

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022年07月14日

市场数据

目前股价	90.05
总市值（亿元）	449.04
流通市值（亿元）	290.04
总股本（万股）	49,866
流通股本（万股）	32,209
12个月最高/最低	92.02/58.93

分析师

分析师：蔡航 S1070522050002

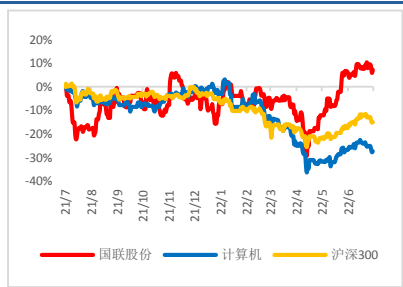
☎ 021-31829686

✉ caihang@cgws.com

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<2022Q1 业绩再超预期，管理层增持彰显长期信心>> 2022-05-07

<<政策释放利好，业绩维持高增长>> 2022-03-03

<<政策释放利好，业绩维持高增长>> 2022-02-25

2022H1 业绩持续高增，共建产业互联网 共赢生态

——国联股份（603613）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	17158	37230	71295	121202	192711
(+/--%)	138.4%	117.0%	91.5%	70.0%	59.0%
归母净利润（百万元）	304	578	1023	1679	2595
(+/--%)	91.6%	90.0%	76.9%	64.0%	54.6%
摊薄 EPS（元/股）	1.47	1.68	2.05	3.37	5.20
PE	61.26	53.60	43.88	26.75	17.30

资料来源：长城证券研究院

核心观点

事件：2022年7月13日，公司发布《2022年半年度业绩预增公告》，预计2022H1实现营业收入277亿元至279亿元，同比增长97.37%至98.80%；实现归母净利润4.18亿元至4.22亿元，同比增长93.37%至95.22%；实现扣非归母净利润3.73亿元至3.75亿元，同比增长86.32%至87.32%。

■ 2022H1 业绩预告超预期，归母净利润中枢4.2亿元，同比增速达94.29%。

根据公司2022H1业绩预告，B2B电子商务和产业互联网发展大趋势下，公司各多多电商平台深入贯彻“平台、科技、数据”战略，继续大力实施积极高效的上下游策略，平台交易量快速增长，推动收入和毛利的增长，从而实现了净利润的增长。预计公司2022H1营收、归母净利润中枢分别为278亿元、4.2亿元，同比增长98.09%、94.29%，与2021H1、2020H1相比，营收增速与归母净利润增速剪刀差持续收窄，平台的规模经济逐步体现。

■ 横向复制+纵向深挖，渗透率有望进一步提升，未来发展空间可期。

- 1) 横向上，公司通过长期积累的丰富的B2B服务经验、产业资源及会员基础，在拥有涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多、粮油多多六大平台的基础之上，新孵化了砂石多多、药械多多和芯多多。
- 2) 纵向上，公司采取供应链上下游延伸策略和多品类发展策略，深耕各垂直细分领域。从SKU、渗透率、客户转化率等角度看，未来发展空间潜力巨大：SKU方面，截止2021年底，多多电商平台覆盖SKU总计12461个，其中自营SKU4667个，第三方SKU7794个；各子平台渗透率不断提升，2021年，涂多多、卫（纸）多多、玻多多、肥多多、粮油多多渗透率分别为2.09%/0.65%/1.09%/0.49%/0.29%，同比分别提升1.02pct/0.39pct/0.57pct/0.33pct/0.22pct。2021年多多平台总体渗透率达1.02%，同比提升0.55pct；用户基数及转化率持续提升，2021年，多多平台注册用户数达49.38万户，同比增加54.55%，交易用户数为13458户，同比增加63.44%，客户转化率达2.73%，

同比增加 0.15pct。

- **践行 ESG 理念，疫情之下，公司再度发起“保供保畅，稳产复产”产业链战“疫”行动，与产业链上下游企业共构共赢生态。**针对疫情影响，自 2022 年 5 月起，公司积极发挥全产业链运营优势和平台枢纽作用，依托平台交易系统、智慧物流系统、数据分析系统等供应链资源，为部分产业链供应链的保供保畅、稳产复产贡献价值。截至 2022 年 5 月 26 日，公司各多多平台报名参加本轮战“疫”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，联动企业拟发放的优惠券、代金券总计约 36801.51 万元。期间，此次行动受到了中国涂料工业协会、中国交通企业管理协会、中国物资储运协会等的大力支持。我们认为，公司积极践行 ESG 理念，履行企业公民的社会责任，有助于促进公司与产业链上下游的深度融合，建立共赢生态。
- **模式创新解决中小企业数字化转型核心痛点，云工厂计划持续推进，有望打开新的增长曲线。**目前，我国中小企业数字化转型尚处于初级阶段，根据中国工业互联网研究院 684 家中小企业的调研数据，仅不到 10% 的中小企业处于深度应用阶段，超过 60% 中小企业数字化设备连接率低于 40%，近 50% 中小企业信息系统覆盖率低于 40%、设备联网率低于 40%。中小企业数字化转型“难”的核心痛点在于：1）数字化改造意愿低（“必要不紧急”）；2）在意愿不强的情况下，为数字化改造付费难。公司在推动中小企业数字化的过程中，采用前期垫付数字化成本+后期按销售量收费的类 SaaS 服务模式（例如，后期对销售货物按 10-20 元/吨进行收费），缓解中小企业企业前期成本支出的压力，解决了中小企业数字化转型的核心痛点。2021 年，公司已签约 20 家云工厂，2022 年计划签约 30-40 家云工厂。云工厂计划的持续推进，有望为公司在产业互联网的蓝海市场中打开第二增长曲线。
- **投资建议：**我们持续看好产业互联网主赛道，在国家数字经济大趋势下，未来市场空间广阔，公司作为工业品 B2B 电子商务和产业互联网龙头企业，竞争优势明显，平台渗透率有望持续提升。考虑到疫情之下，公司业绩维持高增长并持续超市场预期，我们上调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.23 亿元、16.79 亿元、25.95 亿元，对应 2022-2024 年复合增速为 59.27%，EPS 分别为 2.05 元、3.37 元、5.20 元。2022 年可比公司平均 PEG 为 0.95 倍，我们给予公司 2022 年 0.95-1.05 倍 PEG，对应合理估值区间 115.4-127.6 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司 B2B 电商平台拓展不及预期；客户转化率不及预期；云工厂业务落地不及预期；行业景气度不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17,157.78	37,229.79	71,295.05	121,201.58	192,710.51	成长性					
营业成本	16,566.09	36,016.54	69,056.38	117,444.33	186,794.30	营业收入增长	138.38%	116.98%	91.50%	70.00%	59.00%
营业税金及附加	9.14	26.91	49.91	84.84	134.90	营业成本增长	145.64%	117.41%	91.74%	70.07%	59.05%
销售费用	85.76	172.66	327.96	533.29	828.66	营业利润增长	92.19%	102.72%	74.68%	66.35%	55.94%
管理费用	44.09	66.71	121.20	206.04	308.34	利润总额增长	93.75%	98.38%	74.37%	66.21%	55.87%
研发费用	29.22	66.64	146.15	254.52	443.23	归母净利润增长	91.57%	89.97%	76.91%	64.05%	54.59%
财务费用	0.65	-2.77	-3.56	6.06	19.27	盈利能力					
其他收益	24.09	24.42	25.50	26.50	27.00	毛利率	3.45%	3.26%	3.14%	3.10%	3.07%
投资净收益	10.26	31.80	-	-	-	销售净利率	2.67%	2.49%	2.28%	2.23%	2.18%
营业利润	458.17	928.82	1,622.51	2,698.99	4,208.82	ROE	9.15%	15.34%	21.18%	24.96%	27.08%
营业外收支	11.94	3.80	3.70	4.00	4.40	ROIC	-150.65%	213.00%	745.99%	302.23%	182.63%
利润总额	470.12	932.63	1,626.21	2,702.99	4,213.22	营运效率					
所得税	112.12	226.88	406.55	697.37	1,116.50	销售费用/营业收入	0.50%	0.46%	0.46%	0.44%	0.43%
少数股东损益	53.52	127.34	196.36	326.92	501.67	管理费用/营业收入	0.26%	0.18%	0.17%	0.17%	0.16%
归母净利润	304.48	578.41	1,023.29	1,678.71	2,595.05	研发费用/营业收入	0.17%	0.18%	0.21%	0.21%	0.23%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.00%	-0.01%	-0.01%	0.01%	0.01%
						投资收益/营业利润	2.24%	3.42%	0.00%	0.00%	0.00%
流动资产	6,549.11	9,242.80	13,762.31	19,706.32	29,209.05	所得税/利润总额	23.85%	24.33%	25.00%	25.80%	26.50%
货币资金	2,993.30	3,697.37	5,347.13	7,878.10	11,177.21	应收账款周转率	141.39	148.12	148.76	149.38	150.00
应收票据及应收账款合计	203.13	412.13	712.75	1,192.81	1,826.32	存货周转率	787.79	742.33	844.71	825.59	825.34
其他应收款	3.24	13.54	15.50	17.00	18.00	流动资产周转率	3.93	4.72	6.20	7.24	7.88
存货	30.14	70.17	98.64	194.97	272.01	总资产周转率	3.83	4.58	6.04	7.10	7.76
非流动资产	175.71	286.02	308.92	365.11	414.50	偿债能力					
固定资产	108.24	129.78	149.03	171.78	197.79	资产负债率	41.85%	51.70%	58.63%	59.66%	61.19%
资产总计	6,724.82	9,528.82	14,071.24	20,071.42	29,623.55	流动比率	2.33	1.88	1.69	1.66	1.62
流动负债	2,814.02	4,924.78	8,156.78	11,879.37	18,030.04	速动比率	2.32	1.86	1.68	1.64	1.60
短期借款	396.50	921.66	1,084.10	1,703.45	2,553.18	每股指标 (元)					
应付款项	214.84	229.59	425.51	691.62	1,087.55	EPS	1.47	1.68	2.05	3.37	5.20
非流动负债	0.23	1.83	1.93	1.98	2.00	每股净资产	7.58	8.68	10.78	14.69	20.51
长期借款	-	-	-	-	-	每股经营现金流	1.56	0.54	2.66	3.17	4.33
负债合计	2,814.25	4,926.60	8,158.71	11,881.35	18,032.04	每股经营现金/EPS	1.06	0.32	1.30	0.94	0.83
股东权益	3,910.57	4,602.22	5,757.77	8,035.31	11,436.76	估值					
股本	237.17	343.90	498.66	498.66	498.66	PE	61.26	53.60	43.88	26.75	17.30
留存收益	3,542.78	3,983.13	4,875.93	6,826.56	9,726.33	PEG	0.79	0.84	0.50	0.34	0.27
少数股东权益	130.62	275.18	383.18	710.10	1,211.77	PB	11.88	10.38	8.35	6.13	4.39
负债和权益总计	6,724.82	9,528.82	13,916.48	19,916.67	29,468.79	EV/EBITDA	56.72	34.74	24.10	13.91	8.48
现金流量表						EV/SALES	1.54	0.89	0.56	0.32	0.19
						EV/IC	-113.68	100.22	243.86	57.59	21.38
经营活动现金流	776.74	271.22	1,326.54	1,580.77	2,158.93	ROIC/WACC	26.68	-30.31	37.02	123.70	46.94
其中营运资本减少	756.19	326.91	82.35	-474.30	-1,017.24	REP	-4.26	-3.31	6.59	0.47	0.46
投资活动现金流	-2,104.60	-679.56	66.50	65.00	5.00						
其中资本支出	104.88	54.84	74.90	84.95	94.98						
融资活动现金流	2,547.70	432.91	256.72	885.21	1,135.18						
净现金总变化	1,219.83	24.57	1,649.76	2,530.97	3,299.11						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>