

系列深度一：快速前进的工业品电商踏浪者 买入（维持）

2021 年 01 月 16 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,198	17,077	29,062	48,145
同比（%）	95.9%	137.3%	70.2%	65.7%
归母净利润（百万元）	159	301	521	889
同比（%）	72.8%	89.3%	73.3%	70.6%
每股收益（元/股）	0.67	1.27	2.20	3.75
P/E（倍）	200.10	105.70	61.01	35.76

投资要点

■ **三大业务相互支撑，2020 年业绩超预期：**目前公司的主营业务包括①商业信息服务，②网上交易业务和③互联网技术服务。其中商业信息服务是公司的基石，网上交易业务是目前的核心业务和主要增长驱动，互联网技术服务是未来的主要开拓方向。公司旗下工业品拼购平台业绩持续高速增长，带动公司 2020 年收入、利润均超预期。公司业绩预告预计 2020 年度将实现收入 170 亿元至 172 亿元，同比增长 136%至 139%；归母净利润 3.00 亿元至 3.05 亿元，同比增长 89%至 92%。

■ **核心优势①：旗下“国联资源网”聚集大量产业资源。**我们认为 To B 与 To C 的一大区别在于，To B 的客户具有更精准、更确定的需求。例如，企业会很清楚自己需要采购什么物料。因此，客户资源是 To B 领域的一大核心资产。国联资源网作为一个拥有 15 年历史的产业资讯平台，拥有广大的客户及供应商群体，为公司工业品拼购平台的孵化和启动提供客户和供应商资源；此外也提供富有产业经验的团队资源。

■ **核心优势②：“多多”平台的拼购模式易于复制和拓展。**公司的网上交易服务主要通过旗下“多多”工业品拼购平台进行。该模式通过集合下游零散需求，拼成大订单增加议价权，向上游折价采购，公司赚取买卖差价。此类拼购模式适用于多种行业，我们认为只要满足：上游厂商相对集中但充分竞争；下游采购相对分散；产业链流通环节多；货源不稳定属地服务不足；采购成本较高等要素的行业，都能通过拼购模式拓展。近年来公司通过“成熟一个，开拓一个”的战略不断拓展新行业、新产品，拼购平台的交易规模持续增长。目前公司已注册 2 个新的“多多”平台子公司，近期或将有新的拼购平台上线。

■ **定增顺利完成，利好产业互联网战略持续推进。**公司提出“平台、科技、数据”为关键词的产业互联网战略，计划从满足企业交易需求开始，逐步切入到企业的物流、资金、生产需求，最终将这些环节进行整合后满足工业互联网的连接需求，使公司成为产业互联网核心枢纽。该战略以科技为核心，未来或需较大研发投入。12 月公司定向增发顺利完成，利好公司未来战略顺利推进。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是工业品电商的领军者，计划通过交易环节切入产业，最终成为产业互联中枢。近期公司通过对外投资不断深挖已有行业加强生态圈建设，并积极探索其他赛道的布局机会。未来随着新行业的开拓以及现有行业话语权的提升，公司业绩有望保持高速增长。我们预测 2020-22 年公司归母净利润分为 3.01/ 5.21/ 8.89 亿元，同比增速分别为 89.3%/ 73.3%/ 70.6%，1 月 15 日收盘价对应 PE 分别为 106x/ 61x/ 36x，给予 175 元目标价，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**集采违约，拼购模式占用过多营运资金，新平台扩展不及预期，产业互联网战略推进不及预期，行业竞争加剧等

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

yangjing@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	147.51
一年最低/最高价	63.50/147.51
市净率(倍)	9.57
流通 A 股市值(百万元)	17730.70

基础数据

每股净资产(元)	15.41
资产负债率(%)	62.82
总股本(百万股)	237.17
流通 A 股(百万股)	120.20

相关研究

1、《国联股份（603613）：发布业绩预告，归母净利润同比增长约 90%超预期》2021-01-15

2、《国联股份（603613）：定增全额完成，持续看好产业互联网平台长期发展》2020-12-02

3、《国联股份（603613）：Q3 单季收入+156%，双十电商节成交额 44 亿提前售罄，B2B 工业品电商踏浪者快速增长》

1 / 31

2020-10-22

东吴证券研究所

内容目录

1. 未来 B2B 产业互联网枢纽，快速前进的工业品电商踏浪者	5
1.1. 业务：商业信息服务、网上商品交易、互联网应用服务相互支撑	5
1.2. 拼购平台快速成长，业绩持续超预期	6
2. 国联资源网：积厚流光的产业资讯平台，“多多”平台的孵化池	9
3. 工业品拼购平台：集合零散订单换取议价权，易于复制	13
3.1. 已有 6 个多多平台聚焦不同行业，随着话语权增大毛利率不断提升	13
3.2. 模式及利润空间：拼购换取议价权+绕过中间环节提升效率	16
3.3. 拼购模式易于复制，通过多产品&多行业横向拓展扩大规模	18
4. 国联云：未来的产业互联网枢纽	20
4.1. 现在的国联云：2020 年上线，统筹整合原有互联网技术服务板块	20
4.2. 未来的国联云：“平台、科技、数据”战略，打造产业互联枢纽	21
5. 定增全额完成利好持续发展，持续对外投资深入现有产业链	22
5.1. 定增募得资金 24.66 亿元，将用于打造多元化产业服务体系	22
5.2. 对外投资设立云工厂，持续深入现有产业链	24
6. 盈利预测与投资建议	27
6.1. 核心假设：商业信息服务收缩，网上商品交易持续高增，互联网技术服务加速成长	27
6.2. 对比估值：选取上海钢联、怡亚通、生意宝为可比公司	28
6.3. 投资建议	28
7. 风险提示	29

图表目录

图 1: 国联股份业务体系由商业信息服务、网上商品交易、互联网应用服务组成	5
图 2: 国联股份三大业务为相互支撑的关系	6
图 3: 公司收入构成: 2020H1 交易服务占比已超 99%	6
图 4: 公司毛利构成: 2020H1 交易服务贡献 79% 的毛利润	6
图 5: 2020Q1-3 公司实现收入 100.32 亿元/ +142% YoY	7
图 6: 2020Q1-3 归母净利润 1.79 亿元, 同比+81.3%	7
图 7: 商品交易服务业务的毛利率较其他业务显著更低	7
图 8: 公司各项费用率呈逐年下降趋势	8
图 9: 公司毛利率呈逐年下降趋势, 净利率有小幅下降	8
图 10: 国联股份成立 22 年历经多次转型; 国联资源网上线 15 年积厚流光	10
图 11: 国联资源网提供资讯、会展、商机等服务	10
图 12: 国联资源网积厚流光, 助力交易业务和互联网业务拓展	11
图 13: 多多平台成立之初来自分网的客户占比较高	11
图 14: 来自分网客户的收入占比高于客户人数占比	11
图 15: 来自分网的供应商占比逐年下降	12
图 16: 与来自行业分网的核心供应商深度合作, 采购额占比保持在 80% 以上	12
图 17: 国联资源网付费用户和续费率保持稳定	12
图 18: 近年来商业信息服务收入略有下滑	12
图 19: 国联资源网的注册用户数仍在持续增长	13
图 20: 活跃用户数持续提升	13
图 21: 涂多多是集团旗下最大的 To B 工业品拼购平台	13
图 22: 各垂直平台历年收入 (亿元)	15
图 23: 网上商品交易收入高速增长, 19 年同比增速 101%	15
图 24: 不同行业拼购平台的毛利率有所不同, 大体上均随着平台逐渐成熟而有所增长	16
图 25: 多多平台的拼购模式流程示意	16
图 26: 工业品拼购 To B 电商的采购、销售流程和支付安排	17
图 27: 传统工业品供应链中间环节多, 加价率高	17
图 28: 平台利润来源其一: 积累大订单, 获得议价权	18
图 29: 平台利润来源其二: 减少中间环节, 提升产业链整体效能	18
图 30: “成熟一个, 开拓一个”, 国联多多平台通过在中小产业间复制模式扩大规模	19
图 31: 适用于拼购模式的行业主要具备 5 大特点	19
图 32: 国联云统筹互联网+技术服务的各大平台和公司对外输出技术部门	20
图 33: 国联云平台已于 2020 年 2 月上线, 统筹整合原有互联网技术服务板块	20
图 34: 国联全网服务内容: 全网设计、系统开发、全网推广、咨询培训	21
图 35: 国联“平台、科技、数据”为关键词的产业互联网战略将分五个阶段推进	22
图 36: 定增融资项目, 为集团战略推进提供保障	24
表 1: 国联股份员工人数及构成	9
表 2: 非生产性物料与生产性资料特点对比分析	14
表 3: 各平台主要垂直领域、上线时间和增速	14
表 4: 本次定增发行对象及认购股份数	23

表 5: 本次定增募集资金的使用计划	23
表 6: 拟设立的三个子公司均为云工厂, 涉及海绵钛、炭黑、磷肥等产品	25
表 7: 公司近 12 个月内累计对外投资事项	26
表 8: 公司分业务收入、毛利率预测 (单位: 百万元, %)	27
表 9: 可比公司估值表	28

1. 未来 B2B 产业互联网枢纽，快速前进的工业品电商踏浪者

1.1. 业务：商业信息服务、网上商品交易、互联网应用服务相互支撑

国联股份是国内领先的 To B 电子商务和产业互联网平台。目前公司的主营业务包括①商业信息服务、②网上交易业务和③互联网技术服务。

商业信息服务依托于国联资源网，这是一个拥有近 15 年经营历史的互联网资讯平台，积累有大量的产业资源，是新的“多多”工业品拼购平台的孵化池。

网上交易业务主要依托各大“多多”工业品拼购平台，包括涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多、粮油多多等，是目前公司收入、利润的主要来源。国联“多多”平台主要是拼购模式，即集合下游零散订单后向上游订货，通过绕过中间环节、提升议价权赚取差价。

互联网应用服务平台“国联云”定位于产业和企业数字化技术服务平台，是公司产业互联网战略的核心枢纽，也是未来的战略拓展方向。

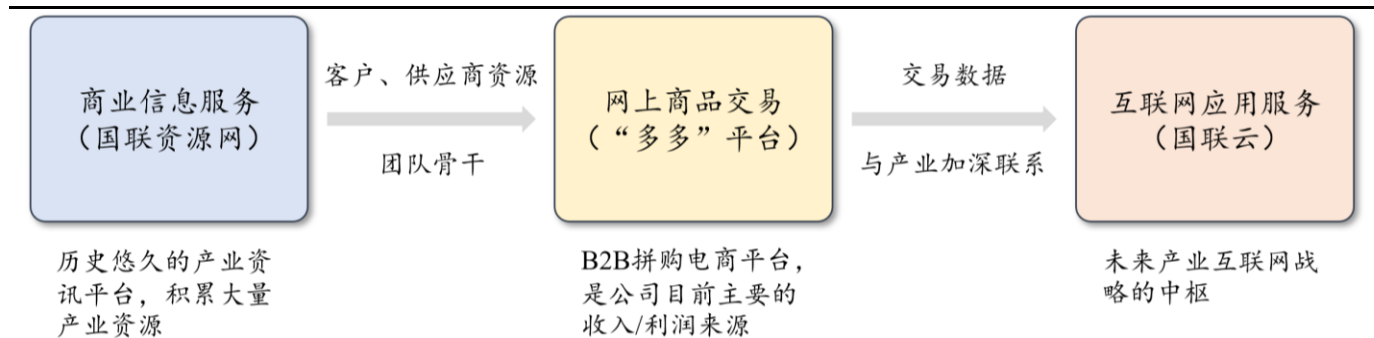
图 1：国联股份业务体系由商业信息服务、网上商品交易、互联网应用服务组成



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

三大业务相互支撑。国联现有的各大大多多平台由国联资源网上对应行业分网孵化，国联资源网积累大量产业资源，为拼购平台提供庞大而精准的客户、供应商群体以及富有产业经验的团队骨干；网上商品交易业务是公司目前的主要业务，通过积累下产业大数据，并通过交易环节持续加深与企业的联系，帮助互联网应用服务拓展，最终一步步达成产业互联网枢纽的战略目标。

图 2：国联股份三大业务为相互支撑的关系

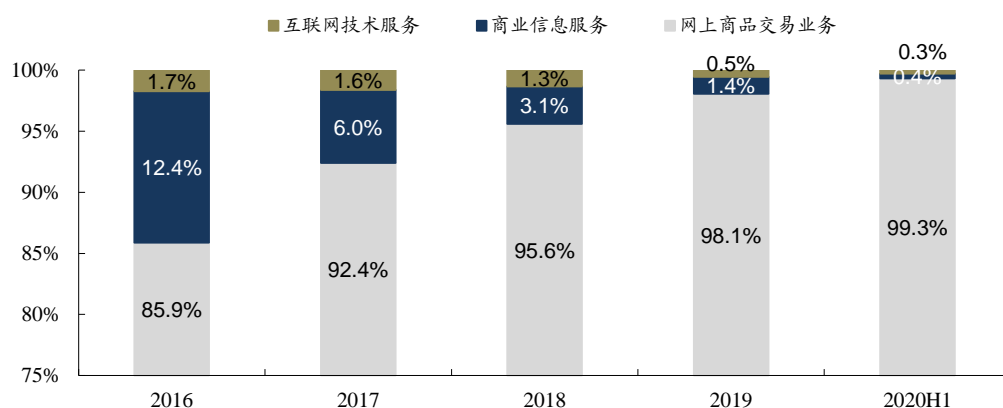


数据来源：东吴证券研究所整理绘制

1.2. 拼购平台快速成长，业绩持续超预期

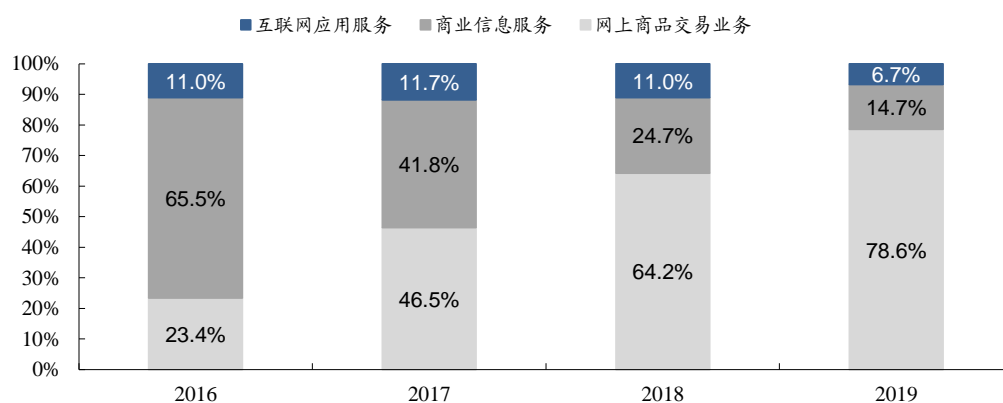
网上商品交易业务自 2016 年上线以来保持高速增长，现已成为公司核心业务及核心增长驱动。该业务由各大“多多”工业品拼购平台构成，2016-19 年间保持 108% 的 CAGR，至 2020H1 已贡献 99% 以上的收入和 79% 的毛利。在多多平台的带动下，近年来公司业绩保持快速增长，2020 全年收入及利润超预期。

图 3：公司收入构成：2020H1 交易服务占比已超 99%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司毛利构成：2020H1 交易服务贡献 79% 的毛利润

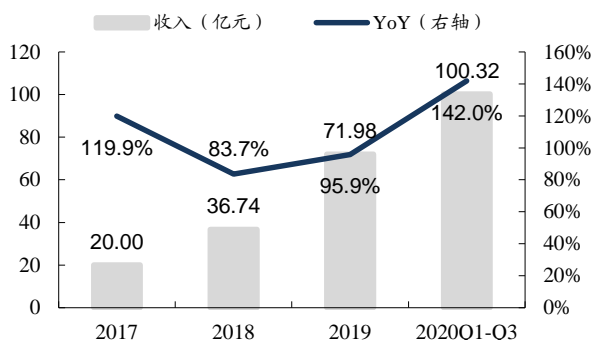


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020Q1-3 公司实现收入 100.32 亿元，同比增长 142.0%。Q1-3 营收增长的重要原因是在疫情期间公司快速响应，推出产业链“战疫”计划、工业品/原材料带货直播、百团拼购等活动，抓住疫情机会转为危机，期间旗下各平台注册用户和订单数均实现快速增长。10 月，公司“双十”电商节圆满完成，10 月 10 日单日集采订单额达 43.82 亿元，同比+104%。在此利好下，Q4 业绩也超出预期。据业绩预告，公司预计 2020 年度实现收入 170 亿元至 172 亿元，同比增长 136.19%至 138.97%。

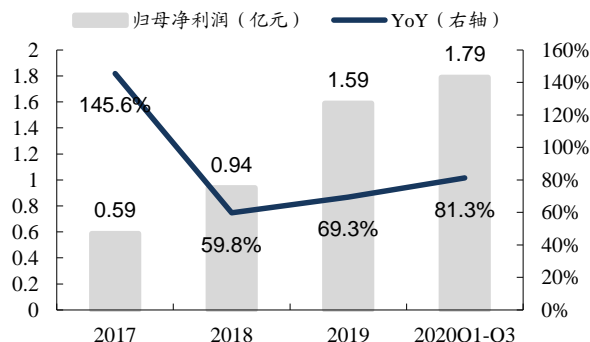
2020Q1-3 公司实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 81.3%；扣非归母净利润 1.64 亿元，同比增长 70.31%。扣除政府补助、税后少数股东权益影响额、所得税影响额和部分其他营业外收支后，公司 Q1-3 实现扣非归母净利润 1.64 亿元，同比增长 70.31%。据业绩预告，预计 2020 年公司将实现归母净利润 3.00 亿元至 3.05 亿元，同比增长 88.75%至 91.89%；实现扣非归母净利润 2.75 亿元至 2.83 亿元，同比增长 78.00%至 83.18%。

图 5: 2020Q1-3 公司实现收入 100.32 亿元/ +142%YoY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

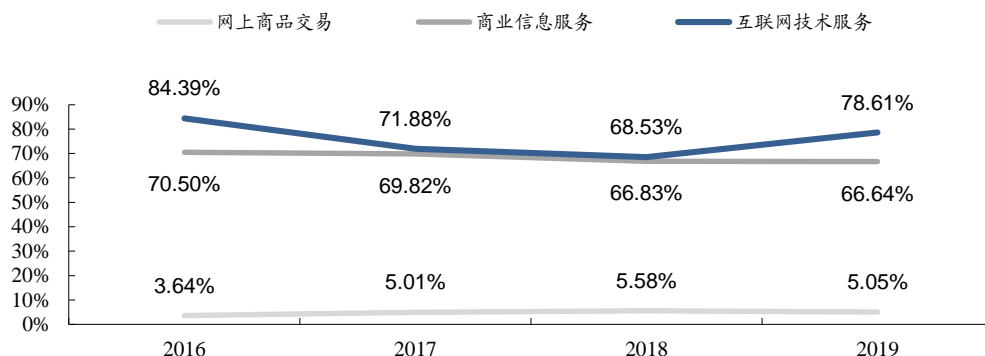
图 6: 2020Q1-3 归母净利润 1.79 亿元，同比+81.3%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

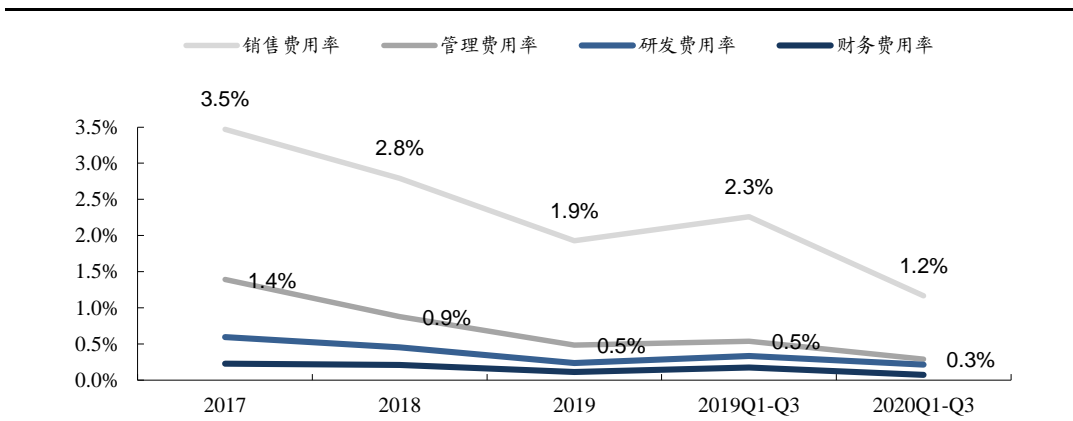
由于业务结构调整等原因，公司费用率、毛利率呈逐年下降趋势。2020Q1-3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/0.3%/0.2%/0.1%，同比减少 1.1/0.2/0.1/0.1pct。2020Q1-3 公司毛利率为 4.3%，同比减少 2.8pct。主要是因为毛利率、费用率均显著更低的商品交易服务业务的规模迅速增长，带来的结构性变化所致。

图 7: 商品交易服务业务的毛利率较其他业务显著更低



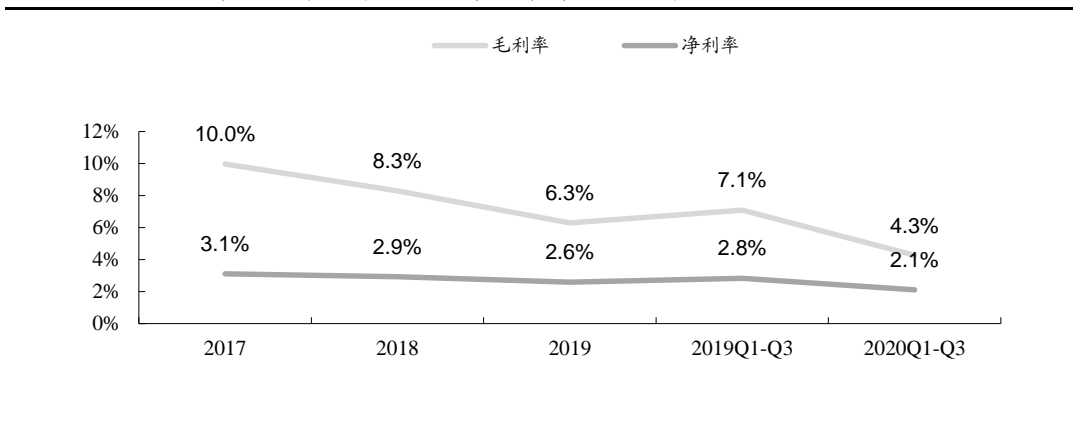
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：公司各项费用率呈逐年下降趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：公司毛利率呈逐年下降趋势，净利率有小幅下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

网上商品交易业务的高收入、低毛利的特性，是由其收入、成本的确认方式决定的。根据会计准则的要求，公司将所有从下游客户中收到的货款计为收入，将所有支付给上游供应商的货款计为成本，与经销商的确认原则类似（尽管多多平台的拼购模式并不会像经销商一样承担较大的库存风险）。而公司其他两大业务商业信息服务和互联网应用服务的毛利率都较高，因此随着多多平台交易规模的不断扩大，公司整体的利润率和费用率都有所下滑。

招兵买马，公司研发人员数量开始逐渐提升。公司产业互联网战略的核心是“科技”，因此我们认为，若此战略推进顺利，未来公司研发人员和研发费用将出现明显提升。2019年，公司研发人员达 133 个，同比增长 36%，占公司总人数之比也提升 4.3pct 至 19%。

销售人员小幅提升，信息采编人员小幅下降，其他类型的员工人数变动不大，规模效应显现。随着交易业务规模的不断增长，交易人员的数量有所提升，但提升幅度远低于交易业务规模的增速，这是规模效应的一大体现，未来随着人均创收的持续提升，公司盈利能力或持续增强。信息采编人员随着互联网咨询业务的战略收缩而出现减少，我们认为部分产业经验丰富的优秀员工转至多多平台等岗位帮助新业务孵化，也是改类型员工减少的原因。其余类型的员工人数大致保持平稳，规模效应逐渐凸显。

表 1: 国联股份员工人数及构成

专业类别	2019 年员工数(人)	占总人数比例	2018 年员工数(人)	占总人数比例
销售人员	363 (+17)	51.8%	346	52.0%
信息采编人员	118 (-10)	16.8%	128	19.2%
研发人员	133 (+35)	19.0%	98	14.7%
财务人员	28 (+2)	4.0%	26	3.9%
行政管理人员	17 (不变)	2.4%	17	2.6%
支持人员及其他	42 (-9)	6.0%	51	7.7%
合计	701 (+35)	100.0%	666	100.0%

数据来源: 公司公告, 招股书, 东吴证券研究所

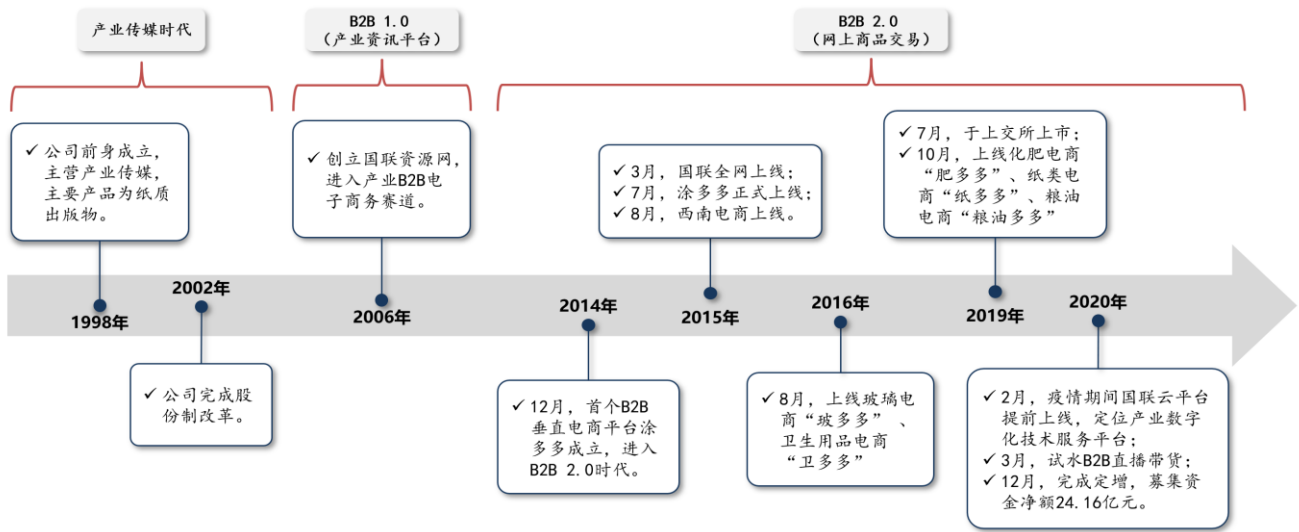
未来公司整体的毛利率或有较大提升空间。其一, 随着公司经营规模的扩大, 规模效应逐渐凸显, 人均创收持续提升, 毛利率或有较大改善空间。其二, 公司近年来把规模提升作为公司的核心目标, 主动让利下游以鼓励平台交易, 这也一定程度上拉低了利润率。未来随着平台渗透率的不断提升, 公司在产业内的话语权有望得到明显加强, 届时公司或能够较大幅度提升交易服务的毛利率。其三, 随着毛利率更高的互联网应用服务的开展, 未来公司整体毛利率或有一定的上升空间。

2. 国联资源网: 积厚流光的产业资讯平台, “多多”平台的孵化池

国联资源网积累的产业资源对于“多多”平台而言至关重要。我们认为 To B 与 To C 的一大区别在于, To B 的客户具有更精准、更确定的需求。例如, 企业会很清楚自己需要采购什么物料。因此, 客户资源是 To B 领域的一大核心资产。国联资源网作为一个拥有 15 年历史的产业资讯平台, 拥有广大的客户及供应商群体, 为公司工业品拼购平台的孵化和启动提供客户和供应商资源; 此外也提供富有产业经验的团队资源。

国联股份至今已有 22 年历史, 其中国联资源网成立已有 15 年。公司创立于 1998 年, 至今已成功完成数次转型, 历经产业传媒、B2B 1.0 (产业资讯)、B2B 2.0 (交易电商) 三个阶段。国联资源网是 B2B 1.0 时代的产物, 是一个产业资讯平台, 对外提供商业信息服务。国联资源网帮助公司在 B2B 电商赛道站稳脚跟, 经过多年的经营, 积累下丰厚的产业资源和团队资源, 是公司近年来业务快速拓展的基石。

图 10: 国联股份成立 22 年历经多次转型; 国联资源网上线 15 年积厚流光



数据来源: 招股书, 公司公告, 东吴证券研究所

国联资源网为各行业会员提供商机、会展、资讯、广告服务。经过十余年发展, 业务已覆盖 100 余个工业行业领域, 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, 为公司积累下深厚的产业资源。

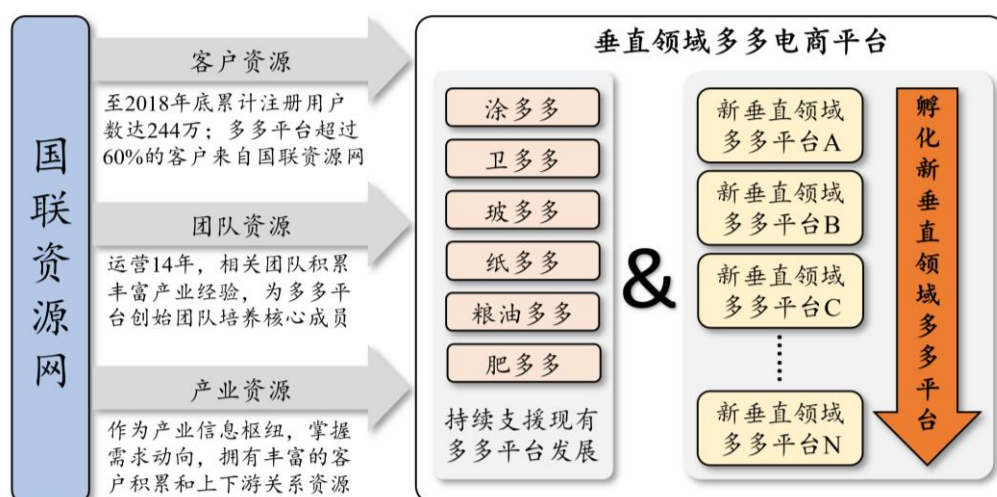
图 11: 国联资源网提供资讯、会展、商机等服务



数据来源: 国联资源官网, 东吴证券研究所

国联资源网积厚流光, 掌握核心资源, 助力交易业务和互联网业务拓展。主要体现在三个方面: ①国联资源网会员是各大垂直领域多多电商平台客户的主要来源; ②是供应商的主要来源; ③国联资源网各大行业分网孵化对应垂直领域的多多电商平台。

图 12: 国联资源网积厚流光, 助力交易业务和互联网业务拓展



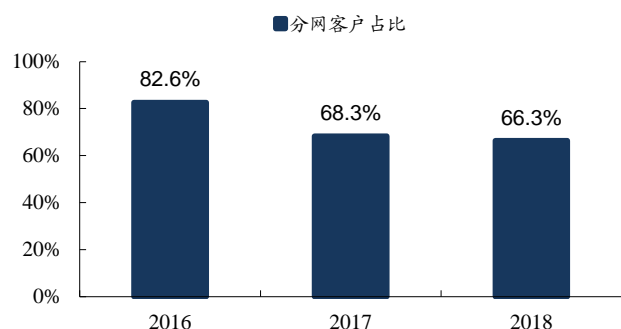
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理绘制

①国联资源网会员是各大垂直领域多多电商平台客户的主要来源。2016-18 年多多平台的客户中分别有 82.55%、68.34%、66.34%来自相关行业分网会员; 这些客户贡献的商品交易收入的占比分别为 99.73%、92.25%、90.17%; 卫多多、玻多多在上线首年(2016 年)的所有客户均来自行业分网会员。可见行业分网会员是垂直电商平台建立初期的主要客户来源, 对平台发展有重要推动作用。

②国联资源网会员是“多多”平台供应商的主要来源。2016-18 年平台上来自行业分网的供应商分别占 89.32%、84.01%、81.35%, 贡献采购额 92.07%、84.61%、95.29%。来自行业分网的供应商数量占比持续下降, 而采购额占比总体呈上升趋势, 我们认为这体现了公司与优质的核心供应商之间的合作不断加深。

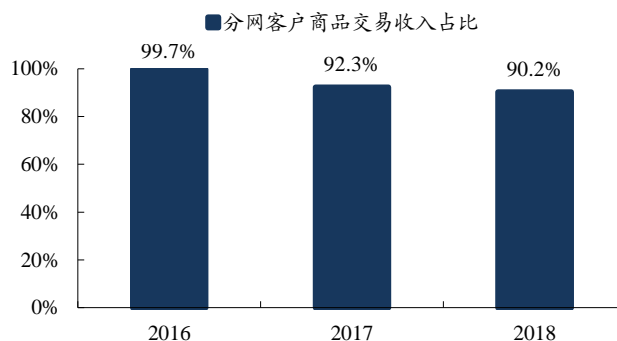
③国联资源网各大行业分网提供产业资源和团队资源, 孵化对应垂直领域的多多电商平台。现有的 6 个多多平台的创始核心团队均来自于国联资源网的相关行业分网, 团队成员通过相关行业的信息、资讯、会展服务积累下丰富的行业经验, 拥有丰富的客户积累和充足的上下游资源。此外, 互联网+技术服务的骨干技术团队和战略咨询团队也出自原国联资源网团队。

图 13: 多多平台成立之初来自分网的客户占比较高



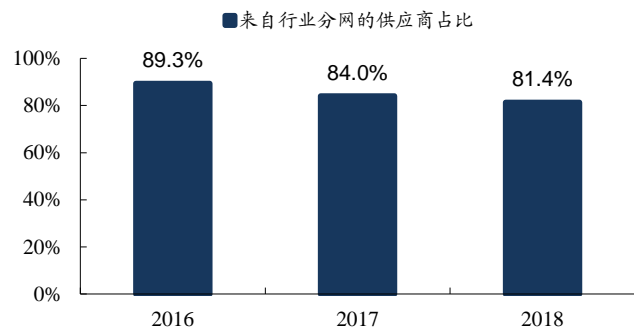
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 14: 来自分网客户的收入占比高于客户人数占比



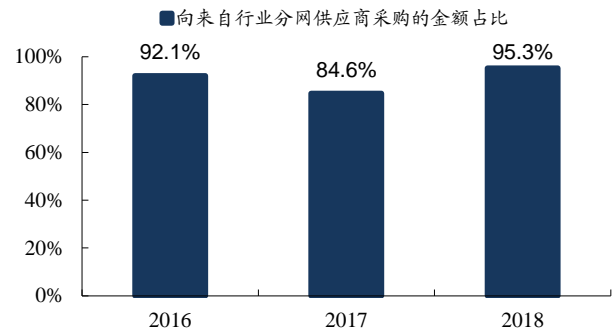
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 15: 来自分网的供应商占比逐年下降



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 16: 与来自行业分网的核心供应商深度合作, 采购额占比保持在 80%以上

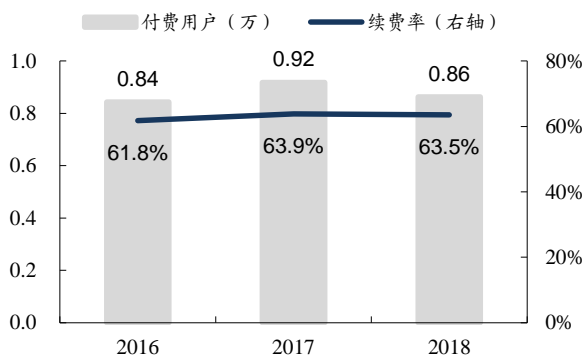


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

商业信息服务拥有稳定的盈利模式和客户群体, 未来或仍能为公司提供较稳定的利润和现金流。2019 年公司商业信息服务收为 1.0 亿元, 同比-11.1%。国联资源网主要通过会员费变现, 2016-18 年公司付费用户稳定在 0.8 万人以上, 续费率维持在 63.5% 左右, 尽管 2018 年用户人数和收入均有所下降, 但付费用户群体总体上较为稳定, 有望持续为公司带来稳定的利润和现金流。

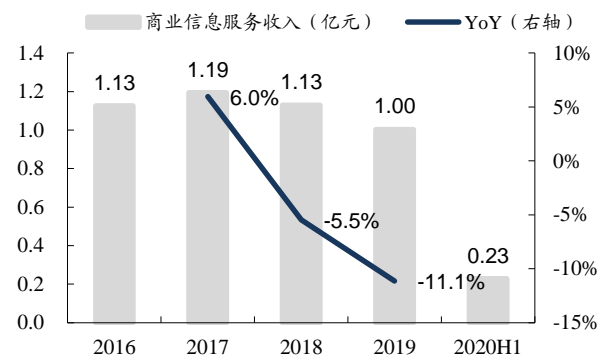
会员基数及活跃度不减, 或将继续为产业互联网平台战略提供支撑作用。国联资源网是公司“多多”工业品拼购平台以及互联网应用服务平台的有利支撑, 2016-18 年来网站注册用户数和活跃用户数 (DAU、MAU) 均保持较稳定的增长, 这些新用户及存量活跃用户或能够转化成为未来“多多”平台乃至互联网应用服务的客户。

图 17: 国联资源网付费用户和续费率保持稳定



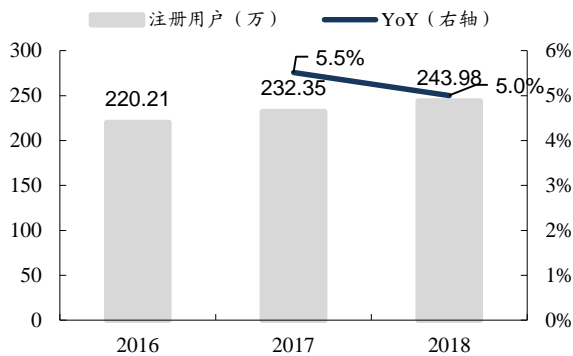
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 18: 近年来商业信息服务收入略有下滑



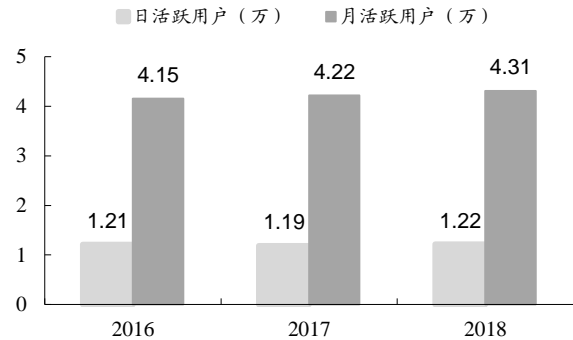
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 19: 国联资源网的注册用户数仍在持续增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 20: 活跃用户数持续提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

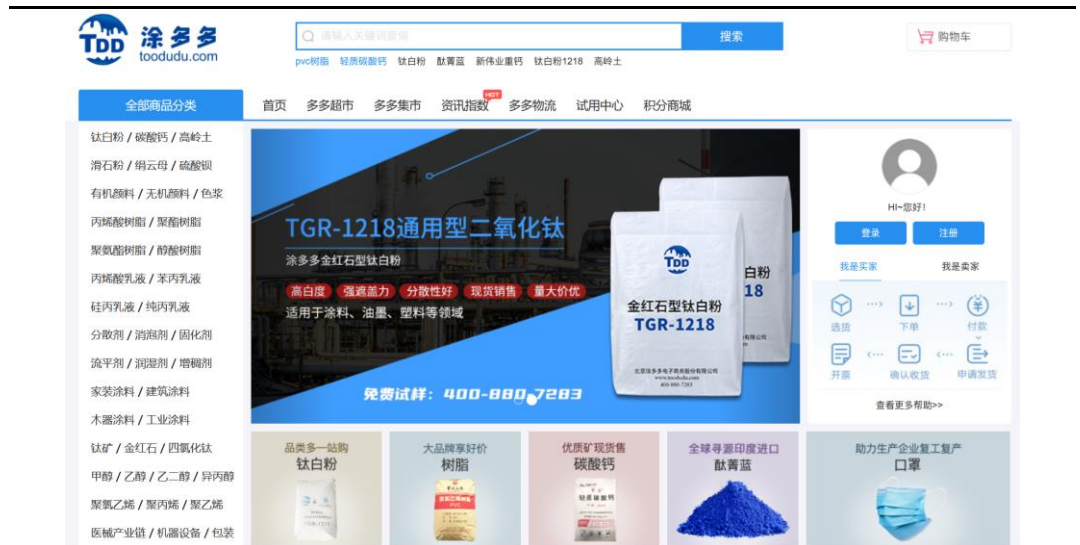
总体而言, 随着公司业务不断迭代, 以国联资源网为轴的商业信息服务的收入、利润已进入平稳阶段, 但该业务对公司仍有重要的战略意义。国联资源网通过 15 年的运营积厚流光, 其拥有的产业资源、客户资源以及为公司培养的产业团队对开拓“多多”工业品电商平台的开拓以及产业互联网服务的开展起到重要的支撑作用

3. 工业品拼购平台: 集合零散订单换取议价权, 易于复制

3.1. 已有 6 个多多平台聚焦不同行业, 随着话语权增大毛利率不断提升

网上商品交易业务主要通过各大“多多”工业品拼购平台完成。“拼购”模式即先与上游签订合作框架协议, 之后通过预售集合下游零散的需求, 拼成大单后以销定采, 向上游进行采购。公司旗下主要拼购平台包括“涂多多”、“肥多多”、“卫多多”等, 这些平台主要聚焦于涂料、醇化工、玻璃原材料、原纸等行业, 其共同特性为下游较为分散, 同时上游适度集中但又有充分的竞争, 公司可通过拼购集采的模式提升议价权, 得到足够的利润空间。

图 21: 涂多多是集团旗下最大的 To B 工业品拼购平台



数据来源: 涂多多官网, 东吴证券研究所

“多多”工业品平台销售的产品数据生产性资料(BOM),相比非生产性物料(MRO)电商平台前者或能与企业产生更深的联系。工业品可按照用途的不同分为生产性物料(BOM)和非生产性物料(MRO)。其本质区别在于,生产性物料(BOM)会直接构成产成品,而非生产性物料(MRO)不直接构成产成品。我们认为,以销售MRO为主的工业品电商平台(如京东工业品、震坤行等)理论上与国联“多多”平台处于不同的赛道。由于生产企业对生产性物料(BOM)的需求量更大,且BOM的质量将直接影响到最终产品的品质,BOM电商平台或能与产业产生更深入的联系。这体现在企业的BOM产品一般有长期稳定的供应商上,这些BOM供应商与企业的联系或更为紧密。

表 2: 非生产性物料与生产性资料特点对比分析

	非生产性物料 (MRO)	生产性资料 (BOM)
用途	不直接构成产品,只用于维护、维修及运行用途	直接构成最终产品的生产性物料
品类	包括维修用品、设备备件及耗材、运营辅助类物资等	包括原材料、零部件以及半成品等
产品特点	涉及范围广、产品品类繁杂、SKU 数量较多、单品量较少,多为易耗品	产品品类相对较少、单品平均价值较高
采购特性	在计划性的采购之外,具有较强的非计划性	企业根据生产计划有计划采购
供应商特点	因品类繁杂、采购需求分散导致供应商数量众多	一般有长期稳定的供应商,数量相对有限
服务属性	专业服务要求高:对技术安装、维护、保养等本地化服务有较大需求	对服务要求较低

数据来源:艾瑞咨询,东吴证券研究所

分平台来看,涂多多收入占半壁江山。①涂多多主营涂料化工原材料,主要产业为钛产业、醇产业、塑产业、涂料油墨产业,主要产品包括钛白粉、乙二醇等,为最早的多多平台,2019 年实现收入 51.21 亿元,同比增长 110%;②卫多多主营卫生用品原材料,如原纸等,2019 年实现收入 9.62 元,同比增长 37.9%;③玻多多主营玻璃产业原材料,如纯碱等,2019 年实现收入 7.26 元,同比增长 101%。④纸多多、肥多多、粮油多多分别面对工业用纸、化肥、粮油产业链上下游,系 2019 年新上线的平台,相比三个旧的多多平台收入较低。

表 3: 各平台主要垂直领域、上线时间和增速

平台	主要垂直领域	上线时间	2019 年收入	YOY
涂多多	钛产业、醇产业、塑产业、涂料油墨	2015-07	51.21 亿元	110%
卫多多	生活用纸、无纺布产业	2016-08	9.62 亿元	38%
玻多多	纯碱、原片产业	2016-08	7.26 亿元	101%
纸多多	工业用纸	2019-10	0.24 亿元	-
肥多多	化肥产业	2019-10	1.26 亿元	-

粮油多多

油脂产业

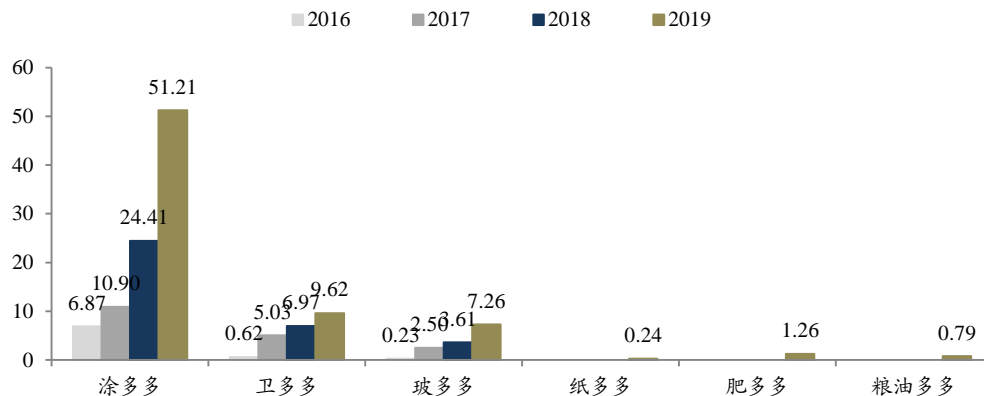
2019-10

1.26 亿元

-

数据来源：公司公告，招股书，东吴证券研究所

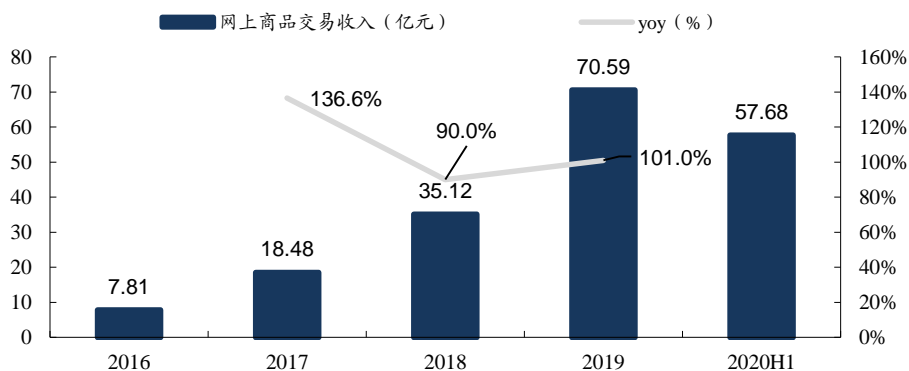
图 22：各垂直平台历年收入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

网上商品交易业务已成为近年来公司业绩的主要增长驱动。2019 年国联股份实现营收 71.98 亿，同比增长 95.9%；其中网上商品交易业务贡献收入 70.59 亿元，同比增长 101%，收入占比已超过 99%。网上商品交易板块自推出后不久就实现高速增长，其上线后第一个完整年度（2016 年）就实现 7.81 亿营收，占公司当年总收入的 85.9%。

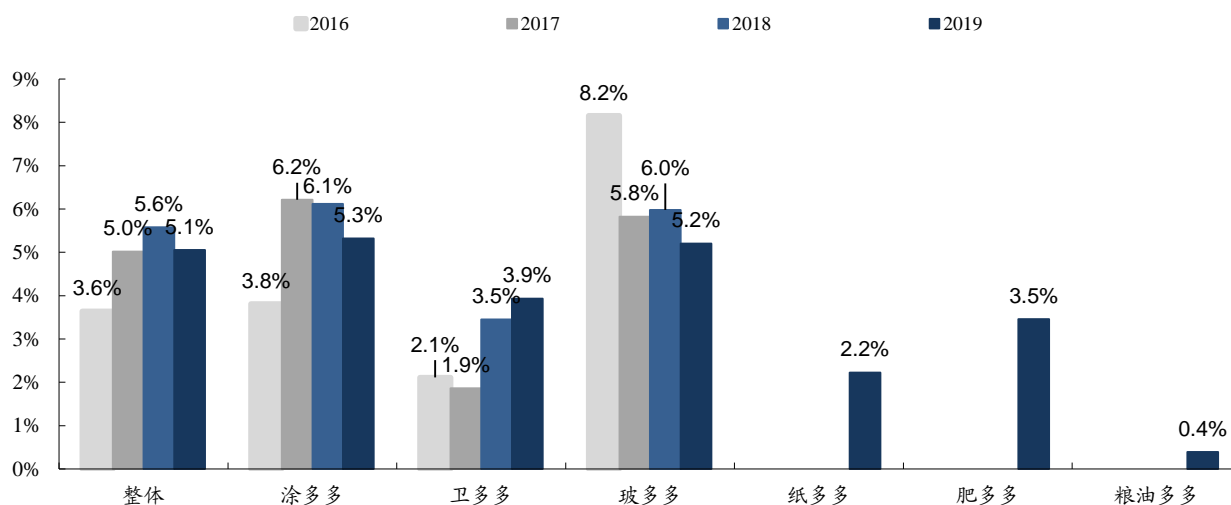
图 23：网上商品交易收入高速增长，19 年同比增速 101%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着拼购平台规模的不断扩大，产业话语权增强毛利率上升。2016-18 年公司网上商品交易业务毛利率持续上升，从 3.6% 增长到 5.6%。分平台来看，除玻多多受到品类调整毛利率有所波动外，涂多多、卫多多、玻多多的毛利率在 2016-19 年间均呈持续上升的趋势。2019 年公司上线了三个新的“多多”平台，这些新平台的毛利率较三个老的多多平台更低，因此拉低了拼购业务整体的毛利率。各个平台的毛利率也有所不同，这是由于不同行业拥有不同的特性导致的，但大体上各个行业平台的毛利率均随着平台的不断成熟而有所增长。

图 24：不同行业拼购平台的毛利率有所不同，大体上均随着平台逐渐成熟而有所增长

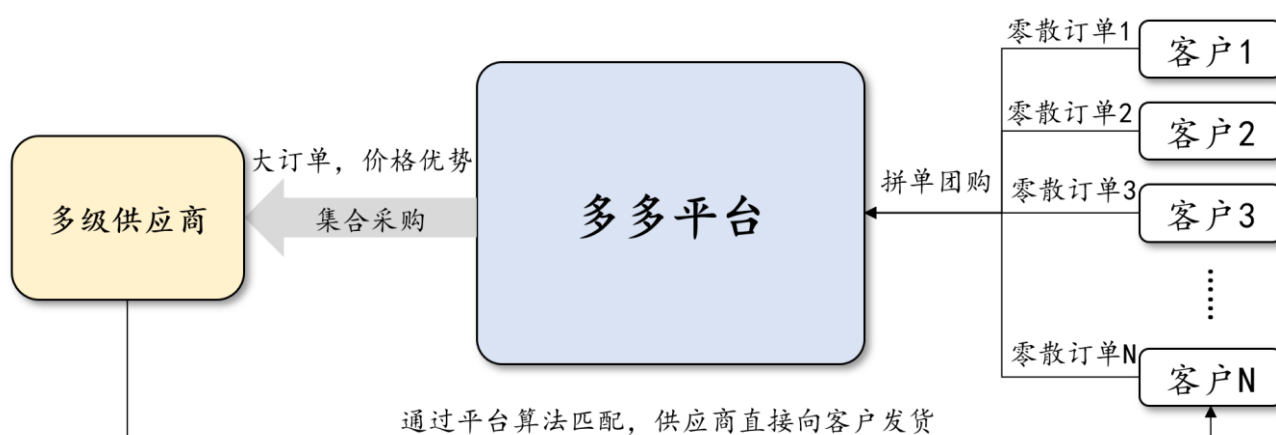


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 模式及利润空间：拼购换取议价权+绕过中间环节提升效率

多多平台以集合采购，拼单团购的模式为主。该模式通过多多平台收集客户零散需求，整合成大订单后向上游订货，获取优惠价格。大部分商品由供应商直接发给客户，平台通常不介入仓储和物流运输环节。自营模式中销售的货物并非由国联生产，只是完成拼单团购流程。多多平台并不从事直接的生产制造，也没有自设的经销商体系。因此，我们认为国联“多多”电商是较典型的平台型电商，其经营的要点是不断扩大自身规模，提升热度引发平台效应，之后通过赚取“佣金”获利。拼购价差中平台方抽取的部分理论上就相当于佣金。

图 25：多多平台的拼购模式流程示意

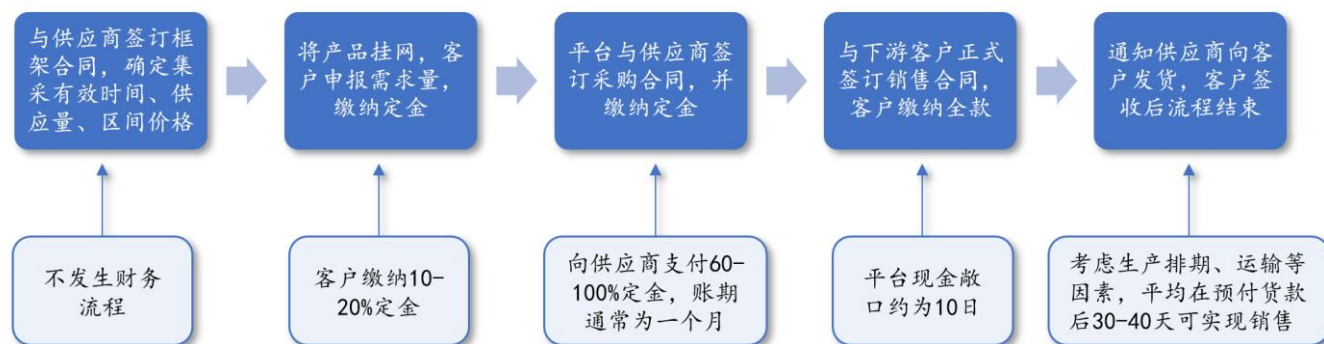


数据来源：东吴证券研究所整理绘制

一般来说，“多多”平台上的一次拼单团购会经历如下五个流程：①首先选择上游供应商，并签订采购框架合同，明确合作意向，确定集采的有效时间、供应量、区间价

格，区间价格即不同采购量对应不同采购价格，量大从优。在此阶段不发生财务流程。
 ②将产品挂网，客户申报预计需求量，客户认购通常需缴纳 10-20%定金。
 ③与平台上游供应商签订采购合同，支付一定的采购定金，通常为货款总额 60%-100%，账期通常为一个月。
 ④和下游客户签订正式销售合同，客户缴纳全款。
 ⑤通知上游供应商向客户发货，用户收货后签订销货确认单，流程结束。

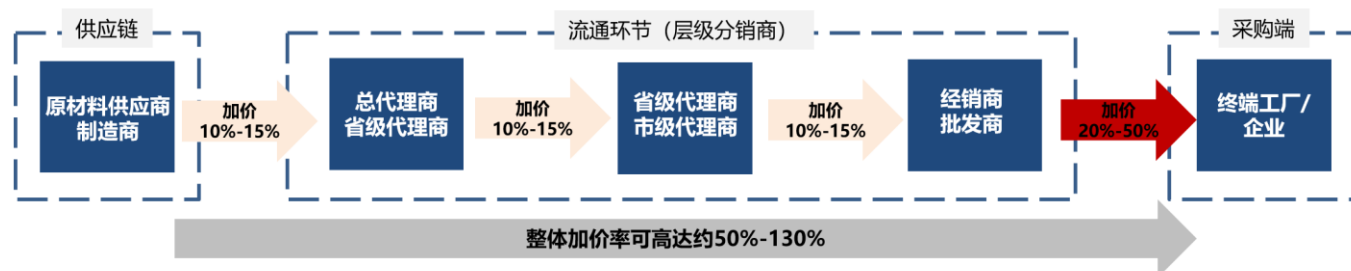
图 26：工业品拼购 To B 电商的采购、销售流程和支付安排



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所整理绘制

多多平台的利润空间源于集合订单带来的议价权，以及通过减少环节提升的产业链整体效能。
 ①议价权方面，我们认为只要下游向上游采购的行为是零散的，平台就能够通过拼购模式的议价权得到足够的利润空间。这不一定需要下游的企业比上游的分散，因此拼购模式拥有较广泛的较广泛的适用度。
 ②中间环节方面，传统工业品供应链条上的环节较多，据艾瑞咨询的产业调研，从制造商到终端企业的加价率可达 30%-100%。
 通过减少中间环节，平台在充分获利的同时也能大幅提升产业链的整体效能。

图 27：传统工业品供应链中间环节多，加价率高



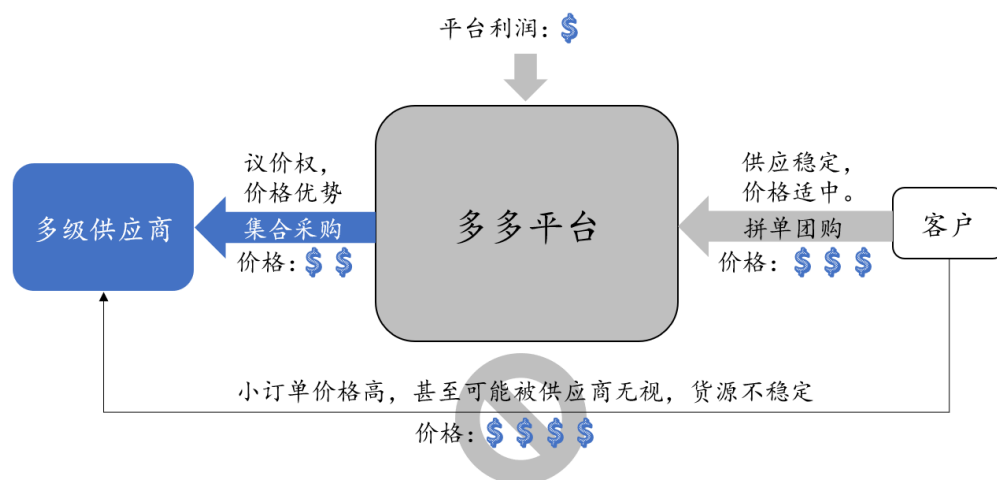
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

因此，To B 工业品拼购平台的利润空间主要来自两方面：

其一为提升议价权，由于下游终端用户相对分散，其议价能力较低，而上游供应方虽规模较大，但竞争格局较为充分，使拼购平台能通过聚合订单拿到一定的价格优势。

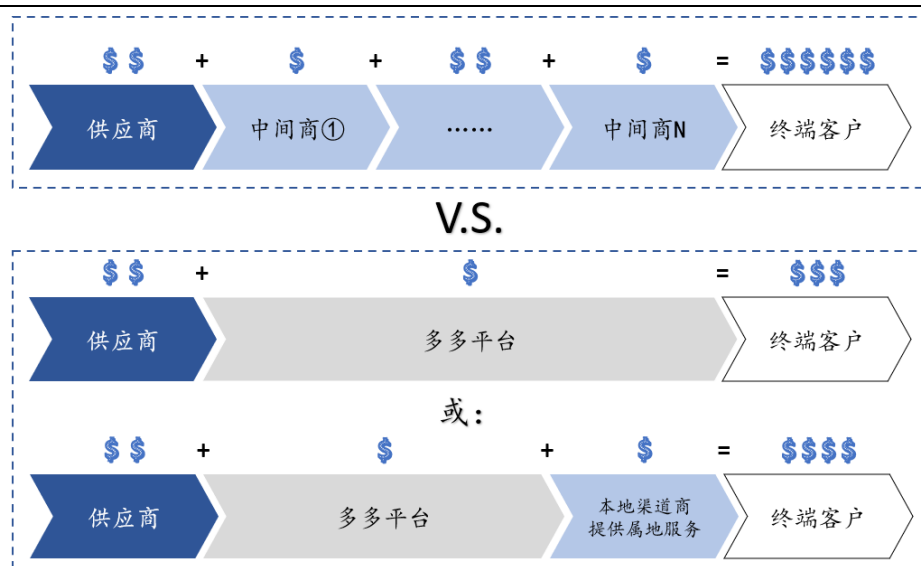
其二为减少中间环节，通过减少中间环节并提供稳定、高效的供货，提升整个产业链的流通效率，从而赋能产业链，产生附加价值，进一步打开利润空间。

图 28：平台利润来源其一：积累大订单，获得议价权



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

图 29：平台利润来源其二：减少中间环节，提升产业链整体效能

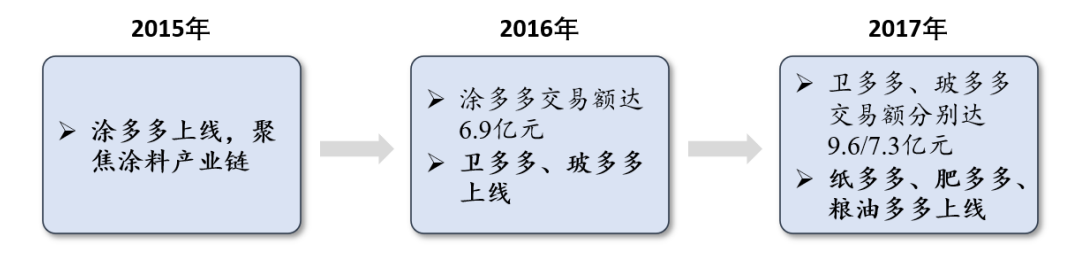


数据来源：东吴证券研究所整理绘制

3.3. 拼购模式易于复制，通过多产品&多行业横向拓展扩大规模

对比上海钢联、慧聪集团等相似的 B2B 互联网电商企业，我们认为国联多多平台最大的特点在于，其选择通过在中小行业间不断复制来扩大规模。钢银电商聚焦钢铁产业链，慧聪集团聚焦棉花、塑化等行业，这些行业的特性是单个产业的规模较大，但行业的特点较为鲜明，难以将其模式和经验复制到其他行业上，因此这两个公司主要通过深挖产业链来提升规模和业绩。国联股份则聚焦于涂料等规模相对较小的行业，将模式跑通之后再复制到具有相似特性的其他小行业，即“成熟一个，开拓一个”。这种扩展方式的优势在于：①由于行业体量较小，公司能较快地拿到一定的话语权；②扩展风险较低；③通过横线复制能够达到较大的规模。

图 30: “成熟一个，开拓一个”，国联多多平台通过在中小产业间复制模式扩大规模



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

不同行业平台采用不同的名称主要是为了加深平台与产业的绑定关系，拉近距离。相比于将所有行业放到一个拼购平台里，针对各个行业开设不同的“多多”平台有利于拉近公司于产业间的距离。工业品电商的客户通常为企业客户，他们需要的产品较为固定，因此将不同行业的平台分开会增加每个平台的聚焦效果，同时不会造成采购上的不便。各个行业的平台拥有相应的名字，这又能帮助平台拉近与产业用户之间的距离，让用户觉得“这是我们行业的平台”。

目前多多平台已拓展的行业包括涂料化工、玻璃、卫生用品等，我们认为其普遍具有的重要特点包括：①上游厂商相对集中但竞争较为充分，②下游终端用户相对分散，③以渠道销售为主，流通环节多，④货源不稳定，属地服务不足，⑤上下游的采销效率较低，采销成本较高。这些特点使得多多平台的拼购模式有一定的溢价空间，同时或能为买家提供更好的体验。

图 31: 适用于拼购模式的行业主要具备 5 大特点



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

更多行业的“多多”平台或已在路上。从过去新增平台的节奏上看，公司对“多多”平台开拓的战略是“成熟一个，开拓一个”。上一次公司新增平台要追溯至 2019 年 10 月，经历了一年多的发展以及疫情的催化，这些新平台或已逐渐步入成熟，这意味着拓展新平台的实际或已到来。根据公司披露的对外投资事项公告，“医多多”和“砂多多”两个子公司已经完成登记，新的“多多”平台有望在近期上线。

4. 国联云：未来的产业互联网枢纽

4.1. 现在的国联云：2020 年上线，统筹整合原有互联网技术服务板块

互联网+技术服务板块依托于国联云平台，已于 2020 年 2 月上线，平台统筹①国联全网、②蜀品天下、③小资鸟和④公司对外输出端技术部门。国联云平台的定位是产业和企业数字化技术服务平台，统筹公司互联网技术服务板块原有三大平台，以及公司对外输出端技术部门，提供行业直播、远程办公、视频会议等云应用服务。

图 32：国联云统筹互联网+技术服务的各大平台和公司对外输出技术部门



数据来源：国联云官网，东吴证券研究所

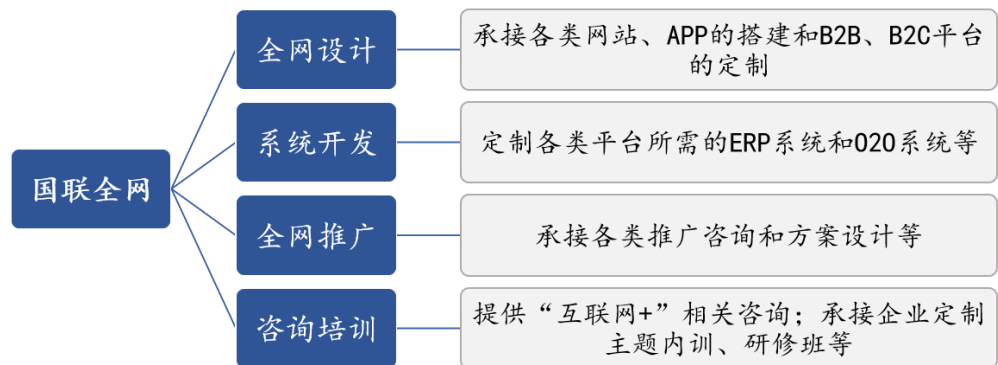
图 33：国联云平台已于 2020 年 2 月上线，统筹整合原有互联网技术服务板块



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

①国联云平台各部门主要业务不尽相同。国联全网提供基于“互联网+”战略的全网总体设计和平台建设、系统开发等服务。于全网设计和平台建设，承接各类网站、APP和微商城搭建和各类B2B、B2C平台的定制；于系统开发，国联全网可定制各类平台所需的ERP系统和O2O系统等；于全网推广，承接各类推广咨询和方案设计等；于咨询培训，主要提供“互联网+”相关商业模式和战略咨询，另有电商学院供企业开展定制化主题内部培训。

图 34：国联全网服务内容：全网设计、系统开发、全网推广、咨询培训



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

②西南电商重点承接政府“互联网+”项目，积累技术、工具资源和项目经验。巴中、广安、稻城等地的电子商务进农村示范工程、互联网精准扶贫工程等项目，这些政府采购项目，公司中标后将协助政府进行电商平台整体搭建及其他配套设施的准备，属地公司将依托该项目开展持续运营。现阶段电子商务进农村属于政府常规项目，且运营工作也能带来一定收入，因此西南电商的收入有一定的持续性。

③小资鸟为传统品牌企业提供电商代运营服务。帮助签约客户运营天猫、京东店铺。服务内容包括店铺规划、管理和运营，并通过收取销售佣金变现。

4.2. 未来的国联云：“平台、科技、数据”战略，打造产业互联枢纽

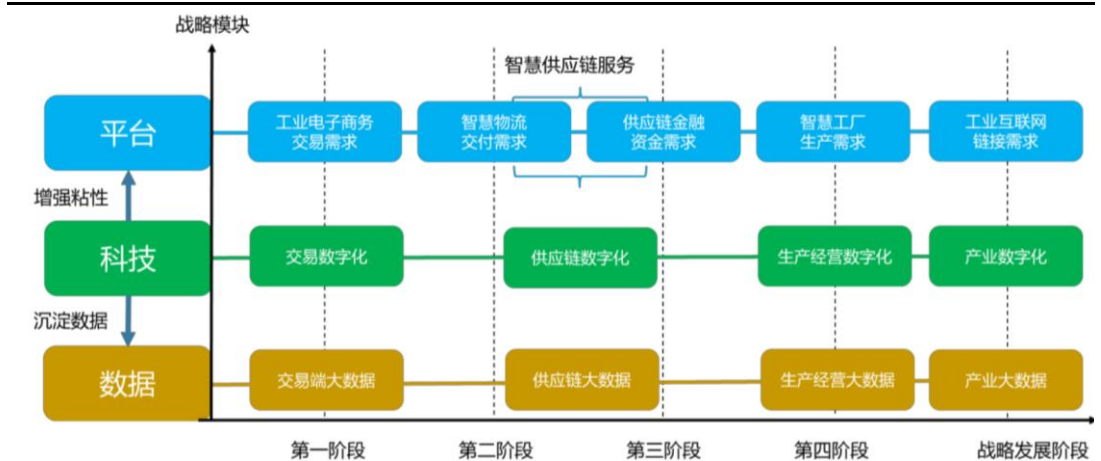
打破信息孤岛势在必行，产业互联网有望进入发展快车道。目前产业数字化的一大痛点是信息孤岛，即产业内各个公司，公司内各个部门沉淀下的数据不能达成有效的联通，导致这些信息无法发挥其应有的价值。国联股份在定向增发预案中认为，工业互联网的核心在于“互联”，即打通各个信息孤岛；而工业电子商务的核心在于“商务”，即需要通过交易环节来与企业建立信任关系。未来工业互联网通过设备的互联互通沉淀下大数据，而工业电子商务以产业链为核心新城信息流、物流、资金流闭环。因此，公司认为未来数年产业互联网有望进入发展的黄金时代，公司也将其作为战略的推进重点。

在这个背景下，公司确立“平台、科技、数据”为关键词的产业互联网战略，计划通过五阶段将公司打造成为传统垂直产业中的核心枢纽。其中又以科技为核心：公司计划通过技术的不断迭代更新不断增强用户对其下平台的粘性，而客户在平台上的经营、

交易活动又给公司提供海量数据。通过平台中沉淀下的数据，公司亦能进一步对技术进行升级迭代，这样就产生了正向的循环。最终公司通过五个阶段的发展，满足工业互联网链接需求，成为垂直产业中的核心枢纽。

五个阶段分别为：①现阶段，通过交易切入产业，满足企业交易需求，具体而言就是通过工业品拼购 To B 电商与企业建立联系。②智慧供应链阶段，通过目前的电子商务应用和电商业务积累的大数据逐渐掌握产品货权，以此满足企业客户的交付需求。③供应链金融阶段，基于产品货权满足企业资金需求。④智慧工厂阶段，切入企业内部，构建数字化生产解决方案，帮助企业提升生产效率。⑤最终进入工业互联网阶段，整合之前各个阶段的成果，将整个产业链接到一起，满足工业互联网的链接需求，打通各个环节的数据，形成产业的核心枢纽。

图 35：国联“平台、科技、数据”为关键词的工业互联网战略将分五个阶段推进



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

目前公司已开始针对多多平台上的客户推进产业数字化。据产业调研，目前“多多”平台上的客户需要使用国联提供的电子合同和电子签章，方能在平台上下单。企业为了获得平台上的低价货源和优质服务，或主动开始尝试数字化转型。而随着多多平台的交易规模和客户体量的逐渐增长，未来或有更多客户接入并采纳国联的系统，在自身提高效率的同时，国联亦通过产业大数据建立起深厚的壁垒。

5. 定增全额完成利好持续发展，持续对外投资深入现有产业链

5.1. 定增募得资金 24.66 亿元，将用于打造多元化产业服务体系

国联股份 2020 年 12 月 1 日发布公司公告，已向 13 家发行对象完成 3299 万股的非公开发行，发行价格为 74.75 元/股。本次发行共募得 24.66 亿元资金，全额完成定增预案中的拟融资金额。扣除 0.50 亿发行费用后，募集资金净额为 24.16 亿元。

本次定增对公司股权的稀释作用有限，公司将保持其业务、人员、资产、财务、机构等各个方面的完整性和独立性。本次定增的认购方主要为基金、保险机构。发行后公司总股本由 2.04 亿股增长 16.2% 至 2.37 亿股，对原有股份的稀释作用有限；74.75 元的

发行价，较 12 月 1 日 88.0 元/股的收盘价折价 15.1%，折价幅度有限。本次定增获配股份数最高的对象为交银施罗德基金，获配 500 万股，占发行后总股份数的 2.11%；其次是大家资管（保险机构）获配 468 股，占发行后总股份数的 1.97%。非公开发行完成后，公司的控股股东和实际控制人并未发生变化，未对公司现有治理结构产生重大影响。

表 4：本次定增发行对象及认购股份数

发行对象名称	类别	获配股数 (万股)	获配金额 (亿元)	占总股 份数
交银施罗德基金管理有限公司	基金	500	3.74	2.11%
大家资产-蓝筹精选 5 号集合资产管理产品	保险	468	3.50	1.97%
华融瑞通股权投资管理有限公司	其他	401	3.00	1.69%
济南江山投资合伙企业（有限合伙）	其他	401	3.00	1.69%
财通基金管理有限公司	基金	262	1.96	1.11%
富善投资-安富致远 CTA 十三期基金	其他	215	1.61	0.91%
大家人寿保险股份有限公司-万能产品	保险	187	1.40	0.79%
汇添富基金管理股份有限公司	基金	174	1.30	0.73%
华夏基金管理有限公司	基金	154	1.15	0.65%
富国基金管理有限公司	基金	134	1.00	0.56%
银河资本资产管理有限公司	其他	134	1.00	0.56%
南京迅腾投资管理有限公司	其他	134	1.00	0.56%
张家港保税区品耀新能源汽车技术有限公司	其他	134	1.00	0.56%
合计	-	3299	24.66	13.91%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

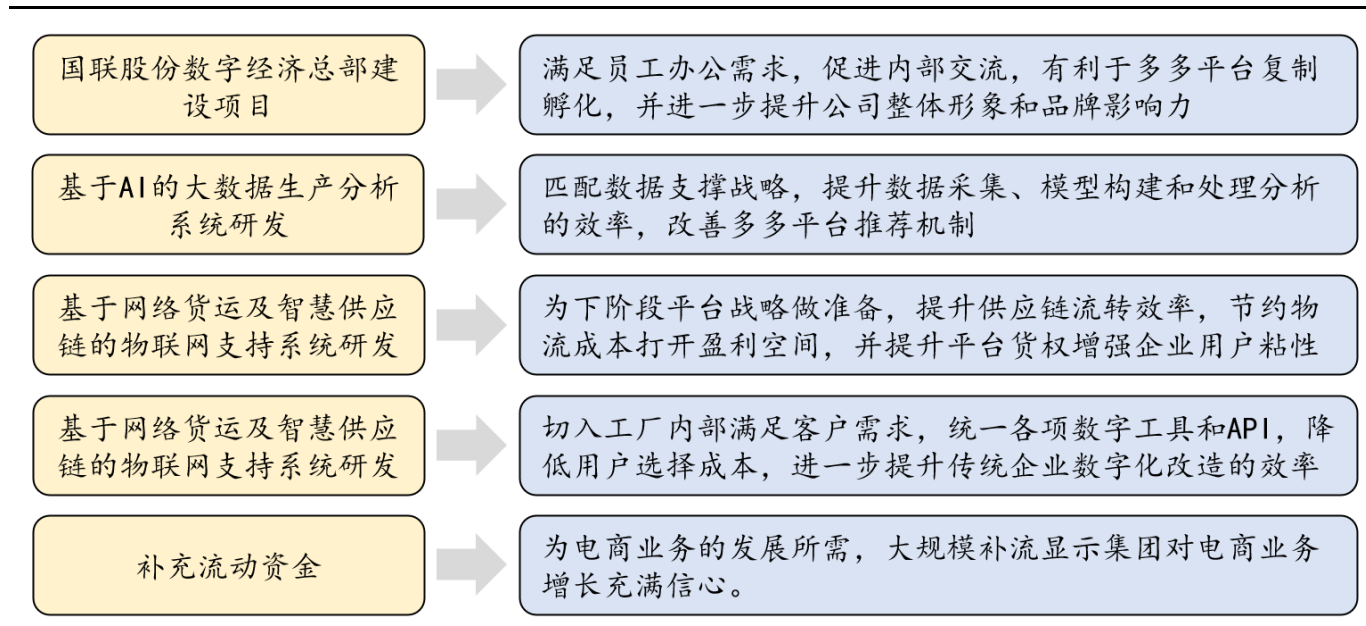
运用募集资金，从交易切入产业，打造多元化产业服务体系。根据公司 12 月 1 日发布的非公开发行 A 股股票发行情况报告书，本次募集资金将用于以下项目：

表 5：本次定增募集资金的使用计划

项目名称	投资总额(万 元)	拟使用募集资金(万 元)
国联股份数字经济总部建设项目	34,414.81	34,414.81
基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目	49,120.16	49,120.16
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
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
补充流动资金	54,000.00	54,000.00
合计	246,606.67	246,606.67

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 36: 定增融资项目，为集团战略推进提供保障



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

定增的全额完成有利于公司持续推进工业互联网战略，同时增厚公司资金实力，保障拼购业务的快速扩张。在成为产业平台的过程中涉及到大量的对外投资及研发投入，定增募资的落地为公司后续投入的顺利实施提供保障。此外，近年来发展迅速的工业品拼购平台的运营需要较大量的营运资本，定增能为将来拼购平台规模的持续扩张提供资金保障。

5.2. 对外投资设立云工厂，持续深入现有产业链

2021年1月15日，公司发布关于子公司对外投资的公告，拟投资设立成都涂多多云工厂、大连涂多多云工厂、宜昌肥多多云工厂三个子公司，加强上游壁垒和生态圈建设。三个子公司分别投资700/700/600万元，认缴出资比例分别为70%/70%/60%。三个云工厂依托多多平台的订单、供应链、技术优势，为合作方提供原材料采购、产成品销售和数字工厂解决方案等一站式服务。

其中：①成都涂多多的合作对象为四川盛丰钛业有限公司，后者持股30%，是一家海绵钛等原料的生产商；②大连涂多多的合作对象为新疆鑫凯高色素特种炭黑有限公司，后者持股30%，主要生产炭黑；③宜昌肥多多的合作对象为茂隆万润贸易湖北有限公司和湖北众信达农业发展有限公司，分别持股30%、10%，合作主要涉及磷肥等产品。

表 6: 拟设立三个子公司均为云工厂，涉及海绵钛、炭黑、磷肥等产品

拟设立公司名称	公司拟认缴出资额	公司认缴出资比例	交易对方	交易对方企业主营业务
涂多多云工厂（成都）科技有限公司	700 万元	70%	四川盛丰钛业有限公司	生产销售海绵钛及二氧化钛等钛系列产品
涂多多云工厂（大连）科技有限公司	700 万元	70%	新疆鑫凯高色素特种炭黑有限公司	炭黑等产品的销售
肥多多云工厂（宜昌）科技有限公司	600 万元	60%	茂隆万润贸易湖北有限公司	化学等产品的销售
			湖北众信达农业发展有限公司	农业开发、树木种植

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

已完成两个品类平台子公司的新设，或将上线医材医械、砂石等新行业的“多多”平台。根据公告中披露的近 12 个月累计对外投资事项，公司已分别于 2020 年 6 月、2021 年 1 月新设“医多多”、“砂多多”平台，定位于涂多多旗下医材医械、砂石产业平台。其中医多多为全资子公司；砂多多为控股子公司，持股比例为 55%。根据爱企查数据，砂多多 35% 的股份属于江苏长江航运交易中心有限公司。由于砂石主要通过水路运输，砂多多与该公司的合作设立或能协同发挥运输优势。

持续推进多地区多赛道布局，深挖现有赛道潜力+尝试拓展其他产业赛道。近 12 个月内的投资事项还包括：①通过在各地新设子公司拓宽多多平台的地域覆盖，同时尝试布局跨境电商和抖音快手直播电商业务；②参股上游矿山企业，矿山是工业品原材料的最上游，也是产业发展的核心枢纽，适度投资矿山企业有望进一步提升公司对下游企业的把控，此外工业品上游毛利率通常高于下游，公司深入上游后交易业务毛利率有望加速提升；③尝试外部的产业孵化，如对千里马供应链股份公司的投资。千里马是一家工程机械销售及售后服务商，目前已提交创业板 IPO 招股说明书。对于一些产业资源积累不深、进入风险较大的行业，公司通过外部投资孵化的方式

表 7: 公司近 12 个月内累计对外投资事项

投资时间 (工商登记日)	投资标的	投资类别	持股比例	投资金额 (万元)
新设分子公司				
2020/1/30	新加坡涂多多有限公司	新设, 布局跨境电商	100%	6.56
2020/3/10	湖北肥多多电子商务有限公司	新设, 肥多多湖北布局	60%	300
2020/4/16	四川卫多多新材料有限公司	新设, 卫多多四川布局	67%	201
2020/4/24	潍坊玻多多电子商务有限公司	新设, 玻多多山东布局	60%	180
2020/9/4	辽宁粮和油多多农业科技发 展有限公司	新设, 粮油多多酿酒粮基地	74%	370
2020/9/30	北京小资鸟壹号信息技术有限公司	新设, 开展抖音、快手直播电商 业务	100%	500
—	洛阳涂多多新材料科技有限公司	新设, 涂多多河南布局	70%	350
新品类平台				
2020/6/2	宁波医多多电子商务有限公司	新设, 涂多多旗下医材医械产业 平台	100%	500
2021/1/6	江苏砂多多科技有限公司	新设, 涂多多旗下砂石产业平台	55%	550
股权回购				
2020/12/17	北京卫多多电子商务有限公司	股权回购	5%	228
2020/12/17	北京玻多多电子商务有限公司	股权回购	10%	402.5
上游资源整合和云工厂策略				
--	肥多多云工厂(宜昌)科技有限公 司(拟)	新设, 湖北磷肥云工厂的一站式 运营商	60%	600
--	涂多多云工厂(大连)科技有限公 司(拟)	新设, 新疆炭黑云工厂的一站式 运营商	70%	700
--	涂多多云工厂(成都)科技有限公 司(拟)	新设, 四川海绵钛云工厂的一站 式运营商	70&	700
—	巴彦淖尔市华亿矿业有限公司	参股, 获得年 10 万吨钛精矿和 石榴石的平台包销权	8%	500
2021/1/8	新疆建咨中亿石油化工有限公司	参与混改, 新疆兵团第十一师新 疆建咨集团子公司混改, 加强新 疆资源布局	30%	420
产业孵化				
2020/10/12	千里马机械供应链股份有限公司	参股, 参与工程机械行业赛道, 并赋能产业互联网运营经验。	4.55%	1,819.94
2020/12/31	北京鸿鹄致远资产运营有限公司	新设, 产业孵化的对外投资主体	100%	3,000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 核心假设：商业信息服务收缩，网上商品交易持续高增，互联网技术服务加速成长

商业信息服务未来将逐渐退出历史舞台，收入、毛利率均逐年下降。

网上商品交易服务将是近年来公司业务的主要增长驱动，随着公司对现有产业链的不断挖掘以及对新行业的拓展，网上商品交易业务的收入未来或保持稳定增长。而随着公司向利润更丰厚的上游工业品市场进军，以及产业话语权增长后公司提高抽成比例，2020 年之后网上商品交易业务的毛利率逐年上升。2020 年改业务毛利率出现下降的原因主要是疫情期间的抗疫品拼购利润较低，以及 2019 年底上线了 3 个新平台所致。

互联网技术服务是公司未来的业务重点，但目前尚未开始启动。随着 2020 年底定增完成资金到位，以及网上商品交易达到一定的规模，赋予公司一定的行业话语权，2021 年起该业务的收入增速有望开始爬坡。

表 8：公司分业务收入、毛利率预测（单位：百万元，%）

	2019A	2020E	2021E	2022E
网上商品交易				
收入	7059	16945	28906	47877
yoy	101.01%	140.07%	70.58%	65.63%
毛利率	5.05%	3.86%	4.21%	4.29%
商业信息服务				
收入	100	84	79	72
yoy	-11.13%	-16.70%	-5.57%	-8.35%
毛利率	66.64%	66.64%	59.98%	59.38%
互联网技术服务				
收入	39	48	78	196
yoy	-21.19%	24.37%	60.93%	152.34%
毛利率	78.61%	75.00%	75.00%	75.00%
合计				
收入	7198	17077	29062	48145
yoy	95.93%	137.26%	70.18%	65.66%
毛利率	6.30%	4.37%	4.55%	4.66%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

6.2. 对比估值：选取上海钢联、怡亚通、生意宝为可比公司

我们选取上海钢联、怡亚通、生意宝作为可比公司。

上海钢联是一家钢铁行业的 B2B 电商，以寄售模式为主，但由于钢铁行业寄售销售的毛利率较低，钢联通过基于交易业务的供应链金融服务来变现。我们认为，除了交易模式和变现模式略有差别之外，上海钢联总体上是和国联股份可比性最强的公司。

生意宝主要聚焦于化工贸易，目前正处于从行业咨询网站到 B2B 交易平台的转型过程中，2019 年化工贸易收入仅为 2.21 亿元，交易业务的规模目前并不大。

怡亚通并非 B2B 电商，该公司主要通过向企业提供物流服务来切入产业，最终的目的仍是成为产业互联网平台。

表 9：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS			PE			投资 评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
603613.SZ	国联股份	318	134.10	0.67	1.27	2.20	200	106	61	买入
002095.SZ	生意宝	35	13.93	0.14	-	-	100	-	-	未评级
300226.SZ	上海钢联	112	58.70	1.13	1.36	1.95	52	43	30	未评级
002183.SZ	怡亚通	89	4.21	0.04	-	-	105	-	-	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据截止 2021 年 1 月 15 日收盘）

注：国联股份 EPS 为东吴证券研究所预测，其余标的 EPS 均为 Wind 一致预期

与上海钢联进行对比：上海钢联 2022 年 Wind 一致预期 EPS 为 2.57 元/股，2019-22 年 EPS 的 CAGR 为 31.5%，按 2020 年 PE 算得平均 PEG 为 1.37X。我们预计国联股份 2022 年 EPS 为 3.75 元/股，2019-22 年 EPS 的 CAGR 为 77.6%，按 2020 年 PE 算得平均 PEG 为 1.37X。尽管二者的 PEG 估值基本相同，但现阶段国联股份明显拥有更强劲的增长势能，在 PEG 层面上理应享有一定的估值溢价。我们按 2020 年 1.8 倍 PEG 给予国联股份 175 元目标价，对应 2020 年 138 倍 PE。

6.3. 投资建议

公司是工业品电商的领军者，计划通过交易环节切入产业，最终成为产业互联中枢。近期公司通过对外投资不断深挖已有行业加强生态圈建设，并积极探索其他赛道的布局机会。未来随着新行业的开拓以及现有行业话语权的提升，公司业绩有望保持高速增长。我们预测 2020-22 年公司归母净利润分为 3.01/ 5.21/ 8.89 亿元，同比增速分别为 89.3%/ 73.3%/ 70.6%，1 月 15 日收盘价对应 PE 分别为 106x/ 61x/ 36x，给予 175 元目标价，维持“买入”评级。

7. 风险提示

拼购模式占用较多营运资金：工业品拼购模式下，公司需要先向上游供应商垫付全额货款，下游确认收货后方能回收货款，2019 年公司预付账款周转天数约为 23 天。因此，该模式下公司需要投入较大量的营运资本，随着业务规模的不断扩大，对营运资本的需求也将继续增加。

集采违约：尽管集采过程中客户需缴纳一定的保证金，但若标的商品的价格发生剧烈波动，客户可能会有违约风险，公司亦将蒙受较大损失。

新平台扩展不及预期：其一是新平台扩展失败导致亏损的风险；其二，新平台/新行业/新产品的开拓是公司交易业务业绩和规模增长的重要驱动。交易业务是目前公司的最主要业务，若新平台/新产品/新行业扩展不顺利，交易业务的增速或低于预期。

产业互联网战略推进不及预期：公司拥有宏大的产业互联网战略，但该战略的达成条件较苛刻，若战略推进不及预期，将影响公司长期的盈利能力。

行业竞争加剧：B2B 产业互联网平台正处于成长期，公司可能会面临激烈的行业竞争，甚至可能会有竞争对手复制公司的模式攻城略地，挤压公司业务的开拓空间。

国联股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,184	5,824	6,776	9,467	营业收入	7,198	17,077	29,062	48,145
现金	791	3,488	3,922	4,494	减:营业成本	6,744	16,331	27,738	45,903
应收账款	79	242	305	450	营业税金及附加	9	22	37	61
存货	13	36	24	47	营业费用	139	205	291	481
其他流动资产	1,301	2,058	2,525	4,477	管理费用	35	45	58	96
非流动资产	44	181	353	703	研发费用	17	37	145	241
长期股权投资	0	0	0	1	财务费用	8	-22	-3	5
固定资产	22	97	233	503	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	-2	0	0	0
无形资产	19	40	86	176	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	3	43	33	23	资产处置收益				
资产总计	2,229	6,005	7,129	10,170	营业利润	238	459	796	1,358
流动负债	1,092	2,065	2,577	4,574	加:营业外净收支	4	0	0	0
短期借款	246	246	246	246	利润总额	243	459	796	1,358
应付账款	536	1,336	1,691	3,319	减:所得税费用	56	106	184	313
其他流动负债	310	482	639	1,009	少数股东损益	28	52	91	155
非流动负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	159	301	521	889
长期借款	0	0	0	0	EBIT	241	437	750	1,304
其他非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	244	454	778	1,354
负债合计	1,093	2,066	2,578	4,575	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	56	109	199	354	每股收益(元)	0.67	1.27	2.20	3.75
归属母公司股东权益	1,079	3,830	4,352	5,241	每股净资产(元)	4.55	16.15	18.35	22.10
负债和股东权益	2,229	6,005	7,129	10,170	发行在外股份(百万股)	141	237	237	237
					ROIC(%)	221.2%	245.0%	257.4%	185.1%
					ROE(%)	16.4%	9.0%	13.4%	18.7%
					毛利率(%)	6.3%	4.4%	4.6%	4.7%
					销售净利率(%)	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%
					资产负债率(%)	49.0%	34.4%	36.2%	45.0%
					收入增长率(%)	95.9%	137.3%	70.2%	65.7%
					净利润增长率(%)	72.8%	89.3%	73.3%	70.6%
					P/E	200.10	105.70	61.01	35.76
					P/B	29.46	8.30	7.31	6.07
					EV/EBITDA	126.61	62.18	35.83	20.28
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	380	378	631	976					
投资活动现金流	-544	-153	-200	-400					
筹资活动现金流	585	2,472	3	-5					
现金净增加额	421	2,697	434	572					
折旧和摊销	3	17	28	50					
资本开支	4	137	172	350					
营运资本变动	177	31	-6	-123					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>