



拥抱万亿蓝海市场，工业电商领军者扬帆起航

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 2020年我国工业品市场规模为10.6万亿元，工业B2B电商市场规模约4700亿元，线上渗透率仅4.5%，预计2025年将扩容至1.75万亿元，渗透率提升空间较大；2) 业绩维持高增，2022年Q1营收与净利润同比均实现近100%增长，二者增速剪刀差收窄，内生增长动能强劲；3) “横向拓品类+纵向延深度+数字云工厂”并驾齐驱，提升电商渗透率的同时为工厂降本增效，助力产业互联互通，提升各环节效率，短期与长期前景均可期。
- **横纵向延展夯实行业领先地位。** 公司通过复制多多平台商业模式打通多个垂类赛道，横向拓品类，已实现多多平台可复用性复并证实可行；纵向上沿产业链两端延展，以钛白粉为例，现已纵向拓展到钛中矿、钛精矿、高钛渣、四氯化钛、钛白粉、海绵钛、钛材整条产业链；横向已实现由单品向钛、醇、树脂产业链、砂石等大品类拓展；横纵联合拓展有利于提高单品类竞争优势，公司有望充分享受工业品市场电商渗透率提升红利，维持强劲增长势能。
- **用户数与ARPU双增，单品种类丰富多样。** 公司市场渗透率2021年总体约1.02%，较2020年提升超0.5pp。用户数保持增长态势，2021年国联资源网注册用户数为280.9万户，同比增长5.1%；合作用户数为1万户，同比增长6.2%；多多电商注册用户数同比增长54.6%至49.4万户，每用户平均收入为275.7万元，同比增长33.1%，用户数与ARPU值实现双增；此外，2021年多多平台自营商城SKU达到4667个，第三方平台SKU7794个，SKU数量共12461个，单品种类较为丰富，后续表现值得期待。
- **云工厂计划进展顺利，数字化赋能，业绩新增长极值得期待。** 公司推动上游企业各环节的数字化改造，助力企业产能释放及降本增效，通过订单驱动连接企业内部生产运营数据。2021年已签约20家云工厂，其中实施数字化的有5家工厂、1家仓储。2022年计划签30~40家云工厂，预计实施工厂10~15家。同一产业链、供应链和价值链上的数字工厂共构链接，数字技术服务或构筑起公司第二增长极。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年归母净利润分别为9.7亿元、15.6亿元、24.4亿元，CAGR为61%，对应PE分别为40倍、25倍、16倍。考虑到工业品电商市场广阔，各细分赛道渗透率提升空间较大，公司为国内领先的工业B2B电商平台，产业互联网龙头企业，具备多品类竞争优势兼具高成长性。综上，我们给予公司2022年50倍PE，对应目标价97.5元，维持“买入”评级，建议积极关注。
- **风险提示:** 行业政策风险，市场竞争加剧的风险，客户转化不及预期的风险，战略推进不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37229.79	66925.69	110358.57	176524.49
增长率	116.98%	79.76%	64.90%	59.96%
归属母公司净利润(百万元)	578.41	970.03	1561.06	2399.34
增长率	89.97%	67.71%	60.93%	53.70%
每股收益EPS(元)	1.16	1.95	3.13	4.81
净资产收益率ROE	15.34%	21.14%	26.87%	31.16%
PE	67	40	25	16
PB	8.92	7.64	6.20	4.82

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.99
流通A股(亿股)	3.22
52周内股价区间(元)	74.78-125.67
总市值(亿元)	386.06
总资产(亿元)	103.54
每股净资产(元)	13.03

相关研究

1. 国联股份(603613): 22Q1业绩延续高增, 管理层增持彰显长期发展信心 (2022-04-27)
2. 国联股份(603613): 拥抱工业电商蓝海, 业绩增长势能强劲 (2022-03-15)
3. 国联股份(603613): 业绩维持快速增长, 工业电商龙头优势显著 (2022-02-24)
4. 国联股份(603613): 规划印发释放利好, 工业品电商前景广阔 (2022-01-14)

目 录

1 公司概况：B2B 电商龙头和产业互联网领军企业	1
1.1 单品类向多品类开拓，“平台+科技+数据”筑基	1
1.2 股权结构稳定，管理层深耕不辍	1
1.3 业绩持续高增，经营能力较为突出	3
1.4 多多平台表现亮眼，涂多多贡献主要业绩	5
1.5 可复用性助力平台拓展，用户数与 ARPU 值双增	6
2 工业品市场空间广阔，B2B 电商渗透率仍处低位	7
2.1 我国工业品市场与 B2B 电商市场交易规模快速增长	7
2.2 传统产业数字化转型升级进行时	9
2.3 公司盈利水平处于行业领先地位	10
2.4 工业互联网为政策导向与长期战略趋势	11
3 多多平台赛道分析：以钛、醇、纸、玻璃产业链为例	12
3.1 钛产业链：涂多多平台重要的垂直产业链之一	12
3.2 醇产业链：市场整体维持供不应求态势	14
3.3 纸产业链：需求较为刚性，发展空间广阔	17
3.4 玻璃产业链：产业快速发展，优质企业涌现	19
3.5 各产业链细分市场空间广阔，静待渗透率持续提升	21
4 竞争优势拆解：横纵向并进，数字化赋能成效显著	22
4.1 主营业务多元化，板块间协同效应较强	22
4.2 以数字化赋能上游工厂，产能建设降本增效成果显著	22
4.3 平台发挥资源集聚优势与稳定价格的重要功能	24
4.4 产业链主导优势：横纵向并进，平台可复用性打开发展空间	24
4.5 市场前景广阔，厂商头部集中度相对较低	25
5 盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测	26
5.2 相对估值	26
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 国联股份发展历程	1
图 2: 公司股权结构	2
图 3: 公司 2016 年以来营收与增速	3
图 4: 公司 2016 年以来归母净利润与增速	3
图 5: 公司 2016 年以来毛利率变动情况 (更新至 2022Q1)	4
图 6: 公司 2016 年以来费用率变动情况	4
图 7: 同行业部分可比公司存货周转天数对比	4
图 8: 同行业部分可比公司应收账款周转天数对比	4
图 9: 2017-2021 年公司 ROE (摊薄) 变动情况	5
图 10: 公司 2016 年以来各项业务营业收入占比	5
图 11: 公司 2016 年以来各项业务毛利占比	5
图 12: 各平台业务收入情况 (亿元)	6
图 13: 涂多多模式存在较强的可复用性	6
图 14: 中国工业品市场规模	8
图 15: 中国工业品 B2B 电商市场规模和渗透率	8
图 16: 中国 B2B 电子商务市场交易规模及增长率	8
图 17: 中国电子商务服务业营业收入及增长率	8
图 18: 工业品 B2B 电商平台模式一览	9
图 19: 数字化平台覆盖的传统产业类别	9
图 20: 企业采购决策前电商平台行为	10
图 21: 各公司营业收入对比情况 (单位: 亿元)	10
图 22: 各公司净利润对比情况 (单位: 亿元)	10
图 23: 工业互联网产业体系	11
图 24: 中国钛白粉总产量及增速	13
图 25: 中国各省钛白粉产能占比	13
图 26: 钛白粉市场产业链一览	13
图 27: 中国钛白粉表观需求量与增速	14
图 28: 全球钛白粉消费量 (万吨)	14
图 29: 钛白粉近年价格变动 (元/吨)	14
图 30: 中国钛白粉出口金额 (亿美元)	14
图 31: 乙二醇行业产业链示意图	15
图 32: 2016-2021 年乙二醇总产量及表观需求量 (万吨)	15
图 33: 2016-2021 年我国乙二醇进口数量统计	15
图 34: 中国进口乙二醇主要来源地区	16
图 35: 中国各省乙二醇产能占比	16
图 36: 乙二醇近年价格变动 (元/吨)	16
图 37: 中国乙二醇出口金额 (亿美元)	16
图 38: 中国纸及纸板生产企业数量统计	17
图 39: 中国纸及纸板产量统计	17

图 40: 纸及纸板类别产量占比.....	18
图 41: 纸及纸板总产量分省占比	18
图 42: 造纸行业产业链示意图.....	19
图 43: 造纸及纸制品业营收与利润统计	19
图 44: 玻璃产业链示意图.....	20
图 45: 中国主要玻璃产品产量 (亿平方米)	20
图 46: 玻璃主要生产企业营收统计 (亿元)	21
图 47: 国联资源网界面.....	22
图 48: 国联股份三大主营业务板块.....	22
图 49: 国联云首页	23
图 50: 国联云工厂主页	23
图 51: 云工厂盈利模式一览.....	23
图 52: 涂多多首页	25
图 53: PTDCloud 工业互联网平台	25
图 54: 中国化工电商平台收入规模 (亿美元)	25
图 55: 中国化工行业市场集中度	25

表 目 录

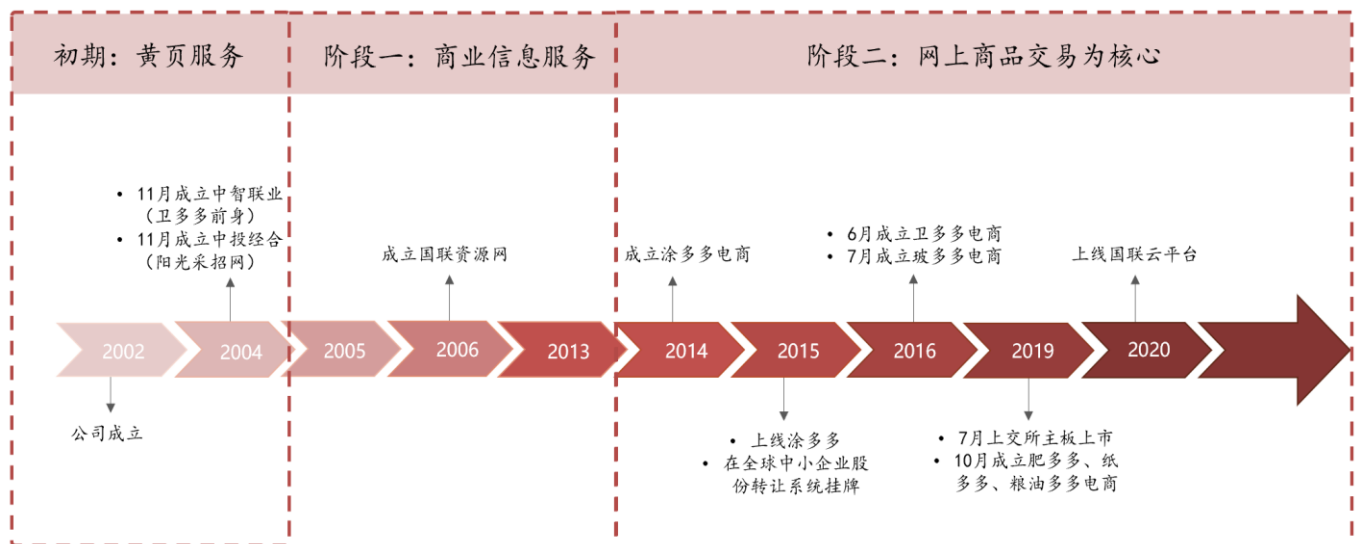
表 1: 管理团队主要构成及介绍	2
表 2: 公司用户数、每用户平均收入及 SKU 情况	7
表 3: 国务院、各部委工业互联网相关政策	11
表 4: 钛应用领域及具体用途.....	12
表 5: 钛产业链部分产品市场规模估算 (不完全统计)	14
表 6: 醇产业链部分产品市场规模估算 (不完全统计)	16
表 7: 树脂产业链部分产品市场规模估算 (不完全统计)	17
表 8: 2015-2021 年纸及纸板细分产品产量统计	18
表 9: 国内玻璃生产企业对比	21
表 10: 国联股份网上商品交易分部业务渗透率.....	21
表 11: 数字化降本增效成果.....	24
表 12: 分业务收入及毛利率	26
表 13: 可比公司估值情况.....	27
附表: 财务预测与估值	28

1 公司概况：B2B 电商龙头和产业互联网领军企业

1.1 单品类向多品类开拓，“平台+科技+数据”筑基

公司发展历程：国联股份在 2002 年成立初期主要从事黄页服务。随着互联网的发展，公司于 2005 年开始为企业提供 B2B 电商服务，并于 2006 年成立信息服务平台——国联资源网，业务包括线上的信息展示、交易撮合，线下的供需对接、营销推广等。2014 年，B2B 电商发展来到以网上商品交易为核心的新阶段，公司基于国联资源网涉及的优势行业，包括涂料化工、卫生用品、玻璃等，相继成立并上线了涂多多、卫多多、玻多多、肥多多、纸多多、粮油多多等多个垂直电商平台，为这些产业上下游提供自主电商、第三方电商和 SaaS 服务。同期，公司基于客户需求，开始通过小资鸟、国联全网、西南电商提供“互联网+”解决方案和电商运营等互联网技术服务。2020 年，公司启动“平台服务、科技驱动、数据支撑”的产业互联网战略。

图 1：国联股份发展历程



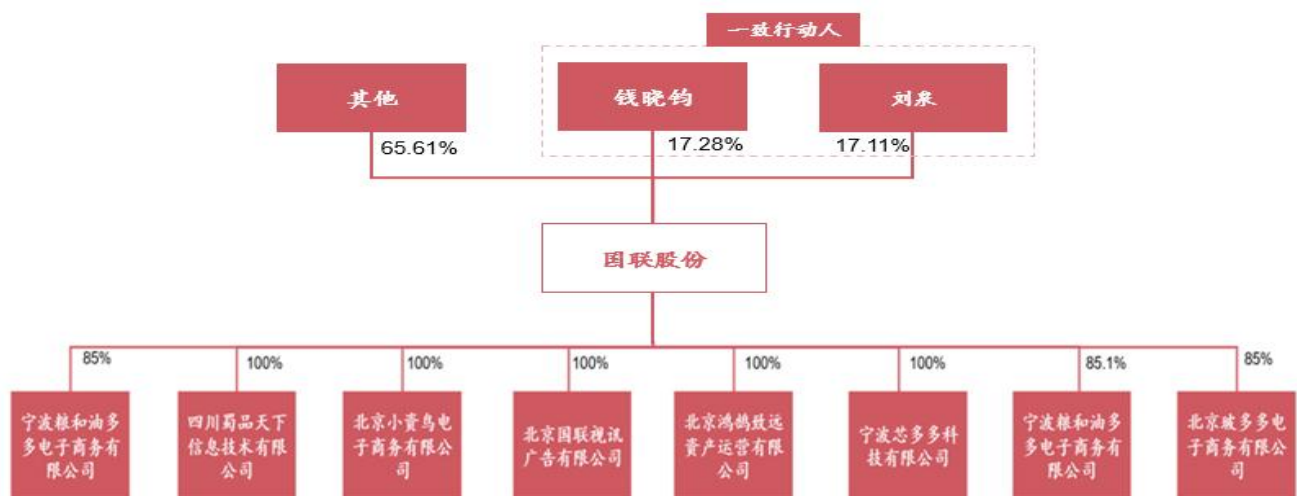
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，管理层深耕不辍

公司股权结构：公司实控人为钱晓钧、刘泉，两位创始人一致行动人。钱晓钧为第一大股东，持有公司 5942 万股股票，占公司总股本 17.3%；其次为刘泉，持有公司 5883 万股股票，持股比例为 17.1%，其他股东占 65.6%，股权结构较为稳定。

公司管理及执行团队成员毕业于北京大学、中国人民大学及其他顶尖大学，专业知识及运营经验丰富。总经理钱晓钧自 2002 年 9 月至今任职国联股份董事、总经理，董事长刘泉自 2002 年 9 月至今任国联股份董事长，核心管理及执行团队已共事近 20 年，具有强大的稳定性及团队凝聚力。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告、ifind，西南证券整理

表 1：管理团队主要构成及介绍

姓名	职位	过往经历
钱晓钧	总经理	中国人民大学经济学学士，北京大学经济学硕士 担任中国石油和石化工程研究会副理事长、中国设备管理协会副会长、中国交通企业管理协会副会长、中国石油和化学工业联合会中小企业工作委员会常务副主任委员、北京市税务局特约监察员 2002年9月至今任国联股份董事、总经理；兼任涂多多电商副董事长；涂多多信息执行董事；张家港涂多多执行董事；波多多电商执行董事；卫多多电商执行董事；宁波芯多多执行董事兼总经理；国联广告执行董事兼经理；国联全网董事；中招阳光执行董事；中投经合执行董事兼总经理；中艺博雅执行董事兼经理；小资鸟执行董事；鸿鹄致远资产运营执行董事兼经理；鸿鹄致远创业投资执行董事
刘泉	董事长，董事	中国人民大学经济学学士，长江商学院 EMBA 担任北京市第十二届人民政协委员，北京市第九届、十届、十一届青联委员，北京市工商联执委，北京市海淀区第七届、八届、九届人民政协委员 2002年9月至今任国联股份董事长，兼任涂多多电商董事长；国联广告监事；中招阳光总经理；国联全网董事长兼经理；中投经合监事；小资鸟经理
刘源	副总经理	北京大学法学专业本科； 中共北京市海淀区第十二次代表大会代表；国联股份党支部书记 1997年5月至2000年12月任北京东盟信息技术有限公司副总经理；2000年12月至2002年9月任国联广告副总经理；2002年9月起加入国联股份，曾任资源合作、项目策划中心总监，现任国联股份董事、副总经理；兼任中艺博雅监事；小资鸟监事；涂多多电商董事；卫多多电商监事；波多多电商监事；涂多多信息监事；鸿鹄致远资产运营和鸿鹄致远创业投资监事；宁波芯多多监事
潘勇	副总经理，董事会秘书	北京大学光华管理学院管理学学士、MBA，北京大学和香港大学工商管理博士在读 1999年7月至2007年3月任北京机经网信息技术有限公司市场总监；2007年3月至今任国联股份副总经理；2019年7月兼任资本与战略部总经理；兼任蜀品天下经理；国联科牧董事长；巴中国联经理；鸿鹄致远创业投资经理；肥多多云工厂(宜昌)董事；2021年9月7日起任国联股份董事会秘书
田涛	董事，财务总监	中国人民大学财会专业，清华大学 EMBA 在读 1995年7月至1999年5月任北京京华信托投资有限公司会计；1999年6月至2000年10月任北京律华会

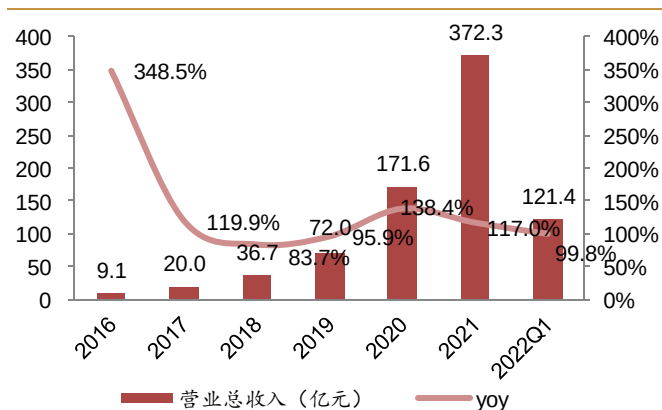
姓名	职位	过往经历
		会计师事务所有限公司审计师；2000年10月至2004年6月任北京华铁宏达信息集团有限公司会计；2004年6月加入国联股份，先后担任财务部高级经理、监事，现任国联股份董事、财务总监；兼任涂多多电商董事；巴中国联监事；蜀品天下监事

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 业绩持续高增，经营能力较为突出

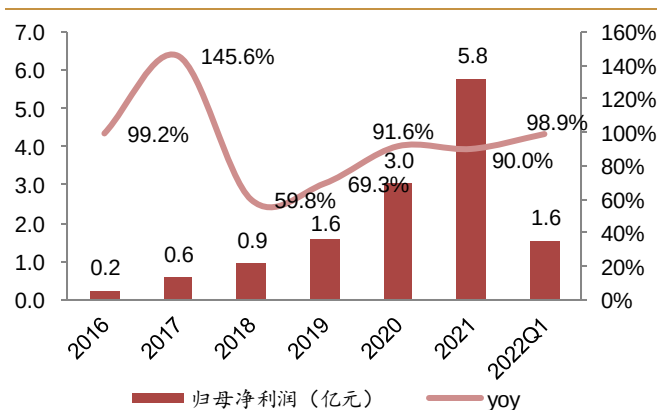
顺应行业发展趋势，业绩同比保持高增：2022年第一季度，公司实现营收121.4亿元，同比增长99.8%，实现归母净利润1.6亿元，同比增长98.9%，营收与利润增速剪刀差收窄；2021年，公司实现营收372.3亿元，同比增长117%；归母净利润5.8亿元，同比增长90%，主要系网上商品交易业务增长。得益于工业电商和产业互联网的发展大势，公司在行业资源积累、商业模式、服务能力和运营策略方面优势渐显。在疫情的持续影响下，公司通过实施产业链“战疫”计划、持续开展工业品和原材料带货直播等举措，拓展新客户，维护老客户，旗下各多多电商平台的交易量增长较快，营收仍实现快速增长。

图 3：公司 2016 年以来营收与增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2016 年以来归母净利润与增速

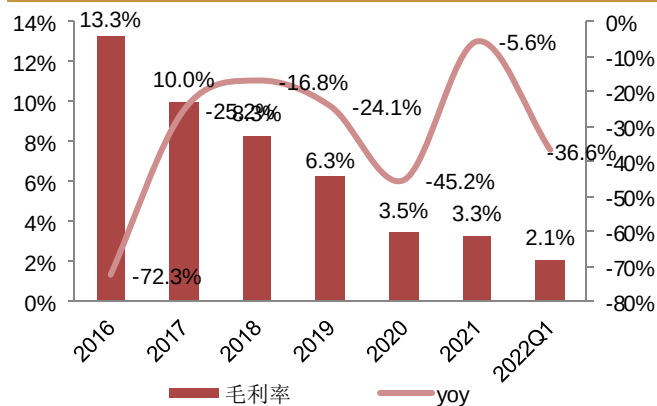


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率略微下滑，费用率相对稳定。2022年第一季度，公司毛利率为3.02%，同比下降0.29pp；2021年，公司实现毛利12.1亿元，毛利率小幅下滑0.19pp至3.3%，主要系公司多多电商现阶段运营策略是以交易规模和行业影响力优先，适当让利以快速拓展用户和市场规模；同时多多电商在新品类和新平台积极拓展，发展初期毛利率较低，从而拉低平均毛利率；同时，2022年受疫情影响，多多电商发起产业链“战疫”计划，让利更多给客户，在一定程度上影响了毛利率水平，现阶段毛利率下滑较为合理的，为公司主动经营策略所致，公司毛利率在3%-3.5%之间维持稳定。

费用率方面，2017-2021年，费用率下降明显；2021年，公司销售费用率下降至0.5%，管理与研发费用率均降至0.2%。销售费用率下降主要系会计准则更改，运输费用计入营业成本，不再计入销售费用所致。

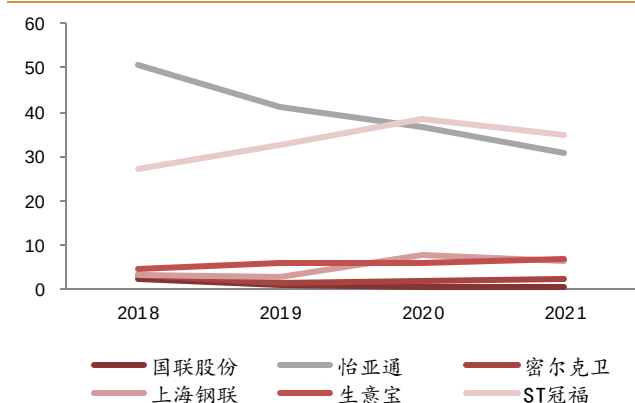
图 5：公司 2016 年以来毛利率变动情况（更新至 2022Q1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

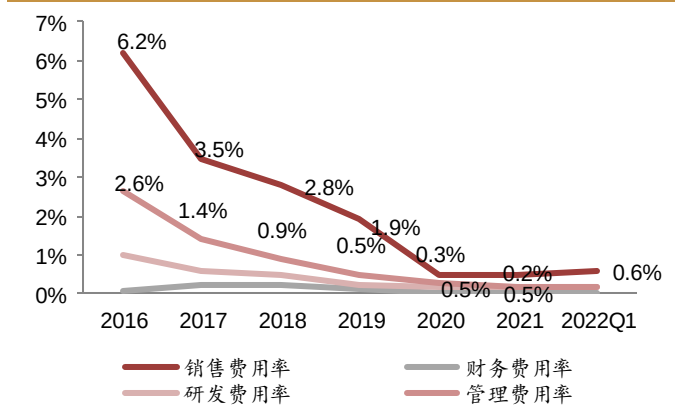
公司存货和应收账款周转天数均处于同行业较低水平。2021 年国联股份存货周转天数为 0.5 天，存货周转速度显著快于同行业其他公司，反映其优秀的存货变现情况；2021 年公司应收账款周转天数为 2.4 天，应收账款变现速度较同行业其他公司快，资金使用效率较好。公司实现高周转，资金占压低，风险偏低，ROE 维持相对较高状态，未来持续优化表现值得期待。

图 7：同行业部分可比公司存货周转天数对比



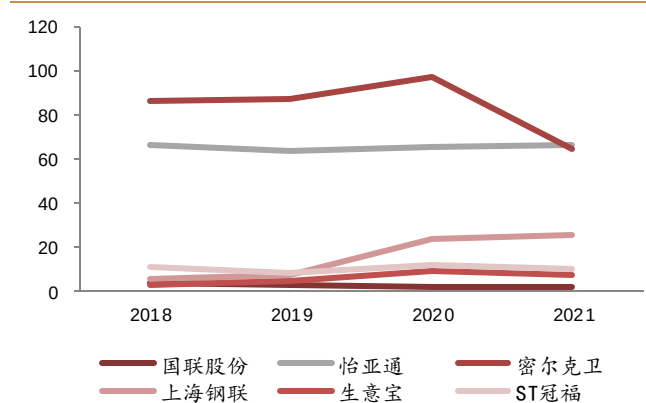
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2016 年以来费用率变动情况

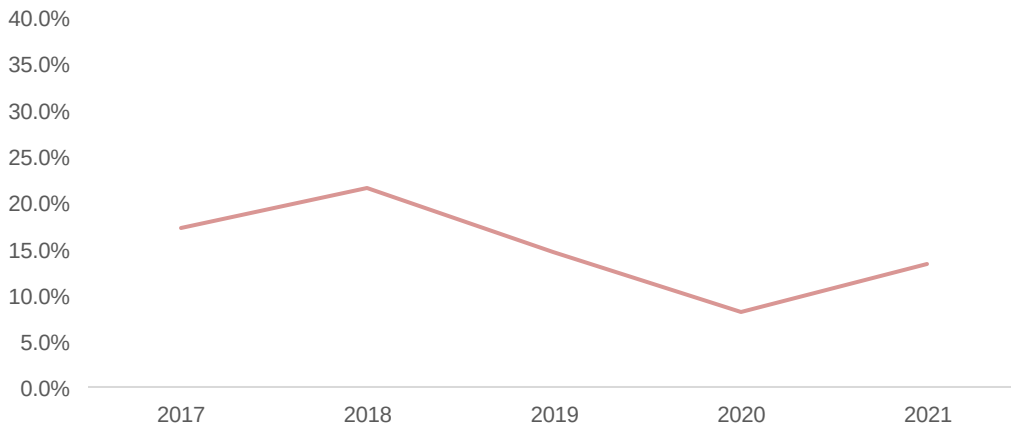


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：同行业部分可比公司应收账款周转天数对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

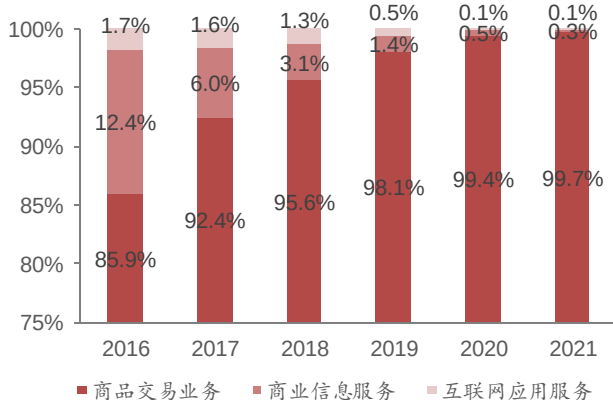
图 9：2017-2021 年公司 ROE（摊薄）变动情况


数据来源：wind，西南证券整理

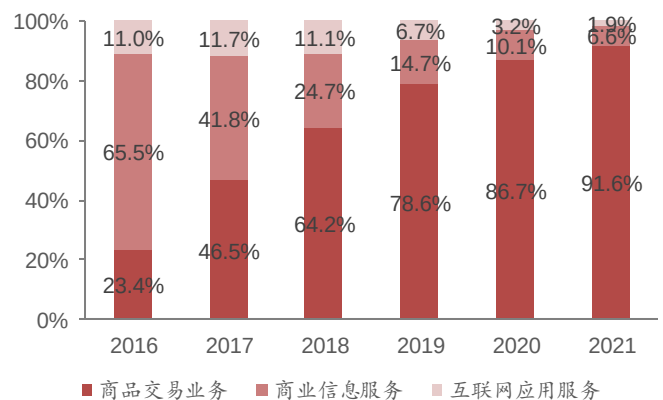
1.4 多多平台表现亮眼，涂多多贡献主要业绩

公司主营业务结构：国联股份围绕 B2B 电商和产业互联网平台，各多多平台（B2B 垂直电商交易平台）、国联资源网（B2B 信息服务平台）、国联云（互联网技术服务平台），构建起“信息+交易+服务”的产业闭环，主要形成三大业务板块：商品交易服务、商品信息服务和互联网应用服务；其中，**商品交易服务**包括涂多多、卫多多、坡多多等多个业务平台，提供包括自营电商、第三方电商以及 SaaS 服务；**商业信息服务**主要基于国联资源网，提供各类行业资讯、数据产品、行业广告服务，在线上为各行业会员提供线上供求商机信息和营销推广服务，在线下进行供需对接、技术交流等行业会展活动；**互联网应用服务**主要是基于国联云，提供云应用服务解决方案，如全网技术架构、电子商务、智慧供应链等，为产业和企业提供数字化升级的技术服务。

从营收与利润角度来看，商品交易服务为公司主要收入与利润来源。2021 年商品交易业务营收占比达 99.7%，实现两倍以上增长；毛利占比 91.6%，同比增长 105%。商业信息服务收入和互联网应用服务营收有所提升，2021 年，商业信息服务收入达到 1.03 亿元，同比上升 24.9%；互联网应用服务收入为 0.26 亿元，同比上升 28.1%。

图 10：公司 2016 年以来各项业务营业收入占比


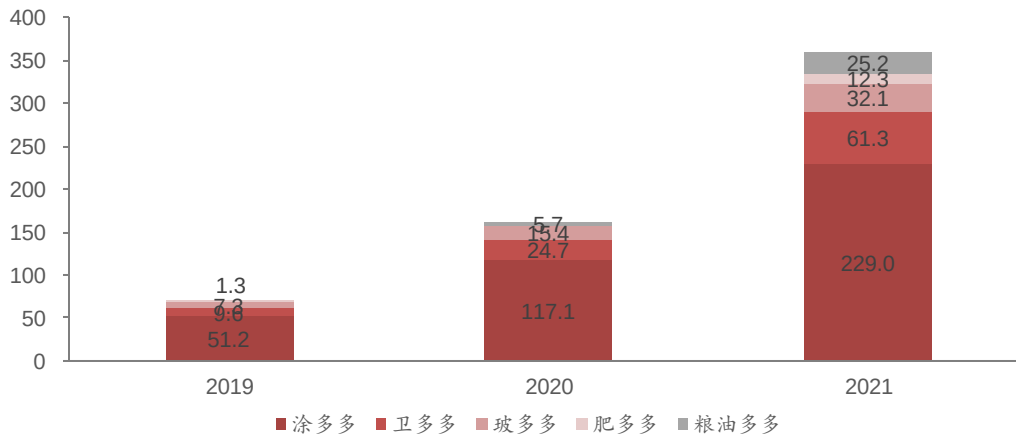
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司 2016 年以来各项业务毛利占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

各垂类电商交易平台中，涂多多营收占比最高。涂多多平台近年来始终保持收入始终维持高位且增速较快；2019 年收入 51.2 亿元，营收占比为 71.2%，2020 年收入 117.1 亿元占比 68.2%，2021 年 229.0 亿元占比 61.3%；卫多多收入位居第二，2021 年实现营收 61.3 亿元，占总营业收入 16.5%。

图 12：各平台业务收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.5 可复用性助力平台拓展，用户数与 ARPU 值双增

多多平台采用上、下游结合的模式，即在上游进行产能建设：云工厂、核心供应商（满足绝大多数订单）、深度供应链等并建立产业基金；在下游进行集合采购、拼单团购、一站式采购等。各个多多平台运营与交易模式基本相似，前期通过探索和实践总结，将成熟的完整运营策略复用于其他多多平台，同时根据行业细分领域的差异，针对性进行优化与调整，形成具有行业特点的运营模式。

以公司的集合采购交易模式为例，可总结为“以销定采+订单反推+上游议价”：对下游采购商而言，公司能够赋能下游企业采购环节，使得下游企业具有规模采购成本优势，以较低的低价购买原材料；对上游供应商而言，公司先行进行下游订单归集，再集中向上游拿货，这种集采的模式能给出上游供应商相对较大规模的订单，使其库存周转率提高，助力上游供应商产能释放，提升其经营效率。

图 13：涂多多模式存在较强的可复用性



数据来源：公司官网，西南证券整理

用户数与 ARPU 值双增。公司电商平台用户数保持增长态势，2021 年国联资源网注册用户数为 280.9 万户，同比增长 5.1%；合作用户数为 1 万户，同比增长 6.2%。2021 年多多电商注册用户数同比增长 54.6%至 49.4 万户，MAU 增长 45.1%至 6.7 万户，交易用户数增长 63.4%至 1.3 万户。

2021 年，多多电商平台每用户平均收入为 275.7 万元，同比增长 33.1%，ARPU 值得到进一步提高，后续表现值得期待。除此之外，2021 年多多平台自营商城 SKU 达到 4667 个，第三方平台 SKU 为 7794 个，SKU 数量总计 12461 个，单品品类丰富多样。

表 2：公司用户数、每用户平均收入及 SKU 情况

平台	分类	2021 年度	2020 年度	同比增长
国联资源网	注册用户数（万户）	280.9	267.2	5.1%
	合作用户数（万户）	1.0	0.9	6.2%
多多电商	注册用户数（万户）	49.4	32.0	54.6%
	月活用户数（万户）	6.7	4.6	45.1%
	交易用户数（万户）	1.3	0.8	63.4%
	每用户平均收入（不含税，万元）	275.7	207.1	33.1%
	每单平均收入（不含税，万元）	27.3	23.7	15.2%
	自营商城 SKU（个）	4667	/	/
	第三方平台 SKU（个）	7794		
	SKU 数量总计（个）	12461		

数据来源：公司公告，西南证券整理

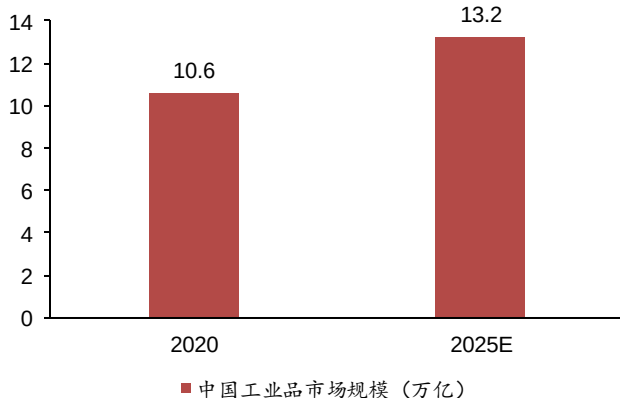
2 工业品市场空间广阔，B2B 电商渗透率仍处低位

2.1 我国工业品市场与 B2B 电商市场交易规模快速增长

从整体行业层面看，工业品市场的电商交易渗透率提高和公司产业链延伸策略或将为公司带来数倍成长空间。工业品指用于企业加工生产或经营用的产品，按类别可分为非生产原料性质工业用品（MRO）和生产性资料（PM）两类。MRO 通常是指在实际的生产过程不直接构成产品，只用于维护、维修、运行设备的物料和服务，例如劳保用品、五金配件等；PM 主要为金属原材料、化工能源等。

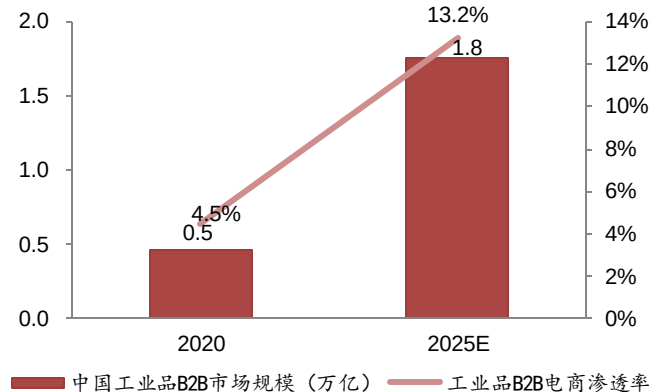
2020 年中国工业品市场规模为 10.6 万亿元，其中工业品 MRO 市场规模约 2.1 万亿元，占比 20%；PM 市场规模 8.5 万亿元，占比为 80%；预计 2025 年中国工业品市场规模将达 13.2 万亿元，CAGR 为 4.7%。中国工业品 B2B 电商市场规模约为 0.47 万亿元，线上渗透率仅为 4.5%，仍处于发展初期；预计到 2025 年，整体工业品线上交易规模将达到 1.75 万亿，CAGR 为 30%，整体渗透率达到 13.2%左右，仍有较大上升空间。

图 14：中国工业品市场规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 15：中国工业品 B2B 电商市场规模和渗透率

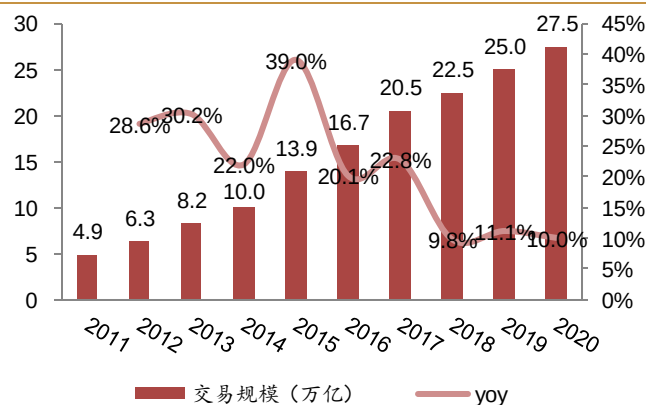


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

从整体市场看，十年来我国 B2B 电子商务市场的交易规模一直以较快速度增长。根据网经社与电子商务研究中心统计，2011 年我国 B2B 电子商务市场交易规模仅 4.9 万亿元，2020 年已达到 27.5 万亿元，CAGR 为 18.8%。近年来，伴随着我国 B2B 电商在垂直领域的快速崛起，B2B 不断深入钢铁、化工、煤炭、涂料、造纸、玻璃、卫生用品、机械电子和物流等传统产业链，产业互联网进入战略发展机遇期。而电子商务服务业属于电子商务生态系统中的重要组成部分，经过近十年的迅猛发展，在物流快递、在线支付和电子认证等服务业发展推动下，电商服务业快速发展。

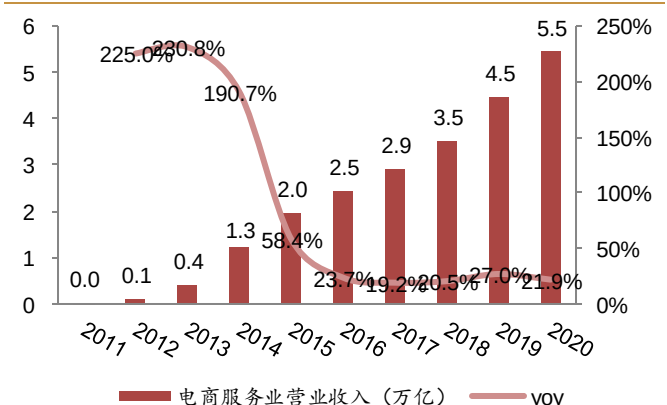
2011 年我国 B2B 电子商务服务业营业收入是 0.04 万亿元，2020 年已达 5.5 万亿元，CAGR 为 63.5%，其中电子商务交易服务营业收入达 1.15 万亿元，而 B2B、B2C 和 C2C 平台服务营业收入规模分别为 1517 亿元、6503 亿元和 3449 亿元。

图 16：中国 B2B 电子商务市场交易规模及增长率



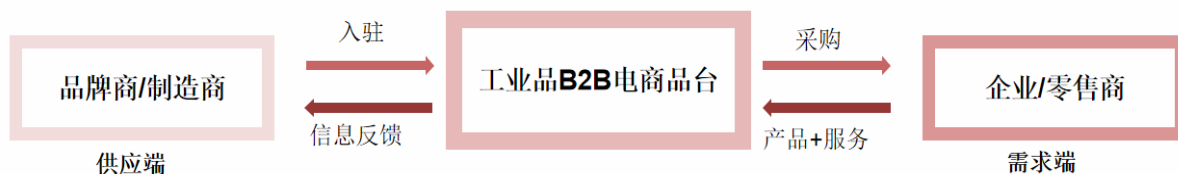
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 17：中国电子商务服务业营业收入及增长率



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 18：工业品 B2B 电商平台模式一览



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.2 传统产业数字化转型进行时

随着技术应用和技术创新领域的快速发展，我国正处于迈向网络强国、数字技术与经济社会深度融合、传统产业数字化转型的关键窗口期。同时，我国工业品 B2B 行业正处于产业互联网转型初期，大数据、人工智能、物联网、区块链、云计算等新兴技术将更多运用于商品交易、仓储物流等传统产业各环节，不断为传统产业提供技术服务与支持。在数字化转型驱动管理领域，硬件上提供基础设施助力工业供应链转型，利用新技术赋能传统模式，促进传统行业的全局化数字化转型升级。

图 19：数字化平台覆盖的传统产业类别

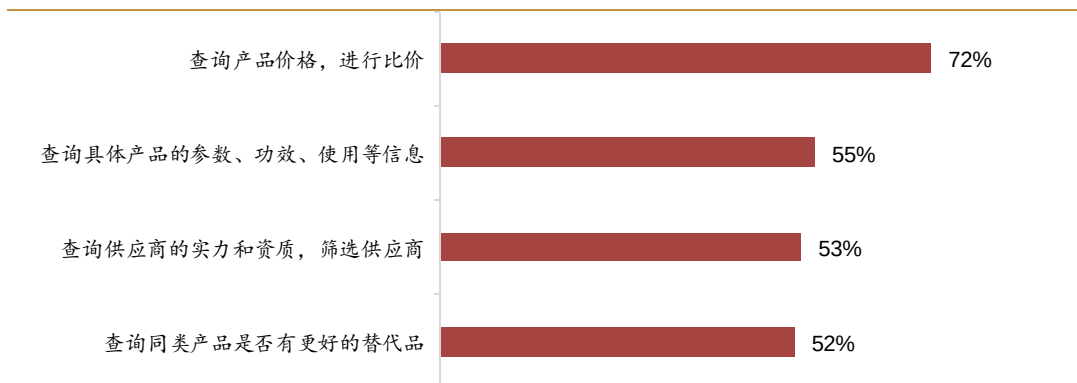


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

企业采购体系数字化重塑，品牌营销体系数字化构建，渠道体系数字化再造。随着新一代人口参加工作并逐步占据主要岗位，越来越多的电商消费习惯开始影响企业的采购行为，未来 B2B 电商平台能够基于数字化产品信息为采购人员高效寻找挂牌货源，进行全国供应商询价。

新一代工业品电商平台使企业拥有更高效的品牌塑造能力，工业品买家对于品牌认可度也逐步提高。企业或将借助电商平台实现渠道数字化赋能，触达传统模式下难以接触到的用户群体。先行的大型企业拥有客户资源、技术优势和先发优势，在推动渠道数字化升级过程中，利用其大量客户资源和长期积累的专业经验形成一定的业务壁垒，并从下游客户需求出发，精确定位，建立高垂直度和差异化的细分垂类电商平台，培养客户粘性，形成显著的先发优势。

图 20：企业采购决策前电商平台行为



注：数据来自《阿里巴巴工业市场采购商调研》，抽样样本均为在阿里巴巴1688平台上有过历史成交订单的B类终端买家，有效样本数N=150，其中85%为中小企业。

数据来源：阿里巴巴，贝恩，西南证券整理

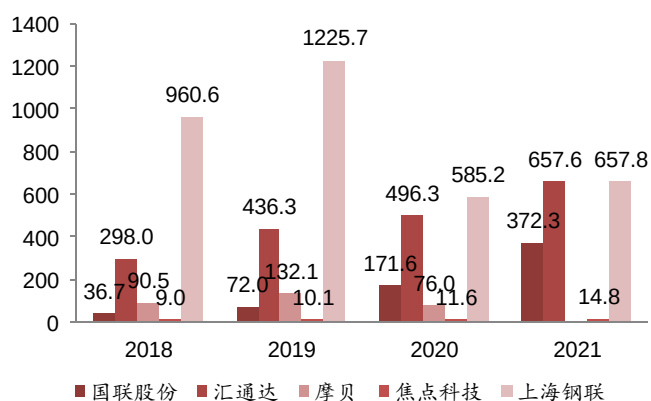
2.3 公司盈利水平处于行业领先地位

该部分我们选取与国联同行业的汇通达、摩贝、焦点科技、上海钢联进行横向对比。

从营收指标来看，上海钢联收入最高，主要得益于它的供应链服务和钢材交易服务；国联股份的营业收入从 2018 年的 36.7 亿元增长到 2021 年的 372.3 亿元，收入总额在行业中位居前列，年均增速高达 117%，未来增长空间较大。

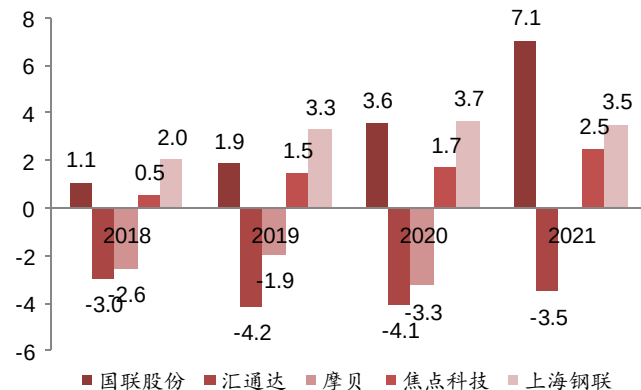
从净利润指标来看，国联股份、焦点科技和上海钢联净利润均为正，且处于上升阶段。国联股份净利润较高且增速较快，2021 年位居行业首位；净利率显著高于同行业其他公司，表明企业良好的发展状况和发展势头。

图 21：各公司营业收入对比情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：各公司净利润对比情况（单位：亿元）



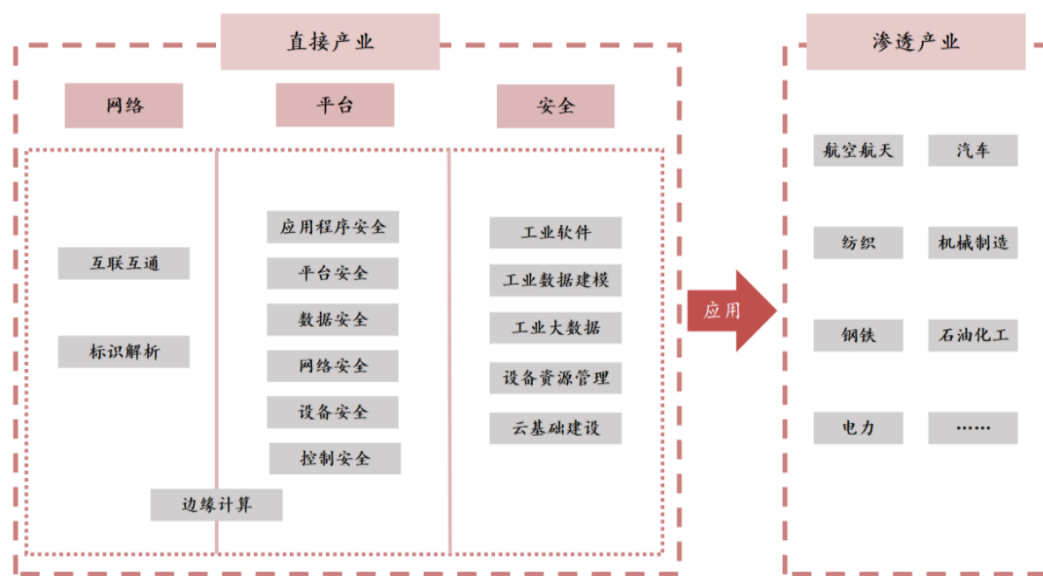
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 工业互联网为政策导向与长期战略趋势

B2B 从交易电商模式逐步迈向产业链服务。B2B 垂直电商平台将更快速向供应链深度服务延伸，通过在线交易切入，将信息流、订单流、物流、资金流通过 B2B 平台实现整合；以此为基础将在线交易延伸扩展到上下游用户的生产采购、物流仓储、信息化建设等供应链管理的不同层面，B2B 平台将形成高效的智慧供应链管理服务体系。

同时以供应链为核心形成信息流、商流、物流等闭环，可有效实现从工业互联到数据增值、从工业互联到供应链增值，从工业互联到跨界生态的转型升级，进而形成工业互联网深耕的重要抓手。基于垂类电商平台快速发展、智慧供应链不断深化，工业互联网有望成为行业发展的大趋势。

图 23：工业互联网产业体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

行业政策驱动工业互联网加速布局。党中央、国务院高度重视工业互联网发展，提出“要深入实施工业互联网创新发展战略”，“持续提升工业互联网创新能力，推动工业化与信息化在更广范围、更深程度、更高水平上实现融合发展”；B2B 电子商务属于产业互联网范畴，随着 B2B 垂直电商平台的快速发展和供应链管理的不断深化，尤其是 5G、移动互联网、大数据、云计算、人工智能等新技术的发展和应用，未来或将迎来产业互联网爆发期。产业互联网不仅连接企业和企业、以及产业链上下游，更重要的是通过订单驱动连接企业内部生产运营数据，将智能工厂进行共构链接，以工业互联网为基础推动生产数字化和智能化。

表 3：国务院、各部委工业互联网相关政策

发布时间	政策内容
2017.11	国务院发布《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，确定了工业互联网“323 行动”，即打造网络、平台、安全三大体系，推进大型企业集成创新和中小企业应用普及两类应用，构筑产业、生态、国际化三大支撑等任务。
2018.04	工信部出台《工业互联网 APP 培育工程实施方案（2018 年-2020 年）》，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。

发布时间	政策内容
2018.05	工信部发布《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》，细化了工业互联网起步阶段的发展目标和重点任务。
2018.07	工信部相继出台《工业互联网平台建设及推广指南》和《工业互联网平台评价方法》，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。
2019.11	工信部出台《“5G+工业互联网”512 工程推进方案》，明确了工业互联网作为未来 5G 技术落地的重要应用场景之一，要在 5G 通信产业和应用场景爆发的初期积极布局，进一步推进 5G+工业互联网融合创新发展。
2020.02	中共中央政治局召开会议，会议强调，要推动生物医药、医疗设备、5G 网络、工业互联网等加快发展。
2020.03	工信部发布《工业和信息化部办公厅关于推动工业互联网加快发展的通知》，从加快新基建、加快拓展融合创新应用等 6 个方面出台 20 项具体举措。
2020.04	发改委、中央网信办联合印发《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》，支持在具备条件的行业领域和企业范围探索大数据、人工智能、云计算、数字孪生、5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新。
2021.01	工信部发布《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》，指出未来 3 年将深入实施工业互联网创新发展战略发展目标，到 2023 年要实现产业综合实力显著提升。

数据来源：各部门官网，西南证券整理

3 多多平台赛道分析：以钛、醇、纸、玻璃产业链为例

3.1 钛产业链：涂多多平台重要的垂直产业链之一

钛是 20 世纪 50 年代发展起来的重要的结构金属，钛合金具有密度低、比强度高、耐腐蚀性好、导热率低、无毒无磁、可焊接、生物相容性好、表面可装饰性强等特性，广泛应用于航空、航天、化工、石油、电力、医疗、建筑等领域。许多国家已经认识到钛合金材料的重要性，陆续进行研究开发，并应用于实际生产中。

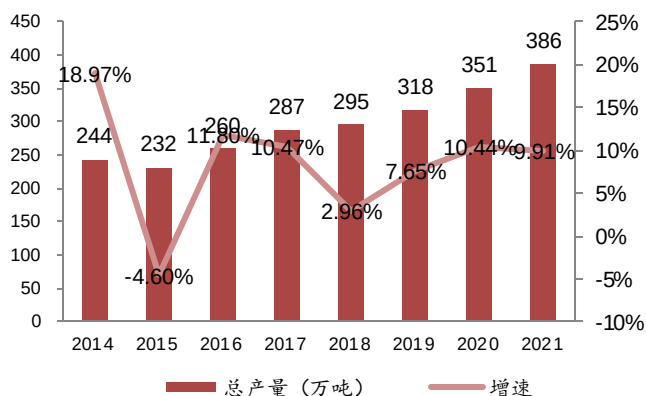
表 4：钛应用领域及具体用途

应用领域	具体用途
航空航天	喷气发动机部件、机身部件、火箭、人造卫星、导弹等部件 压气机和风扇叶片、盘、机匣、导向叶片、轴、起落架、襟翼、阻流板、发动机舱、隔板、翼梁、燃料箱、助推器
化学、石油化工和一般工业	用于氯碱、纯碱、塑料、石油化工、冶金、制盐等工业的电解槽、反应器、蒸馏塔、浓缩器、分离器、热交换器、管道、电极等
舰船	潜艇耐压壳体、螺旋桨、喷水推进器、海水换热系统、舰船泵（阀及管子）
海洋工程	海水淡化用管道、海洋石油钻探用泵、阀、管件等
生物医疗	人工关节、人工植牙和正牙、心脏起搏器、心血管支架、手术器械等
体育器械	高尔夫球头、网球拍、羽毛球拍、台球杆、登山棍、滑雪杖、冰刀等
生活用品	眼镜架、手表、拐杖、钓鱼竿、厨具、数码产品壳体、工艺品、装饰品等
建筑	建筑物的屋顶、外壁、装饰物、标牌、栏杆、管道等
汽车	汽车的排气和消音系统、承重弹簧、连杆和螺栓等

数据来源：金属百科，西南证券整理

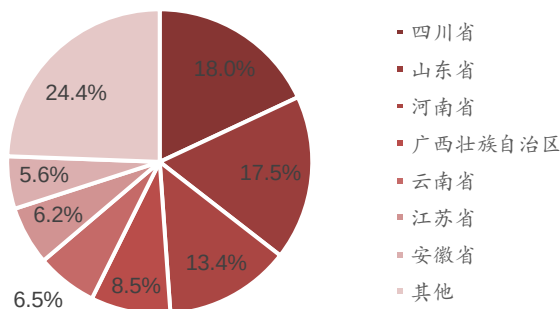
钛行业细分行业有钛白粉、海绵钛、四氯化钛、高钛渣行业等，下文将重点聚焦钛白粉行业。钛白粉是一种重要的无机化工颜料，主要成分为二氧化钛。在涂料、油墨、造纸、塑料、橡胶、化纤、陶瓷等工业中有重要用途。钛白粉主要分为硫酸法和氯化法两种制造方法，根据中商产业研究院数据，全球钛白粉 56% 为氯化法产品，但我国的钛白粉工厂仍以硫酸法为主。

图 24：中国钛白粉总产量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

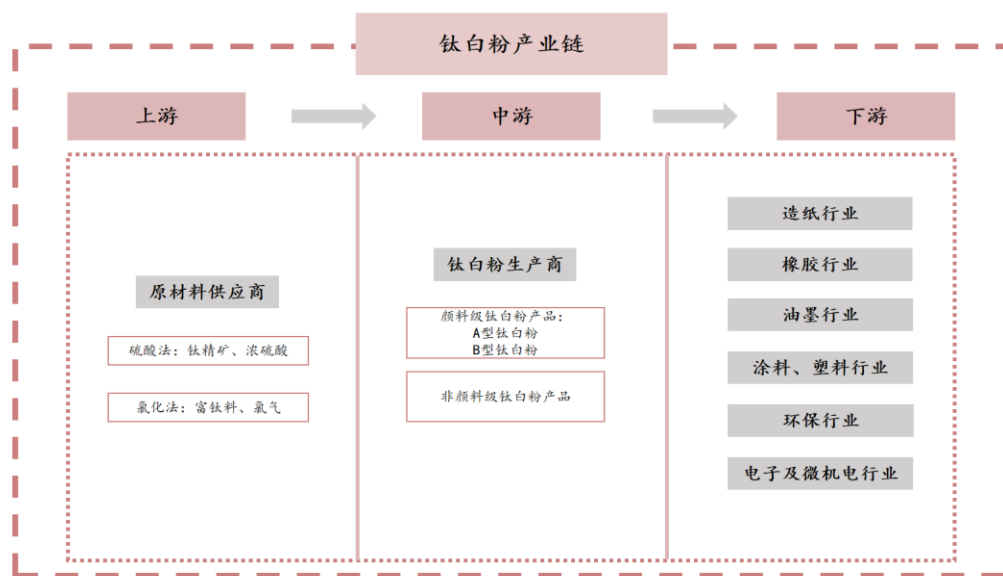
图 25：中国各省钛白粉产能占比



数据来源：Wind，西南证券整理

钛白粉市场产业链主要包括上游原材料供应商、中游钛白粉生产商以及下游行业。钛白粉产能逾 10 万吨的企业有：龙佰、金海钛业、四川龙蟒、山东东佳、甘肃东方、安徽金星、广西金茂钛业、襄阳龙蟒、济南裕兴、龙口道恩、攀钢钛业、锦州钛业、东方钛业、宁波新福、云南新立、宜宾天原、南京钛白(金浦集团)。

图 26：钛白粉市场产业链一览

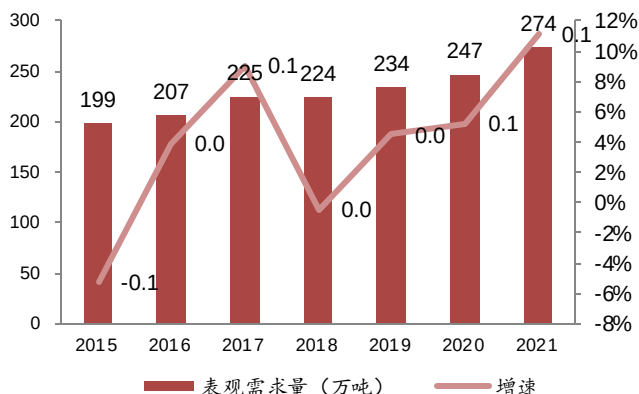


数据来源：龙佰集团公司公告，西南证券整理

近几年，中国钛白粉表观需求量在不断增加。2021 年中国钛白粉表观需求量为 274 万吨，较 2020 年增加 27.4 万吨。虽然中国钛白粉产量不断增加，但市场仍处于供不应求状态。同时，全球钛白粉消费量也逐步提升。价格方面，自 2020 年以来，钛白粉价格整体呈现上

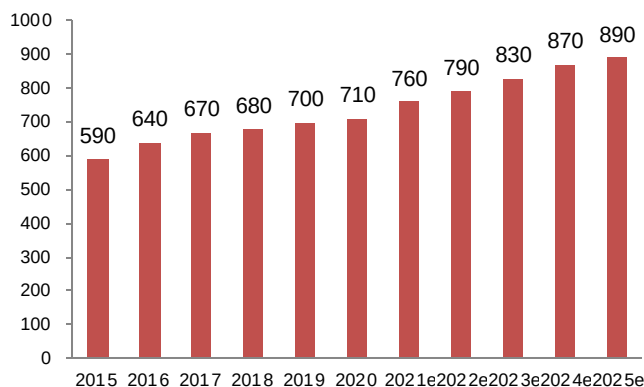
涨态势，并维持高位盘整的趋势，出口金额于 2021 年取得历史新高的 36.4 亿美元，钛白粉市场需求持续旺盛。

图 27：中国钛白粉表观需求量与增速



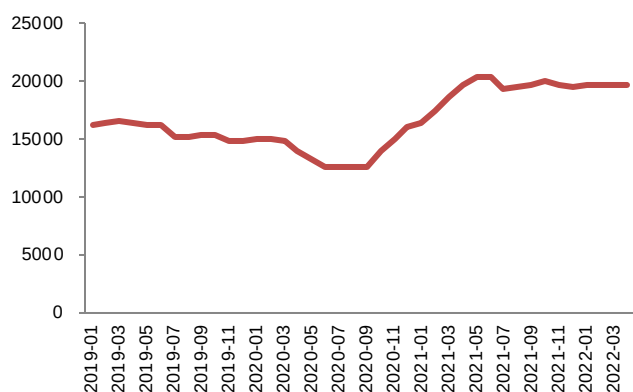
数据来源：Wind，西南证券整理

图 28：全球钛白粉消费量（万吨）



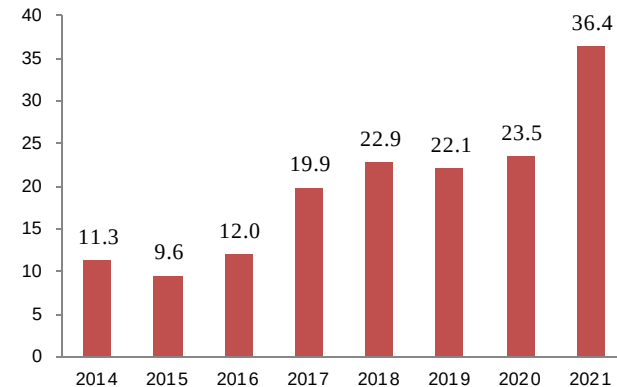
数据来源：龙佰集团公司公告，西南证券整理

图 29：钛白粉近年价格变动（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 30：中国钛白粉出口金额（亿美元）



数据来源：Wind，西南证券整理

综上，我们选取多多平台覆盖钛产业链的部分主营产品，根据 2021 年平均市场价格和全国产量测算潜在的市场规模。根据测算，2021 年全国钛白粉市场规模在 781.4 亿元左右，海绵钛市场规模在 85.2 亿元左右，钛精矿市场规模在 68.2 亿元左右，该三类品种不完全估算合计市场规模约 934.8 亿元。

表 5：钛产业链部分产品市场规模估算（不完全统计）

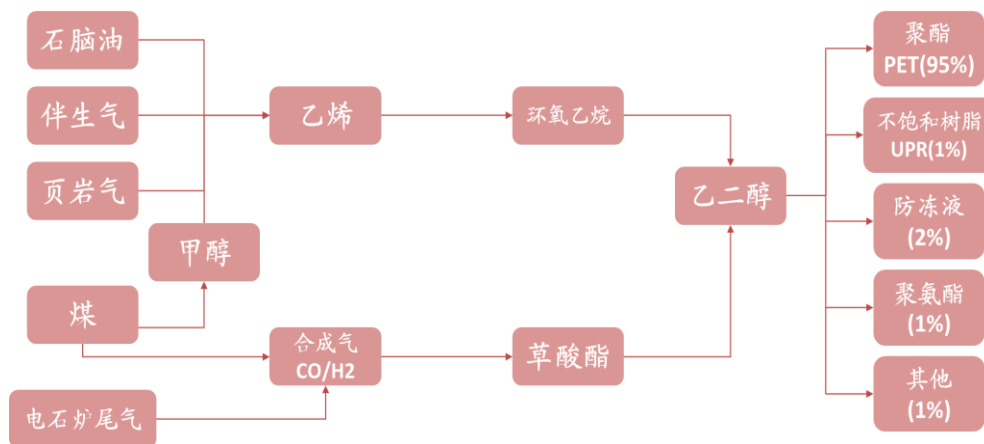
部分产品	市场均价（元/吨）	全国产量（万吨）	2021 年潜在市场规模（亿元）	合计（亿元）
钛白粉	20244.1	386	781.4	934.8
海绵钛	70987.7	12	85.2	
钛精矿	2274.4	300	68.2	

数据来源：同花顺、华经产业研究院，西南证券整理

3.2 醇产业链：市场整体维持供不应求态势

乙二醇又名“甘醇”、“1,2-亚乙基二醇”，简称 EG，是最简单的二元醇。乙二醇是一种常用的有机溶剂，其用途较为广泛，主要用于合成聚酯（聚对苯二甲酸乙二醇酯；PET）和防冻剂，此外还可用于生产不饱和聚酯树脂、润滑剂、增塑剂、非离子表面活性剂以及炸药等。乙二醇的上游原材料主要是乙烯、环氧乙烷以及煤炭等，下游是聚酯、不饱和树脂等。

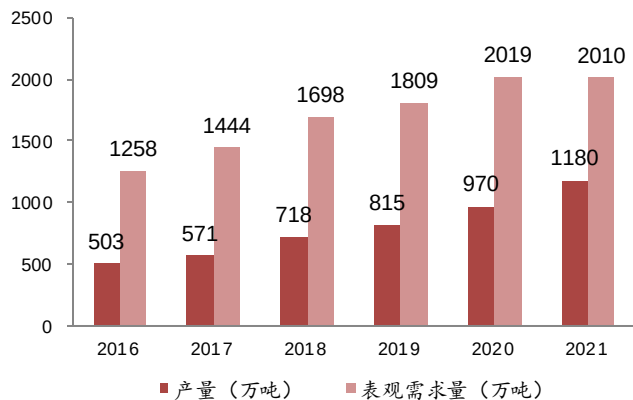
图 31：乙二醇行业产业链示意图



数据来源：智研咨询，西南证券整理

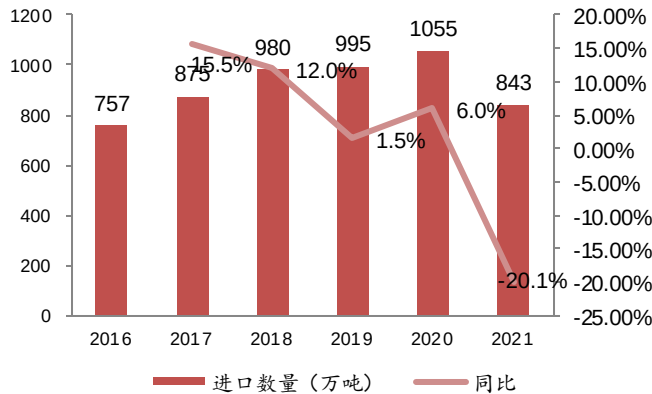
2021 年，我国乙二醇产量为 1180 万吨，同比增长 21.6%；表观需求量约 2010.3 万吨，同比基本保持平稳，但我国乙二醇需求量远大于乙二醇产量，故需要进口乙二醇填补需求空缺。2021 年我国乙二醇进口数量为 842.6 万吨，而出口数量仅 12.4 万吨，远少于出口数量。从中国乙二醇进出口金额来看，2021 年我国进口乙二醇金额达到 56.4 亿美元，出口乙二醇金额仅 0.8 亿美元，存在较大的贸易逆差。

图 32：2016-2021 年乙二醇总产量及表观需求量（万吨）



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 33：2016-2021 年我国乙二醇进口数量统计

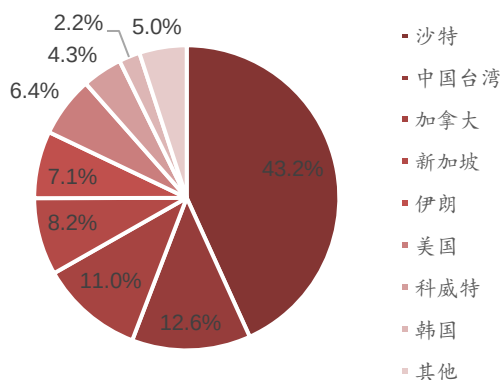


数据来源：中国海关，西南证券整理

沙特、中国台湾、加拿大、新加坡及伊朗等国家及地区为我国进口乙二醇的主要来源地。其中沙特是我国目前最大的乙二醇进口地，2021 年沙特进口乙二醇 364.2 万吨，主要系全球大多数乙二醇都采用石油路线生产，约三分之二的乙二醇产能以石脑油原料法生产。虽然我国乙二醇高度依赖进口，但对外依存度（进口量/需求量）处于逐年下降趋势，从 2016 年的 60%下降至 2021 年的 42%。

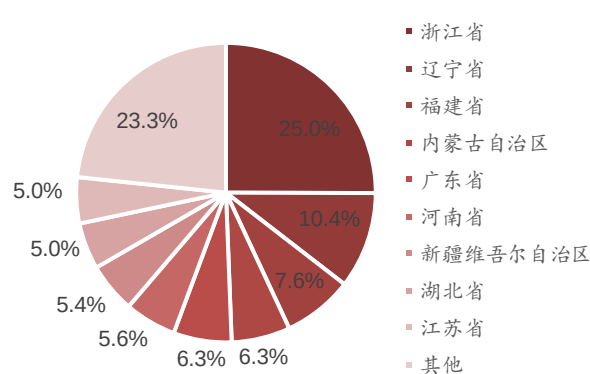
从本土视角看,浙江省以 538 万吨/年的产能居全国第一,辽宁省和福建省分别以 224 万吨/年、163 万吨/年的产能位居第二、三。乙二醇产能超过 60 万吨的企业有:浙江石化、大连恒力、卫星化学、新疆天业、古雷石化、镇海炼化、阳煤集团、上海石化、三宁化工。

图 34: 中国进口乙二醇主要来源地区



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

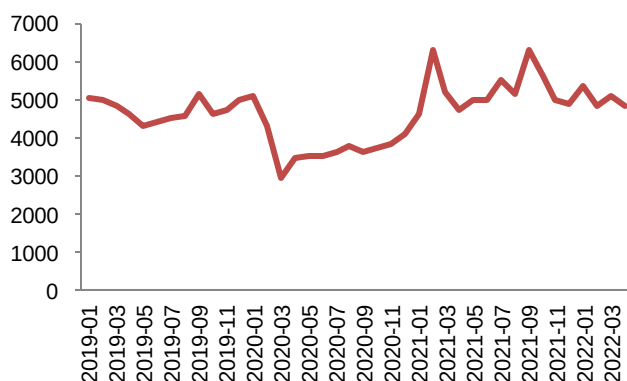
图 35: 中国各省乙二醇产能占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

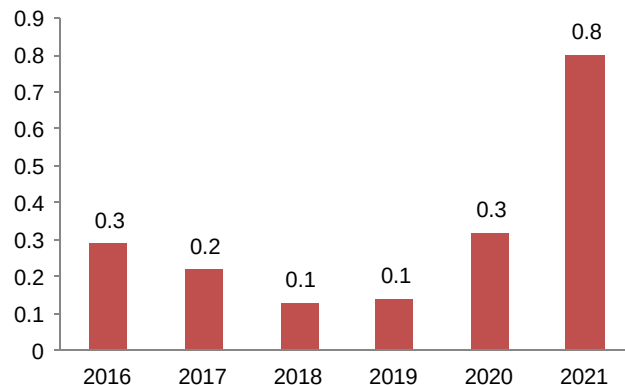
乙二醇 2022 年价格均价在 5000 元/吨上下浮动,出口仍较少但出口金额为近年来最高。

图 36: 乙二醇近年价格变动 (元/吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 37: 中国乙二醇出口金额 (亿美元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

综上,我们选取多多平台覆盖醇产业链的部分主营单品乙二醇、乙醇、甲醇进行估算,根据 2021 年平均市场价格和全国产量测算潜在的市场规模。根据测算,2021 年全国乙二醇市场规模在 627 亿元左右,乙醇市场规模在 973 亿元左右,甲醇市场规模在 2086 亿元左右,该三类品种不完全估算合计市场规模约为 3686 亿元。

表 6: 醇产业链部分产品市场规模估算 (不完全统计)

主要产品	市场均价 (元/吨)	全国产量 (万吨)	预估 2021 年市场规模 (亿元)	合计 (亿元)
乙二醇	5314.4	1180	627	3686
乙醇	6780.3	1435.4	973	
甲醇	2669.1	7816	2086	

数据来源: 同花顺、华经产业研究院, 西南证券整理

另选取多多平台覆盖树脂产业链的主营产品，根据 2021 年的平均市场价格和全国产量测算醇产业链的市场规模。2021 年全国聚氯乙烯市场规模在 2480.2 亿元左右，聚丙烯市场规模在 2705.6 亿元左右，聚乙烯市场规模在 2370.7 亿元左右，合计约为 7557 亿元。

表 7：树脂产业链部分产品市场规模估算（不完全统计）

主要产品	市场均价（元/吨）	全国产量（万吨）	预估 2021 年市场规模（亿元）	合计（亿元）
聚氯乙烯/PVC	9141.7	2713	2480.2	7557
聚丙烯/PP	8641.2	3131	2705.6	
聚乙烯/PE	8549.2	2773	2370.7	

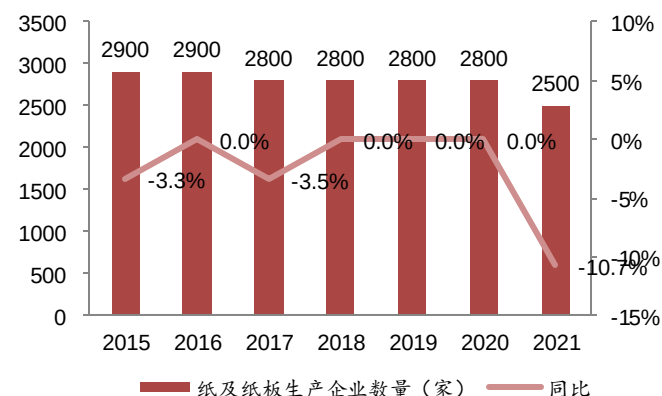
数据来源：同花顺、华经产业研究院，西南证券整理

3.3 纸产业链：需求较为刚性，发展空间广阔

造纸行业是我国国民经济发展中的重要行业之一，近年来随着国家对环境治理的不断深入。2021 年中国共有纸及纸板生产企业 2500 家，较 2020 年减少 300 家，同比减少 10.7%。

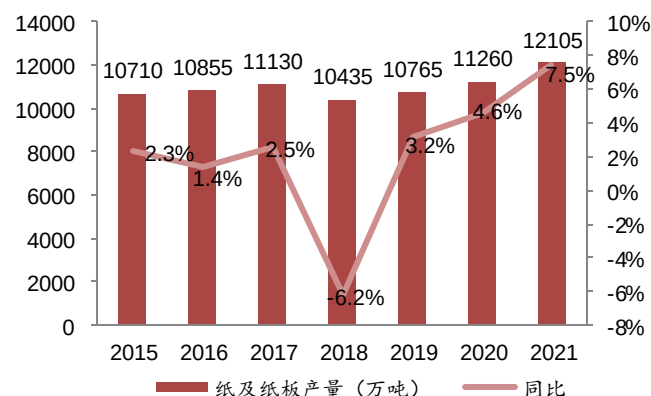
虽纸及纸板生产企业数量减少，但产量仍然保持增长趋势，2021 年中国纸及纸板产量达 12105 万吨，较 2020 年增加 845 万吨，同比增长 7.5%，中国经济的持续发展，不断拉动对纸张的需求，为我国造纸行业的发展提供了广阔的空间。

图 38：中国纸及纸板生产企业数量统计



数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

图 39：中国纸及纸板产量统计



数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

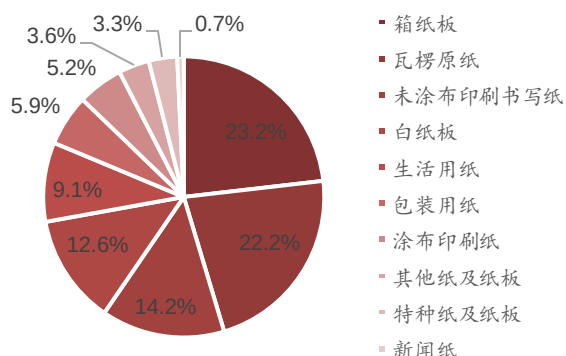
从细分产品来看，2021 年中国箱纸板产量完成 2805 万吨，占全国纸及纸板总产量的 23.2%，占比最大；瓦楞原纸产量完成 2685 万吨，占全国纸及纸板总产量的 22.2%；未涂布印刷书写纸产量完成 1720 万吨，占全国总产量的 14.2%；白纸板产量完成 1525 万吨，占全国总产量的 12.6%；生活用纸产量完成 1105 万吨，占全国总产量的 9.1%；包装用纸产量完成 715 万吨，占全国纸及纸板总产量的 5.9%；涂布印刷纸产量完成 635 万吨，占全国纸及纸板总产量的 5.3%，上述几类细分产品占全国纸及纸板总产量的 92.5%。

表 8：2015-2021 年纸及纸板细分产品产量统计

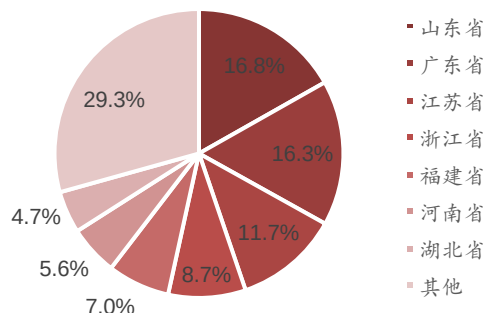
类别（单位：万吨）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新闻纸	299	265	267	237	195	175	90
未涂布印刷书写纸	1680	1689	1744	1751	1749	1783	1720
涂布印刷纸	642	609	634	604	542	571	635
生活用纸	817	854	890	901	930	996	1105
包装用纸	681	689	707	701	699	718	715
白纸板	1299	1265	1299	1219	1277	1373	1525
箱纸板	2297	2364	2510	2345	2403	2837	2805
瓦楞原纸	2228	2271	2396	2213	2374	2776	2685
特种纸及纸板	217	225	249	261	309	330	395
其他纸及纸板	192	188	201	207	226	268	430

数据来源：中国造纸协会，智研咨询，西南证券整理

分省市来看，2021 年中国山东省纸及纸板产量完成 2035 万吨，占全国纸及纸板总产量的 16.8%，全国排名第一；广东省纸及纸板产量完成 1970 万吨，占全国纸及纸板总产量的 16.3%，全国排名第二。

图 40：纸及纸板类别产量占比


数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

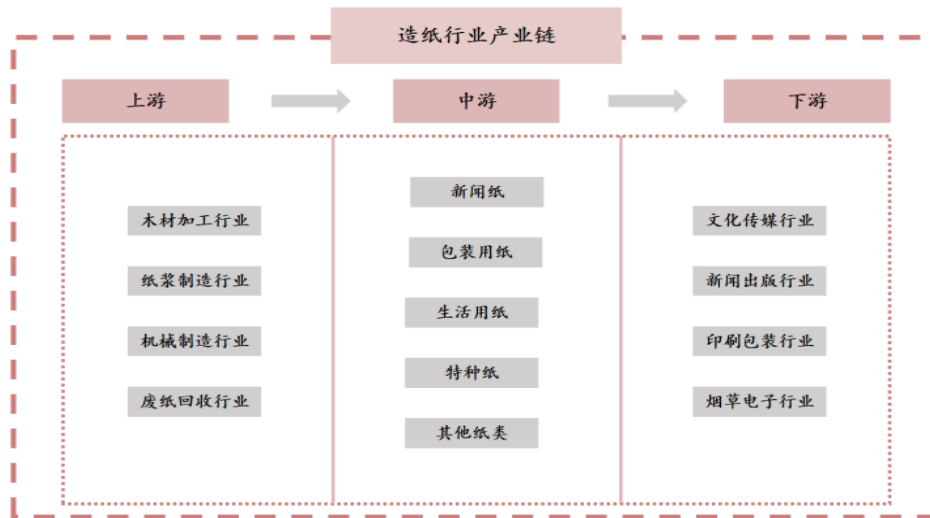
图 41：纸及纸板总产量分省占比


数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

分企业来看，2021 年玖龙纸业（控股）有限公司纸及纸板产量完成 1734 万吨，占全国纸及纸板总产量的 14.3%，位居全国第一；山东太阳控股集团有限公司纸及纸板产量完成 711.7 万吨，占全国纸及纸板总产量的 5.9%，全国排名第二；理文造纸有限公司纸及纸板产量完成 643.7 万吨，占全国纸及纸板总产量的 5.3%，全国排名第三。

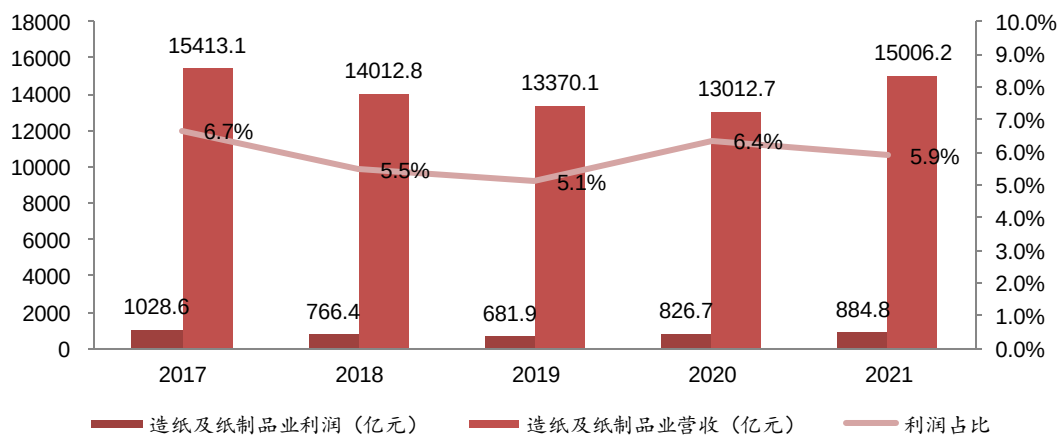
造纸及纸制品业营收与利润统计以及造纸行业产业链结构如下：

图 42：造纸行业产业链示意图



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 43：造纸及纸制品业营收与利润统计

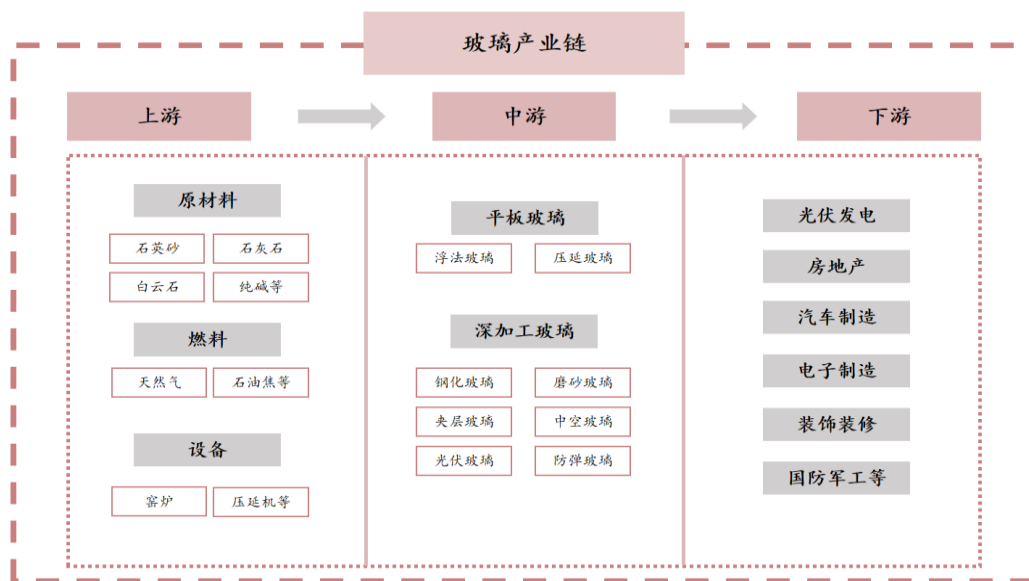


数据来源：wind，西南证券整理

3.4 玻璃产业链：产业快速发展，优质企业涌现

玻璃是一种非晶无机非金属材料，一般以多种无机矿物（如石英砂、硼砂、硼酸、重晶石、碳酸钡、石灰石、长石、纯碱等）为主要原料，另加入少量辅助原料制成，玻璃产业链如图所示：

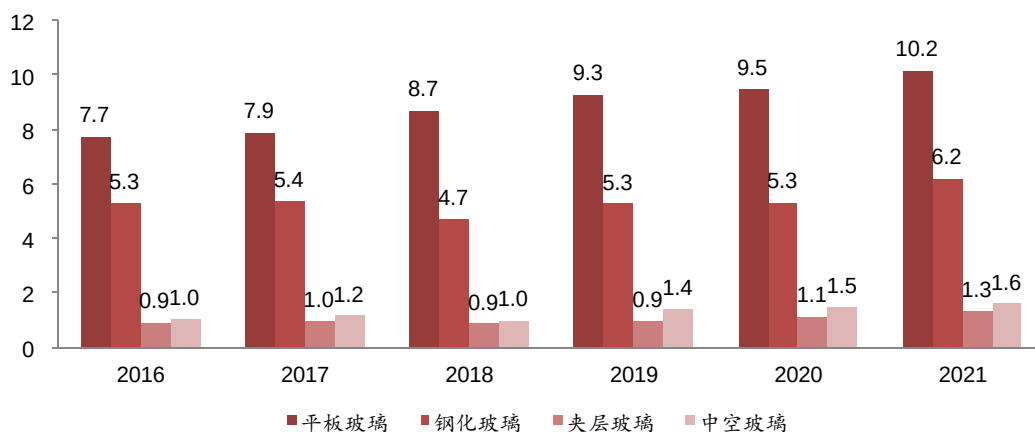
图 44：玻璃产业链示意图



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

近年来中国玻璃行业快速发展，各类型的玻璃产品产量逐步提升，平板玻璃、钢化玻璃、夹层玻璃、中空玻璃均是主要的玻璃产品。2021 年中国平板玻璃产量达 10.2 亿平方米，较 2020 年增加 0.7 亿平方米；钢化玻璃产量达 6.2 亿平方米，较 2020 年增加 0.9 亿平方米；夹层玻璃产量达 1.3 亿平方米，较 2020 年增加 0.2 亿平方米；中空玻璃产量达 1.6 亿平方米，较 2020 年增加 0.1 亿平方米。

图 45：中国主要玻璃产品产量（亿平方米）



数据来源：智研咨询，西南证券整理

玻璃价格近年来变动幅度较大，截至 2022 年 5 月，价格维持在 23.6 元/平方米。玻璃产业经过多年的发展，市场逐步扩大，国内一大批知名玻璃生产企业迅速崛起，如旗滨集团、南玻 A、金晶科技、福莱特、亚玛顿等。

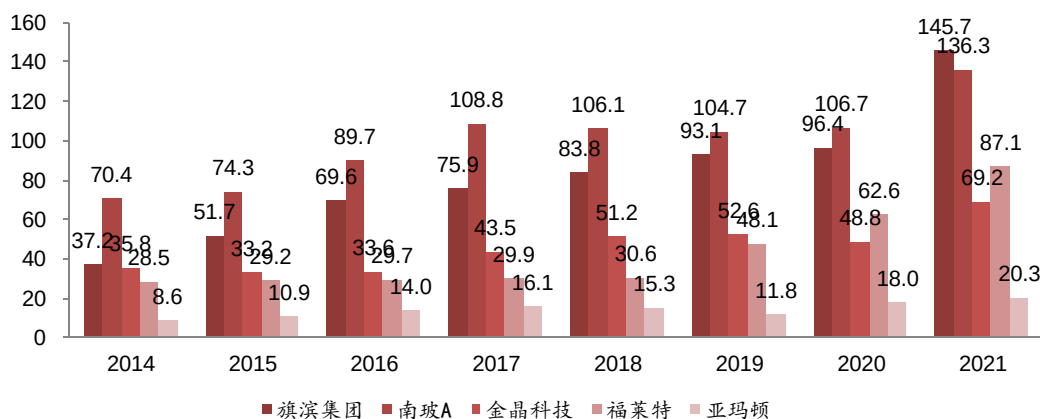
表 9：国内玻璃生产企业对比

企业	旗滨集团	南玻 A	金晶科技	福莱特	亚玛顿
成立年份	2005 年	1984 年	1999 年	1998 年	2006 年
总部	湖南	广东	山东	浙江	江苏
上市年份	2011 年	1992 年	2002 年	2019 年	2011 年
注册资本	26.8 亿	30.7 亿	14.3 亿	5.4 亿	2.0 亿

数据来源：智研咨询，西南证券整理

从各大玻璃生产企业的营收情况来看，各企业 2021 年营业总收入均保持增长趋势，旗滨集团营业总收入高于其他四者，2021 年旗滨集团营业总收入完成 145.7 亿元，同比增加 49.3 亿元；南玻 A 营业总收入完成 136.3 亿元，同比增加 29.6 亿元；福莱特营业总收入完成 87.1 亿元，同比增加 24.5 亿元；金晶科技营业总收入完成 69.2 亿元，同比增加 20.4 亿元；亚玛顿营业总收入完成 20.3 亿元，同比增加 2.3 亿元

图 46：玻璃主要生产企业营收统计（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 各产业链细分市场空间广阔，静待渗透率持续提升

各多多平台细分赛道市场规模不完全统计已超过 4 万亿，其中涂多多平台市场空间最大，约为 12354 亿元，2021 年渗透率为突破 2%，较 2020 年提升 1.02pp。其他多多平台渗透率均较 2020 年提升明显且仍处于较低水平，多多电商平均渗透率约 1% 左右，未来发展空间足够广阔。

表 10：国联股份网上商品交易分部业务渗透率

多多电商平台	市场规模 (亿元)	2020 年收入 (亿元)	2021 年收入 (亿元)	2020 年 渗透率	2021 年 渗透率	2021 年 毛利率
涂多多	12354	132.2	258.6	1.07%	2.09%	2.97%
卫（纸）多多	10526	27.9	68.3	0.26%	0.65%	3.25%
玻多多	3328	17.4	36.2	0.52%	1.09%	3.37%
肥多多	5147	8.4	25.3	0.16%	0.49%	2.77%
粮油多多	9570	6.5	27.4	0.07%	0.29%	2.27%
合计	40925	192.3	415.7	0.47%	1.02%	-

数据来源：托比网，公司公告，西南证券整理

4 竞争优势拆解：横纵向并进，数字化赋能成效显著

4.1 主营业务多元化，板块间协同效应较强

公司的各个主营业务板块：B2B 信息服务平台——国联资源网；B2B 垂直电商平台（工业电商平台）——涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多、粮油多多；数字技术服务平台——国联云，相互之间具有良好的价值交互协同优势。

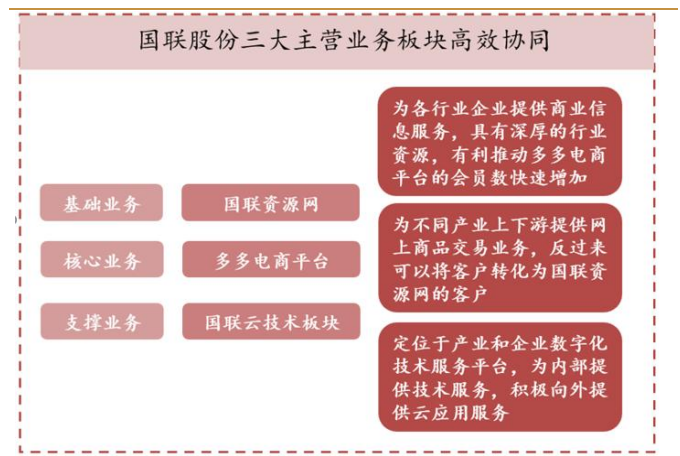
国联资源网作为公司基础业务，拥有超过 15 年积累的 B2B 服务经验、行业资源和会员基础，特别是在涂料化工、玻璃、卫生用品、造纸、化肥农资、粮油、塑料、电子、机器人、电动车、电池、环境工程等行业的深耕细作，已经成为公司核心业务——多多电商的发展基础和孵化器，为多多电商提供行业、资源、团队等核心支撑和种子客户转化的会员基础。国联云技术板块源自于国联资源网和多多电商的技术力量，在做好内部技术服务的基础上，通过技术和数据的沉淀积累，积极向外部输出更多数字化工具和应用。公司主营业务板块之间可以有效实现相互推广引流、客户资源转化、技术能力共享，实现高效协同。

图 47：国联资源网界面



数据来源：国联资源网，西南证券整理

图 48：国联股份三大主营业务板块



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 以数字化赋能上游工厂，产能建设降本增效成果显著

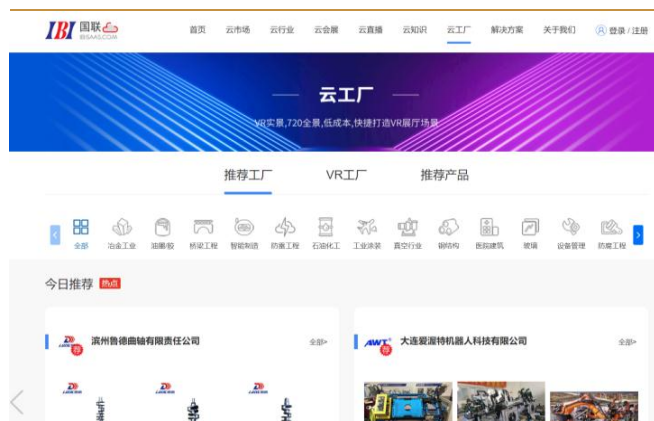
作为产业互联网平台企业，目前公司拥有一定规模的成熟技术团队，具备深厚的理论基础和实践基础。同时公司还和多所大专院校建立合作关系，建设自己的后备技术人才培养基地，通过代授课、项目合作、实习培训等方面储备后备技术人才，积蓄技术力量。公司瞄准云计算、物联网、大数据、人工智能、区块链等新技术发展方向，依托公司产业互联网平台，努力促进新技术与制造业的深度融合。

图 49：国联云首页



数据来源：国联云官网，西南证券整理

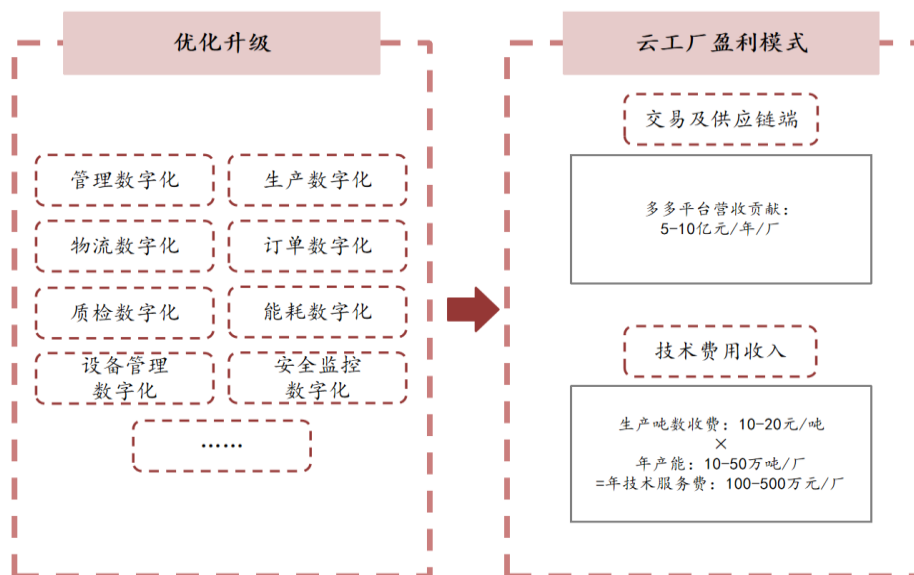
图 50：国联云工厂主页



数据来源：国联云官网，西南证券整理

云工厂数字化改造，通过技术优势实现降本增效。国联云工厂在多个领域进行数字化改造，实现了管理数字化、安全监控数字化、物流数字化、订单数字化、质检数字化、能耗数字化、生产数字化等。云工厂收入主要体现在两个方面：1) 在逐步深入合作后，预计平均每个云工厂未来在交易端和供应链端，可以为多多平台带来每年 5-10 亿的收入；2) 2022 年公司计划新增签约 30-40 家云工厂，并新增实施 10-15 家数字工厂，如按照生产吨数收取 10-20 元/吨服务费，结合签约云工厂 10-50 万吨/年的产能，未来技术服务费预计可以达到 100-500 万/年。

图 51：云工厂盈利模式一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

在供应链端，云工厂降本增效成果显著：具体以案例进行说明，1) 湖北某钛化工云工厂原材料采购大部分参与多多集采，成本显著降低（高钛渣和金红石降本约 3%-5%；煅后焦约降本 6%）；2) 河南某树脂云工厂（国企）通过平台进行集采并优化供应链，使得产能每月新增释放约 3000 吨，增厚利润。下游产品应用平台拼单等模式，每吨低于市场价 30-50 元不等，对下游客户实现成本降低；3) 湖北某磷化工云工厂的原材料全部参与多多集采，

采购成本总体下降约 6%-10%。产成品销售通常低于市场价 10-30 元不等，降低了下游客户的采购成本。从数字工厂看，目前主要为部分云工厂提供生产数字化、管理数字化、物流数字化、质检数字化、能耗数字化等服务，均实现了不同程度的降本或增效。

表 11：数字化降本增效成果

数字化类型	数字化成果
质检数字化	成品率提升 5%左右，下游退货与指标不合格情况清零
能耗数字化	水电煤能耗降低 10%左右
生产数字化	大幅提升产能，优化生产配方，如：某云工厂，产能从 700 吨提升至 1.1 万吨，原材料每吨费用降低 1-2 千
物流数字化	大幅节约物流时间，过磅时间从 10 分钟降至 15 秒，提升 40 倍

数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 平台发挥资源集聚优势与稳定价格的重要功能

多多平台所处行业上、下游信息基本均为透明，双方理论上可跳过平台直接线下交易，但由于量价机制—量大则价格优、服务优，下游客户无法获得平台的实现价格和服务优势，最终还是会倾向于选择平台交易；

上游供应商对于众多小散订单，其履约和服务成本较高，故供应商也较多采取经销商体系；同时，基于平台规模、运营和技术优势，在平台上可以有更多的品类、更稳定的货源和履约服务、更透明的采购环境，鉴于以上因素，平台不断汇集客户资源、增强粘性，实现上、下游参与方的合作双赢。

稳定价格方面，平台在价格上行周期，上游供应紧张，下游采购困难，因此下游对平台的需求会变得高度旺盛，此时重点为稳定上游的供应价格和供应量，让下游能够以低成本稳定采购原材料；在此阶段下游对平台的粘性提升明显；

在价格下行周期时，上游产能供过于求，下游尽量推迟采购周期，此时重点为稳定下游采购周期，让上游产能稳定饱满，上游对平台粘性会大幅提升。

4.4 产业链主导优势：横纵向并进，平台可复用性打开发展空间

多多电商是公司在涂料化工、玻璃、卫生用品、造纸、化肥、粮油等行业超过 10 年的商业信息服务专业经验和客户积累基础上，从下游客户需求出发，精确定位，建立的高垂直度高差异化的细分产业互联网平台。目前各个多多平台的总体市场空间超过 4 万亿，多多平台的品类拓展策略主要是纵向和横向两大方向：1) 横向：现有多多平台内生的品类拓展；2) 纵向：由单品类向深度供应链延伸拓展。钛白粉为涂多多最早于 2015 年启动的单品，目前已纵向沿着供应链拓展到钛中矿、钛精矿、高钛渣、金红石、四氯化钛、钛白粉、海绵钛、钛材整条产业链；同时横向沿着客户价值链拓展到醇、树脂、炭黑、砂石、医疗原材料等大品类，市场空间持续得到提升。

多多平台不同产业链都有同样的模式，根据不同细分行业进行适当调整，促进各产业链的快速复制和成长。公司以“平台、科技、数据”搭建全新垂直产业互联网生态，例如：公司的 PTDCloud 工业互联网平台，立足于垂直产业链和数字供应链，旨在通过工业电子商务的

交易和订单驱动，推进上下游云工厂和数字工厂建设，并将同一产业链、供应链和价值链上的数字工厂共构链接，形成同向数据流转、既开放又闭环的垂直工业互联网服务体系，从而更高效的实现产能、设计、原材料、备品备件、物流、仓配、市场等环节的资源共享和自动调配，并逐步实现信息流、订单流、资金流、物流上的闭环运营。

图 52：涂多多首页



数据来源：涂多多官网，西南证券整理

图 53：PTDCloud 工业互联网平台



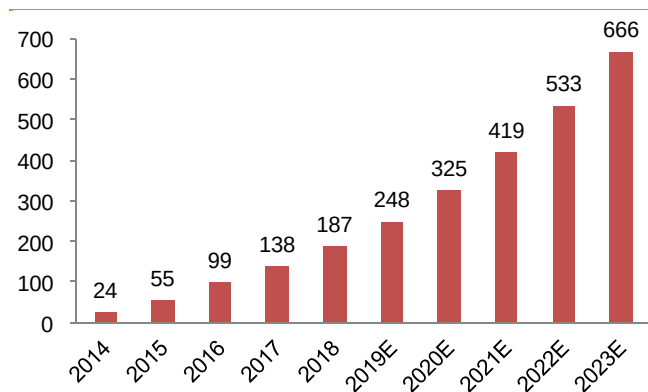
数据来源：PTDCloud 首页，西南证券整理

4.5 市场前景广阔，厂商头部集中度相对较低

从市场规模与渗透率角度看，2018 年中国化工电商平台的收入规模约为 187 亿美元，线上渗透率仅为 0.8%，仍有较大的提升空间。预计 2018-2023 年中国化工电商市场规模将以 29% CAGR 扩容，到 2023 年渗透率达到 2.2%。

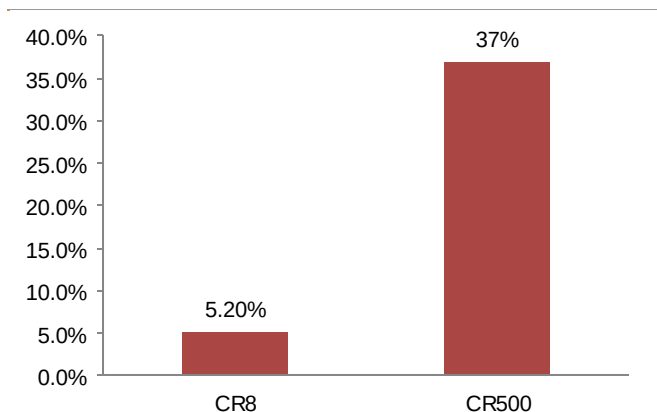
从市场集中度角度看，2018 年中国化工企业的 CR8 为 5.2%，CR500 为 37%，我国化工行业头部集中度相对较低，B2B 电商平台的发展空间更加广阔。

图 54：中国化工电商平台收入规模（亿美元）



数据来源：摩贝招股说明书，西南证券整理

图 55：中国化工行业市场集中度



数据来源：摩贝招股说明书，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司战略稳步推进，网上商品交易业务规模快速提升，2022-2024 年毛利率分别为 3.08%、3.13%和 3.17%；

假设 2：公司复制多多平台商业模式打通多个垂直行业，新的多多平台如医多多和芯多多已在孵化阶段，预计网上商品交易业务 2022-2024 年增速分别为 80%、65%、60%，毛利率相对保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
网上商品交易	收入	37100.87	66781.6	110189.6	176303.3
	增速	117.5%	80.0%	65.0%	60.0%
	毛利率	3.01%	3.08%	3.13%	3.17%
商业信息服务	收入	102.6	118.0	129.8	142.8
	增速	25.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	77.5%	78.0%	78.0%	78.0%
互联网技术服务	收入	25.77	26.1	39.2	78.4
	增速	28.2%	30.0%	50.0%	100.0%
	毛利率	87.3%	86.0%	86.0%	86.0%
合计	收入	37229.8	66925.69	110358.6	176524.5
	增速	117.0%	79.8%	64.9%	60.0%
	毛利率	3.26%	3.24%	3.25%	3.27%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取汇通达网络、怡合达、怡亚通、上海钢联和泰坦科技 5 家作为市场内可比公司，2022 年 5 家公司平均 PE 为 41 倍。考虑到工业品电商市场广阔，渗透率仍有较大提升空间，公司为国内领先的工业 B2B 电商平台，已拓展多个交易平台，如涂料、纸、玻璃、粮油等，在行业内具备多品类竞争优势，同时兼具业绩高成长性。综上，我们给予公司 2022 年 50 倍 PE，对应目标价 97.5 元，维持“买入”评级，建议积极关注。

表 13：可比公司估值情况

证券代码	可比公司	股价	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
9878.HK	汇通达网络	44.8	-	0.85	1.23	1.70	-	45	31	23
301029.SZ	怡合达	18.29	1.00	1.50	2.10	2.85	92	49	35	26
300226.SZ	上海钢联	21.46	0.93	0.85	1.08	1.39	44	25	20	15
002183.SZ	怡亚通	8.30	0.20	0.27	0.32	0.39	34	31	26	21
688133.SH	泰坦科技	148.89	1.89	2.74	3.95	5.43	116	54	38	27
平均值							52	41	30	22

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

行业政策风险，市场竞争加剧的风险，客户转化不及预期的风险，战略推进不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37229.79	66925.69	110358.57	176524.49	净利润	705.75	1168.87	1888.87	2899.18
营业成本	36016.54	64757.29	106774.69	170756.90	折旧与摊销	12.64	12.55	12.55	12.55
营业税金及附加	26.91	48.37	79.76	127.58	财务费用	-2.77	-26.77	-110.36	-176.52
销售费用	172.66	391.52	706.29	1235.67	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.71	214.22	419.36	759.06	经营营运资本变动	-523.38	-537.37	841.40	216.57
财务费用	-2.77	-26.77	-110.36	-176.52	其他	78.99	-0.50	-0.33	-0.39
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	271.22	616.78	2632.13	2951.38
投资收益	31.80	0.00	0.00	0.00	资本支出	-56.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.50	0.33	0.39	其他	-623.15	0.50	0.33	0.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-679.56	0.50	0.33	0.39
营业利润	928.82	1541.56	2489.15	3822.20	短期借款	525.16	588.24	685.50	2127.74
其他非经营损益	3.80	3.06	6.93	8.98	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	932.63	1544.62	2496.09	3831.18	股权融资	-0.03	0.00	0.00	0.00
所得税	226.88	375.75	607.21	931.99	支付股利	-31.31	-241.89	-388.01	-624.42
净利润	705.75	1168.87	1888.87	2899.18	其他	-60.92	23.80	110.36	176.52
少数股东损益	127.34	198.84	327.82	499.84	筹资活动现金流净额	432.91	370.15	407.84	1679.84
归属母公司股东净利润	578.41	970.03	1561.06	2399.34	现金流量净额	24.34	987.43	3040.30	4631.61
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2993.3	3727.88	6702.81	11390.54	成长能力				
应收和预付款项	1388.37	3151.54	5582.87	9542.08	销售收入增长率	116.98%	79.76%	64.90%	59.96%
存货	30.14	65.58	117.78	200.41	营业利润增长率	102.72%	65.97%	61.47%	53.55%
其他流动资产	2137.3	1542.39	1573.82	1623.35	净利润增长率	97.14%	65.62%	61.60%	53.49%
长期股权投资	4.41	4.41	4.41	4.41	EBITDA 增长率	102.11%	62.71%	56.57%	52.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	108.24	102.6	96.97	91.33	毛利率	3.26%	3.24%	3.25%	3.27%
无形资产和开发支出	38.95	36.28	33.6	30.92	三费率	0.64%	0.87%	0.92%	1.03%
其他非流动资产	24.11	24.05	24	23.95	净利率	1.90%	1.75%	1.71%	1.64%
资产总计	6724.82	8654.73	14136.26	22906.99	ROE	15.34%	21.14%	26.87%	31.16%
短期借款	396.5	745.71	2206.65	4975.76	ROA	7.41%	9.85%	10.23%	10.16%
应付和预收款项	1770.04	3205.36	6152.72	10460.69	ROIC	35.40%	26.80%	26.98%	27.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.52%	2.28%	2.17%	2.07%
其他负债	647.7	248.28	445.76	758.31	营运能力				
负债合计	2814.25	4199.35	8805.13	16194.76	总资产周转率	4.58	6.25	7.28	7.51
股本	343.9	498.66	498.66	498.66	固定资产周转率	312.82	529.63	923.30	1566.49
资本公积	2905.97	2809.61	2809.61	2809.61	应收账款周转率	148.12	141.20	136.79	135.21
留存收益	636.81	1081.42	1792.35	2911.37	存货周转率	718.14	659.67	639.02	631.62
归属母公司股东权益	3779.95	4224.56	4935.5	6054.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.56%	—	—	—
少数股东权益	130.62	230.82	395.63	657.71	资本结构				
股东权益合计	3910.57	4455.38	5331.12	6712.23	资产负债率	51.70%	53.42%	61.93%	67.40%
负债和股东权益合计	6724.82	8654.73	14136.26	22906.99	带息债务/总负债	18.71%	23.81%	19.20%	22.48%
					流动比率	1.88	1.83	1.59	1.47
					速动比率	1.86	1.81	1.57	1.45
					股利支付率	5.41%	24.94%	24.86%	26.02%
					每股指标				
					每股收益	1.16	1.95	3.13	4.81
					每股净资产	8.68	10.14	12.49	16.05
					每股经营现金	0.54	1.24	5.28	5.92
					每股股利	0.06	0.49	0.78	1.25
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	938.69	1527.34	2391.34	3658.22					
PE	66.74	39.80	24.73	16.09					
PB	8.92	7.64	6.20	4.82					
PS	1.04	0.58	0.35	0.22					
EV/EBITDA	23.86	19.29	11.33	6.72					
股息率	0.08%	0.63%	1.01%	1.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn