

2021 半年报点评：扣非净利同比+93%，超业绩预告上限

买入（维持）

2021 年 08 月 20 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖
yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	17,158	37,101	69,944	121,933
同比（%）	138.4%	116.2%	88.5%	74.3%
归母净利润（百万元）	304	549	934	1,518
同比（%）	91.8%	80.2%	70.1%	62.5%
每股收益（元/股）	0.89	1.60	2.72	4.41
P/E（倍）	108.95	60.45	35.53	21.86

业绩简评

■ 2021 年 8 月 19 日公司发布 2021 年半年报，归母净利润和扣非净利润均超过业绩预告上限。2021H1，公司实现收入 140.3 亿元，同比+141.6%，高于业绩预告中值；实现归母净利润 2.16 亿元，同比+90.1%；扣除政府补助、委托他人投资或管理资产的损益等项目后，实现扣非净利润 2.00 亿元，同比+93.0%。

经营分析

■ 2021Q2，公司实现收入 79.6 亿元，同比+132%，主要由公司旗下各大“多多”工业品电商平台交易量快速增长所驱动；归母净利润 1.38 亿元，同比+89.2%，扣非净利润 1.24 亿元，同比+81.07%。

■ 2021Q2 净利率环比有所改善。Q2 单季度，公司毛利率为 3.36%，同比-1.18pct；净利率为 2.10%，同比-0.43%，环比+0.55%。净利率环比改善主要是因为销售费用率环比下降 0.48pct。Q2 单季度，公司销售费用率为 0.43%，同比-0.41pct；管理费用率为 0.26%，同比-0.08pct；研发费用率为 0.13%，同比-0.03pct；财务费用率为 0.02%，同比-0.08pct。

■ 分平台来看：上半年，涂多多平台收入 88.1 亿元，完成去年全年的 75.3%；卫多多收入 19.7 亿元，完成去年全年的 88.6%；玻多多收入 12.0 亿元，完成去年全年的 77.9%；纸多多收入 2.07 亿元，完成去年全年的 85.7%；肥多多收入 8.40 亿元，完成去年全年的 112.7%；粮油多多收入 9.23 亿元，完成去年全年的 161.5%。2021H1 毛利率方面，除卫多多较去年全年-0.3pct、粮油多多较去年全年+1.1pct 之外，其余平台毛利率均较去年全年小幅增长约 0.1~0.2pct。

■ 持续深化多多平台的行业影响力，看好公司工业品平台持续增长。2021H1，公司积极实施上游核心供应商、深度供应链、云工厂等策略和下游集合采购等策略，继续深入目前涉及的多个垂直领域，进一步扩大单品的竞争优势和市占率，在此基础上积极开展多品类延伸、供应链延伸和用户复销交易，并高效推进云 ERP 等 SaaS 服务。期内，公司旗下工业品电商平台的交易量、收入和利润均取得大幅增长。

■ 盈利预测与投资评级：我们认为工业品电商仍处在发展的早期阶段，国联股份旗下多多平台有望持续驱动公司业绩增长。我们维持 2021-23 年归母净利润预测为 5.5/9.3/15.2 亿元，同比增速分别为 80%/70%/63%。8 月 19 日收盘价对应 2021-23 年 PE 分别为 60x/36x/22x，维持“买入”评级。

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	96.46
一年最低/最高价	74.41/167.18
市净率(倍)	8.37
流通 A 股市值(百万元)	21426.92

基础数据

每股净资产(元)	11.53
资产负债率(%)	43.81
总股本(百万股)	343.90
流通 A 股(百万股)	222.13

相关研究

- 1、《国联股份（603613）：1Q21 业绩预告：利润同比+90%~93%，化工品交易量价齐升》2021-04-15
- 2、《国联股份（603613）：2020 年年报点评：收入+138.4%逼近预告上限，工业品电商业务表现亮眼》2021-03-30
- 3、《国联股份（603613）：系列深度二：工业品电商的成功靠什么？——To B 工业品电商研究框架&横向对比》2021-01-27 / 6

东吴证券研究所

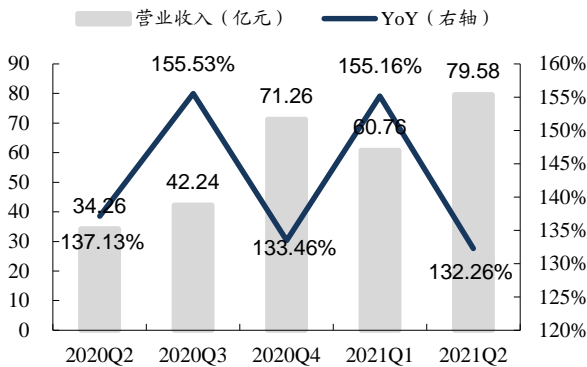
业绩简评

2021年8月19日公司发布2021年半年报，归母净利润和扣非净利润均超过业绩预告上限。2021H1，公司实现收入140.3亿元，同比+141.6%，高于业绩预告中值；实现归母净利润2.16亿元，同比+90.1%；扣除政府补助、委托他人投资或管理资产的损益等项目后，实现扣非净利润2.00亿元，同比+93.0%。

经营分析

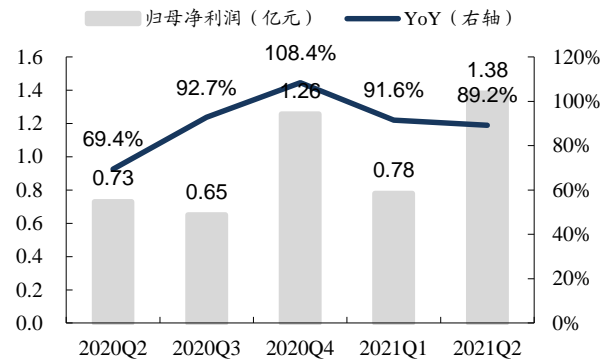
2021Q2，公司实现收入79.6亿元，同比+132%，主要由公司旗下各大“多多”工业品电商平台交易量快速增长所驱动；归母净利润1.38亿元，同比+89.2%，扣非净利润1.24亿元，同比+81.07%。

图 1: 国联股份收入及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

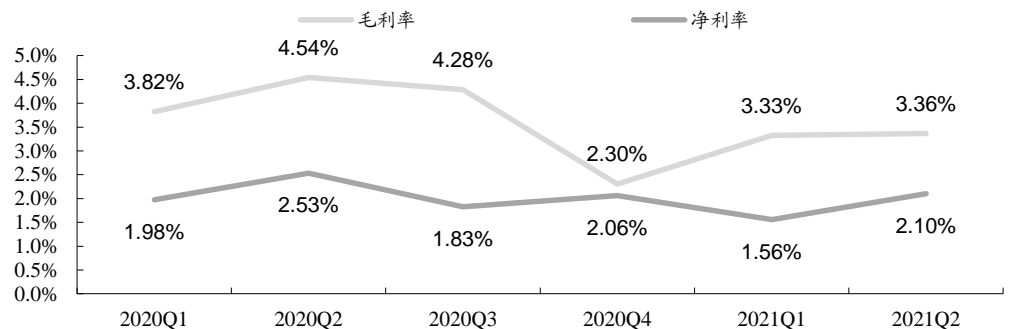
图 2: 国联股份归母净利润及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2021Q2 净利率环比有所改善。Q2 单季度，公司毛利率为 3.36%，同比-1.18pct；净利率为 2.10%，同比-0.43%，环比+0.55%。净利率环比改善主要是因为销售费用率环比下降 0.48pct。Q2 单季度，公司销售费用率为 0.43%，同比-0.41pct；管理费用率为 0.26%，同比-0.08pct；研发费用率为 0.13%，同比-0.03pct；财务费用率为 0.02%，同比-0.08pct。

图 3: 国联股份毛利率及净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

分平台来看：上半年，涂多多平台收入 88.1 亿元，完成去年全年的 75.3%；卫多多收入 19.7 亿元，完成去年全年的 88.6%；玻多多收入 12.0 亿元，完成去年全年的 77.9%；纸多多收入 2.07 亿元，完成去年全年的 85.7%；肥多多收入 8.40 亿元，完成去年全年的 112.7%；粮油多多收入 9.23 亿元，完成去年全年的 161.5%。2021H1 毛利率方面，除卫多多较去年全年-0.3pct、粮油多多较去年全年+1.1pct 之外，其余平台毛利率均较去年全年小幅增长约 0.1~0.2pct。

表 1：国联股份旗下各工业品电商平台收入情况

单位：亿元	2020 全年	2021H1	2021H1/2020 全年
涂多多	116.98	88.11	75.3%
卫多多	22.24	19.70	88.6%
玻多多	15.36	11.97	77.9%
纸多多	2.41	2.07	85.7%
肥多多	7.46	8.40	112.7%
粮油多多	5.71	9.23	161.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：国联股份旗下各工业品电商平台毛利率情况

毛利率	2020 全年	2021H1	2021H1 - 2020 全年
涂多多	2.91%	3.05%	+0.15pct
卫多多	3.63%	3.34%	-0.29%
玻多多	3.72%	3.86%	+0.14pct
纸多多	2.58%	2.77%	+0.19pct
肥多多	2.50%	2.58%	+0.08pct
粮油多多	1.17%	2.26%	+1.09pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

持续深化多多平台的行业影响力，看好公司工业品平台持续增长。上半年，公司积极实施上游核心供应商、深度供应链、云工厂等策略和下游集合采购等策略，继续深入目前涉及的多个垂直领域，进一步扩大单品的竞争优势和市占率，在此基础上积极开展多品类延伸、供应链延伸和用户复销交易，并高效推进云 ERP 等 SaaS 服务。

盈利预测与投资评级

我们认为工业品电商仍处在发展的早期阶段，国联股份旗下多多平台有望持续驱动公司业绩增长。我们维持 2021-23 年归母净利润预测为 5.5/ 9.3/ 15.2 亿元，同比增速分别为 80%/ 70%/ 63%。8 月 19 日收盘价对应 2021-23 年 PE 分别为 60x/ 36x/ 22x，维持“买入”评级。

风险提示

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

国联股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,549	9,249	12,365	18,828	营业收入	17,158	37,101	69,944	121,933
现金	2,993	3,513	4,286	5,705	减:营业成本	16,566	35,966	67,945	118,565
应收账款	203	471	767	1,411	营业税金及附加	9	15	24	40
存货	30	76	130	235	营业费用	86	141	252	439
其他流动资产	3,323	5,189	7,182	11,478	管理费用	44	78	140	244
非流动资产	176	738	1,755	3,015	研发费用	29	52	105	195
长期股权投资	4	8	12	16	财务费用	1	23	63	136
固定资产	108	532	1,373	2,276	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	10	20	26	29
无形资产	39	133	316	679	其他收益	24	0	0	0
其他非流动资产	24	64	54	44	资产处置收益	-0	0	0	0
资产总计	6,725	9,987	14,120	21,844	营业利润	458	847	1,442	2,343
流动负债	2,814	5,324	8,405	14,396	加:营业外净收支	12	0	0	0
短期借款	397	0	0	0	利润总额	470	847	1,442	2,343
应付账款	1,641	4,113	7,211	12,550	减:所得税费用	112	202	344	559
其他流动负债	776	1,211	1,194	1,846	少数股东损益	54	96	164	267
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	304	549	934	1,518
长期借款	0	0	0	0	EBIT	441	806	1,383	2,268
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	447	832	1,435	2,364
负债合计	2,814	5,325	8,405	14,396	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	131	227	391	658	每股收益(元)	0.89	1.60	2.72	4.41
归属母公司股东权益	3,780	4,435	5,324	6,790	每股净资产(元)	10.99	12.59	15.17	19.43
负债和股东权益	6,725	9,987	14,120	21,844	发行在外股份(百万股)	237	344	344	344
					ROIC(%)	8.0%	14.2%	20.2%	25.8%
					ROE(%)	9.2%	14.2%	19.6%	24.3%
					毛利率(%)	3.4%	3.1%	2.9%	2.8%
					销售净利率(%)	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%
					资产负债率(%)	41.8%	53.3%	59.5%	65.9%
					收入增长率(%)	138.4%	116.2%	88.5%	74.3%
					净利润增长率(%)	91.8%	80.2%	70.1%	62.5%
					P/E	108.95	60.45	35.53	21.86
					P/B	8.78	7.66	6.36	4.96
					EV/EBITDA	65.38	34.12	19.35	11.26

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

