

25H1 点评: 规模快速扩张, Robotaxi 稳步推进
买入 (维持)

2025 年 8 月 27 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	14,657.50	22,564.11	31,144.45	39,973.80
同比 (%)	37.40	53.94	38.03	28.35
归母净利润 (百万元)	-1,250.77	-746.25	-162.51	640.03
同比 (%)	34.74	40.34	78.22	493.83
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-726.54	-648.25	-64.51	738.03
同比 (%)	22.29	10.78	90.05	1243.99
经调整 EPS-最新股本摊薄 (元/股)	-1.33	-1.19	-0.12	1.36
P/E (Non-GAAP)	-55.52	-62.23	-625.30	54.66

数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港)

投资要点

- **业绩概览: 收入大幅增长, 亏损快速收窄。** 2025H1 公司实现营业收入 94.6 亿元, 同比增长 53.5%; 毛利率 8.4%, 同比提升 1.4pct; 净亏损 4.7 亿元, 同比收窄 39.8%; 经调整净亏损 3.3 亿元, 同比收窄 34.0%; 经营现金流 3.3 亿元, 同比增长 164.6%。
- **出行服务: 定制车业务发力, 用户口碑持续领先。** 2025H1 公司出行服务收入达 86.0 亿元, 同比增长 49.8%, 增长得益于服务地域拓展 (截至 6 月底覆盖 163 城, 较 2024 年末增加 27 城)、聚合平台流量获取及品牌认知度带动的用户满意度提升。核心运营数据表现亮眼, GTV 突破百亿至 109.5 亿元 (+53.6%), 订单量 3.8 亿单 (日均 210.8 万单, +49.0%), AOV 同比增长 3.2% 至 28.9 元; 用户与司机规模同步扩张, 平均月活用户 3810 万 (+57.4%)、平均月活司机 55.4 万 (+53.5%)。定制车业务成效显著, 31 城部署 3.7 万辆定制车, 贡献 GTV25 亿元 (+34.7%)。此外, 公司连续七个季度稳居中国领先共享出行平台“服务口碑最佳”, 用户认可度第一, 品牌优势进一步巩固。
- **Robotaxi: 服务稳步推进, 未来规划清晰。** 2025 年 2 月, 公司自动驾驶平台“曹操智行”正式上线, 标志着 Robotaxi 业务进入实质推进阶段; 4 月起开始部署新一代 Robotaxi, 该车型采用吉利最新冗余架构设计, 深度融合曹操智行的自动化调度派单、远端安全保障等能力, 形成一体化自动驾驶运营平台。截至 6 月底, 曹操智行已在苏州、杭州累计完成超 1.5 万公里自动驾驶测试里程, 试点运营成效初显。技术与资源端, 公司计划联合吉利控股及业务伙伴, 开发预装自有自动驾驶硬件及应用的定制车, 确保与平台无缝兼容; 未来将持续投资曹操智行以强化运营能力, 逐步扩大 Robotaxi 覆盖城市, 实现大规模运营, 并构建“完全无人自动驾驶、完全智能化定制车、完全自动化运营体系”的出行智能体。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为公司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。我们预计 2025-2027 年实现收入 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。
- **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。

股价走势



数据来源: iFinD

市场数据

收盘价(港元)	81.25
一年最低/最高价	32.85/82.9
市净率(倍)	-5.99
总市值(百万港元)	44,252.23

数据来源: iFinD

基础数据

每股净资产(元)	-13.94
资产负债率(% , LF)	276.71
总股本(百万股)	544.64
流通股(百万股)	544.64

数据来源: iFinD

相关研究

《曹操出行(2643.HK): 吉利赋能, 打造中国网约车第二极》

2025-08-08

曹操出行 (2643.HK) 三大财务预测表

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	4,311	5,945	7,624	销售收入	14,657	22,564	31,144	39,974
现金	228	2,256	3,114	3,997	出行服务	13,567	20,323	27,412	34,735
应收账款	278	433	597	767	车辆租赁	187	191	193	199
存货	223	337	461	585	车辆销售	867	2,000	3,500	5,000
其他流动资产	807	1,284	1,773	2,275	销售成本	13,472	20,521	28,017	35,586
非流动资产	2,543	2,608	2,653	2,667	毛利润	1,186	2,043	3,128	4,388
长期股权投资	0	0	0	0	销售费用	1,222	1,839	2,377	2,869
固定资产	2,228	2,047	2,025	1,979	管理和研发费用	996	920	880	850
在建工程	0	200	225	250	其他经营损益	143	200	200	200
无形资产	165	171	208	238	经营利润	-801	-516	70	869
其他非流动资产	150	190	195	200	财务费用	317	245	236	196
资产总计	4,078	6,919	8,598	10,291	税前利润	-1,206	-761	-166	673
流动负债	9,682	12,924	14,769	15,809	所得税	40	0	0	20
短期借款	5,677	6,762	6,411	5,229	净利润	-1,246	-761	-166	653
应付账款	702	1,124	1,535	1,950	少数股东损益	4	-15	-3	13
其他流动负债	3,303	5,037	6,823	8,631	归属于母公司股东的净利润	-1,251	-746	-163	640
非流动负债	1,602	1,962	1,962	1,962	Non-IFRS 归母净利润	-727	-648	-65	738
长期借款	1,542	1,902	1,902	1,902	经调整 EBITDA	383	-2	666	1,555
其他非流动负债	60	60	60	60					
负债合计	11,283	14,886	16,731	17,771	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	-236	-251	-254	-241	经调整 EPS-最新股本摊薄 (元/股)	-1.33	-1.19	-0.12	1.36
归属母公司股东权益	-6,970	-7,716	-7,879	-7,239	每股净资产(元)	-12.80	-14.17	-14.47	-13.29
负债和股东权益	4,078	6,919	8,598	10,291	每股经营现金流(元)	0.43	2.03	3.28	4.90
					ROIC(%)	-92.26	-5,636.05	-18.61	361.34
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	17.94	9.67	2.06	-8.84
经营活动现金流	236	1,108	1,786	2,666	毛利率(%)	8.09	9.05	10.04	10.98
投资活动现金流	23	-280	-340	-406	销售净利率(%)	-8.50	-3.37	-0.53	1.63
筹资活动现金流	-682	1,200	-588	-1,377	资产负债率(%)	276.71	215.15	194.59	172.68
现金净增加额	-423	2,029	858	883	收入增长率(%)	37.40	53.94	38.03	28.35
折旧和摊销	749	415	495	586	净利润增长率(%)	37.08	38.91	78.22	493.83
资本开支	-2,202	-480	-540	-600	P/E (Non-GAAP)	-55.52	-62.23	-625.30	54.66
营运资本变动	-1,542	-619	-562	-543	P/B	-6.35	-5.73	-5.62	-6.11

数据来源: iFind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为2025年8月27日的0.9116, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，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。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

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），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。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

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,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

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。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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/>