

➤ **中国出行市场规模稳居全球首位，聚合平台兴起或改写滴滴出行主导用户交互的行业生态。**中国出行市场规模稳居全球首位，2024年市场规模为8万亿元。得益于下沉市场出行需求的增长以及共享出行市场规模的扩大，据弗若斯特沙利文的预测，**2025-2029年，出行市场的CAGR有望提升至5.4%**；地图导航，本地生活型聚合平台崛起，重塑行业流量生态，弗若斯特沙利文预计2029年通过聚合平台完成的网约车订单比例或攀升至53.9%，**为第二梯队的企业提供了突围的机会，打破了以往滴滴出行主导用户交互的局面。**

➤ **曹操出行：国内唯一“三合一”自动驾驶运营平台，公司弯道超车机会在即。**

1) **吉利孵化的中国领先共享出行平台，发展持续提速。**公司为吉利集团孵化，公司实控人李书福为吉利汽车的创始人及董事长，曹操出行现已成长中国第二大共享出行平台，**2025H1公司实现GTV109.5亿元，同比+53.6%；1H25完成订单380亿单，同比+49%。**

2) **与吉利业务协同效应显著，打造中国最大规模定制车队，以定制车构筑运营成本壁垒。**公司与吉利集团形成业务协同，公司能够深度参与车辆的设计开发、利用吉利成熟的生产体系和质量控制，保障车辆供应，**2024年公司定制车履行的订单GTV占25.1%，2025H1，公司累计运营着超过3.7万辆定制车，在中国同类车队中规模最大。**公司定制车运营成本优势显著，公司的定制车型枫叶80V和曹操60的TCO与典型的纯电动汽车相比，分别减少了33%和40%。

3) **布局自动驾驶技术，实现“定制车+自动驾驶技术+出行平台”三合一，打开向上成长空间。**公司依托吉利集团的生态支持，可以在不产生大量前期投资情况下开发并布局Robotaxi定制车型，搭载自研的Robotaxi技术，最后通过曹操出行平台运营，**成功实现“定制车+智能驾驶+出行平台”闭环生态，打开向上成长空间，据罗兰贝格数据，2026-2032年Robotaxi的市场渗透率有望达到20-60%。**公司计划于2026年底推出专为L4级自动驾驶设计的定制车型，逐步将Robotaxi覆盖范围推广至全国更多城市，实现大规模Robotaxi运营。

➤ **投资建议：**中国出行市场空间广阔，市场规模稳居全球首位，其中共享出行市场正处于快速扩张阶段，聚合平台的兴起推动了用户流量的分散化，为第二梯队的企业提供了突围的机会，有望打破以滴滴出行为主导用户交互的局面。随Robotaxi商业化逐步落地，有望为共享出行平台拓宽盈利空间，看好共享出行行业长期发展，**建议关注国内唯一“三合一”自动驾驶运营平台曹操出行。**

➤ **风险提示：**自动驾驶技术商业化进程不及预期，宏观经济波动影响，共享出行行业竞争加剧。

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2643.HK	曹操出行	47.20	-1.42	-0.28	0.98	-	-	54
DIDIY.PQ	滴滴全球	47.76	2.19	6.82	14.25	38	19	13
2559.HK	嘀嗒出行	2.90	-	-	-	-	-	-

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；(注：股价为2025年9月25日收盘价；未覆盖公司数据采用iFinD一致预期；美元兑人民币汇率为1:7.13；港币兑人民币汇率为0.92:1)

### 推荐

维持评级


**分析师 黄文鹤**

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn


**分析师 崔琰**

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@glms.com.cn

**分析师 张晓瀚**

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@glms.com.cn

**分析师 完颜尚文**

执业证书：S0100525050001

邮箱：wanyanshangwen@glms.com.cn

**研究助理 陈佳裕**

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@glms.com.cn

### 相关研究

1. 交通运输行业 2025年8月快递数据点评：  
快递反内卷成效显著，8月圆通和申通单票收入环比分别涨7分和9分-2025/09/21

2. 交通运输物流行业 2025年8月航空数据点评：  
客座率同环比显著改善，关注淡季需求改善延续性-2025/09/18

3. 交通运输行业 2025年7月快递数据点评：  
顺丰控股件量增速持续领跑，件量和份额分别同比+33.7%和+1.2pct-2025/08/20

4. 交通运输物流行业 2025年7月航空数据点评：  
需求同比增速放缓，航协提出价格自律淡季或现改善-2025/08/18

5. 交通运输行业周报：航协发布自律公约，网约车平台降佣曹操出行个股梳理-2025/08/17

# 目录

<b>1 中国出行市场规模稳居全球首位，市场高度集中 .....</b>	<b>3</b>
1.1 “一超多强”竞争格局，聚合平台兴起或改写滴滴出行主导用户交互的行业生态 .....	3
1.2 Robotaxi 星星之火，潜力之大 .....	6
<b>2 重视自动化技术应用，共享出行龙头布局构筑先发优势 .....</b>	<b>15</b>
2.1 曹操出行：国内唯一“三合一”自动驾驶运营平台，持续加快扩张步伐 .....	15
2.2 滴滴全球：中国出行市场龙一，着眼海外市场 .....	35
2.3 嘀嗒出行：国内领先的顺风车平台 .....	39
<b>3 投资建议 .....</b>	<b>43</b>
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>44</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>45</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>46</b>

## 1 中国出行市场规模稳居全球首位，市场高度集中

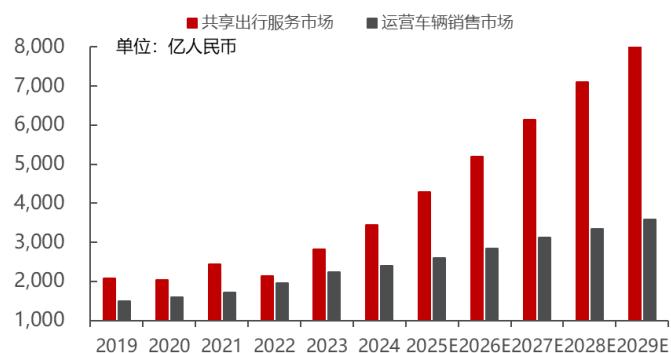
中国出行市场规模稳居全球首位，2024年市场规模为8万亿元。据弗若斯特沙利文数据及预测，2019年至2024年期间，中国出行市场的年复合增长率为2.3%，得益于下沉市场出行需求的增长以及共享出行市场规模的扩大，2025年到2029年，出行市场的年复合增长率将提升至5.4%，2029年整体市场规模有望达到10.56万亿元。

图1：2019-2029 中国出行市场规模（亿元）及共享出行渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，中国交通运输部，中国汽车工业协会，曹操出行招股书，民生证券研究院

图2：2019-2029 中国共享出行服务（亿元）和运营车辆销售市场（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中国交通运输部，中国汽车工业协会，曹操出行招股书，民生证券研究院

在这个庞大的出行市场中，共享出行市场正处于快速扩张阶段。2024年，中国共享出行市场规模为人民币3444亿元。据弗若斯特沙利文的预测，2029年，市场规模将增长至人民币8042亿元，2025-2029年的复合年增长率预计为17.0%。伴随消费习惯转变与出行需求升级，共享出行在整体出行市场的渗透率将从2024年的4.3%，提升至2029年的7.6%，长期增长潜力强劲。

得益于出行市场规模扩大，运营车辆销售市场的规模有望实现快速增长，2029年市场规模有望达到3575亿元。据弗若斯特沙利文的数据及预测，中国运营车辆销售市场规模由2019年的1499亿元提升至2024年的2406亿元，2029年市场规模有望达到3575亿元，2025-2029年中国运营车辆销售市场规模的CAGR达8.2%。

### 1.1 “一超多强”竞争格局，聚合平台兴起或改写滴滴出行主导用户交互的行业生态

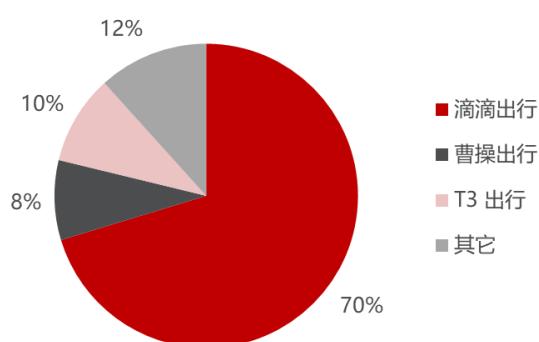
中国共享出行（网约车）市场呈现出“一超多强”的竞争格局，市场高度集中，2024年CR5达86%。据弗若斯特沙利文数据，CR5合计占据了86%的市

市场份额，市场高度集中，但竞争依然激烈。滴滴出行凭借其先发优势和强大的品牌壁垒，在中国网约车市场占据主导地位。按 2024 年的 GTV 计算，滴滴的市场份额高达 70.4%。第二梯队中，曹操出行与 T3 出行分列第二第三，市场份额分别为 5.4% 与 5.3%。

**其中，1) 滴滴出行市场份额较友商具备较大幅度的领先。**

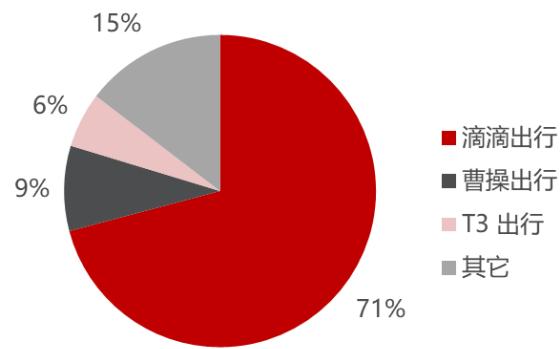
**2) 曹操出行在核心城市表现尤为出色。2024 年，曹操出行在一线城市份额为 8.8%，同期在二线城市市场份额为 8.5%，显著高于整体市场份额，其在高线城市的市场渗透效果显著。**

**图3：二线城市市场份额**



资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

**图4：一线城市市场份额**

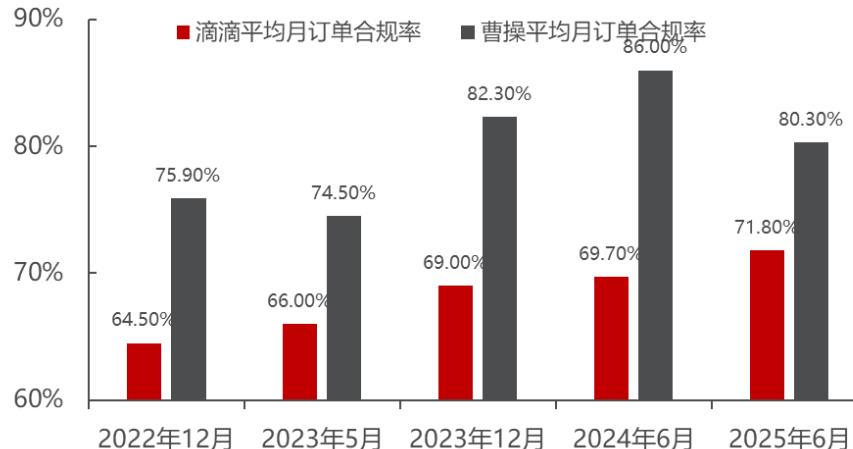


资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

**地图导航，本地生活型聚合平台崛起，重塑行业流量生态，预计 2029 年通过聚合平台完成的网约车订单比例或攀升至 53.9%。聚合平台凭借其巨大的流量优势，成为了网约车平台重要的订单来源。弗若斯特沙利文数据显示，通过聚合平台完成的网约车订单比例从 2019 年的 7% 大幅提升至 2024 年的 31%，预计到 2029 年将进一步攀升至 53.9%。**

**聚合平台的兴起推动了用户流量的分散化，为第二梯队的企业提供了突围的机会，打破了以往滴滴出行主导用户交互的局面。以曹操出行为代表的二线平台通过深化与聚合平台的合作，高效获取了大规模用户流量，实现了订单量的快速增长。**

**随着行业监管趋严，合规运营能力正成为平台差异化竞争的重要抓手，2025 年 6 月曹操出行和滴滴出行的订单合规率分别达到 80% 和 72%。龙头出行平台凭借全链条的合规管理体系，2025 年 6 月曹操出行保持较高水平的订单合规率，订单合规率达到 80%，显著高于行业龙头滴滴出行 (72%)。这一优势在监管要求严格的一线城市尤为突出，为其在一、二线城市取得较高市场份额提供了有力支撑。**

**图5：曹操出行与滴滴出行月订单合规率 (%)**


资料来源：交通运输部，民生证券研究院

三大出行市场商业模式中，网约车模式的市场规模最大，车费定价区间较大，可满足不同消费者出行需求，具备较强的增长潜力。与网约车服务业务相比，顺风车服务业务以（其中包括）较低的定价及互助的出行模式为特点。按出行距离计，中国顺风车的渗透率预计将从 2024 年的 0.36%增至 2028 年的 0.80%。另一方面，与网约车相比，顺风车有其局限性。由于顺风车并非按需提供的商业出行服务，且需要高度相似的出行路线，因此未必总能及时匹配或根本无法匹配潜在的顺风车乘客。因此，顺风车的市场规模可能无法与网约车相提并论。此外，顺风车市场在整个汽车客运行业的增长潜力因网约车服务提供商及其他市场参与者的市场主导地位、业务规模扩大及司机群体不断扩大所带来的竞争而受到限制。

**图6：出行市场主要商业模式比较**

顺风车模式		传统出租车	网约车模式		
模式	C2C		B2C	S2B2C	聚合平台
车队管理	私家车主	个人或出租车公司	网约车平台	个人司机及租赁公司	将用户流量导向出行平台，而自身不直接提供服务。
车费定价	本地出租车价格的0.3-0.5倍	本地出租车价格的1.0倍	经济型：约本地出租车价格的0.8倍	顺风车：收取费用的8-10%	
			舒适型：本地出租车价格的1.8-2.0倍	出租车：收取费用的0-6%	
			豪华型：本地出租车价格的3.6-4.0倍	网约车：收取费用的20-30%	
服务提供方	私家车主(分摊费用)	出租车公司	专业司机(主要收入来源)	主要为专业司机	
牌照要求	车辆：无牌照要求	车辆：道路运输证	车辆：网络预约出租汽车运输证		
	司机：无牌照要求	司机：巡游出租汽车驾驶员证	司机：网络预约出租汽车驾驶员证		
出行性质	互助	商业	商业		商业
每笔订单补贴	低	低	高		高
代表公司	嘀嗒出行，哈啰	各地区出租车公司	曹操出行，首汽约车，T3出行	滴滴出行，曹操出行，花小猪出行	高德地图，美团打车

资料来源：嘀嗒出行招股书，民生证券研究院

## 1.2 Robotaxi 星星之火，潜力之大

### 1.2.1 政策端：政策出台和产业发展形成良性循环，Robotaxi 产业有望迎来下一个商业化节点

政策出台和产业发展形成良性循环，技术安全性的验证和政策开放已呈现明显的双向促进关系，Robotaxi 整体行业的政策框架已初步形成。各地方政府都在尽最大限度给与 Robotaxi 相关产业最大的政策支持。排除经济和其他外部影响因素，技术安全性的验证将极大程度上促进监管的开放。2024 年政策方面除了扩大运营范围以外，还向多家企业发放了全无人运营照，首次明确了自动驾驶车辆载客运营的行业标准，弥补了商业化运营的政策空白，整体行业的政策框架已初步形成。

图7：2017-2024 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。	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。	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。
	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。	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出行服务。	确认了首批共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。	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。	广州认可其他城市智能网联汽车路测许可。	上海测试场景进一步扩展，可申请完全自动驾驶。	深圳出台国内首个无人驾驶汽车法规，开辟了完全自动无人驾驶应用的先河。
	上海发放了全国首批智能网联汽车开放道路测试号牌。	武汉开始开放第一批智能网联汽车测试道路。	北京首次在国内开启乘用车无人化商用试点。	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车牌照。

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

各地方政府推出自动驾驶相关补贴政策，催化 Robotaxi 相关产业落地。对于自动驾驶示范项目，多地方提供基于实际投资额一定比例的资金奖励，最高可达数百万元，或根据应用效果提供最高限额的资金支持，这对于目前暂不盈利的 Robotaxi 企业起到了关键作用。

其中 1) 北京亦庄：重点围绕自动驾驶等领域打造行业垂直领域大模型，支撑多任务复杂场景行业应用。对经开区企业自主研发、公开发布的人工智能行业大模型，具有 10 个以上市场应用案例且实际完成合同额超过 2000 万元的，予以一次性 100 万元奖励。

2) 深圳：支持自动驾驶应用推广，对车辆智能化、无人化技术改造的项目，根据运营成果给予实施主体最高 500 万元支持。

3) 武汉：围绕数据增值和出行服务等，探索建立新商业模式，按企业示范应

用车辆及场景项目建设投资的 30% 给予奖励，单个企业最高奖励 1000 万元。

**4) 苏州：Robotaxi、Robobus、物流配送示范车辆行驶有效里程数分别累计达 2000 公里、1000 公里、500 公里的运营主体，根据示范应用效果给予最高不超过 5 元/公里的资金支持，单个企业享受补贴金额最高不超过 300 万元/年，累计不超过 3 年。**

