

国联股份 (603613)

证券研究报告

2019年10月15日

预计下半年增长持续加速，TO B“拼多多”前景广阔

事件

公司发布 2019 年第三季度业绩预增公告，预计前三季度实现归母净利润 9530 万-9930 万元，同比增长 55.63%-62.16%；预计实现扣非归母净利润 9250 万-9650 万元，同比增长 51.18%-57.72%。

点评

收入、利润增长进一步提速，渗透率不断提升

公告显示前三季度收入同比增加 70.97%至 79.52%，净利润同比增加 55.63%至 62.16%，考虑公司模式不断得到产业认可以及上市影响力提升，预计前三季度收入和利润增速位于区间上半部分，Q3 加速明显。保守估计，假设业绩位于区间中部，对应 Q3 收入同比增长 83%，净利润同比增长 64%，均比 H1 增速明显加快。公司模式不断得到认可，渗透率持续提升。

收入增速超过利润是因为当前更重视规模扩张，多多平台横向扩张超预期

前三季度公司收入增速超过利润主要是因为当前阶段公司更重视规模扩张，双十一电商节多多平台横向扩张速度超预期也印证这一观点。公司 TO B 拼多多模式已经得到验证并开始复制，电商节除了预期内的纸多多、肥多多上线之外，粮油多多上线超预期。我们预计粮油多多今年或能实现 1 亿交易额，明年目标 6 亿，我们预计几个新成立的多多平台明年整体贡献有望达到 20 亿左右，成为重要成长驱动力。

双十一电商节交易额超预期，预计全年增速进一步加快

双十一交易额超预期，全天交易额达到 21.5 亿，从绝对额上接近上半年 24 亿，相当于去年全年交易额的 61%，从增速上来讲，单日订单同比增长 110%比上半年的 70%收入增速进一步加快。上市对公司发展的助推作用刚刚开始体现。考虑双十一电商交易额超预期，预计全年增速有望接近 80%，比前三季度进一步加快。随着公司横向品类扩张和纵向做深产业链，未来三年交易额复合增长率超过 50%是大概率事件。

盈利预测：公司类“拼多多”电商模式已跑通，行业成长期距天花板尚远，壁垒高，进入持续高速增长业绩释放期。我们上调收入预测，预计 2019-2021 年公司实现收入 65.5、102.9 和 145.8 亿，实现净利润 1.57/2.45/3.62 亿元，未来三年净利润复合增速超过 50%。由于公司收入增速超过我们此前的预期，同时可比公司估值有所上升，给予少量估值溢价，上调目标价为 87 元，对应 2020 年 50 倍。

风险提示：宏观经济波动导致下游需求减弱；新品类开拓不及预期；商品价格波动风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,999.77	3,673.60	6,550.19	10,285.11	14,583.96
增长率(%)	119.89	83.70	78.30	57.02	41.80
EBITDA(百万元)	100.79	169.03	231.18	342.66	499.15
净利润(百万元)	58.75	93.86	156.53	244.60	362.26
增长率(%)	145.58	59.77	66.77	56.26	48.11
EPS(元/股)	0.42	0.67	1.11	1.74	2.57
市盈率(P/E)	167.29	104.70	62.78	40.18	27.13
市净率(P/B)	28.66	22.50	15.64	11.26	7.95
市销率(P/S)	4.91	2.68	1.50	0.96	0.67
EV/EBITDA	0.00	0.00	40.73	28.57	17.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	69.79 元
目标价格	87 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	140.82
流通 A 股股本(百万股)	35.21
A 股总市值(百万元)	9,827.48
流通 A 股市值(百万元)	2,457.31
每股净资产(元)	4.75
资产负债率(%)	45.06
一年内最高/最低(元)	71.35/18.16

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《国联股份-首次覆盖报告:工业品领域的“拼多多”，深耕产业互联网》
2019-09-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	184.04	278.57	524.01	822.81	1,166.72
应收票据及应收账款	94.59	137.13	318.80	70.47	129.38
预付账款	284.13	351.78	950.99	1,112.69	1,694.94
存货	20.42	27.21	64.50	71.72	131.30
其他	5.97	9.36	23.79	15.82	35.09
流动资产合计	589.14	804.06	1,882.10	2,093.51	3,157.42
长期股权投资	0.00	0.38	0.38	0.38	0.38
固定资产	22.91	22.88	44.54	86.27	127.06
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	4.22	7.15	6.01	4.87	3.74
其他	5.18	5.79	5.11	5.15	5.22
非流动资产合计	32.31	36.20	92.04	166.28	208.15
资产总计	621.46	840.26	1,974.13	2,259.78	3,365.57
短期借款	114.40	140.00	79.04	604.08	28.18
应付票据及应付账款	12.70	82.79	54.35	155.98	174.87
其他	138.71	153.15	1,174.05	440.49	1,828.90
流动负债合计	265.82	375.94	1,307.44	1,200.55	2,031.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	125.42	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.70	0.23	0.31	0.41
非流动负债合计	0.00	0.70	0.23	125.73	0.41
负债合计	265.82	376.64	1,307.67	1,326.28	2,032.36
少数股东权益	12.70	26.82	37.92	60.37	97.82
股本	105.61	105.61	140.82	140.82	140.82
资本公积	137.87	137.87	137.87	137.87	137.87
留存收益	237.33	331.19	487.72	732.32	1,094.58
其他	(137.87)	(137.87)	(137.87)	(137.87)	(137.87)
股东权益合计	355.64	463.62	666.46	933.51	1,333.22
负债和股东权益总	621.46	840.26	1,974.13	2,259.78	3,365.57

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	62.18	107.98	156.53	244.60	362.26
折旧摊销	2.02	2.87	3.48	5.80	8.19
财务费用	5.11	7.76	6.14	23.34	21.57
投资损失	0.00	0.12	0.04	0.04	0.04
营运资金变动	(153.87)	(30.74)	160.09	(544.51)	687.33
其它	(3.38)	(10.69)	11.10	22.45	37.45
经营活动现金流	(87.95)	77.30	337.38	(248.28)	1,116.84
资本支出	2.60	5.32	60.47	79.92	49.90
长期投资	0.00	0.38	0.00	0.00	0.00
其他	0.63	(11.03)	(120.51)	(159.96)	(99.94)
投资活动现金流	3.23	(5.33)	(60.04)	(80.04)	(50.04)
债权融资	114.40	140.00	79.04	729.50	28.18
股权融资	149.31	(7.80)	29.07	(23.34)	(21.57)
其他	(31.05)	(114.88)	(140.00)	(79.04)	(729.50)
筹资活动现金流	232.66	17.32	(31.89)	627.12	(722.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	147.95	89.29	245.45	298.79	343.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,999.77	3,673.60	6,550.19	10,285.11	14,583.96
营业成本	1,800.41	3,368.54	6,091.81	9,621.00	13,648.40
营业税金及附加	1.73	2.96	6.72	9.24	13.26
营业费用	69.39	102.51	150.65	213.93	298.97
管理费用	27.84	32.37	39.30	51.43	58.34
研发费用	11.91	16.73	32.75	51.43	72.92
财务费用	4.55	7.80	6.14	23.34	21.57
资产减值损失	1.50	0.83	1.21	1.18	1.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.12)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
其他	(0.11)	0.24	0.08	0.08	0.08
营业利润	82.54	141.76	221.56	313.52	469.38
营业外收入	0.10	1.14	1.16	0.80	1.04
营业外支出	0.08	0.24	0.13	0.15	0.17
利润总额	82.57	142.67	222.59	314.17	470.25
所得税	20.39	34.68	54.96	47.13	70.54
净利润	62.18	107.98	167.63	267.05	399.71
少数股东损益	3.43	14.12	11.10	22.45	37.45
归属于母公司净利润	58.75	93.86	156.53	244.60	362.26
每股收益(元)	0.42	0.67	1.11	1.74	2.57

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	119.89%	83.70%	78.30%	57.02%	41.80%
营业利润	185.02%	71.74%	56.29%	41.50%	49.71%
归属于母公司净利润	145.58%	59.77%	66.77%	56.26%	48.11%
获利能力					
毛利率	9.97%	8.30%	7.00%	6.46%	6.41%
净利率	2.94%	2.56%	2.39%	2.38%	2.48%
ROE	17.13%	21.49%	24.90%	28.01%	29.32%
ROIC	-182.30%	40.31%	53.71%	132.33%	49.97%
偿债能力					
资产负债率	42.77%	44.82%	66.24%	58.69%	60.39%
净负债率	-19.58%	-29.89%	-66.77%	-10.00%	-85.40%
流动比率	2.22	2.14	1.44	1.74	1.55
速动比率	2.14	2.07	1.39	1.68	1.49
营运能力					
应收账款周转率	26.63	31.71	28.73	52.84	145.95
存货周转率	167.27	154.24	142.85	151.01	143.67
总资产周转率	3.73	5.03	4.65	4.86	5.19
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.67	1.11	1.74	2.57
每股经营现金流	-0.62	0.55	2.40	-1.76	7.93
每股净资产	2.44	3.10	4.46	6.20	8.77
估值比率					
市盈率	167.29	104.70	62.78	40.18	27.13
市净率	28.66	22.50	15.64	11.26	7.95
EV/EBITDA	0.00	0.00	40.73	28.57	17.59
EV/EBIT	0.00	0.00	41.35	29.06	17.89

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com