

业绩持续高速增长，多多电商渗透率提升

买入|维持

——国联股份(603613.SH)2021年年度报告点评

事件：

公司于2022年4月11日收盘后发布《2021年年度报告》。

点评：

● 营业收入同比增长116.98%，归母净利润同比增长89.97%

2021年，公司通过积极实施产业链“战疫”计划、持续开展工业品/原材料带货直播、百团拼购、预售竞拍和双十电商节等举措，积极拓新维老，旗下各多多电商平台的交易量增长较快。公司全年实现营业收入372.30亿元，同比增长116.98%；实现归母净利润5.78亿元，同比增长89.97%。公司经营现金流量净额为2.71亿元，同比下降65.08%，主要原因包括：多多电商的部分主营品类和新拓展品类供给紧张，为充分保障货源以满足快速增长的订单履约需求，公司预付款较多；由于双控因素及公司阶段性实施的客户支持策略影响，公司在四季度相比三季度末的预收款增加较少。

● 多多电商用户数及ARPU快速增长，各电商平台渗透率持续提升

多多电商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，目前合计超过4万亿（不完全统计）。2021年，多多电商注册用户数达到49.38万户，同比增长54.55%；月活用户数为67259户，同比增长45.11%；交易用户数为13458户，同比增长63.44%；每用户平均收入（不含税）为275.68万元，同比增长33.10%；每单平均收入（不含税）为27.31万元，同比增长15.23%。随着多多电商自营交易量的快速增长，2021年多多电商总体市占率达到约1.02%。1）涂多多：实现收入258.58亿元，渗透率2.09%；2）卫（纸）多多：实现收入68.25亿元，渗透率0.65%；3）玻多多：实现收入36.21亿元，渗透率1.09%；4）肥多多：实现收入25.28%，渗透率0.49%；5）粮油多多：实现收入27.41亿元，渗透率0.29%。

● 22Q1业绩高速增长，预计实现归母净利润1.45亿元-1.53亿元

2022年3月28日，公司发布《2022年第一季度业绩预增公告》。公司预计2022年第一季度实现营业收入116亿元-122亿元，同比增长90.91%-100.78%；预计实现归母净利润1.45亿元-1.53亿元，同比增长85.85%-96.10%；预计实现扣非归母净利润1.40亿元-1.48亿元，同比增长83.70%-94.19%，业绩增长的主要原因是公司网上商品交易收入增长所致。2022年，公司旗下各多多电商继续大力实施积极高效的上下游策略，平台交易量增长较快，推动收入和毛利的增长，从而实现了净利润的增长。

● 盈利预测与投资建议

公司定位于B2B电商和产业互联网平台，在中国数十万亿级别的B2B市场持续发力。预测公司2022-2024年营业收入为647.95、1070.82、1642.01亿元，归母净利润为9.24、14.91、22.60亿元，EPS为2.69、4.34、6.57元/股，对应PE为39.60、24.55、16.20倍。上市以来，公司PE主要运行在50-140倍之间，目前，计算机（申万）指数的PE TTM为41.1倍，给予公司2022年55倍的目标PE，目标价为147.95元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；B2B电商市场竞争加剧；新业务拓展不及预期；预付款较高的风险；主要商品价格大幅波动引起公司盈利能力波动的风险。

当前价/目标价：106.46元/147.95元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：147.6 / 87.5

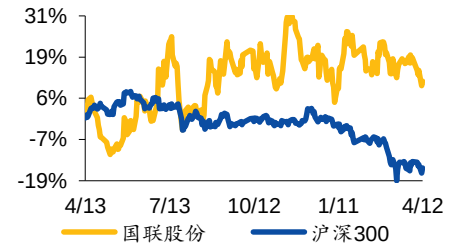
A股流通股（百万股）：222.13

A股总股本（百万股）：343.90

流通市值（百万元）：23648.25

总市值（百万元）：36611.62

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-国联股份(603613.SH)2021年三季报点评：业绩延续高增，云工厂推进顺利》2021.10.28

《国元证券公司研究-国联股份(603613.SH)2021年半年度报告点评：业绩突破预告上限，多多高增势头不减》2021.08.20

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17157.78	37229.79	64794.61	107081.90	164200.74
收入同比(%)	138.38	116.98	74.04	65.26	53.34
归母净利润(百万元)	304.48	578.41	924.48	1491.14	2260.34
归母净利润同比(%)	91.57	89.97	59.83	61.29	51.59
ROE(%)	8.06	13.37	17.60	22.74	26.59
每股收益(元)(最新摊薄)	0.89	1.68	2.69	4.34	6.57
市盈率(P/E)	120.24	63.30	39.60	24.55	16.20

资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6549.11	9242.80	11020.89	15497.60	21653.13
现金	2993.30	3697.37	3354.42	4733.66	6737.93
应收账款	163.86	338.85	550.75	781.70	1018.04
其他应收款	3.24	13.54	25.92	32.12	41.05
预付账款	1182.00	2513.33	4465.42	7349.42	11218.41
存货	30.14	70.17	106.62	165.85	238.35
其他流动资产	2176.57	2609.55	2517.75	2434.84	2399.34
非流动资产	175.71	286.02	276.24	304.00	333.98
长期投资	4.41	8.14	9.02	9.34	9.78
固定资产	108.24	129.78	136.23	143.67	152.40
无形资产	20.34	39.11	46.75	56.87	68.10
其他非流动资产	42.72	108.98	84.24	94.12	103.70
资产总计	6724.82	9528.82	11297.13	15801.59	21987.11
流动负债	2814.02	4924.78	5567.49	8441.41	12192.66
短期借款	396.50	921.66	439.28	475.67	502.30
应付账款	207.67	221.58	382.57	601.22	889.85
其他流动负债	2209.85	3781.54	4745.64	7364.52	10800.51
非流动负债	0.22	1.83	0.26	0.31	0.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.22	1.83	0.26	0.31	0.36
负债合计	2814.25	4926.60	5567.75	8441.72	12193.02
少数股东权益	130.62	275.18	477.86	802.86	1291.80
股本	237.17	343.90	343.90	343.90	343.90
资本公积	2905.97	2799.22	2799.22	2799.22	2799.22
留存收益	636.81	1183.92	2108.40	3413.90	5359.17
归属母公司股东权益	3779.95	4327.03	5251.52	6557.02	8502.28
负债和股东权益	6724.82	9528.82	11297.13	15801.59	21987.11

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	776.74	271.22	-20.99	1384.39	2171.36
净利润	358.00	705.75	1127.16	1816.13	2749.29
折旧摊销	5.62	12.64	9.24	9.98	10.85
财务费用	0.65	-2.77	9.74	-1.77	-8.97
投资损失	-10.26	-31.80	-12.93	-11.02	-10.02
营运资金变动	458.64	37.13	-577.93	-510.84	-645.50
其他经营现金流	-35.91	-449.72	-576.26	81.92	75.71
投资活动现金流	-2104.60	-679.56	162.42	79.15	73.43
资本支出	114.22	78.12	12.93	14.57	16.61
长期投资	22.40	31.99	-26.68	2.65	2.45
其他投资现金流	-1967.99	-569.45	148.67	96.37	92.49
筹资活动现金流	2547.70	432.91	-484.37	-84.30	-240.52
短期借款	150.12	525.16	-482.38	36.39	26.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	96.36	106.73	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2315.84	-106.75	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-14.62	-92.22	-2.00	-120.69	-267.15
现金净增加额	1219.88	24.34	-342.94	1379.24	2004.27

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17157.78	37229.79	64794.61	107081.90	164200.74
营业成本	16566.09	36016.54	62716.64	103658.89	158900.93
营业税金及附加	9.14	26.91	45.36	74.96	114.94
营业费用	85.76	172.66	311.01	524.70	821.00
管理费用	44.09	66.71	123.11	224.87	377.66
研发费用	29.22	66.64	119.96	215.93	377.88
财务费用	0.65	-2.77	9.74	-1.77	-8.97
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.26	31.80	12.93	11.02	10.02
营业利润	458.17	928.82	1484.31	2392.66	3623.10
营业外收入	12.11	5.12	6.35	7.41	8.53
营业外支出	0.17	1.32	1.48	1.59	1.72
利润总额	470.12	932.63	1489.18	2398.48	3629.91
所得税	112.12	226.88	362.02	582.35	880.62
净利润	358.00	705.75	1127.16	1816.13	2749.29
少数股东损益	53.52	127.34	202.68	324.99	488.95
归属母公司净利润	304.48	578.41	924.48	1491.14	2260.34
EBITDA	464.45	938.69	1503.29	2400.87	3624.97
EPS (元)	1.28	1.68	2.69	4.34	6.57

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	138.38	116.98	74.04	65.26	53.34
营业利润(%)	92.19	102.72	59.81	61.20	51.43
归属母公司净利润(%)	91.57	89.97	59.83	61.29	51.59
获利能力					
毛利率(%)	3.45	3.26	3.21	3.20	3.23
净利率(%)	1.77	1.55	1.43	1.39	1.38
ROE(%)	8.06	13.37	17.60	22.74	26.59
偿债能力					
资产负债率(%)	41.85	51.70	49.28	53.42	55.46
净负债比率(%)	14.09	18.77	7.89	5.63	4.12
流动比率	2.33	1.88	1.98	1.84	1.78
速动比率	2.32	1.86	1.96	1.82	1.76
营运能力					
总资产周转率	3.83	4.58	6.22	7.90	8.69
应收账款周转率	129.25	139.93	142.68	160.73	182.47
应付账款周转率	100.99	167.81	207.62	210.73	213.14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.68	2.69	4.34	6.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.26	0.79	-0.06	4.03	6.31
每股净资产(最新摊薄)	10.99	12.58	15.27	19.07	24.72
估值比率					
P/E	120.24	63.30	39.60	24.55	16.20
P/B	9.69	8.46	6.97	5.58	4.31
EV/EBITDA	70.33	34.80	21.73	13.60	9.01

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188