**图8：各地方自动驾驶技术财政激励**

地区	具体补贴政策
北京亦庄	1) 鼓励开展示范应用，按单个示范项目实际投资额的30%给予资金奖励，最高奖励300万元。 2) 重点围绕自动驾驶等领域打造行业垂直领域大模型，支撑多任务复杂场景行业应用。对经开区企业自主研发、公开发布的人工智能行业大模型，具有10个以上市场应用案例且实际完成合同额超过2000万元的，予以一次性100万元奖励。
深圳	1) 支持自动驾驶应用推广，对车辆智能化、无人化技术改造的项目，根据运营成果给予实施主体最高500万元支持。 2) 对于示范车辆行驶里程累计达到1000公里的运营主体，根据示范应用效果给予最高500万元资金支持。
武汉	对申请在区内公开道路测试的企业，给予车辆测试牌照申请有关检测费、手续费50%的补贴，单个企业每年最高补贴200万元；围绕数据增值和出行服务等，探索建立新商业模式，按企业示范应用车辆及场景项目建设投资的30%给予奖励，单个企业最高奖励1000万元。
苏州	1) 落户苏州高铁新城且共同参与示范应用的智能驾驶企业，根据示范应用效果最高给予企业每辆车30%的车辆购置及改装补贴，单个企业享受补贴金额最高不超过300万元； 2) Robotaxi、Robobus、物流配送示范车辆行驶有效里程数分别累计达2000公里、1000公里、500公里的运营主体，根据示范应用效果给予最高不超过5元/公里的资金支持，单个企业享受补贴金额最高不超过300万元/年，累计不超过3年。

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**自动驾驶相关政策确定性高和延续性强，Robotaxi 产业有望在 2028 年迎来下一个里程碑式商业化节点。”十五五”期间（2026-2030 年），智能网联汽车/自动驾驶有望与综合交通体系升级和基础建设等进行更加深入的统筹规划，加快 L4 级别自动驾驶融入智慧交通和智慧城市整体规划的步伐。**

**智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市有望形成先进模式和典型案例，加快 Robotaxi 商业化落地进程。**2024 年 7 月，《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》确定了 20 个城市（联合体）为智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市，本次试点有望发现和解决多类自动驾驶在城市运行时的重大问题，如立体枢纽和城市道路网络结构有效衔接的问题、机场/高铁/地铁枢纽与 Robotaxi 站点之间的换乘和衔接问题、多层次路网的协同管控和提升问题等，形成先进模式和典型案例。**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，届时 L3 自动驾驶相关标准或法规也将参考该标准体系加速出台。**同时，文件指出，按照“成熟一批、启动一批”的原则，分批研究确定应用试点城市名单。**2025 年逐步启动下一批城市进入试点，在多批次试点较为成熟及标准体系建设完成后，下一步试点应用场景有望向 L4 级别自动驾驶倾斜。**

**图9：从政策角度看 Robotaxi 的未来发展路径**

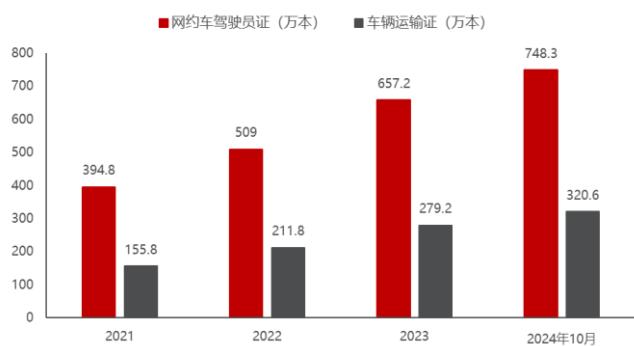
《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》		
总体要求	预期成果	发展节奏预测
架构相同	建成低时延高可靠的网联云控基础设施	2026年形成“车路云一体化”标准体系
标准统一	促进多场景自动驾驶规模化应用	2026年左右出台L3自动驾驶标准或法规
业务互通	探索形成“车路云一体化”“投建运新型商业模式	2026年高级别自动驾驶将开始更多的融入城市规划、交通规划和新型基础建设中
安全可靠	形成统一的标准与测试评价体系	通过2026、2027两年更大批次的车路云城市试点，Robotaxi产业将逐渐进入跨域式发展轨道

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

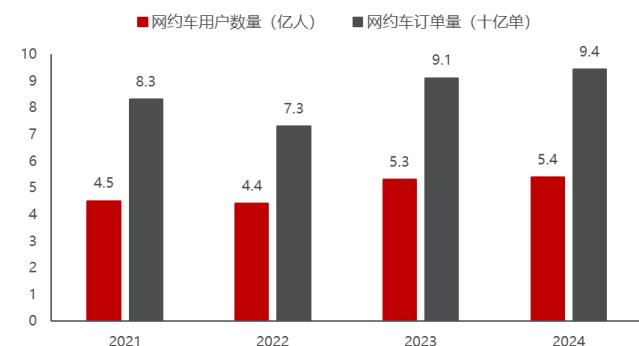
## 1.2.2 出行市场供需：中国网约车逐渐进入存量市场，Robotaxi 商业化或改善出行市场格局

**中国网约车/出租车逐渐进入存量市场，Robotaxi 的大规模商业化有望改善出行市场格局。**在网约车驾驶员和车辆持证数量快速增长的同时，用户和订单量仅呈现个位数增长，多地发布网约车运力饱和预警，因此 Robotaxi 的大规模商业化必将改变现有出行市场格局。

**Robotaxi 在整个出行行业中的实际增长更多的取决于以下三个因素：**1) 运营区域的开放程度；2) 定制 Robotaxi 量产和投放的节奏；3) Robotaxi 订单在整体出行行业中的渗透率，三个因素分别代表着车能跑多远、有多少车和有多少用户的问题。其中，运营区域的开放一定程度上决定了可以投放的车辆数和能够接触到的用户，而运营区域的开放与政府的支持息息相关。据艾瑞咨询测算，自 2018 年至 2023 年，北京、上海、广州和深圳的自动驾驶测试示范道路里程分别增长了 78.6%、121.9%、134.0% 和 45.2%，未来 Robotaxi 商业化运行区域的扩张有望持续。

**图10：2021-2024 年 10 月中国网约车驾驶员（万本）及车辆持证数量（万本）**


资料来源：艾瑞咨询，iFinD，民生证券研究院

**图11：2021-2024 年中国网约车用户（亿人）及订单数量（十亿单）**


资料来源：艾瑞咨询，iFinD，民生证券研究院

## 1.2.3 Robotaxi 盈利核心要素：2032 年 Robotaxi 的市场渗透率

## 有望达到 60%，整车和人员成本为 Robotaxi 盈利关键要素

Robotaxi 市场发展潜力大，据罗兰贝格数据，2026-2032 年 Robotaxi 的市场渗透率有望达到 20-60%。根据罗兰贝格的预测，中国目前处于商业化 1.0 阶段，Robotaxi 仅在城市内划定范围试运行，渗透率不到 10%；而随着自动驾驶技术的成熟和应用范围的扩大，2032 年，Robotaxi 渗透率有望达到 60%，实现全国推广覆盖。

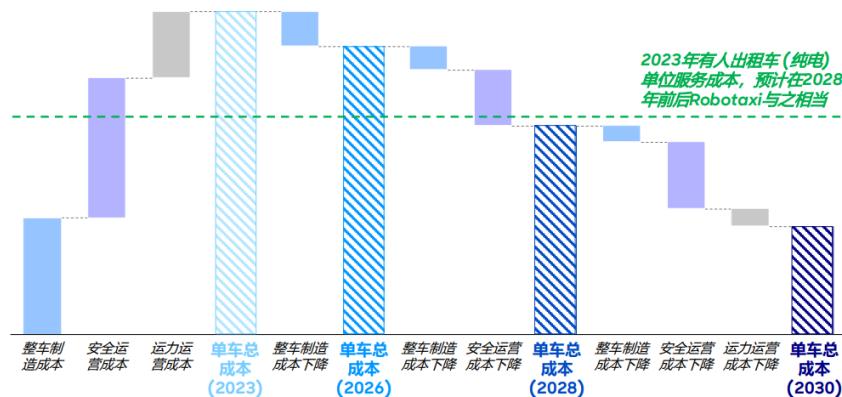
图12：Robotaxi 发展阶段



资料来源：罗兰贝格，民生证券研究院

**Robotaxi 拥有更强的成本效应，2030 年后 Robotaxi 或最终成为主流出行方式之一。**现阶段，由于技术限制必须配备车上安全员，高昂的成本使其渗透缓慢。转折点预计在 2028 年前出现，届时安全员将转为远程监控，使 Robotaxi 的成本与 2023 年有人出租车（纯电）单位服务成本基本持平，从而加速替代进程。长远来看，到 2030 年后，随着远程监控效率提升、车辆及运维成本进一步下降，运营商盈利空间扩大，Robotaxi 或最终成为主流出行方式之一。

图13：Robotaxi 发展阶段

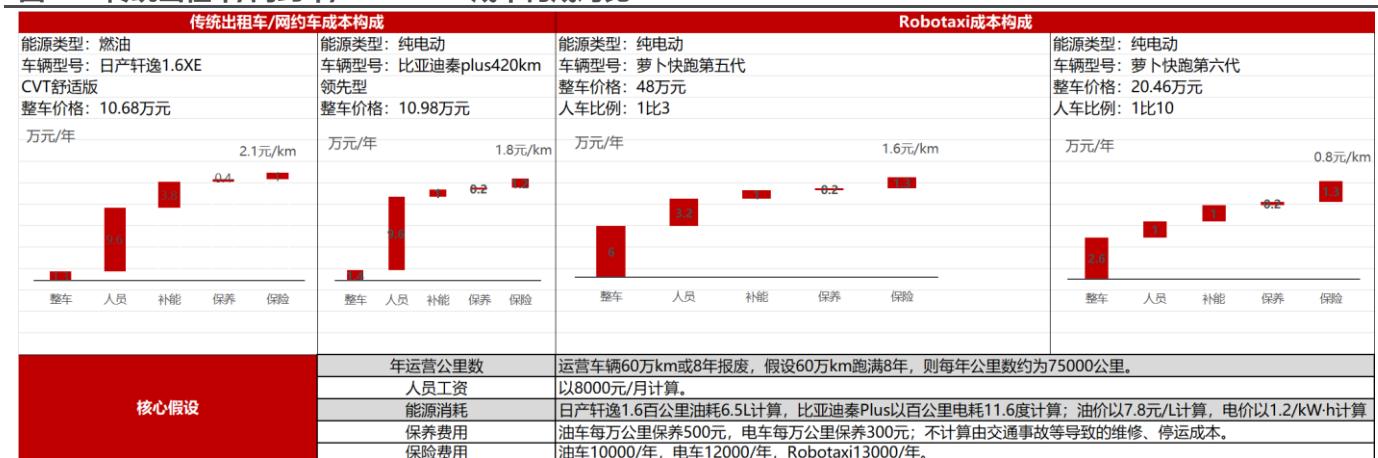


资料来源：罗兰贝格，民生证券研究院

**整车和人员成本为 Robotaxi 盈利关键要素，Robotaxi 企业可通过扩大规模、进行量产实现成本节降。**整车和人员成本的下降影响着 Robotaxi 的盈利能力。**整车层面**，百度已将第六代车型降至 20.46 万元，得益于大规模量产和主要零部件价格下探。

**人员方面**，《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》指出在指定的区域运营时可使用远程安全员，远程安全员人车比不得低于 1:3，相比于每辆车都需配备随车安全员而言，已经实现了大幅降本；同时随着远程监控和自动驾驶技术的提升，预计在 5 年内远程安全员数量将实现显著下降。**据艾瑞咨询测算，假设人车比例 1:10，Robotaxi 单车成本为 20.46 万元，每公里成本将降至 0.8 元，较传统燃油和典型电动车分别节降 1.3 元/公里和 1 元/公里，Robotaxi 大幅提升单车盈利能力。**

**图14：传统出租车/网约车/Robotaxi 成本构成对比**



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**我们从上市公司曹操出行看网约车 UE 模型：**

**第一阶段：“规模扩张+成本结构优化”为改善出行公司单均盈利水平主要着力点。**

当前网约车 UE 模型呈现“收入依赖 GTV 规模、成本受司机以及聚合成本刚性约束”的特征，当前单均盈利微薄，需通过“规模扩张+成本结构优化+资本补血”三管齐下，实现从“规模增长”到“盈利突破”的跨越。

**收入端：**

以 10 元交易额（乘客支付额）为例，加上 0.4 元通行费及税项构成单笔 GTV  
【10.4】元；

用户补贴 1.7 元，0.4 元通行费及税项不计入收入，计入平台公司营业收入为  
【10 交易额-1.7 补贴】=8.3 元。

**成本端：**

主要包括司机收入及补贴：6.6 元，占成本比重 87%；  
 折旧及车辆维修成本：0.8 元，占成本比重 10.5%；  
 支付给运力合作伙伴的佣金：0.2 元，占成本比重 2.6%。

**图15：公司 UE 模型拆分**

收入端拆解		
环节	金额(元)	说明
GTV构成		
交易价格 (乘客显示费用)	10	订单基础定价
加：通行费及税项	0.4	如高速费、增值税等，计入 GTV
<b>GTV总额</b>	<b>10.4</b>	
收入扣减项		
减：用户补贴	1.7	平台 / 聚合平台给乘客的优惠
乘客支付	8.7	
减：通行费及税项	0.4	需支付给第三方，不计入收入
<b>出行服务收入</b>	<b>8.3</b>	

成本端拆解		
成本项	金额 (元)	说明
销售成本 (核心变动成本)		
司机收入及补贴	6.6	司机每单劳动报酬 + 平台补贴
折旧及车辆维修成本	0.8	车辆折旧摊销 (按订单分摊) + 维修费用
支付给运力合作伙伴的佣金	0.2	
销售成本合计	7.6	

单均利润测算		
指标	金额 (元)	说明
出行服务收入	8.3	核心经营收入
减：销售成本	7.6	直接与订单强相关的成本
单均经营毛利	0.7	
减：期间费用分摊 (销售 / 管理 / 研发)		需按订单量摊薄 (如营销获客、系统研发等)
单均净利润	暂负/低毛利	需覆盖期间费用，当前规模下盈利压力大

资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

## 第二阶段：Robotaxi 大幅降本，我们预计运营平台盈利能力有望提升至 21.7%，约为传统网约车模式的 2.6 倍

**司机收入及补贴是成本占比最大项，高达 87%，而 Robotaxi 正是可以通过替代司机从而实现成本大幅下降。**

按照前述 UE 模型，计算毛利率为 8.4%，若实现无人化，假设司机成本减半 (考虑无人化后仍然会有车辆保养及用电等开支)，**对毛利率贡献直接提升 (6.6/2)/8.3=39.8%；**

考虑到当前还没有完全商业化落地的案例可供参考，我们中性判断司机成本节降所增厚的毛利由消费者、运营平台、智驾三方均分，**即运营平台获得毛利率提升为 39.8%/3=13.3%；**

**即对于运营平台，Robotaxi 可实现毛利率有望提升至 8.4%+13.3%=21.7%，**

约为人力司机的毛利率的 2.6 倍。

### 1.2.4 Robotaxi 运营模式：智驾技术公司+主机厂+出行平台的“金三角”运营模式，或为最具可行性的商业模式

多方差异化能力的结合将 Robotaxi 商业化落地的可行性最大化。金三角模式通过自动驾驶科技公司提供技术方案，主机厂提供整车平台和生产制造能力，出行/运营平台提供 Robotaxi 的线上叫车运营服务。三方能力的结合从整车、技术和应用三个层面为商业化打下了基础。

“车路云一体化”应用试点鼓励多主体投资共建、联合运营的商业发展模式。

2024 年，智能网联汽车“车路云一体化”应用试点作问答中提出：“探索形成‘车路云一体化’投建运新型商业模式。明确智能网联汽车“车路云一体化”试点商业化运营主体，鼓励探索国资平台、车企、运营商、科技公司等多主体投资共建、联合运营的发展模式，探索形成互融共生、分工合作、利益共享的新型商业模式”。

鉴于当地政府在产业中的关键地位，长期来看，地方城投公司的介入将会极大程度的提升商业模式的完整性。由多方成立的合资公司持有 Robotaxi 整车等重资产并运作当地车辆，当车辆数较为稳定且有能力产生稳定现金流时，便可将当地的 Robotaxi 运营作为固收类项目看待，具有收益稳定、风险低、流动性高的特征。

当前 Robotaxi 盈利能力较弱，金三角模式成为了前期商业化的关键。而在产业发展的中后期，国资平台介入成立合资公司，以类似固收项目的形式进行区域性运作或将成为多方共赢且具有较强复制性的商业模式。

图16：Robotaxi 金三角运营模式



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

各主机厂和智驾技术公司积极布局，并开始初步将智驾产品投入试点运营，持续探索商业模式和降本可能。

**1) 吉利集团：**推出吉利千里浩瀚智驾 L3。该智能驾驶技术采用行业领先的 L3 级架构，依托 ZEEA3.0 中央集成式数字架构，端到端响应速度提升 50%。配备自研自制、搭载双 Thor 智驾芯片且算力达 1400TOPS 的智驾域控制器，感知硬件采用 1 个长距激光雷达加 4 个 dToF 补盲激光雷达的 L3 超级架构布置，还实现了中央计算大脑、线控转向、数字化底盘全链路的安全双冗余备份。

**2) 文远智行：**文远知行的无人驾驶技术，应用场景覆盖智慧出行、智慧货运和智慧环卫，并已进入自动驾驶商业化运营阶段，形成 Robotaxi、Robobus、Robovan、Robosweeper、L2 级辅助驾驶(AdvancedDriver-AssistanceSystem)等五大产品矩阵，提供网约车、随需公交、同城货运、智能环卫、L2 级辅助驾驶解决方案等多种服务，目前已在全球 10 个国家 30 个城市开展自动驾驶研发、测试及运营，公开运营时间超 2000 天，是全球唯一旗下产品同时拥有中国、阿联酋、新加坡、法国、美国五国自动驾驶牌照的科技企业。

**图17：Robotaxi 市场领先厂商及金三角合作模式**

技术公司	主机厂	出行/运营平台	现状
百度	北汽、江铃新能源等	萝卜快跑、百度地图	目标在2024年底在武汉实现收支平衡，2025年全面进入盈利
小马智行	丰田、广汽等	曹操出行、如祺出行等	截至2024年8月底，已累积超过3500万公里的自动驾驶路测里程
文远知行	如祺出行、高德地图等	广汽、日产等	2024年9月，文远开启在珠海横琴 Robobus 的收费运营
Waymo	Lyft、Uber	捷豹路虎、极氪等	2024年8月，极氪为Waymo定制的 Robotaxi 开始路测
Cruise	Lyft、Uber	通用	Uber计划在2025年开始在其网约车叫车平台上向客户提供Cruise旗下的自动驾驶汽车

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**3) 萝卜快跑：**萝卜快跑第六代车型激光雷达由机械式转向半固态+纯固态补盲组合，在量产前提下整车可降至 20.46 万元。应用“Apollo ADFM 大模型 + 硬件产品 + 安全架构”方案，硬件全车搭载 38 个传感器，包含 8 个激光雷达，可兼顾技术的安全性和泛化性，做到安全性高于人类驾驶员 10 倍以上，实现城市级全域复杂场景覆盖。在中国的复杂路况下，萝卜快跑实际车辆出险率仅为人类司机的 1/14。截至今年 3 月，萝卜快跑累计提供超过 1000 万次出行服务，安全行驶里程超过 1.5 亿公里。

**4) Waymo：**推出第六代自动驾驶系统，搭载 13 个摄像头、6 个雷达、4 个激光雷达和多个外部音频接收装置；在不牺牲安全性的前提下实现了更少的传感

器数量，其摄像头分辨率更高，视野更远；第六代 WaymoDriver 还具备了新的传感器清洁功能，该系统允许根据各个操作环境的具体条件（如寒冷气候）更换不同的传感组件，从而确保自动驾驶车辆在各种极端天气条件下都能正常工作。

## 2 重视自动化技术应用，共享出行龙头布局构筑先发优势

### 2.1 曹操出行：国内唯一“三合一”自动驾驶运营平台，持续加快扩张步伐

#### 2.1.1 吉利孵化，逐步成长为中国最大的网约车平台之一

曹操出行是由吉利孵化，全球领先的互联网、车联网、自动驾驶技术等高新技术相结合的共享出行平台。

曹操出行以“科技重塑绿色共享出行”为使命，将全球领先的互联网、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，以“用心服务国民出行”为品牌主张，致力于打造服务口碑最好的出行品牌。

现已逐步成长为中国最大的共享出行平台之一。曹操出行作为吉利集团孵化的网约车平台，以 2024 年 GTV 看，公司为中国第二大网约车平台。

自 2015 年成立以来，经历了从差异化模式入局、战略重心调整到技术驱动升级等多个发展阶段。2025 年 2 月，公司开始在苏杭两地进行 Robotaxi 服务试点，为公司 Robotaxi 服务大规模商业化进程中的重要里程碑；

2025 年 6 月，公司于港交所上市，并于 9 月正式纳入港股通。

**图18：曹操出行发展历程**



资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

## 2.1.2 李书福为公司实控人，控制公司 81%表决权

公司股权结构集中度高，截至 2025 年 6 月 17 日，公司实控人李书福通过 UgoInvestmentLimited 间接持有公司已发行股份约 77.1%，并合共控制公司约 81%的表决权。公司创始人李书福先生 1) 通过 UgoInvestmentLimited 间接拥有 4.19 亿股股份的权益；

2) 根据 UgoInvestmentLimited 与 OceanpineMarvel 订立的表决权委托协议，控制行使 OceanpineMarvel 所持 2140 万股股份的表决权，合计控制公司约 81%的表决权。

公司实控人李书福为吉利汽车的创始人及董事长，并控制吉利控股及浙江济底，拥有约 30 年于中国投资及管理汽车及相关业务的经验。这有助于公司与吉利集团建立长期互补互惠的非独家业务关系，与吉利集团形成业务协同。

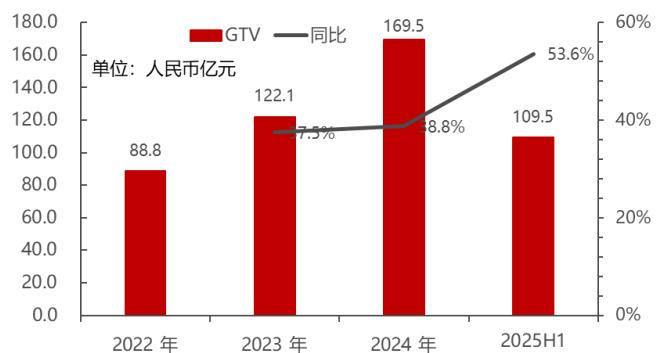
**图19：股权结构图**



资料来源：(截止 2025 年 6 月 17 日) iFinD, 曹操出行招股书, 民生证券研究院

## 2.1.3 规模与活跃度快速提升，营收增长持续提速

曹操出行在 2025H1 呈现规模与活跃度双增长态势，GTV 与订单量均实现快速增长且进一步提速。其中 2025H1 实现 GTV 109.5 亿元人民币，同比增长 53.6%；2024 年全年 GTV 已达到 169.5 亿元人民币。从 2025H1 具体经营表现来看，除 GTV 同比增长 53.6% 外，总订单量达到 3.8 亿单，同比增长 49%，日均订单量则为 210.8 万单，相较于 2024 年全年水平增长 29%，整体业务增长动能持续释放。

**图20: 2022-2025H1 公司 GTV (亿元)**


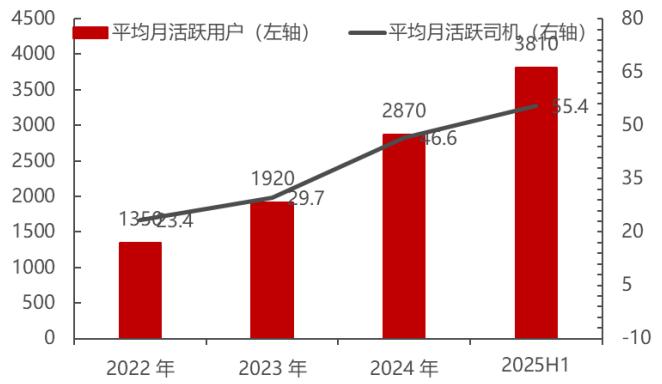
资料来源：曹操出行招股书，曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

**图21: 2022-2025H1 公司订单量 (亿) 及日均单量 (万)**

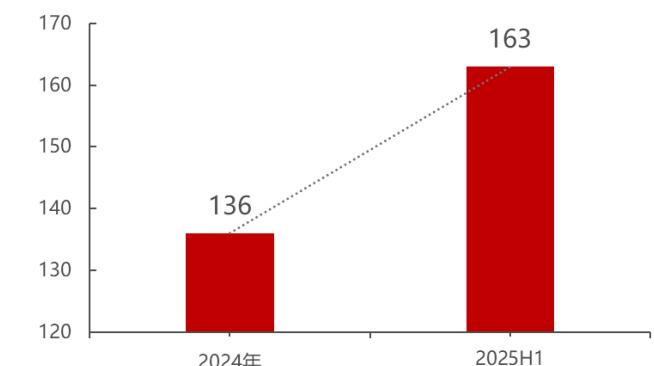

资料来源：曹操出行招股书，曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

平台活跃度显著提高，2025H1 公司平均月活跃用户数达 3810 万，同比增长 57.4%；

公司的扩张步伐加快，截至 2024 年底在 136 个城市运营，到 2025 年 6 月 30 日已扩展至 163 个城市。

**图22: 2022-2025H1 月活跃用户 (万人) 与司机数量 (万人)**


资料来源：曹操出行招股书，曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

**图23: 运营城市数量 (个)**


资料来源：曹操出行招股书，曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

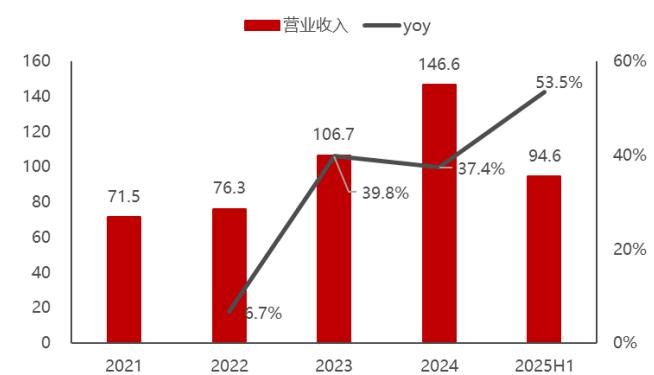
营收快速增长，2025H1 增长提速，同比+53.5%。自公司 2021 年以来，营业收入由 2021 年 71.5 亿元增长至 2024 年的 146.6 亿元，三年 CAGR 为 27%。2025H1 营业收入为 94.5 亿元，同比+53.5%，远超前三年 CAGR，营收增长进一步提速。

毛利于 2023 年转正，盈利能力持续改善，2025H1 毛利率水平提升至 8.4%。公司毛利率从 2022 年的-4.4% 提升至 2024 年的 8.1%。2025H1 毛利率持续提升达到 8.4%，高于 2024 年同期的 7.0%。

2025H1 公司营业收入大增 53.5%，毛利率增长至 8.4%，同比+1.5pct。主要由于：

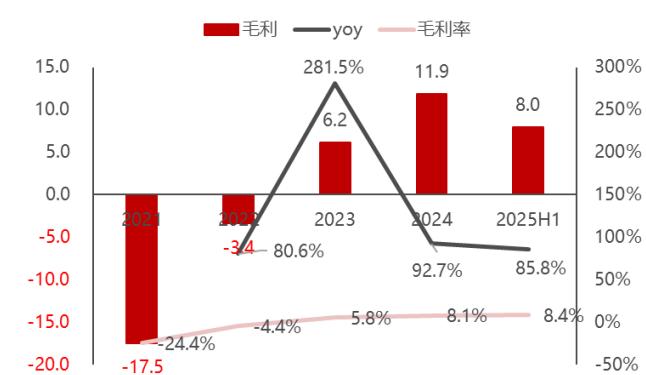
- 1) 持续拓展服务范围，2025H1 年曹操出行服务城市拓展至 163 个城市。
- 2) 规模经济效应，不断壮大定制车队规模，提升消费者满意度。
- 3) 经营效率的提升。管理费用率持续优化，2025H1 同比下降 1.4pct。

图24：2021-2025H1 营收（亿元）及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

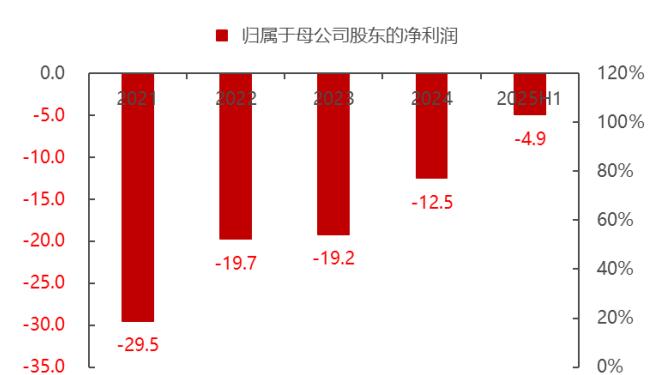
图25：2021-2025H1 毛利（亿元）、同比及毛利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

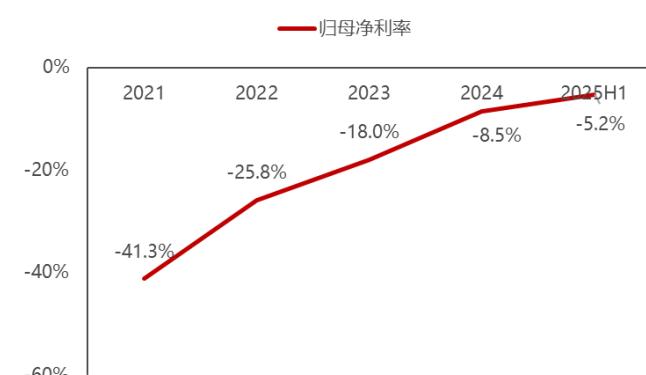
亏损持续收窄，2025H1 归母净利润亏损收窄 2.8 亿元，公司或迎来盈利拐点。2022-2024 年全年净亏损分别为-19.7、-19.2、-12.5 亿元。2025 年上半年，归母净利润亏损为 4.9 亿元，较 2024H1 的 7.7 亿元大幅收窄。

图26：2021-2025H1 归母净利润（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图27：2021-2025H1 归母净利率（%）

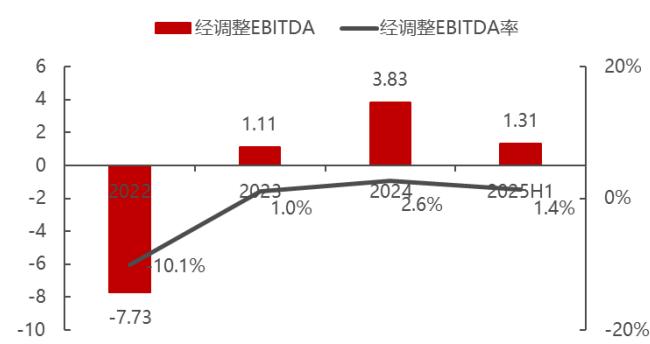


资料来源：iFinD，民生证券研究院

盈利能力改善显著，2022-2024 年公司经调整 EBITDA 比率显著改善，经调整净亏损持续收窄。2023 年公司经调整 EBITDA 首次转正，2023-2025H1 公司经调整 EBITDA 分别为 1.1、3.8、1.3 亿元，经调整 EBITDA 率分别为 1.0%、2.6%、1.4%，2025H1 经调整 EBITDA 率较 2024 年下滑主要受按公允价值计入损益的

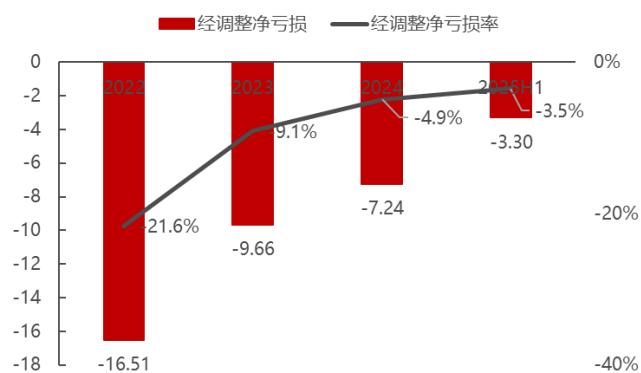
金融负债公允价值变动影响；2022-2024 年公司经调整净亏损持续收窄，经调整净亏损率分别为-21.6%、-9.1%、-4.9%，2025H1 经调整净亏损率进一步下降至-3.5%。

**图28：2022-2025H1 经调整 EBITDA (亿元) 及经调整 EBITDA 率**



资料来源：曹操出行招股书，曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

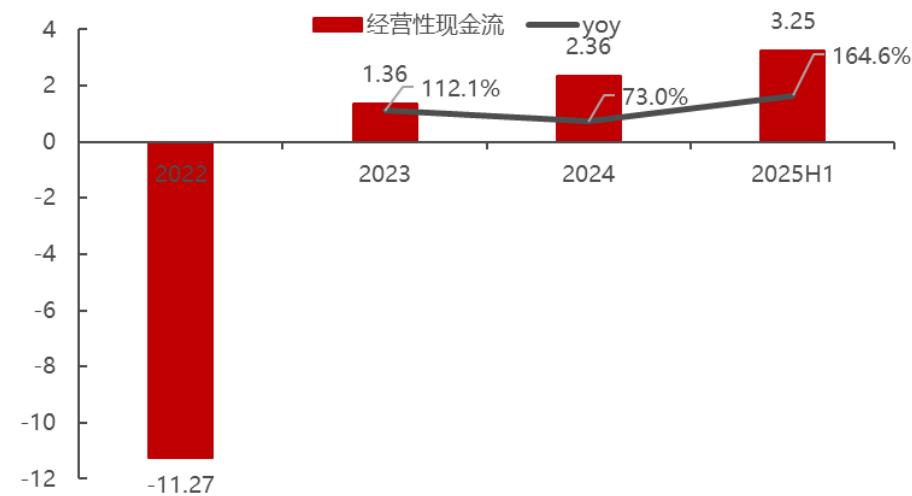
**图29：2022-2025H1 经调整净亏损 (亿元) 及经调整净利率**



资料来源：曹操出行招股书，曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

2023 年公司经营现金流转正，并稳步增长，2025H1 同比+164.6%至 3.3 亿元。2023-2025H1 经营性现金流分别为 1.4、2.4、3.3 亿元，同比分别+112.1%、73.0%、164.6%。

**图30：2022-2025H1 经营性现金流 (亿元) 及同比**



资料来源：曹操出行招股书，曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

费用率得到有效管控，2024 年期间费用率同比-7.9pct，2025H1 期间费用率同比-2.9pct。2024 年，公司扭转费用率上行趋势，2024 年期间费用率同比-32.3pct，2025H1 期间费用率同比-2.9 个百分点。

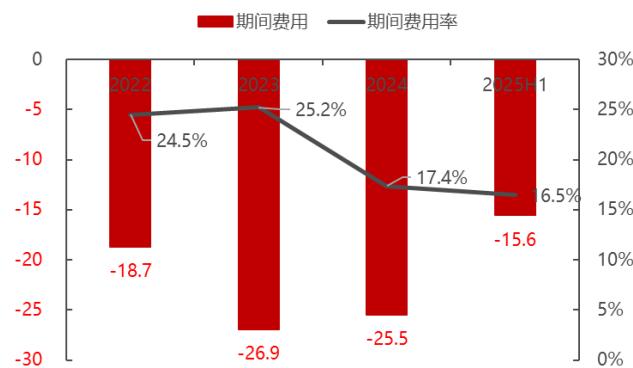
**费用构成方面：**
**1) 2023-2025H1 公司销售及营销费用率小幅上升, 2025H1 同比+0.5pct.**

2023-2025H1 销售及营销费用率由于车辆销售业务营收大幅增长出现小幅上升趋势, 分别为 7.8%、8.3%、8.9%, 2025H1 销售及营销费用率同比+0.5pct;

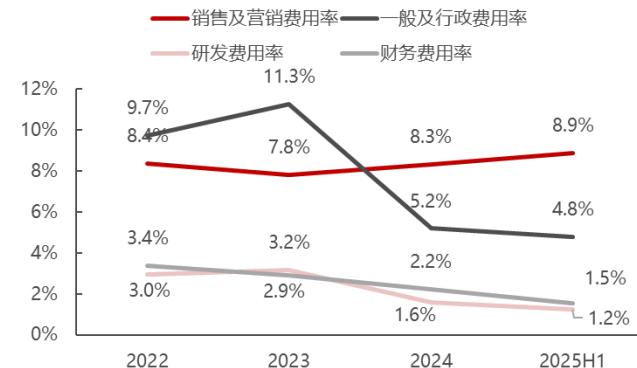
**2) 管理费用率持续优化, 2025H1 同比-1.4pct.** 主要包括员工福利、上市开支和折旧费用。2022 年至 2024 年, 该项费用率呈现显著的优化趋势, 管理费用率从 2022 年的 9.7% 降至 2024 年的 5.2%。2025H1 该费用率进一步优化, 为 4.8%, 低于去年同期的 6.2%。

**3) 2022-2024 年, 研发费用率呈下降趋势, 2025H1 研发费用率同比-0.8pct.**

研发费用率从 2022 年的 3.0% 下降至 2024 年的 1.6%。2025H1, 研发费用率为 1.2%, 低于 2024 年同期的 2.0%。这主要是因为现有车型技术已发展成熟, 相关技术服务开支减少, 同时研发人员数量减少。

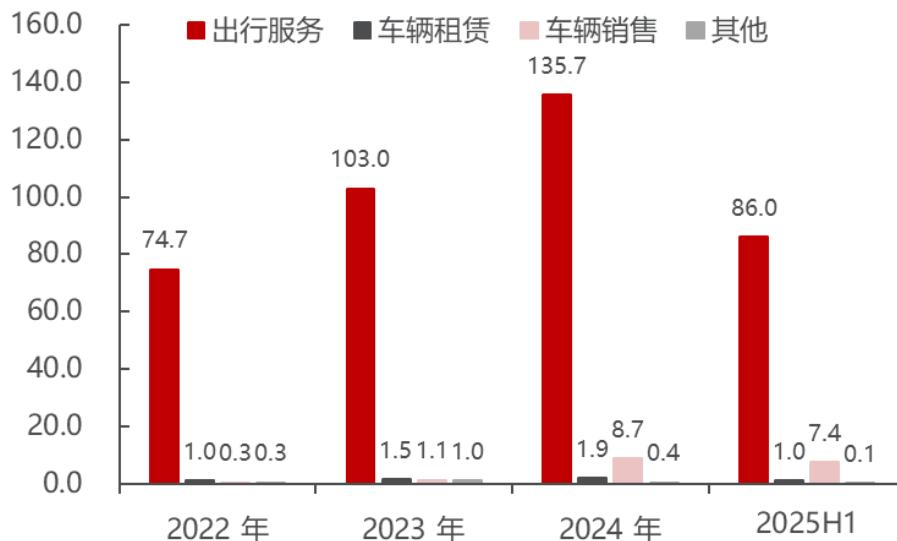
**图31：2022-2025H1 期间费用（亿元）及费用率**


资料来源: 曹操出行招股说明书, 曹操出行 2025 年半年报, 民生证券研究院

**图32：2022-2025H1 各项费用率**


资料来源: 曹操出行招股说明书, 曹操出行 2025 年半年报, 民生证券研究院

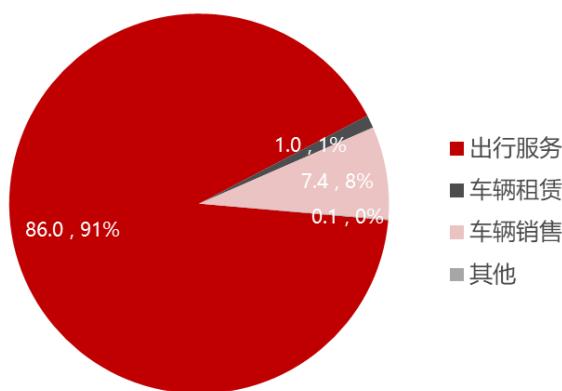
**分业务结构看, 出行服务为公司基本盘, 车辆销售业务有望成为公司营收增长新驱动。**2025H1 公司出行服务、车辆租赁、车辆销售营收分别为 86、1、7 亿元, 占总营收比重分别为 91%、1%、8%。

**图33: 2022-2025H1 分业务营收 (亿元)**


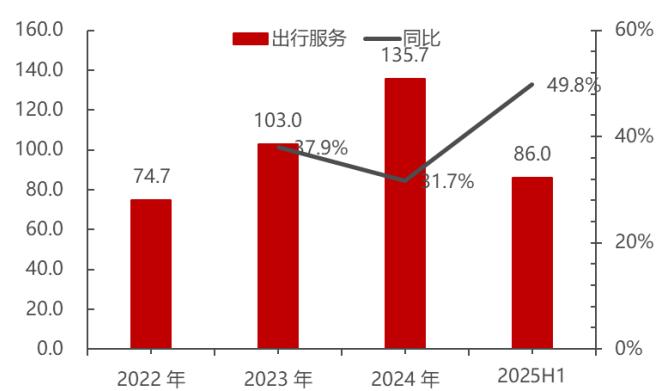
资料来源：曹操出行招股说明书，曹操出行半年报，民生证券研究院

**出行服务为公司业务基本盘和主要收入来源，2025H1 业务营收占总营收比为 91%。**2022-2024 年公司出行服务收入占总收入的比重分别为 97.9%、96.6%、92.6%。2025H1 年出行服务收入 86 亿元，同比增长 49.8%，业务营收占总营收比为 91%，营收增速较快主要受益于：

- 1) 持续拓展服务地域范围；
- 2) 从聚合平台获取更多客户流量；
- 3) 客户中强大的品牌知名度；
- 4) 通过不断壮大的定制车规模，提升客户满意度。

**图34: 2025H1 公司收入结构 (亿元, %)**


资料来源：曹操出行半年报，民生证券研究院

**图35: 2022-2025H1 出行服务营收 (亿元) 及同比**


资料来源：曹操出行招股说明书，曹操出行半年报，民生证券研究院

公司出行服务策略围绕多品牌运营、轻资产扩张和流量渠道整合展开。公司通过旗下不同品牌满足多样化的市场需求。核心品牌“曹操出行”提供两大服务线，礼帽出行品牌则进一步拓展出租车和定制无障碍出行市场：

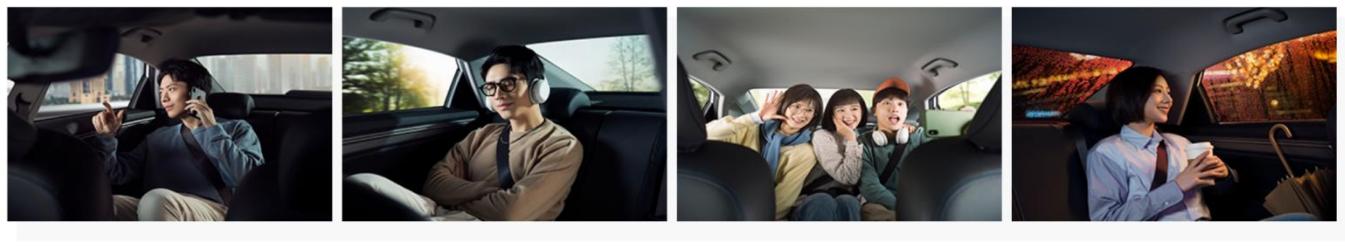
- 1) “惠选服务”主打经济型快车，是平台的基础流量来源；
- 2) “专车服务”则提供更高级别的舒适度和品质体验。
- 3) “礼帽出行”品牌将业务延伸至线下出租车和定制无障碍出行领域，进一步拓宽服务场景。

**表1：公司两大品牌定位及特点**

品牌	服务类型	定位与特点
曹操出行	惠选服务	公司的核心服务，是经济实惠、方便舒适的快车服务。
	专车服务	提供更高水平的舒适度、卓越的服务质量和更高质量的网约车服务。
礼帽出行	网约车、线下出租车、定制无障碍 专车	作为主品牌的延伸，满足更广泛和差异化的客户偏好及需求。

资料来源：曹操出行招股书，民生证券研究院

**图36：曹操出行产品类型**



**快选**

叫车更快捷

**惠选**

坐车更实惠

**优选**

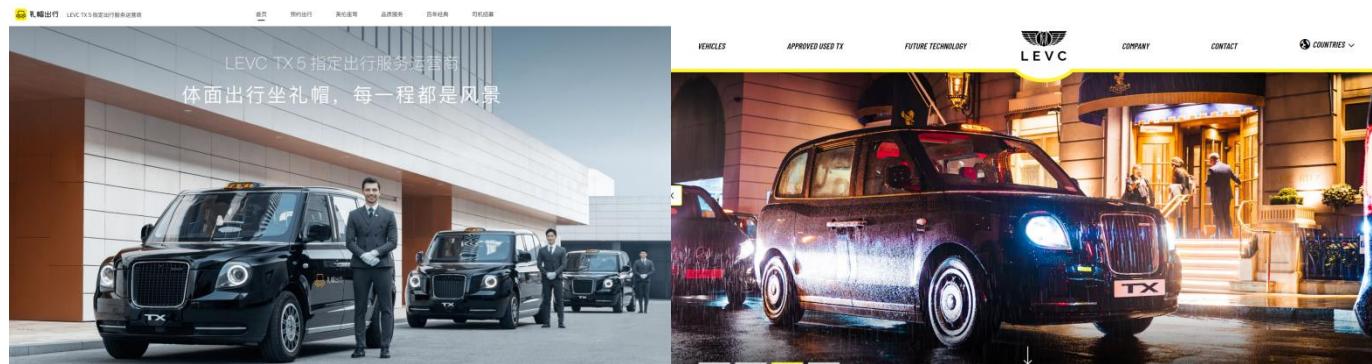
体验更舒适

**专车**

服务更专业

资料来源：曹操出行官网，民生证券研究院

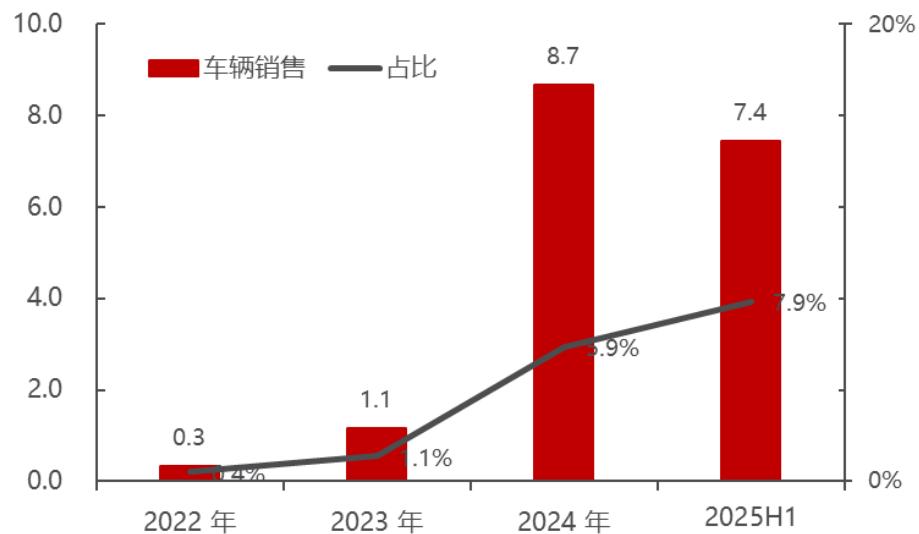
礼帽出行的车型均为吉利 LEVCTX5，主打高端服务，2022-2024 年车队数量分别为 630、1060、1060 辆。

**图37：礼帽出行产品类型**


资料来源：曹操出行官网，民生证券研究院

**车辆销售和车辆租赁共同打造出行生态：**
**车辆销售业务有望成为公司营收增长新驱动，2025H1 业务营收同比+137%，**

**占总营收比例逐步提升。**车辆销售收入的占比从 2022 年的 0.4% 跃升至 2024 年的 5.9%，更在 2025 年上半年提升至 7.9%，该业务板块收入在 2025 年上半年同比增长高达 137.3%。业务规模增长主要受益于 1) 销售体系的逐步建立和效率提升；2) 配合车辆策略向新城市进行的战略性拓展。

**图38：2022-2025H1 公司车辆销售业务营收（亿元）及同比**


资料来源：曹操出行招股说明书，曹操出行半年报，民生证券研究院

**公司已完成 2025-2027 年的采购规划，采购将以曹操 60 车型为主，领克甲醇电池混合动力汽车和吉利银河 L6EM-i 汽车为辅。**

**2025-2027 年公司计划采购用以对外销售的车辆数：**
**1) 曹操 60，2025-2027 年每年分别采购 3.2、4.5、6 万辆；**

- 2) 领克甲醇电池混合动力汽车, 2025-2027 年每年采购 2000 辆;
- 3) 吉利银河 L6EM-i 汽车, 2025-2027 年每年分别采购 1000、1500、1500 辆。

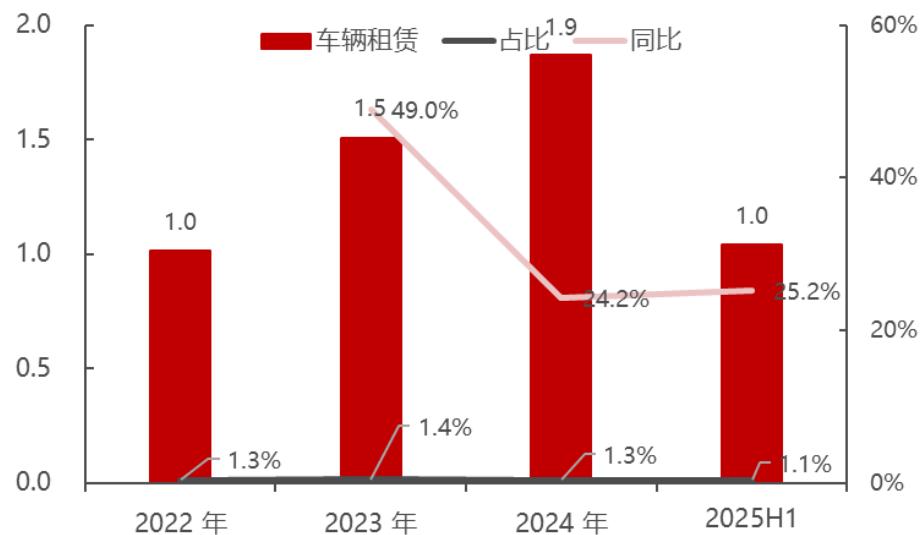
**图39：曹操出行 2022-2027E 采购量 (辆)**

车型	用途	采购量 (辆)					
		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
曹操60	自营		12707	3422	8000	8000	8000
	外销		1100	9593 (实际销售7914)	32000	45000	60000
枫叶80V	自营	17200	1100	35	165	0	0
	外销		1900				
LEVC	自营	630	430		250	250	250
	外销			25	2000	2000	2000
甲醇电池混合动力汽车	外销				30	0	0
领克Z10	自营						
银河L6 EM-i汽车	外销				1000	1500	1500

资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

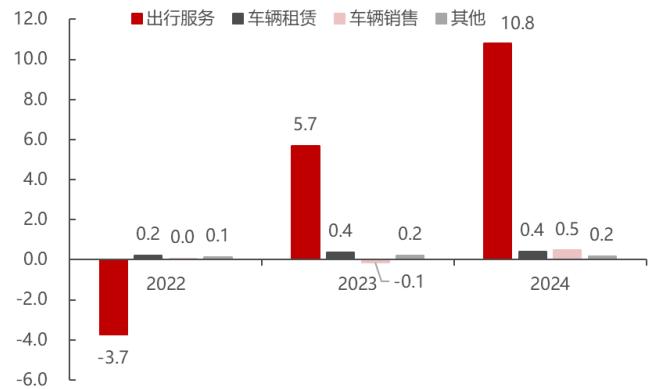
**车辆租赁业务营收占总营收比重较小, 2022-2025H1 年业务实现稳步增长, 2025H1 实现营收 1 亿元, 同比+25.7%。2022-2024 年公司车辆租赁业务分别实现营收 1.0、1.5、1.9 亿元, 同比分别-39.1%、+49.0%、+24.2%。2025H1 业务同比+25.7%至 1 亿元, 占总营收比重为 1.1%。**

**图40：2022-2025H1 公司车辆租赁业务营收 (亿元)、占营收比重及同比**

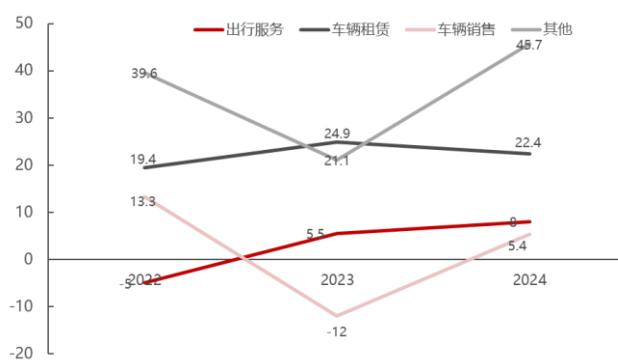


资料来源：曹操出行招股说明书，曹操出行半年报，民生证券研究院

**分业务毛利看, 2022-2024 年出行服务毛利率稳步上升, 2024 年毛利率同比+2.5pct。2024 年公司出行服务、车辆租赁、车辆销售毛利分别为 10.81、0.42、0.47 亿元, 毛利率分别为 8.0%、22.4%、5.4%, 同比分别+2.5pct、-2.5pct、17.4pct。**

**图41：2022-2024年分业务毛利（亿元）**


资料来源：曹操出行招股书，民生证券研究院

**图42：2022-2024年分业务毛利率（%）**


资料来源：曹操出行招股书，民生证券研究院

## 2.1.4 国内唯一“三合一”自动驾驶运营平台，打开向上发展空间

公司采取轻资产模式进行地域扩张。具体做法是与地方“运力合作伙伴”合作，通过向他们销售定制车辆的方式快速进入新市场。2024年，公司正是通过此模式成功进入了85个新城市。这一策略不仅加速了市场覆盖，也带动了车辆销售业务成为新的增长点。

**图43：公司业务模式**

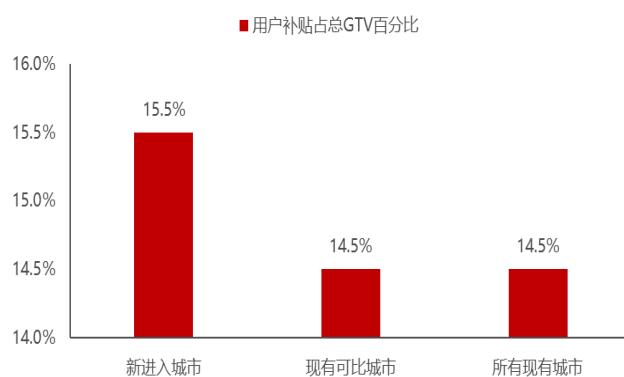

资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

公司持续开拓新市场，2024年进军85个新城市，与当地运力合作伙伴合作，向合作伙伴销售定制车，并拟于2025年以相同模式进军更多城市。

新市场开拓伴随着短期内的较高补贴成本，随业务发展规模效应逐步显现，经营质量得以改善。该模式使公司可在不扩充自有运力情况下有效扩张地理覆盖范围，但新市场开拓伴随着短期内的较高补贴成本，后续随公司规模逐步扩张，规模效应带动成本节降，改善公司经营质量。公司进军新市场初期，为建立品牌知名度和吸引司机群体，产生较多用户补贴和司机补贴成本。

**2024年，新市场的用户补贴占总GTV百分比较已有可比市场高1pct；新市场的经调整司机收入及补贴占总GTV百分比和占出行服务收入百分比分别较已有可比市场高12.3pct和20.7pct。**

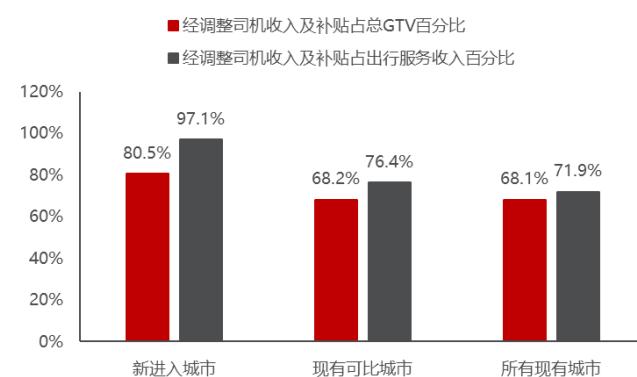
图44：2024年用户补贴占总GTV百分比（%）一分市场



资料来源：曹操出行招股书，民生证券研究院

注：现有可比城市定义：公司于2024年前营运所在的二线及以下城市

图45：2024年经调整司机收入及补贴占总GTV百分比和占出行服务收入百分比（%）一分市场



资料来源：曹操出行招股书，民生证券研究院

注：现有可比城市定义：公司于2024年前营运所在的二线及以下城市

图46：2024年公司新进入城市各项经营指标对比

2024年	新进入城市	现有可比城市	所有现有城市
占总收入百分比	4.9%	60.3%	95.1%
占总GTV百分比	5.3%	59.1%	94.7%
用户补贴占总GTV百分比	15.5%	14.5%	14.5%
经调整司机收入及补贴占总GTV百分比	80.5%	68.2%	68.1%
经调整司机收入及补贴占出行服务收入百分比	97.1%	76.4%	71.9%
运力合作伙伴司机占GTV百分比	99.4%	62.2%	70.7%

资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

注：现有可比城市定义：公司于2024年前营运所在的二线及以下城市

## 2.1.5 以车辆定制与全周期管理构筑差异化核心壁垒

**车辆定制与全周期管理是曹操出行区别于其他纯平台型网约车公司的核心壁垒。通过对车辆这一核心资产的深度掌控，构建了成本和体验的双重优势。曹操出行与吉利集团的战略合作关系是实现车辆定制和部署的基石，公司能够深度参与**

车辆的设计开发、利用吉利成熟的生产体系和质量控制，保障车辆供应，构筑运营成本壁垒。

图47：枫叶 80V(Maple80V, 左)、曹操 60(CaoCao60, 中)、LEVCTX5 (右)



资料来源：曹操出行官网，礼帽出行官网，民生证券研究院

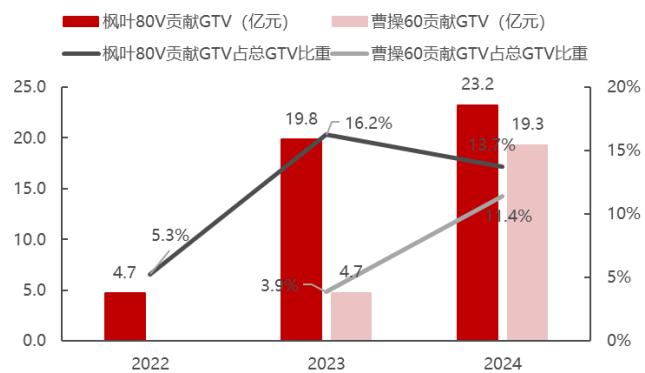
表2：公司主要定制车型

车型	用途	特点
枫叶 80V(Maple80V)	专车	专为共享出行设计预计持有成本为每公里 0.53 元人民币，与典型纯电动汽车相比减少了 33%
曹操 60(CaoCao60)	惠选车	专为共享出行设计预计持有成本为每公里 0.47 元人民币，与典型纯电动汽车相比减少了 40%
LEVCTX5	无障碍专车	中型电动 MPV，配备各种无障碍设施。

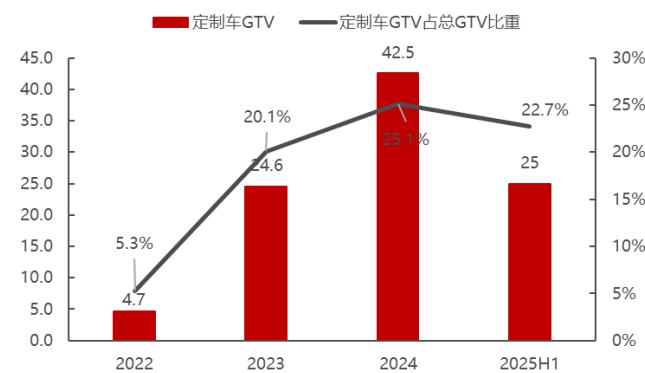
资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

公司大规模部署专为共享出行设计的“定制车”，主要车型为枫叶 80V 和曹操 60，2025H1 年累计运营着超过 3.7 万辆定制车。截至 2025H1，公司在 31 个城市运营着超过 3.7 万辆定制车的车队，并销售 7993 辆定制车，公司定制车队规模合计约 4.5 万辆。2025H1 年公司定制车贡献的 GTV 为 25 亿元，同比 +34.7%，占总 GTV 的 22.7%。

2024 年公司枫叶 80V 和曹操 60 车型分别为公司贡献 23.2 和 19.3 亿元 GTV，占总 GTV 比重分别为 13.7% 和 11.4%。

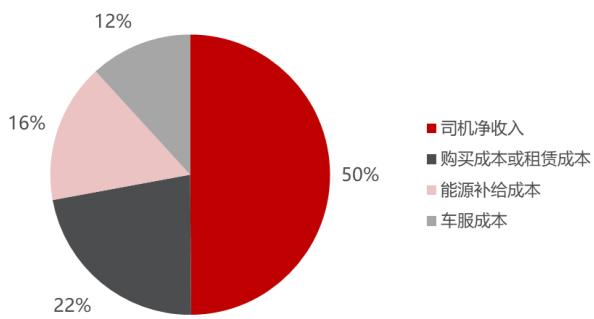
**图48：2022-2024年公司两大定制车型GTV（亿元）及占总GTV比重**


资料来源：曹操出行招股书，民生证券研究院

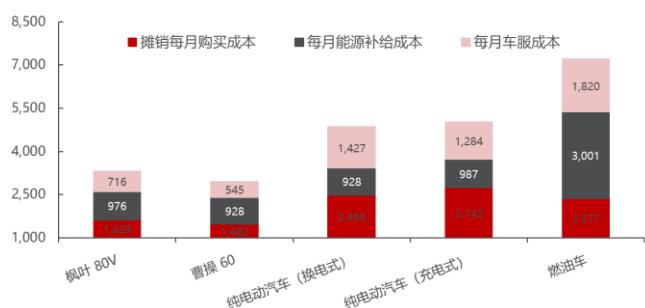
**图49：2022-2025H1公司定制车GTV（亿元）及占总GTV比重**


资料来源：曹操出行招股书，曹操出行2025年半年报，民生证券研究院

定制车的最大优势在于显著降低了TCO（持有成本），枫叶80V和曹操60的估计TCO分别为每公里0.53元和0.47元，与典型的纯电动汽车相比，分别减少了33%和40%。弗若斯特沙利文的数据显示，网约车司机的总收入里，纯电动网约车和司机的净收入各占约一半。基于这一情况，共享出行领域的运营车辆通常会对续航里程提出更高要求，希望能跑得更远，同时也追求更低的TCO。枫叶80V和曹操60的估计TCO分别为每公里0.53元和0.47元，与典型的纯电动汽车相比，分别减少了33%和40%。定制车的推广带动平台减少对司机的补贴依赖，从而改善出行业务毛利水平。

**图50：共享出行行业纯电动车司机收入构成**


资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

**图51：曹操出行定制车辆与典型电动车的月TCO（持有成本）比较（元）**


资料来源：曹操出行招股说明书，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

**图52：公司定制车与典型的纯电动、燃油车对比**

	枫叶80V	曹操60	定制纯电动汽车 (换电式)	纯电动汽车 (充电式)	燃油车
续航里程 (公里)	600000	600000	600000	497000	560000
摊销每月购买成本 (人民币元)	1629	1482	2498	2742	2377
每月能源补给成本 (人民币元)	976	928	928	987	3001
每月车服成本 (人民币元)	716	545	1427	1284	1820
每月合计成本 (人民币元)	3321	2955	4853	5013	7198
售价	16.17-17.87万元	12.98-16.98万元	12.98-13.38万元	10.98-17.58万元	11.39-12.99万元

资料来源：曹操出行招股说明书，汽车之家，IT之家，东风日产官网，民生证券研究院整理

### 2.1.6 依托吉利换电站网络，打造极具竞争力的“车服解决方案”

公司为吉利集团孵化的网约车平台，具备开展车辆服务和车辆销售领域战略合作的天然土壤。公司目前已与吉利集团建立长期互补互惠的非独家业务关系。吉利集团作为全球最大的汽车集团之一，已建立涵盖从纯电动汽车研发、制造及销售到换电站网络运营及电池租赁的纯电动汽车生态系统。

截至 2024 年末，公司已构筑以 133 家吉利授权汽车维修店基础的车服网络，可为自营车辆提供具备成本效益的售后市场保养及维修服务。2023 年末，公司还开展净修计划，逐步拓展车服业务覆盖范围，提高车服效率，进一步节省司机的时间及成本，2023 年公司车辆平均保养及维修时间和成本均同比下降 25% 及 54%。

截至 2024 年末，吉利换电站网络已涵盖 378 个换电站，覆盖中国的 26 个城市。公司的定制车由吉利集团大规模且增长迅速的换电站网络提供换电支持，该网络目前涵盖 378 个换电站，覆盖中国的 26 个城市，后续将优先覆盖公司拥有重要业务的城市。

**图53：吉利换电站**


资料来源：日新网，民生证券研究院

换电大幅提升资产使用效率，公司所有的定制车均支持在任何换电站 60 秒内换电，同时保持电池充电能力。依托吉利庞大的换电站和汽车维修站网络，公司可为定制车型提供一套完整的具备强竞争力的“车服解决方案”。公司为定制车设计高

效便捷的换电流程，换电硬件架构直接连接车辆的软件系统，并且可以连接到公司基于云端的数据计算网络及换电站，得以实现在无需司机下车的情况下直接协助车辆完成换电，并于完成后进行车辆状态检查。这套“车服解决方案”借助吉利完善的服务生态体系，涵盖了60秒极速换电网络以提高运营效率、标准化的保养维修以降低成本、以及更低的保险成本等。

公司提供的“车服解决方案”显著降低司机成本。据弗若斯特沙利文的数据，与其他仅支持充电的出行运营车辆相比，支持更换电池的出行运营车辆通常每天可节省一小时的能源补给时间，相当于每月可增加约人民币700元的收入。

表3：公司车服类型

服务类型	具体内容
能源补给	利用吉利集团庞大的换电站网络，为司机提供高效的能源补充方案
维修保养	推行“净修计划”，建立了数字化的标准保养维修协定，以降低维保成本
车辆保险	实施全面的司机安全激励措施，以帮助降低保险成本

