

2025 年 06 月 03 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

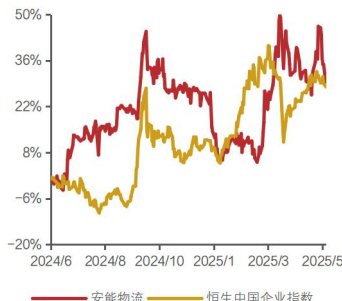
zengzhixing@huayuanstock.com

联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 02 日

收盘价 (港元)	8.21
一年内最高/最低 (港元)	9.56/5.90
总市值 (百万港元)	9,656.04
流通市值 (百万港元)	9,656.04
资产负债率 (%)	45.27

资料来源：聚源数据

安能物流 (09956. HK)

——网络整合持续推进，业绩保持增长

投资要点：

- **事件：**安能物流发布 2025 年一季度业绩公告，实现收入约 25.87 亿元，同比+8.8%，经调整净利润约 2.42 亿元，同比+15.9%。
- **网络整合持续推进，货量保持稳健增长。**公司持续深化渠道赋能升级，全维度强化产品力，2025 年一季度，公司服务质量持续提升：1) 2025 年 3 月平均运单时长已优化至 65 小时；2) 遗失率（每十万件中的遗失件数）下降至 0.02 件；3) 投诉率（每十万票中投诉的数量）减少至 33.2 票。公司维持网络整合趋势，截至 2025 年 3 月底，公司拥有超过 36,000 家货运合作商代理商（截至 2024 年 3 月底约 29,400 家货运合作商代理商），2025 年一季度实现货量 3.05 百万吨，同比+5.9%。
- **单吨收入小幅增长，货重结构优化下增值服务收入实现较大增长。**2025 年一季度公司零担单吨收入为 850 元，同比+2.8%，其中迷你小票与小票零担货量分别增加 27.4%和 12.1%，小票货量增长驱动单吨增值服务收入增长至 188 元，同比+12.6%。长期来看，公司持续优化区域结构，完善渠道布局与网店建设，提升末端服务效率与品质，单吨收入有望稳中有升。
- **毛利率相对稳定，增值服务毛利进一步提升。**2025 年一季度公司实现毛利润 4.10 亿元，同比+7.11%，对应毛利率为 15.8%，同比-0.26pct。毛利润增长主因：1) 货运总量、总票数和收入的增长；2) 公司持续优化货运合作商生态体系以及货重结构，致使迷你小票与小票零担货量与票数显著增长，令单位增值服务毛利润增长至 142 元，同比+6.0%。
- **盈利预测与评级：**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。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.5/10.5/12.5 亿元，对应 PE 分别为 9.3x/8.4x/7.1x，维持“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 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9917	11576	13185	14597	16162
同比增长率 (%)	6%	17%	14%	11%	11%
归母净利润 (百万元)	392	750	954	1055	1247
同比增长率 (%)		91%	27%	11%	18%
每股收益 (元/股)	0.3	0.7	0.8	0.9	1.1
ROE (%)	16%	23%	22%	20%	19%
市盈率 (P/E)	15.1	11.3	9.3	8.4	7.1

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,576	13,185	14,597	16,162	货币资金	2,046	2,776	4,112	5,617
增长率	16.7%	13.9%	10.7%	10.7%	应收款项	924	1,086	1,203	1,332
营业成本	9,734	10,950	12,130	13,441	存货	8	11	12	13
%销售收入	84.1%	83.0%	83.1%	83.2%	其他流动资产	869	869	870	872
毛利	1,842	2,235	2,467	2,721	流动资产	3,847	4,742	6,197	7,833
%销售收入	15.9%	17.0%	16.9%	16.8%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	1,010	1,086	1,172	1,263
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	1,210	1,039	911	814
销售费用	0	0	0	0	非流动资产	2,382	2,167	2,134	2,139
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	资产总计	6,229	6,909	8,331	9,972
管理费用	838	949	1,036	1,131	应付款项	355	404	447	496
%销售收入	7.2%	7.2%	7.1%	7.0%	短期借款	51	151	251	351
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	1,710	1,979	2,191	2,424
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	2,116	2,534	2,889	3,271
财务费用	62	31	31	-51	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	-0.3%	其他长期负债	704	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	1,071	1,238	1,364	1,523	非流动负债	704	0	0	0
%销售收入	9.2%	9.4%	9.3%	9.4%	负债总计	2,820	2,534	2,889	3,271
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	3,295	4,249	5,303	6,551
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	114	126	139	151
除税前利润	1,009	1,207	1,333	1,574	负债股东权益合计	6,229	6,909	8,331	9,972
利润率	8.7%	9.2%	9.1%	9.7%					
所得税	247	241	267	315					
所得税率	24.5%	20.0%	20.0%	20.0%					
净利润 (含少数股东损益)	762	966	1,067	1,260					
少数股东损益	12	12	12	12					
归属于母公司的净利润	750	954	1,055	1,247					
增长率	91.1%	27.2%	10.6%	18.3%					
净利率	6.5%	7.2%	7.2%	7.7%					

现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)									
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	750	954	1,055	1,247	每股指标				
少数股东损益	12	12	12	12	每股收益	0.65	0.81	0.90	1.06
营运资金变动	157	153	137	150	每股净资产	2.82	3.61	4.50	5.56
其他变动	1,212	892	899	848	每股经营现金净流	1.83	1.71	1.79	1.92
经营活动现金流量净额	2,131	2,011	2,103	2,258	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-101	-750	-800	-850	回报率				
投资	28	-10	-10	-10	净资产收益率	22.75%	22.45%	19.88%	19.04%
其他	9	-559	16	17	总资产收益率	12.04%	13.80%	12.66%	12.51%
投资活动现金流量净额	-63	-1,319	-794	-843	投入资本收益率	23.37%	21.89%	19.17%	17.28%
股权募资	-63	0	0	0	增长率				
债权募资	-957	100	100	100	营业收入增长率	16.73%	13.90%	10.71%	10.72%
其他	-401	-62	-73	-11	EBIT增长率	75.06%	15.67%	10.17%	11.65%
筹资活动现金流量净额	-1,421	38	27	89	净利润增长率	91.08%	27.21%	10.57%	18.29%
现金净变动	638	730	1,336	1,504	总资产增长率	7.83%	10.90%	20.59%	19.70%

资产管理能力					偿债能力				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
应收账款周转天数	2.8	2.1	1.6	1.6	流动比率	1.82	1.87	2.15	2.40
存货周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3	速动比率	1.81	1.86	2.14	2.39
应付账款周转天数	12.4	12.5	12.6	12.6	净负债/股东权益	-58.53%	-60.01%	-70.96%	-78.58%
固定资产周转天数	36.7	28.6	27.8	27.1	EBIT利息保障倍数	17.3	20.1	18.8	144.8
					资产负债率	45.27%	36.67%	34.68%	32.80%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。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。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。