

25Q4 经调整后利润首次转正， 定制 Robotaxi 将于年内亮相

核心观点

2025 年全年营收规模跨入 200 亿门槛，盈利能力大幅改善。2025 年公司实现收入 201.90 亿元，同比增长 37.7%；净亏损大幅收窄 50.8% 至 6.14 亿元。核心亮点在于 2025 年第四季度首次实现经调整后净利润转正，标志着公司正式步入盈利性增长轨道。公司通过自研“曹操大脑”AI 系统持续降本增效，毛利率提升至 9.4%，平均月活跃用户达 4130 万名，同比增长 43.9%。服务覆盖城市数量从 2024 年的 136 个增至 2025 年的 195 个，新增 59 个城市。同时随着收购“耀出行”增强企业服务能力，以及第三代 L4 定制 Robotaxi 计划于 2026 年亮相，公司有望凭借吉利产业协同优势，在自动驾驶商业化浪潮中占据领先地位。

事件

公司发布 2025 年年度报告，2025 年实现总营业收入 201.90 亿元，同比增长 37.7%；毛利 18.90 亿元，同比增长 59.3%；NON-GAAP 净亏损 5.08 亿元，亏损同比显著收窄 29.8%，25Q4 首次实现调整后净利润转正。

简评

营收规模跨越 200 亿，25Q4 首次实现经调整后利润扭亏。曹操出行是一家由吉利集团孵化的中国网约车平台。2025 年全年实现收入 201.90 亿元，同比增长 37.7%；毛利达 18.90 亿元，同比增长 59.3%。毛利率由 2024 年的 8.1% 显著提升至 9.4%，主要得益于规模效应及定制车比例提升带来的单车 TCO 优化。2025 年经调整（Non-GAAP）净亏损收窄至 5.08 亿元，同比下降 29.8%。25Q4 首次实现单季度经调整盈利，标志着公司正式步入盈利性增长轨道。分业务看，出行服务收入 185.64 亿元，同比增长 36.8%。主要归因于持续拓展服务地域范围，截至 2025 年服务覆盖 195 个城市，年内新增 59 个城市，以规模扩张驱动获客增长；车辆销售收入 14.18 亿元，同比增长 63.6%。主要得益于销售体系的效率提升及向新城市拓展的策略配合；其他服务收入 2.07 亿元，同比下降 7.6%。收入小幅减少主要由于淘汰若干旧款车型导致汽车租赁规模下降。2025 年公司业务实现稳健且强劲增长，主要归因于现有城市的精细化运营、定制车队的标准化高质量服务、服务范围的扩展以及司机和车队管理的持续优化。

曹操出行(2643.HK)

维持

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060002

胡天凯

hutiankuang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070010

发布日期：2026 年 04 月 14 日

当前股价：26.10 港元

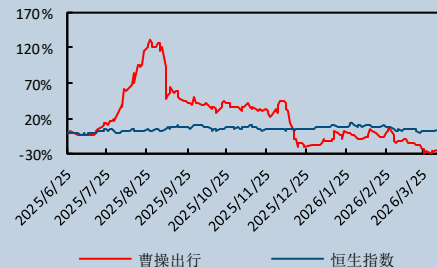
目标价格 40 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------------------------|---------------|-------------|
| -19.04/-20.95 | -17.72/-16.43 | / |
| 12 月最高/最低价 (港元) | | 83.50/25.32 |
| 总股本 (万股) | | 58,144.02 |
| 流通 H 股 (万股) | | 58,144.02 |
| 总市值 (亿港元) | | 151.76 |
| 流通市值 (亿港元) | | 151.76 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 269.13 |
| 主要股东 | | |
| Ugo Investment Limited | | 77.00% |

股价表现



相关研究报告

发布 Robotaxi 2.0 解决方案，目前已部署 90 辆第二代 Robotaxi。曹操出行正从传统出行平台向领先的自动驾驶运营商转型。公司构建了智能定制车、智能驾驶技术及智能运营三位一体的 Robotaxi 业务发展战略。基础设施建设层面，启用全球首座“绿色智能通行岛”，集自动换电、清洁、智能调度于一体，首先为 Robotaxi 规模化运营构建了物理闭环。自 2025 年 2 月以来，公司在苏州及杭州推出曹操智行平台，开始部署 Robotaxi 1.0 阶段解决方案及进行试点验证。2025 年 12 月发布 Robotaxi 2.0 全栈解决方案，包括第二代 Robotaxi 汽车、智能履约平台、远程访问服务（RAS）平台、智能资产管理及出行座舱。截至公告日期，已部署 90 辆第二代 Robotaxi 汽车，与阿布扎比等国际市场签署备忘录。同时公司正加速与吉利共同开发专为无人驾驶设计的第三代 L4 级定制车型，计划 2026 年亮相，2027 年实现量产。

运营效率优化带动规模效应显现，深化布局国内国际市场，计划于 2026 年探索香港等市场。得益于规模经济效益以及交易引擎“曹操大脑”运用 AI 技术优化算法，公司业务规模快速扩张，2025 年 GTV 为人民币 234.3 亿元，同比增长 38.2%。平均月活跃用户同比增长 43.9% 至 4130 万，平均月活跃司机数同比增长 35.4%。公司有效提升了司乘调度和补贴分配效率，推动单位经济效益和整体运营效率持续改善。着眼于国内，公司于 2025 年 12 月 30 日，订立股权收购协议以收购蔚星科技有限公司及浙江吉利商务服务有限公司全部股权，收购于 2026 年 1 月 27 日及 2026 年 3 月 24 日完成。这一举措将提升企业服务能力和运营效率，完善数据整合，并支持长期利润率增长。同时国际化战略加速推进，2026 年公司计划在国际市场部署 Robotaxi，并探索在香港的网约车及 Robotaxi 业务发展，通过将国内验证成功的平台运营、数字调度及重资产管理能力应用于国际市场，推动全球主要国家的同城网约车覆盖。

投资建议

公司 2025 年全年营收规模跨入 200 亿门槛，盈利能力大幅改善。2025 年公司实现收入 201.90 亿元，同比增长 37.7%；净亏损大幅收窄 50.8% 至 6.14 亿元。核心亮点在于 2025 年第四季度首次实现经调整后净利润转正，标志着公司正式步入盈利性增长轨道。公司通过自研“曹操大脑”AI 系统持续降本增效，毛利率提升至 9.4%，平均月活跃用户为 4130 万名，同比增长 43.9%，降本增效成果显著。服务覆盖城市数量从 2024 年的 136 个增至 2025 年的 195 个，新增 59 个城市。同时随着收购“耀出行”增强企业服务能力，以及第三代 L4 定制 Robotaxi 计划于 2026 年亮相，公司有望凭借吉利产业协同优势，在自动驾驶商业化浪潮中占据领先地位。

表 1:重要财务指标

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 14,657.50 | 20,189.82 | 25,400.00 | 31,200.00 | 37,700.00 |
| YOY(%) | 37.40 | 37.74 | 25.81 | 22.83 | 20.83 |
| 净利润(百万元) | -1,250.77 | -635.38 | -86.77 | 430.35 | 1,011.63 |
| YOY(%) | 34.74 | 49.20 | 86.34 | 595.97 | 135.07 |
| 毛利率(%) | 8.09 | 9.36 | 10.69 | 12.02 | 13.03 |
| 净利率(%) | -8.50 | -3.04 | -0.34 | 1.38 | 2.68 |
| ROE(%) | 17.94 | 16.27 | 2.17 | -12.08 | -39.68 |
| EPS(元/股，摊薄) | -2.15 | -1.09 | -0.15 | 0.74 | 1.74 |
| P/E(倍) | -12.13 | -23.88 | -174.90 | 35.26 | 15.00 |
| P/B(倍) | -2.18 | -3.89 | -3.80 | -4.26 | -5.95 |

资料来源：iFinD，中信建投证券

表 2:收入成本预测 (单位:百万元)

| | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 出行服务 | 销售收入 | 10,300.00 | 13,600.00 | 18,564.00 | 23,000.00 | 28,000.00 | 34,000.00 |
| | 成本 | 9,733.50 | 12,512.00 | 16,856.11 | 20,562.00 | 24,640.00 | 29,580.00 |
| | 销售收入增长率 | | 32.04% | 36.50% | 23.90% | 21.74% | 21.43% |
| | 毛利率 | 5.50% | 8.00% | 9.20% | 10.60% | 12.00% | 13.00% |
| 车辆销售 | 销售收入 | 115.00 | 870.00 | 1,418.00 | 2,200.00 | 3,000.00 | 3,500.00 |
| | 成本 | 128.80 | 823.02 | 1,318.74 | 2,013.00 | 2,700.00 | 3,097.50 |
| | 销售收入增长率 | | 656.52% | 62.99% | 55.15% | 36.36% | 16.67% |
| | 毛利率 | -12.00% | 5.40% | 7.00% | 8.50% | 10.00% | 11.50% |
| 汽车租赁 | 销售收入 | 151.00 | 190.00 | - | - | - | - |
| | 成本 | 113.40 | 147.44 | - | - | - | - |
| | 销售收入增长率 | | 25.83% | - | - | - | - |
| | 毛利率 | 24.90% | 22.40% | - | - | - | - |
| 其他产品 | 销售收入 | 103.00 | 37.00 | 207.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |
| | 成本 | 81.27 | 20.09 | 113.85 | 110.00 | 110.00 | 110.00 |
| | 销售收入增长率 | | -64.08% | 459.46% | -3.38% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 21.10% | 45.70% | 45.00% | 45.00% | 45.00% | 45.00% |

资料来源: iFind, 中信建投证券

风险分析

- 1、行业景气不及预期。**国内宏观需求存在波动，汽车行业需求存在波动，共享出行需求存在波动，未来行业景气或存在波动。
- 2、行业竞争格局恶化。**国内外供应商竞相布局，随着技术进步、新产能投放等供给要素变化，未来行业竞争或将加剧，公司市场份额及盈利能力或将有所波动。
- 3、新地区及新项目量产进度不及预期。**公司加速拓展国内新城市，加大 Robotaxi 车队建设力度，但考虑到车型投放节奏存在不确定性，国内自动驾驶政策和路权开放亦存在不确定性，公司规模化量产进度存在不确定性。

表 3:敏感性分析

| 2026 年主要业务增长率 (%) | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
|-------------------|---------|---------|---------|
| 出行服务业务增长率 (%) | 13.90% | 23.90% | 33.90% |
| 车辆销售业务增长率 (%) | 45.15% | 55.15% | 65.15% |
| 其他产品增长率 (%) | -13.38% | -3.38% | 6.62% |
| 预计营业收入 (亿元) | 233.82 | 254.00 | 274.20 |
| 预计营业收入增长率 (%) | 15.81% | 25.80% | 35.81% |
| 预计归母净利润 (亿元) | -0.80 | -0.87 | -0.94 |
| 预计归母净利润增长率 (%) | 减亏 | 减亏 | 减亏 |
| 2027 年主要业务增长率 (%) | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
| 出行服务业务增长率 (%) | 11.74% | 21.74% | 31.74% |
| 车辆销售业务增长率 (%) | 26.36% | 36.36% | 46.36% |
| 其他产品增长率 (%) | -10.00% | 0.00% | 10.00% |
| 预计营业收入 (亿元) | 286.61 | 312.00 | 337.41 |
| 预计营业收入增长率 (%) | 12.84% | 22.83% | 32.84% |
| 预计归母净利润 (亿元) | 3.95 | 4.30 | 4.65 |
| 预计归母净利润增长率 (%) | 扭亏 | 扭亏 | 扭亏 |
| 2028 年主要业务增长率 (%) | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
| 出行服务业务增长率 (%) | 11.43% | 21.43% | 31.43% |
| 车辆销售业务增长率 (%) | 6.67% | 16.67% | 26.67% |
| 其他产品增长率 (%) | -10.00% | 0.00% | 10.00% |
| 预计营业收入 (亿元) | 345.82 | 377.00 | 408.22 |
| 预计营业收入增长率 (%) | 10.83% | 20.83% | 30.83% |
| 预计归母净利润 (亿元) | 9.28 | 10.12 | 10.96 |
| 预计归母净利润增长率 (%) | 115.88% | 135.35% | 154.84% |

资料来源: iFind, 中信建投证券

分析师介绍

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

胡天颢

中国人民大学经济学硕士，华中科技大学经济统计学学士，2021年加入中信建投证券。2021年新财富、水晶球团队成员，2022年新财富、水晶球、金牛奖团队成员。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|----------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15% 以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5% 之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15% 以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10% 以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10% 之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10% 以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk