

密尔克卫 (603713.SH)

逆境中再创佳绩，有望迎新一轮高增

买入

核心观点

密尔克卫披露半年报业绩预增公告，Q2 业绩大超市场预期。公司公告，上半年归母净利润同比增长 60.40%-65.85%，22H1 归母净利润为 2.95-3.05 亿。单看二季度，公司归母净利润预计在 1.61-1.71 亿，同比增长 51.8%-61.3%，公司二季度业绩大超预期。

应对疫情充分得当，但若无外部冲击表现或将更佳。我们认为密尔克卫二季度的优秀表现来自于公司的经验与应对，本次疫情下公司反应非常迅速。但我们认为，若无疫情冲击，公司二季度的业绩表现将会更佳亮眼。按照公司预告的上限与下限计算，公司归母净利润环比 22Q1 分别增长 20%/28%。一季度春节为相对淡季，归母净利润方面除 18-19 年外，二季度较一季度均有 35% 以上的环比提升，因此我们认为外部环境的冲击对二季度造成的影响确实存在。但我们认为疫情之后第三季度的报复性反弹也同样可能存在，密尔克卫在经过了 20 年一季度疫情之后，以优异的应对加深了与大客户之间的黏度，20 年的二季度在营收与利润端均获得了大幅反弹，营收环比增长 34%，归母净利润环比增长 65%。

多年来持续高增长，当前估值颇具性价比。我们筛选了全 A 个股中，过去 3 年归母净利润复合增速超过 40%、且单一年份超过 35% 的个股，并剔除了特殊个股，最终筛选出 54 只股票，这 54 只股票 22 年平均 PE 为 47x、中位数 41x，当前密尔克卫 22 年 PE 仅为 35x，远低于以上平均值与中位数，排名靠后，估值性价比突出。密尔克卫并不背靠某大赛道或大板块，更多是独立的个股逻辑，反而证明了公司优秀的管理与扩张能力，我们相信公司的成长能力将会在未来持续表现。

风险提示：疫情影响超出预期；公司业务扩张低于预期；公司产能落地进度低于预期；宏观经济超预期波动。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。公司是化工服务行业的龙头企业，成长能力极强，当前估值水平处于自身历史低位，也低于全 A 中成长性类似的公司。公司当前化工物流服务+快周转分销服务的商业体系已经初具，考虑到公司本次对疫情的应对非常及时，二季度在大环境影响下仍然表现优异，我们对公司下半年以及明年的展望更加乐观，我们将公司 2022-2024 年 6.4、9.9、13.5 亿盈利预测上调至 6.7、10.2、14.0 亿，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 35x，对应 23 年 PE 水平仅为 23x，持续推荐！

盈利预测和财务指标

	2019	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,427	8,645	14,717	21,802	30,281
(+/-%)	41.7%	152.3%	70.2%	48.1%	38.9%
净利润(百万元)	288	432	670.31	1016.97	1402.32
(+/-%)	47.1%	49.7%	55.2%	51.7%	37.9%
每股收益(元)	1.86	2.63	4.08	6.18	8.53
EBIT Margin	11.2%	6.7%	5.9%	6.2%	6.0%
净资产收益率 (ROE)	16.9%	13.7%	18.1%	22.4%	24.7%
市盈率 (PE)	76.8	54.6	35.1	23.2	16.8
EV/EBITDA	49.8	39.0	29.8	21.7	18.0
市净率 (PB)	12.95	7.47	6.37	5.20	4.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	143.26 元
总市值/流通市值	23495/23351 百万元
52 周最高价/最低价	145.22/86.48 元
近 3 个月日均成交额	102.91 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《密尔克卫 (603713.SH) - 龙头化工服务商，继续看好长期价值》——2022-06-19
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 业绩处于预告上沿，把握波动中的机遇》——2022-04-28
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 一季度利润环比增长，盈利质量持续向好》——2022-04-10
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 物流分销快速扩张，双轮驱动再创佳绩》——2022-03-25
- 《密尔克卫深度报告：物流先行数字分销，本土势力快速崛起》——2022-01-25

密尔克卫披露半年报业绩预增公告，Q2 业绩大超市场预期。公司公告，上半年归母净利润同比增长 60.40%–65.85%，22H1 归母净利润为 2.95–3.05 亿。上半年扣非净利润同比增加 56.94%–62.33%，22H1 扣非归母净利润 2.91–3.01 亿。单看二季度，公司归母净利润预计在 1.61–1.71 亿，同比增长 51.8%–61.3%，公司二季度业绩大超预期。

图1：密尔克卫归母季度净利润增速（单位：百万，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：密尔克卫半年度净利润增速（单位：百万，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 主要观点和不同于市场的逻辑

1) 公司2季度受损：公司华东产能及客户收入占比接近50%，上海区域尤为重要，因疫情影响，公司4-5月影响较大，虽然公告业绩区间远超市场预期，但我们判断剔除疫情影响，增速大概率更快。

2) 2H22 业绩弹性更大：首先下半年是传统旺季，历史公司下半年业绩高于上半年；其次公司从2021年底以来累计交付近5万平仓库，考虑到仓库的爬产周期多为6-12个月，因此这部分仓库下半年将会体现更多业绩；除此以外，公司预计在下半年额外交付5万平仓库，或将贡献部分业绩；再次，2季度疫情大概率干扰了公司的分销业务拓展，伴随三季度复工复产加速，下半年大概率表现更佳；最后，新闻已报道公司近期收购江西省祥旺物流100%股权，不排除未来公司将继续进行外延扩张，或将进一步增厚业绩。

3) 产能扩张、国际化加速及大力拓展大件物流、分销业务，我们判断公司22年开始进入新一轮加速期。

◆ 应对疫情充分得当，但若无外部冲击表现或将更佳。

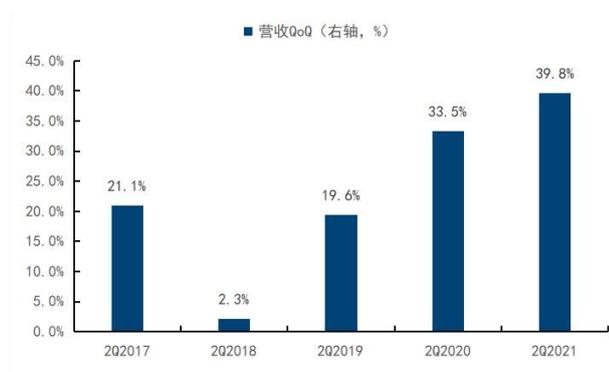
我们认为密尔克卫二季度的优秀表现来自于公司的经验与应对，本次疫情下公司反应非常迅速，第一时间成立防疫指挥部，近500人驻守现场，在沪11处运营中心均未停摆。同时公司借助资深在全国的业务网络，打通与长三角之间的运输通道。我们认为二季度的化工物流行业可能出现以价补量情形。

但我们认为，若无疫情冲击，公司二季度的业绩表现将会更佳亮眼。按照公司预告的上限与下限计算，公司归母净利润环比22Q1分别增长20%/28%。历史上看，

一季度受到春节影响，工作日往往无法完全充分利用，因此通常为相对淡季，二季度不论是营收或是归母净利润，较一季度都有较大幅度提高，归母净利润方面除 18-19 年外，二季度较一季度均有 35% 以上的环比提升。因此我们认为外部环境的冲击对二季度造成的影响确实存在。

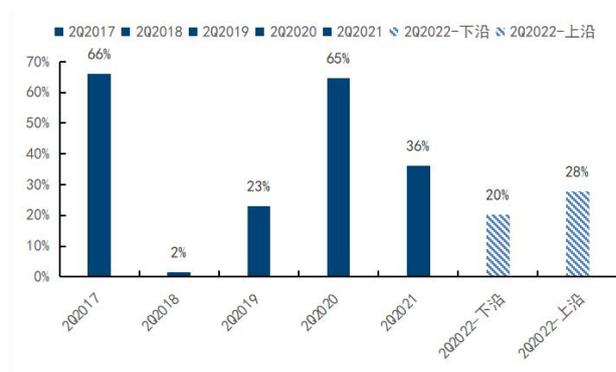
但我们认为疫情之后，随着复工复产的推进，下半年公司的业绩表现或将更为突出，首先参考 20 年 1、2 季度的情况，密尔克卫在经过了 20 年一季度的疫情之后，以优异的应对加深了与大客户之间的黏度，20 年的二季度在营收与利润端均获得了大幅反弹，营收环比增长 34%，归母净利润环比增长 65%；其次，随着公司上半年投用的仓库产能利用率爬坡，下半年新增仓库有望贡献增量业绩；最后，公司近期已收购江西省祥旺物流，以往的外延并购战略有可能在下半年延续，继续增厚业绩。

图3：密尔克卫历史上二季度环比一季度收入增长（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：密尔克卫历史上二季度环比一季度净利润增长（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 多年来持续高增长，当前估值颇具性价比。

为将密尔克卫当前的估值与全市场标的进行比较，我们按照以下标准筛选出个股：

- 1) 截止 2021 年，3 年归母净利润复合增速超过 40% 的个股；
- 2) 在符合条件 1) 的个股中，19-21 年每年归母净利润增速均超过 35%、且 22 年 ifind 一致预期增速也超过 35% 的个股，该方法剔除了股票个别年份超速增长或小基数所带来的扰动；
- 3) 考虑估值体系可能存在扰动，剔除其中的周期股以及北交所个股。

按照以上标准，我们筛选出一个可以满足“长期高速增长”要求的股票池，全 A 同时满足以上 3 个条件的个股合计 54 个，占到全 A 市场（不含北交所）4810 只股票的比重仅有 1.12%，该比例极低，而密尔克卫就在此行列之中。我们认为上市公司单一年度的成长性受到基数、公司边际变化等的影响较多，每一年都会出现大量当年高速成长的个股，但能够长期快速成长的公司则显得更加难能可贵。

同时我们考虑以上优质成长股的估值体系，在剔除了周期股与北交所个股之后，我们计算了这 54 只个股 22 年 PE 与 PE-ttm，其中：

- 1) 22 年 PE：平均值 47.3x。我们上调了密尔克卫 2022 年盈利预测至 6.7 亿，

按照 7 月 11 日收盘价，公司对应 22 年盈利 PE 为 35.2 倍，远低于平均，按照 22 年动态 PE 由高到低排序，密尔克卫在长期高增的股票池中排名 32，处于估值较低区间；

2) PE-ttm：平均值 69.2x。密尔克卫的 PE-ttm 为 48.3，远低于平均。

从估值角度，密尔克卫的估值水平平均低于可比公司，显示出了突出的估值性价比。从基本面角度，公司过去三年归母净利润复合增速达到 48%，我们认为在以上的长期成长股中，密尔克卫并不背靠某大赛道或大板块，并非受益于行业的景气度，而更多是独立的个股逻辑，反而证明了公司优秀的管理与扩张能力，我们相信公司的成长能力将会在未来持续表现。

表 1：全 A 过去 3 年复合增速超过 40%且 19-22 每年增速超过 35%的个股（按照 22-PE 排序）

排序	名称	归属母公司股东的净利润 复合增长率				市值	22-PE	PE-TTM
		[截止年度] 2021 [前推 N 年,N=] 3 [单位]%	19-yoy	20-yoy	21-yoy			
1	宏微科技	109.05	49%	138%	158%	117.28	118.15	181.80
2	盛美上海	42.23	46%	46%	35%	477.22	114.45	204.94
3	纳微科技	134.11	60%	210%	159%	293.67	100.37	129.39
4	迈为股份	55.51	45%	59%	63%	826.61	92.02	117.66
5	爱博医疗	103.57	228%	45%	77%	221.61	88.90	114.21
6	爱美客	98.29	149%	44%	118%	1,213.78	82.98	113.74
7	国芯科技	180.04	874%	47%	53%	126.43	78.38	144.14
8	德业股份	78.33	155%	47%	51%	707.48	76.42	115.90
9	南网科技	119.37	221%	100%	64%	152.30	74.93	96.09
10	普天科技	117.39	166%	163%	47%	153.98	74.12	108.22
11	皓元医药	118.08	299%	75%	49%	176.92	64.44	88.84
12	阳光诺和	72.13	129%	53%	46%	93.78	62.42	79.12
13	圣邦股份	88.94	70%	64%	142%	635.59	61.07	71.88
14	中科创达	57.94	45%	87%	46%	549.98	60.25	79.38
15	键凯科技	69.23	70%	39%	105%	140.07	57.43	72.90
16	南模生物	59.10	54%	92%	37%	50.52	57.31	80.26
17	怡合达	60.12	48%	88%	48%	327.85	55.31	74.52
18	奥特维	94.33	45%	112%	139%	293.05	53.06	68.71
19	国光电气	104.47	118%	127%	73%	147.08	52.61	82.18
20	妙可蓝多	143.92	81%	208%	161%	241.57	52.35	123.30
21	九洲药业	59.19	51%	60%	67%	457.11	50.97	61.17
22	芯碁微装	83.10	175%	49%	49%	80.69	50.96	71.53
23	华阳集团	161.84	348%	143%	65%	214.87	50.41	68.71
24	景业智能	57.13	36%	99%	44%	54.36	47.19	63.98
25	国联股份	83.34	69%	92%	90%	442.06	45.83	67.43
26	凯立新材	55.57	51%	61%	54%	103.01	43.88	54.47
27	中伟股份	145.92	185%	134%	123%	847.74	43.05	86.31
28	共达电声	45.34	44%	49%	43%	50.18	39.55	83.60
29	厦钨新能	90.68	87%	67%	122%	351.19	37.40	54.31
30	新雷能	97.00	74%	98%	122%	152.12	36.96	49.17
31	力芯微	84.44	61%	64%	138%	99.20	35.44	49.43
32	密尔克卫	48.39	48%	47%	50%	235.61	35.17	48.30
33	特宝生物	124.55	302%	81%	55%	106.01	34.64	51.86
34	金博股份	110.25	44%	117%	197%	235.31	34.49	37.56
35	东华测试	65.59	73%	65%	59%	47.04	34.31	56.17
36	宝钛股份	58.36	70%	51%	54%	274.15	32.83	41.70
37	极米科技	270.36	881%	188%	80%	214.47	32.60	41.60
38	天铁股份	57.11	63%	55%	54%	153.41	32.41	44.84
39	佳缘科技	63.18	49%	66%	76%	45.54	31.58	47.98

40	博腾股份	61.45	49%	75%	61%	168%	430.33	30.62	52.62
41	兴齐眼药	142.47	163%	145%	121%	68%	91.79	28.14	38.95
42	中触媒	143.78	479%	72%	46%	59%	58.53	27.59	46.15
43	恒玄科技	512.95	3706%	194%	106%	50%	159.79	26.13	45.59
44	广和通	66.60	96%	67%	42%	42%	148.45	26.01	34.88
45	隆盛科技	194.39	685%	79%	82%	96%	49.31	25.72	46.79
46	龙蟠科技	62.45	56%	59%	73%	126%	194.16	24.48	38.57
47	博创科技	311.49	234%	1036%	84%	40%	48.34	21.30	29.68
48	普联软件	60.55	76%	42%	66%	40%	40.88	21.01	33.04
49	歌尔股份	70.15	48%	122%	50%	37%	1,106.55	18.89	26.28
50	正帆科技	41.03	38%	50%	36%	57%	46.68	17.62	26.11
51	东材科技	119.69	127%	141%	94%	67%	100.15	17.57	28.00
52	司太立	51.19	82%	40%	36%	52%	79.41	16.11	23.40
53	四会富仕	42.78	39%	37%	53%	43%	36.62	13.87	20.14
54	三人行	59.68	56%	87%	39%	46%	101.23	13.75	19.78
平均值								47.33	69.21

资料来源：公司公告、ifind、国信证券经济研究所整理

备注 1：股票池中剔除了亚钾国际、皖维高新、长虹能源

备注 2：密尔克卫 22 年盈利预测采用国信交运预测值，其他公司 22 年盈利预测为 ifind 一致预期

◆ 行业监管趋严，集中度逐步向头部企业集中

密尔克卫立足化工品物流交易服务业。化工品物流行业为特殊监管行业，2015 年天津港爆炸事件之后，行业监管开始从严，常态化的事后监管逐步倒逼行业中不合规产能出清，行业集中度开始逐步向头部企业集中，我们认为化工生产与物流行业责任重大，长期看监管的严格将会是主旋律。2020 年，应急管理部危化监管司发布了关于征求《危险化学品储存通则》《油品罐区安全管理规范》《氰化物物安全管理规范》《加油（气）站油（气）储存罐体阻隔防爆技术要求》《阻隔防爆撬装式加油（气）装置技术要求》等五项标准修改意见的函，向社会公开征求意见。新版国标若实施，今后行业的管理有望更为与时俱进、有章可循。

投资建议

上调盈利预测，维持“买入”评级。公司是化工服务行业的龙头企业，成长能力极强，当前估值水平处于自身历史低位，也低于全 A 中成长性类似的公司。公司当前化工物流服务+快周转分销服务的商业体系已经初具，考虑到公司本次对疫情的应对非常及时，二季度在大环境影响下仍然表现优异，我们对公司下半年以及明年的展望更加乐观，我们将公司 2022-2024 年 6.4、9.9、13.5 亿盈利预测上调至 6.7、10.2、14.0 亿，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 35x，对应 23 年 PE 水平仅为 23x，持续推荐！

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2019	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	126	638	1075	1664	2915	营业收入	3427	8645	14717	21802	30281
应收款项	1402	2754	4838	6869	9126	营业成本	2854	7758	13344	19824	27673
存货净额	19	78	99	147	205	营业税金及附加	10	19	44	65	91
其他流动资产	235	602	1030	1635	2166	销售费用	49	94	147	218	273
流动资产合计	1798	4454	7042	10315	14412	管理费用	129	198	331	371	461
固定资产	835	1368	1440	1591	1627	财务费用	31	54	96	131	151
无形资产及其他	480	559	537	614	692	投资收益	4	12	20	20	15
投资性房地产	565	892	892	892	892	资产减值及公允价值变动	3	13	0	0	0
长期股权投资	0	0	1	1	1	其他收入	(26)	(18)	22	22	22
资产总计	3678	7273	9911	13414	17625	营业利润	336	530	797	1235	1669
短期借款及交易性金融负债	254	895	423	524	614	营业外净收支	13	(2)	16	15	14
应付款项	761	1248	2714	4057	5671	利润总额	349	528	813	1250	1683
其他流动负债	575	1136	2058	3046	4247	所得税费用	60	92	138	225	269
流动负债合计	1590	3279	5195	7627	10532	少数股东损益	1	4	5	8	11
长期借款及应付债券	184	525	625	775	925	归属于母公司净利润	288	432	670	1017	1402
其他长期负债	125	249	320	401	402						
长期负债合计	309	774	945	1176	1327	现金流量表（百万元）					
负债合计	1899	4053	6140	8802	11859	净利润	288	432	670	1017	1402
少数股东权益	68	67	71	77	87	资产减值准备	(1)	9	3	1	1
股东权益	1711	3153	3700	4534	5679	折旧摊销	98	132	146	169	186
负债和股东权益总计	3678	7273	9911	13414	17625	公允价值变动损失	(3)	(13)	(0)	(0)	(0)
						财务费用	31	54	96	131	151
关键财务与估值指标						营运资本变动	(45)	(923)	(71)	(271)	(29)
每股收益	1.86	2.63	4.08	6.18	8.53	其它	2	(6)	0	5	8
每股红利	0.32	0.49	0.75	1.12	1.56	经营活动现金流	339	(369)	749	922	1569
每股净资产	11.06	19.17	22.50	27.57	34.53	资本开支	0	(671)	(200)	(400)	(300)
ROIC	16%	15%	17%	26%	32%	其它投资现金流	5	(366)	382	0	0
ROE	17%	14%	18%	22%	25%	投资活动现金流	5	(1037)	182	(400)	(300)
毛利率	17%	10%	9%	9%	9%	权益性融资	(7)	1123	0	0	0
EBIT Margin	11%	7%	6%	6%	6%	负债净变化	(106)	341	100	150	150
EBITDA Margin	14%	8%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(50)	(81)	(123)	(184)	(257)
收入增长	42%	152%	70%	48%	39%	其它融资现金流	(36)	276	(472)	101	90
净利润增长率	47%	50%	55%	52%	38%	融资活动现金流	(355)	1919	(494)	67	(17)
资产负债率	53%	57%	63%	66%	68%	现金净变动	(11)	512	437	589	1251
息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	137	126	638	1075	1664
P/E	76.8	54.6	35.1	23.2	16.8	货币资金的期末余额	126	638	1075	1664	2915
P/B	13.0	7.5	6.4	5.2	4.1	企业自由现金流	0	(986)	600	602	1374
EV/EBITDA	49.8	39.0	29.8	21.7	18.0	权益自由现金流	0	(370)	149	746	1486

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032