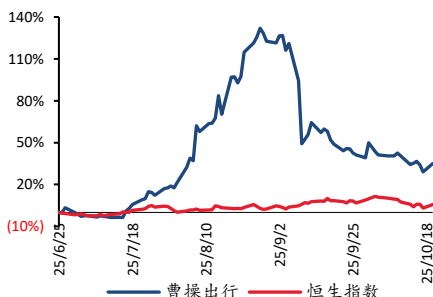


曹操出行, 2025H1 点评, 营收大增, 用心服务国民出行

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 5.45/5.45
总市值/流通(亿港元) 264.7/264.7
12 个月内最高/最低价 (港元) 92.5/32.85

相关研究报告

证券分析师: 程志峰

电话: 010-88321701

E-MAIL: chengzif@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190513090001

■ 事件

近期, 曹操出行披露 2025 半年报。本报告期内, 实现营业总收入 94.56 亿人民币, 同比增+53.5%; 净利润-4.95 亿, 同比减亏 2.72 亿。

25H1 的非经常性损益有 1.41 亿, 半年度扣非 ROE 为 13.14%, 经营活动现金净流量为 3.25 亿元。

■ 点评

公司创立于 2015 年 5 月 21 日, 是吉利控股集团布局“新能源汽车共享生态”的战略性投资业务, 目前已经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。

目前, 所有业务均在中国大陆运营。具体由三子项组成: 最主要的是出行服务, 特别是网约车业务, 营收 86 亿, 营收占比 91%; 其次, 车辆销售, 营收占比 7.9%; 汽车租赁, 营收占比 1.1%。截止半年报 6 月 30 日, 已在全国 163 个城市经营业务, 总 GTV 为人民币 110 亿, 同比增加 53.6%; 半年网约车订单量约 3.8 亿单, 同比增加 49%; 半年销售汽车约 8 千辆, 大部分车型为定制的-曹操 60。

25 年 2 月, 公司在杭州举办了“曹操智行”的自动驾驶平台首发上线仪式, 并透露计划在 2026 年推出兼顾成本与体验的完全定制智慧乘用车车型。我们认为, 公司借助股东吉利集团的研发实力, 迅速推出支持 L4 级自动驾驶的定制车型, 有利于在 Robotaxi 浪潮中保持自己的竞争力。且公司基于集团无人驾驶技术的应用场景之一, 后续给自己网约车的软硬件迭代升级也更有保证。

■ 投资评级

我们认为, 网约车运营商的无人驾驶和有人驾驶, 将会在在较长时间, 在多所城市共存。但积累多年 Robotaxi 的数据, 必能给公司长远发展, 来带先行商机。我们首次覆盖, 给予“增持”评级。

■ 风险提示

合法合规运营, 是网约车面临的主要政策风险; 公司 Robotaxi 研发迭代速度低于预期; 与其他品牌的激烈竞争风险; 客户引流风险;

■ 盈利预测和财务指标 (人民币)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	146.57	197.06	258.97	322.52
YOY, %	37%	34%	31%	25%
归母净利润 (亿元)	-12.51	-8.22	-4.70	1.13
YOY, %	35%	34%	43%	124%
摊薄每股收益 (元)	-2.77	-1.51	-0.86	0.21
市盈率 (PE)	-15.42	-28.32	-49.47	205.17

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15.35	40.57	53.88	72.43
现金	1.59	9.39	12.60	21.10
应收账款及票据	2.74	5.75	7.70	9.68
存货	2.23	4.15	5.32	6.46
其他	8.79	21.27	28.26	35.19
非流动资产	25.43	24.10	23.67	23.29
固定资产	22.28	20.73	20.01	19.56
无形资产	1.65	1.87	2.06	2.33
其他	1.50	1.50	1.60	1.40
资产总计	40.78	64.67	77.55	95.72
流动负债	96.82	128.68	146.08	163.01
短期借款	56.77	59.77	61.77	62.77
应付账款及票据	7.02	16.58	21.28	25.93
其他	33.03	52.33	63.04	74.31
非流动负债	16.02	16.29	16.49	16.59
长期债务	15.42	15.72	15.92	16.02
其他	0.60	0.57	0.57	0.57
负债合计	112.83	144.96	162.57	179.60
普通股股本	0.00	0.00	0.00	0.00
储备	-69.70	-77.92	-82.62	-81.49
归属母公司股东权益	-69.70	-77.92	-82.62	-81.49
少数股东权益	-2.36	-2.38	-2.40	-2.39
股东权益合计	-72.06	-80.30	-85.02	-83.88
负债和股东权益	40.78	64.67	77.55	95.72

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2.36	6.89	2.95	8.13
净利润	-12.51	-8.22	-4.70	1.13
少数股东权益	0.04	-0.02	-0.02	0.01
折旧摊销	7.49	6.33	6.03	5.88
营运资金变动及其他	7.33	8.81	1.65	1.11
投资活动现金流	0.23	-0.70	-0.19	1.06
资本支出	-2.97	-5.00	-5.50	-5.70
其他投资	3.20	4.30	5.31	6.76
筹资活动现金流	-6.82	1.61	0.45	-0.69
借款增加	-3.51	3.30	2.20	1.10
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
已付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-3.31	-1.69	-1.75	-1.79
现金净增加额	-4.23	7.80	3.21	8.50

资料来源: 携宁, 太平洋证券

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	146.57	197.06	258.97	322.52
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	134.72	178.00	228.00	277.00
销售费用	12.22	16.42	21.52	26.74
管理费用	7.62	10.25	13.41	16.61
研发费用	2.34	3.35	4.66	6.13
财务费用	3.17	1.65	1.52	1.47
除税前溢利	-12.06	-8.24	-4.72	1.14
所得税	0.40	0.00	0.00	0.00
净利润	-12.46	-8.24	-4.72	1.14
少数股东损益	0.04	-0.02	-0.02	0.01
归属母公司净利润	-12.51	-8.22	-4.70	1.13

EBIT	-8.89	-6.59	-3.21	2.61
EBITDA	-1.40	-0.26	2.82	8.50
EPS (元)	-2.77	-1.51	-0.86	0.21

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	37.40%	34.44%	31.42%	24.54%
归属母公司净利润	34.74%	34.31%	42.75%	124.11%
获利能力				
毛利率	8.09%	9.67%	11.96%	14.11%
销售净利率	-8.53%	-4.17%	-1.82%	0.35%
ROE	17.94%	10.55%	5.69%	-1.39%
ROIC	-	136.87%	43.70%	-51.21%
偿债能力				
资产负债率	276.71%	224.17%	209.63%	187.64%
净负债比率	-97.96%	-82.30%	-76.55%	-68.76%
流动比率	0.16	0.32	0.37	0.44
速动比率	0.12	0.24	0.28	0.35
营运能力				
总资产周转率	3.20	3.74	3.64	3.72
应收账款周转率	54.28	46.43	38.52	37.13
应付账款周转率	19.49	15.08	12.04	11.73
每股指标 (元)				
每股收益	-2.77	-1.51	-0.86	0.21
每股经营现金流	0.56	1.27	0.54	1.49
每股净资产	-16.62	-14.31	-15.17	-14.96
估值比率				
P/E	0.00	-28.32	-49.47	205.17
P/B	0.00	-2.99	-2.82	-2.86
EV/EBITDA	-50.48	-1141.66	105.59	34.18

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。