

极兔速递-W(01519)

报告日期: 2025年09月21日

电商出海，皇冠之珠

——极兔速递更新报告

投资要点

□ 【一句话推荐逻辑】

这是一家跟随中国电商巨头出海做快递的东南亚快递龙头企业，预计中国电商巨头在全球各国家开站点的速度、以及GMV增速超预期，将带动极兔在全球网络建设、单量增速超预期，将东南亚的成功经验复制到拉美、中东等新市场。

□ 【超预期逻辑】

市场预期:

- 1、东南亚基本盘高速增长的可持续性存疑
- 2、新市场单量规模小，对利润贡献有限
- 3、中国市场公司不是价格制定者，可预测性差

独到前瞻:

1.东南亚: 电商GMV增速快，叠加TikTok市占率持续提升，带动极兔东南亚市占率走强。

(1) 根据弗若斯特沙利文的资料，预计2025年东南亚电商零售市场交易额将达到约3062.6亿美元，同比2024年增长28.5%，电商渗透率也将进一步提升至2025年的24.9%。**预计2025年到2029年电商零售市场交易额年复合增长率达18.3%，2025-2029年快递量年复合增速将达到15%**，保持蓬勃发展趋势。同时电商平台积极开展营销活动，通过更高的折扣和丰富的服务，积极推动消费者增加线上购物。以TikTok为首的社交电商作为电商的增长引擎，凭借广泛的流量基础，持续引领消费者行为和电商市场格局的转变。

(2) 极兔2025H1在东南亚包裹量32.3亿件，同比提高57.9%，市占率为32.8%，相较2024H1+5.4pct，已连续六年东南亚市场份额第一；公司2025H1在东南亚实现营业收入19.7亿美元，收入占比35.8%，同比+29.6%，经调整EBIT为2.3亿美元，同比增长74.0%。经调整EBIT率达11.9%，同比提高3.0个百分点；**单票经调整EBIT维持在0.07美元**。通过将已有规模效应继续扩大、以及将中国快递经验赋能到东南亚，公司单票成本稳步下降。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。

2.新市场: 第二增长曲线盈利在即，复刻东南亚成功路径。

(1) 公司于2022年进入中东和拉美等新市场，根据弗若斯特沙利文，2025年新市场GDP预计将达到5.8万亿美元，在全球经济不确定性中维持韧性。弗若斯特沙利文预计2025年新市场电商零售市场交易额将达到1635.5亿美元，同比增长23.6%，**且预计2025年到2029年电商零售市场交易额年复合增长率达19.1%，快递行业包裹量将以17.9%的复合年增长率快速增长至2029年的103.6亿件。拉美电商市场的行业渗透率从2017年的4%跃升至2024年的14%**

(Morgan Stanley)。

同时多家全球化的电商平台继续在新市场开拓，比如TikTok于2025年上半年陆续进入墨西哥和巴西市场。目前新市场的电商渗透率低，市场格局分散，增长潜力巨大。

(2) 2025年上半年，极兔在新市场的包裹量由2024年上半年的1.4亿件增加21.7%至2025年上半年的1.66亿件，市场份额由2024年的6.1%提升至2025年上半年的6.2%。**公司在新市场业务已实现经调整EBITDA首次转正，迎来重要经营拐点。**公司正持续开拓与深化跨境电商和本土电商的合作关系，公司在新市场与Temu、Shein、TikTok、AliExpress、Shopee等国际化电商平台建立了紧密的合作关系。

投资评级: 买入(上调)

分析师: 李丹

执业证书号: S1230520040003
lidan02@stocke.com.cn

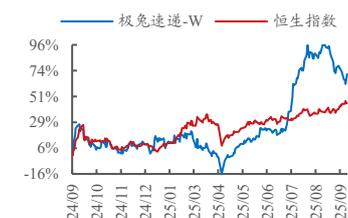
分析师: 张梦婷

执业证书号: S1230525080006
zhangmengting@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$9.51
总市值(百万港元)	84,679.66
总股本(百万股)	8,904.28

股票走势图



相关报告

- 1 《东南亚市占率提升至32.8%，新市场经调整EBITDA首次盈利》2025.08.31
- 2 《东南亚基本盘高增，新市场势破长空；打开盈利增长天花板》2025.07.04
- 3 《集团净利润实现1.1亿美元首次扭亏，中国市场包裹量同比+29%》2025.03.08

(3) 同时, 公司也重视和本土电商平台的合作, 例如公司 2025 年在墨西哥和巴西和拉美最大的电商平台 Mercado Libre 合作, 根据 Euromonitor 的数据, 在拉美电商市场, 美客多牢牢占据区域龙头地位, 2024 年市场份额高达 26%, 远远领先于第二名亚马逊(市占率仅为 7.9%)。作为区域龙头, 美客多受益于行业 β 红利, 公司 GMV 从 2017 年的 117.5 亿美元增长至 2024 年的 514.7 亿美元, CAGR 为 23.5%。售出商品数量从 2017 年的 2.7 亿件增长至 2024 年的 17.9 亿件, CAGR 为 31%。

(4) 根据公司公告, 2024 年新市场(拉美 2 国+中东 3 国)人口总数约 5 亿人, 人均 GDP 约 1.2-1.3 万美元; 对比东南亚 2024 年人口数量约 6.2 亿, 人均 GDP 约 0.6 万美元, 当前新市场电商渗透率仍较低, 中期来看有望通过复刻东南亚成功路径, 新市场或成为公司继东南亚之后的下一个高速增长引擎。

3. 中国市场: 为境外市场输出先进模式, 反内卷提振国内利润。

(1) 截止到目前, 根据我们测算已宣布涨价省市市占率占中国超 80%。反内卷以来 8 月行业价格略有回升; 根据 8 月披露的经营数据看, 主要快递上市公司单票收入显著修复, 9 月单价回升趋势有望进一步扩大。后续催化: 快递行业即将迎来行业秋冬换季, 旺季即将到来, 派费或有望上调, 涨价具备一定持续性, 对快递价格形成支撑。我们认为中国市场快递反内卷提价带来的业绩弹性有望实现极兔中国市场下半年盈利超预期修复。

□ 盈利预测与估值

考虑公司在东南亚市场继续保持竞争优势, 随着件量增长, 新市场规模优势显现以及中国市场持续拓展与各电商平台的合作, 我们预计极兔速递 2025-2027 年调整后净利润分别为 4.0/7.1/9.5 亿美元, 对应 PE 分别为 27.3 倍、15.5 倍、11.5 倍, 上调至“买入”评级。

□ 风险提示

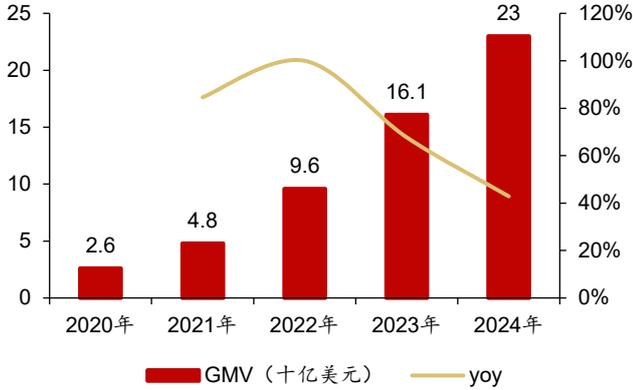
经济下行风险、行业增速低于预期、快递价格战恶化、海外业务进展不及预期。

财务摘要

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10259	12763	14941	16670
(+/-)(%)	16%	24%	17%	12%
调整后净利润	200	403	707	954
(+/-)(%)	/	101%	76%	35%
每股收益(美元)	0.01	0.03	0.06	0.08
P/E	54.33	27.27	15.53	11.51

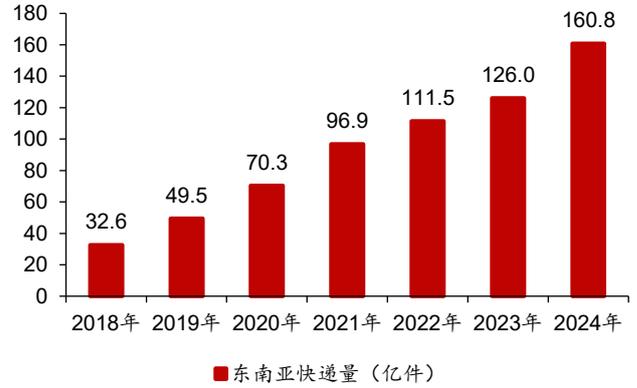
资料来源: 浙商证券研究所

图1: TikTok GMV 增长情况



资料来源: ElectroIQ, 浙商证券研究所

图2: 东南亚地区快递量



资料来源: 公司官网, 极兔速递招股说明书, 浙商证券研究所

图3: 新市场有望复刻东南亚成长路径

行业包裹量 (十亿件)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3613	4961	6763	8376
现金	1597	2812	4148	5614
应收账款及票据	680	789	915	979
存货	22	36	36	35
其他	1314	1324	1664	1747
非流动资产	3682	3598	3419	3273
固定资产	1294	1278	1216	1164
无形资产	1537	1391	1274	1180
其他	850	929	929	929
资产总计	7295	8559	10182	11649
流动负债	2418	3148	3895	4191
短期借款	263	350	446	552
应付账款及票据	590	673	793	794
其他	1565	2126	2656	2845
非流动负债	2354	2658	3017	3448
长期债务	1321	1620	1979	2409
其他	1034	1038	1038	1038
负债合计	4772	5806	6912	7639
普通股股本	0	0	0	0
储备	3193	3473	4022	4780
归属母公司股东权益	2825	3042	3534	4239
少数股东权益	(303)	(290)	(264)	(229)
股东权益合计	2523	2752	3270	4010
负债和股东权益	7295	8559	10182	11649

现金流量表

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	807	1441	1368	1446
净利润	101	275	544	753
少数股东权益	13	13	26	36
折旧摊销	478	478	449	420
营运资金变动及其他	216	674	350	237
投资活动现金流	(574)	(426)	(307)	(320)
资本支出	(475)	(316)	(269)	(275)
其他投资	(99)	(111)	(38)	(46)
筹资活动现金流	(100)	196	270	335
借款增加	70	386	455	536
普通股增加	(19)	0	0	0
已付股利	(28)	(127)	(128)	(147)
其他	(123)	(63)	(57)	(54)
现金净增加额	114	1215	1336	1466

利润表

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10259	12763	14941	16670
其他收入	0	0	0	0
营业成本	9181	11212	12758	14036
销售、行政及一般费用	827	1021	1345	1500
研发费用	49	61	80	103
财务费用	86	79	44	23
除税前溢利	129	327	647	896
所得税	15	39	77	107
净利润	114	288	570	789
少数股东损益	13	13	26	36
调整后净利润	200	403	707	954
EBIT	215	407	691	919
EBITDA	693	885	1139	1339
EPS (美元)	0.01	0.03	0.06	0.08

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	15.93%	24.40%	17.07%	11.57%
调整后净利润	/	101.05%	75.58%	34.88%
获利能力				
毛利率	10.51%	12.15%	14.61%	15.80%
销售净利率	0.98%	2.16%	3.64%	4.52%
ROE	3.56%	9.05%	15.40%	17.78%
ROIC	4.60%	7.58%	10.68%	11.60%
偿债能力				
资产负债率	65.42%	67.84%	67.88%	65.58%
流动比率	1.49	1.58	1.74	2.00
速动比率	1.47	1.55	1.71	1.97
营运能力				
总资产周转率	1.48	1.61	1.59	1.53
应收账款周转率	16.60	17.38	17.54	17.60
应付账款周转率	17.38	17.76	17.41	17.69
每股指标 (美元)				
每股收益	0.01	0.03	0.06	0.08
每股经营现金流	0.09	0.16	0.15	0.16
每股净资产	0.32	0.34	0.39	0.47
估值比率				
P/E	54.33	27.27	15.53	11.51
P/B	3.85	3.61	3.11	2.59
EV/EBITDA	15.69	11.45	8.13	6.22

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>