



极兔速递-W (01519.HK)

2025 年 09 月 23 日

买入
港股公司深度研究
证券研究报告

东南亚快递龙头，成长与盈利修复共振

投资逻辑：

构建跨区域快递平台版图，利润规模高增长。公司成立于 2015 年，主要经营东南亚、中国、新兴市场的快递业务，目前为东南亚市占率最高的快递企业（根据 Momentum Works），业务覆盖全球 13 个国家。2025H1 公司收入为 54.99 亿美元，同比增长 13.1%，归母净利润为 0.86 亿美元，同比增长 213%，其中收入端中国区占比最高（57%），利润端东南亚区贡献最大（经调整 EBIT 占比 120%）。

东南亚：快递市场预计高增，绑定 TikTok 实现快速扩张。2025H1 东南亚区收入为 19.70 亿美元，同比增长 32.8%，包裹量 32 亿件，同比增长 57.9%，公司市占率升至 32.8%。根据弗若斯特沙利文，预计 2025-2029 年东南亚区域电商零售交易额将从 2920 亿美元增长至 5720 亿美元，CAGR 达 18%，电商渗透率有望由 25%提升至 36%，其中直播电商增速更为显著，将带动包裹量大幅提升。根据 Momentum Works，TikTok Shop 凭借内容电商与社交闭环的转化能力迅速抢占市场份额，2024 年 GMV 达 226 亿美元，已成为东南亚地区第二大电商平台。东南亚电商平台是决定物流件量归属的核心力量，公司有望通过绑定 TikTok 实现快速扩张。

新市场：复制东南亚路径，构筑新增长曲线。2025H1 公司在中东、拉美等新兴市场实现收入达 3.62 亿美元，同比增长 24.3%；包裹量为 1.7 亿件，同比增长 21.7%。新市场电商渗透率提升空间大，中东与非洲渗透率仅为 4%、拉美为 10%，未来有望成为公司的新增长曲线。当地平台选择快递服务商，公司已与多家跨境（Shein、TEMU、TikTok）及本地电商（Mercado Libre）合作。伴随件量提升规模效应释放，公司新市场业务盈利能力有望改善。

中国：“反内卷”下单票价格有望企稳，资源投入助成本改善。2025H1 中国区收入为 31.37 亿美元，同比增长 4.6%；包裹量为 106 亿件，同比增长 20.0%。随着广东等地率先推动快递“反内卷”，行业单票价格降幅有望缩窄。公司持续加码自建转运中心、干线车辆及自动化设备布局，与“通达系”成本差距持续缩小至约 0.1 元，2025 年有望进一步下降 0.1 元，有助于盈利进一步改善。

盈利预测、估值和评级

预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.05 亿美元、5.25 亿美元、8.25 亿美元。给予 2026 年 25 倍 PE，目标价为 11.37 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

东南亚市场增速不及预期，中国区竞争压力加剧，新市场拓展不及预期，平台客户体系变动，关税风险，成本控制风险。

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯捷（执业 S1130522070001）

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价（港币）：9.780 元

目标价（港币）：11.37 元



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	8,849	10,259	12,112	14,467	16,882
营业收入增长率	21.77%	15.93%	18.06%	19.44%	16.70%
归母净利润(百万美元)	-1,101	101	305	525	825
归母净利润增长率	-166.48%	109.13%	203.60%	71.99%	57.09%
摊薄每股收益(美元)	-0.12	0.01	0.03	0.06	0.09
每股经营性现金流净额	0.04	0.09	0.08	0.11	0.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	-40.04%	3.56%	9.74%	14.33%	18.35%
P/E	-16.51	70.45	37.01	21.52	13.70
P/B	6.49	2.49	3.60	3.08	2.51

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、东南亚快递龙头，业务覆盖十三国.....	5
1.1 构建跨区域快递平台版图——东南亚起家、深耕中国、布局全球.....	5
1.2 区域结构分化显现，收入韧性与利润弹性并存.....	7
二、东南亚业务——盈利压舱石，增长潜力广阔.....	10
2.1 龙头地位稳固，盈利动能强劲.....	10
2.2 视频电商带动电商市场发展，履约体系中公司具备受益基础.....	12
2.3 东南亚电商平台自建物流，第三方未来空间怎样？.....	15
三、新市场业务——潜力可期，东南亚经验提供可复制蓝本.....	17
3.1 “潜力腹地”：经济体量+电商布局孕育新市场潜力.....	17
3.2 把握平台出海窗口，新市场筑底起势.....	19
四、中国业务——业务结构改善初显，盈利修复与投入协同推进.....	21
4.1 盈利结构持续修复，2024 年实现全面转正.....	21
4.2 中国快递市场持续扩容，直播电商驱动新增量.....	24
4.3 盈利反转的底层逻辑：规模红利兑现与资本开支协同驱动.....	25
五、盈利预测与估值.....	28
5.1 盈利预测.....	28
5.2 估值分析与投资建议.....	30
六、风险提示.....	30

图表目录

图表 1：公司发展历程——东南亚起家、深耕中国、布局全球.....	5
图表 2：公司管理层深度绑定 OPPO 系.....	5
图表 3：公司和电商平台客户深度绑定.....	6
图表 4：区域代理资源帮助公司构建完整快递流程.....	7
图表 5：公司区域代理模式框架.....	7
图表 6：中国地区是收入主力.....	8
图表 7：公司各地区包裹量持续增长，东南亚区增速快.....	8
图表 8：公司中国地区包裹量规模最大.....	8
图表 9：公司各地区业务收入稳健增长.....	8
图表 10：东南亚地区构成公司盈利压舱石.....	9
图表 11：2024 年中国地区 EBIT 扭亏，新兴市场亏损改善.....	9
图表 12：2020 - 2024 年公司收入复合增速超过 60%.....	9



图表 13:	公司 2024 年归母净利润扭亏.....	10
图表 14:	公司 2024 年 EBIT 和 EBITDA 修复.....	10
图表 15:	2024 年公司在东南亚市占率为第一.....	10
图表 16:	公司在东南亚连续五年增长率上升.....	10
图表 17:	公司东南亚营业收入 2025H1 同比+30%.....	11
图表 18:	公司东南亚包裹 2025Q2 同比增加 66%.....	11
图表 19:	公司东南亚 2025H1 包裹量同比+58%.....	11
图表 20:	公司东南亚业务持续贡献盈利.....	12
图表 21:	规模效应带动单票盈利上升.....	12
图表 22:	公司东南亚单票成本降幅显著.....	12
图表 23:	东南亚电商发展较晚, 增长动能强劲.....	13
图表 24:	东南亚电商渗透提升带动履约侧空间扩展.....	13
图表 25:	2024 年东南亚视频电商渗透率提升至 20%.....	14
图表 26:	TikTok2024 年 GMV 达到 226 亿美元.....	14
图表 27:	TikTok 在东南亚 GMV 增长率领先.....	14
图表 28:	东南亚快递市场受电商平台主导.....	15
图表 29:	公司东南亚持续拓展非平台件.....	15
图表 30:	2024 年东南亚各国电商平台 GMV 以及市占率情况.....	16
图表 31:	东南亚基础设施较弱.....	16
图表 32:	公司东南亚网点数量和合作伙伴数量维持稳定.....	16
图表 33:	公司东南亚干线车辆持续增加.....	17
图表 34:	公司东南亚分拣环节持续投入.....	17
图表 35:	印尼岛屿众多, 末端配送难度高.....	17
图表 36:	新市场经济体量大.....	18
图表 37:	新市场国家零售电商增长动能强劲.....	18
图表 38:	2024 年新市场零售电商渗透率低.....	18
图表 39:	新市场零售电商渗透率持续提高.....	19
图表 40:	电商平台陆续进入巴西.....	19
图表 41:	公司新市场市占率持续提升.....	20
图表 42:	新市场收入与包裹量持续增长.....	20
图表 43:	新市场亏损幅度收窄.....	20
图表 44:	新市场单票成本受规模限制短期高企.....	21
图表 45:	公司市场份额进入第一梯队.....	21
图表 46:	公司近三年市占率维持在 11%左右.....	21
图表 47:	快递企业收入表现分化.....	22



图表 48: 极兔增长迅速	22
图表 49: 极兔毛利率恢复	22
图表 50: 公司中国地区业务收入持续高增	23
图表 51: 2023Q1-2025Q2 公司中国地区包裹量迅速增长	23
图表 52: 2020 年-2025H1 年公司中国地区业务年包裹增长迅速	23
图表 53: 公司中国市场盈利边际改善	24
图表 54: 中国电商零售占比维持高位	24
图表 55: 直播电商贡献电商新增量	25
图表 56: 中国快递业务量持续高增	25
图表 57: 8 月中国快递单票收入环比提升	25
图表 58: 公司中国业务单票成本持续下降	26
图表 59: 公司资本开支持续增加	26
图表 60: 公司中国自有车辆占比持续增加	27
图表 61: 公司自动化分拣线持续扩容	27
图表 62: 公司自建扬州转运中心	27
图表 63: 公司成本降幅较为明显	28
图表 64: 2025-2027 年东南亚区营业收入和营业成本预测	28
图表 65: 2025-2027 年新市场营业收入和营业成本预测	29
图表 66: 2025-2027 年中国区营业收入和营业成本预测	29
图表 67: 2025-2027 年营业收入与营业成本预测	30
图表 68: 2025-2027 年费用率预测	30
图表 69: 可比公司估值	30



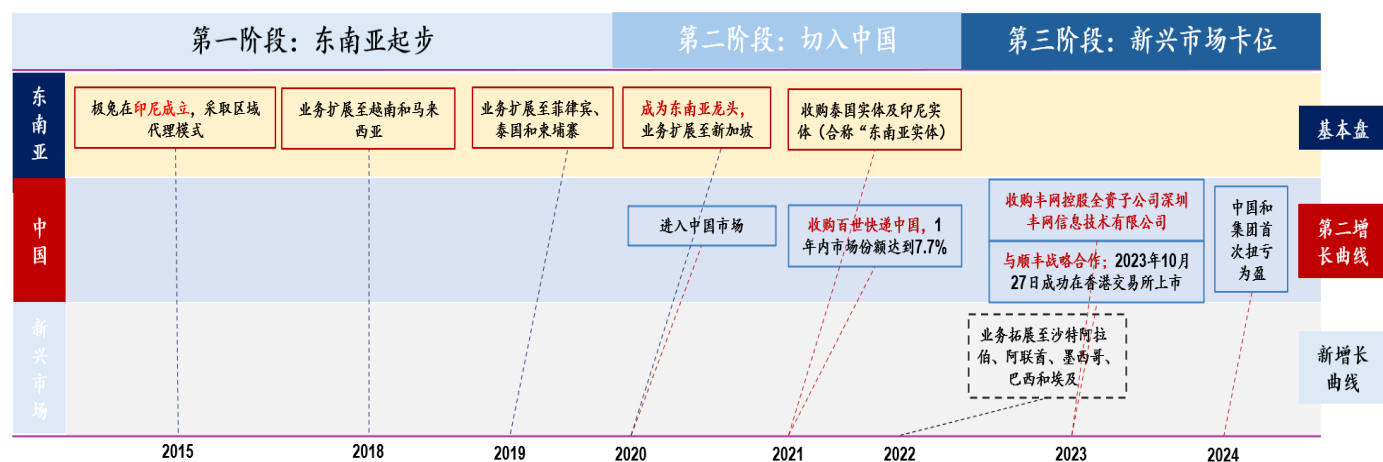
一、东南亚快递龙头，业务覆盖十三国

1.1 构建跨区域快递平台版图——东南亚起家、深耕中国、布局全球

极兔速递（J&T Express，以下简称“公司”）成立于 2015 年，主要经营东南亚、中国、新兴市场的快递业务。公司起家于东南亚快递市场，并于 2020 年起陆续拓展至中国、中东及拉美等新兴市场。凭借强运营能力与平台绑定策略，公司已成长为东南亚市占率最高的快递企业，业务覆盖全球 13 个国家。

公司自 2015 年成立以来，凭借轻资产运营与高密度履约能力，快速完成从区域型快递公司向全球化物流平台的演进，逐步构建出“东南亚盈利增长+中国竞争深化+新兴市场复制扩张”的三层增长结构。

图表1：公司发展历程——东南亚起家、深耕中国、布局全球



来源：公司年报，公司公告，国金证券研究所

第一阶段：起步印尼，东南亚快递龙头。2015 年，公司在印尼成立，聚焦电商物流赛道，依托高效履约网络与区域代理管理，在东南亚市场快速建立竞争优势。2018-2019 年，公司陆续进入越南、马来西亚、泰国、菲律宾和柬埔寨，完成东南亚主要市场覆盖，2020 年开始稳居东南亚快递龙头。

第二阶段：切入中国，完成平台级扩张。2020 年，通过收购龙邦速运，公司成功拿到全国快递业务经营许可并切入中国市场，2021 年，公司收购百世快递中国区业务，2023 年以 11.83 亿元收购顺丰旗下的经济型品牌丰网 100% 股权，实现规模跨越式提升，市占率跻身全国前列。

第三阶段：横向出海，复制模式向新兴市场延展。2022 年起，公司启动“复制东南亚+中国模式”的横向扩张战略，先后进入沙特、阿联酋、墨西哥、巴西和埃及等多个新兴市场。将成熟的运营体系和数字化平台输出。

管理层背景：深度绑定 OPPO 系，具备丰富的出海操盘与本地化运营经验。公司管理层深度绑定 OPPO 体系，拥有成熟的出海经验与强执行力。创始人兼首席执行官（CEO）李杰先生曾为 OPPO 核心高管，曾任职超过 15 年，全面负责印尼、新加坡、马来西亚及日本市场的业务开拓与本地化落地，对东南亚区域渠道构建、品牌运营与供应链协同具有深厚积累。执行总裁樊苏洲也出身于 OPPO 体系，具备丰富的区域市场管理与海外团队建设经验，是公司出海战略顺利推进的核心保障。

图表2：公司管理层深度绑定 OPPO 系

姓名	职位	此前任职
李杰	创始人、执行董事、董事会	在 OPPO 任职超过 15 年，负责领导印尼、新加坡、马来西亚以及日本市场的全球扩张



姓名	职位	此前任职
	主席兼首席执行官 (CEO)	
樊苏洲	执行总裁	2009-2015 年先后任 OPPO 江苏省销售主管及印尼西瓜哇区域总经理
后军仪	副总裁	拥有逾 15 年物流行业经验，曾在 DHL Express 历任多个关键岗位；2010 - 2015 年先后任顺丰运营总监、圆通高级运营总监；2015 - 2019 年先后为独立顾问、佰颂物联联合创始人兼副总裁、圆通蛟龙承诺达特快副总经理
郑世强	首席财务官 (CFO)	在马来西亚安永会计师事务所工作，后加入普华永道中天担任审计经理及合伙人，专注于技术行业，并管理事务所与风投公司的关系。2018 至 2019 年，担任中国在线医疗服务公司微医控股的首席财务官。2019 至 2021 年，担任哈啰出行的联席首席财务官及高级副总裁

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

深度绑定头部电商平台，客户结构彰显渠道实力。公司在多区域深度绑定全球核心电商客户，东南亚市场长期服务 Lazada、TikTok、SHEIN 等主流平台，形成规模效应与稳定业务来源；中国市场聚焦拼多多、抖音等快速增长平台客户，强化高频履约能力；新兴市场则快速切入 SHEIN、TEMU、AliExpress 等出海平台物流体系，实现份额突破。核心平台绑定优势为公司的跨区域运营提供稳定支撑，也奠定其在全球电商履约中的关键地位。

图表3：公司和电商平台客户深度绑定

区域	东南亚			中国			新兴市场	
类型	全球电商	区域电商	品牌客户	中国电商	品牌客户		全球电商	区域电商
客户	SHEIN TikTok TEMU Shopee Lazada	takopedia ZALORA blibli	Apple UNIQLO Boots Watsons	天猫 THAIL.COM 淘宝网 Taobao.com 抖音 快手 拼多多 小红书	蓝月亮 屈臣氏 食品铺子 RESTORE 植护 Joyoung 九阳		SHEIN TikTok kwai Shopee TEMU AliExpress	Taager.com salla FASTCO noon

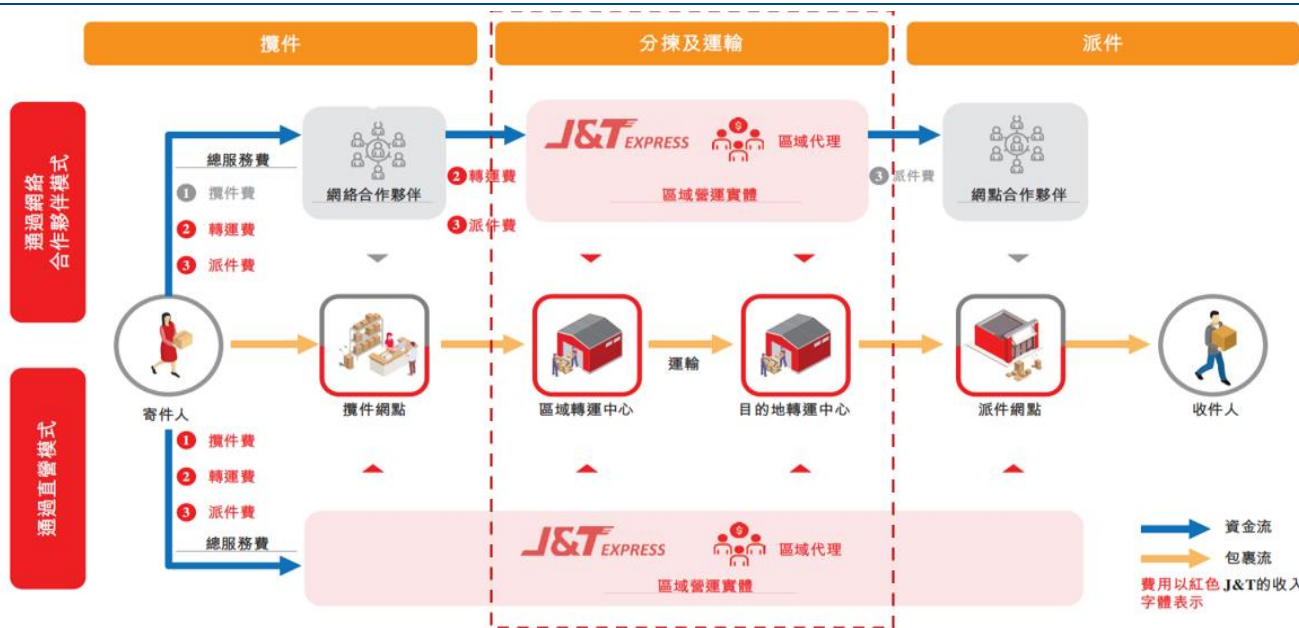
来源：公司公告，国金证券研究所

公司构建了一套具备复制性与弹性的区域代理体系，采用“区域代理制”，实现“总部统筹+代理落地”的协同运作。公司在全球市场采取区域代理制作为主导合作模式，核心特点在于总部统一品牌、系统与管理，区域代理则负责落地运营、人员组织与成本承担。相比传统“通达系”加盟模式，该机制更强调总部与代理之间的“强绑定”：总部通常与区域伙伴共同持股，合作伙伴提供部分转运中心、干线车辆等核心资产。这种模式不仅降低了总部的重资产投入压力，也提升了扩张杠杆效率，便于在海外多市场同步复制。

此外，区域代理往往由具备本地市场经验的团队主导，结合总部提供的运营标准与系统，能够更快适应不同国家的合规要求、文化差异及履约习惯，是公司得以在东南亚等多地实现快速渗透的关键组织机制。



图表4：区域代理资源帮助公司构建完整快递流程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

该模式具备三大优势：一是贴近本地市场，灵活应变：代理商对本地市场具备深入了解，能够根据不同国家或地区的特性，快速适应当地政策、用户需求及运营环境；二是目标与激励机制一致：公司通过设立业绩目标，并给予区域代理合理激励，确保总部与代理在发展方向上协同一致；三是系统与资源支持保障落地：总部统一提供运营系统、技术培训及管理机制，帮助区域代理高效落地并保持服务标准统一。

图表5：公司区域代理模式框架



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 区域结构分化显现，收入韧性与利润弹性并存

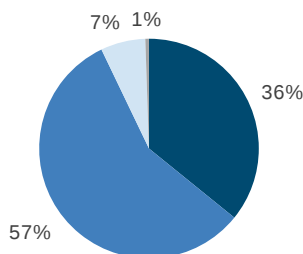
收入结构：中国区主力、东南亚承托、新市场未来增长极。2024 年公司总收入达 102.59 亿美元，同比增长 15.93%；其中，中国区收入达 63.9 亿美元，占比 62%，是当前最核心的收入来源与规模支柱；东南亚收入 32.2 亿美元，占比 31%，是公司收入的基本盘；新兴市场包裹量尚小但增长动能显著，2024 年新市场收入 5.76 亿美元，同比增长 76.12%。2025H1，中国区收入占比仍为第一，达到 57%。



图表6: 中国地区是收入主力

2025H1公司营业收入分地区占比

■ 东南亚 ■ 中国 ■ 新市场 ■ 跨境

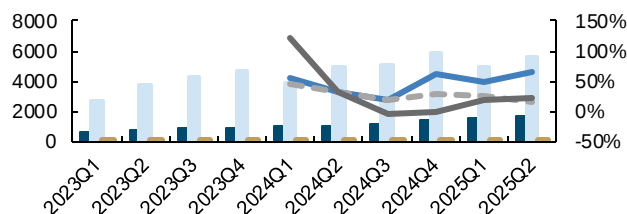


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 公司各地区包裹量持续增长, 东南亚区增速快

2023-2025Q2分地区季度包裹量(百万件)

■ 东南亚包裹量 ■ 中国包裹量
■ 新市场包裹量 ■ 东南亚yoy
--- 中国yoy --- 新市场yoy

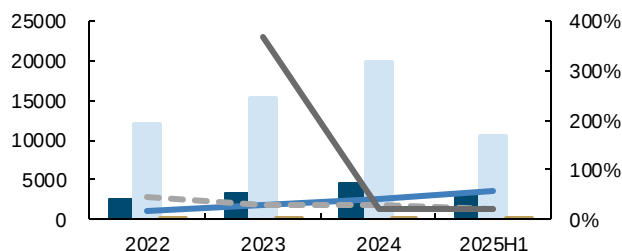


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 公司中国地区包裹量规模最大

2022-2025H1公司各地区包裹量(百万件)

■ 东南亚 ■ 中国 ■ 新市场
— 东南亚yoy — 中国yoy — 新市场yoy

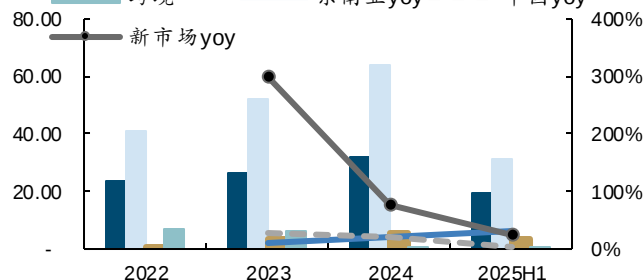


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9: 公司各地区业务收入稳健增长

2022-2025H1分地区业务收入(单位: 亿美元)

■ 东南亚 ■ 中国 ■ 新市场
■ 跨境 — 东南亚yoy — 中国yoy — 新市场yoy

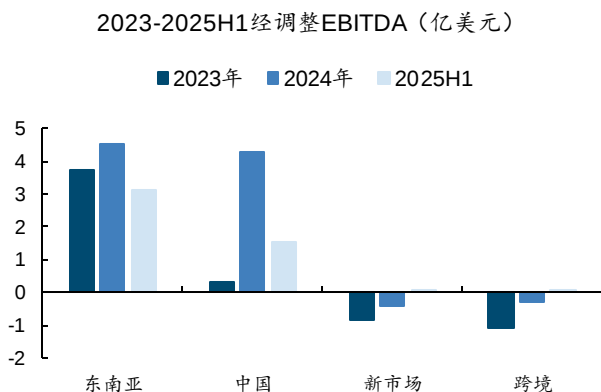


来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利结构呈“三层推进”格局: 东南亚构成利润压舱石, 2024 年中国区实现结构性反转, 新兴市场亏损改善趋势明确。2024 年公司集团层面实现调整后 EBIT 3.34 亿美元, 首次转正, 标志盈利周期拐点确立。其中, 东南亚地区 EBIT 达 3.03 亿美元, 连续稳健贡献利润, 是公司最核心的利润压舱石; 中国区在 2023 年 EBIT 仍亏损 2.36 亿美元的基础上, 2024 年实现 EBIT 1.47 亿美元, 盈利结构实现阶段性反转, 验证降本控费成果; 新兴市场 EBIT 亏损由-1.11 亿美元收窄至-0.76 亿美元, 边际改善趋势显著, 未来随业务放量有望构成第二增长极。整体来看, 公司盈利结构进入修复通道, 长期来看, 未来盈利重心有望由“单核支撑”走向“多源驱动”。

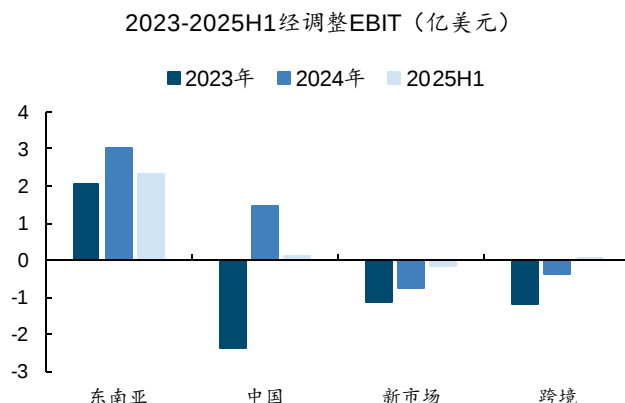


图表10：东南亚地区构成公司盈利压舱石



来源：公司公告, 国金证券研究所

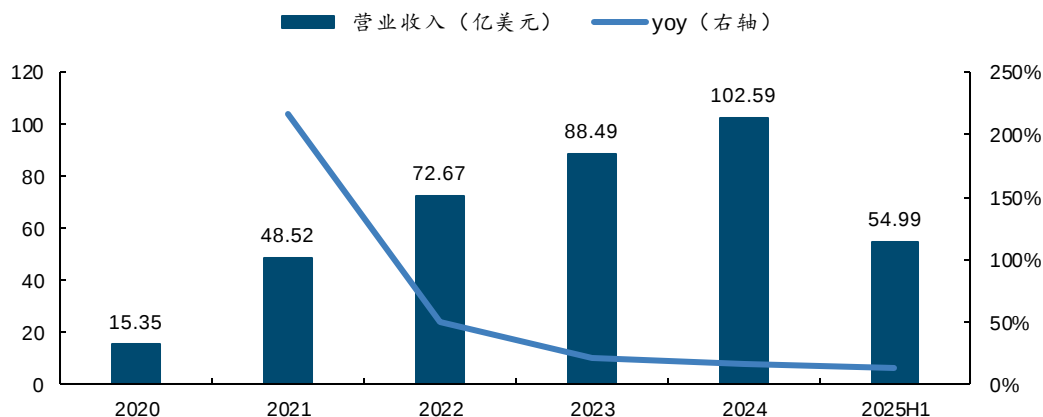
图表11：2024 年中国地区 EBIT 扭亏，新兴市场亏损改善



来源：公司公告, 国金证券研究所

收入端维持稳健扩张，展现平台复制与放量能力。2020 - 2024 年，公司营业收入由 15.35 亿美元增长至 102.59 亿美元，复合增速超过 60%。其中，2021 年整合推进叠加中国业务迅速放量带动收入同比增长 215.99%，其后高基数下增速有所回落，但仍维持双位数增长。2025H1 公司实现总收入 54.99 亿美元，同比增长 13.1%。

图表12：2020 - 2024 年公司收入复合增速超过 60%



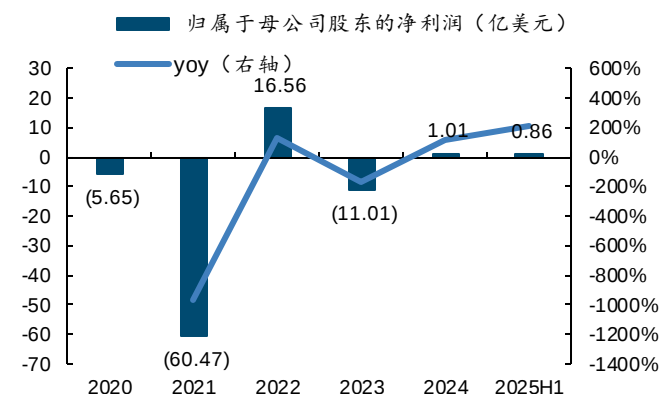
来源：ifind, 国金证券研究所

公司早期亏损受多重因素制约，2023年起经营修复显著。公司近年归母净利润波动较大，早期亏损主要由三方面原因驱动：一是业务扩张初期采用“以量换价”策略，叠加履约成本高企；二是早期业务依赖“烧钱式”规模扩张，高峰期资产负债率超过 200%，推升利息等成本压力，侵蚀利润空间；三是 2021 年公司录得公允价值变动损失 43.8 亿美元。

2022 年公司归母净利润转正，主要系当年录得公允价值变动收益达 30.51 亿美元。随着 2023 年起各区域运营逐步成熟，公司单票收入与成本剪刀差改善明显，毛利与经调整 EBITDA 显著修复，其中经调整 EBITDA 转正至 1.47 亿美元，公司已进入由“高速扩张”向“精细运营”过渡阶段，盈利能力处于持续改善通道。2025H1 公司调整后 EBITDA 为 4.36 亿美元，同比增加 24.2%，实现归母净利润为 0.86 亿美元，同比增长 213%。



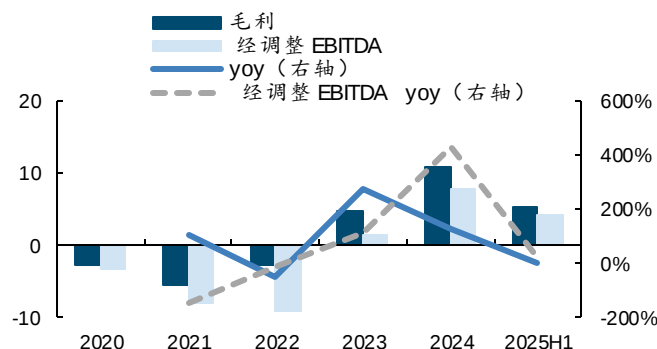
图表13: 公司 2024 年归母净利润扭亏



来源: ifind, 国金证券研究

图表14: 公司 2024 年 EBIT 和 EBITDA 修复

2020-2025H1 公司毛利和经调整 EBITDA (亿美元)



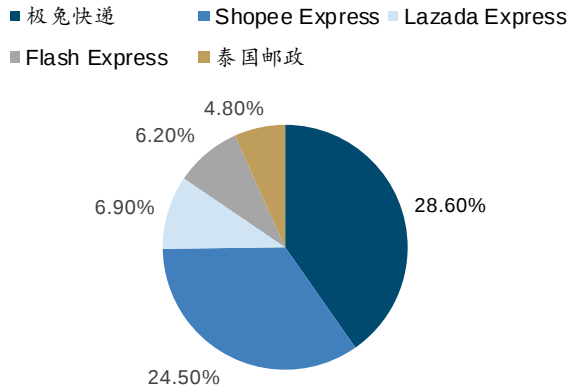
来源: ifind, 国金证券研究所

二、东南亚业务——盈利压舱石，增长潜力广阔

2.1 龙头地位稳固，盈利动能强劲

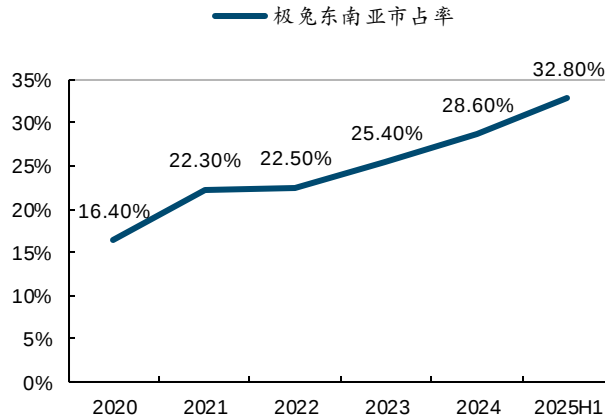
区域竞争领先，连续五年保持龙头。凭借持续的运营能力与网络覆盖，公司在东南亚市场份额稳步攀升，自 2020 年起连续五年稳居第一。2024 年市占率达 28.6%，较 2020 年提升超 12pct，同时领先第二名 4.1pct，2025H1 市占率提升至 32.8%，进一步巩固其在东南亚快递市场的绝对龙头地位。

图表15: 2024 年公司在东南亚市占率为第一



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表16: 公司在东南亚连续五年增长率上升

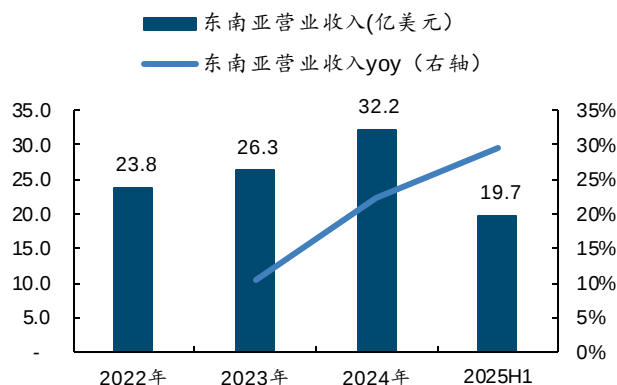


来源: 公司公告, 国金证券研究所

东南亚作为公司基本盘，业务持续稳健增长。2024 年公司在该区域营收达 32.2 亿美元，同比增长 22.3%，2025H1 收入 19.70 亿美元，同比增长 29.6%；包裹量亦保持高增，2024 全年累计达 46 亿件，较 2023 年增长 40.8%，2025Q2 单季达到近 17 亿件，同比增长 65.9%，反映出核心市场在履约能力与业务动能方面仍具备较强延展性。

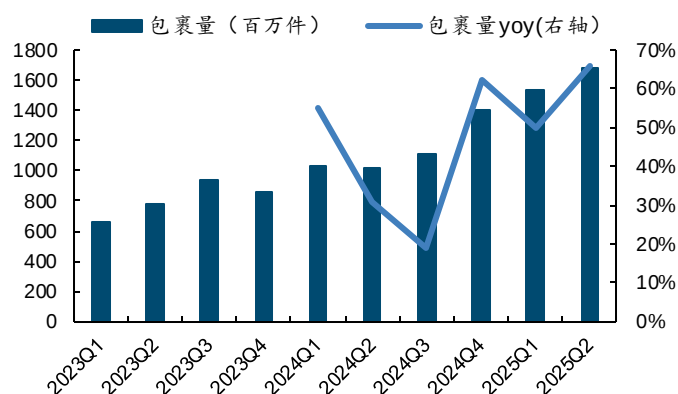


图表17: 公司东南亚营业收入 2025H1 同比+30%



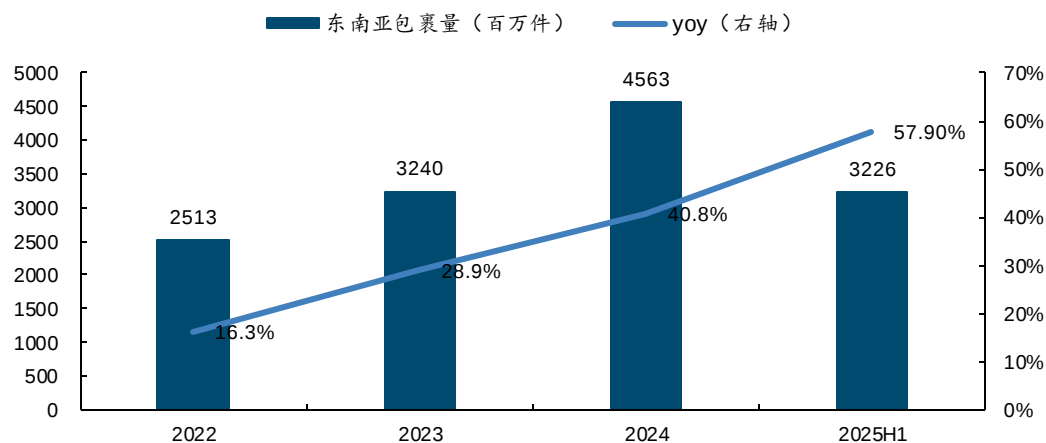
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表18: 公司东南亚包裹 2025Q2 同比增加 66%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 公司东南亚 2025H1 包裹量同比+58%

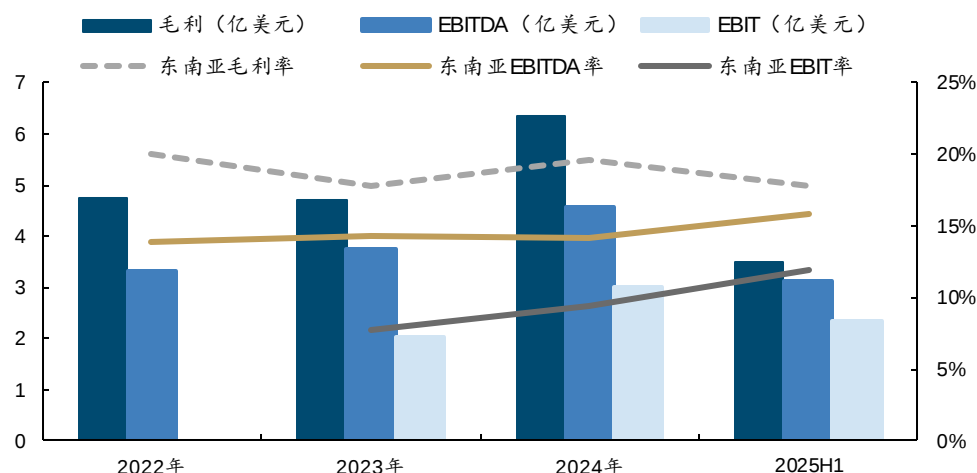


来源: 公司公告, 国金证券研究所

利润压舱石: 东南亚持续贡献盈利, 夯实集团利润基本盘。东南亚作为公司最早布局、业务最成熟的区域市场, 长期以来是集团最主要利润来源。2024 年, 区域 EBIT 达 3.03 亿美元, 同比增长近 50%, EBIT 利润率进一步升至 9.4%, 保持领先水平, 在公司整体利润结构中占据核心地位。2024 年盈利增长迅速主要得益于包裹量同比提升 40.8%、单票成本持续优化 (从 0.67 美元下降至 0.57 美元), 以及对中国运营经验的复制与规模效应释放。此外, 快递网络基础设施利用率提升、拓展高单价非平台客户, 亦共同支撑区域盈利能力上行。2025H1 该区域公司经调整 EBITDA 为 3.13 亿美元, 同比增长 50.5%。



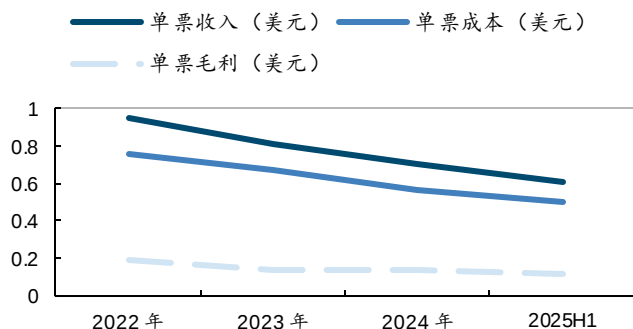
图表20：公司东南亚业务持续贡献盈利



来源：ifind, 公司公告, 国金证券研究所

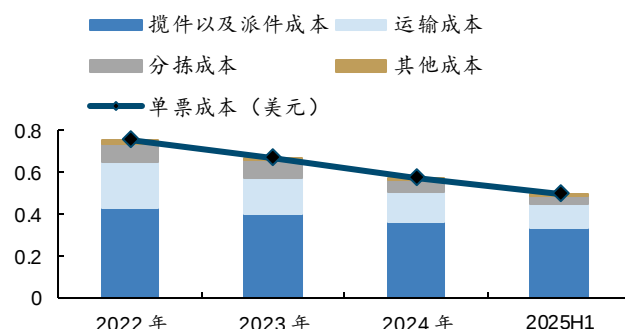
成本端：规模效应持续释放，单票成本持续下降。2022 - 2024 年，公司在东南亚区域的单票收入虽有所回落，由 0.95 美元降至 0.71 美元，但受益于规模效应提升与履约效率优化，单票成本降幅更为显著，由 0.76 美元降至 0.57 美元，单位毛利趋稳在 0.14 美元，毛利率保持相对韧性。2025H1，东南亚单票成本继续下降至 0.61 美元，在业务规模扩大与边际成本递减背景下，公司盈利能力得以维持。

图表21：规模效应带动单票盈利上升



来源：公司公告, 国金证券研究所

图表22：公司东南亚单票成本降幅显著



来源：公司公告, 国金证券研究所

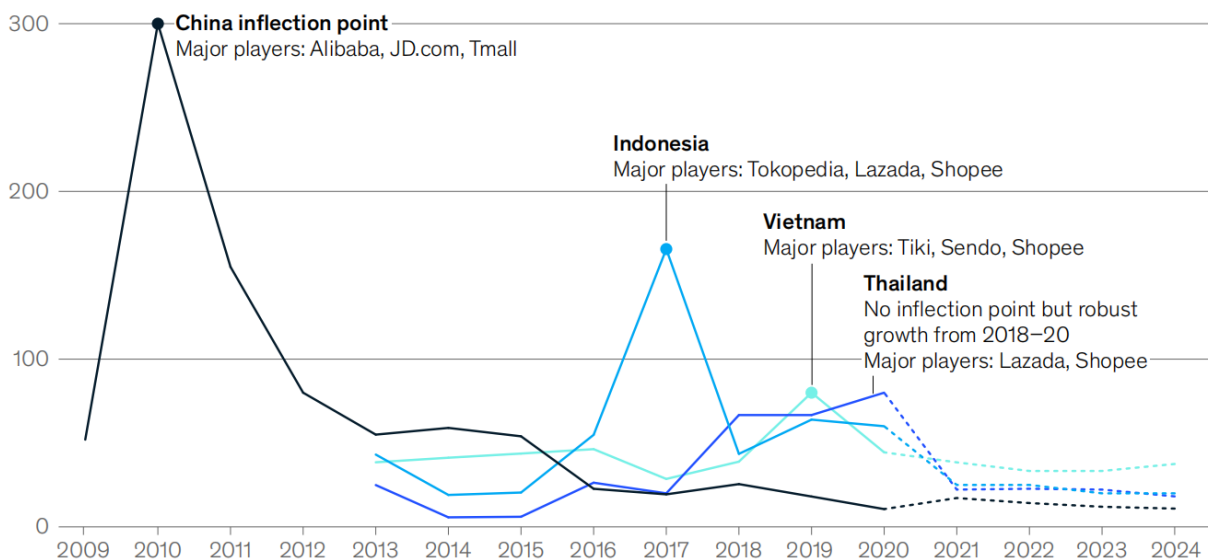
2.2 视频电商带动电商市场发展，履约体系中公司具备受益基础

相较于中国,东南亚电商仍处早期发展阶段,增长动能持续强劲。根据 McKinsey & Company, 印尼、越南、泰国等国家电商增速表现亮眼,印尼在 2017 年录得超过 200% 的年增长率,越南在 2019 年迎来跃升,泰国则于 2018-2020 年间稳步扩张。各国增长节奏虽有差异,但整体呈现出错峰释放、轮动增长的特征,反映出东南亚电商市场仍处于快速放量阶段。随着互联网普及、消费升级及本地电商平台持续渗透,区域内电商渗透率与客单价仍具提升空间,未来有望保持中高速扩张趋势。



图表23：东南亚电商发展较晚，增长动能强劲

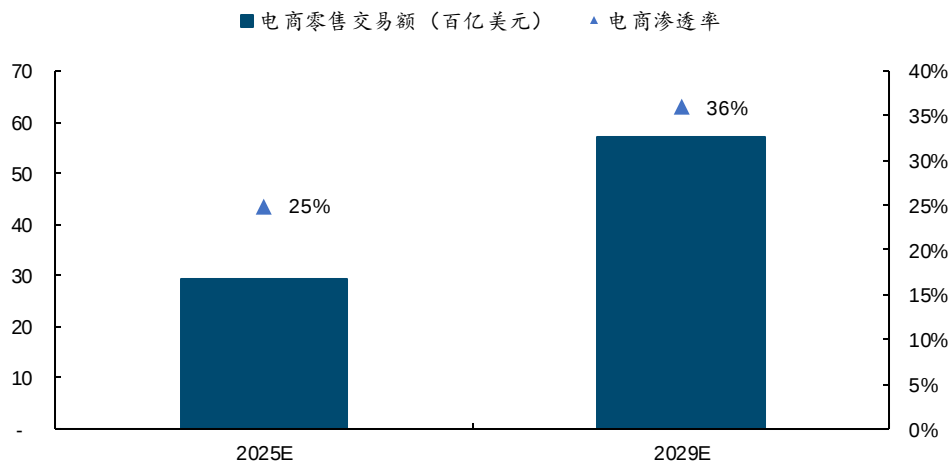
E-commerce growth year on year, inflection points, and major online marketplaces, %



来源：McKinsey & Company, 国金证券研究所

东南亚市场处于电商渗透率与包裹量双轮驱动的高成长阶段。根据弗若斯特沙利文，2025–2029 年东南亚区域电商零售交易额将从 2920 亿美元增长至 5720 亿美元，CAGR 达 18%，电商渗透率有望由 25% 提升至 36%，线上消费占比持续扩大。2025–2028 年，快递包裹总量预计由 190 亿件增长至 340 亿件。快递量与东南亚渗透率的增长潜力验证了市场成长空间，为第三方物流企业提供了可持续放量的外部土壤。

图表24：东南亚电商渗透提升带动履约侧空间扩展

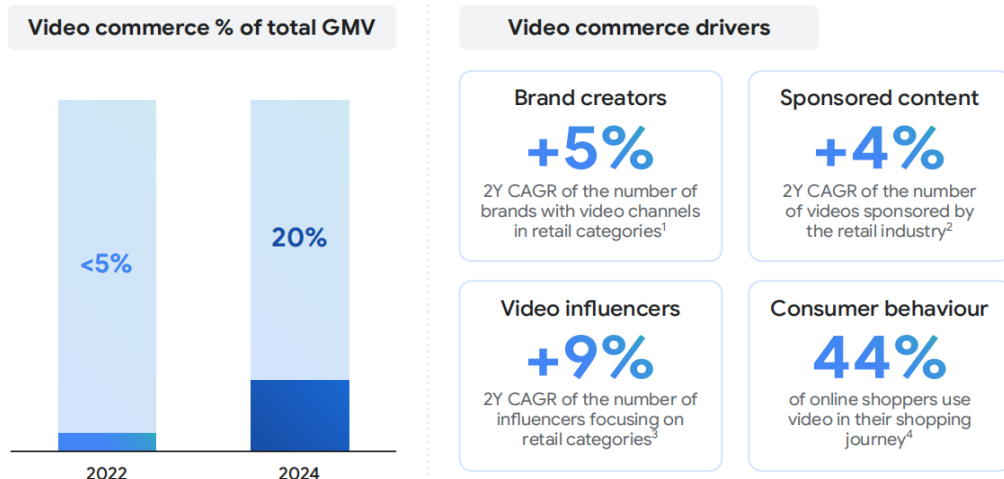


来源：弗若斯特沙利文，公司公告，国金证券研究所

视频电商渗透率迅速提升，正成为拉动东南亚 GMV 增长的关键引擎。据 Google、Temasek 和 Bain & Company 的报告，2024 年，东南亚地区视频电商 GMV 占比已快速跃升至 20%，远高于 2022 年不足 5% 的水平，展现出强劲的成长动能，视频电商在消费者购物路径中扮演越来越重要的角色。



图表25：2024 年东南亚视频电商渗透率提升至 20%

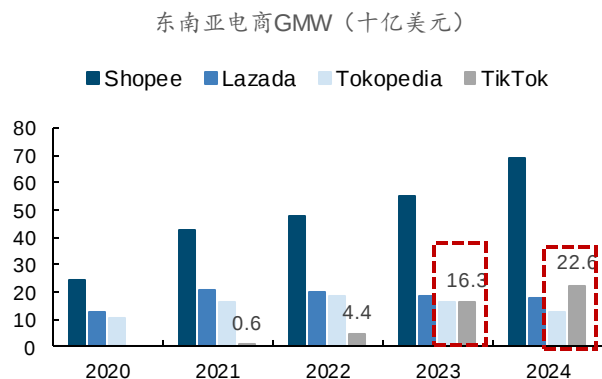


来源：Google, Temasek, Bain & Company, 国金证券研究所

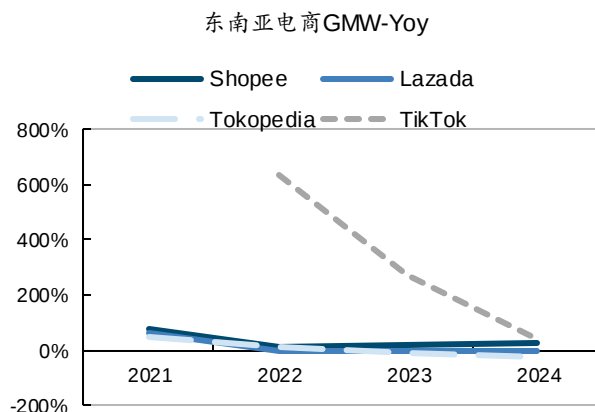
上游视频电商新贵突围，公司有望深度受益竞争格局。根据 Momentum Works 数据，2024 年东南亚电商龙头平台 Shopee 以 688 亿美元 GMV 稳居首位，GMV 占比持续超过 40%，但 TikTok Shop 作为新兴渠道，凭借内容电商与社交闭环的转化能力迅速抢占市场份额，2024 年 TikTok GMV 达 226 亿美元，同比增加 38.7%，叠加 2023 年末 TikTok 在印尼市场整合印尼本地电商 Tokopedia（2023 年 12 月 TikTok 收购 Tokopedia 75% 股权），TikTok 已成为东南亚地区第二大电商平台。公司有望通过绑定 TikTok，持续实现快速扩张。

图表26：TikTok2024 年 GMV 达到 226 亿美元

图表27：TikTok 在东南亚 GMV 增长率领先



来源：Momentum Works（墨腾创投），国金证券研究所



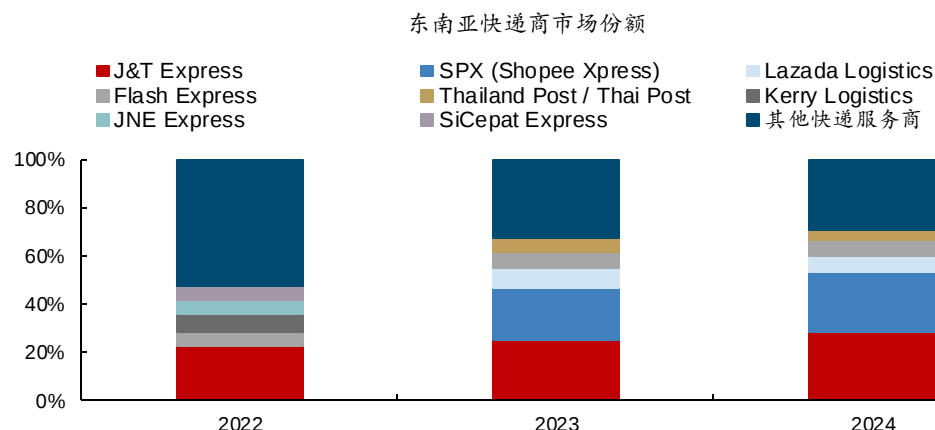
来源：Momentum Works（墨腾创投），国金证券研究所

东南亚本地快递商市场格局：平台主导，传统独立快递商份额下滑。随着 Shopee、Lazada 与 TikTok Shop 等电商平台自建物流体系的持续推进，东南亚快递市场由平台主导的趋势愈发显著。本地传统快递商（如 JNE、SiCepat、Kerry、Thailand Post、Flash 等）过去依赖 C 端电商件取得增长，但自 2022 年以来市场份额逐步被平台物流所蚕食。2024 年 SPX（Shopee 自营快递公司）与极兔合计已拿下超 50% 的市场份额，吞噬了大多数传统快递商的增长空间。

三大平台件量分配趋势：Shopee 主推自营，TikTok 依赖极兔，Lazada 自建与合作并行。当前东南亚电商物流格局基本围绕三大平台（Shopee、Lazada、TikTok）展开，件量集中度快速提升，平台决定快递运营方。Shopee 大力推进 SPX Express 履约体系，推动其在 2024 年实现 24.5% 的市场占比，逐步替代第三方服务商；TikTok 则更依赖极兔作为其主要合作伙伴，极兔凭借广覆盖与高密度网络保持龙头地位；Lazada 则兼具自营物流与合作外部商，维持一定灵活性。



图表28：东南亚快递市场受电商平台主导



来源：Momentum Works（墨腾创投），国金证券研究所

为何公司能在东南亚快递市场脱颖而出、占据龙头？我们认为其核心优势可归结为以下三点：

电商卡位早，迅速扩张具备先发优势。东南亚电商市场处于快速发展阶段，快递需求同步释放。公司抢占先机，通过区域代理模式迅速扩张，在东南亚多个国家实现高密度覆盖，具备优先承接电商订单的能力，从需求侧直接受益于市场扩容。

积极拓非平台客户。随着服务体系持续完善，公司积极拓展非平台型客户，并不断提升与品牌客户的合作深度。品牌客户具备更高的单价与盈利水平，有望成为公司利润增长的重要支撑。

复制中国经验，打通运营全链条。依托中国成熟的运营体系与自动化能力，公司在东南亚各国高效导入干线组织、分拣设备与成本控制经验，形成可快速复制的本地化模型。在复杂市场环境下，公司仍能保持标准化、低成本、高效率的运作体系，长期竞争力突出。

图表29：公司东南亚持续拓展非平台件

类型	全球电商	区域电商	品牌客户
客户	SHEIN TikTok TEMU Shopee Lazada	tokopedia ZALORA bilibili	Apple UNIQLO Boots watsons

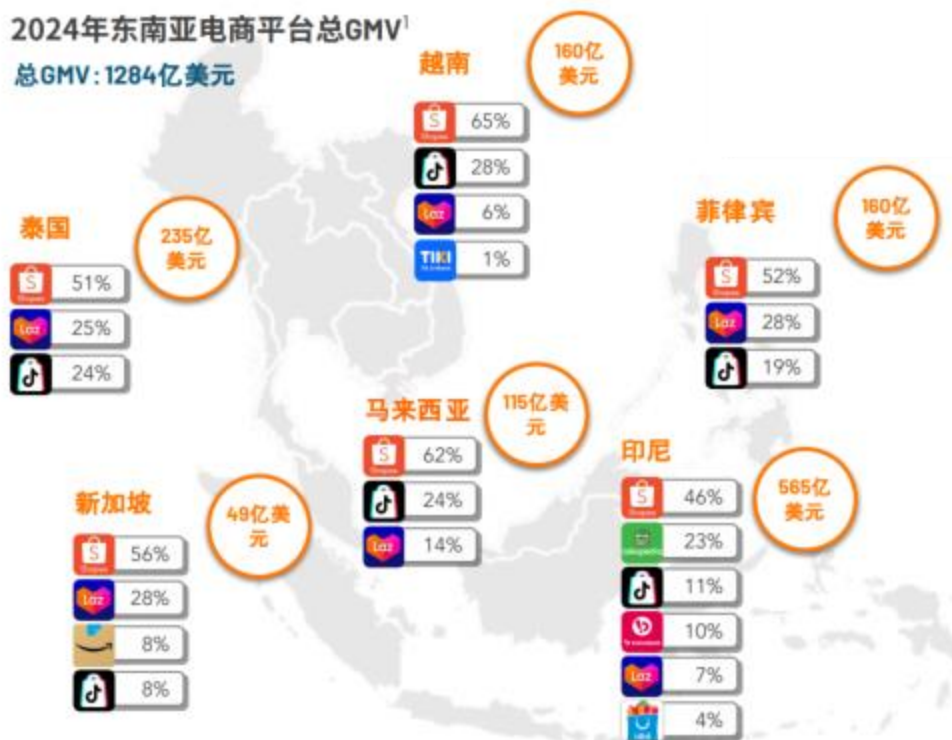
来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 东南亚电商平台自建物流，第三方未来空间怎样？

从东南亚市场格局来看，第三方物流依然具备突围空间。2024 年 Shopee、Lazada 与 TikTok Shop 作为东南亚三大电商平台，合计占据 90%以上 GMV，其中 TikTok Shop 等跨境属性平台仍以第三方物流为主要履约路径。同时，从趋势上看，Shopee、Lazada 自建物流在重点区域（如印尼、泰国）已初步完成网络布局，随着平台履约网络趋于稳定、边际提效空间收窄，公司将凭借其规模优势与网络广度，在多平台并存格局下持续发挥主导作用。



图表30：2024年东南亚各国电商平台GMV以及市占率情况



来源：Momentum Works（墨腾创投），国金证券研究所

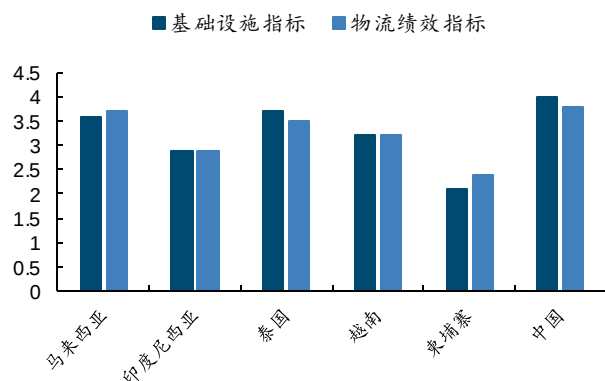
此外，相比于中国，东南亚物流基础设施仍待完善，叠加多岛屿地理特性，头部第三方有望构筑高壁垒。

东南亚物流基础设施相对薄弱。根据世界银行物流绩效指标与基础设施评分，东南亚多数国家在网络完整性与执行效率方面相较中国存在明显差距，在此背景下，具备广覆盖、高密度运作能力的第三方服务商，仍将在主流电商生态中承担核心履约角色。

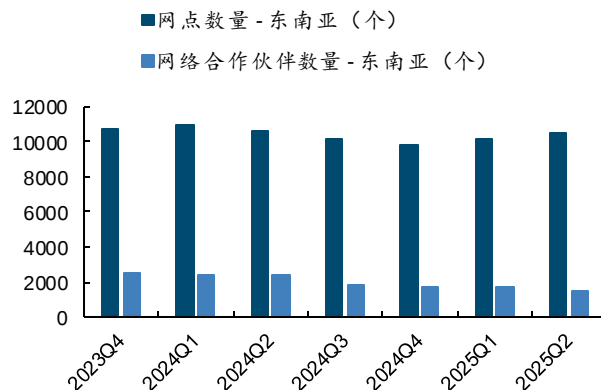
叠加末端配送难度高，印尼等地岛屿众多地理特性，进一步抬升平台配送门槛。以印尼为例，境内岛屿超过一万座，其中上千座为有人居住岛屿，区域广布使终端配送链条更为复杂。在此背景下，公司凭借广泛的区域网络覆盖、高效的履约能力及领先的市占率，已具备“平台型基础设施”特征，有望在东南亚市场建立更深层次的长期竞争壁垒。

图表31：东南亚基础设施较弱

图表32：公司东南亚网点数量和合作伙伴数量维持稳定



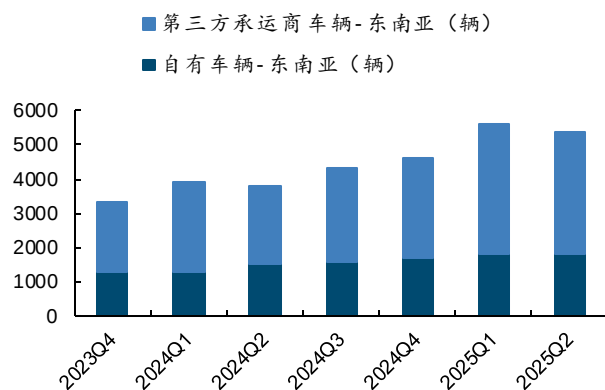
来源：世界银行，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

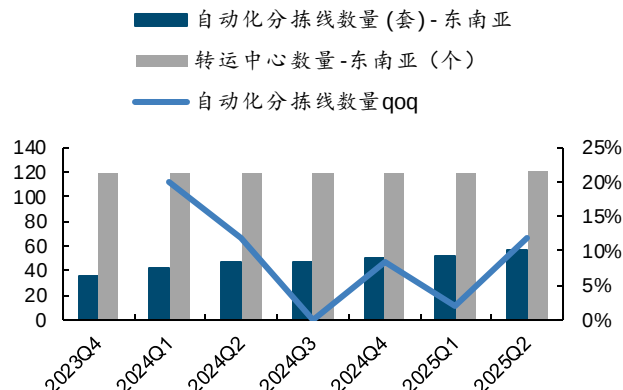


图表33：公司东南亚干线车辆持续增加



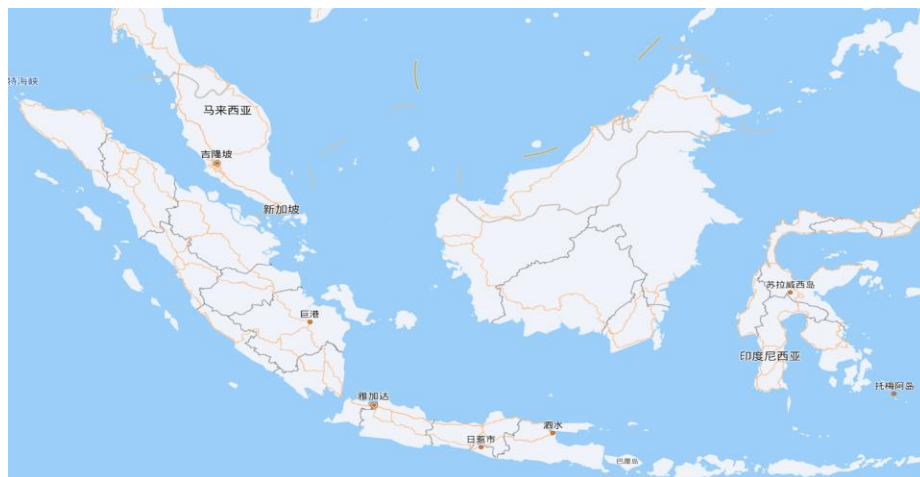
来源：公司公告，国金证券研究所

图表34：公司东南亚分拣环节持续投入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表35：印尼岛屿众多，末端配送难度高



来源：百度地图，国金证券研究所

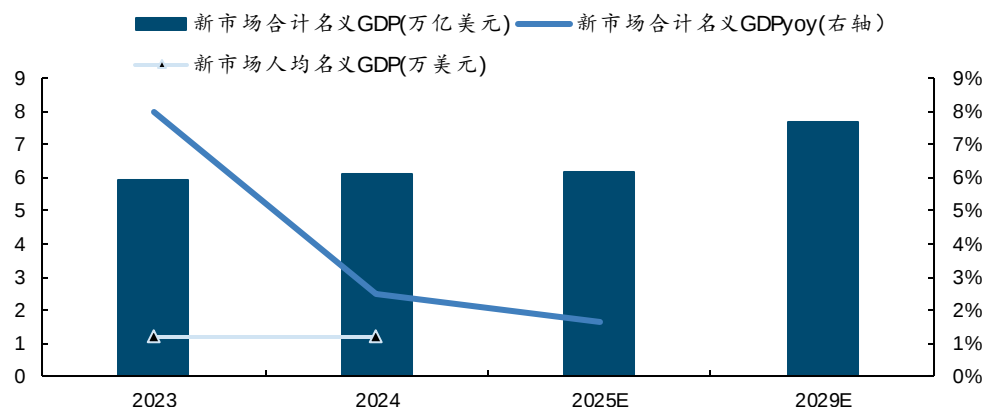
三、新市场业务——潜力可期，东南亚经验提供可复制蓝本

3.1 “潜力腹地”：经济体量+电商布局孕育新市场潜力

新市场经济体量大，增速稳定带动电商基础盘持续扩容。对比东南亚，新市场整体经济体量更大，市场基础更为厚实。2023年新市场名义GDP总量达5.9万亿美元，2024年新市场名义GDP达到6.1万亿美元，预计2029年达到7.7万亿美元。新兴市场GDP高于东南亚地区GDP，展现出更强的消费支撑与增量空间。经济总量为零售和电商市场提供坚实基础，也为快递与履约服务拓展奠定规模土壤。



图表36: 新市场经济体量大

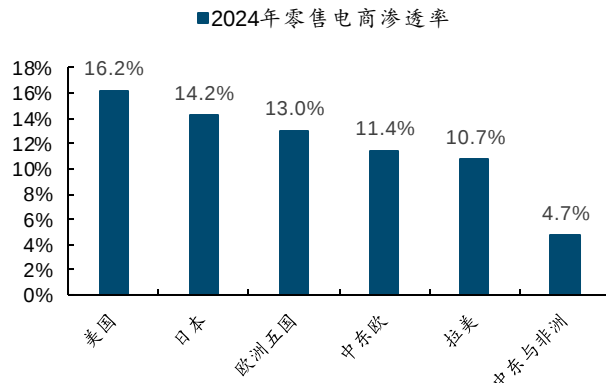
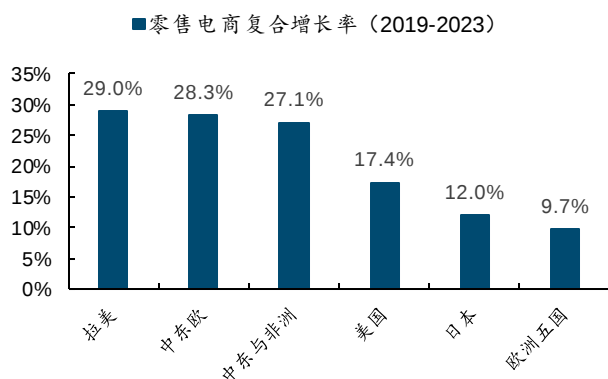


来源: 公司年报, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

横向来看, 新市场电商渗透空间广阔, 增长潜力充足。对比全球主要地区, 新市场国家电商增长动能显著强劲。根据亚马逊数据, 2019-2023 年间, 拉美、中东欧与中东非电商零售额年均复合增速分别达 29.0%、28.3%、27.1%, 远高于欧美等成熟市场的个位数水平, 展现出强劲的消费升级与线上转化趋势。尽管 2024 年新市场电商渗透率仍低于发达经济体 (例如中东与非洲仅为 4%、拉美为 10%), 但这一“低基数+高增速”结构意味着其具备广阔的提升空间, 新市场有望持续成为全球电商与履约行业的核心增量来源。

图表37: 新市场国家零售电商增长动能强劲

图表38: 2024 年新市场零售电商渗透率低



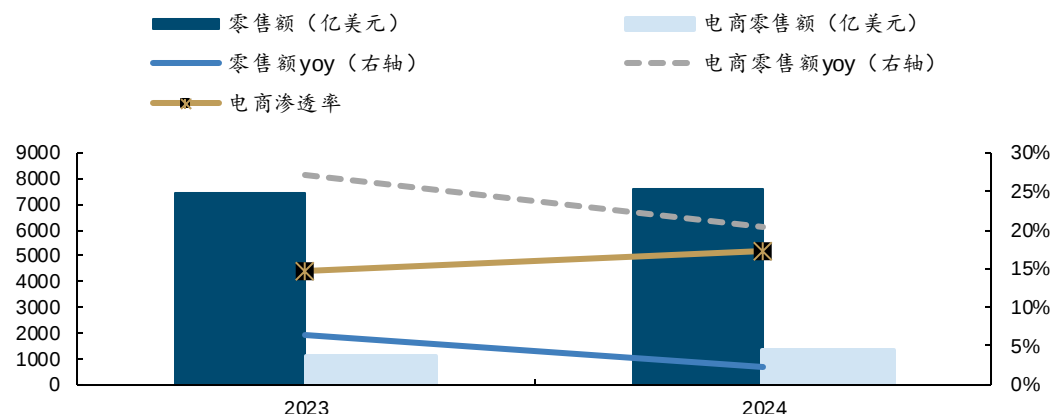
来源: 亚马逊, 国金证券研究所

来源: 亚马逊, 国金证券研究所

电商渗透率稳步提升, 零售扩容带动快递需求上行。在消费需求修复与线上渗透加深的双轮驱动下, 新市场零售总额从 2023 年的 7459.8 亿美元增长至 2024 年的 7621.4 亿美元, 同比增长 2.3%; 其中电商零售额由 1099.6 亿美元提升至 1323.7 亿美元, 同比增长 20.4%, 电商渗透率亦由 14.7% 升至 17.4%, 增幅显著。电商业务的扩张为快递行业注入结构性增量, 物流服务已成为平台履约体验的核心竞争要素。在电商体量扩张与渠道精细化运营趋势下, 具备广泛覆盖与高履约效率的第三方服务商有望持续受益, 快递件量与密度有望双升, 推动其盈利能力稳中有升。



图表39：新市场零电商渗透率持续提高



来源：公司年报，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

3.2 把握平台出海窗口，新市场筑底起势

上游跨境电商平台加速布局新市场，推动履约服务需求上行。在庞大消费基数与高成长预期支撑下，新市场正成为全球跨境电商平台重点开拓的新兴阵地。根据 China Daily 以及招商投资促进局信息，2024 年以来，TEMU、Kwai、TikTok 等平台相继布局拉美等新市场地区。

以巴西为例，TEMU 已于 2024 年 6 月进入巴西市场，Kwai 同年 10 月落地，TikTok 则于 2025 年 4 月进军墨西哥，反映出平台对当地消费潜力与用户转化能力的高度重视。随着上游电商平台体量扩张及履约颗粒度提升，第三方服务商在本地履约链条中的战略地位持续强化，有望深度受益于电商平台出海趋势所带来的订单增量与服务外包需求。

图表40：电商平台陆续进入巴西

国家	电商平台	进入时间	品牌图片
巴西、墨西哥等	TEMU	2024 年 6 月	
	Kwai	2024 年 10 月	
	TikTok	2025 年 4 月	

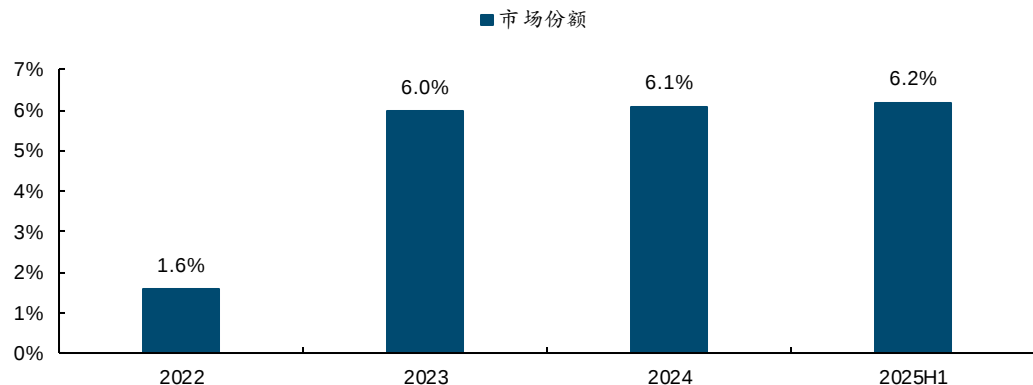
来源：China Daily, 招商投资促进局，国金证券研究所

平台出海趋势驱动需求外溢，公司加速拓展头部电商合作关系。在主要电商平台出海布局加快背景下，新市场跨境电商相关需求逐步释放，为本地快递服务带来增量空间。公司持续强化平台客户合作广度与深度，已与 Shein、TikTok、TEMU、AliExpress 等多家国际电商平台建立合作关系，同时积极拓展 Mercado Libre 等区域性客户，实现本地电商与跨境平台的双覆盖，新市场类似东南亚市场，电商平台与快递服务商直接合作。

根据公司公告，得益于稳定的履约能力与服务响应，公司新市场市占率由 2022 年的 1.6% 提升至 2025H1 的 6.2%，并在墨西哥、沙特阿拉伯、阿联酋、埃及等重点市场跻身本地排名前五，展现出较强的网络拓展与客户黏性构建能力。未来，随着平台进一步推进半托管、本地化运营等模式，快递服务商在末端履约链条中的价值有望持续提升，公司有望凭借先发优势实现更深层次协同。



图表41：公司新市场市占率持续提升

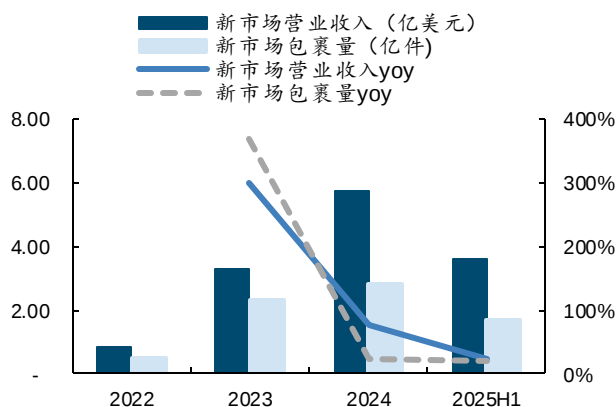


来源：公司公告，国金证券研究所

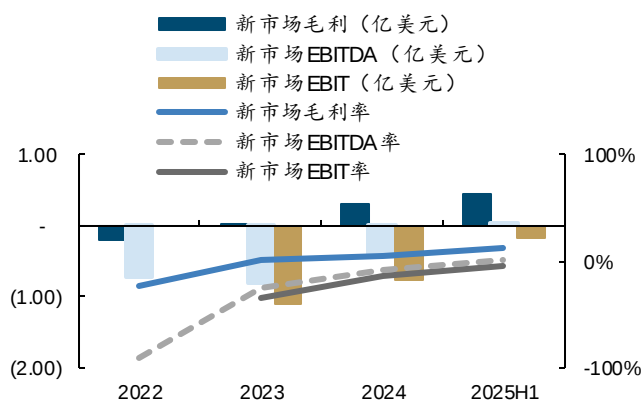
新市场收入包裹量双扩张，快递需求延续高增势头。2022 - 2024 年，公司新市场业务实现快速扩张，快递需求持续释放。收入端，公司 2022 年在新市场的营业收入为 0.82 亿美元，2023 年同比大增 300% 至 3.27 亿美元，2024 年进一步增长至 5.76 亿美元，同比 +76.1%，增速明显。包裹端，业务规模从 2022 年的 0.49 亿件增长至 2023 年的 2.3 亿件，同比 +368.4%，2024 年达到 2.81 亿件。整体来看，伴随平台电商在新市场加速渗透，包裹需求持续提升，公司在该区域实现收入与件量的同步增长。

新市场亏损幅度收窄，随着收入规模扩大，公司在新市场的盈利能力呈现边际改善趋势。2022 年，新市场仍处于早期投入阶段，毛利率分别为 -23.3%、-90.2%，整体处于深度亏损状态。进入 2023 年，公司毛利率小幅转正至 0.5%，2024 年进一步提升至 5.2%；EBITDA 率与 EBIT 率分别修复至 -7.5%、-13.3%，亏损幅度明显收窄，2025H1 新市场毛利率 EBITDA 首次转正。中长期来看，公司持续推动规模运营与本地履约能力提升，新市场有望从“市场拓展”逐步过渡至“规模盈利并进”阶段。

图表42：新市场收入与包裹量持续增长



图表43：新市场亏损幅度收窄



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

新市场仍处培育期，单位成本受规模限制高企。2022-2024 年，公司新市场单票成本整体维持在较高水平，2024 年为 1.94 美元，虽较 2022 年 2.05 美元有所下降，但仍偏高，2025H1 单票成本在 2024 年基础上下降 0.02 美元，为 1.92 美元，单票成本偏高的核心原因在于包裹规模尚小、履约链条尚未充分摊薄投入。

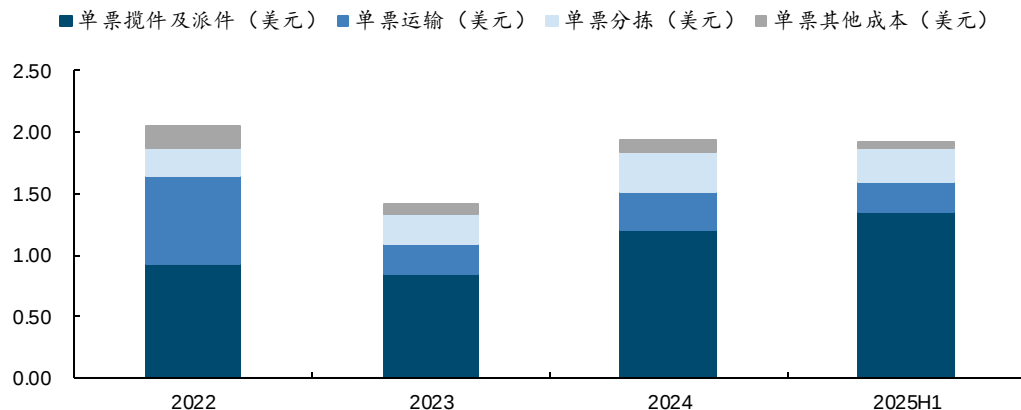
从构成看，2024 年新市场单票揽派成本达 1.20 美元，占比超六成，较 2023 年大幅提升，反映出在末端网络快速拓展期，人工与设施摊销压力显现；运输与分拣环节单票成本也较中国区高出数倍，分别为 0.31 美元与 0.33 美元，显示出当前干线运力调配与自动化水平仍处优化初期。

整体来看，随着公司在新市场的网络密度提升、业务量加速增长，未来单位成本有望逐步下行。当前阶段的成本结构虽承压，但亦为中长期扩张打下网络基础，具备明显的“先投



入、后释放”特征。

图表44：新市场单票成本受规模限制短期高企



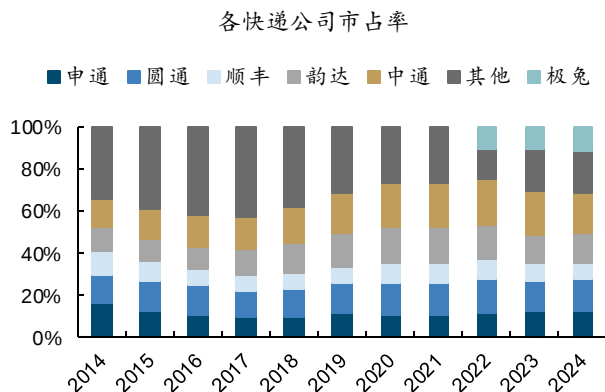
来源：公司公告，国金证券研究所

四、中国业务——业务结构改善初显，盈利修复与投入协同推进

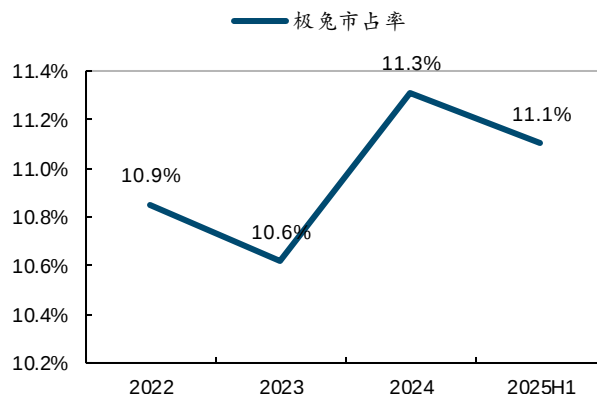
4.1 盈利结构持续修复，2024 年实现全面转正

份额居第一梯队，公司站稳中国快递核心玩家之列。自 2022 年并购百世国内业务后，公司在中国快递市场的市占率由此前的约 7% 迅速提升至 11%，并连续三年维持稳定。从趋势看，公司已稳定跻身国内头部阵营，在“通达系”格局下公司形成差异化存在。凭借在电商客户、网络密度和价格策略上的协同优势，公司有望在存量竞争中持续夯实其市场份额基础。

图表45：公司市场份额进入第一梯队



图表46：公司近三年市占率维持在 11% 左右



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国家邮政局，国金证券研究所

收入规模方面，快递企业呈现分化。收入端，圆通、申通及韵达在 2020-2024 年期间均保持稳定增长，圆通 2024 年收入达到 690.3 亿元，规模领先；申通与韵达分别为 471.7 亿元和 485.4 亿元，保持中等体量。极兔（中国）自 2022 年进入后，实现了快速扩张，2023 年收入已达 370 亿元，2024 年进一步提升至 459 亿元，展现出高成长性。相较之下，中通凭借较高的基数和稳健增长，2024 年收入达到 442.8 亿元，绝对规模略低于圆通，主要系口径不含派费。

收入增速方面，极兔表现突出。极兔在 2022-2023 年间实现 27.66% 和 22.16% 的快速扩张，尽管 2025H1 增速回落至 4.6%，但仍高于部分传统龙头。相比之下，圆通和中通增速逐渐趋于稳定，2025H1 分别为 10.19% 和 9.85%。

盈利能力差异显著。毛利率方面，中通持续保持行业最高水平，2022-2023 年分别为 25.55% 与 30.36%，显著领先于同业。圆通毛利率维持在 9-11% 区间，表现相对稳健；韵达基本维持在 9-10% 水平；申通则偏低，长期徘徊在 3-6% 之间。极兔在初期扩张阶段毛利率承压，

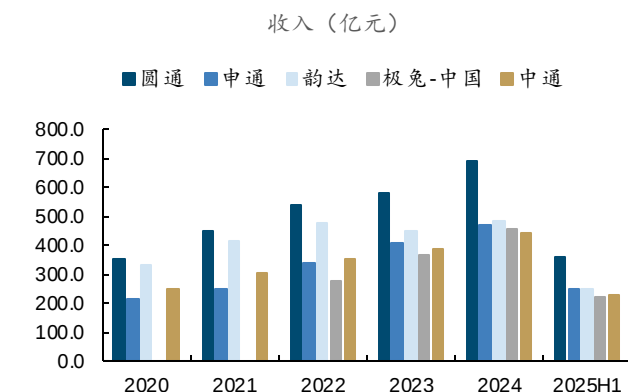


2022 年为-16.23%，但在 2023 年扭亏并逐步改善至 2024 年的 6.61%，显示出规模效应释放下的盈利修复趋势。

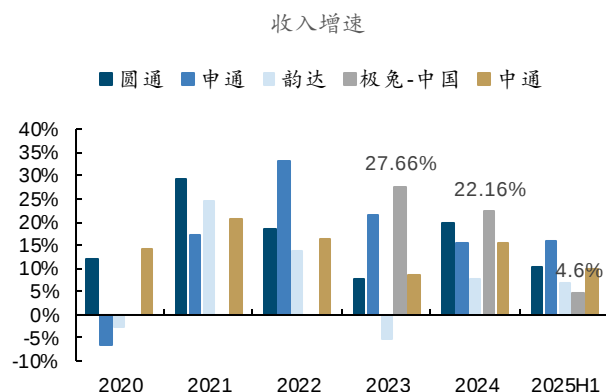
整体来看，中通凭借稳定的高毛利率和稳健的收入增长，确立了行业龙头地位；圆通在规模和增速上保持均衡；申通处于追赶阶段，增长快但盈利能力偏弱；极兔则通过快速扩张实现份额提升，盈利能力有望进一步改善，展现出潜在弹性。

图表47：快递企业收入表现分化

图表48：极兔增长迅速

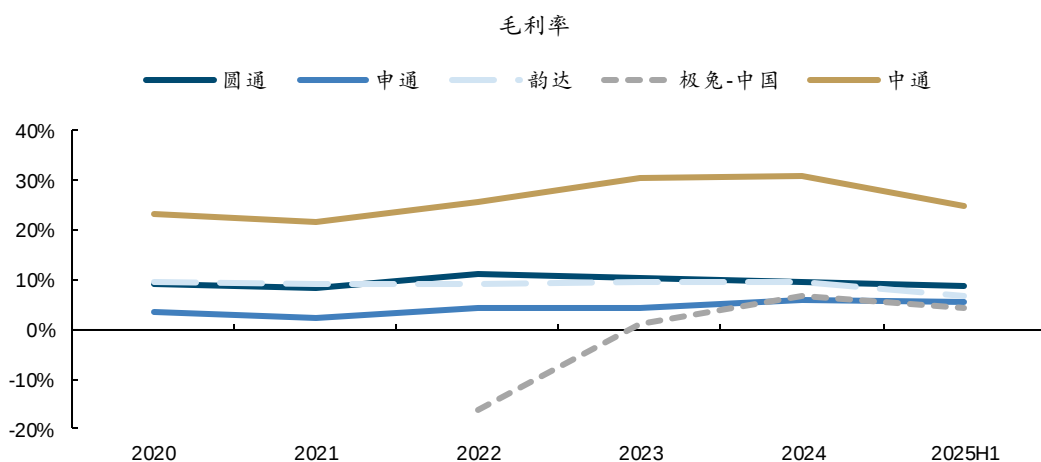


来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

图表49：极兔毛利率恢复

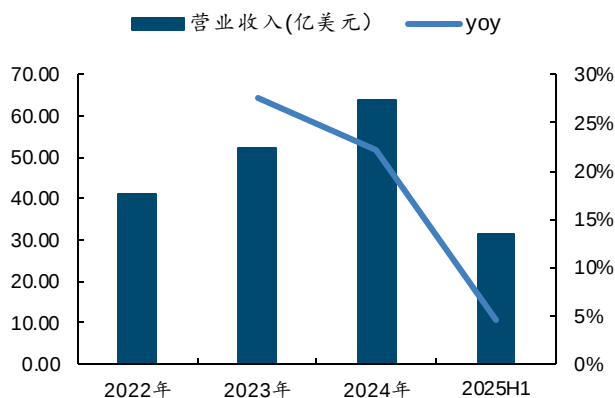


来源：wind，国金证券研究所

中国业务维持高增态势，夯实第二收入曲线。2022 - 2024 年，公司在中国市场的收入由 40.96 亿美元增长至 63.88 亿美元，年复合增速达 25%，延续强劲扩张趋势。公司中国市场前期的快速发展搭上拼多多为代表的商流发展的红利期，包裹量带动收入迅速发展。分年看，2023 年收入同比增长 27.7%，2024 年仍实现 29.1% 的双位数增长，2025H1 公司中国市场收入达到 31.37 亿美元，同比增长 4.6%。展现出较高的成长韧性，收入规模的持续扩张也为未来盈利能力改善奠定基础。

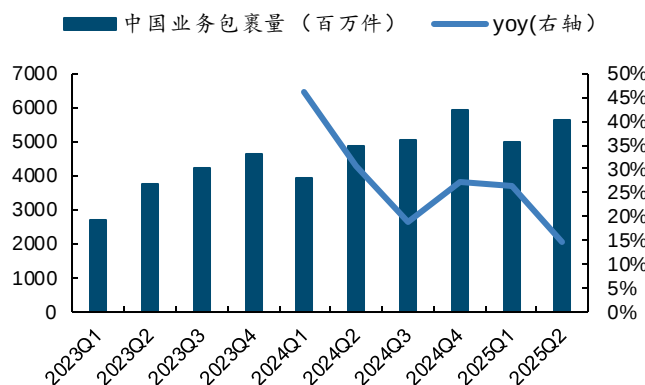


图表50：公司中国地区业务收入持续高增



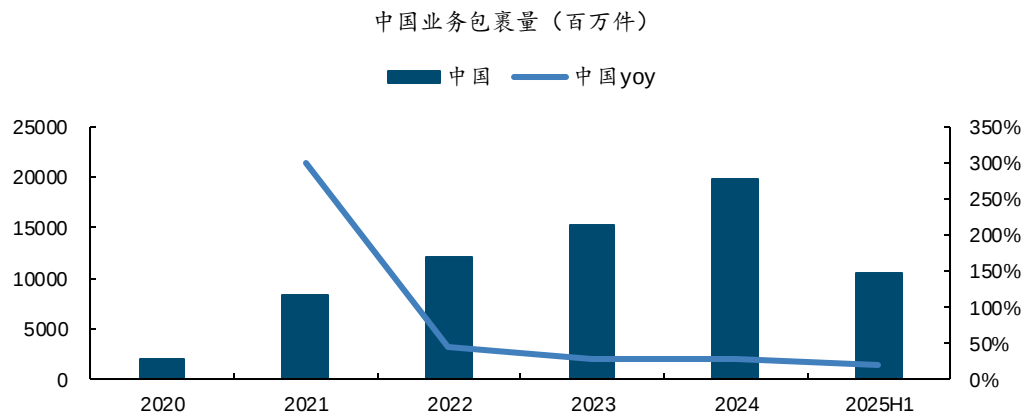
来源：Wind, 国金证券研究所

图表51：2023Q1-2025Q2 公司中国地区包裹量迅速增长



来源：Wind, 国金证券研究所

图表52：2020 年-2025H1 年公司中国地区业务年包裹增长迅速

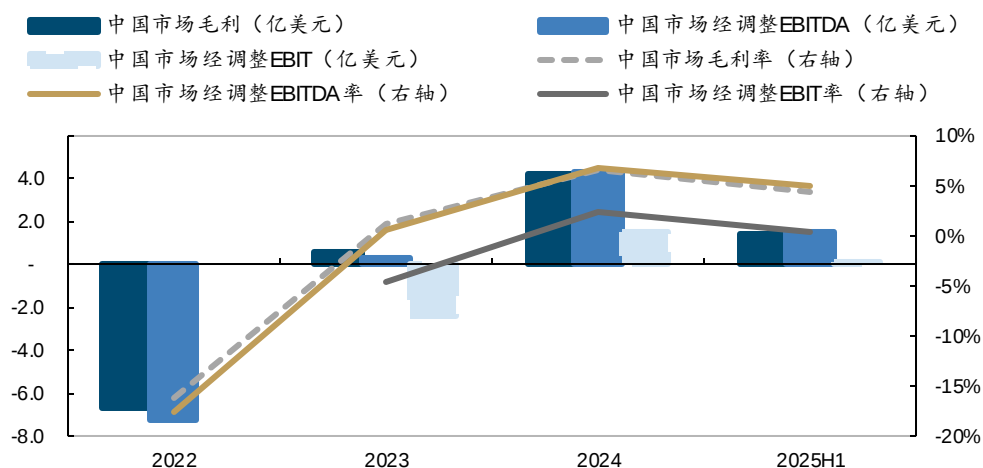


来源：公司公告, 国金证券研究所

中国市场业务盈利边际改善。随着业务规模扩大与成本优化推进，公司中国区业务盈利能力改善。根据公司公告，2022 年公司在中国区域仍处于亏损阶段，经调整毛利率、经调整 EBITDA 都为负值，反映出高成本压力与价格压力未达盈亏平衡。2023 年起盈利结构迎来边际修复，各项利润率亦均由负转正或趋于收敛，经营拐点初现。2024 年公司在中国实现盈利的全面转正，经调整 EBITDA 与经调整 EBIT 分别达 4.27 亿美元与 1.47 亿美元，对应利润率提升至 6.61%、6.69%，显示出其“以量补利”策略已在规模扩张后初步兑现。2025H1 受价格战影响，毛利率、经调整 EBITDA 与经调整 EBIT 分别为 4.5%、4.9%和 0.4%。



图表53: 公司中国市场盈利边际改善

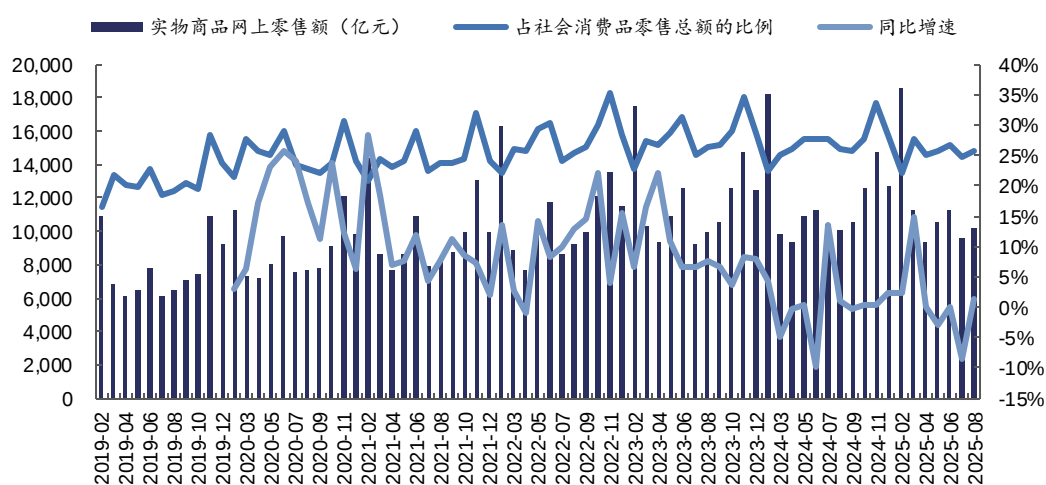


来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 中国快递市场持续扩容, 直播电商驱动新增量

上游电商维持增长态势, 为快递行业提供稳固支撑。中国电商零售额占社会消费品的旺季占比接近 35%, 淡季维持在 25%左右。整体电商市场延续高位运行, 消费线上化趋势的长期韧性明显, 线上渠道在活动促销驱动与国补下保持活跃。作为电商物流的核心环节, 快递行业有望持续受益于上游需求的稳定释放。

图表54: 中国电商零售占比维持高位

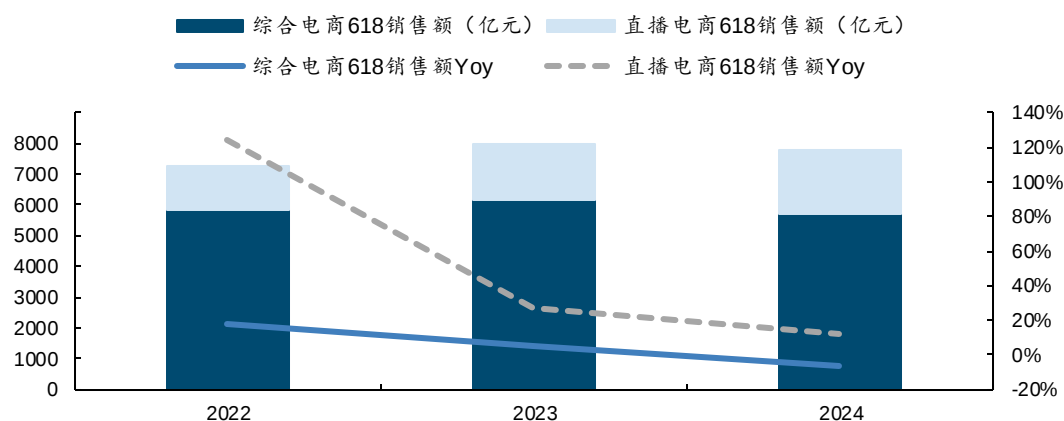


来源: Wind, 国金证券研究所

视频电商快速扩张, 助推快递件量结构性上行。从 618 数据来看, 尽管 2024 年中国整体电商增速放缓, 全网销售总额和综合电商销售额承压, 但视频电商展现出显著的逆势增长特征。根据艾瑞咨询, 2024 年直播电商 618 销售额达 2068 亿元, 同比增长 12.1%, 保持稳健扩张。视频电商凭借高频次、即时性与强带货特性, 显著提升了订单分散度与配送频次, 成为驱动快递行业新增量的重要力量。随着内容平台与电商平台深度融合, 短视频与直播带货场景渗透持续深化, 有望支撑中长期快递需求稳步增长。



图表55：直播电商贡献电商新增量

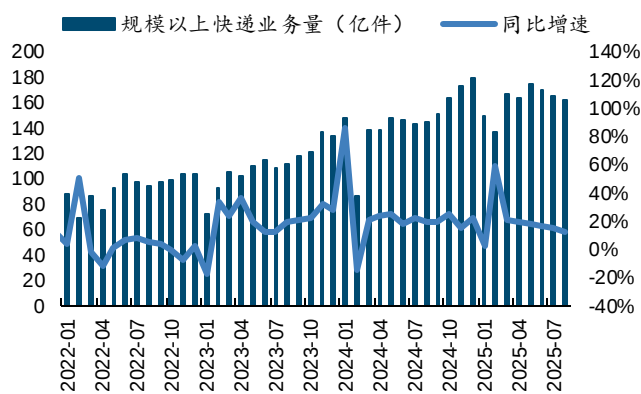


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

快递业务量维持双位数增长，市场需求保持韧性。2025 年 8 月，全国规模以上快递业务量达 161.5 亿件，同比增长 12.3%。从趋势看，尽管基数抬升，整体需求增长韧性犹存，反映出电商端仍具强支撑力。结合视频电商渠道活跃等因素，预计下半年快递业务量仍有望维持稳健增长，支撑行业整体收入扩容。

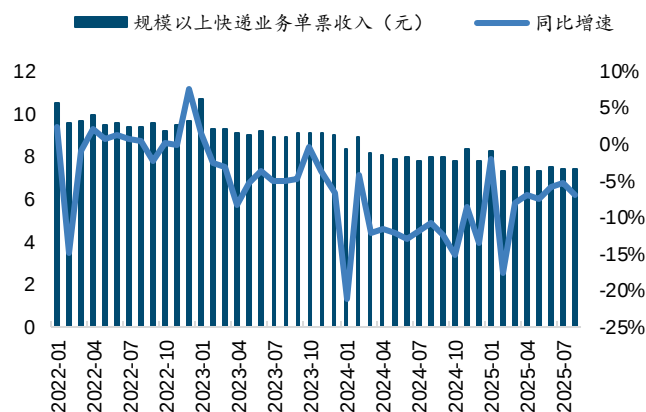
价格竞争承压持续，但行业“反内卷”趋势下价格中枢有望企稳。2025 年以来快递行业延续降价趋势，反映出行业仍处于价格换规模的竞争阶段。而从 8 月初开始，广东地区开始实行快递反内卷政策，政策提高快递低价同时保持各个厂商份额，2025 年 8 月，全国规模以上快递单票收入为 7.37 元，环比提升 0.01 元，短期来看，有利于国内所有快递玩家盈利修复，行业盈利中枢有望企稳回升。

图表56：中国快递业务量持续高增



来源：Wind，国金证券研究所

图表57：8 月中国快递单票收入环比提升



来源：Wind，国金证券研究所

4.3 盈利反转的底层逻辑：规模红利兑现与资本开支协同驱动

中国区盈利修复背后，本质是规模红利释放与成本优化协同转化。公司中国区盈利改善的实质，在于规模扩张所带来的边际成本递减，以及基础设施与组织优化对成本结构的协同改造。

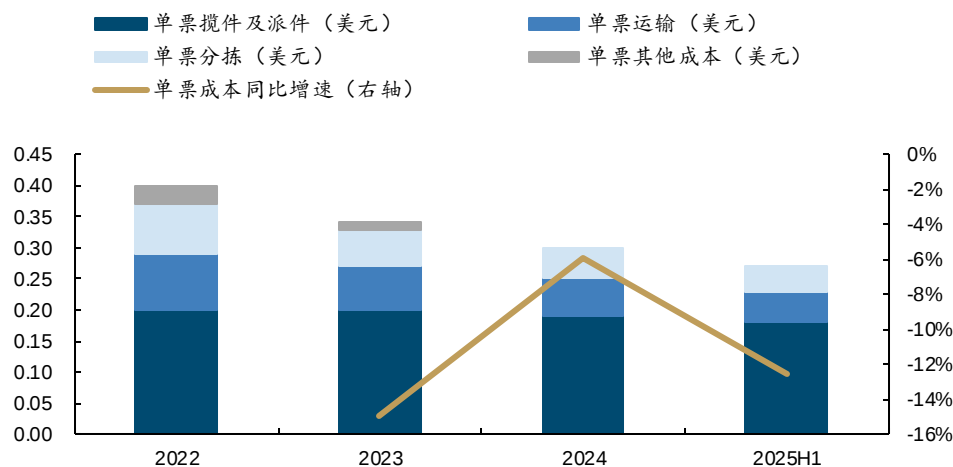
规模红利释放推动单票成本下行。随着快递业务量持续扩大，公司 2024 年在中国包裹处理量同比增长 29.1%，达到 198 亿件，带动各环节单票成本持续下行。整体来看，公司单票成本由 2022 年的 0.40 美元降至 2024 年的 0.32 美元，累计降幅达 20%；其中 2023 年降幅为 15.0%，2024 年继续下降 5.9%，边际改善趋势延续。2025H1 延续这一趋势，单票成本降低至 0.28 美元，降幅约 12.5%。

分项来看，运输与分拣成本优化最为明显，2022-2024 年单票运输成本由 0.09 美元降至 0.06 美元，分拣成本由 0.08 美元降至 0.05 美元，分别下降 33%与 38%，反映出自有车辆配置提升与自动化设备投入的成效；同时，揽派环节亦保持稳健，单票揽件及派件成本由



0.20 美元小幅降至 0.19 美元。公司通过规模扩张撬动全链条履约效率提升，单票成本体系逐步夯实，为中国区盈利能力的修复提供坚实支撑。2025H1，单票运输成本降至 0.05 美元，单票分拣成本降至 0.04 美元。

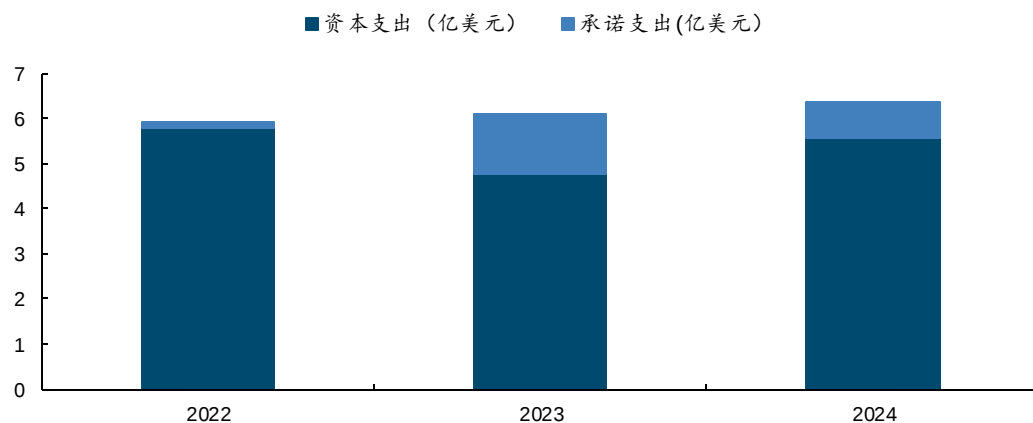
图表58：公司中国业务单票成本持续下降



来源：公司公告，国金证券研究所

在中国业务端，公司持续加大资本投入，夯实履约基础设施建设。2022 - 2024 年，公司年度资本支出及承诺支出合计分别为 5.9、6.1 和 6.4 亿美元，呈现稳步增长趋势。其中，中国地区自有车辆数量自 2023Q4 的 3800 辆提升至 2025Q2 的 4900 辆，占比由 61%提升至 75%，干线运输能力持续增强。与此同时公司自动化分拣线持续扩容，2023Q4 - 2025Q2 数量由 199 条提升至 270 条，设备投入节奏平稳，效率稳步提升。

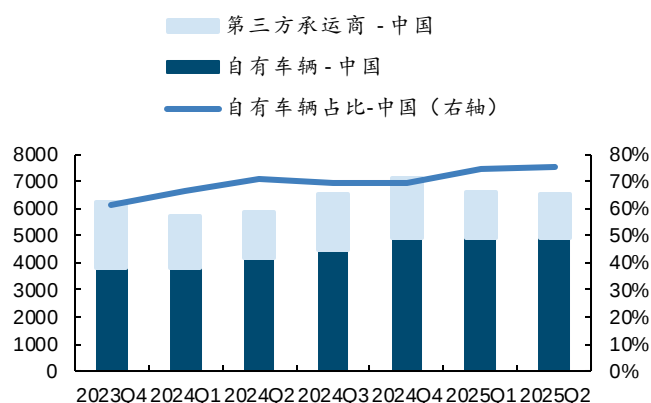
图表59：公司资本开支持续增加



来源：公司公告，国金证券研究所

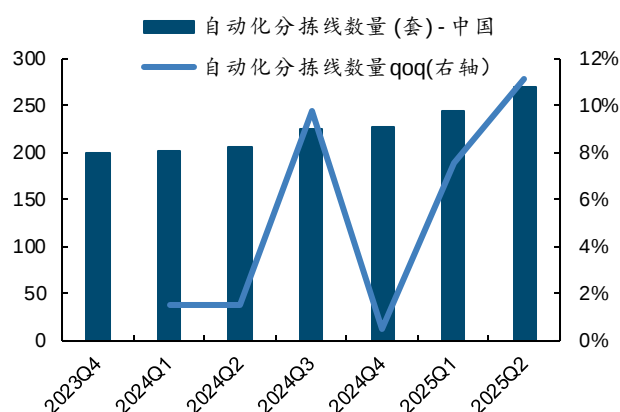


图表60：公司中国自有车辆占比持续增加



来源：公司公告，国金证券研究所

图表61：公司自动化分拣线持续扩容



来源：公司公告，国金证券研究所

除干线运力与设备端布局外，公司亦同步推进枢纽网络建设，强化转运基础保障。公司自建的扬州转运中心已于2024年双11前投入运营，广州转运中心亦将于2025年起进入使用阶段。配套设施的持续完善将进一步支撑公司网络密度与作业效率提升，为单票成本的持续优化提供有力支撑。

图表62：公司自建扬州转运中心

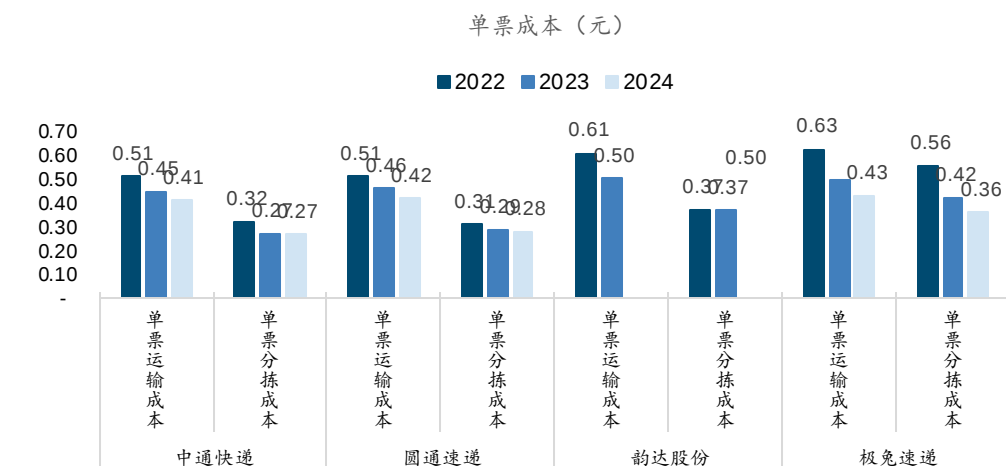


来源：公司公告，国金证券研究所

资本开支持续推进降本进程，公司单票成本稳步下行。单票成本延续下降趋势，公司缩窄与通达差距，2023-2024年，公司单票成本实现持续下行，降幅在通达系中处于领先水平。虽然目前公司单票成本高于竞争对手，但公司降本幅度明显优于主流竞争对手。我们认为，随着自有资产和自动化能力提升，以及未来包裹规模持续增长，公司降本仍具释放空间，有望在成本端持续缩窄与通达系的差距。



图表63：公司成本降幅较为明显



来源：各公司公告，国金证券研究所 备注：比较口径为核心单票运输和分拣成本。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

（1）东南亚区收入和成本预测：

公司连续五年占据东南亚快递行业龙头，公司凭借自身运营竞争优势，叠加东南亚电商市场增速高以及东南亚地理区位特点，我们认为公司增长动能有望持续。预计 2025-2027 年公司东南亚区包裹量同比+56%、+40%、+28%。

随着降本增效推进及规模效应释放，东南亚区单票成本呈下降趋势，预计 2025-2027 年分别-12.5%、-6%、-4%；考虑行业集中度高于中国市场，价格战激烈程度较弱，公司单票收入随成本下降并保持单票毛利基本持平，预计 2025-2027 年分别-12%、-8%、-6%。

预计 2025-2027 年东南亚区收入同比分别+37%、+32%、+22%，毛利率分别为 20.1%、21.8%、22.8%。

图表64：2025-2027 年东南亚区营业收入和营业成本预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿美元）	23.82	26.33	32.21	44.22	58.19	70.76
yoy		10.6%	22.3%	37.3%	31.6%	21.6%
营业成本（亿美元）	19.06	21.63	25.88	35.32	45.49	54.65
毛利率	20.0%	17.9%	19.7%	20.1%	21.8%	22.8%
毛利润（亿美元）	4.76	4.70	6.33	8.89	12.69	16.11
包裹量（百万件）	2513	3240	4563	7119	9966	12757
yoy		28.9%	40.8%	56.0%	40.0%	28.0%
单票收入（美元）	0.95	0.81	0.71	0.621	0.58	0.56
yoy		-14.2%	-13.2%	-12.0%	-6.0%	-4.0%
单票成本（美元）	0.76	0.67	0.57	0.50	0.46	0.43
yoy		-12.0%	-15.1%	-12.5%	-8.0%	-6.2%
单票毛利（美元）	0.19	0.15	0.14	0.12	0.13	0.13
yoy		-23.4%	-4.4%	-10.0%	2.0%	3.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

（2）新市场收入和成本预测

在庞大消费潜力与高成长预期支撑下，新市场正成为全球跨境电商平台重点开拓的新兴阵地，新市场电商渗透率较低，成长空间大。预计 2025-2027 年公司新市场包裹量同比分别



+31%、+28%、+26%。

预计 2025 年单票收入上升，主要系参考 2025H1 趋势，背后原因为新市场不同国家客户结构改变影响单票收益。预计随着规模效应释放，未来单票成本有望下降，单票收入随之下降。预计 2025-2027 年单票收入分别同比+8%、-1%、-1%；单票成本分别同比-4%、-2%、-1%。

预计 2025-2027 年新市场收入同比分别+42%、+27%、+25%，毛利率分别为 15.5%、15.9%、16.3%。

图表65：2025-2027 年新市场营业收入和营业成本预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿美元）	0.82	2.27	5.76	8.14	10.32	12.87
yoy		299.7%	76.1%	41.5%	26.7%	24.7%
营业成本（亿美元）	1.01	3.25	5.46	6.88	8.68	10.78
毛利率	-23.3%	0.5%	5.2%	15.5%	15.9%	16.3%
毛利润（亿美元）	-0.19	0.02	0.30	1.26	1.64	2.09
包裹量（百万件）	49	230	281	368	472	594
yoy		369.4%	22.3%	31.0%	28.0%	26.0%
单票收入（美元）	1.67	1.42	2.05	2.211	2.19	2.17
yoy		-14.9%	44.0%	8.0%	-1.0%	-1.0%
单票成本（美元）	2.05	1.41	1.94	1.868	1.84	1.81
yoy		-31.0%	37.3%	-3.8%	-1.5%	-1.4%
单票毛利（美元）	(0.381)	0.007	0.105	0.343	0.348	0.352
yoy		-101.9%	1370.5%	224.9%	1.5%	1.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

（3）中国区收入和成本预测：

考虑电商包裹小件化以及直播电商的迅速发展，预计 2025-2027 年公司中国区包裹量同比+16%、+14%、+12%。

随着规模扩张所带来的边际成本递减，以及基础设施投入对成本结构的协同改造，公司中国快递单票成本有望持续下降，预计 2025-2027 年单票成本分别-6%、-2%、-2%，其中 2025 年预测值参考 2025H1 单票成本数据（0.28 美元）。同时，价格端，随着反内卷政策的持续推进，中国区快递单票收入有望企稳，预计 2025-2027 年单票收入分别-8%、-2%、-1%。

预计 2025-2027 年中国区收入同比分别+7%、+12%、+11%，毛利率分别为 5%、5%、6%。

图表66：2025-2027 年中国区营业收入和营业成本预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿美元）	40.96	52.29	63.88	68.17	76.16	84.45
yoy		27.7%	22.2%	6.7%	11.7%	10.9%
营业成本（亿美元）	47.61	51.70	59.66	64.80	72.14	79.47
毛利率	-16.2%	1.1%	6.6%	5.0%	5.3%	5.9%
毛利润（亿美元）	-6.65	0.59	4.22	3.38	4.02	4.98
包裹量（百万件）	12026	15341	19801	22969	26185	29327
yoy		27.6%	29.1%	16.0%	14.0%	12.0%
单票收入（美元）	0.34	0.34	0.32	0.30	0.29	0.29
yoy		0.1%	-5.4%	-8.0%	-2.0%	-1.0%
单票成本（美元）	0.40	0.34	0.30	0.28	0.28	0.27
yoy		-14.9%	-10.6%	-6.4%	-2.3%	-1.6%
单票毛利（美元）	(0.06)	0.00	0.02	0.01	0.02	0.02
yoy		-106.9%	456.3%	-31.1%	4.4%	10.6%

来源：公司公告，国金证券研究所



综上，预计 2025-2027 年营业收入同比分别+18%、+19%、+17%，毛利率分别为 11%、13%、14%。

图表67：2025-2027 年营业收入与营业成本预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿美元）	72.67	88.49	102.59	121.12	144.67	168.82
YoY	49.8%	8%	15.9%	18.1%	19.4%	16.7%
毛利（亿美元）	-2.70	4.73	10.78	13.62	18.36	23.93
毛利率	-3.7%	5.3%	10.5%	11.2%	12.7%	14.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

费用率方面，预计 2025-2027 年公司销售、一般行政开支率均为 7.0%，研发费用率均为 0.5%。其中预计 2025 年公司销售、一般及行政开支率降至 7%，主要系参考 2025H1 数据（7%），背后原因为公司东南亚部分代理区整合统一管理。

图表68：2025-2027 年费用率预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售、一般及行政开支率	15.1%	24.4%	8.1%	7.0%	7.0%	7.0%
研发费用率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

来源：wind，国金证券研究所

5.2 估值分析与投资建议

公司未来将显著受益中国电商出海红利，相比多数仍以单一市场为主的可比公司，公司成长空间更广、增速更快。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.05 亿美元、5.25 亿美元、8.25 亿美元，2024-2027 年 CAGR 为 102%。考虑公司业绩增速较高，享有估值溢价，给予 2026 年 25 倍 PE，目标价为 11.37 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

图表69：可比公司估值

股票代码	股票名称	市值 (亿港元)	归母净利润（亿港元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
6936.HK	顺丰控股	1,838	109.8	129.5	149.8	170.0	16.7	14.2	12.3	10.8
9699.HK	顺丰同城	127	1.4	3.3	5.8	9.0	88.5	38.9	21.8	14.1
	平均数						52.6	26.5	17.0	12.5
1519.HK	极兔速递-W	878	7.8	23.7	40.8	64.1	112.5	37.0	21.5	13.7

来源：wind，国金证券研究所 备注：股价日期为 2025 年 9 月 23 日，可比公司盈利预测采用 wind 一致预期。

六、风险提示

东南亚市场增速不及预期。东南亚市场为公司海外成长的核心驱动力，若区域电商渗透率放缓、平台竞争格局剧烈变化，或消费者需求不及预期，可能导致包裹量与营收增长承压，公司新市场盈利改善进度放缓。

中国区竞争压力加剧风险。中国快递市场价格敏感度高，若头部玩家降价抢量或平台流量政策调整导致业务波动，公司在中国区域的单票收入或利润水平可能承压，进而影响整体盈利表现。

新市场拓展不及预期。新市场（如拉美）作为公司未来增长的潜在增量区域，目前处于初期投入阶段，业务尚未规模化，若市场竞争加剧、准入政策收紧或本地履约网络搭建不及预期，可能影响公司在新区域的盈利验证与复制进度。

平台客户体系变动风险。公司在中国与东南亚地区主要依赖头部电商平台实现高频订单覆盖，若平台履约体系调整、自建物流边界扩大或合作条款变更，均可能影响公司订单规模与服务稳定性。

关税风险。关税政策变动可能影响跨境电商业务量，若公司服务的平台存在跨境电商业务，则公司的包裹量可能受到影响。

成本控制风险。公司当前成本效率持续优化，盈利改善依赖单票成本下降及履约费用控制。若中短期内租金、人工、运输等成本大幅波动，可能影响整体盈利改善节奏。


附录：三张报表预测摘要
损益表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,267	8,849	10,259	12,112	14,467	16,882
增长率	49.8%	21.8%	15.9%	18.1%	19.4%	16.7%
主营业务成本	7,538	8,376	9,181	10,750	12,632	14,490
%销售收入	103.7%	94.7%	89.5%	88.8%	87.3%	85.8%
毛利	-270	473	1,078	1,362	1,836	2,393
%销售收入	-3.7%	5.3%	10.5%	11.2%	12.7%	14.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,096	2,157	827	844	1,008	1,177
%销售收入	15.1%	24.4%	8.1%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	44	46	49	59	71	83
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	1,661	-1,059	215	474	774	1,154
%销售收入	22.9%	-12.0%	2.1%	3.9%	5.4%	6.8%
财务费用	77	80	86	97	96	89
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.5%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-1,447	-1,742	191	447	742	1,117
营业利润率	-19.9%	-19.7%	1.9%	3.7%	5.1%	6.6%
营业外收支						
税前利润	1,583	-1,139	129	377	678	1,065
利润率	21.8%	-12.9%	1.3%	3.1%	4.7%	6.3%
所得税	11	17	15	30	81	128
所得税率	0.7%	-1.5%	12.0%	8.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,573	-1,156	114	347	597	937
少数股东损益	-84	-55	13	42	72	112
归属于母公司的净利润	1,656	-1,101	101	305	525	825
净利率	22.8%	n.a	1.0%	2.5%	3.6%	4.9%

现金流量表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,656	-1,101	101	305	525	825
少数股东损益	-84	-55	13	42	72	112
非现金支出	-2,454	756	164	153	179	215
非经营收益						
营运资金变动	-227	205	65	44	92	99
经营活动现金净流	-520	342	807	674	984	1,349
资本开支	-581	-475	-555	-450	-600	-750
投资	-315	-322	-30	0	0	0
其他	36	-62	12	-46	32	37
投资活动现金净流	-860	-859	-574	-496	-568	-713
股权募资	248	701	-19	0	0	0
债权募资	731	-62	70	0	0	0
其他	-98	-138	-150	-139	-139	-139
筹资活动现金净流	881	501	-100	-139	-139	-139
现金净流量	-598	-21	114	43	282	502

资产负债表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,504	1,483	1,597	1,640	1,921	2,423
应收款项	1,215	1,394	1,737	2,043	2,411	2,780
存货	29	35	22	36	42	48
其他流动资产	98	225	257	265	274	284
流动资产	2,846	3,137	3,613	3,983	4,649	5,535
%总资产	48.0%	47.5%	49.5%	49.6%	51.1%	52.6%
长期投资	4	3	2	2	2	2
固定资产	994	1,087	1,294	1,403	1,547	1,725
%总资产	16.7%	16.5%	17.7%	17.5%	17.0%	16.4%
无形资产	1,442	1,417	1,537	1,708	1,975	2,337
非流动资产	3,089	3,464	3,682	4,040	4,451	4,990
%总资产	52.0%	52.5%	50.5%	50.4%	48.9%	47.4%
资产总计	5,936	6,601	7,295	8,023	9,100	10,525
短期借款	77	211	263	263	263	263
应付款项	484	467	590	687	807	926
其他流动负债	1,170	1,407	1,565	1,840	2,196	2,561
流动负债	1,732	2,085	2,418	2,790	3,266	3,749
长期贷款	1,021	1,071	1,321	1,321	1,321	1,321
其他长期负债	8,167	966	1,034	1,038	1,038	1,038
负债	10,920	4,122	4,772	5,149	5,625	6,108
普通股股东权益	-4,847	2,750	2,825	3,135	3,665	4,494
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	-4,574	3,012	3,193	3,503	4,033	4,862
少数股东权益	-137	-270	-303	-261	-190	-77
负债股东权益合计	5,936	6,601	7,295	8,023	9,100	10,525

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.74	-0.26	0.01	0.03	0.06	0.09
每股净资产	-0.54	0.31	0.32	0.35	0.41	0.50
每股经营现金净流	-0.06	0.04	0.09	0.08	0.11	0.15
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-34.17%	-40.04%	3.56%	9.74%	14.33%	18.35%
总资产收益率	27.90%		1.38%	3.81%	5.77%	7.84%
投入资本收益率	-42.45%	-28.57%	4.60%	9.79%	13.47%	16.92%
增长率						
主营业务收入增长率	49.79%	21.77%	15.93%	18.06%	19.44%	16.70%
EBIT 增长率	127.54%	-163.76%	120.27%	120.97%	63.21%	49.04%
净利润增长率	127.39%	-166.48%	109.13%	203.60%	71.99%	57.09%
总资产增长率	-9.31%	11.22%	10.50%	9.99%	13.43%	15.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.0	21.8	21.7	22.1	22.0	22.3
存货周转天数	1.4	1.4	1.1	1.0	1.1	1.1
应付账款周转天数	25.3	20.4	20.7	21.4	21.3	21.5
固定资产周转天数	51.3	42.3	41.8	40.1	36.7	34.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-155.39%	28.84%	36.41%	30.65%	17.25%	2.21%
EBIT 利息保障倍数	16.7	-10.1	1.7	3.4	5.6	8.3
资产负债率	183.97%	62.44%	65.42%	64.18%	61.81%	58.03%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究