

国联股份（603613）

2021 年年报点评：归母净利润同比+90%超预告上限，工业品电商空间广阔大有可为
买入（维持）

2022 年 04 月 12 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

执业证书：S0600121010005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	37,230	66,939	111,798	182,290
同比	117%	80%	67%	63%
归属母公司净利润（百万元）	578	966	1,561	2,484
同比	90%	67%	62%	59%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.68	2.81	4.54	7.22
P/E（现价&最新股本摊薄）	62.49	37.41	23.16	14.55

业绩简评

■ 2022 年 4 月 11 日晚，国联股份发布 2021 年年报。2021 年公司实现收入 372.3 亿元，同比+116.98%；归母净利润 5.78 亿元，同比+89.97%；扣除政府补助、委托他人投资或管理资产损益等非经常性损益后，扣非净利润 5.31 亿元，同比+98.62%。公司归母净利润和扣非净利润均超过业绩预告上限。

经营分析

■ 随着工业品电商业务占比提升，公司利润率、费用率均有所下降：2021 年，公司毛利率为 3.26%，同比-0.19pct；销售净利率为 1.90%，同比-0.19pct；销售/管理/研发费用率分别同比-0.04/-0.08/+0.01pct。利润率、费用率的同比下降主要是结构上的原因，即低毛利、低费用的工业品电商业务收入占比提升所致。公司的主业工业品电商业务，2021 年的毛利率为 3.00%，同比-0.01pct，基本保持稳定。

■ 多个行业平台齐头并进，主业成长后劲十足：公司的工业品电商业务主要由 6 个垂直行业平台构成。2021 年，历史最久、体量最大的涂多多实现收入 228.95 亿元，同比+95.71%；卫多多/纸多多收入 55.76/32.10 亿元，同比+150.65%/+109.05%；2019 年上线的新平台纸多多/肥多多/粮油多多实现收入 5.46/23.17/25.20 亿元，同比+126.8%/210.6%/341.1%。公司老平台延续着高增趋势，而新平台也正开始进入放量阶段。

■ 近期工业品供应链货源紧张，公司经营现金流受到一定影响：2021 年公司经营活动现金流量净额为 2.71 亿元，同比-65.08%。主要是因为部分主营产品供给紧张，为充分保障货源供给和已有订单履约，并预备 2022Q1 的订单计划，公司预付款由 2020 年底的 11.8 亿元增长到 2021 年底的 25.13 亿元。

■ 工业品电商整体渗透率不高，未来大有可为：据公司测算，2021 年底公司自营电商的渗透率仅为 1.02%，其中除了涂多多、玻多多（渗透率为 2.09%/1.09%）外，其余“多多”平台在对应行业的渗透率均不足 1%。

■ 盈利预测与投资评级：工业品交易是一个非常大的赛道，目前正处于渗透率爬升的高速成长阶段，公司工业品电商业务拥有横向复制和纵向深挖的潜力，有望通过拓宽用户和提升客单价实现持续高增。我们将公司 2022~2023 年归母净利润预测从 9.3/14.8 亿元上调至 9.7/15.6 亿元，预测 2024 年归母净利润为 24.8 亿元，对应 2022~2024 年同比增速为 67%/62%/59%，4 月 11 日收盘价对应 P/E 为 37/23/15x，维持“买入”评级。

■ 风险提示：工业品价格波动，新平台发展不及预期，用户流失或违约，产业互联网战略推进不及预期，行业竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	105.10
一年最低/最高价	87.50/147.60
市净率(倍)	8.84
流通 A 股市值(百万元)	23,346.14
总市值(百万元)	36,143.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.89
资产负债率(%，LF)	47.11
总股本(百万股)	343.90
流通 A 股(百万股)	222.13

相关研究

《国联股份(603613)：2022Q1 业绩预告：归母净利润同增约 91%，产业互联网迅猛发展》

2022-03-28

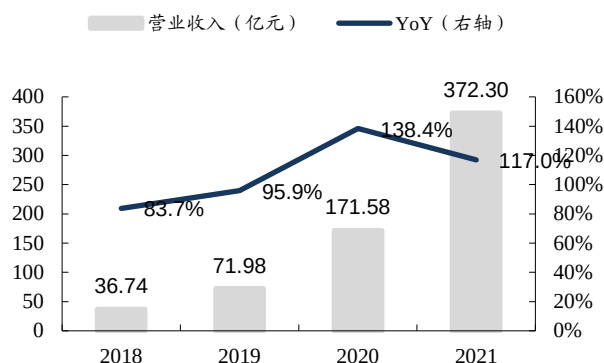
《国联股份(603613)：发布 1-2 月经营数据：收入同比+95%以上，归母净利润同比+90%以上》

2022-03-15

业绩简评

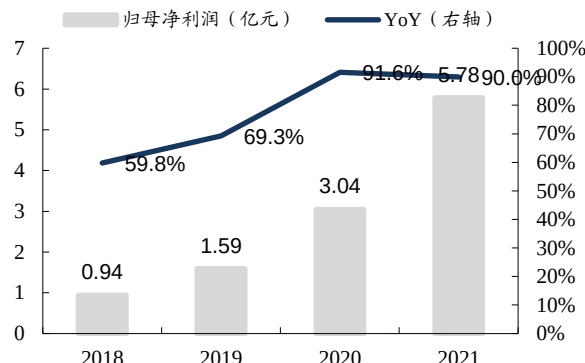
2022年4月11日晚,国联股份发布2021年年度报告。2021年公司实现收入372.3亿元,同比+116.98%;归母净利润5.78亿元,同比+89.97%;扣除政府补助、委托他人投资或管理资产损益等非经常性损益后,扣非净利润5.31亿元,同比+98.62%。公司归母净利润和扣非净利润均超过业绩预告上限。

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

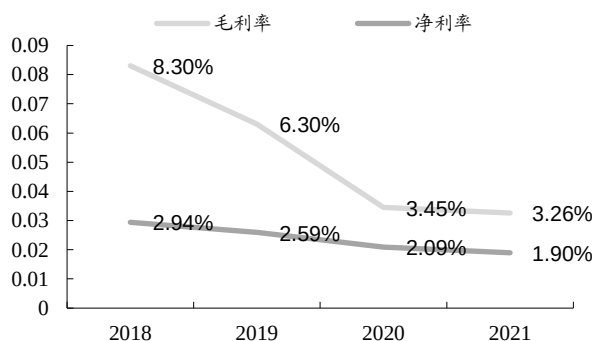


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

经营分析

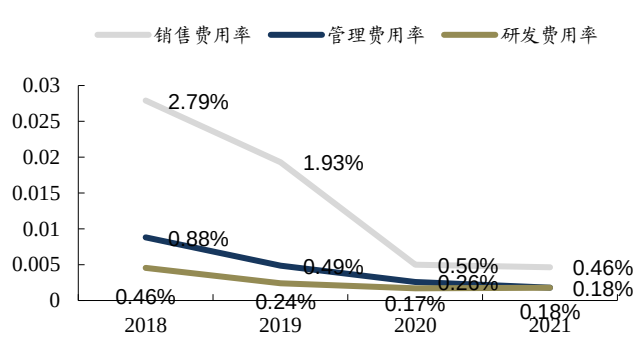
随着工业品电商业务占比提升,公司利润率、费用率均有所下降: 2021年,公司毛利率为3.26%,同比-0.19pct;销售净利率为1.90%,同比-0.19pct;销售/管理/研发费用率分别同比-0.04/-0.08/+0.01pct。利润率、费用率的同比下降主要是结构上的原因,即低毛利、低费用的工业品电商业务收入占比提升所致。公司的主业工业品电商业务,2021年的毛利率为3.00%,同比-0.01pct,基本保持稳定。

图3: 国联股份利润率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 国联股份销售、管理、研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

多个行业平台齐头并进，主业成长后劲十足：公司的工业品电商业务主要由 6 个垂直行业平台构成。2021 年，历史最久、体量最大的涂多多实现收入 228.95 亿元，同比+95.71%；卫多多/ 纸多多收入 55.76/ 32.10 亿元，同比+150.65%/ +109.05%；2019 年上线的新平台纸多多/ 肥多多/ 粮油多多实现收入 5.46/ 23.17/ 25.20 亿元，同比+126.8%/ 210.6%/ 341.1%。公司老平台延续着高增趋势，而新平台也正开始进入放量阶段。

表1：2021 年国联股份分行业/产品收入及毛利率

行业/产品	营业收入 (亿元)	营收同比	毛利率	毛利率同比
网上商品交易	371.01	117.53%	3.00%	-0.01pct
其中：涂多多	228.95	95.71%	2.97%	+0.06pct
卫多多	55.76	150.65%	3.33%	-0.31pct
玻多多	32.10	109.05%	3.37%	-0.35pct
纸多多	5.46	126.83%	2.46%	-0.12pct
肥多多	23.17	210.63%	2.77%	-0.27pct
粮油多多	25.20	341.11%	2.27%	+1.10pct
其他	1.66	17.51%	62.84%	+4.74pct
商业信息服务	1.03	24.93%	77.48%	+4.78pct
互联网技术服务	0.26	28.12%	87.28%	-5.86pct
其他	0.01	192.58%	-0.30%	-77.23pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

多多电商交易用户快速增长，奠定未来成长基础：2021 年国联股份旗下各大“多多”工业品电商平台的交易用户数达 1.35 万户，同比+63.44%；每用户平均收入（不含税）达 275.68 万元，同比+33.10%。可见 2021 年多多电商的成长驱动主要来源于用户数的增长，而工业品企业的经营体量普遍较大而采购较为分散，随着合作的不断深入，每用户平均收入有较大的深挖空间，交易用户数的高增为未来的持续增长打下基础。

近期工业品供应链货源紧张，公司经营现金流受到一定影响：2021 年公司经营活动现金流量净额为 2.71 亿元，同比-65.08%。主要是因为部分主营产品类供给紧张，为充分保障货源供给和已有订单履约，并预备 2022Q1 的订单计划，公司预付款由 2020 年底的 11.8 亿元增长到 2021 年底的 25.13 亿元。

工业品电商整体渗透率不高，未来大有可为：据公司粗略测算，至 2021 年底，公司自营电商的整体渗透率仅为 1.02%，其中除涂多多、玻多多（渗透率为 2.09%/ 1.09%）外，其余“多多”平台在对应行业的渗透率均不足 1%。工业品交易是一个非常大的赛道，目前正处于渗透率爬升的高速成长阶段，国联股份工业品电商业务未来大有可为。

表2：国联股份旗下各大工业品平台的渗透率仍有较大提升空间

多多电商平台	主要产业链	市场规模（不完全统计，亿元）	2021 年渗透率	2020 年渗透率
涂多多	钛、溶剂、树脂产业	12354	2.09%	1.07%
卫（纸）多多	造纸产业、卫品产业	10526	0.65%	0.26%
玻多多	玻璃产业	3328	1.09%	0.52%
肥多多	化肥产业	5147	0.49%	0.16%
粮油多多	油脂、饲料、农药产业	9570	0.29%	0.07%
合计		40925	1.02%	0.47%

数据来源：公司公告，国家统计局、产业信息网、同花顺、中商情报网、多多数据部，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：公司工业品电商业务拥有横向复制和纵向深挖的潜力，有望通过拓宽用户和提升客单价实现持续高增。我们将公司 2022~2023 年归母净利润预测从 9.3/14.8 亿元上调至 9.7/15.6 亿元，预测 2024 年归母净利润为 24.8 亿元，对应 2022~2024 年同比增速为 67%/ 62%/ 59%，4 月 11 日收盘价对应 P/E 为 37/ 23/ 15x，维持“买入”评级。

风险提示

工业品价格波动，新平台发展不及预期，用户流失或违约，产业互联网战略推进不及预期，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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,243	13,379	19,813	30,011	营业总收入	37,230	66,939	111,798	182,290
货币资金及交易性金融资产	5,089	5,938	7,411	9,812	营业成本(含金融类)	36,017	64,875	108,410	176,845
经营性应收款项	4,025	7,245	12,104	19,742	税金及附加	27	74	123	201
存货	70	126	211	345	销售费用	173	234	369	602
合同资产	0	0	0	0	管理费用	67	120	190	310
其他流动资产	59	70	86	112	研发费用	67	120	201	310
非流动资产	286	375	465	562	财务费用	-3	0	0	0
长期股权投资	8	16	29	50	加:其他收益	24	27	39	46
固定资产及使用权资产	134	153	171	188	投资净收益	32	33	34	36
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	39	58	77	95	减值损失	-10	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	929	1,575	2,578	4,105
其他非流动资产	99	143	183	223	营业外净收支	4	5	6	8
资产总计	9,529	13,753	20,278	30,573	利润总额	933	1,580	2,584	4,113
流动负债	4,925	7,957	12,530	19,720	减:所得税	227	387	633	1,008
短期借款及一年内到期的非流动负债	925	925	925	925	净利润	706	1,193	1,951	3,105
经营性应付款项	2,407	4,336	7,245	11,818	减:少数股东损益	127	227	390	621
合同负债	1,157	2,084	3,483	5,681	归属母公司净利润	578	966	1,561	2,484
其他流动负债	436	612	878	1,296	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.68	2.81	4.54	7.22
非流动负债	2	2	2	2	EBIT	894	1,515	2,505	4,023
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	910	1,534	2,526	4,045
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.26	3.08	3.03	2.99
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	1.55	1.44	1.40	1.36
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	116.98	79.80	67.02	63.05
负债合计	4,927	7,958	12,532	19,722	归母净利润增长率(%)	89.97	67.04	61.54	59.17
归属母公司股东权益	4,327	5,293	6,854	9,338					
少数股东权益	275	502	892	1,513					
所有者权益合计	4,602	5,795	7,746	10,851					
负债和股东权益	9,529	13,753	20,278	30,573					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	271	914	1,538	2,462	每股净资产(元)	12.58	15.39	19.93	27.15
投资活动现金流	-680	-66	-64	-61	最新发行在外股份(百万股)	344	344	344	344
筹资活动现金流	433	0	0	0	ROIC(%)	13.76	18.68	24.58	29.71
现金净增加额	24	849	1,474	2,401	ROE-摊薄(%)	13.37	18.25	22.77	26.60
折旧和摊销	16	20	21	22	资产负债率(%)	51.70	57.86	61.80	64.51
资本开支	-78	-78	-72	-68	P/E(现价&最新股本摊薄)	62.49	37.41	23.16	14.55
营运资本变动	37	-421	-636	-999	P/B(现价)	8.35	6.83	5.27	3.87

数据来源:Wind,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>

