

曹操出行 (02643.HK)

单四季度盈利转正, Robotaxi 向 3.0 战略稳步推进

优于大市

核心观点

2025 年公司收入增长强劲, 亏损大幅收窄, Q4 经调整净利润转正。2025 年公司营业收入 201.90 亿元/+37.7%, 毛利率 9.4%/+1.3pct, 年内亏损 6.14 亿元/同比减亏 50.8%, 经调整净亏损 5.08 亿元/同比减亏 29.8%。2025 年公司经营活动所得现金净额 3.78 亿元, 同比增长 60.3%, 自我造血能力增强。公司于 2025 年第四季度实现经调整利润转正, 旺季盈利能力得到验证。

运力侧轻资产+定制车拓城, 流量侧深度拥抱聚合平台。2025 年出行服务收入 185.6 亿元/+36.8%, 车辆销售收入 14.2 亿元/+63.6%, 其他业务(含租赁) 2.1 亿元/-7.5% (部分旧款车型淘汰导致租赁规模缩减所致)。2025 年出行服务 GTV 234.3 亿元/+38.2%, 主要得益于两方面: 其一, 向运力合作方销售定制车等模式, 成功进入 59 个新城市, 总运营城市达 195 个; 全年平均月活司机 63.1 万/+35.4%; 销售车辆 15,346 辆, 同比增长超 90%。其二, 拥抱聚合平台, 2025 年销售费用中支付给聚合平台的佣金增长 49.6%至 15.6 亿元, 平均月活跃用户增长 43.9%至 4130 万。

UE 拆分: 新城市拓展下估算司乘合计成本阶段提升, 规模效应下成本摊薄。2025 年平台 GTV 达 234.3 亿元, 我们预计 AOV 约 28.1 元, 据此估算日均单量 228 万单/+39.5%; 平台 Take Rate (出行服务收入/GTV) 为 79.2%/-0.8pct, 司机成本及补贴/GTV 约 64.0%/+0.8pct, 预计与新拓城市补贴有关; 运力合作伙伴佣金/GTV 为 1.6%/-0.2pct, 管理效率提升; 规模效应下车辆折旧及维修成本预计同比下降; 聚合平台佣金/GTV 为 6.7%/+0.5 pct。

网约车主业盈利逐步优化, Robotaxi 向 3.0 战略扎实推进。一方面, 公司主业网约车战略重心在于规模扩张与效率提升的动态平衡, 2025 年在份额提升的同时于四季度经调整净利润转正。另一方面 Robotaxi 3.0 战略稳步推进, 截至年报日已部署 90 辆第二代 Robotaxi 汽车, 拟于 2026 年底推出专为 Robotaxi 设计的第三代 L4 汽车, 并于 2027 年起开始量产。作为吉利集团唯一出行服务平台, 有望扮演集团制造-技术-运营闭环中关键窗口, 在无人驾驶竞争中从车辆 TCO 与线上线下运营效率层面获取进一步竞争优势。

风险提示: 竞争加剧, 流动性风险, 监管政策变化风险, 股东解禁风险等。

投资建议: 结合公司新城市订单节奏及车辆租赁业务调整等, 略下修 2026-2028 年收入增速至 25%/23%/21% (此前为 32%/26%/-), 同时考虑部分成本刚性, 下调经调整净利润至 -1.5/1.9/4.8 亿元 (此前为 1.0/5.1/-亿元)。公司背靠吉利系主机厂, 短期网约车主业份额提升与推进减亏成效初现, 卡位吉利生态 Robotaxi 关键环节赋能中线成长, 维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,657	20,190	25,327	31,128	37,714
(+/-%)	37.4%	37.7%	25.4%	22.9%	21.2%
经调整归母净利润(百万元)	-724	-508	-148	186	480
(+/-%)	—	—	—	—	158.8%
每股收益(元)	-1.24	-0.87	-0.25	0.32	0.82
EBIT Margin	-7.0%	-3.6%	-1.3%	-0.2%	0.7%
净资产收益率 (ROE)	17.9%	16.3%	9.5%	1.3%	-5.6%
市盈率 (PE)	-16.8	-24.0	-82.2	65.7	25.4
EV/EBITDA	-89.1	-370.2	213.2	59.9	35.4
市销率 (PS)	0.83	0.60	0.48	0.39	0.32

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 海外公司财报点评

社会服务 · 专业服务

证券分析师: 曾光
0755-82150809

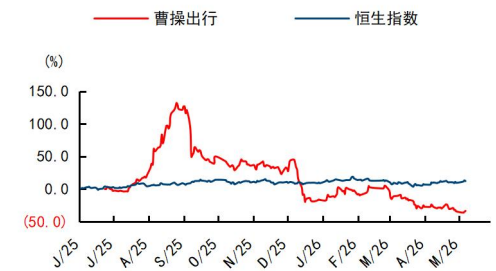
证券分析师: 杨玉莹

zengguang@guosen.com.cn yangyuying@guosen.com.cn
S0980511040003 S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.92 港元
总市值/流通市值	13942/13942 百万港元
52 周最高价/最低价	92.50/22.96 港元
近 3 个月日均成交额	54.87 百万港元

市场走势



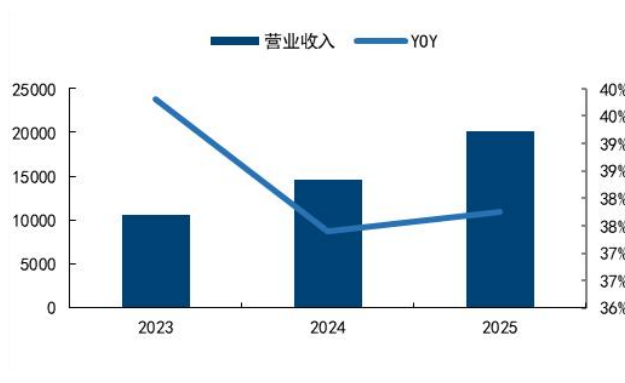
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《曹操出行 (02643.HK) -城市版图扩大助力份额扩张, 报表端减亏初显成效》——2025-08-31
- 《曹操出行 (02643.HK) -从定制车到 Robotaxi, 主机厂网约车龙头启航》——2025-08-27

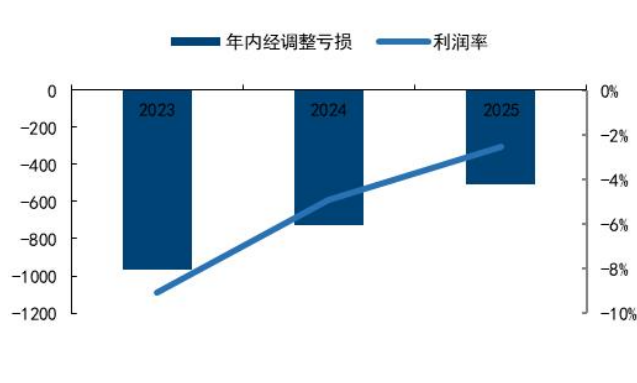
2025 年公司收入增长强劲，亏损大幅收窄，Q4 经调整净利润转正。2025 年公司营业收入 201.90 亿元/+37.7%，毛利率 9.4%/+1.3pct，年内亏损 6.14 亿元/同比减亏 50.8%，经调整净亏损 5.08 亿元/同比减亏 29.8%。2025 年公司经营活动所得现金净额 3.78 亿元，同比增长 60.3%，自我造血能力增强。公司于 2025 年第四季度实现经调整利润转正，旺季盈利能力得到验证。

图1：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运力侧轻资产+定制车拓城，流量侧深度拥抱聚合平台。2025 年出行服务收入 185.6 亿元/+36.8%，车辆销售收入 14.2 亿元/+63.6%，其他业务（含租赁）2.1 亿元/-7.5%。2025 年出行服务 GTV 234.3 亿元/+38.2%，主要得益于两方面：其一，向运力合作方销售定制车等模式，成功进入 59 个新城市，总运营城市达 195 个；全年平均月活司机 63.1 万/+35.4%；销售车辆 15,346 辆，同比增长超 90%。其二，拥抱聚合平台，2025 年销售费用中支付给聚合平台的佣金增长 49.6%至 15.6 亿元，平均月活跃用户增长 43.9%至 4130 万。

UE 拆分：新城市拓展下估算司乘合计成本阶段提升，规模效应下成本摊薄。2025 年平台 GTV 达 234.3 亿元，我们预计 AOV 约 28.1 元，据此估算日均单量 228 万单/+39.5%；平台 Take Rate（出行服务收入/GTV）为 79.2%/-0.8pct，司机成本及补贴/GTV 约 64.0%/+0.8pct，预计与新拓城市补贴有关；运力合作伙伴佣金/GTV 为 1.6%/-0.2pct，管理效率提升；规模效应下车辆折旧及维修成本预计同比下降；聚合平台佣金/GTV 为 6.7%/+0.5 pct。

网约车主业盈利逐步优化，Robotaxi 向 3.0 战略扎实推进。一方面，公司主业网约车战略重心在于规模扩张与效率提升的动态平衡，2025 年在份额提升的同时于四季度经调整净利润转正。另一方面 Robotaxi 3.0 战略稳步推进，截至年报日已部署 90 辆第二代 Robotaxi 汽车，拟于 2026 年底推出专为 Robotaxi 设计的第三代 L4 汽车，并于 2027 年起开始量产。作为吉利集团唯一出行服务平台，有望扮演集团制造-技术-运营闭环中关键窗口，在无人驾驶竞争中从车辆 TCO 与线上线运营效率层面获取进一步竞争优势。

风险提示：竞争加剧，流动性风险，监管政策变化风险，股东解禁风险等。

投资建议：总体而言，结合公司新城市订单节奏及车辆租赁业务调整等，略下修 2026-2028 年收入增速至 25%/23%/21%（此前为 32%/26%/—），同时考虑部分成本刚性，下调经调整净利润至-1.5/1.9/4.8 亿元（此前为 1.0/5.1/-亿元）。公司背靠吉利系主机厂，立足自有定制车车队，践行轻资产开城模式与聚合平台战略，短期网约车主业份额提升与推进减亏成效显著，卡位吉利生态 Robotaxi 关键环节赋能中线成长，维持“优于大市”评级。

盈利调整如下：

收入端：一方面，2025 年收入增量中 60% 由 2024 年前布局的 27 个核心城市份额提升贡献，40% 来自新开业；展望后续，核心城市/新开业城市的收入贡献预期逐步转为 5:5，这意味着收入增长结构正从成熟城市提份额转为对新城起量的要求有一定增加，而新城通常需经历获客、运力组织、订单密度提升、补贴退坡的爬坡过程；另一方面，车辆租赁业务因淘汰若干旧款车型导致汽车租赁规模下降，因此我们对 2026-2028 年收入增速作出温和下修。

盈利端：公司 2025 年经调整净亏损 5.08 亿元，同比大幅收窄，且 25Q4 首次实现单季度经调整利润转正。但一方面，Q4 通常是较成熟城市贡献占比较高、规模效应更强的阶段；另一方面，2026 年公司仍将继续开新城、推进国际化、布局 Robotaxi 及整合企业服务资产，这些不排除产生前置费用投入；同时在收入增速温和下修后，利润对固定费用率的敏感度会被放大，因此我们将 2026 年经调整净利润从盈利 1.0 亿元下调为亏损 1.5 亿元。

表1：公司盈利预测拆分（单位：百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10668	14657	20190	25327	31128	37714
YOY	40%	37%	38%	25%	23%	21%
收入拆分						
1、出行服务收入	10,300	13,567	18,564	23,101	28,155	33,594
YOY	37.9%	31.7%	36.8%	24.4%	21.5%	19.7%
2、车辆租赁收入	151	187	161	145	149	154
YOY	49.0%	24.2%	-14.0%	-10.0%	3.0%	3.0%
3、车辆销售收入	115	867	1418	2033	2773	3605
YOY	256.0%	656.6%	63.6%	43.4%	36.4%	30.0%
4、其他	103	37	46	49	51	54
YOY	237.4%	-63.9%	25.2%	5.0%	5.0%	5.0%
综合毛利	615	1186	1890	2703	3486	4474
毛利率	5.8%	8.1%	9.4%	10.7%	11.2%	11.9%
销售费用/收入	7.8%	8.3%	8.9%	8.5%	8.4%	8.5%
管理费用/收入	11.3%	5.2%	3.0%	2.5%	2.1%	1.8%
研发费用/收入	3.2%	1.6%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
年内经调整亏损	-966	-724	-508	-148.3	186	480.3
利润率	-9.1%	-4.9%	-2.5%	-0.6%	0.6%	1.3%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理估算

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	159	1176	2687	2212	3278	营业收入	14657	20190	25327	31128	37714
应收款项	987	1103	1545	1800	2240	营业成本	13472	18300	22624	27643	33240
存货净额	223	180	308	327	424	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	162	205	268	323	395	销售费用	1222	1803	2154	2600	3193
流动资产合计	1535	3048	5191	5123	6891	管理费用	999	819	893	939	1018
固定资产	2228	1795	1689	1569	1431	财务费用	317	269	231	205	197
无形资产及其他	165	170	166	162	158	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	150	140	140	140	140	资产减值及公允价值变动	0	0	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	234	(6)	4	4	4
资产总计	4078	5154	7187	6993	8619	营业利润	(1118)	(1007)	(471)	(154)	169
短期借款及交易性金融负债	5677	5299	5384	5453	5379	营业外净收支	(89)	414	90	90	90
应付款项	753	852	1191	1386	1715	利润总额	(1206)	(594)	(381)	(64)	259
其他流动负债	3252	1139	3141	2738	3889	所得税费用	40	20	13	(10)	39
流动负债合计	9682	7289	9716	9578	10983	少数股东损益	4	22	14	2	(10)
长期借款及应付债券	1542	1908	1908	1908	1908	归属于母公司净利润	(1251)	(635)	(408)	(57)	230
其他长期负债	60	59	59	59	59						
长期负债合计	1602	1967	1967	1967	1967	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	11283	9256	11683	11544	12949	净利润	(1251)	(635)	(408)	(57)	230
少数股东权益	(236)	(198)	(184)	(181)	(191)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	(6970)	(3905)	(4313)	(4370)	(4140)	折旧摊销	749	668	460	475	492
负债和股东权益总计	4078	5154	7187	6993	8619	公允价值变动损失	0	0	(100)	(100)	(100)
						财务费用	317	269	231	205	197
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	152	(2122)	1709	(537)	869
每股收益	(1.24)	(0.87)	(0.25)	0.32	0.82	其它	4	22	14	2	(10)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(345)	(2068)	1675	(217)	1482
每股净资产	(11.96)	(6.70)	(7.40)	(7.50)	(7.10)	资本开支	0	(234)	(250)	(250)	(250)
ROIC	-183%	-48%	-23%	-33%	-143%	其它投资现金流	0	(380)	0	(77)	(92)
ROE	18%	16%	9%	1%	-6%	投资活动现金流	0	(614)	(250)	(327)	(342)
毛利率	8%	9%	11%	11%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-7%	-4%	-1%	-0%	1%	负债净变化	(811)	366	0	0	0
EBITDA Margin	-2%	-0%	0%	1%	2%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	37%	38%	25%	23%	21%	其它融资现金流	1544	2967	85	69	(74)
净利润增长率	--	--	--	--	-504%	融资活动现金流	(79)	3699	85	69	(74)
资产负债率	271%	176%	160%	162%	148%	现金净变动	(423)	1017	1510	(474)	1065
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	583	159	1176	2687	2212
P/E	(16.8)	(24.0)	(82.2)	65.7	25.4	货币资金的期末余额	159	1176	2687	2212	3278
P/B	(1.7)	(3.1)	(2.8)	(2.8)	(2.9)	企业自由现金流	0	(2444)	1568	(354)	1338
EV/EBITDA	(89)	(370)	213	60	35	权益自由现金流	0	611	1414	(459)	1096

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032