

交通运输

2025年03月20日

极兔速递-W (01519)

——东南亚快递市占率持续领先的全球电商赋能者

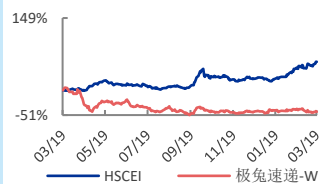
报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2025年03月19日

收盘价 (港币)	6.02
恒生中国企业指数	9163.67
52周最高/最低 (港币)	11.50/5.17
H 股市值 (亿港元)	539.93
流通 H 股 (百万股)	7,991.22
汇率 (人民币/港币)	1.0837

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

王易 A0230123050001
wangyi@swsresearch.com
范晨轩 A0230123070006
fancx@swsresearch.com

联系人

王易
(8621)23297818x
wangyi@swsresearch.com

- **极兔速递是东南亚快递领先者，不断复制成功模式布局全球网络。**极兔速递 2015 年于印度尼西亚成立，相较于通达系来说成立时间较晚，公司以“互联网配送”为核心业务立足东南亚，受益于东南亚电商红利快速发展，从 2018 年起向更多东南亚国家乃至全球市场扩张。目前公司在东南亚地区市占率保持领先地位，与其他快递企业拉开一定的差距，同时在成本优化、收入扩张下公司盈利能力改善，24 年首次实现经调整净利润转正。
- **东南亚快递行业需求端电商高增，供给端差异化竞争。**需求端看，东南亚线上化率持续提升推动快递行业的发展；电商行业竞争格局看，东南亚头部电商 GMV 逐年攀升是拉动电商件快速增长的关键因素，20-23 年 Shopee 及 Tiktok Shop 迎来爆发式增长；件量绝对值看，上游电商包裹分散趋势明显，Tiktok 等兴趣电商兴起对单量结构产生影响，利好下游快递公司的发展。供给端看，东南亚快递市场差异化竞争，电商自建物流与本土独角兽企业占据主导地位；参考中国快递行业的发展及特征，我们认为东南亚快递行业中区域代理模式或加盟制企业市占率有望继续提升，同时盈利能力持续改善。
- **先发竞争优势凸显，三大壁垒构成核心竞争要素：**(1) 规模-成本效率优势，单票成本持续优化；(2) 复制中国快递成功模式，先进的运营管理能力保证网络稳定性与服务质量；(3) 独立的全球电商赋能者，客户多元。同时公司积极拓展新市场，加速推进全球化进程。
- **相对估值法下，极兔合理市值为 575 亿港元，首次覆盖给予“增持”评级。**我们预计公司 25-27 年调整后净利润分别为 4.40/6.40/8.97 亿美元，分别同比增长 119.82%/45.41%/40.10%，对应 PE 分别为 16x/11x/8x。从行业角度，选取顺丰控股 H 及 UPS 作为可比公司，顺丰控股及 UPS 主营业务均为国际快递业务，与极兔速递可比，2025E-2026E 行业可比公司平均估值倍数为 17x/15x。对标可比公司估值水平，我们认为 2025 年公司合理 PE 估值倍数为 17x，对应当前市值仍有 6%的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**中国快递市场价格竞争超预期；东南亚快递需求下降；东南亚市场快递价格竞争超预期；区域代理网络发生波动；成本控制不及预期；新市场拓展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	8849	10259	12167	14007	15931
同比增长率 (%)	21.77%	15.93%	18.60%	15.12%	13.74%
调整后净利润 (百万美元)	-432	200	440	640	897
同比增长率 (%)	-	-	119.82%	45.41%	40.10%
每股收益 (美元/股)	-0.05	0.02	0.05	0.07	0.10
净资产收益率 (%)	-15.72%	7.09%	13.60%	16.62%	18.88%
市盈率	-15.95	34.41	15.65	10.77	7.68
市净率	2.51	2.44	2.13	1.79	1.45

注：“每股收益”为归属于调整后净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

相对估值法下，极兔合理市值为 575 亿港元，首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 25-27 年调整后净利润分别为 4.40/6.40/8.97 亿美元，分别同比增长 119.82%/45.41%/40.10%，对应 PE 分别为 16x/11x/8x。从行业角度，选取顺丰控股 H 及 UPS 作为可比公司，顺丰控股及 UPS 主营业务均为国际快递业务，与极兔速递可比，2025E-2026E 行业可比公司平均估值倍数为 17x/15x。对标可比公司估值水平，我们认为 2025 年公司合理 PE 估值倍数为 17x，对应当前市值仍有 6% 的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

东南亚：公司连续五年东南亚快递行业市占率排名第一，我们认为公司凭借核心竞争力的提升有望保持较高的市占率，预计 25-27 年行业增速为 20%/18%/16%，公司在东南亚的市占率为 30%/31%/32%，对应件量增速为 26.07%/21.93%/19.74%；成本端 24 年成本改善效果明显，公司持续引入自动化设备，管理能力持续改善，预计 25 年公司成本端将继续下降，预计 25-27 年公司单票成本为 0.47/0.42/0.38 美元/票。

中国：24 年公司件量增速达到 29%，连续多年件量增速高于行业增速，我们预计公司 25 年仍将延续件量高增态势，预计 25-27 年行业增速为 15%/13%/11%，公司中国的市占率为 12%/12.5%/13%，对应件量增速为 21.62%/17.71%/15.44%。成本端，公司 24 年单票成本为 0.3 美元/票，与同行相比仍有改善空间，预计公司 25 年单票成本下降 0.02 美元/票，27 年保守估计仍能下降 0.01 美元/票。

新市场：本土零售线上化率逐步提高，跨境电商行业的发展赋能极兔作为独立第三方物流的价值持续提升，根据极兔年报，2024 年新市场的电商渗透率为 17.4%，与东南亚及中国相比仍处于较低水平，预计 25-27 年仍将快速发展，基于此，我们预计 25-27 年新市场件量增速为 22%/20%/18%，对应公司件量增速为 23.55%/21.94%/19.87%。

有别于大众的认识

市场认为新市场业务量虽然增速高，但拖累公司整体利润，且受到跨境政策等影响。

我们认为随着跨境政策的逐步落地，各大电商平台正大力发展半托管业务，比如在墨西哥地区 Temu 和 TikTok Shop 已经开始运营，我们看好公司在电商全球化趋势下持续拓展业务范围，最终推动公司总部利润改善。

股价表现的催化剂

东南亚人均消费水平持续提高，需求改善；公司在东南亚及中国业务量增速超预期；东南亚及中国快递市场竞争缓和，价格回暖；新市场开拓进度超预期。

核心假设风险

中国快递市场价格竞争超预期；东南亚快递需求下降；东南亚市场快递价格竞争超预期；区域代理网络发生波动；成本控制不及预期；新市场拓展不及预期。

目录

1. 东南亚快递领先者，复制成功模式布局全球网络	6
1.1 发展历程：东南亚起家，把握机遇进军国内市场反哺海外市场	6
1.2 股权结构：控制人持股比例低，股权绑定区域代理商	7
1.3 东南亚市占领先，盈利能力持续改善	8
2. 东南亚快递市场：需求端电商高速发展，供给端差异化竞争	9
2.1 电商上游推动下游，东南亚电商快速发展	9
2.2 竞争格局：各家差异化竞争，区域代理模式有望占据主导地位	11
3. 先发竞争优势凸显，三大壁垒构成核心竞争要素	12
3.1 壁垒一：规模-成本效率优势，单票成本持续优化	12
3.2 壁垒二：复制中国快递成功模式，先进的运营管理能力保证网络稳定性与服务质量	16
3.3 壁垒三：独立的全球电商赋能者，客户多元	17
3.4 积极拓展新市场，加速推进全球化进程	18
4. 盈利预测及估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程及重大里程碑事件	6
图 2: 2011-2024 年快递业务量 (亿件) 及同比增速	6
图 3: 我国农村电商网络零售额 (亿元) 及同比增速	6
图 4: 新市场业务量持续增长 (亿件)	7
图 5: 极兔速递股权结构图 (截至 2024H1)	7
图 6: 2024 年极兔速递业务量及市场份额在东南亚保持领先地位	8
图 7: 2020-2024 年极兔速递营业收入 (亿美元)	8
图 8: 2020-2024 年极兔速递各地区营业收入 (亿美元)	8
图 9: 2020-2024 年极兔速递经调整 EBITDA (亿美元)	9
图 10: 2020-2024 年极兔速递经调整净利润 (亿美元)	9
图 11: 2023 年世界各地区零售规模 (百亿美元) 及占比	9
图 12: 2023 年世界各地区电商零售规模 (百亿美元) 及占比	9
图 13: 东南亚线上化率持续提升	10
图 14: 2018-2027E 东南亚快递业务量 (亿件) 及同比增速	10
图 15: 2020-2023 年东南亚地区电商核心玩家 GMV(亿美元)	10
图 16: Tiktok Shop GMV 增速最高	11
图 17: Tiktok Shop 在东南亚市占率	11
图 18: 中国加盟制快递企业市占率	12
图 19: 通达系与京东物流盈利能力对比	12
图 20: 快递行业规模效应示意图	12
图 21: 极兔在东南亚快递市占率保持领先	12
图 22: 2020-2024 年极兔速递单票成本 (美元)	13
图 23: 2020-2024 年极兔速递各地区单票成本 (美元)	13
图 24: 极兔速递东南亚市场单票成本拆分	13
图 25: 2020-2023H1 极兔速递东南亚网点明细 (个)	14
图 26: 2020-2024 年极兔速递东南亚地区单票揽派成本 (美元/件)	14
图 27: 2023Q4-2024Q4 极兔速递东南亚地区干线运输车辆 (辆)	14
图 28: 2020-2024 年极兔速递东南亚地区单票运输成本 (美元/件)	14
图 29: 2018-2023 年通达系单票成本 (元/票)	15

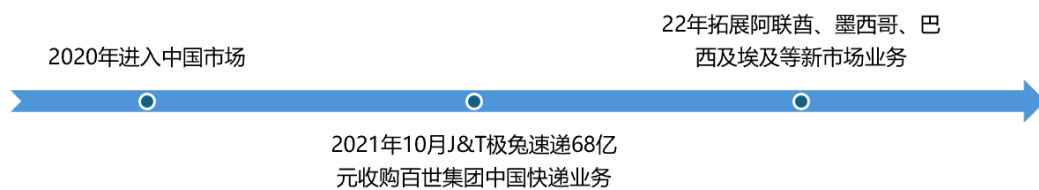
图 30: 2019-2023 年通达系固定资产增加额 (亿元)	15
图 31: 极兔速递东南亚地区自动化分拣线数量 (套)	15
图 32: 2019-2023 年极兔速递物流设备账面价值 (亿美元)	15
图 33: 极兔速递转运中心全球布局 (截至 2024 年 12 月 31 日)	16
图 34: 2020-2023 年极兔速递土地类固定资产及使用权资产 (亿美元)	16
图 35: 极兔速递网络合作伙伴数量 (个)	16
图 36: 极兔速递网点数量 (个)	16
图 37: 极兔速递客户多元.....	17
图 38: 2023 年新市场与东南亚地区 GDP 对比.....	18
图 39: 拉丁美洲各国家电商市场份额	18
图 40: 2019-2023 年墨西哥电商收入 (亿美元)	18
图 41: 2019-2023 年巴西电商收入 (亿美元)	18
图 42: 2022-2024 年极兔速递新市场包裹量 (亿件) 及同比增速	19
图 43: 极兔速递在新市场的固定资产投资情况	19
表 1: 截至 2024H1 极兔速递股权结构.....	7
表 2: 东南亚地区快递行业竞争格局	11
表 3: 东南亚地区核心量、价、成本指标及假设	20
表 4: 中国地区核心量、价、成本指标及假设.....	20
表 5: 新市场核心量、价、成本指标及假设	21
表 6: 估值表	21
合并损益表	23
合并资产负债表	23
合并现金流量表	23

1. 东南亚快递领先者，复制成功模式布局全球网络

1.1 发展历程：东南亚起家，把握机遇进军国内市场反哺海外市场

极兔速递 2015 年于印度尼西亚成立，相较于通达系来说成立时间较晚，公司以“互联网配送”为核心业务立足东南亚，受益于东南亚电商红利快速发展，从 2018 年起向更多东南亚国家乃至全球市场扩张，2023 年于港股上市。极兔思路清晰，运营管理模式成熟，在东南亚份额持续领先，其中有几个关键环节总结如下：

图 1：公司发展历程及重大里程碑事件



资料来源：公司公告，申万宏源研究

(1) 2020 年进入中国市场：2011-2020 年中国电商业发展迅速，伴随着网购用户数量持续攀升，网上实物零售额及网购渗透率也不断增长，此外，深耕三四五线城市的互联网平台迅猛崛起，下沉市场成为快递业的竞争热点，拼多多当时正处于“包围城市”扩大平台 GMV 的阶段，推动下游快递行业景气度持续提升。上游电商平台的繁荣及扩张丰富下游快递行业的件量来源与结构，有利于多家快递企业可持续发展。

图 2：2011-2024 年快递业务量 (亿件) 及同比增速



资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

图 3：我国农村电商网络零售额 (亿元) 及同比增速

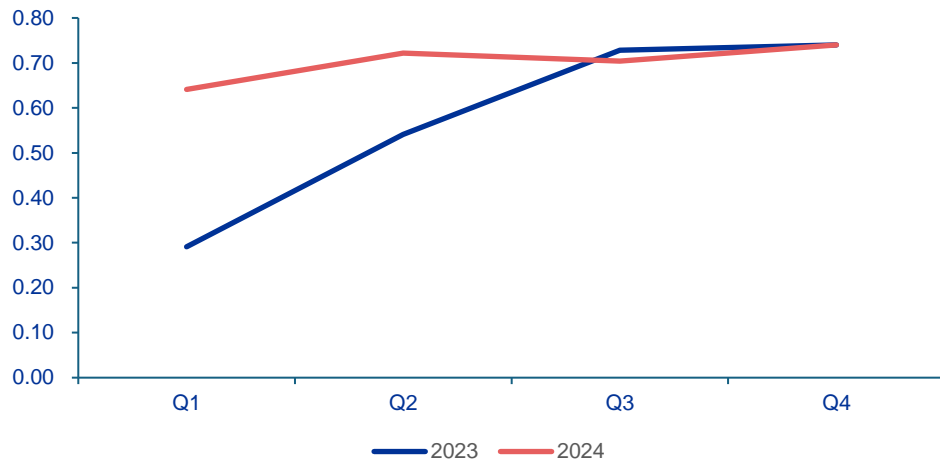


资料来源：商务大数据，申万宏源研究

(2) 2021 年 10 月 J&T 极兔速递 68 亿元收购百世集团中国快递业务，快速补充国内管理团队，扩张网络覆盖度：10 月 29 日，百世集团公告宣布达成极兔快递战略合作意向，百世同意其在国内的快递业务以约 68 亿元人民币的对价转让给极兔，22 年交易正式完成，极兔全面接管百世中国区快递业务。对于极兔而言收购百世的最直接价值是打开阿里端口，接入淘系生态。百世是阿里系重要物流伙伴，极兔借此接入淘系，符合极兔快速扩展业务体量的实际需求。

(3) 2022 年拓展阿联酋、墨西哥、巴西及埃及等新市场业务：通过在东南亚市场的深耕，极兔不仅熟悉了区域代理模式的运作，还积累了应对不同市场环境、文化背景下开展物流业务的经验，同时通过中国业务的布局，极兔学习了不少快递行业的先进经验应用于海外市场降本增效。2022 年东南亚及中国快递市场增速均有所放缓，极兔开始积极开拓新市场。

图 4：新市场业务量持续增长（亿件）

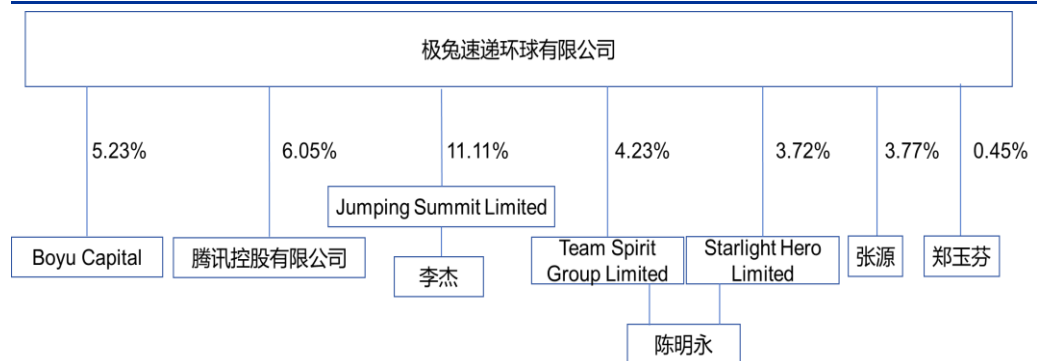


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 股权结构：控制人持股比例低，股权绑定区域代理商

首创区域代理模式，股权绑定各区域代理商，相对充分的股权激励提高公司整体的凝聚力，使得区域代理商及总部始终能保持一致推动公司进步。由于股权的激励，极兔控股股东的持股比例远低于同行，同时设立 Lead Sky Capital Limited、Top Valley Limited 等区域代理的持股平台。

图 5：极兔速递股权结构图（截至 2024H1）



资料来源：Wind，申万宏源研究

尽管公司股权分散，但是由于设置了同股不同权的机制，控股股东李杰仍能控制公司超过 50% 的投票权，公司的控制权相对集中。截至 2024H1，极兔股权结构中，创始人李杰持 11.1%，但是掌握投票权 55.56%，对公司保持绝对控制力。

表 1：截至 2024H1 极兔速递股权结构

股东	持有 A 类股份数量（股）	持有 B 类股份数量（股）	持股比例	投票权比例
----	---------------	---------------	------	-------

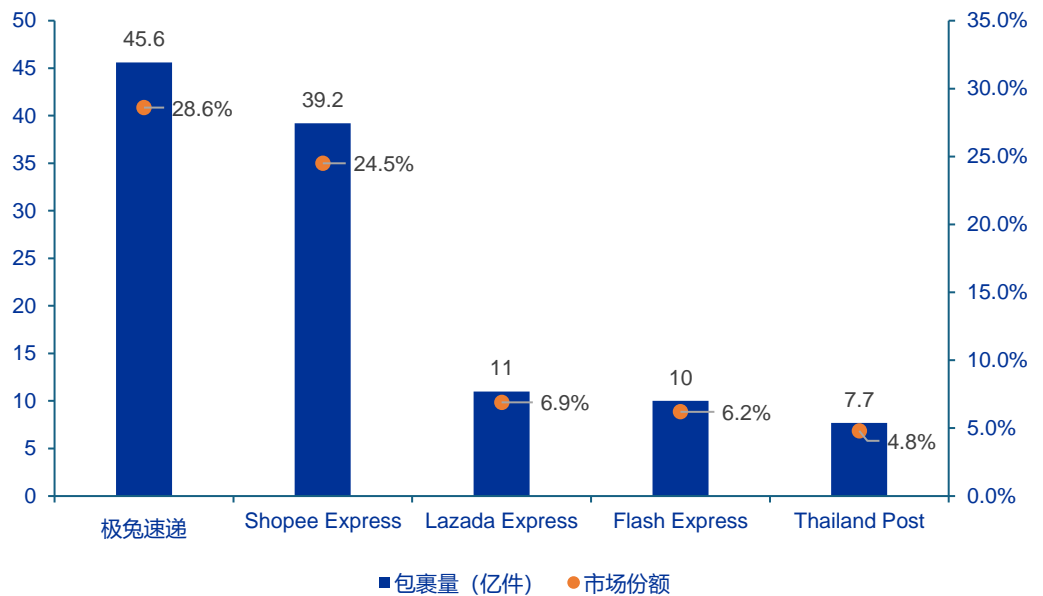
Jumping Summit Limited	979,333,410	-	11.11%	55.56%
陈明永		700,887,980	7.95%	3.96%
腾讯控股有限公司		533,278,240	6.05%	3.01%
Boyu Capital Fund IV, L.P.		460,820,640	5.23%	2.60%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 东南亚市占领先，盈利能力持续改善

极兔在东南亚地区市占率保持领先地位，与其他快递企业拉开一定差距。根据极兔 24 年年报，24 年公司在东南亚的市占率为 28.6%，连续五年排名第一。

图 6：2024 年极兔速递业务量及市场份额在东南亚保持领先地位



资料来源：公司年报，申万宏源研究

收入逐年增长，中国市场成为公司主要收入来源。2024 年公司营业收入为 102.6 亿美元，同比增长 15.93%，其中中国市场占比达到 62%，东南亚市场收入占比为 31%。

图 7：2020-2024 年极兔速递营业收入 (亿美元)

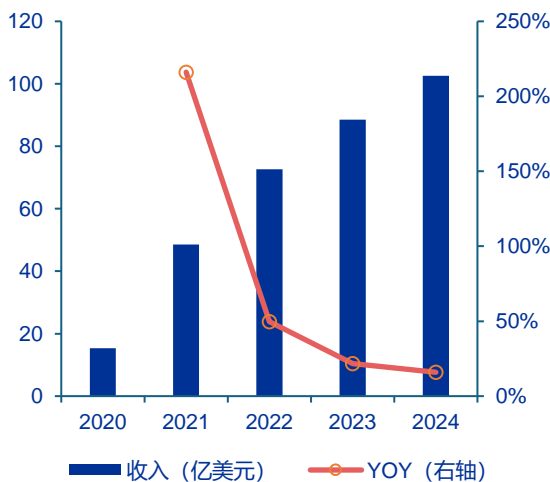
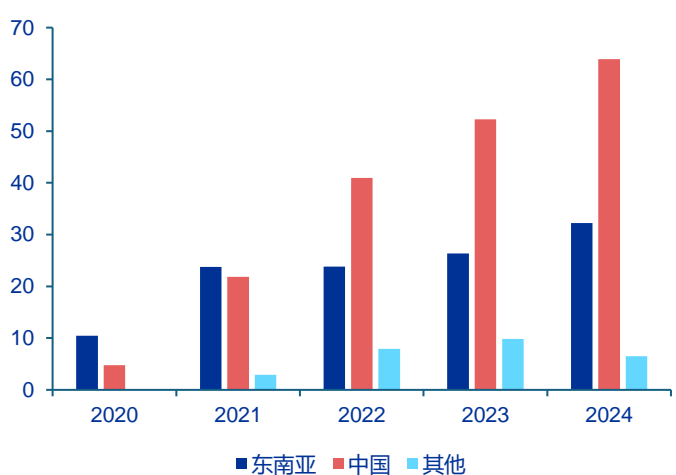


图 8：2020-2024 年极兔速递各地区营业收入 (亿美元)

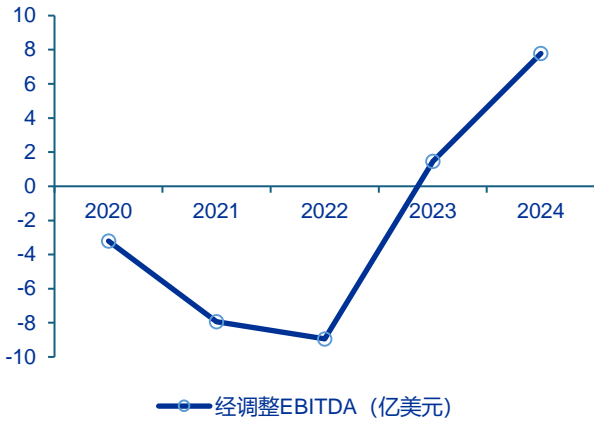


申万宏源研究

究

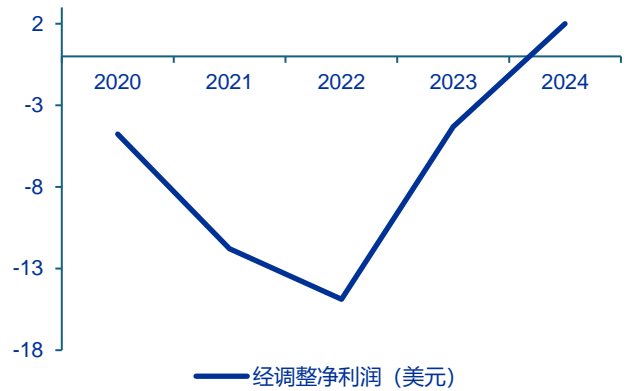
成本优化、收入扩张下公司盈利能力改善，24 年首次实现经调整净利润转正。24 年公司经调整 EBITDA 及经调整净利润分别为 7.78 亿美元、2.00 亿美元，经调整净利润实现上市以来首次扭亏为盈，预计未来公司盈利能力仍将持续改善。

图 9: 2020-2024 年极兔速递经调整 EBITDA (亿美元)



资料来源: 极兔速递年报, 极兔速递招股说明书, 申万宏源研究

图 10: 2020-2024 年极兔速递经调整净利润 (亿美元)



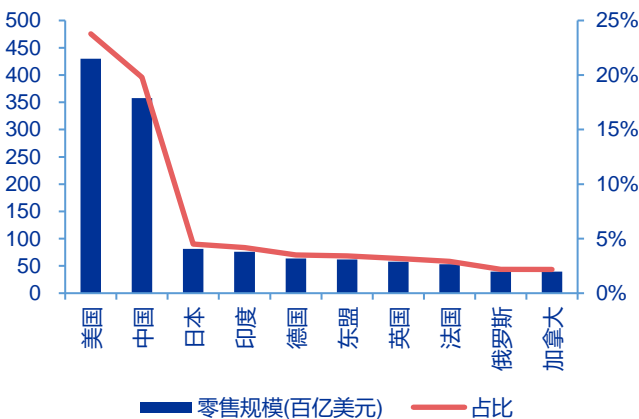
资料来源: 极兔速递年报, 极兔速递招股说明书, 申万宏源研究

2. 东南亚快递市场：需求端电商高速发展，供给端差异化竞争

2.1 电商上游推动下游，东南亚电商快速发展

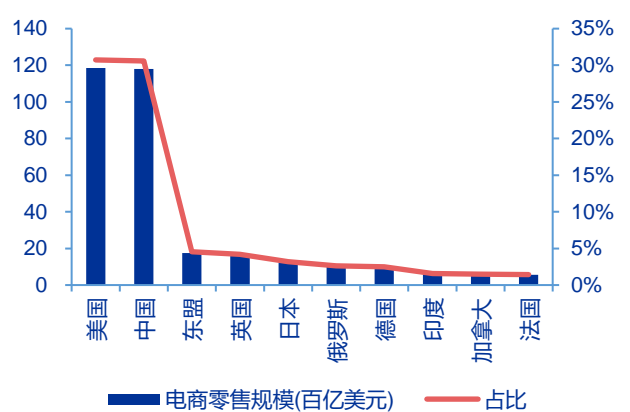
东盟为世界第三大电商零售地区，增速较高。2023 年东盟零售规模为 6176 亿美元，15-23 年 8 年 CAGR 为 3.77%，其中电商零售规模为 1745 亿美元，15-23 年 8 年 CAGR 为 45.72%，远高于零售规模增速，且远高于其他地区。

图 11: 2023 年世界各地区零售规模 (百亿美元) 及占比



资料来源: Euromonitor (欧睿), 申万宏源研究

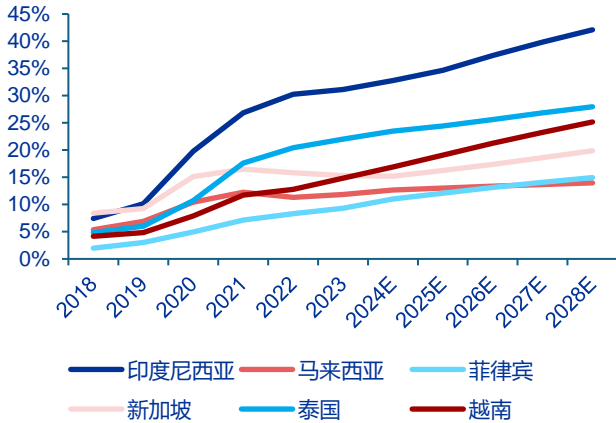
图 12: 2023 年世界各地区电商零售规模 (百亿美元) 及占比



资料来源: Euromonitor (欧睿), 申万宏源研究

商流决定物流,东南亚线上化率持续提升推动快递行业的发展。据 Euromonitor 数据, 2023 年东南亚主要六国的电商渗透率达到 19.98%, 相比于 2018 年提升 14.72pct, 其中印尼的电商渗透率最高, 达到 31.13%, 线上化率的提升是东南亚地区快递行业发展的主要驱动力, 2024 年东南亚地区快递业务量达到 160 亿件, 同比 23 年增长 26%, 预计未来东南亚地区线上化率的提升有望继续推动快递业务量的持续增长。

图 13: 东南亚线上化率持续提升



资料来源: Euromonitor (欧睿), 申万宏源研究

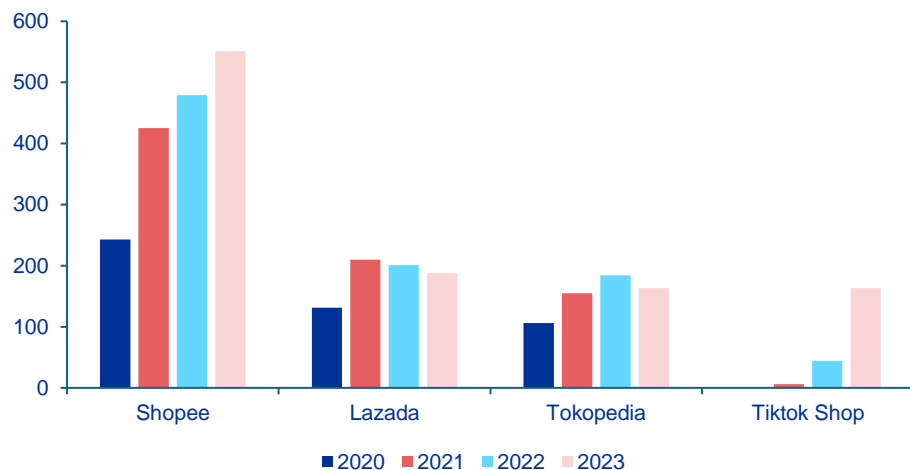
图 14: 2018-2027E 东南亚快递业务量 (亿件) 及同比增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究

上游电商的竞争格局直接影响下游快递行业的件量来源与结构。从电商行业竞争格局看, 东南亚头部电商 GMV 逐年攀升是拉动电商件快速增长的关键因素, 20-23 年 Shopee 及 Tiktok Shop 迎来爆发式增长。从平台月访问量看, Shopee 在东南亚访问量最大, 23 年在印度尼西亚、泰国、越南等国家的访问量排名第一, 其中在印度尼西亚及越南分别达到 2.5 及 1.4 亿次, Tokopedia 在印度尼西亚流量较大, 仅次于 Shopee, 达到 1.1 亿次。

图 15: 2020-2023 年东南亚地区电商核心玩家 GMV(亿美元)

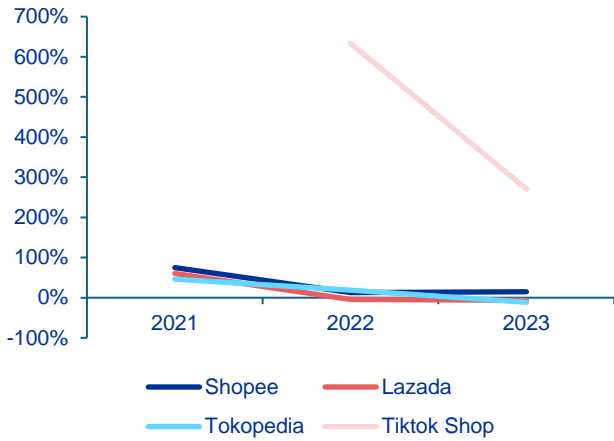


资料来源: Wind, 申万宏源研究

件量绝对值看, 上游电商包裹分散趋势明显, Tiktok 等兴趣电商兴起对单量结构产生影响, 利好下游快递公司的发展。2021-2023 年, Tiktok Shop 在东南亚地区 GMV 由 6 亿美元增长至 163 亿美元, CAGR 超 400%, 增长迅速。2023 年 12 月 11 日, Tiktok 宣布与印尼 GoTo 集团达成电商战略合作, 通过控股电商平台 Tokopedia 75% 并拥有控制权重

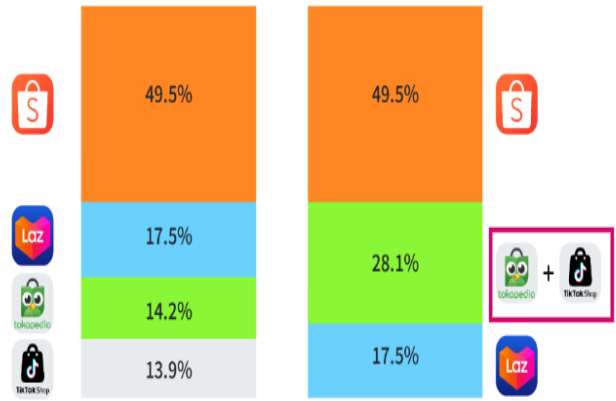
返印尼市场，根据 TMO 数据，TikTok 与 Tokopedia 合并后，PT Tokopedia 预计将以 28.1% 的市场占有率位居第二。未来随着东南亚消费升级、下沉市场快速发展、直播电商等新模式渗透率逐步提升，未来快递行业的发展空间仍然巨大。

图 16: Tiktok Shop GMV 增速最高



资料来源: Momentum Works (墨腾创投), 申万宏源研究

图 17: Tiktok Shop 在东南亚市占率



资料来源: TMO (探谋), 申万宏源研究

2.2 竞争格局: 各家差异化竞争, 区域代理模式有望占据主导地位

东南亚快递市场差异化竞争, 电商自建物流与本土独角兽企业占据主导地位。目前东南亚快递市场四类企业形成差异化竞争, 电商自建物流如 Shopee Express、Lazada Express 主要为电商平台服务, 能够优先获取平台流量以提高市占率, 本土独角兽如极兔、Flash 和 Ninja Van 以差异化的竞争方式占据市场: 极兔独特的区域代理模式、Flash 专注泰国市场、Ninja Van 以数字化技术为主要竞争力, 传统企业依赖历史积累的物流网络, 竞争力相对薄弱, 受价格战冲击比较严重, 国际巨头聚焦高端市场, 与其他企业分层竞争。

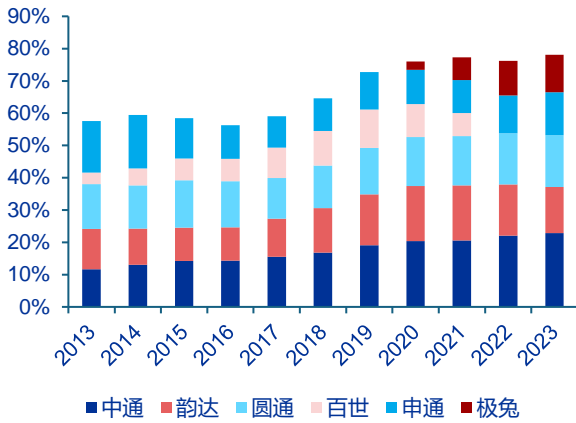
表 2: 东南亚地区快递行业竞争格局

类别	电商自建物流		本土独角兽			传统企业		国际巨头	
公司	Shopee Express	Lazada Express	极兔速递	Flash	Ninja Van	Kerry Express	Thailand Post	DHL	UPS
业务量 (亿件)	39.2	11	45.6	10			7.7		
市占率 (24 年)	25%	6.90%	28.60%	6.20%			4.80%		
优势	深度绑定母公司电商平台, 优先获取平台订单流量, 服务时效性强且履约率稳定。例如, SPX Express 通过 VIP 尾程揽收服务实现“次日达”, 显著提升用户体验		单量来源丰富, 地区覆盖率高			历史积累的物流网络		聚焦高端市场, 单价高	
劣势	依赖单一平台订单, 跨区域独立生存能力较弱; 初期投入成本高, 需依赖电商平台持续输血		对电商平台议价能力弱			价格战冲击, 成本压力大		件量较少, 成本较高	

资料来源: 极兔年报, 各公司官网, 申万宏源研究

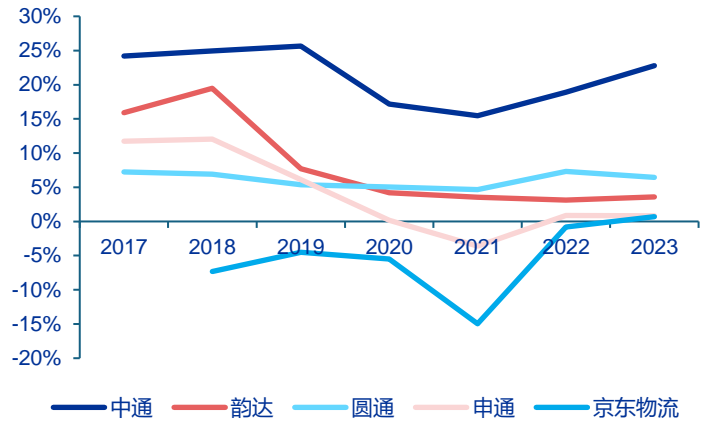
从中国的发展历史看，快递行业中第三方物流服务商市占率高、盈利能力强。从中国快递行业看，加盟体系的快递企业市占率逐步提升，2023 年达到 78%，占据主导地位；从通达系及京东物流看，第三方快递服务提供商盈利能力普遍强于电商自建物流。因此参考中国快递行业的发展及特征，我们认为东南亚快递行业中区域代理模式或加盟制企业市占率有望继续提升，同时盈利能力持续改善。

图 18: 中国加盟制快递企业市占率



资料来源: 国家邮政局, 各公司公告, 申万宏源研究

图 19: 通达系与京东物流盈利能力对比



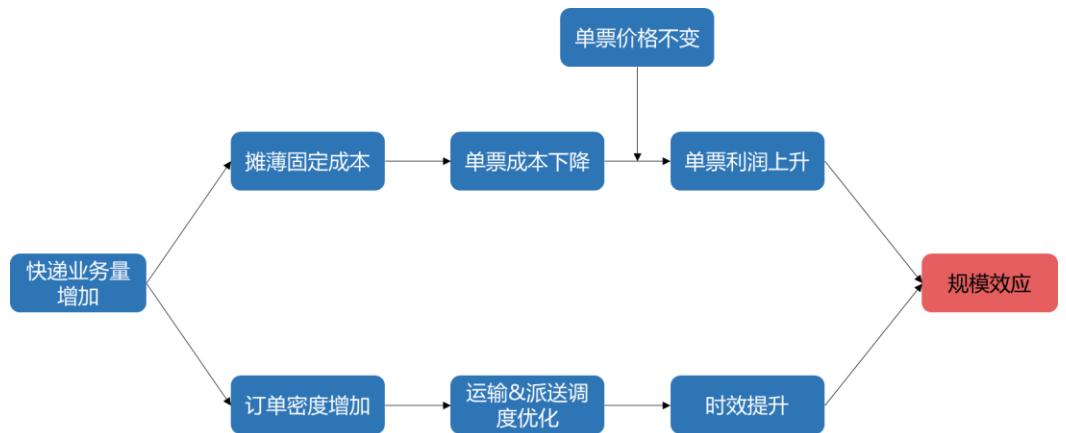
资料来源: Wind, 申万宏源研究

3. 先发竞争优势凸显，三大壁垒构成核心竞争要素

3.1 壁垒一：规模-成本效率优势，单票成本持续优化

快递行业为强规模效应的标准化服务，件量越多，公司在时效、成本等各方面的优势越大。区域代理商模式类国内加盟快递，加盟快递具有天然的规模优势，单量的增多对应发车班次增加，时效优化，同时也意味着固定成本的摊薄。

