

强烈推荐-A (首次)

密尔克卫 603713.SH

目标估值: 121.5 元

当前股价: 97.12 元

2021年07月21日

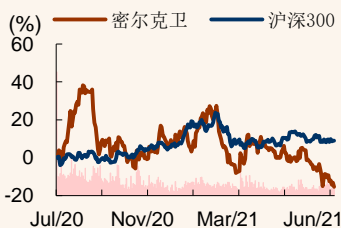
化工物流优质赛道, 物贸一体化扬帆起航

基础数据

上证综指	3537
总股本(万股)	16448
已上市流通股(万股)	15304
总市值(亿元)	160
流通市值(亿元)	149
每股净资产(MRQ)	17.6
ROE(TTM)	10.8
资产负债率	45.3%
主要股东	陈银河
主要股东持股比例	26.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-23	-7
相对表现	-13	-17	-20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn
S1090519030004

研究助理

肖欣晨

021-68407569

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

我们测算 2021-2023 年公司 EPS 为 2.43/3.10/3.71, 同比变化 39%/27%/20%。公司行业赛道较优, 化工物流在强安全监管下有望迎来合规化清理, 专业要求高铸就行业壁垒。公司目前规模体量、盈利能力在同行中已居于龙头行列, 我们看好物流框架下工业电商平台的相辅相成。我们以 2021 年 EPS 为基准, 给予 50PE (工业电商属性及龙头溢价), 一年目标价为 121.5 元, 较目前股价 25% 空间, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级

- **轻重并举促数字化转型, 一体化供应链服务能力更进一层。**公司为化工品领域物流服务商, 收购自建并举加速整合行业内资源, 业务区域辐射环渤海、长三角、珠三角及中西部化工品需求旺盛地区, 7 大集群初具规模, 基础物流能力显著增强。公司自主研发的化工供应链管理平台系统进一步完善更新, 贴合业务发展需要, 优化轻资产运营。公司发展势头强劲, 业绩增速维持较高水平, 营业收入 2015-2020 年复合增长率达到 40.34%, 归母净利润 2015-2020 年复合增长率达到 41.23%。
- **行业安全监管趋严, 驱动第三方专业物流发展。**化工物流为物流行业的特定细分领域, 其对物流过程的安全管控、运输及仓储的业务资质均有更严格的要求。近几年化工物流市场规模增速均高于全社会物流总值和全社会物流总费用, 展现细分赛道的成长优势, 此外安全事故频发也对行业安全监管提出更高要求, 促进行业向合规化清理阶段迈进。展望未来, 化工产业加速整合有利于化工物流行业降低成本提供规模化服务, 促进第三方专业物流发展。未来化工物流企业的竞争将由传统的资质、设施、土地等硬件资源向信息化、网络化管理等软实力聚焦。
- **物贸一体化或成新利润增长点。**基于广阔的物流网络与信息化智能化管理产生的物流能力是公司的核心竞争力, 而电商平台是对接中小端客户的有效窗口。中小端客户更看重物流能力, 能否廉价快速的将货物送达是他们关心的重点, 先通过物贸一体化, 对接好下游中小端客户, 再通过平台吸纳上游的中小端客户, 以此吸纳大规模客户。物贸一体化不失为一石二鸟之计, 上为大客户提供物贸一体化服务, 增强与大客户粘性, 下对接千百中小端买方客户, 拓宽客户资源。我们看好物流框架下工业电商平台的相辅相成。
- **风险提示: 宏观经济失速风险、并购项目落地不及预期、安全运营风险、政策风险。**

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	2419	3427	5210	7377	9861
同比增长	36%	42%	52%	42%	34%
营业利润(百万元)	239	336	472	605	727
同比增长	41%	41%	40%	28%	20%
净利润(百万元)	196	288	400	510	611
同比增长	48%	47%	39%	27%	20%
每股收益(元)	1.27	1.86	2.43	3.10	3.71
PE	76.7	52.1	39.9	31.3	26.2
PB	10.5	8.8	5.0	4.5	4.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、大型民营化工供应链服务商，核心资产规模拓展迅速	4
二、行业安全监管趋严，驱动第三方专业物流发展	7
三、二十年磨一剑，一体化供应链服务方兴未艾	9
1. 外延并购构建战略版图，物流网夯实基础物流能力	9
2. 智能化、信息化助力数字化转型	11
3. 未来业绩弹性或来自于客户规模的增加	13
四、盈利预测及投资评级	15
1. 盈利预测	15
2. 投资评级	16
五、风险提示	17

图表目录

图 1: 公司实际控制人结构	4
图 2: 营业收入走势 (2014-2021Q1)	5
图 3: 归母净利润走势 (2014-2021Q1)	5
图 4: 各业务毛利率 (2014-2020)	5
图 5: 各业务毛利 (2014-2020) 单位: 百万元	5
图 6: 危化品物流市场规模 (2015-2021E)	7
图 7: 我国化学工业营业收入 (2015-2020)	7
图 8: 化工安全事故统计 (2013-2019)	8
图 9: 子公司分布	9
图 10: 资产负债率变化 (2014-2021Q1)	10
图 11: 在建仓储项目投入金额 (2016-2020)	11
图 12: 租赁仓库面积测算 (2015-2020E)	11
图 13: MCP 系统	12
图 14: 内生增长路径	13
图 15: 灵元素平台	14
图 16: 线上线下相辅相成	14
图 17: 密尔克卫历史 PE Band	17
图 18: 密尔克卫历史 PB Band	17

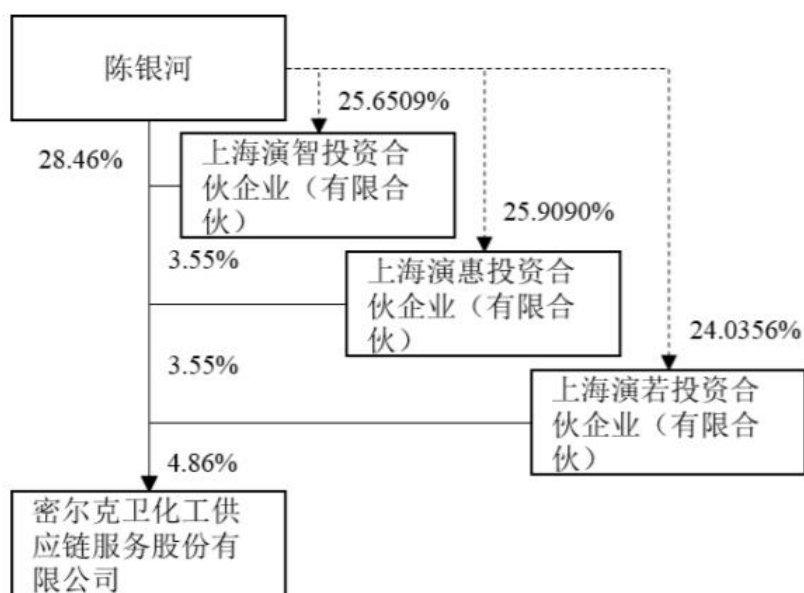
表 1: 收购标的明细.....	10
表 2: 仓库在建项目明细.....	11
表 3: 营业收入拆分.....	15
表 4: 营业成本拆分.....	15
表 5: 利润简表.....	16
表 6: 同行业公司估值比较（截至 2021 年 7 月 20 日）.....	16
附: 财务预测表.....	18

一、大型民营化工供应链服务商，核心资产规模拓展迅速

历史沿革及股权结构：公司前身上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司于 1997 年 3 月 28 日在上海虹口区成立，2015 年 10 月 23 日完成股份制改造，同年 12 月更名为上海密尔克卫化工供应链服务有限公司。2018 年 7 月 13 日，公司在上海证券交易所上市。

股权结构较为稳定：公司第一大股东为陈银河，直接持股 26.8%，通过员工持股平台（演智投资、演惠投资、演若投资）间接持股 11.96%。慎蕾（陈银河之妻）与李仁莉（慎蕾之母）持有或曾经持有公司股份，为一致行动人。陈银河、慎蕾、李仁莉合计持股比例达 52.35%，为公司实际控制人，股权结构稳定。

图 1：公司实际控制人结构



资料来源：公司 2020 年报，招商证券

大型民营化工供应链服务商。公司主营业务包括一站式综合服务及化工品交易服务。其中一站式综合服务是指接受客户委托，提供全球点到点的物流服务，通过个性化的物流解决方案及供应链管理方案，在各环节为客户提供安全、高效、环保的专业化工物流服务；化工品交易服务是基于一站式综合物流服务逐步延伸开拓的服务，完善供应链下游环节实现物贸一体化。

一站式综合物流服务以货运代理、仓储和运输为核心，为客户提供化工物流全环节专业服务（化工品物流、交易、危废处置）：

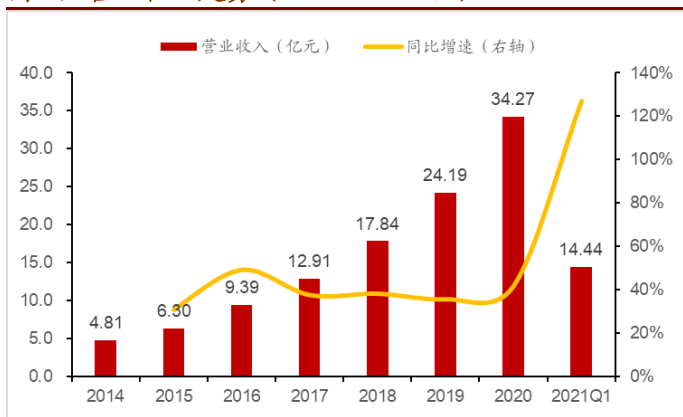
- **货运代理业务**，以海运整箱/拼箱进出口、空运进出口在内的国际业务为主，同时提供国内空运、铁路、水路、公路等多式联运在内的国内业务以及工程物流业务。
- **仓储业务**，以经营自建和租赁仓库，为客户提供货物存储保管、库存管理和操作，以及提供货物分拣、换包装、贴标、打托等增值服务。（仓储业务包括两个部分：提供货物储存、分销以及厂内物流的分销中心；以及与货运代理配套的出口装箱相关的外贸仓储）。
- **运输业务**，境内化工品道路运输，包括集运业务（集装箱和集装罐运输）与配送业

务（零担货物运输）。

化工品交易业务，通过线下分销与线上运营来进行化工品贸易。

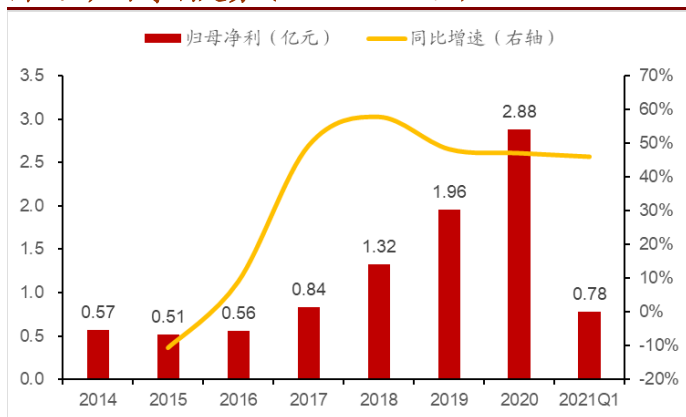
- 线下分销，依托公司运营的仓库进行布点，以“便利店”的形式为化工品消费者提供便捷的集中采购场所和途径。
- 线上运营，以“灵元素”电商平台为交易场所，实现在线交易。

图 2: 营业收入走势 (2014-2021Q1)



资料来源: wind、招商证券

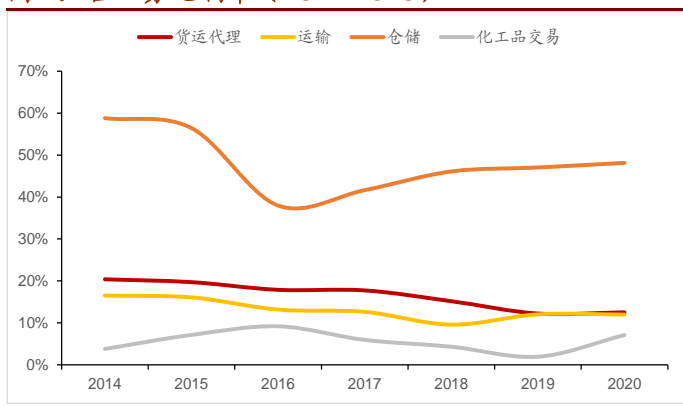
图 3: 归母净利润走势 (2014-2021Q1)



资料来源: wind、招商证券

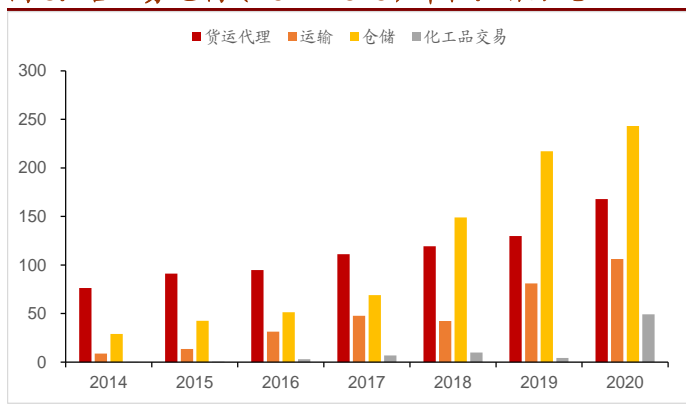
一体化供应链服务发展促业绩高速增长。在化学品、危险品仓运监管趋严的背景下，公司采取核心资产布局与信息化建设并举的双轮驱动发展路径，不断磨练一体化供应链服务能力，提高服务质量，吸纳诸多大型优质客户，支撑业绩高速增长。营业收入方面，近五年 CAGR 为 40.34%，其中 2020/2021Q1 在化工品交易快速扩张的情形下同比增长 41.68%/126.93%；归母净利润方面，近五年 CAGR 为 41.23%，其中 2020/2021Q1 同比增长 47.15%/46.11%。

图 4: 各业务毛利率 (2014-2020)



资料来源: wind、招商证券

图 5: 各业务毛利 (2014-2020) 单位: 百万元



资料来源: wind、招商证券

一体化物流协同前进，化学品交易逐渐发力。公司依据大客户需求搭建完善物流网络，一站式综合物流服务各子业务收入保持协同增长。货运代理业务近五年营收 CAGR 为 23.67%，运输业务近五年营收 CAGR 为 60.04%，仓储业务近五年营收 CAGR 为 46.38%。基于强大的一体化物流能力，公司向物贸一体化发力，化工品交易收入同比增长 222.10%。2021 年 3 月底新版电商平台“灵元素”上线，化工品交易收入有望大幅提高。从毛利率来看，各项业务近年来有所波动，货运代理、运输及仓储大致稳定在 50%、15% 的水平，而化工品交易近年来在规模明显增加的情形下逐步上升至 10%；

从毛利额来看，仓储及货运代理仍是最核心的两项业务，以 2020 年报为例合计贡献超过 70%，而化工品交易在 2020 年占比接近 10%，有望成为未来盈利增长的新动力。

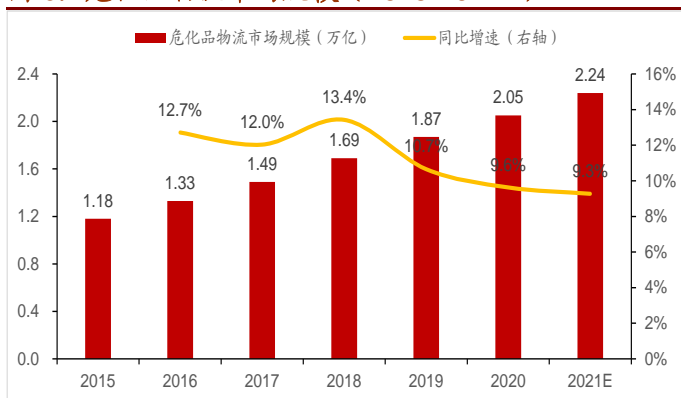
二、行业安全监管趋严，驱动第三方专业物流发展

化工物流对安全性和物流全流程管控提出较高要求。化工物流为物流行业的特定细分领域，由于承运及储存的化学品多具有危险系数高（如易燃易爆、有毒、有腐蚀性）且对物流条件有较高要求（多数由生产条件的特殊性带来），对物流过程的安全管控、运输及仓储的业务资质均有更严格的要求。

化工物流成长性较好，细分赛道较优。根据中国物流与采购联合会危化品物流分会统计分析，2020年末全国化工物流行业市场规模达到2.05万亿元，预计第三方化工物流市场占有率提升至30%，以此推算目前国内第三方物流市场规模达6,000亿元。从行业发展来看，2020年以前化工物流市场规模增速均维持在10%以上，2020年小幅下降至9.63%，近几年增速均高于全社会物流总值和全社会物流总费用，展现细分赛道的成长优势。

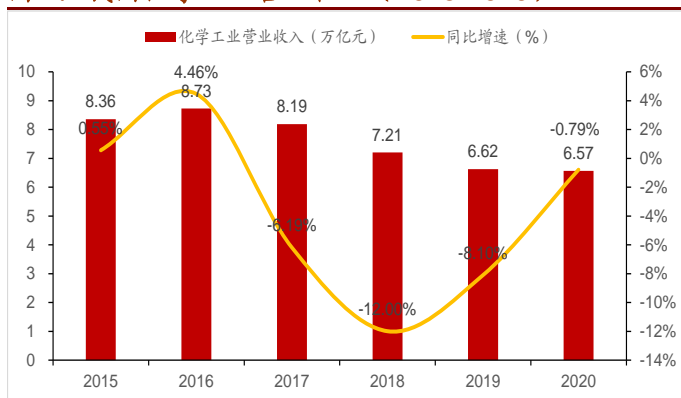
化工行业庞大存量提供较稳定需求，安全监管促行业合规发展。化工物流行业作为细分领域，除了与现代物流行业发展趋势趋同以外，还与化工行业的发展情况密切相关，化工行业的良好发展为化工物流行业的发展奠定坚实的基础。目前我国化工工业年收入超6.5万亿元，虽近年来由于监管趋严行业规模小幅下滑，但仍提供较为稳定的总体物流需求。另一方面，近年来安全事故频发也对行业安全监管提出更高要求，促进行业向合规化清理阶段迈进。以2020年为例，自6月温岭槽罐车爆炸及黎巴嫩港口事件发生以来，全国进一步严控危险品安全经营，监管持续加码，市场处于高度收紧严控阶段。2020年9月，国务院安委办部署危化品安全风险隐患第三轮专项排查，行业面临合规化清理。

图 6：危化品物流市场规模（2015-2021E）



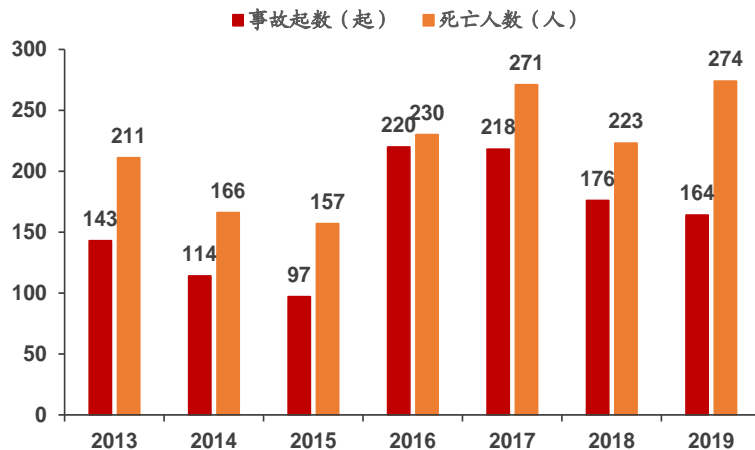
资料来源：中国物流与采购联合会危化品物流、招商证券

图 7：我国化学工业营业收入（2015-2020）



资料来源：wind、招商证券

图 8: 化工安全事故统计 (2013-2019)



资料来源: wind, 招商证券

行业集中度较低, 竞争格局尚不稳定。依据中国物流与采购联合会危化品物流分会统计, 仅以危化品行业为例, 2020 年度百强企业道路运输市场规模、运输量、自有车辆占行业 4.9%、11.3%、5.7%, 行业仍呈较为分散的竞争格局。从具体企业来看, 2017-2018 (后续未公布) 化工物流企业百强中密尔克卫排名第四, 上榜的中国化工物流行业百强总营业额为 538.2 亿元, 相比化工物流万亿级别体量 (危化品物流 4000 亿规模) 仍有较大差距。从行业演变来看, 化工物流行业集中度未来尚有一定提升空间。

展望未来, 化工物流发展趋势主要体现在以下方面:

- **从严监管、提高行业准入门槛。**由于化工物流承运货物的特殊性, 国家及各省市地方监管部门相继出台监管政策, 规范行业运行标准, 规范化工品车辆道路运行的规章制度, 建设和加强化工品物流安全体系和应急处理机制。未来随着相关监管政策的出台及实施, 我国化工物流体系的标准化建设亦将提速, 从而将进一步规范行业运行标准, 相关资质审批更加严格, 资质健全的优质企业将快速发展, 没有达到标准以及没有取得相关资质的企业则被逐渐淘汰。
- **化工物流将继续呈现园区化、集中化的发展趋势。**国务院发布《物流业发展中长期规划 (2014-2020 年)》中强调推进专业类物流园区的建设, 因此在政府政策的引导和市场需求的推动下, 预计化工物流园区的数量和规模都将进一步扩大。以山东省为例 2020 年全省园区承载 30% 的规模以上化工企业, 贡献 70% 以上的行业产值, 承接 90% 以上的新建项目, 化工产业集群效应突出。化工产业加速整合有利于化工物流行业降低成本提供规模化服务, 促进第三方主业物流发展。
- **现代信息技术应用将有效提高化工物流管理水平。**在“互联网+”的思想指导下, 移动互联网、物联网、大数据等信息技术在化工物流行业领域的应用更加广泛, 更多信息化产品应用于物流的各个环节, 从而打通不同运输方式、不同地区、不同管理机构的信息壁垒, 增加对物流各环节的安全管控, 使得化工物流整个产业链的管理实现扁平化、协同化、智能化和网络化。未来化工物流企业的竞争将由传统的资质、设施、土地等硬件资源向信息化、网络化管理等软实力聚焦。

三、二十年磨一剑，一体化供应链服务方兴未艾

公司自 1998 年起便开始从事货代业务，至今已 23 载。公司善于利用轻资产进行运营，具备较强的物流资源整合能力。在轻重资产协同推进的同时，公司通过搭建物流网络与信息化建设，不断完善一体化供应链服务能力。

1. 外延并购构建战略版图，物流网夯实基础物流能力

公司以上海为基，近年来快速拓展战略版图，物流网逐渐成形。截至 2020 年底，公司通过收购及自建投产共拥有 42 家子孙公司，覆盖环渤海经济区、长三角经济区、珠三角经济区及中西部地区。具体可分为 7 大集群，分别为：北方（天津、大连、营口）、山东（青岛、烟台）、长江（南京、镇江、张家港、太仓、连云港）、上海、浙闽（宁波、厦门、福州）、西部（新疆、西安、川渝、昆明）和两广（广州、清远、中山、东莞、惠州、湛江、防城港）。每一集群都具备数个核心枢纽点，向外辐射提供仓配一体化服务。

图 9：子公司分布



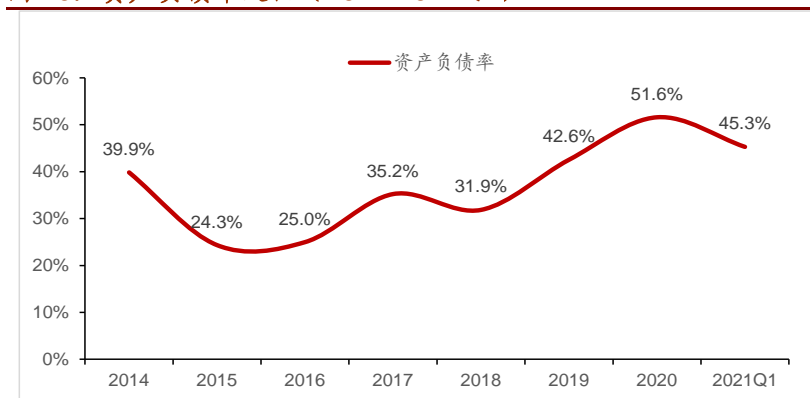
资料来源：公司官网，招商证券

外延收购是网络布局的有效手段。一方面，化工物流行业集中度低，市场上有大量标的可供收购，公司在收购过程中具备一定的议价能力。另一方面，由于行业集中度低，中小企业受限于核心资产规模，自身业务局限于特定地区或特定客户，收购这些标的有利于公司吸收客户资源，并通过公司的管理赋能与资源调配，发挥区域间的协同效应。

股权融资加快布局进程。2018年7月公开发行募得资金38,917.80万元，用于营口、上海、张家港、铜川地区的仓储项目建设以及202辆集卡与厢式货车的采购。2021年3月向11位对象非公开发行共募得资金108,898.26万元，用于烟台、张家港、宁波、广西地区的仓储项目建设、380辆集卡与厢式货车以及1446个罐箱的采购。股权融资加快了网络布局进程，2017年底公司控制仓储面积11.81万方，至今这一数字已达到55万方，三年半仓储面积增幅365.77%。

资产负债率压力较小，为未来收购留有空间。另一方面，伴随收购的不断推进，公司资产负债率近年来有所攀升，当下资产负债率在45%水平，仍具有较强的负债能力，可为未来收购项目留有一定空间。

图 10: 资产负债率变化 (2014-2021Q1)



资料来源: wind, 招商证券

收购项目随时间推移运营逐渐改善。公司通过收购扩大核心资产规模、吸纳新客户群体、丰富业务版图。在管理输入后，收购项目一般经3-6个月即可达到良好运营状态，发挥与存量项目的协同效应，即使个别标的盈利稍差也会随着时间推移而改善。2020年受疫情影响收购项目多集中在年底成交，还未达到良好运营状态，预期2021业绩能逐步释放。我们认为公司物流网布局的整体战略意义要重于个体的经济意义，主要在于以下两方面：一是为大客户提供网络化服务，增强对大客户粘性。二是在抢占危化品服务市场。一般的化工仓储公司发展瓶颈在于仓储空间，而密尔克卫更注重轻资产运营，基础物流建设是业绩支撑而非利润增长点。

表 1: 收购标的明细

被收购公司	收购时间	业务性质	2020年 ROE
密尔克卫迈达	2015年9月收购	运输、仓储	44.04%
张家港巴士物流	2016年1月收购	仓储	3.89%
张家港密尔克卫	2016年3月收购	货运代理、仓储	9.17%
南京密尔克卫	2018年9月收购	仓储、运输	17.37%
镇江宝华	2018年12月收购	运输	17.01%
上海振义	2019年4月收购	仓储	43.38%
天津东旭	2019年4月收购	仓储	6.29%
湖南湘隆	2019年10月收购	仓储	-6.45%
密尔克卫(烟台)	2020年1月收购	技术研发	37.94%
大正信(张家港)	2020年7月收购	多式联运和运输代理业	28.81%
江苏中腾	2020年9月收购	租赁和商务服务业	1.36%
宁波道承	2020年11月收购	运输	-4.24%
密尔克卫雄峰	2020年11月收购	多式联运和运输代理业	8.31%
密尔克卫瑞鑫	2020年11月收购	零售业	5.99%
张家港密尔克卫	2020年12月收购	化学原料和化学制品制造业	-

被收购公司	收购时间	业务性质	2020年 ROE
江苏马龙国华	2021年2月收购	化工品交易	-
上港化工物流	2021年3月收购	运输	-

资料来源：公司公告，招商证券

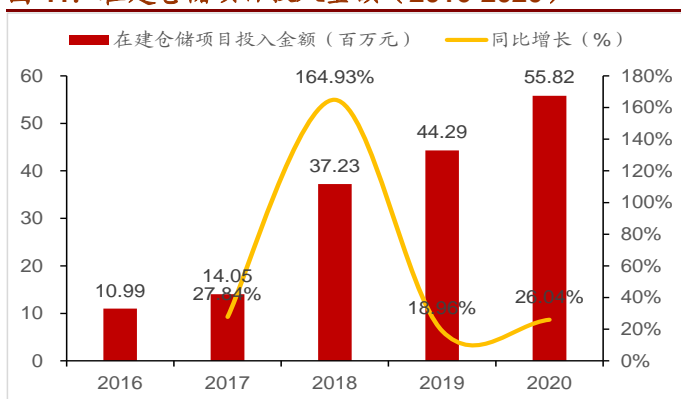
仓储作为关键节点，支撑公司的发展需要。公司现有运营面积约 55 万方，由自有仓储及租赁仓储构成。自有仓库预计在 20 万方左右，以危化品仓库为主，通过收购、自建形式扩大自有仓储面积，现有在建仓储规模约 10 万方，两年内可陆续投产。租赁仓库以普通库为主，租约一般为 1-3 年。市面上普通库资源丰富，公司根据当地客户需求调整租赁面积。公司在各集群枢纽布局危化品仓库，再兼租赁普通库，可有效满足各类客户需求，以此为支撑满足未来总体物流发展需要。

表 2: 仓库在建项目明细

项目简称	仓储面积 (万 m ²)	仓库类型	预计完成时间
宁波慎则	46337	丙类	2023 年初
广西慎则	16092	甲乙丙类	2023 年初
密尔克卫 (烟台)	13750	甲乙丙类	2021 下半年
大正信 (张家港)	17400	丙类	2021 下半年
上港物流			
总计	93579		

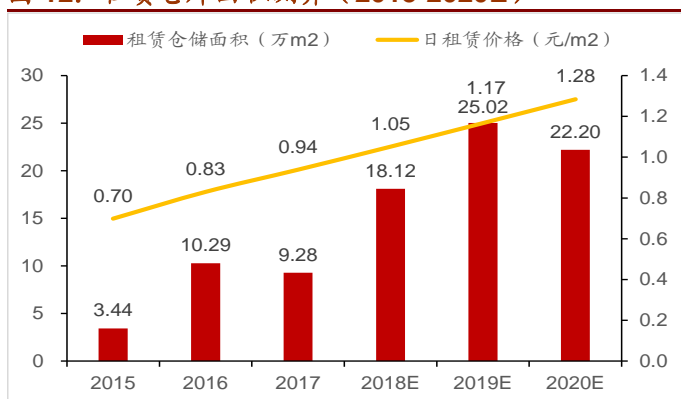
资料来源：公司公告，招商证券

图 11: 在建仓储项目投入金额 (2016-2020)



资料来源：公司年报、招商证券

图 12: 租赁仓库面积测算 (2015-2020E)



资料来源：公司年报、招商证券（假定：2018-2020 年租赁价格上涨 12%、11%、10%，测算得到）

2. 智能化、信息化助力数字化转型

信息化与智能化是现代物流的主要特征，加强智能化、信息化建设促进数字化转型是物流行业的发展方向。我国 2C 端的物流企业发展快于 2B 端企业，大型 2C 端物流企业已实现自动化分拣，而 2B 端物流的智能化、信息化建设要略微滞后。化工物流因为复杂性与危险性，不仅需要专业人员进行操作，而且还需要投入大量人力进行安全巡查。智能化与信息化建设可提高物流效率、降低安全风险、减少人力投入，进一步巩固业务壁垒。

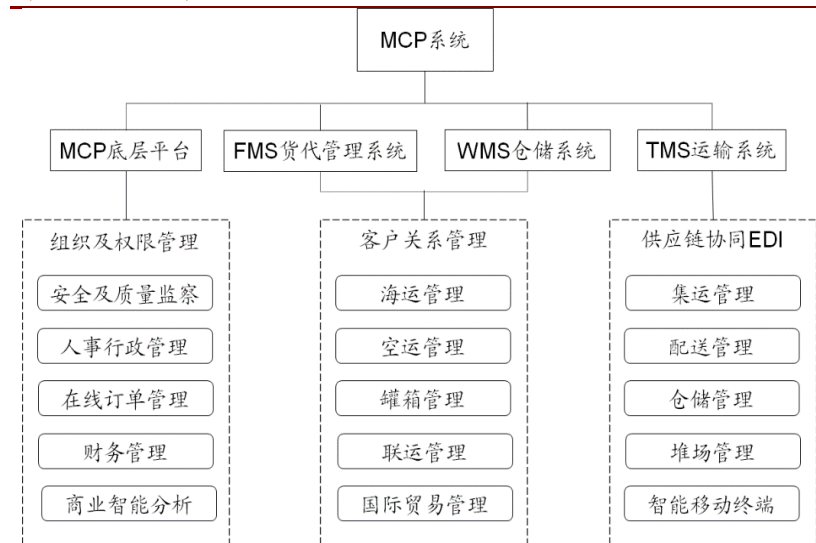
管理系统是供应链服务商的生命线。2015 年起公司组建团队研发供应链服务平台系统，2021 年 1 月已更新迭代至 3.0PLUS 版本。MCP 系统可以与国内外各大专业软件的 EDI 建立接口，实现资源融合、数据共享，广泛协同解决多个软件之间数据共享问题。目前

已经实现艾仕得、杜邦、戴姆勒、西陇、国际油漆、杜邦、陶氏等客户的 EDI 对接。

MPC 系统具备以下优势:

- 满足企业多个分支机构集中管控,实现集团化管理。总公司、分公司、仓库、车队、代理等数据实时共享,方便统计。
- 根据业务特点定制操作流程管理,可基本实现各业务全场景系统化。
- 多渠道信息提醒机制,业务相关消息可以通过手机 APP、微信、短信、邮件等形式发布。
- 订单无纸化操作,通过 EDI 系统对接、RPA 机器人和移动 APP 等技术功能的完善,打通运输业务全链路,形成闭环操作。实现客户线上下单、作业计划在线安排、作业指令自动下发到司机 APP 接单、出车安全检查、执行状态反馈、客户电子签收回单、客户评价、司机运费结算等业务环节,全面实现作业无纸化操作。
- 多种接口制式,可实现客户、供应商、海关、船公司等数据协同操作。
- 多语言支持,满足国际化运作需要。

图 13: MCP 系统



资料来源:公司官网,招商证券

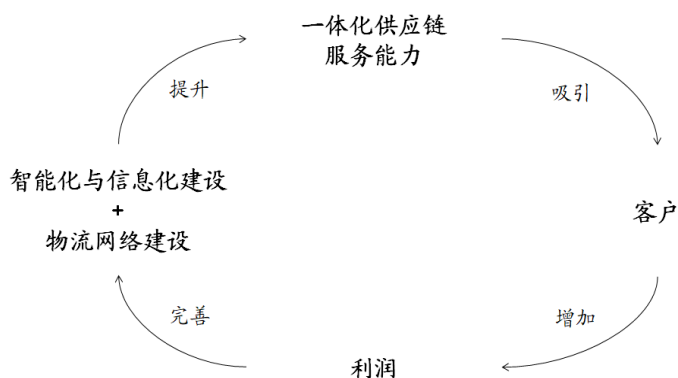
智能化建设保驾护航。化工物流由于其自身的具备的复杂性、专业性与危险性特征,对智能化建设的需要更为强烈。当下智能化建设成果有智能监控管理系统(ASM)与智慧仓储。公司正着力于无人机巡检、智能仓库、智能物联网(IOT)设备应用的研发当中。我们预计相关研究投产后可为安全经营提供有力保障。

- 智能监控管理系统(ASM),具体包含运输、仓储、货代、交易和罐箱模块。在视频监控管理系统基础上,将智能监管、消防报警、设备报警信息采集、应急处置、指挥调度、短信平台等系统进行整合,可实现联防一体、可视化处置、快速响应的安全生产管理目标。
- 2020 年公司在张家港投产智慧仓储,为全国首家数字化 2C 防爆等级危险品无人仓,运用软件技术、互联网技术、自动分拣技术、射频识别等科技手段和先进设备,实现仓储作业整体无人化。2021 年第二代无人仓已开始安装建设。

3. 未来业绩弹性或来自于客户规模的增加

公司营业目标是为客户提供高效便捷的物流服务，而仓储环节贡献了一半的利润，这就意味着如果单纯提高物流效率，会降低仓储利润，只有迅速抢占市场的客户资源才能获得更高的利润。增强客户粘性并吸引更多客户就成为能否实现内生增长的关键环节。

图 14: 内生增长路径



资料来源：招商证券

客户年粘性较高。公司客户以世界前百化工企业为主，其对供应链服务要求较高，需求包括基于全国物流网点的即时仓配服务、库存信息管理服务，厂内物流及其他各种增值服务。公司的供应链服务能力在满足大客户需求中不断地磨练成长，凝聚了一批宝贵的客户资源。公司构建 7 大集群，不单是管理的输出与经营模式的复制，更重要的是构建物流网络，稳固与大客户的合作粘性，开拓新的大客户。2020 年公司新进一步，拓展壳牌、中海壳牌、柯林、商飞、中车、博禄六大客户。

物贸一体化一石二鸟，“大”“小”通吃。公司基于完善的物流网与高效的物流能力，向供应链下端拓展，开辟了物贸一体化业务。物贸一体化是顺应供应链发展的产物。在传统经营过程中，大型化工企业通过经销商层层分销才达到最后客户的手中，各级经销商侵占不少利润。供应链服务商可以承担经销商角色，缩减经销环节降低成本提高物流效率。高效的物流能力与简洁的电商平台是物贸一体化产生的根基二者缺一不可。基于广阔的物流网络与信息化智能化管理产生的物流能力是公司的核心竞争力，而电商平台是对接中小端客户的有效窗口。中小端客户更看重物流能力，能否廉价快速的将货物送达是他们关心的重点，先通过物贸一体化，对接好下游中小端客户，再通过平台吸纳上游的中小端客户，以此吸纳大规模客户。物贸一体化不失为一石二鸟之计，上为大客户提供物贸一体化服务，增强与大客户粘性，下对接千百中小端买方客户，拓宽客户资源。

“灵元素”上线助力物贸一体化。“灵元素”是公司采用垂直细分频道形式搭建的线上交易平台，新版本“灵元素”于今年三月底上线，上线时具备两个垂直频道，现在已拓展到十二垂直频道（基础化学、颜填料、溶剂、涂料/胶粘剂、塑料/橡胶、日用/电子、皮革/造纸、机械冶金、水处理、混凝土、其他、工业用品/工业防护）。在 6 月份的官网新闻中提及“灵元素”月营收超 1 亿元，并在快速发展中。我们预计线上化工品业务正有序推进。

图 15: 灵元素平台

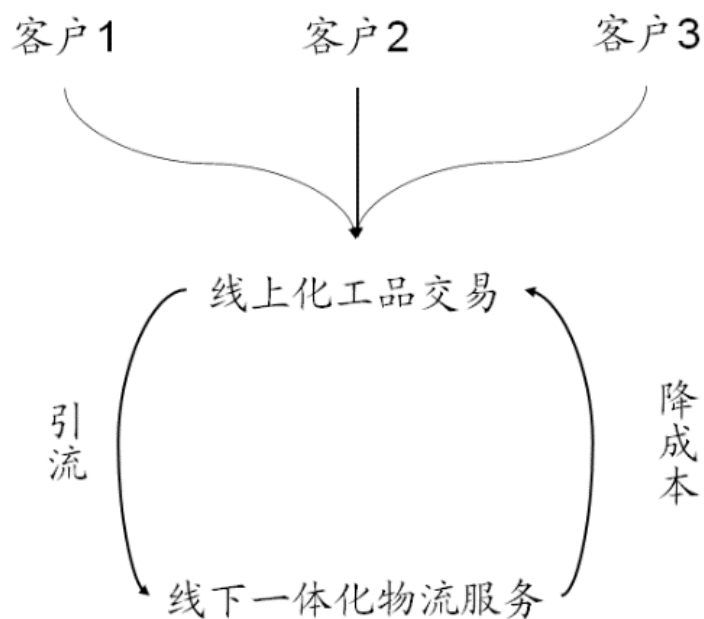


资料来源: 公司官网, 招商证券

线上交易平台是拓展中小端客户的有效途径, 可以更快地把服务覆盖到中小端客户。借助“灵元素”一方面可以推进物贸一体化业务, 开拓中小端买方客户, 另一方面可以吸纳众多的中小端卖方客户。我国化工行业集中度不高, 2020 年在主板上市的前百化工企业总营收为 1.01 万亿元, 占行业当年营收比重为 15.44%, 中小端市场十分广阔, 线上交易前景可观。

线上导流线下, 线下反哺线上, “灵元素”促业务板块联动发展。线上化工品交易业务可以为物流环节带来可观的业务量, 而公司凭借自身的一体化物流能力, 可以压低化工品交易成本, 实现履约交付, 从而使化工品交易更具竞争力吸引更多客户, 实现业务板块内生发展。

图 16: 线上线下相辅相成



资料来源: 招商证券

四、盈利预测及投资评级

1. 盈利预测

关键假设

- 收入：公司成长路径清晰，在服务好大客户的同时，逐渐将物流服务能力渗透到中小端客户。我们认为随着公司一体化供应链服务能力的增强，商业模式便于复制能够快速拓展战略版图，可预期未来三到五年仍能维持较高的增长速度。

假定：

1. 货运代理，2021-2023 年收入同比增速 30.0%/25.0%/25.0%
2. 运输业务，2021-2023 年收入同比增速 30.0%/20.0%/20.0%
3. 仓储业务，2021-2023 年收入同比增速 15.0%/20.0%/15.0%
4. 化工品交易业务，公司新版线上交易平台“灵元素”于三月底上线，其贡献收入预计在 Q1 已有所体现，加之其为公司战略重心，预计未来有望开启快速发展。2021-2023 年收入同比增速 150.0%/80.0%/50.0%；

依此测算 2021-2023 年营业收入为 52.0/73.6/98.4 亿元，同比 52.0%/41.6%/33.7%。

表 3：营业收入拆分

单位：万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货运代理业务	106,070	133,787	173,923	217,404	271,755
运输业务	67,241	88,594	115,172	138,207	165,848
仓储业务	46,151	50,510	58,086	69,703	80,159
化工品交易业务	21,446	69,077	172,691	310,845	466,267
营业收入	240,908	341,967	519,873	736,158	984,029
同比增速	35.0%	41.9%	52.0%	41.6%	33.7%

资料来源：公司公告，招商证券

- 毛利率：总体维持不变

假定货运代理业务 2021-2023 毛利率维持在 12.5%；

假定运输业务 2021-2023 毛利率维持在 12.0%；

假定仓储业务 2021-2023 毛利率维持在 48.0%；

假定化工品交易业务 2021-2023 毛利率维持在 7.2%不变；

依此测算 2021-2023 年营业成本为 44.4/63.7/85.8 亿元，同比 55.6%/43.4%/34.8%。

表 4：营业成本拆分

单位：万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货运代理业务	93,080	117,005	152,183	190,228	237,785
运输业务	59,139	77,972	101,352	121,622	145,946
仓储业务	24,427	26,180	30,205	36,246	41,683
化工品交易业务	21,027	64,152	160,258	288,464	432,696
营业成本	197,814	285,426	443,997	636,560	858,110
同比增速	35.7%	44.3%	55.6%	43.4%	34.8%

资料来源：公司公告，招商证券

➤ 费用：交易业务的扩大对资金的占用相对可控，考虑到收入体量的增加，费用率预计有小幅下滑，费用总体有所上行。

据此我们可以测算 2021-2023 年归母净利润为 4.0/5.1/6.1 亿元，同比增速 39%/27%/20%。

表 5：利润简表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2419	3427	5210	7377	9861
营业成本	1978	2854	4449	6379	8599
营业税金及附加	10	10	15	21	28
营业费用	47	49	68	96	128
管理费用	109	129	155	207	272
研发费用	23	26	34	49	65
财务费用	16	31	35	40	60
资产减值损失	(5)	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	4	15	15	15	15
投资收益	4	4	4	4	4
营业利润	239	336	472	605	727
营业外收入	17	17	17	17	17
营业外支出	6	4	4	4	4
利润总额	250	349	485	618	741
所得税	54	60	83	106	127
少数股东损益	0	1	2	2	3
归属于母公司净利润	196	288	400	510	611

资料来源：wind，招商证券

2. 投资评级

公司优势明显，且处于高速成长期，在上市公司在暂无完全可对标公司。我们选取国联股份（工业品交易）、宏川智慧（石化仓储）、嘉友国际（多式联运）、顺丰控股（综合物流）、中化国际（化工物流及分销）进行比较。综合来看，密尔克卫在物流领域估值处于中位水平，考虑到其工业交易带来的电商属性，或可向国联股份看齐；又因其在化工物流领域处于龙头行列，建议给予适当较高的估值（对标顺丰等）。我们以 2021 年 EPS 为基准，给予 50PE，一年目标价为 121.5 元，较目前股价 25% 空间，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

表 6：同业公司估值比较（截至 2021 年 7 月 20 日）

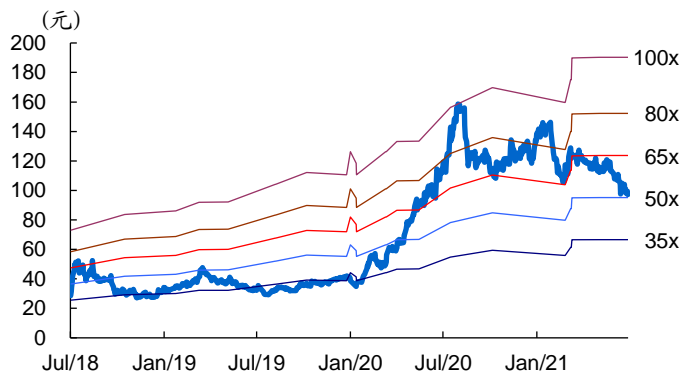
公司	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)
	20	21E	22E	20	21E	22E	20	21E	22E	
密尔克卫	1.86	2.43	3.10	47%	39%	27%	52.1	39.9	31.3	5.6
宏川智慧	0.51	0.69	0.93	56%	35%	34%	34.1	25.2	18.7	4.0
顺丰控股	1.61	0.99	1.80	26%	-38%	82%	38.8	63.0	34.7	5.2
嘉友国际	1.62	2.12	2.73	5%	29%	31%	9.9	7.5	5.9	2.4
国联股份	1.28	1.49	2.42	92%	68%	63%	100.0	75.0	46.8	10.0
中化国际	0.11	0.23	0.25	-36%	105%	9%	47.4	35.1	32.3	1.9

资料来源：wind，招商证券 注：国联股份采用 wind 一致盈利预期，其余为招商研究预测

五、风险提示

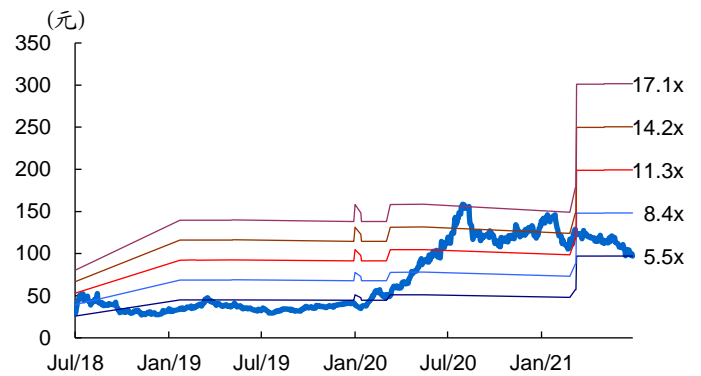
- 1. 宏观经济失速风险：**宏观经济失速下化工行业景气度会受到明显拖累，进而影响物流需求，影响公司运营。
- 2. 并购项目不及预期风险：**公司近年来主要靠并购实现规模扩张，若接下来项目落地情况不及预期，将拖累公司收入及盈利增速。
- 3. 安全经营风险：**公司主要从事化工产品仓储业务，该产品具有易燃、易爆和易腐蚀等特点，经营过程中存在安全风险因素。
- 4. 政策风险：**若未来政策监管放松，行业供给有可能加快，供需情况可能扭转。

图 17: 密尔克卫历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 18: 密尔克卫历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1129	1798	3450	4413	5639
现金	137	126	950	877	915
交易性投资	21	16	16	16	16
应收票据	20	186	283	401	537
应收款项	674	1167	1744	2470	3302
其它应收款	45	49	74	105	140
存货	10	19	21	29	40
其他	222	235	361	514	689
非流动资产	1440	1880	1978	2062	2134
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	637	789	987	1161	1314
无形资产	669	953	858	772	695
其他	134	138	133	128	125
资产总计	2569	3678	5428	6474	7773
流动负债	726	1590	1877	2532	3370
短期借款	120	254	0	0	84
应付账款	339	761	1186	1701	2293
预收账款	5	14	22	32	43
其他	263	560	669	799	950
长期负债	367	309	309	309	309
长期借款	291	184	184	184	184
其他	76	125	125	125	125
负债合计	1093	1899	2186	2841	3679
股本	155	155	164	164	164
资本公积金	648	662	1753	1753	1753
留存收益	632	894	1254	1644	2102
少数股东权益	41	68	70	72	75
归属于母公司所有者权益	1435	1711	3171	3561	4019
负债及权益合计	2569	3678	5428	6474	7773

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	213	339	335	368	448
净利润	196	288	400	510	611
折旧摊销	84	104	198	212	224
财务费用	16	27	35	40	60
投资收益	(7)	(4)	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	(78)	(75)	(297)	(398)	(453)
其它	2	(2)	17	22	25
投资活动现金流	(326)	(304)	(282)	(282)	(282)
资本支出	(190)	(111)	(300)	(300)	(300)
其他投资	(137)	(192)	18	18	18
筹资活动现金流	111	(35)	771	(160)	(128)
借款变动	140	1	(254)	0	84
普通股增加	2	0	10	0	0
资本公积增加	(0)	15	1090	0	0
股利分配	(20)	(29)	(40)	(120)	(153)
其他	(12)	(21)	(35)	(40)	(60)
现金净增加额	(3)	0	824	(73)	38

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2419	3427	5210	7377	9861
营业成本	1978	2854	4449	6379	8599
营业税金及附加	10	10	15	21	28
营业费用	47	49	68	96	128
管理费用	109	129	155	207	272
研发费用	23	26	34	49	65
财务费用	16	31	35	40	60
资产减值损失	(5)	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	4	15	15	15	15
投资收益	4	4	4	4	4
营业利润	239	336	472	605	727
营业外收入	17	17	17	17	17
营业外支出	6	4	4	4	4
利润总额	250	349	485	618	741
所得税	54	60	83	106	127
少数股东损益	0	1	2	2	3
归属于母公司净利润	196	288	400	510	611

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	36%	42%	52%	42%	34%
营业利润	41%	41%	40%	28%	20%
净利润	48%	47%	39%	27%	20%
获利能力					
毛利率	18.2%	16.7%	14.6%	13.5%	12.8%
净利率	8.1%	8.4%	7.7%	6.9%	6.2%
ROE	13.7%	16.9%	12.6%	14.3%	15.2%
ROIC	10.6%	13.7%	12.2%	14.0%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	42.6%	51.6%	40.3%	43.9%	47.3%
净负债比率	16.0%	11.9%	3.4%	2.8%	3.5%
流动比率	1.6	1.1	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.5	1.1	1.8	1.7	1.7
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3
存货周转率	252.5	195.6	225.8	255.0	248.5
应收帐款周转率	4.0	3.3	3.1	3.0	2.9
应付帐款周转率	6.6	5.2	4.6	4.4	4.3
每股资料 (元)					
EPS	1.27	1.86	2.43	3.10	3.71
每股经营现金	1.37	2.19	2.04	2.24	2.73
每股净资产	9.27	11.06	19.28	21.65	24.43
每股股利	0.19	0.26	0.73	0.93	1.11
估值比率					
PE	76.7	52.1	39.9	31.3	26.2
PB	10.5	8.8	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	53.6	38.7	25.0	20.6	17.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

王西典：上海交通大学工科硕士，2017 年加入招商证券，现任研发中心高级分析师，拥有大宗商品、交运物流等多个行业研究经验。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。