

2020 年年报点评：收入+138.4%逼近预告上限，工业品电商业务表现亮眼 买入（维持）

2021 年 03 月 30 日

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

研究助理 阳靖

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	17,158	29,217	48,514	78,182
同比（%）	138.4%	70.3%	66.0%	61.2%
归母净利润（百万元）	304	512	850	1,331
同比（%）	91.6%	68.3%	65.9%	56.6%
每股收益（元/股）	1.28	2.16	3.58	5.61
P/E（倍）	115.67	68.74	41.44	26.47

事件

- 3 月 29 日，国联股份发布 2020 年年度报告。2020 年全年，公司实现收入 171.58 亿元，同比+138.4%；归母净利润 3.04 亿元，同比+91.6%；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比增长 73.1%。收入、归母净利润均接近业绩预告上限。公司拟每 10 股派发现金红利 1.32 元，股息率为 0.089%（以 3 月 29 日收盘价计）；拟每 10 股转增股本 4.5 股。

点评

- 工业品电商平台表现亮眼，驱动公司业绩高增。分业务来看，2020 年公司网上商品交易业务收入为 170.55 亿元，同比+141.6%；商业信息服务收入为 0.82 亿元，同比-18.1%；互联网技术服务收入为 0.20 亿元，同比-48.1%。网上商品交易业务是公司主要收入/利润来源，也是近年来的核心增长点，2020 年高增的原因是：①面对疫情，公司积极响应，通过推出产业链“战疫”计划等措施成功转危为机；②10 月“双十”电商节集采订单额达 43.82 亿元，同比+104%，创下历史新高。

- 分行业平台来看：成熟平台稳健增长，新平台全面开花。2020 年，公司目前较为成熟的平台中，涂多多/ 卫多多/ 玻多多分别实现收入 117.0/ 22.2/ 15.3 亿元，同比增长 128%/ 131%/ 111%。2019 年上线的三个新平台中，纸多多/ 肥多多/ 粮油多多分别实现收入 2.41/ 7.46/ 5.71 亿元，同比增长 904%/ 494%/ 621%。

- 主动让利抢占市场份额，公司净利率有所下降。2020 年公司毛利率/ 净利率分别为 3.45%/ 2.09%，同比-2.9/ -0.5pct；销售/ 管理/ 研发费用率分别为 0.50%/ 0.26%/ 0.17%，同比-1.4/ -0.2/ -0.1pct。我们认为毛利率下滑的原因：①由于会计准则改变，运输费用从销售费用转计入营业成本（我们预计这部分费用约占收入的 1.5%）；②主动让利，抢占市场份额；③毛利较低的防疫用品、新行业平台占比上升。而主动让利换取市场份额的策略，一定程度上也影响了公司的净利率。

- 维持“买入”评级：近期定增落地利好未来持续增长，公司通过对外投资不断加强生态圈建设，积极探索其他赛道的布局机会，持续推进产业互联网战略，我们看好公司未来持续高增。考虑到公司未来或继续通过让利来抢占市场份额，我们下调 21/ 22 年归母净利润预测至 5.1 (-2%) / 8.5 (-4%) 亿元，预计 2023 年归母净利润为 13.3 亿元，对应同比增速分别为 68%/ 66%/ 57%。3 月 29 日收盘价对应 2021-23 年 PE 分别为 69x/ 41x/ 26x，维持“买入”评级。

- 风险提示：集采过程中的价格违约，拼购模式占用营运资金较多，新平台扩展不及预期，产业互联网发展战略推进不及预期，行业竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	148.50
一年最低/最高价	64.50/167.18
市净率(倍)	9.32
流通 A 股市值(百万元)	17850.31

基础数据

每股净资产(元)	15.94
资产负债率(%)	41.85
总股本(百万股)	237.17
流通 A 股(百万股)	120.20

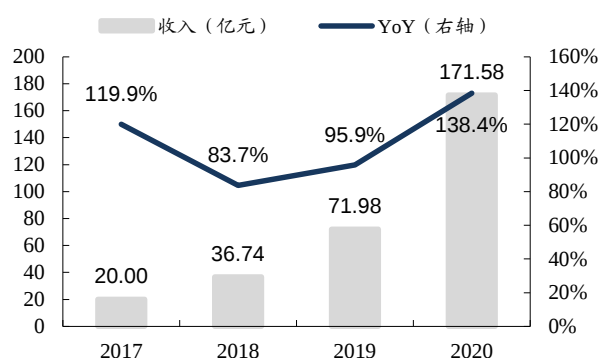
相关研究

- 1、《国联股份（603613）：系列深度二：工业品电商的成功靠什么？——To B 工业品电商研究框架&横向对比》2021-01-27
- 2、《国联股份（603613）：系列深度一：快速前进的工业品电商踏浪者》2021-01-19
- 3、《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

事件：发布 2020 年年报，收入/利润同比+138%/+92%近预告上限

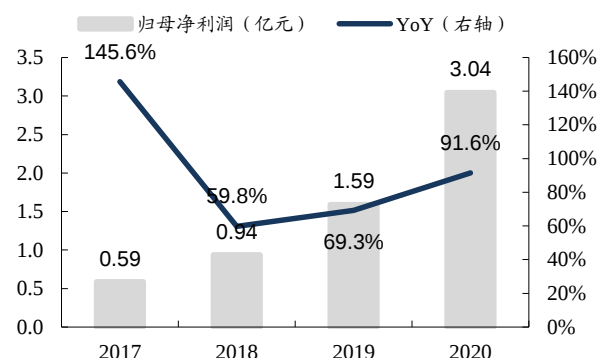
3 月 29 日，国联股份发布 2020 年年度报告。2020 年全年，公司实现收入 171.58 亿元，同比+138.4%；归母净利润 3.04 亿元，同比+91.6%；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比增长 73.1%。收入、归母净利润均接近业绩预告上限。公司拟每 10 股派发现金红利 1.32 元，股息率为 0.089%（以 3 月 29 日收盘价计）；拟每 10 股转增股本 4.5 股。

图 1：公司收入及增速



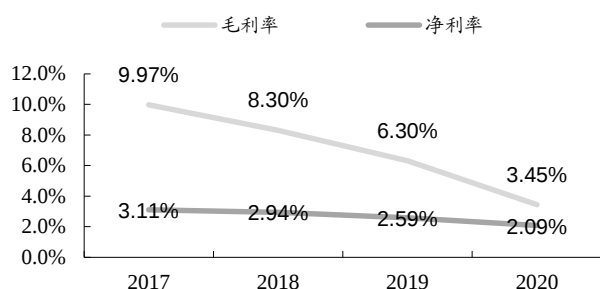
数据来源：iFind，东吴证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速



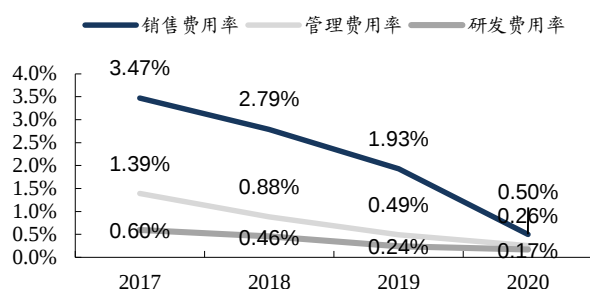
数据来源：iFind，东吴证券研究所

图 3：公司毛利率、净利率（因业务结构改变而下滑）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图 4：公司期间费用率（因业务结构改变而持续下滑）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

点评：工业品电商表现亮眼，新平台全面开花

工业品电商平台表现亮眼，驱动公司业绩高增。分业务来看，2020 年公司网上商品交易业务收入为 170.55 亿元，同比+141.6%；商业信息服务收入为 0.82 亿元，同比-18.1%；互联网技术服务收入为 0.20 亿元，同比-48.1%。网上商品交易业务是公司主要收入/利润来源，也是近年来的核心增长点，2020 年高增的原因是：①面对疫情，公司积极响应，通过推出产业链“战疫”计划等措施成功转危为机；②10 月“双十”电商节集采订单额达 43.82 亿元，同比+104%，创下历史新高。

表 1：公司各大业务收入

单位：百万元，%	2016	2017	2018	2019	2020
网上商品交易					
收入	781	1,848	3,512	7,059	17,055
yoy	-	136.62%	90.03%	101.01%	141.62%
毛利率	3.64%	5.01%	5.58%	5.05%	3.01%
商业信息服务					
收入	113	119	113	100	82
yoy	-	5.96%	-5.46%	-11.13%	-18.09%
毛利率	70.50%	69.82%	66.83%	66.64%	72.70%
互联网技术服务					
收入	16	33	49	39	20
yoy	-	105.62%	51.20%	-21.19%	-48.11%
毛利率	84.39%	71.88%	68.53%	78.61%	93.14%
其他					
收入					0.18
yoy					-
毛利率					76.93%
合计					
收入	909	2,000	3,674	7,198	17,158
yoy	-	119.89%	83.70%	95.93%	138.38%
毛利率	13.32%	9.97%	8.30%	6.30%	3.45%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分行业平台来看：成熟平台稳健增长，新平台全面开花。2020 年，公司目前较为成熟的平台中，涂多多/ 卫多多/ 玻多多分别实现收入 117.0/ 22.2/ 15.3 亿元，同比增长 128%/ 131%/ 111%。2019 年上线的三个新平台中，纸多多/ 肥多多/ 粮油多多分别实现收入 2.41/ 7.46/ 5.71 亿元，同比增长 904%/ 494%/ 621%。

表 2: 公司各行业多多电商平台收入及毛利情况

单位: 百万元, %	2016	2017	2018	2019	2020
涂多多收入	687	1,090	2,441	5,121	11,698
yoy	-	58.63%	123.90%	109.81%	128.44%
毛利率	3.81%	6.21%	6.12%	5.32%	2.91%
卫多多收入	62	503	697	962	2,224
yoy	-	716.57%	38.57%	37.90%	131.34%
毛利率	2.11%	1.86%	3.45%	3.93%	3.63%
玻多多收入	23	250	361	726	1,536
yoy	-	969.70%	44.87%	100.92%	111.44%
毛利率	8.15%	5.82%	5.98%	5.20%	3.72%
纸多多收入				24	241
yoy				-	904%
毛利率				2.22%	2.58%
肥多多收入				126	746
yoy				-	494%
毛利率				3.46%	2.50%
粮油多多收入				79	571
yoy				-	621%
毛利率				0.39%	1.17%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

主动让利下游抢占市场份额, 公司净利率有所下降。2020 年公司毛利率/ 净利率分别为 3.45%/ 2.09%, 同比-2.9/ -0.5pct; 销售/ 管理/ 研发费用率分别为 0.50%/ 0.26%/ 0.17%, 同比-1.4/ -0.2/ -0.1pct。我们认为毛利率下滑的原因: ①由于会计准则改变, 运输费用从销售费用转计入营业成本(我们预计这部分费用约占收入的 1.5%); ②主动让利, 抢占市场份额; ③毛利较低的防疫用品、新行业平台占比上升。而主动让利换取市场份额的策略, 一定程度上也影响了公司的净利率。

投资建议和风险提示

维持“买入”评级: 近期定增落地利好未来持续增长, 公司通过对外投资不断加强生态圈建设, 积极探索其他赛道的布局机会, 持续推进产业互联网战略, 我们看好公司未来持续高增。考虑到公司未来或继续让利来抢占市场份额, 我们下调 21/ 22 年归母净利润预测至 5.1 (-2%) / 8.5 (-4%) 亿元, 预计 2023 年归母净利润为 13.3 亿元, 对应同比增速分别为 68%/ 66%/ 57%。3 月 29 日收盘价对应 2021-23 年 PE 分别为 69x/ 41x/ 26x。

风险提示: 集采过程中的价格违约, 拼购模式占用营运资金较多, 新平台扩展不及预期, 产业互联网发展战略推进不及预期, 行业竞争加剧等。

国联股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,549	7,756	9,730	13,205	营业收入	17,158	29,217	48,514	78,182
现金	2,993	3,019	3,236	3,697	减:营业成本	16,566	28,191	46,834	75,503
应收账款	203	328	531	866	营业税金及附加	9	12	17	26
存货	30	53	89	143	营业费用	86	114	176	278
其他流动资产	3,323	4,356	5,875	8,500	管理费用	44	70	97	156
非流动资产	176	738	1,755	3,015	研发费用	29	44	78	125
长期股权投资	4	8	12	16	财务费用	1	16	32	78
固定资产	108	532	1,373	2,276	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	10	20	30	39
无形资产	39	133	316	679	其他收益	24	0	0	0
其他非流动资产	24	64	54	44	资产处置收益	-0	0	0	0
资产总计	6,725	8,494	11,485	16,221	营业利润	458	791	1,312	2,055
流动负债	2,814	3,981	6,018	9,241	加:营业外净收支	12	0	0	0
短期借款	397	0	0	0	利润总额	470	791	1,312	2,055
应付账款	1,641	2,869	4,936	7,648	减:所得税费用	112	189	313	490
其他流动负债	776	1,112	1,082	1,593	少数股东损益	54	90	149	234
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	304	512	850	1,331
长期借款	0	0	0	0	EBIT	441	754	1,265	2,003
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	447	779	1,317	2,098
负债合计	2,814	3,981	6,018	9,241	重要财务与估值指标				
少数股东权益	131	221	370	604	每股收益(元)	1.28	2.16	3.58	5.61
归属母公司股东权益	3,780	4,292	5,097	6,376	每股净资产(元)	15.94	18.10	21.49	26.88
负债和股东权益	6,725	8,494	11,485	16,221	发行在外股份(百万股)	237	344	344	344
					ROIC(%)	8.0%	13.4%	18.9%	23.9%
					ROE(%)	9.2%	13.3%	18.3%	22.4%
					毛利率(%)	3.4%	3.5%	3.5%	3.4%
					销售净利率(%)	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
					资产负债率(%)	41.8%	46.9%	52.4%	57.0%
					收入增长率(%)	138.4%	70.3%	66.0%	61.2%
					净利润增长率(%)	91.8%	68.3%	65.9%	56.6%
					P/E	115.67	68.74	41.44	26.47
					P/B	9.32	8.21	6.91	5.52
					EV/EBITDA	105.44	60.01	35.45	22.15
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	777	1,006	1,331	1,907					
投资活动现金流	-2,105	-567	-1,038	-1,316					
筹资活动现金流	2,548	-412	-77	-130					
现金净增加额	1,220	26	216	461					
折旧和摊销	6	25	52	95					
资本开支	114	558	1,013	1,256					
营运资本变动	459	383	279	208					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

注: 考虑到公司拟每 10 股转增 4.5 股, 股本从 2020A 的 2.37 亿增加 45%到 2021E 的 3.44 亿; 表中 EPS 未摊薄

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>