

国联股份（603613）

从资金禀赋和运营效率角度看公司增长

1、伴随 B2B 产业迭代，公司持续转型突破

公司的业务发展历程分为三个阶段，分别为国联资源网、多多平台、和国联云平台，分别对应中国 B2B 产业的三个发展阶段。公司通过多年经验总结出拼单集采模式的标准化流程，实现对资金运营效率的优化以及自身存货风险的降低。公司集采模式的运营状态可通过**预收（速度指标）和营运资金周转（资金运转效率）**两个层面的指标反映。

2、公司增长机制：动力、约束、边界

我们认为公司增长的核心要素在于三个方面：1）公司持续保持高速增长的动力；2）限制公司突破更高增速的约束因素；3）公司保持高速增长的收入边界。

2.1 要素一：收入增长动力

公司收入增长动力主要来源于**产业渗透率低的先决条件、上下游综合议价能力变现的商业实质、以及未来收入质量的潜在优化。**

2.2 要素二：增长约束条件

我们认为限制公司增长达到更快速度的约束条件为：**行业稀缺性、上游供应能力、营运资金投入。**

2.3 要素三：未来成长边界

假设营运资金杠杆率为 L ，自有资金数量为 C ，各期净利润留存为 P_i ，公司净利率为 p ，公司现有收入为 R_0 ，我们认为公司的增长模型可分为三个阶段：1）**高速增长期**，且公司保持业务高速增长的**理想化收入临界点 R_{max} 为 $R_0 + C/L + \sum P_i/L$** ；2）**稳定增长期**，假设公司每年利润的分红比率为 D ，则公司收入和利润的**理想化稳定增长率 g 为 $g = (p \times (1 - D)) / (L - p(1 - D))$** ；3）**稳定利润期**，公司达到一定市场渗透率后，**每年维持稳定的利润总额收益**，若公司所处赛道的市场规模总额为 TAM ，公司中长期产业渗透率为 m ，则公司的**稳定净利润总额 $P_{稳定期} = TAM \times m \times p$** 。我们推算出公司高速增长阶段的收入临界点约为 2325 亿元（预计在 2025 年），达到收入临界点后，公司的稳定增长率约为 30%，同时我们预期在 2028 年左右公司利润水平有望维持在稳定水平。

我们预计公司 2022-2024 年收入为 729.48/1155.12/1661.00 亿元，归母净利润为 11.29/17.88/26.79 亿元。我们采用 PEG 方法估值，测算公司估值约为 602.5 亿元，对应目标价为 120.82 元。首次覆盖，给予“**增持**”评级。

风险提示：1）相关数据测算存在主观假设；2）报告中所列其他产业内公司并不具备完全意义上的可比性；3）多多平台以及云工厂拓展不及预期；4）市场竞争加剧；5）平台所处赛道供需关系极度失衡导致公司业务本质遭到破坏；6）公司近期曾出现股价异动

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,157.78	37,229.79	72,947.95	115,511.72	166,099.93
增长率(%)	138.38	116.98	95.94	58.35	43.79
EBITDA(百万元)	469.96	991.18	1,830.53	2,889.84	4,320.98
归属母公司净利润(百万元)	304.48	578.41	1,129.13	1,788.24	2,679.31
增长率(%)	91.57	89.97	95.21	58.37	49.83
EPS(元/股)	0.61	1.16	2.26	3.59	5.37
市盈率(P/E)	161.48	85.00	43.54	27.49	18.35
市净率(P/B)	13.01	11.36	9.20	7.07	5.25
市销率(P/S)	2.87	1.32	0.67	0.43	0.30
EV/EBITDA	56.14	33.31	24.51	15.09	9.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 商贸零售/互联网电商

6 个月评级 增持（首次评级）

当前价格 98.6 元

目标价格 120.82 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 498.66

流通 A 股股本(百万股) 498.66

A 股总市值(百万元) 49,167.42

流通 A 股市值(百万元) 49,167.42

每股净资产(元) 9.93

资产负债率(%) 58.62

一年内最高/最低(元) 131.75/72.81

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

刘静一 联系人
liujingyia@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《国联股份-季报点评:环比加速增长，产业链话语权持续提升》 2020-10-19
- 2 《国联股份-公司点评:业绩超预期，定增助力未来三年高成长》 2020-10-14
- 3 《国联股份-半年报点评:收入增速进一步加快，毛利率环比提升》 2020-08-09

内容目录

1. B2B 产业迭代：信息服务-交易撮合-产业链整合	4
1.1. 伴随 B2B 产业迭代，公司持续转型突破	6
1.2. 基于下游行业特性的高效率“集采”业务模式	9
1.3. 公司差异化战略：业务模式和下游赛道双轮共驱	12
2. 公司增长机制：动力、约束、边界	14
2.1. 要素一：收入增长动力	15
2.2. 要素二：增长约束条件	18
2.3. 要素三：未来成长边界	20
3. 盈利预测与估值分析	22
4. 风险提示	24

图表目录

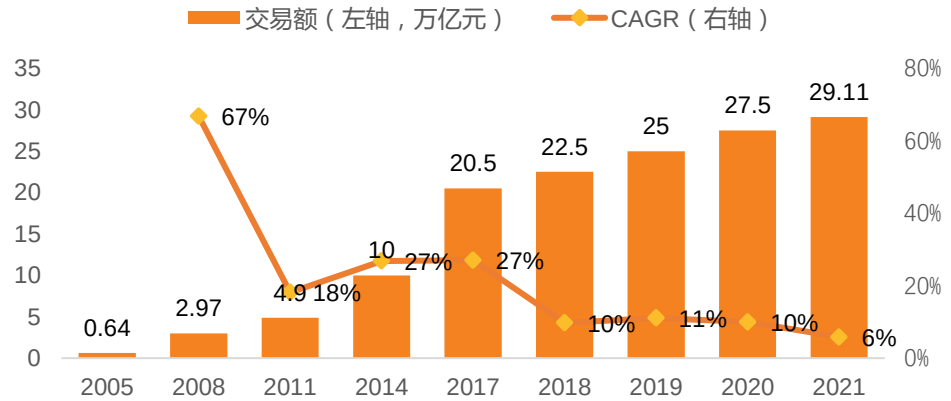
图 1：中国电子商务 B2B 市场交易规模	4
图 2：2015 年前后企业线上采销及营销占比显著提升	5
图 3：国联股份业务发展三个阶段	6
图 4：国联资源网与多多电商注册用户数（万户）	7
图 5：多多电商每用户平均收入持续提高（万元）	7
图 6：国联云业务体系	8
图 7：公司各业务收入占比以及营业总收入	9
图 8：公司拼单集采标准流程	9
图 9：公司 T 季度收入环比增长率与 T-1 季度预收环比增长率变化趋势大体相同（2020 年后更加显著）	11
图 10：公司营运资金杠杆率和营运资金周转次数	11
图 11：公司营运资金回报率和营运资金现金回报率	11
图 12：中国 B2B 产业市场呈现“一超多强”格局（2018 年）	12
图 13：2018-2024 中国工业品 B2B 市场规模（亿元）	12
图 14：公司 2016-2021 年多多平台收入及对应增速	14
图 15：公司各多多电商平台渗透率及 2021 年自营交易额（含税）	15
图 16：公司业务模式梳理	16
图 17：公司各多多平台及综合毛利率情况	16
图 18：公司内生增长模型	17
图 19：公司交易业务净利率水平接近 1.3%-2.5% 区间	17
图 20：数字化转型业务毛利率显著高于多多平台毛利率	17
图 21：2021 年中国钛白粉行业市场格局（单位：亿元）	18
图 22：2021 年中国涂料行业（钛白粉下游之一）市场格局	18
图 23：找钢网流动资金与营业收入 YOY	19

图 24: 慧聪集团流动资金与营业收入 YOY	19
图 25: 国联股份流动资金与营业收入 YOY	20
图 26: 公司三阶段增长模型	22
表 1: B2B 产业信息服务阶段代表网站	4
表 2: B2B 产业交易撮合阶段代表平台	5
表 3: B2B 产业差异化价值提升阶段代表案例	6
表 4: 国联股份多多平台交易各环节会计影响分析	10
表 5: 公司与类似性质公司营运资金周转率和回报率对比	12
表 6: B2B 电商业务模式分类汇总	13
表 7: 公司所选行业赛道与其他 B2B 电商平台交叉情况	14
表 8: 云工厂与多多平台联动降本增效案例	18
表 9: 公司高速增长阶段收入临界点推算 (单位: 亿元)	21
表 10: 公司主要多多平台产业渗透率预测	22
表 11: 公司 2022-2024 年收入预测 (单位: 亿元)	23

1. B2B 产业迭代：信息服务-交易撮合-产业链整合

我国 B2B 市场兴起于 2000 年前后，初期以信息交互为主，主要解决企业获取供求信息的途径和及时性等问题，如阿里巴巴、环球资源、慧聪集团、中国制造网、中国化工网等。随后经过多年发展，各 B2B 平台逐步深入传统贸易体系，深入到交易、供应链、金融服务等多个环节，在不同行业赛道进行分化，同时又在垂直领域进行整合。

图 1：中国电子商务 B2B 市场交易规模



资料来源：公司公告、联商资讯、TechWeb、宁波市电子商务研究院公众号、艾瑞咨询公众号、电子商务公众号、无锡跨境电商综试区综合服务中心公众号、天风证券研究所

我们认为中国 B2B 产业的发展历程大致可分为三个阶段，而 B2B 平台在三个阶段内分别起到信息服务、交易撮合和产业链整合的作用，在贸易流程中的参与程度逐步加深：

第一阶段：信息服务

- 时间区间：2000 年左右
- 产业背景：信息化大潮开始逐渐影响到传统商务的商机获取模式，互联网渠道的低成本以及时效性促使了企业选择 B2B 渠道来拓展业务
- 主营业务及盈利模式：为企业提供商机信息获取服务，通过会员制模式和收取广告费/推广费实现盈利
- 代表网站：阿里巴巴、中国化工网、中国制造网、我的钢铁网等

表 1：B2B 产业信息服务阶段代表网站

公司/网站名称	成立时间	公司业务介绍
慧聪集团	1992 年	线下商情杂志业务起家，后开辟线上业务，从事产品展示、企业推广、在线洽谈、商机订阅等业务
焦点科技 (中国制造网)	1996 年	采购/供应信息发布；商品广告服务
生意宝 (中国化工网)	1997 年	化工领域的行情信息发布；化工企业推广、产品信息发布；化工数据库
阿里巴巴	1999 年	商家信息展示；直销模式推广国内电商业务；跨境电商业务
中国网库	1999 年	114 网络查号台；114 短信黄页；“黄页通”服务
上海钢联 (我的钢铁网)	2000 年	专注钢铁业行情信息服务、线上推广服务、咨询服务
国联资源网	2005 年 (公司 2005 年开始以国联资源网对外提供电子商务服务)	供求商机撮合、交易资讯、渠道拓展，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

资料来源：公司招股说明书、各公司官网、商学院公众号、天风证券研究所

第二阶段：交易撮合

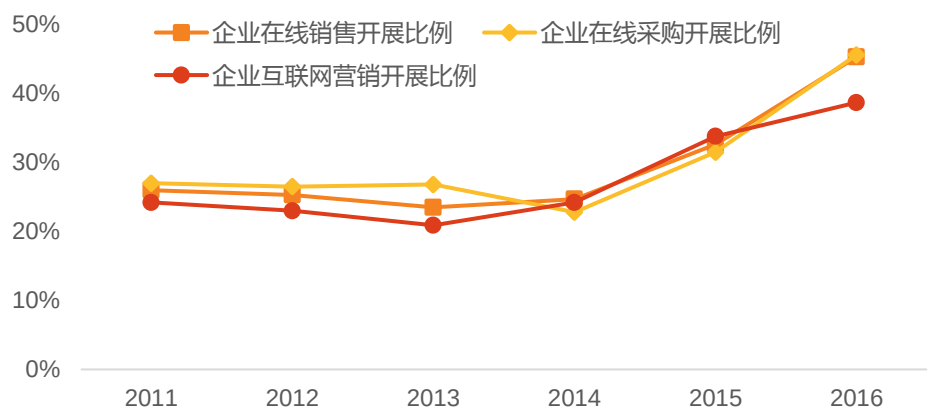
- 时间区间：2010 年前后
- 产业背景：1) 电子商务成为企业拓展客源的重要选择之一；2) 平台功能精细化，垂直品类 B2B 平台出现
- 主营业务及盈利模式：盈利模式单一问题凸显，从信息服务模式转型为在线交易为主的服务模式，盈利方式延伸至自营贸易或交易服务，实现流量的进一步变现
- 代表平台：买化塑、国联多多平台、钢银平台、找钢网、敦煌网等

表 2：B2B 产业交易撮合阶段代表平台

公司类别	公司/网站名称	成立时间	公司业务介绍
传统信息服务平台	慧聪集团——买化塑	2015 年	化塑行业采销撮合、行情信息提供
	国联资源网——多多平台	2014-2016 年	涂料化工、玻璃、卫生用品等垂直品类电商平台的 B2B 业务
	上海钢联——钢银	2008 年	1、寄售服务（钢铁产品在线交易/拍卖）； 2、供应链金融服务（赊销、垫付等）
创新平台	敦煌网	2004 年	1、面向国内中小供应商、海外中小采购商和个人提供线上交易服务； 2、佣金制而非会员制；拼单降低物流成本
	马可波罗	2006 年	1、提供精准采购搜索服务、B2B 线上交易服务； 2、2013 年开始进行互联网金融业务
	找钢网	2012 年	1、钢铁产品交易撮合； 2、自营钢产品销售

资料来源：公司招股说明书、各公司官网、天下网商公众号、广州互联网协会公众号、托比网公众号、新经济 100 人公众号、天风证券研究所

图 2：2015 年前后企业线上采销及营销占比显著提升



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

第三阶段：平台差异化价值摸索，产业链垂直渗透

- 时间区间：2015 年后

- 产业背景：1) B2B 电子商务在垂直领域蓬勃发展，深耕于钢铁、塑化、电子元器件等垂直领域的 B2B 电子商务平台陆续上市或启动上市计划；2) 竞争进一步加剧，B2B 平台间的同质化愈发明显，多个平台增速放缓；3) 为了进一步挖掘平台价值，B2B 平台深入产业链上下游，尝试突破交易撮合之外的业务边界，如供应链金融、数字化改造等
- 主营业务及盈利模式：交易为主，同时探索第二成长曲线
- 代表转型案例：（这里主要描述主要的转型方向）

表 3：B2B 产业差异化价值提升阶段代表案例

公司/网站名称	所属垂直领域	业务转型
慧聪集团	电子产品；棉纺织品；化塑；建筑装备	以慧聪网为核心，向下通过“投资+孵化”方式渗透至垂直赛道，提升传统产业交易各环节的数字化水平；向上构建产业链金融生态，搭建“三级火箭”业务架构
国联股份-云平台	涂料化工、玻璃、卫生用品	协助上下游企业进行数字化转型
上海钢联-数据业务	钢铁全产业链	1、放弃钢铁自营，专注交易服务 2、着力发展大宗商品数据服务
敦煌网	小商品市场外贸	MyyShop 跨境社交电商，技术赋能卖货，多方位流量变现
科通芯城	IC 元器件	自研芯片应用设计解决方案，涉足芯片应用设计

资料来源：慧聪集团官网、国联股份公告、上海钢联公告、界面新闻公众号、科通技术招股说明书、天风证券研究所

1.1. 伴随 B2B 产业迭代，公司持续转型突破

与中国 B2B 产业发展相对应，我们观察到公司的业务发展历程也可以分成三个阶段，分别为国联资源网、多多平台、和国联云平台阶段。

图 3：国联股份业务发展三个阶段



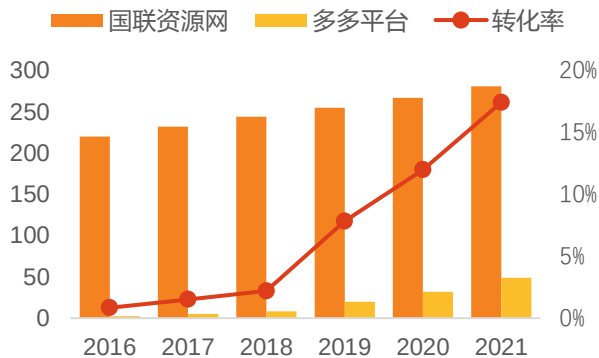
资料来源：公司招股说明书、卫多多公众号、Wind、天风证券研究所

1) 以国联资源网为核心（2005-2013）

2005 年，公司开始以 B2B 信息服务平台——国联资源网对外提供电子商务服务，主要以商业信息服务为主，线上提供供需信息展示和商机发布撮合服务，线下提供供需对接和营销推广服务。公司在这一阶段并未切入交易环节，主要专注行业产业链纵向环节的上下游、产供需、主辅配套、关键资源整合和横向节点的企业经营管理，为企业提供网站会员服务、会展服务、行业资讯服务和代理服务。根据公司官网，国联资源网业务已覆盖 100 余个工

业行业领域,拥有 280.85 万注册会员企业,1000 万黄页数据库,5000 万招投标信息资源。在冶金、煤炭、电力、机械、医药、化工等方面拥有丰富的行业资源。

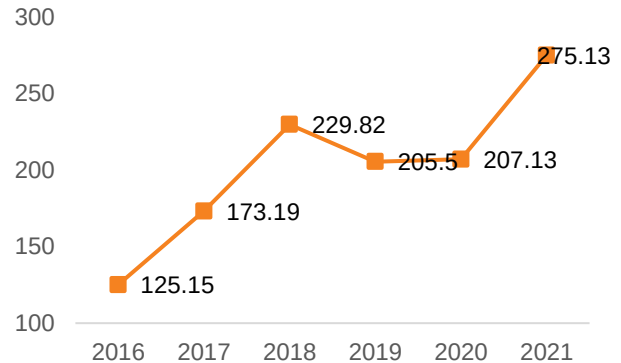
图 4: 国联资源网与多多电商注册用户数 (万户)



资料来源: 公司招股说明书、公司公告、天风证券研究所

说明: 2016-2018 年转化率计算口径为国联资源网导入多多平台用户数量/国联资源网用户数量, 2019 年后公司不再单独披露由国联资源网导入多多平台的用户占比, 故而用多多平台用户数量/国联资源网用户数量进行估算

图 5: 多多电商每用户平均收入持续提高 (万元)



资料来源: 公司招股说明书、公司公告、天风证券研究所

2) 多多平台陆续孵化 (2014-至今)

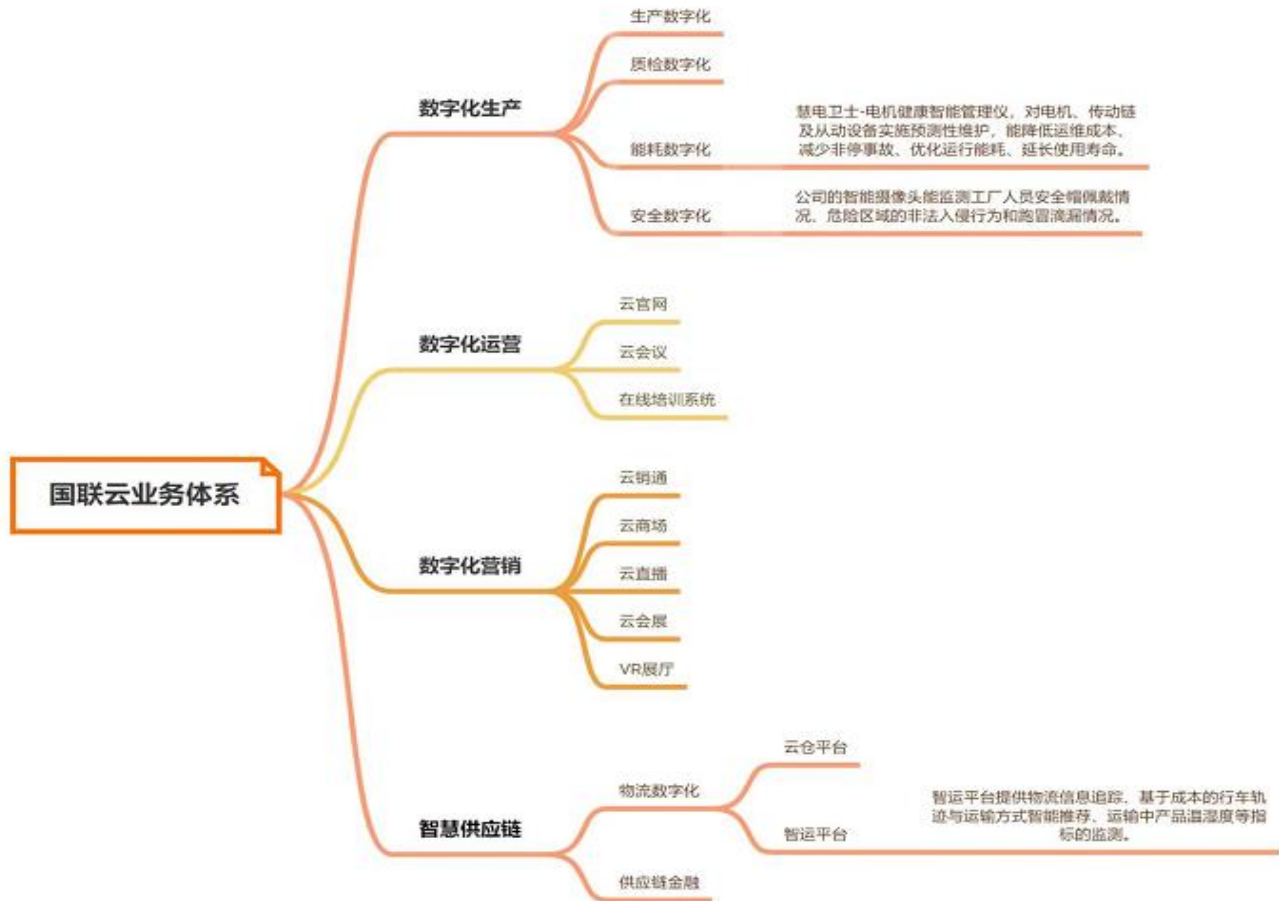
2014 年,随着 B2B 电子商务发展到以线上商品交易为核心的新阶段,公司针对传统业务进行升级,基于国联资源网涉及行业中有比较优势的涂料化工、玻璃、卫生用品产业分网及其团队,相继成立了涂多多电商 (2014 年 12 月) 和玻多多电商 (2016 年 7 月),并于 2016 年 6 月将北京中智联业信息技术有限公司更名为卫多多电商,进而分别打造了相对应的产业 B2B 垂直电商平台:涂多多 (2015 年 7 月)、卫多多 (2016 年 8 月) 和玻多多 (2016 年 8 月)。

我们认为各多多平台的成立对公司业绩的快速增长起到了决定性作用,其原因是公司顺应行业发展的趋势,从广告、会员费等信息服务模式转型至线上商品交易模式。公司基于国联资源网积累的用户基础,切入细分领域,并通过集中采购、拼单团购等经营模式汇集下游中小企业需求形成大订单,以此获得上游供货商优惠价格,公司则以线上代理商的角色赚取集采差价。公司的各类 B2B 垂直电商平台打通了产业内的供需渠道,实现上游供货商直接向下游企业发货,减少交易环节,避免大规模的资金占用,缩短供应链,减少仓储和物流成本,提升了行业的整体效率。

3) 国联云平台打造第二生长曲线 (2021 至今)

国联云平台是国联旗下的数字技术服务平台,主要针对数字化基础弱的中小企业提供数字化转型改造服务,其业务领域主要包括数字化生产、数字化运营、数字化营销和智慧供应链,主要产品则包含全网技术架构、电子商务、数字工厂、工业互联网等解决方案和平台服务,以及云 ERP 系统、行业直播、远程办公、视频会议等 SaaS 产品。

图 6：国联云业务体系



资料来源：公司公告、国联云官网、IBI 国联股份微信公众号、天风证券研究所

为了推广国联云的数字技术服务，公司制订了“三年百家云工厂计划”，将上述服务和产品打包成涵盖原材料采购、产品销售和数字化转型的完整方案，帮助实体企业实现生产数字化、管理数字化、质检数字化、能耗数字化、物流数字化。进度上看，2021 年公司共签约 20 家企业进行云工厂升级，实施 5 家，2022 年公司目标签约 30-40 家，实施 10-15 家。成功云工厂案例包括中星电子、宜昌中孚、四川盛丰钛业、内蒙孟达等。

我们认为相较于独立数字化转型供应商，公司的优势在于：

- 行业 know-how：对细分行业积累足够认知，培养了专业团队，建立了稳定的信赖关系
- 交易环节的深度绑定，基于按产量收取吨服务费的模式，解决前置付费意愿的问题
- 差异化定位：国联从交易端切入，伴随多多平台运营的推进，以科技驱动对供应链和生产经营各环节的数字化改造及通道衔接，进而在交易端、供应链端、生产端沉淀海量数据，由此以平台、科技、数据体系构建产业链和供应链闭环
- 已积累的大量交易用户成为未来一套数字化方案复制推广的基础

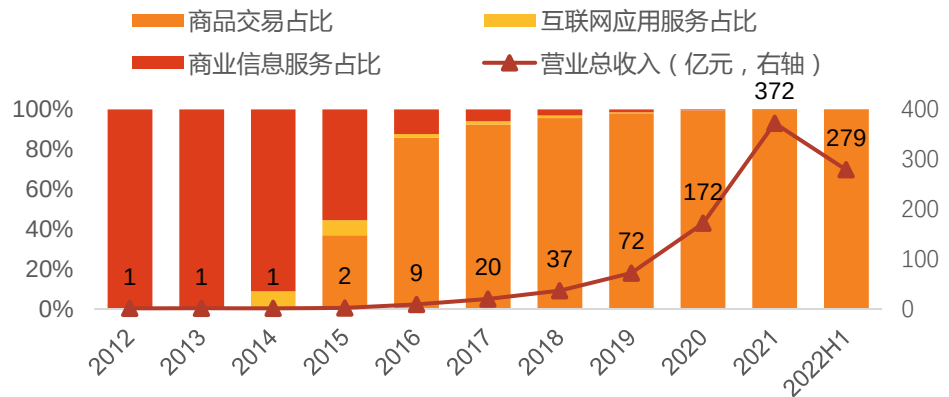
同时，我们预期云平台有望为公司带来多维度边际改善：

- 加强国联与工厂的合作粘性，提高供货稳定性和配合度；
- 提升工厂在多多平台的采销占比，增加平台收入；
- 数字化改造毛利高，能优化公司利润结构，提高毛利率和净利率；
- 增加对企业数据、行业数据的搜集，积淀数据优势

1.2. 基于下游行业特性的高效率“集采”业务模式

国联资源网、多多平台收入大致对应公司商业信息服务、网上商品交易业务收入，其中网上商品交易收入在总收入中占比持续提升，2022H1 达到 99.76%。

图 7：公司各业务收入占比以及营业总收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

就商品交易业务（多多平台）而言，公司通过多年经验总结出拼单集采模式的标准化流程，实现对资金运营效率的优化以及自身存货风险的降低。公司的集采流程包括**预谈、挂网、归单、确货、确单、发货、收货**七个流程，我们参考一般企业的会计处理惯例，对公司各流程环节的会计分录进行了梳理，认为公司在交易环节的**资金流**通过资产负债表中**合同负债、预付款项、应收、应付**四个科目体现，**物流**通过**存货**科目体现。

图 8：公司拼单集采标准流程



资料来源：亿邦产业公众号（原始来源：亿欧网）、天风证券研究所

具体到对应的会计分录而言：

表 4：国联股份多多平台交易各环节会计影响分析

流程环节	说明	会计处理分录	涉及资金流	涉及货物流
1、预谈	与上游签署框架协议，确定起订量、区间价、有效时间	/		
2、挂网	产品上架、集合归单	/		
3、归单	客户认购+缴纳定金	借：应收票据/银行存款 贷：合同负债	流入	
4、确货	与上游签采购合同，预付货款	借：预付款项 贷：应付票据/银行存款	流出	
5、确单	与客户签销售合同，预收货款	借：应收票据/银行存款 贷：合同负债	流入	
6、发货	通知上游供应商发货	/		
7、收货	客户收货并签署收货确认函： 1) 若直接发货至客户，则客户收货并签署收货确认函，a/b 同时发生； 2) 若发货至国联后再转给客户，则 a/b 按照时间顺序依次发生	a. 供应商发货至国联 借：存货 贷：预付款项 应付账款 b. 国联发货至客户 借：合同负债 应收账款 贷：主营业务收入 借：主营业务成本 贷：存货		

资料来源：亿邦产业公众号（原始来源：亿欧网）、天风证券研究所整理

基于以上我们做出以下定义：

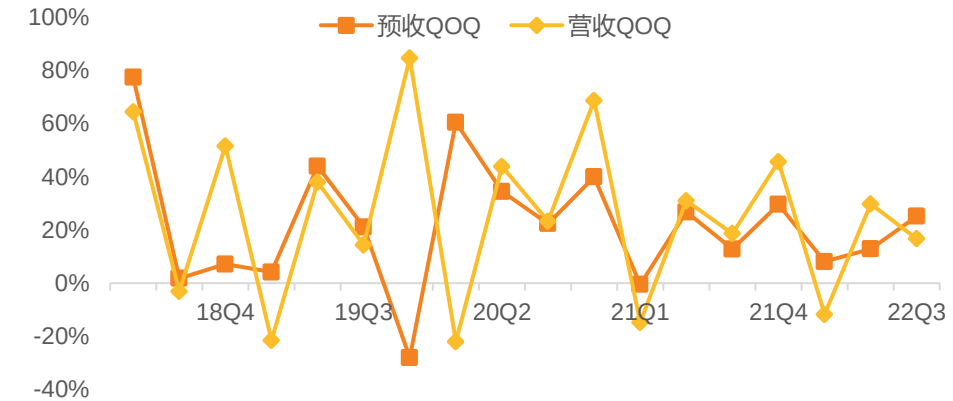
- 应收=应收账款+应收票据（其中主要为应收票据）
- 应付=应付票据+应付账款（其中主要为应付票据）
- 预收=合同负债+预收款项（由于会计准则变更，自 2020 年开始主要为合同负债）
- 预付=预付款项

若不考虑交易过程中的现金结算部分，根据多多平台的交易流程，**应收/预收确认时点早于预付/应付的确认时点**，后续应收/应付与现金相互间结转，而**预收结转至收入，预付款项结转至存货/营业成本**。基于公司多多平台的业务实质以及各环节对于资产负债表的影响，我们认为可参考以下指标跟踪公司业务发展：

1) 预收：反映未来收入增长（速度指标）

考虑到公司合同负债反映下游客户预付货款但尚未发货的情况，待上游供应商发货且下游客户确认收货后将结转至收入，我们认为公司预收的增长可在一定程度上前瞻反映未来收入的增长潜力。

图 9：公司 T 季度收入环比增长率与 T-1 季度预收环比增长率变化趋势大体相同（2020 年后更加显著）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2) 营运资金周转情况：反映公司的资金运营效率

我们认为营运资金是公司业务运行和增长所投入的资金，当公司的业务增长时所需营运资金投入量增大，但是营运资金周转率可以用来判断公司对于营运资金使用效率情况。

我们对营运资金相关指标给出进行以下定义：

- 营运资金 = 应收（含应收账款和应收票据）+ 预付款项 + 存货 - 应付账款（不含应付票据） - 预收

（考虑到公司应收票据的增加对流动资金起到占用作用，而应付票据虽然可帮助释放公司流动资金，但需要存款进行担保，对流动资金的影响被对冲）

- 营运资金杠杆率 = 营运资金 / 营业收入；

（反映获得 1 单位营业收入所需投入的营运资金情况）

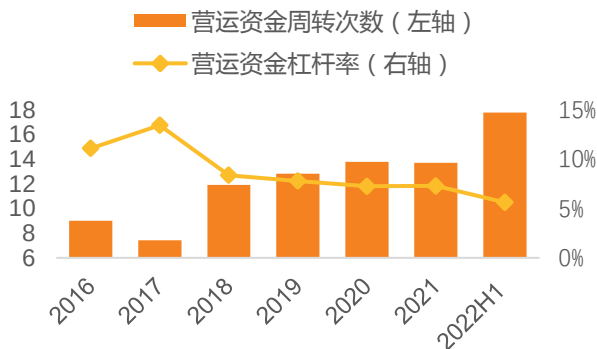
营运资金周转次数 = 1 / 营运资金杠杆率

（反映投入营运资金滚动产生收入的效率）

- 营运资金回报率 = 净利润 / 营运资金投入；

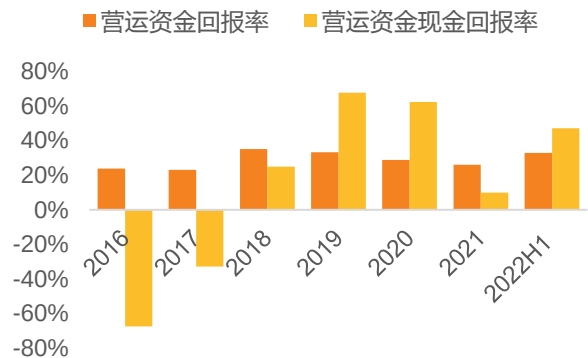
营运资金现金回报率 = 经营性现金净流入 / 营运资金投入

图 10：公司营运资金杠杆率和营运资金周转次数



资料来源：Wind、公司公告、公司招股说明书、天风证券研究所

图 11：公司营运资金回报率和营运资金现金回报率



资料来源：Wind、公司公告、公司招股说明书、天风证券研究所

整体而言，公司的资金运营效率持续增强，单位营运资金投入所能撬动的收入增量持续增加，2020/2021 年全年营运资金周转次数稳定在 14 次左右，营运资金回报率在 30% 上下波动，营运资金现金回报率 2021 年受到行业供需关系波动影响有所下降，但 2022 年随着供

需关系的平衡显著改善。与类似性质公司相比，我们认为公司资金运营效率处于较高水平。

表 5：公司与类似性质公司营运资金周转率和回报率对比

		603613.SH 国联股份	002183.SZ 怡亚通	300226.SZ 上海钢联	301029.SZ 怡合达	603713.SH 密尔克卫
营运资金周转次数	2018	11.92	3.13	22.93	2.71	6.09
	2019	12.83	3.52	22.00	2.47	5.53
	2020	13.78	3.55	15.58	3.20	3.45
	2021	13.72	3.67	22.74	3.21	3.60
营运资金回报率	2018	35.0%	0.7%	4.8%	42.4%	45.0%
	2019	33.3%	0.1%	5.9%	46.9%	44.9%
	2020	28.8%	0.4%	4.2%	71.9%	29.2%
	2021	26.0%	2.3%	4.0%	71.3%	18.1%
营运资金现金回报率	2018	25.1%	7.4%	-8.0%	8.5%	44.4%
	2019	67.7%	12.8%	-11.5%	23.2%	48.6%
	2020	62.4%	10.9%	-13.6%	65.3%	34.1%
	2021	10.0%	8.3%	8.2%	41.5%	8.4%

资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

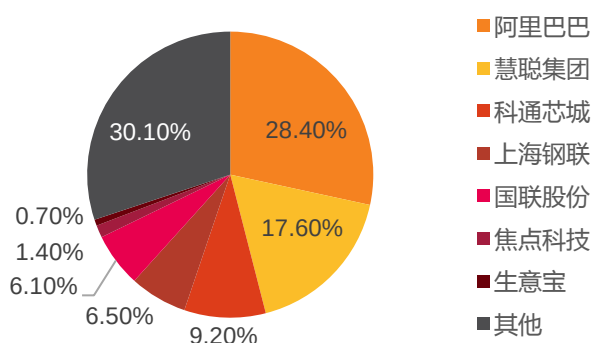
1.3. 公司差异化战略：业务模式和下游赛道双轮共驱

中国 B2B 产业曾呈现“一超多强”的竞争格局：阿里巴巴处于领军位置，已建成了全球贸易生态圈，慧聪集团、上海钢联、生意宝、焦点科技、国联股份等多头并立，植于不同的细分赛道，在各自核心行业领域均具有较强的市场地位。

近年来，随着 B2B 电商（产业电商）向产业互联网（产业数字化）的不断迭代升级，原来“一超多强”的行业格局正在发生着较大的变化。根据托比网 2021 年 12 月发布的“2021 中国产业互联网百强榜，公司位列产业互联网前五：1）阿里巴巴 B2B；2）欧冶云商；3）满帮；4）国联股份；5）上海钢联。

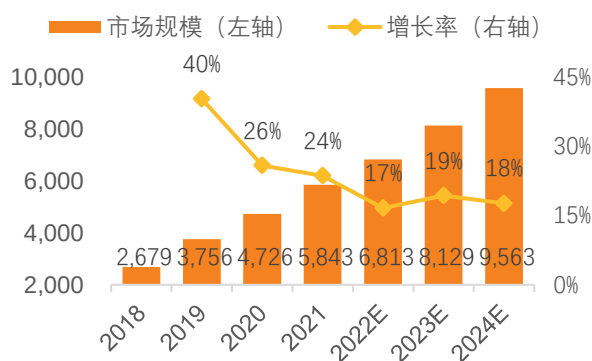
同时根据艾瑞咨询，2021 年我国工业品 B2B 市场规模为 5843 亿元。在疫情的影响下，传统供应链稳定性受到挑战，在 B2B 平台进行线上化采购的态势有望持续强化，工业品 B2B 市场有望在 22-24 年保持较高速度增长。

图 12：中国 B2B 产业市场呈现“一超多强”格局（2018 年）



资料来源：公司官网、湖南东谷云商集团公众号、天风证券研究所

图 13：2018-2024 中国工业品 B2B 市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

我们认为公司与其他 B2B 平台相比主要在业务模式和下游赛道选择两个方面进行差异化。

1) 业务模式上：公司通过集采模式从事自营业务

从业务本质来看，目前 B2B 平台的业务模式可粗略分为自营和非自营两种模式。其中：

• **自营模式：**平台向上游供应端采购产品后出售给客户，利润来源为**买卖差价**

传统的工业品供应链中间存在较多分销商，导致终端用户采购成本较高，同时存在产品质量无法保证、效率低下等问题，B2B 平台自营通过减少供应链中间层级实现价格优势，同时平台可在一定程度上减少产品供应端履约成本及服务支出，从而进一步获得利润空间。

根据各平台业务种类的差异以及业务创新，自营模式在各平台体现为不同的业务形式，其中比较有代表性的自营模式形式有：1) 国联股份的集采模式，通过帮助下游归集订单、向上游统一采购和议价赚取价差；2) 中晨电商的塑料原料自营模式，平台采购货物并通过“我的塑料网”实现销售；3) 科通芯城的电子元器件 POS 分销，根据产品实际销售情况调整采购成本价。

• **非自营模式：**平台从供应链入手，作为第三方电商平台，为上下游提供在线交易服务，将信息流、订单流、资金流、物流等进行整合，利润来源为**服务费**

非自营模式下，B2B 平台提供的增值服务帮助上下游厂商实现降本增效，以此为厂商创造的收益成为平台的服务费来源。

具体到增值服务的形式来看，比较有代表性的服务类别包括：1) 供应链金融服务，如钢银电商和慧聪的寄售模式，平台全程参与货物交易、货款支付、提货、二次结算、开票等环节，同时通过“任你花”、“帮你采”、“订单融资”等业务帮助下游解决垫资问题；2) 采销增值服务，如敦煌网和怡亚通，平台帮助客户更加高效地对接供应商，基于业务发生金额、提供服务类型，按一定比例收取服务费；3) 数字化服务，如找钢网的一站式电商解决方案。

表 6：B2B 电商业务模式分类汇总

业务模式	利润来源	体现形式	代表电商
自营	买卖差价	集采	国联多多平台
		自营	“我的塑料网”自营、找钢网自营
		POS 分销	科通芯城
非自营	增值服务费	寄售	钢银平台、慧聪网
		采销增值服务	敦煌网、怡亚通
		供应链金融	钢银平台、慧聪集团
		数字化服务	找钢网一站式电商解决方案、国联云平台

资料来源：Wind、各公司官网、各公司公告、产业互联网大视野公众号、敦煌网公众号、创富志公众号、亿邦产业公众号（原始来源：亿欧网）、天风证券研究所

2) 行业赛道选择上：公司从涂料化工、卫生用品和玻璃等细分赛道布局

公司选择从涂料、卫生用品、玻璃等产业切入，同时向产业链上下游持续开拓 SKU 品类。公司所处赛道具有上游生产厂商相对集中，下游终端用户相对分散，中小企业众多，议价能力弱。销售方式上，以渠道销售为主，由于流通环节较多，存在货源不稳定与属地服务不足等问题，故而下游客户更为看重平台的信息属性和集采带来的成本压缩空间。

表 7：公司所选行业赛道与其他 B2B 电商平台交叉情况

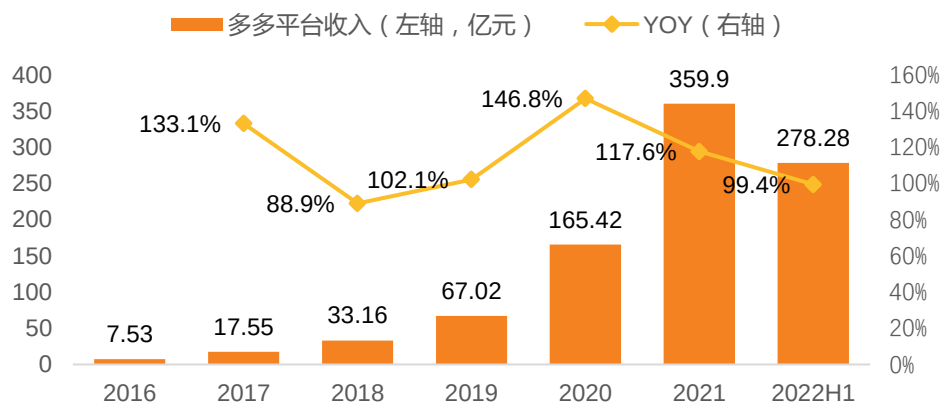
多多电商	主要产业链	主要品类	主要厂商	市场规模（亿元） （不完全统计）	
涂多多	钛产业	钛材、钛白粉、四氯化钛、高钛渣、金红石、钛精矿等	国联股份 慧聪集团（钛白粉）	1157	12354
	溶剂产业	甲醇乙醇、乙二醇、乳液等	生意宝、国联股份、慧聪集团	3001	
	树脂产业	PVC、PP、PE、PTA、PET 等	中晨电商、国联股份、生意宝、慧聪集团	8196	
卫（纸）多多	造纸产业	原纸、浆板、工业用纸等	生意宝、国联股份	7810	10526
	卫品产业	生活用纸、棉花、无纺布等	生意宝、国联股份、慧聪集团	2716	
玻多多	玻璃产业	原片、纯碱、石英砂、石油焦等	生意宝、慧聪集团	3328	
肥多多	化肥产业	磷肥、氮肥、钾肥等	生意宝	5147	
粮油多多	油脂产业	油料、油脂等	生意宝、慧聪集团	6517	9570
	饲料产业	蛋白、能量等	生意宝	1055	
	农药产业	中间体、原药、制剂等	生意宝	1998	
			合计	40925	
/	钢铁产业	热卷、冷轧卷、中厚板、建材、型管、不锈钢、圆钢、开平板	上海钢联 找钢网	5300	
/	IC 和电子元器件	电子产品、集成电路、通讯设备、半导体、FPGA 芯片、军用电子元器件、航空航天电子元器件	科通芯城	22459.9（预计值）	
/	快速消费品	母婴、日化、食品、酒饮、医药等	敦煌网 怡亚通	4450	

资料来源：各公司官网、国联股份公告、网经社、东莞市电子行业协会公众号、天风证券研究所

2. 公司增长机制：动力、约束、边界

公司多多平台自 2015 年正式营业以来持续保持高速增长，2017-2021 五年平均复合增长率为 117%。我们认为公司增长的核心要素在于三个方面：1）公司持续保持高速增长的动力；2）限制公司突破更高增速的约束因素；3）公司保持高速增长的收入边界。

图 14：公司 2016-2021 年多多平台收入及对应增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

2.1. 要素一：收入增长动力

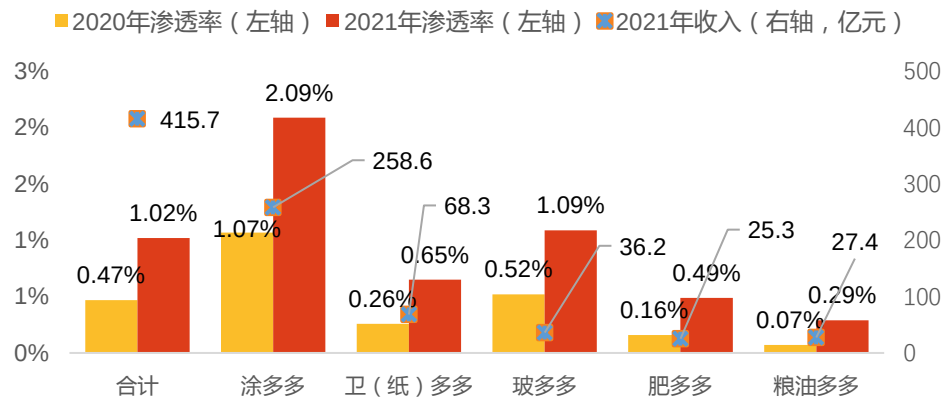
我们从三个层面来探讨公司收入保持高速增长的原因：**先决条件**（渗透率很低，跟 GMV 关联，GMV 可以快速增长）、**商业实质**、**收入质量优化**。

1) 先决条件：交易 GMV 天花板 4 万亿元，市场渗透率仅 1%

根据公司公告，多多电商实施纵向和横向的品类拓展策略，所涉足的品类市场规模日益扩大，截至 2021 年对应市场交易规模合计超过 4 万亿（不完全统计，含税），而公司多多平台 2021 年含税收入约为 416 亿元，**对应市场渗透率 1.02%**。

我们认为公司未来收入增长本质为自营交易规模不断扩大，背后的驱动力为传统线下交易逐步向线上平台迁移。根据艾瑞咨询，2021 年中国工业品市场规模超 12 万亿元，而中国工业品 B2B 市场规模为 5843 亿元，对应渗透率约为 5%，预计 2025 年提升至 13.2%。若假设公司未来渗透率提升至 5%，则对应自营收入规模约为 2000 亿元，**现有收入规模仍有较大提升空间**。

图 15：公司各多多电商平台渗透率及 2021 年自营交易额（含税）

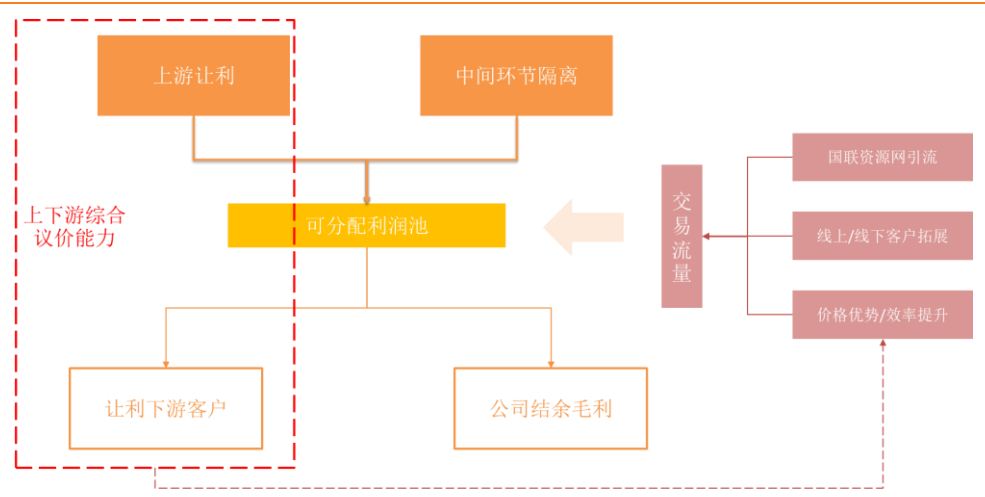


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2) 商业实质：上下游综合议价能力变现

我们认为公司多多平台的自营交易收入为“利润流量”，而公司相对于上下游的综合议价能力是流量变现的核心。公司的集采模式从下游归集订单，通过增大采购规模获得“以量定价”的话语权，上游让利和隔离中间环节供应商所获得的成本降低构成公司的“可分配利润池”，由公司在“可分配利润池”中拿出一部分让利给下游客户，剩下部分为公司的毛利。在这一过程中，公司对上游的议价权影响“可分配利润池”的大小，而公司对下游的议价权影响“可分配利润池”在下游客户和公司之间的分配比例，从而综合影响公司的利润水平。

图 16：公司业务模式梳理

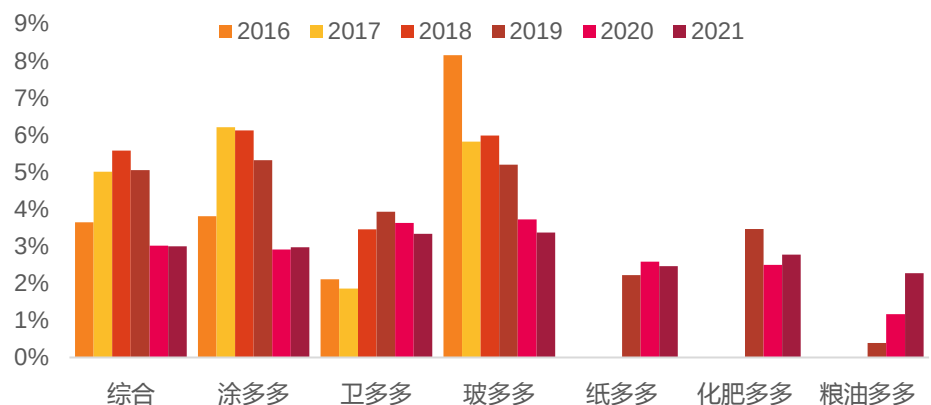


资料来源：亿邦产业公众号（原始来源：亿欧网）、天风证券研究所

我们认为影响公司上下游综合议价能力的因素包括：

- **产业链固有毛利率：**如在刚起步阶段，玻璃行业毛利率约为 8%，涂料行业毛利率约为 3.8%，卫生用品行业毛利率约为 2%
- **平台发展阶段：**新多多平台交易规模处于爬升阶段，公司集采订单规模相对较低，上游议价能力弱于老多多平台，向下拉动毛利率
- **产业供需状态：**当供不应求时，公司对上游议价能力减弱；当上游产能过剩时，公司对上游议价能力增强
- **市场战略：**当公司采取较为激进的市场开拓战略时，给下游客户让利增多，对下游的议价能力减弱

图 17：公司各多多平台及综合毛利率情况



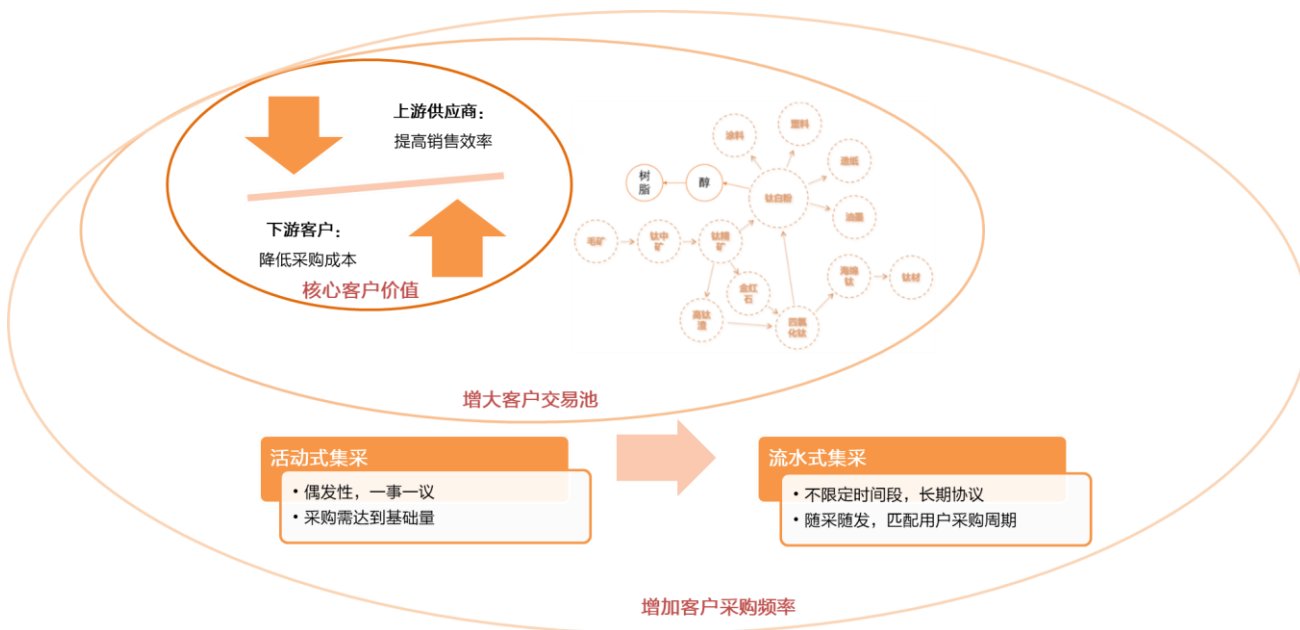
资料来源：公司招股说明书、公司公告、天风证券研究所

基于以上，我们认为公司收入规模持续增长的内生驱动力主要来源于：

- **降本增效创造核心客户价值：**对下游客户而言，规模化采购增大了对于上游的议价权，降低采购成本；对于上游供应商而言，公司可为其持续提供稳定的大订单，增加销售效率。
- **产业链延伸，丰富 SKU，增大客户交易池：**公司基于客户复购逻辑（同一客户生产时需要的其他原材料）和上游延伸逻辑（客户原材料提供商的生产采购需求）持续在既有产业链条上挖掘新 SKU，纵深开拓平台所覆盖的商品品类，增大并增厚交易池。
- **活动式集采到流水式集采，增加客户采购频率：**在一定的时间和基础之后，活动式的

集采会转向流水式的集采，在一定期间内直接跟上游确定最低订单量和价格，更加匹配下游客户的生产节奏，使下游客户的采购活动更加频繁。

图 18：公司内生增长模型



资料来源：亿邦产业公众号（原始来源：亿欧网）、天风证券研究所

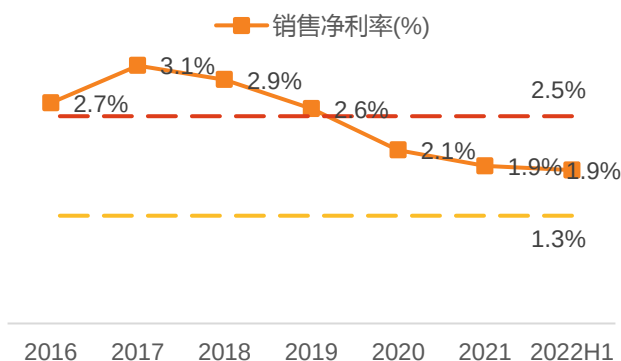
3) 收入质量优化：客户粘性和产业链价值量提升

公司收入在保持快速增长的同时，在收入质量层面，我们认为**客户粘性和产业链价值量两个方面有望持续优化**，主要通过国联云渗透至企业数字化转型的业务场景实现。

客户粘性提高：根据公司公告，公司积极推进国联云数字技术服务体系建设，向行业上下游客户积极提供云 ERP、远程办公、行业直播、视频会议等数字化云应用服务和数字供应链、数字工厂和工业互联网平台服务。由于国联云工厂不增加公司额外产线改造成本，而是从为工厂带来的实际降本增效成果中与工厂共同分成，使得国联与上下游的利益绑定远超前于原材料采购交易本身。

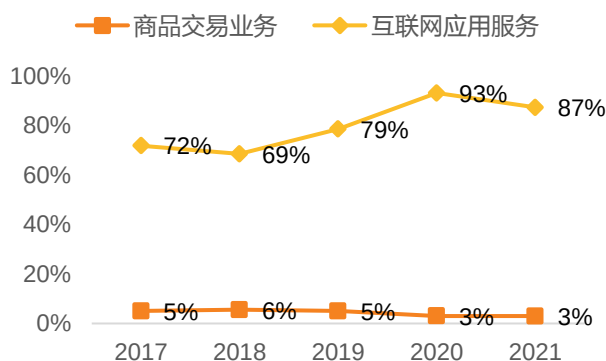
产业链价值量提高：根据麦肯锡调研数据，企业数字化采购与供应链将为企业带来 1.3%-2.5% 的利润提升，而企业进行数字化转型可将企业利润率提升 9%-14%。公司 2019-2021 年平均净利率约为 2.2%，利润来源主要为线上化平台交易所产生的价值增量，恰好处于数字化采购与供应链的价值增量区间。而相较于交易平台而言，国联云工厂在产业链中价值量更高，有望在未来提升公司的盈利水平。

图 19： 公司交易业务净利率水平接近 1.3%-2.5%区间



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：数字化转型业务毛利率显著高于多多平台毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 8：云工厂与多多平台联动降本增效案例

工厂名称	多多平台采购降本	云工厂增效
湖北某钛化工云工厂	高钛渣和金红石降本约 3%-5%；煅后焦约降本 6%	
河南某树脂云工厂（国企）	对下游销售产品每吨低于市场价 30-50 元不等	产能每月新增释放约 3000 吨
湖北某磷化工云工厂	采购成本总体上降约 6%-10%； 产成品销售通常低于市场价 10-30 元不等	
其他		- 成品率提高 5%左右； - 产能提升 57%； - 过磅时间从 10 分钟降到 15 秒

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 要素二：增长约束条件

以上我们分析了公司业务规模保持快速增长的驱动因素，接下来我们探讨限制公司增长达到更快速度的约束条件。同样从三个层面来进行拆解：**行业稀缺性、上游供应能力、营运资金投入。**

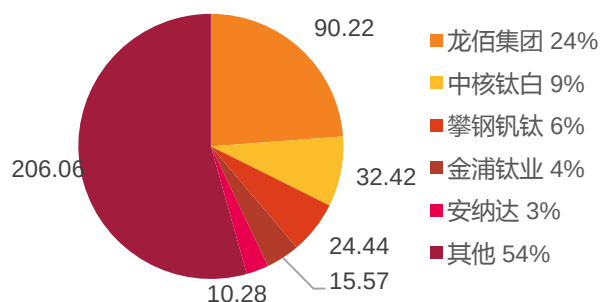
1) 行业稀缺性：限制新多多平台的无序开拓

公司所采用的集采模式并不适用于所有行业，故而公司现有及待开拓的多多平台从行业属性上具备一定稀缺性，无法在短期内实现无序的横向产业扩张。具体而言，公司对于下游行业的选择有四条标准：

- 上游相对集中且充分竞争：相对集中使得充分覆盖上游变得高效，而充分竞争在以量定价阶段给予公司更多议价权；
- 渠道销售为主，中间环节多：中间环节隔离越多，释放出来的利润空间越大，从而为公司带来更加可观的可分配利润池；
- 下游高度分散：核心在于形成集采的交易量基础，下游格局越分散，集采的价值量体现越突出；
- 短期价格波动不剧烈：由于确货和确单有时间差，短期价格波动或带来违约风险。

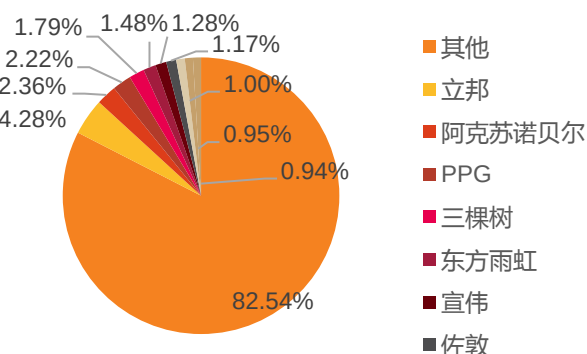
以公司目前最为成熟的钛产业链中的钛白粉为例：目前我国钛白粉行业呈一超多强格局，上游相对较为集中，竞争激烈，尚未形成垄断，因此多多平台可通过大订单掌握较大议价权，获取较大让利空间。在下游客户方面，目前我国钛白粉消费中有 61%用于涂料行业，而涂料行业市场集中度较低，较为分散，便于平台发挥其规模优势，通过集合采购、拼单团购等经营模式汇集下游中小企业需求。而相较而言，根据锦囊网（chn-source.com）我国钢铁行业产业呈现“两头强，中间弱”的格局，中游流通环节受制于上下游，话语权较小，故而产业链利益分配上处于弱势地位。

图 21：2021 年中国钛白粉行业市场格局（单位：亿元）



资料来源：智研咨询公众号、天风证券研究所

图 22：2021 年中国涂料行业（钛白粉下游之一）市场格局



资料来源：涂界公众号、天风证券研究所

2) 上游供应能力：限制多多平台上稳定可持续的交易量

我们认为公司平台交易量增长的原则为“稳定、有序、可持续”，而这一原则平抑了多多平台收入增速的波动性。

“稳定”在于量力而行，需屏蔽掉上下游供需关系动态变化对公司业务造成的影响。当市场行情处于供小于求的阶段时，公司的工作重心在寻找上游稳定货源，而当市场行情处于供大于求的阶段时，公司的工作重心在开拓下游稳定客户需求，公司负责市场的团队在行情波动过程中起到平衡作用，而团队能力的边界限制了公司在相对平衡状态下增速的天花板。

“有序”在于交易可信，需对核心供应商进行严格筛选，逐步扩大。根据公司管理层描述，公司在成立早期时存在供应商跟物流商勾结，在物流过程中用低标号货换高标号货的情况。后续公司采用核心供应商的模式，先与腰部一两家供应商合作建立相互信任的关系，之后再随着订单规模的扩大逐步扩大核心供应商名单。我们认为核心供应商机制以信任关系和稳定成规模的交易订单量为基础，难以一蹴而就。

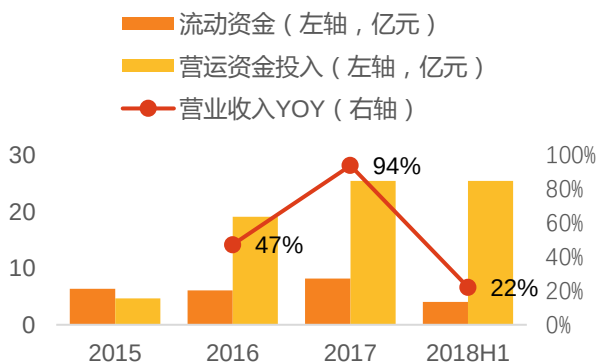
“可持续”在于下游客户的复购率保持在较高水平。我们认为只有在客户黏性足够高的情况下，对于赛道内 SKU 的拓展以及横向新赛道的开拓才能为公司带来更大的价值。客户黏性建设是公司最关注的核心能力，根据公司管理层，公司客户常年复购率维持在 90% 以上。我们认为在维持较高客户复购率的背景下，公司在拉新和转化留存两个维度做出动态取舍，在一定程度上牺牲了公司更高的增长潜力。

3) 营运资金投入：限制公司自营业务体量

根据前文分析，公司的业务周转需要营运资金作为支撑，公司的增速越快，对于营运资金的消耗也越快，故而公司可用流动资金数量也会对公司业务增长起到一定约束作用。

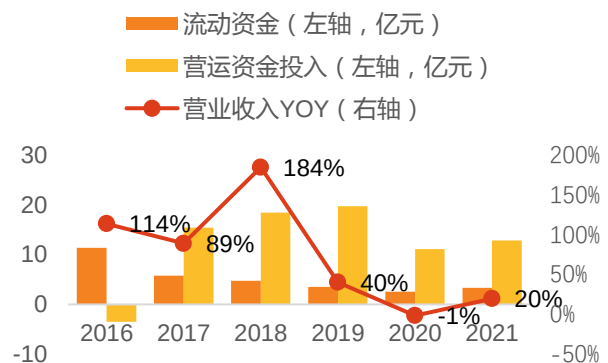
以找钢网和慧聪集团为例，我们认为这两家公司在经历快速增长阶段后，受限于流动资金持续投入的能力，收入增速出现放缓趋势。

图 23：找钢网流动资金与营业收入 YOY



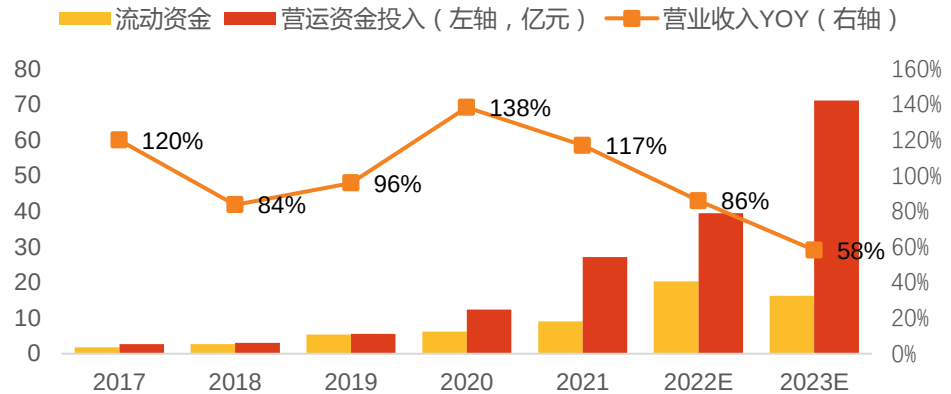
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：慧聪集团流动资金与营业收入 YOY



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 25：国联股份流动资金与营业收入 YOY



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

2.3. 要素三：未来成长边界

基于以上，我们认为公司未来电商业务收入增长的边界由营运资金使用效率、自有资金数量、以及公司净利率共同决定。假设营运资金杠杆率为 L ，自有资金数量为 C ，各期净利润留存为 P_i ，公司归母净利率为 p ，公司现有收入为 R_0 ，则公司的增长模型可分为三个阶段：高速增长期，公司保持业务高速增长的理想化收入临界点 R_{max} 为 $R_0 + C/L + \sum P_i/L$ ；稳定增长期，高速增长期之后，假设公司每年利润的分红比率为 D ，公司收入和利润的理想化稳定增长率 g 为 $p(1-D)/[L-p(1-D)]$ ；稳定利润期，公司达到一定市场渗透率后，每年维持稳定的利润总额收益，若公司所处赛道的市场规模总额为 TAM ，公司中长期产业渗透率为 m ，则公司的稳定净利润总额 $P_{稳定期} = TAM \times m \times p$ 。具体而言：

1) 高速增长期：业务高增收入临界点 $R_{max} = R_0 + C/L + \sum P_i/L$

根据上文论述，公司由自有流动资金 C 以及每年留存净利润 P_i 所能撬动的增量收入规模分别为 C/L 和 P_i/L ，故而理论上公司收入增长的临界点 R_{max} 为现有收入规模（对应营运资金已投入到业务中去） R_0 加上现有资金所能撬动的增量收入 C/L ，再加上留存利润所能撬动的增量收入总和 $\sum P_i/L$ 。在这一临界点下，公司的收入主要受到上游供应能力的约束条件限制（考虑到现有多平台渗透率仍处于较低位置，故而我们认为行业稀缺性对公司收入增长的约束不大）。

考虑到公司截至 2022 年上半年实际可用现金约为 16 亿元，若假设公司后续完成 GDR 发行募集约 38 亿元资金作为补充，则公司流动资金数量有望达到 54 亿元，同时参考公司约 6% 的营运资金杠杆率，以及下文第三部分中我们对于公司未来几年收入和利润的预测，我们基于以下假设推算出公司高速增长阶段的收入临界点约为 2325 亿元（预计在 2025 年达到）：

- 公司 GDR 发行募集约 38 亿元资金，可用于日常经营活动；
- 公司每年除分红外的利润留存可用于日常运营过程中的流动资金补充；
- 公司营运资金杠杆率维持在 6% 左右，主要 2021 年和 2022 年前三季度的营运水平；
- 公司归母净利率水平在 1.6% 左右波动（参考历史盈利水平）；
- 公司分红比例为 10.05%；
- 公司每年投入 1.5-2 亿元用于产业基金投资，共投入 5 亿元；
- 公司 2023 年将回购约 3 亿元股票（根据最新公告）；
- 暂不考虑后续其他因突发事件或公司战略调整所导致的现金投入需求。

表 9：公司高速增长阶段收入临界点推算（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	372	729	1155	1661	2325
YOY		96%	58%	44%	40%
产业渗透率		1.8%	2.8%	4.1%	5.7%
归母净利润	7%	6%	6%	6%	6%
归母净利率	5.78	11.29	17.88	26.79	37.51
利润留存	1.55%	1.55%	1.55%	1.61%	1.61%
分红率		10.16	16.09	24.10	33.74
可用现金余额	9.08	4.74	20.90	17.20	3.80

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

2) 稳定增长期：高速增长期结束后的稳定增长率 $g=p(1-D)/[L-p(1-D)]$

当公司达到收入临界点后，我们假设公司不再额外新增投入自有资金作为营运资金投入，仅将每年所获利润的留存部分投入至营运资金以维持其增长，则对应当年可投入运营的利润留存为 $R_{max} \times (1+g) \times p \times (1-D)$ ，其所能撬动的增量收入为： $\frac{R_{max} \times (1+g) \times p \times (1-D)}{L}$ ，而在稳定增长的条件下，当年收入为 $R_{max} \times (1+g)$ ，从而我们可以得到等式：

$$R_{max} \times (1+g) = \frac{R_{max} \times (1+g) \times p \times (1-D)}{L}$$

由以上方程可解得对应的收入增速 $g = \frac{p \times (1-D)}{L-p(1-D)}$ 。

当公司收入达到临界点后，公司的收入增长边界主要受到行业稀缺性的限制，即是否能突破现有多多平台的市场渗透率以及开拓新的多多平台为收入池蓄力（考虑到公司的稳定增长率较为温和，故我们认为上游供应能力可满足此阶段的增长）。

根据公司近年来净利率情况，假设公司归母净利率为 1.6%，分红率为 10%，则在公司 6% 左右的营运资金杠杆率水平下，公司收入达临界点后的稳定增长率约为 30%。

同时再结合 2.1 中对于公司业务本质和收入质量优化的分析，我们认为以下因素会影响相关参数的变化，具体包括：

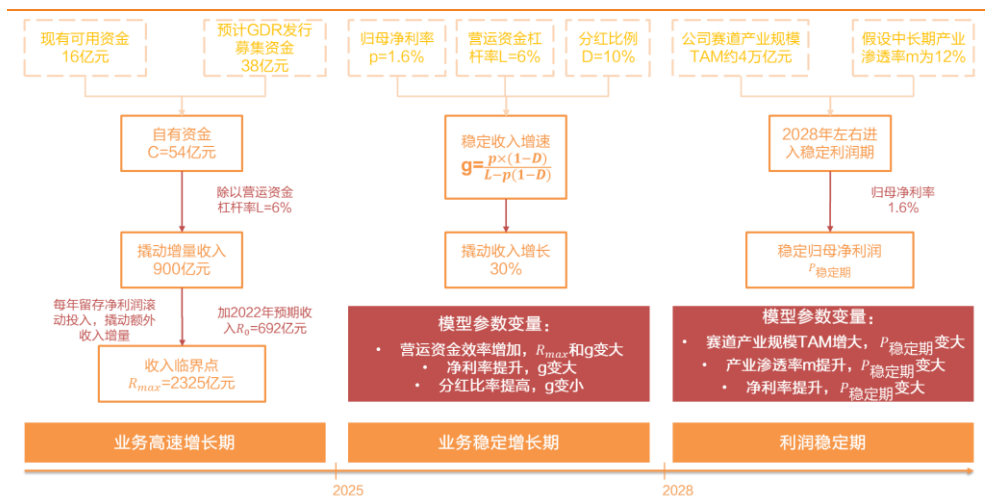
- 随着公司相对上下游的综合议价能力增强，公司营运资金运转效率有望进一步提升，带来的影响为 L 变小， R_{max} 和 g 变大；
- 国联云平台的业务发展拉升公司净利率 p，带来稳定增长率 g 的提升；
- 公司分红比率 D 提高，带来稳定增长率 g 的下降。

3) 稳定利润期：每年净利润总额基本维持 $P_{\text{稳定期}} = TAM \times m \times p$ 不变

考虑到公司自身管理效能或存在一定边界性，我们认为公司在经过一段时间的稳定增长后，营业收入在整体产业规模中的渗透率将维持在稳定水平，对应公司的净利润总额或维持在稳定数值附近。当渗透率达到中长期稳定水平时，公司营收水平为产业规模乘以渗透率 ($TAM \times m$)，对应的净利润水平为营收乘以稳定净利率 ($TAM \times m \times p$)。

根据公司管理层披露的中长期渗透率目标，我们假设公司中长期的产业渗透率约为 12%，基于公司目前所处赛道约 4 万亿元市场规模，我们预期公司有望在 2028 年左右进入稳定利润期。

图 26：公司三阶段增长模型



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

3. 盈利预测与估值分析

基于公司现有各个多多平台以及其他业务的推进情况，我们对于公司未来收入增长做出如下预测：

• 电商交易业务

我们认为各个多多平台上交易金额相对于整体产业规模渗透率的提升驱动电商交易收入的增长，并预计公司 2022-2024 年公司电商交易业务收入增速有望达到 96%/58%/44%。其中，我们预计 2022-2024 年公司涂多多、卫/纸多多、玻多多、肥多多、粮油多多产业的产业渗透率情况如下表所示，对应各平台 2022-2024 年业务收入增速分别为涂多多 63%/38%/25%、卫/纸多多 147%/69%/41%、玻多多 111%/52%/29%、肥多多 133%/101%/52%、粮油多多 213%/112%/110%。

表 10：公司主要多多平台产业渗透率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
涂多多	1.1%	2.1%	3.2%	4.2%	5.0%
卫/纸多多	0.3%	0.7%	1.6%	2.7%	3.8%
玻多多	0.5%	1.1%	2.3%	3.5%	4.5%
肥多多	0.2%	0.5%	1.2%	2.3%	3.5%
粮油多多	0.1%	0.3%	0.9%	1.7%	3.5%

资料来源：公司招股说明书、公司公告、天风证券研究所估算

• 国联资源网

我们认为国联资源网的收入有望随着网站注册用户以及合作用户数量的增长而持续增加，考虑到公司注册用户总数已超过 280 万户，且往年注册用户数量每年保持小幅增长的态势，我们预期类似增长态势在未来继续保持，并预计 2022-2024 年国联资源网业务收入增速约为 3%/7%/6%。

• 数字技术服务业务

我们认为公司数字技术服务业务的收入增长主要由国联云驱动。考虑到传统生产企业的数字化转型是国家十四五期间的重要发展任务，我们认为公司数字技术服务业务有望伴随云工厂的深入落地而获得较快增长，预期 2022-2024 年营收增速为 50%/100%/100%。

表 11：公司 2022-2024 年收入预测（单位：亿元）

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入		71.98	171.58	372.30	729.48	1155.12	1661.00
YOY		95.93%	138.38%	116.98%	95.94%	58.35%	43.79%
其中：							
电商交易		70.59	170.55	371.01	728.04	1153.22	1658.26
YOY		101%	142%	118%	96%	58%	44%
	拼多多	51.22	117.07	229.05	373.58	514.85	643.56
	YOY		129%	96%	63%	38%	25%
	卫/纸多多	9.86	24.67	61.26	151.50	255.38	359.62
	YOY		150%	148%	147%	69%	41%
	玻多多	7.26	15.36	32.12	67.92	103.34	132.87
	YOY		112%	109%	111%	52%	29%
	肥多多	1.26	7.46	23.17	53.94	108.19	164.39
	YOY		494%	211%	133%	101%	52%
	粮油多多	0.79	5.71	25.21	78.90	167.27	351.61
	YOY		621%	342%	213%	112%	110%
	其他未成熟平台	0.20	0.29	0.20	2.20	4.20	6.20
国联资源网		1.00	0.82	1.03	1.05	1.12	1.19
YOY		18%	-18%	25%	3%	7%	6%
	注册用户数（万户）		267.00	281.00	301.00	321.00	341.00
	收入/注册用户（元）		30.76	36.52	35.00	35.00	35.00
数字技术服务业务		0.39	0.20	0.26	0.39	0.77	1.55
YOY		-21%	-48%	28%	50%	100%	100%
	云工厂数量			5	20	50	100

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

基于以上，我们预计公司 2022-2024 年收入为 729.48/1155.12/1661.00 亿元，归母净利润为 11.29/17.88/26.79 亿元。我们采用 PEG 方法对公司进行估值，考虑到公司 2022-2024 年归母净利润三年复合增速为 67%，参考公司历史 PEG 水平，我们给予公司约 0.8 倍 PEG，测算得到公司目标估值为 602.5 亿元。目标估值对应 22-24 年 PE 为 58/35/24 倍，目标价为 120.82 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

4. 风险提示

- 1) **相关数据测算存在主观假设：**我们在报告中对公司的用户转化率、营运资金周转效率、市场渗透率、收入高增长临界点、长期收入增长率等数据进行测算时，对相关参数和影响因子进行了合理假设，但由于我们的假设具有一定主观因素，可能导致我们的测算结果与实际情况产生一定偏离，故而我们认为本报告中的测算结果并不完全代表公司实际业务情况。
- 2) **报告中所列其他产业内公司并不具备完全意义上的可比性：**我们在对公司的运营指标进行计算分析时，亦将计算结果与 B2B 产业内其他公司进行了横向对比，但是各家公司在所处赛道、业务模式以及发展路径都方面均有所差异，故而各家公司在数值上的差异并不完全由公司经营能力所决定，公司间数值大小的可比性有限。
- 3) **多多平台以及云工厂拓展不及预期：**涂多多、卫多多、玻多多为成立较早的三个平台，纸多多、粮油多多和肥料多多为后起之秀，且公司正在积极孵化其他平台，而公司在老多多平台进行品类开拓、新多多平台的设立尝试过程中仍存在一定不确定性，且公司正在推进的云工厂仍在前期探索阶段，两者皆存在拓展不及预期的风险。
- 4) **市场竞争加剧：**根据我们观察，尽管公司在现有多多平台所处的赛道上有一定市场地位，但是部分品类仍与其他厂商具有一定重合性，且公司未来可能面临着创业公司的竞争，存在市场竞争加剧的风险。
- 5) **平台所处赛道供需关系极度失衡导致公司业务本质遭到破坏：**当公司所处赛道的供需关系极度失衡时（如形成完全垄断的市场格局），公司依靠上下游综合议价能力进行变现的商业实质可能受到挑战，从而导致公司的集采业务模式存在可行性降低的风险。
- 6) **公司近期曾出现股价异动的风险：**公司近三个月内股价出现较大波动，尤其在 2022/11/25、2022/11/26、2022/12/2、2022/12/16、2022/12/17 几个工作日跌幅均 10%。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,993.30	3,697.37	4,513.65	5,734.95	6,985.57
应收票据及应收账款	203.13	412.13	793.41	1,115.54	1,629.44
预付账款	1,182.00	2,513.33	4,739.18	6,745.04	9,751.64
存货	30.14	70.17	126.69	185.03	262.75
其他	2,140.54	2,549.80	3,653.88	5,476.04	8,040.97
流动资产合计	6,549.11	9,242.80	13,826.82	19,256.61	26,670.36
长期股权投资	4.41	8.14	158.14	308.14	458.14
固定资产	108.24	129.78	124.39	118.99	113.60
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	38.95	82.02	71.91	61.80	51.70
其他	24.11	66.07	65.65	65.22	64.79
非流动资产合计	175.71	286.02	420.09	554.16	688.23
资产总计	6,724.82	9,528.82	14,246.91	19,810.77	27,358.59
短期借款	396.50	921.66	1,175.00	1,292.50	1,421.75
应付票据及应付账款	1,641.32	2,404.77	4,663.88	6,529.20	9,549.27
其他	242.71	441.32	2,564.24	4,182.61	5,640.44
流动负债合计	2,280.54	3,767.75	8,403.13	12,004.31	16,611.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.23	1.83	1.83	1.83	1.83
非流动负债合计	0.23	1.83	1.83	1.83	1.83
负债合计	2,814.25	4,926.60	8,404.95	12,006.14	16,613.28
少数股东权益	130.62	275.18	498.78	852.90	1,383.48
股本	237.17	343.90	498.66	498.66	498.66
资本公积	2,905.97	2,799.22	2,644.92	2,644.92	2,644.92
留存收益	636.81	1,183.92	2,199.59	3,808.14	6,218.24
其他	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
股东权益合计	3,910.57	4,602.22	5,841.95	7,804.63	10,745.30
负债和股东权益总计	6,724.82	9,528.82	14,246.91	19,810.77	27,358.59

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	358.00	705.75	1,129.13	1,788.24	2,679.31
折旧摊销	5.62	12.64	15.50	15.50	15.50
财务费用	6.23	12.51	1.10	(1.52)	(8.63)
投资损失	(10.26)	(36.06)	(100.00)	(120.00)	(130.00)
营运资金变动	234.86	(272.33)	(539.33)	(224.38)	(684.81)
其它	182.28	(151.28)	248.58	393.68	589.85
经营活动现金流	776.74	271.22	754.98	1,851.52	2,461.22
资本支出	117.03	79.14	150.00	150.00	150.00
长期投资	4.00	3.73	150.00	150.00	150.00
其他	(2,225.63)	(762.43)	(350.00)	(830.00)	(1,320.00)
投资活动现金流	(2,104.60)	(679.56)	(50.00)	(530.00)	(1,020.00)
债权融资	149.46	530.90	249.27	119.02	137.88
股权融资	2,380.89	(58.15)	(137.97)	(219.24)	(328.49)
其他	17.35	(39.84)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,547.70	432.91	111.30	(100.22)	(190.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,219.83	24.57	816.28	1,221.30	1,250.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17,157.78	37,229.79	72,947.95	115,511.72	166,099.93
营业成本	16,566.09	36,016.54	70,686.57	111,930.86	160,784.74
营业税金及附加	9.14	26.91	52.72	83.48	120.04
销售费用	85.76	172.66	254.75	356.98	496.22
管理费用	44.09	66.71	98.43	133.00	171.67
研发费用	29.22	66.64	140.46	253.06	351.78
财务费用	0.65	(2.77)	1.10	(1.52)	(8.63)
资产/信用减值损失	(0.46)	(10.48)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.26	31.80	100.00	120.00	130.00
其他	(46.64)	(67.05)	0.00	0.00	0.00
营业利润	458.17	928.82	1,813.93	2,875.86	4,314.11
营业外收入	12.11	5.12	7.19	8.14	6.82
营业外支出	0.17	1.32	0.53	0.67	0.84
利润总额	470.12	932.63	1,820.59	2,883.33	4,320.09
所得税	112.12	226.88	442.89	701.42	1,050.93
净利润	358.00	705.75	1,377.70	2,181.91	3,269.16
少数股东损益	53.52	127.34	248.58	393.68	589.85
归属于母公司净利润	304.48	578.41	1,129.13	1,788.24	2,679.31
每股收益（元）	0.61	1.16	2.26	3.59	5.37

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	138.38%	116.98%	95.94%	58.35%	43.79%
营业利润	92.19%	102.72%	95.29%	58.54%	50.01%
归属于母公司净利润	91.57%	89.97%	95.21%	58.37%	49.83%
获利能力					
毛利率	3.45%	3.26%	3.10%	3.10%	3.20%
净利率	1.77%	1.55%	1.55%	1.55%	1.61%
ROE	8.06%	13.37%	21.13%	25.72%	28.62%
ROIC	253.54%	-328.50%	369.31%	207.91%	231.82%
偿债能力					
资产负债率	41.85%	51.70%	58.99%	60.60%	60.72%
净负债率	-66.40%	-60.25%	-57.15%	-56.92%	-51.78%
流动比率	2.33	1.88	1.65	1.60	1.61
速动比率	2.32	1.86	1.63	1.59	1.59
营运能力					
应收账款周转率	121.49	121.02	121.02	121.02	121.02
存货周转率	787.79	742.33	741.12	741.12	741.88
总资产周转率	3.83	4.58	6.14	6.78	7.04
每股指标（元）					
每股收益	0.61	1.16	2.26	3.59	5.37
每股经营现金流	1.56	0.54	1.51	3.71	4.94
每股净资产	7.58	8.68	10.72	13.94	18.77
估值比率					
市盈率	161.48	85.00	43.54	27.49	18.35
市净率	13.01	11.36	9.20	7.07	5.25
EV/EBITDA	56.14	33.31	24.51	15.09	9.73
EV/EBIT	56.81	33.73	24.72	15.18	9.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com