

《规划》印发释放利好，工业品电商前景广阔

投资要点

- **事件:** 国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，到2025年，数字经济核心产业增加值占GDP比重将达到10%。
- **《规划》提出八大任务，工业互联网创新发展有望提速。**《“十四五”数字经济发展规划》提到八大任务，包含优化升级数字基础设施、大力推进产业数字化转型、加快推动数字产业化等方面；企业上云方面，《规划》提出：1) 推动各行业数字化转型；2) 引导企业强化数字化思维，稳步推进企业上云。我们认为，《规划》有望持续推动工业互联网发展，而公司作为工业B2B电商龙头企业之一，数字化服务体系健全，或将充分享受政策红利，未来前景值得期待。
- **工业品电商渗透率上行空间较大。**根据艾瑞咨询数据显示，2020年我国工业品市场规模10.6万亿元，工业品B2B电商市场规模约4700亿元，线上渗透率为4.5%，预计2025年该市场规模约达1.75万亿元，未来5年CAGR为30%。在疫情持续的背景下，传统的线下经销场景将部分转为线上进行，同时通过工业电商渠道有利于企业缩短流程周期，提质增效，且该模式具备较高的便捷性与灵活性，看好工业品电商渗透率上行空间。
- **产业链横纵双向扩张强化行业优势地位。**1) **横向上，拓品类:** 公司通过复制多多平台商业模式打通多个垂直行业，实现行业扩张，公司已实现多多平台复制并实践证实可行，新的多多平台如医多多和芯多多目前已在孵化阶段；2) **纵向上，延深度:** 公司沿单品产业链向上、下游延伸，将充分享受产业互联网市场规模庞大、电商渗透率低的发展红利期，深入钛产业、醇化工、树脂、原纸、化肥、粮油等垂直领域，或将进一步扩大单品竞争优势和市占率。
- **云工厂建设进行时，数字化赋能企业降本增效。**2020年，公司提出“百家云工厂计划”，截至目前已有超过20家云工厂项目逐步落地中；云工厂将推动上游企业各环节的数字化改造，助力企业产能释放及效率提升，构筑产业生态圈层。同时，在数字化方面，公司加强云ERP、智慧物流、数字仓储、工业互联网等数字服务体系建设和应用，显著提升各多多平台数字驱动能力。
- **盈利预测与投资建议。**根据公司业绩预告，预计2021年实现收入371亿元至374亿元(+116.2%~118%)，归母净利润5.71亿元至5.76亿元(+87.4%~89%)；我们上调盈利预测，预计2021-2023年归母净利润分别为5.72亿元、9.4亿元、14.95亿元，年复合增速为70%，对应PE分别为66倍、40倍、25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，已拓展多个交易平台，例如涂料、纸、玻璃、粮油等，在行业内具备多品类竞争优势，并兼具业绩高成长性。综合考虑公司历史估值水平与成长性，我们给予公司2022年50倍PE，对应目标价136.5元，上调至“买入”评级，建议积极关注。
- **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。

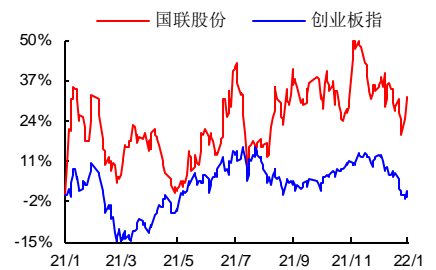
指标年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17157.78	37278.78	67028.07	113905.37
增长率	138.38%	117.27%	79.80%	69.94%
归属母公司净利润(百万元)	304.48	571.94	939.71	1494.90
增长率	91.57%	87.84%	64.30%	59.08%
每股收益EPS(元)	0.89	1.66	2.73	4.35
净资产收益率ROE	9.15%	15.09%	20.72%	26.18%
PE	124	66	40	25
PB	10.01	8.95	7.66	6.25

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)	3.44
流通A股(亿股)	2.22
52周内股价区间(元)	87.5-164.02
总市值(亿元)	378.29
总资产(亿元)	81.59
每股净资产(元)	11.89

相关研究

1. 国联股份(603613): 工业B2B电商龙头，战略布局稳步推进 (2021-01-27)

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, 2021-2023 年毛利率分别为 3.6%、3.4%和 3.3%;

假设 2: 公司复制多多平台商业模式打通多个垂直行业, 新的多多平台如医多多和芯多多已在孵化阶段, 预计网上商品交易业务 2021-2023 年增速分别为 118%、80%、70%, 毛利率相对保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
网上商品交易	收入	17055.4	37180.8	66925.4	113773.2
	增速	141.6%	118.0%	80.0%	70.0%
	毛利率	3.0%	3.4%	3.3%	3.2%
商业信息服务	收入	82.1	73.9	66.5	59.9
	增速	-18.1%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	72.7%	66.0%	66.0%	66.0%
互联网技术服务	收入	20.1	24.1	36.2	72.4
	增速	-48.2%	20.0%	50.0%	100.0%
	毛利率	93.4%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	17157.8	37278.8	67028.1	113905.4
	增速	138.4%	117.3%	79.8%	69.9%
	毛利率	3.4%	3.6%	3.4%	3.3%

数据来源: Wind, 西南证券

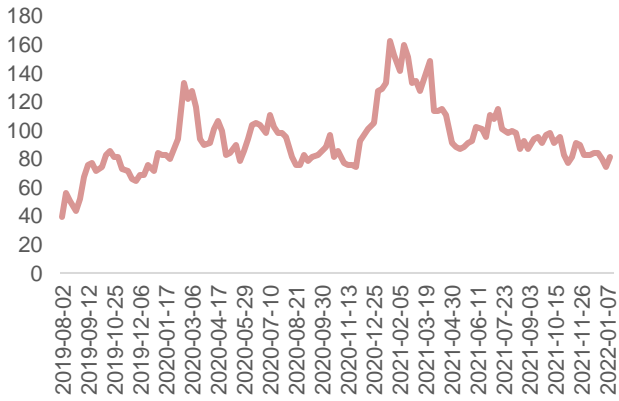
预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.72 亿元、9.4 亿元和 14.95 亿元, 年复合增速为 70%, 考虑到工业品电商市场广阔, 渗透率仍有较大提升空间, 公司为国内领先的工业 B2B 电商平台, 已拓展多个交易平台, 如涂料、纸、玻璃、粮油等, 在行业内具备多品类竞争优势, 同时兼具业绩高成长性, 历史估值水平相对较高, 根据一致性预测 2021 年 PEG 为 0.89 (统计时间为 2022.1.14)。综合考虑公司历史估值水平与成长性, 我们给予公司 2022 年 50 倍 PE, 对应目标价 136.5 元, 上调至“买入”评级, 建议积极关注。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002315.SZ	焦点科技	17.02	0.57	0.84	1.16	1.99	29	20	15	9
300226.SZ	上海钢联	40.16	1.13	1.49	1.91	2.43	58	27	21	17
603713.SH	密尔克卫	134.71	1.86	2.55	3.56	4.76	70	53	38	28
平均值							52	33	25	15

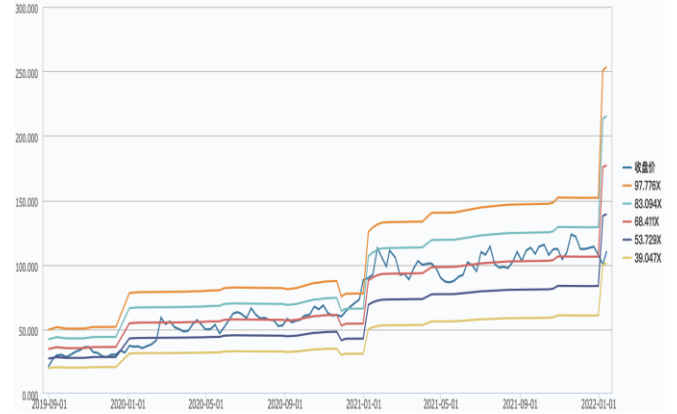
数据来源: Wind, 西南证券整理 (数据截至 2022.1.14)

图 1：公司历史 PE 变动情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 2：公司 PE-Band



数据来源：Wind, 西南证券整理

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。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	17157.78	37278.78	67028.07	113905.37	净利润	358.00	672.14	1104.52	1756.99
营业成本	16566.09	36048.58	64746.70	110167.24	折旧与摊销	5.62	8.37	8.37	8.37
营业税金及附加	9.14	19.86	35.71	60.69	财务费用	0.65	-10.41	-33.62	-19.88
销售费用	85.76	223.67	569.74	968.20	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	44.09	119.29	268.11	432.84	经营营运资本变动	462.25	-167.79	629.88	529.15
财务费用	0.65	-10.41	-33.62	-19.88	其他	-49.79	-1.00	-1.17	-1.11
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	776.74	501.30	1707.98	2273.51
投资收益	10.26	0.00	0.00	0.00	资本支出	-104.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.50	1.00	1.17	1.11	其他	-1999.62	1.00	1.17	1.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2104.60	1.00	1.17	1.11
营业利润	458.17	878.78	1442.59	2297.39	短期借款	150.12	349.21	1460.94	2769.12
其他非经营损益	11.94	3.85	7.85	9.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	470.12	882.64	1450.44	2307.24	股权融资	2412.20	0.00	0.00	0.00
所得税	112.12	210.50	345.91	550.25	支付股利	-16.19	-127.33	-228.78	-375.89
净利润	358.00	672.14	1104.52	1756.99	其他	1.58	10.41	33.62	19.88
少数股东损益	53.52	100.20	164.81	262.08	筹资活动现金流净额	2547.70	232.28	1265.78	2413.11
归属母公司股东净利润	304.48	571.94	939.71	1494.90	现金流量净额	1219.88	734.58	2974.93	4687.73
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2993.30	3727.88	6702.81	11390.54	成长能力				
应收和预付款项	1388.37	3151.54	5582.87	9542.08	销售收入增长率	138.38%	117.27%	79.80%	69.94%
存货	30.14	65.58	117.78	200.41	营业利润增长率	92.19%	91.80%	64.16%	59.25%
其他流动资产	2137.30	1542.39	1573.82	1623.35	净利润增长率	91.85%	87.75%	64.33%	59.07%
长期股权投资	4.41	4.41	4.41	4.41	EBITDA 增长率	85.86%	88.77%	61.66%	61.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	108.24	102.60	96.97	91.33	毛利率	3.45%	3.30%	3.40%	3.28%
无形资产和开发支出	38.95	36.28	33.60	30.92	三费率	0.76%	0.89%	1.20%	1.21%
其他非流动资产	24.11	24.05	24.00	23.95	净利率	2.09%	1.80%	1.65%	1.54%
资产总计	6724.82	8654.73	14136.26	22906.99	ROE	9.15%	15.09%	20.72%	26.18%
短期借款	396.50	745.71	2206.65	4975.76	ROA	5.32%	7.77%	7.81%	7.67%
应付和预收款项	1770.04	3205.36	6152.72	10460.69	ROIC	29.66%	25.59%	22.18%	21.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.71%	2.35%	2.11%	2.01%
其他负债	647.70	248.28	445.76	758.31	营运能力				
负债合计	2814.25	4199.35	8805.13	16194.76	总资产周转率	3.83	4.85	5.88	6.15
股本	237.17	343.90	343.90	343.90	固定资产周转率	264.02	353.61	671.72	1209.88
资本公积	2905.97	2809.61	2809.61	2809.61	应收账款周转率	141.39	143.41	134.57	131.84
留存收益	636.81	1081.42	1792.35	2911.37	存货周转率	760.62	753.25	706.22	692.45
归属母公司股东权益	3779.95	4224.56	4935.50	6054.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.71%	—	—	—
少数股东权益	130.62	230.82	395.63	657.71	资本结构				
股东权益合计	3910.57	4455.38	5331.12	6712.23	资产负债率	41.85%	48.52%	62.29%	70.70%
负债和股东权益合计	6724.82	8654.73	14136.26	22906.99	带息债务/总负债	14.09%	17.76%	25.06%	30.72%
					流动比率	2.33	2.02	1.59	1.41
					速动比率	2.32	2.01	1.57	1.39
					股利支付率	5.32%	22.26%	24.35%	25.14%
					每股指标				
					每股收益	0.89	1.66	2.73	4.35
					每股净资产	10.99	12.28	14.35	17.61
					每股经营现金	2.26	1.46	4.97	6.61
					每股股利	0.05	0.37	0.67	1.09
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	464.45	876.74	1417.34	2285.88					
PE	124.24	66.14	40.26	25.31					
PB	10.01	8.95	7.66	6.25					
PS	2.20	1.01	0.56	0.33					
EV/EBITDA	47.29	36.70	21.64	12.58					
股息率	0.04%	0.34%	0.60%	0.99%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn