

国联股份 (603613.SH)

具备先发优势和规模效应，加速赋能产业全链路

核心观点：

- **产业互联网板块分化，公司成长性亮眼。**2014-2019 年是资讯平台转型交易平台的红利期，2020 年产业互联网平台向产业链互联 3.0 阶段迈进，需要足够的交易规模和服务能力，板块行情分化。2020 年公司收入增速（同比+138%）和利润增速（同比+92%）大幅超过行业水平。
- **竞争力来自先发优势和平台规模效应，穿越价格周期持续增长。**（1）通过国联资源网积累了大量上下游资源，通过多多电商平台和国联云逐渐搭建客户信任关系。（2）多多电商领先的交易规模使得公司能够通过集合采购、拼单团购等方式归集下游订单，与上游按量议价获得优势进价。（3）在垂直行业领域积累海量数据、资深运营团队、上下游长期合作关系，使得多多平台可以穿越产品价格波动持续高速增长。
- **未来增长空间来自 3 个维度。**（1）依托国联资源网的上下游资源和资深行业运营团队孵化新的多多平台，根据公司判断，符合现行商业逻辑的细分子行业共有 30 个左右。（2）提升多多电商对行业客户的渗透率，根据财报数据，截至 2020 年国联资源网注册用户转化为多多电商交易客户的渗透率不到 0.34%，多多电商平台的总体行业渗透率仅在 1% 左右。参照美国 2019 年 B2B 电商的渗透率为 51.8%，而上游集中度越高的产业、B2B 线上渗透率越高，判断公司具备高速增长的空间和能力。（3）完善产业互联网服务体系，推进云工厂等收费项目。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年，公司的归母净利润为 5.18/8.49/13.60 亿元，对应的 EPS 为 1.51/2.47/3.95 元/股，2021 年 7 月 27 日收盘价对应的 PE 为 61.17 X/37.30 X/23.29 X。参考可比公司估值，给予公司 2022 年 55 倍的 PE 估值，对应的公司合理价值为 135.76 元/股，上调至“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧；多多电商增速不及预期；上下游产品价格波动风险；坏账风险；产业互联网服务落地进度缓慢。

盈利预测：

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 7,198 | 17,158 | 34,732 | 62,488 | 103,095 |
| 增长率（%） | 95.9 | 138.4 | 102.4 | 79.9 | 65.0 |
| EBITDA（百万元） | 256 | 453 | 757 | 1,238 | 1,958 |
| 归母净利润（百万元） | 159 | 304 | 518 | 849 | 1,360 |
| 增长率（%） | 69.3 | 91.6 | 70.0 | 64.0 | 60.2 |
| EPS（元/股） | 1.13 | 1.28 | 1.51 | 2.47 | 3.95 |
| 市盈率（P/E） | 67.04 | 99.77 | 61.17 | 37.30 | 23.29 |
| ROE（%） | 14.7 | 8.1 | 11.9 | 16.6 | 21.4 |
| EV/EBITDA | 39.44 | 61.30 | 37.21 | 21.69 | 12.64 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

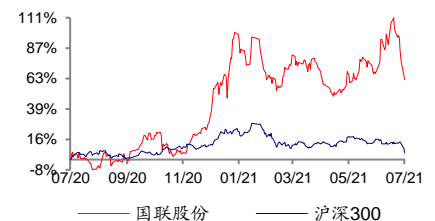
公司评级

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 92.08 元 |
| 合理价值 | 135.76 元 |
| 前次评级 | 增持 |
| 报告日期 | 2021-07-27 |

基本数据

| | |
|-------------------|---------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 343.90/222.13 |
| 总市值/流通市值（百万元） | 31666/20454 |
| 一年内最高/最低（元） | 164.02/75.73 |
| 30 日日均成交量/成交额（百万） | 4.3/461.38 |
| 近 3 个月/6 个月涨跌幅（%） | -1.45/-16.18 |

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

徐呈隽



SAC 执证号：S0260519110002



010-59136612



xuchengjun@gf.com.cn

请注意，徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

| | |
|--|----|
| 一、国联股份为何领跑产业电商行业？ | 6 |
| （一）产业互联网平台分化，由在线交易向产业链互联迈进 | 6 |
| （二）上市公司与国际比较：垂直平台的盈利模式、竞争优势和成长性 | 7 |
| （三）先发优势构筑核心竞争力，穿越价格周期持续增长 | 10 |
| 二、国联股份的高成长性来自哪里？ | 13 |
| （一）依托国联资源网孵化新电商平台：约可孵化 30 个细分子行业 | 14 |
| （二）高效获客：内部转化率和行业渗透率仅在 1% 左右 | 16 |
| （三）完善产业互联网服务体系，落地云工厂等合作项目 | 18 |
| 三、盈利预测与投资建议 | 20 |
| （一）盈利预测 | 20 |
| （二）投资建议 | 24 |
| 四、风险提示 | 24 |

图表索引

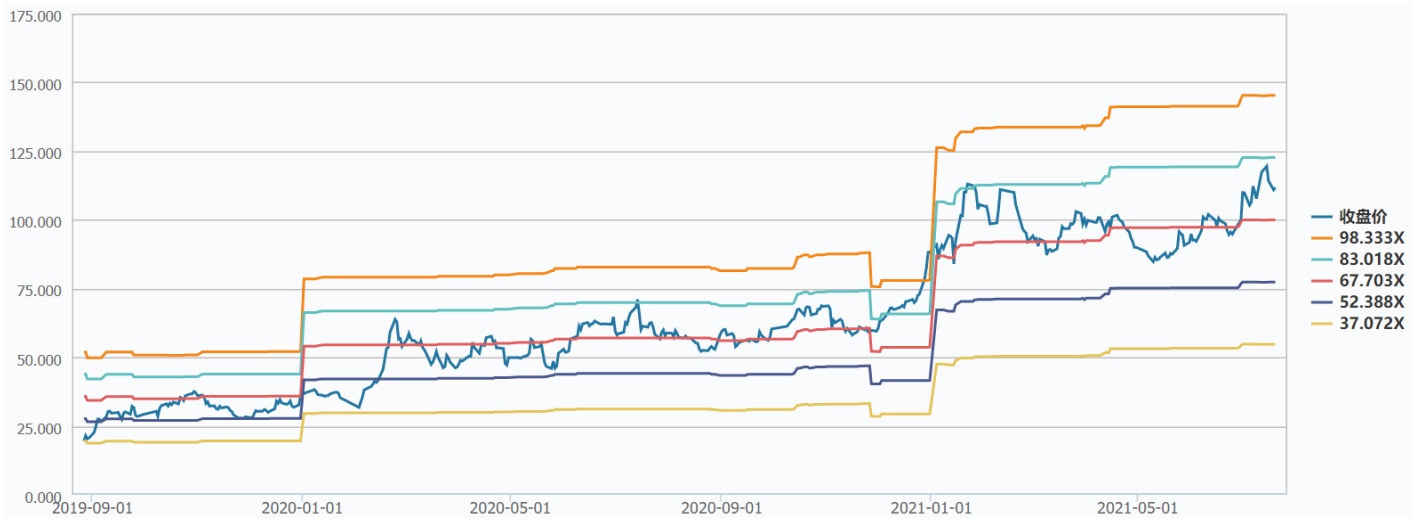
| | |
|--|----|
| 图 1: 国联股份上市至今的股价 (元/股) 和 PE 估值推移 (基于 wind 一致预期, 前复权) | 5 |
| 图 2: 2015-2021H1 国联股份的营收及其增速 | 5 |
| 图 3: 2015-2021H1 国联股份的归母净利润及其增速 | 5 |
| 图 4: 2019 年至今 A 股产业电商上市公司的股价走势表现 | 6 |
| 图 5: 中国产业互联网平台的发展路径 | 7 |
| 图 6: 2013-2020 年 A 股产业电商样本池的业绩表现 | 7 |
| 图 7: 2015-2020 中国产业电商总交易规模及其增速 | 7 |
| 图 8: 2016-2020 中国产业电商行业的融资金额和数量 | 7 |
| 图 9: 工业品传统供应链和多多电商平台的商业模式 | 9 |
| 图 10: 美国 B2B 交易规模的销售渠道 (万亿美元) | 9 |
| 图 11: 美国 B2B 电商分渠道的销售规模 (万亿美元) | 9 |
| 图 12: 美国细分产业的 B2B 线上渗透率和上游集中度 | 10 |
| 图 13: 多多电商平台主要经营品类的价格变化趋势 | 11 |
| 图 14: 多多平台自营电商业务的采销模式 | 11 |
| 图 15: 2020 年国联股份的前五大供应商 | 12 |
| 图 16: 2020 年国联股份的前五大客户 | 12 |
| 图 17: 国联股份分配送方式的商业交易业务收入结构 | 13 |
| 图 18: 国联股份的邮政运输仓储费占比 | 13 |
| 图 19: 产业电商上市公司的存货周转率 (2020 年) | 13 |
| 图 20: 国联股份的前中后台组织架构 | 14 |
| 图 21: 2018-2020 国联股份的营收结构 (亿元) | 14 |
| 图 22: 2018-2020 国联股份的毛利润结构 (亿元) | 14 |
| 图 23: 公司通过国联资源网孵化多多电商平台 | 15 |
| 图 24: 国联资源网的用户转化为多多电商的种子供应商和客户 | 16 |
| 图 25: 2014-2020 我国产业电商细分行业的交易规模 (万亿元) | 17 |
| 图 26: 我国工业品电商的规模及渗透率 | 17 |
| 图 27: 我国工业品电商行业的 GMV 结构 (%) | 17 |
| 图 28: 乙二醇、金红石型钛白粉、轻质纯碱的多多自营标价和出厂价 (元/吨) | 18 |
| 图 29: 国联股份的平均交易获客成本 (元/个) | 18 |
| 图 30: 国联股份的销售费率 (包含运输费用) | 18 |
| 图 31: 国联股份分季度的毛利率推移 | 22 |

| | |
|--|----|
| 表 1: A/H 股的产业电商上市公司概况 (单位: 亿元) | 8 |
| 表 2: 2020 年国联股份的客户和供应商为同一方的情况 | 12 |
| 表 3: 国联股份商品交易收入的增长驱动力拆分 | 16 |
| 表 4: 国联股份的云工厂发展情况 | 19 |
| 表 5: 2021-2023 年国联股份商品交易业务的营业收入和营业成本预测 | 20 |
| 表 6: 2021-2023 年商品交易业务收入增长的合理性分析 | 22 |
| 表 7: 2021 年公司归母净利润的敏感性分析 (百万元) | 23 |
| 表 8: 2021-2023 年公司的营业收入和营业成本预测 | 23 |
| 表 9: 国联股份的可比公司估值情况 (2021.7.27 收盘价) | 24 |

国联股份自2019年7月30日在A股主板上市以来，在股价走势和业绩表现2个方面向市场交出了一份亮眼的答卷。公司的股价上涨主要是由业绩高速增长驱动的，营业收入从2018年的36.74亿元增长至2020年的171.58亿元，年均复合增速达116%，归母净利润从2018年的0.94亿元增长至2020年的3.04亿元，年均复合增速达80%。2021年H1，公司预计实现营收140.0-140.5亿元，同比增长141.06%-141.92%；预计实现归母净利润2.09-2.115亿元，同比增长83.76%-85.96%；预计实现归母扣非净利润1.93-1.955亿元，同比增长86.09%-88.50%。

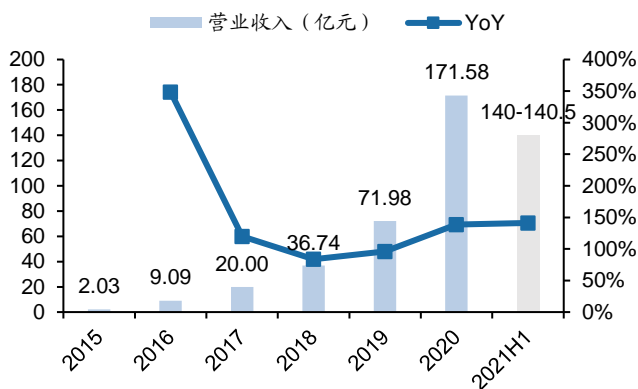
本篇报告适值国联股份上市两周年之际，复盘过去两年产业互联网行业以及国联股份的资本市场表现和业务发展近况，探讨以下2个问题：（1）在我国产业电商赛道中，国联股份何以领跑行业？（2）国联股份的增长空间在哪里？

图1：国联股份上市至今的股价（元/股）和PE估值推移（基于wind一致预期，前复权）



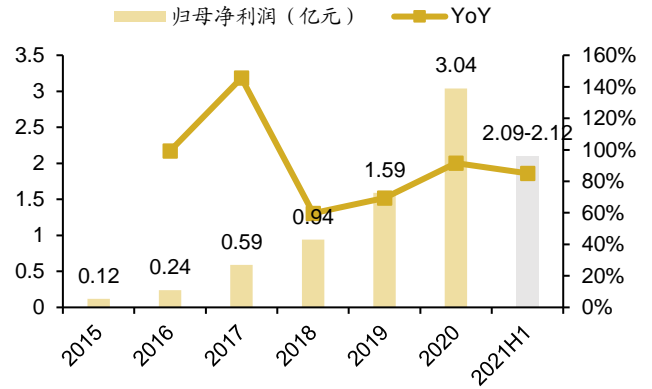
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：2015-2021H1国联股份的营收及其增速



数据来源：国联股份财报，广发证券发展研究中心

图3：2015-2021H1国联股份的归母净利润及其增速



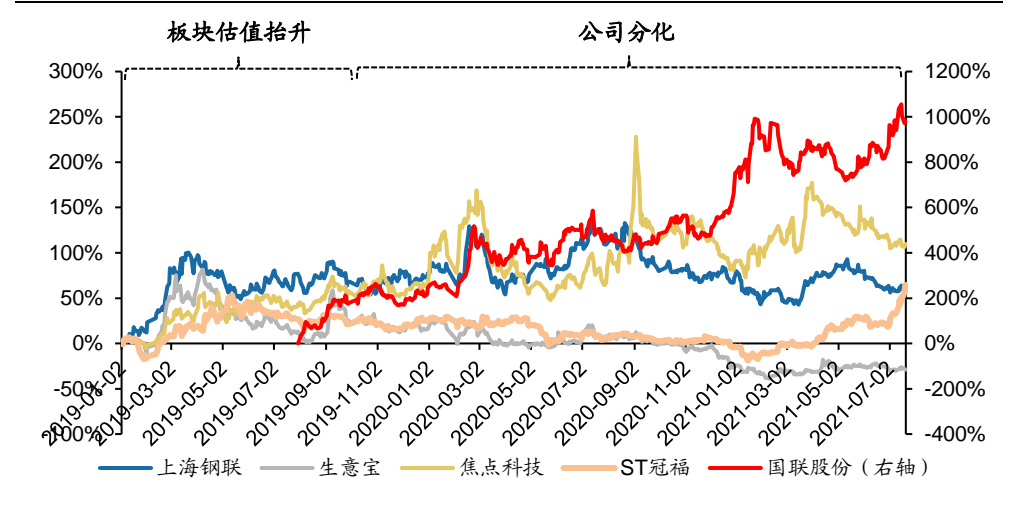
数据来源：国联股份财报，广发证券发展研究中心

一、国联股份为何领跑产业电商行业？

（一）产业互联网平台分化，由在线交易向产业链互联迈进

复盘产业电商行业上市公司的股价表现，2019年前三季度A股产业电商板块的整体估值明显抬升，其后不同公司的股价走势开始分化。而国联股份的股价及业绩增速大幅超过行业整体水平。

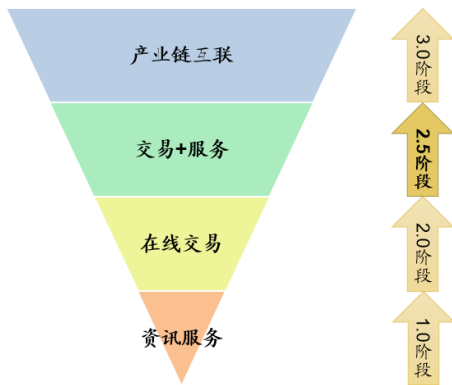
图4：2019年至今A股产业电商上市公司的股价走势表现



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

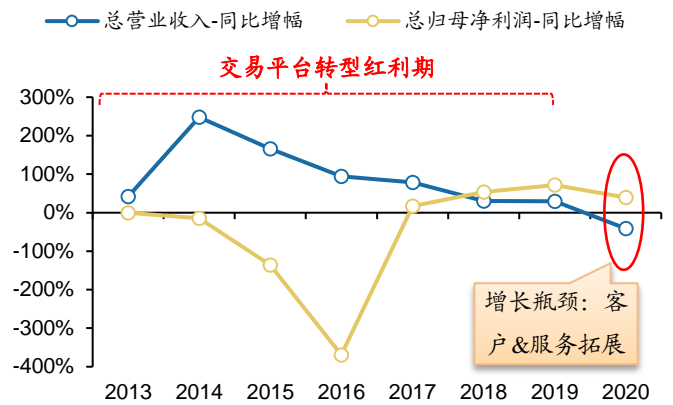
我国产业互联网平台的发展路径剖析。2000年前后B2B平台兴起，这一阶段平台主要的商业模式是帮助企业实现信息交互并提供资讯服务。产业电商上市公司大多是1.0阶段的龙头公司，2013年前后开始尝试从资讯平台转型2.0阶段的在线交易平台。2014-2019年是平台转型的红利期，依托资讯平台时期积累的大量产业链资源，在线交易平台转化的交易规模快速增长，随着基础设施建设完成及交易规模达到一定量级，自2017年交易平台开始在利润端兑现增量。2019-2020年产业互联网平台步入2.5过渡阶段，3.0阶段是指产业链全面数字化、平台通过互联网技术整合优化产业链资源。产业互联网平台由2.5阶段向3.0阶段迈进需要足够的产业规模和技术服务能力，而当前一些上市公司已经出现增长瓶颈，面临客户和服务边界的拓展壁垒，因此业绩增速和公司股价呈现出增长停滞甚至下滑的情况。

图5: 中国产业互联网平台的发展路径



数据来源: 广发证券发展研究中心

图6: 2013-2020年A股产业电商样本池的业绩表现

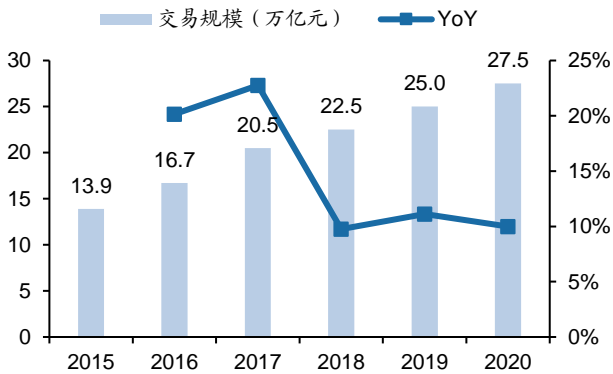


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

备注: A股产业电商样本池选取上海钢联、生意宝、焦点科技、国联股份; 上海钢联2020年收入确认准则变更导致收入同比下滑。

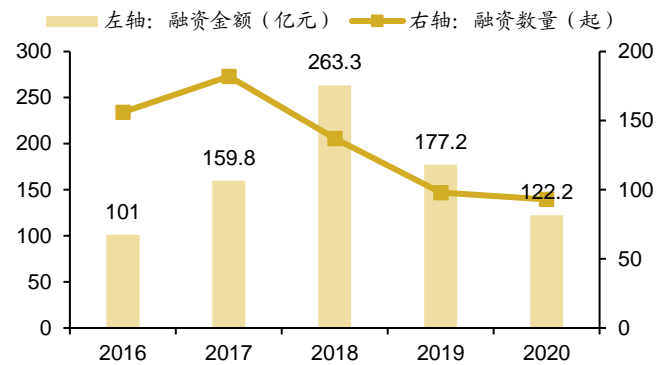
随着产业互联网平台向3.0阶段迈进, 行业融资热度下降、平台开始出清。根据网经社, 我国产业电商的总交易规模从2018年的22.5万亿元增长至2020年的27.5万亿元, 年均复合增速为11%。2020年我国产业电商行业共发生93起融资、融资总额超过122.2亿元, 分别同比减少5.11%和31.04%, 期间共有化易宝、乳买网、能源魔方等8家产业电商平台“死亡”。

图7: 2015-2020中国产业电商总交易规模及其增速



数据来源: 网经社, 广发证券发展研究中心

图8: 2016-2020中国产业电商行业的融资金额和数量



数据来源: 网经社, 广发证券发展研究中心

(二) 上市公司与国际比较: 垂直平台的盈利模式、竞争优势和成长性
对比A股和H股的10家产业电商上市公司, 可以看到我国的产业电商行业呈现出“一超多强”的竞争格局, 阿里巴巴的交易规模明显高于其余平台, 国联股份、上海钢联、焦点科技等其他上市公司均为行业内的龙头公司。由于不同公司确认收入的口径不一(总额法或净额法), 选取归母净利润的口径进行对比, 国联股份的利润规模仅次于阿里巴巴, 且收入增速大幅超越其他上市公司。与同类上市公司相比, 目前国联股份尚未向多多电商平台上的第三方商家收取交易佣金, 同时国联云的互联网应用服务大多免费向多多电商的上下游提供, 其收入增长主要由自营交易规模高速增长驱动, 由此看出国联股份具备很强的成长性。

表1: A/H股的产业电商上市公司概况 (单位: 亿元)

| 证券简称 | 阿里巴巴 批发业务 | 国联股份 | 上海钢联 | 焦点科技 | ST冠福 | 科通芯城 | 药易购 | 生意宝 | 慧聰集团 |
|-------------------|--|--|---------------------------|--|--------------------------|---------------------------------|--|--|---|
| 证券代码 | 9988.HK | 603613.SH | 300226.SZ | 002315.SZ | 002102.SZ | 0400.HK | 300937.SZ | 002095.SZ | 2280.HK |
| 营业收入 | 287.18 | 171.58 | 585.21 | 11.59 | 128.42 | 61.85 | 27.90 | 3.86 | 145.32 |
| YoY | 30.41% | 138.4% | -52.3% | 14.7% | -19.4% | 5.6% | 21.9% | 4.1% | -1.5% |
| 归母净利润 | - | 3.04 | 2.17 | 1.73 | 1.26 | 1.23 | 0.54 | 0.37 | -7.46 |
| YoY | - | 91.6% | 20.0% | 14.9% | -81.8% | 11.9% | -16.5% | 5.7% | -98.0% |
| 电商平台 (主品类) | 1688+Alibaba.com (综合) | 多多平台 (工业品) | (钢材) | 中国制造网 +Crov.com +Doba.com (综合) | 塑米城 (塑料) | 硬蛋创新 (IC电子元器件) | 合纵医药网 (医药) | 网盛商品交易中心 (化工) | 棉联 (棉花) +买化塑 (化塑) |
| 自营电商业 务收入 | × | 商品交易 171亿元 (+142%) | 供应链服务 537亿元 (+36%) | × | 大宗交易 123亿元 (-17%) | 自营销售 61亿元 (+6%) | 医药批发 27亿元 (+22%) 医药零售 0.26亿元 (+23%) | 化工贸易 2.79亿元 (+26%) | 智慧产业事 业群 132 亿元 (+0.9%) |
| 第三方电 商业务收 入 | 中国批发 143亿元 (+15%) 国际批发 144亿元 (+50%) | × | 寄售交易 43亿元 | 中国制造网 8亿元 (+27%) 跨境业务 1.06亿元 (+8%) | | 第三方平台 收入 0.11亿元 (-32%) | × | | |
| 产业链服 务收入 | ✓ | 信息服务 0.82亿元 (-18%) 互联网应用 服务 0.20 亿元(-48%) | 信息服务业 4.77亿元 (+10%) | 百卓业务 0.17亿元 (+32%) 文笔天天网 0.10亿元 (-2%) | 融资租赁 0.18亿元 (+51%) | ✓ | ✓ | 网络服务业 0.93亿元 (-16%) 贸易服务 0.05亿元 (+5%) | 科技新零售 事业群 10.23亿元 (+21%) 平台与企业 服务事业群 2.01亿元 (-75%) |

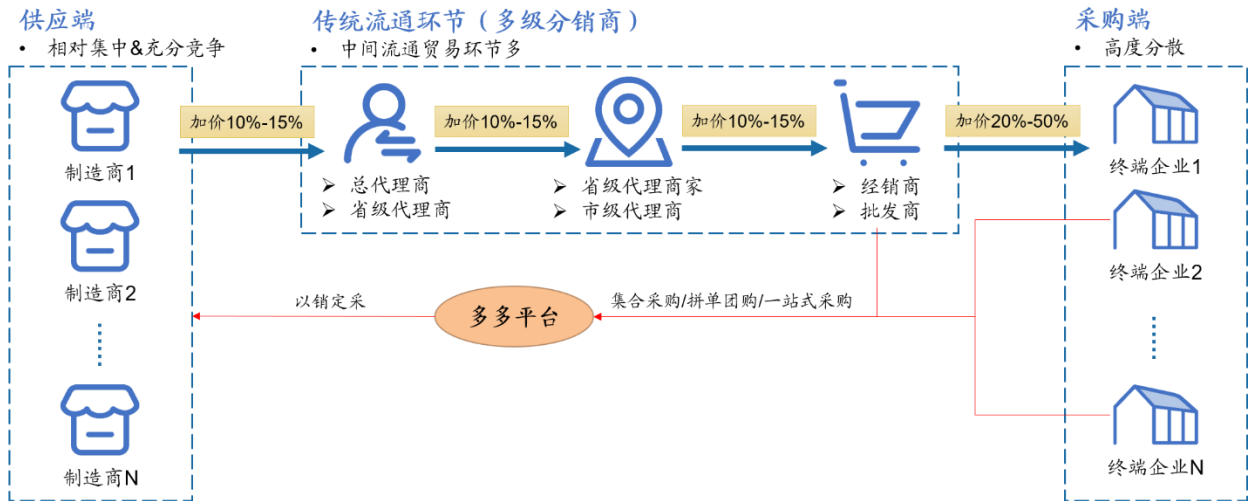
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

备注: 2020年上海钢联一般寄售业务的收入确认准则由总额法变更为净额法。

从上述10家上市公司来看, 产业电商平台有两类商业模式。第一类是垂直产业平台, 例如国联股份, 公司选取上游供应商相对有限且充分竞争、中间流通环节多且占据较多毛利、下游采购方高度分散的垂直产业搭建电商平台, 主要的盈利模式是通过集合采购、拼单团购、一站式采购、次终端联盟等方式归集下游订单, (1) 缩减中间环节获取中间商毛利, (2) 减少上游的履约及服务成本, 按量议价赚取差价。根据艾瑞咨询, 工业品的传统供应链条冗长, 从上游供应商到终端企业须经过省级代理商/市级代理商/批发商等多级分销商, 中间环节加价可达到50%-95%, 因此产业电商对应的价值空间很大。

第二类是综合产业平台，例如阿里巴巴旗下的1688。这类平台面向多条产业链和海量的上游供应商，因此平台自身介入交易环节对接上下游企业的运营难度很大，主要的盈利模式是作为第三方电商平台向上下游企业提供在线交易平台及产业互联网服务，由此收取交易佣金和服务费。

图9：工业品传统供应链和多多电商平台的商业模式

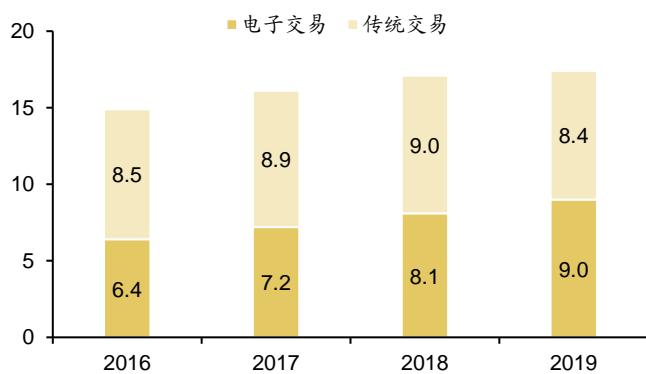


数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

产业互联网与消费互联网的流量变现逻辑不同，产业互联网用户的交易需求天然以产业链为壁垒，因此在1.0的资讯服务时期和2.0的在线交易时期，跨产业运营的规模效应较小，垂直产业平台相较综合性平台的优势在于精准获客并提供服务。但在3.0的产业链互联时期，产业链金融、物联网等产业互联网服务横跨产业壁垒具备明显的规模效应，因此在此阶段上市公司需要拓展多个垂直产业平台面向竞争。

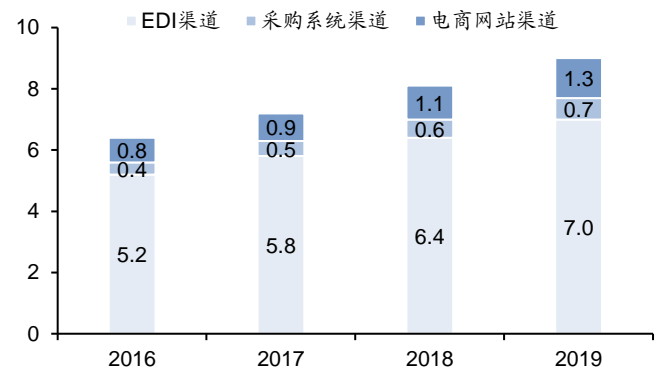
参照美国不同B2B产业的线上渗透率。根据Digital Commerce 360和托比研究院，2019年美国B2B电商的销售额达到9万亿美元，约占美国制造商和分销商销售总规模的51.8%。其中，EDI(电子数据交换)贡献电子交易场景中市场份额的78.4%；电商网站的销售规模达到1.3万亿美元，同比增长18.2%，占比13.9%；采购系统和供应商协同网络的销售规模达到0.7万亿美元，同比增长17.5%，占比7.7%。

图10：美国B2B交易规模的销售渠道（万亿美元）



数据来源：Digital Commerce 360，托比研究院，广发证券发展研究中心

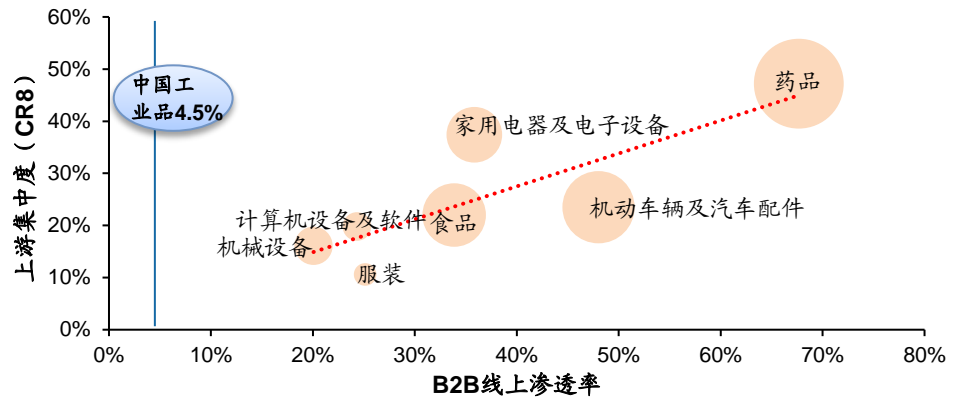
图11：美国B2B电商分渠道的销售规模（万亿美元）



数据来源：Digital Commerce 360，托比研究院，广发证券发展研究中心

根据云启资本计算美国细分产业的B2B线上渗透率，并根据US economic census计算对应行业的上游集中度，可以发现上游集中度越高的产业、B2B线上渗透率越高。而中国产业互联网的发展成熟度明显低于美国，即使是上游集中度较高的产业，其B2B线上渗透率也仍处于较低水平。根据艾瑞咨询，2020年我国工业品B2B电商的线上渗透率约为4.5%。因此判断国联股份这类垂直产业平台具有较大的发展空间。

图12: 美国细分产业的B2B线上渗透率和上游集中度



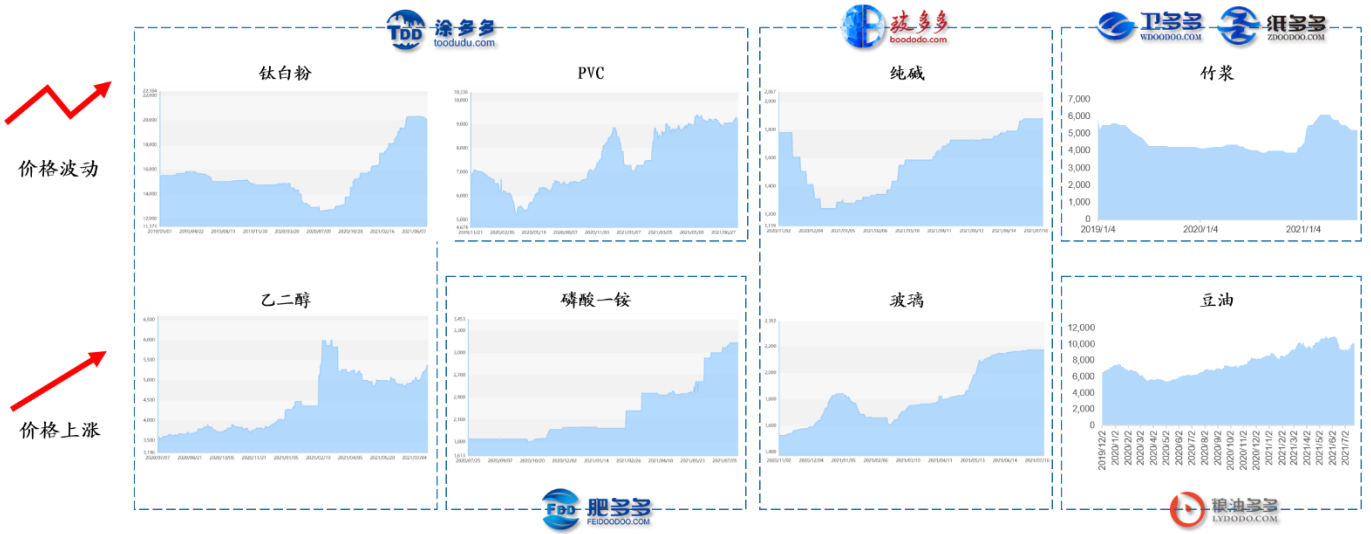
数据来源：云启资本，US economic census，艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

（三）先发优势构筑核心竞争力，穿越价格周期持续增长

公司的核心竞争力来自先发优势。具体来说，（1）过去十多年，公司通过国联资源网在垂直产业链积累了大量上下游资源，并通过多多电商和国联云逐渐搭建了客户信任关系。（2）多多平台领先的交易规模使得公司能够在与上游的议价中获得优势进价。（3）公司在垂直行业领域积累了海量数据，并培育了具备深刻行业理解和强大运营能力的团队，使得多多平台可以穿越产品价格周期持续增长。

选取涂多多的主要经营品类——钛白粉、乙二醇、PVC，肥多多的主要经营品类——磷酸一铵，玻多多的主要经营品类——纯碱、玻璃，卫多多和纸多多的主要经营品类——竹浆，粮油多多的主要经营品类——豆油。自多多平台上线以来，上述原材料及商品分别经历了价格波动周期和价格上涨周期，从平台运营结果来看，产品价格波动并没有对多多平台的毛利率、业务扩张、资金周转造成重大影响，多多电商平台在过去2年成功实现高速增长。

图13: 多多电商平台主要经营品类的价格变化趋势



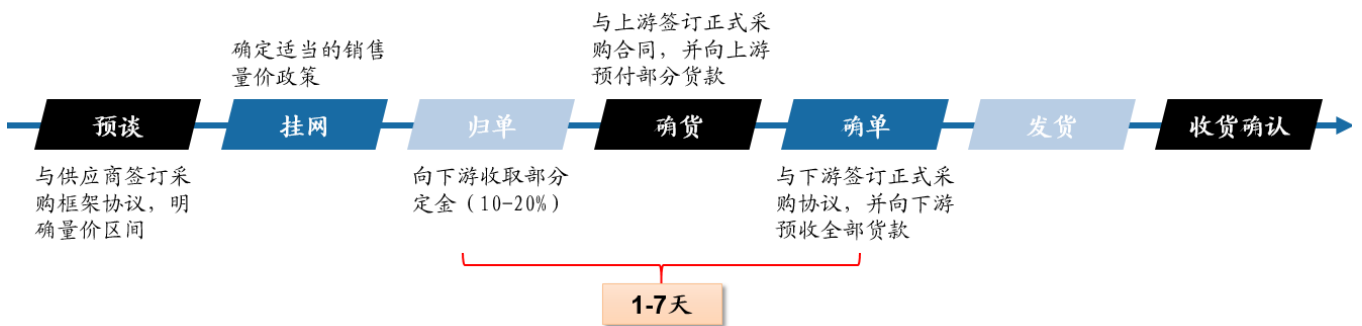
数据来源: 涂多多/玻多多/肥多多/官网, 中纸在线, 国家粮油信息中心, 广发证券发展研究中心

备注: 竹浆价格采用“出厂价:竹浆:四川永丰”, 豆油价格采用“交货价:豆油:宁波港”。

(1) 快速运转的采销周期传导价格波动风险

多多平台自营电商业务的采销模式为: (1) 预谈, 与上游供应商签订采购框架协议, 明确量价区间, 此阶段不涉及资金; (2) 挂网, 根据多多平台历史交易数据和市场供需状况, 确定适当的销售量价政策并在多多平台上架; (3) 归单, 在此阶段下游须预付10-20%的定金; (4) 确货, 与上游签订正式采购合同, 并向上游预付部分货款; (5) 确单, 与下游签订正式采购协议, 并向下游预收全部货款; (6) 发货; (7) 收货确认。多多平台采销周期的运转效率很高, 从归单到确单的平均周期在1-7天, 其中醇类产品的采销周期更短, 由此及时传导产品价格波动。

图14: 多多平台自营电商业务的采销模式



数据来源: 国联股份上证e互动回复, 广发证券发展研究中心

(2) 价格周期策略+核心供应商策略+供应链上下游延伸策略, 与上下游形成稳定合作关系

公司在产品价格波动的不同周期采取不同策略, 针对性建设与上下游企业的信任关系和合作粘性。在价格上行周期, 市场供不应求, 公司将工作重心放在稳定上游的供应价格和供应量, 在此阶段下游企业对平台的粘性明显提升。在价格下行周期,

市场供大于求，公司将工作重心放在稳定下游采购周期，在此阶段上游对平台的粘性明显提升。

与主要供应商和客户形成长期稳定合作关系。公司实施“核心供应商”策略，向核心供应商提供更多的订单集中推送和网络营销推广力度，进入核心供应商的大客户体系并签订长期合作协议，核心供应商将优先保证多多平台的供货量。与此同时，公司与主要的下游客户也签署了长期合作协议，主要客户均是行业内长期稳定运营的生产加工企业或区域贸易商，对相关产品的采购需求稳定刚性。

图15: 2020年国联股份的前五大供应商

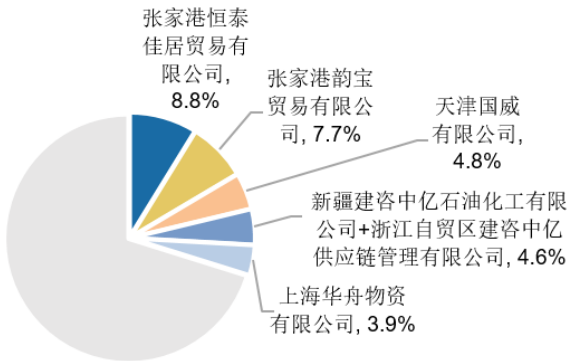
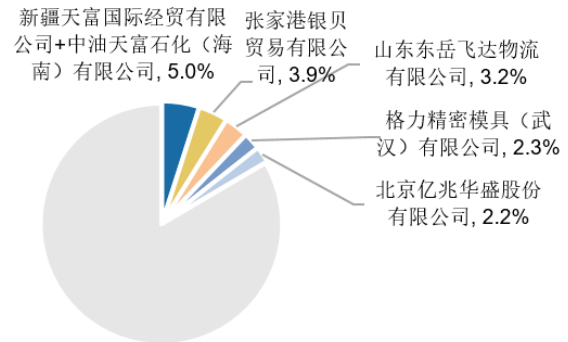


图16: 2020年国联股份的前五大客户



数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

通过供应链上下游延伸策略，强化与主要供应商和客户的合作关系。例如公司一方面向钛白粉生产商采购钛白粉，另一方面采购攀西地区、新疆地区、越南、澳大利亚、印度等地出产的钛矿、钛渣和金红石，向钛白粉生产商销售钛白粉生产原料。通过上下游不同产品的供应商和客户的角色转换，进一步深化与供应商和客户的信任关系和合作粘性。

表2: 2020年国联股份的客户和供应商为同一方的情况

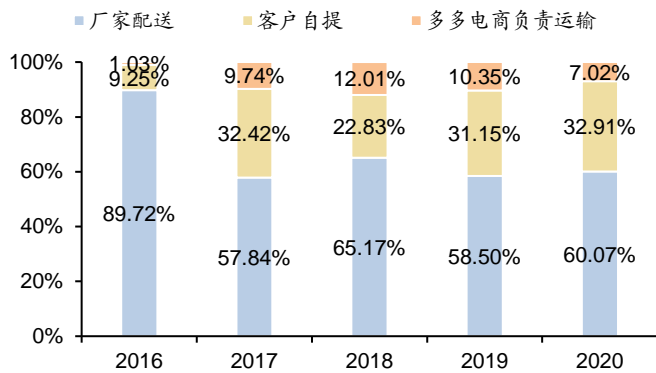
| 合作公司 | 占网上商品交易业务收入的比重 | 销售内容 | 占网上商品交易业务采购额的比例 | 采购内容 |
|-----------------------------------|----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| 新疆建咨中亿石油化工有限公司/浙江自贸区建咨中亿供应链管理有限公司 | 1.21% | 高钛渣、钛精矿、金红石 | 4.59% | 聚氯乙烯、精对苯二甲酸、聚丙烯 |
| 上海华舟物资有限公司 | 0.26% | 精对苯二甲酸 | 3.93% | 聚氯乙烯、聚丙烯、聚乙烯 |
| 山东东岳飞达物流有限公司 | 3.23% | 聚氯乙烯、乙二醇、聚丙烯、钛白粉 | 0.03% | 天然金红石、高钛渣、钛精矿 |

数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

(3) 以销定产，采用轻资产模式运营

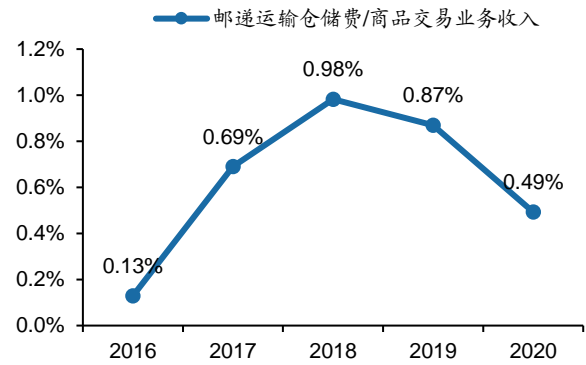
公司以销定采，采用轻资产模式运营，仅保留少量库存用于零单调剂。仓储物流以供应商负责运输和客户自提为主，2020年由公司负责运输并承担相应费用的交易收入占比7%，邮政运输仓储费占整体商品交易业务收入的0.49%。与同类上市公司相比，国联股份的存货周转率很高。

图17: 国联股份分配送方式的商业交易业务收入结构



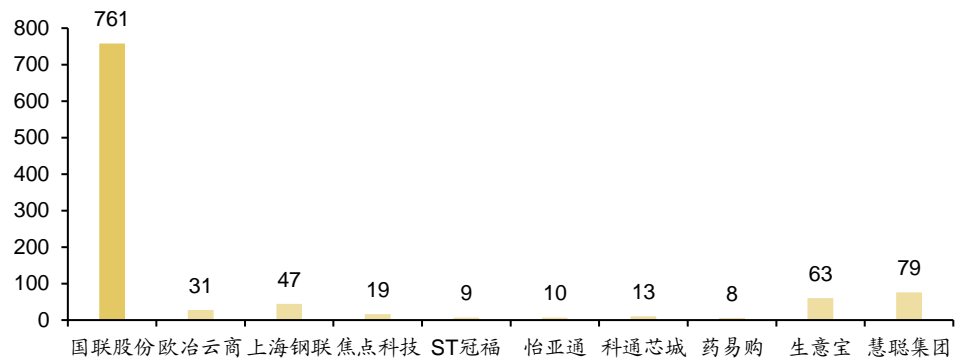
数据来源: 国联股份招股说明书/财报, 广发证券发展研究中心

图18: 国联股份的邮政运输仓储费占比



数据来源: 国联股份招股说明书/财报, 广发证券发展研究中心

图19: 产业电商上市公司的存货周转率 (2020年)



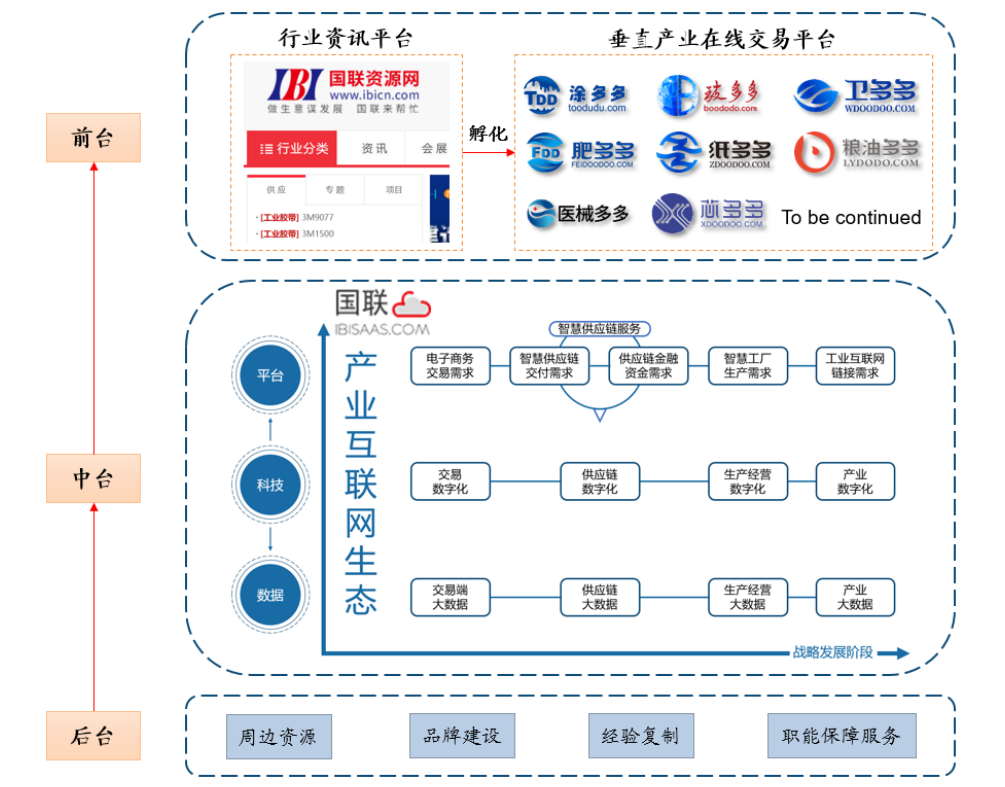
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、国联股份的高成长性来自哪里?

公司依托前中后台的组织架构协同发展业务。前台包括国联资源网和数个多多电商平台, 基于国联资源网过去十多年积累的产业链资源和资深运营团队, 公司持续孵化新垂直行业领域的多多平台。中台是指国联云, 一方面为国联资源网和多多电商提供技术服务支撑, 另一方面向外输出数字化工具和应用。公司以“平台服务、科技驱动、数据支撑”为战略推进产业互联网服务体系, 希望通过平台运营满足并优化企业交易、交付、资金、生产、链接等经营需求。在后台, 公司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。

公司的增长空间主要来自3个维度: (1) 依托国联资源网孵化新的多多平台, 覆盖更多垂直品类的在线交易环节; (2) 持续提升多多电商对行业客户的渗透率; (3) 面向上下游企业, 拓展产业互联网的数字化收费服务。

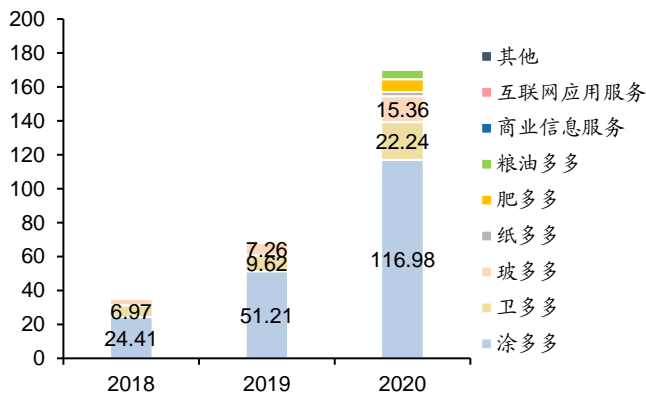
图20: 国联股份的前中后台组织架构



数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

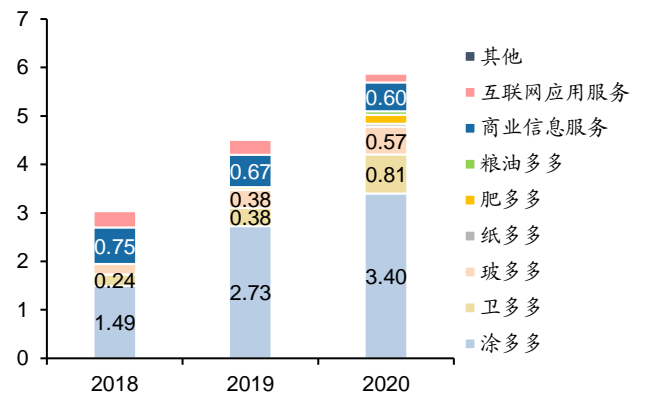
(一) 依托国联资源网孵化新电商平台: 约可孵化 30 个细分子行业在当前的2.5阶段, 公司的业绩增长基本来自国联资源网孵化的多多电商平台, 2018年至2020年分别贡献了100%的营收增量和111%的利润增量。在营收端, 涂多多增长92.58亿元、卫多多增长15.27亿元、玻多多增长11.74亿元、肥多多增长7.46亿元、粮油多多增长5.71亿元、纸多多增长2.41亿元; 在毛利端, 涂多多增长1.91亿元、卫多多增长0.57亿元、玻多多增长0.36亿元、肥多多增长0.19亿元、粮油多多增长0.07亿元、纸多多增长0.06亿元。

图21: 2018-2020国联股份的营收结构 (亿元)



数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

图22: 2018-2020国联股份的毛利润结构 (亿元)



数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

公司通过国联资源网孵化多多电商平台。2015年7月，公司以涂料产业网、油墨产业网、胶黏剂产业网等行业分网孵化了涂料化工行业的垂直电商平台“涂多多”；2016年8月，以玻璃产业网等行业分网孵化了玻璃行业的垂直电商平台“玻多多”，以卫生用品产业网、造纸产业网等行业分网孵化了卫生用品行业的垂直电商平台“卫多多”；2019年9月，玻多多孵化了专注化肥行业的“肥多多”，卫多多孵化了专注工业用纸行业的“纸多多”；2019年12月，油脂云行业分网孵化了专注粮油行业的“粮油多多”；2020年6月和2021年1月，涂多多分别孵化了专注医材医械行业的“医械多多”和专注砂石行业的“砂多多”，目前砂多多尚未上线官网；2021年1月，国联资源网孵化了专注芯片行业的“芯多多”。

目前，国联资源网官网开设了26个行业领域、共计179个行业分网。根据公司的判断，符合公司现行商业逻辑、可孵化对应电商平台的细分子行业共有30个左右，公司孵化新品类电商平台的发展空间较大。

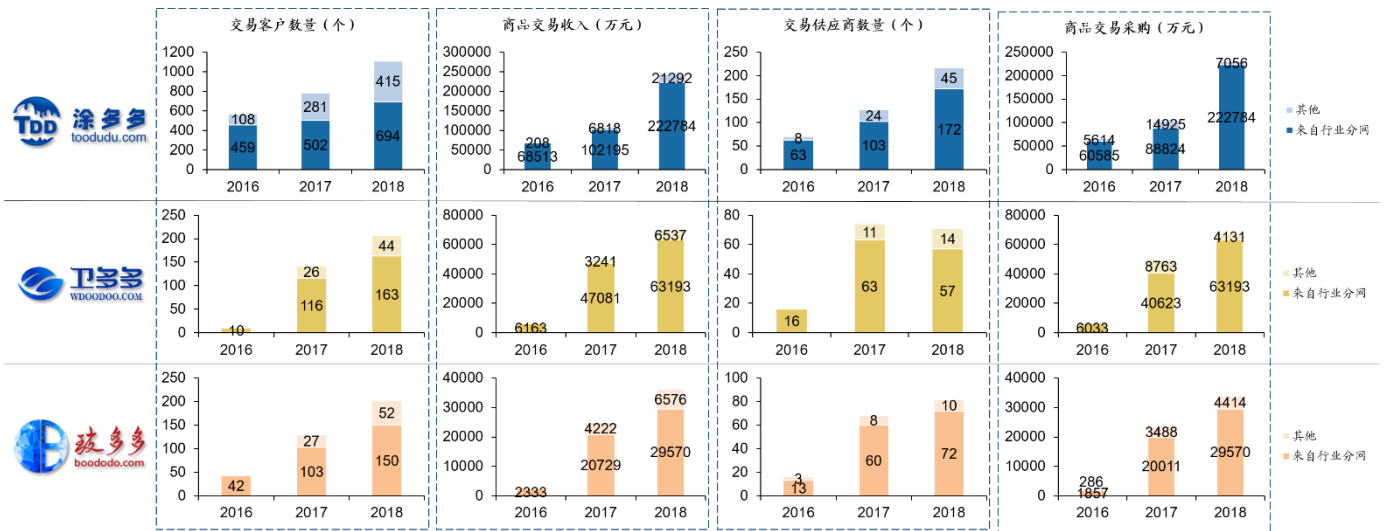
图23: 公司通过国联资源网孵化多多电商平台



数据来源：国联股份财报，国联资源网，广发证券发展研究中心

依托国联资源网多年积累的丰富产业链资源和资深行业运营团队，多多电商的交易规模成功实现高速增长。（1）国联资源网的用户转化为多多电商的种子供应商及客户。2018年，相关行业分网会员占自营电商客户总数的66.34%和自营电商业务收入的90.17%，占自营电商供应商总数的81.35%和采购额的95.29%。（2）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，拥有丰富的行业经验、客户积累和上下游合作关系。

图24: 国联资源网的用户转化为多多电商的种子供应商和客户



数据来源: 国联股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

(二) 高效获客: 内部转化率和行业渗透率仅在 1%左右

公司的商品交易收入主要由客户增长驱动。2020年, 公司实现网上商品交易额 170.55亿元, 同比增长142%, 对应多多电商的客户数量为8234个, 同比增长140%, 客单价为207万/个, 同比基本持平。以2018年底国联资源网243.98万的注册用户为基数, 截至2020年国联资源网注册用户转化为多多电商交易客户的渗透率不到0.34%; 而截至2018年, 涂多多、卫多多、玻多多转化相关产业分网会员为交易客户的渗透率分别为3.5%、1.0%、1.0%。由此可见, 多多电商对行业客户的渗透率还存在很大的提升空间。

表3: 国联股份商品交易收入的增长驱动力拆分

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 网上商品交易收入额 (亿元) | 7.81 | 18.48 | 35.12 | 70.59 | 170.55 |
| 多多客户数 (个) | 567 | 1055 | 1518 | 3435 | 8234 |
| /国联资源网注册用户 | 0.03% | 0.05% | 0.06% | <0.14% | <0.34% |
| 多多客单价 (万元/个) | 138 | 175 | 231 | 205 | 207 |
| #国联资源网# | | | | | |
| 注册用户 (万个) | 220.21 | 232.35 | 243.98 | | |
| 付费用户 (个) | 8428 | 9182 | 8626 | 8186 | 9425 |
| 客单价 (万元/个) | 1.34 | 1.30 | 1.31 | 1.22 | 0.87 |
| #涂多多# | | | | | |
| 交易客户数量 (个) | 567 | 783 | 1,109 | | |
| 相关产业分网会员数量 (个) | 26,198 | 26,955 | 31,387 | | |
| 渗透率 | 2.2% | 2.9% | 3.5% | | |
| #卫多多# | | | | | |
| 交易客户数量 (个) | 10 | 142 | 207 | | |
| 相关产业分网会员数量 (个) | 16,987 | 17,694 | 20,918 | | |
| 渗透率 | 0.1% | 0.8% | 1.0% | | |

#玻多多#

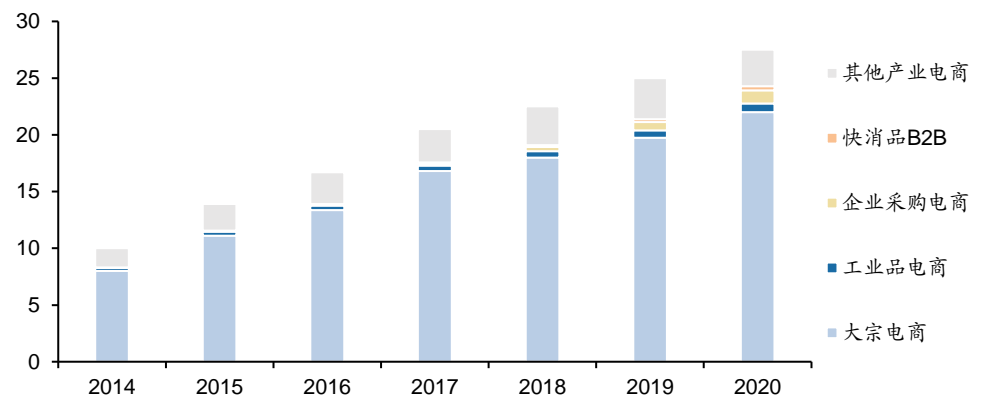
| | | | |
|---------------|--------|--------|--------|
| 交易客户数量(个) | 42 | 130 | 202 |
| 相关产业分网会员数量(个) | 17,796 | 18,680 | 20,258 |
| 渗透率 | 0.2% | 0.7% | 1.0% |

数据来源: 国联股份招股说明书/财报, 广发证券发展研究中心

此外, 从行业市占率的角度也可以证明上述判断。根据网经社, 2020年我国工业品电商的市场规模为7650亿元, 同比增长17.69%; 根据汉能投资的预测, 2020年我国工业品的市场规模为13.5万亿元, 其中生产性资料(BOM)约占80%; 由此计算出我国工业品电商的渗透率约为5.7%, 尚处于较低水平。

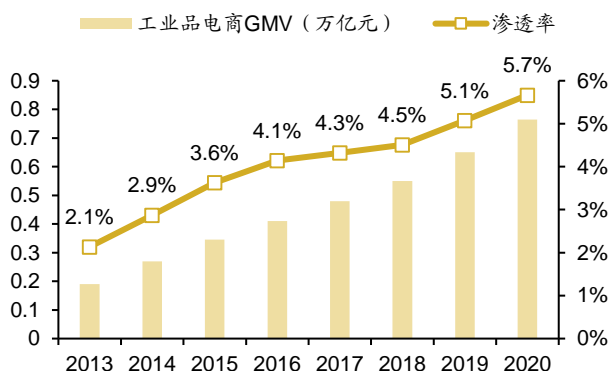
根据公司在2020年4月在上证e互动平台的公开回复, 多多电商平台的总体行业渗透率仅在1%左右, 其中优势品类例如钛产业链的渗透率也仅在2.5%左右, 存在很大提升空间。

图25: 2014-2020我国产业电商细分行业的交易规模(万亿元)



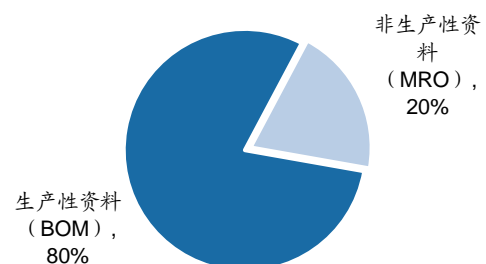
数据来源: 网经社, 广发证券发展研究中心

图26: 我国工业品电商的规模及渗透率



数据来源: 网经社, 汉能投资, 36氪, 广发证券发展研究中心

图27: 我国工业品电商行业的GMV结构(%)

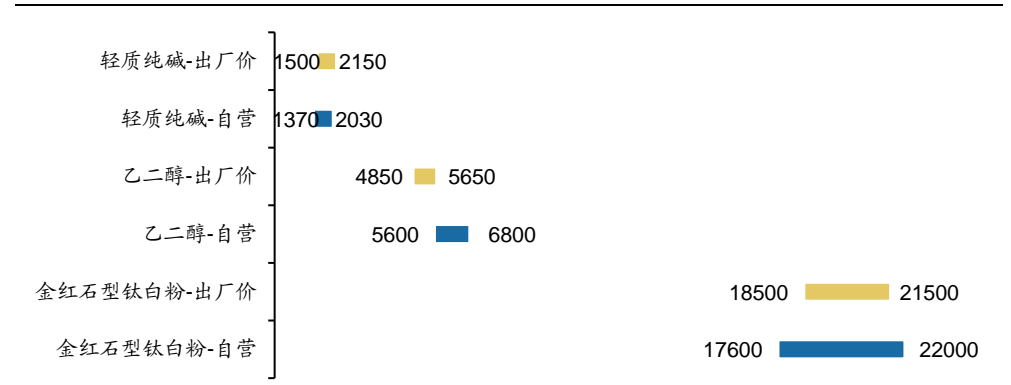


数据来源: 汉能投资, 36氪, 广发证券发展研究中心

多多电商吸引客户的竞争优势在于更优惠的价格、更稳定的货源、更透明的采购环境、更高效的数字化工具和上下游一站式采购的便捷体验。公司通过集合采购、拼单团购、一站式采购、次终端联盟等方式归集下游订单, 减少上游的履约及服务成

本，凭借采购规模优势获取上游最优的供应价格和发货排期。以多多电商的主营品类乙二醇、金红石型钛白粉、轻质纯碱为例，多多电商自营产品的售价区间基本低于其市场价格区间。（产品价格的影响因素包括工艺技术、货源保障、发货周期、物流配送等）。

图28: 乙二醇、金红石型钛白粉、轻质纯碱的多多自营标价和出厂价(元/吨)

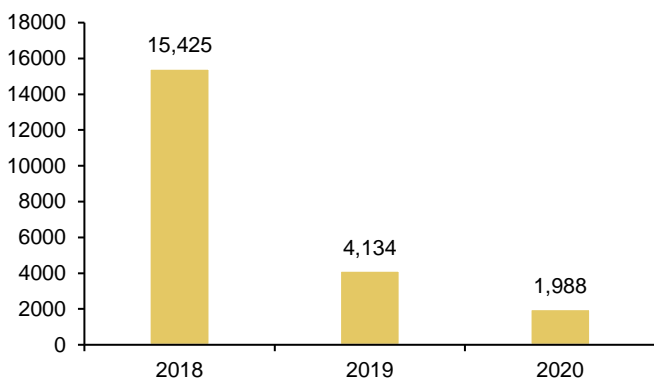


数据来源: 涂多多/玻多多官网, 广发证券发展研究中心

备注: 统计至 2021.7.22。

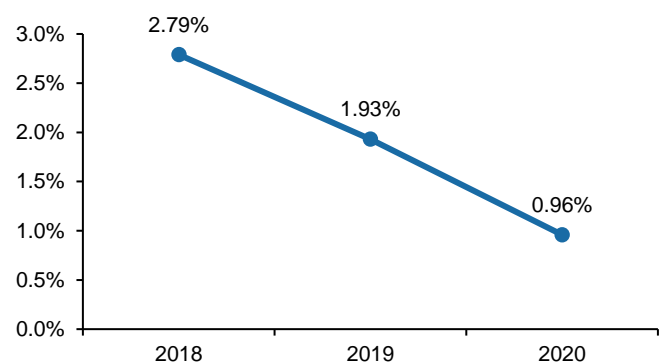
获客成本持续走低。公司通过内部转化国联资源网会员、单品突破+品类复销、供应链上下游延伸等策略高效获客，同时基于产业电商赛道的特性，下游客户往往需求刚性、采购量大、复购率高，2020年H1多多电商平台的复购率达到92%。公司的平均获客成本从2018年的1.54万元/个减少至2020年的0.20万元/个，销售费率（包含运输费用）从2018年的2.79%减少至2020年的0.96%。单品突破策略是指以某个优势单品与客户建立信任关系，一方面横向增加SKU、加大下游客户的采购品类和客单价；另一方面延伸至产业链上下游，例如由钛白粉拓展钛精矿、金红石、钛渣、四氯化钛、海绵钛等钛产品和原材料，促进单品产业链快速增长。

图29: 国联股份的平均交易获客成本(元/个)



数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

图30: 国联股份的销售费率(包含运输费用)



数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

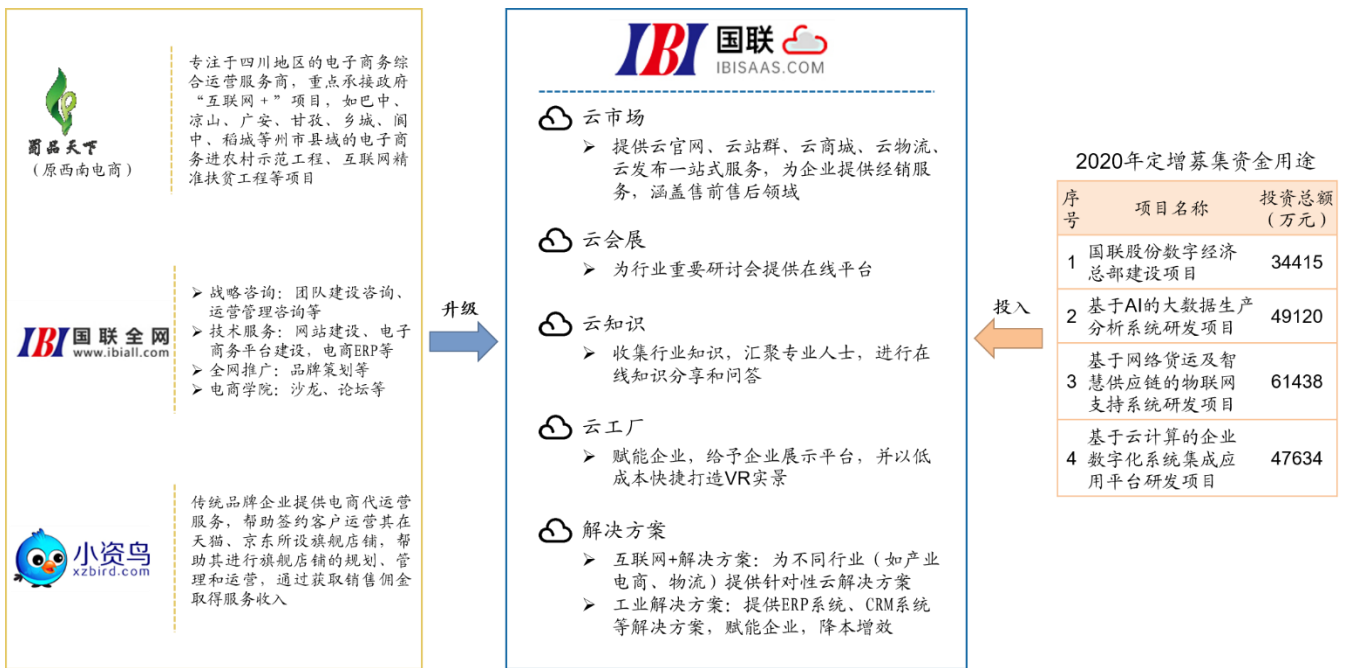
(三) 完善产业互联网服务体系, 落地云工厂等合作项目

公司以“平台服务、科技驱动、数据支撑”为战略推进产业互联网服务体系, 沿着产业互联网平台的发展路径推进“工业电子商务-智慧物流-供应链金融-智慧工厂解决方案-工业互联网”五个运营阶段, 目标是满足并优化上下游企业的交易、交

付、资金、生产、链接等经营需求。

在上市之初，公司的互联网技术服务包括国联全网（为上下游企业提供战略咨询、技术服务、全网推广、电商学院等服务）、小资鸟（提供电商代运营服务）、西南电商（承接政府“互联网+”项目，运营京东四川扶贫特色馆和蜀品天下）。2020年公司统筹国联全网、蜀品天下、小资鸟、对外输出端技术部门并上线国联云平台，国联云提供全网技术架构、电子商务、智慧工厂等解决方案，以及云ERP、行业直播、带货直播、远程办公、视频会议等云应用服务，国联云平台同时作为公司的中台支撑部门和对外服务部门。2020年12月公司通过定增募集资金净额24.16亿元，募集资金主要用于建设数字化平台，进一步强化公司的产业互联网服务体系。

图2：国联股份提供的互联网技术服务



数据来源：国联股份招股说明书/公告200620，国联云官网，广发证券发展研究中心

目前国联云主要向上下游免费提供数字化服务，预计随着公司产业互联网服务体系逐渐成熟、辐射产业链上下游企业范围扩大，公司后续将对外提供更多收费服务。

国联股份正在推进云工厂三年行动计划，帮助上游企业完成数字化改造，加强与上下游的合作粘性、稳定上游的供货能力。2021年1月公司投资设立了3家云工厂，分别作为上游供应商的一站式运营商，依托公司的订单优势、供应链优势和技术优势提供原材料采购、产成品销售和数字工厂解决方案等一站式服务。2021年7月，公司与甘肃省金利通碳材料科技有限公司签订了碳材料数字云工厂战略合作协议，促成涂多多在玉门市碳产业链方向建立数字服务支点。

表4：国联股份的云工厂发展情况

| 模式 | 云工厂 | 合作公司情况 |
|---------|-------------------|-----------------------------------|
| 共同设立子公司 | 涂多多云工厂（成都）科技有限公司 | 四川盛丰钛业有限公司以 300 万元认缴出资比例 30% |
| | 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 | 新疆鑫凯高色素特种炭黑有限公司以 300 万元认缴出资比例 30% |

| | | |
|------|------------------------|-----------------------------------|
| | 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 | 茂隆万润贸易湖北有限公司以 300 万元认缴出资比例 30%，湖北 |
| | 湖北磷肥云工厂的一站式运营商 | 众信达农业发展有限公司以 100 万元认缴出资比例 10% |
| 战略合作 | 碳材料数字云工厂 | |
| | 与甘肃省金利通碳材料科技有限公司签订战略合作 | |
| | 山东农大肥业科技有限公司 | |
| | 龙游旭荣纸业业有限公司 | |
| | 内蒙古蒙达钛业有限责任公司 | |
| | 广东天农食品集团股份有限公司 | |
| | 兰考县恒源棉业有限公司 | |
| 合作 | 中玻（临沂）新材料科技有限公司 | |
| | 滕州金晶玻璃有限公司 | |
| | 中玻（咸阳）镀膜玻璃有限公司 | |
| | 仙桃市中星电子材料有限公司 | 涂多多核心供应商 |
| | 广西嵘兴中科发展有限公司 | 卫多多核心供应商 |
| | 江苏盛宝仑纸业业有限公司 | |

数据来源：国联股份公告 210116，国联云官网，广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

核心假设：多多平台通过内部转化国联资源网会员、单品突破+品类复销、供应链上下游延伸等策略高效获客，2018-2020年商品交易业务收入的年均复合增速达到120%，毛利润的年均复合增速达到62%。根据公司2020年4月在上证e互动平台的公开回复，多多电商平台的总体行业渗透率仅在1%左右，其中优势品类例如钛产业链的渗透率也仅在2.5%左右，多多平台尚有很大的发展空间。同时随着多多平台的交易规模扩大，公司对上游的议价能力以及对下游的价格吸引力将进一步增强，由此判断几个多多平台后续将维持较高的增速，尤其是纸多多、肥多多、粮油多多这3个新平台的增长预计将更加迅速。2021/2022/2023年，假设涂多多的收入增速分别为100%/78%/63%，毛利率维持在2.95%；卫多多的收入增速分别为100%/78%/63%，毛利率维持在3.65%；玻多多的收入增速分别为85%/75%/63%，毛利率维持在3.75%；新平台纸多多的收入增速分别为150%/100%/80%，毛利率维持在2.60%；新平台肥多多的收入增速分别为150%/100%/80%，毛利率维持在2.50%；新平台粮油多多的收入增速分别为150%/100%/80%，毛利率维持在1.20%。

预计2021/2022/2023年，商品交易业务实现营收346.40/623.97/1030.00亿元，同比增长103%、80%、65%，对应的毛利率分别为3.01%、3.00%、2.98%。

表5：2021-2023年国联股份商品交易业务的营业收入和营业成本预测

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 商品交易业务收入（万元） | 705,864.45 | 1,705,535.02 | 3,463,982.95 | 6,239,658.40 | 10,300,047.97 |
| yoy | 101.01% | 141.62% | 103.10% | 80.13% | 65.07% |

| | | | | | |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 商品交易业务成本(万元) | 670,223.81 | 1,654,224.30 | 3,359,589.86 | 6,052,724.98 | 9,992,925.33 |
| 毛利率 | 5.05% | 3.01% | 3.01% | 3.00% | 2.98% |
| (一) 涂多多 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 512,086.32 | 1,169,834.66 | 2,339,669.33 | 4,164,611.41 | 6,788,316.59 |
| yoy | 109.81% | 128.44% | 100% | 78% | 63% |
| 营业成本(万元) | 484,818.67 | 1,135,834.26 | 2,270,649.08 | 4,041,755.37 | 6,588,061.25 |
| 毛利率 | 5.32% | 2.91% | 2.95% | 2.95% | 2.95% |
| (二) 卫多多 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 96,155.45 | 222,445.81 | 444,891.63 | 791,907.09 | 1,290,808.56 |
| yoy | 37.90% | 131.34% | 100% | 78% | 63% |
| 营业成本(万元) | 92,378.73 | 214,362.89 | 428,653.08 | 763,002.48 | 1,243,694.05 |
| 毛利率 | 3.93% | 3.63% | 3.65% | 3.65% | 3.65% |
| (三) 玻多多 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 72,622.52 | 153,553.17 | 284,073.36 | 497,128.38 | 810,319.25 |
| yoy | 100.92% | 111.44% | 85% | 75% | 63% |
| 营业成本(万元) | 68,846.33 | 147,839.92 | 273,420.61 | 478,486.06 | 779,932.28 |
| 毛利率 | 5.20% | 3.72% | 3.75% | 3.75% | 3.75% |
| (四) 纸多多 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 2,398.85 | 24,092.60 | 60,231.50 | 120,463.00 | 216,833.39 |
| yoy | | 904.34% | 150% | 100% | 80% |
| 营业成本(万元) | 2,345.53 | 23,471.26 | 58,665.48 | 117,330.96 | 211,195.73 |
| 毛利率 | 2.22% | 2.58% | 2.60% | 2.60% | 2.60% |
| (五) 肥多多 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 12,553.64 | 74,581.74 | 186,454.35 | 372,908.69 | 671,235.65 |
| yoy | | 494.10% | 150% | 100% | 80% |
| 营业成本(万元) | 12,119.15 | 72,717.12 | 181,792.79 | 363,585.98 | 654,454.76 |
| 毛利率 | 3.46% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% |
| (六) 粮油多多 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 7,921.52 | 57,122.24 | 142,805.60 | 285,611.20 | 514,100.15 |
| yoy | | 621.10% | 150% | 100% | 80% |
| 营业成本(万元) | 7,890.68 | 56,454.26 | 141,091.93 | 282,183.86 | 507,930.95 |
| 毛利率 | 0.39% | 1.17% | 1.20% | 1.20% | 1.20% |

数据来源：国联股份财报，广发证券发展研究中心

商品交易业务收入高速增长假设的合理性分析。多多电商平台通过转化国联资源网会员、单品突破+品类复销、供应链上下游延伸等策略实现客户快速扩张。假设多多电商平台的客单价维持在207万元/个，以2021/2022/2023年商品交易业务收入的预测值计算，对应多多电商的客户数量分别为1.67/3.01/4.97万个。采用2018年国联资源网的注册用户数为基数，对应的客户转化率仅为0.69%、1.23%、2.04%。如果采用2020年6月30日多多平台23.4万的注册用户数为基数，对应的客户转化率分别为7%、13%、21%，考虑到多多电商持续扩张用户辐射规模，且公司孵化了医械多多、芯多多、砂多多等新品类的多多平台，由此判断公司商品交易业务距离行业天花板较远，具备实现高速增长的空间和能力。

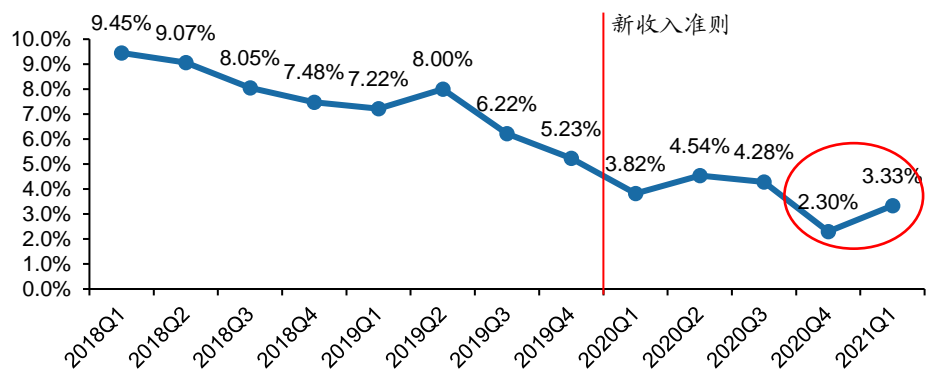
表6: 2021-2023年商品交易业务收入增长的合理性分析

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 商品交易业务收入(万元) | 705,864.45 | 1,705,535.02 | 3,463,982.95 | 6,239,658.40 | 10,300,047.97 |
| yoy | 101.01% | 141.62% | 103.10% | 80.13% | 65.07% |
| 多多客户数(个) | 3,435 | 8,234 | 16,723 | 30,124 | 49,727 |
| yoy | 126.28% | 139.71% | 103.10% | 80.13% | 65.07% |
| 客单价(万元/个) | 205.49 | 207.13 | 207.13 | 207.13 | 207.13 |
| YoY | -11.17% | 0.80% | 0% | 0% | 0% |
| 当年多多客户数/2018年国联资源网注册用户数 | 0.14% | 0.34% | 0.69% | 1.23% | 2.04% |
| 当年多多客户数/2020.6.30多多平台的注册用户数 | - | - | 7.15% | 12.87% | 21.25% |

数据来源: 国联股份招股说明书/财报, 广发证券发展研究中心

商品交易业务毛利企稳回升假设的合理性分析。2020年商品交易业务的毛利率同比减少2.04pct, 一是因为乙二醇等新优势品类, 以及纸多多、肥多多、粮油多多等新平台快速增长, 拉低了整体的毛利率水平; 二是因为公司现阶段以扩大交易规模为核心目标, 且2020年发起产业链战疫计划帮扶下游企业, 因此选择性地向下游适当让利; 三是因为2020年公司执行新会计准则, 将7883万元的运输费用从销售费用重分类至营业成本。目前公司已经逐渐消化上述影响因素, 2021年Q1公司的整体毛利率为3.33%, 环比提升1.03pct。

图31: 国联股份分季度的毛利率推移



数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

涂多多平台假设的敏感性分析。考虑到涂多多收入占公司总营收的65%以上, 假设2021年涂多多的收入增速在90%-110%, 毛利率在2.55%-3.35%, 对应公司2021年归母净利润的范围为4.46-5.95亿元。

表7: 2021年公司归母净利润的敏感性分析(百万元)

| 2021年涂多多的毛利率 | 2.55% | 2.75% | 2.95% | 3.15% | 3.35% |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2021年涂多多收入增速 | | | | | |
| 90% | 446 | 474 | 503 | 531 | 559 |
| 100% | 458 | 488 | 518 | 548 | 577 |
| 110% | 470 | 501 | 533 | 564 | 595 |

数据来源: 广发证券发展研究中心

核心假设: 2021/2022/2023年, 假设商业信息服务的收入增速分别为-15%、-10%、-10%, 毛利率分别为73%、73%、70%, 国联资源网作为多多电商的孵化器, 以扩张用户辐射范围、培育行业运营团队为首要目标, 因此付费收入呈现小幅下滑态势; 假设互联网应用服务的收入增速分别为10%、30%、30%, 毛利率分别为80%、75%、70%。现阶段公司主要向上下游免费提供数字化服务以扩大行业影响力, 预计随着公司产业互联网服务体系的逐渐成熟, 后续将对外提供更多的收费服务, 例如云工厂项目、第三方电商交易佣金等。

表8: 2021-2023年公司的营业收入和营业成本预测

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 营业收入(万元) | 719,768.01 | 1,715,778.33 | 3,473,195.36 | 6,248,836.39 | 10,309,460.49 |
| yoy | 95.93% | 138.38% | 102.43% | 79.92% | 64.98% |
| 营业成本(万元) | 674,398.07 | 1,656,609.09 | 3,361,942.71 | 6,055,163.77 | 9,995,747.82 |
| 毛利率 | 6.30% | 3.45% | 3.20% | 3.10% | 3.04% |
| (一) 商品交易业务 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 705,864.45 | 1,705,535.02 | 3,463,982.95 | 6,239,658.40 | 10,300,047.97 |
| yoy | 101.01% | 141.62% | 103.10% | 80.13% | 65.07% |
| 营业成本(万元) | 670,223.81 | 1,654,224.30 | 3,359,589.86 | 6,052,724.98 | 9,992,925.33 |
| 毛利率 | 5.05% | 3.01% | 3.01% | 3.00% | 2.98% |
| (二) 商业信息服务 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 10,027.44 | 8,213.62 | 6,981.58 | 6,283.42 | 5,655.08 |
| yoy | -11.13% | -18.09% | -15% | -10% | -10% |
| 营业成本(万元) | 3,345.16 | 2,242.49 | 1,906.12 | 1,715.50 | 1,696.52 |
| 毛利率 | 66.64% | 72.70% | 73% | 73% | 70% |
| (三) 互联网应用服务 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 3,876.12 | 2,011.36 | 2,212.50 | 2,876.24 | 3,739.12 |
| yoy | -21.19% | -48.11% | 10% | 30% | 30% |
| 营业成本(万元) | 829.10 | 138.07 | 442.50 | 719.06 | 1,121.74 |
| 毛利率 | 78.61% | 93.14% | 80% | 75% | 70% |

数据来源: 国联股份财报, 广发证券发展研究中心

（二）投资建议

采用相对估值法，我们选取产业电商板块的同类上市公司——上海钢联。根据wind一致预期，2021年7月27日收盘上海钢联2022年的PE估值为27.13X，2020-2023年归母净利润的年均复合增速为31%。考虑到国联股份的成长性明显高于上海钢联，根据我们的预测，2020-2023年国联股份归母净利润的年均复合增速为65%，因此给予国联股份2022年55倍的PE估值，对应的公司合理价值为135.76元/股。

表9：国联股份的可比公司估值情况（2021.7.27收盘价）

| 证券代码 | 证券简称 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | |
|-----------|------|------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 603613.SH | 国联股份 | 316.66 | 5.18 | 8.49 | 13.60 | 61.17 | 37.30 | 23.29 |
| 300226.SZ | 上海钢联 | 104.99 | 2.96 | 3.87 | 4.92 | 35.43 | 27.13 | 21.35 |

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

备注：国联股份的盈利预测来自广发证券，上海钢联的盈利预测来自wind一致预期。

投资建议：国联股份是我国工业品领域的头部产业电商平台，成长性大幅超越同类上市公司。公司的成长空间广阔：（1）依托国联资源网孵化新的多多平台，预计可孵化30个左右行业；（2）提升多多电商对行业客户的渗透率，当前内部转化率约为1%；（3）完善产业互联网服务体系，推进云工厂等付费项目。公司的核心竞争力来自先发优势，高效运营使得多多电商穿越价格波动持续快速增长。我们预计2021-2023年，公司的营业收入为347.32/624.88/1030.95亿元，归母净利润为5.18/8.49/13.60亿元，对应的EPS为1.51/2.47/3.95元/股，2021年7月27日收盘价对应的PE为61.17 X/37.30 X/23.29 X。参考可比公司估值，给予公司2022年55倍的PE估值，对应的公司合理价值为135.76元/股，上调至“买入”评级。

四、风险提示

- （一）行业竞争加剧
- （二）多多电商增速不及预期
- （三）上下游产品价格波动风险
- （四）坏账风险
- （五）产业互联网服务落地进度缓慢

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 2,184 | 6,549 | 9,136 | 13,766 | 20,695 |
| 货币资金 | 791 | 2,993 | 3,489 | 4,818 | 6,918 |
| 应收及预付 | 632 | 1,385 | 2,810 | 5,060 | 8,353 |
| 存货 | 13 | 30 | 61 | 110 | 182 |
| 其他流动资产 | 748 | 2,141 | 2,775 | 3,777 | 5,243 |
| 非流动资产 | 44 | 176 | 235 | 274 | 304 |
| 长期股权投资 | 0 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 22 | 108 | 161 | 195 | 221 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 12 | 20 | 27 | 32 | 36 |
| 其他长期资产 | 10 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 资产总计 | 2,229 | 6,725 | 9,370 | 14,040 | 20,999 |
| 流动负债 | 1,092 | 2,814 | 4,796 | 8,553 | 14,050 |
| 短期借款 | 246 | 397 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 787 | 1,686 | 3,422 | 6,164 | 10,175 |
| 其他流动负债 | 58 | 731 | 1,374 | 2,390 | 3,875 |
| 非流动负债 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 1,093 | 2,814 | 4,797 | 8,553 | 14,050 |
| 股本 | 141 | 237 | 344 | 344 | 344 |
| 资本公积 | 590 | 2,906 | 2,906 | 2,906 | 2,906 |
| 留存收益 | 349 | 637 | 1,103 | 1,867 | 3,090 |
| 归属母公司股东权益 | 1,079 | 3,780 | 4,353 | 5,117 | 6,340 |
| 少数股东权益 | 56 | 131 | 221 | 370 | 609 |
| 负债和股东权益 | 2,229 | 6,725 | 9,370 | 14,040 | 20,999 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 营业收入 | 7,198 | 17,158 | 34,732 | 62,488 | 103,095 |
| 营业成本 | 6,744 | 16,566 | 33,619 | 60,552 | 99,957 |
| 营业税金及附加 | 9 | 9 | 17 | 31 | 52 |
| 销售费用 | 139 | 86 | 153 | 269 | 433 |
| 管理费用 | 35 | 44 | 87 | 156 | 258 |
| 研发费用 | 17 | 29 | 68 | 175 | 289 |
| 财务费用 | 8 | 1 | -14 | -15 | -15 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -2 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 238 | 458 | 802 | 1,320 | 2,121 |
| 营业外收支 | 4 | 12 | 9 | 10 | 10 |
| 利润总额 | 243 | 470 | 811 | 1,330 | 2,131 |
| 所得税 | 56 | 112 | 203 | 333 | 533 |
| 净利润 | 187 | 358 | 608 | 998 | 1,598 |
| 少数股东损益 | 28 | 54 | 91 | 149 | 238 |
| 归属母公司净利润 | 159 | 304 | 518 | 849 | 1,360 |
| EBITDA | 256 | 453 | 757 | 1,238 | 1,958 |
| EPS (元) | 1.13 | 1.28 | 1.51 | 2.47 | 3.95 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------------|---------------|-------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 380 | 777 | 950 | 1,514 | 2,335 |
| 净利润 | 187 | 358 | 608 | 998 | 1,598 |
| 折旧摊销 | 3 | 6 | 51 | 71 | 80 |
| 营运资金变动 | 175 | 418 | 289 | 456 | 667 |
| 其它 | 15 | -5 | 3 | -10 | -10 |
| 投资活动现金流 | -544 | -2,105 | -101 | -100 | -100 |
| 资本支出 | -4 | -114 | -101 | -100 | -100 |
| 投资变动 | 0 | -22 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -540 | -1,968 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 585 | 2,548 | -353 | -85 | -136 |
| 银行借款 | 525 | 837 | -397 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 504 | 2,425 | 107 | 0 | 0 |
| 其他 | -444 | -715 | -64 | -85 | -136 |
| 现金净增加额 | 421 | 1,220 | 496 | 1,329 | 2,099 |
| 期初现金余额 | 274 | 694 | 2,993 | 3,489 | 4,818 |
| 期末现金余额 | 694 | 1,914 | 3,489 | 4,818 | 6,918 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 95.9% | 138.4% | 102.4% | 79.9% | 65.0% |
| 营业利润增长 | 68.2% | 92.2% | 75.0% | 64.6% | 60.7% |
| 归母净利润增长 | 69.3% | 91.6% | 70.0% | 64.0% | 60.2% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 6.3% | 3.4% | 3.2% | 3.1% | 3.0% |
| 净利率 | 2.6% | 2.1% | 1.8% | 1.6% | 1.6% |
| ROE | 14.7% | 8.1% | 11.9% | 16.6% | 21.4% |
| ROIC | 14.1% | 7.9% | 11.6% | 16.0% | 20.3% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 49.0% | 41.8% | 51.2% | 60.9% | 66.9% |
| 净负债比率 | 96.2% | 72.0% | 104.9% | 155.9% | 202.2% |
| 流动比率 | 2.00 | 2.33 | 1.90 | 1.61 | 1.47 |
| 速动比率 | 1.48 | 1.90 | 1.39 | 1.09 | 0.95 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 3.23 | 2.55 | 3.71 | 4.45 | 4.91 |
| 应收账款周转率 | 91.30 | 104.71 | 104.71 | 104.71 | 104.71 |
| 存货周转率 | 536.22 | 569.34 | 567.90 | 567.29 | 566.96 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.13 | 1.28 | 1.51 | 2.47 | 3.95 |
| 每股经营现金流 | 3 | 3 | 3 | 4 | 7 |
| 每股净资产 | 7.67 | 15.94 | 12.66 | 14.88 | 18.44 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 67.04 | 99.77 | 61.17 | 37.30 | 23.29 |
| P/B | 9.87 | 8.04 | 7.28 | 6.19 | 4.99 |
| EV/EBITDA | 39.44 | 61.30 | 37.21 | 21.69 | 12.64 |

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层 | 上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼 | 香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。