

2022 年 10 月 11 日

国联股份 (603613.SH)

## 双十电商节再创佳绩，数字供应链保障供给

### ■事件概述

10 月 10 日晚，国联股份第七届多多“双十”产业电商节圆满收官。根据官微披露，当日集采订单达到创纪录的 172.28 亿元，同比增长 90.21%。

### ■双十电商节再创佳绩，奠定全年业绩高增基调

多多双十产业电商节是由国联股份主办的一年一度的 B2B 电商交易盛会，自 2016 年首次举办已历经七届，根据官微披露，2016-2021 年的成交额每年均保持 100% 以上的增速。今年第七届双十产业电商节于 10 月 10 日 21 点 10 分提前结束，当日集采订单额再创新纪录，达到 172.28 亿元，同比增长 90.21%。

我们认为，“双十”节延续佳绩为全年业绩高增奠定了良好的基础。

本次电商节，国联股份旗下涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多、粮油多多以及新增的芯多多、医械多多等 8 大平台所运营的近 40 个大类同步参与。在“双十”电商节前，公司举办了“双十探厂”活动，在疫情条件允许区域，走进 50 多家云工厂探访其备货的情况，供给的高效保障反映了云工厂战略初见成效。同时，国联股份数字供应链服务模块——国联智运平台联合服务商强力呈现现代金券、优惠券，降低用户在交付环节的成本。

### ■渗透率提升空间大，以销定采便利上下游企业

公司积极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，根据年报披露，2021 年多多电商（涂多多、卫多多、纸多多、玻多多、肥多多、粮油多多）的市场规模合计超 4 万亿元，总体渗透率 1.02%。此外，公司新推出的芯多多、医械多多也将进一步打开市场空间。我们认为，公司所处的工业 B2B 电商是个长坡厚雪的赛道，而公司目前整体渗透率不高，距离行业天花板尚远，成长空间较大。

由于传统工业供应链冗长复杂，流通环节经过层层代理商提价后，成本高且效率低下，供需两端均需要降本增效。国联股份核心的交易模式是通过归集下游订单，和上游直接采购和议价。这种“以销定采”的交易模式好处是：1) 对于下游而言，国联可以帮助其买到更为便宜的原材料，并且保证货品质量和供货稳定；2) 对上游而言，国联可以为其持续提供大订单。这样使得上下游企业无论是经济上行还是下行的情况都能够保持相对稳定，具有较强的抗波动性风险的能力。

### ■投资建议

国联股份作为国内工业 B2B 电商平台和产业互联网平台的领军企业，受益于工业电子商务和产业互联网的发展大势，业绩持续超预期增长。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 672.8/1090.9/1716.9 亿元，归母净利润分别为 9.5/15.3/24.0 亿元，维持买入-A 的投资评级。给予 6 个月目标价 138.60 元，相当于 2023 年 45 倍的动态市盈率。

■风险提示：多多平台成交量不及预期；新平台拓展不及预期。

## 公司快报

证券研究报告

互联网

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：138.60 元

股价 (2022-10-11) 109.74 元

### 交易数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 总市值 (百万元)  | 53,161.65      |
| 流通市值 (百万元) | 53,161.65      |
| 总股本 (百万股)  | 498.66         |
| 流通股本 (百万股) | 498.66         |
| 12 个月价格区间  | 74.78/125.67 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M  |
|------|-------|-------|------|
| 相对收益 | 6.63  | 30.56 | 51.2 |
| 绝对收益 | -2.19 | 19.18 | 34.0 |

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001  
zhaoyang1@essence.com

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001  
jiaojuan@essence.com.cn  
021-35082012

杨楠

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522060001  
yangnan2@essence.com.cn

### 相关报告

国联股份：半年报业绩超预期，拟发行 GDR 便利海外融资/赵阳 2022-08-16

国联股份：22H1 业绩持续高增，产业数字化能力稳步提升/赵阳 2022-07-14

国联股份：稳健扩张的 B2B 电商平台，云工厂助力成为产业互联网先行者/赵阳 2022-06-08

| 摘要(百万元)  | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E     | 2024E     |
|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 主营收入     | 17,157.8 | 37,229.8 | 67,281.7 | 109,088.5 | 171,685.7 |
| 净利润      | 304.5    | 578.4    | 950.0    | 1,534.2   | 2,404.5   |
| 每股收益(元)  | 1.28     | 1.68     | 1.91     | 3.08      | 4.82      |
| 每股净资产(元) | 16.49    | 13.38    | 11.43    | 14.99     | 20.56     |

| 盈利和估值  | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 99.77 | 63.91 | 57.60 | 35.67 | 22.76 |
| 市净率(倍) | 8.04  | 8.54  | 10.49 | 8.22  | 6.15  |
| 净利润率   | 1.8%  | 1.6%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  |
| 净资产收益率 | 12.5% | 14.3% | 19.9% | 25.8% | 30.9% |
| 股息收益率  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.2%  | 0.3%  |
| ROIC   | 18.6% | 20.1% | 23.6% | 26.9% | 27.8% |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表        |          |          |          |           |           | 财务指标        |        |        |        |        |        |
|------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)      | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E     | 2024E     | (百万元)       | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 营业收入       | 17,157.8 | 37,229.8 | 67,281.7 | 109,088.5 | 171,685.7 | 成长性         |        |        |        |        |        |
| 减:营业成本     | 16,566.1 | 36,016.5 | 65,142.8 | 105,595.6 | 166,145.0 | 营业收入增长率     | 138.4% | 117.0% | 80.7%  | 62.1%  | 57.4%  |
| 营业税费       | 9.1      | 26.9     | 48.6     | 78.8      | 124.1     | 营业利润增长率     | 92.2%  | 102.7% | 64.9%  | 61.5%  | 56.7%  |
| 销售费用       | 85.8     | 172.7    | 345.7    | 560.5     | 882.1     | 净利润增长率      | 91.6%  | 90.0%  | 64.2%  | 61.5%  | 56.7%  |
| 管理费用       | 73.3     | 133.4    | 241.0    | 390.7     | 615.0     | EBITDA增长率   | 87.3%  | 97.7%  | 63.7%  | 63.1%  | 58.2%  |
| 财务费用       | 0.7      | -2.8     | -6.1     | 19.1      | 71.7      | EBIT增长率     | 87.4%  | 97.4%  | 64.8%  | 63.4%  | 58.4%  |
| 资产减值损失     | -0.5     | 10.5     | 17.6     | 27.9      | 43.8      | NOPLAT增长率   | 83.8%  | 100.4% | 65.6%  | 63.4%  | 58.4%  |
| 加:公允价值变动收益 | 1.5      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       | 投资资本增长率     | 200.9% | 47.5%  | 36.6%  | 48.7%  | 56.3%  |
| 投资和汇兑收益    | 10.3     | 31.8     | 0.0      | 0.0       | 0.0       | 净资产增长率      | 244.3% | 17.7%  | 23.9%  | 31.1%  | 37.1%  |
| 营业利润       | 458.2    | 928.8    | 1,531.8  | 2,473.8   | 3,877.1   | 利润率         |        |        |        |        |        |
| 加:营业外净收支   | 11.9     | 3.8      | 0.0      | 0.0       | 0.0       | 毛利率         | 3.4%   | 3.3%   | 3.2%   | 3.2%   | 3.2%   |
| 利润总额       | 470.1    | 932.6    | 1,531.8  | 2,473.8   | 3,877.1   | 营业利润率       | 2.7%   | 2.5%   | 2.3%   | 2.3%   | 2.3%   |
| 减:所得税      | 112.1    | 226.9    | 372.6    | 601.8     | 943.2     | 净利润率        | 1.8%   | 1.6%   | 1.4%   | 1.4%   | 1.4%   |
| 净利润        | 304.5    | 578.4    | 950.0    | 1,534.2   | 2,404.5   | EBITDA/营业收入 | 2.8%   | 2.5%   | 2.3%   | 2.3%   | 2.3%   |
|            |          |          |          |           |           | EBIT/营业收入   | 2.7%   | 2.5%   | 2.3%   | 2.3%   | 2.3%   |
| 资产负债表      |          |          |          |           |           | 运营效率        |        |        |        |        |        |
| (百万元)      | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E     | 2024E     | 固定资产周转天数    | 1      | 1      | 1      | 1      | 0      |
| 货币资金       | 2,993.3  | 3,697.4  | 4,231.2  | 4,363.5   | 5,150.6   | 流动营业资本周转天数  | 44     | 41     | 39     | 37     | 35     |
| 交易性金融资产    | 1,503.0  | 1,391.5  | 1,391.5  | 1,391.5   | 1,391.5   | 流动资产周转天数    | 139    | 91     | 69     | 56     | 49     |
| 应收账款       | 203.1    | 412.1    | 699.8    | 1,103.0   | 1,734.3   | 应收账款周转天数    | 3      | 3      | 3      | 3      | 3      |
| 应收票据       | 3.2      | 13.5     | 23.2     | 35.6      | 52.9      | 存货周转天数      | 0      | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 预付账款       | 1,182.0  | 2,513.3  | 4,311.8  | 6,617.7   | 9,827.4   | 总资产周转天数     | 95     | 80     | 61     | 50     | 43     |
| 存货         | 70.2     | 111.3    | 182.8    | 279.9     | 0.0       | 投资资本周转天数    | 60     | 41     | 31     | 28     | 28     |
| 其他流动资产     | 594.3    | 1,103.7  | 1,892.4  | 2,917.1   | 4,756.0   | 投资回报率       |        |        |        |        |        |
| 可供出售金融资产   | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       | ROE         | 12.5%  | 14.3%  | 19.9%  | 25.8%  | 30.9%  |
| 持有至到期投资    | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       | ROA         | 4.5%   | 6.1%   | 7.3%   | 9.0%   | 10.3%  |
| 长期股权投资     | 4.4      | 8.1      | 8.1      | 8.1       | 8.1       | ROIC        | 18.6%  | 20.1%  | 23.6%  | 26.9%  | 27.8%  |
| 投资性房地产     |          |          |          |           |           | 费用率         |        |        |        |        |        |
| 固定资产       | 108.2    | 129.8    | 153.2    | 181.7     | 216.2     | 销售费用率       | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   |
| 在建工程       | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       | 管理费用率       | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   |
| 无形资产       | 20.3     | 39.1     | 53.7     | 72.8      | 97.5      | 财务费用率       | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 其他非流动资产    | 42.7     | 109.0    | 109.0    | 109.0     | 109.0     | 三费/营业收入     | 0.9%   | 0.8%   | 0.9%   | 0.9%   | 0.9%   |
| 资产总额       | 6,724.8  | 9,528.8  | 13,056.8 | 17,080.0  | 23,343.5  | 偿债能力        |        |        |        |        |        |
| 短期债务       | 396.5    | 924.6    | 1,531.1  | 2,313.1   | 4,263.6   | 资产负债率       | 41.8%  | 51.7%  | 56.3%  | 56.2%  | 56.1%  |
| 应付账款       | 2,174.8  | 3,561.8  | 5,029.2  | 6,003.7   | 6,803.6   | 负债权益比       | 72.0%  | 107.0% | 129.0% | 128.5% | 127.7% |
| 应付票据       | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       | 流动比率        | 2.33   | 1.88   | 1.73   | 1.74   | 1.75   |
| 其他流动负债     | 242.7    | 438.3    | 792.8    | 1,285.2   | 2,022.1   | 速动比率        | 2.32   | 1.86   | 1.72   | 1.72   | 1.73   |
| 长期借款       | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       | 利息保障倍数      | 28.76  | 36.28  | 28.57  | 29.82  | 27.61  |
| 其他非流动负债    | 0.2      | 1.8      | 1.8      | 1.8       | 1.8       | 分红指标        |        |        |        |        |        |
| 负债总额       | 2,814.2  | 4,926.6  | 7,354.9  | 9,603.8   | 13,091.1  | DPS(元)      | 0.07   | 0.09   | 0.12   | 0.20   | 0.32   |
| 少数股东权益     | 130.6    | 275.2    | 484.3    | 822.1     | 1,351.4   | 分红比率        | 10.2%  | 10.3%  | 10.3%  | 10.3%  | 10.3%  |
| 股本         | 237.2    | 343.9    | 498.7    | 498.7     | 498.7     | 股息收益率       | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.2%   | 0.3%   |
| 留存收益       | 3,542.8  | 3,983.1  | 4,718.9  | 6,155.4   | 8,402.2   |             |        |        |        |        |        |
| 股东权益       | 3,910.6  | 4,602.2  | 5,701.9  | 7,476.2   | 10,252.3  |             |        |        |        |        |        |
| 现金流量表      |          |          |          |           |           | 业绩和估值指标     |        |        |        |        |        |
| (百万元)      | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E     | 2024E     |             | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 净利润        | 358.0    | 705.8    | 1,159.1  | 1,872.0   | 2,933.9   | EPS(元)      | 1.28   | 1.68   | 1.91   | 3.08   | 4.82   |
| 加:折旧和摊销    | 5.7      | 12.6     | 10.5     | 12.9      | 15.9      | BVPS(元)     | 16.49  | 13.38  | 11.43  | 14.99  | 20.56  |
| 资产减值准备     | -0.5     | 10.5     | 17.6     | 27.9      | 43.8      | PE(X)       | 99.77  | 63.91  | 57.60  | 35.67  | 22.76  |
| 公允价值变动损失   | -1.5     | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       | PB(X)       | 8.04   | 8.54   | 10.49  | 8.22   | 6.15   |
| 财务费用       | 0.7      | -2.8     | -6.1     | 19.1      | 71.7      | P/FCF       | 30.03  | 56.19  | 92.23  | 237.93 | 57.92  |
| 投资损失       | -10.3    | -31.8    | 0.0      | 0.0       | 0.0       | P/S         | 1.77   | 0.99   | 0.81   | 0.50   | 0.32   |
| 少数股东损益     | 53.5     | 127.3    | 209.1    | 337.8     | 529.4     | EV/EBITDA   | 64.82  | 40.37  | 36.49  | 22.76  | 14.88  |
| 营运资金的变动    | 371.1    | -550.3   | -1,360.9 | -2,742.3  | -4,453.5  | CAGR(%)     | 80.1%  | 90.8%  | 76.6%  | 62.9%  | 59.1%  |
| 经营活动产生现金流量 | 776.7    | 271.2    | 29.5     | -472.5    | -858.9    | PEG         | 1.09   | 0.71   | 0.90   | 0.58   | 0.40   |
| 投资活动产生现金流量 | -2,104.6 | -679.6   | -48.6    | -60.4     | -75.1     | ROIC/WACC   | 2.69   | 2.90   | 3.40   | 3.87   | 4.01   |
| 融资活动产生现金流量 | 2,547.7  | 432.9    | 553.0    | 665.2     | 1,721.0   | REP         | 4.09   | 3.16   | 2.92   | 1.75   | 1.12   |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034