



港股研究 | 公司深度 | 安能物流 (9956.HK)

# 安能物流：驭变革之浪，掌顶风之舵

## 报告要点

安能物流是加盟全网快运的领军者，于 2022 年主动开启变革，以利润和品质为发展重心，2023 年实现扭亏为盈，2024 年利润弹性加速释放。当前中国企业分销渠道扁平化趋势日益凸显，叠加区域零担及专线市场加速出清，全网快运渗透率有望快速提升。公司积极把握渠道变革的机遇期，聚焦高价值公斤段构建核心壁垒，同步发力精细化管理，有望驱动全渠道货量规模与盈利共同增长，首次覆盖，予以“买入”评级。

## 分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



鲁斯嘉

SAC: S0490519060002



胡俊文

SAC: S0490524120001

安能物流 (9956.HK)

2025-02-26

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

## 安能物流：驭变革之浪，掌顶风之舵

### 引言：逆势突围的赛道，领跑的货量之王

在宏观经济内生增长动能放缓的环境下，快运行业作为深度链接制造业的物流运输板块，受益于分销渠道变革和零担行业格局优化，在内需赛道中实现逆势突围。安能物流作为全网型快运龙头，2023 年来毛利大幅改善，2024 年来营收增速领跑行业，确立货量和利润上的领先地位。

### 引领加盟快运，龙头战略转型

零担是营收规模超万亿的运输市场，全网快运是其中集中度最高、企业盈利质量最强的细分赛道，约有 1500 亿的市场规模，头部企业通过全国化网络布局构筑竞争壁垒。安能物流成立于 2010 年，2012 年首创快运加盟模式并实现快速扩张，2021 年以来稳居加盟制快运出货量排名第一，但过度追求规模扩张导致低价值货量占比提升，净利率持续承压。2022 年下半年，公司主动开始战略转型，转向利润和品质并重，改革成效显著，2023 年实现扭亏为盈。

### 行业演变：分销渠道变革，快运逆势突围

当前时点，我们看到零担货运赛道面临两大拐点，推动全网快运渗透率持续向上：1) **长期看，在传统线上渠道冲击与市场竞争加剧的双重压力下，企业寻求降本增效，供应链体系呈现出显著的渠道扁平化趋势。**全网快运模式依托全国化网络布局，凭借“单点发全国”的运营架构，更能适应消费渠道线上化、去中间化的新型商业生态。2) 短期看，经济疲弱加速零担市场变革，盈利能力较弱的区域零担公司、专线公司加速出清，货量流向了经营能力更强的全网快运市场。根据引航咨询数据，**2023 年全网快运、区域零担、专线市场规模同比分别变化+11%/-5%/-12%，2023 年全网快运公司营收均实现了正增长。**

### 公司求变：经营战略重构，利润与品质并重

安能物流作为中国加盟制快运模式的开创者，在其发展过程中积极求变，在规模高速扩张阶段曾因战略重心偏移经历深度调整：1) 2016 年-2019 年，跨界进军快递市场的多元化尝试失败；2) 2020 年-2022 年，公司追求货量的粗放式增长，导致总部与加盟网络生态系统性承压。**优质的企业敢于自我变革，具备丰富投后管理经验的大证资本从幕后走向台前，推动安能物流启动以“利润与品质”为核心的战略重构：**首先，公司推进运营大区扁平化改革，让最懂业务的人走向核心管理岗；同时，主动取消网点包仓费用与罚款机制，充分释放网点经营活力。其次，公司聚焦高毛利的小票市场，以构建产品力为基发构筑核心竞争壁垒。再次，公司发力精益化管理，裁撤了无效的分拨枢纽，调优路线配置，运营成本优化效果显著。**2023 年起，公司实现盈利转正，2024 年公司盈利、规模均保持高速增长。**

### 投资建议：变革红利释放，量利有望双升

公司作为加盟快运领军者，积极把握渠道变革叠加行业出清的战略机遇期。公司管理变革红利有望持续释放，聚焦高价值公斤段打造品质化产品矩阵，叠加精细化管理持续发力，驱动全渠道规模与盈利能力同步增长。预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 7.8/9.3/11.0 亿元，对应 PE 分别为 10.2/8.5/7.3X，首次覆盖，予以“买入”评级。

### 风险提示

- 1、快运行业货量增长不及预期；
- 2、快运市场价格竞争加剧；
- 3、公司降本效果不及预期；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价 (HKD) 6.82

注：股价为 2025 年 2 月 25 日收盘价

#### 相关研究



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

引言：逆势突围的赛道，领跑的货量之王.....	6
领跑全网快运，龙头战略转型 .....	7
零担行业：会“拼”才能赢.....	7
全网快运：连线成网，覆盖全国 .....	9
安能物流：战略调整，扭亏为盈 .....	10
行业演变：分销渠道变革，快运逆势突围.....	12
长期趋势：分销渠道迭变，全网模式占优.....	12
短期变化：区域市场加速出清，全网集中度提升.....	14
公司求变：经营战略重构，利润与品质并重 .....	16
过往：盲目追求扩张，经营战略试错 .....	16
转变：资本走向台前，经营策略重构 .....	18
定位：聚焦利基市场，打造核心壁垒 .....	20
投资建议：变革红利释放，量利有望双升.....	24
风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：2023 年，全网快运赛道实现逆势增长 .....	6
图 2：2024H1，安能物流营业收入增长 16.2% .....	6
图 3：2024H1，安能物流毛利润同比大幅增长.....	6
图 4：2022 年以来，安能物流毛利率环比持续改善 .....	6
图 5：零担即通过拼车的方式完成货物运输 .....	7
图 6：车主通过轻重货搭配实现成本最优.....	7
图 7：中国公路货运需求结构.....	8
图 8：零担行业分为专线，区域网和全网快运三个细分赛道.....	8
图 9：安能物流全国网络由网点、分拨中心、运输车队组成.....	9
图 10：2024H1，全网快运公司在全国拥有超过 80 个转运中心.....	9
图 11：全网快运公司采用自营车队保证运力 .....	9
图 12：全网快运公司末端网点布局广泛 .....	9
图 13：全网快运公司发展历程.....	10
图 14：2013 年-2023 年，安能物流的日均货量复合增速为 33% .....	10
图 15：安能物流是中国最大的快运网络之一 .....	10
图 16：2022 年，公司调整业务结构，营收增长放缓 .....	11
图 17：安能物流营业收入主要由运输、派费、增值服务构成.....	11
图 18：2022 年 9 月，公司开展战略调整，实现扭亏为盈 .....	11
图 19：公司的增值服务贡献主要利润.....	11
图 20：分销渠道扁平化逐步去除掉中间批发商 .....	12
图 21：全国大型批发市场数量逐步萎缩，规模停滞增长 .....	13

图 22: 全国实物网络零售额占比持续提升.....	13
图 23: 全网快运是更适合新渠道的网络模式.....	13
图 24: 2024 年以来, 公路日均运价持续走弱.....	14
图 25: 2024 年以来, 以来公路货运量维持低水平增长.....	14
图 26: 2022 年以来, 零担市场开始持续萎缩.....	14
图 27: 渠道扁平化+经济不景气, 驱动全网快运逆势突围.....	14
图 28: 2023 年以来, 仅全网快运市场实现正增长.....	15
图 29: 截至 2023 年, 专线企业数量大幅下降.....	15
图 30: 2023 年, 全网快运公司营收均实现正增长.....	15
图 31: 公司一度经历大幅亏损, 战略转型后实现利润高增.....	16
图 32: 公司最初的“铁三角”高管团队.....	17
图 33: 2016 年-2019 年, 公司开拓快递业务.....	17
图 34: 2019 年, 公司资产负债率超过 350%.....	17
图 35: 包仓制度和罚款体系导致低毛利货量增长.....	18
图 36: 2020-2022 年, 公司低毛利货量增长, 单位毛利下滑.....	18
图 37: 大钲资本成为公司的最大股东, 持股 24.60%.....	18
图 38: 安能物流 IPO 前融资成本.....	19
图 39: 大钲资本助力瑞幸咖啡“起死回生”.....	19
图 40: 组织层级由三层架构精简为两层.....	19
图 41: 公司小票零担货量占比大幅提升.....	20
图 42: 2023 年以来, 公司票均重持续下降.....	20
图 43: 安能物流养护网络, 提升加盟商派费.....	21
图 44: 公司小票占比提升, 推动公司单位增值毛利改善.....	21
图 45: 安能物流货物遗失率和破损率大幅下降.....	21
图 46: 安能物流运输时效不断优化.....	21
图 47: 公司主动裁撤冗余转运中心.....	22
图 48: 2023 年起, 单位分拨成本大幅下降.....	22
图 49: 公司运输线路裁撤, 单条线路载货率提升.....	22
图 50: 2023 年起, 单位运输成本持续下降.....	22
图 51: 2023 年起, 公司的单公斤毛利逐步提升.....	22
图 52: 2023 年, 公司的归母净利润转正.....	22
图 53: 2023 年以来, 公司加盟网络商数量持续增长.....	23
图 54: 公司以产品力为基, 聚焦高毛利公斤段.....	23
图 55: 2023 年, 安能物流分拨中心每单操作次数持续下降.....	23
图 56: 公司首条自动化流水线正式运营, 单日操作货量超 3 万件.....	23
表 1: 2018-2019 年, 公司快运业务货量被反超.....	17
表 2: 一线管理者竞岗成为公司高管.....	20
表 3: 优化网络生态, 鼓励网点多做健康货量.....	20
表 4: 公司分业务营收拆分及假设.....	24
表 5: 公司收入与利润敏感性分析.....	25

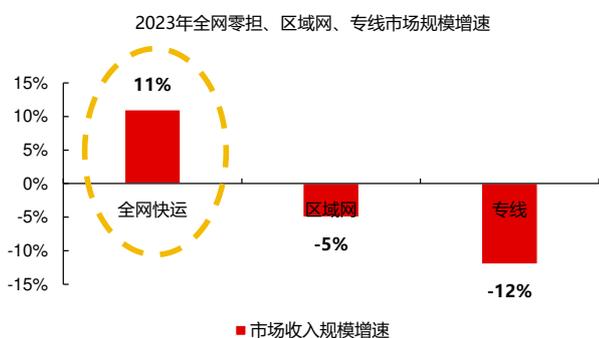
## 引言：逆势突围的赛道，领跑的货量之王

在宏观经济内生增长动能放缓的市场环境下，快运行业作为深度链接制造业的物流运输板块，受益于分销渠道变革和零担行业格局优化，在内需赛道中实现逆势突围。安能物流作为全网型快运龙头，2023年以来毛利大幅改善，2024年以来营收增速领跑行业。

本篇报告通过深度解构行业底层逻辑变迁、剖析公司战略演进路径，核心回答两个问题：

**1) 快运行业作为服务制造业为主的内需物流赛道，为何能够实现逆势增长？ 2) 安能物流为什么自2023年以来能够迅速扭亏为盈，利润和货量同步修复？**

图 1：2023 年，全网快运赛道实现逆势增长



资料来源：引航咨询，长江证券研究所

图 2：2024H1，安能物流营业收入增长 16.2%



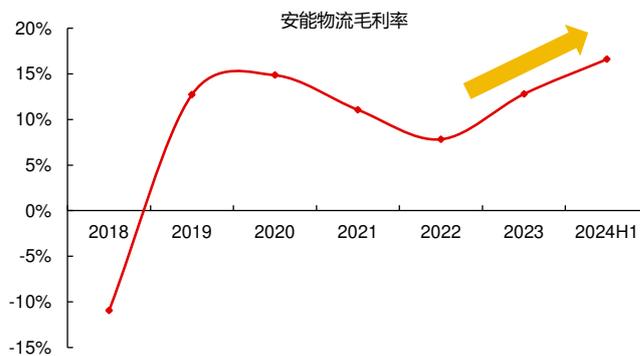
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：2024H1，安能物流毛利润同比大幅增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：2022 年以来，安能物流毛利率环比持续改善



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 领跑全网快运，龙头战略转型

零担是以拼车实现零散货物运输的生意模式，全网快运是其中集中度最高、企业盈利质量最强的细分零担赛道，根据运联智库统计约有 1500 亿的市场规模，头部企业通过全国化网络布局构筑竞争壁垒。

安能物流成立于 2010 年，2012 年首创快运加盟模式并实现了快速扩张，2021 年以来稳居加盟制快运出货量排名第一。不过，过度追求规模扩张导致低价值货量占比提升，伴随市占率提升净利率持续承压。2022 年下半年，公司主动开始战略转型，转向利润和品质并重，聚焦有质量的规模增长，2023 年实现扭亏为盈。

## 零担行业：会“拼”才能赢

零担货运即通过拼车的方式完成零散货运的运输，来源于英文中的 Less Than Truckload。这种运输模式的本质特征在于：当单批货物无法达到整车运输的规模效益时，采用多货主拼装共载的方式完成运输作业并实现成本最优。

零担行业以服务 ToB 端商户为主，2023 年公路货运结构数据显示，制造业（44%）与批发零售业（28%）合计贡献超七成行业收入。零担公司采用拼车的方式实现集约化运输，货运车辆在实际运营中面临运输时效、额定载重和额定载体积等因素限制，在限定时间内实现运输效益最大化，需要企业具备相应的货量规模和合理的配载优化。

图 5：零担即通过拼车的方式完成货物运输



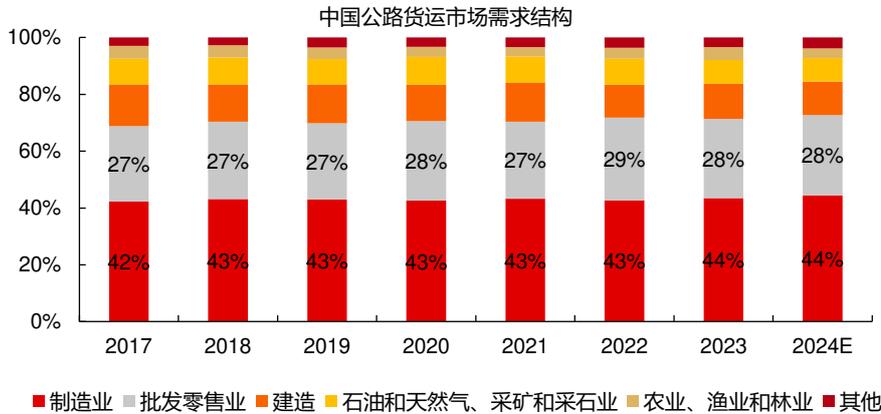
资料来源：长江证券研究所

图 6：车主通过轻重货搭配实现成本最优



资料来源：长江证券研究所

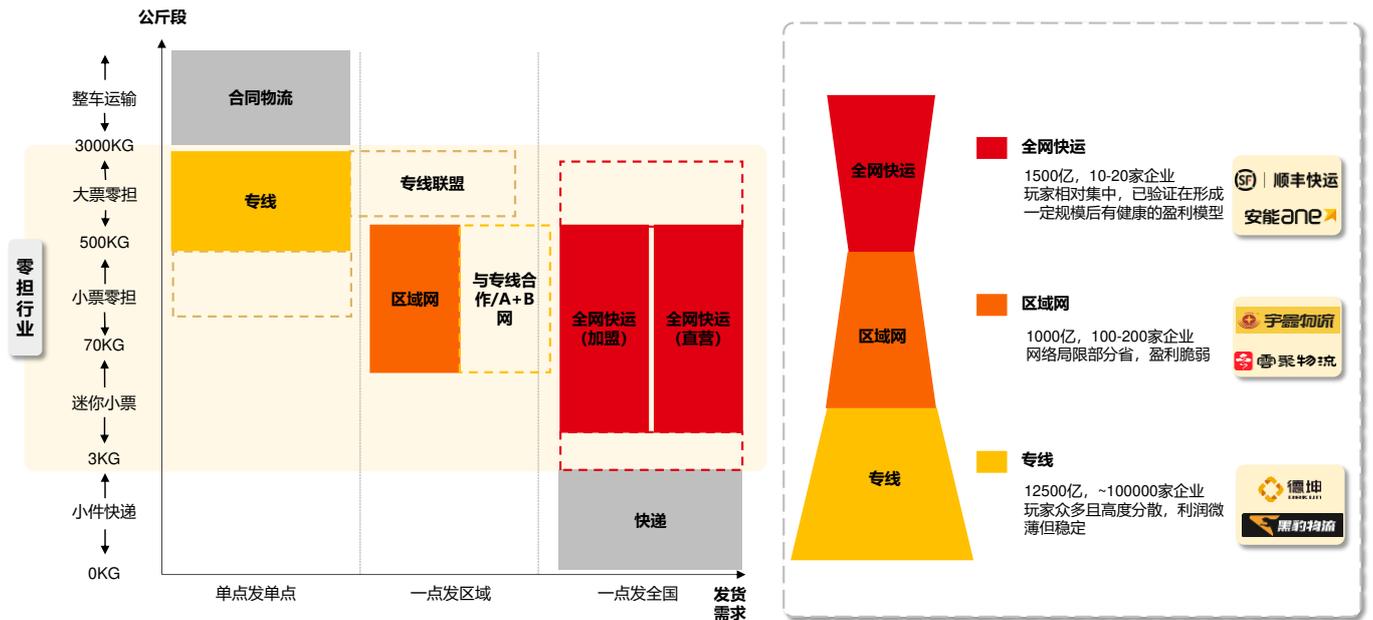
图 7：中国公路货运需求结构



资料来源：Mordor Intelligence，长江证券研究所

零担行业是超过万亿规模的市场，可以根据网络结构分为三大类型：**全网快运、区域网络、专线运输**。1) 全网快运市场规模约 1500 亿元，采用一票发全国的网状运营模式，具备一定的规模效应，企业盈利能力较强。行业集中度较高，头部企业通过全国化网络布局形成竞争壁垒。2) 区域零担聚焦省域或特定经济区域运营，根据运联智库数据，市场规模约 1000 亿元。主要依托专业批发市场等区域性货源，受限于服务半径，普遍存在利润空间较窄、议价能力较弱等发展瓶颈。3) 根据运联智库数据，专线市场规模达 12500 亿元，以点对点直达运输为主要特征，经营主体多为单线或少量线路运营商，同质化竞争强导致企业利润水平相对微薄。

图 8：零担行业分为专线，区域网和全网快运三个细分赛道



资料来源：运联智库，麦肯锡，国家邮政局，长江证券研究所

## 全网快运：连线成网，覆盖全国

全网快运的运营模式和快递相似，分为“收、转、运、派”四个环节，多条运输路线交织成网，搭建成了覆盖全国的快运网络。根据运营模式的不同，快运公司分为直营和加盟两种模式，直营快运公司实现全链路管控，提供标准化的零担产品获得服务溢价，主要代表公司有顺丰快运、德邦股份。

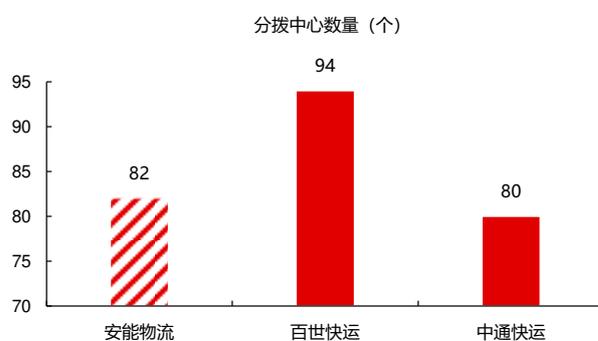
加盟制快运公司采用“中心直营+末端加盟”的架构，以轻资产的模式快速扩大网络密度，主要代表公司有安能物流、中通快递等。以安能物流为例，截至 2024H1 在全国拥有 82 个转运中心，9900 辆自有车辆，以及在全国拥有超过 3 万个网点，构成了覆盖全国 99% 以上乡县的零担网络。

图 9：安能物流全国网络由网点、分拨中心、运输车队组成



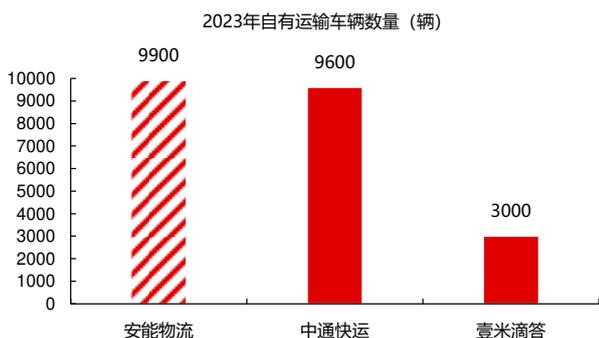
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：2024H1，全网快运公司在全国拥有超过 80 个转运中心



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：全网快运公司采用自营车队保证运力



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12：全网快运公司末端网点布局广泛



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 安能物流：战略调整，扭亏为盈

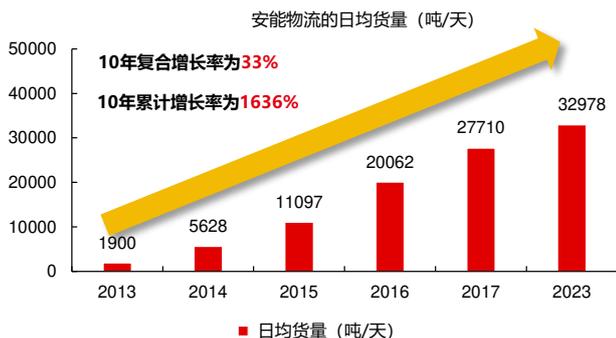
安能物流成立于2010年，2012年首创快运加盟模式推动规模快速扩张。2016年，安能物流的经营规模和营业网点数双双超过了同行，成为中国零担快运之王，并且快运业务首次实现了盈利。2021年公司在港交所实现上市，此后稳居加盟制快运出货量排名第一。从2013年至2023年，公司迅速扩张网络，日均货量从2013年的1900吨增长至2023年的3.3万吨，10年复合增长率为33%。

图 13：全网快运公司发展历程

		1993	1995	1996	1998	2000	2001	2003	2004	2005	2007	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全网快运	直营制	天地华宇	起网	快速发展，2007年已经成为民营公路快运龙头								被TNT收购	“商帮文化”被外资打破，业务亏损		加入中信产业基金	引入特许经营	毛利转正	被上汽收购								
		佳吉物流	起网	规模扩张，内外部地员工管理难，外部民营物流企业遇到市场歧视和政策漠视										被耶鲁集团控股												
		德邦快递		成立	发展空运货代业务	起网	发展陆运业务		网络扩张				发展大件快递业务			上市	去门店运营	被京东收购	和京东双网融合							
		顺丰快运																尝试重货业务	上市	发力快运，和顺心捷达协同发展						
		京东快运																起网	收购跨越速运	上市	收购德邦快递					
	加盟制	安能物流											航空货代起家	起网	网络迅速扩张	进军快递业务	停止快递业务，专注零担	上市	战略变革	扭亏						
		壹米滴答																整合区域网	收购自建	完成各区域并购，步入集团化管理模式	被汇森收购	马来西亚、菲律宾起网				
		中通快运																起网	完成中国大陆省份全覆盖	开通澳门件、台湾件、国际件						
		百世快运						成立	供应链业务起家	起网	上线“惠心件”，大件包裹配送免费上楼	上市	推出电子面单	快递大幅亏损	转让国内快递业务											
		韵达快运																起网	被韵达股份剥离	专注快运业务						
	顺心捷达						起网	网络扩张				逐渐掉队			被顺丰收购，改名顺心捷达，和顺丰快运协同发展											
区域网	中国经济和内需蓬勃发展的，伴随商货批发业的壮大，区域网和专线快速发展															头部企业跑出差异化，宇佳物流走性价比路线，宇鑫物流走品质路线，辽西物流横向扩张				批发市场低迷，区域网出货量萎缩						
专线																市场出清，深化整合，包括以园区为基础的加盟平台（如聚盟和三志）和以业务与运营整合为基础的物流公司（如德坤）两条路径										

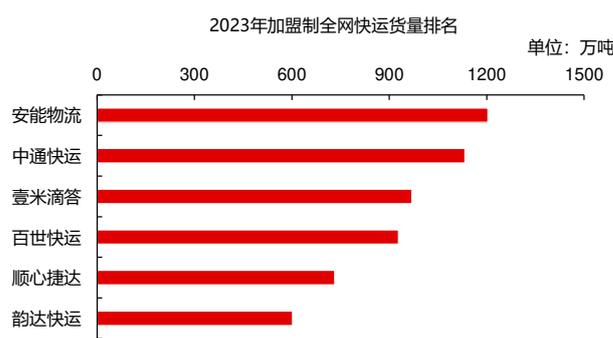
资料来源：运联智库，公司公告，长江证券研究所

图 14：2013年-2023年，安能物流的日均货量复合增速为33%



资料来源：今日安能，长江证券研究所

图 15：安能物流是中国最大的快运网络之一



资料来源：运联智库，长江证券研究所

主动开启战略变革，从规模扩张走向利润、规模并重。自 2012 年起公司启动全国网络布局以来，以规模增长为导向，2017 年起公司零担货量持续领跑行业，2019 年更成为国内首家突破日均 3 万吨的零担快运企业。不过，过度追求规模扩张导致低价值货量占比提升，伴随市占率提升净利率持续承压，2021 财年录得 20.1 亿元的大额亏损。

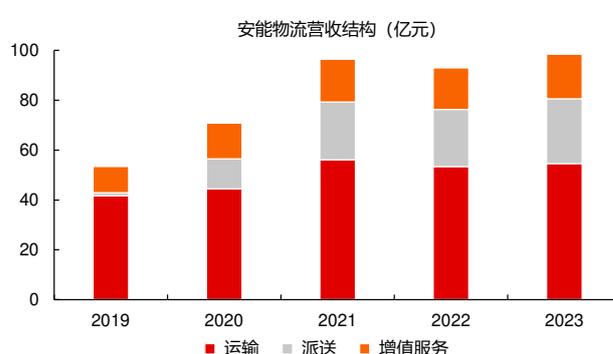
2022 年下半年，公司主动开始战略转型，利润和品质并重，聚焦有效增长。首先，公司率先取消全面强制包仓及货量指标罚款，追求有质量的规模增长。其次，公司主动优化货源结构，剥离低效货量，全面调优定价。再次，公司深挖精益化管理，升级分拨结构和强化车队管理，夯实成本优势。公司战略转型成效显著，于 2023 年实现扭亏为盈。

图 16：2022 年，公司调整业务结构，营收增长放缓



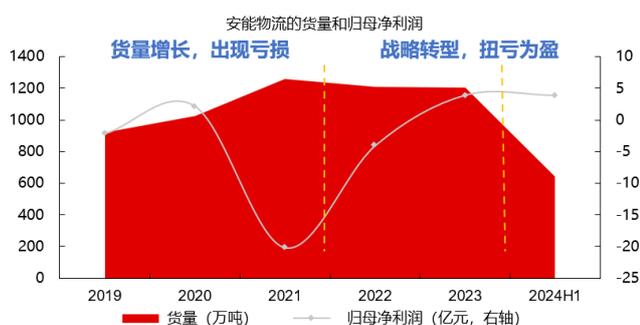
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：安能物流营业收入主要由运输、派送、增值服务构成



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：2022 年 9 月，公司开展战略调整，实现扭亏为盈



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19：公司的增值服务贡献主要利润



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 行业演变：分销渠道变革，快运逆势突围

长期看，在传统线上渠道冲击与市场竞争加剧的双重压力下，企业寻求降本增效，供应链体系呈现出显著的渠道扁平化趋势。全网快运模式依托全国化网络布局，凭借“单点发全国”的运营架构，更能适应消费渠道线上化、去中间化的新型商业生态。

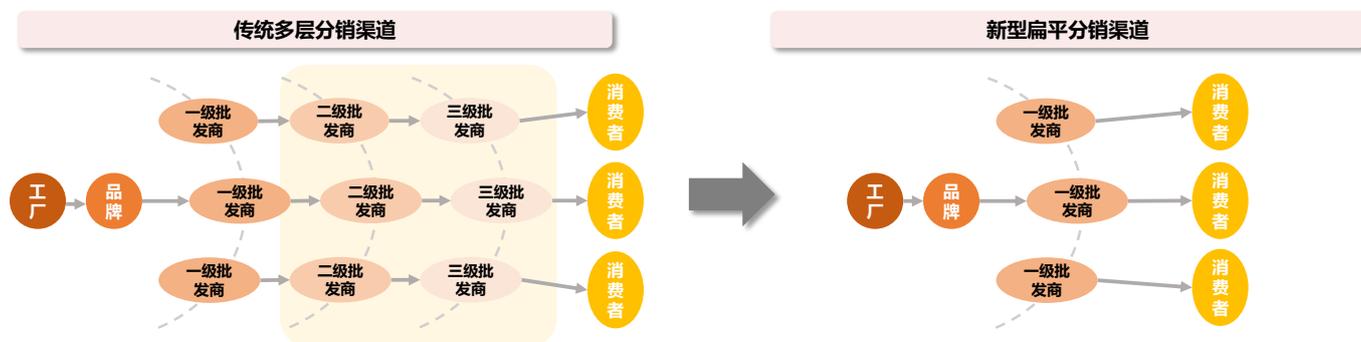
短期看，经济疲弱加速零担市场变革，盈利能力较弱的区域零担公司、专线公司加速出清，货量流向了经营能力更强的全网快运市场。**2023 年全网快运、区域零担、专线市场规模同比分别变化+11%/-5%/-12%，2023 年全网快运公司营收均实现了正增长。**

## 长期趋势：分销渠道迭变，全网模式占优

零担货运服务中国批发零售以及制造环节，随着中国品牌逐步崛起，在线上渠道冲击、市场竞争加剧的背景下，企业寻求降本增效，在供应链环节呈现出显著的渠道扁平化趋势。这一趋势也导致了传统批发零售渠道逐步式微，自 2012 年以来，成交额在亿元以上的批发市场数量持续减少，整体市场规模自 2017 年起进入增长停滞期。

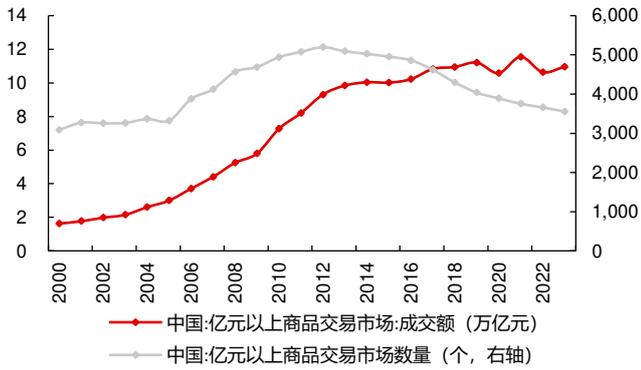
在销售渠道变革的过程中，更加依赖传统批发市场的区域零担及专线公司生存空间被逐步挤占。与之对比，全网快运模式“单点发全国”的网络架构，更能适应消费渠道线上化、去中间化的新型商业生态，展现出更强的市场竞争力和发展潜力。

图 20：分销渠道扁平化逐步去除掉中间批发商



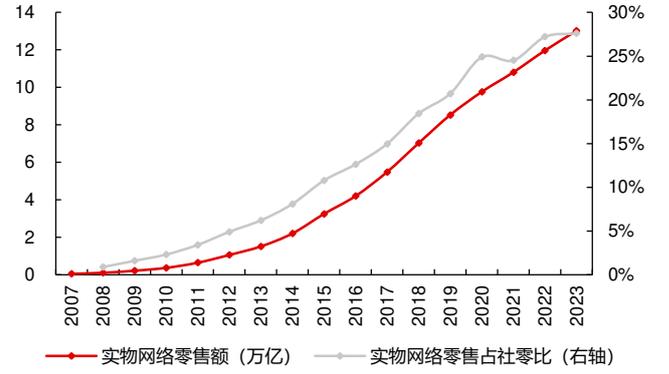
资料来源：长江证券研究所

图 21: 全国大型批发市场数量逐步萎缩, 规模停滞增长



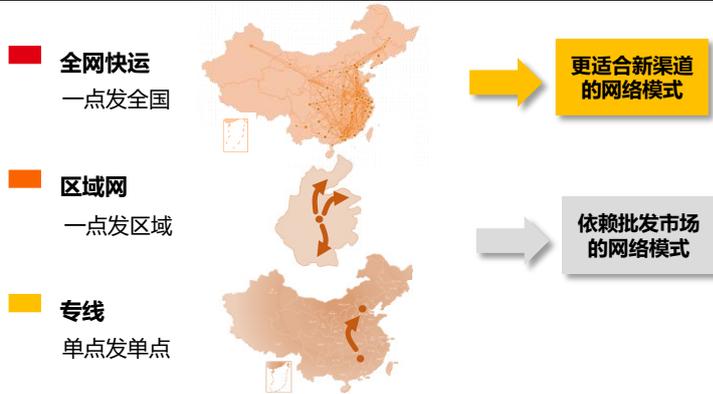
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 全国实物网络零售额占比持续提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23: 全网快运是更适合新渠道的网络模式



资料来源: 长江证券研究所

## 短期变化：区域市场加速出清，全网集中度提升

经济疲弱加速区域网以及专线市场出清，全网快运货量实现逆势增长。2022 年以来，宏观经济修复偏缓，公路货运量增速走弱，货运价格走低，全国零担市场规模持续萎缩，对应盈利能力较弱的区域零担公司、专线公司加速出清，企业数量持续下降。

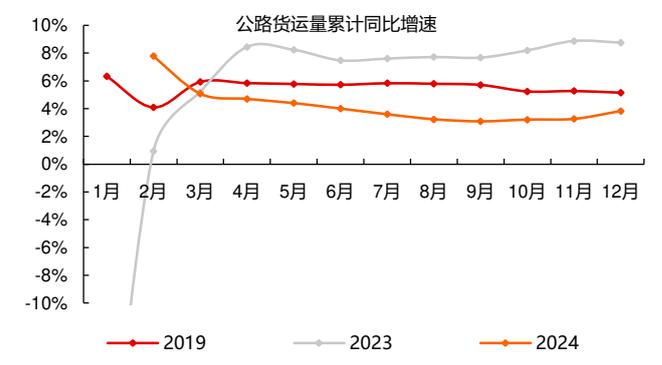
2023 年全网快运、区域零担、专线市场规模同比分别变化+11%/-5%/-12%，货量流向了经营能力更强的全网快运市场。受益于区域网络及专线货量的流出，2023 年全网快运公司营收均实现了正增长，行业集中度加速提升。

图 24：2024 年以来，公路日均运价持续走弱



资料来源：物泊科技，长江证券研究所

图 25：2024 年以来，以来公路货运量维持低水平增长



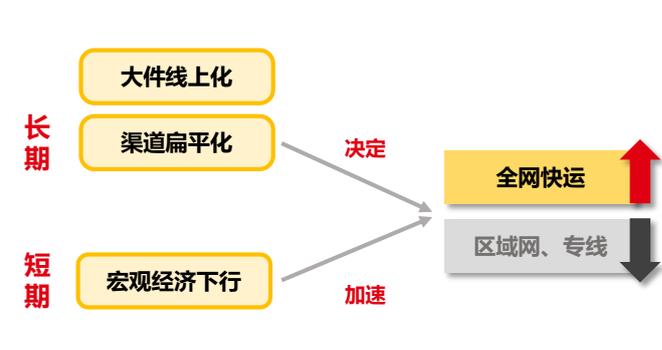
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：2022 年以来，零担市场开始持续萎缩



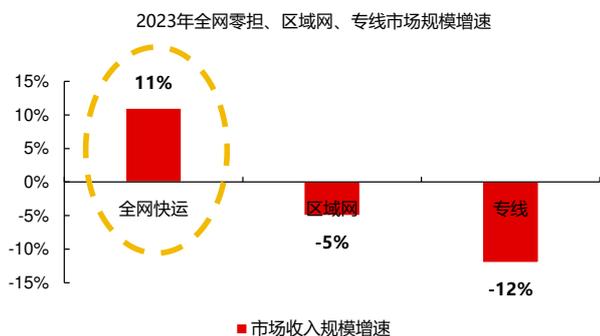
资料来源：运联智库，长江证券研究所

图 27：渠道扁平化+经济不景气，驱动全网快运逆势突围



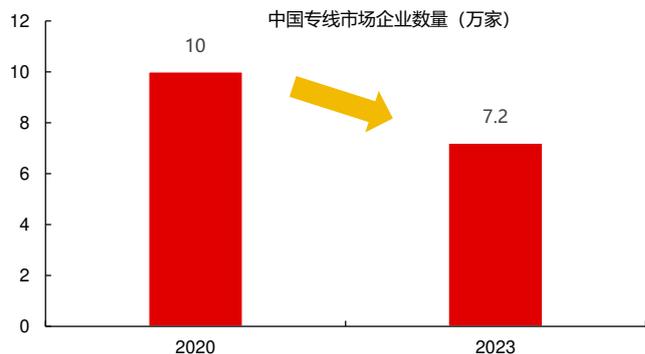
资料来源：长江证券研究所

图 28：2023 年以来，仅全网快运市场实现正增长



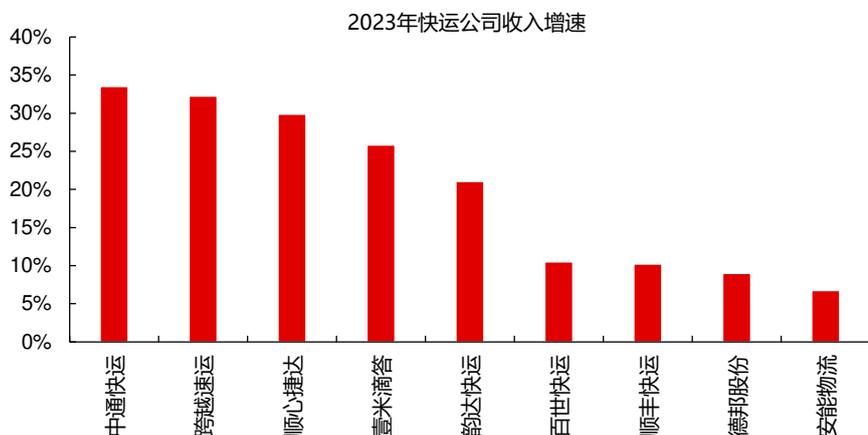
资料来源：引航咨询，长江证券研究所

图 29：截至 2023 年，专线企业数量大幅下降



资料来源：运联智库，长江证券研究所

图 30：2023 年，全网快运公司营收均实现正增长



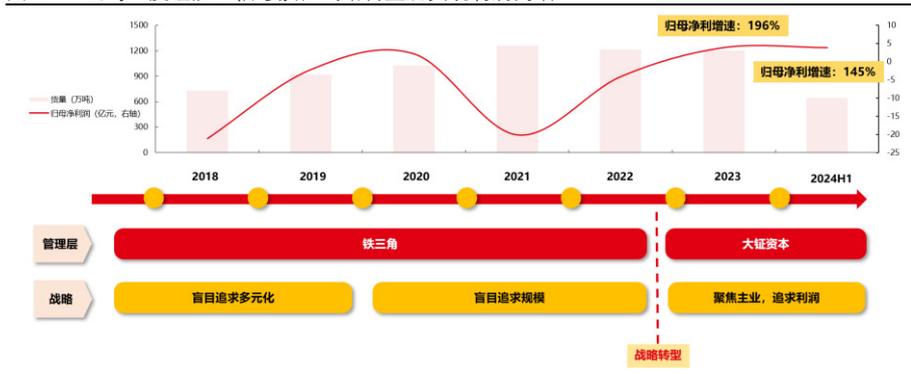
资料来源：运联智库，长江证券研究所（注：德邦股份采用内生收入增速）

## 公司求变：经营战略重构，利润与品质并重

安能物流作为中国加盟制快运行业模式的开创者，始终积极求变，在规模扩张阶段曾因战略重心偏移曾经历深度调整：1) 2016年-2019年，公司跨界进军快递市场的多元化尝试失败；2) 2020年-2022年，公司追求货量的粗放式增长，导致总部与加盟网络生态出现系统性承压。

优质的企业敢于自我变革，具备丰厚投后管理经验的大证资本从幕后走向台前，推动安能物流启动以“利润与品质”为核心的战略重构，在管理架构革新、产品结构优化、运营体系升级三个维度发力。首先，公司推进运营大区扁平化改革，让最懂业务的人走向核心管理岗；同时，公司主动取消网点包仓费用与罚款机制，充分释放网点经营活力。其次，公司聚焦高毛利的小票市场，以构建产品力为基构筑核心竞争壁垒。再次，公司发力精益化管理，裁撤了无效的分拨枢纽，调优路线配置，运营成本优化效果显著。公司成功实现了“规模扩张”到“有质量的规模增长”的转型。2023年起，公司实现盈利转正，2024年公司盈利保持高速增长。

图 31：公司一度经历大幅亏损，战略转型后实现利润高增



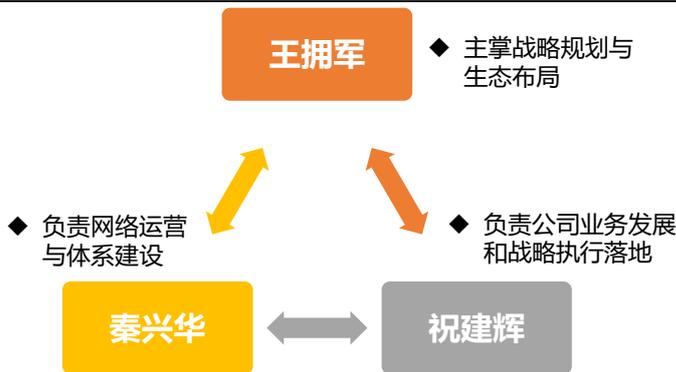
资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 过往：盲目追求扩张，经营战略试错

安能物流前期的高速增长既得益于“中心直营，网点加盟”的模式，也依托于公司分工明确、密切协作的创业团队。公司高管团队曾被称为快运“铁三角”，董事长王拥军主掌战略规划与生态布局，总裁秦兴华统筹网络运营与体系建设，首席运营官祝建辉则聚焦业务拓展与战略执行，三人形成的管理闭环为企业的持续发展注入强劲动能。

安能物流作为加盟快运的开拓者，勇于寻变求增长，但在规模扩张过程中，曾因过度聚焦货量增长而面临经营质量阶段性失衡，经历过战略上的“试错期”。

图 32：公司最初的“铁三角”高管团队



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2016年-2019年，公司开拓多元化业务进军快递市场，但伴随“三通一达”相继登陆资本市场，快递竞争进一步加剧，公司的跨界扩张使经营质量持续承压，2018年公司亏损超21亿元，一度面临资不抵债的困境。与此同时，战略重心偏移导致快运业务货量被追赶，2018年-2019年公司货量被壹米滴答短暂超越。业绩承压促使公司收缩战线，2019年彻底关停快递业务。

图 33：2016年-2019年，公司开拓快递业务



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 34：2019年，公司资产负债率超过 350%



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：2018-2019年，公司快运业务货量被反超

排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	安能物流	安能物流	壹米滴答	壹米滴答	安能物流	安能物流	安能物流	安能物流
2			安能物流	安能物流	壹米滴答	壹米滴答	中通快运	中通快运
3			百世快运	百世快运	百世快运	中通快运	壹米滴答	壹米滴答
4				中通快运	中通快运	百世快运	百世快运	百世快运
5							顺心捷达	顺心捷达
6							韵达快运	韵达快运

资料来源：运联智库，长江证券研究所

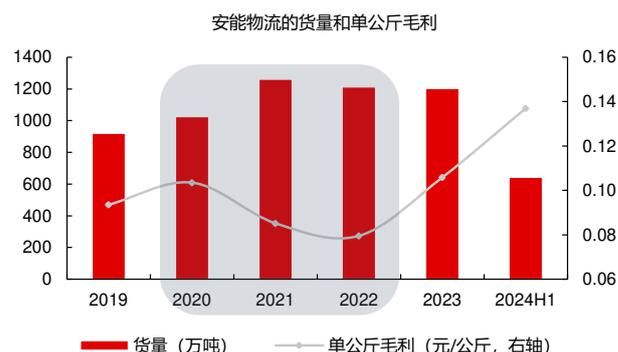
公司对**货量增长的过度依赖**，也导致**企业盈利质量和网络生态受损**。2020年-2022年企业虽然实现了整体货量的持续攀升，但单公斤毛利却呈现持续下滑态势。在此过程中，公司通过包仓费制度及罚款体系将经营压力传导至基层网点，以牺牲服务质量为代价吸收低价值货源的粗放式发展模式，不仅直接拖累公司盈利水平，更引发网络生态的系统性风险。

图 35：包仓制度和罚款体系导致低毛利货量增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：2020-2022 年，公司低毛利货量增长，单位毛利下滑



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 转变：资本走向台前，经营策略重构

大钲资本从幕后走向台前，推动公司战略转型。2022年9月，原管理层股东解除一致行动协议，大钲资本持股 24.60%。陈伟豪作为大钲资本合伙人，进入安能物流担任董事会联席主席，参与公司治理，推动管理层重组，管理层从“铁三角”走向秦兴华和大钲资本携手管理。

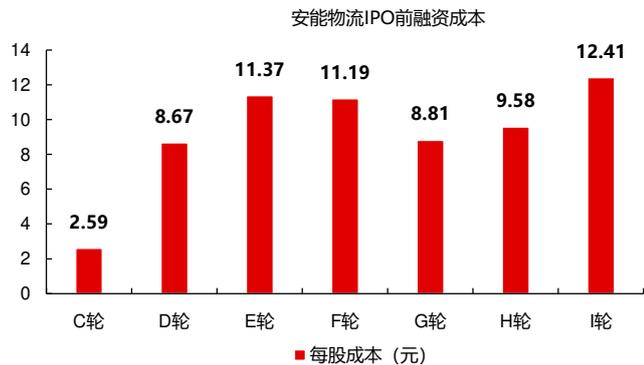
图 37：大钲资本成为公司的最大股东，持股 24.60%



资料来源：公司公告，长江证券研究所（数据截至 2024 年 6 月 30 日）

大钲资本参与安能物流的多轮融资，作为长期股权投资资金，具备丰富的投后管理经验，再度推动企业管理转型。2022年，大钲资本牵头买方团购买瑞幸前管理层陆正耀等人的全部股权，成为控股股东，成立专职投后服务团队，成功实现瑞幸的战略转型，2023年瑞幸超越星巴克成为中国销售额第一的咖啡品牌。

图 38: 安能物流 IPO 前融资成本



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

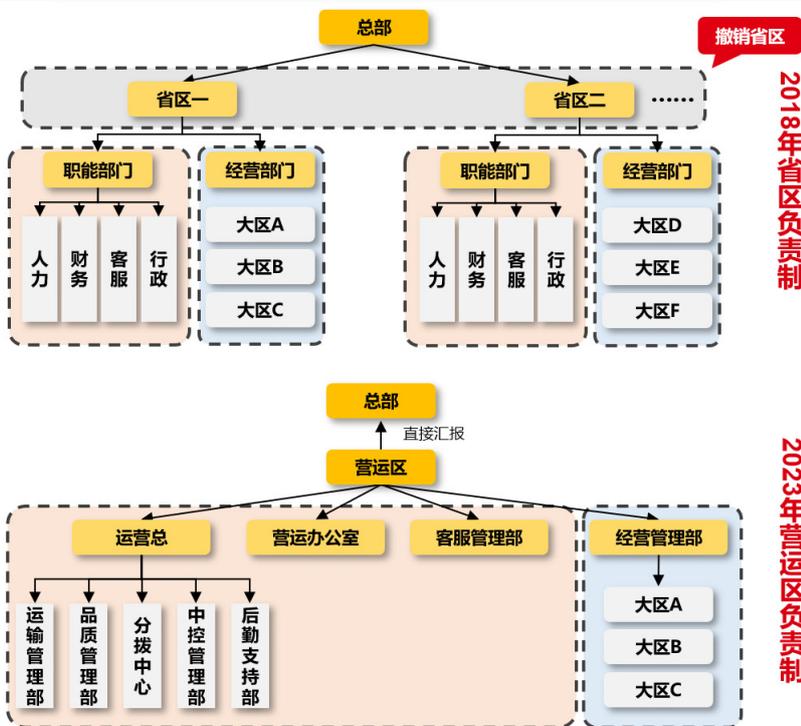
图 39: 大钲资本助力瑞幸咖啡“起死回生”



资料来源: Wind, 长江证券研究所

优化组织架构扁平化改革, 从管理端理顺运营思路。公司率先对组织层级进行精简, 将原有的多层管理架构被简化为两级结构, 收回原本省区的财政大权, 决策权下放到营运区, 减少总部与网点间的内耗, 形成“大中台、小前台”的敏捷模式。其次, 原有管理者需重新竞聘上岗, 以业绩和能力作为核心考核标准。目前公司高管基本都来自于曾经的业务一线, 让最懂业务的人走向核心管理岗。

图 40: 组织层级由三层架构精简为两层



资料来源: 今日安能, 长江证券研究所

表 2：一线管理者竞岗成为公司高管

姓名	现职位	原职位
金云	公司首席运营官	公司广东省区总经理
张龙龙	公司首席增长官	公司浙江省区总经理
陈新志	公司首席产品官	公司广东省区运营负责人
熊大林	公司首席运输官	公司川渝省区总经理

资料来源：公司公告，今日安能，长江证券研究所

## 定位：聚焦利基市场，打造核心壁垒

公司围绕“利润与品质”深化改革，聚焦高毛利市场和运营成本精细化升级，构建起“总部-网点”协同发展的良性生态。

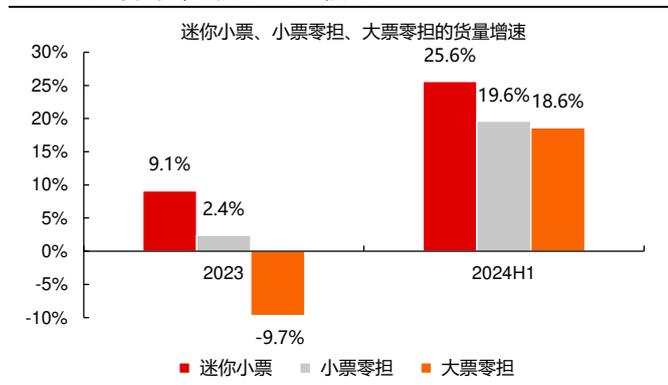
首先，公司主动取消网点包仓费用与罚款机制，提升末端网点派费，充分释放网点经营活力。其次，公司主动调优货品结构，2022 年起战略性收缩低利润大货业务，重点推进“3300 工程”实施，300 公斤内全额免除特殊加收费，着力提升 0-70 公斤高毛利小票货量占比。截至 2024 年上半年，单票均重优化至 89kg，高附加值产品占比提升带动单票增值毛利。

表 3：优化网络生态，鼓励网点多做健康货量

时间	网点变革落地措施
2023 年 5 月	取消包仓费
2023 年 5 月	升级组织结构，设立了“销售+运营+客服”一体的“铁三角”组织，更好地赋能服务所有的网点
2023 年 6-7 月	取消体系内的货量罚款，降低网点的综合成本
2023 年 8-9 月	升级网络，通过渠道进一步地优化，提升网点末端的服务品质

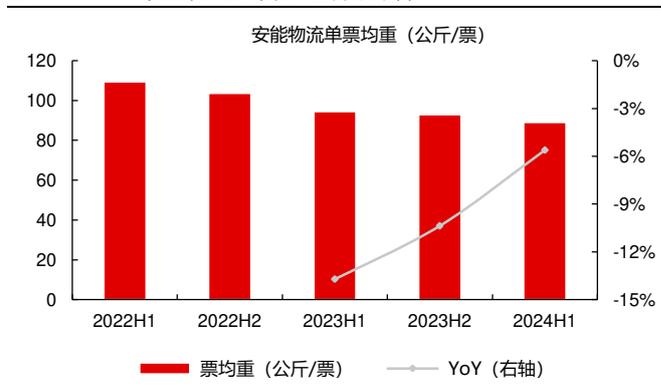
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 41：公司小票零担货量占比大幅提升



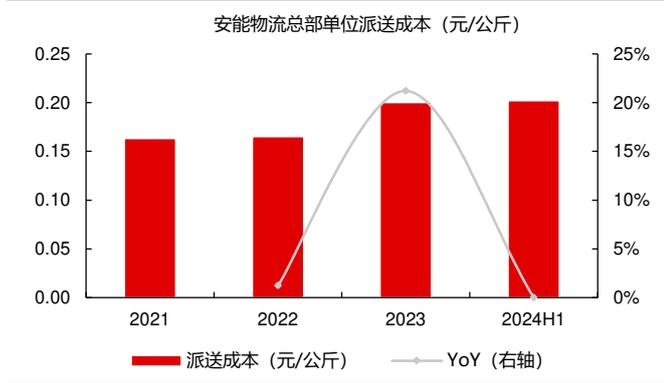
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 42：2023 年以来，公司票均重持续下降



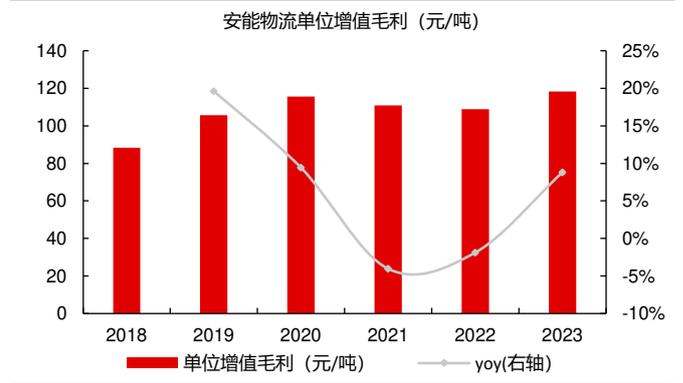
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 43: 安能物流养护网络, 提升加盟商派费



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

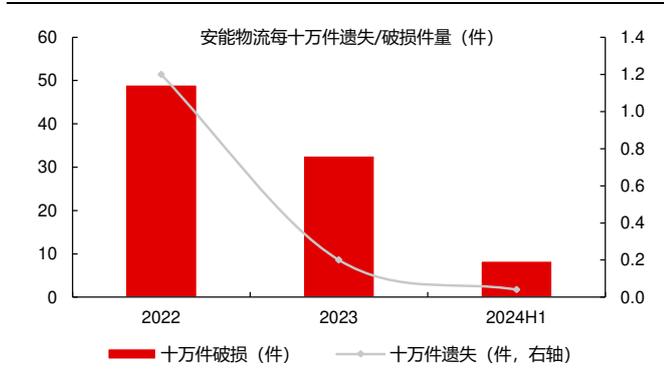
图 44: 公司小票占比提升, 推动公司单位增值毛利改善



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

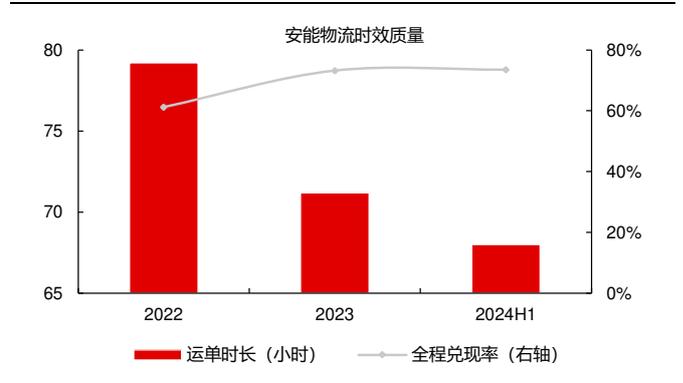
安能物流积极开拓盈利更高的小票市场, 推出“9996 时效标准”, 全网以“干线中转率 90%、当日签收率 90%、实时签收率 96%”为行动目标, 增强安能核心产品竞争力, 构筑差异化竞争壁垒。公司裁撤了无效的分拨枢纽, 聚焦于核心枢纽的打造, 拉直公司运输线路, 推动全链路时效提升, 同时减少冗余的产能, 有效节降公司的单票分拣成本。随着公司线路拉直和资源配置优化, 持续提升车辆装载率, 单位运输成本进一步下降。

图 45: 安能物流货物遗失率和破损率大幅下降



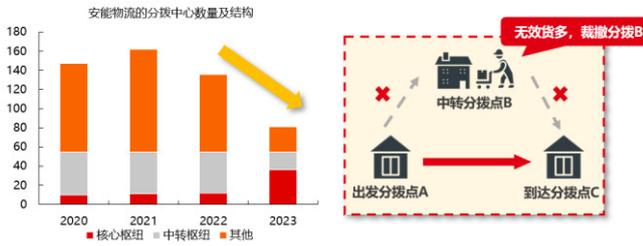
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 46: 安能物流运输时效不断优化



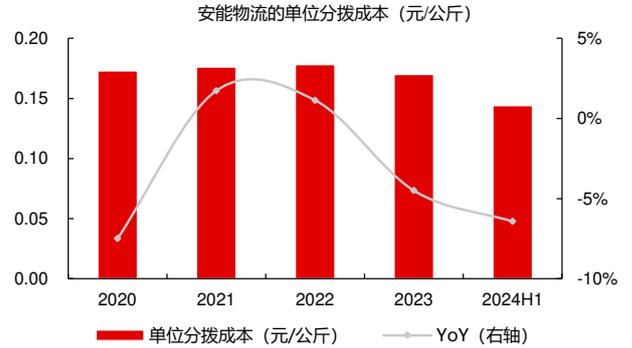
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 47: 公司主动裁撤冗余转运中心



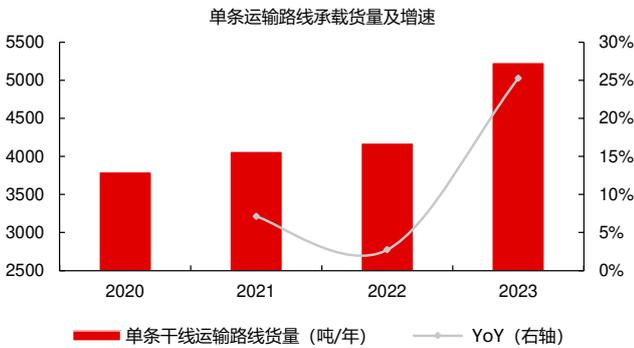
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 48: 2023 年起, 单位分拨成本大幅下降



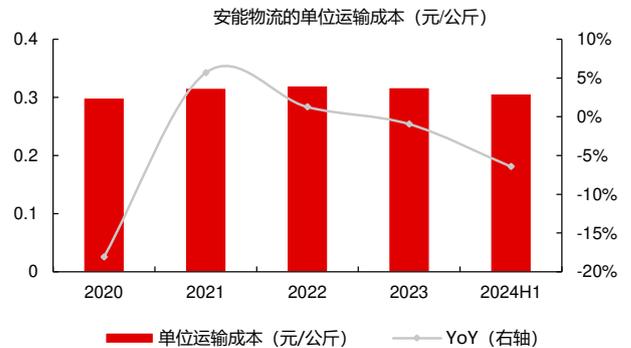
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 49: 公司运输线路裁撤, 单条线路载货率提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

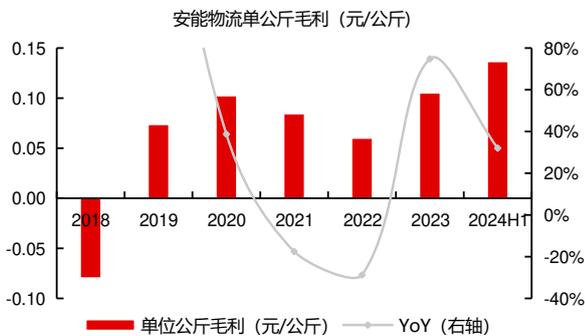
图 50: 2023 年起, 单位运输成本持续下降



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

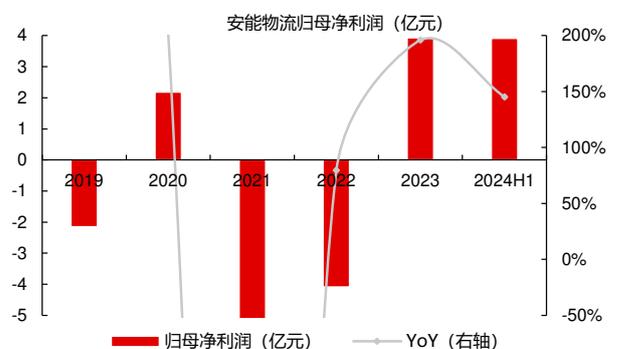
安能物流通过战略聚焦高毛利业务和强化精细化管理, 以产品力为基推动总部和加盟网络盈利修复, 成功实现了“规模扩张”到“有质量的增长”的转型。2023 年起, 公司实现盈利转正, 2024 年公司盈利保持高速增长。

图 51: 2023 年起, 公司的单公斤毛利逐步提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 52: 2023 年, 公司的归母净利润转正

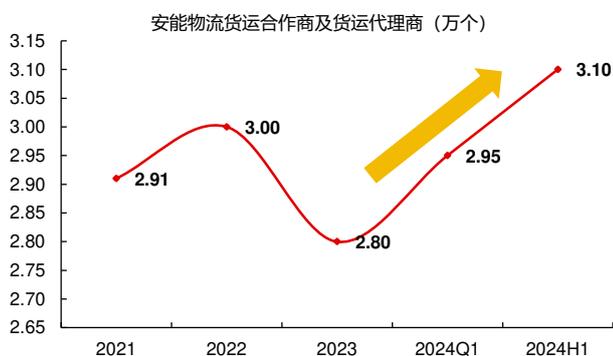


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

展望未来，零担细分行业分化趋势有望延续，企业渠道变革有望驱动全网快运渗透率持续提升。公司有望积极把握渠道变革红利，在“产品-运营-成本”三维度共同作用下，有望实现单票毛利与货量同步攀升，驱动整体业绩进入盈利上行通道。

1) 产品端，公司将深化产品结构升级，重点发力 0-300 公斤高毛利市场，通过时效优化与服务标准迭代形成差异化竞争力。2) 运营端，公司立足长期增长理念，改善加盟生态网络，以加盟网络的扩张推动货量稳步增长，驱动全网盈利质量改善。3) 成本端，公司持续深挖精益化管理，优化分拨网络和主动引进自动化流水线来提升人效，实现规模效应释放。

图 53：2023 年以来，公司加盟网络商数量持续增长



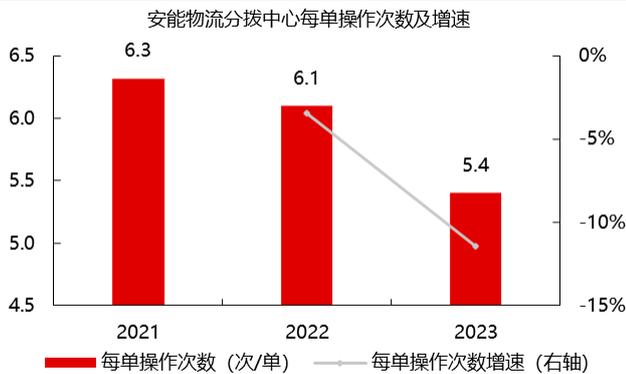
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 54：公司以产品力为基，聚焦高毛利公斤段



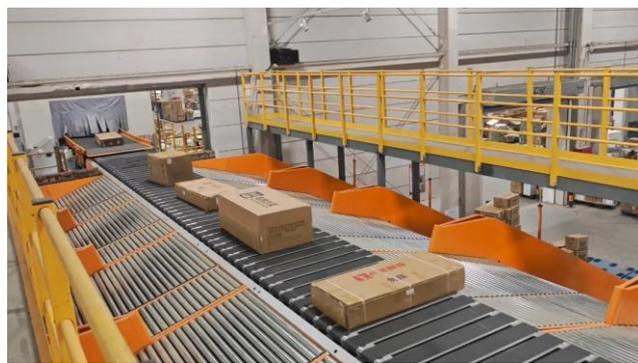
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 55：2023 年，安能物流分拨中心每单操作次数持续下降



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 56：公司首条自动化流水线正式运营，单日操作货量超 3 万件



资料来源：今日安能，长江证券研究所

## 投资建议：变革红利释放，量利有望双升

公司作为加盟快运领军者，积极握渠道变革叠加行业出清的战略机遇期。公司管理变革红利有望持续释放，聚焦高价值公斤段打造品质化产品矩阵，叠加精细化管理持续发力，驱动全渠道规模与盈利能力同步增长。预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 7.8/9.3/11.0 亿元，对应 PE 分别为 10.2/8.5/7.3X，首次覆盖，予以“买入”评级。

表 4：公司分业务营收拆分及假设

单位：亿元/万吨	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>99.2</b>	<b>114.9</b>	<b>127.7</b>	<b>141.2</b>
YoY	6.2%	15.9%	11.1%	10.6%
<b>营业成本</b>	<b>86.5</b>	<b>96.6</b>	<b>107.3</b>	<b>117.8</b>
YoY	0.5%	11.7%	11.1%	9.9%
<b>毛利</b>	<b>12.7</b>	<b>18.3</b>	<b>20.4</b>	<b>23.3</b>
毛利率	12.8%	16.0%	16.0%	16.5%
<b>货量</b>	<b>1203.7</b>	<b>1413.4</b>	<b>1583.0</b>	<b>1741.3</b>
YoY	-0.6%	17.4%	12.0%	10.0%
<b>归母净利润</b>	<b>3.9</b>	<b>7.8</b>	<b>9.3</b>	<b>11.0</b>
YoY	196.1%	97.9%	20.1%	17.6%
<b>单位：元/公斤</b>	<b>单位营收拆分</b>			
<b>单公斤收入</b>	<b>0.82</b>	<b>0.81</b>	<b>0.81</b>	<b>0.81</b>
YoY	6.92%	-1.33%	-0.81%	0.52%
<b>单公斤成本</b>	<b>0.72</b>	<b>0.68</b>	<b>0.68</b>	<b>0.68</b>
YoY	1.2%	-4.9%	-0.8%	-0.1%
<b>单公斤毛利</b>	<b>0.11</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 风险提示

- 1、快运行业货量增长不及预期。快运行业是以规模为先的行业，具备一定的规模效应，若因大票零担等细分市场竞争加剧、宏观经济承压等因素导致快运行业增长低预期，公司货量也将受影响，导致盈利增长不及预期。
- 2、快运市场价格竞争加剧。加盟快运参与玩家较多，尽管玩家间盈利能力差距较大，但行业竞争格局尚不稳固，若价格战竞争加剧，将导致快运产品单价中枢下移，拖累公司业绩。
- 3、公司降本效果不及预期。快运行业极其考验企业对成本的管控能力，公司发力精益化管理和转运中心自动化升级实现系统性降本，若降本效果低于预期，货量增长反而影响公司盈利。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为安能物流货量稳健增长、持续实现降本、行业价格相对平稳。基于以上假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 114.9 亿元、127.7 亿元、141.2 亿元，对应增速分别为 15.9%、11.1%、10.6%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.8 亿元、9.3 亿元、11.0 亿元，对应增速分别为 97.9%、20.1%、17.6%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若货量增长不及预期，降本效果不及预期，行业价格竞争超预期，则公司未来收入/业绩增速或受影响，假设极端悲观情况下，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 114.9 亿元、122.7 亿元、133.2 亿元，对应增速分别为 15.9%、6.7%、8.6%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.5 亿元、9.0 亿元、10.5 亿元，对应增速分别为 91.1%、20.0%、16.7%。

表 5：公司收入与利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	114.9	127.7	141.2	114.9	122.7	133.2
—yoy	15.9%	11.1%	10.6%	15.9%	6.7%	8.6%
毛利率	16.0%	16.0%	16.5%	16.0%	15.8%	16.2%
归属净利润	7.8	9.3	11.0	7.5	9.0	10.5
—yoy	97.9%	20.1%	17.6%	91.1%	20.0%	16.7%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。