车低 36%。

图55: 共享出行纯电动汽车司机总收入构成



资料来源: 招股说明书, 弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

图56: 曹操定制车 TCO 大幅降低



资料来源: 招股说明书, 弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

公司运营 2 款纯电动定制车，专车服务使用枫叶 80V，惠选服务推行曹操 60（2023 年 3 月推出）。22-24 年定制车占公司自持车辆的比例从 28.6%提升至 64.0%，履行订单量占比从 4.8%提升至 25.0%，定制车 GTV 占比从 5.3%提升至 25.1%。

1) **枫叶 80V (专车)**: 截至 24 年末已在 22 个城市部署超过 1.8 万辆，TCO 约 0.53 元/公里，较典型纯电动汽车低 33%。22-24 年履行订单量从 18.5 百万单增长至 78.3 百万单，GTV 从 4.7 亿元增长至 23.2 亿元，AOV 从 25.4 元提升至 29.7 元。

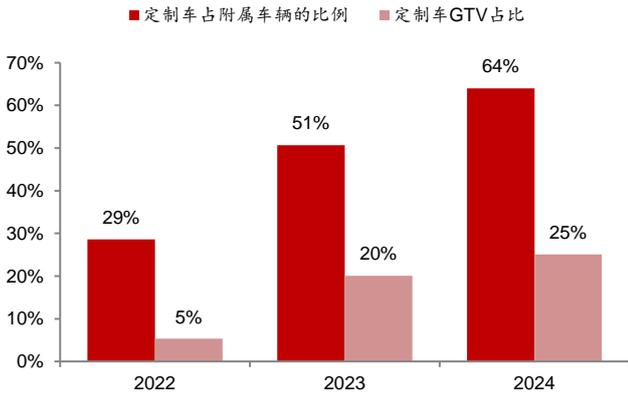
2) **曹操 60 (快车)**: 截至 24 年末已在 25 个城市部署超过 1.6 万辆，单价约 12 万元，TCO 约 0.47 元/公里，较典型纯电动汽车低 40%。23-24 年履行订单量从 17.9 百万单增至 71.3 百万单，GTV 从 4.7 亿元增至 19.3 亿元，AOV 从 26.4 元提升至 27.1 元。

表4: 曹操定制车型续航里程更长、TCO 更低

车型	枫叶 80V	曹操 60	纯电动汽车 (换电式)	纯电动汽车 (充电式)	燃油车
续航里程 (万公里)	60.0	60.0	60.0	49.7	56.0
每月 TCO (元)	3321	2955	4853	5013	7198
摊销每月购买成本 (元)	1629	1482	2498	2742	2377
每月能源补给成本 (元)	976	928	928	987	3001
每月车服成本 (元)	716	545	1427	1284	1820

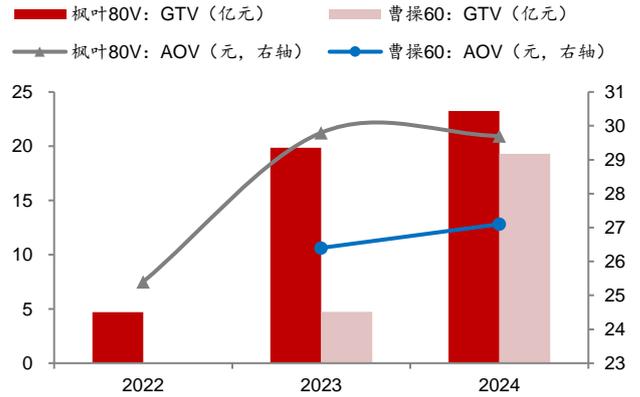
资料来源: 招股说明书, 弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

图57: 曹操出行定制车渗透率持续提升



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图58: 曹操出行两款定制车 GTV 及 AOV

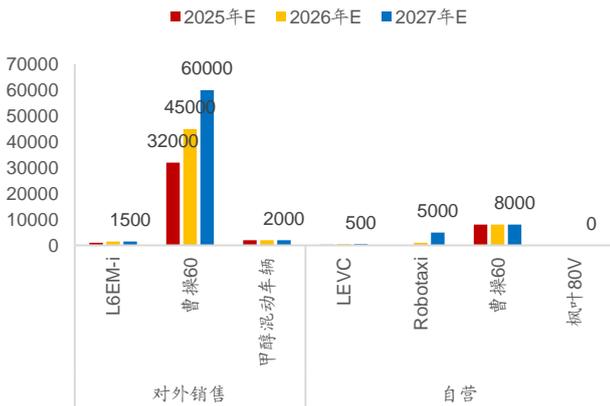


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

定制车规模为中国同类车队最大, 部署网络持续扩张。公司 2022 年开始部署定制车, 2023 年成立曹智公司 (公司持股 55%) 独立销售曹操品牌定制车, 截至 2024 年末已部署 3.4 万辆定制车, 为中国同类车队规模最大, 占自持车辆的 64%。待现有的 1.6 万辆非定制附属车辆退役时, 将用定制车进行替换。公司预计 2025-2027 年底部署的定制车分别为 4.2、5.0、5.0 万辆, 未来计划将自有定制车车队规模维持在约 5 万辆。

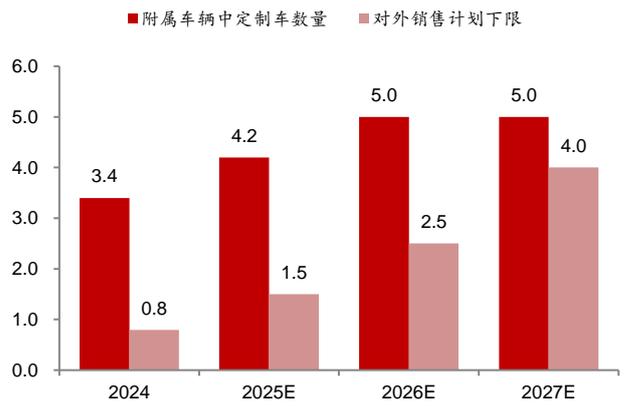
预计未来三年车辆销售收入保持高速增长, 成为盈利改善重要动能。2023-2024 年公司对外分别销售 1100、7914 辆定制车, 对应单车销售收入平均为 10-11 万元。根据招股说明书, 公司计划 2025-2027 年分别销售 1.5-3.2 万辆、2.5-4.5 万辆、4-6 万辆曹操 60 汽车。若达成销售计划下限, 按照单价 10 万元/辆计算, 对应 2027 年车辆销售收入约 40 亿元, 按照该业务 2024 年毛利率 5.4% 计算, 对应毛利约 2.2 亿元, 较 2024 年增长 363%。

图59: 曹操出行 2025-2027 年计划采购车辆及用途 (辆)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图60: 曹操出行自持定制车规模与销售数量计划 (万辆)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3.3 卡位 Robotaxi: 曹操启动试点, 打造发展新引擎

Robotaxi 拥有更强的成本效益优势, 渗透率提升潜力巨大。根据弗若斯特沙利文 2024 年 6 月预计, 我国 Robotaxi 商业化运营有望于 2026 年落地, 此时 Robotaxi 单公里成本与有人驾驶网约车接近, 随着自动驾驶技术成熟与应用规模扩大, Robotaxi 出行成本优势将

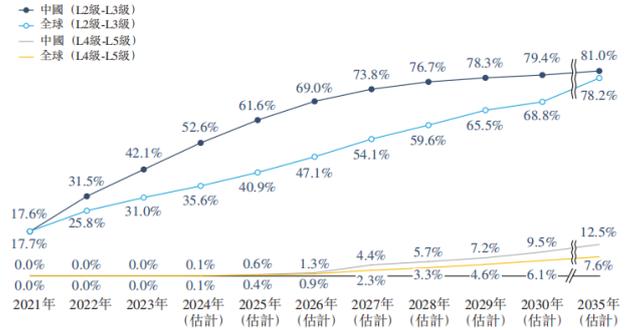
持续增强，到 2035 年 Robotaxi 出行成本为 0.9 元/公里，较有人驾驶网约车低 64%，中国 L4-L5 级别车辆渗透率将提升至 12.5%。

图61：有人驾驶网约车 vs Robotaxi 单公里成本对比



资料来源：如祺出行招股说明书，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

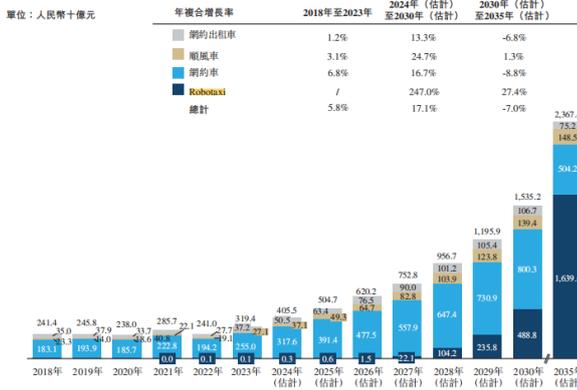
图62：全球及中国的 L4-L5 级 Robotaxi 车辆渗透率提升



资料来源：如祺出行招股说明书，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

Robotaxi 出行服务、技术服务、车辆销售及维修市场增长潜力巨大。根据弗若斯特沙利文预计，2030 年中国 Robotaxi 出行市场规模将增长至近 0.5 万亿元，到 2035 年将攀升至 1.6 万亿元；到 2035 年，中国 Robotaxi 车辆销售规模将增长至约 4692 亿元，车辆维修市场规模将增长至约 816 亿元。

图63：中国智慧出行市场规模



资料来源：如祺出行招股说明书，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

图64：中国 Robotaxi 车辆销售及维修市场规模



资料来源：如祺出行招股说明书，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

自动驾驶政策密集落地，中国 Robotaxi 商业化节奏提速。2025 年 8 月 1 日起，《自动驾驶汽车道路测试与示范应用管理办法（2025 修订版）》正式实施，首次允许 L4 级自动驾驶车辆在上海、广州、深圳、重庆、杭州 5 个试点城市开展全域商业化载客和载货运营服务，并取消了“安全员强制随车值守”的硬性要求，标志着中国自动驾驶技术从封闭测试场走向大规模商业化落地的新阶段。2025 年 7 月 26 日，上海发布《上海高级别自动驾驶引领区“模速智行”行动计划》，提出到 2027 年，实现 L4 级自动驾驶载客突破 600 万人次，开放道路超过 5000 公里；L2 级及 L3 级车型占汽车生产比例超 90%，L4 级实现量产。

图65: 2017-2024年中国自动驾驶政策演进路线

阶段	道路测试和示范应用阶段		商业化试点阶段	
周期	2017-2020 (约四年)		2021-2024 (约四年)	
国家政策	第一次从国家层面就规范自动驾驶道路测试作出规定。 对测试主体、测试驾驶人、测试车辆等提出要求, 进一步规范自动驾驶汽车测试。	下达了智能汽车测试运行及示范应用的战略任务。 推动实现封闭场地测试结果全国通用互认; 稳步推动自动驾驶客运行服务。	推动实现由道路测试向示范应用扩展, 进一步认识和分析新问题、新挑战。 确认了第二批共16个城市进行智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展试点。	首次从国家政策层面明确智能网联汽车可以用于运输经营活动。 确定了9个进入试点的联合体, 其中乘用车联合体占7家。
地方政策	北京市出台中国第一个自动驾驶车辆管理规范。 上海发放了全国首批智能网联汽车开放道路测试号牌。	广州认可其他城市智能网联汽车路测许可。 武汉开始开放第一批智能网联汽车测试道路。	上海测试场景进一步扩展, 可申请完全自动驾驶。 北京首次在国内开启乘用车无人化商用试点。	深圳出台国内首个无人驾驶汽车法规, 开辟了完全自动驾驶应用的先河。 北京拟支持自动驾驶汽车用于网约车等城市出行服务。
企业动态	2018年小马智行牵手广汽在广州南沙正式上路。	2019年7月北京市发布首批T4级别自动驾驶测试牌照, 总计5张, 百度全部收入囊中。	2021年11月15日, 百度Apollo获国内首个自动驾驶收费订单。	2024年7月AutoX、小马智行等获得上海完全无人载人牌照。

资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

依托吉利生态优势, 公司构建了国内首个“定制车+智能驾驶+出行平台” Robotaxi 自研闭环生态。国内核心 Robotaxi 参与者以自动驾驶技术平台为主, 需要与主机厂、出行平台合作, 在推动 Robotaxi 商业化进程、控制单位服务成本的过程中或存在更高的协作难度。公司依托吉利生态, 开发 Robotaxi 定制车型, 搭载吉利领先的自动驾驶技术方案, 再通过曹操出行平台运营, 实现“制造-技术-运营”全产业链闭环。

图66: Robotaxi 金三角运营模式与全球主要参与者商业化进展



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

公司开启 Robotaxi 试点, Robotaxi 生态建设拉开序幕, 有望成为发展新引擎。2025年2月“曹操智行”自动驾驶平台上线, 公司在苏州、杭州两地开启 Robotaxi 服务试点, 测试车型为领克 Z10, 搭载吉利“千里浩瀚”自动驾驶解决方案。公司计划于 2026 年底前推出兼顾成本与体验的 L4 级 Robotaxi 定制车型, 预计 TCO 将大幅低于行业同类产品。当 Robotaxi 政策与产品较为成熟时, 将拓展更多核心城市的商业化运营, 成为发展新引擎。

表5: 曹操智行 Robotaxi 生态发展规划

目标	主要内容
第一步 技术迭代	2026年前完成 L4 级自动驾驶系统研发, 重点突破多传感器融合、高精度地图动态更新等瓶颈
第二步 成本控制	通过完全定制车型和规模化量产, 将 Robotaxi 单车制造成本压缩至行业平均水平的 70%以下
第三步 城市复制	以杭州为模板, 2027年拓展至 10 个核心城市, 目标覆盖 80%以上城市主干道。

资料来源: 南方都市报, 浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 197、256、300 亿元，同比分别+34%、+30%、+17%；归母净利润分别为-7.1、-3.1、0.3 亿元，EBIT 分别为-3.8、0.2、3.5 亿元，EBITDA 分别为 4.3、8.6、12.7 亿元。核心假设如下：

- 1) **出行服务**：考虑到公司 2024-2025 年加速轻资产开城步伐扩张份额，增速将高于网约车大盘，我们假设出行服务收入 25-27 年收入分别增长 30%、27%、15%。在规模效益下，随着补贴政策优化，出行服务毛利率有望提升，我们假设 25-27 年分别为 9%、10%、11%。
- 2) **车辆销售**：根据招股说明书披露的公司 25-27 年定制车销售计划，我们假设车辆销售收入 25-27 年分别增长 108%、58%、35%；考虑到吉利汽车产业链赋能，公司采购成本有望下降，假设毛利率分别为 6%、7%、7%。
- 3) **车辆租赁**：根据招股说明书，公司计划将自持定制车规模保持在 5 万辆左右，我们预计车辆租赁收入、毛利率基本稳定，假设 25-27 年收入增速分别为 15%、10%、7%，毛利率与 2024 年持平，约为 22%。

表6：曹操出行收入成本拆分（单位：百万元人民币）

		2024A	2025E	2026E	2027E
1、出行服务	营业收入	13567	17696	22474	25929
	YoY	32%	30%	27%	15%
	毛利率	8%	9%	10%	11%
2、车辆销售	营业收入	867	1800	2850	3850
	YoY	657%	108%	58%	35%
	毛利率	5%	6%	7%	7%
3、车辆租赁	营业收入	187	215	237	253
	YoY	24%	15%	10%	7%
	毛利率	22%	22%	22%	22%
4、其他	营业收入	37	40	43	46
	YoY	-64%	8%	8%	7%
	毛利率	46%	46%	46%	46%
合计	营业收入	14658	19711	25561	30032
	YoY	37%	34%	30%	17%
	毛利率	8%	9%	10%	11%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

可比公司估值：我们选取中国出行服务平台龙头滴滴出行（位于美国粉单市场，面临估值压制）、国际出行服务平台龙头 Uber 作为可比公司，考虑到滴滴 2023 年首次实现年度盈利，我们采取市销率估值法，以 2025 年 8 月 11 日收盘价计算，上述可比公司 2025-2027 年平均 PS 为 2.3、2.0、1.8 倍。

公司为 2025 年 6 月 25 日港股上市的新股，以 2025 年 8 月 11 日收盘价计算，2025-2027 年市销率分别为 1.4、1.1、0.9 倍。公司网约车业务份额持续提升、盈利能力持续改善，车辆销售业务规模高速增长，我们预计公司 EBIT 有望于 2026 年转正，归母净利润有望于 2027 年转正。此外，公司加速布局 Robotaxi 业务，打开中长期想象空间。考虑市销率估值法，给予公司 2026 年 2 倍 PS，对应目标市值 562 亿港元，目标股价 103.17 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司估值（以 2025/8/11 收盘价计算，单位：亿元人民币）

证券代码	标的简称	市值	销售收入			P/S		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
DIDIY.OO	滴滴出行-ADR	1909	2249	2452	2683	0.8	0.8	0.7
UBER.N	Uber	13662	3671	4240	4828	3.7	3.2	2.8
	平均					2.3	2.0	1.8
2643.HK	曹操出行	282	197	256	300	1.4	1.1	0.9

资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所。注：滴滴收入预测来自 Wind 一致预期，Uber 收入预测来自 Bloomberg 一致预期，曹操出行收入预测来自浙商证券预测。

5 风险提示

- 1) 需求不及预期风险：若网约车需求、定制车销售需求不及预期，将影响公司 GTV 增速与营业收入增速，进而影响盈利情况。
- 2) 竞争加剧风险：若网约车行业竞争加剧，网约车平台或需要加大补贴力度来维持份额，导致出行服务收入、毛利率下滑。
- 3) Robotaxi 业务开展不及预期风险：若 Robotaxi 政策及商业化落地节奏不及预期，将影响未来盈利节奏。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,535	2,367	2,343	2,930	营业收入	14,657	19,711	25,561	30,032
现金	159	533	142	333	其他收入	239	217	225	258
应收账款及票据	274	514	508	693	营业成本	13,472	17,959	22,983	26,846
存货	223	329	437	458	销售费用	1,222	1,593	2,007	2,284
其他	879	989	1,256	1,445	管理费用	762	798	818	826
非流动资产	2,543	2,376	2,168	1,887	研发费用	234	276	281	285
固定资产	2,228	2,094	1,912	1,652	财务费用	317	327	322	318
无形资产	165	132	106	85	除税前溢利	(1,206)	(702)	(306)	31
其他	150	150	150	150	所得税	40	14	6	(1)
资产总计	4,078	4,743	4,511	4,817	净利润	(1,246)	(716)	(312)	31
流动负债	9,682	10,019	10,298	10,973	少数股东损益	4	(7)	(3)	0
短期借款	5,677	5,177	5,277	5,477	归属母公司净利润	(1,251)	(709)	(309)	31
应付账款及票据	702	1,293	1,260	1,722	EBIT	(889)	(375)	16	349
其他	3,303	3,549	3,761	3,774	EBITDA	(140)	431	865	1,270
非流动负债	1,602	2,102	1,902	1,502	EPS (元)	-2.98	-1.30	-0.57	0.06
长期债务	1,542	2,042	1,842	1,442					
其他	60	60	60	60					
负债合计	11,283	12,120	12,200	12,475					
普通股股本	0	545	545	545	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	(6,970)	(7,679)	(7,988)	(7,957)	成长能力				
归属母公司股东权益	(6,970)	(7,135)	(7,443)	(7,412)	营业收入	37.40%	34.48%	29.68%	17.49%
少数股东权益	(236)	(243)	(246)	(246)	归属母公司净利润	/	/	/	/
股东权益合计	(7,206)	(7,377)	(7,689)	(7,658)	获利能力				
负债和股东权益	4,078	4,743	4,511	4,817	毛利率	8.09%	8.89%	10.09%	10.61%
					销售净利率	-8.53%	-3.60%	-1.21%	0.10%
					ROE	17.94%	9.94%	4.15%	-0.42%
					ROIC	-7,229.43%	240.71%	-2.94%	-48.09%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	236	476	359	1,051	资产负债率	276.71%	255.54%	270.45%	258.98%
净利润	(1,251)	(709)	(309)	31	净负债比率	-97.96%	-90.61%	-90.73%	-85.99%
少数股东权益	4	(7)	(3)	0	流动比率	0.16	0.24	0.23	0.27
折旧摊销	749	806	849	921	速动比率	0.12	0.18	0.16	0.20
营运资金变动及其他	733	386	(178)	99	营运能力				
投资活动现金流	23	(317)	(320)	(340)	总资产周转率	3.20	4.47	5.52	6.44
资本支出	(297)	(640)	(640)	(640)	应收账款周转率	54.28	50.00	50.00	50.00
其他投资	320	323	320	300	应付账款周转率	19.49	18.00	18.00	18.00
筹资活动现金流	(682)	215	(430)	(520)	每股指标(元)				
借款增加	(312)	0	(100)	(200)	每股收益	-2.98	-1.30	-0.57	0.06
普通股增加	0	545	0	0	每股经营现金流	0.56	0.87	0.66	1.93
支付的利息和股利	0	(330)	(330)	(320)	每股净资产	-16.62	-13.10	-13.67	-13.61
其他	(370)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(423)	374	(391)	191	P/E	/	/	/	968.59
					P/B	/	/	/	/
					EV/EBITDA	/	84.82	42.59	28.71

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>