

【广发交运&海外】安能物流 (09956.HK)

先向管理要利润，再向产业要空间

核心观点：（如无特殊说明，本报告货币单位均为人民币，1RMB=1.0814HKD）

- **聚焦主线，加盟制快运龙头重回盈利通道。**作为中国全网加盟制快运赛道的创始人之一，安能物流用十余年时间夯实自身龙头地位。18-23年，公司货量 CAGR 10%，收入 CAGR 13%。值得注意的是，过去两年安能以提质增效为核心，在业务上做减法，在盈利上做加法，23年公司业务量增速放缓，但净利润实现亏转盈。
- **慢就是快，成本改善打开成长空间。**聚焦主业的战略动作虽然导致公司收入增速变慢，但对应的成本控制能力明显提升，据 23 年年报，安能在单票货重由 106 公斤优化至 93 公斤的基础上，单票成本同比下降 11%。在产品同质化的快运赛道，低成本就是最核心的流量入口，成本优势是市占率提升的前提，安能物流有望靠成本优势重回增长通道。
- **先向管理要利润，再向产业要空间。**短期看治理，与快递产业不同的是，加盟快运自动化水平更低，规模效应也需要精细化管理能力作为支撑。22 年来公司治理优化，管理层变化，费用率优化，利润率修复，盈利中枢明显抬升。中期看格局，加盟快运赛道的格局分化比加盟快递更大，排名第一安能市占率是排名第五顺心捷达的 2.28 倍，同时上市公司也拥有更强的资金实力。长期看产业升级，加盟快运赛道向专线赛道的渗透扩张趋势和产业升级带来的订单碎片化趋势值得长期关注。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 24-26 年 EPS 分别为 0.48、0.62、0.74 元/股，公司为加盟制快运领先企业，货量维持第一、盈利开启修复，投资回报回升的背景下，我们给予公司 24 年 14 倍 PE 估值，对应港股合理价值为 7.27 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业需求增长不及预期、行业价格竞争再度恶化、加盟网络运营出现不稳定现象、战略执行不及预期、宏观环境承压等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9335	9917	10982	11974	12987
增长率（%）	-3%	6%	11%	9%	8%
EBITDA（百万元）	905	612	1,608	1,642	1,762
归母净利润（百万元）	-408	392	554	719	857
增长率（%）	80%	196%	41%	30%	19%
EPS（元/股）	-0.35	0.34	0.48	0.62	0.74
市盈率（x）	-	16.44	10.13	7.81	6.55
ROE（%）	-20.27%	15.85%	18.26%	19.11%	18.54%
EV/EBITDA（x）	5.97	3.63	2.14	1.47	0.89

数据：公司财务报表，广发证券发展研究中心

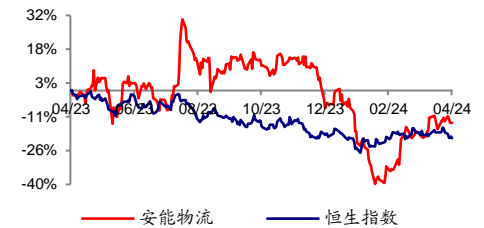
公司评级

	买入
当前价格	4.83 港元
合理价值	7.27 港元
报告日期	2024-04-22

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1162.61/1162.61
总市值/流通市值（百万港元）	5615.38/5615.38
一年内最高/最低（港元）	7.30/3.37
30 日日均成交量/成交额（百万）	1.21/5.83
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	11.29/-21.97

相对市场表现



目录索引

一、公司背景：立足中低端快运赛道，货量规模行业领先.....	5
（一）产品定位：属于零担货运行业，立足中低端快运赛道.....	5
（二）发展历程：中国零担快运领跑者，运输货量稳步提升.....	7
（三）商业模式：加盟制服务运输体系，与加盟商共建平衡网络.....	8
（四）财务结果：收入增速切换档，发力降本增效 23 年迎来业绩拐点.....	10
二、战略变化：向管理要利润，成本优化打开长期成长空间.....	11
（一）行业增速换挡，企业转为重视竞争能力提升.....	11
（二）成本与效率是竞争力基础，降本增效打开安能成长空间.....	13
（三）向管理要利润，安能盈利水平不断修复.....	15
三、盈利预测和投资建议.....	18
（一）投资建议：短期看治理、中期看格局、长期看产业升级.....	18
（二）盈利预测：把握低估值、利润持续修复的投资机会.....	22
四、风险提示.....	24

