

国联股份(603613)

报告日期: 2022年12月07日

国联股份：以交易平台为抓手的产业数字化改造先驱

——产业互联网标杆价值提炼系列之一

投资要点

- 产业互联网是产业数字化基石，未来重点在第一/二产业的改造，我们近期发布《产业互联网专题：重构生产流通，赋能千行百业》阐述了近三年研究心得。作为产业互联网标杆价值提炼系列专题开篇，我们选取国联股份。国联股份系工业品产业互联网标杆，20余年资讯业务积累深厚产业资源，交易平台归单集采模式，极大的为产业链降本提效，数字工厂立足交易、基于效果付费、打造垂直工业互联网最为可期！**
- 20年专注工业品服务，价值持续迭代**
 - 1) 工业传媒起步，20年产业深耕积累数据+用户“隐性资产”；
 - 2) “国联资源网（信息服务，B2B1.0）-多多电商平台（交易，2.0）-国联云（产业服务，3.0）”模式持续迭代，逐步解决产业痛点；
 - 3) 纵向做深+横向延伸+从交易到生产的全方位产业数字化解决方案持续成长。
- 交易平台：归单集采，强议价&稳供应&短链条，为产业链降本提效**
 - 1) 传统产业链模式下，经销商体系贸易链条较多，流通环节占有较多毛利；而公司归单集采、缩短贸易链条，且不与上下游争利润，为上下游带来更多毛利空间，公司过去三年毛利率介于3-3.5%。
 - 2) 通过规模议价，降低客户采购成本；提供丰富品类，一站式采购、阳光采购，提升客户采购效率；通过持续稳定的向供应商的大宗采购和及时付款，提升供应商销售效率。整体大幅的产业链降本提效。
 - 3) 公司先归单收取部分定金、再向上游确单，为锁定货源、保障货物供给，需向上游支付一定预付款项。公司2021年预付账款周转天数18.5天，预收账款8.4天，应收账款2.3天，营运资本周转天数10.9天，周转优秀，区别于经销商。
- 数字工厂：基于效果付费易于改造链接，全面提升工厂效率**

在多多平台规模化交易、深度供应链和云工厂的基础上，通过国联云构建“数字工厂+PTD Cloud 工业互联网”，实现生产/管理/质检/能耗/物流等数字化，并将同一产业链、供应链和价值链上的数字工厂共构链接，形成同向数据流转、既开放又闭环的垂直工业互联网服务体系。

公司已签约53家云工厂，且正在进行15家数字工厂的实施。公司能够顺利推进的核心原因则在于，采取先投入后收费模式，即按降本增效的效果计费，如按照生产吨数收取每吨的服务费，易于工厂接受。
- 盈利预测与估值：公司作为深耕垂直行业的产业互联网标杆，具备先发优势和上下游客户信任壁垒，模式优越性持续得到验证，预计2022-2024年营收726/1,233/1,958亿元，同增95%/70%/59%，归母净利润10.99/18.80/30.12亿元，同增90%/71%/60%；目前市值对应PE为46/27/17X，维持“买入”评级。**
- 风险提示：行业景气度下行风险、行业竞争加剧风险、新业务发展不及预期。**

投资评级：买入(维持)

分析师：陈腾曦
 执业证书号：S1230520080010
 chentengxi@stocke.com.cn

分析师：刘雪瑞
 执业证书号：S1230522090001
 liuxuerui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥102.38
 总市值(百万元) 51,052.34
 总股本(百万股) 498.66

股票走势图



相关报告

- 1 《Q3业绩保持高速增长，供应链地位持续提升——国联股份季报点评》 2022.11.01
- 2 《Q3业绩预告再超预期，双十电商高增势头不减——国联股份季报业绩预告点评报告》 2022.10.17
- 3 《业绩超预期上限，产业互联网之光继续引领行业前行——国联股份半年报点评报告》 2022.08.22

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37,230	72,558	123,275	195,769
(+/-) (%)	116.98%	94.89%	69.90%	58.81%
归母净利润	578	1,099	1,880	3,012
(+/-) (%)	89.39%	90.04%	71.02%	60.21%
每股收益(元)	1.16	2.20	3.77	6.04
P/E	88.26	46.44	27.16	16.95

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 国联股份：资讯奠基，交易立业，产业数字化为新增长曲线	4
1.1 业务布局：B2B 电商和产业互联网平台，促进传统产业降本增效.....	4
1.2 发展模式：纵向深挖+横向复制，打造交易/企服/产业数字化多增长级	4
1.3 核心竞争优势：20 年专注工业品服务，价值持续迭代.....	5
2 交易平台：归单集采，强议价&稳供应&短链条	6
3 数字工厂：基于效果付费，全面提升工厂效率	7
4 投资建议	7
5 风险提示	8

图表目录

图 1: 积极进取的变现模式迭代, 资产价值不断深化	4
图 2: 行业横向延伸模式复制, 产业纵向延伸做深做透, 客户既供又采增强粘性	4
图 3: 国联股份的产业互联网生态战略	5
图 4: 公司多多平台交易流程及财务匹配 (单位: 百万元)	6
图 5: 国联股份的数字工厂	7
表 1: 盈利预测与估值 (单位: 百万元)	7
表附录: 三大报表预测值	9

1 国联股份：资讯奠基，交易立业，产业数字化为新增长曲线

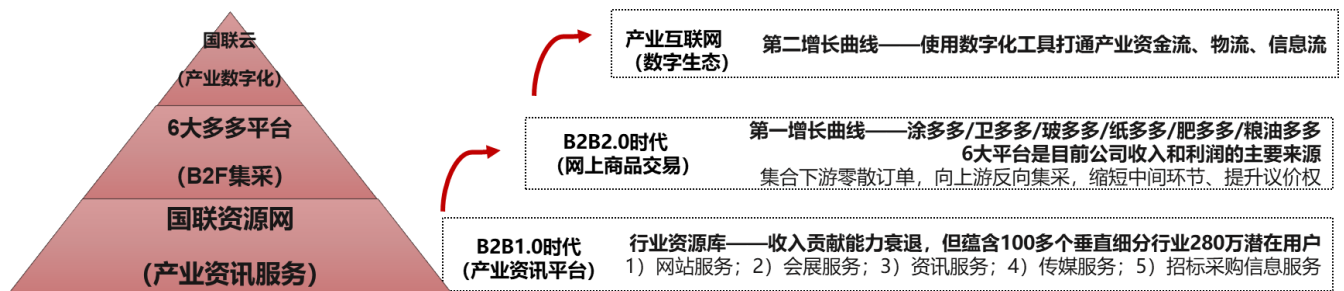
工业传媒起步，20年产业深耕积累数据+用户“隐性资产”。公司转型产业互联网，以满足企业最核心的交易服务需求作为切入点，形成信任关系和影响力之后，逐步推动“数字供应链”“数字工厂”“产业数据平台”等更加丰富的服务体系建设。

公司价值使命在于发现传统产业的痛点和低效环节，为企业赋能，交易业务当前为核心，专注于选择：1) 上游相对集中且充分竞争、2) 以渠道销售为主且中间环节比较多，毛利较高、3) 下游客户分散特点的行业，解决客户话语权偏弱、长链条、交易订单确定性不强等痛点。

1.1 业务布局：B2B 电商和产业互联网平台，促进传统产业降本增效

工业传媒起步，20年产业深耕积累数据+用户“隐性资产”，已覆盖机械、冶金、电力、煤炭、石油、化工、交通、轻纺、文化、环保等各大行业领域的100多个垂直细分行业，2021年拥有281万注册用户、1万合作用户。

图1：积极进取的变现模式迭代，资产价值不断深化

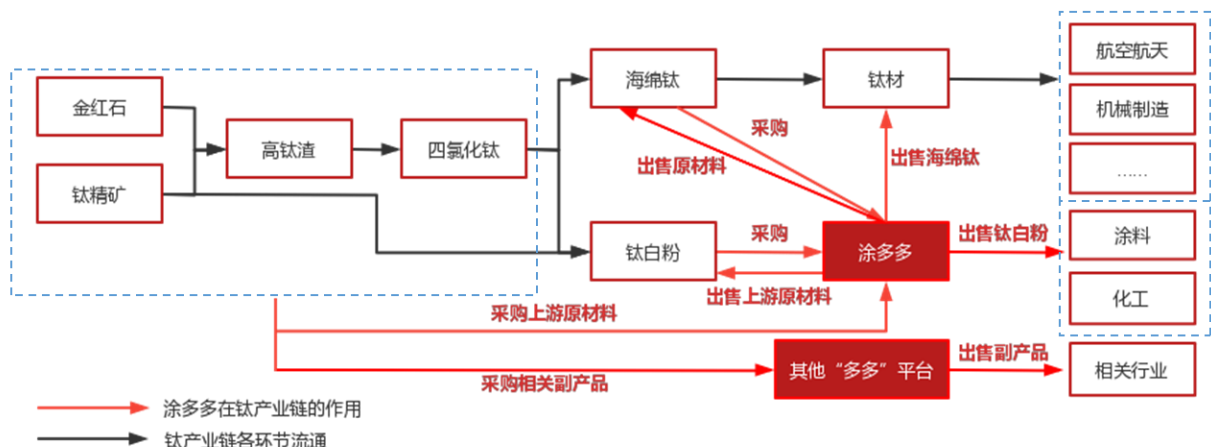


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 发展模式：纵向深挖+横向复制，打造交易/企服/产业数字化多增长级

产业纵向深挖：逐步把已覆盖的行业和产业链拓展到更细和更深的程度。一方面不断增加产业链上品类的覆盖范围，满足用户一站式采购的需求，同时促进用户采购占比的提升，逐步掌握整体产业链的话语权；另一方面，不断提升品类的市场渗透率。

图2：行业横向延伸模式复制，产业纵向延伸做深做透，客户既供又采增强粘性



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

行业横向复制：不断拓展新的细分领域，以多多平台的方式进行孵化，在模式尝试通过并实现利润的情况下，单独推出。根据公司投资者交流公告，公司未来不局限于现有 6 个多多平台的发展，在国联资源网已覆盖的 100+工业领域中，公司初步判断能够进行 2.0 转型进行集采交易的行业约 20-30 个。公司对相关领域进行重点的观察和研究，将充分发挥现有多多平台的运营经验，在其他领域进行模式复用。

依据钛白粉的成功经验，上下游延伸深挖+品类拓展，实现供应链能力提升→活跃客户数提升、覆盖 SKU 数量提升→ARPU 值提升、收入翻倍式增长。从公司销售收入来看，钛产业链在 2016 年只有钛白粉的销售收入表现良好，但尚未覆盖四氯化钛、金红石和钛渣；到了 2018 年，钛产业链中，已经覆盖了钛白粉、四氯化钛、金红石、钛精矿和钛渣，形成了全产业链优势。

服务模式的多元化：国联股份模式是交易起家的垂类产业互联网进阶标杆，将 B2B 电商业务作为进入产业互联网领域的切入点，经过多年的交易积累，与产业链上的生产型企业构建了极强的信任关系和合作粘性，所以公司逐步开始推动在智慧供应链、大数据、云工厂等方面的战略落地，推动公司实现具备综合服务属性的产业互联网平台的构建，旨在打造一套涵盖“数据-科技-平台”多层次生态体系，打造交易、企服、产业数字化改造多个增长极。

图3：国联股份的产业互联网生态战略



资料来源：亿邦智库，浙商证券研究所

1.3 核心竞争优势：20 年专注工业品服务，价值持续迭代

1) 主要竞争壁垒来自于先发优势（客户、信任、技术与数据）。20 年客户资源积累、通过信息服务建设的客户信任关系以及利用数据与科技服务工业互联网的产业链闭环能力。信任度建立、大数据积累需要先发优势；企业迁移成本高；依靠资金优势快速提升规模，形成网络效应。

2) 公司大力实施以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略，推广数字化 SaaS 工具，不断提升品类渗透率、品类拓展能力与客户粘性，构建智慧供应链、供应链金融闭环与智慧工厂，不断搭建完善的产业互联网平台。

3) 通过对下游客户的集合采购、拼单团购、一站式采购策略与对上游客户的核心供应商、供应链上下游延伸、次终端电商联盟等策略，扩大下游精准流量和加强上游供应链掌控，构建长期护城河。

2 交易平台：归单集采，强议价&稳供应&短链条

公司从交易流程、盈利模式、平台价值、运营效率等方面，与经销商都存在着核心区别。业务模式上先归集订单收取部分定金、再向上游发出具体采购订单（品种及量价），为锁定货源、保障货物供给，公司会向上游供应商支付一定的预付款项。该集采流程以订单反推向上游采购，反映出一种反向供应链模式。公司 2021 年预付账款周转天数 18.5 天，预收账款 8.4 天，应收账款 2.3 天，营运资本周转天数 10.9 天。

图4：公司多多平台交易流程及财务匹配（单位：百万元）

		2020	2021	22Q1-Q3
	营业收入	17,158	37,230	46,286
	YOY	138%	117%	97%
	营业成本	16,566	36,017	44,921
	YOY	146%	117%	98%
	毛利率	3.45%	3.26%	2.95%
	归母净利润	304	578	683
	YOY	92%	90%	102%
预收款项/合同负债	归母净利率	1.77%	1.55%	1.48%
	应收票据与应收账款	203	412	564
	YOY	156%	103%	123%
预付款项	应收账款周转天数	2.55	2.43	2.30
	YOY	114%	113%	83%
	预付账款	1,182	2,513	3,334
	YOY	114%	113%	83%
	预付账款周转天数	18.85	18.47	17.57
应收账款	存货	30	70	125
	YOY	125%	133%	38%
	预收款项+合同负债	579	1159	1927
	YOY	130%	100%	80%
	预收款项及合同负债周转天数	8.71	8.40	9.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司对产业链上下游的价值体现在更好的货源保障和议价能力：

- 1) 通过规模议价，降低客户采购成本；
- 2) 提供丰富品类，一站式采购、阳光采购，提升客户采购效率；

3) 通过持续稳定的向供应商的大宗采购和及时付款，提升供应商销售效率，如核心供应商策略，将合作期限长、信任度高的供应商划分到最核心的圈层，下游集采订单优先分配，在行业下行上行周期保持较强意愿给平台以低价、稳定的供货。同时公司赚取相对低、稳定的服务费，不与上下游争利润，供货稳定。

- 4) 通过各类数字化技术帮助供应商和客户降本增效。

缩短贸易链条，自身毛利率 3-3.5%之间： 2020、2021 及 2022 年 1-9 月，公司毛利率分别为 3.4%、3.3%及 3.0%。平台毛利率水平所反映的是作为平台为上下游提供服务的费用，由两部分构成：

1) 平台进行端到端交易所隔离的原来传统模式下的中间商或浪费环节，传统产业链模式下，上游工厂主要采取经销商体系分销，贸易链条较多，整个流通环节占有较多毛利；

2) 基于工业品按量定价的原则，利用集采优势，通过为上游提供大额订单所获得的额外利润。

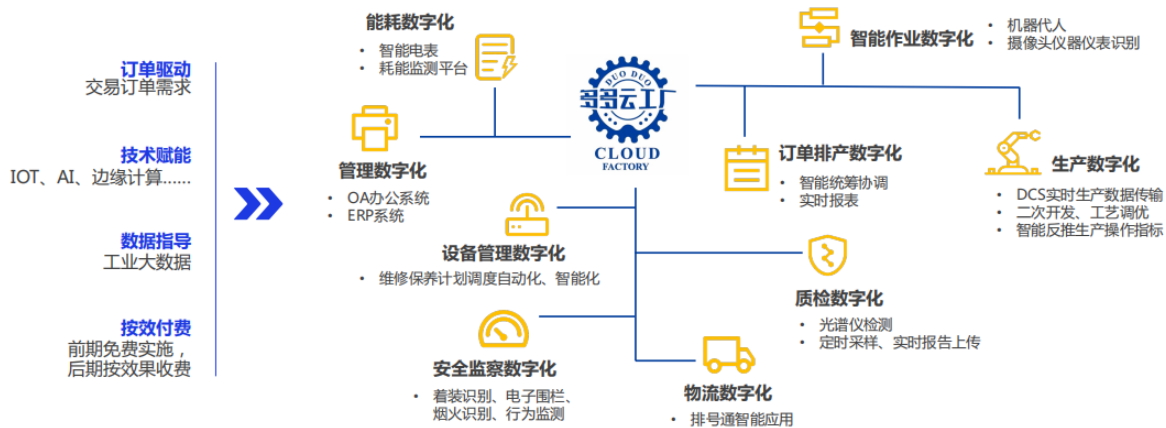
3 数字工厂：基于效果付费，全面提升工厂效率

国联股份立足已有垂直产业链，以订单驱动上下游工厂将生产制造环节接入 SaaS 系统，积累共享工业大数据，从而为上下游工厂提供个性化的数字工厂解决方案——转向层次更高的产业连接型和数据价值型服务。

工厂数字化 2020 年起步，在多多平台规模化交易、深度供应链和云工厂的基础上，通过国联云构建“数字工厂+PTD Cloud 工业互联网”，采集企业的生产、库存、能耗、检测、物流仓储等系列数据，实现生产数字化、管理数字化、质检数字化、能耗数字化、物流数字化。并将同一产业链、供应链和价值链上的数字工厂共构链接，形成同向数据流转、既开放又闭环的垂直工业互联网服务体系，从而更高效的实现产能、设计、原材料、备品备件、物流、仓配、市场等环节的资源能力共享和自动调配机制，并逐步实现信息流、订单流、资金流、物流上的闭环运营。

根据公司在“双十”电商节的发布，已签约 53 家云工厂，且正在进行 15 家数字工厂的实施。根据公司投资者交流公告，基于云工厂与多多平台的在交易端、供应链端的强合作粘性、分配积极和信任关系，公司采取先投入后收费模式，即按降本增效的效果计费，在生产收益中进行适当分配，如按照生产吨数收取每吨的服务费，工厂易于接受改造。

图5：国联股份的数字工厂



资料来源：亿邦智库，浙商证券研究所

4 投资建议

公司作为深耕垂直行业工业互联网标杆，具备先发优势和客户信任壁垒，模式优越性持续得到验证，预计 2022-2024 年营收 726/1,233/1,958 亿元，同增 95%/70%/59%，归母净利润 10.99/18.80/30.12 亿元，同增 90%/71%/60%，对应 PE 为 46/27/17X，维持“买入”评级。

表1：盈利预测与估值（单位：百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37,230	72,558	123,275	195,769
(+/-) (%)	116.98%	94.89%	69.90%	58.81%
归母净利润	578	1,099	1,880	3,012
(+/-) (%)	89.39%	90.04%	71.02%	60.21%
每股收益(元)	1.16	2.20	3.77	6.04
P/E	88.26	46.44	27.16	16.95

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（截止日期 2022 年 12 月 6 日）

5 风险提示

1、行业景气度下行风险：如果标的相关行业景气周期下行，则会导致相关行业经营业绩受影响，表现不及预期；

2、行业竞争加剧风险：同行业或者跨行业相关竞争加剧可能会带来表现不及预期；

3、新业务发展不及预期风险：公司正处于不断扩大规模的阶段，致力于在更多行业复制、孵化新的多多平台，同存在新业务发展不及预期的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,243	13,687	20,100	29,225
现金	3,697	5,674	8,030	11,713
交易性金融资产	1,392	1,115	1,336	1,281
应收账款	412	821	1,406	2,205
其它应收款	14	25	37	66
预付账款	2,513	5,226	8,241	12,710
存货	70	135	226	364
其他	1,145	691	823	886
非流动资产	286	266	329	374
金融资产类	-	-	-	-
长期投资	8	4	6	6
固定资产	130	156	192	213
无形资产	39	46	54	63
在建工程	-	-	-	-
其他	109	59	77	92
资产总计	9,529	13,953	20,429	29,599
流动负债	4,925	8,008	12,191	17,686
短期借款	922	522	613	685
应付款项	2,405	5,746	9,857	14,610
预收账款	2	912	627	1,155
其他	1,596	829	1,094	1,235
非流动负债	2	1	1	1
长期借款	-	-	-	-
其他	2	1	1	1
负债合计	4,927	8,009	12,192	17,687
少数股东权益	275	517	931	1,594
归属母公司股东权益	4,327	5,426	7,306	10,318
负债和股东权益	9,529	13,953	20,429	29,599

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	271	2,119	2,530	3,566
净利润	706	1,341	2,294	3,675
折旧摊销	13	13	16	20
财务费用	(3)	(4)	(23)	(41)
投资损失	(32)	(2)	(0)	(0)
营运资金变动	(479)	807	346	63
其它	66	(36)	(104)	(149)
投资活动现金流	(680)	256	(289)	3
资本支出	(22)	(36)	(48)	(35)
长期投资	(4)	4	(1)	(0)
其他	(654)	288	(240)	38
筹资活动现金流	433	(399)	115	114
短期借款	525	(400)	92	72
长期借款	0	0	0	0
其他	(92)	1	24	42
现金净增加额	25	1,976	2,356	3,684

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	37,230	72,558	123,275	195,769
营业成本	36,017	70,282	119,437	189,695
营业税金及附加	27	43	65	90
营业费用	173	270	412	592
管理费用	67	93	131	177
研发费用	67	127	241	433
财务费用	(3)	(4)	(23)	(41)
资产减值损失	10	(0)	-	-
公允价值变动损益	-	0	-	-
投资净收益	32	2	0	0
其他经营收益	24	0	-	-
营业利润	929	1,748	3,013	4,824
营业外收支	4	4	-	4
利润总额	933	1,752	3,013	4,828
所得税	227	411	719	1,153
净利润	706	1,341	2,294	3,675
少数股东损益	127	242	414	663
归属母公司净利润	578	1,099	1,880	3,012
EBITDA	936	1,766	3,006	4,806
EPS (最新摊薄)	1.16	2.20	3.77	6.04

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	116.98%	94.89%	69.90%	58.81%
营业利润	102.31%	88.23%	72.31%	60.12%
归属母公司净利润	89.39%	90.04%	71.02%	60.21%
获利能力				
毛利率	3.26%	3.14%	3.11%	3.10%
净利率	1.90%	1.85%	1.86%	1.88%
ROE	13.59%	20.85%	26.51%	29.89%
ROIC	13.30%	22.56%	28.74%	33.10%
偿债能力				
资产负债率	51.70%	57.40%	59.68%	59.76%
净负债比率	18.77%	6.52%	5.04%	3.89%
流动比率	1.88	1.71	1.65	1.65
速动比率	1.86	1.69	1.63	1.63
营运能力				
总资产周转率	4.58	6.18	7.17	7.83
应收账款周转率	148.12	137.57	130.59	129.21
应付账款周转率	167.81	130.44	114.57	124.85
每股指标(元)				
每股收益	1.16	2.20	3.77	6.04
每股经营现金	0.54	4.25	5.07	7.15
每股净资产	12.58	10.88	14.65	20.69
估值比率				
P/E	88.26	46.44	27.16	16.95
P/B	8.14	9.41	6.99	4.95
EV/EBITDA	35.35	25.65	14.38	8.39

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>