

证券研究报告 / 公司深度报告

B2B 平台领跑者，平台、科技、数据打通工业互联网

买入

上次评级: 买入

报告摘要:

B2B 和产业互联网领先平台，发展进入快速成长期。 公司是国内领先的 B2B 和产业互联网平台，依托国联资源网、多多平台、国联云等分别开展商业信息服务、商品交易业务和互联网应用服务，2019 年和 2020 年上半年，公司实现营业收入 72.0 亿元 (+95.9%) 和 58.1 亿元 (+133.0%)，公司实现归母净利润 1.6 亿元 (+69.3%) 和 1.1 亿元 (+75.0%)，公司进入高速发展期。

B2B 行业渗透率加速提升，市场空间广阔，竞争格局一超多强。 中国工业品 B2B 电商市场线上交易规模迅速提升，预计由 2019 年的 7000 亿规模提升至 2024 年的 2.3 万亿，市场空间广阔。中国 B2B 电商市场呈“一超多强”、“各有所长”的市场格局，公司主要在内贸服务领域和涂料化工、玻璃、卫生用品等行业具有领先优势。

多多平台：从交易切入，越做越“多”的垂直产业互联网平台。 我们认为多多平台的核心壁垒在于：

- 1) 国联资源网深耕十余年商业信息服务行业，构建产业资源积累壁垒，成为公司进军 B2B 电商和产业互联网平台的基石。
- 2) 从交易切入产业互联网平台，构建信任、数据和科技的先发优势。
- 3) 形成行业、团队、产品、上游和下游的经营策略，多多平台依据产业链思维迅速拓展。
- 4) 积极推广 SaaS 化工具，践行平台战略做深产业互联网。

国联云：打造技术服务平台，践行科技+数据战略。 公司以国联云为主体提供互联网技术业务服务，是公司科技和数据战略的支撑，服务于泛行业工业企业，2020 年新冠疫情以来，国联云推出工业品/原材料带货直播和行业专家讲座等新模式。

盈利预测：2020-2022 年，预计归母净利润为 2.48/3.78/5.73 亿元，EPS 为 1.22/1.85/2.80 元，当前股价对应的 PE 为 67/44/29 倍，给予公司“买入”评级。

风险提示：新品类及新多多平台拓展不及预期；商品价格波动风险；竞争对手增加导致市场竞争加剧。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,674	7,198	13,260	23,111	36,440
(+/-)%	83.70%	95.93%	84.23%	74.29%	57.67%
归属母公司净利润	94	159	248	378	573
(+/-)%	60.06%	69.33%	56.29%	52.27%	51.39%
每股收益 (元)	0.89	1.32	1.22	1.85	2.80
市盈率	0.00	104.70	66.99	44.00	29.06
市净率	0.00	15.42	12.69	10.00	7.57
净资产收益率 (%)	24.08%	20.96%	20.78%	25.42%	29.64%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.15%	0.23%	0.34%
总股本 (百万股)	106	141	204	204	204

股票数据

2020/9/26

6 个月目标价 (元)	100.60
收盘价 (元)	81.50
12 个月股价区间 (元)	57.61 ~ 136.50
总市值 (百万元)	16,641
总股本 (百万股)	204
A 股 (百万股)	204
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	12%	93%
相对收益	12%	17%	73%

相关报告

《国联股份 (603613): 营收近翻倍增长，经营现金流同增 391%超预期》

20200320

《国联股份 (603613): 多多平台助推业绩高速增长，B2B 2.0 发展“四重奏”可期》

20200110

证券分析师: 赵伟博

执业证书编号: S0550520080001
15652991086 zhaowb@nesc.cn

研究助理: 邵珠印

执业证书编号: S0550119110012
18811346899 shaozy@nesc.cn

目 录

1.	核心观点：B2B 平台领导者，平台、科技、数据打通工业互联网.....	5
2.	B2B 和产业互联网领先平台，进入快速发展期.....	5
2.1.	十余年产业深耕，成就 B2B 和产业互联网领先平台.....	5
2.2.	业绩增速亮眼，多多平台进入快速成长期.....	8
3.	B2B 行业空间广阔，竞争格局一超多强.....	12
3.1.	B2B 行业空间广阔，产业互联网链是未来趋势.....	12
3.2.	一超多强的竞争格局，公司在细分领域构建壁垒.....	15
4.	多多平台：从交易切入，越做越“多”的垂直产业互联网平台	17
4.1.	国联资源网：公司进军 B2B 电商和产业互联网平台的基石.....	18
4.2.	从交易切入产业互联网平台，构建先发优势.....	20
4.3.	五大经营策略，依据产业链思维拓展越做越“多”.....	21
4.4.	积极推广 SaaS 化工具，践行平台战略发展产业互联网	25
5.	国联云：打造技术服务平台，践行科技+数据战略.....	26
5.1.	打造产业和企业数字化技术服务平台，带货直播等新模式告捷.....	26
5.2.	定增计划发布，平台、科技、数据战略打通工业互联网.....	29
6.	盈利预测与估值.....	31
7.	风险提示.....	32

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司业务架构: 垂直电商平台、信息服务平台和互联网技术服务.....	7
图 2: 公司股权结构 (截至 2020 年 6 月 30 日)	8
图 3: 公司营业总收入快速增长	9
图 4: 公司营业总收入结构变化	9
图 5: 整体毛利和毛利率情况.....	9
图 6: 细分业务毛利率情况	9
图 7: 公司主要费用情况.....	10
图 8: 公司主要费用同比情况.....	10
图 9: 归母净利润增长情况	10
图 10: ROE 变化情况.....	10
图 11: 公司经营活动现金流迅速增长.....	11
图 12: 预付账款及其占收入比例.....	12
图 13: 预收账款及其占收入比例.....	12
图 14: 员工总人数变化情况.....	12
图 15: 人均创收、创利和人均薪酬情况	12
图 16: 中国 B2B 电子商务市场的发展阶段	13
图 17: 中国电子商务 B2B 市场交易规模.....	13
图 18: 中国工业品 B2B 电商市场线上交易规模	14
图 19: 中国工业品 B2B 市场交易规模	14
图 20: B2B 电商价值及基础设施要素	15
图 21: 2018 年中国 B2B 电商市场份额 (净额法)	16
图 22: 2019 年产业电商上市公司营收前十	16
图 23: 商品交易业务收入情况	17
图 24: 商品交易业务毛利率情况.....	17
图 25: 商业信息服务收入及同比.....	18
图 26: 国联资源网会员数及同比作图.....	18
图 27: 多多平台来自相关行业分网的各项占比.....	19
图 28: 涂多多来自相关行业分网的各项占比	19
图 29: 卫多多来自相关行业分网的各项占比	19
图 30: 玻多多来自相关行业分网的各项占比	19
图 31: 国联资源网和多多平台会员数量对比	20
图 32: B2B 电商平台解决传统工业品痛点	20
图 33: 多多平台交易流程.....	21
图 34: 多多平台运营策略	22
图 35: 钛供应链上下游延伸策略.....	23
图 36: 涂多多主营产品销售额 (单位: 亿元)	23
图 37: 涂多多主营产品销售额占比.....	23
图 38: 公司总资产及周转率.....	24
图 39: 公司运营资本及周转率	24
图 40: 多多平台营业收入增长迅速	24
图 41: 多多平台双十一电商节订单金额猛增.....	24
图 42: 云物流系统工作流程.....	25

图 43: 多多平台上各种运输方式销售金额.....	26
图 44: 多多平台上各种运输方式销售金额占比.....	26
图 45: 多多电商的平台战略.....	26
图 46: 互联网应用服务收入情况.....	28
图 47: 互联网应用服务毛利率情况.....	28
图 48: 多多平台直播带货现场.....	28
图 49: 公司直播带货模式体系建设.....	29
图 50: 公司“平台、科技、数据”产业互联网战略.....	30
表 1: 国联股份管理层团队.....	7
表 2: 可比公司杜邦分析.....	10
表 3: 钛产业链相关市场空间测量.....	14
表 4: 国联云云产品与云方案及其相关功能.....	16
表 5: 公司网上商品交易服务业务体系.....	17
表 6: 国联云云产品与云方案及其相关功能.....	27
表 7: B 端与 C 端电商平台带货模式对比.....	29
表 8: 公司 2020 年度非公开发行 A 股股票预案.....	30
表 9: 公司整体收入及毛利率预测 (单位: 百万元).....	31
表 10: 公司整体费用及净利润预测 (单位: 百万元).....	32

1. 核心观点：B2B 平台领导者，平台、科技、数据打通工业互联网

B2B 和产业互联网领先平台，进入快速成长期。 公司是国内领先的 B2B 和产业互联网平台，依托国联资源网、多多平台、国联云等分别开展商业信息服务、商品交易业务和互联网应用服务，多多电商平台是公司主要收入和利润来源，提供网上商品交易服务（包括自营和第三方）和 SaaS 服务。2019 年和 2020H1，公司实现营业收入 72.0 亿元（+95.9%）和 58.1 亿元（+133.0%），公司实现归母净利润 1.6 亿元（+69.3%）和 1.1 亿元（+75.0%），公司进入高速发展期。

B2B 行业渗透率加速提升，市场空间广阔，竞争格局一超多强。 中国 B2B 电子商务市场的交易规模从 2012 年的 6.25 万亿元迅速增长到 2018 年的 22.50 万亿元，复合增长率 26.82%；中国工业品 B2B 电商市场线上交易规模迅速提升，预计由 2019 年的 7000 亿规模提升至 2024 年的 2.3 万亿，整体渗透率达到 5% 左右，市场空间广阔。中国 B2B 电商市场呈“一超多强”、“各有所长”的市场格局，以阿里巴巴为 B2B 行业领军者，慧聪集团、上海钢联、生意宝、焦点科技、国联股份等多个竞争者多头并立。公司主要在内贸服务领域和涂料化工、玻璃、卫生用品等行业具有领先优势。

多多平台：从交易切入，越做越“多”的垂直产业互联网平台。 多多平台是公司面向交易服务型 B2B 电子商务平台，我们认为多多平台的核心壁垒为：

- 1) 国联资源网深耕十余年商业信息服务行业，构建产业资源积累壁垒，成为公司进军 B2B 电商和产业互联网平台的基石。
- 2) 从交易切入产业互联网平台，构建信任、数据和科技的先发优势。
- 3) 形成行业、团队、产品、上游和下游的经营策略，多多平台依据产业链思维迅速拓展。
- 4) 积极推广 SaaS 化工具，践行平台战略做深产业互联网。

国联云：打造技术服务平台，践行科技+数据战略。 公司以国联云为主体提供互联网技术业务服务，是公司科技和数据战略的支撑，服务于泛行业工业企业，提供全网技术架构、电子商务、云 ERP、智慧工厂等解决方案。2020 年新冠疫情以来，国联云推出工业品/原材料带货直播和行业专家讲座等新模式。

盈利预测与估值： 预计 2020-2022 年，公司整体收入分别为 132.6/231.1/364.4 亿元，收入增速分别为 84.2%/74.3%/57.7%；归母净利润为 2.48/3.78/5.73 亿元，增速分别为 56.3%/52.3%/51.4%。给予公司 2022 年 50 倍目标 PE，对应 257.7-286.3 亿元目标市值，假定折现率为 12%，给予公司 2020 年 205.4-228.2 亿元目标市值，对应目标价 100.6-111.8 元，给予公司“买入”评级。

风险提示： 新品类及新多多平台拓展不及预期；商品价格波动风险；竞争对手增加导致市场竞争加剧。

2. B2B 和产业互联网领先平台，进入快速发展期

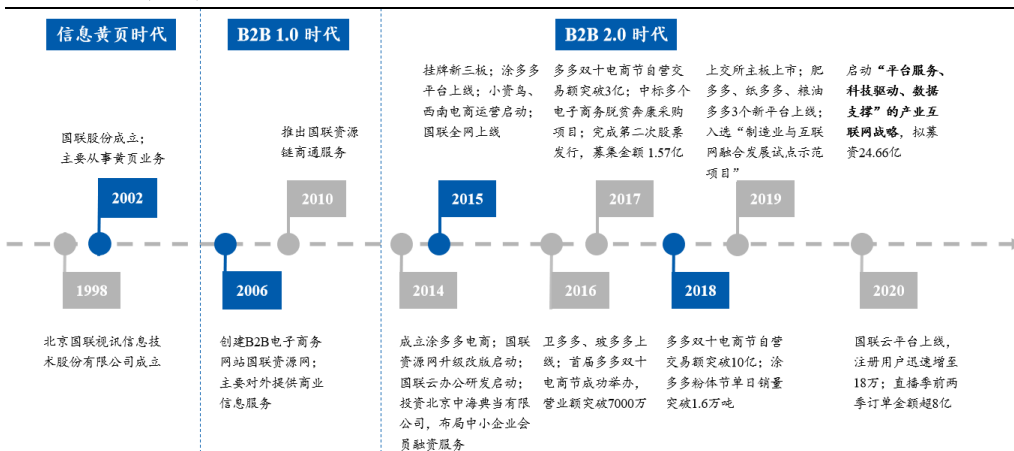
2.1. 十余年产业深耕，成就 B2B 和产业互联网领先平台

B2B 和产业互联网领先平台。国联股份成立于 2002 年，是国内领先 B2B 电商和产业互联网平台，依托国联资源网、多多平台、国联全网等分别开展商业信息服务、商品交易业务和互联网应用服务。公司成立初期主要从事黄页业务，随着互联网的普及，2005 年，公司开始借助于互联网为企业提供 B2B 电子商务服务，可分为两个阶段：

