



## 组织优化盈利承压, 快递快运融合机会尚存

### 投资要点

- **2021H1 业绩小结:** 上半年德邦实现营业收入 148.9 亿元 (同比+28.2%), 实现毛利 15.1 亿元 (+18.6%); 实现归母净利润 1600 万元 (同比-89.9%); 扣非归母净亏损 1.6 亿元, 主要系约 1.7 亿元的政府补助。
- **大件快递业务维持高增速。** 21H1 公司大件快递业务营业收入 91.7 亿元 (+33.7%), 占比 61.6%; 快运业务实现营收 52.8 亿元 (+18.8%), 占比 35.5%; 仓储+供应链业务营收 4.4 亿元, 同比增长 40.7%, 占比为 2.9%。  
21H1 大件快递业务开单货物总重量 327.9 万吨, 同比增长 37.6%, 公斤单价同比下降 2.9%, 票数达 3.1 亿票, 同比增长 33.2%, 开单子母件占比提升, 票均重量同比提升 3.3%。快运业务开单货物总重量 308.3 万吨, 同比增长 20.4%, 单公斤收入同比下降 1.3%。
- **成本低基数及业务结构调整, 盈利同比承压。** 2020 年上半年国家社保减免等优惠带来人工成本低基数, 21H1 公司人力成本同比上涨 31.36%, 占收入比同比提升 1.1pp。去年同期低油价、路桥费优惠、税收减免等一过性福利政策带来运输成本低基数, 21H1 公司运输成本同比上涨 38.7%, 占收入比同比提升 2.2pp。业务结构方面, 高速增长的大件快递业务毛利率低于快运业务, 21H1 公司整体毛利率 10.1%、同比下滑 0.8pp。21H1 总费用合计 16.9 亿元, 同比增长 48.1%, 占收入比同比提升 1.5pp; 由于公司为发挥直营模式管控能力优势加大了后端职能资源投入, 管理费用占收入比为 9%, 同比提升 1.6pp。
- **快递快运融合发展机会尚存, 快运行业短期竞争加剧。**  
快递快运融合系需求场景的不断迭代升级, 我们看好行业整合的广阔空间: ① 电商渗透率提升至 33% 的背景下, 电商企业寻求 GMV 增长带来品类 SKU 向更高公斤段拓展, 而消费者已经适应了快递高时效、门到门的服务体验。② 制造业供应链的精细化、碎片化, 对原材料及产成/半成品的物流亦产生新的需求。
- **快运行业方面, 头部玩家高投入背景下竞争加剧, 顺丰加速四网融通, 2021H1 快运业务收入 115 亿 (同比+50%); 壹米滴答完成 D+轮融资, 累计融资额超过 40 亿元人民币; 中通快运实现国内业务全开通, 2021 年 6 月 5 日, 公司航空业务正式上线; 安能物流拟于港交所上市, 2020 年安能物流单日货量峰值突破 51000 吨位。**
- **盈利预测与投资建议。** 德邦以高端零担的传统业务立身, 拥有行业领先的网络布局、市场渠道、服务体验和精益管理经验, 是快运行业内兼具品牌与盈利能力的优质资产, 今年 4 月份快递龙二韵达股份对德邦 6 亿元的战略入股佐证了公司的网络价值。公司自 2018 年切入大件快递业务起保持了快递票数及收入增速高, 但整体业务量相对同行仍然偏低、规模效应有待进一步释放。向前看, 公司长期注重精细化管理和人才梯队的培育建设, 盈利有望随规模增长逐步修复。我们预计公司 2021/2022/2023 归母净利润分别为 2.3/5.2/7.1 亿元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 包裹件量大幅放缓、人工成本上升风险、新业务培育风险、电商竞争激化风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	27503.45	29028.14	30167.87	31046.17
增长率	6.10%	5.54%	3.93%	2.91%
归属母公司净利润 (百万元)	564.38	232.23	520.85	712.50
增长率	74.39%	-58.85%	124.28%	36.80%
每股收益 EPS (元)	0.55	0.23	0.51	0.69
净资产收益率 ROE	12.22%	4.32%	8.90%	11.03%
PE	18	45	20	15
PB	2.25	1.93	1.78	1.61

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)	10.27
流通 A 股(亿股)	9.60
52 周内股价区间(元)	9.81-18.04
总市值(亿元)	103.83
总资产(亿元)	147.61
每股净资产(元)	6.04

### 相关研究

## 目 录

<b>1 聚焦细分产品领域，高端快运+大件快递业务并行</b> .....	<b>1</b>
1.1 货运 25 年，引领大件快递.....	1
1.2 大件快递快运业务底盘，仓储跨境业务并进.....	2
1.3 业务模式多样化，网络建设渐强.....	3
1.4 大件快递主要增长，成本管控措施加强.....	5
1.5 布局业务网络，资本开支逐渐增多.....	7
<b>2 需求场景不断迭代升级，行业供给端竞争持续激烈</b> .....	<b>8</b>
2.1 物流行业空间大，公路货运预期高.....	8
2.2 快运行业整体竞争激烈，以头部竞争为主.....	11
<b>3 稳步发展，降本增效</b> .....	<b>13</b>
3.1 直营+合伙人模式，不断扩充运营网络.....	13
3.2 大件快递+高端快运，切入快递快运行业细分领域.....	14
3.3 多样化薪酬福利体系助力人才培养建设.....	15
3.4 科技稳步发展，驱动降本增效.....	15
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>16</b>
4.1 盈利预测.....	16
4.2 相对估值.....	17
<b>5 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 标准化快运业务.....	2
图 4: 特殊快运业务.....	2
图 5: 公司快递业务.....	3
图 6: 公司其他业务.....	3
图 7: 事业合伙人业务模式.....	4
图 8: 2021H1 年固定资产占比情况.....	4
图 9: 固定资产账面价值占比情况.....	4
图 10: 公司营业网点数量情况 (单位: 个).....	5
图 11: 公司营业网点占比情况.....	5
图 12: 公司营业收入情况.....	5
图 13: 公司主营业务分产品收入占比情况.....	5
图 14: 快递业务量情况.....	6
图 15: 快递业务单票情况.....	6
图 16: 公司营业成本情况.....	6
图 17: 公司主营业务分产品成本占比情况.....	6
图 18: 公司毛利润/毛利率.....	7
图 19: 公司净利润/净利率.....	7
图 20: 公司资产情况 (单位: 亿元).....	7
图 21: 仓储面积情况.....	7
图 22: 公司固定资产占比情况.....	8
图 23: 公司固定资产账面价值 (单位: 亿元).....	8
图 24: 公司资本开支情况.....	8
图 25: 2015-2025 年中国物流支出情况 (万亿元).....	9
图 26: 中美社会物流费用占 GDP 比重.....	9
图 27: 各运输模式货运量占比情况.....	9
图 28: 三大公路运输板块主要特征.....	10
图 29: 运输行业市场规模情况 (单位: 万亿元).....	10
图 30: 全国零担快运网络在中国零担市场的合计市场份额 (以终端客户支出计).....	11
图 31: 2021 年上半年顺丰固定资产构成情况.....	13
图 32: 2020 年安能固定资产构成情况.....	13
图 33: 2020 年德邦固定资产构成情况.....	13
图 34: 德邦直营统一管理网络.....	14
图 35: 德邦科技发展历程.....	15
图 36: 德邦科技成果应用到实际.....	16

## 表 目 录

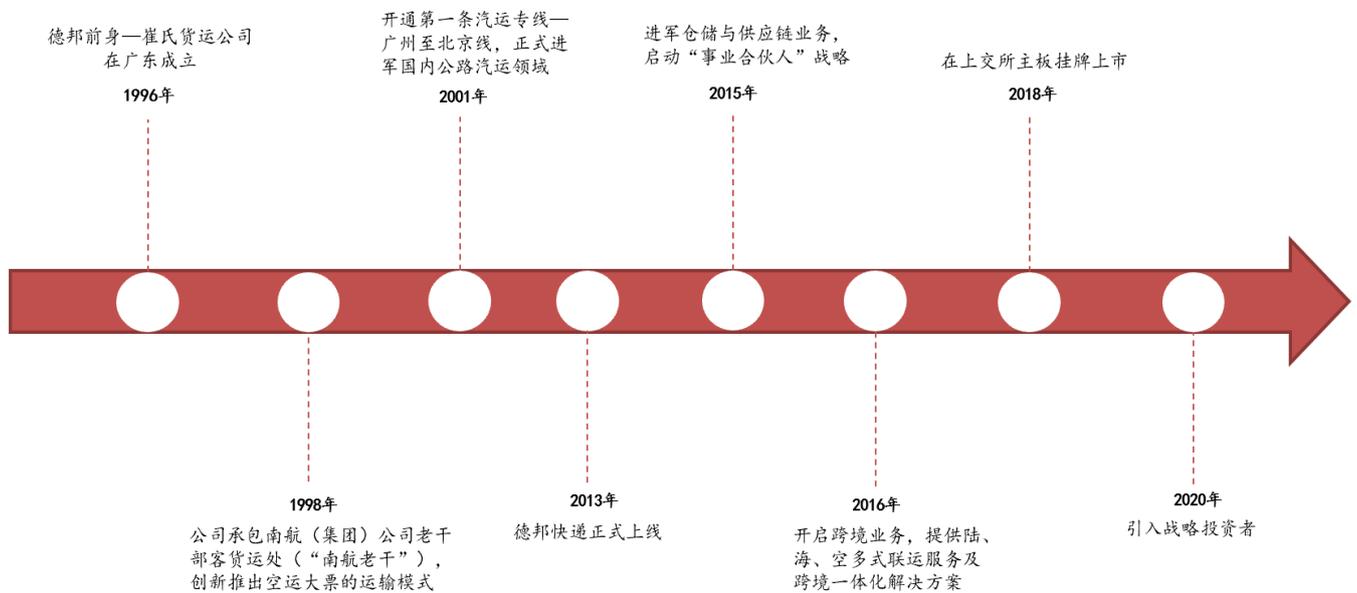
表 1: 公路快运行业的竞争特点 .....	11
表 2: 公路快运行业的竞争特点 .....	12
表 3: 主要快运业务公司融资及业务情况 .....	12
表 4: 德邦快递保证优质服务 .....	14
表 5: 分业务收入及毛利率 .....	16
表 6: 可比公司估值 .....	17
附表: 财务预测与估值 .....	18

# 1 聚焦细分产品领域，高端快运+大件快递业务并行

## 1.1 货运 25 年，引领大件快递

深耕货运 25 年，大件快递引领者。德邦股份是国内公路快运和快递行业的领军企业，在我国多个主要城市建立了超百个分拨中心。公司主要客户为工业及贸易企业，服务领域由快递、快运拓展至仓储供应链、航空货代等相关增值业务。公司前身为“崔氏货运公司”，由现任董事长崔维星于 1996 年创立，之后崔先生于 1998 年承包南航公司老干部客货运处，开启空运大票的运输模式。2001 年，公司开通广州至北京的第一条汽运专线，正式进军国内公路汽运领域。2013 年，德邦快递正式上线。2018 年，德邦快递在上交所主板挂牌上市，聚焦“大件市场”，成为首家通过 IPO 在国内主板上市的快运企业。2020 年引入韵达作为战略投资者，提升公司整体效益和长期竞争力。

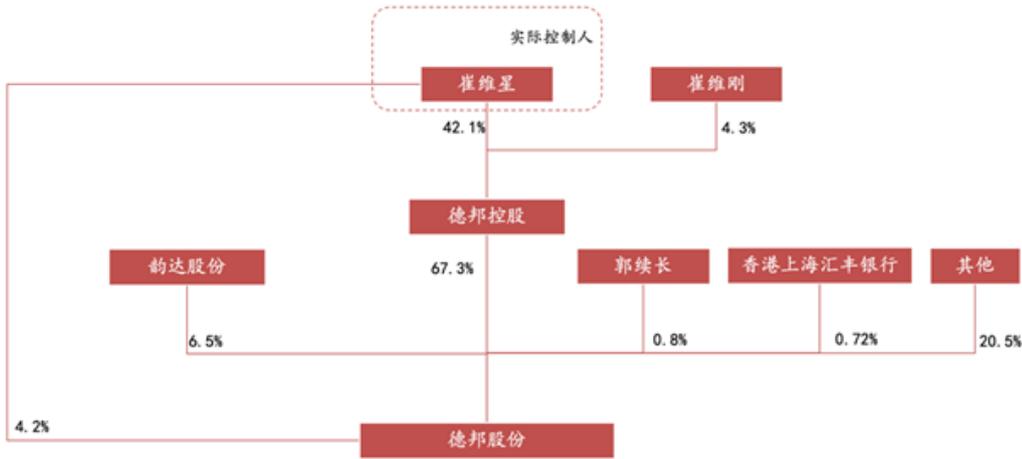
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构清晰，董事长兼 CEO 为实际控制人。2021 年初，德邦引入韵达股份作为战略投资这，股权占比达 6.5%；公司董事长兼 CEO 崔维星先生通过德邦控股间接及直接持股德邦股份总计 32.5% 的股份，为公司实际控制人。

图 2：公司股权结构



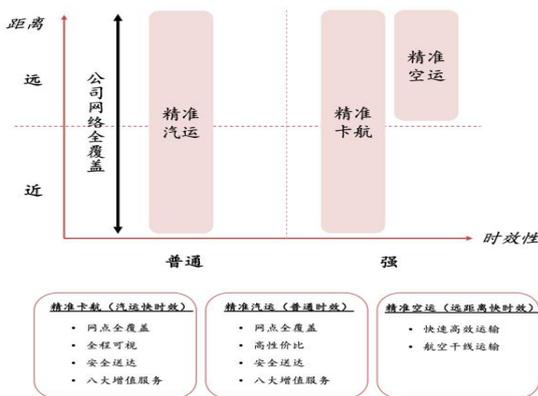
数据来源：Wind，西南证券整理

## 1.2 大件快递快运业务底盘，仓储跨境业务并进

公司主要业务包括公路快运（包括零担和整车业务）、快递业务和其他业务。

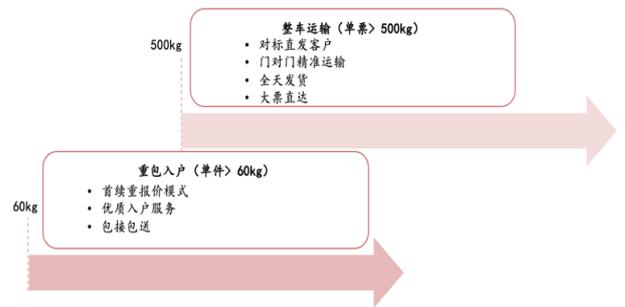
标准化快运业务时效分层，特殊快运业务完善产品线。标准化快运业务依据时效性和距离的不同分为精准卡航、精准汽运、精准空运三个标准化业务，其中精准卡航和精准汽运已实现公司运输网络范围内的全覆盖。特殊快运业务包括整车运输和重包入户，公司为单票重量大于 500kg 的直发客户提供门对门精准整车运输；2019 年，公司针对大件包裹寄送推出“重包入户”服务，为单件包裹超过 60kg 的客户 提供包接包送等优质入户寄送服务。快运业务从时效、距离以及服务三个方面进行产品分层，精细化产品分层助力德邦实现优质服务。

图 3：标准化快运业务



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：特殊快运业务



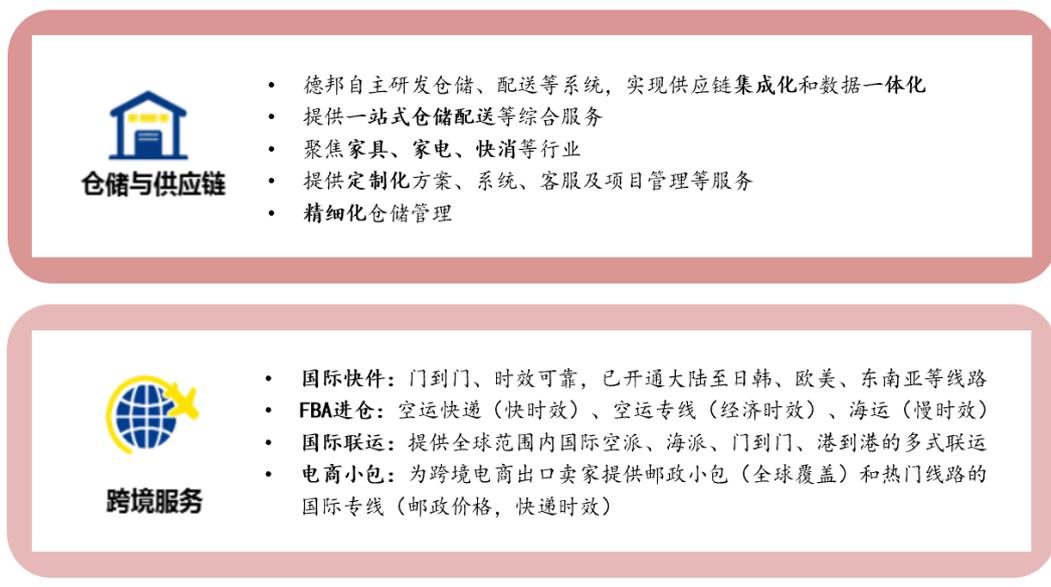
数据来源：公司公告，西南证券整理

快递业务根据单件重量分为大件快递和小件快递业务。大件快递的主要产品为公司于 2018 年升级后的“大件快递 3·60”服务，旨在为客户提供高质量的 3kg-60kg 大件快递服务。小件快递包括为价值高、时效性高产品提供的特准快件服务以及针对普通包裹提供的标准快件服务。

**图 5：公司快递业务**


数据来源：公司公告，西南证券整理

其他业务主要包括仓储供应链和国际货代业务。随着客户需求的变化和跨境电商的发展，公司不断开拓仓储和国际物流业务。截至 2020 年报告期末，德邦的仓储数量达到 132 个，总面积为 106.5 万平方米，同比增长 76.0%。随着国家一带一路战略的推进，德邦的国际物流线路已增加至 127 条，连接大陆至日韩、欧美、东南亚、台湾、香港等国家和地区，为客户提供全程跟踪的门到门物流服务。

**图 6：公司其他业务**


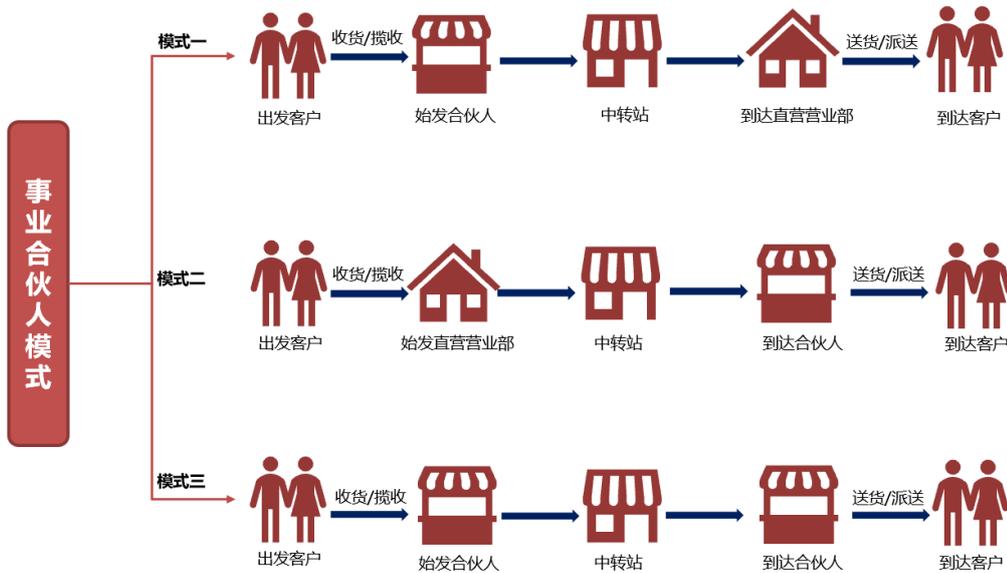
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 业务模式多样化，网络建设渐强

直营制是公司最基本的业务模式，“事业合伙人”模式扩大公司覆盖范围。直营制模式下，公司对各网点、转运场和运输路线进行统一布局，以统一标准管理和组织人力、物理、财力和运力，保证物流履约服务稳定高效运转。自 2008 年起，公司开始实施“直营+标准化”模式，按照统一标准进行直营网点的选址和管理，实现网点在全国范围内的快速高质量复制。为加强营业网点的覆盖度，德邦于 2015 年 9 月启动“事业合伙人”计划，主要针对网点覆

盖率较低的地区，通过吸收具备物流配送能力的个人或商户，与公司自营网点形成互补优势。合伙人自负盈亏，但接受与德邦自营网点一致的标准化管理。事业合伙人的业务模式主要由三种：合伙人收货/揽收，公司中转运输，公司直营网点送货/派送；公司直营网点收货/揽收，公司中转运输，合伙人送货/派送；合伙人收货/揽收，公司中转运输，合伙人送货/派送。合伙人的主要营业收入来源于出发提成和到达提成两部分，日常运营成本由合伙人自行承担，德邦会在日常经营中给予一定的人员和技术支持，实现合伙人于公司的共同成长。截至 2020 年报告期末，公司共有网点 30,415 个（包括直营网点 7,253 个），乡镇覆盖率达到 93.5%。公司事业合伙人一级网点共 2624 个，全年营收占比为 2.73%。

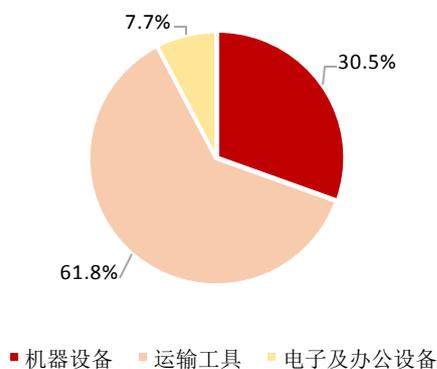
图 7：事业合伙人业务模式



数据来源：招股书，西南证券整理

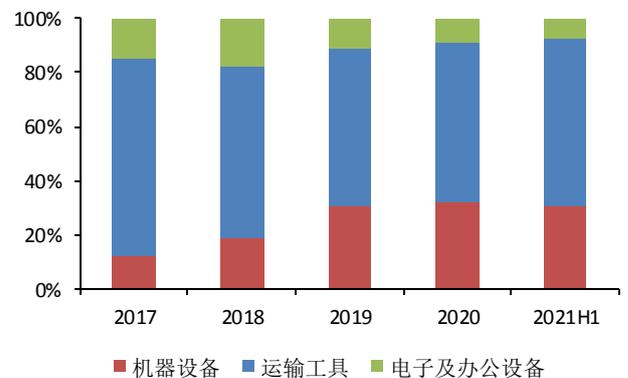
**自有运力不断提高，注重运输资产建设。**基于不断精进的车队管理能力，公司自有运力的成本低于外请运力成本，因此德邦不断优化运输体系，进一步提升自有车辆占比，降低运输成本。2020 年公司自有营运车辆超过 1.3 万辆，截至 2021H1 运输工具的期末账面价值为 21.5 亿元，占比 61.8%，公司不断加入对自有运力的投入，占比逐期提升。

图 8：2021H1 年固定资产占比情况



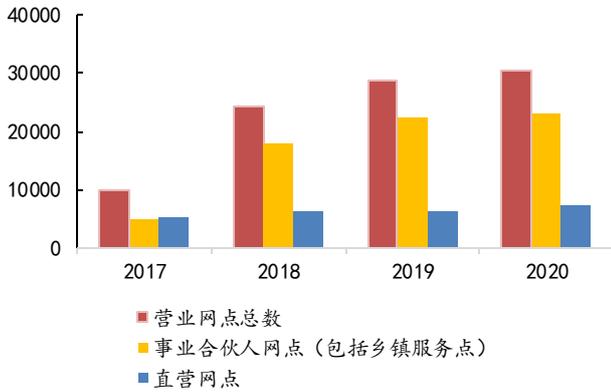
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：固定资产账面价值占比情况

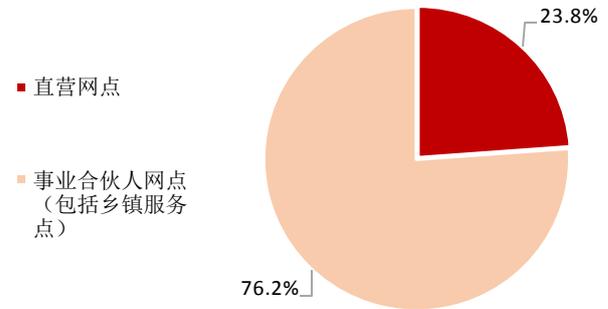


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司服务网点覆盖率不断提高。2018年7月推出乡镇服务点，由事业合伙人进行管理，大大提高乡镇偏远地区的服务网络覆盖率。2020年公司营业网点总数超过3万个，其中直营网点7253个(占比23.8%)，事业合伙人网点(包括乡镇服务点)23162个(占比76.2%)。

**图 10：公司营业网点数量情况（单位：个）**


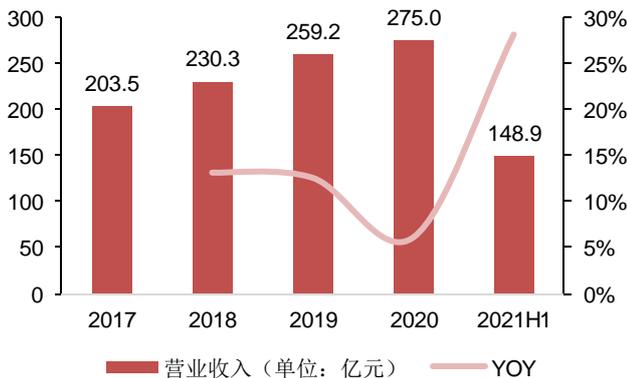
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：公司营业网点占比情况**


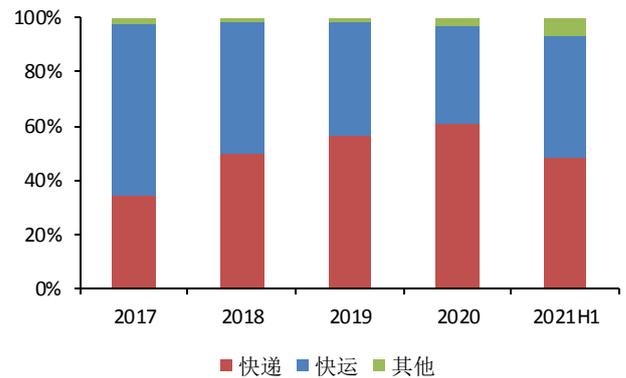
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.4 大件快递主要增长，成本管控措施加强

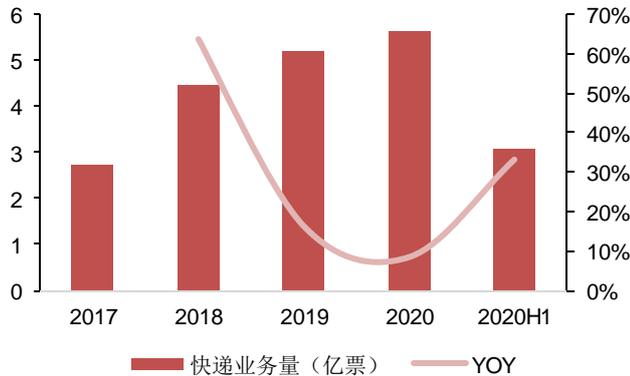
主力军业务保持高收入贡献率，萌芽新业务显现良好发展态势。德邦物流 2020 年实现总营收 275.0 亿元，同比增长 6.1%，其中快递、快运业务占比最高，分别 60.6%和 36.5%。2021H1 实现营收 148.9 亿元，同比增长 28.2%；其他业务（仓储和供应链）仍处在业务验证与产品创新阶段，占比较小但发展前景良好。快递业务占比持续增加，现已赶超快运业务成为公司收入贡献最大的业务模式。2020 年公司实现快递件量 5.6 亿票，同比上升 8.5%，票均单价 29.5 元/票，同比上升 4.7%，由于公司快递业务主攻大件快递方向，单票价格受重量影响大，同时公司采用子母件的形式，票均重量及单票价格相对于普通小件包裹高。

**图 12：公司营业收入情况**


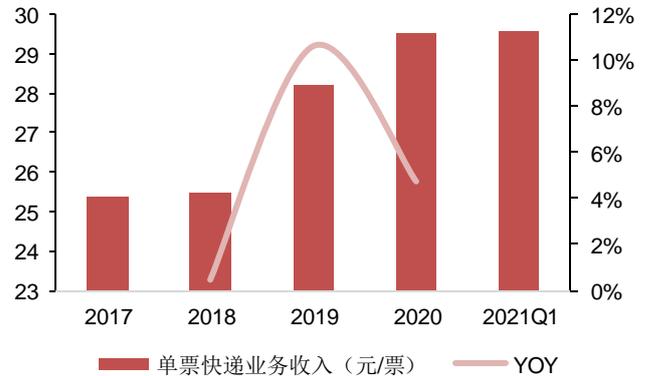
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 13：公司主营业务分产品收入占比情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

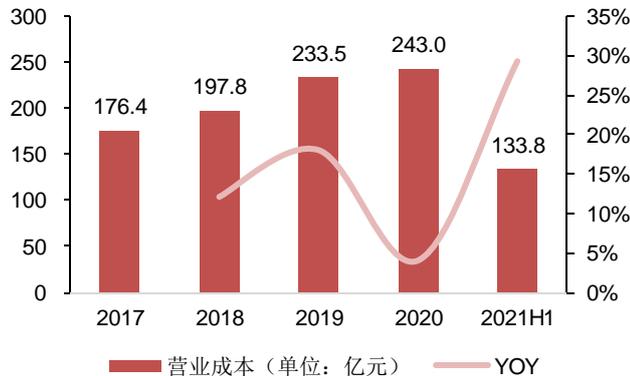
**图 14: 快递业务量情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 15: 快递业务单票情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**营业成本增速匹配营收增速。**2020年公司营业成本为243.0亿,同比增长4.1%,快递业务占比61.7%,快运业务占比达35.3%;2021H1营业成本为113.8亿元,同比增加29.3%。伴随业务量的提升,人工、运输等成本增加导致总营业成本增加,增速基本匹配营业收入增速。公司的成本管控主要集中在末端和运输环节,通过提高收派效率、提高自用运力的占比以降低运输成本和末端人力成本。

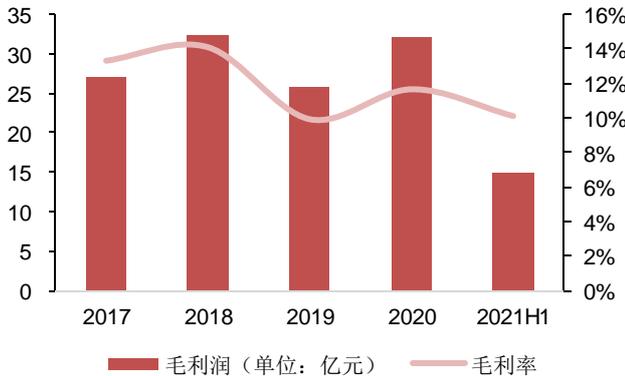
**图 16: 公司营业成本情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

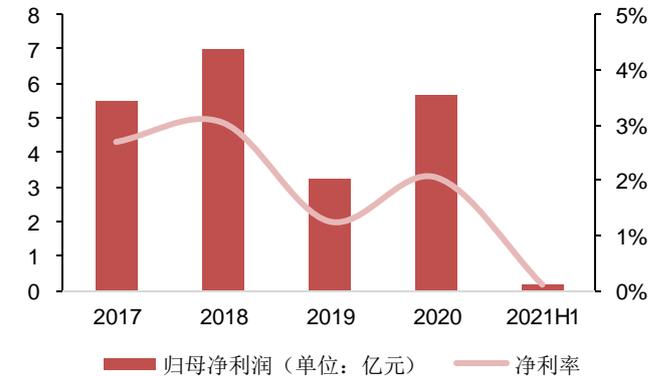
**图 17: 公司主营业务分产品成本占比情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**短期成本压力上行带来利润波动,长期看盈利情况逐步改善。**从盈利变化情况看,2019年德邦加大快递业务全方位资源投入叠加快递、快运合网运输,导致短期营业成本压力上行、毛利率下滑(-4.2pp)。2020年公司盈利回升,实现毛利润32.1亿(+24.6%),毛利率11.7%(+1.8pp),归母净利5.7亿,净利率2.1%,从长期看资源投入有助于提升公司竞争力,促进快递业务的可持续发展。2021H1实现毛利润15.1亿元(+18.6%),毛利率为10.1%,归母净利0.2亿,净利率0.1%。

**图 18: 公司毛利润/毛利率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

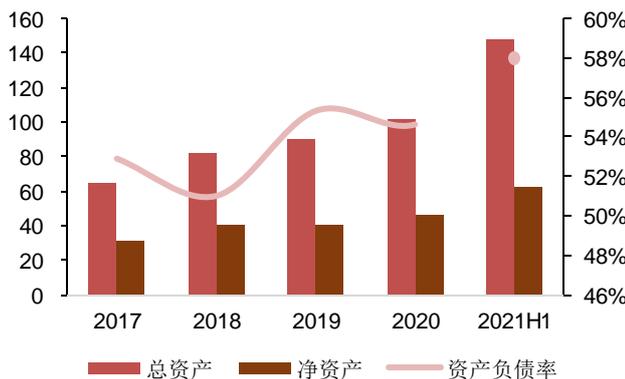
**图 19: 公司净利润/净利率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 1.5 布局业务网络，资本开支逐渐增多

公司 2020 年总资产为 101.9 亿元 (+12.3%)，归属上市股东的净资产为 46.2 亿元 (+14.0%)。2021H1 总资产为 125.2 亿元 (+36.6%)，归属上市股东的净资产为 52.5 亿元 (+32.5%)。

**仓储设施、跨境线路及自动化分拣设备投入增多。**仓储业务尚处于萌芽阶段但未来发展态势良好。德邦股份拥有仓储面积持续增加，2020 年仓储数量为 132 个，总面积达 106.5 万平方米。随着供应链等跨境业务的开展，公司已开通 127 条跨境线路，其他线路正逐步开通中。公司不断完善运输网络布局，建立位于关键节点的分拨中心。2020 年公司拥有分拨中心 140 个，总面积 215 万平方米，通过自主研发的自动化分拣设备逐步投入使用，提高分拣产能 53.1%。

**图 20: 公司资产情况 (单位: 亿元)**


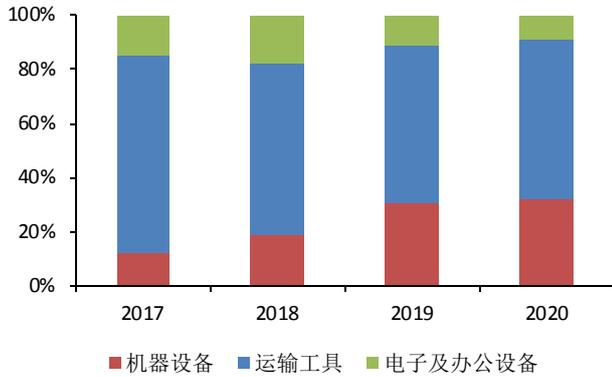
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 21: 仓储面积情况**

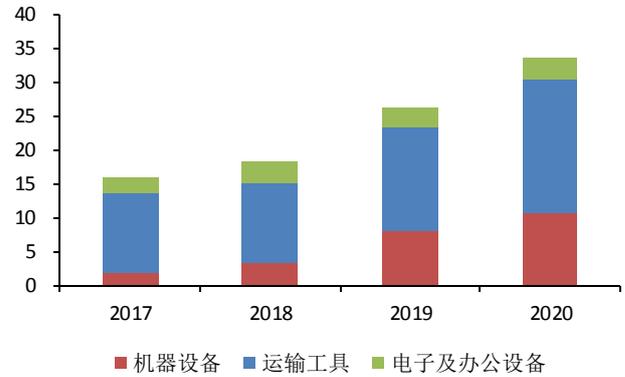

数据来源: Wind, 西南证券整理

**运输工具是公司主要的产能建设投入，资本开支逐年增多。**公司主要固定资产为运输工具，另外包括机器设备、电子及办公设备投入。德邦股份对固定资产投入逐年增加，截至 2020 年报告期末，固定资产账面价值为 33.7 亿，其中运输工具占比最大 (58.8%) 且呈稳定上升趋势。另外，机器设备期末价值及占比有明显上升，主要原因是公司不断加强分拣设备的改

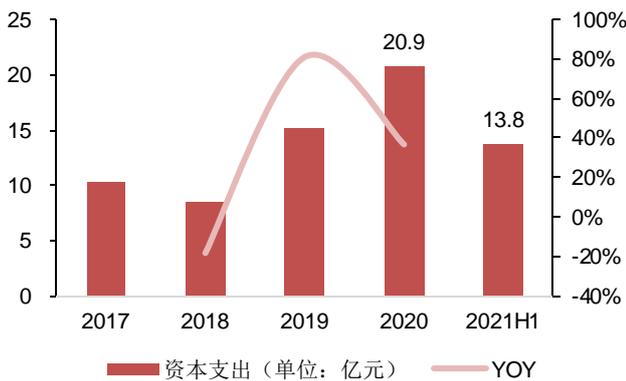
造升级和自动化设备的投入使用，以降低了货物破损率，提高场内流通效率。此外，公司资本开支呈上升态势，固定资产投资额逐年增加。2020年资本支出20.9亿元，同比增加36.7%，2021年H1资本支出13.8亿。

**图 22：公司固定资产占比情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 23：公司固定资产账面价值（单位：亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

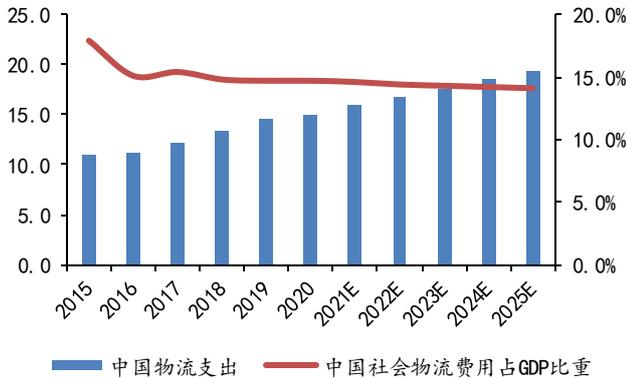
**图 24：公司资本开支情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

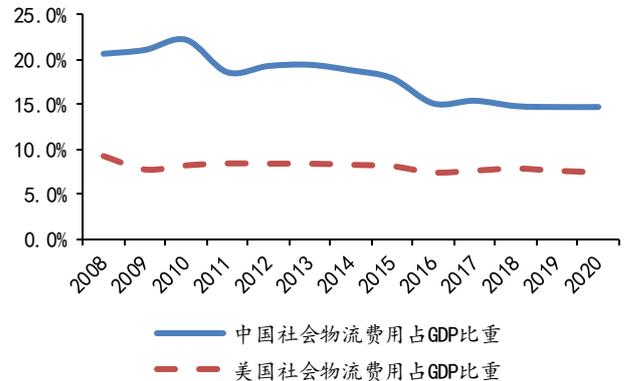
## 2 需求场景不断迭代升级，行业供给端竞争持续激烈

### 2.1 物流行业空间大，公路货运预期高

中国物流市场规模大，物流效率存在提升空间。2020年全国物流支出达14.9万亿元，占GDP比重达到14.7%，相较于美国的7.5%，我国物流效率仍具备优化空间，这就为物流服务供应商通过一体化供应链服务提高物流效率提供了机会。灼识咨询预计到2025年，我国物流支出为19.3万亿元，占总GDP比重将下降至14.1%。

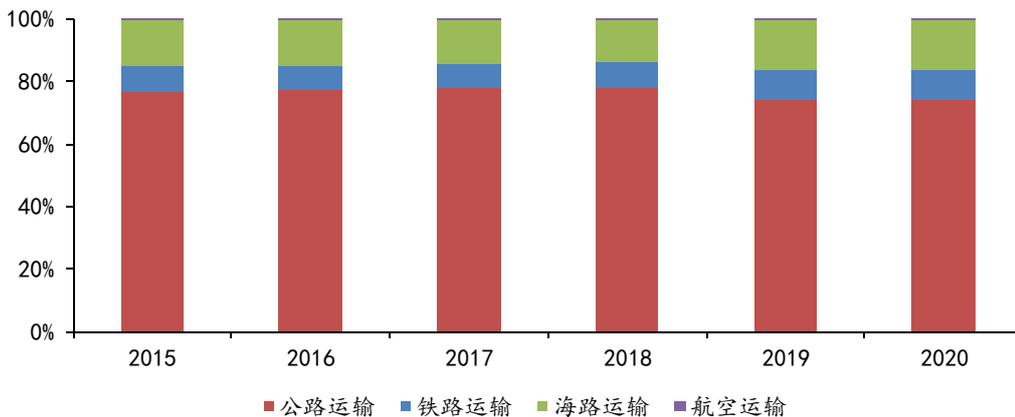
**图 25：2015-2025 年中国物流支出情况（万亿元）**


数据来源：灼识咨询，公司公告，西南证券整理

**图 26：中美社会物流费用占 GDP 比重**


数据来源：Choice, statista, 西南证券整理

我国物流市场规模高，公路运输货运量占比大。2020 年物流业市场规模达到 14.9 亿元，占 GDP 总量的 14.7%。其中运输行业 2020 年市场规模达到十二年来最高水平（7.8 亿元），占物流行业市场规模的 50% 以上。公路运输是中国运输业的重要组成部分，5 年以来在全国货运总量占比始终保持在 70% 以上。

**图 27：各运输模式货运量占比情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

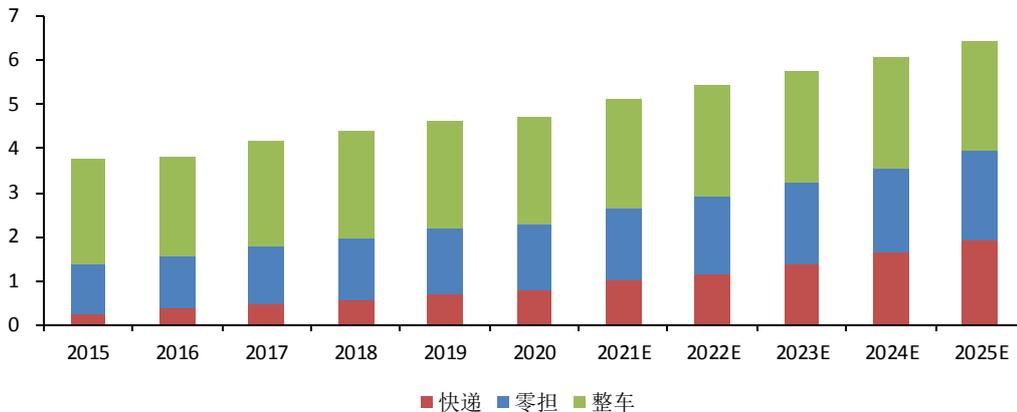
公路运输业务根据单票重量大小可以分为快递、零担和整车三大板块。快递主要针对 2C 的重量小于 10kg 的小件包裹，依托电商的快速发展，其行业整合趋势明显，市场高度集中。整车业务是指专门运输一整车的一票货物，重量通常大于 3000kg；整车行业的市场极为分散，随着 2014 年以来整车车货匹配平台的发展，行业发展逐渐稳定，集中度有所提升。相比之下，零担业务在运输商更加灵活，可运输重量在 10kg 到 3000kg 之间的货物或多批货物。零担快运主要满足工业制造、商贸流通的 B2B 货运需求。与整车行业相比，零担行业的门到门能力、网络效应更突出；与快递行业相比，零担行业的市场规模大、市场集中度小、终端客户多元化。

图 28：三大公路运输板块主要特征

	定义	终端客户及行业概况	市场集中度	运营效率
快递	<ul style="list-style-type: none"> <li>快速投递客户的小件包裹</li> <li>重量通常&lt;10kg</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要为电商商户</li> <li>业务邮件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>集中</li> <li>按货运量计算，前六大网络所占市场份额为80.4%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>快递包裹配送网络高度标准化和高效化</li> </ul>
零担	<ul style="list-style-type: none"> <li>运输相对较小的货物或通过多批货物拼装而成的大件包裹</li> <li>重量通常为10kg-3000kg</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多元化：包括商户、制造商、分销商及零售商</li> <li>一般货物</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>分散</li> <li>全国零担快运网络正加速市场整合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>零担快运网络快速提升标准化及高效化</li> </ul>
整车	<ul style="list-style-type: none"> <li>一整车专门运输一票货物</li> <li>重量通常&gt;3000kg</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要为制造商和分销商</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>极为分散</li> <li>按货运量计算，前六大车队运营商所占市场份额不足0.01%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在提升标准化及高效化方面潜能巨大</li> </ul>

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 29：运输行业市场规模情况（单位：万亿元）



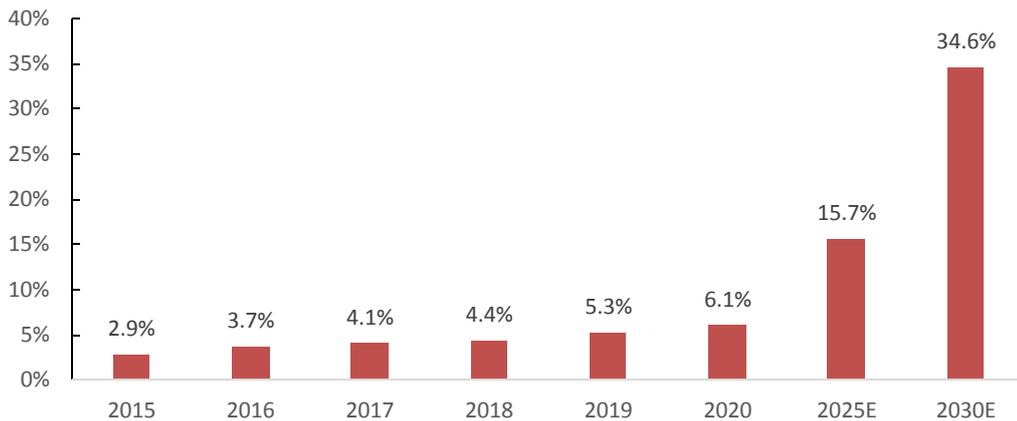
数据来源：国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询，西南证券整理

**B2B 供应链升级对综合及时的零担服务的大量需求。**国内电商市场的蓬勃发展带动了一大批中小型电商商家的发展，面对电商平台库存需求量的增长和复杂程度的日益提高，中小型电商采用一体化供应链物流解决方案并不经济，因此更多的电商商家转向服务专业高效第三方零担货运平台寻求货运物流解决方案。另外，传统的制造商逐步向 C2M 的柔性化生产模式转变，该模式具有生产小批量化、制造周期短及高频次等特点，这进一步推动灵活多变的零担市场的发展。

**B2C 大件电商深入渗透消费市场。**随着消费能力不断升级，B2C 大件电商（如白色家电、家具家居等）的市场份额将持续扩大。对于货物重量普遍超过 10kg 的大件快递，零担更能满足 B2C 电商商家的门对门运输配送需求。因此大件电商的持续渗透也将推动零担市场的持续增长。

根据艾瑞咨询 2020 年数据,零担业务市场规模 2015-2020 年复合年均增长率为 5.6%,预计未来五年复合年均增长率将增至 6.5%,零担市场未来发展态势健康、积极。并且预计全国零担快运网络的市场份额将持续稳步提升,以终端客户支出计,全国零担快运网络占中国零担市场总额的比重由 2015 年的 2.9%提升到 2020 年的 6.1%,预测未来将进一步提升至 2025 年的 15.7%及 2030 年的 34.6%。

图 30: 全国零担快运网络在中国零担市场的合计市场份额 (以终端客户支出计)



数据来源: 国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询, 西南证券整理

**需求场景不断迭代升级, 电商渗透率不断提升。**2020 年剔除不可电商化消费后电商渗透率提升至 31.1%,在电商企业不断寻求 GMV 增长的背景下,SKU 不断向更高公斤段拓展,消费者对快递服务的时效、品质要求也越来越高。

表 1: 公路快运行业的竞争特点

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
社会消费品零售总额 (百亿元)	2719.0	3009.3	3323.2	3662.6	3809.9	4116.5	3919.8
YOY (%)		10.7%	10.4%	10.2%	4.0%	8.0%	-4.8%
实物商品网上零售额 (百亿元)	246.4	324.2	419.4	548.1	702.0	852.4	975.9
YOY (%)		31.6%	29.4%	30.7%	28.1%	21.4%	14.5%
有效渗透率	11.3%	13.5%	15.8%	18.7%	23.0%	25.9%	31.1%

数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

## 2.2 快运行业整体竞争激烈, 以头部竞争为主

**快运业务整体竞争激烈。**我国公路快运行业总量发展迅速,逐渐形成高度市场化的商业格局。由于缺少业务经营资质的特殊限制,部分以快递业务为主营业务的企业也将其业务范围延伸至快运领域,加剧了市场竞争。

**表 2：公路快运行业的竞争特点**

竞争特点	描述
市场准入门槛较普通公路货运行业高	与普通公路货运相比,公路快运行业对运输和服务的要求较高,且需要一定的网络化基础。
市场集中度较普通货运行业高,但总体仍较分散	我国公路快运市场现有各类经营主体合计超过几十万家,但形成规模并有能力开展全球网络布局的企业较少。已占据一定市场份额的代表性企业有:德邦物流、安能物流等。
快递企业的逐步渗透加剧市场竞争格局	由于除直接向终端客户揽收及配送之外,快递业务与公路快运业务在货物流转环节基本一致,部分快递企业也通过其公路运输网络开展快运业务。

数据来源:公司公告,西南证券整理

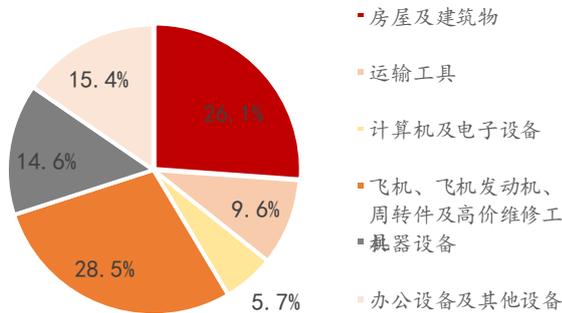
**国内公路快运以顺丰、德邦及安能等头部玩家竞争为主。**国内公路快运领域的头部玩家包括顺丰、安能、德邦物流和壹米滴答。其中顺丰和德邦为直营制,定价最高,主要服务高端小票;安能和壹米滴答为加盟制,主要服务平价小票。在资产建设上,顺丰固定资产类型最为多元,2021年上半年运输工具账面价值为21.9亿元,在固定资产总额中占比15.4%,仅次于飞机和房屋及建筑物。安能物流2020年末的固定资产账面价值中占比最大为汽车(91.6%),总价值达7.7亿元。同时期德邦物流拥有运输工具账面价值为19.8亿,在固定资产中占比最大(58.8%)。

**表 3：主要快运业务公司融资及业务情况**

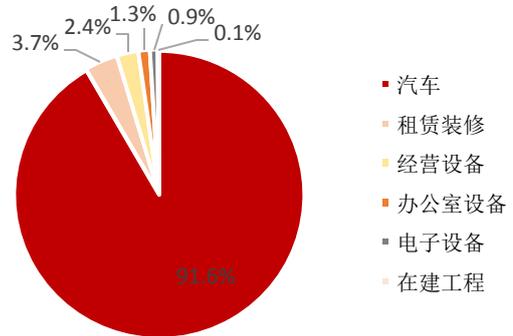
	融资情况	业务情况
顺丰	已于2016年上市	2021H1快运业务收入115亿(同比+50%);公司为推进四网融通、加速快运网络建设、加密干支线运力以提升陆运时效,导致公司快运业务分部亏损总额为5.08亿元。
壹米滴答	2020年完成D+轮融资,该项融资资金优先用于网络恢复、防疫、帮扶网点等核心工作的开展,保障全网平稳渡过疫情期。截至目前,壹米滴答已完成7轮融资,累计融资金额超过40亿元人民币。	截至2021年6月,壹米滴答网络覆盖全国31个省份。拥有近15000家网点、1200多条干线、1500多台车辆、100多个分拨中心、近150万平米操作面积,一二线城市覆盖率100%、区县级覆盖率96.7%,全国员工15000余名,是全国拥有干支线数量和货量均领先其他同行的零担物流网络平台。
安能	拟于港交所上市	截至2020年12月31日,安能在全国拥有近150家自营分拨中心、自营车队拥有4200多辆运输卡车及挂车,拥有29400多家货运合作商和代理商,快运网络覆盖中国约96%的县城和乡镇。为中国各行业和地区超过360多万客户提供服务,包括电商、制造商、批发商、零售商及个人等,2020年安能物流单日货量峰值突破51000吨位。
中通	2016年正式开始布局快运业务;2018年获红杉中国、鼎晖和云锋三家知名投资机构与中通快递联合投资,投资总额超过一亿美金。	截至2021年7月,公司拥有服务网点13000余家,分拨中心72个,自有运输车辆3200余台,日运力达45000吨。2019年7月,香港件开通、9月澳门件开通,标志着除台湾地区外,中通快运实现国内业务全开通;2020年3月,公司开通柬埔寨件派送业务,开启了国际件新征程;2021年6月5日,公司航空业务正式上线。

数据来源:公司公告,西南证券整理

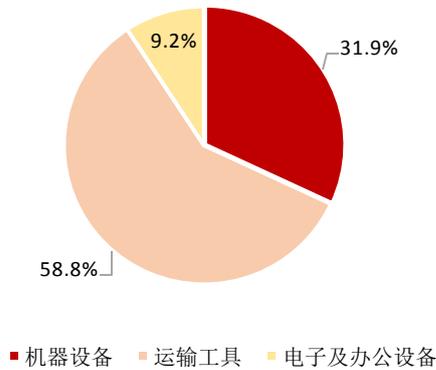
**产能建设集中在头部公司。**在运输网络上,顺丰凭借其强大的地面运输网络领先于同行企业,拥有数以万计的营业网点、自动化的中转行和四通八达的运输网络。安能物流截至2020年报告期末拥有分拨中心147个,2000多条省际直达线路联通10个核心枢纽和45个中转枢纽,自由运力增加至1500辆干线高运力卡车牵引车和2700多辆挂车。截至同期,德邦物流共有营业网点30415个,分拨中心140个,2216条干线线路和127条跨境网络组成不断扩大的综合性运输网络。壹米滴答截至2021年6月在全国范围内拥有15000家网点,1200多条干线,1500多台车辆,100多家分拨中心和近150万平方米操作面积。

**图 31：2021 年上半年顺丰固定资产构成情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 32：2020 年安能固定资产构成情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

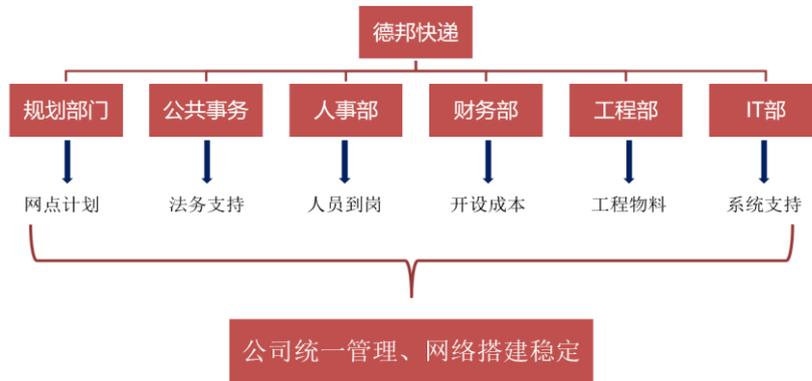
**图 33：2020 年德邦固定资产构成情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 3 稳步发展，降本增效

### 3.1 直营+合伙人模式，不断扩充运营网络

**直营制保证服务标准，“合伙人”延续优质基因。**公司始终坚持直营制业务模式，在整体层面对各部门进行管理和控制，按一定标准对各网点、转运场、运输线路进行布局，对人、财、物进行统一调度，保障网络搭建的资源充足。同时，总部对各区域进行统一管理和经营，在业务范围内对收、转、运、派各环节具有绝对控制力，为客户提供快速高效的标准化服务。2015 年 9 月正式开启的事业合伙人计划，作为公司直营网点的暂时性补充，接受德邦总部的直接管理，在扩大网络覆盖率的同时也保持了公司一贯的服务质量和水平。

**图 34：德邦直营统一管理网络**


数据来源：Wind，西南证券整理

### 3.2 大件快递+高端快运，切入快递快运行业细分领域

大件快递开创者，业务量稳步增长。随着我国电商平台的爆发式发展和居民消费水平的提高，以家电、家具、运动器材、卫浴为代表的大件电商逐渐渗透入消费领域。大件快递对于运输服务和质量水平提出了更高的要求。德邦深耕零担快运行业，对于大件快递物流有着先天基因优势，积累了丰富的大件配送经验。德邦聚焦 3-60 公斤段快递业务，提出“大件快递”概念，研发出针对大件快递收、转、运、派各环节业务的一系列科技产品，不断完善大件快递的配称体系，提高快递运输服务和水平。

**表 4：德邦快递保证优质服务**

服务特点	举措	指标
货物破损量持续下降	应用智慧末端、智慧网站，加强基础管理。例如：推广使用特色包装物、缓冲物；门店违规装卸车监控；分拣设备优化；不上机品类研究推广；提升打木架质量等。	2021H1，零担破损量同比下降 7.0%，快递破损率同比下降 8.3%，10kg 以上破损率处于行业较低水平。
菜鸟指数服务项排名居于领先地位	强化“以客户为中心”的服务理念，不断提升员工服务能力，提高客户满意度。	2021H1，在行业 11 家主要快递公司中，德邦在菜鸟服务项排名连续 6 个月第一，综合排名稳居前 3。
科技助力优质服务体验	代表性智能服务包括：智能语音应答技术、7*24 小时不间断自主在线服务、APP 理赔自主申请渠道开通等	2021H1，智能语音分流业务量达 56%；微信、APP 等理赔自主申请渠道使用率 15.3%；德邦申诉处理工作综合指数排名第 4（22 家主要快递企业中）。

数据来源：公司公告，西南证券整理

高端快运引领者，营收居行业前列。德邦于 2001 年开始汽运业务并率先推出“卡车航班”这一零担精准产品，将“空运速度”与“汽运价格”的优势相结合，叠加其全国性的直营网络保障产品、服务高标准化，公司迅速占领零担物流中高端市场。目前，德邦已打造“精准卡航”、“精准空运”、“精准汽运”等多个标准化快运产品，满足客户高品质、快时效的服务要求。2021 年上半年，公司取得快运收入 52.8 亿元，同比增长 18.8%。

**综合业务探索者，提供综合性物流选择。**2015年10月，德邦在业务量较大地区开展仓储供应链服务，为客户提供一体化物流解决方案。通过自主研发的CPS、DPC、WMS、TMS等信息管理系统，并依托全国性物流网络及大件能力，公司实现了企业供应链系统的集成及数据交换，为客户提供更优质的服务体验。截至2021年上半年，德邦在全国共有140个仓库，总面积101.0万平方米。仓储服务上半年实现营收4.41亿元，同比增长40.68%。2016年5月跨境业务正式上线，产品包括国际快件、FBA进仓、国际联运电商小包和全程多种增值服务。截至2021年上半年，目前德邦已开通大陆至日韩、欧美、东南亚等国家的127条精品线路，覆盖60多个国家和地区。

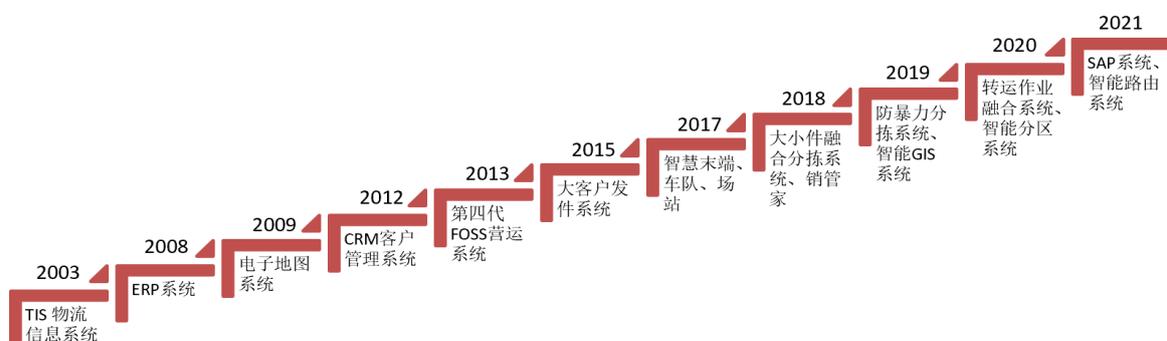
### 3.3 多样化薪酬福利体系助力人才培养建设

德邦视人才为首要资源，建立起良好的人才培养体系。在员工招聘方面，公司自2005年启动校园招聘试点，截至2021年上半年共招聘13,768名本科生、1,865名硕士及博士研究生，目前公司自由员工中本科及以上学历者占比约29.53%，大专及以上学历者占比约53.27%。员工素质不断加强，推动公司对外服务质量的提升。**管理+专业双晋升通道，培育研究+业务复合型人才。**公司鼓励管理人员、专业职能人员赴一线学习，截至2021H1已有累计203名管理人员在一线进行不低于6个月的学习，共计279名员工报名参加。**德邦大学提供人才培养源动力，线上+线下满足多样学习要求。**德邦大学构建起公司的培训规划和培训标准，2021年上半年授课时长达3万小时，共计约10万人从参加培训。另外，德邦大学围绕“邦帮帮”和“牛人大讲堂”平台积极推出线上课程，满足学员多样化需求。截至2021H1，“邦帮帮”平台日活跃度达97.62%，“牛人大讲堂”共推出141期直播课程，总观看量达43,700余人次。**薪酬结构全面多样，助力员工积极性。**德邦的薪酬结构的主要组成包括：固定收入、浮动奖金、津贴补贴、长期激励及特色福利。另外，公司将员工报酬与股权挂钩，目前已实施两期员工持股计划，充分调动员工积极性。德邦还为员工提供多种人性化的福利，如“亲情1+1”、中秋寄情、家庭全程无忧等，提升了员工的工作幸福感。

### 3.4 科技稳步发展，驱动降本增效

随着新技术的快速发展，物流行业逐渐由人力密集型转向科技密集型产业。德邦致力于建设前瞻性的信息平台以促进服务的持续优化，并使科技成为公司的核心竞争力之一。

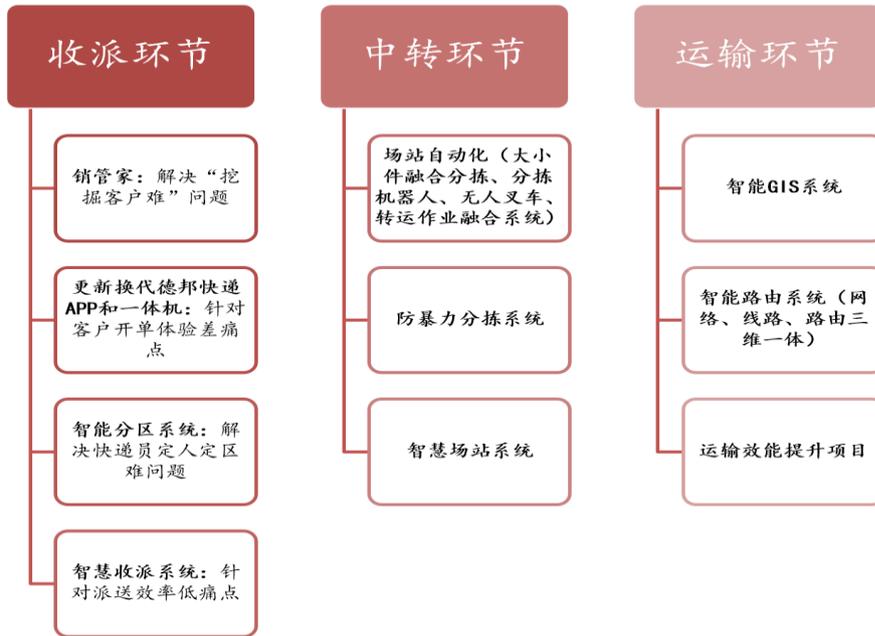
图 35：德邦科技发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

德邦科技先后与 100 多家外部优秀企业合作,开展了 140 多个项目,合作公司包括华为、科大讯飞、思爱普等知名科技企业,2016 年以来科技投入均超过营业收入的 1.5%。

图 36: 德邦科技成果应用到实际



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 关于快递业务,我们预估下半年单票收入和单票成本同比增速将放缓,经测算,2021-2023 年快递业务收入增速分别为: 7.1%、5%、4%; 毛利率均为 10%。

假设 2: 关于快运业务,我们预估下半年单票收入和单票成本同比增速将放缓,经测算,2021-2023 年快运业务收入增速分别为: 3%、2%、1%; 毛利率分别为 14.5%、11%、10%。

假设 3: 2021-2023 年销售费用率: 2%、1.5%、1.5%; 2021-2023 年管理费用率: 8%、6%、5%。

基于以上假设,我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
快递业务	收入	16662.0	17845.0	18744.4	19499.8
	增速	13.6%	7.1%	5.0%	4.0%
	毛利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
快运业务	收入	10048.0	10349.4	10556.4	10662.0
	增速	-6.5%	3.0%	2.0%	1.0%
	毛利率	14.7%	14.5%	11.0%	10.0%
其他业务	收入	794.0	833.7	867.0	884.4
	增速	56.0%	5.0%	4.0%	2.0%
	毛利率	7.6%	4.0%	2.0%	2.0%
合计	收入	27503.45	29028.1	30167.9	31046.2
	增速	6.10%	5.5%	3.9%	2.9%
	毛利率	11.7%	11.4%	10.1%	9.8%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 290、302 和 311 亿元，毛利率分别为 11.4%、10.1% 及 9.8%，归母净利润分别为 2.3、5.2 和 7.1 亿元人民币。

## 4.2 相对估值

我们选取快递快运业中的 3 家主流公司，2023 年 3 家公司平均 PE 为 14.2 倍。行业仍然具有一定空间，伴随电商渗透率提升，电商公司需求大件 SKU 拓展，未来公司仍有一定发展前景，首次覆盖给予“持有”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002352.SZ	顺丰控股	59.2	1.1	1.1	1.6	2.2	60.0	53.0	36.2	26.8
002120.SZ	韵达股份	15.3	0.6	0.6	0.7	0.8	33.0	27.7	22.1	18.0
600233.SH	圆通速递	9.4	0.6	0.6	0.7	0.8	20.0	16.1	13.9	11.9
平均值							28.3	24.3	18.1	14.2
603056.SH	德邦股份	10.4	0.7	0.7	0.9	1.0	24.0	14.6	11.9	10.7

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

1) 包裹件量大幅放缓。受宏观经济景气程度、居民线上消费习惯影响，公司包裹件量大幅放缓，对公司整体盈利能力造成巨大影响。

2) 人工成本上升风险。公司处于劳动密集型产业中，因劳动保障政策、人口老龄化等原因带来的人力成本提升，若不能及时传导，会导致当期毛利率下滑。

3) 新业务培育风险。公司培育新业务，扩大客户群将涉及更多的财务及管理资源，可能会无法达到预期效果。同时存在现有网络及设施无法充分适应新业务或客户的可能性。

4) 电商竞争激化风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27503.45	29028.14	30167.87	31046.17	净利润	565.14	232.23	520.85	712.50
营业成本	24295.99	25709.63	27114.88	28012.31	折旧与摊销	1141.76	353.76	353.76	353.76
营业税金及附加	81.35	12.94	12.71	13.26	财务费用	97.63	109.14	109.82	87.40
销售费用	483.07	580.56	452.52	465.69	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	2186.06	2322.25	1810.07	1552.31	经营营运资本变动	259.09	197.30	2.84	16.18
财务费用	97.63	109.14	109.82	87.40	其他	-291.09	4.85	5.68	6.12
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1772.53</b>	<b>897.27</b>	<b>992.95</b>	<b>1175.95</b>
投资收益	59.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-781.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-10.00	-4.85	-5.68	-6.12	其他	-824.75	-4.85	-5.68	-6.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1606.66</b>	<b>-4.85</b>	<b>-5.68</b>	<b>-6.12</b>
<b>营业利润</b>	<b>713.24</b>	<b>288.79</b>	<b>662.18</b>	<b>909.08</b>	短期借款	7.40	209.58	-717.03	-661.80
其他非经营损益	22.93	11.82	13.43	14.48	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>736.18</b>	<b>300.60</b>	<b>675.62</b>	<b>923.56</b>	股权融资	19.78	614.00	0.00	0.00
所得税	171.04	68.37	154.77	211.07	支付股利	-28.59	-112.88	-46.45	-104.17
净利润	565.14	232.23	520.85	712.50	其他	-73.33	-87.72	-109.82	-87.40
少数股东损益	0.76	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-74.74</b>	<b>622.98</b>	<b>-873.30</b>	<b>-853.37</b>
归属母公司股东净利润	564.38	232.23	520.85	712.50	<b>现金流量净额</b>	<b>92.14</b>	<b>1515.40</b>	<b>113.97</b>	<b>316.47</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1387.41	2902.81	3016.79	3333.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2608.24	2585.10	2722.14	2818.22	销售收入增长率	6.10%	5.54%	3.93%	2.91%
存货	19.20	22.17	22.96	23.60	营业利润增长率	72.11%	-59.51%	129.30%	37.29%
其他流动资产	1281.72	1344.46	1391.36	1427.50	净利润增长率	74.62%	-58.91%	124.28%	36.80%
长期股权投资	182.28	182.28	182.28	182.28	EBITDA 增长率	31.11%	-61.50%	49.77%	19.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3390.62	3091.90	2793.19	2494.48	毛利率	11.66%	11.43%	10.12%	9.77%
无形资产和开发支出	136.10	115.66	95.22	74.78	三费率	10.06%	10.38%	7.86%	6.78%
其他非流动资产	1185.70	1151.09	1116.47	1081.86	净利率	2.05%	0.80%	1.73%	2.29%
<b>资产总计</b>	<b>10191.26</b>	<b>11395.47</b>	<b>11340.42</b>	<b>11435.98</b>	ROE	12.22%	4.32%	8.90%	11.03%
短期借款	1169.25	1378.83	661.80	0.00	ROA	5.55%	2.04%	4.59%	6.23%
应付和预收款项	3557.51	3850.25	4018.97	4155.97	ROIC	11.01%	5.30%	10.79%	14.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.10%	2.59%	3.73%	4.35%
其他负债	840.68	787.80	806.66	818.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5567.44</b>	<b>6016.88</b>	<b>5487.43</b>	<b>4974.66</b>	总资产周转率	2.85	2.69	2.65	2.73
股本	960.00	1026.96	1026.96	1026.96	固定资产周转率	9.14	9.00	10.31	11.82
资本公积	336.90	883.94	883.94	883.94	应收账款周转率	15.31	15.21	15.65	15.40
留存收益	3433.84	3553.20	4027.60	4635.92	存货周转率	1198.41	1243.14	1201.69	1203.21
归属母公司股东权益	4624.18	5378.95	5853.36	6461.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.28%	—	—	—
少数股东权益	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4623.82</b>	<b>5378.59</b>	<b>5852.99</b>	<b>6461.32</b>	资产负债率	54.63%	52.80%	48.39%	43.50%
负债和股东权益合计	10191.26	11395.47	11340.42	11435.98	带息债务/总负债	21.00%	22.92%	12.06%	0.00%
					流动比率	1.03	1.23	1.42	1.68
					速动比率	1.03	1.23	1.41	1.67
					股利支付率	5.07%	48.61%	8.92%	14.62%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.55	0.23	0.51	0.69
					每股净资产	4.50	5.24	5.70	6.29
					每股经营现金	1.73	0.87	0.97	1.15
					每股股利	0.03	0.11	0.05	0.10
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1952.63	751.68	1125.77	1350.25					
PE	18.43	44.80	19.97	14.60					
PB	2.25	1.93	1.78	1.61					
PS	0.38	0.36	0.34	0.34					
EV/EBITDA	4.36	10.50	6.27	4.50					
股息率	0.27%	1.09%	0.45%	1.00%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn