

共享出行：龙头领衔，重回稳健增长

华泰研究

2024 年 4 月 10 日 | 美国

专题研究

互联网

增持（维持）

研究员	夏路路
SAC No. S0570523100002	xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154	+(852) 3658 6000
研究员	苏燕妮
SAC No. S0570523050002	suyanni@htsc.com
SFC No. BTT483	+(86) 755 8249 2388

共享出行：供给充足需求刚性行业重回增长，一超多强格局有望延续

网约车通过平台经济解决了传统出租车存在的打车贵/难的痛点，并通过用户习惯线上迁移挖掘潜在需求，在出租车运力供需失衡背景下实现运力补充；根据国家信息中心数据，16-22 年网约车客运量占比从 17% 上升至 41%，已稳定占据本地出行市场半壁江山。2023 年是共享出行复苏元年，一扫过去三年外部环境影响，共享出行行业有望重回增长轨道。主因供给运力充足：4Q21-4Q23 网约车驾驶员证及运输证累计量同比增速均维持在 30% 较高水平且灵活用工日益活跃。需求存在刚性：20-22 年疫情期间用户规模仍维持在 4 亿人次，且使用率（使用人数/注册用户数）维持在 40% 以上，使用习惯相对刚性，23H1 用户规模重回增长，较 19H1 增长 17% 达 4.7 亿人。

行业增长：我们认为未来行业的主要增长源于高线城市用户频次和低线城市渗透率的提升。1) **用户规模：**低线城市网约车渗透率与互联网覆盖程度存在错配，融合线下扬招出租车发展以及消费需求的自然增长有望带来规模提升。2) **用户频次：**高线市场用户商旅和上下班出行为主要需求，而商旅具备时效性要求同时对价格敏感度更低，根据艾瑞咨询数据，预计 22-26 年商旅市场规模实现 CAGR+10.7% 增长，有望带动用户频次同步上升。3) **客单价：**根据国家信息中心数据，06-21 年出租车均价 CAGR 为 1.2%，预计在市场竞争和出租车锚定双重约束下将保持该稳健增速。

竞争格局：2018-3Q23 滴滴龙头位置稳健，主要受益于：1) **用户端：**下架期间 MAU 仍与其余平台存在数量级差距，高活跃度体现较高用户粘性；2) **司机端：**根据交通部披露，截至 2024 年 2 月累计发放网约车司机驾照 671.3 万份，较 2023 年同比增长 29.7%，公司当前运力供给充沛；3) **行业竞争：**21 年 7 月滴滴下架后市场融资竞争加剧但效果未达预期，22 年直接融资额同比下降 95% 至 23 亿元，我们预计当前格局有望延续。**商业模式：**滴滴为代表的自营为当前主要方式，根据交通运输部数据，高德地图为首的聚合平台占比已接近 30% 水平，但我们认为长期视角下自营合规运力仍为竞争核心。

滴滴：扎根中国市场面向全球，聚焦主业实现大幅减亏

滴滴深耕共享出行行业十余年，根据公司财报数据，其中中国业务长期贡献 90% 以上营收，国际业务在 18-22 年实现 CAGR+94% 的较高增长。22 年以来公司开始聚焦本地出行主业，23 年起大幅减亏；其中中国业务实现扭亏为盈，分季度 EBITA/GTV 达 1.8%/2.1%/2.0%/1.9%；海外业务接近盈亏平衡。

中国市场：我们认为行业所具备的三方面特征有利于龙头盈利改善：1) 乘客端补贴下探，23 年补贴下滑后单量呈现低敏感性；2) 电车普及后带来更低司机运营成本；3) 龙头地位下规模效应的持续显现。**国际业务：**滴滴早期通过投资布局海外，18 年收购 99 Taxis 开始直营巴西市场，凭借低价策略当前在拉美市场已和 Uber 平分秋色。22 年起公司开始聚焦核心拉美市场，同年国际业务订单量/ GTV 同比+6.5%/+32%，客单价提升显著，整体已接近盈亏平衡。

风险提示：消费复苏不及预期；共享出行需求走弱；robotaxi 商业化进度缓慢；网约车行业政策监管趋严；本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

共享出行：龙头领衔行业再出发，重回稳健增长轨道	4
网约车市场：以共享方式挖掘潜在需求，解决传统扬招打车难/贵痛点	4
供需结构：供给长期充足需求迎来修复，行业有望重回增长轨道	5
供给端：宏观经济冲击下零工经济活跃，规范运力供给持续稳健增长	5
需求端：23 年迎来强劲复苏，行业展现需求刚性特征	6
市场增量：高线城市用户频次和低线城市的渗透率为增长驱动力	6
用户数量：低线城市网约车渗透率较低，用户规模存在提升空间	7
用户频次：商旅规模 2022-2026 年预计实现 CAGR+10.7%，需求增长驱动用户频次提升	8
单均价：市场化竞争和出租车锚定为双重约束，06-21 年出租车均价实现 1%左右复合增长	8
竞争格局：头部平台双边效应优势显著	9
政策影响：严控高抽成、禁止低价竞争，行业进入良性竞争阶段	9
竞争格局：滴滴充分发挥供需侧双边效应，全球网约车市场龙头地位稳固	9
商业模式：自营为平台主要经营方式，聚合模式起量迅速	12
滴滴：共享出行龙头企业，扎根中国面向全球	14
发展历程：深耕本地出行十余年，业务覆盖海内外市场	14
股权结构&管理层：知名机构持股，管理层经验丰富	15
公司业务：中国出行业务为核心，国际业务线持续推进	15
财务状况：收入恢复增长，利润持续改善	16
经营数据：中国出行业务稳定恢复，国际业务延续高增长	17
中国出行业务：先发优势带来规模效应壁垒，加持下单量增长&成本改善	18
UE 模型：司机收入和分成占据 80%成本，2023 年 EBITA/GTV 约为 2.0%	19
行业特征：乘客端与司机端的补贴费率仍有下探空间，单量增长下规模效应持续显现	20
未来趋势：robotaxi（自动驾驶）成为最大变量	20
国际化：聚焦拉美市场，营收高增长	21
业务布局：聚焦网约车主业，核心布局拉美市场	21
市场竞争：聚焦拉美核心市场，早期以低价补贴进攻实现与 Uber 平分秋色	22
风险提示	22

图表目录

图表 1：中国城市出租车数量	4
图表 2：北京、上海出租车数量	4
图表 3：网约车和传统出租车对比	5
图表 4：出租车客运量、网约车客运量	5
图表 5：中国网约车及出租车客运量占比	5
图表 6：中国网约车平台企业经营许可数量及同比增速	6
图表 7：中国网约车驾驶员证、网约车运输证及同比增速	6
图表 8：中国网约车订单量及同比增速	6
图表 9：中国网约车用户规模及使用率	6

图表 10: 2016-2022 年中国共享出行行业市场规模及增速	7
图表 11: 网约车 APP 用户城市等级分布	7
图表 12: 2018-2026E 中国商旅消费支出及同比增速	8
图表 13: 2018-2023 滴滴单均价变动	8
图表 14: 2023 年全国主要城市网约车政策盘点	9
图表 15: 2023 年 3 月重点网约车企业订单情况	10
图表 16: 2018 年 1 月-2023 年 12 月各网约车 APP 月活跃用户量	10
图表 17: 2018 年 1 月-2023 年 12 月各网约车 APP 月下载用户量	10
图表 18: 用户选择滴滴最看重的要素	11
图表 19: 各网约车平台安全性用户评价	11
图表 20: 2016-2022 年中国共享出行行业直接融资规模及增速	11
图表 21: 2023 年全球共享出行企业经营及估值情况	12
图表 22: 网约车主要商业模式对比	12
图表 23: 高德打车聚合模式	13
图表 24: 自营平台和聚合平台的订单量占比	13
图表 25: 2023 年 12 月网约车订单合规率	13
图表 26: 滴滴出行发展历程	15
图表 27: 滴滴股权结构 (截至 2023 年 9 月 8 日)	15
图表 28: 滴滴业务分类	16
图表 29: 滴滴网约车价格排序	16
图表 30: 2018-2023 年滴滴收入结构	16
图表 31: 2018-2023 年滴滴分业务收入及同比增速	16
图表 32: 2018-2023 年滴滴经调整 EBITA 及 EBITA margin	17
图表 33: 2018-2023 年分业务经调整 EBITA 及 EBITA margin	17
图表 34: 2018-2023 年滴滴营业收入、营业成本及毛利率	17
图表 35: 2018-2023 年滴滴运营费用率、销售费用率、研发费用率	17
图表 36: 2018-2023 滴滴 GTV 及同比增速	18
图表 37: 2018-2023 年滴滴订单量及同比增速	18
图表 38: 2018-2023 年滴滴单均价	18
图表 39: 滴滴平台的飞轮效应	18
图表 40: 网约车行业的五力模型分析	19
图表 41: 中国出行业务收入核算方式	19
图表 42: 2020 年滴滴中国出行业务 GTV 拆分	20
图表 43: 普通燃油汽车与新能源网约车成本对比	20
图表 44: 滴滴自动驾驶融资历程	21
图表 45: 中国及全球 L2-L3 车辆及 L4-L5 车辆渗透率	21
图表 46: 中国及全球 Robotaxi 市场规模	21
图表 47: 滴滴国际业务 APP 示意图	21
图表 48: 滴滴国际业务投资情况	22
图表 49: 巴西 99Taxi 和 Uber 的平均乘车价格及折扣	22
图表 50: 墨西哥滴滴和 Uber 的平均乘车价格及折扣	22

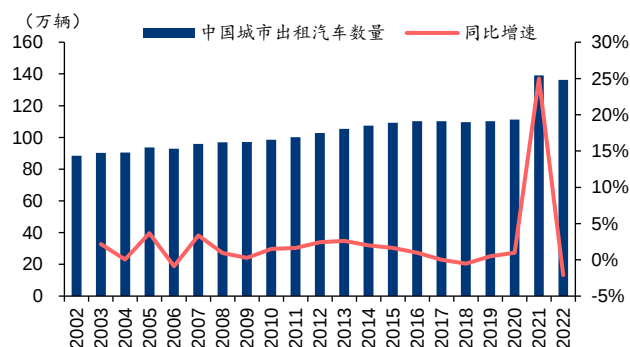
共享出行：龙头领衔行业再出发，重回稳健增长轨道

网约车市场：以共享方式挖掘潜在需求，解决传统扬招打车难/贵痛点

网约车直击打车难/贵问题，挖掘潜在市场需求引发交通出行领域变革。在共享出行兴起之前，传统出租车行业的牌照管制使得大城市出租车数量的增长与乘客需求的快速增长难以匹配，供需失衡带来“打车难”问题的同时，也导致服务质量有所降低以及“打车贵”的问题。如 2005 年-2015 年，北京市常住人口从 1538 万增加至 2170.5 万，年复合增长率约为 4%；而相应的出租车供给量仅从 6.6 万辆增加至 6.8 万辆，年复合增长率仅为 0.3%。常年的需求缺口与痛点，结合互联网、移动支付的不断完善，共享网约车的出行方式应运而生，带动交通出行领域新变革。

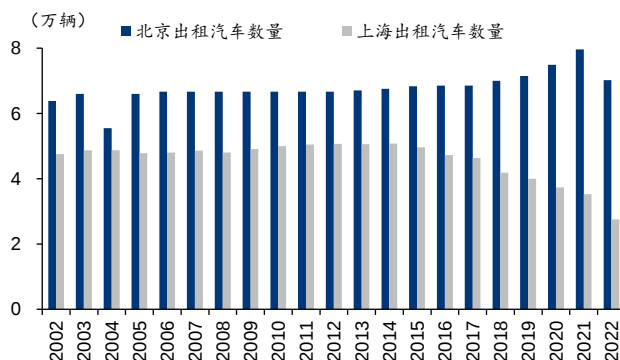
打车难/贵反映客观运力不足，出租车存在数量提升较缓、人均保有率较低问题。从全国来看，出租车从 2002 年的 88.4 万辆到 2022 年的 136.2 万辆，复合增速仅为 2.2%。从人均保有量来看，2016 年一线城市北上广深的人均出租车数量分别为 31.7/20.3/16/14.2 辆/万人，而纽约、伦敦、巴黎、东京则为 78.5/82.3/38.4/75.8 辆/万人，人均出行供给存在明显缺口。国营出租车往往成本较高，同时尚不健全的投诉机制导致大城市打车难、打车贵的问题被广泛讨论之余，也反映了本地出行对于运力的客观需求尚未完全满足。网约车的出现将大量社会私人车辆以个人形式合规地接入平台，改变原有的供需关系同时提供有效运力补充。

图表1：中国城市出租车数量



资料来源：国家统计局、华泰研究

图表2：北京、上海出租车数量



资料来源：国家统计局、华泰研究

共享出行方式直击传统出租车行业打车难/贵问题，改善传统出行体验的同时挖掘潜在市场需求。

- **打车更便捷：**网约车具备更高的成功率和更短的等待时间。据 PWC 咨询统计数据，传统出租车的叫车成功率约为 60%，路边扬招平均等待时间为 10 分钟，而网约车如滴滴出行的成功率达到 90%，平均等待时间仅为 5 分钟，且可在室内而无需路边等候。
- **打车更便宜：**网约车具备更低运营成本。网约车以平台撮合运力和需求为主要模式。此外，部分司机以租赁方式加入平台，车辆维保、折旧等负担侧面由汽车租赁公司和司机承担，平台运营成本费用组成相对精简，以争取在用户端取得价格优势。
- **互联网普及带动生活场景线上化，挖掘年轻一代潜在打车需求。**互联网普及度尚不高时，线下扬招出租车是出行的方式之一。而随着互联网渗透率提升带动生活场景的线上化，网约车也将年轻一代的本地打车习惯进行了线上迁移，线上化的便捷、便宜特点使得更多的打车需求被挖掘，同时用户心智较线下扬招得到更好的培养。

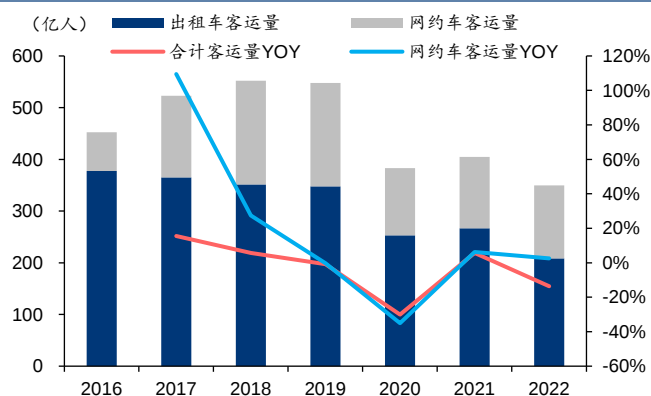
图表3：网约车和传统出租车对比

	网约车	传统出租车
商业模式	2C、B2C 或 B2B2C 等，得益于平台提供的支持，更容易实现规模效应	B2C 为主，公司取得出租车经营权后购买车辆并雇佣驾驶员或将经营权承包给驾驶员，车辆准入数量受到严格管控
接客形式	通过平台接单，到达乘客的上车点接乘客再送达目的地	以巡游扬招接客为主
持证要求	《网络预约出租汽车驾驶员证》 《网络预约出租汽车运输证》	《巡游出租汽车驾驶员证》
定价策略	不同产品价格不一，平台补贴	相对网约车价格较高
空驶率	低	高
安全性	平台背书、技术赋能，提高安全保障力度	大部分由政府管控运营，地方区域仍有“黑车”出现

资料来源：PWC 咨询，华泰研究

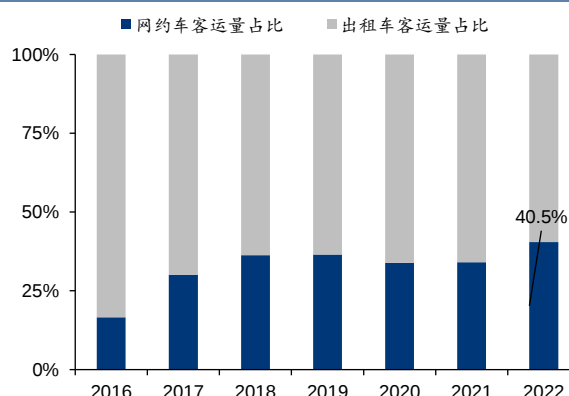
出租车和网约车客运量增长趋于稳定，网约车占比已保持在 40% 水平。本地出行出租车和网约车的合计客运量从 2016 年的 452.5 亿人次上升到 2019 年的 547.9 亿人次，其中网约车客运量的增速在 2017 和 2018 年大幅超过合计增速，主因 2015 年网约车市场完成整合后，行业规模受益于低基数开始加速扩张。从网约车占比来看，从 2016 年 16.6% 提升至 2022 年 40.5%，客运量达到 141.7 亿人次成功占据重要份额，且已趋于稳定态势。

图表4：出租车客运量、网约车客运量



资料来源：交通运输部、网约车监管信息交互平台、华泰研究

图表5：中国网约车及出租车客运量占比



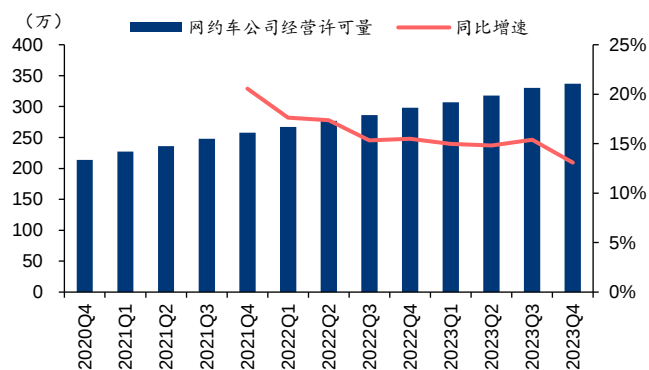
资料来源：国家信息中心、华泰研究

供需结构：供给长期充足需求迎来修复，行业有望重回增长轨道

供给端：宏观经济冲击下零工经济活跃，规范运力供给持续稳健增长

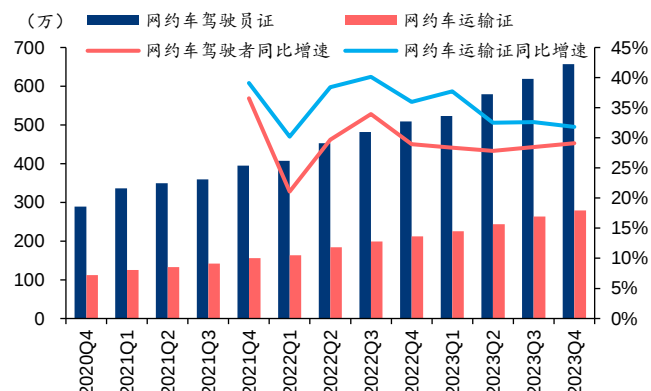
4Q20-4Q23 期间网约车企业数量不断增加，合规驾驶员运力日益规范。根据网约车监管信息交互平台数据，4Q20-4Q23 期间全国共有 337 家网约车企业取得经营许可，受高基数影响，4Q21-4Q23 同比增速从 17.6% 下降至 13.1%，运营机构增长放缓意味着网约车公司有望进入供给改善阶段。但从驾驶员数量来看，截至 4Q23 全国各地共发放网约车驾驶员证 657.2 万本，全国各地共发放网约车运输证 279.2 万本，同比增速均维持在 30% 的较高水平，反映行业合规运力数量持续提升供给充足，同时考虑阶段性灵活用工充裕的现实环境。

图表6：中国网约车平台企业经营许可数量及同比增速



资料来源：网约车监管信息交互平台、华泰研究

图表7：中国网约车驾驶员证、网约车运输证及同比增速

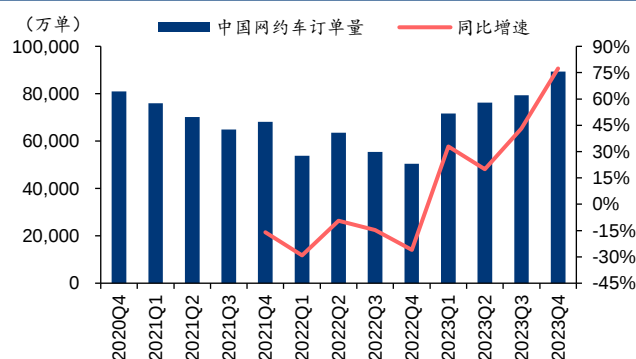


资料来源：网约车监管信息交互平台、华泰研究

需求端：23 年迎来强劲复苏，行业展现需求刚性特征

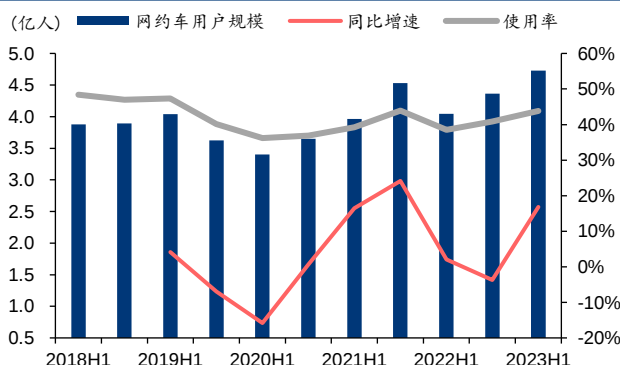
23 年来网约车需求迎来快速增长，且规模较疫情前略有增加。20-22 年，受限于出行场景限制，订单量出现负增长，2023 年 1 月起随线下出行场景陆续恢复，网约车订单量开始恢复增长，2023 年 12 月订单量为 8.94 亿单，同比增长 77%。用户数方面，23H1 中国网约车用户规模为 4.7 亿人同比增长 16.8%，较 19H1 增长 17%；即便在 20-22 年使用率仍然维持在 40% 以上水平，网约车需求刚性特征显现。

图表8：中国网约车订单量及同比增速



资料来源：网约车监管信息交互平台、华泰研究

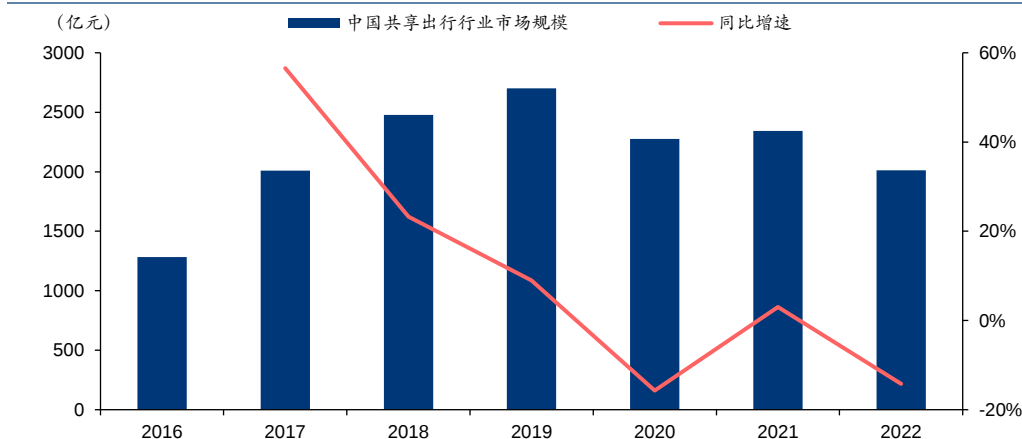
图表9：中国网约车用户规模及使用率



资料来源：CNNIC、华泰研究

市场增量：高线城市用户频次和低线城市的渗透率为增长驱动力

23 年起出行行业持续复苏，市场规模有望恢复增长态势。根据国家信息中心数据，2016-2019 年中国共享出行行业（包括网约车、顺风车、线上出租车等）市场规模实现了 CAGR+28.1% 的快速增长。过去三年受外部环境影响，出行场景受限，行业规模增速首次出现-15.7% 的增长，此后 2020-2022 年 CAGR 为-6.0%。而随着 2023 年出行复苏，共享出行行业市场规模有望重现增长实现超疫情前水平。根据行业规模=客单价 x 用户规模 x 用户频次，我们将行业增长的驱动因素拆分为三个部分进行分析。

图表10：2016-2022 年中国共享出行行业市场规模及增速


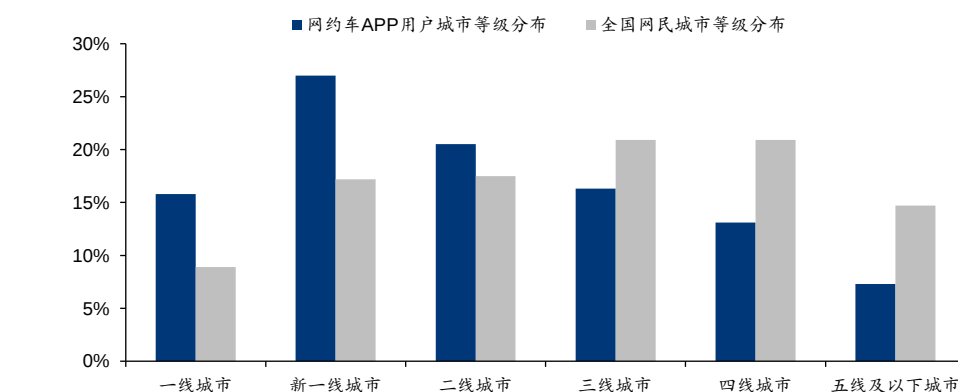
资料来源：国家信息中心、华泰研究

用户数量：低线城市网约车渗透率较低，用户规模存在提升空间

网约车在一二线城市渗透率显著高于三线及以下城市。据极光大数据的统计，网约车 APP 用户数在一线、新一线、二线城市常驻居民合计占比为 63.3%，而全国网民城市对应的占比为 43.6%。三线及以下城市目前网约车渗透率较低，影响因素包括经济水平、人口流动性、消费能力、公共交通等。鉴于三线及以下城市中，超过百万人口的城市仍有数百个，城市所存在的出行需求体验未被满足和出租车空驶低效等问题，使得网约车渗透率有逐步提升的空间。但从互联网普及度来看，低线城市具备较好的渗透条件。

此外，三线及以下的城市渗透率提升更多的将来源于融合出租车共同发展以及消费需求的自然增长。

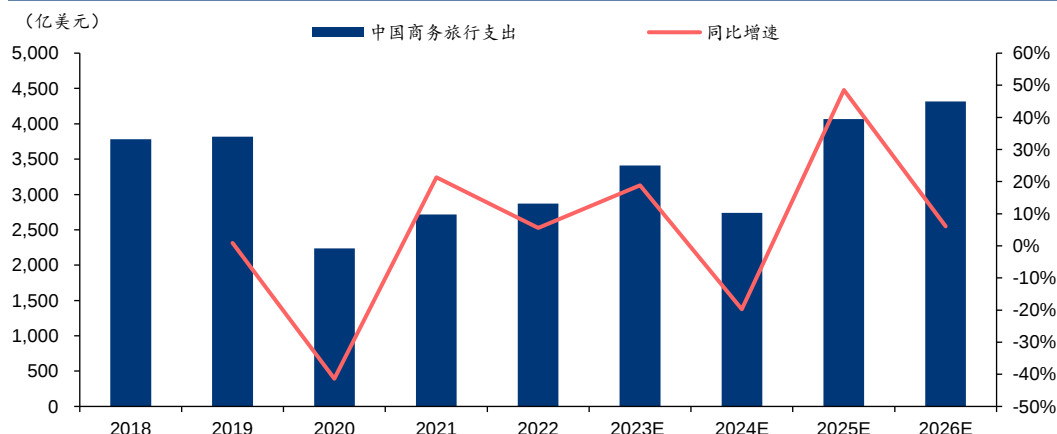
- **地区面积扩张与经济发展带动用户心智提升：**随着撤县设区等城市合并带来的面积扩张和经济发展，更多的共享经济接触机会有望培养城市居民的网约车用户心智；
- **提升出租车的线上化：**为了方便居民出行需求，地方政府也选择了融合出租车和网约车共同发展，如山东省东营市政府在 2023 年 5 月宣布正式上线网约车服务，下沉打车出行市场格局有望持续改善。

图表11：网约车 APP 用户城市等级分布


资料来源：极光大数据、华泰研究

用户频次：商旅规模 2022-2026 年预计实现 CAGR+10.7%，需求增长驱动用户频次提升
 高线城市用户打车频率更高，商旅需求释放有望驱动频次提升。据 2030 出行实验室调研，2021 年一线城市受访者中几乎每天使用网约车的用户占比达到 17.7%，三线及以下城市仅有 4.2%；一线城市几乎不用网约车的用户占比为 5.8%，而三线及以下城市占比高达 25.6%。低线城市用户频次较低主因使用场景有限且短期难以改变，因此我们认为用户频次的提振仍将以高线城市为主，其中高频场景（日常上下班）覆盖的用户范围更广，低频场景（商旅出行等）更加多元化。根据艾瑞咨询数据，2022 年中国商旅支出为 2869 亿美元，预计 2026 年将增长至 4316 亿美元，我们认为商旅的出行具备时效性要求同时对价格敏感度有所降低，也是未来驱动高线城市共享出行场景多元化的重要因素之一。

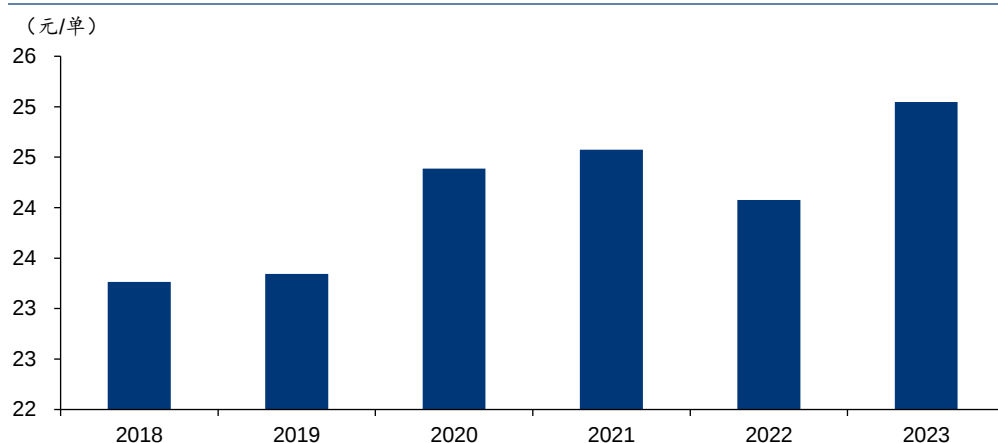
图表12：2018-2026E 中国商旅消费支出及同比增速



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

单均价：市场化竞争和出租车锚定为双重约束，06-21 年出租车均价实现 1%左右复合增长
单均价：单均里程和单公里定价共同决定。网约车平台可以通过调整产品结构、调整产品定价、单均里程自然提升的方式带来单均价的提升。以滴滴为例，2018-2023，滴滴中国出行业务的单均价（GTV/单量）从 23.3 元上涨到 25.0 元，CAGR+1.39%，主要为出行里程的自然增长。

图表13：2018-2023 滴滴单均价变动



资料来源：公司年报、华泰研究

竞争格局：头部平台双边效应优势显著

政策影响：严控高抽成、禁止低价竞争，行业进入良性竞争阶段

上海市交通委在 2016 年合法化认可网约车行业。2016 年 7 月 28 日交通运输部出台《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》，对网约车的合法地位予以明确，承认了私家车接入网约车平台提供出租车服务的合法性，并且对网约车的车辆、驾驶员的资质做出规定。

规定包括：

- 1) 对于网约车驾驶员的条件，城市人民政府可以规定其他条件；
- 2) 网约车车辆的具体标准和营运要求，由相应的出租汽车行政主管部门结合本地实际情况确定；
- 3) 网约车运价实行市场调节价，城市人民政府认为有必要实行政府指导价的除外；
- 4) 城市人民政府对网约车发放《网络预约出租汽车运输证》可以另有规定。

各地政府不断加强对网约车平台企业经营的规范力度，限制平台过高抽成比例、禁止低价竞争。2023 年 4 月，交通运输部印发《2023 年推动交通运输新业态平台企业降低过高抽成工作方案》，要求保障网约车从业人员合理劳动报酬水平，推动主要网约车和道路货运新业态平台公司降低平台过高的抽成比例或者会员费上限，明确了网约车各主要平台公司的抽成比例上限 18%-30% 之间。

图表 14：2023 年全国主要城市网约车政策盘点

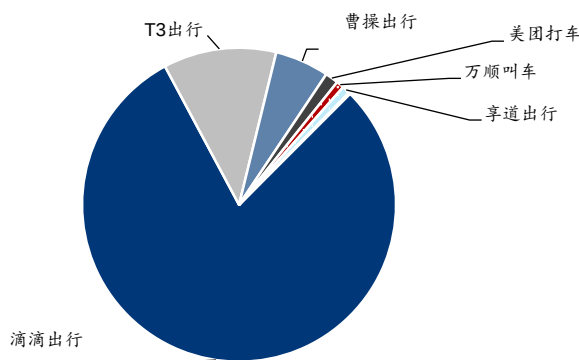
时间	部门	文件	相关规定
3 月 15 日	南京市交通运输局	《南京网约车行业自律公约》	南京各网约车平台将统一司机准入条件，对于存在严重、多次不良服务记录的司机，或统一纳入行业“黑名单”
4 月 16 日	交通运输部	《2023 年推动交通运输新业态平台企业降低过高抽成工作方案》	推动主要网约车、道路货运新业态平台公司加强与从业人员代表、行业协会等沟通协商，保障从业人员合理劳动报酬水平。推动主要网约车和道路货运新业态平台公司降低平台过高的抽成比例或者会员费上限，并向社会公开发布
4 月 26 日	交通运输部、工信部公安部、市场监管局、网信办	《关于切实做好网约车聚合平台规范管理工作有关工作的通知》	网约车聚合平台不得以不正当价格行为扰乱市场秩序、不得干预网约车平台公司价格行为、不得直接参与车辆调度及驾驶员管理”
5 月 1 日	合肥市交通运输局	《出租汽车管理办法》	第三方聚合平台，应当督促网约车平台公司做好接入车辆和驾驶员的管理，确保提供服务的车辆、驾驶员取得相应许可
5 月 12 日	潍坊市交通运输局	《潍坊市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则》	将网约车经营区域扩大至潍坊市全域，即一证通全市
6 月 1 日	烟台市人民政府	《烟台市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则》	将网约车和出租车一样，纳入主管部门监测范围，将网约车经营范围从以县级市为单位划分扩至烟台市行政区域，并首次做出规定从事网约车车辆应为新能源车
6 月 9 日	上海市道路运输管理局	《关于进一步规范网约车平台企业经营行为的通知》	网约车聚合平台企业加强平台内平台企业的经营资质审核，不得接入未取得经营资质的网约车平台企业；严禁采取大范围长时间的优惠补贴政策，严禁低价竞争，不得采取“一口价”等其他方式变相调价
6 月 25 日	浙江省交通运输厅	《网约车数字化监管改革专项行动方案》	督促聚合平台依法履行事先核验与其合作的网约车平台、驾驶员和车辆的有效许可信息
6 月 25 日	杭州市人民政府	《关于修订〈杭州市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则〉的通知》	推动网约车行业车辆提档升级、更新换代，促成“老破小”运力加快退出市场
12 月 12 日	天津市人民政府	《天津市网络预约出租汽车经营服务管理办法》	行驶里程达到 60 万公里时强制报废，未达到 60 万公里但使用年限达到 8 年时退出网约车运营
12 月 19 日	济南市人民政府	《济南市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则》	网约车平台公司应当根据车型档次等运营成本因素合理确定运价，计程计价方式符合国家规定，公开计程计价方式

资料来源：各政府官网、华泰研究

竞争格局：滴滴充分发挥供需侧双边效应，全球网约车市场龙头地位稳固

滴滴龙头位置稳健，APP 重新上线后地位进一步稳固。根据交通运输部的数据，滴滴的市场份额在过去三年稳健，彰显其稳固的头部企业地位。2023 年滴滴出行 APP 重新上线叠加用户端积极补贴，市场份额有所回升。据易观分析，2023 年 3 月滴滴的订单量是排名第二三的 T3 出行、曹操出行订单量的 6.85/14.31 倍，滴滴仍然处于显著领先的行业地位。

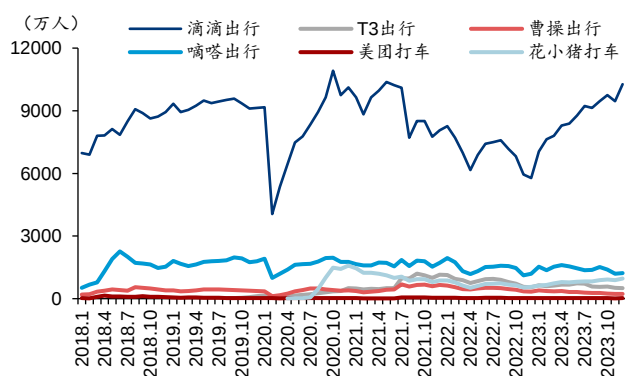
图表15：2023年3月重点网约车企业订单情况



资料来源:交通运输部、易观分析、华泰研究

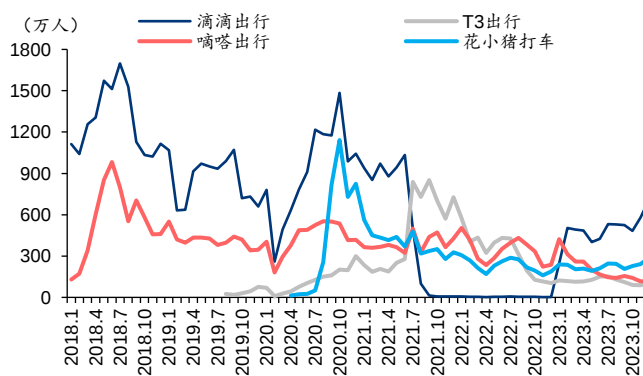
用户需求粘性强:下架期间仍保持高活跃度,展现较强用户心智。自2021年7月滴滴下架,据 Quest Mobile 统计,滴滴出行 APP 月活跃用户数在2022年12月达到低点,但整体用户规模上仍保持绝对领先优势,与其他平台间在流量层面仍存在量级差距。2023年1月滴滴出行 APP 上架后,月活跃用户量和月下载用户量均大幅回升,2023年12月的月下载用户量回到2021年7月的水平。滴滴出行 APP 重新上架后,月活跃用户快速恢复,展现出其较强的用户心智。

图表16：2018年1月-2023年12月各网约车 APP 月活跃用户量



资料来源: Quest Mobile、华泰研究

图表17：2018年1月-2023年12月各网约车 APP 月下载用户量



资料来源: Quest Mobile、华泰研究

网约车行业供给相对充沛,滴滴高单量密度下,司机粘性更高。根据极光大数据的统计,在滴滴出行 APP 下架前,滴滴车主 APP 打开口径的月活跃用户基本在1200万左右,远超其他竞争对手。2021年7月滴滴出行 APP 下架后,滴滴车主打开口径的月活跃用户一路下降,最终稳定在800万以上,而此期间 T3 车主 APP 的月下载用户出现暴增。但是当2023年1月滴滴出行 APP 重新上架,滴滴车主 APP 的月活跃用户一路增长,目前打开口径的月活司机在1600万左右,月下载用户也顺利反超了 T3 车主 APP。

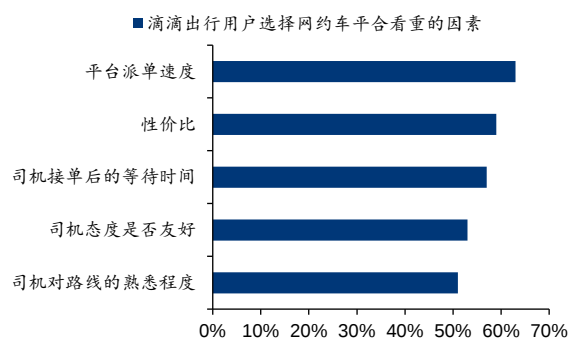
运力供给充足同时充分保障司机权益,平台服务体系完善。滴滴作为行业龙头:1) 订单量领先竞争对手;2) 建立了完善的网约车司机生态,为司机提供注册、培训、租车、保险等全链条服务,在权益保护上也进行了较为全面的布局,提升了司机的忠诚度。2023年6月16日滴滴推出“橙意保障计划”,升级三大保障:以账单清晰透明、完善分配机制来夯实收入保障;在安全、误工、医疗、养老等方向上丰富权益保障从福利关怀、职业服务、组织归属、协商沟通来探索发展保障。

双边效应下带来更好的用户体验：滴滴在服务质量、安全保障等方面优势明显。

受益于充足的运力供给，用户端体验持续领先同行；用户高粘性进一步实现运力供给反哺：

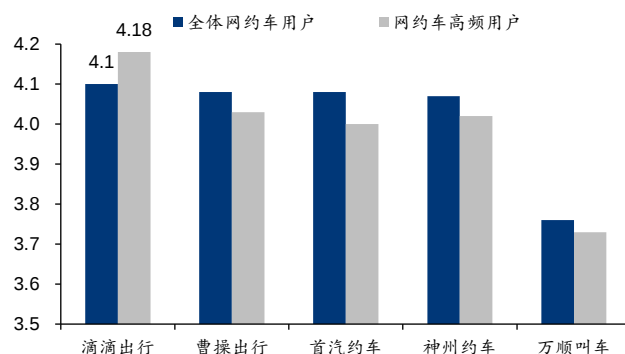
- 1) 根据极光大数据的调研，用户在选择滴滴时最看重的因素包括平台派单速度、性价比、司机态度及服务质量等。以壹览商业调研结果为例，滴滴在高峰/平峰时段送达准时性波动小，乘客被接单时间及等待上车时间通常可以控制在4分钟以内，整体用户服务更加稳定，而主要竞争对手的乘客在高峰时段的等待时长通常超过6分钟，用户体验波动性较大；
- 2) 自2018年发生顺风车安全事故以来，交通部在全国范围内对网约车平台开展安全专项检查并提出整改。据极光大数据调研，滴滴在共享出行行业中安全满意度处于领先水平，且在高频用户中满意度评分达4.18分，位居行业第一。

图表18：用户选择滴滴最看重的要素



资料来源：极光大数据、华泰研究

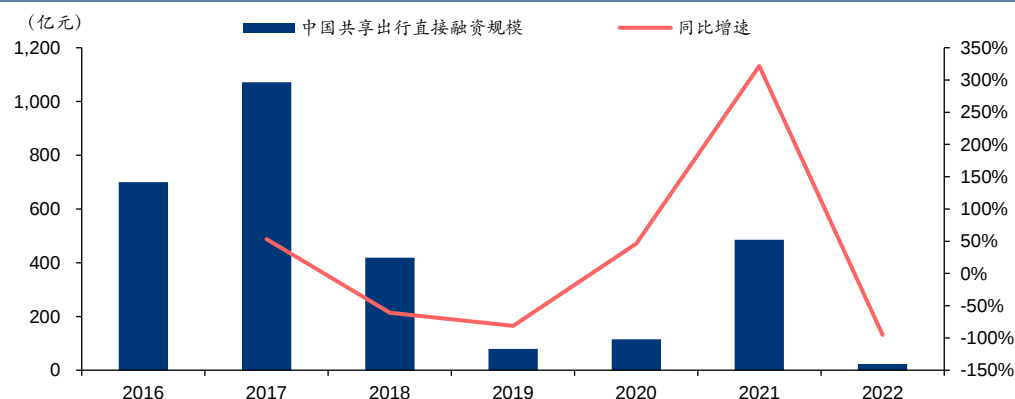
图表19：各网约车平台安全性用户评价



资料来源：极光大数据、华泰研究

行业融资热度消退，竞争对手外部融资能力受限，潜在竞争趋缓。在融资规模方面，早期滴滴和快的开启共享出行行业融资，而随着行业逐步完成整合，根据国家信息中心数据，17/18/19/20年直接融资规模1072/419/79/115亿元，融资规模也逐步减少。21年7月滴滴相关多款App下架后，资本开始重新关注共享出行领域，各大平台开始推出新的竞争策略抓紧抢占市场份额，多家网约车平台2021年获得新一轮大额融资，如9月曹操出行获B轮融资38亿元，10月T3出行完成77亿元A轮融资。但在滴滴成熟的用户心智以及领先地位下，21年的资本投入并未收到预期效果，导致22年直接融资规模缩水至23亿元，滴滴作为龙头的行业地位进一步稳固。

图表20：2016-2022年中国共享出行行业直接融资规模及增速



资料来源：国家信息中心、华泰研究

全球竞争视角：滴滴经营能力处于领先地位，当前估值相对较低。UBER、滴滴均实现全球布局，GRAB为东南亚区域性领先企业。从经营质量来看：2023年UBER与滴滴EBITDA分别为40.5/1.5亿美元，GTV规模分别为1378.7/471.1亿美元处于业内领先水平。从估值水平来看：当前滴滴P/GTV为0.5低于UBER及GRAB水平，EV/EBITDA处于首次盈利时期，整体估值表现仍具上升空间。

图表21：2023 年全球共享出行企业经营及估值情况

(亿美元)	市值	营业收入	EBITDA	GTV	EV/EBITDA	P/GTV
UBER	1562.0	372.8	40.5	1378.7	38.6	1.1
GRAB	130.2	23.6	(0.2)	209.8	(651.7)	0.6
DIDIY	215.7	266.6	1.5	471.1	143.8	0.5

注：滴滴 EBITDA 计算方式为财报公布 EBITA+折旧；人民币兑美元汇率取 7.23；UBER/GRAB 出行业务占总营收比重分别为 53%/33%。市值统计时间为 2024 年 4 月 8 日。

资料来源：Bloomberg，华泰研究

商业模式：自营为平台主要经营方式，聚合模式起量迅速

当前网约车的主要商业模式包括自营、聚合、顺风车平台三种，自营为主要方式，聚合平台发展迅速。

- 1) 自营平台**：如滴滴出行、曹操出行、首汽约车等，其中曹操出行、T3 出行等主营 B2C（企业-消费者），而以滴滴出行行为代表的主营 S2B2C（供应商-企业-消费者）；
- 2) 聚合平台**：如高德出行、美团打车等，平台并不直接提供出行服务，而是汇集众多网约车厂商、向其分发流量，并收取少量佣金；
- 3) 顺风车平台**：如嘀嗒出行、哈啰出行等，采用 C2C 模式，运力归属于私家车主，车辆及司机均无许可证规定，价格相较网约车平台更便宜，抽佣仅为 5%-10%，但合规性较差。

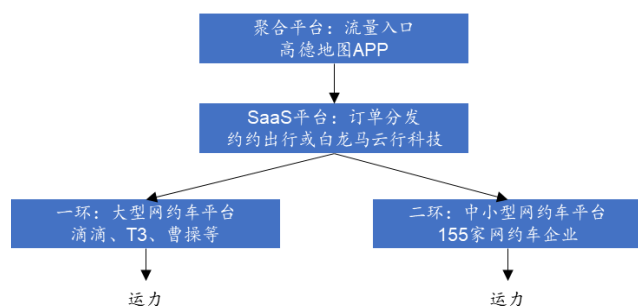
图表22：网约车主要商业模式对比

	顺风车	网约车	聚合
模式	C2C	B2C	S2B2C
车队管理	私家车主	网约车平台	个人司机及租赁公司
定价	当地出租车价格的 0.3 倍到 0.5 倍	经济：当地出租车价格的约 0.8 倍 优质：当地出租车价格的 1.8 倍至 2.0 倍 豪华：当地出租车价格的 3.6 至 4.0 倍	向出行平台分配用户流量，并不直接提供出行服务
服务提供者	私家车主（补充收入）	专业司机 （主要收入来源）	主要是专业司机 （主要收入来源）
经营许可证	车辆：无许可证规定 司机：无许可证规定	车辆：网约预约出租汽车运输证 司机：网络预约出租汽车驾驶员证	
出行性质	互助	商业	商业
补贴	顺风车平台以折扣或优惠券形式，向私家车主及顺风车乘客提供补贴	网约车平台可以折扣或优惠券形式向所有用户提供补贴	聚合平台可以折扣及优惠券形式主要向乘客提供补贴
代表企业	嘀嗒、哈啰	曹操出行、首汽约车、T3 出行	滴滴、花小猪 高德、美团

资料来源：嘀嗒出行招股说明书、华泰研究

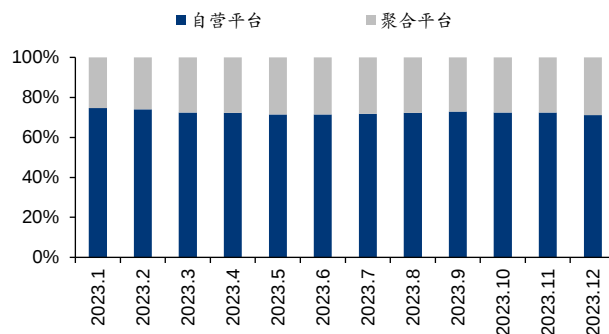
以高德地图为首的聚合平台快速起量，占比已接近 30% 水平。2017 年 7 月，高德地图推出首个网约车聚合平台——易行平台，接入滴滴出行、神州专车、首汽约车等出行服务商。高德不仅可以接入滴滴、T3、曹操等大型自营平台，还接入了大量中小规模的网约车平台。高德地图作为月活超过 7 亿的 APP，具有向出行服务导流的优势，能为网约车企业带来较大流量。根据交通运输部数据，2023 年 12 月共收到网约车订单信息 8.94 亿单，其中以高德为首的聚合平台占比 28.9%，自营平台占比 71.2%。

图表23：高德打车聚合模式



资料来源：高德地图，华泰研究

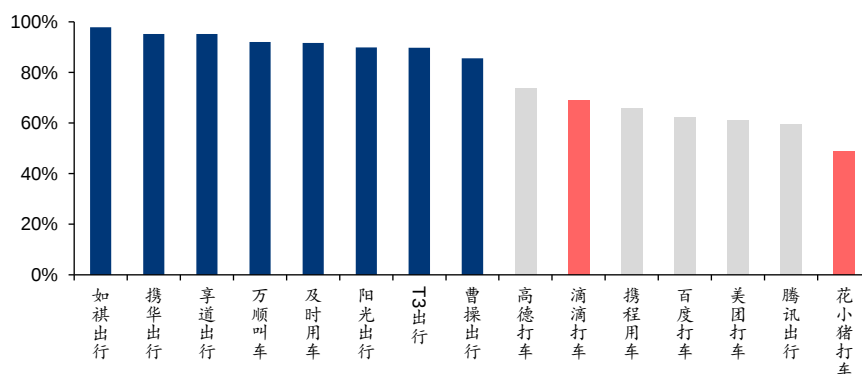
图表24：自营平台和聚合平台的订单量占比



资料来源：交通运输部，华泰研究

聚合平台可以凭借高流量、轻资产的模式快速抢占市场，但缺乏对运力的实际管控，合规性较差。网约车聚合平台放宽了对于司机和车辆的准入标准，汇集了大量地方型的中小规模网约车企业，这些企业可能存在管理不规范的问题。聚合平台与第三方网约车服务商责任边界模糊，可能出现监管风险和安全隐患。其中滴滴打车和花小猪打车合规率处于持续上升阶段。

图表25：2023年12月网约车订单合规率



注：合规率指驾驶员和车辆均获得许可的订单量占比

资料来源：交通运输部，华泰研究

短期内聚合平台仍会占据一定市场份额，但长期视角下合规运力才是核心要素。我们认为以高德为首的聚合平台凭借流量优势快速接入第三方运力成功抢占市场份额。但是聚合平台由于自身定位的限制，对加盟商的约束和管理能力都有限，不仅会造成用户打车体验的参差不齐，劣质运力的引入还可能会带来极大的安全隐患。在政策趋严的背景下，平台需要加强司乘权益保障、安全管理、合法合规等方面的能力，要求平台对运力有实际掌控。2022年10月，高德全资控股公司“利通出行”推出自营运力平台“火箭出行”，开始了从聚合平台向自营的转变尝试，表明合规运力与自营模式仍为市场所接受的主流趋势。

滴滴：共享出行龙头企业，扎根中国面向全球

2012 年，滴滴出行（前身为小桔科技）在北京成立，至今已成为中国乃至全球的共享出行龙头企业。截至 2023 年 3 月，滴滴在包括中国在内的 15 个国家开展网约车、顺风车、共享单车/电单车、代驾、能源平台、货运、金融和自动驾驶等业务，全球年活跃用户为 5.87 亿人，年活跃司机 2300 万人，其中中国出行业务年活跃用户为 4.11 亿人，年活跃司机 1900 万人。2023 年上半年全球市场 GTV 达 1567 亿元，同比增长 39%；总收入 915.6 亿元，同比增长 34.9%；其中中国出行业务 GTV 达 1265.7 亿元，同比增加 36.5%；总收入 835.2 亿元，同比增加 40.3%。

发展历程：深耕本地出行十余年，业务覆盖海内外市场

出行业务：两次战略合并确立国内龙头地位

1) 第一阶段（2012-2014）：本土市场开拓期。2012 年 7 月小桔科技在北京成立并推出滴滴打车 APP，9 月开始提供出租车叫车服务。2013 年 9 月，腾讯将滴滴打车接入微信支付。2014 年 8 月，滴滴打车更名为滴滴打车，上线专车服务，正式进入网约车市场；同年，滴滴和快的竞争开启行业高速增长。

2) 第二阶段（2015-2017）：多点布局期。2015 年 1 月，滴滴企业版（企业出行服务）正式上线；2 月，滴滴打车与快的打车宣布进行战略合并；同年滴滴推出快车、拼车、顺风车、代驾等服务，将 APP 改名为滴滴出行。2016 年 8 月，滴滴战略合并 Uber 中国。截至 2023 年 3 月 28 日，Uber 全球持有滴滴 11.8% 的股权。

3) 第三阶段（2018-2020）：新业务探索期。2018 年 1 月，滴滴收购巴西本地移动出行服务商 99 Taxis，随后陆续进入墨西哥、日本、澳大利亚等海外市场；9 月，滴滴下架顺风车业务。2019 年 3 月，共享汽车“小桔租车”上线；7 月，滴滴推出网约车开放平台；11 月，宣布滴滴顺风车在哈尔滨、北京等 7 城上线试运营。2020 年 7 月，滴滴推出经济型新品牌“花小猪”；11 月，滴滴与比亚迪合作推出首款网约车定制车型 D1。

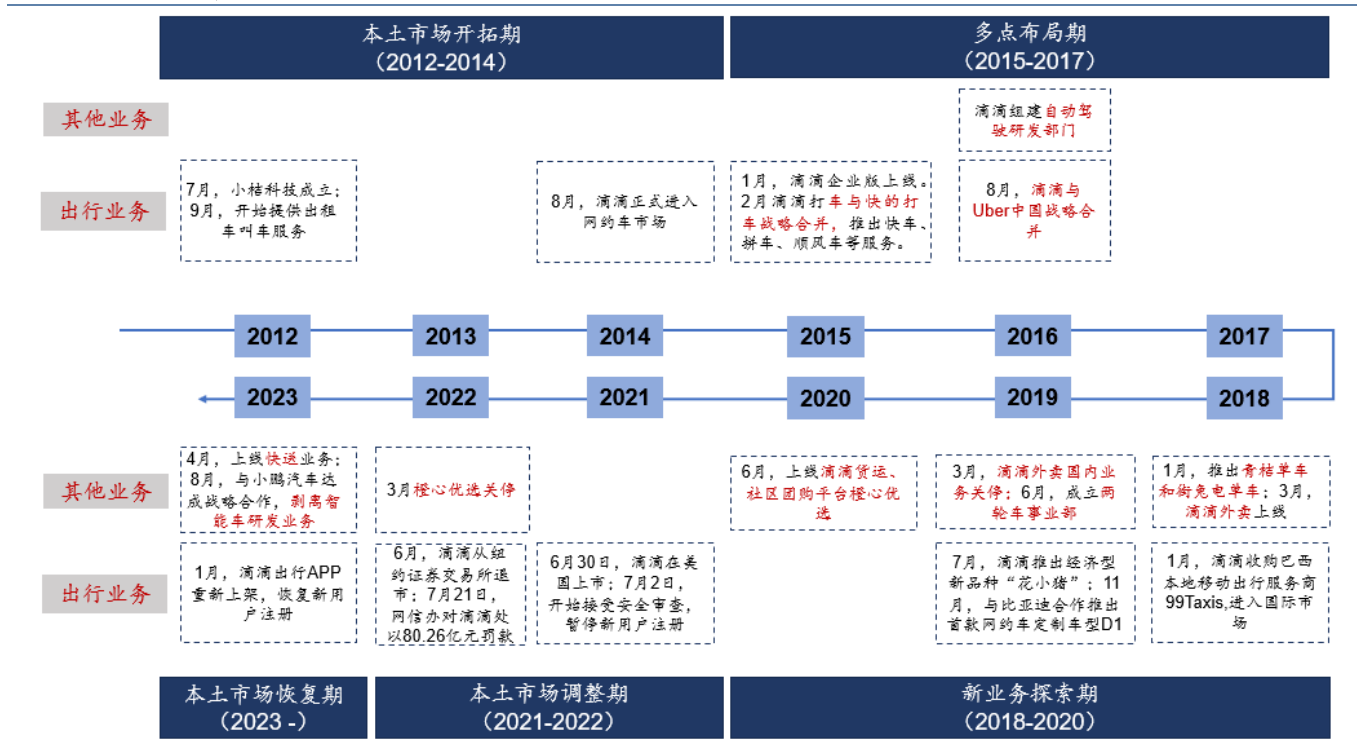
4) 第四阶段（2021-2022）：本土市场调整期。2021 年 6 月 30 日，滴滴在美国上市；7 月 2 日，网络安全审查办公室启动对滴滴的网络安全审查，滴滴出行 APP 从应用商店下架，暂停新用户注册。2022 年 6 月，滴滴从纽约证券交易所退市；7 月 21 日，国家互联网信息办公室对滴滴处人民币 80.26 亿元罚款。

5) 第五阶段（2023 至今）：本土市场恢复期。2023 年 1 月，滴滴出行 APP 重新上架，恢复新用户注册。

其他业务：战略暂停社区团购，保留两轮车、货运等业务。业务聚焦，与出行主业高度协同。2016 年，滴滴组建自动驾驶研发部门。2018 年 1 月，滴滴推出青桔单车。

2020 年 6 月，滴滴上线滴滴货运。2023 年 4 月，滴滴上线快送业务；6 月，上线滴滴租车业务；8 月，滴滴与小鹏汽车达成战略合作，出售智能车研发业务。

图表26：滴滴出行发展历程

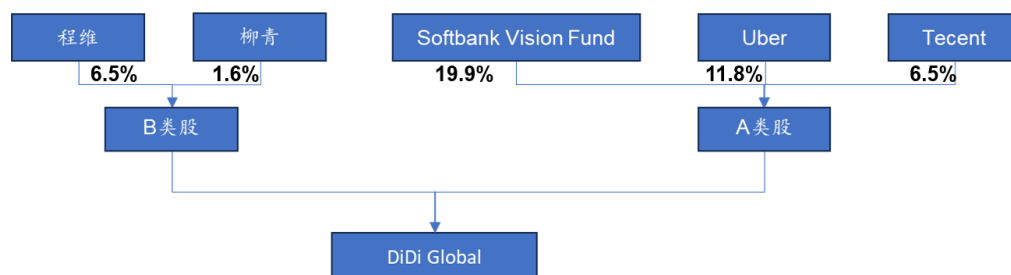


资料来源：公司公告、华泰研究

股权结构&管理层：知名机构持股，管理层经验丰富

滴滴的前三大机构股东为软银、Uber、腾讯，管理层通过 AB 股掌握 47.7%投票权。管理层创始人程维、联合创始人柳青持 A 股 9760 万股，合计占比 8.1%，持 B 股约 24800 万股。其他股东方面，截至 2023 年 9 月 8 日，软银、Uber 和腾讯分别持股滴股份占比为 19.9%/11.8%/6.5%，为滴滴最大机构股东。

图表27：滴滴股权结构（截至 2023 年 9 月 8 日）



资料来源：公司公告、华泰研究

公司业务：中国出行业务为核心，国际业务线持续推进

滴滴是行业龙头企业，业务覆盖中国、国际市场和其他服务。

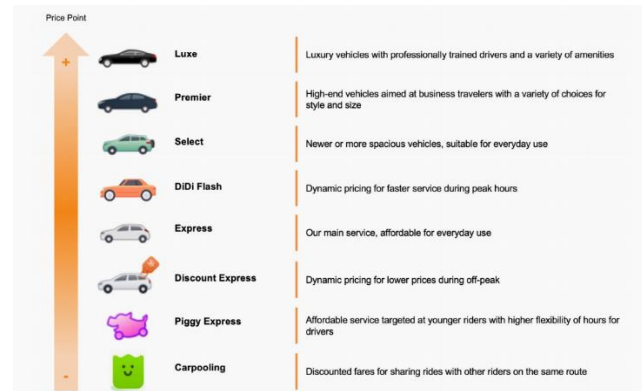
- 中国出行业务包括网约车（覆盖低中高价位不同消费场景，旗下产品价格从高到低为豪华车、专车、优享、特快、快车、优惠快车、花小猪、拼车）、出租车、顺风车、代驾等，其中网约车为主体；
- 国际业务主要为网约车、外卖和金融服务，核心市场为墨西哥和巴西；
- 其他业务包括共享单车、能源和车辆服务、同城货运、自动驾驶、金融服务等。

图表28：滴滴业务分类



资料来源：公司年报、华泰研究

图表29：滴滴网约车价格排序

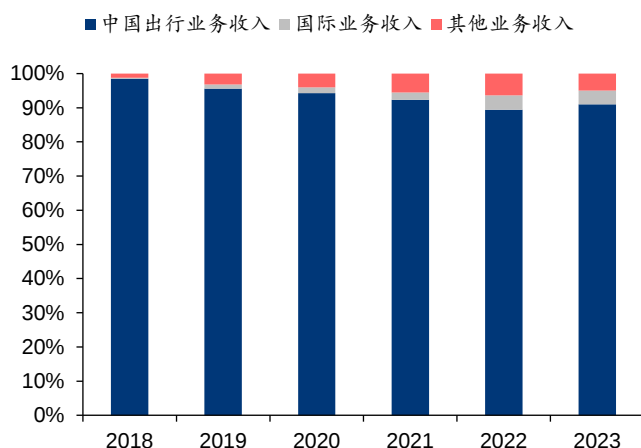


资料来源：公司年报、华泰研究

财务状况：收入恢复增长，利润持续改善

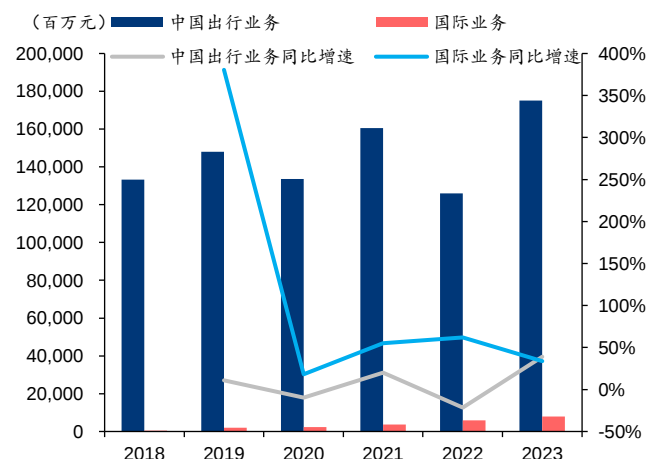
中国业务长期贡献 90% 以上营收，国际业务在 18-23 年实现 CAGR+109% 的较高收入增长。中国出行业务收入长期占据 90% 以上的营收贡献度，2022 年同比下滑主因 APP 下架影响导致，预计 2023 年随着 APP 重新上架叠加疫后出行场景恢复，中国出行业务收入有望呈现修复态势。而滴滴国际业务在 2018-2023 年呈现出来较强的成长性，营收实现 CAGR+109% 的高速增长，受益于巴西和墨西哥的市场高成长性。

图表30：2018-2023 年滴滴收入结构



资料来源：公司财报、华泰研究

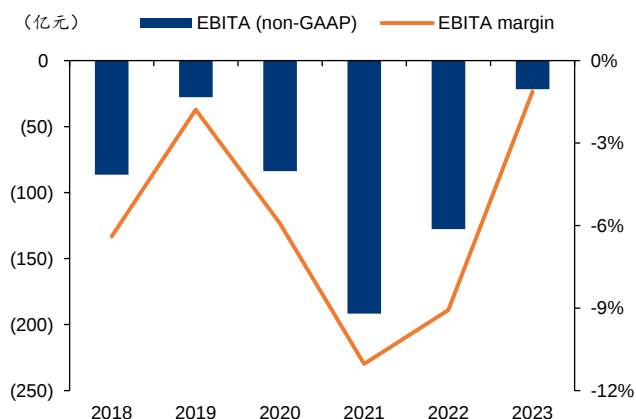
图表31：2018-2023 年滴滴分业务收入及同比增速



资料来源：公司财报、华泰研究

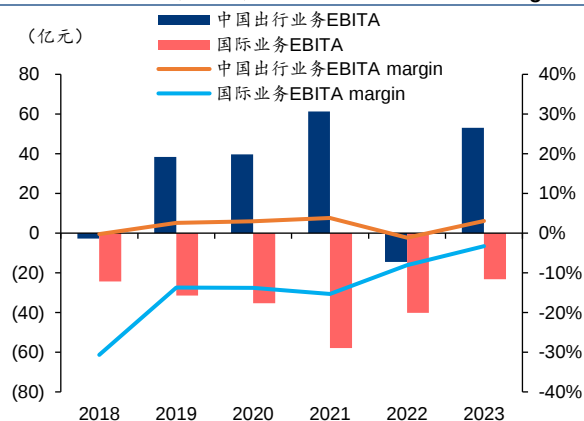
聚焦主业盈利，中国其他业务和海外业务减亏显著。2022 年主业中国出行包括一次性的行政罚款和增值税减免影响，剔除该影响，中国出行利润占比 GTV 为 1.6%。2023 年主业盈利性持续提升，中国出行利润占比 GTV 为 2.0%。国际化业务同比减亏 42%，其他业务同比减亏 29%。

图表32：2018-2023 年滴滴经调整 EBITA 及 EBITA margin



资料来源：公司财报、华泰研究

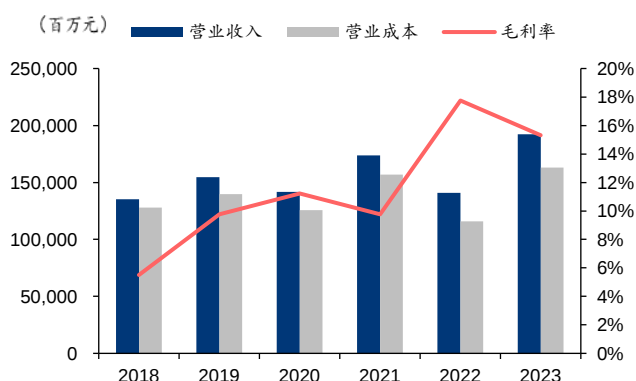
图表33：2018-2023 年分业务经调整 EBITA 及 EBITA margin



注：2022 年中国出行业务 EBITA 包括一次性行政处罚款和增值税减免
 资料来源：公司财报、华泰研究

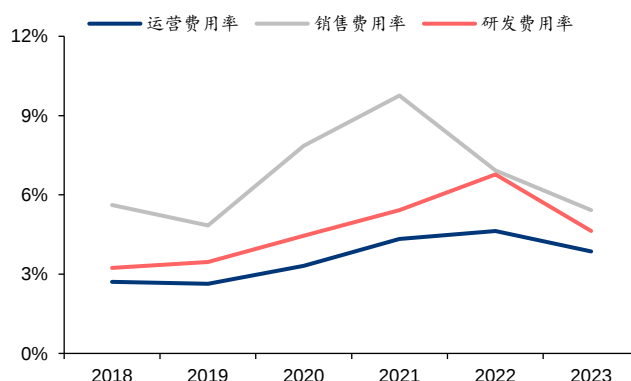
运营费率呈持续下降趋势，经营质量持续提高。滴滴的营业成本主要包含司机收入及补贴激励、汽车/单车/电动车折旧减值、服务相关保险成本、支付处理费、服务器成本等。随着交易单量提升规模效应显现，毛利率从2018年的5.5%提升至2023年的15.3%。2023年APP重新上架后平台加大了补贴力度，但受益于运营费率的持续优化，2023销售/管理/研发费用率分别从2022年6.9%/4.6%/6.8%下降至5.4%/3.9%/4.6%，毛利率维持在15.3%的较好水平。

图表34：2018-2023 年滴滴营业收入、营业成本及毛利率



资料来源：公司财报、华泰研究

图表35：2018-2023 年滴滴运营费用率、销售费用率、研发费用率

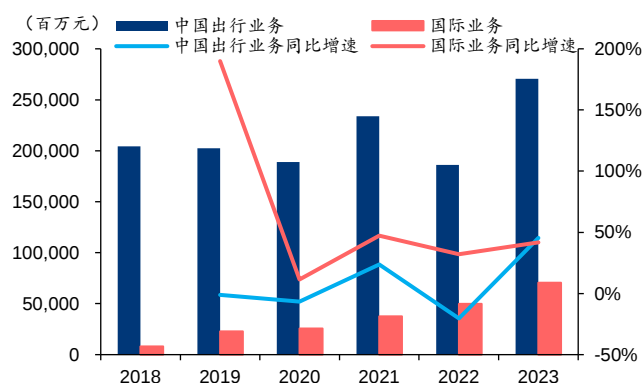


资料来源：公司财报、华泰研究

经营数据：中国出行业务稳定恢复，国际业务延续高增长

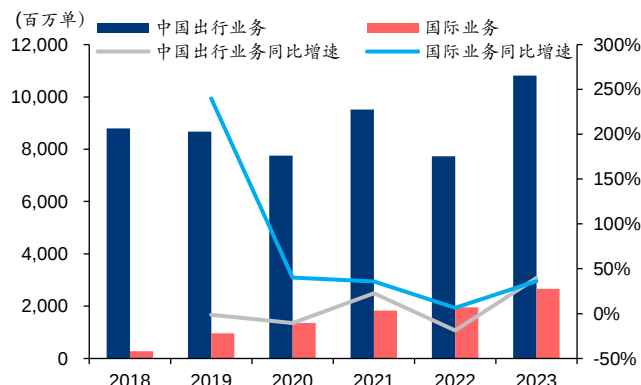
2023 年中国出行业务 GTV 和订单量恢复增长，国际业务订单量增速放缓。2022 年受疫情及 APP 下架影响，中国出行业务 GTV 同比下降 20.4%，订单量同比下降 18.7%。但在 2023 年出行约束放缓后，订单量及 GTV 均实现快速反弹，实现超 2019 年同期水平的增长。

图表36：2018-2023 滴滴 GTV 及同比增速



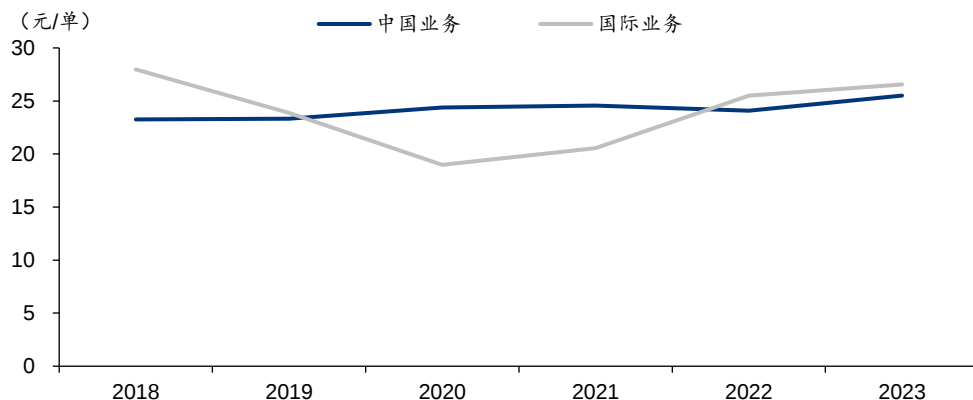
资料来源：公司财报、华泰研究

图表37：2018-2023 年滴滴订单量及同比增速



资料来源：公司财报、华泰研究

图表38：2018-2023 年滴滴单均价

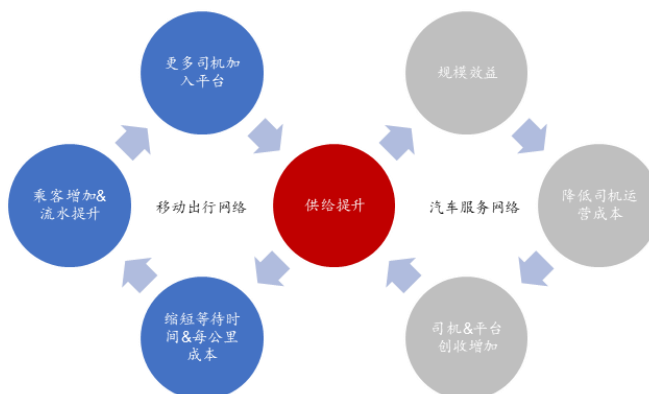


资料来源：公司年报、华泰研究

中国出行业务：先发优势带来规模效应壁垒，加持下单量增长&成本改善

先发优势带来的规模效应构成竞争壁垒，包括运力规模、算法能力、用户体验等。滴滴通过技术方法提升供（司机）需（乘客）之间的时空匹配效率，形成了移动出行网络和服务网络之间的飞轮效应。

图表39：滴滴平台的飞轮效应



资料来源：公司招股说明书、华泰研究

政策对合规运力监管趋严，预计行业格局持续稳定。网络平台的轻资产运营模式下，经营成本来自于司机人力的可变成本，规模效应带来的先发优势有限；但我们认为未来行业格局或趋于稳定无显著变化，主因此前多轮行业竞争后政府监管对合规运力监管趋严。因此滴滴为主导的一超多强局面有望延续。

图表40：网约车行业的五力模型分析

进入壁垒	规模经济	人工成本（司机分成）占比高，规模效应较弱
	网络经济	网络效应强，平台连接司机及车后生态
	品牌效应	网约车产品定价和服务多元化，满足不同出行需求
	转换成本	乘客和司机使用多个平台是正常选择，转换成本低
	政府政策	地方政策严格，提高无运力平台的进入门槛
上下游议价能力		上下游分别链接司机和乘客，均较为分散，单一个体无议价能力
替代品威胁	共享单车	非颠覆型替代，在低线城市可替代部分需求
现有竞争强度		已经渡过大中型全面战争阶段，目前竞争集中在局部和其他垂直的出行需求
总结		网约车行业市场大，进入壁垒低，新进入者能够在局部生存，对现有龙头形成挑战，因此行业竞争大概率是持久战。但随着地方政策趋严，网约车门槛也在相应提高，具体体现为合规供给短缺

资料来源：华泰研究

UE 模型：司机收入和分成占据 80%成本，2023 年 EBITA/GTV 约为 2.0%

滴滴出行作为网约车自营平台，核心收入来源为平台佣金。滴滴的成本包括通行费和税费、司机分成和补贴、乘客补贴、运营成本（包括人力成本、服务器、固定资产折旧损失）等。滴滴在不同业务的收入核算方式上有所差异：

- 对于网约车业务，滴滴采用自营模式，按毛收入记为营业收入，毛收入=GTV-通行费和税费-乘客补贴（支付的司机收入和补贴计入主营业务成本）。
- 对于出租车/顺风车/代驾业务，滴滴扮演代理商的角色，按净收入进行确认营业收入，净收入=GTV-通行费和税费-司机或合作伙伴的收入和补贴（乘客补贴计入销售费用）。

图表41：中国出行业务收入核算方式

	网约车 (基于毛收入)	出租车/顺风车/代驾 (基于净收入)
基础车费	10	10
加：通行费和税费	1	1
GTV	11	11
减：乘客补贴	-0.9	-0.9
乘客支付费用	10.1	10.1
GTV	11	11
减：通行费和税费	-1	-1
减：司机收入	/	-7.5
减：司机补贴	/	-1
减：乘客补贴	-0.9	/
营业收入	9.1	1.5
营业成本	8.5	0.9
司机收入	7.5	/
司机补贴	1	/
乘客补贴	/	0.9
营业利润	0.6	0.6

注：表中数字为虚拟值，用于展现核算方式

资料来源：公司招股说明书、华泰研究

滴滴的招股说明书披露了 2020 年中国出行业务的 GTV 拆分，当年中国出行业务的 GTV 为 1890 亿元，其中网约车 GTV 为 1486 亿元，占比 78.6%。司机和合作伙伴分成/乘客补贴/网约车司机补贴/网约车司机收入/运营成本及其他的 GTV 占比分别为 20.4%/8.6%/3.7%/58.5%/6.5%。营业收入 1336 亿元，EBITA 40 亿元，EBITA/GTV 为 2.0%。

图表42：2020年滴滴中国出行业务 GTV 拆分

单位：十亿元	中国出行业务	占比
GTV	189	
-网约车	148.6	78.6%
-其他（出租车/顺风车/代驾）	40.4	21.4%
EBITA	4.0	2.1%

资料来源：公司公告、华泰研究

行业特征：乘客端与司机端的补贴费率仍有下探空间，单量增长下规模效应持续显现

- 乘客端：乘客补贴率仍有进一步优化的空间。**滴滴乘客端的补贴包括新产品推广、潜在用户激活、与市场竞争强相关的常规补贴等。2023年以来滴滴APP重新上架后，平台为了扩大单量规模提高了乘客补贴，导致补贴率略有上升。然而，随着行业竞争格局逐渐趋于稳定，乘客补贴也将逐渐回归正常水平。
 从长期角度来看，滴滴凭借其强大的用户心智和平台基础设施建设的竞争优势持续增强用户粘性。此外根据滴滴年报，2022年滴滴网约车单均价格约为25元，每降低1%的补贴率，单均价上涨约0.25元，乘客对此的敏感性相对较低。
- 司机端：电车占比提升带动运营成本降低，打开司机端补贴率降本空间。**共享出行是电动汽车的主要使用场景之一，降低了共享出行的成本。根据滴滴招股书以及CIC的数据，当传统的燃油车和新能源电动车均用于网约车运营的情况下，电动车因为单公里充电的成本低，而用油成本在传统燃油车单位成本中的占比超过50%，因此使用新能源电动车提供网约车服务的司机每公里成本较使用传统燃油车的司机下降超过30%，带动司机每月电费成本相较燃油成本可节省1500元以上。目前新能源车在网约车中已有较高渗透，随着新能源汽车的进一步普及，网约车运营成本有望持续降低。

图表43：普通燃油汽车与新能源网约车成本对比

普通燃油车	单月费用（元）	新能源网约车	单位（元）
运营保险	1000-2000	运营保险	1000-2000
保养费用	300-1000	租金或月供	2000-4000
租金或月供	2500-5000	日行驶里程（公里）	200-300
日行驶里程（公里）	250-350	月行驶里程（公里）	6000-9000
月行驶里程（公里）	7500-10500	百公里费用	30-45
百公里费用	40-55	换电费用	2000-3000
汽油费用	3500-4500		
合计	约 9000-15000	合计	约 6000-9000

资料来源：滴滴招股书、CIC、华泰研究

- 规模效应：滴滴的单量带动 GTV 增长，平台的人力、服务器、折旧损失等运营成本被相应摊薄。**

未来趋势：robotaxi（自动驾驶）成为最大变量

从更长期的维度看，robotaxi（自动驾驶）或是改变滴滴行业地位的最大变量。2016年滴滴成立自动驾驶部门，2019年升级为独立公司，至今已获得多轮融资。2020年滴滴的自动驾驶网约车首次公开亮相，并顺利完成测试。经过沉寂后，2023年滴滴再次加速推动自动驾驶业务的发展：2月，小鹏宣布以54亿元的对价收购滴滴的造车项目，双方共同推出代号“MONA”的新品牌；4月，滴滴发布首款未来服务概念车DiDi Neuron，以及首个自动驾驶自动运维中心；5月，滴滴自动驾驶公司与广汽埃安签订深化合作协议，共同发布无人驾驶新能源量产车项目“AIDI计划”；10月，滴滴自动驾驶货运KargoBot前装量产L4级卡车获得北京市智能网联汽车政策先行区自动驾驶卡车道路测试通知书，获准在北京开放道路内开展公开道路测试。滴滴计划于2025年将首款量产车型接入滴滴共享出行网络，实现全天候、规模化的混合派单。

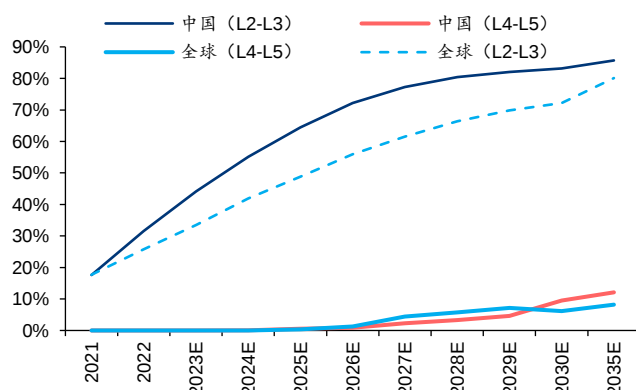
图表44：滴滴自动驾驶融资历程

序号	披露日期	交易金额	融资轮次	投资方
1	2020.5.29	5 亿美元	战略融资	软银集团
2	2021.1.28	3 亿美元	战略融资	俄中投资基金，中信产业基金，IDG 资本，建银国际，国泰君安，Paulson
3	2021.5.31	3 亿美元	战略融资	广汽集团
4	2023.10.12	不超过 1.49 亿美元	股权融资	广汽集团，广州开发区投资集团

资料来源：企查查、华泰研究

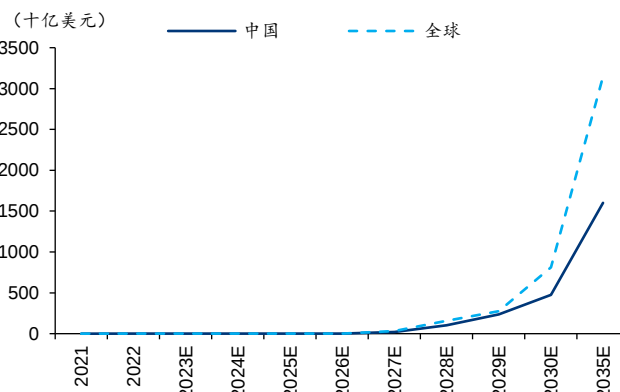
滴滴的优势是掌握了中国最大的共享出行网络，robotaxi 一方面拓宽滴滴的收入前景，一方面显著改变公司的成本结构。当 robotaxi 技术和供应成熟后，从安全性、便捷性等角度人们有可能会更多选用无人驾驶出租车作为核心出行工具。未来 robotaxi 的规模体量不仅包含网约车、出租车的市场，也可能一定程度替代私家车的市场。

图表45：中国及全球 L2-L3 车辆及 L4-L5 车辆渗透率



资料来源：如祺出行招股说明书、华泰研究

图表46：中国及全球 Robotaxi 市场规模



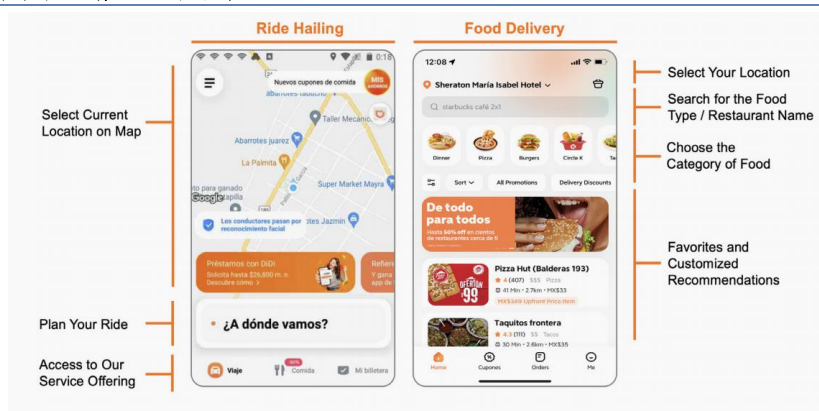
资料来源：如祺出行招股说明书、华泰研究

国际化：聚焦拉美市场，营收高增长

业务布局：聚焦网约车主业，核心布局拉美市场

滴滴国际业务以网约车服务为主，通过投资合作和亲自开展业务的方式推动国际化进程。滴滴的国际业务包括在中国以外的国际市场提供网约车和送餐服务，在澳大利亚、新西兰、巴西、墨西哥、智利、哥伦比亚、秘鲁、哥斯达黎加、巴拿马、多米尼加和阿根廷 14 个国家布局，收入主要来自巴西和墨西哥的网约车服务。

图表47：滴滴国际业务 APP 示意图



资料来源：公司年报、华泰研究

滴滴早期通过投资地方企业进入国际市场，2018 年收购 99 Taxis 入局巴西。2015-2018 年，滴滴陆续与东南亚市场的 Grab 和美国市场的 Lyft 等达成投资合作。2018 年 1 月，滴滴收购巴西本地最大的出行服务商 99 Taxis，开始亲自开展海外市场的网约车业务。

图表48：滴滴国际业务投资情况

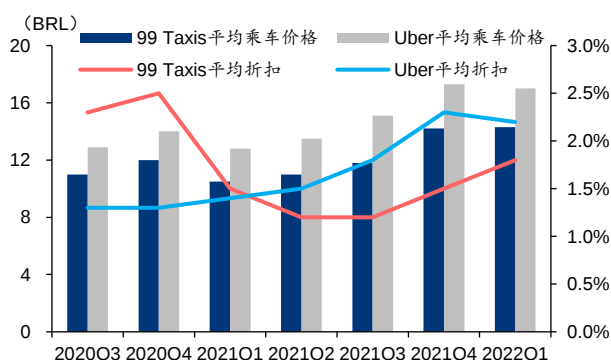
时间	地区	投资公司	投资事件
2015年8月 2017年7月	东南亚	Grab	2015年滴滴首次参与Grab达3.5亿美元的融资。2017年7月24日，滴滴出行和软银联合领投Grab 20亿美元
2015年9月	美国	Lyft	2015年9月17日滴滴宣布对Lyft进行1亿美元的战略投资。双方达成战略合作协议
2018年1月	巴西	99 Taxis	2018年，滴滴收购了巴西最大的共享出行公司99 Taxis的控股权
2018年7月	日本	合资公司	2018年7月19日，滴滴和日本软银集团宣布成立合资公司，并从2018年秋起在日本各地依次推出出租车打车服务

资料来源：公开资料、华泰研究

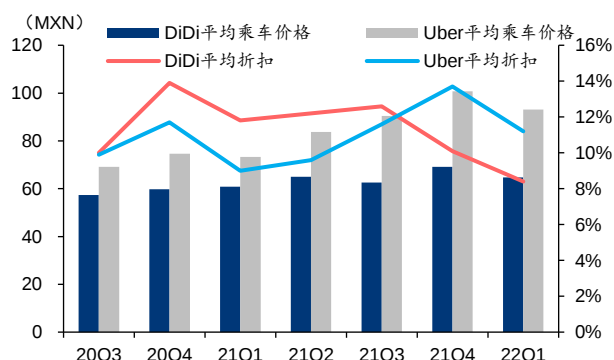
市场竞争：聚焦拉美核心市场，早期以低价补贴进攻实现与Uber平分秋色

在拉美市场滴滴和Uber竞争平分秋色。Uber在2013年就开始进入拉美市场，在滴滴进入前处于一家独大的地位，这也是Uber在美国之外的第二大市场。根据Measurable AI的数据显示，在巴西，Uber一直处于领先地位，2023Q1市场份额接近六成，滴滴占四成左右。在墨西哥，2020Q3起滴滴的市场份额首次超过Uber，2023Q1滴滴占据56%的份额，Uber为44%。

滴滴主要通过低价策略抢占拉美市场。为了快速抢占市场份额，滴滴一方面向司机收取低佣金，另一方面向消费者收取低价格。在巴西和墨西哥，99 Taxis和滴滴每笔订单的平均总价格比Uber更低，同时对于每笔订单99 Taxis和滴滴还会给予乘客一定的折扣，以有效获取市场份额。

图表49：巴西99Taxis和Uber的平均乘车价格及折扣


资料来源：Measurable AI、华泰研究

图表50：墨西哥滴滴和Uber的平均乘车价格及折扣


资料来源：Measurable AI、华泰研究

风险提示

- 1) 消费复苏不及预期，共享出行需求走弱。当经济复苏不及预期时，共享出行作为可选消费或面临增长放缓风险；
- 2) 市场竞争加剧，盈利不及预期。共享出行行业市场参与玩家数量增多，更多整车厂及聚合平台的出现带动竞争加剧；
- 3) robotaxi 商业化进度缓慢。受技术进展限制，自动驾驶发展进程不及预期导致行业发展增长驱动因素受限；
- 4) 网约车行业政策监管趋严。受政策变动影响下，行业此前规划发展路径或面临改变。
- 5) 本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、苏燕妮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、苏燕妮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司