

2021年01月26日

系列深度二：工业品电商的成功靠什么？——To B 工业品电商研究框架&横向对比 买入（维持）

证券分析师 吴劲草
 执业证号：S0600520090006
 wujc@dwzq.com.cn
 证券分析师 张良卫
 执业证号：S0600516070001
 021-60199793
 zhanglw@dwzq.com.cn
 证券分析师 周良玖
 执业证号：S0600517110002
 021-60199793
 zhoulj@dwzq.com.cn
 研究助理 阳靖
 yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,198	17,077	29,062	48,145
同比（%）	95.9%	137.3%	70.2%	65.7%
归母净利润（百万元）	159	301	521	889
同比（%）	72.8%	89.2%	73.2%	70.7%
每股收益（元/股）	0.67	1.27	2.20	3.75
P/E（倍）	243.45	128.68	74.28	43.51

投资要点

- 工业品的客户的采购具有两大特点：①客户的需求非常明确；②对“稳”的需求更高。需求明确意味着工业品客户存在明显的潜在圈子，这个群体便是产业中的供应商和客户。企业在这个圈子里面拓展业务才能算做有效流量；在圈子外寻找的流量转化效果会大打折扣，属于无效流量。对“稳”的需求本质上是对合作伙伴信任度的要求，因为采购环节直接关系到企业的正常运转，不能出现差池，因此企业客户对其信任的供应商具有较高的粘性，他们也愿意为可靠的供应商支付少许溢价。
- 结合以上特点综合考虑，我们认为符合下面4个关键要素的工业品平台更容易得到稳定且快速的发展：1. 拥有一定的产业资源；2. 进入时间早、规模大；3. 所在行业的上游适度集中且充分竞争、下游较为分散；4. 充足的资金和稳定的经营环境等。
- 国联股份旗下的拼购平台基本符合以上要素，因此迎来稳定高速发展。1. 国联资源网体内的244万个注册用户分布于各个行业分网，这些注册用户是多多工业品拼购平台的潜在用户池和潜在供应商。2. 国联股份2015年开始逐步切入工业品交易环节，先发优势通过“滚雪球”逐步形成壁垒。3. 国联股份独特的“拼购”模式具有较广泛的适应面，公司选择行业特性适合、且自身拥有产业资源积累的行业进行切入。4. 近期定增完成后公司拥有充沛的资金支持后续业务发展；而疫情期间公司通过迅速响应转危为机的表现，则体现了公司经营层面的高效率。
- 对比业内相似公司：1. 上海钢联的发展历程和国联股份较为相似，都是从产业资讯平台切入到交易平台，未来定位于产业信息枢纽。但钢铁行业交易环节毛利率过低，因此公司需通过供应链金融服务来变现。2. 慧聪集团旗下棉联发展情况尚可，部分得益于其创始人具备的产业地位；买化塑发展情况一般，或和塑化行业上游议价空间较小有一定的关系。3. 生意宝、冠福旗下塑米城近期发展遇到瓶颈。前者主要因为公司内部运营环境不稳且自身具备的行业资源较有限，后者则因为切入交易环节时间太晚失去先机。4. 也有试图通过交易以外其他环节切入产业互联网行业公司，但我们认为从交易环节切入是后续阻力最小的路径。
- 盈利预测与投资评级：我们认为未来工业品电商的发展是一个持续的过程，因此多多平台的快速增长或将保持较长时间；且成型的平台通过与企业构建信任关系，形成深厚的壁垒。未来国联股份旗下产业平台有望具备不可替代性，并最终成为产业枢纽。我们预测2020-22年公司归母净利润分为3.01/5.21/8.89亿元，同比增速分别为89%/73%/71%，1月26日收盘价对应PE分别为129x/74x/44x，维持“买入”评级。
- 风险提示：拼购占用资金，价格违约，新平台不及预期，战略推进不及预期，行业竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	163.15
一年最低/最高价	63.50/166.96
市净率(倍)	10.59
流通A股市值(百万元)	19611.30

基础数据

每股净资产(元)	15.41
资产负债率(%)	62.82
总股本(百万股)	237.17
流通A股(百万股)	120.20

相关研究

- 1、《国联股份（603613）：系列深度一：快速前进的工业品电商踏浪者》2021-01-19
- 2、《国联股份（603613）：发布业绩预告，归母净利润同比增长约90%超预期》2021-01-15
- 3、《国联股份（603613）：定增全额完成，持续看好产业互联网平台长期发展》2020-12-02

内容目录

1. 工业品电商的核心竞争力是什么？——一个简单的分析框架	4
1.1. 工业品客户需求的两大特性：需求明确，对“稳”的要求更高	4
1.2. 需求明确，意味着掌握产业内的供应商、客户资源是关键	5
1.3. “求稳”的本质是对信任度的要求，进入早+规模大的平台或有明显优势	7
1.4. 上游适度集中但充分竞争、下游相对分散的行业更适合工业品电商开拓	9
2. 相似公司对比：模式、赛道、条件各不相同	10
2.1. 上海钢联：寄售交易毛利率仅 0.2%，供应链服务为公司主要盈利来源	10
2.2. 慧聪集团：旗下有棉联、买化塑等多种产业互联网平台，发展情况各不相同	13
2.3. ST 冠福（塑米城）、生意宝：当前发展遇到一定的瓶颈，未来还有机会	15
2.4. 京东 MRO、震坤行、怡亚通等：通过其他环节切入产业	17
3. 对比分析总结：万事俱备，国联股份的快速前进得来不易	19
4. 国联股份模式回顾：背靠产业资讯网，通过拼购赚取差价	21
5. 盈利预测与投资建议	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: B 端工业品客户的核心需求与 C 端用户有所不同, 且潜在客户拥有明确边界	4
图 2: To B 工业品电商的成功需要 4 大核心要素	5
图 3: 工业品电商的“有效流量”与“无效流量”之间有明显界限	5
图 4: 国联股份旗下工业品电商平台成立之初, 客户主要来自国联资源网相关行业分网	6
图 5: 国联资源网拥有广大的注册用户基数, 这些用户多为各个产业内的企业	6
图 6: 产业内的企业可以既是平台的供应商, 又是平台上的客户	6
图 7: B2B 工业品电商整体市场规模的增速慢而久,	8
图 8: “成熟一个, 开拓一个”稳步上线新平台, “多多”工业品电商抢占线上化先机	8
图 9: 国联股份旗下各大拼购平台上线之初都用低价吸引客户扩大规模, 毛利率较低	9
图 10: 国联股份旗下平台的拼购模式: 集合下游小订单向上游订货, 从绕过中间环节&提升议价权两方面获利	9
图 11: 多多平台拼购模式适用的行业需满足以下条件	10
图 12: 上海钢联的三大主要业务	11
图 13: 除了钢铁资讯平台外, 钢银电商还背靠复星系的钢铁产业布局	11
图 14: 上海钢联交易服务毛利率低	12
图 15: 公司大多数毛利由供应链服务贡献	12
图 16: 钢联寄售交易模式及流程	12
图 17: 棉联定位于现货棉花综合 B2B 电商服务平台	14
图 18: 左: 买化塑旗下塑化产业数据库; 右: 买化塑现货交易商城	14
图 19: 塑米城寄售业务流程图	15
图 20: 塑米城(冠福贸易业务)收入与增速	16
图 21: 塑米城(冠福贸易业务)毛利与增速	16
图 22: 生意宝收入与增速(亿元)	16
图 23: 生意宝归母净利润与增速(亿元)	16
图 24: 京东工业品(左)及震坤行(右)平台上所销售的“工业品”为 MRO 产品	17
图 25: 国联股份旗下“涂多多”销售的“工业品”为 BOM, 是下游企业生产的原材料	17
图 26: 企业需求金字塔——按重要性依次为交易、物流、资金	18
图 27: 多多平台的拼购模式流程示意	21
图 28: 工业品拼购 To B 电商的采购、销售流程和支付安排	21
图 29: 平台利润来源其一: 积累大订单, 获得议价权	22
图 30: 平台利润来源其二: 减少中间环节, 提升产业链整体效能	22
图 31: 国联资源网积厚流光, 助力交易业务和互联网业务拓展	23
表 1: 涂多多仅需少量的用户及订单数, 即可产生大量成交额, ARPU 与单均收入高	7
表 2: 上海钢联供应链服务的主要产品	13
表 3: 京东工业品、震坤行售卖的是 MRO, 而国联多多平台售卖的是 BOM, 二者有本质区别	18
表 4: 用“四要素”复盘各大工业品平台发展路径	19
表 5: 各电商平台公司模式对比	20
表 6: 各电商平台公司品类, 规模等信息对比	20

1. 工业品电商的核心竞争力是什么？——一个简单的分析框架

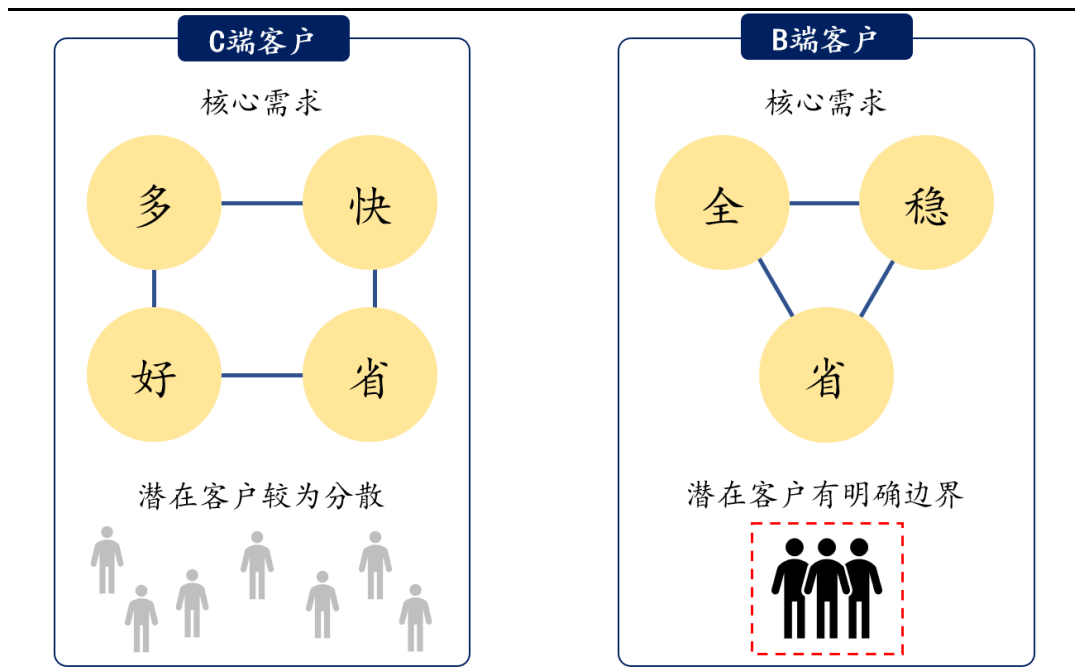
B2B 工业品电商赛道近年来经历了持续的高速发展，本文提出了一个简单的 B2B 工业品电商的分析框架，并用其复盘对比了多家工业品电商，尝试解答国联股份近年来快速发展背后的核心驱动因素。

1.1. 工业品客户需求的两大特性：需求明确，对“稳”的要求更高

我们在分析 TO C 零售的时候，通常会从“多、快、好、省”四个维度来分析消费者的需求，但企业的需求和 TO C 客户的需求有较大的不同，尤其是生产性工业品原材料（BOM）的采购方，他们的需求是“全、稳、省”；另外 B 端的潜在客户有较明确边界，而 C 端的潜在客户较为分散。

具体来说，工业品客户的需求更明确，他们很清楚自己需要什么东西，因此潜在客户有明确群体；此外这些客户不需要与自己经营无关的产品，工业品电商平台上的 SKU 数量虽然也很多，但其不求“泛而散”而求“全而专”。由于采购环节可以直接营销到企业的正常经营，因此他们更看重“稳”，及产品供应和质量的稳定性。

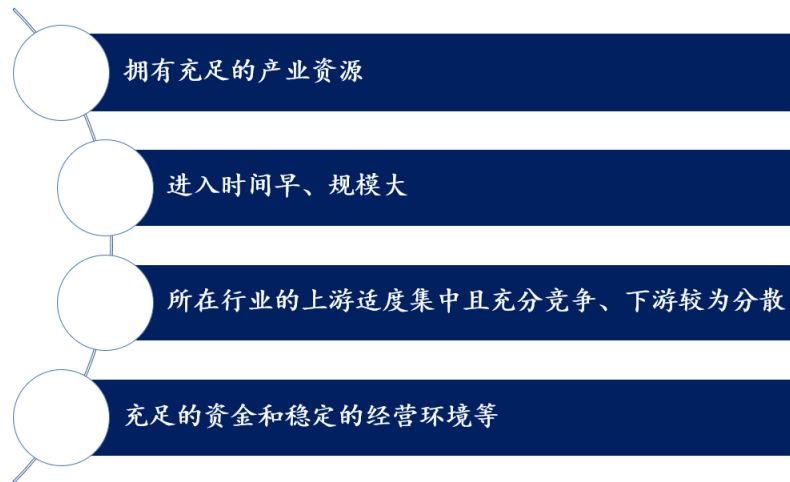
图 1: B 端工业品客户的核心需求与 C 端用户有所不同，且潜在客户拥有明确边界



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

核心需求的不同使得我们在分析工业品电商时，需要使用一个不同的框架。我们大体上总结出四个要素：1.拥有充足的产业资源；2. 进入时间早、规模大；3. 所在行业的上游适度集中且充分竞争、下游较为分散；4. 充足的资金和稳定的经营环境等。同时满足这四个条件的企业（如国联股份）更容易得到稳定且持续的发展；而如果上述四个条件之一出了问题，企业的发展可能或多或少遇到阻碍。

图 2: To B 工业品电商的成功需要 4 大核心要素



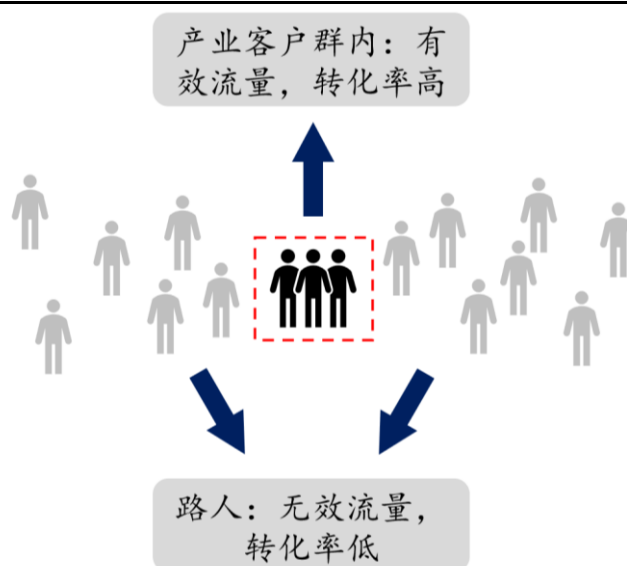
数据来源: 东吴证券研究所绘制

1.2. 需求明确, 意味着掌握产业内的供应商、客户资源是关键

在 TO C 端零售, 广告营销、补贴打折的策略一直比较好使, 但是在工业品领域, 擅长设计补贴玩法吸引流量的企业却似乎进展得不那么顺利。这里面的原因在于, 对于 TO C 端而言, 理论上所有人都可以是潜在客户; 而对于工业品电商, 只有产业里的客户才是真正的潜在客户。即——

首先, 工业品客户具有明确的“圈子”, 也就是产业中的供应商和客户。企业在这个圈子里面拓展业务才能算做有效流量; 在圈子外寻找的流量效果会大打折扣, 属于无效流量。比如生产钛白粉涂料行业的企业就可能只关心钛精矿等钛产业链相关原材料, 而对钢铁、化工等原料不感兴趣。因此, 想要有效拓展某个行业的工业品电商业务, 得事先掌握一定的客户资源, 之后在产业客户的池子里进行拓展。

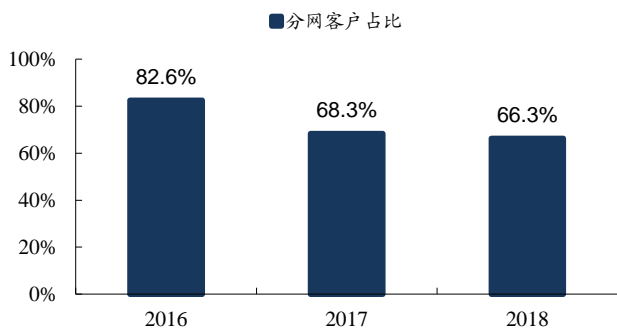
图 3: 工业品电商的“有效流量”与“无效流量”之间有明显界限



数据来源: 东吴证券研究所整理绘制

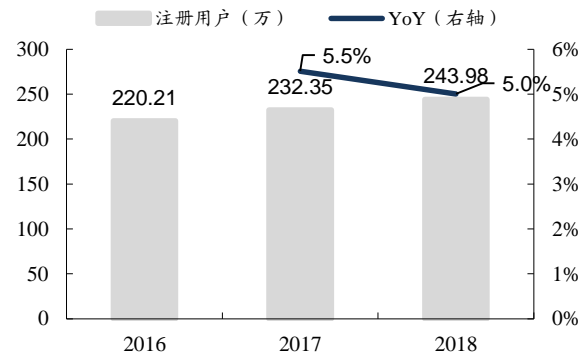
以国联股份为例，旗下国联信息网 15 年经营过程中积累的客户资源是旗下工业品拼购平台成功启动并快速发展的有利推手。据公司招股书，2018 年国联资源网拥有 244 万的注册用户，这些用户大多为各个产业内的企业，公司“多多”工业品拼购平台的大多数早期客户及核心供应商就来自于国联资源网，如 2016 年（拼购业务上线次年）平台上来自国联资源网的用户占比高达 82.6%，同年拓展的“卫多多”和“玻多多”上线首年的所有客户均来自国联资源网的会员。

图 4：国联股份旗下工业品电商平台成立之初，客户主要来自国联资源网相关行业分网



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

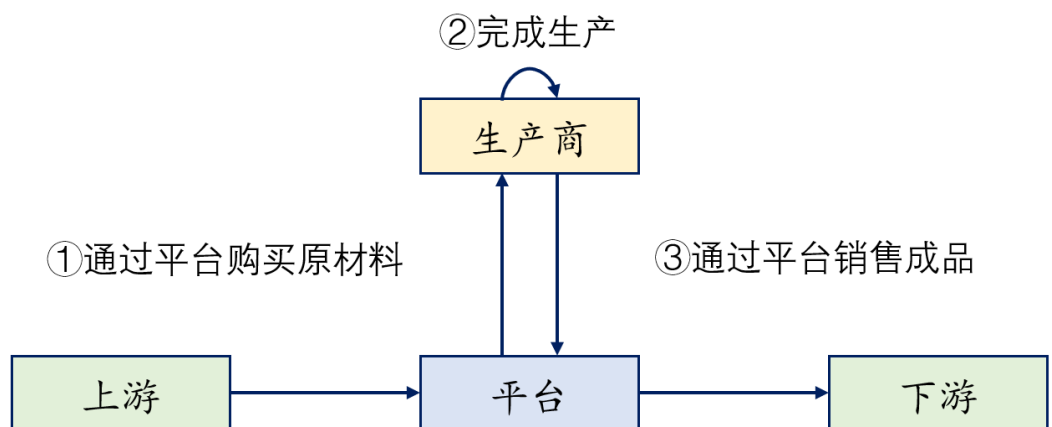
图 5：国联资源网拥有广大的注册用户基数，这些用户多为各个产业内的企业



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

其次，企业客户通常拥有比较高的单客户价值，其下单的形态具有低频、人少、高密度高重量的特点。一方面是企业客户单次采购的金额通常比较大；另一方面如果平台充分延伸到产业链的上下游，产业内的企业可以在平台客户/平台供应商之间转化。比如制造商可以通过工业品平台采购原材料，生产完成后又通过同一平台销售成品，此时工厂既是平台的供应商，也是平台的客户。

图 6：产业内的企业可以既是平台的供应商，又是平台上的客户



- 各环节生产商通过平台进货时，是平台的客户
- 通过平台销售产品时，生产商是平台的供应商

数据来源：东吴证券研究所绘制

这意味着只要能稳定满足一小部分客户的需求，平台就能够获得可观的收入。以国联股份旗下涂多多平台为例，据招股书，2018年涂多多收入24.4亿元，而当年的APP用户数为649人，网站用户数为1109人，小程序用户数为182人。为保守起见我们假设三者之中没有重合，则可算出ARPU高达126万元。下表是涂多多的部分经营数据，其中可见活跃用户、订单数等数据都不高，但却能产生24.4亿的高额收入。

表1: 涂多多仅需少量的用户及订单数，即可产生大量成交额，ARPU与单均收入高

涂多多经营数据	2016	2017	2018
网站月活(个)	1,763	3,318	6,129
APP月活(个)	716	1602	4357
网站用户数(个)	567	783	1109
APP用户数(个)	208	353	649
网站月活转化率	32%	24%	18%
APP月活转化率	29%	22%	15%
网站订单数(笔)	1,152	2,253	4,228
APP订单数(笔)	468	1086	3006
ARPU(万元)	88.67	95.96	125.81
单均收入(万元)	32.38	21.74	30.21

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

而要获得一小部分高净值客户，可以是少量客户资源+高转化率的组合，也可以是大量客户资源+低转化率的组合。但平台上线初期，想做高转化率是很困难的，除非使用大额的补贴让利或花费高昂的销售费用来进行推广、提供服务。因此，在拥有大量客户资源的时候，平台上线初期不需要做到很高的转化，只需要做好一小部分用户就可以获得较高的收入。这就体现了产业资源的重要意义——当交易平台手握核心客户资源时，启动的难度将有望大幅降低。

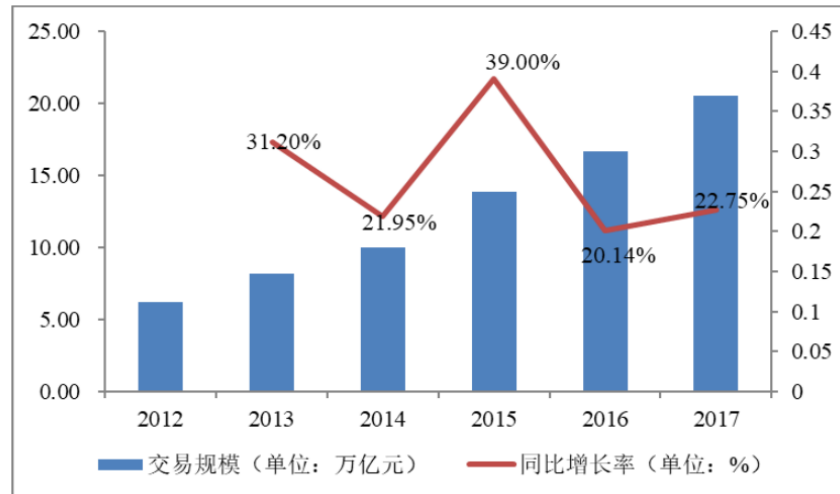
1.3. “求稳”的本质是对信任度的要求，进入早+规模大的平台或有明显优势

B端工业品客户对供应商货源品质、交付等等环节的稳定性要求更高。为何会有这样的需求？因为企业生产环节中要涉及大量的物料，如果某一个物料出了问题或延迟交付，轻则导致生产物流链条的停转，进而导致原材料、半成品的积压并影响现金的流转，重则可能导致关键客户的流失。因此，原料供应不稳定带来的长尾风险非常高，企业一般很少更换核心的供应商，也愿意为原材料供应的稳定性支付少许的溢价。

而对“稳”的需求，本质上是对信任度的需求。我们认为企业评判一个供应商稳或不稳时，相当于是在评判它的可信度有多高，这和C端消费者在选择品牌时的心态有一定程度的相似。这或将导致企业对供应商有较强的粘性，更换核心供应商需较长的决策周期。因此，整个B2B电商行业的发展也将会是一个漫长的过程。而一家公司一旦成为行业内普遍信任的核心供应商，其所拥有的“信任度”本身就能构成壁垒。

图 7: B2B 工业品电商整体市场规模的增速慢而久,

中国电子商务 B2B 市场交易规模

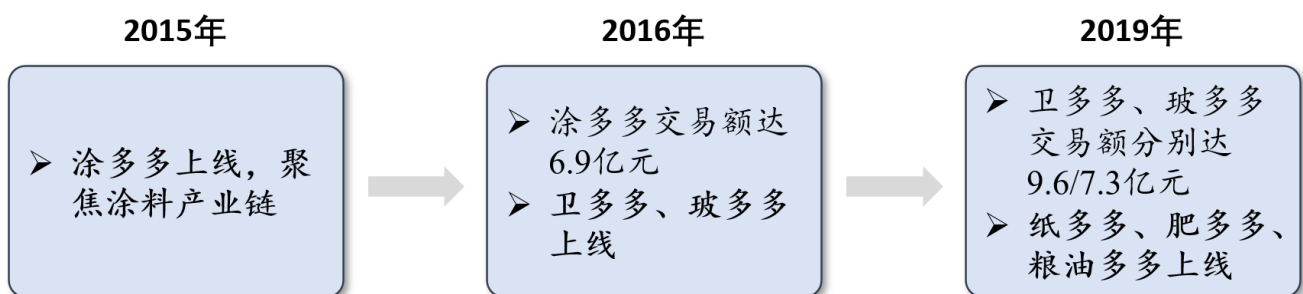


数据来源: 国联股份招股说明书, 东吴证券研究所

那么什么样的供应商更容易赢得信任? ——进入早、规模大的供应商。①进入早: 获得“滚雪球”效应。每次一个供应商为下游企业提供良好的服务时, 它的信用度计分板上就加一分; 而进入行业更早的供应商, 就有更多的时间去通过服务给计分板加分, 信用度也就更高, 先发优势通过“滚雪球”越来越显著。当然, 对于工业品电商这种新兴业态而言, 过早地进入行业也不好, 因为早年间产业对工业品电商的接受程度并不高。②规模大: 规模越大, 计分也就越快, 因为规模也是影响“信任度”的一大要素, 其他条件相同时客户对规模大的供应商或抱有更多好感。

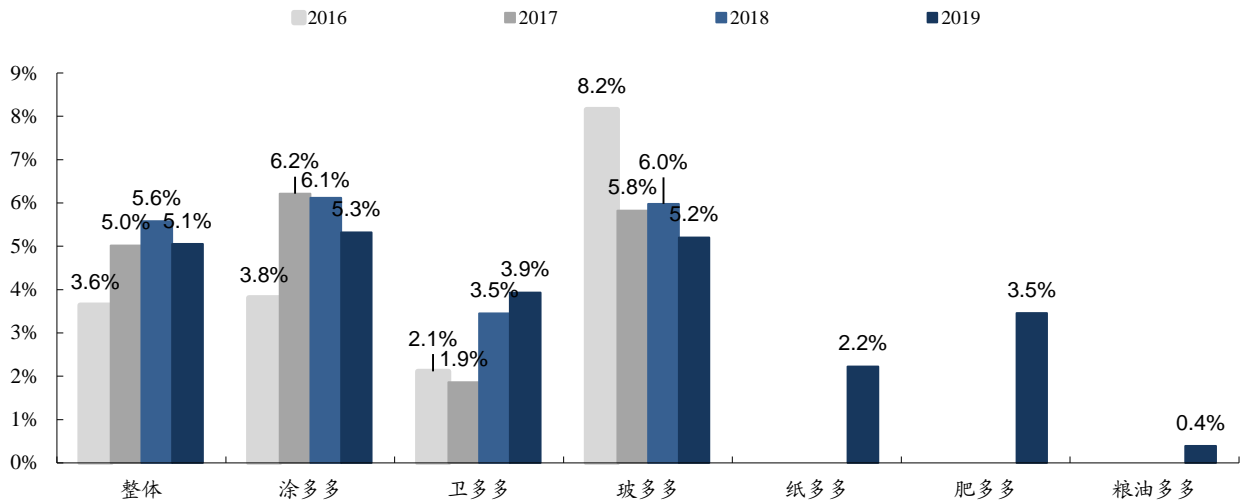
国联股份切入各行业拼购业务的时间较早且较合适, 并在平台上线后迅速通过让利提升规模。国联股份 2015 年开拓涂多多, 2016 年开拓卫多多、玻多多, 2019 年开拓纸多多、肥多多和粮油多多。从开拓时间来看, 这些工业品拼购平台均属于较早进入行业的玩家。而这些平台在开拓的初期, 也通过较高的让利幅度来吸引消费者, 并迅速提升规模。从毛利率角度来看, 除玻多多由于 2017 年品类有所调整毛利率不可同比外, 其余各平台在上线之初的毛利率都比较低, 如涂多多/ 卫多多 2016 年的毛利率仅为 3.8%/ 2.1%, 显著低于 2019 年的 5.3%/ 3.9%。

图 8: “成熟一个, 开拓一个” 稳步上线新平台, “多多” 工业品电商抢占线上化先机



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 9：国联股份旗下各大拼购平台上线之初都用低价吸引客户扩大规模，毛利率较低



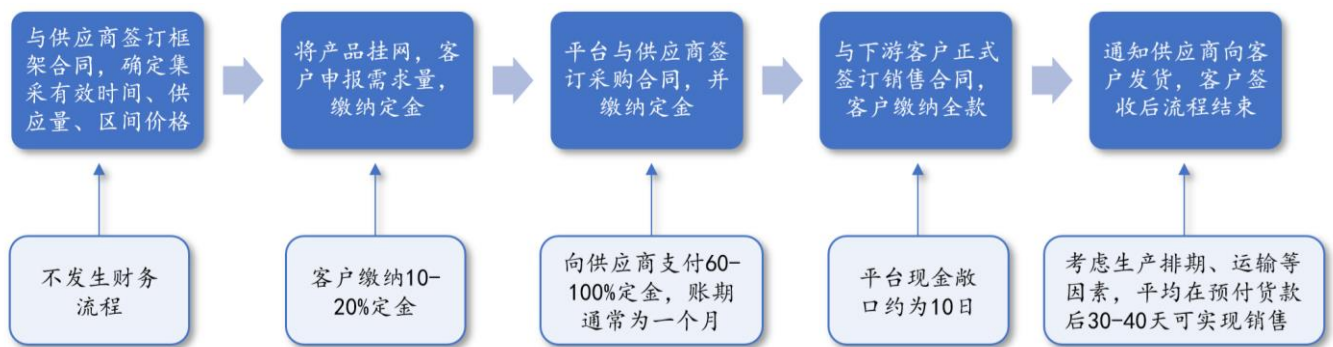
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 上游适度集中但充分竞争、下游相对分散的行业更适合工业品电商开拓

不同的行业同样拥有不同的行业特性，因此目前各个行业的工业品电商拥有不同的模式。通常，因为不同行业拥有不同的特性，主要现在集中度、议价权、产品储存运输难度、价格波动剧烈程度的不同等等。目前较为主流的模式包括集采、自营、寄售、撮合，以及国联股份使用的拼购等。部分行业的特性决定了交易环节中很难赚取足够的利润，平台需要通过增值服务盈利，如钢铁等；而有一部分行业有可能通过自营、拼购等模式赚取到足够的利润。

而不同行业间潜在客户、供应商的圈子也是割裂的，因此行业拥有各自的工业品电商，不同行业的工业品电商之间不构成竞争关系。所以国联股份不同行业的工业品平台拥有不同的名称，比如涂料行业的平台叫“涂多多”，化肥行业的平台叫“肥多多”。不同产业拥有不同的平台有两方面好处：①需求精准的客户在浏览产品时不会被其他行业的无关产品打扰；②加深平台与产业的绑定，进一步提升用户对平台的信任度。

图 10：国联股份旗下平台的拼购模式：集合下游小订单向上游订货，从绕过中间环节&提升议价权两方面获利



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

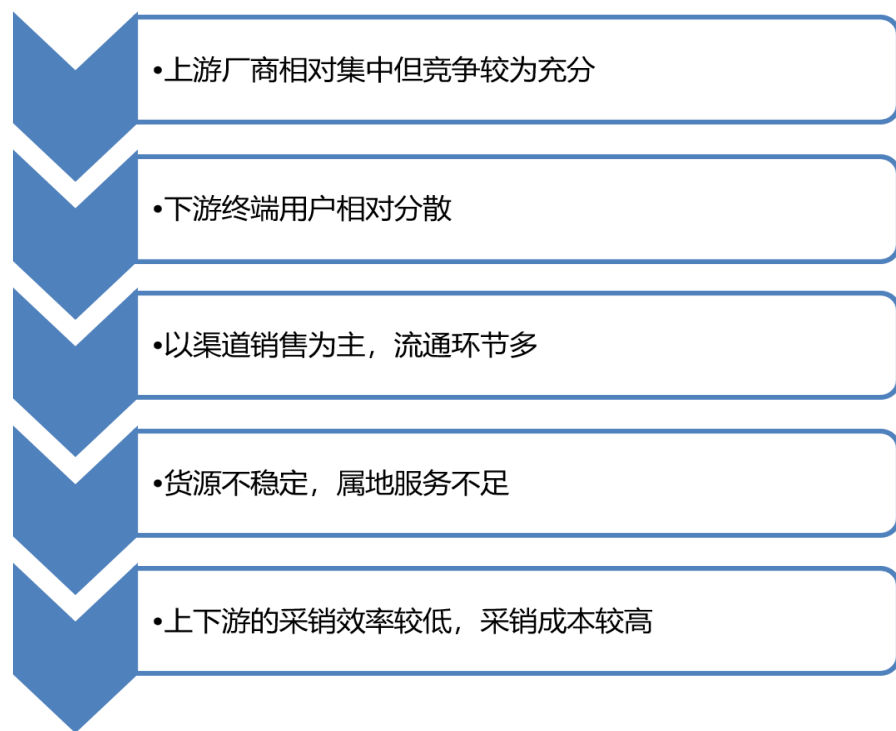
我们认为，适用“多多”平台拼购模式的行业需满足：①上游厂商相对集中但充分竞争；②下游采购相对分散；③产业链流通环节多；④采销成本较高；⑤货源不稳定属地服务不足等要素。具体来看：

上游相对集中但充分竞争意味着，上游企业不能过大也不能过小。若上游企业对产业的把控过强，拼购模式将很难获得折价。而下游采购行为如果不分散，自然也就不需要拼购了。这两个特征是行业适用拼购模式的必要条件。

采销成本过高、流通环节多决定了拼购模式的利润空间。多多平台拼购模式的两大利润来源是①大订单带来的议价权，和②减少中间环节加价。因此，所在行业的分销商赚取的利润越高，拼购模式的利润空间也就越大。

货源不稳定、属地服务不足则决定了原本通过线下渠道采购的传统客户转化到线上的意愿。前文中提到，企业对供应商的一大核心要求是“稳”，如果传统供应商无法满足企业客户对“稳”的需求，那么他们可能会有更强的意愿去尝试工业品电商。

图 11：多多平台拼购模式适用的行业需满足以下条件



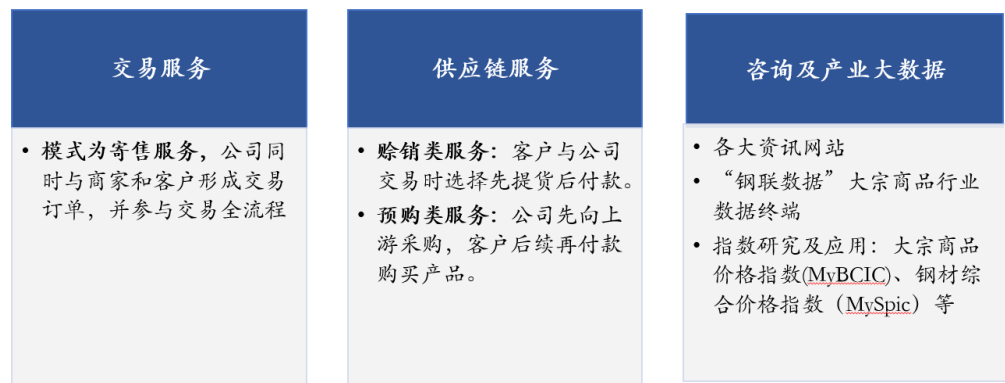
数据来源：东吴证券研究所整理绘制

2. 相似公司对比：模式、赛道、条件各不相同

2.1. 上海钢联：寄售交易毛利率仅 0.2%，供应链服务为公司主要盈利来源

上海钢联是专业的钢铁资讯交互平台，提供一站式钢铁电子商务服务。成立于 2000 年，目前业务以交易和供应链服务业务为主，并提供产业资讯和大数据服务。

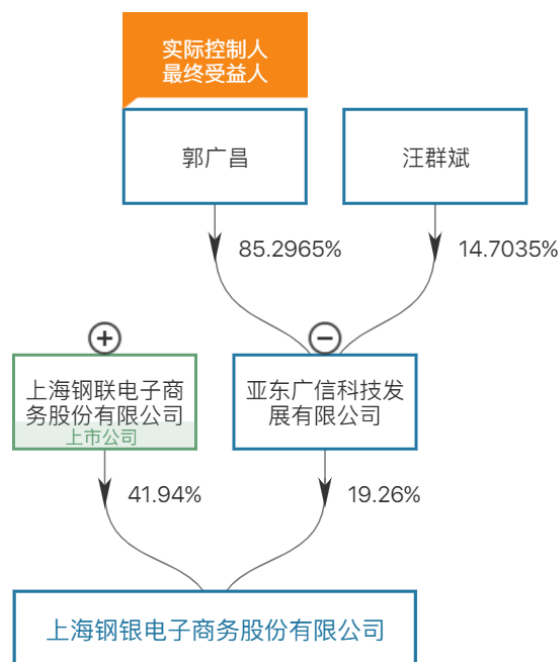
图 12: 上海钢联的三大主要业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

上海钢联的历史发展和未来战略方向与国联股份较为相似。上海钢联与国联股份前身都是产业互联网资讯平台，现阶段都在提供交易服务，且都将供应链服务和互联网科技服务等作为未来的主要扩展方向。从各自拥有的资源禀赋上来看也较为相似：二者都拥有资讯网站经营时积累下的客户资源，且适时进入交易环节，具备一定的产业影响力。

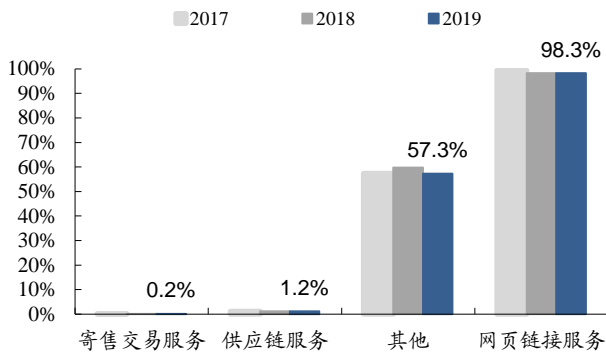
图 13: 除了钢铁资讯平台外，钢银电商还背靠复星系的钢铁产业布局



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所（截图时间：2021年1月20日）

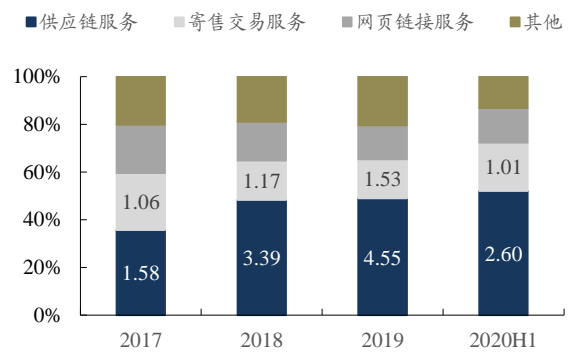
而二者的不同之处在于所处行业特性不同，钢铁的交易环节产生的利润较少，因此上海钢联通过供应链服务盈利。反观国联股份旗下平台仅依靠工业品交易业务就能够实现盈利，这是因为钢铁行业上游企业过于大，下游平台方基本无法掌握定价权。这就造成了交易业务的盈利能力较低，如2019年钢联寄售交易的毛利率仅为0.2%。因此，上海钢联较早地介入供应链服务环节，基于交易服务提供供应链服务。至2020上半年，该业务贡献51%的毛利润，已经成为公司毛利的主要来源。

图 14: 上海钢联交易服务毛利率低



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

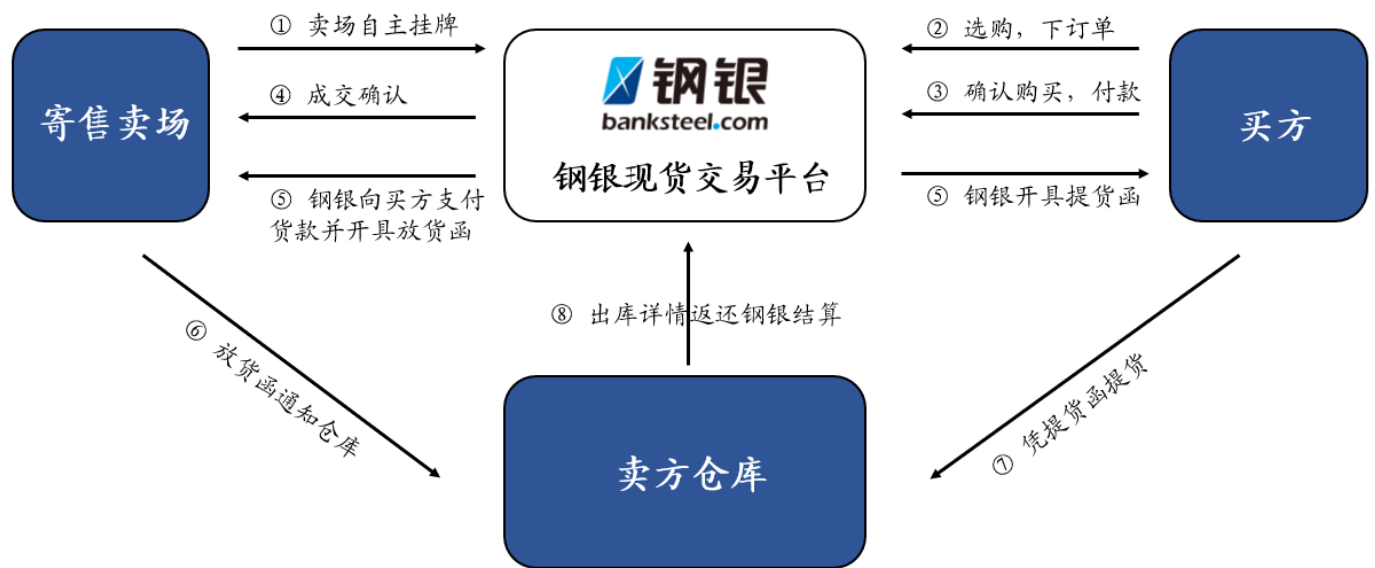
图 15: 公司大多数毛利由供应链服务贡献



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

上海钢联切入交易环节较早, 以寄售服务为主。寄售交易系在撮合交易的基础上发展而来, 公司于 2013 年推出撮合交易, 2014 年推出寄售交易。撮合交易是指平台作为经纪人角色, 促成交易, 不参与物流、支付结算环节。寄售交易中, 钢银平台进行在线销售, 全程参与交付、二次结算、开票等环节。根据中钢协预计, 2019 年国内钢材消费量达 9.7 亿吨; 2019 年上海钢联平台结算量 0.37 亿吨, 按需求量计算目前渗透率达 3.8%。

图 16: 钢联寄售交易模式及流程



数据来源: 东吴证券研究所绘制

上海钢联的供应链服务主要产品包括“任你花”、“帮你采”、“随你押”、“为你赚”、“订单融”。①“任你花”属于应收类模式, 平台授予下游客户一定的赊销额度, 下游客户实现先提货后付款的一种服务模式。②“帮你采”产品属于预付类模式, 平台通过垫付资金的方式帮助有采购需求且交易行为良好的会员, 进行代理采购。③“随你押”属于存货类模式: 商家将钢材存放在钢银电商平台指定的仓库, 钢银电商平台向商家预付部分采购款项, 并在未来一段时间内由钢银电商平台向第三方进行销售。④“为你赚”是钢银电商为本平台会员打造的账户资金增值服务产品, 主要针对“预收”和“应付”。

⑤ “订单融”是钢银电商平台提供的一款现货保证金交易业务，使客户能够以超出自身所拥有的资金力量进行大宗交易。

表 2: 上海钢联供应链服务的主要产品

产品	对应科目	内容
任你花	应收	平台授予下游客户一定的赊销额度，下游客户实现先提货后付款的一种服务模式
帮你采	预付	平台通过垫付资金的方式帮助有采购需求且交易行为良好的会员，进行代理采购
随你押	存货	商家将钢材存放在钢银电商平台指定的仓库，钢银电商平台向商家预付部分采购款项，并在未来一段时间内由钢银电商平台向第三方进行销售
为你赚	预收、应付	钢银电商为本平台会员打造的账户资金增值服务产品
订单融	-	平台提供的一款现货保证金交易业务，使客户能够以超出自身所拥有的资金力量进行大宗交易

数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

而由于行业属性和商业模式的不同，上海钢联和国联股份未来交易服务发展方向或有明显差异。我们认为上海钢联的模式仅适用于钢铁等大宗商品赛道，未来公司的主要发展方向或是继续深挖钢铁行业。当然钢铁行业的巨大体量使得公司业务仍有较大的开拓空间。而国联股份的拼购模式则适合更多的行业，加上目前主要的钛产业链规模较小，未来国联股份旗下拼购电商的发展或以产业和产品的横线复制、延拓为主。

2.2. 慧聪集团：旗下有棉联、买化塑等多种产业互联网平台，发展情况各不相同

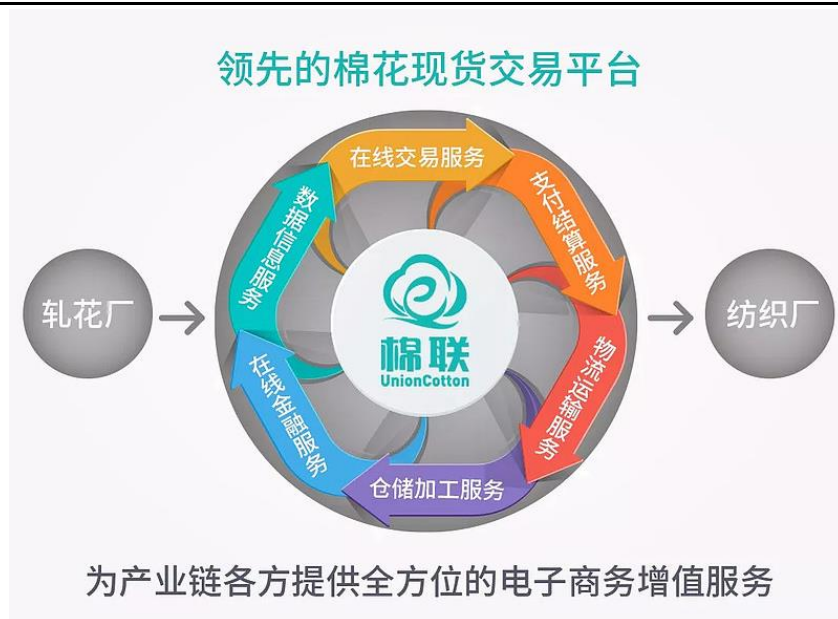
慧聪是互联网 B2B 行业的元老之一，也是国内第一家 B2B 上市公司。集团成立于 1992 年，旗下业务线比较繁杂，我们此处主要对其旗下两个主要的 B2B 交易平台棉联、买化塑进行分析。

综合来看，近年来棉联的发展要好于买化塑。二者 2019 年的交易规模相似，但棉联的增长势能要明显更强。据公司年报披露，棉联平台 2019 年全年交易规模已经突破 50 亿元，2018 年为 17 亿元，年增速约为 200%；而买化塑 2019 年的交易规模约为 50 亿元，相比 2018 年的突破 55 亿元有所下滑。

具体来看两个平台：

(1) 棉联定位于棉花现货交易平台，通过在线平台提供现货棉花综合 B2B 电商服务，业务以自营在线商城和供应链服务为主。棉联于 2016 年上线运营，其创始人有深厚的产业底蕴：龚文龙先生曾就职于国家商业部棉麻局，曾于 1999 年创立全球第一家棉花专业信息网站中国棉花网，对棉花行业具备深刻的理解，同时或能为平台开拓核心客户提供帮助。

图 17: 棉联定位于现货棉花综合 B2B 电商服务平台



数据来源：公司官方新闻，东吴证券研究所

(2) 买化塑为化工、塑料的集采交易及综合电商服务平台。平台专注于化工塑料产品的现货交易，品类包括醇类液体化工原料，通用塑料等。模式包括集采、寄售、撮合，业务以集采和供应链服务为主。

买化塑在产业信息网站的基础上发展起来。与国联股份的发展经历相似，买化塑起源于慧聪旗下运营 20 余年的化工电子商务平台（慧聪涂料网、慧聪塑料网、慧聪化工网等），服务覆盖中国化工橡塑产业链近 100 万家企业和 800 万网站会员。

图 18: 左：买化塑旗下塑化产业数据库；右：买化塑现货交易商城

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

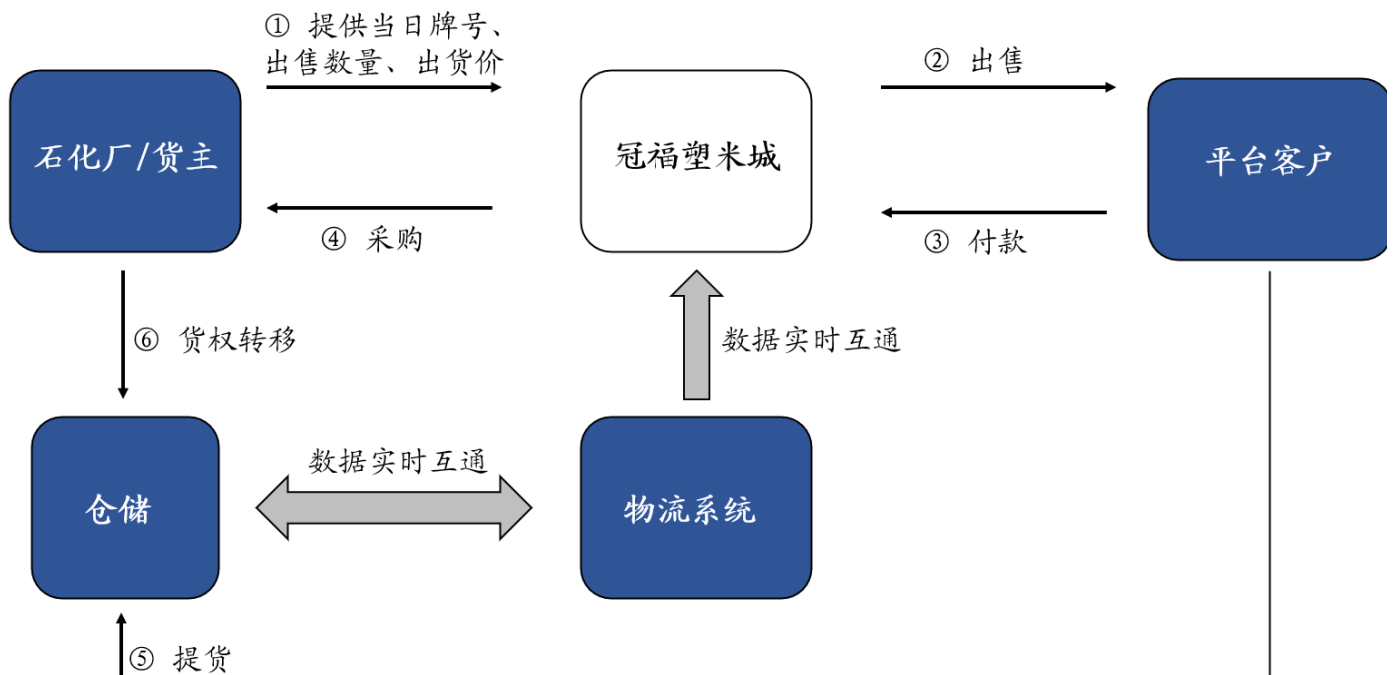
我们认为近期买化塑发展有所停滞的一大原因是石油、化学品产业内拥有较多话语权过强的大企业，包括中石油、中石化、杜邦等。我们认为这些企业在行业中的话语权过强，导致交易环节利润率较低，平台的发展到一定阶段后遇到瓶颈。公司的解决方案是基于买卖双方的交易数据积极开展供应链金融、商业保理服务等盈利能力更高的业务。

2.3. ST 冠福（塑米城）、生意宝：当前发展遇到一定的瓶颈，未来还有机会

冠福塑米城是冠福旗下贸易电商。2014 年塑米城上线运营，但此时粟米信息尚未并入冠福。2016 年冠福完成对粟米信息的并购重组，塑米城正式并入冠福。

塑米城以塑料材料直营为主要业务，以寄售服务为辅。利用“塑米城”网站直接对接货主和终端用户，辅以免费找货、集采和寄售的业务模式，减少中间环节，将一手货源直达终端用户。寄售业务模式下，供货商将部分货物委托塑米信息为其销售，塑米信息将货物在“塑米城”平台上架销售。

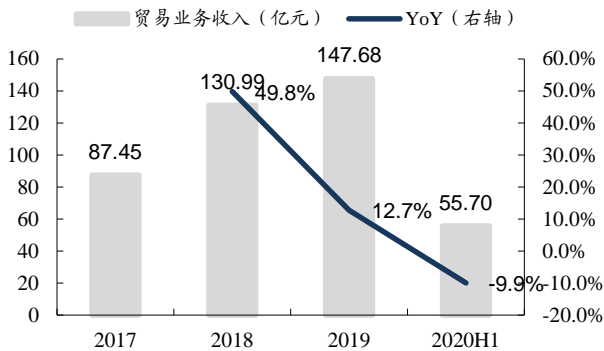
图 19：塑米城寄售业务流程图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

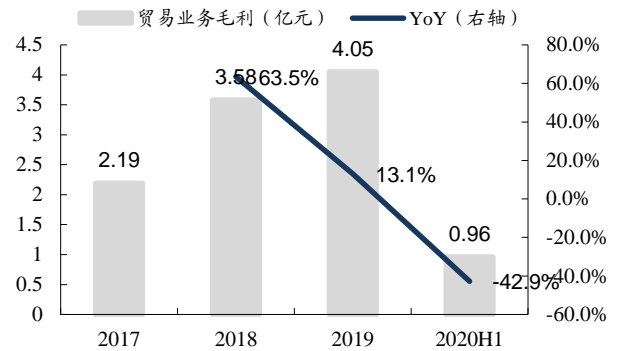
近年来塑米城的发展并不算顺利，2020H1 收入、毛利润均为负增长。我们认为，塑米城近期发展不顺的原因在于①产业资源的积累不如其他平台充分，以及②内部管理出现问题等。塑米城创立于 2014 年，此前并无产业资源的积累，因此发展到一定阶段后或受此制约；但更明显的问题是冠福集团内部的管理问题，公司控股股东违规对外担保、对外借款，导致公司需偿付 17 亿元。2019 年公司的业绩发展受到较明显的制约，收入增速从之前的 50% 下降到 13%，2020H1 则开始收缩。

图 20: 塑米城 (冠福贸易业务) 收入与增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 21: 塑米城 (冠福贸易业务) 毛利与增速



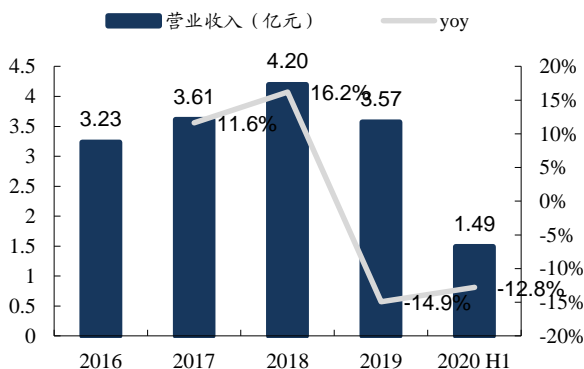
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

“生意宝”平台提供贸易服务, 现主要聚焦化工品 (即各类化学原材料)。旗下“生意社”, 对能源、化工、塑料、有色、钢铁、纺织、建材、农副行业的数百个大宗商品进行长期现货行情追踪分析, 并发布行业指数、商品指数等。旗下的“网盛融资”协同多家银行推出针对中小企业基于供应链的在线融资产品。

生意宝转型布局速度略显缓慢, 错过最佳切入时机失去先发优势。公司在 2015 年前就看到了 B2B 交易电商这个重要方向, 并有所布局, 但近年布局速度过慢, 到了 2019 年化工贸易业务的收入仅为 2.18 亿元, 仅占集团总毛利的 3%。对比买化塑等对手的入局时间, 我们认为化工贸易电商入局的最佳时期大致在 2015 年前后, 生意宝的入局速度明显太慢, 从而失去主动权。

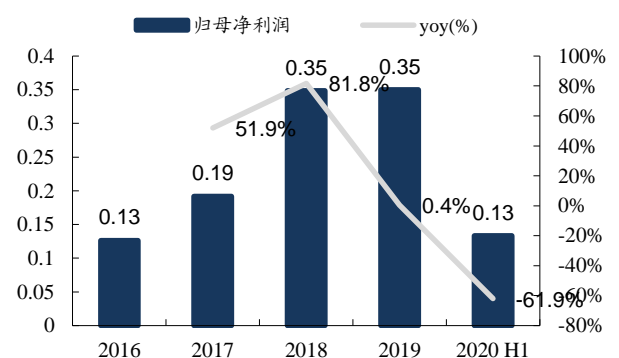
公司自 2019 年来营收增速为负, 归母净利润处于较低水平。2019 年, 公司收入 3.57 亿元, 同比-14.9%; 2020H1 收入 1.49 亿元, 同比-12.8%。化工贸易、网络基础服务等各项业务都有所萎缩。2020H1 公司归母净利润为 0.13 亿元, 同比-61.9%。

图 22: 生意宝收入与增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 23: 生意宝归母净利润与增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

尽管目前生意宝、冠福的发展都不尽如意, 但整个 B2B 电商行业目前仍处在持续快速发展的阶段, 如果能迅速解决目前的问题, 未来仍有希望追上其他对手的步伐。

2.4. 京东 MRO、震坤行、怡亚通等：通过其他环节切入产业

除了国联股份、上海钢联等通过交易环节切入产业的 B2B 互联网企业，还有一些企业通过其他环节切入产业互联网，如主营 MRO 自营电商的京东 MRO、震坤行，以及深耕供应链服务的怡亚通等。这类企业大都计划通过某个环节来与企业建立联系，之后逐渐进入企业经营的其他环节，最终成为产业内的互联网枢纽平台。

首先明确，京东工业品、震坤行等平台上售卖的“工业品”和国联多多平台上售卖的“工业品”有本质上的区别。工业品可按照用途的不同分为生产性物料（BOM）和非生产性物料（MRO）。其本质区别在于，生产性物料（BOM）会直接构成产成品，而非生产性物料（MRO）不直接构成产成品。京东工业品、震坤行售卖的“工业品”指的是 MRO，而国联多多平台上售卖的“工业品”指的是 BOM。

图 24: 京东工业品（左）及震坤行（右）平台上所销售的“工业品”为 MRO 产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 25: 国联股份旗下“涂多多”销售的“工业品”为 BOM，是下游企业生产的原材料



数据来源：涂多多官网，东吴证券研究所

表 3: 京东工业品、震坤行售卖的是 MRO, 而国联多多平台售卖的是 BOM, 二者有本质区别

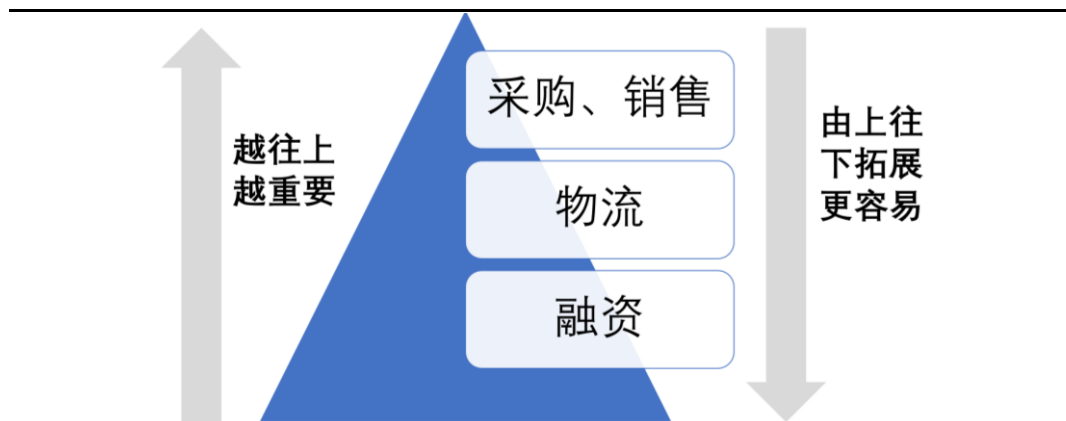
	非生产性物料 (MRO)	生产性资料 (BOM)
用途	不直接构成产品, 只用于维护、维修及运行用途	直接构成最终产品的生产性物料
品类	包括维修用品、设备备件及耗材、运营辅助类物资等	包括原材料、零部件以及半成品等
产品特点	涉及范围广、产品品类繁杂、SKU 数量较多、单品量较少, 多为易耗品	产品品类相对较少、单品平均价值较高
采购特性	在计划性的采购之外, 具有较强的非计划性	企业根据生产计划有计划采购
供应商特点	<u>因品类繁杂、采购需求分散导致供应商数量众多</u>	<u>一般有长期稳定的供应商, 数量相对有限</u>
服务属性	专业服务要求高: 对技术安装、维护、保养等本地化服务有较大需求	对服务要求较低

数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

而我们认为, 从交易层面切入产业是阻力最小的路径。这是因为进货、销售这两大环节对于企业的经营而言最为关键。如果通过交易环节与企业建立好了联系, 那么再切入到其他环节的阻力会不那么大。反之, 如果从物流、辅助用品等环节与企业建立联系, 再试图切入交易环节, 则可能遇到较大的阻力。我们可以想象一个企业需求金字塔, 交易在顶端, 下面分别是物流、资金。平台从顶端向底端拓展阻力小, 而从底端向的顶端拓展的阻力会更大。

这是因为 To B 客户交易环节直接关系到企业的生死存亡, 所以从交易环节构建起的信任关系强度要强于其他环节构建起的信任关系。因此我们认为, 通过交易环节切入产业或许是阻力最小的路径, 当然前提是企业能够通过考验, 通过交易逐步加深与产业内客户的联系。

图 26: 企业需求金字塔——按重要性依次为交易、物流、资金



数据来源: 东吴证券研究所绘制

3. 对比分析总结：万事俱备，国联股份的快速前进得来不易

从上述对比中我们可以看出，国联股份旗下平台全部符合我们提出的 4 个工业品电商成功所需的要素（分别为①具备产业资源，②切入早规模大，③行业合适，④资金充足经营环境良好），因此，多多平台近年来经历了快速且稳定的成长。

在对比中，我们认为多多平台与其他企业差别最明显的是模式和整体的拓展战略。具体而言，其他的工业品平台（如钢银电商、买化塑）选择的是一个规模很大的行业进行拓展，通过纵向深挖来不断成长，其模式与对应的产业有较强的绑定关系。而多多平台选择的是一些较小的品类，除了深挖产业之外也可以通过横向的复制进行拓张，且其拼购的模式能用于更多的行业。具体来看每家公司：

国联股份总体来说各方面都比较好。公司具备一定的产业资源，旗下涂多多平台上线时间较早，2019 年规模 51 亿元，增速 110%。国联在孵化阶段就有意挑选上游适度集中、下游分散的行业，因此旗下各行业平台均有一定的盈利能力。

上海钢联的交易环节盈利能力不足，因此主要依靠基于交易的供应链服务变现。目前已具备一定规模，公司在钢铁行业的交易渗透率约为 4%。近期发展方向已经逐渐转向供应链服务的深挖，2017 年来公司供应链服务收入增速均高于寄售业务。

慧聪棉联近期发展好于买化塑。2019 年棉联和买化塑的交易规模均在 50 亿元左右，但棉联增速约 100%，买化塑增长基本停止。我们认为创始人具备产业地位是棉联发展较好的原因之一；而买化塑部分客户为石油巨头，平台很难获得议价能力。

冠福（塑米城）、生意宝近期发展不尽人意，但未来还有机会。冠福遭遇控股股东违规借款等公司治理问题；生意宝转型进入交易环节的进程较为缓慢，目前交易平台规模小，仅约 2 亿元。我们认为目前 To B 电商还在起步阶段，未来这些平台还有机会。

表 4：用“四要素”复盘各大工业品平台发展路径

公司、平台	产业资源	上线年份	规模、增速	行业情况	资金、经营环境
国联股份多多平台	来自产业资讯网，较好	2015	规模较大，增速快	均能通过拼购模式得到盈利空间	定增完成，资金充沛
上海钢联	来自产业资讯网，较好	2013（撮合） 2014（寄售）	规模大，增速一般	上游议价权强，交易业务不赚钱	背靠复星，资金充沛
冠福塑米城	存在一定缺陷	2014	较大，收缩	盈利能力一般	不佳
慧聪棉联	来自创始人，较好	2016	规模较大，增速较快	上、下游都较为分散	集团整体处于亏损状态
慧聪买化塑	来自产业资讯网，较好	2015	规模一般，增长停滞	上游多为石化巨头企业	集团整体处于亏损状态
生意宝	来自产业资讯网，一般	2015	规模较小，增速慢	上游多为石化巨头企业	整体经营规模较小

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所整理

表 5: 各电商平台公司模式对比

公司	交易平台	业务模式	盈利模式
国联股份	“多多”平台	拼购：先收集下游需求，再拼 单向供应商采购	拼购差价
上海钢联	钢银电商	寄售+供应链金融	主要为供应链金融服务，少量寄售佣金
冠福	塑米城	自营+寄售	自营差价+寄售佣金
慧聪	棉联、买化塑等	棉联：自营+供应链服务； 买化塑：集采+供应链服务	主要为供应链服务
生意宝	网盛商品交易中心	交易手续费收入	仍以网络服务为主， 交易服务尚未完全成型
京东 MRO	京东工业品	自营+第三方	自营差价+第三方佣金
震坤行	震坤行	自营+第三方	自营差价+第三方佣金

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

表 6: 各电商平台公司品类，规模等信息对比

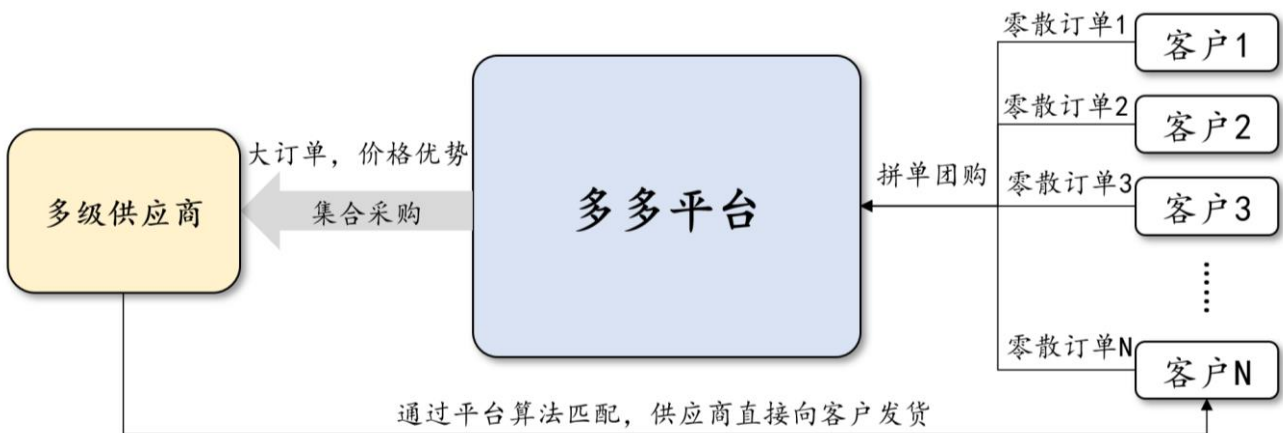
公司	交易平台	品类	收入规模及增速 (2019)	毛利率 (2019)
国联股份	“多多”平台	涂料、卫生用品、玻璃油等	71 亿/+101%YOY (集采)	集采业务：5%
上海钢联	钢银电商	钢铁	1226 亿/+28%YOY (寄售)	寄售：0.2%； 供应链服务：1.2%
冠福	塑米城	塑料制品	148 亿/+13%YOY (塑米)	塑米：2.7%
慧聪	棉联、买化塑等	棉花、化塑等	134 亿/+47%YOY (B2B 平台)	未披露
生意宝	网盛商品交易中心	化工贸易为主， 也包括钢铁、 纺织等大宗品	2.21 亿/-14%YOY (化工贸易)	化工贸易：1.66%
京东 MRO	京东工业品	MRO	非上市公司	非上市公司
震坤行	震坤行	MRO	非上市公司	非上市公司

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

4. 国联股份模式回顾：背靠产业资讯网，通过拼购赚取差价

多多平台以集合采购，拼单团购的模式为主。该模式通过多多平台收集客户零散需求，整合成大订单后向上游订货，获取优惠价格。大部分商品由供应商直接发给客户，平台通常不介入仓储和物流运输环节。自营模式中销售的货物并非由国联生产，只是完成拼单团购流程。多多平台并不从事直接的生产制造，也没有自设的经销商体系。因此，我们认为国联“多多”电商是较典型的平台型电商，其经营的要点是不断扩大自身规模，提升热度引发平台效应，之后通过赚取“佣金”获利。平台在经营过程中不承担库存风险，拼购价差中平台方抽取的部分理论上就相当于佣金。

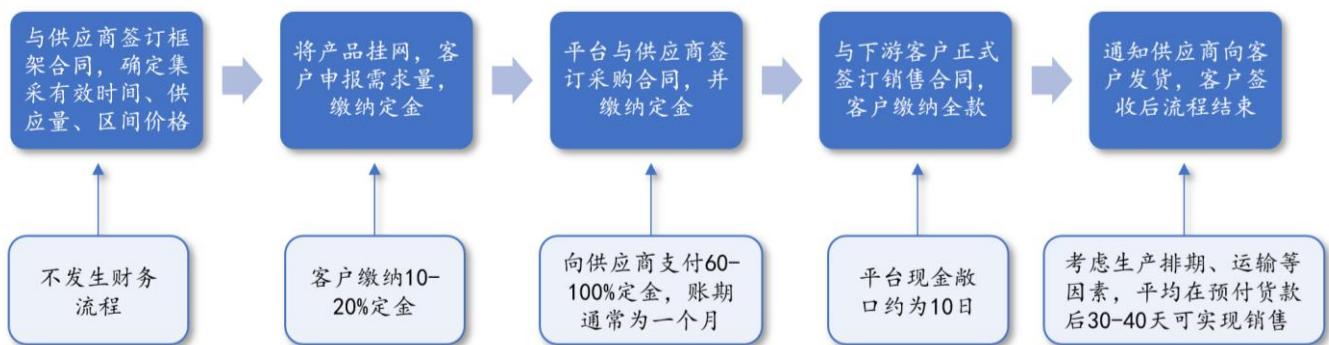
图 27：多多平台的拼购模式流程示意



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

一般来说，“多多”平台上的一次拼单团购会经历如下五个流程：①首先选择上游供应商，并签订采购框架协议，明确合作意向，确定集采的有效时间、供应量、区间价格，区间价格即不同采购量对应不同采购价格，量大从优。在此阶段不发生财务流程。②将产品挂网，客户申报预计需求量，客户认购通常需缴纳 10-20%定金。③与平台上游供应商签订采购合同，支付一定的采购定金，通常为货款总额 60%-100%，账期通常为一个月。④和下游客户签订正式销售合同，客户缴纳全款。⑤通知上游供应商向客户发货，用户收货后签订销货确认单，流程结束。

图 28：工业品拼购 To B 电商的采购、销售流程和支付安排



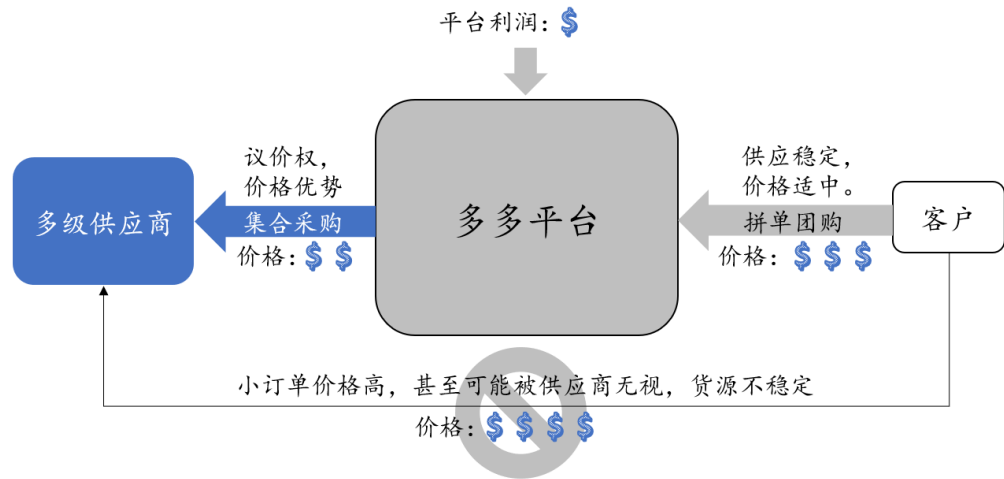
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所整理绘制

国联股份旗下工业品拼购平台的利润空间主要来自两方面：

其一为提升议价权，由于下游终端用户相对分散，其议价能力较低，而上游供应方虽规模较大，但竞争格局较为充分，使拼购平台能通过聚合订单拿到一定的价格优势。

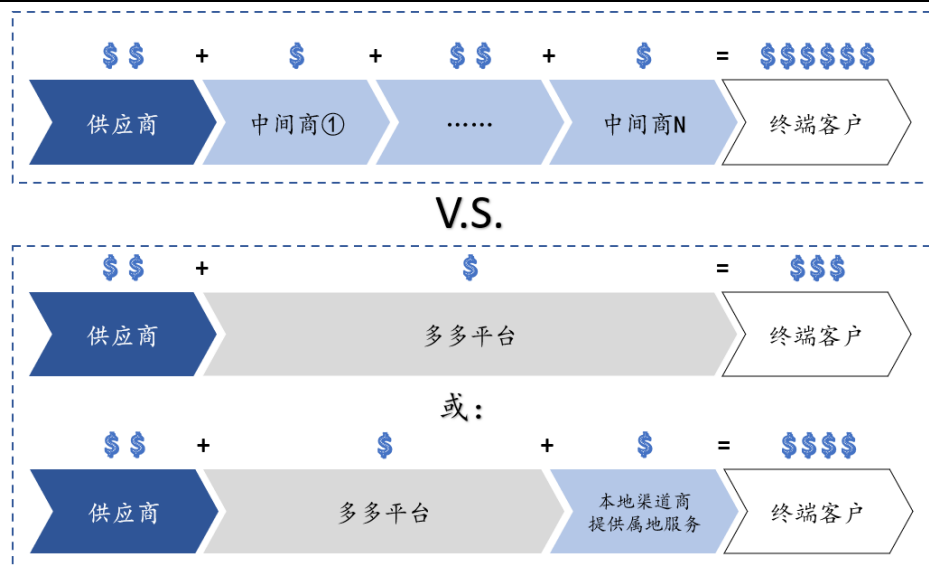
其二为减少中间环节，通过减少中间环节并提供稳定、高效的供货，提升整个产业链的流通效率，从而赋能产业链，产生附加价值，进一步打开利润空间。

图 29：平台利润来源其一：积累大订单，获得议价权



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

图 30：平台利润来源其二：减少中间环节，提升产业链整体效能

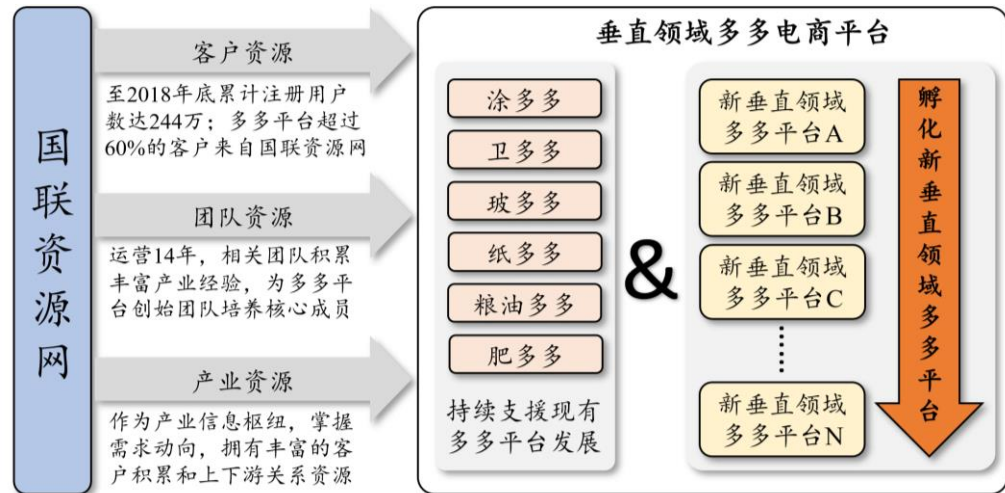


数据来源：东吴证券研究所整理绘制

多多平台背靠国联资源网行业分网多年经营中积攒的产业资源。主要体现在三个方面：①国联资源网会员是各大垂直领域多多电商平台客户的主要来源，2016-18 年多多平台的客户中分别有 82.55%、68.34%、66.34%来自相关行业分网会员，卫多多、玻多多在上线首年(2016 年)的所有客户均来自行业分网会员；②是核心供应商的主要来源，

2016-18 年平台上来自行业分网的供应商分别占 89.32%、84.01%、81.35%，贡献采购额 92.07%、84.61%、95.29%；③国联资源网各大行业分网孵化对应垂直领域的多多电商平台，现有的 6 个多多平台的创始核心团队均来自于国联资源网的相关行业分网。

图 31: 国联资源网积厚流光，助力交易业务和互联网业务拓展



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理绘制

5. 盈利预测与投资建议

国联股份近几年经历了快速的发展，经过一系列对比分析，我们认为其背后的主要原因是①具备深厚的产业资源储备、②切入工业品交易的时间早，旗下平台已有一定的规模；③拥有独特拼购模式+条件良好的中小行业+横向复制不断扩张空间大；④资金充沛，企业运营管理能力优秀等。这些因素很大程度上决定了目前主要的 TO B 工业品电商的发展情况，也构成了国联股份多多平台的核心竞争力。

我们认为未来工业品电商的发展是一个持续的过程，因此多多平台的快速增长或将保持较长时间；且成型的平台通过与企业构建信任关系，形成深厚的壁垒。未来国联股份旗下产业平台有望具备不可替代性，并最终成为产业枢纽。我们预测 2020-22 年公司归母净利润分为 3.01/ 5.21/ 8.89 亿元，同比增速分别为 89%/ 73%/ 71%，1 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 129x/ 74x/ 44x，维持“买入”评级。

6. 风险提示

拼购模式占用较多营运资金：工业品拼购模式下，公司需要先向上游供应商垫付全额货款，下游确认收货后方能回收货款，2019 年公司预付账款周转天数约为 23 天。因此，该模式下公司需要投入较大量的营运资本，随着业务规模的不断扩大，对营运资本的需求也将继续增加。

价格违约：尽管拼购过程中客户需缴纳一定的保证金，但若标的商品的价格发生剧

烈波动，客户可能会有违约风险，公司亦将蒙受较大损失。

新平台扩展不及预期：其一是新平台扩展失败导致亏损的风险；其二，新平台/新行业/新产品的开拓是公司交易业务业绩和规模增长的重要驱动。交易业务是目前公司的最主要业务，若新平台/新产品/新行业扩展不顺利，交易业务的增速或低于预期。

产业互联网战略推进不及预期：公司拥有宏大的产业互联网战略，但该战略的达成条件较苛刻，若战略推进不及预期，将影响公司长期的盈利能力。

行业竞争加剧：B2B 产业互联网平台正处于成长期，公司可能会面临激烈的行业竞争，甚至可能会有竞争对手复制公司的模式攻城略地，挤压公司业务的开拓空间。

国联股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,184	5,824	6,776	9,467	营业收入	7,198	17,077	29,062	48,145
现金	791	3,488	3,922	4,493	减:营业成本	6,744	16,331	27,739	45,903
应收账款	79	242	305	450	营业税金及附加	9	22	37	61
存货	13	36	24	47	营业费用	139	205	291	481
其他流动资产	1,301	2,058	2,525	4,477	管理费用	35	45	58	96
非流动资产	44	181	353	703	研发费用	17	37	145	241
长期股权投资	0	0	0	1	财务费用	8	-22	-3	5
固定资产	22	97	233	503	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	-2	0	0	0
无形资产	19	40	86	176	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	3	43	33	23	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	2,229	6,005	7,129	10,170	营业利润	238	459	795	1,358
流动负债	1,092	2,065	2,577	4,574	加:营业外净收支	4	0	0	0
短期借款	246	246	246	246	利润总额	243	459	795	1,358
应付账款	536	1,336	1,691	3,319	减:所得税费用	56	106	184	314
其他流动负债	310	482	639	1,009	少数股东损益	28	52	91	155
非流动负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	159	301	521	889
长期借款	0	0	0	0	EBIT	241	437	750	1,304
其他非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	244	454	778	1,355
负债合计	1,093	2,066	2,578	4,575	重要财务与估值指标				
少数股东权益	56	109	199	354	每股收益(元)	0.67	1.27	2.20	3.75
归属母公司股东权益	1,079	3,830	4,351	5,240	每股净资产(元)	4.55	16.15	18.35	22.10
负债和股东权益	2,229	6,005	7,129	10,170	发行在外股份(百万股)	141	237	237	237
					ROIC(%)	221.2%	244.8%	257.2%	185.1%
					ROE(%)	16.4%	9.0%	13.4%	18.7%
					毛利率(%)	6.3%	4.4%	4.6%	4.7%
					销售净利率(%)	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%
					资产负债率(%)	49.0%	34.4%	36.2%	45.0%
					收入增长率(%)	95.9%	137.3%	70.2%	65.7%
					净利润增长率(%)	72.8%	89.2%	73.2%	70.7%
					P/E	243.45	128.68	74.28	43.51
					P/B	35.85	10.10	8.89	7.38
					EV/EBITDA	154.87	77.41	44.72	25.36

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>