

# 上海钢联 (300226)

证券研究报告

2021年05月25日

## 大宗商品 B2B 领军，资讯业务开拓新版图

### 钢联以“资讯+电商”双轮驱动，未来看点在资讯业务

上海钢联已成为大宗商品 B2B 领域龙头，志在构建资讯、研究、咨询、交易、仓储、物流于一体的综合平台生态。2014 年起公司电商业务收入呈现爆发式增长，但进入成熟期后业绩增速放缓。2017 年后公司资讯业务进入新成长期，2018 年以来资讯业务收入增速超过电商业务，资讯业务已经成为公司新的成长驱动。公司 2021 年股权激励计划业绩考核也锚定资讯业务收入增速。

### 资讯业务潜在年收入空间近 20 亿元，钢联有志成为中国标普

钢联电商业务已经积累起显著体量优势，资讯业务客户数量和 ARPU 也实现对国内同业的赶超，供给侧改革、“双碳”趋势下大宗商品信息服务商头部集中，整合趋势明显。外国巨头虽具有起步早口碑好的先发优势，但其优势主要针对高端客群，广大腰部市场空间广阔。钢联资讯业务覆盖四类主要客群，保守测算，上海钢联潜在付费机构客户数量（账号数量）超过 12 万个，六大品类大宗商品潜在年收入空间超过 18.9 亿元。

### 钢联客户价值及粘性高，市场影响力强化龙头地位

钢联产品类型全面，标准产品主打网站会员和钢联数据终端，定制化产品包括研究报告、期刊、咨询、会议和培训等，照顾到客户各类细分需求。钢联电商业务和资讯业务形成服务闭环，未来通过加强客户转化，电商业务的客户基础将为资讯业务引流。钢联付费用户数从 2017 年的 6.73 万增长至 2020 年的 17.66 万元，三年来实现 2.6 倍增长，而同业付费用户数则呈现下滑。钢联 ARPU 虽因移动端客户增加而下降，但也持续高于同业。

### 对标国外资讯服务巨头，各项驱动因素将推动业绩高增长

钢联主要资讯产品网站会员和数据终端采取 SaaS 模式，客户按年支付订阅费用。普氏能源资讯是标准普尔旗下全球领先的能化信息服务提供商，其订阅收入占比达 90%，而我们根据公司公告推测，钢联当前订阅占比约 70%，还有提升空间。钢联当前客群仍主要集中于大宗商品生产加工类企业，未来将向产业链上下游以及金融客户拓展。在品类拓展方面，钢联通过收购中联钢、山东隆众加强黑色金属及能化布局。钢联价格指数已获得上清所、芝加哥商品交易所（CME）等认可，进一步提升其行业话语权。

**盈利预测：** 资讯业务已接替电商业务成为公司新的成长驱动，潜在空间广阔，随着产业链纵向延伸叠加品类横向拓张，公司大宗商品资讯领域领先性将持续加强。由于公司 2020 年业绩低于此前预期，将 2021-2022 年净利润由 3.36/4.40 亿元下调至 2.94/3.90 亿元，预计 2023 年净利润为 4.94 亿元，**2022 年合理市值 175 亿元，目标价 91.8 元，维持“买入”评级。**

**风险提示：** 宏观经济风险；系统数据安全风险；业务推广不及预期风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	122,571.75	58,521.23	70,263.03	80,865.37	89,355.64
增长率(%)	27.61	(52.26)	20.06	15.09	10.50
EBITDA(百万元)	446.29	699.61	739.40	949.07	1,157.12
净利润(百万元)	180.59	216.67	294.38	389.98	494.44
增长率(%)	49.34	19.98	35.86	32.48	26.78
EPS(元/股)	0.95	1.13	1.54	2.04	2.59
市盈率(P/E)	69.96	58.31	42.92	32.40	25.55
市净率(P/B)	11.06	9.30	7.71	6.29	5.09
市销率(P/S)	0.10	0.22	0.18	0.16	0.14
EV/EBITDA	33.54	23.72	16.55	13.31	9.51

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	65.98 元
目标价格	91.8 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	190.93
流通 A 股股本(百万股)	183.80
A 股总市值(百万元)	12,597.60
流通 A 股市值(百万元)	12,126.93
每股净资产(元)	7.38
资产负债率(%)	78.51
一年内最高/最低(元)	90.66/51.30

### 作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
张若凡	联系人
zhangruofan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《上海钢联-半年报点评:疫情影响 H1 数据资讯收入, 电商龙头地位持续加强》 2020-08-30
- 2 《上海钢联-年报点评报告: 电商高速增长, 数据资讯持续扩张》 2020-04-16
- 3 《上海钢联-公司点评: 数据资讯全球扩张迈出重要一步, 电商龙头优势扩大》 2019-11-28

## 内容目录

1. “资讯+电商” 互联网平台综合服务商，中国争夺大宗商品定价权的领军	4
1.1. 大宗商品 B2B 龙头，新成长看点在资讯业务	4
1.2. SaaS 模式具有优越性，商业模式奠定成功基因	7
1.3. 大宗商品定价权意义重大，公司将起关键作用	8
2. 行业需求加速释放，公司资讯业务潜在年收入空间近 20 亿元	10
2.1. 行业整合期到来，公司有望成为中国标普	10
2.2. 公司资讯业务未来收入空间测算	11
3. 多项竞争优势，造就实现的必然性	15
3.1. 信息采集能力强，筑牢资讯服务的基本功	15
3.2. 从产品到服务，全方位提升客户粘性	17
3.3. 指数及研究广受认可，市场影响力进一步强化	18
3.4. 规模优势加持，龙头地位难撼动	19
4. 驱动因素已获验证，奠定成长逻辑	21
4.1. 产业链上下游延展，纵向扩张客户群	21
4.2. 品类布局步步完善，横向打开新空间	21
4.3. 交易所合作不止增收，更是获取行业话语权	23
5. 盈利预测与估值	26
6. 风险提示	27

## 图表目录

图 1：上海钢联十余年来专注大宗商品行业，已成为龙头之一	4
图 2：“资讯+产业大数据”、“交易+供应链服务”形成双轮驱动	5
图 3：公司电商业务收入快速增长	5
图 4：钢银电商归母净利润（百万元）	5
图 5：2017 年后公司资讯业务进入新成长期	6
图 6：2018 年后公司资讯业务收入增速超过电商业务	6
图 7：钢联仅披露了三年的续费率，已展露其 SaaS 模式优势	7
图 8：钢联母公司近年利润增速高于收入增速	7
图 9：海外资讯巨头收入主要来自订阅收入	8
图 10：钢联目前会议培训收入较高，订阅收入还有提升空间	8
图 11：中国主要大宗商品消费量全球占比持续提升	9
图 12：2018 年中国主要大宗商品储量全球占比较低	9
图 13：我国大宗商品信息服务行业发展历程	11
图 14：产业客户各品类 ARPU 测算	12
图 15：大宗商品生产、加工、制造类企业客户数量测算	13
图 16：大宗商品贸易企业客户数量测算	13
图 17：大宗商品现货交易所客户数量测算	14
图 18：大宗产品产业客户年收入规模测算	14

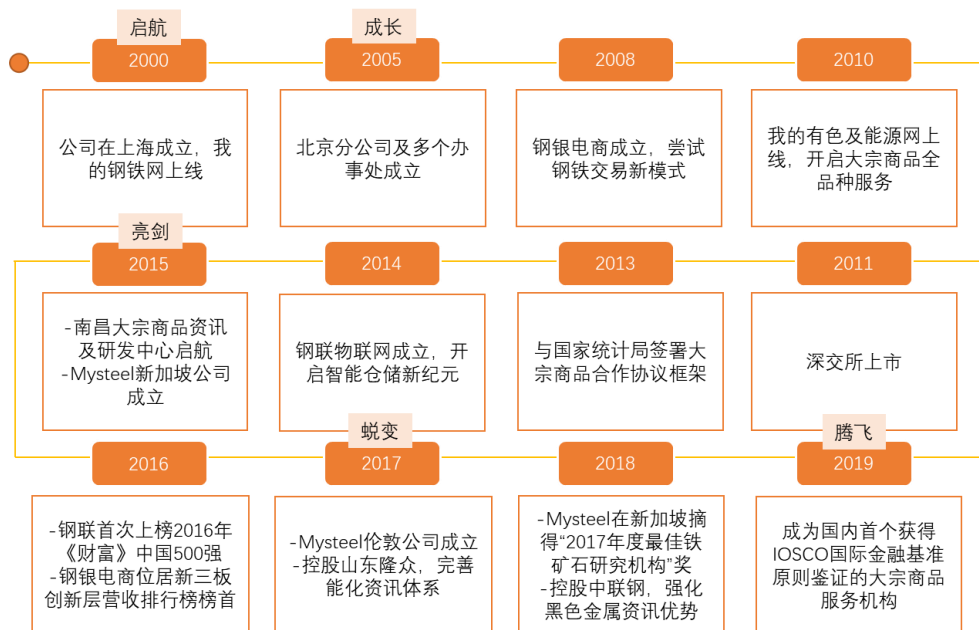
图 19: 大宗商品期货交易所客户数量及潜在收入测算.....	15
图 20: 公司金融机构客户潜在收入测算.....	15
图 21: 数据采集是资讯产品和服务提供的起点, 具有基础性意义.....	16
图 22: 钢联一线数据采集人员远超国内同业.....	16
图 23: RS Metrics 利用卫星预测大宗商品期货价格变动方向, 精确度可达 90%以上.....	17
图 24: 钢联资讯服务和电商交易形成服务闭环.....	18
图 25: 钢联与政府部委、主流媒体广泛合作.....	19
图 26: 钢联通过“钢联演播室”节目放送资讯精华, 广受业界欢迎.....	19
图 27: 与资讯公司对比, 钢联资产规模优势显著.....	20
图 28: 与钢铁电商公司对比, 钢联电商业务收入体量领先.....	20
图 29: 钢联研发投入远高于同业, 强化技术优势.....	20
图 30: 普氏客户结构覆盖整个供应链, 比钢联更加多样化.....	21
图 31: 普氏收入中石油相关收入占据主要比重.....	22
图 32: 钢联现有网站会员产品模块集中于金属领域, 石油、天然气等领域正待开拓.....	23
图 33: 山东隆众营收快速增长(单位: 万元).....	23
图 34: 山东隆众员工数量快速增加(单位: 人).....	23
图 35: 大宗商品价格评估业务中期货相关应用最具有市场重要性.....	24
图 36: 普氏办事处多设在交易所附近.....	24
图 37: 公司营业收入预测(单位: 百万元).....	26
表 1: 公司股权激励业绩考核要求.....	7
表 2: 钢联争夺定价权将助力其海外业务推进.....	10
表 3: 大宗商品行业近年收购案例展露整合趋势.....	11
表 4: 钢联六大品类产品客户数量及收入空间测算.....	12
表 5: 钢联产品矩阵全面, 覆盖客户全方位需求.....	17
表 6: 钢联注册用户数加速增长(单位: 万).....	18
表 7: 钢联付费用户数实现赶超, ARPU 持续领先.....	18
表 8: 钢联历年前五大客户类型较为单调.....	21
表 9: 钢联通过收购向其他大宗商品领域拓展.....	22
表 10: 大连商品交易所招标项目显示交易所有多类业务需求.....	25
表 11: 公司盈利预测表.....	27
表 12: 上海钢联可比公司 PE.....	27

# 1. “资讯+电商”互联网平台综合服务商，中国争夺大宗商品定价权的领军

## 1.1. 大宗商品 B2B 龙头，新成长看点在资讯业务

上海钢联是从事钢铁行业及大宗商品行业信息和电子商务增值服务的互联网平台综合服务商。上海钢联 2000 年成立，以钢铁资讯业务起家，十余年来逐步打造了以大数据为基础，以网络综合资讯、上下游行业研究、专家团队咨询、电商交易平台、智能化云仓储、信息化物流、供应链服务为一体的互联网大宗商品闭环生态圈，并形成了以钢铁、矿石、煤焦为主体的黑色金属产业及有色金属、能源化工、建筑材料、农产品等多元化产品领域的集团产业链。公司专注在大宗商品行业，从资讯到数据，从国内走向国际，为全球超过十万家的产业及金融投资用户提供独立的第三方服务，已经成为目前国内规模最大的大宗商品信息服务机构之一，同时也是与普氏能源资讯（Platts）、阿格斯（Argus）、英国金属导报（MB）齐名的国际四大商品指数服务商之一。

图 1：上海钢联十余年来专注大宗商品行业，已成为龙头之一



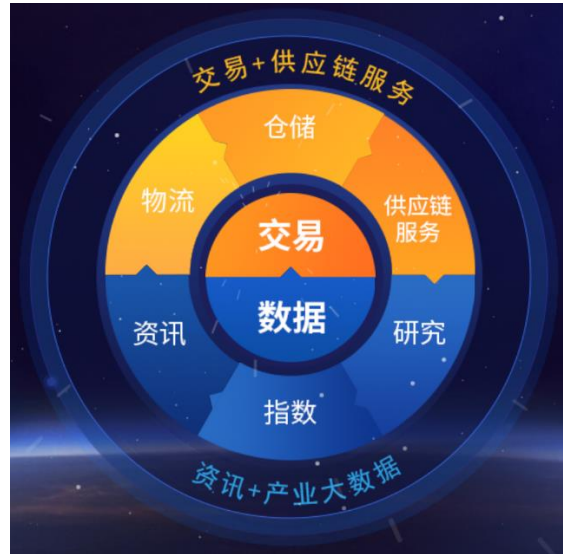
资料来源：公司官网，天风证券研究所

“资讯+产业大数据”、“交易+供应链服务”两大业务双轮驱动，上海钢联已经构建形成了以产业大数据为基础，综合资讯、交易平台及供应链服务为一体的互联网大宗商品闭环生态圈。

在资讯业务方面，钢联通过旗下运营的“我的钢铁”网、“我的有色”网、“我的农产品”网、“隆众石化”网等门户网站、“钢联数据”终端、手机 APP 和微信公众号等，向大宗商品行业企业提供各类商业信息，并为客户提供市场咨询、宣传推广、商情发布和搜索、会务培训等各项增值服务，近年公司资讯业务不断外延，除钢联母公司外，还拥有山东隆众、中联钢两家从事大宗商品资讯业务子公司。

在交易业务方面，公司通过控股子公司钢银电商平台（www.banksteel.com）为钢铁行业上下游企业提供一揽子电子商务解决方案的第三方平台，包括寄售交易、供应链服务等钢铁现货交易服务，并且通过钢银平台及战略合作伙伴为客户提供支付结算、仓储、物流、加工等一系列增值服务。

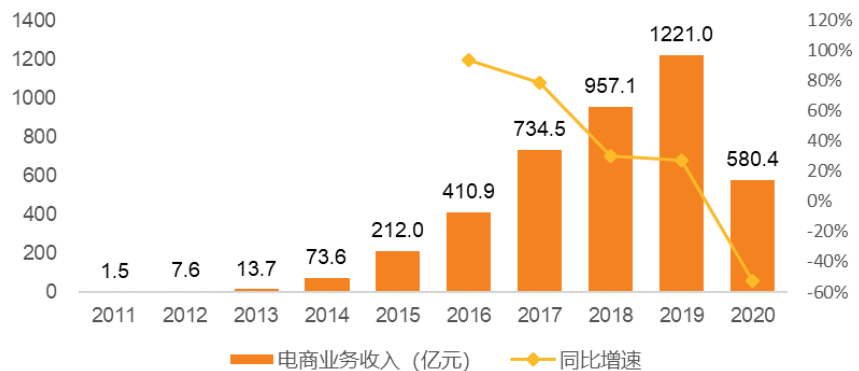
图 2：“资讯+产业大数据”、“交易+供应链服务”形成双轮驱动



资料来源：公司官网，天风证券研究所

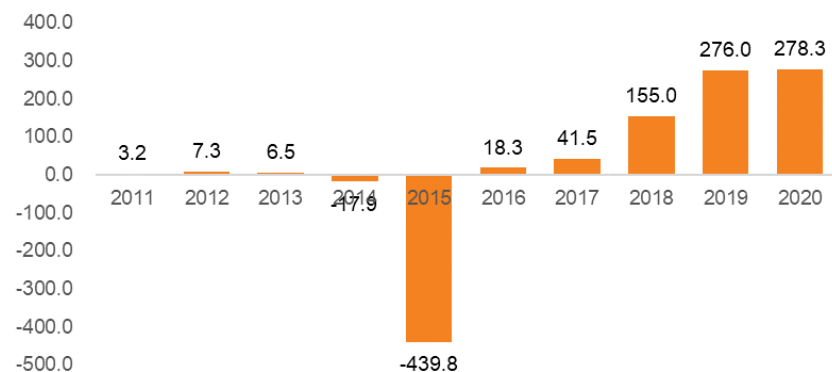
近年电商业务取得长足发展，但业绩增速持续放缓。2014 年起公司电商业务收入呈现爆发式增长，六年时间取得了长足进步，2014-2019 年收入 CAGR 达到 75.4%，但公司电商业务业绩增速持续下滑。根据新收入准则，2020 年钢银电商将一般寄售交易业务调整为按净额法确认收入，导致 2020 年公司电商业务收入同比增速不具参考性，但从利润角度来看，2020 年钢银电商归母净利润仅同比增长 0.84%，相比 2019 年 78% 的增速大幅下降。

图 3：公司电商业务收入快速增长



资料来源：wind，天风证券研究所（注：2020 年电商业务收入大幅下滑，主要系钢银电商寄售业务收入确认规则改为净额法确认收入）

图 4：钢银电商归母净利润（百万元）

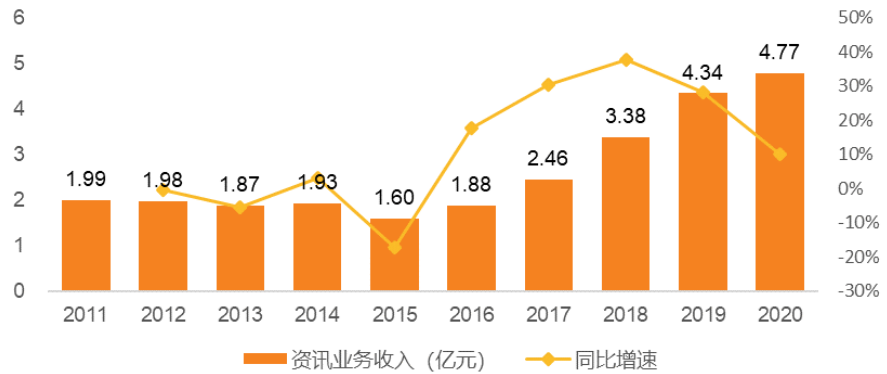


资料来源：wind，天风证券研究所



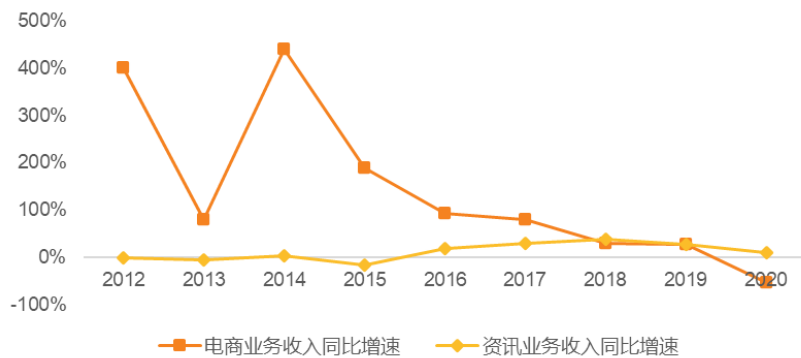
2017年后公司资讯业务进入新成长期，已经成为公司新的成长驱动。2016以来，由于公司黑色金属外的品类培育成熟，叠加公司电商业务资源投入边际缓解，公司资讯业务开始进入新成长期，2020年公司资讯业务实现收入4.77亿元，2016-2020年4年CAGR约为26.2%。值得注意的是，2018年以来公司资讯业务收入增速超过电商业务，由于收入准则的调整，公司钢铁业务2020年收入同比增速不具备参考意义，但从利润角度来看，2020年钢银电商归母净利润同比增长0.84%，同期钢联母公司净利润同比增长31.45%，我们认为资讯业务已经重新成为公司新的业绩驱动。

图 5：2017年后公司资讯业务进入新成长期



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2018年后公司资讯业务收入增速超过电商业务



资料来源：wind，天风证券研究所

公司股权激励业绩考核明确资讯业务未来三年增速。2021年2月，公司向包括的董事、高级管理人员、高层管理、中层管理、核心骨干及核心基础人员在内的874人授予限制性股票，首次授予价格为每股47.63元。此次限制性股票归属业绩考核锚定信息服务业务（资讯业务）和净利润增速，模板以2020年信息服务业务收入为基数，复合增长率不低于20%，以2020年净利润为基数，复合增长率不低于5%，体现了公司对于资讯业务的重视与未来发展信心。

表 1: 公司股权激励业绩考核要求

归属批次	对应考核年度	信息服务业收入增长率		公司净利润增长率	
		目标值增长率 (m)	触发值增长率 (n)	目标值增长率 (p)	触发值增长率 (q)
第一批归属	2021	以 2020 年信息 服务业务收入 为基数, 复合增 长率不低于 20%	以 2020 年信息 服务业务收入 为基数, 复合增 长率不低于 15%	以 2020 年净 利润为基数, 复合增长率 不低于 5%	以 2020 年净 利润为基数, 复合增长率 不低于 3%
第二批归属	2022				
第三批归属	2023				
指标		实际完成度 (A)	对应归属系数 (X1)	实际完成度 (B)	对应归属系数 (X2)
考核达成情况		$A \geq m$	$X1=1$	$B \geq p$	$X2=1$
		$n \leq A < m$	$X1=A/m$	$q \leq B < p$	$X2=B/p$
		$A < n$	$X1=0$	$B < q$	$X2=0$
公司层面归属比例		每批次计划归属比例 * X1 * X2			

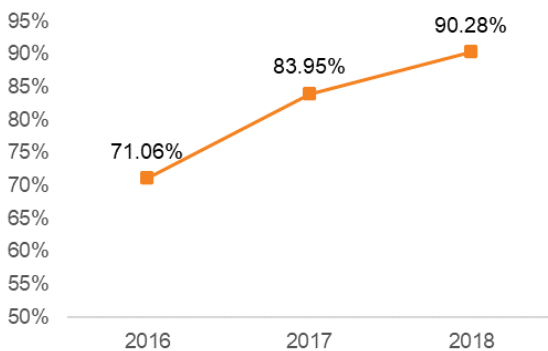
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所 (注: “净利润”指计提股份支付费用前归属上市公司股东的净利润)

## 1.2. SaaS 模式具有优越性, 商业模式奠定成功基因

公司资讯业务中的信息服务是典型的 SaaS 服务模式。钢联资讯业务中信息服务业务, 是指公司通过网站、移动端、钢联数据终端等为客户提供大宗商品各品种价格信息, 以及以价格为核心和影响价格波动的多维度数据以及相关资讯的产品。客户通过购买未来一段期限内公司网站、移动端、钢联数据的终端权限获得服务, 公司以预付款形式获得现金, 并按时间进度确认收入, 是典型的 SaaS 商业模式。

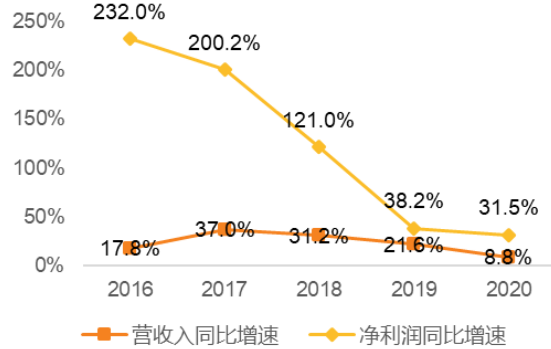
SaaS 订阅模式主要具有两方面优势, 对客户而言有效满足需求, 对公司而言收入、现金流具备持续性, 低边际成本使得公司利润弹性大于收入弹性。当前钢联 SaaS 产品包括钢联数据终端、网站及移动端会员, 客户订阅后无需购买任何硬件, 也无需再配备 IT 方面的专业技术人员即可与海量数据对接。且钢联 SaaS 产品既可整体订阅, 也可按模块订阅, 客户能够按需选择, 尤其对一些购买力较弱的大宗商品企业能够节省不必要的支出。另一方面钢联 SaaS 产品都是按年订阅, 公司收取预收账款, 且客户具备粘性。产品成熟后, 低边际成本使得公司利润弹性远高于收入弹性。钢联当前 SaaS 模式表现出色, 2016 年到 2018 年续费率实现高位增长, 同时钢联母公司近年利润增速高于收入增速。

图 7: 钢联仅披露了三年的续费率, 已展露其 SaaS 模式优势



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 钢联母公司近年利润增速高于收入增速



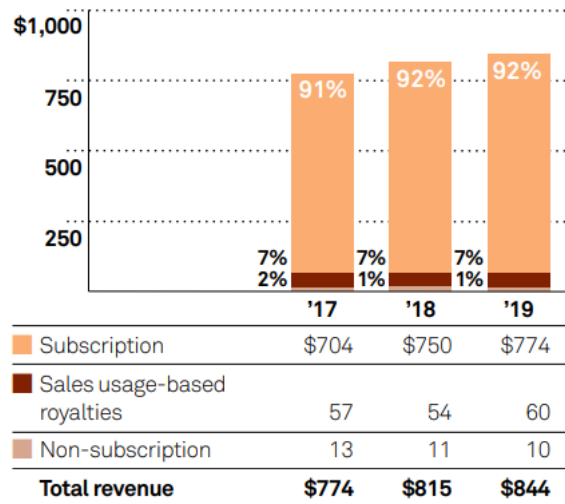
资料来源: wind, 天风证券研究所

国外巨头采取 SaaS 模式, 钢联商业模式已具备成功基因。海外能源化工数据资讯龙头普氏能源资讯也采取 SaaS 服务模式, 其收入结构中, 订阅收入占比达 90% 以上, 其余部分为指数授权等收入。因此从商业模式角度, 上海钢联已实现对国际领先企业经验的复制。我

们拆分钢联收入结构，发现其当前定制化收入仍占一定比例，我们推测这是由于数据终端等 SaaS 产品目前仍主要面向付费能力强的大客户，市场推广尚未完全覆盖所有潜在客户，而大客户定制化需求更多，中型客户主要以订阅为主。未来随着市场渗透度增加，钢联订阅收入增长空间广阔。

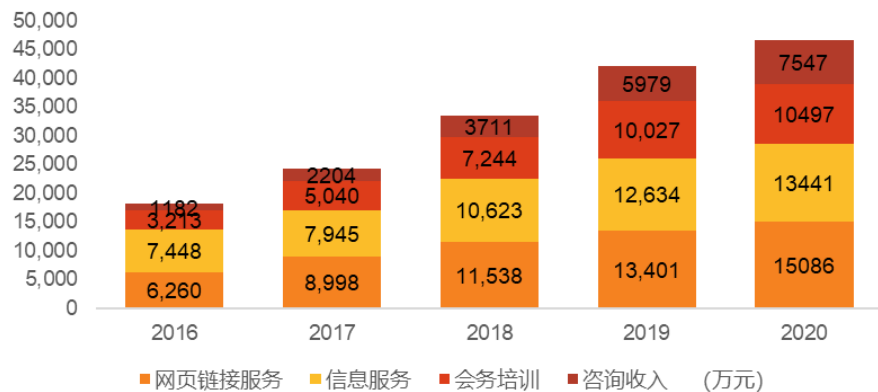
图 9：海外资讯巨头收入主要来自订阅收入

(dollars in millions)



资料来源：S&P Global 官网，天风证券研究所

图 10：钢联目前会议培训收入较高，订阅收入还有提升空间



资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 1.3. 大宗商品定价权意义重大，公司将起关键作用

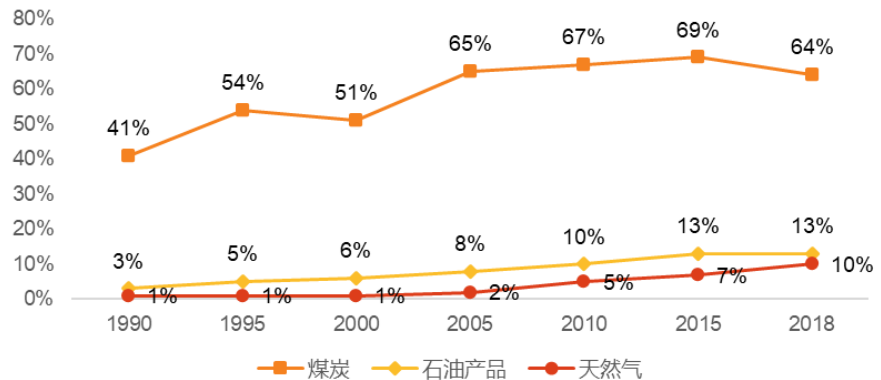
**当前大宗商品定价权被国外垄断。**全球定价中心主要集中于英美两国如美国拥有世界农产品定价中心—芝加哥期货交易所（CBOT，现为 CME 集团的子公司），石油、天然气定价中心—纽约商品交易所（NYMEX，现为 CME 集团的子公司）；英国则拥有有色金属定价中心—伦敦金属交易所（LME），原油定价中心—洲际交易所旗下欧洲期货交易所（ICE Futures Europe），它们制定的期货价格基准，应于当前众多商品的现货贸易价格的确定，同时还掌握着对参与价格形成的市场主体的监督和管理权，确保其按照既定的游戏规则进行交易。

**中国大宗商品进口量大且对外依存度高，争夺定价权意义重大。**上个世纪以来，我国主要大宗商品消费量占全球比例持续上升，而对应的储量远不及消费量占比，供不应求的情况带来较高的对外依存度。定价权的缺失造成我国在大宗商品国际贸易中只能被动接受既定价格，这对国民经济带来诸多损失。比如石油交易中的亚洲溢价，即中东原油销往欧洲、



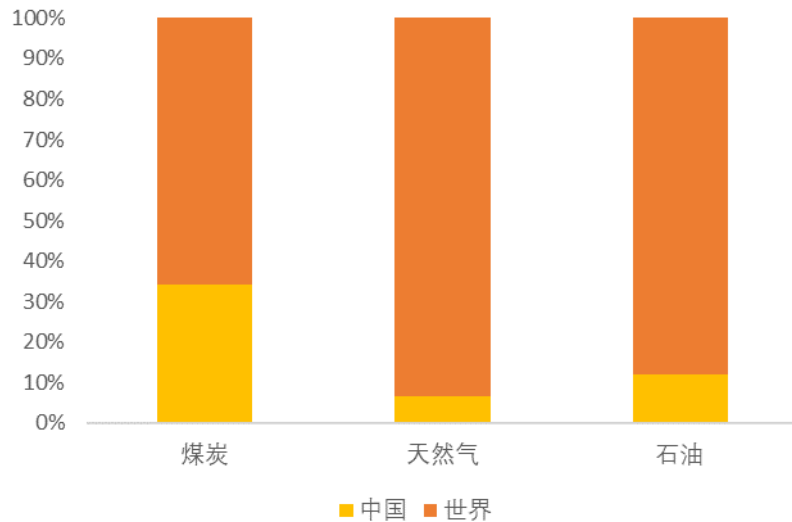
北美和亚洲市场由于采用不同的基准价格，而导致销往亚洲市场的价格比销往欧洲和北美市场的价格高。此外当国际市场的投机行为比较严重时，进口企业不得不蒙受巨额损失，而进口价格的波动还会殃及整个产业链上的众多缺乏风险防控手段的中小企业。

图 11：中国主要大宗商品消费量全球占比持续提升



资料来源：国际能源署，天风证券研究所

图 12：2018 年中国主要大宗商品储量全球占比比较低



资料来源：国际能源署，天风证券研究所

**信息服务机构对大宗商品定价起到关键作用。**普氏能源资讯、ICIS 等海外大宗商品信息服务商通过制定独立、严谨、透明的有关大宗商品现货市场价格评估的方法论，逐步得到国际大宗商品相关企业的认可，根据该等价格评估方法论，形成了能源、矿产、农产品等一系列价格标杆体系，成为国际大宗商品定价的基准。因此普氏能源资讯、ICIS 等海外大宗商品信息服务商同时也是具备国际影响力的具有独立性、权威性的第三方价格评估机构，在大宗商品定价中起到关键作用，主导了全球大宗商品价格话语权，并使得我国企业在大宗原材料国际谈判中处于不利地位。

**上海钢联代表中国参与定价权争夺，为开拓海外市场建立基础。**上海钢联是国内首个通过国际证监会组织（IOSCO）合规认证的大宗商品资讯服务机构，编制了覆盖黑色金属、有色金属、能源化工、建筑材料及农产品五大领域的价格指数体系。钢联编制的各项价格指数已经得到国内外客户的广泛认可，其中力拓、必和必拓、淡水河谷、福蒂斯丘等主要铁矿矿山已正式采用 Mysteel 铁矿石价格指数（MIODEX）作为其长协合约结算依据；国内 80% 的螺纹钢现货贸易已采用 Mysteel 钢材价格指数（MSDEX）进行贸易结算；国内外两大现货平台北铁中心和 GlobalORE 也开始采用 Mysteel 指数进行定价。在衍生品合约方面，公司越来越多的价格指数被用作各大交易所衍生品合约的结算标准，例如 Mysteel 上海市场螺纹钢价格指数、Mysteel 青岛港铁矿石价格指数等，且与国内外各大商品交易所如上

期所、大商所、上清所、SGX、CME 等达成战略合作关系。未来钢联将进一步加强与国内外交易所的合作，增强对全球大宗商品定价的影响力，这将有效提升钢联的国际影响力，助力其海外业务的开拓。

表 2：钢联争夺定价权将助力其海外业务推进

年份	海外业务内容
2011	与芝加哥商品交易所公司（CME）签订数据合作协议，以公司的黑色金属及相关原材料的价格数据作为 CME 衍生品合约交易、结算的依据
2015	国际四大矿山中心和必拓、淡水河谷正式采用 Mysteel 指数作为其结算依据；国内外两大现货平台北铁中心和 globalORE 开始采用 Mysteel 指数进行定价
2015	全年共组织 10 余次出国商务考察，拜访 110 家境外企业的同时收集到 2,200 多家外商资源；公司首次为钢厂在香港举行国际推介会，邀请到 49 家外商参会；在上海举办首届跨国采购会，邀请到 66 家外商及 30 家国内供应商
2018	与新加坡交易所全资子公司在新加坡设立合资公司，合作开发钢铁和铁矿石价格相关指数
2019	和 SGX 合资设立了新加坡指数公司、与日本 Metalone 共同对外投资收购印度 Steelmint 公司，加大公司一带一路沿线地区海外区域布局并扩大公司客户群体

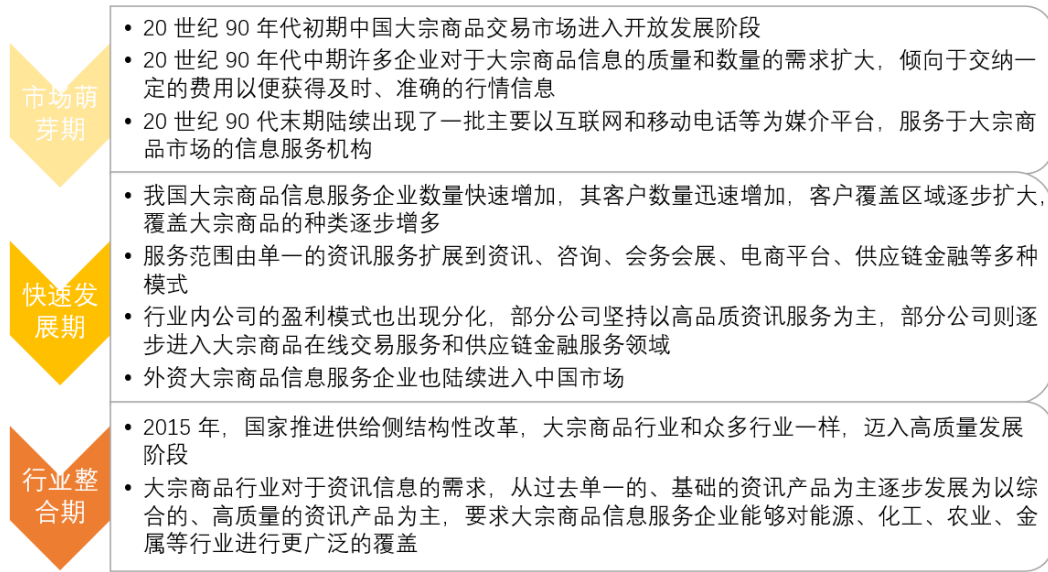
资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 2. 行业需求加速释放，公司资讯业务潜在年收入空间近 20 亿元

### 2.1. 行业整合期到来，公司有望成为中国标普

**行业进入整合期，正待龙头企业一统江湖。**20 世纪 90 年代末，以互联网和移动电话等为媒介平台，服务于大宗商品市场的信息服务机构陆续出现，如上海钢联、生意宝、睿也德等。受制于信息量的匮乏和用户基础的薄弱，尚未形成成熟的商业模式。进入 21 世纪，伴随着大宗商品市场的繁荣，我国大宗商品信息服务企业数量快速增加，其客户数量迅速增加，客户覆盖区域逐步扩大，外资大宗商品信息服务企业也陆续进入中国市场。2015 年，国家推进供给侧结构性改革，大宗商品信息服务行业开始向高质量发展迈进，在行业内企业数量、规模等逐步增长的同时，行业内出现整合重组的趋势。钢联立足数据积累和客户数量的优势已成为领先企业，随着各领域布局逐步完善，有望做实国内龙头地位。

图 13：我国大宗商品信息服务行业发展历程



资料来源：卓创资讯招股说明书，天风证券研究所

表 3：大宗商品行业近年收购案例展露整合趋势

收购年份	案例内容
2020 年	金银岛（北京）资讯有限公司收购山东中聚电子商务有限公司（拥有中国化学品交易网）后更名为金联创网络科技有限公司
2018 年	上海钢联收购北京中联钢 100% 股权，强化在黑色金属领域优势地位
2017 年	上海钢联通过对山东隆众信息技术有限公司进行收购，进一步扩展能源、化工资讯服务领域

资料来源：卓创资讯招股说明书，上海钢联公告，上海钢联官网，天风证券研究所

## 2.2. 公司资讯业务未来收入空间测算

钢联资讯产品核心客群主要包括：大宗商品生产制造相关企业、大宗商品流通贸易企业、大宗商品交易所、金融机构、科研院所及高校、政府部门、媒体和个人用户。根据同业公司卓创资讯客户结构，机构客户付费收入占比约 85%，因此我们只对机构客户进行测算。考虑当前科研院所高校、政府和媒体对大宗商品资讯并非刚需，我们只测算上述机构客户中的前四类，即大宗商品生产制造相关企业、大宗商品贸易企业、大宗商品交易所和金融机构。

保守测算，上海钢联潜在付费机构客户数量（账号数量）超过 12 万个，六大品类大宗商品潜在年收入空间超过 18.9 亿元。

值得说明的是，我们测算的过程和假设偏保守，理由如下：1）仅考虑了网页端及钢联数据终端，2020 年公司移动端收入约 3522 万元，占资讯收入比例为 7.4%；2）仅仅考虑了机构客户，根据同业卓创资讯客户结构，个人客户付费用户数量占比约为 50%，付费金额占比约为 15%；3）仅考虑公司资讯业务中机构客户 SaaS 订阅制收入，对应公司产品分类中的信息服务收入（2020 年约为 1.34 亿元）。

因此，我们认为若将移动端产品收入、个人付费客户收入以及广告链接、会务培训、咨询等增值服务收入纳入考虑，公司资讯业务潜在收入空间远大于当前测算结果。与此同时，伴随着全球范围内经济发展对数据资讯的需求愈加扩张，公司面对的客户群体数量以及产品价格均有增加可能，公司资讯业务未来成长空间十分广阔。

表 4：钢联六大品类产品客户数量及收入空间测算

客群名称	客户数量（万个）	收入空间（亿元/年）
大宗产品生产、加工、制造类企业	4.43	4.32
大宗商品贸易企业	4.15	4.49
交易所（现货+期货）	2.48	2.42
金融机构	1.13	7.70
<b>合计</b>	<b>12.20</b>	<b>18.94</b>

资料来源：国家统计局，中国期货业协会，公司官网，《中国经济普查年鉴 2018》，天风证券研究所

以下详细说明我们对各个客群收入空间的测算过程：

## 1、大宗商品产业客户潜在年收入规模测算

### 1) 各品类 ARPU 测算：

钢联当前资讯覆盖领域可分六大类，分别为：黑色金属、有色金属、能源化工、农产品、建筑和终端制造。我们将钢联数据终端产品和网站会员产品划分到这六大类别中，假设每位客户（这里的客户指一个账号）只购买终端或网站中的一个模块，并以该领域各个模块的平均价格作为该模块价格。我们假设所有客户 50%购买数据终端产品，50%购买网站会员产品，由此得到该领域每位客户的平均 ARPU 值。由于钢联目前仍以 PC 端客户为主，并且不同客户定制化产品订阅不确定性较大，我们这里的产品不包括移动端和定制化产品。此外，该 ARPU 由钢联目前已经推出的产品计算而得，未来随着钢联品类覆盖拓宽，ARPU 还有进一步上升空间。

图 14：产业客户各品类 ARPU 测算

领域划分	钢联数据相关产品	价格（万元/账号/年）	平均价格（万元/账号/年）	网站会员相关产品	价格（万元/账号/年）	平均价格（万元/账号/年）	ARPU（万元/账号/年）
黑色金属	钢铁板块	3.80	2.65	钢材频道	0.30	0.28	假设一半用户购买数据终端，一半客户购买网站会员，据此计算平均ARPU
	钢铁企业数据库	1.50		特钢频道	0.30		
				不锈钢频道	0.25		
有色金属	有色板块	2.00	有色频道	2.10	0.26	1.13	
能源化工	煤焦矿板块	3.00	1.02	化工频道	0.80	0.20	
	能源板块	0.80					
	橡胶板块	0.50					
	化工板块	0.80					
	造纸板块	0.50					
农产品	农产品板块	0.50	农产品频道	0.36	0.36	0.86	
建筑	\	\	\	百年建筑网	1.20	1.20	1.20
终端制造	终端板块	0.80	0.80	\	\	\	0.80

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2) 大宗产品产业企业客户数量测算

我们测算的大宗商品产业企业客户包括生产、加工、制造类企业、贸易企业、现货交易所三类：

#### ● 大宗商品生产、加工、制造类企业：

我们按照经济普查年鉴中的行业分类，分别挑选出对这六大领域有较大资讯需求的行业，统计其大型企业个数并加总。假设资讯产品整体市场渗透率为 57%，得到各领域对应实际购买企业数量。假设每个企业购买 10 个账号，即每个企业产生 10 位客户，乘对应企业数量得到各领域总客户数量。

**我们只统计大型企业的依据是：**中小企业业务涉及面较窄，大体量的企业业务复杂且决策时需要着眼整体市场行情，因此大企业对于数据资讯的需求更大且具备购买能力，是公司产

品的主要消费群体。

**假设渗透率为 57%的依据是：**大宗商品企业经营风险主要来自商品供需等带来的价格波动，往往采取套期保值的方式对冲风险，通过数据资讯为套期保值提供决策依据的必需性强，因此我们以蒋亚维发表的论文《有色金属企业商品期货套期保值研究》中有色金属企业购买衍生品进行套期保值的占比作为实际渗透率的近似。

图 15：大宗商品生产、加工、制造类企业客户数量测算

资讯类别	行业覆盖	大型企业数 (个)	购买企业数 (个)	客户数量 (个)
黑色金属	黑色金属矿采选业	36	367	3671
	黑色金属冶炼和压延加工业	346		
	金属制品业	262		
有色金属	有色金属矿采选业	31	315	3152
	金属制品业	262		
	有色金属冶炼和压延加工业	260		
能源化工	煤炭开采和洗选业	346	941	9411
	石油和天然气开采业	34		
	纺织业	275		
	造纸和纸制品业	94		
	石油、煤炭及其他化学制品制造业	178		
	化学原料及化学制品制造业	414		
	化学纤维制造业	74		
	橡胶和塑料制品业	236		
农产品	农副食品加工业	264	150	1505
建筑	房屋建筑业	1396	1481	14809
	土木工程建筑业	1037		
	建筑安装业	165		
终端制造	通用设备制造业	382	1178	11782
	专用设备制造业	255		
	汽车制造业	601		
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	154		
	电器机械和器材制造业	675		
合计				44329

资料来源：国家统计局，《中国经济普查年鉴 2018》，天风证券研究所

● 大宗商品贸易企业

我们同样按照资讯覆盖的六大领域分别统计大型企业数量，并保持渗透率 57%和每个企业账号购买 10 个账号的假设，得到各领域对应客户数量。由于缺乏大型业务数量数据，我们额外假设大型企业数量占统计局公布的限额以上企业数量为 3%，其依据为《中国经济普查年鉴 2018》中采矿业大型企业占大、中、小型企业数量比例约为 3%。

图 16：大宗商品贸易企业客户数量测算

资讯类别	行业覆盖	企业数 (个)	客户数量 (个)
黑色金属	矿产品、建材及化工产品批发	58071	13218
	金属及金属矿批发	19228	
有色金属	矿产品、建材及化工产品批发	58071	13218
	金属及金属矿批发	19228	
能源化工	煤炭及制品批发	5431	12063
	石油及制品批发	5617	
	矿产品、建材及化工产品批发	58071	
	化肥批发	1425	
农产品	农、林、牧产品批发	5341	1288
	米、面制品及食用油批发	2190	
建筑	建材批发	10278	1758
合计			41545

资料来源：国家统计局，《中国经济普查年鉴 2018》，天风证券研究所



● 大宗商品现货交易所

大宗商品交易所可以分为现货交易所和期货交易所。针对现货交易所，我们分别统计各领域相关市场数量。由于期货交易所对大宗商品的需求并非来自于套期保值决策，因此前文中市场渗透率 57% 的假设不再适用。我们分析认为影响资讯产品在现货交易所市场渗透情况的主要是交易所的交易额，即越大的交易所越多意味着资讯产品市场渗透率越高。因此我们这里统计亿元以上的现货市场数量，通过交易额这一筛选条件替代市场渗透率。我们保留每个交易所购买 10 个账号的假设，得到各领域现货交易所客户总数。

图 17：大宗商品现货交易所客户数量测算

资讯类别	行业覆盖	亿元以上市场数量 (个)	总客户 (个)
黑色金属	金属材料市场	161	1610
有色金属	金属材料市场	161	1610
能源化工	煤炭市场	3	250
	化工材料及制品市场	22	
农产品	农产品综合市场	634	19440
	农产品市场	796	
	肉禽蛋市场	93	
	粮油市场	81	
	蔬菜市场	224	
	干鲜果品市场	105	
建筑	棉麻土畜、烟叶市场	11	1910
	建材市场	191	
合计			24820

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3) 产业客户潜在年收入规模测算 (各品类产业客户数量 × 各品类 ARPU)

根据上述测算的钢联黑色金属、有色金属、能源化工、农产品、建筑、终端制造六大品类潜在产业客户数量与 ARPU，计算钢联产业客户潜在年收入规模约为 11.15 亿元。

图 18：大宗产品产业客户年收入规模测算

资讯类别	客户类别	潜在客户数量 (个)	潜在客户总数 (个)	ARPU (万元/账号/年)	潜在收入规模 (亿元/年)
黑色金属	生产、加工、制造类企业	3671	18499	1.47	2.72
	贸易企业	13218			
	现货交易所	1610			
有色金属	生产、加工、制造类企业	3152	17980	1.13	2.03
	贸易企业	13218			
	现货交易所	1610			
能源化工	生产、加工、制造类企业	9411	21724	0.61	1.33
	贸易企业	12063			
	现货交易所	250			
农产品	生产、加工、制造类企业	1505	22233	0.86	1.91
	贸易企业	1288			
	现货交易所	19440			
建筑	生产、加工、制造类企业	14809	18477	1.2	2.22
	贸易企业	1758			
	现货交易所	1910			
终端制造	生产、加工、制造类企业	11782	11782	0.8	0.94
合计			110695		11.15

资料来源：国家统计局，《中国经济普查年鉴 2018》，公司官网，天风证券研究所

2、期货交易所&金融机构潜在年收入规模测算

针对大宗商品期货交易所，我国经批准设立的共有三家，即郑州商品交易所、上海期货交易所、大连商品交易所。根据《2019 年中国期货市场年鉴》，三个交易所交易品类都覆盖大宗商品各个领域，分别测算复杂度较高。因此我们参考同业公司卓创资讯 2020 年对大连商品交易所的销售额 149.95 万元，考虑到钢联指数产品更加丰富，且覆盖了黑色金属、有色金属、能源化工、建筑建材、农产品五大品类，我们认为钢联单个交易所 ARPU 高于

卓创。考虑到钢联 2020 年资讯业务收入体量约为卓创的两倍，我们假设钢联期货交易所 ARPU 为  $149.95 \times 2 \approx 300$  万元。则三个交易所未来潜在收入为 900 万元。

图 19：大宗商品期货交易所客户数量及潜在收入测算

交易所所数 (个)	ARPU (万元/交易所/年)	总营收 (万元 / 年)
3	300	900

资料来源：中国期货业协会，《中国期货市场年鉴 2019》，天风证券研究所

对大宗商品相关资讯有需求的金融机构类型包括证券市场服务、基金、期货市场服务等，统计其大型机构数量如下。金融机构对数据的需求增长受近年来金融科技应用的深化的带动，因此我们参考当前金融科技渗透率估计未来大宗商品资讯服务在金融业的渗透率。参照国内金融科技渗透率，我们假设金融机构大宗商品资讯信息服务渗透率为 47%，假设每个机构购买 10 个账号，得到金融机构总客户数量。由于金融机构对大宗商品各个类别都存在资讯需求，因此我们不按照前文划分领域分别测算 ARPU 的方式，而是为各类金融机构估计统一 ARPU。由于标准版钢联数据终端这一产品覆盖所有领域数据，且相比逐个订阅网站会员性价比更高，我们以该产品作为金融机构购买内容，即 ARPU 为 6.8 万，对应潜在收入空间约 7.7 亿元。

图 20：公司金融机构客户潜在收入测算

机构类型	大型法人数量 (个)		客户数 (个)
证券市场服务	19	假设渗透率为47%，假设每个机构购买10个账号	91
公开募集证券投资基金	8		39
非公开募集证券投资基金	1224		5755
期货市场服务	11		51
证券期货监管服务	2		9
资本投资服务	967		4544
金融信息服务	166		778
金融资产管理公司	11		54
总客户数 (个) (a)			
ARPU (万元/账号/年) (b)			6.8
总营收 (万元 / 年) (a)*(b)			76985

资料来源：国家统计局，《中国经济普查年鉴 2018》，天虎科技，天风证券研究所

综上，将大宗商品产业客户（生产制造相关企业、贸易企业、现货交易所）、期货交易所、金融机构客户潜在市场规模相加，我们测算上海钢联现有六大大宗品类（黑色金属、有色金属、能源化工、农产品、建筑建材、终端制造）保守潜在的年收入规模约为 18.9 亿元。

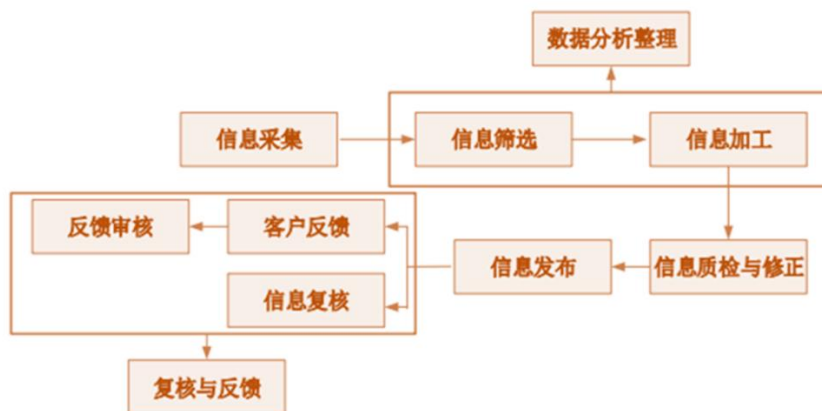
### 3. 多项竞争优势，造就实现的必然性

#### 3.1. 信息采集能力强，筑牢资讯服务的基本功

数据采集是资讯服务的基础环节，公司数据采集具有两方面优势。一方面，钢联数据采集人员远超同业，当前业内数据采集主要通过电话、通讯软件等方式，与大宗商品行业的市场参与者进行信息交流，因此采集人员数可以说代表了数据采集网络的完善程度。另一方面，钢联数据与我的钢铁网、我的有色网、我的农产品网、隆众石化网等平台资讯数据以

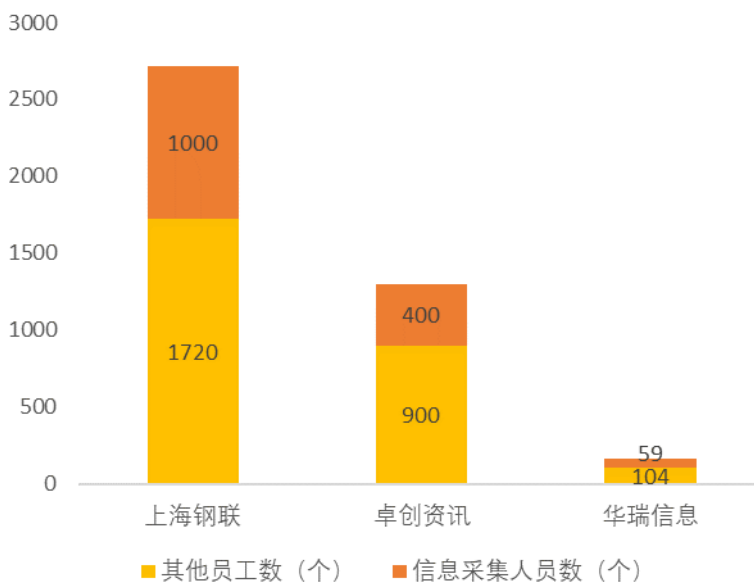
及钢银电商、物联网等线上交易平台数据实现实时无缝对接，尤其是钢银电商的实时交易数据，能快速反映市场交易动态，使公司在高频数据领域相较于单一从事资讯业务的公司更具优势。

图 21：数据采集是资讯产品和服务提供的起点，具有基础性意义



资料来源：卓创资讯招股说明书，天风证券研究所

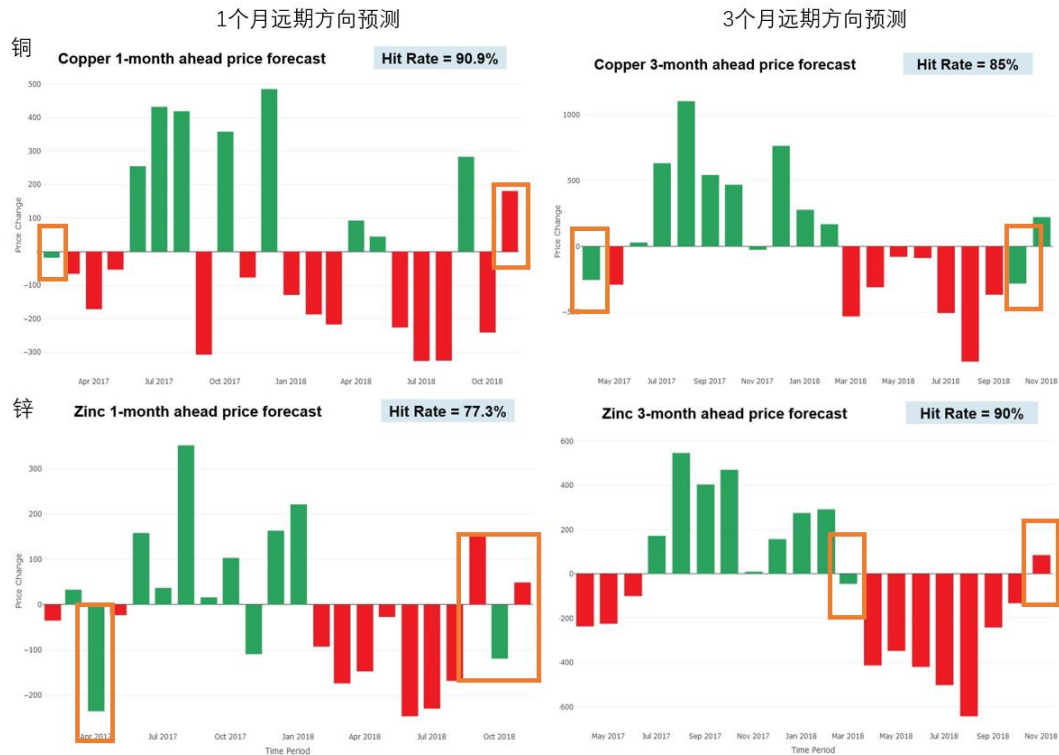
图 22：钢联一线数据采集人员远超国内同业



资料来源：各公司官网，各公司年报，wind，天风证券研究所

**研发卫星技术采集信息，符合国际主流趋势。**基于卫星影像数据应用最早始于美国。美国 2009 年成立的 RS Metrics 为企业提供卫星图像和地理空间分析，通过计算机视觉和机器学习，从各种基于位置的信息中提取有可用数据，为金融、房地产、零售、工业、金属、政府、学术研究服务提供决策预测分析与警报。RS Metrics 使用卫星技术预测金属等大宗商品的产量、储量，进而预估期货价格，其预测精确度可达 90%以上，已证明该技术前景广阔。钢联利用遥感卫星等科技手段，2019 年已实现全景呈现全球大宗商品产业链动态。在人力成本日益增长的背景下，利用技术手段能够实现数据采集的降本增效，助力公司长远发展。

图 23：RS Metrics 利用卫星预测大宗商品期货价格变动方向，精确度可达 90%以上



注：条形图的颜色表示预测的结果(绿色=正，红色=负)，条形图的方向和大小表示实际发生的结果。橙色框内为预测的结果与实际发生的结果不一致的情况。

资料来源：RS Metrics 官网，天风证券研究所

### 3.2. 从产品到服务，全方位提升客户粘性

**钢联产品类型全面，有效满足客户多元化需求。**钢联当前产品可分为标准产品和定制产品两类。标准产品中，门户网站客户群体范围较广，功能上主要是信息的直接呈现；数据客户端面向付费能力较强的高端客户，功能上侧重系统化的数据展示、数据加工和模型挖掘，便于客户进行更深入的行业研究；手机 APP 主要满足客户移动办公场景的资讯需求。定制化产品包括定制性调研数据、研究报告、期刊、咨询、会议和培训等，能够根据客户个性化要求提供针对性更强的数据资讯及决策建议，照顾到各类细分需求。

表 5：钢联产品矩阵全面，覆盖客户全方位需求

	门户网站	数据客户端	手机 APP	研究报告	咨询	会议
上海钢联	✓	✓	✓	✓	✓	✓
卓创资讯	✓	✓	✓	✓	✓	✓
华瑞信息	✓				✓	✓

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

**电商与资讯相互引流，服务闭环强化客户沉淀。**钢联电商业务现已形成包括电商交易平台、智能化云仓储、信息化物流、供应链服务的一站式服务链。电商业务客群主要为大宗商品行业上下游企业，这些企业在有交易需求的同时，也需要资讯信息辅助交易决策。钢联立足电商业务积累的庞大客群，提供交易服务的同时宣传资讯产品和服务，并吸引资讯客户购买电商服务，能够实现低成本客户转化和留存。

图 24：钢联资讯服务和电商交易形成服务闭环



资料来源：公司官网，天风证券研究所

钢联客户数据表现强，用户数、ARPU 高于同业。我们对比钢联和卓创资讯及华瑞信息，在注册用户数上，钢联由于之前业务重心更偏向于电商，资讯用户数在 2017 年低于卓创，但近三年来用户数实现翻倍增长，其资讯板块发展速度可见一斑；在付费用户数上，卓创客户留存度呈现下滑，而钢联在近三年内实现快速赶超，未来依托电商巨大的交易体量有望进一步拉大领先幅度。在 ARPU 值方面，钢联由于 2018 年收购山东隆众（隆众客户平均付款额较低），以及 2019 年广告客户数量下降（广告客户收费较高）带来 ARPU 的下降，但三年来仍明显高于卓创，可见其客户价值更高。

表 6：钢联注册用户数加速增长（单位：万）

公司名称	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
上海钢联	PC 端	180.51	278.72	286.4	439.95
	移动端	77.72	106.78	未披露	未披露
卓创资讯		235.1	263.51	285.2	306.09
华瑞信息		10.8	11.5	12.19	12.80

资料来源：卓创资讯招股说明书，上海钢联公告，华瑞信息公告，天风证券研究所

表 7：钢联付费用户数实现赶超，ARPU 持续领先

公司名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
	付费用户数 (万)	ARPU (元)	付费用户数 (万)	ARPU (元)	付费用户数 (万)	ARPU (元)	付费用户数 (万)	ARPU (元)
上海钢联	6.73	3070.86	12.62	2253.42	12.95	2627.05	17.66	2200.44
卓创资讯	17.32	1037.89	17	1195.66	15.9	1383.77	14.89	1466.30

资料来源：卓创资讯招股说明书，上海钢联公告，天风证券研究所

### 3.3. 指数及研究广受认可，市场影响力进一步强化

政府机构、媒体与钢联深入合作，增进客户对钢联的认知及信任。钢联与国家统计局合作编制全国大宗商品价格指数（MyBCIC）、钢材综合价格指数（MySpic）、螺纹钢价格指数、矿石价格指数等，并通过新华社、中央电视台(CCTV)、第一财经(CBN)等主流媒体定期发布。



此外，钢联整合资讯精华在“钢联演播室”内编制成节目放送。2019 年与发改委价格监测中心合作编写《对中国参与全球铁矿石定价机制的思考》，与发改委价格监测中心联合进行课题立项，与工业和信息化部、国务院发展研究中心、中国钢铁工业协会等诸进行重要大宗商品的运行监测与分析、大宗商品对国内经济发展的影响研究。上述合作既让钢联积累丰富经验，也无形中向广大客户宣传了钢联数据和研究的专业性。

图 25：钢联与政府部委、主流媒体广泛合作



资料来源：公司年报，公司官网，天风证券研究所

图 26：钢联通过“钢联演播室”节目放送资讯精华，广受业界欢迎

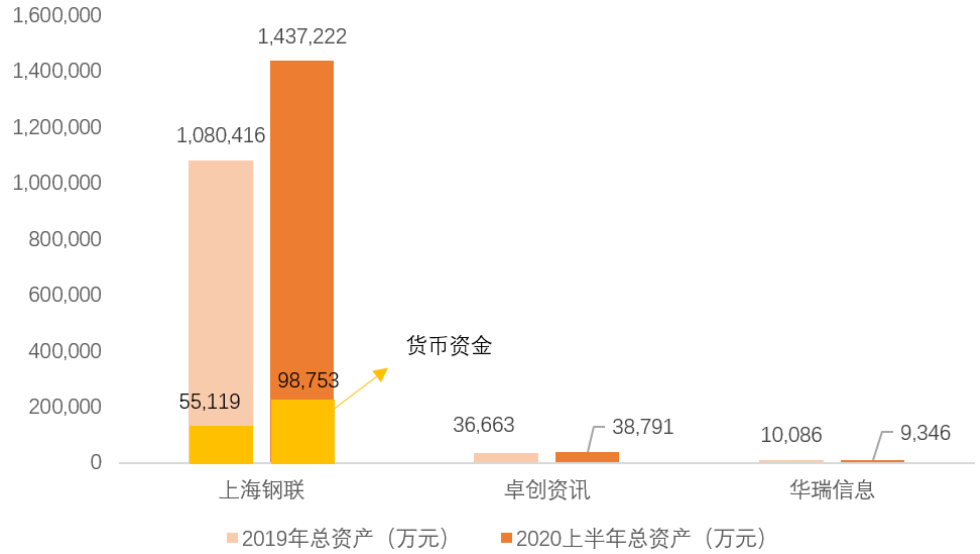


资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.4. 规模优势加持，龙头地位难撼动

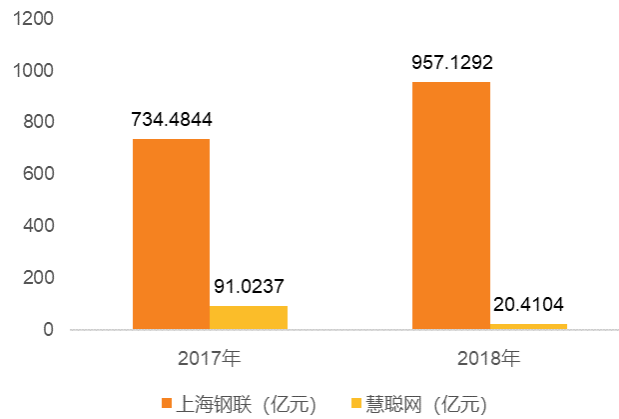
钢联电商业务已建立规模优势，为其资讯业务发展提供资源依托。对比钢联和资讯公司的资产规模，可见钢联具有明显规模优势。这主要由于钢联电商业务已成为行业龙头，当前大宗商品电商仅钢铁电商较为成熟，对比可见钢联收入量级性领先。钢联电商业务为其积累充足资金，能够为资讯业务提供坚实支撑，如 2018 年收购中联钢强化黑色金属领域、2017 年收购山东隆众向能化拓展布局等，且大量资金使得钢联能够加大研发投入，进一步强化技术优势。

图 27：与资讯公司对比，钢联资产规模优势显著



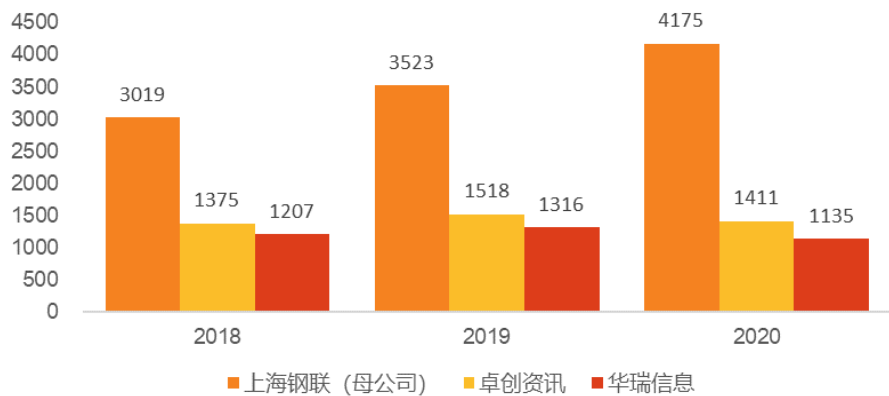
资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：与钢铁电商公司对比，钢联电商业务收入体量领先



资料来源：wind，天风证券研究所（注：上述收入为两公司电商业务收入，由于慧聪集团对其电商业务（B2B 交易平台）只披露了其 2017 和 2018 年收入，故只对比这两个年份）

图 29：钢联研发投入远高于同业，强化技术优势



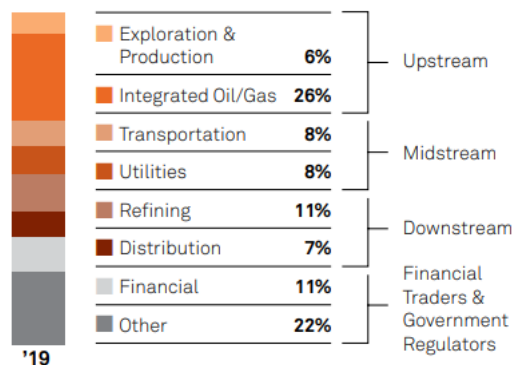
资料来源：wind，天风证券研究所（注：图中研发投入仅包含研发费用）

## 4. 驱动因素已获验证，奠定成长逻辑

### 4.1. 产业链上下游延展，纵向扩张客户群

普氏能源资讯客户结构贯通产业上下游，钢联目前客户以大宗商品领域企业为主。普氏主要经营能化领域资讯，其客户中能化生产、加工企业为主体，占比 53% (26%+16%+11%)。但同时客户还包括能化产品交易相配套的物流、运输客户 (15%)、下游应用的通用事业客户 (8%) 以及金融业客户 (11%)，客户结构呈现多元化。由于钢联未公开披露其客户结构，我们梳理钢联历年前五大客户，发现金属生产加工厂商占主导，其他领域客户缺乏。钢联未来围绕生产直接相关企业，逐步向整个大宗商品供应链拓展数据应用半径，进一步打开营收面。

图 30：普氏客户结构覆盖整个供应链，比钢联更加多样化



资料来源：S&P Global 官网，天风证券研究所

表 8：钢联历年前五大客户类型较为单调

序号	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1	上海宝源钢国际贸易有限公司	上海宝源钢国际贸易有限公司	上海宝源钢国际贸易有限公司	泊头市海成钢材物资有限公司
2	上海抚新钢铁贸易有限公司	上海磐盛实业有限公司	杭州热联集团股份有限公司	杭州热联集团股份有限公司
3	中国建筑一局(集团)有限公司	中国建筑一局(集团)有限公司	钢帮帮电子商务有限公司	钢棒棒电子商务有限公司
4	南京衡水钢管有限公司	苏州裕景泰贸易有限公司	邯郸市铂宏贸易有限公司	邯郸钢瑞供应链管理有限公司
5	陕西绍和贸易有限公司	杭州热联集团股份有限公司	山东天保工贸有限公司	江苏钢融金属材料有限公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 4.2. 品类布局步步完善，横向打开新空间

钢联早期专注黑色金属，随后通过收购不断拓宽行业覆盖。钢联在 2000 年推出首个资讯产品“我的钢铁网”，2010 年“我的有色”和“能源网”开启大宗商品全品类布局；2012 年通过增资参股淄博隆众信息技术有限公司，快速切入了石化、橡塑行业；2017 年控股山东隆众，其旗下隆众石化网在石化资讯领域有稳定市场份额以及客户基础，2018 年控股中联钢，强化黑色金属资讯优势，同时加大农产品领域投入，此外钢联还推出“百年建筑网”加强下游领域布局。根据上海钢联董事长朱军红在《2021 中国石油流通行业发展高峰论坛》中演讲，上海钢联正在加速推进大宗商品领域的布局，从能源化工到建筑材料以及农产品的全产业覆盖，形成近 100 条完备的商品产业链布局。

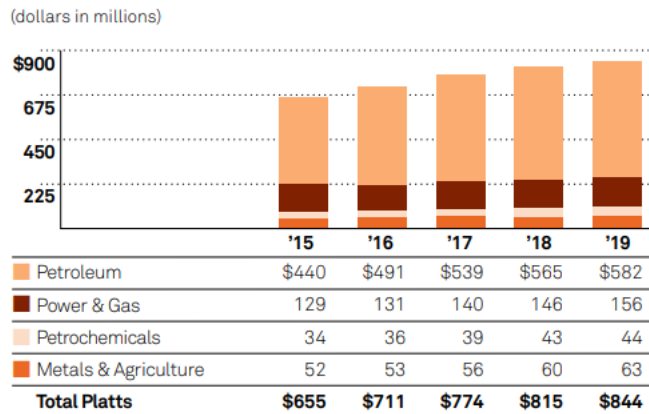
表 9：钢联通过收购向其他大宗商品领域拓展

年份	事项	影响
2000 年	“我的钢铁网” 上线	钢联首个资讯产品
2010 年	“我的有色” 和 “能源网” 上线	开启大宗商品全品类布局
2011 年	研发钢联云终端	初步完成了钢铁、不锈钢的产量子库、价格子库、指数子库、消费子库、贸易子库、库存子库、企业子库的数据整理
2012 年	增资参股淄博隆众信息技术有限公司	快速切入了石化、橡塑行业
2017 年	增资并控股山东隆众	强化公司资讯业务在石化领域和山东地区的布局，丰富产品线，提高石化领域资讯细化服务和高端延伸服务
2018 年	控股中联钢	强化黑色金属资讯优势
2020 年	增资山东隆众	有利于缓解山东隆众的资金压力，优化公司的财务结构，有利于石化领域资讯业务扩张

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

对比普氏能源资讯，其石油、天然气收入占主要部分。一方面证明了公司向能化领域布局的正确性，普氏的成功经验证明能化领域空间广阔，钢联有望在国内实现能化资讯的国产替代。另一方面进一步突出钢联金属领域既有优势，考虑到普氏当前已成为能化领域的全球龙头，未来钢联要争夺大宗商品定价权可发力其布局较弱的金属领域，发挥差异化竞争优势。

图 31：普氏收入中石油相关收入占据主要比重

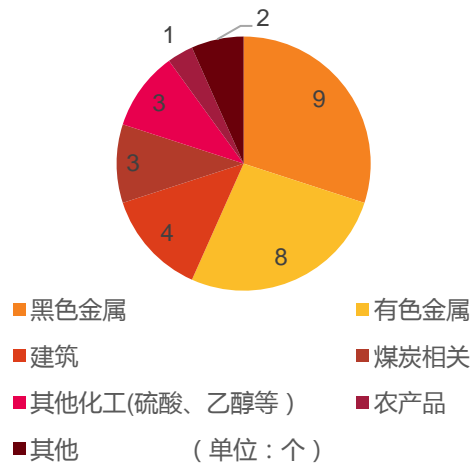


Details may not sum to total due to rounding

资料来源：S&P Global 官网，天风证券研究所

钢联当前多品类布局已显成效，未来通过完善品类做大业务。钢联当前在黑色金属领域产品矩阵较为完善，网站会员中关于黑色金属的产品模块占比 30%，有色金属占比 27%。而能化、农产品相关产品项目则占比较少。钢联数据终端中各品类占比类似。此外当前钢联能化产品主要围绕煤炭、煤焦化工，石油相关资讯仅由钢联数据终端中的一个模块提供，天然气产品则不涉及，可见钢联在石油、天然气等品类相对布局较弱。参考普氏在石油领域成功经验，未来随着钢联在该领域布局完善，将进一步抬高营收天花板。

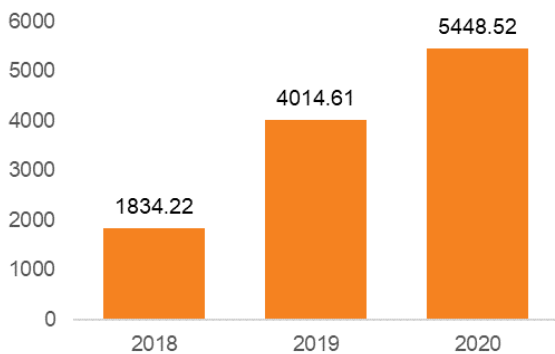
图 32：钢联现有网站会员产品模块集中于金属领域，石油、天然气等领域正待开拓



资料来源：公司官网，天风证券研究所

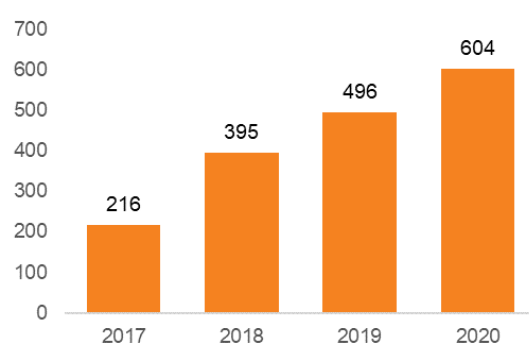
**钢联不断加强能源化工领域投入，山东隆众规模快速扩张。**2017-2018 年上海钢联受让股权和增资方式完成对山东隆众控股，积极向能源化工资讯领域布局，山东隆众自 2018 年起开始快速扩张，人员有 2017 年 216 人增长到 2020 年 604 人，营收由 2018 年 1834 万元增长到 2020 年 5449 万元，对比直接竞争对手卓创资讯约 1100 人员工数量和 2.19 亿元（2020 年）收入体量，隆众已经初具规模。2020 年 6 月，上海钢联公告控股子公司山东隆众增资扩股，上海钢联、星商投资（钢联大股东上海兴业投资全资子公司）、隆挚基金（钢联董事长朱军红为合伙人）、钢联董事长朱军红共计增资 2.84 亿元，用于石化资讯领域扩张，我们认为钢联能源化工领域收入仍将快速增长，并有望向有色金属、建筑建材、农产品等领域复刻。

图 33：山东隆众营收快速增长（单位：万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：山东隆众员工数量快速增加（单位：人）



资料来源：wind，天风证券研究所

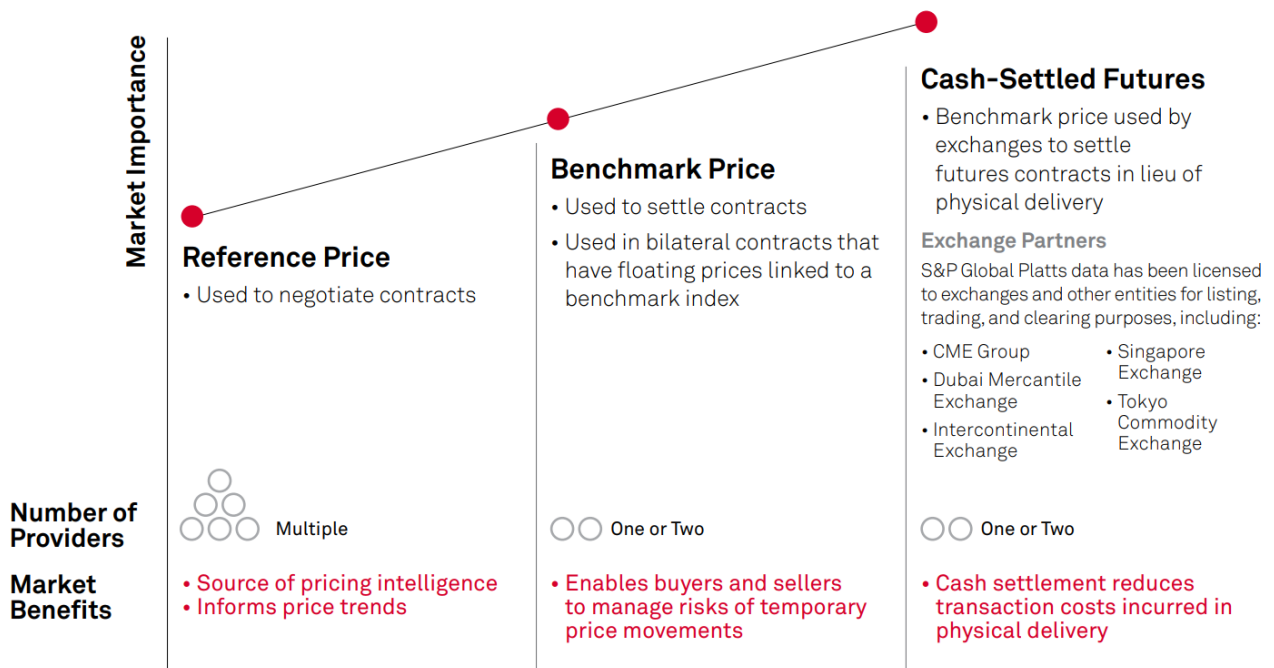
### 4.3. 交易所合作不止增收，更是获取行业话语权

**参考普氏能源资讯，与交易所合作能够提升钢联市场地位。**大宗商品资讯的重要应用是价格评估，主要分三类场景：作为价格趋势情报，帮助确定多边合同谈判的参考价格；作为制定浮动价格与基准指数挂钩的双边合同的基准价格，使买方和卖方能够管理临时价格变动的风险；形成期货结算的基准价格，向交易所发放价格评估许可证，允许交易所创建衍生品合约从而实现对冲和其他风险管理活动。从价格参考到价格“基准”，价格资讯的重要性依次上升。



图 35：大宗商品价格评估业务中期货相关应用最具有市场重要性

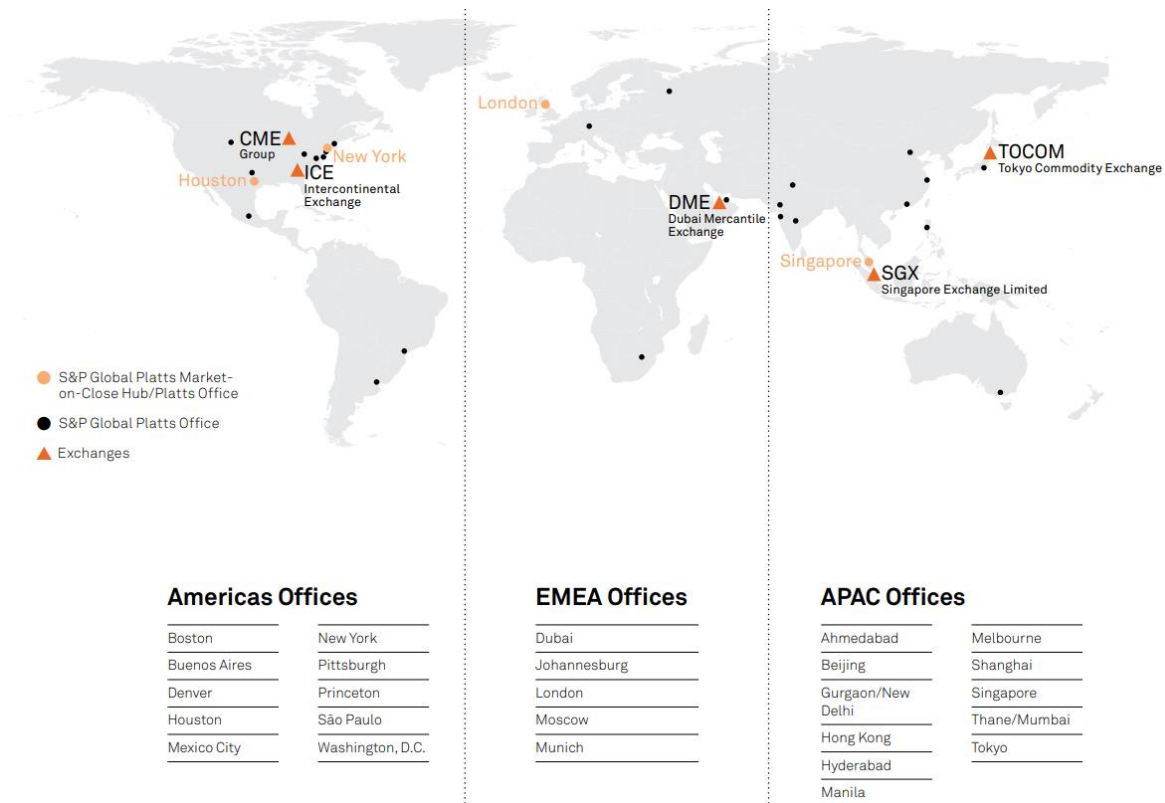
### How Market Participants Use Price Assessments



资料来源：S&P Global 官网，天风证券研究所

目前普氏价格评估是近 1300 份交易所交易、现金结算的期货合约的基础，并在全球主要交易所附近建立办事处以增进合作，说明普氏重视加强其资讯价格在第三类场景的应用，这帮助普氏建立价格信息提供商的声誉。

图 36：普氏办事处多设在交易所附近



资料来源：S&P Global 官网，天风证券研究所

钢联不断加强交易所合作，为公司收入和市场地位的提供长驱增长力。钢联 2011 年已与芝加哥商品交易所公司（CME）签订数据合作协议，以黑色金属及相关原材料的价格数据作为 CME 衍生品合约交易、结算的依据；2018 年新加坡交易所全资子公司在新加坡设立合资公司，合作开发钢铁和铁矿石价格相关指数，并将基于指数创建衍生品交易品种，上市、营销和商业化该等衍生品。从营收角度看未来，以大连商品交易所近年招标信息为例，招标项目包括研究、咨询等，可见交易所对资讯业务存在多种需求，增收空间广阔。从市场地位角度，钢联将来对标普氏，不断深化价格资讯的第三类场景应用，使其资讯业务不只是简单地提供情报，而是参与整个行业标准的制定，增强行业话语权。

表 10：大连商品交易所招标项目显示交易所多类业务需求

招标时间	项目内容	成交金额
2021 年 02 月 04 日	大连商品交易所 2021 年度万得资讯服务采购项目	509,400 元
2021 年 01 月 20 日	大连商品交易所干辣椒行业质量标准课题项目	300,000 元
2020 年 10 月 27 日	大连商品交易所中国冶金报增加期货栏目合作项目	456,000 元
2020 年 10 月 15 日	大连商品交易所舆情信息服务采购项目	190,000 元
2020 年 09 月 21 日	大连商品交易所《铁矿石期货市场与铁矿石定价机制的关系》课题合作项目	470,000 元
2020 年 01 月 02 日	大连商品交易所《金融与商品期货高级管理课程》提高班（第四期）项目	290,000 元

资料来源：采招网，天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

**营业收入预测：**预计 2021-2023 年公司营收分别为 702.63/808.65/893.56 亿元，同比增速分别为 20.06%/15.09%/10.50%。

- 1) 资讯业务：信息业务、网页链接服务是 SaaS 模式业务，边际成本低，收入随公司产品拓展而增长，考虑到公司能源化工品类收入开始放量，有色金属、建筑建材、农产品等品类培育成熟，再考虑 2020 年低基数，预计信息服务、网页链接服务业务收入增速加快。会务培训、咨询服务以定制化服务为主，其规模增长受人员数量限制，其收入的增长受公司人员数量限制，预计增速呈现递减趋势。**我们预计 2021-2023 年资讯业务收入分别为 6.24/7.91/9.84 亿元，同比增速分别为 30.88%/26.80%/24.32%。**
- 2) 电商业务：公司寄售交易、供应链金融业务与钢联电商交易量正相关，同时供应链金融业务收入与钢价、公司资金规模相关，考虑公司电商业务已经成熟，公司投入资源减少，预计公司电商业务收入增速逐年放缓。**我们预计 2021-2023 年电商业务收入分别为 696.34/800.69/883.67 亿元，同比增速分别为 19.98%/14.99%/10.36%。**

图 37：公司营业收入预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>资讯业务</b>	<b>433.82</b>	<b>476.84</b>	<b>624.10</b>	<b>791.37</b>	<b>983.87</b>
yoy	28.29%	9.92%	30.88%	26.80%	24.32%
信息服务	126.40	134.41	174.73	227.15	295.30
yoy	15.19%	6.34%	30%	30%	30%
网页链接服务	134.01	150.86	196.12	245.15	294.18
yoy	16.15%	12.57%	30%	25%	20%
会务培训服务	100.27	104.97	136.46	170.58	204.69
yoy	38.42%	4.69%	30%	25%	20%
咨询服务	59.79	75.47	105.66	137.36	178.57
yoy	61.10%	26.23%	40%	30%	30%
其他服务	13.35	11.13	11.13	11.13	11.13
<b>电商业务</b>	<b>122133.18</b>	<b>58039.51</b>	<b>69634.04</b>	<b>80069.13</b>	<b>88366.89</b>
yoy	27.60%	-52.48%	19.98%	14.99%	10.36%
寄售交易	82,628.78	4,312.09	5174.51	5950.69	6843.29
yoy	24.20%	-94.78%	20%	15%	15%
供应链服务	39,473.32	53,660.59	64392.71	74051.62	81456.78
yoy	35.25%	35.94%	20%	15%	10%
其他服务	31.07	66.82	66.82	66.82	66.82
<b>租赁收入</b>	<b>4.75</b>	<b>4.88</b>	<b>4.88</b>	<b>4.88</b>	<b>4.88</b>
yoy	18.53%	2.65%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>总营收</b>	<b>122571.75</b>	<b>58521.23</b>	<b>70263.03</b>	<b>80865.37</b>	<b>89355.64</b>
yoy	27.61%	-52.26%	20.06%	15.09%	10.50%

资料来源：wind，天风证券研究所

**毛利率与费用率预测。**SaaS 属性使得公司资讯边际成本逐渐降低，但考虑到公司黑色金属之外品类仍处于信息采集积累的投入阶段，我们预计公司资讯业务毛利率维持不变。同时我们预计公司电商业务毛利率维持不变。考虑公司电商业务已经成熟，我们预计公司销售费用率逐年降低；由于股权激励费用摊销，2021 年管理费用率有所提升，此后逐年降低；公司仍将加大资讯业务研发投入，预计研发费用率有所提升。

**我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.94/3.90/4.94 亿元，同比增速分别为 35.86%/32.48%/26.78%。**

表 11: 公司盈利预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	122571.75	58521.23	70263.03	80865.37	89355.64
yoy	27.61%	-52.26%	20.06%	15.09%	10.50%
净利润 (百万元)	180.59	216.67	294.38	389.98	494.44
yoy	49.34%	19.98%	35.86%	32.48%	26.78%

资料来源: wind, 天风证券研究所

**估值:** 考虑上海钢联在大宗商品综合服务领域的龙头地位、在黑色金属领域已建立起的规模优势、数据资讯业务存在广阔增量空间、大宗商品上下游企业对数据资讯的需求加速释放、以及相关指数产品等在金融领域的广泛应用, 参照可比公司, **我们给予公司 2022 年 45X PE, 2022 年合理市值 175 亿元, 目标价 91.8 元。**

表 12: 上海钢联可比公司 PE

代码	公司简称	2021E	2022E	2023E
603613.SH	国联股份	60.11	37.74	23.49
600588.SH	用友网络	93.69	73.44	55.61
601360.SH	三六零	24.53	21.36	20.10
	<b>均值</b>	<b>59.44</b>	<b>44.18</b>	<b>33.07</b>

资料来源: wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

### 1、宏观经济的风险

公司服务于大宗商品全产业链, 受国家宏观经济状况、对经济总体状况的预期等因素的影响较大。近年来受国内宏观经济调控与大宗商品行业环境影响, 公司经营可能继续面临较大的压力。

### 2、系统数据的安全风险

公司自主运营的互联网网站是公司会员客户提供信息服务、网页链接服务、电子商务服务的主要平台, 公司必须保证计算机系统的稳定和数据的安全以确保日常经营的顺利进行。虽然公司已经采取了包括服务器托管、加强软件安全、严格数据管理、加快备份频率等有效的措施保证了计算机系统和数据安全性, 但如果出现设备故障、软件漏洞、网络恶意攻击、电力供应故障、自然灾害等不可控因素, 将可能会导致公司出现系统崩溃、数据丢失、服务中断等严重后果, 给公司的正常运作造成较大的损失。

### 3、业务推广不及预期风险

公司未来资讯业务能否持续稳定扩大市场推广受到宏观经济环境、产业政策、行业技术创新、行业竞争格局以及自身创新能力、产品服务品质、营销能力、内部控制水平等多种因素的综合影响。若未来出现对公司发展不利的因素, 将可能导致公司难以有效扩大客户规模, 使得盈利能力出现波动, 存在经营业绩增长放缓或成长性不及预期的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	551.19	562.77	5,621.04	6,469.23	7,148.45	营业收入	122,571.75	58,521.23	70,263.03	80,865.37	89,355.64
应收票据及应收账款	3,173.70	5,035.26	276.76	2,328.70	550.31	营业成本	121,670.79	57,351.86	68,857.77	79,167.20	87,389.82
预付账款	4,985.67	4,989.04	6,986.80	6,782.07	8,416.88	营业税金及附加	71.81	75.72	90.91	104.63	115.62
存货	1,172.42	1,247.27	1,657.86	1,682.23	2,004.77	营业费用	241.60	266.41	316.18	339.63	366.36
其他	518.99	761.44	429.55	598.11	595.70	管理费用	157.01	159.25	182.68	202.16	214.45
<b>流动资产合计</b>	<b>10,401.97</b>	<b>12,595.78</b>	<b>14,972.01</b>	<b>17,860.33</b>	<b>18,716.13</b>	研发费用	84.09	88.29	98.37	121.30	134.03
长期股权投资	27.96	29.53	29.53	29.53	29.53	财务费用	50.27	75.15	63.84	46.03	29.04
固定资产	186.75	177.97	206.55	248.37	285.13	资产减值损失	(3.43)	(3.22)	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	39.79	59.87	83.92	80.35	公允价值变动收益	(2.69)	7.58	5.15	(1.30)	(0.85)
无形资产	27.97	23.57	21.19	18.80	16.42	投资净收益	(3.38)	3.42	3.42	3.42	3.42
其他	159.50	174.19	134.25	154.63	153.85	其他	(32.84)	16.04	(17.14)	(4.23)	(5.14)
<b>非流动资产合计</b>	<b>402.19</b>	<b>445.05</b>	<b>451.39</b>	<b>535.26</b>	<b>565.28</b>	<b>营业利润</b>	<b>338.53</b>	<b>480.74</b>	<b>661.84</b>	<b>886.53</b>	<b>1,108.89</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,804.16</b>	<b>13,040.82</b>	<b>15,423.40</b>	<b>18,395.59</b>	<b>19,281.41</b>	营业外收入	0.01	0.12	1.32	0.49	0.65
短期借款	1,567.83	2,745.98	3,101.28	4,073.28	2,775.05	营业外支出	0.77	3.55	2.18	2.17	2.63
应付票据及应付账款	1,131.34	1,544.06	1,668.08	2,024.98	2,051.66	<b>利润总额</b>	<b>337.77</b>	<b>477.31</b>	<b>660.98</b>	<b>884.85</b>	<b>1,106.91</b>
其他	5,228.44	5,333.41	6,752.21	7,742.77	9,077.34	所得税	10.05	111.00	153.72	205.78	257.42
<b>流动负债合计</b>	<b>7,927.61</b>	<b>9,623.45</b>	<b>11,521.58</b>	<b>13,841.03</b>	<b>13,904.04</b>	<b>净利润</b>	<b>327.72</b>	<b>366.31</b>	<b>507.27</b>	<b>679.07</b>	<b>849.49</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	147.13	149.64	212.89	289.09	355.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>180.59</b>	<b>216.67</b>	<b>294.38</b>	<b>389.98</b>	<b>494.44</b>
其他	38.98	36.14	38.07	37.73	37.31	每股收益(元)	0.95	1.13	1.54	2.04	2.59
<b>非流动负债合计</b>	<b>38.98</b>	<b>36.14</b>	<b>38.07</b>	<b>37.73</b>	<b>37.31</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,966.60</b>	<b>9,659.59</b>	<b>11,559.65</b>	<b>13,878.76</b>	<b>13,941.35</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	1,695.47	2,022.27	2,224.51	2,508.78	2,855.94	<b>成长能力</b>					
股本	159.11	190.93	190.93	190.93	190.93	营业收入	27.61%	-52.26%	20.06%	15.09%	10.50%
资本公积	746.57	768.65	768.65	768.65	768.65	营业利润	58.95%	42.01%	37.67%	33.95%	25.08%
留存收益	982.85	1,170.76	1,448.31	1,817.12	2,293.18	归属于母公司净利润	49.34%	19.98%	35.86%	32.48%	26.78%
其他	(746.43)	(771.38)	(768.65)	(768.65)	(768.65)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,837.56</b>	<b>3,381.23</b>	<b>3,863.75</b>	<b>4,516.83</b>	<b>5,340.05</b>	毛利率	0.74%	2.00%	2.00%	2.10%	2.20%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,804.16</b>	<b>13,040.82</b>	<b>15,423.40</b>	<b>18,395.59</b>	<b>19,281.41</b>	净利率	0.15%	0.37%	0.42%	0.48%	0.55%
						ROE	15.81%	15.94%	17.96%	19.42%	19.90%
						ROIC	13.01%	11.44%	10.26%	57.44%	43.61%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	73.74%	74.07%	74.95%	75.45%	72.30%
						净负债率	35.83%	64.57%	-65.17%	-53.03%	-81.88%
						流动比率	1.31	1.31	1.30	1.29	1.35
						速动比率	1.16	1.18	1.16	1.17	1.20
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	42.15	14.26	26.45	62.07	62.07
						存货周转率	121.97	48.37	48.37	48.42	48.47
						总资产周转率	11.98	4.91	4.94	4.78	4.74
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.95	1.13	1.54	2.04	2.59
						每股经营现金流	-3.34	-6.26	25.44	0.12	10.88
						每股净资产	5.98	7.12	8.59	10.52	13.01
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	69.96	58.31	42.92	32.40	25.55
						市净率	11.06	9.30	7.71	6.29	5.09
						EV/EBITDA	33.54	23.72	16.55	13.31	9.51
						EV/EBIT	34.98	24.33	16.87	13.54	9.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com