

国联股份：产业互联网领军者



核心观点

- **互联网红利向 B 端转移，产业互联网逐渐兴起。**随着人口红利见底，互联网红利从 C 端逐渐向 B 端转移，产业互联网诞生。产业互联网连接产业链各环节，降低运营成本，提高产业效率，最终实现产业赋能和推动产业升级。目前，国内的产业互联网行业初步从 B2B 资讯平台升级为 B2B 电商交易平台，未来发展趋势是供应链服务和工业互联网。国内产业互联网的发展，受到客观市场规律和政策引导的双重驱动，未来空间广阔。
- **公司深耕 B2B 电商领域多年，自营电商平台受益于业务协同。**公司在 B2B 信息服务领域已深耕 20 多年，积累了产业用户群体和信息资源。公司主要有 3 个垂直电商平台：涂多多、卫多多和玻多多，分别涉及钛白粉、原纸和玻璃产业链。电商平台均由产业信息分网运营团队孵化而来，交易用户也主要由行业网站会员转化，实现主营业务协同发展。电商平台用户数量和商品种类持续增长，而管理费率及销售费率持续降低，规模效应显著。
- **垂直电商平台收入增长迅速，渗透率仍然较低，发展空间广阔。**16-18 年，公司自营电商业务收入复合增速 112%，成为公司收入的主要来源。截至 2018 年，公司自营电商业务在相应领域渗透率均不足 5%，提升空间广阔。
- **B2B 电商平台纵向深化和横向拓展，未来增长可期。**2019Q3，公司营收增速 77.2%，增长主要来自电商平台业务。未来，电商业务沿着产业链向上游拓展更多产品，增强用户粘性，增加利润增长点。公司可以进一步发展供应链服务业务，提升壁垒。公司产业信息网站每一个优势行业团队都可以发展为新的垂直电商平台，实现电商业务的横向拓展。

财务预测与投资建议

- 我们预测 19~21 年公司的 EPS 分别为 1.12/1.79/2.66 元。由于公司 B2B 电商业务优势显著，而且我们预测公司 2021 年净利润增速高于可比公司平均水平，根据可比公司 2020 年的估值水平，我们给予公司 10% 的溢价，对应 2020 年 PE 为 44 倍，目标股价为 78.76 元，首次给予买入评级。

风险提示

电商平台用户转化不及预期，新的交易品种拓展不及预期，行业竞争恶化

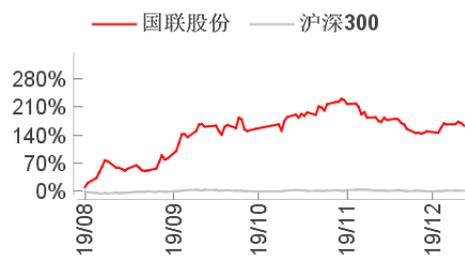
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,000	3,674	6,655	11,371	18,182
同比增长(%)	119.9%	83.7%	81.1%	70.9%	59.9%
营业利润(百万元)	83	142	249	398	590
同比增长(%)	185.0%	71.7%	75.5%	60.0%	48.3%
归属母公司净利润(百万元)	59	94	158	252	374
同比增长(%)	145.6%	59.8%	68.1%	60.0%	48.3%
每股收益(元)	0.42	0.67	1.12	1.79	2.66
毛利率(%)	10.0%	8.3%	7.29%	6.71%	6.42%
净利率(%)	2.9%	2.6%	2.37%	2.22%	2.06%
净资产收益率(%)	24.1%	24.1%	20.8%	20.9%	24.6%
市盈率	141.3	88.4	52.6	32.9	22.2
市净率	24.2	19.0	7.7	6.2	4.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2019年12月12日)	63.15元
目标价格	78.76元
52周最高价/最低价	79.2/21.79元
总股本/流通A股(万股)	14,082/3,521
A股市值(百万元)	8,892
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2019年12月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.18	-4.29	0.86	--
相对表现	-2.48	-3.97	2.91	--
沪深300	0.30	-0.32	-2.05	22.72



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050004

证券分析师 游涓洋
010-66210783
youjuanyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515080001

联系人 徐宝龙
021-63325888-7900
xubaolong@orientsec.com.cn

联系人 陈超
021-63325888-3144
chenchao3@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一. 公司概况：国内领先的 B2B 垂直电商平台.....	5
1.1 商业模式：由产业信息服务商升级为 B2B 垂直电商平台.....	5
1.2 财务分析：收入利润高增长，费率较低，经营现金流转正.....	9
1.3 股权结构稳定，重视员工激励.....	13
二. 行业分析：产业互联网兴起，市场规律和政策引导共同驱动.....	13
2.1 产业互联网是数字化向产业端的延伸，发展目标是实现产业赋能和产业升级.....	13
2.2 行业格局：整体格局“一超多强”，细分领域龙头突出.....	20
三. 未来增长可期：“一体两翼”协同发挥，做深做宽电商平台.....	22
3.1 公司前景广阔：分行业渗透率低，竞争实力强劲.....	22
3.2 未来增长点：深挖各产业链价值，孵化更多垂直电商平台.....	25
盈利预测与投资建议.....	27
盈利预测.....	27
投资建议.....	28
风险提示.....	28

图表目录

图 1: 公司三大主营业务, “一体两翼”模式	5
图 2: 营收构成: 电商自营(网上商品交易)为主体	6
图 3: “多多”系列电商平台销售额(亿元)	6
图 4: 自营电商的运输过程主要由供应商和用户承担	7
图 5: 公司存货周转率较高	7
图 6: 预付账款账龄主要集中在 1 个月以内	8
图 7: 应收账款周转天数较短, 而且逐步下降	8
图 8: 涂多多的商品品类销售额(亿元)	8
图 9: 钛产业链全景图	8
图 10: 公司的国联资源网首页	9
图 11: 公司销售收入的地区分布	10
图 12: 公司的毛利率情况	10
图 13: 公司的期间费用率	10
图 14: 公司员工数量基本稳定, 人均创收持续增长	11
图 15: 公司员工构成(截至 2018 年底)	11
图 16: 预付账款周转率提升	11
图 17: 应收账款和票据的周转率提升	11
图 18: 预收账款逐渐增加	12
图 19: 应付账款和票据持续增长	12
图 20: 公司现金流情况(亿元)	12
图 21: 公司股权结构	13
图 22: 中国网民数量和上网时长增长趋缓	14
图 23: 中国规模以上互联网及相关服务企业收入增速放缓	14
图 24: 产业互联网解决旨在提高产业效率	14
图 25: 产业电商平台发展路径	15
图 26: 国内规模以上工业企业增加值增速持续放缓	15
图 27: 国内规模以上工业企业税前利润率持续降低	15
图 28: 粗钢产量和钢铁综合价格指数变化	16
图 29: 国内钛白粉现货价格变化	16
图 30: 数字化由消费端向产业端延伸	16
图 31: 中国 B2B 电子商务发展阶段	18
图 32: 国内 B2B 电商交易规模和增速	18
图 33: 公司三大自营电商平台的收入(亿元)和毛利率情况	22

图 34：自营电商平台客户主要来自于国联资源网会员.....	23
图 35：自营电商平台供应商主要来自于国联资源网会员.....	23
表 1：公司多多平台经营商品品类一览.....	6
表 2：公司 B2B 电商平台的业务模式对比.....	6
表 3：我国产业互联网相关政策.....	17
表 4：B2B 商业服务领域的上市公司经营模式和侧重领域不同.....	20
表 5：2018 年，公司电商平台主要产品的渗透率统计.....	22
表 6：涂多多网站运营数据统计.....	24
表 7：公司电商平台前 10 大交易品类收入和比重变化.....	24
表 8：公司三大电商平台的交易用户数量增长，但分网会员转化率仍然较低.....	25

一、公司概况：国内领先的 B2B 垂直电商平台

1.1 商业模式：由产业信息服务商升级为 B2B 垂直电商平台

国联股份成立于 2002 年，由商业信息服务业务起家，转型升级为国内领先的 B2B 垂直电商平台。公司发展经历了 B2B 1.0 和 2.0 阶段。

- 1) **B2B1.0 阶段(2005 至 2013 年): 主要从事商业信息服务业务。**这一阶段，公司以国联资源网对外提供 B2B 商业信息服务，线上提供供需信息展示和商机发布撮合服务，线下提供供需对接和营销推广服务。在这一阶段，公司未切入交易环节。
- 2) **B2B2.0 阶段(2014 年至今): 升级为 B2B 垂直电商平台。**2014 年，公司进行转型升级，基于国联资源网的分行业中具备较强优势的涂料化工、玻璃、卫生用品这三个产业分网团队，成立三大电商平台：涂多多、玻多多、卫多多。另外，公司在国联资源网的技术和团队基础上，提供“互联网+”解决方案和电商运营等互联网技术服务。

发展至今，公司的三大主营业务形成了“一体两翼”的协同发展模式。

图 1：公司三大主营业务，“一体两翼”模式



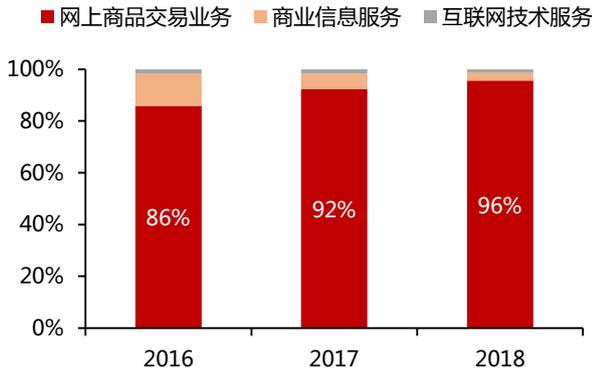
数据来源：公司官网，东方证券研究所

专攻产业链垂直领域商品的在线交易，电商业务成为公司收入主要来源。2016-2018 年，网上商品交易收入占营收的比重由 86% 提升至 96%，是公司收入的主要来源。公司主要通过“多多”系列垂直电商平台开展网上商品交易业务，“多多”电商平台均由国联资源网行业分网运营团队发展而来，借助 toB 领域多年的积累，深耕各自产业链各环节产品的网上交易。其中，涂多多面向涂料化工和醇类化工产业链的主要产品，卫多多面向卫生纸产业链的原料产品，玻多多面向玻璃产业链的原料产品，是公司目前最大的三个电商平台。

“多多”系列电商平台迅速发展，B2B 2.0 模式成功跑通。涂多多于 2015 年上线运营，卫多多和玻多多在 2016 年上线运营。在上线之后，三大电商平台的业务体量迅速提升。2016-2018，公司电商业务收入由 7.8 亿元增长至 35.1 亿元，复合增速 112%。2018 年，仅涂多多一个平台的网页端用户数就超过 30 万，浏览量超过 200 万次，自营订单笔数超过 5000 笔，SKU 合计超过 3000 种，在移动 APP 端也实现了迅速发展。在保持三大电商平台快速发展的前提下，公司继续孵化国联资源网的优势行业团队，于 2019 年下半年成功上线三个新的电商平台：肥多多、纸多多、粮油

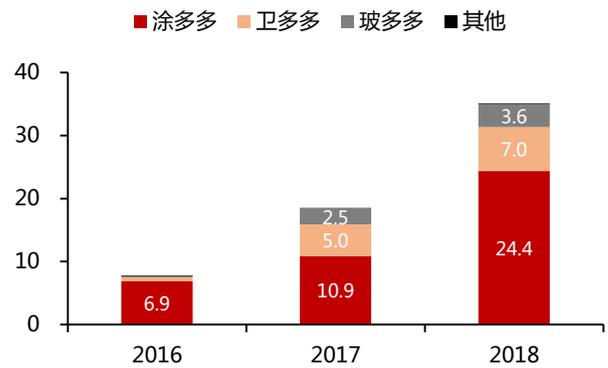
多多。肥多多和纸多多在 8 月份上线后，已经产生一定规模的收入并实现盈利，再次证明了“多多”系列的可复制性和迅速发展生命力。

图 2：营收构成：电商自营（网上商品交易）为主体



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 3：“多多”系列电商平台销售额（亿元）



数据来源：招股书，东方证券研究所

表 1：公司多多平台经营商品品类一览

电商平台	主要经营商品
涂多多	钛产品、颜料、溶剂、乳液、树脂、填料和助剂等原材料以及成品
卫多多	生活用纸、生活原盘纸、无纺布、高分子材料、热熔胶、魔术贴和留延膜等原材料和成品
玻多多	玻璃原片和纯碱、石英砂、氢氧化铝、方解石、硼砂等原材料
纸多多	非生活用纸类纸制品、纸浆、造纸化学品等及相关材料设备
肥多多	化肥、有机肥、饲料、玉米、豆粕等农资产品及相关材料设备等

数据来源：招股书，东方证券研究所

目前，自营电商模式是公司电商平台实现收入的主要方式。公司的电商平台有三种业务模式，包括：自营电商、第三方平台、SaaS 服务模式。目前，第三方平台和 SaaS 服务是免费的，主要通过自营电商模式获得收入。在自营电商模式下，公司自营商城的交易额计入销售收入，通过赚取交易价差实现盈利。

表 2：公司 B2B 电商平台的业务模式对比

经营模式	自营电商	第三方平台	SaaS 服务
公司是否参与交易	全程参与	否	否
盈利方式	赚取交易价差	服务费（目前免费）	服务费（目前免费）
服务方式	向注册供应商直接采购货品，并通过网上自营商城向	公司提供第三方平台服务，供应商自主开设商	公司提供云 ERP、物流共享系统、电子

	注册用户销售货品	铺	合同等服务
--	----------	---	-------

数据来源：招股书，东方证券研究所

“多多”平台的自营电商模式：公司集合下游中小客户的订单，向上游供应商议价。多多电商根据平台的历史交易数据和集合订单数据，对未来市场供需状况进行预测，制定采购计划，向供应商发出采购订单，通过线上自营商城对外销售。用户线上选购下单后，与多多电商签订销售合同，实现产品销售。在自营电商模式下，一个完整的采购、销售流程如下：

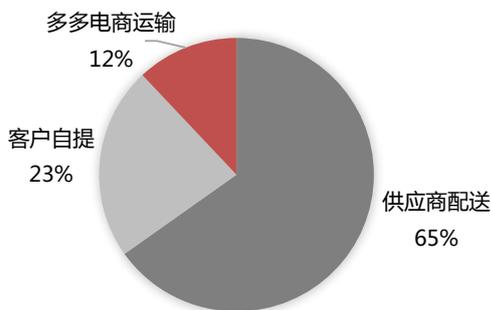
- 1) 电商平台和供应商洽谈，签署采购框架协议；
- 2) 电商平台根据用户意向订单、历史交易数据和市场供需情况，制定采购计划；
- 3) 向供应商支付部分预付款锁定货源；
- 4) 在多多平台上发布商品信息，客户在线选购下单，公司和客户签订销售协议；
- 5) 根据协议，客户自提或者供应商发货，客户收货后进行交易确认。

“多多”平台的自营电商模式具有三大特点：轻运营、短账龄、抗波动。

轻运营：自营电商业务的运输和仓储压力较小。2018年，电商平台销售的商品中，65%通过供应商直接给客户配送，23%由客户自提，只有12%由多多电商委托第三方运输公司。“多多”平台不需要承担大部分商品的仓储，只有极少的小量采购需要委托仓储公司，并确认为存货。因此，多多电商平台仓储物流环节的成本极低，存货的压力较小。

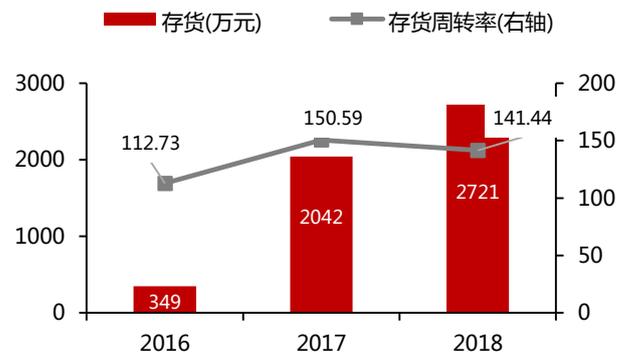
2018年，相比“多多”电商交易额35亿元体量，仓储费只有62万元，年末存货只有0.27亿。

图 4：自营电商的运输过程主要由供应商和用户承担



数据来源：招股书，东方证券研究所

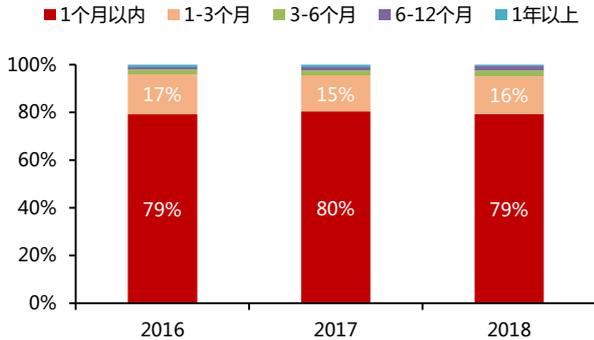
图 5：公司存货周转率较高



数据来源：招股书，东方证券研究所

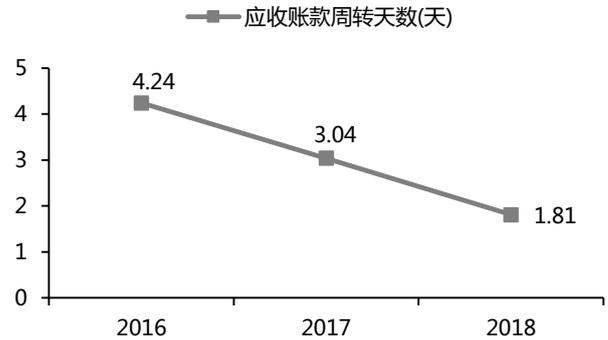
短账龄：预付账款和应收账款的账龄较短，资金运转效率高。自营电商主要通过预付账款进行采购，2016-2018年，通过预付账款采购的商品占比分别为75%、82%和69%，而账龄在1个月以内的预付账款占比为79%、80%、79%，预付账款周转较快。自营电商主要通过预收和赊销方式进行销售，对于赊销方式，公司一般要求客户在一个月内结清款项。2016-2018年，电商平台的应收账款周转天数只有4天、3天、1天。较短的账龄和较高的周转率，保障了电商业务资金的运转效率。

图 6：预付账款账龄主要集中在 1 个月以内



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 7：应收账款周转天数较短，而且逐步下降

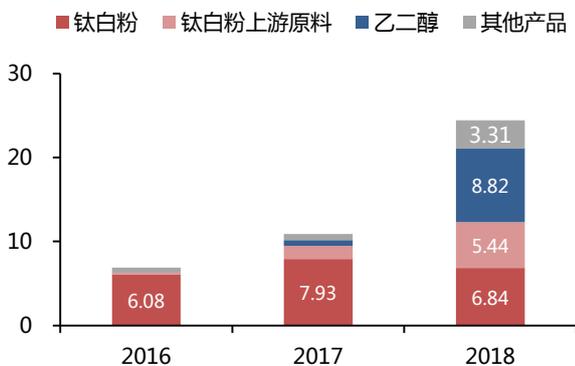


数据来源：招股书，东方证券研究所

抗波动：公司采取一系列策略对抗商品价格波动的影响。公司通过“核心供应商策略，供应链上下游延伸策略，预付款策略”来对抗大宗商品价格波动的影响。通过和核心供应商建立长期的合作关系，以及通过预付货款，在商品价格上行、供应偏紧时，公司可以从供应端保障货源，及时获取生产排期和供货。在商品价格下行、供过于求时，公司通过供应链上下游延伸策略，向供应商提供上游原料，使得供应商角色变为客户，这种上下游角色的转变，可以增强和供应商的粘性，同时适当对冲单一商品价格下行的风险。

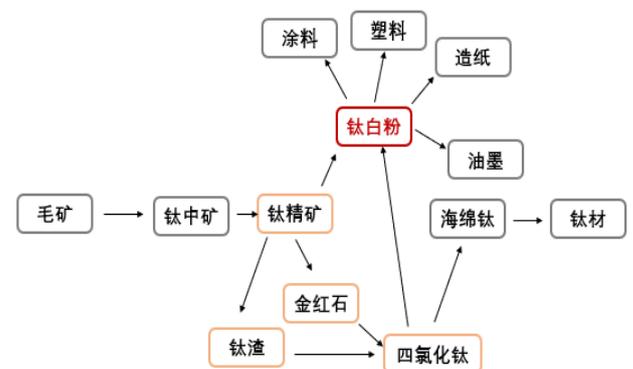
供应链上下游延伸策略，表现在“多多”电商平台较高的纵向延伸和横向拓展性。以涂多多为例：2016 年，涂多多商品品类较为单一，钛白粉占涂多多收入 89%；短短 2 年间，涂多多沿着钛白粉产业链向上延伸，拓展了四氯化钛、钛精矿、金红石、钛渣等上游原料。2018 年，钛白粉占涂多多收入的比重降为 28%，钛白粉上游原料占比达到 22%。横向角度，涂多多的子平台“醇多多”迅速发力，乙二醇、甲醇、二甘醇等醇类商品交易额显著提升，仅乙二醇单个产品就占了涂多多 36% 的销售额。2016-2018 年，乙二醇的交易量扩大了 100 倍。可见，公司沿着产业链纵向拓展和横向拓展的能力极佳，在防范单品价格波动的同时，也增强了公司和产业链的联系。

图 8：涂多多的商品品类销售额(亿元)



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 9：钛产业链全景图



数据来源：招股书，东方证券研究所

商业信息服务业务：公司主要通过国联资源网为各行业客户提供基于互联网的线上线下服务，收入来自会员费和服务费。国联资源网主要为各行业中小企业注册会员提供基于线上线下结合、PC 移动结合的供求商机撮合、交易资讯、渠道拓展服务，行业已覆盖机械、冶金、电力、煤炭、石油、

化工、交通、轻纺、文化、环保等各大行业领域的 100 多个垂直细分行业，为客户提供网站服务、会展服务、资讯服务、传媒服务和招标采购信息服务五大服务。商业信息服务业务主要通过收取会员费和服务费实现收入盈利，收费会员包括营销通会员、行业理事会会员和阳光采购网会员。目前，国联资源网已拥有 200 万注册会员企业、20 万活跃会员企业、1000 万黄页数据库和 5000 万招投标信息资源，是公司重要的用户引流来源和门户网站。

图 10：公司的国联资源网首页



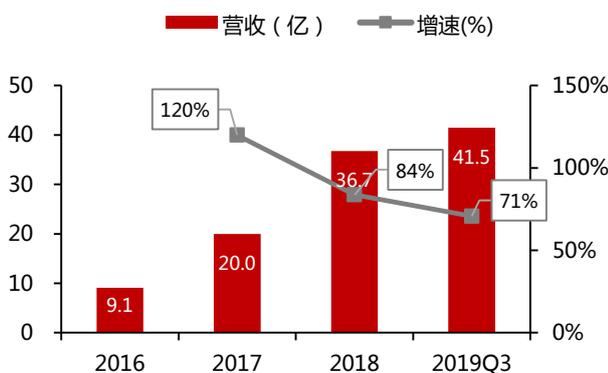
数据来源：国联资源网，东方证券研究所

互联网技术服务：公司通过国联全网、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；通过小资鸟帮助传统品牌企业运营其在天猫、京东的网上店铺。

1.2 财务分析：收入利润高增长，费率较低，经营现金流转正

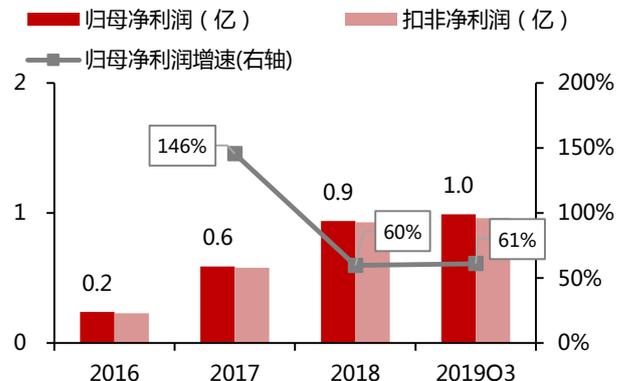
自 2016 年以来，公司营收和净利润实现高速增长。2016-2019Q3，公司主营业务收入分别为 9.1 亿、20 亿、36.7 亿、41.5 亿元，同比增速 120%、84%及 71%；归母净利润 0.24 亿、0.59 亿、0.94 亿和 0.99 亿，同比增长 146%、60%和 61%，营收和利润均保持较高增速。

图 7：营收规模和增速



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 8：归母净利润和扣非净利润

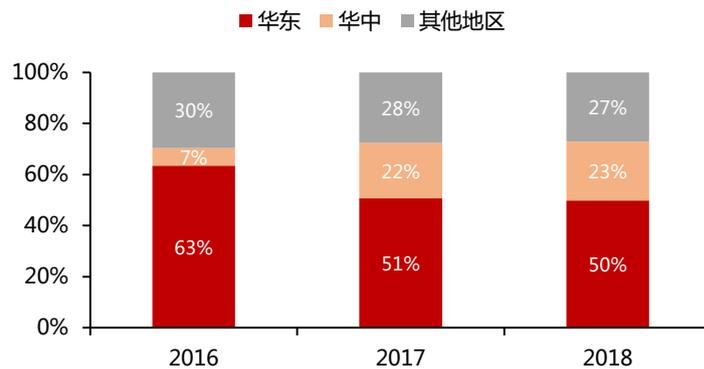


数据来源：招股书，东方证券研究所

公司营收主要来源于网上商品交易业务，占比超过 95%。2016-2018，网上交易业务占营收的比重由 86% 提升至 96%，成为公司营收的主要构成。网上交易业务的构成中，16-18 年，涂多多收入占比为 88%、59% 和 70%，是公司目前收入最高的电商平台。

公司营收呈现区域集中性，主要来自华东和华中地区的销售收入。16-18 年，华东地区销售收入占比为 63%、51% 和 50%；华中地区收入占比为 7%、22%、23%；其他区域收入贡献较少。长期来看，在全国范围内，公司业务仍然具备较大发展空间。

图 11：公司销售收入的地区分布



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

公司毛利率略微下降，主要由于网上商品交易业务收入占比提升，属于正常现象。16-18 年，公司的综合毛利率由 13.3% 降为 8.3%，呈略微下降趋势，主要由于毛利率较低的网上商品交易业务在营业收入占比提高(由 86% 提高到 96%)。从业务层面来看，16-18 年，网上商品交易业务的毛利率由 3.64% 提升到 5.58%，盈利能力持续提升；商业信息服务和互联网技术服务由于业务属性，毛利率水平较高。

公司期间费用率持续下降，控费能力和规模效应显著。2016-2019Q3，公司期间费用率持续下降，由 9.9% 降低至 3.3%，其中，销售费率由 6.2% 降低至 2.3%，管理费率(含研发)由 3.6% 降低至 0.9%，财务费率水平一直稳定在较低水平，只有 0.2% 左右。公司费率持续下降，一方面由于公司主营业务之间存在协同作用，以国联资源网为基础，有效实现用户引流，节省了运营和推广资源；另一方面，公司的多多平台业务逐渐成熟，规模效应逐步体现。

图 12：公司的毛利率情况

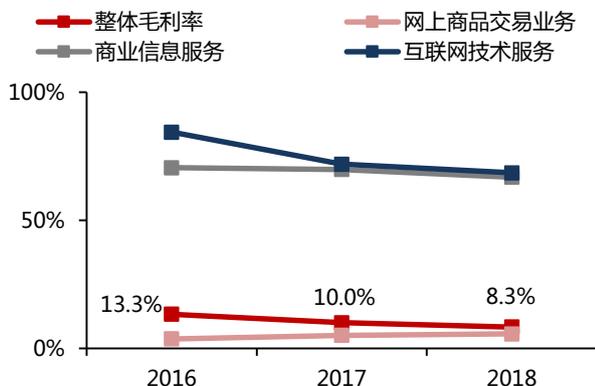
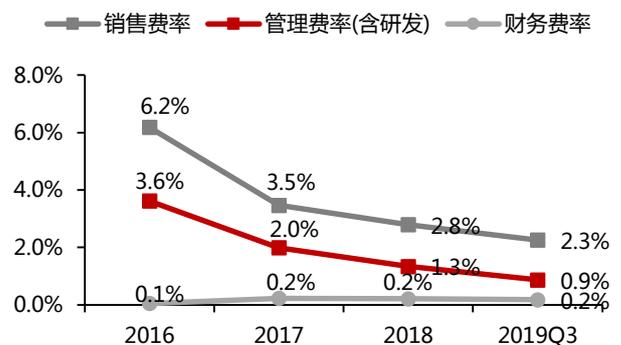


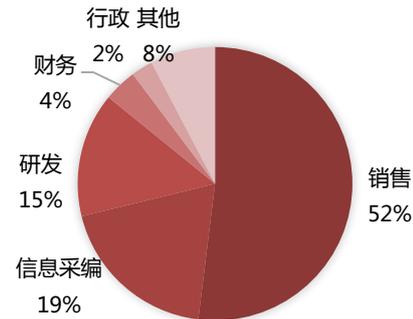
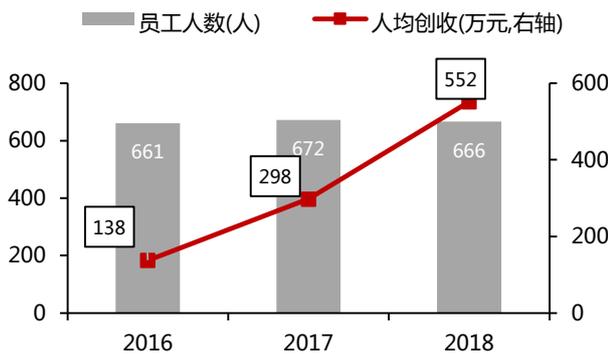
图 13：公司的期间费用率



数据来源：招股书，东方证券研究所

数据来源：招股书，东方证券研究所

公司员工数量基本稳定，人均创收持续增长，呈现规模效应和平台优势。16-18 年，公司员工数量基本稳定，分别为 661 人、672 人和 666 人。其中，销售人员占比 52%，信息采编人员占比 19%，研发人员占比 15%。公司人均创收持续增长，由 2016 年的 138 万元/人增长至 552 万元/人，和公司较为稳定的员工数量形成对比，是公司具备平台优势和销售规模效应的体现。

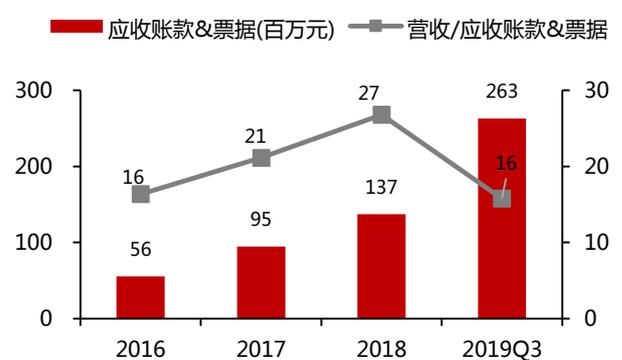
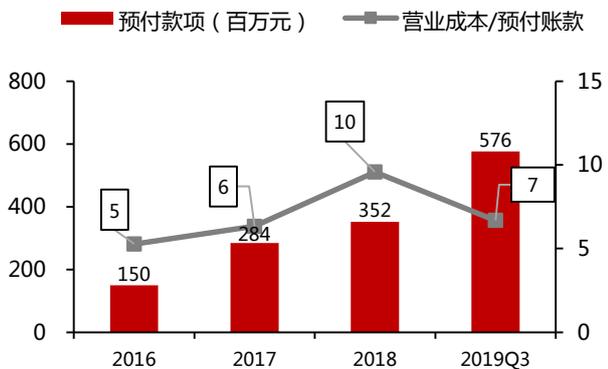
图 14：公司员工数量基本稳定，人均创收持续增长
图 15：公司员工构成(截至 2018 年底)


数据来源：招股书，东方证券研究所

数据来源：招股书，东方证券研究所

2016-2018 年，预付账款和应收账款&票据周转率提高，上下游占款持续改善。2016-2018 年，公司的预付账款和应收账款持续增长的同时，营业成本/预付账款、营收/应收账款的比值持续提高，表明公司业务体量增长的同时，来自上下游的占款情况相对减弱，是公司作为国内领先的 B2B 平台，影响力和上下游议价能力提升的表现。

2019 三季度末，营业成本/预付账款、营业收入/应收账款&票据的比值出现下滑。预付账款增多，和公司为保障多多平台“双十一”提前锁定货源有关。应收账款的增加和季节性因素有关，2019Q3 的应收账款相比 2018Q3 的应收账款同比下降了 23.42%。因此，我们预计 2019 全年的预付款和应收款指标有望较 Q3 更加改善。

图 16：预付账款周转率提升
图 17：应收账款和票据的周转率提升


数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

2016-2018 年，预收账款稳步增长，占营收的比重逐渐减少；应付账款和票据在 2018 年激增。2016-2018 年，公司的预收账款持续增长，主要由于网上商品交易业务规模持续增长。预收账款占

营收的比重逐渐减少，表明对下游客户的占款比重减少，有助于销售收入的增长。应付账款在 2018 年激增，占营业成本的比重也在 2018 年明显提升，和多多电商平台规模提升，采用了上游供应商的信用政策有关。

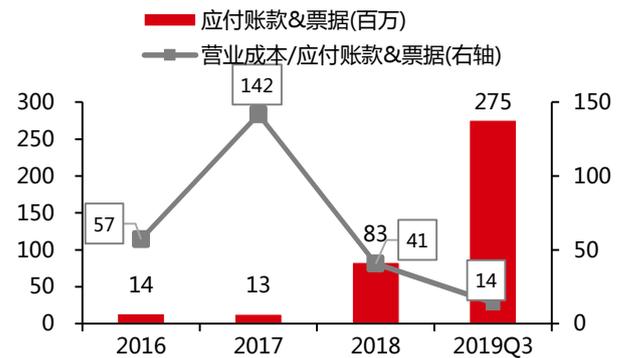
2019 三季度末，营收/预收、营业成本/应付均出现下滑，表现为公司对上下游的占款增加。其中，应付票据在第三季度增加 2.2 亿元（2019H1 应付票据为 0）。

图 18：预收账款逐渐增加



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

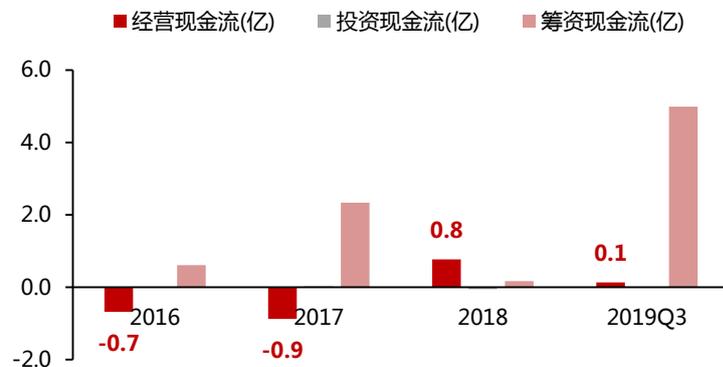
图 19：应付账款和票据持续增长



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

经营性净现金流在 2018 年实现转正，未来有望进一步改善。2018 年，公司经营性净现金流为 0.8 亿元，较去年同期优化 1.7 亿，实现 2016 年以来首次转正。截至 2019 前三季度，经营现金流仍然维持为正。随着多多电商持续发展，平台影响力不断扩大，公司与供应商合作关系不断增强，再加上采取核心供应商策略，公司总体议价能力和上游信用不断提升。未来，随着多多平台的第三方电商交易业务的开展，在当前盈利模式基础上，公司可以通过增加第三方电商交易服务费等盈利模式，有望进一步改善经营性现金流。

图 20：公司现金流情况(亿元)



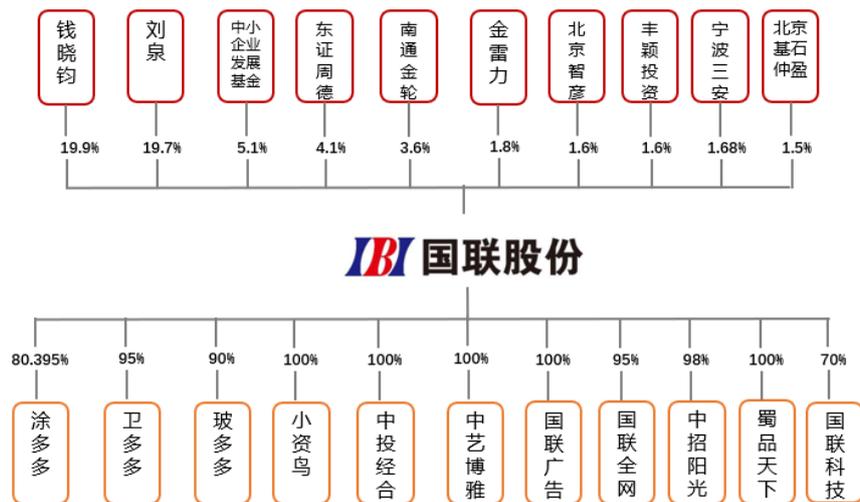
数据来源：招股书，东方证券研究所

2019 年前三季度，公司筹资现金流为 4.99 亿，明显高于过去三年，主要由于公司首次公开发行股票收到募集资金所致。

1.3 股权结构稳定，重视员工激励

公司股权结构稳定，重视员工激励。自公司设立以来，刘泉、钱晓钧分别担任公司的董事长和总经理。刘泉、钱晓钧持股比例分别为 19.70%、19.91%，合计持有公司 39.6%股权，二人系公司的控股股东及实际控制人。除实际控制人之外，公司的自然人股东中，涉及核心骨干 59 人。公司拥有三个员工持股平台，分别为安泰盛投、国锦盛世和宏联科创，是 2011 年 12 月公司第一次增资时设立，合计间接持有公司 3.77%股权，涉及国联资源网各部门、涂多多、卫多多和玻多多等骨干员工近百余人。

图 21：公司股权结构



数据来源：招股书，东方证券研究所

二. 行业分析：产业互联网兴起，市场规律和政策引导共同驱动

2.1 产业互联网是数字化向产业端的延伸，发展目标是实现产业赋能和产业升级

公司从事 B2B 电商业务，属于产业互联网行业，建立在互联网红利向 B 端转移的时代背景下。

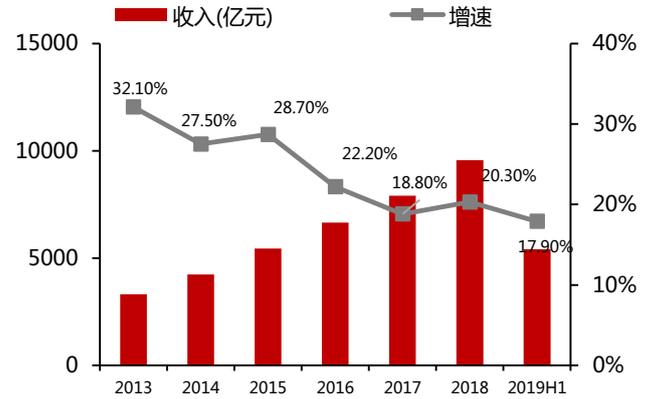
国内互联网人口红利弱化，基于流量的增长趋缓，需要新的增长载体——产业互联网。过去二十多年，国内互联网行业经历了从门户网站、搜索引擎、社交网络，到移动应用、消费电商、移动支付、游戏直播、短视频平台的快速发展。围绕消费领域的购物、社交、娱乐、教育等需求，国内互联网行业已建立起庞大的流量分发网络和生态应用体系，深刻改变了民众的生活和消费习惯。随着互联网人口红利逐渐减弱，基于流量的增长已经放缓，互联网行业需要找到一片承载自身持续增长的新蓝海，产业互联网应运而生。

图 22：中国网民数量和上网时长增长趋缓



数据来源：中国互联网信息中心，东方证券研究所

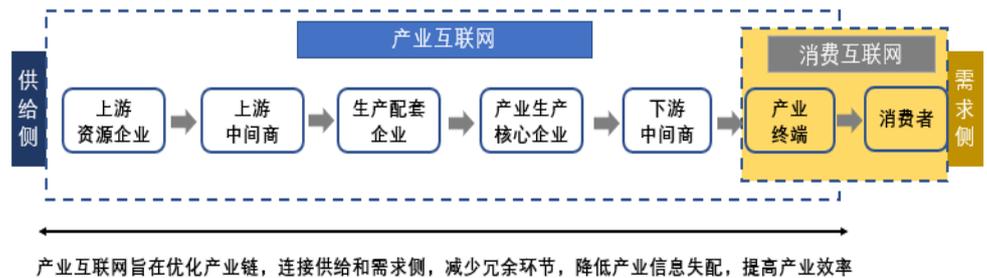
图 23：中国规模以上互联网及相关服务企业收入增速放缓



数据来源：中国工信部，东方证券研究所

产业互联网是数字经济时代各个产业的数字基础设施，其核心价值在于产业链环节的降本增效。产业互联网由产业中的核心企业牵头建设，以信息共享的方式提供给产业生态中的从业者使用。借助互联网信息技术，进行产业链资源的整合和价值链的优化，降低整个产业链的运营成本，提高产业运营质量和效率，创建新的产业生态，为客户创造更好的体验和社会价值。

图 24：产业互联网解决旨在提高产业效率



数据来源：2019 产业互联网白皮书，东方证券研究所

B2B 电商平台是产业互联网的重要切入点，沿着“资讯平台-交易平台-产业链集成服务-产业互联互通平台”的发展路径，实现产业服务到产业赋能的进化。B2B 电商发展初期，以资讯平台为主，积累产业信息并加深对产业的认知。之后，由资讯服务进入到产业交易环节，实现上下游信息流和资金流的整合融通，实现交易闭环，同时积累产业用户交易行为数据。交易环节打通之后，针对产业链的痛点，进行资源整合和优化，衍生出仓储、物流、供应链金融服务，这样一方面提升产业链服务的价值量，另一方面可以进一步增强客户粘性，提高壁垒。最终，建立在对产业链各环节深度认知和数据积累的基础上，深度赋能产业链各个环节，优化产业链，推动产业升级。

图 25：产业电商平台发展路径



数据来源：产业互联网发展路径分析(2019)，东方证券研究所

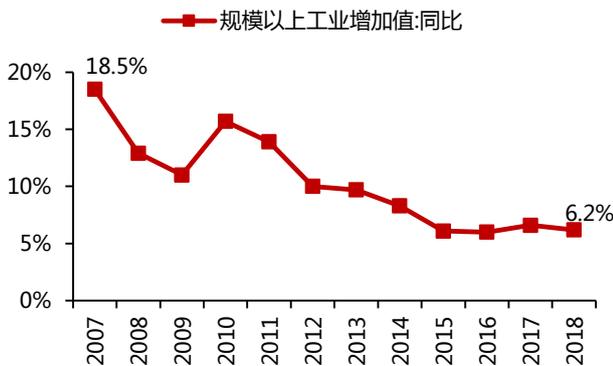
市场规律构成的客观基础，以及国家层面的政策引导，共同驱动中国产业互联网行业的发展。

市场规律：B2B 电商兴起于产业阵痛期，动力源于供给侧利润承压和 需求侧数字化延伸

从供给侧角度，国内工业企业利润空间被挤压，亟待数字化转型。近年来，国内工业增速持续放缓，规模以上工业企业增加值的增速由 2007 年的 18.5% 降低至 2018 年的 6.2%。2019 年 1-8 月，全国规模以上工业企业利润总额为 40163.5 亿元，同比下降 1.7%。从利润率角度，规模以上工业企业税前利润率持续下降，从 2001 年的 18.4% 降低至 15.0%。

据国家工业信息安全发展研究中心的研究结果，在传统经济框架下，工业企业受到生产成本攀升、产品与服务质量管控差、交付能力不足、创新能力不强等因素的制约，导致利润空间被挤压。国内工业产业链亟待数字化转型，以提升生产、物流、交易等环节的效率。

图 26：国内规模以上工业企业增加值增速持续放缓



数据来源：wind，国家统计局，东方证券研究所

图 27：国内规模以上工业企业税前利润率持续降低



数据来源：wind，国家统计局，东方证券研究所

在产业阵痛期，产业对于缩短交易中间环节的需求旺盛，是相关行业电商平台兴起的客观条件。以钢铁产业和钛白粉产业为例，随着国内房地产新增投资放缓，钢铁和建筑涂料的需求侧减弱，供给侧产能过剩导致钢铁价格和钛白粉在 2012 年-2015 年经历了价格腰斩式的下滑。2015 年以来，随着政策性去产能的推进，钢铁和钛白粉价格在 16-18 年实现回升。在冶炼和化工行业的阵痛期，中游利润被挤压，对于减少交易中间环节的需求，催生了相关产业电商的诞生。2012 年，钢铁行业电商龙头企业—上海钢联上市，于 2013 年底推出钢铁撮合交易经纪服务，并于 2014 年 5 月推出钢铁线上寄售服务。2014 年，国联股份成立涂多多电商平台，其自营电商最初以钛白粉为主，拓展到钛白粉产业上游以及醇类等多个品类。

图 28：粗钢产量和钢铁综合价格指数变化



数据来源：wind，东方证券研究所

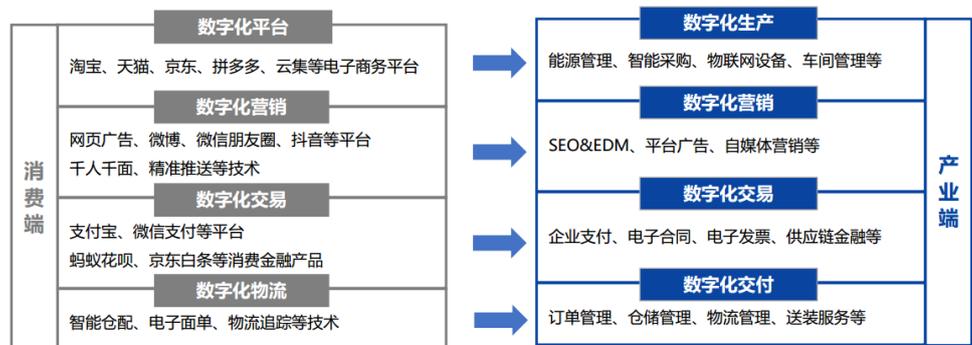
图 29：国内钛白粉现货价格变化



数据来源：wind，东方证券研究所

从需求侧角度，消费端数字化的深入发展，带动产业端数字转型。随着消费互联网进入成熟阶段以及持续的消费升级，需求侧的发展正在不断推动产业供给侧的改革，促进了产业互联网的发展。一方面，产业互联网连接产业上下游资源，进行信息打通，形成产业大数据，从而指导供需匹配；通过对传统产业链进行整合优化、尽可能减少不增值环节，建立新模式下的产业价值网络连接。另一方面，以共享经济模式汇聚产业服务资源，对产业链上下游企业进行技术、金融等赋能，带动产业链整体转型升级。

图 30：数字化由消费端向产业端延伸



数据来源：2019 产业互联网发展报告，东方证券研究所

政策引导：“互联网+”电子商务相关政策利好 B2B 电商

产业互联网的发展，有利于传统行业升级，也为经济带来新的增长点，得到国家层面的高度重视。2015 年 3 月 5 日，政府工作报告中首次提出“互联网+”行动计划，指出：制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。

根据“互联网+”行动计划指导意见要求，国家积极布局“互联网+”电子商务，针对电子商务提出了以下意见：

- 1) **积极发展农村电子商务。**开展电子商务进农村综合示范，支持新型农业经营主体和农产品、农资批发市场对接电商平台，积极发展以销定产模式。完善农村电子商务配送及综合服务网络，着力解决农副产品标准化、物流标准化、冷链仓储建设等关键问题，发展农产品个性化定制服务。开展生鲜农产品和农业生产资料电子商务试点，促进农业大宗商品电子商务发展。
- 2) **大力发展行业电子商务。**鼓励能源、化工、钢铁、电子、轻纺、医药等行业企业，积极利用电子商务平台优化采购、分销体系，提升企业经营效率。推动各类专业市场线上转型，引导传统商贸流通企业与电子商务企业整合资源，积极向供应链协同平台转型。鼓励生产制造企业面向个性化、定制化消费需求深化电子商务应用，支持设备制造企业利用电子商务平台开展融资租赁服务，鼓励中小微企业扩大电子商务应用。按照市场化、专业化方向，大力推广电子招标投标。
- 3) **推动电子商务应用创新。**鼓励企业利用电子商务平台数据资源，提升企业精准营销能力，激发市场消费需求。建立电子商务产品质量追溯机制，建设电子商务售后服务质量检测云平台，完善互联网质量信息公共服务体系，解决消费者维权难、退货难、产品责任追溯难等问题。加强互联网食品药品市场监测监管体系建设，积极探索处方药电子商务销售和监管模式创新。鼓励企业利用移动社交、新媒体等新渠道，发展社交电商、“粉丝”经济等网络营销新模式。
- 4) **加强电子商务国际合作。**鼓励各类跨境电子商务服务商发展，完善跨境物流体系，拓展全球经贸合作。推进跨境电子商务通关、检验检疫、结汇等关键环节单一窗口综合服务体系。创新跨境权益保障机制，利用合格评定手段，推进国际互认。创新跨境电子商务管理，促进信息网络畅通、跨境物流便捷、支付及结汇无障碍、税收规范便利、市场及贸易规则互认互通。

自“十三五”以来，国务院、发改委、工信部、商务部等部门相继发布多个政策，从“互联网+”、供应链创新、商贸流通创新、中小企业发展等角度，为产业互联网发展构建了良好的政策环境。

表 3：我国产业互联网相关政策

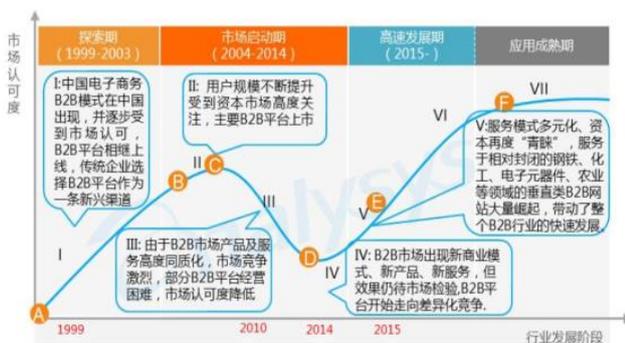
序号	时间	部门	政策文件
1	2015 年 7 月	国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》
2	2016 年 6 月	国务院	《关于深化制造业与“互联网+”融合发展的指导意见》
3	2016 年 10 月	商务部、国家发展改革委等	《电子商务十三五规划》
4	2016 年 10 月	工信部	《信息化和工业化融合发展规划（2016-2020 年）》

5	2017年9月	工信部	《工业电子商务发展三年行动计划》
6	2017年10月	国务院	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》
7	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》
8	2019年2月	商务部、工信部、财政部、证监会	《关于推进商品交易市场发展平台经济的指导意见》
9	2019年8月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见》

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

在市场客观需求和政策利好的双重驱动下，国内 B2B 电子商务市场快速发展。国内 B2B 电子商务市场交易规模持续增长，2012 年规模为 6.25 万亿元，2018 年已达 22.5 万亿元，12-18 年的复合增速为 23.80%。目前，B2B 电商已深入到多个行业的产业链，包括钢铁、煤炭、工业品、物流、化工、涂料、玻璃、卫生用品、电子元器件等领域。根据中国电子商务协会的预测，到 2020 年，我国 B2B 电商市场的交易规模将达到 31.50 万亿元。

图 31：中国 B2B 电子商务发展阶段



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 32：国内 B2B 电商交易规模和增速



数据来源：电子商务研究中心，东方证券研究所

总结来看，过去的几年，国内 B2B 电商平台已初步实现从资讯平台到交易平台的升级。

国内 B2B 电商行业的发展历史可划分为三个时期：探索期、启动期和爆发期。

1) 探索期（1995-2003 年）

阶段特点：企业通过互联网获取低成本、高时效的商机信息需求强烈，市场需求处于挖掘中
标志事件：1995 年，马云创办国内首个商业信息网站“中国黄页”；1999 年，阿里巴巴成立，标志着中国 B2B 电子商务正式开端。期间，大量 B2B 平台相继成立，包括中国制造网、中国网库、中国化工网等；

2) 启动期(2004-2014 年)

阶段特点：中国 B2B 1.0 模式达到顶峰，B2B 2.0 初步开启。企业开始大规模使用 B2B 平台的各项产品与服务；B2B 商业信息服务同质化竞争加剧，盈利模式单一，平台会员付费效果

下降；2009年-2011年的国际金融危机，放大了B2B 1.0模式的弊端，促使新的运营模式开始产生，比如钢银电商推出钢材寄售电商业务。以在线交易、数据服务、物流服务等为主的B2B2.0电子商务新时代开启。

标志事件：慧聪集团、环球资源网、国联资源等传统纸媒企业转型互联网B2B平台；敦煌网、马可波罗等创新的B2B综合电商平台成立；2011年，国联股份A股上市，是国内首个B2B垂直平台；阿里巴巴、慧聪集团等B2B平台相继上市。

3) 爆发期(2015年至今)

阶段特点：垂直交易类B2B电子商务平台的快速崛起。垂直型的B2B平台具备较强的纵深服务能力，更加深入产业链上下游，满足企业多样化需求，为B2B电子商务市场带来新动力。

标志事件：2014年科通芯城在港交所挂牌，2016年找钢网获得11亿元E轮融资，2016年上海钢联投营业收入进入中国500强。以交易为核心的B2B电子商务垂直市场快速发展，涉及钢铁、化工、电子元器件、农业、建材等领域。

对于未来趋势的判断，按照上文提出的“资讯平台—交易平台—产业链集成服务—产业互联互通平台”发展路径分析，未来国内B2B电商发展将具体呈现如下的发展趋势：

1) 垂直产业链平台快速发展（对应于图17的“交易+服务”阶段）

即深挖产业链价值，通过产业服务加深客户粘性。垂直产业链平台相比于综合类平台具有更加专业和专注的特点，能专注于某个细分行业进行深入拓展，在产业链的上下游不断延伸下功夫，降低行业供应链的成本，提升产品和服务的质量。借助于互联网的高效率以及用户对行业产业链的深度需求，垂直产业链平台将得到更加快速的发展。

2) 向供应链管理深化服务（对应于图17中的“产业链集成服务”阶段）

即整合产业资源，高效管理供应链，实现产业赋能。未来B2B平台将更快速向供应链深度服务延伸，通过在线交易切入，将信息流、订单流、物流、资金流通过B2B平台整合实现；并以此为基础从在线交易延伸扩展到上下游用户的生产采购、物流仓储、支付结算、营销推广、信息化建设等供应链管理的不同层面，B2B平台同时将成为高效的供应链管理服务体系。

3) 技术驱动向工业互联网演进（对应于图17的“产业互联互通平台”阶段）

这是产业互联网发展的终极阶段，即以数据打通产业链上下游各个环节，实现资源高效利用，推动产业升级。随着垂直产业链平台的快速发展，和供应链管理的不断深化，特别是移动互联网、大数据、云计算、物联网、人工智能等新技术的不断发展和应用，未来二十年将成为产业互联网爆发的黄金时代。产业互联网不仅把企业和企业、把产业的上下游连接起来，更重要的是能够通过订单驱动连接企业内部的生产运营数据，将智能制造、数字工厂进行共构连接。因此，未来B2B平台将依托技术驱动，向工业互联网全面演进。工业互联网是行业发展的长远趋势，是基于垂直产业链平台快速发展和供应链管理不断深化后的发展方向，目前尚未形成规模，未来发展空间潜力巨大。

2.2 行业格局：整体格局“一超多强”，细分领域龙头突出

目前，国内 B2B 电子商务市场总体发展比较稳定，总体呈“一超多强”的格局。阿里巴巴作为 B2B 行业内的领军者，已经建成了全球贸易生态圈，处于 B2B 市场第一的位置，慧聪集团、上海钢联、生意宝、焦点科技、国联股份等多个 B2B 竞争者多头并立。

细分领域龙头突出：各企业在各自核心行业领域均具有较强的市场地位。慧聪集团在内贸服务领域和广电、工程机械、IT 行业，上海钢联在钢铁行业，生意宝在化工行业，焦点科技在外贸服务领域，国联股份在内贸服务领域和涂料化工、玻璃、卫生用品、工业机器人、新能源汽车、环保等行业具有领先优势。

表 4：B2B 商业服务领域的上市公司经营模式和侧重领域不同

项目	国联股份	焦点科技	生意宝	上海钢联
主要服务行业	多多平台服务于涂料化工、卫生用品、玻璃等行业的上下游企业；国联资源网服务于各行业中小企业	各行业中小企业	化工、纺织等行业中小企业	钢铁及钢铁相关上下游行业
提供主要服务	提供涂料化工、卫生用品、玻璃产业链电子商务交易和 SaaS 服务；以及网络信息推广、会展、广告、技术服务	外贸 B2B 电商平台、内贸 B2B 电子商务、保险 B2B/B2C 电子商务服务	网络信息推广、广告发布服务；生意通电子商务服务；化工贸易服务、展会服务；	电子商务交易服务及增值服务、商业信息服务
销售推广模式	线上销售、电话销售、QQ、微信销售、直销、举办线下会展活动等	电话销售、上门直销、代理商销售	走访，电话销售，通过生意宝相关网站提供的增值服务，会展活动等	以钢银电商为平台，线上提供钢铁交易服务以及仓储、物流和加工等线下服务，电话销售，会展活动等
盈利模式	通过自营销售获取商品交易收入；网站信息收取会员费，线下活动服务费	向注册收费会员收取会员费、增值服务费用及认证供应商服务费用	会员增值服务费、广告服务费；大宗商品的数据资讯费；化工贸易服务费	以钢银电商为平台，提供撮合交易、寄售交易和供应链服务，获得交易收入；基于钢铁等大宗商品提供数据资讯服务，收取数据资讯费用；

数据来源：招股书，东方证券研究所

B2B 电商平台行业具有较高的进入壁垒，主要体现在三个方面：

1) 规模壁垒：马太效应显著，平台规模和用户粘性形成正循环，这点和 C 端电商平台类似

无论是 B2B 还是 B2C 的电子商务平台，连接的两端都是买家和卖家。较多的卖家，赋予了买家更多的选择权，而较多的买家也吸引较多的卖家入驻。在卖家和买家数量积累到一定程度时，用户的粘性本身也在增强。新进入者需要重新吸引较多的商家和客户，短期内需要的资金投入、团队建设、市场推广都比较高，形成较强的壁垒。只有少数巨头，才能通过注入巨额资金打入电商市场。国内只有天猫、京东、拼多多等少数巨头活跃于 C 端电商领域，这和规模巨大的用户基数背后所需要的巨额资金投入是有关的。

2) 专业壁垒：区别于 C 端电商，B2B 电商业务专业性高，需要深厚的专业积累和口碑背书

B2B 电商对接于 B 端客户的需求，业务属性具有较高的专业性。以涂多多电商为例，平台需要对钛白粉等产品的供应商进行严格审核，以确保货物质量。工业原料品质对制造业客户至关重要，较大的采购量也加大了客户对于质量的敏感度。处于防范生产风险的考量，工业客户在选择货源时的慎重程度明显高于 C 端消费客户，对于电商平台的专业性极为看重。在细分专业领域深厚的积累、专业的人才储备以及多年的良好口碑，构成了 B2B 电商，特别是工业领域的 B2B 电商较高的壁垒。

3) 关系壁垒：B 端客户，特别工业生产领域的客户，处于防范生产风险的考量，往往形成了长期稳固的供应链关系，短时间内难以攻破

由于单次采购量较大，涉及金额较高，而且货物品质对于生产环节极为重要。因此，工业领域的客户对于采购环节把控较为严格。工业品的供应链环节往往形成长期而稳固的合作关系，这种稳固的关系建立在信用基础之上，一方面构成了 B2B 电商平台开拓新市场面临的挑战，另一方面也成为 B2B 电商巩固现有客户关系的强有力的维系。通俗来讲就是，小的平台、新的平台，对于工业端客户的吸引力较弱。

从现有的 B2B 电商来看，上海钢联在 2000 年就通过“我的钢铁网”开始钢铁资讯服务，在 2014 年开展钢铁寄售服务前，已经积累了 10 年的行业信息服务的经验和数据，行业口碑和客户认知也已有了良好的铺垫，成为开展钢铁 B2B 电商业务的前提。国联股份在开展“多多”电商交易业务前，通过国联资源网进行了长达 10 年的行业信息和用户积累。

总体来看，B2B 电商的新进入者，需要大量的资源投入以争取较多的用户，也要满足 B 端客户专业而严苛的需求，还要打入长期稳固的产业关系中，面临的壁垒较高。

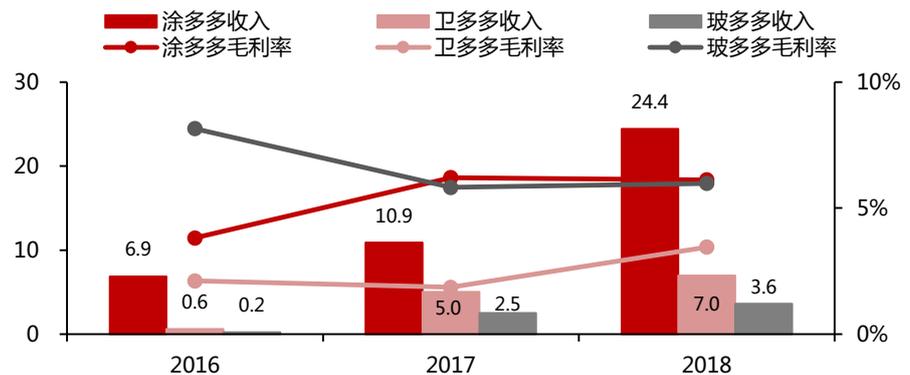
三. 未来增长可期：“一体两翼”协同发挥，做深做宽电商平台

3.1 公司前景广阔：分行业渗透率低，竞争实力强劲

公司电商平台收入在过去三年高速增长，但分行业渗透率低，客观上赋予了公司广阔的发展空间。

电商收入高速增长的同时，毛利率较为稳定。2016年-2018年，公司电商平台的交易收入由7.81亿元提升至35.12亿元，复合增速112%。其中，涂多多电商平台交易收入由6.87亿元提升至24.41亿元，复合增速88%；卫多多平台交易收入由0.62亿元提升至6.97亿元，复合增速236%；玻多多平台交易收入由0.23亿元提升至3.61亿元，复合增速294%。在收入实现高速增长的同时，涂多多和卫多多的毛利率稳中有升，玻多多毛利率基本稳定。

图 33：公司三大自营电商平台的收入(亿元)和毛利率情况



数据来源：招股书，东方证券研究所

细分领域的渗透率水平仍然较低，客观上发展空间较大。以涂多多为例，2018年涂多多收入贡献最大的两个品类是乙二醇和钛白粉，分别占涂多多平台收入的36%和28%。我们根据产量粗略估计公司业务的渗透率，2018年，公司钛白粉业务销量渗透率为1.73%，乙二醇渗透率为2.08%。卫多多和玻多多销售的主要产品占当期国内产量的比重也比较低。

表 5：2018 年，公司电商平台主要产品的渗透率统计

产品	电商业务收入占比	平台	公司销量	全国产量	渗透率
乙二醇	26.3%	涂多多	143201 吨	689 万吨	2.1%
钛白粉	20.4%	涂多多	51121 吨	295 万吨	1.7%
原纸	18.3%	卫多多	88,001 吨	430 万吨	2.0%
纯碱	5.4%	玻多多	115700 吨	2611 万吨	0.4%
合计	70.4%				

数据来源：招股书，wind，国家统计局，东方证券研究所

公司具备强劲的竞争实力，是未来发展的保障。公司核心优势总结如下：

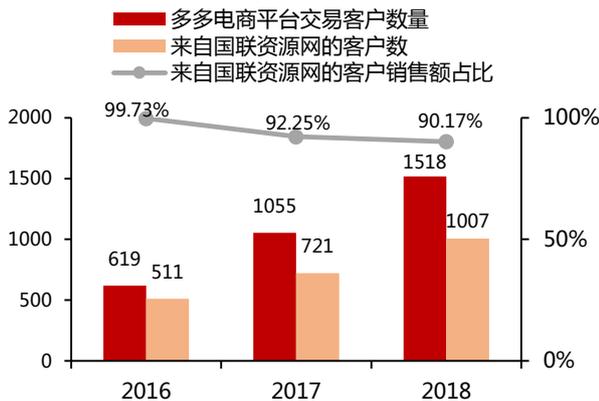
1) 国联资源网长期积累的客户基础，成为“多多”电商平台迅速发展的保障，“多多”电商呈现出“新平台+老客户”的发展模式

“新平台+老客户”模式：三大“多多”平台在成立后的 2-3 年间，业务体量和用户数量迅速提升，呈现出“新平台+老客户”的模式。电商平台的主要交易客户，是建立在国联资源网 10 余年积累的用户基础之上的，并非由毫无联系的陌生商户拓展而来。

根据前文对行业壁垒的分析，B2B 电商在工业领域的客户群体，对于平台的专业性要求较高，处于防范生产风险的考虑，短期内难以迅速建立信任关系。因此，对于“新”平台的发展，“老”客户基础成为关键性的发展因素。

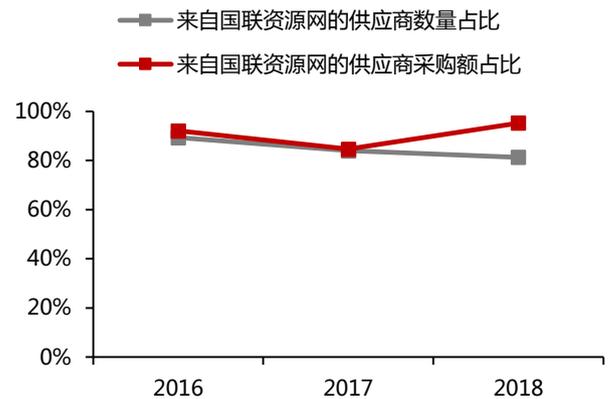
国联资源网 10 余年积累的用户群体，成为“多多”平台迅速发展的客户基础。目前，超过 90% 的电商交易用户直接来自于国联资源网会员用户的转化。截至 2018 年，行业分网会员用户的转化率只有不到 3%，公司的“多多”电商平台未来拓展客户的空间仍然很大。

图 34：自营电商平台客户主要来自于国联资源网会员



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 35：自营电商平台供应商主要来自于国联资源网会员



数据来源：招股书，东方证券研究所

2) 人才优势：主管人员经验积累深厚，具备较强的专业性，满足 B 端业务拓展的需求

公司的管理团队结构合理稳定，在公司 10 余年发展期间未发生过重大变更，主要管理人员在行业内均有 10 年以上的从业经历，在技术、管理、销售等方面均积累了大量经验。“多多”平台都是公司有深厚积累的优势行业团队发展而来。在采购过程中，电商平台对供应商资质进行严格审核，有效保障了货源的质量和供应商的可靠性，满足了 B 端工业用户对专业性的要求。

公司成立的员工持股平台，使得核心员工利益和公司利益深度绑定，而由行业分网团队发展为子公司性质的“多多”平台，也给予了员工晋升渠道和广阔的职业空间，有效地稳固了公司的人才资源。

3) 规模优势：公司客户群体已成规模，客户粘性增强

目前国联资源网已拥有 200 万注册会员企业、20 万活跃会员企业、1000 万黄页数据库和 5000 万招投标信息资源，成为较强影响力的信息服务平台，是公司重要的用户引流来源和门户网站。

三大大多电商也已成长为垂直行业领先的电商平台，用户数、用户停留时间、SKU、订单数量等各项指标均实现显著增长。

表 6：涂多多网站运营数据统计

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
独立用户(万)	15.19	17.68	30.82
月活跃用户(个)	1763	3318	6129
用户平均停留(秒)	310	358	548
自营 SKU (种)	636	980	1393
自营订单笔数	1686	3488	5125

数据来源：招股书，东方证券研究所

影响公司发展前景的潜在外部威胁，主要包括竞争对手、大宗商品价格波动、下游需求不景气，而这三种威胁的影响是有限的。

来自竞争对手的威胁较小：在细分行业领域，公司目前没有成气候的竞争对手，公司较低的业务渗透率不是由于竞争激烈导致的。上市公司中，涉及 B2B 电商业务的公司，除了国联之外，主要为阿里巴巴、慧聪集团、上海钢联、生意宝、焦点科技等公司，分别属于不同的细分领域。在公司电商平台主要交易的钛白粉、醇类、原纸、玻璃等领域，基本不构成直接的竞争关系。非上市的 B2B 电商平台普遍规模较小，也缺乏品牌背书和资金来源优势，整体来看，在国联已经具备规模化的客户群体和产业生态优势时，非上市 B2B 电商对公司的威胁极小。公司较低的业务渗透率，并非由于竞争力低，而是由于电商平台尚处于成长期，三大电商平台较高的增速以及稳中有增的毛利率也佐证了这一点。

来自大宗商品价格波动的威胁有限：公司交易的品种逐渐丰富，降低了单一品种价格波动的影响，同时，采取多种策略稳定盈利能力。

1) 多多平台在成立之初，产品主要以钛白粉和原纸等为主。之后，电商平台交易的品种沿着产业链向上游进行纵向拓展，例如涂多多由钛白粉拓展到四氯化钛、金红石、钛精矿等；也进行了横向的拓宽，例如涂多多的子平台“醇多多”推出了乙二醇、二甘醇、甲醇等品种。随着品类逐渐丰富，单一产品价格波动的影响权重逐渐降低，公司盈利的稳定性提升。

表 7：公司电商平台前 10 大交易品类收入和比重变化

交易品种	收入 (万元)			占整个自营电商业务收入比重		
	2018	2017	2016	2018	2017	2016
乙二醇	88,171.72	6,704.31	450.83	26.3%	3.8%	0.6%
钛白粉	68,419.43	79,264.80	60,830.64	20.4%	44.8%	85.1%
原纸	61,456.54	47,700.56	4,095.88	18.3%	27.0%	5.7%
纯碱	18,255.78	18,638.73	1,148.55	5.4%	10.5%	1.6%
四氯化钛	17,295.50	-	-	5.2%	-	-

金红石	16,335.27	3,369.08	-	4.9%	1.9%	-
玻璃	14,926.27	4,207.59	-	4.5%	2.4%	-
钛精矿	13,527.72	9,237.40	2,365.71	4.0%	5.2%	3.3%
二甘醇	8,621.76	1,391.60	7.45	2.6%	0.8%	0.0%
浆板	8,003.30	-	-	2.4%	-	-
合计				93.9%	96.4%	96.4%

数据来源：招股书，wind，国家统计局，东方证券研究所

2) 多多平台自营电商的交易周期较短，而商品在短期内价格涨跌幅度有限，对公司盈利能力影响有限。公司与主要客户和供应商建立了长期合作关系，基于上下游促进互动的模式价值，通过“核心供应商策略，供应链上下游延伸策略，预付款策略”，在价格上行时，能够保证来自于供应商的稳定供应和较优价格；在价格下行和价格稳定时，能够保证来自于客户的持续稳定的订单和供应商的更大支持，从而获得持续稳定的收益。因此，无论主营产品价格是上行、下行还是稳定，都不会影响公司的持续盈利能力。

下游需求不景气的风险被有效降低：公司电商业务的增长，受益于交易品类的增加和单个品类销售额的增长，可以有效降低整个需求端不景气的风险。假设整个需求端出现不景气的情况，导致大宗商品的总需求下滑，只能对单个客户在平台的交易量产生影响。公司可以通过增加新的交易品种，同时增加更多的客户数，对冲这种风险。由于公司交易量在各个细分行业的渗透率较低，交易用户来自行业分网的转化率仍然较低，公司的增长并不受制于单个客户交易量的影响，进而对下游需求不景气的风险具备较强的抗性。

3.2 未来增长点：深挖各产业链价值，孵化更多垂直电商平台

公司未来的增长点，可以总结为纵向深化、横向拓宽两个大的维度。

1. 纵向深化：深挖各产业链价值，提升单个电商平台的收入

公司未来通过三个途径提升单个平台的收入规模：

1) **国联资源网分网会员转为电商交易用户的比率有望提升。**公司电商平台的交易客户主要来自于国联资源网的会员转化，。2016-2018年，公司电商平台交易客户数实现快速增长，但转化率仍然较低。截至2018年，涂多多、卫多多、玻多多三个平台对应的行业分网（国联资源网）的会员转化率只有2.21%、0.78%和0.74%，仍有较大的提升空间。随着公司自营电商规模的逐渐增长，平台的规模效应加强，分网会员的转化率有望进一步提升。

同时，国联资源网行业分网的会员数量也在不断增长，使得电商平台用户的转化基数增长。

表 8：公司三大电商平台的交易用户数量增长，但分网会员转化率仍然较低

平台	项目	2016	2017	2018
涂多多	交易客户数	567	783	1109
	来自分网会员客户数	459	502	694

	国联资源网分网会员数量	26198	26955	31387
	分网会员转化率	1.75%	1.86%	2.21%
卫多多	交易客户数	10	142	207
	来自分网会员客户数	10	116	163
	国联资源网分网会员数量	16987	17694	20918
	分网会员转化率	0.06%	0.66%	0.78%
玻多多	交易客户数	42	130	202
	来自分网会员客户数	42	103	150
	国联资源网分网会员数量	17796	18680	20258
	分网会员转化率	0.24%	0.55%	0.74%

数据来源：招股书，wind，国家统计局，东方证券研究所

2) 向产业链上游拓展交易品种。以钛产业链为例，涂多多的主营产品是钛白粉。钛白粉主要原料为钛精矿、金红石和钛渣等，涂多多通过集合订单方式，采购攀西地区、新疆地区、越南、澳大利亚、印度等地出产的钛矿、钛渣和金红石等产品，向钛白粉生产商供应。通过对上下游不同品类的供应商和客户的转换，可以有效降低沟通和信任成本，从而降低销售风险。当主营产品价格上行时，供应商的上游原材料一般也都是处于供应紧张且价格上行态势，多多电商通过向供应商积极保障供应其原材料，使双方之间的合作关系更加紧密。

公司 2017 年新上线的产品主要有金红石和钛渣。金红石 2017、2018 年的交易量分别为 5474 吨和 29044 吨，实现 430% 的增长；钛渣在 2017、2018 年的交易量为 7243 吨和 15678 吨，实现了 116% 的增长。

随着公司在钛白粉、玻璃和原纸产业链拓展更多的上游材料产品，公司电商平台的交易量有望实现持续增长。

3) 加入产业链增值服务。公司通过交易平台业务，掌握了行业的交易数据，同时也深化了和产业链各个环节的联系。公司电商交易规模不断扩张，平台话语权持续提升。公司未来可以在交易数据的基础上，进行供应链金融相关服务，从在线交易延伸扩展到上下游用户的生产采购、物流仓储、支付结算、营销推广、信息化建设等供应链管理的不同层面，实现产业赋能，进一步增强用户粘性，提升公司壁垒。

2. 横向拓宽：孵化更多的垂直电商平台，电商业务横向拓展。涂多多、卫多多和玻多多，都是由公司行业分网运营团队孵化而来。除此之外，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相关的找机器人网、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 3.78 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 2.96 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 4.12 万个。公司通过国联资源网积累的丰富行业经验和广大客户群体是在新的垂直行业领域开展商品交易业务的基础。

2019 年 8 月，纸多多和肥多多成立，分别涉及造纸产业和肥料产业。未来，公司有望上线更多的垂直电商平台，实现电商自营业务的横向拓展。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的增长主要来自于网上商品交易业务(自营电商平台)。公司自 2015 年开始,由商业信息服务平台升级为电商交易平台。公司在 B2B 商业信息服务领域已深耕 20 多年,积累了较大规模的会员用户群体和丰富的产业信息。发挥“一体两翼”的业务协同优势,公司电商平台交易用户主要通过信息资源网站的会员转化而来。受益于电商交易用户数量和交易品种的增长,我们预计 19-21 年,公司网上商品交易业务的收入增速分别为 84.6%、72.7%和 60.8%。预计 19-21 年,商业信息服务业务的收入增速分别为-0.90%、-0.86%和 0.37%。预计 19-21 年,互联网服务业务的收入增速为 24.9%、11.9%和 12.4%。
- 2) 公司 19-21 年毛利率分别为 7.29%、6.71%和 6.42%。公司自营电商平台业务的毛利率较低,随着电商业务收入贡献的比重逐渐提升,公司的综合毛利率随之下降。由于自营电商业务的收入占比已经超过 95%,而且电商业务的毛利率略微提升,因此综合毛利率的下降幅度趋缓。
- 3) 公司 19-21 年销售费用率为 2.45%、2.38%和 2.41%,管理费用率为 0.58%、0.41%和 0.31%,研发费用率为 0.33%、0.26%和 0.21%。管理费率 and 研发费率的略微下降,是公司电商平台规模效应的体现,也和收入增长较快有关。另外,公司费率的历史水平就已经较低。
- 4) 公司 19-21 年的所得税率维持 25%

收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
网上商品交易业务					
销售收入(百万元)	1847.9	3511.6	6481.3	11191.9	17993.4
增长率	136.6%	90.0%	84.6%	72.7%	60.8%
毛利率	5.0%	5.6%	5.8%	5.8%	5.9%
商业信息服务					
销售收入(百万元)	119.4	112.8	111.9	111.0	111.3
增长率	5.96%	-5.46%	-0.90%	-0.86%	0.37%
毛利率	69.8%	66.8%	64.0%	60.8%	58.3%
互联网技术服务					
销售收入(百万元)	32.5	49.2	61.4	68.7	77.2
增长率	105.6%	51.2%	24.9%	11.9%	12.4%
毛利率	71.9%	68.5%	67.2%	65.1%	63.1%
合计	1,999.8	3,673.6	6654.6	11371.5	18181.9
增长率	119.9%	83.7%	81.2%	70.9%	59.9%
综合毛利率	9.97%	8.30%	7.29%	6.71%	6.42%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 19-21 年 EPS 分别为 1.12、1.79、2.66 元。结合公司业务，我们选取生意宝、上海钢联、焦点科技和怡亚通作为可比公司。公司电商平台优势显著，而且各细分领域发展空间广阔，作为 B2B 电商标的，具备一定的稀缺性。我们预测公司 21 年的净利润增速为 48%，高于可比公司 21 年净利润增速的平均水平（调整后平均）42%，参照可比公司 20 年的估值水平，我们给予公司 10% 的溢价，对应 2020 年 PE 为 44 倍，目标价为 78.76 元，首次给予买入评级。

可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2019/12/5	每股收益(元)				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
生意宝	002095	22.35	0.14	0.30	0.48	0.78	162.07	74.33	46.68	28.82
上海钢联	300226	78.79	0.76	1.36	2.13	3.03	103.67	58.11	37.02	26.02
焦点科技	002315	18.20	0.24	0.80	0.56	0.56	75.96	22.75	32.50	32.50
怡亚通	002183	4.09	0.09	0.07	0.09	0.09	43.37	54.97	43.19	43.19
	最大值						162.07	74.33	46.68	43.19
	最小值						43.37	22.75	32.50	26.02
	平均数						96.27	52.54	39.85	32.63
	调整后平均						89.82	56.54	40.10	30.66

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

1、 电商平台用户转化不及预期的风险

电商平台的交易用户主要来自于分网会员转化。若转化率不及预期，将对公司营收产生不利影响。

2、 新的交易品种拓展不及预期的风险

公司自营电商业务受益于新交易品种的拓展。若拓展进度不及预期，将对公司营收产生不利影响。

3、行业内竞争恶化风险

目前公司在 B2B 电商领域处于优势地位。若行业竞争加剧，公司的毛利率和市场份额会受到影响，对公司业绩增长带负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	184	279	822	910	1,455	营业收入	2,000	3,674	6,655	11,371	18,182
应收票据及应收账款	95	137	406	694	1,109	营业成本	1,800	3,369	6,169	10,608	17,015
预付账款	284	352	665	1,137	1,818	营业税金及附加	2	3	5	9	15
存货	20	27	56	101	170	营业费用	69	103	163	271	437
其他	6	9	13	19	27	管理费用及研发费用	40	49	61	75	93
流动资产合计	589	804	1,962	2,860	4,579	财务费用	5	8	3	4	22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	4	6	9
固定资产	23	23	22	22	21	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	0	(0)	0	0	0
无形资产	4	7	7	7	6	其他	0	0	0	0	0
其他	5	6	2	2	2	营业利润	83	142	249	398	590
非流动资产合计	32	36	32	30	29	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	621	840	1,994	2,890	4,608	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	114	140	140	249	819	利润总额	83	143	249	398	590
应付票据及应付账款	13	83	438	753	1,208	所得税	20	35	61	98	145
其他	139	153	277	449	696	净利润	62	108	188	300	446
流动负债合计	266	376	855	1,451	2,723	少数股东损益	3	14	30	48	71
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	59	94	158	252	374
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.42	0.67	1.12	1.79	2.66
其他	0	1	0	0	0						
非流动负债合计	0	1	0	0	0						
负债合计	266	377	855	1,451	2,723						
少数股东权益	13	27	57	105	176						
股本	106	106	141	141	141						
资本公积	138	138	591	591	591						
留存收益	99	193	351	603	978						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	356	464	1,139	1,440	1,885						
负债和股东权益总计	621	840	1,994	2,890	4,608						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	62	108	188	300	446
折旧摊销	2	3	2	2	2
财务费用	5	8	3	4	22
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	(318)	(37)	(140)	(330)	(481)
其它	161	(5)	7	6	9
经营活动现金流	(88)	77	61	(17)	(2)
资本支出	(2)	(5)	(1)	(1)	(1)
长期投资	7	(0)	(0)	0	0
其他	(2)	(0)	0	0	0
投资活动现金流	3	(5)	(1)	(1)	(1)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	154	0	488	0	0
其他	79	17	(3)	105	548
筹资活动现金流	233	17	485	105	548
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	148	90	544	87	545

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	119.9%	83.7%	81.1%	70.9%	59.9%
营业利润	185.0%	71.7%	75.5%	60.0%	48.3%
归属于母公司净利润	145.6%	59.8%	68.1%	60.0%	48.3%
获利能力					
毛利率	10.0%	8.3%	7.3%	6.7%	6.4%
净利率	2.9%	2.6%	2.4%	2.2%	2.1%
ROE	24.1%	24.1%	20.8%	20.9%	24.6%
ROIC	20.5%	21.1%	20.2%	20.4%	21.0%
偿债能力					
资产负债率	42.8%	44.8%	42.9%	50.2%	59.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.22	2.14	2.30	1.97	1.68
速动比率	2.14	2.07	2.23	1.90	1.62
营运能力					
应收账款周转率	72.1	87.2	80.8	72.7	70.9
存货周转率	150.6	141.4	149.1	135.7	125.6
总资产周转率	3.7	5.0	4.7	4.7	4.8
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.67	1.12	1.79	2.66
每股经营现金流	-0.83	0.73	0.43	-0.12	-0.01
每股净资产	2.44	3.10	7.69	9.48	12.14
估值比率					
市盈率	141.3	88.4	52.6	32.9	22.2
市净率	24.2	19.0	7.7	6.2	4.9
EV/EBITDA	91.5	53.4	32.0	20.2	13.3
EV/EBIT	93.5	54.5	32.3	20.3	13.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

