

Q4 运营数据点评：东南亚及拉美市场件量高增

极兔速递-W (1519.HK)

核心观点

2025 年第四季度，公司总体实现包裹量 84.6 亿件，同比增长 14.5%，日均包裹量 9,200 万件。2025 年全年，公司总体包裹量首次突破 300 亿件大关，达 301.3 亿件，同比增长 22.2%，日均包裹量 8,250 万件，同比增长 22.6%。极兔整体实现稳健增长，主要得益于东南亚和新市场强劲的业务表现，以及中国市场的稳定贡献。2025 年全球超 300 亿个包裹将是公司新起点。未来公司将继续强化全球网络，以创新驱动增长持续满足市场需求。

投资逻辑

1、东南亚快递市场稳固的龙一地位

东南亚是极兔的核心基本盘，按包裹量计，已经连续 6 年排名第一。伴随业务规模提升，单均成本持续优化，公司将降本收益持续让利给客户。不仅实现了对中小型快递公司的出清，也持续拉开与电商自建物流竞对的差距。

2、TikTok 全球电商发展的影子股

TikTok 从 2024 年开始加速在海外市场的电商业务拓展，主要聚焦东南亚、拉美和欧洲市场。由于其发展初期，超高的订单增速，以及不自建物流的发展战略，极兔由于其网络健全性和较高性价比，成为 TikTok 电商商业模式成立的核心支撑。

3、2026 年是拉美市场业务爆发和盈利的拐点

25 年拉美电商增速超全球平均水平，拉美人均 GDP 超 1 万美元，电商渗透率 15%，达到中国 2015 年电商及快递爆发期的水平。极兔绑定拉美最大电商平台美客多和增速最快的 TikTok 后，2025Q4 增速继续加速，2026 年订单增速有翻倍预期。

重要财务指标

	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入(亿美元)	72.7	88.5	102.6	118.8	141.2
YOY(%)	49.8%	21.8%	15.9%	15.8%	18.8%
经调净利(亿美元)	-14.88	-4.49	2.00	4.28	7.76
YOY(%)	-26.4%	69.8%	144.6%	113.9%	81.1%
毛利率(%)	-3.7%	5.3%	10.5%	10.3%	12.0%
经调净利率(%)	-20.5%	-5.1%	2.0%	3.6%	5.5%
ROE(%)	-33.2%	-44.4%	4.0%	9.5%	19.3%
P/E(倍)	8.1	-12.1	132.8	51.3	24.5
P/S(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1	0.9

资料来源: Wind, 中信建投证券

维持

买入

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519110001

SFC 编号:BRP908

梁晓

liangxiaobj@csc.com.cn

010-56135284

SAC 编号:S1440524050005

发布日期: 2026 年 01 月 08 日

当前股价: 11.58 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	8.33/6.89	20.62/22.48	97.95/63.56
12 月最高/最低价(港元)			11.58/4.68
总股本(万股)			897,761.79
流通 H 股(万股)			897,761.79
总市值(亿港元)			1,030.41
流通市值(亿港元)			1,030.41
近 3 月日均成交量(万)			2295.99
主要股东			
Jumping Summit Limited			10.92%

股价表现



相关研究报告

25.12.03 【中信建投物流】极兔速递-W(1519): 掘金拉美电商热潮, 解锁增长新征途

目录

受益 tts 东南亚及拉美市场 Q4 件量高增	1
盈利预测	2
估值和投资建议	3
风险分析	4

受益 tts 东南亚及拉美市场 Q4 件量高增

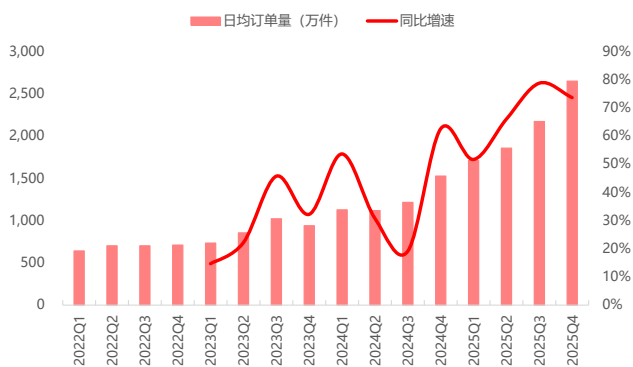
公司整体 Q4 包裹量达 84.61 亿件，同比增长 14.5%，2025 全年包裹量达 310.3 亿件，同比增长 22.8%。

