

2021 年 08 月 23 日

国联股份 2021H1 业绩超预期，看好空间大 & 渗透率持续提升的工业品电商赛道 增持（维持）

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

证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖
yangjing@dwzq.com.cn

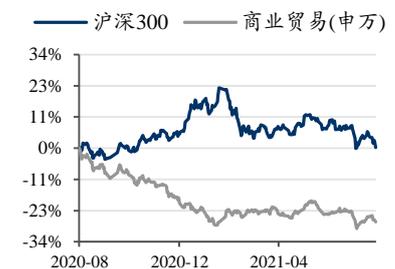
本周发布报告（本周指 8 月 16 日至 8 月 22 日，下同）

- 《国潮崛起系列深度（4）：是结果，不是原因，国货服装品牌全面崛起势不可挡》
- 《社零点评：7 月社零总额同比+8.5%，线上线下增速有所放缓》
- 《传智教育 21H1 点评：收入同比+15.2%，利润扭亏为盈，疫情后经营持续恢复》
- 《安克创新 21H1 点评：归母净利润+48%，亚马逊整治之下，合规经营构建长期竞争力》
- 《国联股份 21H1 点评：扣非净利润同比+93%，超业绩预告上限》
- 《华利集团 21H1 点评：以美元计收入同比+29%，耐克和 Deckers 订单高增，盈利能力持续提升》

本周行业观点

- **国联股份 2021H1 归母净利润超业绩预告上限，工业品电商踏浪者持续高增。**国联股份 2021H1 收入同比+141.65%，归母净利润同比+90%，其中归母净利润超业绩预告上限。自旗下工业品电商涂多多上线起，国联股份业绩就一直在高速增长，公司 2016-2020 年的收入 CAGR 为 108%，归母净利润 CAGR 为 89%。
- **工业品电商赛道内的优质企业正处于快速增长阶段。**工业品电商领域，各大企业的探索已经经历了一段时间。近年，一些商业模式、公司治理、资源禀赋优秀的公司正在脱颖而出。如，密尔克卫 2021H1 化工贸易收入同比+401%；据网经社，非上市公司中，京东工业品、震坤行等独角兽也在持续获得融资。
- **国联股份、密尔克卫等工业品电商龙头企业的增速远高于行业整体增速。**据网经社，2020 年我国工业品电商行业交易规模达 7650 亿元，同比增速仅 17.7%，远慢于国联股份、密尔克卫 21H1 三位数的规模增速。这是因为目前主流的工业品电商大多是垂直类，即根据公司的资源禀赋聚焦于特定的领域，而部分垂类电商的增速是很快的。
- **我们认为工业品电商龙头企业的渗透率仍有较大增长空间。**以国联股份旗下涂料行业电商龙头涂多多为例，其优势品类钛白粉的渗透率或仅约 3~5%。钛白粉是涂多多平台的核心品类，公司招股书披露 2018 年涂多多钛白粉交易量为 5.11 万吨；前瞻产业研究院数据显示 2018 年全国钛白粉产量为 295 万吨，据此推算 2018 年涂多多钛白粉交易的渗透率仅 1.7%。尽管 2020 年涂多多平台的成交额已达 2018 年的近 5 倍，但平台也扩充了醇化工、树脂化工等多条产业链，钛白粉的增量没有那么多。假设涂多多的增长有一半来自拓品类，我们可大致估计涂多多钛白粉的渗透率仍仅为 3~5%左右。由此可见目前工业品电商整体上渗透率不高，未来行业有较大成长空间。
- **推荐标的：**业绩稳健增长的工业品电商国联股份；具备危化品线下履约稀缺能力、化工电商业务高增的密尔克卫等。
- **风险提示：**疫情反复、行业竞争加剧、宏观经济波动等。

行业走势



相关研究

- 1、《教育行业周报（2021 年第 32 期）：“双减”之下职业教育多项政策持续利好，或将迎来重大发展机遇》2021-08-22
- 2、《商业贸易行业深度：国潮崛起：是结果，不是原因，国货服装品牌全面崛起势不可挡》2021-08-19
- 3、《商业贸易行业点评：7 月社零总额同比+8.5%，线上线下增速有所放缓》2021-08-16

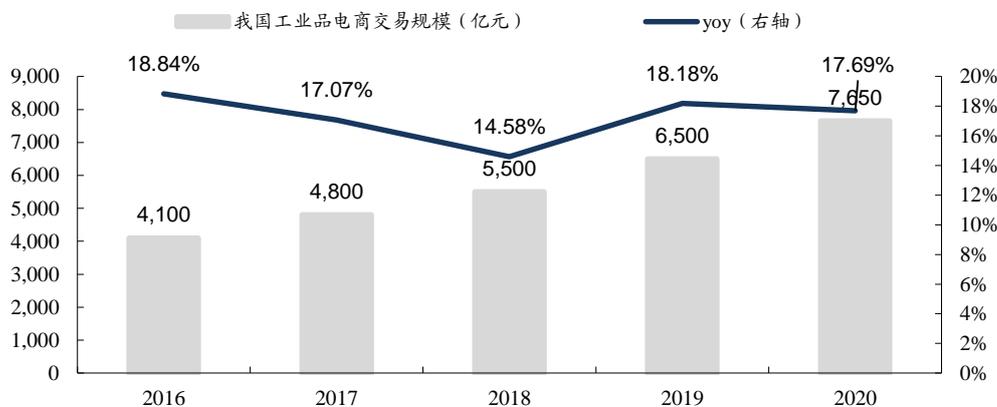
1. 本周行业点评：国联股份 2021H1 业绩超预期，看好空间大&渗透率持续提升的工业品电商赛道

国联股份 2021H1 归母净利润超业绩预告上限，工业品电商踏浪者持续高增。国联股份 2021H1 收入同比+141.65%，归母净利润同比+90%，其中归母净利润超业绩预告上限。自旗下工业品电商涂多多上线起，国联股份业绩就一直在高速增长，公司 2016-2020 年的收入 CAGR 为 108%，归母净利润 CAGR 为 89%。

工业品电商赛道内的优质企业正处于快速增长阶段。工业品电商领域，各大企业的探索已经经历了一段时间。近年，一些商业模式、公司治理、资源禀赋优秀的公司正在脱颖而出。如，密尔克卫 2021H1 化工贸易收入同比+401%；据网经社，非上市公司中，京东工业品、震坤行等独角兽也在持续获得融资。

国联股份、密尔克卫等工业品电商龙头企业的增速远高于行业整体增速。据网经社，2020 年我国工业品电商行业交易规模达 7650 亿元，同比增速仅 17.7%，远慢于国联股份、密尔克卫 21H1 三位数的规模增速。这是因为目前主流的工业品电商大多是垂直类，即根据公司的资源禀赋聚焦于特定的领域，而部分垂类电商的增速是很快的。

图 1：我国工业品电商交易规模及增速



数据来源：网经社，东吴证券研究所

表 1：涂多多钛白粉渗透率预测

2018 年涂多多平台钛白粉成交量	5.11 万吨
2018 年全国钛白粉产量	295 万吨
2018 年涂多多钛白粉渗透率	1.76%
涂多多钛白粉交易量：2020 年/2018 年	预计 2x ~ 2.5x
2020 年涂多多钛白粉渗透率	预计 3% ~ 5%

数据来源：国联股份招股书、公告，前瞻产业研究院，东吴证券研究所整理&测算

我们认为工业品电商龙头企业的渗透率仍有较大增长空间。以国联股份旗下涂料行业电商龙头涂多多为例，其优势品类钛白粉的渗透率或仅约 3~5%。钛白粉是涂多多平台的核心品类，公司招股书披露 2018 年涂多多钛白粉交易量为 5.11 万吨；前瞻产业研究院数据显示 2018 年全国钛白粉产量为 295 万吨，据此推算 2018 年涂多多钛白粉交易的渗透率仅 1.7%。尽管 2020 年涂多多平台的成交额已达 2018 年的近 5 倍，但平台也扩充了醇化工、树脂化工等多条产业链，钛白粉的增量没有那么多。假设涂多多的增长有一半来自拓品类，我们可大致估计涂多多钛白粉的渗透率仍仅为 3~5% 左右。由此可见目前工业品电商整体上的渗透率不高，未来行业有较大成长空间。

推荐标的：业绩稳健增长的工业品电商**国联股份**；具备危化品线下履约稀缺能力、化工电商业务高增的**密尔克卫**等。

2. 本周发布报告

【深度报告】国潮崛起系列深度（4）：是结果，不是原因，国货服装品牌全面崛起势不可挡

消费品增长三大逻辑：①行业增长+渗透率提升；②品牌集中度（品牌化程度）提升；③价格提升。我们认为国货运动服饰品牌顺应这三条逻辑，其增长具备扎实的逻辑基础，是大势所趋：①疫情后复苏强劲，服装行业，尤其是功能性品牌仍保持高景气度；②功能性品牌行业集中度在提升，其中国货品牌崛起市占率持续提升；③店效提升是功能性品牌主要增长驱动，头部运动品牌存在二级交易市场，具备涨价逻辑。

投资建议：功能性品牌享有较好竞争格局，容易产生穿越周期的大品牌。推荐波司登，安踏体育和特步国际等，关注李宁。上游代工企业：推荐华利集团，建议关注申洲国际。休闲时尚品牌：建议关注太平鸟，报喜鸟，比音勒芬，九牧王，乔治白等。

风险提示：疫情反复和宏观经济波动，渠道变革，市场竞争加剧，库存积压等。

【社零数据点评】7月社零总额同比+8.5%，线上线下增速有所放缓

8月16日，国家统计局公布2021年7月社会零售数据。7月，我国社会消费品零售总额为3.49万亿元，同比增长8.5%，近两年平均增速为2.8%。从近两年（指2019-2021）平均增速来看，相比2021H1，7月的社零增速有所放缓。分线上线下来看：线上同比+4.4%，线下同比+9.7%；分品类来看，必选消费品表现稍好于可选消费。

【传智教育】2021H1点评：收入同比+15.2%，利润扭亏为盈，疫情后经营持续恢复

2021H1 收入同比+15.2%，利润扭亏为盈，Q2 恢复强劲：8月17日晚公司公布2021年上半年业绩，上半年公司收入3亿元，同比增速+15.2%，拆分来看Q1/Q2收入分别为1.4亿元/1.6亿元，同比增速分别为-6.1%/+43%。H1归母净利润为2613万元，

相比于去年扭亏为盈。

盈利预测与投资评级：公司是国内 IT 培训行业的头部企业，深耕行业多年，有较强的品牌认知，所处的赛道也是国家政策重点鼓励的方面，受到政策风险较小。我们预计公司未来仍能保持稳定的收入利润增长，但考虑到疫情仍有部分反复，我们出于保守估计暂时下调公司 2021-2023 年归母净利润从 1.9 亿/2.5 亿元/3 亿元至 1.3 亿/1.9 亿元/2.2 亿元，最新收盘价对应 2021/2022 年 PE 分别为 76/50 倍，给予“买入”评级。

风险提示：网点扩张不及预期，招生不及预期等。

【安克创新】2021H1 点评：归母净利润+48.0%，亚马逊整治之下，合规经营构建长期竞争力

8 月 19 日，公司发布 2021 年半年报。2021H1 公司实现收入 53.71 亿元，同比+52.2%；归母净利润 4.08 亿元，同比+47.6%；扣除政府补助、委托他人投资损益后，公司实现扣非净利润 3.00 亿元，同比+22.8%。收入、归母净利润增速均超过我们对全年增速的预期。

盈利预测与投资评级：2021Q2 亚马逊监管力度升级，部分店铺因刷评论等行为被平台清退。安克创新坚持合规经营，在监管不断升级的大环境下，有望构筑长期竞争力。我们维持公司 21-23 年归母净利预测 11.8/16.0/19.7 亿元，同比增速为 38%/36%/23%。8 月 19 日收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 43x/32x/26x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情，汇率波动，贸易摩擦，新品不及预期，库存风险等。

【国联股份】2021H1 点评：扣非净利同比+93%，超业绩预告上限

2021 年 8 月 19 日公司发布半年报，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%。

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。

【华利集团】2021H1 点评：以美元计收入同比+29%，耐克和 Deckers 订单高增，盈

盈利能力持续提升

2021H1 收入同比增速 18.2% (不考虑汇率影响增速为 29%): 8 月 19 日晚公司公布 2021H1 半年报, 2021H1 公司实现收入 81.9 亿元, 同比增速 18.2%, 实现归母净利润 12.9 亿元, 同比增速 66.6%。符合我们预期。2021 上半年公司收入利润在报表层面一定程度上受到外汇波动的影响, 因为公司主要针对海外的客户, 业务层面以美元结算, 而报表层面为人民币, 若不考虑汇率影响, 2021H1 公司收入同比增速 29%, 净利润同比增速 81%。

盈利预测与投资评级: 公司是运动鞋履代工的领先企业, 有稳定的头部客户订单, 客户资源壁垒深厚, 未来或持续受益于代工行业集中度的提升; 此外公司也在不断加深内功修炼, 从组织架构, 设备产线, 劳动力资源等方面持续提升效率, 提高盈利能力。我们维持公司 2021-2023 年盈利预测不变, 预计将实现净利润 25.7/33.1/38.6 亿元, 最新价对应 PE 分别为 41 倍, 维持“买入”评级。

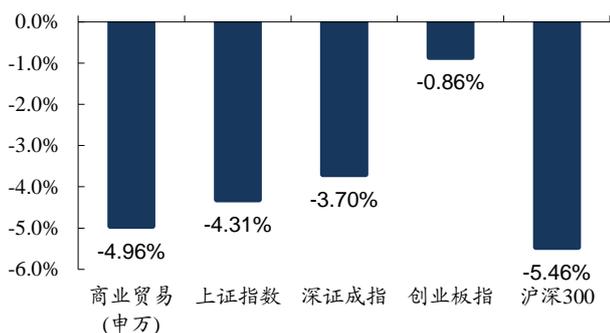
风险提示: 疫情反复, 劳动力成本上升, 大客户订单减少等

3. 本周行情回顾

本周 (8 月 16 日至 8 月 20 日), 申万商业贸易指数涨跌幅-4.96%, 上证综指-4.31%, 深证成指-3.70%, 创业板指-0.86%, 沪深 300 指数-5.46%。

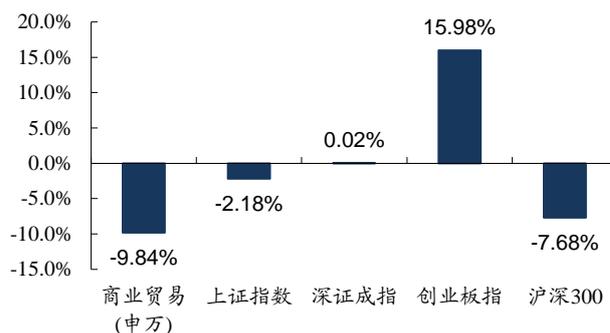
年初至今, 申万商业贸易指数涨跌幅-9.84%, 上证综指-2.18%, 深证成指+0.02%, 创业板指+15.98%, 沪深 300 指数-7.68%。

图 2: 本周各指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 年初至今各指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 本周行业重点公告

【红旗连锁】(002697.SZ) 2021 年半年度报告

8 月 16 日，红旗连锁发布 2021 半年报。公司上半年实现收入 45.37 亿元，同比 +0.42%；归母净利润 2.21 亿元，同比-15.20%；实现扣非净利润 1.97 亿元，同比-19.90%。

【天虹股份】(002419.SZ) 2021 年半年度报告

8 月 17 日，天虹股份发布 2021 半年报。公司上半年实现收入 61.95 亿元，同比 +5.19%；归母净利润 1.43 亿元，同比+301%；实现扣非净利润 0.63 亿元，同比+200%。

【新华百货】(600785.SH) 2021 年半年度报告

8 月 19 日，新华百货发布 2021 半年报。公司上半年实现收入 30.39 亿元，同比 +3.55%；归母净利润 0.38 亿元，同比-25.98%；实现扣非净利润 0.30 亿元，同比-14.96%。

【安克创新】(300866.SZ) 关于首次公开发行部分限售股份解禁并上市流通的提示性公告

8 月 20 日公司公告，安克创新本次上市流通的限售股份为首次公开发行前已发行股份和首次公开发行战略配售股份，本次解除限售股份的数量为 125,585,372 股，占公司总股本 30.90%；实际可上市流通数量为 105,221,458 股，占公司总股本 25.89%。本次上市流通日期为 2021 年 8 月 24 日（星期二）。

5. 行业公司估值表

表 2: 公司估值表（基于 2021 年 8 月 13 日收盘价）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润(元)			PE			投资 评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
电商&供应链品牌化										
9988.HK	阿里巴巴	28,499	157.90	1,503	1,380	1,760	19	21	16	买入
9618.HK	京东集团	6,271	241.40	494	177	261	13	35	24	买入
PDD.O	拼多多	6,277	77.29	-71.80	-65.83	39.10	-87	-95	161	买入
603613.SH	国联股份	352	102.25	3.04	5.49	9.34	115	64	38	买入
300866.SZ	安克创新	479	117.78	8.56	11.80	16.00	56	41	30	买入
002127.SZ	南极电商	223	9.09	11.88	12.52	14.62	19	18	15	买入
MNSO.N	名创优品	244	12.40	4.95	7.48	12.44	49	33	20	增持
603713.SH	密尔克卫	162	98.68	2.88	4.19	5.88	56	39	28	增持
超市										
601933.SH	永辉超市	379	3.98	17.94	6.81	10.21	21	56	37	未覆盖
603708.SH	家家悦	93	15.30	4.28	4.44	5.17	22	21	18	未覆盖
002697.SZ	红旗连锁	64	4.69	5.05	5.48	6.18	13	12	10	未覆盖

002251.SZ	步步高	59	6.83	1.12	1.47	1.89	53	40	31	未覆盖
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	356	176.88	4.76	5.83	7.18	75	61	50	增持
300957.SZ	贝泰妮	809	191.10	5.44	8.15	11.42	149	99	71	买入
603983.SH	丸美股份	137	34.04	4.64	5.47	6.45	29	25	21	增持
600315.SH	上海家化	322	47.45	4.30	4.66	7.42	75	69	43	买入
688363.SH	华熙生物	923	192.25	6.46	7.91	9.96	143	117	93	买入
300896.SZ	爱美客	1,168	539.99	4.40	8.04	11.57	266	145	101	买入
300740.SZ	水羊股份	64	15.68	1.40	2.41	3.73	46	27	17	未覆盖
300132.SZ	青松股份	77	15.00	4.61	5.63	6.64	17	14	12	买入
300792.SZ	壹网壹创	117	49.15	3.10	3.65	4.36	38	32	27	增持
605136.SH	丽人丽妆	96	24.00	3.39	4.08	4.76	28	24	20	未覆盖
000615.SZ	奥园美谷	105	13.45	-1.35	1.20	2.00	-78	88	53	买入
0460.HK	四环医药	267	2.14	4.73	12.02	17.39	56	22	15	买入
服饰&其他专业连锁										
3998.HK	波司登	487	5.41	17.10	20.73	25.40	28	23	19	买入
2331.HK	李宁	1,847	89.20	16.98	33.89	42.88	109	55	43	未覆盖
1368.HK	安踏体育	3,612	161.00	51.62	78.75	101.94	70	46	35	买入
2020.HK	特步国际	256	11.72	5.13	8.30	10.04	50	31	25	买入
2313.HK	申洲国际	2,297	184.10	51.07	62.53	74.07	45	37	31	未覆盖
600398.SH	海澜之家	297	6.88	17.85	29.94	34.85	17	10	9	未覆盖
002563.SZ	森马服饰	249	9.23	8.06	16.10	19.33	31	15	13	未覆盖
603587.SH	地素时尚	99	20.53	6.30	7.29	8.40	16	14	12	未覆盖
300979.SZ	华利集团	1,063	91.10	18.79	25.72	33.10	57	41	32	买入
002867.SZ	周大生	199	18.15	10.13	13.07	15.73	20	15	13	买入
600612.SH	老凤祥	232	44.44	15.86	18.37	20.35	15	13	11	未覆盖
603214.SH	爱婴室	37	25.67	1.17	1.37	1.58	31	27	23	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注 1: 表中加粗部分 EPS 预测为东吴证券研究所预测; 未加粗部分 EPS 预测采用 Wind 一致预期;

注 2: 除收盘价为原始货币外, 其余货币单位均为人民币, 港币: 人民币=0.83:1, 美元: 人民币=6.48:1;

注 3: 阿里巴巴、波司登财年 0331, 名创优品财年 0630, 表中年份对应 FY21A/ FY22E/ FY23E;

6. 风险提示

疫情反复、行业竞争加剧、新品不及预期、宏观经济波动等。

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>