图表索引

图 1: 公路货运行业可分为快递、快运、专线与整车	5
图 2: 快运行业可分为中高端和中低端两大赛道	5
图 3: 三大公路运输板块物流链条分析	6
图 4: 与快递一样, 快运中高端与中低端品牌特征不同	6
图 5: 快运市场竞争三大要素为价格、时效和服务	6
图 6: 中高端和中低端单吨收入的定价区间不同	7
图 7: 公司发展历程	7
图 8: 早期公司以规模导向, 现阶段追求高质量发展	8
图 9: 安能物流商业模式与履约流程	9
图 10: 加盟制的市场规模略大于直营制的市场规模	10
图 11: 23 年公司营收重回正增长	10
图 12: 23 年公司完成扭亏为盈	10
图 13: 快运行业的需求特色是服务电商、生产制造、贸易流通企业等	11
图 14: 迷你小票需求结构	12
图 15: 小票零担需求结构	12
图 16: 快运行业的需求增速与地产开工与竣工、批发市场成交额、社会零售额等增速具有相关性	12
图 17: 从各上市企业公告数据看, 资本开支开始减少	13
图 18: 安能网点数量大幅领先同行	13
图 19: 安能自营分拨中心数量仅次于顺丰	13
图 20: 安能已建立完整且成熟的全国性快运网络	14
图 21: 21 年安能物流货量以达到 1261 万吨	15
图 22: 规模上升单位成本下降, 但规模效应弱于快递	15
图 23: 23 年安能票均重量优化	16
图 24: 票均重量优化带来单票成本同比下降 11%	16
图 25: 安能物流产品服务指标优化	16
图 26: 23 年公司单位收入上升	17
图 27: 23 年公司单吨毛利大幅提升	17
图 28: 严格的开支控制下公司费用率下降	17
图 29: 公司单吨盈利水平迅速修复	17
图 30: 安能物流终端客户数量不断上升	18
图 31: 前三十名中, 头部集中的趋势延续	19
图 32: 但整个零担行业来看, 集中度仍较低	19
图 33: 大票零担市场多由专线企业承运	20
图 34: 大票零担市场的需求结构	20
图 35: 全网型快运的增长空间优于区域和专线	20
图 36: 海外企业的单吨收入较国内企业领先较大	21
图 37: 海外企业的盈利水平更高	22

表 1: 加盟制与直营制的对比	9
表 2: 加盟制第一的安能物流市占率是第五名的 2.28 倍.....	19
表 3: ODFL 的客户多集中于能源业、化工业和高端制造业	21
表 4: 安能物流盈利预测表 (单位: 百万元)	23
表 5: 可比公司估值表	24

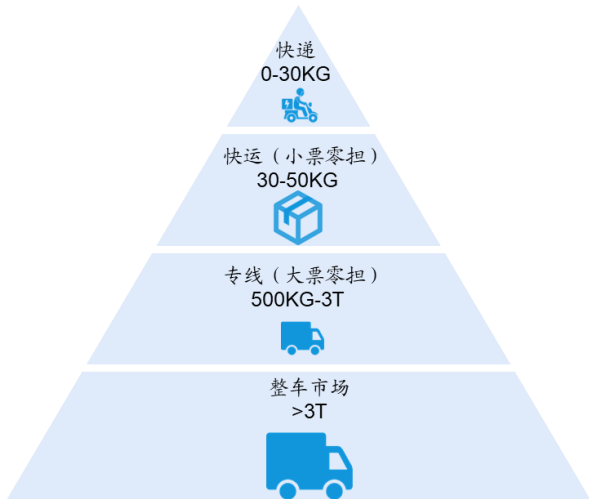
一、公司背景：立足中低端快运赛道，货量规模行业领先

（一）产品定位：属于零担货运行业，立足中低端快运赛道

根据货物重量的差异，公路货运行业可细分为快递、快运、专线与整车。从快递到整车，单票重量逐步上升，利润率逐步下降，市场规模逐步增大。其中快运（小票零担，30-50KG）与专线（大票零担，500KG-3T）共同组成零担货运行业。

快运行业内部，根据运输货品及业务模式的不同，可细分为中高端和中低端两大赛道。其中，安能物流、中通快运、韵达快运、百世快运、壹米滴答、顺心捷达等占据中低端赛道，京东物流（德邦股份+京东快运+跨越速运）、顺丰快运占据中高端赛道。

图 1：公路货运行业可分为快递、快运、专线与整车



数据：广发证券发展研究中心

图 2：快运行业可分为中高端和中低端两大赛道



数据：广发证券发展研究中心

图 3：三大公路运输板块物流链条分析

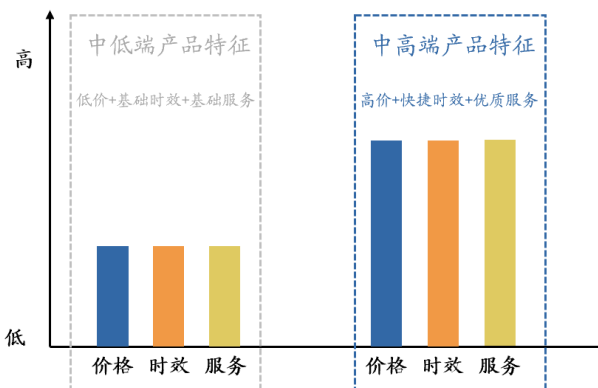


数据：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

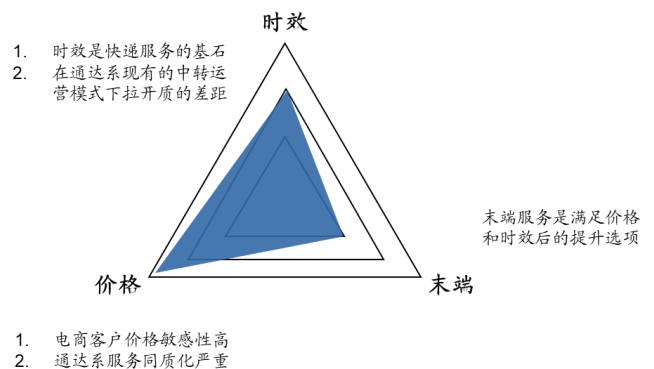
与快递行业相同，企业在快运市场中竞争的三大要素包括价格、时效和服务。市场上，中高端快递产品的主要特征为“高价+快捷时效+优质服务”，而中低端快递产品的主要特征为“低价+基础时效+基础服务”。中高端的定价区间为1.5-2.6元/KG，而中低端的定价区间为1.2-1.4元/KG。

图 4：与快递一样，快运中高端与中低端品牌特征不同

图 5：快运市场竞争三大要素为价格、时效和服务

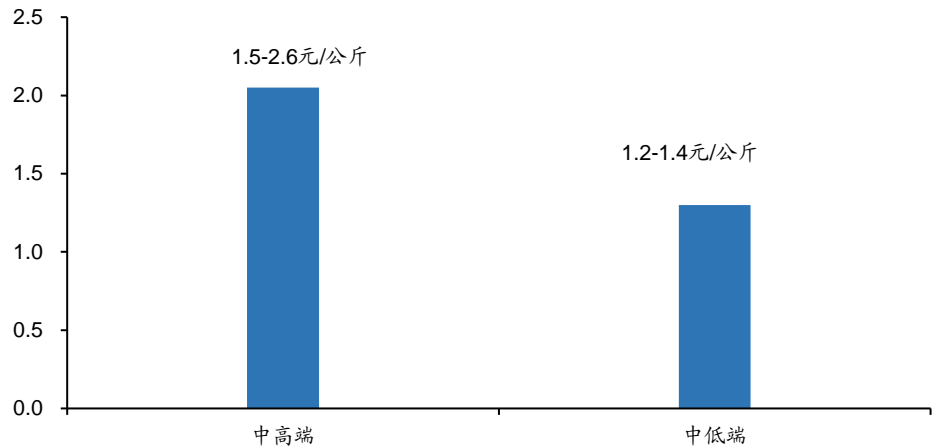


数据：广发证券发展研究中心



数据：广发证券发展研究中心

图 6: 中高端和中低端单吨收入的定价区间不同

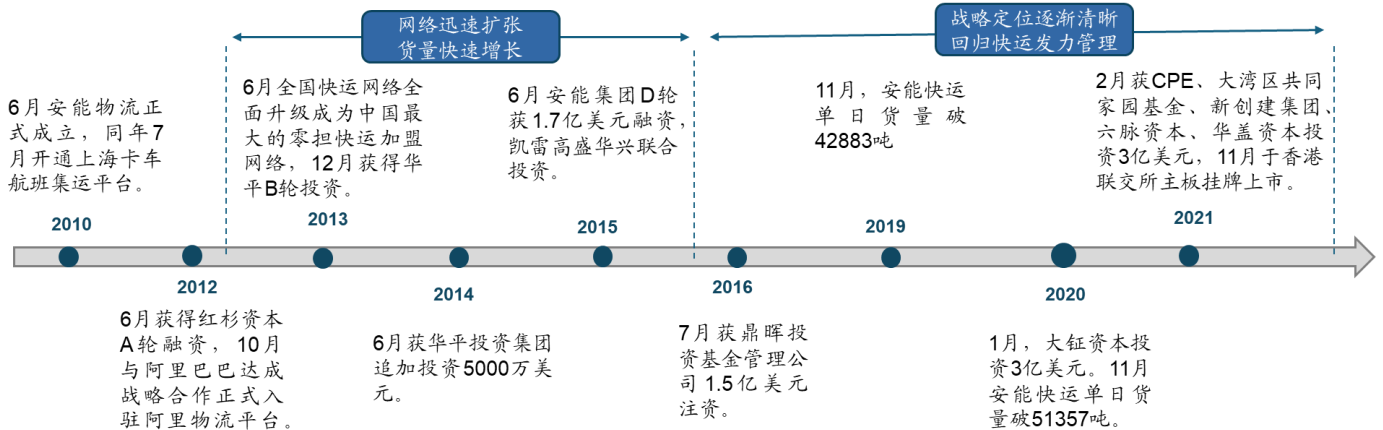


数据 : 运联智库, 广发证券发展研究中心

(二) 发展历程: 中国零担快运领跑者, 运输货量稳步提升

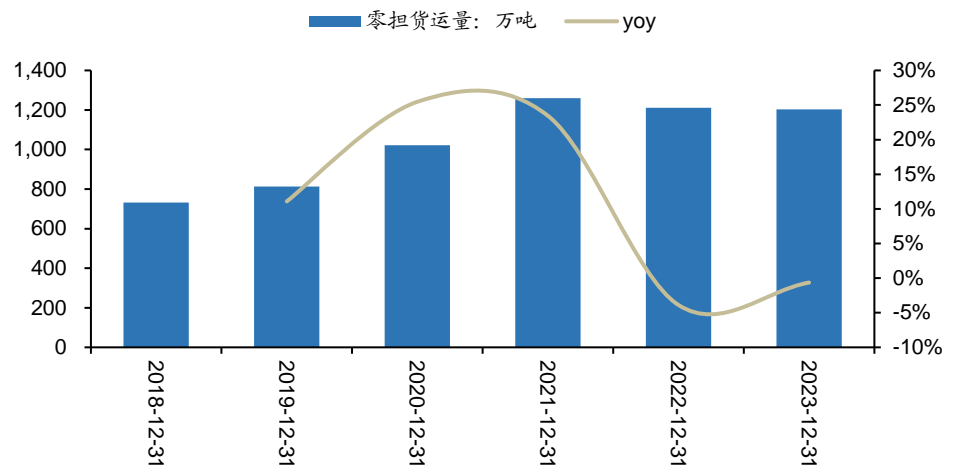
公司自2010年成立, 初期通过聚焦零担快运实现快速扩张, 2012-2021年期间在资本助力下持续成长。尽管过程中在快递领域遭受挫折, 但公司通过及时调整战略、重新聚焦快运、发力降本管理等多种方式, 从货量为王转向长期高质量发展道路。

