消费升级与娱乐研究中心

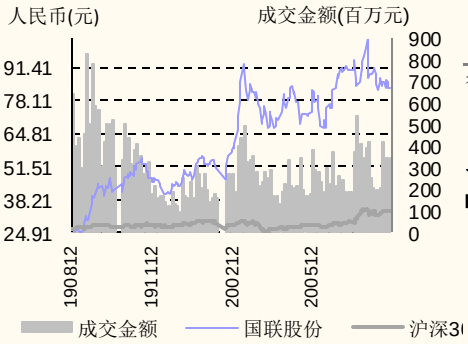
国联股份 (603613.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：82.78 元
目标价格（人民币）：107.60-107.60 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.04
已上市流通 A 股(亿股)	1.20
总市值(亿元)	169.02
年内股价最高最低(元)	103.11/82.33
沪深 300 指数	4725
上证指数	3379



相关报告

1.《To B 电商踏浪者，工业品产业枢纽势渐成-《国联股份深度》》，2020.5.28
2.《公司首次覆盖（国联股份 603613.SH）-公司首次覆盖（国...》，2019.11.3

1H20 收入+133%YoY，产业平台价值日渐凸显

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.217	1.527	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)	1.82	6.11	1.41	1.77	5.23
市盈率(倍)	0.00	49.57	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(%)	29.43%	19.91%	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

业绩简评

- **工业品拼购平台高速发展推动公司业绩大幅增长。**2020 年 8 月 11 日，国联股份发布 2020 年半年报，报告期内实现收入 58.08 亿/+133.0%YoY；归母净利 1.14 亿/+75.0%YoY。营收的快速增长主要得益于疫情期间公司迅速响应，上线产业链“战疫”计划，通过工业品/原材料带货直播、百团拼购等活动转危为机，旗下各大多多电商平台实现交易量大幅增长。
- **毛利率较 Q1 有所提升：**1H20 公司整体毛利率为 4.25%/-3.43pct，考虑到毛利较低的网上商品交易业务增速较快，且当前多多平台运营的重心在于让利消费者培养用户基础，因此我们认为公司整体毛利率有所下滑为正常现象；对应 Q2 毛利率为 4.54%/-3.46pct，较 Q1 环比增长 0.72pct 有所回升，我们认为这主要是 Q1 销售的抗疫工业品毛利率较低所致。
- **各费用率下降，规模效应开始显现。**1H20 公司销售费用率为 0.89%/-1.56pct；管理费用率为 0.31%/-0.27pct，研发费用率为 0.12%/-0.26pct；财务费用率为 0.15%/-0.04pct，各费用率均较去年同期有所下降，体现出多多平台体量增长后的规模效应。净利率较 Q1 回升，预示公司开始走出疫情停产的影响。上半年公司净利率为 2.30%/-0.78pct，对应 Q2 净利率为 2.53%/-1.00pct。Q2 净利率较 Q1 环比增长 0.55pct。
- **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。随着多多平台规模不断扩大，其作为互联网平台的核心价值也不断增长，同时与产业间的联系加深，巩固公司产业互联网 To B 电商交易/服务枢纽地位。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。维持买入评级，目标价 107.6 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

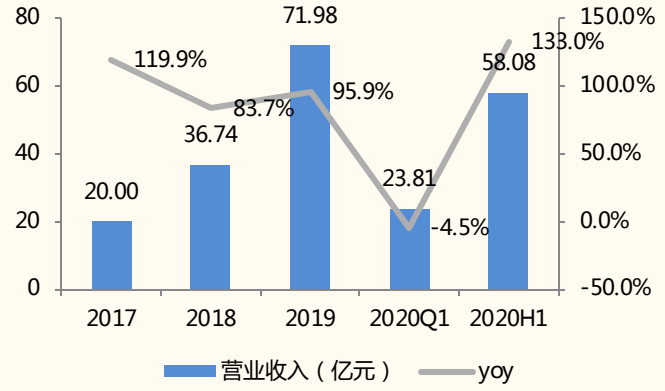
吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

业绩简评

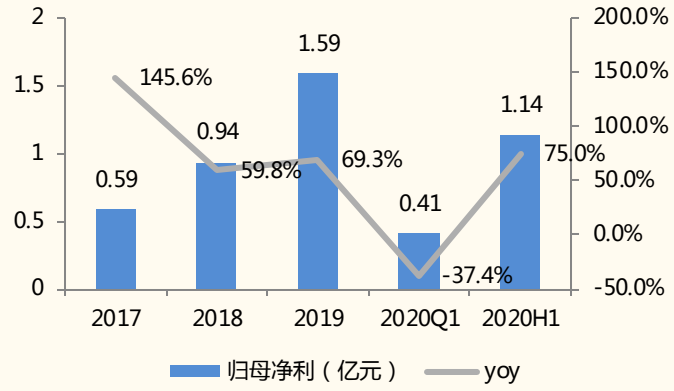
- **工业品拼购平台高速发展推动公司业绩大幅增长。**2020 年 8 月 11 日，国联股份发布 2020 年半年报，报告期内实现收入 58.08 亿/+133.0%YoY；归母净利 1.14 亿/+75.0%YoY。营收的快速增长主要得益于疫情期间公司迅速响应，上线产业链“战疫”计划，通过工业品/原材料带货直播、百团拼购等活动转危为机，旗下各大多多电商平台实现交易量大幅增长。

图表 1：公司 1H20 收入为 80.08 亿/+133%YoY



来源：公司公告，国金证券研究所

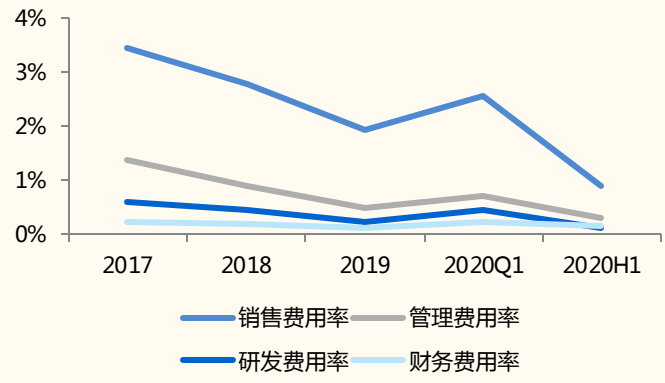
图表 2：公司 1H20 归母净利为 1.14 亿/75.0%YoY



来源：公司公告，国金证券研究所

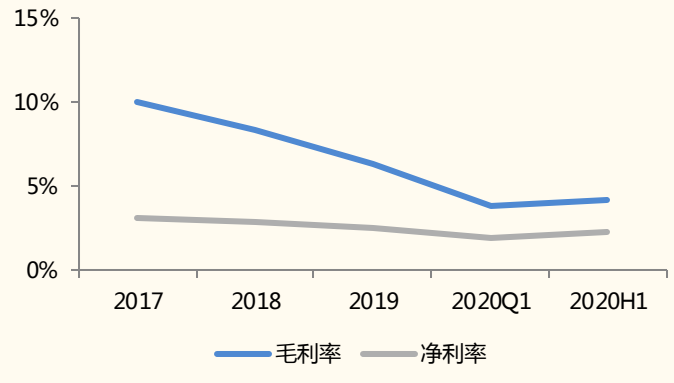
- **毛利率较 Q1 有所提升：**1H20 公司整体毛利率为 4.25%/-3.43pct，考虑到毛利较低的网上商品交易业务增速较快，且当前多多平台运营的重心在于让利消费者培养用户基础，因此我们认为公司整体毛利率有所下滑为正常现象；对应 Q2 毛利率为 4.54%/-3.46pct，较 Q1 环比增长 0.72pct 有所回升，我们认为这主要是 Q1 销售的抗疫工业品毛利率较低所致。
- **各费用率下降，规模效应开始显现。**1H20 公司销售费用率为 0.89%/-1.56pct；管理费用率为 0.31%/-0.27pct，研发费用率为 0.12%/-0.26pct；财务费用率为 0.15%/-0.04pct，各费用率均较去年同期有所下降，体现出多多平台体量增长后的规模效应。**净利率较 Q1 有所回升，预示公司开始走出疫情停产的影响。**上半年公司净利率为 2.30%/-0.78pct，对应 Q2 净利率为 2.53%/-1.00pct。Q2 净利率较 Q1 环比增长 0.55pct。

图表 3：上半年各费用率均低于 Q1



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：上半年各费用率均低于 Q1



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。随着多多平台规模不断扩大，其作为互联网平台的核心价值也不断增长，同时与产业联系加深，巩固公司产业互联网 To B 电商交易/服务枢纽地位。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。维持买入评级，目标价 107.6 元。

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	1
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.67**

来源：朝阳永续

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。

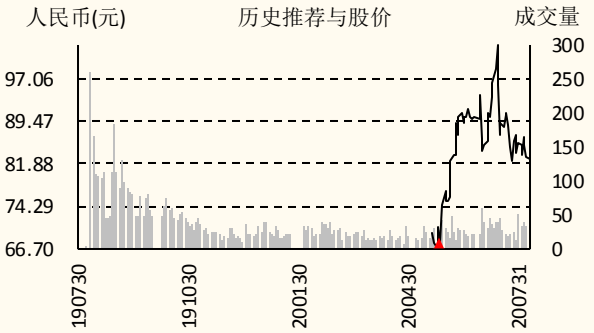
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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
2	2020-05-28	买入	66.82	86.00～86.00

来源：国金证券研究所



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