

国联股份（603613）

2022H1 归母净利同比+98%超预告上限，新平台增速亮眼彰显业绩增长可持续性

买入（维持）

2022 年 08 月 15 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

执业证书：S0600121010005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	37,230	69,868	118,876	195,064
同比	117%	88%	70%	64%
归属母公司净利润（百万元）	578	1,008	1,601	2,523
同比	90%	74%	59%	58%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.16	2.02	3.21	5.06
P/E（现价&最新股本摊薄）	88.54	50.82	31.99	20.30

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年半年报，归母净利润超过业绩预告上限。**2022H1，公司实现收入 278.95 亿元，同比+98.8%，近预告上限；实现归母净利润 4.27 亿元，同比+97.7%超业绩预告；扣除政府补助、委托他人投资或管理资产的损益等项目后，实现扣非净利润 3.85 亿元，同比+92.3%。
- **疫情期间应对措施卓有成效，业绩维持高增。**2022Q2，公司实现收入 157.57 亿元，同比+98%；归母净利润 2.72 亿元，同比+97.1%，扣非净利润 2.40 亿元，同比+93.5%。Q2 单季度的业绩增速几乎与 Q1 相仿，反映公司疫情期间的强大韧性。公司在 Q2 疫情期间再度上线“产业链战疫计划”，助公司业绩高增。
- **2022H1 公司毛利率微降，净利率基本持平。**2022H1 公司销售毛利率为 3.02%/-0.33pct；销售净利率为 1.85%/-0.02pct。我们认为毛利率下降一定程度反映公司品类结构变化（部分新品类及低毛利品类增速更快），以及让利下游的力度加大。而随着规模经济的展现，费用率整体有所下降。2022H1，公司销售费用率为 0.42%/-0.22pct；管理费用率为 0.16%/-0.08pct；研发费用率为 0.15%/+0.01pct。
- **分行业平台看，新平台增速亮眼，后续增长持续性有保障：**2022H1，涂多多平台收入 157.42 亿，同比+79%；卫多多平台收入 52.46 亿，同比+166%；波多多平台收入 21.83 亿，同比+82%；纸多多平台收入 5.93 亿，同比+187%；肥多多平台收入 17.34 亿，同比+106%；粮油多多平台收入 22.45 亿，同比+143%。卫多多、纸多多等新平台收入增速快于涂多多等老平台；各多多平台的毛利率均大致保持稳定。
- **公司现有平台渗透率仍有较大提升空间：**据公司 2021 年年报测算，2021 年国联股份 6 大平台在对应行业中的总体渗透率仅 1.02%，除涂多多（2.09%）、玻多多（1.09%）外，其余平台的渗透率均不足 1%。未来随着产业互联网不断成长演进，公司渗透率有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**国联股份 2021 年各行业渗透率仅约为 1.0%，未来随产业不断做深做透及横向复制，有广阔增长空间。近期公司拟发行 GDR 在瑞交所上市，融资金额约 30 亿元，落地后有望保证未来增长所需资金基础。我们将公司 2022-24 年归母净利润预测从 9.9/15.9/25.2 亿元上调至 10.1/16.0/25.2 亿元，同比+74%/+59%/+58%，对应 8 月 15 日收盘价约为 51/32/20 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**工业品价格波动，新平台发展不及预期，行业竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	102.70
一年最低/最高价	74.78/125.67
市净率(倍)	10.90
流通 A 股市值(百万元)	51,211.91
总市值(百万元)	51,211.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.42
资产负债率(%，LF)	56.81
总股本(百万股)	498.66
流通 A 股(百万股)	498.66

相关研究

《国联股份(603613)：拟发布 GDR 融资约 30 亿元人民币，奠定未来成长所需资金需求》

2022-08-08

《国联股份(603613)：2022H1 归母净利预增 94%，产业互联网龙头不惧疫情奋勇向前》

2022-07-14

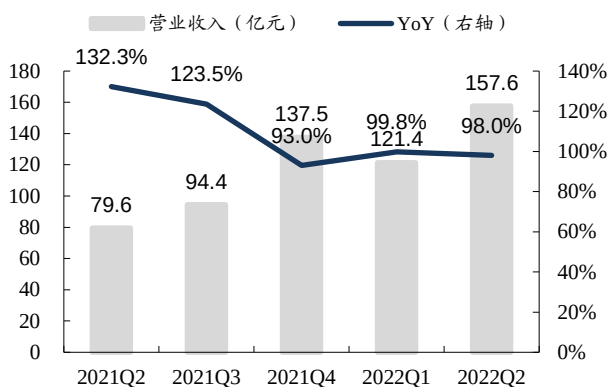
事件

公司发布 2022 年半年报，归母净利润超过业绩预告上限。2022H1，公司实现收入 278.95 亿元，同比+98.8%，近预告上限；实现归母净利润 4.27 亿元，同比+97.7%超业绩预告；扣除政府补助、委托他人投资或管理资产的损益等项目后，实现扣非净利润 3.85 亿元，同比+92.3%。

经营分析

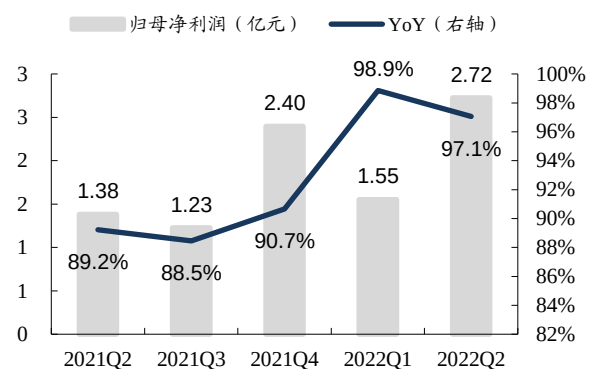
疫情期间应对措施卓有成效，业绩维持高增。2022Q2，公司实现收入 157.57 亿元，同比+98%；归母净利润 2.72 亿元，同比+97.1%，扣非净利润 2.40 亿元，同比+93.5%。Q2 单季度的业绩增速几乎与 Q1 相仿，反映公司疫情期间业绩的强大韧性。公司在 Q2 疫情期间再度上线“产业链战疫计划”，助公司业绩高增。

图1：公司收入及增速



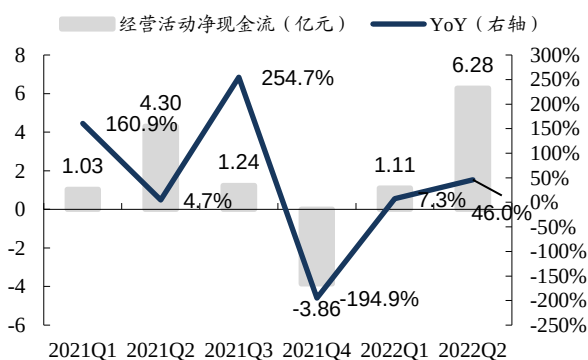
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图2：公司归母净利润及增速



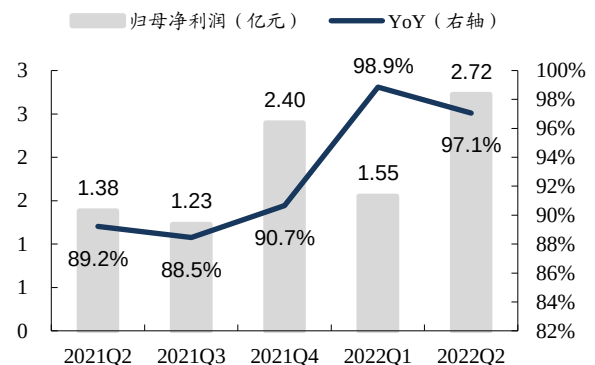
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图3：公司经营活动净现金流



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图4：公司利润率情况



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2022H1 公司毛利率微降，净利率基本持平。 2022H1 公司销售毛利率为 3.02%/-0.33pct；销售净利率为 1.85%/-0.02pct。我们认为毛利率下降一定程度反映公司品类结构变化（部分新品类及低毛利品类增速更快），以及让利下游的力度加大。而随着规模经济的展现，费用率整体有所下降。2022H1，公司销售费用率为 0.42%/-0.22pct；管理费用率为 0.16%/-0.08pct；研发费用率为 0.15%/+0.01pct。

分行业平台看，新平台增速亮眼，后续增长持续性有保障：2022H1，涂多多平台收入 157.42 亿，同比+79%；卫多多平台收入 52.46 亿，同比+166%；玻多多平台收入 21.83 亿，同比+82%；纸多多平台收入 5.93 亿，同比+187%；肥多多平台收入 17.34 亿，同比+106%；粮油多多平台收入 22.45 亿，同比+143%。卫多多、纸多多等新平台收入增速快于涂多多等老平台；各多多平台的毛利率均大致保持稳定。

表1：公司分部业绩情况

分部业绩	营业收入（亿元）			毛利率		
	2021H1	2022H1	yoy	2021H1	2022H1	毛利率变动
涂料化工行业（涂多多）	88.11	157.42	78.7%	3.1%	2.8%	-0.2pct
卫生用品行业（卫多多）	19.70	52.46	166.3%	3.3%	3.0%	-0.4pct
玻璃行业（玻多多）	11.97	21.83	82.4%	3.9%	3.4%	-0.4pct
造纸行业（纸多多）	2.07	5.93	187.0%	2.8%	2.8%	基本持平
化肥行业（肥多多）	8.40	17.34	106.3%	2.6%	2.8%	+0.2pct
粮油行业（粮油多多）	9.23	22.45	143.4%	2.3%	2.1%	-0.2pct

数据来源：东吴证券研究所

公司现有平台渗透率仍有较大提升空间：据公司 2021 年年报测算，2021 年国联股份 6 大平台在对应行业中的总体渗透率仅 1.02%，除涂多多（2.09%）、玻多多（1.09%）外，其余平台的渗透率均不足 1%。未来随着产业互联网不断成长演进，公司渗透率有望进一步提升。

表2：国联股份旗下各大工业品平台的渗透率仍有较大提升空间

多多电商平台	主要产业链	市场规模（不完全统计，亿元）	2021 年渗透率	2020 年渗透率
涂多多	钛、溶剂、树脂产业	12,354	2.09%	1.07%
卫（纸）多多	造纸产业、卫品产业	10,526	0.65%	0.26%
玻多多	玻璃产业	3,328	1.09%	0.52%
肥多多	化肥产业	5,147	0.49%	0.16%
粮油多多	油脂、饲料、农药产业	9,570	0.29%	0.07%
合计		40,925	1.02%	0.47%

数据来源：公司公告，国家统计局、产业信息网、同花顺、中商情报网、多多数据部，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级

国联股份 2021 年各行业渗透率仅约为 1.0%，未来随产业不断做深做透及横向复制，有广阔增长空间。近期公司拟发行 GDR 在瑞交所上市，融资金额约 30 亿元，落地后有望保证未来增长所需资金基础。我们将公司 2022-24 年归母净利润预测从 9.9/ 15.9/ 25.2 亿元上调至 10.1/ 16.0/ 25.2 亿元，同比+74%/ +59%/ +58%，对应 8 月 15 日收盘价约为 51/ 32/ 20 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

工业品价格波动，新平台发展不及预期，行业竞争加剧等。

国联股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,243	13,737	20,660	31,512	营业总收入	37,230	69,868	118,876	195,064
货币资金及交易性金融资产	5,089	5,966	7,458	9,866	营业成本(含金融类)	36,017	67,806	115,524	189,734
经营性应收款项	4,025	7,568	12,888	21,160	税金及附加	27	49	83	137
存货	70	132	225	370	销售费用	173	210	333	527
合同资产	0	0	0	0	管理费用	67	98	155	234
其他流动资产	59	71	89	116	研发费用	67	126	214	351
非流动资产	286	375	465	562	财务费用	-3	0	0	0
长期股权投资	8	16	29	50	加:其他收益	24	28	42	49
固定资产及使用权资产	134	153	171	188	投资净收益	32	35	36	39
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	39	58	77	95	减值损失	-10	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	929	1,643	2,644	4,170
其他非流动资产	99	143	183	223	营业外净收支	4	5	6	8
资产总计	9,529	14,112	21,125	32,074	利润总额	933	1,648	2,650	4,178
流动负债	4,925	8,264	13,276	21,071	减:所得税	227	404	649	1,024
短期借款及一年内到期的非流动负债	925	925	925	925	净利润	706	1,244	2,001	3,154
经营性应付款项	2,407	4,531	7,720	12,680	减:少数股东损益	127	236	400	631
合同负债	1,157	2,178	3,711	6,095	归属母公司净利润	578	1,008	1,601	2,523
其他流动负债	436	630	920	1,372	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	2.02	3.21	5.06
非流动负债	2	2	2	2	EBIT	894	1,580	2,567	4,082
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	910	1,600	2,588	4,104
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.26	2.95	2.82	2.73
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	1.55	1.44	1.35	1.29
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	116.98	87.67	70.14	64.09
负债合计	4,927	8,266	13,278	21,073	归母净利润增长率(%)	89.97	74.22	58.86	57.62
归属母公司股东权益	4,327	5,335	6,936	9,459					
少数股东权益	275	512	912	1,543					
所有者权益合计	4,602	5,846	7,847	11,001					
负债和股东权益	9,529	14,112	21,125	32,074					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	271	941	1,554	2,466	每股净资产(元)	12.58	15.51	20.17	27.50
投资活动现金流	-680	-64	-62	-58	最新发行在外股份(百万股)	499	499	499	499
筹资活动现金流	433	0	0	0	ROIC(%)	13.76	19.40	24.94	29.78
现金净增加额	24	877	1,492	2,408	ROE-摊薄(%)	13.37	18.89	23.08	26.68
折旧和摊销	16	20	21	22	资产负债率(%)	51.70	58.57	62.85	65.70
资本开支	-78	-78	-72	-68	P/E (现价&最新股本摊薄)	88.54	50.82	31.99	20.30
营运资本变动	37	-460	-691	-1,073	P/B (现价)	8.16	6.62	5.09	3.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