图 7: 公司发展历程



数据 : 安能物流官网, 广发证券发展研究中心

图 8: 早期公司以规模导向, 现阶段追求高质量发展

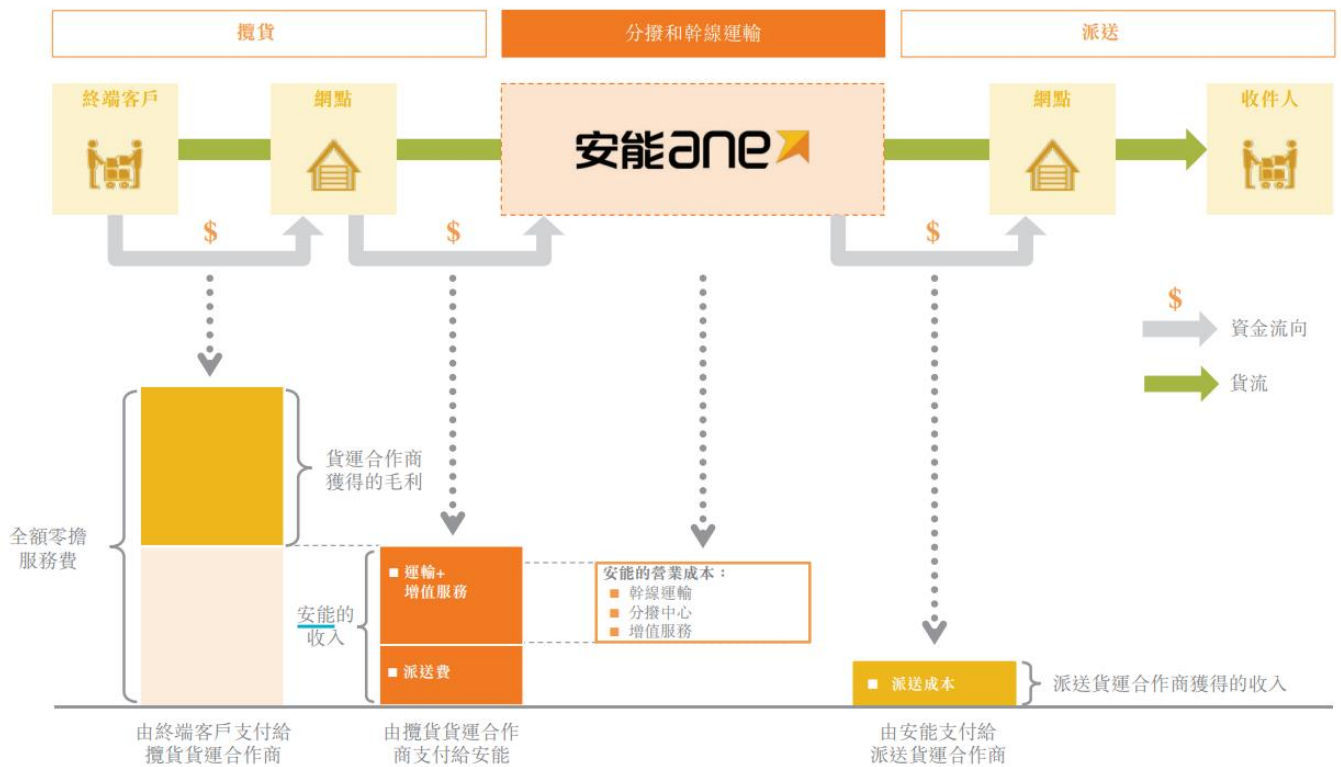


数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 商业模式: 加盟制服务运输体系, 与加盟商共建平衡网络

公司采用加盟制的模式, 即末端网络加盟、转运中心和干线网络自营的经营模式。具体来看, ①**自营方面**: 公司总部负责管理所有枢纽转运中心, 以确保对核心资源和干线网络的有效控制。②**加盟方面**: 全网的收派服务和业务开拓主要由具备快递经营许可和良好资质的加盟商提供, 他们负责提供服务并确保客户体验。③**资金流动方面**: 揽件加盟商向终端客户收取揽件费, 而公司则收取中转费和面单费, 派件加盟商则收取派件费。

图 9：安能物流商业模式与履约流程



数据：安能物流招股说明书，广发证券发展研究中心

与快递类似，快运的需求本质也是追求高品质、低价格、好服务，而对于履约标准相对较低的中低端电商快递而言，价格就会成为中低端快递行业关键的竞争要素，成本和效率的比较优势则构成企业的护城河。因此，由数千加盟商、数万网点共同组建的快递服务网络的稳定性就显得尤为重要，加盟商与总部的信任关系更是一笔重要的无形资产。

表1：加盟制与直营制的对比

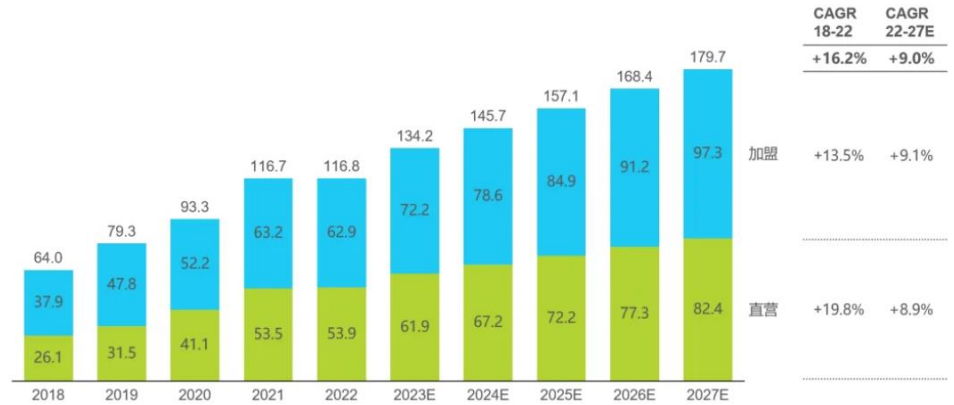
模式	优点	劣势	收入成本结构	适用市场
加盟制	1.轻资产，扩张成本低，扩张速度快 2.成本低，价格竞争力强 3.网点自负盈亏，操作灵活	1.管控能力较差，网点容易出现异常 2.服务水平难以统一 3.战略布局难以实施，资源调配能力弱	收入端： 总部的收入 于向加盟商收取的面单收入、中转费以及派送费收入，其实是快递总部与加盟商共同分享向客户提供快递服务的全部收入。 成本端： 快递企业主要承担干线运输、信息系统所产生的费用以及相应的外包支出（包括支付给加盟商的费用以及支付给承运商的费用）。	价格敏感度高 时效敏感度低 质量敏感度低
直营制	1.服务标准化，客户有良好体验 2.方便对全局战略部署，资源调配强 3.各业务网络共享，协同效应明显 4.提供物流供应链一揽子解决方案	1.扩张成本高，扩张速度慢 2.末端经营因为高度统一导致灵活性差	收入端： 能够获得所提供快递服务的全部收入 成本端： 整个快递网络的运营成本都要由快递企业承担	价格敏感度低 时效敏感度高 质量敏感度高

数据：广发证券发展研究中心

加盟制拥有快速起网、快速扩张的优势，以加盟制模式进入快运赛道的玩家大多已实现可观的规模。从行业规模来看，全网快运市场中，加盟制的市场规模略大于直营制的市场规模，而直营制拥有着更高的定价区间，意味着更多的货量掌握在加盟制企业的手中。

图 10: 加盟制的市场规模略大于直营制的市场规模

2018-2027年中国全网快运市场规模及预测，按运营管理模式划分，以运费为口径（十亿元）

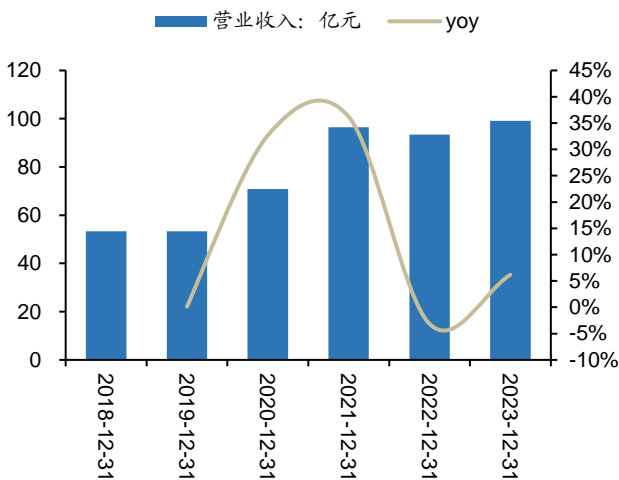


数据：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

（四）财务结果：收入增速切换档，发力降本增效 23 年迎来业绩拐点

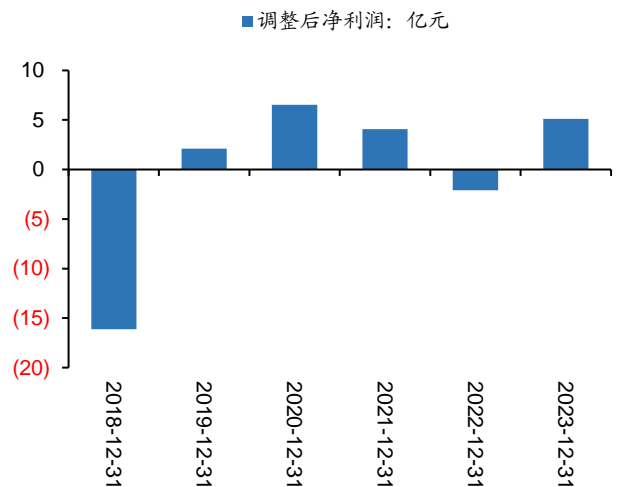
快运需求与宏观经济增速高度相关，2018-2020年期间伴随收入高增长及战略退出快递运营，公司业绩迅速改善。2021-2022年期间按由于快运需求遭受冲击，叠加行业竞争及公司战略调整业绩受损。2022年末公司开启精细化管理，通过持续发力降本增效，公司调整后净利润达到5.1亿元，2023年实现扭亏。

图 11: 23年公司营收重回正增长



数据：安能物流年报，Wind，广发证券发展研究中心

图 12: 23年公司完成扭亏为盈



数据：安能物流年报，广发证券发展研究中心

二、战略变化：向管理要利润，成本优化打开长期成长空间

（一）行业增速换挡，企业转为重视竞争能力提升

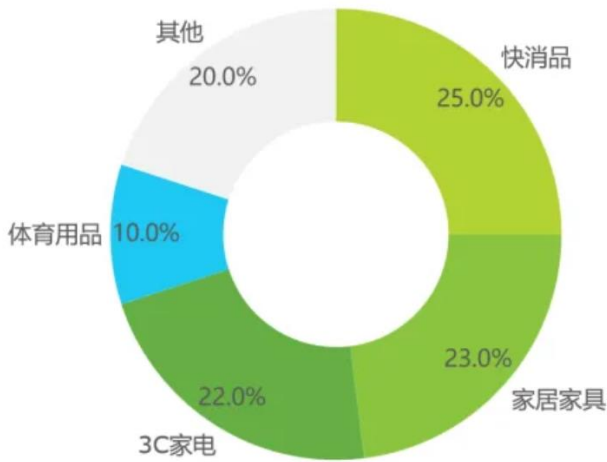
快运行业的需求特色是挂钩地产链与电商消费，据艾瑞咨询数据，从其定义的迷你小票（3-70KG）与小票零担（70-500KG）——也就是快运行业的货品结构来看，需求结构与地产开工（机电设备）、竣工（家具、家电、五金零部件、家居建材）息息相关，而增量需求则主要来自于电商消费品类的扩张与线上渗透率的提升。整体来看，快运行业的需求增速与地产开工与竣工、批发市场成交额、社会零售额等增速具有相关性。过去三年，受宏观环境影响，行业的需求增长中枢有下移趋势，预计2024年行业规模同比增速可能也会在个位数。

图 13：快运行业的需求特色是服务电商、生产制造、贸易流通企业等

		迷你小票	小票零担	大票零担	
划分依据		3KG	70KG	500KG	3T+
主要参与方		<ul style="list-style-type: none"> ✓ 全网快运企业为主 ✓ 区域网络企业 ✓ 专线企业 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 全网快运企业为主 ✓ 区域网络企业 ✓ 专线企业 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 专线企业为主 ✓ 全网快运企业 ✓ 区域网络企业 	
主要客户类型		<ul style="list-style-type: none"> ✓ 电商客户 ✓ 贸易市场企业 ✓ 生产制造企业 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 贸易流通企业 ✓ 生产制造企业 ✓ 零售企业 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 生产制造企业 ✓ 贸易流通企业 ✓ 零售企业 	
客户需求	时效性	●●●●○	●●●○○	●●○○○	
	价格敏感	●●○○○	●●●○○	●●●●○	
	上门派送	●●●●○	●●●○○	●○○○○	
主要货物类型		<ul style="list-style-type: none"> 快消产品 3C类产品 家具家居 体育用品 	<ul style="list-style-type: none"> 快消产品 机电设备 五金零部件 服装鞋帽 	<ul style="list-style-type: none"> 化工原料 建筑建材 汽车配件 橡胶塑料 	
毛利		●●●●○	●●●○○	●●○○○	

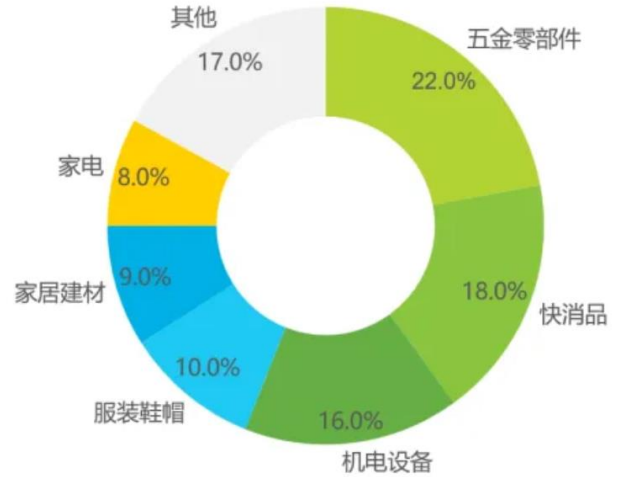
数据：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图 14: 迷你小票需求结构



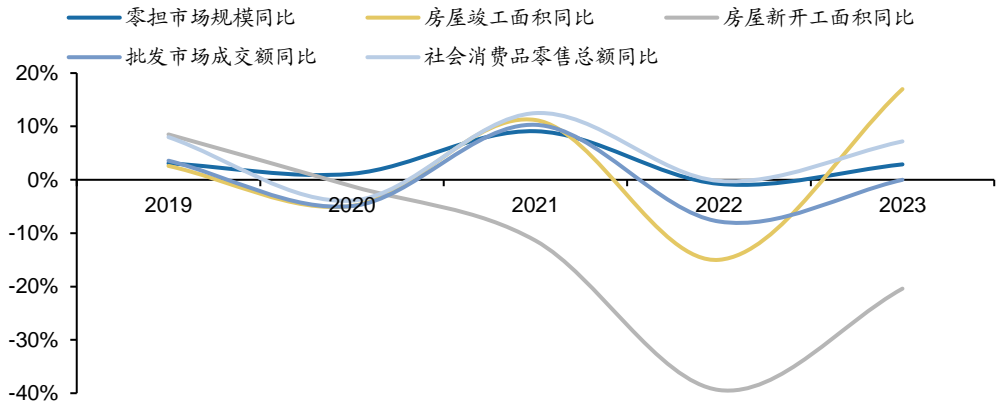
数据 : 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图 15: 小票零担需求结构



数据 : 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图 16: 快运行业的需求增速与地产开工与竣工、批发市场成交额、社会零售额等增速具有相关性



数据 : Wind, 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

需求增速换挡的背景下, 各快运企业资本开支的意愿减弱, 尾部企业的资本开支能力不足。在货量突破千万吨后, 头部企业更加关注网络管理, 通过优化分拨结构与干线路由, 实现降本增效并提升定价水平, 从而逐步抢占快运市场份额, 并进一步向专线市场渗透。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/118066034061006061>