

国联股份 (603613.SH)

万亿工业品市场快速渗透，云工厂构筑产业生态壁垒

垂直电商龙头，工业品 B2B 平台领军。1) 公司成立于 2002 年，从产业信息网起步，逐步成长为国内领先的 B2B 电子商务和产业互联网平台。目前公司主要业务包括商业信息服务、网上商品交易业务及互联网技术服务三大板块，三块业务在客户资源、数据、技术上协同发展。2) 公司采用轻资产的“自营+平台”电商模式，有效把握盈利环节的同时亦提升了营运效率。同时通过供应链的眼神，公司与上下游皆维持长期的强信任关系，成为推进产业互联网的重要基础。3) 2014 年公司切入交易环节后，网上交易收入持续提升，成为业绩高速增长的主要驱动力，2015-2020 年公司营收与归母净利润 CAGR 分别达到 142.9%与 90.9%。未来伴随公司业务体系的进一步升级，预计互联网技术服务亦有较大发展空间。

B2B 电商切中降本增效痛点，渗透率提升有望撬动万亿市场。1) 目前我国工业品 B2B 电商正处于在线交易渗透率持续提升、逐步融入供应链并向产业互联网升级的过程，政策、技术等均大力推动工业品 B2B 平台落地。上下游企业降本增效的迫切需求成为渗透率提升的根本驱动，根据艾瑞咨询统计，未来五年我国工业品 B2B 电商市场规模年复合增长率为 30%，2025 年将达到 1.75 万亿元。2) 市场参与者来看，竞争格局整体一超多强，公司以垂直自营的运营模式独具优势，垂直领域的快速崛起是产业升级进入深水区的必然趋势，自营模式保证了平台更加深度地把握盈利环节、融入供应链。

先发优势构筑资源护城河，数据闭环加深行业 Know-how。1) 公司以国联资源网为依托，深耕商业信息服务十余载，积累了大量客户资源、行业经验与品牌口碑，形成公司重要的核心竞争力。依托对行业的充分理解，公司优选赛道，抢占先机，并通过有效运营不断强化品牌认可度与用户粘性，目前引流变现效果显著，相关产业分网的注册会员已成为电商自营业务的主要客源，多多电商客户数高速增长、留存率也较高。2) 云工厂使公司构建供应链壁垒的重要策略，通过提供数字化改造服务，赋能企业的降本增效。同时，云工厂促进公司在产业链内形成数据闭环，加速数据沉淀，最终形成由数据驱动的行业 Know-how 与技术重迭上升，获得产业互联网时代的关键竞争优势。

多多平台未来空间广阔，云工厂蕴育产业链生态。1) 展望未来，公司实行多赛道发展战略，横向复制与纵向延伸并重，重点赛道多达 7-8 个，孵化有序进行，多多平台的可及市场规模稳健提升。同时，多多电商目前核心单品市场渗透率还较低，长期提升空间广阔，快速增长趋势已现。2) 国联云是公司重要的业务支撑与技术输出平台，可从制造、调度、供应链、内部管理等多方面赋能中小企业数字化转型。通过深度绑定供应链、打通各环节数据壁垒、构建产业互联网协同生态，国联云有望成为公司长期成长的重要推动。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预测公司 2021-2023 年营业总收入为 344.72/626.20/1014.82 亿元，对应增速为 100.9%/81.7%/62.1%；归母净利润为 5.41/9.61/15.63 亿元，对应增速为 77.52%/77.62%/62.84%。考虑公司的综合竞争实力及长期发展潜力，对比可比公司估值，给予“买入”评级。

风险提示：多多平台所涉行业景气度下行、毛利率下行超预期、云工厂落地不及预期

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,198	17,158	34,472	62,620	101,482
增长率 yoy (%)	95.9	138.4	100.9	81.7	62.1
归母净利润(百万元)	159	304	541	960	1,563
增长率 yoy (%)	69.3	91.6	77.5	77.6	62.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.46	0.89	1.57	2.79	4.55
净资产收益率(%)	16.4	9.2	13.7	19.9	24.6
P/E(倍)	212.6	111.0	62.5	35.2	21.6
P/B(倍)	31.3	8.9	7.9	6.5	5.0

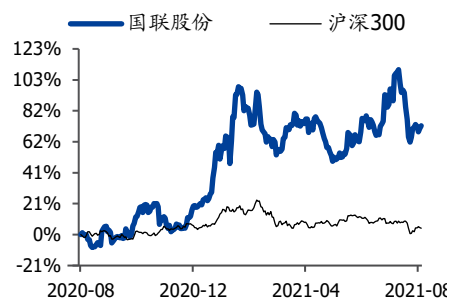
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 6 日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	计算机
8月6日收盘价(元)	98.27
总市值(百万元)	33,795.08
总股本(百万股)	343.90
其中自由流通股(%)	64.59
30日日均成交量(百万股)	4.06

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号: S0680518050002

邮箱: yangran@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2184	6549	8633	12042	16806
现金	791	2993	3760	5095	7250
应收票据及应收账款	79	203	364	667	1004
其他应收款	3	3	10	14	25
预付账款	553	1182	2303	4028	6232
存货	13	30	58	102	156
其他流动资产	745	2137	2137	2137	2137
非流动资产	44	176	293	446	644
长期投资	0	4	8	12	16
固定资产	22	108	217	360	548
无形资产	19	39	43	49	56
其他非流动资产	3	24	24	24	24
资产总计	2229	6725	8926	12488	17450
流动负债	1092	2814	4432	6902	10074
短期借款	246	397	397	397	397
应付票据及应付账款	536	1641	2740	5219	7678
其他流动负债	310	776	1295	1287	1999
非流动负债	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	1093	2814	4432	6902	10075
少数股东权益	56	131	205	358	610
股本	141	237	344	344	344
资本公积	590	2906	2799	2799	2799
留存收益	349	637	1220	2262	3932
归属母公司股东权益	1079	3780	4289	5228	6765
负债和股东权益	2229	6725	8926	12488	17450

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	380	777	944	1604	2571
净利润	187	358	615	1113	1816
折旧摊销	3	6	12	19	29
财务费用	8	1	19	80	166
投资损失	2	-10	-2	-3	-3
营运资金变动	177	459	301	395	565
其他经营现金流	3	-36	0	0	-1
投资活动现金流	-544	-2105	-127	-169	-223
资本支出	4	114	113	148	194
长期投资	0	-22	-4	-4	-4
其他投资现金流	-540	-2013	-18	-24	-33
筹资活动现金流	585	2548	-50	-101	-192
短期借款	106	150	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	35	96	107	0	0
资本公积增加	452	2316	-107	0	0
其他筹资现金流	-9	-15	-50	-101	-192
现金净增加额	421	1220	767	1334	2155

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7198	17158	34472	62620	101482
营业成本	6744	16566	33343	60569	98150
营业税金及附加	9	9	14	19	20
营业费用	139	86	155	269	426
管理费用	35	44	83	138	213
研发费用	17	29	52	88	132
财务费用	8	1	19	80	166
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	0	24	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	1
投资净收益	-2	10	2	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	238	458	809	1461	2379
营业外收入	4	12	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	243	470	809	1461	2379
所得税	56	112	194	348	564
净利润	187	358	615	1113	1816
少数股东损益	28	54	74	153	252
归属母公司净利润	159	304	541	960	1563
EBITDA	237	410	744	1371	2247
EPS (元/股)	0.46	0.89	1.57	2.79	4.55

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	95.9	138.4	100.9	81.7	62.1
营业利润 (%)	68.2	92.2	76.5	80.6	62.9
归属母公司净利润 (%)	69.3	91.6	77.5	77.6	62.8
获利能力					
毛利率 (%)	6.3	3.4	3.3	3.3	3.3
净利率 (%)	2.2	1.8	1.6	1.5	1.5
ROE (%)	16.4	9.2	13.7	19.9	24.6
ROIC (%)	13.6	7.4	11.9	18.3	23.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.0	41.8	49.7	55.3	57.7
净负债比率 (%)	-47.8	-66.4	-74.8	-84.1	-92.9
流动比率	2.0	2.3	1.9	1.7	1.7
速动比率	1.2	1.7	1.3	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	4.7	3.8	4.4	5.8	6.8
应收账款周转率	66.5	121.5	121.5	121.5	121.5
应付账款周转率	21.8	15.2	15.2	15.2	15.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.89	1.57	2.79	4.55
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.10	2.26	2.74	4.66	7.48
每股净资产 (最新摊薄)	3.14	10.99	12.47	15.20	19.67
估值比率					
P/E	212.6	111.0	62.5	35.2	21.6
P/B	31.3	8.9	7.9	6.5	5.0
EV/EBITDA	138.6	72.8	39.2	20.4	11.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 6 日收盘价

内容目录

一、垂直电商龙头，工业品 B2B 平台领军	5
1.1 产业信息网起步，向交易电商、技术服务持续升级	5
1.2 轻资产电商模式独具特色，强信任关系助力产业互联网推进	9
1.3 交易业务带动业绩大幅增长，盈利能力未来可期	10
二、B2B 平台降本增效，渗透率提升撬动万亿市场	12
2.1 多因素共同驱动工业品 B2B 电商加速渗透	12
2.2 竞争格局总体一超多强，垂直自营具备独特优势	16
三、先发优势构筑资源护城河，数据闭环蕴育产业链生态	20
3.1 资源网客户资源与行业积累深厚，构筑竞争壁垒	20
3.2 依托行业积累优选行业赛道卡位，抢占先机	21
3.3 “平台、科技、数据”战略打造产业链闭环，构筑长期护城河	22
四、多多平台未来空间广阔，云工厂促进产业链转型	23
4.1 多赛道发展，横向复制与纵向延伸并重，强化特有电商模式	23
4.2 核心单品市场渗透率上升趋势明显，长期提升空间大	24
4.3 国联云赋能中小企业数字转型，构建工业互联网生态	25
五、盈利预测及投资建议	28
风险提示	30

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2021 年 6 月)	6
图表 3: 公司主要业务类型说明	7
图表 4: 国联资源网页面	7
图表 5: 网上商品交易服务平台 (以涂多多为例) 页面	7
图表 6: 国联云数字化技术服务体系	8
图表 7: 公司业务协同性说明	9
图表 8: 拼单团购模式的一般流程	10
图表 9: 2012-2020 年公司存货与固定资产周转次数	10
图表 10: 2012-2021H1 公司营业收入变动情况	11
图表 11: 2012-2021H1 公司归母净利润变动情况	11
图表 12: 2017-2020 年公司主营业务营收变动情况	11
图表 13: 2017-2020 年公司主营业务营收结构情况	11
图表 14: 2016-2020 年公司分业务毛利率情况	12
图表 15: 2016-2020 年多多平台毛利率情况	12
图表 16: 2012-2020 年公司期间费用变动情况	12
图表 17: 2012-2020 年公司各项费用率变动情况	12
图表 18: 推动工业互联网 B2B 电商平台和行业发展的部分政策文件	14
图表 19: 工业品 B2B 电商平台技术图谱	15
图表 20: B2B 电商平台能解决部分传统采购痛点	15
图表 21: 工业品 B2B 电商平台服务企业采购各环节	16
图表 22: 中国工业品市场规模和线上渗透率	16

图表 23: 中国工业品 B2B 电商规模	16
图表 24: 部分上市公司旗下平台对比	17
图表 25: 部分主流工业品 B2B 电商平台分类 公司 (电商平台)	17
图表 26: 部分垂直类平台对比	17
图表 27: 自营模式与平台模式对比	18
图表 28: 国联股份、1688 营收增长率对比	18
图表 29: 国联股份与上海钢联对比	19
图表 30: 国联股份、上海钢联商品交易业务毛利率对比	19
图表 31: 国联股份、1688、上海钢联部分财务数据对比	20
图表 32: 自营业务客户中来自相关产业分网的比例	21
图表 33: 自营业务交易收入中来自相关产业分网的比例	21
图表 34: 自营业务供应商中来自相关产业分网的比例	21
图表 35: 自营业务商品交易采购中来自相关产业分网的比例	21
图表 36: 公司云工厂投资情况	22
图表 37: VR 云工厂	23
图表 38: 云工厂厂家及产品展示界面	23
图表 39: 各垂直行业多多电商上线时间及主要覆盖单品	24
图表 40: 多多电商主要品类市场渗透率情况	25
图表 41: 犀牛智造五大核心支撑	26
图表 42: 犀牛智造服装行业数字化图谱	26
图表 43: 线上制造业务全流程	27
图表 44: 云工厂全产业链硬件开发制造体系	27
图表 45: 公司非公开发行股票募资用途	28
图表 46: 公司收入预测 (2019~2023E, 单位: 百万元)	29
图表 47: 公司毛利率预测 (2019~2023E)	29
图表 48: 公司费用率预测 (2019~2023E)	30

一、垂直电商龙头，工业品 B2B 平台领军

1.1 产业信息网起步，向交易电商、技术服务持续升级

国联股份是国内领先的 B2B 电子商务和产业互联网平台。公司定位于 B2B 综合服务平台，以工业电子商务为基础，以互联网数据为支撑，为相关行业客户提供工业品和原材料的网上商品交易、商业信息服务和互联网技术服务。公司致力于互联网、物联网、大数据、云计算、人工智能等新技术与传统产业的深度融合，促进传统产业降本增效。

商业信息服务起家，逐步切入电商交易与产业互联网平台，业务体系持续升级。

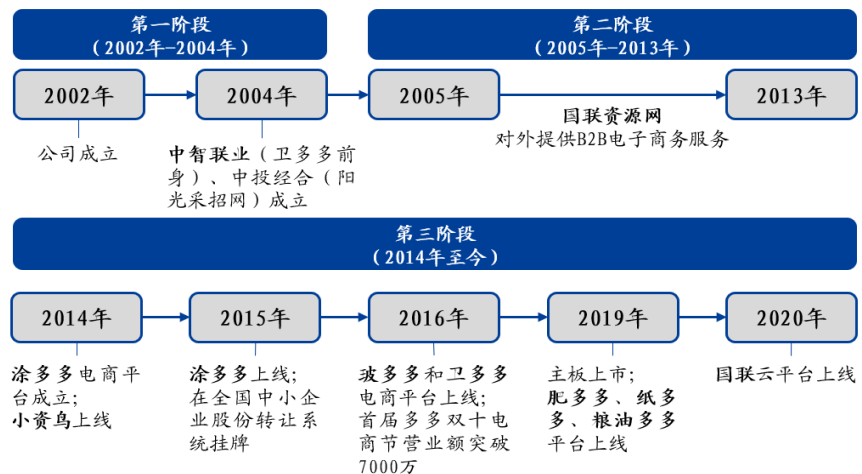
第一阶段（2002 至 2004 年）主要从事黄页任务，随着互联网的普及，2005 年开始为企业提供 B2B 电子商务服务。

第二阶段（2005 至 2013 年）以 B2B 商业信息服务为主：公司主要以 B2B 信息平台——国联资源网对外提供电子商务服务，以商业信息服务为主，线上提供供需信息展示和商机发布撮合服务，线下提供供需对接和营销推广服务。公司在这一阶段并未切入交易环节，主要专注行业产业链纵向环节的上下游、产供需、主辅配套、关键资源整合和横向节点的企业经营管理，为企业提供网站会员服务、会展服务、行业资讯服务和代理服务。

第三阶段（2014 年至今）切入电商平台和产业互联网，完成业务体系升级：**1、布局电商平台，覆盖多个垂直行业。**公司针对传统业务进行升级，基于国联资源网产业分网及其团队，相继成立涂多多电商、玻多多电商和卫多多电商等，对应涂料化工、玻璃、卫生用品等产业链 B2B 垂直电商业务。自上线以来，多多平台的网上交易业务均实现了快速增长。**2、立足产业互联网，提供解决方案服务。**公司基于客户对“互联网+”的升级需求和网络营销、电商服务方面的需求，在国联资源网的技术力量和运营团队基础上，通过小资鸟、国联全网、西南电商等开始提供“互联网+”解决方案和电商运营等互联网技术服务。**3、国联资源网平稳发展，转型云服务。**国联资源网的各项业务始终保持平稳发展，收入相对稳定，是公司 B2B 垂直电商平台和“互联网+”技术服务的基础。同时，在国联资源网基础上，公司于 2020 年推出国联云，并通过其提供数字化云应用服务和工业互联网平台服务。

公司在长期发展中紧跟工业 B2B 服务市场需求变化，实现了从 B2B 信息服务平台单一体系到拥有 B2B 信息服务平台、B2B 垂直电商平台及“互联网+”技术服务三个业务板块的体系升级，主要业务也在商业信息服务基础上拓展出网上商品交易业务和互联网技术服务，为公司的持续发展打下了坚实基础。

图表 1: 公司发展历程

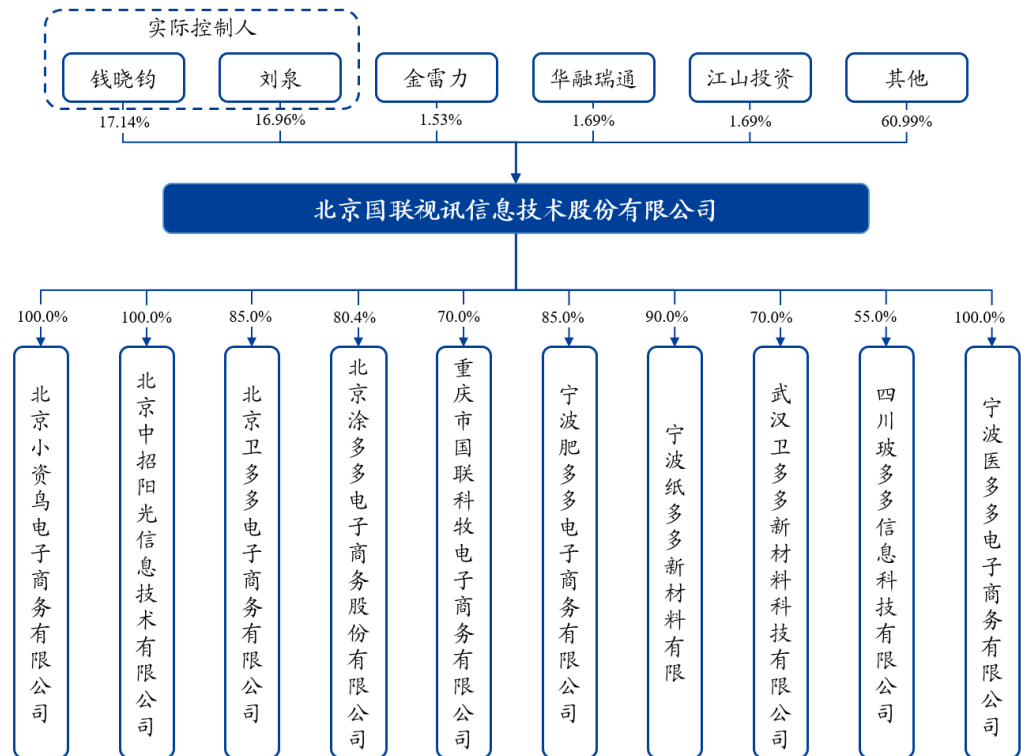


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

股权结构相对集中，公司长期战略稳定。截至2021年6月，公司实际控制人钱晓钧和刘泉合分别持有4065万与4023万股，对应持股比例为17.14%与16.96%，两人及其一致行动人合计持股比例为34.1%。较为集中、稳定的公司股权结构，有利于实施长期性公司战略，有助于公司长期发展。

实控人具备深厚行业积累，有力保障公司的稳健发展。实际控制人刘泉先生与钱晓钧先生分别为长江商学院EMBA和北京大学经济学硕士，两人共同创办国联股份，2002年至今始终在公司内任职，分别担任董事长、总经理，对公司经营与行业发展具备深刻理解。创业初期，其坚持“站在巨人肩膀上”，为整合各行业信息资源，与国家级信息机构、各大部委、国家级行业协会、学会等建立起良好合作关系，以市场化方法迅速开发了行业信息资源的市场价值，2015年前后，公司转型过程中也经历艰难探索，逐步探索出适合公司发展的核心模式，具备长远的战略眼光，能够有效经营与管理公司。

图表2: 公司股权结构 (截至2021年6月)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

业务覆盖信息、交易与技术三大板块，构筑协同发展体系。公司主要业务包括商业信息服务、网上商品交易和互联网技术服务。三大业务板块相互协同发展，客户、技术、数据等资源在业务板块间流动。

图表3: 公司主要业务类型说明

业务类型	业务平台	业务细分	业务描述
商业信息服务	国联资源网 阳光采招标网	商机、会展、 资讯、广告	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。
网上商品交易业务	涂多多 卫多多 玻多多 肥多多 纸多多 粮油多多	自营电商 第三方电商 SaaS 服务	通过多多平台开设网上自营商城，通过集合采购、拼单团购、一站式采购等方式，面向注册用户开展涂料化工、纯碱玻璃、无纺布、生活用纸、工业用纸、化肥农资、粮油等产业链的工业品电商业务。 通过多多平台开设网上集市商城，由涂料化工、纯碱玻璃、无纺布、生活用纸、工业用纸、化肥农资、粮油等产业链的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。 通过多多平台为涂料化工、纯碱玻璃、无纺布、生活用纸、工业用纸、化肥农资、粮油等产业链的注册供应商和注册用户提供云 ERP、电子合同、在线支付、智慧物流、数字工厂、工业互联网等数字化服务。
互联网技术服务	国联云	解决方案云 应用服务	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。

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

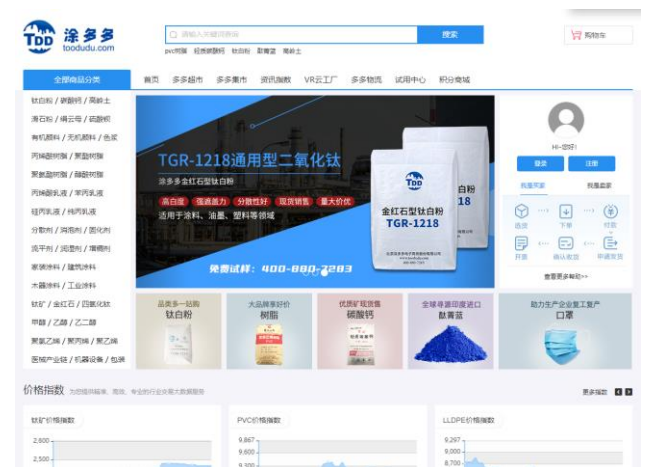
耕耘多年，商业信息服务具备深厚的行业资源、会员基础和服务经验积累。商业信息服务是公司的基础业务，公司以国联资源网为基础为企业提供网站会员服务、会展服务、行业资讯服务和会展服务等商业信息服务。其实质是以线上线下的交互方式，为供需双方的企业用户提供信息撮合服务，线上开设企业商铺、供应商发布产品信息、用户发布求购信息 and 寻找供应商；线下通过各种供需对接会、技术交流会、会员沙龙、资讯广告等促进交易合作。经过近 20 年发展，公司已经具备丰富的行业资源与服务经验、扎实的会员基础，业务已覆盖 100 余个工业行业领域，拥有约 267 万注册会员企业，1000 万黄页数据库，5000 万招投标信息资源，在冶金、煤炭、电力、机械、医药、化工等方面具备丰富的行业积累。

图表4: 国联资源网页面



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表5: 网上商品交易服务平台(以涂多多为例)页面



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

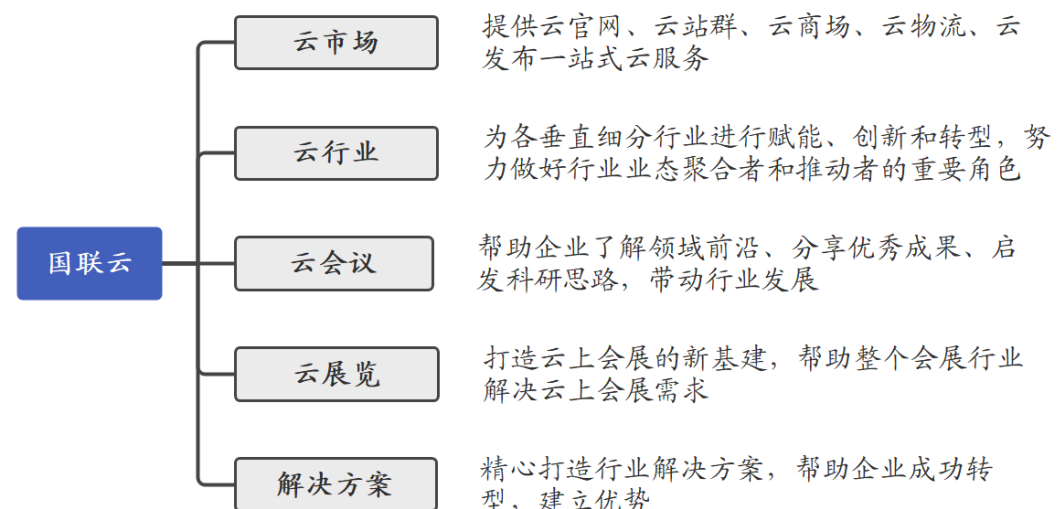
商品交易服务覆盖广泛，助力企业降本增效。1) 商品交易服务为公司核心业务，属于商业信息服务的自然延伸。2017年9月，工信部发布《工业电子商务发展三年行动计划》，提出要推动行业信息平台向交易服务平台转变，因而其也符合国家工业电子商务的产业

政策导向。公司以电商平台为依托,开展自营电商、第三方电商及为平台上下游提供 SaaS 服务,其中:①自营电商业务为多多电商平台全程参与,包括但不限于购销合同签订、提货交款、货款收付、物流服务、结算开票等;②而对第三方电商业务,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,公司仅提供第三方撮合服务,在订单交易促成后不参与后续合同签订、支付结算等环节;③ SaaS 服务则是公司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,在交易流程中为行业上下游免费提供提供云 ERP、电子合同、在线支付、智慧物流、数字工厂、工业互联网等数字化服务。2)借助平台采集交易,进而汇聚大订单已获的对上游供应商的议价优势,并且通过信息化手段减少中间流通环节,减少下游客户的额外成本,最终达到为客户降本增效的目的。3)根据公司招股说明书披露,目前第三方电商业务与 SaaS 服务不收取费用,主要目的是用户引流、培养用户交易习惯和扩大平台影响力,并为平台的自营电商服务扩大用户基础。

目前,公司根据自身行业积累,上线涂多多、玻多多、卫多多、肥多多、纸多多和粮油多多等垂直行业电商平台,根据公司 2020 年 9 月 8 日投资者关系活动记录,截止到 2020 年 6 月 30 日,多多平台注册用户数达到 23.4 万户,总交易客户达到 5845 户,具备了扎实的客户基础。

互联网技术服务已经形成完整的数字技术服务体系。公司依托支撑交易与信息时形成的数据与技术积淀,国联云致力于互联网、物联网、云计算、大数据、人工智能、区块链等新技术与实体经济的深度融合,促进实体经济的降本增效和高质量发展。国联云目前可提供的产品与服务包括云市场、云行业、云会议、云展览与为企业提供解决方案等数字技术服务。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,据国联云数据统计,截至 2020 年 4 月,国联云注册用户超过 18 万,尤其在疫情期间提供大量线上直播服务,帮助产业链企业复工复产,极大提升了品牌口碑。

图表 6: 国联云数字化技术服务体系



资料来源:公司官网,国盛证券研究所

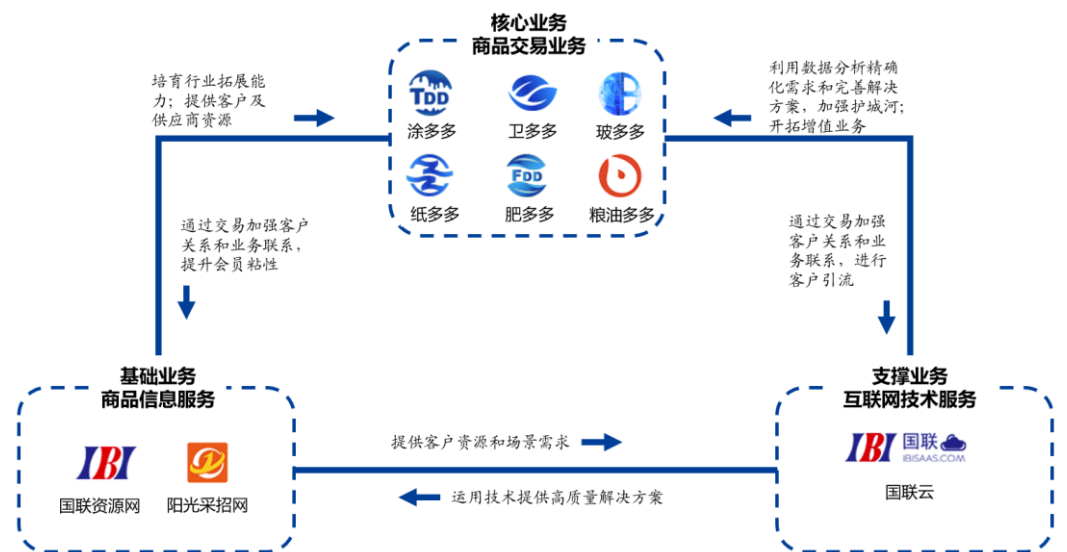
各业务板块发展协同作用显著,资源间相互转化。

1) 商业信息服务积累大量资源,为其他业务的技术与客群发展提供重要支撑。商业信息服务为多多电商提供行业信息、核心团队与客户资源的积累。第一,多多电商均是以国联资源网的相关行业分网为基础成立的,例如涂多多是发行人从国联资源网旗下的涂料产业网、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的垂直电商平台;第二,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多年,拥有丰富行业经验、客户积累和上下游合作关系;第三,多多电商的技术团队,是在国联资源网技术团队基础上扩建设立的。第四,信息服务业务所积累的客户资源也会通过引流转输给电商平台和国联云,促进其发展。据公司招股说明书披露,2018 年在多多电商平台上进行的交易客户中,有 66.3%是来自公司相关产业分网的会员,并且其贡献商品总交易收入的 90.2%;

2) 商品交易服务进一步扩大客户资源,反哺信息与技术业务。根据公司2020年9月8日投资者关系记录,截至2020年6月30日,多多平台注册用户数达23.4万户,总交易客户达5845户,其中老客户数3161户,新客户数2694户,整体平台复购率达到92.0%。多多平台来源于国联资源网,并受国联云支撑,而其客户资源与较强的用户粘性也将反哺于其他两项业务,带来客户引流;

3) 互联网技术服务依托数据积淀,推进信息与交易业务升级。互联网技术服务平台国联云是公司的支撑业务平台,也是公司未来发展的战略重点及科技驱动力量,国联云定位于产业和企业数字化技术服务平台,在服务多多电商平台和国联资源网的过程中沉淀大量数据,并提升技术与行业知识的结合紧密程度,通过数据分析与技术创新形成公司产品与服务的不断更新与迭代,并不断推出新的增值服务,如电子商务、智慧工厂解决方案和云ERP、带货直播、视频会议、远程办公等云应用服务,进一步强化公司业务的护城河与附加值。

图表7: 公司业务协同性说明



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.2 轻资产电商模式独具特色, 强信任关系助力产业互联网推进

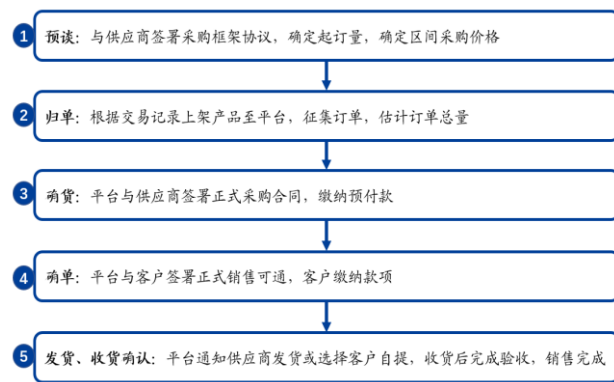
轻资产的“自营+平台”电商模式, 扬长避短, 提升企业营运效率。一般而言, 自营模式需全程参与货物采购、仓储和配送等环节, 能够更好把握品控工作并获取更多盈利环节, 但该模式下资产较重, 产品线拓展与资金流转压力较大; 而平台模式资产较轻, 易进行规模扩张, 且商品类别较丰富, 但品控和客户体验则有待加强。

目前, 公司网上商品交易业务收入全部来自自营电商, 为减轻传统自营模式资产较重而限制业务扩张的负面影响, 公司采取轻资产运营模式, 在物流和仓储环节鼓励供应商配送或客户自提, 而平台负责信息化服务与调度, 降低整体仓储物流成本, 减轻公司存货压力并提高公司营运效率; 提升客户体验方面, 公司采用次终端合作战略, 与区域经销商合作, 采取本地化服务, 对接客户多样化需求, 此外公司也辅以自研多多电商物流追踪系统和云仓体系来确保物流配送效率, 保障客户体验。2016至2020年, 公司存货周转次数从112.7提升至760.6, 固定资产周转次数从42.6提高到264.0, 营运效率明显改善。公司“自营+平台”的电商模式扬长避短, 构成未来业务长期扩张的必要条件。

拼单团购模式提升议价能力, 信息化手段缩减流通环节, 拓展盈利空间。公司自营模式目前以集合采购模式为主。在此模式下, 能够“以销定采、订单反推、上游议价”, 争取更低的供货价格; 同时, 借助信息化手段, 可以打通中间流通环节, 最大程度减少中间代理商, 实现同时向上下游让利, 实现整个产业链的降本增效; 此外, 公司为上下游免费提供云ERP、电子合同、在线支付、智慧物流、数字工厂、工业互联网等SaaS服务

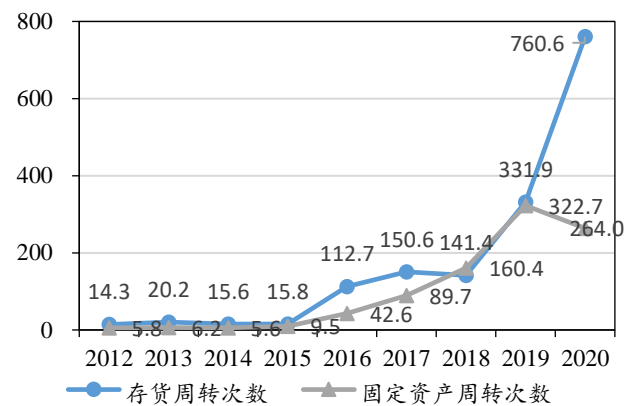
工具，降低交易摩擦并提升交易效率，同时有效培养用户使用习惯，提升用户粘性。

图表 8: 拼单团购模式的一般流程



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 9: 2012-2020 年公司存货与固定资产周转次数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

实行供应链上下游延伸策略，维护长期合作关系，降低销售风险。

1) 多多电商实行供应链上下游延伸策略。多多平台通过供应商和客户角色转换，获得稳定客户来源，低成本推动平台交易量和影响力。例如，涂多多的主营产品之一为钛白粉，在采购销售钛白粉的基础上，与钛白粉生产商建立了良好的合作关系；钛白粉主要原料为钛精矿、金红石和钛渣等，涂多多电商通过集合订单方式采购上述原料，向钛白粉生产商供应。通过针对上下游不同品类的供应商和客户的转换，可以有效降低沟通和信任成本，从而降低销售风险。同时，多多平台因掌握稳定的由供应商转为客户的刚需客户群体，其集合订单能够获得供应商的上游的更大价格优势和政策支持，因而能够帮助供应商客户节约采购成本，从而增强合作粘性；

2) 多多电商与上下游皆维持较好的长期合作关系。公司与主要供应商间签订长期合作协议，进入主要供应商的大客户体系，优先保证多多电商供货，同时，多多电商积极实施核心供应商策略，对核心供应商提供更大网络营销推广力度，随着多多电商订单量上升，其对核心供应商的影响力日益提高；公司通过各产业分网与主要客户保持长期合作关系，从事网上商品交易业务后，与主要客户签署长期合作协议，并通过多多平台，将客户纳入集合采购计划。稳定的上下游关系是公司应对价格波动的重要基础，无论主营业务产品价格上升抑或下降，公司都具备稳定价格与销量的能力。

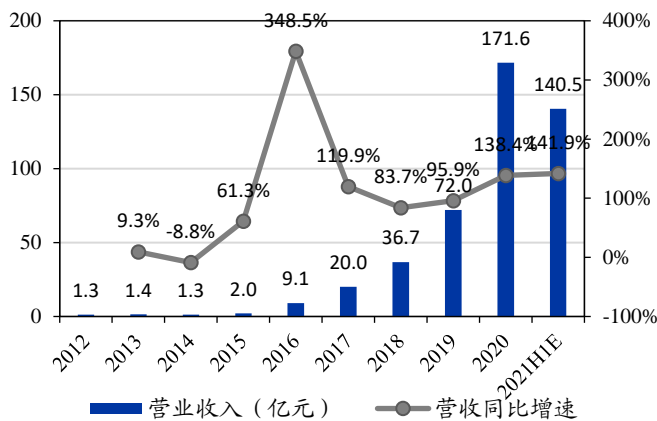
强信任关系推进智慧供应链、数字工厂等落地，加速产业互联网平台建设。交易业务是公司进入产业互联网的一个切入点，在与企业长期、反复、健康的交易中，公司与企业间构建了强信任关系，提升了企业的可得性，在此基础上，公司根据企业需求逐步开辟新业务，如智慧供应链、数字工厂等，不断完善自身的服务体系；同时，在强信任关系支撑下，公司也可以工业电子商务切入，在交易规模和行业影响力不断扩大的基础上，积极推进智慧物流、数字仓储、数字工厂、工业互联网、供应链金融科技服务，逐步实现数字化改造，最终将公司打造为具备多元服务体系的产业互联网平台。

1.3 交易业务带动业绩大幅增长，盈利能力未来可期

切入交易后业绩爆发式增长。1) 根据公司业绩预增公告，2021年上半年公司预计实现营收140.0~140.5亿元，同比增长141.1%~141.9%，归母净利润预计为2.09~2.12亿元，同比增长83.8%~86.0%。业绩增长主要系公司网上商品交易收入增长所致，各多多电商大力实施积极高效的上下游策略，平台交易量增长较快，推动收入和毛利的增长，从而实现了净利润的增长。从历史来看，公司在2012-2014业绩增速较为缓慢，直到2014年切入交易业务后才迎来爆发式增长阶段，2015-2020年，公司营收与归母净利润GAGR分别高达142.9%与90.9%，且从2018年起，公司营收增速有上升趋势，同比增速从83.7%上升至138.4%。2) 业绩增长主要来自于网上商品交易收入的增长。公司具备深厚的行业资源积累和优秀的运营团队，公司多多电商拥有模式优势、服务能力和运营策

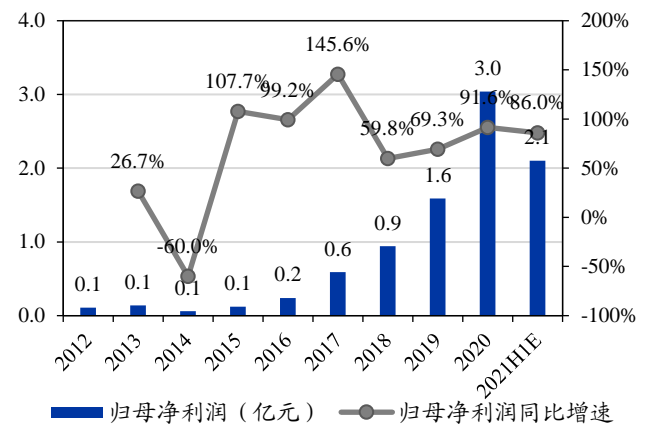
略，以及面对新冠疫情影响，公司通过产业链“战疫”计划、拓展全球寻源、推出工业品/原材料带货直播、百团拼购和双十电商节等举措，积极转危为机，各多多电商交易量增长较快，从而实现营业收入的快速增长。

图表 10: 2012-2021H1 公司营业收入变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

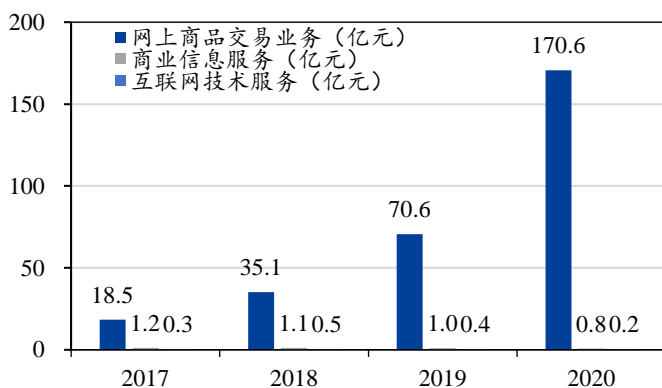
图表 11: 2012-2021H1 公司归母净利润变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

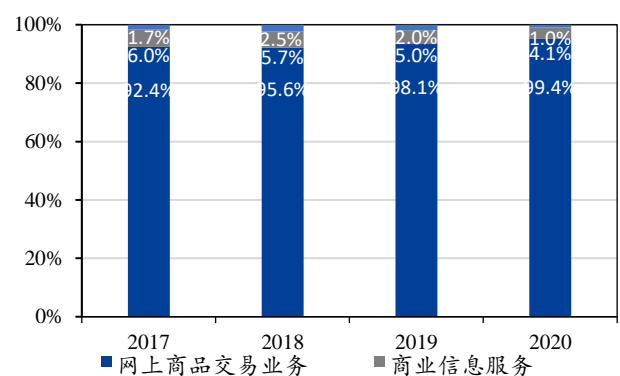
目前，网上商品交易服务占据业务主导地位。自公司切入交易业务以来，网上商品交易业务营收迎来爆发式增长，2020年公司网上商品交易业务营收达到170.6亿元，同比增长141.6%，2017-2020年年复合增速达到109.7%，同时，交易业务在总营收中的贡献也进一步强化，2020年交易业务营收占比高达99.4%，成为公司营收增长的最主要驱动力。2020年新冠疫情对传统线下交易模式产生巨大挑战，公司积极把握战略机会，推动各多多平台用户数与交易量的增长，而受益于在此期间企业对工业B2B电商平台的使用习惯培养，未来公司交易业务营收有望进一步提升，驱动整体营收的快速增长。商业信息服务方面，公司实现营收0.8亿元，同比减少18.1%，而互联网技术服务营收为0.2亿元，同比减少48.1%，原因在于，疫情对上述业务的客户需求有所影响，同时公司目前也将业务中心战略性地侧重于网上商品交易服务。

图表 12: 2017-2020 年公司主营业务营收变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 2017-2020 年公司主营业务营收结构情况

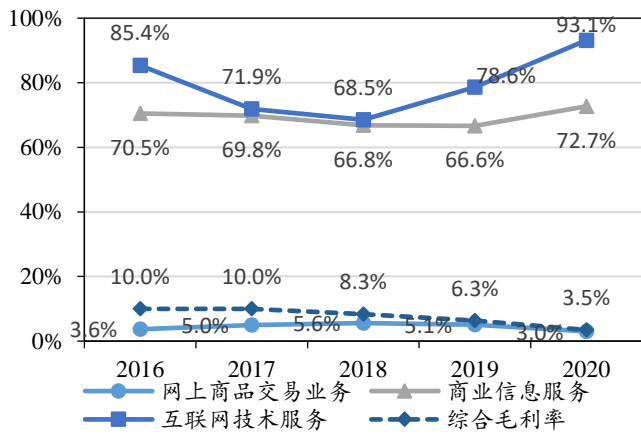


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

营收结构变化导致公司毛利率略降，未来有望改善回升。2017-2020年，公司综合毛利率从10.0%下降至3.5%，而相应地，网上商品交易服务的毛利率也从2018年的5.6%下降至2020年得到3.0%，综合毛利率下降的主要原因是营收结构的变化，低毛利率的交易业务比重上升并占据了主体地位，最终则与公司的发展战略有关。相比之下，信息服务与技术服务的毛利率要远高于交易业务，2020年分别达到72.7%与93.1%，公司交易业务毛利较低的原因主要有：1、由于平台处于发展早期，为扩大客户规模，公司对第三方电商服务与SaaS采取免费提供政策，故自营电商收入构成交易收入的主体，而自营电商具有较高的采购成本，提升公司交易业务的整体营业成本；2、为提升客户吸引

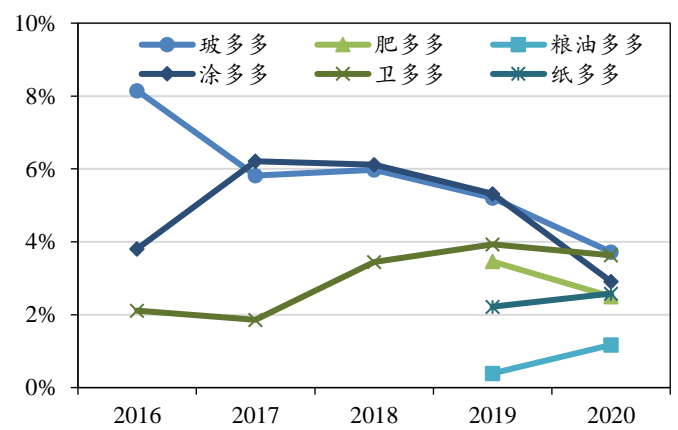
力，培养用户使用习惯，提高市场规模，公司主动压低买卖价差，从而降低了毛利率。短期来看，公司仍会实行低毛利率战略以抢占市场，提高市场渗透率，长期随着其交易规模、用户粘性的提升，其对上下游的议价能力也会提高，届时毛利率或将迎来提升。

图表 14: 2016-2020 年公司分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

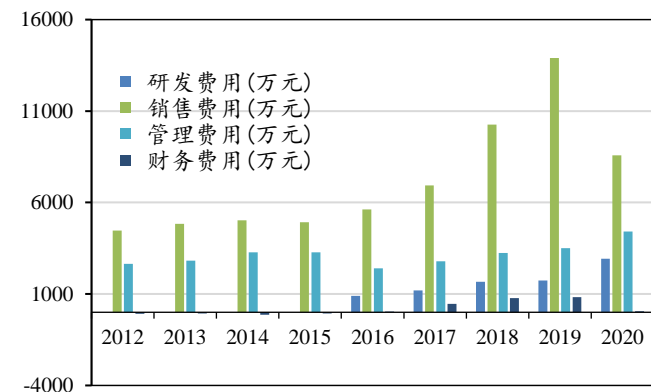
图表 15: 2016-2020 年多多平台毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

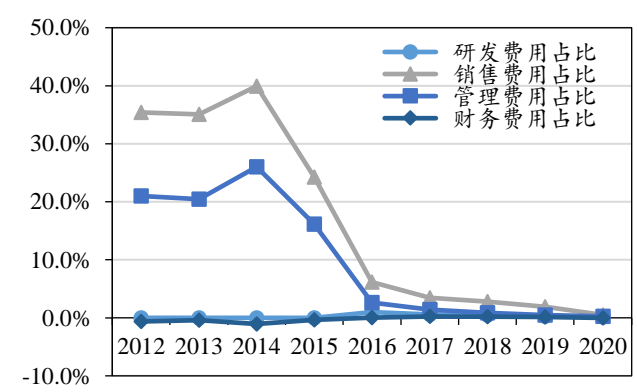
费用增速远低于营收增速，期间费用率整体降低。2020 年，公司研发费用支出 2921.8 万元，同比增加 69%，表明公司加大了对研发的投入；销售费用支出为 8576.1 万元，同比下降 38.3%，主要原因是新的会计准则下运输成本被移出销售费用，但未来预期仍会继续增长；管理费用支出为 4409.0 万元，同比增加 25.6%；财务费用支出 65.4 万元，同比下降 92.1%，系报告期内公司银行存款增加，利息收入增长所致。各项费用增长率远低于营收增速（138.4%），而 2019 年新上线的纸多多、肥多多和粮油多多平台创收能力逐步释放，这也导致了 2020 年整体期间费用率进一步降低，来到近年来最低值 0.9%。而回顾公司费用的变化情况，也能够反应其业务模式的转变：2014 年切入交易业务后，公司增加研发投入，以技术创新提供更好的产品与服务，而同期营收迎来爆发式增长，导致费用率出现突降，并在营收与费用增速差始终较大的情况下，费用率持续下降，保持在较低的水平，而这也是公司未来利润率企稳的重要因素。

图表 16: 2012-2020 年公司期间费用变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2012-2020 年公司各项费用率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、B2B 平台降本增效，渗透率提升撬动万亿市场

2.1 多因素共同驱动工业品 B2B 电商加速渗透

我国工业品 B2B 平台大致经历三个阶段，目前处于高速成长期。

(1) 1999-2003 探索阶段: 平台主要解决“信息不对称痛点”，平台形式多为信息黄页，通常以会员服务、广告展示、竞价排名等为主要收入来源，以 1688、国联资源网为代表。这个阶段以 1999 年阿里巴巴成立为标志，随后有大量 B2B 平台相继出现，如中国制造网、中国网库、中国化工网等。这个阶段，企业的需求是低成本的交换信息和撮合商机，其核心功能为信息展示和资讯发布，交易信息目录化，交易双方通过线上实现信息联通。此时互联网发展处于初期阶段，线上支付和物流等配套设施尚不成熟，**网站不具备交易功能**

(2) 2004-2014 启动阶段: 平台开始具备交易功能，并基于交易数据提供数据、信息服务，通常以交易手续费为收入来源，以找钢网、多多网为代表。2004 年至 2008 年，越来越多的参与者进入市场，这其中包括慧聪集团、环球资源网、国联资源网等，如我的钢铁网等垂直品类 B2B 应用开始出现。进入 2008 年，中国 B2B 市场达到第一次顶峰，企业在这阶段开始大规模使用 B2B 平台的各项产品与服务，阿里巴巴、慧聪集团等 B2B 平台也相继上市。

随着越来越多参与者入局，信息服务已极大程度解决了信息不对称的问题，平台付费会员服务效果逐渐下降。尤其 2009 年至 2011 年，由于国际金融危机的影响，外贸订单数量减少，同质化竞争程度加剧，盈利模式单一等潜在问题被放大。

经过这段低迷期后，工业品 B2B 平台迎来变革，不断应用信息互联，大数据、云计算等新科技，以信息为主的 B2B1.0 时代向以在线交易、数据服务、物流服务等为主的 B2B2.0 新时代过渡。具备交易功能的工业品 B2B 电商平台开始出现，并不断积累口碑和客群。

(3) 2015 年至今高速发展阶段: 向供应链纵深方向升级，为企业降本增效及满足多样化需求而服务。平台围绕客户需求，重新组织生产与运营模式，除了在线交易，还提供仓配物流服务、标准化 SaaS 服务、数字化营销工具等。盈利来源包括自营差价、供应链服务费等。目前，我国工业品 B2B 行业正处于由在线交易向产业互联的过渡阶段，**部分头部企业已率先进入产业互联阶段。**

期间，垂直平台快速崛起。2014 年科通芯城在港交所挂牌，2016 年找钢网获得 11 亿元 E 轮融资，2016 年上海钢联按营业收入进入中国 500 强。在钢铁、化工、电子元器件、农业、建材等领域，以交易为核心服务产业上下游的 B2B 电商平台正在“撬动”中国具备万亿规模的垂直市场，根据艾瑞咨询的数据，2020 年工业品 B2B 电商规模约为 4700 亿元，预计 2025 年达 1.75 万亿。垂直型平台逐步建立物流、金融等供应链基础设施，完善线上线下一体化和专业化服务体系，打通采购、设计、生产与营销的产业间互联。

(4) 未来工业品 B2B 平台的发展趋势:

- 中国工业品交易规模不断增长，线上渗透率大幅增长，工业品 B2B 电商市场有万亿的增长潜能。
- 工业品 B2B 平台逐步深度融入供应链，成为产业重要一环。平台以在线交易切入，将信息流、订单流、物流、资金流实现整合；并以此为基础从在线交易延伸扩展到上下游用户的生产采购、物流仓储、支付结算、营销推广、信息化建设等环节。
- 平台不断应用最新信息技术，促进供应链数字化升级。平台不断利用物联网、人工智能、大数据等前沿技术，服务不断迭代升级，提高平台运行效率，强化平台交易与数据安全。为上下游客户提供更好的服务，并带动供应链数字化升级。

工业品 B2B 电商平台正处于在线交易向产业互联升级，逐步深度融入供应链的过程。

政策明确平台升级路径。《中国制造 2025》、《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》等重磅文件明确了信息化与工业化深度融合是产业升级的主线，政策持续推动工业互联网落地应用，为工业品 B2B 平台奠定了发展所需的政策土壤。《工业互联网 APP 培育工程实施方案》、《推动工业互联网加快发展的通知》等文件确立了工业品 B2B 电商平台在工业化互联网和实体经济中的重要地位，着力于推动工业 B2B 平台行业整体规模的壮大。《工业互联网平台建设及推广指南》、《工业互联网平台评价方法》等文件制定了标准与评价体系，促进工业互联网及工业品 B2B 平台规范化发展。《工业电子商务发展三年行动计划》、《关于推进商品交易市场发展平台经济的指导意见》、《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》等文件明确了工业品 B2B 平台要促进生产资料市场与企业供需对接，要不断融入供应链、服务实体经济制造业的升级路径。《工业互联网创新发展行动计划 2021-2023 年》明确了近未来工业品 B2B 电商行业的升级、发展目标。

图表 18: 推动工业互联网 B2B 电商平台和行业发展的部分政策文件

类型	颁布时间	政策文件	主要内容	重点解读
明确信息化与工业化深度融合是产业升级的主线，为工业互联网及工业品 B2B 平台奠定了发展所需的政策土壤。	2015 年 5 月	《中国制造 2025》	“以加快新一代信息技术与制造业深度融合为主线……促进产业转型升级，培育有中国特色的制造文化，实现制造业由大变强的历史跨越。”	提出工业化、信息化“两化融合”是制造业转型升级主线。
	2016 年 5 月	《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	“为进一步深化制造业与互联网融合发展”。“到 2025 年，制造业与互联网融合发展迈上新台阶……新型制造体系基本形成”	明确了工业互联网在产业升级中的重要地位，规范和指导我国工业互联网发展。
确立工业品 B2B 电商平台在工业化互联网、实体经济制造业发展中的重要地位，推动工业 B2B 平台行业整体规模的壮大。	2018 年 5 月	《工业互联网 APP 培育工程实施方案（2018-2020 年）》	“2019 年 12 月前，进一步扩大工业 APP 应用规模……培育和部署一批具有重要支撑意义的高价值、高质量工业 APP。”	强调扩大工业 APP 应用规模，着力于培育包括工业品 B2B 电商平台在内的 APP。
	2020 年 3 月	《推动工业互联网加快发展的通知》	要求“推动工业互联网在更广范围、更深程度、更高水平上融合创新”，并提出“加快新型基础设施建设”、“加大政策支持力度”等六大推动措施。	推动工业互联网和工业品 B2B 平台发展。
制定工业品 B2B 行业标准、评价体系，完善平台经济监管体系，促进平台和行业持续健康发展。	2018 年 7 月	《工业互联网平台建设及推广指南》、《工业互联网平台评价方法》	《指南》总体要求是“遴选一批工业互联网试点示范（平台方向）项目……工业互联网平台生态初步形成”，从工业互联网平台标准制定、平台培育推广管理等方面提出具体指导。《评价方法》包括平台基础共性能力要求、特定行业平台能力要求等部分。	通过制定平台规范和评价方法、遴选示范项目来指明工业品 B2B 平台发展方向。
	2019 年 8 月	《关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》	从优化完善市场准入条件、创新监管理念和方式等五个方面来“建立……监管机制，着力营造公平竞争市场环境……促进平台经济规范健康发展”。	建立平台经济监管机制，促进行业有序竞争和健康发展。
	2017 年 9 月	《工业电子商务发展三年行动计划》	“支持中小企业利用电子商务等互联网平台开展工艺设计……等新业务，推动自身研发、采购、生产、销售、服务等各环节的变革”	强调了工业品 B2B 平台在企业采购、销售、生产环节的重要作用。
明确平台角色职能、服务对象、发展目标和升级路径。	2019 年 2 月	《关于推进商品交易市场发展平台经济的指导意见》	“推动生产资料市场与企业开展供需对接，优化采购、生产、销售、物流等资源配置，培育形成一批开放、高效、绿色的供应链平台”	明确工业品 B2B 平台的职能之一是推动生产资料市场的供需对接。
	2020 年 4 月	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	“形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系，构建多层联动的产业互联网平台、加快企业“上云用数赋智”、建立跨界融合的数字化生态等”	推动上下游产业链数字化，鼓励企业“上云”有利于提高平台电商渗透率
明确了近未来工业品 B2B 电商行业的升级、发展目标。	2021 年 1 月	工业互联网创新发展行动计划(2021-2023 年)	“建设面向重点行业和区域的特色型工业互联网平台。……打造行业特色工业互联网平台。到 2023 年打造 3~5 家有国际影响力的综合型工业互联网平台、70 个行业区域特色平台”	规划了工业品 B2B 平台及工业互联网发展目标、发展路径和措施。

资料来源：相关机构官网，国盛证券研究所

技术推动平台服务和效率升级。 1) 信息科技不断发展，技术积累不断应用、落地到各场景，促进工业 B2B 电商加强新兴技术的应用，提升对行业及用户的服务水平与科技应用能力，不断构筑对产业链上下游的智慧服务能力。未来工业 B2B 电商平台将不断加速技术开发商业化进程，并寻求将技术落地到产业链上下游服务中。2) 在 B2B1.0 时代电商平台只能提供信息发布功能，随着信息技术的发展和应用、基础设施的完善，B2B2.0 时代电商平台可以提供交易功能并基于数据提供更高级的数字化服务。3) 目前工业品 B2B 电商平台重点对物联网与云计算、人工智能、大数据等技术进行上应用，近未来工

业 B2B 平台将落地的技术包括应用物联网与云计算技术推动智能仓储和产品监测的数字化升级，以平台为中心实现供应链数据协同共享；基于人工智能技术开发智能客服，以更低的成本提供及时响应的客服服务；基于大数据技术整合、挖掘交易信息，辅助交易、营销、决策。

技术推动平台升级并不是加法效应，而是乘法效应。不是单一提高平台电子运营效率，而是以线上化、数字化和融入供应链为基础，改造企业生产与组织方式，实现资源优化配置和提高运营效率。

图表 19: 工业品 B2B 电商平台技术图谱



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

上下游降本增效的需求迫切。传统供应链亟待数字化升级，工业品 B2B 平台的数字化升级是供应链升级的重要一环。供应链需要工业品 B2B 平台通过技术赋能企业，帮助上游使用大数据分析辅助供应商实现精准营销、备货，优化其库存管理能力；帮助下游优化采购各环节，通过人工智能与大数据相结合提升需求匹配精确度，优化供应商和原材料来源结构，实现生产经营降本增效。

图表 20: B2B 电商平台能解决部分传统采购痛点



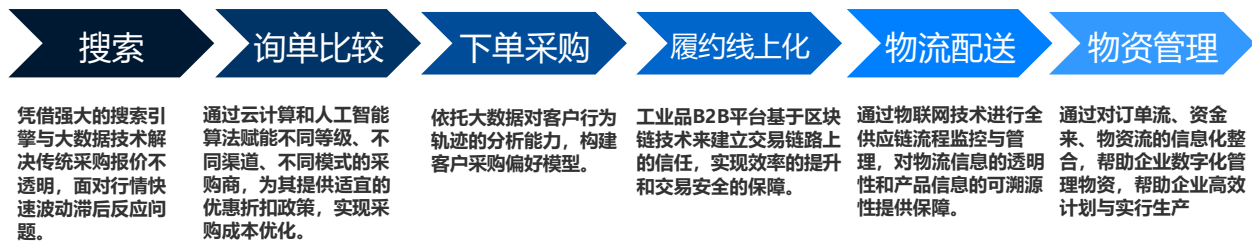
资料来源: 36 氪, 国盛证券研究所

对于上游的供应商，需要工业品 B2B 电商平台从渠道、营销、品牌等方面帮助其解决痛点问题。供应商要求工业品 B2B 平台能帮助其开拓线上市场，触达更多客户，扩大销售渠道。工业品 B2B 平台积累大量交易数据，供应商需求平台提供销售数据可视化管理、数据分析服务等营销工具，帮助供应商构建数字化营销模式。同时供应商争取通过工业品 B2B 平台扩大品牌影响力，扩大品牌辐射范围。

对于下游的采购企业，下游买家需要更低成本的采购方案。从搜索、询单到下单、履约直至配送和物资管理，工业品 B2B 平台依靠大数据、云计算、区块链和物联网等技术，

为采购商提供采购信息透明化、产品服务推荐定制化、签约流程线上化以及溯源信息可靠化，并通过信息化整合订单、资金、物资信息，帮助企业更高效的计划、实行生产。

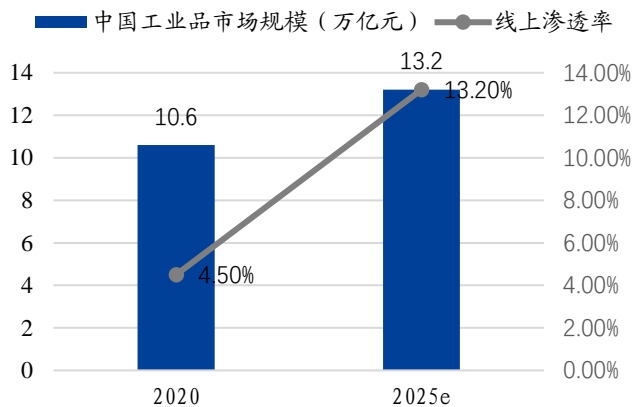
图表 21: 工业品 B2B 电商平台服务企业采购各环节



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

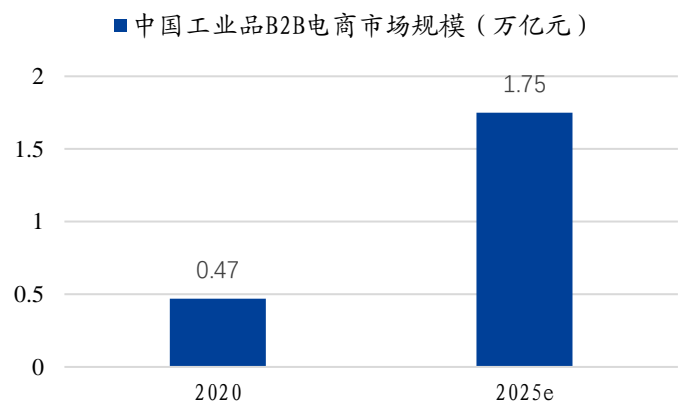
工业品 B2B 发展走上快车道，未来五年将达到 **1.75 万亿元**。根据艾瑞数据，2020 年工业品 B2B 线上渗透率为 4.5%，预计 2025 达 13.2%；2020 年，中国工业品市场规模为 10.6 万亿元，随着疫情缓解后国内经济整体向好，实体经济继续发展，预计 2025 年工业品市场规模达 13.2 万亿元，年复合增速 4.5%。工业品 B2B 电商平台渗透率的提高将撬动市场规模快速增长，预计未来五年工业品 B2B 电商市场规模年复合增长率为 30%，到 2025 年达到 1.75 万亿元。

图表 22: 中国工业品市场规模和线上渗透率



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 23: 中国工业品 B2B 电商规模



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

2.2 竞争格局总体一超多强，垂直自营具备独特优势

从交易量而言，国内工业品 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。多强：京东（京东工业品）、国联股份、上海钢联、慧聪集团、生意宝、焦点科技等，在各自的领域占据重要市场地位。

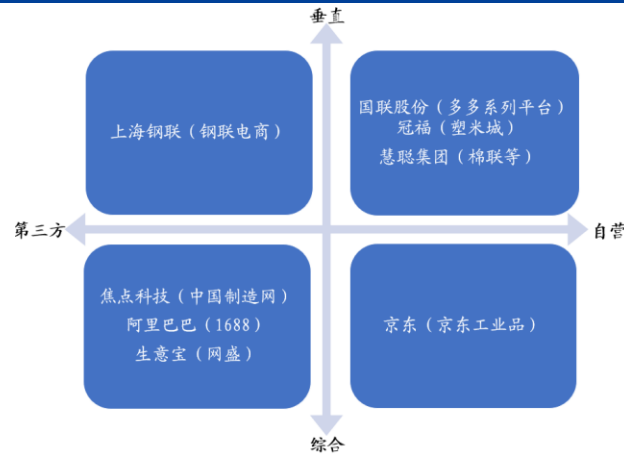
图表 24: 部分上市公司旗下平台对比

公司	平台	工业品分类	垂直/综合	供应商来源	盈利方式
国联股份	多多平台	PM	垂直	自营为主	自营差价
上海钢联	钢银电商	PM	垂直	第三方为主	交易手续费
焦点科技	中国制造网	MRO 为主	综合	第三方为主	会员费、增值服务 费
阿里巴巴	1688 平台	MRO 为主	综合	第三方为主	第三方佣金
京东 MPR	京东工业品	MRO 为主	综合	自营为主	自营差价
生意宝	网盛商品交易中心	PM	综合	第三方为主	交易手续费
冠福	塑米城	PM	垂直	自营为主	自营差价+寄售佣 金
慧聰集团	棉联、买化塑等	PM	垂直	自营	供应链服务

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

根据经营范围, 工业品 B2B 平台可以分为垂直型和综合型。根据供应商来源, 平台可分为自营为主和第三方为主。

图表 25: 部分主流工业品 B2B 电商平台分类 公司 (电商平台)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

经营范围专注于特定行业或平台则为垂直型平台, 如国联股份、上海钢联。垂直型平台专注于某一具体行业, 理解行业痛点, 熟知行业资源环节和流程管控, 对行业产业链整合能力更强, 对上下游议价能力更强因此在降低交易成本和提高交易效率方面更有优势。垂直平台随着 B2B 进入 2.0 阶段、产业升级进入深水区而快速发展。经营范围在多个品类或行业则为综合型平台, 如 1688。综合型平台提供跨行业和跨品类的供需信息服务, 量大面广, 能快速扩张, 但在服务的专业化和行业的深度化上有所劣势。

图表 26: 部分垂直类平台对比

公司 (平台)	经营范围
国联股份 (多多系列平台)	化工、卫生用品、玻璃、化肥等原材料及工业用纸、粮油
上海钢联 (钢银电商)	钢铁及其上下游
冠福 (塑米城)	塑料原材料及其上下游
慧聰集团 (棉联、买化塑)	建筑模架、棉花产业链、家电零售、化塑产业链

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

入驻平台的供应商以自身为主则为自营模式, 如国联股份、京东。自营模式可能需要建立一套自主采购生产仓储配送系统, 盈利来源主要是采购与销售的差价。自营模式前期扩张速度慢, 但自营体系一旦建立完成, 能更深度融入供应链。平台上供应商不是平台

所属公司而来自其他厂商则为第三方模式，如上海钢联。第三方模式不直接参与供应链构建，盈利来源主要是交易佣金和服务费，模式较轻。

通常来说，自营的平台毛利率更高。根据艾瑞咨询对 2018 年工业品 B2B2 电商平台的分析，自营模式毛利率在 18%~22%，第三方模式毛利率在 5%~10%。

图表 27: 自营模式与平台模式对比

	自营模式	第三方模式
模式介绍	既是平台，也是供应商。与下游买方成立直接交易关系，由平台为买方供货。可能要求平台建立自主的生产、仓储、物流配送体系。	第三方模式下供应商是入驻平台的第三方上游企业，平台不直接参与供应链构建。为买卖双方提供信息发布、交易、付款提货保障等服务。
盈利来源	采购与销售的差价	交易佣金
优势	深入融入供应链，更好把控品质和进行线上线下一体化服务；议价能力更强；护城河更宽。	有利于快速积累上游客户和供货来源；资金压力小；扩张速度快
劣势	上游供货来源较窄，规模扩张速度较慢，产品线拓展的资金压力大	供应链融入程度较低；品控也服务方面有所劣势；护城河较窄易受到同业竞争。
毛利率	相对更高	相对更低
典型企业	震坤行、西域、工品汇、国联股份	1688 工业品品牌站、淘宝企业服务、佰万仓、好工品

资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

我们认为在 PM 为主的工业品 B2B 电商平台竞争中，可选择阿里巴巴的 1688 平台和上海钢联的平台，同国联股份进行对比。

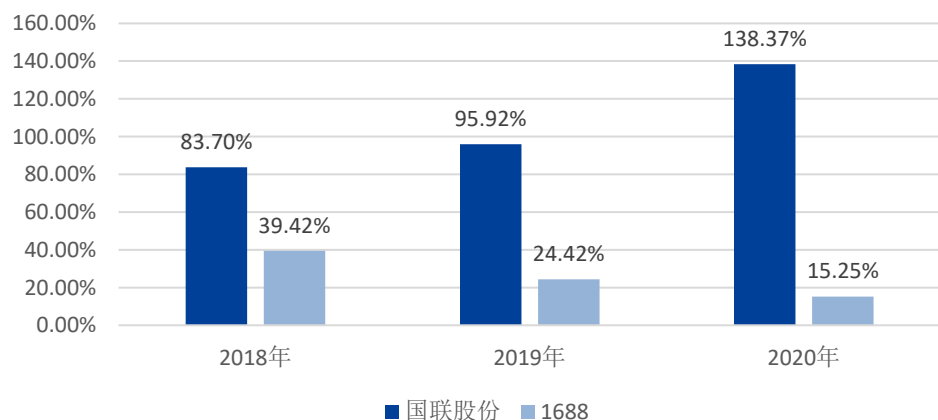
(1) 1688

从交易量来说 1688 是绝对的“一超”。国联股份作为化工等垂直领域的“一超”，和阿里巴巴最大的不同是经营范围。1688 是阿里巴巴旗下综合型交易平台，为国内工厂和批发商家在服饰鞋包、百货、家装建材和包装材料等方面提供批发商与买家之间的撮合及交易服务。卖家可以支付年费成为付费会员后，可以发布商品、触达用户、询盘及交易，还可以购买增值服务（如高级的数据分析、店面管理工具）和客户管理服务。截至 2020 年 3 月 31 日，1688 拥有约 90 万名付费会员。1688 作为第三方为主的综合型平台，其开放性使得 1688 工业品品牌站吸引超过 10,000 家品牌商家入住，不断丰富产品品类。但短板也显而易见，在产品品控、客户体验和复杂需求服务能力等方面相对薄弱。

在工业品 B2B 电商发展早期，1688 凭借电商运营经验和影响力积累，快速扩大经营品类，快速积累客户，快速扩大交易额。但随着工业品 B2B 电商数字化升级、平台融入供应链和产业升级进入深水区，需要工业品 B2B 平台在产业中承担起更多职能，需要平台更好的对接上下游，提供更加专业化和线上线下一体化的服务，因此垂直领域类平台快速崛起。

垂直领域更快速的崛起反映在财务上则是国联股份近年来营收增长更快。

图表 28: 国联股份、1688 营收增长率对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

（2）上海钢联

在垂直领域中，上海钢联的发展历程、行业地位与国联股份最为相似。两者都是专注垂直领域的平台，上海钢联专注于钢铁及钢铁相关上下游行业，都是在早起通过资讯平台切入行业，2000年成立“我的钢铁网”提供钢铁行业信息发布、商机撮合服务，随后基于在行业深耕的经验和客户积累成立“钢银电商”，交易品类主要为钢材产品。

上海钢联和国联股份旗下平台最大的不同是供应商来源，上海钢联是第三方为主，国联股份是自营为主。但上海钢联的模式和普遍意义第三方模式有所不同，它采取独特的寄售模式，生产商或钢贸商在钢银平台开设卖场，通过钢银平台进行在线销售，买卖双方达成交易时，平台参与货物交易，在交易过程中同时与商家和客户形成交易订单，并全程参与后续的货款支付、提货、二次结算、开票等环节。收入来自部分寄售交易佣金和交易买卖差价中。上海钢联独特的寄售模式下，平台对交易的涉及程度介于普遍意义的第三方模式和自营之间。

图表 29: 国联股份与上海钢联对比

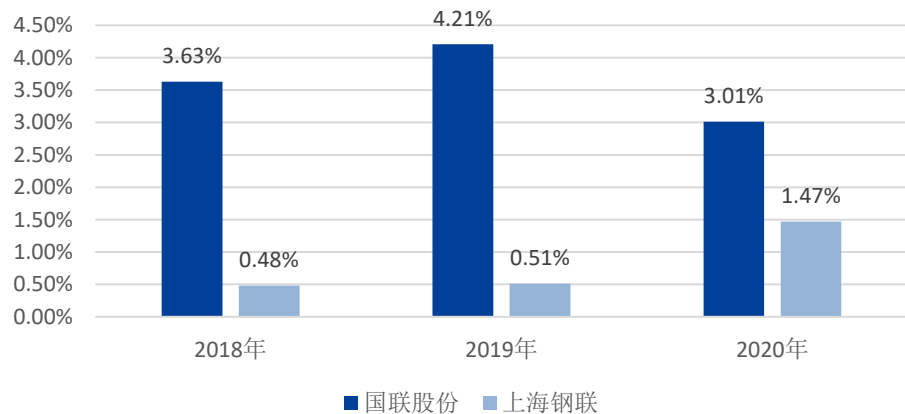
	国联股份	上海钢联
资讯平台	2005 成立“国联资源网”	2000 年成立“我的钢铁网”
交易平台	2014 成立多多系列平台	2008 年成立“钢银电商”
垂直领域	化工原材料等	钢铁
供应商来源	自营	第三方
供应链融入程度	更深	更浅

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

因为供应商来源不同，导致上海钢联和国联股份对供应链的融入程度不同。国联股份自营为主，既是平台，也是上游供应商，天然融入供应链。自营模式在前期投入更大、扩张更慢，国联股份完成自营体系建设后，同时掌握上游货源和电商渠道，可以更好整合行业资源，能更高效的作为供应商实施生产销售和作为平台提供服务。

这种差别反映在财务上则是国联股份毛利率更高。比起上海钢联，国联股份能掌握上游货源，议价能力更强，护城河更宽，更不易受到行业竞争而发生价格战。近三年来，在商品交易业务的毛利率上，国联股份一直高于上海钢联。

图表 30: 国联股份、上海钢联商品交易业务毛利率对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

对比分析，上海钢联同作为垂直型平台，同样积累了行业用户口碑和上下游用户、产业资源，能为上下游提供更专业化的服务。但国联股份作为自营平台，掌握货源和线上交易渠道，在品控、线上线下服务一体化等供应链融入程度上有更有优势。

综上，我们认为，国联股份在工业品 B2B 电商领域采取的垂直+自营的模式有独特的优势。垂直领域的快速崛起是产业升级进入深水区的必然趋势，自营模式保证了平台更加深度融入供应链。

图表 31: 国联股份、1688、上海钢联部分财务数据对比

公司	项目	2018年	2019年	2020年
国联股份	营业收入(亿元)	36.74	71.98	171.58
	营收增长	83.70%	95.92%	138.37%
	商品交易业务收入占比	95.59%	98.07%	99.40%
	综合毛利率	8.30%	6.30%	3.45%
	商品交易业务毛利率	3.63%	4.21%	3.01%
1688(阿里巴巴集团中国批发商业务)	营业收入(亿元)	99.88	124.27	143.22
	营收增长	39.42%	24.42%	15.25%
上海钢联	营业收入(亿元)	960.55	1225.71	585.21
	营收增长	30.34%	27.61%	-52.26%
	商品交易业务收入占比	99.64%	99.64%	99.18%
	综合毛利率	0.73%	0.74%	2.00%
	商品交易业务毛利率	0.48%	0.51%	1.47%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、先发优势构筑资源护城河，数据闭环蕴育产业链生态

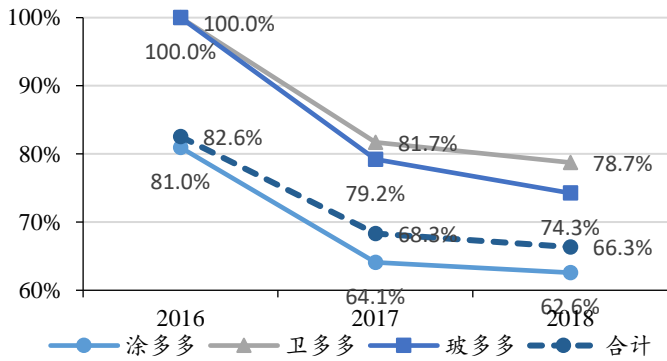
3.1 资源网客户资源与行业积累深厚，构筑竞争壁垒

国联资源网具备先发优势，坐拥海量优质客户资源，引流效果显著。公司以国联资源网为依托，深耕商业信息服务十余载，积累了大量客户资源、行业经验与品牌口碑，也形成了参与工业 B2B 市场的核心竞争力。根据公司官网披露，目前国联资源网涵盖 100 多个工业行业领域，目前国联资源网拥有约 267 万注册会员企业，相关产业分网吸收了各产业链的客户，公司凭借长期积累的海量客户资源、行业经验积累与品牌口碑，形成对市场内潜在竞争者的天然壁垒。

1) 多多电商的前身是相关产业分网。 公司把国联资源网开展会员信息服务期间积累的部分行业客户资源，逐步转化为多多电商的注册会员和交易客户，例如，涂多多电商前身正是国联资源网旗下的涂料产业网、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；多多电商前身是国联资源网旗下的玻璃产业网、玻璃行业协作联盟等行业分网；卫多多电商前身是国联资源网旗下的卫生用品产业网、造纸产业网、生活原纸行业协作联盟等行业分网等

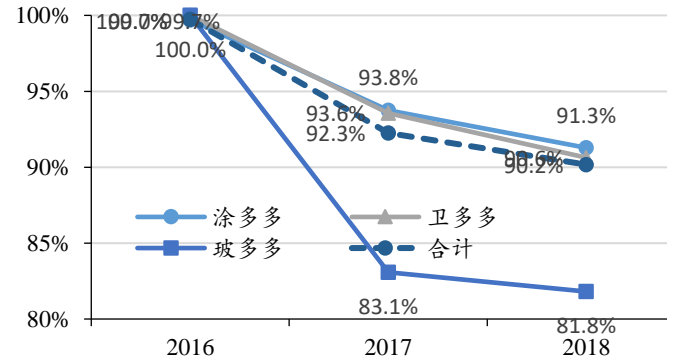
2) 相关产业分网注册会员是电商自营业务的主要客户与收入来源。 公司在资源网会员客户中形成了较高信誉度和口碑，客户信赖度较高且粘性较强，付费用户率保持在 60% 以上。其也成为多多电商自营业务的主要客户与交易收入来源。多多平台成立当年的自营电商业务所有客户和收入均来自商业信息服务中相关行业分网会员客户。据招股说明书披露，2018 年，来自相关行业分网会员的自营电商客户仍占到自营电商客户总数的 66.3%，为公司贡献了自营电商 90.2% 的业务收入。

图表 32: 自营业务客户中来自相关产业分网的比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

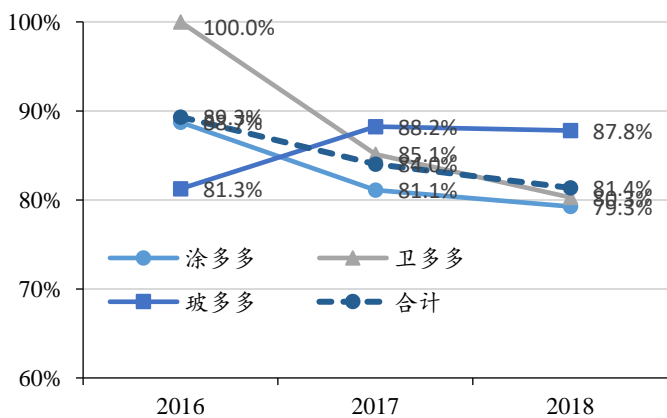
图表 33: 自营业务交易收入中来自相关产业分网的比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

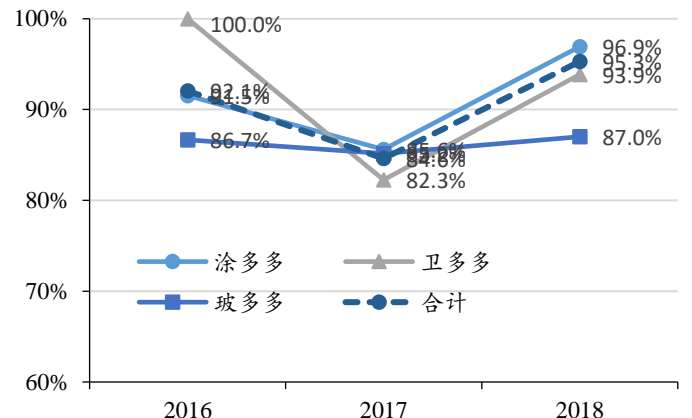
3) 相关产业分网注册会员也是电商自营业务的供应商与采购来源。据招股说明书披露, 2018年, 电商自营业务供应商中 81.4% 来自相关行业分网注册会员, 贡献平台 95.3% 的采购额。电商自营业务上下游企业主要来自于相关产业分网的注册用户, 有助于公司维持较好的上下游关系, 促进例如上下游延伸策略等的实施, 维系特有自营电商模式的运行。

图表 34: 自营业务供应商中来自相关产业分网的比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 35: 自营业务商品交易采购中来自相关产业分网的比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2 依托行业积累优选行业赛道卡位, 抢占先机

依托行业积累优选赛道, 先发战略提高竞争壁垒。1) 集采模式的应用具有较强的边界, 仅有上下游满足集采逻辑的行业才能够使用。公司在长期信息服务过程中积累大量行业积累, 并在覆盖多个行业基础上, 形成对完整产业链的深刻理解, 形成其在赛道选择层面的竞争优势; 2) 公司在长期行业积累中, 也摸索出赛道发展逻辑, 遵循大众原材料大流量定价定律, 采用低毛利战略, 让利上下游环节以快速提高其市场渗透, 在发展过程中积累自身的供货满足能力与订单聚合能力, 由于上述过程需以深厚的客户资源、庞大的公司规模为基础, 形成新进入者的天然壁垒。

凭借行业积累切中痛点, 强化品牌认可度与用户粘性。1) 公司借助行业积累, 切中上下游痛点, 凭借自身的供货满足能力与订单聚合能力, 一方面利用集采议价与信息化减少流通环节等, 为下游客户提供更低的采购成本, 另一方面, 利用订单聚合能力, 保障上游供应商在价格下行时的经营稳定, 提升其产能饱和率; 2) 公司也在长期交易过程积累行业 Know-how, 为客户提供相关 SaaS 服务, 提高业务附加值, 提升客户粘性, 并提高品牌认可度。

通过平台模式横向复制, 具备开辟新赛道的成本优势。公司目前已上线 6 个多多电商平台

台，积累了丰富的平台建设及运营经验，存在行业赛道拓展的规模效应，相关平台架构、模式等可进行横向复制，平台建设成本降低；同时，借助国联资源网相关产业分网的行业经验积累，可以切实抓住行业上下游痛点，提升平台服务效率；此外，多行业覆盖会提升多多电商在整个工业 B2B 市场的品牌影响，产生规模效应。整体看，相比市场潜在竞争者，公司开辟新赛道的成本较低，形成竞争优势。

多多电商客户数爆发式增长，客户留存率较高。据公司年报披露，2018 至 2020 年，多多客户数从 1518 上升至 8234 个，年复合增速高达 232.9%，且从公司战略看，新的垂直行业多多电商将逐步面世，叠加公司强大的客户基础，未来客户数仍将保持高速增长。另一方面，多多电商客户对品牌认可度较高，整体存在较高的粘性，定义“客户留存率 = (当年总客户数 - 当年新客户数) / 前一年客户数”，根据公司 2020 年年报披露，客户留存率在 2019 与 2020 年分别达到 91.0% 和 92.5%，存在稳步上升趋势。

3.3 “平台、科技、数据”战略打造产业链闭环，构筑长期护城河

数字化改造赋能生产，降本增效，云工厂生态扩大。云工厂是公司建构上游壁垒重要的策略。目前，公司云工厂模式为“一站式供给原材料+一站式销售产成品+数字工厂建设”，实质是凭借长期积累的行业经验，依靠多多电商的订单聚合优势、供应链优势与技术服务优势，从平台出发，打通上下游，稳定上游供货能力，并与下游订单的聚合能力相匹配；而对上下游工厂，公司则提供数字化改造服务，实现降本增效。公司盈利空间将覆盖整个产业链环节与节点，极大提高用户粘性。

2021 年 1 月，公司宣布涂多多和肥多多拟分别投资设立子公司，后者将作为多多平台相关云工厂的一站式运营商，提供云工厂原料采购、产品销售与数字化工厂改造等一站式服务。公司目前实施“云工厂三年行动计划”，将加速云工厂生态形成。目前各个多多平台都在启动云工厂，2021 年公司会在云工厂方面有较大进展。

图表 36: 公司云工厂投资情况

投资公司名称 (拟)	拟投资额	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	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, 国盛证券研究所

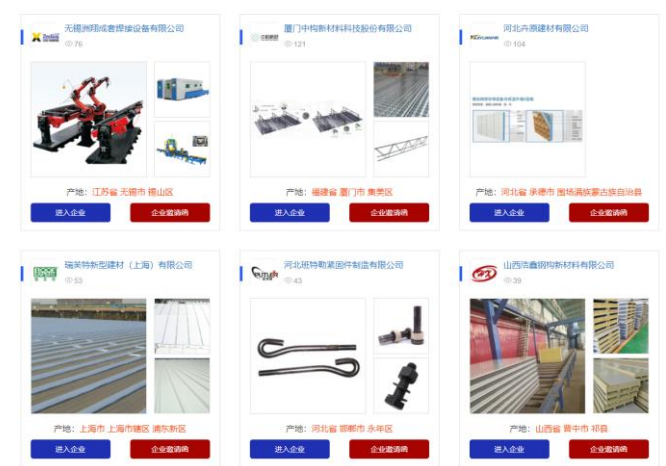
此外，公司国联云官网也设立云工厂板块，提供加入云工厂生态的厂商 VR 实景展示、产品参数介绍与沟通入口，为云工厂提供额外的营销服务，同时多多电商官网也嵌入上述信息入口。云工厂模式在发展初期便具备巨大的平台引流优势，未来其生态圈有望加速扩张。

图表 37: VR 云工厂



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 38: 云工厂厂家及产品展示界面



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

云工厂加速产业链内数据闭环形成, 加快数据积淀, 数据为王。云工厂模式下, 公司帮助企业进行数字化改造, 企业则逐步将数据开放给公司, 形成覆盖企业生产、经营、销售等环节的数据汇集通道, 同时可借助平台优势打通上下游, 使上游和下游的企业数据信息能够以平台为节点产生对撞, 并表现为供给与需求的更精准对接, 形成数据在产业链内的闭环。数据作为核心资产, 是模型训练与验证的基础, 同时也是用户画像精准化的前提条件。而闭环模式下数据将加速积淀, 形成极强的竞争壁垒。以数据为依托, 精准的用户需求刻画将提升行业 Know-how, 加速服务迭代更新, 提高用户粘性; 模型将不断优化, 技术迭代中前行, 最终形成由数据驱动的行业 Know-how 与技术重迭上升, 获得产业互联网时代的关键竞争优势。

四、多多平台未来空间广阔, 云工厂促进产业链转型

4.1 多赛道发展, 横向复制与纵向延伸并重, 强化特有电商模式

赛道选择逻辑清晰。已有行业赛道一般具备两大特征: **1) 以国联资源网为基础**。公司选择的赛道属于公司国联资源网原来覆盖的 100 多个行业范畴, 具备多年的资源积累, 能够发挥资源转换利用的优势, 也为平台运营后提供客户和供应商保障; 多多平台创始团队都是由国联资源网相关团队转化而来; **2) 供应链特征可循**。选择切入的单品符合上游相对集中且充分竞争, 以渠道销售为主且中间环节较多, 下游高度分散的特征。从供应商看, 上游相对集中与公司核心供应商策略一致, 可以减小搜寻成本与关系维护难度, 并降低供应商议价能力; 从客户看, 分散的需求凸显“拼单团购”模式的优势, 天然具备对小企业客户的吸引力; 公司盈利空间主要在集中在流通环节, 流程越长则空间越大, 且对供应商及客户的吸附能力也越强。

孵化新的垂直行业赛道, 拓展电商业务, 丰富产业生态。公司较轻的“自营+平台”电商模式提供了行业赛道拓展的可能, 同时, 公司长期积累大量相关行业资源, 包括客户与供应商等, 并在多多电商发展中沉淀出电商运营模式与技术服务的经验, 具备多赛道发展的条件。从必要性看, 多赛道发展符合一般电商平台发展的自然规律, 能够发挥规模经济与范围经济优势, 既可共用建设资源, 摊低平台建设成本, 也从多赛道发展中提升市场规模, 构建品牌影响。新的垂直行业多多电商上线运营也将推动公司营收的增长, 提供更多的未来发展空间。2020 年, 公司上线不足两年的纸多多、肥多多、粮油多多等合计实现营收 15.6 亿元, 同比增长 583.3%, 在公司电商业务收入中占到 9.1%, 根据公司 2021 年 1 月《关于子公司对外投资的公告》披露, 新的多多电商电商平台医多多、

砂多多等目前也已完成新设，具备可观的发展潜力。

重点赛道多达 7-8 个，孵化有序稳步进行。据投资者关系活动记录披露，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 个正予以重点孵化。公司不对孵化设立明确时间表，会按照成熟一个推出一个的节奏予以稳步推进。2021 年开始，公司成立产业互联网投资基金会以支持体外孵化，对所涉及行业，经由一段时间观察以判断能否运用集合采购的方式，再投入试运行，保持了在行业选择上的高度谨慎。

图表 39: 各垂直行业多多电商上线时间及主要覆盖单品

名称	上线时间	覆盖单品
涂多多	2015 年 7 月	钛材、钛白粉、四氯化钛、钛渣、金红石、钛精矿、钛中矿；乙二醇、甲醇、PET、PTA 等；PP、PE、PVC、ABS 等
卫多多	2016 年 8 月	纸浆、原纸、无纺布、非生活用纸、工业淀粉、再生资源、棉纱等
玻多多	2016 年 8 月	单品纯碱、玻璃原材料、玻璃成品等
纸多多	2019 年 10 月	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	氯化铵、尿素、磷酸一铵、氮肥、磷肥、钾肥、复合肥、有机肥、水溶肥等
粮油多多	2019 年 10 月	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：多多电商官网，公司公告，国盛证券研究所

供应链上下游延伸，提升产业深度。1) 公司针对现有平台，从单品进行切入，逐步沿产业链进行延伸，未来目标在整个产业链进行更多品类的覆盖。目前，各个平台更多还是聚焦于某些单品，存在较大的扩张需求，而这一过程中，多多平台通过供应商和客户角色转换，获得稳定客户来源，低成本推动平台交易量和影响力的同时，也在供应链纵向方向，增加了垂直赛道的布局；2) 同时，在从点及线过程中，多多电商也掌握了更多流通环节，盈利空间提升；此外，供应链上下游延伸也是公司电商模式的重要组成，是维系供应商与客户关系的重要策略，纵向拓宽赛道也将强化现有电商模式，促进快速、稳定的发展与扩张。

4.2 核心单品市场渗透率上升趋势明显，长期提升空间大

多多电商核心单品市场渗透率较低，存在巨大提升空间。按照“平台销量/全国产量”的方法粗略估算单品渗透率，公司 2018 年各类单品的渗透率较低，且大多品类渗透率在 1% 以下。据投资者关系活动记录披露，目前各个多多平台所覆盖单品的平均行业渗透率也不足 1.5%，与行业天花板存在很大差距，因此存在极大的提升空间。

快速增长趋势已现，未来可期。值得注意的是，各品类在 2016 至 2018 年间的渗透率呈现快速上升的趋势，部分单品渗透率从不足 0.5% 快速上升至 2% 以上，在整体较大的工业品市场体量下可视作相当可观的增长。据公司 2020 年 9 月 8 日投资者关系活动记录披露，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，第一目标为实现 10% 的市场渗透率，未来成长空间相当可观。

图表 40: 多多电商主要品类市场渗透率情况

	年份	多多平台销量 (吨)	全国产量 (万吨)	渗透率
乙二醇	2016	1,040.90	510.00	0.02%
	2017	11,543.20	583.39	0.20%
	2018	143,201.25	668.89	2.14%
钛白粉	2016	66,720.12	260.00	2.57%
	2017	58,788.93	287	2.05%
	2018	51,121.11	295.43	1.73%
原纸	2016	7,036.23	10435	0.01%
	2017	78,097.77	11130	0.07%
	2018	88,001.42	10855	0.08%
纯碱	2016	8,147.01	2,588.30	0.03%
	2017	124,958.40	2,709.30	0.46%
	2018	115,700.51	2,611.00	0.44%
玻璃	2016	-	80,408.45	-
	2017	237.58	83,765.80	0.00%
	2018	702.2	93,963.26	0.00%
钛精矿	2016	31,625.40	399.00	0.79%
	2017	55,401.23	373.82	1.48%
	2018	92,597.98	454.47	2.04%
非织造布	2016	794.78	535.40	0.01%
	2017	1,493.77	561.10	0.03%
	2018	71.8	593.20	0.00%
二甘醇	2016	14.9	44.80	0.00%
	2017	2,500.00	35.70	0.70%
	2018	14,925.00	37.72	3.96%
甲醇	2016	-	4,314.00	-
	2017	-	4,529.00	-
	2018	28,538.97	5,703.00	0.05%

资料来源: 招股说明书, Wind, 智研咨询, 中国造纸协会, 国家统计局, 产业纺织品协会, 国盛证券研究所

4.3 国联云赋能中小企业数字转型, 构建工业互联网生态

案例一: 阿里犀牛智造: 覆盖全产业链的全新智造体系。犀牛智造成立于 2020 年, 是阿里五大战略之新制造战略布局的落地项目, 以消费者需求为核心, 重构传统以产定销的生产模式, 实现按需智造。其愿景在于成为全球领先的数字化按需制造基础设施, 让商家像使用云计算一样使用云制造服务。犀牛智造本质是一个新制造工厂, 区别于传统 C2M 模式, 不再是只做平台运营, 而是直接参与生产。其背后的五大核心包括:

- ①**需求大脑。**依托阿里巴巴海量购物大数据, 进行分析预测, 为合作商家提供未来产品销售趋势, 提高预测准确度。品牌商通过对经营类目的预测, 把需求订单发至犀牛智造, 完成从“以产定销”到“以需定销”的模式转变, 减少品牌商的库存压力、现金流压力;
- ②**数字工艺地图。**采用 3D 仿真设计, 通过数字化模拟技术, 最大限度完成设计对接工作, 降低线下人工的沟通成本;

③**智能调度中枢**。采用全域计划统筹，智能优化匹配产能，抛弃以往“直线型”单向流水线作业模式，采用“蜘蛛网”式吊挂设备，通过后台人工智能技术和物联网技术，将产能自动分配到产能空余的工位，大大提高生产效率，从工人薪酬分配也更能体现“多劳多得”，提高工人单效；

④**区域中央仓供给网络**。采取“数据驱动备料、面料滚动供应”的模式，犀牛智造负责寻找不同品类、质量的原材料供应商，以面料为例，给每一块面料进行ID编码，从出入库、运输、拣选、生产等全环节能够实现ID监控，保证品牌商原材料端利益。此外，对原材料使用状况进行大数据分析预测，实现“按需供料”，减少原材料库存积压成本；

⑤**柔性智能工厂**。可以实现100件起订，最快7天交付成品，把合作门槛大大降低，有利于中小品牌商在发展初期稳步发展。犀牛智造首批合作的品牌商是淘宝的200个中小商家，未来还会逐步拓展。

图表 41: 犀牛智造五大核心支撑

图表 42: 犀牛智造服装行业数字化图谱



资料来源：犀牛智造官网，国盛证券研究所

资料来源：犀牛智造官网，国盛证券研究所

面向传统制造业行业痛点，推进行业更新迭代。第一，需求大脑规避了传统制造业模式下品牌商预测失误而产生的库存积压和短缺，降低风险与不确定性；第二，数字工艺地图则缩短了品牌商设计师从出图到打样的时间，并降低潜在反复多次修改的人力成本；第三，智能调度中枢规避了工人工作效率差异导致的流水线拥堵问题，保障流水线的顺畅和有效供给能力的精确估计；第四，区域中央供给网络降低了寻找供应商的时间成本和渠道成本，并打破传统模式下品牌商对工厂的稳定利益关系，提升产品呈现度、成本管控和质量把控效率；第五，柔性智能工厂主要解决了中小品牌商的生产痛点，降低订单规模门槛，帮助中小品牌商可以找到合适的工厂。

依托淘宝客户基础，以服装业作为切入点。首先，淘宝聚集大部分中小商家，是犀牛智造赖以存在的客户基础，目淘宝运营品类70%以上是服装品类，犀牛智造则在深度服务层面进行价值链延伸；其次，服装行业特定的生产模式也是作为切入点的关键因素，与其他工业品行业相比，在生产端，原材料品类更加简单、生产流程明确、技术难度低，可以对之进行有效的工序环节分解；最后，服装行业的技术保密难度较小。服装行业最大的技术与专利基本在外观和设计层面，因此知识产权的保护难度更低，服装行业目前比较契合犀牛智造的合作模式。

案例二：云工工业科技（深圳）有限公司（“云工厂”）：全球领先的在线制造服务平台。云工厂成立于2015年，先后获得3轮风投，股东方包括富士康，中国科学院和8家上市公司。用户只需登录云工厂平台，在线就可以便利地完成产品开发制造、供应链管理、工作协同等工作。目前，云工厂在全球范围拥有超过20万的优质客户，累计交付零件数超过1.2亿件，最快交付时间仅需8小时，能够实现在线快速零件和整机制造，“1分钟报价，1小时上机”，生产全流程可视化。

全产业链覆盖的硬件开发制造体系，具备强大制造产能。云工厂在线制造服务平台支持从原型设计到打样测试再到批量生产，包含3D打印、机械加工、手板加工、钣金、模

具、产品 EMS 量产组装等多业务品类。通过线上商家入驻，线下对入驻供应商严格审核和标准化管理，建立一个从设计到制造的全产业链硬件开发制造体系；后端 ERP 系统链接全球近 10000 家包含富士康在内的全球制造伙伴，构成云工厂庞大分布式的按需制造供应链体系，保障高品质的即时闲置产能对接，制造伙伴网络行业领先。

图表 43: 线上制造业务全流程



资料来源：云工厂公司官网，国盛证券研究所

图表 44: 云工厂全产业链硬件开发制造体系



资料来源：云工厂公司官网，国盛证券研究所

在线快速报价，全流程可追踪、可视化。云工厂在线制造服务平台，应用互联网技术实现在线报价、询盘、下单，及查询全流程生产进度等服务。1、云工厂在线智能报价系统接近真实人工报价，将报价时长缩短到 1 分钟以内，规避人为干预因素，让价格更透明。2、客户可通过全流程在线加工订单管理系统，实时掌握订单进展和完成情况，从而节省运作时间和作业成本；3、云工厂通过自营+加盟的方式，平台联网全球数万台加工设备，让整个制造体系在线化，在实现高效制造的同时，也让客户可以更清晰地知道订单的最新状态。

构建制造闭环，解决中小批量定制痛点。首先，找厂难度下降，云工厂将中小批量订单精准分配给对应制造工厂，保障高品质的即时闲置产能对接。第二，订单进度可追踪，通过在线制造订单管控体系，用户可以通过小程序跟踪到零件生产的全过程，随时掌控订单制作、发货进度；第三，图纸安全有保障，图纸全程云端管控，整个过程不会被泄露；第四，专业技术支持和质量保障提升，云工厂拥有资深外观设计师，结构设计师、逆向工程师等专业工程人员 200 余名，帮助企业解决技术难题，拥有多达 5 道质量管控环节，20 多种各类检测设备，95% 质量问题能够在发货前解决。

国联云工厂发展方向：打通各环节数据壁垒，构建产业互联网协同生态。国联云工厂与上述案例存在覆盖行业的差异，但在商业模式上存在共通之处，通过打通上下游，对生产环节进行数字化改造，并通过大数据、人工智能赋能供应链、物流等环节，最终实现对全产业链的革新。

注重客户与数据资源转化。与犀牛智造相似，多多电商已经积累大量上游供应商与下游客户，云工厂建设初期可定位为对电商业务在价值链上的延伸，云工厂所选行业也从多多平台出发，一方面可借助长期维持的客户关系迅速拓宽云工厂网络，另一方面，也可根据长期的行业数据和经验积累，提升在工厂选择、合作等方面的效率。

整合产能，满足中小批量订单。云工厂重要卖点在于，可实现对中小企业的订单满足，如柔性制造、小批量订单撮合等，国联股份长期积累的订单聚合能力与之是相一致的。而满足中小批量需求的前提是存在足够的生产能力，既要求对云工厂生态规模进行进一步扩大，同时也要求公司提升在智能调度上利用人工智能、大数据、物联网技术，提高调度能力。

推进流程透明化、可视化，加强质量管控。目前国联逐步切入到智慧供应链、数字化工厂等领域，可逐步推动物流、生产等流程上的透明化，参考国内云工厂案例，推出相关 APP，简化上述查询流程；同时借助内部长期培养的专业团队，并引入工程技术人员，提升在全流程的质量管控，提高品控水平。

立足“平台、科技、数据”战略打造产业链闭环，丰富多元盈利模式。公司发展战略明确，立足平台运营、科技驱动、数据支撑，以平台、科技、数据构建产业互联网生态，提升品类渗透率、交易客户转化率和品类拓展能力，打造产业链闭环，构建长期护城河。当前，B2B电子商务仅是公司作为进入产业互联网的一个切入点，电商交易是最能够跟企业构建信任关系的唯一的路径，在此基础上，公司在智慧供应链，数字工厂方面都逐步开始落地，逐步往产业互联网平台去推动，进行多元化服务体系打造，未来盈利模式也将进一步丰富。

1) 平台催生产业链。从交易端切入，打通上下游；推进智慧物流，满足供应链交付需求，在风险可控、信用可控基础上发展金融科技，满足供应链资金需求；发展数字化工厂，在平台上对工厂进行共构链接，形成产业链垂直的工业互联网，满足工厂生产需求。

2) 科技提供解决方案。从交易端切入，开展交易数字化，提供电子合同、在线支付和云ERP等服务；开展供应链数字化，提供物流和金融等供应链端数字化工具，如云物流、云仓、北斗、金融科技等服务；开展生产数字化，提供智慧工厂所需的生产数字化工具。目前公司已加快供应链、数字工厂等环节的推进，如2020年11月非公开发行股票募集24.66亿元，计划用于企业数字化平台研发、智慧供应链物联网开发、大数据生产分析系统研发等。

图表 45: 公司非公开发行股票募资用途

募集计划资金用途	拟投资额 (亿元)
国联股份数字经济总部建设项目	3.44
基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目	4.91
基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目	6.14
基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目	4.76
补充流动资金	5.40
合计	24.66

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

五、盈利预测及投资建议

我们预计,公司 2021~2023 年收入增速分别为 100.9%/81.7%/61.1%,假设依据如下:由于目前公司 99%以上收入来自商品交易服务,因此此处对各电商平台营收情况进行预测。

1) 根据公司 2020 年 9 月 8 日投资者关系活动记录披露,公司目前第一目标为实现 10% 的市场渗透率,我们假定公司在上市后 5 年左右可达成该目标,结合当前平均单品渗透率不足 1.5% 的情况,假设公司能够实现上述目标,至 2024 年底其单品平均渗透率能达到 10%,则 2021~2024 年间渗透率年均上升速度至少要达到 $(10/1.5)^{1/3.5}$,约为 72%,且按照平台的一般发展规律,上升速度在前几年会相对较高;

2) 同时,结合艾瑞咨询预测,工业品市场规模在 2020~2025 年间保持年均 4.5% 增速,我们预计,公司多多电商营收在 2021~2023 年的平均增速在 80% 左右;

3) 涂多多、卫多多和玻多多作为较早上线运营的平台,增速预计将趋向稳定,并考虑一定增速递减,设定上述三个平台的营收增速在 2021~2023 年分别为 100%/80%/60%,100%/80%/60%和 100%/80%/60%;而对在 2019 年上线运营的三个新平台,给予较高的增速假定,分别设定纸多多、肥多多和粮油多多的营收增速为 120%/100%/80%,120%/100%/80%和 120%/100%/80%。

其他业务方面则根据 2020 年-11.7% 的同比变化,给予后三年-10.0% 的增速假定。

图表 46: 公司收入预测 (2019~2023E, 单位: 百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
涂多多	5120.9	11698.3	23396.7	42114.0	67382.5
增长率	109.8%	128.4%	100.0%	80.0%	60.0%
卫多多	961.6	2224.5	4448.9	8008.0	12812.9
增长率	37.9%	131.3%	100.0%	80.0%	60.0%
玻多多	726.2	1535.5	3071.1	5527.9	8844.7
增长率	100.9%	111.4%	100.0%	80.0%	60.0%
纸多多	24.0	240.9	530.04	1060.07	1908.13
增长率		904.3%	120.0%	100.0%	80.0%
肥多多	125.5	745.8	1640.8	3281.6	5906.9
增长率		494.1%	120.0%	100.0%	80.0%
粮油多多	79.2	571.2	1256.7	2513.4	4524.1
增长率		621.2%	120.0%	100.0%	80.0%
其他	160.3	141.5	127.3	114.6	103.1
增长率	-7.9%	-11.7%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
合计	7197.7	17157.8	34471.5	62619.6	101482.2
增长率		138.4%	100.9%	81.7%	62.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

预计 2021~2023 年公司整体毛利率为 3.27%/3.27%/3.28%，呈现企稳增长的态势。假设依据如下：1) 由于公司目前战略以规模扩张为核心，未来三年预计整体仍会保持较低的毛利率；2) 同时，对已经上线运营的平台，目前注册用户数量较多，且在交易过程中产生了长期、稳定、健康的上下游关系，上下游对国联对其价值的认知愈发清晰，用户粘性增强，平台也具备一定议价空间，故预计毛利率会呈现企稳且缓步增长的态势；3) 由于新上线平台（纸多多、肥多多、粮油多多）营收预计三年内会保持更高的增速，且在其毛利率显著小于整体毛利率的情况下，故整体毛利率提升较为缓慢。

图表 47: 公司毛利率预测 (2019~2023E)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
涂多多	5.32%	2.91%	3.05%	3.15%	3.20%
卫多多	3.93%	3.63%	3.65%	3.80%	3.90%
玻多多	5.20%	3.72%	3.70%	3.85%	3.95%
纸多多	2.22%	2.58%	2.60%	2.75%	2.85%
肥多多	3.46%	2.50%	2.50%	2.65%	2.75%
粮油多多	0.37%	1.17%	1.10%	1.20%	1.30%
其他	62.58%	58.09%	55.00%	53.00%	50.00%
合计	6.30%	3.45%	3.27%	3.27%	3.28%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计 2021~2023 年公司整体费用率分别为 0.89%/0.92%/0.92%，假设依据如下：由于企业营收呈现高速增长，而在切入交易业务的各年度来看，各项费用率已经出现过明显的下降，假设其在以后年度会保持在较低水平；同时，据公司年报披露，由于规模扩张需求，银行存款减少，利息收入降低，财务费用将有所上升。整体看，未来三年费用会基本保持稳定。

图表 48: 公司费用率预测 (2019~2023E)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用	1.93%	0.50%	0.45%	0.43%	0.42%
管理费用	0.49%	0.26%	0.24%	0.22%	0.21%
研发费用	0.24%	0.17%	0.15%	0.14%	0.13%
财务费用	0.12%	0.00%	0.05%	0.13%	0.16%
整体费用率	2.77%	0.93%	0.89%	0.92%	0.92%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

首次覆盖, 给予“买入”评级。综上, 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 5.41/9.61/15.63 亿, 对应增速为 77.52%/77.62%/62.84%。考虑公司的综合竞争实力及长期发展潜力, 对比可比公司估值, 给予“买入”评级。

图表 49: 可比公司估值

公司	2019	2020	2021E	2022E	2023E
300226.SZ 上海钢联	68.55	57.81	35.54	27.25	21.46
603613.SH 国联股份	67.04	99.77	62.5	35.2	21.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 截至 2021 年 8 月 8 日, 上海钢联数据来自一致预期)

风险提示

多多平台所涉行业景气度下行。多多平台下游涉及多个行业, 若下游行业景气度下行, 可能会对多多平台业务推进造成一定困难。

毛利率下行超预期。公司前期主要通过快速扩张占领市场, 毛利率水平存在一定波动, 若后续毛利率水平不能有效回升, 可能会对公司业绩造成一定影响。

云工厂落地不及预期。云工厂作为公司生态战略的重要部分, 若推进及落地程度不及预期, 可能会对公司业绩造成一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com