

曹操出行 (02643.HK)

城市版图扩大助力份额扩张，报表端减亏初显成效

优于大市

核心观点

2025H1 公司收入增长强劲，减亏逐步推进，现金造血能力增强。2025H1 公司营业收入 94.56 亿元/+53.5%，毛利率 8.4%/+1.4pct，期内亏损 4.7 亿元/同比减亏 3.1 亿，经调整净亏损 3.3 亿元/同比减亏 1.7 亿元。2025H1 公司经营活动所得现金净额 3.25 亿元，同比大增 164.6%，自我造血能力增强。

运力侧轻资产+定制车拓城，流量侧深度拥抱聚合平台，出行服务高增长。

2025H1 出行服务收入 86.0 亿元/+49.8%，车辆销售收入 7.4 亿元/+137.3%，车辆租赁收入 1.0 亿元/+25.7%，其他业务 0.08 亿元/-62.2%（去年有一次性贡献）。2025H1 出行服务 GTV109.5 亿元/+53.6%，主要得益于两方面：其一通过向运力合作方销售定制车，成功进入 27 个新城市，总运营城市达 163 个；上半年平均月活司机 55.4 万/+53.5%；定制车队规模自持超 3.7 万辆，贡献 GMV25 亿元/+34.7%，同时销售车辆 7993 辆/+182.8%。其二，绑定聚合平台，2025H1 销售费用中支付给聚合平台的佣金增长 70.0%至 7.4 亿元，有效带动订单量与活跃用户分别增长 49.0%和 57.4%。

UE 拆分：新城市拓展司乘补贴同比提升，规模效应下固定成本摊薄。2025H1 平台日均订单量 210.8 万/+50.6%，A0V 为 28.9 元/+3.2%；估算平台 Take Rate 为 78.5%/-2.0%，预计系新城市拓展用户端补贴增加；司机成本及补贴约 63.4%/+0.4pct，运力合作伙伴佣金 1.8%/同比持平；规模效应下车辆折旧及维修成本 6.2%/-3.7pct；聚合平台佣金/GTV 为 6.7%/+0.6pct，预计系聚合平台订单占比提升；估算出行服务与资产租赁 EBIT 比率为-2.4%/+2pct。

成功登陆港股市场，Robotaxi 布局持续推进。曹操出行于 2025 年 6 月港交所正式挂牌上市，募集 17 亿港元提供现金支持，并引入产业链龙头作为基石投资人。2025 年 2 月 28 日曹操智行平台上线，截止 2025 年 6 月末已在苏杭累计测试里程 1.5 万公里。曹操出行是吉利集团唯一出行服务平台，有望扮演集团制造-技术-运营闭环中关键窗口，拟于 2026 年底推出专 L4 级 Robotaxi 定制车型，并于 2027 年规模化运营。

风险提示：竞争加剧，流动性风险，监管政策变化风险，股东解禁风险等。

投资建议：维持公司 2025-2027 年收入分别为 209/275/346 亿元，同比增长 43%/32%/26%，经调整后净利润-4.9/1.0/5.1 亿元。公司背靠吉利系主机厂，立足自有定制车车队，通过轻资产开城模式与聚合平台战略，实现了规模与效率的双重提升，短期网约车主业份额提升与推进减亏初显成效，卡位吉利生态 Robotaxi 关键环节赋能中线成长，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,668	14,657	20,901	27,505	34,579
(+/-%)	39.8%	37.4%	42.6%	31.6%	25.7%
经调整归母净利润(百万元)	-966	-724	-489	96	513
(+/-%)	—	—	—	—	434.3%
每股收益(元)	-1.77	-1.33	-0.90	0.18	0.94
EBIT Margin	-16.5%	-7.0%	-3.7%	-0.7%	0.7%
净资产收益率(ROE)	31.3%	17.9%	11.4%	3.4%	-2.5%
市盈率(PE)	-42.1	-56.2	-83.2	423.2	79.2
EV/EBITDA	-53.8	-193.9	-286.9	145.6	67.2
市销率(PS)	3.81	2.77	1.95	1.48	1.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

社会服务·专业服务

证券分析师：曾光 证券分析师：张鲁
0755-82150809 010-88005377
zengguang@guosen.com.cn zhanglu5@guosen.com.cn
S0980511040003 S0980521120002

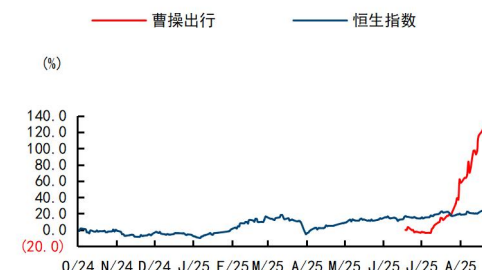
证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 80.10 港元
总市值/流通市值 43626/43626 百万港元
52 周最高价/最低价 92.50/32.85 港元
近 3 个月日均成交额 65.17 百万港元

市场走势



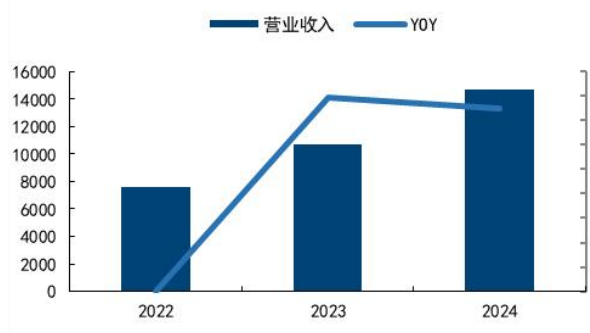
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《曹操出行 (02643.HK) - 从定制车到 Robotaxi，主机厂网约车龙头启航》——2025-08-27

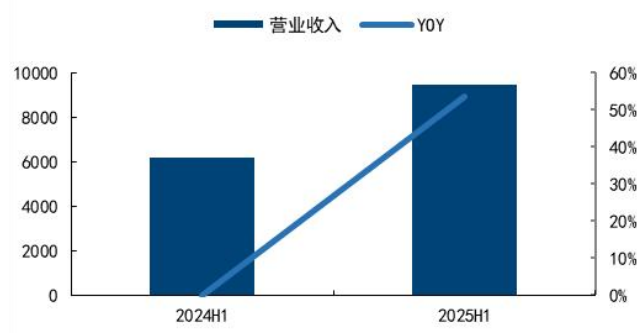
2025H1 公司收入增长强劲，减亏逐步推进，现金造血能力增强。2025H1 公司营业收入 94.56 亿元/+53.5%，毛利率 8.4%/+1.4pct，期内亏损 4.7 亿元/同比减亏 3.1 亿，经调整净亏损 3.3 亿元/同比减亏 1.7 亿元。2025H1 公司经营活动所得现金净额 3.25 亿元，同比大增 164.6%，自我造血能力增强。

图1：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）



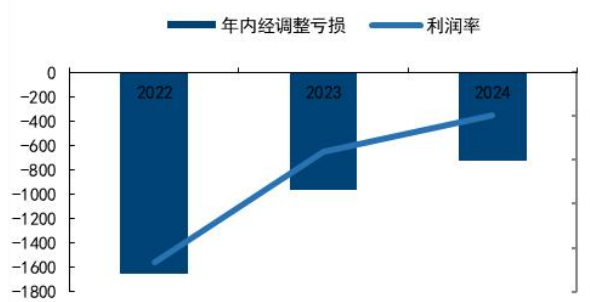
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



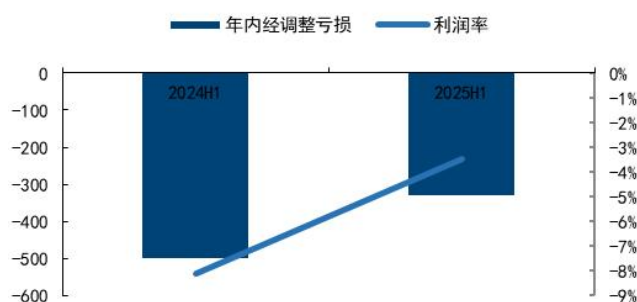
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润（单位：百万元、%）



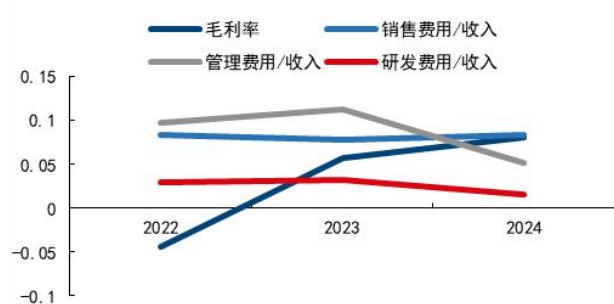
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运力侧轻资产+定制车拓城，流量侧深度拥抱聚合平台，出行服务高增长。2025H1 出行服务收入 86.0 亿元/+49.8%，车辆销售收入 7.4 亿元/+137.3%，车辆租赁收入 1.0 亿元/+25.7%，其他业务 0.08 亿元/-62.2%（去年有一次性贡献）。2025H1 出行服务 GTV109.5 亿元/+53.6%，主要得益于两方面：其一通过向运力合作方销售定制车，成功进入 27 个新城市，总运营城市达 163 个；上半年平均月活司机 55.4 万/+53.5%；定制车队规模自持超 3.7 万辆，贡献 GMV25 亿元/+34.7%，同时销售车辆 7993 辆/+182.8%。其二，绑定聚合平台，2025H1 销售费用中支付给聚合平台的佣金增长 70.0%至 7.4 亿元，有效带动订单量与活跃用户分别增长 49.0%和 57.4%。

UE 拆分：新城市拓展司乘补贴同比提升，规模效应下固定成本摊薄。2025H1 平台日均订单量 210.8 万/+50.6%，AOV 为 28.9 元/+3.2%；估算平台 Take Rate 为 78.5%/-2.0%，预计系新城市拓展用户端补贴增加；司机成本及补贴约 63.4%/+0.4pct，运力合作伙伴佣金 1.8%/同比持平；规模效应下车辆折旧及维修成本 6.2%/-3.7pct；聚合平台佣金/GTV 为 6.7%/+0.6 pct，预计系聚合平台订单占比提升；估算出行服务与资产租赁 EBIT 比率为-2.4%/+2pct。

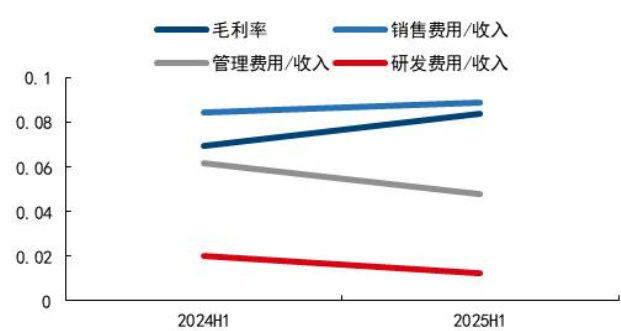
成功登陆港股市场，Robotaxi 布局持续推进。曹操出行于 2025 年 6 月港交所正式挂牌上市，募集 17 亿港元提供现金支持，并引入产业链龙头作为基石投资人。2025 年 2 月 28 日曹操智行平台上线，截止 2025 年 6 月末已在苏杭累计测试里程 1.5 万公里。曹操出行是吉利集团唯一出行服务平台，有望扮演集团制造-技术-运营闭环中关键窗口，拟于 2026 年底推出专 L4 级 Robotaxi 定制车型，并于 2027 年规模化运营。

图5：公司毛利率与期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率与期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：竞争加剧，流动性风险，监管政策变化风险，股东解禁风险等。

投资建议：维持公司 2025-2027 年收入分别为 209/275/346 亿元，同比增长 43%/32%/26%，经调整后净利润-4.9/1.0/5.1 亿元。公司背靠吉利系主机厂，立足自有定制车车队，通过轻资产开城模式与聚合平台战略，实现了规模与效率的双重提升，短期网约车主业份额提升与推进减亏初显成效，卡位吉利生态 Robotaxi 关键环节赋能中线成长，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	营业收入（亿元）				PS				3 年 CAGR	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	2024-2027	
2643.HK	曹操出行	74.65	407	147	209	275	346	2.8	1.9	1.5	1.2	33%	优于大市
网约车平均													
DIDIY.OO	滴滴出行	42.44	1997	2068	2244	2442	2640	1.0	0.9	0.8	0.8	8%	无评级
UBER.N	Uber	93.75	1955	440	515	596	678	4.4	3.8	3.3	2.9	16%	无评级
LYFT.O	Lyft	16.22	66	58	65	75	83	1.1	1.0	0.9	0.8	13%	无评级
GRAB.O	Grab	4.99	203	28	34	41	49	7.3	6.0	4.9	4.2	20%	无评级

资料来源：公司公告、彭博、国信证券经济研究所整理（注：上述单位与财报原始货币保持一致性，其中曹操出行、滴滴出行股价指标与财务指标均为人民币，其余为美元记录；滴滴出行、Uber、Lyft、Garb 选取彭博一致预期）

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	583	159	200	200	702	营业收入	10668	14657	20901	27505	34579
应收款项	928	987	1613	1987	2583	营业成本	10052	13472	18925	24507	30568
存货净额	167	223	326	422	530	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	202	162	313	358	484	销售费用	836	1222	1664	2124	2627
流动资产合计	1883	1535	2455	2971	4304	管理费用	1545	999	1082	1072	1132
固定资产	2802	2228	1913	1582	1235	财务费用	296	317	292	263	231
无形资产及其他	158	165	161	157	153	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	229	150	150	150	150	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	190	234	104	104	104
资产总计	5073	4078	4679	4861	5842	营业利润	(1871)	(1118)	(958)	(357)	125
短期借款及交易性金融负债	5177	5677	6694	5530	5220	营业外净收支	(69)	(89)	90	90	90
应付款项	719	753	1252	1523	1976	利润总额	(1940)	(1206)	(868)	(267)	215
其他流动负债	1232	3252	3234	4586	5225	所得税费用	41	40	30	9	17
流动负债合计	7129	9682	11181	11639	12422	少数股东损益	(65)	4	3	1	(1)
长期借款及应付债券	2353	1542	1542	1542	1542	归属于母公司净利润	(1916)	(1251)	(901)	(277)	199
其他长期负债	1965	60	60	60	60						
长期负债合计	4318	1602	1602	1602	1602	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	11446	11283	12782	13240	14023	净利润	(1916)	(1251)	(901)	(277)	199
少数股东权益	(250)	(236)	(232)	(231)	(232)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	(6124)	(6970)	(7871)	(8148)	(7949)	折旧摊销	741	749	569	585	602
负债和股东权益总计	5073	4078	4679	4861	5842	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	296	317	292	263	231
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(648)	152	(398)	1107	262
每股收益	(1.77)	(1.33)	(0.90)	0.18	0.94	其它	(65)	4	3	1	(1)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(1888)	(345)	(727)	1415	1062
每股净资产	(11.24)	(12.80)	(14.45)	(14.96)	(14.60)	资本开支	0	(173)	(250)	(250)	(250)
ROIC	-251%	-183%	-1123%	34%	-15%	其它投资现金流	0	0	0	(1)	(1)
ROE	31%	18%	11%	3%	-3%	投资活动现金流	0	(173)	(250)	(251)	(251)
毛利率	6%	8%	9%	11%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-17%	-7%	-4%	-1%	1%	负债净变化	246	(811)	0	0	0
EBITDA Margin	-10%	-2%	-1%	1%	2%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	40%	37%	43%	32%	26%	其它融资现金流	1599	1716	1018	(1164)	(309)
净利润增长率	--	--	--	--	-172%	融资活动现金流	2091	94	1018	(1164)	(309)
资产负债率	221%	271%	268%	268%	236%	现金净变动	203	(423)	41	0	502
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	380	583	159	200	200
P/E	(42.1)	(56.2)	(83.2)	423.2	79.2	货币资金的期末余额	583	159	200	200	702
P/B	(6.6)	(5.8)	(5.2)	(5.0)	(5.1)	企业自由现金流	0	(338)	(871)	1240	850
EV/EBITDA	(54)	(194)	(287)	146	67	权益自由现金流	0	240	(156)	(196)	328

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032