

德马科技（688360）深度研究

智能物流全球扩张，全产业链跨境争雄

2024 年 02 月 29 日

【投资要点】

- ◆ 公司是国内领先智能物流装备企业，深耕全产业链、业务遍布全球。公司于 1997 年浙江省湖州市成立，拥有 20 多年的历史，长期致力于智能物流技术的研发和应用，以上海总部和湖州中央工厂辐射全球。与大部分同行不同，公司积累国际先进的输送分拣技术、驱动技术等，形成了核心部件设计、关键设备制造以及系统集成的完整解决方案。此外，公司在电商、快递、消费等领域经验更丰富，核心用户包括 SHEIN、京东、亚马逊、e-bay、LAZADA 等标杆企业。
- ◆ 全球市场空间广阔集中度低，海外市场潜力大、跨境电商带动新需求。2022 年全球物流设备制造市场规模达 2,000 亿法郎，头部企业在其产品领域市占率仍不足 10%，行业整合空间大，国内情况类似。相比于国内智能物流（尤其是智能分拣），海外仍有较大提升空间，全球人均快递使用量为 24 件/年，仅为中国人均快递的 30%，这也意味着海外物流基础设施潜力巨大。此外，国内跨境电商平台发展迅速，海外智能物流需求激增。以 SHEIN、Temu、Tiktok 为代表的跨境电商平台加速扩张，海外仓储可以降低成本、提高时效性，成为其未来重要规划。
- ◆ 海外成为公司重要增长驱动力，国内整合并购规模优势显现。海外方面，公司营收高增、占比持续提升且利润率高于国内，成为重要增长驱动。其一，技术快速进步以及成本优势使得公司海外核心部件及关键设备拓展顺利；其二，公司具有丰富的电商物流系统集成经验，充分满足跨境电商业务需求，携手海外电商平台积极扩张。国内方面，公司与莫安迪实现技术产品和市场等方面协同，凭借规模效应，公司市占率持续提升。
- ◆ 全产业链覆盖、海外占比持续提升、跨境电商景气度提升，公司合理估值应为 20-30X。传统智能物流企业估值较低，我们从三个方面对比分析不同企业估值差异：1) 部件设备估值高于系统企业，部件设备企业业绩稳定性更好；2) 下游客户景气度高的物流企业估值高，高景气度下游增长确定性越高；3) 海外企业/海外业务占比高估值更高，海外竞争缓和、利润率更高。2013 年至 2023 年，英特诺（与公司产品结构类似）历史市盈率位于 20-30X，近五年平均市盈率为 32X，可以作为公司估值参考。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（首次）

目标价：30.02 元

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

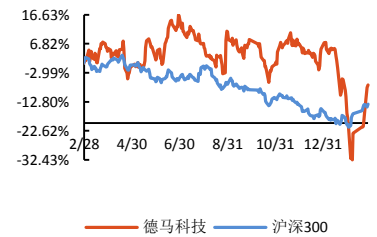
证券分析师：李京波

证书编号：S1160522120001

联系人：刘雪莹

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总市值（百万元） | 2301.05 |
| 流通市值（百万元） | 2051.10 |
| 52 周最高/最低（元） | 29.90/12.03 |
| 52 周最高/最低（PE） | 33.44/20.44 |
| 52 周最高/最低（PB） | 2.86/1.75 |
| 52 周涨幅（%） | -11.04 |
| 52 周换手率（%） | 211.76 |

相关研究

【投资建议】

我们看好公司海外业务拓展，预计公司2023-2025年营业收入分别为16.45/20.34/22.57亿，归母净利润分别为0.90/1.62/1.96亿，EPS分别为0.67/1.20/1.45元，对应PE分别为27/15/12倍。我们认为公司商业模式、客户结构、下游景气度以及带来的业绩稳定性优于国内同行，合理估值区间20-30X，给予公司2024年25倍PE，对应12个月内目标价30.02元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1529.75 | 1644.82 | 2034.10 | 2257.09 |
| 增长率(%) | 3.17% | 7.52% | 23.67% | 10.96% |
| EBITDA（百万元） | 145.59 | 133.28 | 216.39 | 256.94 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 81.68 | 90.18 | 161.57 | 195.74 |
| 增长率(%) | 6.30% | 10.41% | 79.16% | 21.15% |
| EPS(元/股) | 0.95 | 0.67 | 1.20 | 1.45 |
| 市盈率（P/E） | 25.88 | 26.52 | 14.80 | 12.22 |
| 市净率（P/B） | 2.12 | 1.78 | 1.62 | 1.45 |
| EV/EBITDA | 13.11 | 14.93 | 8.51 | 6.74 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ **海外业务拓展不及预期：**海外成为公司重要增长驱动力，如果受到外部政策、下游企业资本支出放缓等因素影响，可能导致海外业务拓展不及预期，从而影响公司业绩。
- ◆ **宏观经济下行风险：**目前国内仍然是公司收入主要构成，尤其是新能源和电商等领域，宏观经济下行将影响相关企业资本支出意愿，从而影响公司业绩。

1、关键假设

受益于海外业务拓展以及莫安迪并表影响，我们预计2023-2025年公司营业收入增速分别为7.5%/23.7%/11.0%。

分业务来看：1) 核心部件：德马科技增速高于全球物流设备平均水平，我们预计2023-2025年增速分别为4%/7%/7%，莫安迪2024年全年并表，我们预计核心部件整体增速分别为15.1%/40.7%/11.5%。2) 关键设备：同样增速高于全球物流设备平均水平，我们预计2023-2025年增速分别为4%/7%/7%。3) 系统：受跨境电商需求增长，我们预计系统业务2024年将快速增长，未来三年增速分别为0%/15%/15%。

由于毛利率较高的核心部件占比提升以及其他业务毛利率受海外占比提升，整体毛利率触底回升。我们预计2023-2025年综合毛利率22.6%/23.7%/24.0%，其中核心部件毛利率29.2%/29.1%/28.7%，关键设备毛利率16.3%/17.3%/18.3%，系统毛利率17.5%/18.5%/19.5%。

2、创新之处

1、重塑增长核心驱动力，下游景气决定空间潜力

市场普遍认为经历过新能源需求爆发后，智能物流企业增速逐步放缓。我们认为德马科技将迎来新增长阶段：部件设备方面，公司具有成本和技术优势并且率先出海，相关业务增长迅速；系统方面，跨境电商接替新能源需求激增，公司与SHEIN等跨境电商平台合作，有望加速开拓海外业务。

2、部件设备技术壁垒强，全产业链覆盖区别同行

市场普遍认为智能物流企业业绩波动大，护城河不高。国内智能物流企业多为系统集成商，受项目制影响业绩波动较大，而公司全产业链覆盖，部件设备占比高，核心部件技术壁垒更高、业绩更稳定。

3、增长和壁垒决定估值，跨国比较公司价值低估

市场普遍认为德马科技与国内同行估值水平接近，市盈率位于10-20X。由于本身商业模式所限，国内物流及设备企业估值较低。我们通过观察海外同行英特诺，并指出由于增长潜力和高壁垒，公司理应享有更高估值，市盈率25X更为合理。

3、潜在催化

- ◆ **海外重大订单突破**：公司部件设备出海超预期，有望带动海外业务占比提升，整体毛利率和净利率提升；
- ◆ **跨境电商投入加大**：如Temu、Shein等国内跨境电商快速发展，并且逐步加码海外智能仓储物流，随着它们投入加大，有望带动相关企业系统收入提升。

正文目录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 公司简介 | 6 |
| 1.1. 发展历程：深耕物流全产业链，领先出海辐射全球 | 6 |
| 1.2. 产品服务：部件设备行业领先，系统集成经验丰富 | 7 |
| 1.3. 股权结构：核心团队均有持股，股权激励提振信心 | 7 |
| 1.4. 财务概览：动能转化未来可期，收购并表持续高增 | 9 |
| 2. 行业情况 | 10 |
| 2.1. 空间格局：全球物流市场广阔，集中度低整合加速 | 10 |
| 2.2. 发展趋势：海外市场潜力巨大，跨境再接力新能源 | 11 |
| 3. 增长驱动 | 13 |
| 3.1. 海外市场：营收高增占比提升，竞争力强利润率高 | 13 |
| 3.2. 国内市场：规模优势份额提升，行业整合强强联合 | 16 |
| 4. 财务分析 | 17 |
| 4.1. 营业收入：下游行业景气驱动，海外业务占比提升 | 17 |
| 4.2. 成本费用：毛利率触底回升，费用率规模效应凸显 | 18 |
| 4.3. 盈利能力：净利率率企稳向上，现金流表现持续向好 | 19 |
| 5. 可比公司 | 20 |
| 5.1. 类别比较：部件设备优于系统，下游景气估值提升 | 20 |
| 5.2. 同行比较：观海外龙头英特诺，估值中枢高且稳定 | 21 |
| 6. 盈利预测 | 22 |
| 7. 投资建议 | 23 |
| 8. 风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图表 1：公司发展历程 | 6 |
| 图表 2：公司主要产品及服务 | 7 |
| 图表 3：新能源锂电装备及系统 | 7 |
| 图表 4：公司股权结构 | 8 |
| 图表 5：限制性股票业绩考核要求 | 8 |
| 图表 6：公司营业收入及增速（单位：亿） | 9 |
| 图表 7：公司海外业务占比 | 9 |
| 图表 8：公司归母净利润及增速（单位：亿） | 9 |
| 图表 9：莫安迪净利润及承诺业绩（单位：亿） | 9 |
| 图表 10：全球物流设备制造市场规模（单位：亿法郎） | 10 |
| 图表 11：全球物流领先企业英特诺市场占有率 | 10 |
| 图表 12：中国智能物流及分拣系统市场规模 | 10 |
| 图表 13：中国智能物流装备供应商市占率 | 10 |
| 图表 14：全球及中国快递包裹业务量（单位：亿） | 11 |
| 图表 15：全球及中国人均快递使用量 | 11 |
| 图表 16：全球电商销售额及渗透率（单位：万亿美元） | 11 |
| 图表 17：宁德时代固定资产及在建工程（单位：亿） | 12 |
| 图表 18：今天国际新能源新增订单情况（单位：亿） | 12 |
| 图表 19：希音（SHEIN）全球 GMV（单位：亿美元） | 12 |
| 图表 20：中国跨境电商海外仓数量 | 12 |
| 图表 21：公司海外业务持续高增长 | 13 |

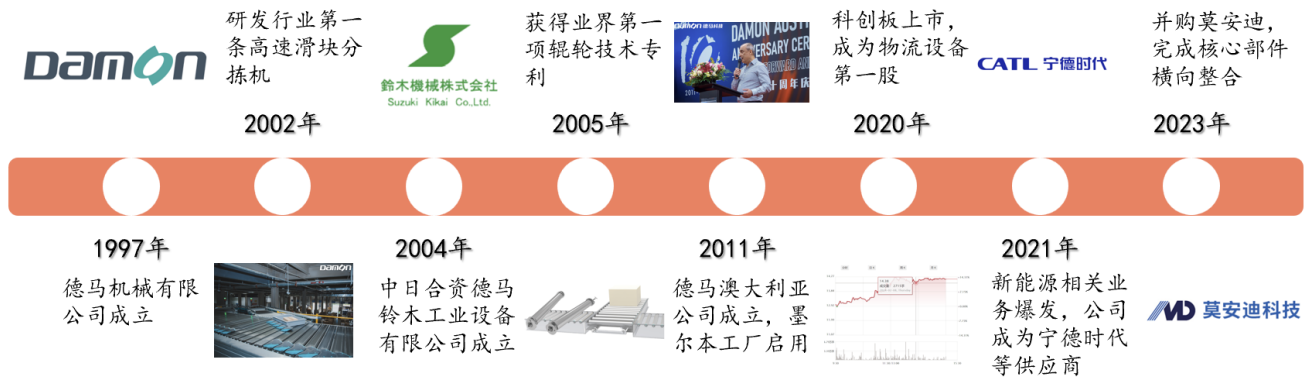
| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 22: 公司海外业务占比持续提高 | 13 |
| 图表 23: 公司海外业务毛利率显著高于国内 | 13 |
| 图表 24: 国内海外智能物流装备及系统供应商优劣势对比 | 14 |
| 图表 25: 公司有望帮助莫安迪开拓海外业务 | 14 |
| 图表 26: 电商行业物流解决方案挑战及德马的优势 | 15 |
| 图表 27: 希音的仓储物流布局 | 15 |
| 图表 28: TOP 输送分拣企业营业收入 (单位: 亿) | 16 |
| 图表 29: 德马科技与莫安迪产品区别与联系 | 16 |
| 图表 30: 公司营业收入及增速 (单位: 亿) | 17 |
| 图表 31: 按产品类型收入结构拆分 (2022 年) | 17 |
| 图表 32: 按区域类型收入结构拆分 (2022 年) | 17 |
| 图表 33: 公司毛利率情况 | 18 |
| 图表 34: 按产品类型毛利率情况 | 18 |
| 图表 35: 公司费用率情况 | 18 |
| 图表 36: 公司净利润率及扣非净利润率 | 19 |
| 图表 37: 公司净利润及经营活动现金流净额 (单位: 亿) | 19 |
| 图表 38: 智能物流设备及系统集成公司对比 | 20 |
| 图表 39: 近五年今天国际 PS (TTM) | 21 |
| 图表 40: 英特诺历史市盈率 | 21 |
| 图表 41: 公司盈利预测主要假设 | 22 |
| 图表 42: 可比公司盈利及估值一览 | 23 |

1. 公司简介

1.1. 发展历程：深耕物流全产业链，领先出海辐射全球

公司是智能物流装备全产业链领先的科技企业，业务遍布全球各个国家和地区。公司于1997年浙江省湖州市成立，拥有20多年的历史，长期致力于智能物流技术的研发和应用，以上海总部和湖州中央工厂辐射全球，并在澳大利亚、美国、罗马尼亚等地设有生产基地和销售服务中心。作为国内智能物流装备的领先企业，公司以AI+IOT为核心，充分发挥从核心软硬件到系统集成的产业链优势，打造更快、更高效的智能物流系统，服务电商、快递、智能制造等领域。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，东方财富证券研究所

纵观公司主要发展历程，我们可以看到两个关键词：**全球化布局**和**全产业链覆盖**。

1997年，公司前身德马机械有限公司成立，并于2001年成立湖州德马物流系统工程公司，业务从物流机械产品开发延伸至物流综合设备集成制造及物流技术系统服务。

公司技术实力持续领先，于2002年研发出行业内第一条高速滑块分拣机，2005年获得业界第一项辊筒技术专利，2011年德马第一代交叉带分拣机研发成功，2013年与日本北商集团签署战略合作协议共同推出先进的垂直输送系列产品，在物流零部件产品研发制造领域脱颖而出。

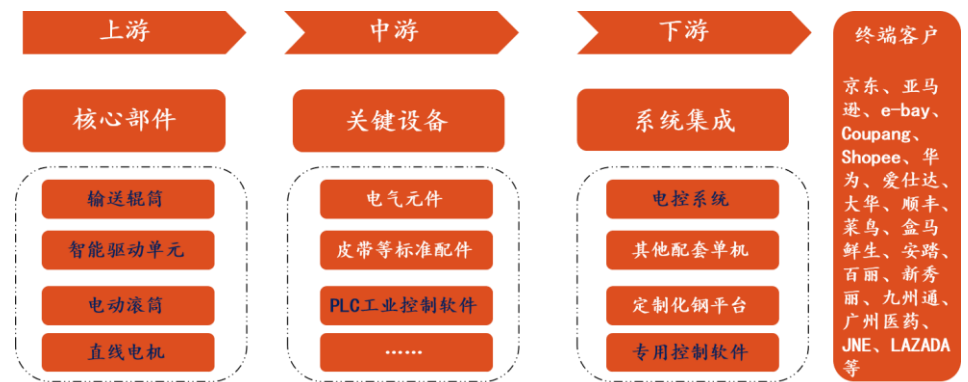
此外，公司也是物流设备企业中率先开始全球化战略的企业之一。2011年，德马澳大利亚公司正式成立，墨尔本工厂正式投入启用，标志着海外扩张的开始。2015年，德马罗马尼亚制造基地成立，公司正式进入欧洲市场。2020年，公司在印度设立办事处，拓展海外市场。至今，公司业务已遍布全球30多个国家和地区，在荷兰、德国、意大利、印度、越南、韩国等国家皆有合作伙伴。

进入资本市场后，公司开始进行物流核心部件横向整合。2020年，公司于科创板成功上市，成为物流装备行业第一股。2023年，公司斥资5.5亿战略收购莫安迪，实现在物流核心部件领域强强联合。

1.2. 产品服务：部件设备行业领先，系统集成经验丰富

公司在物流核心部件领域行业领先，在电商快递等物流系统项目经验丰富。与大部分同行不同，公司积累国际先进的输送分拣技术、驱动技术等，形成了核心部件设计、关键设备制造以及系统集成的完成解决方案。公司的主要产品及服务分为三个部分：1) 核心部件：包括输送辊筒、智能驱动单元等，是目前全球最大的辊筒制造基地，可用于自产和外销；2) 关键设备：包括智能机器人、智能输送设备、智能分拣设备等，主要客户以今天国际、新松机器人、中集空港等智能物流系统集成商为主；3) 系统集成：通过资深规划专家和实施团队，为商业流通及生产制造客户提供自动化、数字化的智能物流整体解决方案，包括智能仓储、柔性搬运、物流机器人应用以及智能物流信息系统等。相比于同行，公司在电商、快递、消费等领域经验更丰富，核心用户包括京东、亚马逊、e-bay、Shopee、华为、顺丰、菜鸟、安踏、LAZADA 等标杆企业。

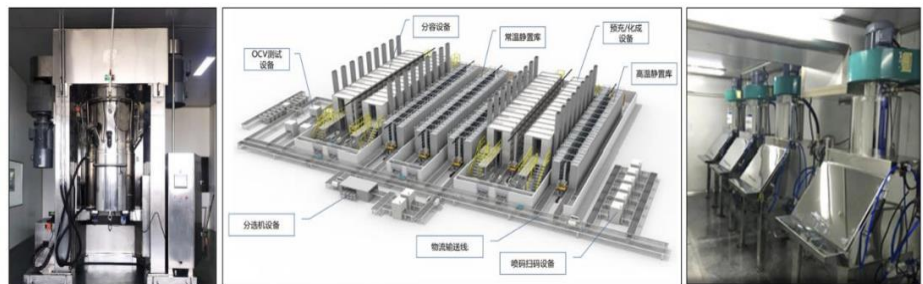
图表 2：公司主要产品及服务



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所绘制

公司积极向新能源领域迈进。一方面，新能源业务与原有业务高度互联，智能物流装备+新能源装备业务有机串联；另一方面，公司实现关键技术突破，成功研发“4680 全极耳锂电池高速组装生产线”等。客户包括宁德时代、新能安等锂电制造行业终端客户。

图表 3：新能源锂电装备及系统



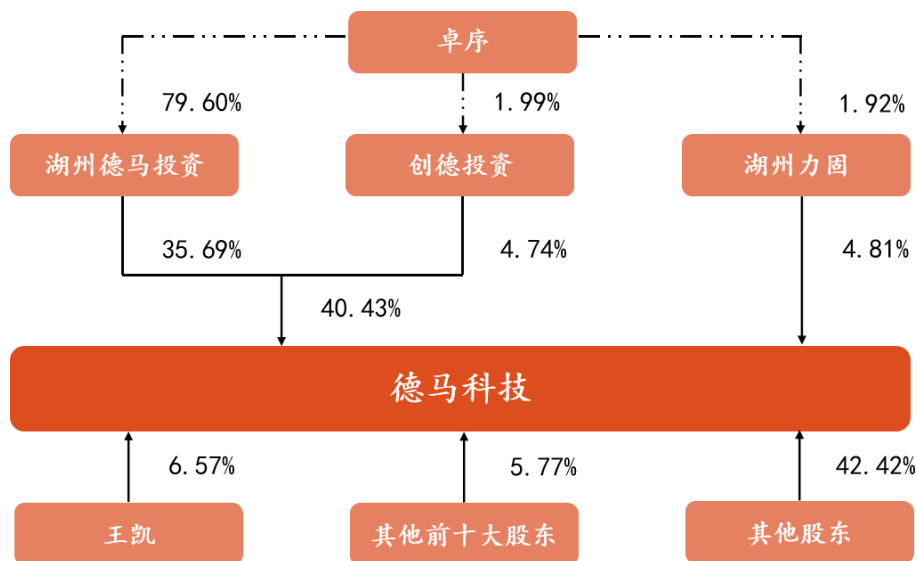
资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

1.3. 股权结构：核心团队均有持股，股权激励提振信心

公司股权结构较为集中，核心成员均有持股。截至 2023 年 10 月 18 日，公司实际控制人卓序先生通过湖州德马投资（35.69%）和创德投资（4.74%）

合计持股 40.43%，其中湖州德马投资股东包括副总经理蔡永珍女士等公司管理层，创德投资合伙人包括 20 余位公司管理和技术骨干。此外，莫安迪创始人、执行董事王凯先生持股 6.57%，持股价格 18.86 元/股。公司前十大股东合计持股 57.58%，股权结构较为集中。

图表 4：公司股权结构



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（截至 2023 年 10 月 18 日）

股票激励涉及范围广，业绩考核凸显信心。公司 2022 年度限制性股票激励授予包括实际控制人卓序先生、副总经理蔡永珍女士、财务总监兼董秘黄海先生等高级管理人员以及多名核心技术人员、核心骨干，首次授予价格 20.19 元/股。限制性股票考核要求较高，凸显成长信心：以 2022 年为基数，公司 2023 年营业收入增长率不低于 15%或 2023 年净利润增长率不低于 25%；以 2022 年为基数，公司 2024 年营业收入增长率不低于 50%或 2024 年净利润增长率不低于 60%；以 2022 年为基数，公司 2025 年营业收入增长率不低于 90%或 2025 年净利润增长率不低于 98%。

图表 5：限制性股票业绩考核要求

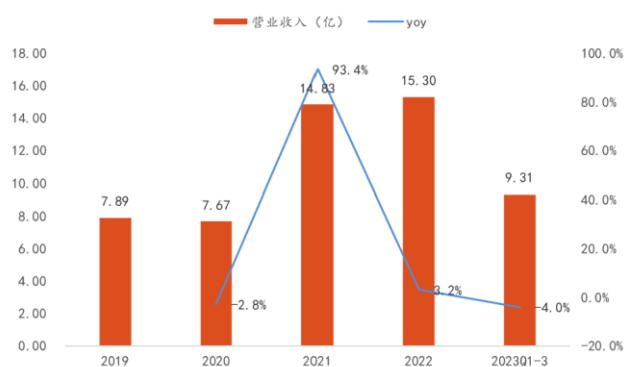
| 归属期 | 考核目标 |
|---------------------|--|
| 2022 年三季度前授予 | |
| 第一个归属期 | 以 2022 年为基数，公司 2023 年营业收入增长率不低于 15%或 2023 年净利润增长率不低于 25% |
| 第二个归属期 | 以 2022 年为基数，公司 2024 年营业收入增长率不低于 50%或 2024 年净利润增长率不低于 60% |
| 2022 年三季度后授予 | |
| 第一个归属期 | 以 2022 年为基数，公司 2024 年营业收入增长率不低于 50%或 2024 年净利润增长率不低于 60% |
| 第二个归属期 | 以 2022 年为基数，公司 2025 年营业收入增长率不低于 90%或 2025 年净利润增长率不低于 98% |

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.4. 财务概览：动能转化未来可期，收购并表持续高增

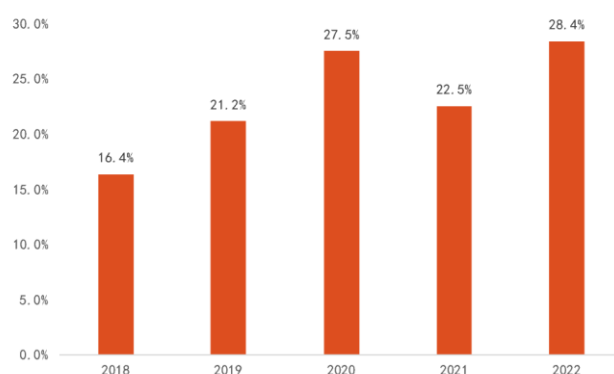
继新能源业务爆发后，公司收入增长放缓，海外业务有望成为新增长驱动。2022年，公司实现营业收入15.30亿，三年复合增速24.7%，主要受益于2021年新能源业务爆发，公司开拓宁德时代、新能安等锂电制造行业终端客户。近年来，公司海外业务占比逐步提升，从2018年的16.4%上升至2022年28.4%，部件设备出海、跨境电商出海都有望带动公司海外业务持续提升，成为公司新增长驱动。

图表 6：公司营业收入及增速（单位：亿）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

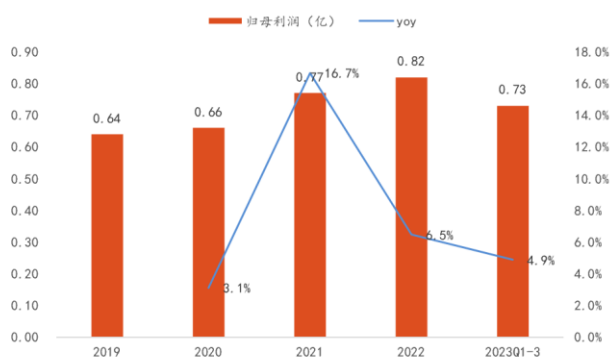
图表 7：公司海外业务占比



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

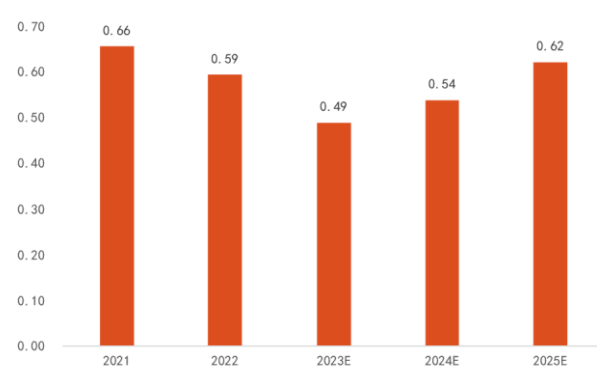
公司净利润稳步提升，莫安迪并表后，盈利能力更上一个台阶。2022年，公司实现归母净利润0.82亿，三年复合增速8.6%。2023年10月11日，公司完成对莫安迪并购，2021-2022年分别实现净利润0.66/0.59亿。根据业绩承诺，莫安迪2023年净利润、2024年累计净利润、2025年累计净利润分别不低于0.49/1.03/1.65亿。受益于莫安迪全年并表影响，我们预计公司业绩有望持续高增。

图表 8：公司归母净利润及增速（单位：亿）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 9：莫安迪净利润及承诺业绩（单位：亿）



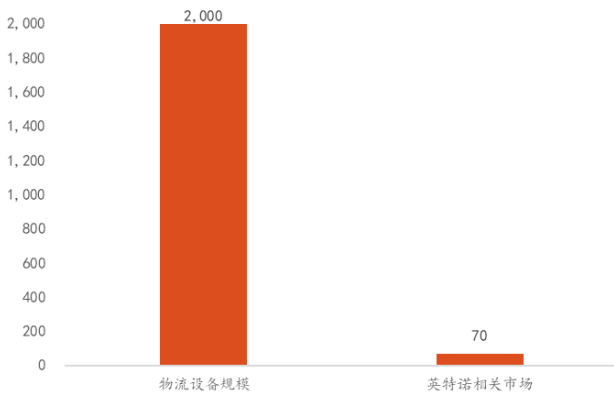
资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

2. 行业情况

2.1. 空间格局：全球物流市场广阔，集中度低整合加速

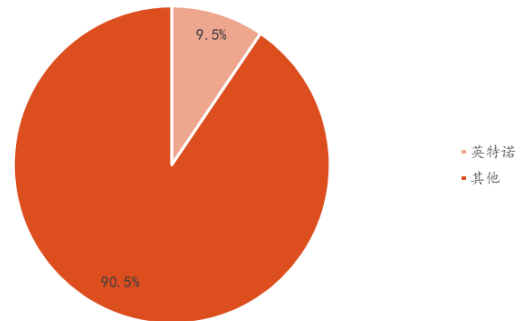
全球物流市场空间广阔，头部企业市占率较低。根据英特诺（与德马科技核心部件产品相近）数据显示，2022 年全球物流设备制造市场规模达 2,000 亿法郎，预计 2022-2025 年保持 4-7% 的复合增速。其中英特诺相关市场规模 60-80 亿法郎，作为该领域头部企业，在其产品在同领域行业市占率也仅 8-11% 之间，行业集中度低。

图表 10：全球物流设备制造市场规模（单位：亿法郎）



资料来源：英特诺官网，东方财富证券研究所

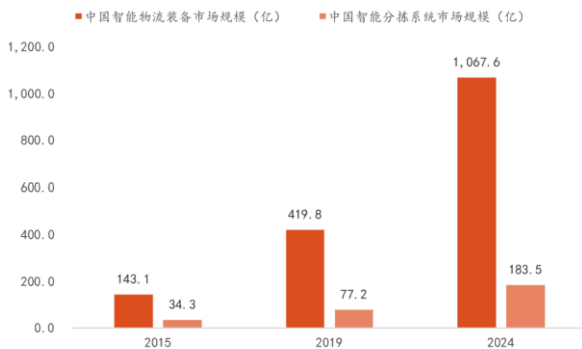
图表 11：全球物流领先企业英特诺市场占有率



资料来源：英特诺官网，东方财富证券研究所

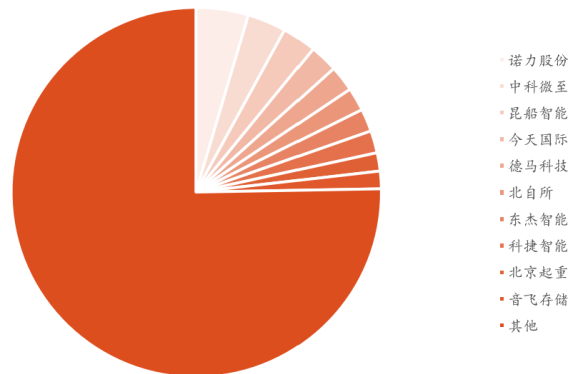
与海外相似，国内智能物流装备市场广阔，头部企业市占率低，行业有待整合。据灼识咨询数据，2021 年，中国智能物流装备市场规模 654 亿，按照历年智能分拣系统占比估计，中国智能分拣系统市场约为智能物流装备市场的 20% 左右。国内前十大供应商合计市占率 24.7%，TOP 1 企业市占率仍不足 5.0%，行业极度分散。凭借着规模和技术优势，国内头部物流装备企业有望加速整合，实现集中度提升。

图表 12：中国智能物流及分拣系统市场规模



资料来源：灼识咨询《2020 全球及中国智能物流装备行业蓝皮书》，公司公告，东方财富证券研究所

图表 13：中国智能物流装备供应商市占率

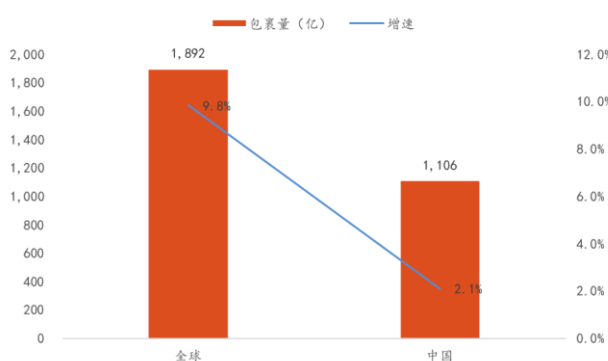


资料来源：高工机器人产业研究所（2021 年），公司公告，东方财富证券研究所

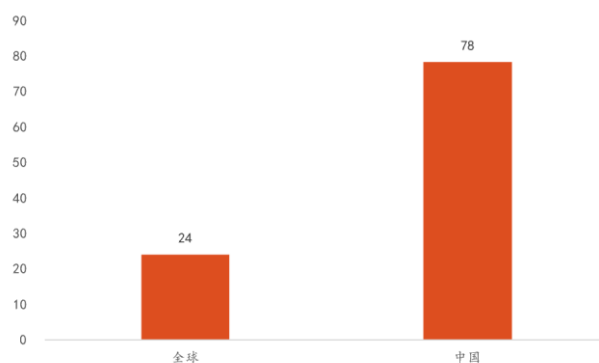
2.2. 发展趋势：海外市场潜力巨大，跨境再接力新能源

相比于国内智能物流（尤其是智能分拣），海外仍有较大提升空间。尽管缺少全球和国内智能物流仓储数据，但我们可以参考快递数据对比差距。2022年，全球快递包裹业务量达1,892亿，中国快递包裹业务量达1,106亿，占全球业务量的58%。2022年，中国人均快递使用量为78件/年，全球人均快递使用量为24件/年，仅为中国人均快递的30%。假设物流仓储与快递量相匹配（实际上，中国人口密度更大，物流仓储/快递量应该更低），那么相比于国内，全球物流仓储仍有三倍空间。

图表 14：全球及中国快递包裹业务量（单位：亿）



图表 15：全球及中国人均快递使用量

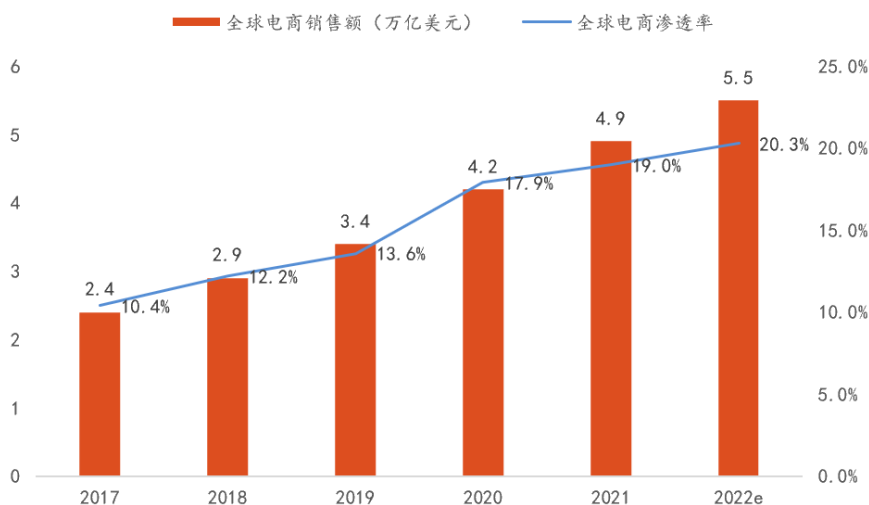


资料来源：《全球快递发展报告》（2023年），人民政协网，国家邮政局，北京日报，东方财富证券研究所

资料来源：《全球快递发展报告》（2023年），人民政协网，国家邮政局，北京日报，东方财富证券研究所

电商也是智能物流的重要下游应用领域。根据 eMarketer 数据，2022 年，全球电商渗透率预计达 20.3%，零售额从 2017 年的 2.4 万亿美元提升至 2022 年的 5.5 万亿美元。区域上，东南亚、非洲及拉美电商增速和渗透率较高；欧美地区移动电商渗透率较低。央广网最新数据显示，2023 年，中国网上零售额 15.4 万亿元，连续 11 年稳居全球第一，实物商品网上零售额占比达 27.6%。电商渗透率差距也间接表明国内外智能物流基础设施建设差距。

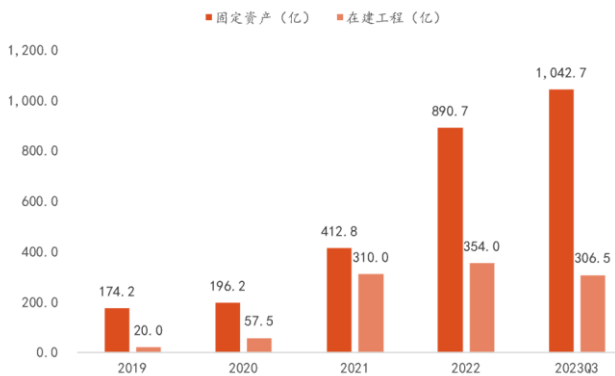
图表 16：全球电商销售额及渗透率（单位：万亿美元）



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，东方财富证券研究所

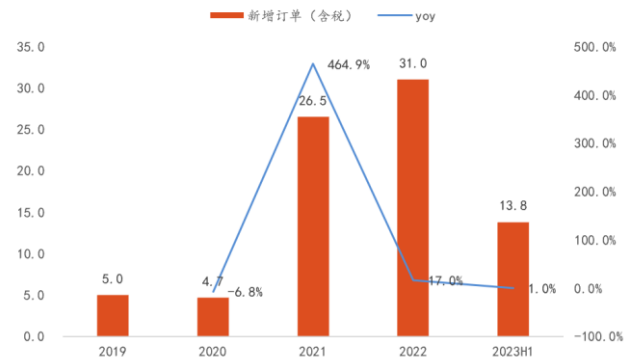
下游景气度决定智能物流需求，新能源需求爆发后相对稳定。2021年，国内新能源行业爆发，相关资本支出也大幅增长，其中宁德时代2021年固定资产达412.8亿，同比增长110.4%，在建工程310.0亿，同比增长439.1%。与之对应，我们看到今天国际（智能物流系统集成商）新能源物流业务新增订单也大幅增长，2021年新能源新增订单26.5亿，同比增长464.9%，截至2023年上半年，新能源物流业务新增订单仍保持高位。

图表 17: 宁德时代固定资产及在建工程 (单位: 亿)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

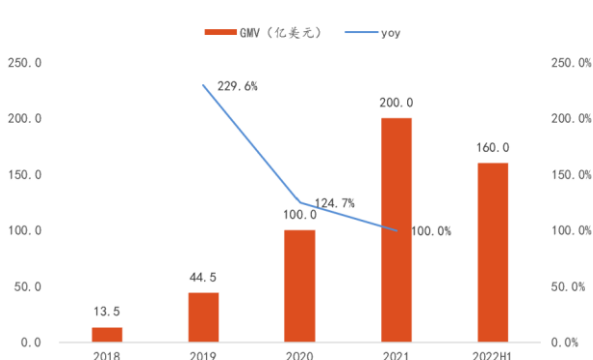
图表 18: 今天国际新能源新增订单情况 (单位: 亿)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

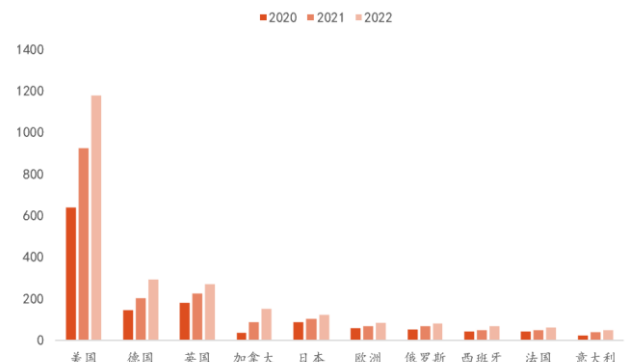
国内跨境电商平台发展迅速，海外智能物流需求激增。以 SHEIN、Temu、Tiktok 为代表的跨境电商平台加速扩张，其中 SHEIN 2022 年 GMV 预计超 300 亿美元，相比于 2018 年增长超过 20 倍。跨境电商蓬勃发展带动海外仓数量增长。截至 2022 年年末，海外仓数量前十的国家或地区为美国、德国、英国、加拿大、日本、澳洲、俄罗斯、西班牙、法国、意大利，合计 2,356 个仓库，同比增长 30.2%，面积合计约 2,600 万平方米，同比增长 58%，其中美国海外仓占比约 50%。

图表 19: 希音 (SHEIN) 全球 GMV (单位: 亿美元)



资料来源: Statista-B2C E-Commerce, 东方财富证券研究所

图表 20: 中国跨境电商海外仓数量



资料来源: 跨境眼观察《2023海外仓蓝皮书》，东方财富证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/787013152056006050>