

轻资产、高成长、高壁垒的工业 B2B 电商

买入|维持

报告要点:

● **轻资产/高成长: 轻资产运营集采模式, 低毛利策略推动快速增长**
公司多多自营电商以集采模式为主, 通过汇聚大订单获得的额外议价, 通过信息化手段为客户降本增效, 获取服务费用。公司通过低毛利策略推动交易量放大, 2015-2020年, 营收 CAGR 高达 142.88%, 归母净利润 CAGR 达 90.87%, 高增长下净利率水平有望趋稳。公司采取轻资产的运营模式, 营运资本效率持续提升。公司立足万亿市场, 目前各多多平台渗透率约 1% 左右, 距 10% 的中期渗透率目标尚有较大提升空间。

● **高壁垒: 打造先发优势与闭环能力, 人员团队与会员基础是核心优势**
公司聚焦工业品/原材料垂直领域, 以集采模式在 B2B 电商行业内脱颖而出, 具备差异性优势。

护城河深厚: 1) 行业属性导致先发优势明显, 通过在各垂直行业里扩大市场份额与影响力抢占先机; 2) 围绕平台服务、科技驱动及数据支撑战略构建前中后台闭环能力, 是增值服务的基础。

核心竞争力: 1) 人效不断提升, 深谙产业链和信息化的复合知识结构团队; 2) 长期积累的会员基础待持续挖掘, 低成本转换, 转化率持续提升。

● **发展逻辑: 打造多元服务体系/多多平台横向复制/产业链延伸拓展品类**
公司发展路径清晰, 基于多多平台在三个象限上不断突破边界。

做高产业层级: 打造供应链服务、支付通道、金融服务体系等多元化服务体系, 有利于公司获得更多增值收入, 并在产业互联网中取得优势;

做宽产业生态: 公司以较低的成本将多多平台横向复制, 在各垂直领域抢占先发优势, 持续为公司带来收入与利润的增长;

做深产业链: 从单品向产业链上游延伸, 再将供应商客户转化为采购商客户, 拓展更多品类原材料, 粘性也大大增强。

● 投资建议与盈利预测

公司定位于 B2B 电商和产业互联网平台, 在中国数十万亿级别的 B2B 市场持续发力, 成长空间巨大。预测公司 2021-2023 年营业收入为 351.06、658.77、1158.25 亿元, 归母净利润为 5.18、8.30、13.27 亿元, EPS 为 2.18、3.50、5.59 元/股, 对应 PE 为 62.12、38.77、24.25 倍。上市以来, 公司 PE 主要运行在 60-150 倍之间, 维持公司 2021 年 90 倍的目标 PE, 对应的目标价为 196.20 元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复; B2B 电商市场竞争加剧; 新业务拓展不及预期; 预付款较高的风险; 主要商品价格大幅波动引起公司盈利能力波动的风险等。

附表: 盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7197.68	17157.78	35106.39	65877.08	115824.84
收入同比 (%)	95.93	138.38	104.61	87.65	75.82
归母净利润(百万元)	158.94	304.48	517.77	829.61	1326.59
归母净利润同比 (%)	69.34	91.57	70.05	60.23	59.91
ROE (%)	14.72	8.06	12.05	16.51	21.48
每股收益 (元)	0.67	1.28	2.18	3.50	5.59
市盈率(P/E)	202.37	105.64	62.12	38.77	24.25

资料来源: Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价: 135.62 元/196.20 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 164.02 / 66.7

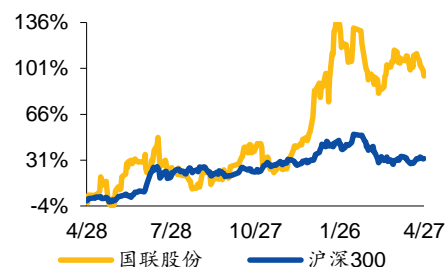
A 股流通股 (百万股): 120.20

A 股总股本 (百万股): 237.17

流通市值 (百万元): 16302.08

总市值 (百万元): 32165.35

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-国联股份(603613.SH)2021 年第一季度业绩预增公告点评: 业绩增长超预期, 多多电商渐入佳境》2021.04.15

《国元证券公司研究-国联股份(603613.SH)2020 年年度报告点评: 交易规模快速扩张, 未来成长空间巨大》2021.03.30

《国元证券公司研究-国联股份(603613.SH)事件点评: 业绩预告超预期, 拟设三大云工厂》2021.01.18

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：多多电商为核心，推进产业互联网.....	5
1.1 发展历史：从商业信息服务切入线上交易与产业互联网.....	5
1.2 公司业务：一体两翼，协同发展.....	5
1.2.1 基础：B2B 信息服务——国联资源网.....	7
1.2.2 核心：B2B 商品交易——多多电商平台.....	7
1.2.3 支撑：互联网技术服务——国联云.....	10
1.3 财务分析：轻资产运营，成长性优异.....	11
1.3.1 收入端：多多电商纵横发展，营收规模快速增长.....	11
1.3.2 利润端：费用率呈逐步降低，净利润率有望企稳.....	12
1.3.3 多多电商拆分：新多多高速增长，盈利能力逐步提升.....	13
1.3.4 现金流：经营现金流表现优异，盈利质量较高.....	14
1.3.5 营运能力：轻资产运营，营运资本效率持续提升.....	14
1.4 股权结构及子公司：股权集中稳定，子公司架构利于孵化.....	15
2. 行业分析：自营交易模式龙头，万亿市场尚待渗透.....	17
2.1 两个阶段：从信息交互到线上交易和 SaaS 服务.....	17
2.2 竞争格局：总体一超多强，垂直自营显优势.....	18
2.3 潜在空间：万亿市场空间，渗透率持续提升.....	21
3. 竞争力分析：先发优势打造壁垒，纵横发展空间广阔.....	23
3.1 打造壁垒：深入产业互联，先发优势明显.....	23
3.1.1 先发优势：行业影响力与客户粘性.....	23
3.1.2 数据为王：产业互联闭环能力打造.....	24
3.2 核心优势：复合团队人才，客户资源基础.....	25
3.2.1 人才优势：人效持续提升的复合团队.....	25
3.2.2 客户资源：会员基础是待挖掘的金矿.....	26
3.3 发展逻辑：做高、做宽、做深.....	28
3.3.1 做高产业层级.....	28
3.3.2 做宽产业生态.....	29
3.3.3 做深产业链.....	29
4. 盈利预测与投资建议.....	31
5. 风险提示.....	35

图表目录

图 1：公司发展历程及重要事件.....	5
图 2：国联云数字化技术服务体系.....	6
图 3：三大板块业务间的强协同作用.....	6
图 4：国联资源网及其五大服务.....	7
图 5：多多平台业务模式介绍（以涂多多平台为例）.....	9
图 6：当主营产品价格上行时：三项策略保障货源、稳定价格.....	10

图 7: 当主营产品价格下行/稳定时: 紧密连接上下游, 充分体现平台价值...	10
图 8: 国联云数字化技术服务体系	11
图 9: 营业收入及多多平台上线情况	12
图 10: 归母净利润情况	12
图 11: 各项期间费用与费用率情况 (单位: 百万元)	13
图 12: 净利率与毛利率变化趋势对比	13
图 13: 涂多多营业收入情况 (单位: 亿元)	13
图 14: 卫多多营业收入情况 (单位: 亿元)	13
图 15: 玻多多营业收入情况 (单位: 亿元)	14
图 16: 纸多多、肥多多、粮油多多营收情况 (单位: 亿元)	14
图 17: 经营性净现金流情况	14
图 18: 公司股权结构及控股或参股公司 (按照业务类型分类)	16
图 19: 从 1.0 模式到 2.0 模式, 从信息服务到线上交易与产业互联网	17
图 20: 网上商品交易业务由商业信息服务发展而来.....	18
图 21: 2.0 模式下, 垂直型电子商务推动行业发展.....	18
图 22: 国内 B2B 电子商务市场格局 (单位: 亿元)	19
图 23: 1688 平台界面	20
图 24: 2016-2020 年中国 B2B 市场规模及预测	21
图 25: 2019 年中国企业采购着重因素调查	21
图 26: 2019 年中国企业是否有持续使用同一采购平台	23
图 27: 2018-2020 年各多多电商毛利率情况	24
图 28: 公司人员结构及增长情况 (单位: 人)	26
图 29: 公司人员增长与营收、归母净利润增速对比.....	26
图 30: 公司人均创收情况 (单位: 万元)	26
图 31: 公司人均创利情况 (单位: 万元)	26
图 32: 交易客户来自相关行业分网会员占比	27
图 33: 交易额来自相关行业分网会员占比	27
图 34: 供应商来自相关行业分网会员占比	27
图 35: 采购额来自相关行业分网会员占比	27
图 36: 相关行业分网会员转化率.....	28
图 37: 公司持续搭建多元化服务体系	28
图 38: 拓展多多系电商平台	29
图 39: 上游用户完成“供应商”向“供应商/采购商”的角色转换	30
图 40: 国联股份上市以来 PE-Band	34
表 1: 多多电商平台上线时间及服务产业链	8
表 2: 多多平台各交易模式介绍.....	8
表 3: 公司营运资本周转率	15
表 4: 上海钢联 2020 年营业收入及毛利结构.....	20
表 5: 云工厂投资情况	25
表 6: 公司前中后台组织架构	25

表 7: 公司业务拆分 (单位: 百万元)	33
表 8: 可比公司估值情况.....	34

1. 公司介绍：多多电商为核心，推进产业互联网

1.1 发展历史：从商业信息服务切入线上交易与产业互联网

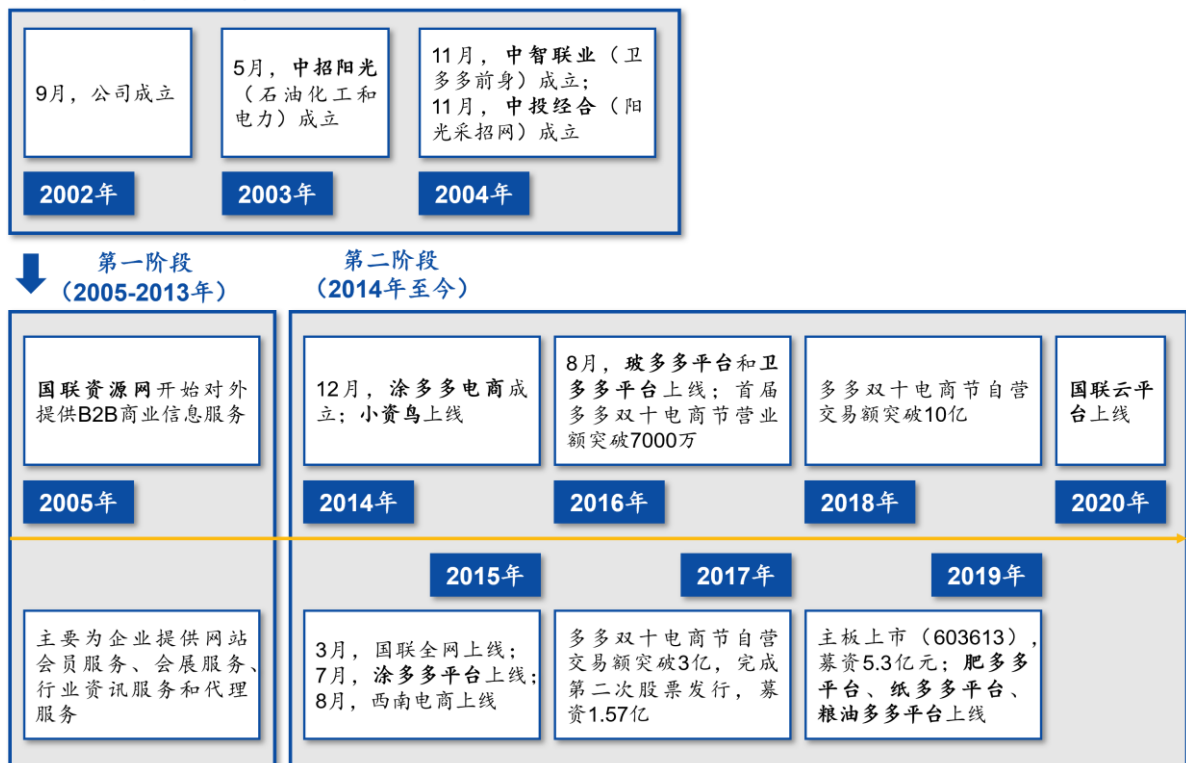
公司于 2002 年成立，初期主要从事黄页业务。2005 年，公司开始为企业提供 B2B 电子商务服务：

第一阶段（2005-2013 年）：这一阶段公司尚未切入交易流程，主要以国联资源网对外提供商业信息服务。

第二阶段（2014 年至今）：1) 发展到以网上商品交易为核心的新阶段，分别成立涂料化工、玻璃、卫生用品等产业的 B2B 垂直电商平台，并提供智慧供应链相关服务；2) 在国联资源网的基础上，通过国联云提供数字化云应用服务和工业互联网平台服务。

图 1：公司发展历程及重要事件

初期主要从事黄页服务



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

1.2 公司业务：一体两翼，协同发展

公司目前拥有三个业务板块：

- **B2B 垂直电商平台——多多平台：**公司通过多多平台为涂料化工（涂多多）、卫生用品（卫多多）、玻璃（玻多多）、造纸（纸多多）、化肥（肥多多）、粮油（粮油多多）等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。

- **B2B 信息服务平台——国联资源网：**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。
- **互联网技术服务平台——国联云：**公司通过国联云技术板块为产业和企业提供数字化升级的技术服务，提供全网技术架构、电子商务、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。

图 2：国联云数字化技术服务体系

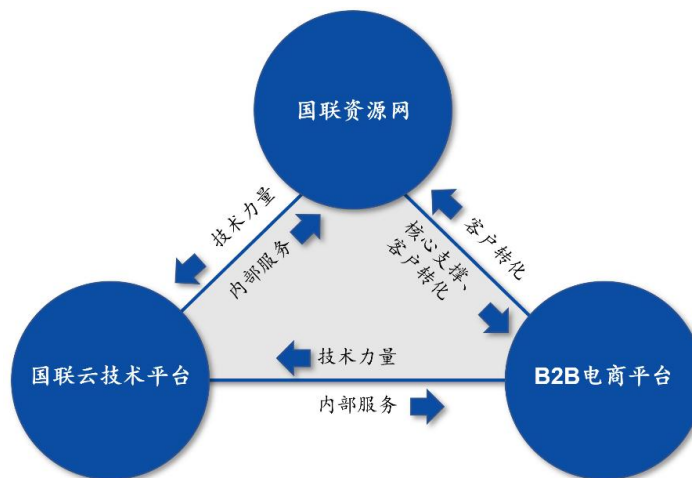


资料来源：国联云官网，国元证券研究所

公司三大业务之间有效协作，相互推动，可以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：

- **国联资源网作为基础业务：**是多多电商平台的优质孵化器，其团队资源、技术力量、行业资源及客户基础是多多垂直电商平台发展的核心支撑与重要来源。
- **多多电商平台作为核心业务：**基于国联资源网发展而来，也受到国联云内部技术服务的支撑，其快速发展也对国联资源网和国联云产生推动作用。
- **国联云作为支撑业务：**源于国联资源网和多多垂直电商平台，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，向外部输出更多数字化工具和应用。

图 3：三大板块业务间的强协同作用



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

1.2.1 基础：B2B 信息服务——国联资源网

多年积累，国联资源网已是行业内最具影响力的信息服务平台之一。国联资源网作为公司基础业务，拥有超过 15 年积累的 B2B 服务经验、行业资源和会员基础，目前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。

- **覆盖的垂直行业众多：**深度耕耘涂料化工、玻璃、卫生用品、造纸、化肥农资、粮油、塑料、电子、机器人、电动车、环境工程等行业。
- **多多电商的发展基础和孵化器：**国联资源网为核心业务多多电商提供行业、资源、团队等核心支撑和客户转化的会员基础。

图 4：国联资源网及其五大服务



资料来源：国联资源网官网，国元证券研究所

1.2.2 核心：B2B 商品交易——多多电商平台

多多电商在多年的商业信息服务积累上应运而生。公司在工业品/原材料垂直领域提供商业信息服务超过 10 年，积累了大量的专业经验和客户基础。在此基础上，公司从下游客户需求出发，建立了高垂直度、高差异化的细分产业互联网平台——多多电商平台。

表 1：多多电商平台上线时间及服务产业链

名称	上线时间	产业链
涂多多	2015 年 7 月	钛产业链（钛材、钛白粉、四氯化钛、高钛渣、金红石、钛精矿、钛中矿等）
		醇产业链（乙二醇、甲醇、PET、PTA 等）
		树脂产业链（PP、PE、PVC、ABS 等）
卫多多	2016 年 8 月	卫生用品、生活用纸产业链（纸浆、原纸、无纺布、非生活用纸、工业淀粉、再生资源、橡胶、塑料、棉纱等）
玻多多	2016 年 8 月	玻璃产业链（单晶纯碱、玻璃原材料、玻璃成品等）
纸多多	2019 年 10 月	工业及文化用纸产业链（工业用纸原材料、牛皮纸板、瓦楞芯纸、涂布白板纸、非涂布白板纸、灰纸板、白卡纸、铜版纸、淋膜纸、液体包装纸、文化用纸和油毛毡原纸等）
肥多多	2019 年 10 月	农资全产业链（氯化铵、尿素、磷酸一铵、氮肥、磷肥、钾肥、复合肥、有机肥、水溶肥、磷化工等）
粮油多多	2019 年 10 月	粮油产业链（油脂、大豆油、棕榈油、菜籽油、酿酒原粮、大豆、油菜籽、玉米、小麦、活性白土、饲料等）

资料来源：公司公告，各多多电商平台官网，国元证券研究所

多多平台网上商品交易分为自营交易与第三方交易两种模式，目前公司主要收入与利润由前者贡献。自营电商以集合采购模式为主，其核心在于：**将下游小型客户订单汇聚为大订单，上游供应商让利，使得下游客户以较为便宜的价格获得供货。**

由此，多多平台集采交易的利润池包括：

- 通过汇聚大订单获得的**额外议价**；
- 通过信息化手段将传统渠道的中间环节打通，为客户降本增效，获取**服务费用**。

自营交易的大概流程为：1) 公司与上游供应商签署采购框架协议；2) 根据多多平台历史交易数据、集合订单情况和市场供需状况，确定采购计划；3) 预付款保证货源，采购部分产品存放在自有仓库；4) 签订协议或商品入库后，在多多平台上架、发布商品信息；5) 客户下单，签订销售协议，收取预收款；6) 自有仓库直接发货，或对供应商发出发货指令，由供应商按指令发货；7) 客户收货后上传公司网上商品交易 ERP 系统，交易完成。

集采模式抬高下游客户利润率：根据我们的产业调研，工业品/原材料领域下游企业利润较薄，部分净利率只有 2-4%，通过集采模式交易价格普遍能够便宜 2-4%，对下游客户的利润率有较大幅度的改善。

表 2：多多平台各交易模式介绍

大类	小类	客户类型	模式
自营电商	集合采购	小型客户	多多平台针对部分货品以团购方式销售，买方自主参与团购。
	一站式采购	大中型客户	多多平台针对签订年度集合采购框架协议的用户，按其生产采购计划集合供应全部或部分原材料货品而发生的交易。
	次终端联盟	地方经销商	多多平台与地方经销商合作，将较小的订单聚合，并由后者完成最后一公里的配送。
第三方电商	撮合交易	注册客户	公司通过多多平台开设网上集市商城，由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。

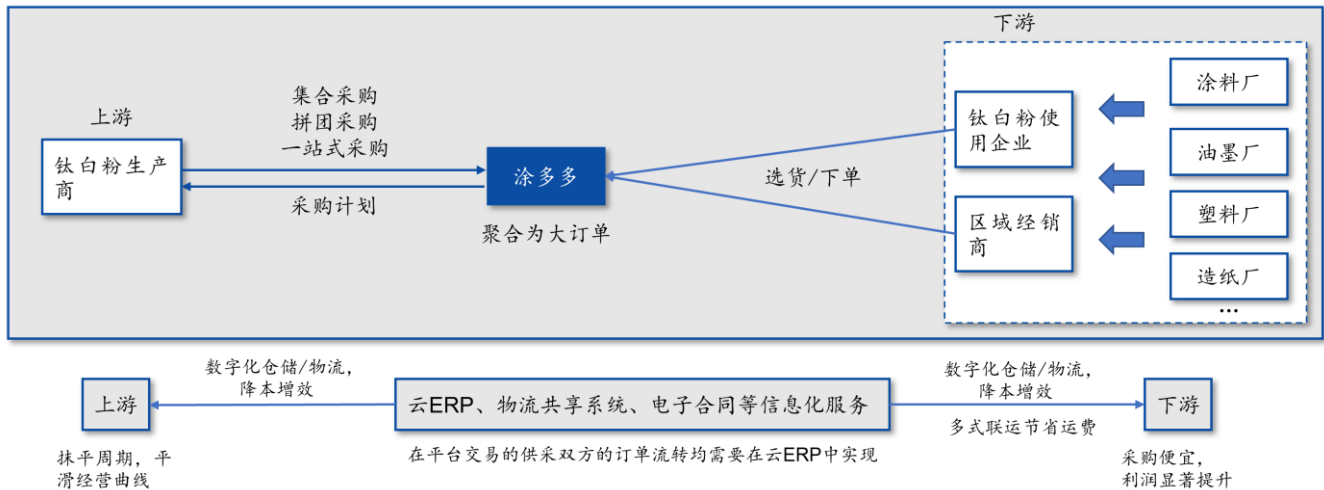
资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司利用数字化技术向供应链深度服务延伸，为上下游企业降本增效明显。通过深度结合行业特点的技术积累和平台系统的研发能力，公司在交易流程中为行业上下

游免费提供云 ERP、建设智慧物流和数字仓储、开发电子合同、接入银行在线支付等供应链 SaaS 服务，降本增效明显，具体而言：

- **物流成本大幅下降：**集合订单形成的规模效应使得多式联运（水路+陆路等）成为可能，相比较以往单一的陆路物流，物流成本可以大幅降低。
- **数字化仓储有效提升周转率：**客户通过多多平台购买货物后，可选择部分货物作为安全库存，其余放在公司中心仓，使得客户库存周转天数明显提高。

图 5：多多平台业务模式介绍（以涂多多平台为例）

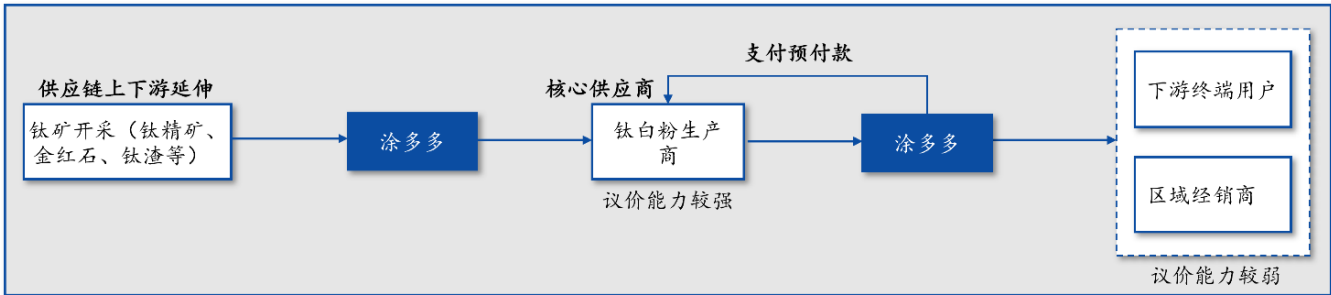


资料来源：公司公告，国元证券研究所

当主营产品价格上行时：市场处于“货源紧张、供不应求”的状态，上游供应商的议价能力相对较强，下游终端用户和渠道商的议价能力相对较弱。公司通过采取核心供应商策略、供应链上下游延伸策略和预付货款策略，保障货源、稳定价格。

- **核心供应商策略：**主要供应商将优先保证多多电商的供货量，供货和价格比较稳定，下游客户和订单更快归集。
- **供应链上下游延伸策略：**向上游的上游获取集合订单（主营品类的原材料），供应给上游生产商。
- **预付款策略：**价格波动趋势性显现时，通过预付款策略保障货物供给，减少公司承担的价格波动风险。

图 6：当主营产品价格上行时：三项策略保障货源、稳定价格

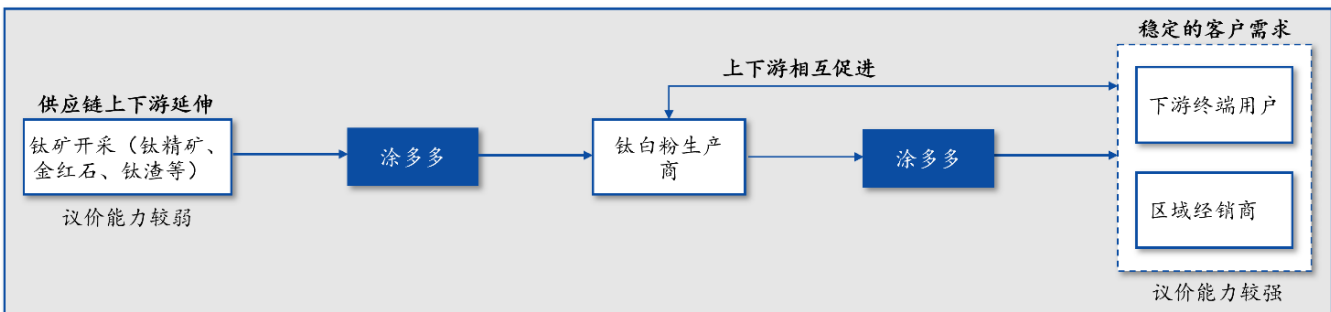


资料来源：公司公告，国元证券研究所

当主营产品价格下行时：市场处于“货源过剩、供过于求”的状态，上游供应商的议价能力相对变弱，下游终端用户和渠道商的议价能力相对变强。多多平台基于自身的优势，能够将上游供应商和下游客户紧密的连接在一起。

- **稳定的客户需求：**在供过于求的时候，稳定的客户需求对供应商有更大的吸引力。
- **上下游相互促进：**对供应商的影响力增强，上游支持导致对下游聚集能力更强，下游订单增加促进对上游影响力。
- **供应链上下游延伸策略：**帮助供应商客户节约采购成本，从而增强合作粘性。

图 7：当主营产品价格下行/稳定时：紧密连接上下游，充分体现平台价值



资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2.3 支撑：互联网技术服务——国联云

公司通过国联云技术板块为产业和企业提供数字化升级的技术服务。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，包括全网技术架构、电子商务、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。

图 8：国联云数字化技术服务体系


资料来源：国联云官网，国元证券研究所

1.3 财务分析：轻资产运营，成长性优异

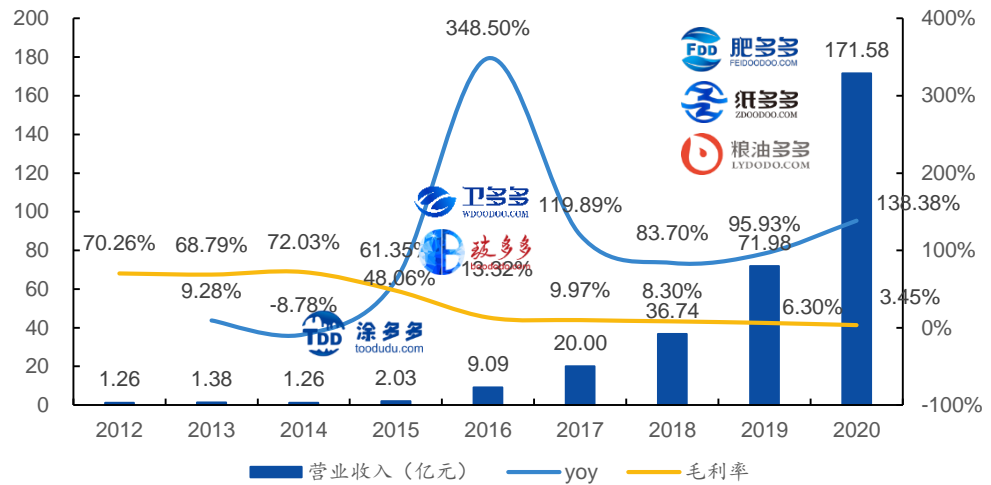
1.3.1 收入端：多多电商纵横发展，营收规模快速增长

切入工业品/原材料自营交易蓝海，公司营收呈现爆发式增长。2020 年，公司实现营业收入 171.58 亿元，同比增长 138.38%。回顾历史，2012-2014 年公司营收增长缓慢，从商业信息服务切入商品交易后，公司发展迈入新的台阶，2015-2020 年营收复合增速高达 142.88%。我们认为，随着多多电商的横向拓展品类与纵向深入交易及供应链服务，公司有望维持高水平的增长。

新平台、新品类拓展等因素造成毛利率波动。2020 年，公司毛利率为 3.45%，同比下降 2.85pct，主要原因是：1) 公司目前以营收规模为优先目标；2) 新平台以及老平台的新品类拓展拉低毛利率；3) 新会计准则将运费计入成本，而不是销售费用；4) 疫情影响。

低毛利策略推动交易量放大，形成规模效应后波动有望趋缓。对于公司所处业务而言，较低的毛利率意味着较多的让利，有利于推动多多平台的交易量放大并扩大其产业影响力，对于公司后续在此基础上开展更多供应链增值服务具有重大意义。参考老三大多多平台（涂多多、卫多多、玻多多）的发展，我们认为，随着公司新平台、新品类的收入贡献越来越多，形成规模效应，其议价能力逐步提升，毛利率水平波动有望趋缓。

图 9：营业收入及多多平台上线情况

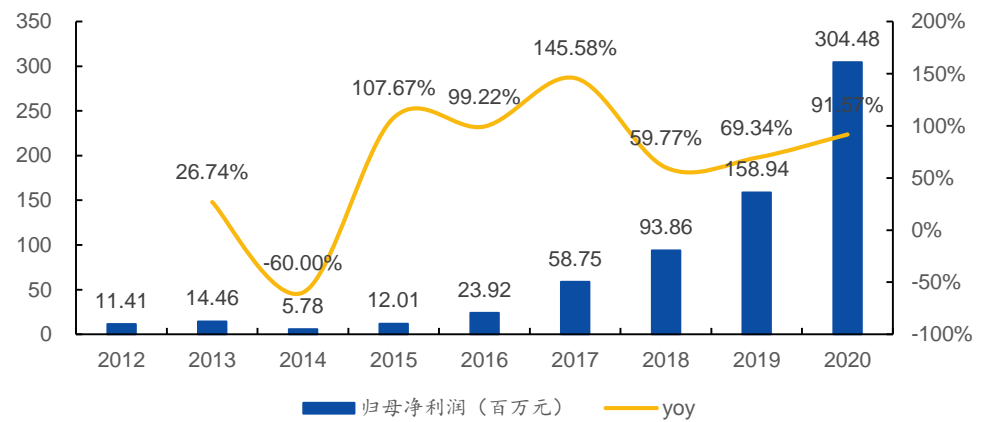


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

1.3.2 利润端：费用率呈逐步降低，净利润率有望企稳

2020 年，公司实现归母净利润 3.04 亿元，同比增长 91.57%。公司多多电商的高速发展带动归母净利润快速增长，2015-2020 年复合增速达 90.87%。

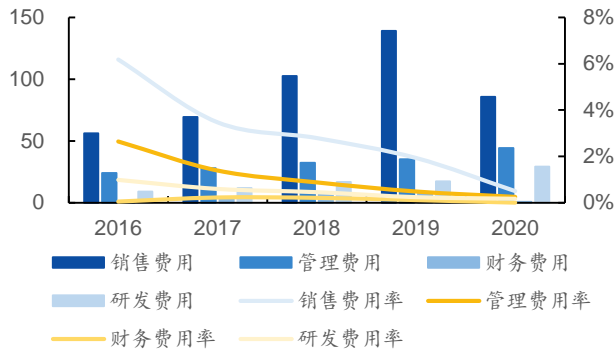
图 10：归母净利润情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

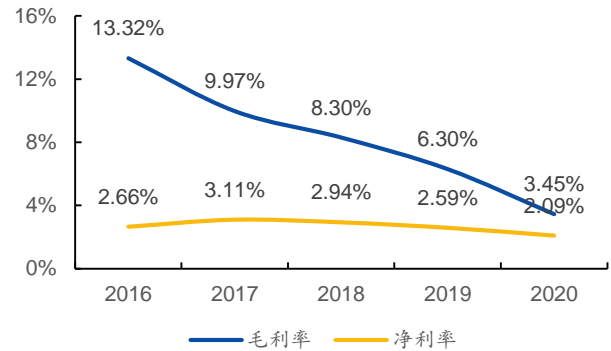
期间费用增速远低于营收增速，净利率水平有望企稳。2016-2020 年，公司净利率水平分别为 2.66%/3.11%/2.94%/2.59%/2.09%，呈现逐步下降趋势。同期，公司毛利率水平分别为 13.32%/9.97%/8.30%/6.30%/3.45%，各项期间费用率则普遍呈现下降趋势（人效持续提升，原因将在第三章介绍），因此我们分析公司净利率水平的变化主要受毛利率水平的影响。根据我们在上文的分析，结合营收的高速增长、毛利率的波动趋缓，期间费用率的逐步下降，我们认为公司净利率水平有望趋于稳定。

图 11: 各项期间费用与费用率情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 12: 净利率与毛利率变化趋势对比



资料来源: Wind, 国元证券研究所

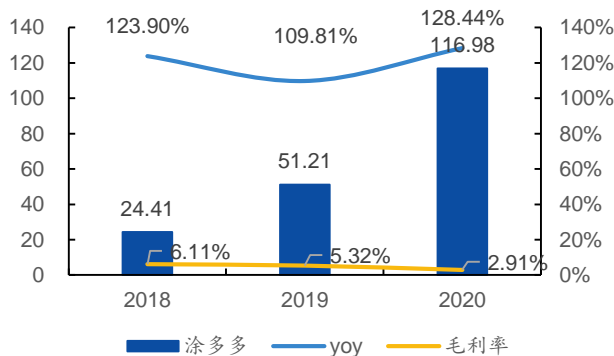
1.3.3 多多电商拆分: 新多多高速增长, 盈利能力逐步提升

2020 年, 公司各多多电商均实现 100% 以上的快速增长。涂多多、卫多多、玻多多三个老多多平台日益趋于成熟, 毛利率水平相对较高。2019 年 10 月成立的纸多多、肥多多、粮油多多三个新多多平台尚处于从 0 到 1 的发展阶段, 收入增长更快, 毛利率相对较低。具体而言:

- **涂多多**: 实现营收 116.98 亿元, 同比增长 128.44%, 毛利率为 2.91%;
- **卫多多**: 实现营收 22.24 亿元, 同比增长 131.34%, 毛利率为 3.63%;
- **玻多多**: 实现营收 15.36 亿元, 同比增长 111.44%, 毛利率为 3.72%;
- **纸多多**: 实现营收 2.41 亿元, 同比增长 904.34%, 毛利率为 2.58%;
- **肥多多**: 实现营收 7.46 亿元, 同比增长 494.10%, 毛利率为 2.50%;
- **粮油多多**: 实现营收 5.71 亿元, 同比增长 621.10%, 毛利率为 1.17%。

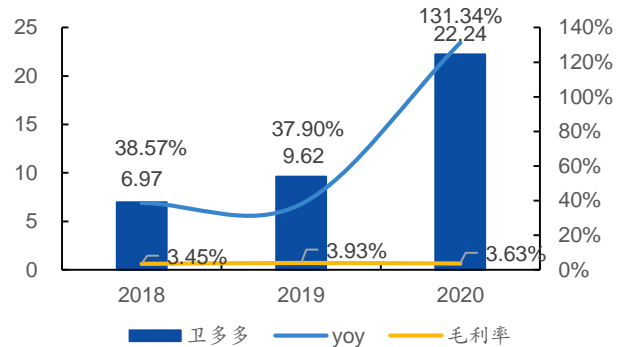
我们认为, 老的多多平台经过数年发展, 在业务和技术上逐渐成熟, 虽然从利润率来看尚未达到稳态, 但对于新的多多平台来说具有一定的借鉴意义, 后者未来有望向前者靠拢。

图 13: 涂多多营业收入情况 (单位: 亿元)



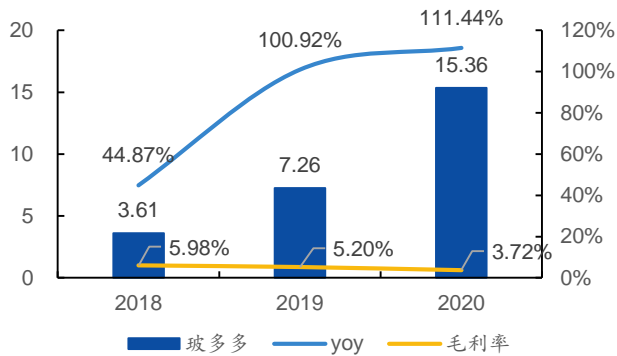
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 14: 卫多多营业收入情况 (单位: 亿元)



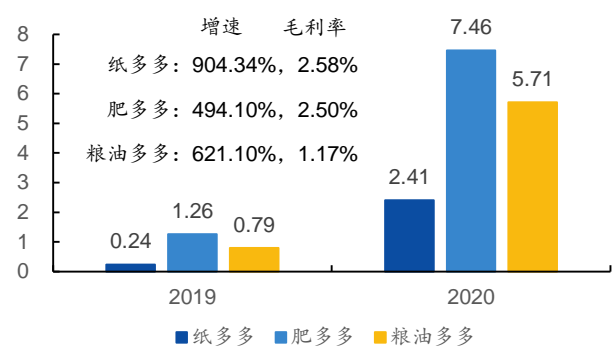
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 15: 玻多多营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 16: 纸多多、肥多多、粮油多多营收情况 (单位: 亿元)

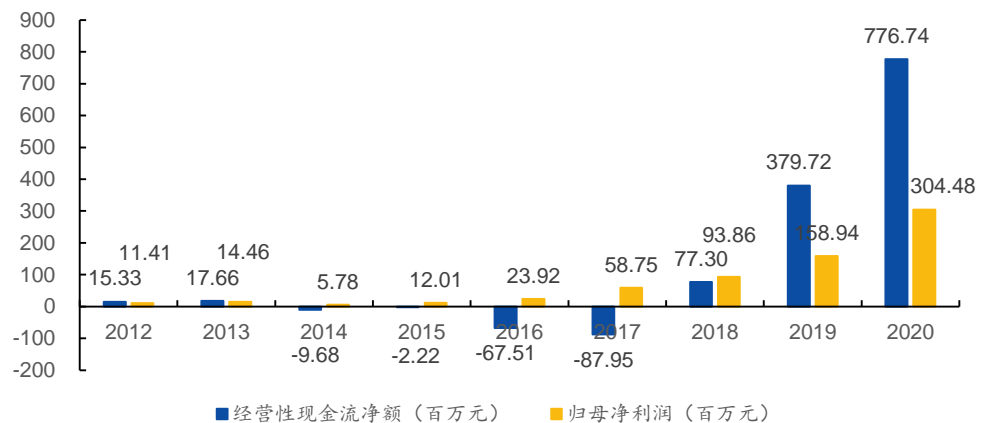


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

1.3.4 现金流: 经营现金流表现优异, 盈利质量较高

2020 年, 公司经营性现金流净额为 7.77 亿元, 同比增长 104.55%, 主要原因是回款较好, 业务的持续盈利能力不断增强。

图 17: 经营性净现金流情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

1.3.5 营运能力: 轻资产运营, 营运资本效率持续提升

公司采取轻资产的运营模式, 利用数字化平台降低物流和仓储成本, 采取次终端合作战略解决“最后一公里”问题。

- 在物流和仓储环节, 由供应商仓库直接发货或客户自提, 平台负责数字化运营和调度, 降低仓储物流成本, 并减轻公司存货压力。随着多多电商规模的快速发展, 公司适当建设中心仓库, 保障业务的高效稳定运行。
- 公司采取次终端合作战略, 与区域经销商客户合作, 解决“最后一公里”问题, 实现本地化服务, 减少公司在当地的投入。

从对下游客户的收款模式来看, 公司的销售收款方式主要包括赊销和预收账款, 其中以预收账款形式居多。

- 根据招股说明书，2016-2018 年预收款占网上商品交易业务收入比例分别为 79.60%/83.59%/83.90%。

从对上游供应商的付款模式来看，公司采取预付款策略，向主要供应商支付预付货款。

- **2015-2017 年，预付款比例较高。**在开展网上商品交易业务的前期，公司通过预付货款来保障货物供给以满足快速增长的客户订单需求以及缓解主营产品阶段性供应紧张的状态，使得预付货款较多；同时，部分自营商品开采和运输周期比较长，供应商也多要求预付，导致预付账款较高。
- **2017-2020 年，预付款比例逐渐降低。**随着多多平台的总体议价能力和上游信用得以不断提升，规模效应逐步体现，同等金额的采购预付比例有所降低。

根据我们测算，公司 2020 年的营运资本周转天数为 9.54 天，营运资本周转次数为 37.74 次，较之前两年，公司营运资本效率持续提升。

表 3：公司营运资本周转率

	2018	2019	2020
存货周转天数 (+)	2.55	1.08	0.47
应收周转天数 (+)	3.78	3.11	2.55
应付周转天数 (-)	5.10	5.42	3.56
预付周转天数 (+)	32.86	23.74	18.92
预收周转天数 (-)	12.03	9.56	8.83
营运资本周转天数	22.06	12.95	9.54
营运资本周转次数	16.32	27.79	37.74

资料来源：Wind，国元证券研究所

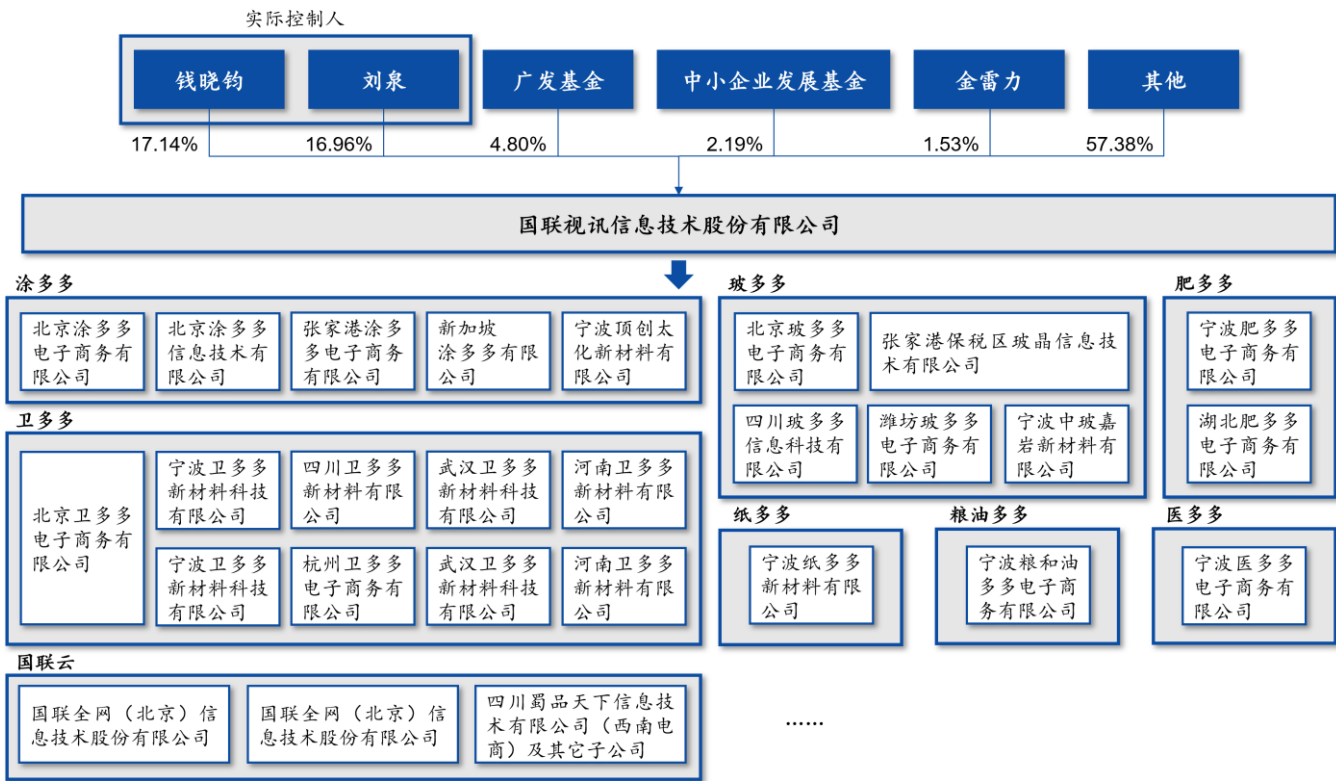
注：2020 年根据新收入准则的规定，将预收账款科目分为预收账款科目、合同负债科目分列，在计算时加回。

1.4 股权结构及子公司：股权集中稳定，子公司架构利于孵化

根据公司 2020 年年报，公司创始人钱晓钧和刘泉为控股股东及实际控制人，总计持股 34.10%。公司前十大股东合计持股 49.62%，股权集中程度相对较高，股权结构稳定。

公司多多电商采取独立子公司架构，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，有利于多多电商的孵化复制。

图 18：公司股权结构及控股或参股公司（按照业务类型分类）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 行业分析：自营交易模式龙头，万亿市场尚待渗透

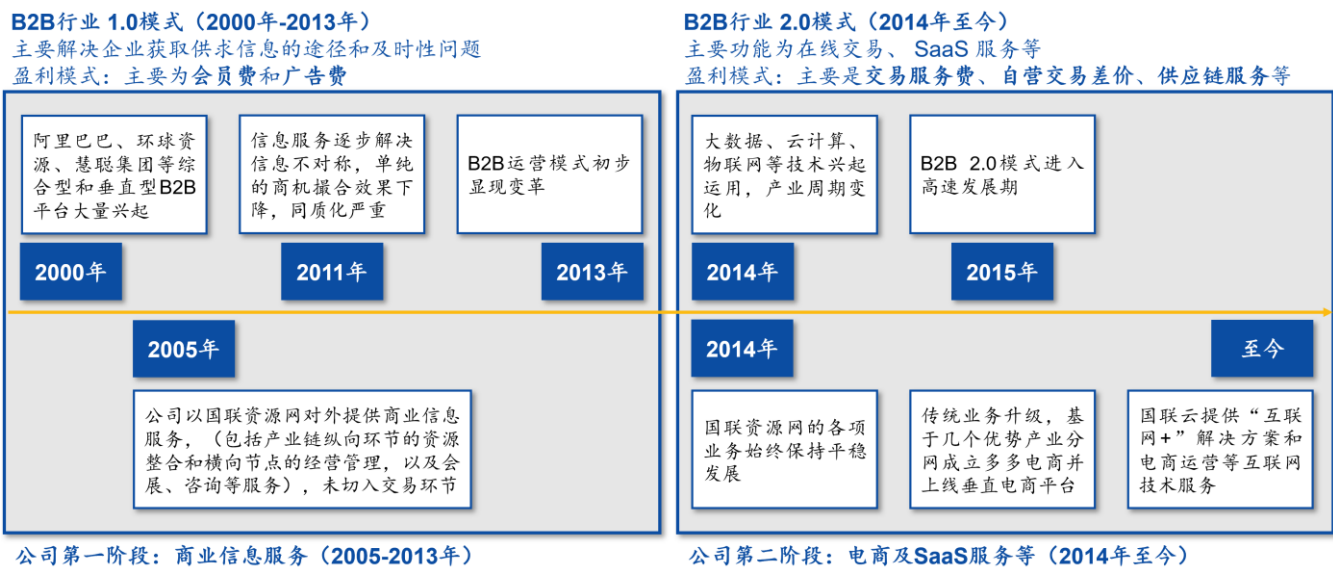
2.1 两个阶段：从信息交互到线上交易和 SaaS 服务

从行业发展来看，B2B 行业兴起于 2000 年前后，并于 2014 年实现从 1.0 到 2.0 阶段的转换：

- **B2B1.0 阶段：**以信息交互为主，主要解决企业获取供求信息的途径和及时性问题。
- **B2B2.0 阶段：**以在线交易、SaaS 服务等为主，并于 2015 年开始进入高速发展期。

B2B1.0 模式到 2.0 模式的转换，一方面由于信息不对称的问题在较大程度上得以解决，使得 1.0 模式进入了成熟期，发展平缓，单纯商机撮合服务效果逐渐下降。另一方面由于同质化问题使得市场竞争激烈，促使 B2B 市场开始变革。我们在第一章提到的公司历史上的转型，实际上也是在 B2B 行业发展的大趋势下，公司经过不断探索而确立的商业模式和战略目标。

图 19：从 1.0 模式到 2.0 模式，从信息服务到线上交易与产业互联网

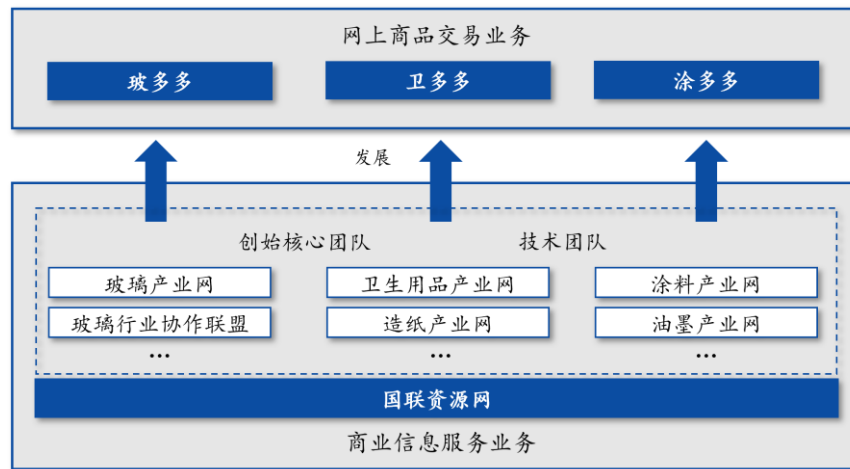


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.0 时代，多多电商以国联资源网相关行业分网为基础成立。多多电商的创始核心团队均来自于国联资源网相关行业分网，其技术团队也在国联资源网技术团队的基础上扩建设立。

- 涂多多是从涂料产业网、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发展而来。
- 玻多多是从玻璃产业网、玻璃行业协作联盟等行业分网发展而来。
- 卫多多是从卫生用品产业网、造纸产业网、生活原纸行业协作联盟等行业分网发展而来。

图 20：网上商品交易业务由商业信息服务发展而来



资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 竞争格局：总体一超多强，垂直自营显优势

根据覆盖服务的行业，B2B 电子商务分为综合型和垂直型。

- **综合型 B2B 电子商务**：不限定或不完全限定行业领域，注重横向发展，如：阿里巴巴，焦点科技等。
- **垂直型 B2B 电子商务**：聚焦于一个或某几个特定相关行业，注重纵向发展，如：国联股份、上海钢联等。

进入 2.0 模式后，垂直型电子商务优势凸显，成为行业发展的主要推动力量。垂直型 B2B 电子商务具备较强的服务“纵深”能力，深入到行业内部，特别是之前市场相对封闭的领域，通过系列供应链服务打通产业链上下游，深入挖掘供应链价值，逐渐实现从“交易闭环”向“交付闭环”的转变，在降本增效方面有显著优势，因此得以撬动万亿规模的垂直市场。

图 21：2.0 模式下，垂直型电子商务推动行业发展

B2B 行业 1.0 模式（2000年-2013年）	B2B 行业 2.0 模式（2014年至今）
<p>综合型：阿里巴巴、慧聪集团、中国制造网、国联资源网等</p> <p>综合型平台提供跨行业和跨品类的供需信息服务，以横向发展为主。 优势：量大面广，容易形成规模，会员数量众多，易于推广。 劣势：服务相对表面，专业性不强，信息质量较差，同质化明显，客户粘性不够。</p>	<p>综合型：阿里巴巴（1688）、一达通、焦点科技、马可波罗等</p> <p>综合型B2B企业，因其量大面广，对行业上下游不够深入，服务相对表层，因此较难直接达成交易，一般以搜索和撮合为主。</p>
<p>垂直型：我的钢铁网、中国化工网、维库电子网、全球五金网等</p> <p>垂直型平台专注于某一具体行业的供需信息服务，以纵向发展为主。 优势：服务相对深入，专业性强，信息质量较高，差异化明显，客户粘性较高。 劣势：行业单一，会员规模发展受限，进入门槛较高，专业人员成本较高，且容易受行业的周期影响。</p>	<p>垂直型：多多电商、上海钢联（钢银电商）、找钢网、科通芯城、慧聰集团（买化塑）、美菜等</p> <p>垂直型B2B平台更加深入行业，对行业上下游和产业链条更加熟悉，理解行业痛点，熟知行业资源环节和流程管控，因此在降低交易成本和提高交易效率方面更有优势，是 B2B 高速发展的主要推动力量。</p>

资料来源：公司公告，国元证券研究所

整体而言，国内 B2B 电子商务市场呈现“一超多强”的格局：

- **一超**：阿里巴巴的 1688 平台是 B2B 行业内的领军者，已经建成了全球贸易生态圈。
- **多强**：国联股份、上海钢联、慧聪集团、生意宝、焦点科技等竞争者，在各自核心行业领域具有较强的市场地位。

图 22：国内 B2B 电子商务市场格局（单位：亿元）

业务范畴		2020 年营收
一超	阿里巴巴 (BABA.N) 信息发布/数字化基础设施及生态建设/第三方交易/泛行业布局	3768.44(2019)
多强	国联股份 (603613.SH) 信息发布/产业互联网/集采交易和第三方交易/涂料化工、玻璃、卫生用品、生活用纸等	171.58
	上海钢联 (300226.SZ) 信息发布/产业互联网/供应链金融/寄售交易和第三方交易/钢铁及上下游行业	585.21
	慧聪集团 (2280.HK) 信息发布/产业互联网/第三方交易/建筑框架、棉花产业链、家电零售、化塑产业链	146.17
	科通芯城 (0400.HK) 供应链金融/自营及第三方交易/MRO 类型/IC 和其他电子元器件	58.58(2019)
	怡亚通 (002183.SZ) 产业互联网/供应链金融/快消品、家电、通信、信息技术、医疗、终端零售等	690.29
	焦点科技 (002315.SZ) 信息发布/产业互联网/供应链金融/进出口业务、集采业务、教育产品销售	11.59
	生意宝 (002095.SZ) 信息发布/产业互联网/供应链金融/第三方交易/综合型	3.71

资料来源：公司公告，国元证券研究所

对比阿里巴巴的 1688 平台，我们认为公司的多多平台与其存在显著差异，并且在垂直领域具有一定优势。

- **多多电商聚焦工业品/原材料垂直领域**：阿里巴巴的 1688 平台覆盖服饰、家居、3C 等 BOM（非生产性物资）品类，布局广泛；而公司则主要在涂料化工、玻璃、卫生用品、塑料、造纸、化肥、粮油等 MRO（直接物料）垂直行业具有领先优势。
- **多多平台与 1688 平台的盈利模式不同**：1) 1688 平台为第三方平台，企业注册为平台类电子商务企业的会员，每年交纳一定的会员费，可以享受建立商铺，发布企业资料、产品展示、商情信息及各类线下相关服务，其交易不需缴纳佣金。2) 多多平台从在线交易扩展到物流配送、供应链管理、线上线下融合、SaaS 服务等范畴，通过第三方电商收取服务费、通过自营电商业务获取折扣和差价、通过供应链管理收取相关服务费等。
- **国联资源网的多年积累为多多平台自营交易搭建信任基础**：B2B 线上大额交易，买卖双方双方通常较为谨慎，往往需要投入大量精力以完成买卖双方的对接与交流沟通。公司之所以能够顺利切入自营模式的线上交易流程，与客户多年来使用国联资源网查询信息的用户培养息息相关，在充分建立了信任基础后，才得以将网站注册客户顺利转化为付费交易用户。

图 23：1688 平台界面



资料来源：1688 官方网站，国元证券研究所

对比上海钢联的钢银平台，我们认为多多平台与其在盈利模式和战略方向上存在显著区别。除咨询和产业大数据服务以外，上海钢联的交易和供应链服务主要聚焦在寄售交易和供应链服务（供应链金融等）领域。

- 寄售交易：采用全面参与货物交易的经营模式，即在交易过程中同时与商家和客户形成交易订单，并全程参与后续采购和销售合同的签署、货款收付、申请提货、验收确认以及结算开票等环节。
- 供应链服务：在寄售交易的基础上，针对符合公司内部风险控制要求的客户，提供赊销和预购类增值服务。

总体而言，由于钢铁行业整体毛利率较低以及上游钢厂议价能力较强等因素影响，上海钢联的模式更偏向于通过寄售交易积累数据，通过数据来驱动供应链服务。根据上海钢联 2020 年年报，寄售交易服务收入 43.12 亿元，占比 7.37%；供应链服务收入 536.61 亿元，占比 91.69%。

表 4：上海钢联 2020 年营业收入及毛利结构

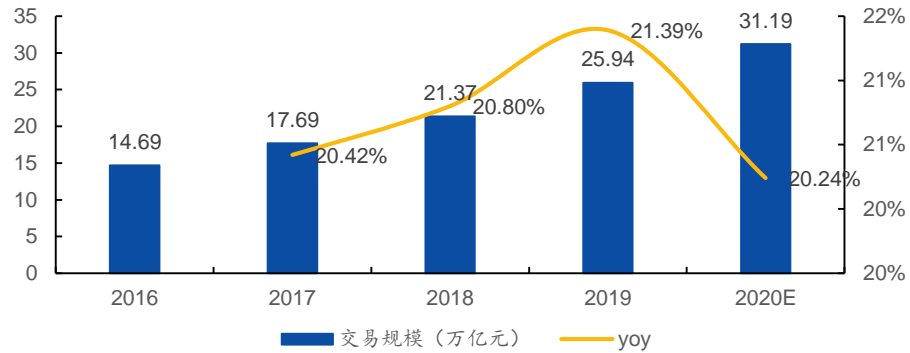
业务类型	营业收入(百万元)	占比	毛利率	毛利润(百万元)
信息服务	134.41	0.23%	32.58%	43.79
网页链接服务	150.86	0.26%	98.73%	148.95
会务培训服务	104.97	0.18%	40.78%	42.81
咨询服务	75.47	0.13%	89.07%	67.22
寄售交易服务	4312.09	7.37%	4.88%	210.43
供应链服务	53660.59	91.69%	1.17%	627.83
其他服务	119.49	0.20%	38.82%	46.38
减：内部抵消	-41.54	-0.07%	-	-
租赁收入	4.88	0.01%	-	-

资料来源：上海钢联公司公告，国元证券研究所

2.3 潜在空间：万亿市场空间，渗透率持续提升

国内产业互联网稳步增长，企业采购仍是蓝海。根据艾媒咨询数据显示，2019 年中国 B2B 市场交易规模达到 25.94 万亿元，预计 2020 年交易规模达 31.19 万亿元，年增长率均在 20% 以上。

图 24：2016-2020 年中国 B2B 市场规模及预测



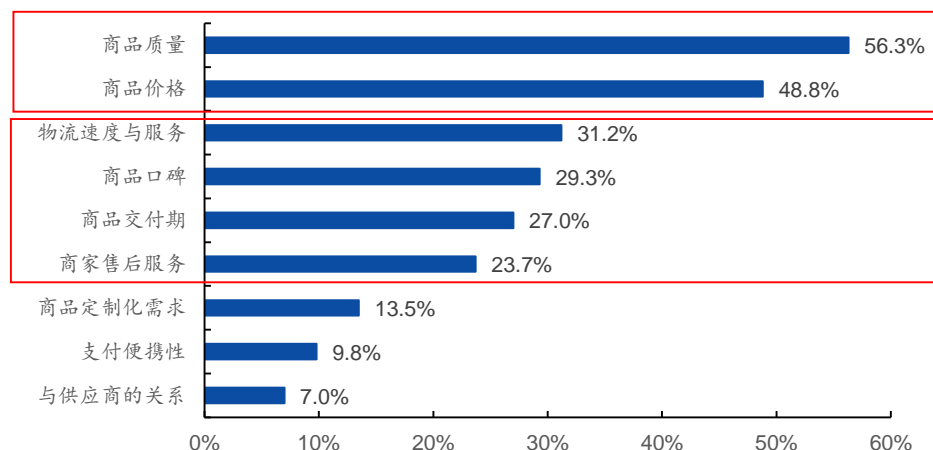
资料来源：艾媒数据中心，国元证券研究所

国内企业采购市场中，中小企业采购是重要组成部分。中小企业的人员规模、经营规模相对较小，资金力量相对不足，在采购方面更加需要采购平台等服务支持。

- **采购特点：**采购需求零散，单次采购量较少，议价能力弱，供应商管理能力弱。
- **采购服务的需求：**灵活的付款方式与周期，个性化商品定制需求，降本增效。

企业在采购过程中对价格的敏感性颇高，对物流、交付等服务也较为重视。根据艾媒咨询数据显示，2019 年中国企业采购看重的因素中，商品质量和商品价格这两大商品本身因素位列一二，是采购企业最为看重的因素。随后是商家物流、口碑、交付、售后等服务因素。

图 25：2019 年中国企业采购着重因素调查



资料来源：草莓派数据调查与计算系统，国元证券研究所

注：样本量 N=216；调研时间 2020 年 2 月

根据艾媒咨询对国内企业采购渠道的调查，2019年，约41.8%的国内企业通过线上加线下的方式进行采购。特别是近年来，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。我们认为，未来企业采购的**电商化和数字化有望成为主流，存在较大的发展空间。**

聚焦到公司所处的细分垂直领域，根据公司的《2020年9月8日投资者关系活动记录表》：“公司多多平台立足于**3万亿大市场，产业空间巨大...公司目前处于创业早期阶段，距离天花板还比较远，仅就交易服务而言，目前第一目标希望实现10%的市场渗透率目标，未来再做进一步提升**”。根据公司的《2020年4月3日投资者关系活动记录表》：“目前公司各多多平台的行业渗透率总体仅在**1%左右，钛产业板块（包括钛白粉、海绵钛、四氯化钛、钛精矿、金红石、高钛渣等）渗透率也仅2.5%左右，都还有很大提升空间**”。

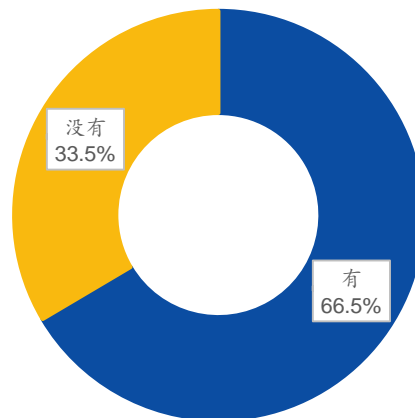
3. 竞争力分析：先发优势打造壁垒，纵横发展空间广阔

3.1 打造壁垒：深入产业互联，先发优势明显

3.1.1 先发优势：行业影响力与客户粘性

采购企业的客户忠诚度较高，采购平台的先发优势较为明显。根据艾媒咨询 2019 年的调查显示，基于采购平台的使用体验、知名度和商品品类等主要原因，国内约 66.5% 的企业表示会持续使用同一采购平台。

图 26：2019 年中国企业是否有持续使用同一采购平台

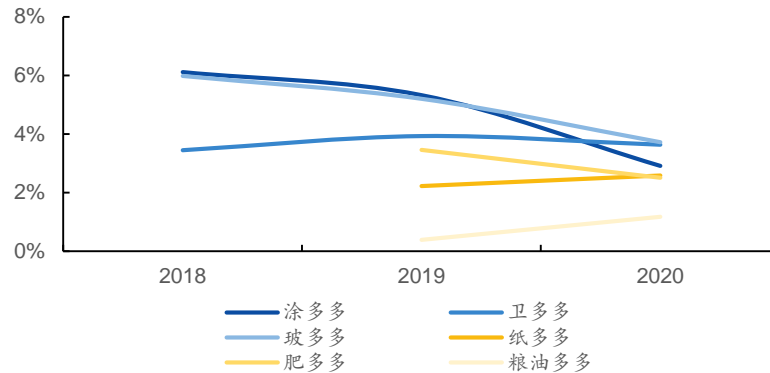


资料来源：草莓派数据调查与计算系统，国元证券研究所

注：样本量 N=216；调研时间：2020 年 2 月

从目前公司已进入的垂直产业领域看，各个平台均具备较强的影响力，竞争对手通过复制的方式进入这些垂直领域的成本和阻力较高。主要原因是：

- **十余年的信任基础是坚实的壁垒。**公司的网上商品交易业务是在商业信息服务的基础上发展而来。在过去的十余年间，公司通过国联资源网的相关行业分网耕耘多年，为各产业链客户提供商业信息服务，具有深厚的积累。公司自营电商业务的客户和供应商主要来自于原行业分网的会员客户，潜在竞争者需要较长时间的积累才有可能达到相同水平。
- **垂直行业里，公司通过低毛利策略取得较大市场份额，影响力不断增强。**从 2015 年上线涂多多平台开始，公司通过较高的让利幅度吸引客户，低毛利策略推动交易量放大，扩大产业影响力。以涂多多为例，2017-2020 年收入复合增长率达 120.57%，行业领先地位已经较为稳固。同时，在深度介入交易流程，与客户交易往来占比增多后，公司后续可以进一步开展其他供应链增值服务，提升盈利能力。

图 27：2018-2020 年各多多电商毛利率情况


资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.1.2 数据为王：产业互联网闭环能力打造

对于目前的交易服务而言，壁垒来自于公司既往十几年的客户资源积累，通过信息服务建设的客户信任关系以及团队强大的执行能力。如果我们将眼光放得更加长远，未来的壁垒将来自于围绕平台服务、科技驱动及数据支撑战略所构建的前中后台闭环能力。

数据流闭环是未来实现更多增值服务的基础。公司产业互联网发战略的核心是“平台、科技、数据”，即科技驱动，平台服务，数据支撑。企业客户通过机器或设备的互联互通沉淀了大量的数据流，公司则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，以供应链为核心形成信息流、商流、物流、资金链等闭环，可以有效实现数据增值、供应链增值和跨界生态。

与客户长期健康的交易是数据来源的基础。目前，在线上交易及供应链服务中，公司通过多多平台为行业上下游免费提供云 ERP、建设物流共享系统和零配共享系统、开发电子合同、接入银行在线支付等供应链 SaaS 服务，在所处行业获得了较好的供应链服务基础和技术驱动优势。

云工厂是极好的数据沉淀通道，加强上游壁垒和生态圈建设。2021 年 1 月 16 日，公司发布《关于控股子公司对外投资的公告》，宣布控股子公司涂多多和肥多多拟分别投资设立子公司，总投资金额为 2000 万元，具体为：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。拟设公司将作为多多平台相关云工厂的一站式运营商，依托多多平台的订单优势、供应链优势和技术优势，为相关云工厂提供原材料采购、产成品销售和数字工厂解决方案等一站式服务。

- **何为云工厂：**结合多年积累的行业理解，通过信息化手段对上游工厂和下游终端工厂的生产线进行数字化改造。
- **为什么要建设云工厂：**1) 对于企业用户而言，产业互联网不仅把企业和企业、产业的上下游连接起来，还能够通过订单驱动连接企业内部的生产运营数据，使得数字化生产线的产能得到充分利用，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。2) 对于公司而言，具有锁定下游原材料订单、锁定上游产能并且树立数字化改造标杆效应等积极作用。

表 5：云工厂投资情况

投资标的名称（暂定）	拟投资金额	持股比例	定位
涂多多云工厂（成都）科技有限公司	700 万元	70%	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	700 万元	70%	基于涂多多云工厂：新疆鑫凯高色素特种炭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	600 万元	60%	基于肥多多湖北磷肥云工厂的一站式运营商

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 核心优势：复合团队人才，客户资源基础

除了行业本身属性具有的壁垒外，公司层面也具有较强的核心竞争力：

- **团队人员优势：**具有多年经验的复合知识结构团队，在工业 B2B 电商和信息化领域均沉淀了大量 Know-how。从商业信息服务向商品交易及产业互联网转型过程中，公司人员的平均人效持续提升。
- **客户资源优势：**公司商业信息服务所依托的国联资源网积累了良好的行业基础和会员基础，开发了众多来自各行业的企业客户，从而形成较好的规模优势和客户资源优势。

3.2.1 人才优势：人效持续提升的复合团队

公司培养多年复合知识结构团队，丰富经验短期难以复制。多多电商的创始核心团队均来自于国联资源网的相关行业分网，在相关行业的信息、资讯、会展等服务领域工作了多年，拥有丰富的行业经验、客户积累和上下游合作关系；多多电商的技术团队，是在国联资源网技术团队的基础上扩建设立的。

综上，B2B 电商与产业互联网的商业模式需要对产业链业务和信息化建设都具有深入了解的团队，能够实施发现传统产业中的低效环节，并通过数字化手段加以解决。相比较竞争对手/潜在竞争对手，公司多年来磨练出的具备复合型知识结构的团队是极难复制的核心竞争力。

公司管理团队结构合理稳定，十余年间未发生重大变更。公司主要管理人员在行业内均有 10 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。

表 6：公司前中后台组织架构

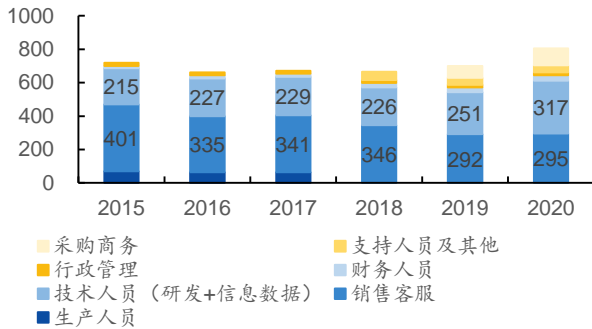
类型	主体	能力
前台	国联资源网的细分行业专属团队 多多电商的独立子公司	通过独立负责市场调研、资源组织、平台运营、客户服务，深入了解和满足本行业客户的深度需求；有利于多多电商的孵化复制。
中台	国联云应用平台	提供统一的技术支持和服务体系。
后台	基线部门	提供统一的周边资源、品牌建设、经验复制和各项职能保障服务。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

相比较公司的营业收入及归母净利润增长，公司员工人数的增长较为缓慢，主要原因有：

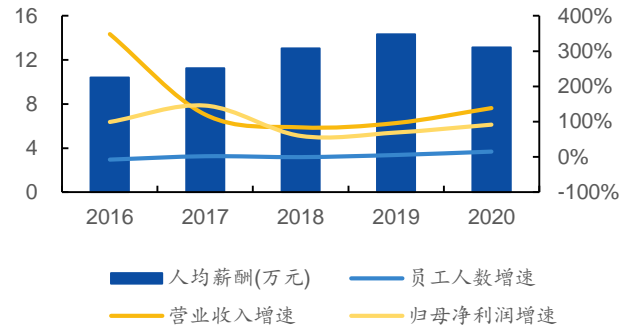
- **内部结构变化代替了外部引进。**在 1.0 模式向 2.0 模式的转型过程中，公司将部分人员从国联资源网转向多多平台，完成了公司人力内部资源优化和配置。从近年的人员变化及结构来看，销售客服人员数量基本稳定，新增的主要是研发及信息数据等技术人员。

图 28：公司人员结构及增长情况（单位：人）



资料来源：Wind，国元证券研究所

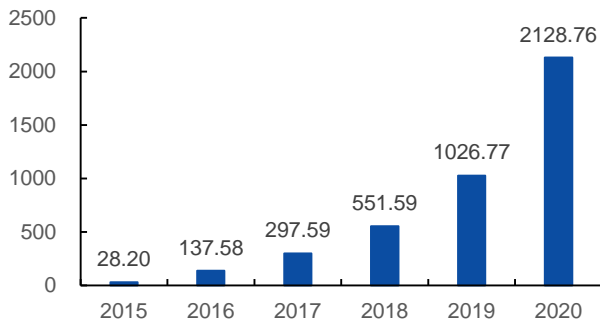
图 29：公司人员增长与营收、归母净利润增速对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

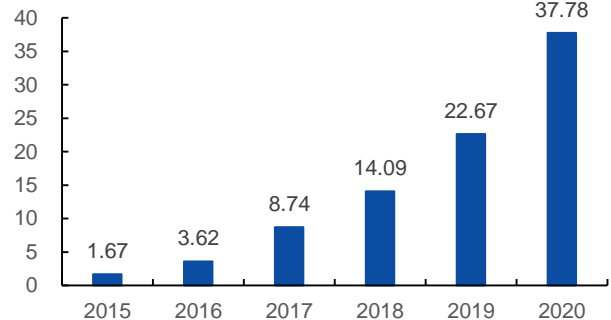
- **内部优化叠加复销策略，人效提升明显。**1) 公司大量商品交易客户由国联资源网相关行业分网客户转化而来，使得销售人员扩张需求大大降低；2) 公司针对客户采取品类复销策略，在客户原有采购种类之上，通过一站式采购促使客户采购其他品类的商品。2020 年，公司人均创收 2128.76 万元，2015 年为 28.20 万元；公司人均创利 37.78 万元，2015 年为 1.67 万元。我们认为，公司整体人效仍有提升空间，未来人员增速有望继续保持稳定增长。

图 30：公司人均创收情况（单位：万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 31：公司人均创利情况（单位：万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2.2 客户资源：会员基础是待挖掘的金矿

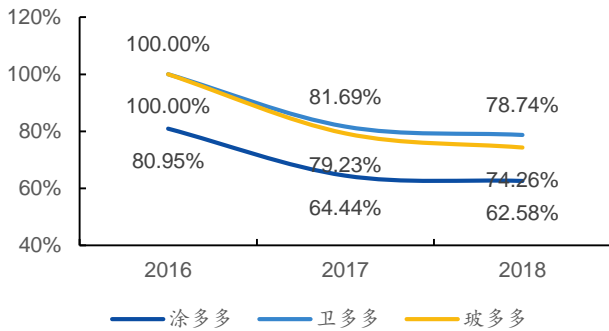
长期积累的会员基础是公司未来可持续挖掘的金矿。公司网上商品交易业务的快速增长得益于商业信息服务业务的长期积累，多多电商平台的客户中，来自国联资源网相关行业分网的客户所占比例较高。

- **多多平台新客户持续增加，复购率高达 92%：**根据公司《2020 年 9 月 8 日投资者关系活动记录表》，截止到 2020 年 6 月 30 日，多多平台注册用户数 23.4 万户，交易客户数 5845 户，其中老客户数 3161 户，新客户数 2684 户，复购

率达 92.02%。

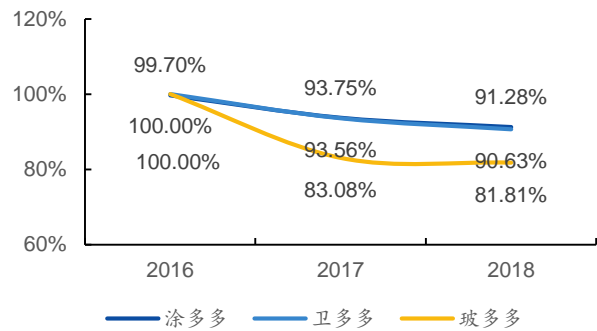
- **客户转化逻辑：**国联信息网用户——与多多平台相关的行业分网用户——多多平台注册用户——最终的付费交易用户。

图 32：交易客户来自相关行业分网会员占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

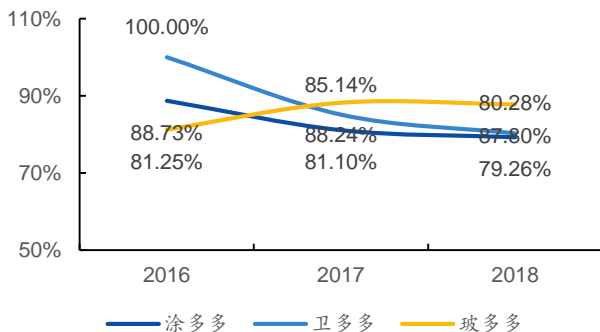
图 33：交易额来自相关行业分网会员占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

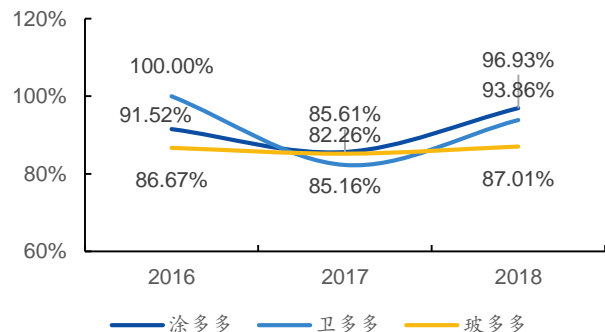
- **行业分网转化客户占比一直较高：**根据公司招股说明书，2018 年，涂多多、卫多多及玻多多交易客户数量和交易额来自相关行业分网会员的占比分别为 62.58%/78.74%/74.26%以及 91.28%/90.63%/81.81%；涂多多、卫多多及玻多多供应商数量和采购额来自相关行业分网会员的占比分别为 79.26%/80.28%/87.80%以及 96.93%/93.86%/87.01%。

图 34：供应商来自相关行业分网会员占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

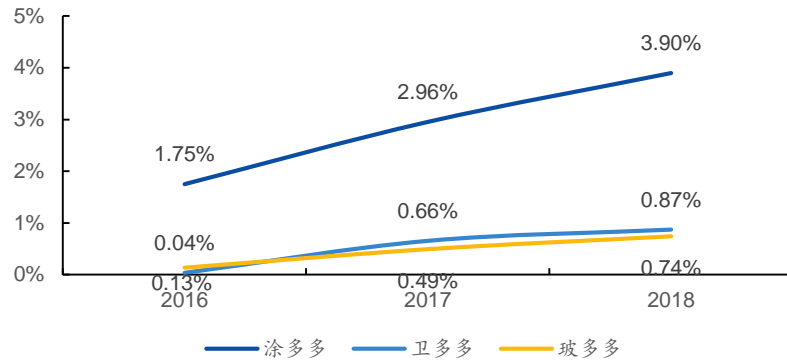
图 35：采购额来自相关行业分网会员占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

- **来自国联资源网的客户转化率依旧较低，具有较大提升空间：**尽管多多电商客户总数持续快速增长，但来自相关行业分网的自营电商客户占相关行业分网会员客户总数比例依然较低，有较大提升空间。公司国联资源网行业分网会员客户粘性较高，深厚的客户资源通过不断转化挖掘，是多多电商持续发展的有力支撑之一。

图 36：相关行业分网会员转化率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3 发展逻辑：做高、做宽、做深

基于多多平台，公司未来可以在产业层级、产业链深度和产业生态三个象限上不断突破边界。公司以一套平台共性逻辑打通多个垂直产业，使多多平台能够在垂直行业中进行复制。其中，SaaS、云仓储、云物流、在线支付、电子合同等构成了平台底层，在这之上结合不同产业特征，采用集采、拼单、团购、一站式采购等自主电商和第三方撮合等不同电商模式，通过交易订单不断驱动各项新技术的融合应用。

3.3.1 做高产业层级

做高产业层级包括：SaaS 赋能中小企业，智能改造上游工厂以及构建工业互联网平台等。

- **为什么要做高层级：**交易是形式，背后是公司通过技术赋能交付闭环中各个环节，真正满足上下游企业客户降本增效的诉求。1) 短期来看，公司通过交易构建信任，通过科技驱动、建设平台、沉淀数据，打造多元服务体系，将有利于扩大公司的收入来源和盈利能力。2) 长期来看，如果我们将产业信息大融合看作行业的终局，最终产业互联网将使端到端的信息直接联接，那么为了使供应商和采购商互相能看到对方的采购需求和生产排期，以便做库存安排，这中间就需要有供应链服务体系、支付通道、金融服务体系的建设。

图 37：公司持续搭建多元化服务体系



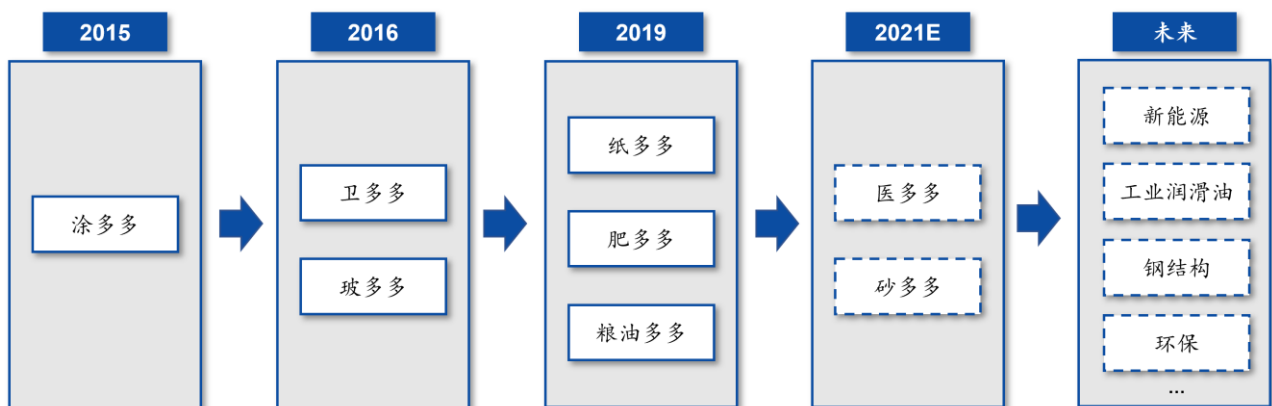
资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3.2 做宽产业生态

做宽产业生态包括：拓展多多系平台，整合垂直产业服务资源以及大产业生态内的平台间交叉合作等。

- **什么样的行业适合：**1) 上游相对集中且充分竞争；2) 中间流通环节较多。
- **新拓展的方向及进展：**目前，公司国联资源网在涂料化工、玻璃、卫生用品、造纸、化肥农资、粮油、塑料、电子、机器人、电动车、环境工程等行业深度耕耘。根据公司公告，公司于2020年6月及2021年1月分别设立了宁波医多多电子商务有限公司和江苏砂多多科技有限公司，作为涂多多旗下医材医械产业平台和砂石产业平台。根据公司的《2002年4月13日投资者关系活动记录表》：“目前国联资源网100余个行业中，符合公司现行商业逻辑的行业有30个左右，其中7-8个正在予以重点孵化”。
- **多多平台的可复制性为公司带来更多收益，并减少风险：**公司不断总结好的行业经验，以较低的成本予以横向复制，在各垂直领域抢占先发优势，持续为公司带来收入与利润的增长。同时，多个垂直行业的拓展也能有效避免某个行业不景气的影响，确保公司业务的长久与稳定。

图 38：拓展多多系电商平台



资料来源：公司公告，国元证券研究所

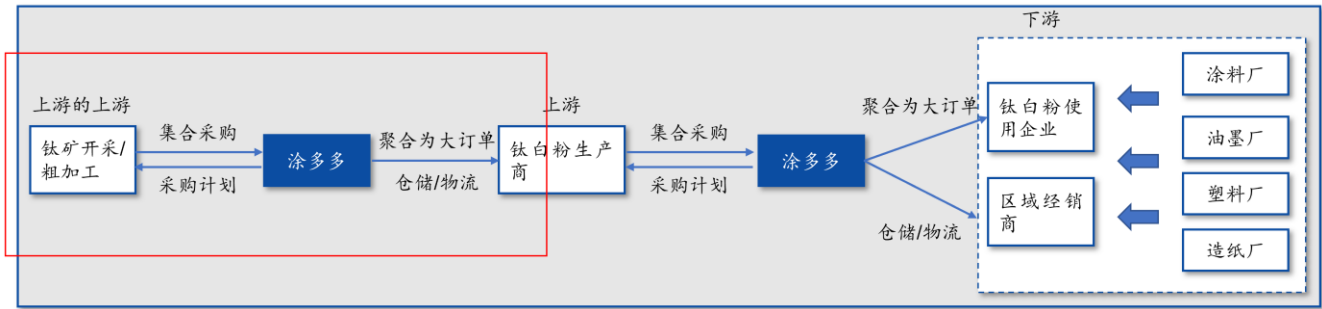
注：所列未来拓展方向基于公司在国联资源网上原有深度耕耘的行业，仅作举例，不代表公司实际业务规划。

3.3.3 做深产业链

做深产业链包括：向产业链上游延伸，赋能企业产品创新（帮助客户拓展业务至新品类）等。

- **从单品向产业链上游延伸，拓展更多品类原材料。**以涂多多为例，公司实现钛白粉的单品突破后，可以向上游的上游，即钛精矿、金红石等钛白粉原材料供应商拓展，此时原先的上游客户完成了供应商和采购商的转换。
- **基于原有合作转换成本较低，同时增强业务粘性。**基于原有的合作基础，在将供应商转化为采购商时沟通及信任成本较低。同时，在供应、采购双重合作前提下，公司与客户联系更为紧密和稳固，粘性大大增强。

图 39：上游用户完成“供应商”向“供应商/采购商”的角色转换



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

以自营模式为主的网上商品交易业务是公司主要收入来源，2020 年网上商品业务收入占整体营收比例高达 99.40%。目前按照垂直行业划分为涂料化工行业、卫生用品行业、玻璃行业、造纸行业、化肥行业和粮油行业，分别对应公司涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多和粮油多多电商。得益于公司旗下老多多平台日益成熟，低毛利策略推动交易量放大，在产业链中影响力逐渐增强，业务逐渐形成自驱动正循环，国联资源网客户转化及老客户留存率向好；同时，新多多平台快速发展，为公司发展持续注入新的动力。

1. 涂多多是公司发展时间最长也是目前营收占比最大的多多平台，毛利率和净利率水平较为稳定。涂多多在垂直领域的市场份额和影响力具有领先地位，而线上交易的整体渗透率依然较低，因此造成新客户使用及留存率较高，形成业务上的正循环，我们预计将保持较快发展。

■ **涂料化工行业（涂多多）：**涂多多电商平台于 2015 年 7 月上线，主营钛产业链、纯产业链及树脂产业链原材料商品。2018-2020 年营收分别为 24.41/51.21/116.98 亿元，增速分别为 123.90%/109.81%/128.44%，毛利率分别为 6.12%/5.32%/3.85%（毛利率波动原因详见上文“财务分析”部分，下同）。预计 2021-2023 年营收分别为 236.83/433.90/730.65 亿元，增速分别为 102.45%/83.21%/68.39%，毛利率维持在约 3%的水平。

2. 卫多多和玻多多平台上线时间较早，毛利率和净利率逐渐趋于稳定。两个平台在各自垂直领域中不断确立领先优势与影响力，我们预计其增长及毛利率趋稳的趋势有望延续。

■ **卫生用品行业（卫多多）：**卫多多电商平台于 2016 年 8 月上线，主营卫生用品、生活用纸产业链原材料商品。2018-2020 年营收分别为 6.97/9.62/22.24 亿元，增速分别为 38.57%/37.90%/131.34%，毛利率分别为 3.45%/3.93%/3.63%。预计 2021-2023 年营收分别为 44.90/84.36/156.28 亿元，增速分别为 101.87%/87.85%/85.26%，毛利率分别为 3.62%/3.78%/3.85%。

■ **玻璃行业（玻多多）：**玻多多电商平台于 2016 年 8 月上线，主营玻璃产业链原材料商品。2018-2020 年营收分别为 3.61/7.26/15.36 亿元，增速分别为 44.87%/100.92%/111.44%，毛利率分别为 5.98%/5.20%/3.72%。预计 2021-2023 年营收分别为 33.54/66.74/126.15 亿元，增速分别为 118.44%/98.96%/89.03%，毛利率分别为 3.70%/3.85%/3.46%。

3. 纸多多、肥多多和粮油多多平台上线时间较晚，处于快速发展时期，公司积极推动三个多多平台的交易规模和影响力，提升行业领先地位，导致毛利率较低且存在波动。我们预计未来三个新多多平台有望保持快速增长，并且毛利率维持在低位水平。

- **造纸行业（纸多多）**：纸多多电商平台于 2019 年 10 月上线，主营工业及文化用纸产业链原材料商品。2019-2020 年营收分别为 0.24/2.4 亿元，毛利率分别为 2.22%/2.58%，2020 年同比增长 904.34%。预计 2021-2023 年营收分别为 5.67/12.10/24.52 亿元，增速分别为 135.54%/113.28%/102.56%，毛利率分别为 2.38%/2.50%/2.76%。
 - **化肥行业（肥多多）**：肥多多电商平台于 2019 年 10 月上线，主营农资全产业链原材料商品。2019-2020 年营收分别为 1.26/7.46 亿元，毛利率分别为 2.22%/2.58%，2020 年同比增长 904.34%。预计 2021-2023 年营收分别为 15.85/32.50/63.13 亿元，增速分别为 112.54%/105.02%/94.24%，毛利率分别为 2.31%/2.39%/2.47%。
 - **粮油行业（粮油多多）**：粮油多多电商平台于 2019 年 10 月上线，主营粮油产业链原材料商品。2019-2020 年营收分别为 0.79/5.71 亿元，毛利率分别为 0.39%/1.17%，2020 年同比增长 621.10%。预计 2021-2023 年营收分别为 12.83/27.71/56.05 亿元，增速分别为 124.54%/116.06%/102.24%，毛利率分别为 1.15%/1.22%/1.33%。
4. 其他业务包含其他网上商品交易业务收入，以及商业信息服务/互联网技术服务业务。目前公司国联云提供的云 ERP、云会议、云直播等服务大多处于免费使用阶段。我们预计，随着公司逐渐做高产业层级，未来信息化业务将有较大的表现空间。
- **其他**：2019-2020 年营收分别为 1.60/1.41 亿元，增速分别为 -7.92%/-11.74%，毛利率分别为 62.58%/58.09%。预计 2021-2023 年营收分别为 1.43/1.46/1.49 亿元，增速分别为 1.08%/2.31%/1.54%，毛利率分别为 58.01%/58.01%/58.02%。

表 7：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
涂多多					
收入	5120.86	11698.35	23683.30	43390.18	73064.72
增长率	109.81%	128.44%	102.45%	83.21%	68.39%
毛利率	5.32%	2.91%	2.90%	3.00%	3.20%
卫多多					
收入	961.55	2224.46	4490.60	8435.60	15627.79
增长率	37.90%	131.34%	101.87%	87.85%	85.26%
毛利率	3.93%	3.63%	3.62%	3.78%	3.85%
玻多多					
收入	726.23	1535.53	3354.22	6673.55	12615.01
增长率	100.92%	111.44%	118.44%	98.96%	89.03%
毛利率	5.20%	3.72%	3.70%	3.85%	3.46%
纸多多					
收入	23.99	240.93	567.48	1210.32	2451.61
增长率	-	904.34%	135.54%	113.28%	102.56%
毛利率	2.22%	2.58%	2.38%	2.50%	2.76%
肥多多					
收入	125.54	745.82	1585.16	3249.90	6312.60
增长率	-	494.10%	112.54%	105.02%	94.24%
毛利率	3.46%	2.50%	2.31%	2.39%	2.47%
粮油多多					
收入	79.22	571.22	1282.62	2771.23	5604.55
增长率		621.10%	124.54%	116.06%	102.24%
毛利率	0.39%	1.17%	1.15%	1.22%	1.33%
其他					
收入	160.30	141.48	143.01	146.31	148.57
增长率	-7.92%	-11.74%	1.08%	2.31%	1.54%
毛利率	62.58%	58.09%	58.01%	58.01%	58.02%
合计					
收入	7197.68	17157.78	35106.39	65877.08	115824.84
增长率	95.93%	138.38%	104.61%	87.65%	75.82%
毛利率	6.30%	3.45%	3.19%	3.19%	3.24%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内 A 股市场中，上海钢联、怡亚通、焦点科技都是 B2B 电子商务服务商。在进入 B2B2.0 时代后，各公司探索了不同类型的业务模式，公司工业品/原材料垂直领域的集采模式为主的自营交易类型与行业其他公司相比具有一定特殊性，但总体来说存在行业共性。综上，选择这三家公司作为可比公司。我们认为公司为工业品/原材料垂直领域电商及产业互联网龙头，具有极强的横向复制能力和纵向深入能力，发展空间巨大。2015-2020 年，公司营收复合增速高达 142.88%，归母净利润复合增速达 90.87%，未来 3-5 年有望延续高增长。目前的 PE 估值水平合理，具备较好的长期投资价值。

表 8：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300226.SZ	上海钢联	65.55	125.16	1.13	1.50	2.07	2.45	57.76	43.70	31.67	26.76
002315.SZ	焦点科技	20.86	63.73	0.57	0.89	1.25	1.99	36.60	23.42	16.72	10.48
002183.SZ	怡亚通	4.81	102.10	0.06	-	-	-	80.17	-	-	-
	平均	-	-	0.85	1.20	1.66	2.22	47.18	33.56	24.19	18.62
603613.SH	国联股份	138.80	329.20	1.28	2.18	3.50	5.59	105.64	62.12	38.77	24.25

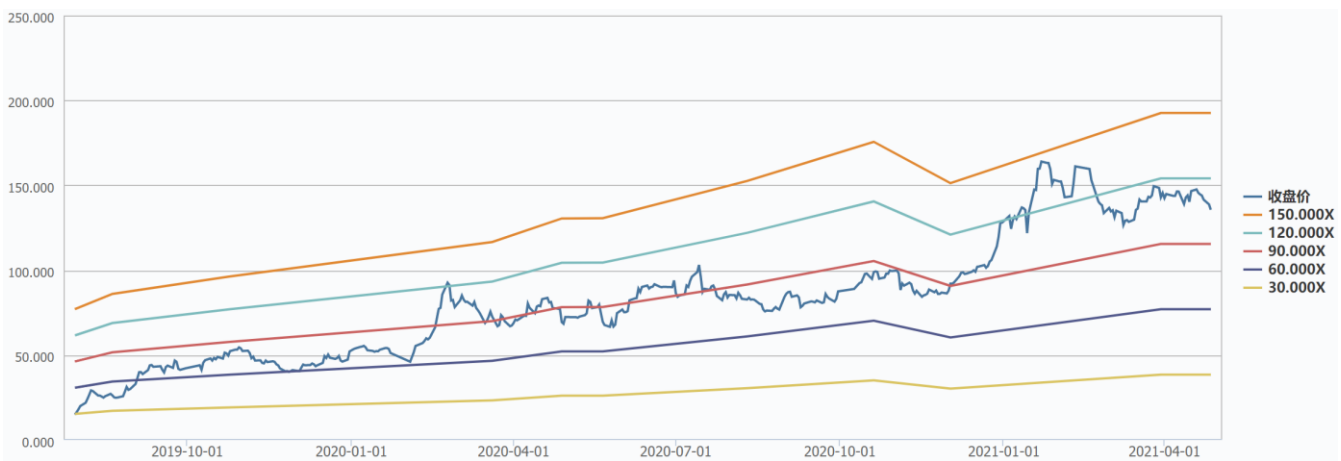
资料来源：Wind，国元证券研究所

注：怡亚通缺乏一致预期数据，未列入平均。可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2021 年 4 月 27 日

投资建议：

公司定位于 B2B 电商和产业互联网平台，在中国数十万亿级别的 B2B 市场持续发力，成长空间巨大。预测公司 2021-2023 年营业收入为 351.06、658.77、1158.25 亿元，预测归母净利润为 5.18、8.30、13.27 亿元，EPS 为 2.18、3.50、5.59 元/股，对应 PE 为 62.12、38.77、24.25 倍。上市以来，公司 PE 主要运行在 60-150 倍之间，维持公司 2021 年 90 倍的目标 PE，对应的目标价为 196.20 元。维持“买入”评级。

图 40：国联股份上市以来 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 风险提示

1. 新冠肺炎疫情反复；
2. B2B 电商市场竞争加剧；
3. 新业务拓展不及预期；
4. 预付款较高的风险；
5. 主要商品价格大幅波动引起公司盈利能力波动的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2184.29	6549.11	9002.47	12949.54	19201.09
现金	790.80	2993.30	3861.99	5173.88	7234.31
应收账款	78.84	163.86	333.51	612.66	1054.01
其他应收款	3.44	3.24	7.02	13.18	23.16
预付账款	552.73	1182.00	2419.74	4521.48	7911.92
存货	13.42	30.14	57.77	102.04	168.10
其他流动资产	745.06	2176.57	2322.43	2526.31	2809.59
非流动资产	44.32	175.71	202.61	230.98	261.37
长期投资	0.41	4.41	4.59	5.03	5.47
固定资产	21.73	108.24	115.40	123.51	132.88
无形资产	12.29	20.34	27.98	38.10	49.33
其他非流动资产	9.89	42.72	54.63	64.34	73.69
资产总计	2228.62	6724.82	9205.07	13180.52	19462.46
流动负债	1091.93	2814.02	4686.18	7790.72	12689.65
短期借款	246.39	396.50	439.28	475.67	502.30
应付账款	120.41	207.67	418.02	771.65	1333.60
其他流动负债	725.14	2209.85	3828.88	6543.40	10853.75
非流动负债	1.03	0.22	0.26	0.31	0.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.03	0.22	0.26	0.31	0.36
负债合计	1092.96	2814.25	4686.44	7791.03	12690.01
少数股东权益	56.19	130.62	220.91	366.13	597.79
股本	140.82	237.17	237.17	237.17	237.17
资本公积	590.13	2905.97	2905.97	2905.97	2905.97
留存收益	348.52	636.81	1154.59	1880.23	3031.52
归属母公司股东权益	1079.47	3779.95	4297.73	5023.37	6174.66
负债和股东权益	2228.62	6724.82	9205.07	13180.52	19462.46

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	379.72	776.74	952.86	1538.40	2408.40
净利润	186.61	358.00	608.06	974.83	1558.25
折旧摊销	3.18	5.62	8.53	9.30	10.22
财务费用	8.31	0.65	-0.42	-4.29	-11.46
投资损失	1.76	-10.26	-12.93	-13.86	-15.02
营运资金变动	176.57	458.64	294.14	492.07	792.32
其他经营现金流	3.30	-35.91	55.47	80.35	74.09
投资活动现金流	-543.76	-2104.60	-56.05	-126.39	-149.72
资本支出	3.76	114.22	12.93	14.57	16.61
长期投资	0.00	22.40	1.61	2.77	2.45
其他投资现金流	-540.00	-1967.99	-41.51	-109.05	-130.66
筹资活动现金流	584.92	2547.70	-28.12	-100.12	-198.25
短期借款	106.39	150.12	42.78	36.39	26.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	35.21	96.36	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	452.26	2315.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-8.93	-14.62	-70.89	-136.51	-224.88
现金净增加额	420.88	1219.88	868.69	1311.89	2060.43

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7197.68	17157.78	35106.39	65877.08	115824.84
营业成本	6743.98	16566.09	33985.08	63772.58	112066.84
营业税金及附加	9.17	9.14	17.55	32.94	57.91
营业费用	138.98	85.76	214.15	586.31	1274.07
管理费用	35.09	44.09	91.28	171.28	301.14
研发费用	17.29	29.22	52.59	94.67	151.47
财务费用	8.31	0.65	-0.42	-4.29	-11.46
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	1.50	1.52	1.57	1.62
投资净收益	-1.76	10.26	12.93	13.86	15.02
营业利润	238.40	458.17	775.21	1255.35	2019.29
营业外收入	4.34	12.11	23.28	24.35	25.67
营业外支出	0.10	0.17	0.19	0.23	0.27
利润总额	242.64	470.12	798.30	1279.47	2044.69
所得税	56.03	112.12	190.23	304.64	486.43
净利润	186.61	358.00	608.06	974.83	1558.25
少数股东损益	27.66	53.52	90.29	145.22	231.66
归属母公司净利润	158.94	304.48	517.77	829.61	1326.59
EBITDA	249.89	464.45	783.31	1260.36	2018.04
EPS (元)	1.13	1.28	2.18	3.50	5.59

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	95.93	138.38	104.61	87.65	75.82
营业利润(%)	68.17	92.19	69.19	61.94	60.85
归属母公司净利润(%)	69.34	91.57	70.05	60.23	59.91
获利能力					
毛利率(%)	6.30	3.45	3.19	3.19	3.24
净利率(%)	2.21	1.77	1.47	1.26	1.15
ROE(%)	14.72	8.06	12.05	16.51	21.48
偿债能力					
资产负债率(%)	49.04	41.85	50.91	59.11	65.20
净负债比率(%)	22.54	14.09	9.37	6.11	3.96
流动比率	2.00	2.33	1.92	1.66	1.51
速动比率	1.99	2.32	1.91	1.65	1.50
营运能力					
总资产周转率	4.69	3.83	4.41	5.89	7.10
应收账款周转率	105.59	129.25	138.18	139.25	138.99
应付账款周转率	66.38	100.99	108.63	107.21	106.46
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.28	2.18	3.50	5.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	3.27	4.02	6.49	10.15
每股净资产(最新摊薄)	4.55	15.94	18.12	21.18	26.03
估值比率					
P/E	202.37	105.64	62.12	38.77	24.25
P/B	29.80	8.51	7.48	6.40	5.21
EV/EBITDA	112.73	60.65	35.96	22.35	13.96

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188