

【广发交运&海外】极兔速递-W (01519.HK) 系列一：东南亚

十年磨砺终成锋，产业经营双拐点

核心观点:

- 十年磨砺终成锋，产业经营双拐点。**极兔速递 2015 年在印尼成立，其区域代理制在东南亚获得成功并复制，2019 年公司进入中国市场，2022 年进入中东等新兴市场。经过十年网络建设和客户培育，公司于 2024 年迈过盈亏平衡线，2025 年东南亚快递市场迸发出更强劲的增长红利，极兔有望迎来产业增长和经营效率改善的双拐点。
- 东南亚需求：不一样的电商环境，可持续的增长红利。**与中国相比，东南亚电商市场呈现三高的需求特征：①高增长潜力：东南亚电商市场尚处于成长中早期，较高的互联网渗透率和薄弱的线下零售营造良好的电商发展土壤，长期增长潜力乐观。②高增长弹性：东南亚电商市场格局和业态尚未稳定，直播电商渗透率目前只有 20%（低于中国 38%水平），TikTok Shop 的入场为电商格局带来更多可能性，短期也贡献更强劲的增长弹性。③高物流费用：2024 年，极兔东南亚快递单位价格为 0.71 美元/件，高于极兔中国的 0.32 美元/件。
- 东南亚供给：平台与物流博弈，成本才是第一生产力。**东南亚独特的电商格局，造就其电商自建与第三方物流分庭抗礼的快递格局（SPX 市占率为 24.5%，极兔市占率为 28.6%）。短期电商格局对快递格局起主导作用，直播电商、跨境电商的兴起为独立第三方快递企业营造更好的议价环境；长期看成本起主导作用，极兔在东南亚已经建立起规模、投资、管理立体式成本优势，有望长期提升市占率。
- 盈利预测与投资建议。**供求共振，预计公司 2025 年市占率利润率双拐点将至。参照可比公司以及考虑公司目前的增长潜力，我们给予公司 25 年合理估值 10 倍 EV/EBITDA，对应合理价值为 9.53 港元/股（汇率 1HKD=0.1274USD），首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。**东南亚增长不及预期、中国竞争压力超预期等。

盈利预测:

单位:美元百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	8,849	10,259	11,795	13,477	15,217
增长率 (%)	21.8%	15.9%	15.0%	14.3%	12.9%
EBITDA	-1,284	688	994	1,237	1,490
归母净利润	-1,101	101	334	530	729
增长率 (%)	-166.5%	-109.1%	232.5%	58.4%	37.5%
EPS (元/股)	-0.12	0.01	0.04	0.06	0.08
市盈率 (P/E)	-	69.1	26.4	16.6	12.1
ROE (%)	-46.6%	4.5%	10.9%	14.7%	16.8%
EV/EBITDA	-	10.1	8.2	6.3	4.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

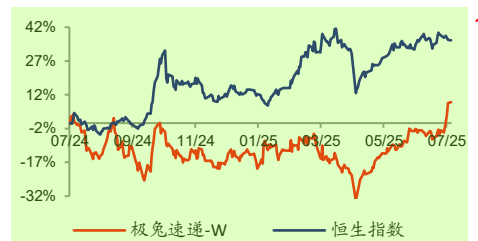
买入

当前价格	7.72 港元
合理价值	9.53 港元
报告日期	2025-07-08

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	8968.99/7997.60
总市值/流通市值 (百万港元)	69240.57/61741.44
一年内最高/最低 (港元)	7.72/4.68
30 日日均成交量/成交额 (百万)	25.52/180.71
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	60.17/32.65

相对市场表现



分析师:



SAC 执证号: S0260523120004
SFC CE No. BUY008
0755-88285832
xuke@gf.com.cn

分析师:



周延宇
SAC 执证号: S0260523120008
0755-82534236
zhouyanyu@gf.com.cn

分析师:



钟文海
SAC 执证号: S0260523120011
021-38003630
zhongwenhai@gf.com.cn

相关研究:

目录索引¹

一、需求：不一样的电商环境，可持续的增长红利.....	5	2
（一）相同的增长红利：东南亚快递市场拥有不逊色于中国的增长红利	5	
（二）不一样的需求环境：相对较弱的基建，更具增长潜力的线上场景	7	
二、供给：平台与物流博弈，成本才是第一生产力.....	15	
（一）东南亚快递行业格局：电商系、三方系分庭抗礼.....	15	
（二）极兔的成本优势：规模、投资、管理全方位领先.....	19	
三、公司背景：全球扩张的快递企业，东南亚为核心盈利来源	22	
（一）发展历程：全球扩张的异国本土快递服务商	22	
（二）财务结果：东南亚盈利能力最强，中国营收规模最大.....	25	
四、盈利预测和投资建议.....	28	
（一）股价复盘.....	28	
（二）盈利预测.....	28	
五、风险提示	31	

图表索引¹

图 1: 24 年, 东南亚快递包裹量占全球比重达到 8.0%.....	5
图 2: 19-24 年, 东南亚快递包裹量 CAGR 达到 26.40%	5
图 3: 东南亚电商市场迎来快速增长	6
图 4: 印尼 GMV 规模最大, 越南 GMV 增速最快	6
图 5: 东南亚部分国家邮政快递包裹量数据	6
图 6: 印尼与泰国为东南亚最大的两个快递市场	7
图 7: 越南的公路网络	8
图 8: 泰国的公路网络	8
图 9: 印尼的公路网络	8
图 10: 中国的公路网络	9
图 11: 近几年来东南亚电商迎来快速增长	9
图 12: 2020.6-2024.6, 中国直播电商用户规模 CAGR 为 17.90%.....	10
图 13: 2019-2023 年, 中国直播电商市场规模 CAGR 为 85.3%	10
图 14: 在东南亚六国, 以视频为载体的电商形态渗透率已从不足 5%提升至 20% ¹¹	
图 15: 各品类的内容创作者均在增长	11
图 16: 已有大的带货主播开始涌现	11
图 17: 东南亚的电商占零售总额比重相较东亚国家仍有较大提升空间	12
图 18: 东亚的互联网渗透率大致在 75%或以上的水平	12
图 19: 东南亚各国的互联网渗透率仍有提升空间	12
图 20: TikTok Shop 在微波炉(Electronics)、服饰(Fashion)、洗护用品(FMCG)与家具(Lifestyle)上的 take rate 变化	13
图 21: Shopee 在微波炉(Electronics)、服饰(Fashion)、洗护用品(FMCG)与家具(Lifestyle)上的 take rate 变化.....	13
图 22: 19-24 年, 东南亚的单包裹价值量相对更稳定.....	14
图 23: 24 年, 极兔东南亚快递单价为 0.71 美元/件	14
图 24: Shopee 在东南亚电商市场中目前仍处于领先.....	15
图 25: 看向其他市场, 电商平台的份额变化并不是新鲜事.....	15
图 26: 东南亚快递中电商自建与第三方物流分庭抗礼.....	16
图 27: 中国快递行业以第三方物流为主.....	16
图 28: Shopee 在东南亚电商市场的份额接近 40%.....	16
图 29: 从经调整 EBITDA 的角度看, 东南亚电商平台价值链多数份额被第三方物流占据	16
图 30: 中国电商格局相对更加分散, 2023 年 CR3 为 72.4%.....	17
图 31: 东南亚电商格局目前更为集中, 2023 年印尼与泰国电商 CR3 分别为 81%与 100%	18
图 32: 新兴电商平台的成长会对头部第三方物流企业产生积极影响.....	18
图 33: TikTok Shop 的 AOV 已明显低于 Shopee 与 Lazada.....	18
图 34: 中国市场中第三方物流单位成本持续优化	19
图 35: 中国快递市场第三方市占率不断走高	19
图 36: 2020-2024 年, 极兔东南亚市占率持续提升	19
图 37: 截至 25Q1, 公司车辆总数提升至 5600 辆.....	20

图 38: 截至 25Q1, 公司自动化设备套数提升至 52 套.....	20	1
图 39: 公司近三年资本开支与承诺支出总额基本维持在 6 亿美元的水平.....	20	
图 40: 极兔东南亚由极兔中国赋能的经验和案例.....	21	
图 41: 24 年, 极兔单位运输成本同比下降 11.8%.....	21	
图 42: 24 年, 极兔单位分拣成本同比下降 44.4%.....	21	
图 43: 极兔速递发展历程.....	22	
图 44: 极兔速递股权较为分散, 李杰为实控人.....	23	
图 45: 区域代理制的原理及优势.....	23	
图 46: 极兔速递的全球网络.....	25	
图 47: 24 年公司营收 102.59 亿美元, 5 年 CAGR 46.21%.....	25	
图 48: 快递业务为公司核心主业.....	25	
图 49: 中国市场营收增速较快, 5 年 CAGR 68%.....	26	
图 50: 中国营收规模最大, 24 年中国贡献 62% 营收.....	26	
图 51: 东南亚毛利稳中有升, 中国和新市场逐步修复.....	26	
图 52: 东南亚市场毛利率最高, 近 3 年稳定在 19%.....	26	
图 53: 新市场单票收入最高, 其他市场单票收入下降.....	27	
图 54: 东南亚单票毛利稳定, 其他市场 23 年扭亏.....	27	
图 55: 24 年经调整 EBITDA 达到 7.78 亿美元.....	27	
图 56: 公司自由现金流 24 年转正.....	27	
图 57: 极兔股价复盘.....	28	
图 58: A 股快递公司 EV/EBITDA.....	30	
图 59: 美股快递公司 EV/EBITDA.....	30	
表 1: 除新加坡外, 东南亚其余国家物流绩效指数与基础设施指数均低于中国.....	7	2
表 2: 区域代理的角色.....	24	
表 3: 区域代理模式与特许经营模式区别.....	24	
表 4: 极兔速递盈利预测表 (单位: 百万美元).....	29	
表 5: 可比公司估值表.....	30	

一、需求：不一样的电商环境，可持续的增长红利¹

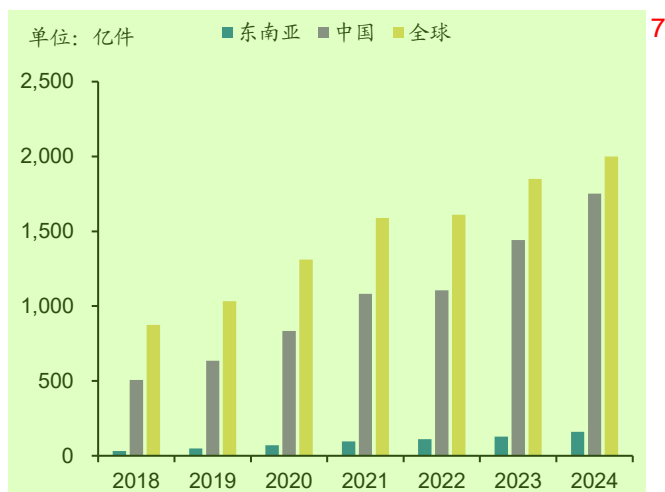
（一）相同的增长红利：东南亚快递市场拥有不逊色于中国的增长红利²

2024年，据Statista，全球快递市场包裹量约为2000亿件，其中据iFinD数据与极兔速递年报，中国快递市场包裹量约为1751亿件，占全球市场比重达到87.5%，东南亚快递市场包裹量约为160亿件，占全球市场比重达到8.0%。³

虽然与中国市场相比，东南亚快递市场规模有限，但东南亚快递市场拥有着不逊色于中国快递市场的增长红利。2019-2024年，全球、中国、东南亚快递市场包裹量CAGR分别为14.15%、22.48%、26.40%。⁴

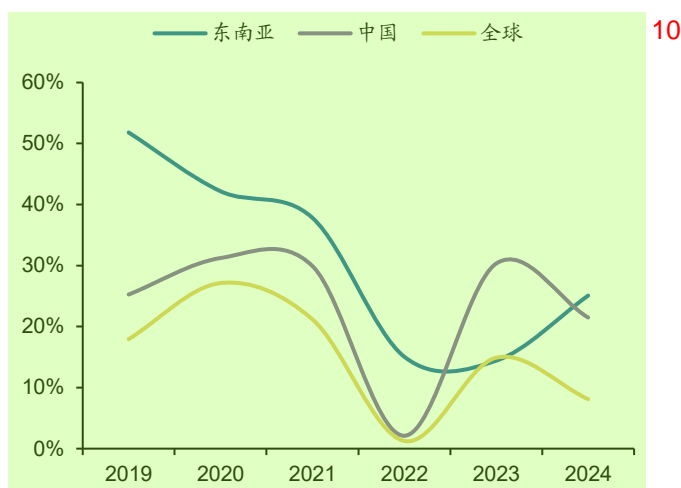
2024年，在疫情影响结束后，东南亚快递市场包裹量同比增速反弹至25%，重新回到高速增长状态。⁵

图 1：24年，东南亚快递包裹量占全球比重达到8.0%⁶



数据来源：Statista，极兔速递招股说明书，iFinD，极兔速递年报，广发证券发展研究中心⁸

图 2：19-24年，东南亚快递包裹量CAGR达到26.40%⁹



数据来源：Statista，极兔速递招股说明书，iFinD，极兔速递年报，广发证券发展研究中心¹¹

东南亚快递市场的快速增长离不开电商的快速渗透。过去几年，随着越来越多的人拥有智能手机和其他电子设备，互联网的普及程度不断提升，以及Lazada、Shopee等在线平台的蓬勃发展，东南亚电商市场迎来了大幅增长。¹²

图 3：东南亚电商市场迎来快速增长²

E-commerce markets in Southeast Asia have passed their supply-driven 'inflection points,' as they have seen an uptick in growth in the past few years.¹

E-commerce growth year on year, inflection points, and major online marketplaces, %³



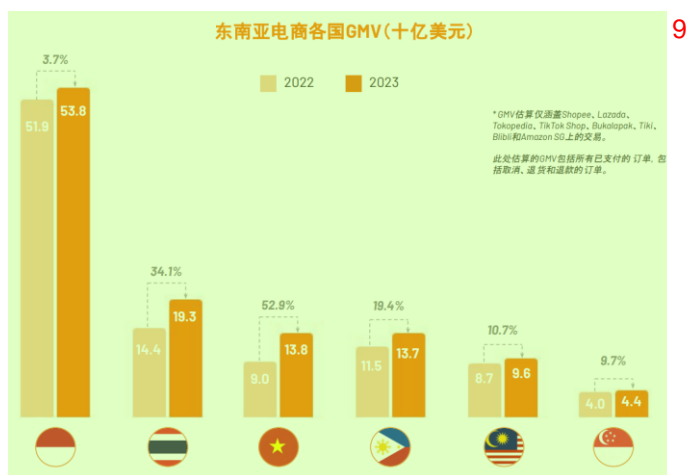
Source: eMarketer; Euromonitor; GlobalData; Redseer; Statista; web research⁴

数据来源：McKinsey，广发证券发展研究中心⁵

分国家看，据Momentum Works，2023年东南亚各国电商GMV按大小排序依次为印尼、泰国、越南、菲律宾、马来西亚与新加坡，GMV分别为538、193、138、137、96与44亿美元。按同比增速排序，各国电商GMV同比增速由高到低依次为越南、泰国、菲律宾、马来西亚、新加坡与印尼，同比增速分别为52.9%、34.1%、19.4%、10.7%、9.7%与3.7%。⁶

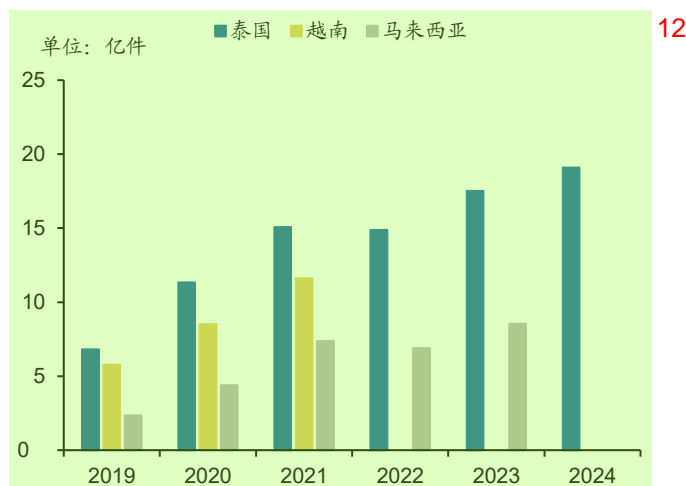
看向各国快递市场，据极兔速递招股说明书中弗若斯特沙利文测算，印尼与泰国为东南亚最大的两个快递市场，其次为越南与菲律宾，马来西亚、新加坡与柬埔寨的快递市场目前相对更小。⁷

图 4：印尼GMV规模最大，越南GMV增速最快⁸



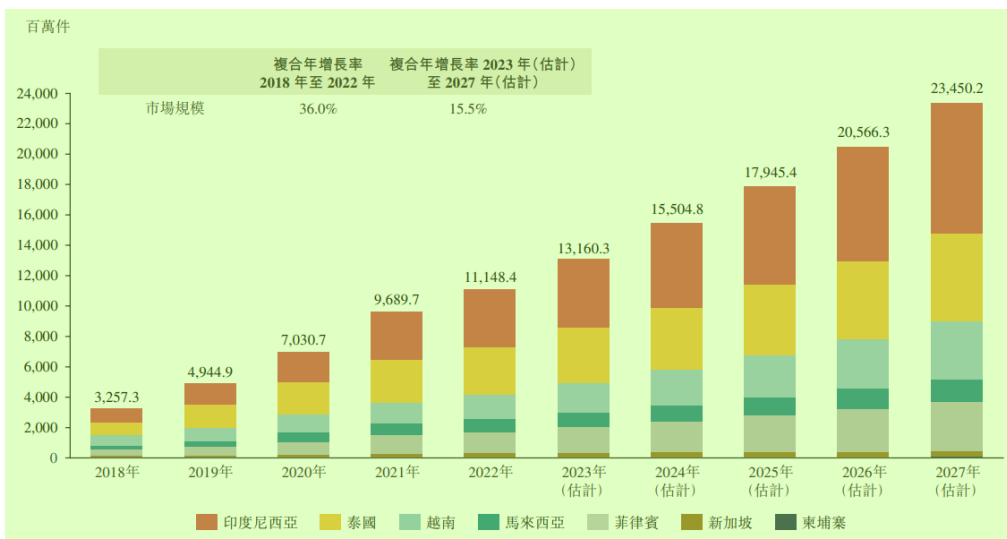
数据来源：Momentum Works，广发证券发展研究中心¹⁰

图 5：东南亚部分国家邮政快递包裹量数据¹¹



数据来源：Statista, effigy-consulting，广发证券发展研究中心¹³

图 6：印尼与泰国为东南亚最大的两个快递市场¹



数据来源：极兔速递招股说明书，广发证券发展研究中心³

（二）不一样的需求环境：相对较弱的基建，更具增长潜力的线上场景⁴

1. 薄弱的基础设施创造物流差异化服务的可能⁵

据世界银行设定的物流绩效指数与基础设施指数，与中国相比，除新加坡外，东南亚其余国家的基础设施环境相对薄弱，物流绩效指数因而相对较低，但薄弱的基础设施对于物流企业并非坏事，反而给头部物流企业创造服务差异化的可能性，有利于维持东南亚快递物流企业的服务溢价。⁶

表 1：除新加坡外，东南亚其余国家物流绩效指数与基础设施指数均低于中国⁷

世界排名	国家	物流绩效指数	客户满意度指数	基础设施指数	国际货运指数	物流能力和质量指数	物流时效指数	物流信息跟踪指数
1	新加坡	4.3	4.2	4.6	4.0	4.4	4.3	4.4
20	中国	3.7	3.3	4.0	3.6	3.8	3.7	3.8
31	马来西亚	3.6	3.3	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7
37	泰国	3.5	3.3	3.7	3.5	3.5	3.5	3.6
47	菲律宾	3.3	2.8	3.2	3.1	3.3	3.9	3.3
50	越南	3.3	3.1	3.2	3.3	3.2	3.3	3.4
63	印尼	3.0	2.8	2.9	3.0	2.9	3.3	3.0
116	柬埔寨	2.4	2.2	2.1	2.3	2.4	2.7	2.8

数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心⁹

从公路网络的角度对比看，不难看出东南亚国家的路网复杂度、通达度等均要弱于中国的路网。

图 7：越南的公路网络²



图 8：泰国的公路网络⁵



数据来源：OnTheWorldMap，广发证券发展研究中心⁴

数据来源：OnTheWorldMap，广发证券发展研究中心⁷

图 9：印尼的公路网络⁸



数据来源：OnTheWorldMap 广发证券发展研究中心¹⁰

图 10: 中国的公路网络¹

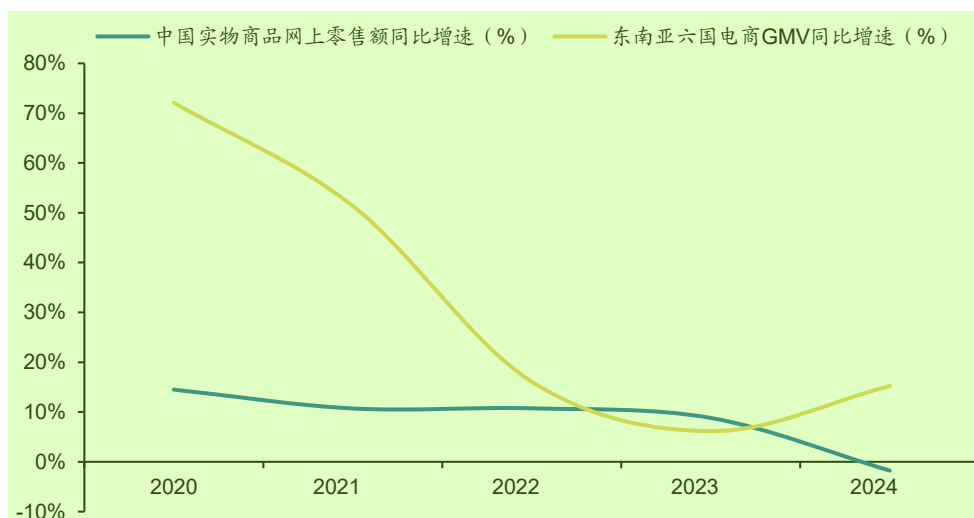


数据来源: OnTheWorldMap, 广发证券发展研究中心³

2. 东南亚拥有更具增长潜力的线上消费环境⁴

虽然东南亚快递市场增速与中国快递市场相差不多,但增长背后的驱动力并不相同。⁵过去五年东南亚快递市场的增长驱动力主要来自电商市场的扩张,2019-2024年,东南亚六国电商GMV的CAGR达到29.89%,以中国实物商品网上零售额为参考,同期CAGR为8.45%,东南亚电商市场的增长速度仍在相对高位。

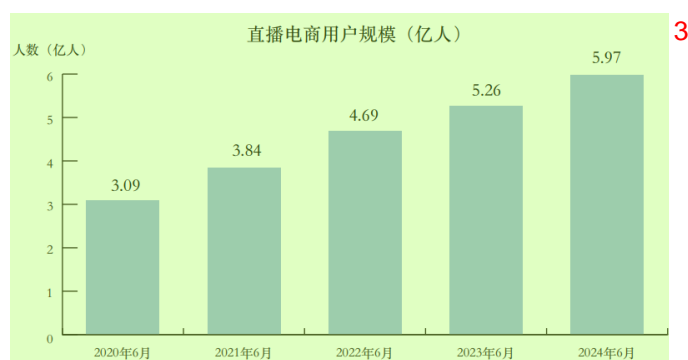
图 11: 近几年来东南亚电商迎来快速增长⁶



数据来源: iFinD, Google, Temasek, and Bain & Company, 广发证券发展研究中心⁸

短期来看,东南亚电商的增长动力在于直播电商的兴起。参考中国电商行业的发展,传统货架电商在经历向下沉市场渗透发展的同时,新的电商形态也因电商基础设施的逐步建设、下沉市场的潜力释放等发展要素而诞生并逐步完善,以直播,短视频为代表的电商行业发展新力量不断涌入,加大了电商行业运营模式的创新竞争程度,也加快了打破现有竞争格局的速度。据《直播电商行业高质量发展报告(2023-2024年度)》,2023年,中国直播电商渗透率已增长到37.8%。

图 12: 2020.6-2024.6, 中国直播电商用户规模CAGR 为17.90%



数据来源: 中国国际电子商务中心, 广发证券发展研究中心

图 13: 2019-2023年, 中国直播电商市场规模CAGR 为85.3%



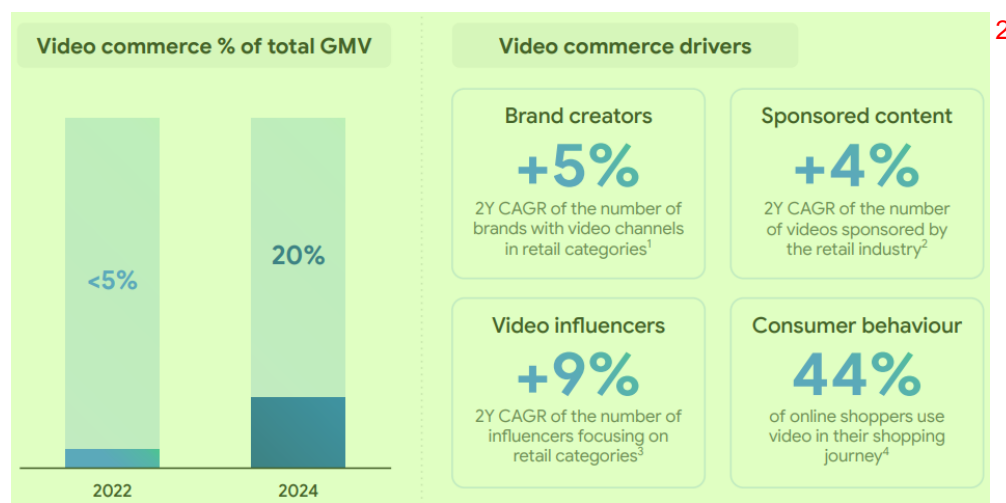
数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

对于东南亚电商市场而言,据Tech in Asia, 2023年12月11日, TikTok 官方宣布与印尼 GoTo 集团达成电商战略合作, TikTok 通过与 GoTo 集团成立合资公司, 控制电商平台 Tokopedia 75%的股份, 在受到政策冲击后重返印尼电商市场。

TikTok Shop有望借助抖音商店在中国区的成熟运营经验,在东南亚实现快速渗透增长。同时, Shopee也在投资推动Shopee Live, 东南亚直播电商市场规模将会在平台的增量竞争下实现迅速增长。

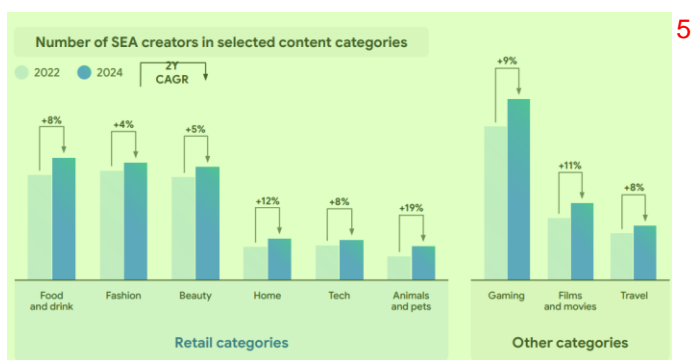
据Google, Temasek, and Bain & Company的报告, 东南亚六国中以视频为载体的电商形态渗透率虽然已从不足5%提升至20%,但是相较于中国的直播电商渗透率仍有距离。在东南亚的直播电商市场中, 各种品类的内容创作者已在不断增长, 并且已有一些较大的带货主播开始涌现。

图 14: 在东南亚六国，以视频为载体的电商形态渗透率已从不足5%提升至20%¹



数据来源: Google, Temasek, and Bain & Company, 广发证券发展研究中心³

图 15: 各品类的内容创作者均在增长⁴



数据来源: Google, Temasek, and Bain & Company, 广发证券发展研究中心⁶

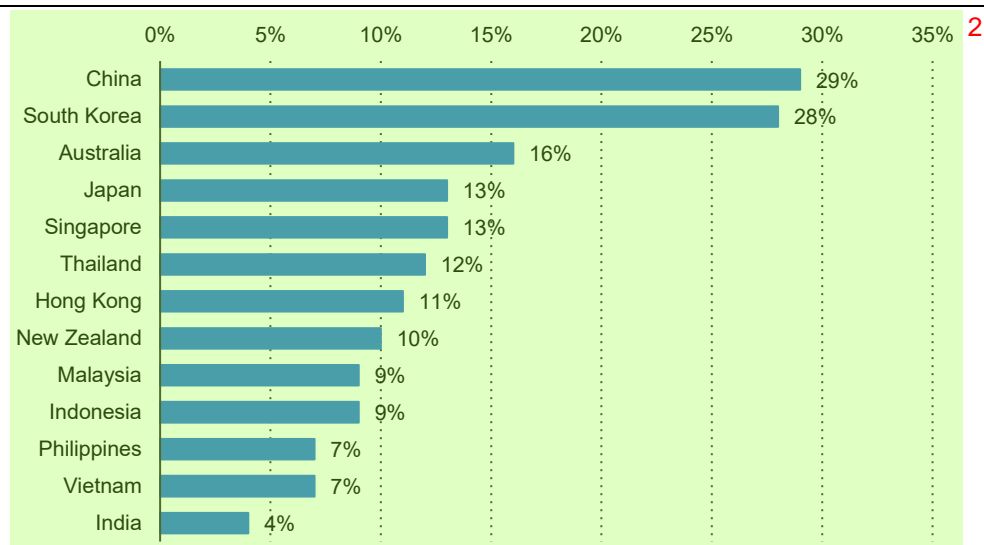
图 16: 已有大的带货主播开始涌现⁷



数据来源: Momentum Works, 广发证券发展研究中心⁹

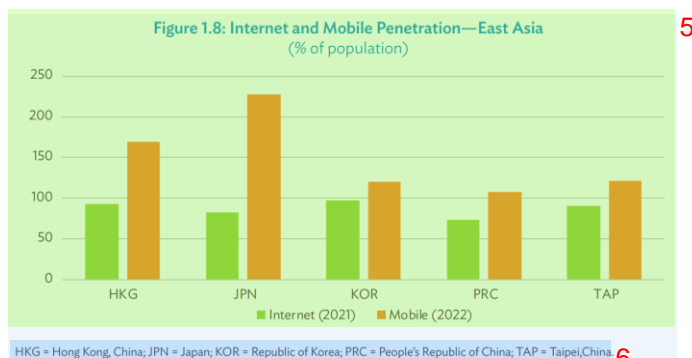
长期来看，东南亚各国的互联网渗透率相较于东亚各国的互联网渗透率仍有一定的提升空间。电商渗透率有望随着互联网/移动设备、电子支付等的渗透率提升而提升。据Statista，新加坡、泰国、马来西亚、印尼、菲律宾与越南电商占零售总额比重分别为13%、12%、9%、9%、7%与7%，与中国的29%仍有一定差距，东南亚国家的电商渗透率预计仍有提升空间。

图 17: 东南亚的电商占零售总额比重相较于东亚国家仍有较大提升空间¹



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心³

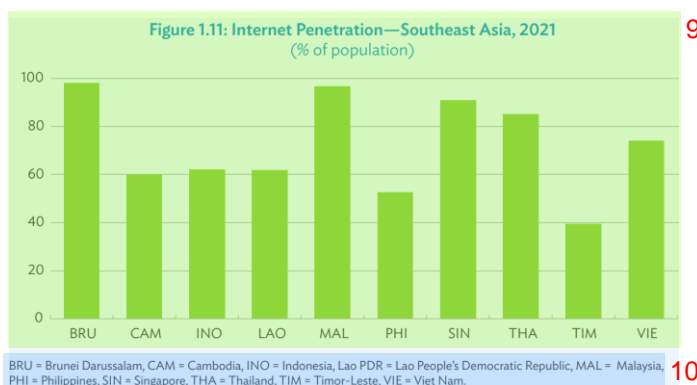
图 18: 东亚的互联网渗透率大致在75%或以上的水平⁴



HKG = Hong Kong, China; JPN = Japan; KOR = Republic of Korea; PRC = People's Republic of China; TAP = Taipei, China⁶

数据来源: Asian Development Bank, 广发证券发展研究中心⁷

图 19: 东南亚各国的互联网渗透率仍有提升空间⁸

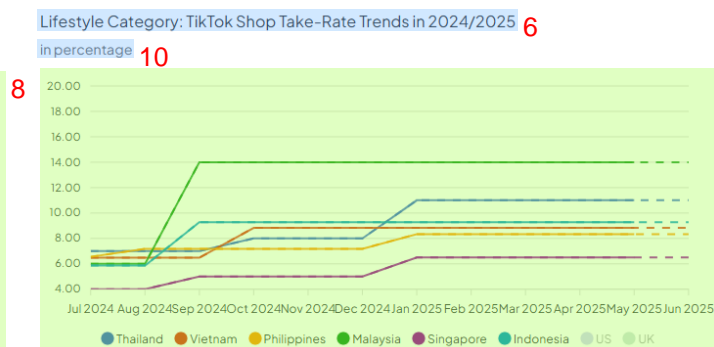
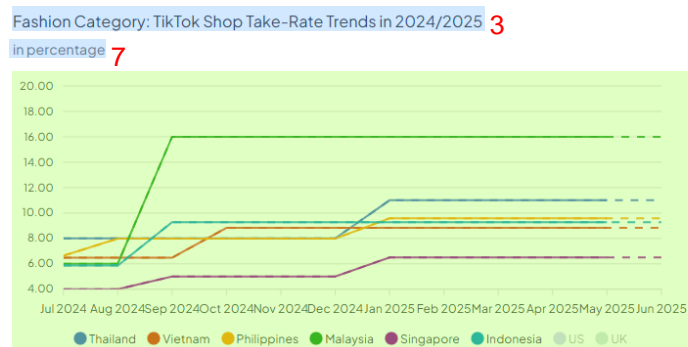
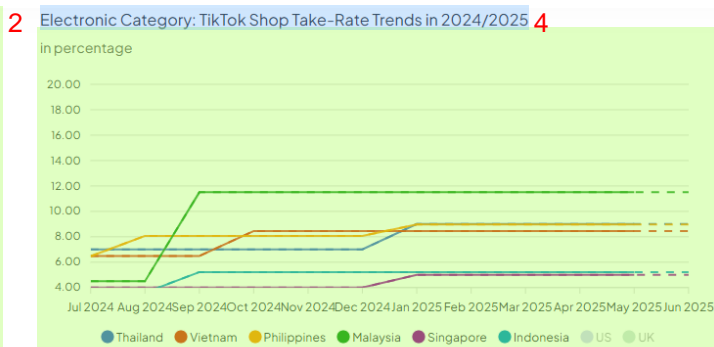
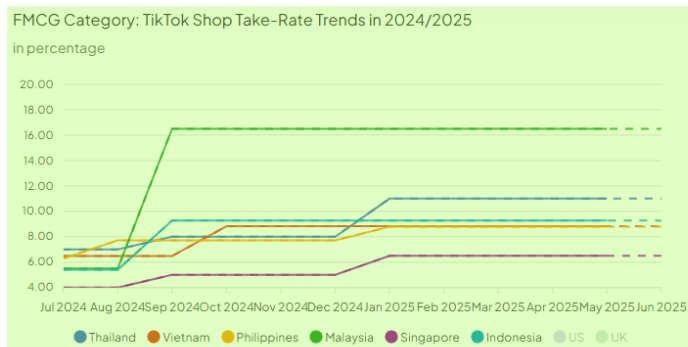


BRU = Brunei Darussalam, CAM = Cambodia, INO = Indonesia, LAO = Lao People's Democratic Republic, MAL = Malaysia, PHI = Philippines, SIN = Singapore, THA = Thailand, TIM = Timor-Leste, VIE = Viet Nam.¹⁰

数据来源: Asian Development Bank, 广发证券发展研究中心¹¹

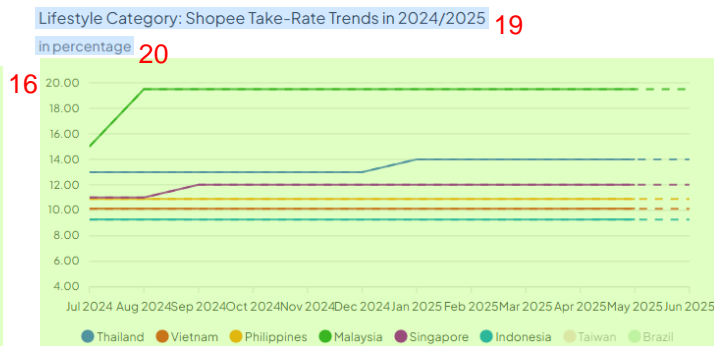
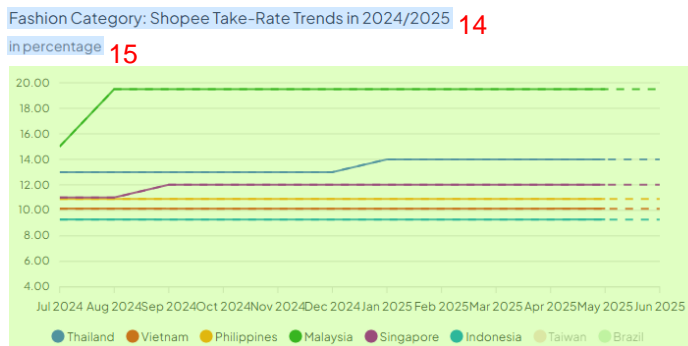
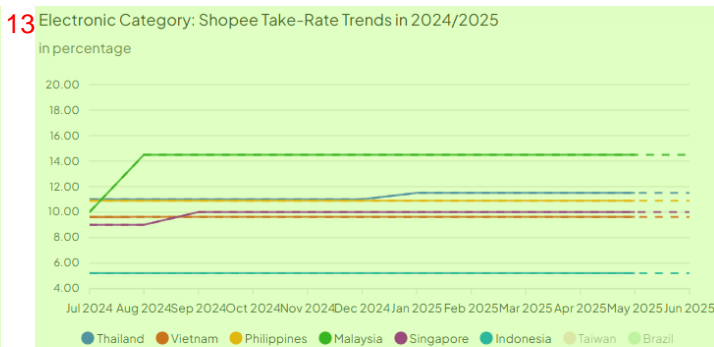
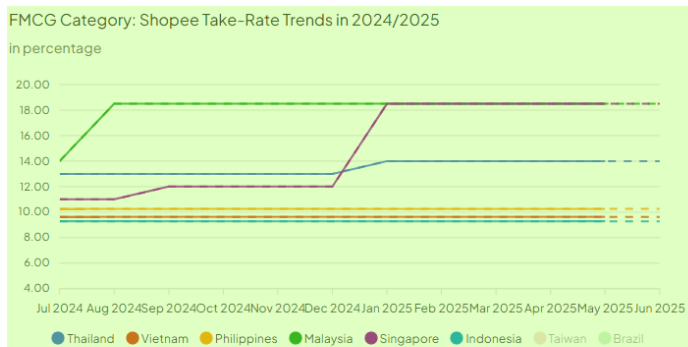
目前来看, 东南亚电商市场仍处于良性增长的阶段。传统货架电商与直播电商都处于同比增长趋势中, 电商平台并未以降低take rate作为竞争策略, 据cube.asia数据, Shopee与TikTok Shop的take rate均未出现下降, 仍保持稳中有升。¹²

图 20: TikTok Shop在微波炉(Electronics)、服饰(Fashion)、洗护用品(FMCG)与家具(Lifestyle)上的take rate 1 变化



数据来源: cube.asia, 广发证券发展研究中心 9

图 21: Shopee在微波炉(Electronics)、服饰(Fashion)、洗护用品(FMCG)与家具(Lifestyle)上的take rate 12 变化

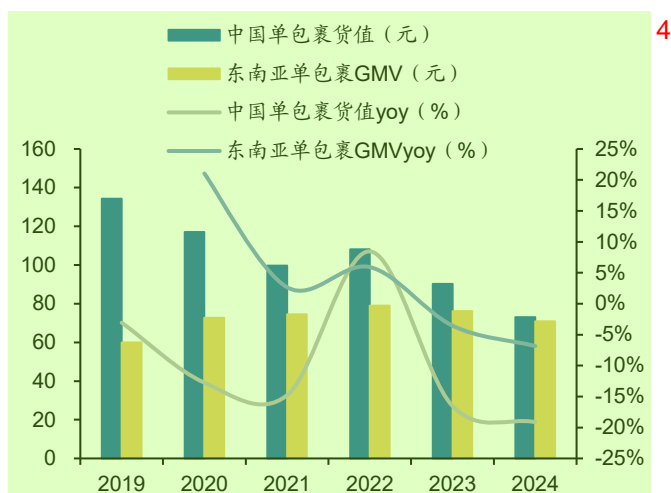


数据来源: cube.asia, 广发证券发展研究中心 17

增长驱动力的差异更直接反应在单位包裹货值上，2019-2024年，中国单位包裹货值CAGR为-11.45%，作为参考，同期东南亚六国单位包裹GMV的CAGR为3.41%。与正在进行消费降级的中国电商市场相比，当前东南亚电商市场的商品价格相对更稳定。

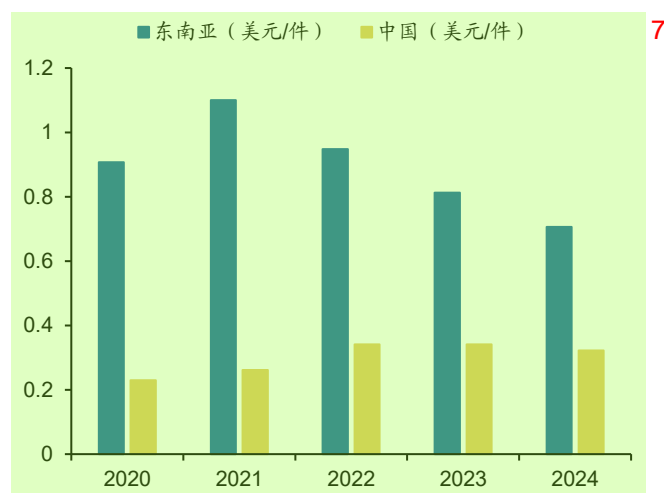
稳定的电商市场为东南亚快递企业创造了良好的议价环境，参考极兔在东南亚与中国的定价，2024年，极兔中国快递单位价格为0.32美元/件，极兔东南亚快递单位价格为0.71美元/件。

图 22：19-24年，东南亚的单包裹价值量相对更稳定³



数据来源：iFinD, Google, Temasek, and Bain & Company, 极兔速递年报, 广发证券发展研究中心⁵

图 23：24年，极兔东南亚快递单价为0.71美元/件⁶



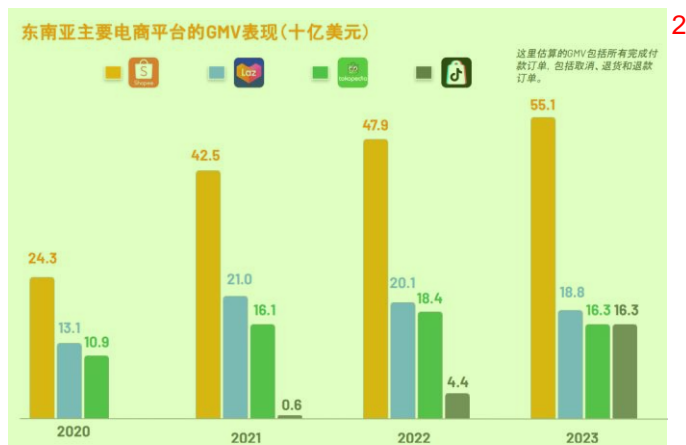
数据来源：极兔速递年报, 广发证券发展研究中心⁸

3. 东南亚电商格局复杂，增量的分配并不均衡⁹

快速增长的电商红利背后，我们还观察到东南亚电商市场复杂的格局变化。与中美市场电商市场相比，东南亚电商市场龙头Shopee优势更大，在平台GMV规模上保持较大幅度的领先（GMV占比通常达到40%左右），几乎已有形成事实性垄断的趋势。

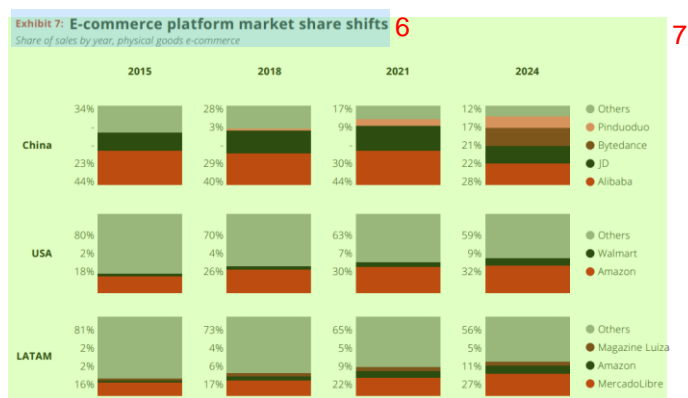
但参考中国、美国与拉美的电商市场格局，电商平台市场份额的变化并不是新鲜事，新的电商形态出现推动市场继续增长，新的电商平台也会抓住机遇实现份额提升。

图 24: Shopee在东南亚电商市场中目前仍处于领先



数据来源: Momentum Works, 广发证券发展研究中心

图 25: 看向其他市场, 电商平台的份额变化并不是新鲜事



数据来源: DBS Bank, 广发证券发展研究中心

不同类型的电商平台会依靠不同的发展基因形成不一样的比较优势, 通常最终会形成多元化的格局, 如京东&拼多多(供应链能力)、天猫淘宝(一体化能力)与抖音(新形态获客能力)。对于东南亚电商格局而言, 复杂的格局变化预计未来几年将继续维持, 而在物流能力的建设上, 通过中国经验可知, 自建物流并非所有类型电商平台的最优解, 像极兔一样的第三方物流企业有望在电商格局分化的过程中, 扮演越来越重要的角色。

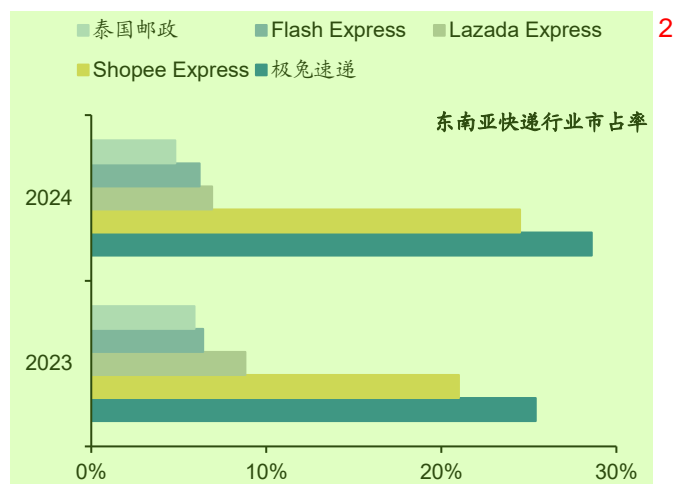
二、供给: 平台与物流博弈, 成本才是第一生产力

(一) 东南亚快递行业格局: 电商系、三方系分庭抗礼

东南亚独特的电商格局, 造就其独特的快递格局。东南亚快递格局呈现电商自建与第三方物流分庭抗礼的特征, 与中国快递第三方物流占主导的市场格局不同。

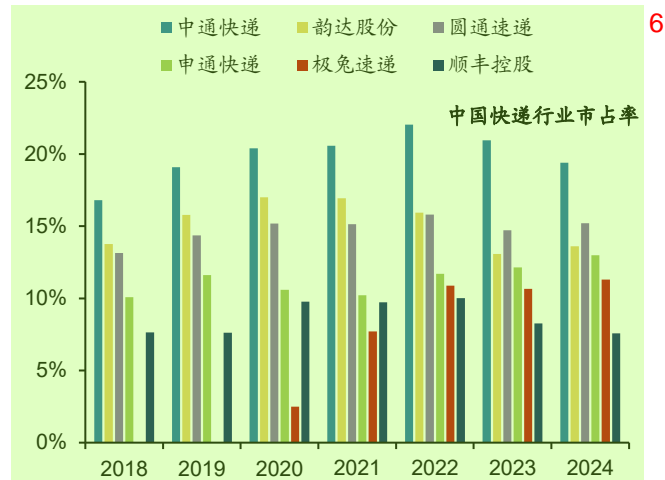
截至2024年, 东南亚快递行业中, 电商自建的代表企业Shopee Express市占率为24.5%, 第三方物流的代表企业极兔市占率为28.6%, 剩余竞争者较为分散, 市场影响力有限。

图 26: 东南亚快递中电商自建与第三方物流分庭抗礼¹



数据来源: 极兔速递年报, 广发证券发展研究中心⁴

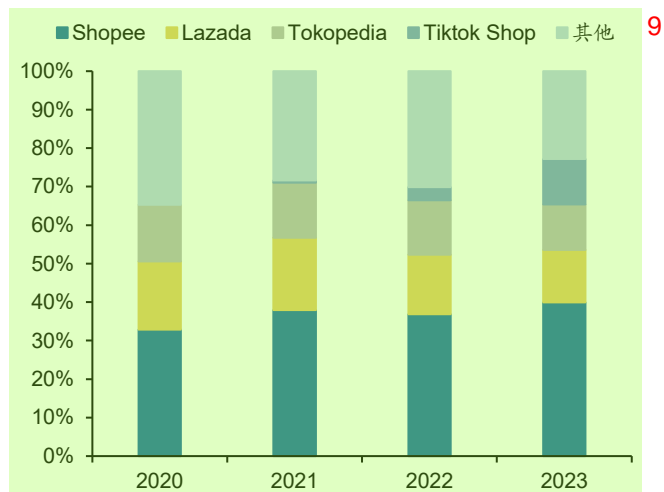
图 27: 中国快递行业以第三方物流为主⁵



数据来源: iFinD, 极兔速递年报, 广发证券发展研究中心³

为何当前在东南亚快递市场, 电商自建物流能够崛起? 一方面, Shopee在东南亚电商市场的市场份额接近40%, 其流量/订单量已足以在东南亚各国支撑一张新的物流网络所需要的业务规模。另一方面, 东南亚电商行业价值链的利润分配并不均衡, 较低的基建水平与较高的配送难度, 使以极兔为代表的第三方物流企业切走了电商平台的利润, 使得电商平台有足够强的意愿通过自建物流的形式削弱第三方物流企业的议价权。⁷

图 28: Shopee在东南亚电商市场的份额接近40%⁸



数据来源: Momentum Works, Google, Temasek, and Bain & Company, 广发证券发展研究中心¹⁰

图 29: 从经调整EBITDA的角度看, 东南亚电商平台价值链多数份额被第三方物流占据¹¹



数据来源: 极兔速递年报, SEA 官网, 广发证券发展研究中心¹³

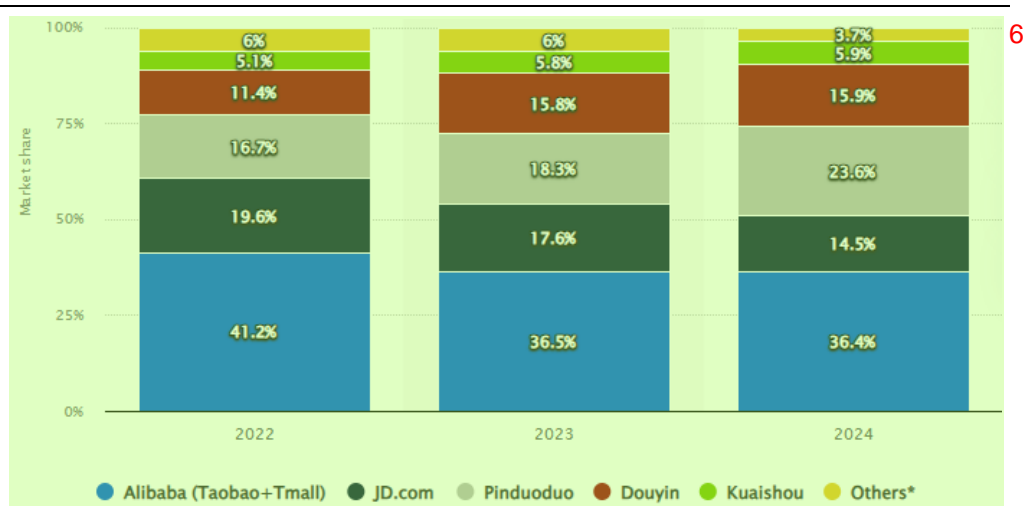
1. 短期：商流将决定物流格局¹

与中国电商格局相比，东南亚电商格局占据着更为主要的市场份额，据Statista与Momentum Works, 2023年, 中国、印尼与泰国的电商CR3分别为72%、81%与100%。相对更集中的市场份额，意味着在东南亚市场中电商平台有着更强的物流流量分发权，电商平台对物流选择有着较强的引导能力。²

据Tech In Asia, 2025年4月起Shopee将不再在印尼提供J&T Express的标准配送和经济配送服务，但仍保留J&T Cargo的服务。此举动一定程度上反映了平台目前较为强势的流量分发权。³

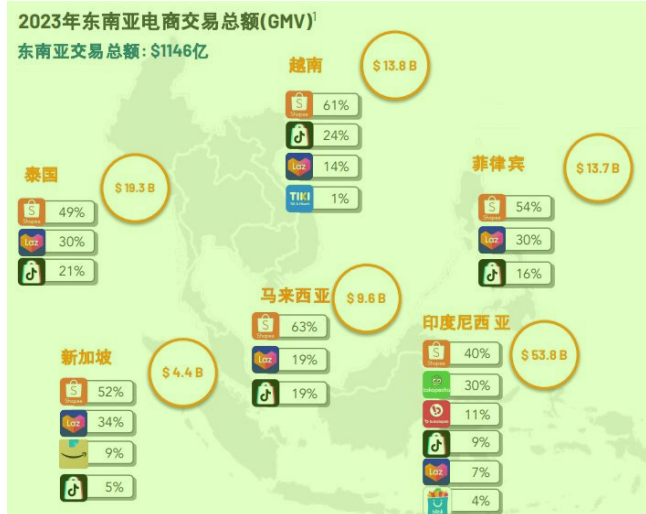
但同样的，TikTok Shop等东南亚市场新兴平台的增长也会对物流企业产生积极影响，⁴而目前极兔为东南亚第三方物流中的领先者，已经成为新兴平台高速扩张期最重要的合作伙伴。

图 30：中国电商格局相对更加分散，2023年CR3为72.4%⁵



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心⁷

图 31: 东南亚电商格局目前更为集中, 2023年印尼与泰国电商CR3分别为81%与100%



数据来源: Momentum Works, 广发证券发展研究中心

图 32: 新兴电商平台的增长会对头部第三方物流企业产生积极影响

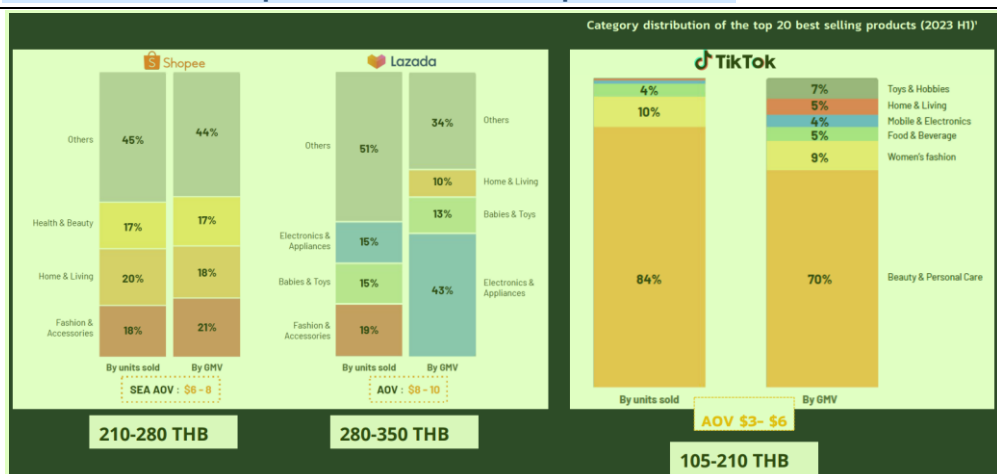


数据来源: 极兔速递年报, SEA 官网, Momentum Works, cube.asia, 广发证券发展研究中心

2. 长期: 物流格局依然是成本决定论

在远期, 电商渗透率的提升必然会面对商品客单价下行的压力, 从Lazada到Shopee再到TikTok Shop, 新兴电商平台总是以性价比取胜。物流成本作为电商供应链成本的重要构成, 长期来看, 东南亚快递市场格局仍然是成本决定论。

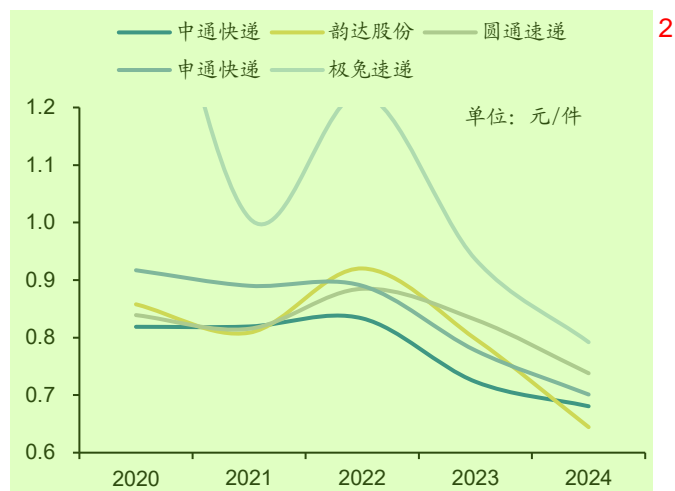
图 33: TikTok Shop的AOV已明显低于Shopee与Lazada



数据来源: PriceZa, 广发证券发展研究中心

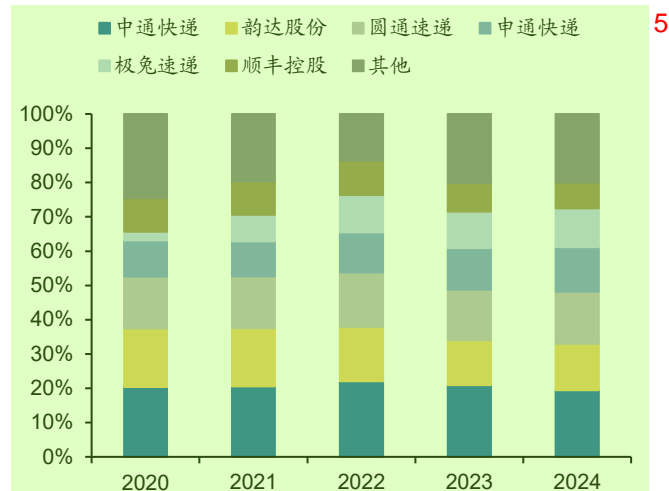
参考中国快递市场经验, 伴随着规模效应的显现以及管理能力的精进, 头部第三方快递企业单位成本不断下行, 而市占率不断提升, 2024年中国快递行业CR6达到80.1%, 并且考虑中国邮政的影响, 如京东物流、菜鸟网络的自建物流市占率预计在个位数的水平。

图 34：中国市场中第三方物流单位成本持续优化¹



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心³

图 35：中国快递市场第三方市占率不断走高⁴



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心⁶

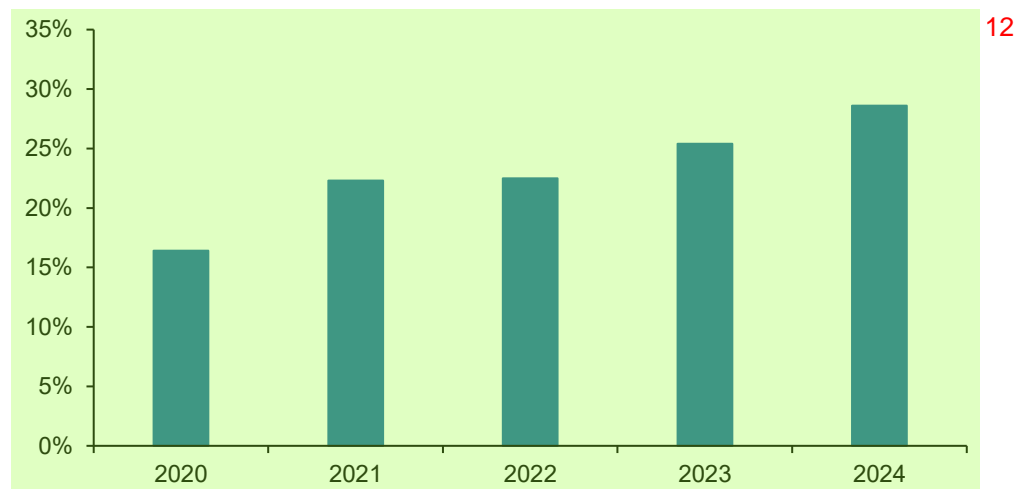
（二）极兔的成本优势：规模、投资、管理全方位领先⁷

参考国内快递单位成本的分析框架，规模、投资、管理是决定快递单位成本的关键三要素。⁸

首先是规模，极兔速递在东南亚快递市场多年保持着市占率第一的位置，相对于其他快递公司拥有着更好的规模效应。⁹

国家内部看，除了电商自建物流外，极兔的主要竞争对手多为国家邮政与本土快递公司。综合来看，极兔所运营的快递网络在业务规模上具备一定的领先优势。¹⁰

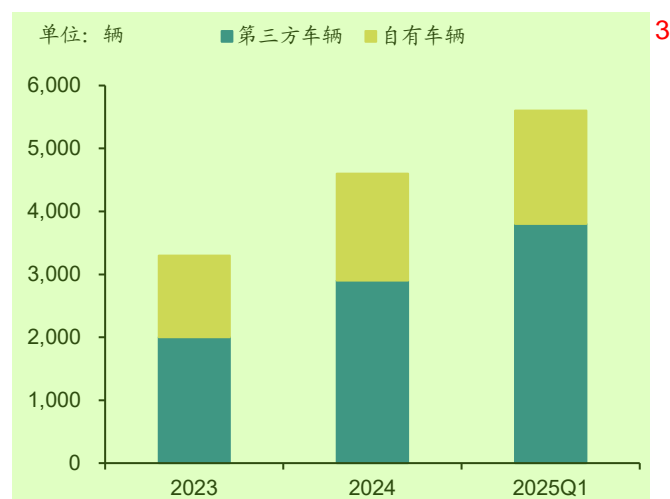
图 36：2020-2024年，极兔东南亚市占率持续提升¹¹



数据来源：极兔速递招股说明书，极兔速递年报，广发证券发展研究中心¹³

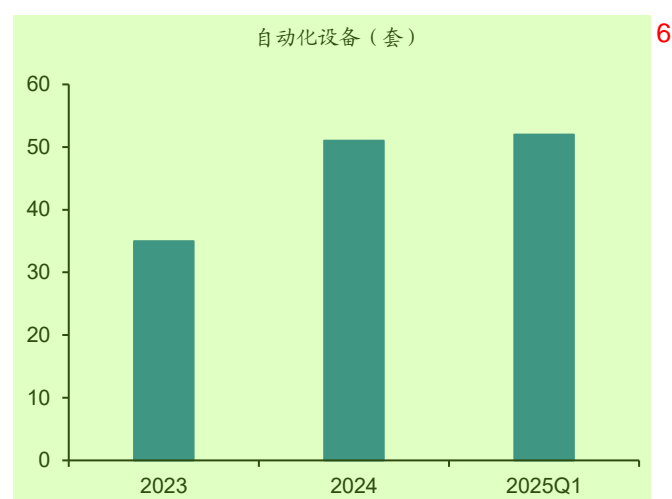
其次是投资，极兔在东南亚各业务区域开始针对性投入自营的车辆、自动化设备以及转运中心。截至25Q1，公司第三方车辆与自有车辆分别提升至3800辆与1800辆，与24年底相比分别增长了900辆与100辆，自动化设备已提升至52套。22-24年，公司资本开支与支持承诺总额基本维持在6亿美元的水平。

图 37：截至25Q1，公司车辆总数提升至5600辆²



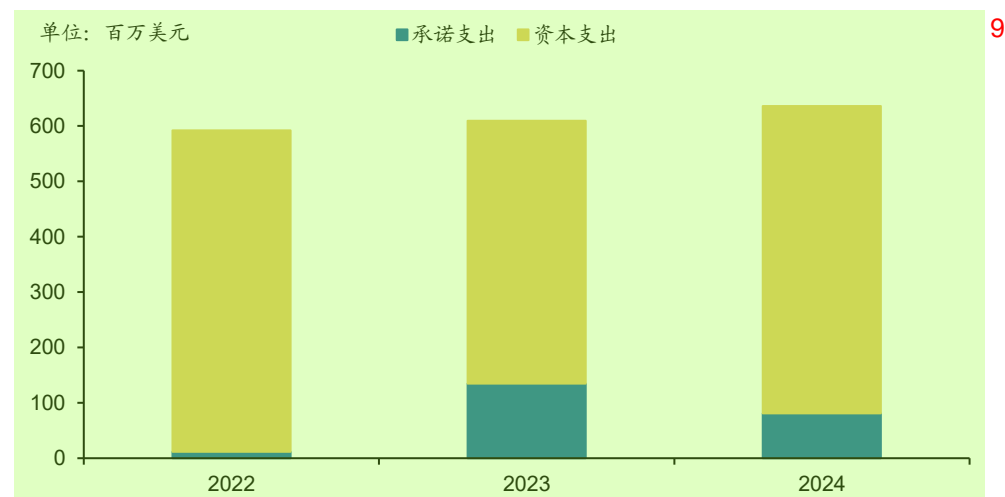
数据来源：极兔速递投资者材料，广发证券发展研究中心⁴

图 38：截至25Q1，公司自动化设备套数提升至52套⁵



数据来源：极兔速递投资者材料，广发证券发展研究中心⁷

图 39：公司近三年资本开支与承诺支出总额基本维持在6亿美元的水平⁸



数据来源：极兔速递投资者材料，广发证券发展研究中心¹⁰

最后是管理，因为中国快递市场的发展阶段与产能规划相较于东南亚快递市场都更为成熟，所以极兔在中国的经验可持续赋能东南亚的运营。

极兔在产能投建经验方面较同行更有优势，中国市场与东南亚市场也有类似的季度淡旺季节奏（中国电商节、印尼斋月等），极兔能够参考中国区的竞争经验，将更新的自动化设备、效益更优的运输车队、配置更完备的转运中心投向更核心的枢纽与线路上，实现更优的规模效益与运营效率，追求更优的末端服务质量。

图 40：极兔东南亚由极兔中国赋能的经验和案例¹

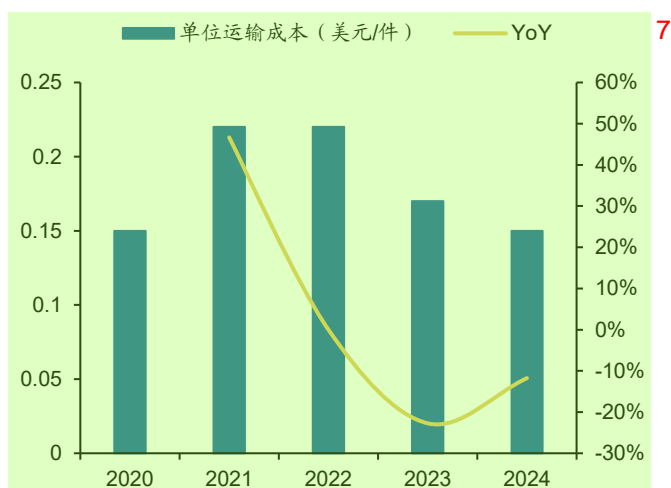


数据来源：极兔速递投资者材料，广发证券发展研究中心³

综合而言，极兔东南亚业务的单位成本已进入节降的趋势当中，2024年，公司单位运输成本与分拣成本同比分别下降11.8%与44.4%。⁴

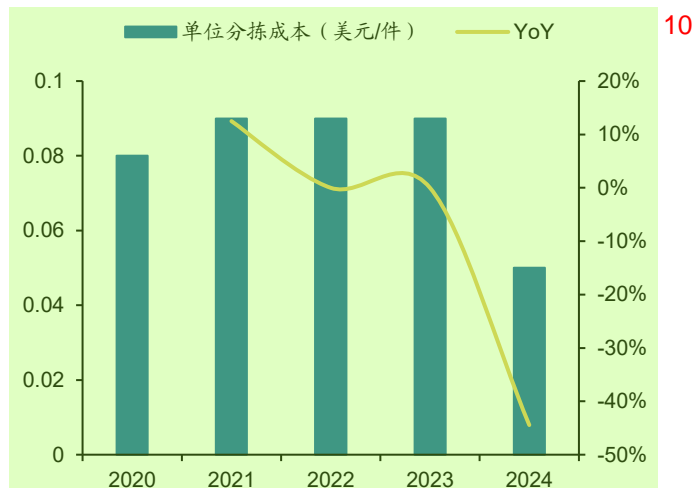
虽不可简单类比，但公司东南亚业务的单位成本绝对值上相较于中国快递行业的运营经验而言，仍有较大的下降空间，中长期的成本节降空间值得期待。⁵

图 41：24年，极兔单位运输成本同比下降11.8%⁶



数据来源：极兔速递投资者材料，广发证券发展研究中心⁸

图 42：24年，极兔单位分拣成本同比下降44.4%⁹



数据来源：极兔速递投资者材料，广发证券发展研究中心¹¹

三、公司背景：全球扩张的快递企业，东南亚为核心盈利来源¹

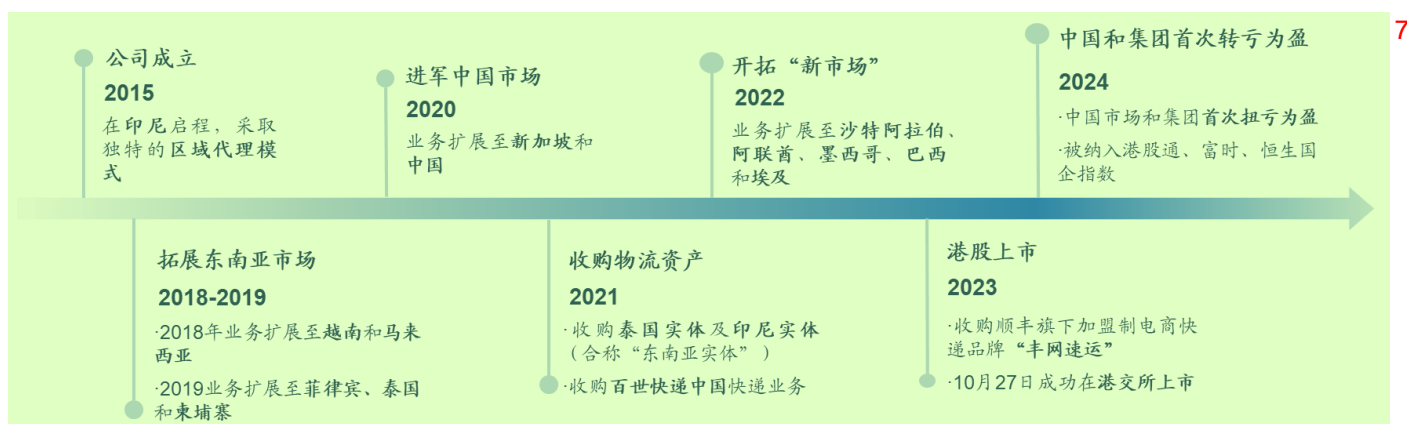
（一）发展历程：全球扩张的异国本土快递服务商²

复盘看，极兔2015年在印尼成立，公司最初在印尼从事电子产品配送服务，利用OPPO在当地的资源、网络体系快速发展。2017年10月开始，公司宣布转型为电子商务快递，业务先后扩展至马来西亚、越南、菲律宾、泰国、柬埔寨、新加坡等东南亚国家，用五年时间完成了对东南亚主要市场的覆盖。³

2019年，极兔通过收购上海龙邦快递获得中国快递经营资质，并于2020年3月正式进入中国市场，同年公司还上线新加坡市场。2021年10月和2023年5月公司相继收购百世集团中国快递业务和顺丰旗下的加盟制电商快递品牌丰网速运，快速成为了中国快递市场的主要玩家之一。⁴

2022年公司开始逐步进军包括沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西、埃及在内的中东及拉丁美洲国家新兴市场。2023年极兔速递成功在港股上市，2024年公司中国区首次实现转亏为盈。极兔快递业务目前已遍布13个国家，在东南亚和中国市场取得领先地位，并向全球市场拓网。⁵

图 43：极兔速递发展历程⁶

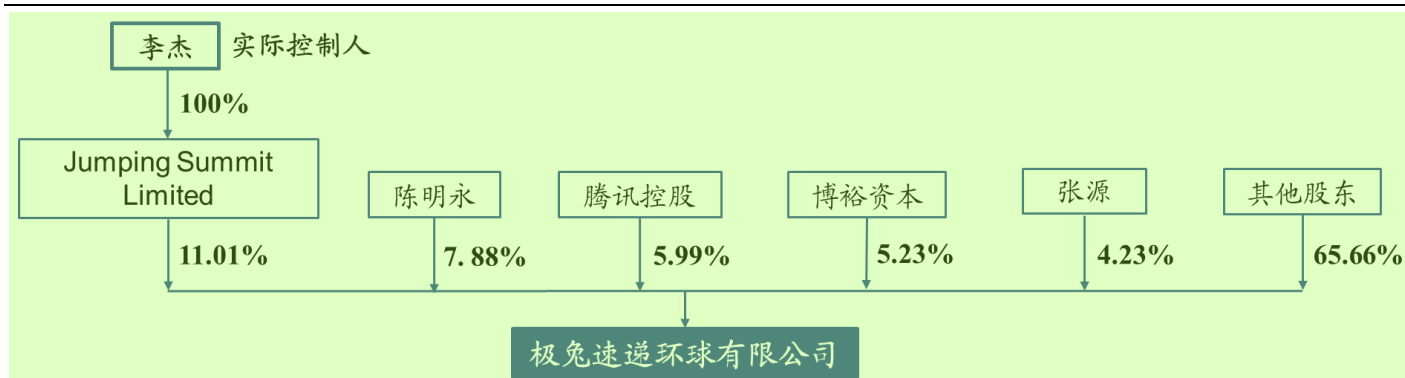


数据来源：极兔速递 2024 年业绩报告，极兔速递官网，广发证券发展研究中心⁸

极兔脱胎于步步高系，创始人李杰为实际控制人。极兔速递由李杰（原OPPO印尼分支负责人）和陈明永（OPPO创始人之一）共同创建，董事会7名成员中有4名源于步步高系。⁹

极兔速递采用同股不同权架构，股本分为A类股份及B类股份，A类股份持有人每股可投十票，B类股份持有人每股可投一票。截至24年12月31日，创始人李杰先生持有11.01%公司总股本，对应持有55.34%投票权。¹⁰

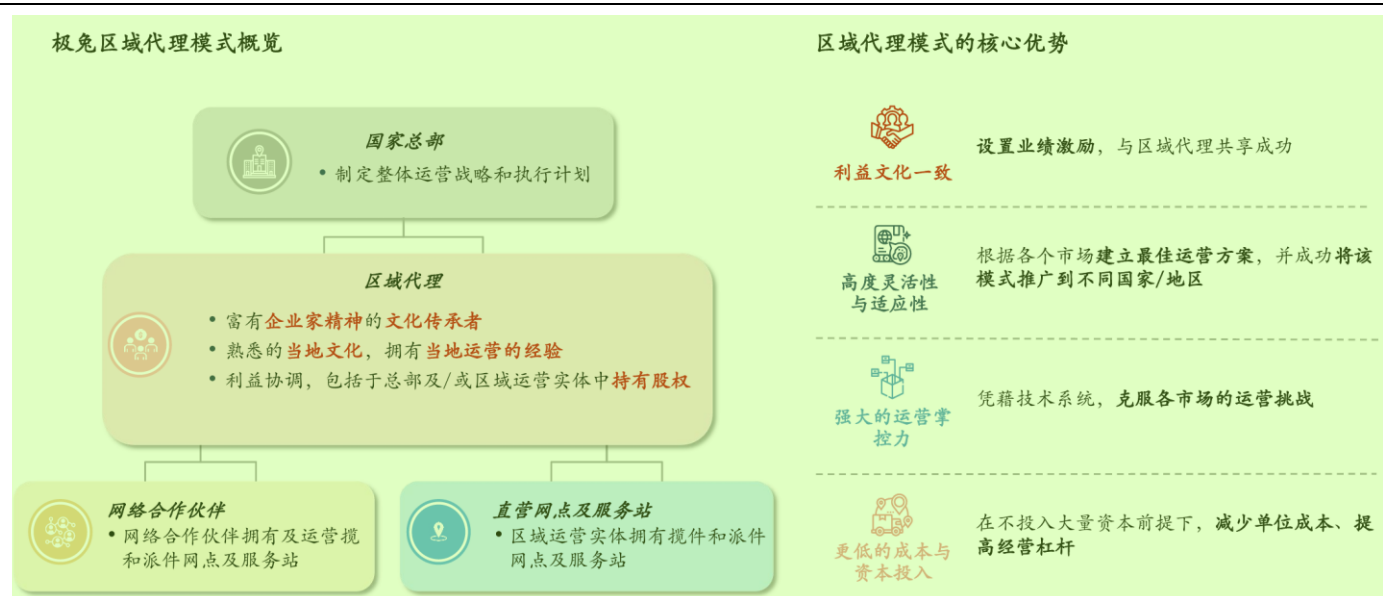
图 44: 极兔速递股权较为分散, 李杰为实控人¹



数据来源: 极兔速递 2024 年年报, 广发证券发展研究中心³

极兔在印尼的起网始于区域代理制。该制度的本质是“利益共享机制”，区域代理与快递运营商合作，协助国家总部在指定地区运营当地的派送网络。虽区域代理制前期与中国快递行业的加盟制在经营模式上并无实质区别，但在区域代理制下，其通常持有相关运营实体或区域公司的股权。

图 45: 区域代理制的原理及优势⁵



数据来源: 极兔速递 2024 年业绩报告, 广发证券发展研究中心⁷

据极兔招股说明书, 代理商持股平台共持有公司 10.2% 的股份, 总部也会依据绩效给予区域代理人绩效, 同时区域代理持有所在区域运营实体的少数股权, 享有分红权。协调的利益分配机制, 充分激发团队执行力和提升网络稳定性。

表 2：区域代理的角色¹

经营环节	区域代理的角色
转运中心和物流网络建设及管理	区域代理通过协助转运中心、干线运输和人员等方面的建设及管理从
销售和营销	区域代理开展区域销售和营销活动。区域代理于适用区域向网络合作伙伴提供销售和营销方面的协助、指导及培训。
网点建设	区域代理向本地快递网点运营商寻找并租赁场地并雇佣员工（若适用）。区域代理于特定区域为网络合作伙伴指定运营区域。
客户服务	如需必要向网络合作伙伴及/或其他员工提供有关我们的业务运营的系统性培训时，区域代理帮助管理区域内的客户服务问卷查询。
关键绩效指标(KPI)和执行	区域代理于适用区域为网络合作伙伴设立 KPI 并监督其表现，执行奖

数据来源：极兔速递招股说明书，广发证券发展研究中心³

与加盟制相比，区域代理制更灵活。区域代理可结合不同市场的特点自主选择加盟制或直营的运营方式，集团及区域代理与独立网络合作伙伴运营的网点分开设立，区域代理与网点关系紧密且具约束。

表 3：区域代理模式与特许经营模式区别⁵

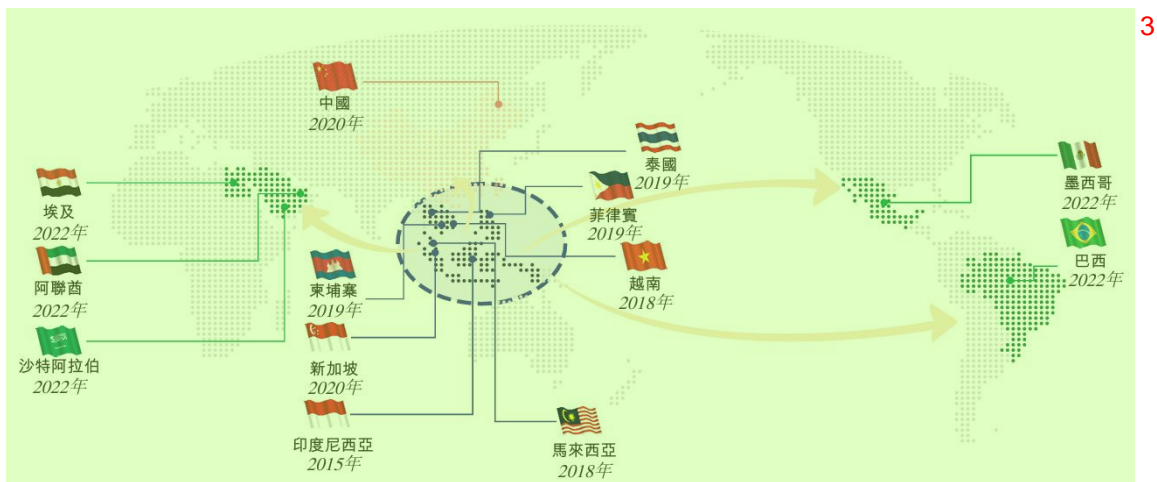
阶段	网络合作伙伴/特许经营权模式	区域代理模式
过渡阶段	快递运营商进入新市场，需要花费时间及精力在当地寻找网络合作伙伴建立网络。	快递运营商进入新市场时，首先聘请区域代理。总部授权予区域代理根据当地市场要求执行并定制策略。为分配扩张网络，区域代理酌情在资源、时间及精力。
	快递运营商直接与网络合作伙伴订立合约并对其进行管理。	
运营阶段	快递运营商主要依赖网络合作伙伴履行揽件及派件职责。	快递运营商及区域代理根据当地条件决定直接运营揽件及派件网点，或聘请网络合作伙伴。
	网络合作伙伴在有限的指定区域内履行有限的职能。网络合作伙伴并不运营转运中心或干线运输车辆。	区域代理在聘请网络合作伙伴的地区管理网络合作伙伴。
	网络合作伙伴能够使用快递运营商的品牌、标志、软件及系统。	区域代理负责整体运营。 区域代理与国家总部共同运营转运中心及干线运输车辆。 网络内的区域代理及网络合作伙伴可以使用快递运营商的品牌、标志、软件及系统。

数据来源：极兔速递招股说明书，广发证券发展研究中心⁷

总结而言，大国是孕育国际物流巨头的土壤，极兔以东南亚为主市场（包括：印尼、越南、马来西亚、菲律宾、泰国、柬埔寨、新加坡），在主市场获得优势后，极兔进入中国市场打开增长第二曲线，虽中国快递行业竞争激烈，但多年发展以来中国市场扭亏已初步实现，盈利基本盘有望逐步扩大；随后，极兔再次破局进入新市场

（包括：沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西、埃及），本土化运营网络的全球布局初步成型。

图 46：极兔速递的全球网络²

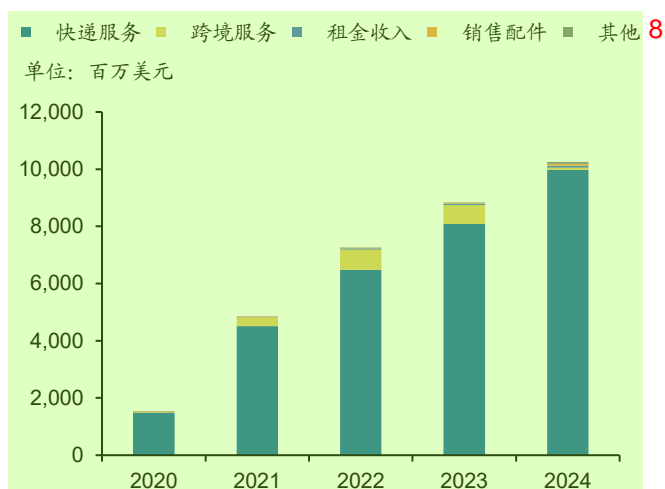


数据来源：极兔速递 2023 年业绩报告，广发证券发展研究中心⁴

（二）财务结果：东南亚盈利能力最强，中国营收规模最大⁵

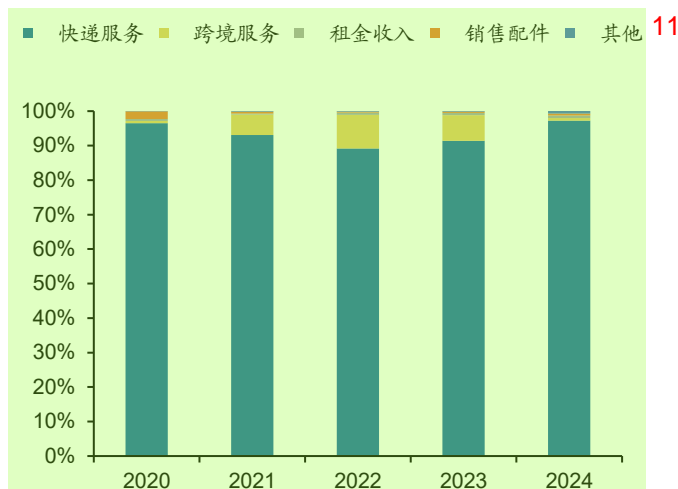
极兔速递主要业务为快递业务和跨境物流业务，其中快递业务为核心主业。2024年公司营收102.6亿美元，同比增长15.9%。其中快递业务营收99.8亿美元，同比增长23.4%，20-24年快递业务CAGR为61.09%，是营业收入的主要贡献板块，快递业务平均营收占比93.48%，2024年占比则达到97.28%。跨境物流业务最新营收有所收缩，主要是因为国际环境的变化和公司业务转型调整，关停了跨境小件包裹业务，更聚焦核心业务的发展。

图 47：24年公司营收102.59亿美元，5年CAGR 46.21%⁷



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心⁹

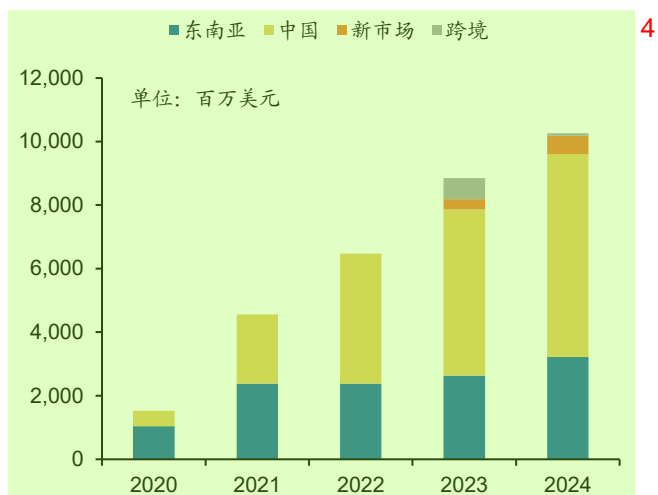
图 48：快递业务为公司核心主业¹⁰



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心¹²

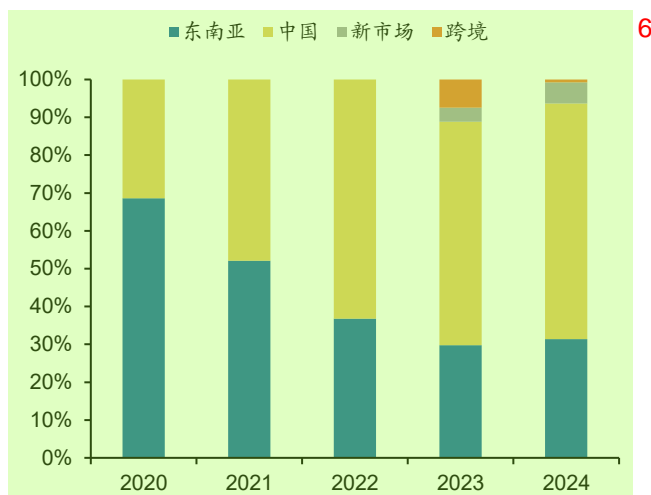
极兔的业务区域主要分东南亚、中国和新市场，其中中国市场为营收增速主要贡献者。极兔速递2020年进入中国市场后，公司主要依靠拼多多、抖音、快手等新兴电商起量，并配合着3笔重要收购（19年收购龙邦快递、21年收购百世快递中国、23年收购丰网速运），使其中国业务的收入占比持续提升。公司进入中国市场5年，营收CAGR达到91.11%，2024年中国区贡献营收63.88亿美元，占总营收的62%。看回主市场，极兔在东南亚市场处于领先低位，2024年市占率达到28.6%，领先第二名4.1%，2024年公司东南亚市场贡献营收32.21亿美元，同比增加22%。

图 49：中国市场营收增速较快，5年CAGR 68%²



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心³

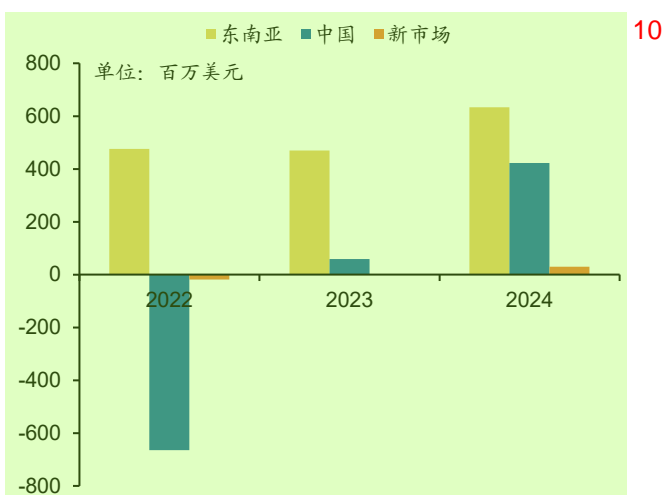
图 50：中国营收规模最大，24年中国贡献62%营收⁵



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心⁷

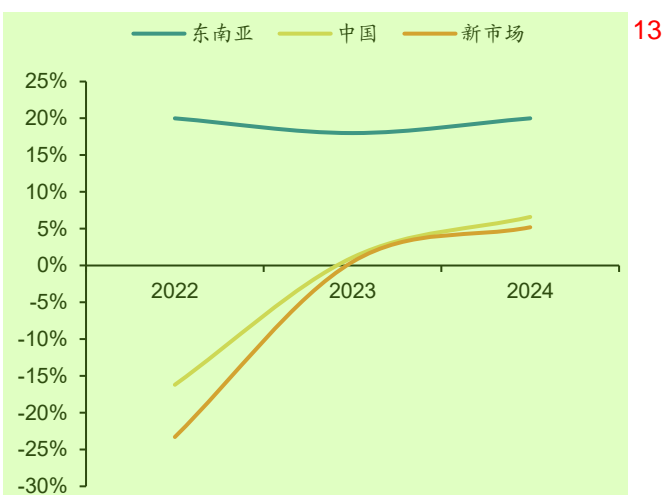
从毛利端看，公司盈利能力逐渐修复。2021年公司进入毛利修复通道，2023年毛利转正，2024年公司毛利10.78亿美元，同比增长128%；毛利率10.51%，增长5.17pp。

图 51：东南亚毛利稳中有升，中国和新市场逐步修复⁹



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心¹¹

图 52：东南亚市场毛利率最高，近3年稳定在19%¹²

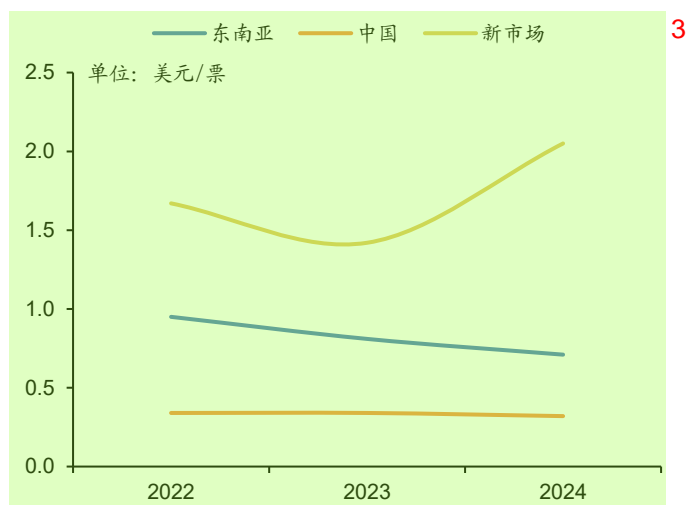


数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心¹⁴

分市场来看，东南亚市场毛利稳中有升，24年毛利达到6.33亿美元（同比+35%），单票毛利达到0.14美元/票，领先于中国市场（0.02美元/票）和新市场（0.11美元/票）。

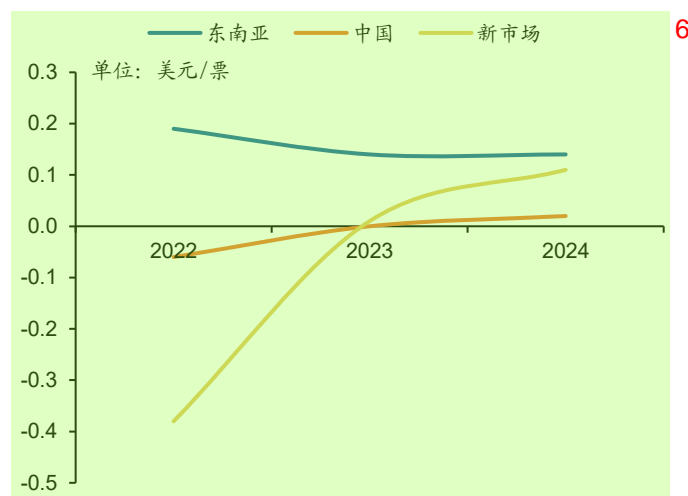
票)。中国市场毛利修复较快, 20年公司中国市场正式起网后, 于23年毛利转正, 24年毛利达到4.22亿美元(同比+615%)。新市场毛利逐渐修复, 但目前体量较小, 24年毛利0.3亿美元, 毛利率5.2%。

图 53: 新市场单票收入最高, 其他市场单票收入下降²



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心⁴

图 54: 东南亚单票毛利稳定, 其他市场23年扭亏⁵

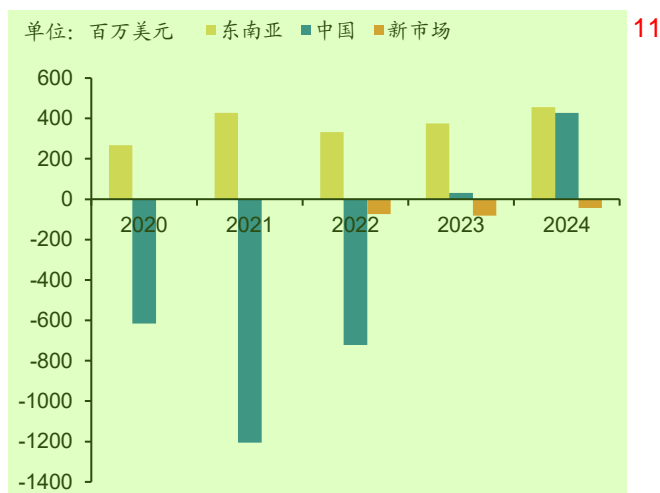


数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心⁷

24年集团净利润转亏为盈, 经调整EBITDA达到7.78亿美元。2024年公司归母净利润1.01亿美元, 同比增长109%, 实现转亏为盈。看向公司经调整EBITDA, 24年公司经调整EBITDA达到7.78亿美元, 较23年增长6.32亿美元。具体而言, 东南亚市场经调整EBITDA为4.56亿美元, 经调整EBITDA比率为14.15%, 贡献公司主要利润; 中国市场经调整EBITDA为4.27亿美元, 较23年增长3.97亿美元; 新市场则有所减亏。

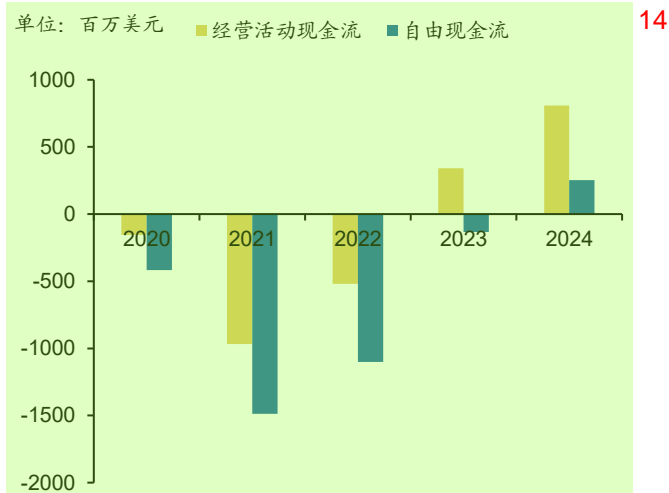
极兔现金流逐步改善。公司经营活动现金流和自由现金流从2021年开始持续正向运转, 23年公司毛利润扭亏为盈, 经营活动现金流随之转正, 24年经营活动现金流达到8.07亿美元, 自由现金流也转正, 达到2.52亿美元。

图 55: 24年经调整EBITDA达到7.78亿美元¹⁰



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心¹²

图 56: 公司自由现金流24年转正¹³



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心¹⁵
注: 自由现金流等于经营现金流减去资本开支

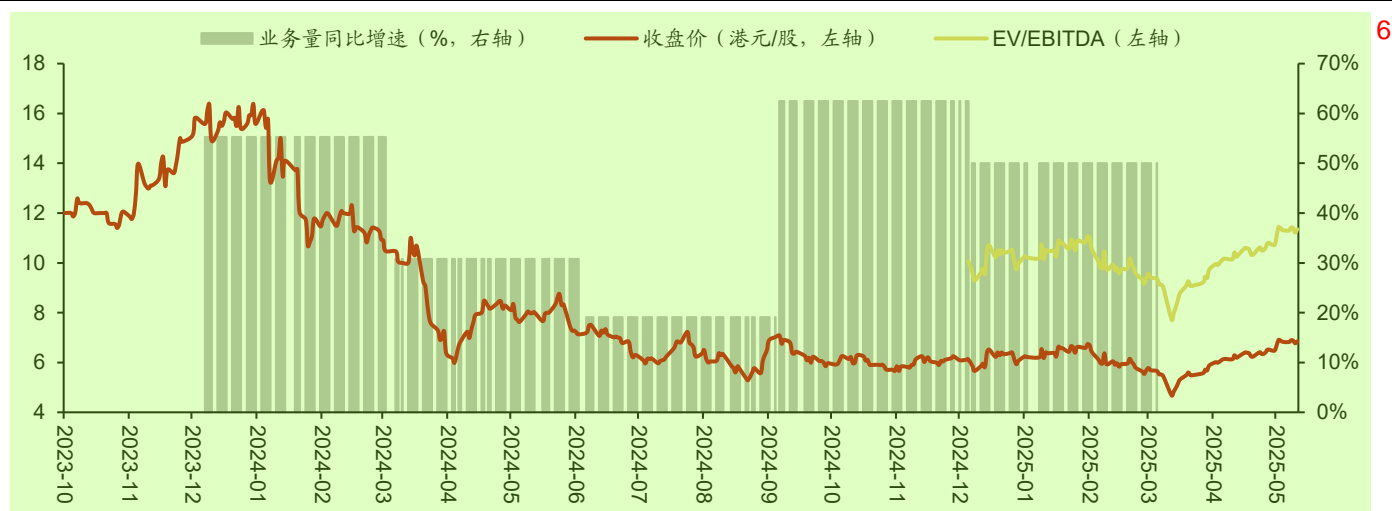
四、盈利预测和投资建议¹

（一）股价复盘²

上市以来，极兔面临中国区业务竞争亏损与东南亚电商自建物流分流的影响，股价³整体承压，一直处于持续消化估值的阶段，上市至24年底，极兔股价下行49%。

进入2024年，东南亚电商自建物流分流影响逐步进入尾声，中国区业务实现扭亏为⁴盈，公司经调整EBITDA Margin也实现抬升，基本面边际转好。

图 57：极兔股价复盘⁵



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心⁷

（二）盈利预测⁸

从报表端看，公司的核心主业为快递服务，并且所运营的快递网络主要分布于印尼、⁹泰国、马来西亚、中国、沙特阿拉伯、巴西等国家及地区，因此业务拆分而言，公司收入成本可分为东南亚、中国与新市场三大业务区域进行分析预测：

（1）东南亚：东南亚是公司主要的盈利来源，向后展望，东南亚电商的持续增长以及格局变化仍是一个中长期变量。商流决定物流，极兔将会受益于上游的增量分配，或将保持增长态势。25-27年，预计极兔东南亚业务量分别达到64/83/104亿件，同比增速分别为40%/30%/25%；考虑东南亚快递市场竞争仍较激烈，预计单位收入同比增速分别为-10%/-8%/-6%；规模效应与管理精进下，预计单位成本同比增速分别为-12%/-10%/-8%。综合单位收入与成本的变化，预计东南亚业务毛利率分别为22%/23%/25%。¹⁰

（2）中国：中国是公司主要的营收来源与业务量来源，但向后看，中国快递行业的竞争格局更为激烈，但预计公司将在平衡的竞争策略下保持增长。25-27年，预计中国业务量同比增速分别为20%/17%/15%；单位收入同比增速分别为-8%/-5%/-5%；单位成本同比增速分别为-8%/-5%/-5%。综合单位收入与成本的变化，预计中国业务毛利率分别为7%/7%/7%。¹¹

（3）新市场：中东、南美是公司全球网络下一阶段的扩张方向，其电商市场也处于¹²

成长中前期的阶段，公司在新市场中也持续拓展规模，在各个新的业务区域搭建完整的快递运营网络。25-27年，预计极兔新市场业务量同比增速分别为25%/30%/30%；单位收入同比增速分别为-15%/-10%/-5%；单位成本同比增速分别为-19%/-11%/-6%。综合单位收入与成本的变化，预计新市场业务毛利率分别为10%/10%/11%。

我们预计25-27年公司营业收入分别为118/135/152亿美元，同比分别增长15%/14%/13%，毛利率分别为12%/13%/14%，归母净利润分别为3.34/5.30/7.29亿美元，同比分别增长233%/58%/38%。

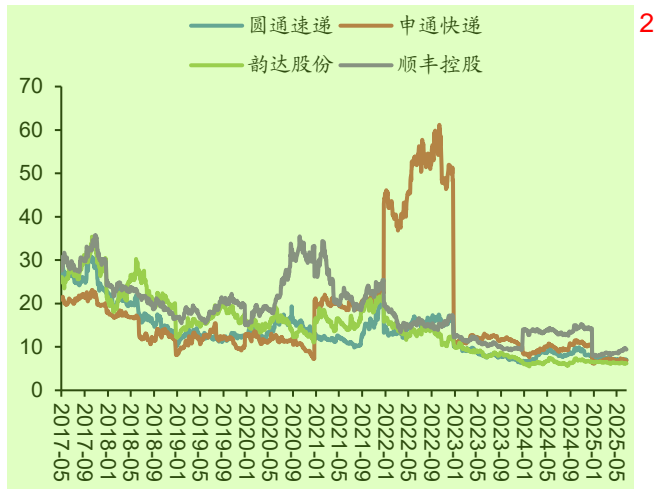
表 4：极兔速递盈利预测表（单位：百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
东南亚				
收入	3221	4082	4882	5737
增长率	22%	27%	20%	18%
毛利	633	896	1146	1431
毛利率(%)	20%	22%	23%	25%
中国				
收入	6388	7033	7818	8541
增长率	22%	10%	11%	9%
毛利	422	487	567	602
毛利率(%)	7%	7%	7%	7%
新市场				
收入	576	612	717	885
增长率	76%	6%	17%	24%
毛利	30	59	74	101
毛利率(%)	5%	10%	10%	11%
合计				
收入	10259	11795	13477	15217
增长率	16%	15%	14%	13%
毛利	1078	1447	1793	2139
毛利率	11%	12%	13%	14%

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

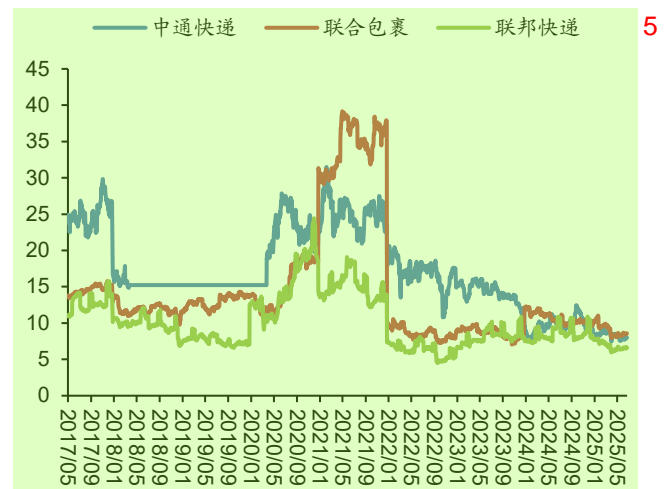
2025年以来，极兔的EV/EBITDA基本调整至10x附近。国内快递企业顺丰、中通、圆通、申通与韵达自2022年1月以来的EV/EBITDA中枢分别为12.74x、12.90x、10.07x、21.11x与9.06x，同期国际快递企业UPS与FedEx的EV/EBITDA中枢分别为9.29x与7.56x。

图 58: A股快递公司EV/EBITDA 1



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心 3

图 59: 美股快递公司EV/EBITDA 4



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心 6

极兔速递于港股上市, 因此选取外资定价为主的快递公司中通快递、FedEx与UPS 7 作为可比公司, 参考可比公司, 中通快递、FedEx与UPS 2025E的平均EV/EBITDA 为7.19x (其中UPS因国际快递业务更优, 估值相对更高), 考虑三家可比公司2025 年均面临着盈利能力下滑的风险, 而极兔速递盈利能力有望继续修复, 因此极兔 EV/EBITDA估值中枢应更接近可比公司仍保持增长的时期。参照可比公司以及考虑 公司目前的增长潜力, 我们预测公司25年EBITDA为9.94亿美元, 给予公司25年合 理估值10倍EV/EBITDA, 调整现金及现金等价物、付息债务与少数股东权益后, 对 应合理价值为9.53港元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表 8

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(百万元)			PE估值水平			EV/EBITDA		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
中通快递	ZTO.N	中国电商快递	1021.46	10150.40	9404.30	10470.50	10.06	10.86	9.76	7.27	6.46	5.89
FedEx	FDX.N	国际快递+异 国本土快递	3895.97	31995.60	31208.10	34717.60	12.18	12.48	11.22	8.88	6.61	6.12
UPS	UPS.N	全球快递+异 国本土快递	6114.42	47629.30	42649.30	47633.10	12.84	14.34	12.84	9.78	8.51	7.90

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 10

备注: 盈利预测来自 Bloomberg 一致预测。

五、风险提示¹

（一）东南亚增长不及预期²

东南亚市场是公司的主市场，是公司利润的主要来源。当前阶段，公司主要的增长³看点在于东南亚市场，若公司东南亚包裹量增长不及预期，可能会影响公司运营网络的业绩表现。

（二）中国竞争压力超预期⁴

中国电商快递行业目前正处于较为激烈的价格竞争之中，龙头公司较强的份额诉求⁵使得中国电商快递行业的竞争环境较难判断，若极兔中国的竞争压力超预期，可能会影响公司中国业务的业绩表现。

（三）新市场扩张不及预期⁶

中东、南美是公司全球网络下一阶段的扩张方向，其电商市场也处于成长中前期的⁷阶段，公司在新市场中也将持续拓展规模，若新市场扩张不及预期，可能会影响公司的长期增长动力。

（四）运营区域政府政策变化风险⁸

公司是全球扩张的异国本土快递公司，所运营的快递网络具有比较明显的区域属性，⁹而每个国家或地区的监管政策并不一致，若某个国家或地区的监管政策出现不利于公司运营的变化，可能会影响公司在当地的经营情况。

资产负债表¹

单位:美元百万元²

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	3,137	3,613	4,111	4,465	5,231
现金及现金等价物	1,483	1,597	2,311	2,468	3,101
应收账款及票据	556	680	704	810	913
存货	35	22	37	41	44
其他	1,063	1,314	1,059	1,145	1,173
非流动资产合计	3,464	3,682	3,853	3,989	4,011
固定资产净值	1,087	1,294	1,494	1,574	1,624
长期投资	729	575	609	638	607
商誉及无形资产	1,417	1,537	1,537	1,537	1,537
其他	231	275	212	239	242
资产总额	6,601	7,295	7,964	8,454	9,243
流动负债合计	2,085	2,418	2,271	2,337	2,442
短期借款	211	263	250	200	200
应付账款及票据	467	590	637	685	775
其他	1,407	1,565	1,384	1,452	1,467
非流动负债合计	2,037	2,354	2,450	2,316	2,233
长期借款	1,071	1,321	1,400	1,300	1,200
其他非流动负债	966	1,034	1,050	1,016	1,033
总负债	4,122	4,772	4,721	4,654	4,675
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	3,012	3,193	3,528	4,057	4,786
其他	-263	-368	0	0	0
归母权益总额	2,750	2,825	3,528	4,057	4,786
少数股东权益	-270	-303	-285	-257	-219
股东权益合计	2,480	2,523	3,242	3,800	4,567
负债及股东权益合计	6,601	7,295	7,964	8,454	9,243

利润表

单位:美元百万元⁴

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	8,849	10,259	11,795	13,477	15,217
营业成本	8,376	9,181	10,348	11,684	13,078
毛利	473	1,078	1,447	1,793	2,139
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	0	0	0	0	0
行政管理费用	0	0	0	0	0
研发费用	46	49	57	65	73
其他营业费用合计	2,184	838	920	1,038	1,156
营业利润	-1,758	191	471	690	910
利息收入	25	41	41	57	67
利息支出	105	126	123	120	112
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-9	19	24	27	30
除税前利润	-1,139	129	400	634	872
所得税	17	15	48	76	105
合并净利润	-1,156	114	352	558	767
少数股东损益	-55	13	18	28	38
归母净利润	-1,101	101	334	530	729

现金流量表

单位:美元百万元⁶

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	342	807	956	1,131	1,369
合并净利润	-1,156	114	352	558	767
折旧与摊销	483	478	500	520	550
营运资本变动	205	65	5	-40	-30
其他非经营性调整	756	164	99	93	82
投资活动现金流净额	-859	-574	-554	-703	-524
处置固定资产收益	0	0	24	27	30
资本性支出	-475	-555	-700	-600	-600
投资资产支出	-322	-30	72	-89	35
其他	-62	12	50	-41	10
融资活动现金流净额	501	-100	312	-270	-212
长期债权融资	-62	70	79	-100	-100
股权融资	701	-19	19	0	0
支付股利	-26	-28	0	0	0
其他	-112	-123	213	-170	-112
现金净增加额	-21	114	714	158	633
期初现金余额	1,504	1,483	1,597	2,311	2,468
期末现金余额	1,483	1,597	2,311	2,468	3,101

主要财务比率⁸

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	21.8%	15.9%	15.0%	14.3%	12.9%
营业利润增长率	24.5%	-110.9%	146.1%	46.6%	31.8%
归母净利润增长率	-166.5%	-109.1%	232.5%	58.4%	37.5%
获利能力					
毛利率	5.3%	10.5%	12.3%	13.3%	14.1%
净利率	-13.1%	1.1%	3.0%	4.1%	5.0%
ROE	-46.6%	4.5%	10.9%	14.7%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	62.4%	65.4%	59.3%	55.0%	50.6%
有息负债率	19.4%	21.7%	20.7%	17.7%	15.1%
流动比率	1.5	1.5	1.8	1.9	2.1
利息保障倍数	-16.8	1.7	4.0	6.0	8.4
营运能力					
应收账款周转天数	21.8	21.7	21.5	21.6	21.6
存货周转天数	1.4	1.1	1.3	1.3	1.2
应付账款周转天数	20.4	20.7	22.2	21.1	21.3
每股指标					
每股收益	-0.12	0.01	0.04	0.06	0.08
每股净资产	0.28	0.28	0.36	0.42	0.51
每股经营现金流	0.04	0.09	0.11	0.13	0.15
估值比率					
PE	-	69.1	26.4	16.6	12.1
PB	6.5	2.5	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	-	10.1	8.2	6.3	4.8

广发交通运输行业研究小组¹

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7 年证券从业经验，2 年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。²
- 陈宇：联席首席分析师，南开大学本硕，7 年交运行业研究经验，1 年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5 年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5 年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3 年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航：交通运输行业分析师，香港中文大学(深圳)硕士，2 年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

广发证券—行业投资评级说明³

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。⁴
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明⁵

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。⁶
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们⁷

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港	
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	⁸
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-	
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn					

法律主体声明⁹

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。¹⁰

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。¹¹

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。¹²

重要声明¹³

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露⁹

(1) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与顺丰控股(06936)公司有投资银行业务关系。¹⁰

版权声明¹¹

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。¹²