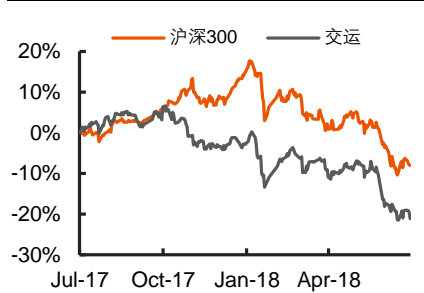


新物流专题系列之一

冷链物流空间大，巨头竞相布局

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*交运*市场企稳反弹，机场板块涨幅居前》 2018-07-15
 《行业动态跟踪报告*交运*航空受油价、汇率冲击，快递格局日渐清晰》 2018-07-11
 《行业周报*交运*航空板块超跌待反弹》 2018-07-08
 《行业周报*交运*人民币贬值致航空板块调整》 2018-07-01
 《行业周报*交运*静待航空暑运旺季》 2018-06-24

证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
 S1060515040001
 0755-33547327
 CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

王伟 一般从业资格编号
 S1060116070094
 010-56800251
 WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 新零售驱动冷链物流发展，国内巨头纷纷布局：**冷链物流泛指产品在生产、贮藏运输、销售，到消费前的各个环节始终处于规定的温度区间，以保证产品质量、减少过程损耗的一项系统工程。最主要的应用领域集中在食品生鲜和药品领域。特别是农产品方面，随着我国农产品经营方式的转型升级，农业生产与现代化大流通及城市大市场的有效衔接，客观上对农产品尤其是生鲜农产品的物流配送提出了更高的要求。

随着冷链物流热度越来越高，电商领域，京东、苏宁已开始布局，在快递企业中，顺丰、申通等也已加速抢占市场。
- 政策密集发布，行业利好信息迭出：**我国高度重视冷链物流发展，冷链政策密集发布。我国出台的冷链相关政策主要分为三类：第一类是加快冷链物流体系建设的相关政策；第二类是便利冷链物流快速发展的相关政策；第三类是促进农副产品流通的相关政策。近年来冷链政策发布频率越来越密集，意味着冷链物流越来越受到国家政府的重视，随着各种利好政策的发布，冷链运输迎来新的机遇期。
- 空间广阔，格局分散，中国距发达国家冷链的发展依然有较大差距：**我国的冷链物流市场前景广阔，据中国物流与采购网，目前我国的冷链市场规模在 2500 亿元左右，预计到 2020 年，市场规模可以达到 4700 亿元，年复合增速将超过 20%。目前，冷链物流主要服务的生鲜市场和医药市场这两类市场需求均呈现火爆态势。但行业发展很不均衡，冷链物流行业极度分散，尚没有一家可以面向全国的冷链仓储企业，而对比美国，美国冷链物流仓储前五强：普菲斯冷库、美国冷藏公司（USCS）、AbleFreight 等公司冷库容量占到美国 63.4%，集中度相对较高，可见我国市场格局改善的空间很大，优秀的公司将获得广阔的发展空间。
- 投资建议：**随着我国居民收入水平的提高，冷链运输的需求日益突出，对比发达国家冷链物流的发展，我国冷链产业具有很大的发展空间。当前冷链行业竞争格局比较分散，电商行业、物流行业等巨头的布局有助于集中度的提升，同时也会带来相关公司业绩的提升，建议关注布局冷链物流的顺丰控股、苏宁易购，冷链设备供应商四方冷链。
- 风险提示：**（1）国家政策风险，我国的冷链物流标准体系还不完善，相关政策还不健全，有效监管不足，政策方面的不确定性将给冷链物流行业发展带来风险；（2）药品安全风险，如果运输过程中出现由于保存温度不佳导致的药物失效或变质，将会对冷链公司带来巨大的信誉或赔偿风险；（3）宏观经济风险，如果人均收入水平降低，对冷链的需求也会减少，不利于企业冷链业务的发展。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			
		2018-07-25	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
顺丰控股	002352	44.90	1.08	1.20	1.46	1.72	41.6	37.4	30.8	26.1
苏宁易购	002024	13.85	0.45	0.36	0.27	0.38	30.8	38.5	51.3	36.4
四方冷链	603339	19.07	0.82	1.03	1.29	1.53	23.3	18.5	14.8	12.5

资料来源：WIND。注：盈利预测系 WIND 一致预期

正文目录

一、	消费升级、电商驱动，冷链物流迎来发展机遇	5
二、	国家层面支持，政策密集发布	8
三、	巨头争相布局冷链物流	9
3.1	京东：借助自营电商优势，抢占冷运版图	10
3.2	苏宁：自建冷链仓，布局冷链行业	10
3.3	顺丰：依托快递布局，发力冷链运输	11
3.4	申通：成立冷链子公司及孙公司，快速拓展冷链业务	13
四、	他山之石：业务分工明细，行业集中度高	13
4.1	发展时间差异大，我国正处于起步阶段	13
4.2	发达国家冷链产业的发展	14
五、	冷链物流市场前景广阔，集中度提升空间大	17
六、	投资建议	19
七、	风险提示	19

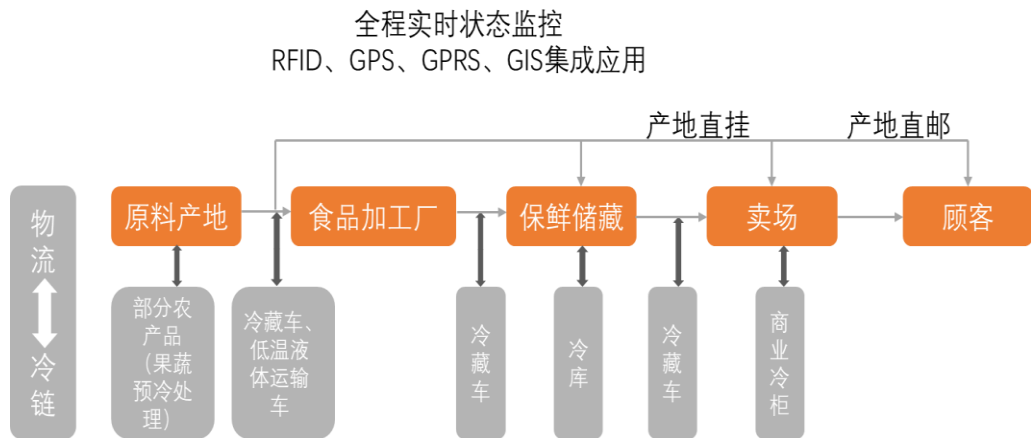
图表目录

图表 1	冷链物流体系示意图（以农产品为例）	5
图表 2	冷链主要商品及运营示意图	5
图表 3	各类生鲜产品的运输环境要求	6
图表 4	2013-2020 年中国生鲜电商市场交易规模（单位：亿元）	7
图表 5	城镇居民人均消费性支出（单位：元）	7
图表 6	网购市场规模及用户规模（单位：亿元、亿人）	7
图表 7	医药工业主营业务收入（单位：亿元）	7
图表 8	医药工业规上企业出口交货值（单位：亿元）	7
图表 9	冷链物流相关政策汇总	8
图表 10	国内冷链服务商七种模式	9
图表 11	京东冷链物流产品	10
图表 12	苏宁小店的五种模式	11
图表 13	顺丰冷运业务收入（单位：万元）	12
图表 14	顺丰冷运基础设施建设增速（单位：个、条、座、万平方米）	12
图表 15	2014 年人均冷藏库容量（单位：m ³ /人）	14
图表 16	2008-2017 年我国冷链物流仓储规模（单位：万吨）	17
图表 17	冷库容量及冷藏车总量（单位：万吨、辆）	17
图表 18	冷链物流企业百强总收入（单位：亿元）	17
图表 19	冷链物流 50 强企业收入占总收入的比例	17
图表 20	中国冷链物流企业前三十强（2017 年）	18
图表 21	2017 年以来典型的冷链并购重组概览	18

一、消费升级、电商驱动，冷链物流迎来发展机遇

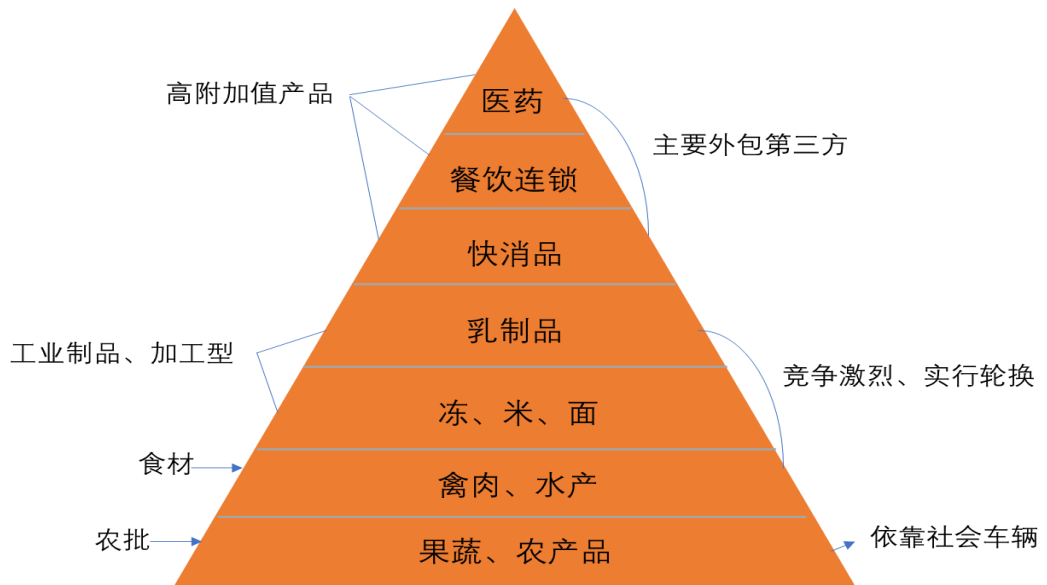
冷链物流泛指产品在生产、贮藏运输、销售，到消费前的各个环节始终处于规定的温度区间，以保证产品质量、减少过程损耗的一项系统工程。它是随着科学技术的进步、制冷技术的发展而建立起来的，是以冷冻工艺学为基础、以制冷技术为手段的低温物流过程。

图表1 冷链物流体系示意图（以农产品为例）



资料来源：京商流通战略研究院、平安证券研究所

图表2 冷链主要商品及运营示意图



资料来源：京商流通战略研究院、平安证券研究所

我国是一个农产品生产、消费和贸易大国，农产品生产经营方式的升级、农业生产与现代化大流通及城市大市场的有效衔接，是实现我国食品安全及全面农业现代化发展的重要保障。生鲜产品在常温下运输极易腐烂变质，容易造成生鲜产品品质低下、损耗率高的结果，对物流配送客观上有更高的要求，而发展冷链物流是解决生鲜产品配送的一个重要途径。

图表3 各类生鲜产品的运输环境要求

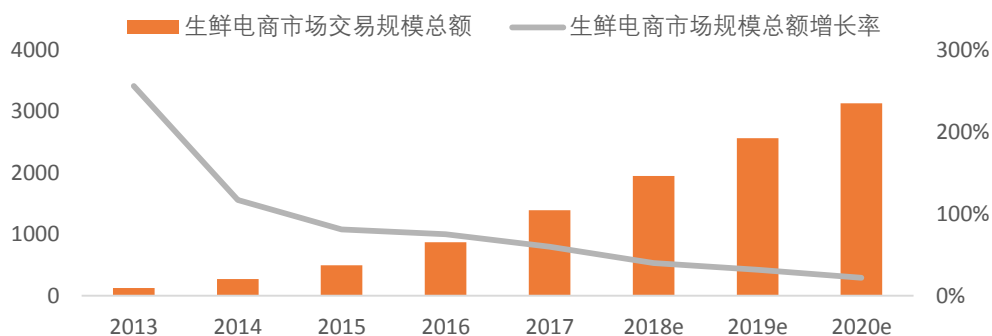
类型	名称	储存温度	储存湿度	运输温度		展售柜温度
				中长途运输 (直达运输)	短途配送 (不超过5h)	
水果类(暂 举几例)	香蕉	12℃ -15℃	80%-90%	12℃-15℃	5℃-12℃	12℃-15℃
	草莓、葡萄、樱 桃、李子、桃	0℃-3℃	90%-95%	0℃-3℃	5℃-12℃	0℃-3℃
	菠菜、油菜、芥 兰	0℃-2℃	95%以上	0℃-2℃	5℃-12℃	0℃-2℃
蔬菜类(暂 举几例)	大蒜(颗蒜)	0℃-5℃	65%-70%	0℃-5℃	5℃-12℃	0℃-5℃
	冷冻肉类、冷冻 加工腌制肉、冷 冻蛋品	-18℃以 下		-18℃以下	-12℃以下	-12℃以下
肉蛋制品	冷藏肉类-新鲜 肉类、冷藏加工 腌制肉、冷藏单 品	4℃以下		4℃以下	4℃以下	4℃以下
	冷冻水产品、冷 冻水产加工品	-18℃以 下		-18℃以下	-12℃以下	-12℃以下
水产品	冷藏水产品、冷 藏水产加工品、 冷藏加工腌制 品	4℃以下		4℃以下	4℃以下	4℃以下
	超低温冷冻水 产品	-40℃以 下		-40℃以下 (搬运船)	-30℃以下	-30℃以下
	冷冻调理食品、 奶油	-18℃以 下		-18℃以下	-12℃以下	-12℃以下
	冷藏调理食品、 液态奶类、冷藏 烘焙食品	5℃以下		5℃以下	5℃以下	5℃以下
其他类产品	巧克力	15℃ -20℃		15℃-20℃	15℃-20℃	15℃-20℃
	奶油	-18℃以 下		-18℃以下	-12℃以下	-12℃以下
	冰淇淋	-25℃		-25℃以下	-23℃以下	-18℃以下

资料来源：天津市地方标准《冷链物流、温度检测与要求规范》，平安证券研究所

其实，2013 年之前，资本对冷链的投资量很少，尤其是早期投资。2014-2015 年，早期投资大幅增加，后期投资也慢慢跟进。究其原因，主要是由于生鲜电商的兴起，具体来看，2009 年，资本开始关注生鲜电商；2009 年-2013 年这 5 年间，一共完成 6.2 亿元融资；2014 年一年，完成融资总金额达 14 亿元；2015 年，前三个季度完成融资总金额 43 亿元。

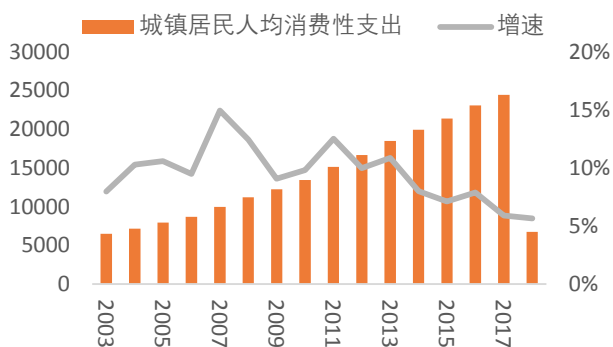
近年来，随着人们消费能力的加强和互联网普及率的提升，尤其是随着移动支付的兴起，电子商务已经成为许多人的主要购物方式。人们的网购商品逐渐由 3C 数码家电、服装、化妆品等发展到鲜花、蔬果等生鲜产品，我国生鲜市场发展迅速，2017 年中国生鲜电商市场交易规模约为 1391.3 亿元，同比增长 59.7%，生鲜电商的崛起，带动了冷链物流的快速发展。

图表4 2013-2020年中国生鲜电商市场交易规模（单位：亿元）



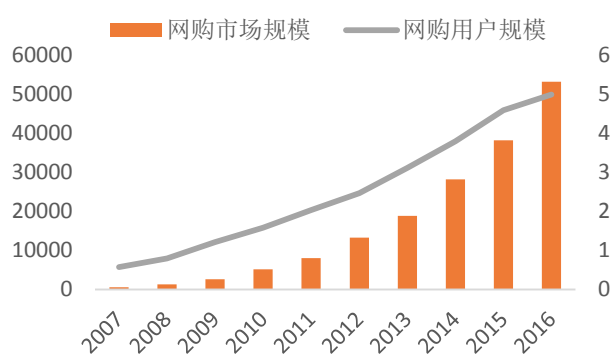
资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

图表5 城镇居民人均消费性支出（单位：元）



资料来源：wind，平安证券研究所

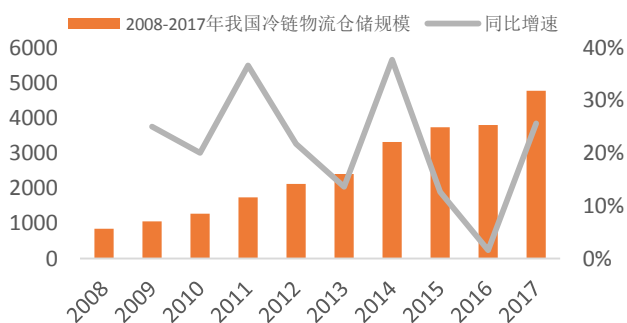
图表6 网购市场规模及用户规模（单位：亿元、亿人）



资料来源：wind，平安证券研究所

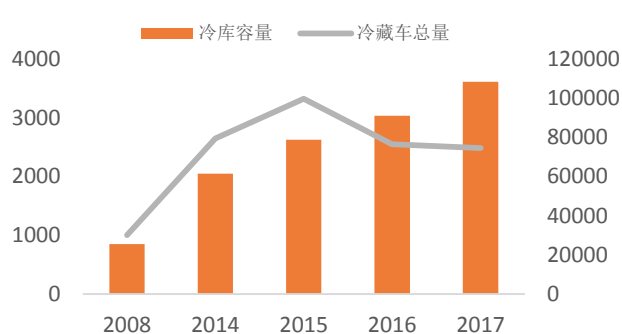
除此之外，医药流通也是冷链物流的重要应用领域。2017年，中国成为全球第二大医药消费市场，第一大原材料出口国。2017年，我国医药物流总额为3.02万亿元，同比增长11.3%，预计到2020年，我国医药物流总额将达到3.8万亿元，而冷链运输的药品市场规模或可达到1200亿元。在流通环节，药品尤其是疫苗的运输要求全程冷链，一旦运输途中出现温度异常就会产生不可逆的后果。

图表7 医药工业主营业务收入（单位：亿元）



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，平安证券研究所

图表8 医药工业规上企业出口交货值（单位：亿元）



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，平安证券研究所

顺丰、生生物流、京东、DHL等企业都在不同程度介入医药冷链物流，原有流通巨头国控、上药、华润、九州通等也纷纷加码物流配送中心的加深，部署冷链配送业务。越来越多的企业入驻医药冷链运输领域，带动医药冷运的进一步发展。

二、国家层面支持，政策密集发布

近年来，冷链物流发展迅速，备受关注。我国高度重视冷链物流发展，冷链政策密集发布：

图表9 冷链物流相关政策汇总

时间	政策	解读
2010年	天津市商务委、天津市市场监管委联合北京市、河北省相关部门共同组织制定发布的《京津冀冷链物流区域协同标准》	到2015年，建成一批运转高效、规模化、现代化的跨区域冷链物流配送中心，培育一批具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心企业，冷链物流核心技术将得到广泛推广，并初步建成布局合理、设施装备先进、上下游衔接配套、功能完善、运行管理规范、技术标准体系健全的农产品冷链物流服务体系。
2011年	国务院出台物流国八条、国九条	建立物流企业的营业税差额试点，减少物流企业重复纳税
2013年	各省市相继出台冷链物流“十二五”规划	
	国务院出台《关于2013年深化经济体制改革重点工作意见》	将冷库用电价格由商业电价调整为工业电价，进一步降低农产品冷链物流成本
2014年	国务院印发《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》	提出了到2020年物流发展的目标和任务，在部署的12大工程中，第一大工程就是冷链物流
	国家发改委联合商务部、交通运输部等十大部委及中物联冷链委发布《关于进一步促进冷链运输物流企业健康发展的指导意见》	《意见》指出要加快构建跨区域冷链物流体系建设
2016年	中共中央发布《关于落实发展新理念加快农业现代化建设实现全面小康目标的意见》	
	商务部和国标委出台了《关于开展农产品冷链流通标准化示范工作的通知》	进一步建立健全冷链流通标准体系，细分领域的标准更加完善
	国家发改委正式发布了《肉与肉制品冷链物流作业规范》、《道路运输 食品冷藏车功能选用技术规范》	
2017年	中央一号文件《关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》	加强农产品冷链物流建设再次成为促进我国农业发展的重点
	4月21日，国办印发《国务院办公厅关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	立足于推动冷链物流发展，着眼于保障民生和促进消费升级，着力于带动上下游产业协同发展，聚焦于发掘和培育经济增长新动能这一系统性目标，体现了鲜明的供给侧结构性改革发展思路
	8月24日，交通运输部印发《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的实施意见》	重点围绕设施设备、运输组织、信息化、行业监管、配套政策等核心要素，明确了交通运输促进冷链物流发展的主要任务
	10月13日，国务院办公厅印发《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	立足振兴实体经济，提出了六项重点任务：其中之一是构建农业供应链体系，提高农业生产组织化和科学化水平，建立基于供应链的重要产品质量安全追溯机制，推进农村一二三产业融合发展
2018年	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意	支持低温乳制品冷链储运设施建设，制定和实施低温乳制品储运规范，确保产品安全与品质。

见》

天津市商务委、天津市市场监管委联合北京市、河北省相关部门共同组织制定发布的《京津冀冷链物流区域协同标准》

该标准的实施将促进冷链物流规范化、标准化发展

2月4日，中央发布了题为《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》的一号文件

要建设现代化农产品冷链仓储物流体系，打造农产品销售公共服务平台，支持供销、邮政及各类企业把服务网点延伸到乡村

资料来源：政府网站，平安证券研究所

总结来看，我国出台的冷链相关政策主要分为三类：

- (1) 加快冷链物流体系建设的相关政策。这类政策主要是制定冷链物流的相关标准和规范，细分冷链物流领域，促进冷链物流的标准化发展。
- (2) 便利冷链物流快速发展的相关政策。这类政策主要是从税收、供电、基础设施配置等方面为冷链物流的进一步发展提供便利。
- (3) 促进农副产品流通的相关政策。这类政策与农产品、乳制品等农副产品相结合，为促进农产品供给侧改革，提高农副产品质量而制定的与冷链运输相关的具体政策。

近年来冷链政策发布频率越来越密集，意味着冷链物流越来越受到国家政府的重视，随着各种利好政策的发布，冷链运输必将迎来新的机遇。

三、巨头争相布局冷链物流

冷链物流市场的竞争者可以分为四类，分别为：由传统物流企业转型，生产商自建自营的冷链部门，专业冷链服务商，国外冷链巨头联手国内企业设立的合资企业。纵观国内冷链服务商，共有仓储型、运输型、城市配送型、综合型、供应链型、电商型和平台型等七种模式。

图表10 国内冷链服务商七种模式

模式	介绍	代表企业
仓储型	以从事低温仓储业务为主，为客户提供低温货物储存、保管、中转等仓储服务	太古冷链、普菲斯
运输型	以从事货物低温运输业务为主，包括干线运输、区域配送以及城市配送。	双汇物流、荣庆物流、众荣物流
城市配送型	以从事城市低温仓储和配送一体业务为主，其冷链物流车穿梭在城市的大街小巷	
综合型	以从事低温仓储、干线运输以及城市配送等综合业务为主	招商美冷、上海广德、北京中冷
供应链型	围绕核心企业，通过对信息流、物流、资金流的控制，从采购到终端整个过程提供低温运输、加工、仓储、配送服务，然后由分销网络把产品送到消费者手中，将供应商、制造商、物流商、分销商连成一个整体的功能网链结构	鲜易供应链、九曳供应链
电商型	主要指的是那些生鲜电商企业自主建设的冷链平台，他们除了自用之外，还可以为电商平台上的客户提供冷链物流服务	顺丰冷运、菜鸟冷链
平台型	以大数据、物联网技术、IT技术为依托，融合物流金融、保险等增值服务，构建“互联网+冷链物流”的冷链资源交易平台	码上配、冷链马甲

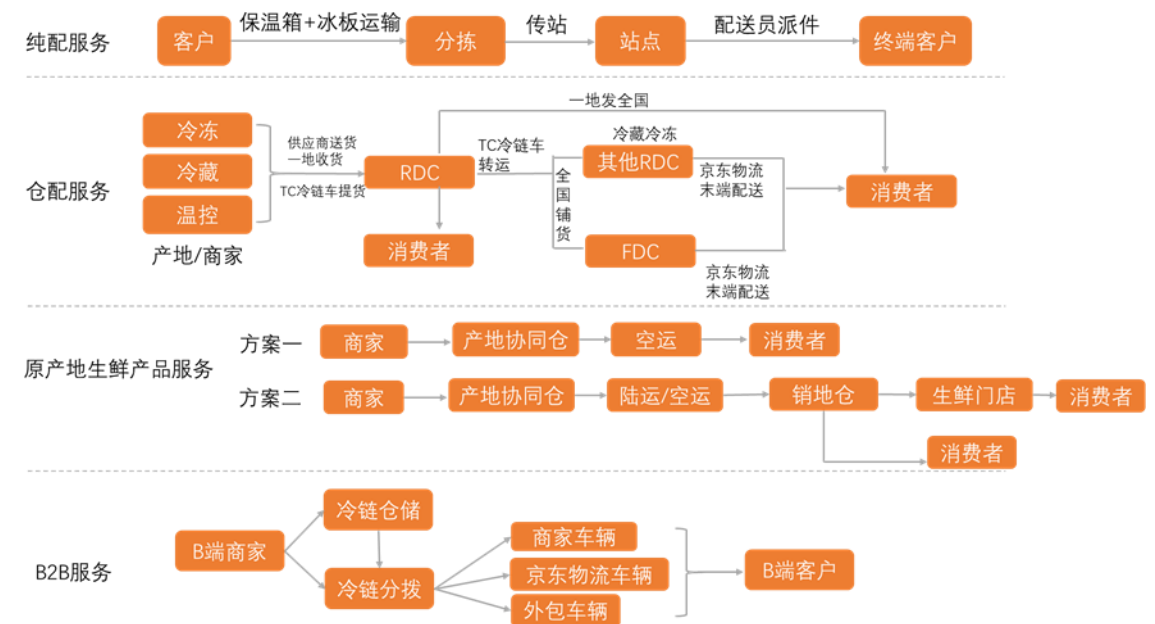
资料来源：中国冷链产业网，平安证券研究所

3.1 京东：借助自营电商优势，抢占冷运版图

京东是国内龙头自营电商，积极布局冷链物流。2016年1月，京东成立了生鲜事业部，经营全品类生鲜产品，包含海鲜水产、水果、蔬菜、肉禽蛋品和速冻品等。2017年7月12日，京东宣布在冷链领域与日本物流巨头雅玛多签署战略合作协议。京东称，双方将在生鲜冷链、跨境物流、全球贸易、物流技术等领域展开全面合作。这是京东物流首度与国际物流巨头合作。

京东的冷链物流产品有纯配服务、仓配服务、原产地生鲜产品服务、B2B服务四种，其业务模式如下：

图表11 京东冷链物流产品



资料来源：京东官网、平安证券研究所

在仓储实力方面，截至2018年5月，京东物流已在10个城市（沈阳、北京、郑州、武汉、上海、南京、杭州、西安、成都、广州）建成13个冷链仓，B2C网络覆盖超过300个城市，仓库日均订单处理能力达百万件。京东仓库覆盖深冷（-22℃以下）、冷冻（-18℃，主要储存阿根廷红虾、跑步鸡等）、冷藏（0-4℃，主要放置水果、蔬菜、奶制品等）、控温（10-15℃;16-25℃）四大温层。除了自营的冷仓，京东还和部分供应商之间合作建立了协同仓，仓库由供应商在原产地建立，但其中应用的管理系统、作业流程、培训工作和物流冷链相关配套基础设施则由京东提供，通过缩短中间环节，实现产地直发，48小时送达。除了完善的冷库配置，京东还配置了温控在-18℃-10℃区间的冷藏车，升级至第四代、材料规格符合美国FDA标准的智能保温箱，以及可以进行严格的温控检测及追踪、保证各温层生鲜商品在流转过程中新鲜度的控温设备。

作为自营电商的巨头，京东在发展冷链物流方面的核心竞争力主要有三点：第一，京东具有流量优势，京东作为电商巨头，累积了数量庞大的消费者群体；第二，京东具有品牌效应，京东的商品质量、配送速度以及严格的商品检验标准使得消费者更愿意选择京东；第三，庞大的自建冷链物流系统，京东自建冷链物流的时间短，但目前京东冷链物流已经全面对外开放，为B2C、B2B都能提供全程冷链物流的解决方案。

3.2 苏宁：自建冷链仓，布局冷链行业

2018年，苏宁大力进行多城市冷链仓布局，2月，苏宁建成使用北京、上海、广州、南京、武汉、

成都、沈阳、西安八个城市的冷链仓，5月，杭州、重庆、深圳、济南、武汉、合肥、福州7个冷链仓全面建成并投入使用，6月，苏宁物流位于南京的冷链仓完成搬仓升级，仓库规模增大三倍，6月底，苏宁新增徐州、天津量大冷链仓。截至2018年7月，苏宁物流全国冷链仓达到17座，全国覆盖范围达到173城。

电商平台为了加快生鲜配送速度，行业普遍的做法就是布局“前置仓”——将生鲜提前配送至合作的便利店，从而更快速地将产品送达用户手中。“苏鲜生”精品超市和苏宁小店都是苏宁新零售布局中的项目。

“苏鲜生”是一家O2O线上线下互通的精品超市，除常规商品外，“苏鲜生”精品超市内还设有餐饮专区和鲜花专区，其中水产特色品类占商品总量的5%，消费者可以在其官微或“苏宁易购”App实现在线下单，覆盖范围内即可享受服务。凭借苏宁物流冷链物流体系，超过80%的订单可以在24小时内送达。另外，用户通过线上下单，苏鲜生店周围可实现3公里范围内半小时配送。“苏鲜生”精品超市还得到了苏宁云商集团的会员、客服及物流方面的支持。2018年，“苏鲜生”精品超市将新开50家线下门店，2020年累计达到306家电，覆盖全国各大重点城市。与苏宁的“苏鲜生”模式类似的还有阿里的“河马鲜生”、京东的7-FRESH、永辉的超级物种。

苏宁小店是全部采用自营模式的O2O购物平台，苏宁小店的商品分为快消品和生鲜两类，快消品与苏宁易购和苏宁超市采购体系共用，生鲜产品主要来源于国内最大生鲜电商易果生鲜。苏宁小店也支持线上线下两种方式购物。2017年12月，在苏宁智慧零售大开发战略发布会上，苏宁集团董事长称将于2018年通过“租、建、并、购、联”等方式拓展5000家互联网门店，其中包括1500家苏宁小店。与苏宁小店模式类似的有京东便利店、天猫小店。

图表12 苏宁小店的五种模式

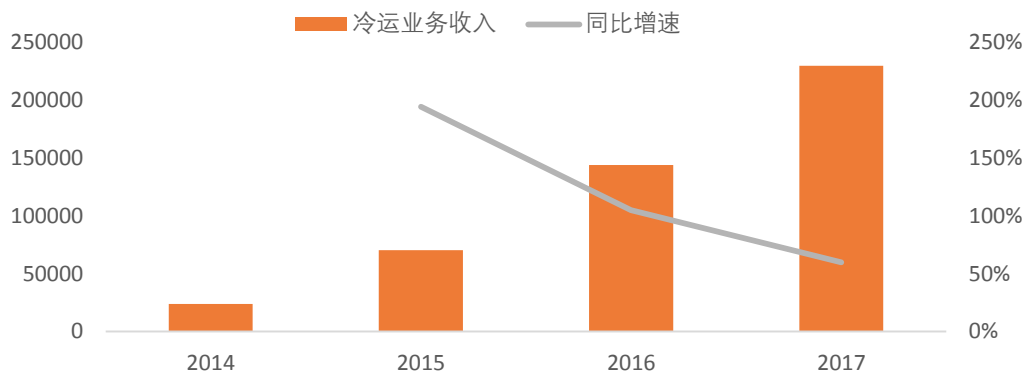
类型	面积	目标消费者
社区店	80-200 m ²	主要面对家庭生活用户，侧重基础食品、蔬果、生鲜以及非食日用品
CBD店	60-200 m ²	主要面对办公室白领及有一定消费实力的中产用户，加强热食、生鲜和方便速食的配置
大客流店	20-200 m ²	主要针对地铁、学校和医院等场景，配置不同商品
无人货架		主要放置在白领办公室
自助购物机		主要放置在无法开店的大客流区域，例如在医院、商场、地铁，通过商品售卖和广告获取收益

资料来源：hishop、平安证券研究所

3.3 顺丰：依托快递布局，发力冷链运输

顺丰是一家直营制的快递龙头企业，除了传统的快递业务，顺丰的新业务包括时效业务、经济业务、重货业务、冷运业务、国际业务、同城配业务。2017年度冷运业务的同比增速为59.7%，仅次于同城配业务和重货业务增速，是顺丰新业务中的强势板块。

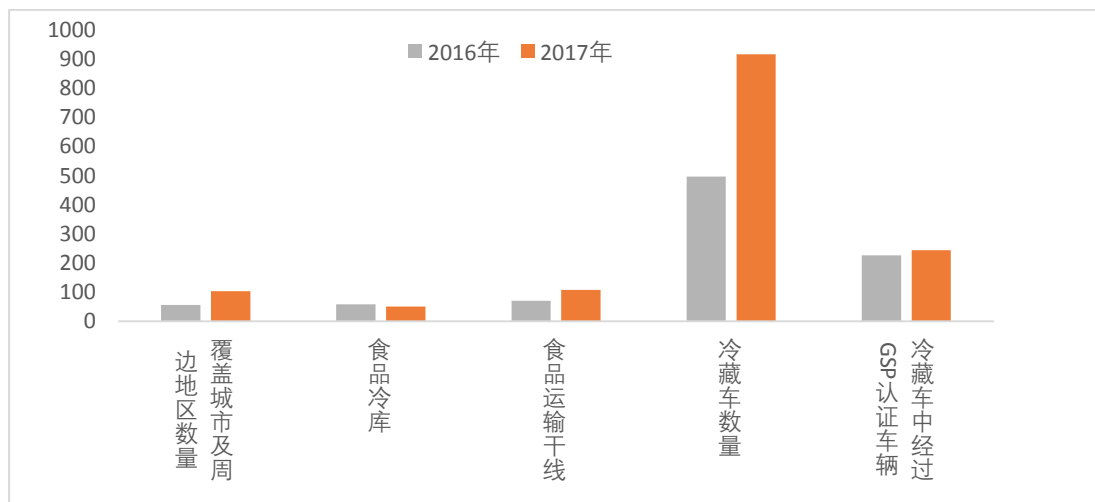
图表13 顺丰冷运业务收入（单位：万元）



资料来源：顺丰年报、平安证券研究所

截至2017年末，顺丰控股冷运网络覆盖104个城市及周边区域，其中有51座食品冷库、108条食品运输干线，3座医药冷库、12条医药干线，贯通东北、华北、华东、华南、华中核心城市，定制化包装、高蓄能冷媒温控技术，仓储温度、湿度异常预警监测系统，GROUND陆运资源交易平台衔接车辆GPS全球定位系统及车载温控实时监测系统，与顺丰冷链网络无缝对接，提供专业、高效的运输服务。食品冷库运营面积22.4万平方米，通过国际化高标准DQMP的资格认证，先进的自动化制冷设备、进口温湿度监控系统、标准专业的操作管理，实现7*24*365的全天候客户服务；医药冷库2.4万平方米，已获得《药品经营许可证》、《GSP认证证书》、《医疗器械经营企业许可证》以及国家食品药品监督管理部门对“开展药品第三方现代物流试点工作的批复”等全部认证及经营许可；冷藏车916台，其中经过GSP认证车辆244台。

图表14 顺丰冷运基础设施建设增速（单位：个、条、座、万平方米）



资料来源：顺丰年报、平安证券研究所

顺丰的冷链运输主要集中在生鲜、医药两个业务板块：

生鲜：2017年，顺丰控股围绕鲜花、水产、水果、肉类等若干生鲜子行业，聚焦行业客户需求，制定集销售、物流、金融、数据、科技、品牌等于一体的行业综合解决方案。其中在物流运输方面，顺丰控股发挥端到端的全程可追溯的常温+冷链物流服务能力，克服生鲜品类对物流运输条件、物流时效等方面的严格要求，助力上游产地端将商品快速分销至全国各地。顺丰在生鲜食品行业服务客

户有麦当劳、双汇、顶新等。

医药：顺丰医药致力于成为中国最有价值和最有影响力的医药健康供应链服务提供商。针对医药行业的特殊监管要求，顺丰医药取得了 GSP 认证及第三方物流许可。顺丰医药已具备强大的物流基础设施和网络能力，医药运输网络覆盖全国 132 个地级市，基本覆盖了全国大部分重点地区。顺丰医药拥有五大闭环物流供应链服务能力，包括不限于干线运输、城市配送、医药仓储、C 端派送、医药临检等。依托强大的信息技术和顺丰控股各板块资源联动能力，面对医药流通两票制的改革，顺丰医药和行业标杆客户一道探索出仓网布局、库存及物流管理、流通渠道及分销等一系列综合解决方案。医药行业服务客户有哈药集团、华润三九、赛诺菲制药、广药集团等。

此外，2018 年 3 月 13 日，顺丰控股和夏晖公司在北京达成协议，双方将携手打造一家冷链物流合资公司。其中，顺丰控股为合资公司控股股东，合资公司将经营夏晖公司在中国已有的部分业务——中国大陆、中国香港和澳门的物流业务，整合双方的资源和能力所带来的协同效应将助力合资公司发展冷链物流业务。

3.4 申通：成立冷链子公司及孙公司，快速拓展冷链业务

2017 年度，申通快速拓展冷链业务。2017 年 4 月，申通投资设立了上海申雪供应链管理有限公司，主要提供冷藏、冷冻仓储并提供冷链当日配、次日配、隔日配等供应链服务，冷链成为公司重要的战略发展布局之一。冷链业务以上海作为试点城市，依次不断复制到其它区域和城市，从华东开始辐射，为冷链服务打造网络性覆盖。上海申雪从 5 辆 4.2 米冷藏车辆开启冷藏运输业务，到 2017 年 12 月末，自有冷藏车辆增加到 10 辆，总发货车次 642 车次，配送区域上海市 97%、华东区域 2%、其它 1%，配送准确率达 100%，客户投诉率为 0.1%。自有冷藏车辆运输收入月平均增长率达 52%。2017 年 12 月，申通联合砀山京润果蔬汁有限公司投资 1000 万元，设立砀山申雪冷链仓储物流有限公司，其中上海申雪持股占比 68.1%。这也是申通快递加快冷链战略布局的重要举措，砀山申雪的成立标志着公司冷链业务板块已从探索阶段上升到快速拓展阶段。

2017 年度申通先后引进了 8 家 B2B 仓储客户产品为牛羊肉、冰激凌、冷饮、鲜奶等。引进冷链配送类客户 75 家，分别为：商超类、经销商、仓储型、门店类等。目前冷链业务的运作情况良好，平均库存 SKU450 个，库存利用率达到 90%，2017 年日均入库量为 2445，平均日出库量为 2426，库存准确率为 95%。

四、他山之石：业务分工明细，行业集中度高

4.1 发展时间差异大，我国正处于起步阶段

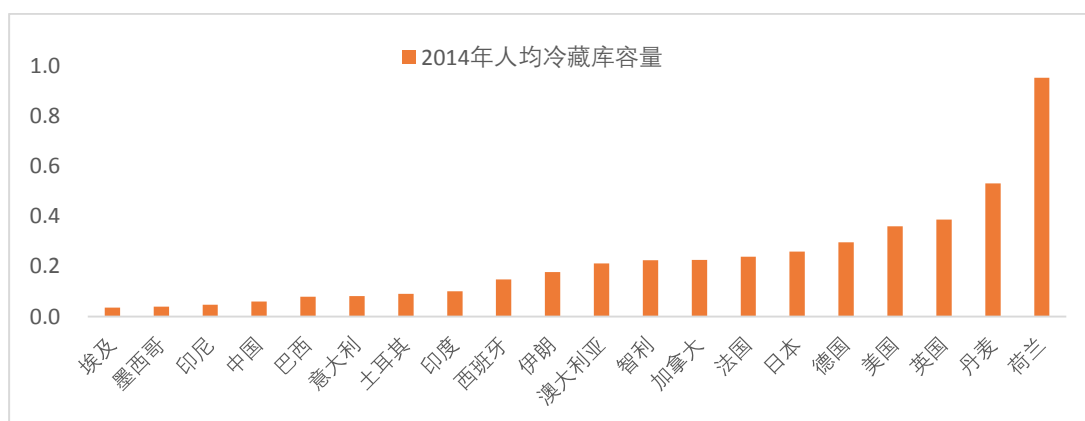
中国的冷链物流始于 20 世纪 60 年代，主要对象是肉、禽和水产品类。当时为了保证市场供应、调节淡旺季，在国内主要产地与大城市兴建大型冷库，并由铁路冷藏车和水运冷藏船相连。随着改革开放和经济发展，20 世纪 90 年代中期上海、北京、广州等大城市超市连锁业出现，为销售市场需求的各种冷冻冷藏食品，超市大量采用各种各式先进的冷柜；零售终端冷藏链的配备与完善，又加快推进了冷藏链各环节的设备与技术开发、制造与建设进程，这时称得上真正意义上的现代食品冷藏链开始在中国出现和发展。

国外的冷藏运输则兴起于 19 世纪上半叶欧美国家的铁路，距今已有 150 多年的历史。发展时间上的差距也就决定了中国的冷链物流仅仅处于刚刚起步的阶段，不论从冷藏率还是从管理水平来看都要远远落后于发达国家。

以农产品冷链为例，目前我国鲜活农产品冷链流通的比例低于欧美发达国家水平(欧、美、加、日等发达国家肉禽冷链流通率已经达到 100%，蔬菜、水果冷链流通率也达 95%以上)，大部分生鲜农产品仍在常温下流通，或者全程冷链的比率过低。2014 年我国果蔬及肉类等食品冷链流通率在 5%-25% 之间，生鲜农产品大部分在常温下流通，而欧美发达国家农产品及易腐坏食品的冷链流通率达到 95% 以上。同时，国内冷链物流行业服务水平不高，运输商品的腐损率较高。2015 年我国果蔬、肉类、水产品冷藏运输率仅为 30%、50%和 65%左右，腐损率分别为 15%、8%和 10%。

我国冷链物流行业整体实力还比较弱，冷链基础设施设备结构不平衡，与发达国家相比还有较大的差距。据统计，2014 年人均冷库体积是 0.06 立方米/人，同期美国是 0.36 立方米/人，2017 年，全国人均拥有量占美国的 1/4，占日本的 1/3。截至 2017 年末全国冷藏车保有量 7.5 万台，远低于美国、日本的 20 万辆的规模，并且，冷藏车合规数量不多，不合规的冷藏车市面上仍然存在，这对于冷链物流发展起到限制作用。

图表15 2014 年人均冷藏库容量 (单位: m³ /人)



资料来源: 国际冷藏库协会 (IARW)、平安证券研究所

4.2 发达国家冷链产业的发展

研究国外冷链物流的先进发展经验对于我们冷链物流企业有着十分重要的意义。

■ 美国：分工明细，科技投入大

美国冷链物流水平处在世界前列，产业集中度很高。美国发展冷链物流的优势和举措主要集中在以下几个方面：

(1) 交通运输网络完备：美国的交通运输网络十分完备，美国的高速公路网覆盖率高达 90%。发达的道路建设给冷链物流的发展提供了坚实的基础，除了发达的公路网，美国的内河、湖、铁路运输也十分发达，承担了大宗散装货物的运输任务。多种运输方式相结合，可以更加合理，优化的运输货物。

(2) 冷链企业分工明确：在美国，冷链物流企业的分工十分明确，各个环节各司其职。运输方只负责确定唯一运输卡车与司机、仓储方只负责对确定时间在唯一卸货码头出现的卡车进行卸货、卡车出租公司只负责的提供卡车、维修公司只负责根据求救电话进行抢修，整个链条最忙碌的环节就是客户，客户需要确定以上几家公司，客户作为中间人完成整个冷链业务上的建设。

分工细致会使冷链物流的各环节的专业性都很强，无论从质量、速度，或者技术都远远超过了一揽子全包的做法，同时让整个冷链运行起来有据可依、有证可查，大大提供了冷链物流的可操作性。

(3) 科技投入大, 科技水平高: 美国的冷链物流公司注重科技投入, 将冷链运输的各个环节都与高科技信息系统结合, 提高了公司的营运效率, 也使得冷链物流的各个环节得到安全保证。C.R.England 公司是美国冷链物流企业的巨头之一, 公司为每个车辆配备全球定位系统、网络跟踪设备和网络账单功能, 可以按照客人指定的准确时间送抵, 为食品公司规避了因不能按时送递货物而承担的赔偿风险。C.R.England 公司现在拥有先进辅助设备: 电子数据交换、卡车卫星定位系统、车载电脑及远程控制平台、项目化管理软件及大量的自我开发的软件。另外公司还自己拥有一套 TENFOLD 的编程语言, 可以通过自己的编程人员完成拥有完全知识产权的软件。

美国冷藏公司 (USCS) 同样积极开发集成技术应用。USCS 每年须精确地管理约六十亿磅温度敏感食品接收、储存及整合相关订单, 已建立起完善的仓库、运输及资讯系统, 不仅可加强日常运作, 还可为顾客提供节约成本的服务。公司装有先进的安全控制及自动化喷淋系统, 装有可视屏(电脑终端)的叉车, 配备有涉温区域广的冷藏功能的集装箱, 还有自动接送叉车与仓库进货车实现无缝对接。这些集成电子技术新设备为第三方冷链提供了安全保证。

(4) 物流配送企业进行食品检验检疫: 美国冷链物流的特色之一是将食品的检验检疫放在物流配送企业来做, 并不是全部运输出口食品都放在某个企业, 每个类似企业都有擅长检验检疫的种类, 根据这些特长申请到的某些种类食品的检验权, 在该类物流配送中心检验过后的食品, 可以“免检”出关出口。如美国 AbleFreight 公司一直与相关政府机构保持紧密联系, 包括遵守运输安全管理局 (TSA) 的规定, 安排美国农业部和洛杉矶农业部的检验, 并向食物及药物管理局提供完整的托运人及生产商资料, 以满足他们的相关规定, 同时提供清关服务。这样的设计, 不仅减少了海关的工作量, 而且能够避免食品在海关排队检测中的变质, 同时增加了食品流通速度, 降低物流成本, 还为企业带来了效益。

■ 荷兰: 发达的运输网络+标准化生产加工

荷兰是全球经济型花卉销量最多的国家和最大的花卉出口国, 鲜花作为一种极易被损坏的产品, 它的保存有很高的要求, 这对荷兰的冷链运输提出了很高的要求。

荷兰农产品冷链物流发展的优势主要有以下几个方面:

(1) 海、路、空运输网络发达: 荷兰位于“欧洲门户”的有利位置, 荷兰著名的世界贸易港口鹿特丹港靠近重要的蔬菜和水果的种植地区, 港区四周高速公路和通往内地的水路运输网络非常发达, 而且靠近欧盟国家水果进出口中心所在地巴伦德雷, 为荷兰发展冷链物流提供了良好的条件, 为农产品的运送提供了便利。

(2) 标准化生产, 缩短冷链物流链条: 荷兰通过标准化生产程序, 进行鲜花的收集、分类、鲜储、拍卖、包装等程序, 将来自世界各地的商品花卉集散到世界各国。成交的花卉迅速由集装箱运往机场或港口, 分销世界各地。

■ 新加坡: 规范行业, 利用第三方物流

1999 年, 新加坡开始兴起冷链物流的观念。在政府的积极引导下, 业内开始认识到冷链物流是一个长期效益, 并开始接受这一概念。之后新加坡政府提供资金开始培养相关的管理人才, 这为新加坡的农产品冷链物流发展提供了很大的帮助。

新加坡农产品冷链物流发展对策主要有:

(1) 制定冷链物流标准, 助力冷链物流发展: 新加坡目前现行的农产品冷链物流标准有 6 项, 比如《冷链猪肉冷链管理业务守则》, 它们标准数量很少, 但是所涉及的方面却很多, 这些条例促使新加坡的农产品冷链物流快速发展。新加坡从 2002 年开始至今不断颁布新的标准完善农产品冷链物流运输以维持行业高质量的服务标准。比如颁布的《蔬菜冷链管理》《速冻食品加工与处理业务守则》等, 不断完善的技术标准也在推动行业更好的发展。

(2) 大力推广 3PL: 新加坡的农产品冷链物流发展离不开企业选用的适合发展的 3PL 模式(第三方物流), 由于新加坡物流业发达, 因此奠定了其在新加坡经济中的支柱地位, 同时这个模式能帮助企业和客户尽可能的降低成本, 达到最优化。

■ 日本: 加大科技投入, 完善需求预测机制

20 世纪 50 年代, 日本蔬菜水果的筛选、定级、冲洗、预加工、包装、预冷、冷藏、运输和销售冷链保鲜就已贯穿始终。之后, 日本相关冷链的研究进一步提高, 例如对于运输中的温度调控、湿度管理、低温流通设施的建立以及冷链机械的开发等。冷链物流在日本是属于低成本的物流, 现已进入了成熟期, 未来还将有一定的发展空间。日本农产品冷链物流的发展离不开完善的基础设施, 日本在 2014 年冷藏保鲜车的保有量在 12 万辆左右, 到 2017 年则接近 20 万量左右, 冷藏保鲜车占货运汽车的比重大致为 2.65%, 冷藏运输率则高达 90%以上, 运输过程中的产品腐损率低至 5%以下。

日本农产品冷链物流发展对策主要有:

(1) 科技投入大, 专业化和自动化水平高: 日本的农产品冷链物流在进行作业时都是采用专业的机械。日本的劳动力十分的昂贵, 这就导致了分拣系统的普及, 同时, 人工分拣和机器相比速度明显较慢, 而数码分拣系统大大地提高了冷链物流企业的工作效率, 同时人工分拣容易出现一些不可抗因素影响到分拣的准确性, 机器能够提高其准确性, 降低错误率, 也在无形之中降低了成本。日本的冷链物流企业广泛的使用电子数据交换系统, 这些技术的运用不仅改善了企业和顾客的关系, 提高了企业在同行业乃至国际上的竞争力, 而且也使得信息能够更快速的传达到客户手中, 并且不会出现很大的误差。同时, 企业会在配送的车辆上安装 GPS 掌握送货员的实际配送路线, 这方便了客户可以更快的了解到自己的货物运送到哪个具体位置。冷链物流企业 GPS 技术的运用让企业不仅可以优化配送线路提高配送效率, 而且还有利于企业和客户对送货员的管理和监督。

(2) 政府的支持力度大: 农林水产省牵头建立的低温流通推进协会, 制定了行业管理办法和未来走向规划, 还规定了食品在低温情况下流通的严格温度环境范围, 使生鲜食品冷链保鲜技术进一步完善。

(3) 需求预测机制完善: 由于“无缝对接”, 日本的农产品冷链物流在运输中从未出现过断货的现象, 这就使得日本的冷链物流信息化始终保持快速运行, 快速的冷链物流使得日本在国际冷链物流运输上有着很大的竞争优势。

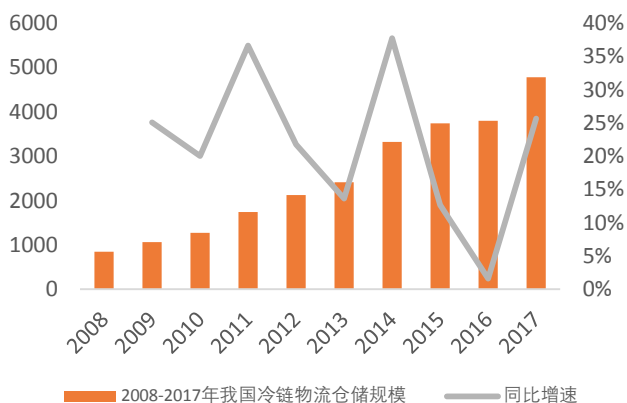
结合发达国家发展冷链物流的经验, 我们可以得到以下启示:

- **注重基础设施建设:** 完善的交通运输网络是发展冷链物流的基础, 发达的道路网络可以助力我国的冷链物流行业发展, 除了陆地交通运输, 也要采取多样化的运输方式, 加强水上运输、空运等基础设施的建设, 灵活发展冷链物流。
- **加大前期投入, 降低物流成本:** 冷链运输的前期投入虽然大, 但对于行业发展来说十分必要, 加大冷链运输的前期投入可以有效地提升我国冷链物流的技术水平, 降低运输成本, 提高我国冷链运输的专业化水平。首先要加大科技投入力度, 制定信息化系统并应用到冷链物流的各环节; 其次要加大冷库、冷运车的投入力度。
- **注重行业标准的制定, 出台相关政策进行扶持:** 制定行业标准不仅可以提高我国冷运产品的实际质量, 标准的行业操作还可以提高冷链物流的效率。冷链运输的发展前期投入大、利润小, 国家应出台相应的政策进行扶持, 提高我国的冷链物流水平。

五、 冷链物流市场前景广阔，集中度提升空间大

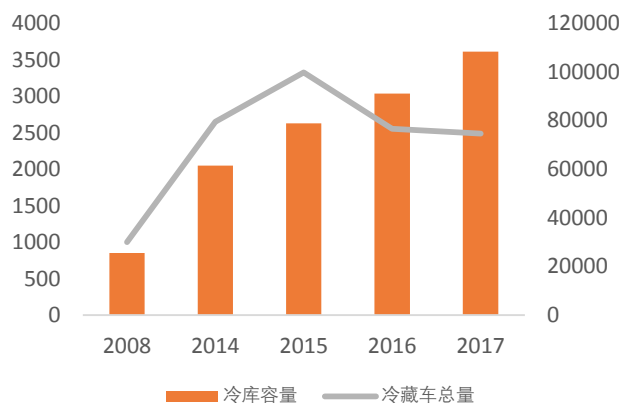
据中国物流与采购网的信息，我国的冷链市场规模在 2500 亿元左右，预计到 2020 年，市场规模可以达到 4700 亿元，年复合增速将超过 20%。据中冷联盟发布的 2017 版《全国冷链物流企业分布图》数据显示：2017 年中国冷库总容量为 3610 万吨，冷藏车保有量为 74637 辆，其中自有冷藏车为 31643 辆，企业整合社会冷藏车 42994 辆。相比较 2016 年的 3035 万吨，冷库总容量增长 18.9%；相比较 2016 年冷藏车保有量为 76527 辆，冷藏车总量减少 2.5%；其中自有冷藏车总量减少 16.3%，社会冷藏车增加 11.6%。

图表16 2008-2017 年我国冷链物流仓储规模（单位：万吨）



资料来源:中国食品(农产品)安全电商研究院,平安证券研究所

图表17 冷库容量及冷藏车总量（单位：万吨、辆）

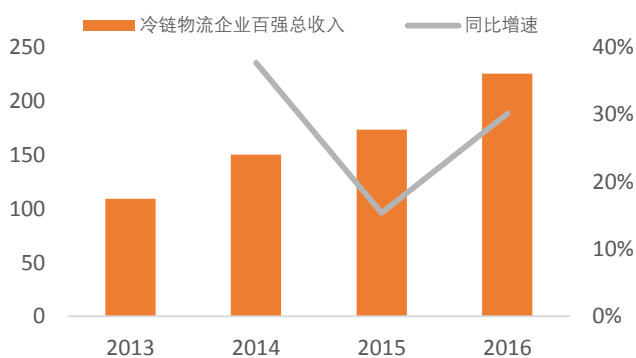


资料来源:中冷联盟,平安证券研究所

我国冷链行业发展迅速，冷链物流企业百强总收入持续增长，且 2016 年冷链物流企业百强总收入同比增速达 30% 以上，但行业发展很不均衡，冷链物流行业集中度较低，企业整体呈现散乱小的状态。

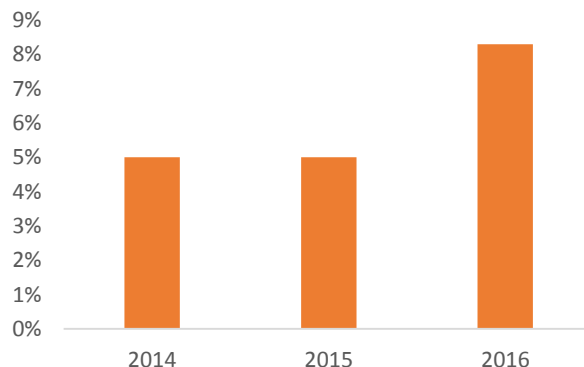
冷链干线运输市场进入门槛低、分散，百强企业的集中度仅为 10%，远低于美国前三大企业集中度 13% 的水平，市场无序竞争，价格体系混乱，空驶率高。**冷库**运营属于重资产行业，市场进入门槛高，但行业集中度也比较低，百强企业的集中度仅为 56%，低于美国前五大企业集中度 60% 的水平。

图表18 冷链物流企业百强总收入（单位：亿元）



资料来源:中国物流与采购联合会,平安证券研究所

图表19 冷链物流 50 强企业收入占总收入的比例



资料来源:中国冷链物流联盟,平安证券研究所

从中国物流与采购联合会的统计来看，我国 90%的冷链企业是区域性的，或者是以运输为主的，这两个特质制约了我国冷链的发展水平，导致行业至今没有出现特大型企业。

图表20 中国冷链物流企业前三十强（2017年）

排名	企业名称	排名	企业名称
1	希杰荣庆物流供应链有限公司	16	中铁特货运输有限责任公司
2	顺丰速运有限公司	17	福建恒冰物流有限公司
3	河南鲜易供应链有限公司	18	上海广德物流有限公司
4	上海郑明现代物流有限公司	19	宇培供应链管理集团有限公司
5	上海领鲜物流有限公司	20	镇江恒伟供应链管理股份有限公司
6	漯河双汇物流投资有限公司	21	中外运普菲斯冷链物流有限公司
7	上海安鲜达物流科技有限公司	22	恒浦（大连）国际物流有限公司
8	夏晖物流	23	河南大用运通物流有限公司
9	海航冷链控股股份有限公司	24	深圳小田冷链物流股份有限公司
10	江苏辉源供应链管理有限公司	25	上海源洪仓储物流有限公司
11	大昌行物流（中国）	26	北京中冷物流股份有限公司
12	深圳市泛亚物流有限公司	27	上海泛亚航运有限公司
13	深圳招商美冷供应链有限公司	28	北京澳德物流有限责任公司
14	济南维尔康实业集团有限公司	29	浙江统冠物流发展有限公司
15	南京天环食品（集团）有限公司	30	增益冷链（武汉）有限公司

资料来源：中国物流与采购联合会，平安证券研究所

相反，国外发达国家冷链物流巨头企业不仅面向全国，而且还面向全球市场，且大多都是以仓储为主，其运输业务大多外包，尤其是美国的冷链企业。如全球第一大冷链企业——美冷，拥有将近 22% 的全球冷链物流市场份额，在美国九个州的不同地点提供地区性及全国性的分销服务。再比如作为全球食品温控仓储行业规模最大公司之一的普菲斯公司，已在美国设计、建造、运营 27 座先进大型冷库，并逐步在亚洲、非洲以及南美洲开展全球冷链仓储服务运营。美国冷链物流仓储前五强：普菲斯冷库、美国冷藏公司（USCS）、AbleFreight 等公司冷库容量占到美国 63.4%，集中度相对较高，而我国尚没有一家可以面向全国的冷链仓储企业。

之所以如此，源于发达国家与我国冷链物流行业模式的巨大差异。这种差异最显著的体现就是在专业分工明细层面上。美国冷链物流市场的分工非常明确，各方参与者各司其职、环环相扣，运输方只负责提供运输卡车及司机，将货物运送到指定地点；仓储方只负责在确定时间进行卡车卸货，将货品存放到指定温度的冷库中；维修公司只负责根据求救电话进行抢修；冷链平台则需要负责联系以上各家公司，从而完成整个冷链链条的节点连接。相比之下，我国冷链物流行业专业化的分工体系尚未形成，大部分企业提供一揽子服务，即所谓综合供应链服务。

我国运营分散的现状使企业各自为政，无法形成规模效应，从而进行优化调度，拖累了冷链物流行业整体盈利水平。面对国内冷链物流小而散的市场现状，今后一定会是一个淘汰小企业、资源整合的过程。据统计，从 2010 年以来，冷链物流行业并购事件数量和金额，都呈现增长态势，尤其是在 2016 年，并购出现了跨越式地增长，资金规模达到了 52 亿元，2017 年，并购事件涉及金额超过 80 亿元。多领域跨界抢滩冷链物流，更加引发新的竞争格局，未来，我国冷库产业及冷链行业，将步入新的整合、并购、重组快车道。

图表21 2017年以来典型的冷链并购重组概览

时间	事件
2017年3月	大生农业并购清江冷链，拓展冷链业务
2017-2018年	希杰荣庆物流并购广州建中、太仓盛发、天津东方鑫盛与武汉北方捷运
2017年7月	齐畅物流并购嘉泽物流
2018年3月	顺丰控股和夏晖物流成立合资公司

2018年6月	招商美冷、中外运上海冷链、中外运冷链物流投资、中外运普菲斯冷链新组形成中外运冷链物流有限公司，招商物流和中外运之间的冷链业务整合
2018年7月	万科物流并购太古冷链

资料来源：平安证券研究所整理

六、投资建议

随着我国居民收入水平的提高，冷链运输的需求日益突出，对比发达国家冷链物流的发展，我国冷链产业具有很大的发展空间。当前冷链行业竞争格局比较分散，电商行业、物流行业等巨头的布局有助于集中度的提升，同时也会带来相关公司业绩的提升，建议关注布局冷链物流的顺丰控股、苏宁易购，冷链设备供应商四方冷链。

七、风险提示

- 1、国家政策风险，我国的冷链物流标准体系还不完善，相关政策还不健全，有效监管不足，政策方面的不确定性将给冷链物流行业发展带来风险；
- 2、药品安全风险，如果运输过程中出现由于保存温度不佳导致的药物失效或变质，将会对冷链公司带来巨大的信誉或赔偿风险；
- 3、宏观经济风险，如果人均收入水平降低，对冷链的需求也会减少，不利于企业冷链业务的发展。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033