1、东南亚：Q4 包裹量达 24.36 亿件，同比增长 73.6%；2025 全年包裹量达 76.6 亿件，同比增长 67.8%。

主要原因在于：

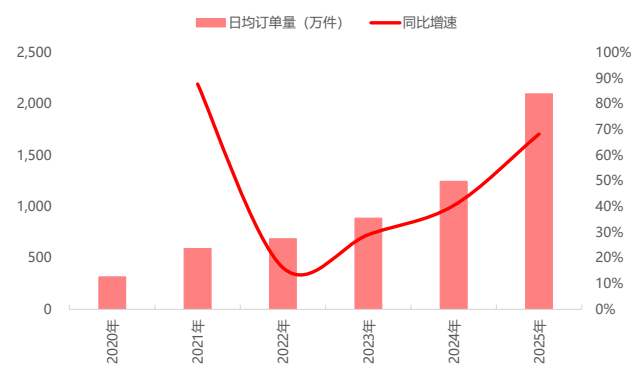
- (1) 公司电商平台客户加大投入，通过促销活动和品类的不断丰富，电商包裹订单高速增长。
- (2) 主要客户 TikTokShop、TEMU、SHEIN 在 2025 年旺季延续高增速，极兔与客户共同成长。
- (3) 非平台电商件对增长有贡献，但增速没有电商件快，占比仍不到 10%。
- (4) 电商平台对于快递物流履约的成本要求越来越高，更加在意性价比和服务质量，导致某些国家市场中小型快递供应商无法达到电商平台要求，极兔凭借自己成本和价格优势，在电商平台的份额进一步提升。

图 1: 东南亚 2022 年至今季度日均件量及同比增速情况



数据来源：公司财报，中信建投证券

图 2: 东南亚 2020 年至今年度日均件量及同比增速情况

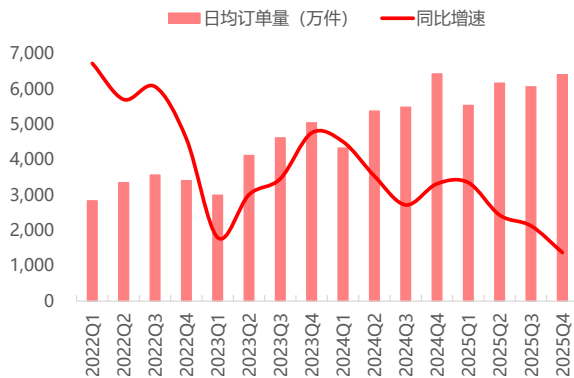


数据来源：公司财报，中信建投证券

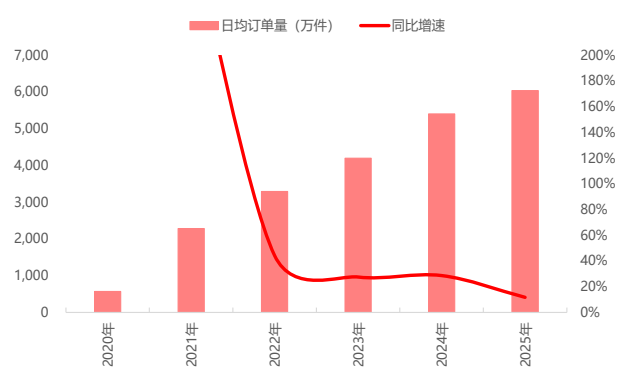
2、中国：Q4 包裹量达 58.9 亿件，同比下降 0.4%；2025 年包裹量达 220.7 亿件，同比增长 11.4%。

中国 Q4 业务发展的几个特点：

- (1) 中国快递行业增速趋缓（10 月、11 月的行业增长分别为 8% 和 5%，12 月份行业增速可能较 11 月继续下降），公司主动进行策略调整，追求有质量的增长。
- (2) 公司在主流电商平台物流指数中，处于加盟制的靠前位置，在优质客户服务经营的品牌形象改善显著、认可度提高，带来更多优质单量。

图 3:中国 2022 年至今季度日均件量及同比增速情况


数据来源: 公司财报, 中信建投证券

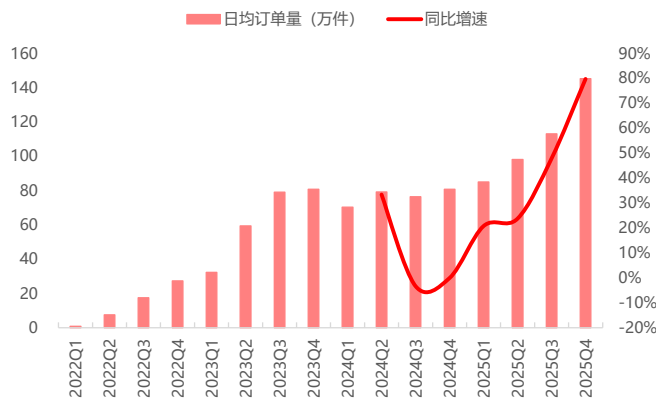
图 4: 中国 2020 年至今年度日均件量及同比增速情况


数据来源: 公司财报, 中信建投证券

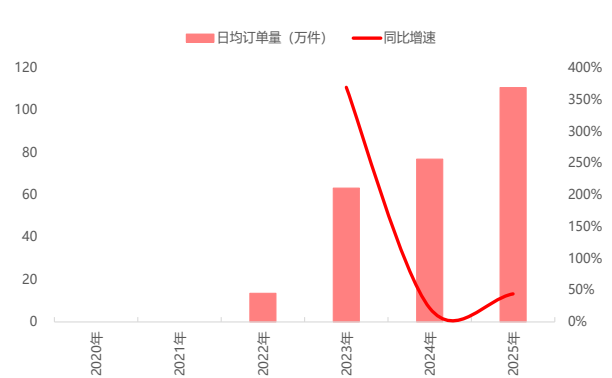
3、新市场: Q4 包裹量达 1.34 亿件, 同比增长 79.7%; 2025 年全年包裹量达 4.04 亿件, 同比增长 43.6%。

新市场 Q4 加速增长的主要原因在于:

- (1) 整个新市场电商渗透率低, 人均包裹量远低于中国和东南亚, 发展潜力和空间巨大。
- (2) 公司持续完善快递网络, 提升运营效率和服务质量, 在电商平台快速增长时, 能承接好业务、实现同步增长。
- (3) 25 年新市场伴随公司与 TikTokShop 和美客多在南美的合作, 极兔在新市场的客户结构更加多元化 (之前更多订单来源于 TEMU 和 SHEIN)。巴西和墨西哥市场都有不错的增速, 巴西市场的内容电商生态圈更加成熟。

图 5:新市场 2022 年至今季度日均件量及同比增速情况


数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 6: 新市场 2020 年至今年度日均件量及同比增速情况


数据来源: 公司财报, 中信建投证券

12月初，我们发布了公司的深度报告，站在当下时点，我们认为公司有如下核心逻辑。

核心逻辑 1：中国物流出海首选标的

(1) 极兔速递 2015 年成立，目前业务已进入 13 个国家，覆盖中国以及东南亚 7 国、中东 3 国、拉美 2 国，业务增长深度绑定全球电商发展浪潮。

(2) 2024 年营收 103 亿美元，其中海外营收占比 40% 以上，且 2026 年预期海外营收增速超 40%。2024 年经调净利 2 亿美金，几乎均源于海外业务，2026 年经调净利近 8 亿美金，预计连续 2 年翻倍。

(3) 独特的代理模式造就极兔的唯一性。代理模式的实质和最大效能是，利益的充分授权和划分，这也是极兔能全球快速起网和国内竞对做不到的核心。在起网的前三年，公司总部将责权利充分授权给代理商，双方通过类似“对赌协议”的换股机制，实现风险和利益的共担。

核心逻辑 2：东南亚快递市场稳固的龙一地位

(1) 东南亚是极兔速递的核心基本盘，按包裹量计，已经连续 6 年排名第一，2025H1 市占率达 33%。

(2) 业务规模的提升，以及中国快递运营经验输出，单均成本持续优化。公司将降本收益持续让利给客户，市场份额获得不断提升。不仅实现了对中小型快递公司的出清，也持续拉开与电商自建物流竞对的差距。

(3) 预期极兔速递伴随在东南亚话语权的提升，后续可以在竞争格局清晰后，实质拥有定价权，并打开业绩释放弹性。

核心逻辑 3：TikTok 全球电商发展的影子股

(1) TikTokShop 从 2024 年开始加速在海外市场的电商业务拓展，主要聚焦东南亚、拉美和欧洲市场。由于其发展初期，超高的订单增速，以及不自建物流的发展战略，极兔速递由于其网络健全性和较高性价比，成为 TikTok 电商商业模式成立的核心支撑。

(2) 从 2024Q4 开始，极兔速递的东南亚订单量及增速连续 4 个季度成上升趋势，2025Q3 件量增速高达 78%，不仅实现了降本增效，而且大幅提升了业绩增长预期。

(3) TikTokShop 在 2024 年底进入墨西哥、2025 年 5 月进入巴西市场，促使极兔速递 2025Q3 在新市场件量同比增速猛增到近 50%，未来 1-2 年将复制东南亚扩张之路。

核心逻辑 4：2026 年是拉美市场业务爆发和盈利的拐点

(1) 2025 年拉美电商增速超全球平均水平，拉美人均 GDP 超 1 万美元，电商渗透率 15%，达到中国 2015 年电商及快递爆发期的水平。

(2) 极兔速递绑定拉美最大电商平台美客多和增速最快的 TikTokShop 后，2025Q4 增速继续加速，预期 2026 年订单增速有翻倍预期。

(3) 上个月收购新市场运营实体公司少数股东股权，呈现出公司对未来拉美增速和盈利的信心。

盈利预测

2025-2026 年快递件量预计为 301 亿件和 351 亿件，同比增速 22.2% 和 16.6%。

2025-2026 年经调整 EBITDA 为 9.8 亿和 14.4 亿美元。2025-2026 年公司归母净利润 2.60/5.45 亿美元。

图 7:

极兔速递	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
一、总营业收入 (亿美元)	15.4	48.5	72.7	88.5	102.6	118.8	141.2
同比增长		216.0%	49.8%	21.8%	15.9%	15.8%	18.8%
总订单量 (亿件)	32.4	105.0	145.9	188.1	246.5	301.3	351.4
同比增长		224.2%	39.0%	29.0%	31.0%	22.2%	16.6%
二、总营业成本 (亿美元)	18.0	54.0	75.4	83.8	91.8	106.5	124.2
同比增长		200.3%	39.7%	11.1%	9.6%	16.0%	16.6%
三、毛利润 (亿美元)	-2.6	-5.4	-2.7	4.7	10.8	12.3	17.0
同比增长		108.3%	-50.4%	-275.0%	128.0%	14.0%	38.4%
毛利率	-17.0%	-11.2%	-3.7%	5.3%	10.5%	10.3%	12.0%
五、经调整EBITDA (亿美元)	-3.2	-7.9	-8.9	1.5	7.8	9.8	14.4
单票EBITDA (美元/件)	-0.10	-0.08	-0.06	0.01	0.03	0.03	0.04
经调整EBITDA利润率	-20.9%	-16.4%	-12.3%	1.7%	7.6%	8.3%	10.2%
六、经调整EBIT (亿美元)				-3.3	3.0	5.2	8.9
单票EBIT (美元/件)				-0.02	0.01	0.02	0.03
七、归母净利润 (亿美元)	-5.65	-60.47	16.56	-11.01	1.01	2.60	5.45
八、经调整的净利润 (亿美元)	-4.76	-11.78	-14.88	-4.49	2.00	4.28	7.76
经调整的净利率	-31.0%	-24.3%	-20.5%	-5.1%	2.0%	3.6%	5.5%

数据来源：公司财报，Wind，中信建投证券

估值和投资建议

鉴于不同国家的会计政策、税率、资本结构的差别，尤其在快递行业的重资产行业、跨国并购、多税率辖区场景下，极兔速递作为已经布局 13 个国家（未来会继续布局），因此相较于国内快递行业经常使用的 P/E 估值（波动大且受非经常性损益影响多），EV/EBITDA 估值的估值方式更加客观和审慎。

(1) 参考国内物流公司（三通一达、顺丰）和欧美三大物流公司（UPS、FedEx、DHL）过往 8 年（17-24 年）的 EV/EBITDA 倍数，平均值约为 12x。

(2) 对照同等增速水平的区间：目前极兔东南亚可以给到 13-15x，中国市场给到 10-12x，新市场可以给到 18-20x。

考虑债权情况，若按 2026 年初步匡算，股权价值约为 133-172 亿美元（约 1035-1340 亿港元）。当下仍是目前交易的底部市值。

图 8: 全球快递公司历史 P/E 估值情况

	17年	18年	19年	20年	21年	22年	23年	24年	8年平均
韵达	24.3	21.7	27.7	26.6	50.9	28.6	15.9	11.4	25.9
圆通	32.5	17.3	17.7	21.7	42.9	17.6	12.9	12.1	21.8
中通	28.2	19.8	27.9	31.7	35.4	24.6	17.4	12.5	24.7
申通	15.9	12.8	19.3	50.1	-67.3	-34.3	40.0	19.7	7.0
顺丰	28.4	34.8	28.1	56.8	95.9	40.7	25.5	20.7	41.4
国内平均	25.9	21.3	24.2	37.4	31.6	15.4	22.3	15.3	24.2
UPS	28.8	15.4	20.1	31.8	28.9	13.4	13.3	19.1	21.3
Fedex	22.7	8.5	18.3	28.1	14.0	13.1	16.0	17.1	17.2
DHL	17.8	14.1	20.2	19.8	15.0	8.4	10.9	12.6	14.9
雅玛多	53.4	70.5	30.9	45.8	18.5	14.2	20.4	30.5	35.5
海外平均	30.7	27.1	22.4	31.4	19.1	12.3	15.1	19.8	22.2
全球平均	28.3	24.2	23.3	34.4	25.3	13.9	18.7	17.5	23.2

数据来源: Wind, 中信建投证券

图 9: 全球快递公司历史 EV/EBITDA 估值情况

	17年	18年	19年	20年	21年	22年	23年	24年	8年平均
韵达	20.5	11.9	15.9	14.8	15.1	9.8	6.0	5.3	12.4
圆通	19.9	8.8	11.4	10.3	11.8	9.1	5.2	6.9	10.4
中通	16.3	14.0	15.2	23.2	18.2	14.7	11.8	8.7	15.3
申通	16.2	7.0	11.4	17.8	38.2	10.2	8.6	9.6	14.9
顺丰	22.3	15.2	13.7	25.2	17.3	10.5	7.9	8.0	15.0
国内平均	19.0	11.4	13.5	18.3	20.1	10.9	7.9	7.7	13.6
UPS	13.1	12.4	15.0	36.2	10.1	9.1	12.8	10.4	14.9
Fedex	9.9	7.2	12.4	14.2	7.3	6.2	7.7	7.7	9.1
DHL	9.8	6.6	7.2	7.5	7.4	4.9	5.6	5.7	6.9
雅玛多	11.0	14.9	6.7	8.6	6.5	5.6	8.8	5.6	8.5
海外平均	11.0	10.3	10.3	16.6	7.8	6.5	8.7	7.4	9.8
全球平均	15.0	10.8	11.9	17.4	14.0	8.7	8.3	7.5	11.7

数据来源: Wind, 中信建投证券

风险分析

1、各国家和地区快递业务及增长，依赖经营所在市场电商行业的发展，尤其是若干知名电商平台。

包括中国及其他快递业务发展较快国家，大部分订单来自电商平台及平台上的商户，该等商户亦依靠快递服务来完成平台消费者的订单。电商行业的发展受诸多因素影响，例如宽带及移动互联网的渗透率及使用率增长、电子支付系统的发展，超出快递公司的控制范围。其中：TikTok Shop 等平台的增速直接或间接影响极兔在东南亚和拉美市场的订单增长和盈利能力。

2、管理全球业务、起网及扩展到多个国家方面面临各种地缘及政治等风险。

距离、语言和文化差异造成的经营挑战；遵守法律法规，包括规管竞争、定价、支付方式、数据保护、隐私、互联网业务、运输服务、物流服务、房地产租赁、税收和社会保障、就业和劳动、外资持股以及其他对公司业务至关重要的活动的法律法规；难以管理、发展国际业务及为国际业务配备员工等。

3、全球消费需求减弱，但快递服务供给提升，行业面临激烈的竞争，可能会对快递企业的经营业绩及市场份额造成不利影响。

大多数国家的快递行业是分散的，国内快递公司主要与该等国家邮政机构及领先国内快递公司提供的快递服务竞争，例如，过往曾经历快递服务市场价格下降，且可能再次面临价格下行压力，此外须补贴网络合作伙伴提高竞争力。

4、全球汇率波动可能对国际化快递公司的财务状况、经营业绩和现金流量产生不利影响。

财务报表入账的项目一般按实体经营所在国家的货币计量，以某一货币列示的合并财务报表可能受到汇率波动的重大影响，有关数据可能大幅高于或低于实际数据。

分析师介绍

韩军

交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。7 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021 第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

梁骁

交运行业分析师，南开大学硕士，先后供职于中集集团物流板块、顺丰控股、京东物流，曾参与撰写《国家多式联运标准修订建议报告》并为交通物流相关十四五规划建言献策，2022 年加入中信建投证券研究发展部，覆盖快递快运/仓储运输/供应链物流/跨境物流/铁路货运/航空物流，具有丰富的交运物流行业研究经验以及资源，擅于把握和挖掘公司长期价值，工作地北京。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk