



公司评级 增持 (首次)

报告日期 2024 年 12 月 30 日

基础数据

12 月 30 日收盘价 (港元)	7.78
总股本 (亿股)	11.67
总市值 (亿港元)	91
归母净资产 (亿元)	29.37
总资产 (亿元)	55.84
每股净资产 (元)	2.5

来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师: 宋婧茹

S0190520050002  
BQI321  
songjingru@xyzq.com.cn

分析师: 陈雅雯

S0190524010001  
请注意: 陈雅雯并非香港证券及期货事务  
监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从  
事受监管的活动。  
chenyawen@xyzq.com.cn

安能物流(09956.HK)

港股通 (沪、深)

# 加盟制零担快运龙头, 进入精细化管理的业绩释放期

投资要点:

- **行业领先的加盟制快运服务商:** 安能物流成立于 2010 年, 是加盟模式的零担货运企业, 终端客户数约 550 万个。2023 年营业收入 99.17 亿元, 同比增长 6.2%, 零担货运总量实现 1204 万吨, 同比下降 0.6%。2023 年根据运联智库及各公司披露数据显示, 安能物流以货量计算, 市占率行业第 1, 达到 15.7%。
- **中国零担行业规模达万亿, 市场集中度有望提升:** 根据国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询数据, 2022 年零担运输市场规模达 1.62 万亿元, 并预计在 2027 年可进一步上升至 1.80 万亿元。近几年, 随着快运网络的健全及产品线的丰富, 头部企业规模不断提高, 行业呈现集中趋势, 目前正处于整合期向成熟期过渡的阶段。中国零担行业 2020 年 CR10 仅为 5.7%, 美国同期 CR10 为 74.0%, 根据艾瑞咨询, 集中度将处于上升趋势, 2030 年预计提升至 34.4%。
- **4 大票量增长驱动力:** 1) 抢夺直营、区域、专线的货量: 全网型相比资源型 (专线/区域), 其网络覆盖更全、末端揽派能力更强。随着全网型快运公司成本的降低, 在价格端有望吸引力增强; 2) 电商渗透率提升情况下抢夺快递货量: 目前公司电商件日均单量占比 3% 左右。同时, 安能内部已成立专门的总对总电商部门, 与拼多多 TEMU、1688、抖音 TikTok 等合作; 3) 加盟商数量增加: 2023 年, 安能头部货运合作商留存率达 98.2%, 同比上升 2.5 个百分点, 截至 2024 年 6 月底, 安能物流全国网点数量突破 31000 家, 乡镇覆盖率高达 99.2%, 一级网点数量达到 6704 个, 同比增长 1041 个; 4) 服务能力提升后的货量增长: 安能聚焦于服务的提升, 包括聚焦多元化产品、铁三角服务机制、提升运输效率等, 服务能力的提升为长期货量竞争提供保障。
- **短期单吨价格降低有望开拓市场空间, 长期服务能力提升有望获得更高定价权:** 短期内, 公司有望通过降本打开降价空间, 进入凭借降价抢夺份额阶段; 长期看, 随着服务能力的提升, 单吨价格有望获得溢价。
- **短期依靠成本节约+聚焦高毛利公斤段, 长期依靠定价能力提升, 公司盈利能力可期:** 低成本和分拨优化的优势使得安能物流顺利拓展小票业务, 谋求差异化竞争优势。2024 年上半年, 安能物流货量由 5.3 百万吨增至 6.4 百万吨, 同比增长 20.5%, 其中利润率更高的迷你小票、小票零担货量分别增长 25.6%/19.6%。
- **首次覆盖给予“增持”评级:** 我们预计 2024-2026 年的营业收入将分别达到 114.0、128.7 及 142.8 亿元, 同比变动+15.0%, +12.9%及+10.9%。我们预计 2024-2026 年经调整净利润分别达 8.0、9.8 及 11.7 亿元, 2024-2026 年分别同比变动+57.4%、+22.6%及+19.1%。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 逆风环境影响持续; 2) 行业竞争激烈; 3) 与第三方平台合作不及预期。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	9,917	11,404	12,871	14,276
同比增长(%)	6.2	15.0	12.9	10.9
经调整净利润(百万元人民币)	510	802	983	1,171
同比增长(%)	-	57.4	22.6	19.1
毛利率(%)	12.8	16.0	16.6	16.9
经调整净利润率(%)	5.1	7.0	7.6	8.2
净资产收益率(%)	13.7	19.1	19.4	19.0
每股收益(元人民币)	0.34	0.60	0.76	0.92

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

**Company Rating**    **Outperform(Initiate)**

Report Date    December 30, 2024

**Basic Data    Dec. 30, 2024**

Closing Price ( HKD )	7.78
Total Shares (100 Mn)	11.67
Market Cap(HKD/100 Mn)	91
Net Assets Attributable to Parent(RMB/100 Mn)	29.37
Total Assets (RMB/100 Mn)	55.84
BVPS(RMB)	2.5

**Related Report**
**Analyst: Jingru SONG**

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

**Analyst: Yawen CHEN**

chenyawen@xyzq.com.cn

SAC: S0190524010001

Please note: Yawen CHEN is not a registered licensee of the Securities and Futures Commission of Hong Kong and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong

ANE(09956.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

# The Leader of Franchised LTL Express Delivery Enters a Period of Performance Release with Refined Management

**Investment Highlights:**

- Industry-leading franchise express service provider:** ANE was established in 2010 and is a franchise-based LTL freight company with approximately 5.5 million end customers. In 2023, the operating income was 9.917 billion yuan, a year-on-year increase of 6.2%, and the total LTL freight volume reached 12.04 million tons, a year-on-year decrease of 0.6%. According to the data disclosed by the Transport Association Think Tank and various companies in 2023, YTO Express ranked first in the industry in terms of cargo volume, with a market share of 15.7%.
- The scale of China's LTL industry has reached one trillion yuan, and the market concentration is expected to increase:** According to data from the National Bureau of Statistics, the State Post Bureau, and iResearch Consulting, the scale of the LTL transportation market reached 1.62 trillion yuan in 2022, and it is expected to further rise to 1.80 trillion yuan in 2027. In recent years, with the improvement of the express network and the enrichment of product lines, the scale of leading enterprises has continued to increase, and the industry has shown a trend of concentration. It is currently in the transition stage from the integration period to the mature period. The CR10 of China's LTL industry in 2021 is only 4.03%, while the CR10 of the United States in the same period is 39.03%. According to iResearch, the concentration will be on an upward trend and is expected to rise to 34.4% in 2030.
- Four major drivers of ticket volume growth:** 1) Grabbing the volume of direct-operated, regional, and dedicated lines: Compared with resource-based (dedicated lines/regions), full-network types have more complete network coverage and stronger terminal cable dispatch capabilities. As the cost of full-network express companies decreases, the price side is expected to be more attractive; 2) Grabbing express volume with the increase in e-commerce penetration: Currently, the company's average daily e-commerce orders account for about 3%. At the same time, ANE has established a special total-to-total e-commerce department to cooperate with Pinduoduo TEMU, 1688, Douyin TikTok, etc.; 3) The number of franchisees increased: In 2023, the retention rate of ANE's head freight partners reached 98.2%, an increase of 2.5 percentage points year-on-year. By the end of June 2024, the number of ANE Logistics outlets nationwide exceeded 31,000, the township coverage rate was as high as 99.2%, and the number of first-level outlets reached 6,704, an increase of 1,041 year-on-year; 4) Cargo volume growth after service capacity improvement: ANE focuses on service improvement, including focusing on diversified products, iron triangle service mechanism, and improving transportation efficiency. The improvement of service capacity provides guarantee for long-term cargo volume competition.
- The price per ton in the short term is expected to remain stable to open up market space, and the improvement of long-term service capacity is expected to obtain higher pricing power:** In the short term, the company is expected to open up price reduction space by reducing costs and enter the stage of grabbing market share by price reduction; in the long term, with the improvement of service capacity, the price per ton is expected to obtain a premium.
- In the short term, the company will rely on cost savings and focus on the high-gross-profit kilogram segment, and in the long term, it will rely on improved pricing capabilities to achieve profitability:** The advantages of low cost and distribution optimization have enabled ANE Logistics to smoothly expand its small-ticket business and seek differentiated competitive advantages. In the first half of 2024, YTO Logistics' cargo volume increased from 5.3 million tons to 6.4 million tons, a year-on-year increase of 20.5%, of which the mini-ticket and small-ticket LTL

cargo volumes with higher profit margins increased by 25.6%/19.6% respectively.

- **First coverage gives an "Outperform" rating:** We expect operating revenue to reach RMB11.40 billion, RMB12.87 billion and RMB14.28 billion in 2024-2026, with year-on-year changes of +15.0%, +12.9% and +10.9% respectively. We expect net profit to reach RMB800 million, RMB980 million and RMB1.17 billion in 2024-2026, with year-on-year changes of +57.4%, +22.6% and +19.1% respectively. We give it an "Outperform" rating for the first time coverage.
- **Potential risks:** 1) The impact of the headwind environment continues; 2) The competition in the industry is fierce; 3) The cooperation with third-party platforms is less than expected.

### Key Financial Indicators

FY	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue (Mn/CNY)	9,917	11,404	12,871	14,276
YoY (%)	6.2	15.0	12.9	10.9
Ajusted Net Income (CNY/Mn)	510	802	983	1,171
YoY (%)	-	57.4	22.6	19.1
Gross Margin (%)	12.8	16.0	16.6	16.9
Ajusted Net Margin (%)	5.1	7.0	7.6	8.2
ROE (%)	13.7	19.1	19.4	19.0
EPS (CNY)	0.34	0.60	0.76	0.92

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute  
 Notes: The EPS was diluted based on the current outstanding shares

## 目录

一、 安能物流-加盟制零担快运创始者，战略转型步入加速发展期.....	6
二、 安能物流为加盟制全网快运龙头.....	11
三、 提升网络覆盖力，成本管控释放空间，提升服务质量布局长期发展....	20
四、 财务分析.....	29
五、 盈利预测与估值.....	31

## 图目录

图 1、 2010 年至今安能物流发展历程.....	6
图 2、 股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	6
图 3、 安能货运合作商平台模式下的典型货运流程.....	8
图 4、 货运交易中的资金流向说明.....	8
图 5、 2018-2020 年安能物流净利润和净利率变化.....	9
图 6、 单位营业成本细分结构.....	10
图 7、 单位营业成本 YOY.....	10
图 8、 中国货运模式占比.....	11
图 9、 公路运输增速与 GDP 增速.....	11
图 10、 公路运输增速与制造业增加值增速.....	11
图 11、 三大运输板块主要特点.....	12
图 12、 零担货运三种组织形式对比.....	13
图 13、 2018-2027 年中国公路运输行业细分份额.....	13
图 14、 2018-2027 年中国公路运输市场细分增速.....	13
图 15、 2018-2027 年中国公路运输行业细分份额.....	14
图 16、 2018-2027 年中国公路运输市场细分增速.....	14
图 17、 直营与货运合作商模式对比.....	14
图 18、 各上市物流公司毛利率.....	15
图 19、 各上市物流公司净利率.....	15
图 20、 快运市场份额演变及预测（以货运量计）.....	15
图 21、 快运网络市场份额演变（以货运量计）.....	15
图 22、 加盟制产品对比.....	16
图 23、 安能物流与百世快运的产品对比.....	16
图 24、 2023 年全网零担快运公司收入、市占率（以货量计算）榜单.....	16
图 25、 2020-2023 年零担 30 强各梯队收入占比变化.....	17
图 26、 中美零担市场份额对比及预测.....	17
图 27、 2005-2023 年 ODFI 收入（百万美元）及 YOY.....	18
图 28、 2005-2023 年 ODFI 归母净利润（百万美元）及 YOY.....	18
图 29、 ODFL 净利率（%）.....	18
图 30、 ODFL ROE（%）及 ROIC（%）.....	18
图 31、 美国快运公司过去 5 年毛利率净利率对比.....	19
图 32、 美国快运公司索赔率对比.....	19
图 33、 美国快运公司资本开支占收比.....	19
图 34、 截至 2024 年上半年安能分拨中心网络.....	20
图 35、 安能物流自营分拨中心数量变化.....	20
图 36、 安能货运合作代理商数量.....	21

图 37、	安能头部加盟商和合作商留存率 .....	21
图 38、	2024H1 安能物流“五最”战略成果 .....	21
图 39、	加盟商激励计划带来的收入/亏损 .....	22
图 40、	头部货运合作商保留率 .....	22
图 41、	2023 年中国头部零担企业网络规模情况 .....	22
图 42、	安能物流单位营业成本细分结构 .....	23
图 43、	安能物流单位营业成本细分 YOY .....	23
图 44、	优化干线运输线路及双边线路占比 .....	23
图 45、	安能运力结构变化 .....	23
图 46、	分拨中心总成本及单位成本 YOY .....	24
图 47、	安能分拨中心结构细分 .....	24
图 48、	2020A-2024H1 费用率变化 .....	24
图 49、	单吨经调整净利润变化及 YOY .....	24
图 50、	小票业务 YOY 及票均重变化 .....	25
图 51、	安能物流毛利率变化 .....	25
图 52、	安能多元化服务产品 .....	26
图 53、	投诉显著改善，时效稳步提升 .....	26
图 54、	安能物流的服务反馈 .....	27
图 55、	终端客户数及 YOY .....	27
图 56、	安能物流科技树 .....	27
图 57、	收入及同比增长 .....	29
图 58、	净利润及净利率 .....	29
图 59、	毛利与毛利率 .....	29
图 60、	单位营业成本 YOY .....	29
图 61、	资产负债率 .....	30
图 62、	ROA&ROE .....	30
图 63、	存货及应收账款周转天数 .....	30
图 64、	安能物流 PE-BAND .....	31

## 表目录

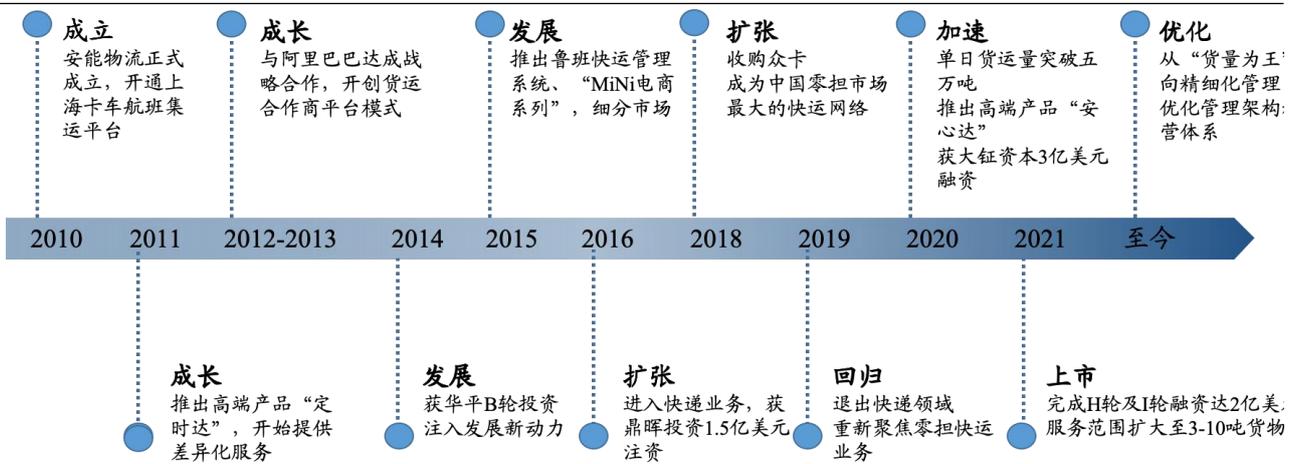
表 1、	安能物流盈利预测 .....	31
------	----------------	----

## 一、安能物流-加盟制零担快运创始者，战略转型步入加速发展期

### ● 发展史及股权结构

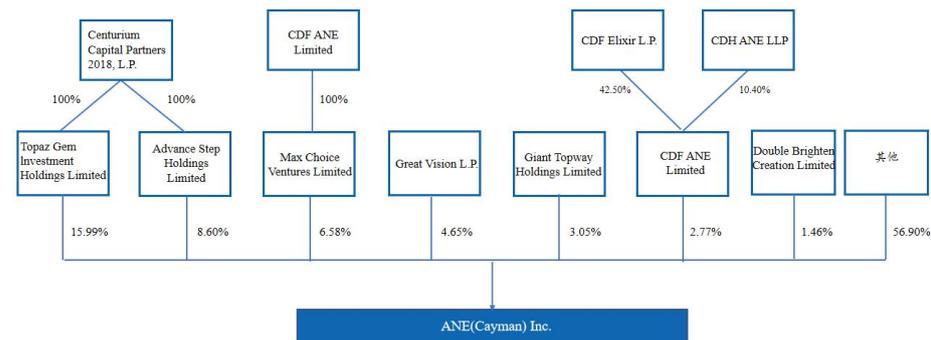
安能物流成立于 2010 年，是货运合作商模式（加盟模式）下的零担货运企业。公司以“物流创造无限可能”为使命，致力于为客户提供高性价比、优质体验的公路运输服务。先后创新性地推出“MiNi 电商系列”、“精准零担快运”、“定时达”和“安心达”等多个行业优势产品。

图 1、2010 年至今安能物流发展历程



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

安能物流的创始“铁三角”为秦兴华、王拥军及祝建辉，截至 2024 年 6 月 30 日，秦兴华和王拥军在公司的持股比例分别为 7.70%/10.81%，祝建辉不再持有公司的股份，并且已辞去在公司中的执行职务，仅保留顾问角色。

大钲资本是安能物流的最大股东，持股比例为 24.59%。大钲资本（Centurium Capital）是中国领先的私募股权基金，专注于消费、服务及医疗等领域。在安能

物流的投资中，大钲资本作为重要投资者，提供了约 3 亿美元的资金支持，成为第一大股东。大钲资本利用其行业经验和资源，帮助安能在运营数字化、网络优化、成本控制等方面实现显著提升，为公司的战略方向和组织架构重组提供了重要指导，推动公司高效增长和行业整合。

#### 安能物流 3 名主要高管，其中：

秦兴华先生，自 2010 年 6 月起一直担任首席执行官兼总裁，2015 年 2 月获委任为安能物流集团有限公司董事，并于 2021 年 5 月调任执行董事，负责集团的整体战略规划、组织发展及监督业务营运，深耕物流行业超 25 年。

金云先生，于 2012 年 2 月加入集团，金先生于 2022 年 9 月至 2023 年 7 月担任首席增长官，并自 2023 年 7 月起担任首席运营官。加入集团前，金先生于 2000 年 3 月至 2011 年 12 月任职于广州飞帆航空客货服务有限公司，在此公司的最后职务是市场部经理。

徐昊先生，于 2024 年 1 月加入公司，担任安能物流集团有限公司首席财务官，在公司财务领域拥有逾 18 年经验。在加入公司前，徐先生于 2005 年 7 月作为联合利华（中国）管理培训生开始其职业生涯，其后曾担任 1 号店、哥伦比亚运动服装、盒马等具有领先物流和供应链能力的消费、零售企业的财务总监、副总裁和营运负责人等高阶管理岗位。其后任职于上海复星高科技（集团）有限公司（为复星国际有限公司（股份代号：00656.HK）的联属公司），担任健康消费集团首席财务官。

### ● 聚焦主业，战略调整重新起航

**1、2010-2015 年，开创零担加盟模式先河：**自安能物流于 2010 年正式成立便聚焦于零担快递业务，2012 年开创“中心直营+网点加盟”新型货运合作商平台模式，实现快速扩张。

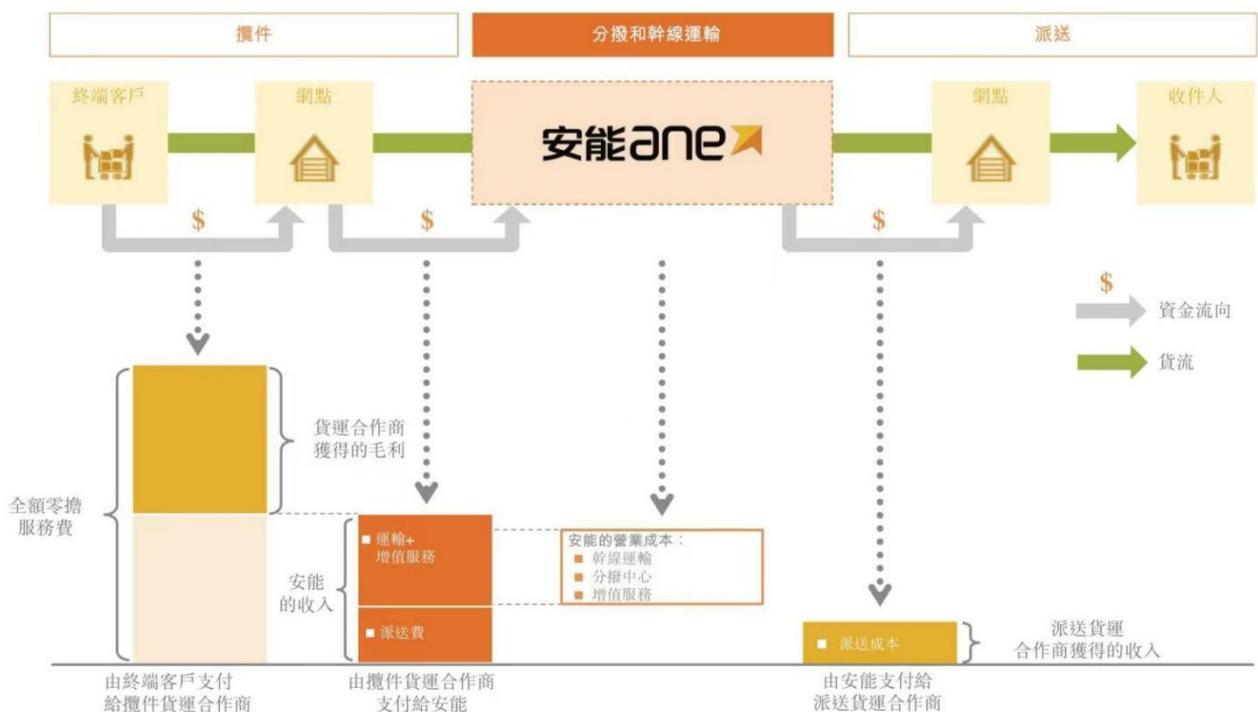
图 3、安能货运合作商平台模式下的典型货运流程



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**安能物流完整货运交易中的资金流向：**安能物流一个典型的货运交易划分成三个板块：揽件、分拨和干线运输以及派送，资金交易过程涉及终端客户、揽件货运合作商、安能运输以及派送货运合作商。在揽件过程，终端客户将全部零担费用支付给揽件货运合作商，一部分为货运合作商所得毛利，另一部分则为安能的收入，包括运输和增值服务费、派送费；在分拨和干线运输过程中，安能的营业成本由干线运输成本、分拨中心成本及增值服务成本组成；在派送过程中，由安能将派送费用支付给派送货运合作商，构成派送货运合作商的收入，由此形成货运交易中完整的资金流动。

图 4、货运交易中的资金流向说明

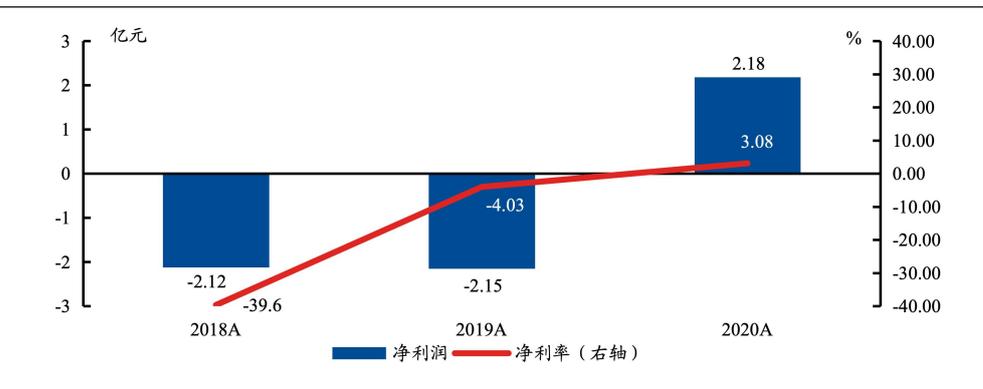


数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

总体来看，安能的收入由运输及增值服务、派送费构成，成本包括干线运输成本、分拨中心成本、增值服务成本和派送成本；揽收货运合作商的毛利来源于终端客户所支付的部分费用；派送货运合作商的收入则来源于安能支付的派送费用。

**2、2016-2019 年，及时止损，重新回归零担业务：**公司尝试进入快递领域，但因价格战等因素，难以弥补快递巨额亏损，随着账面资金的迅速流失，安能物流决定改变策略，于 2019 年宣布业务调整，聚焦快运并砍掉快递业务，重新回归零担快运业务。至 2020 年实现利润修复，扭亏为盈，净利润达到 2.18 亿元。

图 5、2018-2020 年安能物流净利润和净利率变化



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

**3、2020 年至今，战略调整加速发展：**公司推出高端产品并完成上市，同时公司理念开始从“规模为王”转向“要利润和品质”，追求品牌品质和量价齐升，进行了一系列大刀阔斧的战略调整，从组织、产品、运营等维度构建核心壁垒，形成自己的增长战略。战略调整内容包括：

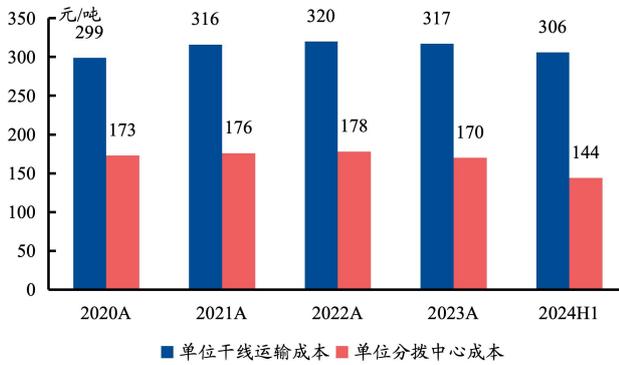
**1) 重塑管理，组织变革：**从重管控的组织模式向“授权、激活、赋能”型的组织转型，建立“销售+运营+客服”的铁三角，重点服务于客户需求。在这种战略之下，安能的组织扁平化，网点开始自驱式增长，减轻总部的管理压力。

**2) 优化货源，聚焦小公斤段：**从货量为王时代解放出来之后，安能开始聚焦高利润率的的优势公斤段，推出“3300”产品—免除重量为 3-300kg 公斤段货物的特殊区域加收费，精准吸收客户群体。至 2024 年上半年，票均重由 106kg 降至 89kg，利润率更高的迷你小票和小票零担的货量分别同比增长 25.6%/19.6%，毛利率创历史新高，达到 16.60%，总收入主要受货量增长的影响，截至 2024 年上半年公司总收入达到 52.9 亿元人民币，同比增长 16.2%。

**3) 运营精细化，资产提效率：**在运营方面，安能优化分拨中心结构，裁撤小分拨，以减少中转次数同时降低中转时所产生的成本与损耗。在资产管理方面，提升车挂比，让车更高效，同时推动智能驾驶、新能源重卡的场景试运营，从人力、能

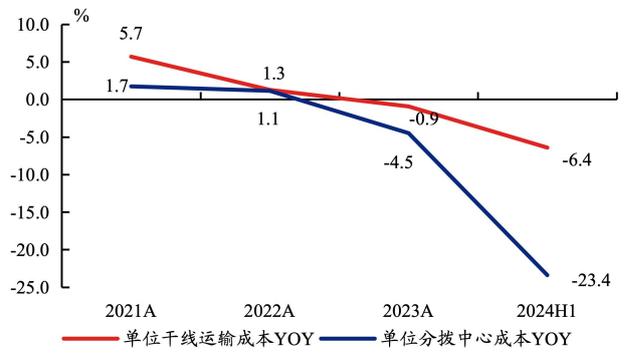
源的维度寻找成本结构改善的空间。至 2024 年上半年，安能物流的成本明显下降，单位干线运输成本和单位分拨中心成本分别为 306 元/吨、144 元/吨，同比下降 6.4%/23.4%，改革成效显著。

图 6、单位营业成本细分结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、单位营业成本 YOY



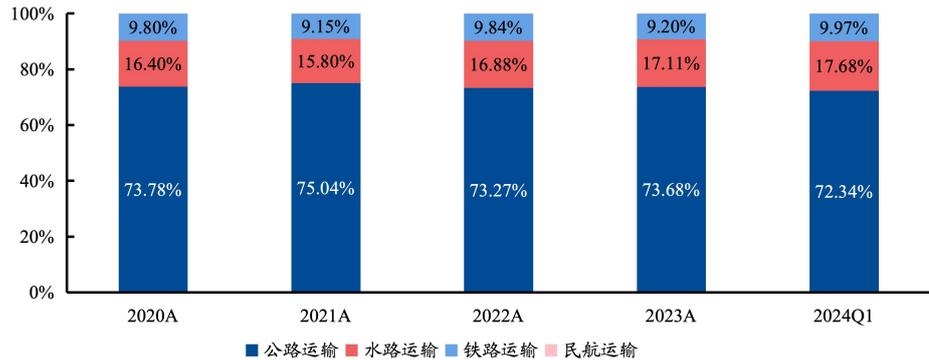
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、安能物流为加盟制全网快运龙头

### ● 与工业及贸易相关度高，行业稳健增长

近年来，随着公路基础建设的完善，公路运输市场稳步增长，中国货运量自 2020 年的 342.64 亿吨上升至 2023 年的 403.37 亿吨，份额均位于 70% 以上，并在近五年内接近或超过 75%，成为快运行业的中流砥柱。

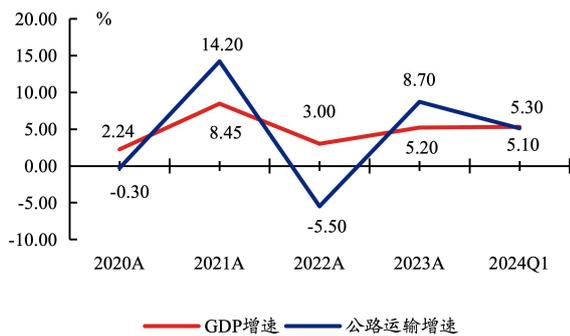
图 8、中国货运模式占比



数据来源：交通运输部，兴业证券经济与金融研究院整理

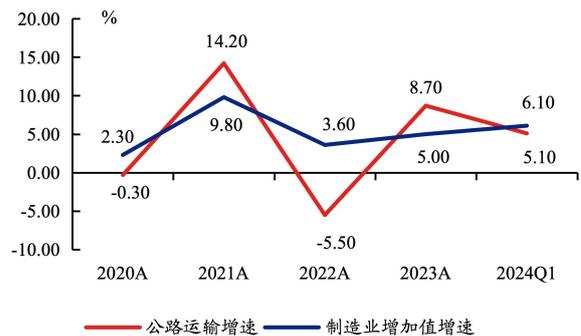
其中 2021 年，运输市场呈现复苏态势，实体经济逐渐回温，拉动公路运输需求增长，增速达到 14.20%。根据国家统计局和交通运输部的统计数据，2023 年公路运输量为 403.37 亿吨，占货运总量的 73.68%，其增速与 GDP 增速、制造业增加值增速呈现出高度的相关性。

图 9、公路运输增速与 GDP 增速



数据来源：国家统计局，交通运输部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公路运输增速与制造业增加值增速



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

按照运输货物的重量，公路运输可以细分为三种形式：快递、零担，整车。

快递是在有效时限内将信件、包裹等承运低于 30 公斤的货物快速送给特定单位或个人，具有少批量、多批次的特点。时效性要求高，一般采用航空或陆运方式。需求的 C 端属性较强，因此与电商销售表现较为一致。

**整车**是用单独一辆车将重量、体积较大的货物派送到门，单票货重一般高于 3000 公斤，时效性较低，主要采用公路或铁路运输，自动化程度弱于快递。主要面向 B 端，为制造商及分销商提供运输服务。

**零担**介于快递和整车之间，运输小货物或者多批货物组成的大件包裹，覆盖 30-3000 公斤的货物：30-300 公斤的货物运输多指小票零担，300-3000 公斤多指大票零担。兼顾 B 端和 C 端客户，既为商户、制造商、分销商及零售商提供灵活运输服务，同时也为大件电商提供服务。

**图 11、三大运输板块主要特点**

	快递	零担		整车
		传统零担	网络快运	
定义	兼有邮递功能、在承诺时限内快速完成的的对门物流活动	一批货物的重量或容积不够装一车货物时，与其他几批甚至百批货物共享一辆货车		以一车货量一趟单次为单位的货物运输，一辆车只运输同一货主的货物，不混载
承重范围	<30KG	3KG-3T+		>3T
货源特点	品类多样、小批量、多批次	品类多样、小批量、多批次		品类单一、大批量、小批次
终端客户	个人消费者为主	企业客户为主	企业为主，个人为辅	企业客户为主
时效要求	较高	较低	中等	视客户要求
派送形式	派送到家	运输到集中取货点，通常无派送服务	运输到点，也可上门派送	派送到门
运营效率	快递包裹配送网络运作高度标准化及高效化	零担快运网络快速提升标准化及高效化		在提升标准化及高效化方面潜力巨大

数据来源：安能物流招股书、艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

**零担快运进一步分为全网、区域、专线**：中国零担行业分层竞争态势明显，全网型、区域网型与专线型零担企业凭借各自优势在特定零担细分市场内跑马圈地式发展。但随全网快运企业依靠其网络规模优势迅速发展，一方面网点快速扩张，逐渐渗透至区域网型零担市场；另一方面向更高公斤段的零担业务拓展，逐渐渗透至专线型零担市场。

**全网快运在成本节降后有望进一步获得零担份额**：全网型相比资源型(专线/区域)，其网络覆盖更全、末端揽派能力更强、规模效应更强、总公司背书信用保证等方面具备明显优势。随着全网型快运公司成本的降低，在价格端有望更具优势，并有资格和实惠的区域或专线进行竞争。

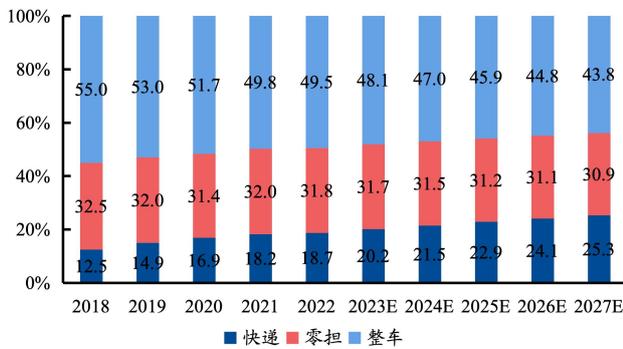
图 12、零担货运三种组织形式对比

	全网快运	区域网型	专线型
定义	多级分拨集货，在全国拥有密集的网络、分拨中心和足够多的线路	在部分区域或省内布局网络，并收取零担货物，主要为省内货源	仅运营特定线路，点对点直达，一般无需分拨
网络结构			
网络覆盖	全国性网络覆盖	从省区小网向区域大网转变	从有限线路向干线网络转变
成本	干线优势	多级分拨模式拉升干线成本	专线高效配载压缩干线成本
	末端优势	网点覆盖率高，末端优势明显	短驳成本高，末端配送能力弱
时效性	密集网络覆盖确保时效性	区域内网络覆盖确保时效性	时效性视客户情况而异
物流可视化	重视信息化建设，物流可视化程度高	短线运输时效短，可视化需求不高	有物流可视化需求，但服务商信息化水平仍待提高
进入门槛	●●●●●	●●●●●	●●●●●
主要参与者			

数据来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

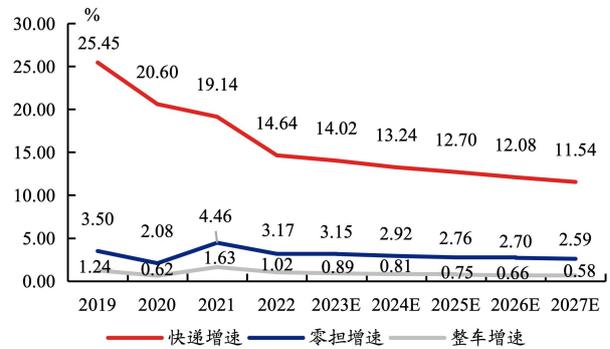
自 2018 年以来，中国公路运输行业中零担份额超 30%，预计维持稳步增长态势：根据国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询详细预测数据，2018-2027 年间中国零担运输市场规模稳步增长，在中国公路运输行业中占比均超过 30%。2022 年零担运输市场规模达 1.62 万亿元，并预计在 2027 年可进一步上升至 1.80 万亿元。

图 13、2018-2027 年中国公路运输行业细分份额



数据来源：国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

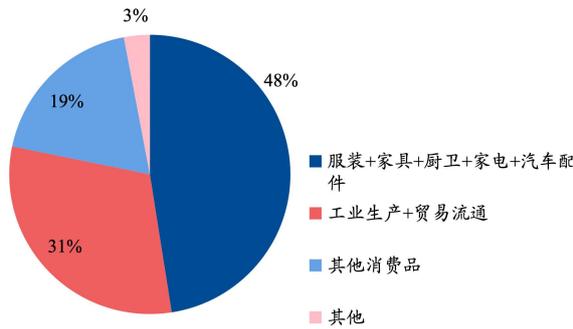
图 14、2018-2027 年中国公路运输市场细分增速



数据来源：国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

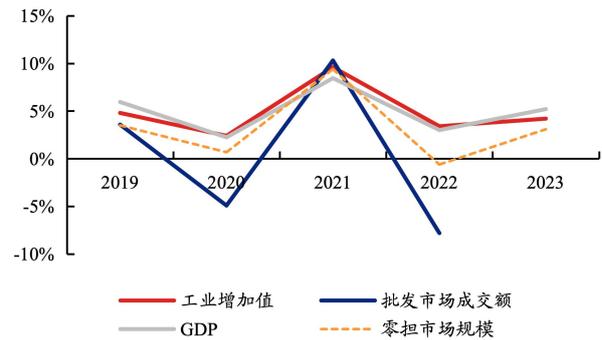
零担市场与工业生产、批发销售息息相关：根据德邦 2022 年年报数据、iFind，德邦股份 2022 年零担市场下游主要以消费品批发、工业生产和贸易流通为主，48%的营业收入来源于服装、家具、厨卫等消费行业，31%为工业生产和贸易流通。根据国家统计局及艾瑞咨询数据，零担市场规模的变化方向与工业增加值和批发市场成交额一致，增速介于二者之间，2021 年增速最大，主要由于实体经济逐渐回温，拉动零担市场需求增长。

图 15、2018-2027 年中国公路运输行业细分份额



数据来源：国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、2018-2027 年中国公路运输市场细分增速



数据来源：国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

● 加盟制市场份额有望持续提升，服务质量重要性逐渐凸显

加盟制快运优势在于轻资产、价格具备性价比、货量扩张速度快等：与快递行业类似，经过多年的发展，全网快运分化出直营制和加盟制两种运营模式。直营制快运主要满足高货值、高履约标准的运送需求，深耕相对低公斤段的大件市场，通过高服务品质换取高产品溢价，以此获得更强的盈利能力，时效稳定，品质稳定，但同时价格和成本也相对较高。直营制快运代表企业有德邦股份、顺丰快运。加盟制快运则主要满足追求性价比和履约标准的客户需求，产品覆盖公斤段更广，成本更低，能满足不同客户的广泛需求。当前我国全网加盟快运品牌主要有 6 家：加盟起网的安能物流、百世快运；区域联盟起网的壹米滴答；快递向下布局起网的中通快运、韵达快运与顺心捷达。

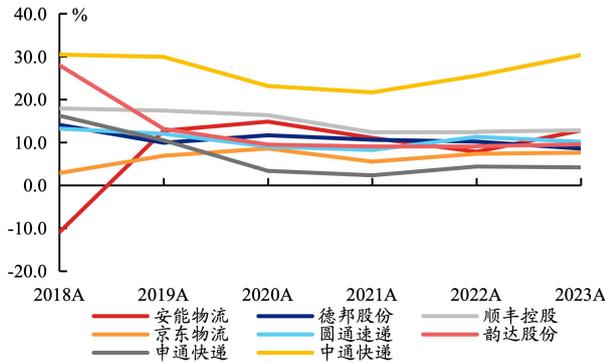
图 17、直营与货运合作商模式对比

	直营模式	加盟模式
运营模式	揽收、网点及分拨中心运营、干线运输、派送全链条均为企业直接管控，核心为自建网点、自购车队、自培人员	总部自营分拨中心与控制干线班车调配，网点采取招商加盟的模式，总部向加盟商输出品牌、产品、业务标准与信息系统
目标群体	高价值、高履约需求客户，追求高质量与个性化服务	追求服务质量与价格相平衡的客户
竞争优势	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 全链条直接把控，对上下游需求感知快速且精准</li> <li>✓ 管理效率高，有助于实现战略统一</li> <li>✓ 服务标准化，服务更可靠且品质有保障</li> <li>✓ 信息化水平高，流程操作规范</li> <li>✓ 直营品牌拥有更高品牌溢价，单位收入相比更高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 迅速进行轻资产扩张，利于快速起网补网</li> <li>✓ 网点数量与乡镇覆盖率迅速增加实现规模效应</li> <li>✓ 网点拓展以及运营成本低</li> <li>✓ 加盟网点自负盈亏、优胜劣汰，利于总部及时策略调整</li> <li>✓ 具备价格优势</li> </ul>
竞争劣势	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ 前期起网阶段周期长、投入高、扩张速度慢</li> <li>✗ 人力、设备、管理成本投入大</li> <li>✗ 企业需利用大量自有资金以负担全部运营成本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ 对末端网点及服务人员管控能力有待提高，服务质量可能缺乏保障</li> <li>✗ 加盟商质量参差不齐，与总部利益目标不一致，难以与总部达到战略统一</li> </ul>

数据来源：艾瑞咨询、招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

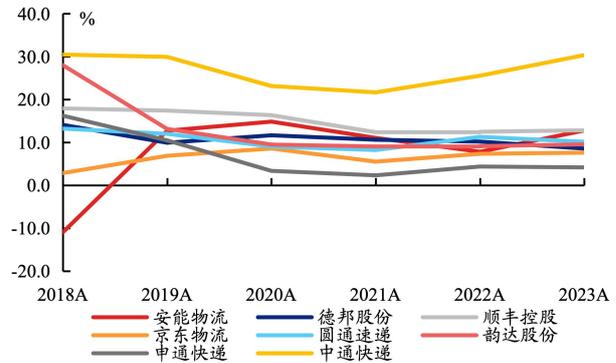
加盟制快运盈利性可以做到物流行业前列：对比物流行业毛利率水平，中通快递始终保持领先水平，2023 年毛利率录得 30.4%，但其口径与其他加盟制快递公司略有差异，安能物流 2023 年毛利率录得 12.8%，处在物流行业领先水平。对比净利率端，安能物流 2023 年净利率达到 4.1%，仅次于中通快递与圆通速递。

图 18、各上市物流公司毛利率



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

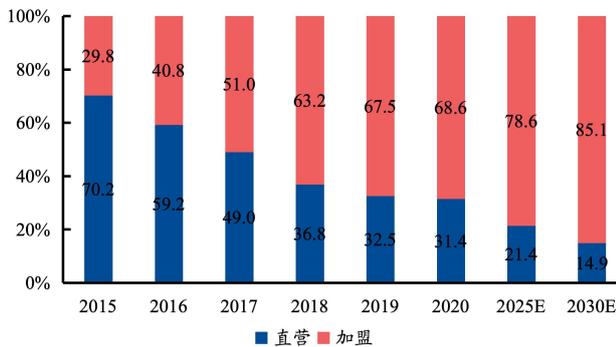
图 19、各上市物流公司净利率



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

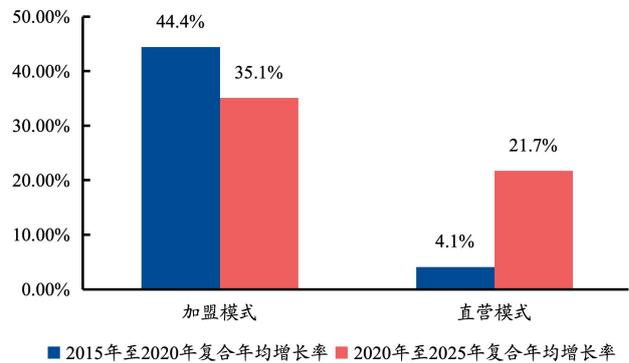
加盟模式快运包裹量计市占率有望突破 80%：根据艾瑞咨询发布的数据，2015 年直营模式在整个快运行业中占比达 70.2%。经过五年的发展，加盟制 2020 年份额达 68.6%并预计在 2030 年突破 80%。在增速上，加盟模式在 2015-2020 年货运量复合增长率达到 44.4%，高于直营模式 4.1%的增速，2020-2025 年货运量复合增长率将达到 35.1%，远高于行业整体增速。这主要得益于加盟制自身特点以及网络电商的快速发展。一方面，加盟制自身灵活性高，成本低，网络覆盖度迅速提高；另一方面，随着 B2B 及 B2C 电子商务的演化，对具成本效益、运输及时、覆盖中国广大地区的服务需求不断增长，因此加盟模式扩张较快。

图 20、快运市场份额演变及预测（以货运量计）



数据来源：招股说明书、艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、快运网络市场份额演变（以货运量计）



数据来源：招股说明书、艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

加盟头部力推产品分层，行业竞争由规模转向服务：货量规模，一直是过去多年加盟快运头部比拼的关键。但随着快运行业的迅速扩张，加盟产品逐渐趋向同质

化，表现为：1) 产品公斤段基本重叠；2) 时效性差异不大，一般为 3-4 天。因此，加盟模式的竞争逐渐由前期的规模竞争转向为服务竞争，通过细分公斤段、提供个性化服务、高效的售后支持来吸引及留住客户，提高客户量和市场占比。以安能物流为例，2020 年全面升级定时达产品，推出安心达产品，为客户易碎品及保价货物提供专属运输保障，并配有专属标签，对派送的及时性和服务标准提出额外要求，以更加具备服务质量和时效的产品来充分挖掘产品溢价。

图 22、加盟制产品对比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、安能物流与百世快运的产品对比

公司	产品名称	公斤段	服务内容
安能物流	Mini 小包	10-70kg	主要面向电商卖家、中小企业及个人消费
	精准零担快运	70kg-3t	标准定价与标准操作流程，提供安全准时精准高效、高性价比的端到端物流服务
	普惠达	3-10t	具有价格便宜、多样化计抛、末端大车直送的优势
	定时达	--	"安全、准时、服务、经济"的公路运输，服务品质堪比航空和快递，价格仅为航空和快递的三分之一
百世快运	安心达	--	"安全、品质、呵护"的运输服务，一次性解决易碎品和贵重品的安全运输问题
	电商件	0-70kg	服务于大中小电商客户，操作流程标准化、优特优派，货物轨迹全程可追溯
	惠心件	70-300kg	为各商企客户提供一站式服务的放心产品，价格优惠，发货省心
	小零担	300kg-1t	提供业内标准的小型零担货运服务，实时跟踪，货物安全有保障
	大零担	1-3t	提供业内标准的大型零担货运服务，货物轨迹信息全程推送，安全放心
	共享卡航	3-10t	提供业内首创直提直派式公路货运服务

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 行业集中度仍有较大提升空间

**2023 年安能物流重回市占率榜首：**2023 年，根据运联智库及各公司披露数据显示，以货运量计算，安能物流重回榜首；顺丰快运与顺心捷达拆分后，仍以 14.4% 的市占率位居第二；与 22 年相比，中通快运持续增长，超越壹米滴答。

图 24、2023 年全网零担快运公司收入、市占率（以货量计算）榜单

全网快运排名	公司名称	收入(亿元)	排名	公司名称	市占率
1	顺丰快运	339.3	1	安能物流	15.7%
2	跨越速运	139.7	2	顺丰快运	14.4%
3	德邦快递	96	3	中通快运	12.7%
4	安能物流	92.92	4	壹米滴答	11.6%
5	中通快运	88.4	5	百世快运	11.2%
6	京东快运	68	6	跨越速运	-
7	壹米滴答	61.2	7	顺心捷达	-
8	德坤物流	49.62	8	韵达快运	-
9	百世快运	48.88	9	德邦快递	-
10	顺心捷达	42.4	10	京东快运	-

数据来源：运联智库，兴业证券经济与金融研究院整理

**集中度不断提高：**2015-2021 年间，中国零担行业 CR5、CR10 的收入复合年增长率分别为 19.39%和 20.45%，显示出头部企业的竞争优势明显。至 2023 年，

Top10 企业收入突破 1000 亿元，Top30 企业的总收入占比逐渐提升，由 2020 年的 78.40% 提升至 2023 年的 85.60%。

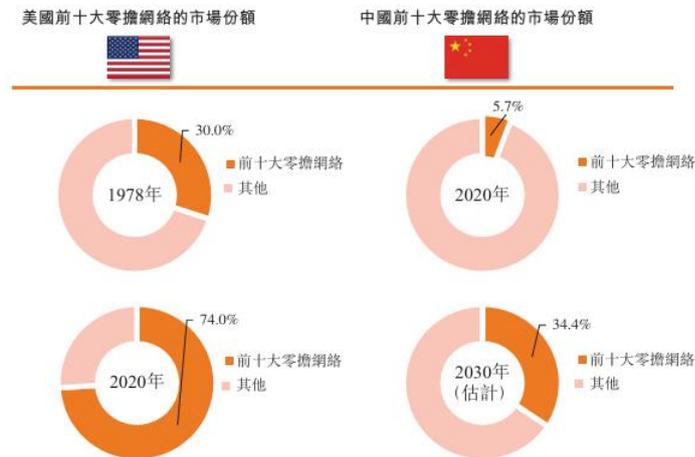
图 25、2020-2023 年零担 30 强各梯队收入占比变化



数据来源：运联智库，兴业证券经济与金融研究院整理

**处于行业整合期，渗透潜力较大：**近几年，随着快运网络的健全及产品线的丰富，头部企业规模不断提高，行业呈现集中趋势，目前正处于整合期向成熟期过渡的阶段。全行业来看，按收入计算，2020 年 CR10 仅为 5.7%，参考美国零担货运行业的市场集中度 CR10=74.0%（2020 年），仍处于较低水平，未来发展潜力较大。根据艾瑞咨询，2030 年预计提升至 34.4%。

图 26、中美零担市场份额对比及预测（按收入计算）



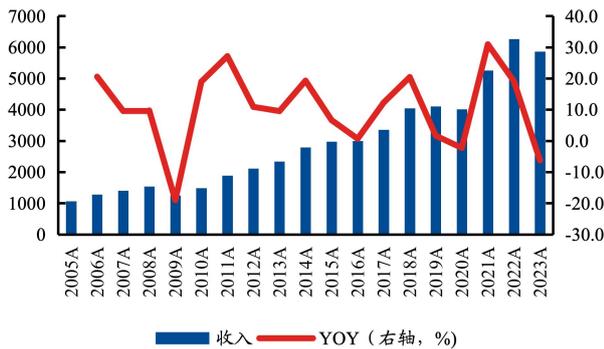
数据来源：安能招股说明书、艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

**产品精细化，准入壁垒高：**根据不同公斤段，头部企业不断加强产品细化，试图提高规模和货量门槛的同时，打造服务壁垒。如安能物流接连推出 Mini 小包、普惠达、定时达、安心达等产品，以满足不同消费者需求；壹米滴答添加“快速大包裹”；顺丰快运通过产品升级进行“通吃”战略布局。根据企查猫的数据，2017 年注册数量达 1036 家，为近十年顶峰。2022 年及 2023 年零担企业注册数量明显缩减，分别为 62 家、30 家。

● 对标龙头，长坡厚雪

美国零担龙头过去 18 年归母净利润 CAGR 可达到 19.1%：美国零担快运公司龙头 ODFL 在 2005-2023 年的 18 年间，收入 CAGR 达到 10.0%，2023 年收入规模 58.7 亿美元；归母净利润 CAGR 达到 19.1%，2023 年归母净利润规模 12.4 亿美元。

图 27、2005-2023 年 ODFI 收入（百万美元）及 YOY



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2005-2023 年 ODFI 归母净利润（百万美元）及 YOY



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

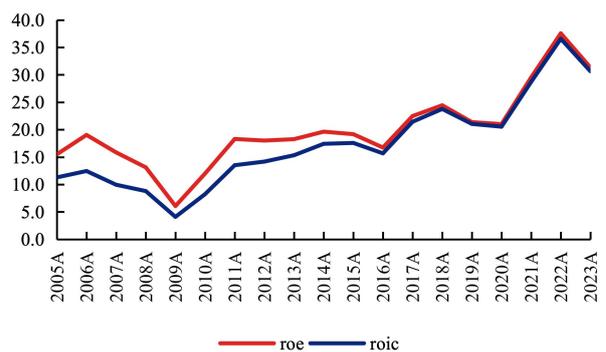
随着定价能力提升、规模扩大、成本节降，美国零担快运龙头的净利率水平可以达到 2023 年的 21.1%，ROE 在 2023 年提升至 31.3%，安能物流在盈利能力方面仍有较大的发展空间。

图 29、ODFL 净利率 (%)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

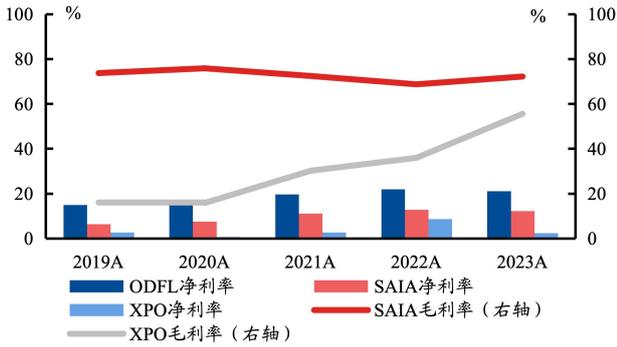
图 30、ODFL ROE (%) 及 ROIC (%)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

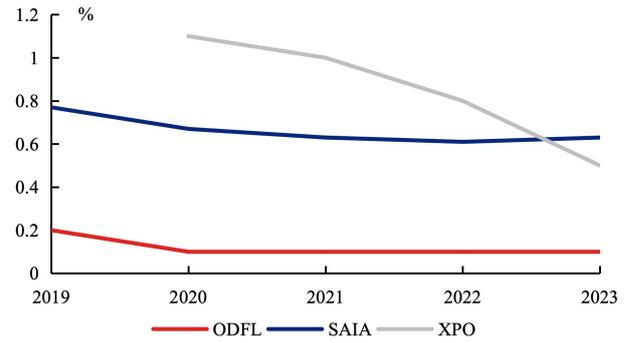
服务能力决定定价权，定价权决定盈利能力：近五年 ODFL 的毛利率、净利率均处于三者中的较高水平，且保持稳定增长，索赔率达到公司最低水平 0.1%，表明其服务能力更强，其次为 SALA、XPO。ODFL 资本开支占收比位于中等水平，这由于公司注重对服务提升的长期投入，进一步带动服务水平的提高。

图 31、美国快运公司过去 5 年毛利率净利率对比



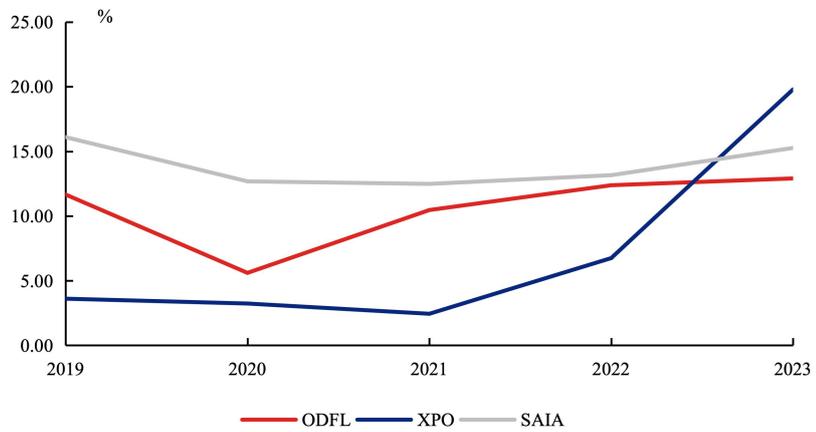
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、美国快运公司索赔率对比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、美国快运公司资本开支占收比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、提升网络覆盖力，成本管控释放空间，提升服务质量布局长期发展

#### ● 不断拓宽网络渠道，具有高度网络效应

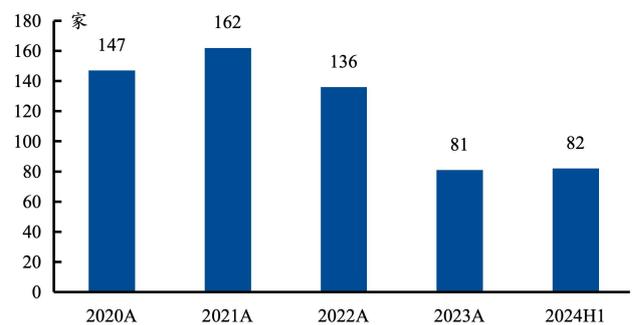
作为零担快运头部企业，安能物流持续加深网络建设与网点拓展工作，一方面在潜力区域加密网点，另一方面全在全国范围内扫除盲区，不断拓展网络渠道，加盟商数量及乡镇覆盖率持续提升。

图 34、截至 2024 年上半年安能分拨中心网络



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、安能物流自营分拨中心数量变化



数据来源：公司公告、招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**深耕网络拓展：**安能物流的加盟模式包括货运合作商和货运代理商两级，安能会根据终端市场需求、运营资金、增长潜力及市占率等情况要求合作商将区域内部业务分包给其他级代理商，保证代理商的业务数量。截至 2023 年 12 月底，安能物流在全国拥有 81 家自营分拨中心，超过 5900 家货运合作商及 22000 家货运代理商。截至 2024 年 6 月底，安能物流全国网点数量突破 31000 家，同比上升 10.7%，乡镇覆盖率高达 99.2%，在所有加盟全网快运网络中排名第一，市占率也位居榜首，其中一级网点数量达到 6704 个，较前增长 1041 个。同时日均货运量超中通近三千吨，网络渠道拓展效应显著。

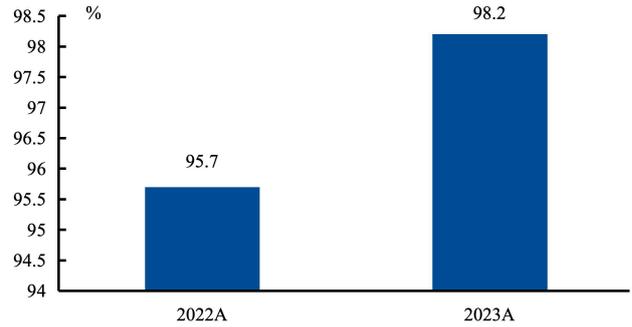
**政策导向，以人为本：**在战略转型期间，安能提出了重建网络生态的口号，并率先取消了对加盟商的一些严苛政策，包括货量罚款以及强制的对赌协议等。其他竞争对手更多通过罚款来管理加盟商，并将业绩压力转嫁给加盟商。安能采用赋能替代管控的方式，推出了“铁三角”的基层组织，通过客服、拓客、运营三个方面为加盟商提供支持。

图 36、安能货运合作代理商数量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、安能头部加盟商和合作商留存率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**优化生态服务：**健全网络生态基础是公司治理的核心，安能物流为此实施一系列措施以提高服务质量，增强用户粘性。在战略方面追求“五最”目标，力求品质精益求精，包括：1) 成本最优：单位运输成本及单位分拨成本持续降低；2) 时效最稳：2024年上半年平均运单时长同比下降5.8%；3) 网络覆盖最密：2024年上半年网点突破31000家，加盟快运网络中排名第一；4) 品质最好：破损率与遗失率大幅下降；5) 服务响应最快：铁三角组织保障520标准。

图 38、2024H1 安能物流“五最”战略成果



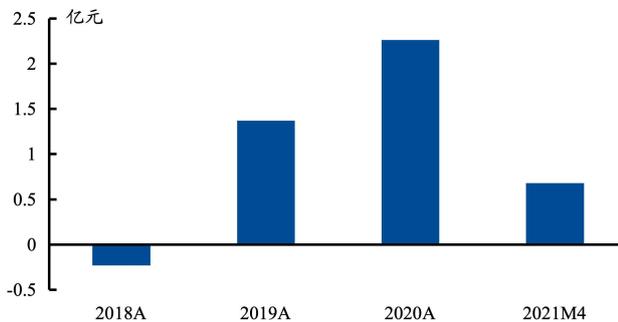
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**管理与激励并存，全方位赋能网点：**虽然安能物流以加盟模式拓展网点，但为保证服务质量和团队能力，对网点采用扁平化、直营型的管理方式：1) 坚持有效规模，不施加货量压力；2) 采用分级定价体系，对于表现优异的加盟商提供优惠定价条款；3) 设立激励计划，根据业绩表现和服务质量对加盟商进行奖励或惩罚，2018-2021年前四个月，加盟商激励计划带来的收入/亏损分别为-0.23、1.37、2.26、0.68亿元。4) 利润的20%再投入以支持数字化网点的建设，目前安能物流自主

开发的 48 个科技系统，能够在分拣管理、网点管理等流程中进行实施决策。由此头部货运合作商保留率逐年上升，至 2023 年达到 98.2%，同比增长 2.5 个百分点。

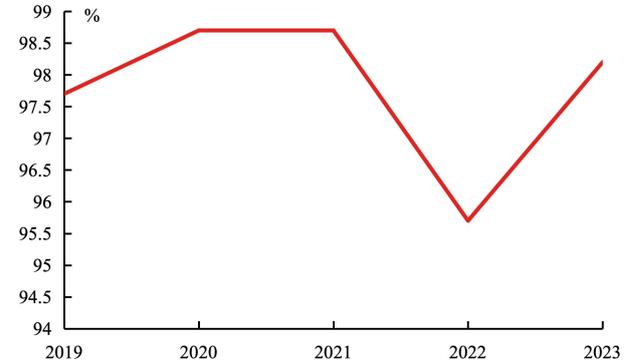
**货运合作代理商增加带来货源增量：**面向网点，安能物流则围绕其“可持续盈利能力”做了重点改善。通过取消“强制包仓”和罚款等措施，让安能物流吸引与保留网点的能力大大加强。2023 年，安能头部货运合作商留存率达 98.2%，同比上升 2.5 个百分点，这背后是网点满意度的提升，也是安能物流渠道密度得以加强的根源原因。

图 39、加盟商激励计划带来的收入/亏损



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、头部货运合作商保留率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在零担行业中，安能物流在网点数量、分拨中心面积、乡镇覆盖率及货运总量均保持领先地位：2023 年安能物流的货运总量位于全网第一，分拨中心面积达 174.9 万平方米，网点数量为 28000 家，仅次于中通（31000），乡镇覆盖率逐渐上升至 98.2%，至 2024 年上半年达到 99.2%，几乎实现乡镇全面覆盖。

图 41、2023 年中国头部零担企业网络规模情况

	中通	安能	德邦快递	壹米滴答
2023 年货运总量 (百万吨)	11.33	12.04	11.22	9.7
分拨中心数量 (家)	99	81	190	82
分拨中心面积 (万平方米)	13.9	174.9	338.47	60
干线数 (条)	3900	2300	3916	2000
网点数量 (家)	31000	28000	9194	3000
运输车辆 (辆)	10000	9900	16231	2600
乡镇覆盖率 (%)	99%	98.20%	93.94%	85%

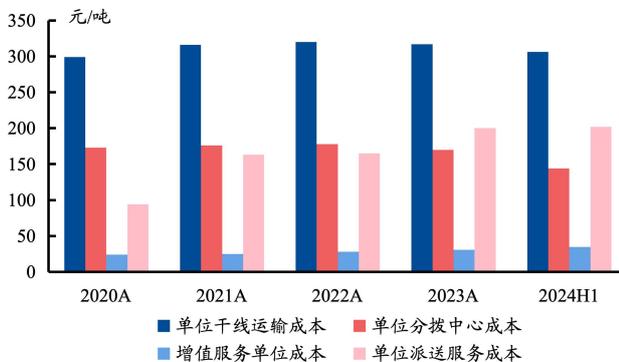
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 降本增效：运输、分拨、费用及货源同步优化，降低运营成本

在加盟模式中，安能物流主要负责干线运输并控制分拨中心，支线运输及揽派服务则是由货运合作商及代理商负责，这种经营模式为安能物流带来了轻资产属性，伴随着一系列政策的改变，安能物流经营成本全面下降。

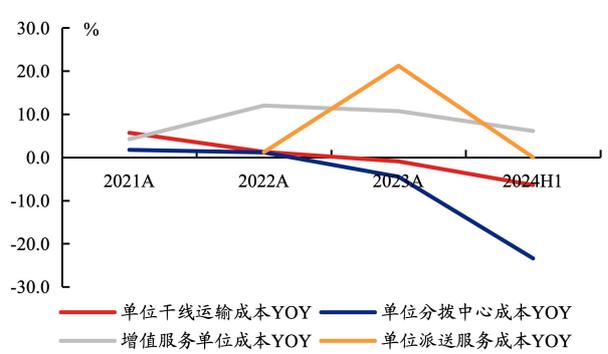
**在运输端，提高运输效率，降低车辆运输总成本及单位成本：**通过优化路由规划、运力结构改善等提高运输效率，同时搭建稳健的车队管理体系，持续降低车辆运输总成本及单位成本。2023年干线运输总成本同比优化4%，节降约1.6亿元；单位运输成本为317元/吨，同比下降0.9%。2024年上半年取得更显著的改善，单位运输成本同比下降6.4%。

图 42、安能物流单位营业成本细分结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

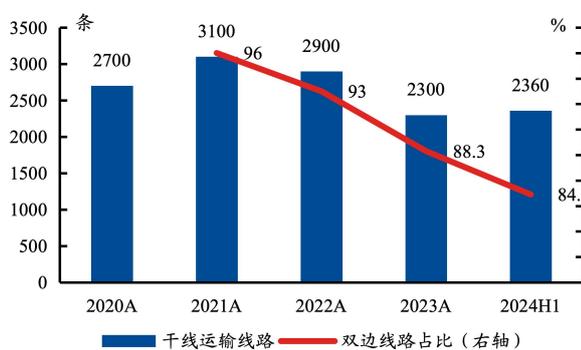
图 43、安能物流单位营业成本细分 YOY



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

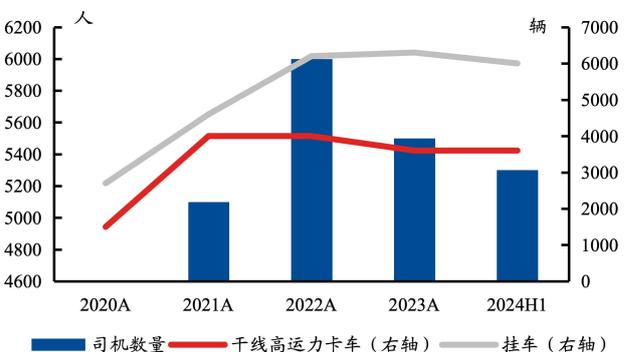
**提升干线直达率：**重新规划线路安排，延伸直营干线运输线路以绕过小型分拨中心，将货物从核心枢纽/中转枢纽直接运输至货运合作商，提高网络运输效率。至2024年上半年，双边线路占比达84.9%，大幅度降低运力成本。

图 44、优化干线运输线路及双边线路占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、安能运力结构变化



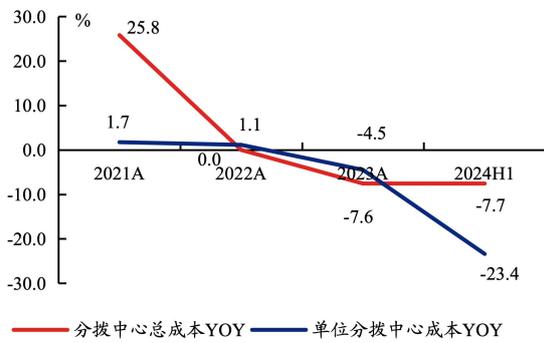
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**加强车队管理，提高车辆利用率：**在车型选配方面，及时处置冗余车辆，优化卡车与挂车比例，从而将运力成本降低30-40%；在司机管理方面，设置“时效线路”和“成本线路”培养方案，逐步优化司机数量与质量；员工福利方面，为司

机提供住宿、解决配偶工作问题，增强司机归属感；车队管理方面，逐步建立起数字化车队监管平台提升运输能效。

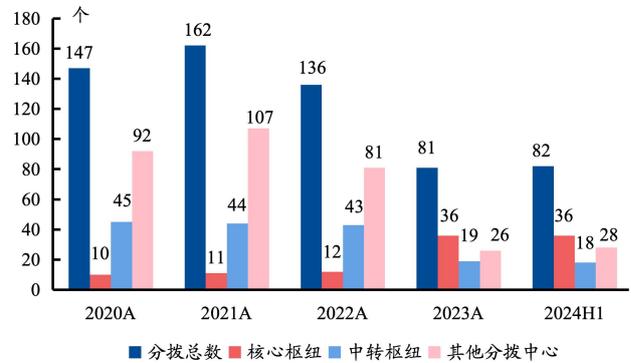
**在分拨端，优化分拨结构，聚焦打造主枢纽：**自营分拨总数由2020年的147家减少至今年中期的82家，但核心枢纽由10增加至36个，分拨连通率获得提升，中转频率下降。伴随着分拨结构优化，场地租金、分拨人力成本及设备租赁成本均得以节降，2023年分拨中心总成本同比优化7.6%，节降约1.68亿元；单位分拨中心成本为170元/吨，同比下降8元/吨。其中，下半年单位分拨中心成本仅为156元/吨，环比下降32元/吨，降幅达17.1%。

图 46、分拨中心总成本及单位成本 YOY



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

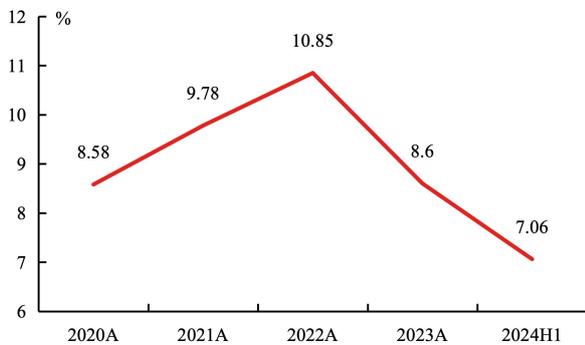
图 47、安能分拨中心结构细分



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

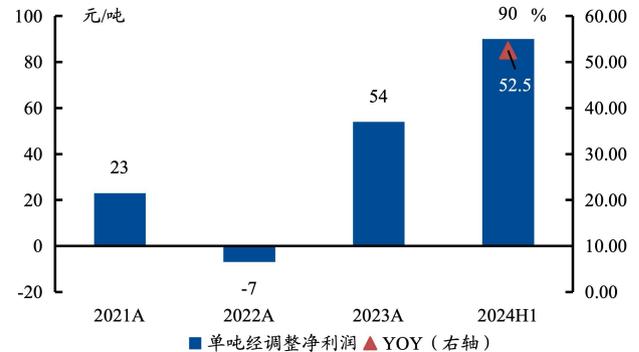
**在费用端，公司执行了更为严格的费用控制：**2024年上半年，业务运营开支和股份支付开支同比下降47.7%/58.2%，公司的费用率下降1.64个百分点，至8.6%。费用优化及网络优化，使安能物流单吨盈利水平逐渐复苏，实现扭亏为盈且同比增长52.5%，达到历史最高水平。

图 48、2020A-2024H1 费用率变化



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、单吨经调整净利润变化及 YOY

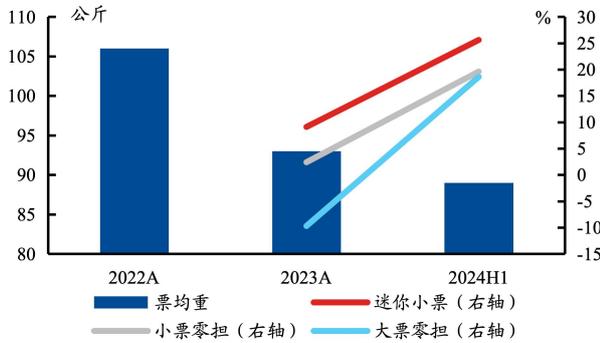


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**低成本和分拨优化的优势使得安能物流顺利拓展小票业务，谋求差异化竞争优势。**2024年上半年，安能物流货量由530万吨增至640万吨，同比增长20.5%，其

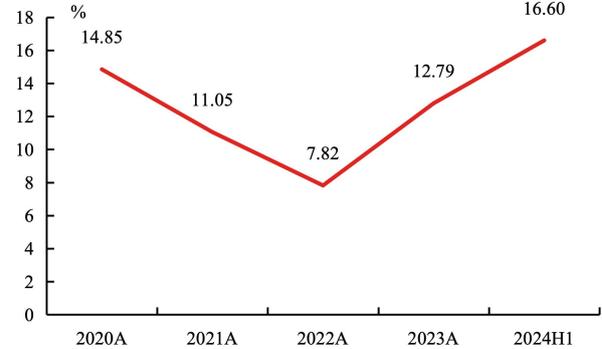
中利润率较高的迷你小票、小票零担货量分别增长 25.6%/19.6%，小票增长势头最为迅猛，票均重也由同期的 94 公斤降至 89 公斤。因小票业务的增加，安能物流的毛利率自 2022 年逐年攀升，至 2024 年上半年达 16.60%。

图 50、小票业务 YOY 及票均重变化



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、安能物流毛利率变化



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**“3300”促进小票业务，推动毛利回升：**新推出的“3300”产品政策聚焦于 3-300 公斤货物免加收费，促进了中高毛利产品即迷你及小票零担货量的显著增长，使增值服务的单位毛利增加了 14 元/吨，随着聚焦盈利能力和服务质量，辅以更精准的基于成本的定价机制，安能逐渐以质量更好且毛利更高的小票业务取代利润率较低和负毛利的部分，追求业务的可持续发展。

**成本管控成效显著，优势公斤段逐步扩大：**伴随着规模效应下成本端不断优化，加盟快运产品性价比与专线、区域网相比已初具优势。通过提升自营车占比，提高中转自动化率，减少中转次数等方式，加盟快运中转、运输成本持续优化，优势公斤段不断逐步扩大。根据运联智库的平衡公斤段公式，快运与专线的成本被合并为干线与收派两大项，假设某条线路专线干线成本为每公斤 0.30 元，快运为每公斤 0.60 元，快运收派为每票 50 元，专线每票为 200 元，则两者的平衡点是 500kg。即 500kg 以下快运成本占优，500kg 以上专线成本占优。2022 年，安能物流的单位干线运输成本为 317 元/吨，按照相同假设测算，安能物流的优势公斤段已扩展至 664kg，可覆盖大部分客户需求，吸引客户又提升利润。

**TEMU 总对总电商件日均单量占比 3%左右：**安能物流与拼多多等主流电商平台的合作主要是海外跨境业务，安能物流提供从全国各地供应商揽件后集中运输到广东仓库的环节。从业务量上来看，目前安能物流的日均 TEMU 总对总电商平台单量稳定在 1300 吨~1500 吨，占比约为 3%。同时，安能内部已成立专门的总对总电商部门，除拼多多 TEMU 以外，也与 1688、抖音 TikTok 签订合作协议，并在积极推进与菜鸟国际的合作。

● 多元产品满足需求，质量时效同步提升

在加盟制产品逐渐同质化的趋势下，安能聚焦于服务的提升。

1) 推出多元化的产品：安能物流根据不同客户群体的需求，设计了一系列产品服务，包括 Mini 电商系列、精准零担快运、定时达、安心达、普惠达以及增值服务等。这些服务涵盖了从电商小包裹到大宗货物的运输，以满足不同规模和需求的客户。

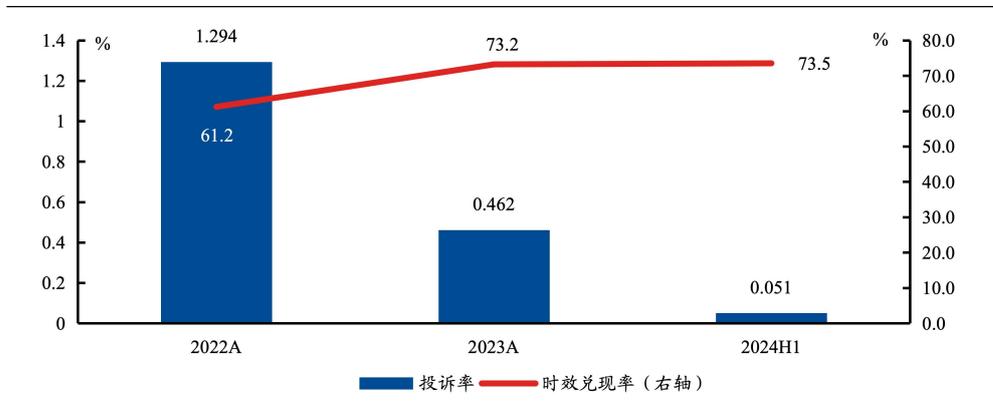
图 52、安能多元化服务产品

产品名称	服务内容
精准零担快运	安能物流的基本产品，覆盖所有货运重量，重点覆盖B2B渠道货物，例如食品饮料、快消品、服装等。
定时达	通过独立库区操作、单独集托、单独交接保证安全运送；通过尾部装车、抢装抢卸、优先派送等运营细节保证运输时效。
安心达	针对运送易碎和贵重物品的终端客户，通过专属标签、全程监控、顶部装车、专人精准操作保障货物运输品质。
普惠达	主要面向原材料供应商、制造商、合同物流公司，提供500公斤以上至10吨的高性价比货物运输服务。具有价格便宜、多样化计抛、整票配载、时效稳定、末端大车直送等优势。
Mini 电商系列	主要针对电商商家、中小B客户和个人消费者，覆盖10-70公斤货物，时效上做到定点发车、优先转派，一票多件，全境派送，35公斤以下免费送货上门服务。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 打造“销售+运营+客服”一体化的铁三角服务机制，贯彻 520 标准及 5 分钟响应，两小时解决凌晨投诉，确保了对于网点诉求的及时响应，为网点提供更加精细化的服务赋能。更好的服务有助于降低投诉率，投诉率由 2023 年上半年的 0.53% 降至 2024 年同期的 0.05%；时效兑现率逐年攀升，由 2023 年上半年的 72.1% 提高到 2024 年上半年的 73.5%，表明安能服务时效的稳定性有所改善。

图 53、投诉显著改善，时效稳步提升

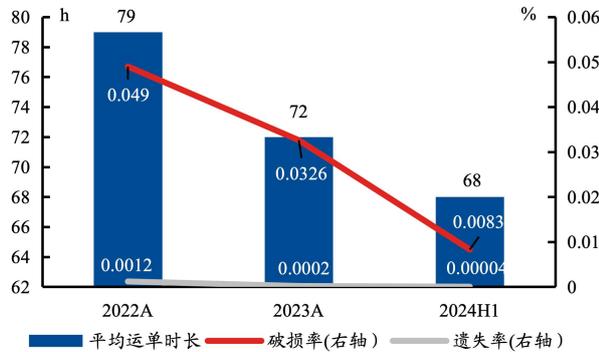


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 线路拉直以及加强网点衔接等方式，进一步确保时效最稳。

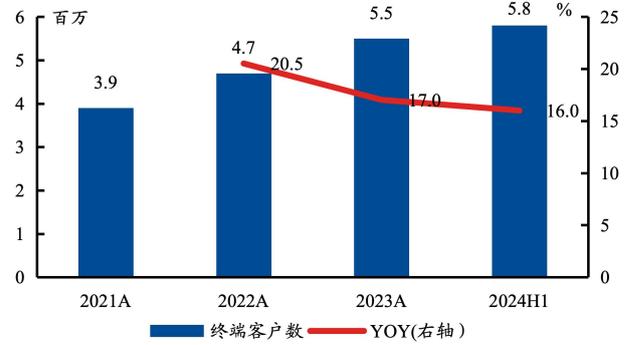
至 2024 年上半年，平均运单时长由 2023 年同期减少 5.8 个百分点达到 68 小时以内，破损率和遗失率下降至 0.0083%/0.00004%，时效和质量的改善也进一步带来了服务能力的提升。

图 54、安能物流的服务反馈



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

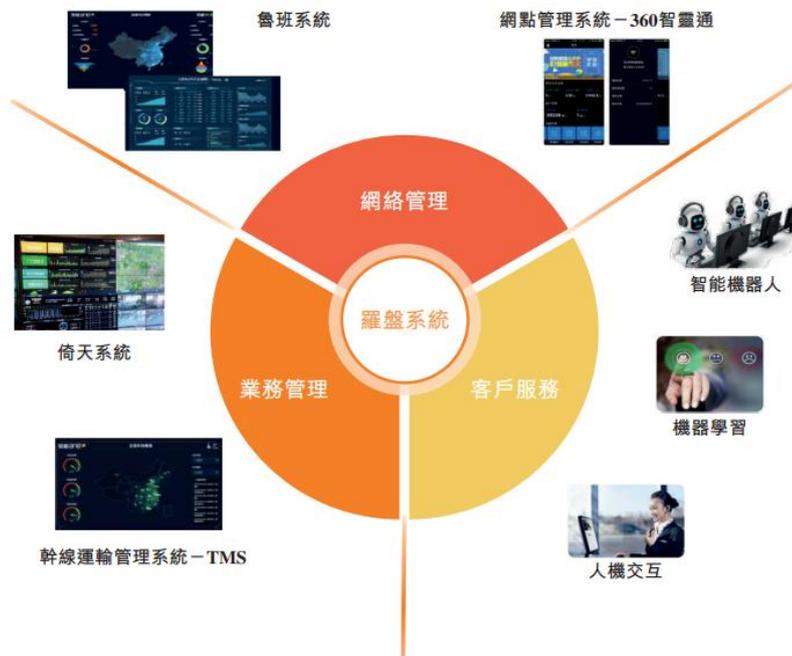
图 55、终端客户数及 YOY



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**创新科技进一步提高运营效率：**通过将 AI、大数据、物联网、云计算等新技术与多年管理经验相结合，安能自主研发了 48 套 IT 系统，如鲁班综合数据管理系统、360 智灵通网点管理系统、移动应用程序、IoT 设备和自主研发的专有电子运单等，全面覆盖销售、运营、服务等经营单元，实现全局优化。

图 56、安能物流科技树



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**5G 技术助力服务能力提升：**5G 技术能够对驾驶轨迹数据、货量趋势、营收趋势和服务质量进行分析，实现安全管理和提升车线使用效率及装载率。在首创性地

引入 5G 消息尾仓营销后，安能空仓线路率从 35% 下降至 32%，装载率同比提高 1 个百分点，偏航率由 16% 减少至 11%，每年预计减少碳排放量 367.96 吨。作为对 5G 战略的践行，安能物流在 2024 年第二季度重磅升级“330”产品并推出“9996”时效标准，进一步完善时效及产品覆盖率，构筑安能的差异化的竞争力量。

## 四、财务分析

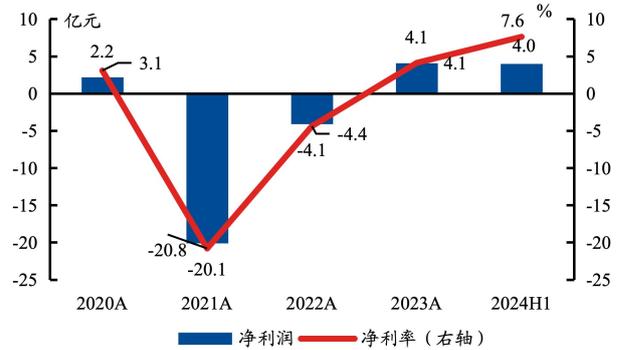
**营收稳健增长:** 公司 2020-2023 年收入增速 CAGR 为 11.9%。公司 FY24H1 的营业收入为 52.89 亿元，同比显著增长 16.2%。公司 2023 年实现净利润层面扭亏为盈，2024H1 净利润达到 4.0 亿元人民币，同比增长 7.6%。

图 57、收入及同比增长



数据来源: iFind, 兴业证券经济与金融研究院整理

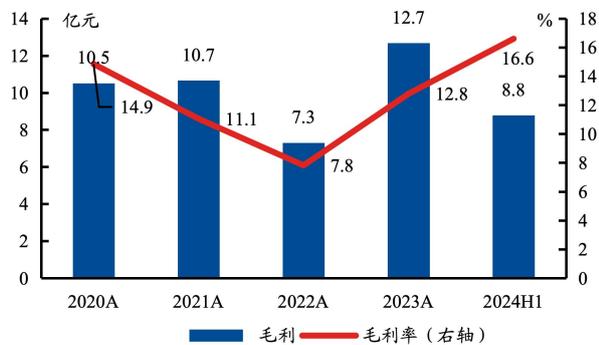
图 58、净利润及净利率



数据来源: iFind, 兴业证券经济与金融研究院整理

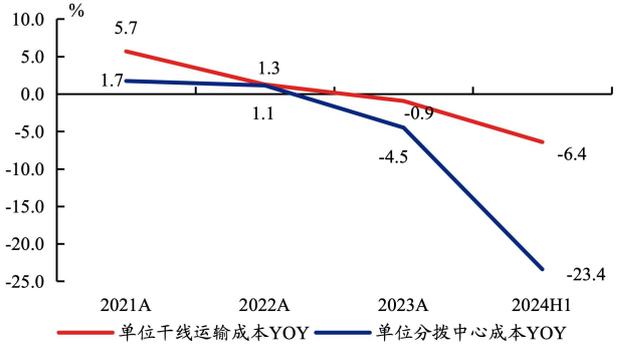
**优化战略推动毛利率稳步提高:** 2023 年毛利实现年度最高, 达到 12.7 亿元。2024 年上半年毛利率增长主要得益于公司的成本优化战略, 成本大幅下降, 其中单位干线运输成本同比下降 6.4%, 单位分拨中心成本同比下降 23.4%。

图 59、毛利与毛利率



数据来源: iFind, 兴业证券经济与金融研究院整理

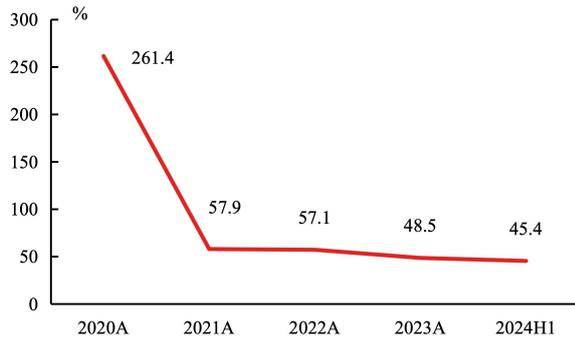
图 60、单位营业成本 YOY



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

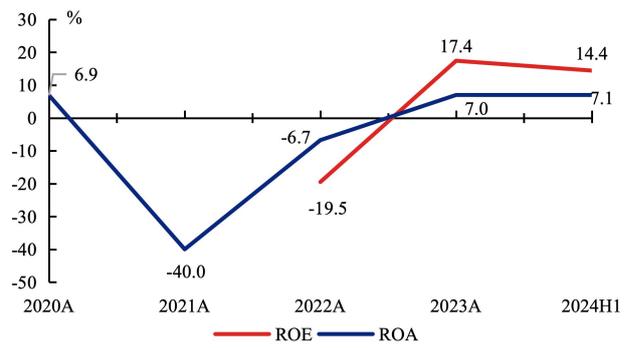
**资产负债率逐步改善:** 资产负债率逐年下降, 盈利能力及回报率稳步回升, 至 2023 年后实现正向表现, 公司库存维持良好水平。应收账款周转天数自 2022 年来逐渐增加, 主要因为 Temu 达成了总对总合作后, 总部结算带来了应收账款的增加。

图 61、资产负债率



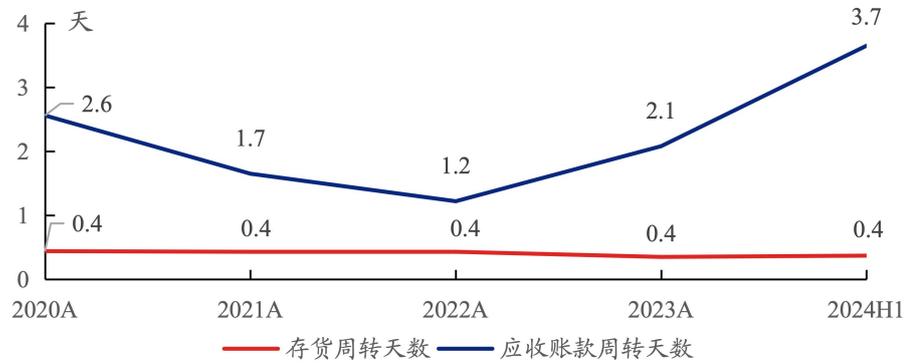
数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、ROA&ROE



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 63、存货及应收账款周转天数



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、盈利预测与估值

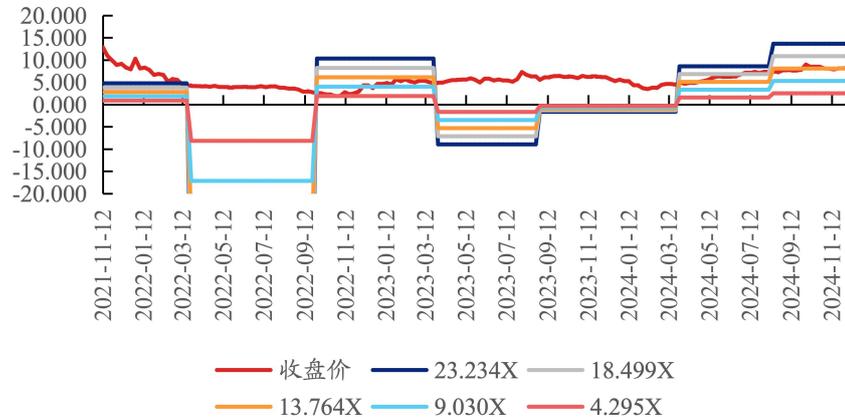
我们预计 2024-2026 年的营业收入将分别达到 114.0、128.7 及 142.8 亿元，同比变动+15.0%，+12.9%及+10.9%。我们预计 2024-2026 年净利润分别达 8.0、9.8 及 11.7 亿元，2024-2026 年分别同比变动+57.4%、+22.6%及+19.1%。首次覆盖给予“增持”评级。

表 1、安能物流盈利预测

会计年度	2023A	2024E	2025E	2016E
营业收入(百万元)	9,917	11,404	12,871	14,276
同比增长(%)	6.2	15.0	12.9	10.9
经调整净利润(百万元)	510	802	983	1,171
同比增长(%)	-	57.4	22.6	19.1
毛利率	12.8	16.0	16.6	16.9
经调整净利率(%)	5.1	7.0	7.6	8.2
ROE	13.7	19.1	19.4	19.0
每股收益(元)	0.34	0.60	0.76	0.92

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 64、安能物流 PE-BAND



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示：1) 逆风环境影响持续：**或导致人工成本及服务成本增加，业务单量受影响；**2) 行业竞争激烈：**或导致收入及盈利不及预期；**3) 与第三方平台合作不及预期：**导致规模体量增长不及预期。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元人民币

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3,116	4,031	5,087	6,180
存货	8	8	8	8
应收账款	91	105	118	131
其他应收款项及其他资产	733	733	733	733
现金及现金等价物	1,408	2,309	3,351	4,432
<b>非流动资产</b>	2,661	2,459	2,307	2,305
物业、厂房及设备	1,352	1,152	1,002	1,002
物业、厂房及设备预付款项	3	3	3	3
使用权资产	947	947	947	947
商誉	132	130	128	126
其他无形资产	5	5	5	5
<b>资产合计</b>	5,777	6,490	7,394	8,485
<b>流动负债</b>	2,156	2,167	2,187	2,207
贸易应付款项及应付票据	315	348	390	432
其他应付款项及应计费用	1,009	1,009	1,009	1,009
<b>非流动负债</b>	646	646	646	646
租赁负债	541	541	541	541
<b>负债合计</b>	2,803	2,813	2,834	2,854
股本	0.15	0.15	0.15	0.15
储备/亏损	2,476	3,178	4,061	5,133
非控股权益	499	499	499	499
<b>股东权益合计</b>	2,974	3,677	4,560	5,631
<b>负债及权益合计</b>	5,777	6,490	7,394	8,485

**现金流量表**

单位：百万元人民币

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
除税前利润	552	952	1,197	1,452
已付税项	-2	-249	-314	-380
物业、厂房及设备折旧	437	400	350	200
使用权资产折旧	571	2	2	2
贸易应收款项增加	-74	-14	-13	-13
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,706	1,125	1,264	1,301
<b>投资活动产生现金流量</b>	-256	-200	-200	-200
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1,082	-23	-22	-21
现金净变动	369	901	1,042	1,080
现金的期初余额	1,039	1,408	2,309	3,351
现金的期末余额	1,408	2,309	3,351	4,432

**利润表**

单位：百万元人民币

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	9,917	11,404	12,871	14,276
营业成本	8,649	9,577	10,735	11,863
毛利润	1,268	1,827	2,136	2,414
一般行政开支	774	851	919	947
营业利润	620	1,139	1,380	1,630
税前盈利	552	952	1,197	1,452
所得税	145	249	314	380
净利润	407	702	883	1,071
经调整净利润	510	802	983	1,171
EPS (元)	0.34	0.60	0.76	0.92

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长性 (%)</b>				
营业收入增长率	6.2	15.0	12.9	10.9
营业利润增长率	-	83.8	21.2	18.1
经调整净利润增长率	-	57.4	22.6	19.1
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	12.8	16.0	16.6	16.9
经调整净利率	5.1	7.0	7.6	8.2
ROE	13.7	19.1	19.4	19.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	48.5	43.3	38.3	33.6
流动比率	1.4	1.9	2.3	2.8
速动比率	1.4	1.9	2.3	2.8
<b>营运能力 (次)</b>				
资产周转率	7.0	10.8	11.9	12.6
应收账款周转率	108.9	108.9	108.9	108.9
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益 (元)	0.34	0.60	0.76	0.92
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE (收盘价)	25	14	11	9
PB (收盘价)	3.3	2.7	2.2	1.7

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理集团有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新钢都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co.,Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通通信、AITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南宁市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际(开曼)投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮

市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信（发展）集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO.,LTD、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼（香港）有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融担担保集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融担担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融担担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北蕪川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众森控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融担担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开工建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融担担保有限公司、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融担担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设投资有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展集团有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资（控股）有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水水国发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福州市国有资产运营投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

### 上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 香港(兴证国际)

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
邮编：518035  
邮箱：ir@xyzq.com.hk