

消费升级与娱乐研究中心

国联股份 (603613.SH) 买入 (上调评级)

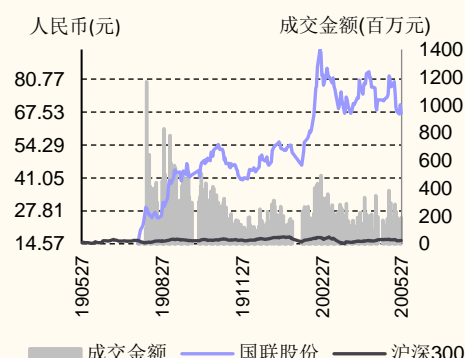
公司深度研究

市场价格(人民币): 66.82 元

目标价格(人民币): 86.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.04
已上市流通 A 股(亿股)	.51
总市值(亿元)	136.43
年内股价最高最低(元)	82.11/66.70
沪深 300 指数	3846
上证指数	2837



相关报告

1. 《公司首次覆盖(国联股份 603613.SH)-公司首次覆盖(国...》, 2019.11.2

吴劲草

分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠

联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

To B 电商踏浪者, 工业品产业枢纽势渐成

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.889	1.129	1.253	1.920	2.883
每股净资产(元)	4.390	8.065	18.812	21.040	24.385
每股经营性现金流(元)	0.73	2.66	1.41	1.77	5.23
市盈率(倍)	0.00	67.04	53.33	34.80	23.17
净利润增长率(%)	59.77%	69.34%	60.95%	53.25%	50.17%
净资产收益率(%)	21.49%	14.72%	6.82%	9.45%	12.40%
总股本(百万股)	105.61	140.82	204.18	204.18	204.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **国联股份定位于 B2B 电子商务和产业互联网平台, To B 产业垂直电商为其主要增长驱动。**公司创立之初为产业传媒, 后通过产业信息平台“国联资源网”切入 B2B 电子商务, 并借助其积累的资源发展 To B 电商业务。现已沉淀①网上商品交易, ②商业信息服务, ③互联网+技术服务三大业务。其中工业品拼购 To B 电商为公司主要收入/利润构成, 也是未来主要增长驱动。
- **公司旗下多多平台为 To B 垂直工业品拼购平台。**模式以集合采购, 拼单团购为主, 通过集合下游客户零散需求, 形成大规模订单后向上游供应商集合采购以获取价格优惠, 其利润空间主要来自大规模订单的议价权和减少中间环节提升效率。多多平台盈利能力突出, 且具有规模聚合效应, 2019 年公司电商业务贡献收入 70.6 亿元/+101%YOY。
- **工业品拼购 To B 电商业务仍处发展初期, 发展空间广阔:**从目前公司旗下多多平台中规模最大的涂多多来看, 其 2019 年收入为 51.2 亿, 增速达 110%。我们预计涂多多所在行业的 To B 电商仍有 10 倍以上的发展空间, 可支撑其持续快速增长。目前已孵化 6 个不同领域的多多平台, 均在线上当年得到较快增长并取得盈利。预计公司将孵化更多垂直品类的多多平台。
- **产业枢纽+信息枢纽, 更多垂直领域多多电商平台孵化在路上:**经营 14 年的产业信息枢纽“国联资源网”拥有超 244 万注册用户, 助公司掌握工业品交易上下游大量客户/供应商资源和需求风向。国联资源网及相关团队积累的丰富的产业资源和经验有望支持公司孵化更多不同垂直领域的多多电商平台。
- **确立“平台、科技、数据”的产业互联网发展战略, 定增融资奠定未来成长。**公司有望以其多多工业品 To B 拼购平台的交易为基础, 逐渐涉入平台用户物流、融资、生产等多环节, 并最终搭建工业互联网体系, 全方位满足企业链接需求, 公司自身也有望成为产业链的枢纽。公司 4 月 28 日公告, 拟定增募集 24.7 亿元, 主要用于: 总部建设, 大数据、物联网、云计算平台的建设, 补充电商业务所需流动资金等项目。
- **投资建议:**公司工业品拼购 To B 电商平台模式跑通近年来处于高速增长期, 拥有广阔增长空间。未来在现有多多平台快速发展的基础上, 有望持续孵化更多垂直多多 To B 平台, 巩固公司产业互联网 To B 电商交易/服务枢纽地位, 加筑企业护城河。我们预计 20-22 年公司归母净利润为 2.6 亿/3.9 亿/5.9 亿, 对应 PE 为 53/35/23 倍。上调至买入评级, 目标价 86 元。
- **风险提示:**价格违约, 流动资金不足, 新业务拓展不及预期, 行业竞争加剧

内容目录

1. 定位于 To B 电子商务和产业互联网平台，在疫情线上化中受益	4
1.1. 沉淀下三大业务板块，To B 产业垂直电商为主要增长驱动	4
1.2. 推出战疫平台和工业品直播带货，发掘潜在需求迎来业绩成长	6
1.3. 其他财务数据及股权结构概览：股权集中，现金流大幅改善	8
2. To B 拼购电商发展空间大，积累产业资源+数字化工具构筑护城河	10
2.1. 国联资源网为产业+信息枢纽，掌握核心产业资源支持其他业务发展 ..	10
2.2. 多多平台为 To B 垂直工业品拼购平台，仍处发展初期未来空间广阔 ..	12
2.3. 拼购模式跑通，行业渗透空间大，新垂直领域多多平台孵化在路上	15
2.4. 互联网+业务积累技术、工具、数据，静待产业互联网繁花盛开	16
3. 定增计划奠定未来成长，确立产业互联网战略打造产业枢纽	17
3.1. 以平台、科技、数据为核心，分五阶段推进平台战略	17
3.2. 拟通过非公开发行募集 24.7 亿元，保障战略发展节奏	18
4. 盈利预测与投资建议	19
风险提示	20

图表目录

图表 1: 国联股份始于 1998 年，经多次转型后业务聚焦于 B2B 垂直电商	4
图表 2: 国联股份拥有三大业务板块	5
图表 3: 涂多多是集团旗下最大的 To B 工业品拼购平台	5
图表 4: 国联资源网提供资讯、会展、商机等服务	6
图表 5: 国联云统筹互联网+技术服务的各大平台和公司对外输出技术部门	6
图表 6: 上线全球战“疫”支援平台，助企业匹配供需，提升效率	7
图表 7: 国联 3 月起上线工业品带货直播，助产业复产复工	7
图表 8: 国联云 2 月 12 日开展的专家直播中专家大咖云集	8
图表 9: 20Q1 实现收入 23.8 亿元，同增 127%	8
图表 10: 20Q1 归母净利为 0.41 亿元，同增 86%	8
图表 11: 商品交易服务占比逐年增长，2019 年达 98%	9
图表 12: 业务结构改变致毛利率下滑，净利率基本稳定	9
图表 13: 费用率随业务结构改变而下降	9
图表 14: 经营现金流量净额大幅增长，Q1 同增 128%	9
图表 15: 股权集中，实控人持股比例达 38.61%	9
图表 16: 付费会员数稳定，续费率稳定在 60%以上	10
图表 17: 商业信息服务已不是创收重点，收入小幅下滑	10
图表 18: 2018 年国联资源网注册用户数达 244 万	10
图表 19: 国联资源网富有活力，DAU、MAU 稳中有升	10
图表 20: 多多平台中来自分网的客户占比逐年下降	11
图表 21: 来自分网客户的收入占比高于客户人数占比	11

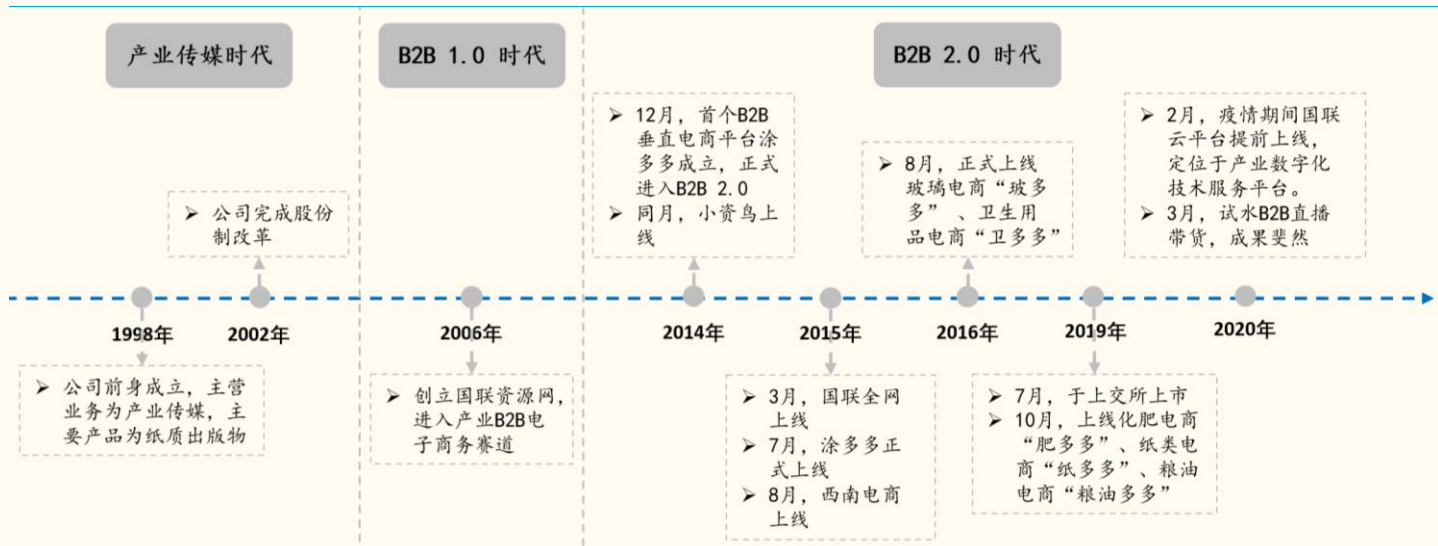
图表 22: 来自分网的供应商占比下降	11
图表 23: 与核心供应商合作加深, 采购额占比提升	11
图表 24: 网上商品交易收入高速增长, 19 年同增 101%	12
图表 25: 电商业务毛利率稳定在约 5%, 近年略有提升	12
图表 26: 各垂直平台历年收入 (亿元)	12
图表 27: 多多平台的拼购模式流程示意	13
图表 28: 工业品拼购 To B 电商的采购、销售流程和付款节奏	13
图表 29: 供应商分核心、重点、签约、普通四层, 在平台上各取所需	14
图表 30: 工业品拼购 To B 电商同时赋能生产者、贸易商和小型终端客户	15
图表 31: 除品类调整影响外, 各电商平台的毛利率总体上呈增长趋势	15
图表 32: 国联资源网客户资源储备充足, 助力孵化新垂直领域多多电商平台	16
图表 33: 国联全网服务内容包括全网设计、系统开发、全网推广、咨询培训	16
图表 34: 2018 年互联网技术服务中, 电子商务进农村项目收入占比最高	17
图表 35: “平台、科技、数据” 战略分为五个阶段	17
图表 36: 拟通过非公开发行募集 24.7 亿元资金, 用途如下	18
图表 37: 定增融资为集团战略推进提供保障, 奠定未来成长	18
图表 38: 收入预测	20

1. 定位于 To B 电子商务和产业互联网平台，在疫情线上化中受益

1.1. 沉淀下三大业务板块，To B 产业垂直电商为主要增长驱动

- 国联股份定位于 To B 电子商务和产业互联网平台，目前已有 22 年历史。公司创立于 1998 年，后于 2002 年完成股份制改革。战略嗅觉灵敏，数次抓住机遇成功完成转型，共经历产业传媒、B2B 1.0、B2B 2.0 三个阶段：
- 1998 年创立之初主营业务为产业传媒。在这一阶段，公司的主要产品为纸质出版物，如黄页、年鉴等。
- 2006 年进入 To B 电子商务赛道，进入 B2B 1.0 阶段。彼时互联网基础设施逐渐完善，以阿里为代表的 To B 电商蓬勃发展，B2B 电子商务赛道充满机遇。以 2006 年国联资源网的建立为标志，国联正式进军 To B 电子商务。公司通过国联资源网对外提供电子商务服务，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。公司在这一阶段并未介入交易环节，而是通过收取会员费、组织线下峰会等方式变现。
- 2014 年进入涂料电商，正式进入 B2B 2.0 阶段。原 B2B 1.0 模式主要解决企业获取信息的途径和时效性问题，2012 年前后行业逐渐成熟，但由于同质化严重，市场竞争日益激烈，行业进入相对低迷期。2014 年，随着大数据、云计算、物联网等技术的不断应用及经济、产业周期的变化，以在线交易、SaaS 服务等为主要功能的 B2B 2.0 阶段来临。2014 年公司成立涂多多，为聚焦涂料化工产业链的 To B 垂直工业品拼购平台，其于 2015 年正式上线后增速突出，带动集团营收快速增长。
- 发力工业品拼购 To B 电商，通过模式复制孵化多个垂直领域多多平台；推出互联网技术服务板块，并于 2019 年上市。小资鸟、国联全网、西南电商分别于 2014 年 12 月、2015 年 3 月、2015 年 8 月上线，开始提供“互联网+”解决方案和电商运营等互联网技术服务。2016 年卫生用品电商“卫多多”、玻璃电商“玻多多”相继上线。2019 年国联股份登陆上交所，其后又推出化肥电商“肥多多”、纸类电商“纸多多”、粮油电商“粮油多多”。

图表 1：国联股份始于 1998 年，经多次转型后业务聚焦于 B2B 垂直电商



来源：招股书，公司公告，国金证券研究所

图表 2：国联股份拥有三大业务板块

业务板块	平台	业务描述
网上商品交易	涂多多、卫多多、玻多多、肥多多、纸多多、粮油多多	自营电商：以集合采购、拼单团购的模式为主
		第三方电商：注册供应商开设店铺，客户自主选购
		SaaS 服务：包括云 ERP、电子合同、在线支付等，向注册用户及供应商提供
商业信息服务	国联资源网	主要提供资讯、会展、商机等服务
互联网技术服务	国联云、国联全网、西南电商、小资鸟	为传统企业提供数字化升级，也承接政府项目

来源：公司公告，国金证券研究所

- 通过 To B 电商领域 14 年经营沉淀下三大业务板块，分别为网上商品交易、商业信息服务、互联网+技术服务，分业务板块看：
 - ①商品交易业务板块主要为各大垂直领域的多多电商平台，业务模式包括工业品拼购 To B 电商和第三方电商。工业品拼购 To B 电商的模式为集合采购、拼单团购；第三方电商主要是由注册供应商自主开设的店铺，公司仅提供撮合服务；SaaS 服务尚处市场培育阶段，向注册用户免费提供，包括云 ERP、电子合同、在线支付、金融科技等数字化工具。网上商品交易业务是公司的主要收入、利润来源，2019 年占收入比达 98.1%；同时是重要的增长驱动，2019 年收入增速达 101%。

图表 3：涂多多是集团旗下最大的 To B 工业品拼购平台



来源：涂多多官网，国金证券研究所

- ②信息服务板块主要通过国联资源网。通过国联资源网，为各行业会员提供商机、会展、资讯、广告服务。经过十余年发展，业务已覆盖 100 余个工业行业领域，拥有 200 万注册会员企业、20 万活跃会员企业、1000 万黄页数据库和 5000 万招投标信息资源，各行业的分网是对应多多平台的孵化池。

图表 4：国联资源网提供资讯、会展、商机等服务



来源：国联资源网官网，国金证券研究所

- ③互联网+技术服务板块依托于国联云平台。通过国联云统筹国联全网、蜀品天下、小资乌和公司对外输出端技术部门。国联全网平台以提供传统企业互联网升级为主；小资乌聚焦电商代运营；蜀品天下主要是承接政府信息化项目。国联云于 2020 年 2 月上线，定位于产业和企业数字化技术服务平台，通过提供 SaaS 服务和其他在线工具，沉淀数据，储备技术和工具，为国联未来的产业互联网发展战略和数据支撑战略做储备。

图表 5：国联云统筹互联网+技术服务的各大平台和公司对外输出技术部门



来源：国联云官网，国金证券研究所

- 总的来看，网上商品交易业务是国联股份目前的主要收入、利润来源，其增长势头强劲，带动集团业务规模快速增长；国联资源网储备核心产业资源、客户资源、团队资源，是集团业务的根基和孵化池；以国联云为代表的互联网+技术服务是集团的重点扩展方向，助集团构建护城河。

1.2. 推出战疫平台和工业品直播带货，发掘潜在需求迎来业绩成长

- 及时上线战疫平台保障防疫物资生产和原材料供应，为战疫献出一份力。疫情对各产业链上下游企业正常的生产经营活动带来显著影响，各项日常生产运营活动面临困难和压力。多多平台于 2020 年 2 月 10 日员工返岗当日正式发起产业链战疫支援计划，联合协同产业链重点企业投入战疫行动。

支援方式包括：①原材料采购支援，通过联合产业链上游企业，向用户提供让利；②物流运输支援；③让利平台服务费；④向一线物流企业和防疫物资生产企业提供“防疫”支援等。

- **迅速获取医疗器械网络销售备案，上线防疫物资拼单专区。**据公司官微，旗下涂多多、卫多多、玻多多垂直电商平台于2月16日前均完成工商变更登记，取得第二类医疗器械经营备案凭证，完成医疗器械网络销售备案。平台经营的无纺布、熔喷布、PP、乙醇等产品是口罩、防护服、消毒液等重要防疫物资的主要原料。平台利用自身优势快速匹配供需，提升抗疫物资供给、流通效率，企业不仅可以在平台上发布供货信息寻求买家，也可发布急采信息寻求货源。
- **战疫支援平台成果斐然，半个月获千家企业响应。**至25日17时，已有1077家产业链企业和物流单位加入“战疫”联动企业，联动物流企业通过水陆空发送货物千余次。

图表6：上线全球战“疫”支援平台，助企业匹配供需，提升效率



来源：公司官网，国金证券研究所

- **3月11日上线工业品直播带货助力产业链复工复产，至4月底共直播13场，订单额超8亿元。**3月共进行4场直播，订单额3.89亿元，总观看人次超10.6万；4月9场直播订单额4.43亿元，总观看人次超15万。相比2020Q1的23.8亿元总营收，3-4月通过带货直播就带来8.3亿元订单，可见带货直播模式能带来较高销量，未来该模式有望进一步打开公司成长空间。

图表7：国联3月起上线工业品带货直播，助产业复工复产



来源：公司官微，国金证券研究所

- **国联的工业直播和通常的消费品直播在模式上有所不同，集团正积极探索疫情后带货直播常态化。**消费品带货直播通常通过专业的网红主播完成，娱乐明星等知名人物大多是通过和网红主播打配合的形式参与，且除了卖货之外也有娱乐属性。工业品带货直播中的“网红主播”以专业人士为主，直播品类为多多平台的自营拼购商品。主播不仅会解读产品，也会传授专

业技能，并公布一些实用配方等。国联积极探索直播带货模式在工业领域的常态化应用，5月直播稳步推进，共排期8场行业直播，涂多多、卫多多、玻多多、肥多多和粮油多多平台均有参与。

- **疫情中灵活调整战略，国联云提前上线，部署行业带货直播和云办公等系统。**国联云技术平台原本计划下半年推出，为满足疫情带来的线上化需求提前至2月12日上线。该平台定位于产业和企业数字化技术服务平台，统筹公司互联网技术服务板块和公司对外输出端技术部门，提供行业直播、远程办公、视频会议等云应用服务。为应对疫情危机，帮助产业链企业复工，2月12日国联云行业直播平台率先上线，带货直播、视频会议和线上商议等平台工具也陆续上线。国联云上的行业直播系针对专业人士开展的专家主播、在线授课、技术研讨、商务互动等，至4月底累计达178场次，注册用户数达18.9万个。

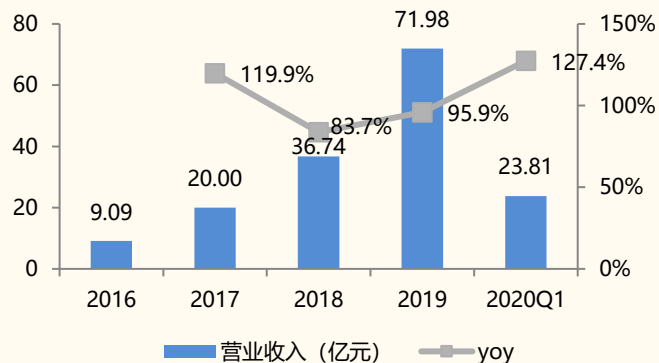
图表8：国联云2月12日开展的专家直播中专家大咖云集



来源：公司官微，国金证券研究所

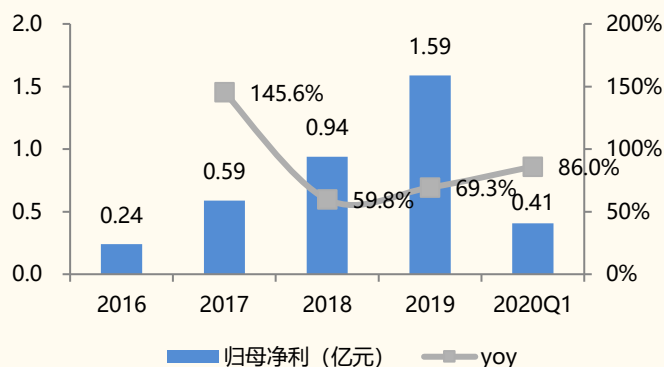
- **疫情期间快速响应使国联转危为机，2020Q1集团实现收入23.81亿，同增127%。**增长主要归功于产业链战疫计划为首的一些布局带来的电商注册用户和订单量的增长。2020Q1毛利率为3.8%，同比减少3.4pct，较往年水平也有所下滑，主要原因是毛利率较低的防疫用品相关品类占比增长。近年来毛利率下滑的主要原因是毛利率相对较低的网上商品交易业务在收入中所占的比例提高。Q1实现归母净利润0.41亿，同比增长86%。

图表9：20Q1实现收入23.8亿元，同增127%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：20Q1归母净利为0.41亿元，同增86%



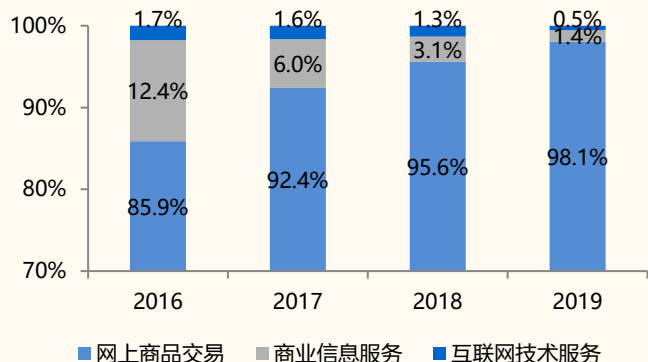
来源：公司公告，国金证券研究所

1.3. 其他财务数据及股权结构概览：股权集中，现金流大幅改善

- 就各业务收入占比而言，电商业务占比逐年增长；商业信息业务随着职能变更，占比逐年递减。而电商业务的毛利率和费用率相对非电商业务更低，因此均随电商业务占比的提升而逐年下降。在毛利率、费用率同步下降的

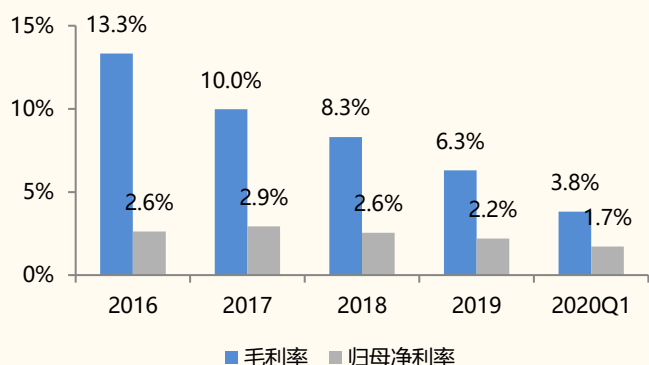
影响下，归母净利率总体上保持稳定。现金回款情况较好，2020Q1 经营活动产生的现金流量净额为 0.40 亿，同比增长 128%。

图表 11: 商品交易服务占比逐年增长，2019 年达 98%



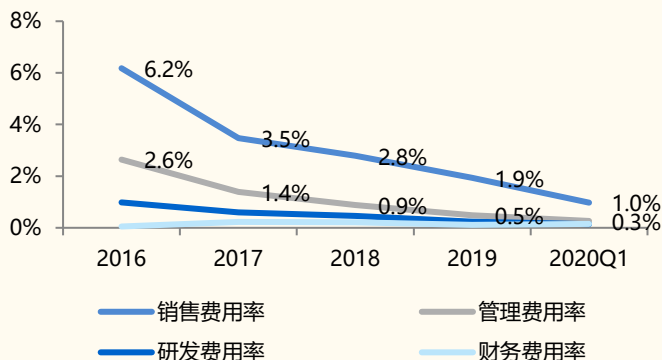
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12: 业务结构改变致毛利率下滑，净利率基本稳定



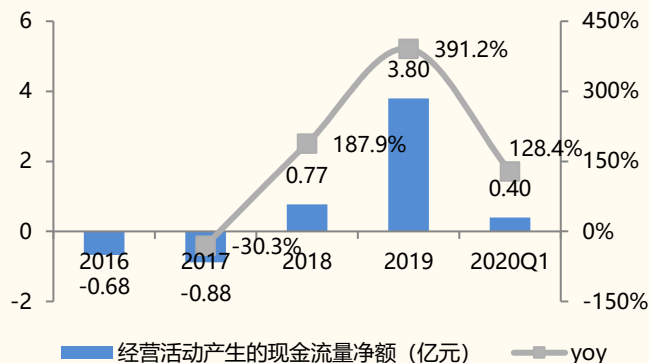
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13: 费用率随业务结构改变而下降



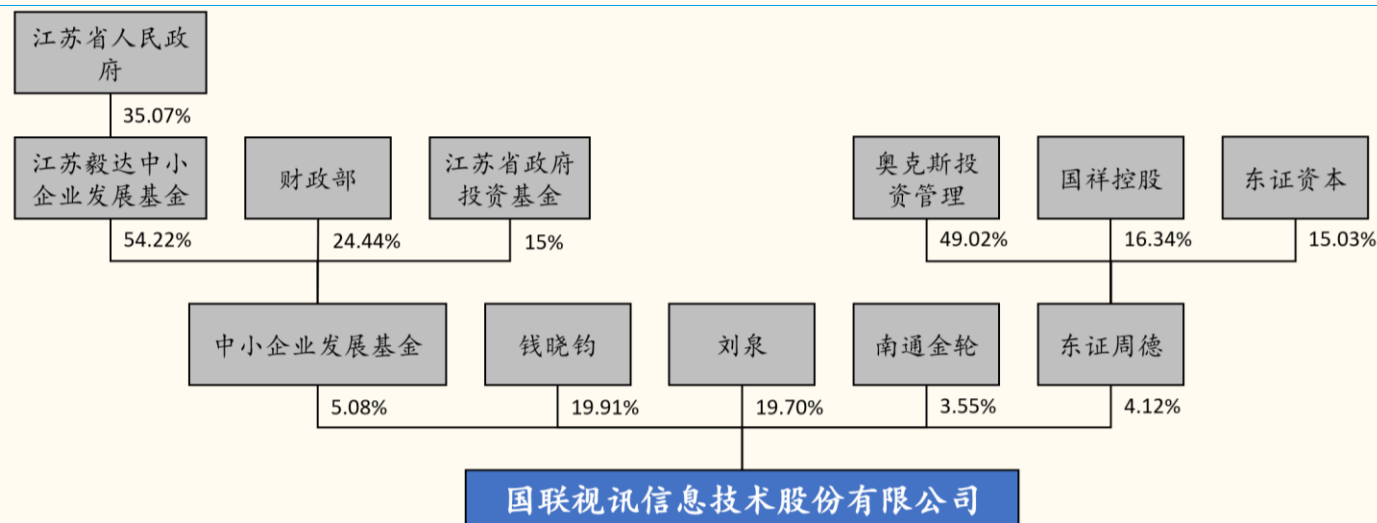
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14: 经营现金流量净额大幅增长，Q1 同增 128%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15: 股权集中，实控人持股比例达 38.61%



来源：Wind，国金证券研究所

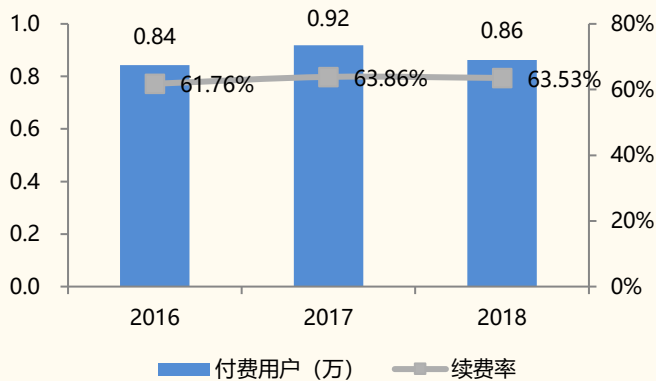
- 公司股权结构较为集中，前五大股东持股比例达 52.4%。前 2 大股东系公司创始人，合计持股 39.6%。第三大股东为中小企业发展基金，持有公司 5.1% 的股份。江苏省人民政府、财政部、江苏省政府投资基金在中小企业发展基金中分别占股 19.0%、24.4%、15.0%。

2. To B 并购电商发展空间大，积累产业资源+数字化工具构筑护城河

2.1. 国联资源网为产业+信息枢纽，掌握核心产业资源支持其他业务发展

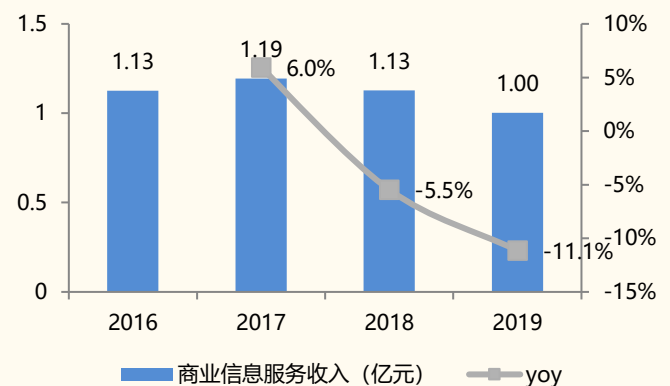
- 商业信息服务主要通过会员费和会展服务变现。2018 年网站会员服务收入占比为 42%，会展服务占比为 36%；2018 年付费用户 0.8 万名，同比减少 6.1%；付费率 6.5%，同比减少 0.6pct；续费率为 63.5%，同比减少 0.3pct。总体而言，2016-18 年间付费用户数较为稳定，续费率处于较高水平，商业信息服务根基稳健。国联资源网是国联在 B2B 1.0 时代的产物，目前已经不是集团的重点发展方向，占集团总收入之比逐年减少。
- 国联近年来的迅速成长离不开国联资源网十余年运营中沉淀的丰富的产业资源、服务经验和客户资源。2018 年国联资源网注册用户数达 244 万，同比增长 5.0%；DAU 达 1.22 万，同比增长 2.5%；MAU 达 4.31 万，同比增长 2.1%。平台富有活力，注册用户数和活跃用户数稳中有升。

图表 16: 付费会员数稳定，续费率稳定在 60% 以上



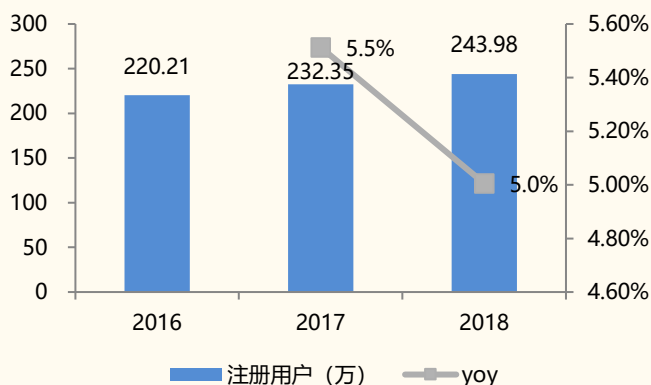
来源：招股书，国金证券研究所

图表 17: 商业信息服务已不是创收重点，收入小幅下滑



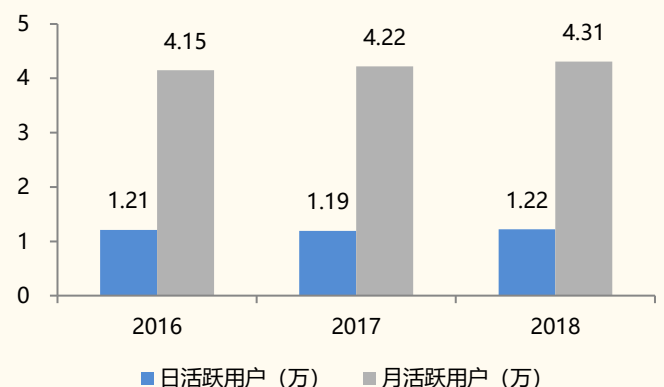
来源：招股书，国金证券研究所

图表 18: 2018 年国联资源网注册用户数达 244 万



来源：招股书，国金证券研究所

图表 19: 国联资源网富有活力，DAU、MAU 稳中有升

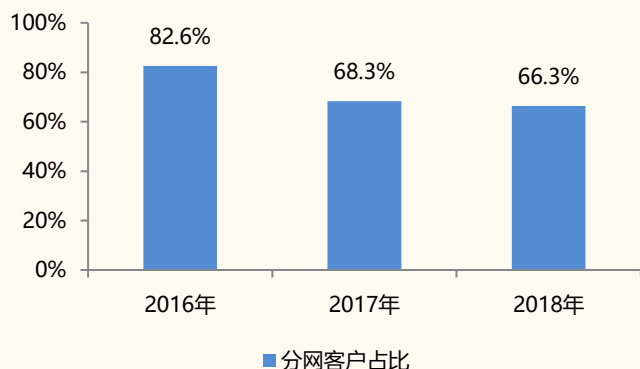


来源：招股书，国金证券研究所

- 具体而言，其“孵化”作用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；②也是其供应商的主要来源；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。

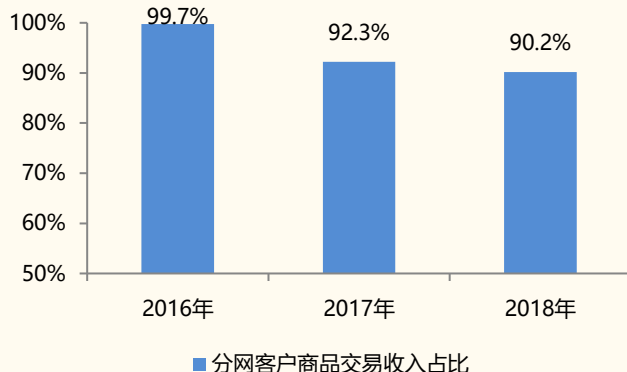
- 其一，于客户，2016-18 年多多平台的客户中分别有 82.55%、68.34%、66.34%来自相关行业分网会员；这些客户贡献的商品交易收入的占比分别为 99.73%、92.25%、90.17%。收入占比高于客户占比，说明来自分网的客户的客均收入高于来自外部的客户。行业分网会员是垂直电商平台建立初期的主要客户来源，为平台贡献“第一桶金”，对平台发展有重要推动作用。卫多多、玻多多在上线首年（2016 年）的所有客户均来自行业分网会员。随着平台发展，客户及其产生的收入中行业分网会员的占比逐年下降，体现出平台外拓能力优秀，在业内的渗透率逐步提升。
- 其二，于供应商，2016-18 年平台上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%、84.01%、95.29%。来自行业分网的供应商数量占比下降的同时，其采购额占比上升，体现公司供应体系日渐成熟，与核心供应商的合作程度加深。

图表 20：多多平台中来自分网的客户占比逐年下降



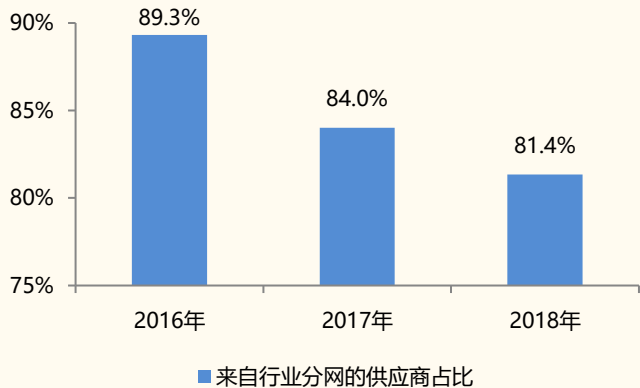
来源：招股书，国金证券研究所

图表 21：来自分网客户的收入占比高于客户人数占比



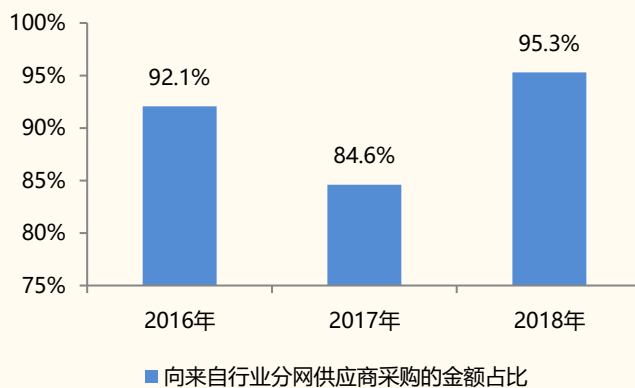
来源：招股书，国金证券研究所

图表 22：来自分网的供应商占比下降



来源：招股书，国金证券研究所

图表 23：与核心供应商合作加深，采购额占比提升



来源：招股书，国金证券研究所

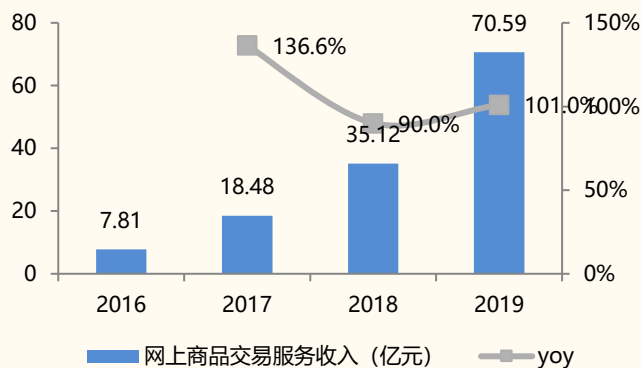
- 其三，国联资源网优势行业为新的垂直领域多多平台积累产业资源，其运营团队可成为新平台的创立团队。目前所有六个垂直电商平台都是从国联资源网的优势行业中孵化而出，原行业分网的运营团队为垂直电商平台提供深度支持。现有的 6 个多多平台的创始核心团队均来自于国联资源网的相关行业分网，团队成员通过相关行业的信息、资讯、会展服务积累下丰富的行业经验，拥有丰富的客户积累和充足的上下游资源。此外，互联网+技术服务的骨干技术团队和战略咨询团队也出自原国联资源网团队。
- 总体而言，随着公司业务结构变革，以国联资源网为主的商业信息服务的收入、利润占比逐渐下降，但其积攒下的产业、团队、客户资源对其他业务的支撑作用不容忽视。此外，国联资源网拥有较为稳定的客户群体和成

熟的变现模式，利润和现金流较为稳定，从财务层面上也能为其他业务提供一定的支持。

2.2. 多多平台为 To B 垂直工业品拼购平台，仍处发展初期未来空间广阔

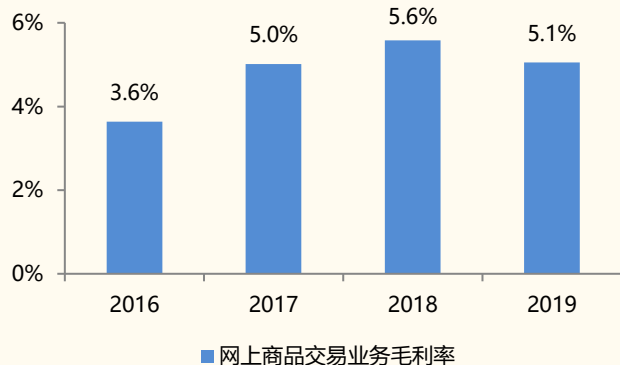
- **多多平台盈利能力突出，高速增长展现规模聚合效应。**2019 年国联股份实现营收 71.98 亿，同比增长 95.9%；其中网上商品交易业务贡献营收 70.59 亿元，同比增长 101%，是公司收入主要来源和重要的业绩增长点。网上商品交易板块自推出后不久就实现高速增长，其上线后第一个完整年度（2016 年）就实现 7.81 亿营收，占公司当年总收入的 85.9%。毛利率方面，电商业务 2019 年整体毛利率为 5.1%，同比减少 0.5pct。总体上毛利率呈增长趋势，2019 年新上线的纸多多、肥多多、粮油多多毛利率相对较低，一定程度上拉低当年毛利率。

图表 24：网上商品交易收入高速增长，19 年同增 101%



来源：公司公告，招股书，国金证券研究所

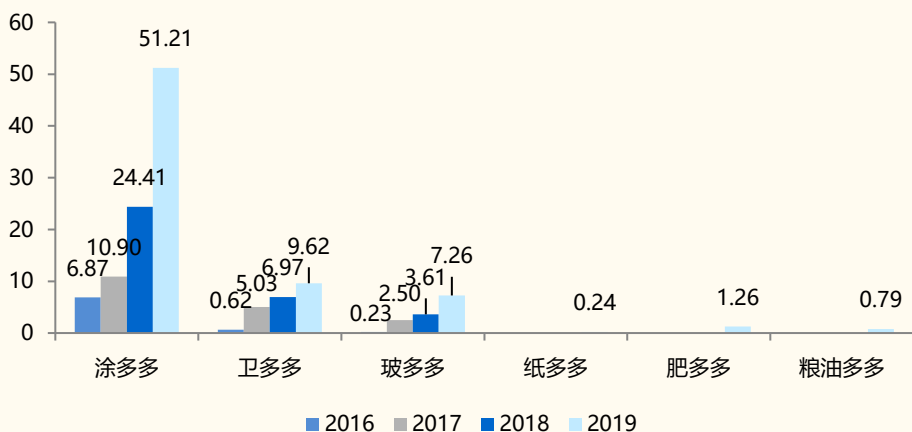
图表 25：电商业务毛利率稳定在约 5%，近年略有提升



来源：公司公告，招股书，国金证券研究所

- **分平台看：涂多多收入占半壁江山。**①涂多多主营涂料化工原材料，主要产业为钛产业、醇产业、塑产业、涂料油墨产业，主要产品包括钛白粉、乙二醇等，为最早的多多平台，2019 年实现收入 51.21 亿元，同比增长 110%；②卫多多主营卫生用品原材料，如原纸等，2019 年实现收入 9.62 亿元，同比增长 37.9%；③玻多多主营玻璃产业原材料，如纯碱等，2019 年实现收入 7.26 亿元，同比增长 101%。④纸多多、肥多多、粮油多多分别面对工业用纸、化肥、粮油产业链上下游，系 2019 年新上线的平台，相比三个旧的多多平台收入较低。

图表 26：各垂直平台历年收入（亿元）



来源：国金证券研究所

- **多多平台以集合采购，拼单团购的模式为主，**2016-2018 年工业品拼购 To B 电商占网上商品交易业务之比分别为 98.86%、99.73%、99.66%。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，没有自设的经销商体系。

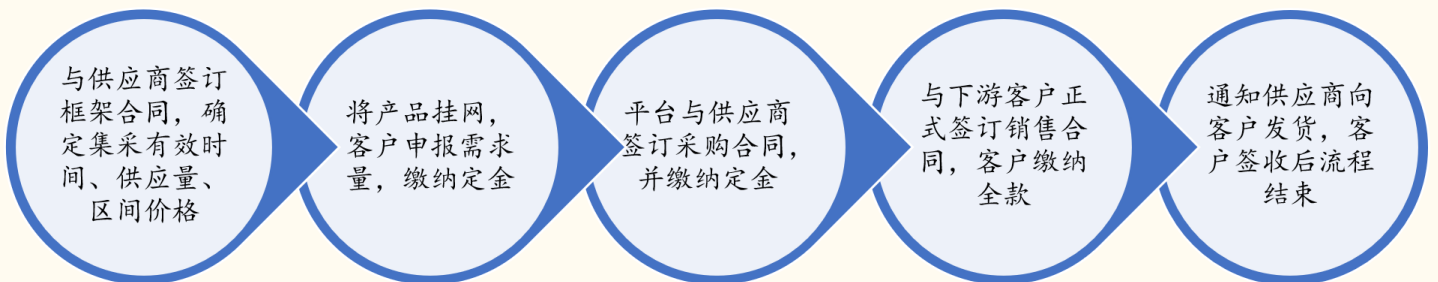
图表 27：多多平台的拼购模式流程示意



来源：国金证券研究所

- 多多平台的利润空间源于集合订单带来的议价权，以及通过减少环节提升的产业链整体效能。从行业特性上看，To B 工业品拼购多多平台选择的涂料化工、玻璃、卫生用品等垂直领域均具有①上游厂商相对集中但竞争较为充分，②下游终端用户相对分散，③以渠道销售为主，流通环节多，④货源不稳定，属地服务不足，⑤上下游的采销效率较低，采销成本较高的特点。
- 因此，To B 工业品拼购平台的利润空间主要来自两方面：其一，由于下游终端用户相对分散，其议价能力较低，而上游供应方虽然规模较大，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，通过减少中间环节，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。
- 多多平台积极向上下游延伸销售，可在供应商和采购商之间进行角色转换。以涂多多主营的钛白粉产业为例，在销售钛白粉时，涂多多作为钛白粉生产者的采购商而存在；而在集合采购钛精矿等原料时，涂多多又是生产者的原料供应商。因此，多多平台将平台上各方（如贸易商和加工生产商）均视为直接客户。
- 一般来说，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，并签订采购框架合同，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。

图表 28：工业品拼购 To B 电商的采购、销售流程和付款节奏

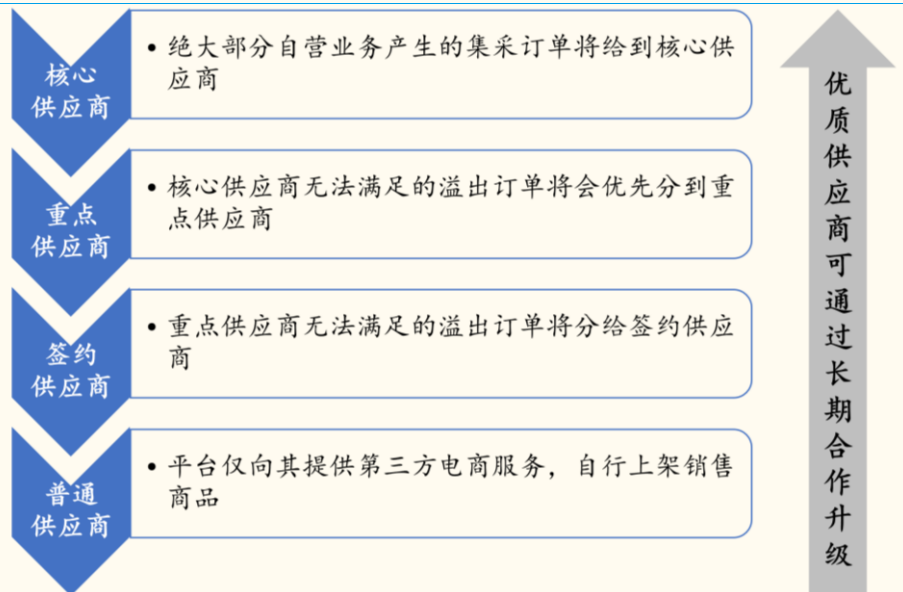


来源：招股书，国金证券研究所

- 发掘产业链痛点需求，生产端、流通端、需求端均能获益。具体来看：

- 于生产端：免费 SaaS 服务提升效率赋能生产端，多层级供应体系使各类供应商各取所需。多多平台免费提供云 ERP、物流共享系统等 SaaS 服务，有效帮助生产商提高运营效率、降低运营成本。国联根据供货量、经营规模、诚信状况等，将供应商分为四个层级，分别为核心供应商、重点供应商、签约供应商与普通供应商。平台与核心供应商建立长期合作关系，绝大部分自营业务产生的集采订单将给到核心供应商，而长期合作的供应商通常在采购订金、账期等方面会给与国联更多优惠。核心供应商无法满足的溢出订单将会依次流向重点供应商、签约供应商，有进一步合作意向的优质供应商可逐步升级成核心供应商。其他普通供应商注册并通过平台审核后，其可在多多平台免费上架商品，拓宽销路；多多平台亦能丰富品类，满足客户多元需求，并吸引更多客户。

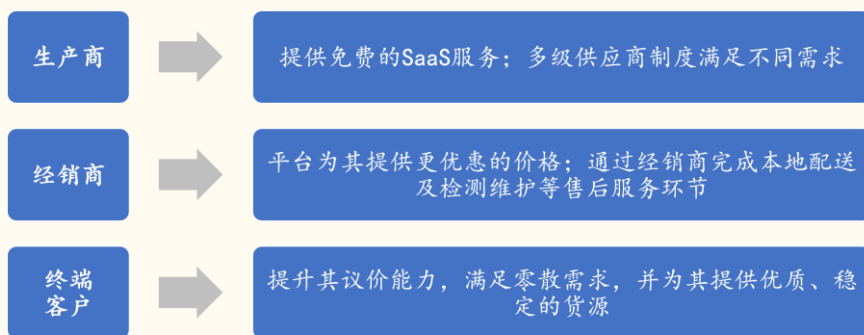
图表 29：供应商分核心、重点、签约、普通四层，在平台上各取所需



来源：招股书，国金证券研究所

- 于流通端：和其他经销商形成战略、战术互补，各取所需。于战术层面，多多平台并非经销商抢生意，事实上许多经销商也从多多平台进货，2016-18 年自营电商客户中贸易商占比分别为 38.4%、33.2%、38.0%，因为通过拼购模式，经销商可拿到更优惠的价格。于战略层面，经销商可成为国联在全国各地销售服务体系的一部分，帮助国联堆积更为零碎的订单，并完成“最后一公里”的配送以及提供检测、维护等属地服务。以上，未来多多平台终端客户中的贸易商数量和销售收入仍可能继续增长。
- 于需求端：提升议价能力，满足终端客户零散需求。多多工业品 To B 拼购平台通过将零散订单聚合成大订单，依此提升议价能力，助小型终端客户获得更优惠的价格。此外，有些客户因为订单太小而无法得到上游供应商的满足，只能退而选择替代品，质量、货源都难以得到保证。通过多多平台，这些客户得以获得稳定充足的优质供应。

图表 30：工业品拼购 To B 电商同时赋能生产者、贸易商和小型终端客户

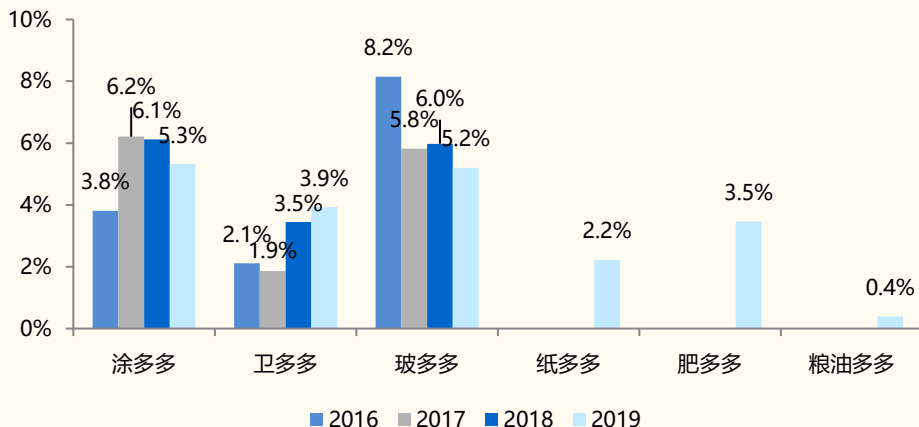


来源：国金证券研究所

2.3. 拼购模式跑通，行业渗透空间大，新垂直领域多多平台孵化在路上

- 多多平台利润率有进一步提升的潜力。从前文讨论中可以归纳得出，多多平台的毛利率主要受平台对行业的渗透和把控和行业特性影响。2019 年涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多和粮油多多的毛利率分别为 5.3%、3.9%、5.2%、2.2%、3.5%、0.4%，相对成熟的涂多多、卫多多和玻多多利润率均高于 2019 年上线的纸多多、肥多多和粮油多多。就三个发展时间较久的平台而言，除玻多多品类受产品调整毛利率有所波动外，其余两个平台的毛利率均大致呈上升趋势，反映平台对产业的渗透和把控逐步增强。相比于收入的高速增长，平台毛利率增幅较为保守，我们判断未来扩张期结束后，电商业务毛利率存在一定的增长空间。

图表 31：除品类调整影响外，各电商平台的毛利率总体上呈增长趋势



来源：公司公告，招股书，国金证券研究所

- To B 电商业务处于发展初期，渗透率有较大提升空间。从目前公司旗下多多平台中交易规模最大的涂多多来看，其 2019 年收入 51.2 亿，增速达 110%。国联估计其涉及的产业链条目前市场规模在 7500 亿元左右，2019 年涂多多平台收入 51.2 亿，市占率不足 1%。参考更为成熟的 2C 端电商，据艾媒数据，2018 年网上购物占社会零售总额的 23.6%。若 2B 端电商占比能达到整个行业的 20%，则涂多多所在产业链对应的电商赛道市场规模在 1500 亿左右。若涂多多市占率能达到 50%，则交易额可达 750 亿元，较 2019 年水平有 10 倍的增长空间。
- To B 工业品拼购模式的可复制性已被证明，未来可通过开拓其他行业延续高增长。涂多多为最早的多多平台，其取得成功后公司于 2016 年复制出卫多多、玻多多，均以较快速度成长；2019 年上线的纸多多、肥多多、粮油多多均于年内产生正毛利，证明工业品拼购模式在特定垂直领域内具有较强的可复制性。这些行业的特点是：①上游适度集中，充分竞争；②下游高度分散，有大量零散订单；③以渠道销售为主，中间环节多，能通过

减少中间环节得到足够的利润空间；④价格波动不大，集采过程中的价格违约风险低。

- **国联资源网深耕行业众多，新垂直领域多多平台孵化在路上。**在国联资源网深耕的行业中，符合上文提到的行业特质，适合拓展工业品拼购 To B 电商的行业有医疗器械、低速电动车、电子、环保等。这些行业对应的行业分网有较多注册会员，如 2018 年底机器人、电子相关产业分网拥有注册会员 3.8 万个；新能源汽车相关产业分网拥有会员 3.0 万个，环保相关分网拥有会员 4.1 万个。与 2018 年涂多多、卫多多、玻多多对应行业分网会员总数 7.3 万人相比，多多平台潜在拓展垂直领域对应行业分网拥有充足的注册会员，有望成为新垂直领域平台的第一批客户或核心供应商。

图表 32：国联资源网客户资源储备充足，助力孵化新垂直领域多多电商平台

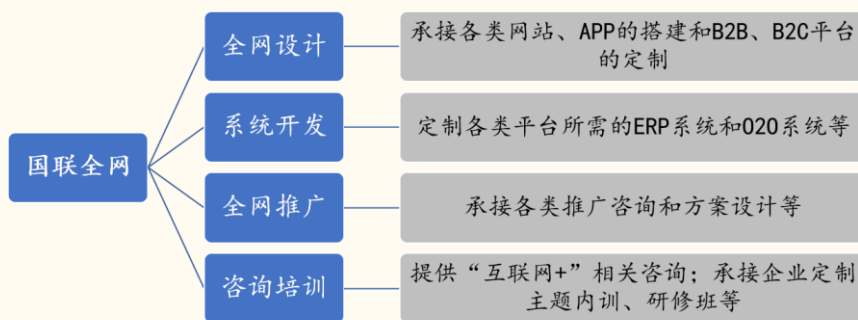
行业	18 年会员数（万个）	对应 19 年多多平台收入（亿元）
涂料化工	3.14	51.21
卫生用品	2.09	9.62
玻璃	2.03	7.26
工业机器人	3.78	尚未拓展
新能源汽车	2.96	尚未拓展
环保	4.12	尚未拓展

来源：招股书，公司公告，国金证券研究所

2.4. 互联网+业务积累技术、工具、数据，静待产业互联繁花盛开

- **国联云已于 2 月上线，统筹国联全网、蜀品天下、小资鸟和公司对外输出端技术部门。**国联云平台定位于产业和企业数字化技术服务平台，统筹公司互联网技术服务板块原有三大平台以及公司对外输出端技术部门，提供行业直播、远程办公、视频会议等云应用服务。为应对疫情，2 月国联云行业直播、带货直播、视频会议和线上商议等平台 and 工具陆续上线，至 4 月底注册用户数达 18.9 万个。
- **国联全网提供基于“互联网+”战略的全网总体设计和平台建设、系统开发、全网推广和咨询培训服务。**于全网设计和平台建设，承接各类网站、APP 和微商城搭建和各类 B2B、B2C 平台的定制；于系统开发，国联全网可定制各类平台所需的 ERP 系统和 O2O 系统等；与全网推广，承接各类推广咨询和方案设计等；于咨询培训，主要提供“互联网+”相关商业模式和战略咨询，另有电商学院供企业开展定制化主题内部培训。

图表 33：国联全网服务内容包括全网设计、系统开发、全网推广、咨询培训

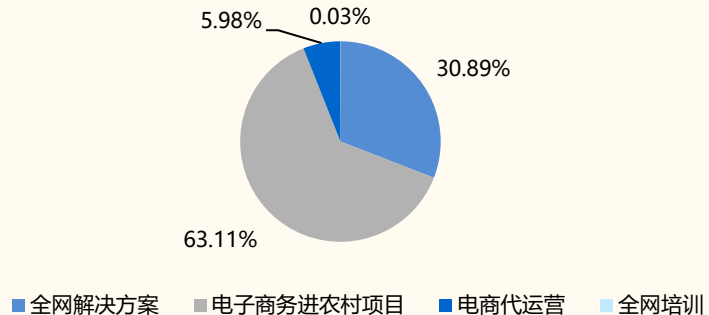


来源：招股书，国金证券研究所

- **西南电商重点承接政府“互联网+”项目，积累技术、工具资源和项目经验。**如巴中、广安、稻城等地的电子商务进农村示范工程、互联网精准扶贫工程等项目。这些项目系政府招标采购项目，公司中标后将协助政府进行电商平台整体搭建及其他配套设施的准备，属地公司将依托该项目开展持续运营。现阶段电子商务进农村属于政府常规项目，且运营工作也能带来一定收入，因此西南电商的收入有一定的持续性。
- **小资鸟为传统品牌企业提供电商代运营服务，帮助签约客户运营天猫、京东店铺。**服务内容包括店铺规划、管理和运营，并通过收取销售佣金变现。

- 互联网技术服务板块中电子商务进农村项目收入占比最高，2018 年达 63%。其次为全网解决方案，2018 年收入占比约为 31%。总体而言，该板块当前以承接零散项目为主，目的是通过积攒工具和代码，为 SaaS 云体系做准备，为集团将来的科技驱动战略奠定技术基础。目前国联向客户免费提供 SaaS 服务，尚处于培养用户使用习惯的探索阶段，变现路径和付费模式均尚未成熟。

图表 34：2018 年互联网技术服务中，电子商务进农村项目收入占比最高



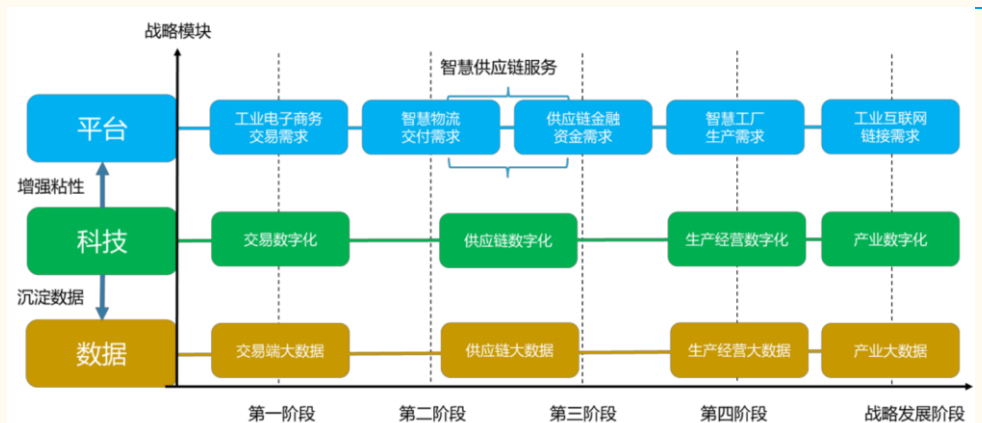
来源：招股书，国金证券研究所

3. 定增计划奠定未来成长，确立产业互联网战略打造产业枢纽

3.1. 以平台、科技、数据为核心，分五阶段推进平台战略

- 产业需要一个平台来进行高效沟通，产业互联网有望进入发展高速路。国联认为，工业互联网的核心在“互联”，工业电子商务的核心在“商务”。工业互联网通过机器或设备的互联互通沉淀大量的数据流，而工业电子商务则以供应链为核心形成信息流、商流、物流、资金链等闭环。因此，随着互联网基础设施的不断完善和新技术的不断发展和应用，未来数年产业互联网有望进入发展的黄金时代。目前，产业互联网已成为行业的重要发展趋势，也是公司推进的战略重点。
- 确立“平台、科技、数据”为关键词的产业互联网战略，打造国联股份在传统垂直产业中的枢纽位置。基于上文对产业互联网的分析，国联股份启动“平台服务、科技驱动、数据支撑”的产业互联网战略，以平台、科技、数据构建产业互联生态，聚合产业资源，打造公司在垂直产业链中的枢纽位置。公司计划通过平台运营满足实体企业经营需求，分阶段逐层构建完整的平台运营体系；随着平台运营的推进，同时进行生产经营各个环节的数字化改造和通道衔接，进而沉淀下海量数据，构建大数据支持系统，由此通过“平台、科技、数据”最终构建产业链闭环，实现工业互联网的高效运营。

图表 35：“平台、科技、数据”战略分为五个阶段



来源：国金证券研究所

- **于平台运营体系，将分为五个阶段推进：**①现阶段，通过交易切入产业，满足企业交易需求，具体而言就是通过工业品拼购 To B 电商与企业建立联系。②智慧供应链阶段，通过目前的电子商务应用和电商业务积累的大数据逐渐掌握产品货权，以此满足企业客户的交付需求。③供应链金融阶段，满足企业资金需求。④智慧工厂阶段，切入企业内部，构建数字化生产解决方案，帮助企业提升生产效率。⑤最终进入工业互联网阶段，整合之前各个阶段的成果，将整个产业链接到一起，形成产业数字化闭环。
- **随平台运营体系的发展同步推进科技驱动体系和数据支撑体系。**科技驱动体系的发展推动企业生产经营流程和供应链流程的数字化改造，并通过平台接口打通和数字化工具衔接，实现产业链在技术层面的互联互通。此外，科技驱动体系还将为数据沉淀提供工具和通路。大数据系统将在数字化工具的帮助下，于平台的运营中产生。通过 AI 和数据中心不断调整模型算法，从而反哺产业链，解决数据孤岛问题，形成有效的产业大数据系统。**数据是公司形成产业话语权和把控力的核心环节，而科技驱动体系中的数据工具是大数据沉淀的通道。因此，科技驱动战略和数据支撑战略会成为国联的重要战略，公司会适时加大投入，构建公司战略层面上的护城河。**

3.2. 拟通过非公开发行募集 24.7 亿元，保障战略发展节奏

- 国联股份 4 月 28 日公告，拟非公开发行 4224 万股（占总股本 30%），募集资金总额超过 24.7 亿元，用于：①国联股份数字经济总部建设项目；②基于 AI 大数据生产分析系统研发项目；③基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目；④基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目；⑤补充流动资金。

图表 36：拟通过非公开发行募集 24.7 亿元资金，用途如下

项目	拟投资金额（亿元）
国联股份数字经济总部建设项目	3.44
基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目	4.91
基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目	6.14
基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目	4.76
补充流动资金	5.40
合计	24.66

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：定增融资为集团战略推进提供保障，奠定未来成长

国联股份数字经济总部建设项目	➡	满足员工办公需求，促进内部交流，有利于多多平台复制孵化，并进一步提升公司整体形象和品牌影响力
基于 AI 的大数据生产分析系统研发	➡	匹配数据支撑战略，提升数据采集、模型构建和处理分析的效率，改善多多平台推荐机制
基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发	➡	为下阶段平台战略做准备，提升供应链流转效率，节约物流成本打开盈利空间，并提升平台货权增强企业用户粘性
基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发	➡	切入工厂内部满足客户需求，统一各项数字工具和 API，降低用户选择成本，进一步提升传统企业数字化改造的效率
补充流动资金	➡	为电商业务的发展所需，大规模补流显示集团对电商业务增长充满信心。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **总部建设项目满足员工办公需求，促进内部交流，有利于多多平台复制孵化。**至 2019 年底，国联股份拥有员工 701 人，需要更大的办公总部解决分散办公带来的效率问题，提升管理、运营效率。于战略层面，多多平台未来将复制到更多行业，因此需要各行业、各部门之间的高效沟通，保证

项目顺利推进落地。另外，通过建设统一的产业互联网和数字经济展示中心，可进一步提升公司的整体形象和品牌影响力。

- **AI 大数据生产分析系统研发项目匹配公司数据支撑战略。**公司目前的数据采集、模型构建和处理分析的某些环节仍需要人工介入，随着业务规模不断扩张，数据量加大，引入机器学习机制和更先进的模型算法将能显著提升效率，提升平台大数据服务能力，推进数据支撑战略。该系统还能改善多多平台的推荐机制，建立个性化的人工智能推荐系统，提升客户下单体验增强粘性，反哺主营电商业务。
- **基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发系统为平台战略的下一阶段做准备。**通过信息化管理，可实现物流设备相互连通、一件发货、运力智能调配等功能，进一步提升供应链流转效率，可提升库存周转，节约物流成本。智慧供应链相关服务将陆续应用于各大大多多平台，发挥规模经济优势，进一步打开利润空间。于战略层面，进一步提升平台货权，以此增强企业客户的粘性。
- **基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目统一各项数字工具，切入工厂内部满足客户需求。**国联发现目前市面上已有不少针对传统企业进行数字化改造的工具系统，集团自身也在进行互联网+技术服务业务时积攒下一些数字化工具，但中小企业不知道如何选择利用这些工具，选择成本高，加之其资金相对紧张，抗风险能力弱，因此对这类工具的应用程度不足。通过打造数字化系统集成应用平台，集团能将各类工具系统地整合到一起，降低用户选择成本，另外统一各项工具的接口，进一步提升传统企业数字化改造的效率。
- **补充 5.4 亿流动资金保障工业品拼购 To B 电商的持续发展，大规模补流显示集团对拼购模式充满信心。**工业品拼购 To B 电商采销流程中，平台需向供应商先行支付定金，约 10 余日后方能从客户手中收回货款，因此需要一定的流动资金支持拼购模式的正常运营。由于工业品拼购 To B 电商增长迅速，公司多次启用上市时的闲置募集资金补流：据 5 月 15 日公告，补流金额达 2.5 亿元。此次定增后将部分募集资金用于补流能保障流动资金的充足，为电商业务后续增长扫除障碍。由于所需流动资金额度与拼购销售额相挂钩，此次 5.4 亿元的大规模补流显示出公司管理层对拼购模式的发展充满信心。

4. 盈利预测与投资建议

■ 核心假设

- 新增的多多平台在上线前期增速更高，随后逐步回落至约 70%水平；毛利率方面，新平台利润率较低，随规模增长会有小幅提升。疫情中公司上线战疫平台，致涂多多、卫多多平台收入增长。预计 2020-2022 年商品交易收入增速分别为 115%/75%/72%。
- 商业信息业务未来不是公司经营重点，但存量用户较多，付费会员续费率较高，会展业务在疫情中受到冲击，疫情过后将恢复。由于会展业务毛利率较低，因此商业信息业务 2020 年疫情期间毛利率将增高，之后回落。预计 2020-2022 年商业信息服务增速分别为 -16.7%/-5.6%/-8.4%。
- 互联网+技术服务是未来战略发展的重点，2020 定增结束后公司将加大投入，业务也迎来增长，尤其是全网解决方案业务。预计 2020-2022 年增速分别为 24%/61%/152%。
- 利润端，毛利率、费用率将随网上商品交易业务收入占比增长而下降。

图表 38：收入预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
网上商品交易	3512	7059	15,313	26,851	46,144
yoy	90.0%	101.0%	117%	75%	72%
商业信息服务	113	100	84	79	72
yoy	-5.5%	-11.1%	-16.70%	-5.57%	-8.35%
互联网技术服务	49	39	48	78	196
yoy	51.2%	-21.2%	24.37%	60.93%	152.34%
合计	3674	7198	15445	27008	46412
yoy	83.7%	95.9%	114.6%	74.9%	71.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **投资建议：**公司工业品拼购 To B 电商平台模式跑通近年来处于高速增长期，拥有广阔增长空间。未来在现有多多平台快速发展的基础上，有望持续孵化更多垂直多多 To B 平台，巩固公司产业互联网 To B 电商交易/服务枢纽地位，加筑企业护城河。我们预计 20-22 年公司归母净利润为 2.6 亿/3.9 亿/5.9 亿，对应 PE 为 53/35/23 倍。上调至买入评级，目标价 86 元。

风险提示

- **价格违约风险：**自营模式中，客户订货仅需支付 10-20%的定金。若销售过程中商品价格下降幅度超过定金，则可能发生大规模违约事件。
- **营运资金占用较高：**自营电商销售过程中，公司在向支付供应商定金到从客户中收回货款之间有十余天现金敞口，因此需占用较高的营运资金，若流动资金不足将可能影响公司未来发展。
- **新业务拓展不及预期：**公司使用大量定增融资资金投入产业互联网的建设，若研发情况不及预期或是行业发展不及预期，该业务可能会造成大幅亏损。
- **行业竞争加剧：**电商业务是热点赛道，面临众多已知或未知的竞争对手。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,000	3,674	7,198	15,445	27,008	46,412
增长率		83.7%	95.9%	114.6%	74.9%	71.8%
主营业务成本	-1,800	-3,369	-6,744	-14,740	-25,707	-44,058
%销售收入	90.0%	91.7%	93.7%	95.4%	95.2%	94.9%
毛利	199	305	454	705	1,301	2,354
%销售收入	10.0%	8.3%	6.3%	4.6%	4.8%	5.1%
营业税金及附加	-2	-3	-9	-20	-35	-60
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-69	-103	-139	-217	-378	-636
%销售收入	3.5%	2.8%	1.9%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-28	-32	-35	-43	-71	-123
%销售收入	1.4%	0.9%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	-12	-17	-17	-57	-272	-702
%销售收入	0.6%	0.5%	0.2%	0.4%	1.0%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	88	151	253	369	544	832
%销售收入	4.4%	4.1%	3.5%	2.4%	2.0%	1.8%
财务费用	-5	-8	-8	2	18	23
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-2	-1	0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-2	12	24	24
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	3.1%	4.0%	2.7%
营业利润	83	142	238	381	584	877
营业利润率	4.1%	3.9%	3.3%	2.5%	2.2%	1.9%
营业外收支	0	1	4	0	0	0
税前利润	83	143	243	381	584	877
利润率	4.1%	3.9%	3.4%	2.5%	2.2%	1.9%
所得税	-20	-35	-56	-90	-137	-206
所得税率	24.7%	24.3%	23.1%	23.5%	23.5%	23.5%
净利润	62	108	187	292	447	671
少数股东损益	3	14	28	36	55	82
归属于母公司的净利润	59	94	159	256	392	589
净利率	2.9%	2.6%	2.2%	1.7%	1.5%	1.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	62	108	187	292	447	671
少数股东损益	3	14	28	36	55	82
非现金支出	4	4	3	15	34	49
非经营收益	7	8	10	-2	-24	-24
营运资金变动	-161	-42	175	-17	-95	371
经营活动现金净流	-88	77	375	287	362	1,068
资本开支	-3	-5	-4	-161	-305	-304
投资	7	-1	0	0	0	0
其他	0	0	-540	12	24	24
投资活动现金净流	3	-5	-544	-150	-281	-281
股权募资	165	0	504	2,414	8	12
债权募资	94	26	106	-247	0	0
其他	-27	-8	-25	-8	0	0
筹资活动现金净流	233	18	585	2,158	8	12
现金净流量	148	90	416	2,296	88	799

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	184	279	791	3,087	3,175	3,974
应收款项	98	142	371	505	659	910
存货	20	27	13	18	18	22
其他流动资产	287	357	1,009	1,400	2,144	3,246
流动资产	589	804	2,184	5,010	5,997	8,152
%总资产	94.8%	95.7%	98.0%	96.3%	92.8%	91.9%
长期投资	2	2	2	2	2	2
固定资产	23	23	22	61	167	211
%总资产	3.7%	2.7%	1.0%	1.2%	2.6%	2.4%
无形资产	5	7	19	127	293	506
非流动资产	32	36	44	191	463	719
%总资产	5.2%	4.3%	2.0%	3.7%	7.2%	8.1%
资产总计	621	840	2,229	5,200	6,459	8,871
短期借款	114	140	246	0	0	0
应付款项	138	213	793	1,299	2,071	3,752
其他流动负债	13	22	53	60	92	141
流动负债	266	376	1,092	1,359	2,164	3,893
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	0	0	0
负债	266	377	1,093	1,359	2,164	3,893
普通股股东权益	343	437	1,079	3,749	4,149	4,750
其中：股本	106	106	141	204	204	204
未分配利润	92	186	341	596	989	1,577
少数股东权益	13	27	56	92	147	229
负债股东权益合计	621	840	2,229	5,200	6,459	8,871

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.556	0.889	1.129	1.253	1.920	2.883
每股净资产	3.247	4.136	7.666	18.362	20.320	23.262
每股经营现金净流	-0.833	0.732	2.663	1.407	1.771	5.230
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.13%	21.49%	14.72%	6.82%	9.45%	12.40%
总资产收益率	9.45%	11.17%	7.13%	4.92%	6.07%	6.64%
投入资本收益率	14.18%	18.87%	14.09%	7.34%	9.68%	12.79%
增长率						
主营业务收入增长率	119.89%	83.70%	95.93%	114.59%	74.86%	71.85%
EBIT 增长率	188.12%	70.08%	68.21%	45.66%	47.42%	53.08%
净利润增长率	145.58%	59.77%	69.34%	60.95%	53.25%	50.17%
总资产增长率	38.20%	35.21%	165.23%	133.34%	24.22%	37.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.6	3.8	3.2	3.0	2.8	2.8
存货周转天数	2.4	2.6	1.1	0.4	0.3	0.2
应付账款周转天数	2.7	5.2	5.5	6.8	5.6	5.6
固定资产周转天数	4.2	2.3	1.1	1.4	2.3	1.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.58%	-29.89%	-87.56%	-92.07%	-84.38%	-88.86%
EBIT 利息保障倍数	19.4	19.3	30.5	-174.4	-30.4	-36.1
资产负债率	42.77%	44.82%	49.04%	26.14%	33.49%	43.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-03	增持	76.11	84.00 ~ 84.00

来源：国金证券研究所

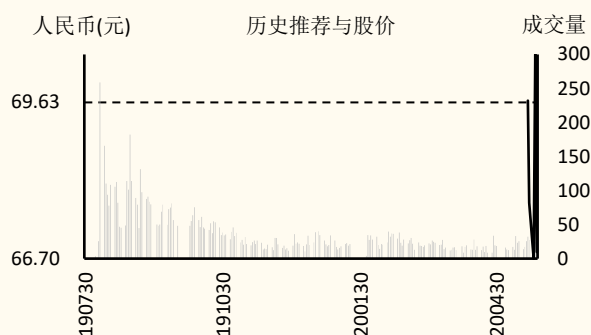
市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH