

2024 年 08 月 21 日

买入（首次覆盖）

证券分析师

孙延

S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

王惠武

S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



相关研究

股价数据：2024 年 08 月 20 日

收盘价（港元）7.20

年内最高/最低（港元）7.45/3.23

总市值（百万港元）8371

基础数据：2023 年 12 月 31 日

总股本（亿股）11.63

总资产（百万元）5777

净资产（百万元）2974

每股净资产（元）2.13

安能物流（9956.HK）

——全网零担加盟龙头，服务品质提升下成长可期

投资要点：

- **全网快运持续增长，加盟网络进入加速整合期。**零担快运按照运输网络可分为全网型、区域网型、专线型，由于全网快运网络覆盖全面，能够提供各类产品组合以迎合不同需求，时效性及服务质量具备持续性，预计全网快运市场在迷你小票及小票市场内将实现持续渗透，据艾瑞咨询数据，2027 年全网快运占零担市场的比例有望进一步提升至 10.0%，对应规模达 1797 亿，2022-2027CAGR 约为 9.0%。全网快运中加盟网络因模式灵活，网络扩张更迅速，2027 年，中国加盟制全网快运市场规模有望达到 973 亿元，2022-2027 年 CAGR 约为 9.1%。当前行业竞争正由单一规模转向服务综合竞争，行业整合下服务优质的企业有望持续成长。
- **安能为加盟制全网零担龙头，服务品质提升下成长可期。**安能 2012 年开创了货运合作商平台模式，2016 年成为中国零担市场最大的快运网络，2022 年公司开启战略转型，以质量和利润支撑有效规模可持续增长，向内部精耕细作提升经营管理能力。通过对管理架构、价格渠道、网络生态和运营体系进行升级优化，2023 年公司战略转型效果逐步显现，加盟商黏性增强，单位收入、单位成本同比改善，毛利率由 2022 年的 8%提升至 13%，2024 年 Q1 进一步提升至 16%。2024 年 5 月公司推出 3300 产品及 9996 时效进一步提升产品竞争力，我们预计随着产品服务品质不断改善，加盟商生态持续优化，公司议价能力有望提升，实现长期成长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年经调整净利分别为 8.48/10.27/11.79 亿元，对应 PE 分别为 9.3/7.7/6.7x。公司为加盟制全网零担快运龙头，战略转型下公司盈利改善明显，规模效应释放下单位毛利仍有改善空间，长期来看加盟商生态优化推动业务量增长，服务提价及效率改善推动单位毛利上行，看好公司长期发展空间，参考德邦股份，中通快递，圆通快递等可比公司估值，公司估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济波动导致运量增速不及预期；2) 燃料价格上升导致成本管控不及预期；3) 市场竞争加剧导致份额流失。

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	9341	9917	11639	12884	14004
同比增长率（%）	-3%	6%	17%	11%	9%
毛利率（%）	8%	13%	16%	16%	17%
经调整利润（百万元）	-209	510	848	1027	1179
同比增长率（%）			66%	21%	15%
经调整每股收益（元/股）	-0.35	0.34	0.63	0.77	0.89
ROE（%）	-20%	16%	23%	22%	20%
经调整市盈率（倍）	-23.7	11.7	9.3	7.7	6.7

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年经调整净利分别为 8.48/10.27/11.79 亿元，对应 PE 分别为 9.3/7.7/6.7x。参考德邦股份，中通快递，圆通快递等可比公司估值，公司估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 业务量：快运行业实现稳健增长，公司作为头部企业有望持续受益于集中度提升；加之公司战略调整使得加盟商生态得到优化，我们预计公司业务量能够稳健增长。

2) 定价：新战略实施后价格体系实现重塑，产品结构持续优化，服务质量逐步提升；公司聚焦零担快运市场，网点分层赋能，开拓直客客户，提供定制化产品，末端服务能力有望增强，公司单位零担收入有望保持稳健增长。

3) 成本：战略改革中公司对运营体系进行升级优化，人工和运输成本持续受到管控，同时随着业务量逐渐增长，规模经济效应逐渐释放。我们预计公司的单位成本将会逐步降低。

4) 费用：随着公司管理架构扁平化，组织效率得到提升，加之路由环节调优与运输环节提质，预计公司的费用率将会有所下降。

投资逻辑要点

全网快运持续增长，加盟网络进入加速整合期。公司为加盟制全网零担快运龙头，战略转型下公司盈利改善明显，规模效应释放下单位毛利仍有改善空间，长期来看加盟商生态优化推动业务量增长，服务提价及效率改善有望推动单位毛利上行，看好公司长期发展空间。

核心风险提示

1) 宏观经济波动导致运量增速不及预期；2) 燃料价格上升导致成本管控不及预期；3) 市场竞争加剧导致份额流失。

目录

1.全网快运持续增长，加盟网络进入加速整合期.....	6
2.加盟制全网零担龙头，战略调整开启新征程	10
3.盈利预测与投资建议	16
4.风险提示	18

图表目录

图 1：公路货运市场结构一览	6
图 2：2018-2027 年中国公路运输市场细分规模（万亿）	7
图 3：2018-2027 年零担细分运输市场规模（十亿元）	7
图 4：2018-2027 年中国零担市场规模及预测按网络模式划分	8
图 5：2018-2027 年不同模式下快运市场份额的演变（按运费计，十亿元）	9
图 6：2018-2022 年中国零担 CR5、CR10	9
图 7：2017-2023 年加盟制货量规模（万吨）	9
图 8：加盟制货运商产品对比	9
图 9：2010 年至今公司发展历程	10
图 10：2018-2024Q1 公司营收及同比增速（亿元）	11
图 11：2018-2024Q1 公司经调整利润及同比增速（亿元）	11
图 12：安能物流股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）	12
图 13：“以质量和利润支撑有效规模可持续增长”战略布局	13
图 14：2018-2024Q1 零担货运量情况	13
图 15：定价与渠道改革	14
图 16：2018-2024 年 Q1 单位零担收入变化情况（元/吨）	14
图 17：成本优化措施	14
图 18：2018-2024Q1 单位干线运输成本与单位分拨中心成本（元/吨）	14
图 19：2018-2024 年 Q1 公司单位零担收入及成本（元/吨）	15
图 20：2018-2024Q1 单位零担毛利和零担服务毛利率（元/吨）	15
图 21：服务体系升级	16
图 22：利润表、现金流量表和资产负债表	19

表 1：公司主要物流产品	10
表 2：公司主要管理层情况	12
表 3：安能物流估值模型核心假设	16
表 4：可比公司估值情况	17

1. 全网快运持续增长，加盟网络进入加速整合期

公路运输按货物的重量和运输组织方式区分，分为快递、零担和整车运输三种主要形式。快递针对 0-10kg 的小件包裹，主要客户群体为电商商户，目前市场集中度高，以三通一达、顺丰、EMS 几家公司形成寡头垄断；零担运输针对 10-3000kg 的小件货物或大件包裹，终端客户更加多元化，包括商户、制造商、分销商及零售商，目前全网零担快运市场正加速市场整合；整车运输专门运输 3000kg 以上的一票货物，终端客户主要为制造商及分销商，市场集中度低，在提升标准化及高效化方面潜力广阔。

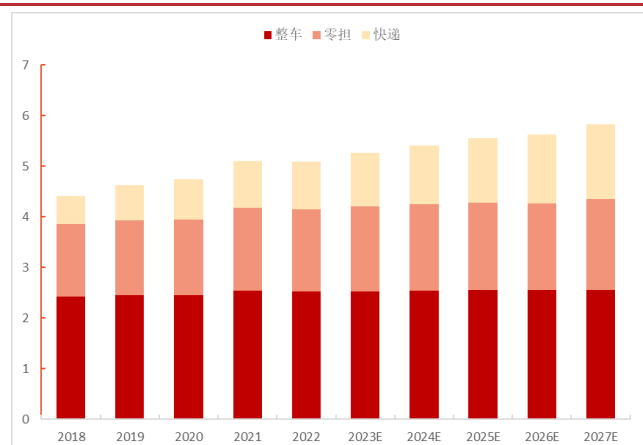
图 1：公路货运市场结构一览

	定义	终端客户及行业概况	2023年市场规模	市场集中度	运营效率
快递	● 快递投递客户的小件包裹 ● 重量通常为10公斤及以下	● 主要为电商商户 ● 业务邮件	● 人民币1.21万亿元	● 集中 ● 按业务量计，CR8为84.0%	● 快递包裹配送网络运作高度标准化及高效化
零担	● 运输相对较小的货物或通过多批货物拼装而成的大件包裹 ● 重量通常为10公斤至3,000公斤之间	● 多元化，包括商户、制造商、分销商及零售商 ● 一般货物	● 人民币1.62万亿元（2022年）	● 分散，全国零担快运网络正加速市场整合 ● 按收入计，CR5、CR10为5.56%和7.55%	● 零担快运网络快速提升标准化及高效化
整车	● 以整车专门运输票货物 ● 重量通常为3,000公斤以上	● 主要为制造商及分销商	● 人民币2.52万亿元（2022年）	● 极为分散 ● 按业务量计，CR6小于0.01%（2020年）	● 在提升标准化及高效化方面潜力巨大

资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，国家邮政局，华源证券研究

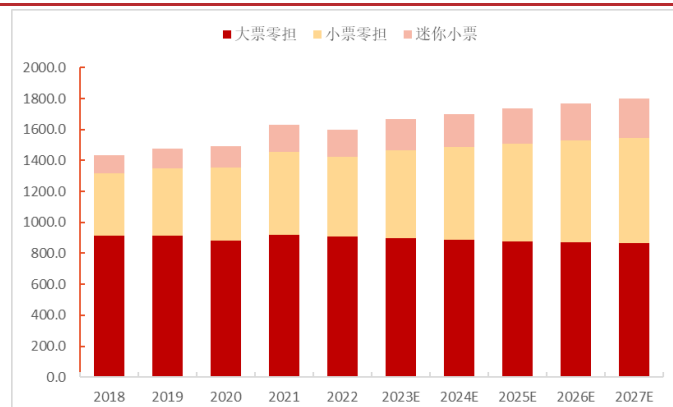
零担市场规模超万亿，小票零担及迷你小票需求推动市场增长。根据艾瑞咨询数据，2022 年零担市场规模约为 1.62 万亿，2018-2022 年 CAGR 约为+3.1%。大件电商渗透率提升及供应链扁平化趋势下，行业需求由大批量、少批次、低时效的原材料、工业品 B2B 逐步向小批量、多批次、高时效的商品 B2B、消费品 B2C 转变。大票货物被拆分至小票与快递中，大票零担市场规模有所下降，迷你小票及小票零担引领行业增长，2018-2022 年 CAGR 分别为 11.2%及 7.1%。

图 2：2018-2027 年中国公路运输市场细分规模（万亿）



资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究

图 3：2018-2027 年零担细分运输市场规模（十亿元）

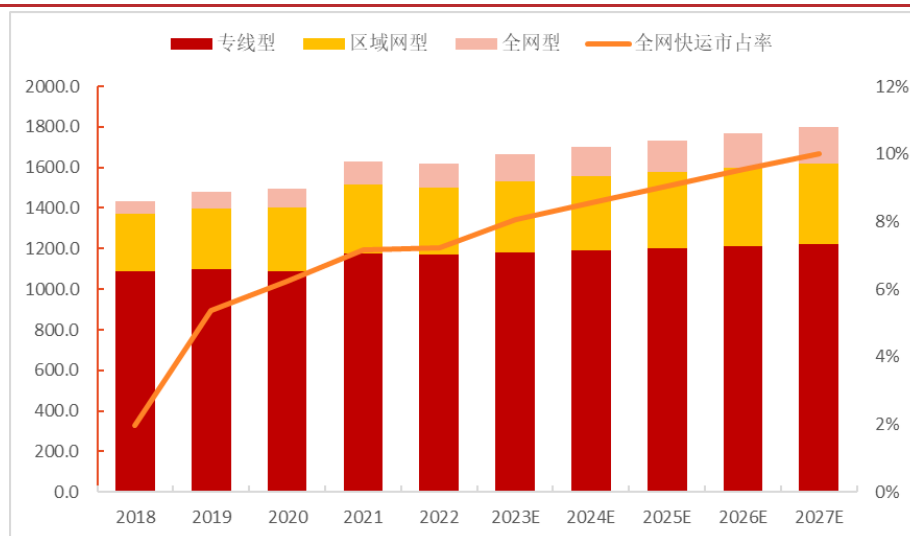


资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究

注：迷你小票指 3-70kg 段，小票零担指 70-500kg 段，大票零担指 500kg-3T 段

全网快运市场增速领先，网络优势维持下有望实现持续渗透。零担快运按照运输网络可分为全网型、区域网型、专线型，整体上呈现规模“专线>区域网>全网”，增速“全网>区域网>专线”的格局。根据艾瑞咨询测算，2022 年全网快运占零担市场的比例约为 7.2%，市场规模约 1168 亿，2018-2022 年 CAGR 约为 16.2%。由于全网快运网络覆盖全面，能够提供各类产品组合以迎合不同需求，时效性及服务质量具备持续性，预计全网快运市场在迷你小票及小票市场内将实现持续渗透，2027 年全网快运占零担市场的比例有望进一步提升至 10.0%，对应规模达 1797 亿，2022-2027CAGR 约为 9.0%。

图 4：2018-2027 年中国零担市场规模及预测按网络模式划分



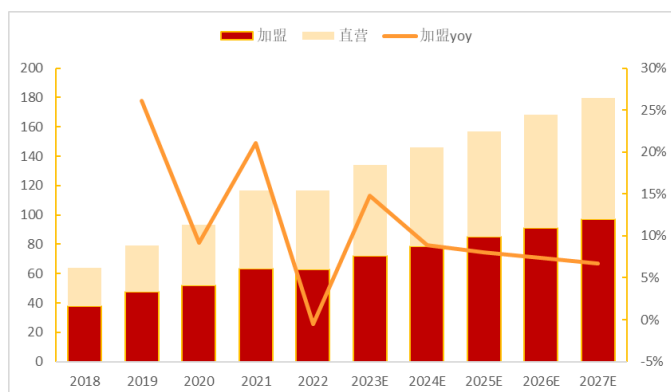
资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究

注：按网络模式划分，以运费为口径（十亿元）

全网快运按运营管理模式划分，分为直营与加盟两种。在前端揽收与末端派送环节，加盟模式均由网点自身承担相关成本，而直营模式直接承担全链路的成本。加盟模式能够通过轻资产模式实现快速扩张的灵活性和优化的营运资金效率实现规模经济，但网点具有不稳定性，而直营模式需要承担整个网络扩张的流动资金和固定资产投入的需求，资金投入要求较高。

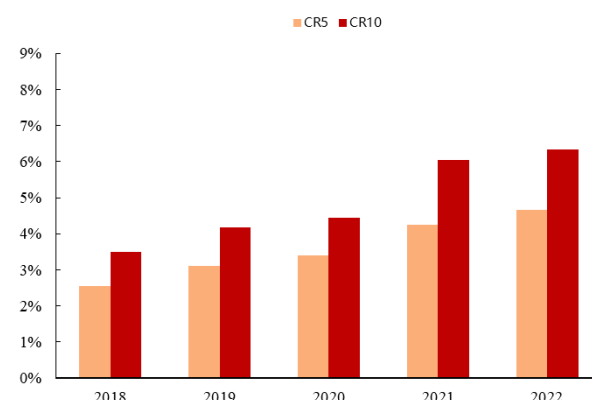
全网快运以加盟模式为主，头部市占率持续提升。与直营模式相比，加盟制拥有快速起网、扩张的优势，根据艾瑞咨询数据，2018 年至 2022 年，中国加盟制全网快运市场规模从 378.6 亿元增长至 629.2 亿元，2022 年在全网快运占比近 54%，CAGR 约为 13.5%。加盟网络中头部企业规模优势持续扩大，CR5 由 2018 年的 2.6% 提升至 2022 年的 5.6%，CR10 由 2018 年的 3.5% 提升至 2022 年的 6.3%。

图 5：2018-2027 年不同模式下快运市场份额的演变（按运费计，十亿元）



资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究

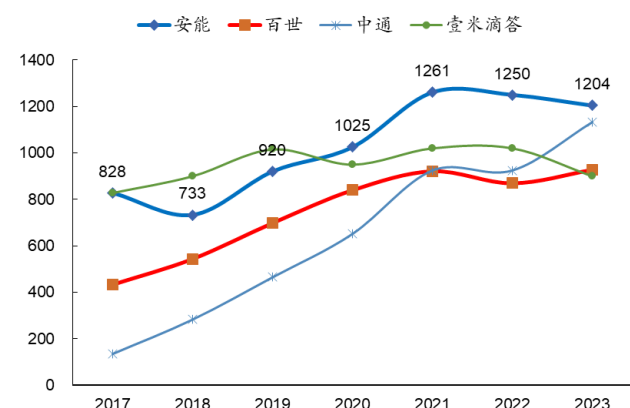
图 6：2018-2022 年中国零担 CR5、CR10



资料来源：运联智库，华源证券研究

加盟产品存在同质化，行业竞争正逐渐从规模竞争转向服务竞争。加盟网络早期发展以货量为王为主，存在价格竞争，经过几年的价格战快运企业形成规模原始积累之后，头部企业间的货量规模化差距缩小，货运商所提供的产品同质化现象逐渐显现，具体体现在：1) 各产品所覆盖的公斤段基本重叠，包括 70KG 以下的电商件、70KG-3T 的精准零担以及 3T 以上的超大件货物；2) 标准化产品时效差异不大，以朝阳至黄浦线路为例，大部分标准化产品时效均在 3-4 天。因此，行业竞争正逐渐从规模竞争转向服务竞争，通过提供个性化的服务、高效的售后支持和良好的客户体验来吸引和留住客户，从而赢得更多的客户和市场份额。

图 7：2017-2023 年加盟制货量规模（万吨）



资料来源：运联智库，各公司官网，微快运等，华源证券研究整理 注：壹米滴答 2023 年为测算值

图 8：加盟制货运商产品对比



资料来源：各公司官网，华源证券研究整理

2. 加盟制全网零担龙头，战略调整开启新征程

从专线整合到加盟扩张，成为全网加盟零担龙头。安能物流成立于2010年，2012年开创了货运合作商平台模式，即“中心直营+网点加盟”的加盟制，由此快速扩张。2016年超越德邦成为中国零担市场最大的快运网络（按年货运总量计）；2019年战略退出快递业务，重新聚焦零担快运；2021年11月成为“港股快运第一股”；2022年9月公司开始施行以品质和利润为核心的品牌战略，以谋求有质量的发展；2023年战略转型成效初显，团队以“四步走”开启战略变革落地。

图9：2010年至今公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，艾瑞咨询、华源证券研究

安能物流以“物流创造无限可能为使命”，专注为客户降本增效，提供高性价比、更好体验的运输服务。公司专注于快运产品建设，产品包含“MiNi 电商系列”“精准零担快运”“定时达”“安心达”等行业优势产品，并通过大数据、云计算等科技手段实现了全链路数字化。2024年5月1日起，安能物流产品质量进一步升级，推行3300产品及9996时效标准，全网以“干线中转率90%、当日签收率90%、实时签收率96%”为行动目标，对产品时效进行全程提速，优化触达客户的服务感知。

表1：公司主要物流产品

产品服务	特点
MINI 电商系列	公斤段：10-70kg 小公斤段 派送：100%免费配送上门 时效：定点发车，优先转派

服务优势：一票多件，全境派送；安心保价，快速理赔

精准零担快运

公斤段：70-3000kg

派送：门到门服务

时效：时效快捷

服务优势：上门安装、开箱验货；代收货款、排队进仓；安心保价、快速理赔

定时达

安全：独立库区、单独集托；单独交接、平安抵达

准时：尾部装车、抢装抢卸；优先派送、实时签收

服务：专属客服、快速理赔；灵活投保、多重保障

经济：航空时效、汽运价格；实惠亲民、物超所值

安心达

安全：独立库区、单独集托；单独交接、平安抵达

品质：时时监控、精准操作；顶部装车、品质保障

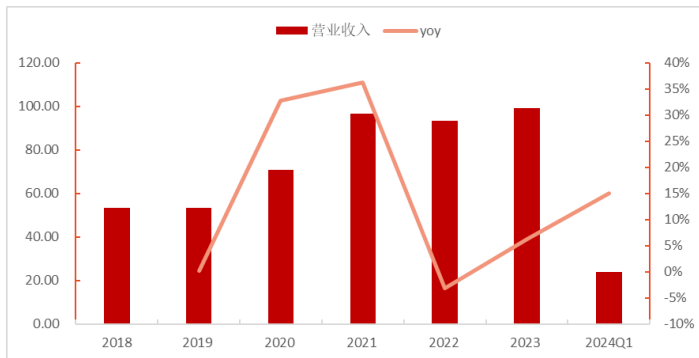
呵护：专属标签、专人操作；定人定责、全程呵护

服务：专属客服、快速理赔；高额保价、保丢保损

资料来源：公司官网，华源证券研究

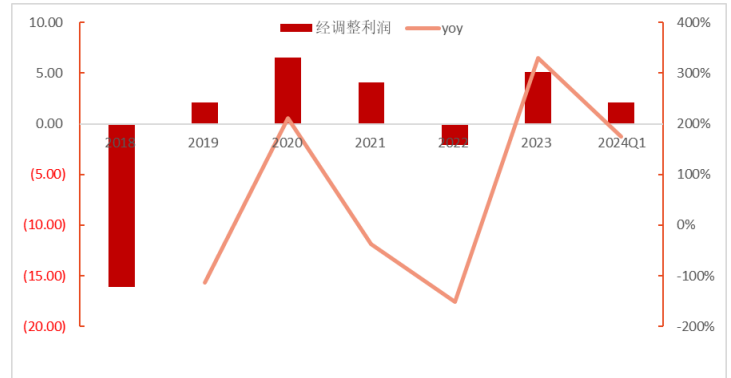
2022 年公司收入及利润短期承压, 2023 年战略转型下扭亏为盈。2018-2021 年, 货运总量持续上升, 公司营业收入保持高速增长, 2018-2021 年 CAGR 为 21.85%, 2019-2021 年经调整净利润连续为正; 2022 年受疫情扰动需求、行业竞争及公司战略调整等因素影响, 公司收入及利润短期承压, 营业收入为 93.35 亿元, 同比下滑 3.2%, 经调整净利润为-2.09 亿元, 同比下滑 151%。2023 年公司战略调整成效初步显现, 营业收入 99.17 亿元, 同比增长 6.2%; 经调整净利润为 5.10 亿元, 实现扭亏为盈。2024Q1 营业收入 23.78 亿元, 同比增长 15.2%; 经调整净利润为 2.09 亿元, 同比增长 173.9%。

图 10: 2018-2024Q1 公司营收及同比增速 (亿元)



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 11: 2018-2024Q1 公司经调整利润及同比增速 (亿元)



资料来源：公司公告，华源证券研究

公司管理层经验丰富，受资本青睐助力发展。公司管理层深耕行业多年，管理经验丰富，与基层员工交流密切，立足前线做出全方位精细化管理，逐步构建竞争壁垒。从股东结构来看，2022 年 9 月 30 日，管理层股东签订协议终止一致行动安排，不再就公司事务及管理采取一致行动，且管理层股东不再为单一最大股东组别。此前，管理层股东合计持股 27.73%。Topaz 及 Advance Step 分别实益持有 1.86 亿股及 1 亿股。Topaz 为 Advance Step 的全资附属公司，而 Advance Step 由大钲资本全资拥有。因此，大钲资本持股 24.59%，成为公司最大股东。

表 2：公司主要管理层情况

姓名	职位	简介
秦兴华先生	执行董事、首席执行官兼总裁	秦兴华于物流行业拥有逾 25 年经验。加入集团之前，彼担任广西机场管理集团有限公司一高级管理职位约 15 年时间，直至 2009 年 5 月。
金云先生	执行董事兼首席运营官	金云先生，于 2012 年 2 月加入本集团，此后一直在本公司一家主要附属公司安能聚创供应链管理(深圳)有限公司任职，现时担任总经理。
徐昊先生	首席财务官	徐先生自 2024 年 1 月 8 日起获委任本公司首席财务官。徐先生于公司财务领域拥有逾 18 年经验。加入本公司前，徐先生任职于上海复星高科技(集团)有限公司，担任健康消费集团首席财务官。

资料来源：公司公告、华源证券研究

图 12：安能物流股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，华源证券研究

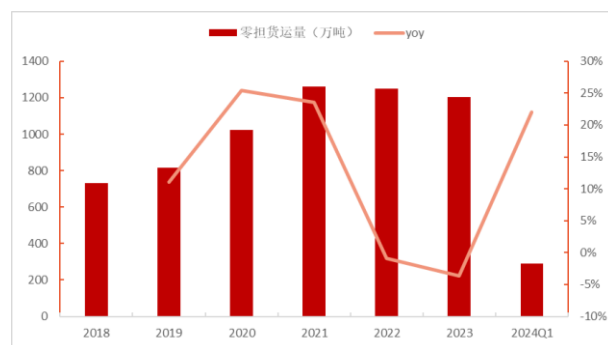
“货量为王”转向精细化管理,网络竞争力提升下加盟商粘性提升。2021-2022 年,外部市场环境发生变化,疫情影响及行业格局变化使得公司货量增长放缓,同时公司规模快速扩张中隐含的部分问题逐渐显现。2022 年 9 月,公司改变原先纯粹以货量和规模为导向的战略目标,确定了“以质量和利润支撑有效规模可持续增长”的新战略方向,对**管理架构、价格渠道、网络生态和运营体系**进行升级优化。加盟商粘性逐步增强,截至 2024Q1,公司拥有超过 6400 家货运合作商及超过 23000 家货运代理商(2023 年底为 5900/22000),实现货量 288 万吨,同比增长+22%。

图 13: “以质量和利润支撑有效规模可持续增长”战略布局



资料来源: 公司 2022 年度业绩演示材料, 华源证券研究

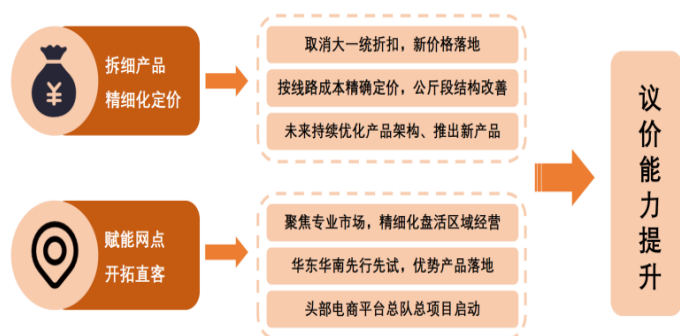
图 14: 2018-2024Q1 零担货运量情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

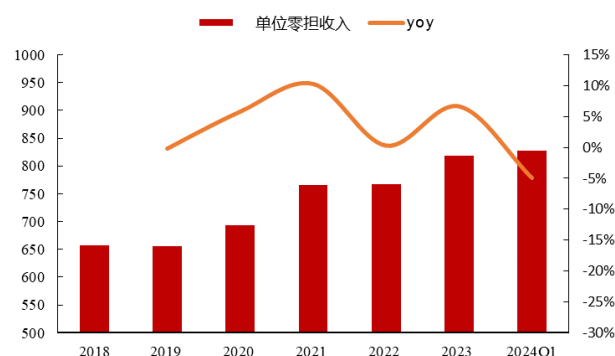
重塑定价体系, 产品优化下单位收入持续改善。2023 年公司针对定价和渠道做出改革: 1) 产品精细化定价, 持续优化产品结构; 2) 聚焦专业市场, 网点分层赋能, 开拓直客客户, 提供定制化产品。公司产品结构发生调整, 迷你小票及小票零担占比提升, 结构变化及服务品质提升共同驱动单位零担收入上涨, 2023 年公司单位零担收入为 818 元/吨, 同比提升 6.6%, 2024 年 Q1 单位零担收入为 827 元/吨, 环比提升 9 元/吨。

图 15：定价与渠道改革



资料来源：公司 2022 年度业绩演示材料，华源证券研究

图 16：2018-2024 年 Q1 单位零担收入变化情况(元/吨)



资料来源：公司公告，华源证券研究

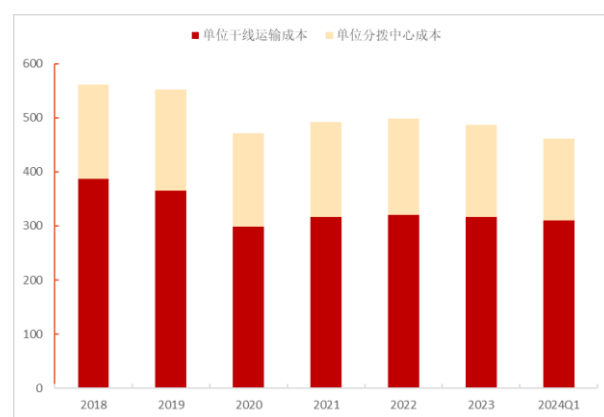
运营体系升级，成本端实现优化。2023 年公司通过运营体系升级来实现成本端的优化：1) 路由规划调优，归集枢纽货量，提升直发比例；2) 重建车队管理体系，处理冗余车辆，提升车辆使用率；3) 优化分拨布局，扩大枢纽分拨承载，裁撤冗余分拨，提高入场效率。通过运输环节的提质增效，公司 2023 年单位成本实现同比改善，2024 年 Q1 公司成本改善成果持续显现，其中干线运输成本为 310 元/-8.0%，分拨成本为 151 元/-27.1%。展望未来，随着安能货量持续增长，规模经济效应释放及线路拉直下成本仍有优化空间，运输及分拨成本有望持续改善。

图 17：成本优化措施



资料来源：公司 2022 年度业绩演示材料，华源证券研究

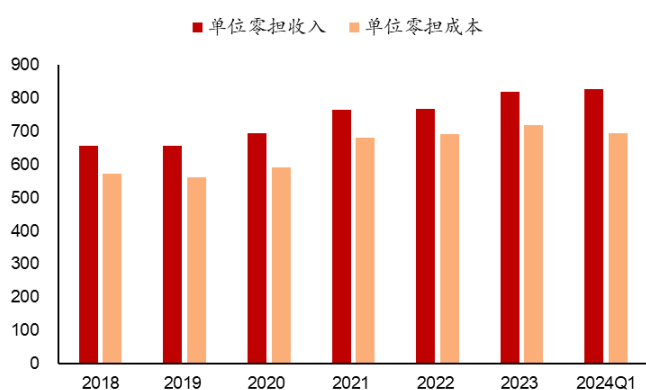
图 18：2018-2024Q1 单位干线运输成本与单位分拨中心成本(元/吨)



资料来源：公司公告，华源证券研究

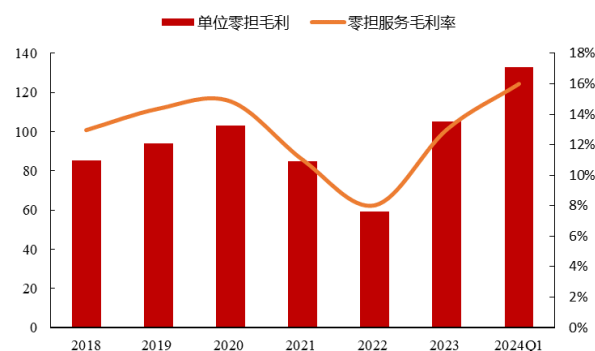
战略调整成效初显，服务升级成长可期。通过对公司的管理架构、价格渠道、网络生态和运营体系进行升级优化，取得了以下明显成效：1) 组织架构透明化，内部沟通和决策流程更加高效；2) 价格体系更新至 4.0，更精确的定价和更灵活的定价策略，有助于提升业务收入与市场份额；3) 总部与网点赋能，改善网络生态环境，提高车线效率、车队使用率和分拨入场效率，运营效率提升，运营成本降低。公司战略初显成效，降本增效的目标逐渐实现，单位零担毛利由 2022 年的 59 元/吨提升至 2023 年的 105 元/吨，2024 年 Q1 进一步提升至 133 元/吨，毛利率由 8%提升至 16%。

图 19：2018-2024 年 Q1 公司单位零担收入及成本（元/吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 20：2018-2024Q1 单位零担毛利和零担服务毛利率（元/吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究

客服体系优化，加盟商生态改善，有望实现长期成长。安能在新战略中对服务体系进行升级优化，在零担行业中提升竞争力：1) 优化客服体系，提升客户满意度，未来有望打造一流客服组织，增强客户对公司依赖程度；2) 聚焦重点区域，稳步提升全网时效兑现率与妥投率，缩短运单全程时长；3) 提高服务品质，改善破损、遗失情况。加盟商生态有望改善，服务提升下公司议价能力有望提升，实现长期成长。

图 21：服务体系升级



资料来源：公司 2022 年度业绩演示材料, 华源证券研究

3. 盈利预测与投资建议

- 1) 业务量：快运行业实现稳健增长，公司作为头部企业有望持续受益于集中度提升；加之公司战略调整使得加盟商生态得到优化，我们预计公司业务量能够稳健增长。
- 2) 定价：新战略实施后价格体系实现重塑，产品结构持续优化，服务质量逐步提升；公司聚焦零担快运市场，网点分层赋能，开拓直客客户，提供定制化产品，末端服务能力有望增强，公司单位零担收入有望保持稳健增长。
- 3) 成本：战略改革中公司对运营体系进行升级优化，人工和运输成本持续受到管控，同时随着业务量逐渐增长，规模经济效应逐渐释放。我们预计公司的单位成本将会逐步降低。
- 4) 费用：随着公司管理架构扁平化，组织效率得到提升，加之路由环节调优与运输环节提质，预计公司的费用率将会有所下降。

表 3：安能物流估值模型核心假设

(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9335	9917	11639	12884	14004
yoy	-3%	6%	17%	11%	9%
货运量 (百万吨)	12	12	14	16	17

yoy	-1%	-3%	18%	10%	8%
单位价格 (元/吨)	767	818	814	819	825
yoy	0%	7%	0%	1%	1%
1-单位运输收入	441	454	445	445	445
yoy	-1%	3%	-2%	0%	0%
2-单位增值服务收入	138	149	150	151	152
yoy	1%	8%	0%	0%	0%
3-单位派送收入	188	215	219	224	228
yoy	2%	14%	2%	2%	2%
单位成本 (元/吨)	691	719	690	689	688
yoy	2%	4%	-4%	0%	0%
1-单位干线运输成本	320	317	302	299	296
yoy	1%	-1%	-5%	-1%	-1%
2-单位分拨中心成本	178	170	153	150	147
yoy	1%	-4%	-10%	-2%	-2%
3-单位增值服务成本	28	31	32	32	33
yoy	13%	9%	2%	2%	2%
4-单位派送成本	165	200	204	208	212
yoy	1%	21%	2%	2%	2%
费用率					
一般及行政开支占营收比例	10%	8%	7%	7%	7%
财务成本占营收比例	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源: Wind, 华源证券研究

盈利预测与投资建议:我们预计公司2024-2026年经调整净利分别为8.48/10.27/11.79亿元,对应PE分别为9.3/7.7/6.7x。公司为加盟制全网零担快运龙头,战略转型下公司盈利改善明显,规模效应释放下单位毛利仍有改善空间,长期来看加盟商生态优化推动业务量增长,服务提价及效率改善推动单位毛利上行,看好公司长期发展空间,参考德邦股份,中通快递,圆通快递等可比公司估值,公司估值较低,首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603056.SH	德邦股份	131.7	1.04	1.33	1.56	12.3	9.7	8.2
2057.HK	中通快递-W	1181.7	12.62	14.76	16.86	11.6	10.0	8.7

600233.SH	圆通速递	509.2	1.26	1.48	1.71	11.8	10.0	8.6
平均值						11.9	9.9	8.5

资料来源: ifind, 华源证券研究

注: 可比公司均采用 ifind 一致预期, 估值日期 2024/8/20

4. 风险提示

- 1) 宏观经济波动导致运量增长不及预期: 如宏观经济出现较大波动, 零担物流服务需求有所减少, 公司业务收入与利润将承压;
- 2) 燃料价格上升导致成本管控不及预期: 如未来油价大幅上涨, 公司运输成本压力较大, 成本管控或不及预期;
- 3) 市场竞争加剧导致份额流失: 市场上仍有较多参与者, 如市场竞争加剧, 公司份额流失, 盈利或受影响。

图 22：利润表、现金流量表和资产负债表

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,917	11,639	12,884	14,004	货币资金	1,408	2,192	2,942	3,849
增长率	6.2%	17.4%	10.7%	8.7%	应收款项	862	959	1,062	1,154
营业成本	8,649	9,804	10,763	11,604	存货	8	10	10	11
%销售收入	87.2%	84.2%	83.5%	82.9%	其他流动资产	839	829	829	829
毛利	1,268	1,835	2,121	2,400	流动资产	3,116	3,990	4,843	5,843
%销售收入	12.8%	15.8%	16.5%	17.1%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	1,352	1,596	1,912	2,196
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	1,049	997	947	899
销售费用	0	0	0	0	非流动资产	2,661	2,780	3,046	3,282
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	资产总计	5,777	6,770	7,888	9,125
管理费用	774	835	899	977	应付款项	315	362	397	428
%销售收入	7.8%	7.2%	7.0%	7.0%	短期借款	464	464	464	464
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	1,378	1,584	1,753	1,906
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	2,156	2,409	2,614	2,798
财务费用	60	10	7	4	长期债务	105	105	105	105
%销售收入	0.6%	0.1%	0.1%	0.0%	其他长期负债	541	536	536	536
息税前利润 (EBIT)	612	1,004	1,225	1,409	非流动负债	646	641	641	641
%销售收入	6.2%	8.6%	9.5%	10.1%	负债总计	2,803	3,050	3,255	3,438
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2,476	3,207	4,105	5,144
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	499	513	528	543
除税前利润	552	995	1,218	1,405	负债股东权益合计	5,777	6,770	7,888	9,125
利润率	5.6%	8.5%	9.5%	10.0%	比率分析				
所得税	145	249	304	351		2023A	2024E	2025E	2026E
所得税率	26.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	407	746	913	1,053	每股收益	0.34	0.63	0.77	0.89
少数股东损益	15	15	15	15	每股净资产	2.13	2.76	3.53	4.42
归属于母公司的净利润	392	731	898	1,039	每股经营现金净流	1.47	0.92	1.03	1.17
增长率	196.1%	86.3%	22.9%	15.6%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	4.0%	6.3%	7.0%	7.4%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	15.85%	22.80%	21.88%	20.19%
单位：人民币(百万)					总资产收益率	6.79%	10.80%	11.39%	11.38%
	2023A	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	12.74%	17.56%	17.65%	16.89%
净利润	392	731	898	1,039	增长率				
少数股东损益	15	15	15	15	营业收入增长率	6.23%	17.37%	10.69%	8.70%
营运资金变动	-30	164	101	90	EBIT增长率	447.43%	64.20%	21.94%	15.04%
其他变动	1,329	160	185	213	净利润增长率	196.07%	86.34%	22.88%	15.60%
经营活动现金流量净额	1,706	1,069	1,200	1,357	总资产增长率	-0.93%	17.19%	16.51%	15.68%
资本开支	-355	-400	-500	-500	资产管理能力				
投资	41	0	0	0	应收账款周转天数	2.1	2.2	1.6	1.6
其他	58	130	64	65	存货周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
投资活动现金流量净额	-256	-270	-436	-435	应付账款周转天数	12.9	12.4	12.7	12.8
股权募资	-58	0	0	0	固定资产周转天数	56.0	45.6	49.0	52.8
债权募资	-947	0	0	0	偿债能力				
其他	-77	-15	-15	-15	流动比率	1.45	1.66	1.85	2.09
筹资活动现金流量净额	-1,082	-15	-15	-15	速动比率	1.44	1.65	1.85	2.08
现金净变动	369	785	749	907	净负债/股东权益	-28.21%	-43.65%	-51.21%	-57.68%
					EBIT利息保障倍数	7.8	69.1	84.3	97.0
					资产负债率	48.52%	45.05%	41.26%	37.68%

资料来源：iFind, 华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 恒生中国企业指数 (HSCEI)