

国联股份 (603613.SH)

业绩持续高速增长，剑指工业数字化蓝海

买入

核心观点

国联股份披露 2022 年半年度业绩预增公告。公司上半年实现营业收入 277-279 亿元，同比增加 97.4%-98.8%；归母净利润 4.18-4.22 亿元，同比增加 93.4%-95.2%；公司实现扣非归母净利润 3.73-3.75 亿元，同比增加 86.3%-87.3%。

换算单季度业绩，公司 2Q2022 预计实现收入 155.62-157.62 亿元，同比增长 95.5%-98.1%，归母净利润 2.63-2.67 亿，同比增长 90.3%-93.2%。

高增长前提下，归母净利率曲线逐步走平。公司过去几年收入体量快速增长，不论是多多平台的数量、各个多多平台内部纵向产业链的挖掘都在扩张，利润率受到新 SKU 扩充、销售策略等因素有所下降，但近数个半年度，净利率的下降斜率开始逐渐趋缓。

商业模式跑通，国联云工厂进一步深化客户粘度。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，正是有如此强的粘度，才可以形成财务上的优质表现。公司推出的国联云工厂业务服务工厂生产环节，近年来拓展顺利，标志着公司 2B 服务能力的再上台阶，有利于多多平台的供应商和用户粘度的加深，为公司打开新的成长极。

风险提示：竞争格局加剧风险；国联云工厂反响不及预期风险；宏观经济超预期波动风险。

投资建议：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，维持 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 亿元不变，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,158	37,230	68,784	117,532	191,489
(+/-%)	138.4%	117.0%	84.8%	70.9%	62.9%
净利润(百万元)	304	578	1019	1735	2839
(+/-%)	91.6%	90.0%	76.2%	70.3%	63.6%
每股收益(元)	1.28	1.68	2.04	3.48	5.69
EBIT Margin	2.5%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%
净资产收益率(ROE)	8.1%	13.4%	19.4%	25.5%	30.3%
市盈率(PE)	68.5	52.3	43.1	25.3	15.5
EV/EBITDA	55.2	39.4	34.1	22.4	15.5
市净率(PB)	5.52	6.99	8.37	6.45	4.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

中小盘·中小盘 II

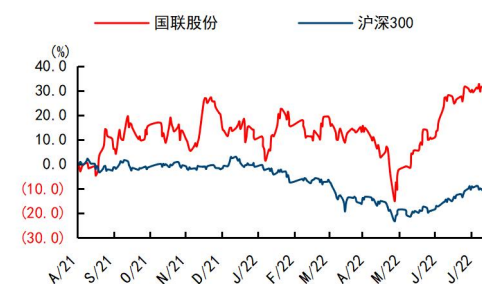
证券分析师：黄盈 021-60893313
 huangying4@guosen.com.cn
 S0980521010003
证券分析师：张峻豪 021-60933168
 zhangjh@guosen.com.cn
 S0980517070001

证券分析师：姜明 021-60933128
 jiangming2@guosen.com.cn
 S0980521010004
联系人：柳旭 0755-81981311
 liuxu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 合理估值
 收盘价 87.60 元
 总市值/流通市值 43712/28207 百万元
 52 周最高价/最低价 127.80/72.81 元
 近 3 个月日均成交额 254.29 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

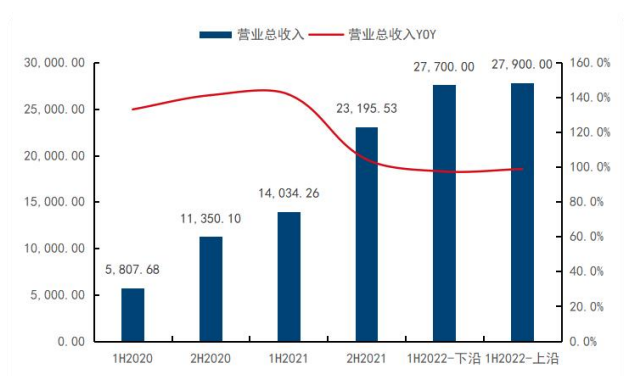
相关研究报告

《国联股份 (603613.SH) - 掘金交易与数字，新一代工业品服务商》——2022-07-08

国联股份披露 2022 年半年度业绩预增公告。公司上半年实现营业收入 277-279 亿元,同比增加 97.4%-98.8%;归母净利润 4.18-4.22 亿元,同比增加 93.4%-95.2%;公司实现扣非归母净利润 3.73-3.75 亿元,同比增加 86.3%-87.3%。

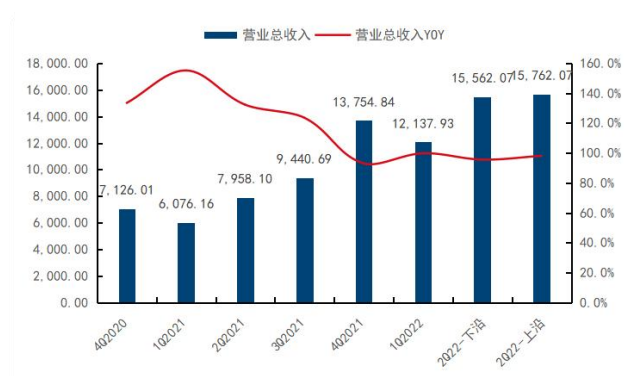
换算单季度业绩,公司 2Q2022 预计实现收入 155.62-157.62 亿元,同比增长 95.5%-98.1%,归母净利润 2.63-2.67 亿,同比增长 90.3%-93.2%。自 3Q2020 以来,公司各个季度归母净利润增长均在 85%以上,成长势头强劲。

图1: 国联股份半年度营业收入及增速 (单位: 百万、%)



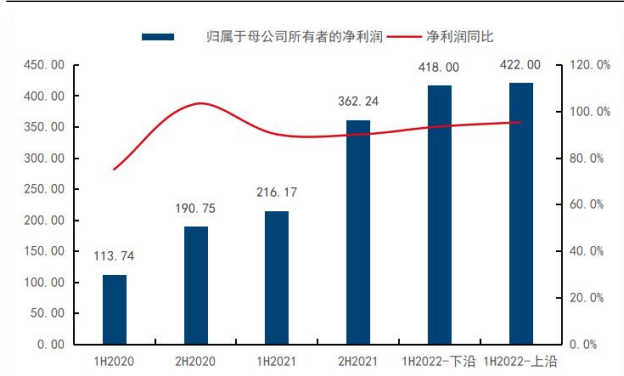
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 国联股份单季营业收入及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 国联股份半年度归母净利润及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

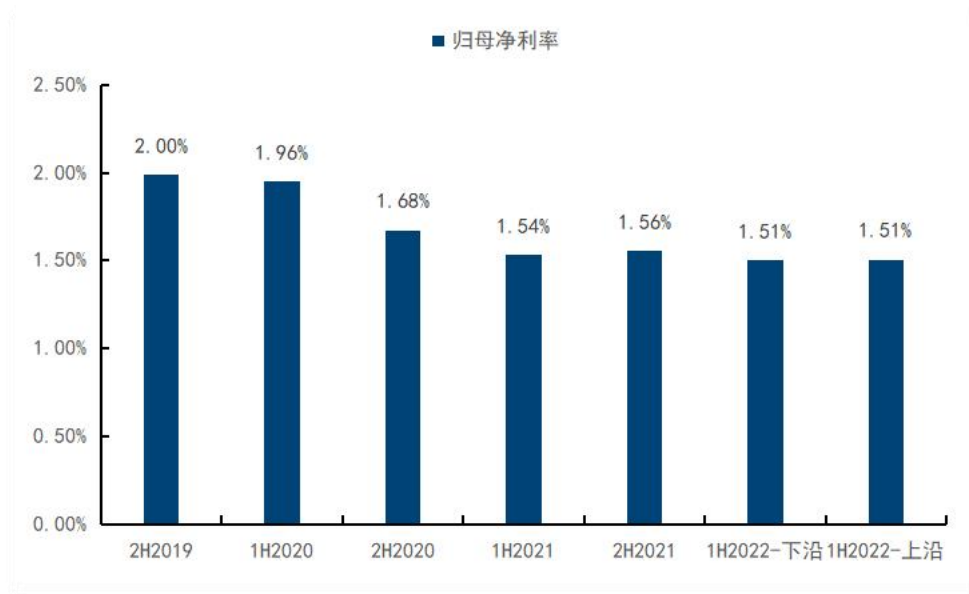
图4: 国联股份单季归母净利润及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

高增长前提下, 归母净利率曲线逐步走平。公司过去几年收入体量快速增长, 不论是多多平台的数量、各个多多平台内部纵向产业链的挖掘都在扩张, 利润率受到新 SKU 扩充、销售策略等因素有所下降, 但近数个半年度, 净利率的下降斜率开始逐渐趋缓。

图5: 2H2019-1H2022 归母净利率 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

商业模式跑通，国联云工厂进一步深化客户粘度。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，正是有如此强的粘度，才可以形成财务上的优质表现。公司推出的国联云工厂业务服务工厂生产环节，近年来拓展顺利，标志着公司 2B 服务能力的再上台阶，有利于多多平台的供应商和用户粘度的加深，为公司打开新的成长极。

投资建议：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，维持 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 亿元不变，对应 PE 42.9X/25.2X/15.4X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2993	3697	4200	4500	4650	营业收入	17158	37230	68784	117532	191489
应收款项	206	426	802	1376	2221	营业成本	16566	36017	66624	113910	185657
存货净额	30	70	130	222	362	营业税金及附加	9	27	48	78	121
其他流动资产	3319	5050	11678	19544	30108	销售费用	86	173	289	435	632
流动资产合计	6549	9243	16809	25642	37341	管理费用	44	67	100	156	239
固定资产	108	130	120	146	175	研发费用	29	67	117	190	287
无形资产及其他	20	39	39	38	37	财务费用	1	(3)	3	4	4
投资性房地产	43	109	109	109	109	投资收益	10	32	64	74	84
长期股权投资	4	8	12	16	19	资产减值及公允价值变动	2	0	(11)	(12)	(13)
资产总计	6725	9529	17088	25950	37681	其他收入	(6)	(53)	(117)	(190)	(287)
短期借款及交易性金融负债	397	925	3423	4731	4866	营业利润	458	929	1656	2822	4620
应付款项	1641	2405	4917	8408	13703	营业外净收支	12	4	5	7	8
其他流动负债	776	1595	3022	5176	8351	利润总额	470	933	1661	2829	4628
流动负债合计	2814	4925	11363	18315	26921	所得税费用	112	227	415	707	1157
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	54	127	227	386	632
其他长期负债	0	2	2	3	3	归属于母公司净利润	304	578	1019	1735	2839
长期负债合计	0	2	2	3	3	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2814	4927	11365	18318	26924	净利润	304	578	1019	1735	2839
少数股东权益	131	275	479	827	1396	资产减值准备	(5)	0	35	5	7
股东权益	3780	4327	5244	6806	9361	折旧摊销	6	12	16	19	23
负债和股东权益总计	6725	9529	17088	25950	37681	公允价值变动损失	(2)	0	11	12	13
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	1	(3)	3	4	4
每股收益	1.28	1.68	2.04	3.48	5.69	营运资本变动	(629)	(472)	(3089)	(2884)	(3070)
每股红利	0.14	0.16	0.20	0.35	0.57	其它	52	116	169	343	562
每股净资产	15.94	12.58	10.52	13.65	18.77	经营活动现金流	(273)	235	(1839)	(770)	374
ROIC	11.40%	13.72%	16%	19%	24%	资本开支	0	(26)	(51)	(61)	(71)
ROE	8.06%	13.37%	19%	25%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	3%	3%	3%	3%	3%	投资活动现金流	(4)	(30)	(55)	(65)	(75)
EBIT Margin	2%	2%	2%	2%	2%	权益性融资	0	19	0	0	0
EBITDA Margin	3%	2%	2%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	138%	117%	85%	71%	63%	支付股利、利息	(34)	(54)	(102)	(174)	(284)
净利润增长率	92%	90%	76%	70%	64%	其它融资现金流	2548	588	2498	1308	135
资产负债率	44%	55%	69%	74%	75%	融资活动现金流	2479	500	2396	1135	(149)
股息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.9%	现金净变动	2202	704	503	300	150
P/E	68.5	52.3	43.1	25.3	15.5	货币资金的期初余额	791	2993	3697	4200	4500
P/B	5.5	7.0	8.4	6.4	4.7	货币资金的期末余额	2993	3697	4200	4500	4650
EV/EBITDA	55.2	39.4	34.1	22.4	15.5	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

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

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中所提及的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 层

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