

强烈推荐-A (首次)

国联股份 603613.SH

当前股价: 67.75 元

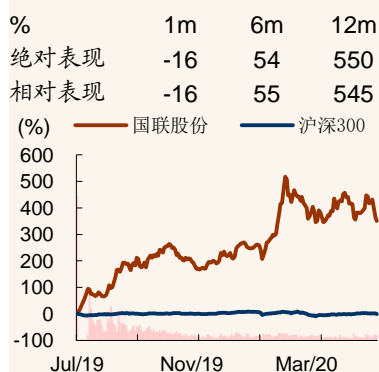
2020 年 05 月 24 日

工业互联网龙头的电商“基因”及“模式”

基础数据

上证综指	2814
总股本(万股)	20418
已上市流通股(万股)	5105
总市值(亿元)	138
流通市值(亿元)	35
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	15.8
资产负债率	59.8%
主要股东	钱晓钧
主要股东持股比例	19.91%、19.7%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

谢笑妍

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn  
S1090519030003

顾佳

021-68407977  
gujia@cmschina.com.cn  
S1090513030002

刘玉萍

liuyuping@cmschina.com.cn  
S1090518120002

国联股份是国内领先产业互联网企业,以 B2B 垂直电商平台为核心,信息服务平台和“互联网+”技术服务为两翼,提供工业品和原材料的网上商品交易、商业信息服务和互联网技术服务。现已形成“国联信息网”+六大垂直交易平台+“国联全网”等的工业互联网生态体系平台。本篇报告中,我们着重梳理了公司产业互联网电商的“基因”及优秀的商业模式带来的“壁垒”,并对市场关注问题统一作出解答。

- 从出版工业黄页、产品手册到产业互联网电商,用服务和创新增加用户数量及粘性、增强平台力量的“基因”不变。公司创立初期,免费赠送黄页及产品手册,同时向工业企业提供在手册上打广告、宣传产品信息业务,收取广告费,并获得更多企业关注,平台“基因”初现。在国内产业互联网 1.0 及 2.0 时代中,公司不但靠自身力量成功转型,还培训客户进行内部系统信息化以及利用互联网做品牌宣传,足以见得管理层对客户需求的了解、对于如何将传统产业与“互联网”融合见解深刻。今年公司上线“国联云”平台,增加多种方式服务用户,提高注册用户数及交易客户转化率,其中行业专家“直播带货”起到很好的效果,公司将把“网红直播”模式常态化运作,并将直播平台供给产业内其他企业使用,把国联云直播发展为 B2B 端的“抖音”、“快手”。
- 轻资产商业模式: 订单集成“团购”,上游向下游直接发货。通过公司 2015~2019 年的财务数据来看,收入、利润、现金流高速增长,roe 超过 20%,但有息负债率、应收账款周转天数、存货周转天数、净营业周期、期间费率等持续下降,有息负债率也一直保持在较低水平,这都说明公司资产运营效率逐年上升,在产业链中行业地位、对上下游企业的议价能力逐年提高。
- 我们预计 2020~2022 年,公司将实现净利润 2.48 亿、3.69 亿、5.46 亿,分别对应 PE 为 56X、37X、25X,首次覆盖,给与“强烈推荐-A”投资评级;
- 风险提示: 宏观经济周期引致的风险; 互联网及电商行业政策风险; 行业竞争加剧的风险; 商品价格波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	3674	7198	12050	19052	29225
同比增长	84%	96%	67%	58%	53%
营业利润(百万元)	142	238	375	559	829
同比增长	66%	68%	57%	49%	48%
净利润(百万元)	94	159	248	369	546
同比增长	52%	69%	56%	49%	48%
每股收益(元)	0.89	1.13	1.22	1.81	2.68
PE	76.2	60.0	55.6	37.4	25.3
PB	16.4	8.8	10.0	8.0	6.2

资料来源: 公司数据、招商证券(考虑 2019 年分红送转后摊薄)

## 正文目录

一、产业互联网领先企业，营收规模增长迅猛 .....	5
1、从出版“工业黄页”到 A 股主板产业互联网第一股之路 .....	5
2、营收净利不断增长，规模效应带来费用率下降 .....	6
3、优秀的商业模式：轻资产、低风险，产业链地位逐年上升 .....	9
二、优势赛道：多因素驱动 B2B 互联网产业快速发展 .....	10
1、B2B 互联网升级 2.0 阶段，我国线上交易规模年均复合增长 23.8% .....	10
2、响应政策号召，依托科技力量为中小微企业数字化赋能 .....	12
1) 产业互联网可以减少流通环节，为企业降本增效 .....	12
2) 响应国家政策号召，产业互联网助力企业数字化转型 .....	13
3) 科技推动产业互联网发展 .....	14
3、对标美国：我国 B2B 行业线上渗透率低，尚有较大发展空间 .....	14
三、以“平台、科技、数据”为基础的垂直产业互联网生态公司 .....	16
1、垂直电商+技术服务+信息平台，三大业务协同发展 .....	16
(1) 垂直电商交易业务：订单集成的轻资产“团购”模式 .....	16
(2) 商业信息服务：行业覆盖与会员人数持续增多，为电商平台做积累 .....	18
(3) 互联网技术服务：依托三大平台助力传统产业“互联网+”升级 .....	19
2、以“平台、科技、数据”构建全新的垂直产业互联网生态 .....	19
(1) 优势行业储备较多，多多平台横向复制战略稳步推行 .....	19
(2) “国联云”上线，“网红直播”“在线论坛”多种模式增加客户转化率 .....	20
(3) 聚焦“平台+科技+数据”，全供应链战略助力向“交付闭环”转变 .....	21
3. 市场空间：现阶段线上交易渗透率低，成长空间大 .....	22
四、市场关注问题解读 .....	24
1、2B 电商和 2C 电商本质上有什么区别，什么样的品类适合做垂直电商。 .....	24
2、公司的商业模式及核心竞争力。未来如何提高下单用户数量，如何增强已交易用户粘性。 .....	24
3、为何“直播带货”在 To B 行业也是有效的，To B 直播适合选择什么样的 kol。 .....	25
4、产业互联网为何发展较慢 .....	25
五、盈利预测与投资建议 .....	27
六、风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1: 国联股份股权情况 .....	5
图 2: 国联股份发展历程.....	6
图 3: 2015-2019 国联股份营业收入及同比增速 .....	7
图 4: 2015-2019 国联股份归母净利润及同比增速 .....	7
图 5: 2015-2019 国联股份主营业务收入占比.....	7
图 6: 2015-2019 国联股份利润及利润率 .....	7
图 7: 2015-2019 国联股份各业务毛利及毛利率 .....	7
图 8: 2015-2019 国联股份商品交易毛利及增长率 .....	8
图 9: 2015~2019 国联股份 ROE（加权） .....	8
图 10: 2015-2019 国联股份期间费用率.....	8
图 11: 2016-2019 国联股份四大期间费用率.....	8
图 12: 2015-2019 年有息负债率保持较低水平.....	9
图 13: 2015-2019 年营运能力逐年提高.....	9
图 14: 2015-2019 年净营业周期逐年下降 .....	9
图 15: 2015-2019 年现金流逐年转好 .....	9
图 16: 2013-2018 中国 B2B 电商行业交易规模 .....	11
图 17: 2019 中国电子商务细分市场结构 .....	11
图 18: 2018 中国 B2B 行业市场份额概况.....	11
图 19: B2B 产业互联网模式示意图 .....	12
图 20: B2B 产业互联网对核心环节的重塑方式 .....	12
图 21: 2015-2022 年中国中小微企业数字化升级行业规模 .....	14
图 22: 中国云计算行业市场规模 .....	14
图 23: 2013-2018 我国 B2B 行业线上渗透率 .....	15
图 26: 订单集成“团购”模式带来的商业“壁垒” .....	17
图 27: 国联股份交易供应商构成.....	18
图 28: 国联股份客户构成.....	18
图 29: 国联资源网业务模式.....	18
图 30: 国联全网网站.....	19
图 31: 小资鸟网站 .....	19

图 32: 蜀品天下网站.....	19
图 33: 网上商品交易业务储备行业.....	20
图 34: 国家粮油信息中心处长张立伟在国联云直播进行主题分享.....	20
图 35: “网红直播带货”现场截图.....	21
图 36: 公司运营体系规划.....	22
表 1: 中国 B2B1.0 电子商务的业务模式.....	10
表 2: 现阶段中国 B2B2.0 电子商务的业务模式.....	10
表 3: 工业电子商务平台分类.....	13
表 4: “十三五”期间政府鼓励及支持性信息产业及电子商务政策法规概览.....	13
表 5: 2019 年中美头部互联网公司概览.....	15
表 6: 国联云直播工业品/原材料直播季成绩单.....	21
表 7: 公司拟定增募集资金投向.....	22
表 8: 市场空间预测（亿元/年）.....	23
表 9: 国联股份各业务收入与毛利预测.....	27
附: 财务预测表.....	29

## 一、产业互联网领先企业，营收规模增长迅猛

### 1、从出版“工业黄页”到 A 股主板产业互联网第一股之路

国联股份是国内领先的 B2B 产业互联网电商企业，以 B2B 垂直电商平台为核心，信息服务平台和“互联网+”技术服务为两翼，三大业务协同发展。公司成立于 2002 年，并于 2019 年于上交所主板上市，股票代码（603613.SH）。公司实际控制人为刘泉和钱晓钧，分别为公司董事长和总经理，合计持有公司 39.61% 股份。

图 1：国联股份股权情况



资料来源：公司公告，招商证券

**工业传媒初期：**2002 年设立后，国联股份以工业为行业分类基础出版工业类黄页、产品手册、行业年鉴等出版物，**开始以免费赠送信息手册年鉴，赚取广告费及信息费**，公司开始具备工业产业基因，熟知相关行业。

**第一次转型：**2006 年，随着互联网的普及，B to B 产业互联网进入了 1.0 时代，公司开始以工业信息平台——**国联资源网对外提供会员服务**，主要以商业信息服务为主，线上提供供需信息展示和商机发布撮合服务，线下提供供需对接和营销推广服务。通过帮助会员撮合交易，赚取会员费和广告费，对企业交易诉求及流程有了充分了解，并建立起初步的信任关系。

**推进企业“互联网+”业务：**开始**培训企业如何利用互联网推进品牌宣传和业务发展，构建企业内部信息化系统**，为之后的信息技术服务奠定了基础

**第二次转型：**2015 年开始，行业进入 B to B2.0 交易阶段，公司开展**垂直产业互联网平台建设和运营服务**，相继于 2015 年、2016 年上线运营了涂多多、卫多多和玻多多平台，为上下游提供网上商品交易及撮合业务。同期，公司在国联资源网的技术力量和运营团队基础上，通过小资鸟、国联全网、蜀品天下开始提供**“互联网+”解决方案和电商代运营等互联网技术服务**。

**于 A 股主办上市：**2019 年，公司正式于上交所上市，成为 A 股主板产业互联网第一股，并成立肥多多、纸多多、粮油多多，继续扩宽优势品类。



**加码 SaaS 服务：**2020 年 2 月，公司上线国联云平台，**统筹产业和企业数字化技术服务**，为用户提供云 ERP、物流共享系统、电子合同、线上产业会议论坛，以及行业直播、远程办公等服务。进一步向智能制造、工业互联网方及智慧供应链方向深耕。

图 2：国联股份发展历程



资料来源：招股说明书、招商证券

可以看出，公司在 2002 年创立初期，以出版工业黄页、产品年鉴手册为主业时，就已经开启了互联网平台“**免费+广告**”的商业模式，免费赠送黄页及产品手册，同时向工业企业提供在手册上打广告、宣传产品信息业务，收取广告费，并获得更多企业关注，平台“**基因**”初现。

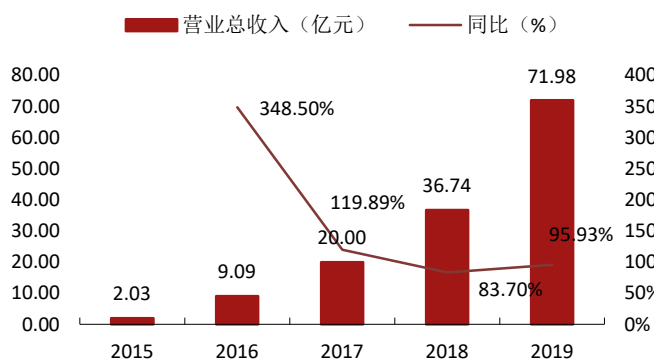
在国内产业互联网 1.0 及 2.0 时代中，公司不但靠自身力量成功转型，还培训客户进行内部系统信息化以及利用互联网做品牌宣传，足以见得管理层对于如何将传统产业与“互联网”融合有深刻的认识。我们认为，这也是**建立在公司与客户联系紧密，了解客户们真正的需求条件之下**的。

## 2、营收净利不断增长，规模效应带来费用率下降

2015-2019 年，公司整体业绩增长迅速，营业收入从 2.03 亿元增长至 71.98 亿元，年均复合增长率 144.09%；归母净利润从 0.12 亿元增长至 1.59 亿元，年均复合增长率 90.76%。

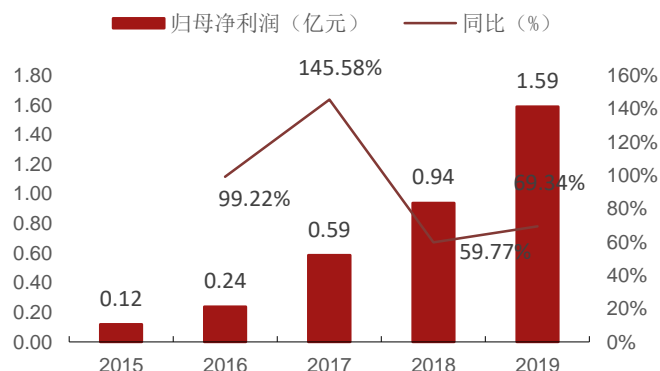
公司业绩增长的主要原因为各多多平台的迅速增长，具体原因：（1）.B2B 电子商务行业从信息服务模式到网上商品交易模式的升级，推动行业整体进入高速发展期；（2）工业电子商务政策环境和企业电商习惯的提升，推动了原材料工业品等网上商品交易的快速发展；（3）商业信息服务业务长期积累的促进；（4）所处细分行业发展较快，带来了更大的增长空间。

图 3: 2015-2019 国联股份营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 招商证券

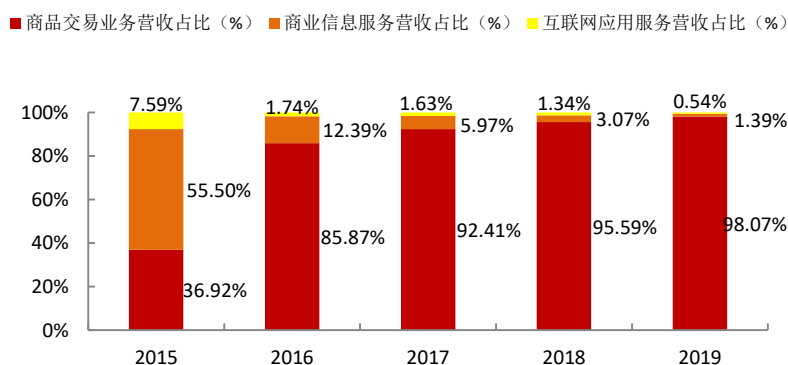
图 4: 2015-2019 国联股份归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 招商证券

从营收构成来看, 商品交易业务营业收入占比增长迅速, 商业信息服务收入、互联网应用服务营业收入占比则呈逐年下降趋势。2019 年, 公司商品交易业务收入占比 98.07%, 较去年上涨 2.48 个百分点, 商品交易业务已成为公司营收的绝对主要来源。

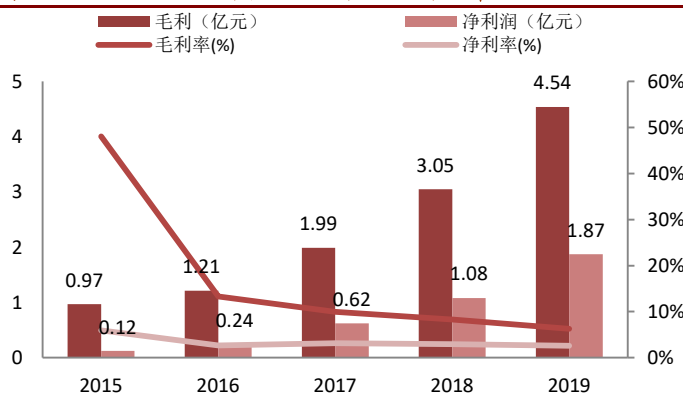
图 5: 2015-2019 国联股份主营业务收入占比



资料来源: Wind, 招商证券

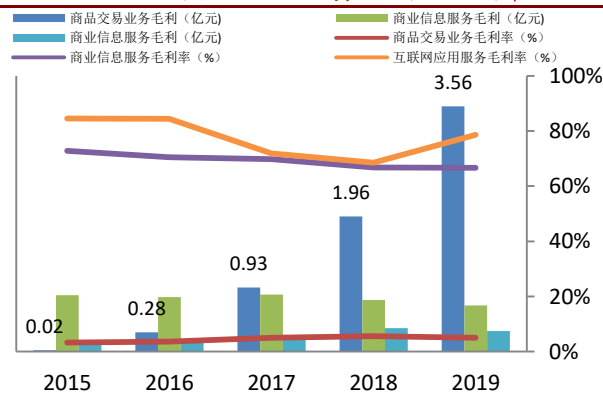
2015-2019 年, 公司净利率从 5.92% 下降至 2.59%, 毛利率从 48.06% 下降至 6.30%, 降幅较大。从分业务看, 公司三大业务毛利率较为稳定, 商品交易业务毛利率显著低于商业信息服务、互联网应用服务毛利率。由于 2016 年后商品交易业务是公司的主要收入来源, 其营收占比的不断提高是造成公司毛利率下降的主要因素。

图 6: 2015-2019 国联股份利润及利润率



资料来源: Wind, 招商证券

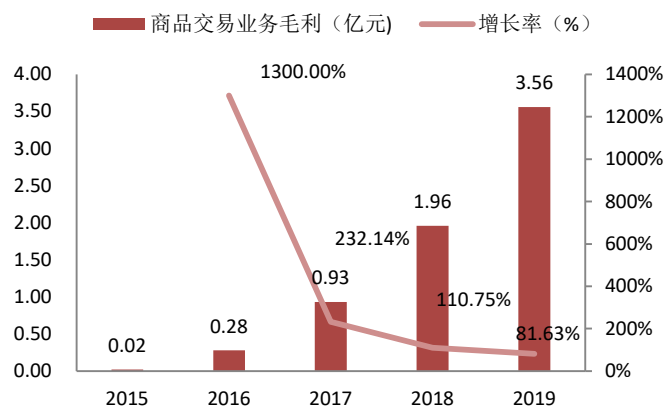
图 7: 2015-2019 国联股份各业务毛利及毛利率



资料来源: Wind, 招商证券

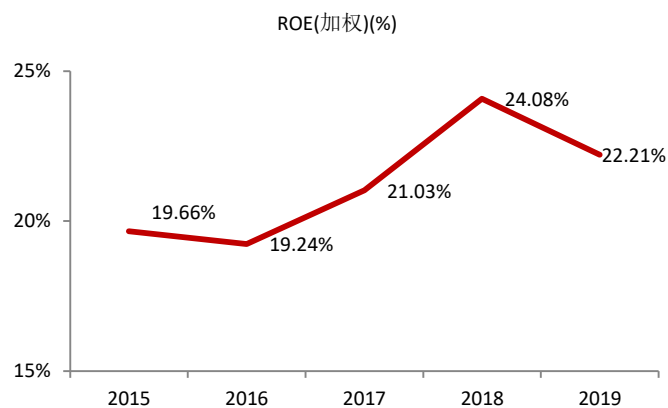
由于公司商品交易业务中，将下游付款确认为收入，上游购买价格确认为成本，不同品类原材料单价不同，仅看收入规模增长和毛利率水平不能完全反应公司近年成长及收入质量。交易业务的毛利增长情况更能反应公司的成长能力及产业链地位，2015年~2019年，公司商品交易业务毛利由0.02亿元增长至3.56亿元，年均复合增长率28.77%。

图 8：2015-2019 国联股份商品交易毛利及增长率



资料来源：Wind，招商证券

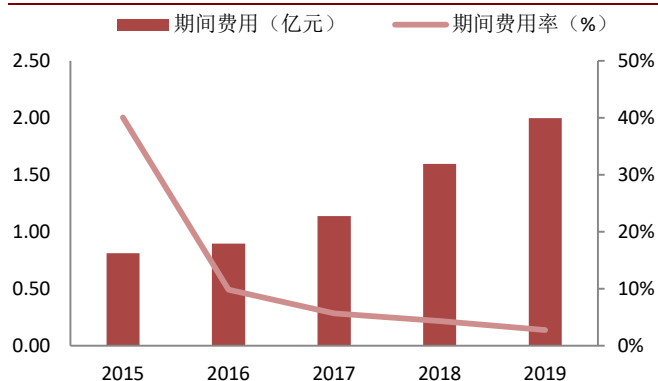
图 9：2015~2019 国联股份 ROE（加权）



资料来源：Wind，招商证券

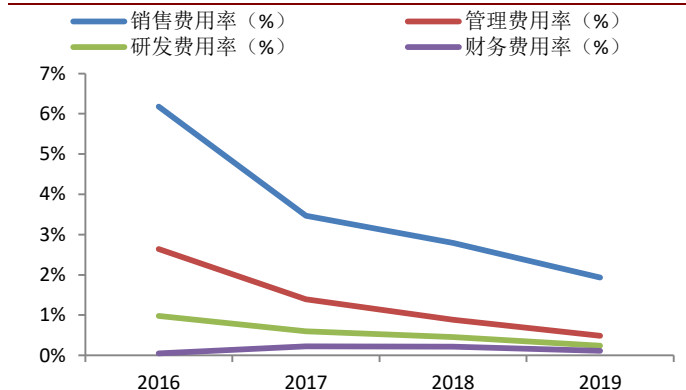
近年来公司商品交易业务占比逐年提高，相比毛利率，roe将更加有效反应公司收入质量及盈利能力。可以看出近年公司ROE整体呈上涨态势。

图 10：2015-2019 国联股份期间费用率



资料来源：Wind，招商证券

图 11：2016-2019 国联股份四大期间费用率



资料来源：Wind，招商证券

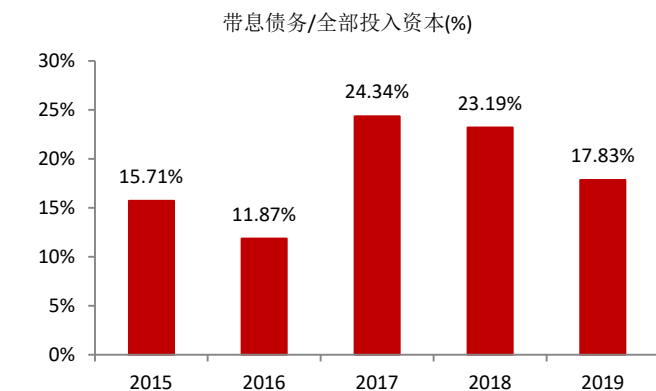
2016-2019年，随着规模效应的体现及公司经营管理水平不断提高，期间费用率从40.04%下降至2.77%。销售费用率与管理费用率均降幅分别达到22.32个pct与15.65个pct。



### 3、优秀的商业模式：轻资产、低风险，产业链地位逐年上升

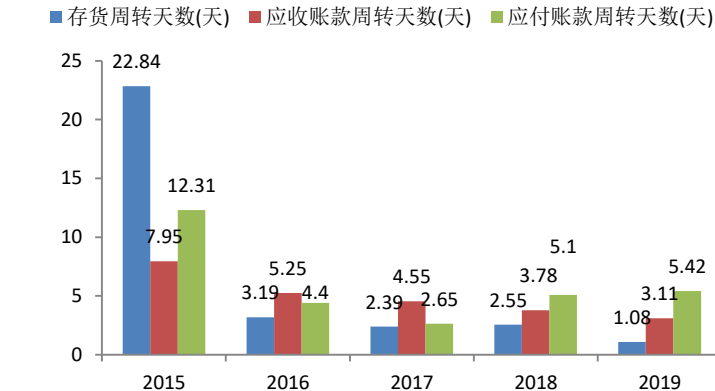
2015 年产业互联网进入 2.0 时代，公司随之展开线上商品垂直交易业务，2016 年商品交易收入规模显现。通常情况下，若进行电商自营或上游采购向下游分销的模式，随着规模做大，通常会带来负债率越来越高、应收账款账期变长、存货周转天数变长等现金流变差的情况。

图 12：2015-2019 年有息负债率保持较低水平



资料来源：Wind，招商证券

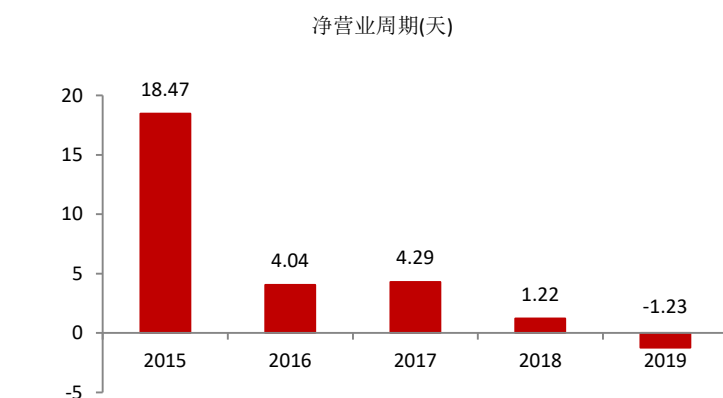
图 13：2015-2019 年营运能力逐年提高



资料来源：Wind，招商证券

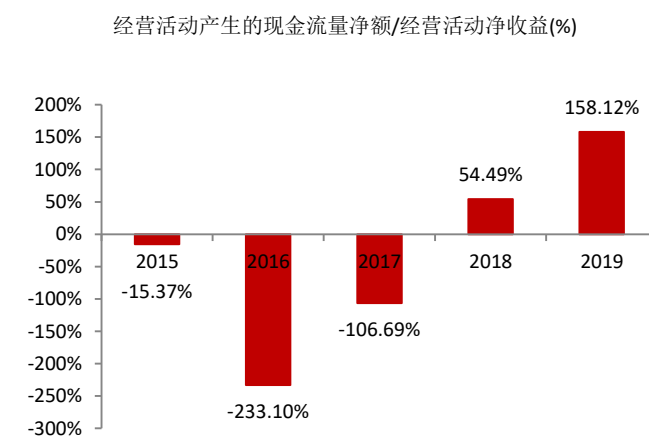
国联股份采取“团购”模式成功避免了这种情况出现，可以看出，2016~2019 年，公司有息负债率保持在相对较低较稳定的水平，应付账款周转天数逐年上升、存货周转天数及应收账款周转天数逐年下降，2019 年应付、存货、应收周转天数分别为 5.42 天、3.11 天、1.08 天。这几项数据说明，采用订单集成“团购”模式，将下游企业订单归集后向上游谈到较低价格，上游原材料厂商直接将货物派发给下游企业，这种模式并没有造成大规模的资金占用或产生上下游拖欠货款的情况。

图 14：2015-2019 年净营业周期逐年下降



资料来源：Wind，招商证券

图 15：2015-2019 年现金流逐年转好



资料来源：Wind，招商证券

同时，公司净营业周期（净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数）逐年下降。该项指标表明，公司资产运营效率逐年上升，在产业链中行业地位、对上下游企业的议价能力逐年提高；经营性现金流/经营活动净收益由负转正，逐年提高，说明公司盈利质量逐年向好、创造现金流的能力提高、现金流充足。

## 二、优势赛道：多因素驱动 B2B 互联网产业快速发展

### 1、B2B 互联网升级 2.0 阶段，我国线上交易规模年均复合增长 23.8%

B2B（Business-to-Business）互联网指企业与企业之间通过互联网及线上线下结合方式，进行商业信息的交换、传递，开展电商销售活动的商业模式，可以有效减少交易环节、缩减产业链条、提升流通效率。

我国 B2B 业务模式发展大致经历了 B2B1.0 与 B2B2.0 两个阶段。

B2B1.0 兴起于 2000 年前后，模式主要是信息黄页的功能，定位于企业间取得交易信息和商机对接的服务平台。B2B1.0 未涉及交易环节，盈利模式主要为会员费和广告费。

表 1：中国 B2B1.0 电子商务的业务模式

经营模式	业务模式	以信息交互为主，线上供需信息展示和商机发布撮合，线下供需对接和营销推广服务等
	盈利模式	会员费、广告费、技术服务费等
平台类型	综合型	综合型平台提供跨行业和跨品类的供需信息服务，以横向发展为主。其优势是量大面广，容易形成规模，会员数量众多，易于推广；其劣势是服务相对表面，专业性不强，信息质量较差，同质化明显，客户粘性不够。
	垂直型	垂直型平台专注于某一具体行业的供需信息服务，以纵向发展为主。其优势是服务相对深入，专业性强，信息质量较高，差异化明显，客户粘性较高；其劣势是行业单一，会员规模发展受限，进入门槛较高，专业成本较高，且容易受行业的周期影响。

资料来源：公司招股说明书、招商证券

B2B 2.0 模式以在线交易业务为主，物流配送、供应链管理、线上线下融合、SaaS 服务等业务为辅。企业通过人工撮合与互联网技术的有机结合，将信息流、订单流、物流、资金流通过 B2B 平台整合，盈利模式主要是交易服务费、自营交易差价、物流服务费等。

表 2：现阶段中国 B2B2.0 电子商务的业务模式

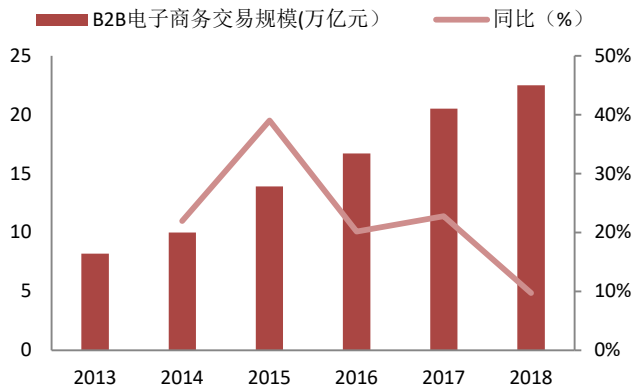
经营模式	业务模式	包括第三方电商模式、自营电商模式、SaaS 服务、电商物流在内的多种模式
	盈利模式	交易服务费、自营交易差价等
平台类型	综合型	综合型 B2B 企业，因其量大面广，对行业上下游不够深入，服务相对表层，因此较难直接达成交易，一般以搜索和撮合为主。
	垂直型	垂直型 B2B 平台更加深入行业，对行业上下游和产业链条更加熟悉，理解行业痛点，熟知行业资源环节和流程管控，因此在降低交易成本和提高交易效率方面更有优势，是 B2B 高速发展的主要推动力量。

资料来源：招股说明书、招商证券

从整体市场看，多年来我国 B2B 电子商务市场的交易规模一直以较快速度增长。2012 年，我国 B2B 电子商务市场交易规模为 6.25 万亿元，而到 2018 年已经达到 22.50 万亿元，复合增长率达到 23.80%。2019 年，B2B 电商行业已成为我国电子商务行业的主体，交易规模远远领先于 2C 电商。

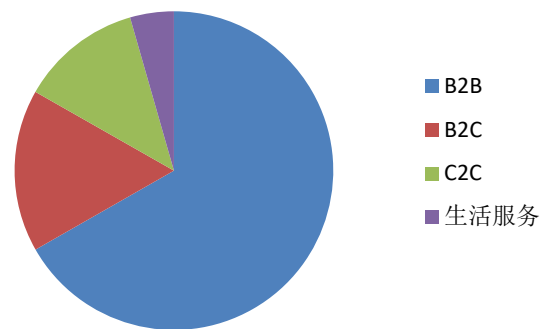
特别是近年来，伴随着我国 B2B 电商在垂直领域的快速崛起，B2B 不断深入钢铁、化工、煤炭、涂料、造纸、玻璃、卫生用品、机械电子和物流等产业链，产业互联网进入战略发展机遇期。

图 16: 2013-2018 中国 B2B 电商行业交易规模



资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

图 17: 2019 中国电子商务细分市场结构

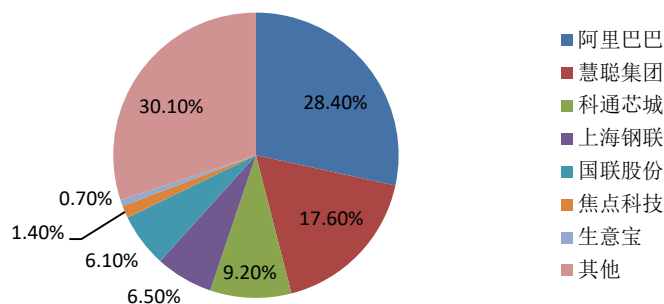


资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

B2B 市场主体可分为四类：（1）以阿里巴巴为代表的互联网龙头企业；（2）由 B2B 信息服务平台升级转化而成的综合电子商务公司。（3）经销商自建的电商平台。（4）生产企业自建的电商平台。

目前，我国 B2B 市场竞争格局呈“一超多强”的局面，阿里巴巴作为 B2B 行业内的领军者，处于市场第一的位置，慧聪集团、上海钢联、生意宝、焦点科技、国联股份等多个 B2B 竞争者多头并立。现阶段，各产业互联网平台在各自擅长的细分领域深耕，不同赛道间竞争不明显。

图 18: 2018 中国 B2B 行业市场份额概况



资料来源：网经社，招商证券

## 2、响应政策号召，依托科技力量为中小微企业数字化赋能

### 1) 产业互联网可以减少流通环节，为企业降本增效

B2B 产业互联网是一种新兴 B2B 商业生态，指基于云计算、大数据、物联网与人工智能等互联网与计算机技术，对各个垂直产业的产业链和内部的价值链进行重塑和改造，从而形成的互联网生态和形态。产业互联网链接供求双方，具有强大的资源整合能力。

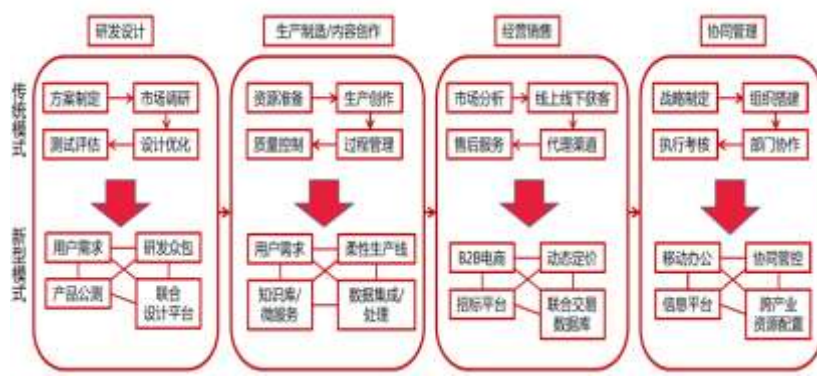
图 19：B2B 产业互联网模式示意图



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

产业互联网对传统企业的升级改造涉及企业设计研发、生产制造、经营销售与协同管理等多个核心环节，助力企业打破信息与技术等方面的壁垒，减少流通环节，提高企业快速响应能力，带来低成本、高效率的互联网商业模式。

图 20：B2B 产业互联网对核心环节的重塑方式



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

行业内平台主要分为五类：直接物料工业电子商务平台、简介物料工业电子商务平台、制造能力工业电子商务平台、跨境类工业电子商务平台和综合类工业电子商务平台。其中，综合类工业电子商务平台致力于围绕不同客户对不同物料和制造能力的交易需求，提供一体化、协作化的服务，平台功能覆盖最为全面，是行业未来向供应链金融、智慧物流、智慧工厂等全产业链模式发展的重要依托。

表 3: 工业电子商务平台分类

类型	交易对象	主要特征	典型代表
直接物料工业电子商务平台	钢铁、煤炭、化工、建材等	大宗交易，专业性强，以产业链纵深整合为核心	国联多多平台、众家联、摩贝
间接物料工业电子商务平台	机电设备、零配件、办公用品等	品类丰富，以服务于企业多品种集中采购为核心	西域、工品汇
制造能力工业电子商务平台	生产加工等制造能力	制造能力的在线交易和协同，构筑社会协作网络	智能云科、淘工厂
跨境类工业电子商务平台	工业品跨境交易	以跨境交易为核心，完善跨境服务体系	敦煌网、领工云商
综合类工业电子商务平台	包含以上四类平台的交易	交易对象综合、服务功能综合	1688、慧聪网

资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，招商证券

## 2) 响应国家政策号召，产业互联网助力企业数字化转型

政策方面，产业互联网不断受到政府层面的大力支持。“十三五”期间，政府出台了包括《信息化和工业化融合发展规划（2016-2020 年）》在内的多项政策法规，鼓励互联网技术赋能传统企业，推动供应链升级。2020 年 3 月，中共中央政治局常务委员会召开会议提出加快新型基础设施建设进度，将大数据中心、人工智能、工业互联网等多个行业相关领域纳入“新基建”范畴。预计未来，政府将进一步出台相关鼓励政策，持续利好行业发展。

表 4: “十三五”期间政府鼓励及支持性信息产业及电子商务政策法规概览

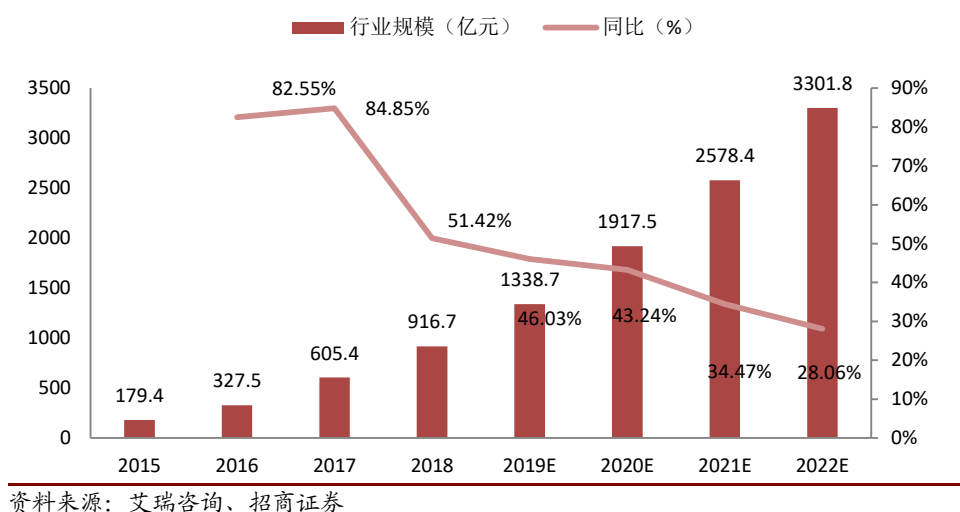
出台时间	政策法规
2016.11	《信息化和工业化融合发展规划（2016-2020 年）》
2016.12	《电子商务“十三五”发展规划》
2017.09	《工业电子商务发展三年行动计划》
2017.10	《关于积极 推进供应链 创新与应用的指导意见》
2017.11	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》
2019.03	《关于推进商品交易市场发展平台经济的指导意见》
2020.04	《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》
2020.05	《关于推动工业互联网加快发展的通知》

资料来源：招股说明书、百度、招商证券

2020 年初，疫情爆发对许多中小微企业的线下业务造成了巨大冲击，迫使其进行数字化升级，将部分交易活动转移至线上，以提高风险抵抗能力与综合运营能力。我们认为，企业在数字化升级过程当中能够体验到线上化经营的便捷与高效，这将加速传统企业经营习惯的转变。



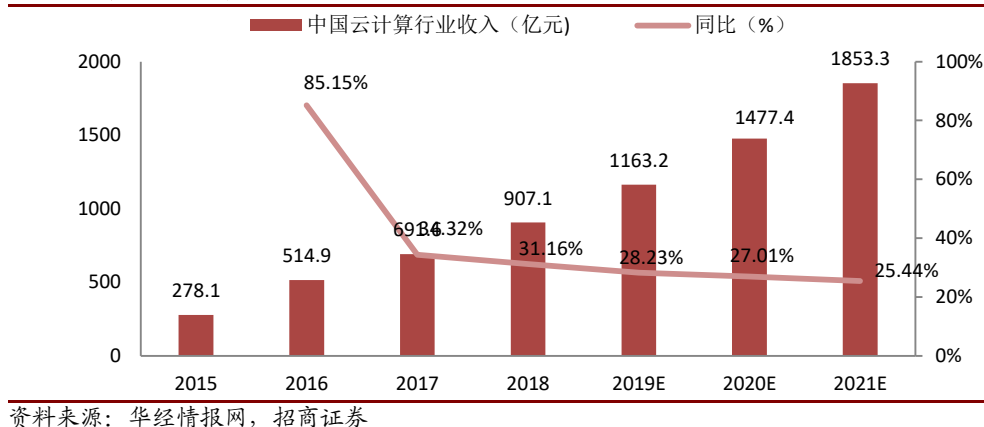
图 21: 2015-2022 年中国中小微企业数字化升级行业规模



### 3) 科技推动产业互联网发展

云计算环境下的大数据处理技术能够精准的分析用户需求，提高商业效率。云计算与大数据技术的提高，将推动产业互联网行业的进一步发展。政策层面，2017 年工信部发布《云计算发展三年行动计划(2017-2019 年)》，鼓励云计算行业发展，确定了 2020 年全国新增云计算企业 100 万家的目标。2018 年，我国云计算行业市场规模达到 907 亿元，预计未来将保持快速增长态势，市场规模有望在 2021 年达到 2179 亿元。云计算行业的迅速崛起，为 B2B 产业互联网的增长提供了技术基础。

图 22: 中国云计算行业市场规模

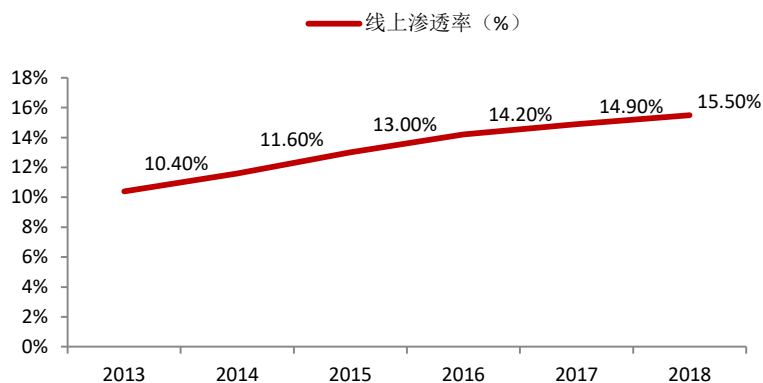


### 3、对标美国：我国 B2B 行业线上渗透率低，尚有较大发展空间

社会分工是提高人类社会劳动生产率的重要途径。在产业互联网生态下，企业将采购、市场信息集合与分析等生产环节外包给 B2B 产业平台，专注于核心业务，提高了经营效率。因此，我们认为产业互联网是社会分工发展到一定阶段的新型表现形式，是社会生产效率提高的必然途径。目前，我国 B2B 行业线上渗透率仍处于较低水平，2019 仅为 18.50%，距离行业天花板较远，未来仍有广阔发展空间。



图 23: 2013-2018 我国 B2B 行业线上渗透率



资料来源: 华经情报网, 招商证券

根据艾瑞咨询, 中美产业互联网格局仍较大差异。目前, 中国互联网龙头公司集中于消费互联网领域, 产业互联网领域内上海钢联、生意宝、国联股份等多个公司并立, 在各自优势领域耕作, 未出现全产业性质的龙头企业。相较之下, 美国已出现 **Salesforce**、**Servicenow** 两个产业电商巨头, 2019 年市值分别位列全美互联网公司的第 6 与第 9 位。中国前十位均为 To C 电商, To B 端公司仍有很大成长空间。

表 5: 2019 年中美头部互联网公司概览

美国公司	市值 (亿美元)	中国公司	市值 (亿美元)
Apple	12600.00	阿里巴巴	5748.00
Google	9266.36	腾讯	4609.56
Amazon	8870.85	三六零	1459.68
Facebook	5849.5	美团	762.81
Netflix	1460.25	京东	529.75
<b>Salesforce</b>	1448.03	百度	445.22
Payal	1276.23	拼多多	442.16
Booking	855.53	网易	388.71
<b>Servicenow</b>	536.00	携程	202.83
Easy quinnix	488.85	微博	106.24

资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

### 三、以“平台、科技、数据”为基础的垂直产业互联网生态公司

#### 1、垂直电商+技术服务+信息平台，三大业务协同发展

公司深耕 B2B 电子商务和产业互联网平台数十年，致力于利用互联网等新技术赋能传统行业，实现促进行业降本增效的价值使命。目前，公司拥有商业信息服务、网上商品交易业务、互联网技术服务三大业务板块。其中，网上商品交易业务是公司的核心业务与主要收入来源，商业信息服务为商品交易业务提供了交易客户，互联网技术服务提高了交易客户的粘性，三大业务协同发展相辅相成。

图 24：国联股份业务结构



资料来源：公司官网，招商证券

#### （1）垂直电商交易业务：订单集成的轻资产“团购”模式

公司深耕商业信息业务多年，积累了一批具有优势的相关行业分网，并以此为基础切入垂直电商领域。截至 2020 年 5 月，公司拥有包括涂多多、卫多多、玻多多在内的六大电商平台，并以此为依托，为客户提供自营电商服务、第三方电商服务和 SaaS 服务。截至 2019 年，多多平台已拥有上下游 15 万注册用户，MAU 约 2.5 万，交易用户约 0.35 万，存货单元 2863 个，实现集采订单数 1.6 万个/月。

**涂多多：**成立于 2014 年 12 月，立足涂料化工产业，主要交易品类包括钛产品、醇产品、树脂产品等，2019 年实现含税收入 58 亿元。

**卫多多：**2016 年 6 月由北京中智联业有限公司更名而来，立足于卫生用品产业，主要交易品类包括生活用纸、原盘纸、无纺布等，2019 年实现含税收入 10.85 亿元。

**玻多多：**成立于 2016 年 7 月，立足玻璃用品产业，主要交易品类包括玻璃原片、纯碱、石英砂、氢氧化铝、方解石、锂长石等，2019 年实现含税收入 8.2 亿元。

**纸多多：**成立于 2019 年 8 月，立足工业用纸产业，主要交易品类包括工业用纸和浆纸等。

**肥多多：**成立于 2019 年 8 月，立足化肥农资产业，主要交易品类包括磷肥、钾肥、氮肥等。

**粮油多多：**成立于 2019 年 11 月，立足粮油产业，主要交易品类包括油脂、酿酒高粱等。

图 25：多多平台业务及功能

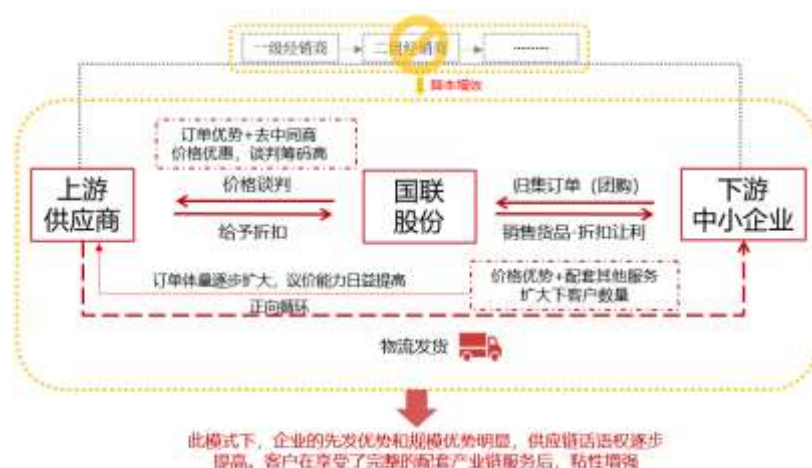


资料来源：公司官网，招商证券

公司网上商品交易业务采用**集合采购、拼单团购**的经营模式。公司通过汇集下游客户需求形成巨额采购量，并以此为筹码得到上游供应商折扣，叠加省略中间多层经销商成本，给予下游采购商部分让利，其余则归为公司利润。集合采购模式有利于公司与上游供应商形成良好的合作关系，也规避了单一下游客户需求波动的风险。未来，伴随公司产业互联网平台的成熟及数据支撑体系的完善，公司话语权和掌控力将逐步提高，有助于打开更多的利润空间。

同时，这种模式不但可以使公司通过中小客户的集合采购策略和大客户的长期框架协议形成稳定的客户需求，还能**采取供应链上下游延伸策略和多品类发展策略以减少价格波动对盈利能力的影响。**

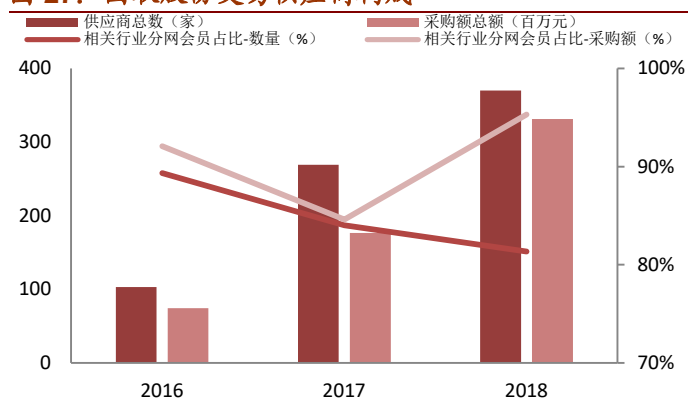
图 26：订单集成“团购”模式带来的商业“壁垒”



资料来源：公司公告，招商证券

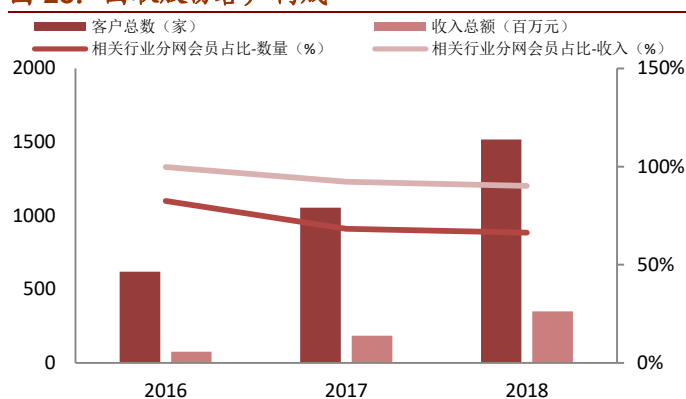
公司电商业务的供应商与客户主要来自于商业信息服务会员积累。多多电商成立初期，商业信息服务会员贡献了电商业务的所有收入。近年来，随着多多电商的发展，来自相关行业分网会员的供应商与客户数量逐年增加的同时，占总数的比例呈现逐步下降状态，但仍是采购额与收入主要来源。2016-2018 年，来自相关行业分网商业信息服务会员的供应商数量占比分别为 89.32%、84.01%和 81.35%，采购额占比分别为 92.07%、84.61%和 95.29%。同期，来自相关行业分网会员的电商客户占比分别为 82.55%、68.34%和 66.34%，收入贡献占比分别为 99.73%、92.25%和 90.17%。目前，公司客户资源积累雄厚，后期无需巨额销售成本拓客。

图 27：国联股份交易供应商构成



资料来源：公司说明书，招商证券

图 28：国联股份客户构成

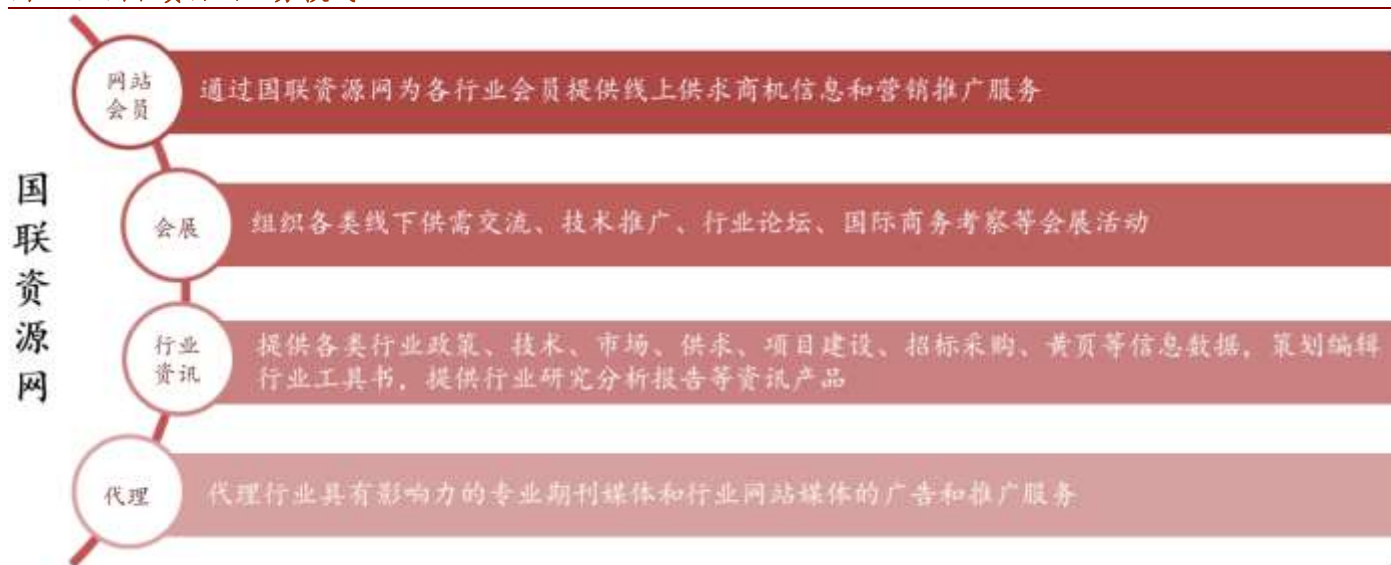


资料来源：招股说明书，招商证券

## （2）商业信息服务：行业覆盖与会员人数持续增多，为电商平台做积累

公司依托于国联资源网为各行业客户提供商业信息相关服务。国联资源网是多品类的大型 B2B 综合信息服务平台，业务包括网站会员服务、会展服务、行业资讯服务、代理服务业务。业务实质是通过为供需双方的会员客户提供信息撮合和营销推广服务来促进交易合作。目前，国联资源网已覆盖 100 余个工业行业，拥有 255 万注册会员企业，1000 万黄页数据库与 5000 万招投标信息资源，综合表现行业领先。

图 29：国联资源网业务模式



资料来源：公司说明书，招商证券



### （3）互联网技术服务：依托三大平台助力传统产业“互联网+”升级

公司依托于国联全网、小资鸟、蜀品天下三大平台为客户提供基于“互联网+”顶层设计、解决方案和电子商务专项工程建设服务，以及电商代运营服务。其中，国联全网为客户提供全网平台建设解决方案，包括网站建设、商城平台、O2O、大宗商品交易用平台、APP 开发。小资鸟定位于为传统品牌商家提供电子商务服务，主营商家淘宝、天猫、京东等网店的托管，提供包括市场调研、产品策划、店铺推广、数据分析等服务。蜀品天下聚焦农业农村电商，主要业务涉及区域互联网+、电子商务进农村、农产品电商、电商精准扶贫、农村物流等工作。

图 30：国联全网网站



资料来源：国联全网官网，招商证券

图 31：小资鸟网站



资料来源：小资鸟官网，招商证券

图 32：蜀品天下网站



资料来源：蜀品天下官网，招商证券

## 2、以“平台、科技、数据”构建全新的垂直产业互联网生态

### （1）优势行业储备较多，多多平台横向复制战略稳步推行

公司从优势行业分网切入垂直电商领域模式较为成功，未来有望采用横向复制多多平台战略拓展新赛道。2019 年，公司新推出纸多多、肥多多和粮油多多平台，新平台皆取得了较好的业绩，进一步拓宽了多多平台的业务范围。目前，公司拥有垂直优势的储备行业较多，包括新材料、工业机器人、新能源、环境工程等。未来，公司将在对行业分网团队与行业上下游严格考察的基础上，选取合适细分行业纳入到多多平台孵化区中。

图 33：网上商品交易业务储备行业



资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

## (2) “国联云”上线，“网红直播”“在线论坛”多种模式增加客户转化率

2020年2月，公司提前上线国联云平台，作为产业链“战疫”计划之平台服务支援行动之一，向行业企业用户免费开放。“国联云”定位于产业和企业数字化的技术服务平台，内容包括直播平台、线上行业会议论坛、视频会议和远程办公等，自推出后增加了客户转化率。

图 34：国家粮油信息中心处长张立伟在国联云直播进行主题分享



资料来源：公司官网，招商证券

直播平台主要分为行业专家直播与网络带货直播两个部分。专家直播提供在线知识传播，针对专业人士开展直播互动、在线授课、在线研讨等服务，主要收入来源包括会员、广告、赞助等；网络直播带货，本质上是内容营销的升级，以行业网红开展多多电商的工业品带货直播、团购拼单活动，展现形式和销售模式更为丰富。截至4月末，公司的行业直播课程已累计开展178场次，新增注册用户近20万个；公司的多多电商工业品带货直播已累计开展13场次，累计观看人次达25万+，实现订单额达8.3亿元。



表 6：国联云直播工业品/原材料直播季成绩单

直播季	直播订单（亿元）	观众总人次（万人）
第一季（3月）	3.89	10.6
第二季（4月）	4.43	15

资料来源：公司官网、招商证券

多多电商工业品直播，将立足于工业原材料领域，以多多电商为官方直播平台，以多多电商各主营产品为直播品类，以专业人士为主播网红，积极探索直播带货模式在工业领域的常态化应用，同时，多多电商平台将积极开发给上下游工厂、品牌商使用，提供第三方服务，以此进一步促进多多平台的服务体系建设，着力将国联云行业直播平台打造成整个产业的公域流量平台，成为工业品届的“抖音”、“快手”，助力公司及整个工业品产业发展。

图 35：“网红直播带货”现场截图



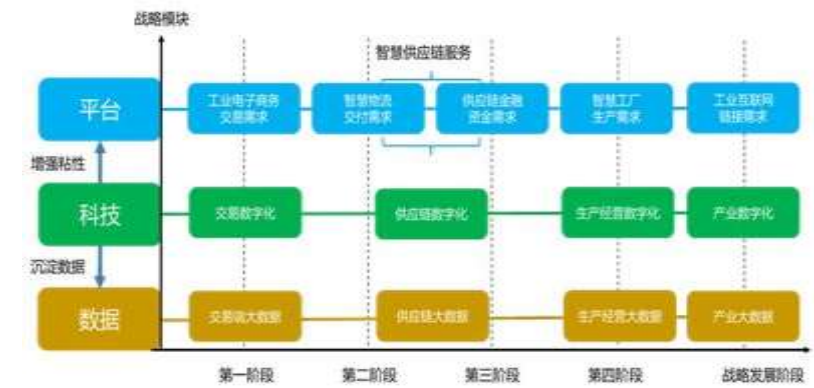
资料来源：公司官网、招商证券

“国联云”的上线，也标志着公司“云工厂”模式的成立。云工厂是多多平台与各产业领域拥有相关生产资质及生产能力的企业达成的产业链合作模式。运营过程中，多多平台依托订单归集能力及全产业链运营优势，为云工厂合作企业提供深度供应链和数字化支持。云工厂合作企业依托自身生产优势及品控能力高效供应复合市场要求的高质量产品。

### （3）聚焦“平台+科技+数据”，全供应链战略助力向“交付闭环”转变

公司将继续大力实施以平台、科技、数据为核心的产业互联网发展战略，不断推进从工业电子商务开始的各阶段战略规划，通过平台运营满足实体企业交易、交付、资金、生产、链接等的经营需求，并以交易数字化工具、供应链数字化工具、生产经营数字化工具构建平台运营的科技驱动体系。伴随平台运营的推进，科技驱动对供应链和生产经营各环节的数字化改造及通道衔接，进而在交易端、供应链端、生产端沉淀海量数据，形成大数据支撑，由此以“平台、科技、数据”体系构建产业链闭环，实现工业互联网的高效运转，通过产业数字化促进实体经济的降本增效、质量提升和效率变革。

图 36：公司运营体系规划



资料来源：公司公告，招商证券

公司平台运营体系将根据企业和产业的核心需求，按五个阶段逐层推进。工业电子商务将满足企业客户的交易需求，智慧供应链将满足企业客户的交付需求，供应链金融将满足企业客户的资金需求，智慧工厂解决方案将满足企业客户的生产需求，进而通过工业互联网将上下游共构链接，形成产业数字化闭环。

2020 年 4 月 28 日，公司发布公告，拟非公开发行募集资金总额不超过 24.66 亿元，用于建设 AI 大数据系统、智慧供应链物联网系统和基于云计算的 SaaS 平台、数字经济总部等。

表 7：公司拟定增募集资金投向

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
国联股份数字经济总部建设项目	34,414.81	34,414.81
基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目	49,120.16	49,120.16
基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目	61,437.84	61,437.84
基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目	47,633.86	47,633.86
补充流动资金	54,000.00	54,000.00
总计	246,606.67	246,606.67

资料来源：招股说明书，招商证券

### 3. 市场空间：现阶段线上交易渗透率低，成长空间大

公司多多平台垂直交易市场空间的测算基于以下 3 点前提：

（1）随着 5G 等产业互联网基础技术的不断发展，叠加疫情加速改变传统企业主的观念，我们假设 5 年后行业线上交易渗透率将达到 20%。

（2）由于各多多平台所在行业均为成熟产业，我们假设各分行业年均市场规模保持不变。

（3）测算市场空间所用标的为六大多多平台的主要交品类，未将现时次要品类及公司未来可能的新拓品类计算范畴，所得测算结果为保守估计的市场空间。

表 8: 市场空间预测 (亿元/年)

平台	产业链	产值规模	2019 年国 联收入	2019 年渗 透率	预计线上 交易规模
涂多多	钛化工	1000			200
	醇化工	3000			600
	其他相关材料	2000			400
	合计	6000	51.2	0.85%	1200
卫多多	生活用纸 (原纸)	1200			240
	无纺布	1500			300
	合计	2700	9.61	0.36%	540
玻多多	纯碱	500			100
	玻璃原片	1100			220
	合计	1600	7.26	0.45%	320
纸多多	非生活用纸及纸浆	8000	0.24	0.003%	1600
肥多多	氯化铵、氮磷钾	15000	1.26	0.01%	3000
粮油多多	油脂产业板块	10000	0.8	0.01%	2000
总计	主要产业链总计	43300	70.37	0.16%	8660

资料来源: 工业协会统计, 招商证券

经过保守测算, 我们认为未来公司所处行业规模将在 5 年内达到 8660 亿元/年。

截至 2019 年报, 公司各多多平台行业渗透率均不足 1%, 同时公司现在所处细分产业中, 并无其他规模较大的线上交易平台出现。

未来, 公司将着重挖掘行业需求, 进行技术研发, 通过不断降低行业供应链的成本, 提升产品和服务的质量鼓励企业将更多的采购份额移至线上, 并推动上下游更多的企业参与到公司交易过程, 将单品扩展到整个产业链。

假设公司 5 年后在整个行业内市占率 10%, 则 5 年后不考虑横向增加品类的情况下, 收入规模约 866 亿元, 年均复合增长率约为 65.2%。

## 四、市场关注问题解读

### 1、2B 电商和 2C 电商本质上有什么区别，什么样的品类适合做垂直电商。

2C 端的电商交易模式完全还原了 C 端线下交易场景，比如：看商品、谈价格、下单、付款、收货、退换货等。比较容易标准化。

而 2B 端交易场景繁陈复杂，一个订单涵盖多个产品类别、型号、规格、配套工具及质量标准、交货日期、付款方式、违约责任等动态约定，且每一个细分行业都有其交易特性。难以标准化。

购买频次高、非标品、价格波动频繁、渠道存在很多交易层级、受政策管控影响相对较小的品类适合垂直电商平台交易。

### 2、公司的商业模式及核心竞争力。未来如何提高下单用户数量，如何增强已交易用户粘性。

参考 B2B 行业资讯观点，美国研究机构给出电商平台四大盈利模式：

一、广告型平台：收益来自“流量”，竞价排序或网页广告

二、会费型平台：收取注册会费获益

三、服务型平台：通过间接性或者辅助性服务获益

四、控商型平台：通过收取交易佣金或直接买卖商品获益，这类平台受益与交易规模成正比。控商型又分为两类，控商品和控商流。

控商品：盈利来源于商品贸易差价、交易佣金及少部分其他辅助性服务。此类平台于商品属性具有强关联性，需要对商品属性有深刻了解，适合发展垂直交易平台，发展空间受到品类限制。收益与 GMV 成正比，但收益率与 GMV 无直接关系。

控商流：盈利来自整合交付资源，物流、结算、融资、外贸退税、通关等服务。与商品关联度低，适用范围广，价值高。收益与 GMV 成正比，收益率与 GMV 也成正比。需要企业有较为全面的有效数据。

国联股份由“国联资源网”会费型平台入口，收取会员费并赚取流量，发展多多垂直交易平台进入“控商品”模式的控商型平台，赚取商品差价。同时，发展国联云等 SaaS 系统，拟定增募集资金发展智慧物流、人工智能、大数据平台等，为未来“控商流”做准备。

能够获得行业信息咨询和较便宜的价格购买原材料，是抓住企业需求的第一步；发展企业服务，可以进一步提高下单用户数及已交易用户粘性，特别是对于中小企业来说，自行交付是痛点，服务外包意愿强烈。

在“控商品”模式中，公司的模式由过去 1.0 时代的撮合交易模式逐渐发展为了现在的**订单集成**模式，将下游中小企业的订单归结为一个大订单，去向上游供货商谈一个更加便宜的价格，但**与其他“自营电商”不同的是，公司走的不是需要压货的“批发、分销”路径，而是更加轻资产的“团购”模式，向工业品“美团”发展。**

并且，其商业运转模式给公司带来的规模效益、上下游粘性，对于市场后入者来说很难

逾越。

此外，**稳定优秀、配合良好的管理团队是一家公司长远发展的基石**。公司的管理团队结构合理稳定，在公司十余年发展期间未发生过重大变更，主要管理人员在行业内均有 10 年以上的从业经历，多年以来在技术、管理、销售等方面均积累了大量经验，能够准确把握行业的变化趋势。自公司成立以来，管理团队不断根据技术发展和市场变化逐步转型，形成了公司现在特有的商业模式，也推动了公司业绩的逐步增长。

### 3、为何“直播带货”在 To B 行业也是有效的，To B 直播适合选择什么样的 kol。

**与 2C 直播追逐流量红利的不同，2B 直播更侧重于目标用户的积累。**

所以其直播内容主要为：现场产品演示组合以及解决方案、大咖解读行业趋势、干货要点。

选择的 KOL 适合选择行业大拿，高校教授，产业专家，上下游企业高管等，**对行业有深刻认识且在业内名气较高的人**，不但可以使观看用户提高对平台专业的认可，这些专家无形中也可以为平台做“背书”，提高观看者信任度，增加交易客户。

通过“国联云”直播平台工业品“直播带货”的成功案例及公司规划来看，公司未来将不仅要把业内专家“网红直播带货”发展为常态化营销模式，更是要将直播平台供给产业内其他企业使用，把国联云直播发展为 **B2B 端的“抖音”、“快手”**。

### 4、产业互联网为何发展较慢

与消费电商运营模式已成“红海”之势不同，产业电商运营空间仍未“蓝海”。从信息对接到交易匹配，到了 B2B 3.0 时代，单纯的信息中介和撮合交易已经不能满足要求。产业链生态、供应链服务越来越多被关注与要求，围绕交易，延伸至交易的效率和体验，成为 2B 电商必须要攻克的重点。

产业互联网的核心价值在于 **B2B 供应链服务**，目标不是以流量为导向，而是需要达成交易，服务入口则是企业级 SaaS 服务，通过一个平台对应企业所有部门，包括 OA、CRM、ERP、营销、金融等。阿里的创立始于 B2B 业务，但现在很多人甚至不知道“一达通”、“1688”等 B2B 产品。在业务的开拓过程中，线下团队功不可没，但是依旧没有摆脱 2B 需要进行传统线下销售，不能放量增长的传统模式。

**B2B 供应链服务的核心是“降本、提效”**，为何现阶段市场集中度、渗透率低，成功模式龙头少，究其原因，我们认为 B2B 电子商务研究院的观点可以参考：

- 第一、供应链不是作为刚需而存在的产品，而是在一定程度上改变企业的管理习惯。**要做到这样从“培养用户习惯”到“建立行业新规则”的跨越，需要较长时间。
- 第二、没有标准化业务场景。**B 端交易的任何一个细节都可能造成大面积生产线的停产，带来的损失不可估量。B2B 供应链服务对于每一个细分行业甚至每一个企业，都是不一样的，是一个非常不标准化的业务形态。
- 第三、科技创新才能赋能。**C 端已有的智能化物流技术，在 B 端其实也可以广泛应用，但是对其要求更高更严苛，只有经验是很难将产品规模化、复制化、标准化的，



这样就无法使数百家企业在同一个平台上作业。互联网时代，在人工智能、大数据、物联网等新的技术的帮助下，才能把供应链管理的经验和能力进行标准化，赋能企业。

**第四、安全保障体系及产业链生态体系的建设，政策支持力度等的影响。**



## 五、盈利预测与投资建议

### 关键假设

1. 多多平台横向复制+纵向渗透战略走通，市场前景广阔，参考本文中【三、3: 市场空间预测】，结合今年疫情叠加推动线上转化率加快，我们预计公司商品交易业务 2020-2022 营收增速为 67%/58%/50%;
2. 国联资源网综合信息平台优势愈发显现，我们预计公司商品信息服务营业收入将逐步回升，2020-2022 增速为 5%/4%/6%;
3. 公司互联网技术服务平台业务积累不断提高，伴随着产业互联网的发展，预计 2020-2022 营收增速为 21%/13%/15%;

表 9：国联股份各业务收入与毛利预测

业务种类	指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
商品交易业务	收入	18.48	35.1	70.5	117.97	185.9	279.6
	毛利	0.93	1.96	3.56	6.35	10.35	15.92
商业信息服务	收入	1.19	1.13	1.00	1.05	1.09	1.15
	毛利	0.83	0.75	0.67	0.70	0.73	0.78
互联网技术服务	收入	0.33	0.49	0.39	0.47	0.53	0.61
	毛利	0.23	0.34	0.30	0.37	0.43	0.49

资料来源：Wind，招商证券

### 盈利与估值预测

随着传统企业数字化进程加快、线上交易需求增强，我们认为公司所处 B2B 产业互联网行业未来将是一片蓝海，公司作为细分行业龙头企业，商业模式好，横向扩张及纵向渗透能力强。我们预计公司 2020-2021 将实现净利润 2.47 亿、3.68 亿、5.47 亿，对应 PE 分别为 56X、37X、25X，首次覆盖，给与“强烈推荐-A”投资评级；

## 六、风险提示

### 1、宏观经济周期引致的风险

我国经济正在向形态更高级、分工更复杂、结构更合理的阶段演化，经济发展进入新常态，一些趋势性变化使中小企业发展面临不少困难和挑战。目前公司运营的 B2B 信息服务平台国联资源网的注册收费会员绝大多数为中小企业，因此公司经营业绩的增长与中小企业在国民经济中的发展前景直接相关。如果中小企业因经济形势而出现企业数量减少或经营质量下降，总体上对 B2B 电子商务平台的投入不足或下降，将会影响公司业绩的增长。

### 2、互联网及电商行业政策风险

互联网行业作为新兴行业，法律监管存在滞后性以及事后性等特点。尽管互联网行业的法律、法规体系处于不断的建设和完善之中，互联网在行业发展过程中出现的某些创新行为往往因缺乏法律依据或法律保障不得已而中止。业务创新是公司在激烈竞争的互联网行业中快速稳定发展的重要保障之一，有可能使公司承担一定的法律风险。

目前国家对互联网发展持支持、鼓励的态度，但如果未来对互联网行业的政策发生变化，有可能波及公司的业务经营，对公司的发展产生不利影响。因此公司面临着互联网行业的政策风险。

### 3、行业竞争加剧的风险

如果出现市场竞争的加剧，行业竞争对手的快速创新，自身研发运营能力的不匹配，或者项目投入上的不足等不利因素，将会对公司的商业模式升级效果和达成时间带来不确定风险，从而影响公司未来业绩。

### 4、商品价格波动的风险

网上商品交易业务已经成为公司收入主要来源，主营商品市场价格波动会对公司采购和销售价格产生影响。但由于主营商品市场价格波动周期较长，而公司业务周期较短，采购和销售价格的波动均受市场价格波动的影响，波动趋势基本一致，价格波动对毛利的影响较小。公司已经通过中小客户的集合采购策略和大客户的长期框架协议形成稳定的客户需求，采取供应链上下游延伸策略和多品类发展策略以减少价格波动对盈利能力的影响，但仍存在主要商品价格大幅波动可能引起公司盈利能力波动的风险。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	804	2184	3627	4885	7076
现金	279	791	1541	1849	2656
交易性投资	0	450	450	450	450
应收票据	92	1	1	1	2
应收款项	45	79	105	167	256
其它应收款	4	3	6	9	14
存货	27	13	14	22	34
其他	357	847	1510	2386	3664
<b>非流动资产</b>	36	44	42	39	37
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	23	22	21	20	20
无形资产	7	19	17	15	14
其他	6	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>840</b>	<b>2229</b>	<b>3668</b>	<b>4924</b>	<b>7113</b>
<b>流动负债</b>	376	1092	2193	3041	4625
短期借款	140	246	816	898	1365
应付账款	83	536	897	1418	2177
预收账款	125	252	422	667	1024
其他	28	58	58	58	58
<b>长期负债</b>	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	<b>377</b>	<b>1093</b>	<b>2194</b>	<b>3042</b>	<b>4626</b>
股本	106	141	204	204	204
资本公积金	138	590	590	590	590
留存收益	193	349	581	925	1435
少数股东权益	27	56	99	164	259
归属于母公司所	437	1079	1375	1719	2229
<b>负债及权益合计</b>	<b>840</b>	<b>2229</b>	<b>3668</b>	<b>4924</b>	<b>7113</b>

## 现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	77	380	158	292	429
净利润	94	159	248	369	546
折旧摊销	3	3	4	4	3
财务费用	8	9	23	38	50
投资收益	0	2	2	2	2
营运资金变动	(42)	180	(168)	(205)	(296)
其它	14	27	50	84	124
<b>投资活动现金流</b>	(5)	(544)	(2)	(2)	(2)
资本支出	(5)	(4)	(1)	(1)	(1)
其他投资	(1)	(540)	(2)	(2)	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	17	585	594	19	380
借款变动	24	105	570	82	467
普通股增加	0	35	63	0	0
资本公积增加	0	452	0	0	0
股利分配	0	0	(16)	(25)	(36)
其他	(7)	(8)	(23)	(38)	(50)
<b>现金净增加额</b>	<b>89</b>	<b>421</b>	<b>750</b>	<b>308</b>	<b>807</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3674	7198	12050	19052	29225
营业成本	3369	6744	11294	17851	27422
营业税金及附加	3	9	15	24	37
营业费用	103	139	233	368	564
管理费用	32	35	72	133	205
研发费用	17	17	36	76	117
财务费用	8	8	23	38	50
资产减值损失	(1)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>营业利润</b>	142	238	375	559	829
营业外收入	1	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	143	243	379	563	833
所得税	35	56	87	130	191
<b>净利润</b>	108	187	292	434	641
少数股东损益	14	28	43	64	95
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>94</b>	<b>159</b>	<b>248</b>	<b>369</b>	<b>546</b>

## 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	84%	96%	67%	58%	53%
营业利润	66%	68%	57%	49%	48%
净利润	52%	69%	56%	49%	48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%
净利率	2.6%	2.2%	2.1%	1.9%	1.9%
ROE	21.5%	14.7%	18.1%	21.5%	24.5%
ROIC	18.8%	13.8%	13.4%	16.5%	17.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.8%	49.0%	59.8%	61.8%	65.0%
净负债比率	16.7%	11.1%	22.3%	18.2%	19.2%
流动比率	2.1	2.0	1.7	1.6	1.5
速动比率	2.1	2.0	1.6	1.6	1.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	4.4	3.2	3.3	3.9	4.1
存货周转率	141.4	331.9	822.8	986.1	975.2
应收帐款周转	31.7	66.5	129.9	139.0	137.3
应付帐款周转	70.6	21.8	15.8	15.4	15.3
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.89	1.13	1.22	1.81	2.68
每股经营现	0.73	2.70	0.78	1.43	2.11
每股净资产	4.14	7.67	6.74	8.43	10.93
每股股利	0.00	0.12	0.13	0.18	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	76.2	60.0	55.6	37.4	25.3
PB	16.4	8.8	10.0	8.0	6.2
EV/EBITDA	99.1	60.3	37.4	25.0	17.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**顾佳：**招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。2017 年新财富第五名。2018 年水晶球第三名，第一财经第二名。2019 年新财富第三名。

**谢笑妍：**招商证券研发中心传媒行业高级分析师。南开大学学士，美国乔治华盛顿大学硕士，四年券商行研经验，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，所在团队新财富 2017 年环保行业最佳分析师第四名；金牛奖 2017 年环保行业最佳分析师第二名，2020 年加入招商传媒团队。

**刘玉萍：**招商证券计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，同时获得香港中文大学经济学双硕士，对外经济贸易大学经济学荣誉学士，2017 年加入招商证券研究所。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。