

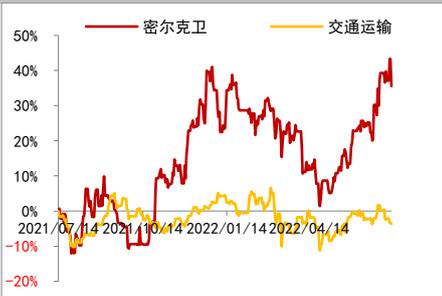
个股投资评级

推荐

公司基本情况

52周内高	146.9900
52周内低	86.4800
总市值(百万元)	22294.8328
流通市值(百万元)	22101.5107
总股本(百万股)	164.4647
A股(百万股)	164.4647
—已流通(百万股)	163.0386
—限售股(百万股)	1.4261

股价趋势图



研究所

分析师：魏大朋
 SAC 登记编号：S1340521070001
 Email: weidapeng@cnpsec.com

公司研究
**密尔克卫 (603713.SH):
 危化品物流龙头，二季度业绩增长超预期**
● 事件

密尔克卫披露半年报业绩预增公告，2022年上半年，公司归母净利润同比增长 60-66%到 2.95-3.05 亿元；扣非归母净利润同比增长 57-62%；二季度公司归母净利润约为 1.6-1.7 亿元，同比增长 52-61%。公司二季度业绩大超预期。

● 核心观点：

逆流而上，困境中凸显强大竞争力。上海二季度遭到疫情的冲击下，全国交通物流尤其是供应链端受到严重影响。公司是以上海为基地的化工物流企业，在二季度实现逆势增长，我们认为与公司强有力的运营管理能力密不可分。我们认为公司维持高速增长有以下几点原因：1、公司通过内生+外延构建了全国性的仓储物流网络，对上海的依赖度有所降低，上海本地收入占比从 2018 年的 72%下降至 2021 年的 57%，全国性的布局有效对冲了局部地区疫情封控的影响，异地调拨的功能较好的协调完成了公司的业绩；2、管理层优秀的运营管理经验。疫情期间公司积极应对，保障了产能的运行，加深了与大客户之间的黏性，进一步拓展了市场份额。

我们认为公司长期增长的逻辑没有发生变化。1、2015 年天津港爆炸以及常态化的事后监管逐步倒逼行业中不合规产能出清，行业集中度逐步向头部企业集中的趋势不变。在审批趋严背景下，公司危化品物流设施的稀缺性也有望进一步提升。密尔克卫有望进一步享受行业集中的红利；2、化工电商行业仍处于渗透率提升阶段，艾瑞咨询数据显示，2020 年工业品电商的渗透率不足 5%。在面临疫情或供应链冲击等因素的影响下，线下交易有转向线上电商平台的需求。公司经过多年并购扩张，拥有覆盖全国的规范化、信息化供应链体系稀缺资源，将充分受益。化工品交易的业务仍将是公司的重要增长点。

● 盈利预测与投资建议

我们看好公司物贸一体化、线上线下协同发展的发展前景。受益于监管推动的化工物流第三方渗透率的不断提升，行业处于迅速发展阶段，而密尔克卫是业内少有的具备物流基础的工业品电商企业，通过构建全国仓储物流网络，具备稀缺性和扎实的发展基础，应对疫情展现出良好的韧性，在经济增长疲弱的二季度公司兑现了增长的潜力，

伴随着下半年经济的加速修复，我们对公司下半年的增长更为乐观。2022~2024 年归母净利润预测为 5.8/8.39/11.0 亿元，同比 +34%/35%/31%，公司 2022~2024 年 EPS 为 3.52/5.10/6.68 元，7 月 12 日收盘价对应 P/E 为 38.5/26.6/20.3 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示**

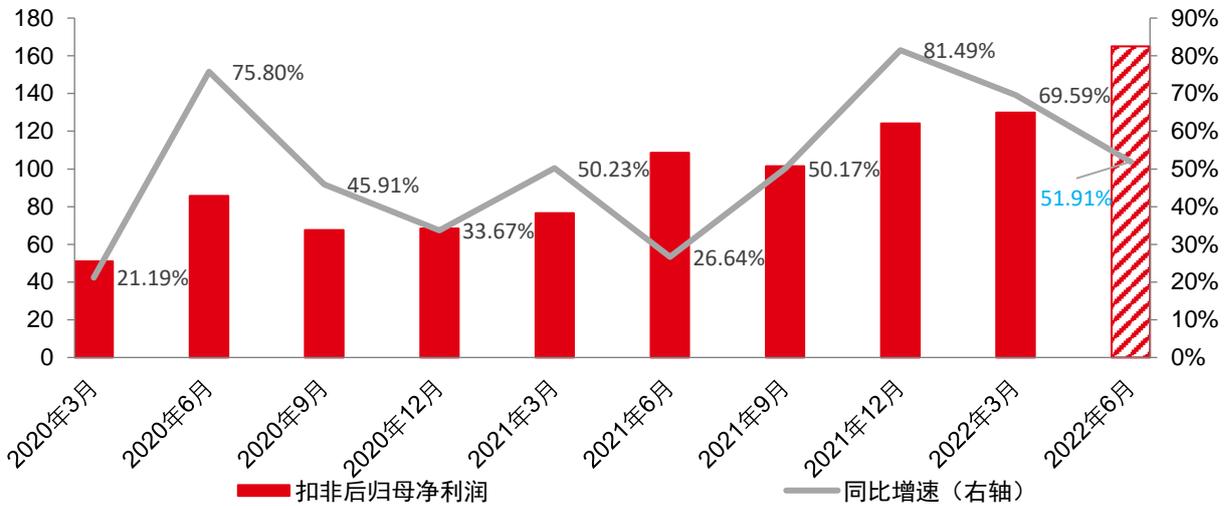
疫情出现反复；公司产能落地进度低于预期；化工物流景气度不及预期。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,427	8,645	13,083	19,050	25,690
增长率（%）	42%	152%	51%	46%	35%
归母净利润（百万元）	288	432	580	839	1,100
增长率（%）	47%	50%	34%	45%	31%
EPS（元）	1.86	2.63	3.52	5.10	6.68
P/E	72.7	51.6	38.5	26.6	20.3
毛利率（%）	16.7%	10.3%	10.6%	10.2%	10.1%
净利率（%）	8.4%	5.0%	4.4%	4.4%	4.3%
ROE	16.9%	13.7%	17.0%	21.4%	23.5%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

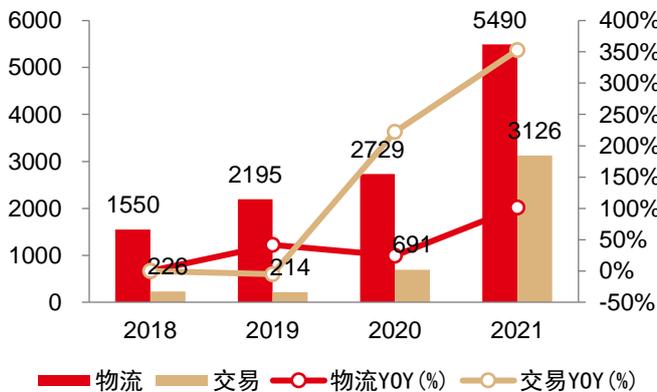
注：股价为 2022 年 7 月 12 日收盘价

图表 1：密尔克卫单季扣非归母净利润保持高增长势头（单位：百万元）



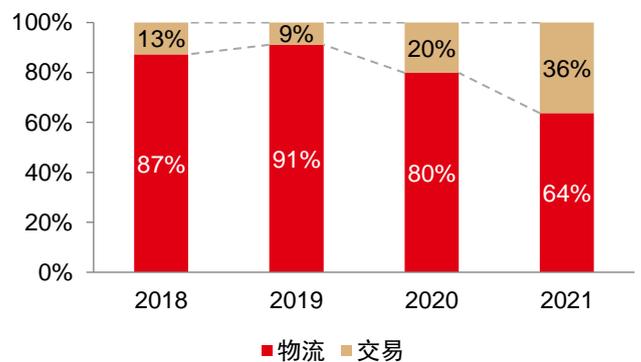
资料来源：Wind 资讯，中邮证券研究所

图表 2：公司分行业营收增速（单位：百万元）



资料来源：Wind 资讯，中邮证券研究所

图表 3：密尔克卫营收占比



资料来源：Wind 资讯，中邮证券研究所

财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表						现金流量表					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,798	4,454	6,582	9,414	12,567	经营活动现金流	339	203	139	221	442
现金	126	638	1,026	1,494	2,018	净利润	288	432	580	839	1,100
应收账款	1,353	2,663	4,011	5,840	7,876	折旧摊销	104	146	197	228	247
其它应收款	49	91	138	200	270	财务费用	27	47	79	114	167
预付账款	93	391	589	861	1,163	投资损失	(4)	(12)	(0)	(0)	(0)
存货	19	78	117	171	231	营运资金变动	(82)	(409)	(728)	(977)	(1,091)
其他	158	593	701	847	1,009	其它	4	(2)	12	17	21
非流动资产	1,880	2,819	3,064	3,170	3,200	投资活动现金流	(304)	(1,440)	(441)	(335)	(276)
长期投资	0	0	0	0	0	资本支出	(111)	(394)	(446)	(335)	(276)
固定资产	789	1,089	1,303	1,409	1,428	其他	(192)	(1,047)	4	0	0
无形资产	480	559	629	682	721						
其他	611	1,171	1,131	1,079	1,051	筹资活动现金流	(35)	1,752	690	582	358
资产总计	3,678	7,273	9,646	12,584	15,767	短期借款	134	551	1,188	1,025	854
流动负债	1,590	3,279	5,396	7,816	10,218	长期借款	(106)	341	0	0	0
短期借款	254	805	1,992	3,017	3,871	其他	(62)	861	(498)	(443)	(496)
应付账款	464	719	1,084	1,585	2,139	现金净增加额	0	515	388	468	524
其他	872	1,755	2,319	3,214	4,208	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
非流动负债	309	774	774	774	774	成长能力					
长期借款	184	525	525	525	525	营业收入	41.7%	152.3%	51.3%	45.6%	34.9%
其他	125	249	249	249	249	营业利润	40.7%	57.8%	47.6%	44.6%	31.0%
负债合计	1,899	4,053	6,170	8,590	10,992	归属母公司净利润	47.1%	49.7%	34.2%	44.8%	31.1%
少数股东权益	68	67	73	81	91	获利能力					
归属母公司股东权益	1,711	3,153	3,403	3,913	4,684	毛利率	16.7%	10.3%	10.6%	10.2%	10.1%
负债和股东权益	3,678	7,273	9,646	12,584	15,767	净利率	8.4%	5.0%	4.4%	4.4%	4.3%
利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE	16.9%	13.7%	17.0%	21.4%	23.5%
营业收入	3,427	8,645	13,083	19,050	25,690	ROIC	13.7%	10.4%	10.8%	12.4%	13.5%
营业成本	2,854	7,758	11,703	17,100	23,088	偿债能力					
营业税金及附加	10	19	29	42	57	资产负债率	51.6%	55.7%	64.0%	68.3%	69.7%
营业费用	49	94	157	210	283	净负债比率	11.9%	19.5%	26.1%	28.1%	27.9%
管理费用	129	198	301	400	539	流动比率	1.13	1.36	1.22	1.20	1.23
财务费用	31	54	79	114	167	速动比率	1.12	1.33	1.20	1.18	1.21
资产减值损失	(4)	(13)	0	0	0	营运能力					
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0	总资产周转率	0.93	1.19	1.36	1.51	1.63
投资净收益	4	12	10	10	10	应收账款周转率					
营业利润	336	530	782	1,132	1,482	应付账款周转率	7.12	13.12	12.98	12.81	12.40
营业外收入	17	20	20	20	20						
营业外支出	4	23	23	23	23	每股收益	1.86	2.63	3.52	5.10	6.68
利润总额	349	528	780	1,129	1,480	每股经营现金	2.19	1.23	0.84	1.35	2.69
所得税	60	92	195	282	370	每股净资产	11.06	19.17	20.69	23.79	28.48
净利润	290	436	585	847	1,110	估值比率					
少数股东损益	1	4	6	8	11	P/E	72.7	51.6	38.5	26.6	20.3
归属母公司净利润	288	432	580	839	1,100	P/B	12.3	7.1	6.6	5.7	4.8
EPS	2	3	4	5	7	EV/EBITDA	62.7	40.7	27.0	19.3	15.0

数据来源: Wind, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。