2005-2013 年，公司发展以商业信息服务为主的 B2B 1.0 业务。公司成立初期主要从事黄页业务，2005 年公司借助互联网开始提供 B2B 电子商务服务，2006 年，公司创建国联资源网作为 B2B 信息服务平台，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。

2014 年至今，公司切入商品交易阶段，逐步走向产业互联网。2014 年，B2B 电子商务发展到以网上商品交易为核心的新阶段，公司基于国联资源网中具有优势的产业分网，陆续成立涂多多、玻多多和卫多多肥多多、纸多多、粮油多多垂直电商平台，为涂料化工、卫生用品、玻璃、造纸、化肥、粮油等产业上下游提供自主电商、第三方电商和 SaaS 服务。此外，公司通过小资鸟、国联全网、西南电商分别于 2014 年 12 月、2015 年 3 月、2015 年 8 月开始提供“互联网+”解决方案和电商运营等互联网技术服务。2020 年，公司启动“平台服务、科技驱动、数据支撑”的产业互联网战略。

图 1：公司发展历程



数据来源：东北证券，公司官网

商业信息服务为基，布局垂直电商平台和“互联网+”业务。公司通过国联资源网提供商业信息服务，主要通过提供会员服务，向企业会员收取订阅费和服务费，国联资源网业务覆盖 100 余个工业行业领域，拥有超过 250 万注册会员企业、1000 万黄页数据库和 5000 万招投标信息资源，是公司垂直电商平台和“互联网+”技术服务的基础。多多电商平台是公司主要收入和利润来源，提供网上商品交易服务（包括自营和第三方）和 SaaS 服务。此外，国联云平台定位于产业和企业数字化技术服务平台，提供全网技术架构、电子商务、云 ERP、智慧工厂等解决方案和行业直播、远程办公、视频会议等云应用服务。

图 2: 公司业务架构: 垂直电商平台、信息服务平台和互联网技术服务



数据来源: 东北证券, 公司公告

管理团队稳定, 骨干成员产业功底深厚。公司创始人刘泉先生和钱晓钧先生毕业于中国人民大学, 现分别担任公司董事长和总经理; 公司董事、副总经理兼董事会秘书刘源女士于 2000 年加入团队; 公司副总经理潘勇先生于 2007 年加入公司; 公司董事、财务总监田涛先生于 2004 年加入公司等, 公司主要管理人员大多伴随公司发展十余年时间, 产业功底深厚。

表 1: 国联股份管理层团队

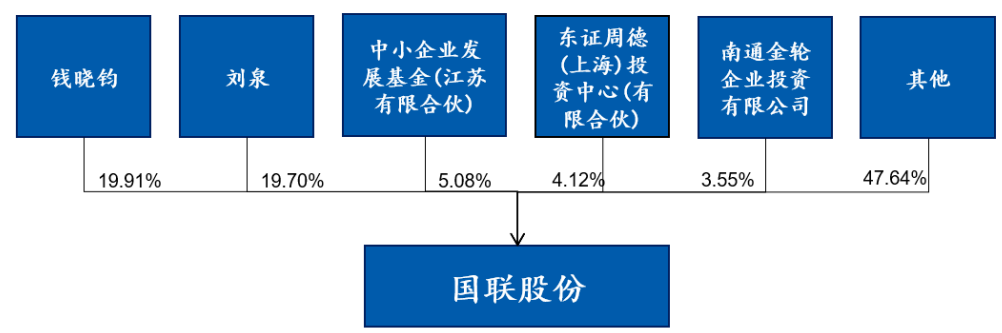
姓名	现任职务	简介
刘泉	董事长, 董事	中国国籍, 无境外永久居留权, 男, 1976 年 12 月出生, 中国人民大学经济学学士, 长江商学院 EMBA。担任北京市十二届人民政协委员, 北京市八届九届十届十一届青联委员, 北京市工商联执委, 北京市海淀区七届八届九届人民政协委员。2002 年 9 月至今任国联股份董事长。
钱晓钧	董事, 总经理	中国国籍, 无境外永久居留权, 男, 1975 年 2 月出生, 中国人民大学经济学学士, 北京大学经济学硕士。2010 年 2 月至今任中国石油和化学工业联合会中小企业工作委员会常务副主任委员; 2012 年 9 月至今任中国石油和石化工程研究会副理事长; 2013 年 11 月至今任中国设备管理协会副会长; 2002 年 9 月至今, 任国联股份董事、总经理, 兼任国联全网董事、中招阳光执行董事、中投经合执行董事、北京卫多多执行董事、中艺博雅执行董事、小资鸟执行董事、涂多多电商执行董事、涂多多信息执行董事、张家港涂多多执行董事、玻多多电商执行董事。
刘源	董事、副总经理、 董事会秘书	中国国籍, 无境外永久居留权, 女, 1975 年 4 月出生, 北京大学法学学士。中共北京市海淀区第十二次代表大会代表。1995 年至 1997 年 4 月任北大资源集团有限公司职员; 1997 年 5 月至 2000 年 12 月任北京东盟信息技术有限公司副总经理; 2000 年 12 月至 2002 年 9 月任国联广告副总经理; 2002 年 9 月起在国联股份任职, 曾任资源合作、项目策划中心总监, 现任董事、副总经理、董事会秘书, 兼任中艺博雅监事、小资鸟监事、涂多多电商监事、卫多多电商监事、玻多多电商监事、涂多多信息监事。
潘勇	副总经理、资本与	中国国籍, 无境外永久居留权, 男, 1977 年 3 月出生, 北京大学光华管理学院管理科学

战略部总经理	士、MBA。1999年7月至2007年3月任北京机经网信息技术有限公司市场总监；2007年3月至今任国联股份副总经理；2019年7月兼任资本与战略部总经理。
田涛 董事，财务总监	中国国籍，无境外永久居留权，男，1973年9月出生，高级会计师。1995年7月至1999年5月任北京京华信托投资有限公司会计；1999年6月至2000年10月任北京律华会计师事务所有限公司审计师；2000年10月至2004年6月任北京华铁宏达信息集团有限公司会计；2004年6月加入国联股份，先后担任财务部高级经理、监事，现任国联股份董事、财务总监，兼任巴中国联监事、蜀品天下监事。
程社鑫 董事	中国香港永久居民，持有证件号码为H08937154的港澳居民往来内地通行证，男，1954年5月出生，澳洲The University Of Wollongong商业荣誉硕士学位。2002年9月加入国联股份，历任财务总监、副总经理；现任国联股份董事，审计部总监。
李映芝 董事	中国国籍，无境外永久居留权，女，1976年2月出生。2002年9月至今任国联股份董事，兼任中招阳光监事。
刘晋 董事	中国国籍，无境外永久居留权，男，1986年2月出生，硕士学历。2011至2013年在中国移动通信集团江苏有限公司任区域校园市场总监；2013至2014年任江苏高投创业投资管理有限公司投资经理；2014至今任江苏毅达股权投资基金管理有限公司投资银行部投资总监；2017年5月至今任上海爱可生信息技术股份有限公司监事；2017年5月至今在国联股份任董事。

数据来源：东北证券，Wind，公司招股说明书

股权比例较为集中。截至2020年6月30日，公司前十大股东中持股比例合计占总股本60.47%，实际控制人刘泉先生和钱晓钧先生的持股比例分别为19.70%和19.91%。公司还拥有安泰盛投、国锦盛世和宏联科创三个员工持股平台，系2011年12月公司第一次增资时设立，间接持有公司3.77%股权，涉及国联资源网各部门、涂多多、卫多多和玻多多等骨干人员近百余人。

图 2: 公司股权结构 (截至 2020 年 6 月 30 日)

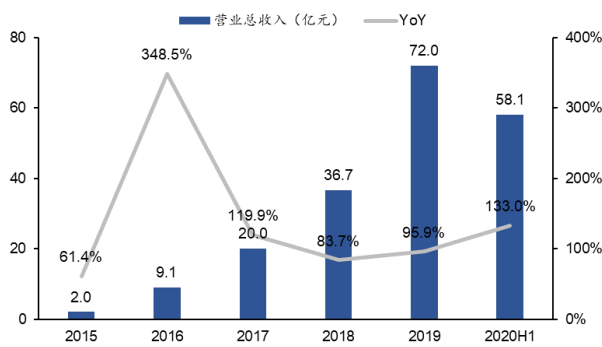


数据来源：东北证券，公司公告

2.2. 业绩增速亮眼，多多平台进入快速成长期

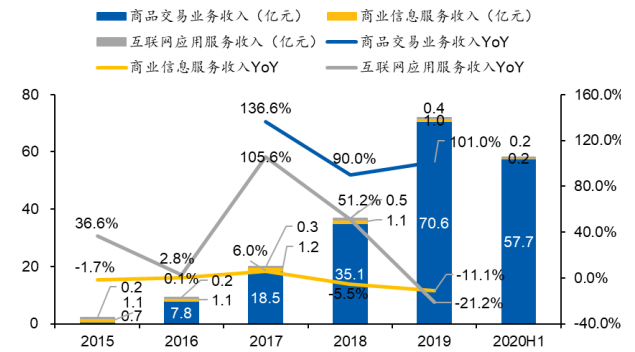
营业收入快速增长，商品交易服务收入接近 100%。2019 年，公司实现营业收入 72.0 亿元，同比增长 95.9%；2020H1，公司实现营业收入 58.1 亿元，同比增长 133.0%，增速进一步提升。公司细分业务中，商品交易业务贡献了绝大部分收入，2019 年，占比达到 98.1%，且实现翻倍增长。商业信息服务收入和互联网应用服务略有下降，2019 年，商业信息服务收入达到 1.0 亿元，同比下降 11.13%；互联网应用服务收入为 0.4 亿元，同比下降 21.2%。

图 3: 公司营业总收入快速增长



数据来源: 东北证券, Wind

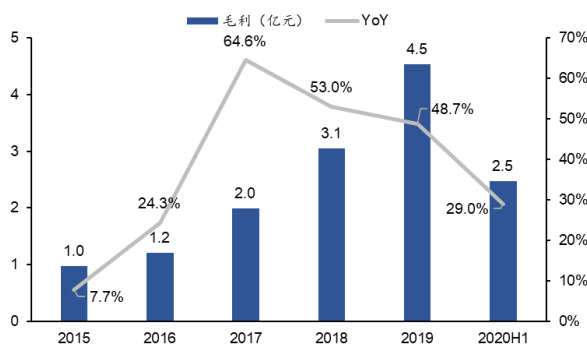
图 4: 公司营业总收入结构变化



数据来源: 东北证券, Wind

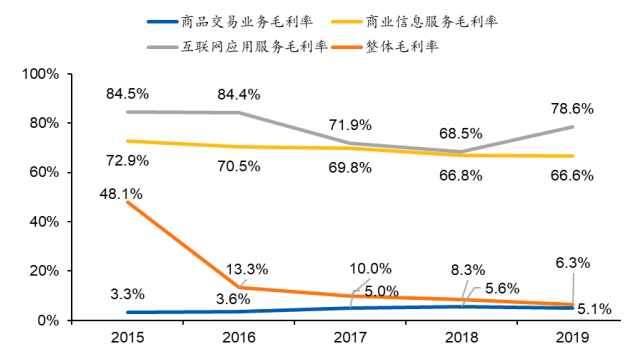
毛利快速提升, 收入结构变化导致毛利率下降。2019年, 公司实现毛利 4.5 亿元, 同比增长 48.7%, 毛利率为 6.3%, 较 2018 年降低 2 pct, 主要是由于公司收入结构中商品交易业务收入占比大幅提升, 公司将下游付款金额确认为收入, 因此其毛利率水平约 5% 左右, 导致整体毛利率有所下降。2020H1, 公司实现毛利 2.5 亿元, 同比增长 29.0%, 毛利率为 4.3%。

图 5: 整体毛利和毛利率情况



数据来源: 东北证券, Wind

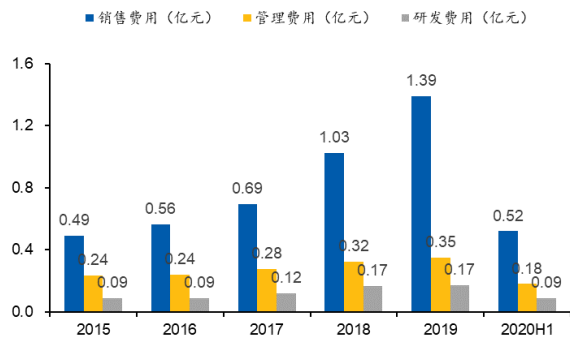
图 6: 细分业务毛利率情况



数据来源: 东北证券, Wind

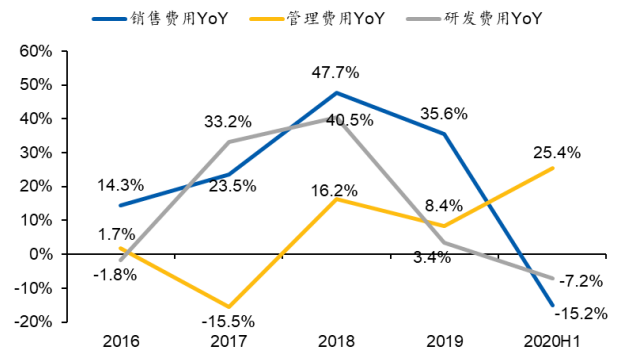
费用增速显著低于收入增速, 费用率有所下降。公司的费用中主要是销售费用, 2019年, 公司销售费用为 1.39 亿, 同比增长 35.57%, 主要由于公司业务规模扩大, 销售人员薪酬提升所致; 管理费用和研发费用分别为 0.35 亿元和 0.177 亿元, 分别同比增长 8.4% 和 3.4%。费用率增速均显著低于收入增速, 导致费用率下降, 2019 年, 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 1.93%/0.49%/0.24%, 相比 2018 年分别下降 0.86/0.39/0.22 个百分点。

图 7: 公司主要费用情况



数据来源: 东北证券, Wind

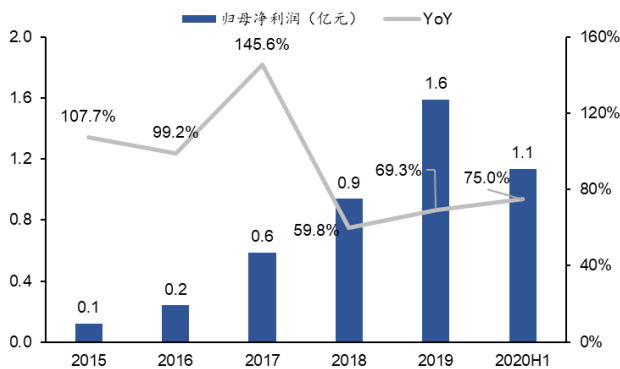
图 8: 公司主要费用同比情况



数据来源: 东北证券, Wind

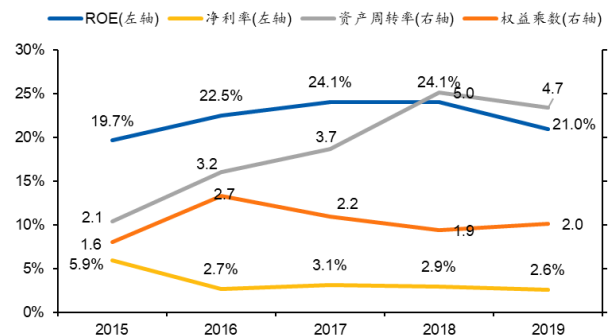
归母净利润稳健增长, ROE 水平受净利率影响略有下降。2019 年, 公司实现归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 69.3%; 2020H1, 公司实现归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 75.0%。由于公司收入规模快速增长, 且由于新开拓多多平台有限扩大交易规模, 导致净利率水平略有降低, 2019 年, 公司净利率为 2.6%, 相比 2018 年下降 0.3 pct, 此外, 2018 年和 2019 年, 公司资产周转率提升显著, 导致公司 ROE 水平变动水平较小, 2019 年, 公司 ROE 为 21.0%。

图 9: 归母净利润增长情况



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: ROE 变化情况



数据来源: 东北证券, Wind

公司净资产收益率在可比公司中处于领先地位。公司净资产收益率较高, 近年基本都在 20% 以上, 在可比公司中处于领先地位。B2B 电商平台商业模式更依赖于交易规模, 公司业务规模越大, 净利率越低, 公司净利率高于上海钢联 (营收超千亿), 低于焦点科技和生意宝 (营收小于十亿); 资产周转率近年基本呈上升态势, 表明公司营运能力不断增强; 权益乘数在可比公司中处中等水平。

表 2: 可比公司杜邦分析

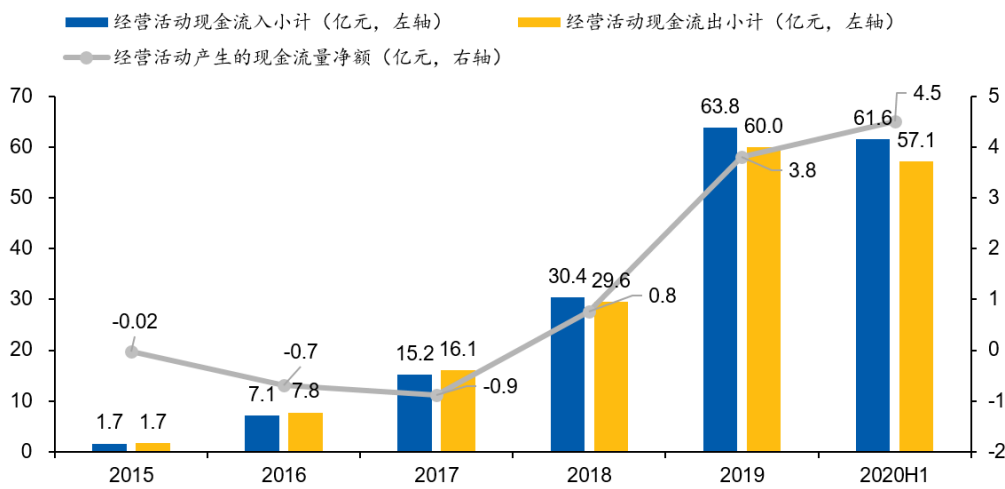
	公司简称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE (%)	国联股份	21.78	9.54	19.66	22.52	24.06	24.08	20.96
	上海钢联	5.83	4.56	-96.19	7.67	7.28	13.58	17.20
	焦点科技	7.95	6.61	8.20	5.61	3.84	3.08	7.99

	生意宝	6.89	6.86	3.69	1.92	2.32	4.15	4.03
	国联股份	10.49	4.60	5.92	2.66	3.11	2.94	2.59
净利率 (%)	上海钢联	1.53	0.18	-2.10	0.07	0.09	0.21	0.27
	焦点科技	26.68	23.38	31.42	15.73	5.80	5.98	14.74
	生意宝	17.03	21.20	10.17	3.71	5.71	8.82	11.08
	国联股份	1.29	1.37	2.07	3.21	3.73	5.03	4.69
资产周转率 (次)	上海钢联	2.12	6.29	12.37	10.81	9.22	9.66	11.98
	焦点科技	0.25	0.24	0.22	0.27	0.48	0.35	0.37
	生意宝	0.34	0.27	0.30	0.36	0.29	0.31	0.24
	国联股份	1.60	1.52	1.60	2.67	2.19	1.87	2.02
权益乘数	上海钢联	1.97	2.92	6.63	13.25	12.08	11.16	9.75
	焦点科技	1.17	1.17	1.20	1.26	1.34	1.40	1.44
	生意宝	1.21	1.22	1.20	1.35	1.51	1.66	1.78
	国联股份	1.60	1.52	1.60	2.67	2.19	1.87	2.02

数据来源：东北证券，Wind

经营活动现金流迅速增长。多多平台成立以来，公司经营活动现金流迅速提升，2019年，公司经营活动现金流入 63.8 亿元，经营活动现金流出 60.0 亿元，实现经营活动产生的现金流量净额 3.8 亿元，同比增长 391%；2020H1，公司实现经营活动产生的现金流量净额 4.5 亿元，同比增长 2141%。

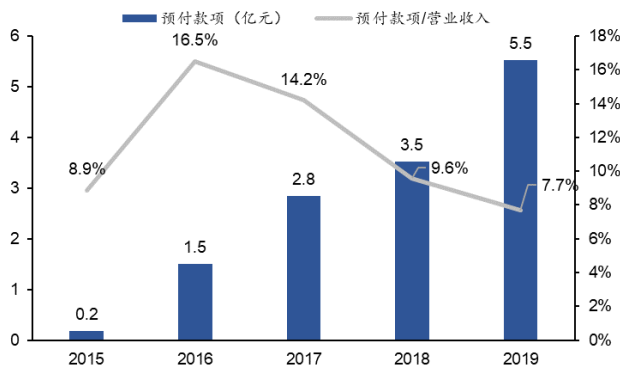
图 11: 公司经营活动现金流迅速增长



数据来源：东北证券，Wind

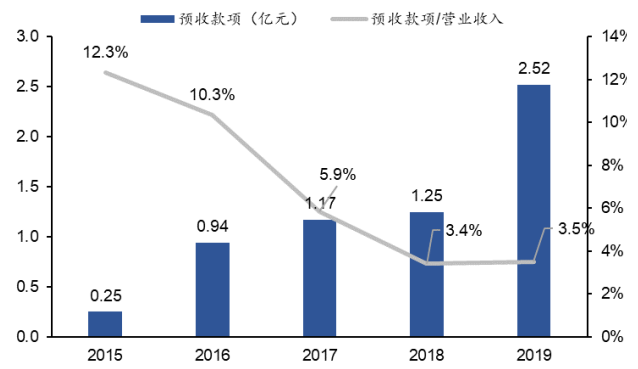
预付账款占收入比例持续下降，预收账款占收入比例趋于稳定，公司议价能力有所提升。公司进行集合采购的过程中，和采购方以及下游客户谈好意向后，签订正式采购合同时，公司给上游支付预付款；同时，公司也开始跟下游拼单客户签订正式销售合同，收取预收款。截至 2019 年底，公司预付账款为 5.5 亿，占 2019 年收入的比例为 7.7%，持续下降，相比 2018 年下降 1.9 个百分点；预收账款为 2.5 亿，占 2019 年收入的比例为 3.5%，相比 2018 年提升 0.1 个百分点，体现出公司对上下游的议价能力有所提升。

图 12: 预付账款及其占收入比例



数据来源: 东北证券, Wind

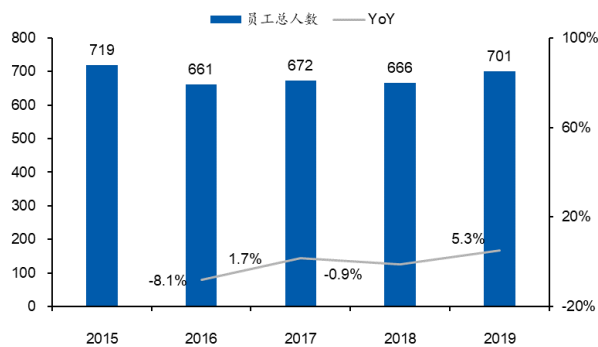
图 13: 预收账款及其占收入比例



数据来源: 东北证券, Wind

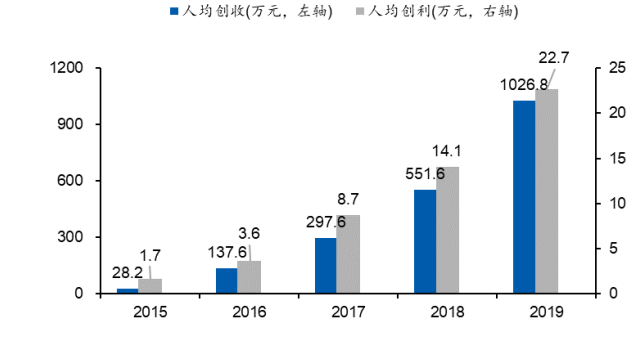
员工人数增速显著低于收入增速, 人均创收和人均创利增加显著。近年来, 公司员工人数保持平稳增长, 增速显著低于收入增速, 主要是由于公司多多平台的开展多基于国联资源网的人员基础, 基本支撑起多多平台业务量的迅速增长。截至 2019 年底, 公司员工总计 701 人, 同比增长 5.3%, 其中销售服务人员 292 人, 采购 71 人, 研发人员 133 人。2019 年, 公司人均创收达到 1026.8 万元, 人均创利 22.7 万元, 增速显著。

图 14: 员工总人数变化情况



数据来源: 东北证券, Wind

图 15: 人均创收、创利和人均薪酬情况



数据来源: 东北证券, Wind

3. B2B 行业空间广阔, 竞争格局一超多强

3.1. B2B 行业空间广阔, 产业互联网链是未来趋势

B2B 电商历经信息黄页时代和交易平台时代, 向数字化供销新时代发展。B2B 电子商务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, 一般以工业品和原材料的信息服务和商品销售为主。回溯 B2B 电商发展, 经历了三个阶段。B2B1.0 模式兴起于 2000 年前后, 以信息交互为主, 主要解决企业获取供求信息的途径和及时性, 撮合交易为主, 典型公司如阿里巴巴、环球资源、慧聪集团、中国制造网等综合型和垂直型 B2B 平台。第二阶段是从 2012 年开始的交易平台时代, 随着大数据、云计算、物联网等技术的不断应用以及经济周期特别是产业周期的变化, 在线交易、SaaS 服务等开始

兴起，B2B 行业由信息服务发展到网上商品交易。第三阶段是从 2017 年开始的数字化供销时代，数字化供销时代仍处在探索阶段，此阶段电商平台开始逐步建立物流、金融等供应链基础设施，并开始形成生态合作伙伴服务体系，打通采购、设计、生产与营销的产业间协同。

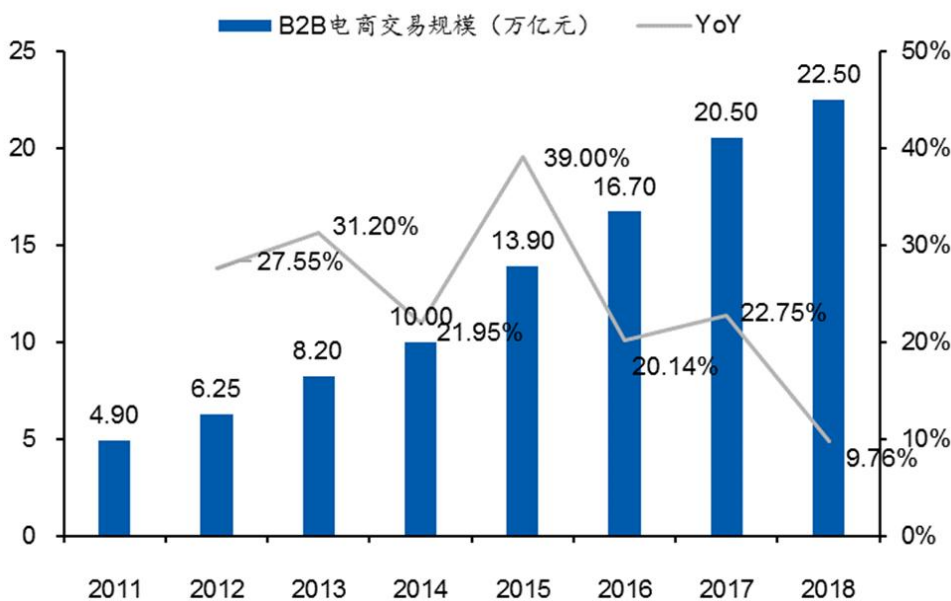
图 16: 中国 B2B 电子商务市场的发展阶段

	信息黄页时代 (1999 -)	交易平台时代 (2012 -)	数字化供销时代 (2017 -)
业务特点	• 以匹配供求双方信息, 撮合交易为主	• 交易开始线上化, 大部分交易行为仍在线下完成	• 线上交易渗透率继续提高
交易品类	• 线上直接交易少	• 服装百货、钢材等品类线上交易	• 更多工业品类 (如MRO、化工等) 展开线上交易
行业发展动力	• 阿里巴巴等一批互联网公司的成立, 中国互联网开始兴起	• 支付宝等网络支付功能开始应用于 B2B 电子商务平台	• 供应链基础设施 (物流金融等) 逐步建立
电商平台提供的产品与服务	黄页服务 • 提供企业信息 • 提供搜索功能	营销服务 • 提供企业信息 • 提供搜索功能 • 线上营销服务	支付服务 • 线上支付 营销服务 • 线上品牌营销 • 渠道数字化 交付/售后服务 • 物流服务 • 线下服务 金融服务 • 线上支付 • 征信、融资 数字化赋能 • 数据分析 • 云服务

数据来源: 东北证券, 贝恩, 阿里巴巴 1688

中国 B2B 电商市场增长迅速，2020 年交易规模将达到 31.50 万亿。近年来，中国 B2B 电子商务市场的交易规模一直以较快速度增长，从 2012 年的 6.25 万亿元迅速增长到 2018 年的 22.50 万亿元，复合增长率 26.82%，营收规模从 160 亿元增长至 600 亿元，复合增长率 24.64%，根据中国电子商务协会的预测，2020 年中国 B2B 电商市场的交易规模将达到 31.50 万亿元。

图 17: 中国电子商务 B2B 市场交易规模

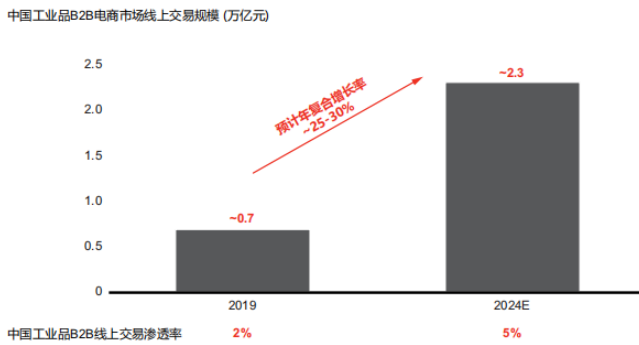


数据来源: 东北证券, 电子商务研究中心

中国工业品 B2B 电商市场线上交易规模迅速提升，预计 2019-2024 年 CAGR 为 25%-30%。根据贝恩公司和阿里巴巴 1688 联合发布的《产业协同，价值深耕：中国新一代工业品电商的趋势展望》报告显示，中国工业品类 B2B 电商快速发展，2015 年至今，工业品类 B2B 电商线上交易量年复合增长率约 30%，2019 年达到 7000 亿规模，但电商渗透率仅 2% 左右，仍处发展初期。未来随着交易量迅速增加带来的规模效应，以及营销服务、金融服务、交付/售后服务、数字化赋能等基础设施的完善，预估到 2024 年，整体工业品类线上交易规模将达到 2.3 万亿，整体渗透率达到 5% 左右，预计 2019-2024 年，中国工业品 B2B 电商市场线上交易的 CAGR 为 25%-30%，其中 MRO、电工电气、机械汽配、化工四个行业的线上交易增速将达 40-50%。

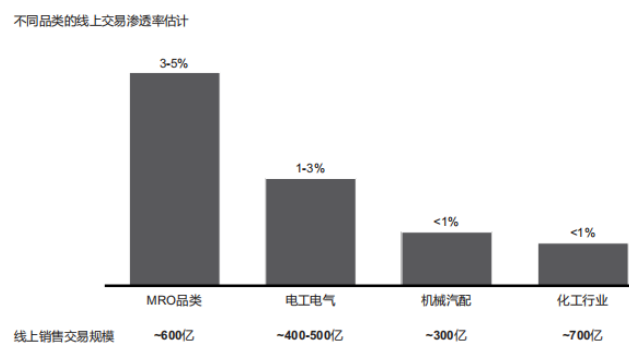
不同品类的线上交易渗透率整体水平较低且差别较大。工业品类 B2B 电商的整体渗透率处于较低水平，MRO、电工电气、机械汽配、化工都处于 <5% 的水平。其中，MRO（非生产性物料）品类标准化水平高、上下游分散，渗透率为 3-5%，化工行业标准化水平相对低、上下游相对集中，并包含大量生产性物料，渗透率小于 1%。

图 18: 中国工业品 B2B 电商市场线上交易规模



数据来源：东北证券，贝恩，阿里巴巴 1688

图 19: 中国工业品 B2B 市场交易规模



数据来源：东北证券，贝恩，阿里巴巴 1688

以钛产业链为例，市场空间约 1000 亿元，2018 年涂多多的渗透率约 1-2%。根据 Wind 产业库数据，2019 年，中国钛白粉产量为 325 万吨，钛精矿约 450 万吨（参考 2018 年数据），四氯化钛产量约 72 万吨，海绵钛 12 万吨，参考涂多多平台上的相关产品价格，我们预计钛产业链的这四类主要产品的市场空间约为 600-700 亿元，考虑到钛精矿、金红石等其他钛产业链产品，整体钛产业链市场空间约 1000 亿。2018 年，涂多多的收入构成中，钛白粉、钛精矿、四氯化钛分别实现收入 6.8 亿元、1.4 亿元和 1.7 亿元，渗透率分别为 1.4%、2.0% 和 3.7%，考虑到金红石（1.6 亿元）、钛渣（0.7 亿元）等单品收入贡献，涂多多的整体渗透率约 1-2%。此外，涂多多平台深耕钛产业链，发展相对较为成熟，公司新开拓的如醇产业链、涂料产业链、塑料产业链等，其渗透率处于更低水平，结合电商行业具有显著的头部效应，未来提升空间广阔。

表 3: 钛产业链相关市场空间测量

产业链条	产量 (万吨)	价格 (万元/吨)	市场空间 (亿元)	涂多多收入 (亿元)	涂多多渗透率
钛白粉	325	1.5	488	6.8	1.4%
钛精矿	450	0.15	68	1.4	2.0%
四氯化钛	72	0.65	47	1.7	3.7%

海绵钛	12	5.2	61
其他			约 300
合计			约 1000

数据来源：东北证券，Wind，招股说明书

从交易电商模式走向产业链服务是未来趋势，数字科技与生态体系持续驱动工业电商发展。当前大部分 B2B 电商现在仍处于“交易+服务”阶段，尚未完全挖掘客户全生命周期的价值。B2B 电商未来的发展方向是向产业链集成服务平台提升，依靠物联网、人工智能、云计算、大数据等数字科技技术提供营销服务、金融服务、交付/售后服务、数字化变革。同时借助生态体系不断完善，进一步提升交易链路上各环节的效率，为供购企业持续创造价值。

图 20: B2B 电商价值及基础设施要素



数据来源：东北证券，贝恩公司，阿里巴巴 1688

3.2. 一超多强的竞争格局，公司在细分领域构建壁垒

中国 B2B 电商市场呈“一超多强”、“各有所长”的市场格局，公司的营收和盈利规模均处于优势地位。以阿里巴巴为 B2B 行业领军者，慧聪集团、上海钢联、生意宝、焦点科技、国联股份等多个竞争者多头并立。据电子商务研究中心监测数据显示，按净额确认营收的方法（净营收=GMV*佣金率）统计，2018 年中国 B2B 电商平台市场中，国联股份以 6.1% 的市场份额排名第五。电子商务研究中心于 2020 年 5 月 28 日发布的《2019 年度中国电商上市公司数据报告》显示，2019 年，产业电商总营收前十名的上市公司营业收入达 2541 亿元，平均营收 254.1 亿元，公司以 71.98 亿营收排名第六位；产业电商上市公司净利润总额为 9.14 亿元，净利润排名前三的是冠福股份（6.89 亿，同比增长 125.41%）、上海钢联（1.8 亿，同比增长 49.34%）、国联股份（1.59 亿，同比增长 69.34%），公司排名第三位。

4. 多多平台：从交易切入，越做越“多”的垂直产业互联网平台

多多平台是公司面向交易服务型 B2B 电子商务平台，为交易、结算、供应链管理等服务的电子商务平台，盈利模式以自营电商差价、交易服务费等为主。从业务细分来看，多多平台提供自营电商、第三方电商和 SaaS 服务三类服务，自营电商是公司获得收入的主要经营模式，第三方电商服务和 SaaS 服务目前均为免费。

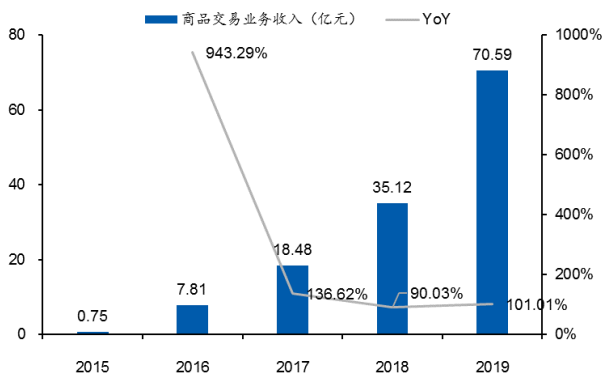
表 5: 公司网上商品交易服务业务体系

业务类型	业务平台	业务细分	业务描述	
网上商品交易服务	涂多多 卫多多	自营电商	公司主要通过多多平台开设网上自营商城，通过集合采购、拼单团购、一站式采购等方式，面向注册用户开展涂料化工、纯碱玻璃、无纺布、生活用纸、工业用纸、化肥农资、粮油等产业链的工业品电商业务	
		第三方电商	公司通过多多平台开设网上集市商城，由涂料化工、纯碱玻璃、无纺布、生活用纸、工业用纸、化肥农资、粮油等产业链的注册供应商自主开设商铺，由注册用户自主选购交易，公司提供第三方撮合服务	
	玻多多 肥多多 纸多多 粮油多多	SaaS 服务	公司通过多多平台为涂料化工、纯碱玻璃、无纺布、生活用纸、工业用纸、化肥农资、粮油等产业链的注册供应商和注册用户提供云 ERP、电子合同、在线支付、智慧物流、智慧工厂、金融科技等数字化服务	

数据来源：东北证券，公司招股说明书

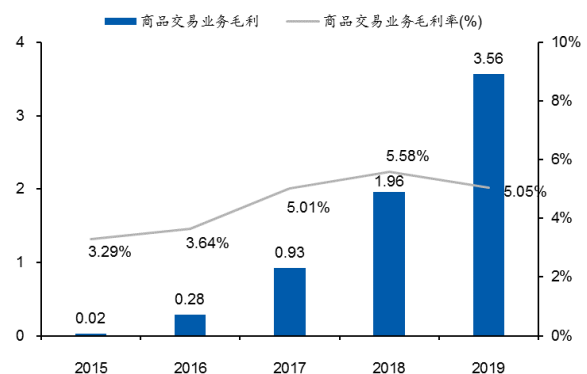
商品交易业务收入大幅提升，毛利率略有下降。2019 年，商品交易业务收入达到 70.59 亿元，同比增长 101.01%，较 2018 年 90.03% 的增速有所提升，主要由于：1) B2B 行业整体升级拓展，公司受益于工业电子商务时代的到来；2) 以涂多多、卫多多、玻多多为代表的多多平台交易量和营收不断提升。2019 年，商品交易业务的毛利率为 5.05%，相比 2018 年下降 0.53 个百分点，商品交易业务毛利率较低的原因是：1) 商品交易业务将下游付款金额确认为收入；2) 多多平台发展初期，为扩大平台影响力，一般采取薄利多销的策略以扩大交易规模，平台具备一定规模效应后，毛利会有所提高。3) 部分品类业务的毛利率较低。

图 23: 商品交易业务收入情况



数据来源：东北证券，Wind

图 24: 商品交易业务毛利率情况



数据来源：东北证券，Wind

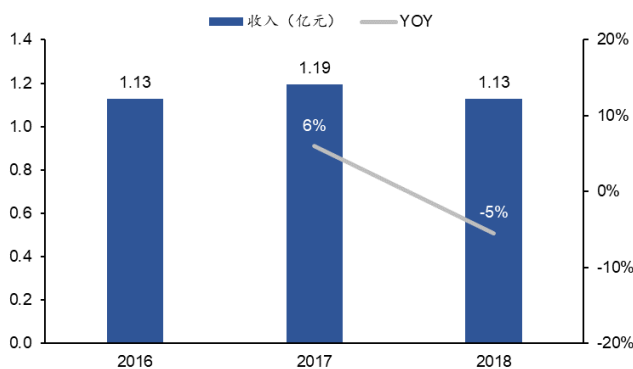
我们认为多多平台的核心壁垒为：

- 1) 国联资源网深耕十余年构建产业资源积累壁垒，成为公司进军 B2B 电商和产业互联网平台的基石。
- 2) 多多从交易切入产业互联网平台，构建信任、数据和科技的先发优势。
- 3) 形成行业策略、团队策略、产品策略、上游策略和下游策略经营，多多平台依据产业链思维迅速拓展。
- 4) 积极推广 SaaS 化工具，践行平台战略发展产业互联网

4.1. 国联资源网：公司进军 B2B 电商和产业互联网平台的基石

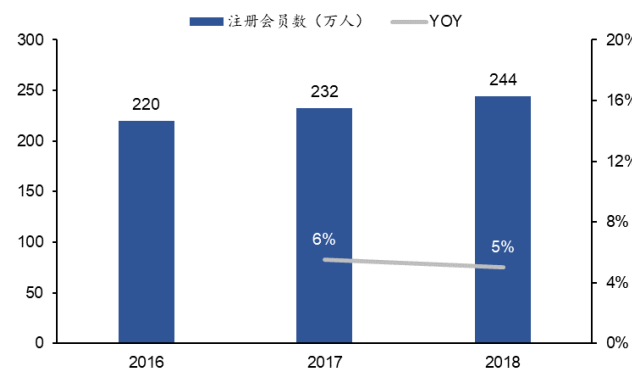
国联资源网深耕十余年构建产业资源积累壁垒，成为多多电商平台孵化基石。国联资源网成立于 2002 年，主要为各行业客户提供基于互联网、线上线下结合的商业信息服务，包括网站会员服务、会展服务、行业资讯服务和代理服务。经过近 20 年积累，国联资源网拥有丰富的电子商务服务经验、行业资源和会员基础，涉及 100 多个行业，拥有 255 万注册会员、20 余万活跃用户和 1000 万企业黄页数据库，构建起 B2B 产业资源的竞争壁垒，是公司 B2B 垂直电商平台和“互联网+”技术服务的基础。国联资源网的行业资源支持公司孵化不同垂直领域的多多电商平台，如涂多多来自于涂料产业网、油墨产业网、胶黏剂产业网、水性涂料行业协作联盟等行业分网；卫多多来自于卫生用品产业网、造纸产业网、生活原纸行业协作联盟等行业分网；玻多多来自于玻璃产业网、玻璃行业协作联盟等行业分网。其创始核心团队均在国联资源网的相关行业分网工作多年，行业资源丰富，而多多电商的技术团队也是在国联资源网技术团队基础上扩建设立。2016-2018 年，公司商业信息服务收入分别为 1.13/1.19/1.13 亿元，总体表现平稳；2016-2018 年，国联资源网注册会员数稳中有增，分别为 220/232/244 万人。

图 25: 商业信息服务收入及同比



数据来源：东北证券，Wind

图 26: 国联资源网会员数及同比作图

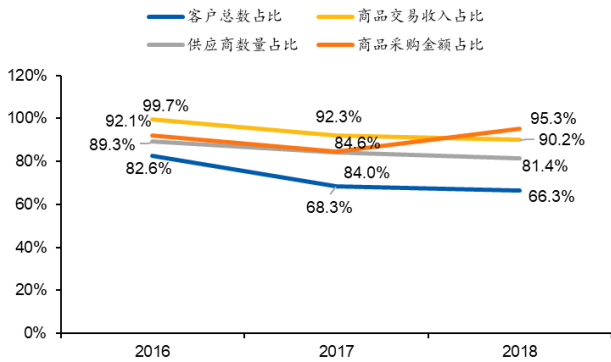


数据来源：东北证券，Wind

多多平台客户主要由国联资源网会员转化而来，积极拓展其他来源，获客依赖性持续下降。ToB 交易信任度建立较慢但粘性较强，多多平台会员发展较快的原因在于以前在做互联网信息服务、国联资源网服务的时候，具备了大量的注册会员的基础。从用户端看，国联资源网是多多平台交易会员和供应商的主要转化来源，但来自相关行业分网的客户数量与供应商数量占比均表现出下降趋势，体现出多多平台在依托原行业分网的长期积累发展的同时，积极向外拓展客户渠道与供应商渠道，对原行业分网的获客依赖性持续下降。以涂多多为例，2016-2018 年，涂多多平台来自相关行业分网的客户数占比（81.0%/64.1%/62.6%）以及供应商占比

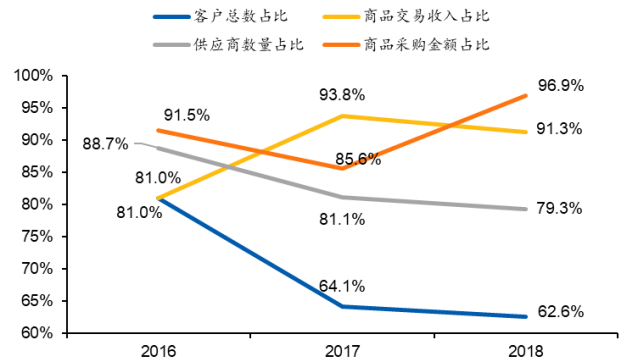
(88.7%/81.1%/79.3%) 逐年下降,说明多多平台获客渠道对原行业分网的依赖性持续下降;而来自相关分网的商品交易收入金额占比(81.0%/93.8%/91.3%)和商品采购金额占比(91.5%/85.6%/96.9%)维持较高水平。

图 27: 多多平台来自相关行业分网的各项占比



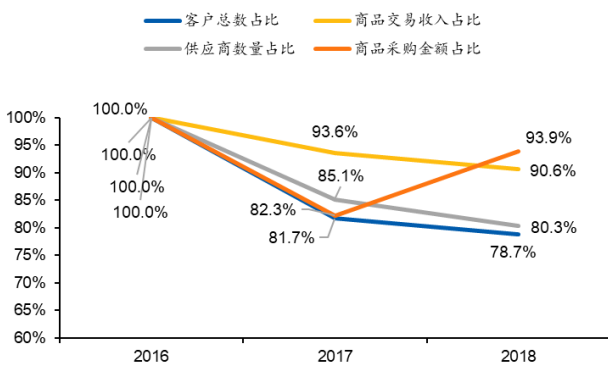
数据来源: 东北证券, Wind

图 28: 涂多多来自相关行业分网的各项占比



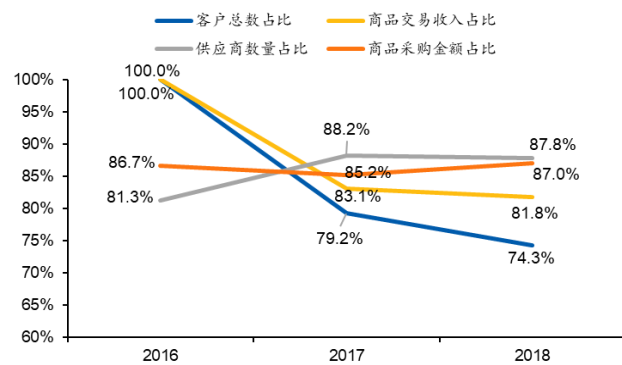
数据来源: 东北证券, Wind

图 29: 卫多多来自相关行业分网的各项占比



数据来源: 东北证券, Wind

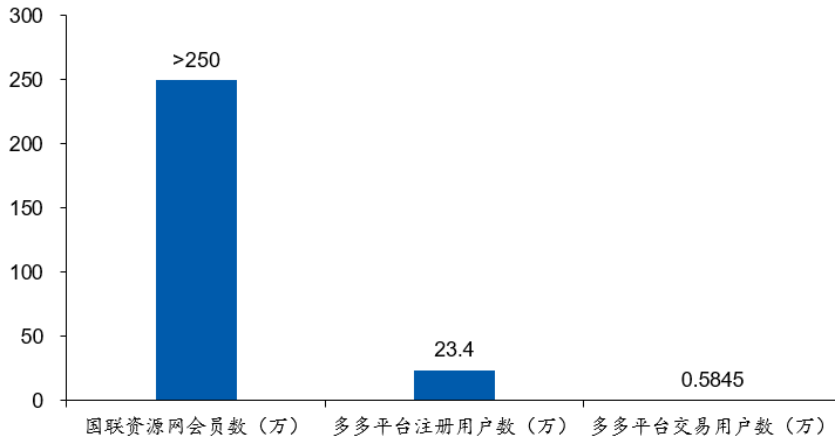
图 30: 玻多多来自相关行业分网的各项占比



数据来源: 东北证券, Wind

国联资源网潜在可转化客户空间仍然广阔。整体来看,截至 2020 年 6 月 30 日,多多平台的注册用户数 23.4 万户,交易用户数为 5845 户,国联资源网的会员数超过 250 万人,暂不考虑多多平台独立发展的会员,从国联资源网会员到多多平台注册用户的转化率约 9%,潜在客户空间仍然广阔。

图 31: 国联资源网和多多平台会员数量对比

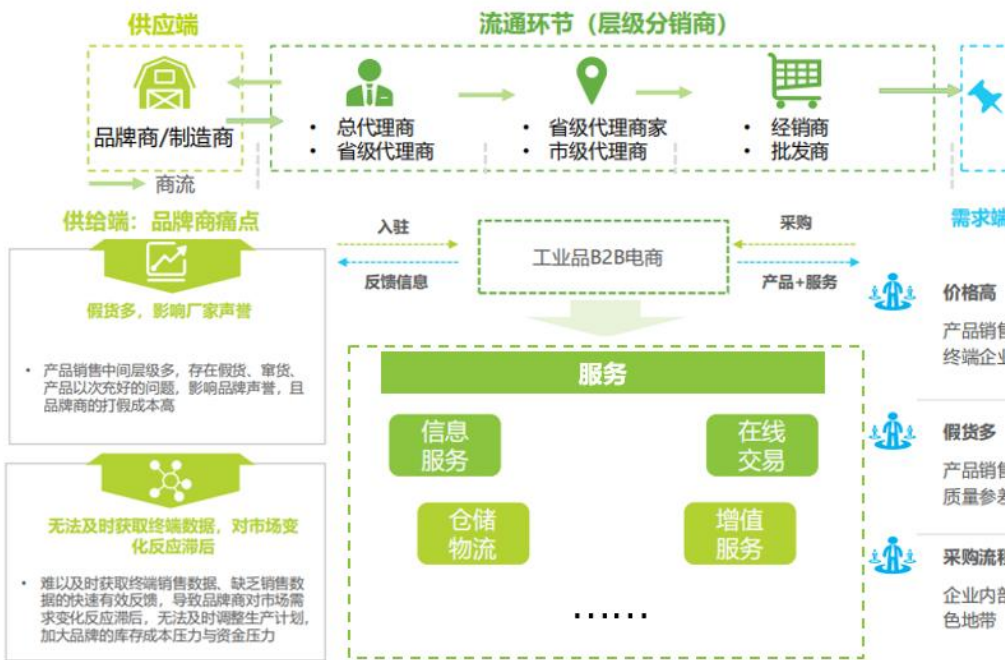


数据来源: 东北证券, 公司公告

4.2. 从交易切入产业互联网平台, 构建先发优势

从交易切入, 构建用户信任壁垒。传统 B 端产品的供应链条中, 一般销售中间层级较多, 如总代理商、代理商、经销商、批发商等, 对于终端采购企业, 存在价格高、假货多、产品质量参差不齐、采购流程不透明存在灰色地带等痛点; 对于供应商, 也存在着因为假货影响厂家商誉、无法及时获取终端数据而对市场变化反应迟钝的痛点。对于 B 端用户, 其对产品品质和服务质量的要求远远高于消费市场, 因此信任成为 B2B 商业中的重要因素之一。不同于从技术或者金融切入, 公司深耕产业多年, 多多平台选择从交易切入产业互联网平台, 通过长期多笔交易构建用户的信任度, 形成信任壁垒, 构建先发优势。

图 32: B2B 电商平台解决传统工业品痛点



数据来源: 东北证券, 艾瑞咨询

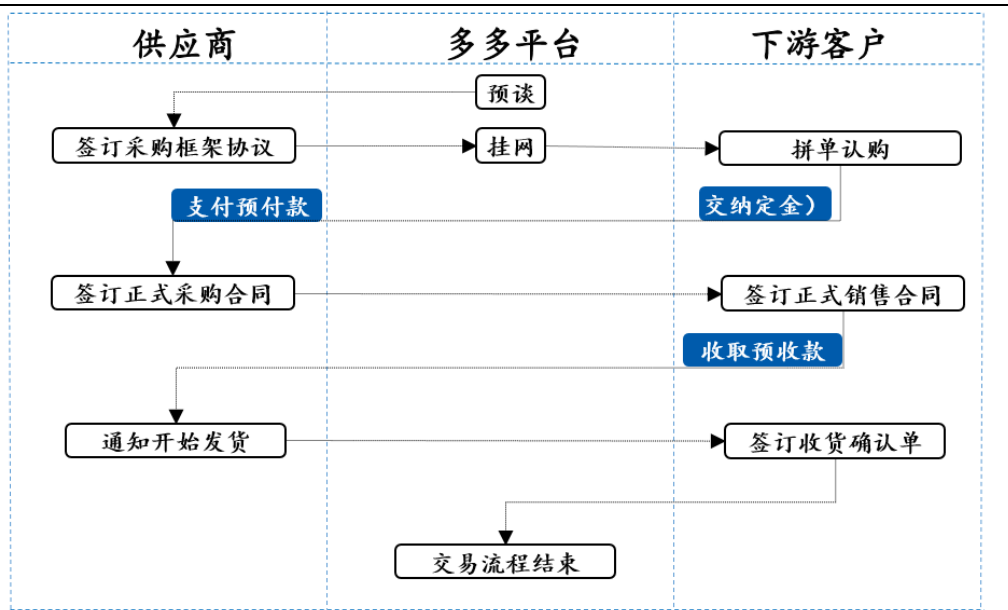
数据积累+科技赋能，多层次构建先发优势。相比于消费互联网，B端产品的交易数据较少，例如，某化工产品细分品类单年交易小于200单，难以获取有统计意义的数据分析。公司深耕产业链多年，从最初的黄页时代、国联资源网信息服务平台以及后续开拓的多多电商交易平台，在部分行业有足够长且足够多的数据积累，相比于后来者构建起数据方面的先发优势。此外，多多平台的业务之一即是提供SaaS服务，为供应商和用户提供免费提供云ERP、电子合同、在线支付、智慧物流、智慧工厂、金融科技等数字化服务，公司目前主要向用户免费提供信息化工具，以培养用户习惯，在后续的企业数字化转型中构建先发优势。

先发优势壁垒已构建，多多平台复购率超过90%。根据公司公告披露，截止到2020年6月30日，多多平台的交易客户数为5845户，其中老客户数3161户，新客户数2684户，老客户复购率（即客户留存率）为92.02%，推算出2019年多多平台的交易客户数为3435户。根据公司披露2018年多多平台的交易客户数为1518户，假定留存率为90%，可以推算2019年的交易客户中，大约1366户为老客户，2069户为新客户。总结来看，多多平台的老客户留存率较高，存量积累逐步构建公司业务基本盘，新客户拓展加速，带动整体业绩高增长。

4.3. 五大经营策略，依据产业链思维拓展越做越“多”

拼多多模式的集合采购是多多平台的核心特色业务。集合采购的具体交易流程包括预谈（上游）——上架（挂网）——归单（定金）——确货（预付）——确单（预收）——发货——收货——完成交易。资金流转方面，公司和上游签订正式采购合同后，向上游支付预付款；并与下游拼单客户签订正式销售合同，收取预收款，由于拼单客户一般需提前缴纳10-20%的定金，违约意愿较小。

图 33: 多多平台交易流程



数据来源：东北证券，公司招股说明书

五大运营策略，助力多多平台业绩增长。多多平台业绩的迅猛增长验证了其五大运营策略的成功：即行业策略、团队策略、产品策略、上游策略和下游策略。行业和

团队策略是多多电商能够不断向新行业“横向复制”的基础，产品策略则是平台纵向上深入产业链的抓手，上下游策略则体现了平台通过对接产业链上下游企业，实现了为产业链产销环节创造价值。具体来看：

- 1) **行业策略**：选择上游相对集中、下游高度分散且中间环节较多的行业，中小企业对上游议价能力弱且对于上游企业服务中小客户成本高，公司可以通过集小单为大单，为下游客户提供价格更低的产品；
- 2) **团队策略**：利用国联资源网积累，选择具有多年产业深耕经验的团队；
- 3) **产品策略**：采取“单品突破+品类复销+供应链上下游延伸”策略，初期集中优势力量发展主要产品，并做好用户复购，扩大交易量迅速获得对上游的话语权；同时扩大交易品类，向上下游延伸。
- 4) **上游策略**：采取核心供应商策略，与主要供应商签订长期合作协议，保持议价能力且稳定货源。
- 5) **下游策略**：采取集合采购、拼单团购的模式，使下游客户获得价格更低的产品，和大客户签署协议保障稳定的客户需求。

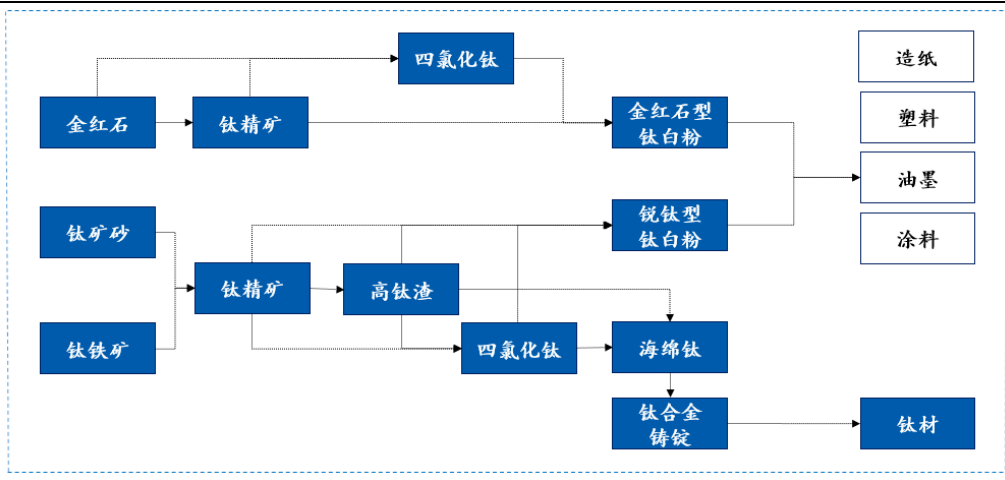
图 34: 多多平台运营策略



数据来源：东北证券，公司招股说明书

从单品到产业链，上下游延伸。公司产品拓展的逻辑主要体现在两点，其一是供应链上下游延伸策略，以涂多多为例，公司首先在钛白粉实现单品突破后，上游方面向钛白粉生产原料钛精矿、金红石和钛渣等拓展，下游方面向造纸、塑料、油墨和涂料等拓展。公司针对上下游不同品类的供应商和采购商的转换，可以有效降低沟通和信任成本，降低销售风险，强化与主要客户和供应商的稳固关系。

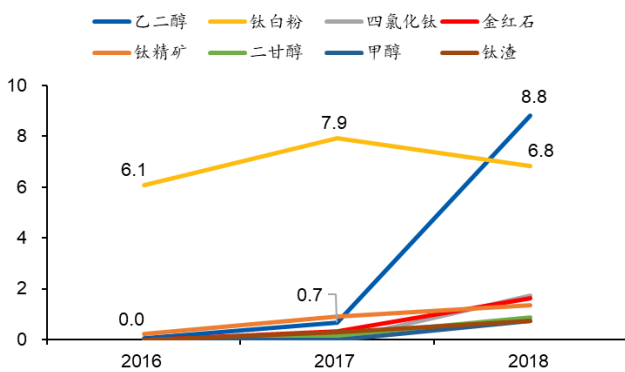
图 35: 钛供应链上下游延伸策略



数据来源：东北证券，公司招股说明书

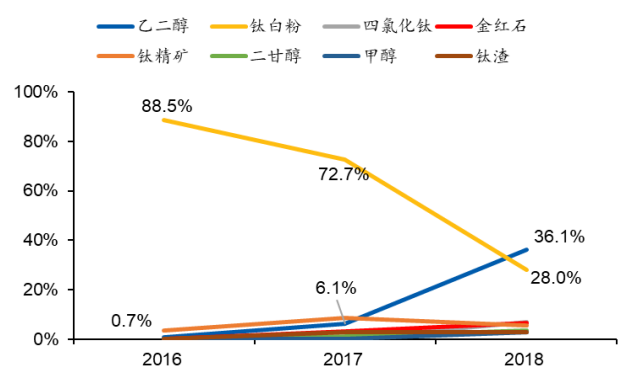
拓展新产业链，带来新的市场。2016-2018 年，涂多多主营业务中钛白粉的销售金额分别为 6.1/7.9/6.8 亿元，占比由 88.5% 迅速下降至 28.0%，主要是由于乙二醇增速迅猛，2016-2018 年的销售金额分别为 0/0.7/8.8 亿元，2018 年成为涂多多最大销售品类，2018 年，公司启动醇多多平台，乙二醇，甲醇与二甘醇等销售数量增加迅速。

图 36: 涂多多主营产品销售额 (单位: 亿元)



数据来源：东北证券，Wind

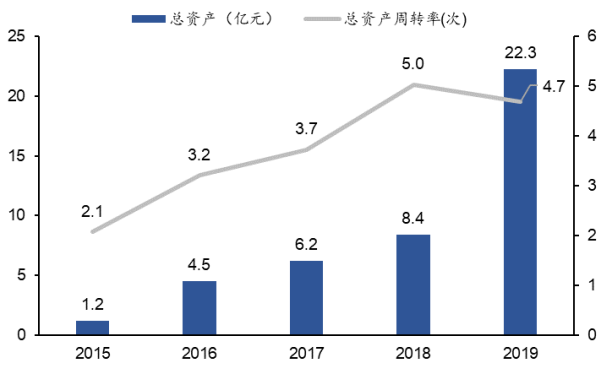
图 37: 涂多多主营产品销售额占比



数据来源：东北证券，Wind

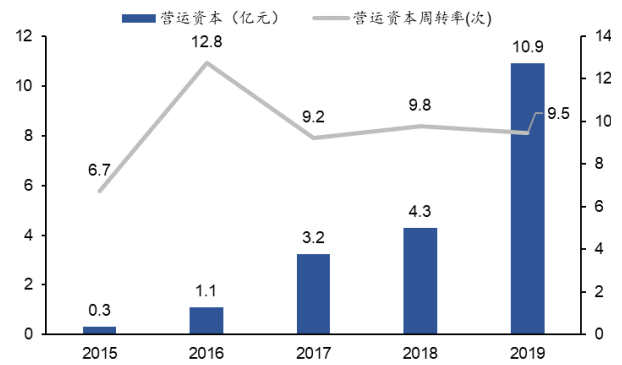
轻资产业务模式，有助于多多平台起量以及复制推广。公司总资产周转率提升趋势明显，2019 年达到 4.7 次；公司营运资金周转率近三年稳定在 9.5 次左右，轻资产业务模式有助于多多平台起量以及复制推广。

图 38: 公司总资产及周转率



数据来源: 东北证券, Wind

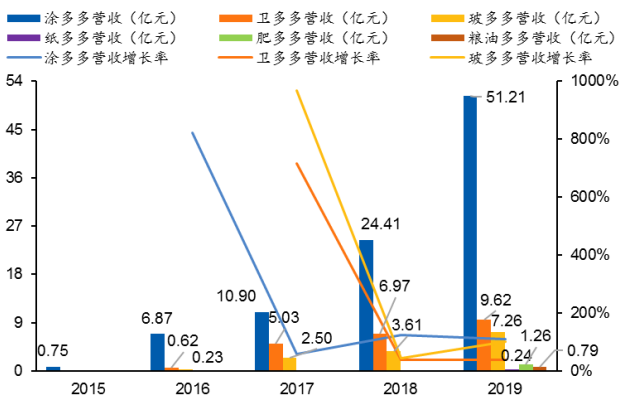
图 39: 公司运营资本及周转率



数据来源: 东北证券, Wind

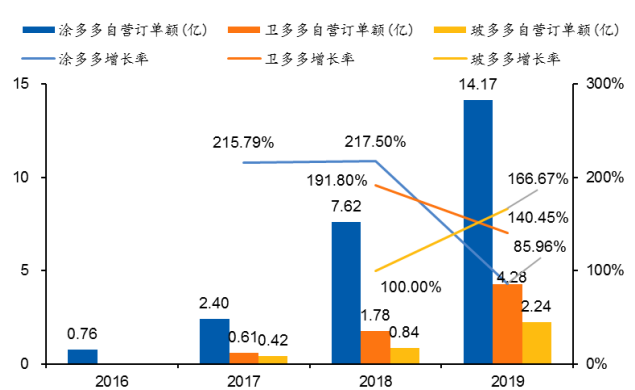
公司复制上线多个多多平台, 营业收入规模增长迅速。2015 年公司上线涂多多平台 (涂料产业链), 2016 年上线卫多多 (卫生用品产业链) 和玻多多 (玻璃产业链), 2019 年上线肥多多 (农资全产业链)、纸多多 (造纸产业)、粮油多多 (粮油产业链), 在短短五年内上线 6 个垂直电商平台, 说明多多平台商业模式跑通且具有可复制性。2015 年至 2019 年, 多多平台营业收入 (2019 年将网上商品交易业务收入视为多多平台总收入, 毛利同) 从 0.75 亿增长到 70.59 亿, 复合增长率达 211.61%, 毛利从 0.02 亿增长到 3.56 亿, 复合增长率 246.59%, 均实现了高速增长。自 2016 年起, 多多平台开始举办双十电商节, 订单金额不断突破的同时, 持续扩大公司影响力。

图 40: 多多平台营业收入增长迅速



数据来源: 东北证券, Wind

图 41: 多多平台双十电商节订单金额猛增



数据来源: 东北证券, 招股说明书

多多平台优势已现, 助力公司在新冠疫情下“转危为机”。2020 年新冠疫情之下, 公司依托多多平台在垂直产业链的运营优势和平台自身的智慧物流体系, 发起产业链亿元战“疫”支援计划。一方面, 平台依托在产业链的优势地位, 以平台经营的无纺布、乙醇、次氯酸钠等原材料为基础, 积极对接支援防疫物资生产企业复工复产。截至 2020 年 3 月 31 日, 平台集采订单包括口罩 4100 万支、乙醇 7000 吨、消毒湿巾 410 万平方米、无纺布 3300 吨、氯酸钠 4000 吨等。另一方面, 多多平台基于自身的物流共享系统、云仓系统、北斗车辆定位系统、数据分析系统等智慧物流服务体系, 优化运输线路和运输方式, 盘活各类运输资源, 在全国防疫物资运输匹配过程中发挥了核心纽带作用, 促进供应链效率整体提升。

4.4. 积极推广 SaaS 化工具，践行平台战略发展产业互联网

交易服务倒逼 SaaS 化工具使用，培养用户使用习惯。目前，多多平台主要提供交易服务，包括自营和第三方，此外，多多平台还向客户提供云 ERP、建设物流共享系统和零配共享系统、开发电子合同、接入银行在线支付等供应链 SaaS 服务。以云 ERP 系统为例，提供在线使用进销存管理、销售管理、财务管理、客户管理、办公管理 ERP 功能，以及在平台交易的供采双方的通过在云 ERP 中实现订单流转，大幅提高了供采双方的交易效率和平台的管控效率。目前的 SaaS 化工具的尚处于免费推广阶段，通过多多平台的交易服务倒逼 SaaS 化工具的使用，以培养用户使用习惯。

IPO 募投 1.3 亿投向 SaaS 系统研发项目。2019 年 7 月，公司在 A 股上市，募集资金 4.9 亿，其中募投项目之一是 SaaS 系统研发项目，总投资 1.3 亿，拟在海淀区新购买 1000 平米办公场地开展 SaaS 系统研发项目，主要建设内容包括云管理系统、云 MRP 系统、云物流系统、云仓储系统，有助于提升电商处理效率和供应链服务效能，降低供应链管理成本。以云物流系统为例，以用户、货主、物流公司为三大主体，解决货物配送信息流转、货物位置实时共享等问题。

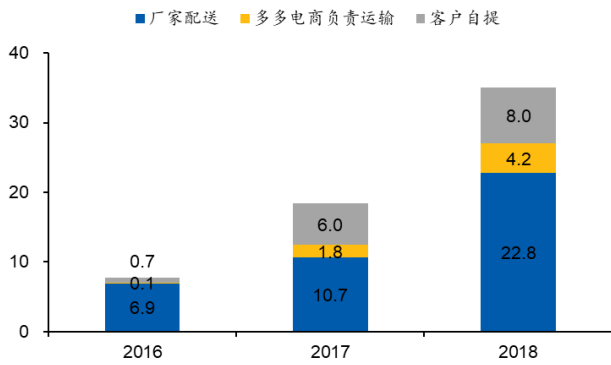
图 42: 云物流系统工作流程



数据来源：东北证券，公司招股说明书

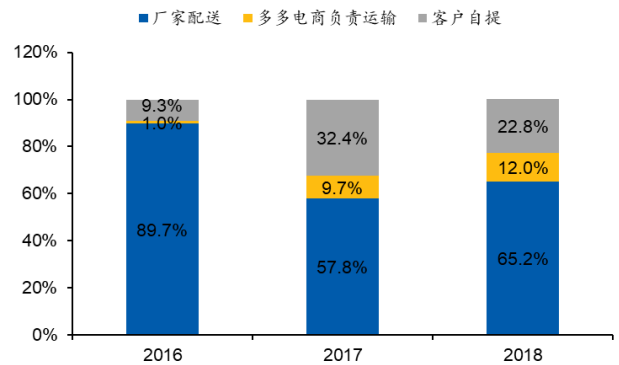
非公开募资 24.7 亿元，其中 6.1 亿元投向网络货运和智慧仓储建设。2020 年 4 月，公司发布《2020 年度非公开发行 A 股股票预案》，拟非公开募资 24.7 亿元，主要投向国联股份数字经济总部建设项目（3.4 亿元）、基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目（4.9 亿元）、基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目（6.1 亿元）、基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目（4.8 亿元）和补充流动资金（5.4 亿元）。其中基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目包括网络货运和智慧仓储两部分内容，为企业提供更好的物流服务和仓储管理服务，降低企业物流成本，提高库存管理效率。2016-2018 年，多多平台上的各种运输方式中，多多电商负责运输的比例大幅上升，由 1.0% 升至 12.0%。

图 43: 多多平台上各种运输方式销售金额



数据来源: 东北证券, Wind

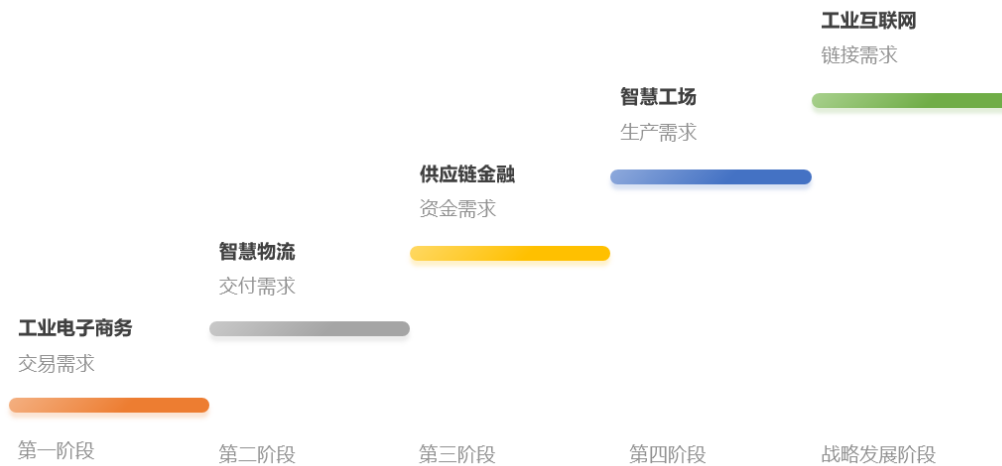
图 44: 多多平台上各种运输方式销售金额占比



数据来源: 东北证券, Wind

五阶段发展平台战略, 形成产业数字化闭环。2020 年, 公司启动“平台服务、科技驱动、数据支撑”的产业互联网战略, 平台战略主要以多多平台为主题, 其运营体系划分为工业电子商务、智慧供应链、供应链金融、智慧工厂和工业互联网五个阶段, 分别满足企业客户的交易需求、交付需求、资金需求、生产需求和链接需求, 最终形成产业数字化闭环。

图 45: 多多电商的平台战略



数据来源: 东北证券, 公司公告

5. 国联云: 打造技术服务平台, 践行科技+数据战略

5.1. 打造产业和企业数字化技术服务平台, 带货直播等新模式告捷

公司互联网技术业务主要以国联云为主体。互联网技术业务服务方面, 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 月开始提供“互联网+”解决方案和电商运营等互联网技术服务。小资鸟主要为传统品牌企业提供电商代运营服务; 国联全网专注于“互联网+”解决方案, 为客户提供基于“互联网+”的战略咨询、技术服务、全网推广和电商学院等服务, 主要客户来自于国联资源网的行业会员; 西南电商专注于川渝区域电商工程服务, 重点承接政府“互联

网+”项目。2019年，公司上线国联云平台，定位公司产业和企业数字化技术服务平台，服务于泛行业工业企业，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，提供全网技术架构、电子商务、云ERP、智慧工厂等解决方案和行业直播、远程办公、视频会议等云应用服务。

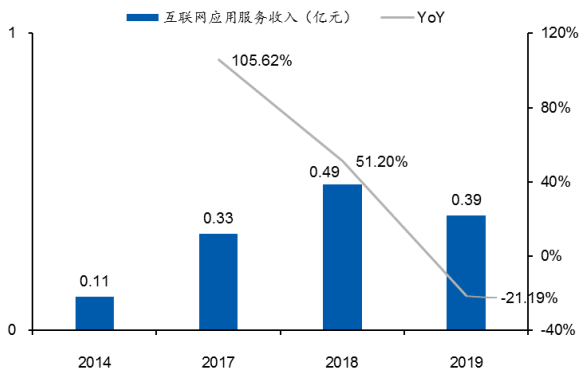
表 6: 国联云云产品与云方案及其相关功能

	具体产品	功能
云市场	云官网	一站式智能建站服务平台，如企业官网、电商官网、手机网站、微网站等
	云社群	一站式智能建站服务平台，如企业官网、电商官网、手机网站、微网站等
	云商城	提供 B2B2C 多用户商城解决方案
	会议通	会务助手，包括在线报名、自助缴费、签到、资讯、直播、展位推广等工具
	云系统	提供各类企业 SaaS 应用服务，云应用软件、ERP、CRM、生产计划、数据服务等
	云物流	包括车辆管理系统、司机管理系统、行程管理系统、客户管理系统、GPS 车辆管理
	云视频会议	提供多达 500 人的高清视频会议
云行业	云行业	提供支持各业务场景的云端直播能力及全平台打通的直播服务，为企业提供直播服务
云会议	云会议	各多多平台细分行业的应用，为各垂直细分行业赋能，构建产业生态
互联网+解决方案	行业解决方案	行业会议发布、报名、设计活动页面、自主在线收款等；用户可在线查看和报名
	业务解决方案	产业电商解决方案、智慧园区解决方案、物流解决方案、汽车后市场解决方案、MRO 解决方案、IC 电子解决方案
	区域农业解决方案	B2C 解决方案、B2B2C 解决方案、自营 ERP 解决方案、电子发票解决方案、O2O 解决方案、新零售解决方案、撮合 ERP 解决方案、在线合同解决方案、B2B 解决方案，新分销解决方案、CRM 解决方案、企业生产计划解决方案
工业解决方案	生产企业 MES	综合服务平台、订单农业、可溯源系统、金融服务
	质量管理 QMS	制造数据管理、计划排程管理、生产调度管理、库存管理、质量管理、人力资源管理、工作中心/设备管理、工具工装管理、采购管理、成本管理等
	工业 ERP	来料质量管理、过程品质管理、出货品质管理、品质改进管理
	工业排程	CRM、协调办公、采购、销售、库存、财务
	工业数据决策	订单落实流程、订单协调管理流程、订单计划安排流程、订单作业进度管理流程等
		财务总账、固定资产、成本预测、生产计划、财务报表、库存控制、成本控制等

数据来源：东北证券，公司官网

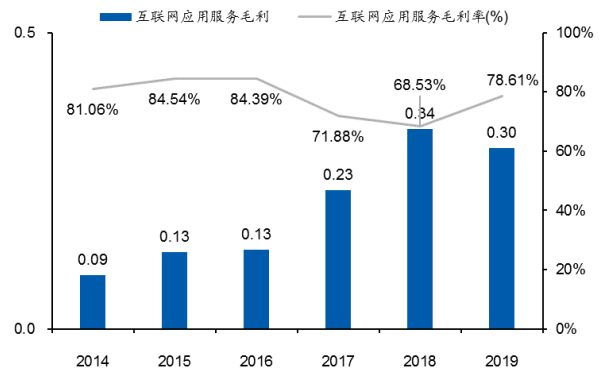
互联网应用服务收入下降，毛利率增长。2019年互联网应用服务收入为0.39亿元，同比下降21.19%。互联网应用服务毛利率近年基本在70%以上，2019年，公司互联网应用服务毛利率为78.61%，比去年增长10.08个百分点。

图 46: 互联网应用服务收入情况



数据来源: 东北证券, Wind

图 47: 互联网应用服务毛利率情况



数据来源: 东北证券, Wind

工业品/原材料带货直播开启者, 市场资源更加高效匹配。2020年3月11日, 多多电商平台正式开启工业品和原材料直播季, 2020年9月, 多多电商带货直播第七季(9月)开启, 总计8场直播; 前六季已经累计开展57场直播活动, 其中第一季-第三季的直播总体订单金额分别为3.89亿元、4.43亿元和3.14亿元, 观众数量分别为10.6万人次、15万人次和14.9万人次。作为工业品/原材料带货直播的开启者, 多多电商以主营产业链商品为直播品类, 以行业人士为主播网红, 后续将向上下游工厂开放第三方直播平台, 打造B端的社交电商生态。

图 48: 多多平台直播带货现场

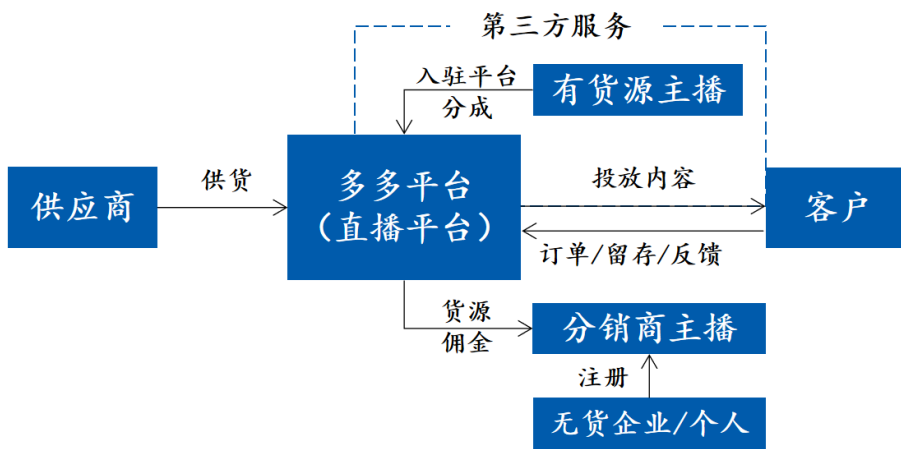


数据来源: 东北证券, 公司官网

启动网红主播培养计划营造生态, 积极探索产业链合作。优秀主播是带货直播高效开展的关键要素, 工业品主播需要具备良好的行业和市场认知, 产品技术、性能、工艺知识储备及行业信誉基础等优秀特质。2020年4月, 公司启动“工业品网红主播培养计划”, 通过营销支持、货源支持、流量支持、补贴支持等方式给予资源倾斜, 培养跨界主播群体, 扩大工业品直播阵容。2020年7月, 公司开展“百位BOSS上直播”活动, 截至7月30日, 活动已接受报名企业171家, 审核通过90家。此外, 公司积极开放直播平台给上下游工厂、品牌商, 提供第三方直播带货服务, 以

此进一步促进多多平台的服务体系建设。

图 49: 公司直播带货模式体系建设



数据来源: 东北证券, 公司官网

我们认为公司直播带货告捷的原因在于: 1) 疫情推动 B 端客户消费习惯改变: 2020 年上半年, B 端用户传统采购模式受到新冠疫情影响, 线上化成为主旋律, 此外, 2016 年以来, C 端直播带货已经培养了客户的消费习惯, 客户对直播带货模式的接受能力较强; 2) 行业专家参与吸引客户: 与 C 端直播带货不同的是, 公司面对客户不是个人消费者而是行业采购者, 所销售产品为产业链相关物资, 公司广邀行业专家大咖参与直播, 提供产品解读、技能传授等干货内容, 对客户有较大的吸引力。

表 7: B 端与 C 端电商平台带货模式对比

	淘宝/京东直播	多多电商
用户属性	C 端为主, 存在较多感性购物	B 端, 计划性采购
流量来源	公域流量, 庞大用户基础	以往交易客户、相关产业网转化客户为主
带货模式	商家自播和达人导购	平台自播、第三方结合
分润模式	坑位+佣金为主, 佣金在 10%-20%, 坑位费根据红人等级有所不同	佣金为主
核心优势	人气主播拥有巨大的网红效应, 引导用户下单	客户对平台已有信任基础

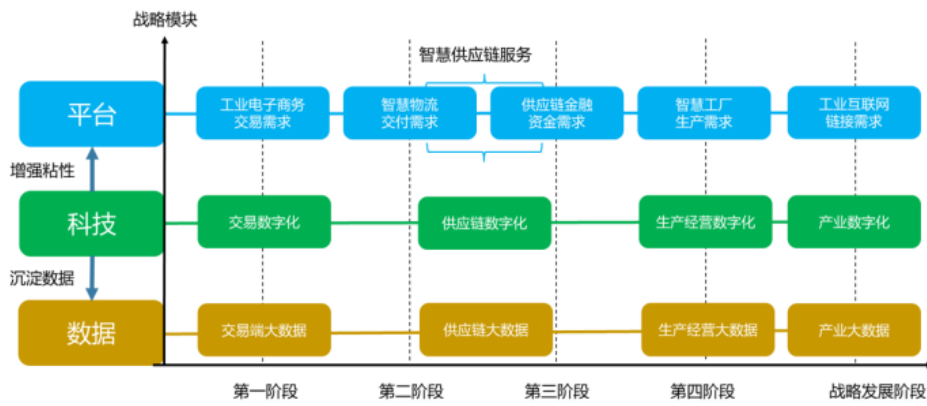
数据来源: 东北证券, 前瞻产业研究院

公司依托国联云, 举办行业专家讲座等线上直播活动。2020 年 2 月 12 日, 公司开始推广国联云行业直播平台, 邀请业内的技术专家、企业工程师等开展直播互动、在线授课、在线研讨等服务。受益于国联资源网和多多电商积累的流量、客户、品牌等优势, 加之疫情带来的机遇, 线上活动效果高于预期。自 2 月 12 日至 4 月 30 日, 国联云行业直播平台已涉及钢铁、玻璃、涂料等数十个行业, 直播累计场次达 178 余场, 注册用户数达 19 万个。

5.2. 定增计划发布, 平台、科技、数据战略打通工业互联网

公司启动“平台服务、科技驱动、数据支撑”的产业互联网战略。平台战略立足于垂直产业链，通过交易、物流、金融、生产环节的服务，满足交易需求、交付需求、资金需求和生产需求，形成供应链上的闭环，形成垂直产业链的工业互联网。科技战略提供平台运营的各种数字化工具支持，主要包括交易数字化、供应链数字化和生产数字化，如交易环节的电子合同、在线支付和云 ERP 等，供应链环节的云物流、云仓、金融科技等，以及智慧工厂环节的生产数字化工具。数据方面主要包括交易端大数据、供应链端大数据和生产经营大数据，通过大数据体系支撑平台高效运转，促进产业链的质量提升和效率变革。

图 50: 公司“平台、科技、数据”产业互联网战略



数据来源：东北证券，公司公告

公司发布非公开发行 A 股股票预案，计划募资 24.66 亿。2020 年 4 月 28 日，公司发布非公开发行 A 股股票预案，计划募资 24.66 亿元，募集资金投向包括五个项目：1) 数字经济总部建设项目；2) 基于 AI 的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。2020 年 9 月 21 日，公司本次非公开发行股票的申请获得中国证监会审核通过。

表 8: 公司 2020 年度非公开发行 A 股股票预案

投资项目	投资总额 (亿元)	拟使用募集资 金(亿元)	项目目的
国联股份数字经济总部建设项目	3.44	3.44	改善分散办公低效问题
基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目	4.91	4.91	落实数据战略
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	6.14	提升平台服务
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	4.76	落实科技战略
补充流动资金	5.40	5.40	业务发展需要
总计	24.66	24.66	/

数据来源：东北证券，公司公告

基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目投资 4.76 亿元，落实科技战略。公司目前免费提供交易数字化工具，要求有业务往来的企业必须使用交易端数字化工具，培养用户使用习惯，增强平台粘性。基于云计算的企业数字化系统集成应用平台项目通过云平台集成各类数字化应用工具，为用户提供数字化产品和系统

解决方案，帮助企业解决在数字化工具应用过程中的产品选择难、投入费用高、落地效果差等问题，打造电商主营业务+科技增值服务业务互相促进发展体系，提升企业核心竞争力。

基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目投资 4.91 亿元，落实数据战略。伴随着公司电商业量的持续高速推进和智慧供应链、智慧工厂、工业互联网的逐步推进，客户基数、场景和数据采集点将大幅提升，数据处理量将呈几何级数增长。AI 项目建设丰富数据采集维度，增强数据处理能力，促进平台运营效率。从长远看，AI 项目的实施对应公司的数据战略，有助于公司掌控数据资产，可以为企业经营带来更好的趋势判断能力和战略决策能力，提升公司行业影响力和掌控力。

6. 盈利预测与估值

预计公司整体 2020-2022 年收入分别为 132.6/231.1/364.4 亿元，收入增速分别为 84.2%/74.3%/57.7%，毛利率分别为 5.2%/4.4%/4.1%。我们预计 2020-2022 年，多多平台业绩保持高速增长趋势，商品交易业务的收入增速为 85.9%/75.1%/58.0%，考虑到多多平台的产业链上下游拓展以及新的多多平台拓展，新拓展品类初期以收入规模为主，预计 2020-2022 年，商品交易业务的毛利率分别为 4.5%/4.0%/3.8%。此外，我们预计 2020-2022 年，商业信息服务业务的收入维持 2019 年水平，毛利率为 66%；预计互联网应用服务业务的收入增速为 5%，毛利率为 75%。计算可得，预计 2020-2022 年，公司收入分别为 132.6/231.1/364.4 亿元，同比增速为 84.2%/74.3%/57.7%。

表 9：公司整体收入及毛利率预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,674	7,198	13,260	23,111	36,440
YOY	83.7%	95.9%	84.2%	74.3%	57.7%
毛利率	8.3%	6.3%	5.2%	4.4%	4.1%
商品交易业务	3,512	7,059	13,119	22,968	36,294
YOY	90.0%	101.0%	85.9%	75.1%	58.0%
毛利率	5.6%	5.1%	4.5%	4.0%	3.8%
商业信息服务	113	100	100	100	100
YOY	-5.0%	-11.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	66.8%	66.6%	66.0%	66.0%	66.0%
互联网应用服务	49	39	41	43	45
YOY	48.5%	-20.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	68.5%	78.6%	75.0%	75.0%	75.0%

数据来源：东北证券，Wind

预计 2020-2022 年归母净利润增速分别为 56.3%/52.3%/51.4%，达到 2.48/3.78/5.73 亿元。因规模效应，预计近几年收入增速将高于费用增速。

1) 销售费用率：2019 年公司销售费用率为 1.9%，考虑到公司国联资源网提供业务和人才团队基础，我们预计尽管随着公司业务增长，销售人员增加，但销售费用率将有所降低，我们预计公司 2020-2022 年销售费用率为 1.6%/1.3%/1.2%。

- 2) 管理费用率: 2019 年公司管理费用率为 0.5%, 预计 2020-2022 年管理费用率分别为 0.3%/0.2%/0.1%。
- 3) 研发费用率: 2019 年公司研发费用率为 0.24%, 预计 2020-2022 年公司研发费用率为 0.20%/0.15%/0.13%。
- 4) 财务费用率: 预计 2020-2022 年公司财务费用率为 0.01%/-0.01%/-0.02%。
- 5) 归母净利润: 预计公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 56.3%/52.3%/51.4%, 达到 2.48/3.78/5.73 亿元。

表 10: 公司整体费用及净利润预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用	103	139	211	310	433
销售费用率	2.8%	1.9%	1.6%	1.3%	1.2%
管理费用	32	35	43	52	63
管理费用率	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
研发费用	17	17	27	35	46
研发费用率	0.46%	0.24%	0.20%	0.15%	0.13%
财务费用	8	8	2	-2	-9
财务费用率	0.21%	0.12%	0.01%	-0.01%	-0.02%
归母净利润	94	159	248	378	573
同比	60.1%	69.3%	56.3%	52.3%	51.4%

数据来源: 东北证券, Wind

公司的多多平台从交易切入, 构建先发优势, 并依据产业链思维进行拓展, 叠加公司提出的“平台服务、科技驱动、数据支撑”的产业互联网战略, 未来公司 SaaS 化工具推广可期, 进一步增加客户粘性, 提升公司核心竞争力, 我们认为公司未来业绩高增长可期且成长确定性较强, 给予公司 2022 年 45-50 倍目标 PE, 对应 257.7-286.3 亿元目标市值, 假定折现率为 12%, 我们给予公司 2020 年 205.4-228.2 亿元目标市值, 对应目标价 100.6-111.8 元, 给予公司“买入”评级。

7. 风险提示

- 新品类及新多多平台拓展不及预期;
- 商品价格波动风险;
- 竞争对手增加导致市场竞争加剧。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	791	1,217	1,877	2,843	净利润	159	248	378	573
交易性金融资产	450	450	450	450	资产减值准备	5	0	0	0
应收款项	1,188	2,213	3,886	6,147	折旧及摊销	3	4	4	4
存货	13	25	44	70	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	295	295	295	295	财务费用	8	2	-2	-9
流动资产合计	2,184	3,170	4,742	6,941	投资损失	2	2	3	4
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	176	151	240	330
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
固定资产	22	17	13	9	经营活动净现金流量	380	451	689	1,003
无形资产	12	17	21	24	投资活动净现金流量	-544	-6	-7	-8
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	585	-18	-23	-29
非流动资产合计	44	44	44	44	企业自由现金流	421	427	659	966
资产总计	2,229	3,214	4,786	6,985					
短期借款	246	246	246	246	财务与估值指标				
应付款项	594	1,091	1,899	2,996	每股指标				
预收款项	1	2	3	5	每股收益 (元)	0.78	1.22	1.85	2.80
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	5.29	6.42	8.15	10.77
流动负债合计	1,092	1,802	2,954	4,518	每股经营性现金流量 (元)	1.86	2.21	3.37	4.91
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	1	1	1	1	营业收入增长率	95.9%	84.2%	74.3%	57.7%
长期负债合计	1	1	1	1	净利润增长率	69.3%	56.3%	52.3%	51.4%
负债合计	1,093	1,803	2,955	4,519	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	1,079	1,312	1,665	2,199	毛利率	6.3%	5.2%	4.4%	4.1%
少数股东权益	56	100	167	268	净利率	2.2%	1.9%	1.6%	1.6%
负债和股东权益总计	2,229	3,214	4,786	6,985	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	91.30	91.30	91.30	91.30
					存货周转率 (次)	502.42	502.42	502.42	502.42
					偿债能力指标				
					资产负债率	49.0%	56.1%	61.7%	64.7%
					流动比率	2.00	1.76	1.61	1.54
					速动比率	1.99	1.75	1.59	1.52
					费用率指标				
					销售费用率	1.9%	1.6%	1.3%	1.2%
					管理费用率	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
					财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
					分红指标				
					分红比例	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
					股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
					估值指标				
					P/E (倍)	104.70	66.99	44.00	29.06
					P/B (倍)	15.42	12.69	10.00	7.57
					P/S (倍)	2.31	1.25	0.72	0.46
					净资产收益率	21.0%	20.8%	25.4%	29.6%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,198	13,260	23,111	36,440
营业成本	6,744	12,573	22,094	34,961
营业税金及附加	9	17	29	46
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	139	211	310	433
管理费用	35	43	52	63
财务费用	8	2	-2	-9
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-2	-3	-4
营业利润	238	376	574	872
营业外收支净额	4	4	4	4
利润总额	243	380	579	876
所得税	56	88	134	202
净利润	187	292	445	674
归属于母公司净利润	159	248	378	573
少数股东损益	-28	-44	-67	-101

资料来源：东北证券

分析师简介:

赵伟博: 中国人民大学金融学硕士, 中国人民大学经济学本科, 现任东北证券计算机组分析师。曾任华泰证券公用事业环保研究员, 2018年以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn