

二季度业绩超越市场预期，体现公司较强的增长动能和增长韧性

核心观点

- **事件：**公司发布中报预告，预计上半年收入 277-279 亿元，同比增加 97.4%-98.8%，归母净利润 4.18-4.22 亿元，同比增长 93.4%-95.2%，扣非净利润则增长 86.3%-87.3%，达到 3.73-3.75 亿元。
- **二季度继续高增难能可贵，净利率与去年同期基本持平：**根据公司披露数据测算，公司 22Q2 收入增速达到 95.5%-98.1%，净利润增速区间为 90.3%-93.2%，扣非净利增速则为 83.9%-85.5%。我们认为，在二季度公司收入占比最高的华东地区疫情相对严重、四五月份物流运输部分受阻的情况下，公司业绩增速与一季度基本持平难能可贵，体现出公司较强的增长韧性。而且，公司收入增速与利润增速基本匹配，这也体现了公司达到一定规模后，盈利能力将保持基本稳定。
- **为上下游提供显性价值和当前渗透率较低是公司增长具备韧性的原因：**我们在前期深度报告中提出，国联股份给下游客户提供的价值主要体现在两方面：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。我们认为，这两方面的显性价值叠加公司电商平台目前渗透率仍然较低，是公司增长具备较强韧性的核心原因。今年 6 月，国联股份再度发起“保供保畅，稳产复产”产业链战“疫”行动，我们认为这对公司后续的收入增长和交易用户增加起到良好的推动作用。
- **看好公司平台-科技-数据战略持续推进：**公司目前产业电商平台是最核心的业务模式，但去年以来，公司持续推进云工厂落地，云工厂一方面可以加强和供应商的合作深度，从而给电商交易平台带来更好的上游资源和原材料供应保证，同时，通过数字化工具的应用，国联股份可以获得更多的产业数据，从而为未来的商业模式拓展打下基础。

盈利预测与投资建议

- 由于中报业绩超预期，且净利率表现较好，我们上调公司 22-24 年归母净利润至 10.57 亿/17.94 亿/30.19 亿（原预测为 10.50 亿/17.55 亿/29.30 亿），采取 DCF 估值方式，上调目标价值 117.90 元，目标市值 587.92 亿元，维持买入评级。

风险提示

行业竞争加剧；宏观经济风险；工业品价格波动；新电商平台发展不及预期；云工厂落地不及预期。

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	1,640	2,785	4,690
同比增长(%)	92.2%	102.7%	76.6%	69.8%	68.4%
归属母公司净利润(百万元)	304	578	1,057	1,794	3,019
同比增长(%)	91.6%	90.0%	82.8%	69.6%	68.3%
每股收益(元)	0.61	1.16	2.12	3.60	6.05
毛利率(%)	3.4%	3.3%	3.09%	3.05%	3.02%
净利率(%)	1.8%	1.6%	1.43%	1.39%	1.41%
净资产收益率(%)	12.5%	14.3%	21.8%	28.6%	34.8%
市盈率	141.7	74.6	40.8	24.1	14.3
市净率	11.4	10.0	8.0	6.0	4.2

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。

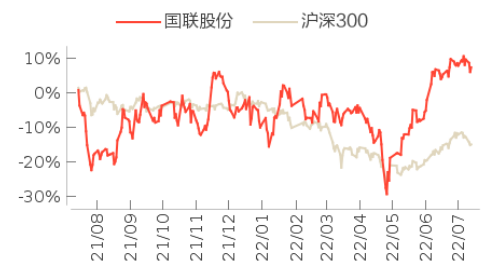
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年07月13日）	87.6元
目标价格	117.9元
52周最高价/最低价	93/56.68元
总股本/流通A股（万股）	49,866/32,209
A股市值（百万元）	43,682
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2022年07月14日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.91	0.83	22.32	7.72
相对表现	0.74	2.11	25.02	33.34
沪深300	-3.65	-1.28	-2.7	-25.62



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002

联系人

谢忱	xiechen@orientsec.com.cn
----	--------------------------

表 1：永续增长率和 WACC 的敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC(%)	117.90	134.60	155.41	186.61	238.60	342.54
	6.00%	122.46	139.28	163.56	201.73	270.39
	7.00%	112.12	125.91	145.21	174.17	222.41
	7.50%	103.22	114.67	130.28	152.82	188.25
	8.00%	95.49	105.09	117.90	135.82	162.71
	8.50%	88.71	96.85	107.48	121.98	142.93
	9.00%	82.74	89.68	98.61	110.51	127.17
	9.50%	77.44	83.41	90.97	100.85	114.33
	10.00%	72.71	77.87	84.33	92.63	103.69

数据来源：东方证券研究所

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	71,704	124,956	208,022
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	290	430	640
其他	1,524	1,450	647	582	577	管理费用及研发费用	73	133	219	339	546
流动资产合计	6,549	9,243	22,113	35,399	54,233	财务费用	1	(3)	122	315	506
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	营业利润	458	929	1,640	2,785	4,690
非流动资产合计	176	286	181	183	184	营业外收入	12	5	5	5	5
资产总计	6,725	9,529	22,294	35,583	54,417	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	397	922	4,937	8,512	12,282	利润总额	470	933	1,644	2,789	4,694
应付票据及应付账款	1,641	2,405	6,131	10,684	17,058	所得税	112	227	400	679	1,142
其他	776	1,598	5,379	8,430	13,568	净利润	358	706	1,244	2,110	3,552
流动负债合计	2,814	4,925	16,447	27,625	42,908	少数股东损益	54	127	187	317	533
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	304	578	1,057	1,794	3,019
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.61	1.16	2.12	3.60	6.05
其他	0	2	1	1	1						
非流动负债合计	0	2	1	1	1						
负债合计	2,814	4,927	16,448	27,626	42,909						
少数股东权益	131	275	462	778	1,311	主要财务比率					
股本	237	344	499	499	499		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	2,906	2,799	2,644	2,644	2,644	成长能力					
留存收益	637	1,184	2,241	4,035	7,054	营业收入	138.4%	117.0%	98.7%	74.2%	66.4%
其他	0	(0)	0	0	0	营业利润	92.2%	102.7%	76.6%	69.8%	68.4%
股东权益合计	3,911	4,602	5,846	7,956	11,508	归属于母公司净利润	91.6%	90.0%	82.8%	69.6%	68.3%
负债和股东权益总计	6,725	9,529	22,294	35,583	54,417	获利能力					
						毛利率	3.4%	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%
						净利率	1.8%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
						ROE	12.5%	14.3%	21.8%	28.6%	34.8%
						ROIC	12.3%	14.3%	16.3%	17.2%	19.5%
						偿债能力					
						资产负债率	41.8%	51.7%	73.8%	77.6%	78.9%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.33	1.88	1.34	1.28	1.26
						速动比率	2.32	1.86	1.33	1.27	1.25
						营运能力					
						应收账款周转率	141.4	148.1	53.2	38.5	37.9
						存货周转率	760.6	718.1	629.2	577.6	567.9
						总资产周转率	3.8	4.6	4.6	4.5	4.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.61	1.16	2.12	3.60	6.05
						每股经营现金流	3.27	0.79	0.92	1.32	1.84
						每股净资产	7.58	8.68	10.80	14.40	20.45
						估值比率					
						市盈率	141.7	74.6	40.8	24.1	14.3
						市净率	11.4	10.0	8.0	6.0	4.2
						EV/EBITDA	83.9	41.5	22.0	12.5	7.5
						EV/EBIT	84.9	42.1	22.1	12.6	7.5

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	358	706	1,244	2,110	3,552
折旧摊销	6	13	9	10	11
财务费用	1	(3)	122	315	506
投资损失	(10)	(32)	(5)	(2)	0
营运资金变动	462	(520)	(964)	(1,777)	(3,149)
其它	(39)	107	55	(0)	0
经营活动现金流	777	271	461	657	920
资本支出	(98)	(50)	(11)	(12)	(12)
长期投资	(4)	(4)	8	0	0
其他	(2,002)	(626)	834	107	100
投资活动现金流	(2,105)	(680)	831	95	88
债权融资	1	4	(5)	0	0
股权融资	2,412	(0)	0	0	0
其他	135	429	3,894	3,259	3,264
筹资活动现金流	2,548	433	3,889	3,259	3,264
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0
现金净增加额	1,220	24	5,181	4,010	4,272

资料来源：东方证券研究所

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