

# 再论国联股份的业务模式、壁垒和发展空间

## 核心观点

- **历经两次业务转型，公司目前已是国内领先的产业电商平台：**公司 2002 年成立，经历了 B2B1.0 时代的工业信息服务平台阶段后，当前正处于以自营电商为核心业务的 B2B2.0 阶段。自第二次业务转型以来，公司产业电商业务持续高速发展，已成为公司的主导性业务，收入和毛利贡献占比均在 90%以上。另外，以规模计，公司也已经成为国内领先的产业电商平台。
- **商业模式方面，公司运营安全而高效，毛利实为低风险收益：**全额法计收入使得公司毛利率、净利率水平相对较低，但在整个交易过程中，公司通过上下游两端量价的锁定并收取预收款、签署正式销售合同等一系列交易机制，可以获得较为稳定的回报而不承担相关风险。我们认为，公司毛利具有服务费属性而非买卖价差，是低风险收益，投资者应重点关注公司毛利增长水平而非毛利率的季度性波动。此外，由于先有下游需求再向上游采购，公司整体的运营也非常高效，存货与资金周转率很高，也具备轻资产和轻人力投入的特点。整体而言，公司运营安全而高效。
- **发展空间方面，目前电商平台渗透率依然很低，未来横向、纵向拓展和商业模式升级值得期待：**经历了连年高增后，多多平台收入已超 370 亿，但在下游产品中的渗透率也仅为 1.02%，现有品类仍有较大增长空间。多多平台未来将沿着产业链向上下游进行延伸，并横向拓展其他品类形成一站式采购平台，从而增加交易品类并有助于促进用户数的转化和提升。此外，多多平台的不断增加，以及公司平台-科技-数据战略持续推进战略升级，也有望在数字化和数据增值服务方面形成新盈利模式，从而不断打开公司成长空间。
- **壁垒方面，产业电商在进入壁垒和运营方面均有较高要求，产业互联网平台还将形成更高壁垒：**产业电商看似模式简单，但 B 端客户采购偏谨慎的特点使得对产业的熟悉、理解和精准流量成为行业进入壁垒；而在运营方面，公司有着较强的创新能力和高效执行的能力，这从电商节、产业链战疫行动等活动可以得到充分体现；此外，公司数字云工厂等科技、数据战略的推进，也将进一步提高行业门槛。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计 22-24 年归母净利润 10.50 亿/17.55 亿/29.30 亿，采取 DCF 估值方式，目标价 98.59 元，目标市值 491.63 亿元，维持买入评级。

## 风险提示

- 宏观经济风险；行业竞争加剧。

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,158	37,230	73,987	128,889	214,511
同比增长(%)	138.4%	117.0%	98.7%	74.2%	66.4%
营业利润(百万元)	458	929	1,629	2,725	4,551
同比增长(%)	92.2%	102.7%	75.3%	67.3%	67.0%
归属母公司净利润(百万元)	304	578	1,050	1,755	2,930
同比增长(%)	91.6%	90.0%	81.6%	67.2%	66.9%
每股收益(元)	0.61	1.16	2.11	3.52	5.88
毛利率(%)	3.4%	3.3%	3.08%	3.04%	3.00%
净利率(%)	1.8%	1.6%	1.42%	1.36%	1.37%
净资产收益率(%)	12.5%	14.3%	21.6%	28.1%	34.1%
市盈率	141.7	74.6	41.1	24.6	14.7
市净率	11.4	10.0	8.0	6.1	4.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2022年06月08日)	86.55 元
目标价格	98.59 元
52 周最高价/最低价	88/56.68 元
总股本/流通 A 股 (万股)	49,866/32,209
A 股市值 (百万元)	43,159
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2022 年 06 月 08 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	11.8	28.41	15.64	24.45
相对表现	10.69	20.76	11.95	49.64
沪深 300	1.11	7.65	3.69	-25.19



## 证券分析师

浦俊懿 021-63325888\*6106  
pujunyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514050004

## 联系人

谢忱 xiechen@orientsec.com.cn

## 目录

一、两次业务转型，造就国内领先产业电商平台 .....	5
二、商业模式：公司运营安全而高效，毛利实为交易服务费而非价差 .....	6
2.1 交易模式决定公司业务安全而高效 .....	6
2.2 毛利额而非毛利率是投资者应该关注的核心指标 .....	9
三、发展空间：平台渗透率低，平台横向、纵向延展和模式升级值得期待 ...	12
3.1 平台渗透率依然很低，未来将持续进行横向和纵向延展 .....	12
3.2 平台-科技-数据战略持续推进，有望形成新盈利模式 .....	14
四、业务壁垒：产业资源和运营能力是关键，未来还将持续提升 .....	17
4.1 产业电商平台具备较高的进入壁垒 .....	17
4.2 产业电商平台也有着较高的运营要求 .....	18
4.3 从产业电商到产业互联网平台，业务壁垒将不断提升 .....	19
五、盈利预测与投资建议 .....	20
盈利预测 .....	20
投资建议 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

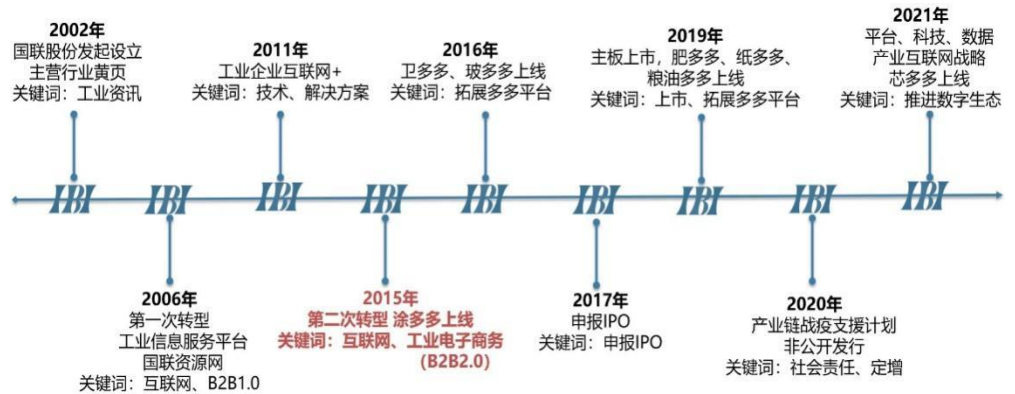
图 1: 国联股份发展历程 .....	5
图 2: 公司近 5 年来收入复合增速达到 110% .....	5
图 3: 公司近 5 年净利润复合增速为 88.9% .....	5
图 4: 商品交易业务成为公司主导性业务 .....	6
图 5: 商品交易业务在整体毛利中占比也不断提升 .....	6
图 6: 公司商品交易业务毛利率水平 .....	7
图 7: 公司整体净利率水平变化 .....	7
图 8: 多多平台交易流程 .....	7
图 9: 公司资产减值与信用减值损失持续保持在较低水平 .....	8
图 10: 公司资本开支远低于净利润体量（单位：百万元） .....	8
图 11: 公司存货水平较低，近三年占收入比重不到 0.2% .....	8
图 12: 公司净利润占毛利的比重持续提升 .....	9
图 13: 公司近年来人员仅有小幅增加 .....	9
图 14: 公司人均毛利、人均净利持续提升并达到较高水平 .....	9
图 15: 公司通过集合采购、拼单团购为上下游创造价值 .....	10
图 16: 2020 年国联股份产业链战役行动 .....	10
图 17: 2022 年国联股份再次发起产业链战役行动 .....	10
图 18: 国联股份多多平台交易用户数和每用户平均收入 .....	11
图 19: 国联股份 2020-2021 年收入及增长情况 .....	11
图 20: 公司产业电商业务毛利额及增速（去除运费口径影响） .....	11
图 21: 各多多平台交易金额占比 .....	12
图 22: 公司各多多平台 2019-2021 年毛利率情况 .....	12
图 23: 公司在单品突破后向上下游及相关产业链不断延伸 .....	13
图 24: 公司尽力打造产业链一站式采购平台 .....	13
图 25: 公司各多多平台交易金额占比 .....	14
图 26: 公司各多多平台收入占比及增速 .....	14
图 27: 国联股份在“科技”战略指引下的数字技术服务体系 .....	15
图 28: 国联股份数字云工厂核心解决方案 .....	15
图 29: 多多电商智慧物流体系 .....	16
图 30: 多多平台数据集成系统 .....	16
图 31: 国联股份发展三象限 .....	17
图 32: 产业互联网平台离不开线下资源的深耕和积累，线上和线下互相促进 .....	17
图 33: 行业口碑、产业资源、专业团队是从信息门户升级为交易平台的基础 .....	18
图 34: 国联资源网作为 B2B 信息门户运营 20 年，相当于构建了精准用户流量池 .....	18

图 35: 公司多多平台拥有成熟而完善的运营机制.....	19
图 36: 国联双十电商节(每年 10 月 10 日)集采订单高速增长 .....	19
图 37: 国联两度发起产业链战疫行动协助下游复工复产 .....	19
图 38: 国联股份向上下游提供云 ERP 系统.....	20
图 39: 公司围绕“平台-科技-数据”打造产业互联网平台 .....	20
表 1: 公司各项运营指标均处于较好水平且持续优化.....	7
表 2: 多多平台目前的交易规模和产业渗透率情况 .....	12
表 3: 多多电商与国联资源网的用户数据 .....	14
表 4: 永续增长率和 WACC 的敏感性分析.....	21

## 一、两次业务转型，造就国内领先产业电商平台

**国联股份成立 20 年来经历两次业务转型。**国联股份成立于 2002 年，20 年以来经历了两次发展转型，第一次是 2006 年，公司从工业资讯厂商转型成为工业信息服务平台，设立国联资源网覆盖化工、机械、电力、煤炭、石油等 100 多个垂直细分行业，为下游客户提供网站、会展、资讯、传媒、招采信息等 5 大服务。第二次则是 2015 年，公司依托 1.0 时代积累的产业理解和产业资源，设立涂多多、卫多多、玻多多等电商交易平台并不断拓展新的产业链，开展以自营电商为核心的交易业务，从而形成 B2B2.0 业务模式。

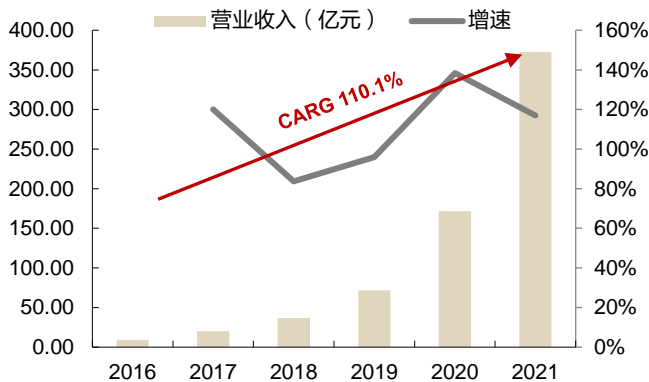
图 1：国联股份发展历程



数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所整理

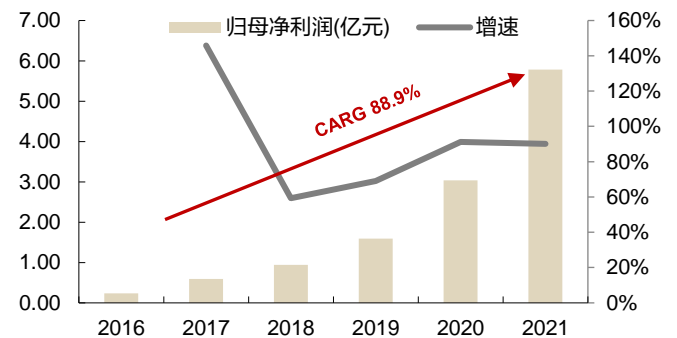
**公司自 2015 年业务转型以来收入、利润持续高增，产业电商已成为公司目前主导性业务。**过去 5 年来，随着自营电商业务爆发式增长，公司收入、利润高速增长，2016 年以来收入的复合增速达到 110.1%，净利润复合增速则为 88.9%，且近两年来并未出现降速趋势。2016-2021 年期间，产业电商逐步成为成为公司的主导性业务，收入比重从 85.9% 上升到 99.7%，毛利额贡献占比则从 23.1% 升至 91.6%。公司去年产业电商收入超 370 亿，规模与体量业内领先。

图 2：公司近 5 年来收入复合增速达到 110%



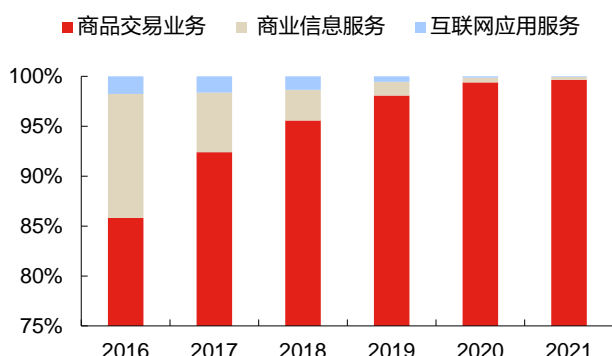
数据来源：wind，东方证券研究所

图 3：公司近 5 年净利润复合增速为 88.9%



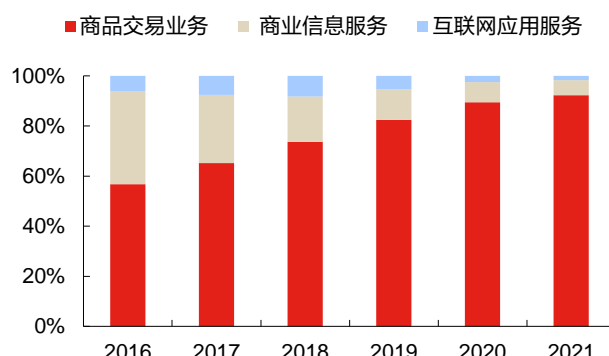
数据来源：wind，东方证券研究所

图 4：商品交易业务成为公司主导性业务



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 5：商品交易业务在整体毛利中占比也不断提升



数据来源：公司年报，东方证券研究所

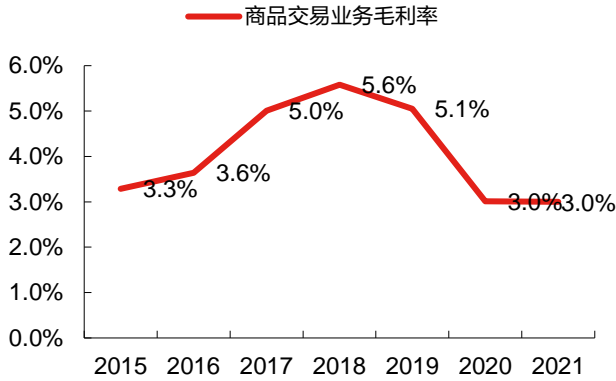
我们认为市场对公司业务模式、发展空间和业务壁垒方面理解仍不充分。虽然公司收入、利润近年来呈现高速增长，但是投资者对公司的业务模式、发展空间和竞争壁垒仍有疑问。我们认为，公司集合采购、拼单团购的业务模式有着高周转、低风险的特点，在经营模式上有着突出优势；公司当前交易规模相对下游行业而言渗透率较低，未来随着产业链纵向延展和品类的横向扩张仍有较大的增长空间；此外，公司沿着平台、科技、数据的战略进行布局，逐步从产业电商演进为产业互联网平台，与产业的结合度不断加深，商业模式也有望持续拓展；壁垒方面，产业电商有着较高的进入壁垒、运营壁垒，且随着公司产业互联网布局而不断提升。

## 二、商业模式：公司运营安全而高效，毛利实为交易服务费而非价差

### 2.1 交易模式决定公司业务安全而高效

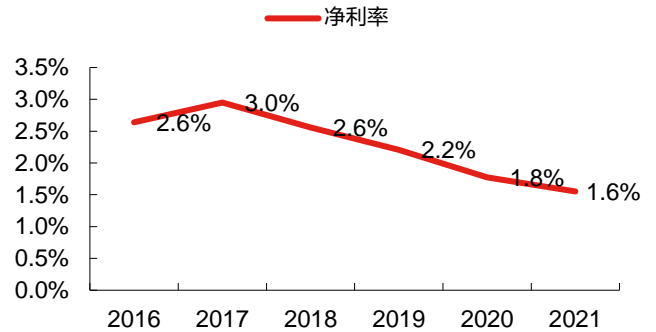
自营交易规模全额计入收入导致公司毛利率、净利率较低，但经营风险很低。由于公司分别与上下游签订采购和销售合同，公司是上游供应商和下游客户的交易对象，且在合同签署到交付的较短周期内货权归公司所有，因此从财务会计准则要求出发，公司将全部自营交易金额计入收入，而向上游采购的支出为主营业务成本，由此导致公司产业电商业务毛利率、净利率均不高。有部分投资者认为公司业务模式本质上只是“线上贸易商”，如果产品价格出现较大波动，公司较低的毛利率和净利率可能意味着较大的经营风险。但我们认为，从业务本质来看，公司是一家平台型公司，从交易流程和制度来看，公司产业电商业务面临的经营风险很低。

图 6：公司商品交易业务毛利率水平



数据来源：wind，东方证券研究所

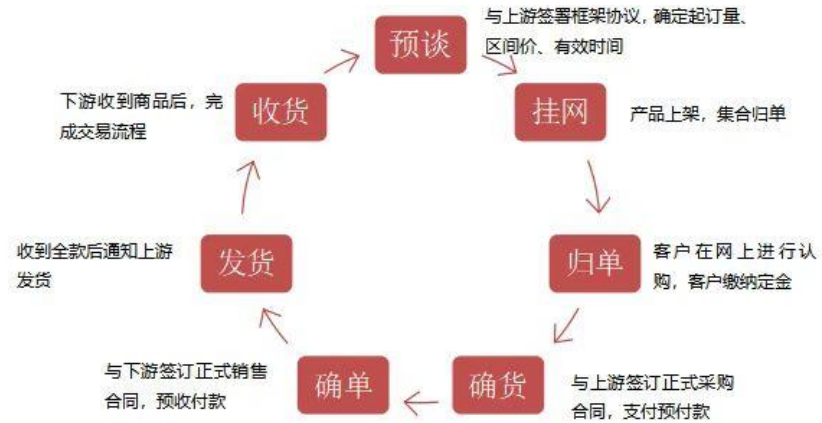
图 7：公司整体净利率水平变化



数据来源：wind，东方证券研究所

先有需求后有采购、锁定价、收取预收款等交易制度确保公司实现毛利而承担的风险很低。从交易流程来看，公司是先收集下游需求再向上游进行采购的模式，整个交易包括预谈-挂网-归单-确货-确单-发货-收货等流程。在每一单集采中，公司通过预收款和合同提前锁定上下游的资金、货源、价格，避免了沦为期货属性的可能，有效限制了交易过程中的商品量价风险。由于交易的所有要素都是提前锁定的，且公司向下游收取的预收款比例往往远大于交易周期内相关商品的价格波动幅度，因此我们认为公司实现毛利承担的风险很低，公司交易产生的毛利本质上是向上下游提供交易服务而收取的服务费，而非赚取买卖价差。

图 8：多多平台交易流程



数据来源：公司招股书，东方证券研究所整理

公司的交易模式也决定了公司具备较好的周转水平。不同于传统经销商先囤货再被动地等待下游客户采购的方式，公司多多平台先归集下游订单再向上游采购的特点使得其周转水平远高于传统的贸易商。从公司报表来看，公司存货水平极低、应收账款水平很低、应付账款周转率较高，呈现出低资金占压、低存货风险、高周转率等特点。我们认为较高的周转率和低库存，是公司在财务方面区别于传统贸易商的最显著特征，也是体现公司业务模式优异的显著例证。

表 1：公司各项运营指标均处于较好水平且持续优化

营运能力	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业周期(天)	8.45	6.94	6.33	4.19	3.02	2.93
存货周转天数(天)	3.19	2.39	2.55	1.08	0.47	0.50

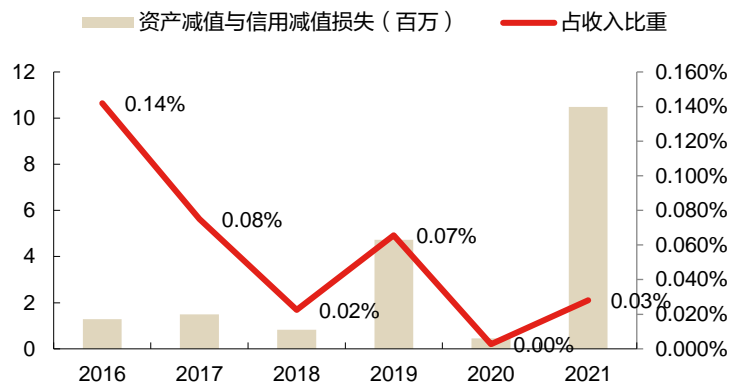
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

应收账款周转天数(天)	5.25	4.55	3.78	3.11	2.55	2.43
应付账款周转天数(天)	4.40	2.65	5.10	5.42	3.56	2.15

数据来源: wind, 东方证券研究所

伴随着高周转和低存货, 公司各项资产减值损失处于极低水平。我们认为, 高周转率和低存货水平客观上也帮助公司规避了商品价格波动给公司带来的潜在经营风险。从近 5 年公司披露数据来看, 资产减值与信用减值损失一直维持在很低的水平, 最高绝对值为 2021 年由于应收款坏账计提增加而增长至 1048 万元, 而近 5 年来相关损失合计占收入比重从未超过 0.1%, 这也印证了我们此前的观点, 即公司虽然毛利率、净利率水平较低, 但是相关收益面临的风险也很低, 这一点与传统贸易商或存在大量存货的自营交易平台有着显著的不同。

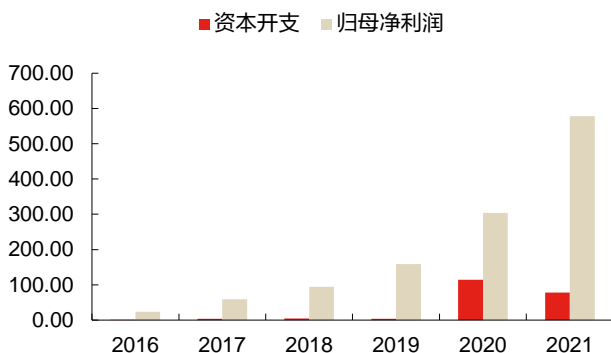
图 9: 公司资产减值与信用减值损失持续保持在较低水平



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

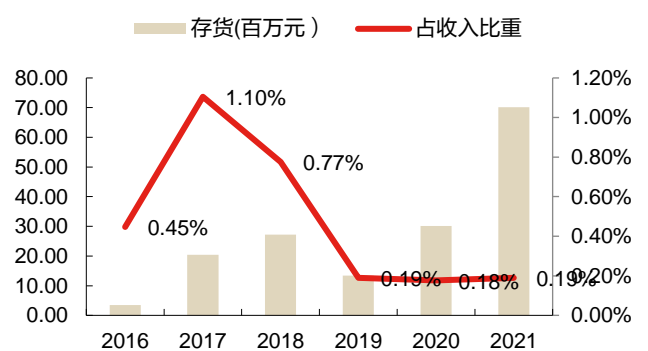
不同于自建物流和仓储的烧钱模式, 多多平台坚持轻资产运营。多多电商不自建物流仓储设施, 物流仓储的线下实体主要由卖家自行承担, 多多平台主要进行信息调度和跟踪。这种轻量化的运营方式直接导致公司的资本开支水平和存货压力均较低: 2018-2021 年公司的资本开支与净利润相比并不高, 2020 相对较高的主要原因是购买办公房产而非物流等基础设施; 同时, 公司的库存基本上可以理解在途库存, 2019-2021 年存货均为千万级, 存货/营收比稳定在 0.2% 左右。

图 10: 公司资本开支远低于净利润体量 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 11: 公司存货水平较低, 近三年占收入比重不到 0.2%

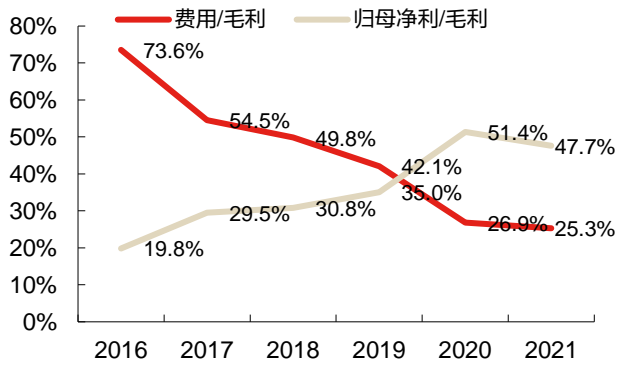


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

公司也体现出轻人力的经营特点, 人均毛利与人均净利持续快速增加。既然我们认为公司毛利是价值创造后的经营结果, 我们可以用费用/毛利、人均毛利、人均净利等指标衡量公司的经营效率及其变化。近年来公司期间费用占毛利的比重持续降低, 从 2016 年的 73.6% 降至 2021 年的

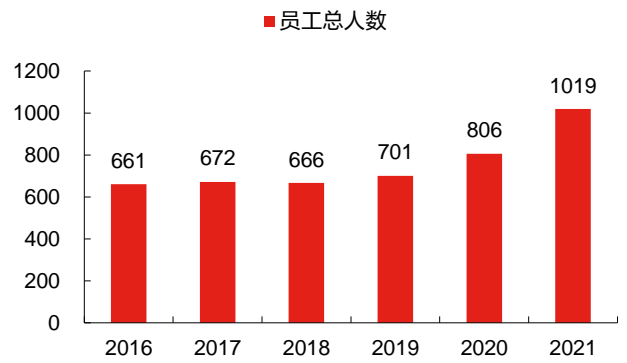
25.3%，与此同时，净利润/毛利的比重持续提升，从19.8%上升至50%左右，体现出非常强的盈利能力。此外，公司业务的增长也不以人员的大幅增加为代价，2016年以来，公司收入增长了40倍，但员工数仅从661人增长至1019人，带来人均毛利由2016年的18.3万元增长至2021年的119万元，而人均净利则由3.6万元增长至56.8万元，各项人均指标提升明显。

图 12：公司净利润占毛利的比重持续提升



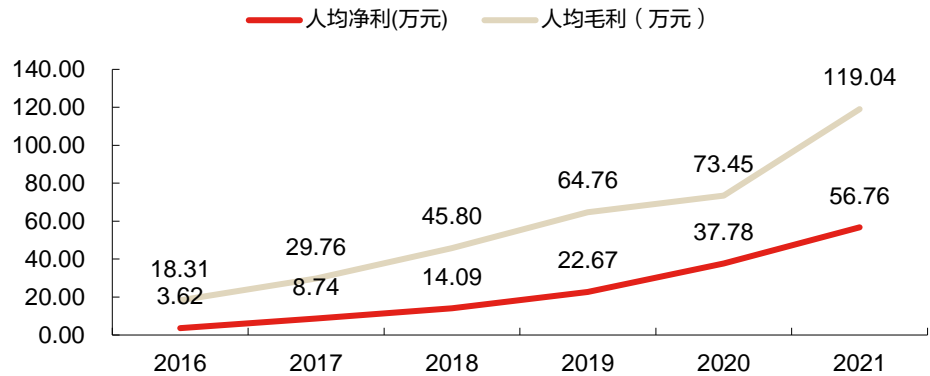
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：公司近年来人员仅有小幅增加



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：公司人均毛利、人均净利持续提升并达到较高水平

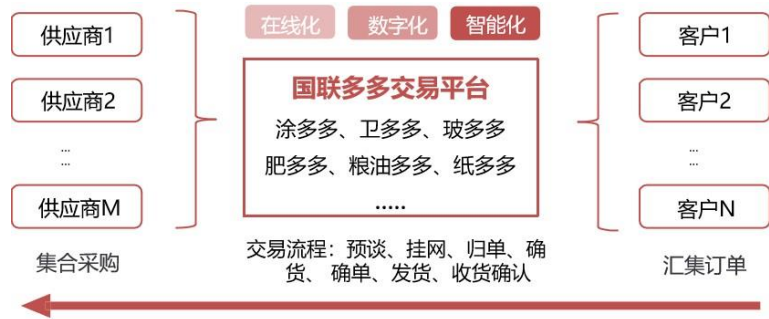


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2.2 毛利额而非毛利率是投资者应该关注的核心指标

国联股份产业电商平台为上下游都提供了较为突出的价值。我们认为，公司集合采购、拼单团购的交易模式，为上下游企业都带来了较好的价值，对下游客户的价值主要体现在两个方面，一是参与集采可以降低自身原材料采购成本，二是在疫情等外部因素扰动下可通过平台获得稳定可靠的供货来源，供应链将更加稳健。而对上游企业而言，平台可以提供稳定的客户订单与需求，有利于保持自身生产经营的稳定性。由于公司对上下游都提供较为显著的价值，因此公司业务模式可持续，并可从中获得安全而稳定的回报，而不会太大的受到下游产品价格波动的影响。

图 15：公司通过集合采购、拼单团购为上下游创造价值



数据来源：盛景嘉成，东方证券研究所

**疫情期间公司稳定供应链的价值得到充分体现。**2020年初爆发的新冠疫情对工业品供应链的稳定性产生了较大冲击，为了帮助下游企业积极应对疫情、尽快复工复产，公司2020年2月初开始，相继推出产业链“战疫”计划、拓展原材料全球寻源、推出工业品/原材料带货直播和百团拼购等举措，推动下游客户通过多多平台进行采购，取得了良好的效果。自2月8日至3月20日短短一个多月，公司多多平台新增注册用户25225户，较2019年同期增长258.16%；新增交易用户892户，同比增长309.39%。由于公司平台的优势与价值得到了广泛认知，公司2020-2021年的收入在更大基数情况下，实现了比2018-2019年更高的增长。而2022年5月，在国内疫情反复、部分供应链面临较大困难之际，公司再次发起产业链战“疫”行动，为产业链供应保供保畅、稳产复产贡献价值。

图 16：2020 年国联股份产业链战疫行动

(一) 2020年产业链战“疫”行动回顾

I 主要数据

- 集采物资近5万吨；
- 动用跨境空运飞机13架次、罐车、轮船1700余辆/轮次、普货挂车720余辆次、厢式货车310余辆次；
- 捐赠口罩30余万个，捐赠消毒液30余吨；平台服务支援免除费用800余万元；
- 协同1092家产业链企业完成交易支援、物流支援及定向捐赠总值超过1亿3千万元。

II 价值目标

发挥产业互联网平台资源动员能力，站在产业链视角解决当时防疫物资严重短缺问题。

III 衍生价值

- 让产业互联网平台价值认知在传统行业获得高效渗透；
- 提升平台用户活跃度和粘性；
- 直接促进了医疗产业的全产业链运营。



数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

图 17：2022 年国联股份再次发起产业链战疫行动

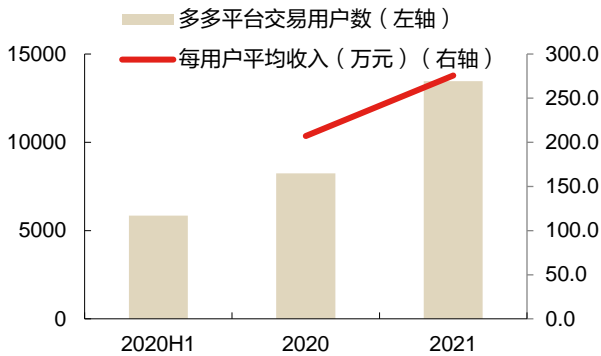
(二) 2022年产业链战“疫”行动概要

IV 阶段数据

- 截至5月26日17点，国联股份各多多平台报名参加“保供保畅，稳产复产——产业链战疫支援行动”的企业达到**1013**家。
- 其中原材料供应商**773**家；
- 医疗物资企业**67**家；
- 生活物资企业**18**家；
- 物流企业**132**家；
- 仓储企业**23**家；
- 按当前回执统计，联动企业拟发放的优惠券、代金券总计约**36801.51**万元。

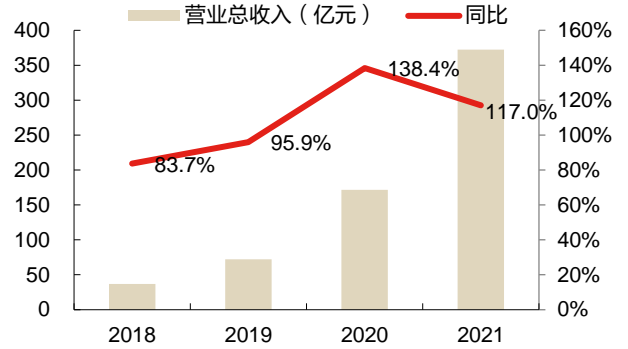
数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

图 18: 国联股份多多平台交易用户数和每用户平均收入



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

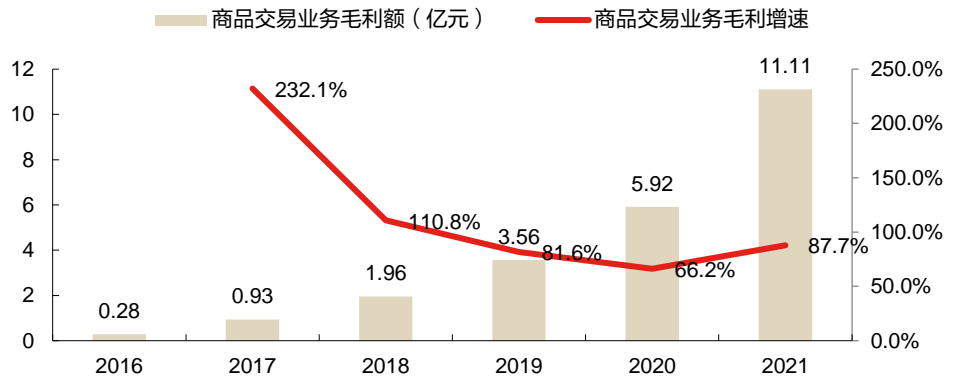
图 19: 国联股份 2020-2021 年收入及增长情况



数据来源: wind, 东方证券研究所

公司毛利是价值创造后的价值体现，过去多年来一直维持高增。由于价格优势以及供应链稳定性对下游客户价值突出，因此公司的多多平台可以突破中小企业用户在过去经营中形成的属地化的价值链和利益圈层。可以理解为，在全局视角、高效信息流和平台信用基础上，借助平台实现中小企业供应格局的重构和升级。我们认为，“多多”平台提升了产业链供应和流转效率，毛利则是价值创造过程中公司获得的价值体现。2016 年以来，多多电商产生的毛利额一直维持快速增长，2016-2021 年复合增速达到 108.8%。

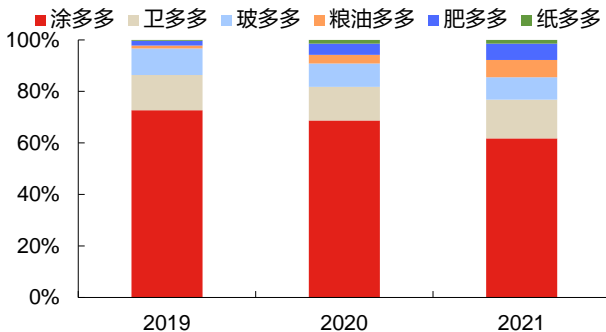
图 20: 公司产业电商业务毛利额及增速 (去除运费口径影响)



数据来源: wind, 公司公告, 东方证券研究所

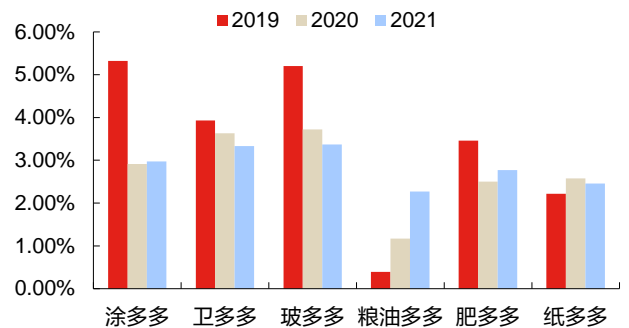
公司产业电商毛利率下滑更多是新交易品类以及选择规模优先运营策略所导致的结果。有较多投资者担心公司产业电商业务毛利率下滑是否意味着增长乏力或者风险增加，而我们认为，多多平台毛利率 2019 到 2020 下滑并不是经营情况出现问题的迹象，而是新品类扩张和公司主动选择的结果。我们认为，毛利率变化影响因素包括：1) 新设立的多多平台以及老平台新拓展的交易品种，往往由于规模和议价能力有限而导致毛利率较低；2) 公司 2019-2020 年的运营策略是以规模优先、扩大市场份额为主，所以适当调整毛利率以获得更多客户和交易金额。不过，我们也注意到，2020 年后公司毛利率基本稳定，公司开始更加注重平衡规模与毛利率的关系。我们判断，未来随着规模的进一步扩大和产业链话语权的提升，公司毛利率长期来看存在一定的上升空间。

图 21: 各多多平台交易金额占比



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 22: 公司各多多平台 2019-2021 年毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

### 三、发展空间: 平台渗透率低, 平台横向、纵向延展和模式升级值得期待

#### 3.1 平台渗透率依然很低, 未来将持续进行横向和纵向延展

虽然近年来高速增长, 但我们认为公司仍有较大的增长空间。公司近年来产业电商业务一直保持高速增长, 2021 年收入已经达到 370 亿以上, 使得部分投资者开始担心随着公司规模不断扩大, 公司是否距离天花板越来越近, 收入增速是否会在不久的将来出现明显降低。我们则认为, 由于公司现有平台交易规模占下游品类的渗透率依然很低, 每个多多平台的产业链上下游延展和横向扩展还有很大的空间, 且多多平台孵化还将不断推进, 业务模式也不断丰富, 公司未来仍将维持较高增速。

目前公司整体渗透率只有 1% 左右, 在下游行业中占比很低。根据公司 2021 年年报披露, 公司 6 个多多平台整体渗透率仅为 1.02%, 其中成立时间最久、交易规模最大的涂多多, 2021 年收入规模 258.6 亿元, 其面对的钛、溶剂、树脂三个产业市场规模合计则为 1.24 万亿, 渗透率为 2.09%, 而卫(纸)多多、玻多多、肥多多、粮油多多的渗透率则分别仅为 0.65%、1.09%、0.49%、0.29%。我们认为, 即便只考虑公司现有交易品种的渗透率提升, 未来也有着较好的增长空间。

表 2: 多多平台目前的交易规模和产业渗透率情况

多多电商	主要产业链	主要品类	市场规模 (亿元) (不完全统计)		2021 年 收入	2021 年 渗透率	2020 年 收入	2020 年 渗透率
涂多多	钛产业	钛材、钛白粉、四氯化钛、高钛渣、金红石、钛精矿等	1157	12354	258.58	2.09%	132.19	1.07%
	溶剂产业	甲醇、乙醇、乙二醇、乳液等	3001					
	树脂产业	PVC、PP、PE、PTA、PET 等	8196					
卫(纸)多多	造纸产业	原纸、浆板、工业用纸等	7810	10526	68.25	0.65%	27.85	0.26%
	卫品产业	生活用纸、棉花、无纺布等	2716					

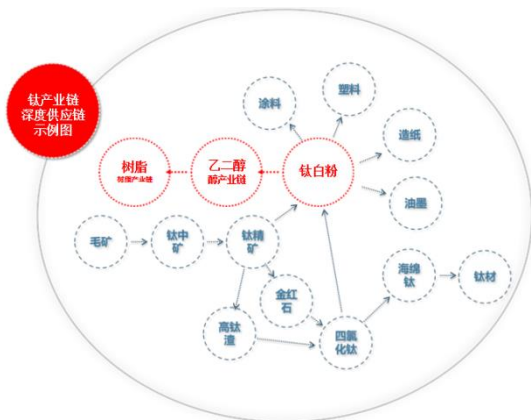
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

玻多多	玻璃产业	原片、纯碱、石英砂、石油焦等	3328		25.28	0.49%	8.43	0.16%
肥多多	化肥产业	磷肥、氮肥、钾肥等	5147		25.28	0.49%	8.43	0.16%
粮油多多	油脂产业	油料、油脂等	6517	9570	27.41	0.29%	6.45	0.07%
	饲料产业	蛋白、能量等	1055					
	农药产业	中间体、原药、制剂等	1998					
合计			40925		415.73	1.02%	192.28	0.47%

数据来源：公司年报，东方证券研究所

**多多平台在横向扩展和产业链延伸也拥有较大潜力。**多多电商在运营层面往往采取单品突破、集合采购的方式迅速获取市场优势，继而沿单品产业链向其上下游供应链和相关供应链不断延伸。例如钛产业链中，公司率先突破的单品是钛白粉，此后不断向上游延伸，包括钛精矿、金红石、四氯化钛、高钛渣、钛中矿和毛矿，从而打通从原材料到成品的完整产业链；而对下游客户而言，钛白粉也往往只是其采购的原材料之一，同时有采购需求的可能还有树脂、乙二醇等产品，因此公司也进行了品类的横向扩展，把乙二醇和树脂作为涂多多平台的重要产品，从而向行业提供一站式采购服务。目前，在公司的各个多多平台中，仅有钛产业链和玻璃原片产业链实现了纵向和横向的较好覆盖，因此多多平台的横向扩展和产业链纵向延伸也有较大潜力。

图 23：公司在单品突破后向上下游及相关产业链不断延伸



数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

图 24：公司尽力打造产业链一站式采购平台



数据来源：东方证券研究所整理

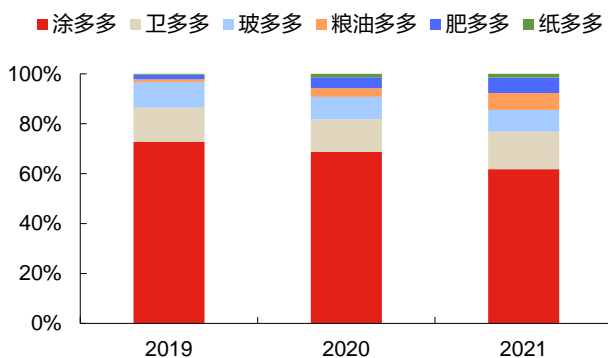
**在产业电商平台价值不断体现以及一站式采购平台持续强化推动下，预计公司交易用户转化率和户均采购额将持续提升。**截止 2021 年底，公司多多电商平台注册用户数近 50 万，而交易用户数仅为 1.35 万，占比不到 3%。我们认为，B 端客户在采购方面偏谨慎的特点使得目前交易用户转化率及户均成交额仍然较低。但是，随着多多平台近年来持续不断为客户提供稳定可靠、价格低廉、品质有保障的原材料，特别是在新冠疫情、碳“双控”期间依然能够稳定供货，以及公司积极打造一站式采购平台都有助于提升客户采购的便利性，我们认为，下游客户对平台的信任度和依赖度不断提升，交易用户数、单用户采购额均有持续提升的潜力与空间。

**表 3：多多电商与国联资源网的用户数据**

平台	用户数和收入	2021 年度	2020 年度	同比增加
多多电商	注册用户数（万户）	49.38	31.95	54.55%
	月活用户数（户）	67,259	46,351	45.11%
	交易用户数（户）	13,458	8,234	63.44%
	交易用户占比	2.73%	2.58%	0.15%
	每用户平均收入（不含税，万元）	275.68	207.13	33.10%
	每单平均收入（不含税，万元）	27.31	23.7	15.23%
国联资源网	注册用户数（万户）	280.85	267.21	5.10%
	合作用户数（户）	10,013	9,425	6.24%

数据来源：公司年报，东方证券研究所

**多多平台仍将持续推出，从而扩展新的产业链。**公司 2015 年设立第一个多多电商平台-涂多多，2016 年设立卫多多、玻多多，2019 年底又推出粮油多多、肥多多和纸多多，不断拓展新的产业链赛道。国联资源网覆盖超过 100 个细分行业，我们认为其中符合拼单集采模式要求的还有较多的垂直领域，公司后续还将适时孵化和推出新的平台。同时，我们也注意到，新的多多平台在设立后往往都能够实现快速增长，2019 新设的三个多多平台在当年就实现了盈亏平衡，并在整体收入快速增长的背景下，2021 年达到 14.5% 的收入占比。因此，我们对于后续多多平台的推出与运营情况保持乐观。

**图 25：公司各多多平台交易金额占比**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 26：公司各多多平台收入占比及增速**

平台	2020		2021	
	占比	增速	占比	增速
涂多多	68.6%	128.4%	61.7%	95.7%
卫多多	13.0%	131.2%	15.0%	150.7%
玻多多	9.0%	111.6%	8.7%	109.0%
粮油多多	3.3%	622.8%	6.8%	341.3%
肥多多	4.4%	492.1%	6.2%	210.6%
纸多多	1.4%	904.2%	1.5%	126.6%

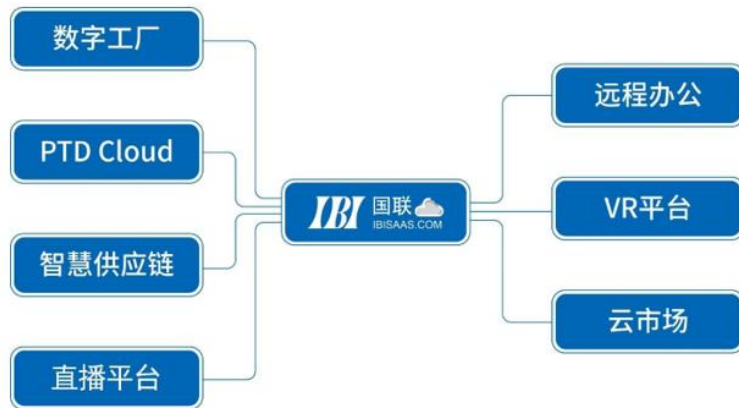
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.2 平台-科技-数据战略持续推进，有望形成新盈利模式

**电商交易并不是公司发展的终极目标，未来朝着全面数字化服务进一步升级。**虽然产业电商业务高速增长并贡献稳定的利润，但这并不是公司发展的终极目标，按照国联的“平台、科技、数据”的产业互联网平台发展战略，交易阶段是积累行业数据、增强用户信任度、扩大产业链影响力的过程。但是，交易环节的数字化只是公司战略的第一步，未来公司在科技战略的指引下，还将向

行业上下游客户积极提供云 ERP、远程办公、行业直播、视频会议等数字化云应用服务和数字供应链、数字工厂和工业互联网平台服务，从而产生新的商业模式。

图 27：国联股份在“科技”战略指引下的数字技术服务体系



数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

在公司的科技战略中，最重要的就是“数字云工厂”建设。从 2021 年开始，公司启动“三年百家”云工厂计划，计划用三年时间为上下游百家厂商提供云工厂解决方案，主要涵盖生产数字化、管理数字化、物流数字化、质检数字化、能耗数字化等服务。从去年落地的 5 家企业情况来看，云工厂的实施可以有效帮助相关企业降本增效，包括但不限于实现提高产能、降低采购成本、优化配方、降低能耗、提高成品率、节约物流时间等效果。

云工厂以销售量提取服务费取代一次性数字化建设费。公司数字云工厂从收费模式上也进行了创新，先免费建设数字化体系，建成后根据工厂的销售量收取每吨 10-20 元的服务费，相关收入去年已达 300 万，而一般签约云工厂产能在 10-50 万吨每年，单个云工厂年收入可达 100-500 万元。这样的推广模式对国联股份和下游工厂而言是双赢：工厂避免了在数字化系统效果不明的情况下一次性支付相关费用，从而规避了自身风险，而国联股份通过云工厂的实施加强了与伙伴的合作与信任关系，还获得了持续收费的模式，并通过数字化工具持续获得产业链数据，从而为将来的盈利模式升级打下良好基础。

图 28：国联股份数字云工厂核心解决方案

数字工厂+PTDCloud工业互联网平台

**生产数字化：**在生产区和中控区进行升级，通过构建精准、实时、高效的管理与分析体系，不断优化研发设计、生产制造、运营管理。

**管理数字化：**在办公区进行升级，通过实施OA、ERP系统，提升工厂运营管理效率，包含人资、行政、财务、采购、销售、生产、物流、仓储管理等全功能模块。

**质检数字化：**在质检区进行升级，通过对质检设备的升级，提高产成品检测的速度和准确度，通过提供实时的产成品数字化检测报告，也为生产工艺优化提供数据支撑。

**能耗数字化：**在配电室进行升级，通过对产线和重要设备的配电间加装智能电表和传感器，可实时了解生产过程中的电流和能耗情况，协助工厂对耗能进行精确监测和控制，达到降本目的。

**物流数字化：**在车辆入厂5公里范围内进行升级，通过实施排号通系统，对车辆的进厂、过磅、装卸、出厂等环节进行数字化管控和流程优化，提高工厂各环节的KPI考核。

数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

多多电商致力于打造垂直产业链的智慧物流和云仓体系，这在未来也有望成为公司新的收入来源。与消费互联网一样，物流体系也是产业互联网的基石。国联的多多平台已建立起相对完善的智慧物流体系，云仓体系也在布局的过程中。公司通过整合零散订单，采用中心仓、前置仓、集装箱以箱代仓等将工厂库存上移，缩短工厂合理库存天数甚至实现零库存，并通过云仓体系提高最后

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

一公里的零配效率。智慧物流和云仓体系为整个产业链提高效率、降低成本做出贡献，未来公司也有可能从中产生较好的盈利模式。

图 29：多多电商智慧物流体系



数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

产业大数据也有望支撑公司产业互联网平台新的盈利模式。公司高度重视行业数据工作，基于平台交易数据和汇总上下游工厂、各类渠道的采销价格数据，及时发布垂直产业链价格指数、编制产业周刊、产业地图、产能和产量报告等，以对行业和市场起到引领作用。未来，公司还将基于电商平台所形成的信息流、商流、物流、资金链等闭环数据，以及云工厂所形成的生产、能耗、供应链等全方位数据，为上下游产业链提供金融和数据增值服务。

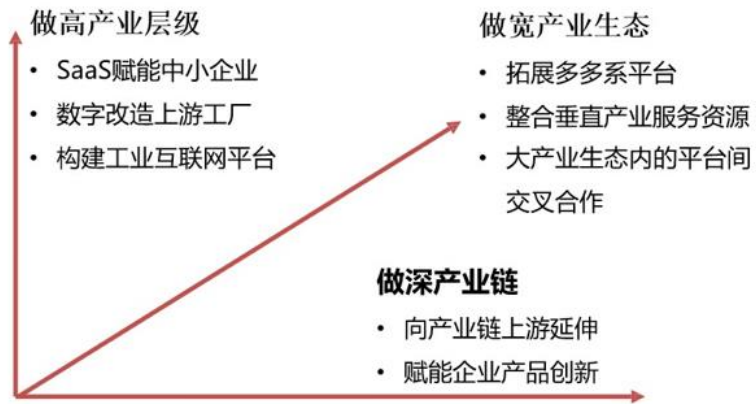
图 30：多多平台数据集成系统



数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

公司未来将沿着三个维度不断拓展自身业务发展空间。基于“平台服务、科技驱动、数据支撑”的战略指引，公司将从做宽产业生态、做深产业链、做高产业层级三个维度不断拓展。多多电商平台主要是做深产业链和做宽产业生态，从产品的横向扩张和产业链纵向延伸方面积极拓展，而科技与数据战略则瞄向做高产业层级，通过数字化的工具赋能产业链，与产业形成更紧密合作关系的同时延展公司的商业模式。我们认为，公司当前的重心依然是扩大平台交易规模，但科技驱动战略在伴随着数字云工厂的推进而逐步落地。

图 31：国联股份发展三象限



数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

## 四、业务壁垒：产业资源和运营能力是关键，未来还将持续提升

投资者往往认为国联股份的业务模式较为简单、壁垒不高，担心在高增速和大空间的吸引下，会有比较多的竞争对手进入，从而对公司未来发展与和行业格局产生一定影响与冲击。我们则认为，产业电商平台有着较高的进入壁垒和运营壁垒，而且随着平台-科技-数据等战略的持续推进，公司的竞争壁垒还将不断提升。

### 4.1 产业电商平台具备较高的进入壁垒

对产业的熟悉、理解和精准流量使得产业电商有着较高的进入壁垒。消费类互联网在获取和维持流量入口方面重点投入，甚至有“烧钱”模式：前期投入巨量资金和资源建立流量基本盘，再考虑收费和变现。但产业互联网用户行为是高度专业化的经营活动，涉及到行业规则、技术标准、利益链条、“小圈子”关系和口碑等复杂因素，这些都不是短期内可以突击式获得的，也不是靠补贴就可以形成信任度和忠诚度的。从客户角度，更换至新的供货渠道(平台)，必然导致对原有渠道依赖度的降低，因此，客户只有在相信新的渠道(平台)可以长期稳定供货的情况下，才可能会去替代现有的渠道。

图 32：产业互联网平台离不开线下资源的深耕和积累，线上和线下互相促进



数据来源：公开信息整理，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

国联股份的多多平台通常由深耕行业多年的专业人士打造创始团队。在确立信任关系的前期，产业互联网平台与客户的熟悉程度，以及自身的专业度、可靠程度等都至关重要，因此多多平台的创始团队往往由国联资源网的员工转化而来，这些核心成员在垂直行业有着丰富的产业人脉，对上下游厂商及产业特点有着充分的理解，这样才能确保多多平台能够实现较好的起步。国联现有的6个电商平台都是由资深行业团队基于新平台模式所建立，这是国联平台推出后都能实现良好业务拓展的基础与保证。

图 33：行业口碑、产业资源、专业团队是从信息门户升级为交易平台的基础



数据来源：公司官网，公开信息整理，东方证券研究所

国联资源网庞大的用户群体为多多系电商平台提供了充足的精准流量来源。对于产业互联网平台，广泛撒网式的流量入口建设并不具有现实意义，必须精准锁定产业内的企业群体，而国联股份从B2B产业信息门户网站起家，在过去20年的经营过程中积累了足够的用户基础，从而建立了较为庞大的精准流量池，可供持续转化。我们认为，国联资源网提供的专业团队和庞大的潜在客户群体是国联股份开展产业电商业务的“无形资产”，也是其他企业进入相关领域难以逾越的门槛。

图 34：国联资源网作为 B2B 信息门户运营 20 年，相当于构建了精准用户流量池



数据来源：公司官网，东方证券研究所

## 4.2 产业电商平台也有着较高的运营要求

较强的创新能力和团队高效的执行力是产业电商运营发展阶段的壁垒。产业电商平台的商业模式本身并不直接保障相对竞争力，模式顺利跑通的根本在于公司高效的执行力和内部管理能力。目前，产业互联网公司数量已经不少，在钢铁、铝、塑料、化纤、纺织、农产品等各个垂直领域都有相应的企业。但整体来看，产业互联网领域少有规模较大的企业。我们认为，这种情况的原因有两点：1) 产业数字化在国内刚刚起步，优秀的公司成长为巨头企业尚需时日，2) 产业互联网

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

的经营难度并不低，特别是在商业构想落地的实践层面具有较高的复杂度，对公司执行力的要求较高。而国联已经形成了一整套成熟的运营策略和运营经验，从而使得每个多多平台的业务都有着良好的发展势头。

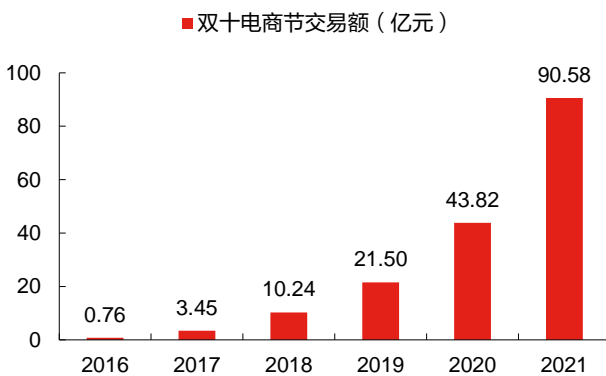
图 35：公司多多平台拥有成熟而完善的运营机制



数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

国联平台较强的执行力和管理能力可以从**电商节、直播带货、产业链战疫活动**的顺利组织与推广得到验证。自 2016 年开始，国联电商平台每年举办双十电商节集采活动，活动当日的用户集采订单从最初的 7593 万元增长至 90.57 亿元，2016-2021 复合增速高达 160%。电商节活动过去在消费型电商平台才能见到，在产业互联网领域较为少见，这背后需要高效的组织、联络和信息服务能力，是较高执行力和较强管理能力的综合体现。此外，公司还于 2020 年、2022 年两次发起产业链战疫行动，通过集合采购、拼单团购、带货直播、竞价拍卖等形式推进各项原材料特惠保供，促进稳产复产；通过国联智运平台的多式联运算力系统积极组织运输、仓储等资源方高效参与物流保畅；面向疫区企业免费开放平台资源，提供带货直播、在线询发单等功能。公司成功举办电商节和产业链战疫行动，两项活动在结束后仍对公司业务增长形成持续拉动，也说明了公司的创新力与执行力。

图 36：国联双十电商节(每年 10 月 10 日)集采订单高速增长



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 37：国联两度发起产业链战疫行动协助下游复工复产



数据来源：公司官网，东方证券研究所

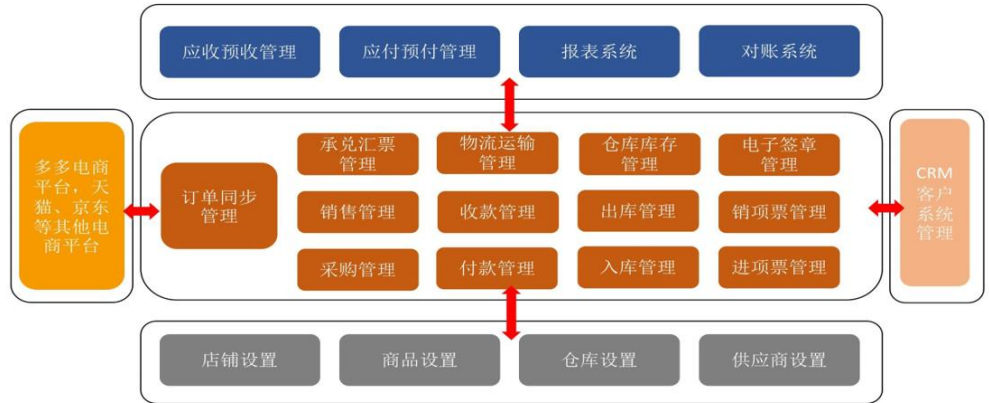
### 4.3 从产业电商到产业互联网平台，业务壁垒将不断提升

随着公司平台-科技-数据战略的推进，公司的业务壁垒会不断提升。按照国联的“平台、科技、数据”战略，交易阶段是积累行业数据、增强用户信任度、扩大产业链影响力的阶段，但不是终点，公司近两年也开始启动科技战略，通过云 ERP、在线支付、电子合同、智慧物流、数字仓储、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

工业互联网等云工厂体系的建设，与整个产业链形成更加紧密地连接。例如，公司多多平台为注册供应商和注册用户免费提供云 ERP 系统服务，下游交易方可在线使用销售管理、财务管理、客户管理、办公管理等 ERP 功能；在平台交易的供采双方的订单流转均需云 ERP 中实现，大幅提高供采双方的交易效率和平台的管控效率；与此同时，对云 ERP 的使用也使得上下游客户与国联形成更紧密的绑定关系。

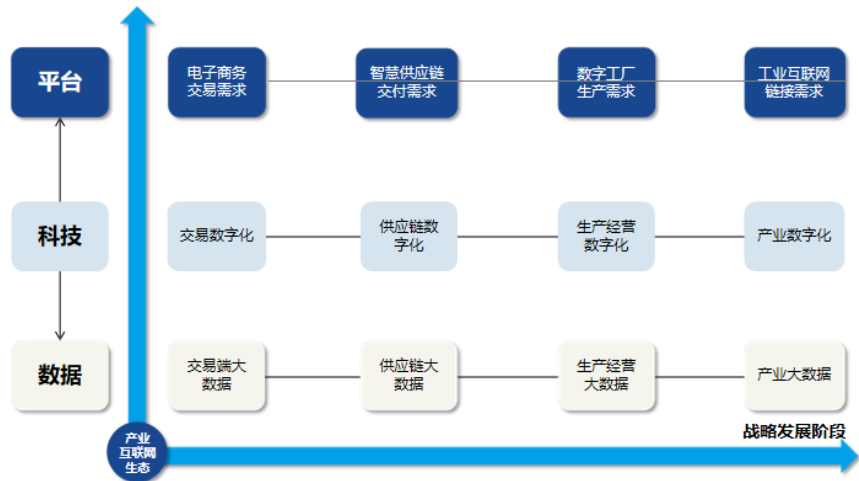
图 38：国联股份向上下游提供云 ERP 系统



数据来源：公司公开交流活动资料整理，东方证券研究所

**数字化工具相较于交易平台而言有着更强的粘性和排他性。**随着平台和科技战略的不断推进，国联股份将在数字化领域与上下游产业链形成更紧密的合作。由于数字化工具的粘性和排他性较交易平台而言更强，公司与产业链的合作很难被其他第三方所取代。此外，云工厂的实施和应用还将帮助国联股份获得产业大数据，届时公司不仅通过订单连接产业链上下游，而且可以连接企业内部的生产运营数据，并依托数据赋能，实现整体产业链的最优化，形成真正的产业互联网平台，在这个过程中，公司的壁垒也可以得到持续提升。

图 39：公司围绕“平台-科技-数据”打造产业互联网平台



数据来源：公司公开交流活动，东方证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的增长主要来自于网上商品交易业务(自营电商平台)。我们预计 22-24 年，公司网上商品交易业务的收入增速分别为 99.2%、74.3%和 66.5%。预计 22-24 年商业信息服务业务的收入维持不变。预计 22-24 年，互联网技术服务业务的收入增速为 -28.1%、-2.0%和-0.0%。
- 2) 公司 22-24 年毛利率分别为 3.1%、3.0%和 3.0%，公司自营电商平台业务的毛利率趋于稳定，在收入中的占比也已经很高，因此公司整体毛利率不再会有大的波动。
- 3) 随着规模效应进一步体现，预计公司 22-24 年销售费用率为 0.40%，0.36%和 0.34%，管理费用率为 0.13%,0.09%和 0.07%，研发则在科技战略推动下，费用率为 0.17%、0.17%和 0.19%。公司费用率的历史水平已经较低。

#### 盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>网上交易业务</b>					
销售收入（百万元）	17,055.4	37,100.9	73,890.7	128,792.7	214,414.7
增长率	141.6%	117.5%	99.2%	74.3%	66.5%
毛利率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>商业信息服务</b>					
销售收入（百万元）	82.1	102.6	78.1	78.1	78.1
增长率	-18.1%	24.9%	-23.9%	0.0%	0.0%
毛利率	72.7%	77.5%	66.0%	66.0%	66.0%
<b>互联网技术服务</b>					
销售收入（百万元）	20.1	25.8	18.5	18.2	18.2
增长率	-48.1%	28.1%	-28.1%	-2.0%	0.0%
毛利率	93.1%	87.3%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>合计</b>	17,157.8	37,229.8	73,987.3	128,889.0	214,510.9
增长率	138.4%	117.0%	98.7%	74.2%	66.4%
综合毛利率	3.4%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们认为“十四五”期间公司所处赛道景气度高，业务将保持快速增长，预测公司 2022-2024 年 22-24 年归母净利润 10.50 亿/17.55 亿/29.30 亿，采取 DCF 估值方式，目标价 98.59 元，目标市值 491.63 亿元，维持买入评级。

表 4：永续增长率和 WACC 的敏感性分析

WACC(%)	98.59	永续增长率 Gn(%)				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
6.00%	112.57	129.85	155.76	198.95	285.29	
6.50%	102.45	116.41	136.58	168.26	225.27	
7.00%	93.84	105.29	121.31	145.34	185.37	
7.50%	86.44	95.94	108.88	127.58	156.97	
8.00%	80.01	87.97	98.59	113.45	135.74	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	8.50%	74.38	81.12	89.93	101.95	119.31
	9.00%	69.42	75.17	82.56	92.42	106.22
	9.50%	65.02	69.96	76.22	84.40	95.56
	10.00%	61.09	65.36	70.70	77.57	86.73

数据来源：东方证券研究所

## 风险提示

- 1) 宏观经济风险。如果因为宏观经济的结构性因素导致工业企业整体的需求下降，则将直接影响产业互联网平台的发展速度。
- 2) 行业竞争加剧。如果中小企业形成产业联盟或者共同体，借助内部力量完成产业信息化升级，则对于第三方产业互联网平台形成冲击。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,993	3,697	8,878	12,889	17,161	营业收入	17,158	37,230	73,987	128,889	214,511
应收票据及应收账款	819	1,512	5,771	10,053	16,732	营业成本	16,566	36,017	71,707	124,976	208,068
预付账款	1,182	2,513	6,659	11,600	19,306	营业税金及附加	9	27	37	64	107
存货	30	70	158	275	458	营业费用	86	173	298	469	726
其他	1,524	1,450	647	582	577	管理费用及研发费用	73	133	219	339	546
<b>流动资产合计</b>	<b>6,549</b>	<b>9,243</b>	<b>22,113</b>	<b>35,400</b>	<b>54,233</b>	财务费用	1	(3)	122	317	512
长期股权投资	4	8	0	0	0	资产减值损失	0	10	0	0	0
固定资产	108	130	126	124	121	公允价值变动收益	2	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	10	32	5	2	0
无形资产	20	39	45	49	53	其他	24	24	20	0	0
其他	43	109	10	10	10	<b>营业利润</b>	<b>458</b>	<b>929</b>	<b>1,629</b>	<b>2,725</b>	<b>4,551</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>176</b>	<b>286</b>	<b>181</b>	<b>183</b>	<b>184</b>	营业外收入	12	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>6,725</b>	<b>9,529</b>	<b>22,294</b>	<b>35,583</b>	<b>54,417</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	397	922	4,946	8,564	12,437	<b>利润总额</b>	<b>470</b>	<b>933</b>	<b>1,633</b>	<b>2,729</b>	<b>4,555</b>
应付票据及应付账款	1,641	2,405	6,131	10,685	17,062	所得税	112	227	397	664	1,108
其他	776	1,598	5,379	8,430	13,568	<b>净利润</b>	<b>358</b>	<b>706</b>	<b>1,235</b>	<b>2,065</b>	<b>3,447</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,814</b>	<b>4,925</b>	<b>16,456</b>	<b>27,679</b>	<b>43,067</b>	少数股东损益	54	127	185	310	517
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>304</b>	<b>578</b>	<b>1,050</b>	<b>1,755</b>	<b>2,930</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.61	1.16	2.11	3.52	5.88
其他	0	2	1	1	1						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,814</b>	<b>4,927</b>	<b>16,457</b>	<b>27,680</b>	<b>43,067</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	131	275	460	770	1,287	<b>成长能力</b>					
股本	237	344	499	499	499	营业收入	138.4%	117.0%	98.7%	74.2%	66.4%
资本公积	2,906	2,799	2,644	2,644	2,644	营业利润	92.2%	102.7%	75.3%	67.3%	67.0%
留存收益	637	1,184	2,234	3,989	6,919	归属于母公司净利润	91.6%	90.0%	81.6%	67.2%	66.9%
其他	0	(0)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,911</b>	<b>4,602</b>	<b>5,838</b>	<b>7,903</b>	<b>11,350</b>	毛利率	3.4%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,725</b>	<b>9,529</b>	<b>22,294</b>	<b>35,583</b>	<b>54,417</b>	净利率	1.8%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
						ROE	12.5%	14.3%	21.6%	28.1%	34.1%
						ROIC	12.3%	14.3%	16.2%	16.9%	19.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	41.8%	51.7%	73.8%	77.8%	79.1%
净利润	358	706	1,235	2,065	3,447	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	6	13	9	10	11	流动比率	2.33	1.88	1.34	1.28	1.26
财务费用	1	(3)	122	317	512	速动比率	2.32	1.86	1.33	1.27	1.25
投资损失	(10)	(32)	(5)	(2)	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	462	(520)	(964)	(1,776)	(3,147)	应收账款周转率	141.4	148.1	53.2	38.5	37.9
其它	(39)	107	55	0	0	存货周转率	760.6	718.1	629.2	577.7	568.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>777</b>	<b>271</b>	<b>453</b>	<b>615</b>	<b>823</b>	总资产周转率	3.8	4.6	4.6	4.5	4.8
资本支出	(98)	(50)	(11)	(12)	(12)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(4)	(4)	8	0	0	每股收益	0.61	1.16	2.11	3.52	5.88
其他	(2,002)	(626)	834	107	100	每股经营现金流	3.27	0.79	0.91	1.23	1.65
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,105)</b>	<b>(680)</b>	<b>831</b>	<b>95</b>	<b>88</b>	每股净资产	7.58	8.68	10.78	14.30	20.18
债权融资	1	4	(5)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	2,412	(0)	0	0	0	市盈率	141.7	74.6	41.1	24.6	14.7
其他	135	429	3,902	3,301	3,361	市净率	11.4	10.0	8.0	6.1	4.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,548</b>	<b>433</b>	<b>3,897</b>	<b>3,301</b>	<b>3,361</b>	EV/EBITDA	83.9	41.5	22.1	12.8	7.7
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	84.9	42.1	22.3	12.8	7.7
<b>现金净增加额</b>	<b>1,220</b>	<b>24</b>	<b>5,181</b>	<b>4,010</b>	<b>4,272</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)