

国联股份（603613.SH）

掘金交易与数字，新一代工业品服务商

公司研究 · 深度报告

中小盘 商贸零售团队联合覆盖

投资评级：买入（首次评级）

证券分析师：姜明
021-60933128
jiangming2@guosen.com.cn
S0980521010004

证券分析师：黄盈
021-60893313
huangying4@guosen.com.cn
S0980521010003

证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

联系人：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn

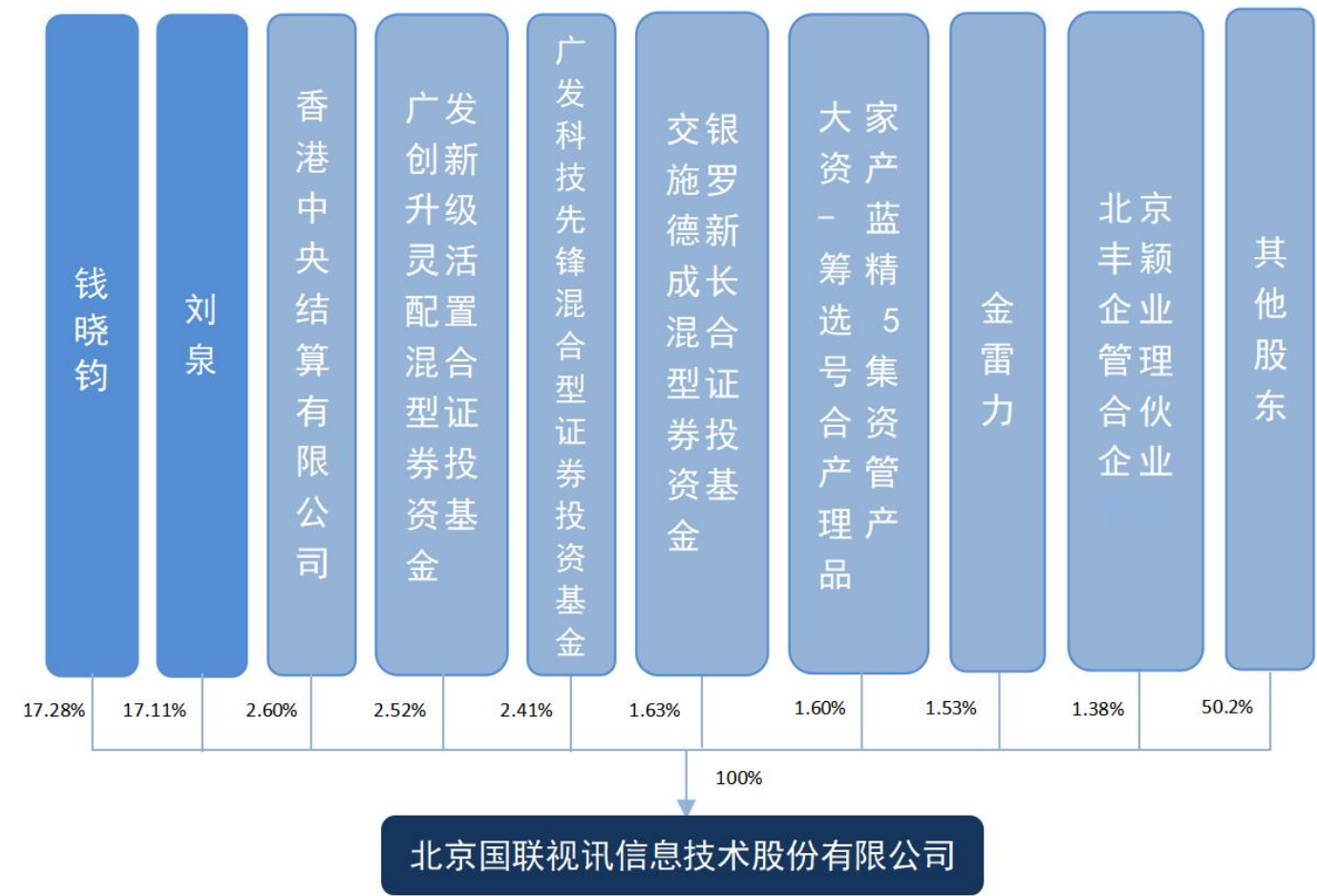
- 公司股权稳定，高管在公司长期任职，多多平台CEO均有国联资源网垂直赛道历练经历。公司历史成长性突出，营收规模从2016年的9.1亿元增长至2021年的372.3亿元；归母净利润由2016年的0.24亿元成长至2021年的5.78亿元。5年间营收增长41倍，归母净利润增长24倍。
- 公司在过去数十年的成长中经历了商业模式的扩张，从互联网信息+营销服务，向产业进一步加深，开启自营电商平台模式。公司在国联资源网的多年经营历程中，积累下了客户、专业员工、数据等资源，为后续多多平台的商业模式在引流、方向选取上提供了非常宝贵的经验。
- 多多平台选取“上游集中、中间分销环节多、下游分散”的行业，为上下游企业创造价值。历史上平台的纵向深挖与横向拓展并举，纵向代表了在某一条大产业链上的深度挖掘，横向上看公司已开辟涂多多（钛、溶剂、树脂产业）、卫多多（造纸、卫品产业）、玻多多（玻璃产业）、肥多多（化肥产业）、粮油多多（油脂、饲料、农药产业）。
- 商业模式跑通，财务数据佐证。我们认为，多多平台商业模式的核心，是上下游的“粘度”。拼单模式给予小B客户低价，解决小B客户缺货或拿货价格贵的痛点，集单之后面对上游供应商时，多多平台则具备采购上量的优势，随着小B客户粘度加深和渠道倾斜，多多平台成交量放大，可以实现更低的拿货价格和更强的服务能力，形成正循环。国联云的推出则进一步在生产上与客户、供应链加深绑定。公司在财务上体现的高速周转、轻资产运营、规避囤货等，本质基于平台在上下游中的粘度，正式有如此强的粘度，才可以形成财务上的优质表现。
- 综上，公司作为化工B2B电商的头部企业，其核心供应链管理、产业链延伸、集合小B客户采购需求的模式成功解决了化工供应链上下游在价格波动中遇到的痛点问题；国联云数字技术服务是在产业互联发展大方向上的延伸。我们认为公司的商业模式已经进入正向循环，预计2022-24年将实现营业收入 687.83/1175.32/1914.89亿元，归母净利润 10.19/17.35/28.39亿元，对应PE 42.9X/25.2X/15.4X，首次覆盖给予“买入”评级。

- 【 01 】 公司简介：股权较集中，核心团队经验丰富
- 【 02 】 从国联资源网开始，沉淀客户与经验
- 【 03 】 转型多多平台线上交易，商业模式逐步跑通
- 【 04 】 商业模式与上下游黏度
- 【 05 】 财务预测

Part 01

公司简介：股权较集中，核心团队经验丰富

图1：国联股份股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 刘泉与钱晓钧先生为公司控股股东、实控，二人合计持股34.39%，与刘源（刘泉的姐姐）、李映芝（钱晓钧配偶）、李粤龙（钱晓钧的姐夫）为一致行动人。创始股东金雷力持股1.53%；公募、资管与北向资金持股12.14%。前十大股东总计持股49.4%，股权集中度相对较高。
- 安泰盛投、国锦盛世、宏联科创为公司员工持股平台，均未进入前十大股东行列，估计三个平台总持股在2-3%。
- 目前公司已经设立涂多多、卫多多、玻多多、肥多多、粮油多多等电商平台。

管理团队长期稳定，核心人员经验丰富



- 高管在公司长期任职，多多平台CEO均有国联资源网垂直赛道历练经历。

公司核心管理人员任职时间均在15年以上，管理团队稳定有利于公司的稳定发展，便于制定前瞻性战略。公司的垂直电商团队负责人均拥有丰富的行业经验，团队成员在行业信息、咨询等服务领域工作多年，对于客户需求、行业最新动态、产业上下游合作关系十分了解，同时拥有丰富的专业技能与客户积累。

表1：国联股份高管团队核心成员介绍

姓名	主要职务	加入时间	履历
刘泉先生	董事长	2002年9月	1976年生，中国人民大学经济学学士，长江商学院EMBA，曾多次任北京市人民政协委员
钱晓钧先生	总经理	2002年9月	1975年生，中国人民大学经济学学士，北京大学经济学硕士。在多个国联股份子公司中任董事
刘源女士	副总经理	2002年9月	1975年生，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，在多个国联股份子公司中兼任监事
潘勇先生	董秘	2007年3月	1977年生，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。曾任北京机经网信息技术有限公司市场总监
田涛先生	财务总监	2004年6月	1973年生，毕业于中国人民大学财会专业，清华大学EMBA在读，高级会计师，有丰富的会计、审计从业经验
王挺先生	卫/粮油多多联席CEO	2002年9月	1976年生，曾任国联资源网业务经理、业务总监、副总经理，国联全网总经理
刘俊宅女士	涂多多CEO	未公布	1976年生，长江商学院EMBA在读，国联股份副总经理，涂多多电商、国联资源网之涂料产业网和《现代涂料》创始人及CEO，在多个涂料行业社会团体中担任理事、秘书长、副会长等职务

资料来源：国联股份年报、国联股份招股书、国信证券经济研究所整理

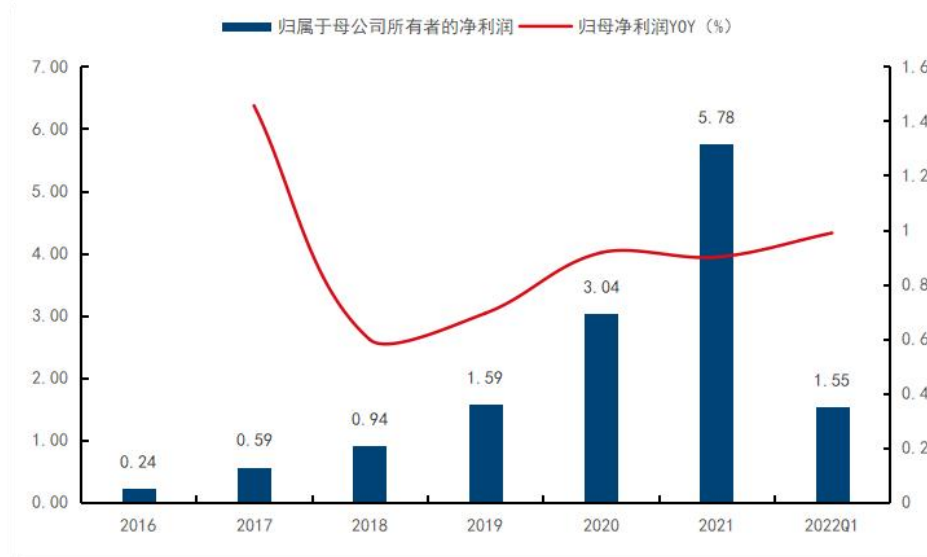
- 公司历史成长性突出，营收规模从2016年的9.1亿元增长至2021年的372.3亿元；归母净利润由2016年的0.24亿元成长至2021年的5.78亿元。5年间营收增长41倍，归母净利润增长24倍。
- 难能可贵的是公司成长性即使在基数扩大之后也能保持高位，2022年一季度，公司的收入与归母净利润增速均趋近于100%。
- 利润率方面，2016-2021年公司净利率分别为2.63%、2.94%、2.56%、2.21%、1.77%、1.55%，2019年后净利率有所下降。

图2：2016-2022Q1国联股份营收（亿元）及营收增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

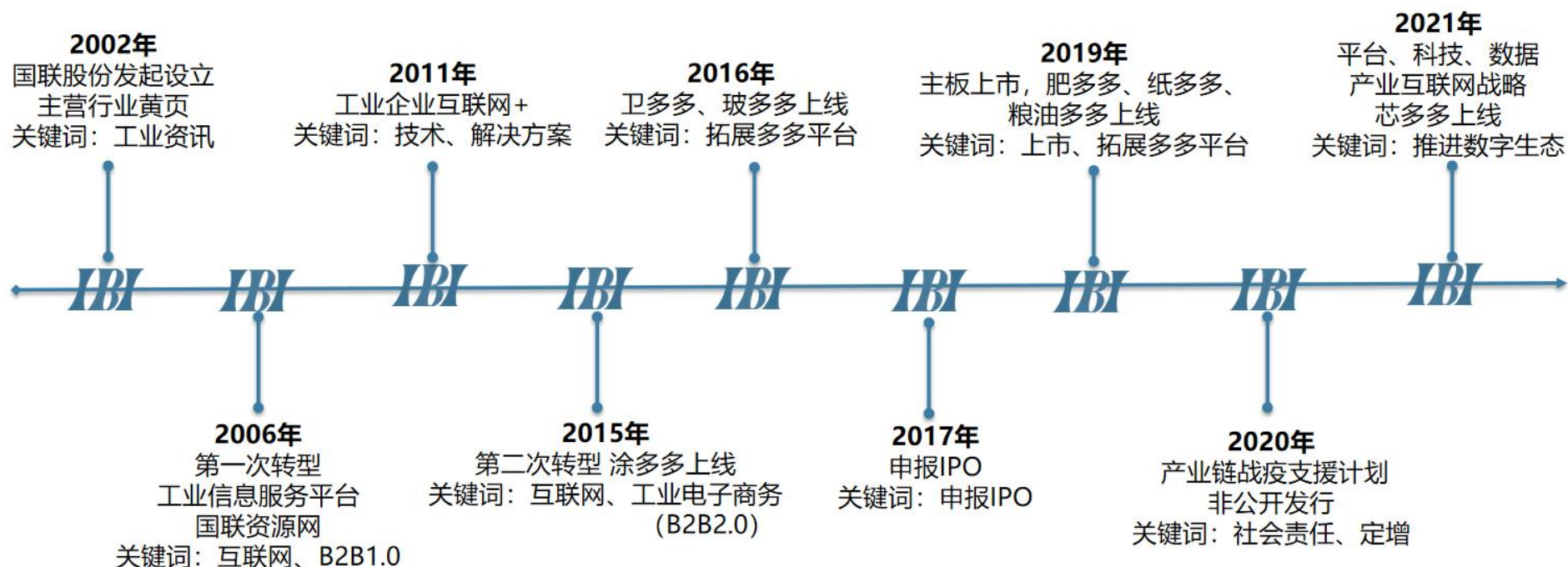
图3：2016-2022Q1国联股份归母净利润（亿元）及营收增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 公司的成长历史主要可以分为几个阶段：
- 2005-2013年，国联股份主要业务为国联资源网，对外提供电子商务服务，主要以商业信息服务为主，线上是信息展示和商机发布撮合，线下是供需对接和营销推广。
- 2014年之后，切入自营电商。基于国联资源网涉及行业中有比较优势的涂料化工产业分网、玻璃产业分网、卫生用品产业分网及其团队，相继于2014年12月、2016年7月成立了涂多多电商和玻多多电商，并于2016年6月将北京中智联业信息技术有限公司更名为卫多多电商，于2015年7月、2016年8月、2016年8月分别上线运营了涂料化工产业链B2B垂直电商平台——涂多多，卫生用品产业链B2B垂直电商平台——卫多多和玻璃产业链B2B垂直电商平台——玻多多。

图4：国联股份发展历史



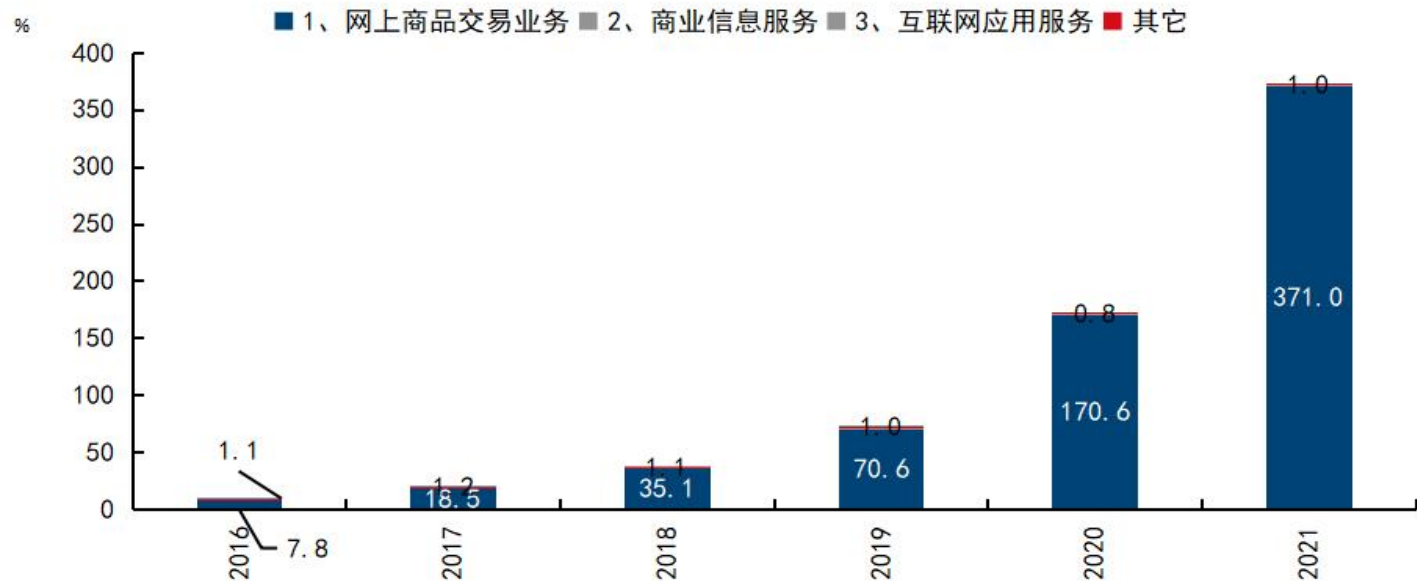
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Part 02

历史：从国联资源网开始，沉淀客户与经验

- 公司在过去数十年的成长中经历了商业模式的扩张，从互联网信息+营销服务，向产业进一步加深，开启自营电商平台模式。
- 在财务报表端，公司在开启自营电商业务后，网上商品交易业务快速发展，由于自营电商业务为向注册供应商直接采购货品，并通过网上自营商城向注册用户销售货品，因此收入成本全部计入利润表，因此2016年之后，网上商品交易业务成为公司业务收入的大项。

图5：2016-2021国联股份收入结构（亿元）

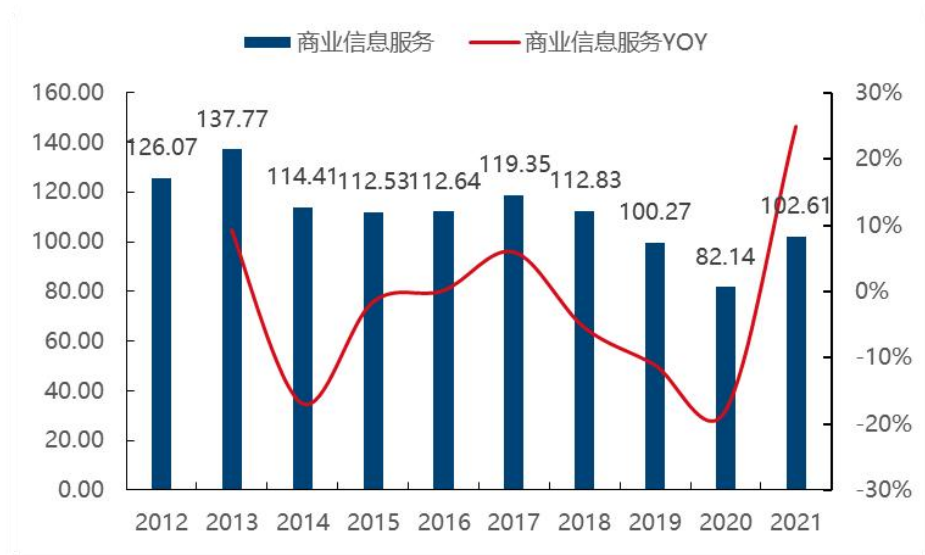


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 国联资源网的盈利模式接近于传统的互联网电商模式，其收入模式主要包括网站会员服务、会展服务、行业资讯服务和代理服务。2016-2018年，会员服务占该分项比重在40%左右，另外35%左右为会展服务，代理服务收入占比在14-15%，行业咨询收入占比7-8%。
- **会员服务-营销通会员：**包括国联资源网和各行业分网的供求商机撮合、企业商铺展示推介、在线交易咨询、行业和市场信息浏览服务，国联资源网和各行业分网的移动平台的展示、发布、推广服务，EDM的推广服务，DM纸媒的推广服务，微信公众号的推广服务等。
- **会员服务-会展服务：**在全国各主要城市组织会议会展等现场商务活动，为会员和非会员客户提供接触贸易伙伴、了解行业前沿资讯的平台，帮助客户加强交流与相互认知。公司的行业会展业务包括各类线下供需交流、主辅对接、技术推广、行业论坛、国际商务考察等会展活动。
- **代理服务与行业资讯服务：**代理业务主要指代理行业媒体的广告及推广服务。行业资讯服务为提供各行业政策、技术、市场、供求、项目建设、招标采购、黄页等信息数据，策划编辑行业工具书（如技术手册、产品手册、行业年鉴、行业汇编等）和行业分析报告等资讯产品。

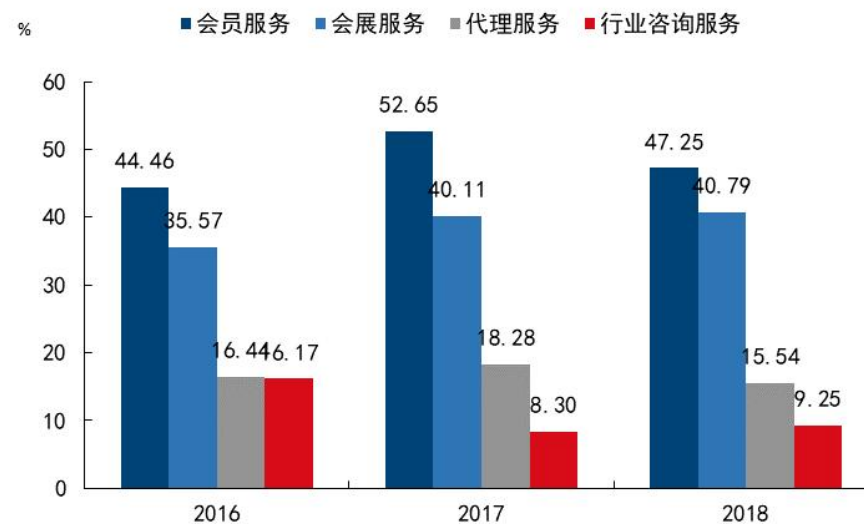
- 我们从国联资源网在过去的业务，及其对应的财务指标来看，可以看到：1）业务端，国联始终处于买卖双方之间，从营销向会展，介入程度逐渐加深；2）营收端，传统互联网模式下广告费的成长性遇到瓶颈，2012-2021年，公司商业信息服务的收入没有太大增长。

图6：2016-2021国联股份商业信息服务收入（百万）及其YOY（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

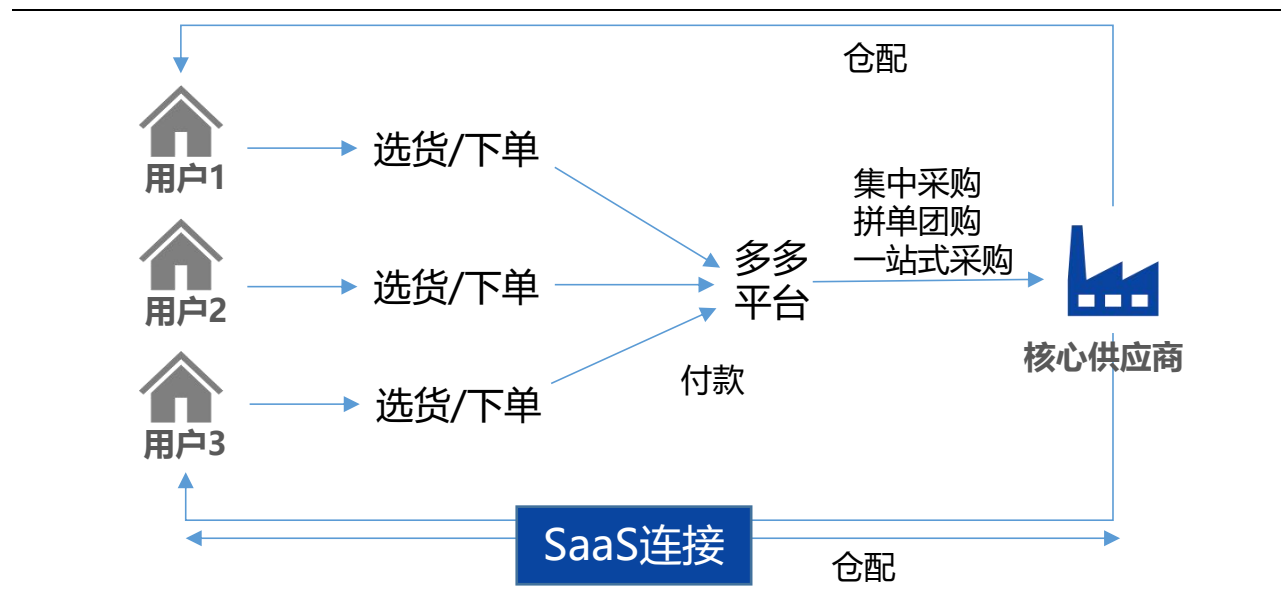
图7：2016-2021国联股份商业信息服务收入（百万）及其YOY（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 国联资源网的发展对公司具有极强的指导意义，国联资源网发育数年，在产业中形成了极强的影响力，但是在付费与转化方面却显得较为欠缺，这是纯平台模式与B2B商业贸易之间的矛盾。
- B2B电商的采购特征是：1) 采购金额远高于2C模式，按照国联股份2021年时的模型，单个客户每年采购金额平均在275万元；2) 采购商品需要用于下游再生产或销售。这样的特点决定了客户在进行采购时，对供应商的信任关系十分重要，B2C形式的随机匹配不占优势，同时B2B的交易也更容易沉淀出粘度。而若是随机匹配交易难以完成，则决定了广告收入的空间有限。这带来了国联资源网在过去数年收入成长性一般的结果。
- 但多多电商则是吸收了公司在国联资源网数年经验后的结果。多多电商从小B客户需求出发，深度切入供应链，通过拼单模式向上游进行采购，实现了B2B供应链的优化，迎来了快速成长，我们将在后文中详细论述。

图8：国联多多平台商业模式

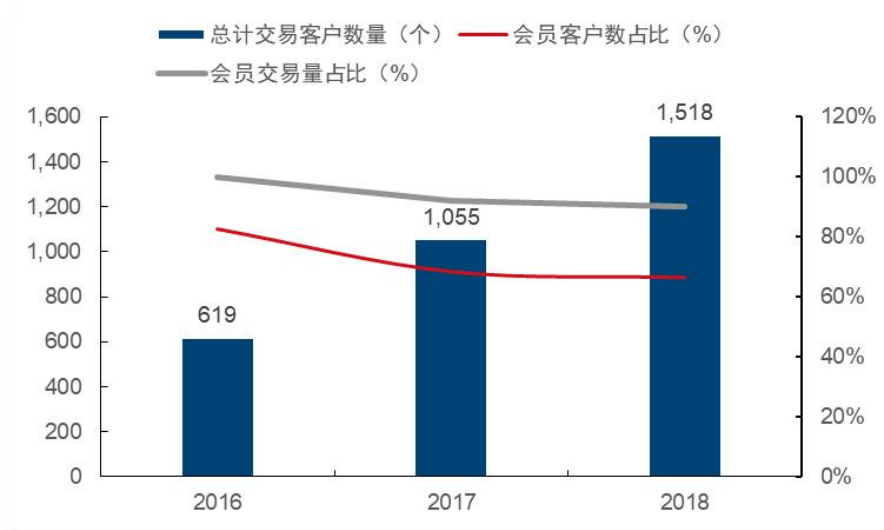


资料来源：国联股份官网，国信证券经济研究所整理

成长历史：从国联资源网开始

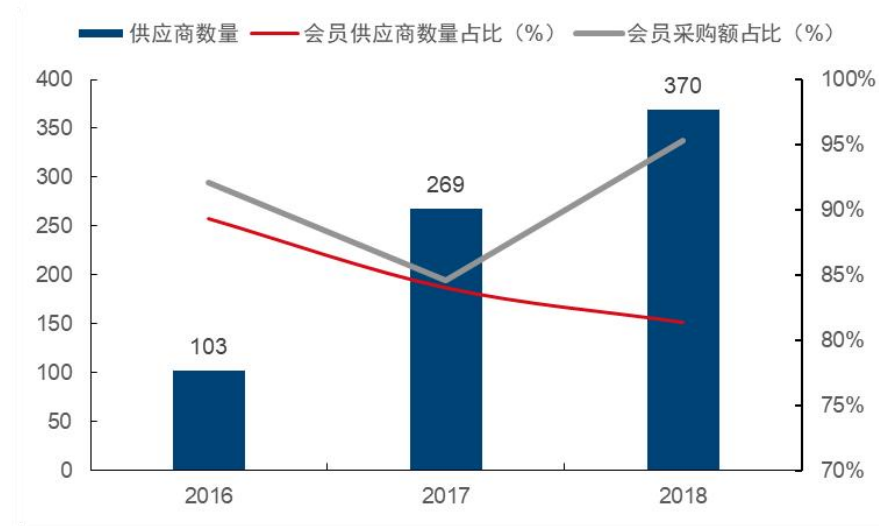
- 国联资源网对公司进行多多平台交易的作用远不止引流：
- **客户池：**资源网上的所有工厂与贸易商最后都成为了潜在的交易客户，这保证了公司在做交易业务的一开始就能做到有的放矢有迹可循，高效利用现有资源，节约费用；
- **沉淀专业团队：**工业品与消费品不同，商品通常用于下游的再生产，因此需要专业的工程师团队来对交易进行售后维护，国联资源网的员工在做撮合服务等的过程中，将会逐步积累对于下游小B的理解；
- **需求数据与方向选择：**这段时间内，国联资源网沉淀下了大量需求数据，让公司看到哪些品类方向最适合公司进行开拓。
- 因此我们认为，国联资源网是公司从事交易业务的基石，它奠定了公司对于产业链中小B客户的理解，奠定了公司在今后从事交易业务之时，也必然会从小B客户的需求出发。

图9：2016-2018国联股份交易客户数量、交易量来自资源网占比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2016-2018国联股份交易供应商数量、交易量来自资源网占比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Part 03:

转型多多平台线上交易，商业模式逐步跑通

多多平台：行业选取的经验之道



- 公司多多平台的建立，首先一步在于平台品类的选取。我们总结了公司迄今为止的主要平台的特点，即“上游集中、中间分销环节多、下游分散”。迄今为止，公司已经建立了涂多多、卫多多、玻多多、肥多多与粮油多多，同时正在探索砂多多与芯多多。
- 下游分散，往往意味着下游的客户单次购买数量小、议价能力弱，在获取货源时存在诸多困难，如涨价时拿不到货/拿货价格贵。
- 中间分销环节多，意味着层层加价的次数多，产业链上游与最下游的价差大。
- 上游集中，有利于集合订单之后与上游厂家或大型贸易商进行价格谈判。

表2：当前多多平台涉及的主要产业链、市场规模与渗透率情况

多多电商	主要产业链	主要品类	市场规模（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					
玻多多	玻璃产业	原片、纯碱、石英砂、石油焦等	3328	9570	27.41	0.29%	6.45	0.07%
肥多多	化肥产业	磷肥、氮肥、钾肥等	5147					
粮油多多	油脂产业	油料、油脂等	6517					
	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%

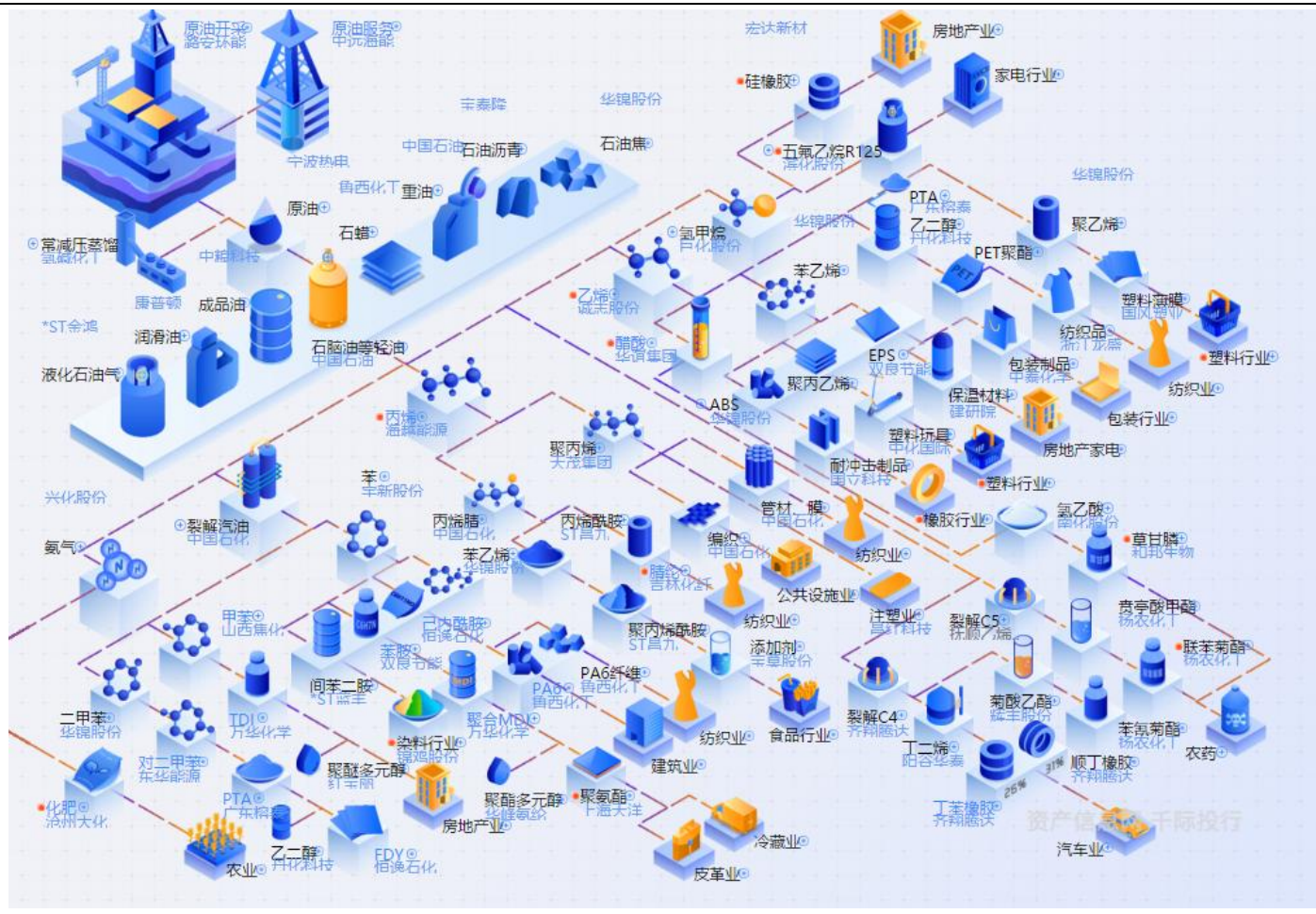
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

多多平台：行业选取的经验之道



图11：石油化工行业产业链



资料来源：21世纪财经，国信证券经济研究所整理

- 以公司最早切入的化工行业为例，化工是国民经济支柱性行业，其中品类包含数万种，终端行业包括了地产、纺织、汽车、食品等几乎所有需求。化工行业具有典型的越向下游品类越复杂且细化的特征。
- 在化工原料行业，对于客户来说最大的痛点就是**采购难**。由于化工行业产品多样化、跨度大，化工厂在进行原料采购时，经常会有成千上万种SKU的需求，由于上游企业没有完善的数字化采购系统，有部分小批量原料在找货和采购上需要花费采购人员大量精力。
- 数字化弱的另一个表现是化工业务中间的**贸易链条过长，导致信息不透明**。对于传统化工行业，信息差是一个很重要的获取利润方式。虽然信息差、低收高卖是基本的商业逻辑，但随着未来化工企业对上下游衔接的重视，未来行业内的市场价格会逐步呈现透明化趋势。
- “**上游集中、中间分销环节多、下游分散**”，化工行业非常贴合公司在行业选取上的判断。除此之外，公司卫多多、玻多多、肥多多等其他平台对品类的选取，也符合以上的要求。越是传统的行业与渠道，越对线上平台类**公司存在需求**。

公司成长：纵向挖深与横向拓展

公司的成长分为纵向挖深与横向拓展，两者齐头并进。从时间顺序上看，公司将涂多多以及与涂多多类似的卫多多、玻多多的商业模式充分跑通之后，再向其他品类扩展。

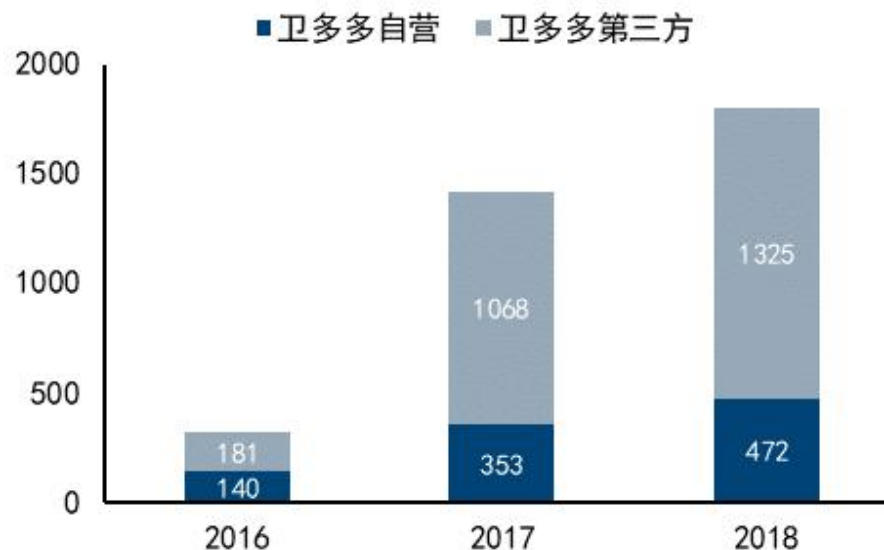
- 纵向的，我们理解成同一个多多平台内，即同一个产业链内继续向上下游进行SKU拓展，化工行业的特点是产业链长且复杂，一条产业链上能够纵深出大量产品，因此当平台确定某一个大类领域后，只要继续沿着纵向产业链延伸，还能够挖掘出非常多的品类需求。
- 回顾公司2016-2018年涂多多、卫多多、玻多多的经营数据，各个板块的SKU数量都在快速扩充，涂多多2016-2018年SKU总数分别为1799、2532、3251个，卫多多分别为321、1421、1797个，玻多多分别为727、1306、1696个。
- 纵向的拓展对平台上客户的交易粘度提升极其有作用，多多平台在产业链上做纵深，意味着向上下游延伸，这时有可能出现一个主体既是供应商又是客户的情况，该状况非常利于提升公司供应商与客户的粘度。

图12：2016-2018 涂多多自营与第三方SKU数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：2016-2018 卫多多自营与第三方SKU数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

以涂多多为例的纵向扩张

- 我们以涂多多的频道扩张作为案例，根据公司官网，公司当前有14个主要的大频道。以钛白粉开启的涂料行业具有行业规模大、下游场景多、SKU多的特点，钛白粉的场景中，60%涂料、20%塑料、14%造纸、6%其他，复杂的下游决定了过去行业中经销商拿货时的相对弱势。
- 涂多多的一级频道基本完全围绕钛白粉产业链。我们梳理涂料产业链，发现涂多多当前的品类基本能够完全涵盖涂料上游需求。并且能够拓展到如塑料等领域。

图14：钛白粉产业链产品

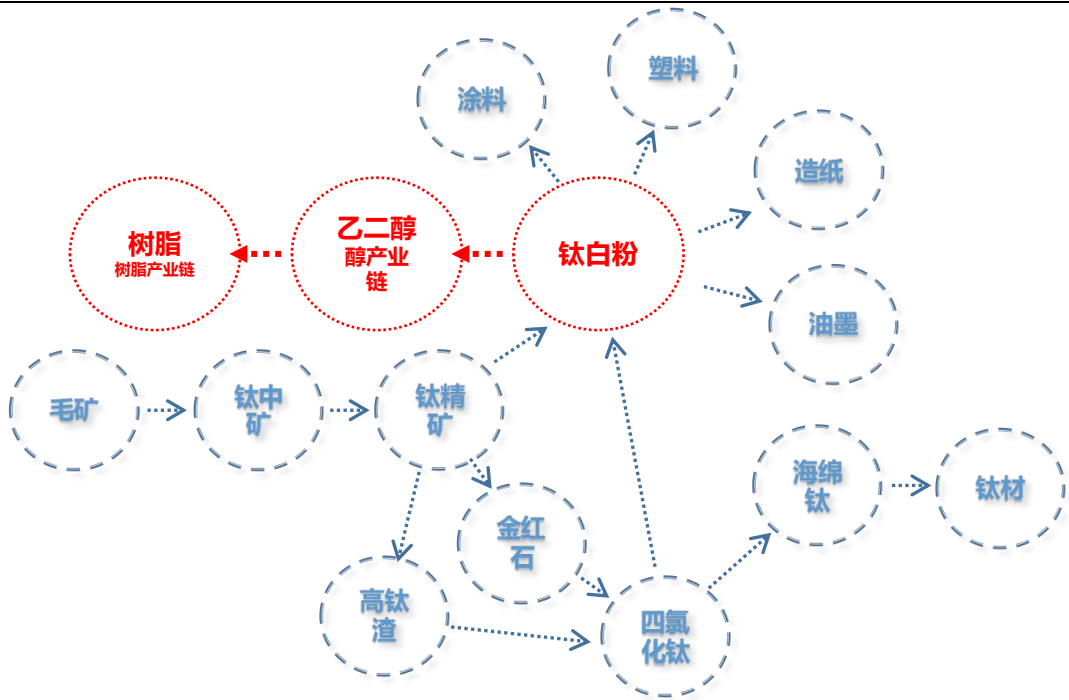


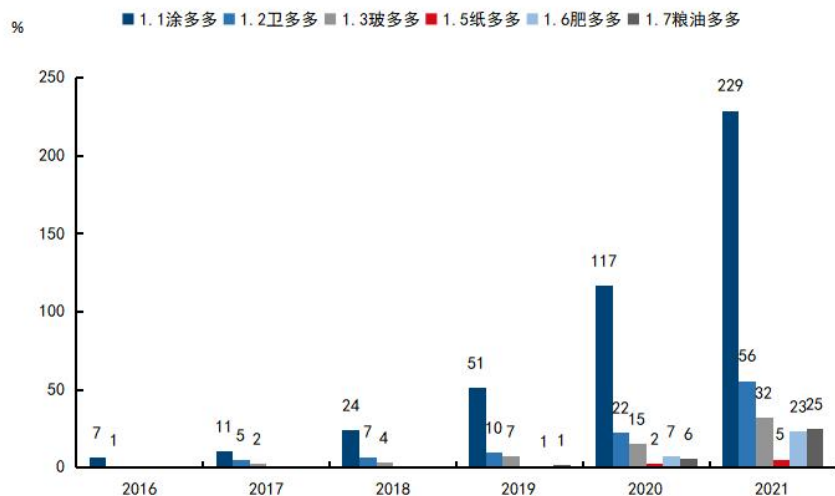
表3：涂多多当前的一级频道

产品	产品	产品	产品	产品
钛白粉/高岭土/滑石粉	硅灰石粉/蜡粉/彩砂	燃料/色浆/色片	苯丙乳液/硅丙乳液/纯丙乳液	丙烯酸树脂/聚氨酯树脂
膨润土/绢云母/碳酸钙	无机颜料/有机颜料	催干剂/固化剂/流平剂/消泡剂	防水乳液/底漆乳液/真石漆乳液	环氧树脂/醇酸树脂/聚酯树脂
立德粉/灰钙粉/硫酸钡	荧光颜料/金属颜料	分散剂/防腐剂/润湿剂/增稠剂		絮凝剂/聚丙烯酰胺

资料来源：涂多多官网、国信证券经济研究所整理

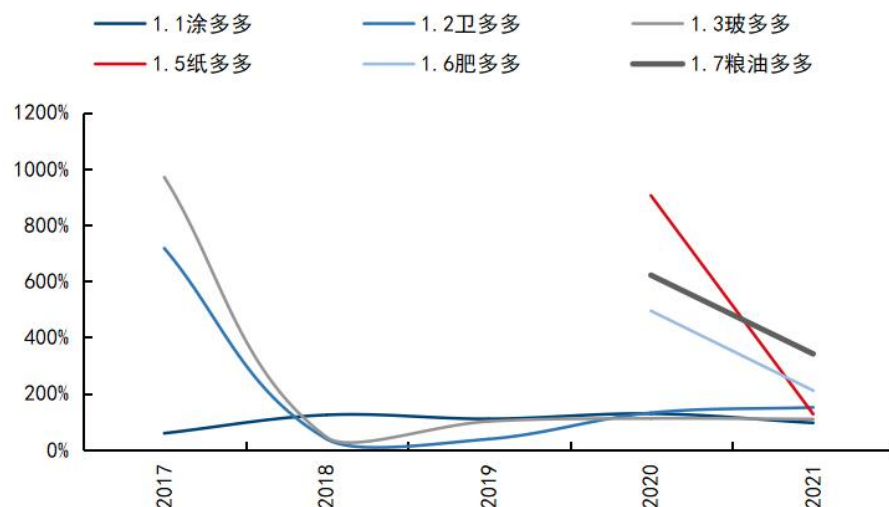
- 当前公司在财务报表上单独披露的多多平台共有7个，分别为涂多多（钛产业、溶剂产业、树脂产业）、卫多多（造纸产业、卫品产业）、玻多多（玻璃产业）、肥多多（化肥产业）、粮油多多（油脂产业、饲料产业、农药产业）。
- 当前公司经营时间最长最为成熟的平台为聚焦钛白粉产业链的涂多多，涂多多实现了从2016年的6.9亿营收到2021年的228.9亿营收，成长超过30倍；其次是卫多多，从2016年的0.6亿营收成长至2021年的55.8亿营收；玻多多则是从16年的0.2亿到21年的32.1亿。
- 纸多多、肥多多、粮油多多均是从2019年开始有明确交易收入，2019年，纸、肥、粮油多多平台的收入分别为0.2/1.3/0.8亿，2021年，三个平台分别成长至5.5、23.2、25.2亿收入。

图15：2016-2021国联股份各大大多多平台收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

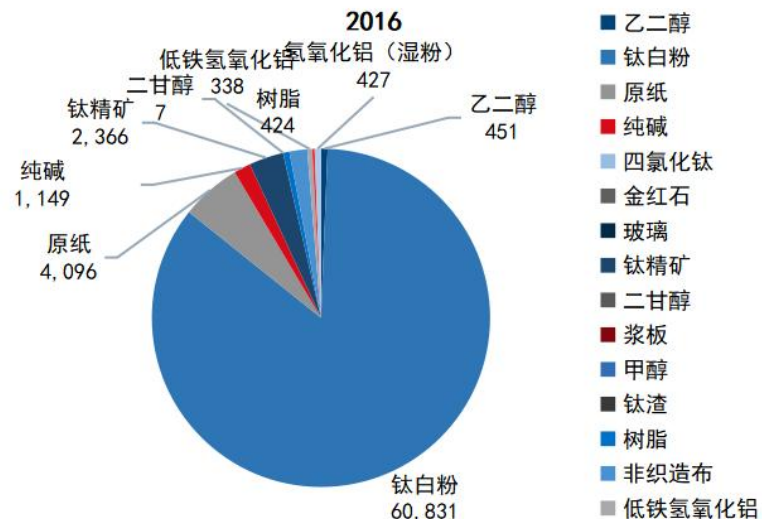
图16：2017-2021国联股份各大大多多收入增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

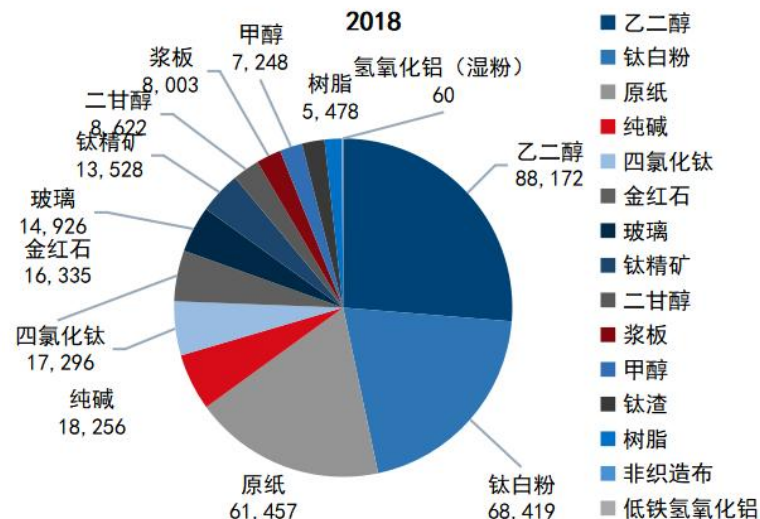
- 横向方面，我们可以清晰地看到，在过去5年，公司的平台从涂多多、卫多多、玻多多向纸多多、肥多多、粮油多多、医械多多、沙多多、芯多多等方向延展。
- 我们以公司招股书披露的2016年 VS 2018年，交易平台上主要交易商品金额分部为例，2016年尽管公司已经有了三大大多多平台（涂多多、卫多多与玻多多），但公司在交易上还是较为依赖钛白粉；2018年，乙二醇已经成为了公司最大的交易品类，其后钛白粉、原纸、纯碱、玻璃、浆板等紧随其后，且各自均有较高的成交量，隶属于不同的多多平台，横向拓展进展明显。

图17：2016年国联股份交易平台主要交易商品金额（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18：2018年国联股份交易平台主要交易商品金额（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Part 04:

商业模式与上下游黏度

化工分销：平台撮合模式（品牌在第三方综合平台开设直营店或代运营）



化工品的分销一般可以氛围平台撮合模式与平台买断模式，平台撮合模式的典型参与者为阿里1688，对平台而言为轻资产商业模式，提供平台和广告推送，商家自行负责上架、物流、客服等服务。

卖家：化工生产商或指定代理商、运营商，工作包括：

- 提供上架商品及信息（品类、价格）
- 将部分物流资源导入给第三方平台；
- 后台人员负责核对具体信息，包含：危化品与否、包装尺寸、物流需求等；
- 售后客服等

第三方平台：提供平台和广告推送

- 极少量自建物流设施及团队，主要依靠对接第三方物流满足需求；
- 支付工具及中介保证金；
- 融资等其它附加值服务

图19：巴斯夫在阿里1688上的直营店



图20：陶氏在阿里1688上的直营店



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

化工分销：平台买断模式-国联涂多多（专业平台，买断为主兼撮合）



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 平台买断模式的典型参与者包括国联股份、密尔克卫、摩贝化学等，平台负责供货、物流、客服等服务，对货源的把控能力更强。
- 涂多多自营主要为多多超市，由于是平台买断模式，提供正品保障与免费试样服务，自营端价格从量制定，符合2B业务逻辑。物流方面，通过轻资产方式引入第三方供应商进驻；通过IT系统串联信息，满足客户查询。

图21：涂多多网页截图



资料来源：涂多多官网，国信证券经济研究所整理

多多平台的商业价值

图22：国联股份商业模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们认为，多多平台商业模式的核心，是上下游的“粘度”。

- 国联的模式为B2B拼单模式，拼单模式对客户的核心就是“价格”，保证自己是全网最低的价格拉到客户，因为小B客户的痛点是“买不到货（尤其是价格上行期缺乏稳定货源）”以及“就算买得到，也是很贵的”。将零散的商品集合到一起进行采购，可以越过供应链本身的层级，拿到更好的价格，这样一来，客户的粘度就会持续提升。
- 拼单模式对上游供应商的核心是“采购量”。平台通过聚合拼单，成为上游供应商的大客户。随着比价效应的成功和供应链的稳定，平台对应到的供应商也开始从贸易商变成了生产商，平台可以在供应链中拿到更优惠的价格，反哺客户，加深客户粘度，形成正循环。所以在这个阶段，公司会有意在品类当中扶植比较大的供应商。当国联成为自己供应商的大客户之时，供应商对国联的粘度也在加深。
- 工业品的行业特点，又决定了一个客户可以既是供应商又是客户，因为产业链足够复杂足够长，这类客户对于平台的粘度更强。
- 公司在财务上体现的高速周转、轻资产运营、规避囤货等，本质基于平台在上下游中的粘度，正式有如此强的粘度，才可以形成财务上的优质表现。

多多平台交易模式：自营电商为主，第三方电商服务

- 多多电商的自营电商业务是指多多电商在多多平台开设线上自营商城（多多超市），多多自营电商对供应链的参与程度极深，包括但不限于：购销合同签订、提货交货、货款收付、结算开票等。多多电商对自营电商服务全额确认销售收入。
- 按照业务流程，（1）多多电商与供应商签订框架协议或商品入库后，会在多多平台上架、发布商品信息，客户下单后，多多电商会与客户签订销售协议；（2）签订销售协议后，多多电商根据与客户签订的销售协议，由多多电商自有仓库直接发货，或对供应商发出发货指令，由供应商按指令发货；（3）货物交付客户后公司相关业务人员与客户进行沟通确认，客户将签署后的签收单发送至相关业务员邮箱或直接上传公司商品交易 ERP 系统，多多电商确认此笔交易完成
- 公司主要通过多多平台提供第三方电商服务，多多电商在多多平台开设线上集市商城，由涂料化工、玻璃、卫生用品等产业链的注册供应商自主开设商铺，由注册用户自主选购交易，公司提供第三方平台服务。公司当前的第三方电商服务主要为引流意图，为免费服务，不收取费用，成交额不计入销售收入。

图23：涂多多网页截图

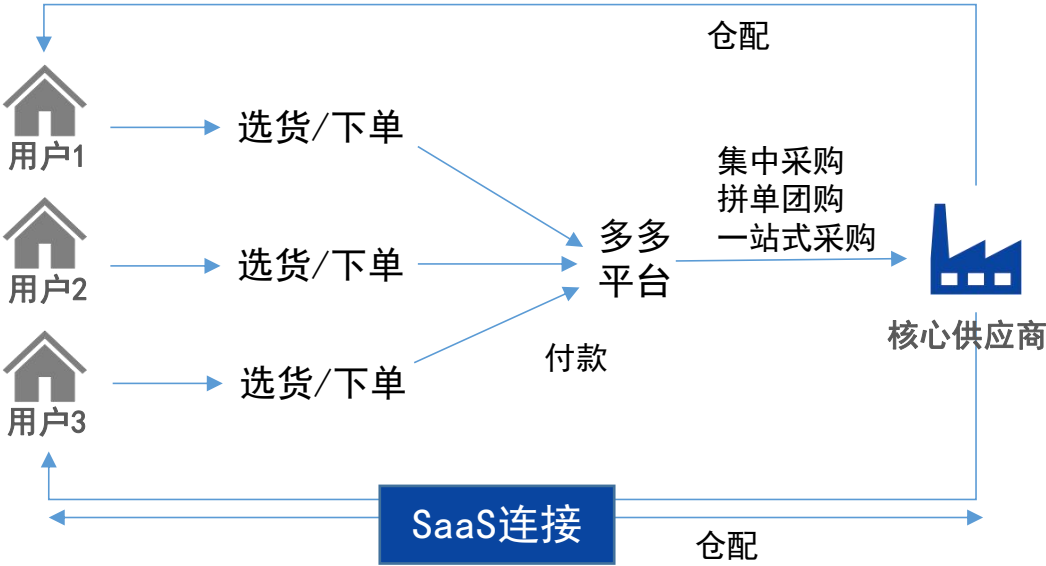


资料来源：21世纪财经，国信证券经济研究所整理

多多平台：撮合上下游，从客户需求开始

- 公司从国联信息网转型后，与产业链之间的关联度开始加深。从业务角度，一般为：
 1. 洽谈+定框架协议：与原材料供应商洽谈，洽谈成功后，多多电商会进入供应商的大客户体系，并签署采购框架协议；
 2. 确认采购计划：签订采购框架协议后，多多电商根据多多平台历史交易数据和市场供需状况，确定采购计划；
 3. 商品上架对接客户：商品在多多平台上架、发布商品信息，客户下单后，多多电商会与客户签订销售协议；
 4. 发货：与客户签订销售协议后，由多多电商自有仓库直接发货，或对供应商发出发货指令，由供应商按指令发货；
 5. 确认：交付客户后公司相关业务人员与客户进行沟通确认，客户将签署后的签收单发送至相关业务员邮箱或直接上传公司商品交易 ERP 系统，多多电商确认此笔交易完成。
- 更为深度的供应链参与度与更为复杂的交易机制，往往需要采购、交易、商务、客服、线下事业部、运营、跨境电商事业部等多个事业部的共同配合。

图24：多多平台的交易模式



资料来源：21世纪财经，国信证券经济研究所整理

表4：多多平台的交易撮合需要多个部门共同配合

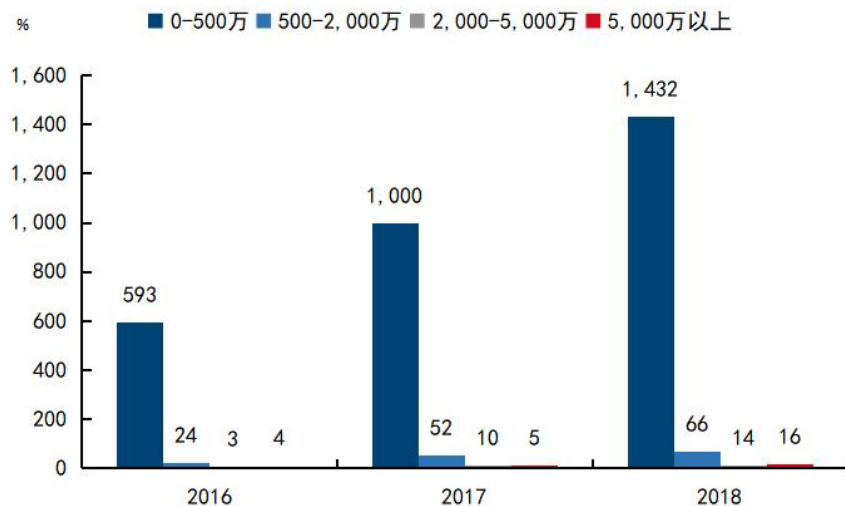
部门	职能
采购部	主要负责考察供应商资质、建立供应商合作体系，根据交易订单和交易数据采购自营产品等
交易部	主要负责平台自营产品的客户调研、客户沟通、采购订单和交易洽谈工作。区域营销中心，分别负责辐射区域内的客户开发
商务部	主要负责交易订单流转的ERP后台内控执行，包括买卖双方合同审核，价位调整，发货指令、收货确认、结算申请、仓储物流对接，对接公司财务部开具发票和系统对帐
客服部	主要负责接受、记录客户咨询和诉求，对交易客户进行售后跟踪服务
线下事业部	主要负责线下供需交流沙龙，行业会议活动，走入各地区进行客户咨询服务和交易支持对接
运营部	主要负责线下供需交流沙龙，行业会议活动，走入各地区进行客户咨询服务和交易支持对接
跨境电商事业部	主要负责境外客户资源开发及境外优质供应商的对接和洽谈合作

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客户画像：小型客户，粘度渐深

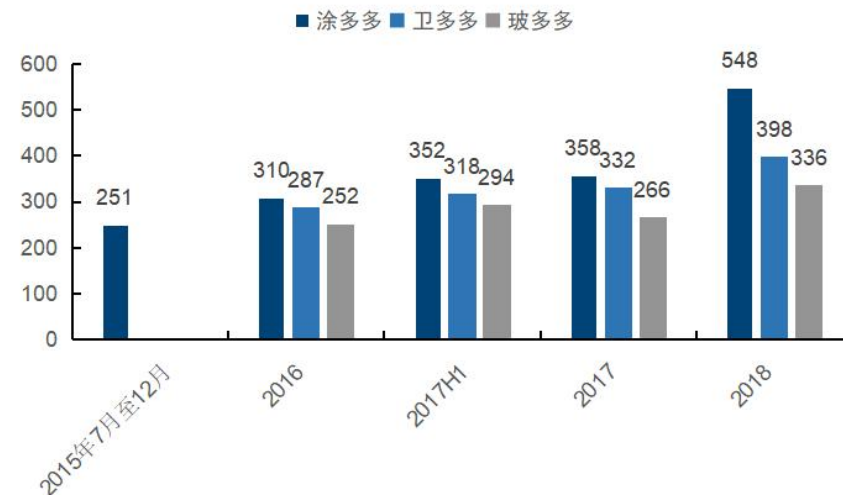
- 公司早期的客户来源重点基于国联资源网的客户积淀，这一点在上文已经提及。从用户画像上看，国联股份的客户客群具有典型的小B商家特征，我们概括国联股份的客户为：体量较小、操作谨慎、粘度渐深
- 从体量角度，参考招股说明书数据，2016-2018年间，绝大部分客群的交易金额在500万以下，2016-2021年单个客户的交易规模分别为126.2、175.2、231.3、205.5、207.1与275.7万/客，若考虑客户多次下单，则多多平台客户对应到的单次下单金额符合小B客户的特点，需求非常分散。
- 其次从客户的平均停留市场来看，公司的客户操作市场在过去逐步拉长，根据招股书披露的2018年数字，涂多多客户平均操作时间在548秒，约合9分钟以上，客户的操作市场随着平台SKU的数量稳步增长，粘度也在逐渐加深。

图25：2016-2018国联股份不同交易金额段客户数量（个）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：涂多多、卫多多、玻多多客户平均停留时常



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客户数量与粘度都在走高

- 公司交易客户数量的拓展，与前文所述国联资源网的历史，以及公司在产业链上纵横两端的努力密不可分。历史上看，多多平台交易客户数量增长最为迅速的是2019与2020年，分别达到126%、140%，我们认为这与公司在19-20年分别推出纸多多、肥多多、粮油多多与医械多多四个平台是正相关的。
- 其次我们考虑单个客户的交易金额，我们可以将其分为两个阶段：
- 第一阶段是2016-2018年**，该阶段公司平台为涂多多、卫多多与玻多多3个，行业大类整体较为稳定，该阶段单位客户交易额从126.2万/客上涨至231.3万/客。
- 第二阶段是2019-2021年**，19-20年公司开发了纸多多、肥多多、粮油多多与医械多多，并且实现了快速成长，但我们认为，工业品电商的小B客户在平台开发早期，很难将大部分的渠道采购依赖平台，因此新平台的导入，带来了2019年单个客户交易额的下降，下滑至205.5万/客，但随着20-21年新平台的逐步成熟，单客交易额迅速升至21年的275.7亿，创出新高。
- 由于工业互联网的客户大多为贸易商或将商品用于再生产的生产商，通常其每年经营的规模都较大，客户采购渠道本身也较为丰富。单位客户交易金额的上升，代表了客户在自身的采购渠道中，对国联平台的倾斜程度加大。

图27：2016-2021国联股份总计交易客户数量（个）及其YOY（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：2016-2021国联股份单个客户交易额（万元/个）

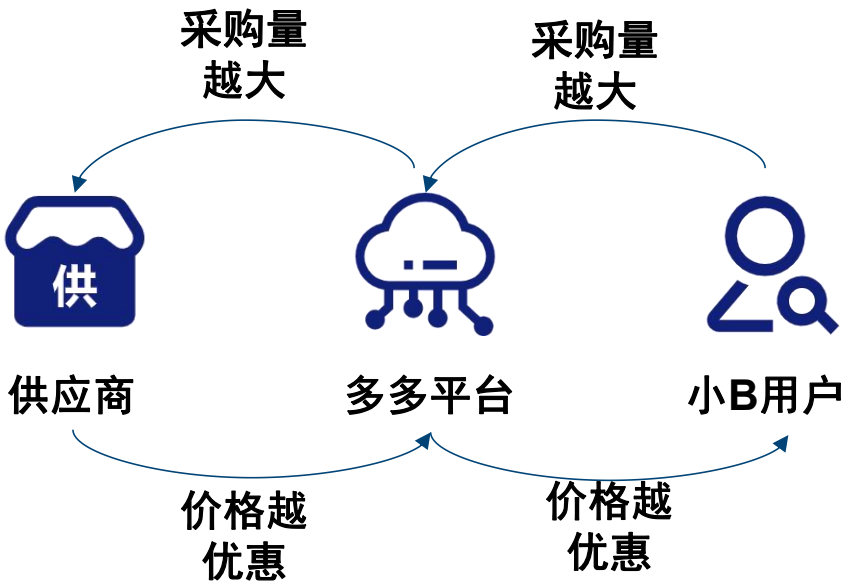


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客户的粘度来源于拼单模式

- 对与小微客户而言，最需要解决的问题是：
 - 1) 价格问题，小B客户处在供应链中后段，面对的价格往往是层层加码后的价格；
 - 2) 货源稳定性，化工品天然有价格波动，价格上行期间，小B客户往往很难获取稳定货源。
- 工业品市场具有典型的以量定价的特点，大客户采购量越大，价格越优。国联股份多多平台通过收集整理小B客户的订单，进行集中采购，拼单模式能够有效改善以上两个问题。在这个过程中，客户需求越多，采购量越大，与供应商之间的关系就越深，价格谈判越有优势，对小B客户的吸引力就越大，B端客户增加采购量，进一步加深多多平台在上游的采购能力。

图29：多多平台与供应商客户之间的量价效应



资料来源：国联股份招股书，国信证券经济研究所整理

图30：行业以量定价特征显著

工厂整车（20-32吨）汽运直发全国包邮，工厂整车（54吨）铁路直发至站点，工厂整柜（27吨）海运直发沿海区域，其他仓库运费另计

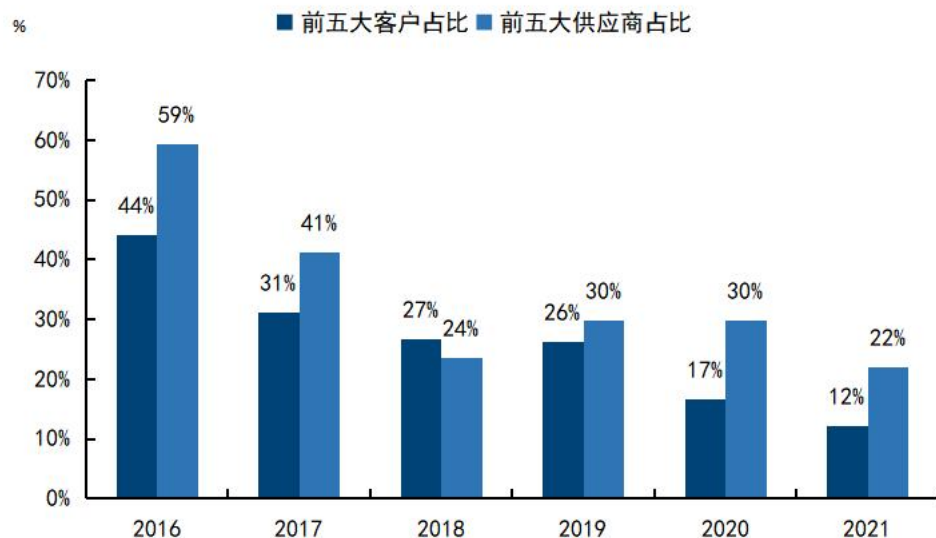
价 格	¥19100.00	¥19000.00	¥18900.00
订 货 量	1 - 29 吨	30 - 59 吨	≥ 60吨
最 终 价	19500元 = 19100元 + 仓库管理费400元		
优 惠	VIP 登录 享受会员价等更多优惠		
品 牌	钛海	产品型号	钛海THR-6666
产 地	四川省攀枝花市	包装规格	25kg包装
起 订 量	1吨	货源类型	--
支付方式	 线下转账  在线支付		

资料来源：涂多多，国信证券经济研究所整理

供应商数据佐证：集中采购，零散分销

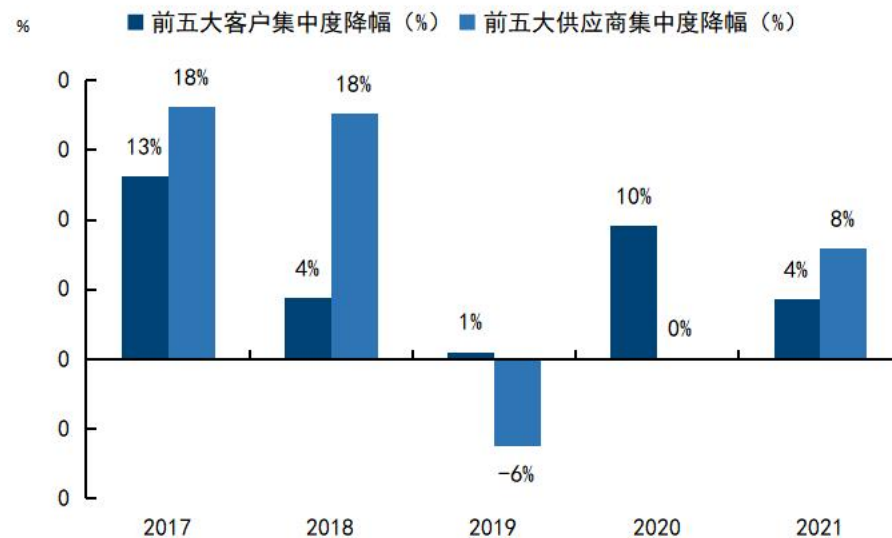
- 随着多多平台的SKU逐渐做深做广，自然需要越来越多稳定的供应商。
- 多多平台与供应商之间的合作关系是一个逐渐深入与细化的过程，我们回顾历史，可以看到公司前五大客户的占比每一年都在缩小，这与公司不断拓宽加深细分品类的逻辑是一致的，2016-2021年，前五大客户占比分别为44%、31%、27%、26%、17%与12%。
- 但是，尽管公司平台的销售品类和平台增多，2019-2020年公司的供应商集中度不降反升，21年有所增加但也并未恢复到2018年的24%，这说明了尽管销售逐渐复杂，但相对而言，公司一直在提升供应商的集中度，以寻求更高的采购经济性，另一方面，供应商也越来越多在渠道商依赖国联的多多平台。

图31：2016-2021国联股份前五大客户与供应商集中度（%）



资料来源：国联股份年报，国联股份招股书，国信证券经济研究所整理

图32：2017-2021国联股份前五大客户与供应商集中度变化（%）

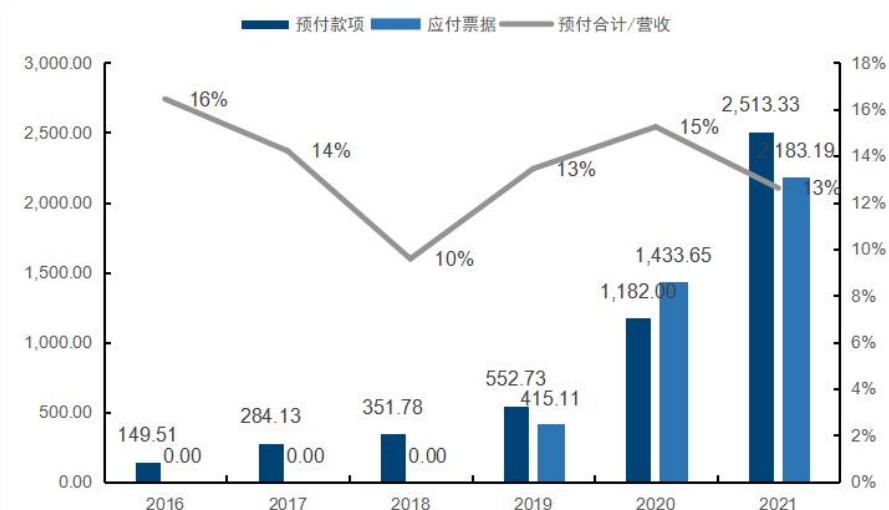


资料来源：涂多多，国信证券经济研究所整理

从预付与应付看上下游地位的提高

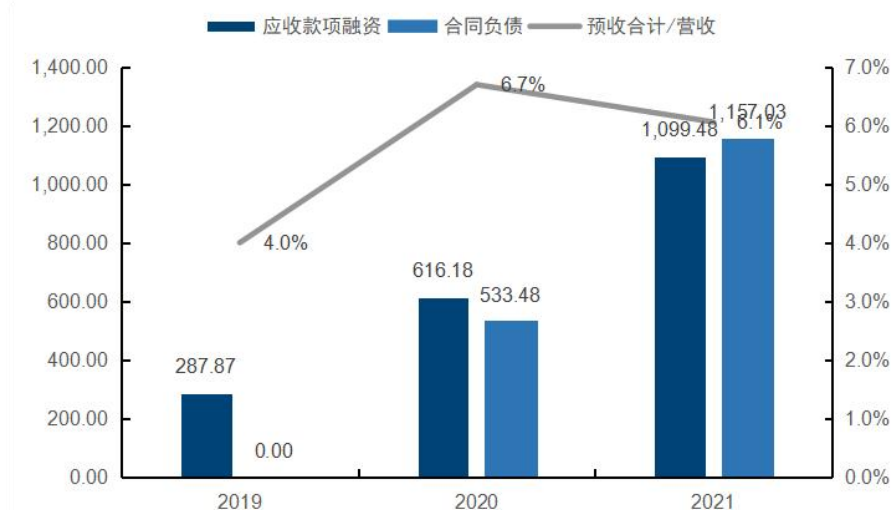
- 公司网上交易业务中会采取大量的银行承兑汇票进行结算，在该结算方式下，采购业务中预付供应商的银行承兑汇票导致了应付票据和预付款项的增加，销售业务中预收客户的银行承兑汇票导致了合同负债和应收款项融资的增加。
- 我们从该角度出发，选取了2016-2022Q1公司资产负债表的数据，以【A=应付票据+预付款项】代表公司对供应商的预付，以【B=合同负债+应收款项融资】代表公司对客户的预收。我们发现A与B均随着公司业务规模的做大快速扩张，但趋势有所不同，对供应商的预付在近年呈现波动向下，整体控制在占收入比重15%以下，对客户的预收则从2019年的4%提升至2021年的6.1%；此外，对客户预收/对供应商预付的比例也在大幅提升，我们认为预收比例的提升代表着公司在产业链上下游话语权的增强，以及对风险控制的能力提高。
- 公司向上游预付款比例随着交易量的提升而会有所下降，预付款会从100%降到50%。从客户的预收款大部分是100%，少数老客户根据历史月订单额80%有15~20天的账期。

图33：2016-2021公司预付款项、应付票据（百万）及二者之和占收入比重（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图34：2018-2021公司应收款项融资、合同负债（百万）及二者之和占收入比重（%）

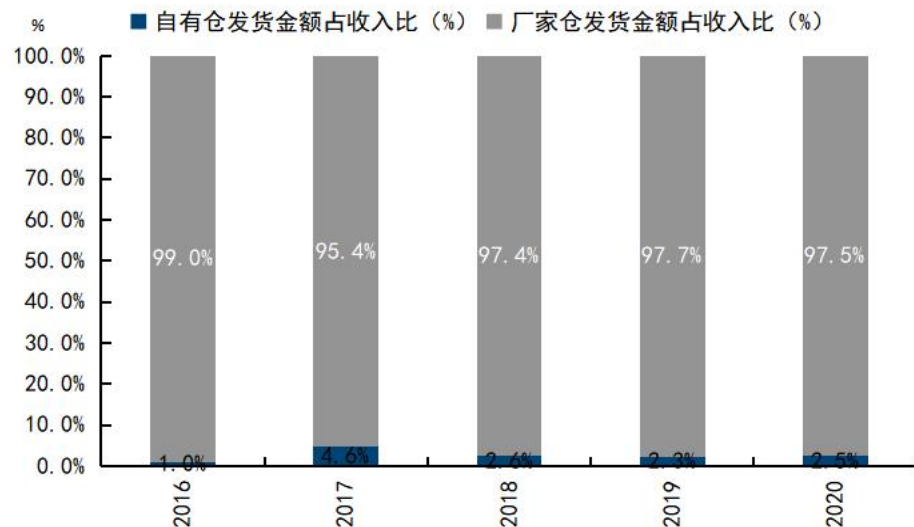


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

轻资产运营：供应商仓库直发，减少供应链管理风险

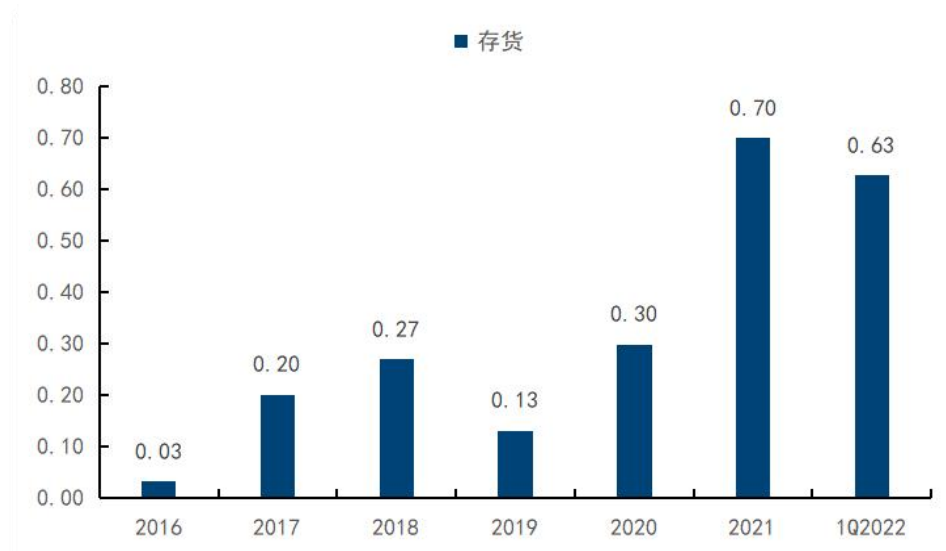
- 公司的网上商品交易业务有两种发货模式，一种是自有仓发货，即公司采购的货物直接运输至公司仓库存放，待签订销售订单且满足双方约定的发货条件后由公司仓库发货给客户，该类模式存放在公司仓库的货物在存货科目进行核算；另一种是厂家仓发货，即货物由供应商直发，供应商接到公司的发货指令后将货物发出给客户，该类模式不产生存货，从历史上看，厂家仓直接发货的占比远高于自有仓发货。
- 公司财务供应商仓库直发的方式，从实际操作情况，有诸多好处：
 - 1) 减少存货，避免很多供应链管理风险，如发货过程中的丢失、损坏等问题，实际上化工行业的供应链管理颇为复杂，不同的品类往往对应不同的保质期、存储要求、运输要求等，公司采用轻资产模式，避免不必要的损耗；
 - 2) 轻资产经营，减少在供应链端的资本开支；
 - 3) 尽量减少对供应链管理人员的招聘，简化内部管理机制。

图35：2016-2020年公司自有仓VS厂家仓发货占收入比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36：2016-1Q2022公司存货（亿元）

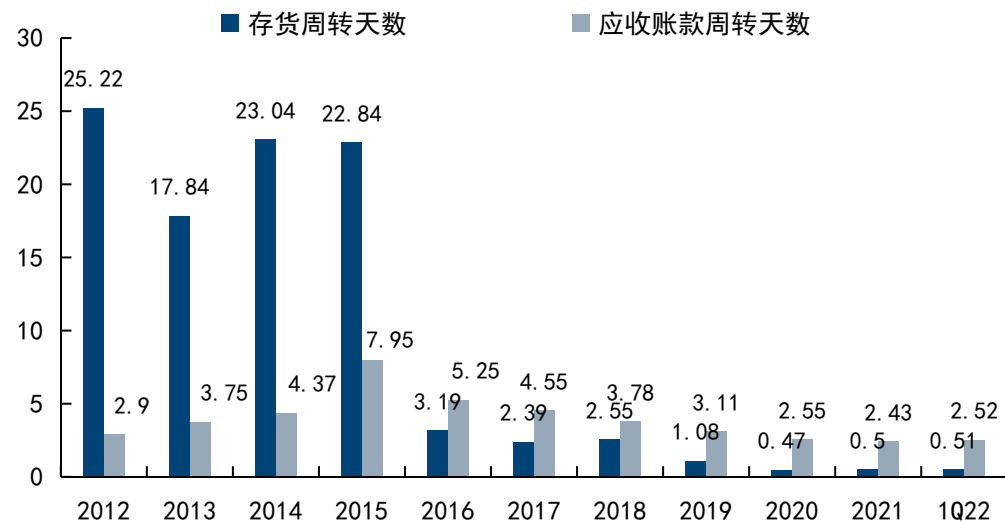


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

轻资产运营下，国联股份的高周转能力

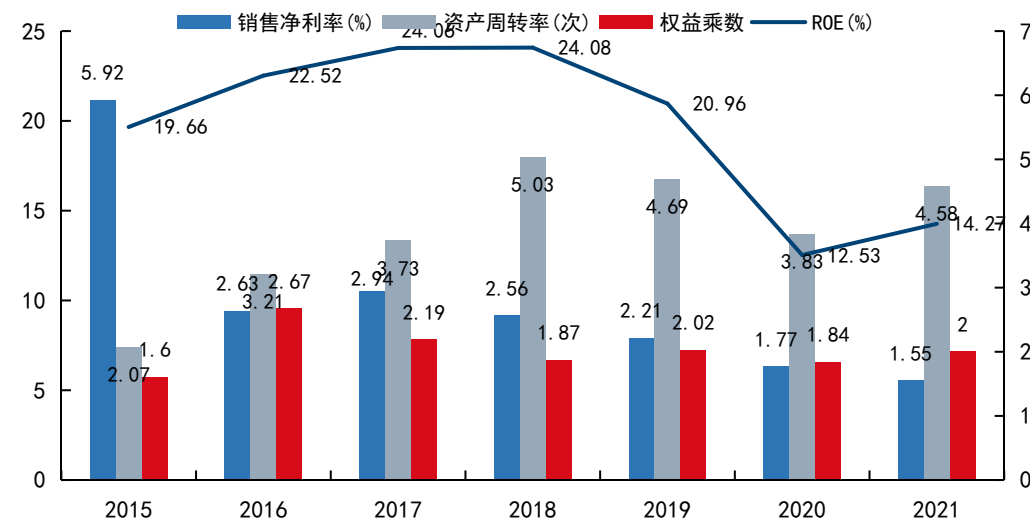
- 国联股份最为重要的商品交易业务，通过先收集下游需求进行拼单再对上游发起采购、向下游客户收取预收款并与供应商签订采购合同的方式，锁定货源货量与价格。这种预收预付、供应商直发模式的优势可直观反映在高周转速度上。自2015年公司开始孵化各大多多平台起，存货周转天数与应收账款周转天数持续下降，目前已分别降至1天与3天以下；同时资产周转率也持续提高，除2020年疫情影响年份外，资产周转率已达4.5以上，传统经销商和其他 B2B 电商平台难以企及。
- 另外，对公司进行杜邦分析，可以看到ROE的下降主要由销售净利率的下降引起。公司现阶段仍以扩大交易规模和行业影响力、持续提高渗透率和转化率为主要策略：在价格下行阶段稳定下游采购周期，使上游排产稳定；在大宗材料价格上行阶段稳定供应价格，保证下游以低成本采购原材料，以此分别增加上、下游客户黏度。因此可以将现商业模式下的盈利看做“服务费”，帮上下游企业稳供给、稳需求，进而吸引更多的上下游企业参与到平台经营中。

图37：国联股份应收账款及应收票据周转天数（天）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38：ROE杜邦分析（ROE数值参考左轴，其他数据以右轴为准）

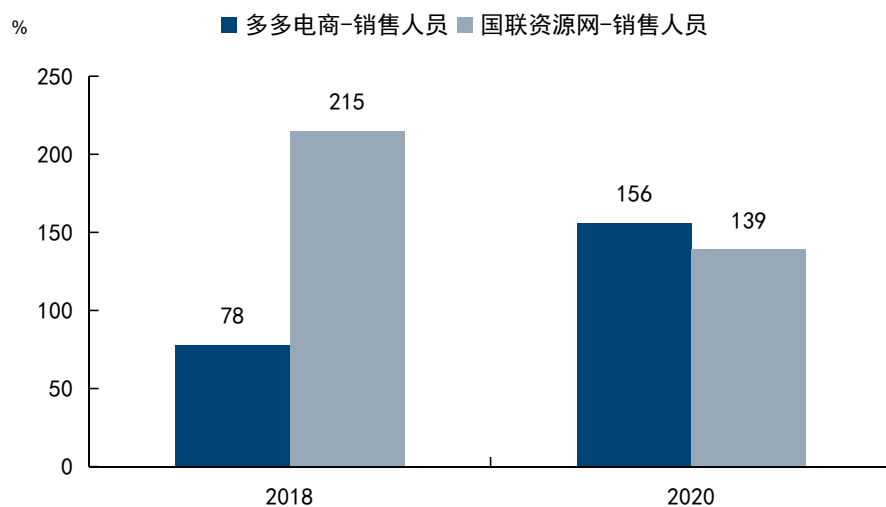


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

销售人员端体现规模效应

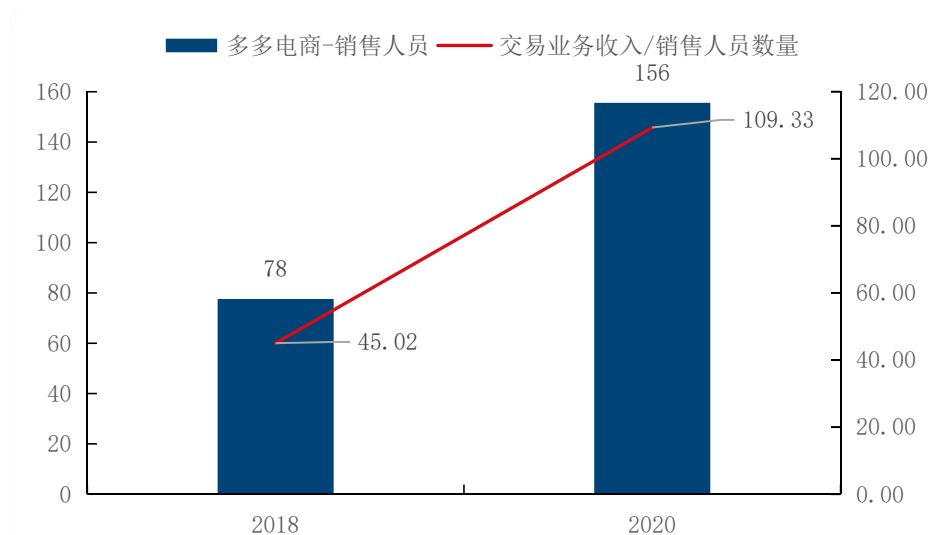
- 从公司人员结构的变化上看，销售人员的数量变化也非常能够体现国联资源网向多多平台发展期间的规模效应。
- 公司在过去几年整体销售人员数量增长有限，2018-2021年销售人员数量分别为342、292、295、378人，显著慢于公司的收入增长。背后原因有二：
 - 公司实现内部销售人员的结构调整，在国联信息网运营逐渐成熟之时，将销售人员从国联资源网调整至多多电商，服务更多交易方面需求；
 - 我们只考虑多多平台产生的交易业务收入与多多平台对应的销售人员数量，发现单个销售创收也有显著提升，从2018年的4502万提升至2020年的10933万，这充分说明了多多平台在流量与交易体系成熟之后的规模效应。平台的成立早期，转化工作需要销售人员推动。在基础用户数量达到一定数量后，口碑传播的效应将会逐渐的变得越来越明显。越往后，需要人员推动的工作越来越少。

图39：2018 VS 2020国联股份销售人员分配（人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：2018 VS 2020 多多电商销售人员数量（人）及人均对应营收（百万/人）



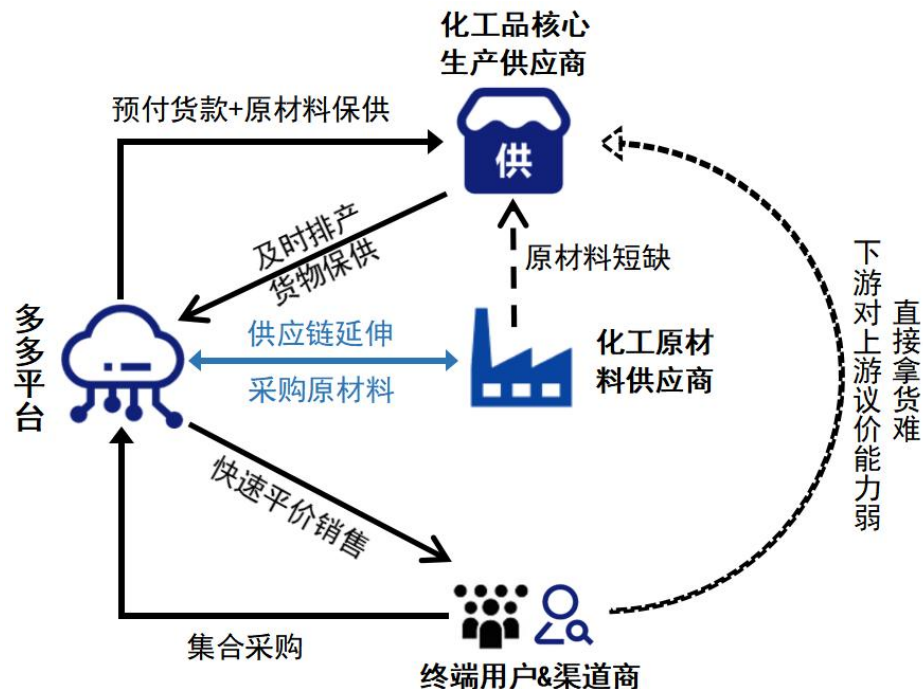
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 多多平台与供应商进行长期合作，但平台给予供应商的报价却是随行就市较为灵活的，我们查阅公司向供应商的报价流程可以看到，多多平台向供应商报出具体价格的时间点，在客户给予意向订单之后，由于平台每单交易的周转速度较快，因此该报价有利于保证多多平台在价格涨跌阶段均维持毛利率的稳定。
- **A、签订采购框架协议：**多多电商选择供应商进行合作洽谈并签订采购框架协议，框架协议仅标明合作意向；
- **B、收集意向订单：**多多平台收集客户意向订单，意向订单仅表明客户与多多平台合作的意向，同时申报预计需求量，不约定商品价格，不构成购销协议；
- **C、制定采购计划：**多多平台根据意向订单的统计结果，结合对历史交易数据分析，在对未来市场供需状况合理预测基础上制定采购计划；
- **D、签订采购合同（确认采购价）：**多多平台向供应商提出采购订单并签订具体采购合同，合同中明确产品品类、型号、数量、单价、总价等因素等条款；
- **E、对于由供应商直接发货至客户的商品，**多多平台将该商品挂网，客户下单后发行人通知供应商发货，客户验收后，发行人确认该笔采购采购和销售环节完成，确认销售收入并结转成本，同时结转往来科目。对于多多采购后运输至仓库的商品，发行人签收后确认存货并结转往来科目。
- 多多电商根据供应商的供货量、经营规模、诚信状况等认证情况的差异，将供应商划分为核心供应商、重点供应商、签约供应商，根据供应商等级不同，实施不同的合作策略和维护力度。如平台订单会按优先级，先满足核心供应商、重点供应商次之、签约供应商再次之。

价格波动反而增加上下游黏度

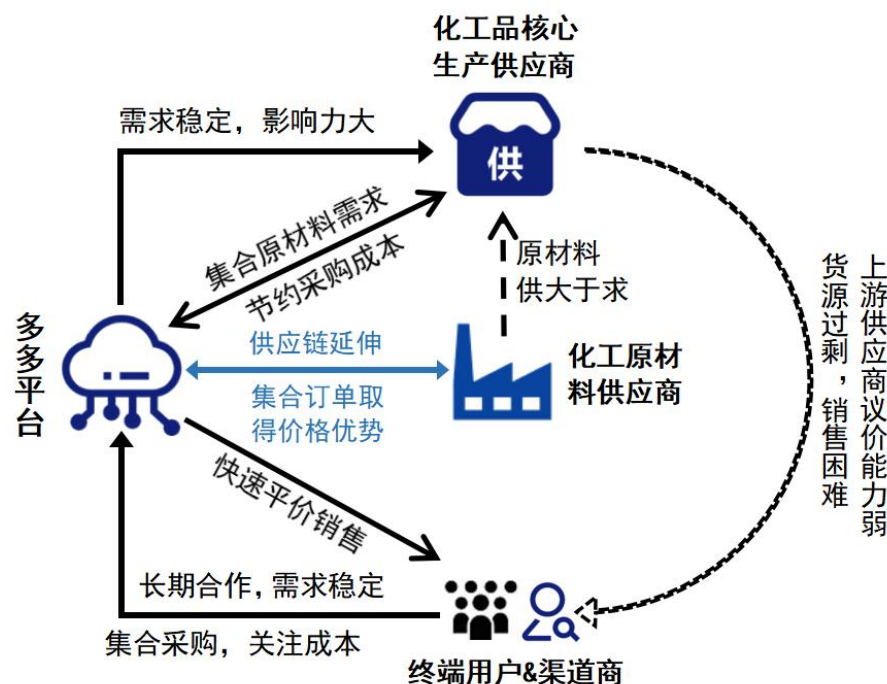
- 我们认为公司所在的工业品电商市场中，价格的波动反而是有利于增加上下游黏度的。从草根观察，在价格上行阶段，小客户在获取货源和价格上的难度都非常大；而在价格下行阶段，供应商销货的难度则很大。
- 多多平台提供的是一个较为稳定的销售平台，其特点在于，首先处在工业品大市场中的市场份额较小，不至于受到行业供需波动的剧烈影响；其次，我们在梳理公司客户特征之时看到，大部分为小B客户，采购量较小，处于产业链的中后端，对材料的需求相对波动没有中间贸易商那么大。

图41：价格上行阶段：核心供应商 + 供应链上下游延伸 + 预付款策略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

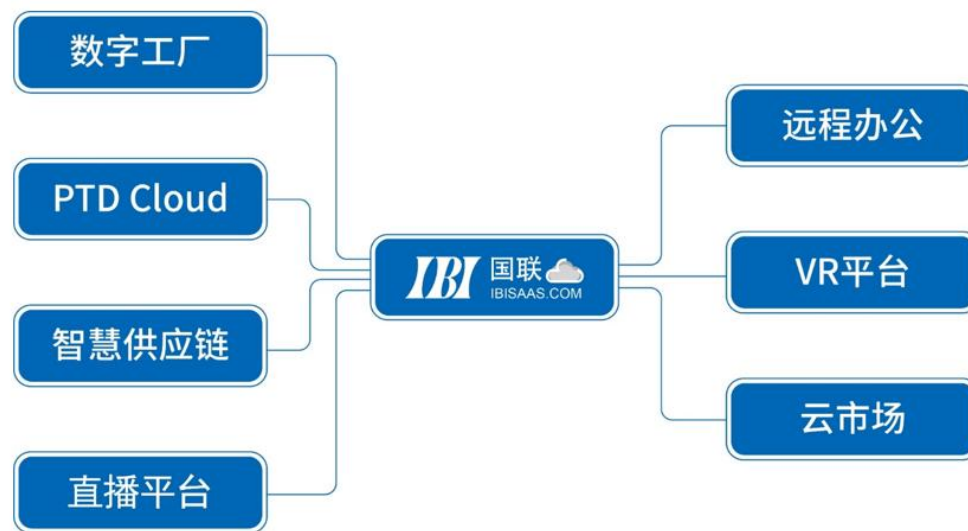
图42：价格下行阶段：稳定的客户需求 + 上下游互相促进 + 供应链上下游延伸策略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 公司通过国联云技术板块为产业和企业提供各类数字化技术服务，包括全网技术架构、电子商务、数字供应链、数字工厂、工业互联网等解决方案和云ERP、行业直播、远程办公、视频会议等云应用服务。
- 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。
- 国联云的布局具有多项意义：首先，国联云的布局有利于多多平台的供应商粘度的加深，多多平台的供应商多扎根传统企业，在数据化生产经营者有所欠缺，国联云所提供的数字工厂、PTD Cloud。

图43：国联云平台



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 2021年，公司制定了三年云工厂行动计划，基于多多平台的核心供应商或核心客户工厂进行“原材料一站式采购”+“产成品一站式销售”+“数字工厂”，依托多多平台的订单优势、供应链优势和技术优势，为相关云工厂提供原材料采购、产成品销售和数字工厂解决方案等一站式服务；目的是为了进一步实施上游云工厂和深度供应链策略，加强上游壁垒和生态圈建设。

图44：国联数字工厂功能



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图45： 国联数字工厂功能



- **工业互联网平台**公司的工业互联网平台立足于同一产业链、供应链、价值链的上下游数字工厂的共构链接，实现生产能力、原材料、备品备件、人力资源、物流仓储等各环节的共享交互和协同优化。
- “基于PTDCloud平台的供应链产业链实时响应协同优化解决方案”项目被认定为工信部“2020年工业互联网试点示范项目”。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

智慧供应链

智运平台：利用北斗定位、LBS定位、物联网、AI、大数据等科技手段，协同大宗物流运输方为企业及上下游客户智能匹配最佳线路和提供多式联运运输方案。打造网络货运平台和大宗物流的类“菜鸟”网络。

云仓平台：协同多多中心仓、交割仓等数字仓库，为产业链企业提供仓储转运、仓单交割、仓单质押等一站式数字化仓储解决方案。

数字港区：借助多多平台的供应链优势及跨境电商规划，加强数字化运营体系构建，为港口的高效储运提供强力支撑。并在港储管理的数字化、交割数字化等方向共同发力。

直播、远程办公、企业VR、国联联云市场

直播平台：提供强大的云端直播能力及全平台打通的直播服务，将直播能力注入各业务场景。

远程办公平台：提供办公类SAAS服务，有效提高办公效率及整体管理能力。

企业VR平台：将线下实景“搬到”线上，实现在线全方位互动式观看真实场景。

国联云市场：携手诸多第三方服务商一起共同打造云服务生态。

Part 05: 财务预测

• 我们的盈利预测基于以下假设条件：

1) 商品交易业务上，目前公司6大多多电商平台的总体行业渗透率仅约1.02%，未来横向纵向均有很大拓展空间。并且在化工品价格波动时，公司均能稳住供应商与下游客户需求，我们认为这样的模式解决了价格波动中化工供应链上下游痛点问题，有助于增加客户黏度并吸引新客户。2022-24年该业务增速达85%/71%/63%。

2) 商业信息服务上，由于目前信息获取渠道丰富，预计2022-24年该业务增速为10%/5%/0%。

3) 互联网应用服务业务：国联云数字技术服务体系将愈发完善，公司当前重点推进，后疫情时代VR云工厂、远程办公等需求受益，预计未来三年将实现30%/32%/33%的较快增速。

表5：公司2022-2024E收入分拆预测（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	17157.78	37229.79	68783.63	117532.12	191489.08
营业总收入YOY	138.4%	117.0%	84.8%	70.9%	62.9%
商品交易业务	17055.35	37100.87	68636.61	117368.61	191310.83
YOY	141.6%	117.5%	85.0%	71.0%	63.0%
占比	99.4%	99.7%	99.8%	99.9%	99.9%
商业信息服务	82.14	102.61	112.87	118.52	118.52
YOY	-18.1%	24.9%	10.0%	5.0%	0%
占比	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
互联网应用服务	20.11	25.77	33.50	44.22	58.81
YOY	-48.1%	28.1%	30.0%	32.0%	33.0%
占比	0.1%	0.1%	0%	0%	0%
其他（产品）	0	0.54	0.64	0.77	0.92
YOY			20.0%	20.0%	19.0%
占比	0.0%	0.0%	0%	0%	0%
其他业务	0.18	0	0	0	0
YOY					
占比	0.0%	0.0%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

未来三年盈利预测：

按上述假设条件，综合考虑规模效应下各项费用率的下降，我们得到公司22-24年收入分别为687.83/1175.32/1914.89 亿元，归属母公司净利润10.19/17.35/28.39 亿元，利润年增速分别为76.2%/70.3%/63.6%。

- 综上，公司作为化工B2B电商的头部企业，其核心供应商管理、产业链延伸、集合小B客户采购需求的模式成功解决了化工供应链上下游在价格波动中遇到的痛点问题；国联云数字技术服务是在产业互联发展大方向上的延伸。我们认为公司的商业模式已经进入正向循环，预计2022-24年将实现营业收入 687.83/1175.32/1914.89 亿元，归母净利润 10.19/17.35/28.39亿元，对应PE 42.9X/25.2X/15.4X，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：公司2022-2024E盈利预测表（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	37229.79	68783.63	117532.12	191489.08
营业成本	36016.54	66623.91	113910.19	185657.14
销售费用	172.66	288.89	434.87	631.91
研发费用	66.64	116.93	190.40	287.33
管理费用	66.71	110.05	170.42	258.51
财务费用	-2.77	-2.75	-3.53	-3.83
营业利润	928.82	1651.85	2814.58	4608.87
归属于母公司所有者的净利润	578.41	1018.96	1735.27	2839.37
EPS	1.68	2.96	5.05	8.26
ROE	13.4%	19.4%	25.5%	30.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

- 我们的估值方法既参照可比公司估值法，也考虑公司PEG。可比公司在A股中较少，我们选取线上工业品交易相关的焦点科技、生意宝与上海钢联。从成长性来看，以上3家公司中，市场对其未来三年有完整盈利预测值的公司仅为上海钢联，因此我们将其作为主要的比较对象。
- 上海钢联当前对应2022年盈利预测的PE值为26x，低于国联股份。但按照wind一致预期，上海钢联22-24年的盈利增速显著弱于国联股份，上海钢联在2022-2024年的复合增速仅为27.8%，我们对于国联股份22-24年的盈利复合增速则为66.9%。因此从成长性角度，我们认为国联股份值得更高的估值溢价。另外，从商业模式来看，多多平台的商业模式较为成熟，国联云工厂的发展也非常迅速，公司的商业模式有效性已经在逐步证明，公司历史上的稳定高速增长值得一定的估值溢价。
- 结合我们对于公司未来三年的业绩预测，我们预测之下2022-2024年的净利润增速将分别达到76.2%/70.3%/63.6%，成长速度较快，且公司成长的稳定性远好于可比公司。公司2022、2023年的PE分别为43x、25x，21-24年盈利复合增速则在70%，我们认为公司估值仍未完全体现其成长性，考虑PEG估值方法，给予PEG=0.7-0.8的估值，即给予公司2022年49-56x PE估值，目标市值499-571亿，对应股价100-114元。

表7：国联股份VS可比公司盈利预测与估值表

简称	市值（亿元）		盈利预测（亿元）			PE			2021-2024利 润复合增速 （%）	3年复合增长 PEG
	2022/7/1	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
国联股份	438.82	5.78	10.19	17.35	28.39	43.06	25.29	15.46	70%	0.62
焦点科技	42.85	2.45	2.55	3.03	-	16.81	14.14	-	11%	1.50
生意宝	35.10	0.23	-	-	-	-	-	-	-	-
上海钢联	59.47	0.73	2.27	2.89	3.71	26.20	20.58	16.03	72%	0.36
						21.50	17.36	16.03	42%	0.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：国联股份盈利预测采用国信证券预测值，其他公司为Wind一致预期；焦点股份复合增速为21-23年复合

- 竞争格局风险：B2B电商竞争加剧风险，随着2C电商市场红利逐渐减弱，行业外部竞争者有可能觊觎B2B电商市场份额，从而进入行业，加剧竞争；此外，行业中现有竞争对手也可能借助股权融资等方式，规模扩大；传统经销商也存在数字化转型的可能。
- 国联云工厂风险：投入使用不及预期。国联云工厂的客户主要为工厂类客户，若国联云服务的效果在短期难以精准量化，可能影响到工厂类客户的服务采购增长。
- 利润有可能受到减值影响：随着公司业务规模扩大，公司应收款项融资余额也相应扩大，当前体量较大，若未来出现减值意外，公司利润率水平较低，或有可能影响公司业绩表现；
- 现金流风险：公司2021-1Q2022销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的比值尚可，但经营活动产生的现金流量净额/净利润的比值下滑至1以下，若该情况持续，则不利于公司长期发展。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2993	3697	4200	4500	4650
应收款项	206	426	802	1376	2221
存货净额	30	70	130	222	362
其他流动资产	3319	5050	11678	19544	30108
流动资产合计	6549	9243	16809	25642	37341
固定资产	108	130	120	146	175
无形资产及其他	20	39	39	38	37
投资性房地产	43	109	109	109	109
长期股权投资	4	8	12	16	19
资产总计	6725	9529	17088	25950	37681
短期借款及交易性金融负债	397	925	3653	4961	5096
应付款项	1641	2405	4917	8408	13703
其他流动负债	776	1595	3022	5176	8351
流动负债合计	2814	4925	11363	18315	26921
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	2	2	3	3
长期负债合计	0	2	2	3	3
负债合计	2814	4927	11365	18318	26924
少数股东权益	131	275	479	827	1396
股东权益	3780	4327	5244	6806	9361
负债和股东权益总计	6725	9529	17088	25950	37681

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.28	1.68	2.96	5.05	8.26
每股红利	0.14	0.16	0.30	0.50	0.83
每股净资产	15.94	12.58	15.25	19.79	27.22
ROIC	11.40%	13.72%	16%	19%	24%
ROE	8.06%	13.37%	19%	25%	30%
毛利率	3%	3%	3%	3%	3%
EBIT Margin	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA Margin	3%	2%	2%	2%	2%
收入增长	138%	117%	85%	71%	63%
净利润增长率	92%	90%	76%	70%	64%
资产负债率	44%	55%	69%	74%	75%
股息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.9%
P/E	68.5	52.3	29.7	17.4	10.7
P/B	5.5	7.0	5.8	4.4	3.2
EV/EBITDA	55.2	39.4	25.7	17.5	12.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17158	37230	68784	117532	191489
营业成本	16566	36017	66624	113910	185657
营业税金及附加	9	27	48	78	121
销售费用	86	173	289	435	632
管理费用	44	67	100	156	239
研发费用	29	67	117	190	287
财务费用	1	(3)	3	4	4
投资收益	10	32	64	74	84
资产减值及公允价值变动	2	0	(11)	(12)	(13)
其他收入	(6)	(53)	(117)	(190)	(287)
营业利润	458	929	1656	2822	4620
营业外净收支	12	4	5	7	8
利润总额	470	933	1661	2829	4628
所得税费用	112	227	415	707	1157
少数股东损益	54	127	227	386	632
归属于母公司净利润	304	578	1019	1735	2839

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	304	578	1019	1735	2839
资产减值准备	(5)	0	35	5	7
折旧摊销	6	12	16	19	23
公允价值变动损失	(2)	0	11	12	13
财务费用	1	(3)	3	4	4
营运资本变动	(629)	(472)	(3089)	(2884)	(3070)
其它	52	116	169	343	562
经营活动现金流	(273)	235	(1839)	(770)	374
资本开支	0	(26)	(51)	(61)	(71)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(4)	(30)	(55)	(65)	(75)
权益性融资	0	19	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(34)	(54)	(102)	(174)	(284)
其它融资现金流	2548	588	2498	1308	135
融资活动现金流	2479	500	2396	1135	(149)
现金净变动	2202	704	503	300	150
货币资金的期初余额	791	2993	3697	4200	4500
货币资金的期末余额	2993	3697	4200	4500	4650
企业自由现金流	0	180	(1920)	(854)	297
权益自由现金流	0	768	577	452	429

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032