



虞世民
首席交运分析师
S1010519040004



汤学章
交运分析师
S1010520090006

深度解读京东物流招股说明书

交通运输行业物流专题系列报告 12 | 2021.3.1

核心观点

京东物流定位在科技驱动的供应链解决方案及物流服务商，京东商品导流的仓配快递业务支撑公司稳健增长，同时 2017 年开始公司转型三方物流公司，对外提供多种物流服务及行业供应链解决方案。对比顺丰，京东物流收入体量约为顺丰的 45%，同时盈利稍弱、人员属性重、资产属性较轻、科技研发投入大、仓储布局占优。我们认为京东物流上市可能会重塑快递物流行业估值体系，进一步拔高龙头估值。

■ 京东物流定位科技驱动的供应链解决方案及物流服务商，仓储及科技是两大利器。京东物流诞生于京东商城仓配，2017 年从 1PL 转型 3PL，为外部客户企业提供供应链解决方案及物流服务。公司定位为综合物流供应商，为企业客户提供快递、快运、冷链、仓储、跨境等多种物流服务，同时为各类行业提供物流解决方案。公司两大核心利器为 1) 仓储，运营仓储面积达 2000 万平米，是一体化供应链公司中仓储最多的公司；2) 科技，背靠京东集团强大的互联网技术团队，京东物流近 3 年每年研发费用均在 15 亿元+，领跑上市快递公司，公司期望通过持续的科技投入及赋能，以数智化、自动化科技姿态进军中国 15 万亿元的供应链市场。

■ 对比顺丰，京东物流具有如下特点：1) 公司收入体量大，但增速快：去年前三季度公司收入为顺丰的 45%，我们预计全年收入或增至 700 亿元，收入增速高出顺丰 5pcts+；2) 盈利能力弱于顺丰，但已经实现扭亏：2020 前三季度，公司净利率与顺丰的差距从之前 10pcts+ 缩小至 5pcts，同时实现调整净利润 23 亿元，调整净利率 6.0% 高于顺丰的 4.7%；3) 费率管控好于顺丰，但研发费用更高：公司费率要比顺丰低 2.5pcts，但是研发费用更多，2019 年公司和顺丰研发费用分别为 17 亿/12 亿元。4) 人员属性重，但资产属性轻：截至 2019 年，公司直营网络职工数量 26 万人明显高于顺丰的 11 万人，而公司 2019 年固定资产净值 53 亿元，低于顺丰的 270 亿元，说明公司很多资产都是租赁的；5) 网络布局全力对标顺丰，仓网布局较好，门到门基础设施较弱；6) 应收账款周转慢于顺丰：公司合同企业客户较多，而顺丰现金个人客户较多，使得公司应收账款周转速度慢于顺丰。

■ 京东物流收入细节披露低于“预期”，公司关联交易数额较大。京东物流招股说明书并没有详细披露各业务（快递、快运、冷链等）的收入及成本情况，也没有披露市场关心的快递仓配业务量，仅仅将收入划分为一体化供应链（使用过京东仓储业务）和其他客户收入，简单的收入划分或是为了说明自己的供应链综合物流商定位。同时京东物流与京东集团之间存在较高数额的关联交易：1) 关联交易收入，京东商品会向京东物流采购大量的仓配物流、广告等服务，2019 年公司关联交易收入为 308 亿元，占总营收的 62%；2) 关联交易成本，京东物流向京东集团租赁资产、采购末端配送、软件、行政等日常经营所需的服务，2019 年关联交易成本为 55 亿元，占总经营成本的 12%。

■ 京东物流背后资本方星光熠熠，上市之后或有望重塑物流行业估值体系。2017 年以来，京东物流完成 2 次 A 轮优先股融资，分别融得约 160 亿和 4.4 亿元，同时引进了招商局、红杉、腾讯、高瓴、普洛斯、中国人寿等顶级的产业资本、投资机构以及“国家队”。背靠星光熠熠的众多股东，京东物流未来开拓供应链企业客户具有一定优势。我们估算京东物流 2020 年全年营收在 700 亿元，按照 IFR 报道 400 亿美元估值（对应~2600 亿元），假设今年收入增速为 35%，则对应 2021 年的 PS 为 2.8 倍。目前顺丰市值为 4800 亿元，按照今年 2000 亿营收计算则得到的 PS 为 2.4 倍。我们认为京东物流上市可能一定程度上会重塑物流行业估值体系，对于强品牌、科技赋能、业务多元化的物流平台公司，市场会逐步接受 PS 估值，并进一步拔高快递物流龙头的估值水平。

目录

业务概况：公司定位供应链综合物流服务商，仓储及科技是两大利器	1
成长逻辑：物流外包持续渗透红利下，公司加速一体化供应链布局.....	5
与顺丰对比中，看京东物流的财务经营数据	9
京东物流收入体量小但增速快，费率管控较优但研发费用多于顺丰	9
京东物流网络布局全方位对标顺丰，但资产属性整体较轻	12
不可忽视的大额关联交易	14
京东物流背后资本方星光熠熠，上市之后或有望重塑物流行业估值体系	16
现金流稳健，本次 IPO 募投项目将夯实公司业务及网络实力.....	18

插图目录

图 1: 京东物流产品服务及行业解决方案	2
图 2: 2019~2020M9 京东物营收增长情况	3
图 3: 2018~2020M9 京东物流营收构成情况	3
图 4: 京东物流使用的硬件产品	4
图 5: 京东物流全国仓储网络布局情况	5
图 6: 中国物流外包率明显低于海外发达国家	6
图 7: 部分物流外包率较高的子行业	6
图 8: 中国外包物流支出增长及预测情况	6
图 9: 中国一体化供应链物流市场增长及预测情况	7
图 10: 京东物流的快消品行业物流解决方案	7
图 11: 京东商品履约费率呈现下降趋势	8
图 12: 京东物流存货周转天数维持稳定	8
图 13: 京东物流一体化供应链外部客户数量增长情况	8
图 14: 京东物流一体化供应链外部客户客单收入增长情况	8
图 15: 2019 年全国社会物流总额细分市场情况	9
图 16: 京东物流与顺丰营收情况	10
图 17: 京东物流与顺丰营收增速情况	10
图 18: 京东物流与顺丰毛利率情况	10
图 19: 京东物流与顺丰归母净利率情况	10
图 20: 京东物流与顺丰扣非净利率情况	11
图 21: 京东物流归母净利以及调整净利情况	11
图 22: 京东物流与顺丰三费率情况	11
图 23: 京东物流与顺丰研发费率情况	11
图 24: 京东物流与顺丰研发费用情况	12
图 25: 京东物流成本结构占比变动情况	12
图 26: 2019 年京东物流成本结构占比	12
图 27: 2019 年顺丰控股成本结构占比	12
图 28: 2019 年京东物流与顺丰固定资产及土地使用权账面价值对比情况	14
图 29: 京东物流及顺丰应收账款周转天数对比	14
图 30: 京东物流与顺丰资本开支情况	14
图 31: 京东物流前五大客户以及京东集团营收占比情况	16
图 32: 京东物流来自京东集团的收入情况	16
图 33: 京东物流经营净现金流	18
图 34: 京东物流货币现金	18
图 35: 顺丰定增拟募投项目	19

表格目录

表 1: 京东物流发展历史	1
表 2: 2020 年京东物流在邮政局消费者满意度调查中排名第二	1
表 3: 2015~2020 年各大快递公司平均月度有效申诉率情况	1
表 4: 京东物流 2 次 A 轮优先股投资者融资情况	3
表 5: 中国一体化供应链物流服务商排名	9
表 6: 京东物流与顺丰控股多方位对比	12
表 7: 京东物流及顺丰职工结构情况	13
表 8: 京东物流关联交易历史数额及签订未来交易上限情况	15
表 9: 京东物流关联应收账款情况	16
表 10: 京东物流除京东集团外股东持股情况	17

■ 业务概况：公司定位供应链综合物流服务商，仓储及科技是两大利器

京东物流始于 1PL，发力转型 3PL。2007 年京东成立京东物流部门，服务于京东商城，意味着京东物流成立之初定位 1PL（一方物流），依托京东集团商流保持业务增长。2016 年开始京东物流开始承接社会化物流订单，全力转型 3PL。总的来说，2007~2010 年是京东物流 1.0，即直营平台+自建封闭物流，2010~2016 年是京东物流 2.0，自营平台+开发平台（京东 POP 商家）+自建封闭物流，2016 年至今是京东物流 3.0，自营平台+开放平台+自建开放物流。

表 1：京东物流发展历史

时间	事件
2007	诞生为京东集团旗下内部物流服务部门。
2010	推出「211」限时达，提供当日达及次日达服务，对电商快递配送及履约的行业标准进行重新定义。
2014	在上海启动首座亚洲一号大型智能仓库。
2017	4 月，开始作为京东集团的独立业务分部运营供应链解决方案及物流服务，并开始为外部客户提供服务。大型智能仓库。
2018	2 月，完成 A 轮优先股融资。筹集的融资总额约为 25 亿美元。
2020	在中国爆发 COVID-19 期间，我们成立疫情救援工作组并利用我们的先进科技，我们的贡献在全国范围内获认可。8 月，进行了品牌升级。

资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

仓配高时效、服务优质是京东物流的消费者品牌印象。京东物流通过仓配模式创造性地推出“211”限时达产品，即消费者在当天上午 11 点前下单，则可在当天收到包裹；若在前一天晚上 11 点前下单，则可在下单的次日下午 3 点前收到包裹。通过京东物流，京东商品 90% 的订单可以在当天或者次日送达，消费者对京东物流形成了时效又快又稳的品牌认知。根据邮政局，京东物流在 2020 年邮政局消费者满意度调查中首次反超 EMS 排名行业第二，表明了直营模式的京东物流的服务质量也是位居行业前列。

表 2：2020 年京东物流在邮政局消费者满意度调查中排名第二

年份	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	顺丰	EMS	京东物流	中通	韵达	圆通	百世	申通
2019	顺丰	EMS	京东物流	韵达	中通	百世	申通	圆通
2020	顺丰	京东物流	EMS	中通	韵达	百世	圆通	申通

资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

表 3：2015~2020 年各大快递公司平均月度有效申诉率情况（次/百万件）

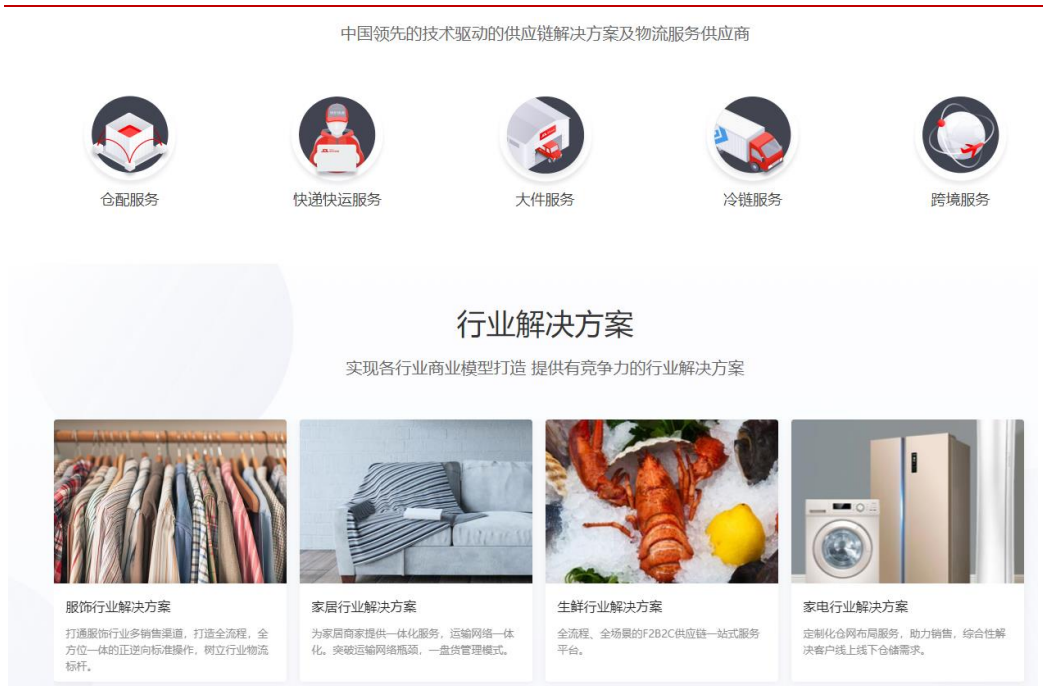
	行业	顺丰	京东物流	中通	韵达	圆通	申通	百世
2015	11.60	2.06	1.05	10.68	19.08	14.15	29.10	11.65
2016	9.32	3.42	0.90	7.57	10.36	8.46	16.70	7.84
2017	6.12	1.64	1.17	2.68	2.20	5.72	12.12	4.20
2018	2.52	0.49	0.39	0.86	0.77	2.70	1.73	1.31
2019	0.42	0.15	0.19	0.03	0.03	0.10	0.02	0.04

	行业	顺丰	京东物流	中通	韵达	圆通	申通	百世
2020	0.18	0.03	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01

资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

京东物流愿景成为全球最值得信赖的供应链基础设施服务商，公司业务覆盖了快递、快运、冷链、跨境物流、供应链等多个物流领域。京东物流虽然最初专注于仓储配送快递业务，但是经过多年发展，公司已经建立了高度协同的六大网络——仓储网络、综合运输网络、配送网络、大件网络、冷链网络及跨境网络。公司业务目前不仅局限于快递业务，而是能提供全方位的覆盖各个业务领域的供应链解决方案和优质物流服务，从仓储到配送，从制造端到终端消费客户，涵盖普通和特殊物品。

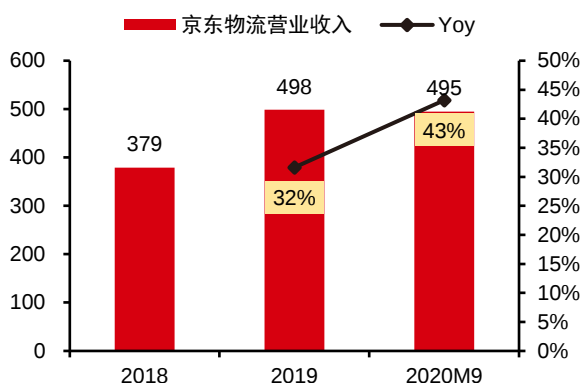
图 1：京东物流产品服务及行业解决方案



数据来源：京东物流官网

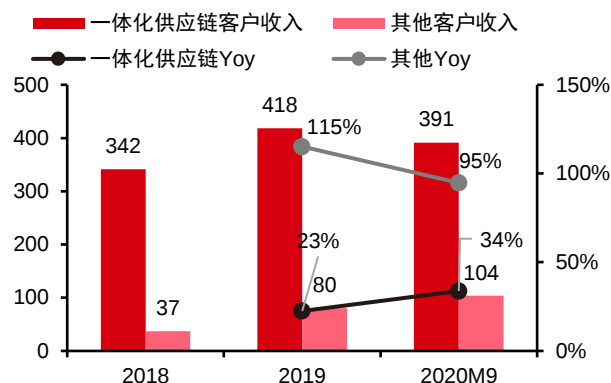
受益于京东商品持续导流以及京东物流持续开拓外部客户，最近几年京东物流营收保持 30~40% 年增速较快增长。京东物流招股书并没有给出具体各项业务（例如快递、快运、仓储、冷链、跨境等）的营收情况，也没有给出业务量数据，仅将营收拆成一体化供应链客户营收和其他客户收入，其中一体化供应链客户业务包含所有使用过京东物流仓储的物流服务。这进一步体现了京东物流将自身定位为供应链服务综合物流供应商，而非简单的快递公司。

图 2：2019~2020M9 京东物流营收增长情况（亿元）



资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

图 3：2018~2020M9 京东物流营收构成情况（亿元）



资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

2017 年以来京东物流共完成两轮融资：第一轮 A 轮优先股融资发生在 2018 年，融资规模较大，一共融得~25 亿美元（~160 亿人民币）；第二轮 A 轮优先股融资发生在 2020 年 8 月，可以认为是 pre-IPO 轮，融资规模较小，一共融得 0.64 亿美元（4.4 亿人民币）。

表 4：京东物流 2 次 A 轮优先股投资者融资情况

	A 轮优先股投资 (I)	A 轮优先股投资 (II)
投资者支付的每股成本	2.5 美元	2.8 美元
投资者交割日期	2018 年 3 月 7 日	2020 年 8 月 24 日
融资总额 (亿美元)	25.1	0.64
投后估值 (亿美元)	123	139

资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

京东物流同时还在通过并购方式加码综合物流业务布局。2020 年 8 月，京东物流通过斥资 30 亿元收购老股和认购新股的方式获得跨越速运 55% 的股份，实现了快运网络的进一步扩张，尤其是空运重货网络，同时增加了公司的客户群。

科技及仓储是京东物流两大重要竞争优势：

1) 科技。京东物流将自己定义为科技驱动的供应链解决方案就物流服务商，可见科技对于京东物流的重要性。京东物流的科技能力主要体现在硬件和软件集成的物流解决方案，硬件端主要反映在各种无人化、自动化的机械设备中（见下图），软件端体现在公司通过先进的仓库管理系统（WMS）、运输管理系统（TMS）及订单管理系统（OMS）支持客户供应链的数字化，同时使用优秀的智能算法实现高效协同和共享，在销售预测、商品配送规划及供应链网络优化等领域实现集中决策。截至 2020 年 12 月 31 日，京东物流已拥有逾 4,400 项专利及版权（含申请中的），其中逾 2,500 项涉及自动化及无人技术。由于科技上的卓越成就，京东物流被运筹学和管理学研究协会选为第 50 届年度 Franz Edelman 高级分析、运筹学和管理科学成就奖（世界上最负盛名的分析与运筹学应用成就奖）七名最终入围者之一。

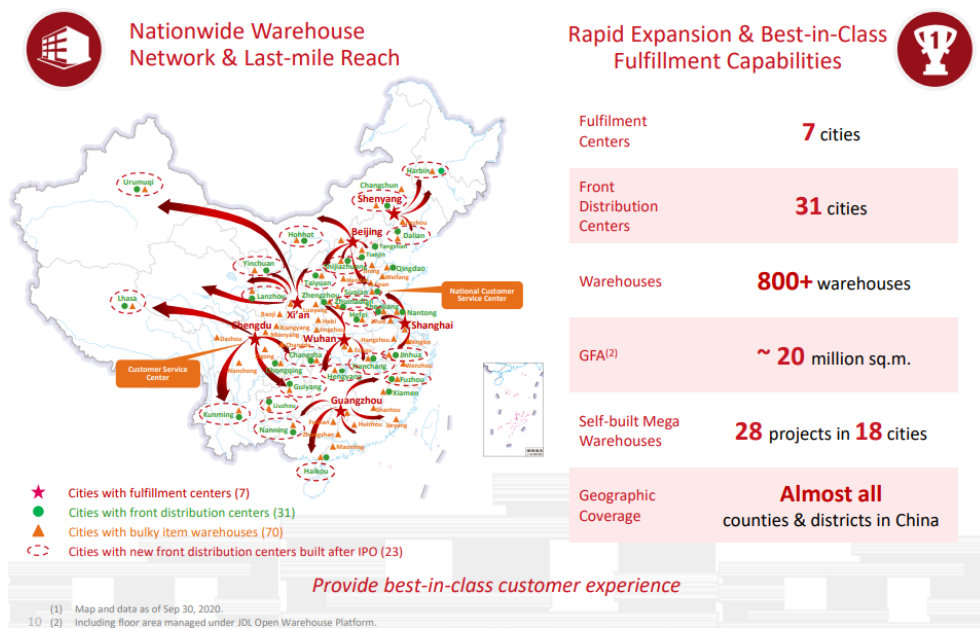
图 4：京东物流使用的硬件产品



数据来源：京东物流官网，京东 X 事业部官网，中信证券研究部

2) 仓储。截至 2020 年 9 月底，京东物流在中国的 18 个城市运营 28 座亚洲一号大型智能仓库，同时运营超过 300 个区域配送中心（RDC）、前端配送中心（FDC），其中 RDC 能够储存更多的 SKU，并为更大范围区域的客户提供服务，而 FDC 属于小型仓库，储存的 SKU 较少但每个 SKU 的需求量较高，因此战略性地位于更接近终端消费者的位置，以便更快速触达他们。京东物流全国合计运营 800 多个仓库以及由云仓生态平台上业主及经营者运营的超过 1,400 个云仓（第三方仓），仓储网络几乎覆盖全国所有区县。京东物流管理的总仓储面积约为 2000 万平方米，而 A 股市值最大的物流公司顺丰 2020H1 也拥有 194 个不同类型的仓库（包含新夏晖冷链物流中心）、面积约 234 万平方米。

图 5：京东物流全国仓储网络布局情况



数据来源：京东物流官网

强大的科技技术帮助京东物流降本增效，同时为客户高效地提供定制化的物流服务，而全国最大的仓储网络可以帮助京东物流大幅缩短用户与货物之间的距离，以较低成本及时响应企业客户货运运输需求，帮助客户做好库存管理，支撑其发展一体化供应链物流服务。

成长逻辑：物流外包持续渗透红利下，公司加速一体化供应链布局

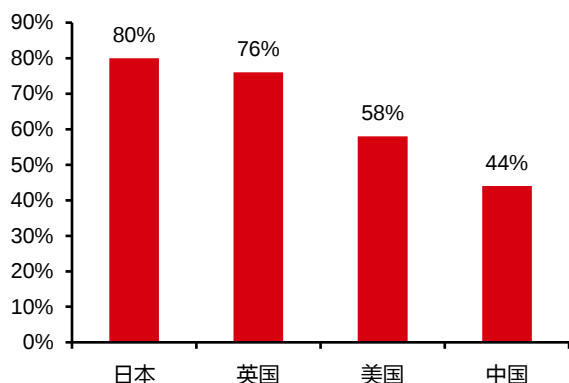
京东物流成长逻辑在于 2 块：1）快递业务受益电商需求持续增长，其中快递业务的增长短中期将主要来自京东商城的 GMV 增长驱动；2）发力一体化供应链业务。

京东物流招股说明书对一体化供应链物流进行了定义：一体化供应链物流服务被定义为外包物流服务市场中的一个细分市场及一种先进物流服务。该等服务由第三方服务供应商提供，然而与孤立的供应链物流服务商不同，一体化供应链物流服务商有能力提供全面的物流服务，包括快递、整车及零担运输、最后一公里配送、仓储及其他增值服务（如上门安装和售后服务），这些服务以一体化解决方案的形式提供予客户，满足客户的各种需求。

简单说，预计未来中国企业会将越来越多的物流外包给第三方物流公司，第三方物流行业保持稳健增长，同时仅提供单一简单物流服务的公司将会被有能力提供多种物流组合成的解决方案（覆盖生产+消费端物流，运输+仓储+配送+增值等服务）的综合物流公司替代。

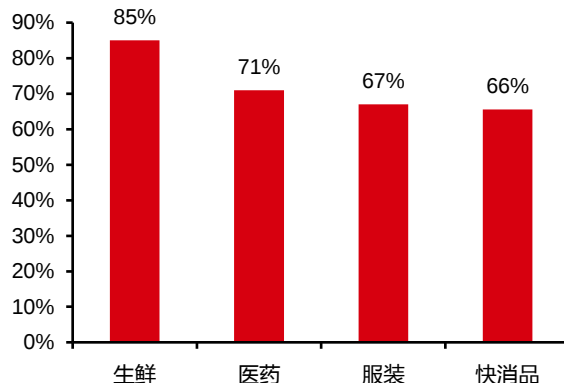
我国物流以企业自建居多，物流外包率低于发达国家，未来有提升动力。相比海外发达国家，我国企业物流外包率较低，目前不到 50%，很多企业还是以自建物流为主。随着国内第三方物流公司实力增大、规模扩大，同时下游客户及消费者对实体企业的物流定制化及响应能力要求不断提升，自建物流已经难以满足要求，实体企业将会逐步将自身物流外包给第三物流公司。考虑到我们物流外包渗透率明显低于欧美国家，未来提升空间仍然很大。

图 6：中国物流外包率明显低于海外发达国家



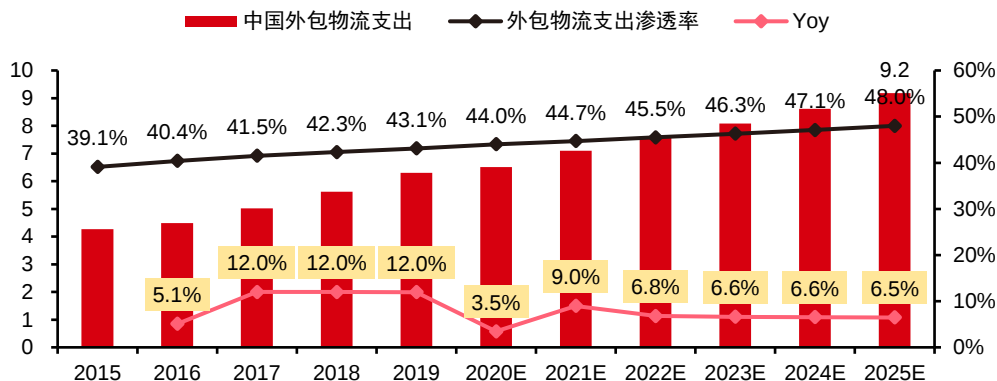
资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

图 7：部分物流外包率较高的子行业



资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

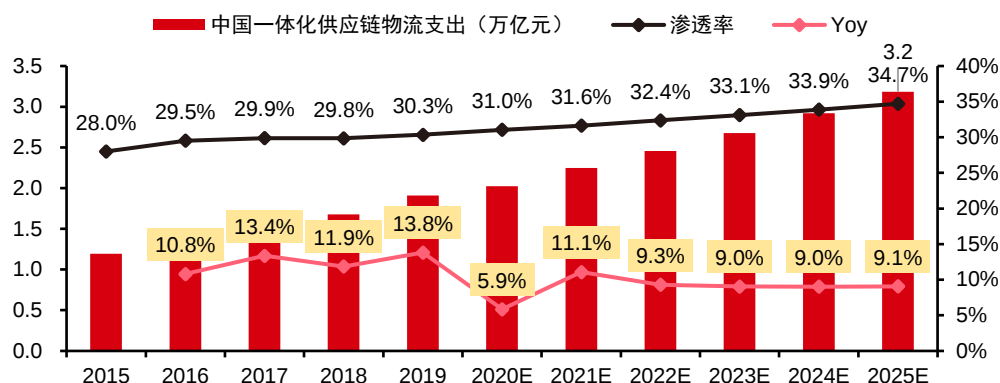
图 8：中国外包物流支出增长及预测情况（万亿元）



数据来源：灼识咨询（含预测，转引自京东物流招股说明书），中信证券研究部

一体化供应链未来将逐步成为物流外包的主流模式。相比单一的物流服务外包，一体化供应链能够为客户提供端到端、一揽子服务打包成的综合物流解决方案。综合物流解决方案贯穿企业的生产制造、销售、售后等多个环节，不仅包含基本的运输、仓储、分拣、配送等物流服务，还包括销量预测、生产规划、SKU 及存货管理以及终端客户订单管理等增值服务，而且不同行业对物流的要求差异性巨大，定制化特点明显。因此越来越多的企业倾向将一揽子物流服务外包出去，这使得一体化供应链在物流外包市场中的渗透率持续提升。

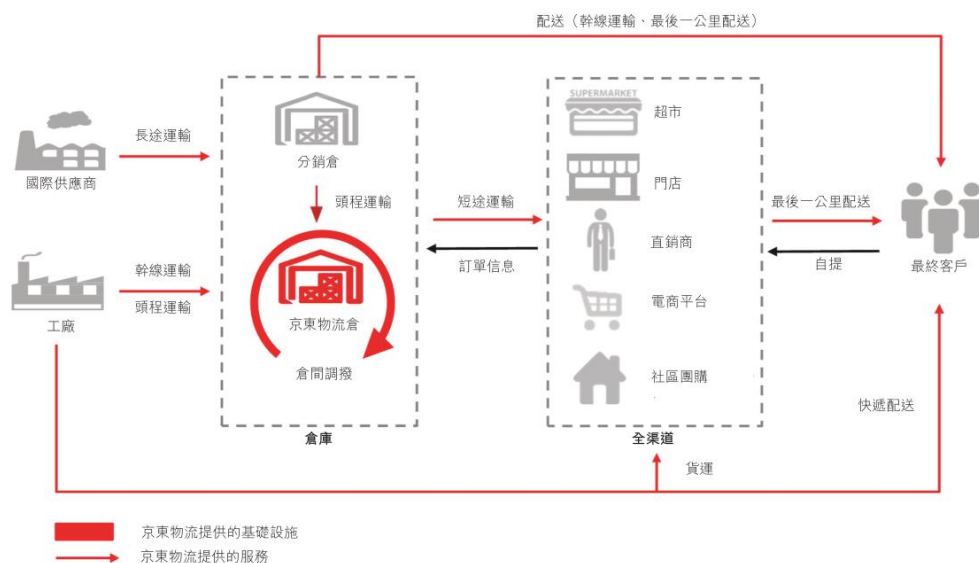
图 9：中国一体化供应链物流市场增长及预测情况（万亿元）



数据来源：灼识咨询（含预测，转引自京东物流招股说明书），中信证券研究部

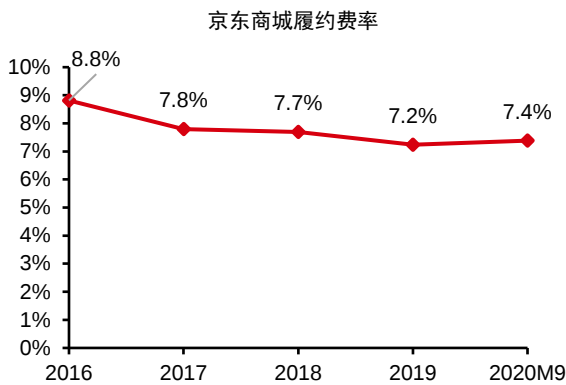
京东物流通过自身多年积累的对行业的认知，搭配科技以及全国领先的仓储网络，为各个行业（例如快消品、家电家具、服务行业）提供一体化供应链服务，帮助行业降本增效。以京东商城为例，尽管京东商城 SKU 在持续不断增加，但是通过京东物流降本增效的供应链服务，京东商城的存货周转天数近几年一直稳定在 40 天以下，而京东商城的履约费率也在稳步下降。

图 10：京东物流的快消品行业物流解决方案



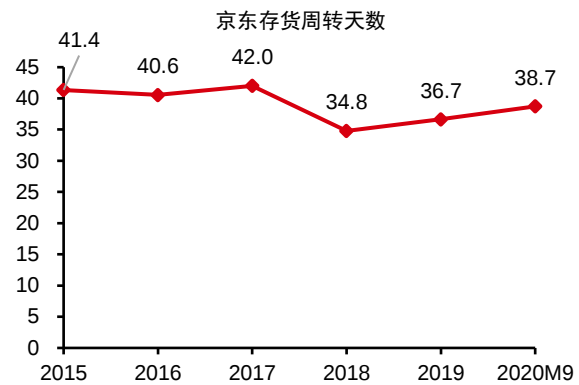
数据来源：京东物流招股说明书

图 11：京东商品履约费率呈现下降趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

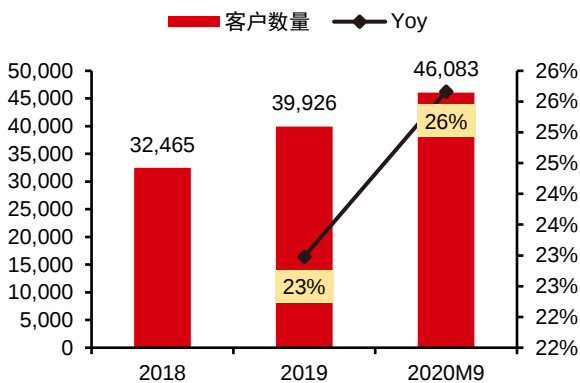
图 12：京东物流存货周转天数维持稳定



资料来源：Wind，中信证券研究部

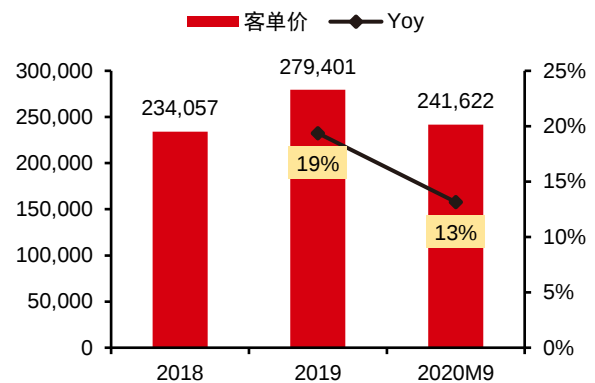
后续京东物流一体化供应链物流营收增长动力来自新客户的开拓以及已有客户的深度业务开发。公司业务收入可以划分为一体化供应链和其他客户收入，使用过京东物流仓储服务的业务收入全部计入一体化供应链服务，而一体化供应链服务又可以划分为内部客户一体化供应链服务（客户是京东商城）以及外部客户一体化供应链服务。外部客户一体化供应链服务的收入=客户数量*客单价，因此客户数量以及客单价是未来公司发展社会化物流订单的重要驱动因素，通过持续开拓新客户以及为老客户提供更多物流服务获得外部物流收入增长。

图 13：京东物流一体化供应链外部客户数量增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

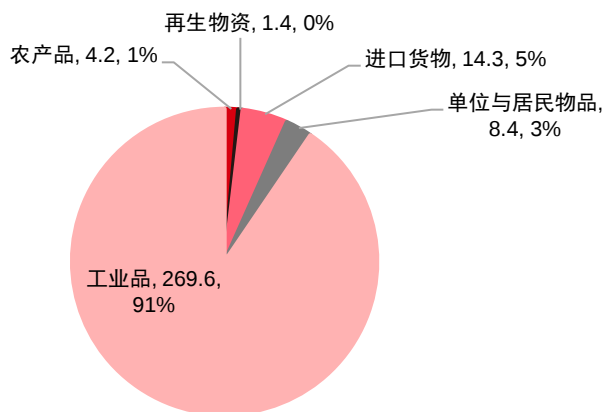
图 14：京东物流一体化供应链外部客户客单收入增长情况（元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

京东物流从仓配快递切入 2B 供应链是因为工厂端物流市场更大，其规模占到了国内总物流市场的 90%。

图 15：2019 年全国社会物流总额细分市场情况（亿元）



数据来源：国家统计局，中信证券研究部

根据灼识咨询统计，京东物流是国内营收体量最大的一体化供应链物流公司，同时仓储运营面积也是最大。

表 5：中国一体化供应链物流服务商排名

	上市状态	仓储面积(百万平米)	收入 (亿元)	市场份额
京东物流	否	20.0	418	2.2%
公司 A	是	4.0	195	1.0%
公司 B	是	3.0	172	0.9%
公司 C	否	6.5	130	0.7%
公司 D	否	6.0	129	0.7%
公司 E	否	1.4	103	0.5%
公司 F	否	1.5	97	0.5%
公司 G	否	2.0	94	0.5%
公司 H	否	12.1	91	0.5%
公司 I	否	4.3	85	0.4%

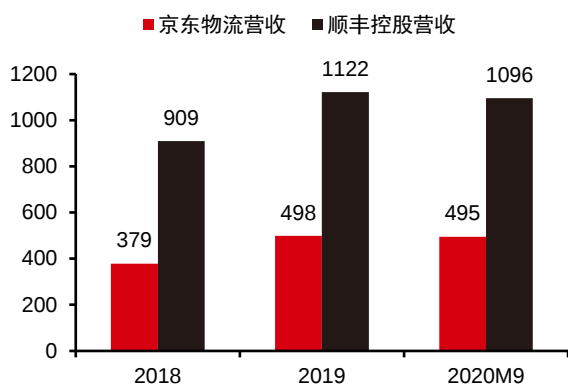
资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

与顺丰对比中，看京东物流的财务经营数据

京东物流收入体量小但增速快，费率管控较优但研发费用多于顺丰

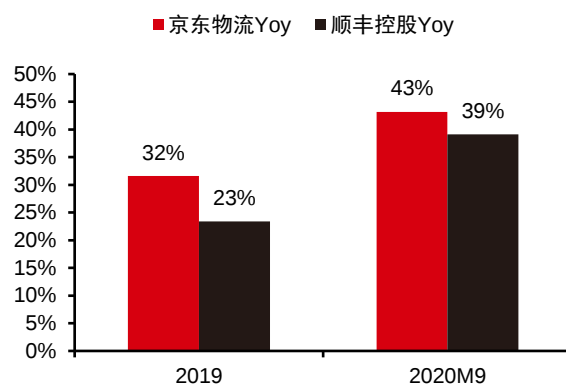
2020 年前三季度京东物流收入体量为顺丰的 45%，而收入增速快于顺丰。

图 16: 京东物流与顺丰营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

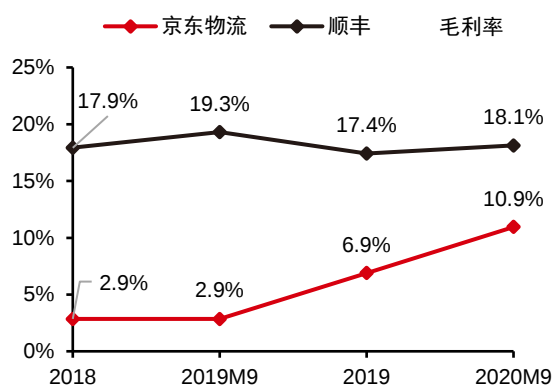
图 17: 京东物流与顺丰营收增速情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

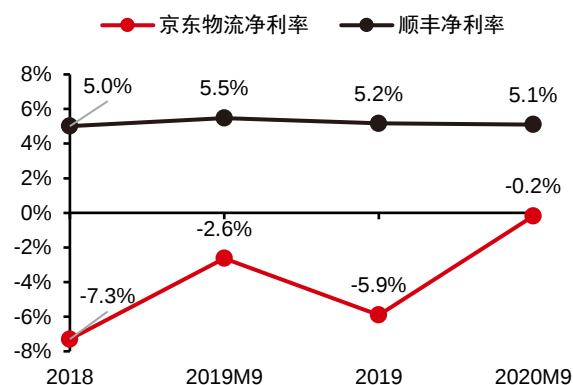
盈利能力方面, 由于公司业务规模较小、仓储租赁支出较多以及加大社会化物流业务资源投入, 京东物流毛利率和净利率低于顺丰。京东物流近 2 年归母净利均为负, 而 2020 年前三季度京东物流实现扣非净利 22.8 亿元, 扣非净利率攀升至 6.0%, 反超顺丰。

图 18: 京东物流与顺丰毛利率情况



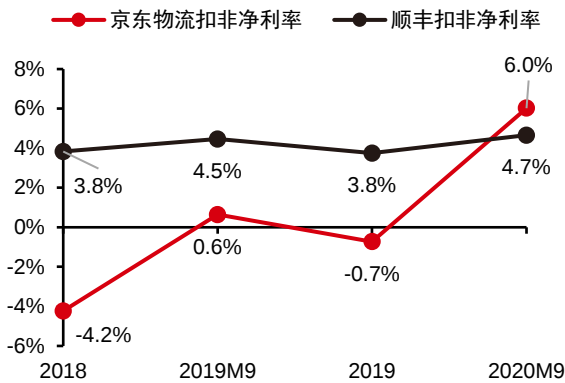
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 京东物流与顺丰归母净利率情况



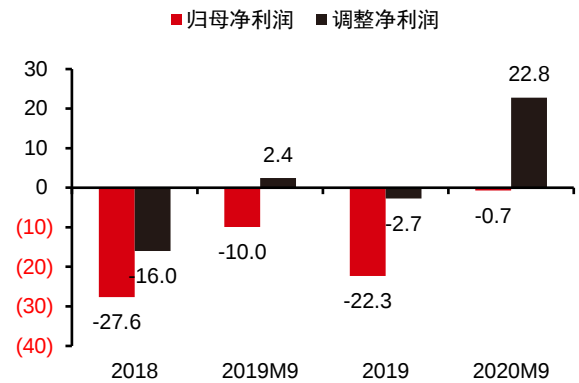
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 20：京东物流与顺丰扣非净利率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

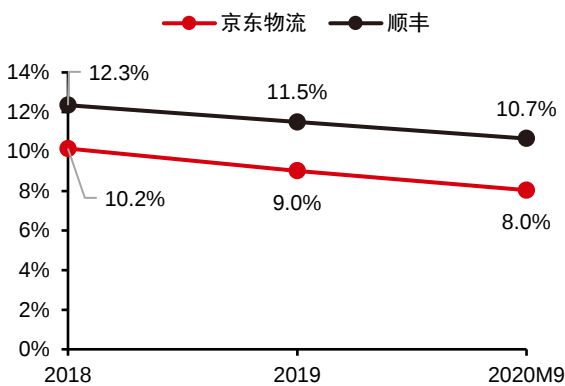
图 21：京东物流归母净利以及调整净利情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

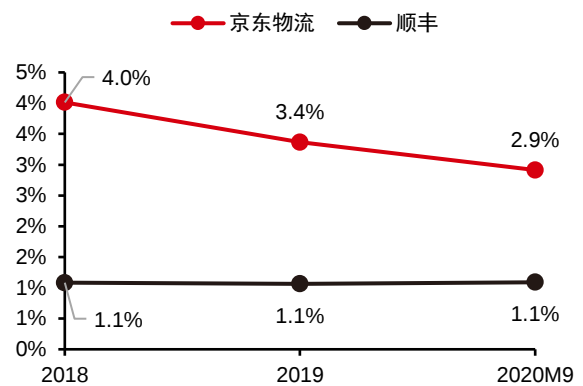
费率方面，京东物流费用管控能力强于顺丰，费率（管理+销售+研发费率）比顺丰低 2.5pcts+，但是研发费率以及研发费用则高于顺丰，显示了京东物流在研发技术投入力度较大。

图 22：京东物流与顺丰三费率情况



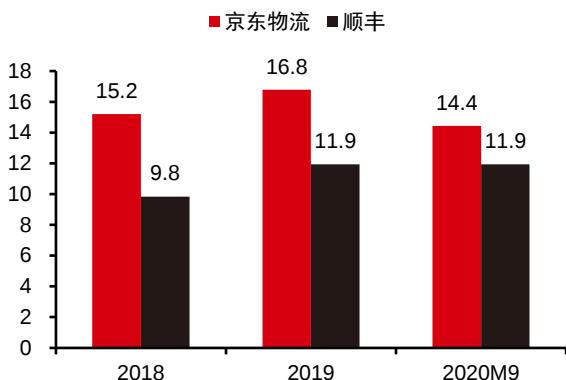
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：京东物流与顺丰研发费率情况



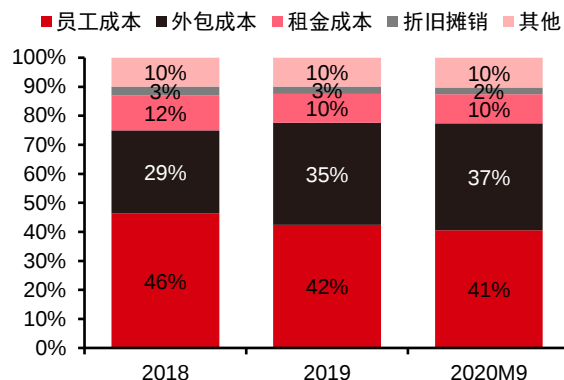
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：京东物流与顺丰研发费用情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

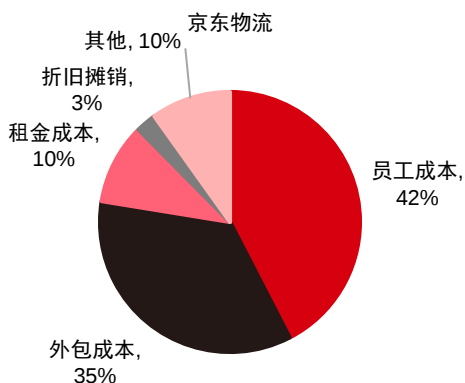
图 25：京东物流成本结构占比变动情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

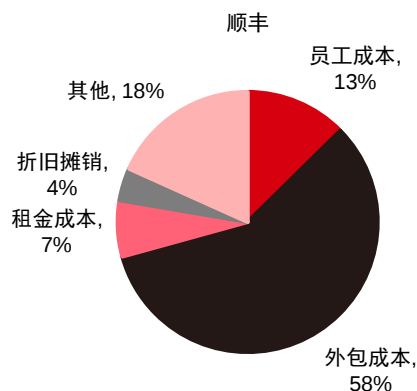
成本端，为了推动成本下降，京东物流最近几年增加了外包支出，外包成本占比持续提升，而自有员工成本有所下降。对比顺丰，可以看到京东物员工成本占比明显高于顺丰，顺丰在成本外包方面做得要比京东更多；其他成本方面（包含运输成本），顺丰占比高于京东物流，主要在于京东物流主要模式是仓配，干线运输较少，因此运输成本占比低，进而导致其他成本占比低。

图 26：2019 年京东物流成本结构占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：2019 年顺丰控股成本结构占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

京东物流网络布局全方位对标顺丰，但资产属性整体较轻

整体来看，以仓配出身的京东物流业务，后期开始做业务多元化，围绕大件、冷链、医药、跨境、末端等布局了各自的业务网络，切入 B 端物流，将自身定位为一体化供应链综合物流服务商。京东物流在网络布局以及企业定位全方位对标顺丰，两家公司的多个方面的对比见下表。

表 6：京东物流与顺丰控股全方位对比

	京东物流	顺丰
仓储	仓库 800 多个，云仓在内运营总建筑面积约 2000 万平方米	仓库 194 个，面积 234 万平米
研发	3700 名研发人员，16.8 亿研发费用	5058 研发人员，36.7 亿元研发投入，研发费用 11.9 亿元

	京东物流	顺丰
一线员工	共有员工超过 25 万，配送人员 19 万人	2020H1 拥有各种用工模式收派员约 35 万人
专利	拥有和正在申请的技术专利和软件著作权达到 4400 项，其中与自动化和无人技术相关的约 2500 项。	已获得及申报中的专利共有 2,634 项，软件著作权 1,450 个
运输车	7,500 辆自有卡车及其他车辆	自营及外包干支线车辆合计约 4.5 万辆
航空	拥有约 620 条航空货运航线	全货机及散航总计航空线路 2,004 条
铁路	与铁总合作使用 250 条铁路路线（其中 137 条为高速铁路路线）	高铁极速达产品覆盖城市达 74 个，开通 420 个流向；除高铁运力外，还有特快班列 6 条、普列运力 108 条
冷链	运营 87 个为生鲜、冷冻和冷藏产品设计的温控冷链仓库，运营面积超过 490,000 平方米，可调约 2,000 台专用于冷链运输的货车	拥有 24 座集多温区管理和配送一体的综合性高标准冷库，运营面积 15 万平方米；同时拥有冷藏车 261 台
医药	在全国运营 20 个专为药品及医疗器械设计的仓库，运营范围超过 120,000 平方米。	拥有 6 个医药仓（4 个 GSP 认证医药、2 个定制仓），总面积 3 万平方米
末端配送	运营约 7,280 个配送站，经营逾 8,000 个服务点及自提柜，拥有逾 250,000 个合作自提柜及服务点。	拥有约 1.8 万个自营网点，拥有 3.4 万个与便利店、乡镇代理及物业公司合作的末端网点；丰巢科技与速递易合计投放柜机网点 27 万+
快运	拥有能够进行大件及重货仓储的 86 个仓库及 102 个分拣中心，总管理面积约 2.8 百万平方米。	拥有 57 个快运中转场，约 1,400 个快运网点，场地面积超过 209 万 m ²

资料来源：京东物流招股说明书，顺丰控股年报，中信证券研究部 注：顺丰数据截至 2020 年 6 月末，京东物流数据截至 2020 年末

对比下来，我们得出如下结论：

1) 京东物流人员属性重于顺丰，但是资产属性重于顺丰。京东物流目前纳入报表的职工合计 25.9 万人，而顺丰的职工数量 11.5 万人。京东物流大部分采取末端直营的模式，京东物流快递员与总部直接签订合同关系，便于管控，同时保障京东物流小哥的收入及福利水平。而顺丰为了推动成本下降、执行灵活用工模式以及发动员工自主创业的积极性，近几年将部分顺丰直营网络原有的区域从总部直营转为承包区，使得区域内的快递员“出表”。

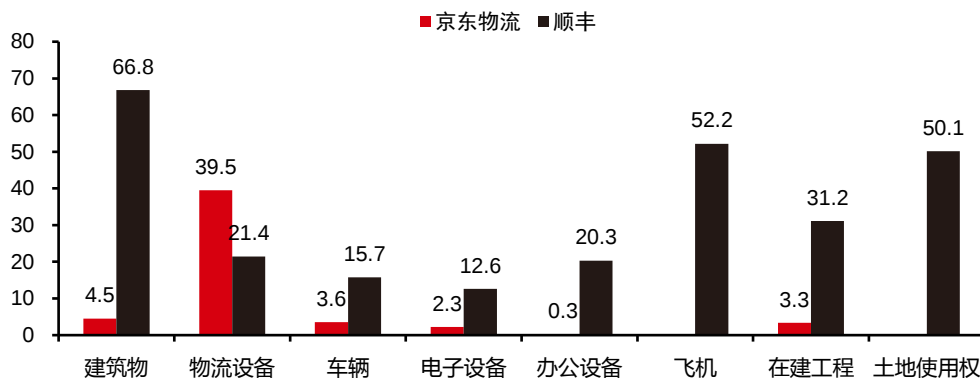
表 7：京东物流及顺丰职工结构情况

	京东物流	顺丰
运营	246,818	74,952
专业（销售+研发）	8,431	23,403
行政	3,453	16,458
合计	258,702	114,813

资料来源：京东物流招股说明书，顺丰控股年报，中信证券研究部 注：京东物流为 2020 年数据，顺丰为 2019 年数据

而在资产端，虽然京东物流经营仓储面积高达 2000 万平方米，但是由于很多仓储是云仓，部分仓以及仓储的土地均是租赁的，同时在干线端的布局弱于顺丰（京东物流还是以仓配为主，干线布局较弱，资产投入较少），资产属性较轻。

图 28：2019 年京东物流与顺丰固定资产及土地使用权账面价值对比情况（亿元）

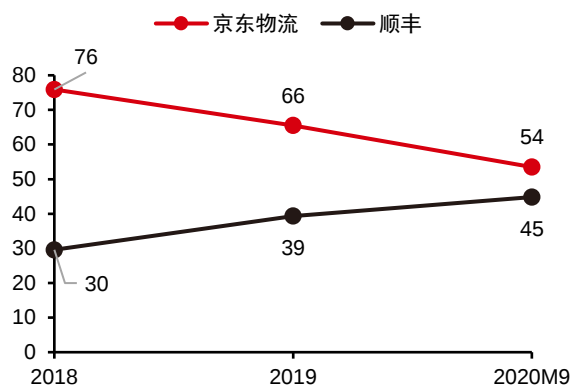


数据来源：Wind，中信证券研究部

2) 京东物流仓储布局强于顺丰，但是前端揽收及分拨能力弱于顺丰。毫无疑问，仓配起家的京东物流，拥有全国最大的仓储运营网络之一，运营的快递仓、冷链仓、大件仓、保税仓等仓储的面积都要多于顺丰。而擅长点对点物流配送的顺丰，则在揽收网点、分拣中心等方面布局明显强于京东物流。

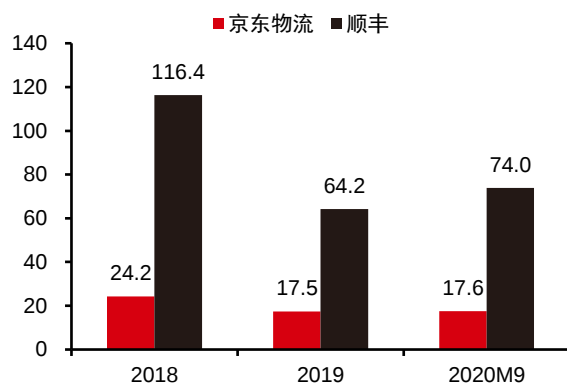
3) 顺丰现金客户较多，而京东物流合同企业客户较多，导致应收账款周转率较低。由于顺丰很多业务是个人散件、小 B 商家快递业务，现金客户多，应收账款回款较快。而京东物流除了仓配业务以外，其他大部分是面对的是 B 端企业客户，合同客户多，应收账款回款相对较慢。

图 29：京东物流及顺丰应收账款周转天数对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：京东物流与顺丰资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

不可忽视的大额关联交易

京东物流相当多的收入来自为京东商品提供仓配快递服务，除了仓配服务，京东物流与京东商城及控股公司也存在其他较多其他关联交易，因此京东物流关联交易数额较高。京东物流招股说明书显示公司存在的关联交易总结如下：

1) 关联收入

a) 供应链解决方案及物流服务框架协议：京东物流为京东商城提供一体化供应链解决方案及其他物流服务，包括但不限于仓库营运与仓储服务、国内外运输及配送服务、售后及维护服务、货到付款服务以及其他相关附属服务。

b) 广告及推广服务框架协议：京东物流使用自己经营或管理的广告资源，向京东集团、其联系人及客户提供广告服务，包括在各种车辆和包裹包装上展示广告，以及向京东集团客户和供应商提供其他推广服务，以换取服务费。

2) 关联成本

a) 物产租赁框架协议：京东物流承租京东集团及其联系人拥有的仓库。此外，京东集团也会代表京东物流与第三方业主按成本价签订短期和长期仓库租约，即代理租赁。

b) 达达配送服务框架协议：京东物流采购达达末端派送服务。

c) 支付服务框架协议：京东物流向京东数科采购支付及配套服务。

d) 共享服务框架协议：京东物流向京东集团采购特定共享服务（包括办公场所共享及租赁、员工的通勤及食堂设施、行政采购及各种支持服务），同时京东商城也会向京东物流提供后台及管理支持服务，包括但不限于云服务、提供服务器、信息技术支持服务、维护、相关客户服务、若干人力资源服务。

e) 知识产权许可框架协议：京东集团将以免授权使用费的方式向京东物流授予使用 JD.com 拥有的若干知识产权（包括京东集团所拥有的已注册或已在全球范围内提交注册申请的专利、商标及软件版权）（「获许可知识产权」）的独家及非独家许可。

京东物流以上关联收入及成本的历史数据及未来 3 年签订的交易上限额度见下表。京东物流应付京东集团款项数额较大，这一项目主要指自 2017 年 1 月 1 日以来京东集团代表京东物流使用的资金或京东集团为京东物流中国经营实体提供的资金支持。

表 8：京东物流关联交易历史数额及签订未来交易上限情况（千元）

关联交易	类型	2018	2019	2020M9	2021	2022	2023
知识产权许可框架协议	关联成本	-	-	-	-	-	-
供应链解决方案及物流服务框架协议	关联收入	26,500,000	30,700,000	28,100,000	53,400,000	70,700,000	93,400,000
广告及推广服务框架协议	关联收入	44,100	122,400	103,700	240,000	320,000	400,000
物产租赁框架协议	关联成本	3,500,000	1,900,000	4,338,000	3,600,000	3,200,000	3,900,000
达达配送服务框架协议	关联成本	938,600	1,600,000	1,500,000	-	-	-
支付服务框架协议	关联成本	110,000	96,400	71,000	120,000	140,000	160,000
共享服务框架协议	关联成本	8,200,000	1,900,000	1,600,000	2,900,000	3,600,000	4,300,000

资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

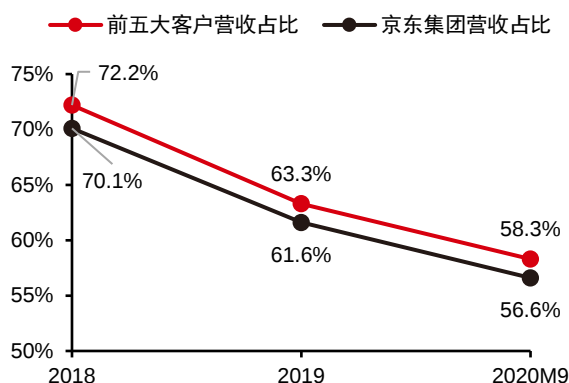
表 9：京东物流关联应收账款情况（千元）

项目	2018	2019	2020M9
应收关联方款项			
应收京东集团款项	-	10,486,252	10,814,023
应收京东数科款项	72,940	143,584	308,147
应收腾讯集团款项	83,121	38,806	23,914
应收爱回收集团款项	892	15,536	3,185
应收达达集团款项	23,925	11,579	-
应收其他关联方款项	7,579	5,187	3,572
总计	188,457	10,700,944	11,152,841
应付关联方款项			
应付京东集团款项	6,016,874	6,474,480	10,708,056
应付达达集团款项	146,586	228,456	306,719
应付 Core Fund 款项	-	20,308	29,486
应付其他关联方款项	-	152,124	150,437
总计	6,163,460	6,875,368	11,194,698

资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

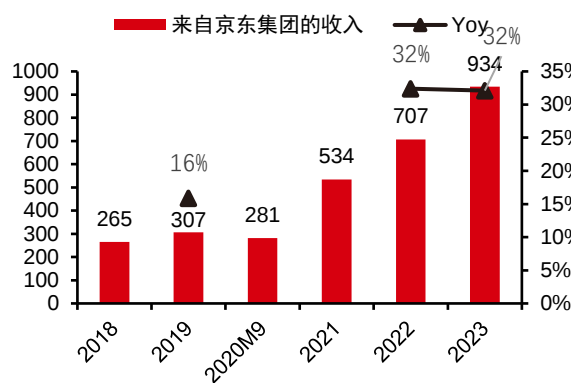
京东物流来自京东集团的收入占比超过 55%，不过最近几年随着公司加大力度开拓第三方物流业务，来自京东集团的收入占比持续下降。

图 31：京东物流前五大客户以及京东集团营收占比情况



资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

图 32：京东物流来自京东集团的收入情况（亿元）



资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部 注：2021/22/23 年为关联交易签订的交易上限数额

■ 京东物流背后资本方星光熠熠，上市之后或有望重塑物流行业估值体系

2017 年以来京东物流完成两次 A 轮优先股融资，从而引入了招商局、红杉、腾讯、高瓴、普洛斯等顶级的产业资本、PE 以及国家队。背靠星光熠熠的众多股东，京东物流未来开拓供应链企业客户具有一定优势。

表 10：京东物流除京东集团外股东持股情况

投资者	背后股东	持股（股）	入股日期
Ocean HHJ Holding Limited	-	8,467,879	2020 年 8 月 24 日
中国人寿信托有限公司	中国人寿	40,000,000	2018 年 3 月 7 日
Jungle Parent Limited	凯雷	40,000,000	2018 年 3 月 7 日
Skycus China Fund, L.P	天壹资本	28,000,000	2018 年 3 月 7 日
SCC Growth IV Holdco A. Ltd.	红杉	8,000,000	2018 年 3 月 7 日
SCC Growth IV 2018-A, L.P.	红杉	64,000,000	2018 年 3 月 7 日
China Merchants Logistics Synergy Limited Partnership	招商局	40,000,000	2018 年 3 月 7 日
意像构架投资（香港）有限公司	腾讯	12,000,000	2018 年 3 月 7 日
TPP Follow-on I Holding E Limited	腾讯	12,000,000	2018 年 3 月 7 日
千山物流基金有限合伙	千山资本	20,000,000	2018 年 3 月 7 日
Eastar Capital Fund L.P.	施世林	144,000,000	2018 年 3 月 7 日
HHJL Holdings Limited	高瓴	144,000,000	2018 年 3 月 7 日
Jingdong E-Commerce (Express) LLC	泛海、华融、招银国际、易鑫、钟鼎投资、阳光人寿、中国移动、上汽等	352,000,000	2018 年 3 月 7 日
Jingdong E-Commerce (Express) LLC		12,000,000	2018 年 5 月 11 日
Jingdong E-Commerce (Express) LLC		28,000,000	2018 年 9 月 12 日
上海沪德越贞企业管理合伙企业（有限合伙）	国开行、江苏省政府、自然人等	40,000,000	2018 年 7 月 9 日
永泰资本有限责任公司	中国国有企业结构调整基金，国资委间接控股	20,000,000	2018 年 10 月 3 日
Hidden Hill SPV II	普洛斯	3,658,776	2020 年 8 月 24 日
CG Partners Opportunity Fund SP2.	-	19,208,571	2020 年 8 月 24 日

资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

根据 IFR 报道，京东物流 IPO 集资约 40 亿美元（约 310 亿港元），估值达 400 亿美元，预计第二季上市。我们估算京东物流 2020 年全年营收在 700 亿元，按照 400 亿美元估值（对应~2600 亿元），假设今年收入增速为 35%，则对应今年的 PS 为 2.8 倍。目前顺丰市值为 4800 亿元，按照今年 2000 亿营收计算则得到的 PS 为 2.4 倍。

作为传统行业，物流板块估值一直以 PE 为主。但是考虑到互联网经营思维（前期亏钱抢量+后期提价扭亏）最近几年逐步渗透至物流行业，而且以顺丰为首的强品牌快递龙头，开始做物流业务多元化，凭借快递业务的利润输血以及快递经营过程中积累的科技能力、基础设施以及品牌口碑，以降维的姿态（低价+品牌服务）快速切入其他物流业务，实现迅猛发展、后发居前的表现。

随着快递龙头公司进入的物流领域越来越多，其品牌知名度及各方面的物流管理能力也越来越强，物流平台逻辑出现。以顺丰为例，依靠顺丰卓越物流平台，凭借高端品牌形象&科技驱动&经验管理输出，实现业务快速多元化，同时针对不同行业，调配各种资源，快速输出供应链解决方案。物流行业是一个规模效应明显、成本持续优化的行业，市场将逐步接受短期先将收入体量做大，长期优化成本、积累规模效应而逐步实现盈利的经营策

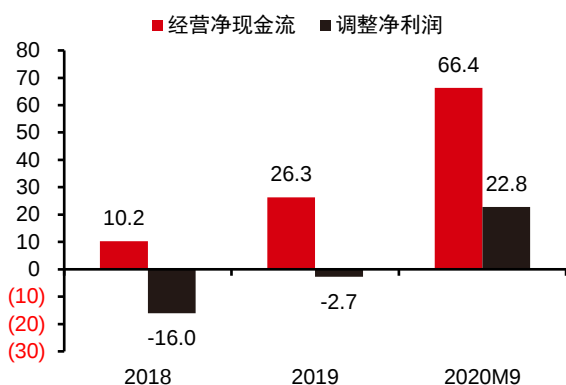
略。因此只要收入增速够快，就可以撑起 PS 估值，等公司进入成熟阶段，盈利中枢回升，再用 PE 估值。

我们认为京东物流本次上市后若市值表现超预期，可能会重塑物流快递行业估值体系：1) 提升物流龙头估值；2) 让市值逐步接受物流平台公司 PS 估值。

■ 现金流稳健，本次 IPO 募投项目将夯实公司业务及网络实力

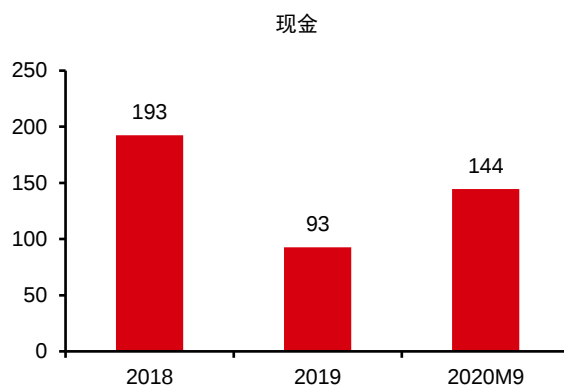
京东物流虽然亏损，但是经营现金流较为稳健，同时账面上目前有近 150 亿现金，这为公司未来开展业务提供了强有力的弹药。

图 33：京东物流经营净现金流（亿元）



资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部

图 34：京东物流货币现金（亿元）



资料来源：京东物流招股说明书，中信证券研究部 注：货币现金 = 现金 + 受限制现金 + 定期存款 + 按公允价值计入损益的金融资产——流动资产

京东物流招股说明书虽然没有披露具体融资及募投项目投入资金数额，但是披露了具体的募投项目：

1) 用于升级和扩展物流网络。 i) 仓储网络：增加智能仓、小型仓数量，推动仓储网络下沉；ii) 综合运输网络：购买自有运力并升级外包合作伙伴，投入和扩大航空货运网络（包机和散航），增加自动分拣中心的数量；iii) 冷链网络：添加更多温控仓库、分拣中心、冷链运输专用车辆。iv) 跨境网络：增加中国保税仓库、海外仓库数量。v) 大件网络：增加配送与安装网点以提升网络覆盖与网点密度。vi) 配送网络：谨慎投资于新配送网点，提升配送网点自动化水平，并为配送人员配备更智能化的装备和应用软件。

2) 用于开发与供应链解决方案和物流服务相关的先进科技。 i) 投资于对公司长期竞争力至关重要的自动化科技；ii) 投资于公司智能决策核心能力的数据分析与算法；iii) 投资于公司预期能驱动长期服务创新的其他基础技术，包括 5G、云计算、物联网技术。

3) 用于扩展公司解决方案的广度与深度，深耕现有客户，吸引潜在客户。

4) 用于一般公司用途及满足营运资金需求。

将京东物流募投项目与顺丰 220 亿元定增进行对比，发现两者募投项目里均有设备自动化升级、购置车辆以及供应链解决方案。目前京东物流更多的是以仓配半截物流为主的模式，后续随着 IPO 募投项目落地，京东物流端到端的基础设施及服务能力将得到明显提升。

图 35：顺丰定增拟募投项目（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	速运设备自动化升级项目	623,761.60	600,000.00
2	新建湖北鄂州民用机场转运中心工程项目	1,152,877.37	500,000.00
3	数智化供应链系统解决方案建设项目	321,119.00	300,000.00
4	陆路运力提升项目	207,184.82	200,000.00
5	航材购置维修项目	208,369.82	200,000.00
6	补充流动资金	400,000.00	400,000.00
合计		2,913,312.61	2,200,000.00

数据来源：Wind，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。