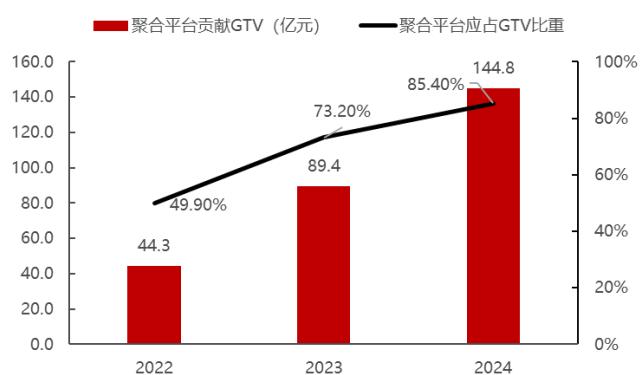
资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

## 2.1.7 定制车与聚合平台协同，驱动 GTV 和订单量高增

定制车与聚合平台协同效应凸显，2022-2024 年 GTV 年复合增长率超 38.1%，“惠选+专车”双业务驱动，礼帽出行营收贡献稳定，聚合平台导流与下沉市场拓展成关键推力，定制车体验与聚合流量协同，推动用户粘性提升，业务规模高速扩张和 AOV（平均客单价）大幅提升。

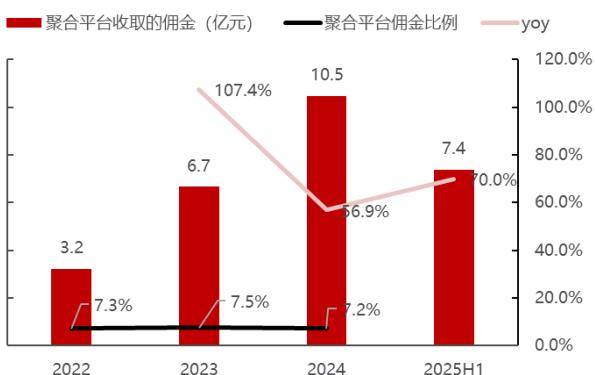
2024 年公司实现 GTV169.5 亿元，同比 38.8%；其中 2024 年聚合平台收取佣金 10.5 亿元，同比+56.9%，2022-2024 年聚合平台佣金比例维持在 7.2-7.5% 的区间内；2025H1 聚合平台收取佣金 7.4 亿元，同比+70%。

图54：2022-2024 年聚合平台贡献 GTV（亿元）及占比



资料来源：曹操出行招股书，民生证券研究院

图55：2022-2025H1 聚合平台收取佣金（亿元）及聚合平台佣金率（%）

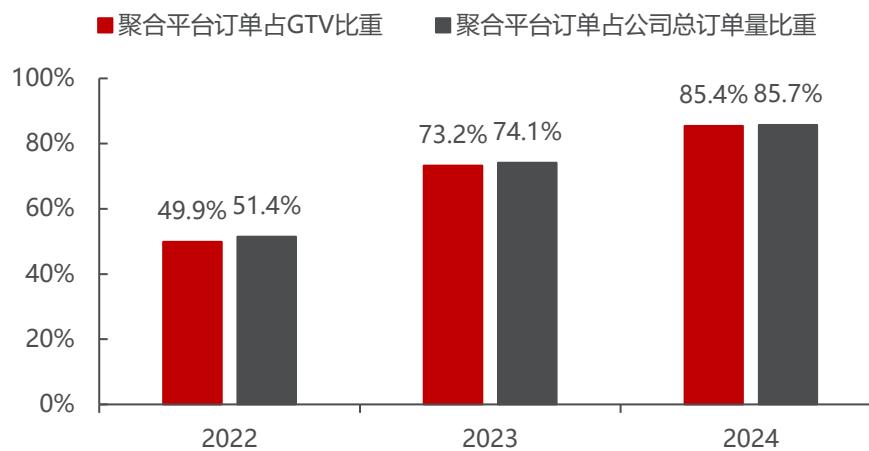


资料来源：曹操出行招股书，曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

注：聚合平台佣金比例=聚合平台佣金/聚合平台贡献 GTV

其中,聚合平台的订单占公司 GTV 比重和占总订单量的比重快速增长,2024 年占比分别为 85.4% 和 85.7%,同比分别 +12.2pct 和 +11.6pct。2022-2024 年,聚合平台的订单占公司 GTV 比重分别为 49.9%、73.2%、85.4%;聚合平台的订单占总订单量的比重分别为 51.4%、74.1%、85.7%。

图56: 2022-2024 年聚合平台订单占比情况

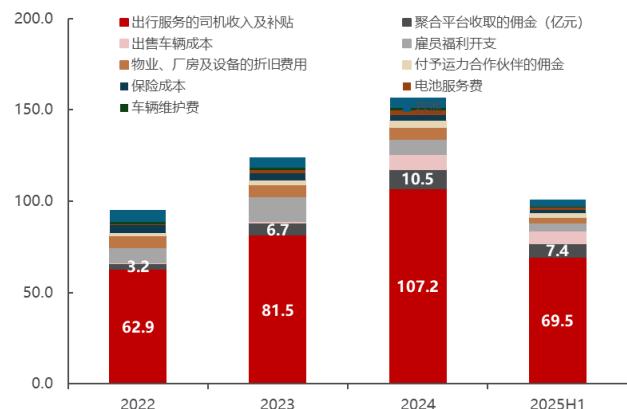


资料来源:曹操出行招股书,民生证券研究院

成本结构看,司机薪酬和补贴为公司主要成本项,2022-2025H1 司机薪酬和补贴占总成本比重维持在 65%以上。2022-2025H1 公司出行服务的司机收入及补贴费用分别为 62.9、81.5、107.2、69.5 亿元,占总成本的比例分别为 65.90%、65.18%、68.21%、68.5%。

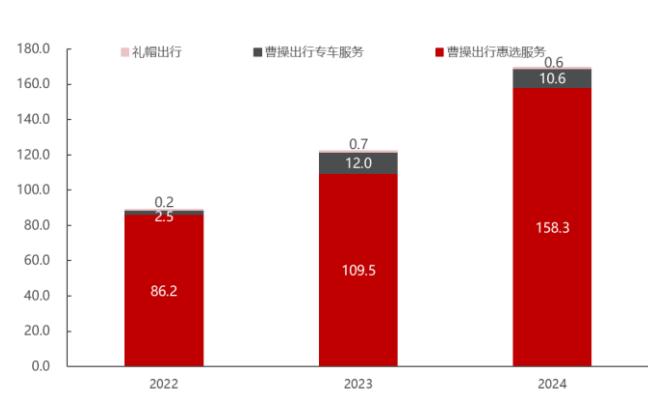
2022-2025H1 聚合平台收取的佣金成本占总成本比重持续提升,2025H1 占比达 7.3%。2023-2025H1,公司聚合平台收取的佣金成本分别为 6.7、10.5、7.4 亿元,同比分别 +107.4%、56.9%、70.0%,占总成本比重分别为 5.3%、6.7%、7.3%。

图57: 2022-2025H1 公司成本拆分 (亿元)



资料来源:曹操出行招股书,曹操出行 2025 年半年报,民生证券研究院

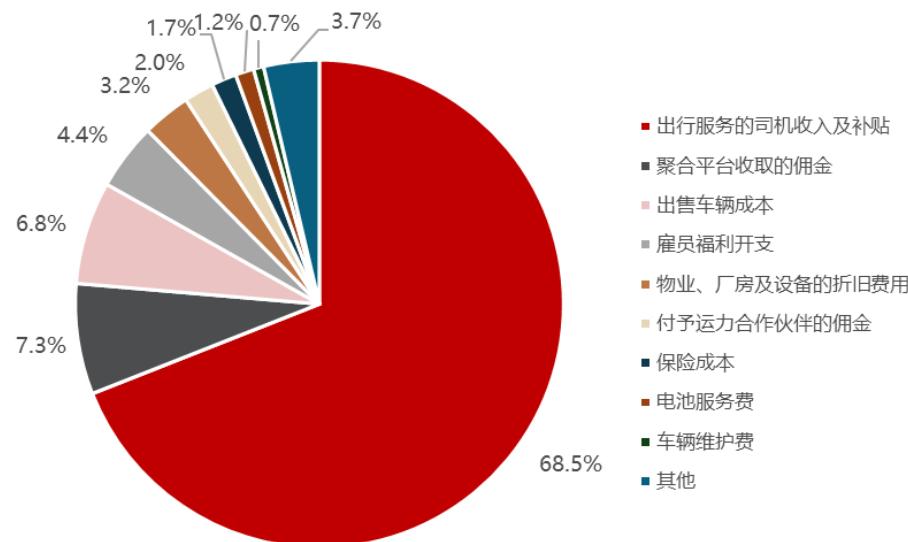
图58: 2022-2024 年分服务类型 GTV 构成 (亿元)



资料来源:曹操出行招股书,民生证券研究院

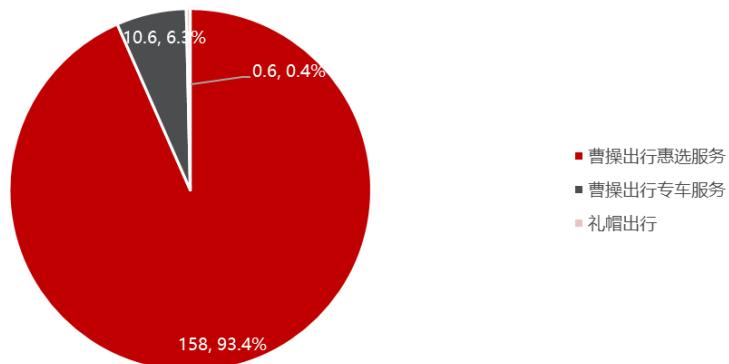
具体看，2025H1 公司前 5 大成本项占总成本的 90.2%。2025H1 公司前五大成本项分别为出行服务的司机收入及补贴、聚合平台收取的佣金、出售车辆成本、雇员福利开支、物业、厂房及设备的折旧费用，占总成本的比重分别为 68.5%、7.3%、6.8%、4.4%、3.2%。

图59：2025H1 公司成本结构占比 (%)



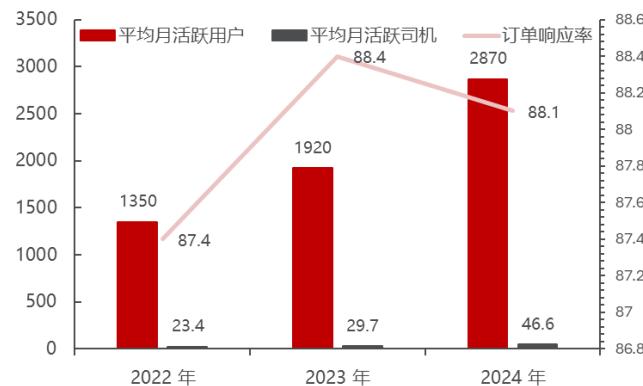
资料来源：曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

分服务类型看，惠选服务为公司 GTV 支柱，2024 年公司惠选服务、专车服务、礼帽出行分别贡献 158.3、10.61、0.61 亿元 GTV，占比分别为 93.4%、6.3%、0.4%。

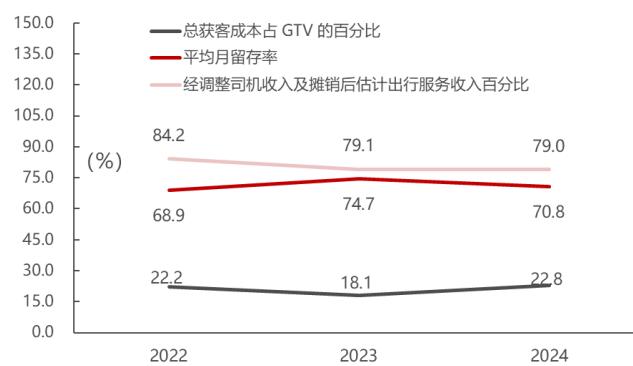
**图60：2024年公司3大服务类型GTV占比（亿元，%）**


资料来源：曹操出行招股书说明，民生证券研究院

**定制车减少司机补贴依赖，成本结构持续优化，推动盈利改善。**2022-2024年经调整司机收入及补贴占出行服务收入百分比有所下降，定制车减少司机补贴依赖，司机每小时收入保持行业领先，2024年公司平台司机平均月留存率维持在70%以上。但聚合平台依赖加深，新城市拓展推高获客成本，**2024年公司总乘客成本占GTV的比重同比增长4.7pct，公司仍需平衡流量与自主获客。**

**图61：2022-2024年公司平均月活跃用户（万）、平均月活跃司机（万）、订单响应率（%）**


资料来源：曹操出行招股书，民生证券研究院

**图62：22-24年公司成本占GTV比重、平均月留存率及经调整司机收入及摊销后出行服务收入百分比（%）**


资料来源：曹操出行招股书，民生证券研究院

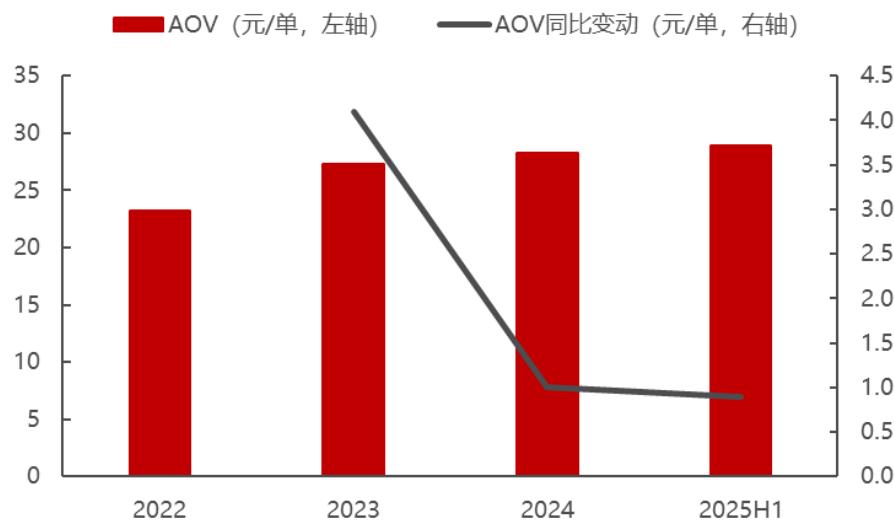
**公司持续开拓业务版图，订单量显著增长，2024年单量年增超百万单。**曹操出行不断拓展运营城市，2024年公司新进入85个城市，并与当地运力伙伴合作，扩大服务覆盖范围，吸引更多用户，促进订单量增长，2023和2024年订单量分别为448、598亿单，同比分别+7%、+33.5%。2025H1公司完成订单380亿单，同比+49%。

**AOV稳步提升，2025H1公司AOV为28.9元/单。**定制车的推广提升了用户体验，曹操60等车型配备智能座舱功能，吸引用户选择，推动AOV上升，2022-

2024 年 AOV 分别为 23.2、27.3、28.3 元/单，同比分别+4.1、+1.0 元/单。

2025H1 AOV 为 28.9 元/单，同比+0.9 元/单。

**图63：2022-2025H1 公司平均客单价 AOV (元/单) 和同比变动**

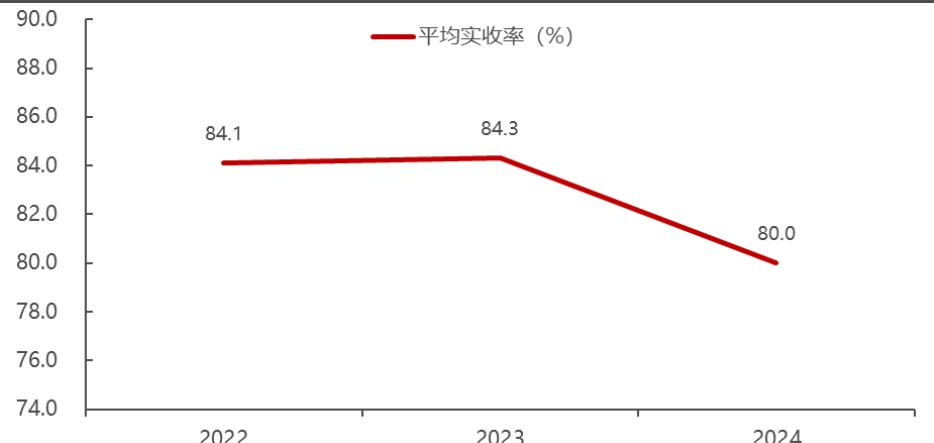


资料来源：曹操出行招股说明书，曹操出行 2025 年半年报，民生证券研究院

#### 用户补贴与新城市低实收场景，反映公司“以短期收入让渡换长期市场份额”

**策略。**为拓展市场、提升用户渗透率，公司加大补贴力度，如发放优惠券、减免车费等。补贴降低用户实际支付金额，直接拉低实收率，是典型的“以短期收入让渡换长期市场份额”策略，虽影响实收数据，但有助于吸引新用户、提升订单量。公司 2024 年积极下沉新城市，新增 85 城。这些新开拓区域，初期用户对平台付费规则熟悉度低、低单价订单占比高，且运营团队与当地商户、用户磨合需要时间，导致部分订单实收难度大，AOV 增速放缓，反映出新市场拓展的“阵痛期”成本。

**2024 年平均实收率小幅下滑，同比-4.3pct。**平均实收率为出行服务收入除以同期 GTV，2022-2024 年公司平均实收率分别为 84.1%、84.3%、80%。

**图64: 2022-2024年公司平均实收率 (%)**


资料来源：曹操出行招股说明书，民生证券研究院

**Robotaxi 生态蓄势待发，公司计划于 2026 年底推出专为 L4 级自动驾驶设计的定制车型，Robotaxi 有望成为公司增长新引擎。**2025 年，曹操出行在智能驾驶领域迈出了关键一步。2 月，公司正式上线了自动驾驶平台“曹操智行”，并在苏州和杭州两地试点开启 Robotaxi (自动驾驶出租车) 服务。**公司计划于 2026 年底推出专为 L4 级自动驾驶设计的定制车型，并积极寻求机会，逐步将 Robotaxi 覆盖范围推广至全国更多城市，实现大规模 Robotaxi 运营。**

“曹操大脑”算法优化，进一步强化运力保障，2024 年平均月活跃用户与平均月活跃司机均实现快速增长，同比分别 +49.5% 和 +56.9%，订单响应率维持在 88% 水平。订单响应率保持行业高位，定制车模式提升司机收入稳定性，平均月活跃用户与平均月活跃司机翻倍，但新司机涌入拉低留存，长期仍需优化阶梯激励。2024 年平均月活跃用户与平均月活跃司机均实现快速增长，同比分别 +49.5% 和 +56.9%，2022-2024 年订单响应率整体维持约 88% 水平。**2025H1，平均月活跃用户、平均月活跃司机分别为 3810 万和 55.4 万。**

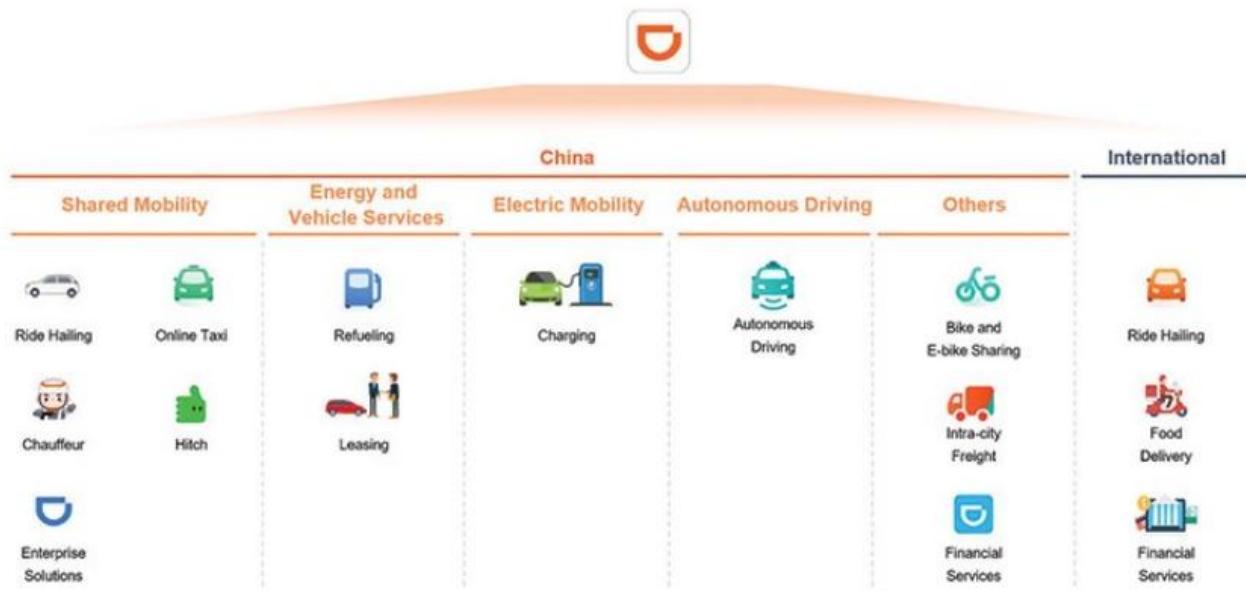
## 2.2 滴滴全球：中国出行市场龙一，着眼海外市场

**滴滴全球是领先的出行科技平台，在亚太、拉美等全球市场提供网约车、出租车、代驾、顺风车等共享出行服务，同时涵盖外卖配送、同城货运等本地生活服务，通过人工智能技术和智能交通创新解决城市交通难题，致力于打造安全、包容、可持续的未来城市出行生态。**

**公司重视智驾技术布局，公司目前正在自主研发自动驾驶软件，并设计定制化自动驾驶硬件。**公司的智驾技术依托于共享出行车队积累的海量交通数据，以此驱

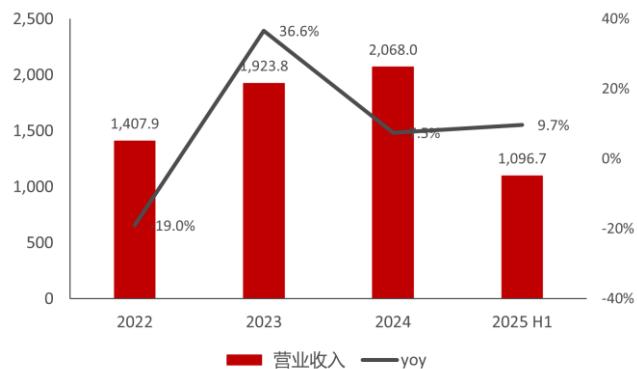
动自动驾驶的核心功能，包括定位、预测和车辆控制。公司不仅在自有自动驾驶车辆上测试技术，同时也与多家领先汽车制造商合作，在其车辆上测试公司的自动驾驶硬件和软件，目前公司的自动驾驶技术尚未实现大规模商业化。

**图65：滴滴全球在中国和国际市场的產品**



资料来源：滴滴全球 2025 年半年报，民生证券研究院

**营收稳步增长，2025H1 公司实现营收 1096.7 亿元，同比+9.7%。**2022-2024 年全年营业收入分别为 1407.9、1923.8、2068.0 亿元，同比分别-19.0%、+36.6%、+7.5%。2025H1，公司实现营收 1096.7 亿元，同比+9.7%。2024 年营收的稳健增长，**主要得益于平台总交易额 (GTV) 的持续提升**，依托于中国出行业务的稳固增长和国际业务的强劲扩张。**2024 年中国出行业务作为公司核心业务，GTV 同比+11.3%，为总营收增长奠基。同时国际业务表现尤为亮眼，GTV 同比大幅增长了 29.2%，显示出公司全球化战略的显著成效，成为整体增长的关键驱动力。**

**图66：滴滴全球营业收入（亿元）及同比**


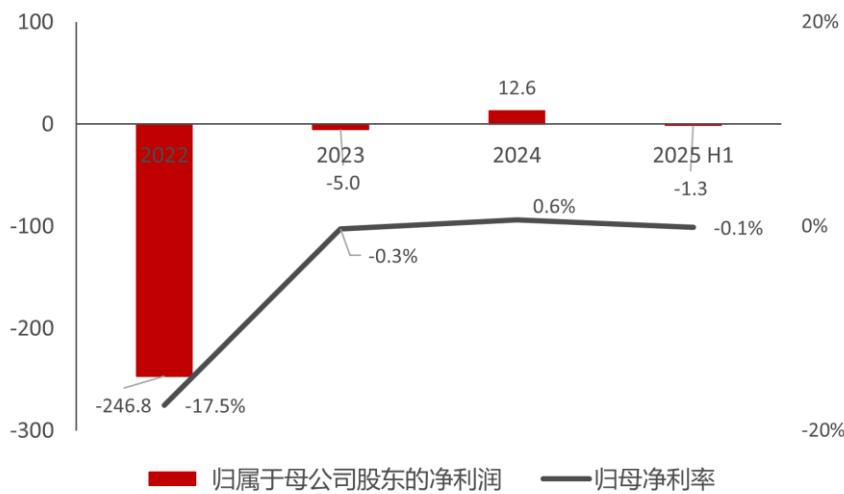
资料来源：iFinD，民生证券研究院

**图67：滴滴全球毛利（亿元）及毛利率**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

**2025H1 公司毛利率进一步提升，同比+1.3pct。** 2022-2024 年全年毛利分别为 249.9、294.5、378.1 亿元，毛利率分别为 17.8%、15.3%、18.3%。2025H1，实现毛利 210.9 亿元，毛利率为 19.2%，同比+1.3pct。2024 年毛利率实现显著提升，较 23 年增长 3pct 至 18.3%。

**2024 年公司成功盈利，实现营收 12.6 亿元。** 2022-2024 年全年归母净利润分别为 -246.8、-5.0、12.6 亿元，归母净利率分别为 -17.5%、-0.3%、0.6%。2025H1，实现归母净利润-1.3 亿元，归母净利率为-0.1%。2024 年公司成功实现扭亏为盈，主要受益于公司经营战略调整和降本增效成果。

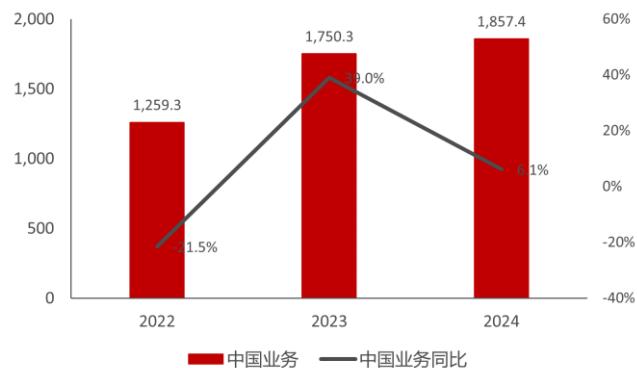
**图68：滴滴全球归母净利（亿元）及归母净利率**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

**分业务结构看，中国出行业务为公司营收支柱，2024 年营收占比近九成。** 2024 年，中国出行业务实现收入 1857.4 亿元，同比+6.1%，占公司总营收比例

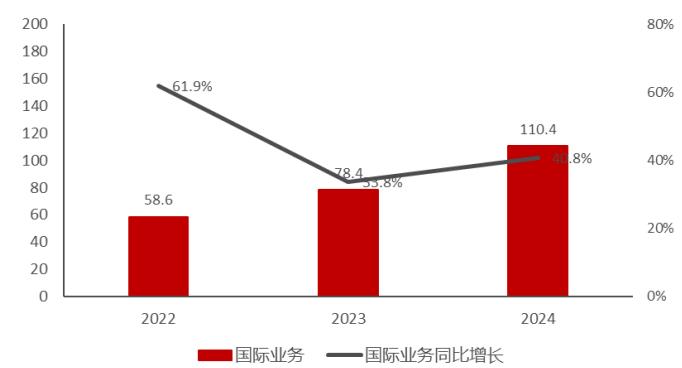
稳定在 9 成。业务收入的稳健增长主要受益于平台交易总额 (GTV) 的提升。2024 年出行业务板块的 GTV 同比增长 15%。

**图69：滴滴全球中国业务营收（亿元）及同比**



资料来源：iFinD，民生证券研究院

**图70：滴滴全球国际业务营收（亿元）及同比**

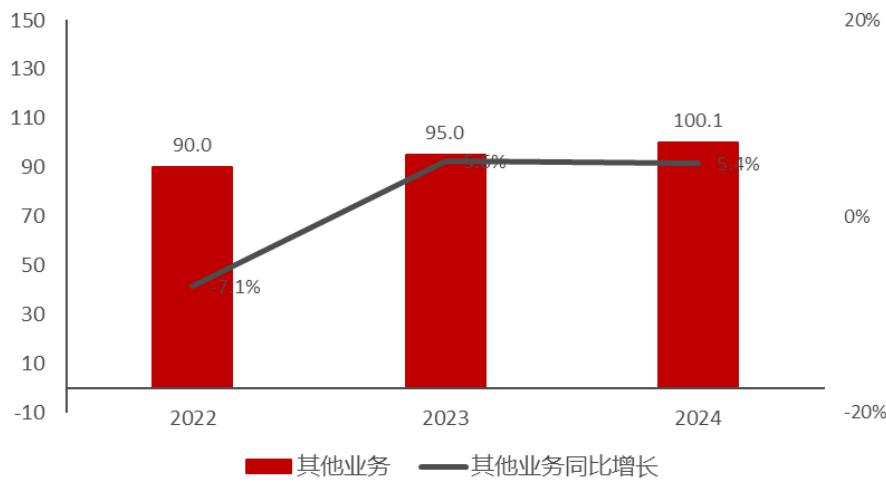


资料来源：iFinD，民生证券研究院

**国际业务为公司另一大营收来源，2022-2024 年营收稳步增长。**2024 年，公司国际业务实现收入 110.4 亿元，同比+40.8%，业务营收占总营收比重由 2022 年的 4.1% 提升至 5.3%。受益于业务规模的快速扩张，公司海外市场 GTV 实现快速增长，2024 年公司国际业务的 GTV 同比+29.2%。

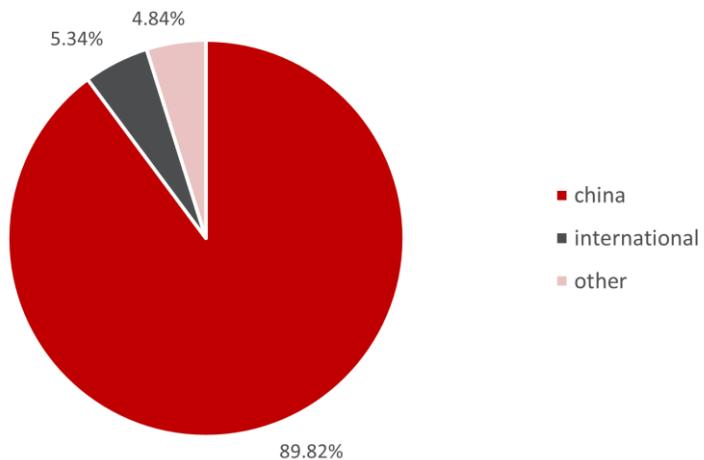
**其他业务在经历战略调整后恢复增长。**2024 年，公司其他业务实现收入 100.1 亿元，同比增长 5.4%，营收占比为 4.8%，公司在聚焦核心出行业务的同时，创新业务板块也重新回到增长轨道。

**图71：滴滴全球其他业务营收（亿元）及同比**



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图72：2024年滴滴全球各业务营收占比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

## 2.3 嘴巴出行：国内领先的顺风车平台

**嘴巴出行是国内领先的顺风车平台，2024年嘴巴顺风车用户累计顺风合乘403.7亿公里。**嘴巴出行是一家于2014年创立的互联网出行平台，2024年6月，嘴巴出行正式登陆香港交易所主板，为中国共享出行第一股。截至2024年末，嘴巴顺风车用户累计顺风合乘403.7亿公里，车主累计顺路分享超12亿个空座；出租车智慧码让近3.9亿人次扬招乘客享受数字化乘车体验；旗下App共计完成346次版本迭代升级。

**2024年公司App注册用户同比+10.5%。**截至2024年末，公司已在全国97个城市提供出租车网约车服务，公司已与71个城市签订战略合作协议；嘴巴出行App的注册用户已超过372百万，同比增长10.5%。

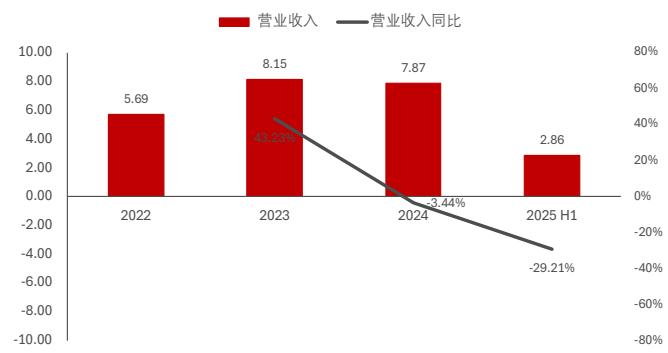
**图73：嘀嗒出行业务模式**


资料来源：嘀嗒出行招股书，民生证券研究院

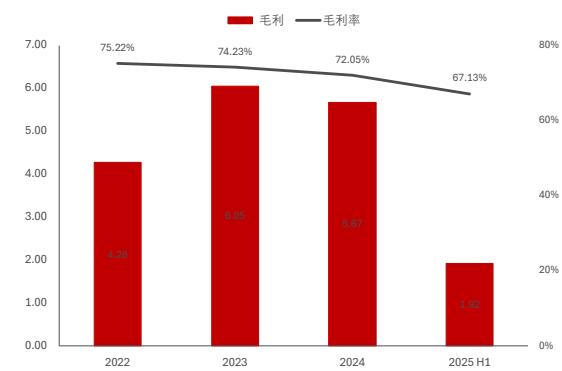
**2025H1 公司受出行行业竞争加剧影响业绩承压, 2025H1 营收同比-29.2%。**

2022-2024 年全年营收分别为 5.7、8.2、7.9 亿元, 同同比分别-27.1%、+43.2%、-3.4%。2025H1, 实现营收 2.9 亿元, 同比下滑 29.2%, **业绩承压主要源于三个因素：1) 出行行业竞争加剧冲击核心业务；2) 公司战略调整尚处过渡期，成效未显；3) 宏观经济承压导致客户广告预算收缩。**

**公司毛利率受第三方聚合平台佣金成本增加影响下滑, 2025H1 毛利同比-35.1%。**2022-2024 年分别实现毛利 4.3、6.1、5.7 亿元, 毛利率分别为 75.2%、74.2%、72%。2025H1 实现毛利 1.9 亿元, 同比-35.1%, 对应毛利率为 67.1%。  
**2025H1 毛利下降主要受成本端压力影响：1) 与第三方聚合平台合作增加导致佣金增加；2) 技术基础设施升级导致运营及服务费用上升。**

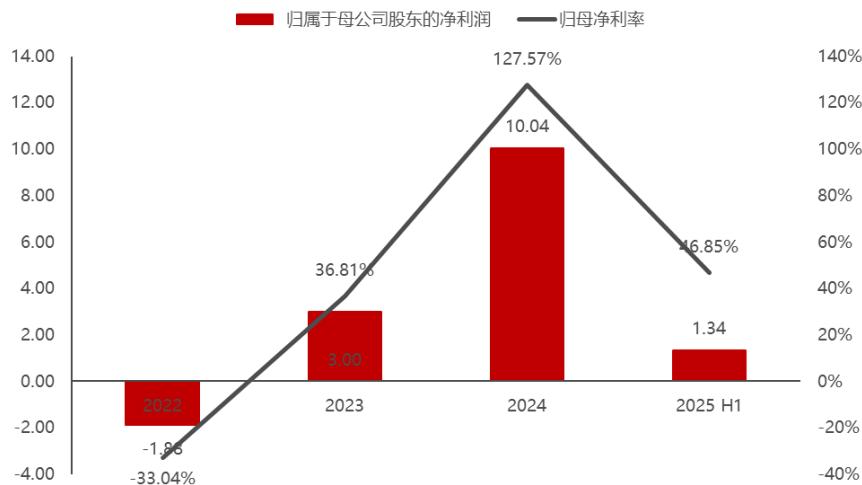
**图74：嘀嗒出行营业收入（亿元）及同比**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

**图75：嘀嗒出行毛利（亿元）及毛利率**


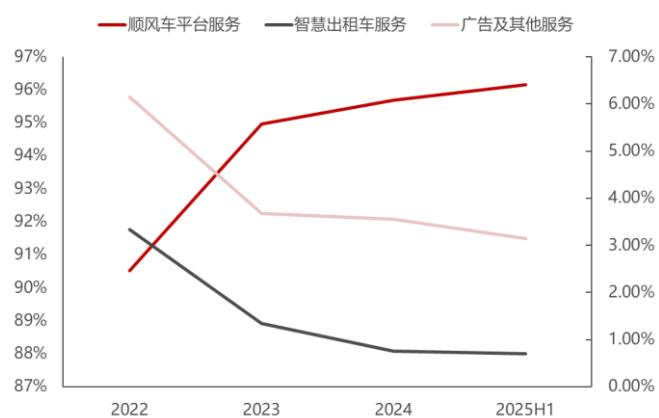
资料来源：iFinD，民生证券研究院

**2025H1 公司实现归母净利润 1.3 亿元，同比-70.2%，主要由于去年确认优先股的公允价值变动收益 8.7 亿元。2022-2024 年全年归母净利润分别为-1.9、3、10 亿元；2025H1 实现归母净利润 1.3 亿元，同比大幅下降 70.2%，同比大幅下滑主要由于 2024H1 确认优先股的公允价值变动收益 8.7 亿元。2025H1 公司经调整后净利润为 1.3 亿元，同比+4.7%。**

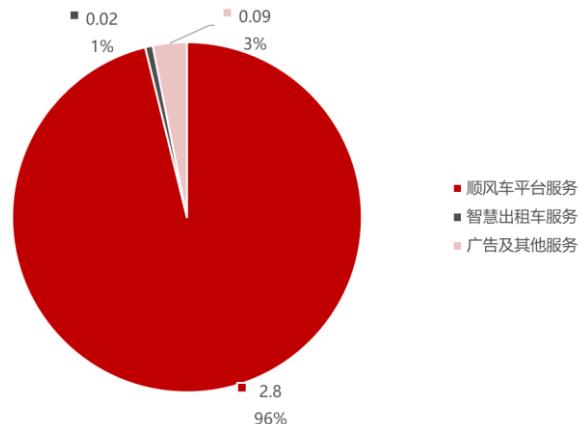
**图76：嘀嗒出行归母净利（亿元）及净利率**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

**分业务结构看，顺风车服务为嘴嗒出行核心业务，2025H1 业务营收占总营收比重达 96%。该业务 2022-2024 年分别取得收入 5.2、7.7、7.5 亿元，同比变化分别为-25.9%、+50.3%、-2.6%；2025H1 受出行行业竞争加剧冲击，顺风车平台服务收入同比下降 29.3%，2025H1 实现收入 2.8 亿元。**

**图77：2022-2025H1 各项服务营收占比**


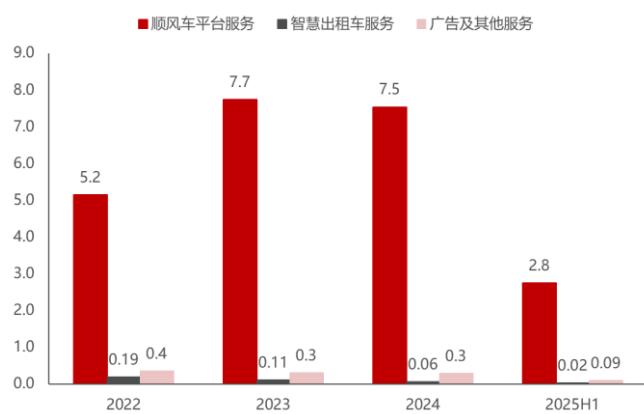
资料来源：滴滴出行公司公告，民生证券研究院

**图78：2025H1 各服务营收占比**


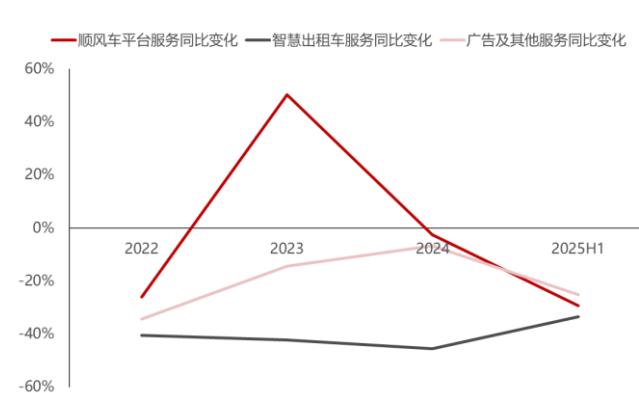
资料来源：滴滴出行公司公告，民生证券研究院

**出租车服务业务**，2022-2024 分别取得收入 0.19、0.11、0.06 亿元，同比分别为-40.5%、-42.11%、-45.45%；2025H1 实现收入 0.02 亿元，同比-33.33%，收入较低的原因是公司正处于纯网约车模式转为出租车扬招和网约结合方式的战略调整初期，收入尚未变现。

**广告及其他服务业务**，该业务 2022-2024 分别取得收入 0.4、0.3、0.3 亿元，同比变化分别为-34.2%、-14.3%、-6.7%；2025H1 实现收入 0.09 亿元，同比下降 25%，该业务收入呈现逐年下降趋势，主要是由于品牌类公司客户的广告预算因宏观经济环境影响降低。

**图79：2022-2025H1 各项服务营收（人民币亿元）**


资料来源：滴滴出行公司公告，滴滴出行 2025 年半年报，民生证券研究院

**图80：2022-2025H1 各项服务营收同比**


资料来源：滴滴出行公司公告，滴滴出行 2025 年半年报，民生证券研究院

### 3 投资建议

中国出行市场空间广阔，市场规模稳居全球首位，其中共享出行市场正处于快速扩张阶段，2024年，中国共享出行市场规模为3444亿元。据弗若斯特沙利文预测，2029年市场规模有望增长至8042亿元，行业具备较大成长潜力。聚合平台的兴起推动了用户流量的分散化，为第二梯队的企业提供了突围的机会，有望打破以滴滴出行为主导用户交互的局面。

并且共享出行行业有望受益于Robotaxi的商业化逐步落地，行业或迎来发展新机遇。Robotaxi拥有更强的成本效应，据艾瑞咨询测算，假设人车比例1:10，Robotaxi单车成本为20.46万元，每公里成本将降至0.8元，Robotaxi大幅提升单车盈利能力，Robotaxi有望为共享出行平台拓宽盈利空间，看好共享出行行业长期发展，建议关注国内唯一“三合一”自动驾驶运营平台曹操出行。

表4：共享出行行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价(元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2643.HK	曹操出行	47.20	-1.42	-0.28	0.98	-	-	54
DIDIY.PQ	滴滴全球	47.76	2.19	6.82	14.25	38	19	13
2559.HK	嘀嗒出行	2.90	-	-	-	-	-	-

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；(注：股价为2025年9月25日收盘价；未覆盖公司数据采用iFinD一致预期；美元兑人民币汇率为1:7.13；港币兑人民币汇率为0.92:1)

## 4 风险提示

**1) 自动驾驶技术商业化进程不及预期。**自动驾驶技术为出行行业未来重点发展方向，若自动驾驶技术商业化进程不及预期或导致出行市场格局改善滞后，对出行行业发展产生一定影响。

**2) 宏观经济波动影响。**若宏观经济出现波动，导致民众出行意愿降低或选择公共交通等替代方式出行，则会造成网约车需求下滑，进一步影响出行市场发展。

**3) 共享出行行业竞争加剧。**出行行业竞争较为激烈，竞争对手可能采用、复制友商的服务模式，或采用加大针对司机和乘客补贴力度，导致出行行业竞争加剧，或对行业发展产生一定影响。

## 插图目录

图 1: 2019-2029 中国出行市场规模 (亿元) 及共享出行渗透率 .....	3
图 2: 2019-2029 中国共享出行服务 (亿元) 和运营车辆销售市场 (亿元) .....	3
图 3: 二线城市市场份额.....	4
图 4: 一线城市市场份额.....	4
图 5: 曹操出行与滴滴出行月订单合规率 (%) .....	5
图 6: 出行市场主要商业模式比较 .....	5
图 7: 2017-2024 年中国自动驾驶政策演进路线 .....	6
图 8: 各地方自动驾驶技术财政激励 .....	7
图 9: 从政策角度看 Robotaxi 的未来发展路径 .....	8
图 10: 2021-2024 年 10 月中国网约车驾驶员 (万本) 及车辆持证数量 (万本) .....	8
图 11: 2021-2024 年中国网约车用户 (亿人) 及订单数量 (十亿单) .....	8
图 12: Robotaxi 发展阶段 .....	9
图 13: Robotaxi 发展阶段 .....	9
图 14: 传统出租车/网约车/Robotaxi 成本构成对比 .....	10
图 15: 公司 UE 模型拆分 .....	11
图 16: Robotaxi 金三角运营模式 .....	12
图 17: Robotaxi 市场领先厂商及金三角合作模式 .....	13
图 18: 曹操出行发展历程 .....	15
图 19: 股权结构图 .....	16
图 20: 2022-2025H1 公司 GTV (亿元) .....	17
图 21: 2022-2025H1 公司订单量 (亿) 及日均单量 (万) .....	17
图 22: 2022-2025H1 月活跃用户 (万人) 与司机数量 (万人) .....	17
图 23: 运营城市数量 (个) .....	17
图 24: 2021-2025H1 营收 (亿元) 及同比 .....	18
图 25: 2021-2025H1 毛利 (亿元)、同比及毛利率 .....	18
图 26: 2021-2025H1 归母净利润 (亿元) .....	18
图 27: 2021-2025H1 归母净利率 (%) .....	18
图 28: 2022-2025H1 经调整 EBITDA (亿元) 及经调整 EBITDA 率 .....	19
图 29: 2022-2025H1 经调整净亏损 (亿元) 及经调整净利率 .....	19
图 30: 2022-2025H1 经营性现金流 (亿元) 及同比 .....	19
图 31: 2022-2025H1 期间费用 (亿元) 及费用率 .....	20
图 32: 2022-2025H1 各项费用率 .....	20
图 33: 2022-2025H1 分业务营收 (亿元) .....	21
图 34: 2025H1 公司收入结构 (亿元, %) .....	21
图 35: 2022-2025H1 出行服务营收 (亿元) 及同比 .....	21
图 36: 曹操出行产品类型 .....	22
图 37: 礼帽出行产品类型 .....	23
图 38: 2022-2025H1 公司车辆销售业务营收 (亿元) 及同比 .....	23
图 39: 曹操出行 2022-2027E 采购量 (辆) .....	24
图 40: 2022-2025H1 公司车辆租赁业务营收 (亿元)、占营收比重及同比 .....	24
图 41: 2022-2024 年分业务毛利 (亿元) .....	25
图 42: 2022-2024 年分业务毛利率 (%) .....	25
图 43: 公司业务模式 .....	25
图 44: 2024 年用户补贴占总 GTV 百分比 (%) 一分市场 .....	26
图 45: 2024 年经调整司机收入及补贴占总 GTV 百分比和占出行服务收入百分比 (%) 一分市场 .....	26
图 46: 2024 年公司新进入城市各项经营指标对比 .....	26
图 47: 枫叶 80V(Maple80V, 左)、曹操 60(CaoCao60, 中)、LEVCTX5 (右) .....	27
图 48: 2022-2024 年公司两大定制车型 GTV (亿元) 及占总 GTV 比重 .....	28
图 49: 2022-2025H1 公司定制车 GTV (亿元) 及占总 GTV 比重 .....	28
图 50: 共享出行行业纯电动车司机收入构成 .....	28
图 51: 曹操出行定制车辆与典型电动车的月 TCO (持有成本) 比较 (元) .....	28
图 52: 公司定制车与典型的纯电动、燃油车对比 .....	29
图 53: 吉利换电站 .....	29
图 54: 2022-2024 年聚合平台贡献 GTV (亿元) 及占总 GTV 比重 (%) .....	30

图 55: 2022-2025H1 聚合平台收取佣金 (亿元) 及聚合平台佣金率 (%) .....	30
图 56: 2022-2024 年聚合平台订单占比情况 .....	31
图 57: 2022-2025H1 公司成本拆分 (亿元) .....	31
图 58: 2022-2024 年分服务类型 GTV 构成 (亿元) .....	31
图 59: 2025H1 公司成本结构占比 (%) .....	32
图 60: 2024 年公司 3 大服务类型 GTV 占比 (亿元, %) .....	33
图 61: 2022-2024 年公司平均月活跃用户 (万)、平均月活跃司机 (万)、订单响应率 (%) .....	33
图 62: 22-24 年公司成本占 GTV 比重、平均月留存率及经调整司机收入及摊销后出行服务收入百分比 (%) .....	33
图 63: 2022-2025H1 公司平均客单价 AOV (元/单) 和同比变动 .....	34
图 64: 2022-2024 年公司平均实收率 (%) .....	35
图 65: 滴滴全球在中国和国际市场的产品 .....	36
图 66: 滴滴全球营业收入 (亿元) 及同比 .....	37
图 67: 滴滴全球毛利 (亿元) 及毛利率 .....	37
图 68: 滴滴全球归母净利 (亿元) 及归母净利率 .....	37
图 69: 滴滴全球中国业务营收 (亿元) 及同比 .....	38
图 70: 滴滴全球国际业务营收 (亿元) 及同比 .....	38
图 71: 滴滴全球其他业务营收 (亿元) 及同比 .....	38
图 72: 2024 年滴滴全球各业务营收占比 .....	39
图 73: 嘴嗒出行行业务模式 .....	40
图 74: 嘴嗒出行营业收入 (亿元) 及同比 .....	41
图 75: 嘴嗒出行毛利 (亿元) 及毛利率 .....	41
图 76: 嘴嗒出行归母净利 (亿元) 及净利率 .....	41
图 77: 2022-2025H1 各项服务营收占比 .....	42
图 78: 2025H1 各服务营收占比 .....	42
图 79: 2022-2025H1 各项服务营收 (人民币亿元) .....	42
图 80: 2022-2025H1 各项服务营收同比 .....	42

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 公司两大品牌定位及特点 .....	22
表 2: 公司主要定制车型 .....	27
表 3: 公司车服类型 .....	30
表 4: 共享出行行业重点关注个股 .....	43

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048