

1519.HK

买入

原评级:未有评级

市场价格:港币 7.01

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月
绝对	(55.0)	(12.4)	(24.3)
相对恒生指数	(62.3)	(12.8)	(32.8)

发行股数(百万)	8,812.17
流通股(百万)	7,832.83
总市值(港币百万)	61,773.29
3个月日均交易额(港币百万)	160.94
主要股东	
Jumping Summit Limited	11.11

资料来源:公司公告, iFinD, 中银证券
以2024年7月15日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

联系人: 刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122070018

极兔速递-W

中国快递经验赋能东南亚市场, 新兴市场增量红利未来可期

公司领跑东南亚快递物流行业, 在中国也处于行业前列, 近年来不断进军海外市场。财务方面, 近年来公司业务量持续增加, 规模效益显现, 盈利能力逐渐改善。公司通过学习国内先进经验, 进一步赋能整合东南亚市场, 中东南美等新兴市场增量红利未来可期。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **领跑东南亚快递物流行业, 业务规模持续扩大。**公司发家于东南亚, 2020-2023年, 公司实现营业收入为 15.35/48.52/72.67/88.49 亿美元, 2023 年收入较 2020 年增长超 5 倍。在成本端方面, 其变动与收入端一致, 主要为公司开拓新市场拓建物流网络, 以及兼并并购的成本。同期, 公司毛利率稳步提高, 由 2020 年的 -17.03% 提升至 2023 年的 5.34%。我们认为, 公司综合毛利率的改善反映了公司在成本方面的管控逐渐显现, 随着业务规模不断扩大以及成本方面不断优化, 未来公司盈利能力有望改善。
- **中国: 直播电商兴起重塑电商快递发展格局, 国内业务盈利能力有望改善。**直播电商 GMV 份额增长迅速, 2022 年直播电商进一步侵蚀综合电商份额, GMV 份额占比达到 20%, 发达的物流网络是直播电商不断开拓下沉市场的基础, 直播电商较大的市场为快递行业提供了新增量。公司于 2019 年进入中国市场, 逢逢快递行业价格战, 极兔也采取以价换量的策略, 因而前期的单票价格较低。我们认为后续随着极兔在中国市场站稳脚跟, 价格战趋缓, 极兔的单票价格有望企稳。成本方面, 前期极兔进入中国不断投资物流网络建设, 并且收购丰网和百世整合物流资源, 单票成本较高。随着极兔网络布局逐步完善, 叠加业务量上升, 未来规模效应显现, 单票成本有望下降, 整体来看极兔未来在国内市场盈利能力有望改善。
- **东南亚: 东南亚快递市场仍保持中高速增长, 公司区域市占率有望提升。**根据弗若斯特沙利文数据, 2018-2022 年, 东南亚快递包裹年复合增长率为 36%, 于 2022 年达到 111.48 亿件, 预计 2023-2027 年的复合年增长率为 15.5%, 东南亚快递市场未来仍将保持中高速增长。同时, 2022 年东南亚快递行业 CR5 为 47.9%, 相对分散, 市场整合潜力较高, 极兔在该区域的市占率为 22.5%, 2023 年公司在东南亚区域市占率从 22.5% 提升 2.9pct 至 25.4%, 连续四年保持第一。从件量看, 公司在东南亚区域的业务量从 2020 年的 11.54 亿件增加至 2023 年的 32.40 亿件。为提升该区域的市占率, 公司单票收入有所下降, 2020 年-2023 年, 公司在东南亚区域的单票收入由 0.91 美元小幅降低至 0.87 美元。不过相比于中国, 目前东南亚的单票毛利仍然维持在较高水平。长期来看, 极兔有望将中国快递经验赋能东南亚市场, 进一步整合东南亚市场, 提高市占率。
- **新兴市场: 电商快递尚处起步阶段, 未来有望成为主要增量市场。**极兔 2022 年正式进军中东南美等新兴市场, 作为初入者, 前期物流网络、营运中心以及区域代理的建设拓展成本较大, 且业务量和市场渗透率较低。除此之外, 新兴市场五国的基础设施普遍较为落后, 电商和物流发展较为薄弱, 极兔需要投入的成本有增无减, 因而在 2022 年公司出现较大亏损。2023 年, 极兔在新市场取得了三倍增长的成绩, 其在新市场的市场份额从 2022 年的 1.6% 提升到 2023 年的 6.0%, 包裹量为 2.3 亿件, 同比增长 369.0%, 全年收入同比增长 299.7% 至 3.27 亿美元。按包裹量计, 2023 年极兔在巴西、墨西哥、沙特阿拉伯和埃及均进入当地市场前五名。展望未来, 极兔作为提前布局者, 在新市场有先发优势, 伴随着极兔布局逐步完成, 渗透率提高, 业务量上升, 未来新兴市场有望成为新增量。

估值

- 我们预计公司 2024-2026 年营业总收入为 766.19/910.85/1065.31 亿元, 归母净利润-28.25/10.47/19.01 亿元; EPS 分别为 -0.32/0.12/0.22 元, 对应 PS 为 0.7/0.6/0.5 倍。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 单票价格波动风险、单票成本波动风险、包裹量波动风险、国际政治影响。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币百万)	50,301	63,056	76,619	91,085	106,531
增长率(%)	62.8	25.4	21.5	18.9	17.0
EBITDA(人民币百万)	14,997	(4,107)	(483)	3,385	4,188
归母净利润(人民币百万)	11,463	(7,845)	(2,825)	1,047	1,901
增长率(%)	127.6	(175.7)	65.5	137.1	81.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.30	(0.89)	(0.32)	0.12	0.22
市盈率(倍)	4.9	(7.2)	(20.0)	53.9	29.7
市净率(倍)	(1.7)	2.9	3.4	3.2	2.9
市销率(倍)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(倍)	0.4	(1.7)	(17.1)	2.1	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

一、公司情况：领跑东南亚物流行业，持续开拓海外物流市场	5
(一) 基本情况：领跑东南亚物流行业，区域代理模式与全球物流网络助力开拓市场	5
(二) 业务结构：东南亚快递服务业务为核心，中国与新兴市场跨境物流为第二增长曲线	6
(三) 财务概况：成本管控不断优化，盈利能力未来有望改善	8
二、市场分析：国内直播电商重塑快递行业，东南亚电商快递整合空间较大，新兴市场起步较晚增长迅速	10
(一) 中国市场：直播电商 GMV 份额不断增长，快递行业与平台的接入将带来额外增量	10
(二) 东南亚市场：印尼和 SHOPEE 电商份额最高，快递企业类型多整合空间大	13
(三) 新兴市场：电商物流规模小增速快，快递行业分散起步较晚	14
三、前景展望：持续整合中国东南亚市场，不断开辟新市场获取新增量	16
(一) 中国市场：不断巩固快递行业地位，持续学习先进经验模式	16
(二) 东南亚市场：快递红利有所消退，继续整合市场份额	16
(三) 新兴市场：电商物流尚处于起步阶段，未来有望成为主要增量市场	17
四、盈利预测与估值	19
(一) 逻辑梳理	19
(二) 盈利预测	19
(三) 估值	21
五、风险提示	22
披露声明	24
风险提示及免责声明	25

图表目录

股价表现 1

投资摘要 1

图表 1.极兔速递历史沿革 5

图表 2.股权分布图（截至 2023 年 12 月 31 日） 5

图表 3.区域代理模式流程及特征 6

图表 4.快递运输业务流程 6

图表 5. 2020-2023 年快递服务收入及占比 7

图表 6. 2020-2023 年跨境服务收入及占比 7

图表 7.跨境物流业务流程 7

图表 8. 2020-2023 年营业收入区域构成 8

图表 9. 2020-2023 年快递业务量区域构成 8

图表 10. 2020-2023 年营业收入及同比 8

图表 11. 2020-2023 年销售成本及同比 8

图表 12. 2020-2023 年毛利率与净利率 9

图表 13. 2020-2023 年归母净利润及同比 9

图表 14. 2015-2023 中国网络零售额及增速 10

图表 15. 2021-06 至 2023-12 中国网络零售额及增速 10

图表 16.中国国内主要电商 GMV 及增速 10

图表 17. 2019-2023 年电商直播市场规模 11

图表 18. 直播电商用户规模 11

图表 19. 2021 年各电商业态 GMV 份额 11

图表 20. 2022 年各电商业态 GMV 份额 11

图表 21. 2017-2021 电商平台 GMV 占比变化情况 12

图表 22. 2019-2022 直播电商 GMV 占比变化情况 12

图表 23. 短视频 APP 行业月度人均使用时长趋势 12

图表 24. 2022 年 6 月代表平台月活规模（亿人次） 12

图表 25. 2020-2023 年中国跨境电商交易规模 13

图表 26. 2020-2023 年中国跨境电商进出口规模 13

图表 27.2018-2027E 东南亚跨境电商市场规模 13

图表 28.2018-2027E 东南亚快递市场的市场规模 14

图表 29.2018-2027E 新市场电商市场规模 15

图表 30.2018-2027E 新市场快递市场的市场规模 15

图表 31. 2020-2023 年中国市场毛利及毛利率 16

图表 32. 2020-2023 年中国市场单票收入与成本 16

图表 33. 2020-2023 年东南亚市场毛利与毛利率 17

图表 34. 2020-2023 年东南亚市场单票收入与成本 17

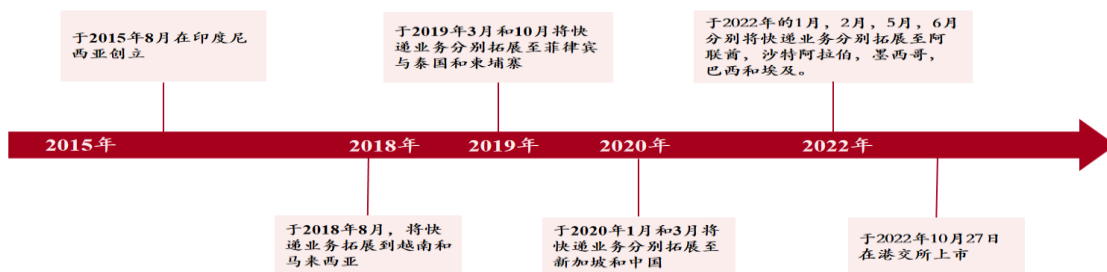
图表 35. 2020-2023 年新市场毛利与毛利率	17
图表 36. 中国区域盈利预测	19
图表 37. 东南亚区域盈利预测.....	20
图表 38. 新市场区域盈利预测.....	20
图表 39. 盈利预测结果	20
图表 40. 可比公司相对估值	21
损益表(人民币 百万)	23
资产负债表(人民币 百万).....	23
主要财务比率.....	23
现金流量表	23

一、公司情况：领跑东南亚物流行业，持续开拓海外物流市场

（一）基本情况：领跑东南亚物流行业，区域代理模式与全球物流网络助力开拓市场

起源于印尼并迅速开拓全球市场，以提供快递运输业务为核心。极兔速递环球有限公司（简称“极兔速递”）于2019年10月24日在开曼群岛成立，主要提供以快递运输业务为核心的跨境物流服务。公司的快递网络覆盖印度尼西亚、越南、马来西亚、菲律宾、泰国、柬埔寨、新加坡、中国、沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西、埃及共13个国家。公司主营业务包括快递服务和跨境服务，快递服务为核心，跨境服务比重不断上升。公司快递业务在东南亚区域处于领先地位，在中国市场位居前列。2023年10月27日，极兔速递在香港联合交易所主板上市，股票代码为1519.HK，上市时公司总市值超过1000亿港元。自成立及上市至今，积累了丰富的行业经营经验，树立起较高的品牌知名度，并逐步拓展至全球市场。

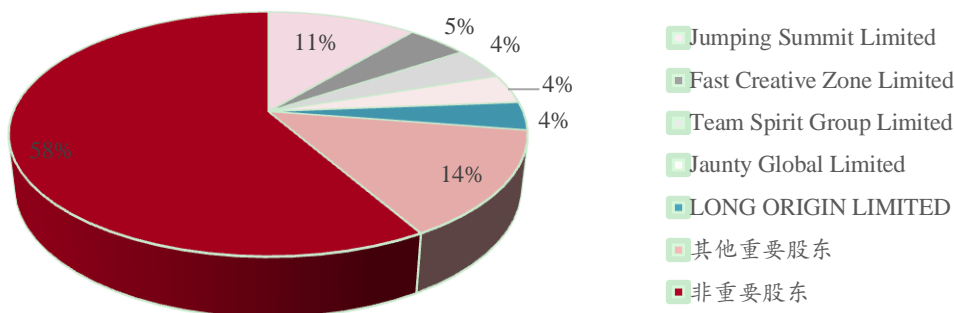
图表 1.极兔速递历史沿革



资料来源：公司官网，中银证券

股权结构较为分散，李杰为实际控制人。截至2023年12月31日，极兔速递前5大股东为 Jumping Summit Limited, Fast Creative Zone Limited, Team Spirit Group Limited, Jaunty Global Limited, LONG ORIGIN LIMITED, 分别持有 11.11%、4.54%、4.23%、3.87%、3.72% 的股份。其中 Jumping Summit Limited 持有最多的股份，其实际控制人为李杰。

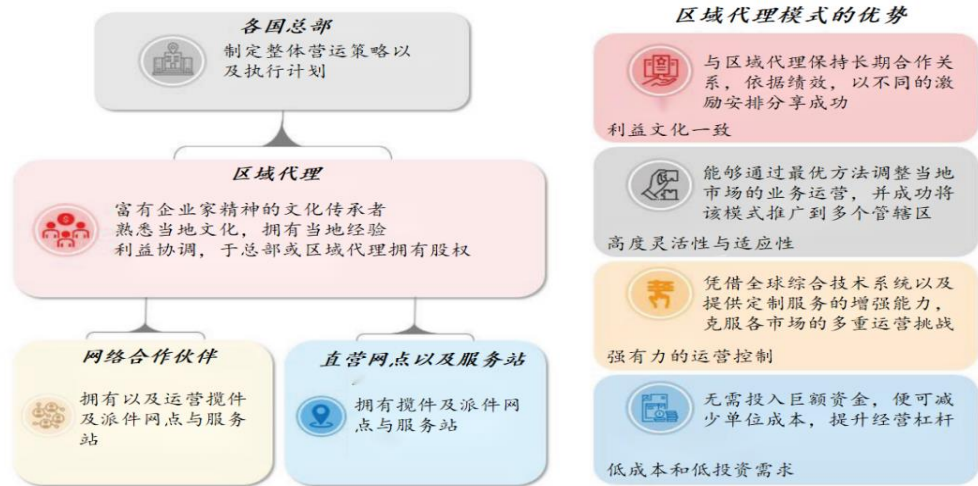
图表 2.股权分布图（截至 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：iFinD，中银证券

区域代理模式助力公司运营及业务拓展。区域代理模式具有灵活性、低成本和强控制力的优点。极兔通过区域代理模式与中国公司合作，在不同的市场执行各自的战略。公司的区域代理通常持有相关运营实体或中国公司的股权。具体来看，集团总部为每个市场制定整体运营策略和执行计划，包括转运中心的密度和地理位置、干线运输路线规划和网络承载能力。区域代理负责区域日常管理运营，并通过相应的区域运营实体管理网络合作伙伴，或直接运营揽件和派件网点和服务站。区域代理的管理职责包括建立本地运营、销售和营销、客户服务和员工和网络合作伙伴培训。而网络合作伙伴、直营网点以及服务站则负责末端派送环节。

图表 3.区域代理模式流程及特征



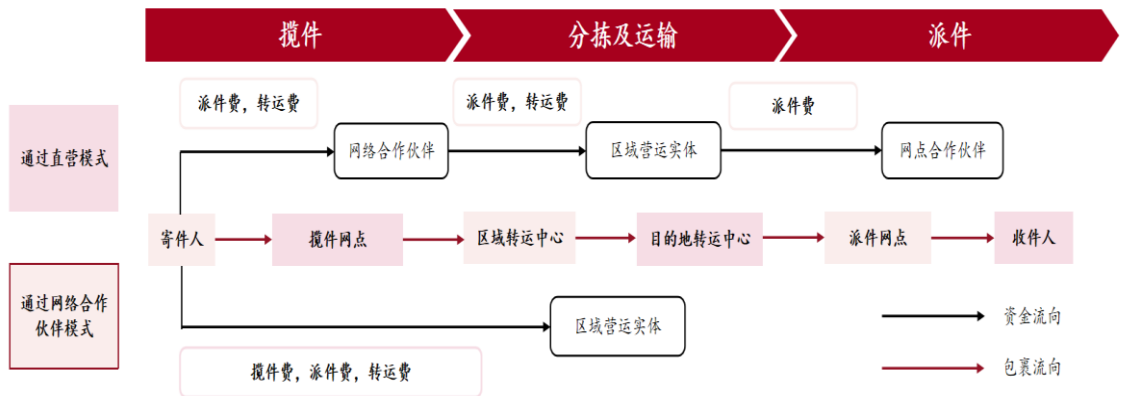
资料来源：招股说明书，中银证券

不断拓展物流网络，进行广泛的全球物流布局。根据公司 2023 年年报，截至 2023 年 12 月 31 日，极兔速递约 8500 个网络合作伙伴和超过 19600 个揽件和派件网点，运营着 237 个转运中心和超过 3900 条干线路线和 9600 辆干线运输车辆，其中包括 5100 辆自由干线车辆。

（二）业务结构：东南亚快递服务业务为核心，中国与新兴市场跨境物流为第二增长曲线

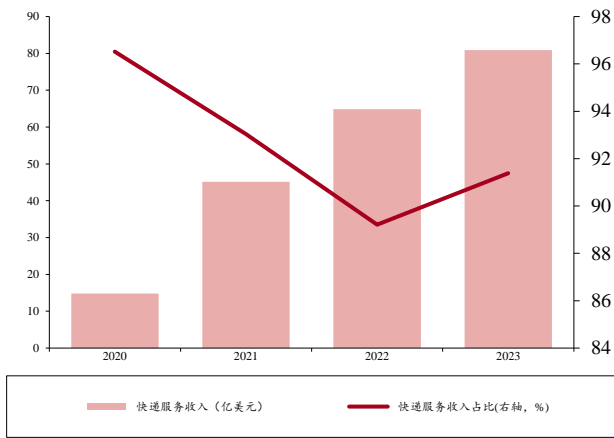
公司快递业务收入近年不断增长，为公司核心业务。根据公司招股书介绍，极兔的快递服务自 2015 年创立以来，已经覆盖 13 个国家；主要业务模式包括直营模式以及网络合作伙伴模式。2020-2023 年，公司的快递服务收入为 14.82/45.14/64.83/80.87 亿美元，2023 年收入较 2020 年增长幅度超 4 倍，收入占比由 96.52% 下降到 91.4%。总体来看，快递服务为公司整体营业收入增长做出了主要的贡献，未来仍然是公司的核心业务。

图表 4.快递运输业务流程



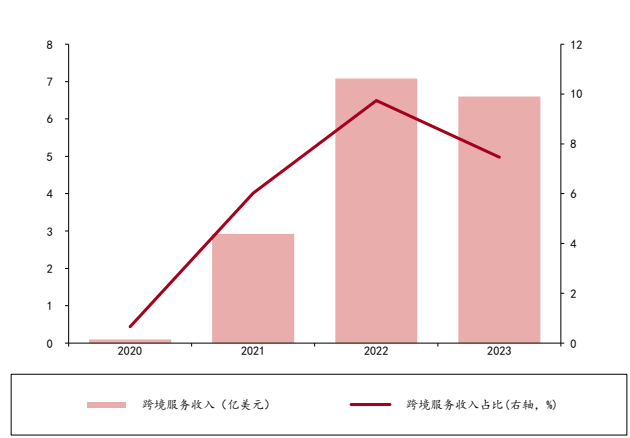
资料来源：极兔速递招股说明书，中银证券

图表 5. 2020-2023 年快递服务收入及占比



资料来源: iFinD, 中银证券

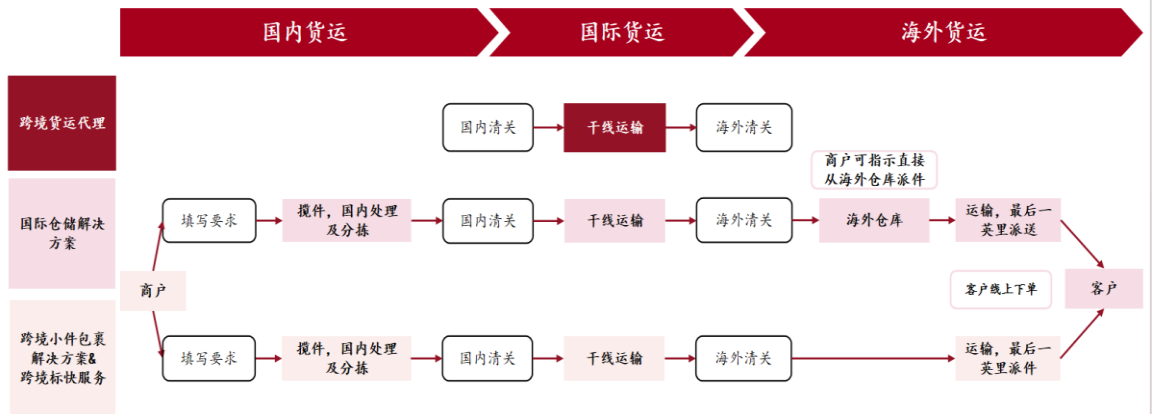
图表 6. 2020-2023 年跨境服务收入及占比



资料来源: iFinD, 中银证券

跨境物流业务为公司营收提供重要增量。2020-2023 年, 公司的跨境服务收入为 0.1/2.92/7.08/6.60 亿美元, 跨境服务收入增长幅度超过 60 倍, 收入占比由 0.66% 提高至 7.50%; 是近年公司营业收入的重要补充。随着极兔业务重心向电商转移, 公司跨境物流业务的有较广阔的发展前景与较大的市场潜力, 未来收入总额和占比有望进一步提高。

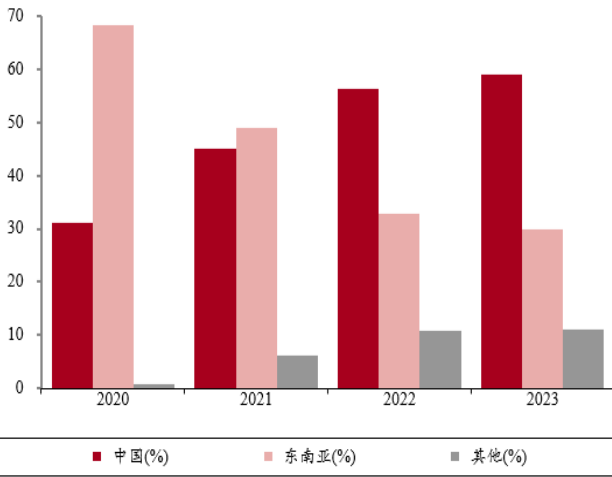
图表 7. 跨境物流业务流程



资料来源: 招股说明书, 中银证券

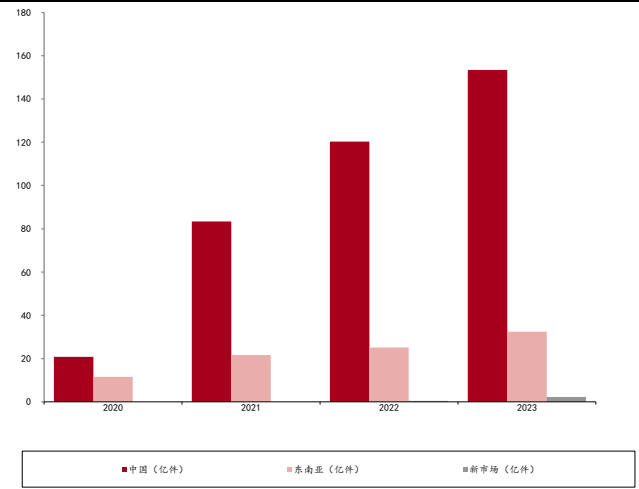
中国区域收入占比最高, 新市场为未来新增量。区域方面, 2020-2023 年, 东南亚市场收入占比由 68.16% 下降至 29.76%, 中国市场则由 31.19% 上升至 59.09%, 而新市场收入占比也由 0.66% 提升至 11.15%。从快递业务量看, 同期, 中国业务量由 20.84 亿件增长到 153.41 亿件, 东南亚的业务量从 11.54 亿件增长到 32.40 亿件, 新市场的包裹量于 2022 年/2023 年分别达到 0.49/2.30 亿件。截至 2023 年, 中国市场规模大, 需求旺盛, 包裹量和收入占比均最高。

图表 8. 2020-2023 年营业收入区域构成



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 9. 2020-2023 年快递业务量区域构成

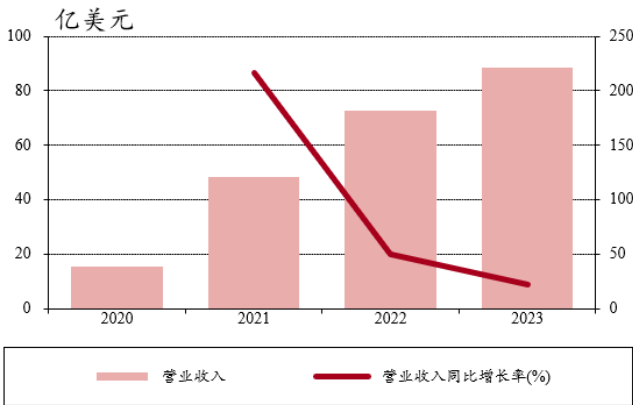


资料来源: iFinD, 中银证券

(三) 财务概况：成本管控不断优化，盈利能力未来有望改善

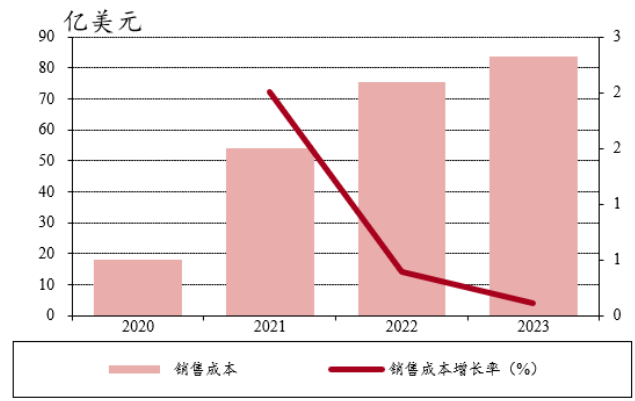
营业收入不断上涨，毛利水平整体有所波动。得益于公司不断学习中国市场先进经验，整合东南亚市场以及持续拓展新兴市场，公司业务规模继续扩大，营业收入显著上涨。2020-2023 年，公司已实现营业收入为 15.35/48.52/72.67/88.49 亿美元，营业收入涨幅超过 5 倍。在成本端方面，其变动与收入端一致，主要为公司开拓新市场拓建物流网络，以及兼并并购的成本。同期，公司毛利率稳步提高，由 2020 年的-17.03%提升至 2023 年的 5.34%；净利率方面波动较大，但也由-43.26%改善至-13.06%。我们认为，公司综合毛利率的改善反映了公司在成本方面的管控逐渐显著，随着业务规模不断扩大以及成本方面不断优化，未来公司盈利能力有望改善。

图表 10. 2020-2023 年营业收入及同比



资料来源: iFinD, 中银证券

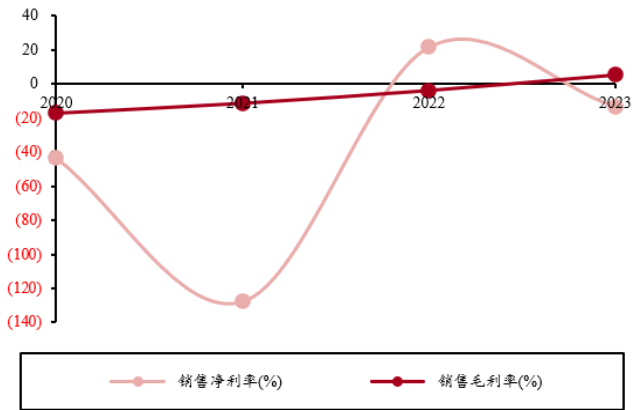
图表 11. 2020-2023 年销售成本及同比



资料来源: iFinD, 中银证券

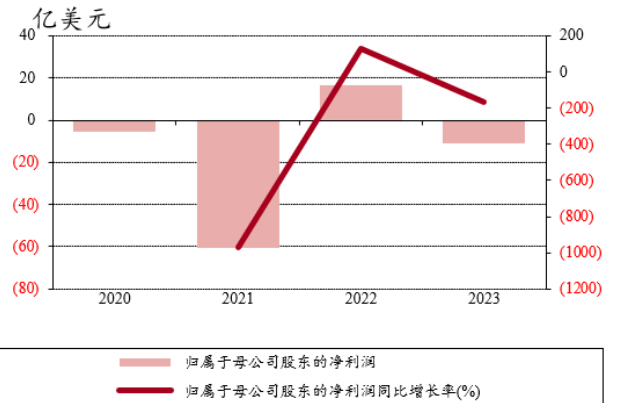
利润受投入成本影响有所波动，未来规模效应显现盈利能力有望改善。伴随公司不断的兼并收购，整合资源以及全球布局，受到成本方面的影响，在 2021 年公司的归母净利润为-60.47 亿美元，亏损相比 2020 年底明显扩大；但伴随着公司的战略布局开始显效，2022 年底公司的归母净利润为 16.56 亿美元，实现转负为正，同比增长 127.39%；尽管 2023 年披露的年报显示归母净利为负，我们认为随着公司不断整合市场资源以及提高规模效益，叠加市场占有率的提高，未来盈利能力有望改善。

图表 12. 2020-2023 年毛利率与净利率



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 13. 2020-2023 年归母净利润及同比



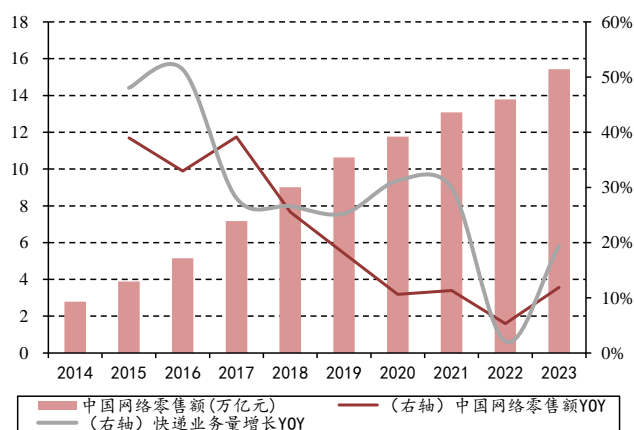
资料来源: iFinD, 中银证券

二、市场分析：国内直播电商重塑快递行业，东南亚电商快递整合空间较大，新兴市场起步较晚增长迅速

（一）中国市场：直播电商 GMV 份额不断增长，快递行业与平台的接入将带来额外增量

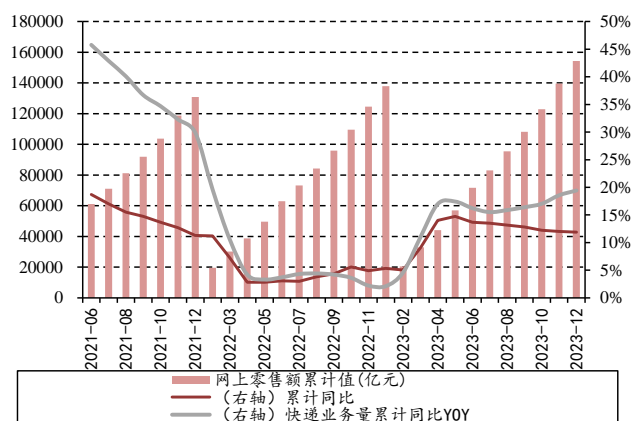
国内电商交易规模持续增长，2023 年同比增速为 11.90%。2023 年度中国网络零售额达 15.43 万亿元，同比增速 11.90%。2016-2022 年，阿里（天猫&淘宝）、京东、拼多多等主要电商的 GMV 总额复合增速达到 26%。2016-2022 年，阿里巴巴 GMV 复合增速在 18% 左右，贡献了最主要的 GMV 份额，而拼多多、京东等平台的快速崛起带来了增量市场。

图表14. 2015-2023中国网络零售额及增速



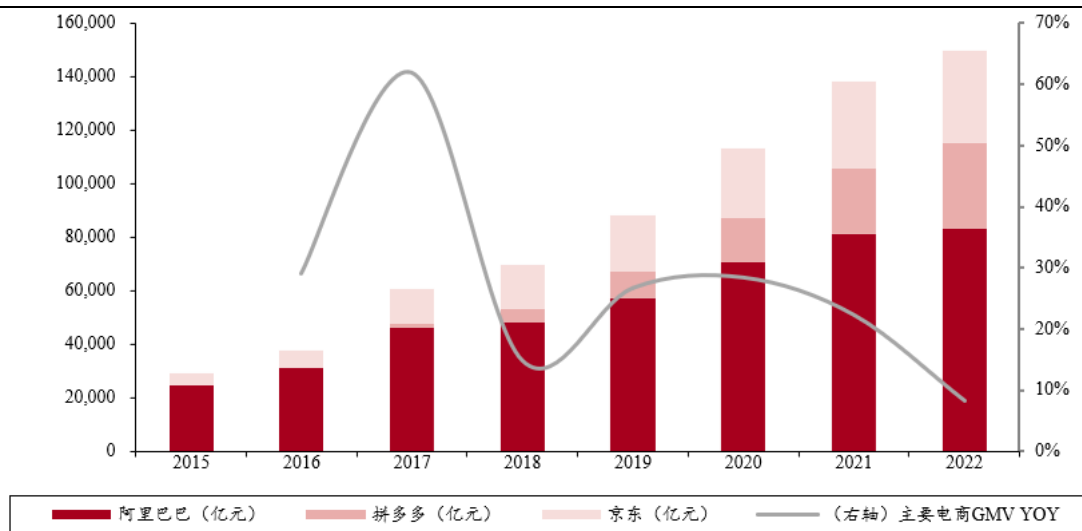
资料来源：国家统计局，中银证券

图表15. 2021-06至2023-12中国网络零售额及增速



资料来源：国家统计局，中银证券

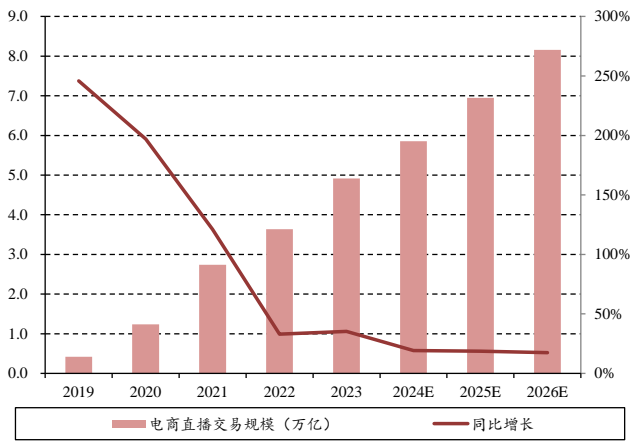
图表16. 中国国内主要电商GMV及增速



资料来源：各公司公告，中银证券

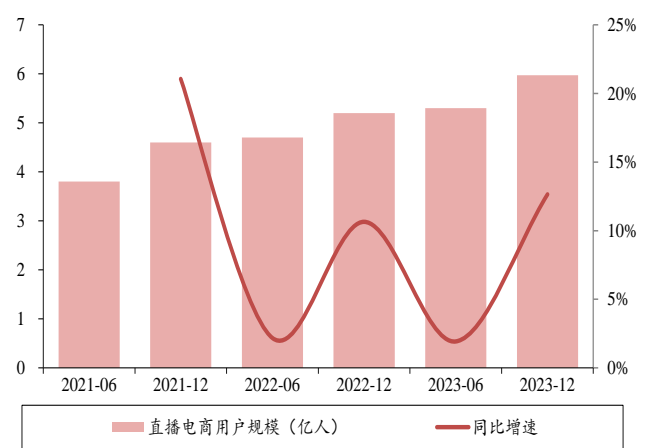
直播电商 GMV 份额增长迅速，2023 年直播电商市场交易规模同比增长达 35.2%。根据艾瑞咨询数据，中国的直播电商市场在 2022 年达到了 3.64 万亿元的规模，2023 年达到了 4.92 万亿元，预计未来三年的年市场增长率能维持双位数增长，2025 年预测规模将达到 6.95 万亿元。根据艾瑞咨询数据，截至 2023 年 12 月，我国电商直播用户规模已经达到 5.97 亿人，占网民整体的 54.7%，直播电商的渗透率在不断提高。根据网经社数据，中国直播电商渗透率从 2018 年的 1.6% 增长至 2023 年的 31.9%。可以看出，直播电商已经成为一种广泛受到用户喜爱的新兴购物方式，发达的物流网络是直播电商不断开拓下沉市场的基础，直播电商较大的市场为快递行业提供了新增量。

图表17. 2019-2023年电商直播市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表18. 直播电商用户规模



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

电商是快递行业的重要增长动力。随着我国经济稳步恢复，消费线上化趋势强化固化，电子商务经济继续保持着蓬勃的发展态势呈现出了全新的、平台多元化的网络购物新生态。未来新型电商有望形成快递件量新的支撑点。

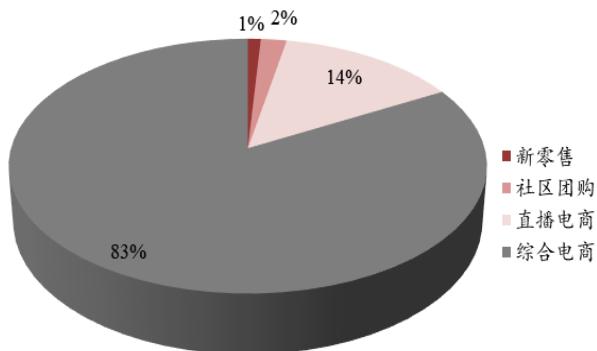
第一阶段以大型综合电商平台为主，淘系、京东、天猫在用户流量、全品类交易、渠道下沉方面贡献了主要增量与业务支撑。

第二阶段以新型电商平台拼多多“团购社交电商”为主导的购物模式，拼多多以社交工具为渠道快速传播团购的新模式，靠着低价吸引新客户，这大量释放了快递行业的包裹量。

第三阶段为基于直播带货的综合“兴趣电商”平台，以快手、抖音、哔哩哔哩等平台为主。根据星图数据，2022年主流直播视频平台GMV均达到万亿级别，阿里巴巴年GMV超过8万亿；京东GMV近3.5万亿；拼多多2022年GMV达3.2万亿。随着电商行业蓬勃发展以及电商的结构变化，长期来看直播电商单件“小件化”和“GMV均衡化”的特点将促进快递包裹量稳步释放。

相比传统电商平台，短视频电商在价格、用户来源方面更具优势，直播电商在持续重塑快递格局。2021年全年来看，综合电商平台地位稳固，GMV份额占比达到83%；其次是直播电商，占比达到了14%；而新零售和社团团购板块占比较小。2022年直播电商进一步侵蚀综合电商份额，GMV份额占比达到了20%；而综合电商下降了7pct。

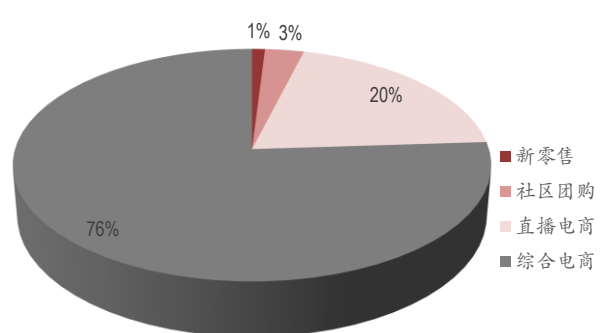
图表19. 2021年各电商业态GMV份额



资料来源：星图数据，中银证券

注：新零售是将线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。

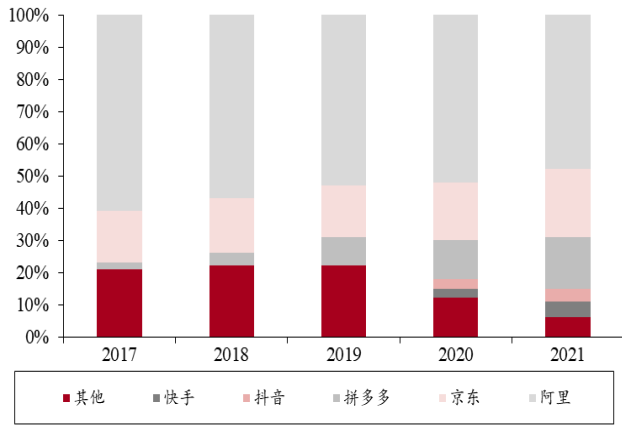
图表20. 2022年各电商业态GMV份额



资料来源：星图数据，中银证券

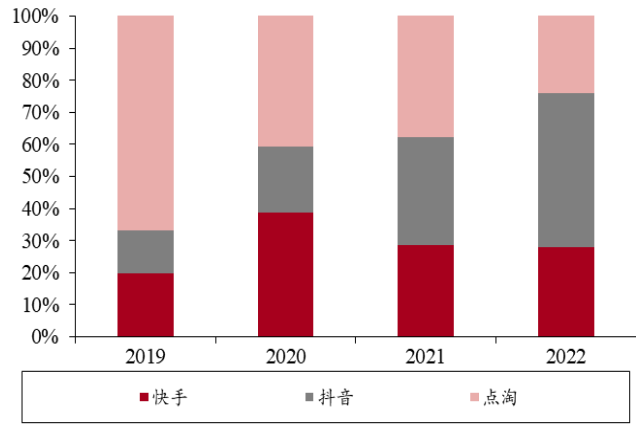
注：新零售是将线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。

图表21. 2017-2021电商平台GMV占比变化情况



资料来源：星图数据，中银证券

图表22. 2019-2022直播电商GMV占比变化情况

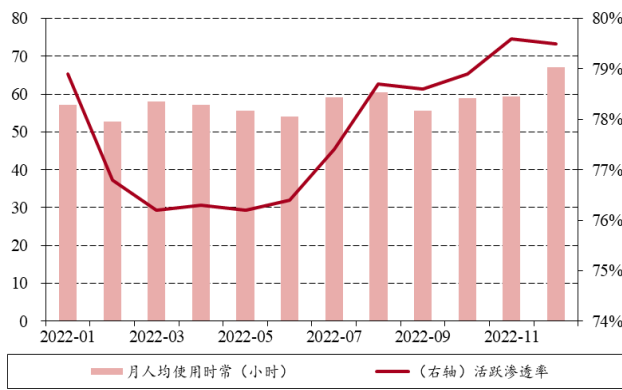


资料来源：星图数据，网经社，中银证券

抖音增长迅速，2022年市场份额接近快手、点淘两者之和，优势持续扩大。抖音平台2022年电商成交额达到1.5万亿元，GMV占比48%；快手平台成交交易额为8750亿元，GMV占比28%；点淘平台成交交易额为7500亿元，年GMV占比24%。

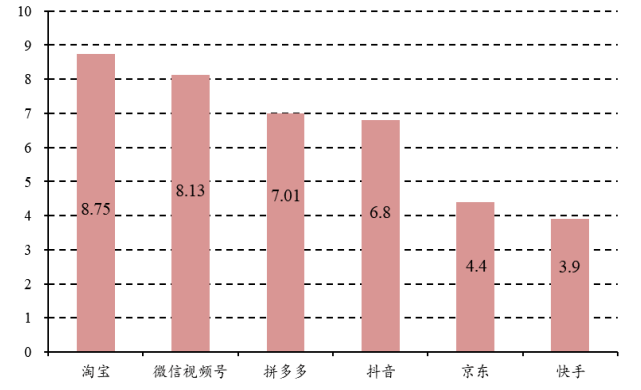
直播电商竞争白热化，更多平台加入份额争夺战。2022年6月，新兴的直播平台如微信视频号在月活量已经达到8.13亿，超越抖音的6.8亿，如果未来在用户时长和直播营业额方面加入竞争，直播电商的行业格局将发生变化，有可能给快递行业带来更多的流量。

图表23. 短视频APP行业月度人均使用时长趋势



资料来源：星图数据，中银证券

图表24. 2022年6月代表平台月活规模 (亿人次)



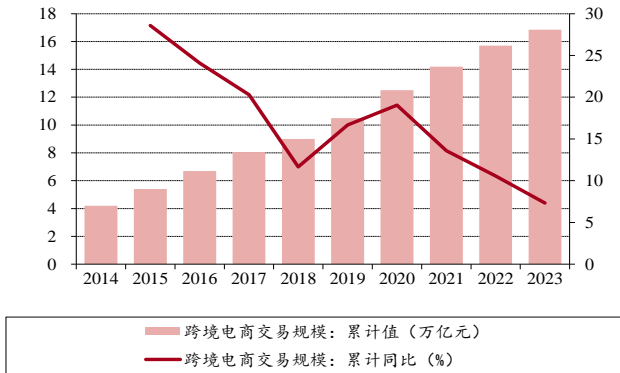
资料来源：星图数据，中银证券

随着活跃渗透率的增长，直播电商平台所带来的下沉市场红利将得到进一步释放。短视频平台在兴趣电商、直播带货等赛道的布局效果显著，持续抢占用户的注意力，用户活跃度与使用时长稳步提升，日均使用时长超过1.9小时。

快递企业与直播平台的接入将带来额外的增量。直播平台份额之争将利好各快递企业。直播平台为了实现服务上的差异化，在物件配送方面进行了产品分层提升竞争力，抖音就推出了快递服务“音需达”，由抖音联合快递公司提供送货上门、末端优先派送、优先转运等服务。目前音需达接入了中通、圆通、韵达和顺丰等第三方快递企业，音需达等直播电商服务可以借助第三方快递点快速推广并下沉，将服务推向更具潜力的二三线市场，快递公司也能够借此扩大自身的业务量。

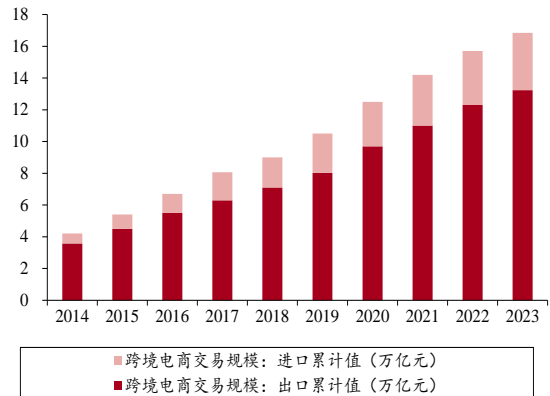
电商市场发展推动物流需求扩大。2018-2023年，中国跨境电商规模分别为9.0/10.5/12.5/14.2/15.7/16.9万亿元，同比增长11.66%/16.67%/19.05%/13.60%/10.56%/7.32%。2023年中国跨境电商出口累计值达13.2万亿元，进口累计值达3.6万亿元。

图表 25. 2020-2023 年中国跨境电商交易规模



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 26. 2020-2023 年中国跨境电商进出口规模



资料来源: iFinD, 中银证券

国内快递市场集中度高，公司市场份额稳步提升。根据弗若斯特沙利文的数据，2022 年中国快递业市占率排名前五的企业共占有市场份额 76.6%，其中极兔市占率为 10.9%，排名第六，2023 年公司在国内市场的市场份额提升至 11.6%。整体来看 2022 年国内快递行业 CR5 接近 80%，市场集中度较高，公司作为 2020 年进入中国市场的后起之秀市场份额稳步提升。

(二) 东南亚市场：印尼和 Shopee 电商份额最高，快递企业类型多整合空间大

跨境电商助力物流发展，快递行业整合空间大。根据弗若斯特沙利文数据，2018-2022 年，东南亚跨境电商交易额为 128/201/256/388/497 亿美元，复合年增长率为 40.4%。同期快递包裹年复合增长率为 36%，于 2022 年达到 111.48 亿件，预计 2023-2027 年的复合年增长率为 15.5%。2022 年东南亚快递行业 CR5 为 47.9%，相对分散，市场整合潜力高，极兔的市占率为 22.5%，2023 年公司在东南亚区域市占率从 22.5% 提升 2.9pct 至 25.4%，连续四年保持第一。

图表 27. 2018-2027E 东南亚跨境电商市场规模

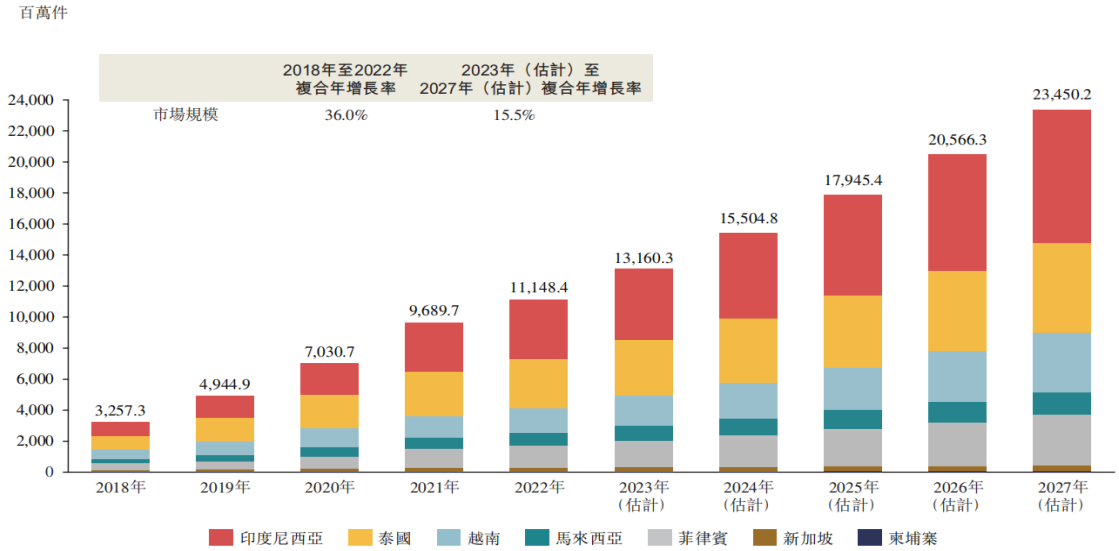
2018年至2027年(估计)东南亚跨境电商零售市场的市场规模(按交易额计)



资料来源: 招股说明书, 弗若斯特沙利文

图表 28.2018-2027E 东南亚快递市场的市场规模

2018年至2027年(估计)东南亚快递市场的市场规模(按包裹量计)



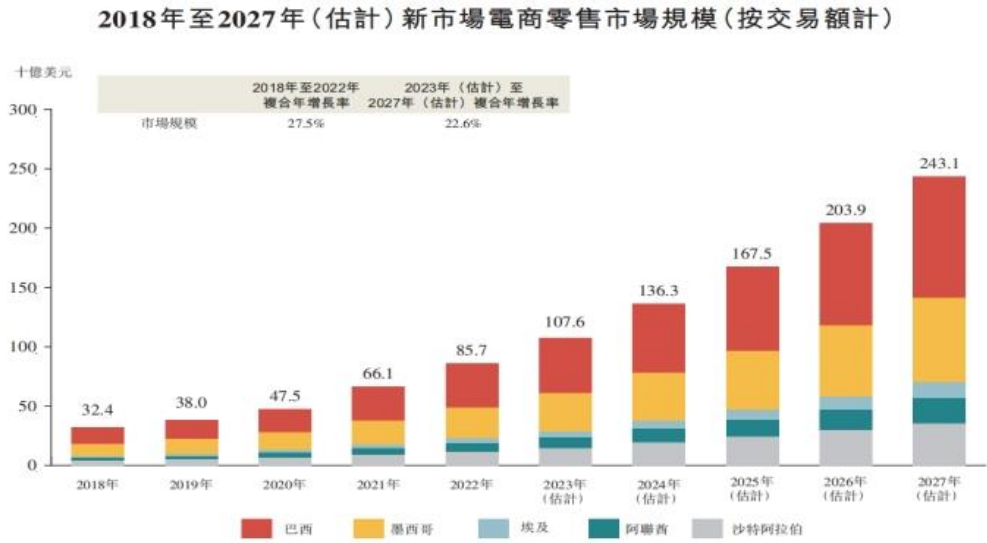
电商市场中,按平台看,Shopee 占据半壁江山。根据 Momentum Works 数据,2022 年东南亚电商市场 GMV 为 995 亿美元,其中,Shopee 的 GMV 达到了 479 亿美元,占据了近一半的市场份额。Lazada, Tokopedia 紧随其后,GMV 分别为 201/184 亿美元。与此同时, Bukalapak, Tiktok Shop 与 Blibli 也有一定竞争力。按区域看,印尼市场份额最高。根据谷歌、淡马锡和贝恩联合发布的 2023 年东南亚互联网报告,2023 年东南亚电商市场的 GMV 为 1390 亿美元。其中,印尼电商 GMV 约为 620 亿美元、泰国为 220 亿美元、越南和菲律宾均约为 160 亿美元、马来西亚约为 130 亿美元、新加坡约为 80 亿美元。由于印尼在 2023 年 6 月出台电商限制措施并加强进口管制,我们预计该地区电商与物流服务或将受到一定冲击。相反,越南和菲律宾由于积极开放的电商政策,保持了稳定甚至超预期的增长态势。

东南亚物流市场分为六大派系: 第四方物流、市场货运物流、第三方物流、科技第三方物流、仓储及平台自营物流。第四方物流企业如 Andalin、Quincus 等,提供一整套物流供应链解决方案。市场货运物流企业如 Ritase、Haulio 等,进行货物运输、端到端配送等业务。第三方物流企业如 Pos Indonesia、JNE 等,提供快递运输、仓储、存货管理及最后一公里派送等服务。科技第三方物流企业如 Ninja Van、J&T Express 等,在业务细分、业务创新等领域有突出进展。仓储企业如 Shipper、Boxme 等,提供仓储服务。平台自营物流领域,如 Shopee、Lazada 等,拥有自营物流体系。一些物流企业拥有“多项主营业务”,可属多种派系,如 Waresix、Shipper 等。

(三) 新兴市场: 电商物流规模小增速快, 快递行业分散起步较晚

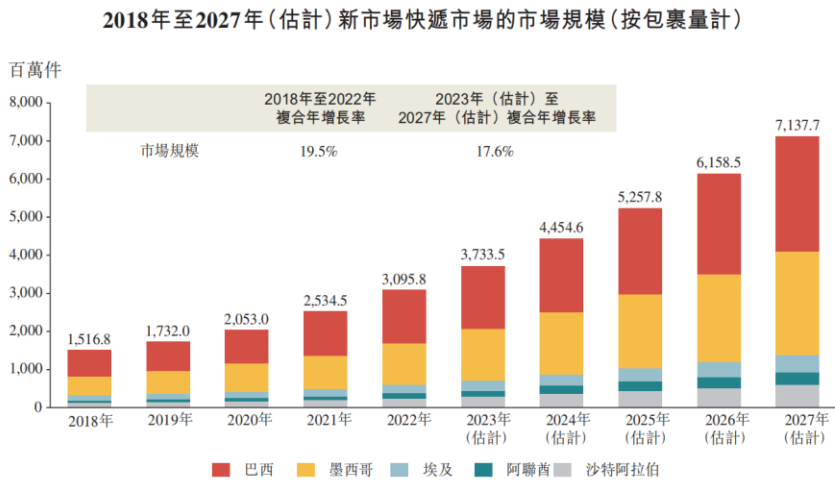
电商起步较晚但增速快,带动物流需求增长。根据弗若斯特沙利文的数据,2018-2022 年,新市场(沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西和埃及)的电商零售市场交易额为 324/380/475/661/857 亿美元,复合年增长率为 27.5%。同期,新市场平均快递包裹量复合年增长率在 19.5%,并在 2022 年达到 30.96 亿件,预计 2023-2027 年的复合年增长率为 17.6%。新市场的数字基础设施建设普遍相对滞后,导致整体电商市场的渗透率较低。尽管如此,该地区居民的人均可支配收入较高,对电商的需求较大,未来空间大。根据公司年报,2023 年,极兔在新市场取得了三倍增长的成绩,其在新市场的市场份额从 2022 年的 1.6% 提升到 2023 年的 6.0%,包裹量为 2.3 亿件,同比增长 369.0%,全年收入同比增长 299.7% 至 3.27 亿美元。

图表 29.2018-2027E 新市场电商市场规模



资料来源:招股说明书,弗若斯特沙利文

图表 30.2018-2027E 新市场快递市场的市场规模



资料来源:招股说明书,弗若斯特沙利文

本土电商平台与全球性电商平台并存。根据巴西零售与消费者协会数据,2022年的巴西电商市场中,美客多/Americanas/Magazine Luiza/Via/亚马逊的收入分别为805/443/205/205/146亿雷亚尔,合计占据了78%的市场份额,居于主导地位。根据eMarketer发布的《2022年全球电子商务预测报告》显示,在墨西哥,主流电商平台主要包括Mercado Libre Mexico、Amazon Mexico、沃尔玛墨西哥站点、Coppel以及Liverpool。2022年Mercado Libre的流量在墨西哥居于首位,亚马逊墨西哥站的流量年增长率也高达51%,而Coppel以及Liverpool也具有一定的竞争力。

中东和北非地区形成了以背靠亚马逊的Souq、Noon、Jarir、Jumia等平台为主导的竞争格局。同时,国际知名电商平台如速卖通、SHEIN、Tiktok与Temu等也纷纷进军该地区,加剧了市场竞争。总体而言,新市场的电商市场正在经历一场新的变革,随着数字化转型的深入推进,未来的趋势将更加多元,带来更大机会。

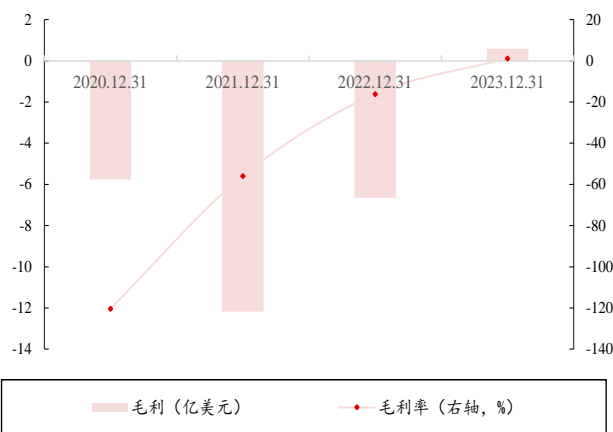
快递行业相对分散,竞争激烈。新市场的基础设施较为落后,电商市场和物流行业均起步较晚。目前呈现出本土快递平台与联邦快递UPS、DHL和Aramex Express等国际巨头之间的竞争格局。极兔作为初入者,新市场的占有率较低。伴随着电商市场的高增速与布局效应显现,未来会有较大提升。目前处于领先地位的有巴西的Braspress、TNT Express和RTE Rodonaves、墨西哥的Estafeta Express、埃及的Egypt Express、阿联酋的Emirates Post以及沙特阿拉伯的Saudi Post。

三、前景展望：持续整合中国东南亚市场，不断开辟新市场获取新增量

（一）中国市场：不断巩固快递行业地位，持续学习先进经验模式

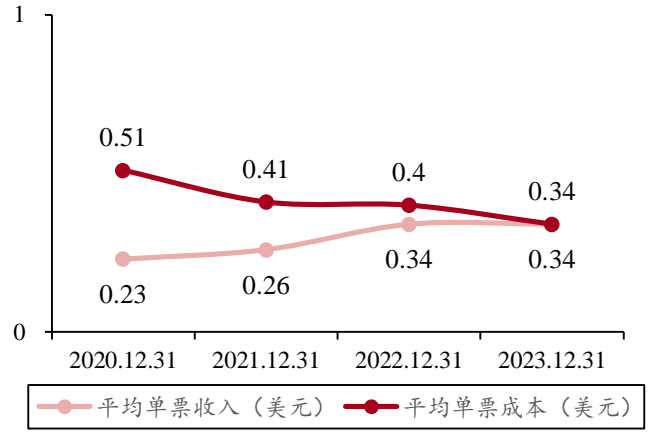
快递业务显著提升，盈利情况持续改善。从 2020 年至 2023 年，极兔在中国市场的业务量从 20.84 亿件增加至 153.41 亿件包裹。2020 年-2023 年，中国地区的单票收入从 0.23 美元提升到 0.34 美元，单票成本从 0.51 美元降至 0.34 美元。同期的毛利分别为-5.77/-12.19/-6.65/0.59 亿美元。公司 2022 年中国市场毛利率为-16.2%，2023 年毛利率转正为 1.1%。

图表 31. 2020-2023 年中国市场毛利及毛利率



资料来源：招股说明书，公司年报，中银证券

图表 32. 2020-2023 年中国市场单票收入与成本



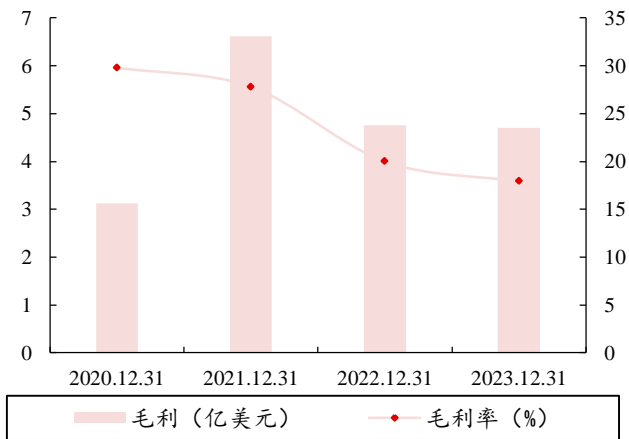
资料来源：招股说明书，公司年报，中银证券

前期亏损系短期因素影响，长期利好助力扭亏为盈。极兔于 2020 年进入中国市场，适逢快递行业价格战。极兔也采取以价换量的策略，因而前期的单票价格较低。后续随着极兔在中国市场站稳脚跟，价格战趋缓，极兔的单票价格有所上升。在成本方面，前期极兔进入中国不断投资物流网络建设，并且收购丰网和百世整合物流资源，单票价格较高。随着极兔布局完善，业务量上升，规模效应开始显现，单票成本近年稳步下降。总体来说，随着单票成本降低，单票收入提升，以及业务量的扩大，极兔在中国市场即将扭亏为盈。极兔于中国市场持续学习先进经验与管理模式，并应用于东南亚和新市场的市场运营，以巩固自己的优势。

（二）东南亚市场：快递红利有所消退，继续整合市场份额

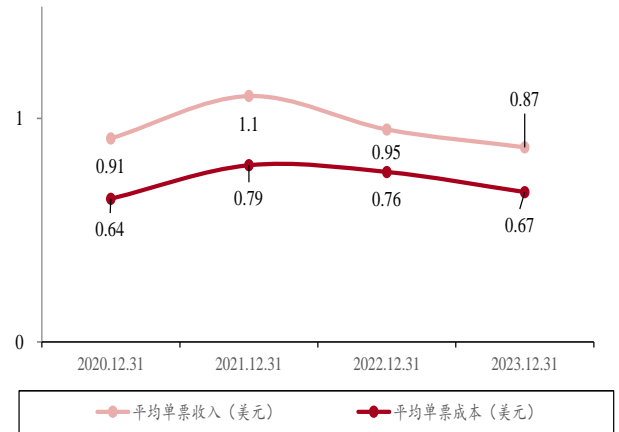
单票毛利有所下降，业务量持续提高。极兔在东南亚区域的业务量从 2020 年的 11.54 亿件增加至 32.40 亿件。2020 年-2023 年，公司在东南亚区域的单票收入由 0.91 美元小幅降低至 0.87 美元，单票成本由 0.64 美元小幅提升至 0.67 美元。同期，毛利分别为 3.12/6.62/4.76/4.70 亿美元；毛利率由 29.8% 下降至 17.9%。

图表 33. 2020-2023 年东南亚市场毛利与毛利率



资料来源：招股说明书，公司年报，中银证券

图表 34. 2020-2023 年东南亚市场单票收入与成本



资料来源：招股说明书，公司年报，中银证券

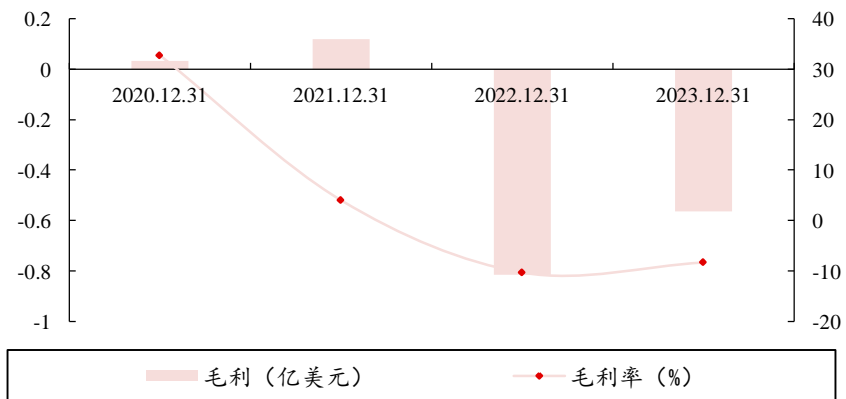
东南亚红利逐渐消退，长期仍有整合空间。近年来极兔的单票成本降低源于持续不断整合物流网络和区域代理资源，优化成本结构，以扩大规模效益。而近年来单票收入和毛利的降低一定程度的反映了东南亚快递市场红利逐渐消退的情况。在早期，由于东南亚基础设施相较于欧美、中国更为落后，数字化带来的效用更加明显，东南亚的电商快速发展，为物流企业带来系统性的机会，因而单票毛利较高。然而，随着近年基础设施的完善，来自本土和海外的竞争日趋激烈，以及以自动化和机器人为标志的 DeepTech 不断渗透，未来东南亚物流公司技术能力的竞争会更加多维，颗粒度会更加细化。相比于中国，目前东南亚的单票毛利仍然维持在较高水平，同时市场集中度较低。长期来看，极兔利用自己的龙头优势，进一步整合东南亚市场，提高市占率，仍大有可为。

最后一英里配送面临诸多挑战。在东南亚地区，由于地缘环境复杂，岛屿众多，基础设施尚不完善，这给最后一英里的快递配送带来了很大的挑战，快递时效的差异非常大。叠加货物轨迹不透明，售后服务落后，导致拒收率与退货率高。类似的，中东和北非许多区域划分模糊，缺乏详细的门牌号、缺少具体的地址信息，顾客填写地址较为宽泛；并且该区域国土面积较大，且居住分散，订单密度较小，单个快递员的覆盖面大。派送过程中难度较大，沟通成本高，导致用户满意度差，签收挑战高。同时，大多数区域没有自助式快递柜，拒收、退货的包裹无路可返，丢包率高。

(三) 新兴市场：电商物流尚处于起步阶段，未来有望成为主要增量市场

孵化市场阶段，毛利有所改善。2020-2023 年，新兴市场公司毛利分别为 0.03 亿/0.12 亿/-0.81 亿/-0.56 亿美元，毛利率由 32.7% 下降至 -8.3%。2022-2023 年，新兴市场单票收入从 1.67 美元下降至 1.42 美元，单票成本从 2.05 美元下降到 1.41 美元。同期，包裹量分别为 0.49/2.30 亿件。

图表 35. 2020-2023 年新市场毛利与毛利率



资料来源：招股说明书，公司年报，中银证券

新市场快递业务潜力大，有望成为极兔业务新增量。极兔 2022 年正式进军新市场，作为初入者，前期物流网络、营运中心以及区域代理的建设拓张成本较大，且业务量和市场渗透率较低；除此之外，新市场五国的基础设施普遍较为落后，电商和物流发展较为薄弱，极兔需要投入的成本有增无减，因而在 2022 年出现较大的亏损。然而，相较于中国与东南亚，新市场的电商与物流市场虽然尚起步，规模较小，但增长率较高，同时竞争对手布局也才刚刚开始，未来发展的空间大。2023 年极兔中报披露的亏损也大幅减少。展望未来，极兔作为提前布局者，在新市场有先发优势，伴随着极兔布局逐步完成，渗透率提高，业务量上升，规模效益的显现，毛利水平将会进一步提高，叠加新市场本身的电商和物流行业的发展特点，未来新市场业务有望成为新增量。

斋月习俗和货到付款模式带来挑战。斋月是一种宗教习俗，存在于东南亚与新市场。在斋月期间，由于购物需求大幅增长，导致出货量高，派送需求高。但与之相反的是穆斯林在斋月期间需要封斋，白天不能进食，快递员派送效率低。同时，很多消费者网上购买开斋节礼物，一旦订单不能在开斋节之前送到，拒收概率大大提升，这对派送运力和效率提出更大的挑战。除此之外，受制于消费习惯和数字基建，目前东南亚和新市场的线上支付率较低。许多电商订单是货到付款模式，往往有多次派送的情况，且异常情况多样，导致派送的流程较为复杂，这对站点管理、出派任务、运力预估提出了很大的挑战。

四、盈利预测与估值

(一) 逻辑梳理

中国&东南亚

①**快递业务量**：以近年业务量基数、增速和增速趋势为基准，长期以市场渗透率以及区域包裹量增速作为参考。中国和东南亚近年都出现增速放缓的趋势，因此业务量增速预期由高到低最后稳定。东南亚包裹量增速更快，且公司市场渗透率更高，增速值会更高。

②**单票收入**：以 2023 年的单票收入为基准。考虑近年东南亚单票收入下降，市场红利小幅消退，但整合空间大，为继续提升东南亚地区市占率，未来该地区单票收入或有所减少。中国快递市场的价格战逐渐缓和，单票价格近年趋于稳定，我们预计未来国内单票收入或小幅下降。

③**单票成本**：主要与人力、运营以及扩张成本相关，同时业务量的上升也会摊薄单票成本。因此，以 2023 年单票成本和近年变化趋势为核心。考虑到近年来单票成本不断下降，极兔不断布局物流网络扩大网点转运中心，以及业务量的增长，预计未来成本会不断下降，速度递减且趋于稳定。

新市场：极兔经营新市场的时间较短，业务结构不稳定以及数据缺失。

①**绝对值增速上**，一方面，极兔速递作为新进者需要在初期进行较多投入（运转中心、网点、合作伙伴），而新市场的国家普遍基础设施条件较弱，初期成本会比较高。另一方面，新市场电商物流规模虽然较小，但是增速高，需求旺盛，竞争尚不激烈，未来会有一段红利期，收入也是可观的，且该红利会持续一段时间。

②**增速趋势上**，由于公司在新市场尚处扩张阶段，我们认为未来在该地区投入会加大，成本会有所上升，同时 2023 年报披露数据显示新市场业务量显著增加，亏损收窄后接近盈亏平衡，我们认为随着业务量的增长，公司成本端规模效应有望显现，我们预计在新市场公司盈利能力将逐步改善。

(二) 盈利预测

①**中国**：单票收入方面，2024/2025/2026 年预测同比增速分别为 -1.5%/-1.0%/-0.5%，对 0.33/0.33/0.33 美元。单票成本方面，同期预测同比增速分别为 -3.0%/-3.0%/-2.0%，分别对应 0.33/0.32/0.31 美元。包裹量方面，同期预测同比增速分别为 25.0%/20.0%/18.0%，对应 191.76/230.12/271.54 亿件。计算得出：2024/2025/2026 年，营业收入分别为 64.22/76.29/89.58 亿美元，对应增速 22.8%/18.8%/17.4%。

图表 36. 中国区域盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
快递包裹量 (亿)	20.84	83.34	120.26	153.41	191.76	230.12	271.54
YOY(%)		299.9	44.3	27.6	25.0	20.0	18.0
单件包裹收入 (美元/件)	0.23	0.26	0.34	0.34	0.33	0.33	0.33
YOY(%)		13.0	30.8	0.0	(1.5)	(1.0)	(0.5)
单件包裹成本 (美元/件)	0.51	0.41	0.40	0.34	0.33	0.32	0.31
YOY(%)		(20.0)	(2.0)	(15.0)	(3.0)	(3.0)	(2.0)
收入 (亿美元)	4.79	21.81	40.96	52.29	64.22	76.29	89.58
YOY(%)		355.3	87.8	27.7	22.8	18.8	17.4
成本 (亿美元)	10.56	34.00	47.61	51.70	63.24	73.62	85.13
毛利 (亿美元)		(5.77)	(12.19)	(6.65)	0.59	2.68	4.45
毛利率(%)		(120.5)	(55.9)	(16.2)	1.1	3.5	5.0

资料来源：iFinD，中银证券

②**东南亚**：单票收入方面，2024/2025/2026 年预测同比增速分别为 -5.0%/-3.0%/-2.0%，对应 0.77/0.75/0.73 美元。单票成本方面，同期预测同比增速分别为 -8.0%/-5.0%/-3.0%，分别对应 0.62/0.59/0.57 美元。包裹量方面，同期预测同比增速分别为 20.0%/18.0%/15.0%，对应 38.88/45.88/52.76 亿件。计算得出：2024/2025/2026 年，营业收入分别为 29.92/34.24/38.59 亿美元，对应增速 13.6%/14.5%/12.7%。

图表 37. 东南亚区域盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
快递包裹量 (亿)	11.54	21.61	25.13	32.40	38.88	45.88	52.76
YOY(%)		87.3	16.3	28.9	20.0	18.0	15.0
单件包裹收入 (美元/件)	0.91	1.10	0.95	0.81	0.77	0.75	0.73
YOY(%)		21.0	(14.0)	(15.0)	(5.0)	(3.0)	(2.0)
单件包裹成本 (美元/件)	0.64	0.79	0.76	0.67	0.62	0.59	0.57
YOY(%)		23.0	(4.0)	(12.0)	(8.0)	(5.0)	(3.0)
收入 (亿美元)	10.47	23.78	23.82	26.33	29.92	34.24	38.59
YOY(%)		127.1	0.2	10.5	13.6	14.5	12.7
成本 (亿美元)	7.35	17.15	19.06	21.63	23.97	26.87	29.97
毛利 (亿美元)	3.12	6.63	4.76	4.70	5.95	7.38	8.62
毛利率(%)	29.8	27.9	20.0	17.9	19.9	21.5	22.3

资料来源: iFinD, 中银证券

③新市场: 营业收入方面, 2024/2025/2026 年预测同比增速分别为 30.0%/25.0%/20.0%, 对应 12.83/16.04/19.25 亿美元。营业成本方面, 同期预测同比增速分别为 28.0%/22.0%/18.0%, 分别对应 13.35/16.29/19.22 亿美元。

图表 38. 新市场区域盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (亿美元)	0.10	2.93	7.90	9.87	12.83	16.04	19.25
YOY(%)		2,830.0	169.6	24.9	30.0	25.0	20.0
成本 (亿美元)	0.07	2.81	8.71	10.43	13.35	16.29	19.22
YOY(%)		3,914.3	210.0	19.7	28.0	22.0	18.0
毛利 (亿美元)	0.03	0.12	(0.81)	(0.56)	(0.52)	(0.25)	0.03
YOY(%)		300.0	(775.0)	(30.9)	(7.2)	(52.1)	111.0

资料来源: iFinD, 中银证券

综上所述, 我们预计公司 2024-2026 年的营业收入为 766.19/910.86/1065.31 亿元, 同比增长 21.5%/18.9%/17.0%。预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为-28.25/10.47/19.01 亿元, 对应 PS 为 0.7/0.6/0.5 倍。

图表 39. 盈利预测结果

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	50,301	63,056	76,619	91,085	106,531
增长率(%)	62.8	25.4	21.5	18.9	17.0
EBITDA(人民币 百万)	14,997	(4,107)	(483)	3,385	4,188
归母净利润(人民币 百万)	11,463	(7,845)	(2,825)	1,047	1,901
增长率(%)	127.6	(175.7)	65.5	137.1	81.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.30	(0.89)	(0.32)	0.12	0.22
市盈率(倍)	4.9	(7.2)	(20.0)	53.9	29.7
市净率(倍)	(1.7)	2.9	3.4	3.2	2.9
市销率(倍)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 以公司 2023 年报披露的人民币口径的收入和美元口径的收入为汇率依据, 股价截至 2024 年 7 月 15 日

(三) 估值

由于公司尚处于业务扩张期，新兴市场等地区还在继续加大投入，因此公司会有一些的盈利波动甚至出现亏损，故而我们选用 P/S 估值，可比公司方面。我们选取从事同业的快递公司，包括顺丰控股、申通快递、圆通速递和中通快递、韵达股份、德邦股份进行对比分析，得到其 2024-2026 年平均 P/S 为 0.84/0.75/0.68 倍。对比极兔速递 2024-2026 年 P/S 分别为 0.74/0.62/0.53 倍，公司估值处于相对合理位置。我们认为极兔将中国快递经验赋能东南亚市场后在东南亚区域的市占率有望提升，同时新兴市场当前发展水平和基数较低，公司提早布局新市场未来增量红利可期。公司当前估值处于上市以来低位，我们预计公司 2024 年亏损有望明显收窄，2025 年开始逐步盈利，未来公司估值有望修复。首次覆盖，给予买入评级。

图表 40.可比公司相对估值

代码	简称	总市值 (亿元)	PS			
			2023	2024E	2025E	2026E
002352.SZ	顺丰控股	1,671	0.65	0.59	0.53	0.48
002120.SZ	韵达股份	208	0.46	0.40	0.36	0.33
002468.SZ	申通快递	131	0.32	0.28	0.24	0.21
603056.SH	德邦股份	134	0.37	0.31	0.28	0.25
600233.SH	圆通速递	505	0.88	0.76	0.68	0.62
2057.HK	中通快递	1,180	3.07	2.70	2.41	2.18
	平均数		0.96	0.84	0.75	0.68
1519.HK	极兔速递	564	0.89	0.74	0.62	0.53

资料来源：iFinD，中银证券

注：截至时间 2024 年 7 月 15 日，除顺丰控股外，其余可比公司收入预测来源于 iFind 一致预期，港币对人民币汇率为 0.91

五、风险提示

- 1.单票价格波动风险。**东南亚市场竞争更加激烈，中国快递价格战仍有影响，新市场业务尚起步有不确定性。若单票价格下行则影响公司整体营收。
- 2.单票成本波动风险。**东南亚和中国的成本端虽然规模效益不断显现，但仍有外部因素可能造成单票成本波动，例如人工成本与资本投入成本。新市场仍处于拓张阶段，前期投入的波动也会影响单票成本。若未来单票成本升高则会蚕食最终利润。
- 3.包裹量波动风险。**根据过往记录与宏观情况，预测未来三个市场的包裹量会继续增加，增速会逐渐下降并稳定。然而，若包裹量的增速不及预期，收入端将会下滑，成本的规模效应降低，最终影响公司的利润。
- 4.国际政治影响。**公司的主营业务依托于电商的发展，对于国际政治关系较为敏感。若出现诸如印尼限制跨境电商的政策，也会对公司的主营业务产生冲击。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	50,301	63,056	76,619	91,085	106,531
营业成本	52,171	59,687	71,889	83,814	96,779
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	308	328	386	459	537
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	536	572	267	258	201
资产减值损失	(2)	(2)	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(2)	(2)	0	0	0
营业利润	(2,717)	2,466	4,076	6,554	9,013
其他非经营损益	13,676	(10,584)	(6,900)	(5,500)	(7,100)
利润总额	10,959	(8,117)	(2,824)	1,054	1,913
所得税	74	122	18	0	0
净利润	10,884	(8,240)	(2,843)	1,054	1,913
少数股东损益	(579)	(395)	(17)	6	12
归属母公司净利润	11,463	(7,845)	(2,825)	1,047	1,901
EBITDA	14,997	(4,107)	(483)	3,385	4,188
EPS (元)	1.30	(0.89)	(0.32)	0.12	0.22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要财务比率

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	62.80	25.36	21.51	18.88	16.96
净利润(%)	127.60	(175.70)	65.50	137.07	81.57
获利能力					
毛利率(%)	(3.72)	5.34	6.17	7.98	9.15
净利率(%)	21.64	(13.07)	(3.71)	1.16	1.80
ROE(%)	(34.17)	(40.04)	(16.85)	5.88	9.63
ROIC(%)	4.33	(10.48)	16.36	27.23	37.02
偿债能力					
资产负债率(%)	183.97	62.44	72.39	72.33	71.31
净负债比率(%)	9.74	(9.78)	(32.20)	(55.75)	(78.01)
流动比率	1.64	1.50	1.29	1.38	1.48
速动比率	1.35	1.22	1.05	1.12	1.21
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.34	1.43	1.59	1.72
应收账款周转率	14.14	15.92	14.81	14.81	14.81
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.30	(0.89)	(0.32)	0.12	0.22
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.41)	0.28	1.16	1.12	1.41
每股净资产(最新摊薄)	(3.81)	2.22	1.90	2.02	2.24
估值比率					
P/E	4.9	(7.2)	(20.0)	53.9	29.7
P/B	(1.7)	2.9	3.4	3.2	2.9
EV/EBITDA	0.4	(1.7)	(17.1)	2.1	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,700	22,355	31,094	36,890	43,651
现金	10,962	10,867	15,324	18,217	21,878
应收票据及应收账款合计	3,557	3,962	5,174	6,150	7,193
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	1,525	2,965	4,396	5,226	6,112
存货	202	248	322	376	434
其他流动资产	3,455	4,313	5,878	6,921	8,034
非流动资产	21,382	24,684	22,610	20,536	18,462
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	7,287	8,399	7,083	5,767	4,451
无形资产	4,439	4,546	3,788	3,031	2,273
其他非流动资产	9,656	11,739	11,739	11,738	11,738
资产总计	41,082	47,039	53,704	57,426	62,114
流动负债	11,985	14,855	24,020	26,679	29,437
短期借款	536	1,505	2,573	1,382	0
应付票据及应付账款合计	3,351	3,327	5,438	6,339	7,320
其他流动负债	8,097	10,023	16,009	18,958	22,117
非流动负债	63,595	14,515	14,858	14,858	14,858
长期借款	7,066	7,634	7,977	7,977	7,977
其他非流动负债	56,529	6,881	6,881	6,881	6,881
负债合计	75,580	29,370	38,878	41,537	44,295
少数股东权益	(950)	(1924)	(1942)	(1935)	(1924)
股本	0	0	0	0	0
资本公积	(33,548)	19,593	19,593	19,593	19,593
留存收益	0	0	(2,825)	(1,769)	150
归属母公司股东权益	(33,548)	19,593	16,768	17,824	19,742
负债和股东权益	41,082	47,039	53,704	57,426	62,114

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(3,598)	2,437	10,258	9,876	12,386
净利润	10,884	(8,240)	(2,843)	1,054	1,913
折旧摊销	3,502	3,438	2,074	2,074	2,074
财务费用	536	572	267	258	201
其他经营现金流	(18,520)	6,666	10,760	6,491	8,198
投资活动现金流	(5,951)	(6,120)	(6,945)	(5,543)	(7,159)
资本支出	17,199	53,029	0	0	0
其他投资现金流	(23,150)	(59,149)	(6,945)	(5,543)	(7,159)
筹资活动现金流	6,100	3,569	1,144	(1,440)	(1,566)
短期借款增加/(减少)	154	969	1,068	(1,191)	(1,382)
长期借款增加/(减少)	6,881	568	343	0	0
其他筹资现金流	(935)	2,033	(267)	(248)	(184)
现金净增加额	(3,449)	(114)	4,457	2,893	3,661

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371