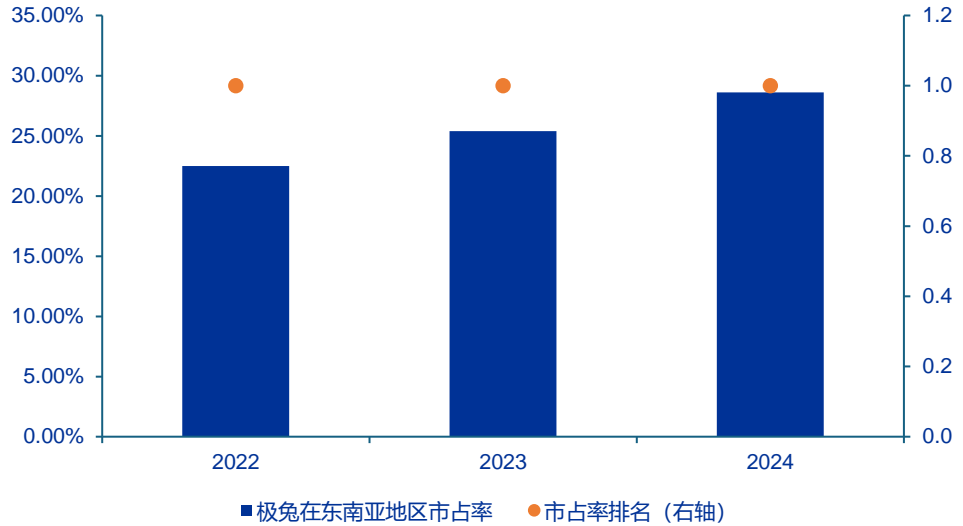
图 20: 快递行业规模效应示意图



资料来源: 申万宏源研究

从年度维度看，极兔在东南亚快递市占率保持领先地位且拉开与第二名之间的差距，奠定公司在成本效率方面的优势。2024 年极兔市占率达到 28.6%，与第二名相差 4.1pct。

图 21: 极兔在东南亚快递市占率保持领先



资料来源：极兔速递年报，极兔速递招股说明书，申万宏源研究

规模效应及精益化管理下公司成本逐年优化。除 2022 年极兔首次开拓并在新市场产生了高额单票成本造成的波动，公司单票成本逐年下降，2024 年中国及东南亚地区单票成本仅 0.30 及 0.57 美元。新市场目前仍处于寻求业务量增长阶段，规模效应尚不明显，预计随着业务量的增长未来成本有望下降。

图 22: 2020-2024 年极兔速递单票成本 (美元)

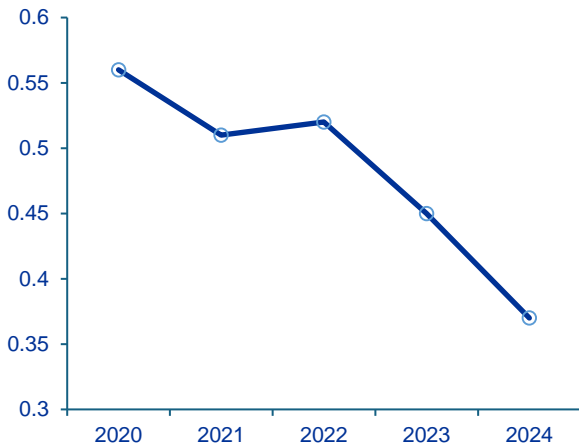


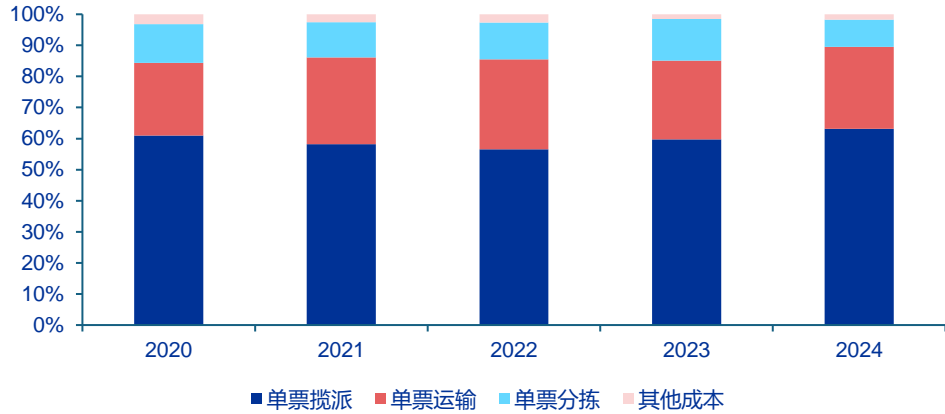
图 23: 2020-2024 年极兔速递各地区单票成本 (美元)

资料来源：极兔速递年报，极兔速递招股说明书，申万宏源研究

资料来源：极兔速递年报，极兔速递招股说明书，申万宏源研究

成本结构上看，东南亚单票成本主要包括揽派成本（24 年占比 63%）、运输成本（24 年占比 26%）及分拣成本（24 年占比 9%）等，其中最最主要的是揽派、运输及分拣成本三项，进一步拆分来看，在成本端极兔正逐步建立起相对明显的优势。

图 24: 极兔速递东南亚市场单票成本拆分

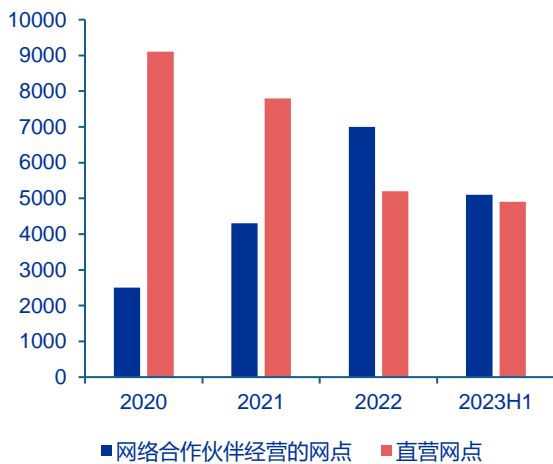


资料来源：极兔速递年报，极兔速递招股说明书，申万宏源研究

(1) 揽收派送部分：

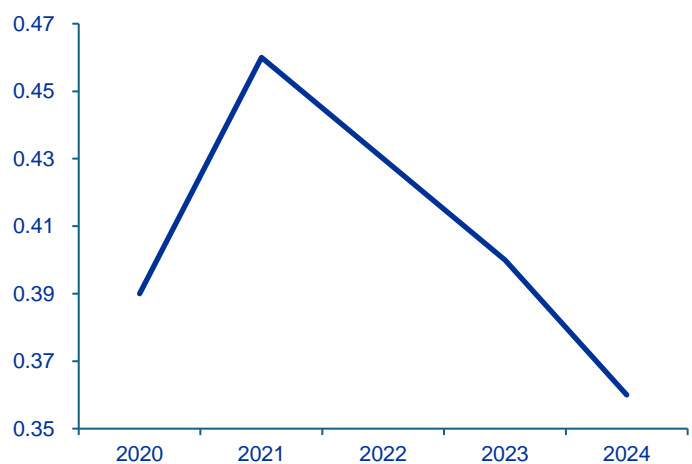
由于极兔在东南亚的揽派网点由网络合作伙伴运营的网点及区域代理运营的直营网点两部分组成，公司的揽派成本为主要为揽派人员的员工成本、直营网点产生的折旧及摊销，因此网点的加盟化进程、覆盖范围、容量在降低成本方面作用明显。22 年开始公司主动雇用网络合作伙伴直接经营部分揽派网点并扩大网点的覆盖范围和容量，网点数量特别是直营网点数量大幅减少，单票揽派成本因而逐年降低，若网点继续加盟化且实力进一步增强，预计公司揽派成本将继续优化。

图 25: 2020-2023H1 极兔速递东南亚地区单票揽派成本 (美元/件)



资料来源：极兔速递招股说明书，申万宏源研究

图 26: 2020-2024 年极兔速递东南亚地区单票揽派成本 (美元/件)



资料来源：极兔速递年报，极兔速递招股说明书，申万宏源研究

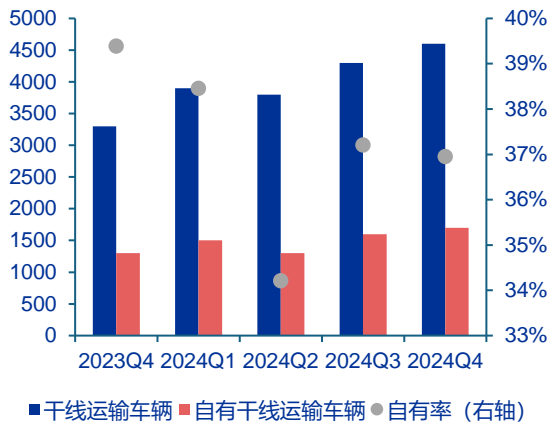
(2) 干线运输：

由于快递行业单量的季节波动较大且第三方运力管理难度大，旺季运力紧缺的情况下可能会出现运力大幅涨价等情况，因此快递公司自有车辆的布局在稳定运力储备和成本优化角度作用明显。通过提高自有运输车辆比例及优化自营车辆与第三方运力之间的资源分配，极兔速递单票运输成本大幅下降，24 年单票运输成本达到 0.15 美元/件，预计未来通过更好的路由规划，公司干线效率将进一步提升。

图 27: Q4-2024Q4 极兔速递东南亚地区

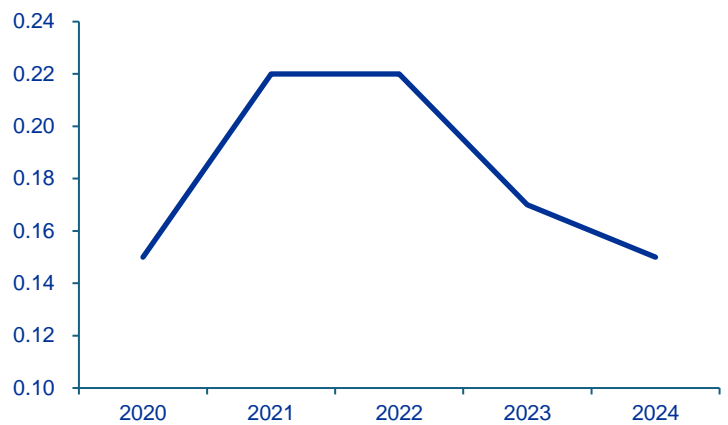
图 28: 2020-2024 年极兔速递东南亚地区单票运输成本 (美元/件)

干线运输车辆 (辆)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

元/件)

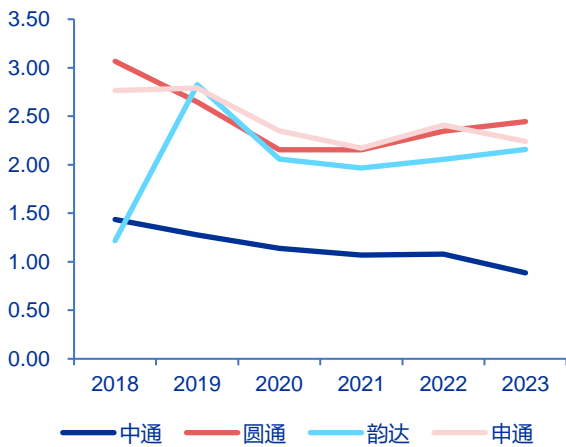


资料来源: 公司公告, 极兔速递招股说明书, 申万宏源研究

(3) 分拨中转:

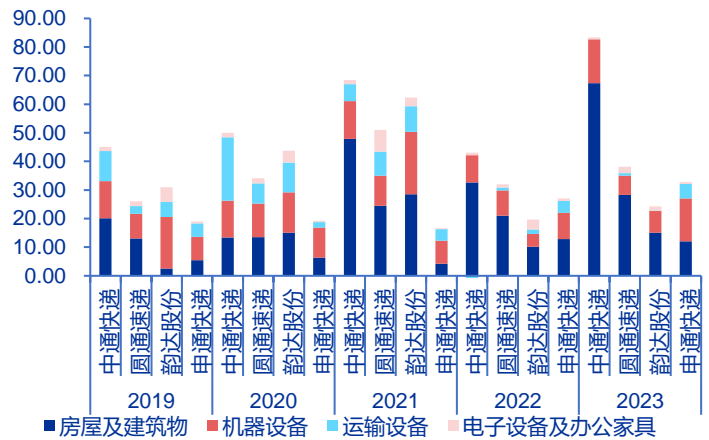
复盘国内通达系发展历程, 可以发现通达系上市以来大量的资本开支均用于土地及设备, 通常来说设备类资产有利于公司降低人工成本, 土地类资产决定中转中心的数量规模及中转中心距离揽货两端的距离, 对于快递企业的长期产能释放和降低成本有促进作用, 因此土地和设备是分拨中转成本的主要影响因素。

图 29: 2018-2023 年通达系单票成本 (元/票)



资料来源: 公司公告, Wind, 申万宏源研究

图 30: 2019-2023 年通达系固定资产增加额 (亿元)

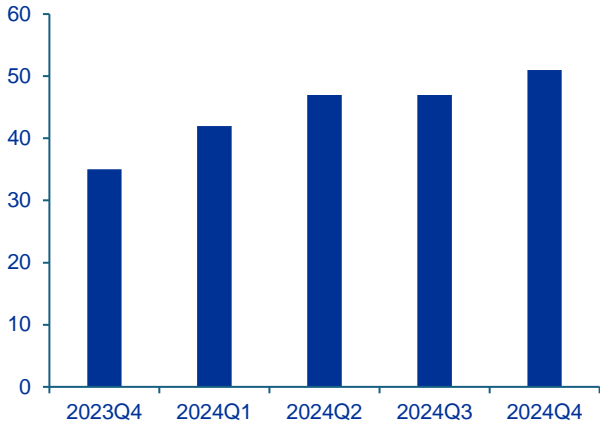


资料来源: 公司公告, Wind, 申万宏源研究

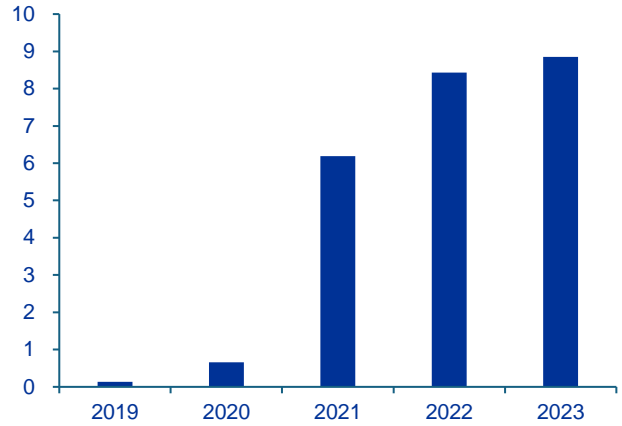
在自动化分拣方面, 截至 2024 年极兔在东南亚地区拥有 51 条自动化分拣线, 保障转运中心的分拣能力和运行效率, 降低人工成本, 同时通过自动化分拣降低分拣差错率、提高快递全链路时效, 提升快递服务的品质保障。

图 31: 极兔速递东南亚地区自动化分拣线数量 (套)

图 32: 2019-2023 年极兔速递物流设备账面价值 (亿美元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

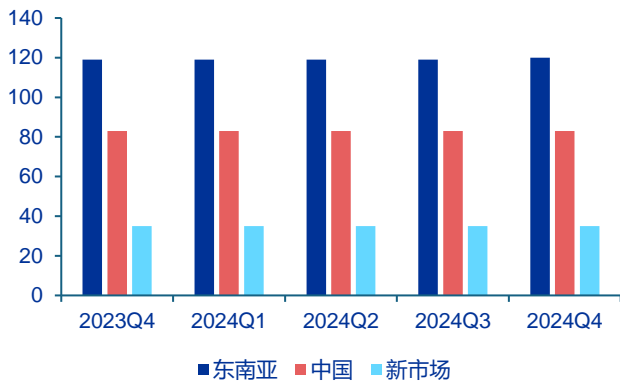


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

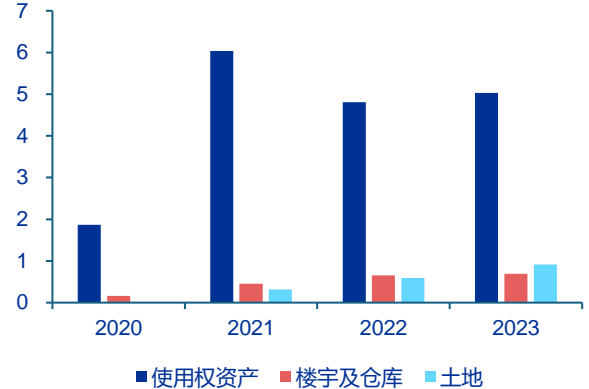
在土地类资产方面，截至 2024 年极兔共拥有 238 个转运中心，其中在东南亚地区拥有 120 个转运中心，高于其在中国及新市场的转运中心数量。资产端，公司使用权资产远大于土地类资产账面价值，土地租赁比例仍较高，预计未来公司将通过收购土地使用权或物业等方式扩大转运中心，分拨转运成本仍有较大的下降空间。

图 33：极兔速递转运中心全球布局 (截至 2024 年 12 月 31 日)

图 34：2020-2023 年极兔速递土地类固定资产及使用权资产 (亿美元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究



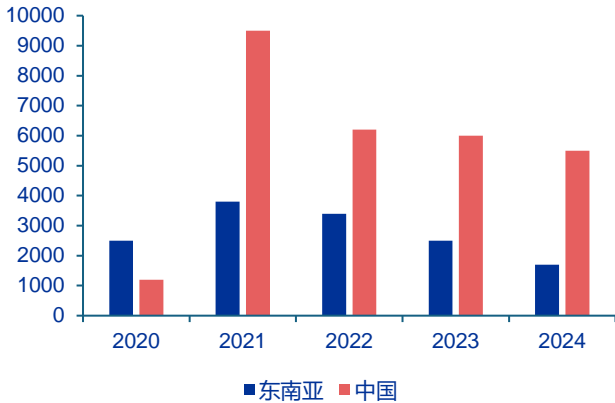
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.2 壁垒二：复制中国快递成功模式，先进的运营管理能力保证网络稳定性与服务质量

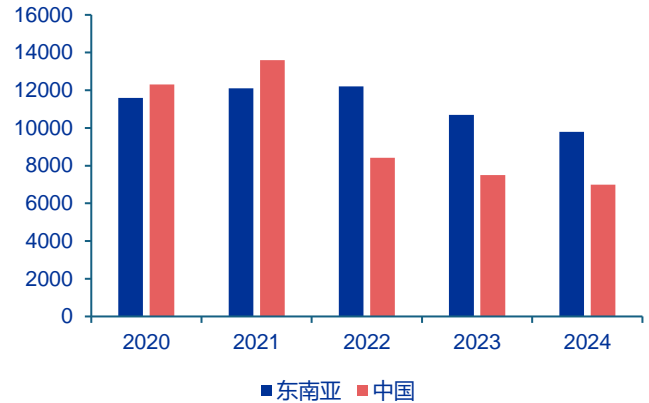
加盟网络中揽派主要依靠加盟商及网点，因此加盟商的作用至关重要，极兔在东南亚网点的布局范围广，末端实力强，可以满足东南亚日益增长的快递需求。2022-2024 年极兔在东南亚的网络合作伙伴及网点数量均呈现下降趋势，体现出公司在东南亚网络布局完善，通过整合网络合作伙伴及网点进一步提高网络运营效率及服务质量，减少资源冗余等问题。

图 35：极兔速递网络合作伙伴数量 (个)

图 36：极兔速递网点数量 (个)



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究













通达系通过数字化变革优化各环节效率，降低成本，提升核心竞争力，在帮助加盟商发展的情况下，最大程度上为总部谋利，实现网络的正向循环。**极兔作为中国市场的后来者积极学习行业内先进经验，加强数字化系统的开发和投入，应用先进的技术提升效率优化成本，已开发以 JMS 系统为中心的全球技术平台，平台针对不同的市场业务进行定制，采用不同的语言、货币并根据当地基础设施进行定制，迎合公司在不同国家开拓市场的需求，是公司的核心优势之一，整体的赋能主要包括总部运营端、商家端、网点派送端等不同层面：**

- 1) **对于总部运营端**，主要包括设立指挥中心监控和协调车队以优化路由规划、打造客户关系管理平台实时跟踪订单、部署快递网络并统一管理网络合作伙伴和网点、建立标准化数据系统以方便管理层深入研究快递网络等作用。
- 2) **对于商家端**，提供多样化定制接口连接客户和极兔系统，以方便客户轻松下单及随时跟踪包裹信息。
- 3) **对于网点及派送端**，采用地址数字化系统包括数字化地址编码系统及公司自主开发和维护的地址库，数字化编码系统可以帮助识别出目的地网点和快递员，公司自主开发和维护的数据库经过机器学习能够解决东南亚地区第三方地址库不准确和覆盖不足的问题，提高末端派送精准度，降低派送成本。另外，公司在拓展新市场时复制并运用地址数字化系统到各个国家，减少新市场的研发成本。

3.3 壁垒三：独立的全球电商赋能者，客户多元

第三方独立的全球电商赋能者，独立公平，与电商巨头携手开拓市场。在电商高速发展的东南亚市场，电商玩家日益增多，Tiktok 等兴趣电商兴起与本土电商竞争白热化，新兴电商平台亟需解决快递配送问题，因此独立第三方的快递配送服务商受到更多青睐。极兔作为第三方独立物流配送服务商，保持中立，除了与本土电商 Shopee、Lazada 等合作密切，同时与 Tiktok、快手等社交电商平台建立了合作关系。另外由于极兔速递区域代理模式的独特性，公司在东南亚及新市场的覆盖面积大、地区覆盖率高，助力跨境电商开拓市场，为商家和消费者解决最后一公里的难题。

图 37：极兔速递客户多元

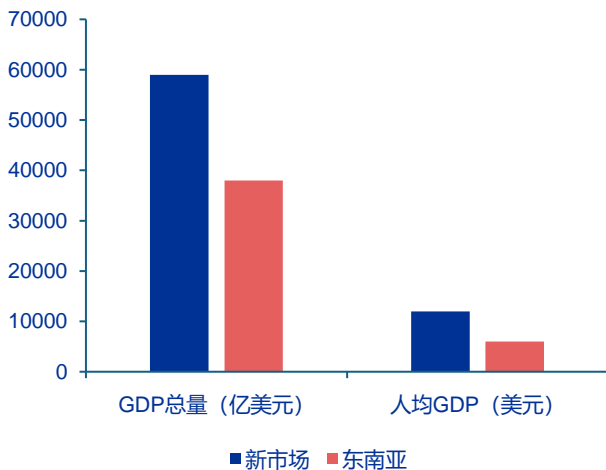
 <ul style="list-style-type: none"> • Top 2 Express Partners 	 <ul style="list-style-type: none"> • Largest Express Partner 	 <ul style="list-style-type: none"> • Collaborations in CN and SEA • High quality customer 	 <ul style="list-style-type: none"> • Awarded '2023 Outstanding Express Partner' Prize
 <ul style="list-style-type: none"> • Express Partner for the debut launch of iPhone 15 and 16 in TH and VN 	 <ul style="list-style-type: none"> • 4 yrs of Collaboration in TH • Offering fast Return Service 	 <ul style="list-style-type: none"> • Well-Known Retail Brand in TH • Collaborating for 3 yrs 	 <ul style="list-style-type: none"> • Satisfied with our service in SG • Offering priority Pickup and Sorting service
 <ul style="list-style-type: none"> • SEA Insurance Company • Delivers Insurance Documents for SEA Insurers 	 <ul style="list-style-type: none"> • Brazilian Fashion Chain Stores and Independent Websites • High Service Standard for High-Value Customers 	 <ul style="list-style-type: none"> • New Client in Brazil • Fast Customer Conversion 	 <ul style="list-style-type: none"> • Major Client in Mexico • Provide Last Mile Service for Cross Border Parcels and Local Parcels

资料来源：公司季报，申万宏源研究

3.4 积极拓展新市场，加速推进全球化进程

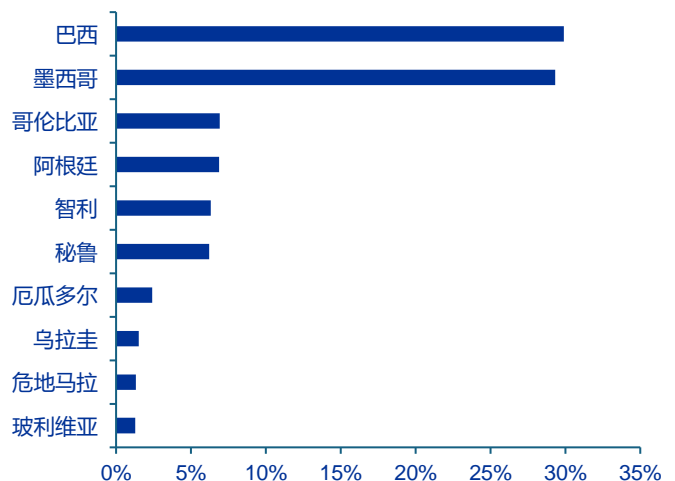
复制东南亚成功经验，进军新市场。2022 年起，极兔陆续将业务扩展到沙特阿拉伯、阿联酋、埃及、巴西、墨西哥这五个新市场地区。相比于东南亚，新市场的 GDP 总量更高，人均 GDP 达到东南亚的两倍，具有强大的经济实力和购买力。巴西和墨西哥作为极兔入驻的唯一拉丁美洲国家，其在整个拉丁美洲的电商市场份额以 29.9%和 29.33%断崖式超过其他国家。

图 38：2023 年新市场与东南亚地区 GDP 对比



资料来源：国际货币基金组织 (IMF)，申万宏源研究

图 39：拉丁美洲各国家电商市场份额

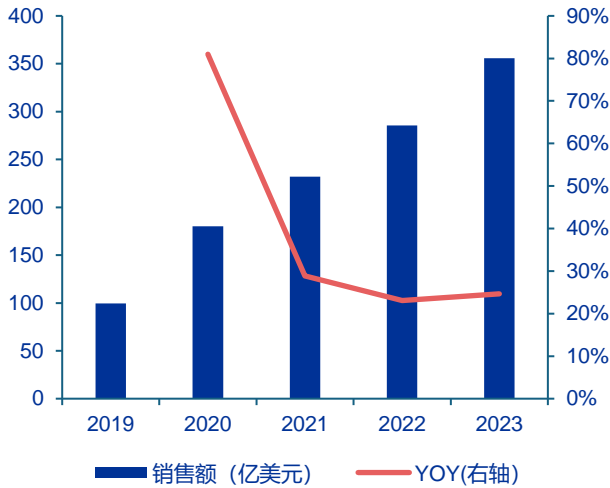


资料来源：Statista (全球统计数据库)，申万宏源研究

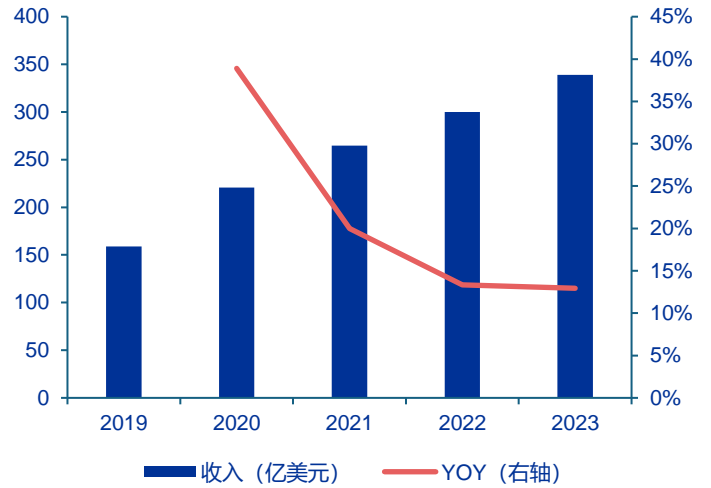
新市场电商产业仍处于高速发展阶段，奠定快递行业高增的基础。以拉丁美洲的两个国家为例，19-21 年墨西哥及巴西电商收入增速达到 20%以上，22 年以后增速放缓，但仍保持 10%以上，其中墨西哥电商收入增速更高，预计未来仍将保持稳定增长。

图 40：2019-2023 年墨西哥电商收入 (亿美元)

图 41：2019-2023 年巴西电商收入 (亿美元)



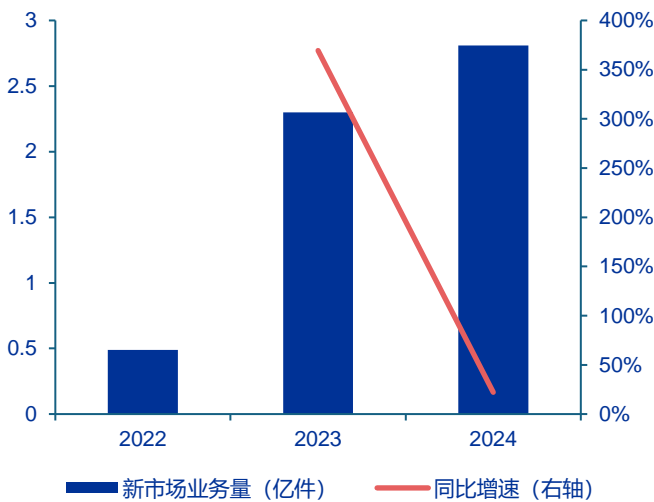
资料来源: Statista (全球统计数据库), 申万宏源研究



资料来源: ABComm (巴西电子商务协会), 申万宏源研究

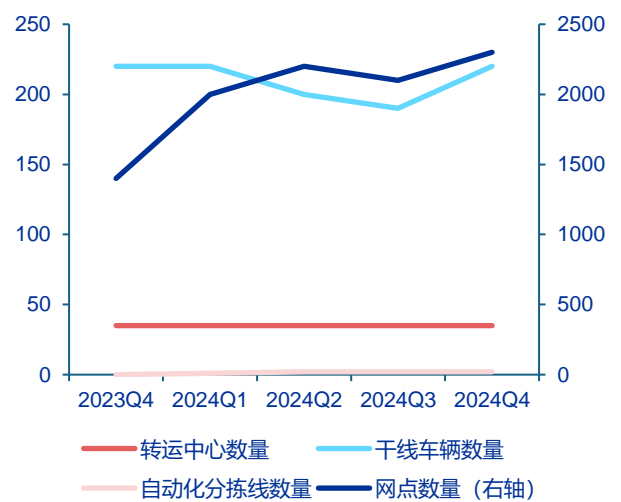
积极投入固定资产, 新市场成为公司业务量增长的另一大驱动力。极兔将在东南亚和中国市场的成功经验带到新市场, 跟随 Temu、Shopee、AliExpress、Tiktok、Shein 等国际电商平台进入新市场, 陆续增加网点、设备、车辆等投入。截至 2024H1, 公司在新市场运营 35 个转运中心, 拥有超过 200 辆干线和支线车辆和超过 2200 个网点。通过固定资产的投入, 2024 年极兔在新市场的业务量达到 2.81 亿件, 同比 2023 增长 22%。

图 42: 2022-2024 年极兔速递新市场包裹量 (亿件) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 43: 极兔速递在新市场的固定资产投资情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

东南亚: 公司连续五年东南亚快递行业市占率排名第一, 件量增速远超行业增速, 我们认为公司凭借核心竞争力的提升有望保持较高的市占率, 且东南亚电商需求向好, **预计 25-27 年行业增速为 20%/18%/16%, 公司在东南亚的市占率为 30%/31%/32%, 对应**

件量增速为 26.07%/21.93%/19.74%；成本端 24 年成本改善效果明显，单票成本同比 23 年下降 0.1 美元，公司持续引入自动化设备，管理能力持续改善，预计 25 年公司成本端将继续下降，**预计 25-27 年公司单票成本为 0.47/0.42/0.38 美元/票。**

表 3：东南亚地区核心量、价、成本指标及假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿美元)	23.82	26.33	32.21	37.58	43.07	48.99
YoY		10.57%	22.31%	16.66%	14.62%	13.75%
营业成本 (亿美元)	19.06	21.63	25.88	27.04	29.43	32.25
YoY		13.50%	19.64%	4.48%	8.83%	9.60%
业务量 (亿件)	25.13	32.40	45.63	57.53	70.15	83.99
YoY		28.92%	40.83%	26.07%	21.93%	19.74%
行业业务量 (亿件)	111.48	127.50	159.80	191.76	226.28	262.48
YoY		14.37%	25.33%	20.00%	18.00%	16.00%
市占率	22.54%	25.41%	28.55%	30.00%	31.00%	32.00%
单票收入 (美元/件)	0.95	0.81	0.71	0.65	0.61	0.58
单票成本 (美元/件)	0.76	0.67	0.57	0.47	0.42	0.38

资料来源：极兔年报，极兔招股说明书，申万宏源研究

中国：24 年公司件量增速达到 29%，连续多年件量增速高于行业增速，随着公司国内产能逐步提升，我们预计公司 25 年仍将延续件量高增态势，且国内快递行业需求增速虽低于东南亚但仍保持高位，**预计 25-27 年行业增速为 15%/13%/11%，公司中国的市占率为 12%/12.5%/13%，对应件量增速为 21.62%/17.71%/15.44%**。成本端，23-24 年由于公司单量增长后规模效应逐步显现且自动化程度提高，公司 24 年单票成本为 0.3 美元/票，与同行相比仍有改善空间，**预计公司 25 年单票成本下降 0.02 美元/票，27 年保守估计仍能下降 0.01 美元/票。**

表 4：中国地区核心量、价、成本指标及假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿美元)	40.96	52.29	63.88	75.52	86.22	97.55
YoY		27.66%	22.16%	18.22%	14.18%	13.13%
营业成本 (亿美元)	47.61	51.70	59.66	68.29	77.98	87.46
YoY		8.60%	15.39%	14.47%	14.18%	12.17%
业务量 (亿件)	120.26	153.41	198.01	240.81	283.45	327.22
YoY		27.57%	29.07%	21.62%	17.71%	15.44%
行业业务量 (亿件)	1105.80	1320.70	1745.00	2006.75	2267.63	2517.07
YoY		19.43%	32.13%	15.00%	13.00%	11.00%
市占率	10.88%	11.62%	11.35%	12.00%	12.50%	13.00%
单票收入 (美元/件)	0.34	0.34	0.32	0.31	0.30	0.30
单票成本 (美元/件)	0.40	0.34	0.30	0.28	0.28	0.27

资料来源：极兔年报，极兔招股说明书，申万宏源研究

新市场：本土零售线上化率逐步提高，跨境电商行业的发展赋能极兔作为独立第三方物流的价值持续提升，根据极兔年报，2024 年新市场的电商渗透率为 17.4%，与东南亚及中国相比仍处于较低水平，预计 25-27 年仍将快速发展，基于此，我们预计 25-27 年新市场件量增速为 22%/20%/18%，对应公司件量增速为 23.55%/21.94%/19.87%。

表 5：新市场核心量、价、成本指标及假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿美元)	0.82	3.27	5.76	7.83	10.02	12.02
YoY		299.67%	76.25%	35.92%	28.03%	19.87%
营业成本 (亿美元)	1.01	3.25	5.46	6.82	8.64	10.48
YoY		222.46%	67.92%	24.86%	26.72%	21.25%
业务量 (亿件)	0.49	2.30	2.81	3.47	4.23	5.07
YoY		369.04%	22.01%	23.55%	21.94%	19.87%
行业业务量 (亿件)	30.96	38.70	45.90	56.00	67.20	79.29
YoY		25.01%	18.60%	22%	20%	18%
市占率	1.59%	5.95%	6.12%	6.20%	6.30%	6.40%
单票收入 (美元/件)	1.67	1.42	2.05	2.05	2.05	2.05
单票成本 (美元/件)	2.05	1.41	1.94	1.96	2.04	2.06

资料来源：极兔年报，极兔招股说明书，申万宏源研究

综上，我们预计公司 25-27 年调整后净利润分别为 4.40/6.40/8.97 亿美元，分别同比增长 119.82%/45.41%/40.10%，对应 PE 分别为 16x/11x/8x。

4.2 估值

相对估值法下，极兔合理市值为 575 亿港元，首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 25-27 年调整后净利润分别为 4.40/6.40/8.97 亿美元，分别同比增长 119.82%/45.41%/40.10%，对应 PE 分别为 16x/11x/8x。从行业角度，选取顺丰控股 H 及 UPS 作为可比公司，顺丰控股及 UPS 主营业务均为国际快递业务，与极兔速递可比，2025E-2026E 行业可比公司平均估值倍数为 17x/15x。对标可比公司估值水平，我们认为 2025 年公司合理 PE 估值倍数为 17x，对应当前市值仍有 6% 的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：估值表

证券代码	证券简称	2025/3/19		申万预测净利润 (亿美元)				PE		
		收盘价(港元)	总市值 (亿港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
6936.HK	顺丰控股	40.20	2339	14.0	16.1	18.2	-	19	17	-
UPS.N	联合包裹服务	912.74	7731	66.2	67.0	74.4	79.4	15	13	13
	平均							17	15	-
1519.HK	极兔速递	6.02	540	2.0	4.4	6.4	9.0	16	11	8

注：UPS 预测净利润为彭博一致预期数据，其余为申万预测；汇率 (美元/港元) 为 7.77。

资料来源：Bloomberg (彭博)，Wind，申万宏源研究

5. 风险提示

中国快递市场价格竞争超预期：若中国快递市场价格竞争激烈，导致快递终端价格下降幅度较大，可能会影响公司的收入和利润。

东南亚快递需求下降：若东南亚经济增长不及预期，可能导致消费需求下降，线上化率增速放缓，快递需求存在下降的风险。

东南亚市场快递价格竞争超预期：若行业有新进入者或其他企业策略改变，行业竞争存在更激烈的可能，导致终端快递价格下降，影响公司收入和利润。

区域代理网络发生波动：若区域代理商网络发生波动，如大规模的经营恶化、退网增加等，可能会导致公司运营出现负面状况，影响公司品牌形象，最终影响公司收入及利润。

成本控制不及预期：快递公司总部成本包括中转、运输、派送、面单成本等等，受精细化管理等内部因素及油价、人工等外部因素影响，如果成本控制不及预期，会影响公司利润。

新市场拓展不及预期：若公司拓展新市场因为国际政策等因素受阻，导致公司拓展新市场进度不及预期，可能会影响公司未来收入及利润。

合并损益表

百万美元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7267	8849	10259	12167	14007	15931
营业总成本	7538	8376	9181	10297	11686	13101
销售、行政及一般费用	-1096	-2157	-827	-1217	-1401	-1593
研发费用	-44	-46	-49	-61	-70	-80
其他收益	58	-9	19	23	11	18
投资收益	2973	628	-81	-77	-78	-79
资产减值损失	-37	-27	-11	-11	-11	-11
营业利润	1583	-1139	129	437	684	999
利润总额	1583	-1139	129	437	684	999
所得税	-11	-17	-15	-44	-68	-100
调整后净利润	-1488	-432	200	440	640	897

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万美元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2846	3137	3613	3895	4193	4513
货币资金	1504	1483	1597	1725	1863	2012
应收款项	1217	1527	1852	2000	2160	2333
存货净额	29	35	22	29	28	26
受限制现金	80	42	41	41	41	41
其他流动资产	16	50	101	101	101	101
固定资产	1053	1179	1386	3039	3740	4536
无形资产及其他资产	2036	2285	2296	2347	2354	2362
资产总计	5936	6601	7295	9282	10287	11411
流动负债	1732	2085	2418	2278	2283	2326
短期借款	77	211	263	263	263	263
应付款项	484	889	1024	896	936	952
其它流动负债	1170	1407	1565	1501	1497	1521
非流动负债	9188	2037	2354	4061	4501	4764
负债合计	10920	4122	4772	6338	6784	7091
归属于母公司的所有者权益	-4847	2750	2825	3238	3853	4753
少数股东权益	-137	-270	-303	-294	-350	-432
负债和股东权益合计	5936	6601	7295	9282	10287	11411

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万美元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1656	-1101	101	354	554	810
加：折旧与摊销	506	483	0	428	449	541
营运资本变动	-227	205	0	15	166	214
其他非现金调整	-2454	756	707	95	85	94
经营活动产生的现金流量净额	-520	342	807	892	1253	1658
投资活动：						
固定资产收到的现金	32	0	0	0	0	0

减：资本性支出	581	475	0	614	707	804
其他投资活动产生的现金流量净额	-311	-384	-574	77	78	79
投资活动产生的现金流量净额	-860	-859	-574	-538	-629	-726
筹资活动：						
债务净增加	731	-62	0	1704	440	265
其他筹资活动产生的现金流量净额	150	563	-100	-153	-152	-150
筹资活动产生的现金流量净额	881	501	-100	1551	288	115
现金及现金等价物净增加额	-598	-21	114	1905	912	1047
现金及现金等价物期初余额	2102	1504	1483	1597	3502	4414
现金及现金等价物期末余额	1504	1483	1597	3502	4414	5461

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。