

逐鹿海外电商高增，突围国内快递

华泰研究

2025 年 1 月 02 日 | 中国香港

首次覆盖

仓储物流

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

7.50

研究员

SAC No. S0570520080001
SFC No. BIR018

林珊

linshan@htsc.com
+(86) 21 2897 2209

研究员

SAC No. S0570516110001
SFC No. BCG366

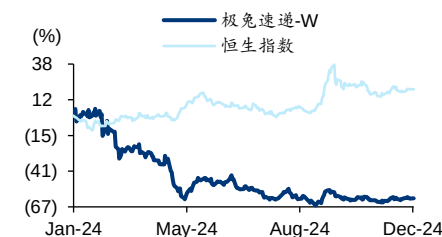
沈晓峰

shenxiaofeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2088

基本数据

目标价(港币)	7.50
收盘价(港币 截至 12 月 31 日)	6.13
市值(港币百万)	54,546
6 个月平均日成交额(港币百万)	77.75
52 周价格范围(港币)	5.17-16.54
BVPS(美元)	0.31

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖极兔速递，给予“买入”评级，目标价 7.5 港币。极兔 2015 年在印尼成立，从事快递业务，发展初期深耕东南亚，是东南亚第一快递运营商，龙头优势显著；2020 年进入中国；2022 年进入中东和南美。我们看好极兔未来的发展：1) 海外，跨境电商和本土电商扩张，电商渗透率提升推动快递行业高增且单票盈利高，为极兔提供确定性增长和盈利贡献；2) 国内：中国是全球最大快递市场，件量规模大，业绩敏感性强。极兔作为后起之秀，抓住社交电商增长机遇，有望持续缩小和头部公司差距，站稳国内市场。

海外市场先行者，增长潜力和盈利能力双优：深耕东南亚，布局中东/南美伴随跨境电商和社交电商在海外扩张，极兔作为第三方物流服务商，在海外快递市场总量上升中保持受益，龙头优势显著。我们预计 24-26 年极兔东南亚/中东和南美件量年复合增速 26%/40%，市场份额进一步提升。盈利方面，海外快递竞争尚不充分，单票收入和盈利显著高于中国。伴随件量增长，规模效应带动成本下降，我们预计 24-26 年极兔海外毛利率将进一步提升。

中国市场后起之秀：无惧竞争，抓住社交电商增长机遇

尽管极兔进入中国较晚，但社交电商的兴起，给极兔在中国的发展提供机遇。极兔在深化与传统电商合作的同时，和其他快递公司在同一起跑线去争取社交电商平台客户。我们预计 24-26 年极兔中国件量年复合增速 16%，市场份额进一步提升。盈利方面，我们预计 24 年极兔中国实现扭亏，25-26 年毛利率逐年提升。

我们与市场观点不同之处

2024 年 (1.1-12.31)，极兔股价下跌 61%，主因：1) 基石解禁；2) 市场担忧中国快递价格竞争。我们认为市场忽视了：1) 极兔 50% 利润来自海外 (1H24 EBIT 数据)，盈利具有安全垫。2) 极兔已逐步减少低价单。24 年在价格战中，极兔中国收入降幅小于同行，成本降幅大于同行，1H24 扭亏。我们预计 25 年极兔中国单票成本降幅大于收入降幅，盈利同比进一步增长。

24 年扭亏为盈，25-26 年盈利高增；目标价 7.5 港币，给予“买入”

我们预测 24/25/26 年归母净利 0.8 亿/3.5 亿/6.5 亿美元。考虑公司处于快速成长期，盈利高增，我们采用 25-26 年预测 EPS 均值 0.06 美元，基于 16.0x PE (高于港股可比公司 25E-26E PE 均值 11.6x，以反映公司高于行业的盈利增速；极兔 24E-26E 归母净利 CAGR 为 178.6% vs 可比公司均值 20.0%)，目标价 7.5 港币，给予“买入”评级。

风险提示：1) 行业价格竞争加剧，单票收入低于预期；2) 快递件量增长低于预期；3) 单票成本高于预期；4) 政策风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(美元百万)	7,267	8,849	10,351	12,024	14,063
+/-%	49.77	21.77	16.97	16.16	16.95
归属母公司净利润(美元百万)	1,656	(1,101)	83.73	345.27	649.74
+/-%	NA	NA	NA	312.34	88.19
EPS(美元，最新摊薄)	0.55	(0.26)	0.01	0.04	0.07
ROE(%)	NA	NA	3.00	11.50	18.57
PE(倍)	1.44	(3.00)	83.92	20.35	10.81
PB(倍)	(0.49)	1.20	2.48	2.21	1.84
EV EBITDA(倍)	(16.59)	52.83	10.14	6.47	4.36

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,267	8,849	10,351	12,024	14,063
销售成本	(7,538)	(8,376)	(9,181)	(10,364)	(11,787)
毛利润	(270.00)	473.00	1,170	1,661	2,275
销售及分销成本	(1,096)	(2,157)	(820.33)	(978.52)	(1,144)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(24.00)	(82.00)	(78.96)	(79.95)	(79.62)
财务成本净额	(77.00)	(80.00)	(88.18)	(94.13)	(95.82)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	(0.26)	(0.25)	(0.25)
税前利润	1,583	(1,139)	124.64	507.78	955.57
税费开支	(11.00)	(17.00)	(30.48)	(124.15)	(233.64)
少数股东损益	(84.00)	(55.00)	10.43	38.36	72.19
归母净利润	1,656	(1,101)	83.73	345.27	649.74
折旧和摊销	(506.00)	(481.00)	(487.27)	(495.25)	(497.82)
EBITDA	(894.00)	147.00	770.09	1,171	1,624
EPS (美元, 基本)	0.55	(0.26)	0.01	0.04	0.07

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	29.00	35.00	35.01	39.51	44.94
应收账款和票据	1,217	1,527	1,508	1,639	1,752
现金及现金等价物	1,504	1,483	1,578	1,984	2,739
其他流动资产	96.00	92.00	252.58	200.12	217.60
总流动资产	2,846	3,137	3,374	3,863	4,754
固定资产	1,053	1,179	1,309	1,447	1,604
无形资产	964.00	975.00	956.11	938.04	920.32
其他长期资产	1,073	1,311	1,172	1,170	1,120
总长期资产	3,089	3,464	3,436	3,554	3,644
总资产	5,936	6,601	6,810	7,417	8,398
应付账款	1,470	1,628	1,624	1,711	1,785
短期借款	228.00	415.00	1,457	1,263	1,061
其他负债	32.00	41.00	38.22	39.19	38.87
总流动负债	1,732	2,085	3,120	3,013	2,885
长期债务	1,362	1,375	442.12	777.59	1,163
其他长期债务	7,826	661.00	678.72	672.95	674.88
总长期负债	9,188	2,037	1,121	1,451	1,838
股本	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
储备/其他项目	(4,847)	2,750	2,829	3,175	3,824
股东权益	(4,847)	2,750	2,829	3,175	3,824
少数股东权益	(137.00)	(270.00)	(259.65)	(221.29)	(149.10)
总权益	(4,984)	2,480	2,570	2,953	3,675

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	1.44	(3.00)	83.92	20.35	10.81
PB	(0.49)	1.20	2.48	2.21	1.84
EV EBITDA	(16.59)	52.83	10.14	6.47	4.36
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	18.27	(17.01)	3.35	8.63	16.59

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(894.00)	147.00	770.09	1,171	1,624
融资成本	77.00	80.00	88.18	94.13	95.82
营运资本变动	(313.00)	(158.00)	15.35	(48.91)	(44.37)
税费	(11.00)	(17.00)	(30.48)	(124.15)	(233.64)
其他	621.00	290.00	30.33	39.66	155.37
经营活动现金流	(520.00)	342.00	873.48	1,131	1,597
CAPEX	(581.00)	(475.00)	(532.12)	(589.01)	(595.97)
其他投资活动	(279.00)	(384.00)	(355.50)	(276.18)	(430.40)
投资活动现金流	(860.00)	(859.00)	(887.62)	(865.18)	(1,026)
债务增加量	903.00	200.00	109.34	141.38	183.68
权益增加量	248.00	701.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(270.00)	(400.00)	(0.00)	(1.78)	0.59
融资活动现金流	881.00	501.00	109.34	139.60	184.27
现金变动	(499.00)	(16.00)	95.19	405.82	755.27
年初现金	2,102	1,504	1,483	1,578	1,984
汇率波动影响	(100.00)	(5.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,504	1,483	1,578	1,984	2,739

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	49.77	21.77	16.97	16.16	16.95
毛利润	(50.46)	(275.19)	147.40	41.91	37.02
营业利润	(15.60)	27.12	(115.33)	122.28	74.64
净利润	NA	NA	NA	312.34	88.19
EPS	(104.66)	(148.08)	(103.57)	312.34	88.19
盈利能力比率 (%)					
毛利率	(3.72)	5.35	11.31	13.81	16.18
EBITDA	(12.30)	1.66	7.44	9.74	11.55
净利率	22.79	(12.44)	0.81	2.87	4.62
ROE	NA	NA	3.00	11.50	18.57
ROA	26.54	(17.56)	1.25	4.85	8.22
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(1.77)	11.16	11.34	1.78	(13.47)
流动比率	1.64	1.50	1.08	1.28	1.65
速动比率	1.63	1.49	1.07	1.27	1.63

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	1.16	1.41	1.54	1.69	1.78
应收账款周转天数	60.29	55.82	52.77	47.10	43.40
应付账款周转天数	77.68	66.58	63.76	57.92	53.38
存货周转天数	1.38	1.38	1.37	1.29	1.29
现金转换周期	(16.00)	(9.38)	(9.62)	(9.52)	(8.69)

每股指标 (美元)

EPS	0.55	(0.26)	0.01	0.04	0.07
每股净资产	(1.60)	0.66	0.32	0.36	0.43

正文目录

投资要点	6
深耕东南亚市场，龙头优势显著	6
中国：无惧市场竞争，1H24 扭亏为盈；24-26 年有望保持高增	6
新市场：快递市场蓝海，加速扩张，盈利可期	6
24 年归母净利润有望实现扭亏为盈，25/26 年盈利高增	6
高增长的全球快递运营商，业务覆盖全球十三国	7
同股不同权架构	7
聚焦电商快递，采用区域代理商业模式快速扩张	8
东南亚盈利能力强劲；中国规模体量大，增长亮眼；新市场前景广阔	10
东南亚：起家印尼，东南亚第一快递运营商	13
东南亚电商渗透率预计从 2023 年的 17.9% 增至 2027 年的 29.8%	13
东南亚四大电商平台：Shopee\ Lazada\ Tokopedia\ TikTok	13
2023-2027 年东南亚市场快递件量年复合增速预计为 16.5%	14
新电商平台加速布局助力极兔“转危为安”，1H24 盈利回升	14
规模效益显著，单票成本持续下降	17
中国：市场规模大，增长亮眼，市场份额持续提升	19
中国拥有世界上最大的电商零售市场，其中社交电商增长显著	20
快递商品价格下降和小件化趋势，件量增长高于实物商品零售增长	20
单票收入/成本显著改善，缩小和头部公司差距	21
价格竞争仍激烈，25 年单票收入或同比下降	22
尽管面临价格竞争，规模增长和成本下降助力盈利增长	23
新市场：携手跨境电商和本土电商，布局中东和南美	24
电商零售渗透率提升，带动新市场快递行业高速增长	24
新市场快递格局分散，发展相对早期，单票收入高	25
24-26 年收入和件量高增	26
新市场政策及关税风险：电商零售趋势不可逆	27
盈利预测和估值	28
24-26 年盈利提升，现金流有望显著改善	30
目标价 7.5 港币，首次覆盖，给予“买入”	31
风险提示	31

图表目录

图表 1: 极兔速递: 快递业务覆盖全球十三国	7
图表 2: 极兔速递: 股权架构 (截至 2024 年 6 月 30 日)	8
图表 3: 极兔速递: 管理层简介	8
图表 4: 极兔速递: 区域代理商业模式	9
图表 5: 极兔速递: 网点数量及基础设施等 (9M24)	9
图表 6: 极兔速递: 快递件量及同比增速	10
图表 7: 极兔速递: 收入及同比增速	10
图表 8: 极兔速递: 毛利润及毛利率	10
图表 9: 极兔速递: EBITDA 及 EBITDA 利润率	10
图表 10: 极兔速递: 归母净利及利润率	10
图表 11: 新市场/东南亚/中国: 快递市场件量规模	11
图表 12: 新市场/东南亚/中国: 快递件量同比增速	11
图表 13: 极兔速递: 快递量占比 (1H24)	11
图表 14: 极兔速递: 收入占比 (1H24)	11
图表 15: 极兔速递: 毛利润 (1H24)	12
图表 16: 极兔速递: EBITDA 和 EBIT 利润 (1H24)	12
图表 17: 东南亚电商零售市场: 交易规模 (交易额)	14
图表 18: 东南亚: 电商平台 GMV 占比 (2023 年)	14
图表 19: 东南亚快递市场: 市场规模 (快递量)	14
图表 20: 东南亚: 前五大快递运营商 (1H24)	15
图表 21: 极兔速递: 东南亚市场份额占比 (快递量)	15
图表 22: 极兔速递: 东南亚快递件量及同比增速	16
图表 23: 极兔速递: 东南亚收入及同比增速	17
图表 24: 极兔速递: 东南亚单票收入和单票成本	17
图表 25: 极兔速递: 东南亚 EBITDA 及 EBITDA 利润率	18
图表 26: 极兔速递: 东南亚毛利润及毛利率	18
图表 27: 中国: 前六大快递运营商 (1H24)	19
图表 28: 极兔速递: 中国市场份额占比 (快递量)	19
图表 29: 中国: 电商零售市场交易规模 (交易额) 及电商渗透率	20
图表 30: 中国: 全国快递件量 vs 实物商品网上零售额 (同比增速)	21
图表 31: 中国: 全国快递件量及同比增速	21
图表 32: 极兔速递: 中国快递件量及同比增速	21
图表 33: 中国快递运营商: 单票收入	22
图表 34: 中国快递运营商: 单票毛利	22
图表 35: 极兔速递: 中国收入及同比增速	22
图表 36: 极兔速递: 中国单票收入和单票成本	23
图表 37: 极兔速递: 中国市场 EBITDA 及 EBITDA 利润率	23
图表 38: 极兔速递: 中国市场毛利润及毛利率	23
图表 39: 极兔速递: 新市场份额占比 (快递量)	24

图表 40: 新市场电商零售市场: 交易规模 (交易额)	25
图表 41: 新市场: 快递市场规模 (快递量)	25
图表 42: 极兔速递: 新市场快递件量及同比增速	26
图表 43: 极兔速递: 新市场收入及同比增速	26
图表 44: 极兔速递: 新市场单票收入和单票成本	26
图表 45: 极兔速递: 新市场 EBITDA 及 EBITDA 利润率	27
图表 46: 极兔速递: 新市场毛利润及毛利率	27
图表 47: 极兔速递: 分市场核心盈利假设	28
图表 48: 极兔速递: 总快递件量及同比增速	30
图表 49: 极兔速递: 总收入及同比增速	30
图表 50: 极兔速递: 总毛利润及毛利率	30
图表 51: 极兔速递: 归母净利及经调整净利	30
图表 52: 极兔速递: 经营活动现金净额 vs 资本开支	30
图表 53: 可比公司估值表	31
图表 54: 极兔速递-WPE-Bands	31
图表 55: 极兔速递-WPB-Bands	31

投资要点

深耕东南亚市场，龙头优势显著

截至 1H24，极兔东南亚业务覆盖印尼、越南、马来西亚、菲律宾、泰国、柬埔寨和新加坡 7 国。在人均收入持续增长、互联网渗透率快速提升及电商发展的推动下，东南亚快递市场高增。根据公司公告，自 2021 年以来，极兔东南亚市场份额持续提升且保持第一，2020-2023 年极兔东南亚快递量年复合增速为 41.1%，截至 1H24 市场份额达 27.4%。

2023 年以来，跨境电商和社交电商加速在东南亚扩张，极兔作为第三方物流服务商，在保持与原电商平台合作的同时，新增与跨境电商、品牌商的合作，在电商市场总量上升和社交电商的兴起中始终保持受益，龙头优势显著。我们预计 24/25/26 年极兔东南亚快递件量同比增长 32.4%/28.0%/23.0% 至 42.9 亿/54.9 亿/67.5 亿件；毛利润同比增长 37.1%/53.5%/33.2% 至 6.5 亿/9.9 亿/13.2 亿美元。

中国：无惧市场竞争，1H24 扭亏为盈；24-26 年有望保持高增

快递作为典型具备规模效应的行业，业务发展前期需投入大量基础设施及人力资源，伴随业务量增长，产能利用率提升，进而释放规模效应，实现扭亏为盈。极兔自 2020 年进入中国，通过收购百世快递和丰网，实现其在中国市场的快速布局。根据公司公告，2020-2023 年极兔中国快递件量年复合增速为 94.5%；1H24 极兔中国市场份额为 11.0%，排名第 6，成为一家在中国发展较快且具有竞争力的快递公司。1H24 极兔中国实现 EBIT 利润 5,960 万美元，实现扭亏（1H23 亏损 1.8 亿美元）。我们预计 24/25/26 年极兔中国快递件量同比增长 24.4%/17.0%/15.0% 至 190.9 亿/223.3 亿/256.8 亿件；毛利润同比增长 719.3%/17.7%/32.0% 至 4.8 亿/5.7 亿/7.5 亿美元。

新市场：快递市场蓝海，加速扩张，盈利可期

2022 年极兔开始布局中东和南美 2 个新市场，业务涵盖 5 个国家：沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西和埃及。跨境电商持续发展，成为电商市场发展的重要动因之一。同时，跨境电商平台加速在中东和南美开拓，例如 Temu 在 2023 年进入墨西哥、沙特阿拉伯、阿联酋市场；TikTok 进入沙特阿拉伯市场。跨境电商平台和本土电商平台的开拓给快递市场的快速增长奠定了坚实的基础。新市场的快递行业竞争相对分散，本地玩家与 FedEx、UPS、DHL 等国际巨头共同瓜分当地市场。由于处于发展的早期阶段，缺乏充分竞争，新市场快递单票价格显著高于竞争充分的中国市场和发展更加成熟的东南亚市场。我们预计 24/25/26 年极兔新市场快递件量同比增长 30.2%/40.0%/40.0% 至 3.0 亿/4.2 亿/5.9 亿件；毛利润同比增长 2587.1%/134.3%/100.0% 至 0.4 亿/1.0 亿/2.1 亿美元。

24 年归母净利有望实现扭亏为盈，25/26 年盈利高增

22/23/1H24 年极兔归母净利 16.7 亿/-11.0 亿/0.3 亿美元；经调整净利-14.9 亿/-4.3 亿/0.6 亿美元，1H24 扭亏为盈。分市场看，1) 东南亚：由于深耕时间长，市场单价高，盈利能力强劲；2) 中国：市场大，规模效应显著，盈利在低基数效应上，增幅显著；3) 新市场：基数低，增速快，但仍处于前期投入阶段，目前处于亏损。我们预计 2025 年公司新市场业务有望实现 EBITDA 扭亏为盈。整体，我们预计极兔速递 24/25/26 年总快递件量同比增长 25.9%/19.3%/16.9% 至 236.8 亿/282.4 亿/330.2 亿件；归母净利 0.8 亿/3.5 亿/6.5 亿美元（经调整净利 1.6 亿/4.6 亿/8.0 亿美元。经调整净利主要剔除：1) 以股份为基础的付款及开支；2) 公允价值变动）。

高增长的全球快递运营商，业务覆盖全球十三国

极兔速递（1519 HK）于 2015 年在印度尼西亚创立，其快递业务覆盖东南亚（七国）、中国和新市场（五国）。1）2018-2019 年，极兔从印尼扩张至东南亚其他国家，包括越南、马来西亚、菲律宾、泰国、柬埔寨。2）2020 年，极兔布局新加坡，同年进入中国。3）2022 年，极兔进军中东及南美，将业务扩展至沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西和埃及。2023 年 10 月，极兔速递在香港联合交易所主板上市。截至 1H24，极兔快递服务覆盖 13 个国家，公司的快递网络已全面覆盖东南亚七国，在中国的县区级覆盖率超过 99%，也迅速地在新市场实现了超 95% 的覆盖率。

在东南亚，市场份额第一

按快递量计，自 2021 年起极兔保持东南亚市场排名第一，且市场份额逐年提升。1H24 极兔东南亚完成快递量 20.4 亿件，市场份额为 27.4%，排名第一（根据 Frost & Sullivan 数据）。

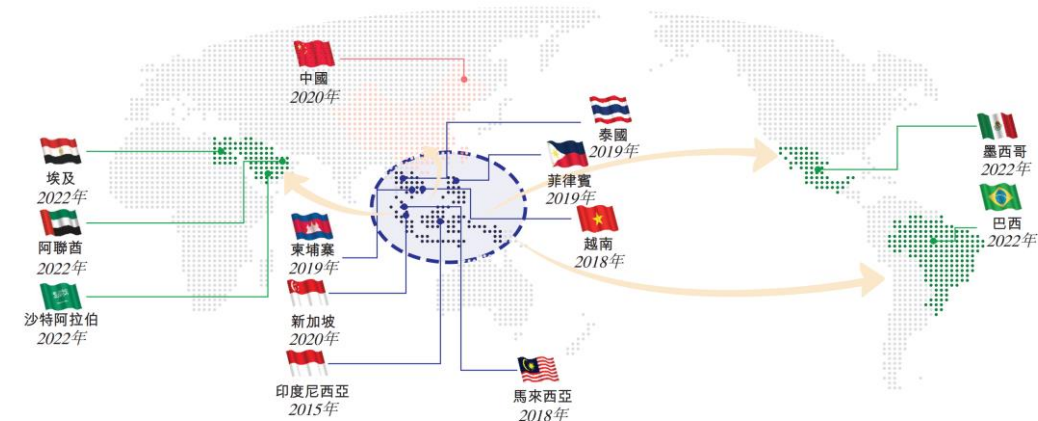
在中国，市场份额第六

极兔通过收购百世快递中国和丰网信息，在中国市场迅速扩张。1H24 极兔中国完成快递量 88.4 亿件，市场份额为 11.0%，排名第六。成为一家在中国发展较快且具有竞争力的快递公司。

新市场，市场份额为 6.1%

新市场快递行业的发展仍处于相对早期的阶段，竞争格局相对分散，本地玩家与 FedEx、UPS、DHL 等国际巨头共同瓜分当地市场。1H24 极兔新市场完成快递量 1.4 亿件，市场份额为 6.1%。

图表1：极兔速递：快递业务覆盖全球十三国



注：截至 1H24；以上年份为公司进入该市场时间

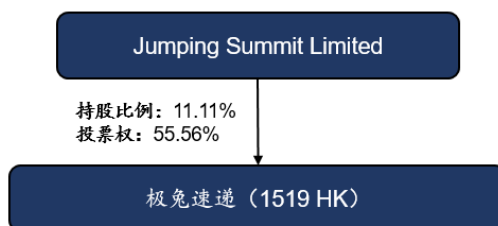
资料来源：公司公告，华泰研究

同股不同权架构

公司创始人李杰先生于 2015 年 8 月在印度尼西亚创立极兔速递。在创立极兔之前，李先生在 OPPO（一家中国消费电子和移动通信公司）的职业生涯超过 15 年，负责领导 OPPO 其在印度尼西亚以及新加坡、马来西亚及日本等其他亚洲市场的扩张。李先生利用其丰富的销售及创业经验，包括其对东南亚文化的全面了解，创立极兔速递，推动极兔在印尼以及东南亚其他国家的快速增长。

极兔速递采用不同投票权架构，股本分为 A 类股份及 B 类股份，A 类股份持有人每股可投十票，B 类股份持有人每股可投一票。截至 24 年 6 月 30 日，创始人李杰先生持有 11.11% 公司总股本，对应持有 55.56% 投票权。

图表2：极兔速递：股权架构（截至 2024 年 6 月 30 日）



注：公司创始人李杰先生持有 Jumping Summit Limited 100%股权
 资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：极兔速递：管理层简介

姓名	职位
李杰先生	创始人、执行董事、董事会主席兼首席执行官 CEO。 创立极兔速递之前，李先生在 OPPO 的职业生涯超过 15 年，负责领导其在印度尼西亚、新加坡、马来西亚及日本等市场的全球扩张
樊苏洲先生	执行总裁 ，负责集团整体战略规划、组织发展及监督业务运营。于 2015 年 6 月加入极兔
后军仪先生	副总裁 ，负责集团整体战略规划、综合管理及执行业务运营。于 2019 年 10 月加入极兔
郑世强先生	首席财务官 CFO ，于 2021 年 8 月加入极兔

资料来源：公司公告，华泰研究

聚焦电商快递，采用区域代理商业模式快速扩张

极兔聚焦电商快递，为领先的国内外电商平台提供快递服务，帮助电商平台触达传统物流服务商服务欠缺的地区。极兔为 Shopee、Lazada、Tokopedia、拼多多、淘宝、天猫、Shein 及 Noon 等领先的国内外电商平台，以及 TikTok、抖音、快手等采用社交电商服务的短视频及直播平台上的商户及消费者提供配套的快递服务。

快递运营商主要分为三种主要的商业模式，即直营模式、网络合作伙伴模式及区域代理模式。而极兔采用区域代理模式，快速扩张其在不同国家的快递网络。

直营模式

在直营模式下，快递运营商控制包裹揽收、运输、派件的整个过程，并建立自己的转运中心、揽件及派件网点和派件团队。在这种模式下，快递运营商承担快递过程中的所有收入和成本。直营模式通常允许快递运营商进行直接运营控制且价格较高，但庞大的资金需求可能会减缓业务增长速度。如**顺丰控股**、**京东物流**采用直营模式。

网络合作伙伴模式

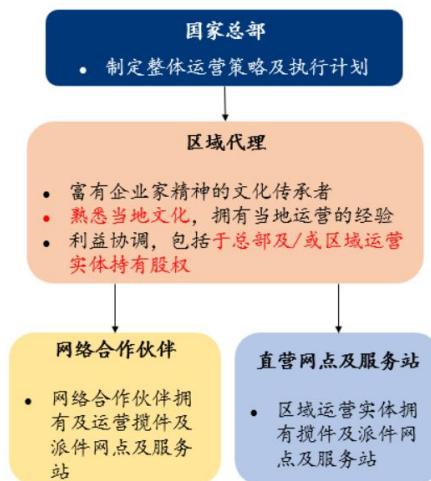
在网络合作伙伴模式下，快递运营商只负责分拣和干线运输过程，而网络合作伙伴主要负责首英里和最后一英里的揽件及派件。网络合作伙伴模式下的快递运营商通常向网络合作伙伴收取运单费，并承担所有分拣和运输成本。该模式对管理要求较高且服务质量难以控制。如**中通快递**、**圆通速递**、**韵达股份**、**申通快递**采用网络合作模式。

区域代理模式

在区域代理模式下，快递运营商与区域代理合作，协助国家总部在指定地区运营当地的派送网络。网络的关键部分（包括分拣和干线运输），由国家总部和区域代理通过区域运营实体共同运营（区域代理通常持有国家总部及/或区域运营实体的股权），而当地的揽件及派件网点和服务站通常直接由区域代理管理或由网络合作伙伴管理。区域代理模式的优势包括利益与文化共存低、高度灵活性及适应性、强大的运营控制以及低成本及资本要求。

与网络合作伙伴模式相比，区域代理模式的优势之一是较为灵活。在区域代理模式下，一旦区域代理获委任，其能够根据各自市场的适配度，酌情选择在没有任何网络合作伙伴的情况下直接运营揽件及派件网点或聘请网络合作伙伴扩张网络。集团及区域代理运营的揽件及派件网点与网络合作伙伴运营的网点分开设立是各市场各区域代理独立运营决策的结果。

图表4：极兔速递：区域代理商业模式



资料来源：公司公告，华泰研究

极兔通过建立区域代理商业模式来布局多个国家和地区的迅速扩张

区域代理模式使极兔能够迅速扩大及占领市场份额，同时最大限度地减少资本支出。极兔是东南亚及中国唯一一个成功大规模采用区域代理模式的快递运营商。国家总部制定每个市场的整体运营策略及执行计划，包括转运中心的密度及地理位置、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运营管理，并通过相应的区域运营实体管理极兔的网络合作伙伴。某些地区的区域代理亦通过相关的区域运营实体直接运营揽件及派件网点及服务站（直营）。区域代理的管理职责包括建立本地运营、销售和营销、客户服务及员工和网络合作伙伴培训。区域代理模式，为极兔提供对网络的有效管理、统一的激励措施及区域代理之间的文化共享。

图表5：极兔速递：网点数量及基础设施等（9M24）

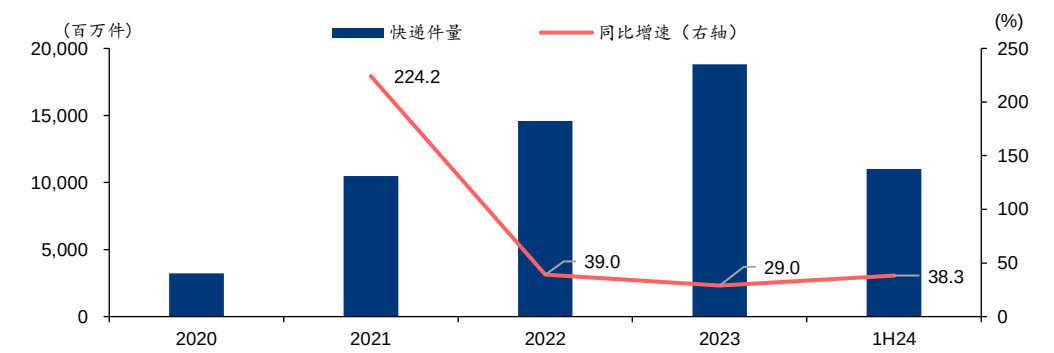
网络合作伙伴数量	7,600
东南亚	1,800
中国	5,800
新市场	-
网点数量	19,400
东南亚	10,200
中国	7,100
新市场	2,100
转运中心数量	237
东南亚	119
中国	83
新市场	35
干线车辆数量	10,990
东南亚	4,300
自有	1,600
第三方承运商	2,700
中国	6,500
自有	4,500
第三方承运商	2,000
新市场	190
自有	60
第三方承运商	130
自动化分拣线数量	274
东南亚	47
中国	225
新市场	2

资料来源：公司公告，华泰研究

东南亚盈利能力强劲；中国规模体量大，增长亮眼；新市场前景广阔

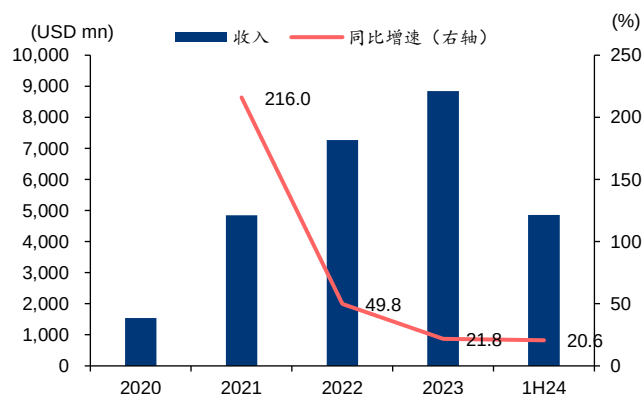
1H24 实现归母净利扭亏为盈。快递作为典型重资产投入的行业，新市场的开拓往往需要前期的资本开支和基础设施投入，伴随业务规模量增加，产能利用率逐步提升，企业从亏损转向盈利。2023 年，极兔完成快递件量 188 亿件，同比增长 29.0%；总收入 88.5 亿美元，同比增长 21.8%；毛利润/EBITDA 利润为 4.7 亿/1.5 亿美元；净亏损 11.0 亿美元。24 年以来，伴随快递业务量增加，产能利用率提升，单票成本逐步下降，1H24 公司实现归母净利 2,759 万美元，扭亏为盈。

图表6：极兔速递：快递件量及同比增速



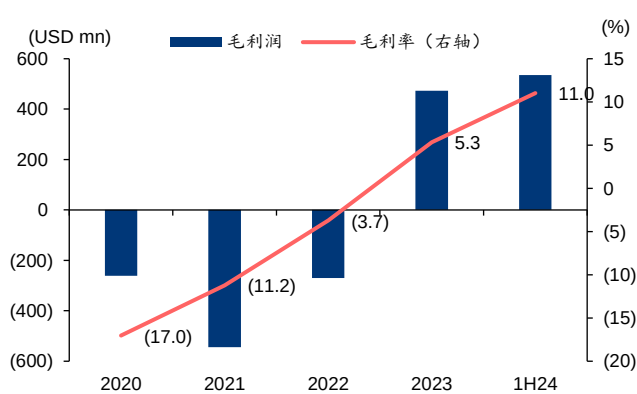
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：极兔速递：收入及同比增速



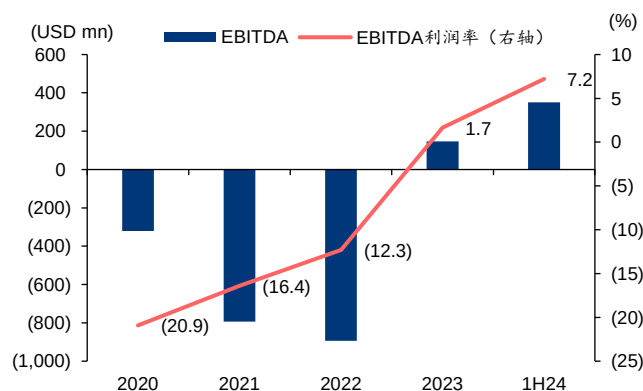
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：极兔速递：毛利润及毛利率



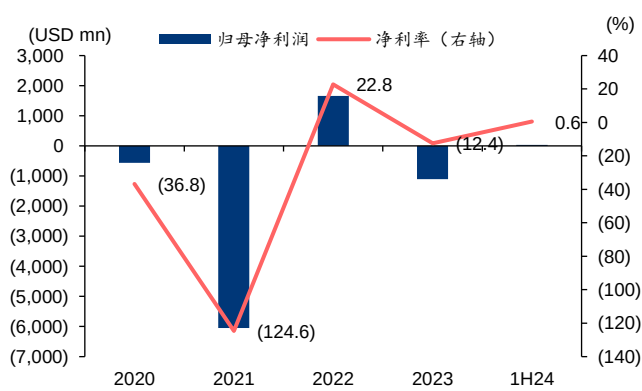
资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：极兔速递：EBITDA 及 EBITDA 利润率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：极兔速递：归母净利及利润率

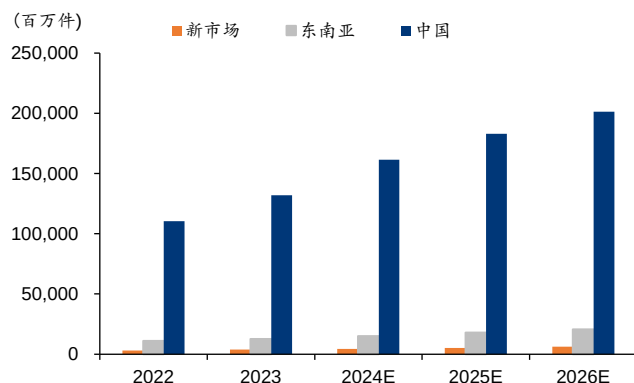


资料来源：公司公告，华泰研究

不同细分市场盈利存差异，主因所处行业背景、产能周期及业务发展阶段不同

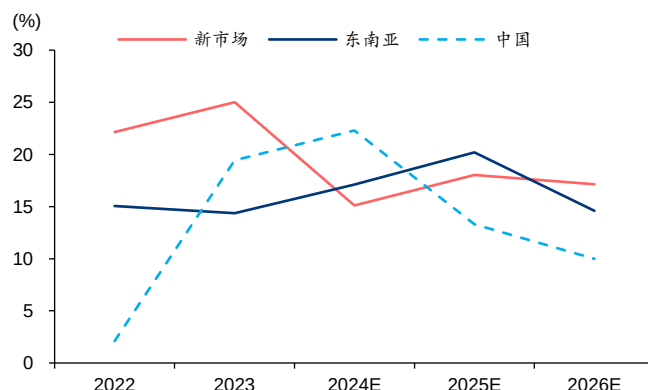
由于极兔在不同市场的业务拓展时间、资本开支投入、产能利用率所处阶段不同以及市场本身的规模差异，因此不同市场的业务和盈利表现存在较大区别。根据 Frost & Sullivan 数据，分市场看：1) 2023 年新市场/东南亚/中国市场整体快递件量规模为 38.7 亿/127.5 亿/1,321 亿件，中国无疑是全球最大的快递市场；2) 从件量增速上看，2018-2023 年新市场/东南亚/中国市场整体快递件量年复合增速为 20.6%/31.4%/21.1%，东南亚增速居首；根据 Frost & Sullivan 预测，2023-2026 年新市场/东南亚/中国快递件规模年复合增速为 16.7%/17.3%/15.1%。其中，2026 年新市场件量同比增速将超过东南亚及中国。

图表11：新市场/东南亚/中国：快递市场件量规模



资料来源：Frost & Sullivan 预测，公司公告，华泰研究

图表12：新市场/东南亚/中国：快递件量同比增速



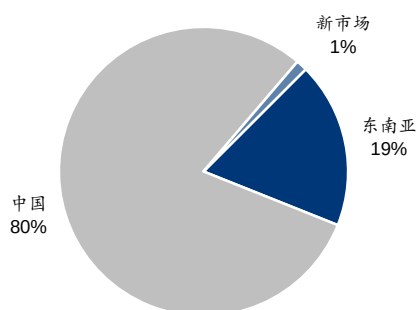
资料来源：Frost & Sullivan 预测，公司公告，华泰研究

从公司件量规模上看，1H24 中国/东南亚/新市场分别占比公司件量规模的 80%/19%/1%；收入端，中国/东南亚/新市场占比为 62%/31%/6%，跨境物流收入占比为 1%。

从盈利方面，1) 东南亚市场由于深耕时间长，市场单价高，盈利能力强劲；2) 中国市场规模大，件量增速快，盈利在低基数效应上，增幅显著；3) 新市场和跨境业务基数低，增速快，但仍处于前期投入阶段，目前处于亏损。

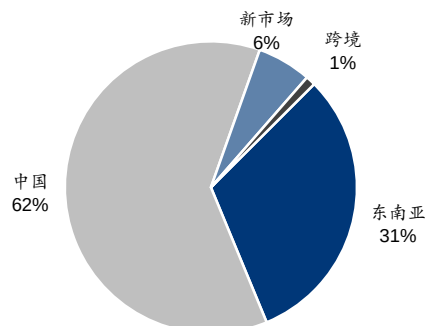
1H24 东南亚/中国/新市场:1) 毛利 2.9 亿/2.1 亿/0.4 亿美元，毛利率为 18.9%/7.1%/12.0%；2) EBITDA 利润为 2.1 亿/2.0 亿/-0.08 亿美元，EBITDA 利润率为 13.7%/6.6%/-2.7%；3) EBIT 利润为 1.4 亿/0.6 亿/-0.23 亿美元，EBIT 利润率为 8.9%/2.0%/-7.7%。

图表13：极兔速递：快递量占比（1H24）



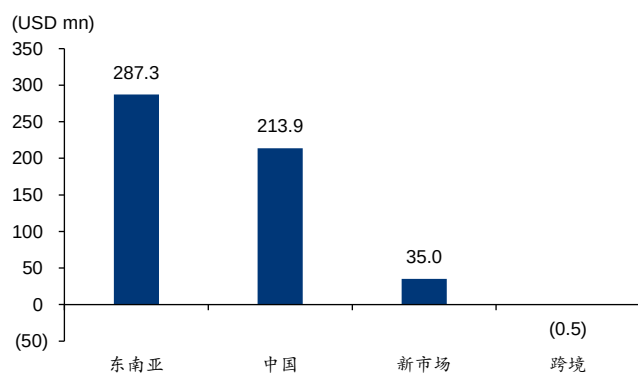
资料来源：公司公告，华泰研究

图表14：极兔速递：收入占比（1H24）



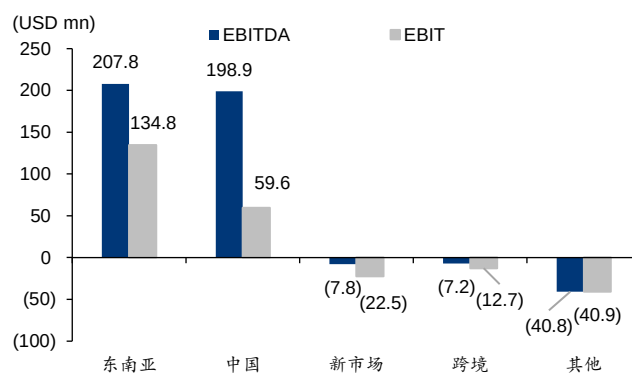
资料来源：公司公告，华泰研究

图表15: 极兔速递: 毛利润 (1H24)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表16: 极兔速递: EBITDA 和 EBIT 利润 (1H24)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

东南亚：起家印尼，东南亚第一快递运营商

随着东南亚经济的增长及互联网及智能手机的日益普及，越来越多的行业和公司采用了全渠道零售战略，推动了东南亚电商零售市场的高速发展。根据 Frost & Sullivan 数据，2018-2023 年东南亚电商零售市场规模（交易额）年复合增长率为 37.7%。在电商零售市场快速增长的同时，社交电商作为电商的增长引擎，引领了消费者行为和电商市场格局的转变。Frost & Sullivan 预计 2024 年东南亚电商零售交易额将进一步提升至 2,334 亿美元，同比增长 23.0%，电商渗透率也将进一步提升至 21.2%。

东南亚电商渗透率预计从 2023 年的 17.9% 增至 2027 年的 29.8%

印度尼西亚是东南亚最大的电商零售市场。根据 Frost & Sullivan 数据，按交易额计，印度尼西亚电商零售市场的规模由 2018 年的 171 亿美元增至 2022 年的 738 亿美元，年复合增长率为 44.1%，占 2022 年东南亚市场份额的 47.7%。印度尼西亚的活跃电商用户从 2018 年的 1.0 亿人增至 2022 年的 1.7 亿人。其他东南亚国家的活跃电商用户在此期间同样保持了高速增长。按交易额计，2018-2022 年马来西亚、越南、菲律宾及泰国的电商零售市场同期的复合年增长率分别为 44.1%、41.7%、37.1% 及 42.2%。

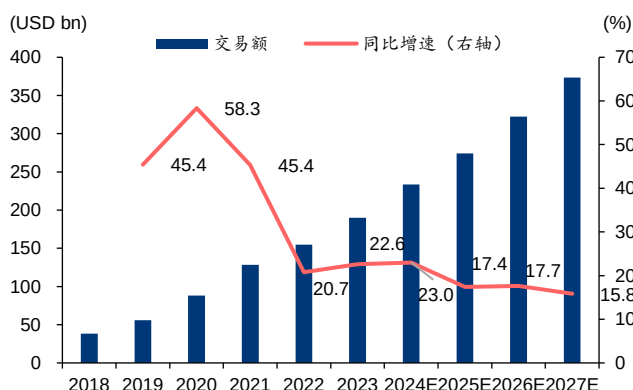
由于东南亚的互联网基础设施及智能电话渗透率的改善将进一步促进从线下零售向电商渠道转型，Shopee、Lazada 及 Tokopedia 等东南亚领先的电商平台将持续快速增长。根据 Frost & Sullivan 预测，东南亚的电商渗透率将从 2023 年的 17.9% 增至 2027 年的 29.8%。其中，在印度尼西亚等领先市场，预计电商渗透率将从 2023 年的 23.6% 增至 2027 年的 33.3%，该增长是由网购人数及产品类别数量持续增长所推动。泰国是东南亚第二大电商零售市场，2022 年的电商渗透率仅为 14.2%，未来增长极具潜力，预计到 2027 年电商渗透率将达到 29.0%。

整体，Frost & Sullivan 预测东南亚电商零售市场将从 2023 年的 1,898 亿美元增至 2027 年的 3,736 亿美元，年复合增长率为 18.5%。印度尼西亚的电商零售市场预计将继续保持领先地位，从 2023 年的 903 亿美元到 2027 年达到 1,752 亿美元，复合年增长率为 18.0%。越南、马来西亚、菲律宾及柬埔寨的电商零售市场预计到 2027 年将保持约 20% 的复合年增长率。

东南亚四大电商平台：Shopee\Lazada\Tokopedia\TikTok

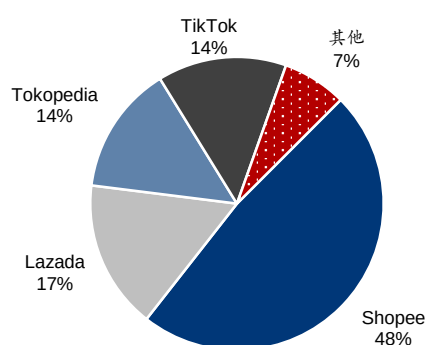
根据 Momentum Works 数据，东南亚八大主流电商平台的总 GMV 在 2023 年为 1,146 亿美元，同比增长 15%。其中，Shopee 的 GMV 达到 551 亿美元，为东南亚最大电商平台，GMV 市场份额为 48%；Lazada 和 Tokopedia 的 GMV 为 188 亿美元和 163 亿美元；TikTok 的 GMV 同比增长近四倍，达到 163 亿美元。分国家看，越南和泰国是东南亚增长最快的电商市场，2023 年 GMV 同比增幅为 52.9% 和 34.1%，越南也超过菲律宾，成为该地区第三大电商市场；印度尼西亚仍然是东南亚最大的电商市场，23 年贡献了该地区 47% 的 GMV，但增速较其他国家较为温和，23 年 GMV 同比增长 3.7%。

图表17: 东南亚电商零售市场: 交易规模 (交易额)



资料来源: Frost & Sullivan 预测, 公司公告, 华泰研究

图表18: 东南亚: 电商平台 GMV 占比 (2023 年)



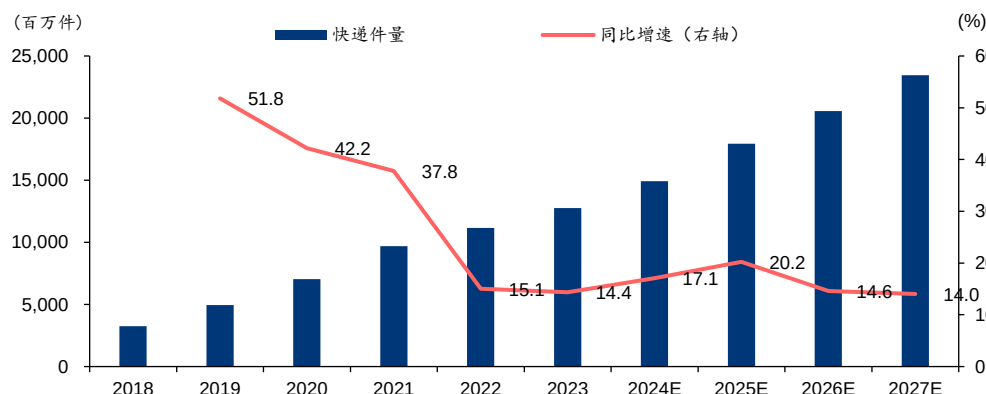
注: TikTok 持有 Tokopedia 75.01% 股份

资料来源: Momentum Works, 华泰研究

2023-2027 年东南亚市场快递件量年复合增速预计为 16.5%

在人均收入持续增长、互联网渗透率快速增长及电商发展的推动下, 东南亚市场的快递量从 2018 年的 32.6 亿件增至 2023 年的 127.5 亿件, 年复合增长率为 31.4%; Frost & Sullivan 预计 2024 年东南亚市场快递件量将同比增长 17.1% 至 149.3 亿件; 2023-2027 年复合增长率为 16.5%。

图表19: 东南亚快递市场: 市场规模 (快递量)



资料来源: Frost & Sullivan 预测, 公司公告, 华泰研究

新电商平台加速布局助力极兔“转危为安”, 1H24 盈利回升

电商平台自建物流对极兔带来挑战, 2022/2023 年毛利润同比下降

2017 年以来, 伴随东南亚电商市场的高速发展, 电商平台如 Shopee, Lazada 等开始自建物流, 平台使用自建物流的快递量不断提高, 对第三方物流如极兔带来较大挑战, 快递行业竞争加剧并在 2022-1H23 达到一个较高水平。

区别于国内快递服务商由卖家选择, 东南亚电商快递由平台指定快递服务商, 其中 Shopee 作为东南亚最大电商平台, 提高自建物流配送比例, 而减少对第三方物流如极兔的使用。平台自建物流使得极兔需要通过降低价格、优化服务来应对市场竞争。2022/2023 极兔东南亚单票收入同比下降 13.9%/14.2%, 以价换量。同期, 极兔东南亚快递件量保持高增, 同比+16.3%/+28.9%; 毛利润 4.8 亿/4.7 亿美元, 同比下降 28.1%/1.2%。

新电商平台及社交电商兴起，助力极兔“破局”

23 年以来，随着跨境电商、社交电商加速在东南亚扩张（如 Temu, TikTok），东南亚电商平台竞争加剧。物流履约和成本成为电商平台的核心竞争力之一。由于自建物流仅服务于内部电商平台，其快递量的增长和成本的下降依受自身电商平台竞争的影响；极兔作为第三方物流服务商，能够集成所有电商平台的快递量，以规模效应和复制中国快递经验，降低快递成本，从而协助电商平台提升竞争力，助力东南亚电商渗透率的提高。

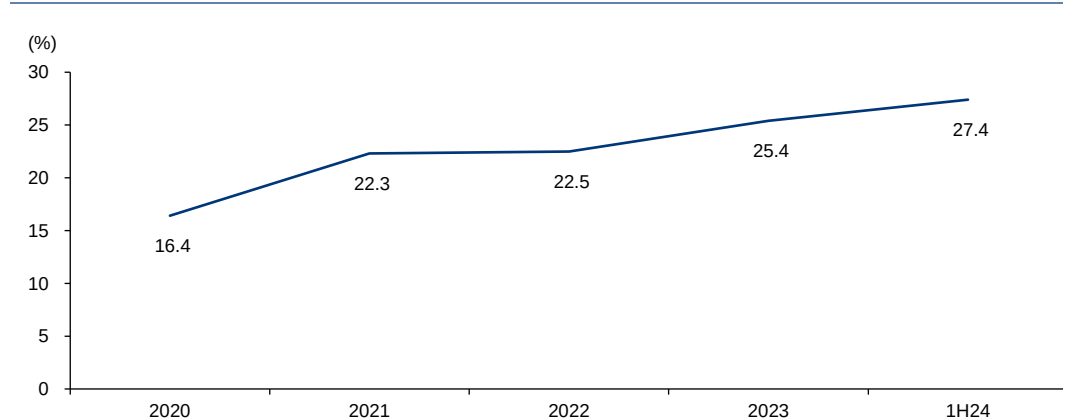
极兔在保持与原电商平台合作的同时，积极扩展与新进入电商平台的合作，成为若干电商平台的主力快递服务供应商，在电商市场总量上升和社交电商的兴起中始终保持受益。24 年以来，极兔东南亚受益于新进入电商平台带动的件量增长，规模效益带动单票成本显著下降，盈利在经历 22-23 年同比下滑后，1H24 同环比回升（1H24 极兔东南亚毛利润 2.9 亿美金，同比增长 30.5%；毛利率 18.9%，同比提升 1.2pct）。截至 1H24，极兔东南亚市场份额为 27.4%，同比 23 年全年提升 2.0 个百分点至 27.4%，市场份额自 2021 年起稳居东南亚第一。

图表20：东南亚：前五大快递运营商（1H24）

排名	快递运营商	市场份额	业务模式	成立时间	覆盖国家
1	极兔速递	27.4%	区域代理	2015	印度尼西亚、泰国、马来西亚、新加坡、越南、柬埔寨、菲律宾
2	Shopee Express	24.3%	直营	2018	印度尼西亚、泰国、马来西亚、新加坡、越南、菲律宾
3	Lazada Express	7.2%	直营	2017	印度尼西亚、泰国、马来西亚、新加坡、越南、菲律宾
4	Flash Express	6.7%	直营	2017	泰国、马来西亚、菲律宾
5	泰国邮政	5.3%	直营	1883	主要覆盖泰国

资料来源：Frost & Sullivan，公司公告，华泰研究

图表21：极兔速递：东南亚市场份额占比（快递量）



资料来源：Frost & Sullivan，公司公告，华泰研究

2021/2022/2023 年，极兔速递在东南亚市场快递量同比增长 87.3%/16.3%/28.9%至 21.6 亿/25.1 亿/32.4 亿件，年复合增速为 22.5%；1H24 公司东南亚快递量同比进一步大幅提升 42.0%。我们认为 **Shopee/Lazada 自建物流对极兔的负面影响边际减弱**，我们预计 **24/25/26 年极兔东南亚快递件量同比增长 32.4%/28.0%/23.0%至 42.9 亿/54.9 亿/67.5 亿件**，且市场份额有望稳居第一。主要得益于：

抓住电商市场增长机遇，积极开拓非电商平台客户

凭借对东南亚全覆盖能力、完善的物流网络、高性价比的服务和良好的客户关系，极兔为电商行业发展提供关键基础设施和服务，持续赋能电商客户高速发展。极兔作为中立电商赋能者，在电商市场总量上升和社交电商的兴起中始终保持受益。同时公司持续多元化客户结构，扩展非电商平台客户包括：1) 在 Facebook、Instagram 等社交媒体上的卖家客户；2) Central、Boots 等连锁店的线上业务；3) UNIQLO 等著名品牌客户；4) 个人散单、商条件等。

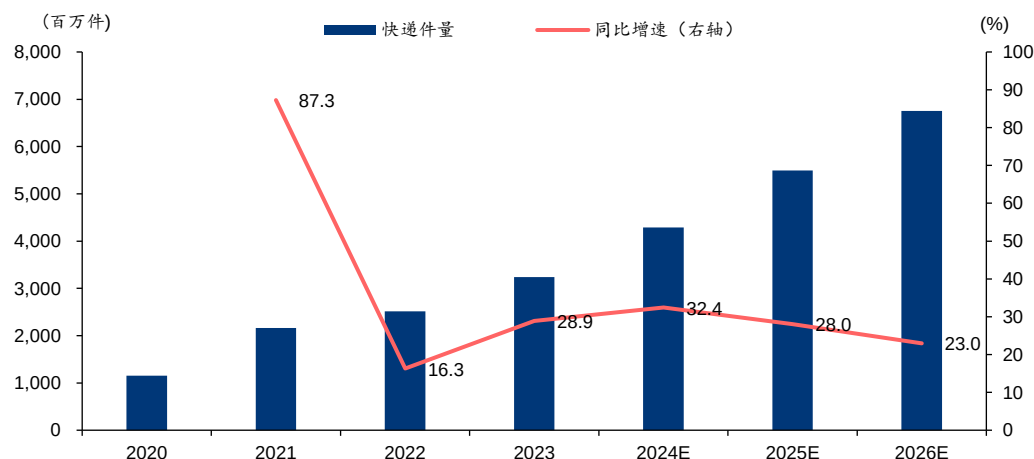
成本持续下降驱动公司提供更具竞争力的价格

随着电商行业的发展、快递市场规模的扩大以及极致的精细化运营和管理，中国快递行业的成本近年来持续下降，远远低于全球其他市场，包括东南亚。极兔自 2020 年进入中国市场后不断学习中国快递行业先进的行业知识和管理经验，并将其赋能东南亚，持续降低东南亚单票成本。在东南亚，快递公司直接和电商平台签订服务合同、与电商平台做结算，这样的模式使得公司在东南亚行使不同于中国的定价策略，与电商平台制定更有弹性、包含更多批量折扣的定价。更有竞争力的价格使得公司可以从电商平台获得更多业务，从而用规模效应又能进一步降低公司的成本。不仅如此，作为东南亚快递行业龙头企业，公司成本的降低也有利于整个行业的发展，降低电商平台的履约成本，从而提高东南亚市场电商的渗透率。

不断提高的优质服务能满足消费者日益增长的服务需求

东南亚快递市场的迅速发展和成长，消费者对优质快递服务的需求提升。2024 年上半年，公司在东南亚包裹的平均投递时间同比 2023 年上半年缩短 13.8%，遗失率、破损率也持续下降；根据当地客户的需求，公司在东南亚提供广泛的代收货款服务（COD），解决电商结算难题。

图表22：极兔速递：东南亚快递件量及同比增速

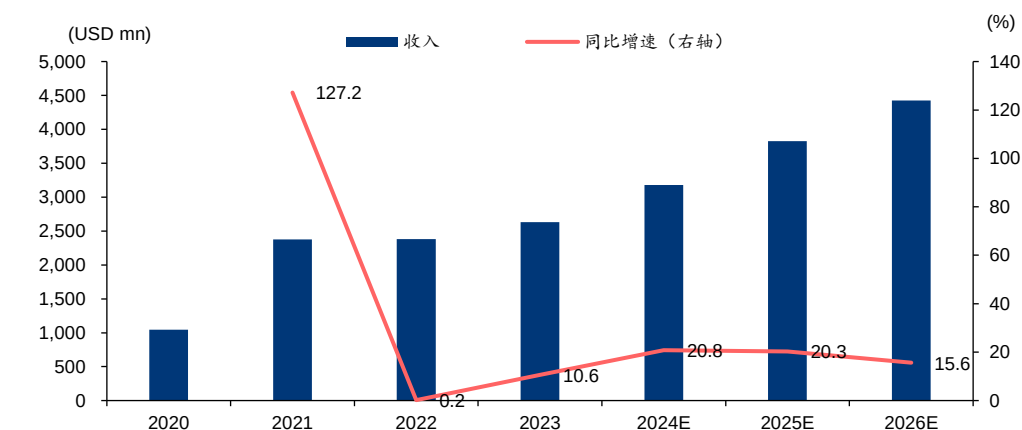


资料来源：公司公告，华泰研究预测

24/25/26 年预计收入同比增长 20.8%/20.3%/15.6%

收入方面，2021/2022/2023 年极兔速递在东南亚市场收入同比增长 127.2%/0.2%/10.6% 至 23.8 亿/23.8 亿/26.3 亿美元，年复合增速 5.2%；1H24 收入同比增长 22.0% 至 15.2 亿美元。其中，2022 年快递量同比保持高增但收入同比基本持平主因行业价格竞争激烈，单票收入同比下降导致。2021/2022/2023/1H24 极兔东南亚市场单票收入为 1.10/0.95/0.81/0.74 美元，同比表现+21.3%/-13.9%/-14.2%/-14.1%。快递量规模进一步提升，规模效应进一步释放，单票成本下降将有助于公司提供更具价格竞争的产品。我们预计 24/25/26 年东南亚市场单票收入 0.74/0.70/0.66 美元；件量规模扩大带动收入同比增长 20.8%/20.3%/15.6% 至 31.8 亿/38.3 亿/44.3 亿美元。

图表23：极兔速递：东南亚收入及同比增速



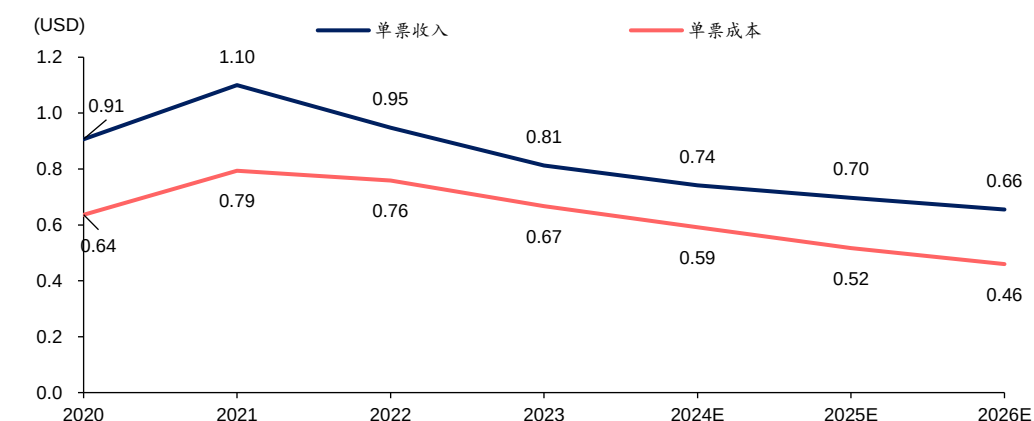
资料来源：公司公告，华泰研究预测

规模效益显著，单票成本持续下降

成本方面，公司持续进行各环节的营运优化。快递行业是规模经济显著的行业，公司快递量的增长进一步提高了转运中心、网点和车辆等关键基础设施和资源的利用效率，促进了规模效应。同时公司将中国的快递运营经验赋能东南亚，持续在各环节优化运营效率，提高全网络运营质量。截至 1H24，公司在东南亚拥有 10,600 个网点，运营着 119 个转运中心，配备了 47 套自动化分拣线，运营着 3,800 辆干线运输车辆，其中 1,500 为自有干线车辆。

2021/2022/2023/1H24，极兔东南亚市场单票成本为 0.79/0.76/0.67/0.60 美元，同比表现 +23.4%/-3.8%/-11.8%/-15.5%，单票成本稳步下降。与此同时，公司也对电商平台提供具有竞争力的价格，以获取更多的包裹量和份额，形成正向循环。价格和成本的动态平衡，使得公司在东南亚可以维持一个健康、可持续的盈利水平。我们预计 24/25/26 年单票成本为 0.59/0.52/0.46 美元。

图表24：极兔速递：东南亚单票收入和单票成本

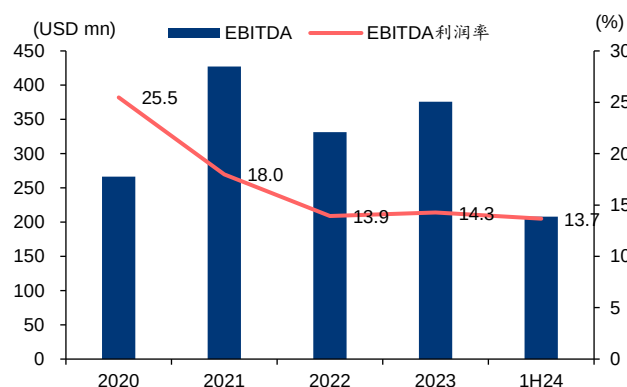


资料来源：公司公告，华泰研究预测

盈利方面，2021/2022/2023/1H24：1) 极兔东南亚毛利 6.7 亿/4.8 亿/4.7 亿/2.9 亿美元，同比表现+112.3%/-28.1%/-1.2%/+30.5%（其中，单票毛利为 0.31/0.19/0.14/0.14 美元）；毛利率 27.8%/20.0%/17.9%/18.9%。2) EBITDA 利润 4.3 亿/3.3 亿/3.8 亿/2.1 亿美元，同比表现+60.4%/-22.4%/+13.3%/+12.9%；EBITDA 利润率 18.0%/13.9%/14.3%/13.7%。其中，2022 年利润同比下降主因 20-21 年疫情导致网上购物需求激增行业高基数；电商快递需求的激增也同时带动快递运营商增加和电商平台开始自建物流，行业价格竞争加剧。

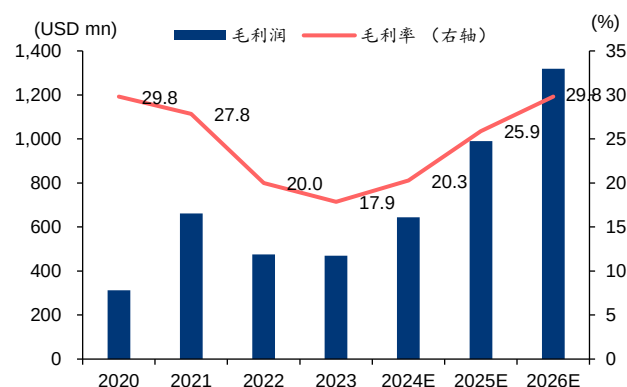
展望 24-26 年，我们预计业务量规模提升，收入增长叠加单票成本下降，毛利润及毛利率水平将稳步提升。我们预测 24/25/26 年毛利率 20.3%/25.9%/29.8%，毛利润 6.5 亿/9.9 亿/13.2 亿美元，同比增长 37.1%/53.5%/33.2%。

图表25：极兔速递：东南亚 EBITDA 及 EBITDA 利润率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表26：极兔速递：东南亚毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究预测

中国：市场规模大，增长亮眼，市场份额持续提升

公司自 2020 年 3 月进入中国市场并快速增长，其中：1) 2021 年 12 月，极兔收购并全面整合百世快递中国，强化了公司的网络承载能力，增强基础设施，扩大公司客户群，并与中国主要的电商平台建立合作伙伴关系。2) 2023 年 5 月，极兔收购丰网信息（顺丰子公司），丰富了公司业务，提升公司综合服务能力，进一步增加公司在电商快递的竞争优势。

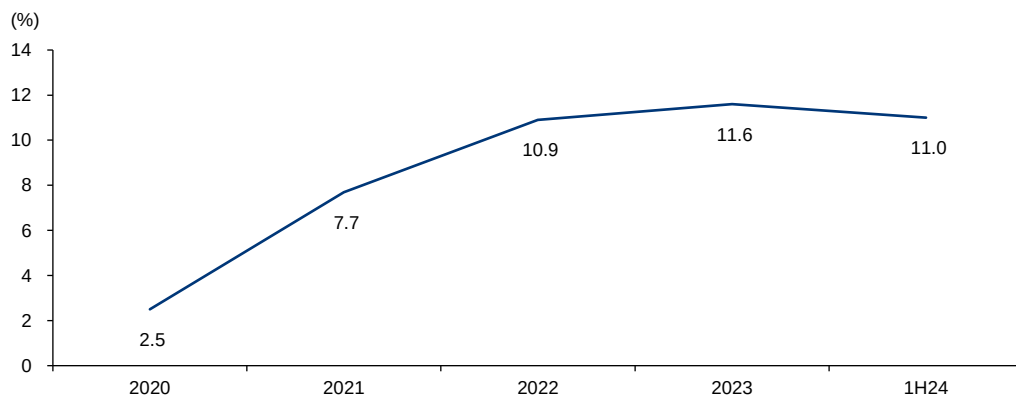
2020-2023 年极兔中国快递件量复合年增长率为 94.5%，市场份额持续提升；1H24 极兔中国快递件量达 88.4 亿件，市场份额同比提升 1.1 个百分点至 11.0%，在中国同行中排名第 6，成为一家在中国发展较快且具有竞争力的快递公司。

图表27：中国：前六大快递运营商（1H24）

排名	快递运营商	市场份额	业务模式	成立时间	包裹量（亿件）
1	中通快递	19.8%	网络合作伙伴模式	2002	159
2	圆通速递	15.2%	网络合作伙伴模式	2000	122
3	韵达股份	13.6%	网络合作伙伴模式	1999	109
4	申通快递	12.8%	网络合作伙伴模式	1993	102
5	顺丰控股	11.6%	直营模式	2019	93
6	极兔速递	11.0%	区域代理模式（结合网络合作伙伴模式）	2019	88

资料来源：国家邮政局，公司公告，华泰研究

图表28：极兔速递：中国市场份额占比（快递量）



注：1H24 国家邮政局调整行业快递件量口径，历史市场份额不可比；若采用可比口径，1H24 市场份额同比提升 1.1 个百分点至 11.0%

资料来源：Frost & Sullivan，公司公告，华泰研究

公司在中国包裹量的增长，主要得益于：

中国快递行业的高速增长，同时抓住社交电商增长机遇

1H24 中国快递行业整体业务量为 801.6 亿件，同比增长 23.1%，市场增量可观。在此基础上，极兔持续深化和所有平台电商客户的合作，同时也抓住社交电商迅速增长带来的机遇。

不断提升服务质量，高性价比增强获客能力

在中国国家邮政局披露的公开数据中，极兔 2023 年在平均申诉率和申诉处理工作综合指数中均为行业第一。公司持续提升服务质量，降低平均投递时间，其中当日达和次日达占比不断提升。通过提供高性价比的服务，以及强劲的营销能力，助力公司整体获客能力。

持续拓展下沉市场，助力乡村快递发展

公司持续开拓下沉市场的业务发展，与多个电商平台合作，承运针对偏远地区的集运业务，大大降低偏远地区的运费成本，改善当地消费者的电商购物体验，帮助电商卖家和电商平台拓展到原本难以触达的地区，并逐步将该模式拓展到更多偏远地区。同时，公司在不同季节定向开展对应的助农项目，解决乡村地区农产品的寄送难题。

中国拥有世界上最大的电商零售市场，其中社交电商增长显著

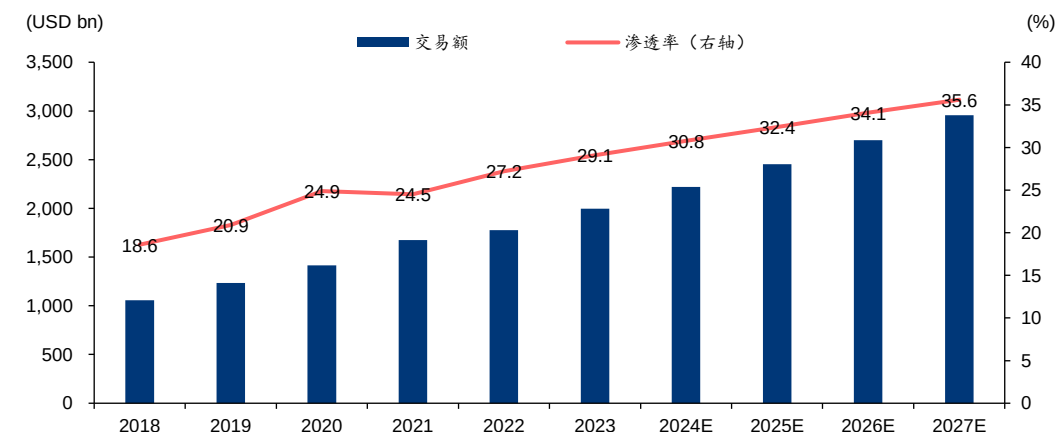
根据国家统计局的数据，2023 年中国实物商品网上零售额达到 13.0 万亿元人民币，同比增长 8.4%，连续 11 年成为全球第一大电商零售市场。同时，电商渗透率进一步提升，达到 27.6%。过去几年，随着电商用户规模的快速扩张，为中国社交电商零售市场的发展奠定了坚实的基础。随着快手、微信及抖音等社交媒体平台的发展，社交电商亦快速发展。天猫、淘宝、京东及拼多多等领先电商平台亦建立了社交电商及直播业务，极大地扩大在线产品类别及提高流量转换效率。其中，中国电商“数商兴农”成效显著。根据商务部数据，2023 年中国农村及农产品电商零售额分别达到 2.5 万亿元人民币和 0.6 万亿元人民币，增速均快于电商零售额整体。

社交电商占电商零售比例持续提升，且增速高于整体电商零售市场

根据 Frost & Sullivan 数据，中国社交电商零售市场从 2019 年的 1,637.9 亿美元增至 2023 年的 7,426.7 亿美元，复合年增长率为 45.9%；Frost & Sullivan 预计 2024-2028 年社交电商的复合年增长率为 18.1%，高于整体电商零售市场的复合增长率 10.5%。同时，社交电商占中国电商零售市场的比例预计由 2024 年的 41.5% 增至 2028 年的 53.9%。

根据 Frost & Sullivan 数据，2018-2023 年中国整体电商零售市场交易额（网上实物商品+服务零售）年复合增速达 13.5%；预计 2023-2028 年，电商零售交易额年复合增速为 10.3%。电商渗透率有望由 2023 年的 29.1% 进一步提升至 2028 年 35.6%。

图表29：中国：电商零售市场交易规模（交易额）及电商渗透率



注：以上交易额包含网上实物商品和服务零售总额

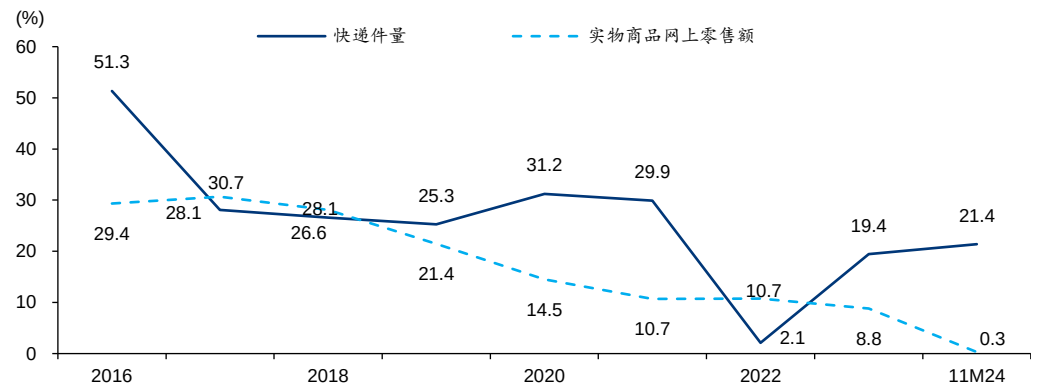
资料来源：Frost & Sullivan 预测，公司公告，华泰研究

快递商品价格下降和小件化趋势，件量增长高于实物商品零售增长

按 2023 年的快递量计，中国是全球最大的快递市场。24 年 1-11 月，全国快递累计件量同比增长 21.4%，同期全国实物商品网上零售额同比增长 0.3%。快递件量增长大幅高于实物商品网上零售额增长主因快递商品结构性变化。社交电商较传统电商零售相比，单价低且商品重量轻（小件化）；冲动型消费增加，带动退货件的高增长。

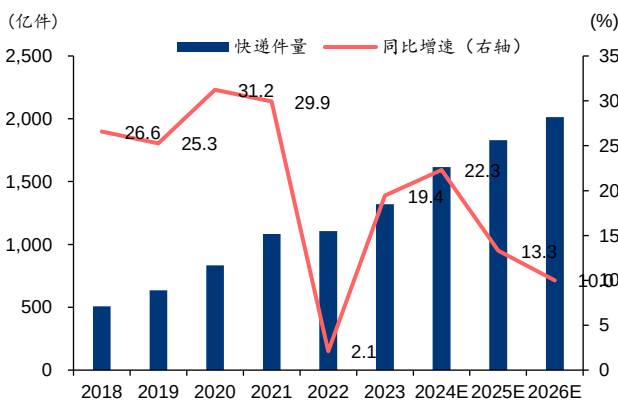
我们预计 24/25/26 年全国快递件量同比增长 22.3%/13.3%/10.0%，2023-2026 年年复合增速为 15.1%。考虑极兔在中国市场的进一步产能投放和扩张，我们预计 24/25/26 年极兔中国快递件量同比增长 24.4%/17.0%/15.0% 至 190.9 亿/223.3 亿/256.8 亿件。

图表30：中国：全国快递件量 vs 实物商品网上零售额（同比增速）



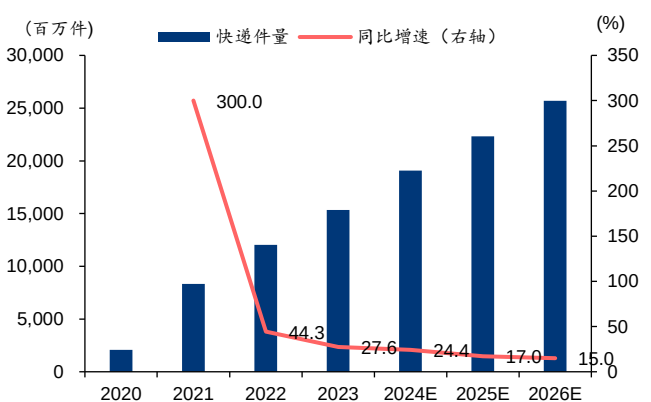
资料来源：国家邮政局，国家统计局，华泰研究

图表31：中国：全国快递件量及同比增速



资料来源：国家邮政局，华泰研究预测

图表32：极兔速递：中国快递件量及同比增速



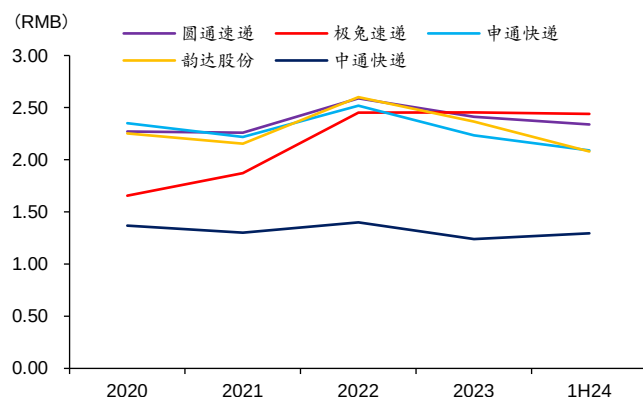
资料来源：公司公告，华泰研究预测

单票收入/成本显著改善，缩小和头部公司差距

由于进入中国市场较晚，前期为快速获取市场份额，极兔单票收入显著低于同行。2020年，极兔单票收入为1.66元 vs 圆通/韵达/申通为2.27/2.25/2.35元（单票收入采用公司披露快递业务收入除以件量，受件均重等因素影响，与前端网点报价口径或有所差异；中通快递因会计准则不同，单票收入口径不可比）；单票亏损-2.02元 vs 中通/圆通/韵达/申通单票毛利0.33/0.14/0.17/0.07元（单票毛利采用公司披露快递业务毛利润除以件量）。

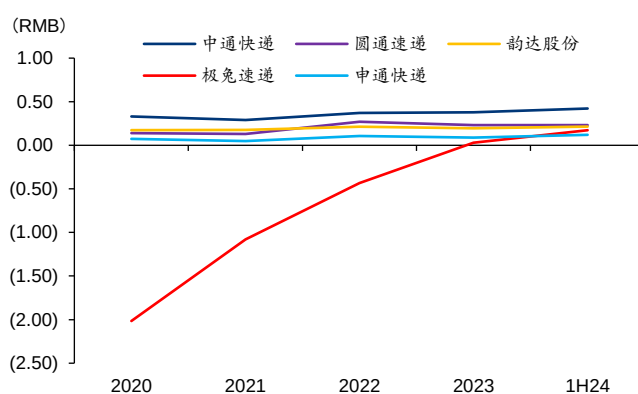
伴随业务发展企稳，极兔开始积极调整客户结构，减少低价客户。1H24 极兔单票收入较2020年增长47.4%至2.44元 vs 圆通/韵达/申通为2.34/2.08/2.09元；单票毛利0.17元 vs 中通/圆通/韵达/申通0.42/0.23/0.21/0.12元。1H24 单票毛利仍低于圆通/韵达，主因单票成本仍较高。我们预计24-26年伴随规模增长和进一步降本增效，极兔在成本端和头部公司差距有望进一步缩小。

图表33：中国快递运营商：单票收入



注：1) 单票收入采用公司披露快递收入除以件量，受件均重等因素影响，与前端网点报价口径或有所差异；2) 中通快递因会计准则不同，单票收入口径不可比；
 2) 极兔单票收入采用 1.0 美元=7.2 人民币汇率
 资料来源：公司公告，华泰研究

图表34：中国快递运营商：单票毛利



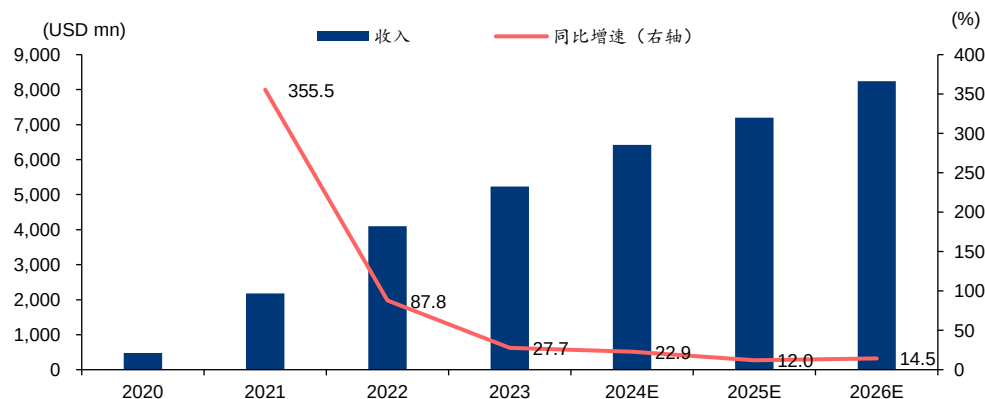
注：极兔单票毛利采用 1.0 美元=7.2 人民币汇率
 资料来源：公司公告，华泰研究

价格竞争仍激烈，25 年单票收入或同比下降

社交电商的兴起，使得快递行业保持较高的件量增长。市场需求向好促使快递运营商持续产能投入，价格竞争仍激烈。23 年以来，行业单票收入呈现下降趋势。其中，23 年中通/圆通/韵达/申通单票收入同比下降 11.3%/6.9%/9.0%/11.3%；1H24 单票收入同比继续下滑 1.0%/4.1%/15.1%/11.1%。

极兔由于前期单票收入大幅低于行业平均水平，23 年单票收入同比不降反增 0.1%；1H24 同比下降 0.9%，降幅显著低于同行。展望 25 年，我们预计行业价格竞争或加剧，行业单票收入同比仍呈现下降趋势，我们预测 24/25/26 年极兔中国单票收入 0.34/0.32/0.32 美元，同比-1.2%/-4.3%/-0.4%（2021/2022/2023/1H24 单票收入为 0.26/0.34/0.34/0.34 美元）。整体，件量增长带动收入同比增长 22.9%/12.0%/14.5%至 64.3 亿/72.0 亿/82.4 亿美元。

图表35：极兔速递：中国收入及同比增速



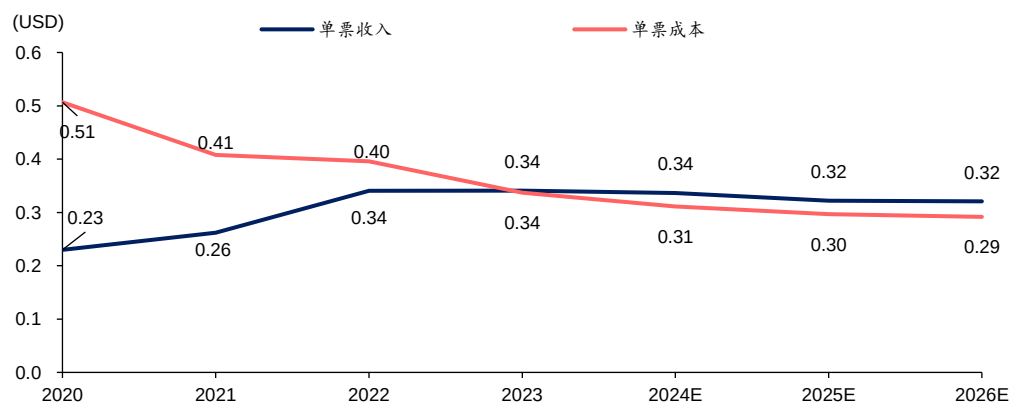
资料来源：公司公告，华泰研究预测

成本端仍有较大下降空间

成本方面，极兔在中国持续进行精细化管理和运营，在规模效应和营运优化的叠加效果下，降本效果显著，降幅优于同行。23 年极兔单票成本同比下降 15.9% vs 中通/圆通/韵达/申通同比下降 17.0%/6.0%/9.1%/11.0%。1H24 极兔运输成本+分拣成本为 0.864 元，仍高于行业平均水平（vs 1H24 中通/圆通单票运输+分拣成本 0.707/0.710 元）。

展望 25-26 年，伴随公司件量规模进一步提升和降本增效，极兔中国单票成本有望进一步下降，我们预测 24/25/26 年极兔中国单票成本 0.31/0.30/0.29 美元，同比下降 7.6%/4.7%/1.7%（2021/2022/2023/1H24 单票成本为 0.41/0.40/0.34/0.32 美元）。

图表36：极兔速递：中国单票收入和单票成本



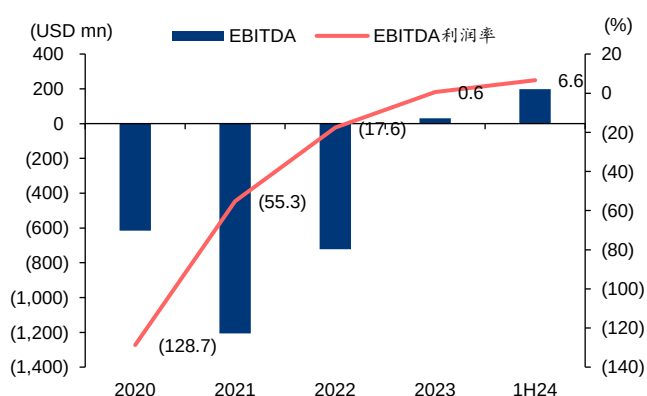
资料来源：公司公告，华泰研究预测

尽管面临价格竞争，规模增长和成本下降助力盈利增长

盈利方面，1) 2021/2022 年，由于前期产能投入大，但件量规模仍在爬坡期，极兔中国市场亏损，毛利-12.2 亿/-6.7 亿美元（单票毛利-0.15/-0.06 美元）；EBITDA 利润-12.1 亿/-7.2 亿美元。2) 2023/1H24 毛利 5,882 万/2.1 亿美元（单票毛利 0.004/0.02 美元），毛利率为 1.1%/7.1%；EBITDA 利润 3,073 万/2.0 亿美元，EBITDA 利润率为 0.6%/6.6%。3) 1H24 极兔中国实现 EBIT 利润 5,960 万美元，扭亏为盈。

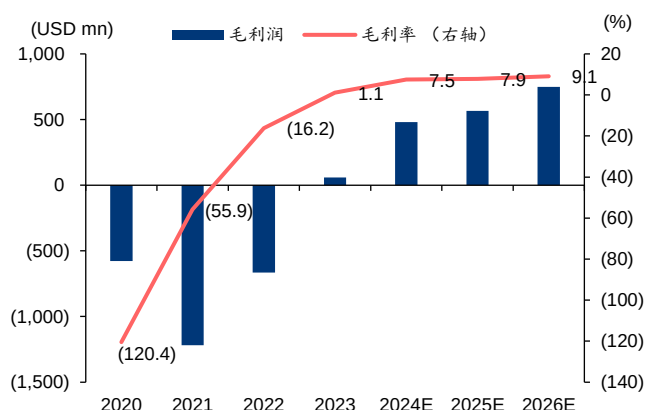
展望 24-26 年，尽管面临价格竞争，但我们预计伴随件量增加和单票成本的下降，毛利润将保持增长。我们预测 24/25/26 年毛利润 4.8 亿/5.7 亿/7.5 亿美元，同比增长 719.3%/17.7%/32.0%；毛利率 7.5%/7.9%/9.1%。

图表37：极兔速递：中国市场 EBITDA 及 EBITDA 利润率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表38：极兔速递：中国市场毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究预测

新市场：携手跨境电商和本土电商，布局中东和南美

2022 年，极兔开始布局中东和南美 2 个新市场，业务涵盖 5 个国家：沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西和埃及。2023 年，极兔在新市场快递量为 2.3 亿件，同比增长 369.0%；1H24 新市场快递量同比增长 63.8%至 1.4 亿件，市场份额同比 23 年全年提升 0.1 个百分点至 6.1%。

公司在新市场包裹量的增长，主要得益于：

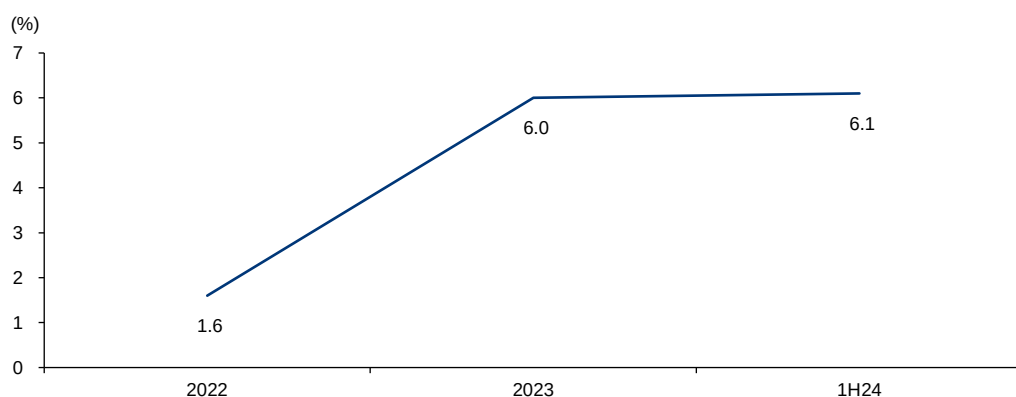
抓住电商行业的增长红利

新市场电商行业快速发展，带动快递服务需求同步上升。公司抓住新市场电商行业的发展机遇，为消费者和商家提供相应的优质且具有价格竞争优势的物流服务，并持续投入建设拥有完善揽派能力的快递网络，以匹配整个新市场的快递需求，最终实现包裹量的快速增长。

持续开拓与深化跨境电商和本土电商的合作关系

全球跨境电商蓬勃发展，公司在新市场与 Shopee、AliExpress、Shein、Temu、TikTok、Kwai 等国际化跨境电商和短视频直播平台建立了紧密的合作关系，通过公司完善的基础设施及网络覆盖，助力跨境电商平台解决物流配送难题。同时，公司也重视和本土电商平台的合作，比如公司一直和中东的本土电商平台 Noon 保持着良好的合作关系，且在 2024 年新增和沙特阿拉伯本土电商平台 Salla 的合作。

图表39：极兔速递：新市场份额占比（快递量）



资料来源：Frost & Sullivan，公司公告，华泰研究

电商零售渗透率提升，带动新市场快递行业高速增长

跨境电商行业蓬勃发展，跨境电商平台持续在新市场开拓。经济增长、消费提升、电商渗透率的提高以及新型电商平台带来的便利，促使当地消费者对全球性产品的需求增长。在日益增长的消费需求下，2023 年以来跨境电商持续发展，成为电商市场发展的重要动因之一。同时，跨境电商平台加速在新市场的开拓，例如 Temu 在 2023 年进入墨西哥、沙特阿拉伯、阿联酋市场，TikTok 也进入了沙特阿拉伯市场。未来，随着跨境电商平台加大对新市场的投入，跨境电商行业将得到进一步的发展。

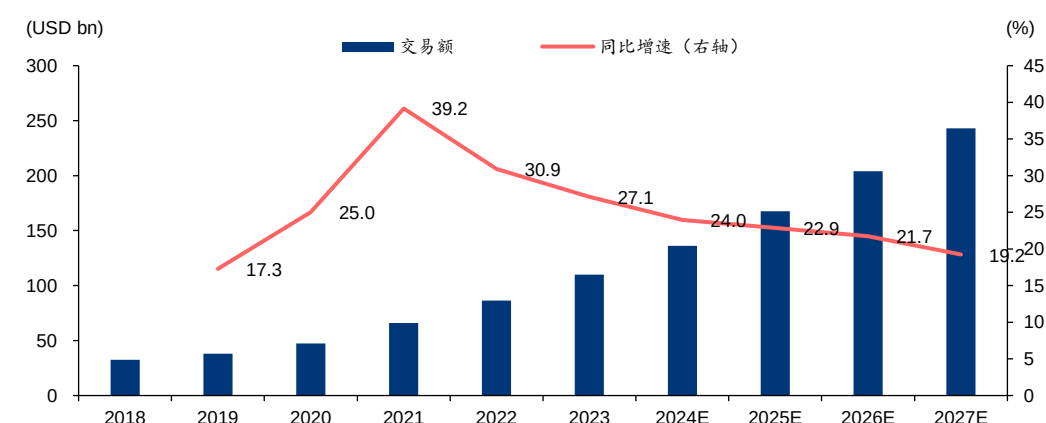
沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西及埃及均中东和南美地区的重要经济体。由于互联网基础设施的快速发展、国民经济的增长及消费者行为的不断变化，中东及南美国家的电商市场一直在快速增长，保持强劲增长势头。根据 Frost & Sullivan 的数据，新市场（沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西）的社会零售总额在 2023 年达到 7,459.8 亿美元，同比增长 6.4%；预计 2024 年至 2028 年，复合年增长率达 4.1%，给电商与快递市场的快速增长奠定了坚实的基础。

零售市场的线上化转型，推动电商渗透率进一步提升

经济发展与互联网渗透率的提高，推动新市场消费者的购物习惯由线下转向线上。与中国和东南亚相比，**2023年新市场的电商渗透率为14.6%，仍处于相对较低的水平。根据Frost & Sullivan预测，新市场的电商整体渗透率预计在2027年将提升至27.5%。**

根据Frost & Sullivan数据，2018-2023年新市场电商零售交易额年复合增长率为27.7%，由2018年的324亿美元增长至2023年的1,100亿美元；Frost & Sullivan预计2027年新市场电商零售交易额将达到2,431亿美元，对应2023-2027年复合年增长率为21.9%。

图表40：新市场电商零售市场：交易规模（交易额）



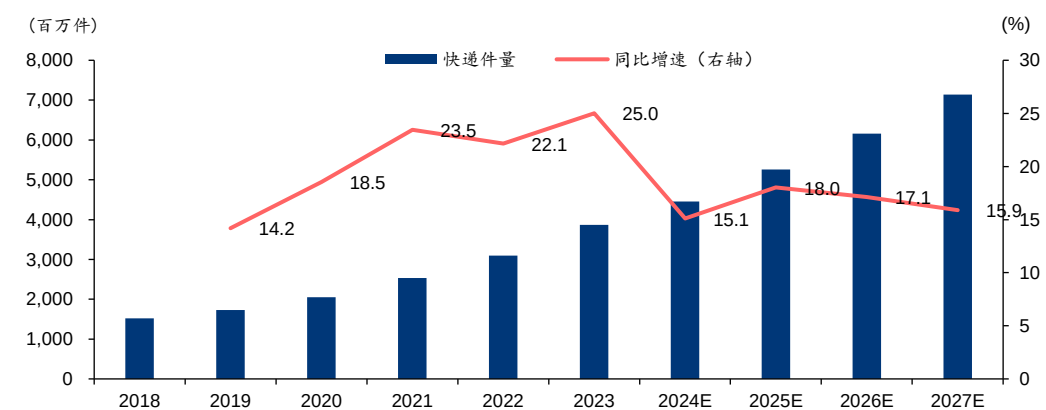
资料来源：Frost & Sullivan 预测，公司公告，华泰研究

新市场快递格局分散，发展相对早期，单票收入高

在社会零售市场增长及电商零售市场高速发展的推动下，新市场的快递行业显著增长。根据Frost & Sullivan的数据，2023年新市场的快递总件量达38.7亿件，同比增长25.0%；2018-2023年快递件量的复合年增长率为20.6%。分国别看，2018-2022年，沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西及埃及的快递市场的复合年增长率分别为20.2%、18.5%、22.3%、18.7%及12.7%。

受新市场国家的经济、基础设施及电商零售市场发展以及跨境物流在政府支持政策下的兴起，新市场的快递件量也展现出巨大的增长潜力。Frost & Sullivan预测2023-2027年新市场快递件量年复合增长率将达到16.5%。分国别看，沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西及埃及的快递市场2023-2027年复合年增长率分别为20.6%、21.0%、18.7%、16.1%及15.3%。

图表41：新市场：快递市场规模（快递量）



资料来源：Frost & Sullivan 预测，公司公告，华泰研究

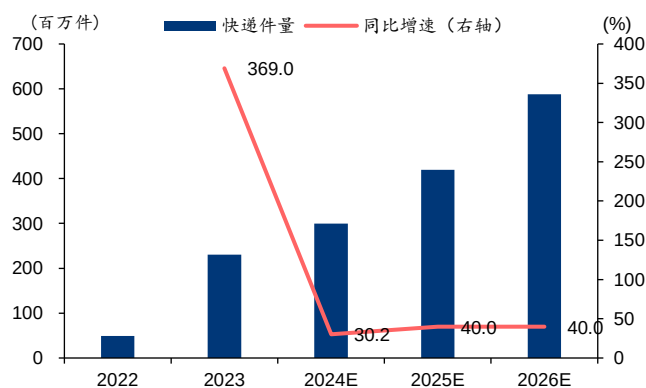
单票收入高于东南亚及中国市场

新市场的快递行业相对分散，本地玩家与 FedEx、UPS、DHL 等国际巨头共同瓜分当地市场。由于处于发展的早期阶段，缺乏充分竞争，新市场快递行业单票价格显著高于竞争充分的中国市场和发展更加成熟的东南亚市场。头部的当地竞争者包括巴西的 Braspress、TNT Express 及 RTE Rodonaves、墨西哥的 Estafeta Express、埃及的 Egypt Express、阿联酋的 Emirates Post 及沙特阿拉伯的 Saudi Post。

24-26 年收入和件量高增

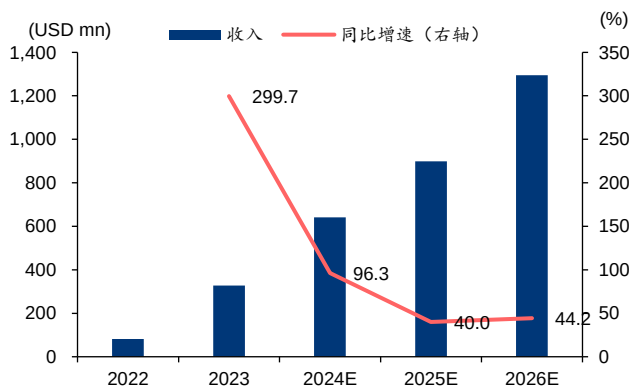
收入方面，2022/2023 年极兔速递在新市场收入为 0.8 亿/3.3 亿美元；1H24 收入同比增长 119.6% 至 2.9 亿美元，新兴市场低基数，增幅快。2022/2023/1H24 年单票收入为 1.67/1.42/2.14 美元。我们预计 24/25/26 年极兔新市场快递件量同比增长 30.2%/40.0%/40.0% 至 3.0 亿/4.2 亿/5.9 亿件；单票收入 2.14/2.14/2.20 美元；收入同比增长 96.3%/40.0%/44.2% 至 6.4 亿/9.0 亿/13.0 亿美元。

图表42：极兔速递：新市场快递件量及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究预测

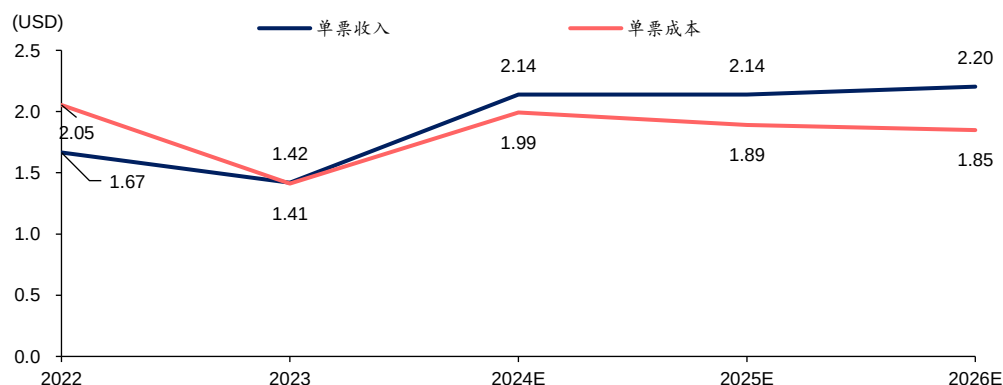
图表43：极兔速递：新市场收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究预测

成本方面，2022/2023/1H24 年极兔新市场单票成本为 2.05/1.41/1.88 美元。截至 1H24，公司在新市场运营着 35 个转运中心，拥有超过 200 辆干线车辆和大量支线车辆，有超过 2,200 个网点。公司在新市场仍处于投入阶段，通过增加转运中心设备投入、增加干线车辆、新建网点，进一步提高网络覆盖密度和网络承载能力。2024 年上半年，公司在新市场已新建了 800 个网点，并在转运中心投入了两套自动化分拣线。考虑公司在新市场仍处于前期产能投入阶段，我们预计短期单票成本或有所上升。我们预计 24/25/26 年单票成本为 1.99/1.89/1.85 美元。

图表44：极兔速递：新市场单票收入和单票成本

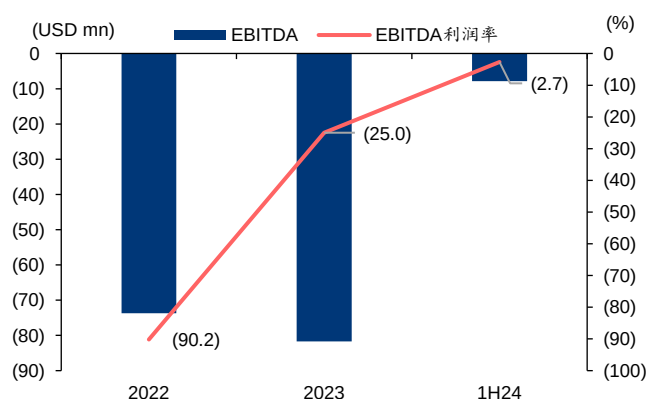


资料来源：公司公告，华泰研究预测

盈利方面，1) 2022/2023/1H24 年极兔新市场毛利-0.19 亿/0.02 亿/0.35 亿美元（单票毛利为-0.38/0.01/0.26 美元）；毛利率-23.3%/0.5%/12.0%。2) EBITDA 利润-0.7 亿/-0.8 亿/-0.08 亿美元；EBITDA 利润率-90.2%/-25.0%/-2.7%。

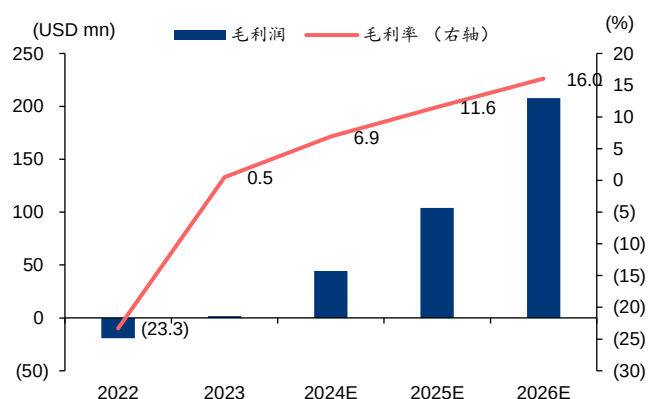
展望 24-26 年，新市场件量规模高增，毛利润和毛利率有望显著改善。我们预测 24/25/26 年毛利率 6.9%/11.6%/16.0%，毛利润 0.4 亿/1.0 亿/2.1 亿美元。

图表45：极兔速递：新市场 EBITDA 及 EBITDA 利润率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表46：极兔速递：新市场毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究预测

新市场政策及关税风险：电商零售趋势不可逆

24 年以来，巴西、墨西哥等新兴市场相继出台了更为严格的针对跨境电商小包裹的关税政策。我们认为：1) 短期内，加征关税或对跨境电商平台在新兴市场的扩张和布局产生负面影响；2) 但中长期看，我们认为新市场电商零售趋势不可逆，电子商务为消费者提供更具性价比、更多样的商品选择；而卖家通过电商平台，得以更快的发展。即使贸易保护等政策风险或在短期内影响跨境电商全球化的进程，但即使考虑加关税后，中国商品的高性价比仍具有全球竞争力；另一方面，在向电商零售转型的大趋势下，本土电商也将迎来高速的发展。从业务层面，极兔专注海外本土快递服务，不涉及跨境环节，因此关税等对极兔业务无直接影响。

我们认为在当前新兴市场快递格局仍分散的初期阶段，物流成本仍较高。极兔作为第三方物流服务商，不仅可服务于跨境电商平台，也可服务于本土电商平台。其在新兴市场的发展将依托于整体电商零售市场的规模增长，其核心竞争力在于提供优质的物流履约和成本优势，助力不同的电商平台在新兴市场中提高竞争力。

盈利预测和估值

综上，我们看好：

1) 极兔东南亚：持续受益跨境电商、本土电商以及社交电商进一步渗透带动快递量的持续增长；成本端受益于规模效应，单票成本有望继续下降。同时，单票成本的下降有助于公司提供更具竞争力的价格，单票收入下调助力公司获取更多的件量增长，形成正向循环。

我们预测 24/25/26 年极兔东南亚：件量同比+32.4%/+28.0%/+23.0%；单票收入同比-8.8%/-6.0%/-6.0%；单票成本同比-11.5%/-12.6%/-11.0%；单票毛利 0.15/0.18/0.20 美元。

2) 极兔中国：极兔持续深化和所有平台上电商客户的合作，同时也抓住社交电商迅速增长带来的机遇。价格方面，我们认为快递行业价格竞争仍激烈，24-26 年行业单票收入将下降。公司方面，因极兔进入中国市场较晚，前期单票收入较同行低；伴随公司件量规模增长，单票成本持续下降；极兔开始积极优化客户结构，逐步减少低价单客户，单票收入降幅小于同行。

我们预测 24/25/26 年极兔中国：件量同比+24.4%/+17.0%/+15.0%；单票收入同比-1.2%/-4.3%/-0.4%；单票成本同比-7.6%/-4.7%/-1.7%；单票成本降幅大于收入降幅，单票毛利 0.03/0.03/0.03 美元。

3) 极兔新市场：跨境电商平台加速在中东和南美开拓，带动快递行业的高速增长。价格方面，新市场的快递行业相对分散，缺乏充分竞争，我们预计 25-26 年单票收入同比增长(22-23 年受新增国家的影响，口径不可比)。成本方面，考虑新市场仍处于初期投入布局阶段，规模效应尚不显著，25-26 年单票成本或持平。

我们预测 24/25/26 年极兔新市场：件量同比+30.2%/+40.0%/+40.0%；单票收入同比+50.8%/+0.0%/+3.0%；单票成本同比+41.1%/-5.0%/-2.2%；单票毛利 0.15/0.25/0.35 美元。

费用方面，前期为快速获取中国和新市场份额，销售、一般及行政开支等费用较高；伴随业务量企稳及注重降本增效精细化管理，24 年以来，该费用占收入比显著下降。1H24 公司销售、一般及行政开支费用占收入比重为 7.9%（1H23/2023 年为 43.9%/24.4%），我们预计 24/25/26 年费用占收入比重为 7.9%/8.1%/8.1%，整体平稳。

整体，我们预计极兔速递 24/25/26 年：1) 总快递件量同比增长 25.9%/19.3%/16.9%至 236.8 亿/282.4 亿/330.2 亿件。2) 总收入同比增长 17.0%/16.2%/17.0%至 103.5 亿/120.2 亿/140.6 亿美元。3) 毛利润同比增长 147.5%/41.9%/37.0%至 11.7 亿/16.6 亿/22.8 亿美元。4) 归母净利润 0.8 亿/3.5 亿/6.5 亿美元（经调整净利为 1.6 亿/4.6 亿/8.0 亿美元。经调整净利主要剔除：1) 以股份为基础的付款及开支；2) 公允价值变动）。分市场核心盈利假设如下：

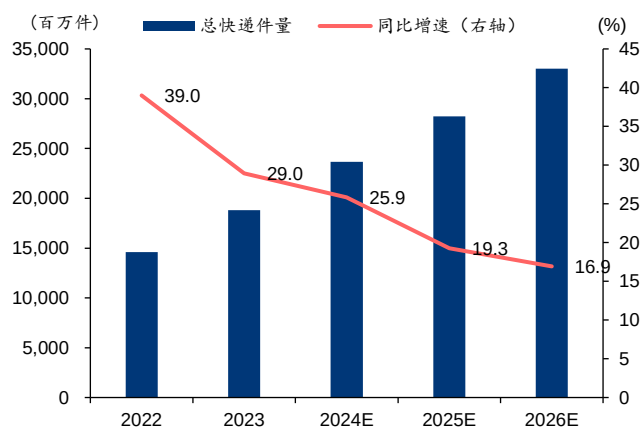
图表47：极兔速递：分市场核心盈利假设

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
快递件量（百万件）	3,237	10,495	14,588	18,812	23,675	28,241	33,021
yoy		224.2%	39.0%	29.0%	25.9%	19.3%	16.9%
东南亚	1,154	2,161	2,513	3,240	4,290	5,491	6,754
yoy		87.3%	16.3%	28.9%	32.4%	28.0%	23.0%
中国	2,084	8,334	12,026	15,341	19,085	22,330	25,679
yoy		300.0%	44.3%	27.6%	24.4%	17.0%	15.0%
新市场			49	230	300	420	588
yoy				369.0%	30.2%	40.0%	40.0%
单票收入（美元/件）	0.47	0.46	0.50	0.47	0.44	0.43	0.43
yoy		-2.5%	7.8%	-5.6%	-7.1%	-2.6%	0.0%
东南亚	0.91	1.10	0.95	0.81	0.74	0.70	0.66
yoy		21.3%	-13.9%	-14.2%	-8.8%	-6.0%	-6.0%
中国	0.23	0.26	0.34	0.34	0.34	0.32	0.32
yoy		13.9%	30.1%	0.1%	-1.2%	-4.3%	-0.4%

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新市场			1.67	1.42	2.14	2.14	2.20
yoy				-14.8%	50.8%	0.0%	3.0%
总收入 (百万美元)	1,535	4,852	7,267	8,849	10,351	12,024	14,063
yoy		216.0%	49.8%	21.8%	17.0%	16.2%	17.0%
东南亚	1,047	2,378	2,382	2,633	3,181	3,827	4,425
yoy		127.2%	0.2%	10.6%	20.8%	20.3%	15.6%
中国	479	2,181	4,096	5,229	6,425	7,195	8,239
yoy		355.5%	87.8%	27.7%	22.9%	12.0%	14.5%
新市场			82	327	642	898	1,295
yoy				299.7%	96.3%	40.0%	44.2%
跨境及其他	10	293	708	660	104	104	104
yoy		2807.4%	141.6%	-6.8%	-84.3%	0.2%	0.2%
单票成本 (美元/件)	(0.56)	(0.51)	(0.52)	(0.45)	(0.39)	(0.37)	(0.36)
yoy		-7.4%	0.5%	-13.8%	-12.9%	-5.4%	-2.7%
东南亚	(0.64)	(0.79)	(0.76)	(0.67)	(0.59)	(0.52)	(0.46)
yoy		24.7%	-4.5%	-12.0%	-11.5%	-12.6%	-11.0%
中国	(0.51)	(0.41)	(0.40)	(0.34)	(0.31)	(0.30)	(0.29)
yoy		-19.5%	-3.0%	-14.9%	-7.6%	-4.7%	-1.7%
新市场			(2.05)	(1.41)	(1.99)	(1.89)	(1.85)
yoy				-31.3%	41.1%	-5.0%	-2.2%
单票毛利 (美元/件)	(0.08)	(0.05)	(0.02)	0.03	0.05	0.06	0.07
yoy		-35.7%	-64.3%	-235.7%	96.7%	19.0%	17.2%
东南亚	0.27	0.31	0.19	0.15	0.15	0.18	0.20
yoy		13.3%	-38.2%	-23.4%	3.5%	20.0%	8.3%
中国	(0.28)	(0.15)	(0.06)	0.00	0.03	0.03	0.03
yoy		-47.2%	-62.2%	-106.9%	558.6%	0.6%	14.8%
新市场			(0.39)	0.01	0.15	0.25	0.35
yoy				-101.8%	1963.7%	67.3%	42.9%
毛利率	-17.0%	-11.2%	-3.7%	5.3%	11.3%	13.8%	16.2%
东南亚	29.8%	27.8%	20.0%	17.9%	20.3%	25.9%	29.8%
中国	-120.4%	-55.9%	-16.2%	1.1%	7.5%	7.9%	9.1%
新市场	0.0%	0.0%	-23.3%	0.5%	6.9%	11.6%	16.0%
跨境及其他	32.7%	4.0%	-8.8%	-8.8%	-0.9%	-0.7%	-0.5%
毛利润 (百万美元)	(261)	(545)	(270)	473	1,170	1,661	2,275
yoy		108.3%	-50.4%	-275.0%	147.5%	41.9%	37.0%
东南亚	312	662	476	470	645	990	1,319
yoy		112.3%	-28.1%	-1.2%	37.1%	53.5%	33.2%
中国	(577)	(1,219)	(665)	59	482	567	749
yoy		111.3%	-45.5%	-108.8%	719.3%	17.7%	32.0%
新市场			(19)	2	44	104	208
yoy				-108.7%	2587.1%	134.3%	100.0%
跨境及其他	3	12	(62)	(58)	(1)	(1)	(1)
yoy		258.9%	-628.1%	-7.1%	-98.4%	-22.4%	-28.8%
销售、一般及行政开支费用	(366)	(1,129)	(1,096)	(2,157)	(820)	(979)	(1,144)
占收入比重	-23.8%	-23.3%	-15.1%	-24.4%	-7.9%	-8.1%	-8.1%
调整后净利 (百万美元)	(476)	(1,178)	(1,488)	(432)	164	457	797
yoy		nm	nm	nm	nm	178.5%	74.3%
归母净利 (百万美元)	(565)	(6,047)	1,656	(1,101)	84	345	650
yoy		nm	nm	nm	nm	312.3%	88.2%

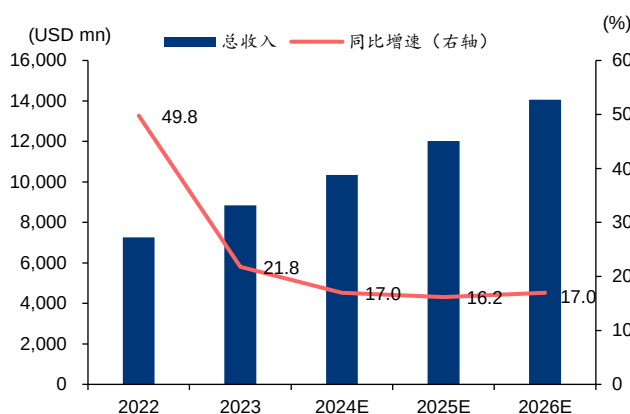
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表48：极兔速递：总快递件量及同比增速



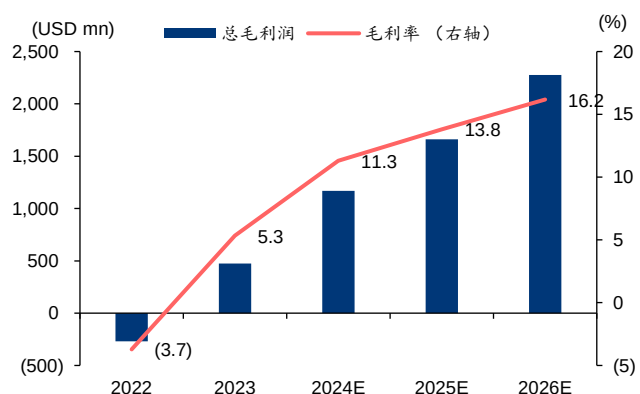
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表49：极兔速递：总收入及同比增速



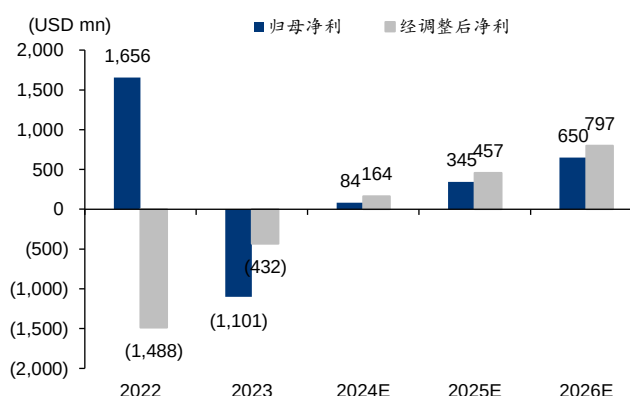
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表50：极兔速递：总毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表51：极兔速递：归母净利及经调整净利

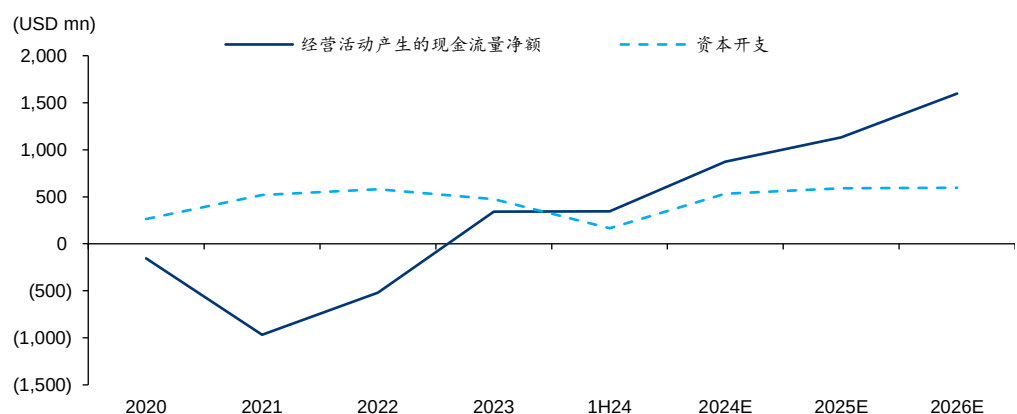


资料来源：公司公告，华泰研究预测

24-26 年盈利提升，现金流有望显著改善

现金流方面，我们预计 24-26 年：1) 极兔东南亚将保持强劲盈利能力；2) 极兔中国在 24 年有望实现扭亏为盈；3) 极兔新市场有望在 25 年实现 EBITDA 扭亏。公司整体经营性现金流有望显著改善。负债方面，截至 1H24，公司净资产负债率为 16.3% (有息借款-现金)，资产负债表整体健康。

图表52：极兔速递：经营活动现金净额 vs 资本开支



资料来源：公司公告，华泰研究预测

目标价 7.5 港币，首次覆盖，给予“买入”

我们选取港股物流公司作为可比公司。考虑极兔当前仍处于业务快速扩张期，在 22-23 年盈利低基数的效益下，24-26 年盈利同比增幅显著。我们采用 2025-2026 年预测 EPS 均值 0.06 美元以反映公司未来强劲的增长潜力；基于 16.0x PE，高于港股可比公司 25E-26E PE 均值 11.6x，以反映公司高于行业的盈利增速（极兔 24E-26E 归母净利 CAGR=178.6% vs 可比公司 CAGR 均值=20.0%），给予目标价 7.5 港币，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表53：可比公司估值表

公司名称	股票代码	PE (x)		归母净利 CAGR (%)		PB (x)			EV/EBITDA (x)			ROE (%)		
		2023	2024E	25E-26E*	2024E-2026E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
中通快递	2057 HK	14.6	12.5	10.4	12.7	2.1	1.8	1.6	8.5	7.4	6.6	15.4	15.5	15.6
京东物流	2618 HK	120.3	12.9	10.8	12.6	1.7	1.4	1.3	5.6	4.0	3.6	1.3	12.5	12.5
顺丰同城	9699 HK	174.6	61.1	26.3	66.2	2.7	2.5	2.3	56.5	30.2	16.7	1.7	4.9	8.3
安能物流	9956 HK	22.1	11.7	8.1	26.9	3.5	2.7	2.0	4.8	4.3	3.9	17.4	24.7	23.8
嘉里物流	636 HK	15.6	7.6	8.0	(1.2)	0.7	0.7	0.6	4.7	4.6	4.7	4.5	8.1	7.7
中国外运	598 HK	5.9	6.5	5.9	7.4	0.7	0.6	0.6	6.5	6.9	6.7	11.6	9.9	10.3
顺丰控股	6936 HK	18.7	15.2	12.2	15.7	1.7	1.6	1.5	7.7	7.9	7.2	9.2	10.3	11.2
均值		52.9	18.2	11.6	20.0	1.8	1.6	1.4	13.5	9.3	7.1	8.7	12.2	12.7
极兔速递	1519 HK	(3.0)	83.9	14.2	178.6	1.2	2.5	2.2	52.8	10.1	6.5	nm	3.0	11.5

注：1) 可比公司采用 Bloomberg 一致预期；极兔速递采用华泰研究预期；2) *25E-26E PE 采用可比公司 2025-2026 年预测 EPS 均值；3) 收盘价 2025.1.1，汇率换算采用 1.0 美元=7.8 港币

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

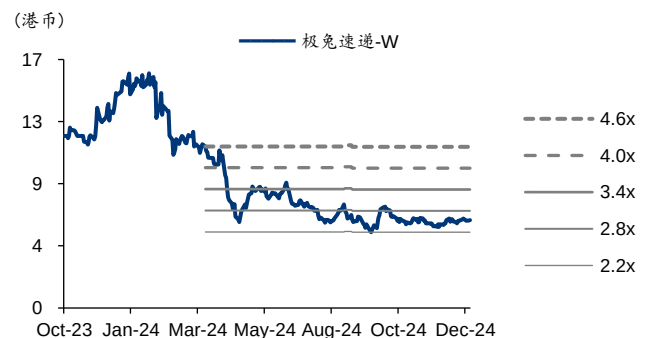
- 1) 行业价格加剧，单票收入低于预期：**若行业价格竞争加剧，或拖累公司单票收入表现，从而拖累公司盈利。
- 2) 快递件量增长低于预期：**若公司快递件量增长低预期，将负面影响公司的收入增长和单票成本的下降。
- 3) 单票成本高于预期：**公司主要成本包括人力、运输、场地租金等。若后续快递件量增速低于预期将导致产能利用率低于预期，从而拖累单票成本和利润率。
- 4) 政策风险：**海外市场是公司重要的增长潜力，海外国家对电商平台、快递运营商等负面的限制政策将对公司快递件量和业务发展带来负面的影响。

图表54：极兔速递-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表55：极兔速递-WPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，林珊、沈晓峰，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。本报告仅供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

- 分析师林珊、沈晓峰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。
- 顺丰同城（9699 HK）、极兔速递-W（1519 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 顺丰同城（9699 HK）、极兔速递-W（1519 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 顺丰同城（9699 HK）、极兔速递-W（1519 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 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。本报告仅供认可投资者、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，了解来自或所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，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 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2025年华泰证券股份有限公司