

国联股份(603613.SH)

国内B2B电子商务龙头，紧跟数字化浪潮高速增长

推荐（首次）

股价：64.66元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.ueiibi.com
大股东/持股	钱晓钧/17.32%
实际控制人	钱晓钧,刘泉
总股本(百万股)	499
流通A股(百万股)	499
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	322
流通A股市值(亿元)	322
每股净资产(元)	9.93
资产负债率(%)	58.6

行情走势图



证券分析师

闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 YANLEI511@pingan.com.cn
付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn
徐勇	投资咨询资格编号 S1060519090004 XUYONG318@pingan.com.cn

研究助理

徐碧云	一般证券从业资格编号 S1060121070070 XUBIYUN372@pingan.com.cn
-----	--



平安观点：

- 国内 B2B 电子商务龙头，打造一体两翼协同发展的业务格局。公司成立于 2002 年，以商业信息服务为起点，切入电子商务与产业数字化，经过二十多年的发展，基于多多电商、国联资源网、国联云三大平台形成了一体两翼的业务格局，并逐步跃升为国内 B2B 电子商务龙头企业。公司在“2021 中国产业互联网百强榜”中排名第四，在《2021 年度中国电子商务“百强榜”》之产业电商中，市值排名第二。公司的网上商品交易（多多电商）、商业信息服务（国联资源网），以及数字技术服务（国联云）三大业务相互协同，深度绑定产业链上下游，积累了大量客户资源。未来，公司将继续深入贯彻以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略，发挥平台价值，帮助产业链上下游企业降本增效，打造中国领先的产业互联网平台。我们预计，公司未来将持续紧跟产业数字化发展趋势，将持续保持高速增长。
- 数字经济蓬勃发展，产业互联网迎来发展机遇。当前，我国数字经济蓬勃发展，产业数字化对数字经济增长的主引擎作用更加凸显，产业互联网迎来新的战略机遇。B2B 电商属于产业互联网的范畴，未来发展潜力巨大。近年来，中国工业品电商市场保持快速增长，2021 年市场规模达 8600 亿元，同比增长 12.41%，但渗透率仍然较低。当前，产业数字化政策导向不断强化，云计算、大数据、人工智能等新技术不断发展，产业链下游对线上采购的偏好提升，多因素合力推动产业互联网发展，公司作为国内 B2B 电商龙头将深度受益。
- 多多平台成长空间巨大，数字技术服务业务将成为公司新的增长引擎。公司通过 B2B 信息服务平台——国联资源网，为各行业会员提供线上供求商机信息和营销推广服务。国联资源网的发展已经进入成熟期，未来将继续发挥资源池作用，持续为多多平台导流，其转化价值将被持续深入挖掘。基于多多电商的商品交易业务是公司的核心业务和收入支柱，公司目前已推出涂多多、卫多多、玻多多、肥多多、纸多多、粮油多多六个成熟的多

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,158	37,230	73,077	124,204	198,732
YOY(%)	138.4	117.0	96.3	70.0	60.0
净利润(百万元)	304	578	1122	1768	2697
YOY(%)	91.6	90.0	94.0	57.5	52.6
毛利率(%)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.9
净利率(%)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4
ROE(%)	8.1	13.4	21.0	25.5	28.8
EPS(摊薄/元)	0.61	1.16	2.25	3.55	5.41
P/E(倍)	105.9	55.7	28.7	18.2	12.0
P/B(倍)	8.5	7.5	6.0	4.7	3.4

多平台。现有多多平台的深耕和新的多多平台的孵化，将打开公司成长空间。公司的数字技术服务平台——国联云，基于深度结合行业特点的技术积累和平台系统研发能力，为产业链上下游企业提供数字化服务，助力企业降本增效，同时实现与产业链上下游的深度绑定，进一步增强客户粘性。根据我们的估算，数字技术服务业务未来有望为公司带来 19.75 亿元至 30.50 亿元的净利润，将显著增厚公司业绩，成为公司未来新的增长引擎。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 2.25 元、3.55 元、5.41 元，对应 4 月 21 日收盘价的 PE 分别约为 28.7、18.2、12.0 倍。公司是国内 B2B 电子商务龙头企业，打造了多多电商、国联资源网、国联云一体两翼协同发展的业务格局。以多多电商平台为依托的网上商品交易业务是公司的支柱业务，现有多多平台的深耕和新的多多平台的孵化将为公司带来巨大发展空间。另外，公司积极布局数字技术服务业务，数字技术服务业务将成为公司未来新的增长引擎。我们看好公司的未来发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**(1) 多多平台的发展不达预期。以多多电商平台为依托的商品交易业务是公司的支柱业务，如果现有多多平台的纵向和横向拓展或新多多平台的孵化不及预期，则公司多多平台的发展将存在不达预期的风险。(2) 数字技术服务业务发展不达预期。公司积极推进国联云数字技术服务体系建设，向行业上下游客户积极提供云 ERP、数字工厂、工业互联网平台等服务，但如果客户接受度低于预期，则公司数字技术服务业务将存在发展不达预期的风险。(3) 行业竞争加剧。产业互联网是大势所趋，近些年在不同赛道不同行业领域，已出现了多个产业电商平台企业，未来很可能出现更多竞争对手。市场竞争的加剧可能会压缩公司的发展空间。

正文目录

一、 国内 B2B 电子商务龙头，打造一体两翼协同发展的业务格局	6
1.1 公司以商业信息服务为起点，打造一体两翼协同发展业务闭环	6
1.2 公司管理团队稳定，独立子公司架构助力多多平台孵化	8
1.3 公司持续加强研发投入，定增助力业务发展	10
1.4 财务分析：公司业绩保持高速增长	11
二、 数字经济蓬勃发展，产业互联网迎来发展机遇	13
2.1 产业数字化驱动产业链全要素升级，B2B 电商、产业互联网正当风口	13
2.2 政策+技术+下游需求，合力推动产业互联网发展	16
三、 多多平台成长空间巨大，数字技术服务业务将成为公司新的增长引擎	18
3.1 国联资源网拥有丰富的行业资源，可持续为多多电商平台导流	18
3.2 现有多多平台的深耕和新的多多平台的孵化，将打开公司成长空间	21
3.3 数字技术服务深入推进，国联云打造公司新的增长引擎	23
四、 盈利预测	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值分析	27
4.3 投资建议	27
五、 风险提示	28

图表目录

图表 1	公司历史沿革	6
图表 2	2021 中国产业互联网百强榜	6
图表 3	2021 年度电子商务“百强榜”之产业电商（数字产业榜单）	6
图表 4	公司主要产品线	7
图表 5	公司三大业务板块相互协同	7
图表 6	多多电商和国联资源网的用户数据	8
图表 7	公司所获得的荣誉	8
图表 8	公司股权结构	9
图表 9	公司高管团队简介	9
图表 10	2019-2021 年公司研发投入及增速	10
图表 11	2019-2021 年公司研发人员数量及占比	10
图表 12	2020 年度非公开发行募集资金投资项目的基本情况（万元）	11
图表 13	2019-2022Q3 公司营业收入及增速	12
图表 14	2019-2022Q3 公司归母净利润及增速	12
图表 15	2019-2022Q3 公司营收结构（分业务）	12
图表 16	2019-2022Q3 公司毛利润结构（分业务）	12
图表 17	2019-2022Q3 年公司营收结构（分行业）	13
图表 18	2019-2022Q3 公司毛利润结构（分行业）	13
图表 19	公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析	13
图表 20	公司期间费用率分析	13
图表 21	2016-2021 年我国数字经济规模及增速	14
图表 22	2015-2021 年我国产业数字化规模及在数字经济中的占比	14
图表 23	产业数字化一体两翼三支撑体系	14
图表 24	2021 年中国产业数字化产业链图谱	15
图表 25	2017-2021 年中国产业电商交易规模及增速	15
图表 26	2017-2021 年中国工业品电商市场规模及增速	15
图表 27	2013-2020 年中国工业品 B2B 电商渗透率变化情况	16
图表 28	近年来我国数字经济相关支持政策（部分）	16
图表 29	新技术赋能产业电商发展	17
图表 30	2021 年 11 月工业采购者在不同采购环节对采购方式偏好的情况	18
图表 31	2020 年 4 月-2021 年 11 月线上销售渠道触达和服务客户的有效性分析	18
图表 32	2017&2021 年中国中小企业工业化和信息化融合水平	18
图表 33	2021 年中国中小企业数字化转型情况	18
图表 34	国联资源网网页展示	19
图表 35	国联资源网获取客户、取得订单的方式和途径	19
图表 36	2019-2021 年商品信息服务业务的收入及增速	20

图表 37	国联资源网会员转化为多多平台自营电商的客户（单位：个、万元、%）	20
图表 38	国联资源网会员转化为多多平台自营电商的供应商（单位：个、万元、%）	20
图表 39	多多电商和国联资源网的用户数据	21
图表 40	2019-2022H1 公司商品交易业务收入及增速	21
图表 41	2020-2021 年公司各多多平台的自营交易量（亿元）	21
图表 42	公司多多平台业务模式	22
图表 43	公司多多平台品类拓展策略	22
图表 44	公司多多电商平台布局	23
图表 45	多多平台 2020-2021 年自营交易量（单位：亿元）（含税）及市场渗透率	23
图表 46	国联云网页展示	24
图表 47	云工厂实施数字化的 9 大板块	24
图表 48	公司云工厂降本增效案例	25
图表 49	多多云工厂企业名录	26
图表 50	简要损益预测表	27
图表 51	国联股份同行业可比公司估值比较	27

一、国内 B2B 电子商务龙头，打造一体两翼协同发展的业务格局

1.1 公司以商业信息服务为起点，打造一体两翼协同发展业务闭环

公司以商业信息服务为起点，切入电子商务与产业数字化，主营 B2B 电子商务和产业互联网平台。公司 2002 年成立初期，主要从事黄页业务。随着互联网的普及，2005 年，公司开始为企业 B2B 电子商务服务。2006 年，B2B 信息服务平台——国联资源网上线。随着 B2B 电子商务发展到以网上商品交易为核心的新阶段，公司针对传统业务进行升级，自 2014 年开始相继成立了涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多、粮油多多等 B2B 垂直电商平台。此外，2014-2015 年间，公司成立小资鸟、国联全网、西南电商，开始提供“互联网+”解决方案和电商运营等互联网技术服务。2019 年 7 月，公司在上交所主板上市。2020 年，公司统筹国联全网、蜀品天下、小资鸟和公司对外输出端技术部门，成立产业和企业数字化技术服务平台——国联云。

图表1 公司历史沿革



资料来源：公司公告、平安证券研究所

历经二十多年的发展，公司已成长为国内 B2B 电子商务行业龙头企业。根据中国 B2B 专业媒体和行业咨询机构托比网于 2021 年 12 月发布的“2021 中国产业互联网百强榜”数据，公司位列第四。在网经社电子商务研究中心发布的《2021 年度中国电子商务“百强榜”》中，有 15 家产业电商公司上榜“百强榜”，总市值 2913.5 亿元，国联股份以 369.7 亿元的市值位列第二位。

图表2 2021 中国产业互联网百强榜

排名	企业	排名	企业
1	阿里巴巴 B2B	6	汇通达
2	欧冶云商	7	华能智链
3	满帮	8	网筑集团
4	国联股份	9	中国中化电商平台
5	上海钢联	10	美菜

资料来源：托比网、平安证券研究所

图表3 2021 年度电子商务“百强榜”之产业电商（数字产业榜单）

排名	企业	行业	市值/估值/亿元
1	美菜	餐饮 B2B	450.00
2	国联股份	综合 B2B	369.70
3	汇通达	农业 B2B	350.00
4	锅圈	餐饮 B2B	255.00
5	能链集团	能源电商	230.00

资料来源：网经社、平安证券研究所

公司以工业电子商务为基础，以产业大数据和产业数字化为支撑，基于多多电商、国联资源网、国联云三大平台，形成了网上商品交易、商业信息服务，以及数字技术服务三大业务。公司主营业务板块之间有效实现相互推广引流、客户资源转化、

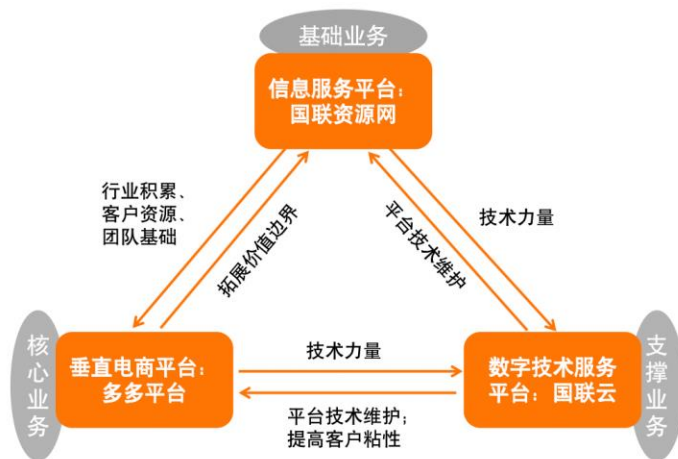
技术能力共享等高效协同。国联资源网作为公司的基础业务，基于十余年来在相关行业积累沉淀，为多多电商提供行业、资源、团队等核心支撑和客户转化的会员基础。多多电商平台作为公司的主要业务平台，通过商品交易有效拓展了公司的成长空间。国联云技术板块源自于国联资源网和多多电商的技术力量，在做好内部技术服务的基础上，通过技术和数据的沉淀积累，积极向外部输出更多数字化工具和应用，与产业链上下游实现深度绑定，进一步提高了客户粘性。

图表4 公司主要产品线

业务类型	业务平台	业务细分	业务描述
工业电子商务（网上商品交易）	涂多多 卫多多 玻多多 肥多多 纸多多 粮油多多	自营电商	公司通过多多平台开设线上自营商城，通过集合采购、拼单团购、一站式采购等方式，面向注册用户开展涂料化工、卫生用品、造纸、玻璃、化肥、粮油等产业链的原材料工业电商业务。
		第三方电商	公司通过多多平台开设线上集市商城，由涂料化工、卫生用品、造纸、玻璃、化肥、粮油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，公司提供第三方撮合服务。
		SaaS 服务	公司通过多多平台为涂料化工、卫生用品、造纸、玻璃、化肥、粮油等产业链的注册供应商和注册用户提供云 ERP、电子合同、在线支付、智慧物流、数字工厂、工业互联网等 SaaS 服务。
商业信息服务	国联资源网	商机、会展、资讯、广告	公司通过国联资源网为各行业会员提供线上供求商机信息和营销推广服务，组织各类线下供需对接、技术交流等行业会展活动，提供各类行业资讯和数据产品；提供行业广告服务。
数字技术服务（互联网技术服务）	国联云	解决方案云应用服务	公司通过国联云技术板块为行业上下游客户提供各类数字化技术服务，包括全网技术架构、电子商务、数字供应链、数字工厂、工业互联网等解决方案和云 ERP、行业直播、远程办公、视频会议等云应用服务。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 公司三大业务板块相互协同



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司客户资源丰富，优势明显。公司早期通过国联资源网积累了大量的客户资源。公司自成立以来，通过全网渠道和行业合作等方式发展会员，目前国联资源网已成为在行业内专业数据、客户数量、访问量、注册收费会员量、线上线下服务能力等方面具有较强影响力的信息服务平台；各多多电商也迅速成长为垂直行业领先的产业互联网平台。公司上游更多立足于腰部企业实施核心供应商策略，下游以中小客户为主。公司凭借在网站运营、B2B 数字平台建设、IT 系统开发、信息服务、交易服务等积累的丰富经验和资源，与客户建立了稳定的合作关系；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。现有客户群体已形成一定规模，客户粘性较强，能够为公司带来持续稳定的业务。长期积累的会员基础是公司未来可持续挖掘的金矿，通过线上为主、线下为辅、线上线下一体化的经营模式，公司可通过多种途径为会员服务。同时，会员平台所积累的各类数据也有助于公司理解行业，为公司的网上商品交易、商业信息服务、数字技术服务等板块提供支持。

图表6 多多电商和国联资源网的用户数据

平台	项目	2021年	2020年	同比增加
多多电商	注册用户数(万户)	49.38	31.95	54.55%
	月活用户数(户)	67259	46351	45.11%
	交易用户数(户)	13458	8234	63.44%
	每用户平均收入(不含税,万元)	275.68	207.13	33.10%
	每单平均收入(不含税,万元)	27.31	23.70	15.23%
国联资源网	注册用户数(万户)	280.85	267.21	5.10%
	合作用户数(户)	10013	9425	6.24%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

未来公司将紧密围绕国家数字经济战略，以工业电子商务、工业互联网、供应链创新应用等产业数字化为导向，立足于融合、改造、提升制造业和传统产业，在业务上将继续深入贯彻“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略，实施“一体两翼”（以多多电商为发展主体，以国联资源网和国联云为发展两翼）经营策略，以实体经济数字化服务体系建设为发展支撑，在政策扶持下，积极促进互联网、大数据、人工智能等新技术和制造产业的深度融合，发挥平台价值，帮助工业企业降本增效，打造中国领先的产业互联网企业。

图表7 公司所获得的荣誉

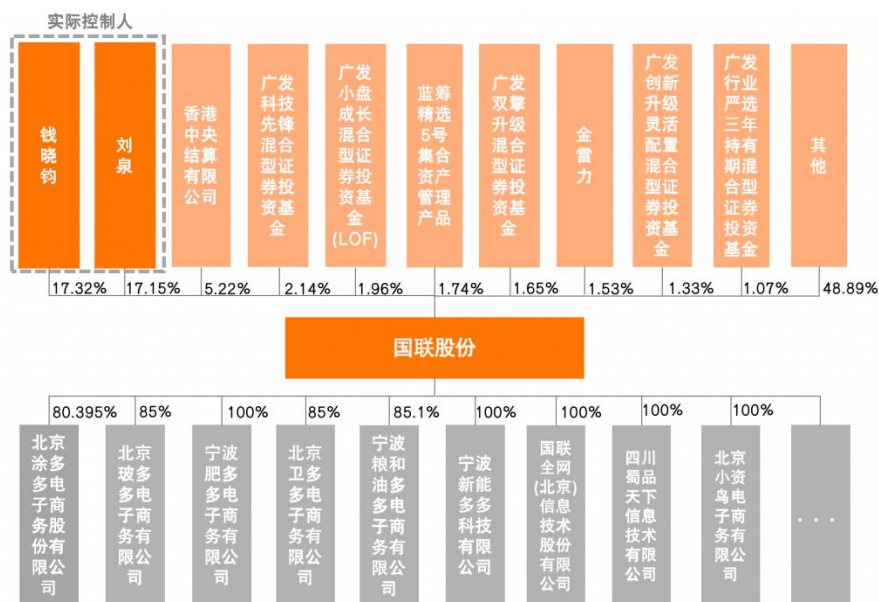
时间	事件
2018.10	入选商务部、工业和信息化部、生态环境部、农业农村部、人民银行、国家市场监督管理总局、中国银行保险监督管理委员会和中国物流与采购联合会联合评定的“全国供应链创新与应用试点企业”
2018.12	入选工信部“工业电子商务运行形势监测指数企业”
2019.10	入选工信部“制造业与互联网融合发展试点示范项目”
2021.1	入选工信部“2020年工业互联网试点示范项目”
2021.5	被商务部、工业和信息化部、生态环境部、农业农村部、人民银行、市场监管总局、银保监会、中国物流与采购联合会等8单位联合评定为“第一批全国供应链创新与应用示范企业”
2021.9	入选工信部“2021年大数据产业发展试点示范项目”
2021.10	联合中标工信部《2021年工业互联网创新发展工程—基于新一代信息技术的工业实时数据库》项目
2021.12	被评为“北京市企业技术中心”
2022.4	入选工业互联网产业联盟“2022年供应链数字化转型案例”
2022.6	入选国家工业信息安全发展研究中心《工业大数据分析与应用工业和信息化部重点实验室2022年度工作组成员单位名单》

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 公司管理团队稳定，独立子公司架构助力多多平台孵化

公司的实际控制人为刘泉、钱晓钧，二者为一致行动人。截至2022年12月20日，刘泉、钱晓钧分别持有公司17.15%、17.32%的股份，总计34.47%。公司前十大股东合计持股51.11%。公司的多多电商采用了独立子公司架构，通过独立负责市场调研、资源组织、平台运营、客户服务，能够深入了解和满足本行业客户的深度需求，同时，对团队有更好的激励作用，有利于多多电商的孵化复制。

图8 公司股权结构



资料来源：WIND、公司公告、平安证券研究所

注：公司持有的子公司的比例参考2022年半年报。

公司的管理团队在多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十年以上的从业经历，多年以来在技术、管理、销售等方面均积累了大量经验，能够准确把握行业的变化趋势。自公司成立以来，管理团队不断根据技术发展和市场变化推动公司业务转型，形成了公司现在特有的商业模式，推动了公司业绩近年来持续高速增长。

图9 公司高管团队简介

姓名	职位	简介
刘泉	董事长	刘泉先生，中国国籍，无境外永久居留权，1976年12月出生，中国人民大学经济学学士，长江商学院EMBA。担任北京市第十二届政协委员，北京市第九届、十届、十一届青联委员，北京市工商联执委，北京市海淀区第七届、八届、九届政协委员。2002年9月至今任国联股份董事长，兼任涂多多电商董事长；国联广告监事；中招阳光总经理；国联全网董事长兼经理；中投经合监事；小资鸟经理。
钱晓钧	董事、总经理	钱晓钧先生，中国国籍，无境外永久居留权，1975年2月出生，中国人民大学经济学学士，北京大学经济学硕士。担任北京市丰台区第十一届政协常务委员，中国石油和石化工程研究会副理事长、中国设备管理协会副会长、中国交通企业管理协会副会长、北京市税务局特约监察员。2002年9月至今任职国联股份董事、总经理；兼任涂多多电商副董事长；涂多多信息执行董事；张家港涂多多执行董事；玻多多电商执行董事；卫多多电商执行董事；宁波芯多多执行董事兼总经理；国联广告执行董事兼经理；国联全网董事；中招阳光执行董事；中投经合执行董事兼总经理；中艺博雅执行董事兼经理；小资鸟执行董事；鸿鹄致远资产运营执行董事兼经理；鸿鹄致远创业投资执行董事
刘源	董事、副总经理	刘源女士，中国国籍，无境外永久居留权，1975年4月出生，北京大学法学专业本科。中共北京市海淀区第十二次代表大会代表；国联股份党支部书记。2000年12月至2002年9月任国联广告副总经理；2002年9月起加入国联股份，曾任资源合作、项目策划中心总监、董事会秘书，现任国联股份董事、副总经理；兼任中艺博雅监事；小资鸟监事；涂多多电商董事；卫多多电商监事；玻多多电商监事；涂多多信息监事；鸿鹄致远资产运营和鸿鹄致远创业投资监事；宁波芯多多监事。
田涛	董事、财务总监	田涛先生，中国国籍，无境外永久居留权，1973年9月出生，高级会计师，毕业于中国

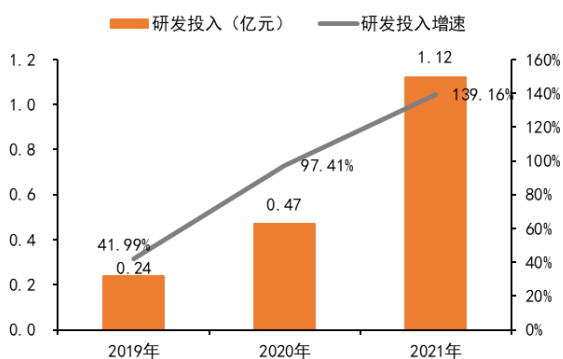
		<p>中国人民大学财会专业，清华大学 EMBA 在读，1995 年 7 月至 1999 年 5 月任北京京华信托投资有限公司会计；1999 年 6 月至 2000 年 10 月任北京律华会计师事务所有限公司审计师；2000 年 10 月至 2004 年 6 月任北京华铁宏达信息集团有限公司会计；2004 年 6 月加入国联股份，先后担任财务部高级经理、监事，现任国联股份董事、财务总监；兼任涂多多电商董事；巴中国联监事；蜀品天下监事。</p>
潘勇	董事、董事会秘书	<p>潘勇先生，中国国籍，无境外永久居留权，1977 年 3 月出生，北京大学光华管理学院管理学学士、MBA，北京大学和香港大学工商管理博士在读。1999 年 7 月至 2007 年 3 月任北京机经网信息技术有限公司市场总监；2007 年 3 月至今任国联股份副总经理；2019 年 7 月兼任资本与战略部总经理；2021 年 9 月任公司董事会秘书；兼任蜀品天下经理；国联科牧董事长；巴中国联经理；鸿鹄致远创业投资经理；肥多多云工厂（宜昌）董事。</p>
程社鑫	董事	<p>程社鑫先生，中国香港永久居民，持有港澳居民往来内地通行证，1954 年 5 月出生，澳洲 The University Of Wollongong 商业荣誉硕士学位。2002 年 9 月加入国联股份，历任财务总监、副总经理；现任国联股份董事，审计部总监。</p>
刘俊宅	董事	<p>刘俊宅女士（另用名：刘斋），中国国籍，无境外永久居留权。1976 年出生，中共预备党员，长江商学院 EMBA 在读，国联股份副总经理、涂多多电商创始人及 CEO；国联资源网之涂料产业网和《现代涂料》创始人及 CEO；担任宁波市江北区第六政协委员，全国水性工业涂料涂装行业委员会秘书长，全国钛白粉产业技术创新战略联盟理事，中国建材协会钛材料生产与应用分会副理事长，中国五金交电化工商业协会化工专委会副会长。现任涂多多电商法定代表人、董事、经理。兼任涂多多信息经理；江苏砂多多法定代表人；洛阳涂多多监事；北海涂多多总经理；北京涂多多科技发展中心（有限合伙）法定代表人,执行事务合伙人。</p>

资料来源：WIND、公司公告、平安证券研究所

1.3 公司持续加强研发投入，定增助力业务发展

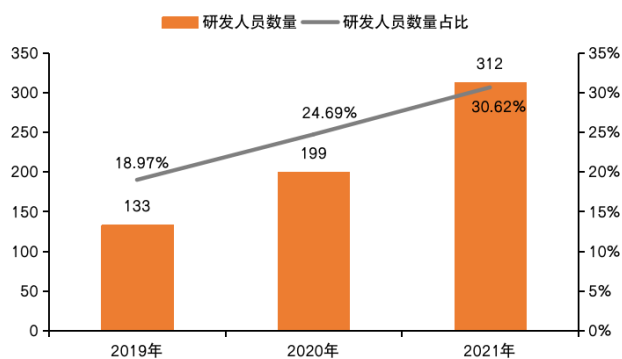
公司自上市以来持续加大研发投入。2019 年至 2021 年，公司的研发投入金额分别为 0.24 亿元、0.47 亿元、1.12 亿元，同比增速分别达到 41.99%、97.41%、139.16%。2019 年至 2021 年，公司研发人员数量分别达到 133、199、312 人，在总员工人数中的占比分别为 18.97%、24.69%、30.62%，研发人员占比快速提升。

图表 10 2019-2021 年公司研发投入及增速



资料来源：WIND、公司公告、平安证券研究所

图表 11 2019-2021 年公司研发人员数量及占比



资料来源：WIND、公司公告、平安证券研究所

为了顺应实体经济数字化转型的趋势，抓住产业互联网和 B2B 电商的战略机遇，公司于 2020 年 4 月公告非公开发行 A 股股票预案，拟将本次发行募集资金投入国联股份数字经济总部建设、基于 AI 的大数据生产分析系统研发等项目。2020 年 12 月，公司发布非公开发行 A 股股票发行情况报告书，根据公司公告，本次发行的发行对象最终确定为 13 家，实际发行数量为 32,990,858 股，发行价格为 74.75 元/股，募集资金总额为 2,466,066,635.50 元，减除发行费用 50,107,487.79 元（不含税）后，募集资金净额为 2,415,959,147.71 元。本次定增将通过数字供应链和数字工厂的建设，加速公司基于产业互联网的数字化服务体系的完善。

图表12 2020年度非公开发行募集资金投资项目的基本情况（万元）

序号	募集资金分配额度	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）	
1	国联股份数字经济总部建设项目	34,414.81	34,414.81	
2	基于AI的大数据生产分析系统研发项目	49,120.16	49,120.16	
3	基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目	61,437.84	61,437.84	
4	基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目	47,633.86	47,633.86	
5	补充流动资金	54,000.00	54,000.00	
	合计	246,606.67	246,606.67	246,606.67

资料来源：公司公告、平安证券研究所

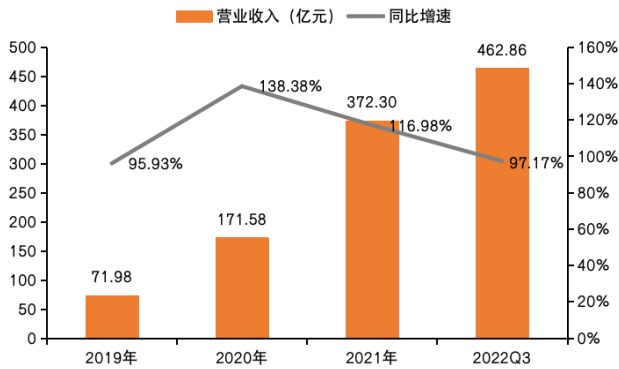
公司紧盯云计算、物联网、大数据、人工智能、区块链等新技术发展方向，依托公司产业互联网平台，努力促进新技术与制造业的深度融合。公司已自主研发出具备国内领先水平的多项应用技术产品，已获批 41 项专利和 791 项著作权，不断提高平台服务的便捷性、安全性和稳定性。公司还通过制度保障，鼓励员工的持续创新和技术改进，并且积极推进将技术研发成果转化为实际生产和服务能力。目前公司拥有一定规模的成熟技术团队，具备深厚的理论基础和实践基础。同时公司还和多所大专院校建立合作关系，建设自己的后备技术人才培养基地，通过代授课、项目合作、实习培训等方面储备后备技术人才，积蓄技术力量。公司技术力量的增强，将为公司数字技术服务业务的未来发展奠定坚实基础。

2022 年 8 月 8 日，公司发布第八届董事会第十次会议决议公告。根据公司公告，公司筹划境外发行全球存托凭证（Global Depositary Receipts，以下称“GDR”）并申请在瑞士证券交易所（SIX Swiss Exchange）挂牌上市，GDR 以新增发的公司人民币普通股（A 股）作为基础证券。公司本次发行 GDR 所代表的新增基础证券 A 股股票不超过 40,000,000 股（包括因任何超额配股权获行使而发行的证券（如有）），不超过本次发行前公司普通股总股本的 8.03%。公司本次发行 GDR 的募集资金在扣除相关发行费用后，拟用于进一步投资并加强多多平台及数字化建设升级、推进公司跨境电商及全球供应链战略、补充公司运营资金。我们认为，本次发行 GDR 的完成，将进一步提高公司多多云工厂的数字服务能力，并能够为多多平台的发展提供更多的运营资金，同时提升公司国际化品牌和企业形象。2022 年 11 月 2 日，公司发布关于发行 GDR 并在瑞士证券交易所上市获得中国证监会批复的公告。本次发行已获得中国证监会批复，接下来需取得瑞士相关证券监管部门的最终批准，公司将积极推进相关工作。

1.4 财务分析：公司业绩保持高速增长

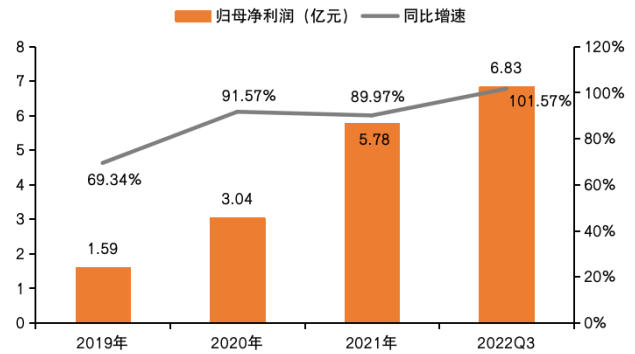
公司 2022 年业绩持续高速增长。2019 年至 2022 年前三季度，公司营业收入分别为 71.98 亿元、171.58 亿元、372.30 亿元、462.86 亿元，增速分别为 95.93%、138.38%、116.98%、97.17%。同期，归母净利润分别为 1.59 亿元、3.04 亿元、5.78 亿元、6.83 亿元，增速分别为 69.34%、91.57%、89.97%、101.57%。根据公司 2022 年年度业绩预增公告，公司预计 2022 年营业收入为 726.5 亿元至 734.0 亿元，同比增加 95.14%至 97.15%；归母净利润为 11.20 亿元至 11.35 亿元，同比增加 93.63%至 96.23%。公司 2022 年业绩持续高速增长，主要是因为公司网上商品交易收入增长。公司多多电商平台交易量增长较快，推动收入的高速增长，从而实现了净利润的高速增长。根据公司 2023 年第一季度业绩预增公告，公司预计 2023 年第一季度实现归母净利润 2.64 亿元至 2.66 亿元，同比增长 70.03%至 71.45%，公司 2023 年第一季度业绩表现持续亮眼。

图表13 2019-2022Q3 公司营业收入及增速



资料来源: WIND、平安证券研究所

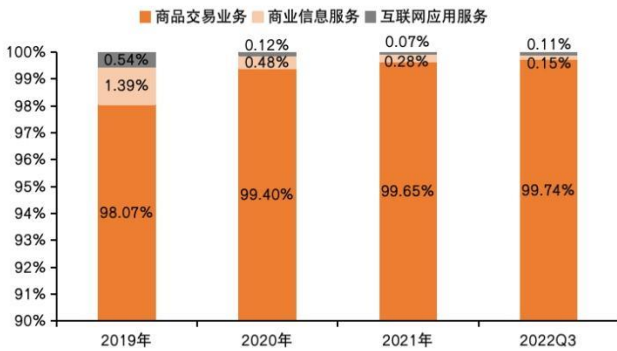
图表14 2019-2022Q3 公司归母净利润及增速



资料来源: WIND、平安证券研究所

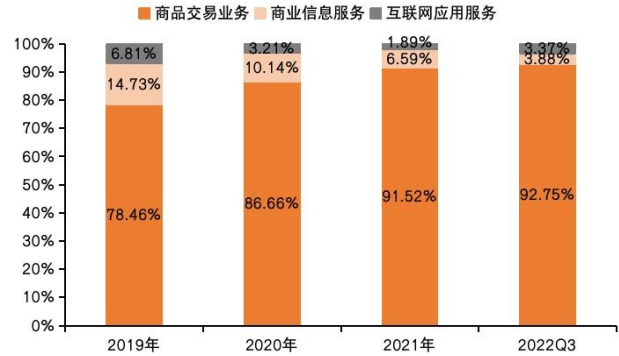
分业务看, 商品交易业务是公司的营收和毛利支柱。2019 年至 2022 年前三季度, 公司商品交易业务的营收占比分别为 98.07%、99.40%、99.65%、99.74%; 公司商品交易业务的毛利润占比分别为 78.64%、86.66%、91.52%、92.75%。商品交易业务是公司营收和利润的最主要来源。

图表15 2019-2022Q3 公司营收结构 (分业务)



资料来源: WIND、平安证券研究所

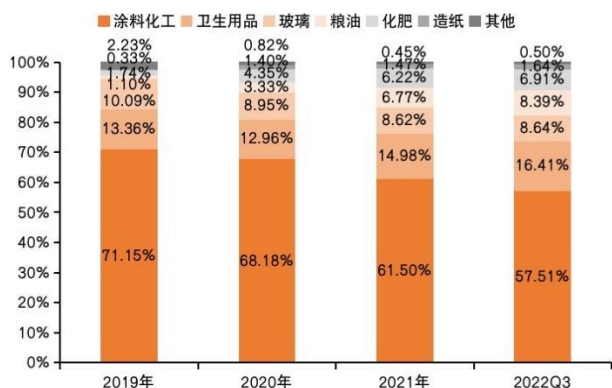
图表16 2019-2022Q3 公司毛利润结构 (分业务)



资料来源: WIND、平安证券研究所

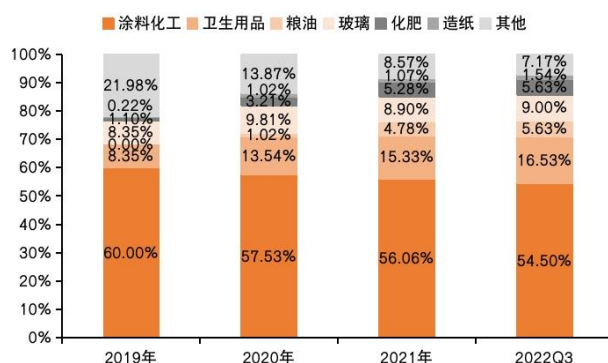
从下游行业来看, 公司的营收结构持续改善。涂料化工仍是公司最主要的下游领域, 但收入及毛利润占比呈现下降趋势。2019 年至 2022 年前三季度, 公司涂料化工行业的收入分别为 51.21 亿元、116.98 亿元、228.95 亿元、266.17 亿元, 收入占比分别为 71.15%、68.18%、61.50%、57.51%; 同期, 涂料化工行业的毛利润分别为 2.73 亿元、3.40 亿元、6.80 亿元、7.45 亿元, 毛利润占比分别为 60.00%、57.53%、56.06%、54.50%。涂料化工仍然是公司的主要收入及利润来源, 但随着各个多多平台的发展, 涂料化工行业的收入和毛利润占比总体呈下降趋势。公司对单一下游行业的依赖持续降低, 营收结构进一步改善。

图表 17 2019-2022Q3 年公司营收结构（分行业）



资料来源：WIND、平安证券研究所

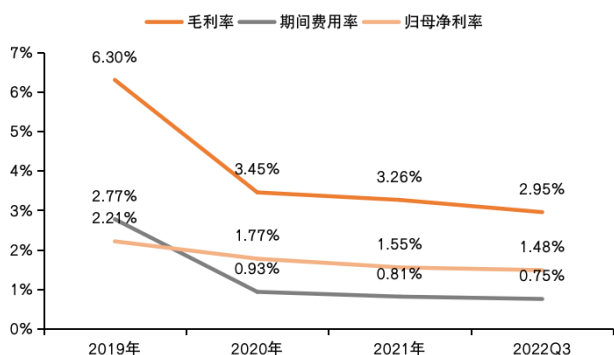
图表 18 2019-2022Q3 公司毛利润结构（分行业）



资料来源：WIND、平安证券研究所

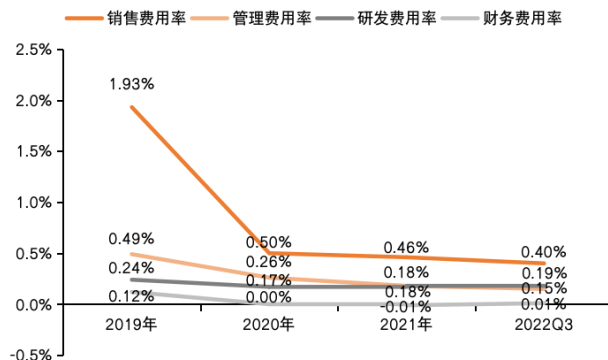
2022 年前三季度，公司毛利率、期间费用率均有所下降。在毛利率方面，2022 年前三季度公司毛利率为 2.95%，相比去年同期（3.21%）下降 0.26 个百分点。主要是由于现阶段公司策略以交易规模和行业影响力优先，并积极拓展新品类新平台，因此适当实施低毛利率政策。在期间费用率方面，公司 2022 年前三季度的期间费用率为 0.75%，相比去年同期下降 0.16 个百分点，主要是由于公司的发展不过度依赖于费用的推动。我们判断，后续随着规模效应的进一步显现，公司期间费用率有望持续降低。

图表 19 公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表 20 公司期间费用率分析



资料来源：WIND、平安证券研究所

二、数字经济蓬勃发展，产业互联网迎来发展机遇

2.1 产业数字化驱动产业链全要素升级，B2B 电商、产业互联网正当风口

当前，我国数字经济蓬勃发展，产业数字化有着巨大的发展潜力。根据中国信通院数据，2021 年，我国数字经济规模达 45.5 万亿元，较“十三五”初期扩张了一倍多，占 GDP 比重为 39.8%，同比提高 1.2 个百分点。数字经济已经成为我国经济发展的重要推动力，数字化已经成为我国经济发展的新常态。

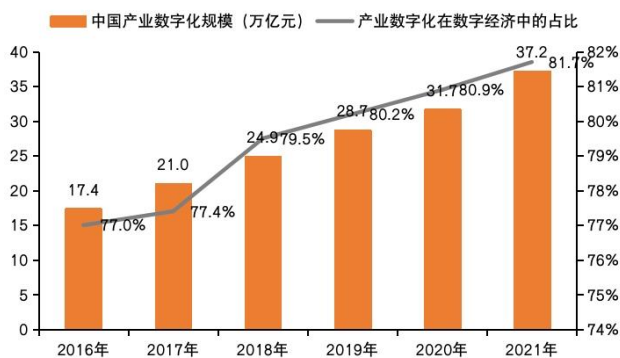
图表21 2016-2021年我国数字经济规模及增速



资料来源：中国信通院、平安证券研究所

随着云计算、大数据、人工智能等新技术创新和应用的不断深入，数字经济进入发展快车道，产业数字化对数字经济增长的主引擎作用更加凸显。对于企业而言，产业数字化转型已经从数字技术的单点应用，延伸到对产业链上下游全要素的数字化升级、转型和再造，从而实现产业各节点效率提升。产业数字化包括以产业互联网为重要载体、以产业电商为核心的融合型新产业、新模式创新。2021年我国产业数字化规模达到37.18万亿元，同比名义增长17.2%，占数字经济比重为81.7%，占GDP比重为32.5%，产业数字化转型持续向纵深发展。“十四五”时期，随着数字经济持续蓬勃发展，B2B电商（产业电商）和产业互联网迎来发展机遇。

图表22 2015-2021年我国产业数字化规模及在数字经济中的占比



资料来源：中国信通院、平安证券研究所

图表23 产业数字化一体两翼三支撑体系



资料来源：网经社《2021产业数字化市场数据报告》、平安证券研究所

B2B电商作为产业数字化的核心组成部分，具有巨大的市场空间。电子商务是以信息技术为手段，以商品交换为中心的商务活动，是传统商业活动各环节的电子化、网络化、信息化。随着电子商务的高速发展，其内涵已从在线商务扩展到物流配送、供应链管理、线上线下融合、SaaS服务等范畴。B2B电商包括原材料工业电商、MRO工业电商、批发电商、企业采购电商以及相关服务商等B2B业态。

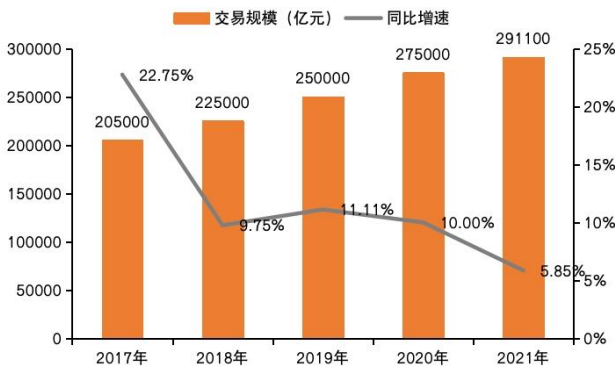
图表24 2021年中国产业数字化产业链图谱



资料来源：网经社、平安证券研究所

从整体市场看，多年来我国 B2B 电子商务市场的交易规模持续增长。根据网经社《2021 产业数字化市场数据报告》，2021 年中国产业电商交易规模达 29.11 万亿元，同比增长 5.85%。其中，中国工业品电商市场规模达 8600 亿元，较 2020 年的 7650 亿元同比增长 12.41%。我国工业品 B2B 电商渗透率较低，根据华经产业研究院统计，2020 年中国工业品电商渗透率仅为 5.7%，相比 2019 年提高了 0.6 个百分点，未来提升空间很大。

图表25 2017-2021年中国产业电商交易规模及增速



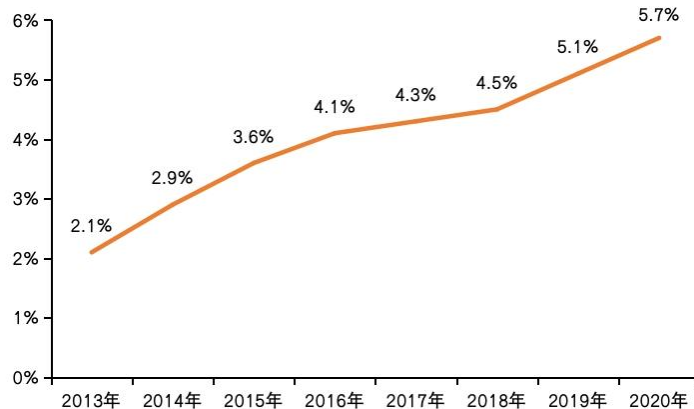
资料来源：网经社《2021 产业数字化市场数据报告》、平安证券研究所

图表26 2017-2021年中国工业品电商市场规模及增速



资料来源：网经社《2021 产业数字化市场数据报告》、平安证券研究所

图表27 2013-2020年中国工业品 B2B 电商渗透率变化情况



资料来源：华经产业研究院、平安证券研究所

B2B 垂直电商平台积极推动工业互联网的落地深耕。近年来，我国产业电商在垂直工业领域快速崛起，不断深入钢铁、化工、煤炭、建材、涂料、造纸、玻璃、卫生、医药、农资、粮油、纺织、机械、电子和物流等传统产业链。B2B 垂直电商平台能专注于某个细分行业进行深入拓展，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数字供应链创新服务体系，是务实有效推进工业互联网平台发展的有效抓手。

2.2 政策+技术+下游需求，合力推动产业互联网发展

数字经济成为新引擎，产业互联网进入国家政策版图。当前中国经济正处于转型升级的重要时期，数字经济正在成为经济发展的新引擎，产业数字化政策导向不断强化。“产业互联网”一词同时出现在《“十四五”数字经济发展规划》、《“十四五”电子商务发展规划》两大规划当中，标志着产业互联网已经进入国家政策蓝图，有望成为“十四五”时期数字经济和电子商务发展的新亮点。实体经济通过数字经济实现转型升级，已成确定趋势，产业互联网和 B2B 电商迎来战略机遇期。

图表28 近年来我国数字经济相关支持政策（部分）

政策名称	发布单位	时间	相关内容
《2021 年政府工作报告》	国务院	2021.3	支持科技成果转化应用，促进大中小企业融通创新，推广全面改革创新试验相关举措。推动产业数字化智能化改造，战略性新兴产业保持快速发展势头。
《“十四五”电子商务发展规划》	商务部、中央网信办、发展改革委	2021.10	支持 B2B 电子商务平台加速金融、物流、仓储、加工及设计等供应链资源的数字化整合，培育产业互联网新模式新业态。
《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	工信部	2021.11	“十四五”时期亟需通过两化深度融合，推动产业数字化和数字产业化，加快质量变革、效率变革和动力变革，赋能传统产业转型升级，壮大经济发展新引擎，为实现“新四化”提供有力支撑。
《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	2021.12	到 2025 年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%，数字化创新引领发展能力大幅提升，智能化水平明显增强，数字技术与实体经济融合取得显著成效，数字经济治理体系更加完善，我国数字经济竞争力和影响力稳步提升。
《“十四五”智能制造发展规划》	工信部等八部门	2021.12	支持大型集团企业、工业园区，围绕内部资源整合、产品全生命周期管理、产业链供应链协同、中小企业服务、工业数据处理分析，建立各具特色的工业互联网平台，实现全要素、全产业链数据的有效集成和管理。
《2022 年政府工作报告》	国务院	2022.3	促进数字经济发展。加强数字中国建设整体布局。建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进 5G 规模化应用，促进

			产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。加快发展工业互联网，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业，提升关键软硬件技术创新和供给能力。
《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	中共中央、国务院	2022.12	构建适应数据特征、符合数字经济发展规律、保障国家数据安全、彰显创新引领的数据基础制度，充分实现数据要素价值、促进全体人民共享数字经济发展红利，为深化创新驱动、推动高质量发展、推进国家治理体系和治理能力现代化提供有力支撑。
《数字中国建设整体布局规划》	中共中央、国务院	2023.2	做强做优做大数字经济。培育壮大数字经济核心产业，研究制定推动数字产业高质量发展的措施，打造具有国际竞争力的数字产业集群。推动数字技术和实体经济深度融合，在农业、工业、金融、教育、医疗、交通、能源等重点领域，加快数字技术创新应用。
《2023 年政府工作报告》	国务院	2023.3	促进数字经济和实体经济深度融合。大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展。

资料来源：政府网站、平安证券研究所

新技术推动产业互联网持续演进。产业电商（B2B），属于产业互联网范畴，随着 B2B 垂直电商平台的快速发展，和供应链管理的不断深化，特别是 5G、移动互联网、大数据、云计算、物联网、人工智能、区块链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。产业互联网能够把企业和企业、把产业的上下游连接起来，能够通过订单驱动连接企业内部的生产运营数据，将智能工厂连接起来，以工业互联网为基础，推动智能制造。

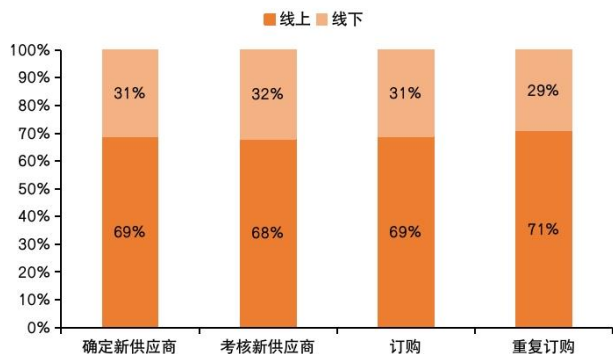
图表 29 新技术赋能产业电商发展



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

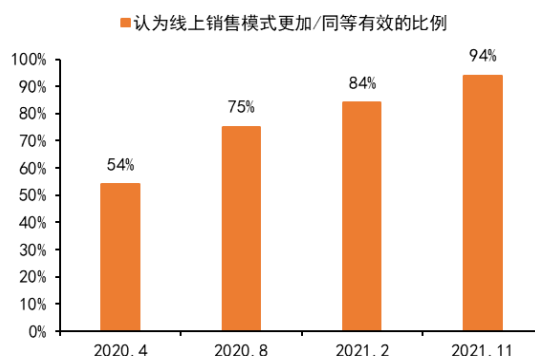
产业链下游近年来对线上采购的偏好，将在需求端推动产业互联网的发展。近年来，工业领域的采购者在确认新供货商、考核新供货商等、订购、重复订购等环节都更加倾向于线上形式。同时，认为线上销售模式更加有效或同等有效的工业采购者比例也从 54%（2020 年 4 月）提升到了 2021 年 11 月的 94%。此外，由于中小企业在数字化转型方面，仍然面临着技术不足、成本限制等问题，其数字化采购能力相比大型企业仍有较大的差距，急需工业 B2B 平台的赋能，助力其突破数字化转型的瓶颈。中小企业数字化水平的提高，也将进一步推动产业互联网的发展。作为国内 B2B 电商龙头，公司将深度受益产业互联网的发展。

图表30 2021年11月工业采购者在不同采购环节对采购方式偏好的情况



资料来源：麦肯锡、艾瑞咨询、平安证券研究所

图表31 2020年4月-2021年11月线上销售渠道触达和服务客户的有效性分析



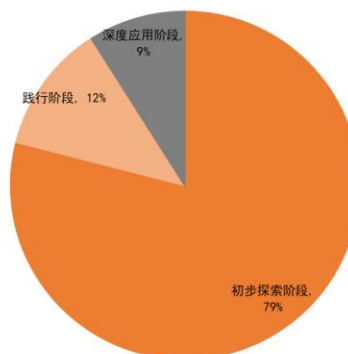
资料来源：麦肯锡、艾瑞咨询、平安证券研究所

图表32 2017&2021年中国中小企业工业化和信息化融合水平



资料来源：两化融合服务联盟、国家工信安全发展研究中心、平安证券研究所

图表33 2021年中国中小企业数字化转型情况



资料来源：中国电子技术标准化研究院、平安证券研究所

三、多多平台成长空间巨大，数字技术服务业务将成为公司新的增长引擎

3.1 国联资源网拥有丰富的行业资源，可持续为多多电商平台导流

公司的商业信息服务板块通过 B2B 信息服务平台——国联资源网，为各行业会员提供线上供求商机信息和营销推广服务，组织各类线下供需对接、技术交流等行业会展活动，提供各类行业资讯和数据产品，同时提供行业广告服务。国联资源网拥有超过 15 年积累的 B2B 服务经验，业务覆盖 100 余个工业行业领域，拥有 280.85 万注册会员、1000 万黄页数据库和 5000 万招投标信息资源，尤其在冶金、煤炭、电力、机械、医药、化工等方面拥有丰富的行业资源。

图表34 国联资源网网页展示



资料来源：国联资源网网站、平安证券研究所

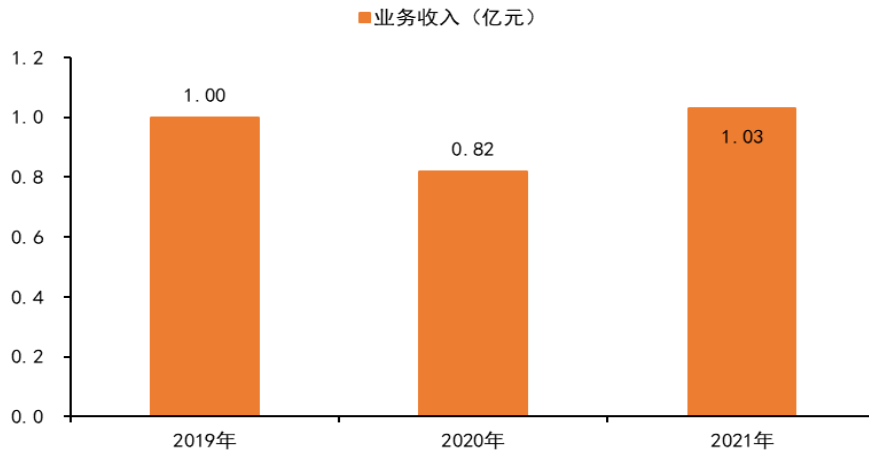
图表35 国联资源网获取客户、取得订单的方式和途径

业务划分	获取客户、取得订单的方式和途径
网站会员服务	公司通过各种线上推广及采取各种网络营销策略（如搜索引擎营销、APP 营销、微信营销等）提高国联资源网的知名度和流量，吸引各种对国联资源网感兴趣的企业，通过国联资源网注册申请成为免费会员，在对国联资源网有一定的体验后，希望通过国联资源网获取相关服务，增强网络推广效果、获得更大收益，从而升级成为收费会员。
	通过国联资源网各销售事业部的线下开发和组织的各行业推广活动，获取潜在客户，同时销售人员会及时对国联资源网的免费会员及非会员潜在客户进行电话、微信或登门拜访，组织行业推广活动，以促进线上线下收费会员的转化，发展各企业客户成为收费会员。
会展服务、行业资讯服务、代理服务	国联资源网的各行业分网在发展过程中与很多相关行业的客户保持了良好的合作关系，在公司举办相关行业的会展活动、策划编辑相关行业资讯产品和代理相关行业媒体的广告时，销售人员会主动联系相关行业的企业客户，如有需求，即可发展成为了此类业务的客户。
	公司通过在国联资源网的线上推广和相关网络营销途径等发布会展活动、行业资讯和代理广告服务信息，吸引有需求的企业主动联系公司客服和销售人员进行订购此类服务。
	公司销售人员对其他新客户的直接线下开发。

资料来源：国联资源网网站、平安证券研究所

国联资源网的发展已经进入成熟期。国联资源网的主要收入来自于会员费、广告费等，2019 年-2021 年，公司商品信息服务（国联资源网）业务的收入分别为 1.00 亿元、0.82 亿元、1.03 亿元，收入基本维持在 1 亿元左右，主要是由于公司该项业务的发展已经进入成熟期。但商品信息服务作为公司的基础业务，将继续发挥国联资源网的资源池作用，持续为多多平台引流。

图表36 2019-2021年商品信息服务业务的收入及增速



资料来源: WIND、平安证券研究所

国联资源网已经成为公司核心业务——多多电商的发展基础和孵化器,为多多电商提供行业、资源、团队等核心支撑和客户转化的会员基础。涂多多电商前身是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;玻多多电商前身是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;卫多多电商前身是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。公司多多平台自营电商业务的客户和供应商主要来自于公司商业信息服务会员的积累。以涂多多、卫多多、玻多多为例,2016-2018年,三个多多平台来自相关行业分网商业信息服务会员的交易客户数量占比分别为82.55%、68.34%和66.34%,商品交易收入占比分别为99.73%、92.25%和90.17%;来自相关行业分网商业信息服务会员的供应商数量占比分别为89.32%、84.01%和81.35%,采购额占比分别为92.07%、84.61%和95.29%。

图表37 国联资源网会员转化为多多平台自营电商的客户(单位:个、万元、%)

年份	项目	涂多多	卫多多	玻多多	合计	
2015年	相关产业分网会员数量	24419	16215	16612	57246	
2016年	交易客户数量	客户总数	567	10	42	619
		来自相关行业分网会员	459	10	42	511
		占比	80.95	100.00	100.00	82.55
	商品交易收入	收入总额	68720.89	6162.62	2332.53	77216.04
		来自相关行业分网会员	68513.37	6162.62	2332.53	77008.52
		占比	99.70	100.00	100.00	99.73
相关产业分网会员数量	26198	16987	17796	60981		
2017年	交易客户数量	客户总数	783	142	130	1055
		来自相关行业分网会员	502	116	103	721
		占比	64.11	81.69	79.23	68.34
	商品交易收入	收入总额	109013.48	50321.88	24951.04	184286.40
		来自相关行业分网会员	102195.39	47081.25	20729.00	170005.64
		占比	93.75	93.56	83.08	92.25
相关产业分网会员数量	26955	17694	18680	63329		
2018年	交易客户数量	客户总数	1109	207	202	1518
		来自相关行业分网会员	694	163	150	1007
		占比	62.58	78.74	74.26	66.34
	商品交易收入	收入总额	244076.39	69729.58	36145.81	349951.79
		来自相关行业分网会员	222784.38	63193.05	29569.71	315547.14
		占比	91.28	90.63	81.81	90.17
相关产业分网会员数量	31387	20918	20258	72563		

资料来源: 招股说明书、平安证券研究所

图表38 国联资源网会员转化为多多平台自营电商的供应商(单位:个、万元、%)

年份	项目	涂多多	卫多多	玻多多	合计	
2015年	相关产业分网会员数量	24419	16215	16612	57246	
2016年	交易供应商数量	供应商总数	71	16	16	103
		来自相关行业分网会员	63	16	13	92
		占比	88.73	100.00	81.25	89.32
	商品交易采购	采购额总额	66199.45	6032.59	2142.43	74374.47
		来自相关行业分网会员	60585.09	6032.59	1856.85	68474.53
		占比	91.52	100.00	86.67	92.07
相关产业分网会员数量	26198	16987	17796	60981		
2017年	交易供应商数量	供应商总数	127	74	68	269
		来自相关行业分网会员	103	63	60	226
		占比	81.10	85.14	88.24	84.01
	商品交易采购	采购额总额	103748.29	49385.89	23498.89	176633.08
		来自相关行业分网会员	88823.64	40622.58	20011.24	149457.46
		占比	85.61	82.26	85.16	84.61
相关产业分网会员数量	26955	17694	18680	63329		
2018年	交易供应商数量	供应商总数	217	71	82	370
		来自相关行业分网会员	172	57	72	301
		占比	79.26	80.28	87.80	81.35
	商品交易采购	采购额总额	229840.19	67324.12	33984.09	331148.40
		来自相关行业分网会员	222784.38	63193.05	29569.71	315547.14
		占比	96.93	93.86	87.01	95.29
相关产业分网会员数量	31387	20918	20258	72563		

资料来源: 招股说明书、平安证券研究所

国联资源网到多多平台的资源转化主要有主动和自动两种形式。初期转化体现为主动形式，公司对于种子期客户会进行主动邀约，通过线上线下相结合的方式实现客户转化。第二阶段为自动转化，随着平台发展，基于平台的价格、货源、品类、效率、成本等优势，通过口碑相传，更多客户会自动进行转化。未来公司会持续提高平台竞争力，不断提升客户转化率，同时也可以促进国联资源网本身的发展。根据公司公告，2021年，公司国联资源网注册用户数为280.85万户，多多平台注册用户数为49.38万户，以此估算，公司多多平台的注册用户数还有5倍左右的拓展空间，国联资源网庞大的会员数量是公司多多电商平台未来可持续挖掘的金矿。

图表39 多多电商和国联资源网的用户数据

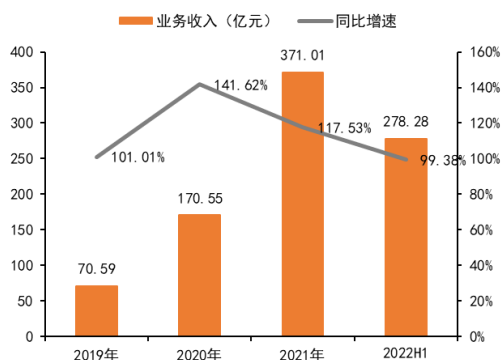
平台	项目	2021年	2020年	同比增加
多多电商	注册用户数(万户)	49.38	31.95	54.55%
	月活用户数(户)	67259	46351	45.11%
	交易用户数(户)	13458	8234	63.44%
	每用户平均收入(不含税,万元)	275.68	207.13	33.10%
	每单平均收入(不含税,万元)	27.31	23.70	15.23%
国联资源网	注册用户数(万户)	280.85	267.21	5.10%
	合作用户数(户)	10013	9425	6.24%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

3.2 现有多多平台的深耕和新的多多平台的孵化，将打开公司成长空间

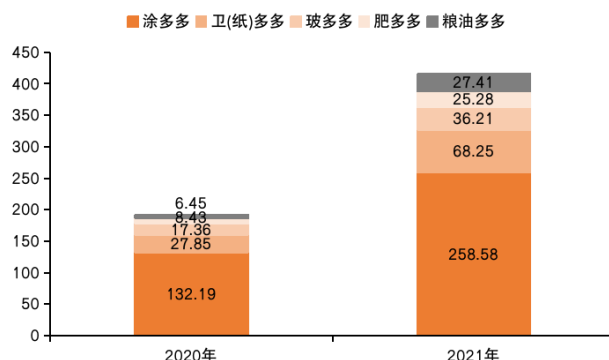
多多电商是公司在涂料化工、卫生用品、玻璃、造纸、化肥、粮油、芯片、医疗等行业超过十年的商业信息服务专业经验和客户积累基础上，从下游客户需求出发，精确定位，建立的高垂直度高差异化的细分产业互联网平台。多多平台为产业上下游提供网上商品交易业务，包括自主电商、第三方电商和SaaS服务。目前，公司已经推出涂多多、卫多多、玻多多、肥多多、纸多多、粮油多多六个成熟的多多平台，均以独立子公司的形式存在。公司持续积极推进多多平台的交易规模和行业影响力，多多电商在交易量、营业收入、利润等方面都取得了高速发展。

图表40 2019-2022H1 公司商品交易业务收入及增速



资料来源:WIND、平安证券研究所

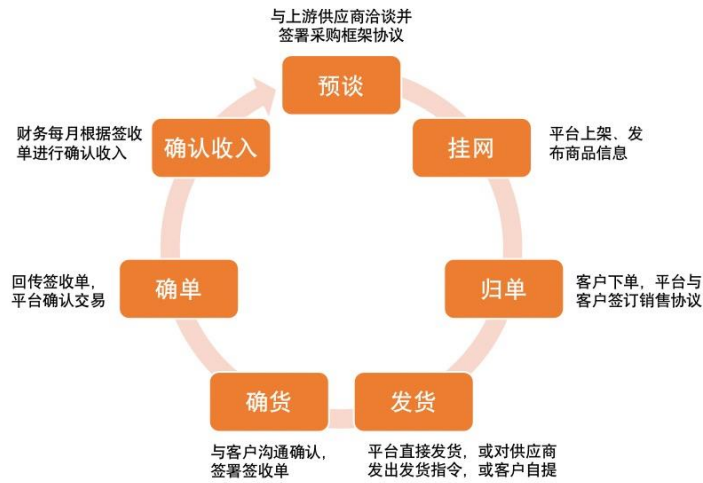
图表41 2020-2021年公司各多多平台的自营交易量(亿元)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司的网上商品交易业务已经形成了一套成熟的业务模式。多多平台首先选择与主要原材料供应商进行洽谈，并签署采购框架协议。随后，多多平台会根据历史交易数据、集合订单数据和市场供需状况，确定采购计划。多多平台与供应商签订框架协议或商品入库后，会在多多平台上架、发布商品信息，客户下单后，平台与客户签订销售协议，之后平台或供应商会进行发货，或者由客户进行自提。客户收到货将签署签收单，签收单回传至平台以确认此笔交易完成，财务每月根据签收单确认收入。

图表42 公司多多平台业务模式



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司多多平台具有可复制性，自孵化开始就保证了多多平台的推出符合公司的商业逻辑和成长要求。公司孵化新的多多平台时，对于垂直品类新赛道的选择非常慎重，会依循以下原则：1) 属于公司国联资源网覆盖的 100 多个行业范畴，对行业有深度认知、丰富的信息服务经验和深厚的客户资源积累；2) 该行业上游相对集中且充分竞争、议价能力强，下游高度分散议价能力弱，中间分销环节多，价格透明且以量价机制交易；3) 产品在短期内的价格波动不会太剧烈，可以 1-7 天的归单周期内保持较稳定的价格，这也是集采模式所适配的行业边界。公司所有多多平台创始早期都会采用单品突破策略。未来，公司会继续选择具有行业资源优势、团队沉淀深厚且符合公司商业逻辑的行业持续拓展。

公司拥有一套成熟且可复制的上下游运营策略，立足供应链，深度绑定上下游。公司对上游采取核心供应商策略，可以通过提升企业的抗周期性，帮助其实现稳定经营，同时，公司通过深度供应链延伸等策略推动上游产能能力建设，建立云工厂助力上游产业降本增效，与供应商进行深度绑定，获得稳定的货源保障。多多电商基于平台优势形成规模效应，以价格、服务及货源等优势，对下游客户形成了巨大吸引力，同时集中采购也有效帮助供应商降低了履约和服务成本。公司基于平台的规模优势，依据深度供应链战略不断做深做强产业链，增强客户粘性。

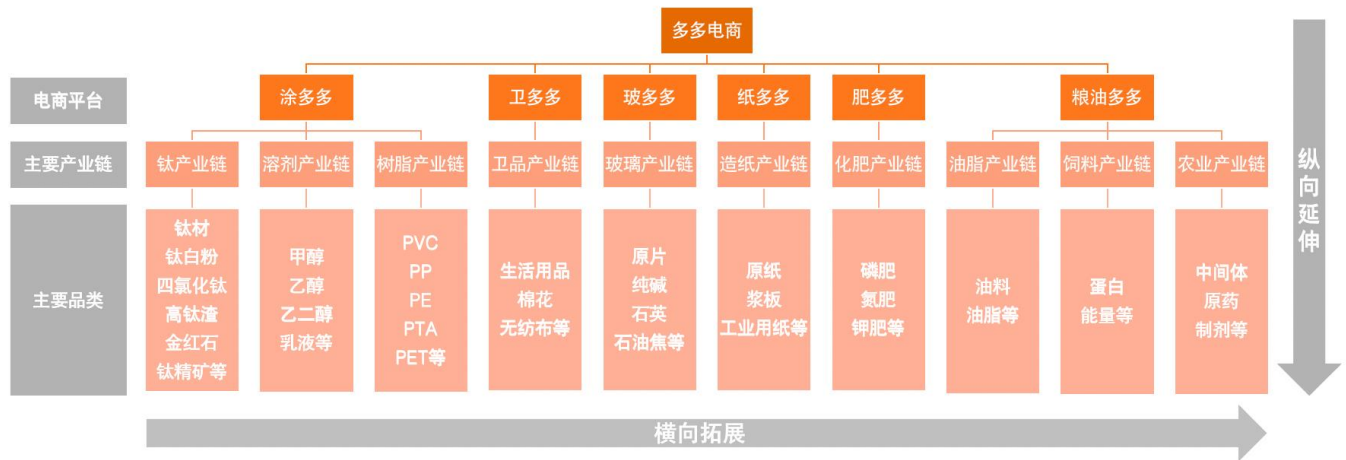
多多平台的品类拓展策略分为现有多多平台的内生品类拓展和新多多平台的孵化两大战术方向，前者又分为纵向拓展和横向拓展，纵向不断向上下游延伸，打通整个产业链，横向通过体察客户需求进行品类拓展。如钛白粉是涂多多最早于 2015 年启动的单品，迄今已纵向沿着供应链拓展到钛中矿、钛精矿、高钛渣、金红石、四氯化钛、钛白粉、海绵钛、钛材整条产业链；同时横向沿着客户价值链拓展到醇、树脂、炭黑、乳液、包装、砂石、医疗原材料等大品类板块，市场空间也持续打开。

图表43 公司多多平台品类拓展策略



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表44 公司多多电商平台布局



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司多多平台团队人员的选拔标准是既懂行业又懂互联网的复合型人才，并不是技术人员和销售人员的简单融合。公司每个多多平台的创始人均来自于国联资源网相关细分行业的专属团队，对行业具有深刻的认识，同时又随公司一起经历了数字化转型，摒弃了传统行业团队将囤货搏差价作为主要盈利点的思维定势，培养了互联网思维。公司多年来在相关行业成长起来了强有力的执行团队，为多多平台的孵化和发展保驾护航。公司新的多多平台一直在不断观察储备、试运行和推进中，目前主要孵化的平台包括芯多多、医多多、冷链多多和新能多多。

公司多多电商平台成长空间巨大。公司以工业电子商务为基础，根据公司公告信息，截止 2021 年年末，公司多多电商所涉足品类的市场规模已超 4 万亿，但多多平台自营交易量的总体渗透率仅为 1.02%，各个多多平台的渗透率均处于低位。假设未来多多平台的总体渗透率提高 10 个百分点，则就能为公司带来 10 倍以上的成长空间。随着现有多多平台的深耕和新的多多平台的孵化，公司多多平台未来的市场空间巨大。

图表45 多多平台 2020-2021 年自营交易量（单位：亿元）（含税）及市场渗透率

多多电商	主要产业链	市场规模（不完全统计）	2021 年收入	2021 年渗透率	2020 年收入	2020 年渗透率
涂多多	钛产业	1157	12354	258.58	132.19	1.07%
	溶剂产业	3001				
	树脂产业	8196				
卫（纸）多多	造纸产业	7810	10526	68.25	27.85	0.26%
	卫品产业	2716				
玻多多	玻璃产业	3328	36.21	1.09%	17.36	0.52%
肥多多	化肥产业	5147	25.28	0.49%	8.43	0.16%
粮油多多	油脂产业	6517	9570	27.41	6.45	0.07%
	饲料产业	1055				
	农药产业	1998				
合计		40925	415.73	1.02%	192.28	0.47%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3 数字技术服务深入推进，国联云打造公司新的增长引擎

公司的数字技术平台——国联云，定位于产业和企业数字技术服务平台，基于深度结合行业特点的技术积累和平台系统研发能力，向行业上下游客户积极提供云 ERP、远程办公、行业直播、视频会议等数字化云应用服务和数字供应链、数字工厂

和 PTD Cloud 工业互联网平台服务。其中，“数字工厂+PTD Cloud 工业互联网解决方案”，被认定为工信部“2020 年工业互联网试点示范项目”，立足于同一产业链、供应链、价值链的上下游数字工厂的连接，有效帮助实体企业实现生产数字化、管理数字化、质检数字化、能耗数字化、物流数字化；数字供应链平台，致力于打造智运体系、云仓体系和数字港区，实现智慧物流，数字仓储及 CA 交割。

图表46 国联云网页展示



资料来源：国联云平台网站、平安证券研究所

数字工厂的实施全部基于云工厂和 PTD Cloud 工业互联网平台进行。目前，公司为云工厂提供的数字化服务主要包括生产数字化、管理数字化、物流数字化、质检数字化、能耗数字化等 9 个模块，均实现了不同程度的降本或增效。云工厂的变现主要体现在两个层面，一个是交易端，一个是技术服务端。交易端由于在供应链端的集采统销服务会带来更高的合作粘性，将不断提升工厂在平台的采销占比，同时因为采销供应链上的降本增效，平台在交易端的毛利分配空间将有所提高。另一个是技术服务端，实施按产量长期收取吨服务费的云收费模式。

图表47 云工厂实施数字化的9大板块

数字化	具体措施
管理数字化	主要实施了 OA、ERP、MES 系统等用于提升工厂管理效率的系统。公司的 OA 和 ERP 系统相比于市场上的主要的不同之处：1.功能简单易用，采用 82 原则，把大多数企业用到的 20%的功能进行精细化的开发，比如组织结构、 workflow、进销存、应收预付等，对于工厂来说已经足够。2.连接，公司搭建的 PTDCloud 工业互联网平台，将上游、下游、设备、人员、机器、供应链、物流、仓储等进行连接，全渠道管理。且工厂之间可以共享订单、共享备品备件、共享技术等。
质检数字化	做原材料和产成品的质检。原来检测一次 3-4 个小时，且检验结果上下游还有可能不认可。现在通过升级质检设备和系统后，每次 20-30 分钟即可出结果，同时上了区块链，客户可以直接拿到结果。客户慢慢也就认可了检测的可信度，逐步减少二次复检，提高了产品交易效率。
安全监控数字化	通过部署智能边缘盒子，接入工厂已有的摄像头信号，可以进行 20 多种情景的监测，比如安全帽、火灾、抽烟、打手机、非法闯入等等。这个可以将一些潜在的隐患进行实时监控，省去了中控室人工盯多个监控的问题。
能耗数字化	工厂的主要耗能包括水、电、蒸汽等，通过安装智能仪器仪表，解决了人工抄表和手工记录，让数据可以实时记录到系统，并通过数据的异常变化快速定位到一些设备和生产异常问题，提高生产管控和能耗监控。
物流数字化	主要实施无人场站，将原来的一些磅房、人工的值守、数据录入、装卸车的登记等通过数字化方案进行解决，优化了运输车辆进出厂秩序，提升了装卸工人的 KPI 考核。同时数据也会实施展示给客户，客户可以看到自己的车什么时候去，什么时候开始运输。
生产数字化	通过部署边缘网关和安全网关，采集工厂的 DCS、PLC 等设备数据，获取生产过程数据。生产的优化主要分 3 个阶段：第一阶段采集生产数据；第二阶段构建数字孪生；第三阶段对过往生产数据进行建模训练，提升生产配方和生产工艺，为工厂提升生产水平。

订单排查数字化	企业用户从多多平台下单后，公司将订单推送到工厂，工厂可以针对订单进行库存发货或者生产排产，客户可以准确获取自己的订单什么时候能够交付，将客户和工厂的距离拉的更近。
设备管理数字化	每个工厂都是要有设备维护人员，工厂的设备的购买时间、维护时间、更换时间，现在都通过系统进行维护和管理，提升设备的管理效率。
人员定位和高空巡检数字化	在工厂的一些危险区域，不允许3人以上长时间停留，所以给工厂做了全员的人员定位，做成工牌样子的，上班时佩戴，危险区域超过3人时，立刻报警；工牌上也有紧急求救按钮，摁一下就可以报警；工牌还能监测是否是静默状态，如果超过3分钟不动，也会及时报警。在定期的应急演练中，可以实现工厂内人员的迅速定位，为救援赢得了宝贵的时间。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表48 公司云工厂降本增效案例

案例	云工厂降本增效和供应链优化成果
湖北某钛化工云工厂	原材料采购大部参与多多集采，成本明显降低（高钛渣和金红石降本约3%-5%；煅后焦约降本6%）。
河南某树脂云工厂	通过平台进行集采并优化供应链，使得产能每月新增释放约3000吨，从而增加利润。下游的产品通过平台拼单等模式，每吨低于市场价30-50元不等，对下游客户也实现了降本。
湖北某磷化工云工厂	原材料全部参与多多集采，采购成本总体上降低约6%-10%。产成品销售通常低于市场价10-30元不等，降低了下游客户的采购成本。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司在积极设计和验证云工厂相关盈利模式。基于云工厂与多多平台的强合作粘性和信任关系，云工厂的数字化服务采取先投入后收费的类SAAS化计费模式，即先垫云工厂的成本，之后按降本增效的效果计费。目前一般按照吨数进行收费，收取10-20元/吨的服务费，签约云工厂的产能一般在10-50万吨/年，即技术服务费可以达到100-500万/年。公司2021年发布了“三年百家云工厂”的战略，百家云工厂每年大约可以带来1-5亿的收入。公司在2022年的“双十一”电商节发布了53家云工厂，2023年预计累计拓展100家，完成第一阶段目标。在数字工厂的实施方面，公司2021年已实施完成5家，2022年在推进15家工厂的实施，2023年计划累计完成50家数字工厂实施。根据公司公告，2021年，公司多多平台注册用户数为49.38万户，假设未来公司多多云工厂的渗透率能达到注册用户数的2%，以每家云工厂年收入200万元估算，假设云工厂实施服务的净利润率为10%-20%，则多多云工厂数字技术服务业务未来有望为公司带来19.75亿元至30.50亿元的净利润，将显著增厚公司业绩，成为公司未来新的增长引擎。

图表49 多多云工厂企业名录

<p>涂多多</p> <p>仙桃中星电子材料有限公司 广西西陇化工有限公司 攀西钛矿 KEVIN (印度) 有限公司 四川盛丰钛业有限公司 新疆鑫凯高色素特种炭黑有限公司 甘肃金利通碳材料科技有限公司 湖南中邦钛业有限公司 欧陆宝 (天津) 新材料科技有限公司 内蒙古蒙达钛业有限责任公司 山东春湖集团有限公司 开平市金象油墨化工有限公司 润铭达制品 (天津) 有限公司 铭达新材料科技 (天津) 有限公司 天津赫茗纸制品有限公司 天津环宇众腾科技有限公司 天津浩之初科技有限公司 江西科泰新材料有限公司 云南熙乐科技有限公司 攀枝花市姜苏郁工贸有限公司 合肥市和裕达塑业有限公司 辽宁鑫达滑石集团有限公司 浙江纳美新材料股份有限公司 湖南启迪药业生物有限公司 浙江五波食品有限公司</p>	<p>玻多多</p> <p>中玻 (临沂) 新材料科技有限公司 广西金水源矿业有限公司 江苏佳装玻璃科技有限公司 石家庄首玻镜业有限公司 河北省沙河市正大玻璃有限公司 山西鑫鑫化工股份有限公司 内蒙古沃信新材料科技有限公司</p>
<p>卫多多</p> <p>辉县市华海纺织有限公司 广西嵘兴中科发展有限公司 河南驻马店白云纸业 河南护理佳纸业有限公司 贵州汇景纸业有限公司 芜湖富春染织股份有限公司 重庆渝成纸业业有限公司</p>	<p>肥多多</p> <p>广西远景生物科技有限公司 湖北中孚化工集团有限公司 云南祥丰石化有限公司 河北田加力生物科技股份有限公司 云南省玉溪化肥厂有限责任公司 云南新菱峰化工有限责任公司 陕西奥维乾元化工有限公司 湖北一庆化工有限公司</p>
<p>粮油多多</p> <p>河南金鹏化工有限公司 一树咖啡保山有限公司 山东鼎裕生物能源有限公司 山东顶兴粮油食品有限公司 海南奥斯卡国际粮油有限公司 禾丰食品股份有限公司</p>	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

根据公司微信公众号信息，在过去几年里，公司已经在 AI 领域进行了大量的研究和应用，尤其是在电商平台的智能推荐、销售预测、采购预测和机器视觉等领域。公司也正在积极对接百度的文心一言和阿里云的通义千问，研发部门也正在基于这些模型和服务，构建一款企业 AI 应用来提供给公司多多平台的上下游客户。公司紧跟 AI 技术的发展趋势，探索将大模型技术应用于数字技术服务中，将进一步提升公司数字技术服务业务的竞争力。

四、盈利预测

4.1 盈利预测

我们认为对于公司未来盈利情况的预测重点在于对公司各业务收入增长情况的把握，我们的主要假设如下所示：

- 1、2022-2024 年，公司网上商品交易业务收入增速分别为 96.5%、70.0%、60.0%，毛利率分别为 2.95%、2.80%、2.70%；
- 2、2022-2024 年，公司商业信息服务业务收入增速分别为 5%、15%、20%，毛利率均为 78%；
- 3、2022-2024 年，公司互联网应用业务收入增速分别为 150%、120%、100%，毛利率均为 90%；
- 4、2022-2024 年，公司其他业务收入增速分别为 260%、30%、30%，毛利率均为 90%。

根据以上的基本假设，我们进行了盈利分析。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 730.77 亿元、1242.04 亿元、1987.32 亿元，同比增长 96.3%、70.0%、60.0%；归母净利润分别为 11.22 亿元、17.68 亿元、26.97 亿元，同比增长 94.0%、57.5%、52.6%；EPS 分别为 2.25 元、3.55 元、5.41 元，对应 4 月 21 日收盘价的 PE 分别约为 28.7、18.2、12.0 倍。

图表50 简要损益预测表

	2021A	2022E	2023E	2024E
网上商品交易业务收入（百万元）	37100.87	72903.21	123935.46	198296.73
同比增长	117.53%	96.50%	70.00%	60.00%
商业信息服务业务收入（百万元）	102.61	107.74	123.91	148.69
同比增长	24.93%	5%	15%	20%
互联网应用业务收入（百万元）	25.77	64.42	141.73	283.46
同比增长	28.12%	150%	120%	100%
其他业务收入（百万元）	0.54	1.93	2.51	3.26
同比增长	192.58	260%	30%	30%
营业收入（百万元）	37229.79	73077.31	124203.61	198732.15
同比增长	116.98%	96.29%	69.96%	60.01%
综合毛利率	3.3%	3.1%	3.0%	2.9%
期间费用率	0.81%	0.76%	0.74%	0.73%
归母净利润（百万元）	578.41	1122.19	1767.92	2697.00
同比增长	90.0%	94.0%	57.5%	52.6%
EPS	1.16	2.25	3.55	5.41

数据来源：WIND、平安证券研究所

4.2 估值分析

公司主营 B2B 电子商务和产业互联网平台，是国内 B2B 电子商务龙头企业。我们认为，公司的对标企业可选取 A 股中其他 B2B 电商平台企业，如上海钢联、怡亚通、焦点科技等。

图表51 国联股份同行业可比公司估值比较

股票代码	证券简称	收盘价	总市值（亿元）	2022PE	2023PE	2024PE
300226.SZ	上海钢联	49.43	132.56	65.0	52.3	39.2
002183.SZ	怡亚通	5.39	139.98	53.9	32.9	24.4
002315.SZ	焦点科技	26.13	81.34	27.2	22.2	18.3
	平均值	-	117.96	48.7	35.8	27.3
603613.SH	国联股份	64.66	322.43	28.7	18.2	12.0

数据来源：WIND、平安证券研究所

注：收盘价取 2023 年 4 月 21 日收盘价，总市值以 2023 年 4 月 21 日收盘价计算。上海钢联、怡亚通、焦点科技 2022 年的 EPS 取自各公司年报，2023-2024 年的 EPS 取自 WIND 一致预期。

根据以上的估值分析，公司的市盈率水平低于同行业可比公司均值水平。考虑到公司多多平台巨大的成长空间以及公司数字技术服务业务的未来发展前景，我们认为公司应享有更高的溢价空间，公司的市盈率仍有上升空间。

4.3 投资建议

公司是国内 B2B 电子商务龙头企业，打造了多多电商、国联资源网、国联云一体两翼协同发展的业务格局。以多多电商平台为依托的网上商品交易业务是公司的支柱业务，现有多多平台的深耕和新的多多平台的孵化将为公司带来巨大发展空间。

另外，公司积极布局数字技术服务业务，数字技术服务业务将成为公司未来新的增长引擎。我们看好公司的未来发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

（1）多多平台的发展不达预期。

以多多电商平台为依托的商品交易业务是公司的支柱业务，如果现有多多平台的纵向和横向拓展或新多多平台的孵化不及预期，则公司多多平台的发展将存在不达预期的风险。

（2）数字技术服务业务发展不达预期。

公司积极推进国联云数字技术服务体系建设，向行业上下游客户积极提供云 ERP、数字工厂、工业互联网平台等服务，但如果客户接受度低于预期，则公司数字技术服务业务将存在发展不达预期的风险。

（3）行业竞争加剧。

产业互联网是大势所趋，近些年在不同赛道不同行业领域，已出现了多个产业电商平台企业，未来很可能出现更多竞争对手。市场竞争的加剧可能会压缩公司的发展空间。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9243	12431	17827	24804
现金	3697	3435	4361	5724
应收票据及应收账款	1512	2947	4668	6925
其他应收款	14	27	45	72
预付账款	2513	4405	6976	10073
存货	70	138	235	376
其他流动资产	1437	1480	1543	1633
非流动资产	286	257	227	198
长期投资	8	11	13	16
固定资产	134	113	92	71
无形资产	39	39	37	34
其他非流动资产	104	95	85	78
资产总计	9529	12688	18054	25002
流动负债	4925	6892	10380	14463
短期借款	922	0	0	0
应付票据及应付账款	2405	3879	5910	8355
其他流动负债	1598	3014	4470	6108
非流动负债	2	2	1	1
长期借款	1	1	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	4927	6894	10382	14464
少数股东权益	275	458	746	1185
股本	344	499	499	499
资本公积	2799	2644	2644	2644
留存收益	1184	2193	3784	6210
归属母公司股东权益	4327	5336	6927	9353
负债和股东权益	9529	12688	18054	25002

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	268	772	1082	1610
净利润	706	1305	2056	3136
折旧摊销	13	31	33	31
财务费用	-3	8	-14	-18
投资损失	-32	-22	-22	-22
营运资金变动	37	-562	-982	-1530
其他经营现金流	-453	12	12	12
投资活动现金流	-680	8	8	8
资本支出	77	0	-0	-0
长期投资	-32	0	0	0
其他投资现金流	-725	8	8	8
筹资活动现金流	433	-1042	-164	-254
短期借款	525	-922	0	0
长期借款	1	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-93	-120	-164	-253
现金净增加额	21	-263	926	1364

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37230	73077	124204	198732
营业成本	36017	70783	120507	193004
税金及附加	27	53	90	144
营业费用	173	292	497	795
管理费用	67	124	199	298
研发费用	67	131	236	378
财务费用	-3	8	-14	-18
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-10	-21	-35	-56
其他收益	24	24	24	24
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	32	22	22	22
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	929	1713	2701	4122
营业外收入	5	6	6	6
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	933	1717	2705	4126
所得税	227	412	649	990
净利润	706	1305	2056	3136
少数股东损益	127	183	288	439
归属母公司净利润	578	1122	1768	2697
EBITDA	942	1756	2724	4140
EPS (元)	1.16	2.25	3.55	5.41

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	117.0	96.3	70.0	60.0
营业利润(%)	102.7	84.4	57.7	52.6
归属于母公司净利润(%)	90.0	94.0	57.5	52.6
获利能力				
毛利率(%)	3.3	3.1	3.0	2.9
净利率(%)	1.6	1.5	1.4	1.4
ROE(%)	13.4	21.0	25.5	28.8
ROIC(%)	-332.3	339.4	222.5	166.8
偿债能力				
资产负债率(%)	51.7	54.3	57.5	57.9
净负债比率(%)	-60.3	-59.3	-56.8	-54.3
流动比率	1.9	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.3	1.1	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	3.9	5.8	6.9	7.9
应收账款周转率	25.9	26.1	28.1	30.4
应付账款周转率	162.54	182.50	192.11	202.78
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.16	2.25	3.55	5.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	1.55	2.17	3.23
每股净资产(最新摊薄)	8.68	10.70	13.89	18.76
估值比率				
P/E	55.7	28.7	18.2	12.0
P/B	7.5	6.0	4.7	3.4
EV/EBITDA	35	16	10	6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。

免责声明：

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 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033