开源证券

国联股份（603613.SH） 业绩符合预期，Q4 毛利率显著提升

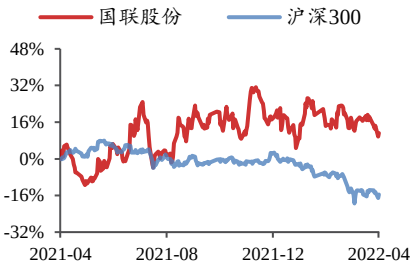
2022 年 04 月 12 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/12
当前股价(元)	106.46
一年最高最低(元)	149.80/83.00
总市值(亿元)	366.12
流通市值(亿元)	236.48
总股本(亿股)	3.44
流通股本(亿股)	2.22
近 3 个月换手率(%)	66.0

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩超预期，长期发展值得期待》-2022.3.28

《公司信息更新报告-业绩符合预期，加速打造数字产业生态》-2022.1.12

《公司信息更新报告-净利润超预告上限，云工厂计划加速落地》-2021.10.29

陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）
liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520090001

● 产业互联网龙头地位持续夯实，维持“买入”评级

公司成长逻辑持续验证，考虑公司业绩持续超预期，我们上调公司 2022-2023 年归母净利润预测为 9.76、15.40 亿元（原预测为 9.30、14.18 亿元），新增公司 2024 年预测为 23.46 亿元，EPS 为 2.84、4.48、6.82 元/股，当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 37.5、23.8、15.6 倍，维持“买入”评级。

● 业绩符合预期，Q4 毛利率显著提升

（1）公司 2021 年全年实现营业收入 372.30 亿元，同比增长 116.98%；实现归母净利润 5.78 亿元，同比增长 89.97%。（2）公司经营活动净现金流为 2.71 亿元，同比下滑 65.08%，其中 Q4 单季度经营活动净现金流为-3.86 亿元，主要原因为：一是为应对国内外的供给冲击，保障双十电商节积累的大量订单交付，以及充分预备 2022Q1 的订单计划，Q4 较 Q3 末公司预付款增加了 6.9 个亿；二是由于双控因素及公司阶段性实施的客户支持策略影响，公司在 Q4 相比 Q3 末的合同负债仅增加 1.04 个亿，由此导致 Q4 经营性现金流较大幅度下滑。（3）公司销售毛利率为 3.26%，同比下降 0.19 个百分点，特别是公司 Q4 单季度毛利率达到 3.34%，同比大幅提升了 1.04 个百分点。公司销售费用率和管理费用率分别下降了 0.04、0.08 个百分点，研发费用率提升了 0.01 个百分点。

● 渗透率提升+品类拓展，长期增长逻辑通顺

（1）一方面，根据公司年报，所涉足的品类市场规模日益扩大，目前合计超过 4 万亿（不完全）。随着多多电商自营交易量的快速增长，市场渗透率提升，2021 年总体约为 1.02%，较 2020 年的 0.47%显著提升，但整体来看渗透率还有较大提升空间。另一方面，多多电商的注册/活跃/交易用户数均实现高速增长，为渗透率的提升奠定了良好基础。（2）多多平台的品类拓展策略主要是纵向和横向两大战术方向。一是现有多多平台内生的品类拓展：由单一品类向深度供应链延伸拓展，同时由单一品类向客户价值链复销拓展；二是横向复制孵化新的多多平台。

● 风险提示：市场竞争加剧；新品类拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,158	37,230	73,666	135,171	231,855
YOY(%)	138.4	117.0	97.9	83.5	71.5
归母净利润(百万元)	304	578	976	1,540	2,346
YOY(%)	91.6	90.0	68.7	57.9	52.3
毛利率(%)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.9
净利率(%)	1.8	1.6	1.3	1.1	1.0
ROE(%)	9.2	15.3	20.8	24.9	27.7
EPS(摊薄/元)	0.89	1.68	2.84	4.48	6.82
P/E(倍)	120.2	63.3	37.5	23.8	15.6
P/B(倍)	9.7	8.5	7.0	5.5	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6549	9243	12562	17821	25946
现金	2993	3697	4556	5361	6393
应收票据及应收账款	203	412	454	1135	1590
其他应收款	3	14	72	170	246
预付账款	1182	2513	5112	8629	14987
存货	30	70	144	231	419
其他流动资产	2137	2536	2224	2295	2312
非流动资产	176	286	409	643	981
长期投资	4	8	11	15	18
固定资产	108	130	250	452	766
无形资产	39	82	104	128	146
其他非流动资产	24	66	44	49	50
资产总计	6725	9529	12971	18464	26927
流动负债	2814	4925	7235	10923	16598
短期借款	397	922	922	922	922
应付票据及应付账款	1641	2405	5110	6815	12760
其他流动负债	776	1598	1204	3186	2917
非流动负债	0	2	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	1	1	1
负债合计	2814	4927	7237	10924	16600
少数股东权益	131	275	490	829	1346
股本	237	344	499	499	499
资本公积	2906	2799	2644	2644	2644
留存收益	637	1184	2254	3942	6515
归属母公司股东权益	3780	4327	5245	6711	8982
负债和股东权益	6725	9529	12971	18464	26927

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17158	37230	73666	135171	231855
营业成本	16566	36017	71389	131174	225111
营业税金及附加	9	27	53	98	168
营业费用	86	173	295	608	1136
管理费用	44	67	169	338	649
研发费用	29	67	184	433	927
财务费用	1	-3	50	96	158
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	24	24	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	10	32	42	55	71
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	458	929	1569	2478	3777
营业外收入	12	5	6	7	9
营业外支出	0	1	2	2	3
利润总额	470	933	1573	2484	3783
所得税	112	227	383	604	920
净利润	358	706	1190	1879	2863
少数股东损益	54	127	215	339	517
归母净利润	304	578	976	1540	2346
EBITDA	410	890	1523	2418	3703
EPS(元)	0.89	1.68	2.84	4.48	6.82

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	138.4	117.0	97.9	83.5	71.5
营业利润(%)	92.2	102.7	68.9	58.0	52.4
归属于母公司净利润(%)	91.6	90.0	68.7	57.9	52.3
获利能力					
毛利率(%)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.9
净利率(%)	1.8	1.6	1.3	1.1	1.0
ROE(%)	9.2	15.3	20.8	24.9	27.7
ROIC(%)	7.4	12.6	18.5	23.7	28.0
偿债能力					
资产负债率(%)	41.8	51.7	55.8	59.2	61.6
净负债比率(%)	-66.4	-60.2	-63.4	-58.9	-53.0
流动比率	2.3	1.9	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.7	1.1	0.9	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	3.8	4.6	6.5	8.6	10.2
应收账款周转率	121.5	121.0	170.2	170.2	170.2
应付账款周转率	15.2	17.8	19.0	22.0	23.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.68	2.84	4.48	6.82
每股经营现金流(最新摊薄)	2.26	0.79	3.11	3.43	4.57
每股净资产(最新摊薄)	10.99	12.58	15.25	19.52	26.12
估值比率					
P/E	120.2	63.3	37.5	23.8	15.6
P/B	9.7	8.5	7.0	5.5	4.1
EV/EBITDA	119.8	55.3	31.9	19.9	12.8

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	777	271	1071	1181	1572
净利润	358	706	1190	1879	2863
折旧摊销	6	13	18	27	40
财务费用	1	-3	50	96	158
投资损失	-10	-32	-42	-55	-71
营运资金变动	459	37	-147	-767	-1417
其他经营现金流	-36	-450	2	-0	-0
投资活动现金流	-2105	-680	-100	-206	-307
资本支出	114	78	142	226	333
长期投资	-22	-32	-3	-3	-3
其他投资现金流	-2013	-633	38	16	23
筹资活动现金流	2548	433	-112	-170	-234
短期借款	150	525	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	96	107	155	0	0
资本公积增加	2316	-107	-155	0	0
其他筹资现金流	-15	-92	-112	-170	-234
现金净增加额	1220	24	859	805	1032

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn