

极兔速递-W (01519.HK)

东南亚盈利基石稳固，新市场增长蓝图展开

全球布局的快递黑马，三区域共驱高成长。极兔速递是一家从东南亚崛起，并成功拓展至中国及拉美中东的全球化快递企业，快递网络覆盖了13个国家，当前，核心投资逻辑在于，公司正同时享受东南亚电商及社媒平台崛起、中国的“反内卷”下盈利修复与标准输出以及新市场电商的爆发式增长三重红利。

东南亚：盈利压舱石，乘社交电商东风而上。东南亚是公司的起家市场和利润“压舱石”，市占率稳居行业第一。2025年，公司成功把握了TikTok Shop在东南亚爆发式增长的战略机遇，通过深度合作承接其主流件量，驱动市场份额持续提升至32.8%（2025H1）。东南亚2025年前三季度包裹量同比增长65%，2025年上半年经调整EBIT同比增长74%。通过持续的成本优化和运营经验赋能，在获取市场份额的同时保持了健康的盈利能力，东南亚市场有望在未来5年持续保持较高增长速度，并贡献主要的利润增量。

中国：规模基本盘，海外标准输出基地。中国市场贡献了公司约75%的包裹量。公司在中国形成的先进、成熟的快递技术和经验，正被体系化的赋能到东南亚和新市场，帮助在海外各国取得技术和经验优势，不断降低成本，提升海外竞争力与全球区域优势协同。此外，2025年上半年行业价格竞争加剧导致中国区盈利承压，但随着下半年中国快递行业“反内卷”推进及多地提价落地，快递单票收入已明显回升，中国区盈利有望改善。

新市场：卡位蓝海潜力无限。拉美、中东新市场GDP总量与人均水平平均高于东南亚，但电商渗透率低，发展潜力巨大，2025年电商市场正加速增长。凭借其成熟的区域代理模式和全球化网络能力，公司在新市场已与美客多、TikTok Shop等头部平台或新兴平台合作，在格局尚处分散的市场中稳步提升份额，2025年前三季度，新市场包裹量同比增长31%；2025年上半年，新市场首次实现经调整EBITDA转正，运营步入正轨；随着业务量高速增长带来规模效应，有望在2025年实现经调整EBIT扭亏为盈。中长期看，新市场正逐步成为公司成长的重要引擎。

投资建议：东南亚与新市场的电商红利带来的业务规模增长，中国的盈利能力改善，将共同驱动公司未来业绩高增。我们预测极兔速递2025-2027年经调整净利润分别为3.71/5.71/7.64亿美元，分别同比增长85.2%/54.0%/33.8%，对应经调整EPS分别为0.040/0.061/0.083美元/股。考虑到公司在东南亚市场与拉美中东市场的高成长性应享有估值溢价，我们给予公司26年目标P/E 27x，结合公司2026年经调整EPS预测0.061美元/股，对应合理估值12.90港元。给予“买入”评级。

风险提示：海外增长不及预期，价格竞争加剧，成本大幅上涨，海外政策波动等风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	8,849	10,259	11,869	13,611	15,442
增长率 yoy (%)	21.8	15.9	15.7	14.7	13.5
归母净利润(百万美元)	-1,101	101	267	481	673
增长率 yoy (%)	-166.5	109.1	165.5	80.2	39.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.12	0.01	0.03	0.05	0.08
净资产收益率 (%)	-40.0	3.6	8.6	13.4	15.8
P/E (倍)	-10.8	117.9	44.4	24.6	17.6
P/B (倍)	4.3	4.2	3.8	3.3	2.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年12月30日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	物流
12月30日收盘价(港元)	10.27
总市值(百万港元)	92,200.14
总股本(百万股)	8,977.62
其中自由流通股(%)	99.11
30日日均成交量(百万股)	22.29

股价走势



作者

分析师 罗月江
执业证书编号：S0680525030001
邮箱：luoyuejiang@gszq.com
研究助理 谭伊珊
执业证书编号：S0680125110005
邮箱：tanyishan@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3137	3613	4157	5032	6128
现金	1483	1597	1924	2504	3289
应收票据及应收账款	556	680	758	870	987
其他应收款	838	1057	1187	1361	1544
预付账款	0	0	0	0	0
存货	35	22	24	27	30
其他流动资产	225	257	264	271	278
非流动资产	3464	3682	3858	3945	4023
长期投资	726	573	573	573	573
固定资产	1087	1294	1403	1500	1587
无形资产	1417	1537	1526	1516	1507
其他非流动资产	234	277	356	356	356
资产总计	6601	7295	8015	8977	10151
流动负债	2085	2418	2797	3204	3629
短期借款	211	263	313	363	413
应付票据及应付账款	467	590	681	775	874
其他流动负债	1407	1565	1803	2067	2343
非流动负债	2037	2354	2409	2459	2509
长期借款	1071	1321	1371	1421	1471
其他非流动负债	966	1034	1038	1038	1038
负债合计	4122	4772	5206	5663	6138
少数股东权益	-270	-303	-289	-269	-248
股本	0	0	0	0	0
资本公积	9062	9062	9062	9062	9062
留存收益	-6127	-6026	-5597	-5111	-4433
归属母公司股东权益	2750	2825	3097	3583	4261
负债和股东权益	6601	7295	8015	8977	10151

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	342	807	783	962	1167
净利润	-1101	101	267	481	673
折旧摊销	483	478	303	313	322
财务费用	105	126	112	116	119
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	205	65	112	61	65
其他经营现金流	651	38	-12	-9	-12
投资活动现金流	-859	-574	-448	-371	-367
资本支出	-475	-555	-400	-400	-400
长期投资	-207	153	0	0	0
其他投资现金流	-177	-171	-48	29	33
筹资活动现金流	501	-100	-12	-16	-19
短期借款	134	51	50	50	50
长期借款	50	249	50	50	50
普通股增加	701	-19	0	0	0
资本公积增加	7586	181	272	486	678
其他筹资现金流	-7970	-562	-384	-602	-797
现金净增加额	-21	114	327	580	785

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8849	10259	11869	13611	15442
营业成本	8376	9181	10660	12123	13674
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	2157	827	795	810	842
研发费用	46	49	53	59	66
财务费用	80	86	61	57	49
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	684	24	26	29	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-1742	191	347	604	843
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-1139	129	312	576	826
所得税	17	15	31	75	132
净利润	-1156	114	281	501	694
少数股东损益	-55	13	14	20	21
归属母公司净利润	-1101	101	267	481	673
EBITDA	-576	693	676	947	1197
EPS (元/股)	-0.12	0.01	0.03	0.05	0.08

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.8	15.9	15.7	14.7	13.5
营业利润(%)	-20.4	111.0	81.2	74.3	39.5
归属母公司净利润(%)	-166.5	109.1	165.5	80.2	39.9
获利能力					
毛利率(%)	5.3	10.5	10.2	10.9	11.4
净利率(%)	-12.4				4.4
ROE(%)	-40.0	3.6	8.6	13.4	15.8
ROIC(%)	-28.6	4.6	7.5	10.8	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	62.4	65.4	65.0	63.1	60.5
净负债比率(%)	-8.1	-0.5	-8.6	-21.7	-35.0
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	16.5	16.6	16.5	16.7	16.6
应付账款周转率	17.6	17.4	16.8	16.7	16.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.12	0.01	0.03	0.05	0.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.09	0.09	0.11	0.13
每股净资产(最新摊薄)	0.31	0.31	0.34	0.40	0.47
估值比率					
P/E	-10.8	117.9	44.4	24.6	17.6
P/B	4.3	4.2	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	-30.7	10.1	17.2	11.8	8.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 30 日收盘价

内容目录

1.公司简介：全球快递黑马的崛起之路	5
1.1 快递出海领军者：崛起于东南亚，深耕于中国，进军拉美中东	5
1.2 业绩：东南亚为增长极，中国提质显韧，新市场蓄新动能	8
2.东南亚：基本盘稳固，乘电商新风而上	12
2.1 电商新平台崛起，带来第三方快递新机遇	12
2.2 极兔承接 TikTok Shop 主要件量，充分受益于其高速增长	14
3.中国：“反内卷”或推动盈利弹性修复	18
3.1 “反内卷”深化，竞争重心转向价值创造，行业利润修复	18
3.2 规模效应与自动化并举，成本优化打开盈利空间	19
4.新市场：从投入期到增长新引擎	22
4.1 更广阔的市场空间，电商爆发方兴未艾	22
4.2 复制成功经验，卡位新兴市场电商爆发前夜	23
5.盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测：海外电商红利与成本持续改善，共同驱动业绩高增	26
5.2 估值：采用 P/E 相对估值法进行估值，给予目标价 12.90 元	27
风险提示	28

图表目录

图表 1: 极兔的全球覆盖网络	5
图表 2: 股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）	6
图表 3: 极兔速递高管团队拥有丰富东南亚区域运营、物流行业经验	6
图表 4: 极兔区域代理模式概览	7
图表 5: 极兔速递合作客户，覆盖各国主流电商平台，积极开拓品牌客户	8
图表 6: 极兔速递在各地区收入及总收入	9
图表 7: 极兔速递在各地区经调整 EBIT 及总经调整 EBIT	9
图表 8: 2025H1 极兔收入 54.99 亿美元，同比增长 13.1%	9
图表 9: 2025H1 极兔经调整净利润达到 1.56 亿美元，同比增长 147%	9
图表 10: 利润率改善明显并持续为正	10
图表 11: 经调整销售、一般及行政费用率持续下行	10
图表 12: 极兔速递在各地区包裹量及总包裹量	10
图表 13: 极兔速递现金流持续正向运转	11
图表 14: 极兔速递资本开支保持相对平稳	11
图表 15: 东南亚电商市场零售规模 2024 年同比增长 26%	12
图表 16: 东南亚电商渗透率仍有提升空间	12
图表 17: 发展阶段比较，2024 年东南亚电商与快递发展阶段类似于 2016-2018 年的中国	13
图表 18: 2024 年东南亚各国的主要电商平台及 GMV	13
图表 19: TikTok shop 在东南亚电商市场份额快速提升	14
图表 20: TikTok Shop 2025Q2-Q3 在东南亚国家 GMV 环比大幅增长	14
图表 21: 东南亚快递行业件量 2024 年同比增长 25%	15
图表 22: 极兔速递在东南亚市场份额稳居第一并稳步增长	15
图表 23: 极兔在东南亚市场包裹量 2025 年前三季同比增长 65%	15
图表 24: 极兔东南亚收入与利润保持稳增态势	15
图表 25: 极兔东南亚单票收入、单票成本与单票 EBIT（美元/件）	16
图表 26: 极兔东南亚单票成本拆分（美元/件）	16
图表 27: 极兔东南亚自动化设备数量增加	16
图表 28: 极兔东南亚干线运输车队规模扩大	16
图表 29: 极兔速递在东南亚的收入成本及盈利预测	17
图表 30: 中国电商零售规模保持同比 6% 左右增长	18
图表 31: 中国电商包裹小件化趋势明显	18

图表 32:	国快递行业件量月同比增速逐渐减缓	19
图表 33:	“反内卷”带动行业价格降幅收窄	19
图表 34:	极兔在中国市场包裹量 2025 年前三季同比增长 16.5%	19
图表 35:	极兔中国区 25 年上半年盈利能力下滑	19
图表 36:	极兔中国单票收入、单票成本与单票 EBIT (美元/件)	20
图表 37:	极兔中国单票成本拆分 (美元/件)	20
图表 38:	极兔中国自动化设备数量增加	20
图表 39:	极兔中国干线运输车队结构优化	20
图表 40:	极兔速递在中国的收入成本及盈利预测	21
图表 41:	新市场网购渗透率仍有提升空间	22
图表 42:	TikTok Shop 在墨西哥快速开拓市场	23
图表 43:	美客多 2025 年各季度 GMV 加速增长	23
图表 44:	极兔新市场 2024 年快递件量约 45.9 亿件, 同比增长 18.6%	23
图表 45:	新市场快递行业单票价格显著高于中国和东南亚市场	23
图表 46:	极兔在新市场包裹量 2025 年前三季同比增长	24
图表 47:	极兔新市场 25 年上半年盈利能力下滑	24
图表 48:	极兔新市场单票收入、单票成本与单票 EBIT (美元/件)	24
图表 49:	极兔新市场单票成本拆分 (美元/件)	24
图表 50:	极兔速递在新市场 (拉美中东) 的收入成本及盈利预测	25
图表 51:	极兔速递盈利预测表	27
图表 52:	可比公司估值表 (PE)	28

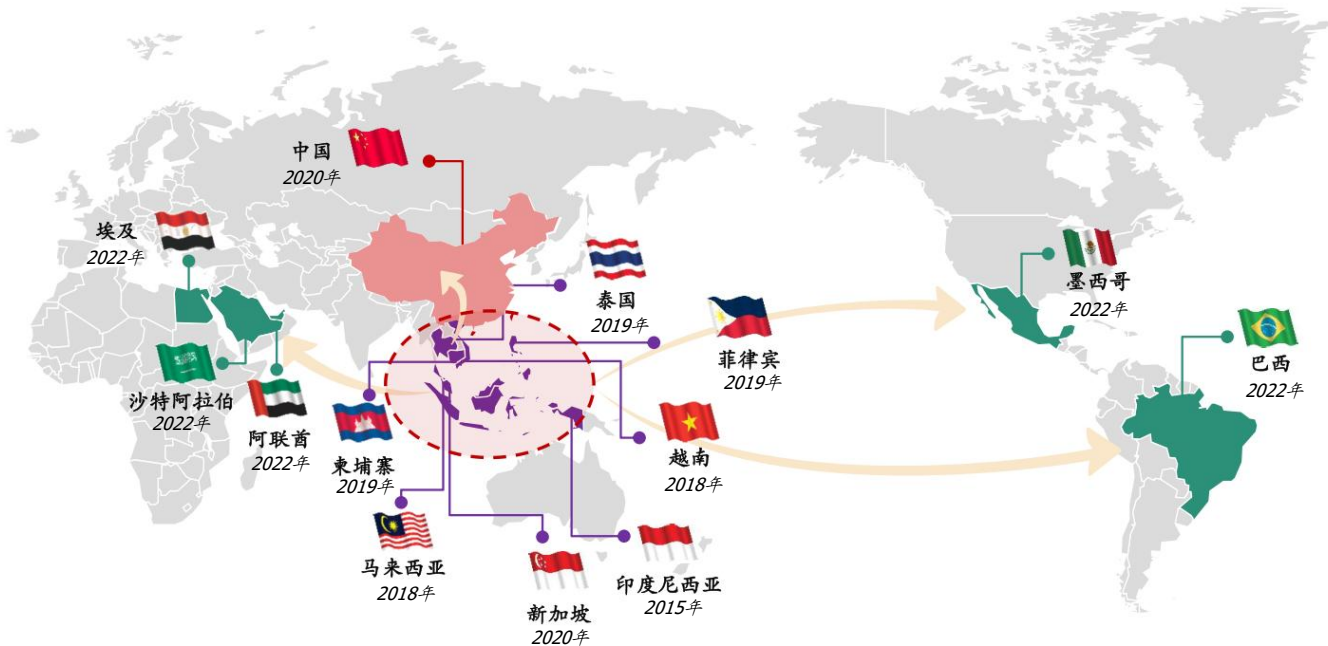
1. 公司简介：全球快递黑马的崛起之路

1.1 快递出海领军者：崛起于东南亚，深耕于中国，进军拉美中东

极兔速递是一家全球化的快递物流服务提供商，快递业务在东南亚处于领先地位，在中国短时间跻身头部地位，并且扩展至拉丁美洲及中东。公司于 2015 年在印度尼西亚起步，凭借和 OPPO 系深厚的经验及资源，迅速在东南亚各国打开局面。2017 年，公司战略转型为电商快递服务商，并开启了区域扩张之路，于 2018 年至 2020 年间陆续进入越南、马来西亚、菲律宾、泰国、柬埔寨及新加坡，完成了对东南亚主要市场的覆盖，并自 2020 年起稳居东南亚快递包裹量第一的龙头地位，2025 年上半年公司在东南亚市占率约 32.8%。

2020 年是公司全球布局的关键一年。在稳固东南亚基本盘的同时，公司通过收购上海龙邦速递获得牌照，正式进入全球最大、竞争也最激烈的中国快递市场。此后，公司通过一系列战略性并购整合快速做大规模：2021 年收购百世集团中国快递业务，2023 年收购顺丰旗下丰网速运，迅速跻身中国快递业第一梯队。与此同时，公司的全球化步伐进一步加速，于 2022 年进军沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西及埃及五个新市场，形成了覆盖全球 13 个国家的庞大网络，是快递出海的领军者。

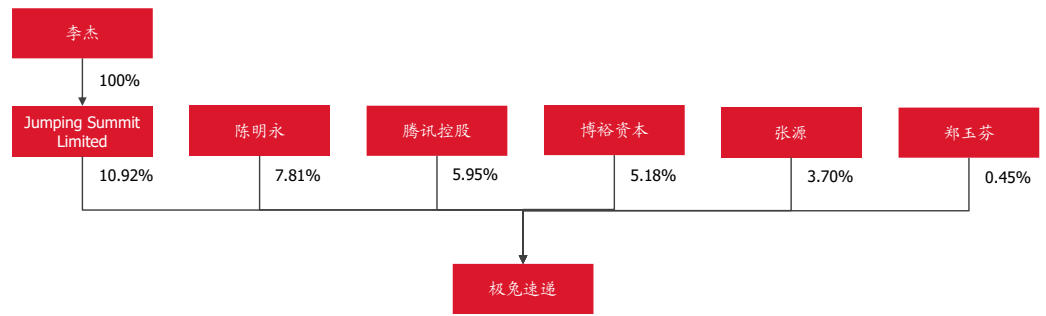
图表1：极兔的全球覆盖网络



资料来源：极兔速递 2024 年报、2025 中期业绩演示材料，国盛证券研究所

创始人李杰先生通过 AB 股结构持有公司 10.92% 的股权和 55.12% 的投票权，不同投票权架构确保了公司战略决策的稳定性和执行力。同时，公司引入了多元化的股东阵容：包括产业资本伙伴（陈明永，OPPO 创始人）、投资机构与公司（腾讯控股、博裕资本），有效整合了各方在产业资源、线上流量与资本运作方面的优势，既能保证核心控制权，又能广泛获取资源支持长期发展。

图表2: 股权结构 (截至 2025 年 6 月 30 日)



资料来源: 极兔速递 2025 年半年报, 国盛证券研究所

高管团队是公司率先在东南亚取得成功并实现全球化扩张的核心支柱。极兔高管团队的核心成员, 特别是创始人李杰先生, 在创办极兔前已在 OPPO 体系内积累了多年的东南亚市场开拓与本地化运营经验, 对印尼、马来西亚等关键市场的渠道、品牌与供应链有深厚理解。团队中还有具备超过 25 年经验的资深物流专家 (如后军仪先生), 曾任职于中外运、DHL、顺丰等国际国内领先企业, 掌握了先进的物流运营与管理知识。这种结合了深刻区域洞察与专业物流经验的管理团队, 是公司能迅速克服东南亚复杂市场挑战、成功复制商业模式并实现持续盈利的基石。

图表3: 极兔速递高管团队拥有丰富东南亚区域运营、物流行业经验

职位	姓名	履历
创始人 执行董事 首席执行官 董事会主席	李杰	李杰先生于 2015 年在印尼创立 J&T 品牌, 此后逐步向全球扩张。创立极兔之前, 李杰在 OPPO 工作超 15 年, 2013 年至 2015 年曾任 OPPO 首家海外独家销售代理 PT.Indonesia OPPO Electronics 的创始人兼 CEO, 此后负责 OPPO 在印尼、新加坡、马来西亚及日本等市场的扩张。
执行总裁	樊苏洲	樊苏州先生于 2015 年加入极兔, 并于 2015 年至 2019 年担任印尼西瓜哇岛万隆的区域代理, 2019 年起担任执行总裁。加入极兔之前, 樊先生 2009 年至 2013 年担任南京百胜欧珀通讯设备有限公司的业务主管, 负责 OPPO 产品于江苏省的销售推广; 自 2013 年至 2015 年担任 PT. Indonesia OPPO Electronics 的西瓜哇区域总经理。
副总裁	后军仪	后军仪先生于 2019 年加入极兔并担任副总裁。后先生在物流以及国内外快递行业方面拥有丰富的经验: 他在中外运、DHL Express 度过逾 15 年职业生涯后于 2010 年至 2013 年担任顺丰速运运营总监; 自 2014 年至 2015 年担任圆通速递高级运营总监; 自 2017 年至 2018 年担任上海佰颂物联网科技有限公司的联合创始人兼副总裁; 自 2018 年至 2019 年, 于圆通蛟龙集团担任承诺达特快业务部的副总经理。
首席财务官	郑世强	郑世强先生于 2021 年加入极兔并担任 CFO。拥有逾 20 年的财务及行业相关经验: 1999 年至 2018 年, 先后在马来西亚安永与普华永道中天等会计师事务所任合伙人; 2018 年至 2019 年, 任中国在线医疗服务公司微医控股有限公司 CFO; 2019 年至 2021 年, 任哈啰出行的联席 CFO 及高级副总裁。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

极兔速递实现全球快速扩张得益于其独创并成功实践的“区域代理”模式。与传统的加盟制和直营制相比, 该组织架构具有以下优点: 1) 相较于加盟制, 总部与区域代理股权绑定, 提升了利益一致性与网络稳定性; 2) 具备高度可拓展性, 利用区域代理及网络合作伙伴的资源实现当地网络的快速扩张; 3) 对本地业务的深刻洞见和有力控制: 区域代理是在海外开展本地业务的基础, 依靠代理人对当地文化的熟悉、拥有当地运营的经验, 克服海外运营的“水土不服”, 和实现本土网络合作伙伴的管理; 4) 相较于重资产的直

营制，该模式资本开支低、单位成本低，可以快速复制并适应多元市场，扩张效率高，经营杠杆高。

区域代理模式已在东南亚、中国及新市场得到成功验证。极兔于 2020 年 3 月进入中国市场并快速起网，仅用三年时间就突破日均 5 千万单量，成长为中国头部快递企业之一。2022 年，极兔扩展到了阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西及埃及，这些国家各自拥有不同的经营挑战，包括欠发达的基础设施、政局不稳、营商环境复杂等，但得益于区域代理的赋能，极兔能在当地高效完成本地化落地与网络覆盖，实现快速起量。

图表 4: 极兔区域代理模式概览



资料来源：极兔速递 2025 中期业绩演示材料，国盛证券研究所

极兔速递的客户生态紧密围绕电商产业链构建。1) 电商平台：是业务基本盘，极兔与全球主流电商平台建立了深度合作。在东南亚市场，合作伙伴包括 TikTok Shop、Shopee、Lazada、Tokopedia 等；在中国市场，则与拼多多（含 TEMU）、淘宝、天猫、抖音、快手等平台深度合作；在拉美市场，则成功与美客多、TikTok Shop 等头部或新兴平台建立合作关系。2) 品牌客户：服务标准电商件的同时，极兔着力开拓品牌直客，以优化收入结构并提升服务溢价能力。在东南亚，公司与苹果、优衣库等继续扩大合作，并扩张了小米等知名品牌；在中国与蓝月亮、百草味、屈臣氏等品牌扩大合作，并新拓了鸿星尔克、水星家纺等品牌。

图表5: 极兔速递合作客户, 覆盖各国主流电商平台, 积极开拓品牌客户

	电商客户	非电商客户
东南亚		
中国		
新市场		

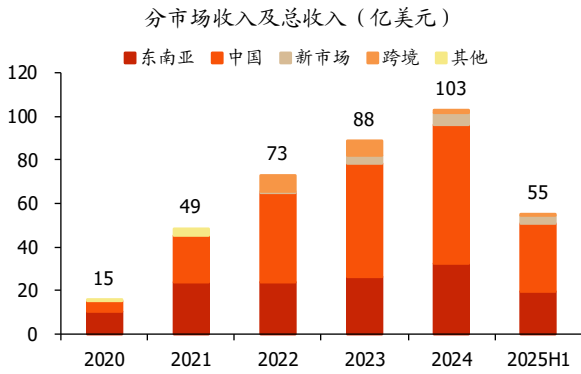
资料来源: 极兔速递 2024 年与 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

1.2 业绩: 东南亚为增长极, 中国提质显韧, 新市场蓄新动能

中国为收入规模基石, 东南亚和新市场收入占比持续提升。从收入绝对值的角度看, 中国市场是极兔最大的收入来源, 2025 年上半年, 中国市场贡献收入 31.4 亿美元, 占总收入的 57%, 主要得益于其庞大的业务体量, 同期中国区包裹量达 106 亿件, 占总件量约 76%。而从收入增长动力和结构角度看, 东南亚与新市场收入增长更为强劲, 2025 年上半年, 东南亚市场收入同比增长 29.6%至 19.7 亿美元, 新市场收入同比增长 24.3%至 3.6 亿美元, 收入占比持续提高, 分别占总收入的 36%与 7%。极兔的收入增长正从过去四年依赖中国规模增长驱动, 转变为由东南亚的稳健增长和新市场的快速扩张共同驱动。

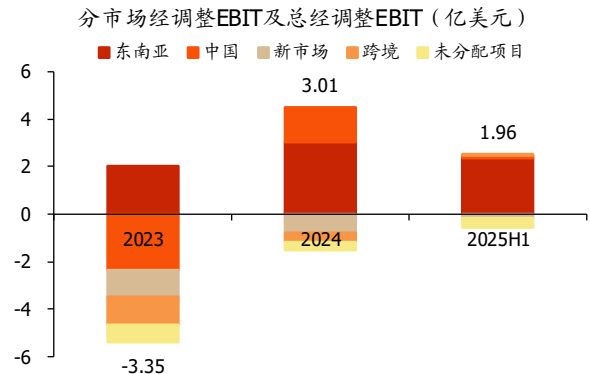
东南亚为公司盈利增长基石, 中国盈利波动中修复, 新市场亏损大幅收窄。东南亚方面, 作为公司的利润压舱石, 2025 年上半年东南亚市场经调整 EBIT 为 2.35 亿美元, 占总经调整 EBIT 的 120%。中国方面, 中国区的盈利能力通过运营优化得到显著改善, 2024 年中国经调整 EBIT 扭亏为盈实现 1.47 亿美元, 2025 年上半年由于中国市场竞争加剧影响盈利阶段性下滑, 但随着中国快递市场“反内卷”, 中国区价格利润在 25Q4 有望修复。新市场方面, 新市场作为战略增长点, 虽仍处于亏损状态, 但亏损持续大幅收窄, 2025 年上半年新市场经调整 EBIT 为-1757 万美元, 我们预计 2025 年下半年新市场有望实现 EBIT 减亏甚至扭亏。

图表6: 极兔速递在各地区收入及总收入



资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报、2025 半年报), 国盛证券研究所

图表7: 极兔速递在各地区经调整 EBIT 及总经调整 EBIT



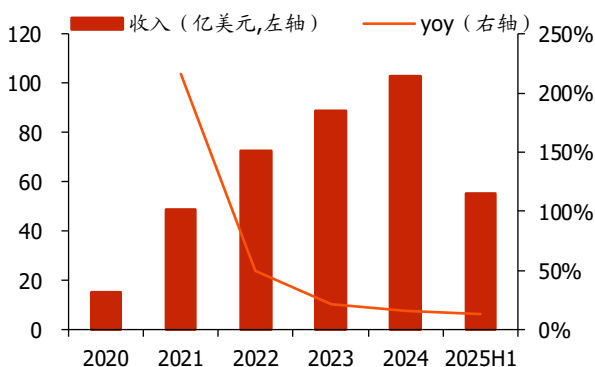
资料来源: 极兔速递公告 (2024 年报、2025 半年报), 国盛证券研究所

集团总收入保持稳健增长。2020-2024 年, 公司收入复合增长率为 60.8%, 一方面得益于 2021 年公司收购百世快递, 实现 2021 年收入的明显增长; 另一方面得益于在三个市场包裹量的持续内生增长。2025 年上半年, 公司实现收入 54.99 亿美元, 同比增长 13.1%。

集团从战略性亏损到逐步实现全面盈利。2020-2022 年进军中国市场并开始布局新市场, 巨大的前期投入如网络建设与补贴获客导致中国与新兴市场业务显著亏损, 虽然东南亚市场持续盈利但无法对冲全球扩张的成本, 集团整体处于战略性亏损状态。2023-2024 年, 前期投入的规模效应释放, 精细化运营管理效果显现, 盈利拐点显现。2023 年公司毛利由负转正, 2024 年公司经调整净利润由负转正。2025 年上半年, 经调整净利润达到 1.56 亿美元, 同比大幅增长 147%, 主要来源于东南亚和新市场盈利的高增长。

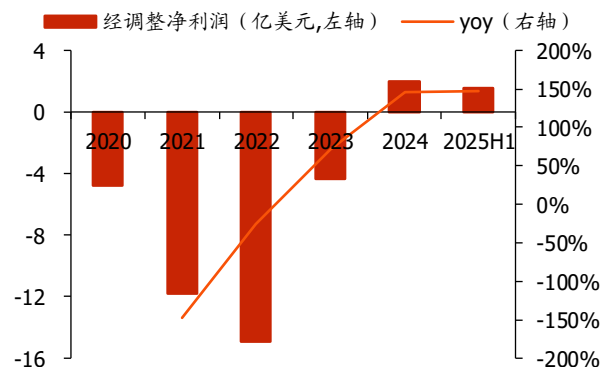
成本费用管控卓有成效, 净利率持续改善。2025 年上半年, 公司整体毛利率为 9.8%, 同比下降 1.2pct, 主要受中国区行业价格竞争加剧, 单票毛利下降的影响。而 2025 年上半年公司的经调整 EBIT 利润率达 3.6%, 同比提升 1.1pct, 经调整净利率达 2.8%, 同比提升 1.5pct, 反映费用管控能力显著提升。2025 年上半年, 公司经调整销售、一般及行政费用率为 5.7%, 费用率持续下行; 研发费用率为 0.5%, 财务费用率为 0.7%, 均保持稳定。通过有效控制期间费用, 毛利端的压力并未向净利润端传导, 从而实现盈利能力提升。

图表8: 2025H1 极兔收入 54.99 亿美元, 同比增长 13.1%



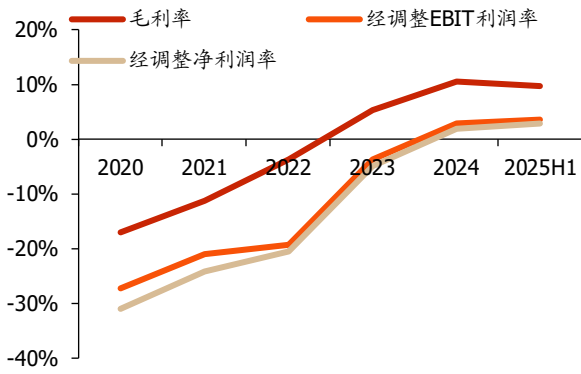
资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报、2025 半年报), 国盛证券研究所

图表9: 2025H1 极兔经调整净利润达到 1.56 亿美元, 同比增长 147%



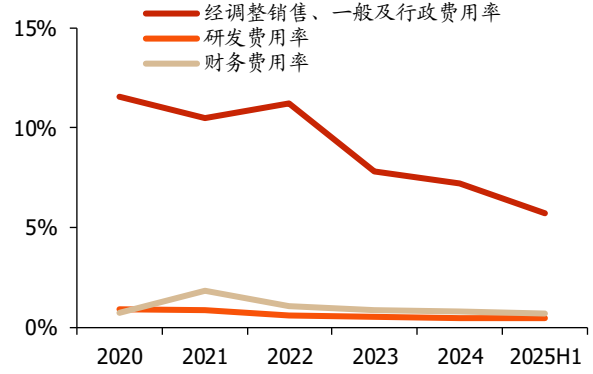
资料来源: 极兔速递公告 (2024 年报、2025 半年报), 国盛证券研究所

图表10: 利润率改善明显并持续为正



资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报, 2025 半年报), 国盛证券研究所

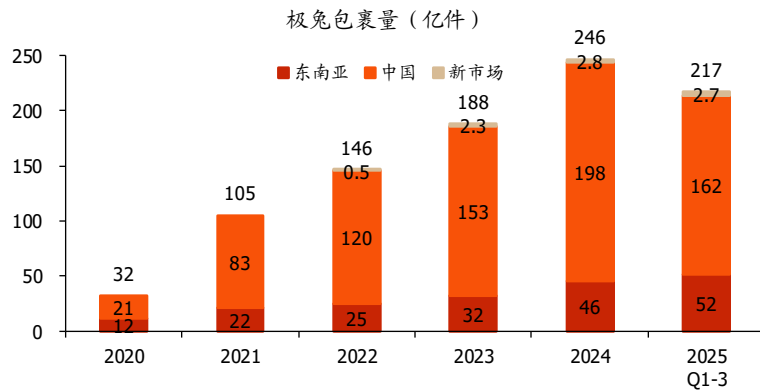
图表11: 经调整销售、一般及行政费用率持续下行



资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报, 2025 半年报), 国盛证券研究所

件量增长来看, 东南亚与新市场凭借电商红利机遇, 包裹量迅速增长, 2020-2024 年, 公司在东南亚市场业务量 CAGR 达 41%, 2022-2024 年在新市场业务量 CAGR 达 139%。中国市场则通过并购百世与丰网快速起量, 2020-2024 年中国市场业务量 CAGR 达 76%。件量结构来看: 2025 年前三季, 中国区件量占总件量约 75%, 件量占比在逐步下降。

图表12: 极兔速递在各地区包裹量及总包裹量

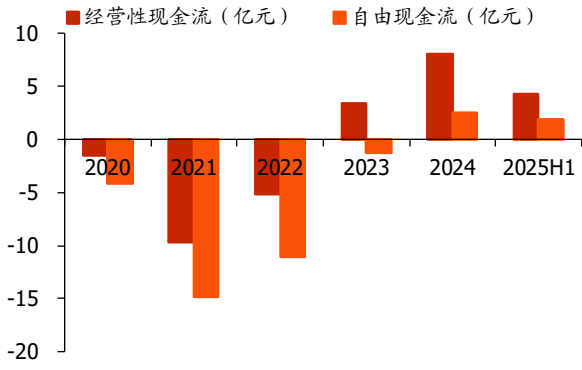


资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2024 年报, 2025Q1-2025Q3 季度经营情况公告), 国盛证券研究所

极兔的经营性现金流自 2023 年起由负转正并持续改善, 自由现金流也于 2024 年首次转正, 达到 2.5 亿美元, 并在 2025 年上半年保持同比增长, 达到 1.9 亿美元。现金流的持续向好, 主要得益于集团整体盈利能力的修复和资本开支结构的优化。

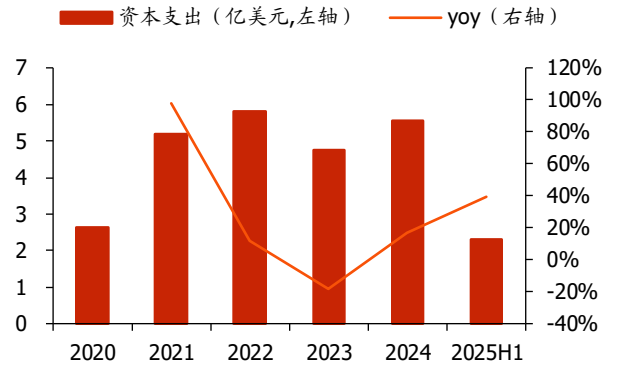
极兔速递资本开支保持相对平稳, 2022-2024 年, 公司资本开支总额基本稳定在 5 亿美元左右, 保持相对平稳与克制, 这表明极兔进入了更为稳健健康的经营周期, 并为公司后续发展提供了更稳定的资金支持。

图表13: 极兔速递现金流持续正向运转



资料来源: 极兔速递公告(招股说明书、2024年报, 2025半年报), 国盛证券研究所

图表14: 极兔速递资本开支保持相对平稳



资料来源: 极兔速递公告(招股说明书、2024年报, 2025半年报), 国盛证券研究所

2. 东南亚：基本盘稳固，乘电商新风而上

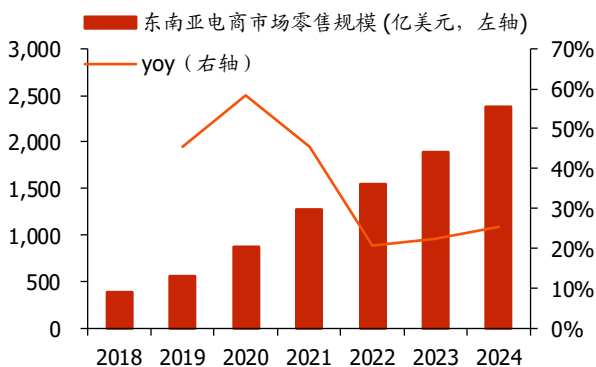
2.1 电商新平台崛起，带来第三方快递新机遇

东南亚拥有规模可观且潜力巨大的消费市场。若将印度尼西亚、泰国、越南、菲律宾、马来西亚、新加坡六国视为一个整体经济体，根据世界银行数据，其2024年GDP总量约3.8万亿美元，位列全球前茅，合计增速约4.6%，是全球增长最快的区域之一；总人口约6.1亿，位居世界第三；人均GDP约6200美元。庞大的经济总量与人口基数为一个总量可观的消费市场奠定了基础。同时，东南亚人口结构相对年轻，预示着包括电商零售行业在内的新技术及新零售市场未来的增长潜力。

东南亚电商迅速发展，结构多元化。2009年Tokopedia成立（2023年被TikTok控股），2012年Lazada成立，2015年Shopee进入印尼，2021年TikTok Shop依托社交电商兴起，2023年Temu等新玩家也纷纷进入。平台崛起、资本入局、基础设施持续完善、数字化应用日益普及，2018年至2024年，东南亚电商零售市场规模复合年增长率高达35.6%，2024年市场规模达2383亿美元。作为电商履约的核心环节，快递物流行业同步迎来发展机遇，2018年至2024年包裹量复合年增长率达30.3%，2024年达160亿件。

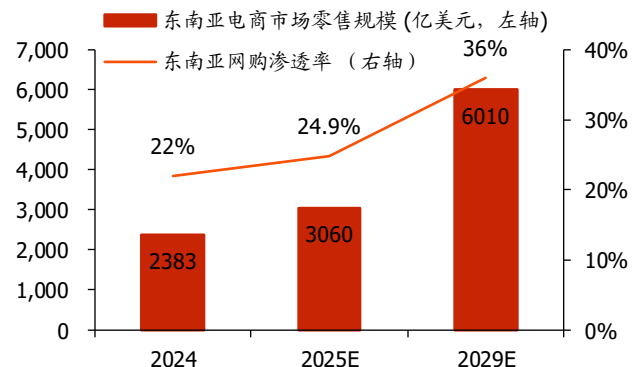
东南亚电商市场在繁荣成长的同时，渗透率仍有显著提升空间。2024年，东南亚市场电商渗透率约为22%，而同期中国已接近27%。对标更为成熟的中国市场，东南亚线上零售的渗透率仍存差距。进一步将市场规模增速、包裹量增速、人均消费额及人均包裹量等指标与中国历史阶段对比，2024年的东南亚电商与快递市场，其发展程度大致相当于中国2016-2018年的水平。因此，东南亚电商与快递市场目前仍处于由渗透率提升驱动的快速成长通道之中，未来增长空间广阔。据弗若斯特沙利文，预计2025年东南亚电商零售市场交易额将达到约3060亿美元，同比2024年增长28.4%，电商渗透率也将进一步提升至2025年的24.9%。预计2025年到2029年电商零售市场交易额年复合增长率达18.4%，保持蓬勃发展趋势。

图表15: 东南亚电商市场零售规模2024年同比增长26%



资料来源：极兔速递公告（招股说明书、2023-2024年报），弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表16: 东南亚电商渗透率仍有提升空间



资料来源：极兔速递公告（招股说明书、2023-2024年报，2024、2025中期业绩演示材料），弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表17: 发展阶段比较, 2024年东南亚电商与快递发展状况阶段类似于2016-2018年的中国

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
中国	网购增速	32%	26%	28%	25%	20%	15%	12%	6%	8%	7%	
	包裹量增速	48%	51%	28%	27%	25%	31%	30%	2%	19%	22%	
	人均GMV 美元	335	430	559	714	864	987	1093	1211	1319	1327	
	人均包裹量 件	15	22	29	36	45	59	77	78	94	124	
		2019	2020	2021	2022	2023	2024					
东南亚	网购增速	45%	58%	45%	21%	23%	26%					
	包裹量增速	52%	42%	38%	15%	14%	25%					
	人均GMV 美元	94	148	214	256	311	388					
	人均包裹量 件	8	12	16	18	21	26					

资料来源: 弗若斯特沙利文, 极兔公告, Wind, 国盛证券研究所

东南亚电商主要电商平台包括: Shopee、TikTok Shop、Lazada、Tokopedia、Bukalapak、Blibli、Amazon、Tiki, 这8家电商在东南亚2024年总GMV约1284亿美元, 从市占率看, 2024年Shopee以668亿美元的GMV位居榜首, 市占率为52.0%, 保持领先地位; TikTok Shop增长迅猛, 2024年GMV达226亿美元, 市占率17.6%(不含Tokopedia), 保持逐年快速上升, 如果加上TikTok收购的Tokopedia的份额, “TikTok Shop + Tokopedia”合计达到27.6%的市占率; Lazada的GMV保持稳定, GMV为180亿美元, 市占率14.0%。

不同于中国的电商市场由平台内的卖家自己指定快递物流, 在东南亚电商市场绝大多数情况下平台会指定物流公司, 而不是让卖家自己做选择。其中Shopee、Lazada均在东南亚自建了快递物流, TikTok Shop等电商则主要与第三方物流合作。

图表18: 2024年东南亚各国的主要电商平台及GMV

2024年东南亚电商平台总GMV

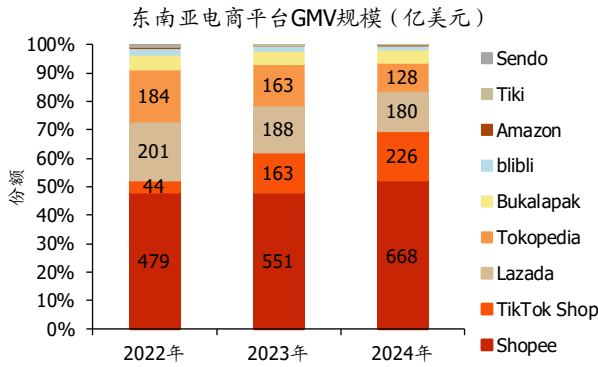
总GMV: 1284亿美元



资料来源: 墨腾创投, 国盛证券研究所

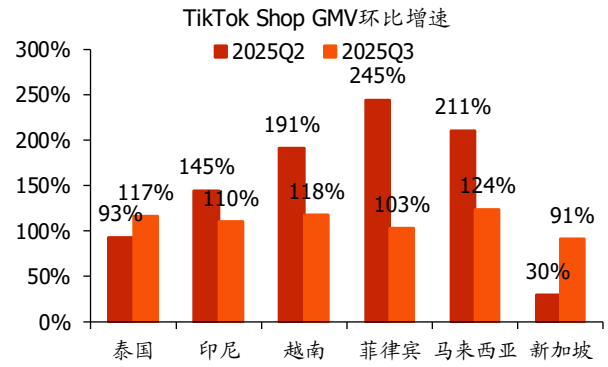
TikTok Shop 继续保持高速增长趋势。TikTok Shop 从2021年进入印尼市场, 在TikTok Shop到来之前, 东南亚已经诞生了两家本土电商巨头: Shopee和Lazada, 两者的定位都是货架电商。过去两家的市场份额较为稳定, 直到TikTok Shop的出现。从2021年进入印尼市场开始, TikTok Shop一路加速。仅仅一年间, TikTok Shop把市场扩大到泰国、新加坡、越南、菲律宾, 马来西亚等国家。据墨腾创投数据, 2023-2024年, TikTok Shop的GMV分别同比增长270%、39%, 达到了163亿、226亿美元。2025年TikTok Shop在东南亚各国的高增仍在延续, 据EchoTik数据, 2025年Q2、Q3, TikTok Shop在东南亚多数国家GMV增速超过100%。

图表19: TikTok shop 在东南亚电商市场份额快速提升



资料来源: 墨腾创投, 国盛证券研究所 注: 仅统计东南亚主流的9家电商GMV并用其合计值计算各平台市占率

图表20: TikTok Shop 2025Q2-Q3 在东南亚国家 GMV 环比大幅增长



资料来源: EchoTik 数据, 义乌市跨境电子商务协会, 国盛证券研究所

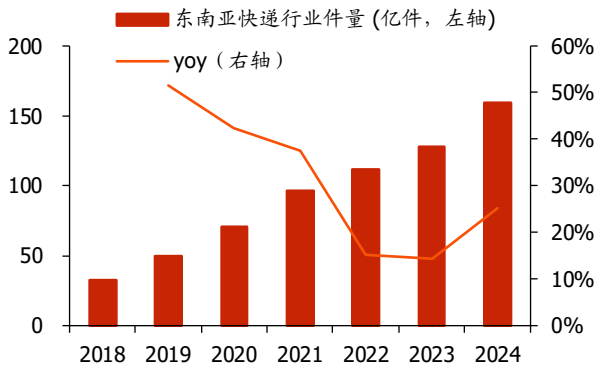
2.2 极兔承接 TikTok Shop 主要件量, 充分受益于其高速增长

TikTok Shop 等社交电商市场份额提升, 带动快递需求加速增长。受益于社交电商兴起, 东南亚电商仍在高速增长, 带动相关电商快递需求。2024年, 东南亚快递总件量为159.8亿件, 同比增长25.3%, 相较于2022-2023年均实现了加速增长。东南亚快递市场重新焕发生机。根据弗若斯特沙利文, 2025年上半年东南亚快递市场包裹量达98.4亿件, 同比增长32.2%, 快递市场蓬勃发展。预计2025年东南亚快递市场的总包裹量达207.2亿件, 且预计2025年到2029年行业包裹量年复合增长率达15.2%, 继续保持快速增长。

极兔与 TikTok Shop 深度合作, 承接主要件量。据弗若斯特沙利文和公司公告, 2022年到2025年上半年, 极兔在东南亚快递市场份额每年稳步提升, 从2022年的22.5%提升至2025年上半年的32.8%, 连续保持市占率第一。即使在Shopee自建物流SPX Express的冲击下, 极兔依靠开拓其他电商平台客户依旧保持了件量的增长和份额的提升, 展现出了经营韧性与市场开拓能力。其中, 极兔已与TikTok Shop在东南亚建立了深度的合作, 承接其主要件量。

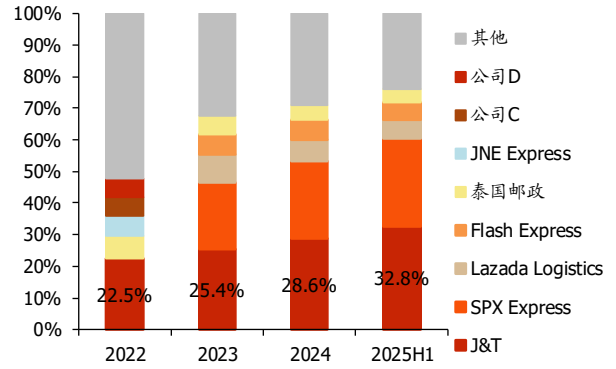
当前平台自建物流影响已消化, 在新兴电商红利背景下, 极兔作为东南亚市场份额领先、履约能力保障且性价比高的第三方快递公司, 通过深度合作TikTok Shop, 承接其大部分件量增量, 将充分受益于其在东南亚的爆发式增长。

图表21: 东南亚快递行业件量 2024 年同比增长 25%



资料来源: 弗若斯特沙利文, 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报), 国盛证券研究所

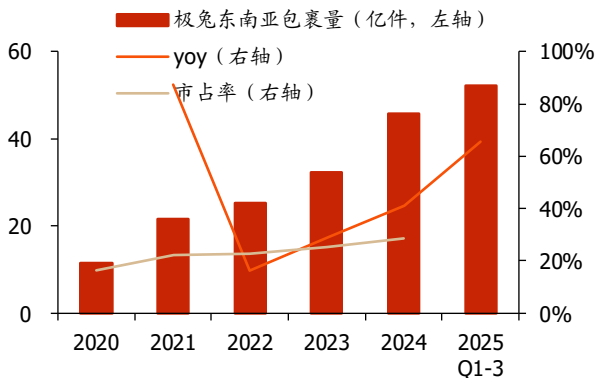
图表22: 极兔速递在东南亚市场份额稳居第一并稳步增长



资料来源: 弗若斯特沙利文, 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报, 2025 半年报), 国盛证券研究所

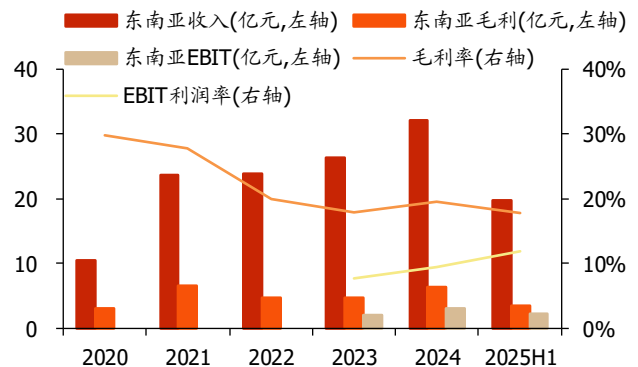
乘 TikTok Shop 东风, 前三季度公司在东南亚件量同比增长 65%, 上半年 EBIT 同比增长 74%。2025 年是 TikTok Shop 加速爆发之年, Q2-Q3 TikTok Shop 在东南亚多国 GMV 均实现翻倍以上增长, 极兔东南亚业务量今年亦实现爆发, 2025Q1/Q2/Q3 公司在东南亚包裹量分别同比增长 50%/66%/79%, 前三季度累计同比增长约 65%, 达到 52 亿件。件量高速增长的同时, 收入与利润亦实现同比快速增长, 2025H1, 东南亚收入同比增长约 30%, 达 19.7 亿美元, 经调整 EBIT 同比增长 74%, 达 2.3 亿美元。

图表23: 极兔在东南亚市场包裹量 2025 年前三季同比增长 65%



资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报, 2025Q1-2025Q3 季度经营情况公告), 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表24: 极兔东南亚收入与利润保持稳健态势



资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报, 2025 半年报), 国盛证券研究所

成本持续优化, 单票经调整 EBIT 保持稳定微增。2025 年上半年, 公司在东南亚为获取更多的包裹量和市场份额, 调整定价, 单票收入同比下降约 0.13 美元/件, 为 0.61 美元/件; 但得益于公司在东南亚的各项成本持续优化, 东南亚单票 EBIT 维持 0.07 美元/票左右水平, 同比提升 10.2%。

规模效应与中国经验赋能, 始终保持技术和成本优势。各成本项拆分来看: 2025 年上半年, 揽件及派件成本/运输成本/分拣成本分别同比下降 0.04/0.04/0.02 美元/件, 费用端也明显收窄。降本一方面来自于规模效应扩大, 另一方面来自于公司将中国的降本经验赋能东南亚。

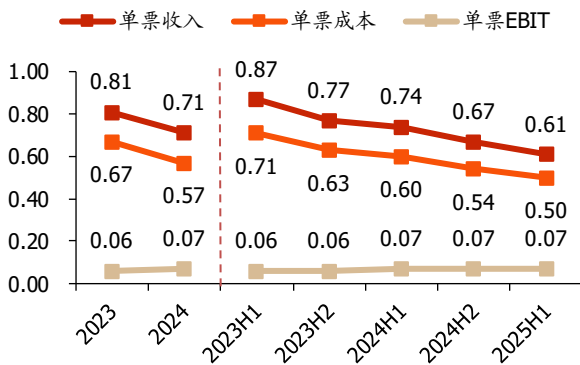
1) 揽件及派件成本方面, 公司优化薪酬激励制度提升快递员工作效率;

2) 运输成本方面, 通过打造高效的车队, 优化干线线路, 提升装载率, 并引入中国供应商, 打通销售和维保网络来实现运输降本, 截至 2025 年上半年末, 公司在东南亚干线运输车辆共 5400 辆, 其中 1800 辆为自有车辆;

3) 分拣成本方面, 极兔输出中国成熟的设备、设备系统, 推动转运中心场地改造及设备升级, 提升包裹分拣效率, 2025 年上半年公司在东南亚的自动化设备数量已经增至 57 套, 较上年末增加 6 套。

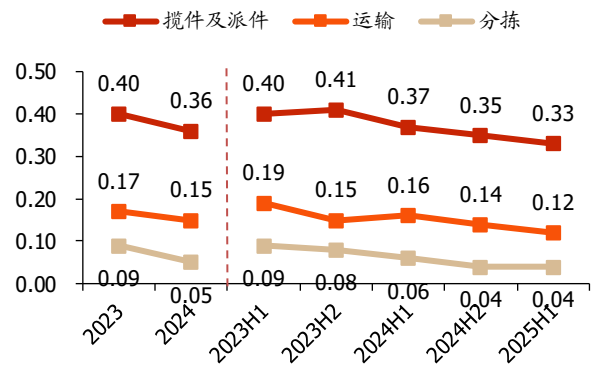
相较于中国区的包裹规模与基础设施投入, 东南亚的包裹规模仍较小, 基础设施如自有车辆、自动化设备的数量与占比仍较低, 未来仍有空间通过进一步扩大规模效应和增加降本基础设施来实现降本, 实现公司在东南亚的“量-本-利”正向循环。

图表25: 极兔东南亚单票收入、单票成本与单票EBIT (美元/件)



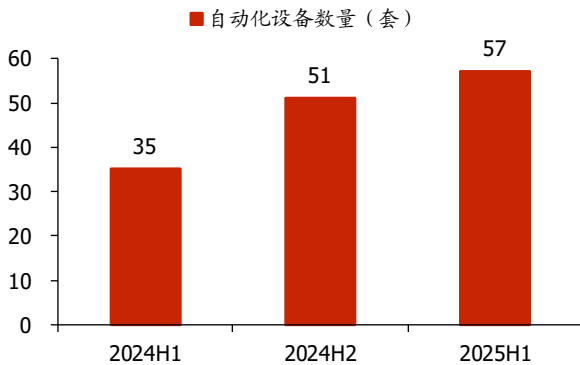
资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表26: 极兔东南亚单票成本拆分 (美元/件)



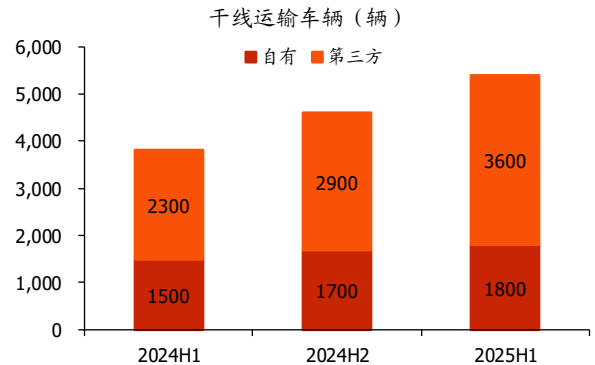
资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表27: 极兔东南亚自动化设备数量增加



资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表28: 极兔东南亚干线运输车辆规模扩大



资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

基于以上分析, 我们对东南亚市场未来增长做出以下核心假设:

1) 包裹量: 受益于东南亚地区电商渗透率提升以及以 TikTok Shop 为代表的社交电商平台爆发式增长, 我们预计极兔在东南亚的包裹量将保持强劲增长, 我们预测公司 2025 年在东南亚包裹量将分别同比增长 64%, 2026-2027 年随基数扩大增速逐步放缓至约 35%和 30%。

2) 单票收入: 考虑到东南亚市场快递价格仍显著高于中国, 且极兔凭借规模效应和成本优化已建立起有效的价格竞争力, 我们假设其单票收入将呈现下降趋势, 以进一步扩大市场份额并优化电商履约成本。预计 2025-2027 年东南亚单票收入同比下降 18%/9%/7%。

3) 单票成本: 极兔通过持续投入自动化分拣设备等以提升操作效率, 并将在中国市场验证的成熟运营模式赋能东南亚网络, 单票成本有望持续优化, 我们预测 2025-2027 年单票成本分别下降 17%/8%/7%。单票毛利有所下滑, 但毛利率有望维持在 18%-19% 区间, 单票 EBIT 有望维持在 0.06-0.07 美元/件区间。

综上所述, 我们预测 2025-2027 年极兔东南亚收入分别为 43.49/53.72/64.67 亿美元, 分别同比+35%/+24%/+20%, 经调整 EBIT 分别为 5.46/6.65/8.03 亿美元, 分别同比+80%/+22%/+21%。从贡献的绝对值角度看, 东南亚市场将是未来三年公司利润与利润增长的主要贡献来源, 东南亚基本盘保持稳健高速增长。

图表29: 极兔速递在东南亚的收入成本及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
包裹量 (亿件)	32.40	45.63	74.68	100.82	131.06
YOY	29%	41%	64%	35%	30%
单票收入 (美元/件)	0.81	0.71	0.58	0.53	0.49
YOY	-14%	-13%	-18%	-9%	-7%
单票成本 (美元/件)	0.67	0.57	0.47	0.43	0.40
YOY	-12%	-15%	-17%	-8%	-7%
单票毛利 (美元/件)	0.15	0.14	0.11	0.10	0.09
YOY	-23%	-4%	-21%	-8%	-7%
单票 EBIT (美元/件)	0.06	0.07	0.07	0.07	0.06
YOY		6%	10%	-10%	-7%
收入 (亿美元)	26.33	32.21	43.49	53.72	64.67
YOY	11%	22%	35%	24%	20%
毛利 (亿美元)	4.70	6.33	8.16	9.92	11.81
YOY	-1%	35%	29%	22%	19%
毛利率	18%	20%	19%	18%	18%
经调整 EBIT (亿美元)	2.03	3.03	5.46	6.65	8.03
YOY		49%	80%	22%	21%

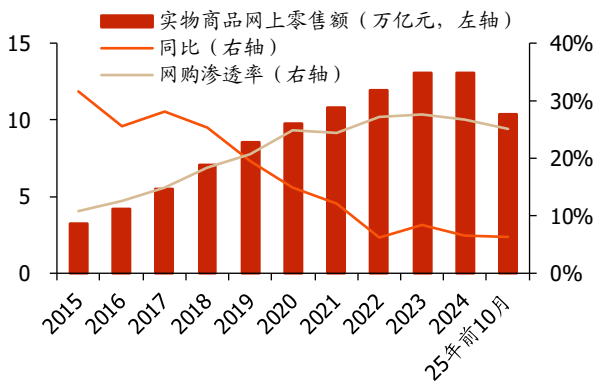
资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报, 2025 半年报), 国盛证券研究所预测

3. 中国：“反内卷”或推动盈利弹性修复

3.1 “反内卷”深化，竞争重心转向价值创造，行业利润修复

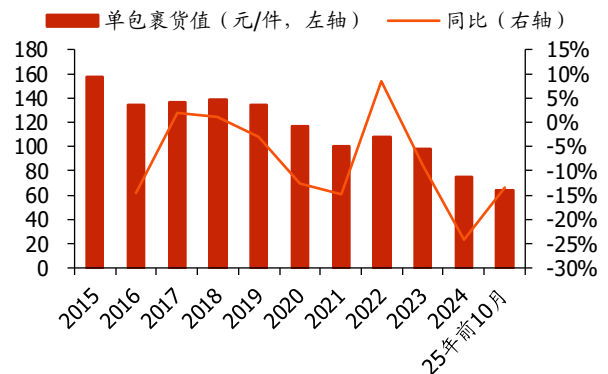
2024 年中国的网购渗透率已触及平台期，但快递业务量仍维持双位数增长，2023 年/2024 年快递行业业务量分别同比增长 19.4%/21.5%，2023 年/2024 年快递行业业务收入分别同比增长 14.3%/13.8%。行业增长核心驱动逻辑已从网购渗透率提升转向至电商的结构性增长。推动这一转变的主要原因是 2023 年以后中国电商包裹小件化趋势明显，由于消费者更看重性价比，平价商品复购频次提升，推动包裹小型化、碎片化；此外，退货率攀升、逆向件快速增长；快递网络下沉，直播电商、社区团购等新模式拓展电商增量，也是推动包裹量增长的重要原因。

图表30: 中国电商零售规模保持同比 6%左右增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表31: 中国电商包裹小件化趋势明显

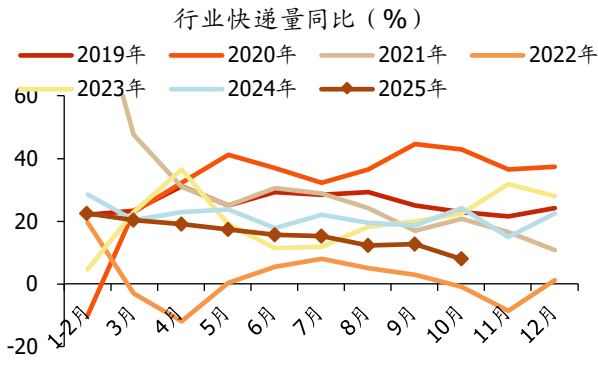


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

进入 2025 年，上半年行业仍延续了较快的件量增长（同比增长 19%），但下半年随着快递行业提出“反内卷”及各省市涨价逐步落地，部分低价件业务量有所收缩，行业整体增速环比放缓。2025 年 1-10 月，全国快递业务量累计同比增长 16.1%，业务收入同比增长 8.5%。其中各月业务量增速呈下滑趋势。但随着中国快递“反内卷”的深入，行业单票收入的同比降幅在 9 月后明显环比改善，我们认为，单价的提升有望修复电商快递企业 2025 年下半年与 2026 年的盈利。

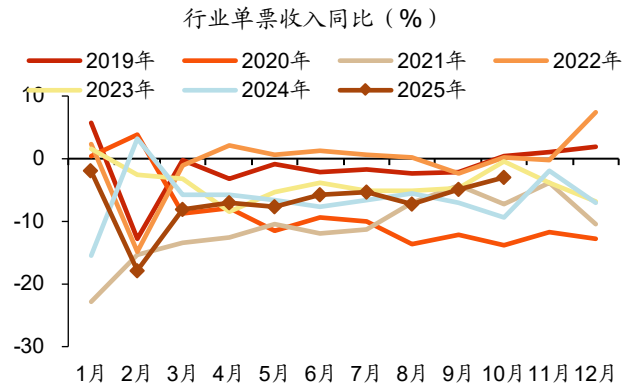
极兔作为中国电商快递的头部公司之一，其中国区包裹量占公司总包裹量超 70%，一旦中国区盈利能力出现向上拐点，将对集团整体利润产生巨大弹性，中国区可能从业绩拖累转为贡献。我们认为 2025 年下半年与 2026 年盈利有望受益于反内卷弹性超预期增长。

图表32: 国快递行业件量月同比增速逐渐减缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表33: “反内卷”带动行业价格降幅收窄



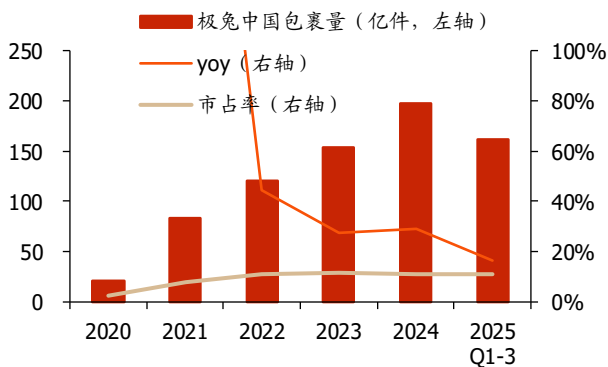
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 规模效应与自动化并举，成本优化打开盈利空间

极兔中国市场包裹量约占集团总包裹量的**75%**。件量方面，2025年前三季度，极兔包裹量同比增长**16.5%**达162亿件，市占率约**11.1%**。盈利方面，2022-2024年，中国件量的高速增长与经营利润扭亏为盈是公司整体业绩增长的主要驱动力，然而2025年上半年中国市场竞争加剧，公司被迫卷入价格竞争，使得中国区单票收入与单票利润承压，利润率与利润增速均出现明显下滑，但是上半年较快的包裹增速对冲了一部分盈利能力下滑带来的损失。2025年下半年，随着行业“反内卷”推进，我们预测公司的单票收入与单票盈利将得到修复，但随之而来，公司包裹量增速或由于提价而减缓。

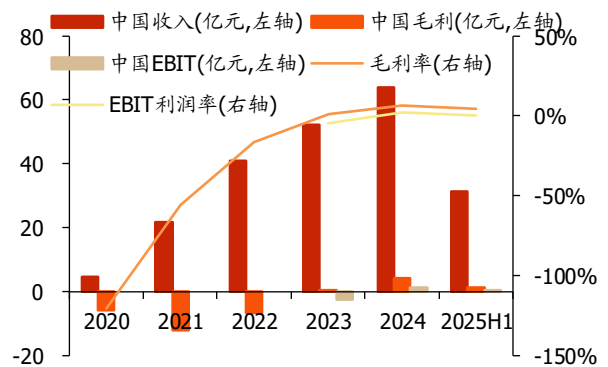
中国市场更是公司向海外市场输出技术、运营与管理经验的输出基地。自2020年进入中国市场以来，公司积极吸收中国快递行业的先进快递经验和成本管控能力，并将这些经验和能力成功复制到东南亚市场，助力精细化管理，持续降本。这一战略取得了显著成效，2025年上半年东南亚地区的单票成本同比大幅下降**16.8%**，充分验证了经验移植的可行性。同时，中国经验也正在向新市场进行推广复制。这种“中国验证，全球复制”的赋能模式，不仅提升了海外市场的运营效率与服务稳定性，也强化了极兔作为全球电商赋能者的协同优势和长期竞争力。

图表34: 极兔在中国市场包裹量2025年前三季度同比增长16.5%



资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报、2025Q1-2025Q3 季度经营情况公告), Wind, 国盛证券研究所

图表35: 极兔中国区25年上半年盈利能力下滑



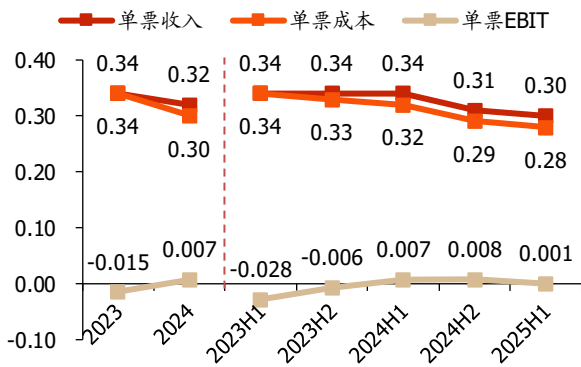
资料来源: Wind, 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报、2025 半年报), 国盛证券研究所

成本下降部分抵消价格压力并维持盈利韧性。2025年上半年，中国快递行业价格竞争激烈，公司单票收入同比下降0.04美元至0.30美元/件；单票成本同比下降0.04美元至0.28美元/件，单票成本下降抵消了部分收入下降的影响，单票经调整EBIT虽有下滑但仍保持微利。

规模效应、精细化管理，对标行业成本最优的公司降低成本。各成本项拆分来看：2025年上半年，揽件及派件成本/运输成本/分拣成本分别同比下降0.02/0.02/0.01美元/件，具体措施包括：

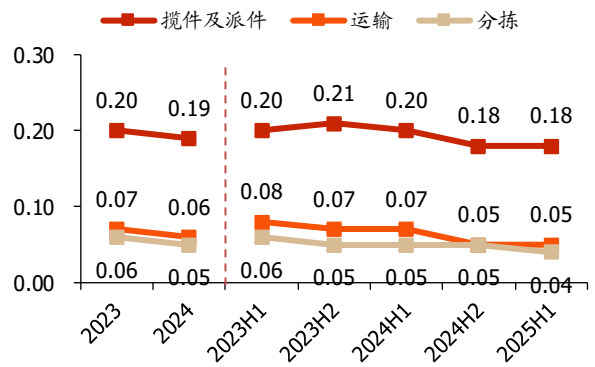
- 1) 揽件及派件成本方面，推动网点自动化设备和无人车投入，降低网点派送成本，截至25年6月底，网点自动化设备数量较24年底提升25%，投入无人物流车600辆，帮助网点提升配送效率。
- 2) 运输成本方面，增加自有车辆，提升高运力车型占比，截至25年6月底自有车辆占比已经超过75%。
- 3) 分拣成本方面，继续投入自动化设备，提升操作人员熟练度和效率，截至25年6月底中国区已投入270套自动化设备；自建转运中心，提高网络承载能力和效率，扬州转运中心已投入使用，广州中心预计2025年Q4投入使用。

图表36: 极兔中国单票收入、单票成本与单票EBIT (美元/件)



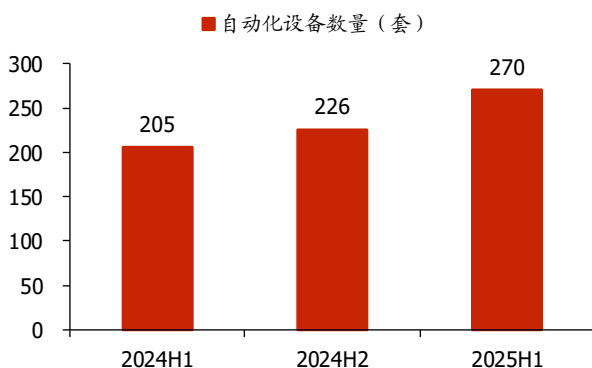
资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表37: 极兔中国单票成本拆分 (美元/件)



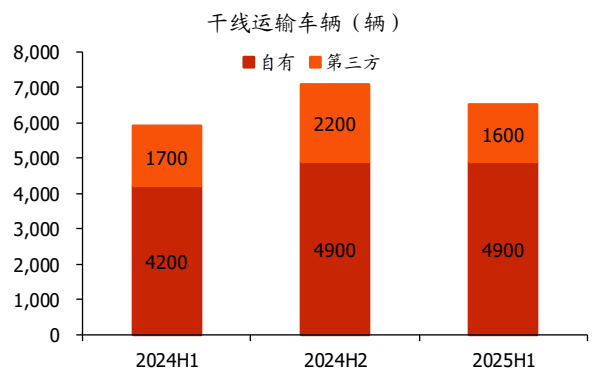
资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表38: 极兔中国自动化设备数量增加



资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表39: 极兔中国干线运输车辆结构优化



资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

基于以上分析，我们对中国市场未来增长做出以下核心假设：

1) 包裹量：在行业“反内卷”持续推进、基数增大及价格理性回归的背景下，中国快递行业件量增速整体呈放缓趋势。我们预计，公司中国区 2025Q4 件量增速将环比下滑，全年包裹量增速约 13%。在电商增速趋缓与价格监管常态化的假设下，预测公司 2026-2027 年件量增速将逐步放缓，分别增长 8%/7%。

2) 单票收入：受 2025 年上半年行业价格竞争加剧影响，预计 2025 年中国单票收入同比-8%，随着后续监管引导与行业自律加强，竞争有望趋缓，预测 2026-2027 年中国单票收入同比下降约 2%/2%。

3) 单票成本：通过持续投入车辆、自动化设备以优化核心操作环节，叠加业务量增长带来的规模效应，公司单票成本有望持续下降，预测 2025-2027 年中国单票成本分别下降 5%/2%/2%。对应 2025-2026 年单票毛利分别为 0.013/0.014/0.014 美元/件。而费用随着规模效应逐步摊薄，预测单票 EBIT 将逐步回升，预测 2025-2027 年单票 EBIT 分别为 0.001/0.002/0.003 美元/件。

综上所述，我们预测 2025-2027 年极兔中国区收入分别为 66.62/70.51/73.94 亿美元，分别同比+4%/+6%/+5%，经调整 EBIT 分别为 0.32/0.49/0.67 亿美元，分别同比-78%/+54%/+38%。在行业竞争趋稳与公司自身降本增效的共同作用下，中国区盈利能力有望迎来修复。

图表40：极兔速递在中国的收入成本及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
包裹量（亿件）	153.41	198.01	223.26	241.12	258.00
YOY	28%	29%	13%	8%	7%
单票收入（美元/件）	0.34	0.32	0.30	0.29	0.29
YOY	0%	-5%	-8%	-2%	-2%
单票成本（美元/件）	0.34	0.30	0.29	0.28	0.27
YOY	-15%	-11%	-5%	-2%	-2%
单票毛利（美元/件）	0.004	0.021	0.013	0.014	0.014
YOY	107%	456%	-37%	2%	2%
单票 EBIT（美元/件）	-0.015	0.007	0.001	0.002	0.003
YOY	0	148%	-81%	43%	29%
收入（亿美元）	52.29	63.88	66.62	70.51	73.94
YOY	28%	22%	4%	6%	5%
毛利（亿美元）	0.59	4.22	2.99	3.28	3.57
YOY	109%	618%	-29%	10%	9%
毛利率	1%	7%	4%	5%	5%
经调整 EBIT（亿美元）	-2.36	1.47	0.32	0.49	0.67
YOY		162%	-78%	54%	38%

资料来源：极兔速递公告（招股说明书、2023-2024 年报、2025 半年报），Wind，国盛证券研究所预测

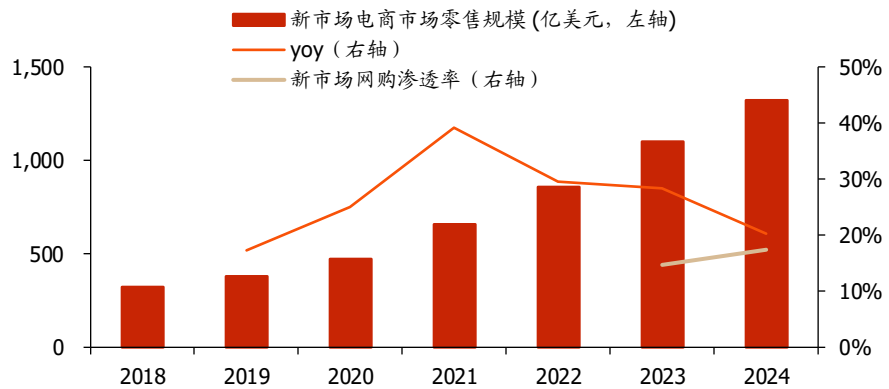
4. 新市场：从投入期到增长新引擎

4.1 更广阔的市场空间，电商爆发方兴未艾

新市场总量与人均水平均高于东南亚地区，为电商和快递行业带来广阔空间。据世界银行数据，2024 年极免开拓的五个新国家市场（巴西、墨西哥、埃及、阿联酋、沙特阿拉伯）GDP 合计约为 6.2 万亿美元，人口数约 5.0 亿人，人均 GDP 约 1.23 万美元。相较于公司经营的东南亚地区，新市场的 GDP 总量和人均 GDP 均明显高于东南亚。长期看，拉美与中东新市场将是比东南亚市场空间更为广阔的地区。

电商渗透率仍有较大提升空间。据弗若斯特沙利文，2024 年新市场电商零售规模为 1324 亿美元，渗透率仅约 17.4%，低于中国和东南亚的渗透率水平，虽然 2025 年新市场宏观经济承压，但线上化的趋势持续存在，越来越多的消费者认识到了线上购物的性价比和便利性，电商渗透率持续提升。据弗若斯特沙利文，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%，保持高速增长趋势。

图表 41：新市场网购渗透率仍有提升空间

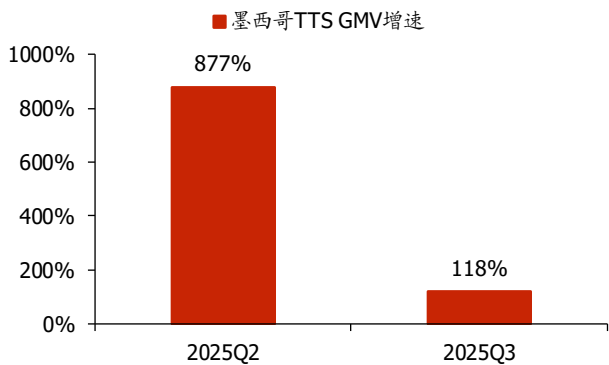


资料来源：极兔速递公告（招股说明书、2023-2024 年报），国盛证券研究所

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。近两年，各国对跨境小包商品免税的讨论，对电商平台的投入节奏有所扰动。各大电商平台正在加大半托管、本对本模式的投入，以追求更有质量、对关税更不敏感的模式，这进一步推动了新市场跨境电商市场进入下个阶段，也提高了对快递公司的本土服务能力要求。

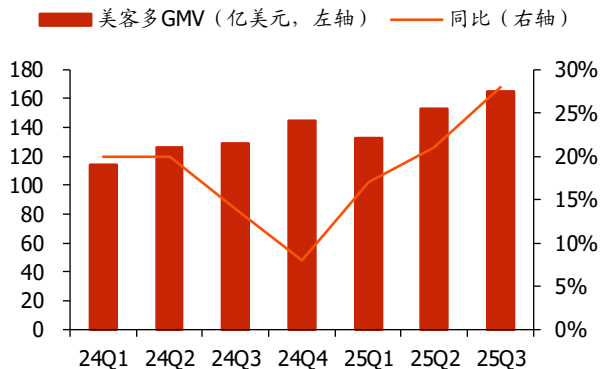
本土电商平台增长势头良好。巴西和拉美最大的电商平台 Mercado Libre（美客多）2025 年 Q1-Q3 单季 GMV 分别同比增长 17%/21%/28%。中东地区，本土电商 Noon、Salla 也持续健康发展。

图表42: TikTok Shop 在墨西哥快速开拓市场



资料来源: EchoTIK 数据, 义乌市跨境电子商务协会, 国盛证券研究所

图表43: 美客多 2025 年各季度 GMV 加速增长

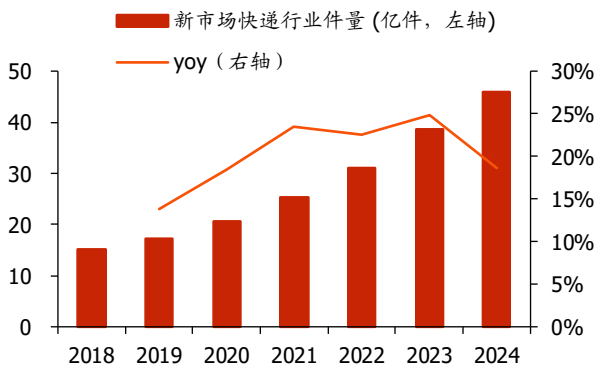


资料来源: 美客多业绩材料, 国盛证券研究所

预计新市场快递规模加速增长。2024 年新市场快递件量约 45.9 亿件, 同比增长 18.6%, 但随着 25 年电商零售规模加速增长, 以及美客多、TikTok Shop 等电商的 GMV 高增, 25 年当地快递行业有望随之加速增长, 给快递行业带来新机遇。

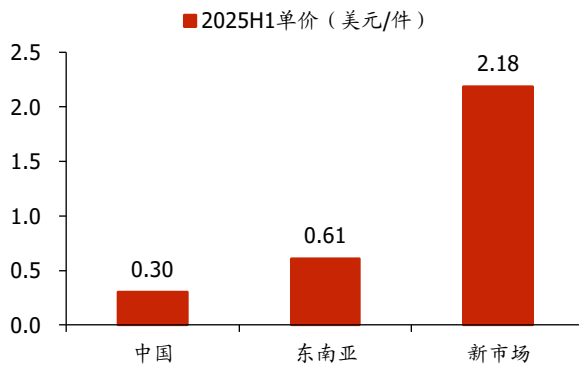
新市场的快递行业的发展仍处于相对早期的阶段, 竞争格局相对分散, 本地 FedEx、UPS、DHL 等国际巨头共同瓜分当地市场, 也因规模不足、缺乏充分竞争, 新市场快递行业单票价格显著高于中国和东南亚市场。

图表44: 极兔新市场 2024 年快递件量约 45.9 亿件, 同比增长 18.6%



资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报), 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表45: 新市场快递行业单票价格显著高于中国和东南亚市场



资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

4.2 复制成功经验, 卡位新兴市场电商爆发前夜

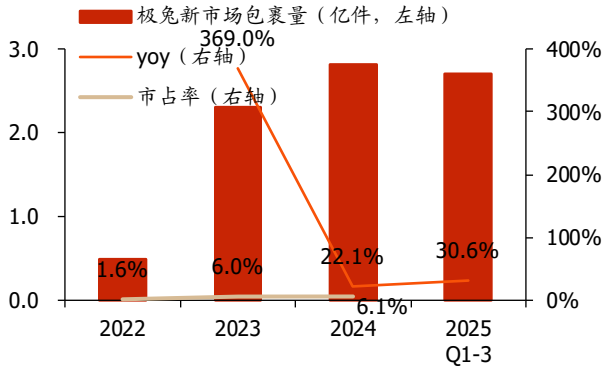
新市场的电商发展仍然处于早期阶段, 极兔依托完善的网络和在东南亚、中国积累的经验, 使得公司能在新市场电商爆发早期抓住这一增长红利。

持续开拓与深化跨境电商和本土电商的合作。全球跨境电商蓬勃发展, 公司在新市场与 Temu、Shein、TikTok、AliExpress、Kwai、Shopee 等国际电商平台建立了紧密的合作关系, 通过公司完善的网络覆盖助力电商平台解决物流配送难题, 助力他们开拓“本对本”新业务模式。本土电商方面, 极兔 2025 年在墨西哥和巴西和拉美最大的电商平台

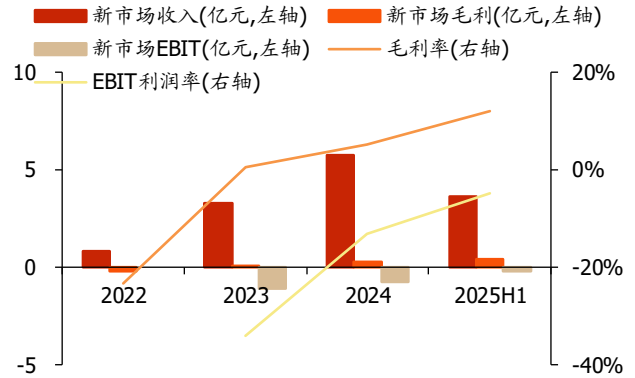
Mercado Libre 合作。在中东，与中东本土电商平台 Noon、沙特阿拉伯本土电商平台 Salla 建立了合作。

由于及时布局与积极与平台合作，2025 年极兔在新市场件量实现了加速增长。2025 前三季度包裹量共 2.7 亿件，同比增长 30.6%，其中 Q1-Q3 分别同比增长 19.4%/23.7%/47.9%。2025 年上半年市场份额由去年 6.1% 提升至 6.2%。

图表46: 极兔在新市场包裹量 2025 年前三季同比增长



图表47: 极兔新市场 25 年上半年盈利能力下滑



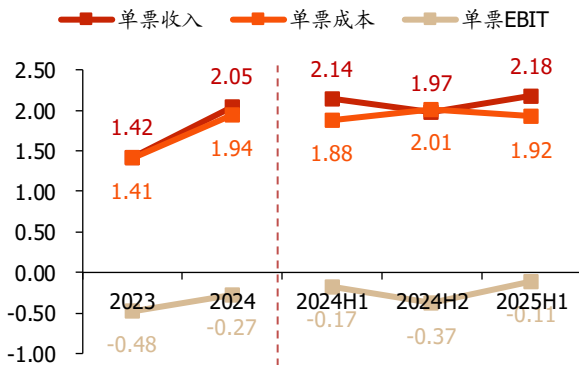
资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报、2025Q1-2025Q3 季度经营情况公告), 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

资料来源: 极兔速递公告 (招股说明书、2023-2024 年报、2025 中期报告), 国盛证券研究所

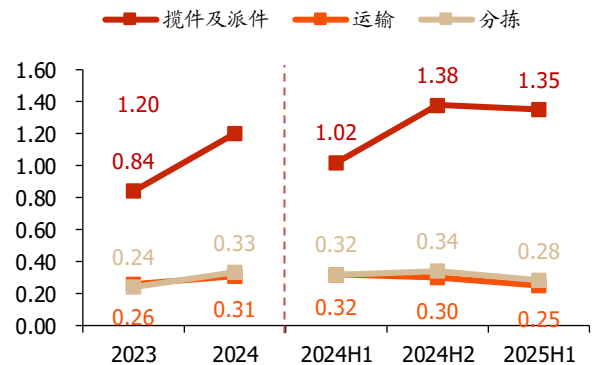
拓展期单票收入随包裹量结构变化而波动。2025 年上半年，新市场单票收入同比上升 0.04 美元至 2.18 美元/件，波动主要源于不同国家包裹量结构的变化；单票成本同比上涨 0.04 美元至 1.92 美元/件，但随着规模效应扩大，费用有所摊薄，新市场单票经调整 EBITDA 首次实现转正达到 0.01 美元/件，单票经调整 EBIT 亏损继续收窄。

新市场仍处于快速增长期，单票成本的趋势会有所波动，仍需更长期间达到稳定趋势。各成本项拆分来看：2025 年上半年，揽件及派件成本/运输成本/分拣成本分别同比变化 +0.33/-0.07/-0.04 美元/件。

图表48: 极兔新市场单票收入、单票成本与单票 EBIT (美元/件)



图表49: 极兔新市场单票成本拆分 (美元/件)



资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

资料来源: 极兔速递 2025 中期业绩演示材料, 国盛证券研究所

相较于中国与东南亚相对成熟的市场，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。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在新市场有 35 个转运中心，在转运中心投入了 10 套自动化

分拣设备，其中 2025 年上半年新增 8 套；运营超过 200 辆干线车辆和大量支线车辆、超过 2000 个网点。

基于以上分析，我们对极兔新市场未来增长做出以下核心假设：

1) 包裹量：由于新市场（拉美、中东）电商渗透率相比东南亚和中国仍较低、正在爆发增长开始阶段、市场潜力巨大的特点，我们预测新市场包裹量将保持高速增长，据弗若斯特沙利文预测，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%。通过与 Tok Shop、Mercado Libre 等平台拓展合作，公司主要为电商平台提供高时效、低价格的高性价比电商件产品，满足了电商平台对物流履约的需求，在新市场市占率有望继续提升，在新市场公司的包裹量增速将快于行业增速，我们预测 2025-2027 年公司在新市场包裹量将分别同比增长 36%/45%/40%。

2) 单票收入：新市场目前单票收入较高，且上半年单票收入仍在上升，但为快速获取市场份额、培育客户，我们假设 2026-2027 年新市场单票收入可能呈现温和下降趋势，以平衡市场开拓与盈利目标。我们预测 2025-2027 年公司在新市场单票收入分别同比 +4%/-3%/-4%。

3) 单票成本：新市场运营正处于规模效应爬升和网络优化的关键阶段。2025 年上半年，新市场首次实现经调整 EBITDA 转正，经调整 EBIT 也显著减亏，表明成本优化和运营效率提升已初见成效，随着包裹量增长带来的规模效应持续释放，以及公司在中国和东南亚已验证的运营经验、自动化技术向新市场赋能，单票成本有望进入持续下降通道，我们预测 2025-2027 年公司在新市场单票成本分别同比 -3%/-6%/-4%。单票 EBIT 将在 2025 年扭亏为盈，并在 2026-2027 年持续扩大盈利。

综上所述，我们预测 2025-2027 年极兔新市场收入分别为 8.13/11.43/15.36 亿美元，分别同比 +41%/+41%/+34%，经调整 EBIT 分别为 0.03/0.48/0.79 亿美元，分别同比扭亏为盈、同增 1561% 和同增 65%。受益于新市场电商红利与积极扩张，新市场正逐步成为公司未来至关重要的增长引擎。

图表 50：极兔速递在新市场（拉美中东）的收入成本及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
包裹量（亿件）	2.30	2.81	3.82	5.54	7.75
YOY		369%	22%	36%	45%
单票收入（美元/件）	1.42	2.05	2.13	2.06	1.98
YOY		-15%	44%	4%	-3%
单票成本（美元/件）	1.41	1.94	1.88	1.76	1.69
YOY		-31%	37%	-3%	-6%
单票毛利（美元/件）	0.01	0.11	0.25	0.30	0.30
YOY		102%	1372%	22%	-2%
单票 EBIT（美元/件）	-0.48	-0.27	0.01	0.09	0.10
YOY			44%	103%	1045%
收入（亿美元）	3.27	5.76	8.13	11.43	15.36
YOY		300%	76%	41%	41%
毛利（亿美元）	0.02	0.30	0.94	1.67	2.29
YOY		109%	1698%	218%	77%
毛利率	1%	5%	12%	15%	15%
经调整 EBIT（亿美元）	-1.11	-0.76	0.03	0.48	0.79
YOY			31%	104%	1561%

资料来源：极兔速递公告（招股说明书、2023-2024 年报、2025 半年报），国盛证券研究所预测

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测：海外电商红利与成本持续改善，共同驱动业绩高增

主要假设：

1) 收入：我们认为，公司未来收入增长核心由电商渗透率提升和包裹量增长驱动。东南亚市场：我们预计公司在东南亚 2025-2027 年收入增速为 35%/24%/20%，主要由于电商渗透率提升与 TikTok 等新型电商平台带来增量；中国市场：我们预计公司在中国 2025-2027 年收入增速为 4%/6%/5%，2025 年受中国快递价格竞争加剧影响增速放缓，预计 2026 年价格竞争趋缓，收入改善；新市场：我们预计公司在新市场 2025-2027 年收入增速为 41%/41%/34%，主要由于新市场尚处于电商爆发较为早期阶段，基数低、增速快，且公司与 Temu、TikTok 等平台合作在新市场快速起量。总体上，我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 118.69/136.11/154.42 亿美元，分别同比增长 15.7%/14.7%/13.5%。

2) 成本与毛利：我们认为，公司成本优化与毛利率改善的核心在于规模效应带来的单票成本下降，在各市场包裹持续增长以及公司持续投资车辆、自动化分拣设备等以提高中转和分拣效率下，各市场的单票成本仍有下行空间。同时基于成本下降，为了提高份额，公司单票收入也将出现一定程度下降。我们预测东南亚市场毛利率维持 18-20% 左右水平；中国市场由于 2025 年价格竞争加剧毛利率阶段性下滑，2026-2027 年边际改善；新市场盈利能力改善，预测毛利率保持在 10% 以上。总体上，我们预测公司 2025-2027 年毛利率分别为 10.2%/10.9%/11.4%，毛利额分别为 12.08/14.88/17.68 亿美元。

3) 费用端：我们认为，随着收入规模扩大，经营杠杆效应显现，公司费用率将稳步下降。我们预测 2025-2027 年公司销售、一般及行政费用率逐年下降，研发费用率与财务费用率保持相对平稳。

综上所述，我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 118.69/136.11/154.42 亿美元，分别同比增长 15.7%/14.7%/13.5%；经调整净利润分别为 3.71/5.71/7.64 亿美元，分别同比增长 85.2%/54.0%/33.8%，对应经调整 EPS 分别为 0.040/0.061/0.083 美元/股。

图表51: 极兔速递盈利预测表

单位: 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	8849	10259	11869	13611	15442
YOY	21.8%	15.9%	15.7%	14.7%	13.5%
其中:					
东南亚	2633	3221	4349	5372	6467
中国	5229	6388	6662	7051	7394
新市场	327	576	813	1143	1536
跨境	660	75	45	45	45
成本	8376	9181	10660	12123	13674
YOY	11.1%	9.6%	16.1%	13.7%	12.8%
毛利	473	1078	1208	1488	1768
YOY	275.0%	128.0%	12.1%	23.1%	18.8%
毛利率	5.3%	10.5%	10.2%	10.9%	11.4%
经调整 EBIT	-335	301	493	684	872
YOY		190.0%	63.6%	38.7%	27.5%
其中:					
东南亚	203	303	546	665	803
中国	-236	147	32	49	67
新市场	-111	-76	3	48	79
跨境	-119	-39	2	2	2
未分配部分	-71	-33	-90	-80	-80
经调整净利润	-432	200	371	571	764
YOY		146.3%	85.2%	54.0%	33.8%
经调整 EPS (美元/股)	-0.042	0.021	0.040	0.061	0.083

资料来源: 极兔速递 2023-2024 年报, 国盛证券研究所预测

5.2 估值: 采用 P/E 相对估值法进行估值, 给予目标价 12.90 元

我们选取与极兔速递的主业相同、商业模式相似、市场地位相近的圆通速递、韵达股份、申通快递、中通快递-W 作为可比公司, 采用 P/E 相对估值法对公司进行估值。我们选取的可比公司 2026 年预测 P/E 的平均值为 11.2 倍, 考虑到极兔在东南亚市场与拉美中东市场的成长性, 应享有一定估值溢价, 我们给予公司 26 年目标 P/E 27x, 结合公司 2026 年经调整 EPS 预测 0.061 美元/股, 对应合理估值 12.90 港元。给予“买入”评级。

图表52: 可比公司估值表 (PE)

代码	简称	单位	收盘价	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600233.SH	圆通速递	元	16.34	1.17	1.24	1.46	14.0	13.2	11.2
002120.SZ	韵达股份	元	6.80	0.64	0.48	0.64	10.6	14.3	10.7
002468.SZ	申通快递	元	13.52	0.68	0.90	1.20	19.9	15.1	11.2
2057.HK	中通快递-W	港元	165.50	10.70	11.52	13.04	14.0	13.0	11.5
	均值			3.30	3.53	4.09	14.6	13.9	11.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 可比公司 2025-2026 年预测 EPS 采用 2025 年 12 月 30 日的 Wind 一致预期

风险提示

海外增长不及预期。若东南亚快递竞争格局变化和份额争夺加剧,可能影响公司东南亚份额与业绩增长。公司在新市场仍处于投入期,若电商增长放缓或运营成本控制不佳,新市场拓展可能受阻。

价格竞争加剧。若竞争对手发起恶性价格竞争,公司若被迫跟进将明显挤压单票利润。

成本大幅上涨。若燃油、人力等关键成本大幅上涨,而公司无法有效传导至终端价格,或运营效率提升未能有效对冲,则盈利能力可能下滑。

海外政策波动。相关国家的贸易政策、跨境电商监管或数据安全法规若发生变动,可能给海外业务的稳定性带来不确定性。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 jsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com