

曹操出行 (02643.HK)

2025 年业绩公告点评：质效双升，Robotaxi 转型加速

公司发布 2025 年业绩公告。2025 年，公司实现营业收入 202 亿元/同比+38%，年内利润-6 亿元/同比减亏 51%，年内经调整净利润-5 亿元/同比减亏 30%，经调整净利率-2.5%/同比+2.4pts，费用率 12.9%/同比-2.2pts。2H25，公司实现营业收入 107 亿元/同比+26%，期内利润-1.5 亿元/同比减亏 69%，经调整净利润-1.8 亿元/同比减亏 20%，费用率 11.3%/同比 -2.7pts。公司于 4Q25 实现经调整净利润转正，并于 2025 年全年实现正 EBITDA 目标。公司关键经营指标保持良性高增，2025 年 GTV 达 234 亿元/同比+38%，平均月活用户 4 千万人/同比+44%，平均月活司机 63 万人/同比+35%。用户粘性 & 订单密度的双向增长，叠加更加高效的司机调度，公司 UE 端持续修复，整体运营效率得到较大改善。

出行服务业务收入维持高增，产业整合激发协同效应。 受益于公司不断扩大出行服务地域覆盖范围、与聚合平台加深合作以及品牌认知度提升带来的流量，公司年内新增覆盖 59 城、报告期末覆盖城市达 195 个，报告期内实现出行服务收入 186 亿元/同比+37%，其中 2H25 实现 100 亿元/同比+27%，出行服务业务收入继续维持高增。报告期内，公司订立协议收购蔚星科技（耀出行）及吉利商务（吉利商旅）全部股权，耀出行在企业会议用车、商务接待等领域建立了高品质的服务标准，吉利商旅长期专注于企业差旅管理、为企业提供差旅系统的一站式数字化解决方案；通过对耀出行及吉利商务的收购，公司旨在构建“一站式科技出行平台”，既能扩展企业端客户群体，亦能增加交叉销售机会、激发协同效应。

Robotaxi 探索加速，境内外市场双线并进。 公司于 2025 年 12 月发布 Robotaxi 2.0 全栈解决方案，通过将公司的网约车运营优势同智能座舱及智能驾驶技术深度融合，公司旨在加快 Robotaxi 商业化、规模化探索，截至 2026 年 3 月公司已部署超 100 台 Robotaxi、启用超过 3600 个 Robotaxi 虚拟上下车点；公司第三代 L4 汽车计划于 2026 年年底亮相、2027 年开始量产。公司成立 2 个业务单位积极开拓国际市场，已与阿布扎比投资办公室达成战略合作，并计划于 2026 年在香港进一步探索 Robotaxi 业务发展。

盈利预测与投资建议： 公司是稀缺的同时满足“智能定制车、智能驾驶技术及智能运营”三要素的科技出行平台，看好公司网约车盈利释放潜力及 Robotaxi 长期盈利空间。考虑到公司市场规模不断扩大及 Robotaxi 运营优势，小幅上调公司 2026-2027 年营收预测至 251 亿元/310 亿元，新增 2028 年营收预测 377 亿元；参考滴滴出行、LYFT 等可比公司估值，给予公司 2026 年 1.0 x PS 估值，目标价 49.05 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示： 对聚合平台的依赖；核心人才流失的风险；数据隐私与网络安全合规风险；技术发展不及预期风险等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万人民币)	14,657	20,190	25,060	31,016	37,746
增长率 yoy (%)	37.4	37.7	24.1	23.8	21.7
归母净利润 (百万人民币)	-1,251	-635	-322	421	906
增长率 yoy (%)	34.7	49.2	49.3	230.6	115.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	-2.15	-1.09	-0.55	0.72	1.56
净资产收益率 (%)	17.9	16.3	7.6	-11.1	-31.3
P/E (倍)	-10.7	-21.1	-41.6	31.9	14.8
P/B (倍)	-1.9	-3.4	-3.2	-3.5	-4.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 02 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	本地生活服务 II
前次评级	买入
04 月 02 日收盘价 (港元)	26.20
总市值 (百万港元)	15,233.73
总股本 (百万股)	581.44
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	1.99

股价走势



作者

分析师	李宏科
执业证书编号:	S0680525090002
邮箱:	lihongke@gszq.com
分析师	罗月江
执业证书编号:	S0680525030001
uejiang@gszq.com	
分析师	姚云川
执业证书编号:	S0680525120003
邮箱:	yaoyunchuan@gszq.com
分析师	毛弘毅
执业证书编号:	S0680525110003
邮箱:	maohongyi@gszq.com

相关研究

- 《曹操出行 (02643.HK): 集团协同的头部科技出行平台，自动驾驶业务先行者》 2025-12-01

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1535	3048	5040	6555	8591
现金	159	1176	2703	3846	5329
应收票据及应收账款	274	272	403	459	583
其他应收款	713	831	1002	1241	1510
预付账款	0	0	0	0	0
存货	223	180	297	316	408
其他流动资产	165	589	634	694	761
非流动资产	2543	2105	2307	3094	4146
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2228	1915	2125	2918	3977
无形资产	165	51	42	35	29
其他非流动资产	150	140	140	140	140
资产总计	4078	5154	7347	9649	12737
流动负债	9682	7289	8799	9691	11094
短期借款	5677	5299	5799	6299	6799
应付票据及应付账款	702	793	1074	1248	1539
其他流动负债	3303	1198	1927	2144	2756
非流动负债	1602	1967	2967	3967	4767
长期借款	1542	1908	2908	3908	4708
其他非流动负债	60	59	59	59	59
负债合计	11283	9256	11766	13658	15861
少数股东权益	-236	-198	-191	-203	-223
股本	0	0	0	0	0
资本公积	-6970	-3905	-4227	-3806	-2900
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	-6970	-3905	-4227	-3806	-2900
负债和股东权益	4078	5154	7347	9649	12737

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	236	378	520	824	1794
净利润	-1251	-635	-322	421	906
折旧摊销	749	668	376	466	633
财务费用	328	278	330	378	442
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-71	0	545	20	350
其他经营现金流	480	68	-408	-460	-537
投资活动现金流	23	-658	-163	-803	-1169
资本支出	-297	-476	-577	-1252	-1685
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	320	-182	415	449	516
筹资活动现金流	-682	1297	1170	1122	858
短期借款	500	-378	500	500	500
长期借款	-811	366	1000	1000	800
普通股增加	0	1660	0	0	0
资本公积增加	-846	3065	-322	421	906
其他筹资现金流	476	-3417	-8	-799	-1349
现金净增加额	-423	1017	1527	1143	1483

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14657	20190	25060	31016	37746
营业成本	13472	18300	22498	27412	33020
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	1222	1803	2005	2171	2642
管理费用	762	611	752	930	1132
研发费用	234	206	213	217	226
财务费用	317	269	312	338	384
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	143	406	415	449	516
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-1033	-731	-408	285	725
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-1206	-594	-306	396	857
所得税	40	20	10	-13	-29
净利润	-1246			410	886
少数股东损益	4	22	6	-11	-21
归属母公司净利润	-1251	-635	-322	421	906
EBITDA	-140	344	382	1199	1874
EPS (元/股)	-2.15	-1.09	-0.55	0.72	1.56

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	37.4	37.7	24.1	23.8	21.7
营业利润(%)	41.5	29.2	44.1	169.8	154.6
归属母公司净利润(%)	34.7	49.2	49.3	230.6	115.3
获利能力					
毛利率(%)	8.1	9.4	10.2	11.6	12.5
净利率(%)	-8.5	-3.1	-1.3	1.4	2.4
ROE(%)	17.9	16.3	7.6	-11.1	-31.3
ROIC(%)	-7229.4	-10.8	0.2	12.2	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	276.7	179.6	160.1	141.5	124.5
净负债比率(%)	-98.0	-147.0	-135.9	-158.7	-197.8
流动比率	0.2	0.4	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	3.2	4.4	4.0	3.6	3.4
应收账款周转率	54.3	73.9	74.2	71.9	72.5
应付账款周转率	19.5	24.5	24.1	23.6	23.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.15	-1.09	-0.55	0.72	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.65	0.89	1.42	3.09
每股净资产(最新摊薄)	-11.99	-6.72	-7.27	-6.55	-4.99
估值比率					
P/E	-10.7	-21.1	-41.6	31.9	14.8
P/B	-1.9	-3.4	-3.2	-3.5	-4.6
EV/EBITDA	-50.5	61.0	50.8	16.5	10.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 02 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com