

贯彻轻量化策略，电商系快递的领跑者

投资要点

- **业务量方面，持续高速增长显著跑赢行业。**2018年12月业务量为7.6亿票，(同比+45%)；2018年全年累计完成业务量69.9亿件，(同比+48%)，全行业2018年总件量507亿件(同比+26.6%)，韵达增速较行业增速高22个百分点。从市占率来看，市场份额扩张0.1个百分点至13.8%，在“通达系”中排名第二，与第一的中通市占率相差4.16个百分点、差距较2017年的3.96个百分点有所扩大。
- **价格方面，ASP环比下降。**韵达2018年12月快递业务收入13.2亿元(同比+35%)，ASP为1.74元(同比-7.3%)，环比11月变化-10.3%，我们判断为应对后位快递公司的件量竞争公司对提价控量的策略有所调整。全年来看，2018年完成收入120.5亿元(同比+32%)，全年单价同比下跌11.6%至1.73元。我们认为ASP的下降部分归结于行业价格竞争，亦归结于公司持续贯彻轻量化策略。18H1公司快递单重下降13.7%，我们判断下半年公司单重变化延续了这一趋势。
- **轻量化策略受益于拼多多持续放量，未来业绩高增速有望保持。**2018年Q4拼多多GMV达到2056亿元，同比增速161%、环比增长73.9%，活跃用户数增长与客单价提升共同造就当季GMV超预期，同时拼多多拟增发融资11亿美元加速供给端改造，有望为中长期增长拉开空间。我们认为拼多多所出售商品具备货值较低、货重较轻的特点，十分契合韵达的轻量化发展策略。考虑到拼多多的快速发展 and 低值电商的需求韧性，我们判断公司2019年件量增速有望继续超过行业增速15个百分点以上。
- **盈利预测与评级。**公司成本管控及服务品质在高度竞争的电商件市场下得到了持续验证，随着公司智能化投入的深入及产品分层的铺开，未来有望在行业竞争中继续把握主动权。预计2018-2019年公司盈利分别为25.1亿、26.2亿，考虑韵达在成本、口碑、件量增速方面均优于A股可比公司，参考美股快递龙头中通约24.7X估值水平，给予韵达10%估值溢价，目标市值711亿(对应目标价41.5元)，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**价格战激化、电商增速下滑、人力成本大幅上涨。

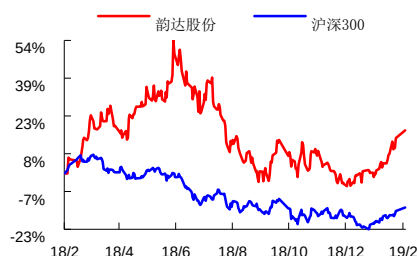
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9985.57	13149.28	17132.65	22204.64
增长率	35.86%	31.68%	30.29%	29.60%
归属母公司净利润(百万元)	1589.32	2512.53	2624.57	3089.83
增长率	35.01%	58.09%	4.46%	17.73%
每股收益EPS(元)	0.93	1.47	1.53	1.80
净资产收益率ROE	30.22%	32.42%	26.59%	24.85%
PE	36.96	23.38	22.38	19.01
PB	11.27	7.62	5.98	4.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
 执业证号: S1250518110001
 电话: 13916801840
 邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.13
流通A股(亿股)	3.12
52周内股价区间(元)	28.43-60.39
总市值(亿元)	587.48
总资产(亿元)	164.31
每股净资产(元)	6.27

相关研究

1. 韵达股份(002120): 多项指标持续领跑, 核心竞争力进一步增强 (2018-04-27)

目 录

1 享受电商红利业绩高增长的快递龙头	1
2 成本领先驱动，产能建设与服务口碑并重	2
2.1 低端消费的韧性，电商系快递仍将保持 20% 以上行业增速	2
2.2 成本优势显著，件量增速远超行业	3
2.3 资本开支的先行者	4
2.4 申诉率长期处于低位，服务品牌已建立	5
3 盈利预测与估值	6
3.1 盈利预测	6
3.2 估值与评级	6
4 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司主营业务构成	1
图 2: 公司归母净利润	1
图 3: 韵达股份股权结构图 (3%以上持股股东)	1
图 4: 公司资本开支变化趋势 (单位: 亿元)	2
图 5: 近四年月度收入增速对比 (单位: 亿元)	2
图 6: 近四年月度件量增速对比 (单位: 万件)	2
图 7: 社会消费品零售总额月度数据 (单位: 亿元)	3
图 8: “通达系” ASP 变化趋势 (单位: 元/每件)	3
图 9: “通达系” + 顺丰市占率变化	4

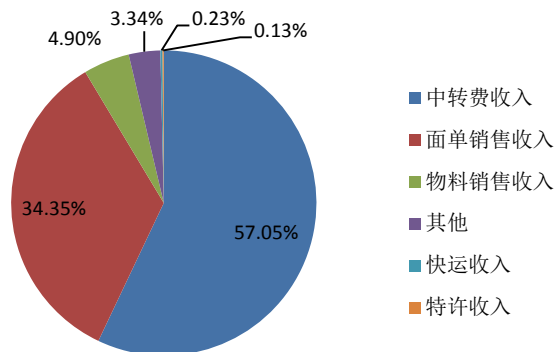
表 目 录

表 1: 通达系单件成本拆分 (单位: 元/件)	4
表 2: 各大快递公司资产情况概要 (单位: 亿元)	5
表 3: 各大快递公司申诉率 (单位: 件/百万单)	5
表 4: 分业务收入及毛利	6
表 5: 可比公司估值表	6
附表: 财务预测与估值	8

1 享受电商红利业绩高增长的快递龙头

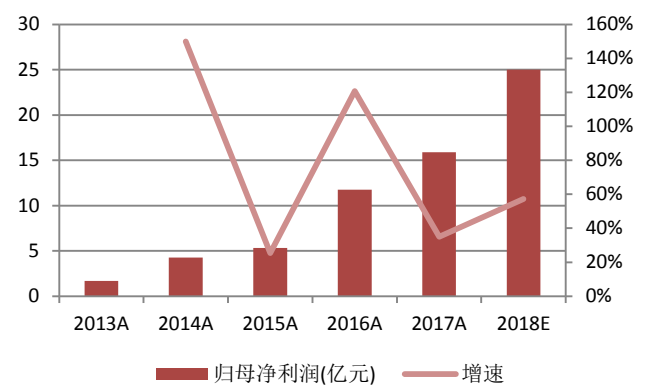
韵达股份是国内最优秀的四家加盟制快递公司（“通达系”）之一，其主营业务是电商商品物流，并在近年来逐步扩展业务版图至重货快运、高端电商物流等新业务中。近年来，随着电商渗透率的不断提高，公司业务蓬勃发展，并体现在了利润的高速增长上：从 2013 年的 1.7 亿元增加到 2018 年的约 25 亿元，实现了 6 年年化 55% 的增长。

图 1：公司主营业务构成



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

公司的实际控制人为陈立英和聂腾云，公司创始人聂腾云直接持股比例为 3.4%，较 2018 年初的 3.68% 略有下降。公司第一大股东为上海罗顿思投资管理有限公司，系聂腾云实际控制的一家资产管理公司，持股比例达 52.19%。前十大股东的持股比例较为集中，达到 82.28%。

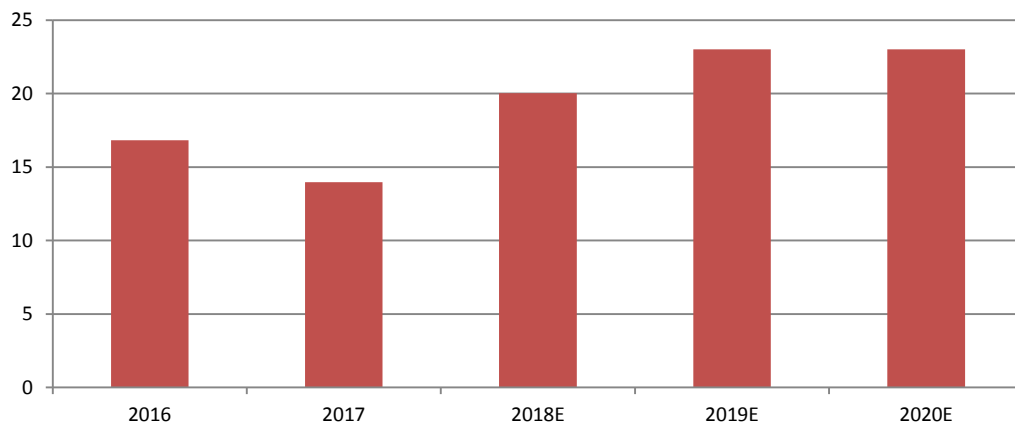
图 3：韵达股份股权结构图（3%以上持股股东）



数据来源：Wind，西南证券整理

从资本开支方面来看，未来两年资本开支年均 18 亿元左右，新入转运中心用地开支 5 亿元左右。

图 4：公司资本开支变化趋势（单位：亿元）



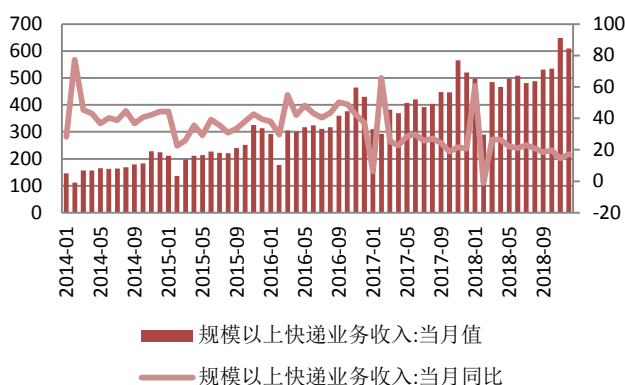
数据来源：Wind，西南证券整理

2 成本领先驱动，产能建设与服务口碑并重

2.1 低端消费的韧性，电商系快递仍将保持 20% 以上行业增速

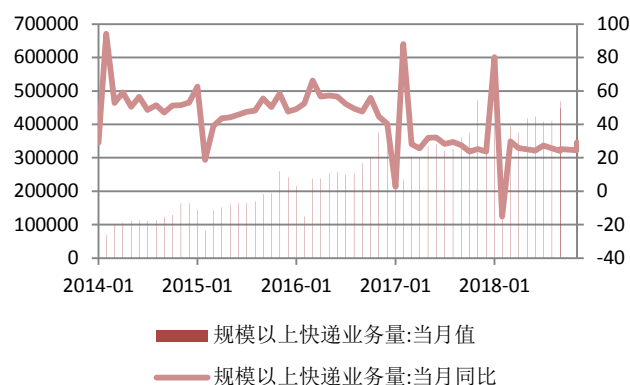
2018 年全年规模以上快递业务收入再创历史新高，达到 6038.4 亿元，增速 21.81%，较 2017 年下降 2.91 个百分点；全年规模以上快递业务量亦创历史新高，达到 507.1 亿件，增速 26.60%，较 2017 年下降 1.44 个百分点。我们认为，快递行业收入与件量增速较之社会零售总额相比，呈现出了两个特点：1) 较强的韧性，增速下滑幅度明显小于社零；2) 绝对增速显著高于社零，即社会零售平台向电商继续靠拢。因此，我们判断 2019 年快递行业收入与件量增速仍将保持 20% 以上的中高速增长。

图 5：近四年月度收入增速对比（单位：亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：近四年月度件量增速对比（单位：万件）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：社会消费品零售总额月度数据（单位：亿元）

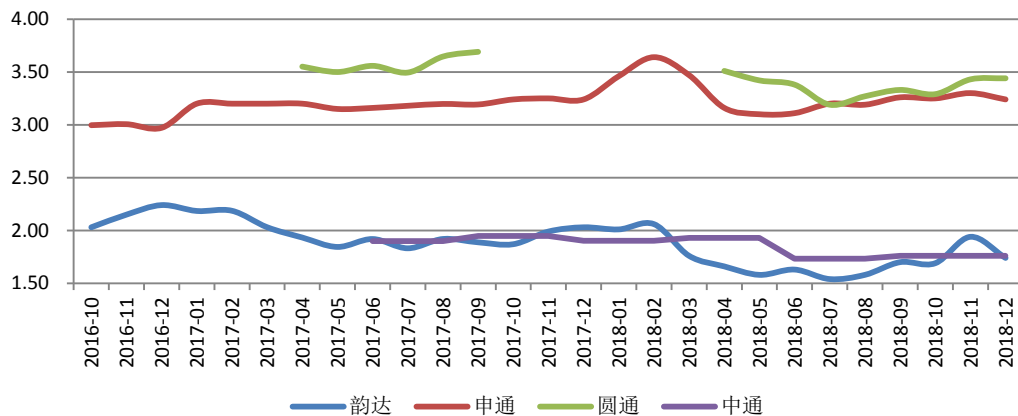


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 成本优势显著，件量增速远超行业

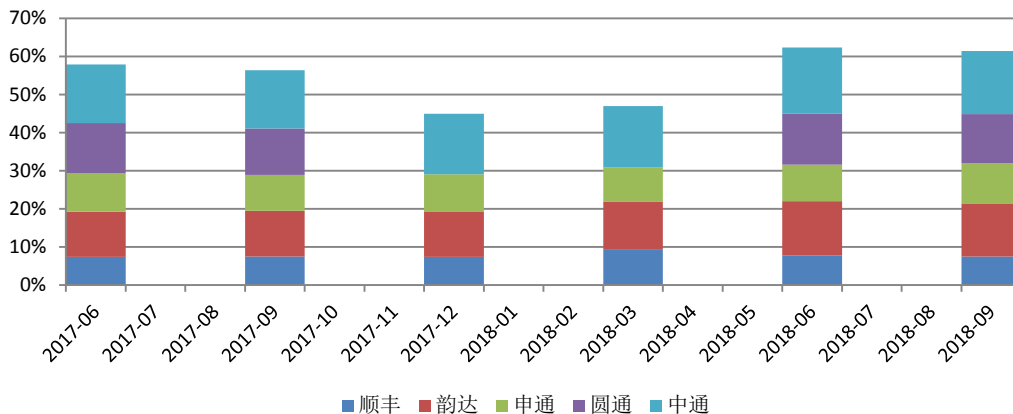
行业 ASP 持续下降，反映了各大快递公司之间的竞争愈发激烈。“通达系”ASP 普遍在 2018 年下跌，其中韵达的单价下降最为明显，从 2017 年的 1.95 元下降至 2018 年的 1.73 元，降幅 11.64%。我们认为韵达的轻量化策略是导致其 ASP 下降的主要原因之一。快递行业增速放缓导致行业价格竞争激烈，未来三年 ASP 下降的趋势可能持续，我们判断 18、19 和 20 年韵达 ASP 分别继续下降 12%、5% 和 1% 至 1.70、1.61 和 1.60。

图 8：“通达系”ASP 变化趋势（单位：元/每件）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：“通达系”+ 顺丰市占率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

我们判断未来三年韵达件量增速仍将显著高于行业平均水平，一方面韵达使用轻量化策略降低单个包裹重量，但同时迅速起量，使得市占率快速提升，从 2017 年末的约 11.8% 迅速提升至 2018 年末的 13.8%，一年内提高了两个百分点。在快递行业增速放缓的今天，到手的市占率具有较高的含金量，较以往相对难以失去；另一方面韵达拥有“通达系”中最优秀的物流信息技术系统，不论是从单件人力成本还是路由优化上，强大的信息技术系统都起到了关键作用，因此我们认为未来单件人力成本增速将下降。同时，韵达受益拼多多等小件电商件的逻辑不变，看好未来 19 和 20 年韵达的件量增速达到 34% 和 28%。

表 1：通达系单件成本拆分（单位：元/件）

年份	韵达			中通			圆通			申通		
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
单件总成本（披露口径）	1.47	1.38	1.21	1.32	1.22	1.03	3.18	3.29	3.17	2.40	2.63	2.61
其中：单件面单成本	0.04	0.02	0.01	1.32	1.22	1.03	0.03	0.01	0.00	0.07	0.07	0.07
其中：单件转运成本	1.43	1.36	1.20				1.39	1.40	1.28	0.74	0.94	0.85
其中：单件转运成本（直营反推）							1.90	1.92	1.71	1.25	1.60	1.41
①单件总部成本（面单+转运）	1.47	1.38	1.21	1.32	1.22	1.03	1.93	1.93	1.71	1.33	1.67	1.48
②单件派送成本	/	/	/	/	/	/	1.26	1.37	1.39	1.59	1.62	1.65

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 资本开支的先行者

自动化设备及信息化水平领跑行业

韵达自借壳上市后的主要融资系 2018 年上半年定向增发募集的 39.15 亿元，主要用于智能仓配一体化转运中心的建设和升级。

公司借壳上市后，使用募集资金主要购买转运中心与运输设备。2016 年借壳上市后至 2018 年三季度共产生资本开支 50.68 亿元，其中 2016Q4 和 2018Q3 最多，分别为 16.41 亿元和 10.36 亿元。自 2017Q1 开始的 7 个季度中只有两个季度公司的资本开支是呈现下降态势的，其他季度全部处于较快的增长区间。我们认为韵达是在自动化转运中心中投资较早

的公司，在之前的竞争格局中建立了一定的科技壁垒。但是类似资产壁垒的先发优势可能有限，大规模资本开支的后效还有待继续观察。

表 2：各大快递公司资产情况概要（单位：亿元）

	2017				2018H1			
	圆通	韵达	申通	顺丰	圆通	韵达	申通	顺丰
固定资产新增	2.21	4.8	5.2	19.32	4.09	2.91	1.52	10.4
房屋	0.02	0.63	0.26		0.93			0.93
飞机				5.9				0.53
机器设备	1.04	0.8	0.38	0.47	0.37	0.5	0.96	0.42
运输设备	0.69	2.91	4	7.53	2.4	1.78	0.33	4.11
电子设备	0.3	1	0.47	4.4	0.22	0.63	0.21	3.85
其他								
在建工程新增	7.57	0.58	3.28	28	4.4	0.33	2.49	14.2
无形资产新增	2.61	1.32	2	5.5	2.86	1.31	0.77	1.62
开发支出				4.86				3.26
长投	2.2	2.6	2.33	11	4.89	6.89	4.3	9.54
总计	14.59	9.3	12.81	68.68	16.24	11.24	9.08	39.02

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 申诉率长期处于低位，服务品牌已建立

值得一提的是，在邮政局公布的 12 月有效申诉率排名中，韵达也好于其他竞争对手，每百万件的有效申诉率仅为 0.2 件，位列“通达系”+顺丰五家中的第二。并且从历史数据中可以观察到，韵达的有效申诉率长期在 0.5 以下，在全行业中处于较低的区间。

表 3：各大快递公司申诉率（单位：件/百万单）

日期	中通快递	顺丰速运	申通快递	韵达快递	圆通速递
2018-01	1.41	0.69	5.51	1.34	6.87
2018-02	3.21	0.87	7.90	3.60	13.47
2018-03	1.81	0.92	2.75	1.26	5.89
2018-04	1.19	0.48	1.56	1.08	2.15
2018-05	0.65	0.37	0.64	0.55	0.69
2018-06	0.52	0.48	0.40	0.26	0.57
2018-07	0.40	0.41	0.52	0.25	0.48
2018-08	0.25	0.43	0.57	0.19	0.41
2018-09	0.21	0.37	0.48	0.17	0.34
2018-10	0.22	0.35	0.23	0.22	0.33
2018-11	0.18	0.27	0.12	0.13	0.31
2018-12	0.32	0.25	0.13	0.2	0.85

数据来源：邮政局，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司快递业务件量 2019/2020 年增速分别为 34%和 28%；18-20 年公司 ASP 分别为 1.70、1.61 和 1.60 元。

假设 2：物料价格未来两年无巨大波动，单票人力成本因自动化程度增加未来三年分别下降 10%、5%和 2%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利

单位：百万元		2017	2018E	2019E	2020E
快递业务	收入	9140.51	11659.62	14780.42	18726.19
	增速	33.50%	27.56%	26.77%	26.70%
	毛利率	28.99%	26.55%	24.74%	22.98%
其他业务	收入	845.06	1489.66	2352.23	3478.46
	增速	67.99%	76.28%	57.90%	47.88%
	毛利率	28.83%	28.84%	28.92%	29.13%
合计	收入	9985.57	13149.28	17132.65	22204.64
	增速	35.86%	31.68%	30.29%	29.60%
	毛利率	28.98%	26.81%	25.32%	23.94%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 估值与评级

我们认为现在电商系快递处于跑马圈地末期，快递公司内在成本管控能力+外在产品服务品质口碑决定了在未来行业中的地位，现阶段能力建设处于第一位考量、利润转化能力当处于第二位考量。

表 5：可比公司估值表

代码	名称	当前价格	EPS (元)			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002120.SZ	韵达股份	34.30	0.93	1.47	1.47	36.9	23.3	23.3
600233.SH	圆通速递	12.01	0.51	0.65	0.75	23.5	18.5	16.0
002468.SZ	申通快递	19.05	0.97	1.39	1.43	19.6	13.7	13.3

数据来源：西南证券整理

韵达的成本管控及服务品质在高度竞争的电商件市场下得到了持续验证，随着公司智能化投入的深入及产品分层的铺开，未来有望在行业竞争中继续把握主动权，相比较圆通及申通，公司具备更强的全网盈利能力和稳定性，我们看好韵达是未来十年电商系快递江湖的幸

存者。预计公司 2019/2020 年的归母净利润分别为 26.2/30.9 亿元，考虑韵达在成本、口碑、件量增速方面均优于 A 股可比公司，参考美股快递龙头中通 24.7X 估值水平，给予韵达 10% 估值溢价，目标市值 711 亿（对应目标价 41.5 元），上调至“买入”评级。

4 风险提示

- **价格战激化。**尽管当前快递头部公司实行了比较温和的价量策略、行业竞争格局较为稳定，但因为快递行业高度同质化、市场份额竞争主要依赖降价。不排除成本领先的快递公司发动大幅降价的“降维打击”、全行业 ASP 存在继续下降的风险。
- **电商增速下滑。**电商渗透率红利逐渐消失的背景下，拼多多爆发式增长之后可能出现电商增速骤降的风险。
- **人力成本大幅上涨。**社保新政对人力密集型的快递公司成本冲击显著，尽管 2019 年初税务部门暂缓了新政的执行，但也不排除后续政策变动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9985.57	13149.28	17132.65	22204.64	净利润	1587.46	2511.53	2623.57	3088.83
营业成本	7091.70	9623.93	12794.90	16888.35	折旧与摊销	486.16	243.80	243.80	243.80
营业税金及附加	23.24	30.61	39.88	51.68	财务费用	-6.00	-27.04	-16.89	-25.96
销售费用	139.29	183.42	222.72	288.66	资产减值损失	22.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	628.62	827.78	1027.96	1310.07	经营营运资本变动	1013.87	387.10	718.33	733.21
财务费用	-6.00	-27.04	-16.89	-25.96	其他	-135.93	-699.91	-300.04	-299.99
资产减值损失	22.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2968.38	2415.49	3268.77	3739.89
投资收益	66.49	700.00	300.00	300.00	资本支出	-1173.53	-200.00	-250.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-338.90	700.00	300.00	300.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1512.43	500.00	50.00	0.00
营业利润	2174.89	3210.58	3364.07	3991.84	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-29.02	181.51	180.36	180.74	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2145.87	3392.09	3544.42	4172.58	股权融资	31.34	300.00	0.00	0.00
所得税	558.41	880.56	920.85	1083.75	支付股利	-118.60	-317.86	-502.51	-524.91
净利润	1587.46	2511.53	2623.57	3088.83	其他	15.42	26.78	16.89	25.96
少数股东损益	-1.86	-1.00	-1.00	-1.00	筹资活动现金流净额	-71.84	8.92	-485.62	-498.95
归属母公司股东净利润	1589.32	2512.53	2624.57	3089.83	现金流量净额	1384.12	2924.40	2833.15	3240.93
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1809.60	4734.01	7567.16	10808.09	成长能力				
应收和预付款项	439.72	642.59	810.07	1053.84	销售收入增长率	35.86%	31.68%	30.29%	29.60%
存货	24.53	33.20	44.21	58.36	营业利润增长率	34.50%	47.62%	4.78%	18.66%
其他流动资产	2484.56	3271.74	4262.86	5524.84	净利润增长率	34.36%	58.21%	4.46%	17.73%
长期股权投资	51.66	51.66	51.66	51.66	EBITDA 增长率	42.30%	29.09%	4.77%	17.23%
投资性房地产	46.60	46.60	46.60	46.60	获利能力				
固定资产和在建工程	2975.13	3014.89	3104.64	3244.39	毛利率	28.98%	26.81%	25.32%	23.94%
无形资产和开发支出	760.50	683.61	606.73	529.84	三费率	7.63%	7.48%	7.20%	7.08%
其他非流动资产	807.25	800.58	793.91	787.24	净利率	15.90%	19.10%	15.31%	13.91%
资产总计	9399.56	13278.88	17287.84	22104.88	ROE	30.22%	32.42%	26.59%	24.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.89%	18.91%	15.18%	13.97%
应付和预收款项	3005.21	4000.21	5398.59	7019.78	ROIC	43.82%	66.40%	74.13%	94.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.59%	26.06%	20.96%	18.96%
其他负债	1140.62	1531.53	2021.05	2652.98	营运能力				
负债合计	4145.83	5531.74	7419.64	9672.76	总资产周转率	1.24	1.16	1.12	1.13
股本	1217.25	1267.25	1267.25	1267.25	固定资产周转率	3.88	4.80	6.64	9.18
资本公积	423.90	673.90	673.90	673.90	应收账款周转率	33.96	34.17	33.79	33.79
留存收益	3594.00	5788.67	7910.73	10475.65	存货周转率	281.45	332.92	330.01	328.99
归属母公司股东权益	5211.52	7705.93	9827.99	12392.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.88%	—	—	—
少数股东权益	42.21	41.21	40.21	39.21	资本结构				
股东权益合计	5253.73	7747.14	9868.21	12432.12	资产负债率	44.11%	41.66%	42.92%	43.76%
负债和股东权益合计	9399.56	13278.88	17287.84	22104.88	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.16	1.58	1.72	1.81
					速动比率	1.15	1.58	1.71	1.81
					股利支付率	7.46%	12.65%	19.15%	16.99%
					每股指标				
					每股收益	0.93	1.47	1.53	1.80
					每股净资产	3.04	4.50	5.74	7.24
					每股经营现金	1.73	1.41	1.91	2.18
					每股股利	0.07	0.19	0.29	0.31
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2655.05	3427.34	3590.99	4209.68					
PE	36.96	23.38	22.38	19.01					
PB	11.27	7.62	5.98	4.74					
PS	5.88	4.47	3.43	2.65					
EV/EBITDA	14.71	11.04	9.75	7.55					
股息率	0.20%	0.54%	0.86%	0.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn