

深度报告：快递行业进入融通变革的 3.0 阶段

报告摘要：

我国快递行业发展已经进入第三阶段，即融通变革阶段。国内快递行业在经历第一阶段支持满足，第二阶段提升赋能，现在已经进入第三阶段即融通变革。融通变革一方面是指快递向大物流方向发展，从传统商务个人、电商快递向快运、农产品等横向方向发展；另一方面，随着此轮中国工业转型升级，国家 2025 战略发展，快递行业必然和产业垂直供应链融合发展。继续看好行业长期战略投资价值。

阿里持续入局消费快递，京东发展社会物流，EMS 改革，行业持续赋能，并将加快格局优化。阿里自成立菜鸟以来，积极渗透入中国物流行业的变革，目前已入股电商快递企业前 5 中的 4 家，阿里持续依靠信息技术和业务资源为快递赋能，推进快递市场向高效智能化发展，龙头快递企业将充分受益。此外，京东物流、EMS 也不断发展改革。当前行业 CR5 集中度为 68.5%，展望未来，我们认为电商快递有两种较大可能的发展趋势：一是走向菜鸟网络下的电商快递联盟；二是整合兼并，走向寡头垄断格局，并最终形成阿里系、顺丰、京东三足鼎立格局。我们推介申通、圆通、韵达消费快递。

我国制造业物流市场容量巨大，但是服务品质低下尤其是集成度低；随着转型升级走出困境，2B 快递物流将迎来更佳发展期。中国制造业物流市场体量庞大，但是如同产业集成度一样物流集成度低下。随着此轮产业调整走出困境，行业转型升级加快，尤其是工业 4.0 发展，国家 2025 战略发展，2B 快递物流将和产业垂直供应链整合融合发展。我们首要推介顺丰控股和中国外运。

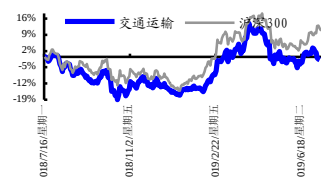
当前龙头快递企业亦为国家经济运行的核心资产，投资价值稳健，推介长期战略投资价值。快递行业成长性良好，我们判断实物网购增速保持 20% 以上，测算 2019 年快递行业增速将在 25% 左右，叠加阿里系入局带来的经营改善，重点推介通达系快递龙头申通快递、圆通速递、韵达股份以及中高端快递龙头顺丰控股。

风险提示：价格战持续，阿里对行业改善低于预期，宏观经济下滑。

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
顺丰控股	33.98	1.03	1.13	1.36	33.0	30.1	25.0	买入
韵达股份	31.59	1.21	1.25	1.53	26.1	25.3	20.6	买入
圆通速递	11.82	0.67	0.81	0.90	17.6	14.6	13.1	买入
申通快递	26.45	1.34	1.42	1.73	19.7	18.6	15.3	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	3.65%	-10.31%	0.53%
相对收益	0.47%	-5.80%	-8.88%

行业数据

成分股数量 (只)	129
总市值 (亿)	23348
流通市值 (亿)	15703
市盈率 (倍)	13.52
市净率 (倍)	1.33
成分股总营收 (亿)	25364
成分股总净利润 (亿)	1162
成分股资产负债率 (%)	56.49

相关报告

《交运行业周报：6 月快递高增长，关注快递长期优化发展》

2018-07-14

《交运行业周报：航空暑运开局平稳，阿里投资申通落地》

2019-07-07

《快递行业深度：电商快递稳中求进，行业年度翻多》

2019-01-23

证券分析师：瞿永忠

执业证书编号：S0550515110002
(021)20363212 quyz@nesc.cn

研究助理：孙延

执业证书编号：S0550119040017
(021)20361198 sun.yan@nesc.cn

目 录

1. 快递行业稳健增长，进入融通变革的 3.0 阶段	4
1.1. 快递行业第一阶段：支持满足	4
1.2. 快递行业第二阶段：提升赋能	5
1.3. 行业正进入第三阶段：融通变革	6
1.3.1. 特征 1：快递快运融合	7
1.3.2. 特征 2：与农产品供应链融合	8
1.3.3. 特征 3：与产业供应链垂直融合	8
2. 阿里入局消费快递，加速行业优化发展	10
2.1. 通达系稳占电商市场，竞争格局分散	10
2.2. 阿里物流版图不断扩张，持续入股消费快递	13
2.3. 行业中期迎来优化发展，龙头强化竞争力	15
2.3.1. 信息技术赋能	17
2.3.2. 实体资源对接	18
3. 海外市场寡头垄断，行业长期格局将变革	19
3.1. 美国、日本快递走入成熟市场，形成寡头垄断	19
3.2. 未来中国快递行业格局展望	22

图表目录

图 1: 我国快递行业业务量及增速	4
图 2: 我国快递行业业务收入及增速	4
图 3: 我国网络购物规模、增速及渗透率	4
图 4: 快递企业的申诉率不断改善	5
图 5: 2018 年我国货运量结构	6
图 6: 2018 年我国货运周转量结构	6
图 7: 我国快递物流三阶段发展历程	7
图 8: 我国重货市场产品市场分类	8
图 9: 2018 年排名前 10 的零担公司收入 (亿元)	8
图 10: 快递与农产品供应链的融合渗透	8
图 11: 快递与产业垂直供应链整合	9
图 12: 顺丰率先介入产业垂直供应链	9
图 13: 快递行业竞争格局	11
图 14: 2016-2018 快递品牌服务集中度 CR5 趋势	11
图 15: 2016-2018 排名前 5 快递企业市占率	11
图 16: 快递行业单价呈下行趋势 (剔除其他收入)	12
图 17: 快递行业龙头集中度不断提升	12
图 18: 快递行业龙头业务量增速高于行业	13
图 19: 菜鸟网络股权结构	14
图 20: 菜鸟网络部分功能	15
图 21: 在菜鸟推动下, 行业电子面单覆盖率达到 92%	18
图 22: 通达系仓储面积大幅低于京东、苏宁 (万平方米)	19
图 23: 从 FedEx 复盘美国快递行业发展史	20
图 24: 日本快递行业发展历史	21
图 25: 2017 年美国快递市场结构	22
图 26: 2018 年日本快递市场结构	22
图 27: 未来中国物流格局展望	23
表 1: 通达系物流网络数据 (2018 年)	5
表 2: 2018 年各快递企业研发投入	5
表 3: 近年来快递与快运融合渗透	7
表 4: 我国支持发展产业供应链物流相关政策	9
表 5: 阿里在物流行业的投资布局	14
表 6: 菜鸟对快递行业的赋能升级回顾	16
表 7: “三通”当前 IT 技术储备情况	17
表 8: 菜鸟网络实体资源梳理	18

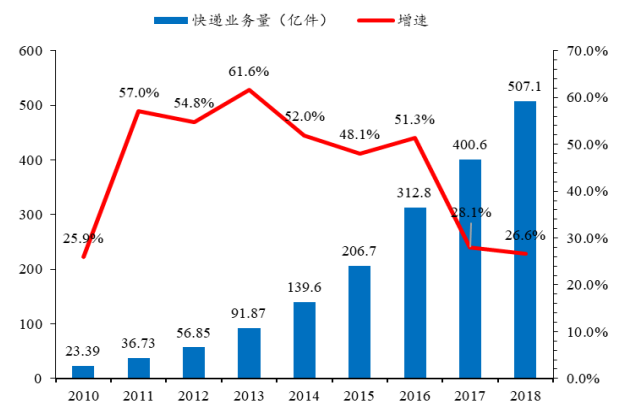
1. 快递行业稳健增长，进入融通变革的 3.0 阶段

1.1. 快递行业第一阶段：支持满足

我国快递伴随社会流通体系发展和电商爆发而兴起，我们认为其第一发展阶段是满足消费者的基本寄递需求，包括电商、商务、个人等不同形式的寄递需求。

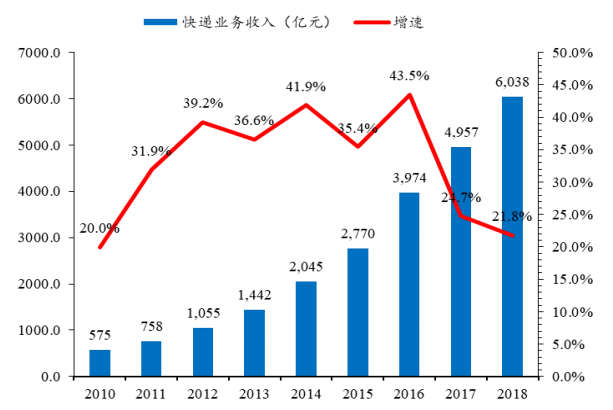
电商是快递的第一驱动力，2008 至 2018 年我国电商与快递分别实现年复合增速+50%和+42%的快速增长。根据艾瑞咨询数据，我国网购市场从 2008 年的 1282 亿元增长至 2018 年的 7.6 万亿元，年复合增速达到+50.4%；我国快递业务量从 2008 年的 15.1 亿件增长至 2018 年的 507 亿件，年复合增速达到+42.1%。

图 1：我国快递行业业务量及增速



数据来源：国家邮政局，东北证券

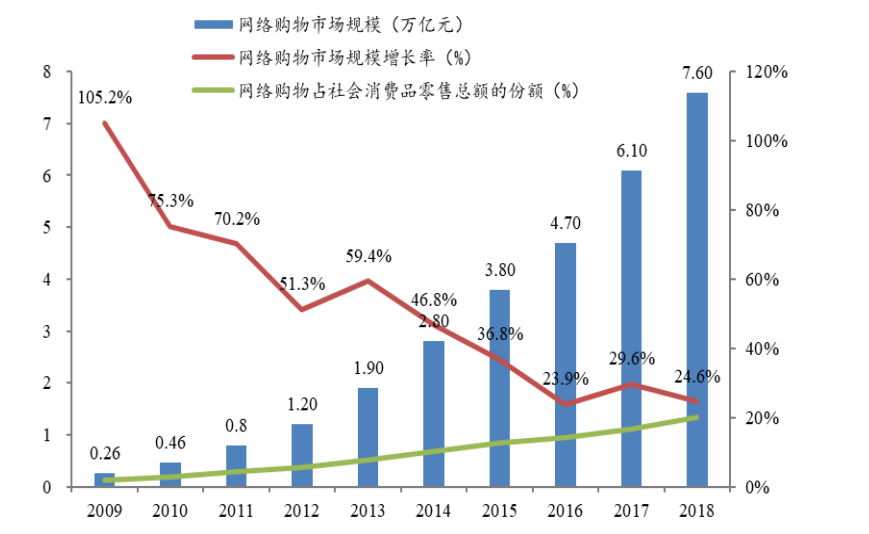
图 2：我国快递行业业务收入及增速



数据来源：国家邮政局，东北证券

我国消费者购买商品和服务的习惯发生了巨大的转型，线上购物渗透率仍有较大提升空间，网上购物增速 2~3 年仍然可维持 20% 左右的较高速增长。社会零售消费方式的转变正在进行时，线上零售仍然在向更多的人群以及更多的品类渗透，从人群来说，5、6 线城市及农村仍然存在一定的空白市场有待渗透；从品类来说，服装、电子 3C、图书等传统电商品类已经基本完成覆盖，未来快消品、生鲜品类还有待开拓，我们判断网上购物增速 2~3 年中期仍然可维持 20% 左右的较高速增长。

图 3：我国网络购物规模、增速及渗透率



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

1.2. 快递行业第二阶段：提升赋能

在满足基本寄递需求后，快递行业不断修炼内功：企业扩大转运中心自营率，提升中转效率；加大研发投入，优化路由网络；提升自动化水平，提高效率与精准度；优化加盟商、快递员行业考核体系；行业的服务满意度和时限、准时率不断提升。除了企业层面，监管机构、菜鸟、物流信息、物流装备公司也在不断为行业赋能，共同提升消费者体验。

表 1：通达系物流网络数据（2018 年）

项目	中通	韵达	圆通	申通	百世
自营转运中心数量	78	55	67	60	62 个枢纽 44 个分拨中心
总转运中心数量	86	55	-	68	106
自营转运中心占比	90.70%	100%	-	88.24%	100%
自动化设备数量	120	-	39	33	73
县级以上城市覆盖率	98.10%	95.45%	97.19%	未知	99.00%
自有车辆数量	4500	-	1199	2941	0
总车辆数量	5400	-	5100	4478	8500
自营车辆数量占比	83.33%	-	23.51%	65.68%	0
一级加盟商数量	4500	3464	3604	2233	9064
终端网点数	30100	26149	29991	25000	31000

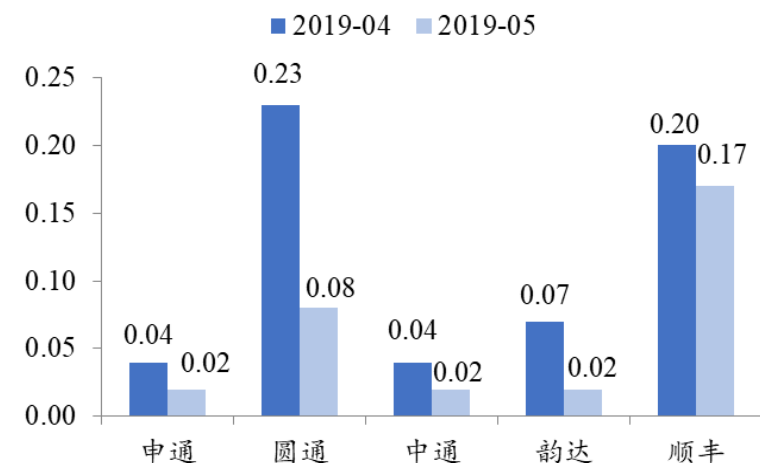
数据来源：公司年报，东北证券

表 2：2018 年各快递企业研发投入

	绝对值（亿元）	占营收比（%）	投入增幅（%）	研发人员数量	人员增幅
顺丰	27.24	2.26%	51.68%	5139	83.5%
韵达	0.61	0.44%	28.30%	604	23.8%
申通	0.44	0.26%	-	246	1437.5%
圆通	0.50	0.18%	-41.74%	538	-2.4%

数据来源：公司公告，东北证券

图 4：快递企业的申诉率不断改善



数据来源：国家邮政局，东北证券

1.3. 行业正进入第三阶段：融通变革

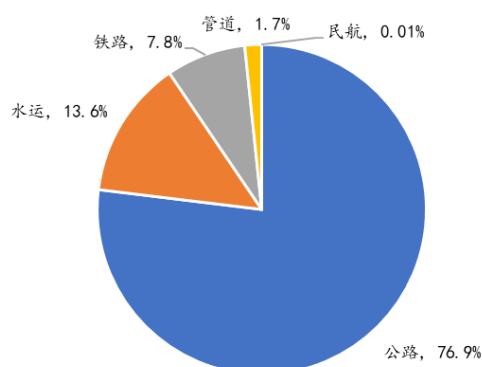
随着制造业和消费的升级，我国的流通体系建设却仍然落后，“规模化、集约化、高效率”的现代流通体系尚未形成。目前我国物流系统亟需建设综合性物流枢纽，构建高质量物流基础设施网络体系。当前系统规划不足，现有物流枢纽设施大多分散规划、自发建设，骨干组织作用发挥不足，物流枢纽间协同效应不明显，没有形成顺畅便捷的全国性网络；空间布局不完善，物流枢纽分布不均衡，西部地区明显滞后，部分地区还存在空白，同时一些物流枢纽与铁路、港口等交通基础设施以及产业集聚区距离较远，集疏运成本较高。

物流企业小散弱，彼此缺乏合作。以公路货运企业为例，登记注册的企业中每家平均拥有车辆数量较少；快递行业注册快递企业数量众多，仅少数企业规模过百亿。物流企业之间缺乏有效的合作与整合，难以优势互补及发挥规模经济、范围经济与网络经济效应。

物流信息服务体系不完善。物流信息化和网络化建设滞后，尚未形成强大、互联互通的信息服务体系，不同物流方式之间的信息碎片化、孤立化。

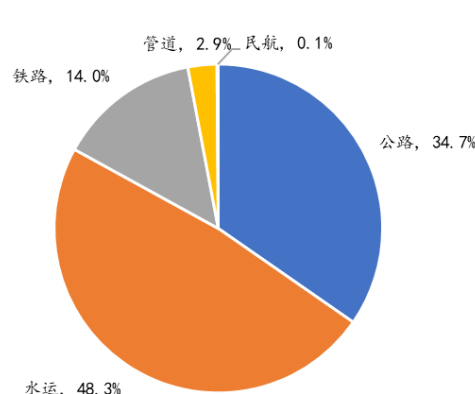
不同运输方式之间协调不足，运输结构不合理。2018 年全社会货运量中铁路占比仅 7.8%，公路占比则高达 76.9%。全社会货物周转量中铁路货物周转量占比 14%，公路则占比 34.7%。从国际比较看，我国铁路完成货物周转量占比远低于美国等发达国家，公铁、水铁联运比例远低于国际水平。

图 5：2018 年我国货运量结构



数据来源：Wind，东北证券

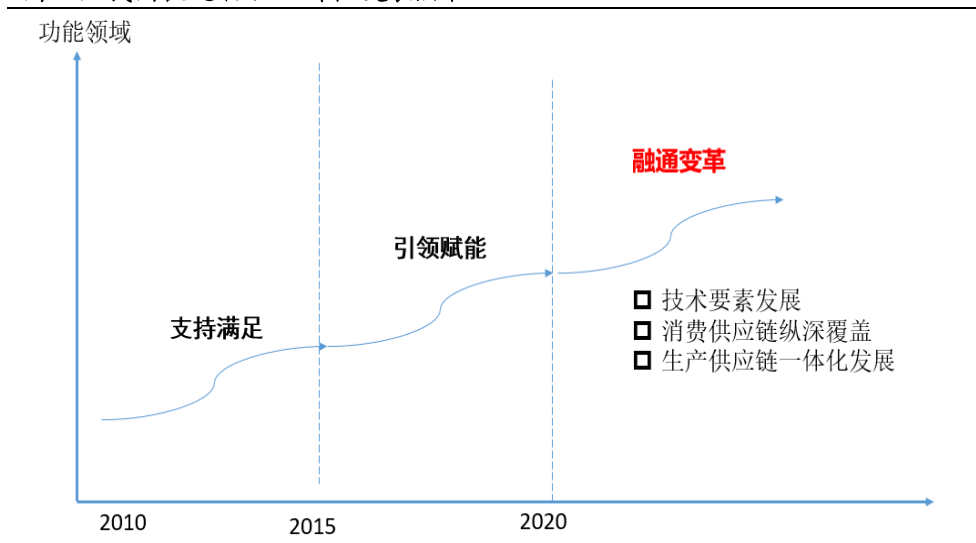
图 6：2018 年我国货运周转量结构



数据来源：Wind，东北证券

快递物流企业是目前中国物流行业的生力军，正引领行业现在进入融通变革的第三阶段。

图 7: 我国快递物流三阶段发展历程



数据来源：东北证券

1.3.1. 特征 1: 快递快运融合

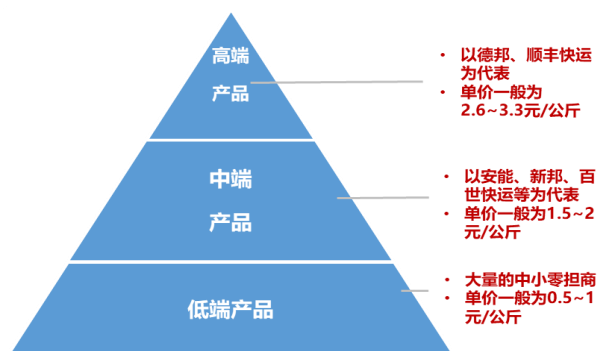
融通变革一方面是指快递向大物流方向发展，从传统商业、个人、电商快递向快递快运融合的横向方向发展。近年来，快递、快运企业互相融合趋势明显，快递企业需要补充长途干线的能力并拓展 B2B 业务；而快运企业需要丰富产品线，适应电商快速发展的需求，提升盈利能力。融通变革是快递企业向综合物流服务商转型迈出的重要一步。

表 3: 近年来快递与快运融合渗透

	企业名称	时间	事件
快递向快运融合	顺丰	2014 年 4 月	推出“物流普运”业务，开始涉足快运业务。
	中通	2016 年 8 月	启动全国快运招商加盟，开展零担和快运业务
	韵达	2017 年 9 月	启动全国快运招商加盟
	圆通	2017 年 3 月	圆通聘用零担快运领域多位高管，2018 年圆通快运起网
	顺丰	2018 年 3 月	成立顺心捷达，2019 年 6 月成立顺丰快运公司
快运向快递融合	德邦	2013 年 9 月	德邦快递业务启动会举行，标志着德邦物流进军国内快递领域。2015 年 5 月 18 日，德邦快递正式入驻菜鸟，2018 年，德邦改名德邦快递，专注大件快递。
	安能	2016 年 5 月	安能快递全国招商加盟会在上海召开，安能快递明确目标要做到规模上直达通达系。
	远成、晟邦	2017 年 7 月	远成快运和晟邦物流获得国家邮政局颁发的《快递业务经营许可证》，可从事跨省（区、市）经营国内快递业务。

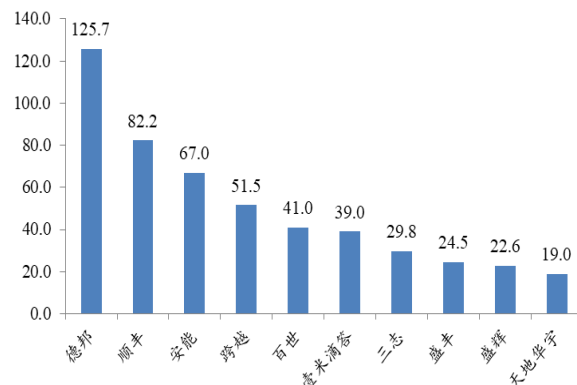
数据来源：网络公开资料，东北证券

图 8: 我国重货市场产品分类



数据来源：Wind，东北证券

图 9: 2018 年排名前 10 的零担公司收入（亿元）



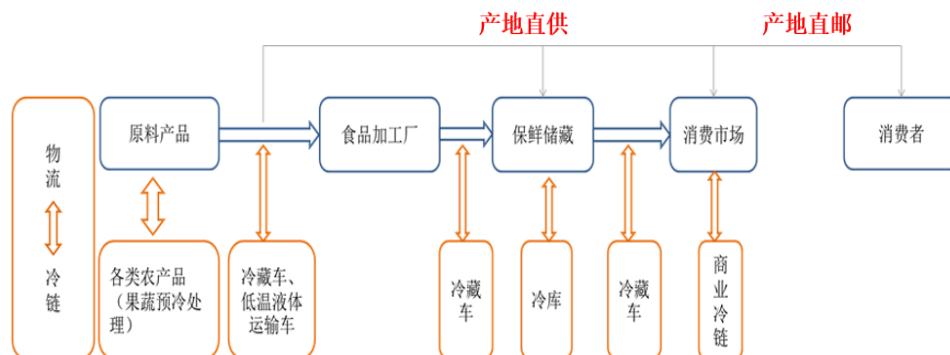
数据来源：中国物流网，东北证券

1.3.2. 特征 2: 与农产品供应链融合

农产品市场广阔，其供应链具有参与者众多、供应链节点间的衔接不畅、对物流能力要求高的特点。

随着电商下乡（淘宝、拼多多上的生鲜蔬果需求增长）以及快递下乡，快递企业正深入融合农产品的供应链，参与农产品生产资料的供应环节、生产环节、加工环节、配送环节和销售环节，提升农产品的供应链效率，为供求双方提升价值。典型案例：快递企业参与云南橙子、阳澄湖大闸蟹、西安猕猴桃、樱桃、榆林红枣等农产品产地直供。

图 10: 快递与农产品供应链的融合渗透



数据来源：网络资料，东北证券

1.3.3. 特征 3: 与产业供应链垂直融合

随着此轮中国的工业转型升级，尤其是工业 4.0、国家 2025 战略发展，产业集聚度将提升，需要较为高效的供应链体系支撑，快递行业必然和产业垂直供应链整合融合发展。《中国制造 2025》中多处提到“在重点领域试点建设智能工厂/数字化车间，加快人机智能交互、工业机器人、智能物流管理”、“发展壮大第三方物流”、“加快产品全生命周期管理、客户关系管理、供应链管理系统的推广应用”等。

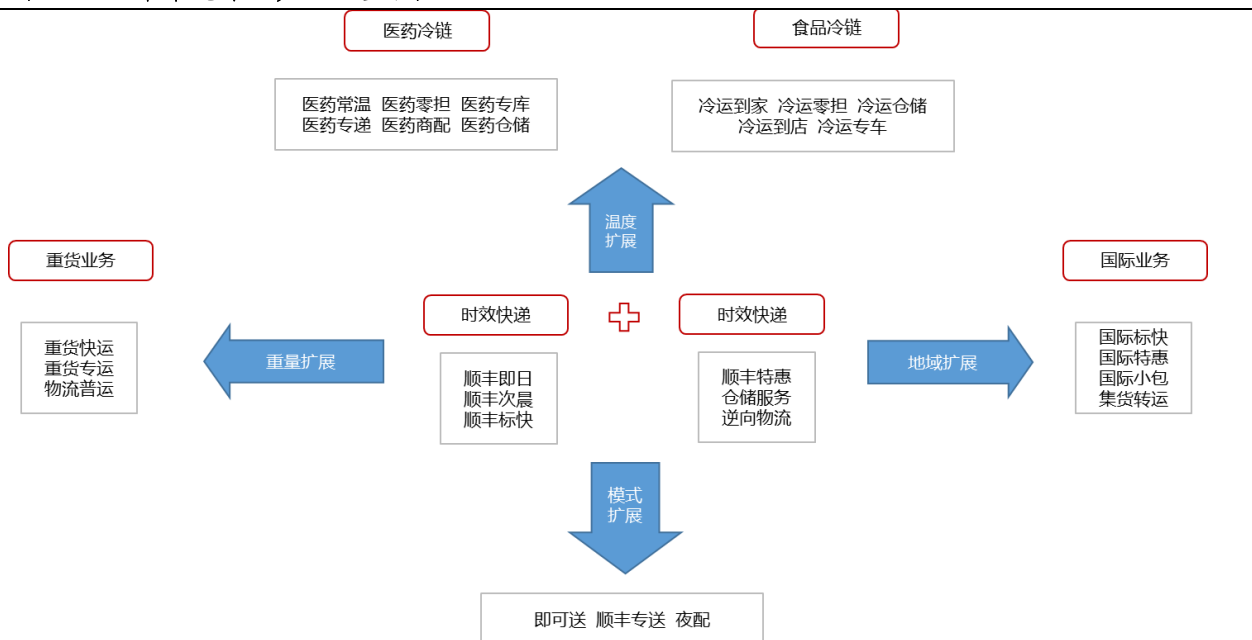
图 11: 快递与产业垂直供应链整合



数据来源：网络资料，东北证券

快递行业已经与部分产业垂直供应链进行融合，例如高端制造业的合同物流、医药食品等行业的冷链物流、进出口商品的跨境物流。我们继续看好行业长期战略投资价值。

图 12: 顺丰率先介入产业垂直供应链



数据来源：公司年报，网络资料，东北证券

表 4: 我国支持发展产业供应链物流相关政策

指标 1	指标 2
2016. 04 《关于深入实施“互联网+	围绕产业链、供应链、服务链建立上下游企业之间的垂直纵深与横向一体化

	流通”行动计划的意见》	协作关系。科学发展多层次物流公共信息服务平台，整合各类物流资源，提高物流效率，降低物流成本。
2016. 05	《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	支持制造企业与电子商务企业开展战略投资、品牌培育、网上销售、物流配送等领域合作，整合线上线下交易资源，拓展销售渠道， 打造制造、营销、物流等高效协同的生产流通一体化新生态。
2016. 06	《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	加强对各类交通物流服务平台的引导，促进企业线上线下多点互动运行，支持制造业物流服务平台与供应链上下游企业间信息标准统一和系统对接，强化协同运作。
2016. 08	《关于印发降低实体经济企业成本工作方案的通知》	健全现代物流标准体系，强化物流标准实施，推动物流业与制造业等产业联动发展。 完善城市物流配送体系，优化资源配置，提高物流效率。
2016. 09	《物流业降本增效专项行动方案（2016-2018年）》	部署降低企业物流成本，提高社会物流效率工作，大力推进物流业转型升级和创新发展。
2017. 05	《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》	鼓励企业应用供应链管理、智慧物流配送等现代管理技术，提高采购、仓储、运输、订单等环节管理水平。 推进实体店店铺数字化改造，增强店面场景化、立体化、智能化展示功能。
2017. 10	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	推动制造企业应用精益供应链等管理技术，完善从研发设计、生产制造到售后服务的全链条供应链体系。 应用供应链理念和技术，大力发展智慧商店、智慧商圈、智慧物流，提升流通供应链智能化水平。
2017. 12	《城乡高效配送专项行动计划（2017-2020年）》	到2020年初步建立起高效集约、协同共享、融合开放、绿色环保的城乡高效配送体系。
2018. 01	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	鼓励仓储、快递、第三方技术服务企业发展智能仓储，延伸服务链条，优化电子商务企业供应链管理。
2018. 12	《国家物流枢纽布局和建设规划》	到2025年，全社会物流总费用与GDP的比率下降至12%左右，到2035年，全社会物流总费用与GDP的比率显著下降，物流运行效率和效益达到国际先进水平。

数据来源：政府公告，东北证券

2. 阿里入局消费快递，加速行业优化发展

2.1. 通达系稳占电商市场，竞争格局分散

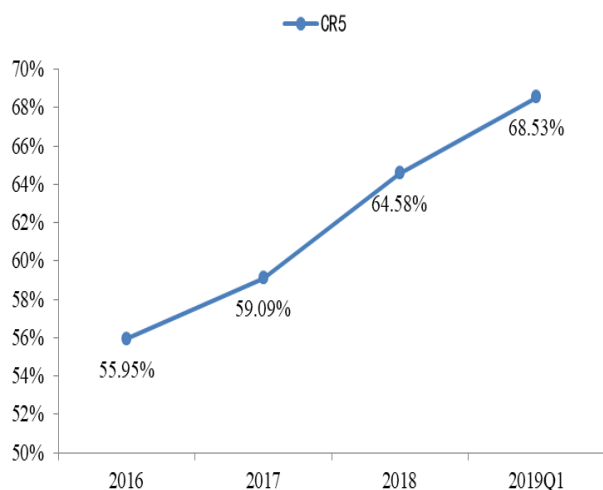
当前中国快递市场体量足够庞大，远超单一龙头企业的网络承载力，而各龙头间实力相近，因此当前快递行业竞争格局仍分散，寡头格局未能形成。具体来看，我国商务快递市场总量占比约15%，其中顺丰、EMS为龙头；电商快递市场总量约占85%，其中三通一达、百世占据行业前5业务量份额，在全市场的业务量份额合计达到69%，他们主要是面向淘宝、拼多多等电商平台，为第三方服务龙头；而京东、苏宁也自建物流，服务各自电商平台，分别占据自身市场。

图 13: 快递行业竞争格局



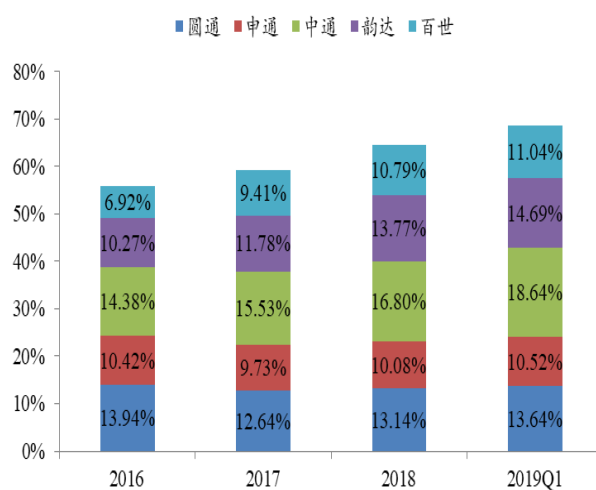
数据来源：公司公告，网络资料，东北证券

图 14: 2016-2018 快递品牌服务集中度 CR5 趋势



数据来源：Wind，东北证券

图 15: 2016-2018 排名前 5 快递企业市占率

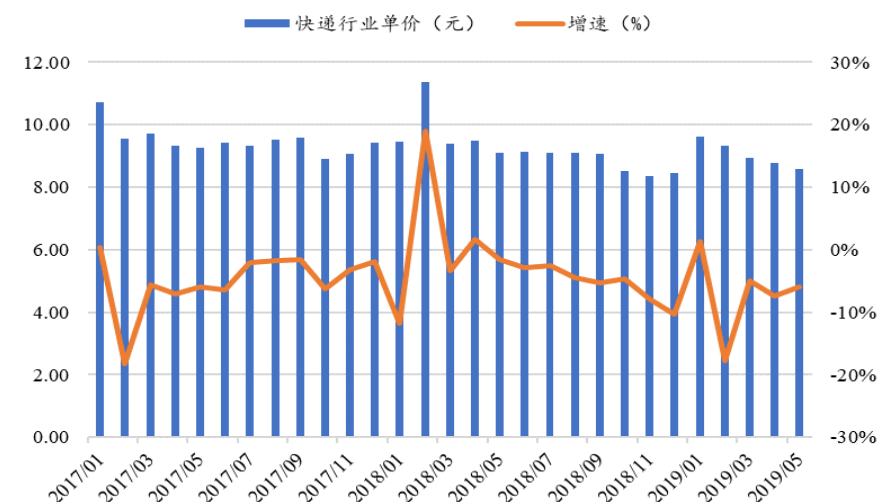


数据来源：Wind，东北证券

快递行业的规模效应与同质化特征引发持续的价格战，末尾企业加速淘汰。

2015 年以来，中通、韵达通过降价提质实现市场份额的扩张；2016 年以来，百世也通过低价抢量实现市占率提升；2018 年以来，圆通和申通在优化网络后，也开始通过主动降价抢量提升市占率。目前，我国电商快递服务产品属于典型的同质化商品，在挤出二三线快递这个进程中，利用适度价格战手段抢量不可避免，总部和终端快递单票价格均持续下行。经测算 2017/2018/2019H1 行业平均单价（剔除其他收入）分别为 9.43/9.06/8.93，分别同比下滑 4.6%/3.9%/6.0%。

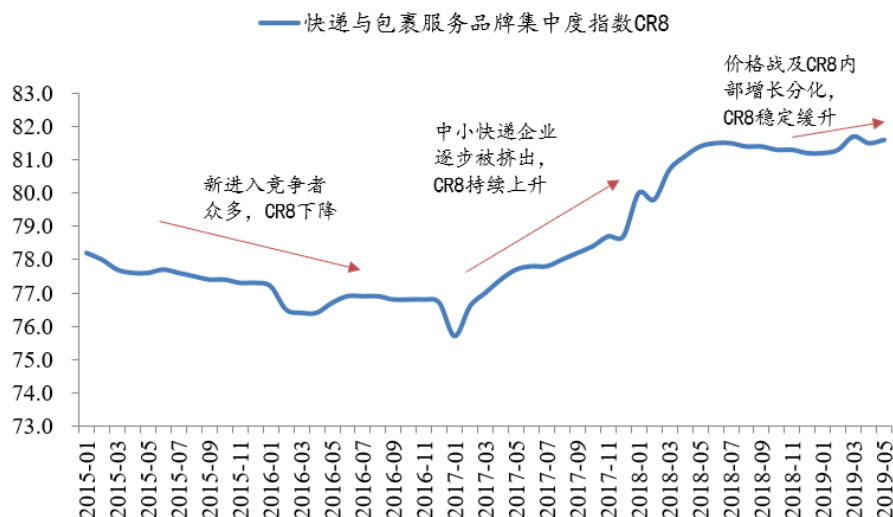
图 16: 快递行业单价呈下行趋势（剔除其他收入）



数据来源：wind，东北证券

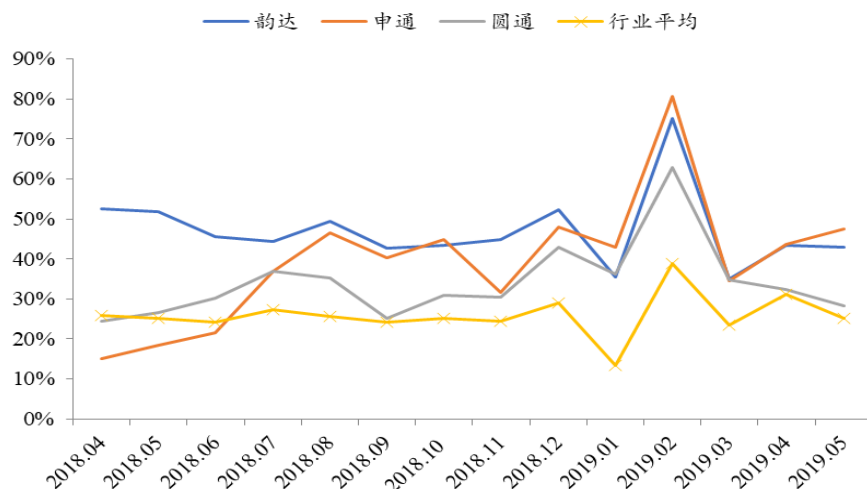
龙头快递企业业务量增速持续高于行业，竞争集中度持续提升。随着市场竞争的加剧，二三线快递企业的市场空间不断受到挤压，通达系龙头快递企业业务量增速预计将会高出行业 10-15 个百分点，快递行业竞争格局持续改善。根据国家邮政局公布的 CR8 集中度指数，自 2017 年 3 月以来屡创新高，2017/2018 年 CR8 指数分别为 78.7/81.2，分别提升 2.1/2.5pct（邮局 CR8 指数应为收入指标，价格战因素导致 CR8 提升幅度低于业务量提升幅度），2019 年上半年快递集中度指数 CR8 达到 81.7，行业高速增长红利将持续向龙头企业倾斜。

图 17: 快递行业龙头集中度不断提升



数据来源：wind，东北证券

图 18: 快递行业龙头业务量增速高于行业



数据来源: wind, 东北证券

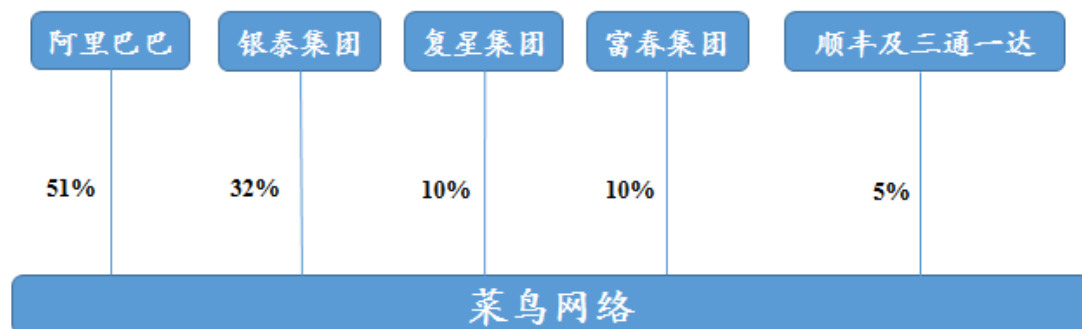
2.2. 阿里物流版图不断扩张, 持续入股消费快递

2010 年, 随着淘宝交易量的激增, 阿里开始重视物流配送环节。2010 年, 淘宝网已运行 7 年, 交易量不断激增, 淘宝成长为亚洲最大的电商交易平台, 同时国内民营快递企业也趁电商发展的东风而迅速扩张, 二者相辅相成, 互相成就。同样在 2010 年, 淘宝网正式对外宣布 “淘宝大物流计划”: 由淘宝联合仓储、快递、软件等多个第三方企业, 建立统一的配送中心仓库, 统一商家货物配备和递送, 为淘宝的商家提供一站式电子商务物流配送外包服务。

2011 年, 菜鸟的雏形显现, 阿里将物流战略聚焦于 IT+实体网络节点建设。2011 年, 阿里巴巴集团在北京发布物流战略: 一是通过 “物流宝” 平台, 大力推进物流信息管理系统; 二是投入 100 亿元着手兴建全国性仓储网络平台。我们认为这也即此后菜鸟的雏形。此时的京东, 正在走另一条不同的道路, 积极着手自建全国物流网络, 计划在 3 年内投资 100 亿用于物流网络的建设。

2013 年, 阿里系菜鸟网络横空出世, 具备电商+地产+快递基因, 不做快递而赋能快递。2013 年 5 月, 阿里牵头银泰集团、复星集团、富春集团、顺丰、申通、圆通、中通、韵达以及资本金融机构组建了一个新物流公司——“菜鸟网络科技有限公司”。菜鸟网络定位为以数据为驱动的社会化协同平台, 其实质上是第四方物流公司(4PL): 统筹、协调第三方平台, 提升第三方平台的运营和组织效率, 从而高效、低成本的为市场和社会提供服务。

图 19: 菜鸟网络股权结构



数据来源：网络资料，东北证券

菜鸟网络是一个由广义的“天网”、“地网”、“人网”交织的生态体系。

天网：即物流数据平台及数据工具，是打通阿里电商体系、物流公司、商家、消费者之间的数据分享平台。淘宝上相关的快递公司的前台数据系统已经全部实现和菜鸟对接，这意味着菜鸟拥有了一张全国性快递监控网络。

地网：全国五地分仓，覆盖华北、华南、华东、西南、华中的仓配物流网络。与心怡物流、百世汇通等云仓形成开放的社会化仓储设施网络，与日日顺、卡行天下、德邦、新邦佳吉、安能等全国及区域物流企业形成运力核心。

人网：帮助各大快递公司提高快递员的工作效率，还有包括大量针对消费者的线下实体服务体系的建立，包括进到小区的服务站，自提点等体系。

伴随着菜鸟网络的建立，阿里也不断向物流上下游进行投资延伸，扩张物流版图。阿里/菜鸟通过投资参股，已经在快递、仓库园区、公路零担运输、O2O 末端配送、物流配货平台、跨境物流等多个物流细分市场进行了布局。

表 5: 阿里在物流行业的投资布局

所属行业	公司名称	当前轮次	投资时间	投资轮次	投资金额
国内快递	中通快递	已上市	2019.7	战略投资	46.6 亿人民币
	中通快递	已上市	2018.5	战略投资	13.8 亿美元
	百世物流	已上市	2016.9	战略投资	7.6 亿美元
			2015.1	F 轮-上市前	5.5 亿美元
			2011.11	C 轮	数千万美元
			2008.6	A 轮	1500 万美元
			2008.5	天使轮	1500 万人民币
大件快递	圆通速递	已上市	2015.5	A 轮	亿元以上人民币
	日日顺物流	B+轮	2017.5	A 轮	10 亿人民币
	快狗速运	战略投资	2018.7	战略投资	2.5 亿美元
			2016.5	C 轮	数千万美元
			2019.1	战略投资	-
干线运输/平台	卡行天下	战略投资	2015.9	C 轮	亿元及以上人民币
			2014.5	B 轮	

	芝麻开门配送	更名为丹鸟物流	2018.3	收购	-
	运满满	D+轮	2016.12	D 轮	1.1 亿美元
			2018.4	收购	95 亿美元
	饿了么	与口碑合并	2017.6	战略投资	10 亿美元
			2016.4	F 轮-上市前	12.5 亿美元
	万象物流	已被菜鸟收购	2018.3	收购	未透露
			2016.6	B 轮	未透露
即时/城市配送	快仓	C 轮	2017.3	B 轮	2 亿人民币
	心怡物流	C 轮	2015.12	B 轮	数千万人民币
			2014.6	A 轮	-
	生活半径	D 轮	2015.8	C 轮	3 亿人民币
	晟邦物流	A 轮	2013.5	A 轮	亿元及以上
	SingPost (新加坡邮政)	已上市	2015.7	IPO 上市后	1.38 亿美元
国际快递			2014.5		2.49 亿美元
	冠庭国际物流	战略投资	2015.7	战略投资	6785 万美元
	易流科技	战略投资	2018.9	战略投资	-
智慧物联网	中交兴路	A 轮	2018.2	A 轮	7 亿人民币
末端设备	速递易	已被中邮收购	2017.7	战略投资	4.16 亿人民币
跨境物流	递四方	战略投资	2016.7	战略投资	-

数据来源：网络资料、东北证券

2.3. 行业中期迎来优化发展，龙头强化竞争力

阿里和菜鸟一定程度上是强势的，积极渗透入中国物流行业的变革，在菜鸟的参与下，我国快递行业形成了“1+8+N”的结构。所谓“1+8+N”，“1”是菜鸟网络牵头打造的一张物流骨干网；“8”是 EMS+顺丰+德邦+三通一达+百世，物流配送实体企业；“N”是包括仓储和落地配、即时物流、物流科技公司等在内的物流生态企业。菜鸟通过向行业提供技术支持、数据分析，输出统一规范标准，增强各合作伙伴业务协同，促进行业升级。

图 20：菜鸟网络部分功能



数据来源：公司官网，东北证券

表 6: 菜鸟对快递行业的赋能升级回顾

时间	事件	影响
2013.11	菜鸟自主研发“物流预警雷达”完成双十一首秀	保障了 1.56 亿包裹顺利运送,成为国内首个物流预警数据信息化产品,包含实时预测、实时预警、实时监控三大功能。
2014.5	菜鸟与国内 13 家主流快递公司签署战略合作协议,携手打造物流大数据平台	对接了以四通一达、顺丰、中国邮政为代表的十几家快递企业,可及时呈现超过 150 万快递员的揽收、送递包裹的实时情况。
2014.6	与中国邮政签署战略合作	与中国邮政合力共建中国智能物流骨干网,完善社会物流基础设施建设。
2014.12	菜鸟首个自主研发的 WMS(仓储管理系统)“大宝”发出第一笔正式订单	WMS 系统既能满足双 11、双 12 这类高峰订单流量的需求,还可以精准匹配订单和预包装商品,针对爆款商品有智能化的订单合单处理,秒杀单品订单、一单秒杀多品直接合单包装生产,批量出库。
2015	APP“菜鸟裹裹”正式上线	主要适用于全网包裹查询,全面覆盖国内外 140 多家快递公司。
2015.5	设立菜鸟驿站	日均处理包裹超过 1000 万个,通过整合零散用户寄件需求,减少最后一公里的物流成本,优化时效,提高用户体验。
2015.8	利用大数据优势启动鹰眼项目	利用大数据对超时件高发区域进行锁定、查找原因,为快递公司提出对应的解决方案建议,该系统在圆通试运营 4 个月后,超时异常件的比例下降了 30%。
2015.12	正式推出中国首个物流云平台	帮助快递企业和物流订单涉及所有链路成员建立连接、沉淀大数据,并在此基础上提供多样化智能服务。
2016.3	菜鸟网络宣布将联合物流合作伙伴组成菜鸟联盟	菜鸟网络完成首轮融资后的第一个大动作,中国主要快递公司均参与联盟的启动。
2016.5	与高德地图合作,共同打造 5 级地址库	4 级地址库只能精确到乡镇和街道,5 级地址库把地址服务的颗粒度精细到小区和楼栋,提供更为精细的地址服务。
2017.5	与 15 家快递企业签署战略合作协议	菜鸟与 EMS、顺丰、三通一达等企业推动数据开放连接,各方将基于云计算服务,通过电子面单、云客服来推动行业的信息化升级。
2018.5	推出了平台级人工智能产品“菜鸟语音助手”	凭借人工智能技术,它能够同时自动批量拨打巨量电话,帮助快递员派件前沟通消费者,甚至能听懂方言,准确识别消费者选择的包裹接收点,实时反馈结果,提升快递效率。
2018.6	推出针对服饰品类的橙诺达 2.0 服务	2018 双十一期间,橙诺达 2.0 天猫直送包裹次日送达率超过普通同样线路 4 倍。
2018.7	菜鸟“星计划”在五家主要快递公司圆通、中通、申通、百世快递和天天率先上线	星计划由星等级、星激励和星赋能组成,是菜鸟和快递公司共同推出的快递员终身成长体系,为 300 万快递员统一服务标准,统一激励与技术赋能。
2018.11	首个 IoT 物联网未来园区正式投入	双十一期间,近 700 台机器人全天运行,单个机器人负重可达 500 公斤。
2019.5	联合通达系快递公司及中华环境保护基金会、阿里巴巴公益基金会共同发起绿色快递日	将在全国铺设 5 万个绿色回收箱,预计每年可以循环再利用上亿个快递纸箱,减少的碳排放相当于种下 74 万颗梭梭树。
2019.6	“丹鸟”在 618 期间首次亮相	在对原有落地配网络进行优化升级后,丹鸟为消费者提供最快的当日达和次日达服务。

数据来源:网络资料,东北证券

行业中期迎来优化发展,龙头竞争力将强化。我们认为随着阿里入股各家龙头快递企业,将进一步推动电商与快递的协同发展,阿里依靠自身的信息技术和业务

资源，为企业赋能，推进快递市场向高效智能化发展，并提升消费者的综合体验。在这个过程中，龙头快递企业将充分受益，竞争力将增强，将主要在信息技术、实体资源、服务质量等方面提升。

2.3.1. 信息技术赋能

我国快递行业经历粗放式发展，当时劳动力成本、土地成本低廉。随着人工、土地、仓储租金成本大幅上升，传统劳动密集型的快递产业需要现代化升级，释放更强活力，信息化、智能化的重要性逐渐凸显。

快递企业愈发重视研发投入，通过智能化改造提升管理效能。对于行业目前普遍的加盟模式而言，总部重视 IT 技术开发应用，可以帮助企业更好的规范业务操作流程，实现自上而下的决策、管理和操作一体化运作，提升总部管理的精细化程度。

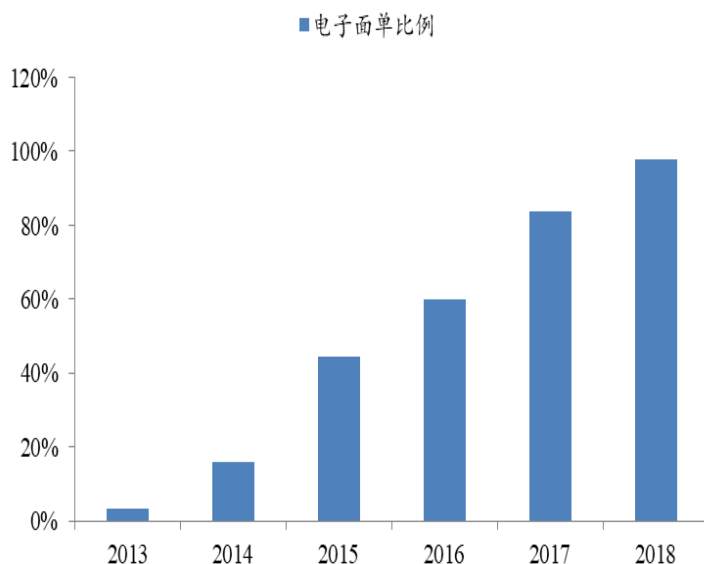
表 7: “三通”当前 IT 技术储备情况

公司	智能设备与技术
申通	“梧桐”系统：包含快递业务、服务质量、运输资源、财务结算、数据分析、国际系统等多个功能模块。同时建立了申通自主基础资料库，保障全网信息安全，为国内国际业务、全网各网点转运中心提供一体化的操作、查询、结算、管理等功能。
	申通打印专家：向网点和商家提供的电子面单打印软件，软件支持打印申通自身电子面单和菜鸟电子面单，可以线下导入订单打印与打印在线下单，能够在线获取电子面单，三段码和集包地，智能识别地址信息。
	自动化设备建设：在郑州、金华、上海、福州、深圳、漯河、武汉等城市的中转场地共铺设 33 套全自动分拣机器人或者交叉带分拣设备。
	申通专业化仓库：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。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。
中通	中天系统：包含报价管理、订单管理、权限管理、扫描管理、数据驾驶舱、物料管理、运单管理、仲裁管理、运营管理、客服管理等 10 多个子系统模块，覆盖了目前 20 多万中通入日常的业务处理和国内外所有客户的快递等综合系统服务，对物流、信息流、资金流进行有效的管理、整合、监控、统计。
	神州系统：每日平均订单量高达 2600 万件，包裹处理量达到 1 亿左右，大幅提高包裹处理效率，在包裹配送方面，中通还创立了掌中通 App，它能很好地提高快递员的配送速率，将多个包裹的配送路线优化，用以达到最快速的配送。
	Titans、DevOps 协作平台：公司以平台作为后台开发的支撑框架，服务于用户下单、订单跟踪、路由调度、末端业务员揽派等各个环节。
圆通	以金刚系统为核心，主要分为客户服务系统、公司管理系统、业务支持系统三个板块
	客户服务系统包括：会员系统、家庭管家、客户管家
	公司管理系统包括：管理驾驶舱、网点管家、业财融合系统
	业务支持系统：包括尊者系统、行者系统、运盟系统、自动化分拣系统，其中尊者系统用户可以登陆系统进行下单、路由查询、客服咨询等一站式寄递服务。
	物流云：基于云计算及大数据人工智能的智慧物流服务平台，一站链接软件、硬件、数据、产品、信息，形成可靠、稳定的云计算和数据化服务产品，围绕家电、快消、家装、美妆等多个行业，融合仓配、跨境、快递、快运、冷链等多个领域，向合作伙伴提供安全无忧、快速成熟的解决方案。

数据来源：东北证券、公司公告

目前我国快递企业的 IT 能力可覆盖日常运营，但提升潜力较大，而菜鸟科技实力领先，可加速赋能快递企业。快递企业已建立覆盖日常运营的整套信息技术系统，但还需深入挖掘 IT 使用场景，让操作更加便捷及智能化。而菜鸟在物联网、人工智能、大数据等技术方面处于绝对领先地位，因此菜鸟网络可直接赋能合作伙伴，在多个环节全面实现数字化和智能化。

图 21：在菜鸟推动下，行业电子面单覆盖率达到 92%



数据来源：网络资料，东北证券

2.3.2. 实体资源对接

菜鸟在全国核心城市通过“自建+合作”的方式建设物理层面的仓储设施，同时建立其基于这些仓储设施的数据应用平台，并共享给电子商务企业、物流公司、仓储企业等相关供应链服务商。

通达系快递企业的运输中转网络较为健全，但是在向综合物流服务商发展的过程中，仓储资源、仓管系统仍较为匮乏，我们认为菜鸟将会将仓、配资源及能力进一步向快递企业放开，为快递企业、商家提供具有行业特色、电商特色的仓配服务。

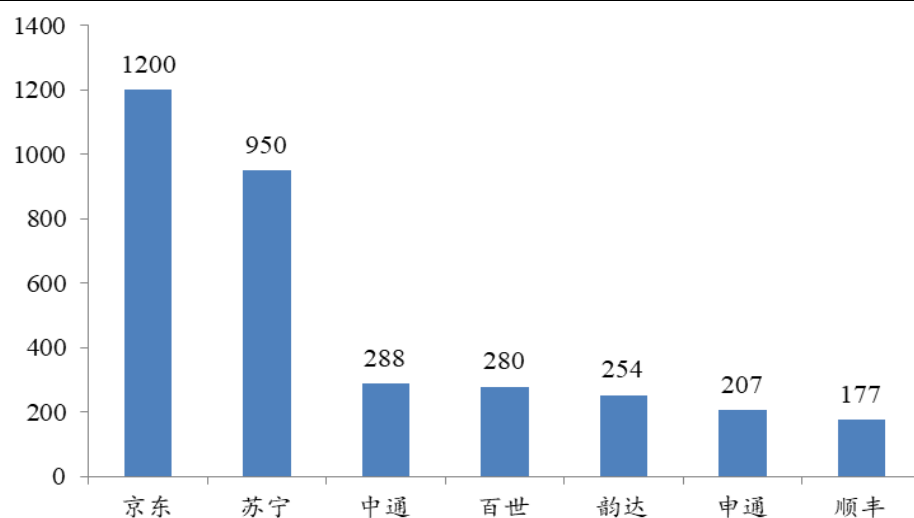
表 8：菜鸟网络实体资源梳理

指标	指标	详情
仓配网络	仓储面积（峰值）	1000 多万平方米
	配送线路	超 90000 条
	当次日达覆盖区县数量	1500
	接入省份	20
	接入城市	70
	仓库数	323
	建筑面积	563 万
快递	覆盖国内县区数量	2700
	合作伙伴运输车辆	23 万辆

国际网络	专业线路	609 万条
	接入快递员	200 万
	覆盖全球国家及地区数	27.24
集运网络	全球仓库数	0.61
	跨境物流合作伙伴数量	0.44
零售同通物流	骨干线路网络	30000 万+
	服务产品品类	10000+
菜鸟驿站	专业仓和前置仓覆盖城市	270
	覆盖末端小店	60 万
	菜鸟校园驿站	2800 个
	服务高校师生	2400 万人

数据来源：公司公告、东北证券

图 22：通达系仓储面积大幅低于京东、苏宁（万平方米）



数据来源：东北证券，公司公告

3. 海外市场寡头垄断，行业长期格局将变革

3.1. 美国、日本快递走入成熟市场，形成寡头垄断

美国快递行业发展历史超过百年，大致经历了四个阶段，最终形成 UPS、FedEx、USPS 的寡头垄断：

➤ 行业成长期：美国进入铁路时代，快递业兴起（19 世纪下半叶）

十九世纪下半叶，在富国银行（Wells Fargo）等私营快递企业的推动下，美国进入“铁路时代”，异地快递市场高速发展。其中，美国运通（American Express）、富国银行（Wells Fargo）、亚当斯快递（Adams Express）和美利坚快递（United States Express）四大快递公司凭借铁路网络占据大部分市场资源。一战后，USRA（美国铁路管理局）接管所有国家铁路，将这 4 大铁路快递与其他 3 家规模略小的铁路快递合并成立 REA（美国捷运公司）。

➤ 行业成熟期：美国翻开公路新篇章（20 世纪中叶）

二战后，美国政府规划在全国修建高速公路网，公路运输登上历史舞台，并以其机动灵活的特点盖过铁路运输，成为主流运输方式。成立于 1907 年的快递企业 UPS 把握住了机遇，凭借公路网络加速扩张，成为第一个在美国相邻 48 个州内每个地址提供服务的包裹递送公司，从此奠定美国公路运输龙头老大的地位。

➤ 行业改革期：邮政管制放松，开启航空新纪元（20 世纪下半叶）

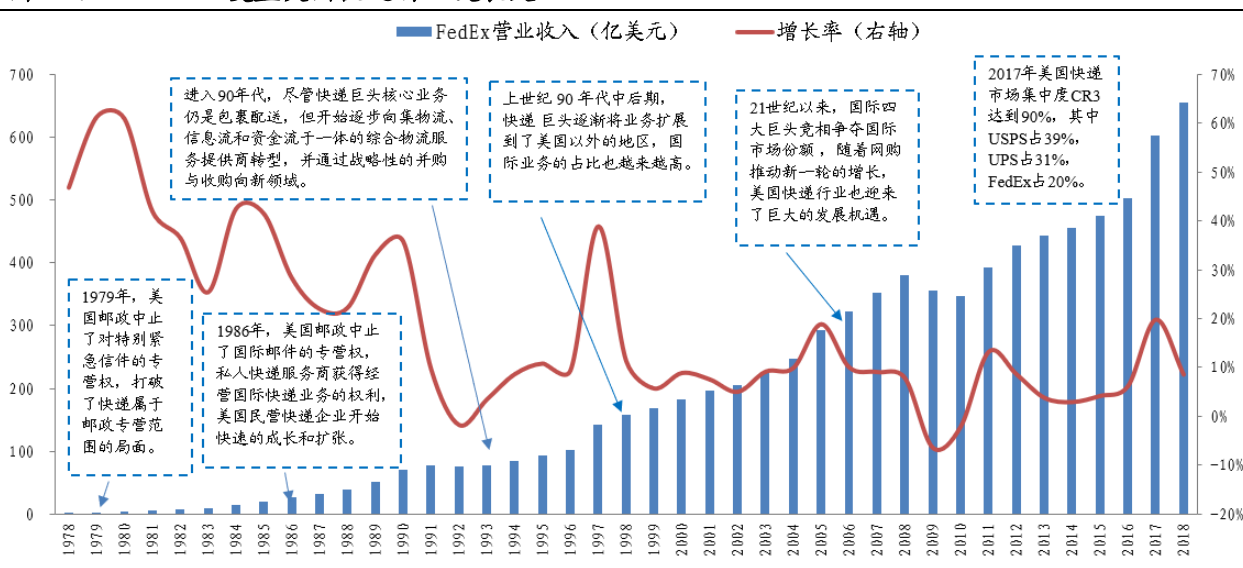
1970 年，美国总统尼克松签署《邮政重组法》，将邮政部改组为公司形式的政府代理——美国邮政服务公司（USPS）。这次改革是在政策上对邮政系统的第一次大松绑。1978 年 10 月，《美国民航放松管制法》颁布，进一步加速快递业、尤其是陆运/空运复合式物流快递企业的发展。1979 年，美国邮政中止了对特别紧急信件的特权，打破了快递属于邮政专营范围的局面。1986 年，美国邮政中止了国际邮件的特权，私人快递服务商获得经营国际快递业务的权利。FedEx 抓住机会，以航空件打开局面，建立起了自己的“航空帝国”，一举成为美国第二大快递公司，并最终形成双寡头格局。

➤ 行业繁荣期：并购实现垄断，业务全球化（1990s 至今）

进入 90 年代，快递巨头纷纷以包裹配送为核心业务，逐步向综合物流服务提供商转型，并通过战略性的并购与收购向货运、供应链等新领域寻求发展。例如，UPS 1999 年登陆纽交所（FedEx 于 1978 年在纽交所上市），借助资本市场开始进行战略性收购，在短短五年时间里收购了 40 余家公司，包括公路货运、航空货运、零售发运和商业服务等多种领域。与此同时，海外并购进一步推动快递巨头的国际化拓展，将业务延伸到了世界的各个角落，特别是中国、印度等人口基数大，快递市场却尚处于萌芽期的新兴市场。

随着网购推动新一轮的增长，美国快递行业也迎来了巨大的发展机遇，越来越多的资源被两大寡头 UPS 和 FedEx 垄断，行业集中度也越来越高，2017 年美国快递行业集中度 CR3 达到了 90%，其中 USPS 占 39%，UPS 占 31%，FedEx 占 20%。

图 23：从 FedEx 复盘美国快递行业发展史

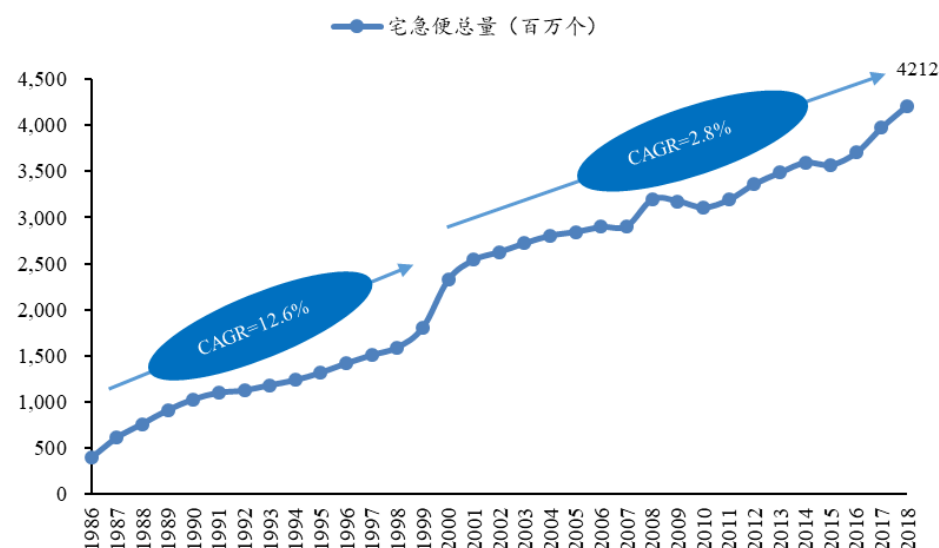


数据来源：wind，东北证券

日本快递行业发展历史约 40 余年，大致经历了三个阶段，最终形成大和运输公司（雅玛多集团）、佐川急便、日本邮政集团的寡头垄断格局：

- **日本快递业兴起于 20 世纪 70 年代。**在快递业运营之前，日本的小行李包裹等货物运送，一直是国有企事业单位的邮电局和国有铁道的业务范围，属于公益性事业的独家代理。由于小包裹属于轻型货物，量少且分散，收集货物效率低、利润较薄等原因，民间汽运业很少参与。但由于邮电局和国铁货物传送速度慢、业务效率低，大和运输在货物配送速度与服务质量上找到了竞争的缝隙，向运输省交涉并申请了 C2C 的营业执照，于 1976 年开始以“黑猫宅急便”为快递名称，对 30 公斤以下的个人和家庭之间的小行李货物运送业务，拉开了日本快递业的序幕。
- **快速成长阶段（1980-2000 年）：市场竞争激烈。**经历了大和运输公司以快递的形式参与小货物市场竞争之后，其他各大运输公司也开始参与这个市场，1977 年日本通运和西农运送、1981 年福山通运也开始快递业务，特别是 1998 年 11 月参入快递业务的佐川急便，增长率较为显著，在 1999 年上半年就超过了第 2 位的日本通运。鼎盛时期日本全国有 153 家参与快递事业的竞争。为了规范市场的有序竞争，1990 年运输省制定了“快递业运费认可标准”，其中包括对重量、外形尺寸和业务范围等标准进行统一。
- **成熟阶段（2000 年至今）：增速放缓，寡头格局形成。**在经历了半个世纪的发展后，日本已经形成了较为成熟的快递行业。2000-2015 年，日本快递业务量年均复合增速为 2.4%，增速较八九十年代明显放缓。目前，日本国内快递企业仅有 21 家，前三家市场占有率达 92.5%，形成寡头竞争格局。全日本直营网点数 1.2 万个，快递行业从业人员约 28 万人（不含非直营收派网点工作人员），日本县级以上城市的快递网络覆盖率达到 100%。

图 24：日本快递行业发展历史

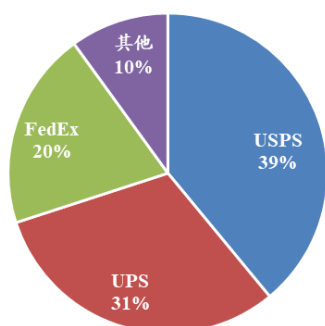


数据来源：日本国土交通省，东北证券

纵观美国、日本快递发展历程，我们可以发现三国快递兴起的背景基本相同，即在传统邮政体系无法满足个人、企业对寄件时效与服务质量的需求下，快递服务应运而生。

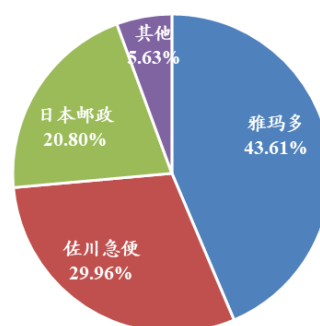
美、日快递行业的发展结果也大致相同，均形成了寡头垄断市场：2017 年，美国快递市场集中度 CR3 达到 90%，最大的三家快递公司 USPS、UPS 和 FedEx 分别占 39%，31%和 20%。日本的行业集中度更高，2018 年日本快递市场集中度高达 94.37%，雅玛多、佐川急便和日本邮政的占比分别为 43.61%，29.96%和 20.80%。从发展阶段来看，中国快递市场仍处于成长期，行业集中度较低，行业集中度还将继续提升。

图 25：2017 年美国快递市场结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 26：2018 年日本快递市场结构



数据来源：公司公告，东北证券

3.2. 未来中国快递行业格局展望

综合分析，对我国快递行业的格局形成以下三点结论：

- 目前我国快递企业龙头林立，竞争格局仍分散；
- 中期视角看，行业壁垒（先发壁垒和规模壁垒）已形成，新进入者几无可能，快递龙头企业修炼内功，阿里/菜鸟不断赋能，龙头企业经营改善，市场份额进一步扩大，同时竞争持续、行业价格战持续，末尾企业加速淘汰，我们认为 2020 年以后二三线快递企业将退出市场；
- 长期视角看，我们认为行业有两种较大可能性的发展趋势：一是菜鸟主导的电商快递联盟，快递龙头企业稳定发展，行业维持寡头竞争；二是菜鸟主导龙头企业整合兼并，只存在两至三家大型快递企业，行业形成寡头垄断。本质上来说，趋势都是未来快递产品或服务的差异化缩小，由两三家或少数几家快递企业提供该服务。

情况一：菜鸟网络下的“电商快递联盟”

菜鸟与快递企业的合作不断加强，提升企业实力，当末尾企业淘汰出局后，行业进入寡头竞争，由于目前通达系快递企业的业务量都已超过 1500 万单/日，任何一家突然掉队的概率极低，菜鸟在二通一达、百世等主流龙头公司均有持股，菜鸟有可能主导快递行业统一规范，建立实质或形式上的“快递联盟”，快递价格也将维持稳定，由于整个快递市场仍然体量庞大，最终各家快递企业均稳定发展。

情况一类似于菜鸟旗下的“新配盟”

2018 年 9 月，菜鸟牵头其并购的几家落地配公司，包括上海万象、南京晟邦、成都东骏、浙江芝麻开门、陕西黄马甲，成立“新零售配送联盟”，在全国铺设五大区直营网络服务新零售。“新配盟”各自负责配送业务，彼此之间执行相对统一的服务标准。

“新配盟”的主营配送业务包括：

- (1) B2C：支持当日达、次晨达、隔日达、预约配、代收货款、签单返还、上门退换货等；
- (2) B2b：即省内/同城仓到店配送服务；
- (3) O2O：即门店到家即时配，支持半小时达、一小时达、两小时达等。

情况二：菜鸟主导行业整合兼并，中国物流大格局形成

在成熟市场中，双寡头是一种较为稳定的竞争格局。从海外快递发展经验来看，行业在发展过程中逐步走向了高度集中的寡头垄断。中国快递的服务同质化，价格战也已极大地损害了总部利益、加盟商利益，不同于其他行业，中国快递如果整合兼并，大概率会由较为强势和运营经验的资本介入推动。我们展望阿里/菜鸟未来有可能推动电商快递的整合兼并，理由有3点：

- 1) 电商快递龙头无本质模式、运营差异，但却又各自占据市场，仅阿里在电商快递龙头（韵达除外）均有持股，具备操作可行性；
- 2) 阿里的核心业务是电商，为了应对拼多多、京东的发展竞争，需要更高的快递服务品质，因此推动电商快递的整合兼并，将能保证配送质量的有效、快速提升。
- 3) 菜鸟网络的最终目标是建立中国的智慧物流骨干网，提升物流效率，从长远角度看，促进快递企业的整合兼并才能更好推动行业变革。

图 27：未来中国物流格局展望



数据来源：东北证券

分析师简介:

瞿永忠，东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验，深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验8年，荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

孙延，上海交通大学中美物流研究院物流工程硕士，行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn