

国联股份(603613)

深度报告

行业公司研究——电商互联网——国联股份

# B2B 电商佼佼者，数据核心引领产业互联网

## ——国联股份首次覆盖报告

✍️：于健 执业证书编号：S1230519050001  
☎️：02180105934  
✉️：yujian01@stocke.com.cn

### 报告导读

国联股份定位于 B2B 电子商务领域和产业互联网平台，凭借客户与技术的先发优势，以 B2B 电商平台为主要驱动，拥有巨大增长空间。

### 投资要点

❑ **投资逻辑与业务模式：以网上信息服务为基础，以互联网技术服务为支撑，构建 B2B 电商中间平台，整合资源，提供服务，获取利润。**

**网上信息服务：**公司为各行业客户提供基于互联网的商业信息服务，包括网站会员服务、会展服务等，积累行业资源与客户基础，是公司的基础业务。

**商品交易服务：**依托多多平台，公司开设网上工业品交易商城，通过集中采购等方式，面向注册用户开展涂料化工、纯碱玻璃、无纺布、生活用纸等产业链的电商业务，利用集合订单的价格优势获得利润，是公司的核心业务。

**互联网技术服务：**公司为产业和企业提供数字化升级、电子商务、等解决方案，并提供行业直播、远程办公、视频会议等云应用服务，是公司的业务支撑。

❑ **竞争壁垒与战略：客户、信任、技术与数据的先发优势为公司保驾护航**

经营十几年的客户资源积累、通过信息服务建设的客户信任关系以及利用数据与科技服务工业互联网的产业链闭环能力让公司具有明显先发优势，竞争对手通过进入行业的成本和阻力较高。公司定增事项正在推进，预计定增完成后的资金优势将进一步加快公司发展速度

### 投资建议

公司工业品拼购电商平台模式处于高速增长期，我们预计公司未来的增长高速增长可持续，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.65 亿/4.09 亿/6.28 亿，对应 PE 为 51/33/22 倍，参考行业平均估值，给予 21 年 50X PE（暂未考虑增发摊薄影响），目标价 145 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 风险提示：

违约风险；自营产品价格波动风险；行业技术进步风险；新业务发展风险

### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	7197.68	15121.70	24,444.81	38,560.62
(+/-)	95.93%	110.09%	61.65%	57.75%
净利润	158.94	265.81	408.97	628.49
(+/-)	69.34%	67.24%	53.86%	53.68%
每股收益(元)	1.13	1.89	2.90	4.46
P/E	88.3	52.8	34.4	22.4

### 评级

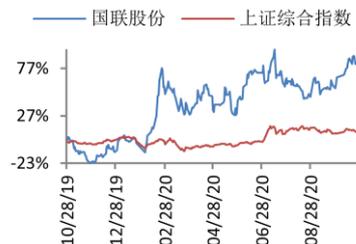
### 买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥99.8

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2020	0.38
2Q/2020	0.42
1Q/2020	0.33
4Q/2019	0.49



### 公司简介

北京国联视讯信息技术股份有限公司（股票简称：国联股份，股票代码：603613.SH），领先的 B2B 电子商务和产业互联网平台。公司以工业电子商务为基础，以互联网大数据为支撑，为相关行业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。公司致力于互联网、物联网与传统产业的深度融合，实现促进传统产业降本增效的价值使命。

### 相关报告

报告撰写人：于健

证券研究报告

## 正文目录

<b>1. 国联股份：领先的 B2B 电子商务和产业互联网平台 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 国联股份：领先的 B2B 电子商务和产业互联网平台，持续大幅度增长。 .....	4
1.2. 股权结构：股权集中，创始人为实际控制人 .....	5
1.3. 核心管理人员与员工情况 .....	6
<b>2. 商业模式：商品交易业务是业务核心，提供增长动力 .....</b>	<b>7</b>
2.1. 专注于工业领域线上交易的多多平台是公司业务的“关键先生” .....	9
2.1.1. 为产业链上游独特赋能，提高对供应方的话语权 .....	10
2.1.2. 业务推进的重点在于规模扩大，主动向下游让利 .....	12
2.2. 三大业务联系紧密、互相协同，构成平台全面发展的基础与支柱 .....	14
2.2.1. 国联资源网积累丰富行业资源，为平台孵化创造条件 .....	14
2.2.2. 国联云提供“互联网+”技术，打通供应链上下游 .....	18
2.3. 确定产业互联网战略，顺应行业战略发展趋势 .....	19
2.3.1. 非公开发行募集 24.7 亿元，为战略发展提供资金支持 .....	20
<b>3. 财务数据分析 .....</b>	<b>21</b>
<b>4. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>23</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 国联股份诞生于 2002 年，2019 年在上交所上市 .....	5
图 2: 公司营收持续高速增长 .....	5
图 3: 国联股份股权集中，创始人为实际控制人 .....	6
图 4: 商品交易业务发展态势良好，为公司提供巨大增长动力 .....	8
图 5: 2019 年公司旗下目前共有六个多多平台，涂多多是主要收入来源（亿元） .....	9
图 6: 集合、拼团采购，为零散客户提高议价能力 .....	9
图 7: 客户采购流程 .....	10
图 8: 核心供应商战略，通过大量订单与营销赢得稳定货源 .....	10
图 9: 供应链上下游战略，供应商与采购商的角色互换 .....	11
图 10: 免费提供 SaaS 服务，提升效率，赋能生产端 .....	11
图 11: 2019 年涂多多营收 51.2 亿元，存在较大增长空间 .....	13
图 12: 2019 年卫多多营收 9.62 亿元（百万元） .....	13
图 13: 2019 年玻多多营收 7.26 亿元（百万元） .....	13
图 14: 多多平台网页日活跃用户不断增长（个） .....	13
图 15: 多多平台网页注册用户不断增长（万） .....	13
图 16: 多多平台网页自营 SKU 不断增长（类） .....	14
图 17: 多多平台网页自营订单数不断增长（笔） .....	14

图 18: 三大业务联系紧密、互相协同, 构成平台全面发展的基础与支柱.....	14
图 19: 国联资源网注册用户不断增长.....	15
图 20: 国联资源网活跃用户趋于稳定.....	15
图 21: 国联资源网付费用户趋于稳定.....	15
图 22: 国联资源网续费用户趋于稳定.....	15
图 23: 独特的组织架构为电商平台的孵化铺设道路.....	16
图 24: 分网客户占比下降, 但平均贡献收入增加.....	16
图 25: 来自分网的供应商占比下降, 深化核心供应商策略.....	17
图 26: 国联云官网, 提供多种互联网技术解决方案.....	18
图 27: 为应对疫情, 国联云部署行业带货直播和云办公等系统.....	19
图 28: 以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略分五个阶段推进.....	20
图 29: 规模效应体现, 费用率逐渐降低.....	22
图 30: 商品交易占据 99% 以上的营业成本.....	22
图 31: 规模扩大净利率平稳.....	22
图 32: 现金流情况良好 (百万元).....	22
表 1: 国联股份三大主营业务, 专注于泛工业行业.....	4
表 2: 董事与高级管理人员简介.....	6
表 3: 国联股份员工专业结构, 研发人员人数增多.....	7
表 4: 商品交易业务迅速成为业务核心, 收入占比达 98%(百万元).....	8
表 5: 规模优先, 主动让利.....	12
表 6: 各多多平台行业分网会员交易情况 (个、百万元、百万元/个).....	17
表 7: 非公开发行募集 24.7 亿元, 为战略发展提供资金支持.....	20
表 8: 营业成本细分, 商品采购成本占据 98% 以上 (百万元).....	23
表 9: 公司业务拆分及盈利预测 (百万元).....	23
表 10: 重点公司财务数据及盈利预测.....	24
● 表附录: 三大报表预测值.....	26

## 1. 国联股份：领先的 B2B 电子商务和产业互联网平台

### 1.1. 国联股份：领先的 B2B 电子商务和产业互联网平台，持续大幅度增长。

国联股份成立于 2002 年，是领先的 B2B 电子商务和产业互联网平台。

- 国联股份定位于 B2B 电子商务领域和产业互联网平台，凭借强大的客户基础和深厚的互联网技术底蕴，为相关行业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，致力于互联网、物联网、大数据、云计算等新技术与传统产业的深度融合，实现促进传统产业降本增效的价值目标。

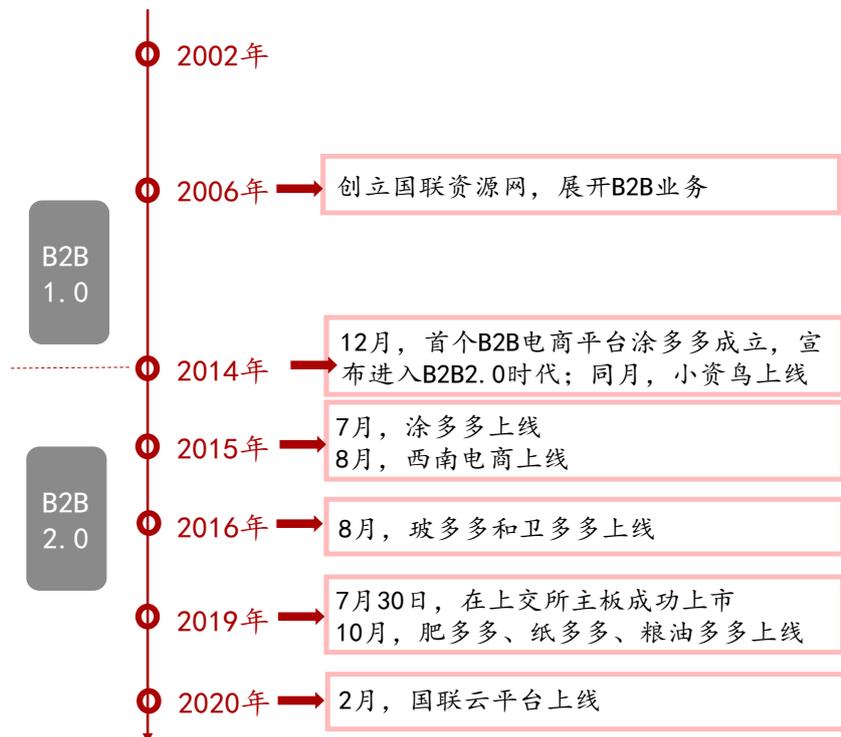
表 1：国联股份三大主营业务，专注于泛工业行业

业务类型	平台	具体业务	行业	
网上商品交易业务	多多电商平台	涂多多	涂料化工	
		卫多多	卫生用品	
		玻多多	自营电商、第三方合作电商、SaaS 服务	
		纸多多		玻璃
		肥多多		造纸
		粮油多多		化肥
商品信息服务业务	国联资源网	网站会员、会展、行业资讯和代理	泛工业行业	
互联网+技术服务业务	国联云	企业数字化升级的解决方案以及智慧物流、云 ERP、视频会议、直播等服务	泛工业行业	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- 公司 2002 年成立初期，主要从事黄页业务。随着互联网的普及，2006 年，公司开始借助于互联网，为企业提供 B2B 电子商务服务，公司的业务发展可分为两个阶段：
- **B2B1.0 阶段**：2006 年，公司以 B2B 信息服务平台——国联资源网对外提供电子商务服务，以提供商业信息服务为主，包括网站会员服务、会展服务、行业资讯服务和代理服务。公司在这一阶段未涉及交易平台领域。
- **B2B2.0 阶段**：2014 年，随着 B2B 电子商务行业发展到新阶段，公司也实现了其业务在 B2B 领域的自然延伸，基于国联资源网涉及的涂料化工、玻璃、卫生用品等产业分网及其团队，相继于 2014 年 12 月、2016 年 7 月与 2016 年 8 月成立了涂多多、玻多多和卫多多电商子公司并在之后开始运营相应的电商平台。自上线以来，多多平台的网上交易业务均实现了快速增长。
- 同期，基于客户对于“互联网+”的升级需求并顺应数字化、智慧化的时代潮流，公司开始提供“互联网+”解决方案和电商运营等互联网技术服务。2020 年 2 月，国联云正式上线，助力国家抗击疫情，为企业提供智慧化、数字化的升级方案与视频会议、带货直播等 SaaS 服务。

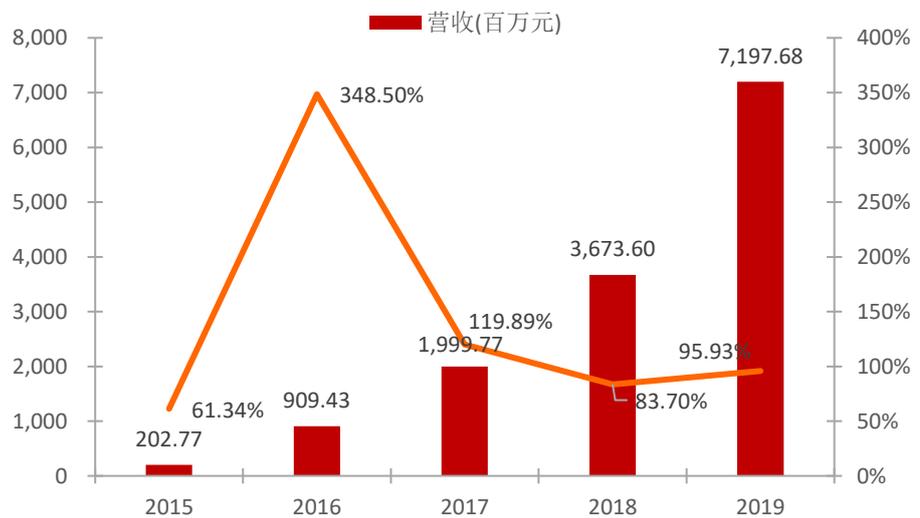
图 1：国联股份诞生于 2002 年，2019 年在上交所上市



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**国联股份营收实现持续超高速增长。**自上线多多平台以来，商品交易业务逐渐成为业务核心，提供巨大增长动力。2019年，公司实现总收入71.98亿人民币，同比增长95.93%，仍旧呈现出快速上涨的趋势。

图 2：公司营收持续高速增长



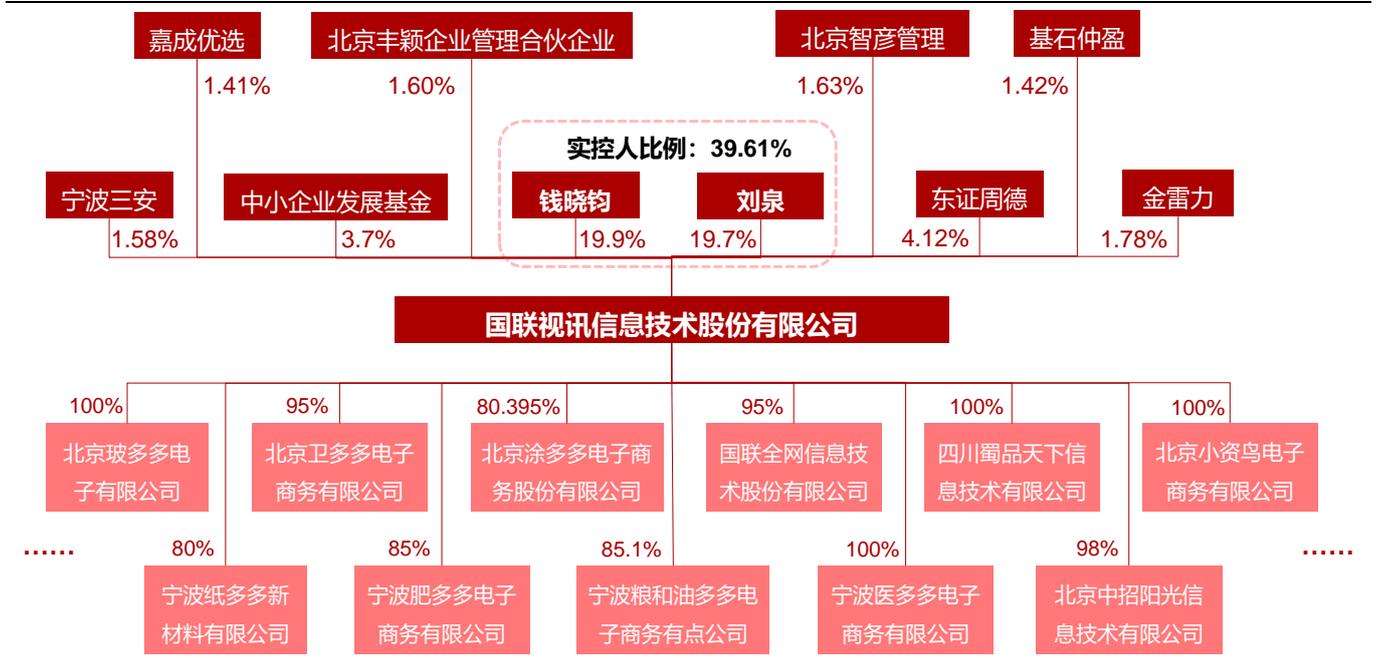
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.2. 股权结构：股权集中，创始人为实际控制人

公司股权较为集中，结构稳定，创始人为实际控制人。公司创始人钱晓钧与刘泉分别持股19.9%和19.7%，共39.6%，为公司的实际控制人。此外，中小企业发展基金、东证周德、金雷力分别持股5.1%、4.1%、1.78%。

公司下属子公司众多，大致可分为多多平台公司与互联网技术公司两个类别。其中，公司对主要子公司涂多多、卫多多、玻多多电子商务公司分别持股 80.395%、95%与 100%，对四川蜀品、北京小资鸟等子公司持股 100%，是众多子公司的绝对控制人。

图 3：国联股份股权集中，创始人为实际控制人



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

### 1.3. 核心管理人员与员工情况

公司核心管理人员普遍学历高、经验丰富，实际控制人刘泉先生与钱晓钧先生分别为长江商学院 EMBA 和北京大学经济学硕士，2002 年至今始终在公司内任职，其余核心管理人员也均在公司或相关行业从事多年，拥有丰富的行业资源，熟悉公司的基本情况、战略核心与业务逻辑。

表 2：董事与高级管理人员简介

姓名	职务	性 别	年 龄	简介
刘泉	董事长	男	44	中国人民大学经济学学士，长江商学院 EMBA。2002 年 9 月至今，任董事长，兼任广告总经理、中招阳光总经理、国联全网董事长兼经理、中投经合监事、小资鸟经理、涂多多电商经理；
钱晓钧	董事、总经理	男	45	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	女	45	北京大学法学学士。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，系实际控制人之一刘泉之姐

田涛	董事、财务总监	男	47	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
潘勇	高级管理人员、 资本与战略部总 经理	男	43	北京大学光华管理学院管理学学士、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
李映芝	董事	女	44	2002年9月至今任国联股份董事，兼中招阳光监事，与实际控制人之一钱晓钧为夫妻关系。
程社鑫	董事	男	66	中国香港永久居民，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。
刘晋	董事	男	34	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年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。
刘锐	监事会主席	女	46	西北师范大学硕士研究生学历。1996年8月至2000年3月任北京世中数字磁化装置有限公司进出口部职员；2000年3月至2002年9月任北京国联视讯广告有限公司总经理助理；2002年加入国联股份，历任总经理助理、设计企划中心总监，2015年9月至今任国联股份监事会主席，兼任张家港涂多多监事。
焦小源	监事	男	42	中国政法大学硕士研究生学历。1999年10月至2000年5月任北京图书馆（现国家图书馆）技术服务部合同制职员；2000年5月至2001年8月任国家图书馆数字文献中心合同制职员；2001年9月至2002年9月，任北京国联视讯广告有限公司销售，2002年9月加入国联股份，先后担任人事主管、人事经理和人力资源总监；现任国联股份职工代表监事。
王惠娟	监事	女	40	本科学历。2007年至今担任国联股份审计部职员，2014年至今担任国联股份监事。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司2016-2019年员工数量分别为661人、672人、666人、701人，2019年本科及以上学历员工占66.9%，较2018年的54.2%有较大幅度的提升，主要系**研发人员的人数增长**，公司将战略重心部分转移至高新技术的研发。另外，2019年销售人员、信息采编人员分别占总员工数的51.78%、16.83%，是员工的主要组成部分。

**表 3：国联股份员工专业结构，研发人员人数增多**

专业类别	2019年人数(人)	占总人数比例(%)	2018年人数(人)	占总人数比例(%)
销售人员	363	51.78	346	51.95
信息采编人员	118	16.83	128	19.22
研发人员	133	18.97	98	14.71
财务人员	28	3.99	26	3.90
行政管理人员	17	2.43	17	2.55
支持人员及其他	42	5.99	51	7.66
<b>合计</b>	<b>701</b>	<b>100.00</b>	<b>666</b>	<b>100.00</b>

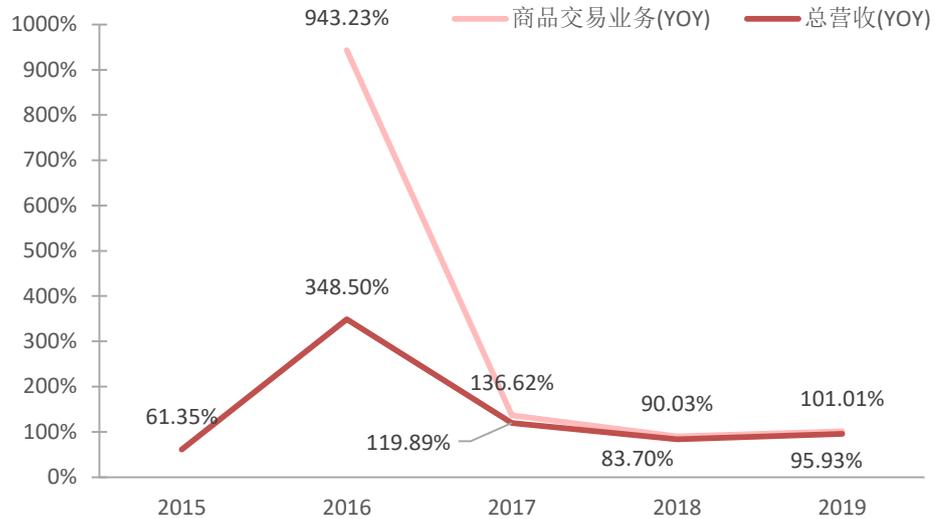
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 商业模式：商品交易业务是业务核心，提供增长动力

自2016年以来，商品交易业务成为公司业务核心，提供巨大增长动力。公司目前有三个主要业务：①商业信息服务；②商品交易业务；③互联网+技术服务。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%，是公司收入的主要来源和重要的业绩增长点。

图 4：商品交易业务发展态势良好，为公司提供巨大增长动力



资料来源：公司年报，Wind，浙商证券研究所

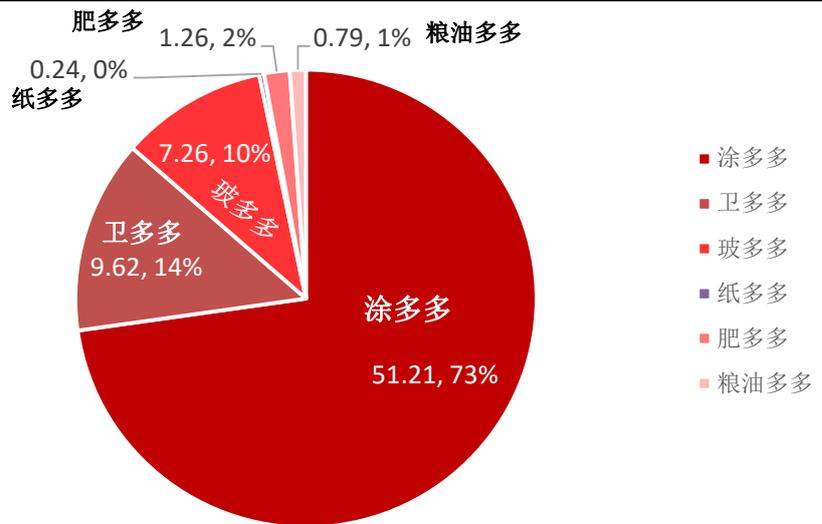
表 4：商品交易业务迅速成为业务核心，收入占比达 98%(百万元)

业务	2015	2016	2017	2018	2019
商业信 息服务					
收入	112.53	112.64	119.35	112.83	100.27
YOY	-1.64%	0.10%	5.96%	-5.46%	-11.13%
毛利率	72.85%	70.50%	69.82%	66.83%	66.64%
业务收入比例	55.50%	12.39%	5.97%	3.07%	1.39%
商品交 易业务					
收入	74.86	780.96	1,847.89	3,511.59	7,058.64
YOY	—	943.23%	136.62%	90.03%	101.01%
毛利率	3.29%	3.64%	5.01%	5.58%	5.05%
业务收入比例	36.92%	85.87%	92.41%	95.59%	98.07%
互联网 应用服 务					
收入	15.39	15.82	32.53	49.19	38.76
YOY	36.68%	2.79%	105.63%	51.21%	-21.20%
毛利率	84.54%	84.39%	71.88%	68.53%	78.61%
业务收入比例	7.59%	1.74%	1.63%	1.34%	0.54%
总收入	202.77	909.43	1,999.77	3,673.60	7,197.68
YOY	61.35%	348.50%	119.89%	83.70%	95.93%
毛利率	48.06%	13.32%	9.97%	8.30%	6.30%

资料来源：公司年报，Wind，浙商证券研究所

目前，公司旗下共有六个多多平台，分别是涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多和粮油多多。涂多多 2015 年开始运营，经过几年的快速增长，2019 年营收达到 51.21 亿元，提供了多多平台 73% 的收入，是多多平台体系的“顶梁柱”。2016 年开始运营的卫多多和玻多多及 2020 年开始运营的纸多多、肥多多和粮油多多，其增速不如涂多多般迅猛，但均处于业务初期，发展空间巨大。

图 5：2019 年公司旗下目前共有六个多多平台，涂多多是主要收入来源（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.1. 专注于工业领域线上交易的多多平台是公司业务的“关键先生”

多多平台作为 B2B 工业品电商平台，其业务横跨多个工业领域，致力于连接产品上中下游，不断整合、减少供应链环节以实现**降本增效**。多多平台 2019 年贡献了 70.6 亿元的营收，数年来的年均同比增速更是达到了 210.79% 的水平。

于需求方，平台采取**集合、拼团、一站式采购**等方式整合零散需求，提高下游对上游的**议价能力，从中获取利润**。从工业品行业特性来看，①上游厂商相对集中但竞争较为充分；②下游顾客十分分散；③流通环节多导致购买效率低、成本高。因此，多多平台能通过集合零散的订单拿到一定的价格优势，同时通过减少中间环节、提升流通效率产生更多的利润价值。多多平台的注册用户类型包括处于较为下游的**贸易商、零售商与终端用户**，注册供应商类型包括**生产商与处于较为上游的贸易商**。

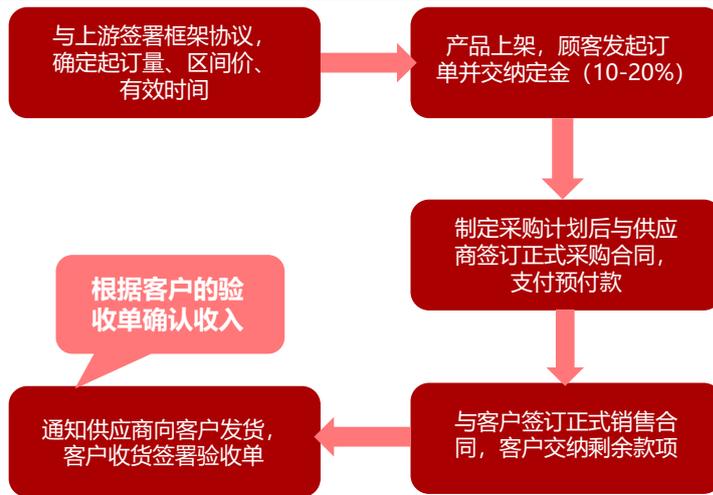
图 6：集合、拼团采购，为零散客户提高议价能力



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

**客户的采购行为需经过如下的流程：**①选择供应商进行合作洽谈，并签订采购框架协议，此协议仅表明合作意向；②将供应商的产品上架，客户发起意向订单并缴纳定金，意向订单仅申报预计需求量，不约定商品价格等因素，定金通常是货款的 10%-20%；③根据用户的订单量及对历史交易数据的统计分析，公司制定采购计划并与供应商签订正式采购合同，明确品类、单价、数量等因素，并交纳一定金额的预付款；④与客户签订正式销售合同，明确品类、单价、数量等因素，客户交付剩余款项；⑤通知供应商向客户发货，客户收货时签署验收单，公司在确认采购和销售环节完成之后，确认销售收入。

图 7：客户采购流程



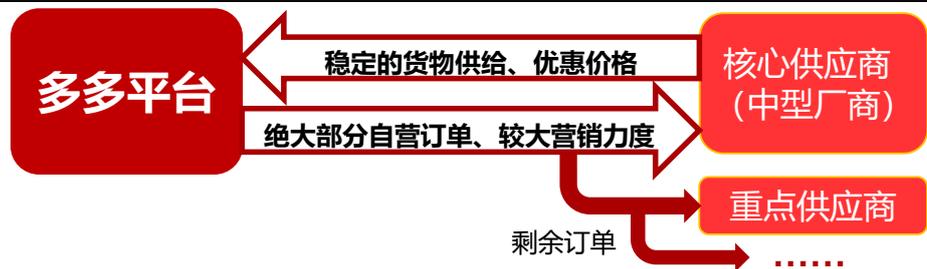
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.1.1. 为产业链上游独特赋能，提高对供应方的话语权

多多平台通过五类策略提高其对产业链上游的话语权：

①**采取核心供应商战略**。多多平台选取中型厂商建立长期合作关系，优先将绝大部分自营业务产生的集采订单给到核心供应商，并提供更大的网络营销力度。公司提供的订单占核心供应商的 15% 以上，可从核心供应商获得稳定的货物供给和较优的价格。

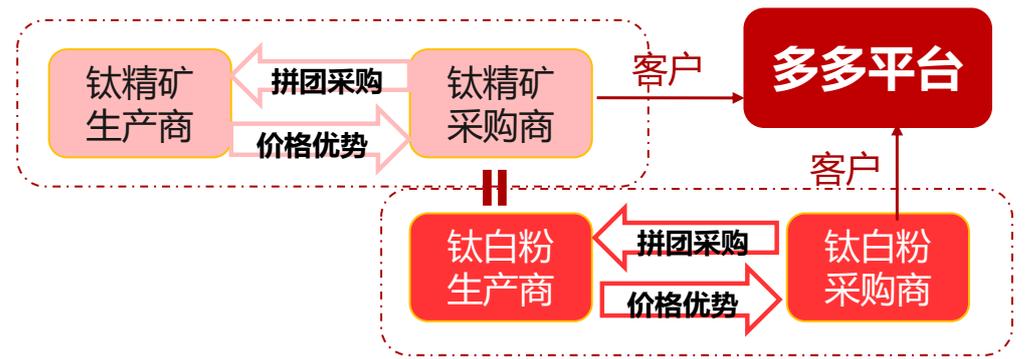
图 8：核心供应商战略，通过大量订单与营销赢得稳定货源



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

②**采取供应链上下游延伸策略，为整个产业链提供业务服务与赋能**。工业成品加工需要经过多个步骤，处于较为下游的供应商在购买上游半成品时同样可以向多多平台发起订单，利用拼团采购的大订单议价优势从其上游供应商处获得更便宜的原材料，降低生产成本。在这个逻辑中，供应商转变为采购商，享受平台的服务，成为平台的顾客，实现了业务向供应链上游的延伸。

图 9：供应链上下游战略，供应商与采购商的角色互换



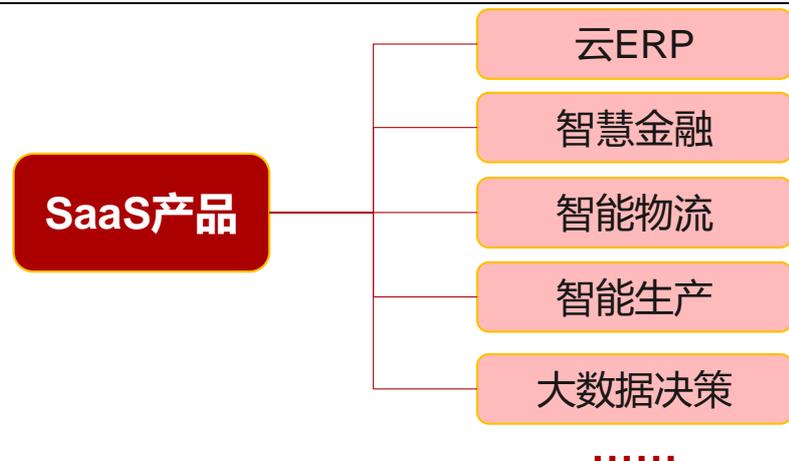
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

③采取次终端电商联盟策略。相比于其余多数贸易商，“年纪较小”的多多平台难以快速构建一套完整的物流及终端服务系统，且构建成本较高。与我们合作的多数三方贸易商，如厦门中核商贸发展有限公司、许昌曼迪商贸有限公司等，都会拥有一定的终端用户和区域市场，拥有终端配送和服务能力，如仓储、配送、检测、售后等。因此，多多电商可以通过和区域贸易商合作，弥补多多电商现阶段的不足，满足中小终端客户的需求，推动多多电商的更快发展。

④采取单品突破-品类复销的销售策略。在初期，公司采取单品突破策略，集中优势力量发展供应商某类主营产品，在取得成效，获得用户基础后，平台沿着同一行业的用户对于多种生产原材料的采购需求，积极延伸品类，为同一行业的用户提供品类复销服务。通过突破式的销售策略，打造品牌形象，创造价值，促进供应商企业的快速发展与深度合作。如涂多多以钛白粉为突破口，大力实施钛白粉自营电商单品突破策略，并进一步扩大延伸至钛产业上下游，积极开展钛精矿、金红石、钛渣、四氯化钛、海绵钛等品种的自营电商。

⑤免费提供 SaaS 服务,提升效率,赋能生产端。多多平台为供应商免费提供云 ERP、智慧物流等 SaaS 产品，有效帮助生产商提高运营效率、降低运营成本，打造高效、智慧的数字化生产链。

图 10：免费提供 SaaS 服务，提升效率，赋能生产端



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.1.2. 业务推进的重点在于规模扩大，主动向下游让利

自 2019 年下半年以来，公司业务推进的主要目标是扩大业务规模，放松对毛利率的把控。为占据更多市场份额，公司主动向供应链让利，减少平台的交易服务费以提供成本更低的产品，与更多客户建立合作关系。2020Q1-3，公司毛利率为 4.26%，而 2020Q1-3 营收为 100.32 亿元，同比增速达到 142%，实现了高速增长。

**表 5：规模优先，主动让利**

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>毛利率</b>	<b>48.06%</b>	<b>13.32%</b>	<b>9.97%</b>	<b>8.30%</b>	<b>6.30%</b>
商品交易业务	3.29%	3.64%	5.01%	5.58%	5.05%
商业信息服务	72.85%	70.50%	69.82%	66.83%	66.64%
互联网技术服务	84.54%	84.39%	71.88%	68.53%	78.61%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**毛利率下降主要系：**①商品交易业务毛利率低，拉低企业整体毛利率，商品信息服务、互联网技术服务毛利率虽高，但占比小，作用有限；②在新产业中复制孵化新的多多平台，业务发展时间短，未建立牢固稳定的用户信任，平均毛利率低于现有平台的成熟产品，拉低整体毛利率；③受疫情影响，公司 Q1 帮助 1000 多家企业复产复工，主动向下游让利；④涂多多平台在 Q3 推出两条新产品品类，醇、树脂相关产品的营收规模大幅提升，较低的毛利率拉低了企业平均水平。

**公司在实现目标市场渗透率之前，均会以扩大规模为主要目标，长远看毛利率呈上升趋势。**公司为实现 3-5 年内达到 10% 的市场渗透率的目标，始终以规模增速为优先，向供应链进行一定的让利，在达到或接近目标之前，业务发展坚持以规模作为主要考量因素。在实现目标市场渗透率之后，通过较大的市占率带来的话语权与不断推出的高技术水平、高毛利产品，公司会主动提升交易端的毛利率，长远看毛利率会不断上升。

**纵向深入：现有电商业务发展迅速，仍处于快速增长的初期，具有较大纵向发展潜力。**2019 年，整个平台收入增速达 101.01%，其中涂多多平台增速为 111.57%，卫多多平台增速为 37.21%，玻多多平台增速为 102.58%，均实现了持续多年的快速增长。其中，纸多多增速不及涂多多与玻多多水平，营收促进因素存在差距。

以营收占比最大的涂多多平台为例，公司对涂料化工行业的市场规模预测为 7500 亿元，而 2019 年涂多多平台营收为 51.2 亿元，尚未达到市场规模的 1%，通过不断的延伸、参与、掌控供应链上下游更多环节并吸收更多客户，现有电商平台未来数年仍有较大增长空间。

图 11：2019 年涂多多营收 51.2 亿元，存在较大增长空间



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图 12：2019 年卫多多营收 9.62 亿元（百万元）



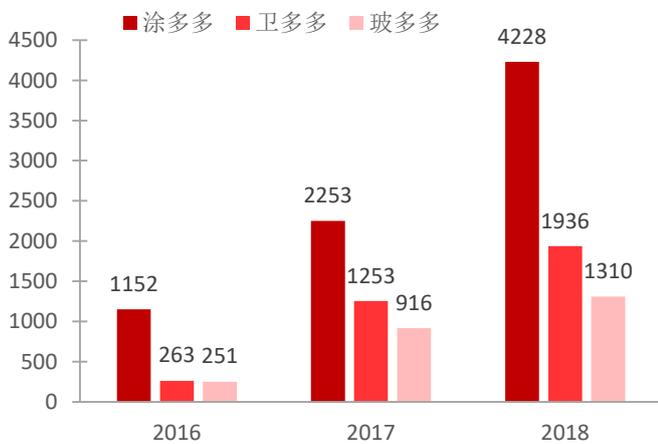
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：2019 年玻多多营收 7.26 亿元（百万元）



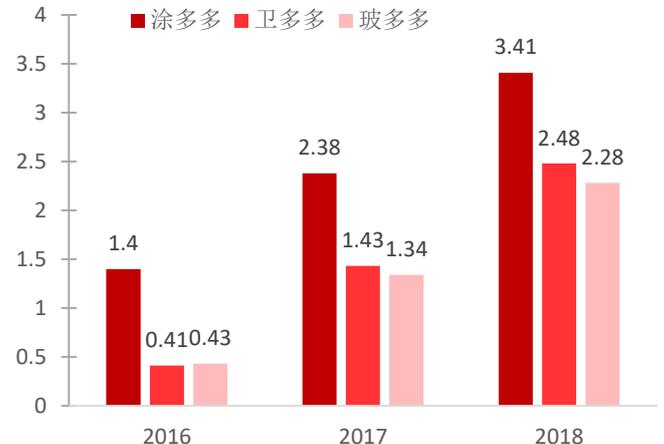
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 14：多多平台网页日活跃用户不断增长（个）



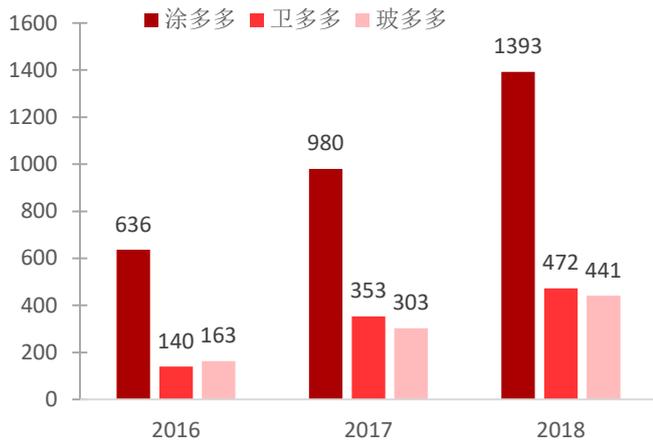
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 15：多多平台网页注册用户不断增长（万）



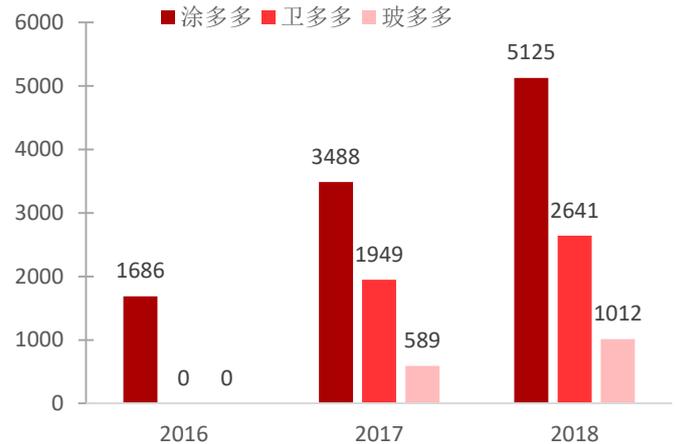
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 16: 多多平台网页自营 SKU 不断增长 (类)



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 17: 多多平台网页自营订单数不断增长 (笔)

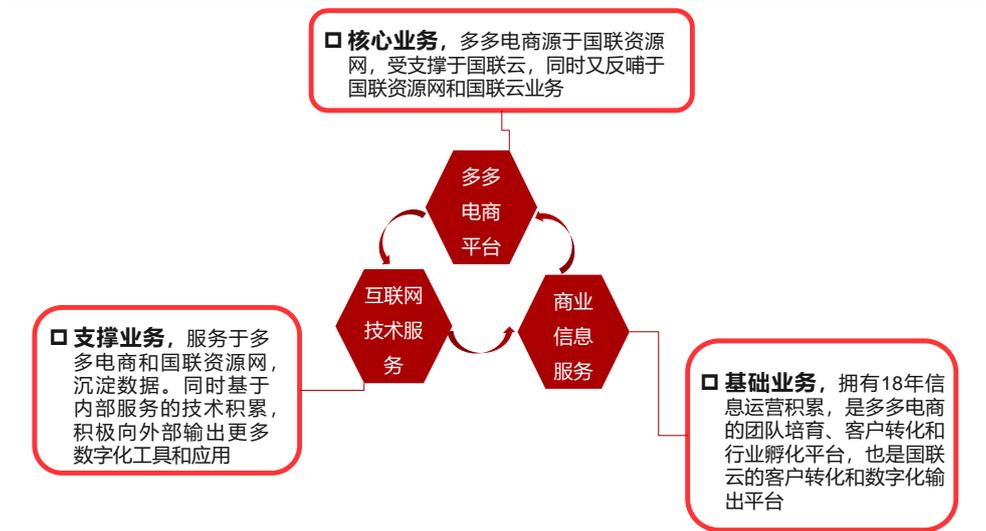


资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

**横向扩展:** 电商平台业务具有可复制性, 横向领域扩展存在较大空间。目前, 多多电商已包括涂料化工、卫生用品、玻璃、造纸、化肥、粮油等六个工业品领域, 而商业信息服务涉及百余个泛工业行业, 可以将现有的电商平台逻辑延伸到其他工业产品领域, 打造更多的多多平台。

## 2.2. 三大业务联系紧密、互相协同, 构成平台全面发展的基础与支柱

图 18: 三大业务联系紧密、互相协同, 构成平台全面发展的基础与支柱



资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

### 2.2.1. 国联资源网积累丰富行业资源, 为平台孵化创造条件

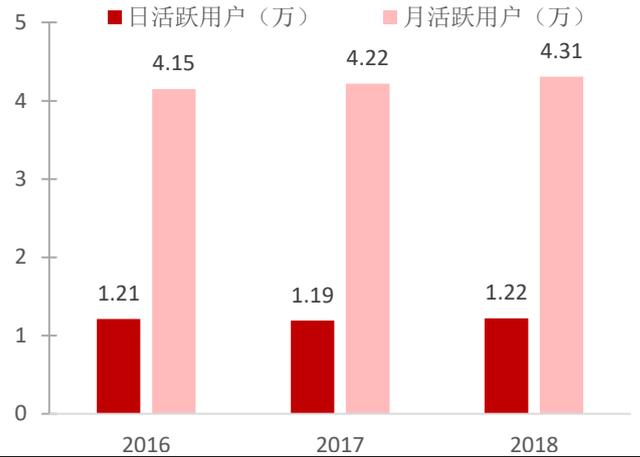
国联资源网是业务基础, 拥有 18 年信息运营积累, 是多多电商的团队培育、客户转化和行业孵化平台。2002 年以来, 公司一直通过国联资源网为各行业客户提供基于互联网、线上线下结合的商业信息服务, 包括网站会员服务、会展服务、行业资讯服务和代理服务。公司通过商业信息服务积累了雄厚的会员资源, 目前拥有 255 万注册会员, 拥有 1000 万黄页数据库和 5000 万招投标信息资源。

图 19：国联资源网注册用户不断增长



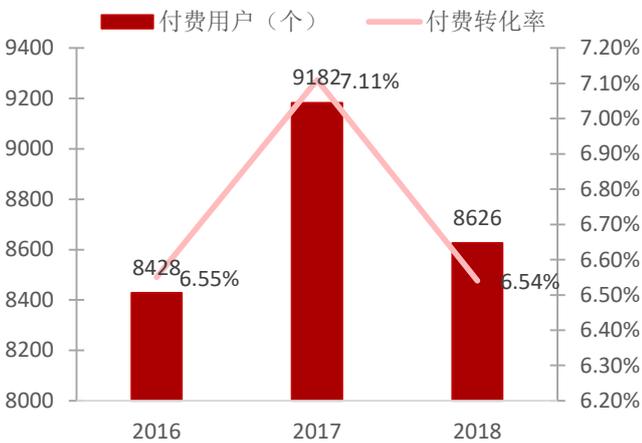
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 20：国联资源网活跃用户趋于稳定



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 21：国联资源网付费用户趋于稳定



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

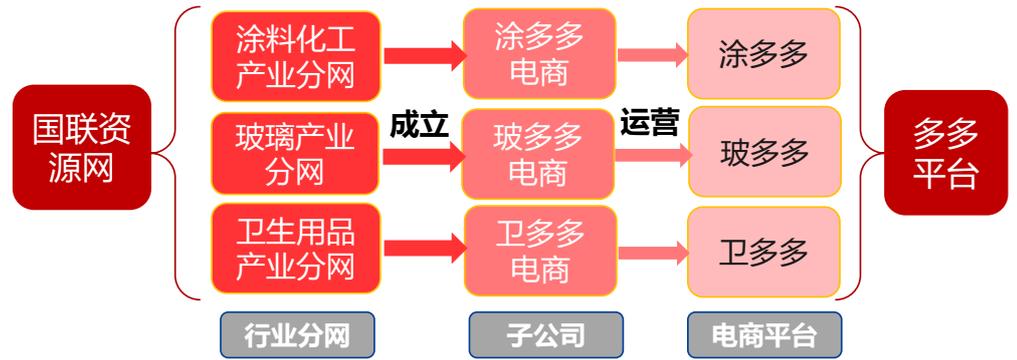
图 22：国联资源网续费用户趋于稳定



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

① 国联资源网对多多平台的孵化和扩展起到了重要作用，其业务覆盖 100 余个工业领域，独特的组织架构为电商平台的孵化铺设道路。国联资源网采取细分行业专属团队架构，每一个团队负责运营一个细分行业，搭建对应的行业分网（如涂料产业网、油墨产业网等分网），专门从事该细分行业内的信息收集、客户服务、市场调研等工作。相关行业分网的多个团队可以在合适的时机迅速转化为子公司，专门参与相关行业线上电子商务交易，并孵化出独立的“子多多平台”，并入公司的多多平台体系，如涂多多即为从国联资源网旗下的涂料产业网、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中合并发展而来的垂直电商平台。

图 23：独特的组织架构为电商平台的孵化铺设道路



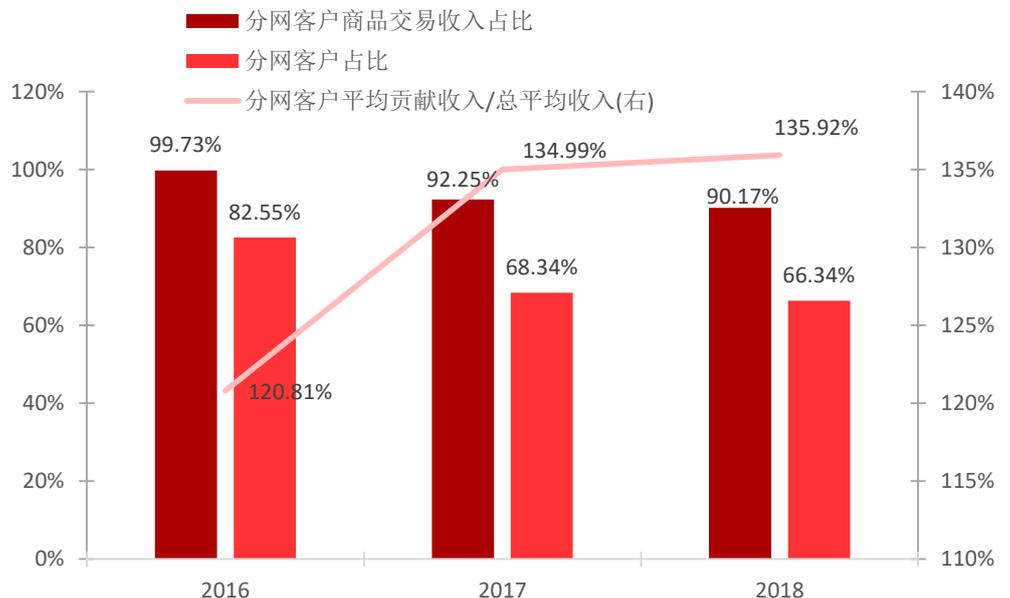
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

②国联资源网深厚的客源基础是多多平台发展壮大的基石。2005年以来，公司一直专注于商业信息服务，积累了雄厚的会员资源，目前拥有255万注册会员、1000万黄页数据库和5000万招投标信息资源。目前，已有的国联资源网会员是多多平台收入与成本超过90%的来源。

从分网客户角度看，2016-2018年，来自分网会员的客户占比分别为82.55%、68.34%、66.34%，呈现较快下降趋势，说明多多平台的影响力不断扩大，平台对新用户的获取能力逐渐增强，渗透入更多的市场空间。来自分网会员的商品交易收入占比分别为99.73%、92.25%、90.17%，说明在多多平台刚起步的2016年，几乎所有的收入全部来自于分网会员，来自分网的客户为多多平台的发展奠定了良好的客源基础。尽管分网客户的收入占比在不断下降，但分网客户贡献的平均收入占总平均收入的比重不断上升，2018年达到1.35倍，说明分网客户的消费力强于其他客户，且不断增强。

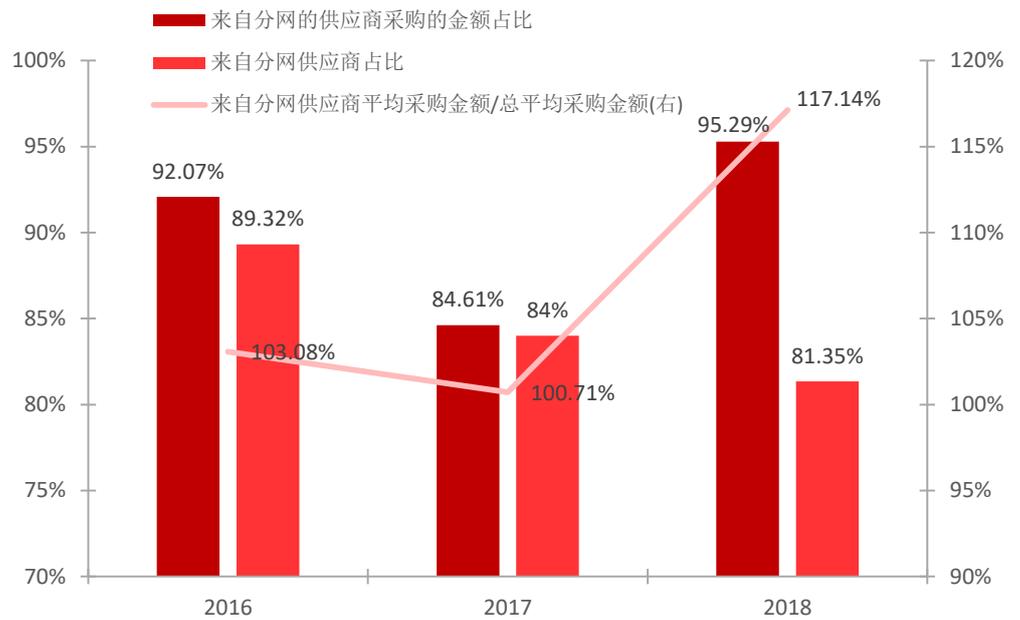
从供应商角度来看，2016-2018年，来自分网的供应商占比分别为89.32%、84.01%、81.35%，呈现下降趋势；而向来自分网的供应商采购的金额占比为92.07%、84.61%、95.29%，先下降后上升，表明多多平台更多地向来自分网的供应商进行采购，深化核心供应商策略。

图 24：分网客户占比下降，但平均贡献收入增加



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 25：来自分网的供应商占比下降，深化核心供应商策略



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

按平台拆分来看，以涂多多为例，2016-18 年交易客户中来自相关行业分网会员占比分别为 80.95%/64.11%/62.58%，下降较快，而交易收入中来自相关行业占比对应为 99.70%/93.75%/91.28%，下降较缓，表明会员消费水平高于平均。另外，2016-2018 年平均客单价为 1.21/1.39/2.20 百万元/个，与会员客单价的差值为 0.28/0.65/1.01 百万元/个，平均客单价呈增加趋势，客户平均贡献收入不断增加，而会员与非会员客单价差距在不断扩大，表明平台深化了与会员之间的合作。2016-2018 年涂多多平台交易会员占分网总会员比分别为 1.75%/1.86%/2.21%，会员渗透率在不断提升，但仍处于较低水平，有较大发展空间。

表 6：各多多平台行业分网会员交易情况（个、百万元、百万元/个）

年份	项目	涂多多	卫多多	玻多多
2016	客户总数	567	10	42
	交易客户数量			
	来自相关行业分网会员	459	10	42
	占比	80.95%	100%	100%
	收入总额	687.21	61.63	23.33
	商品交易收入			
	来自相关行业分网会员	685.13	61.63	23.33
	占比	99.70%	100%	100%
	客单价			
	平均	1.21	6.16	0.56
来自相关行业分网会员平均	1.49	6.16	0.56	
相关产业分网会员数量	26198	16987	17796	
交易会员占会员比	1.75%	0.06%	0.24%	
2017	客户总数	783	142	130
	交易客户数量			
	来自相关行业分网会员	502	116	103
	占比	64.11%	81.69%	79.23%
	商品交易收入			
收入总额	1090.13	503.22	249.51	
来自相关行业分网会员	1021.95	470.71	207.29	

	占比	93.75%	93.56%	83.08%	
客单价	平均	1.39	3.54	1.92	
	来自相关行业分网会员平均	2.04	4.06	2.01	
	相关产业分网会员数量	26955	17694	18680	
	交易会员占会员比	1.86%	0.66%	0.55%	
2018	客户总数	1109	207	202	
	交易客户数量	来自相关行业分网会员	694	163	150
		占比	62.58%	78.74%	74.26%
	收入总额	2440.76	697.3	361.46	
	商品交易收入	来自相关行业分网会员	2227.84	631.93	295.7
		占比	91.28%	90.63%	81.81%
	客单价	平均	2.20	3.37	1.79
		来自相关行业分网会员平均	3.21	3.88	1.97
		相关产业分网会员数量	31387	20918	20258
		交易会员占会员比	2.21%	0.78%	0.74%

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

### 2.2.2. 国联云提供“互联网+”技术，打通供应链上下游

国联云平台定位于产业和企业数字化技术服务平台，统筹国联全网、蜀品天下、小资鸟等子公司，通过提供 SaaS 服务和其他在线工具，在满足多多平台和国联资源网技术支持需要的同时，致力于打造智能化工业互联网，实现数字化产业链闭环。具体而言，国联全网为客户提供全网总体设计、平台建设、系统开发和咨询培训等服务，提供管理系统、咨询推广等的解决方案；蜀品天下重点承接四川地区政府的“互联网+”项目，配合国家精准扶贫政策，通过互联网技术为电子商务进农村工程提供支持与便利，并在电商服务平台、物流体系等项目完成后开展持续运营；小资鸟为传统品牌提供电商代运营服务，帮助其在天猫、京东等平台进行店铺运营。

图 26：国联云官网，提供多种互联网技术解决方案



资料来源：公司网站，浙商证券研究所

为应对疫情，国联云部署行业带货直播和云办公等系统。在疫情期间，为积极帮助产业链企业复工复产，国联股份提前于 2 月 12 日启动国联云的行业直播平台，以国联资源

网和多多电商广泛的行业用户群体为受众基础,针对行业人士开展专家直播、在线授课、技术研讨、商务互动等线上直播服务,反响热烈。根据国联云数据统计显示,行业直播累计场次达 178 余场,注册用户数达 188924 个。

图 27: 为应对疫情,国联云部署行业带货直播和云办公等系统。



资料来源:公司网站,浙商证券研究所

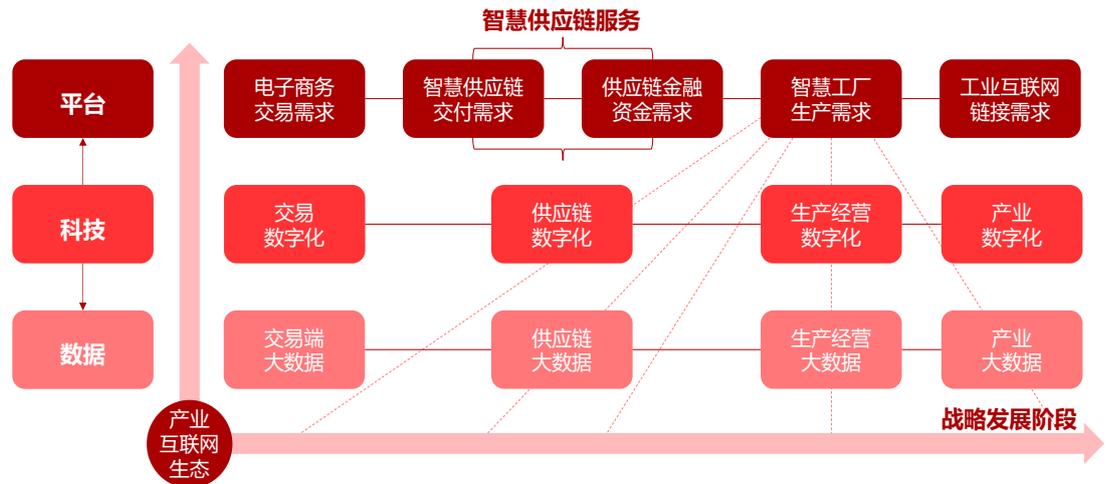
### 2.3. 确定产业互联网战略,顺应行业战略发展趋势

**产业互联网是行业战略趋势,数据是未来产业的战略重点。**公司认为,随着 B2B 垂直电商平台的快速发展和供应链管理的不断深化,特别是 5G、移动互联网、大数据、云计算、物联网、人工智能、区块链等新技术的不断发展和应用,未来二十年将成为产业互联网爆发的黄金时代,且“所有产业都会围绕数据运转”。

公司确定了以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略,目标是成为产业核心数据资产的掌握者和使用者,打造产业数据枢纽的核心地位。公司按照以“平台、科技、数据”为核心的互联网发展战略,发挥平台基础与技术优势,构建产业链闭环,分阶段搭建完善的产业互联网平台,通过产业数字化、智慧化等技术,不断沉淀数据,通过以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网生态促进实体经济的降本增效与质量提升。

公司将按五个阶段依次推进战略:①工业电子商务阶段,将满足企业客户的交易需求;②智慧供应链阶段,将满足企业客户的交付需求;③供应链金融阶段,将满足企业客户的资金需求;④智慧工厂解决方案阶段,将满足企业客户的生产需求;⑤工业互联网阶段,将上下游共构链接,形成产业数字化闭环。

图 28：以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略分五个阶段推进



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.3.1. 非公开发行募集 24.7 亿元，为战略发展提供资金支持

国联股份 9 月 22 日公告，之前于 4 月 28 日公告的非公开发行股票申请已获得中国证监会审核通过。在非公开发行预案中，公司拟发行 4224 万股（占总股本的 30%），募集金额 24.66 亿元，主要用于：①国联股份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集成应用平台研发项目；⑤补充流动资金。

表 7：非公开发行募集 24.7 亿元，为战略发展提供资金支持

项目	投资总额（百万元）
国联股份数字经济总部建设项目	344.15
基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目	491.20
基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目	614.38
基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目	476.34
补充流动资金	540.00
<b>合计</b>	<b>2466.07</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

①国联股份数字经济总部建设项目：根据公司未来的战略规划与发展需求，考虑现有业务的经营条件，公司计划购置新的办公场所并进行数字化升级，一方面，既满足公司体量增大、人员增加所必须的场地需求，又能改善办公环境，提高员工内部沟通和协同办公的效率，促进各团队的工作绩效；另一方面，通过统一的产业互联网和数字经济展示中心的建设，有利于提升公司总体形象和品牌影响力。

②基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目：在各行各业数字化、信息化、智能化升级的背景下，公司按照以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网战略，公司进一步推进数据支撑体系建设，在大数据的采集、处理和模型构建等层面引入机器学习机制，提高大数据处理效率，致力于沉淀用户数据、优化推荐算法、提升运营效率，保持公司在技术上的竞争优势。

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：公司核心业务为网上商品交易业务，物流与仓储是其业务流程中无法忽视的重要部分。将传统物流与现代互联网技术融合，通过大数据与信息化管理，实现各项设备互联互通、运单一键发货、运力发布、

智能分配货物、规划有效的物流路径等功能，整合仓储资源、货源、运力资源，提升供应链效率，降低物流成本，规避业务风险。

④**基于云计算的企业数字化集成应用平台研发项目**：云计算是互联网技术热点，公司也为客户提供互联网+技术服务，通过集成基于云计算平台的各类产业和企业数字化应用性功能软件，将交易、供应链与生产经营的数字化工具整合在一起，为客户提供更便捷、成本更低的数字化工具，提升客户的运营效率，促进传统企业的数字化改造。

⑤**补充流动资金**：在多多平台的交易模式中，公司需向供应商支付定金，上下游结算时间存在差距，垫资要求高，需要一定的流动资金保证公司的正常运营。随着公司核心业务的快速发展、数字化产业布局的持续推进，公司对营运资金的需求也快速增长。

总结来看，公司的竞争壁垒有如下三点：

①**产业互联网平台的主要竞争壁垒来自于先发优势**。目前多多平台的核心竞争能力来自于公司十几年的**客户资源积累**、通过信息服务建设的**客户信任关系**以及利用数据与科技服务工业互联网的**产业链闭环能力**。公司在现有行业内经营多年，先发优势明显，竞争对手通过进入这些垂直领域的成本和阻力会较高。

②公司大力实施以“**平台、科技、数据**”为核心的**产业互联网发展战略**，推广数字化 SaaS 工具，不断提升品类渗透率、品类拓展能力与客户粘性，构建智慧供应链、供应链金融闭环与智慧工厂，不断搭建完善的产业互联网平台。

③通过对下游客户的**集合采购、拼单团购、一站式采购策略**与对上游客户的**核心供应商、供应链上下游延伸、次终端电商联盟**等策略，扩大下游精准流量和加强上游供应链掌控，构建长期护城河。

公司定增事项正在推进，预计定增完成后的资金优势将进一步加快公司发展速度

### 3. 财务数据分析

**营收规模快速做大，费用率逐渐降低，营业成本成为决定因素**。运营多多平台以来，规模优势致公司的费用率持续走低，2019 年销售费用、管理费用、研发费用分别为总营收的 1.93%、0.49%、0.24%，处于较低水平。与之相对，营业成本占比逐渐增大，2019 年占营收比例为 93.7%，其中，商品交易业务的营业成本占总营业成本的 99.38%，说明商品交易业务提高了公司的营业成本，导致了毛利率的降低。

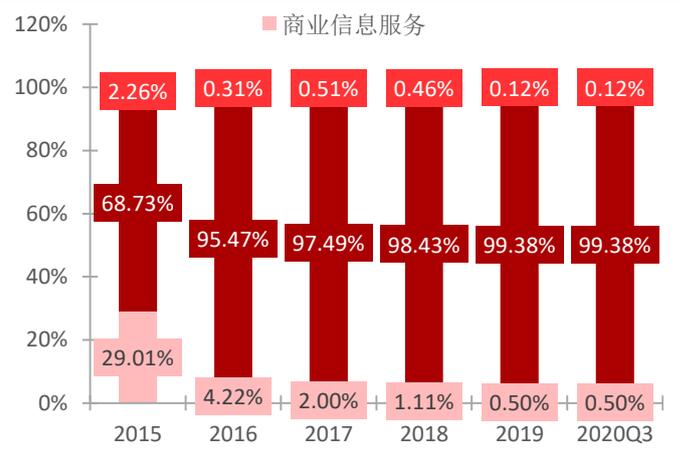
**受公司战略影响，2020 年三季度毛利率进一步降低**。2020 年第三季度报告显示，销售费用率、管理费用率、研发费用率进一步降低，主要是占比逐渐增大的商品交易业务费用率低，导致公司费用率呈下降趋势。而营业成本的大幅度提高导致毛利率较 2019 年下降了 2.04 个百分点，主要是由公司业务发展以扩大规模为主的战略所致。

图 29: 规模效应体现, 费用率逐渐降低



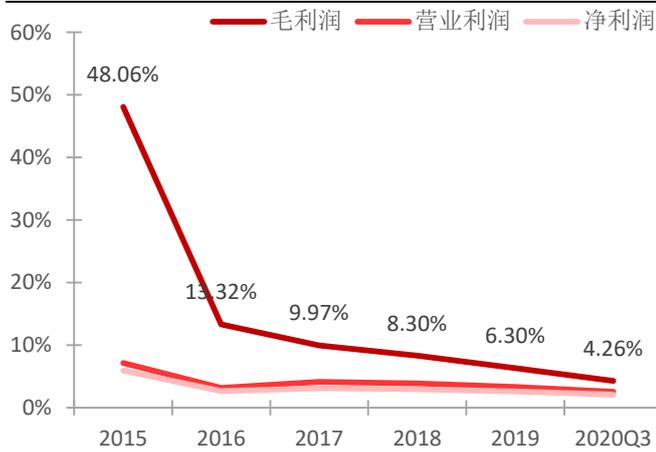
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 30: 商品交易占据 99%以上的营业成本



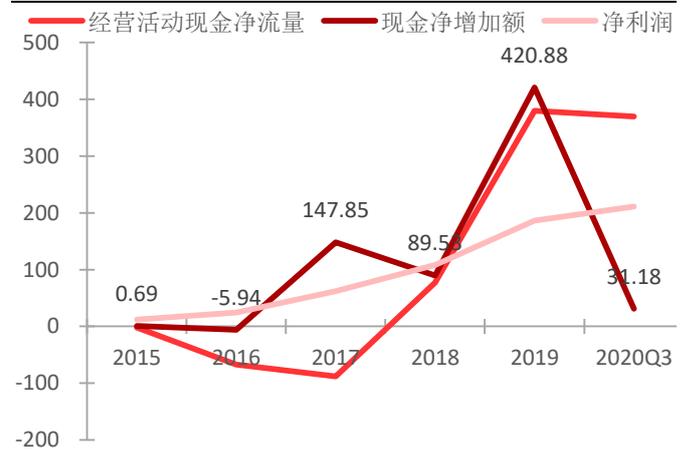
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 31: 规模扩大净利率平稳



资料来源: 公司年报, wind, 浙商证券研究所

图 32: 现金流情况良好 (百万元)



资料来源: 公司年报, wind, 浙商证券研究所

**现金流大幅改善, 公司业务稳定。**商品交易业务在收取客户一定比例定金后, 需要公司垫资进行集中采购, 2018、2019 年现金流由负转正, 情况不断改善, 公司经营情况稳定。2020 年三季度现金流进一步优化, 虽为准备双十一电商节, 公司预付款较高, 为 9.61 亿元, 同比增长 66.67%, 但三季度预收账款同比增长 269.49%, 营收同比增长 142%, 维持了较高水平的经营活动现金流。

**公司现金流大幅改善的原因在于:** ①平台规模不断扩大, 对上下游的议价能力提升; ②平台、上游与客户信任加深, 可以更多采取承兑汇票进行支付; ③下游交易周转加快, 公司回款速度加快, 可以更快回笼应收账款, 2020 年三季度应收账款收入占比为 1.26%, 较去年半年报的 1.7%有大幅度降低。公司在产业中的话语权和上下游信用度不断提升, 整体经营情况不断向好。

**商品采购成本是主要营业成本。**2018 年, 商品交易业务中的商品采购成本占据了营业成本的 98.42%, 增速达到了 88.89%, 是公司营业成本迅速增长的重要原因。

**表 8：营业成本细分，商品采购成本占据 98%以上（百万元）**

项目	2016		2017		2018	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
商品采购成本	752.57	95.47%	1755.24	97.49%	3315.45	98.42%
YOY	—		133.23%		88.89%	
会展及场地费	16.45	2.09%	18.75	1.04%	19.22	0.57%
职工薪酬	8.70	1.10%	9.28	0.52%	9.49	0.28%
合作费	6.88	0.87%	7.94	0.44%	7.11	0.21%
外包服务费	1.53	0.19%	7.12	0.40%	13.65	0.41%
印刷费	2.04	0.26%	1.42	0.08%	2.25	0.07%
项目物资采购成本	—		0.57	0.03%	1.23	0.04%
其他	0.11	0.01%	0.09	0.00%	0.15	0.00%
<b>合计</b>	<b>788.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>1800.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>3368.54</b>	<b>100.00%</b>
<b>YOY</b>	<b>86.68%</b>		<b>90.03%</b>		<b>91.70%</b>	

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

**盈利预测：**公司业务主要为商业信息服务、网上商品交易服务和互联网技术服务业务。从报表来看，网上商品交易业务即多多平台为收入核心驱动力，且有较大增长空间：根据 2020 年三季报，营收增速较高；毛利率方面，新平台利润率较低，随规模增长会有小幅提升，但影响有限，总体变化不大。

我们预计 2020-2022 年商品交易收入增速分别为 110.09%/61.65%/57.75%。商业信息服务与互联网技术服务非公司业务重心，营收占比小，对公司盈利影响不大；互联网技术服务是未来战略发展的重点，业务将迎来增长，预计增速分别为 212.3%/100%/130%。

**表 9：公司业务拆分及盈利预测（百万元）**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3673.60	7197.68	15,121.70	24,444.81	38,560.62
yoy	83.70%	95.93%	110.09%	61.65%	57.75%
网上商品交易服务	3511.59	7058.64	14,900.71	24,109.46	37,914.72
yoy	90.03%	101.01%	111.10%	61.80%	57.26%
涂多多	2440.76	5121.92	10,301.21	16,214.10	25,018.35
yoy	123.90%	109.85%	101.12%	57.40%	54.30%
卫多多	697.30	961.56	1,899.85	3,026.46	4,684.96
yoy	38.57%	37.90%	97.58%	59.30%	54.80%
玻多多	361.46	726.23	1,452.46	2,372.30	3,740.17
yoy	44.87%	100.92%	100.00%	63.33%	57.66%
肥多多		125.54	602.59	1,177.46	2,067.86
yoy			380.00%	95.40%	75.62%
纸多多		23.99	180.55	393.00	747.49
yoy			652.60%	117.67%	90.20%
粮油多多		79.22	443.88	905.95	1,635.70
yoy			460.31%	104.10%	80.55%
其他	12.07	20.18	20.18	20.18	20.18

yoy	<b>139.96%</b>	<b>67.19%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>
商业信息服务	<b>112.83</b>	<b>100.27</b>	<b>99.95</b>	<b>93.28</b>	<b>89.17</b>
yoy	<b>-5.46%</b>	<b>-11.13%</b>	<b>-0.32%</b>	<b>-6.67%</b>	<b>-4.41%</b>
互联网技术服务	<b>49.19</b>	<b>38.76</b>	<b>121.04</b>	<b>242.06</b>	<b>556.72</b>
yoy	<b>51.21%</b>	<b>-21.20%</b>	<b>212.28%</b>	<b>99.99%</b>	<b>129.99%</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**投资建议：**公司工业品拼购电商平台模式近年来处于高速增长期，现有多多平台的规模不断扩大，新产品、新平台的出现也会促进公司的快速发展，扩大公司的市场份额。公司确定了以“平台、科技、数据”为核心的产业互联网发展战略，发挥平台基础与技术优势，通过 SaaS 工具、云计算、大数据等服务工业互联网，成为产业核心数据资产的掌握者和使用者，打造产业数据枢纽的核心地位。我们认为公司未来的增长高速、可持续，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.65 亿/4.09 亿/6.28 亿，对应 PE 为 51/33/22 倍，参考行业平均估值，给予 21 年 50X PE（暂未考虑增发摊薄影响），目标价 145 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**表 10：重点公司财务数据及盈利预测**

公司	股票代码	净利润(百万元)			净利润同比增长率(%)			市盈率 PE		
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
国联股份	603613	158.94	265.81	408.97	69.34	67.32	50.37	86.81	51.91	33.74
网宿科技	300017	34.48	395.24	535.94	-95.71	1,046.18	35.60	593.27	51.77	38.17
光云科技	688365	96.38	107.05	127.63	-10.01	11.09	19.22	174.16	156.78	131.51
优刻得-W	688158	21.19	6.37	24.74	-72.56	-69.93	288.15	1256.00	4171.52	1076.75
三六零	601360	5980.44	3616.90	4171.41	69.19	-39.52	15.33	19.48	32.20	27.92
光环新网	300383	824.59	1027.13	1284.37	23.54	24.56	25.04	44.30	35.75	28.59
数据港	603881	110.34	131.79	22.07	-22.76	19.44	83.68	168.35	140.95	76.73
壹网壹创	300792	219.06	326.28	48.59	34.71	48.95	40.55	108.97	73.16	52.05

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

## 5. 风险提示

- **违约风险：**在与自营店铺的交易中，客户提交订单仅需支付约 20%的定金，剩下由多多平台垫资购买，可能出现客户无力支付尾款且商品难以转手的情况，存在一定风险；
- **商品价格波动风险：**网上商品交易业务是公司的主要收入来源，商品价格的大幅波动对发行人采购和销售价格产生影响，存在一定风险。
- **技术进步风险：**互联网行业技术更新速度快，产品不断推陈出新。随着大数据、云计算等技术的深入发展与普及，公司若不能及时跟进最新技术，推出更具吸引力的产品，其在同行业间的竞争力将会下降，盈利能力受到影响。

- **新业务发展风险:** 公司正处于不断扩大规模的阶段, 致力于在更多行业复制、孵化新的多多平台, 同时向产业互联网的建设投入大量资金, 存在新业务发展不及预期的风险。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2184.29	3149.91	4418.73	6608.95	<b>营业收入</b>	7197.68	15121.70	24444.81	38560.62
现金	790.80	1684.59	2341.13	3758.04	营业成本	6743.98	14446.23	23386.93	36929.41
交易性金融资产	450.00	150.00	200.00	266.67	营业税金及附加	9.17	7.56	12.22	19.28
应收账款	79.34	142.99	224.60	344.24	营业费用	138.98	186.00	312.89	495.57
其它应收款	3.44	17.07	22.82	32.66	管理费用	35.09	34.78	48.89	73.27
预付账款	552.73	1011.24	1403.22	1846.47	研发费用	17.29	30.24	48.89	77.12
存货	13.42	43.34	93.55	184.65	财务费用	8.31	0.55	-5.91	-23.94
其他	294.56	100.69	133.41	176.22	资产减值损失	4.72	8.23	11.62	21.52
<b>非流动资产</b>	44.32	40.60	42.72	45.05	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-1.76	-1.76	-1.76	-1.76
长期投资	0.41	0.26	0.35	0.34	其他经营收益	0.00	0.04	0.01	0.02
固定资产	21.73	20.39	18.64	16.78	<b>营业利润</b>	238.40	406.39	627.53	966.65
无形资产	12.29	13.89	16.42	19.11	营业外收支	4.24	4.24	4.24	4.24
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	242.64	410.63	631.77	970.89
其他	9.89	6.06	7.30	8.82	所得税	56.03	98.55	151.63	233.01
<b>资产总计</b>	2228.62	3190.51	4461.44	6654.00	<b>净利润</b>	186.61	312.08	480.15	737.88
<b>流动负债</b>	1091.93	1742.20	2532.80	3987.45	少数股东损益	27.66	46.26	71.18	109.39
短期借款	246.39	500.00	450.00	400.00	<b>归属母公司净利润</b>	158.94	265.81	408.97	628.49
应付款项	535.51	534.70	1099.15	2011.64	EBITDA	246.27	413.12	627.81	948.91
预收账款	251.91	642.97	909.07	1474.39	EPS (最新摊薄)	1.13	1.89	2.90	4.46
其他	58.12	64.54	74.57	101.41	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	1.03	0.58	0.77	0.79		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
其他	1.03	0.58	0.77	0.79	营业收入	95.93%	110.09%	61.65%	57.75%
<b>负债合计</b>	1092.96	1742.78	2533.57	3988.24	营业利润	68.17%	70.47%	54.42%	54.04%
少数股东权益	56.19	102.45	173.63	283.02	归属母公司净利润	69.34%	67.24%	53.86%	53.68%
归属母公司股东权益	1079.47	1345.28	1754.25	2382.74	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2228.62	3190.51	4461.44	6654.00	毛利率	6.30%	4.47%	4.33%	4.23%
					净利率	2.59%	2.06%	1.96%	1.91%
					ROE	19.88%	20.58%	24.23%	27.36%
					ROIC	14.10%	16.92%	21.56%	25.85%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	49.04%	54.62%	56.79%	59.94%
					净负债比率	22.54%	28.69%	17.76%	10.03%
					流动比率	2.00	1.81	1.74	1.66
					速动比率	1.99	1.78	1.71	1.61
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	4.69	5.58	6.39	6.94
					应收帐款周转率	115.84	131.46	123.56	122.40
					应付帐款周转率	66.38	80.55	67.04	65.71
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.13	1.89	2.90	4.46
					每股经营现金	2.70	2.42	5.37	10.76
					每股净资产	7.67	9.55	12.46	16.92
					<b>估值比率</b>				
					P/E	88.3	52.8	34.4	22.4
					P/B	12.78	10.26	7.87	5.79
					EV/EBITDA	39.46	30.42	18.92	11.02

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>