开源证券

商贸零售/互联网电商

国联股份（603613.SH） 净利率水平提升，强劲增长势头不减

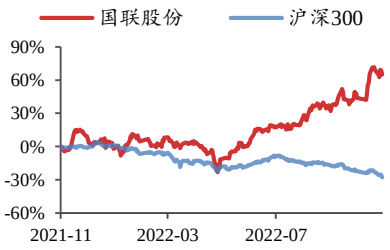
2022 年 10 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/28
当前股价(元)	123.71
一年最高最低(元)	130.50/72.81
总市值(亿元)	616.89
流通市值(亿元)	616.89
总股本(亿股)	4.99
流通股本(亿股)	4.99
近 3 个月换手率(%)	38.03

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩略超预期，高增长有望持续—公司信息更新报告》-2022.10.16

《“双十”交易额再创记录，业绩高增持续可期—公司信息更新报告》-2022.10.11

《业绩超预期，拟境外发行 GDR 提升实力—公司信息更新报告》-2022.8.16

陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）
liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520090001

● 看好公司长期发展，维持“买入”评级

随着渗透率提升+品类拓展，公司成长逻辑持续验证。考虑公司业绩持续超预期，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测为 10.49、17.88、29.94 亿元，EPS 为 2.10、3.58、6.00 元/股，当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 58.8、34.5、20.6 倍，维持“买入”评级。

● 业绩符合预期，净利率水平提升

2022 年前三季度公司实现营业收入 462.86 亿元，同比增长 97.17%，实现归母净利润 6.83 亿元，同比增长 101.57%。其中，Q3 单季度实现营业收入 183.92 亿元，同比增长 94.81%，实现归母净利润 2.55 亿元，同比增长 108.38%，净利率水平提升。Q3 单季度公司销售毛利率为 2.85%，同比略下降 0.16 个百分点。销售费用率和研发费用率分别为 0.38%和 0.25%，同比下降 0.04 和 0.02 个百分点，管理费用率为 0.14%，同比提升 0.05 个百分点。

● 多多双十电商节交易额高增 90%，为 Q4 业绩高增长奠基

2022 年 10 月 10 日 21:10，国联股份第七届多多双十产业电商节提前结束，成交额为 172.28 亿元，2021 年双十电商节成交额为 90.58 亿，同比增长 90.20%。按照往年订单确认的节奏，因此我们认为双十电商节交易的亮眼表现为公司 Q4 业绩高增长奠定坚实基础。此外，值得关注的是，50 家云工厂为本次多多上市产业电商节积极备货，进一步保障了供给，也说明云工厂战略实施成效逐渐显现。

● 境外发行 GDR 申请获证监会受理，有利于进一步提升公司实力

公司筹划境外发行全球存托凭证 GDR，并申请在瑞士证券交易所挂牌上市，目前已获证监会受理。本次发行 GDR 所代表的新增基础证券 A 股股票不超过 4000 万股（包括因任何超额配股权获行使而发行的证券），不超过本次发行前公司普通股总股本的 8.03%。GDR 的发行具有发行成本低，周期短、折价率低等优势，能够提升融资效率。募集资金也为公司扩大业务规模，推进产业互联网发展战略提供良好基础。

● 风险提示：市场竞争加剧风险；新品类拓展不及预期风险；经济环境恶化风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,158	37,230	73,666	135,171	231,855
YOY(%)	138.4	117.0	97.9	83.5	71.5
归母净利润(百万元)	304	578	1,049	1,788	2,994
YOY(%)	91.6	90.0	81.4	70.4	67.5
毛利率(%)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.9
净利率(%)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.6
ROE(%)	9.2	15.3	22.0	27.5	31.8
EPS(摊薄/元)	0.61	1.16	2.10	3.58	6.00
P/E(倍)	202.6	106.7	58.8	34.5	20.6
P/B(倍)	16.3	14.3	11.6	8.8	6.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6548	9243	14588	24470	39711
现金	2993	3697	7316	13424	23026
应收票据及应收账款	203	412	838	1456	2479
其他应收款	3	14	17	41	57
预付账款	1181	2513	4184	7081	11468
存货	30	70	129	237	390
其他流动资产	2137	2536	2105	2231	2291
非流动资产	179	286	508	808	1245
长期投资	4	8	12	16	19
固定资产	108	130	342	629	1053
无形资产	39	82	89	97	107
其他非流动资产	28	66	66	66	66
资产总计	6728	9529	15096	25278	40956
流动负债	2816	4925	9270	17355	29464
短期借款	397	922	4264	9775	18734
应付票据及应付账款	1641	2405	3306	5876	8859
其他流动负债	778	1598	1700	1704	1871
非流动负债	1	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	2	2	2
负债合计	2817	4927	9272	17356	29466
少数股东权益	131	275	506	900	1559
股本	237	344	499	499	499
资本公积	2906	2799	2644	2644	2644
留存收益	637	1184	2334	4293	7577
归属母公司股东权益	3780	4327	5318	7022	9931
负债和股东权益	6728	9529	15096	25278	40956

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17158	37230	73666	135171	231855
营业成本	16566	36017	71389	131174	225111
营业税金及附加	9	27	53	98	168
营业费用	86	173	295	541	927
管理费用	44	67	110	203	348
研发费用	29	67	169	338	580
财务费用	1	-3	18	8	-18
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	24	24	27	30	33
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	10	32	41	54	68
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	458	929	1687	2877	4822
营业外收入	12	5	6	7	9
营业外支出	0	1	2	2	3
利润总额	470	933	1692	2882	4828
所得税	112	227	412	701	1174
净利润	358	706	1280	2181	3653
少数股东损益	54	127	231	394	659
归属母公司净利润	304	578	1049	1788	2994
EBITDA	410	890	1717	3043	5210
EPS(元)	0.61	1.16	2.10	3.58	6.00

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	138.4	117.0	97.9	83.5	71.5
营业利润(%)	92.2	102.7	81.7	70.5	67.6
归属于母公司净利润(%)	91.6	90.0	81.4	70.4	67.5
获利能力					
毛利率(%)	3.4	3.3	3.1	3.0	2.9
净利率(%)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.6
ROE(%)	9.2	15.3	22.0	27.5	31.8
ROIC(%)	7.4	12.6	13.4	13.6	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	41.9	51.7	61.4	68.7	71.9
净负债比率(%)	-66.4	-60.2	-52.4	-46.1	-37.3
流动比率	2.3	1.9	1.6	1.4	1.3
速动比率	1.9	1.3	1.1	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	3.8	4.6	6.0	6.7	7.0
应收账款周转率	141.4	148.1	150.0	150.0	150.0
应付账款周转率	101.0	167.8	150.0	100.0	100.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.16	2.10	3.58	6.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	0.54	1.12	1.94	2.27
每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.68	10.66	14.08	19.92
估值比率					
P/E	202.6	106.7	58.8	34.5	20.6
P/B	16.3	14.3	11.6	8.8	6.2
EV/EBITDA	140.8	64.9	33.6	18.9	11.0

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	777	271	557	969	1131
净利润	358	706	1280	2181	3653
折旧摊销	6	13	20	33	52
财务费用	1	-3	18	8	-18
投资损失	-10	-32	-41	-54	-68
营运资金变动	459	37	-733	-1216	-2507
其他经营现金流	-36	-450	13	15	18
投资活动现金流	-2105	-680	-201	-279	-422
资本支出	114	78	239	329	486
长期投资	-22	-32	-4	-4	-4
其他投资现金流	-1968	-569	41	54	68
筹资活动现金流	2548	433	-79	-93	-67
短期借款	150	525	3342	5511	8960
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	96	107	155	0	0
资本公积增加	2316	-107	-155	0	0
其他筹资现金流	-15	-92	-3421	-5604	-9026
现金净增加额	1220	24	277	597	642

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn