

# T3出行递表港交所谋破局

## 招股书折射“流量”与“留量”难题

■中国城市报记者 张亚欣

日前，南京领行科技股份有限公司（以下简称T3出行）正式向港交所提交上市申请，成为继如祺出行、曹操出行之后，第四家叩击港交所大门的网约车企业。网约车行业正在港交所上演一轮密集的资本会师。

招股书中，T3出行自称“中国最快实现盈利的大型智慧出行平台”。不过，翻开这份招股书，三组数据与这一标签形成了微妙反差：2025年净利润744万元，净利润率0.04%；来自高德、腾讯等聚合平台的订单占比85.9%；研发费用率降至1%以下。

盈利如何实现、流量命脉握于谁手、自动驾驶故事能否讲通，招股书给出了自己的答案，也留下了更多疑问。

T3出行或许需要重新审视自己的估值故事。

### 含着“金汤匙”出生 净利却薄如蝉翼

2019年，一汽、东风、长安三家汽车央企联手腾讯、阿里巴巴，共同孵化了T3出行，股东阵容堪称豪华，这家平台从诞生之日起，便站在了巨人的肩膀上。

招股书显示，T3出行2025年营收达到171.09亿元，相比2023年的148.96亿元增长约15%。同年净利润744万元，实现扭亏为盈。不过，在此之前，2023年净亏损19.68亿元，2024年净亏损6.9亿元。

按照744万元净利润和171.09亿元营收计算，净利润率约为0.04%。这意味着，每100元营收中，公司只能留下4分钱利润。“这744万元净利润本质上是经营效率提升与资本运作节奏的叠加。”中国企业资本联盟副理事长柏文喜在接受中国城市报记者采访时分析，一方面，得益于规模效应和AI大模型的应用，其空驶率下降，毛利率从0.4%跃升至13%；另一方面，2025年T3出行的经营活动现金流由正转负，达到-1.24亿元，且资产负债率超过100%。在他看来，这种“微利”极有可能是为了递表港交所而进行的短期财务校准，其盈利能力依然极度脆弱，极易被聚合平台的佣金抽成和外部成本波动击穿。

奥优国际董事长张玥表达

了谨慎判断。他向中国城市报记者表示：“744万元净利润更多是一个‘利润转正’的象征性信号，而非商业模式完全跑通的证明。”他认为，当前盈利能力极其脆弱，一旦外部成本波动，其刚刚转正的利润可能迅速消失，公司仍需依赖精细化的成本控制和规模效应来巩固盈利。

营收的快速增长与利润的微薄形成鲜明反差。驱动这一增长的核心动力并非自有App的强大引流，而是接入高德、腾讯等聚合平台带来的订单量激增。柏文喜指出，这是一种“无底线的‘流量投喂’”。其代价是双重的：一方面，每单利润被高昂的渠道费不断吞噬，毛利率虽从0.4%升至13%，但绝大部分毛利在销售及分销环节被消耗殆尽；另一方面，平台逐渐丧失对用户的直接接触能力，自有App的订单占比被挤压至仅约14%。

### 85.9%订单依赖聚合平台 沦为“高级打工仔”

三年时间，T3出行对高德、腾讯等聚合平台的订单依赖度从61.5%飙升至85.9%。据其招股书，2025年销售及分销开支达15.3亿元，同比增长20.4%，远超同期6.2%的营收增速。

为获取这些订单，T3出行支付的佣金开支从2023年的7.91亿元增至2025年的13.88亿元，在销售及分销开支中占

比从66.9%升至90.7%。这意味着，T3出行每花出1元渠道费用，就有0.9元用于向聚合平台买流量。

自有App的引流能力则在同步衰减。根据订单依赖度推算，T3出行通过自有App下单的订单占比仅约14%，超过八成的订单命脉掌握在外部平台手中。

“T3出行本质上已沦为聚合平台的‘运力供应商’。”浙江省数智技术与服务联合会数字经济专委会副秘书长、网经社电子商务研究中心高级分析师陈礼腾在接受中国城市报记者采访时表示，高度依赖外部流量，自有用户留存和品牌认知度都会被削弱。

资本市场如何看待这种模式？柏文喜分析，按“网约车平台”给估值，T3出行缺乏滴滴那样的生态与控制权；按“车队运营商”给估值，重资产折旧压力又削弱想象空间。目前的盈利含金量，难以支撑“科技公司”的高溢价。张玥也认为，市场可能给予其接近“车队运营商”的低估值。

这种依赖并非无法打破。柏文喜把希望寄托在T3出行的股东背景上，即背靠一汽、东风、长安三大央企，可以打两张牌：一是打造极致的标准化与安全性，抢夺政企客户；二是依托运营数据反向定义定制化车辆，降低用车成本。张玥则建议，大力推广自有App、构建线下场景获取流量、利用Robotaxi建立新叙事。但两人都承认，这些路径需要长期投入，

短期内难以见效。

### 高调布局Robotaxi， 研发投入却不增反降

国内网约车市场正从“抢地盘”转向“抢座位”。随着增量空间收窄，存量竞争与盈利压力倒逼各大出行平台纷纷押注Robotaxi，试图抓住下一张船票。T3出行也不例外。

在招股书中，T3出行将Robotaxi描绘为未来发展核心。“构建全栈Robotaxi能力”被列为首要募资用途。截至2025年底，已有超过300辆Robotaxi接入平台，在南京和苏州开展道路测试。招股书还声称，T3出行是“首个具备有人驾驶与Robotaxi混合运力调度能力的网约车平台”。

不过，研发投入的数据给出了另一番图景。招股书显示，T3出行2025年研发开支为1.65亿元，较2023年的2.34亿元缩水近三成。研发费用率从约1.57%降至0.96%，跌破1%。在营收持续增长、公司高调宣称押注自动驾驶的背景下，研发投入却不增反降。

柏文喜对此的评价颇为犀利：“T3出行缺乏滴滴全栈自研的底层算法基因，所谓的混合调度平台更多是运营层面的拼凑，Robotaxi更像是为了上市而画的‘大饼’。”

实际上，这条赛道上早已挤满了对手。滴滴出行、小马智行、文远知行、百度萝卜快跑、如祺出行、曹操出行等十余家公司均已布局。陈礼腾分

析，全球Robotaxi行业已从“技术可行性验证”阶段进入“可复制的商业化扩张”阶段。但他同时提醒，盈利仍是悬在所有玩家头上的难题，T3出行布局此赛道，同样要面临盈利压力。

以百度萝卜快跑为例，其2025年订单量保持高速增长，并在武汉实现了单车收支平衡。但Robotaxi行业整体仍面临盈利挑战，小马智行、文远知行等头部公司至今仍未摆脱亏损状态。T3出行在资金和技术双重受限的情况下，想要实现弯道超车难度极大。

AI技术的应用还体现在降本增效的维度。招股书披露，截至2026年3月31日，T3出行已开发37名AI数字员工，部署于客服、订单管理、司机招募等环节。2025年，AI服务接管率达90%，独立处理了超过85%的司机服务案件。

但这些AI应用主要集中于后端管理，而非核心业务。客服、订单管理等环节的优化能降低行政成本，却无法解决获客成本高企、用户黏性薄弱等根本性问题。

然而，AI带来的“节流”效应，能否撑起“成长股”的估值？柏文喜认为，单靠削减行政开支，只能证明企业学会了“省钱”，无法证明其拥有“赚钱”的潜力。在主营业务天花板清晰、流量命脉握于他人之手的当下，仅靠AI节流难以支撑高估值。张玥也补充，投资者更看重技术创新或市场扩张，而非单纯的费用压缩。



### 聚焦“人工智能+” 北京科博会举办

5月8日至10日，第二十八届中国北京国际科技产业博览会（北京科博会）在北京国家会议中心举办。本届科博会以“科技引领 创享未来”为主题，聚焦“人工智能+”行动，设置信息技术、医药健康、智能制造、绿色双碳、科技金融、区域创新六大专题展区，着力打造展示前沿科技成果、促进产业合作的平台。图为观众在展会现场观看聆听智能机器人演奏。

中国城市报记者 全亚军摄