

共享出行：迈向高质量发展，Robotaxi 开启新篇章

投资要点

- 中国共享出行市场正从高速扩张转向高质量增长，市场规模巨大且结构清晰。2024 年行业总交易额将达 7046 亿元，预计到 2028 年期间复合年均增长率（CAGR）为 13.8%。市场呈现出租车、网约车、顺风车三足鼎立格局，2024 年三者占比分别为 51.1%、43.8%和 5.1%，但增长动能分化显著：顺风车凭借轻资产、低补贴和价格优势，未来增速领先（预计到 2028 年 CAGR 28.2%）；网约车市场趋于成熟，增长放缓（预计到 2028 年 CAGR 18.3%）；出租车市场则依托数字化升级寻求复苏（预计到 2028 年 CAGR 6.8%）。竞争格局上，一线及二线城市市场集中度高（CR3 超 85%），形成“一超多强”局面。三种模式在成本结构、服务性质和合规要求上差异明显，共同满足市场多元化的出行需求。
- Robotaxi（L4/L5 级自动驾驶出租车）并非对现有模式的简单替代，而是通过技术重构行业成本模型的重要增量。其核心价值在于将司机成本（占网约车总成本约 65.6%）大幅消除，测算显示其单公里成本仅 0.8 元，远低于网约车（1.8 元）和出租车（2.1 元）。当前阶段，Robotaxi 主要与滴滴、曹操等头部平台协同，在限定区域作为运力补充，实现 7x24 小时运营。其商业化落地（如滴滴与广汽埃安合作量产、曹操在杭苏试运营）正加速推进，有望从根本上优化出行平台的盈利结构，开启行业下一轮增长曲线。
- 相关标的：滴滴出行作为全球龙头，凭借技术算法、海量数据和全球化布局构建深厚护城河，业务已进入稳健盈利周期，并引领 Robotaxi 商业化探索。曹操出行背靠吉利生态，通过定制化车辆、换电网络和协同维保形成独特的成本与体验优势，虽处扩张期但亏损持续收窄，其“整车制造+自动驾驶+平台运营”的 Robotaxi 闭环模式潜力巨大。嘀嗒出行则深耕顺风车细分赛道，采用纯撮合的轻资产模式，毛利率显著高于同行，盈利韧性强，并正通过智慧出租车数字化及与优信合作开拓车后市场，寻求生态变现。
- 风险提示：宏观经济风险、政策与合规风险、行业竞争风险。

重点关注公司

股票代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			市盈率		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
DIDI.Y.OO	滴滴出行	1,824	237	5,761	7,415	769.6	31.7	24.6
2643.HK	曹操出行	147	-939	-347	480	-15.6	-42.3	30.6
	平均					377.0	-5.3	27.6
2559.HK	嘀嗒出行	21	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

数据来源：Wind，数据截至 2025 年 12 月 29 日，西南证券整理

西南证券研究院

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：王梓溢
执业证号：S1250525050003
电话：15770906520
邮箱：wzyi@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	268
行业总市值(亿元)	39,268.12
流通市值(亿元)	38,255.15
行业市盈率 TTM	85.0
沪深 300 市盈率 TTM	14.1

相关研究

目 录

1 共享出行迈向高质量发展，网约车/顺风车迎来黄金期.....	1
1.1 中国共享出行市场规模巨大，市场高度集中.....	1
1.2 出租车、网约车、顺风车，三大出行模式竞争力解构.....	2
1.3 Robotaxi 是增量而非对网约车/顺风车的替代.....	5
2 赛道分化下的龙头选择：从滴滴的技术、曹操的全局到嘀嗒的细分.....	6
2.1 滴滴出行：技术驱动的全球出行龙头.....	6
2.2 曹操出行：吉利生态赋能的品质出行平台.....	10
2.3 嘀嗒出行：轻资产顺风车平台引领者.....	13
3 行业估值和盈利预测.....	18
4 风险提示.....	18

图 目 录

图 1：中国共享出行市场规模（按照交易额估计）（单位：人民币亿元）	1
图 2：2024 年一线城市共享出行市占率	1
图 3：2024 年二线城市共享出行市占率	1
图 4：中国顺风车市场规模（按照交易额估计）（单位：人民币亿元）	2
图 5：2023 年顺风车行业市场格局（按搭乘次数计算）	3
图 6：2023 年顺风车行业市场格局（按交易总额计算）	3
图 7：网约出租车和扬招出租车的市场规模（按照交易额估计）（单位：人民币亿元）和网约出租车的渗透率	3
图 8：2023 年网约出租车 CR5 占比（按交易额估计）	4
图 9：扬招出租车同比增速低于网约出租车	4
图 10：中国网约车市场规模（按照交易额估计）（单位：人民币亿元）	4
图 11：2024 年滴滴业务占比	7
图 12：2025H1 滴滴业务占比	7
图 13：ETA: Wide - Deep - Recurrent Learning 的技术架构图	7
图 14：滴滴的全球布局	8
图 15：滴滴出行 Robotaxi 车辆	9
图 16：滴滴出行自动驾驶打车	9
图 17：滴滴出行营业收入和同比增速	9
图 18：滴滴出行毛利润和毛利率	9
图 19：滴滴出行归母净利润和归母净利率	10
图 20：滴滴出行偿债能力指标	10
图 21：曹操出行业务模式	10
图 22：曹操出行主营业务结构	11
图 23：曹操出行定制车	11
图 24：曹操出行应用程序 app	11
图 25：曹操出行 Robotaxi	12
图 26：曹操出行 Robotaxi 全要素	12
图 27：曹操出行营业收入和同比增速	12
图 28：曹操出行毛利润和毛利率	12
图 29：曹操出行归母净利润和归母净利率	13
图 30：曹操出行偿债能力指标	13
图 31：嘀嗒出行业务模式	14
图 32：公司 2025H1 主营业务结构情况	14
图 33：公司 2025H1 主营业务毛利率情况	14
图 34：2024 年二手车市场 CR5 占比（按照交易量估计）	15
图 35：嘀嗒出行间接认购优信股份	15
图 36：2023 年嘀嗒出行总补贴比例低于同行	16
图 37：2023 年嘀嗒出行与行业平均净服务费率基本持平	16
图 38：二手车交易量及同比增速和二手车渗透率	16
图 39：嘀嗒出行营业收入	17

图 40：嘀嗒出行毛利润和毛利率	17
图 41：嘀嗒出行归母净利润和归母净利率	17
图 42：嘀嗒出行偿债能力	17

表 目 录

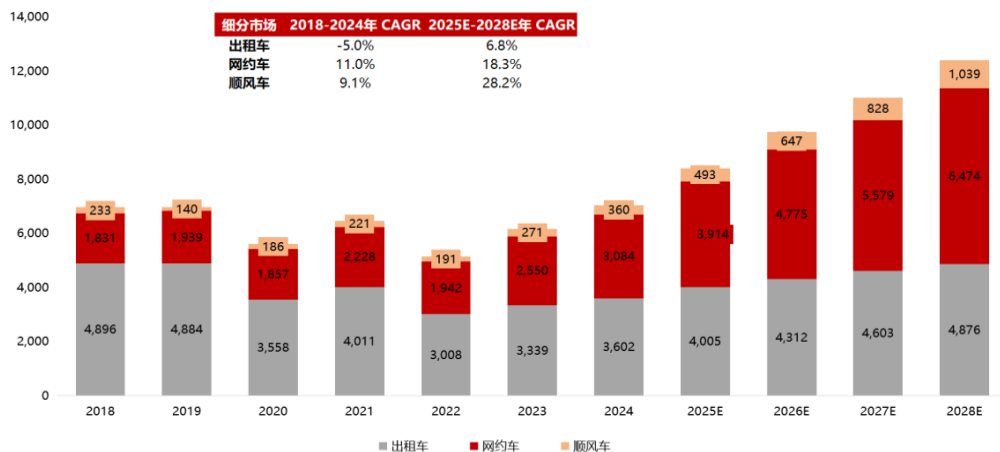
表 1：三种出行模式的对比	5
表 2：测算共享出行三种模式单公里成本的核心假设和参数	6
表 3：共享出行三种模式单公里成本	6
表 4：重点关注公司	18

1 共享出行迈向高质量发展，网约车/顺风车迎来黄金期

1.1 中国共享出行市场规模巨大，市场高度集中

中国共享出行市场呈现强劲增长态势。据弗若斯特沙利文预测，2024 年国内共享出行市场规模将达 7,046 亿元，同比增长 14.4%；预计到 2028 年期间复合年增长率（CAGR）为 13.8%，展现出长期可持续的扩张潜力。其中 2024 年出租车市场规模为 3602 亿元，预计到 2028 年复合年增长率（CAGR）为 6.8%。2024 年网约车市场规模为 3084 亿元，预计到 2028 年期间复合年增长率（CAGR）为 18.3%；2024 年顺风车市场规模为 360 亿元，预计到 2028 年期间复合年增长率（CAGR）为 28.2%。**2024 年出租车占共享出行比例最大，其次是网约车、顺风车，分别占比共享出行 51.1%/43.8%/5.1%。**顺风车 2025 年-2028 年复合年增长率（CAGR）最高。

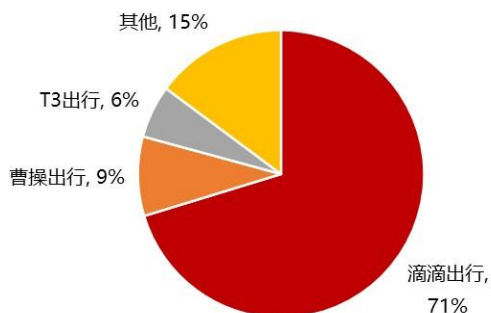
图 1：中国共享出行市场规模（按照交易额估计）（单位：人民币亿元）



数据来源：曹操出行招股说明书，嘀嗒出行招股说明书，西南证券预测

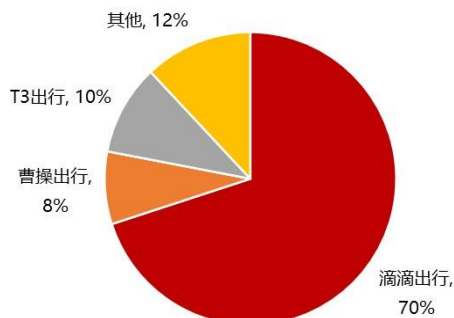
市场集中度方面，根据曹操出行招股说明书，2024 年一线/二线城市 CR3（前三名企业市场份额）分别达 86%/88%，呈现“一超多强”格局，头部企业主导市场但竞争依然激烈。

图 2：2024 年一线城市共享出行市占率



数据来源：曹操出行招股说明书，西南证券整理

图 3：2024 年二线城市共享出行市占率



数据来源：曹操出行招股说明书，西南证券整理

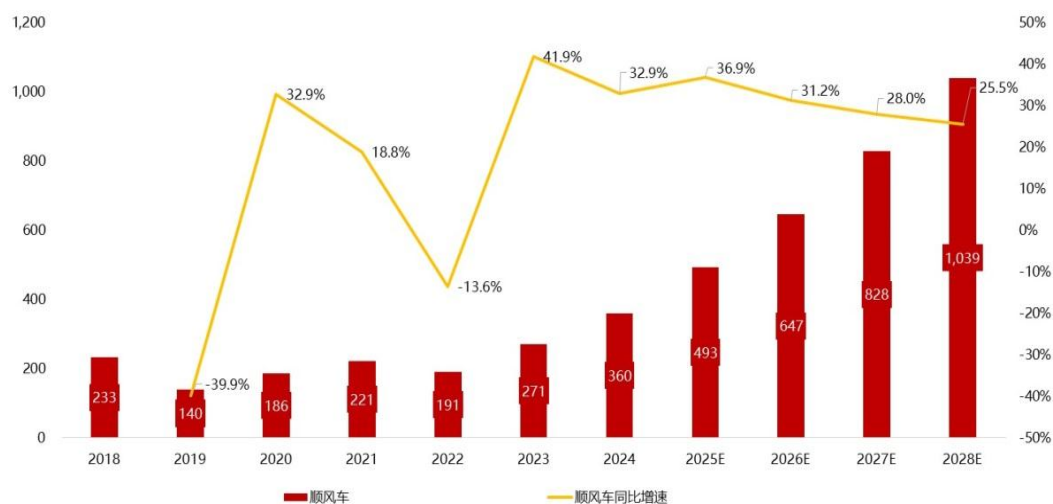
1.2 出租车、网约车、顺风车，三大出行模式竞争力解构

在当前的共享出行市场中，顺风车、传统出租车与网约车构成了三种主流的出行方式，各有其鲜明的优势与局限：

➤ 顺风车行业

顺风车属于轻资产高盈利的商业模式，但匹配效率受限。顺风车，即私人小客车合乘，也称为拼车，是由合乘服务提供方先发布出行信息，出行线路相同的人选择乘坐，已实现分摊部分出行成本或免费互助的共享出行方式。作为共享出行的重要细分市场，顺风车的优势在于 1) 显著的价格优势；2) 轻资产的 C2C 模式；3) 低补贴依赖与合规便利。劣势在于因其非按需服务的性质，乘客与车主的路线需高度匹配，可能导致匹配困难或等待时间长，无法满足即时出行需求。目前，以技术助力的顺风车服务在我国仍处于起步阶段。根据弗罗斯特沙利文预测，2025 年顺风车市场规模将接近 500 亿元，未来五年仍将保持 25% 以上的高速增长。

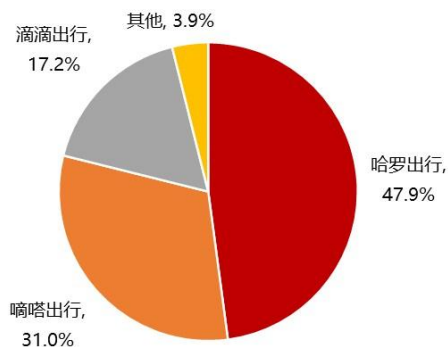
图 4：中国顺风车市场规模（按照交易额估计）（单位：人民币亿元）



数据来源：曹操出行招股说明书，嘀嗒出行招股说明书，西南证券预测

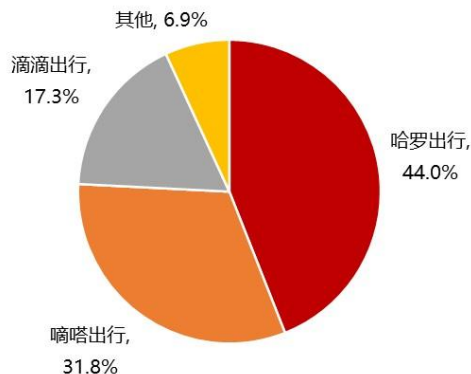
我国顺风车市场高度集中。根据弗罗斯特沙利文数据，按搭乘次数计算，2023 年国内顺风车市场中，前三大顺风车平台市占率合计为 96.1%。哈啰顺风车、嘀嗒出行、滴滴顺风车是我国顺风车市场三大巨头，分别占比 47.9%/31.0%/17.2%。2025 年，由于共享出行行业进入存量竞争，网约车市场价格战打响挤压了顺风车市场。

图 5：2023 年顺风车行业市场格局（按搭乘次数计算）



数据来源：嘀嗒出行招股说明书，西南证券整理

图 6：2023 年顺风车行业市场格局（按交易总额计算）



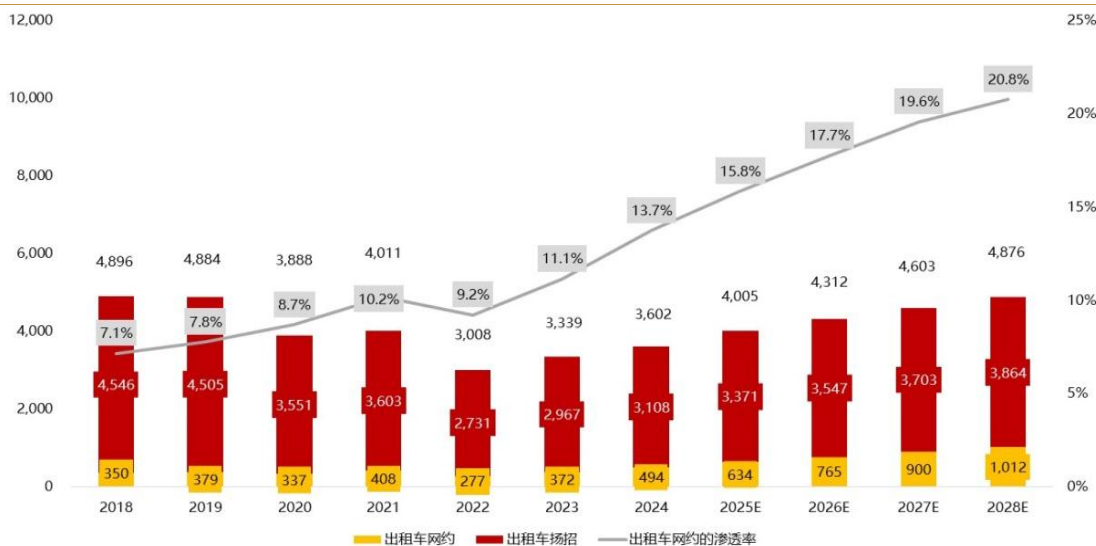
数据来源：嘀嗒出行招股说明书，西南证券整理

出租车市场

尽管面临网约车冲击，出租车行业依然是中国汽车客运市场的绝对主力。传统出租车的优势在于拥有成熟的线下运营体系与政府监管保障，服务标准相对统一，在安全性和规范性上具有一定优势。劣势在于定价相对固定，难以适应动态需求；叫车方式传统（如路边扬招或电话预约），在便捷性上不如平台化服务，尤其在高峰时段或偏远区域供需匹配效率较低。因此，出租车行业也面临转型，通过数字化：1）接入网约车平台（比如滴滴出行/高德等平台）；2）通过数字化工具（比如嘀嗒出行推出的“智慧出行码”）来实现可记录，可评价等提升用户体验的乘车体验。

当前出租车市场呈现传统扬招出租车主导、网约出租车补充的二元格局。基于弗罗斯特沙利文数据和我们的预测，出租车行业 2024 年交易总额占比高达 51.1%，市场规模达 3602 亿元；展望未来，行业将进入复苏与增长通道，预计到 2028 年总规模将增长至 4876 亿元。尤为关键的是，当前出租车市场的数字化渗透率极低，网约模式占比仅约 13.7%，这意味着一个庞大的传统扬招市场（占比 86.3%）正等待通过数字化工具提升效率。

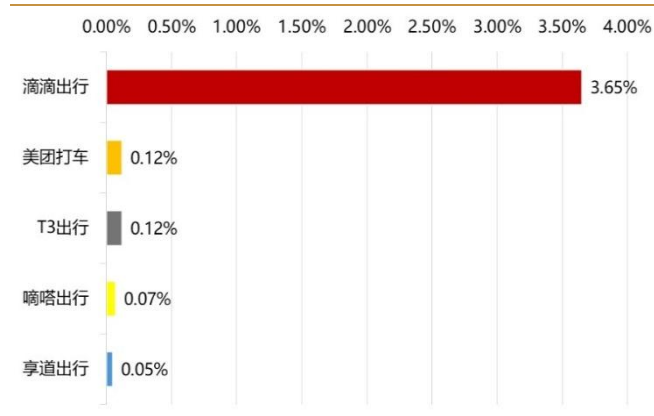
图 7：网约出租车和扬招出租车的市场规模（按照交易额估计）（单位：人民币亿元）和网约出租车的渗透率



数据来源：嘀嗒出行招股说明书，西南证券整理

竞争格局方面，按 2023 年的交易额统计，网约车的交易额 CR5 仅占出租车整体的 4.01%，其中第一名仍旧是网约车的头部企业滴滴出行，市场份额占比 3.65%；嘀嗒出行排名第四，市场份额为 0.07%。

图 8：2023 年网约车 CR5 占比（按交易额估计）



数据来源：嘀嗒出行招股说明书，西南证券整理

图 9：扬招出租车同比增速低于网约车

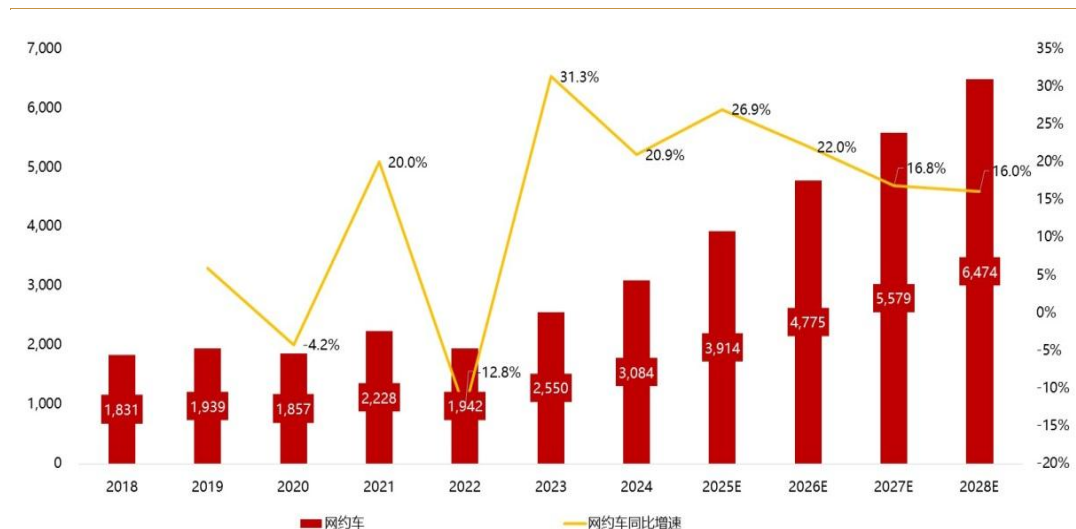


数据来源：嘀嗒出行招股说明书，西南证券整理

➤ 网约车行业

当前网约车行业的增速呈现出“整体规模持续扩大，但增长势头放缓”的态势，市场正从过去的“高速扩张”转向“精耕细作”。根据弗罗斯特沙利文预测，2025 年网约车市场规模将接近 3914 亿元，未来五年仍将保持 16% 以上的高速增长。

图 10：中国网约车市场规模（按照交易额估计）（单位：人民币亿元）



数据来源：曹操出行招股说明书，嘀嗒出行招股说明书，西南证券预测

网约车整体具备场景覆盖最广、定价区间灵活、增长潜力强的特点，能满足多样化出行需求。其下又可进一步分为两类运营模式：

- **聚合平台模式**（如高德地图、美团打车）的优势在于整合多家服务商，提供一站式比价与多选择，提升叫车成功率与效率。劣势在于服务质量因接入方不同而存在差异，体验可能不一致。

- **自营网约车模式（如 T3 出行、曹操出行）：**优势在于车辆、司机与服务流程标准化程度高，服务质量更可控。同时，自营网约车模式可受益于汽车租赁企业，如花生好车（未上市）、喜相逢（2473.HK）等，以及主机厂背景的出行平台（如曹操出行、T3 出行），其商业模式的核心在于通过 B2C 车辆租赁或“以租代购”的方式，为网约车司机提供车辆供给。这种模式轻资产，降低了司机的前期购车成本和资金压力，同时也为平台吸引了更多合规运力。劣势在车辆规模与覆盖范围上可能不及聚合平台全面，部分区域供给有限。而且对于自营车队的企业来说，自营企业比如曹操出行等企业需投入大量的资金（或融资）购买车辆并持有，负债率有所承压。

表 1：三种出行模式的对比

	网约车模式		传统出租	顺风车模式
	自营	聚合平台		
模式	B2C/S2B2C/C2C	将用户流量导入出行平台，而	B2C/C2C	C2C
车队管理	网约车平台/租赁公司/个人	自身不直接提供服务	出租车公司/个人	私家车主
车费定价	经济型：约为本地出租车0.8倍数；	顺风车：收取引流费8-10%	本地出租车价格的1.0倍	本地出租车价格的0.3-0.5倍
	舒适型：约为本地出租车1.8-2.0倍数；	出租车：收取引流费0-6%		
	豪华型：约为本地出租车3.6-4.0倍数；	网约车：收取引流费20-30%		
服务提供方	专业司机		出租车公司	私家车主（分摊费用）
牌照要求	车辆：网络预约出租汽车运输证		车辆：道路运输证	车辆：无许可证规定
	司机：网络预约出租汽车驾驶员证		司机：巡游出租汽车驾驶员证	司机：无许可证规定
出行性质	商业	商业	商业	互助
每笔订单补贴	高	高	低	低
代表公司	滴滴出行，曹操出行，T3出行	高德地图，美团打车	各地区出租车公司	嘀嗒出行，哈啰出行，滴滴出行

数据来源：嘀嗒出行招股说明书，曹操出行招股说明书，西南证券整理

1.3 Robotaxi 是增量而非对网约车/顺风车的替代

Robotaxi 是一种基于 L4/L5 级自动驾驶技术的无人驾驶共享出行服务车辆，通过集成传感器（如激光雷达、摄像头、雷达）、人工智能算法、高精度地图及车联网等技术，实现在特定或全场景下的完全自主驾驶，无需人类驾驶员干预，可为用户提供按需呼叫、路线规划、自动停靠及费用结算等功能的共享出行服务。

Robotaxi 和网约车平台为协同合作模式。Robotaxi 通过 L4/L5 级自动驾驶技术，将传统交通工具升级为具备自主感知、决策与控制能力的“机器人”，突破了人类驾驶员的时间限制，实现 7×24 小时全天候运营。当前阶段，Robotaxi 主要在限定区域提供服务，其核心定位是与滴滴、曹操出行等网约车平台形成协同合作，作为现有运力的补充而非直接替代。网约车平台凭借其成熟的共享出行网络和运营经验，正积极引入 Robotaxi。

Robotaxi 可优化企业的成本结构。传统共享出行的‘司机-平台-乘客’三方关系中，司机成本占网约车总成本的 65.6%（表 3 传统出租车和有人网约车司机薪酬占总成本的比例均值），是核心成本项。Robotaxi 的落地彻底消除了司机角色，生产关系重构为“资产管理方-平台-乘客”：资产管理方负责车辆全生命周期管理（如维修、保养），平台承担用户运营与调度，乘客直接享受服务。这一转变不仅消除了高昂的司机成本，还通过远程安全员（人车比可达 1:10）等模式进一步降低运营负担，从根本上优化了共享出行的成本结构。根据 iResearch 的测算，Robotaxi 的单公里成本为 0.8 元，低于网约车（1.8 元/公里）和传统出租车（2.1 元/公里）。

表 2：测算共享出行三种模式单公里成本的核心假设和参数

成本项目	核心假设与参数
1. 年运营公里数	运营车辆按60万公里或8年报废计算，假设跑满60万公里，则年均行驶里程为75,000公里。
2. 人员工资	司机月薪按 8,000元 计算。
3. 能源消耗	油车（日产轩逸）：百公里油耗6.5L，油价7.8元/L。
	电车（比亚迪秦Plus）：百公里电耗11.6度，电价1.2元/度。
4. 保养费用	油车：每万公里保养费用为 500元。
	电车：每万公里保养费用为 300元。
5. 保险费用	油车：每年 10,000元。
	电车：每年 12,000元。
	Robotaxi：每年 13,000元。
6. 车辆型号	传统出租车：日产轩逸1.6XECVT舒适版（燃油车）
	网约车：比亚迪秦plus420km领先型（纯电动）
	Robotaxi:萝卜快跑第六代（纯电动）

数据来源：iResearch Inc，西南证券整理

表 3：共享出行三种模式单公里成本

成本项（万/年）	传统出租车	有人网约车（纯电）	Robotaxi（安全员1：10）
整车	1.3	1.4	2.6
司机薪酬	9.6	9.6	1
能源	3.8	1	1
保养	0.4	0.2	0.2
保险/维护	1	1.2	1.3
元/公里	2.1	1.8	0.8

数据来源：iResearch Inc，西南证券整理

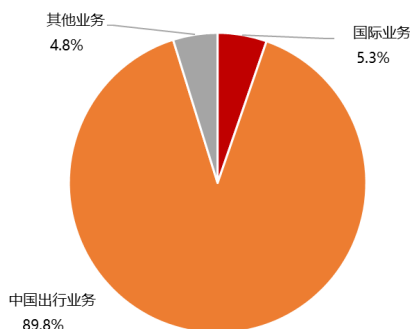
2 赛道分化下的龙头选择：从滴滴的技术、曹操的全局到嘀嗒的细分

2.1 滴滴出行：技术驱动的全球出行龙头

公司发展历程：滴滴出行成立于 2012 年，是全球领先的共享出行科技平台。2021 年于纽交所上市后，2022 年转至粉单市场（DIDIY）。2023 年 1 月 APP 恢复上架，开启新一轮增长周期。截至 2024 年，滴滴在中国网约车市场占有率达 70%，业务覆盖中国及拉美等 14 个国际市场，持续巩固其行业龙头地位。

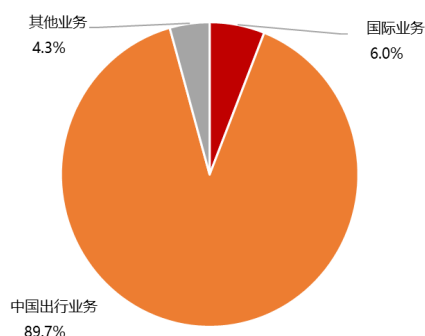
主营业务结构：滴滴业务分为三大板块：中国出行业务、国际业务、其他业务（含自动驾驶、能源、货运等）。根据 2025H1 财报，2025 年上半年总营收为 1096.7 亿元，其中，中国出行业务为核心支柱，2025H1 营收 983.5 亿元，占总营收 89.7%；国际业务营收 65.6 亿元，占总营收 6.0%；其他业务（如 Robotaxi、能源、两轮车等）营收为 47.5 亿元，占总营收 4.3%。

图 11：2024 年滴滴业务占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2025H1 滴滴业务占比

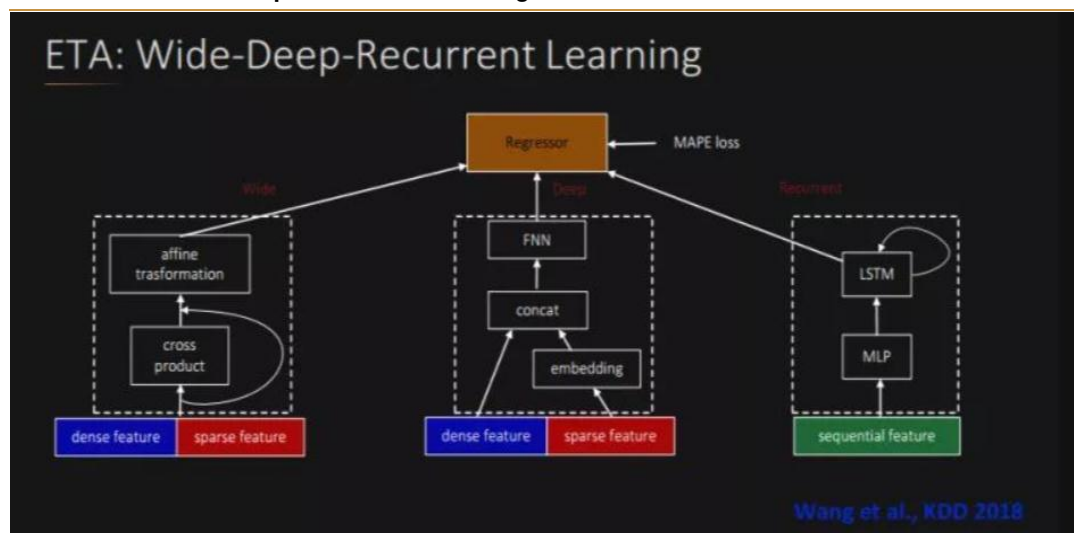


数据来源：Wind，西南证券整理

滴滴出行通过其海量的数据资源与先进的算法技术，构建了坚实的护城河，将技术优势转化为显著的商业价值和社会效益。在 2019 年举行的 YOCSEF TDS《深度强化学习的理论、算法与应用》专题探索报告会上，滴滴副总裁、AI Labs 负责人叶杰平教授表示，滴滴平台每日路径规划请求 400 多亿次，每日新增 100+ TB 的轨迹原始数据，每日处理数据量为 4875+TB，庞大的数据量为算法优化提供了坚实基础。

滴滴自 2015 年自主研发了 ETA (Estimated Time of Arrival) 的机器学习解决方案，ETA 服务可以应用于多项任务，比如估计到达时间，估计未来行驶时间，提供数字地图/导航的基础服务。经过了不断的更新迭代，滴滴目前主要使用深度神经网络的方法，并且设计了针对性的深度神经网络-宽深循环学习 (Wide-Deep-Recurrent Learning)，将其 ETA 误差率严格控制在 15% 以内，通过全局最优匹配算法降低了车辆空驶率，进一步优化了用户与司机的体验。

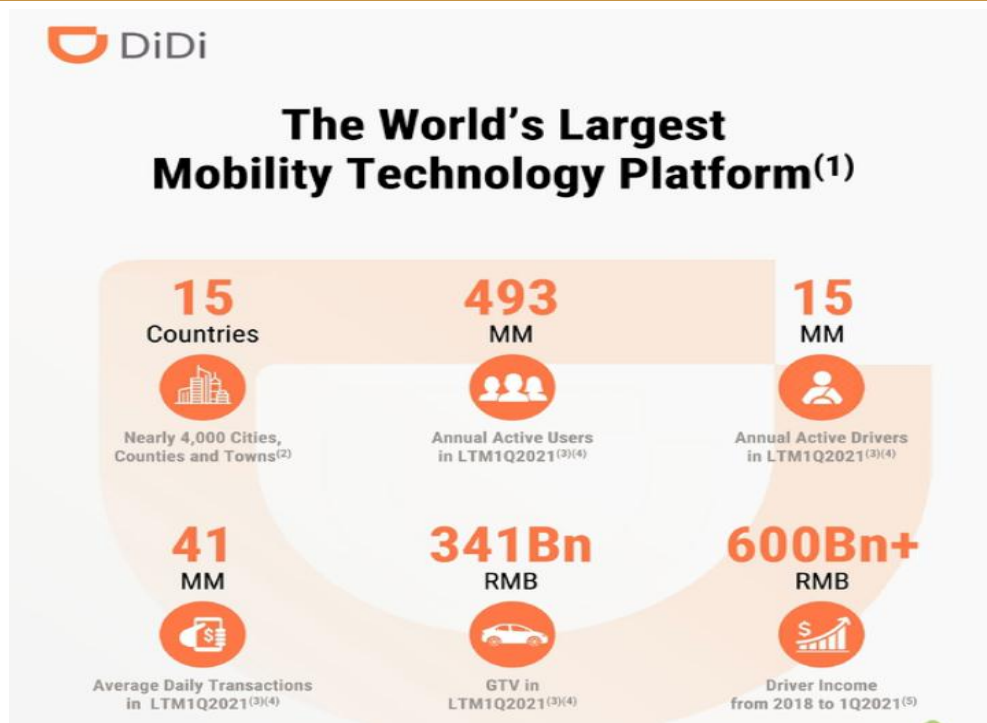
图 13：ETA: Wide - Deep - Recurrent Learning 的技术架构图



数据来源：KDD 2018，西南证券整理

滴滴出行在 globalization 上也领先同行。根据 2025 年半年报，滴滴出行在 globalization 布局中，拉美市场表现尤为突出，已成为其国际业务的核心区域。在巴西、墨西哥等主要市场，滴滴出行成为当地 Top 2 出行平台，且出行业务已实现盈利；同时，其外卖业务在西语区市场份额领先，展现了强大的区域渗透能力。值得关注的是，滴滴国际业务通过“出行+外卖+金融”的多元业务协同，实现了用户与骑手资源的复用——三大业务共享同一 App 入口，有效提升了用户粘性和资源利用效率，形成了显著的协同效应。

图 14：滴滴的全球布局



数据来源：滴滴出行招股说明书，西南证券整理

在自动驾驶领域，滴滴 Robotaxi 的商业化进程持续推进。滴滴在 2025 年 8 月宣布，与广汽埃安联合打造的新一代 L4 级前装量产 Robotaxi 车型计划于 2025 年底交付，并将在北京、广州等地开展示范应用。2025 年 10 月 11 日，滴滴自动驾驶官方宣布完成 D 轮融资，总额为 20 亿元人民币。这笔资金将主要用于加大 AI 研发投入，推动 L4 级自动驾驶技术的应用落地。12 月 1 日，继在第十五届运动会提供自动驾驶服务后，滴滴自动驾驶宣布在广州部分示范应用区域开启全天候、全无人载客测试。即日起，用户在滴滴 App 发单，即有机会体验全车无人的自动驾驶出行服务。未来规划上，2026 年向市场投放 1000 至 2000 辆 Robotaxi 车辆，以推动规模化运营。

图 15：滴滴出行 Robotaxi 车辆



数据来源：滴滴出行，西南证券整理

图 16：滴滴出行自动驾驶打车

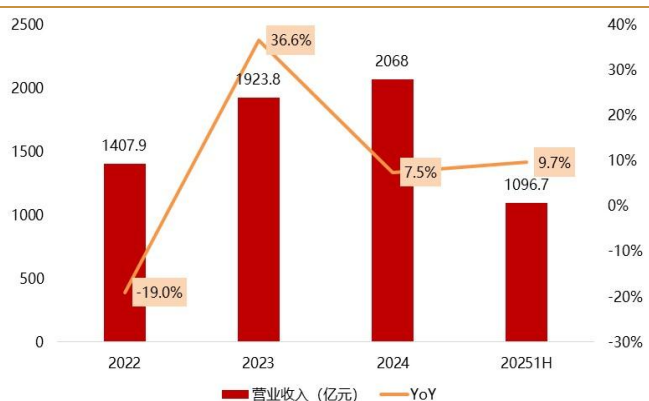


数据来源：滴滴出行，西南证券整理

营业收入于 2024 年重拾增长，国际化成效显著。滴滴营收在 2022 年经历调整后，2023 年同比大增 36.6%至 1,923.8 亿元，实现强势反弹，标志着经营全面恢复常态化。此后增长进入稳健通道，2024 年营收达 2068.0 亿元，同比增长 7.5%。根据公司 2024 年年报，这一增长主要由平台总交易额(GTV)提升驱动,其中核心的中国出行业务 GTV 同比增长 11.3%，底盘稳固；而国际业务 GTV 同比大幅增长 29.2%，成为增长的关键引擎，验证了其全球化战略的有效性。2025 年上半年营收 1096.7 亿元，同比增长 9.7%，显示增长势头得以延续。

毛利率持续改善，受益于业务结构优化与精益运营。公司毛利率在 2024 年迎来显著提升，同比增长 3.0 个百分点至 18.3%，并在 2025 年上半年进一步提升至 19.2%。这主要得益于：1) 经营效率提升：算法优化与供需预测能力的增强，持续降低了匹配成本与空驶率；2) 收入结构优化：高利润率的司机服务收入占比提升，以及国际业务等高毛利业务贡献增加，共同拉高了整体盈利水平。

图 17：滴滴出行营业收入和同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：滴滴出行毛利润和毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

归母净利润实现根本性扭转，2024 年成功扭亏为盈。公司归母净利润从 2022 年巨亏 -246.8 亿元，急速收窄至 2023 年的 -5.0 亿元，并于 2024 年成功实现净利润 12.6 亿元，归母净利润率由负转正至 0.6%。这一里程碑式的跨越，是营收恢复增长、毛利率提升与严格费用管控共同作用的结果，表明公司已从扩张调整期进入追求健康盈利的新阶段。2025 年上半年归母净利润为 -1.3 亿元，主要受对新业务（如自动驾驶）的持续战略投入及季节性因素影响，净利率（-0.1%）仍接近盈亏平衡。

偿债能力指标变化，反映战略扩张期的主动财务策略。为支持国际业务拓展、自动驾驶等新业务研发及市场竞争，公司适度增加了财务杠杆。资产负债率从 2022 年极低的 16.6% 逐步上升至 2025 年上半年的 38.1%；同时，流动比率从 2.52 下降至 1.43。这一变化表明公司为把握增长机遇，主动运用了债务工具，导致短期偿债能力有所下滑。然而，38.1% 的资产负债率在科技公司中仍属健康水平，且盈利能力的根本性改善为其债务偿付提供了坚实基础。当前的财务结构可视为在确认盈利拐点后，为中长期增长进行的、风险可控的战略性安排。

图 19：滴滴出行归母净利润和归母净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：滴滴出行偿债能力指标



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 曹操出行：吉利生态赋能的品质出行平台

公司发展历程：曹操出行由吉利控股集团于 2015 年孵化，定位为“科技重塑绿色共享出行”平台，2025 年 6 月在港股上市。截至 2024 年，其运营覆盖 136 个城市，2025 年上半年扩展至 163 个城市。2024 年平台 GTV（总交易额）达 170 亿元，市占率 5.4%，为中国第二大网约车平台。

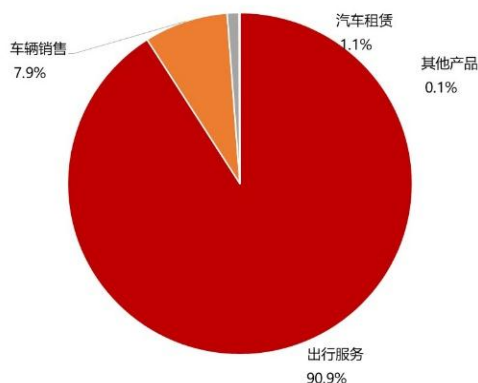
图 21：曹操出行业务模式



数据来源：曹操出行招股说明书，西南证券整理

主营业务结构：2025 年上半年，曹操出行总营收为 94.56 亿元，业务主要分为出行服务、车辆销售、车辆租赁三大板块。其中，出行服务是核心业务，2025 年上半年占比总营收 90.9%，车辆销售为 7.9% 占比第二。

图 22：曹操出行主营业务结构



数据来源：Wind，西南证券整理

曹操出行凭借吉利生态的协同优势，通过定制车在硬件的“节流”与体验的“标准化”上构建了坚实的护城河。

- **定制车成本优势：**曹操出行依托吉利生态打造的定制车（枫叶 80V、曹操 60），在成本控制上形成显著优势。根据曹操出行招股书，其定制车枫叶 80V 每公里成本为 0.53 元，曹操 60 每公里成本为 0.47 元，较行业平均水平低 33%~40%，有效降低了车辆运营的基础成本。
- **换电与维保协同：**根据曹操出行招股书，在换电网络方面，曹操出行依托吉利布局的 378 座换电站（覆盖 26 城），实现 60 秒快速换电，为司机每日节省约 1 小时时间，月均增收约 700 元；维保体系上，通过定制车与吉利生态的协同，维保成本较传统模式下降 54%，进一步优化了运营效率。
- **用户体验标准化：**定制车通过技术赋能解决了传统网约车服务非标的痛点，支持 APP 控温、音乐调节、空气净化等功能，为用户提供了统一、可预期的出行体验，显著提升了服务质量。

图 23：曹操出行定制车



数据来源：曹操出行招股说明书，西南证券整理

图 24：曹操出行应用程序 app



数据来源：曹操出行招股说明书，西南证券整理

曹操出行依托吉利控股集团生态优势，构建了“整车制造+自动驾驶+平台运营”三合一的 Robotaxi 闭环模式。其中，吉利集团负责 Robotaxi 的整车量产（如领克 Z10 改款车型），为无人车提供硬件基础；吉利旗下“千里浩瀚”技术平台提供 L4 级自动驾驶技术支持，保障智能驾驶能力；曹操出行则承担运营角色，负责无人车的实际场景落地与商业化推广。这一模式实现了从技术研发、车辆生产到市场运营的全链条协同，形成了独特的生态壁垒。在试点与合作方面，曹操出行于 2025 年 2 月率先在杭州、苏州启动 Robotaxi 试运营，探索无人车在城市复杂路况下的实际应用；据招股书披露，未来规划上，公司计划于 2026 年推出专为 L4 级自动驾驶设计的完全定制车型，实现规模化无人运营，进一步推动 Robotaxi 商业化进程。

图 25：曹操出行 Robotaxi



数据来源：曹操出行，西南证券整理

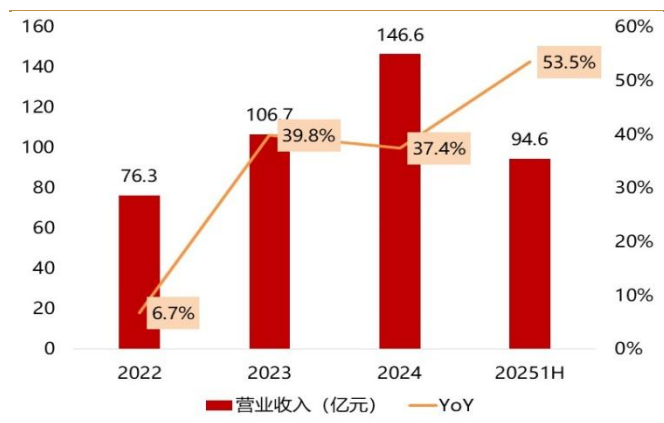
图 26：曹操出行 Robotaxi 全要素



数据来源：曹操出行，西南证券整理

营业收入增长提速，盈利能力步入改善通道。公司营业收入从 2022 年的 76.3 亿元增长至 2024 年的 146.6 亿元，呈稳健增长趋势。关键的转折点在 2025 年上半年，营收同比大幅增长 53.5%至 94.6 亿元，增速远超前期。这一加速主要得益于服务网络快速扩张：至 2025 年上半年，其服务城市已拓展至 163 个，市场覆盖广度显著增加。公司的毛利率在 2023 年成功转正，并从 2022 年的 -4.4%持续攀升至 2025 年上半年的 8.4%。这一根本性改善主要源于：1) 定制车生态的成本优势：如前所述，定制车（如曹操 60）每公里成本较行业低 33%-40%，以及换电网络（60 秒换电）和协同维保体系带来的效率提升，直接压低了核心运营成本。

图 27：曹操出行营业收入和同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 28：曹操出行毛利润和毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

亏损持续收窄，财务结构在 2025H1 显著优化。归母净亏损从 2022 年的 19.7 亿元收窄至 2025 年上半年的 4.9 亿元；对应的归母净利率从 2021 年的 -41.3% 大幅改善至 2025 年上半年的 -5.2%。亏损大幅收窄是上述营收高增长与毛利率持续提升共同作用下的直接结果。这标志着公司从单纯追求规模扩张，进入追求高质量增长和盈利平衡的新阶段，盈利拐点已然在望。

2022 年至 2024 年，公司资产负债率从 213.5% 升至 276.7%，流动比率从 0.25 降至 0.16，反映出在业务扩张期，公司对债务融资依赖度较高，短期偿债压力有所加大。然而，2025 年上半年情况发生根本性扭转：资产负债率大幅下降 112.4 个百分点至 164.3%，流动比率从 0.16 跃升至 0.43。这一剧烈改善并非来自经营现金流，而主要归因于 2025 年完成的 D 轮融资。该轮融资补充了约 20 亿元权益资本，直接增加了净资产、降低了负债率，并充实了现金储备，从而极大地优化了资本结构，增强了财务安全垫和未来发展的弹性。

图 29：曹操出行归母净利润和归母净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 30：曹操出行偿债能力指标



数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 嘀嗒出行：轻资产顺风车平台引领者

公司发展历程：嘀嗒出行（股票代码：2559.HK）是中国领先的共享出行平台，成立于 2014 年，前身为“嘀嗒拼车”。公司以顺风车业务起家，致力于通过共享私家车闲置座位优化交通运力。2020 年，嘀嗒出行战略拓展至智慧出租车业务，推动传统出租车行业数字化升级。2024 年 6 月 28 日，公司正式在香港联交所主板上市，成为“共享出行第一股”。截至 2025 年中报，嘀嗒出行业务覆盖全国 366 个城市，注册用户超 3.95 亿，认证顺风车车主达 1,990 万名。公司秉持轻资产平台模式，不拥有或租赁车辆，仅通过 App 和小程序撮合车主与乘客，收取服务费。其业务模式高度契合 ESG 趋势，以“不增加车辆、不添堵”为核心理念，通过共享出行缓解交通压力，政策友好性强。

图 31：嘀嗒出行业务模式



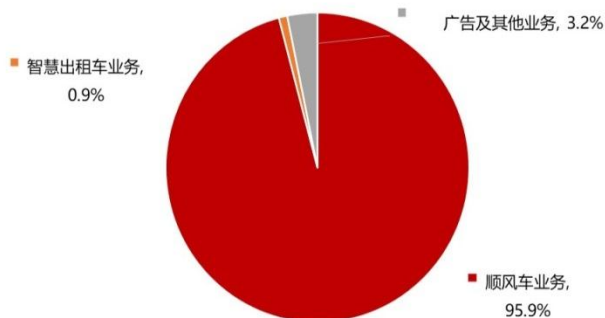
(1) 包括嘀嗒出行微信小程序。

数据来源：嘀嗒出行招股说明书，西南证券整理

主营业务：嘀嗒出行业务结构以“顺风车平台服务+智慧出租车服务+车生态服务”三轮驱动，2025 年上半年各业务收入占比分别为 95.9%、3.2%和 0.9%：

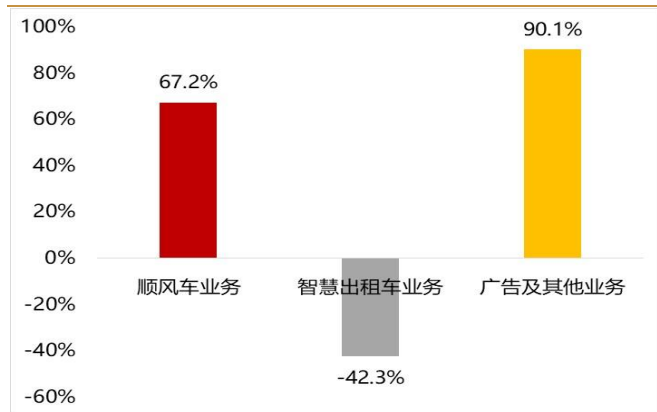
- **顺风车平台服务：**核心业务，通过撮合私家车主与乘客收取订单价 8%-10%的服务费。2025 年上半年完成订单 4320 万单，交易额 26.1 亿元。该业务采用纯 C2C 轻资产模式，无需承担车辆成本，毛利率长期维持在 60%以上（2025H1 为 67.2%）。
- **智慧出租车服务：**聚焦出租车行业数字化升级，通过“智慧码+云平台”实现扬招与网约一体化。截至 2025 年 6 月，已覆盖 97 个城市，与 71 个城市签订战略合作协议。该业务目前以网约出租车为主，扬招数字化部分尚未贡献显著收入。
- **广告及车生态服务：**包括移动端广告位租赁和车主生态变现（如维修保养、保险、二手车交易）。2025 年公司战略投资优信二手车（持股 2.5%），计划通过 3000 万车主资源切入二手车市场，预计年均潜在线索 700 万+，贡献年收入 2-4 亿元。

图 32：公司 2025H1 主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

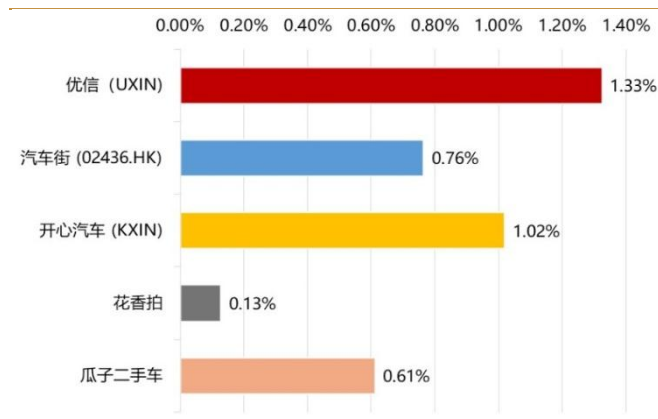
图 33：公司 2025H1 主营业务毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

合作优信，开辟收入第二增长曲线。 嘀嗒出行于 2024 年 9 月 12 日首次公告其间接全资附属公司拼途北京将认购优信有限公司（UXIN）股份，于 2025 年 4 月 9 日通过拼途北京完成认购优信有限公司（UXIN）约 15.44 亿股 A 类普通股，交易总额为 750 万美元。此次投资使嘀嗒出行持有优信经扩大已发行股本总额的约 2.5%。此次合作的核心模式在于资源互补与生态协同。根据嘀嗒出行 2025 年半年报，嘀嗒出行平台拥有庞大的用户基础，截至 2025 年 6 月 30 日，其注册用户已达 3.95 亿，认证私家车主超过 1990 万名。这些高频用车的私家车主，天然的是二手车交易的潜在卖家和买家。嘀嗒出行可以将其平台上的海量车主资源转化为精准的二手车交易线索提供给优信，从中收取服务费。优信则利用其线上平台和线下仓储式超级卖场（已在西安、合肥、郑州布局）为这些车主提供二手车交易及相关的车辆维修保养等售后服务。这种合作有望为嘀嗒出行开辟新的服务费收入来源，同时为优信带来急需的资金和优质车源线索，助力其业务发展。

图 34：2024 年二手车市场 CR5 占比（按照交易量估计）



数据来源：汽车街，优信，开心汽车，西南证券整理

图 35：嘀嗒出行间接认购优信股份

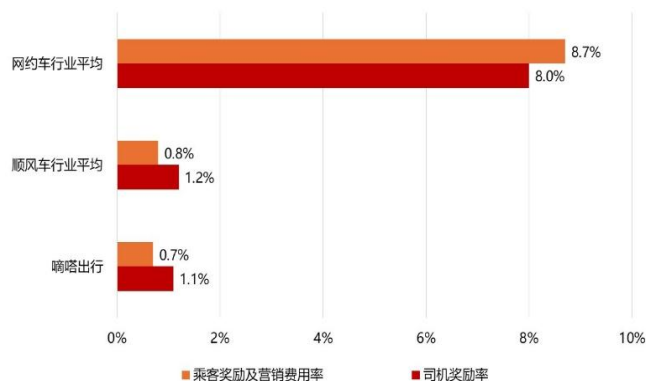


数据来源：嘀嗒出行公告，西南证券整理

轻资产模式带来持续高盈利能力。 嘀嗒出行顺风车业务毛利率显著高于网约车同行。2025年上半年，其顺风车毛利率达 67.2%，而曹操出行和滴滴同期毛利率仅为 8.4% 和 19.2%。核心原因在于：

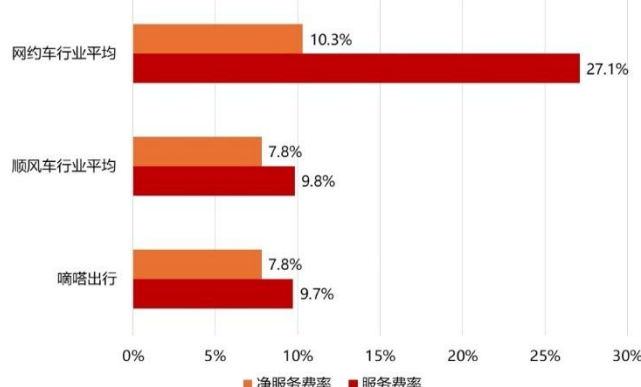
- **轻资产负担：** 纯撮合模式不涉及车辆购置或司机管理成本，而滴滴、曹操需承担重资产运营压力。
- **补贴依赖度极低：** 2023 年嘀嗒顺风车补贴占交易总额比例仅 1.8%，远低于网约车行业平均 16.7% 的水平。这使得嘀嗒在行业价格战中保持盈利韧性，连续 5 年实现盈利。

图 36：2023 年嘀嗒出行总补贴比例低于同行



数据来源：嘀嗒出行招股说明书，西南证券整理

图 37：2023 年嘀嗒出行与行业平均净服务费率基本持平

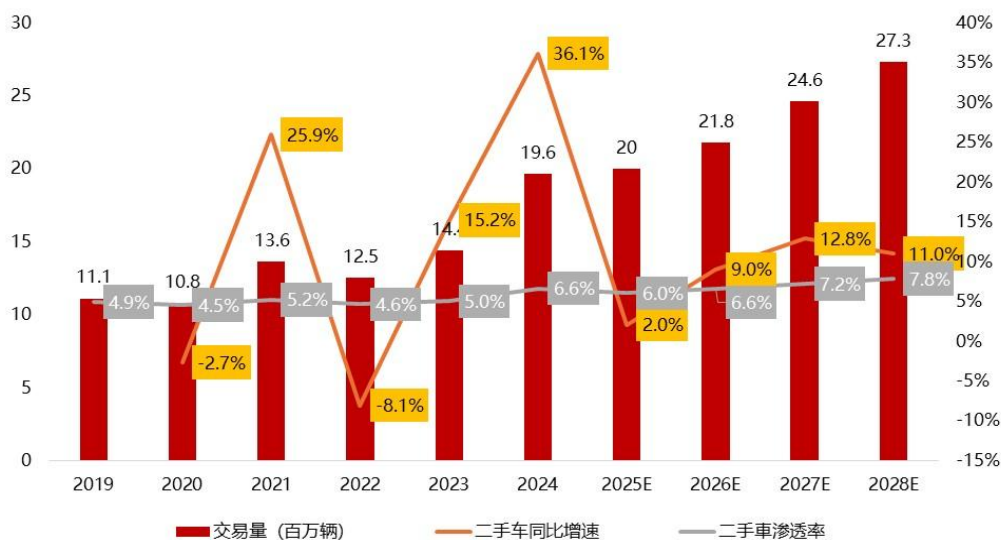


数据来源：嘀嗒出行招股说明书，西南证券整理

差异化赛道卡位与生态变现潜力：

- **扬招数字化蓝海市场：**嘀嗒避开网约车红海竞争，切入扬招出租车数字化赛道（占出租车订单 88.9%）。通过“智慧码”工具将传统扬招升级为可记录、可评价的服务，与 71 个城市战略合作，构建政策与地域壁垒。
- **车主生态协同：**依托 1990 万车主资源，与优信合作开拓二手车线索服务。对比滴滴的聚合模式，嘀嗒更注重垂直生态闭环，潜在年收入规模达 2-4 亿元。

图 38：二手车交易量及同比增速和二手车渗透率

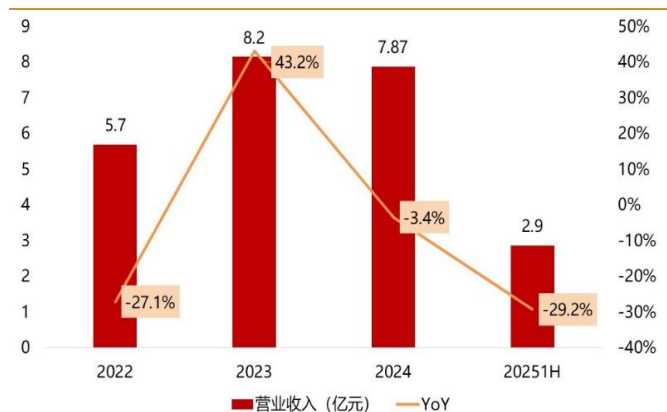


数据来源：汽车街聆讯后资料集，西南证券整理

营业收入波动较大，对顺风车单一业务的依赖度较高。2022 年收入 5.7 亿元，2023 年恢复至 8.2 亿元（+43.2%），受益于顺风车行业复苏。2025 年上半年，营业收入承压明显，录得 2.9 亿元（同比-29.2%），因网约车价格战冲击顺风车需求，且智慧出租车业务处于转型期。

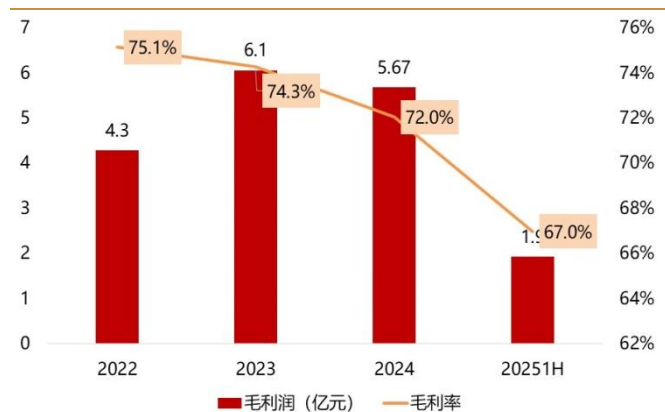
受益于轻资产模式，综合毛利率保持高位。2022 年达 75.1%，2024 年降至 72.0%（受聚合平台佣金成本增加影响），2025H1 为 67.0%。主要系：1）顺风车业务毛利率稳定在 67.2%；2）智慧出租车业务因转型期毛利率为负（2025H1：-42.3%）；3）广告业务毛利率超 90% 形成支撑。

图 39：嘀嗒出行营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 40：嘀嗒出行毛利润和毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

嘀嗒出行归母净利润及净利率呈现显著波动。2022 年公司录得归母净利润-1.9 亿元，净利率-33.0%，主要受业务扩张投入加大及市场竞争加剧影响。2023 年快速扭亏为盈，实现归母净利润 3.0 亿元，归母净利率大幅提升至 36.9%，得益于顺风车业务优化带来的毛利率改善和费用控制见效。2024 年净利润跃升至 10.0 亿元，净利率达 127.6% 的高位，主要由于优先股公允价值变动收益等非经常性因素驱动。从 2022 年到 2025 年上半年，嘀嗒出行的资产负债率从极高的 394.9% 大幅降至 29.2%，标志着公司从有偿债压力转向财务结构稳健。同时，其流动比率从 0.23 显著提升至 3.19，短期偿债能力从存在风险转为非常充裕。

图 41：嘀嗒出行归母净利润和归母净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 42：嘀嗒出行偿债能力



数据来源：Wind，西南证券整理

3 行业估值和盈利预测

基于财务数据与市场定位，三家公司呈现差异化发展路径：滴滴出行作为行业龙头，盈利增长强劲且明确，市场（Wind）预计 2027 年归母净利润将达 74.2 亿元，规模与盈利能力持续验证，是行业稳定性的代表；曹操出行虽暂处亏损，但市场预期其将于 2027 年扭亏为盈，呈现出清晰的“困境反转”逻辑，具备较高成长弹性；嘀嗒出行虽未披露具体利润数据，但作为顺风车细分领域的深耕者，其市值相对较小，在共享出行生态中发挥着独特的补位作用，若未来在合规与效率上取得突破，亦具备价值重估的空间。三者共同勾勒出共享出行市场多元而分层的竞争图景。

表 4：重点关注公司

股票代码	公司	现价 (当地货币)	市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			市盈率			PEG
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2026E
DIDIY.OO	滴滴出行	5.51	1,824	237	5,761	7,415	769.6	31.7	24.6	0.01
2643.HK	曹操出行	26.95	147	-939	-347	480	-15.6	-42.3	30.6	0.67
平均							377.0	-5.3	27.6	0.34
2559.HK	嘀嗒出行	2.07	21	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

数据来源：Wind，数据截至 2025 年 12 月 29 日，西南证券整理

4 风险提示

- 宏观经济风险：**若宏观经济下行加剧价格战，顺风车/网约车等业务盈利能力将持续承压。
- 政策与合规风险：**自动驾驶行业政策不及预期，网约车、顺风车行业监管收紧等风险，可能增加合规成本。
- 行业竞争风险：**共享出行行业持续内卷，将直接影响行业内各类企业盈利。

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn