

2022 年 08 月 16 日

国联股份 (603613.SH)

半年报业绩超预期，拟发行 GDR 便利海外融资

■事件概述

1) 8 月 15 日，国联股份发布了 2022 年半年度报告。公司 2022 年上半年度实现营业收入 278.95 亿元，同比增长 98.76%；归属于上市公司所有者的净利润为 4.27 亿元，同比增长 97.7%；归属于上市公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 3.85 亿元，同比增长 92.27%，扣非前后的归母净利润均超出此前业绩预告的上限。

2) 8 月 8 日，国联股份第八届董事会第十次会议审议通过了《关于公司发行 GDR 并在瑞士证券交易所上市方案的议案》，拟发行全球存托凭证（Global Depositary Receipts，下简称“GDR”）并申请在瑞士证券交易所挂牌上市，以新增发的公司 A 股股票作为基础证券，新增基础证券 A 股股票不超过 4000 万股，不超过本次发行前公司普通股总股本的 8.03%。

■无惧疫情逆势高增，持续提升产业数字化能力

2022 年上半年公司业绩延续高增态势，根据半年报披露，公司营业收入增速高达 98.76%，归母净利润增速为 97.7%，业绩近乎翻倍增长，高增的主要原因是公司网上商品交易收入增长，平台交易量快速增长。针对疫情影响，公司再度发起“保供保畅，稳产复产”产业链战“疫”行动。根据官微披露，公司积极协同近 1600 家供应链上下游企业、物流运输企业、行业协会、产业园区、政府单位等各方资源，组织让利各类优惠券、代金券近 4 亿元，积极运用多式联运算力系统，进一步发挥多多平台的链主作用和价值。

公司积极贯彻落实以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略，不断提升工业电子商务的主营业务能力和产业互联网平台的服务价值，具体表现为：1) 公司积极实施上游核心供应商、深度供应链、云工厂等策略和下游集合采购、拼单团购、一站式采购、预售竞拍、工业品直播、次终端联盟等策略；2) 公司继续深入钛、溶剂、树脂、原纸、浆板、棉花、纯碱、原片、化肥、农药、粮油等垂直领域，进一步扩大单品竞争优势和市场占有率，并在此基础上，开展多品类延伸、供应链延伸和用户复销交易；3) 公司推进云 ERP、电子合同、在线支付、智慧物流、数字仓储、数字工厂、工业互联网等 SaaS 服务，形成了显著的实体经济数字化服务优势。

■拟发行 GDR 海外融资，提升国际化品牌形象

为进一步便利跨境投融资、促进要素资源的全球化配置，推进资本市场制度型开放，今年 2 月 11 日，证监会发布实施《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》（下简称《规定》）。根据《规定》，沪深两市符合条件的上市公司均可发行 GDR，上市地有英国、瑞士、德国三地可选，这为 A 股上市公司融资提供了新的选择。GDR 融资具有审核时间短、审核要求相对宽松、发行比例灵活、资金用途灵活等优势。作为中欧资本市场互利合作的重要成果，国内企业发行 GDR 获得了资本市场的广泛关注。根据中国证券报统计，目前已有约 13 家上市公司筹划发行 GDR。

8 月 8 日，公司第八届董事会第十次会议审议通过了《关于公司发行 GDR 并在瑞士证券交易所上市方案的议案》。公司筹划境外发行全球存托凭证 GDR 并申请在瑞士证券交易所挂牌上市，本次发行 GDR 所代表的新增基础证券 A 股股

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（2022-08-16）**104.32 元**

交易数据

总市值（百万元）	51,211.91
流通市值（百万元）	51,211.91
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	16.64	36.72	59.91
绝对收益	18.13	42.94	53.08

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：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
- 国联股份：Q1 业绩同比翻倍增长，云工厂逐步放量/ 赵阳 2022-04-23
- 国联股份：业绩持续高增，横纵拓展构建产业互联网/ 赵阳 2022-04-16

票不超过 4000 万股（包括因任何超额配股权获行使而发行的证券（如有）），不超过本次发行前公司普通股总股本的 8.03%。我们认为，公司此次筹划瑞交所上市不仅可以拓展国际融资渠道以更好的满足业务发展需求，还能够提升公司国际化品牌和企业形象，推进国际化布局。

■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。

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	54.76	33.91	21.63
市净率(倍)	8.04	8.54	9.97	7.82	5.84
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	54.76	33.91	21.63
公允价值变动损失	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	8.04	8.54	9.97	7.82	5.84
财务费用	0.7	-2.8	-6.1	19.1	71.7	P/FCF	28.54	53.42	87.67	226.18	55.06
投资损失	-10.3	-31.8	0.0	0.0	0.0	P/S	1.77	0.99	0.77	0.48	0.30
少数股东损益	53.5	127.3	209.1	337.8	529.4	EV/EBITDA	64.82	40.37	34.73	21.68	14.20
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	0.85	0.55	0.38
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	3.41	3.88	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	4.08	3.16	2.77	1.67	1.07

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