

物流 II 行业

京东物流：仓配模式物流服务商，向消费行业综合物流供应商迈进

分析师： 洪涛

分析师： 徐君



SAC 执业证号：S0260514050005



SAC 执业证号：S0260520100003



SFC CE.no: BNV287



021-38003654

021-38003620



hongtao@gf.com.cn



xjun@gf.com.cn

请注意，徐君并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- 公司是京东集团旗下的物流子公司，以仓配模式为核心，减少物品搬运次数，实现高时效交付。仓配模式需要将商品提前放置在仓库，因而与标准化、基于数据分析可实现对需求的精准把控的品类更加匹配。京东物流已经成为京东集团的坚实护城河，但对规模的优先追求和物流社会化等新业务开拓也对京东集团的利润造成较大影响。2017 年，京东物流向社会开放。2020 年，京东物流调整组织架构，前台部分细化为 11 个业务线，提升专业物流服务的各个细分赛道的能力，展开对外竞争。
- 京东物流具备二方物流的基因，凭借融合商流与物流的优势，有望切入体系外业务带动盈利能力改善。《20210216JD Logistics, Inc. 申请版本（第一次呈交）全文档案》显示，2018、2019 年京东商城第三方卖家使用京东物流仓配服务的比例分别是 15.8%、14.8%。消费渠道与消费场景趋于多元化，京东物流融合商流与物流，为京东商城的 pop 商家、快手等外部流量提供变现空间。看好京东物流对外提升收入水平，对内摊薄物流成本，向利润中心转型。京东物流对外开放，也将为京东的零售基础设施之路奠定强有力的基础，京东也将持续享受体外独立公司成长带来的估值溢价。
- 中国完备的制造业集群推动以长尾商品为主的 C2C 电商平台模式在中国占优，组建京喜快递、构建与京东的社区团购相融合的闭环生态有望为京东物流在下沉市场的增长带来新机会。制造业空心化使得沃尔玛、亚马逊等渠道商主导美国消费产业链降本增效，围绕商务件设计的快递网络承载能力不足，成为亚马逊等电商平台增长瓶颈。中国完备的制造业集群推动 C2C 电商平台发展，生鲜、包装饮料等目前电商渗透率较低的品类履约成本较高，更可能由同城、社区电商等非 B2C 的交付方式完成履约。通过组建京喜快递，京东物流支撑京喜事业群后端供应链发展，从而构建社区团购的闭环生态，下沉市场或许是京东物流增长的新机会。
- 面向未来：切换赛道，向消费行业综合物流供应商迈进。下一阶段，京东物流还希望打通仓储、配送、售后等环节，为 B 端商家提供一体化综合供应链服务。中国当下零售行业价值链条正在经历从渠道商到生产商的切换过程，通过第三方综合供应商提供全渠道一体化物流服务大势所趋。京东物流从 C 端到 B 端的延伸之路，与以顺丰为代表的第三方物流服务商的发展路径不尽相同。自有品牌的孵化或许是以京东物流为代表的渠道商实现对制造端赋能的可行路径。基于深度的供应链磨合基础上的改造，将为京东物流加深对上中游制造端的理解力积累经验。品牌孵化需要长久的笃定和坚持，电商平台属性的物流公司向上游制造端的进击之路任重道远。
- 风险提示。电商增速不及预期；快递价格战加剧；人力运输成本大幅上涨；新冠疫情出现反复。

相关研究：

物流 II 行业：复盘美国时效件快递市场激荡二十年，有何启示？

2020-11-18

物流 II 行业：如何看待未来 5 年中国时效件快递市场的空间与竞争格局？

2020-11-05

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
顺丰控股	002352.SZ	CNY	81.65	2021/3/28	增持	88.20	1.61	1.76	50.71	46.39	28.14	31.30	13.00	14.8
圆通速递	600233.SH	CNY	11.16	2020/8/30	增持	15.34	0.59	0.64	18.92	17.44	16.85	14.95	13.00	12.4
韵达股份	002120.SZ	CNY	13.93	2020/9/1	买入	24.00	0.84	1.01	16.58	13.79	14.25	11.12	15.10	15.4

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：顺丰控股 2020 年数据为年报数据，非预测数据

目录索引

一、京东物流：一体化仓配模式的综合物流服务商.....	6
（一）高时效的交付：以仓配模式为核心，减少物品搬运次数.....	6
（二）日趋完善的业务生态.....	8
（三）发展历程：以对外开放为核心，逐渐扩大体系外营收.....	11
二、当下的核心价值：帮助京东加固线上业务的壁垒.....	13
（一）经营思路转变与京东集团的战略目标保持一致.....	13
（二）外部客户占比提升，有望带来规模与效率改善.....	19
三、成长路径：从成本中心向利润中心转变.....	23
（一）独特的竞争优势：融合商流与物流，为外部流量提供变现空间.....	23
（二）积极切入体系外业务，为京东的零售基础设施之路奠定基础.....	25
四、中美两国经济地理差异决定亚马逊物流对 C 端的吸引力比京东物流更强.....	27
（一）制造业发展现状差异，决定 B2C 与 C2C 模式在中美两国发展空间并不相同.....	28
（二）经济地理形态等内生条件上的差异使得物流外包在中国更具成本效率.....	29
（三）京东物流的应对之道：组建京喜快递，构建社区团购闭环生态.....	32
五、面向未来：切换赛道，向消费行业综合物流供应商迈进.....	34
（一）产业趋势：从消费供应链到制造业供应链路径清晰.....	34
（二）京东物流获取上游供应链话语权的路径初探.....	38
六、募投项目分析.....	40
七、风险提示.....	42

图表索引

图 1: 通达的网络快递和京东的仓配模式对比.....	6
图 2: 京东仓库数量和仓储面积.....	7
图 3: 京东物流订单数量.....	7
图 4: 京东物流全国仓储布局 (截至 2020Q3)	7
图 5: 京东物流产品矩阵.....	8
图 6: 京东物流仓配递一体化供应链服务	9
图 7: 顺丰控股快运营收情况	9
图 8: 京东物流和顺丰控股的快运中转场数量和场地面积对比 (截至 2019 年末)	9
图 9: 顺丰控股天网资源丰富 (截至 2020 年 6 月 30 日)	10
图 10: 京东物流网点数量和配送队伍规模不及顺丰控股 (截至 2020 年 6 月 30 日)	10
图 11: 京东物流从企业物流向物流企业转型	11
图 12: 物流服务收入处于高速增长阶段.....	12
图 13: 京东商城的第三方卖家数量	12
图 14: 京东物流的组织架构调整历程	13
图 15: 京东物流的客户结构	15
图 16: 京东物流与京东集团之前的重大关联交易	15
图 17: 京东集团履约费用与京东物流营业收入对比	16
图 18: 京东集团的净利润 (GAAP 口径, 亿元)	17
图 19: 物流业务是京东集团利润的主要拖累项 (亿元)	17
图 20: 京东费用结构中, 履单和市场推广是主要项目 (GAAP 口径)	17
图 21: 京东物流的履约流程.....	18
图 22: 物流配送是履约的最大成本项	18
图 23: 京东履约费用情况.....	18
图 24: 京东物流收入结构 (按是否是一体化供应链客户划分)	19
图 25: 京东物流外部客户收入占比提升	19
图 26: 使用仓配服务的外部客户的数量不断增加	19
图 27: 京东商城平台上第三方卖家使用仓配服务的比例较低.....	19
图 28: 京东物流各项成本占营业成本比例	20
图 29: 京东物流拥有大量的自有员工 (截至 2019 年末)	21
图 30: 京东物流和顺丰控股毛利率对比.....	21
图 31: 京东物流盈利压力主要来自毛利率	23
图 32: 快手电商发展历程图	24
图 33: 腾讯在零售领域与京东的合纵连横和自身独立布局	25
图 34: 亚马逊的三方卖家服务收入和占比 (亿美元)	26
图 35: 京东、亚马逊对外物流服务收入对比	26
图 36: 京东、亚马逊在仓储上的巨大投入	26
图 37: 京东物流的仓库基本实现全国覆盖, 开仓速率放缓	27

图 38: 京东物流的时效基本进入用户相对不敏感地带 (2020 年)	27
图 39: 美国制造业 GDP 增加值占比逐渐下降	28
图 40: 供应链物流结构对比	28
图 41: 沃尔玛的仓储物流模式	28
图 42: 中美快递与电商的发展路径差异	29
图 43: 美国航空快递市场 1994 年 CR3 为 70%	29
图 44: 中国快递市场 2019 年 CR3 为 49%	29
图 45: 2017 年美国各电商平台 GMV 情况	30
图 46: 2017 年各大快递公司配送亚马逊电商件占比	30
图 47: 美国人口主要集中在东西海岸	31
图 48: 中国胡焕庸线以东聚集了全国 96% 的人口	31
图 49: 中美人口密度对比 (2020, 人/平方千米)	31
图 50: 中美快递员数量和薪资对比 (2016, 美元/小时, 万人)	31
图 51: 快消品子线上增速、渗透率对比	33
图 52: 众邮起网, 并主要为京喜事业部服务	34
图 53: UPS 营业利润结构 (百万元美元)	35
图 54: DHL 息税前利润结构 (百万元欧元)	35
图 55: DHL 供应链客户结构 (2018)	36
图 56: CEVA 供应链客户结构 (2018)	36
图 57: 电商产业链核心节点的迁移	36
图 58: 品牌的短链化空间大, 白牌仍在探索阶段	37
图 59: 渠道短链化难度较高, 对上游话语权参差不齐	37
图 60: 全渠道对消费者购买决策的影响	37
图 61: 大量合作伙伴充实 AWS 场景案例	38
图 62: 亚马逊 2019 年度营收结构	38
图 63: 京东发展初期奉行的十节甘蔗理论	39
图 64: 2018 年中国数字化工厂所占比例为欧美的一半左右	39
图 65: 京东对零售价值链上游的渗透还相对较弱	40
表 1: 京东物流异地快件业务时效对比 (2020 年)	8
表 2: 京东物流与顺丰控股国际业务对比	11
表 3: 京东物流股权结构 (截至 2021 年 2 月)	14
表 4: 京东物流与其他上市快递公司成本结构对比分析	21
表 5: 京东物流单件成本拆分	22
表 6: 京东物流期间费用	23
表 7: FedEx、UPS 与 USPS 之间的合作	31
表 8: 2019 年 3 磅 (约 1.36 千克) 货物 FBA 服务价格与快递商价格对比 (美元)	32
表 9: 2019 年中国合同物流商营收、市占率及服务行业	35
表 10: 京东物流募投项目	41

一、京东物流：一体化仓配模式的综合物流服务商

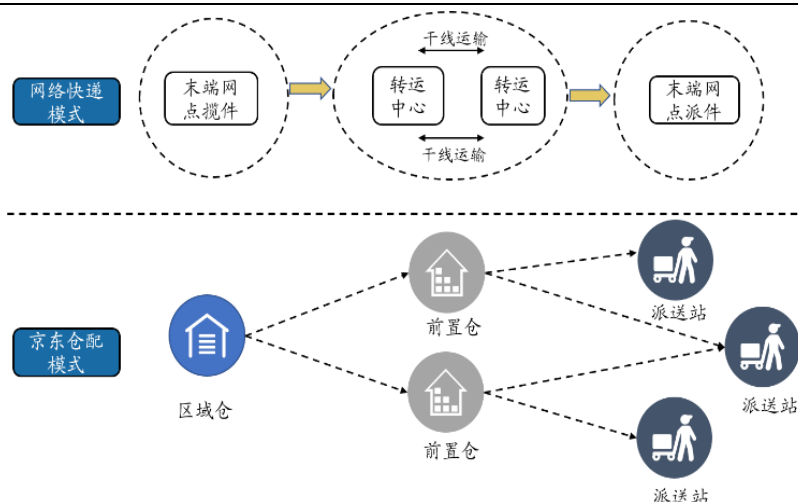
（一）高时效的交付：以仓配模式为核心，减少物品搬运次数

减少物品的搬运次数，降低运输成本、提高下单后的送达速度，是京东设计物流模式的核心。京东物流的“区域仓-前置仓-末端网点派送”仓配模式，通过将商品放在离消费者近的地方，直接改变货物运输的距离，从而缩短货物交付给消费者的时间。

对比来看，顺丰、通达系的网络快递模式是通过把资源投入到末端网点、转运中心、运输工具上，通过优化运输路线、提高中转枢纽密度、加大对自动化设备的投入和增强运力等措施和方法来提高运输、中转和派送效率，本质上是在不改变距离的前提下提高交付时效。

这两种不同的交付方式，与商品的供应链设计思路直接相关。从供应链角度，依照供需两端的主体分类，网络零售存在着两类主流模式，即B2C与C2C。对京东而言，京东物流是京东集团向消费者提供优质购物体验、向商家提供完善供应链服务必不可少的环节，降低成本、提高用户体验、帮助品牌解决分仓问题。在这一模式下，企业可以通过对消费者数据的分析进行库存前置，通过提前将货品存放到仓库中从而实现高时效交付。

图1：通达的网络快递和京东的仓配模式对比



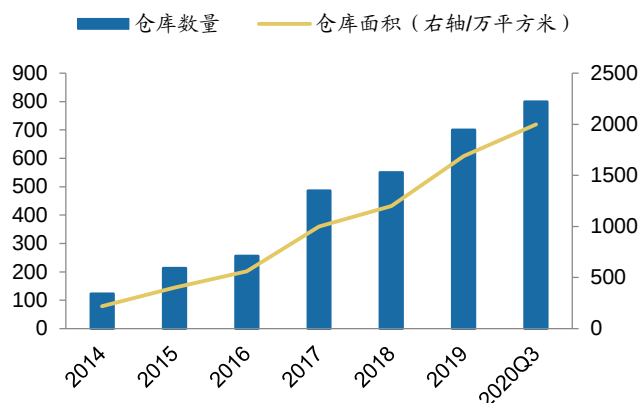
数据来源：广发证券发展研究中心

从运营效率看，京东通过自建物流重新分配了商品在用户下单前后的移动路径，有效帮助京东减少货品到达用户手中所需的时间。京东物流官网显示，截至2020年12月31日，90%的京东线上零售订单实现当日和次日达，京东物流在全国运营超过900个仓库，包含云仓面积在内，京东物流运营管理的仓储总面积约2100万平方米。我们认为，这种“离用户距离可知”的物流模式是京东物流的核心制胜策略，这使得

货品可以在参照历史销量的情况下提前备货到城市周边的仓库，用户下订单后即从最近的仓库发货，这一保障使京东物流在2010年推出的“211”物流时效服务，成为俘获一二线城市用户体验的重要武器。

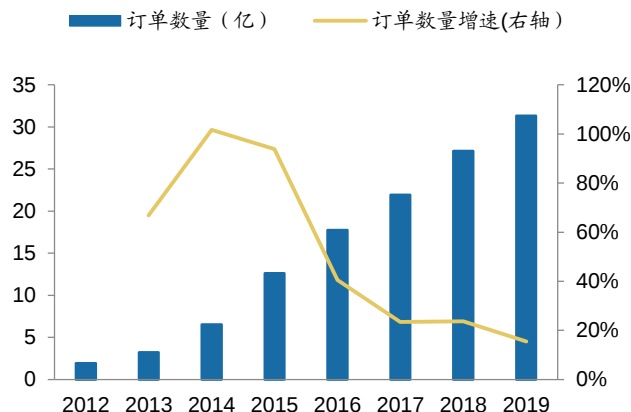
截至2020年12月31日，京东依托7280个配送站、19万左右的自有配送人员，以及京东的智能仓储网络，京东自营订单90%可实现当日或次日送达，满足“211”限时达（当日上午11点前提交的订单当日送达，夜里11点前提交的订单次日15点前送达）的订单超60%。

图2：京东仓库数量和仓储面积



数据来源：wind，京东集团年报，广发证券发展研究中心

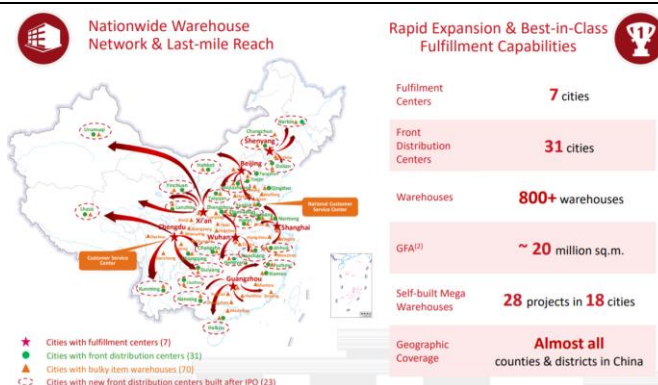
图3：京东物流订单数量



数据来源：wind，京东集团年报，广发证券发展研究中心

注：2017-2019年订单数量为模拟测算，与实际订单量或有一定误差。

图4：京东物流全国仓储布局（截至2020Q3）



数据来源：wind，京东集团年报，京东集团季报，广发证券发展研究中心

表1: 京东物流异地快件业务时效对比 (2020年)

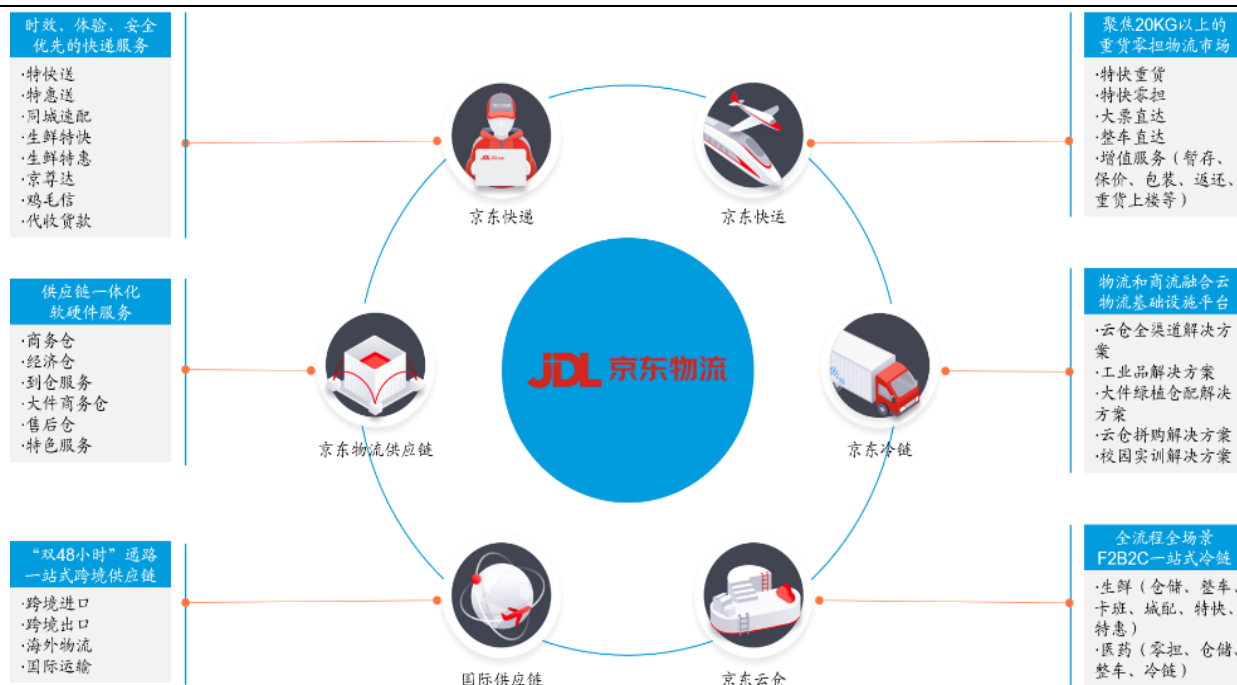
时限排名	全程时限	寄出地处理 时限	运输时限	寄达地处理 时限	投递时限	72小时准时 率
顺丰	1	1	1	1	1	1
EMS	2	3	2	2	5	2
京东	3	6	3	4	2	3
中通	4	5	4	6	4	4
韵达	5	2	5	3	6	5
百世	6	4	6	5	7	6
申通	7	8	7	8	3	7
圆通	8	7	8	7	8	8
天天	9	9	9	10	9	9
德邦	10	10	10	9	10	10

数据来源: 国家邮政局, 广发证券发展研究中心

(二) 日趋完善的业务生态

京东物流正在构建以供应链为核心的产品矩阵, 战略目的是希望通过六大产品体系提供全链路一站式的综合物流解决方案。

图5: 京东物流产品矩阵

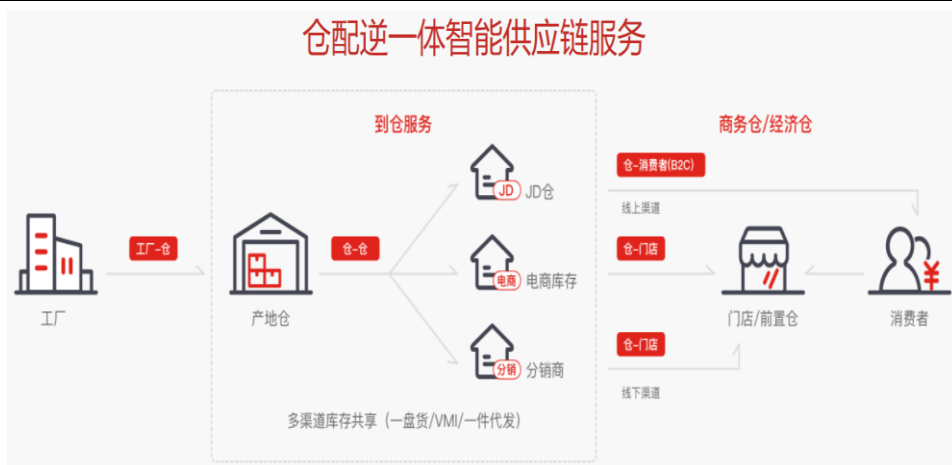


数据来源: 京东物流官网, 广发证券发展研究中心

京东物流供应链是京东物流产品矩阵中最核心的产品, 主要负责提供面向商家

的综合性、一体化及可定制的仓配服务，其他产品围绕供应链产品展开。京东供应链产品为不同行业、不同品类提供多种供应链解决方案，涵盖上游原材料、零部件采购、仓库管理、运输、配送和售后服务等，打通和优化商流、物流、信息流和资金流。目前，京东物流形成了以家电、服饰、消费品、家居、3C、生鲜、汽后市场为核心的供应链解决方案。

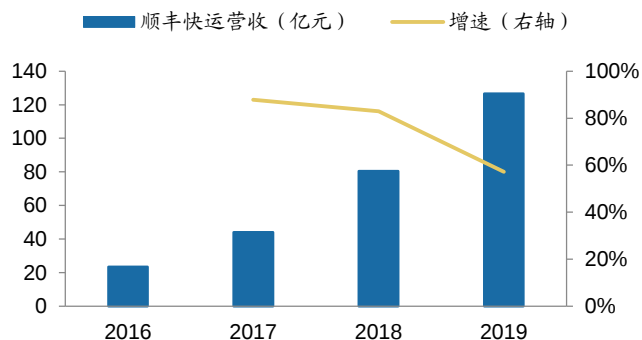
图6：京东物流仓配逆一体化供应链服务



数据来源：京东物流官网，广发证券发展研究中心

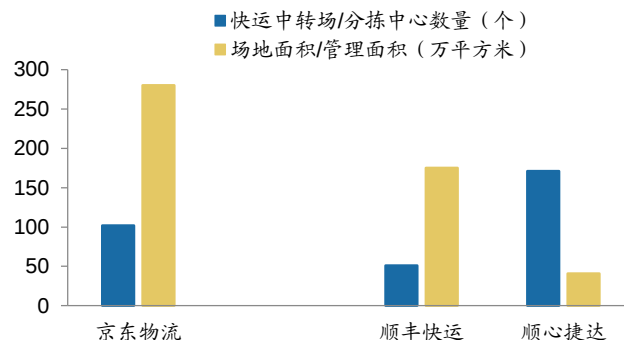
快运业务：京东物流快运优势在于电商大件，向制造端渗透尚需时日。京东快运提供特快重货、特快零担、大票直达、整车直达四个核心业务。截至2020年底，京东物流拥有能够进行大件及重货仓储的仓库86个，以及102个分拣中心。对比来看，顺丰依托顺丰快运和顺心捷达的双品牌运营，在个人大件和制造端的重货方面更具优势；京东快运的发展或将受益于京东商城上大家电品类的增长。

图7：顺丰控股快运营收情况



数据来源：wind，顺丰控股年报，广发证券发展研究中心

图8：京东物流和顺丰控股的快运中转场数量和场地面积对比（截至2019年末）

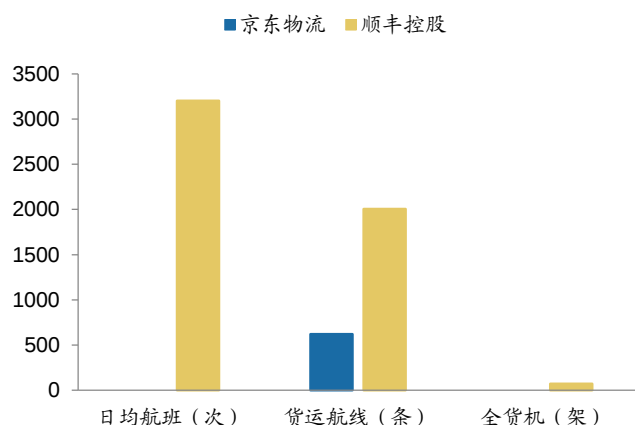


数据来源：wind，《20210216JD Logistics, Inc.申请版本（第一次呈交）全文档案》，顺丰控股2019年报，广发证券发展研究中心

个人快递: 2018年全球智能物流峰会上,京东物流正式宣布进军个人快递业务。最初,揽收试点范围仅北京、上海、广州三地,目前已经覆盖全国绝大多数地区。京东物流的快递产品包括特快送、特惠送、同城配送、生鲜特快和生鲜特惠,还提供京尊达、鸡毛信、代收货款三种特色增值服务。

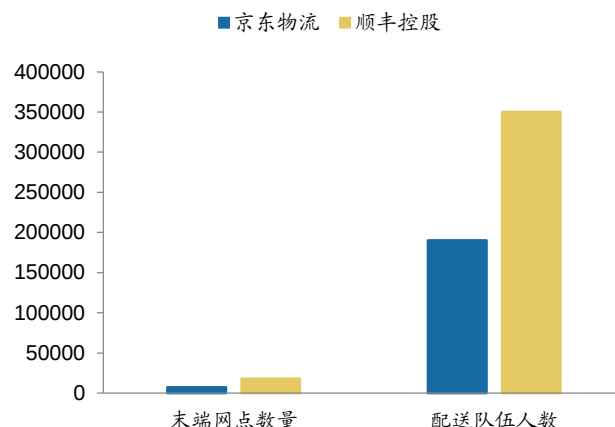
由于个人快递业务需要揽收和派送两大双向物流运输环节,需要对前端揽收和干线中转进行大量的投入,重资产的大规模投入保证了产品的时效与稳定性,从而建立品牌优势。由于京东物流的仓配模式与个人快递服务所需要的运输方式不同,京东能否在个人快递领域有所突破,目前尚待观察。

图9: 顺丰控股天网资源丰富(截至2020年6月30日)



数据来源: wind, 顺丰控股 2020 年半年报,《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 广发证券发展研究中心

图 10: 京东物流网点数量和配送队伍规模不及顺丰控股(截至 2020 年 6 月 30 日)



数据来源: wind, 顺丰控股 2020 年半年报,《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 广发证券发展研究中心

国际供应链业务: 京东的国际供应链服务包括跨境进口、跨境出口、海外物流和国际运输,并且提供物流方案设计、专业仓储配送运输、报关报检服务、传统服务及信息系统以及增值服务。截至2020年底,京东物流拥有32个保税仓库及海外仓库,总面积约44万平方米,已建立了覆盖超220个国家及地区的国际航线。

由于目前京东的国际化业务主要聚焦在东南亚等国,这也是中国电商巨头在海外争夺最激烈、最具市场潜力的区域,京东国际供应链业务更多的作为京东国际化发展的载体。

表2: 京东物流与顺丰控股国际业务对比

	国际业务营收 (亿元)	保税仓/海外仓数量	海外仓运营面积 (万平方米)	海外覆盖国家 及地区数量
京东物流	NA	32 个	44	220
顺丰控股 (2020H1)	29.05	NA	NA	225 (国际小包); 71 (国际快递)

数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 顺丰控股 2020 半年报, 广发证券发展研究中心

(三) 发展历程: 以对外开放为核心, 逐渐扩大体系外营收

从发展历程看, 京东物流已经从一个服务于京东集团的物流部门, 逐渐转变为一个服务于社会的物流企业。2007年京东开始自建物流, 以服务京东商城为主。2012年, 京东正式注册“京邦达”物流公司并上线青龙系统; 2014年, 首个智能物流中心“亚洲一号”在上海投入运营; 2016年, 京东物流实现大件物流在中国大陆所有行政区县全覆盖。

2017年4月25日, 京东正式成立京东物流子集团, 开始独立运营, 并向社会开放。2018年, 京东物流发布全球化战略, 携手伙伴共建全球智能供应链基础网络(GSSC), 推出京东供应链、京东快递、京东快运、京东冷链、京东云仓、京东跨境六大产品。2019年, 京东发布供应链产业平台, 2020年完成“JDL”品牌升级, 朝着“全球最值得信赖的供应链基础设施服务商”迈进。

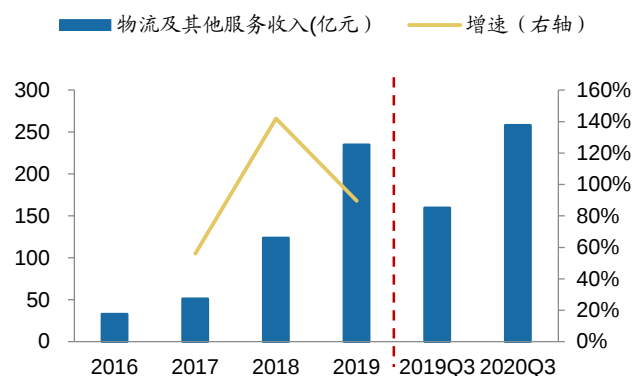
图11: 京东物流从企业物流向物流企业转型



数据来源: 京东物流、顺丰、中通、韵达、圆通、中通官网, 广发证券发展研究中心

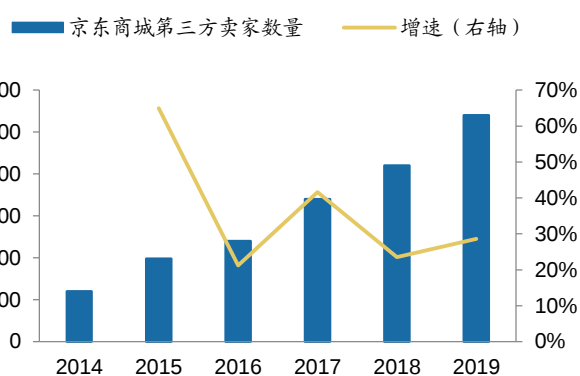
京东物流的现阶段目标为成为对外开放为核心的、以体系外营收为主的利润中心。具体表现为：（1）京东集团17年年报显示，2017年京东调整报表披露口径，将物流外单服务成本从履单费用中单独提出，计入营业成本项；外单服务后续逐步扩充至外部合作伙伴。（2）据亿欧网报道，2017年京东物流开始独立运营与融资，2018年融资25亿美元，投后估值134亿美元。（3）据新华网报道，2018年9月，京东试点开通个人快递业务，意味着京东物流开始正式从B端市场延伸至C端，同城外单起送价格11元起，低于顺丰个人快递价格。（4）据京东物流新浪官方微博显示，京东在2019年4月份京东在部分地区试点将底薪转变成更有激励性的业务提成方式，保障快递员的多劳多得。

图12：物流服务收入处于高速增长阶段



数据来源：wind，京东集团年报，广发证券发展研究中心

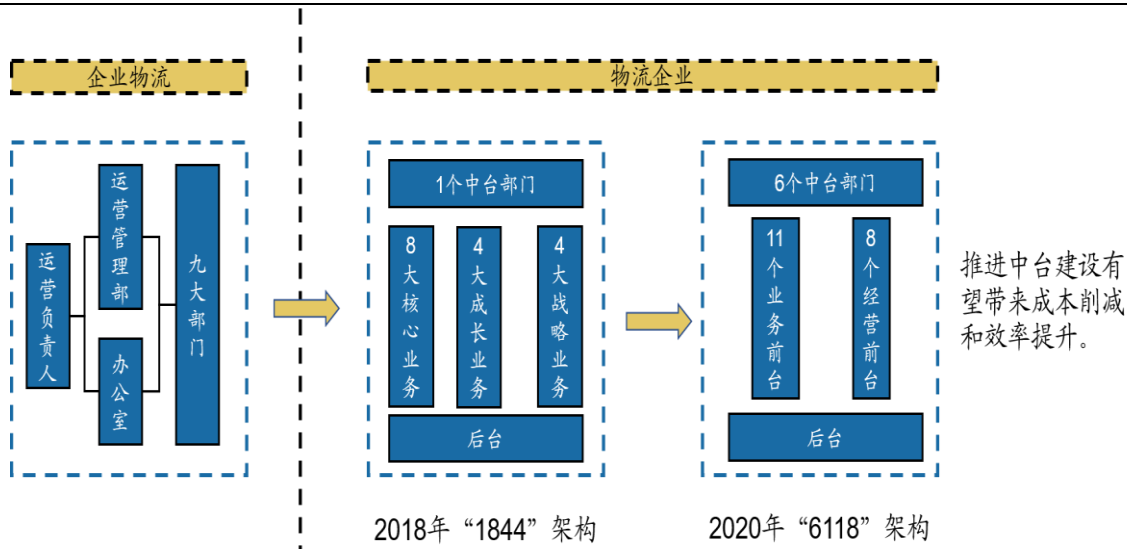
图13：京东商城的第三方卖家数量



数据来源：wind，京东集团年报，广发证券发展研究中心

组织结构调整以适应公司不同阶段战略方向变化，推进中台建设有望带来成本削减和效率提升。最初作为京东集团的物流部门，京东物流由京东运营体系负责人分管的运营管理部及办公室及九大业务部门组成，此阶段的京东物流以服务京东商城电商平台为主。2018年引入中台架构以盘活资源，进行了大规模的组织架构调整，即“1844”架构，1个中台、8大核心业务、4大成长业务、4大战略业务。2020年，京东物流再次调整组织架构，升级为“6118”架构，6个中台部门、11个业务前台、8个经营前台。组织架构的调整过程中，最显著的改变是前台部分进一步细化为包括快递、快运、冷链、大件、到仓等多达11个业务条线，为的是提升专业物流服务的各个细分赛道的能力，展开对外竞争。

图14: 京东物流的组织架构调整历程



数据来源：搜狐网，物流沙龙，《追溯这两年，看看京东物流组织架构的调整历程》，作者：郭嘉，广发证券发展研究中心

二、当下的核心价值：帮助京东加固线上业务的壁垒

（一）经营思路转变与京东集团的战略目标保持一致

从目前看，京东自建物流搭建统一的服务和质量体系——京东物流已经成为守护京东价值的坚实护城河，重塑了一二线城市用户线上购物的体验标准。

从股权结构看，京东集团掌握着京东物流的绝对控制权。2018年2月，京东物流获得25亿美元的融资，截至2021年2月京东物流发行上市前，京东集团透过全资子公司持有京东物流已发行股本总额的79.12%。根据京东集团发布的公告显示，拟通过以京东物流股份于香港联交所主板独立上市的方式分拆京东物流。完成分拆后，京东将继续间接持有京东物流50%以上的股份。

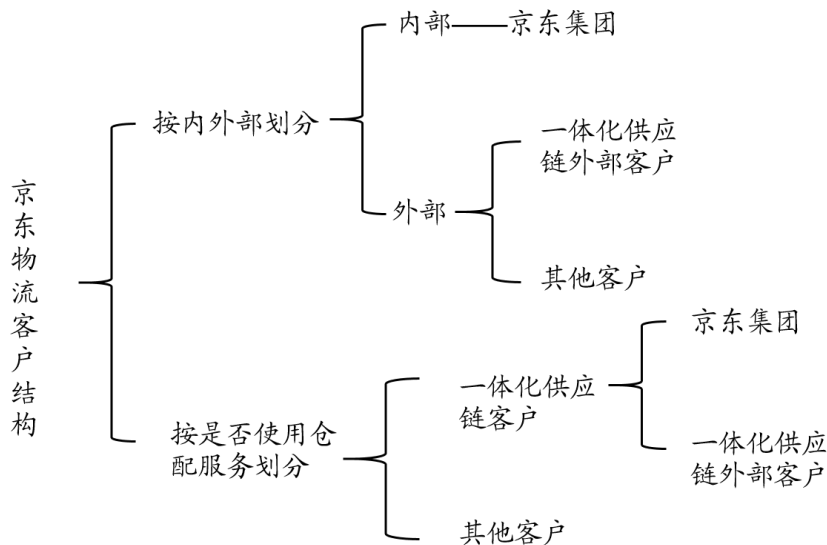
表3: 京东物流股权结构 (截至2021年2月)

股东	股份数量	比例
Jingdong Technology Group Corporation	3,924,000,000	79.12%
Jingdong E-Commerce(Express)LLC	392,000,000	7.90%
Eastar Capital Fund L.P	144,000,000	2.90%
HHJL Holdings Limited	144,000,000	2.90%
SCC Growth IV 2018-A, L.P	64,000,000	1.29%
中国人寿信托有限公司	40,000,000	0.81%
Jungle Parent Limited	40,000,000	0.81%
China Merchants Logistics Synergy Limited Partnership	40,000,000	0.81%
上海沪德越贞企业管理合伙企业 (有限合伙)	40,000,000	0.81%
Skycus China Fund, L.P	28,000,000	0.56%
千山物流基金有限合伙	20,000,000	0.40%
永泰资本有限责任公司	20,000,000	0.40%
CG Partners Opportunity Fund SP2	19,208,571	0.39%
意像架构投资 (香港) 有限公司	12,000,000	0.24%
TPP Follow-on I Holding E Limited	12,000,000	0.24%
Ocean HHJ Holding Limited	8,467,879	0.17%
SCC Growth IV Holdco A. Ltd	8,000,000	0.16%
Hidden Hill SPV II	3,658,776	0.07%
总计	4,959,335,226	100.00%

数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc. 申请版本 (第一次呈交) 全文档案》, 广发证券发展研究中心

从收入结构看, 京东物流的收入按照客户类型有两种划分方式。第一种划分方式是按照内外部划分, 内部客户就是京东集团, 其余都是外部客户。2018年京东物流外部客户收入占比29.9%, 2020年1-9月, 外部客户收入占比提高到43.4%。第二种方式是按照是否使用京东物流仓储/存货管理服务划分 (即是否是一体化供应链客户), 使用仓配服务的客户包括京东集团和一体化供应链客户 (主要是京东商城上的第三方卖家)。

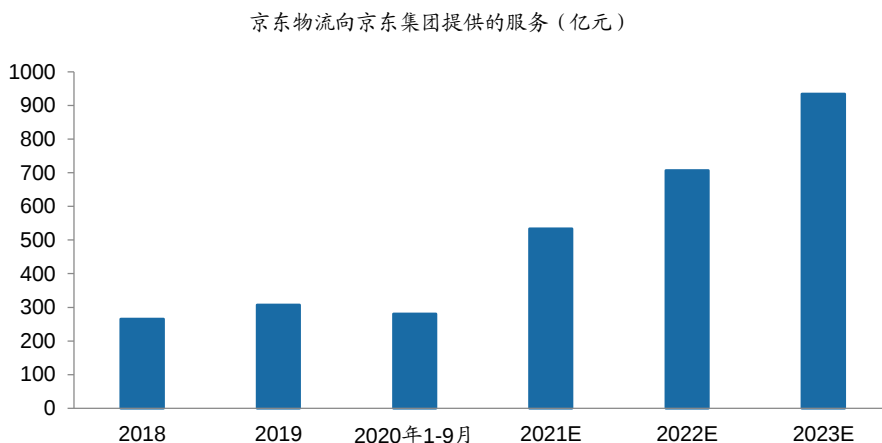
图15: 京东物流的客户结构



数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本（第一次呈交）全文档案》, 广发证券发展研究中心

目前看, 京东集团无疑是京东物流最大的“一体化供应链客户”。2018年、2019年, 京东集团分别贡献京东物流营收分别为265亿、307亿, 分别占“一体化供应链服务”收入的77.8%、73.3%; 2020年前三季度, 京东集团贡献“一体化”收入达281亿, 占该类收入比例为73.2%, 占总营收的56.6%。

图16: 京东物流与京东集团之前的重大关联交易

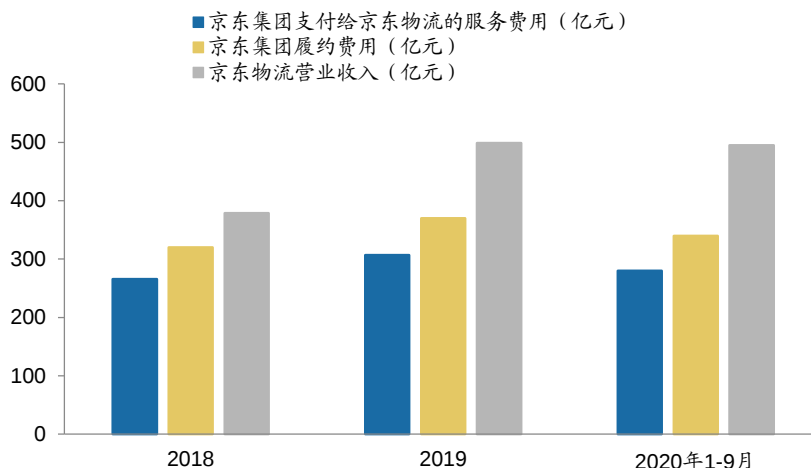


数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本（第一次呈交）全文档案》, 广发证券发展研究中心

注: 2021-2023年的关联交易为《20210216JD Logistics, Inc.申请版本（第一次呈交）全文档案》中披露的预计关联交易上限。

对京东自营的供应商而言，其一体化服务服务费主要由京东的“履约费用”承担。2019年，京东履约支出为370亿，其中有307亿是支付给京东物流的“一体化供应链服务费”；2020年前三季度，京东的履约支出为339.5亿，其中支付给京东物流的服务费为281亿。

图17：京东集团履约费用与京东物流营业收入对比

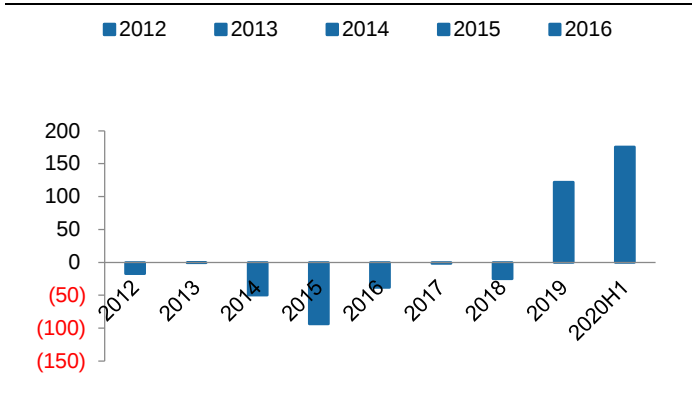


数据来源：wind，京东集团财报，《20210216JD Logistics, Inc.申请版本（第一次呈交）全文档案》，广发证券发展研究中心

正如前文所言，京东物流的现阶段目标为成为对外开放为核心的、以体系外营收为主的利润中心。我们认为，京东物流的思路转变，与京东集团经营策略的转变有关。参观广发零售的深度报告《至暗时刻，京东的困顿与破局》的观点，2017年下半年到2018年底，京东规模增长的失速固然有阿里品牌“二选一”等短期外部竞争因素，但我们理解更为根本的原因，在于过往京东所仰仗的以物流时效为核心的体验优势被菜鸟体系迅速追赶，而在流量和商品层面又尚未建立起差异化优势，短期缺少支撑成长的核心类目。京东从2019年开始转换发展逻辑，从规模视角向利润视角迁移。

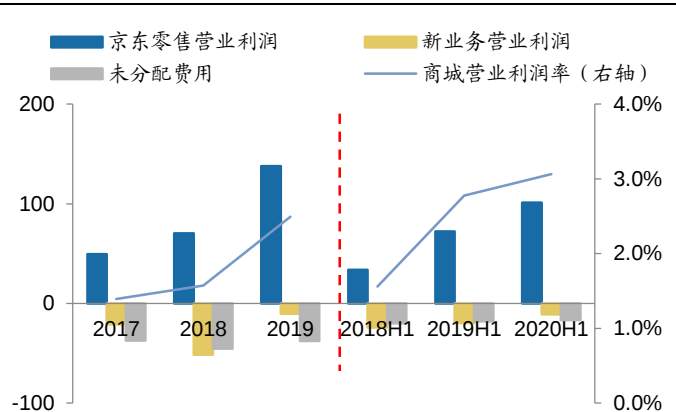
实际上，除行业竞争外，京东集团利润端的波动更多源自对规模的优先追求和物流社会化等新业务开拓。20H1，京东核心商城业务营业利润101.4亿元，同比增长40.1%，营业利润率3.1%；但战略新业务（社会化物流等）亏损10.9亿元，物流转型开放服务商所作投资布局、市场争夺，是京东利润的主要拖累项。

图18: 京东集团的净利润 (GAAP口径, 亿元)



数据来源: wind, 京东集团年报, 京东集团半年报, 广发证券发展研究中心

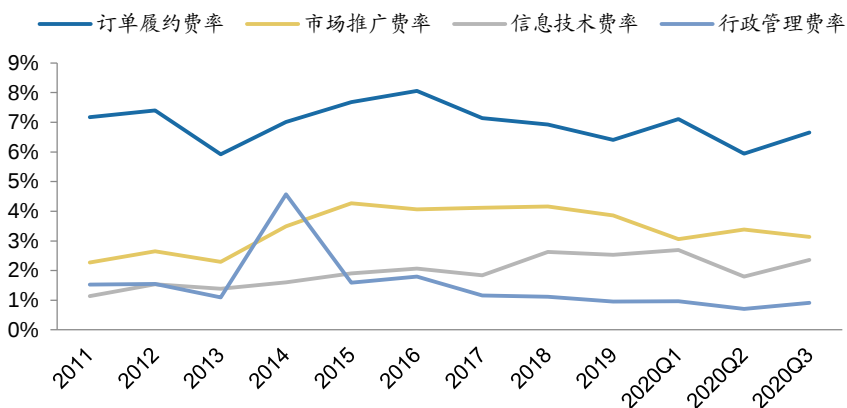
图19: 物流业务是京东集团利润的主要拖累项 (亿元)



数据来源: wind, 京东集团年报, 京东集团半年报, 广发证券发展研究中心

京东集团的费用结构中, 订单履行和市场推广是主要费用项, 3Q20对应的费用率分别为6.7%和3.1%, 在期间费用中占比50.9%/24.0%。信息技术(3Q20为2.4%, 历史均值低于2%, 且主要为物流相关研发投入)、行政管理(费用率稳步下降至1%左右)两项费用占比较低, 对整体格局影响较小。

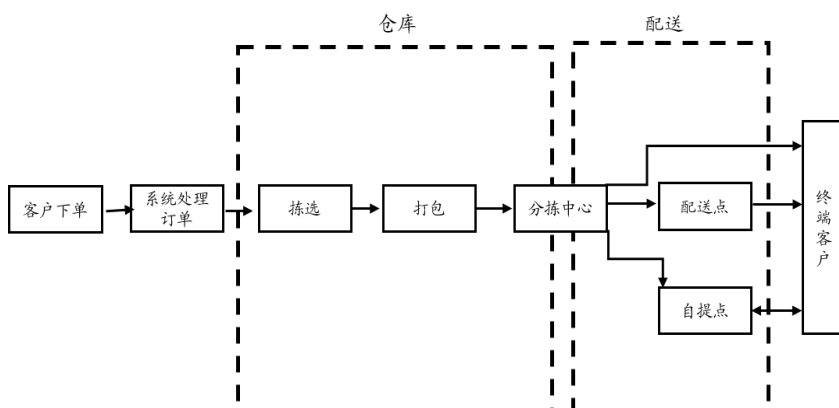
图20: 京东费用结构中, 履单和市场推广是主要项目 (GAAP口径)



数据来源: wind, 京东集团年报, 京东集团季报, 广发证券发展研究中心

物流发展过程中不可避免的是高成本和费用的支撑。京东集团的履约费用包含从仓库收到用户所下订单、支付过程产生的手续费、拣货、打包、分拣、装车运输、终端配送商品到用户手上, 以及售后服务的过程中产生的全部费用。在这过程中, 如果订单中的多个商品并未处于同一仓库, 为保证时效, 京东需进行拆单操作, 在不同的仓库作为出发点完成履约流程, 这将增加履约费用。

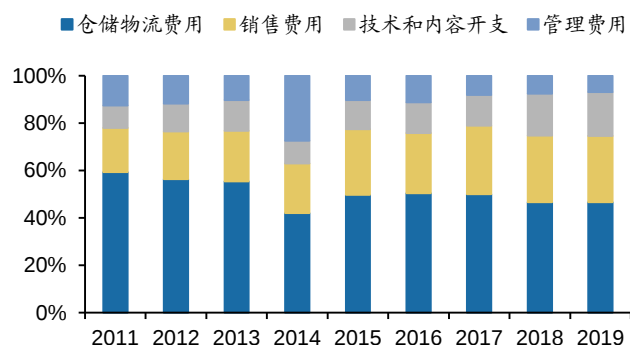
图21: 京东物流的履约流程



数据来源: wind, 京东集团年报, 广发证券发展研究中心

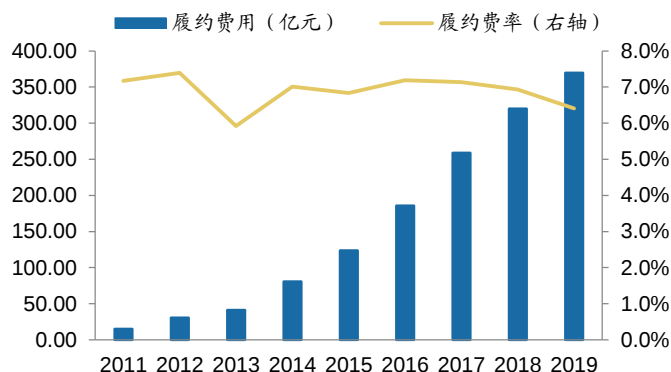
从履约流程可以看出, 费用中占比最大的费用为配送费用(运输+终端配送费用及相关人员费用)约为48%, 其次为仓储费用(拣货、打包、分拣等环节的人员费用, 仓库租赁费用以及自有仓库的折旧摊销等)占比约为35%。同时从公司年报也可看出, 履约费用也可按人力费用、支付手续费、仓储租赁费、第三方运费及其他费用(含折旧摊销等)进行拆分, 2018年人力费用占比46%是最大支出项, 其次为第三方运费占比18%, 仓储租赁费和支付手续费各占9%左右。2018年的履约费用率为6.9%, 边际改善开始显现; 2019上半年京东物流经过组织、人员优化和三方履约订单的大量涌入, 2019全年履约费用率为6.4%, 京东物流的仓库和人员利用率得到明显改善。2020年京东全年履约费用率为6.5%, 履约费用增速上升到31.7%, 而营收增速为29.3%, 可能与开拓下沉市场导致客单价有所下滑有关。

图22: 物流配送是履约的最大成本项



数据来源: wind, 京东集团年报, 广发证券发展研究中心

图 23: 京东履约费用情况



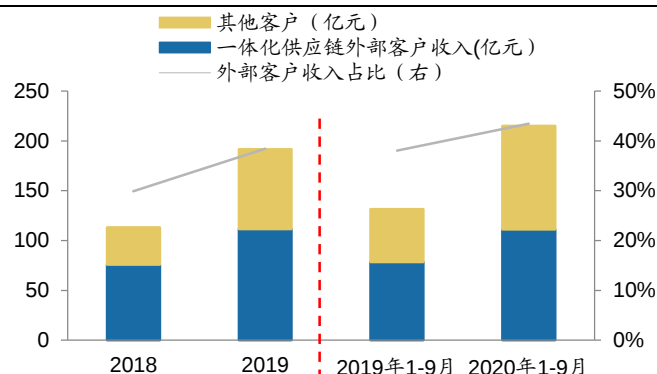
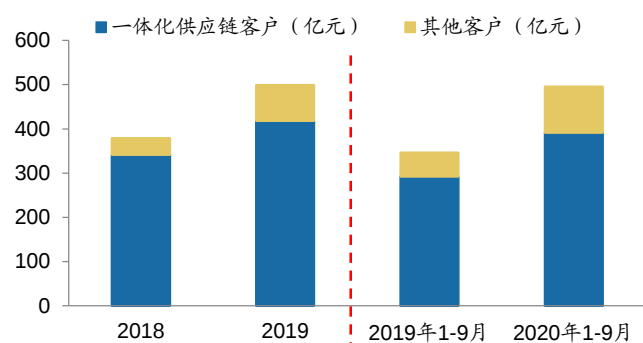
数据来源: wind, 京东集团年报, 广发证券发展研究中心

(二) 外部客户占比提升, 有望带来规模与效率改善

京东物流的外部客户收入占比提升。2019年京东物流的仓配服务中有73%是提供给京东集团的, 2020年1-9月该比例下降至71.6%。而来自其他客户的收入保持高速增长, 2019年其他客户贡献收入80.1亿元, 同比增长115.2%。2018至2019年, 外部客户收入占比从29.9%提升到38.4%。

图24: 京东物流收入结构(按是否是一体化供应链客户划分)

图25: 京东物流外部客户收入占比提升



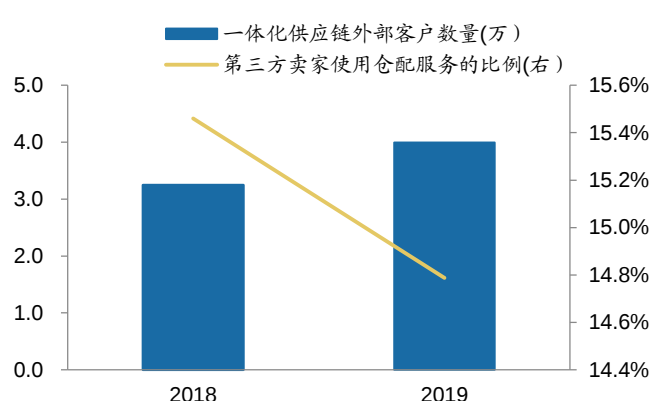
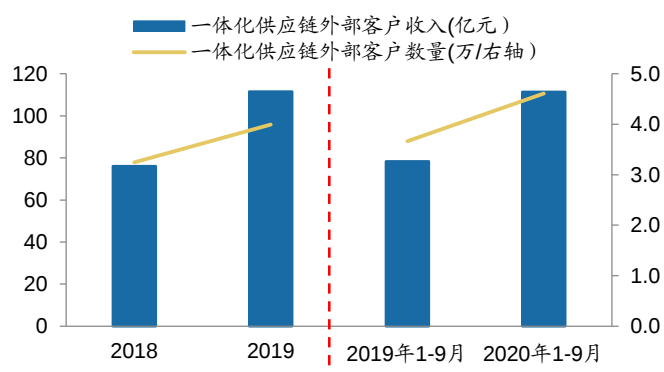
数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 广发证券发展研究中心

京东商城平台上使用仓配服务的第三方卖家数量不断增加, 但占比仍较低。来自每个一体化供应链外部客户的收入从2018年的23.4万元, 增加到2019年的29.7万元, 使用京东物流仓配服务的外部客户数量也从2018年的3.2万人, 增加到2019年的4万人左右。值得注意的是, 2018、2019年末京东商城第三方卖家数量分别是21万和27万左右, 2018、2019年京东商城上第三方卖家使用京东物流的仓配服务的比例分别是15.8%、14.8%。目前来看, 京东平台上第三方商家使用仓配服务的比例仍旧较低。

图26: 使用仓配服务的外部客户的数量不断增加

图27: 京东商城平台上第三方卖家使用仓配服务的比例较低

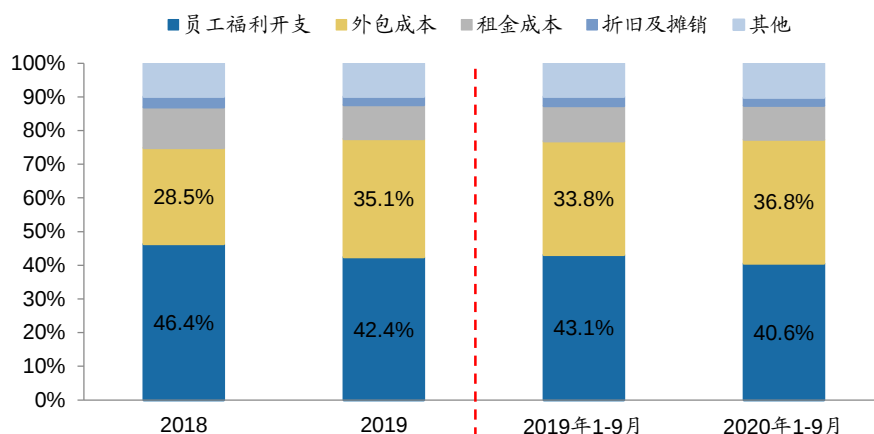


数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 广发证券发展研究中心

从营业成本看，员工薪酬和外包成本占比最大。员工薪酬涉及仓库管理、分拣、包装、运输及配送员工的工资和福利，外包成本涉及运输公司、快递公司及其他服务供应商就运输、派送等服务收取的费用。2018年，员工薪酬占京东物流的营业成本的比例为46.4%，到2020年1-9月占比下降至40.6%，这与京东物流取消快递员底薪，实行多劳多得的薪酬制改革有关。与此同时，京东物流的外包成本占比从2018年的28.5%提高到2020年1-9月的36.8%。

图28: 京东物流各项成本占营业成本比例



数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc. 申请版本 (第一次呈交) 全文档案》, 广发证券发展研究中心

派送和运输成本占营业成本的比例低于通达系快递公司，而与顺丰相比，京东物流的员工薪酬和外包成本对毛利率造成一定侵蚀。就运输和派送成本而言，这两项成本在京东物流的营业成本中占比是低于通达快递公司的，因为京东物流还有很大一部分的仓储成本，该项成本约占履约成本的36.1%。同样，与顺丰相比较，2019年京东物流员工薪酬占营收的比例高达39.5%，而顺丰仅为10.4%，顺丰外包成本占营收的比例高达48%。员工薪酬和外包成本两项合计约侵蚀了京东物流72.2%的收入，相较于顺丰直接减少13.8%的毛利率。

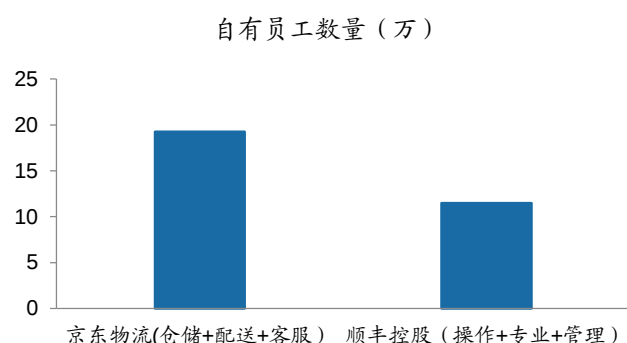
表4: 京东物流与其他上市快递公司成本结构对比分析

占营业成本的 比例 (2018年)		京东物流	中通快递	韵达股份	圆通速递	申通快递	百世集团
	运输成本	18.2%	24.0%	25.9%	30.3%	20.9%	27.6%
	派送成本	47.5%	50.7%	61.3%	51.6%	57.9%	55.3%
占营业收入的 比例 (2019年)		京东物流			顺丰控股		
	员工薪酬	39.5%			10.4%		
	外包成本	32.7%			48.0%		
	合计	72.2%			58.4%		

数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 顺丰控股 2019 年报, 广发证券发展研究中心

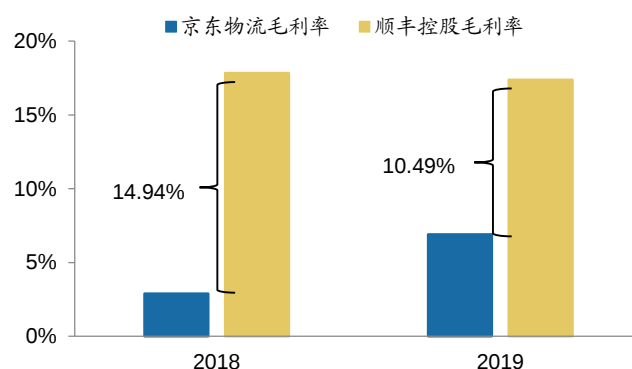
京东物流高员工薪酬占比源于其大量的自有员工。2019年京东物流仓储、配送、客服的自有人员合计为19.25万人, 而顺丰自有员工(操作、专业、管理)为11.48万人。顺丰大量采用外包的方式减轻人工成本, 截至2019年末, 顺丰自有的收派员数量仅4.5万人, 其他用工高达24.62万人。同时, 顺丰2019年营业收入1121.9亿元, 京东物流收入体量498.5亿元, 不及顺丰的一半。

图29: 京东物流拥有大量的自有员工(截至2019年末)



数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 顺丰控股 2019 年报, 广发证券发展研究中心

图 30: 京东物流和顺丰控股毛利率对比



数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 顺丰控股 2018-2019 年报, 广发证券发展研究中心

对京东物流订单量测算和成本拆分: 关于京东物流订单量, 京东集团年报中只披露到2016年, 从2017年开始不做公开, 我们对京东物流2017-2019年订单量做了测算, 核心假设包括:

(1)历史数据来看, 2015、2016年京东物流完成订单履约量分别是12.63亿单、17.75亿单, 其中2015-2016年去掉虚拟订单后分别完成10.27亿单和15.93亿单, 实物订单占比为81%、90%, 假设2017-2019年实物订单量占比保持90%的比例。

(2) 2017年京东集团调整履约费用统计口径, 仅将京东物流对内部服务纳入履约费用。2017-2019年履约费用分别是258.65亿、320.10亿、369.68亿, 假设对京东集团内部平均每单履约费用保持稳定, 测算京东自营订单数。

(3) 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》显示, 2018-2019年京东物流使用仓配服务的外部客户收入占比分别是22.3%、26.7%。假设第三方及社会化订单物流平均单价与京东自营平均单价相同, 测算外部单量。

从测算结果看, 我们预计2017-2019年京东物流的总单量分别为22.18亿单、27.89亿单和34.15亿单, CAGR为24.08%。剔除虚拟订单, 则预计实物履约单量分别为19.96亿单、25.10亿单、30.74亿单, CAGR为24.1%。2015-2019年间, 单件仓储成本从6.06元降低至5.45元, 每单配送成本从7.98元降至7.18元。

表5: 京东物流单件成本拆分

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
订单总数(亿)	12.63	17.75	22.18	27.89	34.15
实物订单占比	81%	90%	90%	90%	90%
实物订单量(亿)	10.27	15.93	19.96	25.10	30.74
京东自营订单数(亿)	8.32	12.75	15.77	19.52	22.54
第三方及社会化订单数(亿)	1.95	3.19	4.19	5.59	8.20
单件总成本(元)	16.78	15.14	14.86	14.66	15.10
支付手续费(元)	1.84	1.66	1.63	1.61	1.66
仓储成本(元)	6.06	5.46	5.36	5.29	5.45
仓储租金(元)	1.57	1.41	1.39	1.37	1.41
仓储人工(元)	1.58	1.42	1.40	1.38	1.42
仓内其他成本(元)	2.91	2.63	2.58	2.54	2.62
配送成本(元)	7.98	7.20	7.07	6.97	7.18
干线运输成本(元)	3.05	2.75	2.70	2.67	2.75
配送人工成本(元)	4.92	4.44	4.36	4.30	4.43
客服/售后(元)	0.90	0.82	0.80	0.79	0.81

数据来源: wind, 京东集团年报, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 广发证券发展研究中心

注: 2017年及以后订单数为测算值, 与实际情况或有一定偏差。

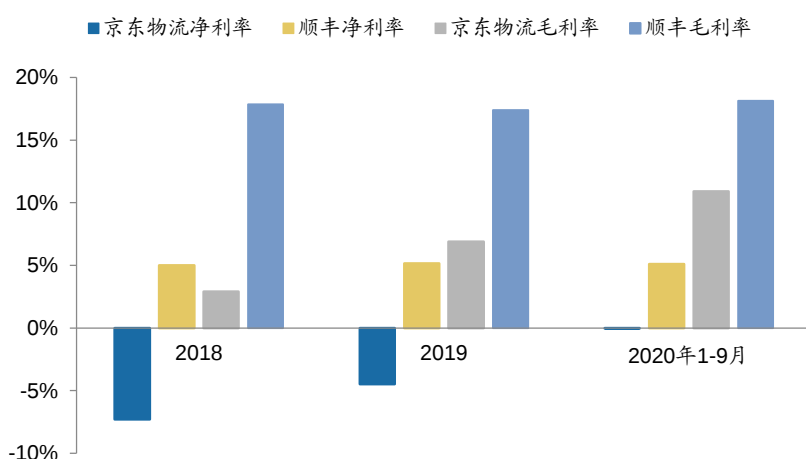
2018年、2019年、2020年1-9月, 京东物流的净利率分别是-7.3%、-4.5%、-0.02%, 同期顺丰控股的净利率分别是5.0%、5.2%、5.1%。就费用率而言, 京东物流的四费率合计与顺丰之间相差不大(京东物流的管理费用率更低而研发费用率较高), 这主要和京东的仓储模式及前期较多的物流研发投入力度有关。我们认为, 京东物流的盈亏关键点在于毛利率的改善。

表6: 京东物流期间费用

	销售费用率		管理费用率		财务费用率		研发费用率		四费合计	
	京东物流	顺丰控股	京东物流	顺丰控股	京东物流	顺丰控股	京东物流	顺丰控股	京东物流	顺丰控股
2018	1.57%	2.01%	4.57%	9.25%	-0.70%	0.32%	4.01%	1.08%	9.46%	11.58%
2019	1.90%	1.78%	3.76%	8.65%	0.09%	0.61%	3.37%	1.06%	9.11%	11.03%
2020年1-9月	2.20%	1.48%	2.94%	8.09%	0.23%	0.62%	2.91%	1.09%	8.27%	10.19%

数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 顺丰控股 2018、2019 年报, 顺丰控股季报, 广发证券发展研究中心

图31: 京东物流盈利压力主要来自毛利率



数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc.申请版本(第一次呈交)全文档案》, 顺丰控股 2018、2019 年报, 顺丰控股季报, 广发证券发展研究中心

三、成长路径: 从成本中心向利润中心转变

(一) 独特的竞争优势: 融合商流与物流, 为外部流量提供变现空间

我们认为, 在京东物流对外开放的过程中, 不仅是京东商城上的pop商家, 包括快手、微店等在内的流量平台均具备合作的可能性。举例来看, 2020年5月27日, 快手科技和京东零售集团正式签署了战略合作协议, 京东为快手直播卖货提供货源, 快手用户将可以在快手小店直接购买京东自营商品, 并能享受京东配送、售后等服务。消费需求 and 消费场景呈现多元化趋势, 快手和京东之间的合作亦是产品和用户之间的优势互补, 京东负责供货、配送和售后; 快手负责选品和销售。

参考广发传媒已发研报《快手科技: 成长野望、生态延展与商业化愿景》, 2016

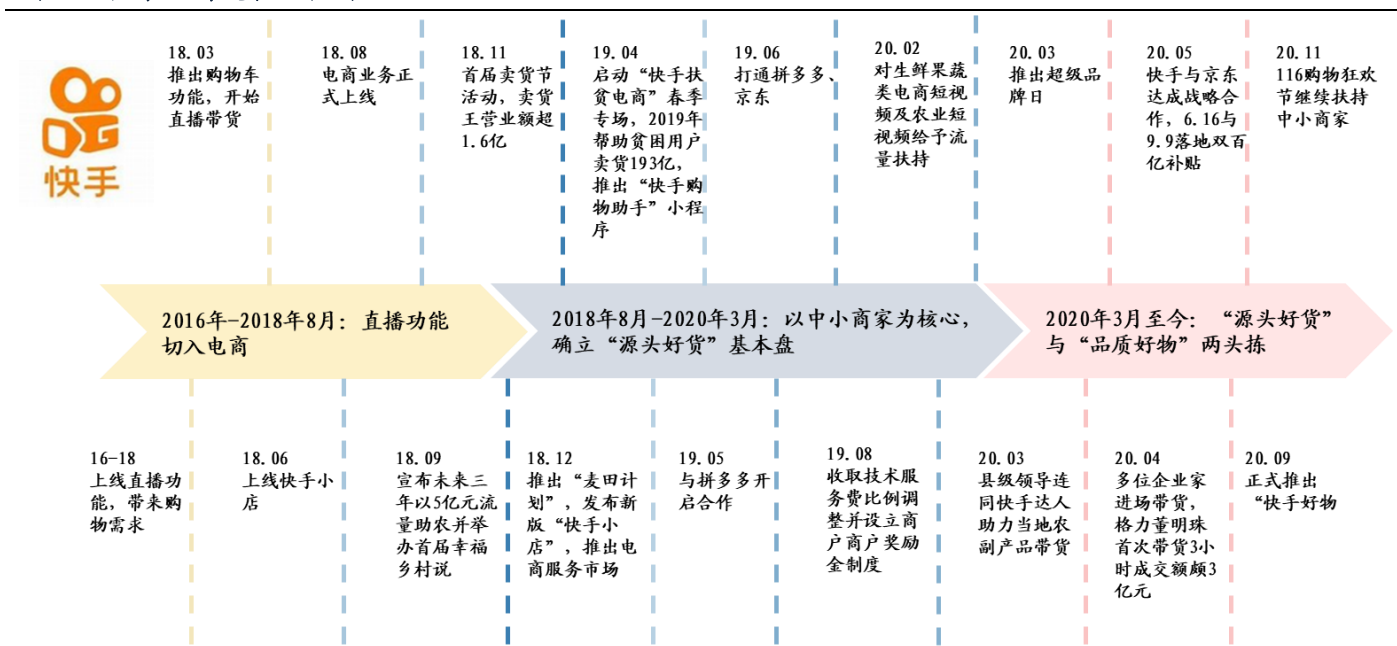
年以来，快手直播电商的发展可划分为四个阶段。2016年推出直播功能到2018年8月电商业务上线为第一阶段；第二阶段为2018年8月至2020年3月，期间快手电商的标签可用“源头好货”概括；2020年3月开始，快手电商发展进入第三阶段，平台关注点逐渐由“货”向“质”转化。

在第二阶段（18年8月-20年3月），快手电商以中小商家为核心，确立“源头好货”基本盘。2018年8月，快手电商业务正式上线。上线初期，快手电商主打“源头好货”，即去掉经销商环节，从原产地、产业带、工厂直供、达人品牌四个源头为顾客提供批发价，通过产品直销的方式提升性价比。

第三阶段（20年3月至今）：由“货”到“质”，“源头好货”与“品质好物”两头抓。2020年3月，快手电商推出超级品牌日，为入驻品牌和电商服务商提供多项扶持权益；4月开始，多位企业家通过快手进行带货，如格力集团董事长董明珠在快手直播带货3小时，成交额超过3亿元。2020年5月，快手与京东达成战略合作，用户可以在快手小店购买京东商品并享受京东服务，京东背书增强了用户对快手商品品质的信心，同时快手电商供应链效率明显提升。随后在6月与9月，快手与京东连续推出“6.16品质购物节”和“9.9双百亿补贴”活动。

由于快手上聚集的中小电商相对较多，主播强项在于内容制作与粉丝运营，对电商环节所涉及到的选品、组货等事项并不专业，这为京东凭借其强大的供应链履约能力实现规模扩张，提高物流的变现空间带来可能。

图32：快手电商发展历程图



数据来源：快手 IPO 申请书，快手科技，广发证券发展研究中心

此外，腾讯作为京东的最大股东，微店、腾讯视频等流量池资源也是京东获取流量抓手，为京东物流提供外单新的增长点。

在腾讯的生态体系内，被投企业可以保持较高度度的独立性，腾讯尽可能调用资源杠杆帮助生态伙伴完成垂直领域的使命，间接强化各领域的掌控力，京东和拼多多分别在高线和低线完成电商市场布局，腾讯在身后利用社交关系链沉淀的流量提供强大的供给，通过生态伙伴挖掘进一步变现空间。生态伙伴借助腾讯开放能力

接口和充裕的流量资源抓住时间窗口期做规模扩张和壁垒建设，以期在垂直领域中早日锁定头部竞争地位，间接提升腾讯流量变现效率，反哺生态。

2019年5月，京东和腾讯续约了为期三年的微信的一级流量入口合作，这体现了腾讯作为最大股东，对京东的变现能力仍具备较高期待。在生态化、流量获取、技术驱动要素为主导的电商行业的今天，京东的优势在于包括物流资产在内的零售基础设施能力的底层沉淀，这也为京东物流带来新的成长空间。

图33：腾讯在零售领域与京东的合纵连横和自身独立布局



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）积极切入体系外业务，为京东的零售基础设施之路奠定基础

对京东物流而言，提高体系外客户的比例，将带来的积极影响主要表现为以下三个方面。

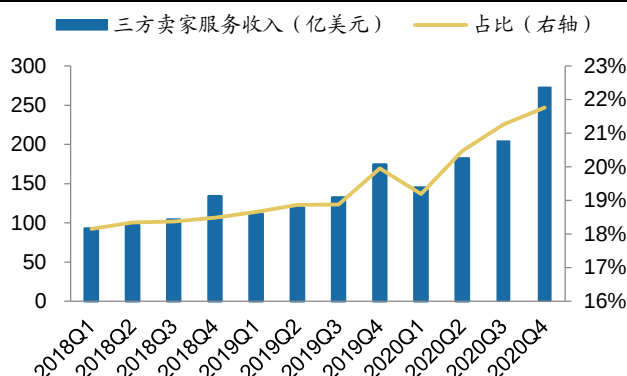
第一，早期阶段，京东通过融资获得较为充裕的现金流情况下研发费用和物流相关资本支出较为激进无可厚非，但长期以来物流人力成本随规模扩张而增长、以及营销费用的水涨船高对京东净利润影响较大，而物流的规模效应显现后有望对其带来边际效益的改善。

第二，“以储代运”模式要求第三方商家提前发货到京东仓，一方面可以不断强化消费者对京东的物流配送体验，另一方面京东可以对供应商进行物流时效。个性化包装、供应链金融等多元化能力输出，进一步对供应商进行赋能。

这方面，亚马逊的3P卖家变现进程值得借鉴：截至2019年上半年已经有近600

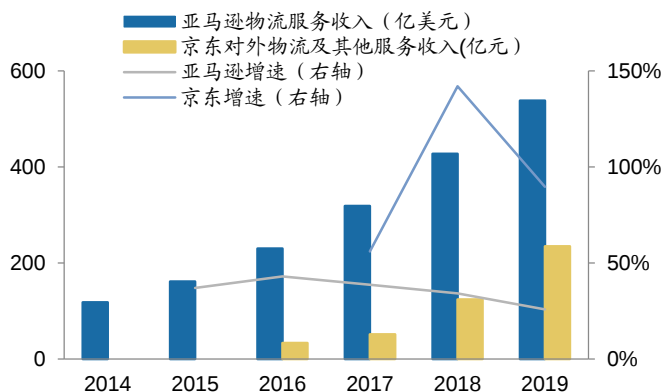
万商家入驻亚马逊，41%的卖家处于活跃（有动销）状态。此外，头部化趋势在任何一家电商都有体现：亚马逊3%左右的三方卖家年销售额超过10万美金，1%的商家年销售额超过100万美金。亚马逊3P业务的抽佣模式决定了3P业务能够赚取更多服务费用，包括但不限于：平台使用费（专业版卖家）、单品售出扣费0.99美元（个人版卖家）、不同品类商品售卖扣点、数字媒体产品售卖扣点、FBA 履约服务费（使用FBA的前提下；亚马逊全球三方卖家中83%已经使用FBA）等。2017年以来，亚马逊的三方服务收入占比始终稳定在18%上下。2019年亚马逊实现对第三方商家物流相关收入537.62亿美元，贡献了19.2%的营业收入。

图34：亚马逊的三方卖家服务收入和占比（亿美元）



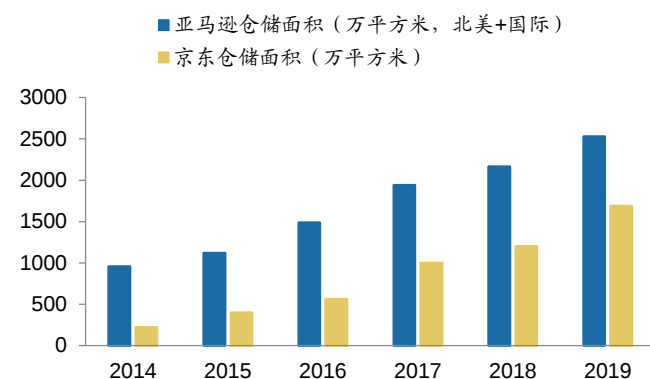
数据来源：wind，亚马逊年报，广发证券发展研究中心

图35：京东、亚马逊对外物流服务收入对比



数据来源：wind，京东集团年报，亚马逊年报，广发证券发展研究中心

图36：京东、亚马逊在仓储上的巨大投入



数据来源：wind，京东集团年报，亚马逊年报，广发证券发展研究中心

第三，摊薄单件物流成本。2019年，京东物流单件仓储成本为5.45元，单件配送成本为7.18元。我们认为，随着京东在下沉市场的物流网点渗透和外单业务进一步开放后的订单密度进一步加深，或带来进一步单均成本的下降。

此外，我们认为，京东物流的成本下行的其他影响因素包括：

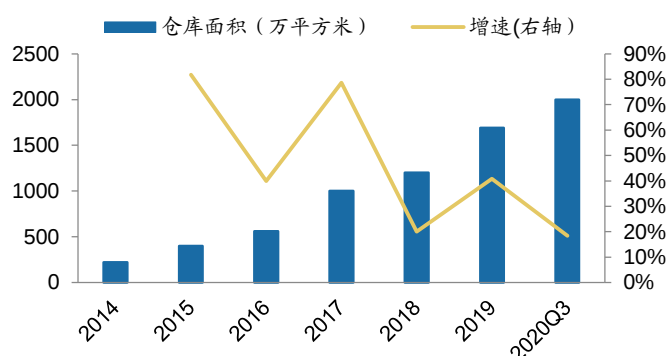
（1）物流时效基本已达用户相对不敏感的地带，预计后续继续投入资本开支以改善时效的空间已经不大。目前，京东“211”服务覆盖的城市实现一日2-3次传站（商

品出库），在促销节点会达到4-5次甚至更多；此外“极速达”服务的时效要求更加苛刻（3小时以内送达，用户需额外付费）；我们认为京东当前的物流时效的提升已经进入用户相对不敏感的地带，继续提升时效所耗费的边际改善空间已经不大。

（2）其它兼职运力带来运力成本的均衡。2020年“双十一”期间，达达集团旗下本地即时配送平台达达快送在10-11点期间配送单量超过110万单，突破同期1小时配送单量峰值记录。自2016年开始，达达快送便与京东物流展开全面战略合作，在每年大促期间，达达都会作为京东物流的众包运力补充。随着订单密度的进一步增加，兼职与全职员工比例的调整可缓冲人员成本增加。

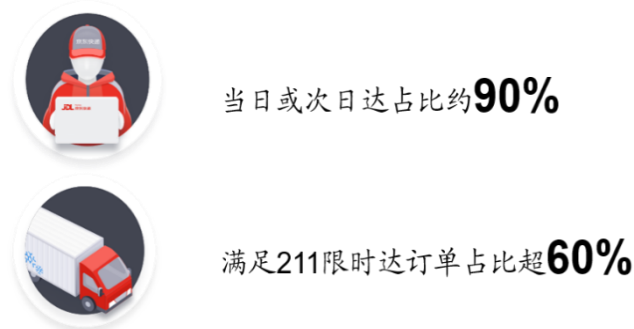
（3）技术自动化带来长期人效的提升。2019年，京东物流配送人效/年在2.1万单左右，同比前两年变化不大；京东已经开始大力布局无人物流设施，目前仓储自动化设施已经在全国大部分中心仓得到应用，上海亚一仓的自动化程度已达到90%，目前上海亚一仓在旺季每天能够处理超过130万单，京东物流所有亚一单体仓订单日均处理能力均达到10万单以上，广州、武汉、昆山等亚一高自动化仓库日处理能力达百万量级。随着未来配送无人化设施的落地、个人快递业务的开展，对配送费用的削减和人效的提升将带来拉动。

图37: 京东物流的仓库基本实现全国覆盖，开仓速率放缓



数据来源: wind, 京东集团年报, 广发证券发展研究中心

图38: 京东物流的时效基本进入用户相对不敏感地带（2020年）



数据来源: wind, 《20210216JD Logistics, Inc. 申请版本（第一次呈交）全文档案》，广发证券发展研究中心

四、中美两国经济地理差异决定亚马逊物流对 C 端的吸引力比京东物流更强

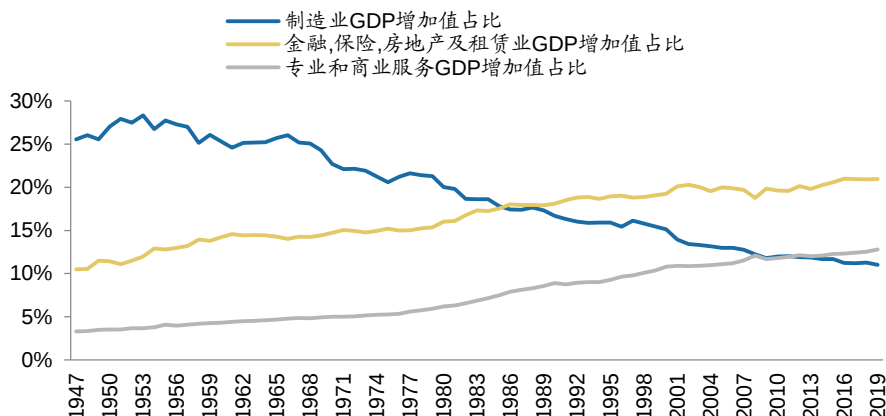
（一）制造业发展现状差异，决定 B2C 与 C2C 模式在中美两国发展空间并不相同

观察亚马逊的成长路径，亚马逊以自营模式起家，并在2001年推出3P平台业务。2012年，亚马逊3P平台交易规模超越eBay，彻底成为全美电商王者。自营业务之外，当前亚马逊更为商家提供FBA（亚马逊配送）、交易平台服务，并在电商之外延伸出AWS云计算服务，致力于成为基础设施的提供者。

京东同样以自营电商、自建物流起家，模式的起点与亚马逊相似，但面临的产业背景差异，以及中美两国经济地理位置的差异，导致京东物流的发展路径可能与亚马逊不会完全相同。

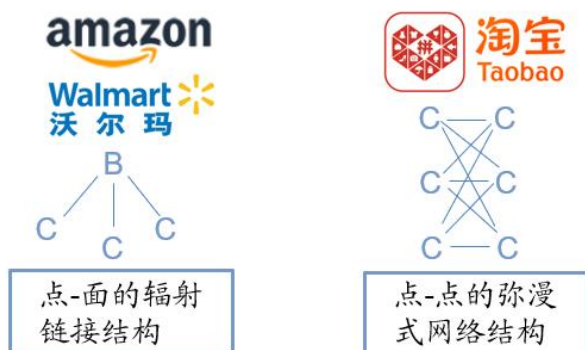
美国过去几十年逐渐经历了制造业的空心化，消费行业的主要货源地转向国外，主要依靠外部输入并通过建立巨型仓储来进行销售，线下是沃尔玛、Costco，线上就是亚马逊的B2C模式。而中国则是制造大国，大大小小的厂商遍布全国各地，淘宝C2C或者小B2C的交易模式实现了从工厂到用户的链路优化，点-点的弥漫式网状结构与电商服务的需求形成了高度耦合，网络效应得以充分发挥。

图39：美国制造业GDP增加值占比逐渐下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图40：供应链物流结构对比



数据来源：《新零售：供应链视角下的新产物》，广发证券发展研究中心

图 41：沃尔玛的仓储物流模式



数据来源：《沃尔玛是如何通过控制物流成本成就霸业？》，搜狐网，创享智库，广发证券发展研究中心

（二）经济地理形态等内生条件上的差异使得物流外包在中国更具成本效率

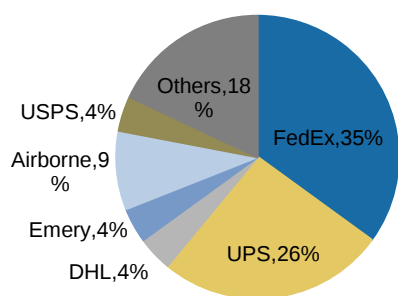
中国电商的崛起离不开线下物流体系的支撑，同时又为发展初期的快递行业带来了巨大的增量需求，形成了不断加强的正向反馈。电商GMV增速与中国快递业务量增速基本匹配，两者是协同进化体的关系。而美国快递行业在电商出现之前就经历过价格战并达到稳态，形成了UPS、FedEx、USPS三家独大的局面。围绕商务件设计的网络承载能力不足，供给力量偏弱，一定程度上制约了亚马逊等电商的发展。

图42：中美快递与电商的发展路径差异



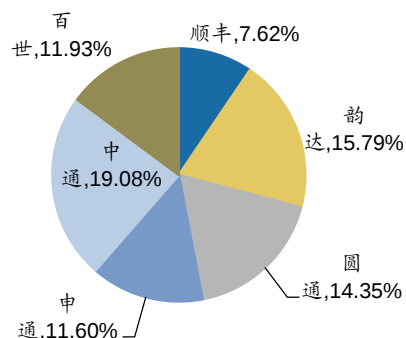
数据来源：广发证券发展研究中心

图43：美国航空快递市场1994年CR3为70%



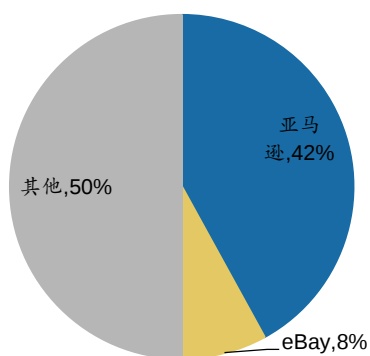
数据来源：Bloomberg，公司财报，广发证券发展研究中心

图44：中国快递市场2019年CR3为49%



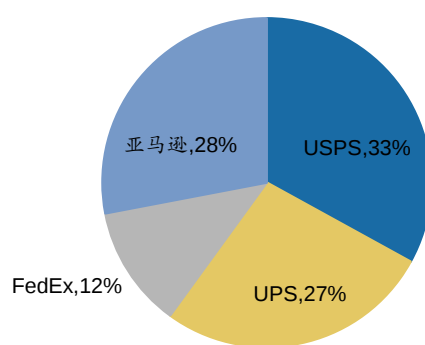
数据来源：Wind，国家邮政局，公司财报，广发证券发展研究中心

图45: 2017年美国各电商平台GMV情况



数据来源: cifnews, 广发证券发展研究中心

图46: 2017年各大快递公司配送亚马逊电商件占比



数据来源: <https://www.savethepostoffice.com>, 《An Amazon puzzle: How many parcels does it ship, how much does it cost, and who delivers what share?》, 广发证券发展研究中心

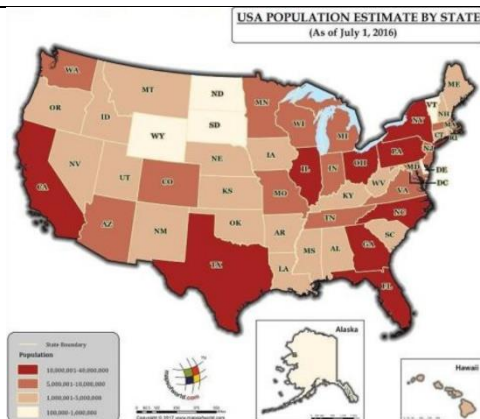
那么, 为什么美国的快递需求从B端(制造业需求)向C端的切换, 并没有诞生出新的物流公司, 反而是逐渐通过亚马逊自建的方式来满足呢?

我们认为, 这一现象更为深层的原因在于中美两国经济地理形态等内生条件上的差异。美国的地理经济形态, 其最典型的特性为“U型结构”, 即左边和太平洋进行贸易、右边和欧洲进行贸易, 重要的经济带几乎就是在这两个区域里高度分布的。美国南北之间有2500公里到2700公里的距离, 东西之间相距4500公里左右。但美国每平方公里的平均人口密度约为34人, 对比而言, 美国更低的人口密度和劳动力成本使其末端的配送成本远高于中国。

囿于末端网点的覆盖率和配送成本因素的影响, UPS和FedEx后期推出的服务电商快递件的产品, 也是通过与USPS合作(UPS或FedEx负责中转和运输, USPS承担最后一公里的配送)来完成。对美国的平台商家而言, 亚马逊的仓配模式较网络快递(FedEx和UPS为代表的模式)更具成本效率优势。以一件3磅重的标准尺寸商品隔达运输为例, 选用FBA服务的完全成本(发货至履约中心费用+FBA费用)不及最低自履约费用的一半。

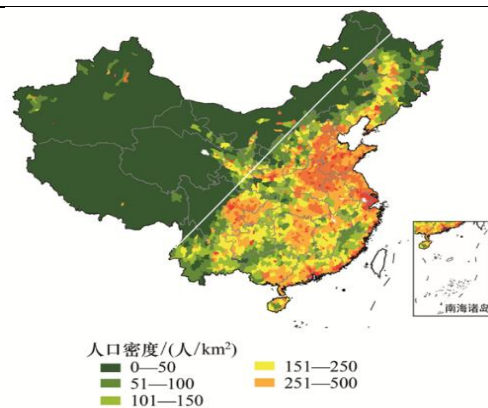
总结来说, 美国制造业空心化使得零售行业货源主要依靠外部输入, 大型零售商成为产业链整合者, 人口密度低、人工成本使得亚马逊自建的配送效率高于外包。中国世界工厂和产业集群使得C2C电商模式与网络快递相互促进, 人工密度高、人工成本低使得第三方外包更具成本效率的比较优势。

图47: 美国人口主要集中在东西海岸



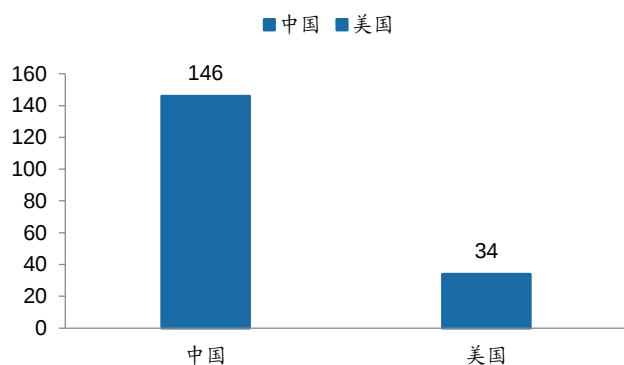
数据来源: Maps of World, 广发证券发展研究中心

图 48: 中国胡焕庸线以东聚集了全国 96%的人口



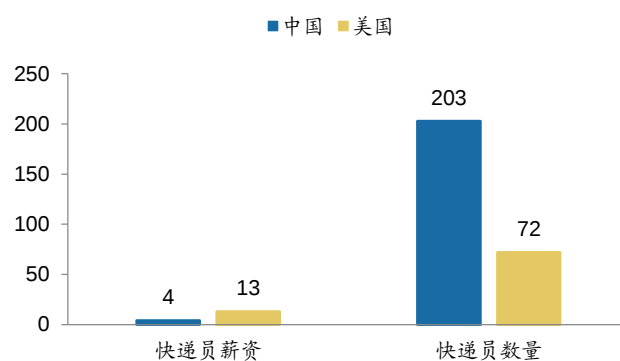
数据来源: 生态学报, 广发证券发展研究中心

图49: 中美人口密度对比 (2020, 人/平方千米)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 50: 中美快递员数量和薪资对比 (2016, 美元/小时, 万人)



数据来源: 《大数据大物流》郭贺铨, 搜航网, 广发证券发展研究中心

表7: FedEx、UPS与USPS之间的合作

快递商	合作服务名称	快递商提供的服务	USPS提供的服务	收费
FedEx	SmartPost	收件、分拣、运输	最后一英里 (Last-Mile) 派件	与 FedEx Ground 相同
UPS	SurePost	收件、分拣、运输	最后一英里 (Last-Mile) 派件	比标准UPS高出约 3%

数据来源: Franklin Paecel, 广发证券发展研究中心

表8: 2019年3磅(约1.36千克)货物FBA服务价格与快递商价格对比(美元)

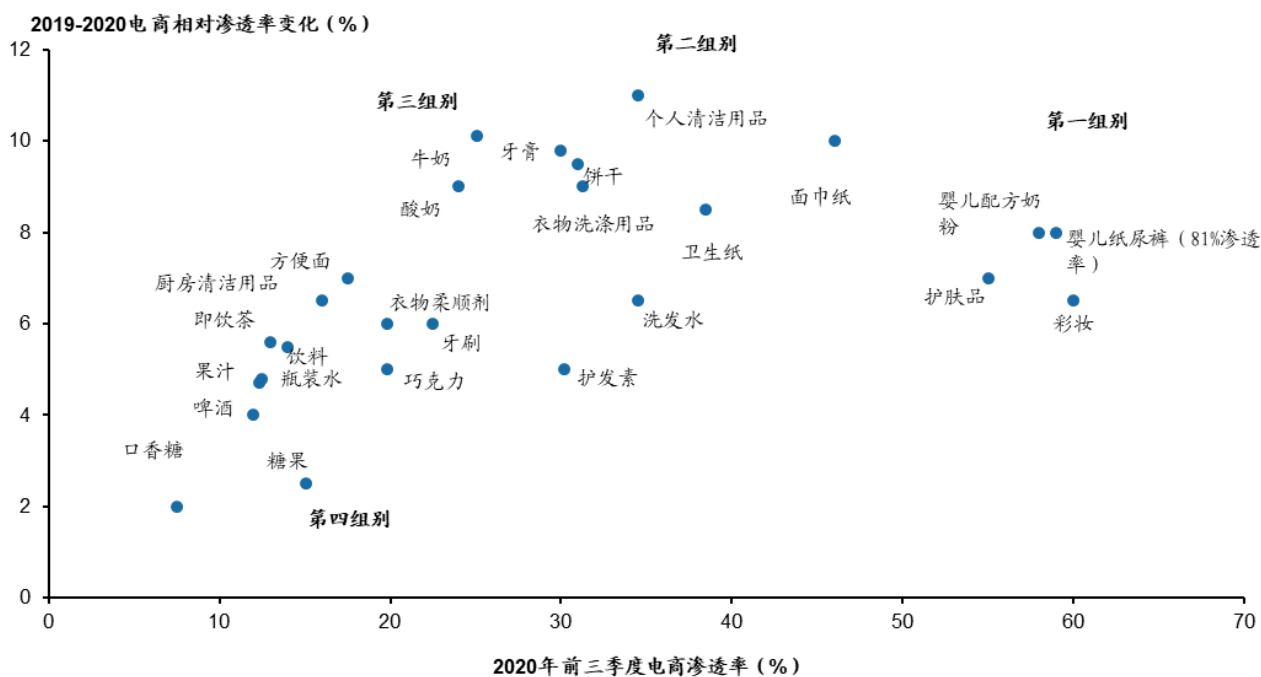
运输方式	快递公司	时效	1-2 区 0-241km	3 区 241-483km	4 区 483-966km	5 区 966-1609km	6 区 1609- 2253km	7 区 2253- 2897km	8 区 >2897k m
陆运	USPS	三天以上	7.61	7.99	8.34	9.26	11.80	13.10	15.28
	FedEx	三天内	13.56	14.65	15.52	15.99	16.47	16.88	17.52
	UPS	三天内	13.78	14.88	15.75	16.22	16.71	17.12	17.76
航空	USPS	隔夜	22.83	26.65	35.26	40.43	42.22	44.76	46.10
	FedEx	隔夜	37.65	48.55	70.63	77.22	82.07	87.67	92.64
	UPS	隔夜	37.91	50.74	72.36	78.48	84.05	89.34	93.69
FBA	亚马逊	隔夜/二日	FBA 费用 5.42+客户发货到履约中心的运费						

数据来源: Shippingeasy 亚马逊官网,广发证券发展研究中心

(三) 京东物流的应对之道: 组建京喜快递, 构建社区团购闭环生态

囿于上述制造业发展结构、经济地理等因素的差异, 京东的B2C模式和与之对应的京东物流的仓储配送模式, 未能在中国复制亚马逊的发展之路。参考广发零售此前已发研报《竞争加剧, 平台扩张进入深水区》的观点, 宠物产品、彩妆、纸尿裤等便于运输的标品已实现较高的电商渗透率; 生鲜、包装饮料、包装食品是体量大而线上化率低的主要品类, 共同特点是履约成本较高(重、泡、易碎、易腐等属性), 此类消费品接下来不仅需要通过继续提高订单量增加规模效应以摊薄配送成本, 更可能由同城零售、社区电商等非B2C快递的解决方案完成履约; 由于新解决方案中缺乏完善的可直接利用的外部基础设施, 交易平台可能需要部分自营/资产投入配合社会资源共同搭建新的履约体系, 甚至改造生产环节(生鲜为典型品类), 投入回报期可能明显延长。

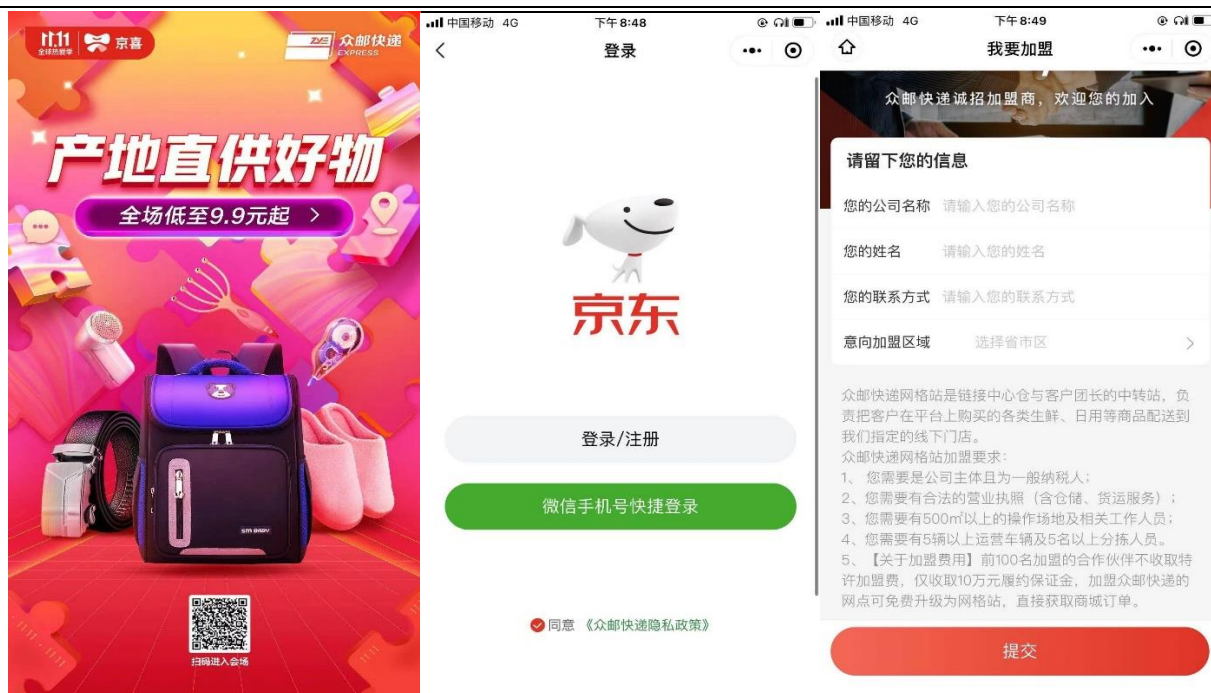
图51：快消品子线上增速、渗透率对比



数据来源：《2020 年中国购物者报告》，贝恩公司，凯度消费者指数，广发证券发展研究中心

京东2020Q4对京喜事业群进行了组织架构调整，正式进入社区电商。同时，京东物流旗下的众邮快递将更名为京喜快递，并纳入京喜事业群，支撑后端的供应链，构建社区团购的闭环生态。下沉市场或许是京东物流增长的新机会。

图52：众邮起网，并主要为京喜事业部服务



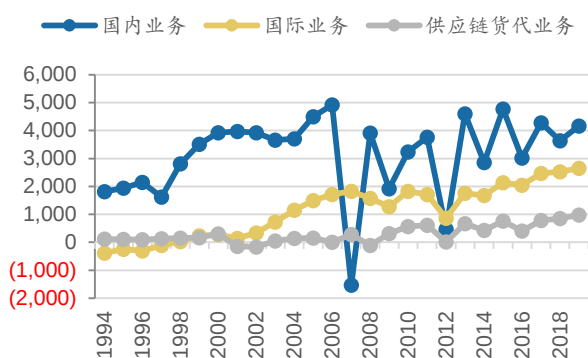
数据来源：众邮快递公众号，广发证券发展研究中心

五、面向未来：切换赛道，向消费行业综合物流供应商迈进

（一）产业趋势：从消费供应链到制造业供应链路径清晰

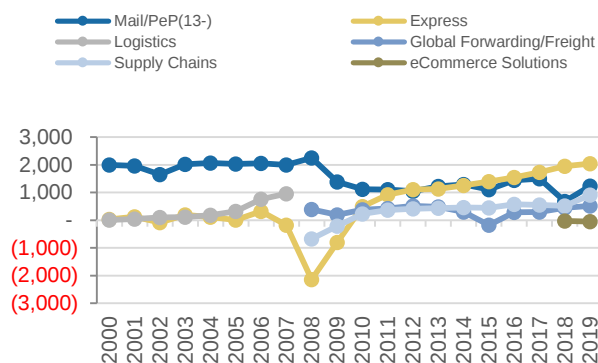
下一阶段，京东物流正在尝试不仅对外提供快递履约服务，还希望打通营销、仓储、配送、售后等环节，为商家提供一体化的供应链服务。实际上，综合物流是快递巨头的发展终局，但是，做大综合物流（重货、冷链、货代、供应链、合同物流）是全球范围的困局。近年来，UPS、FedEx、DHL的综合物流业务收入CAGR不到10%。DHL综合物流利润几乎无增长，仅UPS在2012年以后略有增长。

图53: UPS营业利润结构 (百万元美元)



数据来源: Wind, UPS年报, 广发证券发展研究中心

图54: DHL息税前利润结构 (百万元欧元)



数据来源: Wind, DHL年报, 广发证券发展研究中心

相较于2C物流，2B物流具有竞争格局分散、行业集中度低的特点。以合同物流这个细分赛道为例，由于不同行业定制化程度高，难以标准化，导致以B端客户为重心的合同物流商难以形成规模效应，在争夺竞争对手客户或开拓新客户时都存在一定的阻力，业务培育期通常为1-2年。行业难以出现赢家通吃的局面。从全球范围来看，合同物流市场高度竞争。2019年CR10不足20%，排名第一的DHL市占率为3.2%、营收为1911亿人民币。国内市场亦高度分散，2018年市占率第一的企业上汽安吉营收为251亿人民币，市占率为1.5%。

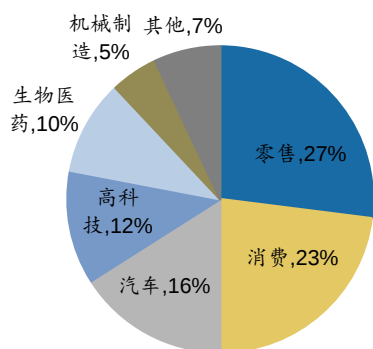
表9: 2019年中国合同物流商营收、市占率及服务行业

排名	企业名称	企业性质	2019 营收 (亿元)	2019 市占率	主要服务行业
1	安吉物流	厂商衍生	251.0	1.5%	汽车
2	中国外运	资源整合	204.9	1.2%	快消、工程、危化
3	京东物流	市场导向	123.8	0.7%	家电、快消、医药
4	一汽物流	厂商衍生	122.0	0.7%	汽车
5	日日顺	厂商衍生	90.5	0.5%	家电、家居、电商
6	准时达	厂商衍生	78.0	0.5%	消费电子
7	安得智联	厂商衍生	77.0	0.5%	家电、家居
8	苏宁物流	市场导向	65.0	0.4%	家电、家居、电商
9	中都物流	厂商衍生	60.0	0.4%	汽车整车、汽车零件
10	四川安吉物流	厂商衍生	55.7	0.3%	白酒、快消

数据来源: 运联智库, 艾瑞咨询, 公司官网, 广发证券发展研究中心

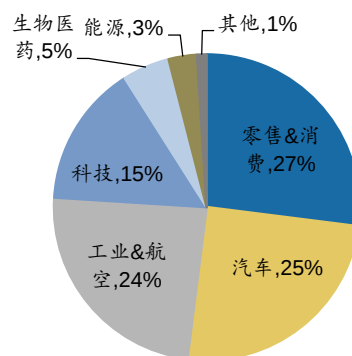
零售行业对供应链的响应速度要求高，链条相对较短，社会化第三方物流总体效率通常优于自建物流。从DHL、CEVA等供应链公司的客户结构看，客户主要集中在零售、消费、汽车、电子和生物医药四个行业，零售和汽车业是供应链物流下游最主要的两大行业。

图55: DHL供应链客户结构 (2018)



数据来源: Bloomberg, 公司年报, 广发证券发展研究中心

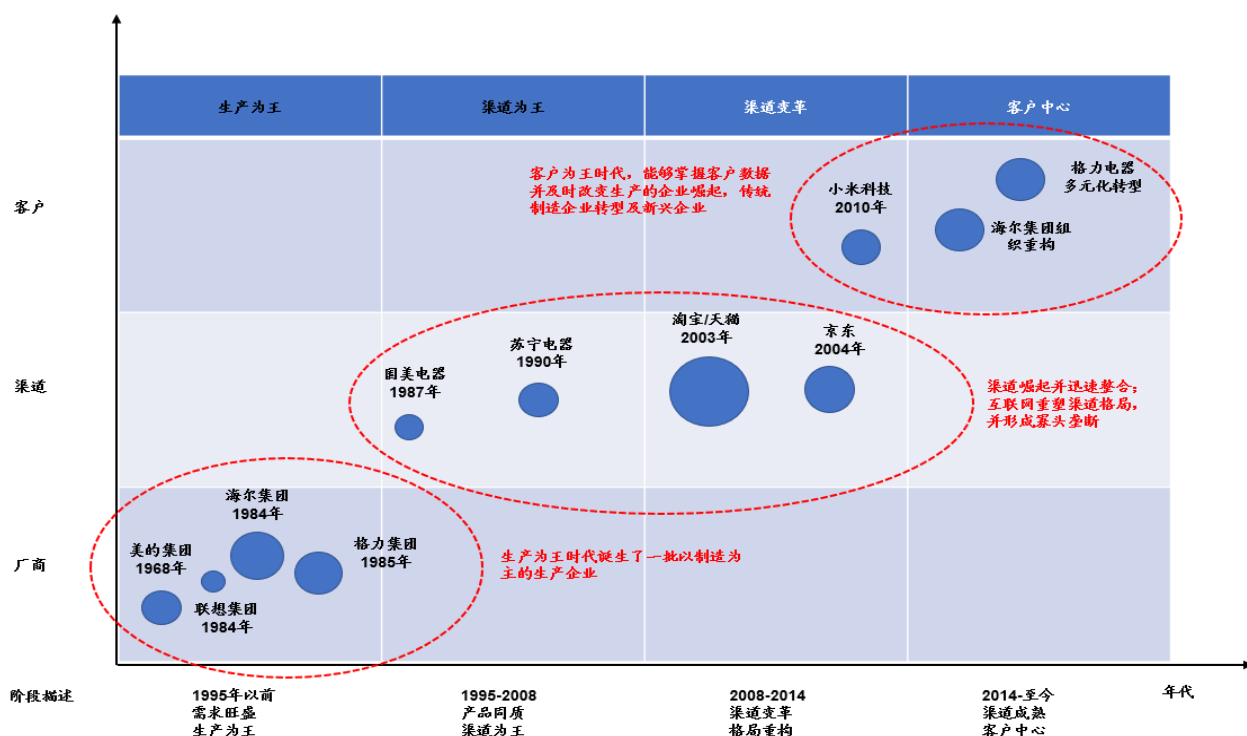
图 56: CEVA 供应链客户结构 (2018)



数据来源: Bloomberg, 公司年报, 广发证券发展研究中心

中国当下的零售行业价值链条正在经历从渠道商到生产商的切换过程。最初, 电商平台的发展空间受快递物流的成本效率约束, 超额收益由快递物流行业挣得; 之后, 随着网络快递企业成本效率的不断优化、迭代, 电商平台的供应链效率得到极大的提升, 线上渗透率持续提升, 超额收益由电商平台挣得; 进一步, 电商渠道经过发展逐渐整合, 新的外生影响因素为渠道带来变革, 使得渠道格局重塑 (如信息技术), 构建起全新的渠道格局。当下, 渠道环节的垄断使将逐渐打破厂商在渠道自建和外包成本之间微妙的平衡, 此时渠道成为获得一手客户数据的途径, 以客户为中心的品牌商成为这一阶段获得竞争优势的核心。

图57: 电商产业链核心节点的迁移

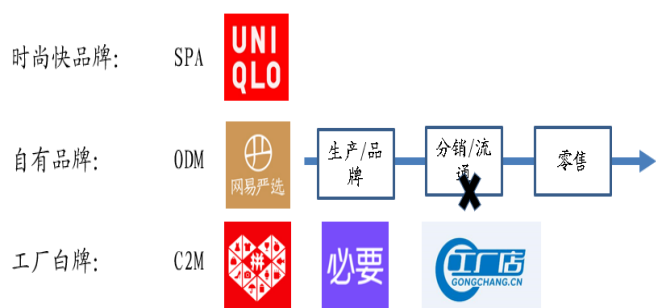


数据来源: 广发证券发展研究中心

尽管目前供应链的短链化开始成为各大电商与零售平台的新尝试，但我们认为渠道的短链化目前仍处于摸索阶段，因为终端零售商对上游的影响力暂时有限，终端无法对上游提供较大的能力扶持，上游品牌商和电商的话语权博弈也一直处于焦灼状态。我们认为品牌的短链化运营更加有效：我们看到从格力美的为代表的分销渠道，到 MUJI、UNIQLO、小米代表的直销渠道，再到工厂店直接线上化，品牌在不断通过自有的影响力和掌控力向产业链下游延伸。

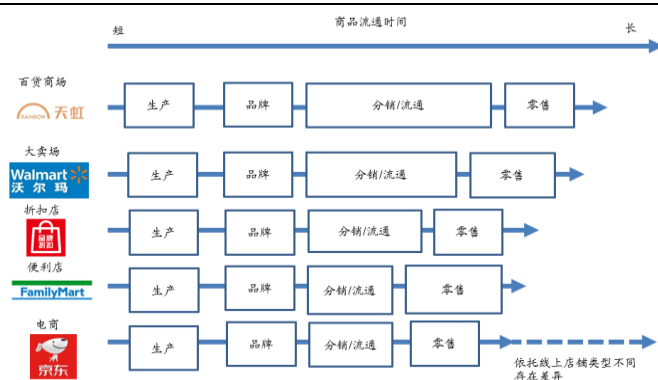
我们认为品牌短链化运营的必要性在于：（1）供给端的品牌竞争越来越激烈；品牌作为供给端的一环需要不断提高效率而获得竞争优势；（2）流通渠道上权力的天平逐渐从平台转移到用户端；（3）减少货品搬运次数，压缩产业链环节，让利给用户，从而获取长期忠诚度成为品牌商脱颖而出的必要任务。

图58：品牌的短链化空间大，白牌仍在探索阶段



数据来源：广发证券发展研究中心

图59：渠道短链化难度较高，对上游话语权参差不齐

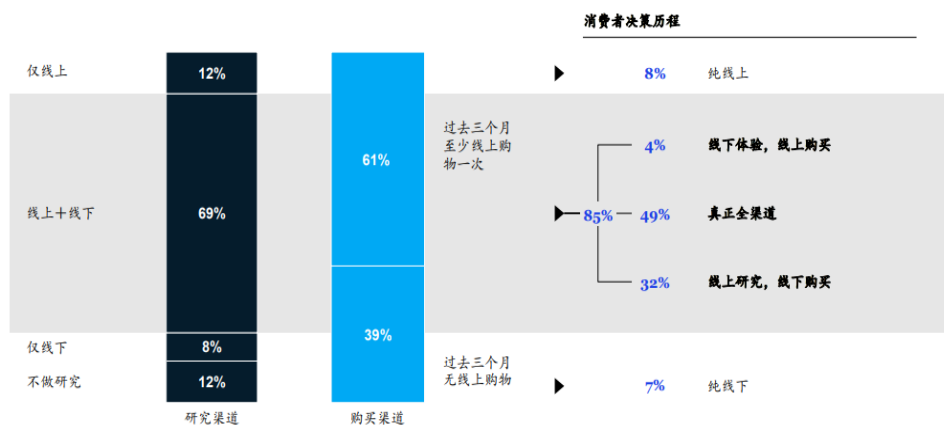


数据来源：广发证券发展研究中心

通过第三方的柔性供应链供应商提供全渠道的物流服务，建立线上线下整合的一体化的物流体系，提升库存、仓储及运输的综合利用效率及响应速度将成为品牌商更具成本效率的方式。

图60：全渠道对消费者购买决策的影响

全渠道对消费者购买决策的影响
同时运用线上和线下触点的服饰消费者占比



数据来源：《2019年中国数字消费者趋势报告》，麦肯锡，广发证券发展研究中心

（二）京东物流获取上游供应链话语权的路径初探

从企业基因的角度来看，京东物流因京东商城而生，以服务京东的线上零售为宗旨，天然具备第三方物流的属性。因此，京东物流从C端到B端的延伸之路，与顺丰这种典型的第三方物流服务商的发展路径不尽相同。

首先，在前文中我们就中美制造业的发展现状已有阐述，在此不再赘述。我们认为，随着美国零售行业货源地从国内转至国外，行业的核心节点逐步向渠道商转移，由渠道商主导供应链降本增效的过程。即美国零售商实际上扮演了产业链“供应链服务商”的角色。

我们以亚马逊为例进行分析，观察亚马逊的发展路径，我们发现亚马逊在坚实的发展历程中不断强化对外接口的能力，AWS也间接受益于此：亚马逊早期的系统能力是按照高峰期的需求配置的，美国人购物集中在圣诞节前，圣诞节后系统的利用率较低，内部建议将闲置的系统计算能力和存储空间出租，这就是最早的云的概念，亚马逊通过做电商，一步步摸到了云的入口。

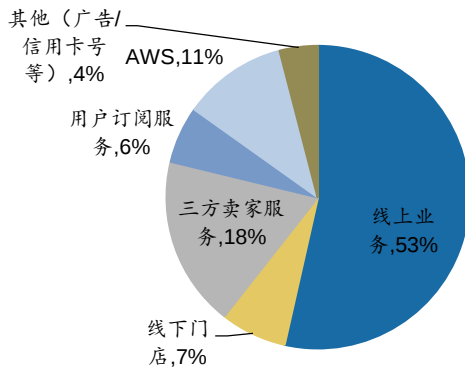
换言之，亚马逊通过近15年的发展，总结出了自身的高速成长动能：以客户为中心的飞轮效应——由更好的用户体验带来更多销量，从而降低成本，提供更低价格；其次通过将内部标准化的成熟能力开放，逐步构建了强大的平台服务能力。

图61: 大量合作伙伴充实AWS场景案例



数据来源：《AWS 技术峰会 2017 北京站回顾》（公众号：AWS 云计算），广发证券发展研究中心

图 62: 亚马逊 2019 年度营收结构

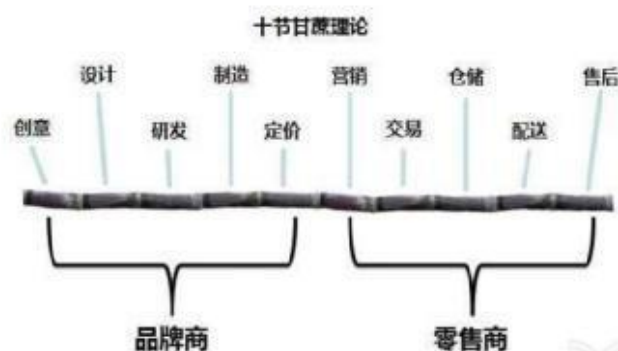


数据来源：Wind，亚马逊年报，广发证券发展研究中心

与美国相似，我国的电商平台同样在寻求向上游要话语权的路径和方式。刘强东曾经以“十节甘蔗”理论来比喻消费品和零售行业的分工体制——产业链分工有十节，每一节都代表一类经济利益实体，但这就会造成效率的低下——当各环节的衔接（利益分成）与自身利益发生冲突时各实体必然以自身利益为导向，造成环节层层加价，最终由用户买单；京东做重（仓储、配送、售后、营销等环节在早期均为自营）的原因是在他认为行业中吃到的节数越多，给用户的体验衔接越好，商品搬运次数较少、成本控制力也就越强；从长期看，环节竞争的最终结果就是各环节利

利润固定在一个合理的水平上；如果只固守一个环节，利润来源也会趋向单一。

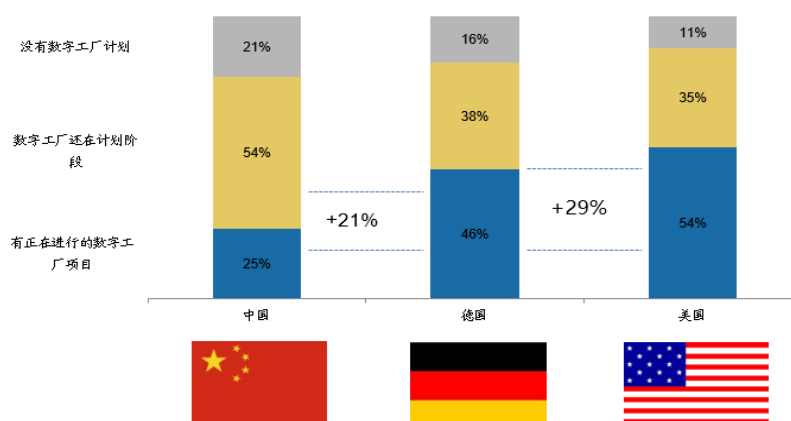
图63: 京东发展初期奉行的十节甘蔗理论



数据来源：《京东物流组织架构升级，运营体系设计核心秘密在这里》，亿欧网，广发证券发展研究中心

从产业链上下游的议价权分布看，我们认为：自有品牌的孵化或许是渠道商（即京东物流等第三方物流）加深对上游制造端的理解力、从而实现对制造端赋能的可行路径。实际上，我国工厂数字化程度较低，是欧美的1/2左右，先进制造技术储备、装备智能化水平、工厂的云化程度都是制约工厂实现数字化流程和因素。我们看到工厂的数字化趋势已经由消费端发起，逐步进入倒逼上游改革的阶段。

图64: 2018年中国数字化工厂所占比例为欧美的一半左右



数据来源：《解密中国互联网新篇章：迈向产业融合》，《从连接到赋能：“智能+”助力中国经济高质量发展》，阿里研究院，广发证券发展研究中心

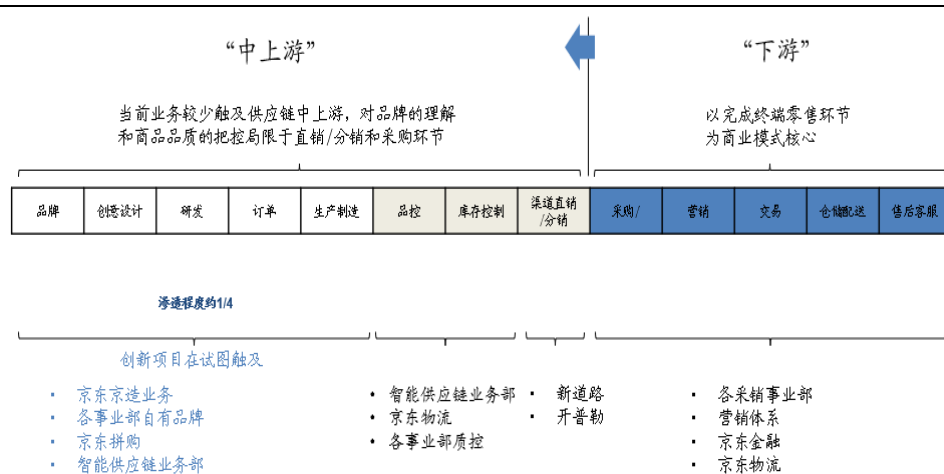
不过，京东对自有品牌的布局，尽管相对较早（2012年），但发展仍旧不温不火。目前，京东已经发展并仍在运营的自有品牌涉及食品、母婴、家居等多个品类。自有品牌的供应链模式，决定了工厂直连终端通过降低中间（流通渠道及广告投放

等)费用,零售商直接取得了定价权,因此高毛利也不失为自有品牌的天然属性。

我们认为,品牌孵化的核心在于传递差异化的品牌价值、建立品牌信任;品牌价值的体现,不仅仅在于简单的流量堆积导入、数据反馈和辅助质控(这实际上是大部分提出品牌扶持计划的平台提供的服务),而在于深度的供应链磨合基础上的改造,这也为京东物流开拓B端的增长曲线积累经验。只有从上游的角度出发,深入制造端,用数字化改造的方式提高工厂规模化生产效能,才能在给产业链赋能的同时,给消费者提供高性价比的商品。

一定意义上,品牌孵化的历程就是电商平台在现有基础上继续补足和渗透甘蔗上游的进程。无论如何,品牌孵化需要长久的笃定和坚持,电商平台属性的物流公司向上游制造端的进击之路任重道远。

图65: 京东对零售价值链上游的渗透还相对较弱



数据来源: 广发证券发展研究中心

六、募投项目分析

《20210216JD Logistics, Inc. 申请版本(第一次呈交)全文档案》披露,拟将此次全球发售募集资金用于升级和拓展物流网络,开发与供应链解决方案和物流服务相关的先进技术,拓展解决方案的广度与深度,深耕现有客户,吸引潜在客户,以及用于一般公司用途及满足营运资金需求。

升级和拓展物流网络: (1) 仓储网络方面,增加智能仓数量,包括亚洲一号大型智能仓库;扩大仓库网络,向下沉市场扩张。(2) 综合运输网络方面,投入和扩大航空货运网络;增加自动分拣中心数量和提升自有运力;(3) 冷链网络方面,增加温控仓库和分拣中心,投入更多的冷链运输专用车辆;(4) 跨境网络方面,增加保税仓库数量,在核心增长地区增加海外仓库;(5) 大件网络方面,增加配送网点

提升网络覆盖与站点密度；（6）配送网络方面，提升配送网络的自动化水平，投入更智能化的人员设备和软件。

开发与供应链解决方案和物流服务相关的先进科技：投资自动化科技，包括升级软件、硬件和算法，以及自动化技术应用场景相关的开发，减少人力投入。

拓展解决方案的广度与深度：（1）进一步加强和定制行业解决方案，将解决方案模块化，拓展至更多垂直行业；（2）扩大销售与市场推广团队，挖掘现有和潜在客户客户的物流需求。

表10: 京东物流募投项目

募投项目	具体方向
升级和拓展物流网络	仓储网络 ，增加智能仓数量，包括亚洲一号大型智能仓库；扩大仓库网络，向下沉市场扩张。
	综合运输网络 ，投入和扩大航空货运网络；增加自动分拣中心数量和提升自有运力。
	冷链网络 ，增加温控仓库和分拣中心，投入更多的冷链运输专用车辆。
	跨境网络 ，增加保税仓库数量，在核心增长地区增加海外仓库。
	大件网络 ，增加配送网点提升网络覆盖与站点密度。
	配送网络 ，提升配送网络的自动化水平，投入更智能化的人员设备和软件。
开发与供应链解决方案和物流服务相关的先进科技	投资自动化科技，包括升级软件、硬件和算法，以及自动化技术应用场景相关的开发，减少人力投入
拓展解决方案的广度与深度	进一步加强和定制行业解决方案，将解决方案模块化，拓展至更多垂直行业
	扩大销售与市场推广团队，挖掘现有和潜在客户客户的物流需求

数据来源：wind，《20210216JD Logistics, Inc.申请版本（第一次呈交）全文档案》，广发证券发展研究中心

总结来看，我们看好京东物流转型为利润中心的方向，这将进一步帮助京东加固线上业务的壁垒，并通过物流业务反哺京东的估值溢价。由于B2C与C2C在中国的发展逻辑与美国不尽相同，京东物流正在通过众邮快递发展C2C市场，期待公司在下沉市场新的突破。京东物流的长期目标是从C端向B端迈进，希望打通营销、仓储、配送、售后等环节，为商家提供一体化的供应链服务。而由于京东物流天然具备第三方物流的属性，从C端到B端的延伸之路，与顺丰这种典型的第三方物流服务商的发展路径不尽相同。我们认为，自有品牌的孵化或许是渠道商（即京东物流等第三方物流）获取上游供应链话语权的可行路径。原因在于，品牌价值的体现，不仅仅在于简单的流量堆积导入、数据反馈和辅助质控（这实际上是大部分提出品牌扶持计划的平台提供的服务），而在于深度的供应链磨合基础上的改造。即，只有从上游的角度出发，深入制造端，用数字化改造的方式提高工厂规模化生产效能，才能在给产业链赋能的同时，给消费者提供高性价比的商品。因此，品牌孵化的历程亦是电商平台在现有基础上继续补足和渗透甘蔗上游的进程。但无论如何，品牌孵化需要长久的笃定和坚持，电商平台属性的物流公司向上游制造端的进击之路任重而道远。

七、风险提示

1. 来自京东集团的收入占比较高。京东物流具备零售电商基因，京东物流对外部流量池的吸引力和增长空间很大程度上仍旧取决于京东商城端商流的增长。
2. 快递价格战加剧。京东物流正在通过京喜快递布局下沉市场，低端电商件价格战加剧或将影响公司收入增速、盈利质量。
3. 新业务持续亏损。产品体系上，京东物流打造了以供应链为核心的产品矩阵（供应链、快递、快运、冷链、云仓、跨境），不同业务之间的协同能力、投入节奏变化将对公司业绩产生影响。

广发交通运输行业研究小组

郭 镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn。

徐 君：高级分析师，南开大学会计学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xjun@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。