

2021年01月26日

证券研究报告·公司研究报告

国联股份(603613)传媒

持有(首次)

当前价: 163.24元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

工业 B2B 电商龙头，战略布局稳步推进

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是国内领先的工业 B2B 领域电商平台，以多多平台为核心、纵横双向持续扩张持续推动公司业绩高速增长，2016-2019 年归母净利润复合增速高达 88%。2) 随着“平台、科技、数据”战略布局逐步深化，公司将构筑覆盖“交易”、“供应链”及更深层次产业需求的产业互联网平台。
- 三大业务板块交互协同发展，取得优秀业绩表现。**公司围绕 B2B 电商业务，形成以国联资源网为基础，以多多平台为核心、以国联云为支撑的三大业务板块，板块间通过推广引流、资源转化、技术共享获得高效协同发展。近年，公司各项业务始终保持快速增长态势，实现了 88% 的归母净利润复合增长。2020 年，公司预计实现 170 亿元至 172 亿元营业收入，同比增长 136%至 139%；归母净利润 3.0 亿元至 3.05 亿元，同比增长 89%至 92%。
- B2B 电商业务驱动公司发展，纵横双向扩张拓展发展空间。**以“多多平台”为代表的 B2B 电商业务是公司核心业务，纵横双向均具广阔拓展空间。
横向上，公司通过复制多多平台商业模式打通多个垂直行业，实现行业扩张，公司已实现多多平台复制并实践证实可行，新多多平台上线不到两年已实现盈利；
纵向上，公司沿单品产业链向上下游延伸，享受产业互联网市场规模庞大、电商渗透率低的发展红利，涂多多平台已实现由单品向钛产业链、醇产业链、树脂产业链延伸。
- 以“平台、科技、数据”为核心，深耕产业互联网。**公司始终贯彻“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略。2020 年 12 月，公司非公开发行事项落地，共募资 24.7 亿元投入数字经济总部(3.4 亿)、大数据(4.9 亿)、物联网(6.1 亿)、数字化系统集成应用平台(4.8 亿)等领域建设；另拟投资设立三家基于“多多平台”的云工厂一站式运营商，有望持续加深公司护城河。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.31 元、2.05 元和 3.34 元，公司是国内领先的工业 B2B 电商平台，兼具高成长和多品类竞争优势，建议积极关注，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 行业政策风险，市场竞争加剧的风险，客户转化不及预期的风险，战略推进不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7197.68	17073.56	32338.11	58165.77
增长率	95.93%	137.21%	89.40%	79.87%
归属母公司净利润(百万元)	158.94	309.77	487.21	792.11
增长率	69.34%	94.90%	57.28%	62.58%
每股收益 EPS(元)	0.67	1.31	2.05	3.34
净资产收益率 ROE	16.43%	25.25%	30.35%	35.50%
PE	244	125	79	49
PB	35.87	29.27	22.96	16.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
执业证号: S1250519080006
电话: 010-58251921
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.37
流通 A 股(亿股)	1.20
52 周内股价区间(元)	66.7-164.02
总市值(亿元)	387.16
总资产(亿元)	35.95
每股净资产(元)	6.08

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：B2B 电商和产业互联网领先平台	1
2 行业分析：工业互联网成为 B2B 电商战略趋势	3
2.1 我国 B2B 电商市场交易规模快速增长	3
2.2 B2B 电商未来将实现数字化供销，利好先行大型企业	4
2.3 B2B 转向产业链服务，工业互联网成为政策导向与战略趋势	5
3 公司分析：垂直电商为核心，持续推进产业互联网布局	6
3.1 三大业务板块交互协同发展	6
3.2 B2B 市场细分领域处于优势地位	10
3.3 先发优势构筑公司护城河	12
3.4 “平台、科技、数据”推进产业互联网战略	13
4 盈利预测与估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2020 年 6 月 30 日)	1
图 3: 近年公司各项业务营业收入占比	2
图 4: 近年公司各项业务毛利占比	2
图 5: 2015-2020Q3 公司营业收入及增长率	2
图 6: 2015-2020Q3 公司归母净利润及增长率	2
图 7: 2015-2020H1 公司毛利及增长率	3
图 8: 2015-2019 年公司细分业务毛利率情况	3
图 9: 中国 B2B 电子商务市场交易规模及增长率	3
图 10: 中国工业品 B2B 电商市场线上交易规模及渗透率	4
图 11: 工业品 B2B 电商细分品类渗透率及线上交易规模估计	4
图 12: 企业采购决策前电商平台行为	4
图 13: 工业互联网产业体系	5
图 14: 国联云平台业务架构	6
图 15: 国联资源网首页展示	7
图 16: 国联资源网行业分网孵化多多电商平台	7
图 17: 分网客户占比逐年下降, 收入保持在 90%以上	8
图 18: 分网供应商占比和采购额占比保持高位	8
图 19: 多多平台业务构成	9
图 20: 多多平台净利润持续增长	9
图 21: 国联云平台业务架构	10
图 22: 老多多平台及新多多平台	11
图 23: 涂多多垂直产业链覆盖	12
图 24: “平台、科技、数据”为核心的产业互联网战略	13

表 目 录

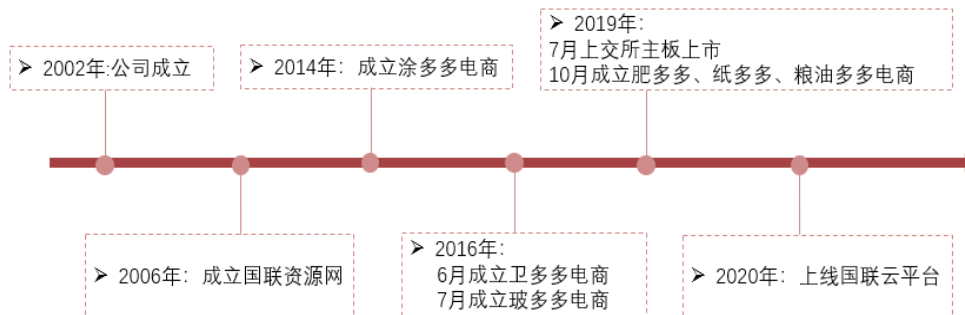
表 1: 国务院、各部委工业互联网相关政策	6
表 2: 相关企业简介及优势领域	10
表 3: 定增募投项目加速产业互联网战略落地	14
表 4: 三大云工厂一站式运营商, 深化“平台、科技、数据”战略	14
表 5: 分业务收入及毛利率	15
表 6: 可比公司估值	15
附表: 财务预测与估值	16

1 公司概况：B2B 电商和产业互联网领先平台

北京国联视讯信息技术股份有限公司成立于 2002 年，是国内领先的 B2B 电子商务平台、产业互联网企业，以工业电子商务为基础，互联网数据为支撑，依托国联资源网、多多平台、国联云等为相关行业提供工业品和原材料的网上商品交易、商业信息服务和互联网技术服务。

公司发展历程：2002 年成立初期，公司主要从事黄页业务。公司从 2005 年开始借助互联网为企业提供 B2B 电子商务服务。随着 B2B 电商发展到以网上商品交易为核心的新阶段，公司基于国联资源网所涉及行业中有比较优势的涂料化工、玻璃、卫生用品等产业分网及团队，陆续成立并上线运营了涂多多、卫多多、玻多多、肥多多、纸多多、粮油多多等垂直电商平台，为这些产业上下游提供自主电商、第三方电商和 SaaS 服务。同期，公司基于客户对于互联网化升级需求和网络营销、电商服务的需求，开始通过小资鸟、国联全网、西南电商分别提供“互联网+”解决方案和电商运营等互联网技术服务。2020 年，公司启动“平台服务、科技驱动、数据支撑”的产业互联网战略。

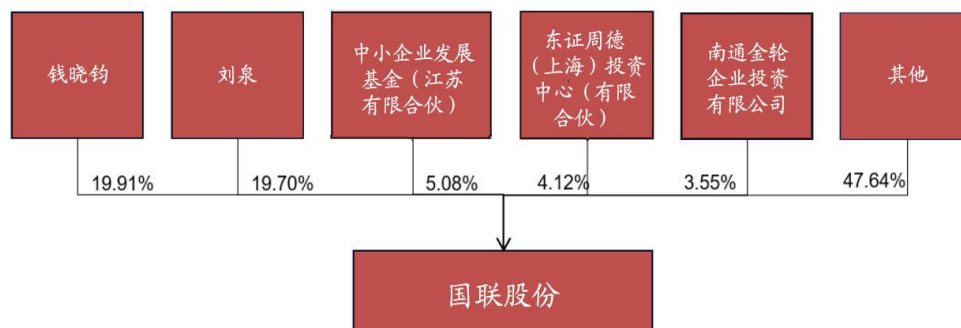
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

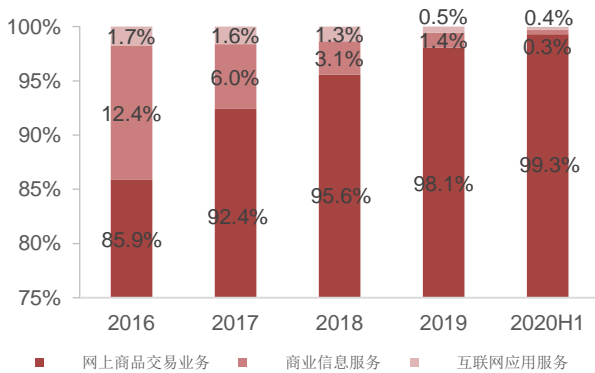
公司股权结构：公司股权比例较为集中，实际控制人为刘泉和钱晓钧，持股比例分别为 19.70% 和 19.91%。2011 年 12 月公司第一次增资时设立安泰盛投、国锦盛世和宏联科创三个员工持股平台，间接持有公司 3.77% 股权，涉及国联资源网各部门、涂多多、卫多多和玻多多等骨干人员近百余人。

图 2：公司股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）

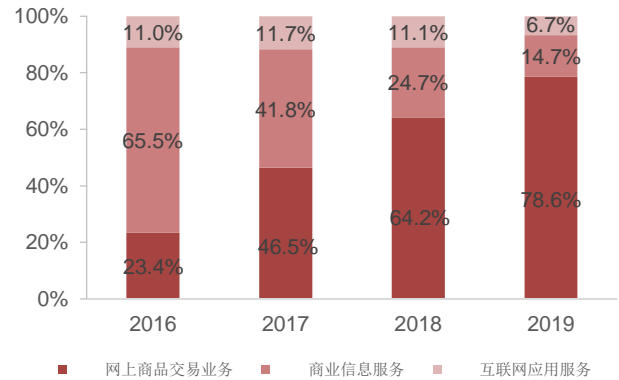


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：目前，国联股份围绕 B2B 电商业，形成了三大业务板块：垂直电商平台、信息服务平台和互联网技术服务。其中，B2B 垂直电商平台为公司主要盈利来源，2019 年收入和毛利占比分别为 98% 和 78%。公司细分业务中，商品交易业务贡献了绝大部分收入，2019 年，该项业务营收占比达到 98.1%，且实现翻倍增长。商业信息服务收入和互联网应用服务略有下降，2019 年，商业信息服务收入达到 1.0 亿元，同比下降 11.13%；互联网应用服务收入为 0.4 亿元，同比下降 21.2%。

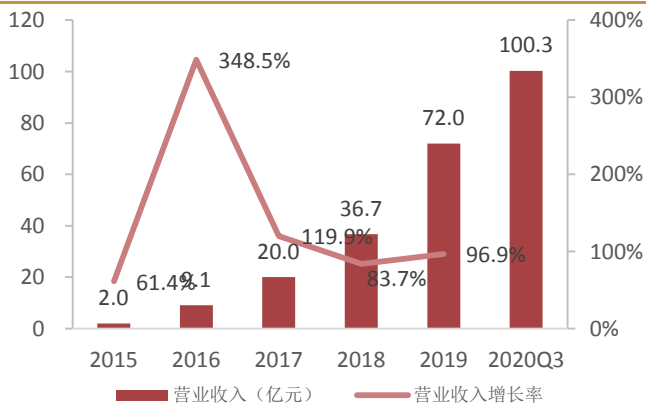
图 3：近年公司各项业务营业收入占比


数据来源：iFinD，西南证券整理

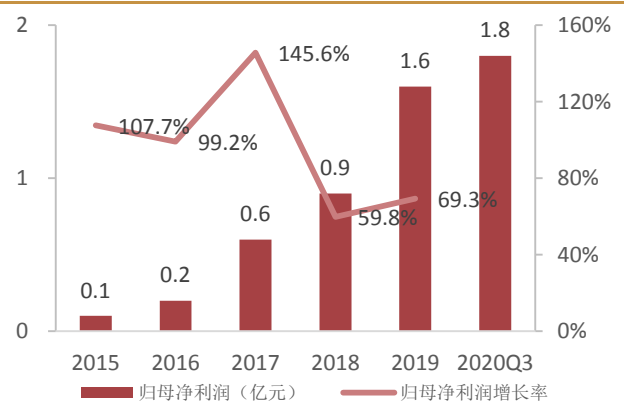
图 4：近年公司各项业务毛利占比


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：伴随着 B2B 电商业的高速增长，公司业务规模和营业收入均保持着高速增长。2020 年前三季度，公司实现营业收入 100.3 亿元人民币，同比增长 142%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 81.3%。

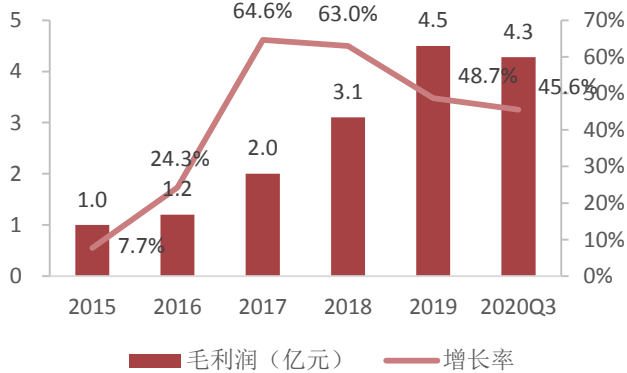
图 5：2015-2020Q3 公司营业收入及增长率


数据来源：iFinD，西南证券整理

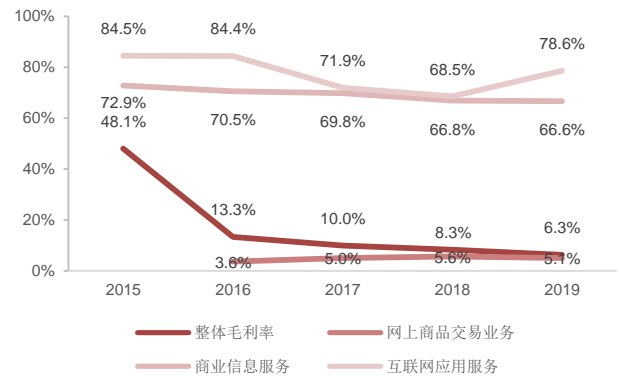
图 6：2015-2020Q3 公司归母净利润及增长率


数据来源：iFinD，西南证券整理

2019 年，公司实现毛利 4.5 亿元，同比增长 48.7%，毛利率为 6.3%，较 2018 年有所下降，主要是由于公司收入结构中网上商品交易业务收入占比大幅提升，导致整体毛利率有所下降。截止 2020Q3，公司实现毛利 4.3 亿元，同比增长 45.6%，毛利率为 4.3%，较 2019 年同期仍有所下降，主要是新品类新平台拓展及疫情期间公司更多让利给客户所致。

图 7: 2015-2020H1 公司毛利及增长率


数据来源: iFinD, 西南证券整理

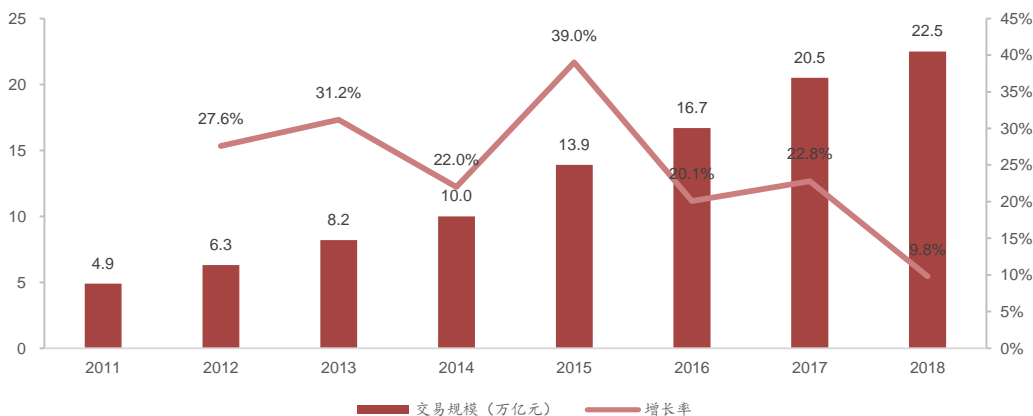
图 8: 2015-2019 年公司细分业务毛利率情况


数据来源: iFinD, 西南证券整理

2 行业分析: 工业互联网成为 B2B 电商战略趋势

2.1 我国 B2B 电商市场交易规模快速增长

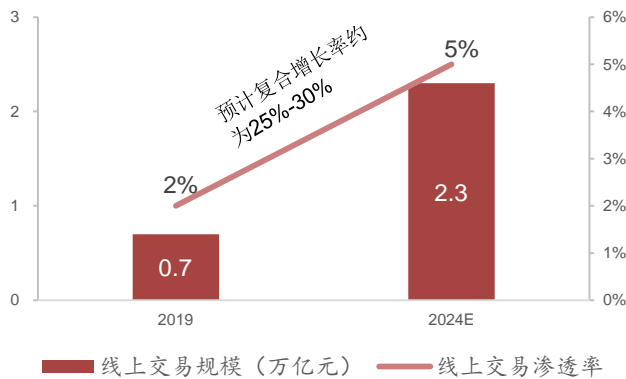
从整体市场看,多年来我国 B2B 电子商务市场的交易规模一直以较快速度增长。2012 年,我国 B2B 电子商务市场交易规模是 6.3 亿元,而到 2018 年已经达到 22.5 万亿元,复合增长率达到 23.8%;营收规模从 160 亿元增长至 600 亿元,复合增长率达到 24.6%。特别是近两年,伴随着我国 B2B 电商在垂直领域的快速崛起,B2B 不断深入钢铁、化工、煤炭、涂料、造纸、玻璃、卫生用品、机械电子和物流等传统产业链,产业互联网进入战略发展机遇期。根据中国电子商务协会的预测,2020 年中国 B2B 电商市场的交易规模将达到 31.5 万亿元。

图 9: 中国 B2B 电子商务市场交易规模及增长率


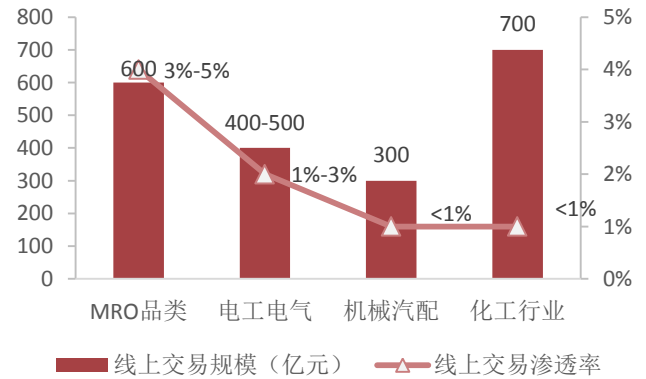
数据来源: 电子商务研究中心, 西南证券整理

工业品类 B2B 电商发展潜力巨大。根据贝恩公司和阿里巴巴 1688 联合发布的《产业协同,价值深耕:中国新一代工业品电商的趋势展望》报告,中国工业品类 B2B 电商快速发展,2015 年至今,工业品类 B2B 电商线上交易量复合增长率约 30%,2019 年达到 7000 亿规模,但电商渗透率仅 2% 左右,仍处于发展初期。未来随着交易量迅速增加带来的规模效应,以

及营销服务、金融服务、交付/售后服务、数字化赋能等基础设施的完善，预估到 2024 年，整体工业品类线上交易规模将达到 2.3 万亿，整体渗透率达到 5% 左右，有较大的提升空间。从整体行业层面看，工业品市场的电商交易渗透率提高和公司产业链延伸策略将为公司带来数倍成长空间。

图 10：中国工业品 B2B 电商市场线上交易规模及渗透率


数据来源：阿里巴巴，贝恩，西南证券整理

图 11：工业品 B2B 电商细分品类渗透率及线上交易规模估计


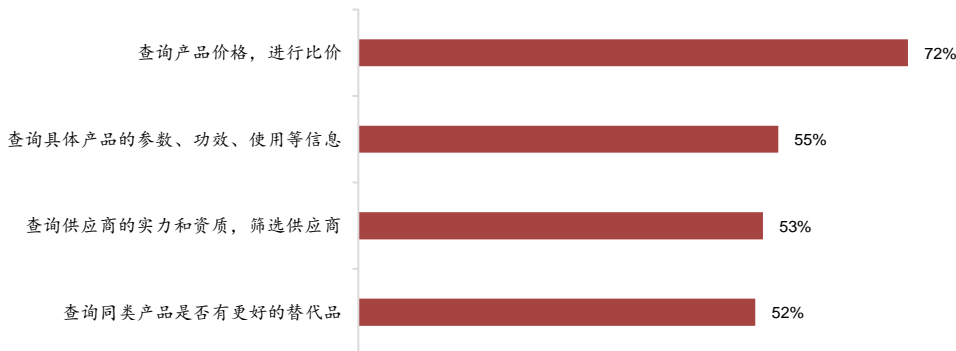
数据来源：阿里巴巴，贝恩，西南证券整理

2.2 B2B 电商未来将实现数字化供销，利好先行大型企业

随着数字新一代人口参加工作并逐步占据主要岗位，越来越多的电商消费端习惯开始影响企业的采购行为，未来 B2B 电商平台能够基于数字化产品信息为采购人员高效寻源，并对比全国供应商询价；新一代工业品电商平台使得企业拥有更加高效的品牌塑造能力，工业品买家对于品牌认可度也逐步提高；企业借助电商平台逐步实现渠道数字化赋能，更能够触达传统模式下难以直接接触的终端用户。**企业采购体系数字化重塑，企业品牌营销体系数字化构建，企业渠道体系数字化再造。**先行的大型企业拥有客户资源和技术优势，在电商推动渠道的整体数字化升级进程中，可以利用其大量客户资源和多年专业经验，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行业垂直电商平台，快速形成高凝聚力的市场份额，形成强大的先发优势。

图 12：企业采购决策前电商平台行为

注：数据来自《阿里巴巴工业市场采购商调研》，抽样样本均为在阿里巴巴 1688 平台上有过历史成交订单的 B 类终端买家，有效样本数 N=150，其中 85% 为中小企业。



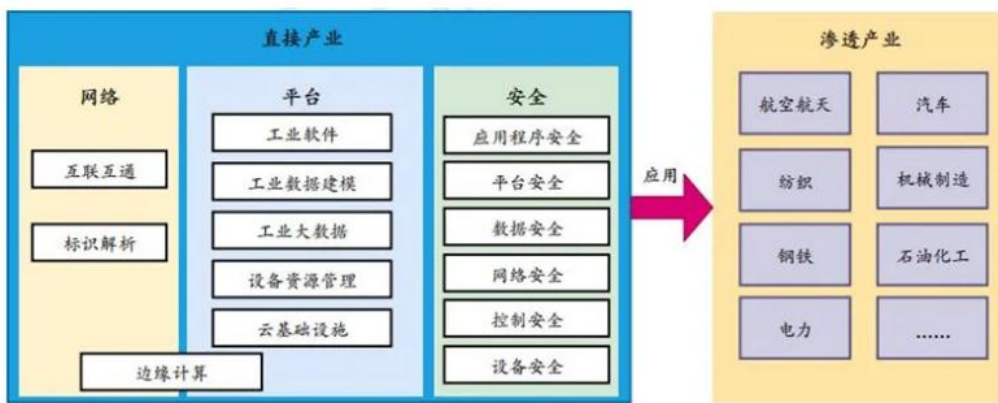
数据来源：阿里巴巴，贝恩，西南证券整理

2.3 B2B 转向产业链服务，工业互联网成为政策导向与战略趋势

2.3.1 B2B 从交易电商模式走向产业链服务

B2B 垂直电商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智慧供应链管理服务体系。以供应链为核心形成信息流、商流、物流、资金链等闭环，可以有效实现从工业互联到数据增值、从工业互联到供应链增值，从工业互联到跨界生态，进而成为工业互联网落地深耕的重要抓手。基于垂直电商平台快速发展、智慧供应链管理不断深化、工业互联网落地深耕的基础体系，工业互联网将成为行业发展的战略趋势。

图 13：工业互联网产业体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.2 政策驱动工业互联网加速布局

党中央、国务院高度重视工业互联网发展。习近平总书记指出，“要深入实施工业互联网创新发展战略”，“持续提升工业互联网创新能力，推动工业化与信息化在更广范围、更深程度、更高水平上实现融合发展”。尽管工业互联网发端于美国、德国、日本等发达国家，但作为国家战略，工业互联网因中国独特的制度优势正在我国得到了创新发展。B2B 电子商务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，将智能工厂进行共构连接，以工业互联网为基础，推动智能制造。

表 1: 国务院、各部委工业互联网相关政策

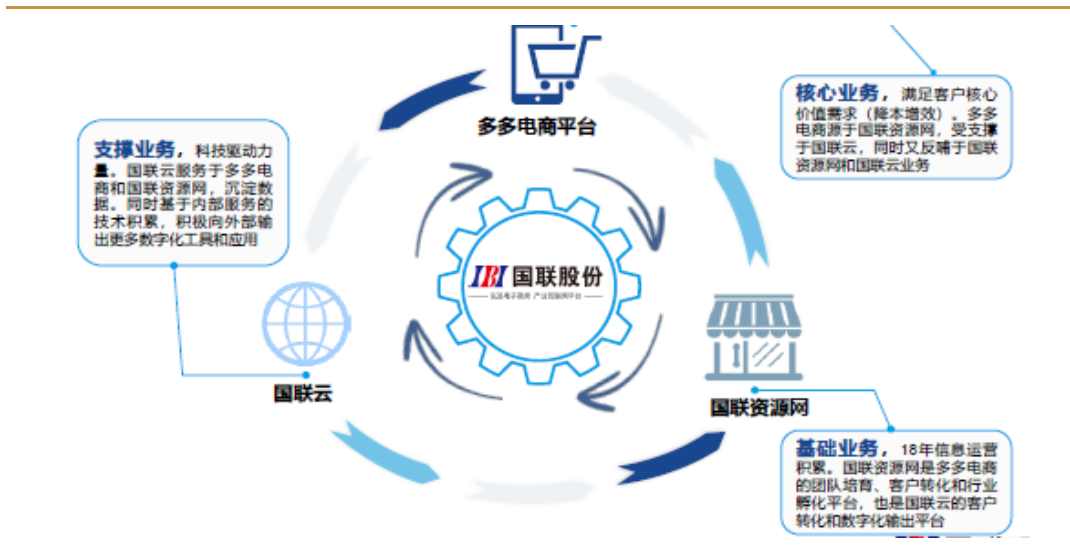
发布时间	政策内容
2017.11	国务院发布《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，确定了工业互联网“323 行动”，即打造网络、平台、安全三大体系，推进大型企业集成创新和中小企业应用普及两类应用，构筑产业、生态、国际化三大支撑等任务。
2018.04	工信部出台《工业互联网 APP 培育工程实施方案（2018 年-2020 年）》
2018.05	工信部发布《工业互联网发展行动计划（2018-2020 年）》，细化了工业互联网起步阶段的发展目标和重点任务。
2018.07	工信部相继出台《工业互联网平台建设及推广指南》和《工业互联网平台评价方法》
2019.11	工信部出台《“5G+工业互联网” 512 工程推进方案》
2020.02	中共中央政治局召开会议，会议强调，要推动生物医药、医疗设备、5G 网络、工业互联网等加快发展。
2020.03	工信部发布《工业和信息化部办公厅关于推动工业互联网加快发展的通知》

数据来源：公开资料，西南证券整理

3 公司分析：垂直电商为核心，持续推进产业互联网布局

3.1 三大业务板块交互协同发展

目前，国联股份围绕 B2B 电商业务，形成了三大业务板块：B2B 信息服务平台——国联资源网；B2B 垂直电商平台——多多电商平台；涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多、粮油多多；互联网技术服务平台——国联云。三大板块业务交互协同发展，基础业务国联资源网为核心业务多多电商导流，为其积累行业资源、客户资源，支撑业务国联云为核心业务多多电商提供技术支持，赋能供应链数字化、生产经营数字化，核心业务多多电商在获取资源的同时反哺基础业务及支撑业务。三大主营业务板块之间通过推广引流、资源转化、技术共享获得高效协同发展。

图 14: 国联云平台业务架构


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.1 国联资源网奠定业务根基

国联资源网为各行业提供商业信息服务，主要通过会员服务，向企业会员收取订阅费和服务费方式盈利。国联资源网业务覆盖 100 余个工业行业领域，拥有超过 250 万注册会员企业、1000 万黄页数据库和 5000 万招投标信息资源，是公司垂直电商平台和“互联网+”技术服务的基础。2014 年开始，国联资源网积极升级 B2B 信息服务模式，由原来的商机资讯服务，向商机、交易、营销、技术等一站式服务转变，逐步开通专区交易、专家智库等价值功能。

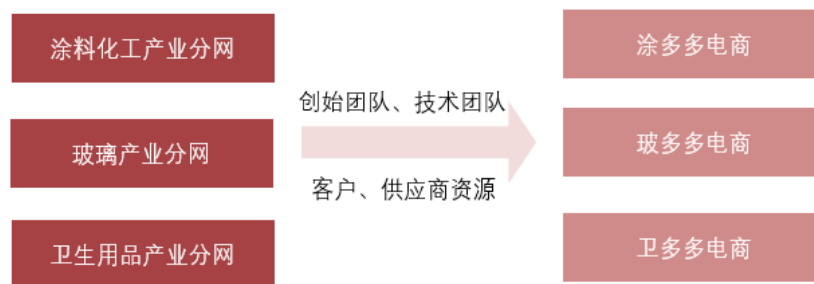
图 15：国联资源网首页展示



数据来源：公司官网截图，西南证券整理

国联资源网是公司基础业务板块，是核心业务多多电商发展的基础。国联资源上线运营长达十余年，期间积累丰厚的行业、会员、客户资源，为多多电商行业孵化、团队转化、客户培育打下坚实的基础。多多电商平台均由国联资源网的相关行业分网孵化而来，其创始核心团队及技术团队均来自于国联资源网，客户和供应商资源也主要是原行业分网客户。

图 16：国联资源网行业分网孵化多多电商平台

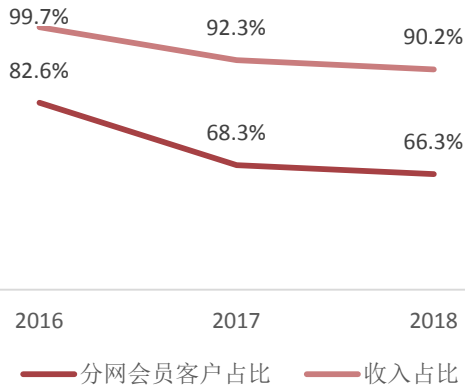


数据来源：招股说明书，西南证券整理

从客户角度上看，分网会员客户占比较高但逐年下降，收入贡献始终维持高位。2016 年多多平台分网会员客户占比为 82.6%，随着平台新用户获取能力的提高，这一比例逐年下降，2018 年分网会员占比为 66.3%。2016-2018 年多多平台内分网会员客户收入占比始终在 90% 以上，分别为 99.7%、92.3%、90.2%。

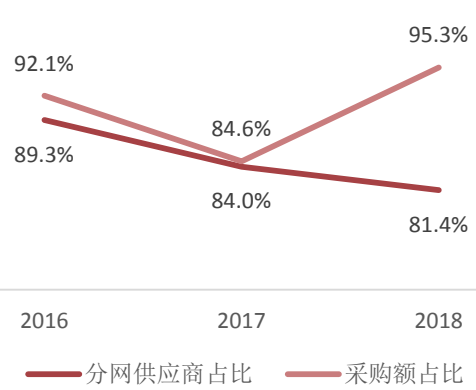
从供应商角度上看，分网供应商是多多平台供应商核心来源。2016-2018 年来源于原行业分网供应商占比分别为 89.3%、84%、81.4%，采购额占总额比例分别为 92.1%、84.6%、95.3%；

图 17: 分网客户占比逐年下降，收入保持在 90%以上



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 18: 分网供应商占比和采购额占比保持高位



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.1.2 多多平台驱动公司发展

多多平台是公司核心业务板块，通过提供自营电商、第三方电商和 SaaS 服务，满足客户降本增效的核心价值需求。目前，公司已经培育了涂多多（涂料化工）、卫多多（卫生用品）、玻多多（玻璃）、纸多多（工业用纸）、肥多多（化肥农资）、粮油多多（粮油产业）六个 B2B 垂直电商平台。

- **多多自营业务**是指多多电商在多多平台上开设自营商城，多多电商根据平台历史交易数据、集合订单数据统计分析结果，在对未来市场供需情况准确预测的基础上，制定采购计划后自主向长期合作注册供应商发出采购订单，采购不同品类的货品，并通过线上自营商城对外销售，注册用户通过线上自营商城选购下单后，与多多电商签订销售合同，实现产品销售。
- **第三方电商业务**指线上集市商城，由涂料化工、玻璃、卫生用品等产业链注册供应商自主开设，由注册用户自主选购交易，公司主要提供平台服务，订单的交易促成后，多多电商平台并不参与双方后续合同签订、支付结算、物流服务等环节。
- **SaaS 服务**指为注册供应商和注册用户提供云 ERP、物流共享系统、电子合同等信息化服务，提高供应商采购效率，帮助公司与供应商建立良好的合作粘性。

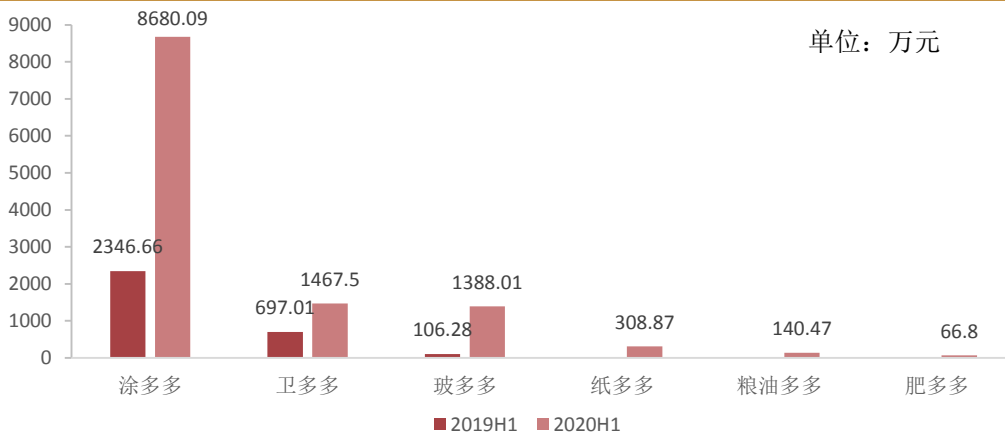
图 19: 多多平台业务构成



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

多多电商业务是公司核心收入和利润来源, 2016-2018 年间多多电商的自营电商业务收入占网上商品交易服务收入比例分别是 98.9%、99.7%、99.7%。多多电商下属各个垂直电商平台均快速增长且实现盈利, 其中涂多多、卫多多、玻多多三个老多多平台高速发展, 营业收入及净利润高速增长; 新多多平台肥多多、纸多多、粮油多多上已实现盈利, 为公司增长贡献利润。

图 20: 多多平台净利润持续增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.1.3 国联云平台提供技术支撑

国联云是公司支撑业务板块。一方面服务内部多多电商、国联资源网, 为其提供云 ERP、行业直播、带货直播、远程办公、视频会议等云服务, 同时获取数据积累, 另一方面, 对外输出数字化工具和应用, 提供电子商务等解决方案。

国联云平台于 2019 年上线, 统筹国联全网、蜀品天下、小资鸟和公司对外输出技术部门, 发力互联网技术服务, 定位于产业和企业数字化技术服务平台, 提供全网技术架构、电子商务、云 ERP、智慧工厂等解决方案和行业直播、远程办公、视频会议等云应用服务, 打造核心产业互联网平台。同时配以成熟的运营服务体系, 帮助数百万企业用户有效地提升消费者体验与互联网营销核心竞争力, 包括云市场、云行业、云会议、云知识及互联网+解决方案等服务。

图 21：国联云平台业务架构


数据来源：国联云官网，西南证券整理

3.2 B2B 市场细分领域处于优势地位

3.2.1 公司细分领域内处于优势地位

我国 B2B 电商市场格局表现为“一超多强”。B2B 电商市场以阿里巴巴为行业领军者，慧聪集团、上海钢联、生意宝、焦点科技、国联股份等多个竞争者多头并立。每个细分行业的产业互联网平台核心的竞争壁垒在于先发优势，多强大都专注在垂直领域的应用层，凭借先发优势占据不同的赛道。当前，**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、环保等行业均具有领先优势**。第五届多多双十电商节当天，公司旗下涂多多平台分别与甘肃格赛克（建投装备技术研发）、坦桑尼亚中国鑫富矿产资源签订战略合作，本次战略合作主要包括 20 万吨坦桑尼亚矿海外集采项目。此次合作有助于扎实推进全球钛锆产业协同效率提升，帮助公司深入产业链，加深与产业间的联系，强化公司在细分领域的优势地位。

表 2：相关企业简介及优势领域

企业	简介
国联股份	公司主要业务板块有 B2B 信息服务平台国联资源网、B2B 垂直电商平台（多多平台）、产业科技平台国联云，优势领域为涂料化工、玻璃、卫生用品、工业机器人、新能源汽车、环保等。
阿里巴巴	公司为中国最大的电子商务企业，旗下有淘宝网、天猫、聚划算、1688 等企业，聚焦数字化基础设施和大生态体系，采用泛行业布局。
慧聪集团	公司为内贸 B2B 电子商务运营商，旗下有 4 个产业互联网垂直服务平台：棉联、买化塑、中模国际、拿货商城，优势领域为棉花、化工塑料、建筑模架、乡镇家电等。
上海钢联	公司从事钢铁行业，侧重于供应链金融服务。
生意宝	公司从事化工行业，旗下经营着中国化工网、全球化工网、中国纺织网、医药网等。
焦点科技	公司在外贸服务领域有着领先优势，旗下中国制造网已成为外贸 B2B 电子商务领先平台。

数据来源：公开资料，西南证券整理

3.2.2 产业链横纵双向扩张强化优势地位

公司沿产业链横向及纵向双向扩张，丰富产品类别、扩大行业覆盖面，进一步强化 B2B 市场优势地位。产业互联网有两个发展维度，一是由产业链单环节向产业链上下游其他环节纵向扩张，向全产业链延伸、获取全产业链数据，从而提升全产业链效率；二是复制已有商业模式，进行多品类横向扩张，占领产业互联网更多细分领域，提升公司 B2B 市场竞争力。公司发展采取产业链横纵双向扩张的方式，强化自身优势地位。

横向扩张上，公司复制多多平台商业模式将多多平台由涂料化工、卫生用品、玻璃拓展至造纸、化肥、粮油产业，成立纸多多、肥多多、粮油多多三个新多多电商平台。老多多平台经过多年运营，建立起一套平台共性逻辑，赋予多多电商可复制性，帮助公司打通多个垂直行业。多多平台针对产业上游相对集中、中间流通环节多、下游高度分散的特点，采取上游核心供应商策略，下游集合采购、拼单团购策略聚合用户需求，由多多平台向核心供应商进行集中采购，集中采购帮助公司提高议价能力以实现降本增效的目标；借力 SaaS 连接核心供应商及用户，加强数字化渗透。**多多平台业务逻辑在实践中得以验证。**老多多平台运营期间一直保持高速发展态势，持续为公司贡献利润；公司复制业务逻辑增设的三个多多平台：纸多多、肥多多、粮油多多运营良好，已实现盈利。

图 22：老多多平台及新多多平台



数据来源：公司公告，西南证券整理

纵向扩张上，产业互联网市场规模庞大、B2B 电商渗透率低，市场天花板高为公司纵向扩张提供可能。多多平台以单品为突破口，采用集合采购的方式迅速取得市场优势，借助工业互联网中用户兼具“买家”、“卖家”双重身份的资源优势，沿单品产业链向上下游不断延伸。产业链深化为公司带来供应链把控、溢价能力提升、货源稳定性增强的竞争优势，增强细分行业进入壁垒，从而进一步强化公司在所处细分领域的优势地位。此外，产业链延伸为公司带来更加丰富的产业链上下游供需情况、交易和生产经营数字资源，为提升产业链效率提供可能。以涂多多平台为例，涂多多平台品类覆盖由早期钛白粉、乙二醇为主，逐步拓展至钛产业链、醇产业链、树脂产业链三条垂直产业链主要品类，平台经营对单一品类依赖度逐渐降低，受单一品类价格波动影响减弱。

图 23: 涂多多垂直产业链覆盖


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 先发优势构筑公司护城河

先发优势是产业互联网最大护城河。工业互联网客户采购行为高度理性化、周期化，重视采购质量、供应商供货稳定性。客户确定合作商前需要经历信任建设过程，合作双方建立信任关系后将保持长期合作关系且该关系不容易被轻易破坏、断裂。先发进入市场企业凭借时间优势，培育客户信任度、抢占市场客户资源、积累数据资源，提高企业在行业内竞争力。由于信任度培育、数据资源积累是耗时长且无法跳跃的环节，后进入企业无法在短时间内迅速赶超，因而先发优势成为产业互联网最大的护城河。

公司具备先发优势并借此积累大量产业资源，构成公司核心竞争力。

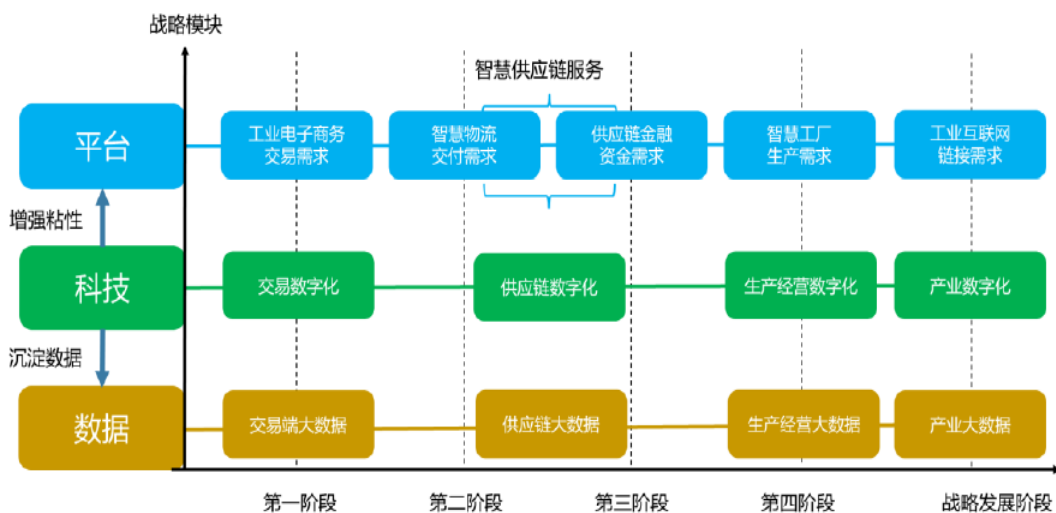
- **B2B1.0 时代，国联资源网为公司积累用户资源优势。**公司十五年前成立产业信息门户网站国联资源网，进入 B2B1.0 市场。国联资源网致力于为行业客户提供行业资讯、会展信息、项目信息、行业报告、黄页等专业信息，上线运营十五年已覆盖 100 余个工业行业领域，拥有 255 万注册会员、1000 万黄页数据库、5000 万招投标信息资源。国联资源网凭借自身平台的专业度、可靠度，建立起客户对公司的信任度并积累丰富的客户、供应商、行业资源。
- **B2B2.0 时代，多多平台为公司积累数据资源优势。**B2B2.0 时代，公司由产业信息服务转向 B2B 电商，成立多多平台，开拓 B2B 电商服务。B2B1.0 时代国联资源网积累下的产业资源，为多多电商在行业拓展、用户获取、核心供应商锁定、技术支持多个维度起到推动作用，多多电商在优质产业资源的扶持、专业化管理团队经营下高速发展，成为公司核心业务。多多电商提供自营电商、第三方电商、SaaS 业务，能够通过电商交易环节积累客户采购、产品供需等众多产业数据，具有丰富的数据资源优势。多多电商成为公司重要的数据沉淀池，为后续智慧供应链发展、工业互联网提供数据资源，有利于公司在未来产业互联网数字化竞争中获得优势。

3.4 “平台、科技、数据”推进产业互联网战略

产业互联网进入快速发展的战略机遇期，成为行业发展的战略趋势。在 B2B 垂直电商快速发展、智慧供应链服务体系不断完善以及 5G、云计算、物联网、人工智能等新技术不断发展应用的背景下，B2B 垂直电商平台积极推进工业互联网的落地深耕，产业互联网将迎来爆发的黄金时期。公司顺应国家政策导向，紧密围绕国家工业电子商务、工业互联网、供应链创新应用等重大产业导向，建立起以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略，构建全新垂直产业互联网生态。

- 平台层面，公司将由多多电商平台起步，率先满足企业交易需求，并逐步向智慧物流、供应链金融、智慧工厂推进，最终联通产业上下游，满足工业互联网链接需求。
- 科技层面，公司采用交易数字化、供应链数字化、生产数字化工具推动平台高效运营，对上下游企业进行数字化赋能，并通过数据沉淀积累丰富产业数据资源。
- 数据层面，公司致力于推进从交易到供应链到生产经营全环节的海量数据沉淀，贯通产业数据体系，建立起完整、有效的产业大数据系统，从而帮助企业优化生产经营，促进产业高效健康发展。

图 24：“平台、科技、数据”为核心的产业互联网战略



数据来源：公司公告，西南证券整理

定增落地加速产业互联网进程。公司定增申请于 2020 年 9 月 22 日证监会审核通过，拟募集资金 24.7 亿元。募集资金计划用于数字经济总部建设、大数据分析生产系统研发、物联网支持系统研发、企业数字化系统集成应用平台研发及流动资金补充五个方向，有助于增强公司核心数据资产、提升供应链效率、强化 SaaS 服务平台、提高产业话语权。本轮募资将进一步提升公司管理、运营效率，全面构建数字化服务体系，推进公司以“产业、科技、数据”为核心的产业互联网战略落地，强化公司在产业互联网领域的核心竞争力和持续盈利能力。

表 3: 定增募投项目加速产业互联网战略落地

项目名称	投资总额 (亿元)
国联股份数字经济总部建投项目	3.4
基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目	4.9
基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目	6.1
基于云计算的企业数字化集成应用平台研发项目	4.8
补充流动资金	5.4

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

拟投资三大云工厂, 深化“平台、科技、数据”战略。公司拟投资设立三大云工厂, 作为多多平台一站式运营商, 加强上游壁垒和生态圈建设。公司子公司涂多多和肥多多拟分别设立涂多多云工厂(成都)科技有限公司、涂多多云工厂(大连)科技有限公司、肥多多云工厂(宜昌)科技有限公司。拟设立公司将成为公司多多平台相关云工厂的一站式运营商, 为其提供原材料采购、产成品销售和数字工厂解决方案等一站式服务, 帮助公司进一步实施上游云工厂和深度供应链策略, 深化公司“平台、科技、数据”的产业互联网发展战略。

表 4: 三大云工厂一站式运营商, 深化“平台、科技、数据”战略

拟设云工厂名称	意向出资人	公司定位
涂多多云工厂(成都)科技有限公司	北京涂多多电子商务股份有限公司 四川盛丰钛业有限公司	基于涂多多云工厂: 四川盛丰钛业有限公司的一站式运营商
涂多多云工厂(大连)科技有限公司	北京涂多多电子商务股份有限公司 新疆鑫凯高色素特种炭黑有限公司	基于涂多多云工厂: 新疆鑫凯高色素特种炭黑有限公司的一站式运营商
肥多多云工厂(宜昌)科技有限公司	宁波肥多多电子商务有限公司 茂隆万润贸易湖北有限公司 湖北众信达农业发展有限公司	基于肥多多湖北磷肥云工厂的一站式运营商

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 公司战略稳步推进, 网上商品交易业务规模快速提升, 2020-2022 年毛利率分别为 3.5%、3.2%和 3%;

假设 2: 公司费用管控得力, 2020-2022 年期间费用率分别为 1.07%、1%和 0.96%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
网上商品交易	收入	7058.6	16940.7	32187.4	57937.4
	增速	101.0%	140.0%	90.0%	80.0%
	毛利率	5.0%	3.5%	3.2%	3.0%
商业信息服务	收入	100.3	88.2	83.8	81.3
	增速	-11.1%	-12.0%	-5.0%	-3.0%
	毛利率	66.6%	66.0%	66.0%	66.0%
互联网技术服务	收入	38.8	44.6	66.9	147.1
	增速	-21.2%	15.0%	50.0%	120.0%
	毛利率	78.6%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	7197.7	17073.6	32338.1	58165.8
	增速	95.9%	137.2%	89.4%	79.9%
	毛利率	6.3%	4.0%	3.5%	3.3%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.31 元、2.05 元和 3.34 元, 公司是国内领先的工业 B2B 电商平台, 兼具高成长和多品类竞争优势, 建议积极关注, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 6: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002315.SZ	焦点科技	17.00	0.64	0.59	0.78	1.06	29.77	28.91	21.82	16.00
300226.SZ	上海钢联	56.88	1.14	1.36	1.95	2.57	68.55	41.82	29.23	22.15
平均值							49.16	35.37	25.53	19.08

数据来源: Wind, 西南证券整理 (数据截至 2021.1.25)

5 风险提示

行业政策风险, 市场竞争加剧的风险, 客户转化不及预期的风险, 战略推进不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7197.68	17073.56	32338.11	58165.77	净利润	186.61	361.22	569.42	925.06
营业成本	6743.98	16386.74	31199.30	56256.30	折旧与摊销	3.18	3.29	3.29	3.29
营业税金及附加	9.17	21.74	41.19	74.08	财务费用	8.31	8.03	9.39	25.88
销售费用	138.98	136.59	258.70	453.69	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	35.09	54.64	97.01	162.86	经营营运资本变动	191.72	-85.32	99.63	-1.54
财务费用	8.31	8.03	9.39	25.88	其他	-10.10	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	379.72	287.21	681.72	952.68
投资收益	-1.76	0.00	0.00	0.00	资本支出	-9.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-534.62	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-543.76	0.00	0.00	0.00
营业利润	238.40	465.82	732.52	1192.95	短期借款	106.39	703.85	978.03	1850.85
其他非经营损益	4.24	3.85	7.87	9.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	242.64	469.68	740.39	1202.82	股权融资	487.47	0.00	0.00	0.00
所得税	56.03	108.46	170.97	277.76	支付股利	0.00	-66.47	-123.91	-194.89
净利润	186.61	361.22	569.42	925.06	其他	-8.93	-8.03	-9.39	-25.88
少数股东损益	27.66	51.45	82.20	132.95	筹资活动现金流净额	584.92	629.35	844.73	1630.09
归属母公司股东净利润	158.94	309.77	487.21	792.11	现金流量净额	420.88	916.56	1526.45	2582.77
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	790.80	1707.36	3233.81	5816.58	成长能力				
应收和预付款项	635.51	1666.23	3089.93	5618.23	销售收入增长率	95.93%	137.21%	89.40%	79.87%
存货	13.42	32.62	62.10	111.97	营业利润增长率	68.17%	95.40%	57.25%	62.86%
其他流动资产	744.56	465.88	480.08	504.11	净利润增长率	72.81%	93.57%	57.64%	62.46%
长期股权投资	0.41	0.41	0.41	0.41	EBITDA 增长率	63.94%	90.94%	56.18%	64.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	21.73	20.12	18.52	16.91	毛利率	6.30%	4.02%	3.52%	3.28%
无形资产和开发支出	18.75	17.08	15.41	13.74	三费率	2.53%	1.17%	1.13%	1.10%
其他非流动资产	3.43	3.42	3.41	3.40	净利率	2.59%	2.12%	1.76%	1.59%
资产总计	2228.62	3913.12	6903.68	12085.35	ROE	16.43%	25.25%	30.35%	35.50%
短期借款	246.39	950.24	1928.26	3779.11	ROA	8.37%	9.23%	8.25%	7.65%
应付和预收款项	840.01	1518.02	3072.89	5653.01	ROIC	24.58%	26.18%	21.62%	20.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.47%	2.79%	2.30%	2.10%
其他负债	6.56	14.47	26.61	47.15	营运能力				
负债合计	1092.96	2482.72	5027.77	9479.27	总资产周转率	4.69	5.56	5.98	6.13
股本	140.82	237.17	237.17	237.17	固定资产周转率	322.67	815.88	1673.67	3283.11
资本公积	590.13	493.77	493.77	493.77	应收账款周转率	115.84	128.45	119.50	117.35
留存收益	348.52	591.83	955.13	1552.36	存货周转率	331.92	711.86	658.81	646.36
归属母公司股东权益	1079.47	1322.77	1686.08	2283.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.45%	—	—	—
少数股东权益	56.19	107.63	189.84	322.78	资本结构				
股东权益合计	1135.65	1430.40	1875.91	2606.08	资产负债率	49.04%	63.45%	72.83%	78.44%
负债和股东权益合计	2228.62	3913.12	6903.68	12085.35	带息债务/总负债	22.54%	38.27%	38.35%	39.87%
					流动比率	2.00	1.56	1.37	1.27
					速动比率	1.99	1.55	1.35	1.26
					股利支付率	0.00%	21.46%	25.43%	24.60%
					每股指标				
					每股收益	0.67	1.31	2.05	3.34
					每股净资产	4.55	5.58	7.11	9.63
					每股经营现金	1.60	1.21	2.87	4.02
					每股股利	0.00	0.28	0.52	0.82
业绩和估值指标									
EBITDA	249.89	477.14	745.20	1222.12					
PE	243.59	124.98	79.46	48.88					
PB	35.87	29.27	22.96	16.96					
PS	5.38	2.27	1.20	0.67					
EV/EBITDA	88.00	78.60	49.59	29.64					
股息率	0.00%	0.17%	0.32%	0.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn