

## 业绩保持较好增长，回购计划进行时

### 投资要点

- **事件：**国联股份发布关于以集中竞价交易方式回购公司股份进展的公告，2023年11月3日，公司通过集中竞价交易方式回购股份26万股，占公司目前总股本的比例为0.04%，支付总金额为999.1万元（不含交易费用）。截至2023年11月3日，公司通过集中竞价交易已累计回购股份185.36万股。
- **主业保持较好增长，上下游策略成效显著。**23Q3公司实现营收136.31亿，同比增长46.9%；归母净利润约3.6亿，同比增长41.8%；扣除非经常性损益后的归母净利润约为3.7亿，同比增长56%。前三季度，公司实现营收372.6亿，同比增长47.6%；归母净利润10.1亿，同比增长47.2%，扣非归母净利润约为9.4亿，同比增长50.6%。公司不断推进各多多平台电商交易的渗透率，推动产业数字化进程；同时，公司亦推动和构建垂直产业的大数据服务体系，加快对于数据资产定价评估、数据资产入表等方面的研究和相关工作推进，后续表现值得期待。
- **双十电商节表现突出，多多平台交易量与订单量继续增长。**本届双十产业电商节于9月12日启动后，涂多多、卫多多、纸多多、玻多多、肥多多、粮油多多、芯多多、医械多多、冷链多多、新能多多十大平台同步参与，联合云工厂核心供应商，开展“集采拼团”、“优品特卖”等各类活动。截至10月10日21点收官，总体订单突破256.5亿，同比上涨48.9%。活动期内平台交易量、订单量增长较快，推动收入和毛利的增长，有望支撑净利润增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为16.3亿元、22.8亿元和30.1亿元，对应PE分别为17倍、12倍、9倍。公司业绩具备韧性，新多多平台推出有望提供增量，AI技术赋能有望持续增效。综上，我们给予公司2024年15倍PE，对应目标价47.40元，维持“买入”评级，建议关注。
- **风险提示：**行业政策风险，市场竞争加剧的风险，客户转化不及预期的风险，战略推进不及预期的风险。

| 指标/年度         | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E     |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入（百万元）     | 40268.97 | 56742.81 | 82256.78 | 115154.19 |
| 增长率           | 46.48%   | 40.91%   | 44.96%   | 39.99%    |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1125.79  | 1633.70  | 2283.84  | 3012.85   |
| 增长率           | 94.63%   | 45.12%   | 39.80%   | 31.92%    |
| 每股收益EPS（元）    | 1.56     | 2.26     | 3.16     | 4.17      |
| 净资产收益率ROE     | 22.90%   | 25.44%   | 26.61%   | 26.43%    |
| PE            | 24       | 17       | 12       | 9         |
| PB            | 5.03     | 3.93     | 3.01     | 2.30      |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：刘言  
执业证号：S1250515070002  
电话：023-67791663  
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股)     | 7.22         |
| 流通A股(亿股)    | 7.22         |
| 52周内股价区间(元) | 30.99-128.71 |
| 总市值(亿元)     | 272.83       |
| 总资产(亿元)     | 140.06       |
| 每股净资产(元)    | 9.28         |

### 相关研究

1. 国联股份（603613）：AI赋能产业互联网持续升级，提质增效未来可期（2023-04-13）
2. 国联股份（603613）：业绩保持快速增长，“数字工厂+工业互联网”赋能产业数字化转型（2023-01-13）
3. 国联股份（603613）：管理层增持彰显发展信心，短期扰动无碍长期发展趋势（2022-12-01）

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司战略稳步推进，网上商品交易业务规模快速提升，2023-2025 年毛利率分别为 5.2%、5.15%和 5.1%；

假设 2：公司复制多多平台商业模式打通多个垂直行业，新的多多平台如芯多多等已在孵化阶段，预计网上商品交易业务 2023-2025 年增速分别为 41%、45%、40%，毛利率相对保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元  |     | 2022A    | 2023E   | 2024E   | 2025E    |
|---------|-----|----------|---------|---------|----------|
| 网上商品交易  | 收入  | 40067.37 | 56495.0 | 81917.7 | 114684.8 |
|         | 增速  | -        | 41.0%   | 45.0%   | 40.0%    |
|         | 毛利率 | 5.41%    | 5.2%    | 5.15%   | 5.1%     |
| 商业信息服务  | 收入  | 90.77    | 108.9   | 130.7   | 156.9    |
|         | 增速  | -        | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%    |
|         | 毛利率 | 78.6%    | 79.0%   | 79.0%   | 79.0%    |
| 互联网应用服务 | 收入  | 106.84   | 138.9   | 208.3   | 312.5    |
|         | 增速  | -        | 30.0%   | 50.0%   | 50.0%    |
|         | 毛利率 | 91.6%    | 92.0%   | 92.0%   | 92.0%    |
| 合计      | 收入  | 40269.0  | 56742.8 | 82256.8 | 115154.2 |
|         | 增速  | 46.5%    | 40.9%   | 45.0%   | 40.0%    |
|         | 毛利率 | 5.41%    | 5.55%   | 5.49%   | 5.44%    |

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取汇通达网络、怡合达和华凯易佰 3 家作为可比公司，2024 年 3 家公司平均 PE 为 18 倍。考虑到工业品电商市场广阔，渗透率仍有较大提升空间，公司为国内领先的工业 B2B 电商平台，在行业内具备多品类竞争优势，同时兼具业绩成长性。综上，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 47.40 元，维持“买入”评级，建议关注。

表 2：可比公司估值情况

| 证券代码      | 可比公司  | 股价    | EPS（元） |      |      |      | PE（倍） |     |     |     |
|-----------|-------|-------|--------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|
|           |       |       | 22A    | 23E  | 24E  | 25E  | 22A   | 23E | 24E | 25E |
| 9878.HK   | 汇通达网络 | 30.50 | 0.57   | 0.89 | 1.19 | 1.53 | 67    | 31  | 23  | 18  |
| 301029.SZ | 怡合达   | 29.22 | 1.05   | 1.16 | 1.49 | 1.89 | 63    | 25  | 20  | 15  |
| 300592.SZ | 华凯易佰  | 27.25 | 0.75   | 1.35 | 1.93 | 2.41 | 20    | 18  | 12  | 10  |
| 平均值       |       |       |        |      |      |      | 50    | 25  | 18  | 15  |

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元)     | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | 现金流量表 (百万元)       | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 40268.97        | 56742.81        | 82256.78        | 115154.19       | 净利润               | 1346.27        | 1966.71        | 2743.26        | 3621.61        |
| 营业成本          | 38090.98        | 53591.24        | 77743.09        | 108893.85       | 折旧与摊销             | 26.14          | 24.10          | 24.33          | 24.55          |
| 营业税金及附加       | 32.06           | 45.18           | 65.49           | 91.68           | 财务费用              | -2.49          | -28.37         | -82.26         | -115.15        |
| 销售费用          | 236.43          | 368.83          | 625.15          | 1036.39         | 资产减值损失            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 86.18           | 170.23          | 287.90          | 472.13          | 经营营运资本变动          | -495.13        | 2429.67        | 305.90         | -246.29        |
| 财务费用          | -2.49           | -28.37          | -82.26          | -115.15         | 其他                | 496.36         | 11.20          | 17.04          | 22.10          |
| 资产减值损失        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1371.16</b> | <b>4403.32</b> | <b>3008.28</b> | <b>3306.81</b> |
| 投资收益          | 10.06           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资本支出              | -348.84        | -5.00          | -5.00          | -5.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -224.34        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-573.19</b> | <b>-5.00</b>   | <b>-5.00</b>   | <b>-5.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>1774.20</b>  | <b>2595.71</b>  | <b>3617.41</b>  | <b>4775.30</b>  | 短期借款              | 418.68         | 1959.66        | 1200.00        | 1500.00        |
| 其他非经营损益       | 3.70            | 1.55            | 5.36            | 7.43            | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>1777.90</b>  | <b>2597.26</b>  | <b>3622.77</b>  | <b>4782.72</b>  | 股权融资              | 14.30          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 431.63          | 630.54          | 879.51          | 1161.12         | 支付股利              | -58.12         | -113.12        | -164.15        | -229.48        |
| 净利润           | 1346.27         | 1966.71         | 2743.26         | 3621.61         | 其他                | -137.35        | 22.57          | 82.26          | 115.15         |
| 少数股东损益        | 220.48          | 333.01          | 459.42          | 608.76          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>237.51</b>  | <b>1869.11</b> | <b>1118.10</b> | <b>1385.67</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 1125.79         | 1633.70         | 2283.84         | 3012.85         | <b>现金流量净额</b>     | <b>1036.09</b> | <b>6267.43</b> | <b>4121.38</b> | <b>4687.49</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | 财务分析指标            | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| 货币资金          | 5855.81         | 12123.23        | 16244.61        | 20932.10        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 4408.07         | 4452.52         | 6302.08         | 9914.89         | 销售收入增长率           | 46.48%         | 40.91%         | 44.96%         | 39.99%         |
| 存货            | 48.85           | 68.73           | 99.70           | 139.65          | 营业利润增长率           | 91.02%         | 46.30%         | 39.36%         | 32.01%         |
| 其他流动资产        | 1784.44         | 199.50          | 288.96          | 404.31          | 净利润增长率            | 90.76%         | 46.09%         | 39.48%         | 32.02%         |
| 长期股权投资        | 10.62           | 10.62           | 10.62           | 10.62           | EBITDA 增长率        | 91.53%         | 44.14%         | 37.36%         | 31.61%         |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 475.49          | 472.72          | 469.72          | 466.50          | 毛利率               | 5.41%          | 5.55%          | 5.49%          | 5.44%          |
| 无形资产和开发支出     | 152.07          | 136.30          | 120.52          | 104.75          | 三费率               | 0.79%          | 0.90%          | 1.01%          | 1.21%          |
| 其他非流动资产       | 96.74           | 96.18           | 95.63           | 95.07           | 净利率               | 3.34%          | 3.47%          | 3.33%          | 3.15%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>12832.08</b> | <b>17559.80</b> | <b>23631.84</b> | <b>32067.89</b> | ROE               | 22.90%         | 25.44%         | 26.61%         | 26.43%         |
| 短期借款          | 1340.34         | 3300.00         | 4500.00         | 6000.00         | ROA               | 10.49%         | 11.20%         | 11.61%         | 11.29%         |
| 应付和预收款项       | 3659.14         | 5910.85         | 7928.98         | 11118.48        | ROIC              | 53.42%         | 78.99%         | 126.84%        | 100.75%        |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 4.46%          | 4.57%          | 4.33%          | 4.07%          |
| 其他负债          | 1954.90         | 617.67          | 892.46          | 1246.88         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>6954.38</b>  | <b>9828.52</b>  | <b>13321.44</b> | <b>18365.37</b> | 总资产周转率            | 3.60           | 3.73           | 3.99           | 4.13           |
| 股本            | 498.66          | 722.33          | 722.33          | 722.33          | 固定资产周转率           | 298.58         | 409.49         | 606.22         | 868.56         |
| 资本公积          | 2658.76         | 2562.40         | 2562.40         | 2562.40         | 应收账款周转率           | 73.57          | 63.90          | 64.65          | 63.73          |
| 留存收益          | 2251.59         | 3772.17         | 5891.86         | 8675.23         | 存货周转率             | 640.09         | 911.60         | 923.16         | 909.92         |
| 归属母公司股东权益     | 5409.01         | 6929.59         | 9049.27         | 11832.64        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.62%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 468.69          | 801.70          | 1261.12         | 1869.88         | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>5877.70</b>  | <b>7731.29</b>  | <b>10310.40</b> | <b>13702.52</b> | 资产负债率             | 54.20%         | 55.97%         | 56.37%         | 57.27%         |
| 负债和股东权益合计     | 12832.08        | 17559.80        | 23631.84        | 32067.89        | 带息债务/总负债          | 19.27%         | 33.58%         | 33.78%         | 32.67%         |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.74           | 1.72           | 1.72           | 1.71           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.73           | 1.71           | 1.72           | 1.70           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 5.16%          | 6.92%          | 7.19%          | 7.62%          |
| 业绩和估值指标       | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| EBITDA        | 1797.85         | 2591.44         | 3559.48         | 4684.70         | 每股收益              | 1.56           | 2.26           | 3.16           | 4.17           |
| PE            | 24.16           | 16.65           | 11.91           | 9.03            | 每股净资产             | 7.49           | 9.59           | 12.53          | 16.38          |
| PB            | 5.03            | 3.93            | 3.01            | 2.30            | 每股经营现金            | 1.90           | 6.10           | 4.16           | 4.58           |
| PS            | 0.68            | 0.48            | 0.33            | 0.24            | 每股股利              | 0.08           | 0.16           | 0.23           | 0.32           |
| EV/EBITDA     | 7.89            | 5.21            | 2.97            | 1.58            |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.21%           | 0.42%           | 0.60%           | 0.84%           |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上        |
|      | 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间   |
|      | 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  |
|      | 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上      |
|      | 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  |
|      | 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 谭世泽 | 销售经理       | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyrty@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 李煜  | 销售经理       | 18801732511  | 18801732511 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 卞黎旸 | 销售经理       | 13262983309  | 13262983309 | bly@swsc.com.cn      |
|    | 龙思宇 | 销售经理       | 18062608256  | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn     |
|    | 田靖雯 | 销售经理       | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 阚钰  | 销售经理       | 17275202601  | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn      |
| 北京 | 魏晓阳 | 销售经理       | 15026480118  | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn   |
|    | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 高级销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 姚航  | 销售经理       | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 胡青璇 | 销售经理       | 18800123955  | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn      |

|    |     |         |             |             |                      |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 张鑫  | 销售经理    | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王宇飞 | 销售经理    | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 路漫天 | 销售经理    | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn     |
|    | 马冰竹 | 销售经理    | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 销售经理    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 丁凡  | 销售经理    | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
|    | 张文锋 | 销售经理    | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈紫琳 | 销售经理    | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理    | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |