

曹操出行 (02643.HK)

科技重塑共享出行，打造服务口碑最好品牌

2025年09月05日

买入 (首次)

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 童明祺

执业证书: S0600125080005

tongmq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	10,668	14,657	20,674	26,235	32,365
同比(%)	39.80	37.40	41.05	26.90	23.37
归母净利润 (百万元)	(1,916.48)	(1,250.77)	(1,102.42)	(273.67)	891.83
同比(%)	2.82	34.74	11.86	75.18	425.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	(3.52)	(2.30)	(2.02)	(0.50)	1.64
P/E (现价&最新摊薄)	(20.35)	(31.19)	(35.38)	(142.54)	43.74

投资要点

■ **网约车市场内延外扩，存量流量分散化叠加 Robotaxi 破局。**中国网约车市场正经历从“野蛮生长”到“合规智能”的深刻转型，当前核心矛盾已从资本补贴转向自动驾驶规模化与人车关系的制度重构。**向内看**，网约车流量持续分散化，聚合平台模式崛起整合运力，占据约25%-30%订单份额，抽佣比例逐步政策化，为二线平台带来结构性机会。预计到2030年，网约车市场规模将达近万亿元，聚合平台与多地“非一车一平台”政策为其他玩家创造空间。**向外看**，Robotaxi 凭借 L4 级自动驾驶技术突破，成为破局关键。多传感器融合、车路云协同提升安全性，Waymo 等领军企业事故率较人类驾驶员降低超 80%。硬件成本持续下探，BOM 从百万级降至 30 万元区间，单位经济模型转正可期。政策体系日益完善，技术商业化加速落地。

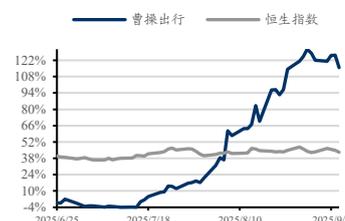
■ **双端规模持续增长，标准化体验塑造品牌力。**公司积极把握行业机遇，深化与聚合平台合作，高效获取流量并扩大市场份额。2022 至 2024 年平台司机单位收入持续高于行业平均水平，驱动运力规模快速扩张。2025H1 月活司机进一步增至 54.4 万人，同比+53.5%；月活用户同比+57.4%至 0.38 亿人；订单量同比+49.0%至 3.8 亿单。公司通过轻资产模式加速下沉市场渗透，长期有望通过高线城市 GTV 占比提升改善毛利率。2025H1 公司定制车车队规模达 3.7 万辆位居行业首位。公司围绕定制车优化空间、增添智能功能提升了出行服务的舒适性，打造了标准化出行体验。随会员体系与 APP 应用逐步完善，有望降低获客成本、增强盈利能力和平台壁垒。

■ **整车技术运营一体化，Robotaxi 加速落地。**2025 年 CES 展上，吉利与 Waymo 联合推出极氪 RT，并将于同年启动量产交付，凸显吉利高端整车智造实力。2025 年公司上线“曹操智行”，基于 SEA 浩瀚架构的领克 Z10 已在苏杭试点 Robotaxi 服务，并计划于 2026 年推出完全定制车型，实现成本与体验的平衡。吉利集团 2025 年 8 月战略性整合极氪、吉利研究院、迈驰智行及 smart 智驾团队，成立千里智驾，集团集中资源提升研发效率，有望加速 L4 级技术落地。公司依托吉利集团全产业链赋能，正向“整车制造+运营服务+技术研发”一体化的 Robotaxi 平台进化，有望复制网约车业务成功经验，打通自动驾驶商业化闭环。

■ **盈利预测与投资评级：**公司围绕定制车打造了可预期的出行体验，在一二线城市品牌力与高线城市市占率有望提升。可比公司 2025-2027 年平均 PS 分别为 22.4/15.0/7.1 倍（截至 2025 年 9 月 4 日）。我们预计曹操出行 2025-2027 年营业收入分别为 206.7/262.4/323.7 亿元，对应 PS 分别为 1.9/1.5/1.2 倍（截至 2025 年 9 月 4 日），基于网约车业务稳步发展、Robotaxi 业务空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**扭亏不及预期，竞争加剧，政策监管趋严，宏观需求不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	77.85
一年最低/最高价	32.85/92.50
市净率(倍,MRQ)	-10.6
港股流通市值(百万港元)	42,400.44

基础数据

每股净资产(元)	-6.91
资产负债率(%)	164.27
总股本(百万股)	544.64
流通股本(百万股)	544.64

相关研究

内容目录

1. 吉利旗下出行平台，用心服务国民出行	5
1.1. 中国领先的共享出行平台，运营范围迅速扩张	5
1.2. 股权结构集中，吉利集团产业协同	6
1.3. 规模快速增长，毛利率稳步提升	7
2. 网约车市场内延外扩，存量流量分散化叠加 Robotaxi 破局	9
2.1. 向内：网约车流量进一步分散，看好市场结构性增量	9
2.1.1. 网约车市场复盘：需求倒逼监管	9
2.1.2. 网约车万亿市场：二线网约车平台或凸显发展契机	9
2.1.3. 共享出行双重渗透率引擎：成本优势与即时响应	11
2.1.4. 流量分散化：聚合平台（量）与抽佣监管（价）	12
2.2. 向外：Robotaxi 成为网约车下一核心增长点	16
2.2.1. Robotaxi 与辅助驾驶底层逻辑存异	16
2.2.2. 自动驾驶降低事故率，安全性迈入新纪元	18
2.2.3. 降本路径清晰，商业模式打通可期	21
2.2.4. 政策体系逐步完善，加快产业化进程	22
3. 曹操出行：科技重塑共享出行，打造服务口碑最好品牌	25
3.1. 聚合平台重构流量生态，运力乘客双端规模加速扩张	25
3.2. 定制车打造标准化体验，品牌力提升	27
3.3. 整车运营技术一体化，集团协同助力 Robotaxi 闭环	29
4. 盈利预测及投资建议	31
5. 风险提示	33

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司营收及同比增速 (亿元)	7
图 4: 公司归母净利润 (亿元)	7
图 5: 公司收入结构.....	8
图 6: 2024 年公司成本结构.....	8
图 7: 公司毛利率.....	8
图 8: 公司费用率.....	8
图 9: 2020/10-2024/10 月度新注册合规驾驶员/车辆.....	9
图 10: 2020/10-2024/10 网约车行业订单量及增速.....	9
图 11: 2020-2030E 网约车市场规模及增速.....	10
图 12: 网约车中国市场份额 (GTV 角度, 2024 年)	10
图 13: 网约车中国一线城市市场份额 (2024 年)	11
图 14: 网约车中国二线城市市场份额 (2024 年)	11
图 15: 中国城市分布集中 (2015 年相较 1990 年)	12
图 16: 美国城市分布分散 (2015 年相较 1990 年)	12
图 17: 聚合平台&自有 APP 订单量及其渗透率.....	14
图 18: 2024 年第四季度南宁市网约车行业运营动态与风险提示文件强调不限制一车一平台..	15
图 19: 福清市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则做出一车一平台限制.....	15
图 20: 高德打车 2025 年 8 月降佣文件.....	15
图 21: 自动驾驶模式对比.....	17
图 22: 世界模型在自动驾驶中的应用.....	18
图 23: 自动驾驶组件迭代路线 (不完全梳理)	19
图 24: 车路云协同提升安全性.....	20
图 25: Waymo 车辆与基准情况对比	20
图 26: 气囊触发等级事故 Waymo 车辆与基准情况对比	20
图 27: Waymo 与人类基准按类型划分的责任保险索赔对比	21
图 28: 国内自动驾驶单车盈利拆解 (万元)	22
图 29: 萝卜快跑、小马智行、文远知行运营城市 (截至 8 月 25 日, 根据公开资料不完全梳 理)	24
图 30: 2022-2024 年公司 GTV 分渠道 (百万元)	25
图 31: 公司平台司机平均每小时收入 (元)	25
图 32: 公司平均月活司机及同比增速 (千)	26
图 33: 公司平台平均月活用户及同比增速 (百万)	26
图 34: 公司订单量及同比增速 (万)	26
图 35: 公司客单价及同比增速 (元)	26
图 36: 公司 GTV 分城市类型及同比增速 (百万元)	27
图 37: 2022-2024 年平台分成情况	27
图 38: 曹操出行 APP 界面	28
图 39: 曹操智行上线仪式.....	29

表 1: 公司管理层介绍.....	7
表 2: 网约车、顺风车/拼车、网约出租车及 Robotaxi 服务比较.....	12
表 3: 聚合平台&自营型平台对比	13
表 4: 网约车、顺风车/拼车、网约出租车及 Robotaxi 服务比较.....	16
表 5: 自动驾驶术语定义及特点/功能	17
表 6: 各公司自动驾驶硬件配置.....	21
表 7: 中国自动驾驶相关政策（不完全梳理）	23
表 8: 曹操出行定制车功能和特点介绍.....	28
表 9: 公司分业务营收预测（单位：亿元）	31
表 10: 可比公司估值（截至 2025 年 9 月 4 日；1 USD =7.1CNY；1 HKD=0.92 CNY）	32

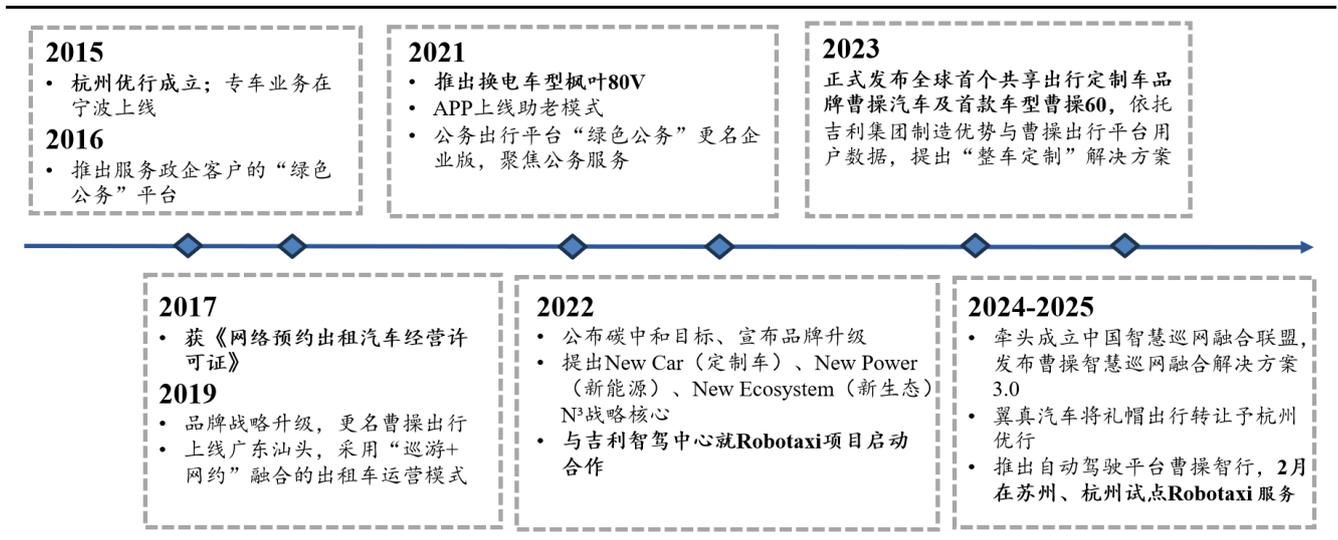
1. 吉利旗下出行平台，用心服务国民出行

1.1. 中国领先的共享出行平台，运营范围迅速扩张

公司为中国第二大共享出行平台。曹操出行创立于 2015 年，为吉利控股集团布局“新能源汽车共享生态”的战略性投资业务，现已发展为中国领先的共享出行平台。公司以“科技重塑绿色共享出行”为使命，将互联网、车联网、自动驾驶及新能源技术创新应用于出行领域，致力于打造服务口碑最佳的国民出行品牌。2015 年公司以“杭州优行”在杭州上线服务；2017 年获交通运输部颁发的全国网约车经营许可证；2025 年启动智能驾驶平台“曹操智行”，在苏州、杭州开启 Robotaxi 试点服务。截至 2025 年上半年，公司服务已上线北京、上海、广州、深圳等全国 163 座城市，平均月活司机数达 55.4 万。2024 年公司总交易价值（GTV）达 170 亿元，市占率 5.4% 位居行业第二。

定制车队打造标准化体验，运力合作扩大服务范围。公司与吉利合作开发定制车，于 2021 年、2023 年相继推出枫叶 80V、曹操 60 等专为网约车场景优化的纯电车型，依托吉利整车制造优势与公司用户数据打造解决方案。公司向“附属司机”提供自有定制车辆，也向运力合作伙伴销售定制车。截至 2025H1，公司定制车运营规模超 3.7 万辆，为中国同类车队之最；2024 年定制车履行订单 GTV 占公司总 GTV 的 25.1%。定制车为司机提供高性价比生产工具、提升驾驶体验，为乘客提供标准化出行体验。2024 年公司进军 85 个新城市加速扩张，通过与当地运力合作伙伴合作迅速扩大服务范围，2025 年上半年运营范围再添 27 座新城。

图1：公司发展历程

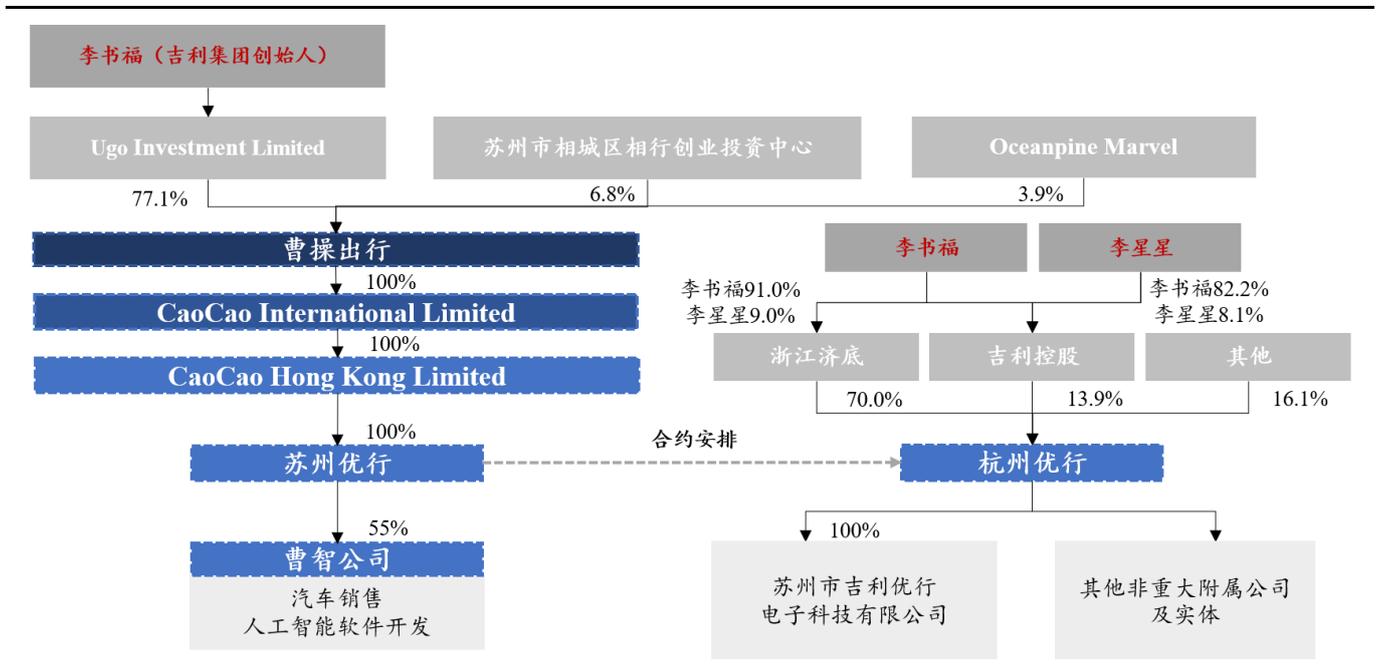


数据来源：公司官网，公司公众号，东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中，吉利集团产业协同

公司实控人为吉利集团董事长李书福先生。李书福通过 Ugo Investment Limited 直接持股 77.1%，合计控制公司 81.0% 的表决权。公司旗下子公司涵盖出行服务、科技开发等领域。曹操出行投资者包括相城相行创投、Oceanpine Marvel、农银投资（苏州）等，通过全资附属公司 CaoCao International Limited 及其旗下 CaoCao Hong Kong Limited 进行境外控股。公司基石投资者包括梅赛德斯奔驰、国轩高科、速腾聚创等产业资本。吉利控股集团业务涵盖汽车及上下游产业链、智能出行服务、绿色运力、醇氢生态、数字科技等，拥有乘用车品牌“吉利、吉利银河、领克、极氪、沃尔沃、极星、莲花”以及新能源商用车品牌“远程”等。公司为吉利出行板块核心布局，服务集团汽车产业电动化和智能化转型战略，与集团新能源科技、车联网、智能驾驶、车载芯片等前沿技术领域布局有强协同效应。

图2：公司股权结构



数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

注：数据截至 2025 年 6 月

管理团队运营经验丰富，行业积累深厚。公司首席执行官龚昕先生曾任蚂蚁科技城市服务部总经理、滴滴专车事业部总经理、滴滴代驾事业部总经理和滴滴共享单车服务总经理，在互联网及出行服务领域拥有超 13 年经验；执行总裁兼首席财务官柳森森先生曾任滴滴执行财务总监及其国际分部首席财务官，在网约车及出行服务领域有超 9 年经验；首席技术官强琦先生曾任阿里钉钉业务单元副总裁及技术委员会主席，在软件开发领域有超 16 年经验。管理层深厚的行业积淀与运营经验，为公司业务发展奠定了稳固基石。

表1: 公司管理层介绍

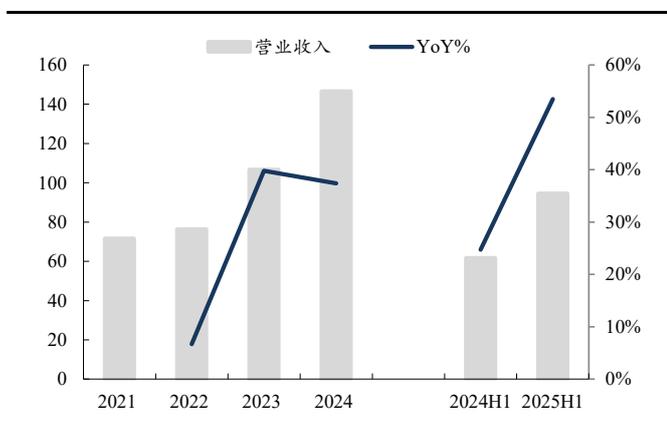
姓名	职位	简介
龚昕	首席执行官	互联网及出行服务超 13 年经验 2020-2021 蚂蚁科技集团股份有限公司城市服务部总经理 2015-2020 滴滴(中国)科技有限公司专车事业部总经理, 代驾事业部总经理, 共享单车服务总经理 2011-2015 腾讯科技(深圳)有限公司高级产品经理
杨健	董事会主席	高级经济师、高级工程师 2021-2022 上海证券交易所上市公司力帆科技(集团)董事 2016-2021 深圳证券交易所上市公司浙江钱江摩托股份有限公司副董事长 2012-2016 吉利控股副董事长 2005-2022 吉利汽车执行董事 2003-2012 吉利控股董事
柳森森	执行总裁兼首席财务官	网约车及出行服务超 9 年经验 2019-2021 某公路货运平台合伙人兼首席财务官 2015-2019 某共享出行公司执行财务总监及其国际分部首席财务官 2006-2015 德勤多伦多及上海办事处审计部高级经理
强琦	首席技术官	软件开发超 16 年经验 2008-2016 阿里巴巴集团搜索技术部及阿里云数据部高级技术专家 2008 年起 阿里巴巴集团钉钉业务单元副总裁、钉钉技术委员会主席
刘立群	汽车中心总经理	网约车及出行服务超 16 年经验 2020 年 阿里巴巴集团高级业务拓展专家 2016 年 威马汽车技术有限公司销售规划总监兼出行事业部总经理 2008 年 上海通用汽车有限公司专家顾问

数据来源: 公司官网, 公司招股书, 东吴证券研究所

1.3. 规模快速增长, 毛利率稳步提升

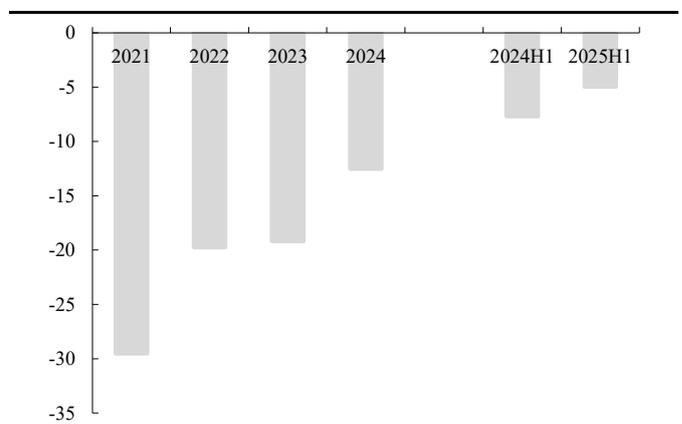
营收维持高增, 亏幅逐步收窄。2024 年公司营业收入同比+37.4%至 146.6 亿元, 对应 2022-2024 CAGR 38.6%, 主要源于订单量显著增加及客单价提升: 2024 年公司平台订单量同比+33.6%至 6.0 亿单; 高单价定制车 GTV 占比提升驱动平均客单价 (AOV) 从 2023 年的 27.3 元小幅提升至 2024 年的 28.3 元; 2025H1 营业收入同比+53.5%至 94.6 亿元。2025H1 公司归母净利润为-5.0 亿尚未扭亏, 主要因: 1) 规模效应尚未完全显现, 2024 年公司按 GTV 计算的市占率为 5.4%; 2) 公司于 2024 年/2025H1 进军 85/27 个新城市, 前期需投入大规模补贴。2024 年新进入城市用户补贴/经调整司机收入及补贴分别占总 GTV 百分比为 15.5%/80.5%, 高于现有可比城市的 14.5%/68.1%。

图3: 公司营收及同比增速 (亿元)



数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

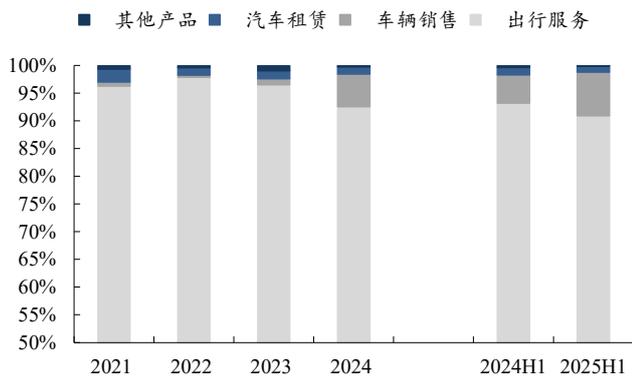
图4: 公司归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

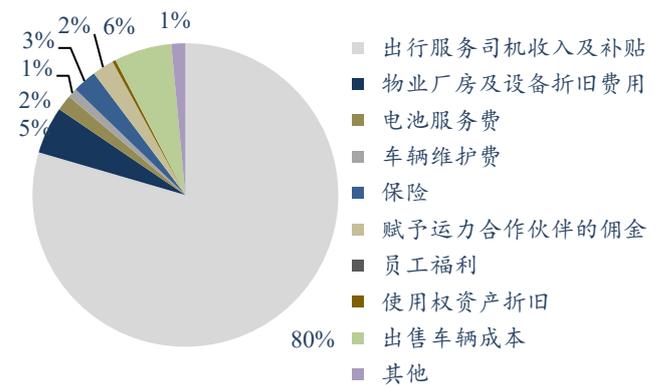
出行服务收入为主，人力成本较高。2025H1 公司出行服务、车辆销售、汽车租赁、其他产品收入占比分别为 90.9%、7.9%、1.1%、0.1%。公司网约车服务包括快选、惠选、优选和专车，满足了用户对快捷、实惠、舒适性、专业出行服务的需求。2025H1 出行服务收入同比+49.8%至 86.0 亿元。车辆销售业务为对附属司机提供定制车以及外销部分车辆，2025H1 车辆销售收入同比+137.3%至 7.4 亿元。汽车租赁为向运力合作伙伴出租车辆，由运力合作伙伴独立持有及管理车辆，2025H1 汽车租赁收入同比+25.7%至 1.0 亿元，主要因开城节奏加速。公司成本主要包括司机收入及补贴、折旧费用、保险和运力合作伙伴佣金等，2024 年经调整司机收入及补贴占总成本的 80%占比最高。

图5：公司收入结构



数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

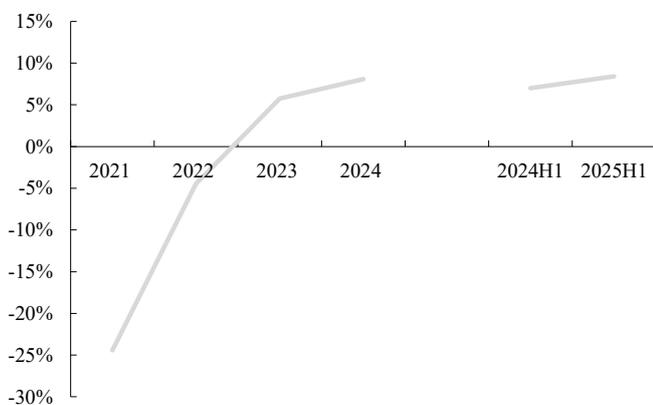
图6：2024 年公司成本结构



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

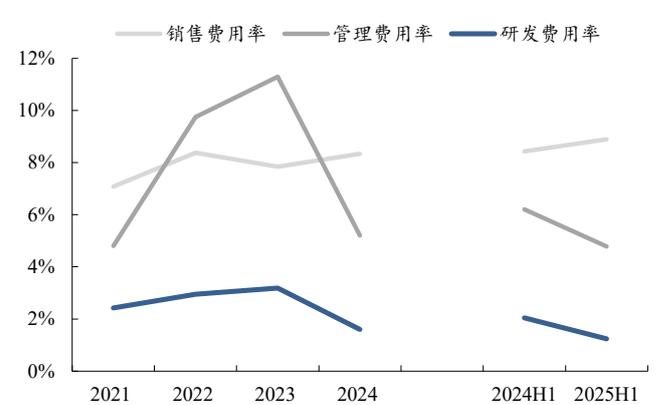
毛利率稳步提升，费用持续摊薄。随公司运力用户双端规模提升、运力成本控制见效、客单价提升，毛利率从 2022 年的-4.4%稳步提升至 2025H1 的 8.4%。其中，经调整司机收入及补贴占出行服务收入比例从 2022 年的 84.2%降至 2024 年的 79.0%；公司定制车持有成本低，定制车运力占比提升有助于控制系统成本。2022-2024 年销售费用率分别为 8.4%、7.8%和 8.3%，2024 年销售费用率提升主要因开城节奏加速，聚合平台佣金同比+56.9%至 10.5 亿元，2025H1 销售费用率进一步提升至 8.9%。2025H1 研发费用率/管理费用率分别同比-0.8pct/-1.4pct 至 1.2%/4.8%，随业务规模扩大持续摊薄。

图7：公司毛利率



数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

图8：公司费用率



数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

2. 网约车市场内延外扩，存量流量分散化叠加 Robotaxi 破局

2.1. 向内：网约车流量进一步分散，看好市场结构性增量

2.1.1. 网约车市场复盘：需求倒逼监管

中国网约车的十五年是从“野蛮生长”到“合规智能”的范式转型。核心矛盾正从资本补贴转向自动驾驶的规模化效率与人车关系的制度性重构。

市场启蒙期（2010-2013年）：2010年5月中国首家网约车平台“易到用车”成立，早于Uber成立3个月，聚焦高端商务专车服务；2012-2013年包含滴滴等40余款打车软件上线，通过补贴争夺用户，监管处于真空期。

政策破冰期（2014-2016年）：2014年Uber进入中国，2015年滴滴与快的合并；2016年7月交通运输部等七部委联合发布《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》，首次赋予网约车合法地位，终结灰色运营时代。

多元发展期（2017-2024年）：2017年美团打车以低抽成（8%）切入市场，高德推出“聚合模式”，整合中小运力平台，曹操出行（吉利旗下）、T3出行（车企联盟）等依托主机厂资源入场，主打合规运力与B2C模式。

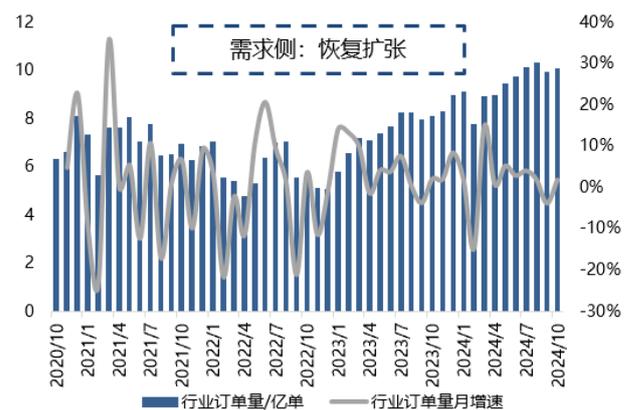
技术突破期（2024年至今）：2023年行业从公共卫生事件中恢复，行业进入存量竞争，Robotaxi技术逐步实现商业试点，小马、萝卜等获上海首批牌照，如祺实现Robotaxi混合派单，文远、小马通过Uber全球化部署。

图9：2020/10-2024/10 月度新注册合规驾驶员/车辆



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

图10：2020/10-2024/10 网约车行业订单量及增速



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

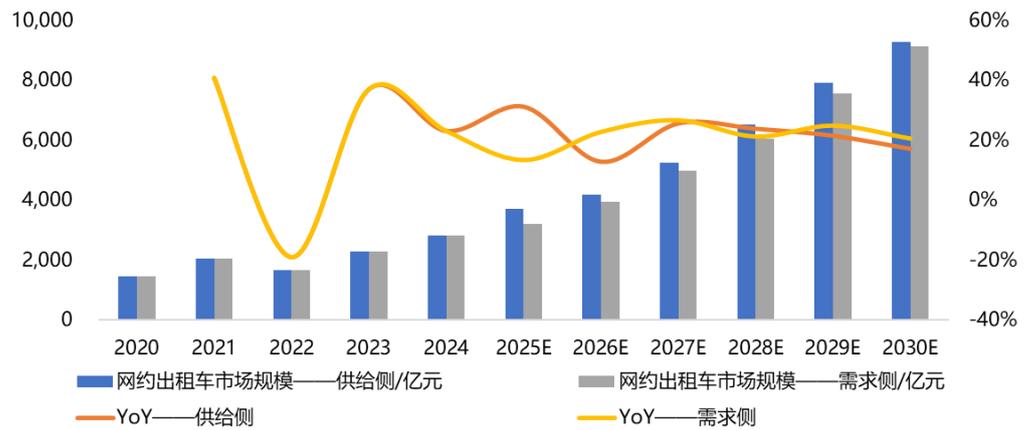
2.1.2. 网约车万亿市场：二线网约车平台或凸显发展契机

我们预计中国网约车市场到2030年实现近万亿规模。根据我们测算，2024年中国网约车市场规模2821.1亿元，到2030年供给/需求侧维度预计近万亿元，年化增长率达20%+水平。我们通过滴滴出行及曹操出行的历史数据进行行业单均GTV的拆分，未来

我们假设 Robotaxi 涌现进一步提高单均载客里程数。

对于订单量，我们从供需两个维度进行测算。1) 供给侧维度，预计聚合平台的成熟和 Robotaxi 的渗透带动网约车合规率进一步增长，单车日均订单量稳态增长。2) 需求侧维度，一方面全国城市客运总量逐渐自然复苏，另一方面 Robotaxi 逐步改变出行方式，提升出行意愿，拉动全国城市客运总量增长，假设公交汽电车客运量维持稳定水平，传统巡游出租车占比进一步下降。

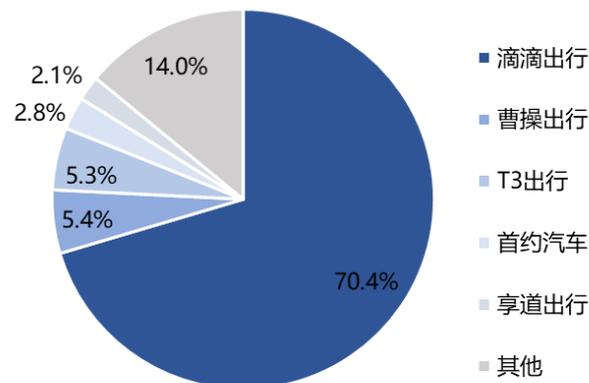
图11: 2020-2030E 网约车市场规模及增速



数据来源：交通运输部，滴滴出行招股书，曹操出行招股书，东吴证券研究所

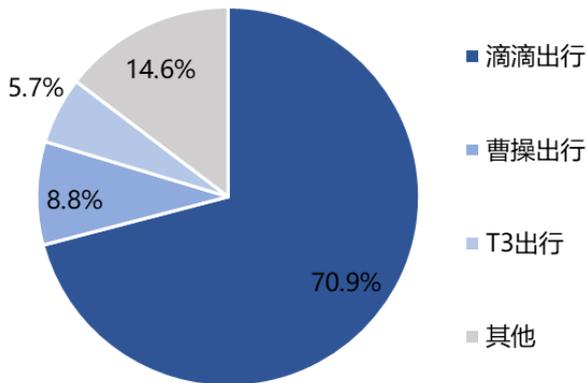
滴滴出行占据垄断地位，网约车市场形成“一超多强”格局。2024年，在全国市场、一线及二线城市中，滴滴出行的市场份额均超70%，显著高于其他网约车平台。滴滴出行、曹操出行、T3出行三大平台占据全国超80%市场份额，市场高度集中。二线城市市场集中度更高，由三大平台占据88.3%的市场份额，一线城市市场长尾玩家机会略多。

图12: 网约车中国市场份额 (GTV 角度, 2024年)



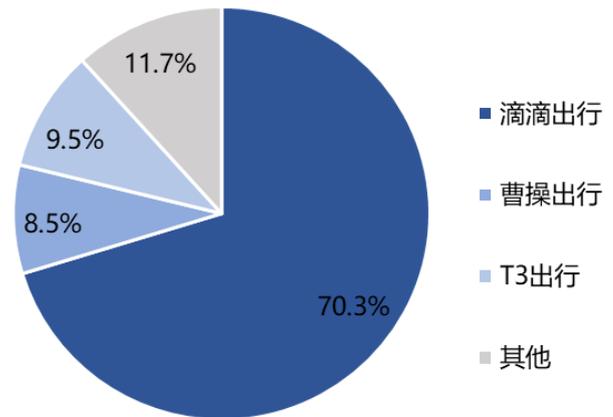
数据来源：弗若斯特沙利文，曹操出行说明书，东吴证券研究所

图13: 网约车中国一线城市市场份额 (2024 年)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 曹操出行说明书, 东吴证券研究所

图14: 网约车中国二线城市市场份额 (2024 年)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 曹操出行说明书, 东吴证券研究所

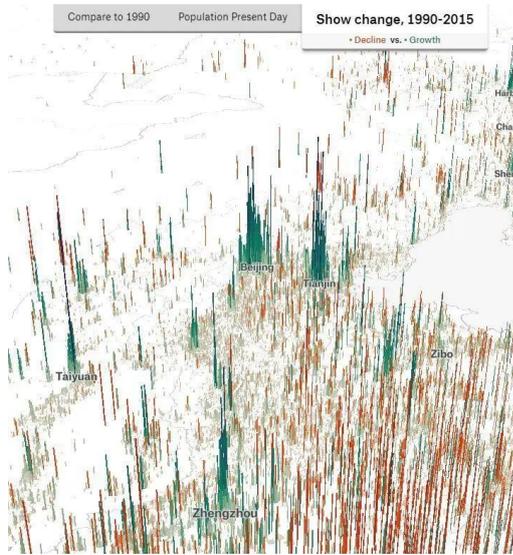
2.1.3. 共享出行双重渗透率引擎: 成本优势与即时响应

网约车在中国具有独特的时代红利, 与私家车经济相比, 其有更加经济实用和及时响应的特点。

网约车相较私家车凸显成本优势。私家车购置成本过高, 叠加私家车本身的折旧、维保、排队摇号、停车费车位费等隐形成本。中国私家车使用率相对较低, 2023 年私家车通勤比例下滑至 51.66%, 且高密度城市核心区使用率更低。以北京东西城区为例, 人均车辆保有量为曼哈顿 2 倍, 但停车费高达 20-30 元每小时, 催生“有车不敢开”现象。

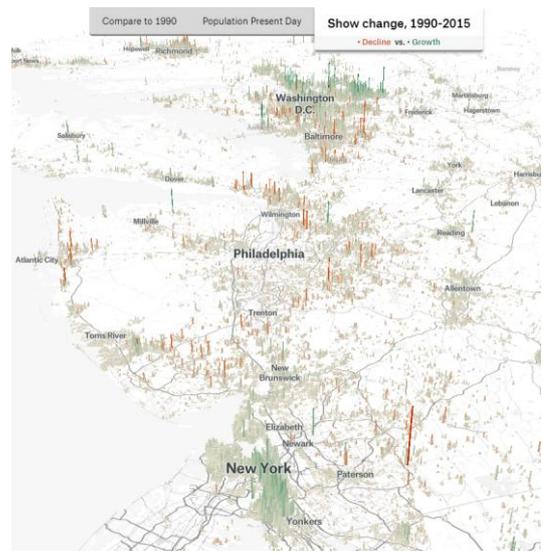
网约车还具备及时响应的优势。中国城市密度相对集中, 网约车可以对城市人口的出行距离进行更佳覆盖。以成都市为例, 至 2025 年, 中心城区建成区平均通勤距离保持在 8-10 公里范围, 平均通勤时间缩减到 35 分钟, 网约车可进行较好覆盖。同时, CBD 等地区停车难, 叠加在道路上的拥堵成本削弱了私家车出行的实际效率。相比之下, 网约车随叫随到, 可以及时响应乘客需求, 根据曹操招股书, 2024 年曹操每公里 GTV 约 3.0 元 (扣除用户补贴前、全国平均), 网约车仍存在充足的渗透空间。

图15: 中国城市分布集中 (2015年相较1990年)



数据来源: 经济地理, 东吴证券研究所

图16: 美国城市分布分散 (2015年相较1990年)



数据来源: 经济地理, 东吴证券研究所

2.1.4. 流量分散化: 聚合平台(量)与抽佣监管(价)

中国二线网约车(除滴滴出行)逐渐分化出四个派别。互联网逻辑下,流量负反馈问题逐渐暴露,自有平台用佣金和推广换取聚合平台订单,但自有流量更弱,进而更需要佣金和推广提高曝光率。

表2: 网约车、顺风车/拼车、网约出租车及 Robotaxi 服务比较

派别	代表平台	核心逻辑	核心要素
传统车企派	曹操出行(吉利系)	消化车企产能,运营数据反哺车辆研发	车
	如祺出行(广汽系)		
	T3出行(一汽/东风/长安系)		
	享道出行(上汽系)		
牌照资源派	盛威时代(365约车)	借助地方牌照资源,抢占合规运力,快速铺开城市	证
	万顺叫车(拥有350+城市牌照)		
	斑马快跑(早期以牌照扩张著称,今年市场份额萎缩)		
聚合流量平台派	高德地图	不做运力重投入,专注撮合交易赚差价	流量
	美团打车		
	百度地图		
	腾讯地图		
细分场景派	花小猪打车(滴滴旗下,面向年轻用户和低价市场)	避开正面竞争,切入细分市场	商业模式/技术
	华夏出行(北汽旗下,聚焦分时租赁和企业用车)		
	萝卜快跑、小马智行、文远知行等(L4级Robotaxi)		

数据来源: 定焦 One, 东吴证券研究所

聚合平台模式正成为网约车行业主流模式之一。网约车聚合平台包括高德地图、美团打车、百度地图、腾讯出行等平台,不直接提供打车服务,而是整合了多家网约车服务商如曹操出行、首汽约车、阳光出行等。聚合平台为用户提供统一入口,其核心功能是让用户可以在一个APP内同时比较不同服务商的价格,并实现一键呼叫多平台车辆。

表3: 聚合平台&自营型平台对比

对比	聚合型平台	自营型平台
代表平台	高德地图、百度地图、美团打车、腾讯出行、携程用车、华为Petal出行等	滴滴出行、曹操出行、T3出行、如祺出行、首汽约车、享道出行等
运力供给	接入自营型平台，间接获得车辆及司机资源，把控运力供给程度低	以自有资金购置车辆（或司机自行带车加入），通过车辆租赁、售卖或平台雇佣的方式招募司机，把控运力供给程度高
营收方式	B端：信息服务费及佣金抽成技术服务费、广告营销等	B端：佣金抽成、技术服务、广告营销等
	C端：用户增值服务(会员订阅)	C端：用户增值服务（会员订阅）

数据来源：定焦 One，东吴证券研究所

网约车聚合平台的崛起是一个分阶段演化的过程，其中滴滴 2021 年美股上市后的监管危机成为关键转折点，加速了市场格局重构。

聚合模式兴起（2017-2020 年）：轻资产探索与生态互补。 1) 2017 年 7 月，高德地图上线“易行平台”，接入滴滴、神州、首汽等多家运力服务商，成为国内首个聚合打车平台。其核心逻辑是工具类应用（地图）需提升用户黏性，而网约车服务与地理位置天然契合，可填补地图应用“即用即走”的空白。2) 2018-2019 年，美团、百度跟进。2018 年，美团打车以自营模式试水上海、南京，但因司机成本过高（2018 年美团网约车司机成本为 44.6 亿元）转向聚合模式，2019 年 4 月美团正式接入首汽、曹操等服务商，聚焦“本地生活+出行”生态协同。百度地图同期布局。

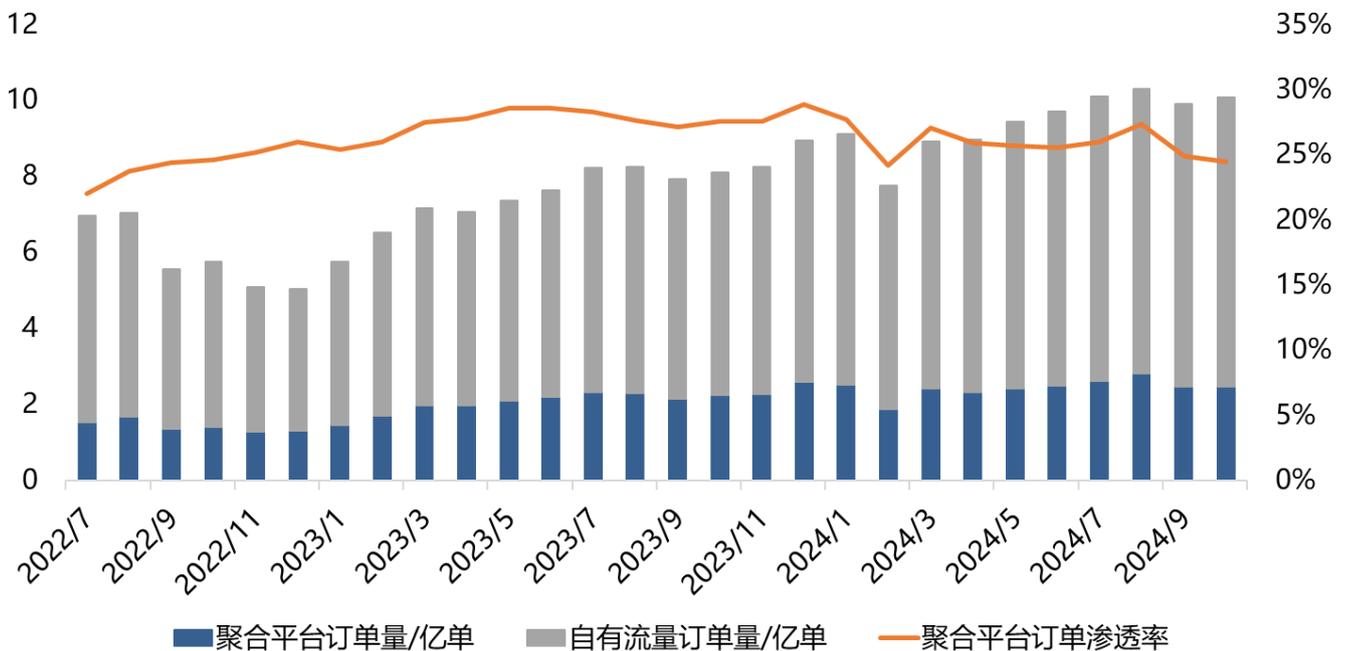
聚合平台关键转折点（2021 年）：监管重击与市场真空。 2021 年 6 月 30 日，滴滴登陆纽交所，募资 44 亿美元。上市 2 天后网信办因网络安全风险对其启动审查，7 月 4 日“滴滴出行”App 下架，7 月 9 日扩展至旗下 25 款应用，滴滴新用户注册关闭，用户增长停滞，8 月滴滴的订单量环比下滑 21.1%。滴滴下架后，高德、美团等聚合平台加速争夺其流失用户，及时用车、T3 出行、阳光出行 8 月订单量环比分别上涨了 113%、66.8%、33.8%，而这些平台大部分接入高德打车聚合平台。

后滴滴时代格局重构（2022 年至今）：科技巨头集体入局，从佣金到生态变现。 2022 年腾讯在微信“支付”页“出行服务”内测全新打车内容，接入曹操出行、阳光出行、首汽约车、T3 出行等第三方平台，以社交生态赋能打车场景。2022 年 7 月华为推出 Petal 出行，为鸿蒙系统构建“地图-自动驾驶-打车”闭环。至此高德、美团、百度、腾讯、华为五大流量平台全部入局，商业模式也逐渐从佣金转成生态变现，例如高德整合火车票、酒店服务，打造“全域出行”场景，美团打通餐饮消费积分兑换，实现跨业务引流。

聚合平台模式占据稳定的订单份额，未来话语权或更重。 2022 年以来，聚合平台带来的订单量占比稳定，约占据总出行市场比例的 25%-30% 份额，而根据曹操出行招股说

明书，2019 年其占比仅为 7.0%，预计到 2029 年将增至 53.9%。

图17：聚合平台&自有 APP 订单量及其渗透率



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

行业龙头滴滴在国内与高德等聚合平台激烈竞争，在拉美市场和美团竞争，为二线平台带来机会。2018 年网约车聚合平台出现，2019 年较小规模的平台和高德地图互惠互利制定出行数字化方案，在滴滴下架整改期间迅速崛起。注重聚合平台订单渠道的平台借助高德等渠道触达了更多用户群体，分流了滴滴的市场份额。2025 年滴滴恢复在巴西的外卖服务（99food），复刻国内“出行+外卖”模式，与美团旗下 Keeta 外卖平台展开竞争。

网约车司机可注册多家出行平台，一车多平台接单，二线出行平台形成竞争空间。地区政策方面，在当地未执行一车一平台的背景下，多平台接入的网约车司机通过使用其他出行平台来在滴滴派单密度不足时争取更多机会，拓展了二线网约车平台的市场空间，但多地已发布一车一平台的限制政策。平台特性方面，拥有重资产特点的出行平台相较于撮合型为主的平台（如滴滴）受多平台接单的影响较小，例如曹操出行拥有 5 万辆左右的自有车队和大量附属司机，仅以曹操出行为唯一接单平台。

图18: 2024 年第四季度南宁市网约车行业运营动态与风险提示文件强调不限制一车一平台

(三) 南宁市交通运输局受南宁市政务服务局委托, 具体负责实施南宁市《网络预约出租汽车经营许可证》《网络预约出租汽车运输证》和《网络预约出租汽车驾驶员证》等许可证件办理, 上述证件办理不收取任何费用。请有意从事网约车经营的人员切勿轻信第三方中介关于可加快或有特殊渠道办理网约车证件等不实宣传及承诺。业务办理咨询电话: 0771-3101190。

(四) 南宁市网约车可同时接入多个网约车平台, 从事网约车经营的车辆和人员直接向平台方申请接入即可, 无需注销原《网络预约出租汽车运输证》后再次办理。请有意办理此业务的人员仔细熟悉政策, 避免因注销《网络预约出租汽车运输证》造成不必要的损失。

(五) 根据交通运输部等6部委《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》、商务部《机动车强制报废标准规定》, 网约车应按以下规定报废及退出经营: 一是行驶里程达到60万千米时强制报废; 二是行驶里程未达到60万千米但使用年限达到8年时, 退出网约车经营; 三是退出网约车经营(转为非营运车辆), 仍然按照营运载客汽车的规定报废。请有意从事网约车经营的人员充分考虑车辆剩余年限预期收益、维护成本、车辆折损等因素, 避免造成不必要损失。

数据来源: 福清市人民政府, 南宁市人民政府, 东吴证券研究所

图19: 福清市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则做出一车一平台限制

第十四条 一辆网约车只能接入一家网约车平台公司, 车辆所有人因网约车平台公司中止运营或其他原因需变更接入的网约车平台应当按照本细则第十二条规定重新申请《网络预约出租汽车运输证》。

网约车平台公司与车辆接入关系终止以及平台经营期终止的, 车辆在未与新网约车平台公司确立入网营运关系前, 不得从事运营。

网约车车辆只能通过网络预约方式提供运营服务, 不得巡游揽客, 不得进入巡游车专用候客通道、停靠点等站点候客(执行交通运输主管部门指令性运输任务的除外)。

数据来源: 福清市人民政府, 南宁市人民政府, 东吴证券研究所

从价格维度来看, 聚合平台抽佣比例政策化, 聚合平台逐步实行抽佣限制。2022年7月交通运输部公布, 主要网约车平台抽成比例的上限多在18%至30%之间, 市场形成默契, 30%是监管部门认可的网约车抽佣的隐形“红线”。2023年《关于切实做好网约车聚合平台规范管理有关工作的通知》发布, 明确要求各地有关部门督促网约车聚合平台不得干预网约车平台公司价格行为, 且不得直接参与车辆调度及驾驶员管理。2025年4月25日, 中国交通运输协会发布《网络预约出租汽车聚合平台经营服务规范》(征求意见稿), 新规引入动态退出机制, 不得干预服务商自主定价。2025年8月, 高德打车信息服务费上限全部降至9%, 并通过减免佣活动、专项奖励等方式推动合作平台综合成本降低2%。

图20: 高德打车 2025 年 8 月降佣文件

司机权益保障公告

高德打车联合网约车平台合作伙伴, 支持司机权益保障。

具体措施包括:

- 一是推动不少于80家合作网约车平台的抽成比例上限不超过27% (含高德平台向合作网约车平台收取的信息服务费, 司机收入不低于乘客实付费用的73%), 惠及超百万司机;
- 二是高德打车信息服务费上限全部降至9%, 并通过减免佣活动、专项奖励等方式推动合作平台综合成本降低2%;
- 三是督促合作网约车平台落实抽成上限承诺, 配合主管部门监督曝光。

数据来源: 中工网, 交通运输部, 新华网, 证券时报, 东吴证券研究所

2.2. 向外: Robotaxi 成为网约车下一核心增长点

2.2.1. Robotaxi 与辅助驾驶底层逻辑存异

Robotaxi 为内置 L4/L5 级自动驾驶技术的无人驾驶共享出行汽车。L3 级自动驾驶由车辆完成绝大部分驾驶操作, 人类驾驶员需保持注意力以备不时之需, L4 级自动驾驶由车辆完成所有驾驶操作, 但限定道路和环境条件。Robotaxi 可通过感知周围环境自主行驶, 当无人车遇到临时道路变更或交通管制等无法解决的情况时, 云端安全员可以发起远程协助并接管车辆, 帮助其处理复杂场景。通常情况下, 仅在极端场景启用远程云代驾, 因此可实现远程驾驶员一人控制多车的高效运营服务。Robotaxi 定价与当地出租车价格相当, 需得到各区域经营许可才能上路。

表4: 网约车、顺风车/拼车、网约出租车及 Robotaxi 服务比较

	网约车	顺风车/拼车	网约出租车	Robotaxi	Robotaxi (未来)
定义	通过网约车平台完成个性化行程	由多个人在相互兼容的时间沿相同或类似行程共同使用私家车	通过网约车平台完成传统出租车订单	内置 L4/L5 级自动驾驶技术的无人驾驶共享出行汽车	
运力供给	主要来自汽车租赁公司或汽车金融租赁公司; 私家车车主	通常为私家车车主	通常为出租车公司	Robotaxi 平台 自动驾驶解决方案供应商	Robotaxi 平台 Robotaxi 车队
交通行业经营许可	平台: 网络预约出租汽车经营许可证 汽车: 网络预约出租汽车运输证 司机: 网络预约出租汽车驾驶员证	无许可证要求	汽车: 道路运输证 司机: 巡游出租汽车驾驶员证	<u>一般经营许可:</u> 网络预约出租汽车经营许可证 <u>区域经营许可 (不完全梳理):</u> 1) 北京: 无人化载人示范通知书; 2) 广州: 无人驾驶远程载客测试许可; 自动驾驶车辆出租车运营许可; 3) 上海浦东: 无人驾驶智能网联汽车道路测试许可证	不适用
定价	当地出租车价格的 0.8-4.0 倍	当地出租车价格的 0.3-0.5 倍	当地出租车价格	当地出租车价格	低于当地出租车价格

数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

L4 级自动驾驶技术与 L2+级在底层逻辑上存在根本差异。小马智行联合创始人楼天成先生认为“L2 越厉害, 离 L4 越远”, 为 L2+优化的技术架构与 L4 级系统相比, 在硬件基础、软件方案、安全冗余设计和方法论均存在本质差异。早期整车厂通常采取模块化架构+模仿学习的路线发展辅助驾驶。模块化的主要弊端在于误差累积和无法输出

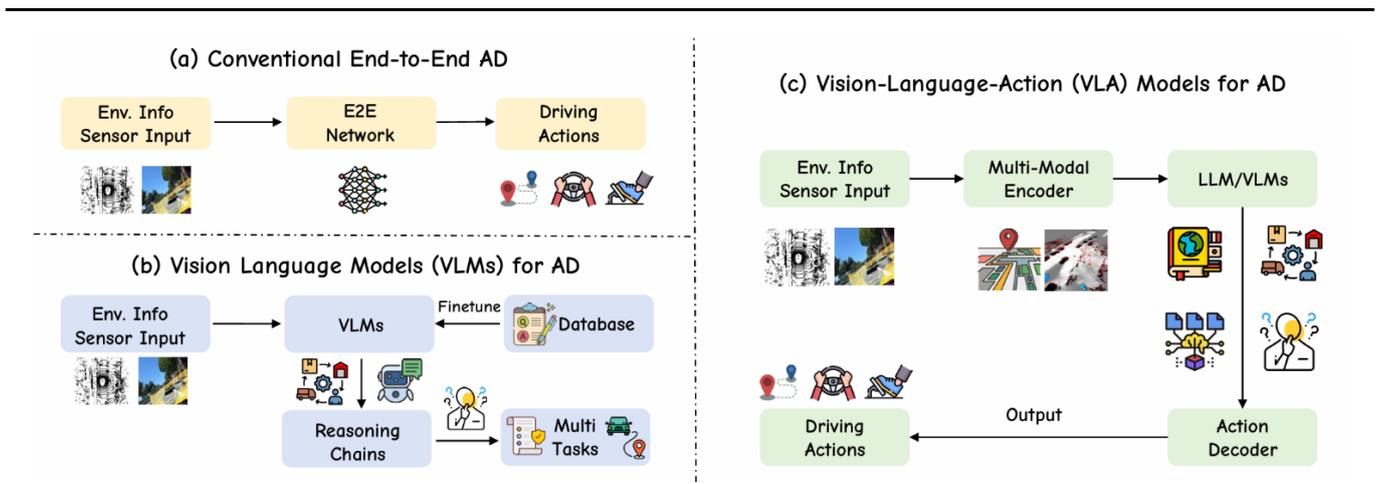
全局最优解；模仿学习的主要弊端在于“长尾场景”泛用性差、系统能力天花板受限于数据集质量及人类驾驶能力。目前小鹏、理想等整车厂，Waymo、小马智行等自动驾驶解决方案商采用端到端架构提升系统性能上限和运行效率，以强化学习力求超过人类的驾驶能力。业界将多模态大语言模型发展的技术成果应用到自动驾驶中：VLM 模型可作为辅助系统为端到端模型提供复杂交通场景的理解和语义解析；VLA 模型通过整合感知、推理和行动，实现可解释且稳健的闭环控制；语言模型从被动解释工具演进为感知与控制中的主动组件，让系统获得沟通与推理能力。

表5: 自动驾驶术语定义及特点/功能

	定义	特点/功能
End-to-End 端到端	将感知、规划、控制全流程整合为单一神经网络模型，直接输入传感器数据，输出车辆控制指令	无需人工规则或中间模块干预，通过海量驾驶数据训练实现从输入到输出的“直觉式”决策，具备高效响应和拟人化驾驶能力
Vision-Language Model 视觉语言模型	融合视觉感知与自然语言理解能力，解析复杂交通语义，通过链式推理生成驾驶决策	通常与端到端模型并行运行，形成“快系统（端到端）+慢系统（VLM）”双架构，提升长尾场景安全性
Vision-Language-Action 视觉语言动作模型	在 VLM 基础上进一步整合视觉、语言与动作模态，实现感知-决策-执行的端到端闭环	架构通常包括视觉编码器（提取环境特征）、语言编码器（解析指令）、动作解码器（生成控制信号），并通过强化学习优化动作策略
World Model 世界模型	一种通过生成式 AI 模拟物理环境的虚拟仿真系统，用于训练和测试端到端模型	1) 闭环数据生成，利用真实驾驶视频自监督合成成长尾场景；2) 时空演化预测，模拟车辆动作引发的环境变化；3) 替代车端 VLM，在云端提供高精度场景推理能力

数据来源：亿欧智库，东吴证券研究所

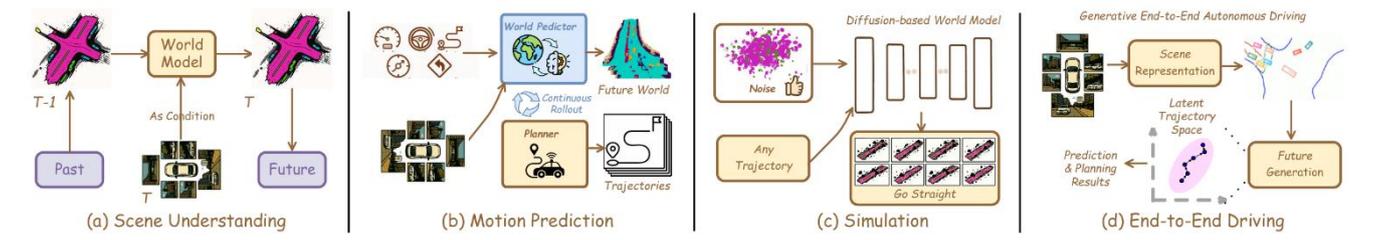
图21: 自动驾驶模式对比



数据来源：《A Survey on Vision-Language-Action Models for Autonomous Driving》，东吴证券研究所

世界模型提供仿真环境，实现系统闭环。世界模型是一种生成式时空神经网络，它将多传感器物理观测压缩为紧凑的潜在状态，并在假设动作驱动下向前推演，使车辆能在未来场景发生前进行预演。换言之，世界模型抽象出真实世界中的元素，表征元素间的规律，推断真实世界的反馈。在自动驾驶领域，世界模型可以辅助数据生成从而降低数据依赖、预测场景（模拟长尾场景）、提升感知与动机-动作预测能力、控制智能体行为。优秀世界模型提供的仿真环境和训练场景是提升系统驾驶能力的关键。

图22: 世界模型在自动驾驶中的应用



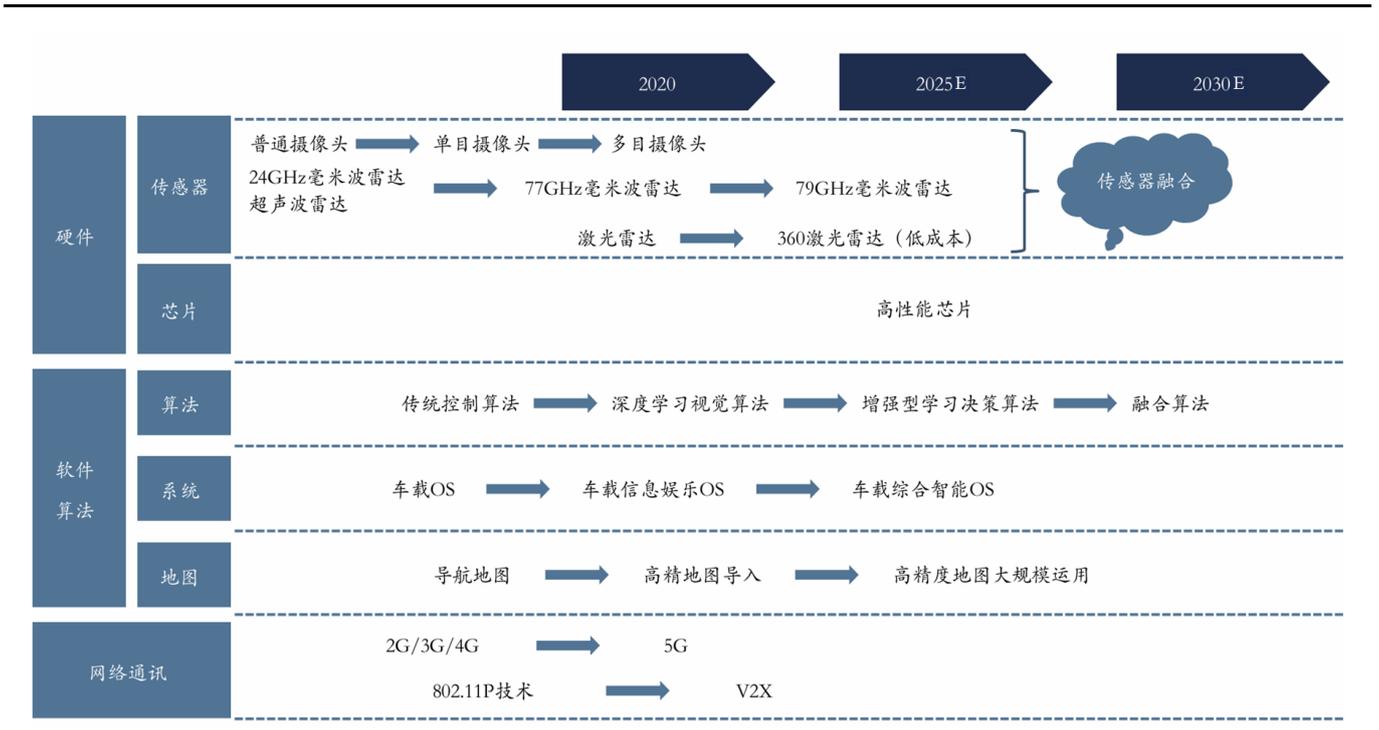
数据来源：《A Survey of World Models for Autonomous Driving》，东吴证券研究所

2.2.2. 自动驾驶降低事故率，安全性迈入新纪元

多传感器融合方案为系统提供了全天候、全场景的可靠感知。单一传感器在复杂环境下存局限性：视觉相机易受光照、恶劣天气等因素干扰；激光雷达在雨雾等天气下性能显著衰减。多传感器融合方案提供信息安全性冗余、减少单一传感器感知盲区、构筑更全面的环境认知能力，从而提升了系统安全性和鲁棒性。例如将激光雷达提供的精确深度信息与相机提供的丰富语义信息进行像素级前融合，能够在保障定位精度的同时大幅提升目标识别的准确率。

目前，主流 Robotaxi 厂商普遍采用“视觉相机+激光雷达+毫米波雷达”的多传感器融合方案。小马智行第七代 Robotaxi 车型搭载六类量产传感器，包括 9 颗激光雷达、14 颗摄像头、4 颗毫米波雷达等，实现车周 360° 无盲区、650 米范围内的物体和环境检测；文远知行全新一代自动驾驶传感器套件 WeRide SS 5.0 拥有 12 个摄像头、7 颗固态激光雷达，共同构成 6 大感知模组，为车辆带来半径超过 200 米、车身周围 360° 无盲区的强大感知能力；Waymo 第六代传感器套件上配备 13 个摄像头、6 个雷达和 4 个激光雷达，装载一系列外部音频接收器，实现车周 360° 无盲区、最远 500 米范围的感知能力。

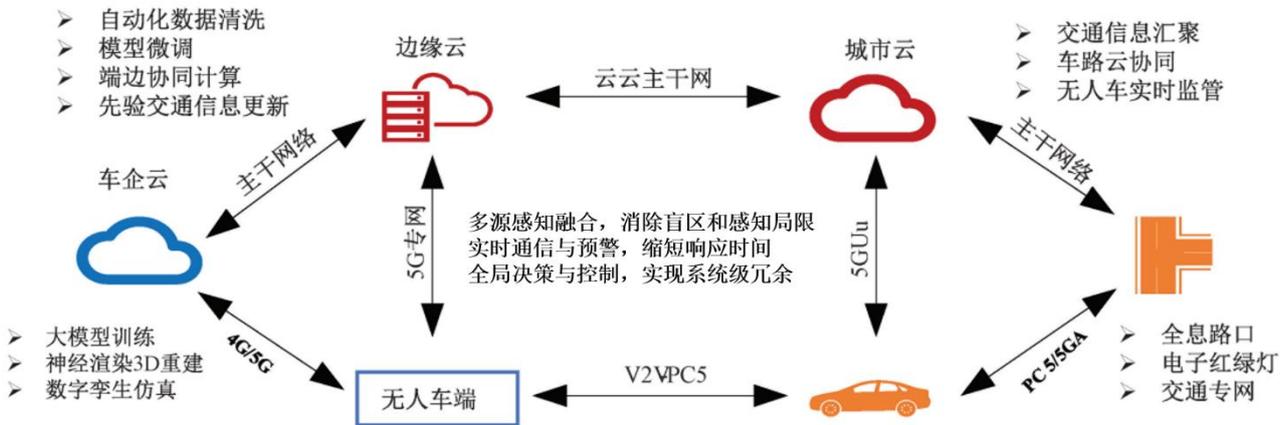
图23: 自动驾驶组件迭代路线 (不完全梳理)



数据来源: 盖世汽车, 头豹研究院, 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

单车智能、车路协同与 AI 云平台全局协同提升安全性。车路云为车辆、道路基础设施以及云计算平台紧密结合的智能交通系统, 其关键组成包括路侧设施、车载系统、通信网络以及云平台。其通信网络主要依托 C-V2X 等通信技术, 以实现车辆与路侧设施、车辆与车辆、车辆与云端之间的数据交换。V2X 技术通过车与车、车与路的实时信息交互, 为自动驾驶车辆提供超视距感知、盲区预警和意图感知等信息, 有效解决鬼探头、恶劣天气下感知失灵等难题, 提升行车安全与舒适性。“车路云一体化”充分融合了车端、路端、云端信息, 车路云三端协同分析协同决策, 可实现多重安全冗余和全局管控, 大幅提升系统安全性、稳定性和可靠性。根据美国交通部数据, 单车智能技术可以规避 60% 的交通事故、C-V2X 技术能够将这一比例提升至 81%, 单车智能与 C-V2X 技术结合可规避 96% 的交通事故。

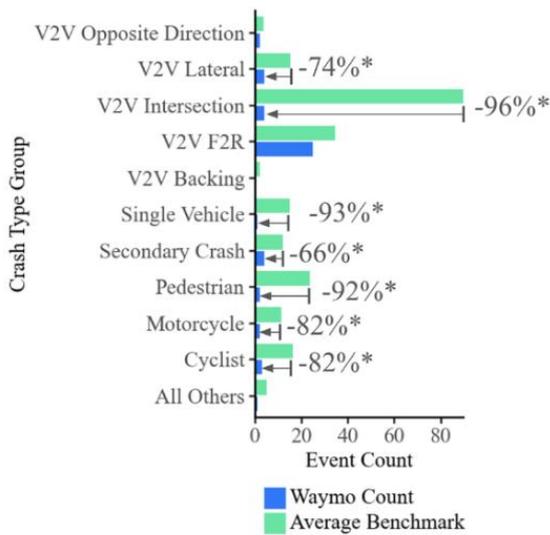
图24: 车路云协同提升安全性



数据来源:《基于云计算的一体化车路云协同系统方法研究》, 东吴证券研究所

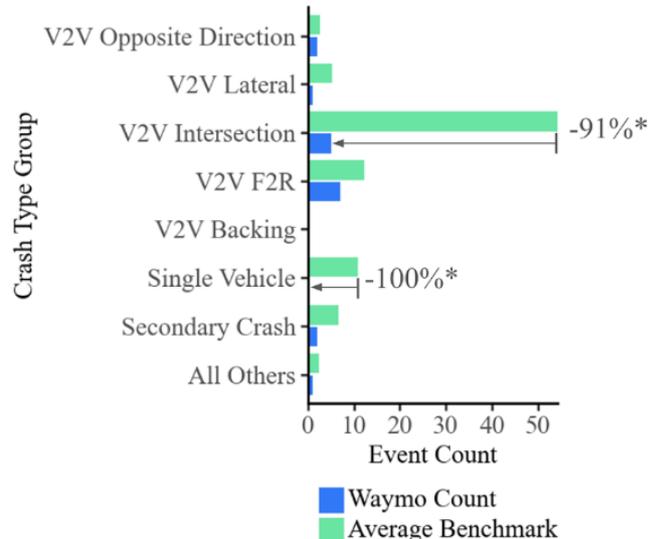
L4级自动驾驶系统可显著降低事故发生率。基于对Waymo无人驾驶车队5670万英里公开道路运营数据的分析,其安全表现已实现里程碑式突破:系统在“疑似严重伤害及以上”等级事故中,发生率较人类驾驶员基准降低85%;“任何伤害报告”维度事故中,发生率较人类驾驶员基准降低79%;“安全气囊弹出”维度事故中,发生率较人类驾驶员基准降低81%。同期,Waymo与世界顶尖再保险集团瑞士再保险合作开展的研究显示:在数百万英里全自动驾驶里程中,其车辆的责任索赔率显著低于人类驾驶基准,其中财产损失索赔减少88%,人身伤害索赔减少92%。

图25: Waymo车辆与基准情况对比



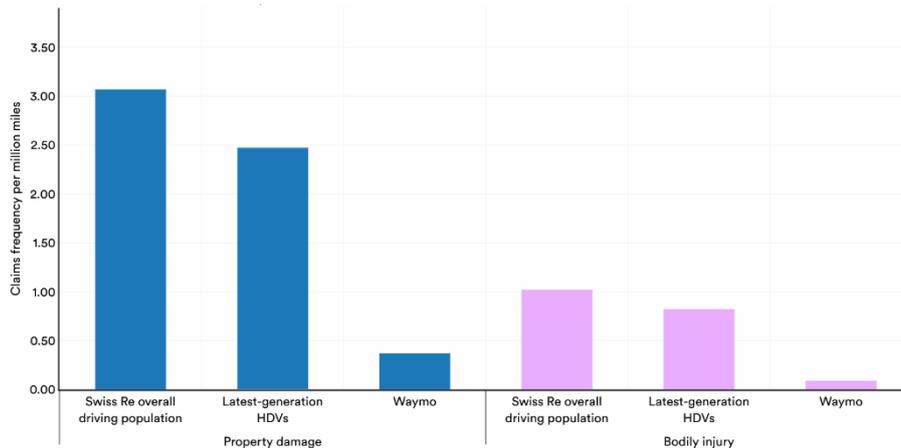
数据来源:《Comparison of Waymo Rider-Only crash rates by crash type to human benchmarks at 56.7 million miles》, 东吴证券研究所

图26: 气囊触发等级事故Waymo车辆与基准情况对比



数据来源:《Comparison of Waymo Rider-Only crash rates by crash type to human benchmarks at 56.7 million miles》, 东吴证券研究所

图27: Waymo 与人类基准按类型划分的责任保险索赔对比



数据来源：2025 AI Index report，东吴证券研究所

2.2.3. 降本路径清晰，商业模型打通可期

自动驾驶套件量产降本，BOM 成本下探 30 万元量级。以激光雷达为例，根据 Yole，2023 年国内/海外激光雷达平均售价约为 450-500/700-1000 美元。伴随固态激光雷达进入上车-量产-降本良性循环，目前禾赛科技 ATX、速腾聚创 MX 产品价格已下探至 200 美元价位。Robotaxi 新车型往往以固态、半固态激光雷达替代昂贵的机械式激光雷达方案，例如小马第七代车型搭载 4 颗禾赛 AT128 作为感知主雷达，根据高工智能汽车数据测算其 4 颗主激光雷达成本约 1400 美元，整车 BOM 成本从上一代的百万级下探 30 万元量级；百度 Apollo 2024 年第六代无人车单价 20.5 万元，较上一代成本降幅超 50%。此外考虑到规模化采购降本与芯片国产化趋势，国内 Robotaxi 仍有一定降本空间。

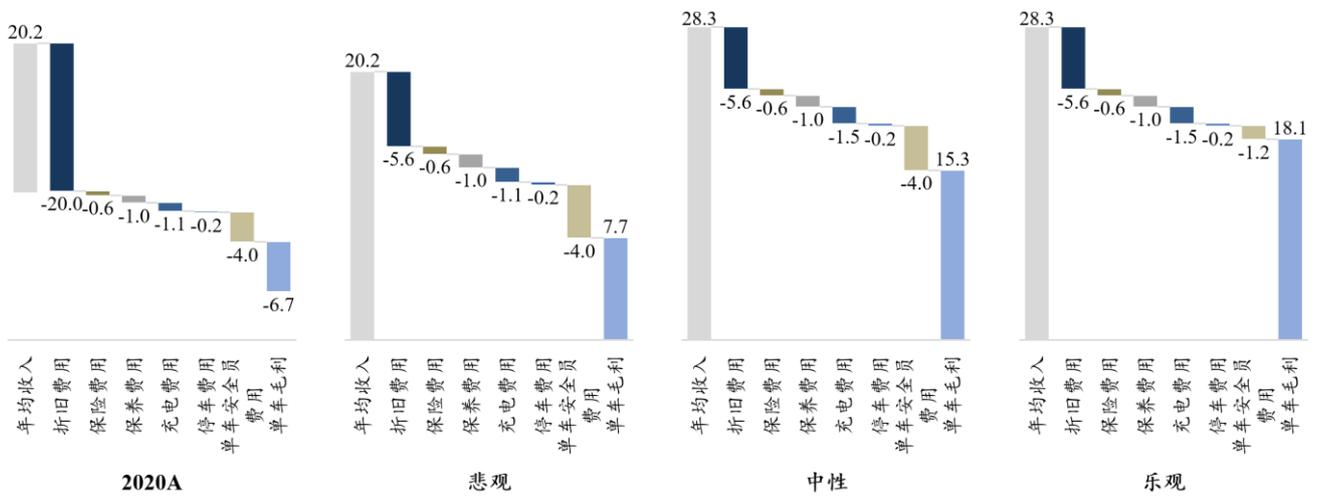
表6: 各公司自动驾驶硬件配置

	激光雷达 (个)	摄像头 (个)	毫米波雷达 (个)	超声波雷达 (个)	平台算力 (TOPS)	BOM (万元)
萝卜快跑第五代	2	13	5	12	800	48
萝卜快跑第六代	8	12	6	12	1200	20.5
小马智行第六代	7	11	5	0	采用 NVIDIA Drive Orin	>100
小马智行第七代	9	14	4	0	NVIDIA Drive Orin*4 >1000	<30
文远知行	7	12	-	-	HPC 2.0 平台算力>1300	>30
AutoX 第五代	6	28	8	-	2200	-
Waymo 第六代	4	13	-	6	-	-

数据来源：各公司官网，艾瑞咨询，东吴证券研究所

单位经济模型转正可期，毛利率仍有提升空间。我们测算在单日工作里程数 180km、单公里均价 3.3 元、安全员薪酬 12 万每年的条件下，通过整车 BOM 降本（从百万级降至 30 万元量级）即可实现单位经济模型转正。悲观情形下毛利率从降本前的-33%提升至 38%，通过规模化摊薄费用平台整体可实现盈利。中性情形下考虑区域 Robotaxi 车队密度提升与乘客接受度提升，车辆收费里程占比有望从 50%提升至 70%，驱动毛利率提升至 54%。根据《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》，区域运营时远程安全员人车比不得低于 1:3。乐观情形下考虑技术成熟与法规完善后，人车比有望从 1:3 提升至 1:10，驱动毛利率进一步提升至 64%。

图28：国内自动驾驶单车盈利拆解（万元）



数据来源：公司公众号，北极星储能网，东吴证券研究所

注：悲观情形核心假设考虑 BOM 成本从 100 万元下降至 28 万元；中性情形核心假设考虑收费里程占比从 50%提升至 70%；乐观情形核心假设考虑安全员人车比从 1:3 提升至 1:10；中性/乐观情形下假设运营能力增强，日行驶里程提升，单车充电费用微增

2.2.4. 政策体系逐步完善，加快产业化进程

政策体系逐步完善，从道路测试走向示范应用。自 2021 年《汽车驾驶自动化分级》国家标准出台以来，自动驾驶框架初步建立，逐渐形成分级标准和测试方法范式。2017-2020 年我国对智能汽车测试运行及示范应用下达战略任务，同期对自动驾驶道路测试做出规定，对测试主体、测试驾驶人、测试车辆等提出要求。2021-2024 年政策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。《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》提出力争 2026 年搭建统一共用的智能网联汽车“车路云一体化”标准体系，2024 年 20 个城市（联合体）入选智能网联汽车“车路云一体化”应用试点，推动自动驾驶由道路测试向示范应用扩展。

表7: 中国自动驾驶相关政策 (不完全梳理)

时间	文件	内容
2017	《国家车联网产业标准体系政策》	强调了智能网联汽车标准体系的构建旨在促进技术创新和产业发展, 应确保安全、高效运行, 并推动与国际标准的协调
2019	《交通强国建设纲要》	加强自动驾驶技术研发, 提升道路基础设施智能化水平, 推动自动驾驶技术试点和示范应用, 以及健全适应自动驾驶的支撑体系
2019	《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年, 中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成, 实现有条件自动驾驶的智能汽车规模化生产
2020	《关于促进道路交通自动驾驶技术发展和应用的指导意见》	到 2025 年, 自动驾驶基础理论研究取得积极进展, 关键技术及产品研发和测试验证取得重要突破; 建成一批国家级自动驾驶测试基地和先导应用示范工程, 推动自动驾驶技术产业化落地
2021	《智能网联汽车生产企业及产品准入管理指南》	企业生产的自动驾驶汽车产品应满足功能安全、网络安全等方面的要求, 确保产品质量和生产一致性。企业应建立自查机制, 发现问题应立即停止生产销售并整改
2023	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	四部门联合发布通知, 开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作, 旨在推动智能网联汽车产业高质量发展, 提升产品性能和安全水平, 积累管理经验, 支撑法规和标准制修订
2024	《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》	坚持“政府引导、市场驱动、统筹谋划、循序建设”的原则, 建成一批架构相同、标准统一、业务互通、可靠的城市级应用试点项目, 推动智能化路侧基础设施和云控基础平台建设, 提升车载终端装配率, 开展智能网联汽车“车路云一体化”系统架构设计和多种场景应用, 形成统一的车路协同技术标准与测试评价体系, 健全道路交通安全保障能力, 促进规模化示范应用和新型商业模式探索, 大力推动智能网联汽车产业化发展
2024	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	确定了首批 9 个进入试点的联合体。车辆运行所在城市为重庆市、广东省广州市和深圳市、上海市、北京市、海南省儋州市、河南省郑州市, 产品类别包括乘用车、货车、客车
2024	《关于公布智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市名单的通知》	北京市、上海市、重庆市、鄂尔多斯市、沈阳市、长春市、南京市、苏州市、无锡市、杭州—桐乡—德清、合肥市、福州市、济南市、武汉市、十堰市、长沙市、广州市、深圳市、海口—三亚—琼海、成都市共 20 个城市 (联合体) 入选试点名单

数据来源: 头豹研究院, 弗若斯特沙利文, 各部门官网, 东吴证券研究所

各地有序开放, 运营区域扩容。截至 2024 年 4 月, 已有 51 个城市出台自动驾驶试点示范政策, 其中深圳、上海、江苏、杭州等多省市已制定自动驾驶相关地方立法, 不断加速拓展应用场景。北京、上海、广州、深圳、武汉等地已开展无驾驶人车辆公开道路试点示范。萝卜快跑已在北京、上海、广州、深圳、重庆、长沙、阳泉等 10 余个城市全面开放, 面向公众常态化试运营, 其中在武汉、重庆、北京、深圳开启了全无人自动驾驶运营; 小马智行聚焦北京、上海、广州、深圳一线城市开展运营; 文远知行在北京、广州、南京、无锡、大连、珠海、德清、邯郸、松阳、苏州、鄂尔多斯、惠州、郑州、绵阳、绍兴共计 15 个城市和区域提供服务。

3. 曹操出行：科技重塑共享出行，打造服务口碑最好品牌

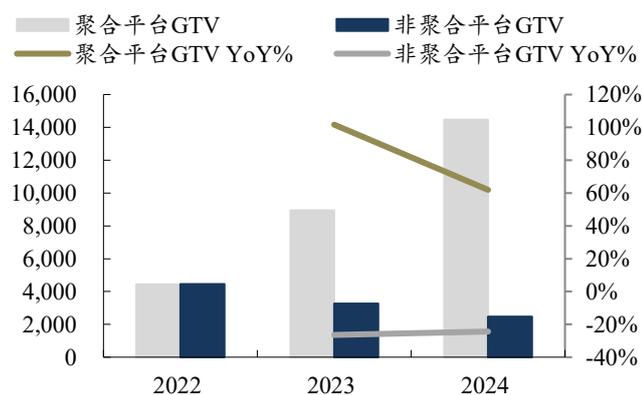
此前在滴滴主站下架、聚合平台兴起的背景下，公司改变运营策略深化与聚合平台的合作、深耕运力供给侧，实现规模快速增长。

展望未来：1) 网约车业务方面，公司围绕定制车打造了可预期的出行体验，解决了用户出行服务非标准化的痛点问题，公司在一二线城市的品牌力与高线城市市占率有望提升；2) Robotaxi 业务方面，公司为国内稀缺的“整车、运营、技术”一体化平台，依托吉利整车制造能力、千里智驾技术赋能以及丰富的运营经验有望实现弯道超车。

3.1. 聚合平台重构流量生态，运力乘客双端规模加速扩张

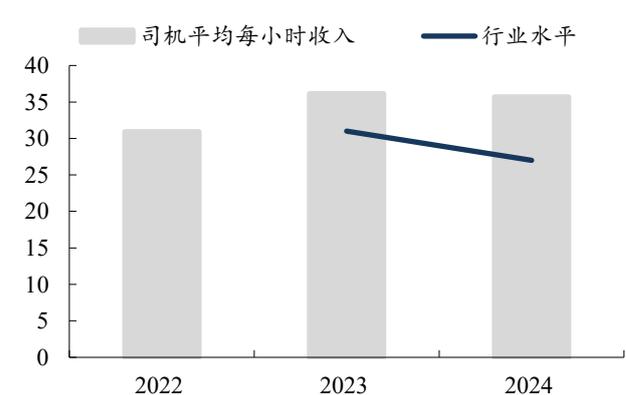
公司深化与聚合平台合作，以高单位收入吸引运力。2021年7月滴滴主站下架后，聚合平台网约车服务进入需求充裕而供给短期不足的阶段。公司改变运营策略，深化与高德、美团等聚合平台的合作，高效获取用户流量，期间公司聚合平台 GTV 占比从 2022 年的 49.9% 提升至 2024 年的 85.4%。收入水平为网约车司机加盟平台的主要考虑因素，公司平台通过较高的单位收入吸引运力入驻。2022-2024 年公司平台司机平均每小时收入分别为 30.9、36.1、35.7 元，剔除一二线城市订单占比较高因素外，仍高于行业水平。主要原因为：1) 交易引擎曹操大脑择优选单、优化乘客与司机的配对、动态调整司机收入及补贴，实现司机接单数量和单均里程数提升；2) 系统成本低、效率高。公司为司机提供“车服解决方案”，降低保险与维保成本，依托吉利换电和维修体系赋能司机，缩短补能和维修时间；3) 对定制车司机资源倾斜，例如曹操 60 司机可解锁更高单价（优享订单）、更高车型分以获得派单倾斜。

图30：2022-2024 年公司 GTV 分渠道（百万元）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图31：公司平台司机平均每小时收入（元）

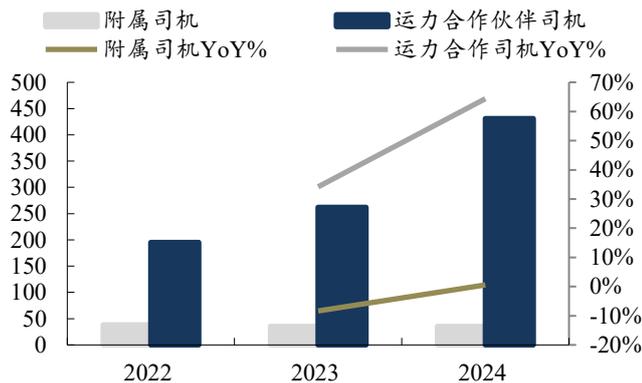


数据来源：公司招股书，中国城市公共交通协会网约车分会，东吴证券研究所

运力乘客双端规模增长，网络效应逐步形成。2024 年平台平均月活跃司机达 46.6 万，对应 2022-2024 CAGR 41.3%。其中，运力合作伙伴月活司机达 43.1 万，对应 2022-2024 CAGR 48.5%。2025H1 平均月活司机进一步提升至 54.4 万，同比+53.5%。公司通

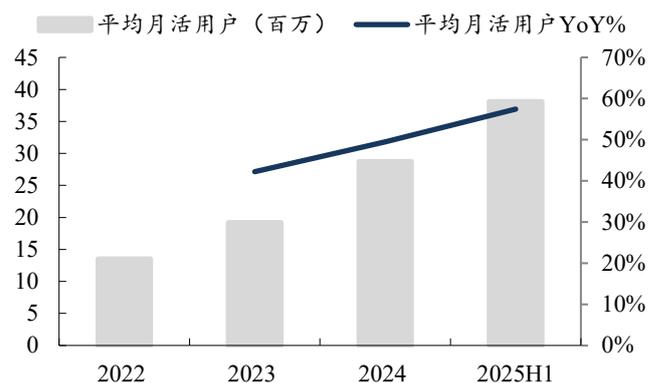
过与运力合作伙伴合作，以轻资产模式高效率扩张服务范围。供给侧运力的提升提高了平台接单能力，驱动平台用户数与订单数同步增长，2024年平均月活跃用户达28.7百万，对应2022-2024 CAGR 45.8%，2025H1平均月活用户进一步提升至38.1百万，同比+57.4%；2024年总订单量为6.0亿，对应2022-2024 CAGR 24.9%，平台网络效应逐步形成，2025H1总订单量为3.8亿，同比+49.0%持续提速；客单价同比+3.2%至28.9元，整体保持稳定。

图32: 公司平均月活司机及同比增速 (千)



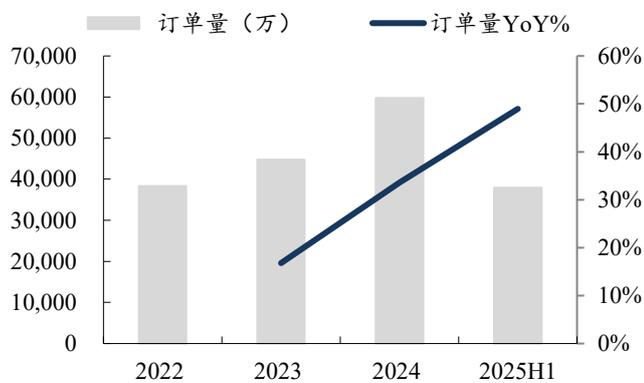
数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

图33: 公司平台平均月活用户及同比增速 (百万)



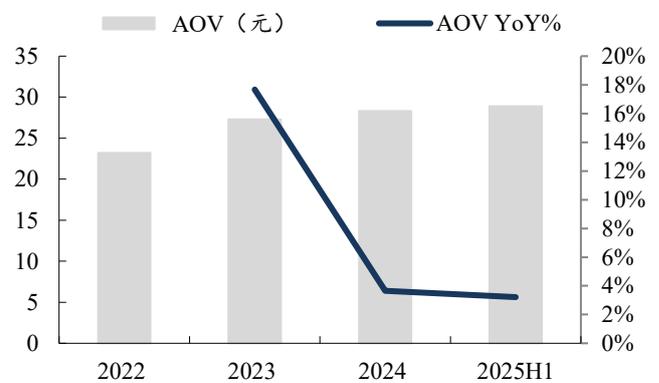
数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

图34: 公司订单量及同比增速 (万)



数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

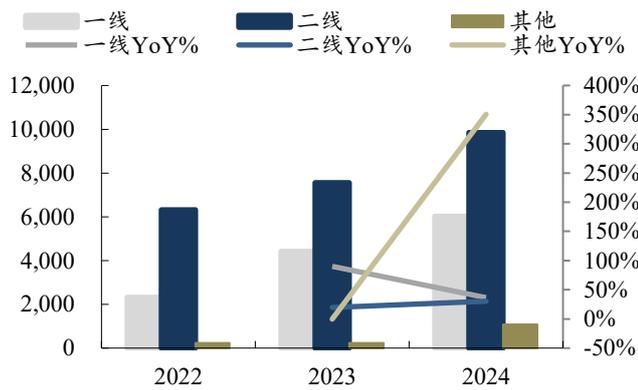
图35: 公司客单价及同比增速 (元)



数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

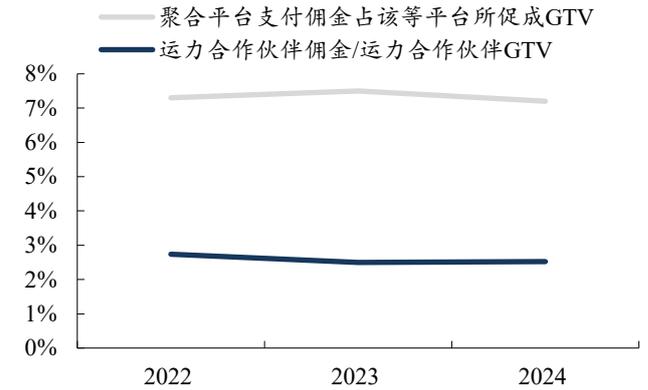
下沉高线城市短期承压，盈利能力有望稳步恢复。2024年公司进入85个新城市，2025H1再扩27个新城市。公司非一二线城市GTV占比从2022年的2.7%提升至2024年的6.4%，短期成本及费用面临一定压力：2022-2024年运力合作伙伴佣金占其GTV比例分别为2.7%、2.5%、2.5%；聚合平台佣金占其所促成GTV比例分别为7.3%、7.5%、7.2%；司机单均补贴分别为0.85、0.50、0.70元。长期看，公司总体可触达市场（TAM）扩大，考虑高线城市竞争相对缓和，稳态双端补贴水平较低，高线城市GTV占比提升有助于改善毛利率。

图36: 公司 GTV 分城市类型及同比增速 (百万元)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图37: 2022-2024 年平台分成情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

3.2. 定制车打造标准化体验, 品牌力提升

2024 年公司已在 31 个城市运营超过 3.4 万辆定制车(含 1.8 万辆枫叶 80V 和 1.6 万辆曹操 60), 2025H1 定制车车队规模提升至 3.7 万辆, 居行业首位。定制车 GTV 占比从 2022 年的 5.3% 提升至 2024 年的 25.1%。定制车为司机提供高性价比生产工具, 为乘客提供标准化出行体验, 继深耕运力侧后, 品牌价值提升有望驱动利润持续增长:

TCO 极致优化, 集团换电维保体系协同。根据公司招股书, 枫叶 80V 和曹操 60 每公里成本分别为 0.53 元和 0.47 元, 较行业水平分别减少 33% 和 40%; 电耗降低至 12.8kWh/100km, 可提供 450km 续航。依托吉利集团协同打通制造运营闭环, 迭代产品去冗余降成本。集团换电维保体系高效协同, 2025H1 公司已接入吉利集团 26 座城市的 378 座换电站, 可实现定制车 60 秒极速换电, 节省补能时间。维保方面, 定制车可接受吉利 133 家授权门店提供的服务, 2024 年公司车辆平均保养及维修时间和成本分别下降 25% 及 54%。

空间大、智能化提升用户体验。硬件为提供标准化服务的基础。枫叶 80V/曹操 60 长宽高分别为 4.81*1.91*1.70/4.64*1.87*1.6 米, 轴距分别为 2.81/2.76 米, 带来更大空间体验。曹操 60 后备箱容量为 500L, 可匹配家庭旅行、周末购物等更多场景需求。基于公司定制车硬件系统, 乘客摇一摇手机可让车辆开启双闪, 找车更方便。乘客还能通过 APP 或小程序控制车内温度、音乐播放、启动换气程序, 一系列智能化设计大幅提升了出行的舒适性。

表8: 曹操出行定制车功能和特点介绍

特点/功能	介绍
“智能灯语”	车辆到达后, 摇一摇手机可让车辆开启双闪, 方便找车
“智能控温”	乘客可以通过 APP 或小程序控制车内温度
“音乐座舱”	乘客可以通过 APP 或小程序控制车辆的音乐播放
“好空气”	乘客可以通过 APP 或后排屏等方式启动换气程序; 部分车辆安装车载智能净化设备, 能够高效分解甲醛和挥发性有机化合物, 迅速去除车厢内的异味; 司机通过小程序即可实时查看车内空气质量, 并远程开启智能净化器进行消毒
空间	枫叶 80V: 长 4.81m、宽 1.91m、高 1.70m、轴距 2.81m; 曹操 60: 长 4.64m、宽 1.87m、高 1.6m、轴距 2.76m; 后备箱大: 500L 容积+1000mm 纵深+980mm 开口
操纵性	同级领先的 5.4m 转弯半径, 窄路轻松掉头; 1.3N 低速转向力, 转向更轻松; 陡坡缓降+autohold, 自如应对各种驾驶环境
续航	450km 续航; 电耗降低至 12.8kWh/100km
维保	集团 378 座换电站/133 家授权门店提供服务; 营运车辆电池、电机和电控质保 6 年/60 万公里
其他	163° 超大躺角座椅供司机休息

数据来源: 公司官网, 公司公众号, 东吴证券研究所

打造会员体系, 以服务创造价值。在服务触达过程中, 公司品牌不仅会在聚合流量平台的界面中曝光, 还在定制车辆内展示 APP 二维码, 并结合语音播报引导用户下载。基于对服务体验的认可, 用户主动下载 APP 并成为站内用户, 可解锁包括平台车型选择、个性化偏好设置 (如提示司机勿主动攀谈、调节温度与音乐、更换车内空气等) 在内的多项功能。随着会员体系逐步完善, 平台活动日益丰富。用户购买月卡即可享受限时礼包、优惠券, 以及优先派单、惊喜升舱、慢必赔、免费调度等专属权益。长期来看, 公司有望通过持续提供优质服务, 不断提升品牌影响力, 吸引更多用户主动入驻 APP, 从而降低用户获取成本, 增强整体盈利能力和平台竞争力。

图38: 曹操出行 APP 界面



数据来源: 曹操出行 APP, 东吴证券研究所

3.3. 整车运营技术一体化，集团协同助力 Robotaxi 闭环

我们认为依托吉利集团赋能，公司将成为“整车+运营+技术”的一体化 Robotaxi 平台，有望复制网约车成功经验打通业务闭环，实现 Robotaxi 系统最优解：

吉利制造实力获全球顶级合作伙伴认可。2021 年 12 月，吉利集团与全球自动驾驶领导者 Waymo 达成合作，宣布旗下高端电动品牌极氪将为 Waymo One 无人驾驶车队开发定制化专属车辆，并计划在美国投入商业化运营。该车型基于极氪浩瀚-M (SEA-M) 架构，由极氪欧洲创新中心 (CEVT) 设计与研发。在 2025 国际消费电子展 (CES) 上，双方联合推出的全球首款量产原生自动驾驶车极氪 RT 正式亮相，并宣布将于 2025 年启动大规模交付，标志着公司在高端智能制造与前瞻技术落地方面走在行业前列。2025 年 2 月公司举办“曹操智行”上线仪式，宣布已成功构建国内首个“F 立方”全域自研闭环智驾生态。首批车辆选用了基于最新一代智能 SEA 浩瀚架构打造，具有高度灵活性和智能化水平的领克 Z10，目前已在苏州、杭州启动 Robotaxi 试点服务。公司计划于 2026 年推出兼顾成本与体验的完全定制 Robotaxi 车型。

千里智驾团队深度整合，为突破 L4 级自动驾驶技术蓄能。2025 年 8 月 5 日，吉利集团宣布对旗下智能驾驶业务板块进行战略性整合：极氪智驾团队、吉利研究院、北京旷视科技旗下“迈驰智行”以及 smart 智驾团队，将全部并入于 2025 年 6 月新成立的重庆千里智驾科技有限公司（简称“千里智驾”）。整合后，千里智驾团队规模近 3000 人，覆盖算法、软件、硬件、测试等智能驾驶全链条研发领域。千里智驾由重庆千里科技股份有限公司（前身为力帆科技）联合吉利、旷视科技等共同组建，其中重庆江河启兴、吉利和旷视科技各持股 30%，路特斯机器人持股 5%。前华为车 BU 总裁、现千里科技联席总裁王军担任其法人代表。此次整合凸显了吉利集团集中优势资源、攻坚高阶智能驾驶技术的战略决心，有望提升研发效率，加速从 L2+到 L4 级智能驾驶功能的规模化落地与应用。

图39：曹操智行上线仪式



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

以定制车队为支点，深耕运营能力。如前文所述，2025H1 公司定制车队规模增至 3.7 万辆位居行业首位。公司在车辆投放、订单派发、路线规划、车辆调度、维修保养、能源补给以及退役二手车处置等全生命周期环节均积累了丰富经验。依托现有网约车运营经验，公司正逐步构建覆盖 Robotaxi 全链条的管理能力，为 Robotaxi 业务的全面落地夯实基础。随 Robotaxi 时代到来，公司有望依托吉利整车制造能力、技术能力，以及规模化车队运营经验，快速实现业务拓展与复制，有效降低试错成本和运营风险。在 CEO 龚昕的规划中，企业未来将分三步走：1) 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；2) 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；3) 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。

4. 盈利预测及投资建议

核心假设与收入拆分:

出行服务: 公司与聚合平台、运力合作伙伴合作共拓市场, 司机乘客双端规模有望持续增长, 驱动订单数提升; 随开城节奏放缓, AOV 有望趋稳。我们预计公司该板块 2025-2027 年收入为 188.3/238.1/293.0 亿元, 同比增速为 38.8%/26.4%/23.0%。

车辆租赁: 考虑公司车型 TCO 较低、有集团换电维保体系支持、可获公司平台派单倾斜, 产品力强劲。我们预计公司该板块 2025-2027 年收入为 2.5/3.2/4.0 亿元, 同比增速为 35.7%/26.9%/23.5%。

车辆销售: 考虑公司开城与运力合作伙伴车辆投放节奏, 我们预计公司该板块 2025-2027 年收入为 15.6/20.8/26.5 亿元, 同比增速为 80.0%/33.0%/27.5%。

其他: 我们预计公司该板块 2025-2027 年收入为 0.3/0.3/0.3 亿元, 同比增速为 -30.0%/0.0%/0.0%。

综上, 我们预计公司 2025-2027 年收入为 206.7/262.4/323.7 亿元, 同比增速为 41.0%/26.9%/23.4%; 毛利率随开城节奏趋缓降低双端补贴、规模效应释放稳步提升; 2025-2027 年归母净利润为 -11.0/-2.7/8.9 亿元。

表9: 公司分业务营收预测 (单位: 亿元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	106.7	146.6	206.7	262.4	323.7
YoY%	39.8%	37.4%	41.0%	26.9%	23.4%
毛利率	5.8%	8.1%	8.1%	8.6%	9.4%
出行服务收入	103.0	135.7	188.3	238.1	293.0
YoY%	37.9%	31.7%	38.8%	26.4%	23.0%
毛利率	5.5%	8.0%	8.2%	8.6%	9.4%
车辆租赁收入	1.5	1.9	2.5	3.2	4.0
YoY%	49.0%	24.2%	35.7%	26.9%	23.5%
毛利率	24.9%	22.4%	22.2%	23.1%	22.6%
车辆销售收入	1.1	8.7	15.6	20.8	26.5
YoY%	256.0%	656.6%	80.0%	33.0%	27.5%
毛利率	-12.0%	5.4%	5.2%	5.9%	6.9%
其他	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
YoY%	237.4%	-63.9%	-30.0%	0.0%	0.0%
毛利率	21.1%	45.7%	35.5%	34.1%	38.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资建议：考虑公司尚未盈利，我们使用 PS 估值法进行估值。公司围绕定制车打造了可预期的出行体验，解决了用户出行服务非标准化的痛点问题，在一二线城市的品牌力与高线城市市占率有望提升。Robotaxi 业务稳步推进，有望依托吉利整车制造能力、千里智驾技术赋能以及丰富的运营经验实现弯道超车。考虑业务相似性与发展前景，网约车业务方面，我们选择滴滴出行和 Uber 作为可比公司；Robotaxi 业务方面，我们选择小马智行和文远出行作为可比公司。可比公司 2025-2027 年平均 PS 分别为 22.4/15.0/7.1 倍（截至 2025 年 9 月 4 日）。我们预计曹操出行 2025-2027 年营业收入分别为 206.7/262.4/323.7 亿元，当前市值对应 PS 分别为 1.9/1.5/1.2 倍（截至 2025 年 9 月 4 日），基于网约车业务稳步发展、Robotaxi 业务空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

表10：可比公司估值（截至 2025 年 9 月 4 日；1 USD = 7.1 CNY；1 HKD = 0.92 CNY）

公司名称	股票代码	总市值 (百万元)	营业收入 (百万元)			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
滴滴出行	DIDIY.OO	209003	225627	246434	267788	0.9	0.8	0.8
Uber	UBER.N	1362897	368196	426116	484586	3.7	3.2	2.8
小马智行	PONY.O	34383	586	770	1688	58.7	44.7	20.4
文远出行	WRD.O	17357	665	1536	3797	26.1	11.3	4.6
平均						22.4	15.0	7.1
曹操出行	2643.HK	38633	20674	26235	32365	1.9	1.5	1.2

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：滴滴出行、Uber、小马智行、文远出行盈利预测来自彭博一致预期，公司盈利预测来自东吴研究所测算，市场数据截至 2025 年 9 月 4 日收盘

5. 风险提示

扭亏不及预期：公司至今尚未实现盈利，持续投资于定制车、乘客及司机基础、技术和人才领域，扭亏节奏或不及预期。

竞争加剧：若网约车业务竞争加剧，或将造成公司平台司机与乘客流失，补贴力度提升短期业绩承压。

政策监管趋严：若网约车平台监管趋严，或使公司抽成比例降低，盈利能力下降。

宏观需求不及预期：若宏观需求不及预期，可能会降低用户网约车出行意愿，影响业务盈利水平。

曹操出行三大财务预测表

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	1,535.12	4,295.42	7,681.71	12,196.47	营业总收入	14,657.50	20,674.28	26,235.25	32,365.29
现金及现金等价物	159.50	2,356.76	5,224.51	9,170.26	营业成本	13,471.52	18,992.58	23,984.15	29,329.96
应收账款及票据	274.01	386.49	490.45	605.05	销售费用	1,222.04	1,819.34	1,705.29	1,618.26
存货	223.08	314.50	397.16	485.68	管理费用	762.02	971.69	1,049.41	1,068.05
其他流动资产	878.53	1,237.66	1,569.59	1,935.48	研发费用	234.46	227.42	314.82	356.02
非流动资产	2,542.53	1,986.47	1,564.13	1,244.87	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,227.51	1,673.25	1,257.74	945.06	经营利润	(1,032.54)	(1,336.74)	(818.42)	(7.01)
商誉及无形资产	165.19	157.91	151.09	144.51	利息收入	10.82	15.95	223.89	454.53
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	327.97	208.63	223.62	238.61
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	143.35	466.15	554.19	651.23
其他非流动资产	149.84	155.31	155.31	155.31	利润总额	(1,206.34)	(1,063.27)	(263.95)	860.15
资产总计	4,077.65	6,281.89	9,245.84	13,441.34	所得税	40.05	35.30	8.76	(28.55)
流动负债	9,681.50	12,987.15	16,223.81	19,530.61	净利润	(1,246.39)	(1,098.56)	(272.72)	888.70
短期借款	5,676.55	6,176.21	6,675.87	7,175.53	少数股东损益	4.38	3.86	0.96	(3.12)
应付账款及票据	702.21	989.99	1,250.18	1,528.83	归属母公司净利润	(1,250.77)	(1,102.42)	(273.67)	891.83
其他	3,302.75	5,820.95	8,297.76	10,826.25	EBIT	(889.20)	(870.59)	(264.23)	644.22
非流动负债	1,601.73	1,598.89	1,598.89	1,598.89	EBITDA	(139.83)	(305.05)	162.41	966.49
长期借款	1,541.74	1,541.74	1,541.74	1,541.74					
其他	59.99	57.15	57.15	57.15					
负债合计	11,283.23	14,586.03	17,822.70	21,129.49					
股本	0.03	0.03	0.03	0.03	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(235.55)	(231.68)	(230.73)	(233.85)	每股收益(元)	(2.30)	(2.02)	(0.50)	1.64
归属母公司股东权益	(6,970.03)	(8,072.46)	(8,346.13)	(7,454.30)	每股净资产(元)	(16.62)	(14.82)	(15.32)	(13.69)
负债和股东权益	4,077.65	6,281.89	9,245.84	13,441.34	发行在外股份(百万股)	544.64	544.64	544.64	544.64
					ROIC(%)	(157.18)	313.69	57.75	198.73
					ROE(%)	17.94	13.66	3.28	(11.96)
					毛利率(%)	8.09	8.13	8.58	9.38
					销售净利率(%)	(8.53)	(5.33)	(1.04)	2.76
					资产负债率(%)	276.71	232.19	192.76	157.20
					收入增长率(%)	37.40	41.05	26.90	23.37
					净利润增长率(%)	34.74	11.86	75.18	425.87
					P/E	(31.19)	(35.38)	(142.54)	43.74
					P/B	(4.31)	(4.83)	(4.67)	(5.23)
					EV/EBITDA	(50.48)	(145.45)	258.62	39.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,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9月4日的1 HKD=0.92 CNY,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>