

申通快递 (002468.SZ)

阿里入股，精细化管理迎来估值修复

阿里入股，老牌快递龙头精细化变革。申通快递品牌创立于1993年，是最早成立的快递公司之一，公司过往几年采取的是轻资产模式，在激烈的市场竞争中慢慢落后，随着公司改变以往战略加大资本开支力度，到2018年5月触底反弹，经营情况改善；阿里拟46.65亿元入股，公司将在物流科技、快递末端、新零售物流等领域进一步探索合作，老牌快递龙头迎来变革。

拼多多等电商发展驱动行业高增长。国家邮政局预计2019年快递业务量完成600亿件，同比增长20%；业务收入完成7150亿元，同比增长19%，拼多多等电商高速发展是主要驱动力。根据trustdata数据，三、四、五线城市移动互联网用户同比增速远远高于一、二线城市，其中最高的为四线城市同比增速高达61.1%。随着低线城市互联网用户高增长，由此带动拼多多的高速增长，2018年其GMV为4716亿元，同比增长233.99%，订单数为111亿件，同比增长158.14%，预计2019年仍将翻番。

对标中通快递，精细化管理降本增效。运输成本和中转成本下降空间比较大，是公司精细化管理，降本的主要方向。我们对比中通快递其领先主要得益于投入高运力甩挂车、路由线路优化以及自动分拣设备投入，我们认为申通可以复制其成功经验，进行精细化管理。1)公司于2018年收购了15家转运中心，自营率约为88%，转运中心收购已接近尾声。加大自动化设备投入降低成本是关键，中通配有120套自动分拣设备，而申通中通直营转运中心仅有30余套全自动分拣设备，仍有较大提升空间。2)相比于转运中心建设，运输环节降本的空间更大，我们分析了下中通车辆构成发现其高运力甩挂车的使用比例高，公司加大甩挂车辆投入，2018上半年共有13.5米以上大车1750辆，占全部车辆比例43.18%。

提高服务品质，增强竞争力。公司通过持续提升中转及运输效率，降低快递的三件率（延误率、遗失率、破损率），提高服务意识，公司有效申诉率由2018年1月的5.51下降至12月的0.13，位居主要快递企业第一名，满足大型电商客户服务品质的需求。

盈利预测：我们预测公司2019-2020年净利润24.02亿元、28.47亿元，同比增长17.5%、18.5%。我们认为申通快递基本面改善、管理效率提升，给予公司2019年目标价31.4元，对应20倍PE估值，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争导致的风险、拼多多等电商增长不及预期的风险、阿里巴巴入股失败、整合的风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,881	12,657	17,014	22,655	28,368
增长率 yoy (%)	583.0	28.1	34.4	33.1	25.2
归母净利润(百万元)	1,262	1,488	2,045	2,402	2,847
增长率 yoy (%)	32528.4	17.9	37.4	17.5	18.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.82	0.97	1.34	1.57	1.86
净资产收益率(%)	23.2	22.0	20.8	19.8	19.2
P/E(倍)	27.5	23.3	17.0	14.4	12.2
P/B(倍)	6.4	5.1	3.5	2.9	2.3

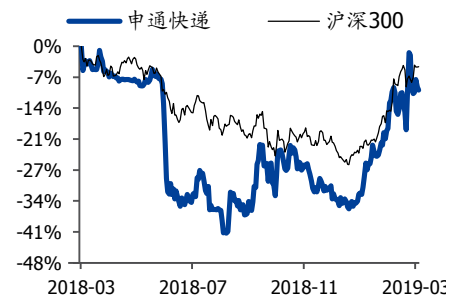
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	物流
最新收盘价	22.65
总市值(百万元)	34,672.67
总股本(百万股)	1,530.80
其中自由流通股(%)	21.67
30日日均成交量(百万股)	10.73

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

研究助理 郑树明

邮箱：zhengshuming@gszq.com

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,227	5,854	8,888	10,687	13,378
现金	3,863	3,244	5,643	7,060	9,104
应收账款	656	710	837	1,223	1,356
其他应收款	417	97	593	326	825
预付账款	64	123	128	207	213
存货	30	32	53	61	82
其他流动资产	1,198	1,648	1,633	1,810	1,798
非流动资产	1,737	2,955	3,829	4,781	5,596
长期投资	54	51	47	44	41
固定投资	687	1,295	2,123	3,000	3,689
无形资产	521	720	801	903	1,026
其他非流动资产	476	890	857	834	840
资产总计	7,964	8,809	12,717	15,467	18,973
流动负债	2,501	2,007	2,837	3,300	4,107
短期借款	200	5	5	5	5
应付账款	601	806	1,125	1,461	1,768
其他流动负债	1,700	1,196	1,707	1,835	2,334
非流动负债	21	26	34	39	39
长期借款	0	0	8	13	13
其他非流动负债	21	26	26	26	26
负债合计	2,522	2,033	2,871	3,339	4,146
少数股东权益	1	23	25	26	28
股本	422	422	1,531	1,531	1,531
资本公积	3,219	3,194	3,194	3,194	3,194
留存收益	1,788	3,123	4,480	6,112	8,428
归属母公司股东收益	5,442	6,753	9,822	12,102	14,800
负债和股东权益	7,964	8,809	12,717	15,467	18,973

现金流量表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,820	2,098	1,937	2,604	3,242
净利润	1,262	1,488	2,046	2,404	2,849
折旧摊销	180	231	244	362	464
财务费用	11	-86	-128	-163	-199
投资损失	-15	-32	-419	-80	-30
营运资金变动	386	316	193	81	159
其他经营现金流	-5	182	1	0	0
投资活动现金流	2,470	-2,372	-700	-1,234	-1,249
资本支出	766	1,215	877	955	818
长期投资	-375	-1,052	3	3	3
其他投资现金流	2,861	-2,209	181	-276	-427
筹资活动现金流	-555	-344	1,162	47	51
短期借款	-358	-195	0	0	0
长期借款	-4	0	8	5	-0
普通股增加	90	0	1,109	0	0
资本公积增加	2,957	-25	0	0	0
其他筹资现金流	-3,241	-124	45	42	51
现金净增加额	3,740	-619	2,400	1,417	2,044

利润表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,881	12,657	17,014	22,655	28,368
营业成本	7,919	10,322	14,165	18,966	23,685
营业税金及附加	22	45	56	75	94
营业费用	74	76	97	91	108
管理费用	244	311	422	510	635
财务费用	11	-86	-128	-163	-199
资产减值损失	-7	128	96	122	284
公允价值变动收益	0	0	-1	-0	-0
投资净收益	15	32	419	80	30
营业利润	1,632	1,894	2,724	3,134	3,791
营业外收入	71	116	80	110	80
营业外支出	13	21	57	30	62
利润总额	1,691	1,989	2,747	3,214	3,809
所得税	428	502	700	811	961
净利润	1,262	1,488	2,046	2,404	2,849
少数股东收益	1	-0	2	1	1
归属母公司净利润	1,262	1,488	2,045	2,402	2,847
EBITDA	1,767	2,123	2,858	3,386	4,031
EPS (元/股)	0.82	0.97	1.34	1.57	1.86

主要财务比率

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入 (%)	583.0	28.1	34.4	33.1	25.2
营业利润 (%)	19593.8	16.0	43.8	15.1	21.0
归属母公司净利润 (%)	32528.4	17.9	37.4	17.5	18.5
盈利能力					
毛利率 (%)	19.9	18.5	16.7	16.3	16.5
净利率 (%)	12.8	11.8	12.0	10.6	10.0
ROE (%)	23.2	22.0	20.8	19.8	19.2
ROIC	20.9	20.9	19.7	18.6	18.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.7	23.1	22.6	21.6	21.9
净负债比率 (%)	-67.3	-47.8	-57.2	-58.0	-61.2
流动比率	2.5	2.9	3.1	3.2	3.3
速动比率	2.5	2.9	3.1	3.2	3.2
营运能力					
总资产周转率	2.07	1.51	1.58	1.61	1.65
应收账款周转率	21.4	18.5	22.0	22.0	22.0
应付账款周转率	20.9	14.7	14.7	14.7	14.7
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.82	0.97	1.34	1.57	1.86
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.21	0.66	1.27	1.70	2.12
每股净资产 (最新摊薄)	3.55	4.41	6.42	7.91	9.67
估值指标 (倍)					
P/E	27.5	23.3	17.0	14.4	12.2
P/B	6.4	5.1	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	17.6	14.8	10.2	8.2	6.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、阿里入股，老牌快递龙头管理效率提升	5
1.1 快递龙头精细化变革	5
1.2 阿里入股，探索合作物流科技等领域	6
1.3 营收保持高速增长，费用控制显成效	7
二、拼多多等电商发展驱动行业高增长，市场集中度持续提升	8
2.1 拼多多等电商驱动行业高增长	8
2.2 公司处第一梯队，市场集中度持续提升	10
三、精细化管理降本增效，提高服务品质	11
3.1 加大资本开支，降低运输、中转成本	11
3.2 降低三件率，服务质量提升	16
3.3 全面推进末端网络管理	18
四、多元化产品融合发展	19
4.1 国际业务：提供专业的跨境电商供应链服务	19
4.2 冷链服务：覆盖华东核心城市	20
4.3 仓储产品：收购易物流，拓展仓配一体化	22
五、盈利预测与估值分析	23
5.1 分业务预测	23
5.2 估值分析	25
风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 2013-2018 年公司快递件数	6
图表 3: 2016-2018H1 公司业务构成	6
图表 4: 持股比例图	6
图表 5: 阿里巴巴入股公司后持股比例图	7
图表 6: 2016-2018 营业收入及增速	7
图表 7: 2016-2018 净利润及增速	7
图表 8: 2016-2018Q3 毛利率与净利润率	8
图表 9: 2016-2018Q3 费用率	8
图表 10: 全年社会消费品零售总额	8
图表 11: 全年实物商品网上零售额	8
图表 12: 拼多多用户中三四线城市居民占多	9
图表 13: 2017 年 12 月各地区移动互联网用户同比增速	9
图表 14: 拼多多 GMV 高速增长 (十亿元)	9
图表 15: 拼多多市场占有率 (按照快递件数测算)	9
图表 16: 全国快递业务量	9
图表 17: 全国快递业务收入	9
图表 18: 按业务量口径市场竞争格局	10
图表 19: 快递服务品牌集中度指数 CR8	10
图表 20: 2018H1 公司单票收入 (元)	11
图表 21: 2018H1 单票费用 (元)	11

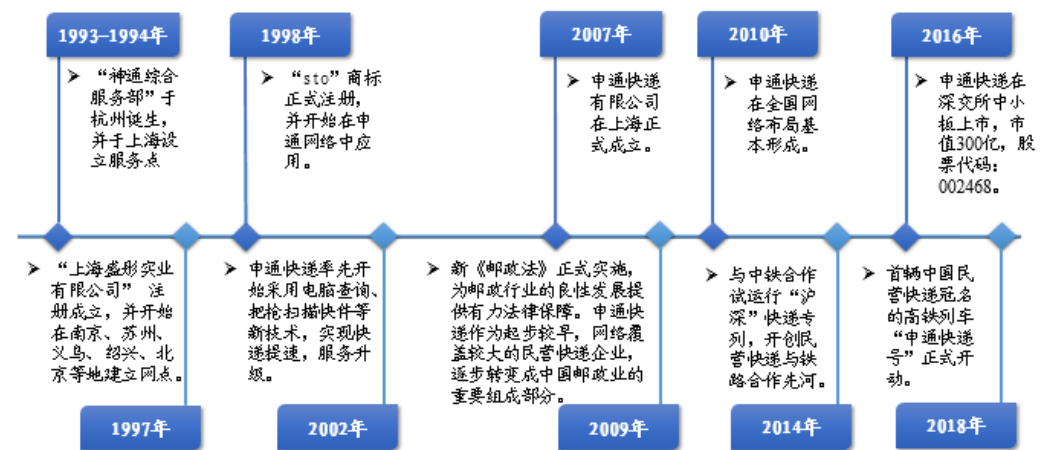
图表 22: 2018H1 公司各项成本构成 (扣除派费成本)	11
图表 23: 快递业务各环节	12
图表 24: 申通快递投资项目 (亿元)	12
图表 25: 申通快递购建固定资产、无形资产和其他长期资产 (百万元)	13
图表 26: 申通快递在建工程 (百万元)	13
图表 27: 申通快递单件运输成本 (元)	13
图表 28: 申通快递单件分拨成本 (元)	13
图表 29: 申通快递持续收购转运中心	14
图表 30: 申通快递自动分拣设备 (条)	15
图表 31: 申通快递分拣中心构成	15
图表 32: 申通车辆情况 (辆)	15
图表 33: 申通车辆情况 (辆)	15
图表 34: 9.6 米车和 13.5 米车运输成本测算	16
图表 35: 2018 年 12 月消费者对快递服务问题申诉情况统计表	16
图表 36: 2018 年主要快递企业有效申诉率 (快递企业每百万件业务量发生申诉问题的件数)	17
图表 37: 公司快递服务业务收入	17
图表 38: 公司快递业务量	17
图表 39: 申通快递单件运输成本和分拨成本	18
图表 40: 申通快递单件收入 (元)	18
图表 41: 公司网点、服务站及门店数量 (家)	18
图表 42: 全国四级行政单位覆盖率	18
图表 43: 申通快递国际网点	19
图表 44: 公司国际产品	20
图表 45: 公司海外业务收入	20
图表 46: 冷链服务操作产品	21
图表 47: 公司平均库存 SKU	21
图表 48: 公司日均入库量和出库量	21
图表 49: 冷链配送发货车次 (次)	22
图表 50: 配送区域占比	22
图表 51: 仓配一体化产品模式	22
图表 52: 申通仓配一体化能力	23
图表 53: 分业务收入预测 (百万元)	24
图表 54: 申通快递费用率预测	24
图表 55: 相对估值分析	25

一、阿里入股，老牌快递龙头管理效率提升

1.1 快递龙头精细化变革

中通快递品牌创立于1993年，是最早成立的快递公司之一，经过二十六年的持续发展，已经在全国范围内形成了完善、流畅的快递运营网络。2015年12月，艾迪西发布重大资产重组预告，2016年12月完成重组，中通快递借壳上市。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

经营模式：公司主要采用“中转直营、网点加盟”的经营模式，加盟模式有利于网络快速布局，总部负责网络建设、中转和运营相关业务，包括分拣、干线运输等，加盟网点负责收派件和支线运输。

公司主营业务为快递业务，新开拓业务为国际业务、仓储业务、冷链业务。

(1) 快递业务：产品分为三类，一是标准快递业务产品：汽运时效产品，包括限时递、当日递、次晨递、24小时件、48小时件等；航空时效产品，包括重点城市间24小时件；二是增值服务产品：推出承诺达、代收货款等；三是快递辅料产品，提供信封、文件袋、纸箱等快递包装物。

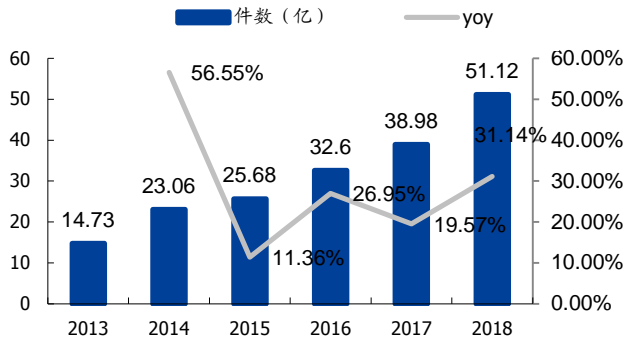
(2) 国际业务：目前主要有国际小包、国际邮政包裹、海外仓等业务，公司的国际业务服务地区已经覆盖美国、澳大利亚、俄罗斯、英国、日本、韩国等26个国家和地区。

(3) 仓储业务：公司仓储业务的主要服务对象为电子商务经营中有仓储、加工、配送需求的商家，其中包含但不限于电子商务中平台类企业、平台内运营商家、及独立B2C企业等。

(4) 冷链业务：公司主要提供冷藏、冷冻仓储并提供冷链当日配、次日配、隔日配等供应链服务，冷链成为公司重要的战略发展布局之一，2018年1月，公司全资孙公司上海申雪供应链管理有限公司已成为“上海市物流协会会员企业”。

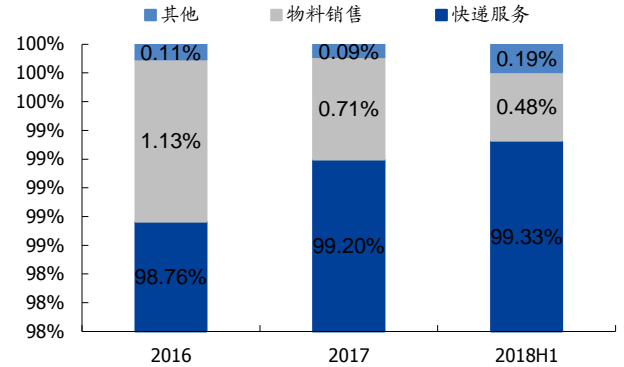
老牌快递龙头精细化变革运营改善。公司主营业务是快递服务，占比高达 99.33%，由于公司过往几年采取的是轻资产模式，在激烈的市场竞争中慢慢落后，随着公司改变以往战略加大资本开支力度，2018 年 5 月触底反弹，快递业务量迅速提升，高于行业增速 10% 以上。

图表 2: 2013-2018 年公司快递件数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 2016-2018H1 公司业务构成

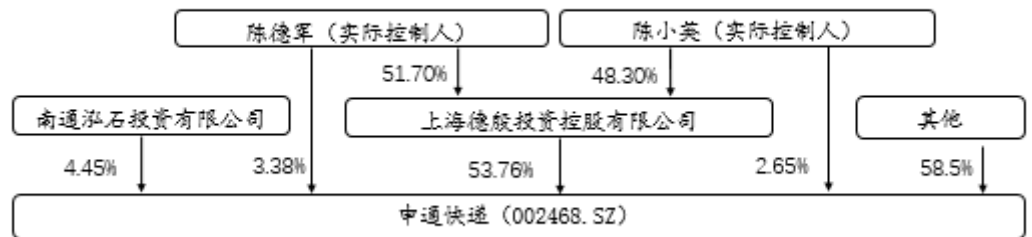


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 阿里入股, 探索合作物流科技等领域

截至 2018 年 9 月 30 日, 公司控股股东是上海德殷投资控股有限公司, 实际控制人为陈德军、陈小英, 合计持股 59.79%。

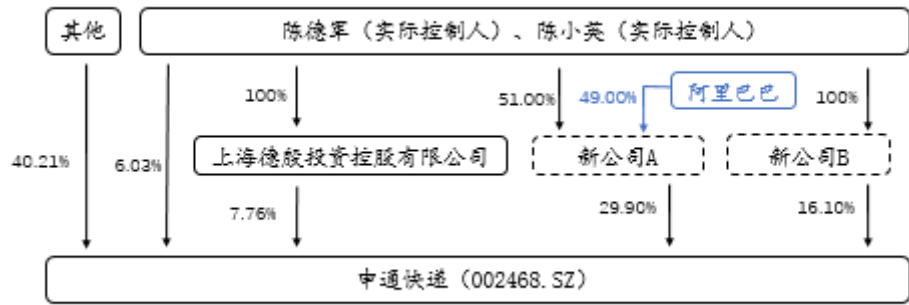
图表 4: 持股比例图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

阿里巴巴入股将持有公司 14.651%。2019 年 3 月 11 日, 公司公告阿里巴巴入股, 将持有上市公司 14.651% 的股权, 阿里巴巴为此支付的对价为人民币 46.65 亿元。本次交易完成后, 中通快递除继续在快递业务方面进行合作外, 还将与阿里巴巴在物流科技、快递末端、新零售物流等领域进一步探索合作。

图表 5: 阿里巴巴入股公司后持股比例图

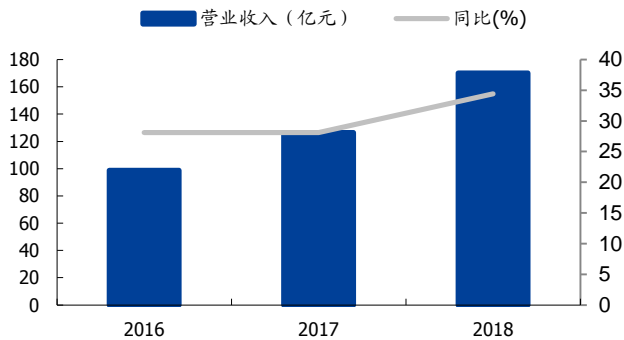


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 营收保持高速增长, 费用控制显成效

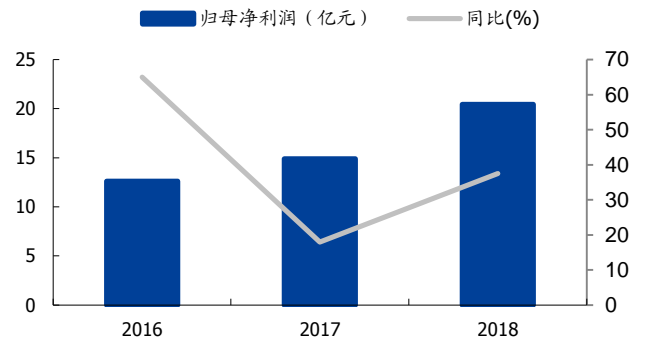
公司营业收入 2016-2018CAGR 31.22%, 归母净利润 2016-2018CAGR 27.3%, 2018 年营业收入为 170.14 亿元, 同比增长 34.42%, 归母净利润 20.45 亿元, 同比增长 37.46%。2018 前三季度公司毛利率达到 17.82%, 净利润率达到了 14.51%。管理费用率稳定, 销售费用率和财务费用率呈下降趋势, 费用率控制显成效, 使得公司净利润率水平提升。

图表 6: 2016-2018 营业收入及增速



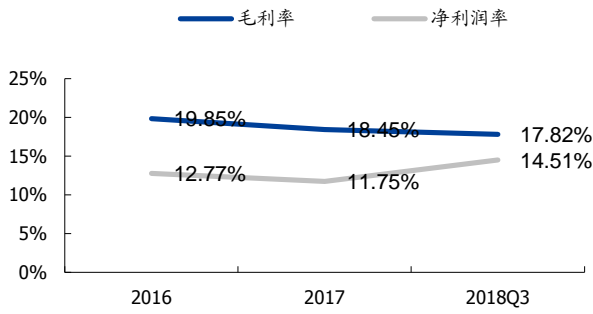
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2016-2018 净利润及增速



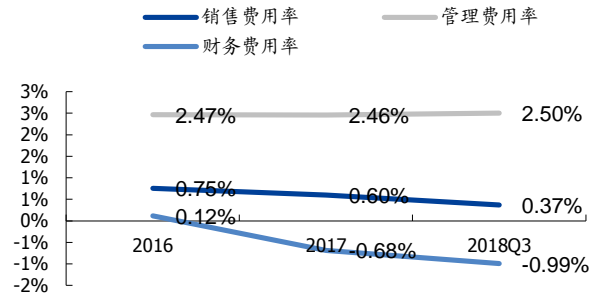
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2016-2018Q3 毛利率与净利润率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2016-2018Q3 费用率



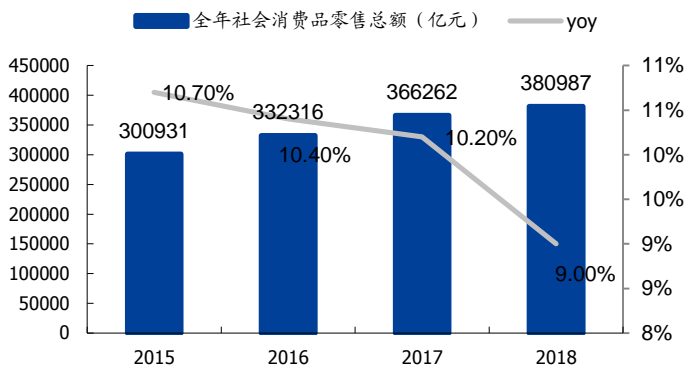
资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、拼多多等电商发展驱动行业高增长，市场集中度持续提升

2.1 拼多多等电商驱动行业高增长

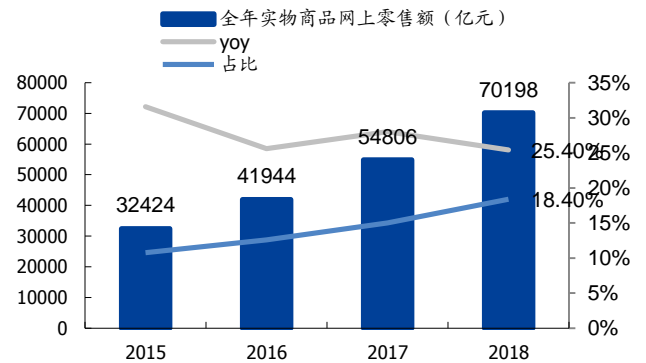
实物商品网上零售额维持高增长。快递按照业务来源，分为电商件、商务件、个人件，其中电商件占据大部分，电商件的增速与实物商品网上零售额息息相关。2018 年全年社会消费品零售总额为 38.1 万亿元，同比增长 9%，其中实物商品网上零售额为 7.02 万亿元，同比增长 25.4%，占比为 18.4%。实物商品网上零售额高增长进一步带动快递需求增长。

图表 10: 全年社会消费品零售总额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

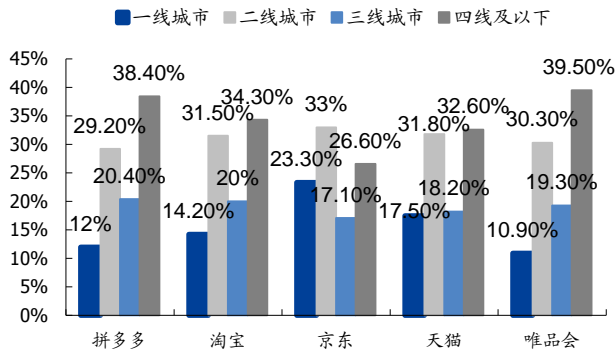
图表 11: 全年实物商品网上零售额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

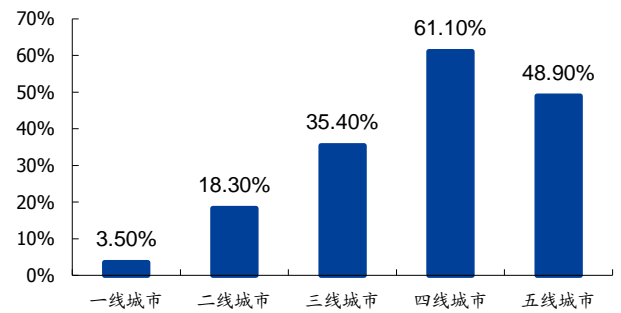
低线城市互联网用户高增长带动拼多多发展。根据 trustdata 数据，三、四、五线城市移动互联网用户同比增速远远高于一、二线城市，其中最高的为四线城市同比增速高达 61.1%。拼多多用户中四线及以下占比最高达到 38.4%，与唯品会水平一致。随着低线城市互联网用户高增长，由此带动拼多多的高速增长，反映到拼多多 GMV 上，2018 年为 4716 亿元，同比增长 233.99%，订单数为 111 亿件，同比增长 158.14%。

图表 12: 拼多多用户中三四线城市居民居多



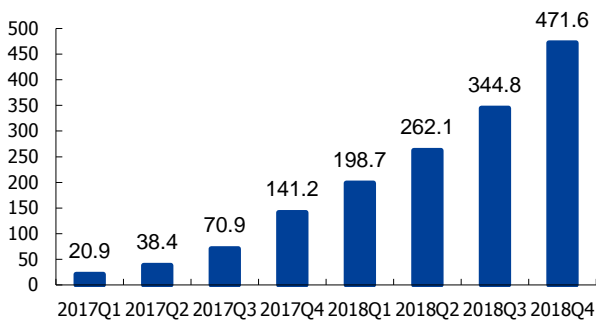
资料来源:《拼多多用户研究报告》, 国盛证券研究所

图表 13: 2017年12月各地区移动互联网用户同比增速



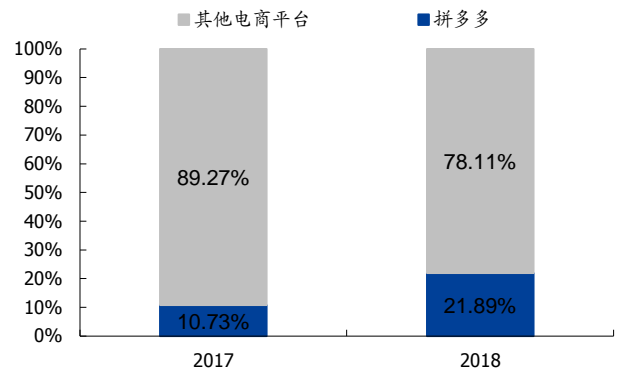
资料来源: trustdata, 国盛证券研究所

图表 14: 拼多多 GMV 高速增长 (十亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 拼多多为前 12 个月累计 GMV

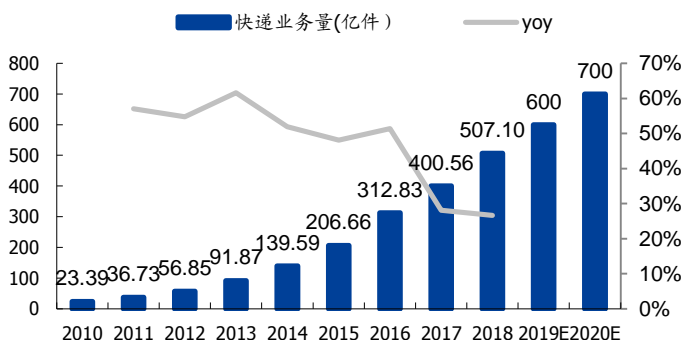
图表 15: 拼多多市场占有率 (按照快递件数测算)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 假设订单数为包裹数

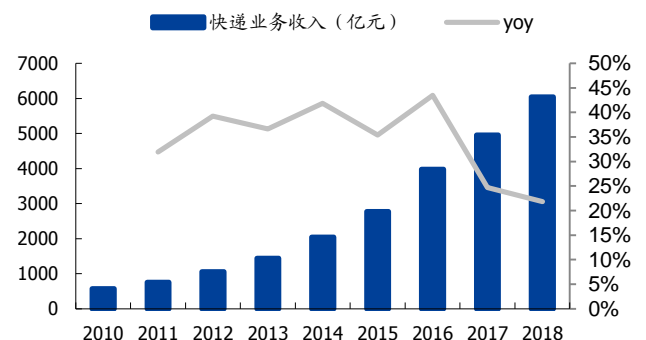
快递业务保持高速增长。国家邮政局预计 2019 年邮政业业务总量完成 15000 亿元, 同比增长 22%; 业务收入完成 9300 亿元, 同比增长 18%。其中, 快递业务量完成 600 亿件, 同比增长 20%; 业务收入完成 7150 亿元, 同比增长 19%。根据《邮政业发展“十三五”规划》, 到 2020 年我国快递业务量有望达到 700 亿件。

图表 16: 全国快递业务量



资料来源: wind, 《邮政业发展“十三五”规划》, 国盛证券研究所

图表 17: 全国快递业务收入

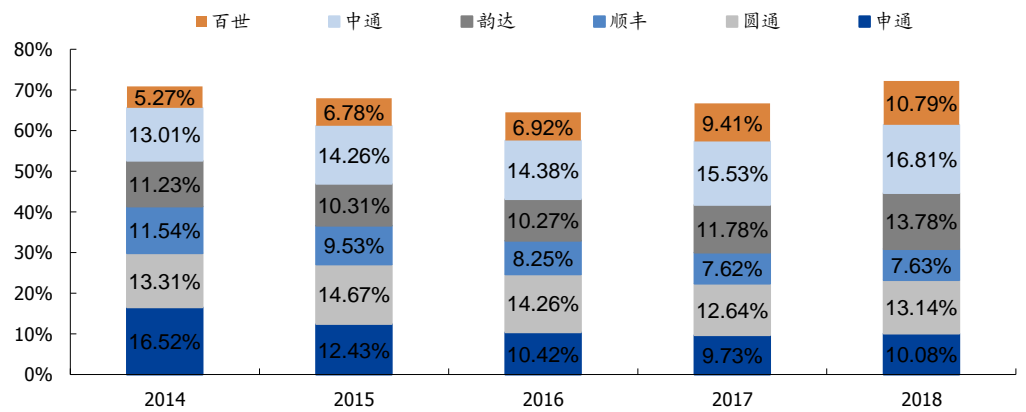


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 公司处第一梯队，市场集中度持续提升

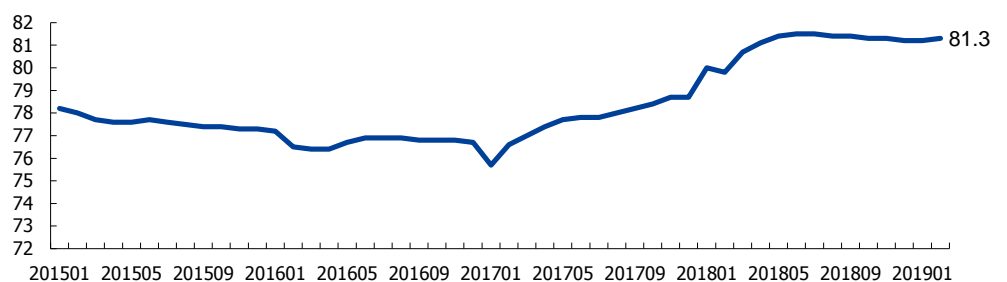
2018年，六大快递企业快递量市占率为72.23%，相较于2017年业务量市占率66.71%增长5.52%，快递服务品牌集中度指数CR8趋势是上升的，2019年2月份为81.3，反映出头部快递企业市场份额进一步提升，小快递企业市场份额快速萎缩。第一梯队快递企业在2016年相继上市，在资本市场融资，加大资本开支力度，进一步降低单件成本提高服务品质增强竞争实力，获得更大的市场份额。2018年，申通快递市场份额为10.08%，全年快递件数为51.12亿票，相较于2017年提高，处于行业第一梯队。

图表 18: 按业务量口径市场竞争格局



资料来源：公司公告，wind，国盛证券研究所

图表 19: 快递服务品牌集中度指数 CR8



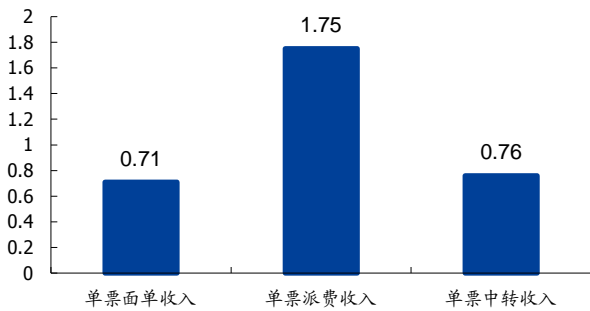
资料来源：国家邮政局，国盛证券研究所

三、精细化管理降本增效，提高服务品质

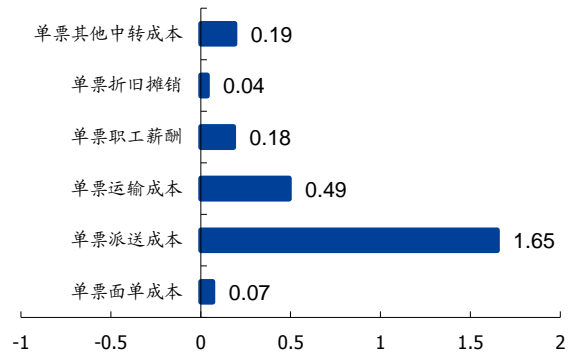
3.1 加大资本开支，降低运输、中转成本

公司收入按产品分为快递服务、物流销售、其他，其中快递服务收入分为面单收入、派费收入、中转收入，营业成本分为面单成本、物料成本、派送成本、运输成本、职工薪酬、折旧摊销、其他中转成本，其中职工薪酬、折旧摊销、其他中转成本统计为中转中心操作成本。

图表 20: 2018H1 公司单票收入 (元)



图表 21: 2018H1 单票费用 (元)

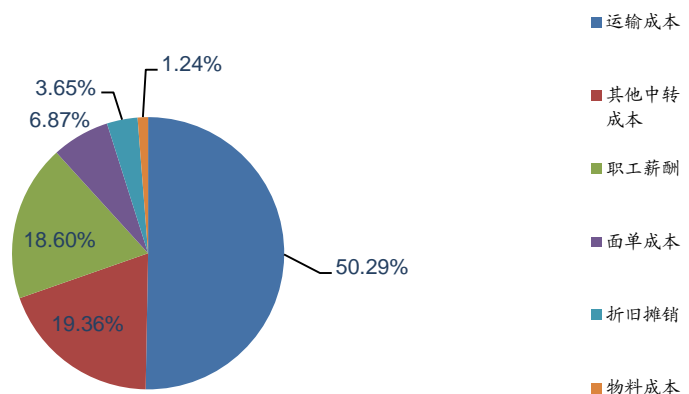


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

运输成本和中转成本是公司精细化管理方向。一般派费由揽件网点上交至总部，再由总部转移至派件网点，因此我们剔除派送成本后进行分析。根据公司 2018 年上半年数据，在成本构成中运输成本占比 50.29%、职工薪酬占比 18.6%、其他中转成本占比 19.36%。运输成本和中转成本下降空间比较大，是公司精细化管理，降本的主要方向。

图表 22: 2018H1 公司各项成本构成 (扣除派费成本)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

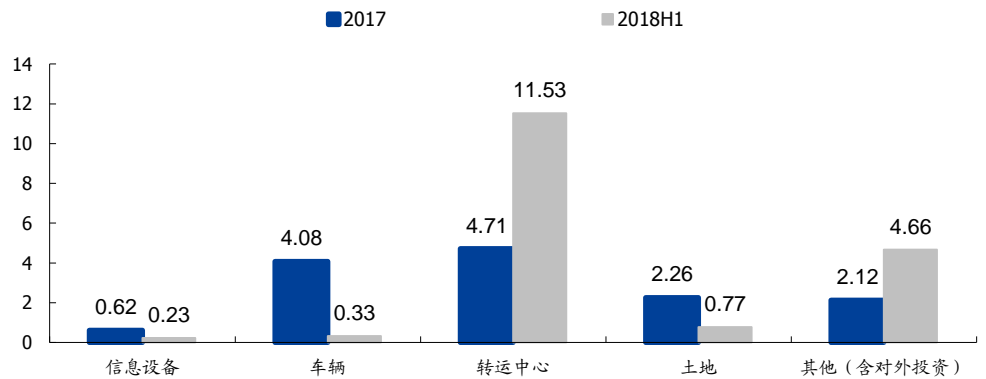
图表 23: 快递业务各环节



资料来源: 国盛证券研究所整理

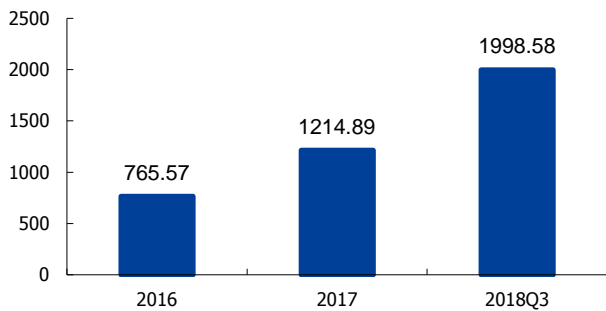
加大资本开支力度投入转运中心。公司过往几年采取的是轻资产模式,但在激烈的市场竞争中慢慢落后,随着公司改变以往战略加大资本开支力度,走重资产路线运营效率有所改善。2018年上半年公司投资项目中主要是投在了转运中心上,达到11.53亿元。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金达到19.99亿元。

图表 24: 中通快递投资项目 (亿元)



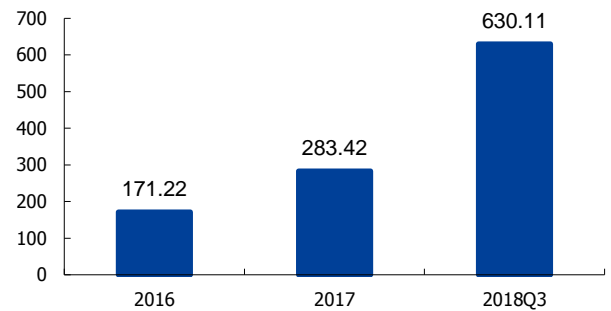
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 中通快递购建固定资产、无形资产和其他长期资产 (百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 中通快递在建工程 (百万元)



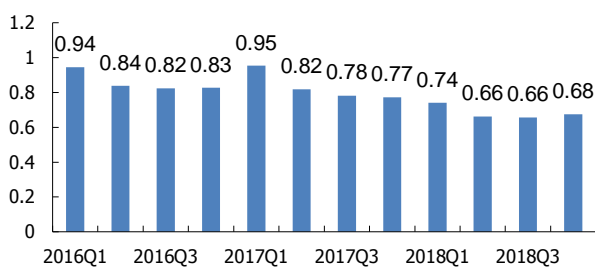
资料来源: wind, 国盛证券研究所

中通在成本控制上领先, 主要得益于投入高运力甩挂车、路线线路优化以及自动分拣设备投入, 我们认为中通可以复制其成功经验, 进行精细化管理。

(1) 中通快递单票运输成本从 2017 年的 0.77 元下降至 2018 年的 0.68 元, 汽运成本效益提升的主要原因为路线线路的持续优化及自有车辆及高运力甩挂车的使用降低运输成本。2018 年全年运输成本 57.58 亿元, 同比增长 20.0%, 远低于 37.1% 的业务量增速。

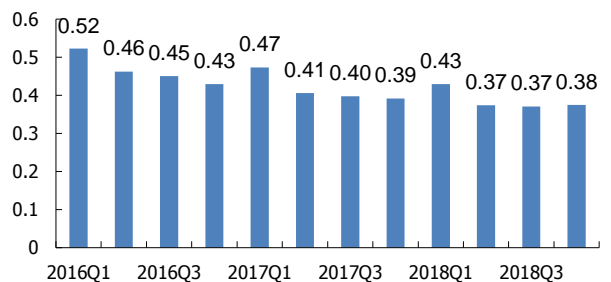
(2) 中通快递单票分拨成本由 2017 年的 0.39 元下降至 2018 年的 0.38 元, 主要系分拨中心自动化程度提高, 到 2018 年底, 中通共有 120 条自动分拣设备已安装投产, 相比 2017 年 58 条自动分拣设备大幅增长。随着自动分拣设备投入, 能够为高峰操作提供保障和准备, 部分抵消了持续上涨的人工成本。2018 年全年分拨中心运营成本同比增长 31.1% 至 31.98 亿元, 单票分拨成本跟 2017 年相比下降了 0.01 元。

图表 27: 中通快递单件运输成本 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 中通快递单件分拨成本 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

转运中心收购已接近尾声。公司于 2018 年收购了 15 家转运中心, 到 2018 年底, 公司快递服务网络共有转运中心 68 个, 其中自营转运中心 60 个, 自营率约为 88%。按照公司对全网的中转网络统一布局, 逐步推进全网“中转、路由一盘棋”战略。我们预计 2019 年中通会收购 1-2 个转运中心, 其余未收购转运中心由加盟商运营, 相比效益更高。

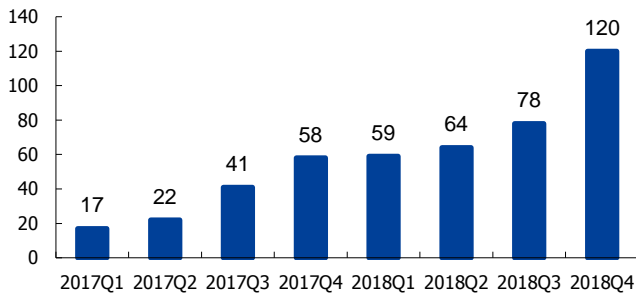
图表 29: 中通快递持续收购转运中心

交割日	受让方	出让方	转运中心	标的金额 (万元)
2018年12月31日	中通快递有限公司	成都瑞华快递有限公司	成都	4,491.34
2018年12月31日	中通快递有限公司	沈阳中通快递有限公司	沈阳	3,469.92
2018年12月31日	中通快递有限公司	山西中通快递有限公司	太原	3,843.68
2018年10月31日	中通快递有限公司	龙里新中通快递有限公司	贵阳	3,866.85
2018年10月31日	中通快递有限公司	昆明中通快递有限公司	昆明	3,539.81
2018年8月31日	中通快递有限公司、东莞市中瑞运输服务有限公司	东莞市瑞佳中通速递有限公司、东莞市全通达中通快递有限公司	东莞	7,978.67
2018年8月31日	中通快递有限公司、江西中瑞运输服务有限公司	南昌盛彤快递有限公司	南昌	2,010.49
2018年8月31日	中通快递有限公司、河南中瑞运输服务有限公司	河南中通实业有限公司	郑州	8,142.58
2018年8月31日	中通快递有限公司	广西南宁中通速递服务有限公司	南宁	2,570.94
2018年8月31日	中通快递有限公司	长春中通快递有限公司	长春	3,339.55
2018年6月30日	中通快递有限公司、杭州中瑞快递服务有限公司	深圳市全通达中通快递有限公司、深圳市粤中通快递有限公司、深圳市宏扬中通快递有限公司及深圳市环球中通快递有限公司	深圳	23,768.55
2018年6月30日	中通快递有限公司、广东中瑞运输服务有限公司	广东中通物流有限公司	广州	34,531.50
2018年6月30日	中通快递有限公司、湖南中瑞运输服务有限公司	湖南中通快递有限公司	长沙	6,183.33
2018年5月31日	中通快递有限公司	北京中通快递服务有限公司、北京多元中通快递服务有限公司、北京中通联晟物流有限公司	北京	28,944.54
2018年5月31日	中通快递有限公司	湖北中通物流有限公司、武汉中通快递有限责任公司	武汉	12,430.20

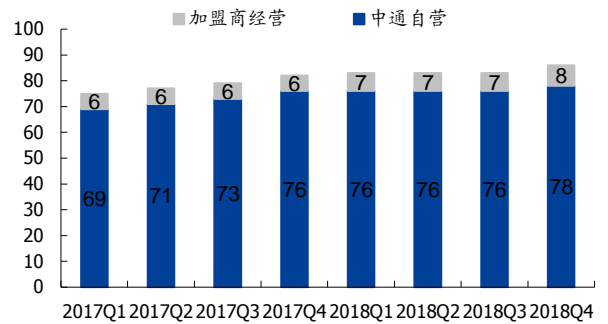
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

加大自动化设备投入是降低成本关键。2018年底中通分拣中心自营率达到90.7%，而申通达到88%，预计2019年收购1-2个转运中心可以达到中通的水平。公司收购转运中心更重要的是铺设自动化分拣设备以此提高转运效率，中通配有120套自动分拣设备，而申通直营转运中心仅有30余套全自动分拣设备，仍有很大提升空间。

图表 30: 中通快递自动分拣设备(条)



图表 31: 中通快递分拣中心构成(家)

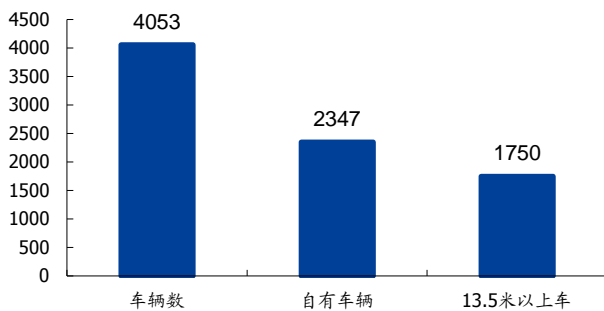


资料来源: 中通快递官网, 国盛证券研究所

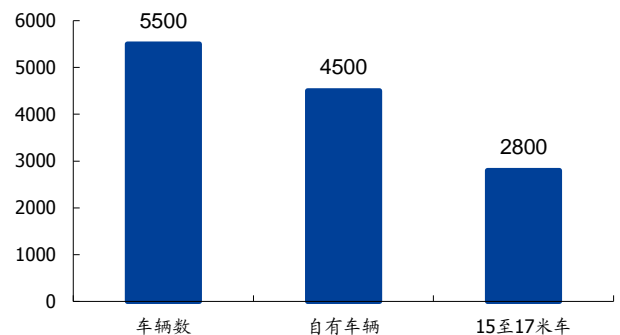
资料来源: 中通快递官网, 国盛证券研究所

相比于转运中心建设, 运输环节降本的空间更大。我们分析了下中通车辆构成发现其高运力甩挂车的使用比例高, 其中 15-17 米长的高运力甩挂车有 2800 辆, 占全部车辆比重的 50.91%; 而对比申通其大车为 13.5 米以上, 数量为 1750 辆, 占全部车辆比重的 43.18%, 相比于中通 15-17 米甩挂车规格和数量仍较小。

图表 32: 申通车辆情况(辆)



图表 33: 中通车辆情况(辆)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2018 年上半年数据

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2018 年数据

小车换大车成本下降空间大。公司逐渐把小车(9.6米)换成大车(13.5米), 我们测算下更换成大车的经济效益。假设装载率为 70%, 运输距离为 1300 公里, 司机的工资相同, 单件货重 1.5 公斤, 不考虑折旧费用下, 根据我们模型得出采用小车(9.6米)运输单件成本 0.62 元, 采用大车(13.5米) 0.27 元, 下降幅度达到 56.45%。

图表 34: 9.6 米车和 13.5 米车运输成本测算

	9.6 米	13.5 米
载重 (吨)	10.00	40.00
假设装载率	70%	70%
油耗 (百公里升)	20.00	30.00
柴油单价 (L/元)	6.58	6.58
油费 (元)	1710.80	2566.20
京沪高速收费标准 (吨公里元)	0.08	0.056
假设运输 1300 公里高速费用 (元)	728.00	2038.40
司机该段时间工资 (元)	455.00	455.00
总费用 (元)	2893.80	5059.60
假设单件货重 (公斤)	1.50	1.50
数量 (件)	4667	18667
单件成本 (元)	0.62	0.27

资料来源: 国盛证券研究所 注: 假设北京-上海线路, 模型可能与实际情况不一致。

除了由小车换成大车提高效率外, 在路由线路优化显得尤为重要。公司继续优化进港、出港路由标准体系, 其中干线运输全部采用集约化模式, 最大化的降低运输成本, 让利给末端网点。截至 2018 年 6 月, 公司开通干线运输线路 2231 条, 较 2017 年年底增加 401 条; 公司开通路由达到 9453 条, 较 2017 年年底增长 84.02%。

3.2 降低三件率, 服务质量提升

2018 年 12 月, 消费者对邮政服务申诉的主要问题是投递服务、邮件延误和邮件丢失短少, 分别占申诉总量的 33.3%、26.7% 和 22.7%。消费者对邮政服务问题申诉环比增长的有违规收费、邮件丢失短少和邮件损毁, 同比均呈下降趋势。

图表 35: 2018 年 12 月消费者对快递服务问题申诉情况统计表

序号	申诉内容	申诉件数	占比%	环比%	同比%
1	投递服务	2022	33.3	-2.5	-51.6
2	延误	1620	26.7	-12.3	-70
3	丢失短少	1379	22.7	10.8	-45.5
4	损毁	405	6.7	8.6	-9.6
5	收寄服务	263	4.3	-13.2	-33.9
6	违规收费	70	1.2	70.7	-17.6
7	其他	311	5.1	-6	-30.9
8	合计	6070	100	-2.3	-55

资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

根据国家邮政局公布的数据显示, 2017 年全国快递服务有效申诉率为百万分之 5.79, 申通快递超过行业平均水平。公司通过持续提升中转及运输效率, 降低快递的三件率(延

误率、遗失率、破损率)，提升服务时效；其次对于末端环节，将加大培训力度，培养员工的服务意识。在客服方面，1) 95543呼叫中心系统平台扩容升级。2) 搭建省区客服管理体系。将客户服务与总部各部门加强联动，及时建立问题反馈与处理机制，通过客户反馈与问题处理进一步完善网络管理，提升公司的快递服务水平。

公司加强快递服务品质。公司通过上述措施，有效申诉率由2018年1月的5.51下降至12月的0.13，位居主要快递企业第一名。由于电商大客户要求购物体验，如果派件不好天猫/淘宝、京东会对电商进行处罚，因此要求快递企业提供更高质量的服务，价格贵0.1-0.2元可接受，我们认为快递服务品质是除成本因素外很关键的竞争力。

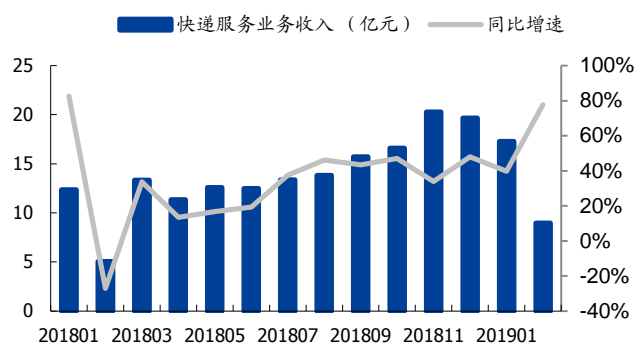
图表 36: 2018 年主要快递企业有效申诉率 (快递企业每百万件业务量发生申诉问题的件数)

企业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
顺丰速运	0.69	0.87	0.92	0.48	0.37	0.48	0.41	0.43	0.37	0.35	0.27	0.25
中通快递	1.41	3.21	1.81	1.19	0.65	0.52	0.4	0.25	0.21	0.22	0.18	0.32
韵达快递	1.34	3.6	1.26	1.08	0.55	0.26	0.25	0.19	0.17	0.22	0.13	0.2
申通快递	5.51	7.9	2.75	1.56	0.64	0.4	0.52	0.57	0.48	0.23	0.12	0.13
圆通速递	6.87	13.47	5.89	2.15	0.69	0.57	0.48	0.41	0.34	0.33	0.31	0.85
百世快递	3.16	5.88	2.82	0.35	0.32	0.3	0.51	0.42	0.35	0.57	0.4	0.58
全国平均	5.03	6.75	3.81	2.14	1.61	1.11	1.11	1.03	0.95	0.9	0.85	1.61

资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

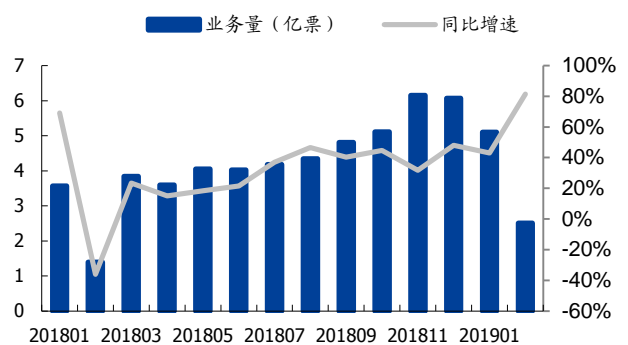
精细化管理收效显著。申通快递在运输和转运中心方面加大投入力度，单件成本显著下降，另一方面快递服务质量提高，由此带来公司经营况况改善。反映在月度快递业务量同比大幅增长，2019年1-2月份快递业务量为7.61亿票，同比增长53.43%，快递服务业务收入26.22亿元，同比增长50.78%。由于持续收购转运中心，增加了成本项，导致单件转运成本上升，但幅度低于转运中心增加比例，表明公司精细化管理收效显著，派费增长相应表现在单件快递收入增长。

图表 37: 公司快递服务业务收入



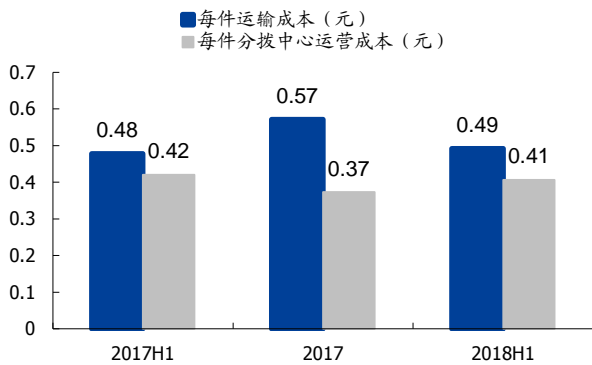
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 公司快递业务量



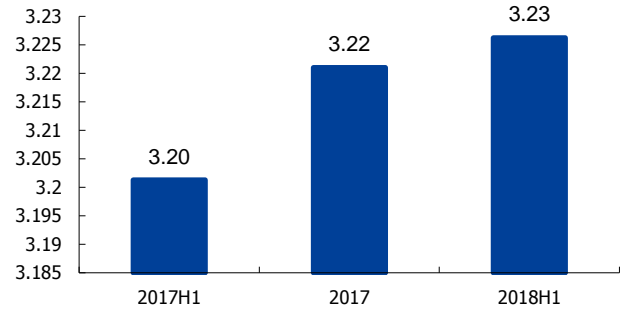
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 申通快递单件运输成本和分拨成本



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 运输分拨费用不含加盟商

图表 40: 申通快递单件收入 (元)

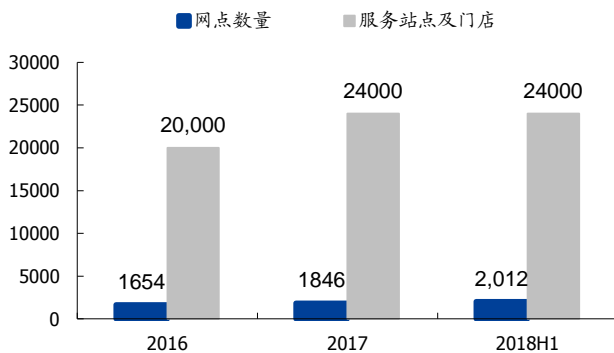


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 全面推进末端网络管理

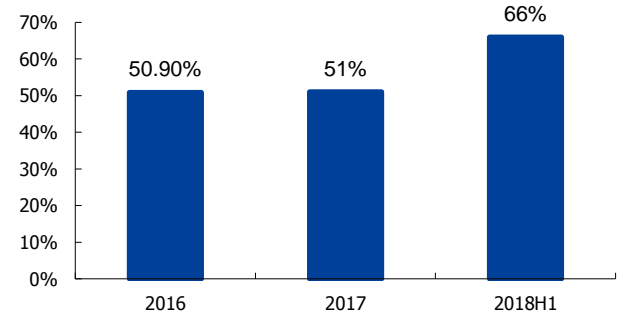
(1) 推进网点经营体制改革, 提升网络覆盖率。截至 2018 年 6 月 30 日, 申通快递全网共有独立网点数量达 2012 个, 公司持续不断推进三级、四级行政区域网络覆盖, 2018 年上半年, 公司新增偏远县级服务点 5 个, 新增乡镇服务点 2300 余个, 申通全国四级行政单位 (街道、乡镇、团场等) 覆盖率达 66%, 较 2017 年同期增长 8%, 网点下沉有利于承接长尾客户。

图表 41: 公司网点、服务站及门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 全国四级行政单位覆盖率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

(2) 扩大二派总体覆盖范围, 丰富末端派送渠道。为提升快递的派送时效, 2018 年上半年, 公司通过二派政策的实施, 推动了末端快递的及时流转, 减少了不必要的到件积压, 提升了快递的签收时效, 改善了公司的客户服务水平。同时, 在派送过程中, 公司业务人员会根据客户要求及实际情况进行多元化的“最后一公里”派送, 2018 年, 公司以自有资金 1 亿元投资浙江驿栈, 拓展和丰富末端派送服务渠道, 为公司末端快件的派送和揽收提供更加有效的支持, 为客户提供更加便捷的快递服务。

(3) 费制政策调整及费用核算。2018 年上半年, 公司通过对全网各网点派送费用和取

派件业务量、重量数据的分析和研究，根据不同时期的市场变化制定相应的费用政策，对派费、车线补贴、续重派费、乡镇补贴、核心城市补贴等费用进行适当的调整，如重点区域派费调整等。

四、多元化产品融合发展

4.1 国际业务：提供专业的跨境电商供应链服务

申通快递国际事业部成立于 2013 年，致力于为全球跨境电商提供专业的跨境物流供应链服务，申通国际业务体系以海外区域转运中心为纽带，以国际干线为链接，发展申通国际业务全球加盟网络体系。

2018 年上半年，申通国际业务已经覆盖了海外 26 个国家和地区（不含港澳台），累计开拓了超过 77 个海外网点。公司在国内设立以上海、广州为集发中心，开通华东华南到美国纽约、洛杉矶的美国出口专线。根据海外公司业务需要，建立了广州、上海、凭祥合作口岸，并根据个性化需求，与成都、青岛、威海、烟台等口岸建立合作关系，为海外公司打造全方位的口岸服务。与菜鸟、考拉等大型平台合作，建立成为菜鸟认可的跨境电商合作商，切入多家跨境电商公司提供保税、直邮快递服务，并为海外公司承接线上业务打通渠道，有效增加海外公司业务量，增加业务收入。

图表 43: 申通快递国际网点



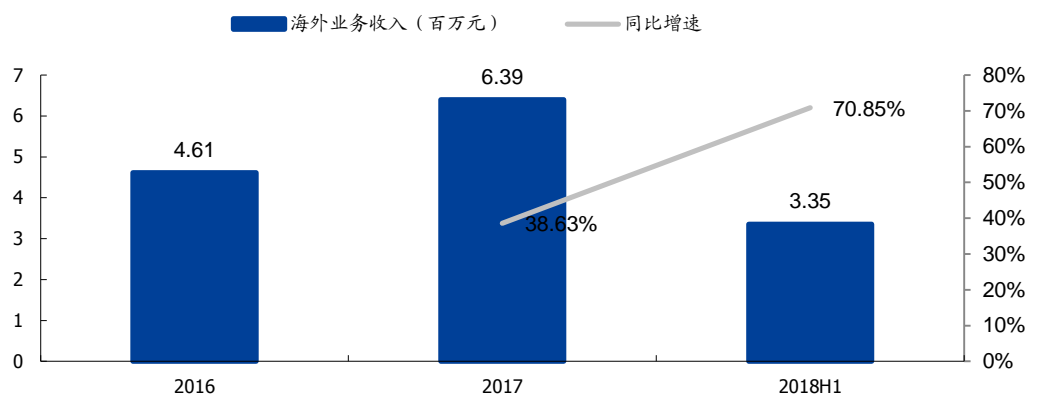
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 44: 公司国际产品

产品服务	具体产品
出口服务	韩国专线
	日本专线
	英国专线
	小包平邮
	优先快递
	邮政包裹
进口服务	上海口岸跨境直邮 (BC)
	杭州口岸跨境直邮 (BC)
	杭州口岸保税备货 (BBC)
	广州口岸跨境直邮 (BC)
海外仓	a、美国仓 b、德国仓 c、澳洲仓 d、筹备仓 (覆盖英国、日本、韩国、俄罗斯等等)

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 45: 公司海外业务收入



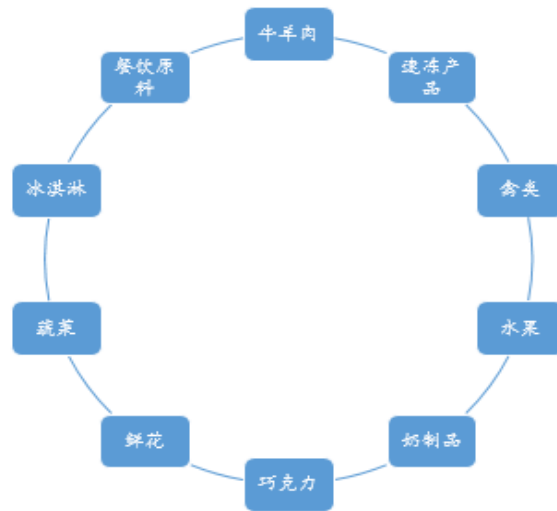
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 冷链服务: 覆盖华东核心城市

2017年4月, 申通有限设立全资子公司上海申雪供应链管理有限公司, 主要从事食品经营及冷链仓储配送业务, 主要定位仓储、运输、配送 (B2B、B2C) 三类业务, 主要服务的客户是食品加工企业、大型商超客户、生鲜食材贸易客户、连锁餐饮、生鲜电商。冷链业务以上海作为试点城市, 依次不断复制到其它区域和城市; 目前, 华东核心配送城市已覆盖上海、苏州、宁波、南通、无锡等地。

2017年12月, 上海申雪与砀山京润果蔬汁有限公司合资成立砀山申雪冷链仓储物流有限公司, 其中上海申雪持股占比 68.1%, 砀山申雪的成立标志着公司冷链业务板块已从探索阶段上升到快速拓展阶段。

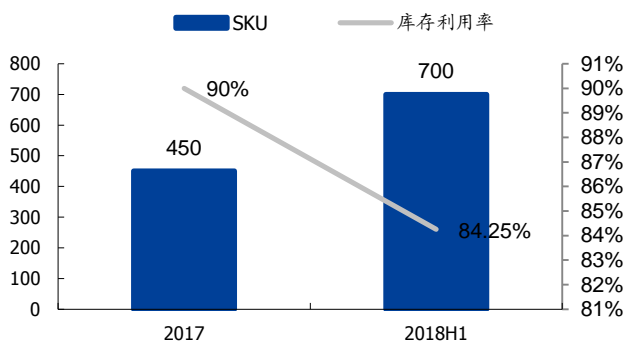
图表 46: 冷链服务操作产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

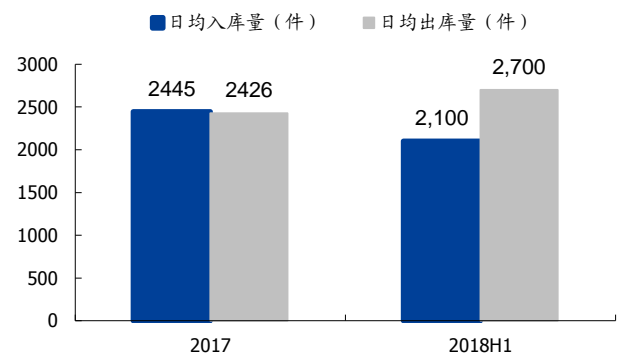
冷库仓储方面, 仓库是立体式货架冷库, 采用氟氯昂风机制冷, 冷冻库全天保存在 -18°C 以下, 冷藏库全天保存在 0 到 -5°C , 确保不同生鲜食品安全存储, 全封闭预冷间, 自动升降月台, 可防止温度流失。平均库存 SKU 达 700 余个, 库存利用率 84.25%, 平均日入库量 2100 余件, 平均日出库量 2700 余件, 库存准确率为 100%。

图表 47: 公司平均库存 SKU



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

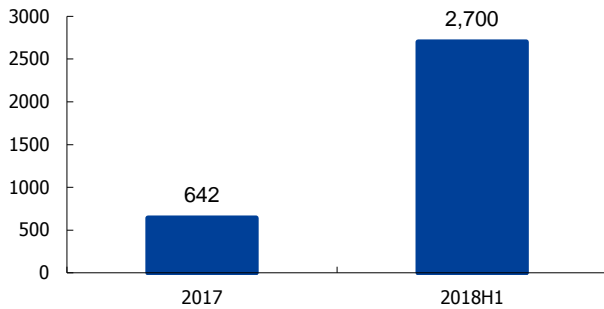
图表 48: 公司日均入库量和出库量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

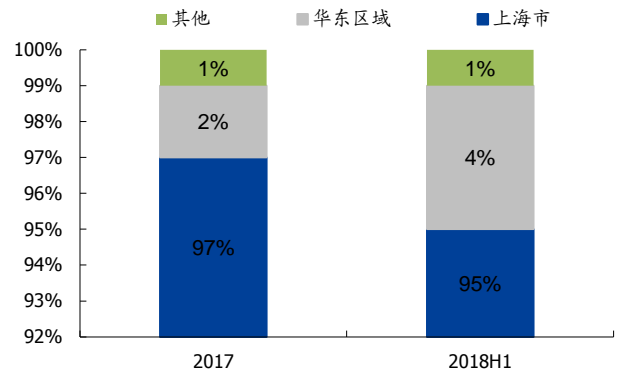
配送方面, 2018 年上半年, 公司总发货车次 2700 余车次, 相较 2017 年底大幅增长, 配送区域分布为上海市配 95%、华东区域 4%、其它 1%, 配送准确率达 98.9%, 客户投诉 0.1%。

图表 49: 冷链配送发货车次 (次)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 配送区域占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3 仓储产品: 收购易物流, 拓展仓配一体化

公司致力成为专业的第三方仓储物流供应链服务商, 专注为电子商务行业提供仓储、精细加工及配送管理一站式服务。申通仓配主要服务对象为电子商务经营中有仓储、加工、配送需求的商家, 包括但不限于电子商务中平台类企业、平台内运营商家、及独立 B2C 企业等。

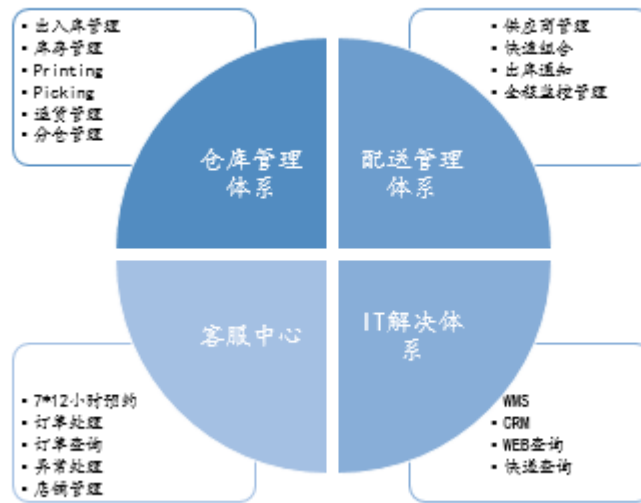
收购易物流, 拓展公司仓配一体化业务板块。公司于 2017 年 12 月收购上海申通易物流有限公司并对其增资, 易物流的主营业务是依托申通快递的物流网络为客户提供仓配一体化解决方案, 持续为客户提供标准化+个性化的服务。目前主要客户有上海家化、欧莱雅、安莉芳、3M、迪士尼、新华文轩、丽人丽妆等知名品牌企业。易物流下设一个昆山分公司, 在昆山千灯、昆山张浦、天津、佛山等地设有仓库, 仓库面积 20 万平方米。公司将加快整合加盟网点公司的资源, 继续扩大仓储规模, 全力打造“申通云仓”品牌, 在未来三年中, 力争全国仓储面积达到 100 万 m², 日均订单处理量突破 100 万单。

图表 51: 仓配一体化产品模式

产品模式	具体流程
采用专业化仓库	统一高标仓+环氧地坪+消防验收+自动喷淋+24 小时动态智能监控+千万级财产保险.库内操作全面支持条码管理和 ERP 管理, 按统一标准化流程及各类手册操作。
提供一站式服务	帮助客户完成商品入库、质检、存储、分拣、打包、配单、指派、出库、退换货等一系列工作。
专业的 IT 系统解决能力	涵盖仓储管理系统、配送管理系统、客服中心管理系统, 保证商品出入库管理, 库存管理, 打印订单管理, 分拣货物管理, 打包管理, 退货管理, 分仓管理, 供应商管理, 全程监控管理等。及时完成订单 WEB 端查询、订单快递信息查询、订单 7x12 小时及时处理信息等。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 52: 申通仓配一体化能力



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

五、盈利预测与估值分析

5.1 分业务预测

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 170.14 亿元、226.55 亿元、283.68 亿元，同比增长 34.42%、33.15%、25.22%。预计 2019-2020 年快递量为 68 亿票、85 亿票，同比分别增长 33%、25%。假设单票面单收入保持平稳，随着电子面单比例增加，该业务毛利率持续提升。单票中转收入有所下降，折旧费用上升，中转业务亏损幅度有所加大。随着单票派送成本上升，相应单票派件收入亦会增长。物流销售和其他业务收入保持平稳增长。

图表 53: 分业务收入预测 (百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
面单收入	2131.48	2784.51	3782.88	5031.23	6289.04
成本	241.66	260.25	312.29	381.00	457.20
毛利率	88.66%	90.65%	91.74%	92.43%	92.73%
中转收入	2387.66	3338.71	4473.00	5889.60	7288.38
成本	2412.10	3682.40	5252.14	6909.77	8534.26
其中运输成本	1537.12	2228.80	3231.76	4168.97	5002.77
其中职工薪酬	513.35	629.82	831.36	1080.77	1329.35
其中折旧摊销	139.73	178.60	285.76	485.80	757.85
其他中转成本	221.89	645.18	903.25	1174.23	1444.30
毛利率	-1.02%	-10.29%	-17.42%	-17.32%	-17.09%
派件收入	5246.11	6432.30	8629.06	11591.41	14634.16
派送成本	5176.18	6305.04	8511.80	11576.05	14585.83
毛利率	1.33%	1.98%	1.36%	0.13%	0.33%
物料销售收入	104.94	90.27	106.52	117.18	128.89
成本	88.93	74.05	88.86	98.63	107.51
毛利率	15.26%	17.98%	16.58%	15.83%	16.59%
其他业务收入	10.47	11.45	22.90	25.18	27.70
成本	0.57	0.09	0.24	0.27	0.31
毛利率	94.53%	99.24%	98.94%	98.92%	98.89%
营业收入	9880.67	12657.24	17014.35	22654.60	28368.17
yoy		28.10%	34.42%	33.15%	25.22%
综合毛利率	19.85%	18.45%	16.74%	16.28%	16.51%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们预计公司营业税金及附加率保持平稳, 由于公司加强控制成本, 销售费用率、管理费用率保持逐年下降趋势。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 20.45 亿元、24.02 亿元、28.47 亿元, 同比增长 37.4%、17.5%、18.5%, EPS 分别为 1.34 元、1.57 元、1.86 元。

图表 54: 中通快递费用率预测

中通快递	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业税金及附加率	0.18%	0.30%	0.22%	0.35%	0.33%	0.33%	0.33%
销售费用率	3.10%	3.35%	0.75%	0.60%	0.57%	0.40%	0.38%
管理费用率	7.68%	9.27%	2.47%	2.46%	2.48%	2.25%	2.24%
财务费用率	2.29%	1.63%	0.12%	-0.68%	-0.76%	-0.73%	-0.71%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

5.2 估值分析

A股可比快递公司为顺丰控股、圆通速递、韵达股份，2019年平均估值为24倍，我们认为申通快递基本面改善、管理效率提升，拼多多等电商高速发展行业还有很高的增长空间，给予公司2019年目标价31.4元，对应20倍PE估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 55: 相对估值分析

股票代码	公司简称	股价 (元)	市盈率 (PE)										总市值 (亿元)
			16A	17A	18E	19E	20E	16A	17A	18E	19E	20E	
002352.SZ	顺丰控股	35.11	0.95	1.08	1.07	1.20	1.45	37	33	33	29	24	1551
600233.SH	圆通速递	13.18	0.49	0.51	0.62	0.76	0.90	27	26	21	17	15	373
002120.SZ	韵达股份	37.02	0.69	0.93	1.45	1.52	1.86	54	40	26	24	20	634
										26	24	20	
002468.SZ	申通快递	22.65	0.82	0.97	1.34	1.57	1.86	27	23	17	14	12	347

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 盈利预测取 wind 一致预期, 收盘价为 2019 年 3 月 21 日

风险提示

市场竞争导致的风险。公司在相关领域面临的竞争也日趋激烈，如不能采取积极有效措施应对目前的市场竞争格局，将面临业务增长放缓及市场份额下降的风险。

拼多多等电商增长不及预期的风险。公司主要客户为电商，拼多多是最大的快递件增量，如果其增长不及预期将影响行业增速，公司业务将面临下滑风险。

阿里巴巴入股失败、整合的风险。阿里巴巴入股公司，目前还未签署正式协议，存在一定整合的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com