

消费升级与娱乐研究中心

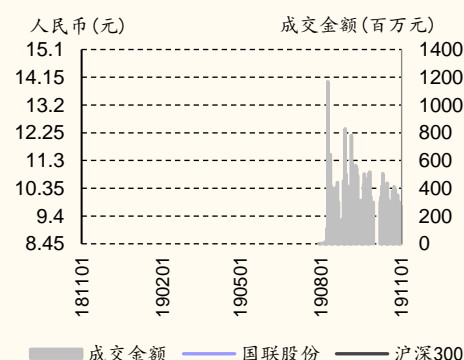
国联股份 (603613.SH) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 76.11 元
 目标价格 (人民币): 84.00-84.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.41
已上市流通 A 股(亿股)	.35
总市值(亿元)	107.17
年内股价最高最低(元)	/
沪深 300 指数	3952
上证指数	2958



产业互联网大潮的领军者

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.56	0.89	1.13	1.68	2.38
每股净资产(元)	3.25	4.14	7.69	9.37	11.76
每股经营性现金流(元)	-0.83	0.73	0.27	0.56	1.25
市盈率(倍)	136.82	85.63	67.40	45.42	32.88
净利润增长率(%)	156.6%	73.7%	69.7%	48.5%	41.8%
净资产收益率(%)	17.13%	21.49%	20.95%	19.68%	22.55%
总股本(百万股)	105.61	105.61	140.82	140.82	140.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **产业互联网优质标的, 多元化业务构筑 B2B 综合服务平台。**公司历经中国互联网萌芽与普及期, 开展多项 B2B 业务, 包括以国联资源网为基础的商业信息服务, 以多多系电商平台等为基础的网上工业品交易业务以及以国联全网为基础的互联网技术服务, 多方位充分赋能 B2B 领域供应商、制造商与分销商。2014-2018 年国联股份营业收入复合增速超过 130%, 归母净利润复合增速达到 101%。我们认为公司现有商业模式已基本稳定, 规模效应已在不断释放, 未来业绩增速可期。
- **B2B 成为资本市场的新宠儿, 国联股份多年积淀恰逢其时。**2018 年 B2B 电商交易规模已超 22 万亿, 产业互联网领域重登数字化舞台, 中小企业线上采购交易渗透率不断提升; 国联股份凭借多年经验与大量客户的信任基础, 在资本和政策双轮驱动的背景下崭露头角。同时, 三大板块业务协同性强, 有利于资源与营收的相互转化。
- **行业优势明显, 增长空间充分。**公司深谙产业链扩张逻辑, 公司由 B2B1.0 进化为 B2B2.0 模式的过程摸索出一系列可行的商业逻辑, 通过信息服务延伸至电商业务与技术服务, 逐步拓展盈利模式, 树立了行业综合服务平台的样本。我们认为公司未来的增长空间依托于三方面 (1) 现有大量分网会员转化为电商业务交易客户的空间, 2018 年分网电商会员总体渗透率仅为 1.4%, (2) 垂直电商品类横向扩张的空间, 目前仅覆盖三大产业领域, 超过 20 个行业有待进一步挖掘, 以及 (3) 进一步深度挖掘 B2B 产业链细分领域增值服务带来的新空间。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 19-21 年摊薄后的 EPS 分别为 1.13/1.68/2.38 元。国联股份属 A 股 B2B 领域稀缺标的, 处于 B2B 综合服务平台龙头地位, 发展态势良好且成长空间显著, 给予 2020 年 50x P/E, 合理市值 118 亿元。我们首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

- (1) 预付账款持续增长带来资金占用 (2) 商品和库存价格波动对盈利能力带来潜在影响 (3) 会员发布虚假或侵权信息造成的风险

郑达

联系人
zhengda@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

默默耕耘的产业互联网重新登上数字化舞台	4
一、国联股份：B2B 综合服务平台，充分发挥业务组合协同效应	6
1.1 从垂直领域切入，创建并延展网上商品交易业务	9
1.2 信息服务奠定商业模式基础和平台认知度	11
1.3 互联网技术服务成为平台有力的业务补充和自然延伸	12
二、模式多元，积淀深厚，竞争优势与潜力并存	14
2.1 供应链多策略抗价格风险，集采模式切中需求	14
2.2 会员规模显著，分网会员电商渗透率提升潜力大	14
2.3 增值业务延展空间较大	15
三、财务分析与盈利预测	16
3.1 利润表视角	16
3.2 资产负债表与现金流量表视角	17
四、估值与投资建议	17
五、风险提示	18

图表目录

图表 1：中国 B2B 电商交易规模	4
图表 2：全国开展在线销售的企业比例	5
图表 3：全国开展在线采购的企业比例	5
图表 4：近几年来国家出台一系列政策推动互联网与传统产业结合	5
图表 5：各 B2B 电商平台主营产品领域及 2018 年度网上商品交易业绩对比	6
图表 6：国联股份的业务矩阵	7
图表 7：国联股份股权结构图	7
图表 8：国联股份近年收入（百万元）表现良好	8
图表 9：国联股份收入拆分	8
图表 10：毛利水平（百万元）受到撮合电商业务影响	8
图表 11：撮合电商与其它服务类业务毛利率相差甚远	8
图表 12：费用率控制良好	9
图表 13：归母净利润率受新业务影响	9
图表 14：涂多多官网	10
图表 15：网上商品交易服务收入（百万元）及复合增速	11
图表 16：网上商品交易服务收入拆分	11
图表 17：国联资源门户网站	12
图表 18：商业信息服务收入（百万元）状况	12
图表 19：商业信息服务收入拆分	12
图表 20：国联全网平台覆盖多类型技术服务	13
图表 21：互联网技术服务收入（百万元）及增速	13

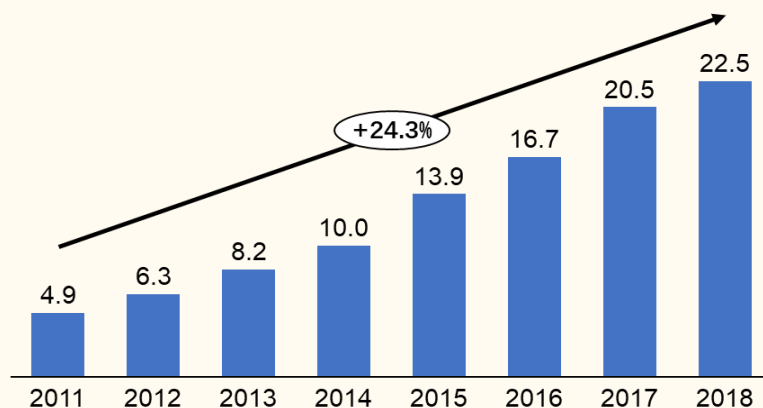
图表 22: 互联网技术服务收入拆分.....	13
图表 23: 通过集采模式提升交易效率.....	14
图表 24: 电商交易客户数量与相关产业分网会员数量对比(客户).....	15
图表 25: 电商交易客户数量与相关产业分网会员数量对比(供应商).....	15
图表 26: 多多系电商平台参与配送的比例逐步提升.....	16
图表 27: 可比公司市场表现.....	18

默默耕耘的产业互联网重新登上数字化舞台

尽管目前资本市场的关注点开始由聚焦消费互联网转移至产业互联网，但我们认为产业互联网的概念和业态由来已久，自从阿里巴巴 1998 年 12 月创立“阿里巴巴在线”（1688.com 前身）开始，面向内外贸易的互联网平台即开始迈出第一步。如今，1688 已成为面向中国小企业的全行业、大规模采购批发市场，年收入近百亿元，聚焦解决小企业采购批发问题，提升小企业的竞争力。1998 年后，大批 B2B1.0 时代的产业信息平台逐步崛起，包括慧聪网、全球资源网、中国制造网、中国化工网等。该阶段各平台主要以贸易信息发布（信息黄页）和交易对接为主，会员制和广告服务是平台实现收入和利润的主要来源，但平台难以掌控资金流和物流、无法形成交易闭环。随着信息发布和撮合的模式逐渐成熟，商机匹配效率的提高，同质化问题使得 B2B 市场竞争激烈。2011 年后，B2B 平台网站意识到仅从信息流切入的商业模式天花板明显，开始进入资金流和物流的整合阶段：B2B2.0 模式开始逐步显现，垂直型 B2B 平台兴起，更加深入行业，对行业上下游和产业链条更加熟悉，典型代表包括多多系电商（涂多多、卫多多、玻多多等）、钢联电商、找钢网、科通芯城、生意宝等。

2018 年，B2B 电子商务交易规模已突破 22.5 万亿元，2011-2018 年的复合增速达到 24%，B2B 深入产业上下游，深耕某一细分行业的趋势已成为主流。

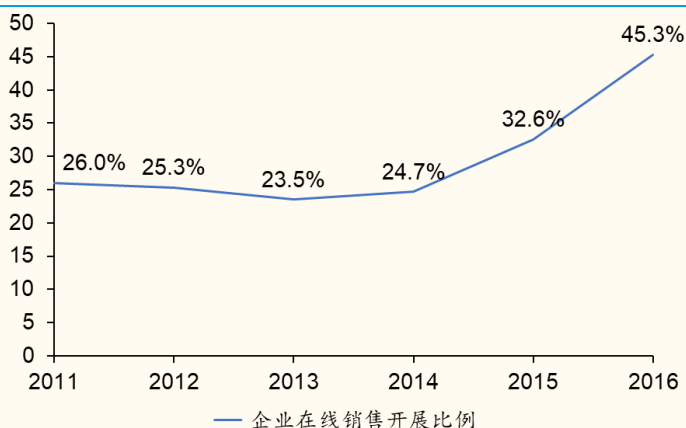
图表 1：中国 B2B 电商交易规模



来源：网经社电子商务研究中心，国金证券研究所

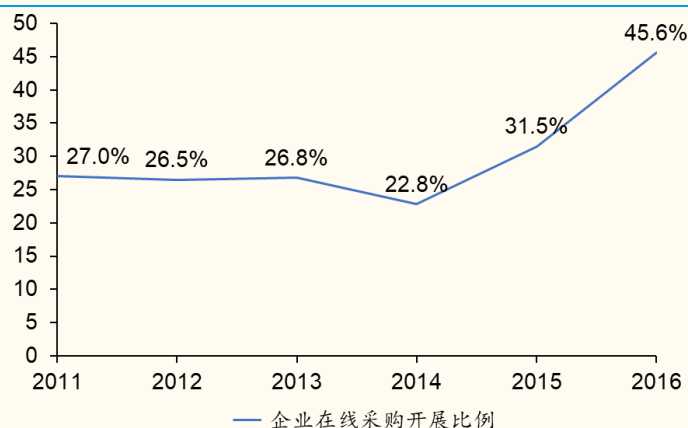
随着 B2B 电商交易环境的日趋成熟，以及互联网推动数据和产品线上化的不断加深，越来越多的企业开始应用 B2B 电商平台进行在线采购和销售。根据 CNNIC 数据，2011 年到 2016 年，全国开展在线销售的企业比例从 26.0% 提升到 45.3%，全国开展在线采购的企业比例从 27% 提升至近 46%。

图表 2: 全国开展在线销售的企业比例



来源: CNNIC, 国金证券研究所

图表 3: 全国开展在线采购的企业比例



来源: CNNIC, 国金证券研究所

政策层面对促进我国产业互联网的进一步深度布局也有着积极作用。2015年起国家出台一系列政策推动互联网与传统产业结合, 推动传统产业“触网”。

图表 4: 近几年来国家出台一系列政策推动互联网与传统产业结合

时间	部门	政策	主要内容
2015年4月	国务院	关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	提出推动互联网由消费领域向生产领域拓展, 加速提升产业发展水平, 构筑经济社会发展新优势和新动能。
2016年5月	国务院	关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见	指出制造业是“互联网+”的主战场, 以建设制造业与互联网融合“双创”平台为抓手, 围绕制造业与互联网融合关键环节, 实现从工业大国向工业强国迈进。
2016年12月	工信部、财政部	智能制造发展规划(2016-2020)	提出新一代信息技术与先进制造技术深度融合, 重点任务包括推进智能制造关键技术装备、核心支撑软件、工业互联网等系统集成应用及研发新型工业网络系统与系统, 构建工业互联网试验验证平台和标识解析系统。
2017年1月	工信部	大数据产业发展规划(2016-2020)	在重点任务和重大工程中明确了深化工业大数据创新应用, 推进工业大数据与自动化控制和感知硬件、工业核心软件、工业互联网、工业云融合发展。
2017年11月	国务院	关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见	提出以全面支撑制造强国和网络强国建设为目标, 并进一步提出2025年、2035年和本世纪中叶三阶段发展目标, 确定7项主要任务。
2018年3月	国务院	2018年政府工作报告	深入开展“互联网+”行动, 实行包容审慎监管, 推动大数据、云计算、物联网广泛应用, 推进智能制造, 发展工业互联网平台、创建“中国制造2025”示范区。
2018年5月	工信部	工业互联网APP培育工程方案(2018-2020)	到2020年, 培育30万个面向特定行业或场景的工业APP, 突破一批共性关键技术, 构建工业APP标准体系, 形成一批具有国际竞争力的工业APP企业, 创新应用企业关键业务环节工业技术软件化率达到50%, 工业APP市场化流通、可持续发展能力初步形成。
2019年2月	商务部等	《关于推进商品交易市场发展平台经济的指导意见》	提出“按照国家战略布局要求, 结合区位优势、资源禀赋和产业特色, 力争到2020年, 培育一批发展平台经济成效较好的千亿级商品市场, 推动上下游产业和内外贸融合, 形成适应现代化经济体系要求的商品流通体系, 更好服务供给侧结构性改革。”

来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

我们看到, 产业互联网的渗透迭代是递进式的, 信息密度越高的行业, 互联网化的成熟度越高, 例如媒体、零售、公共交通等。而医疗、能源、农业、制造等行业的信息密度或数字化程度相对较低, 其互联网化的进程相对滞后。而从长期看, 产业互联网的未来是基于大数据、云计算、5G、物联网和智能芯片等技术, 对制造业做出彻底的数字化和智能化改造, 大幅度提升生产的柔性化和效率, 使得生产制造这件事情变得更加智能化(提升效率、节约资源、全流程可视化)——制造业是产业互联网需要改造的最关键也是壁垒最高的行业。当前, 产业互联网在制造业的进程仍处于渗透产业资源、原材料和工业品的流通环节、以及生产加工过程中的浅度产量预估和订货预测的环节。

我们认为产业互联网的变革进程中仍大有可为, 但产业互联网不同于消费互联网, 产业互联网更多依赖于精耕细作和长期试错迭代, 因此我们已经看到

从 B2B1.0 到 2.0，平台垂直化、管理多元化/精细化、技术驱动已经成为产业互联网进化的三大主要趋势。而随着产业互联网进程的发展，以制造业集群为主体、以产业互联网平台为变革驱动的关系和模式仍将长期持续，制造业持有技术、流程、思想，具有务实求真的观念，能够长期有效地投放资源，实现可持续发展；产业互联网平台将始终提供前瞻视角和创新驱动力以及平台服务与资源对接能力，作为制造业更有力的补充。

图表 5：各 B2B 电商平台主营产品领域及 2018 年度网上商品交易业绩对比

主营细分领域	2018 网上商品交易 业务营收增速 (%)	2018 年网上商品交 易业务毛利率 (%)	2018 年非网上商品交 易业务毛利率 (%)	2018 年网上商品交易 业务收入占比 (%)	2018 年经营现金流 (万元)
涂料/化工材料、卫生用品 (纸品) 、玻璃/玻璃制品	90	5.58	67.34	95.59	7,730.47
IC、电子元器件等	-42.04	N/A	N/A	90.07	-30,809.00
能源化工、金属、农产品等	30.31	0.48	69.47	99.64	33,530.19
信息服务、会员服务	-88	4.48	77.06	7.14	30,145.75
化工材料、纺织材料、医药等	22.51	0.89	86.96	61.12	-3,698.34

来源：公司公告，国金证券研究所

各大 B2B 平台都已开展网上商品交易业务，但我们认为国联股份的网上交易商业模式具备相对优势，原因在于：公司网上交易业务以中小客户为主，2018 年电商交易前五大网上客户交易额占比 28%，营收占比 27%，风险相对分散，大量中小客户为基本盘的线上交易模式有助于对冲平台风险；交易模式主要是撮合交易（集采方式、一站式采购）以及第三方电商，公司建立了相对完善的预付账款和应收账款管理机制，有助于加强现金周期管控。国联股份作为深耕 B2B 领域的产业互联网平台，将发挥引领行业成长与进化的关键角色。

一、国联股份：B2B 综合服务平台，充分发挥业务组合协同效应

国联股份于 2002 年成立，初期主要从事信息黄页业务，专注行业产业链上下游的资源对接，为工业生产和销售企业提供网站会员服务、会展服务、行业资讯服务和代理服务。随着互联网的普及，2005 年起公司开始为企业提供 B2B 电子商务交易服务（主要是交易信息发布的方式）；同时，基于国联资源网已涉及的行业中存在明显优势的涂料化工产业分网、玻璃产业分网、卫生用品产业分网及其团队，分别于 2014 年 12 月、2016 年 7 月成立了自主电商业务平台：涂多多电商和玻多多电商，并于 2016 年 6 月将北京中智联业信息技术有限公司更名为卫多多电商；公司于 2015 年 7 月、2016 年 8 月、2016 年 8 月分别上线运营了涂料化工产业链 B2B 垂直电商平台——涂多多，卫生用品产业链 B2B 垂直电商平台——卫多多以及玻璃产业链 B2B 垂直电商平台——玻多多。2019 年新成立了纸多多、肥多多等垂直电商平台，继续扩充工业品销售平台组合。

作为 B2B 领域的弄潮儿，国联股份已定位于 B2B 综合服务平台，以工业电子商务和信息服务为基础，以多年发展沉淀的数据优势为支撑，为相关行业客户提供工业品和原材料的网上商品交易、商业信息服务和互联网技术服务。

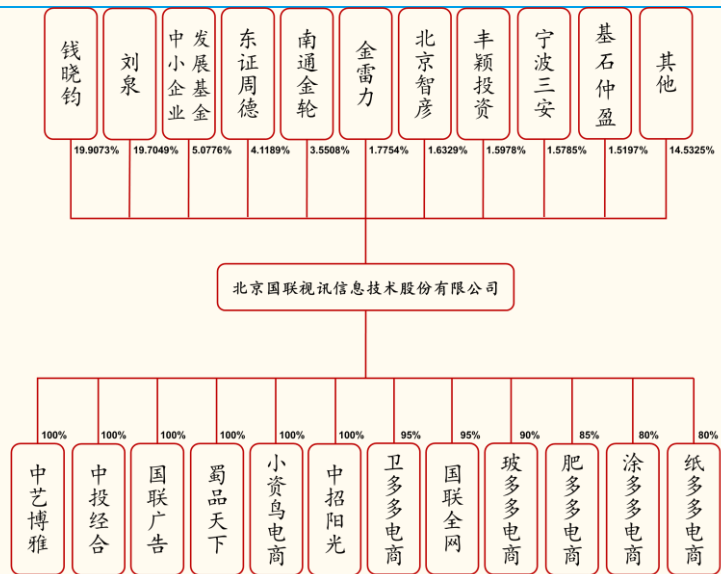
图表 6: 国联股份的业务矩阵



来源：公司官网，国金证券研究所

公司股权结构清晰，激励机制完善：公司成立以来，刘泉、钱晓钧分别担任公司的董事长和总经理，持股比例分别为 19.7%、19.9%，合计持有股份 39.6%，为公司实际控制人。此外，公司于 2011 年 12 月首次增资时设立了三大员工持股平台，分别为安泰盛投、国锦盛世和宏联科创，合计持有公司 3.7% 股权，涉及骨干人员近百人。

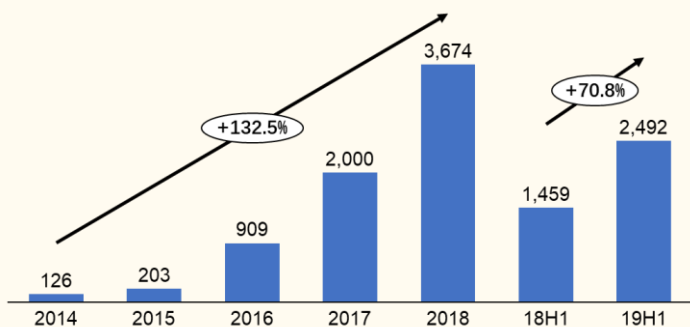
图表 7: 国联股份股权结构图



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

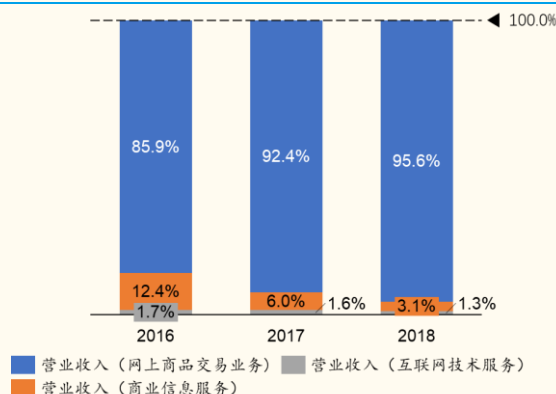
自上线以来，多多平台的网上交易业务均实现了快速增长。2018 年，国联股份收入为 36.7 亿元，同比增长 83.7%，2014-2018 年收入复合增速达到 132.5%；从收入拆分看，收入来源主要由国联电商交易服务（涂多多、卫多多和玻多多）贡献，2018 年电商交易部分收入占比超过 95%。

图表 8: 国联股份近年收入 (百万元) 表现良好



来源: 公司公告, 国金证券研究所

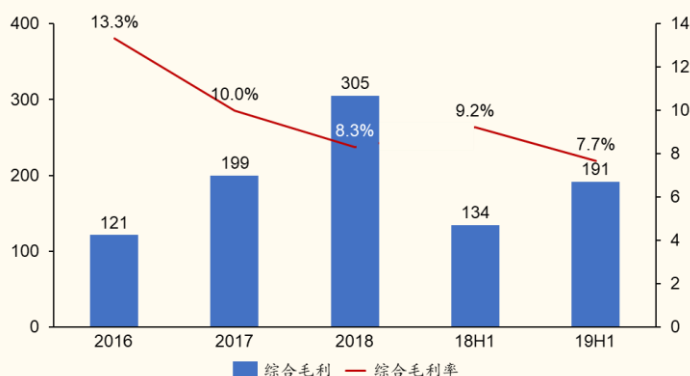
图表 9: 国联股份收入拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

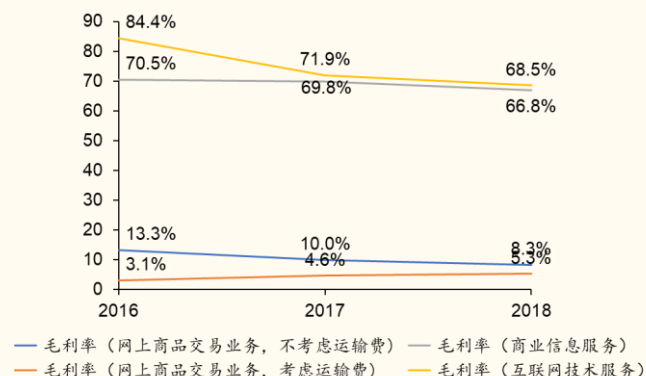
近三年公司毛利呈较快增长趋势, 毛利率在 2016-2018 年较低的原因主要是开展网上商品交易业务, 网上商品交易业务 (特别是自主撮合电商业务) 具有相对低毛利的特点, 公司主营收入主要来自于网上商品交易业务所致, 2018 年公司综合毛利率为 8.3%, 同比略有下滑, 主要由于网上商品交易业务营收占比提升的影响。公司网上商品交易业务毛利率 (考虑运输费) 分别为 3.64%、5.01% 及 5.58%。毛利率较低主要由于自主撮合式电商业务的特点所导致。

图表 10: 毛利水平 (百万元) 受到撮合电商业务影响



来源: 公司公告, 国金证券研究所

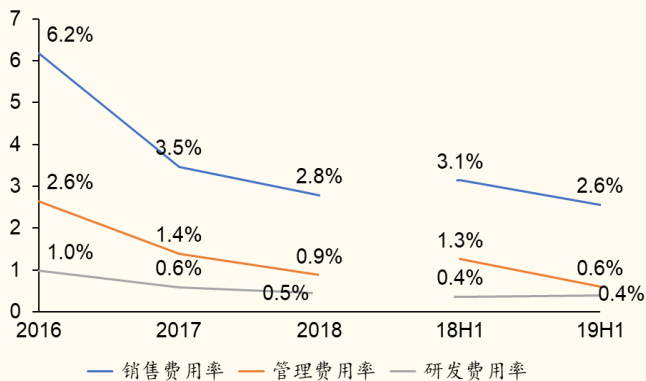
图表 11: 撮合电商与其它服务类业务毛利率相差甚远



来源: 公司公告, 国金证券研究所

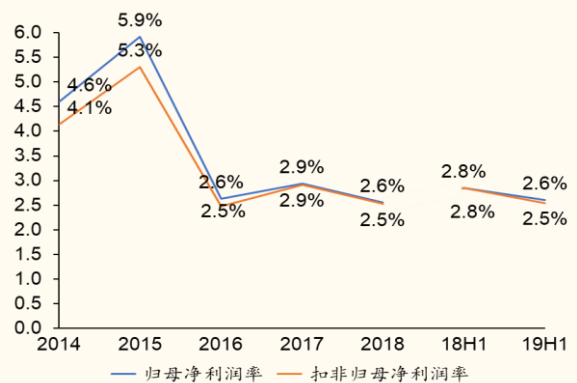
运营费用层面公司表现良好, 尽管三费 (销售、管理、研发) 的绝对值有所提升, 但是费用率有所下降, 主要由于公司营收规模的提升所带来的费用率对冲。归母净利润率自 2016 年起下滑明显, 主要由于 2016 年公司进一步扩大网上商品交易业务规模所致。

图表 12: 费用率控制良好



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 归母净利润率受新业务影响



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.1 从垂直领域切入, 创建并延展网上商品交易业务

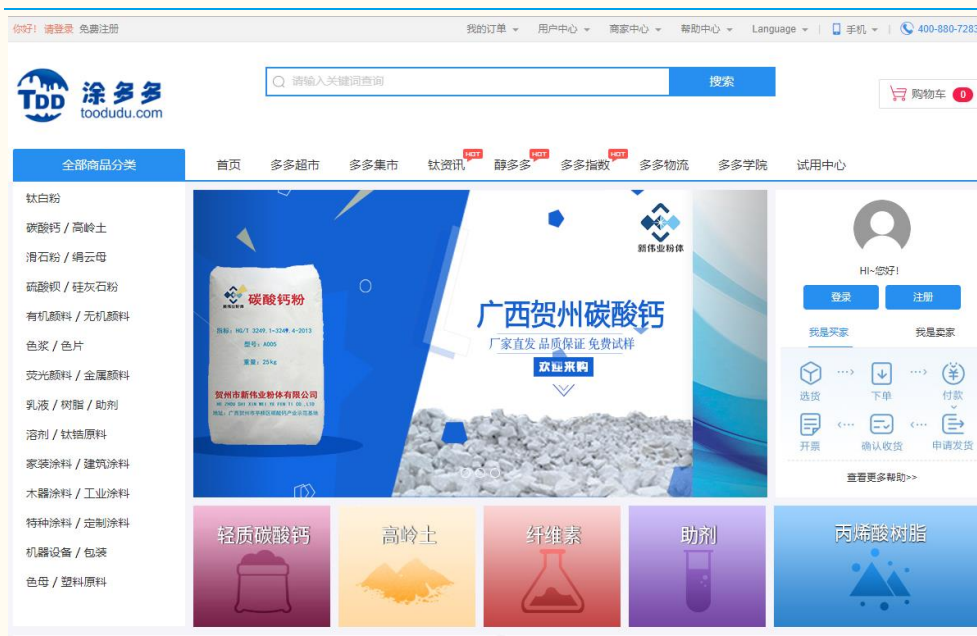
公司的网上商品交易业务分为自主撮合电商、第三方电商和基于交易的 SaaS 服务。公司主要通过涂多多、卫多多、玻多多三个 B2B 垂直电商平台从事网上商品交易业务。基于当前国联股份所处行业的竞争形势, 网上商品交易业务中的第三方电商和 SaaS 服务实行免费政策, 因此网上商品交易业务的收入全部来自于国联自主撮合电商业务, 2016-2018 年, 多多系电商的自主撮合电商业务收入占公司网上商品交易业务收入的比例分别为 98.86%、99.73%和 99.66%。

涂多多定位于涂料化工产业链的 B2B 交易平台, 由国联资源网旗下的涂料产业网、油墨产业网、胶黏剂产业网、水性涂料行业协作联盟等行业分网发展而来, 以产业链上游的颜料(钛白粉)、溶剂、乳液、树脂、填料和助剂等数十种原材料以及成品为主要交易品种, 服务于各类涂料化工等生产加工的企业客户。卫多多定位于卫生用品产业链的 B2B 交易平台, 由从国联资源网旗下的卫生用品产业网、造纸产业网、生活原纸行业协作联盟等行业分网发展而来, 以产业链上游的原盘纸、纸浆及无纺布、高分子材料、热熔胶、魔术贴和流延膜等数十种原材料和成品为主要交易品种, 服务于各类卫生用品、生活用纸等生产和加工企业客户。玻多多定位于玻璃产业链的 B2B 交易平台, 由从国联资源网旗下的玻璃产业网、玻璃行业协作联盟等行业分网发展而来, 以产业链上游的玻璃原片及纯碱、石英砂、氢氧化铝、方解石、硼砂等数十种原材料为主要交易品种, 服务于各类玻璃等生产加工企业客户。**多多平台的自主撮合电商模式主要包括集合交易和一站式交易**: 集合交易是多多系电商的特色模式, 多多平台针对部分货品以团购方式销售, 买方自主参与团购而发生的交易, 将零散小单进行聚合, 形成大单; 一站式交易是多多平台针对签订年度集合采购框架协议的用户, 按其生产采购计划集合供应全部或部分原材料货品。我们认为**集合交易和一站式交易是公司正在大力推行的交易模式**, 这种交易模式与客户日常生产销售等经营活动的需求结合更加紧密。

三方平台方面, 公司主要通过多多系平台提供第三方电商服务, 多多系电商在多多平台开设线上集市商城, 由涂料化工、玻璃、卫生用品等产业链的注册供应商自主开设商铺, 由注册用户自主选购交易。目前, 多多平台的第三方电商是免费服务, 不收取费用, 其订单交易额也不计入多多系电商的销售收入,

主要目的是用户引流、培养用户交易习惯和扩大平台影响力，并为平台的撮合交易服务扩大用户基础与背书。

图表 14: 涂多多官网



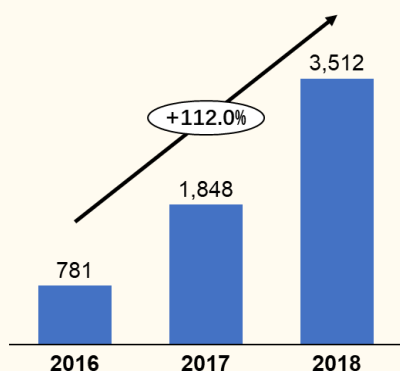
来源：涂多多官方网站，国金证券研究所

我们认为 SaaS 服务是公司基于电商服务的自然延伸，也是公司沉淀数据的主要抓手。公司通过多多平台为注册供应商和注册用户提供云 ERP、物流共享系统、电子合同等信息化服务。公司自建云 ERP 系统向上下游交易方开放接入，包括进销存管理、销售管理、财务管理、客户管理以及后台管理等；同时，在平台交易的供采双方的订单流转均需要在云 ERP 中实现，以此形成规模化数据收集和分析，显著提高供采双方的交易效率和平台的管控效率。目前公司的 SaaS 服务是免费服务，不收取费用。

小资鸟定位于品牌产品的电商经销服务，是天猫、淘宝、京东等电商平台的合作营运商。西南电商运营京东四川扶贫特产馆和“蜀品天下”电商平台。

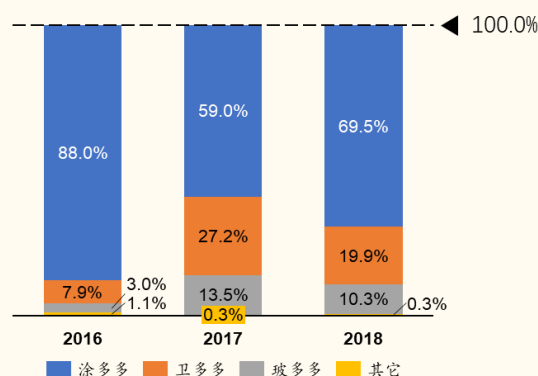
2018 年，国联股份网上商品交易服务收入 35.1 亿元，同比增长 90.0%，目前仍以涂多多的自主撮合电商收入为主（2018 年涂多多收入占比近 70%），我们认为随着垂直电商平台促销活动不断丰富，国联股份的电商收入后续规模有望持续放量，例如每年 10 月 10 日的多多双十一电商节正在成为 B2B 电商平台的重要节日，自 2016 年首届开始，为电商收入持续高速增长贡献了重要力量。

图表 15: 网上商品交易服务收入 (百万元) 及复合增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 网上商品交易服务收入拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们认为, 随着公司电商业态的发展, 工业品的品类扩充将成为商品交易业务的长期优势和想象空间。截止 2018 年底, 公司 B2B 信息服务平台国联资源网共有注册会员 243.98 万个, 除涂多多、卫多多、玻多多三个垂直电商平台所涉及的行业外公司在其他行业亦有丰富的行业经验和会员客户积累, 如公司在工业机器人行业设立的找机器人网、动力传动与控制产业网、智能触控产业网等行业分网合计注册会员数量 3.8 万个; 在新能源汽车行业相关的新能源汽车网、轮胎网、汽车维修与养护产业网、低碳交通网、停车设备产业网、光电产业网、电机产业网等行业分网合计注册会员数量近 3 万个; 在环保行业相关的环保产业网、太阳能产业网、城市节能网、中国水处理技术推广网、污水处理与利用网、风能资源网等行业分网合计注册会员数量 4.1 万个。

而目前多多系电商仅覆盖三个领域分网, 还有近 20 个领域分网的撮合电商业务有待开发, 我们认为公司在机械设备、电工电子、钢铁有色以及汽车产业链等领域的积累也已良久, 这些行业的 B2B 电商业务的开展和推进将有效推动公司交易规模和收入水平的进一步提升。例如 2019 年 8 月, 公司设立了控股子公司纸多多和肥多多, 分别布局生活用纸之外的造纸产业和肥料农资产业, 开始逐渐向更多的垂直行业拓展电商业务。商业信息服务积累的丰富行业经验和广大客户群体将成为未来公司在新的垂直行业领域开展电商业务的基础。

1.2 信息服务奠定商业模式基础和平台认知度

公司主要通过国联资源网为各行业客户提供基于互联网、线上线下结合的商业信息服务。国联资源网覆盖了机械设备、电工电气、仪表电子、石油化工、电力煤炭、钢铁有色、工程建材、交通运输、节能环保、轻纺消费、文化艺术等多个行业, 提供全方位的产业信息服务。公司的商业信息服务具体分为: 网站会员服务、会展服务、行业资讯服务和代理服务。目前, 国联资源网行业网站集群提供的收费会员有营销通会员、行业理事会会员和阳光采招网会员, 通过收取会员费来实现收入和盈利。会员服务是公司成立伊始较早推行的收入和盈利模式。

图表 17: 国联资源门户网站

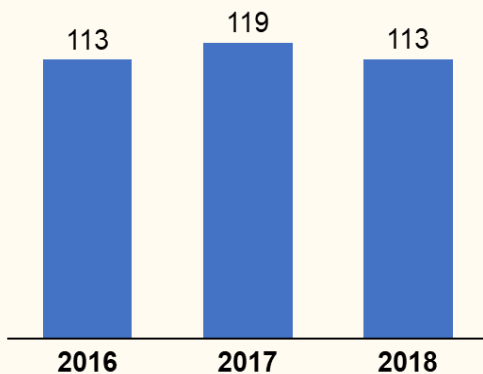


来源：国联资源网官网，国金证券研究所

营销通会员是由公司推出的跨平台一站式立体营销推广解决方案，依托国联资源网及各行业分网（PC 端和移动端）、行业 DM 网刊、微信公众号、EDM 电子邮件、链商活动，集网络、传媒、移动、电邮、会展和微信为一体的 B2B 整合营销产品。营销通为会员提供线上线下的整合商机服务，具体包括国联资源网和各行业分网的供求商机撮合、企业商铺展示推介、在线交易咨询、行业和市场信息浏览服务，国联资源网和各行业分网的移动平台的展示、发布、推广服务，EDM 的推广服务，DM 纸媒的推广服务，微信公众号的推广服务等。营销通会员是公司的主要会员类别。

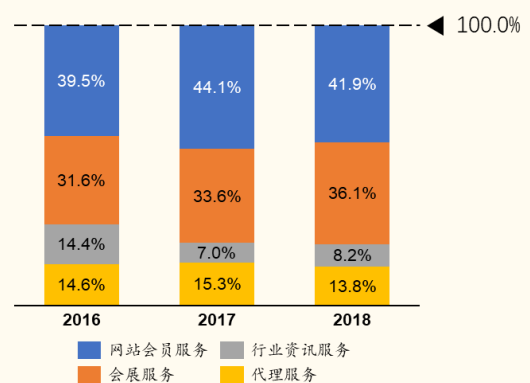
2018 年，商业信息服务收入达到 1.1 亿元，同比略有下滑，其中会员服务占比超过 40%，为商业信息服务的主要贡献。从整体收入水平看，商业信息服务的收入支撑作用正在被电商服务收入所代替。

图表 18: 商业信息服务收入 (百万元) 状况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19: 商业信息服务收入拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 互联网技术服务成为平台有力的业务补充和自然延伸

国联股份主要通过国联全网、西南电商为客户提供基于“互联网+”的全网总体设计、平台建设、系统开发、咨询培训和电子商务工程等专业服务。国

联全网专注于“互联网+”解决方案，提供的服务内容主要包括战略咨询，技术系统搭建，全网品牌营销推广、电商培训等等。

图表 20: 国联全网平台覆盖多类型技术服务



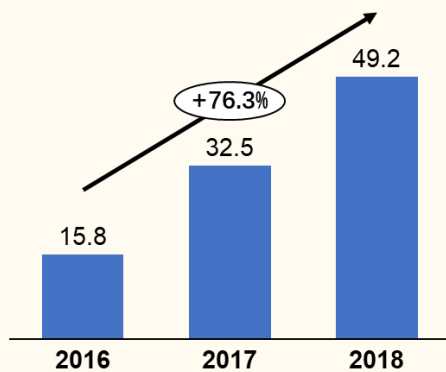
来源: 国联全网平台官网, 国金证券研究所

公司旗下的西南电商是专注于四川地区的电子商务综合运营服务商，重点承接政府“互联网+”项目，如巴中、凉山、广安、甘孜、乡城、阆中、稻城等州市县域的电子商务进农村示范工程、互联网精准扶贫工程等项目。

小资鸟的电商代运营业务帮助传统品牌企业运营其在天猫、京东的网上店铺。小资鸟通过收取商品交易佣金获得服务收入。

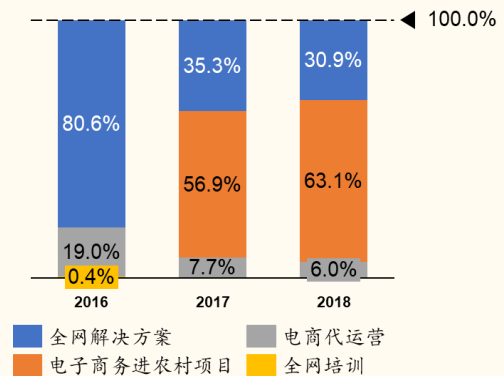
2018年，互联网技术服务收入达到4,920万元，同比增长51.2%仍处较块增速区间，其中全网解决方案建设（主站建设、系统开发与集成）为主要贡献。

图表 21: 互联网技术服务收入 (百万元) 及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 互联网技术服务收入拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们认为，公司三个板块的主营业务协同性较强：海量会员资源为垂直电商平台积累潜在交易客户，电商平台（特别是三方电商服务）对国联资源网可产生流量拉动作用，交易客户有意愿转化成国联资源网会员。同时，公司凭借在网站设计、B2B 数字平台建设、IT 系统开发等积累的丰富经验，并基于商业信息服务业务长期发展的积累的丰富客户，可以将部分分网会员转化为互联网技术服务业务的客户。公司各业务板块之间协同发展，客户资源间相互转化，有效巩固了客户的平台粘性。

二、模式多元，积淀深厚，竞争优势与潜力并存

2.1 供应链多策略抗价格风险，集采模式切中需求

我们看到在供应链层面，多多系电商对供应商关系维护较为重视，采取了多种策略提升库存周转并缓冲价格上涨的风险。下属电商平台积极实施核心供应商策略，对核心供应商提供更大的营销推广力度，随着订单的集中推送，多多平台销量占到核心供应商产量的比例日益增大，对核心供应商的影响力也在不断提高。多多系电商的主要供应商供货和价格相对稳定，可有效对抗商品价格上涨所带来的滞销压力，下游用户和订单的快速响应和收集对平台的采购和库存周转有较大帮助；此外，多多系电商擅长供应商和客户的角色转换，通过向供应商密集供应原材料的方式解决了价格上涨期间供应商的发货延迟问题，有效降低了沟通和信任成本，从而降低销售风险。同时，公司注重优质货源的提前锁定，通过向主要供应商预付货款方式，可在商品供不应求时获取供应商优先生产排期和货物供给，满足客户订单需求。

此外，我们认为公司多样化的销售模式也很大程度上满足了下游客户的采购需求，例如我们从公司推出的自主撮合电商模式中看到了拼多多模式的影子：三大电商平台所覆盖的涂料化工、玻璃和卫生用品行业上游相对集中而下游分散，中小企业客户众多且议价能力弱，以渠道分销和销售为主、流通环节冗余，货源不稳定，公司通过收集下游客户的需求并集中，获得较强的议价能力，将集中后的需求通过多多系电商平台向上游核心供应商寻求更加有竞争力的价格，这种模式有效提升了供需关系的撮合效率。

图表 23：通过集采模式提升交易效率



来源：国金证券研究所

2.2 会员规模显著，分网会员电商渗透率提升潜力大

我们认为，公司凭借三大业务板块的协同效应，以及多年积累的 B2B 产业链服务经验以及产业内资源，从 2002 年成立以来不断沉淀各大行业分网客户，2018 年三大行业（涂料化工、卫生用品、玻璃）分网会员数量达到 72,563 家，巨大行业分网会员基础是公司未来营收规模提升的基石；

同时我们看到，分网会员成为多多系电商平台的中流砥柱，多多系电商的客户和供应商主要来自于原行业分网的会员：2018 年涂多多、卫多多、玻多多分网会员贡献收入占比分别为 91.3%、90.6%和 81.8%，但我们看到多多系电

商平台参与电商采购的分网会员占行业分网会员的比例仍有很大提升空间，我们通过计算分网会员电商客户占相关产业分网会员数量的比重得到分网会员在各电商平台的渗透率：2018年涂多多、卫多多、玻多多分网会员电商客户占分网会员总数比重分别为2.2%、0.8%和0.7%仍处低位，2018年总体转化率为1.4%，意味着仅有1.4%的分网会员在电商平台上进行过采购活动。从当前看，分网会员转化为分网电商平台（多多系电商）客户的转化率提升将有效促进公司的营收规模增长。

图表 24：电商交易客户数量与相关产业分网会员数量对比（客户）

2018	交易客户数量			商品交易收入(万元)			相关产业分网会员数量	交易会员渗透率
	客户总数	来自相关行业分网会员	占比	收入总额	来自相关行业分网会员	占比		
涂多多	1109	694	62.58%	244076.39	222784.38	91.28%	31387	2.2%
卫多多	207	163	78.74%	69729.58	63193.05	90.63%	20918	0.8%
玻多多	202	150	74.26%	36145.81	29569.71	81.81%	20258	0.7%
合计	1518	1007	66.34%	349951.79	315547.14	90.17%	72563	1.4%
2017								
涂多多	783	502	64.11%	109013.48	102195.39	93.75%	26955	1.9%
卫多多	142	116	81.69%	50321.88	47081.25	93.56%	17694	0.7%
玻多多	130	103	79.23%	24951.04	20729.00	83.08%	18680	0.6%
合计	1055	721	68.34%	184286.4	170005.64	92.25%	63329	1.1%
2016								
涂多多	567	459	80.95%	68720.89	68513.37	99.70%	26198	1.8%
卫多多	10	10	100.00%	6162.62	6162.62	100.00%	16987	0.1%
玻多多	42	42	100.00%	2332.53	2332.53	100.00%	17796	0.2%
合计	619	511	82.55%	77216.04	77008.52	99.73%	60981	0.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：电商交易客户数量与相关产业分网会员数量对比（供应商）

2018	交易供应商数量			商品交易采购(万元)			相关产业分网会员数量	交易会员渗透率
	供应商总数	来自相关行业分网会员	占比	采购总额	来自相关行业分网会员	占比		
涂多多	217	172	79.26%	229840.19	222784.38	96.93%	31387	0.5%
卫多多	71	57	80.28%	67324.12	63193.05	93.86%	20918	0.3%
玻多多	82	72	87.80%	33984.09	29569.71	87.01%	20258	0.4%
合计	370	301	81.35%	331148.4	315547.14	95.29%	72563	0.4%
2017								
涂多多	127	103	81.10%	103748.29	88823.64	85.61%	26955	0.4%
卫多多	74	63	85.14%	49385.89	40622.58	82.26%	17694	0.4%
玻多多	68	60	88.24%	23498.89	20011.24	85.16%	18680	0.3%
合计	269	226	84.01%	176633.08	149457.46	84.61%	63329	0.4%
2016								
涂多多	71	63	88.73%	66199.45	60585.09	91.52%	26198	0.2%
卫多多	16	16	100.00%	6032.59	6032.59	100.00%	16987	0.1%
玻多多	16	13	81.25%	2142.43	1856.85	86.67%	17796	0.1%
合计	103	92	89.32%	74374.47	68474.53	92.07%	60981	0.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 增值业务延展空间较大

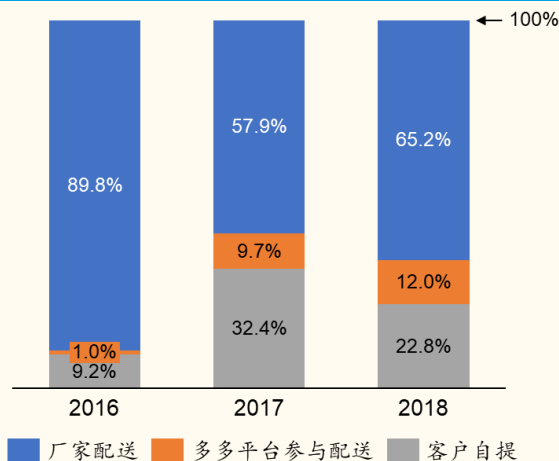
我们认为，国联股份在 B2B 领域内已形成了较为明显的竞争力，从 B2B1.0 阶段的信息匹配，技术咨询到 B2B2.0 的电商服务，国联股份已经从原有的信息提供和大宗商品周边服务切入到商品线上交易环节，有效促进了公司逐步渗透产业链、挖掘新的盈利模式的进程。

从当前时点看，我们认为公司在原有业务基础上有进一步整合物流、信息流和资金流的空间，即通过产业链相关环节的增值服务，满足客户不断增长的需求，降低客户经营成本、提升客户经营效率，并提供新的盈利增长点。

我们看到，从物流角度，公司目前正在加大物流仓储和配送能力，据了解二公司正在计划布局中心仓，建设专有物流网络和配送线上监控系统。目前公司自主撮合电商模式物流配送量占总业务量的 12%，在总收入中的占比正在逐

年提升。从金融角度，各大 B2B 平台已开始加强金融领域的服务渗透，如目前慧聪等平台已经在强化供应链金融服务能力；公司 IPO 募资开发项目中的 SaaS 平台规划项目为未来公司开展金融业务打下了良好的基础，公司当前具备大量交易、仓储物流、跨境业务等数据，可为后续公司开展供应链金融等业务提供数据支持，特别是风控领域，公司具有得天独厚的独家交易数据积累，在风控角度具备核心优势。从物权类金融业务角度考虑，公司有机会利用物流数据、应收账款、订单信息等平台资产优势开展包括仓单质押融资、动产融资等业务，有效促进供应链条进一步的资金和商品流通。

图表 26: 多多系电商平台参与配送的比例逐步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

三、财务分析与盈利预测

综上所述，我们认为国联股份的历史业绩表现较为稳健，在 B2B 综合服务平台定位的不断扩充业务组合，特别是网上商品交易业务已经替代信息服务收入成为当之无愧的收入主力，随着分网会员向电商交易客户的不断转化以及更多行业分网电商的开发，公司业绩增速确定性较高；据此，我们看好公司的后续财务表现：收入快速增长，利润和现金流保持健康状态。

3.1 利润表视角

我们基于如下假设对国联股份做财务分析与预测：

营业收入方面，随着分网会员向电商交易客户的不断转化以及更多行业分网电商平台的启动，业务收入将保持快速增长的态势。我们预计 19-21 年公司收入将达到 59.9/90.4/131.1 亿元，同比分别增长 63.0%/51.0%/45.0%。

毛利方面，我们认为随着规模效应显现，公司进货成本增速将明显放缓，毛利率将处于合理区间内波动的态势，但随着公司短期内大幅提升电商业务投入的战略举措，毛利率仍有一定下探空间，之后将保持回稳态势。我们预计 19-21 年公司毛利为 4.9/7.3/10.5 亿元，综合毛利率分别为 8.2%/8.1%/8.0%。

从国联股份的运营费用率看，公司对费用的投入更多集中在营销端和研发

端，但费用率控制较好，历年来的费用率始终处于下降走势。2018 年销售费用率 2.8%，近年来公司的职工薪酬水平有所提升，且随着电商业务的推广，市场拓展费用有所加大，但销售费用率自 2016 年起始终保持在 10% 以下且逐年下降趋势明显；我们预计 19-21 年的销售费用率水平为 2.7%/2.6%/2.5%，预计公司未来的销售费用将更多投入到仓储物流部分，提升客户电商交易体验；2018 年研发费用率为 0.5% 同比略有下滑，公司重视研发资源的投入，尽管 2016-2018 年的研发费用逐年上升，但研发费用率始终得到有效控制，我们预计 19-21 年的研发费用率将保持在 0.6%/0.7%/0.8%，仍旧保持研发费用的平稳输出；2018 年管理费用率为 0.9%，尽管管理费用因研发、营销等职能人员的薪酬结构调整而逐年上升，但随着公司营收增长，管理费用率处于逐年下滑的趋势，随着网上商品交易业务快速增长，管理费用率将逐年下降。我们预计 19-21 的管理费用率将维持在 0.9% 上下的水平。

从利润表现看，2018 年公司归母净利润率 2.6%，同比去年小幅下滑 0.3pcts；扣非归母净利润率 2.5%，同比下滑 0.4pcts，与公司的网上商品交易规模提升呈反面对比；我们预计 19-21 年公司归母净利润为 1.6/2.4/3.4 亿元，归母净利润率将达到 2.7%/2.6%/2.6%，主要由于公司主营业务收入增长、综合毛利率水平趋稳以及运营费用率稳中有降所致；由于公司短期内推进和加大电商业务投入，处于厚积薄发阶段，我们看好公司长期的利润端表现。

3.2 资产负债表与现金流量表视角

从现金流表现看，2018 年公司的经营性现金流为 7,730 万元，同比去年显著转好，且与归母净利润 9,386 万元的差异较小，主要原因是 2017 年及以前预付账款余额走高，电商平台创立初期为维护供应商与客户关系，使得应付与应收账款账期较长，2018 年起与客户和供应商关系转暖且逐步稳定，明显加强现金周转管理力度所致；2018 年经营现金流转好说明公司现金流管理能力加强，反映了平台更加重视运营回款能力和盈利质量。我们认为随着账款周转和现金流管理能力提升，公司未来将保持现金流水平的稳步转好趋势。

2018 年公司现金及现金等价物合计为 2.8 亿元，同比上涨 51%，2018 年公司经营活动现金流量净额已实现转正，持续盈利能力开始显现，公司预付账款和银行承兑汇票对经营现金流的影响有所收窄。本次 IPO 预计募集 5.3 亿元，我们预计随 2019 年 IPO 完成，2019 年公司现金及现金等价物将达到 7.5 亿元。

四、估值与投资建议

我们认为，国联股份属 A 股 B2B 领域稀缺标的，处于 B2B 综合服务平台的龙头地位，发展态势良好，在平台规模效应和客户转化率与粘性的不断提升下，持续享受 B2B 商行业持续增长红利，有望实现长期行业领先优势；随着 SaaS 和数据平台项目建设的推进，公司在云端和数据层面的能力不断加强的前提下，营销、会员体系服务等能力都将带来不断提升，从而最终提升分网会员转化率和平台营收。类“拼多多”聚合订单模式以及框架合同的交易模式使得国联股份在未来的现金周期管理角度将有多样化抓手，使得现金周期持续获得改善。考虑上述因素，我们给予国联股份 2020 年 50x PE 估值，对应合理市值 118 亿元，每股目标价 84.0 元。我们首次覆盖给予“增持”评级。

图表 27: 可比公司市场表现

可比公司	代码	收盘价 (2019/10/28)	总市值 (亿元) (2019/10/28)	2019 EPS	2020 EPS	2021 EPS	2019 P/E	2020 P/E	2021 P/E
生意宝	002095.SZ	25.53	64.52	0.34	0.59	1.00	71.18	40.06	42.28
上海钢联	000681.SZ	71.6	113.92	1.32	2.06	2.88	54.33	34.77	24.86
焦点科技	002027.SZ	19.49	45.8	0.54	0.5	0.56	30.5	20.95	16.55
平均							52.00	31.93	27.90

来源: Wind, 国金证券研究所

五、风险提示

1、预付账款增长较快且占流动资产的比例较高。2016-2018 年, 公司预付账款分别为 1.5 亿元、2.8 亿元及 3.5 亿元, 占流动资产的比例分别为 36.3%、48.2% 及 43.8%。若未来宏观经济环境低迷或行业景气度下降导致供应商财务经营状况恶化, 导致供应商违约, 可能对公司经营状况造成影响。

2、商品交易价格和库存商品价格波动对盈利能力的影响。网上商品交易业务已成为公司营收主要来源, 商品市场价格波动会对公司采购和销售价格带来影响。公司已通过中小客户的集合采购策略和大客户的长期框架协议形成稳定的客户需求, 采取供应链上下游延伸策略和多品类发展策略以减少价格波动对盈利能力的影响, 但仍存在主要商品价格大幅波动引起公司盈利能力波动的风险。同时我们看到, 库存商品价格波动也会引发盈利能力变化: 公司逐步在广东、上海、四川及天津等地租赁仓库, 主要存储钛白粉等产品。随着公司仓储品种和数量的增多, 未来若库存商品价格出现下降或波动将会对公司盈利能力产生影响。

3、会员发布虚假或侵权信息的风险。公司对注册会员发布的每条信息都需经过一系列审查程序尽可能排除非法、虚假、误导信息, 但仍不能完全避免注册会员通过本平台发布虚假或侵犯第三方权益的信息的可能性。一旦发生上述情况, 将使公司可能面临承担法律责任及信誉损失, 进而影响公司经营业绩的风险。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	6	7
增持	3	4	6	6	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.57	1.60	1.50	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH