

密尔克卫 (603713)

2022 半年报: 归母净利同增 65.6%近预告上限, 看好物贸一体化后续成长空间【勘误版】 买入 (维持)

2022 年 07 月 27 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

执业证书: S0600121010005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,645	14,197	18,349	25,881
同比	152%	64%	29%	41%
归属母公司净利润 (百万元)	432	617	841	1,113
同比	50%	43%	36%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.63	3.75	5.11	6.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	56.62	39.64	29.06	21.96

业绩简评

- **事件:** 密尔克卫发布 2022 年半年报。公司 2022H1 实现收入 62.69 亿元, 同比+81.1%; 归母净利润为 3.04 亿元, 同比+65.6%; 扣非净利润 2.97 亿元, 同比+60.2%。公司归母净利润近预告上限, 扣非净利润符合业绩预告。
- **疫情期间业绩保持高增长:** 2022Q2, 密尔克卫实现收入 32.09 亿元, 同比+59.0%; 归母净利润 1.70 亿元, 同比+60.8%; 扣非净利润 1.67 亿元, 同比+53.6%。公司在疫情期间展现出良好的经营稳定性, 及时取得相关通行证和许可证, 保证自营物流车辆的正常运转, 从而维持了业绩的增长势头。
- **疫情下业务结构改变, 利润率有所上升:** 2022Q2 公司毛利率为 10.6%, 同比+0.9pct, 净利率为 5.5%, 同比+0.2pct。公司利润率有所上升, 我们认为主要由疫情期间业务结构改变所致: 利润率较低的货代业务因上海地区港口封控受一定影响, 而利润率较高的仓库业务满仓率提升, 收入有所增长。
- **疫情期间周转率变动一定程度影响短期经营现金流:** 2022H1, 公司经营活动现金流 2.48 亿元, 同比+11.2%, 略低于归母净利润。这一定程度上是公司存货周转天数从 2021H1 的 2.3 天上升至 2022H1 的 3.5 天所致。我们认为这是由于: ①化工品交易板块同比有较大增长, 该业务会将在途货物记作存货, 随该业务收入占比增长, 公司存货金额及周转天数有所上升。②疫情期间物流速度放缓, 存货周转变慢。未来经营稳定后公司经营性现金流有望恢复。
- **公司物贸一体化产业布局具备稀缺性, 未来拥有长足增长空间:** 工业品 B2B 电商减少中间环节, 大幅提升效率, 目前正处于渗透率不断提升的高增阶段。公司作为国内极少数拥有履约能力的工业品电商平台, 禀赋优异前景可期。物流方面, 密尔克卫 2022H1 自建及在管 55 万方化学品仓库稀缺资源, 作为全国龙头已经构建较深壁垒, 并牢牢绑定化工巨头客户, 未来有望随中国化工业不断壮大而走向世界。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看好公司工业品电商物贸一体化的发展前景。我们预计公司 2022-24 年归母净利润为 6.2/ 8.4/ 11.1 亿元, 同比+43%/ +36%/ +32%, 7 月 26 日收盘价对应 P/E 为 40/ 29/ 22 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复, 新业务拓展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	148.63
一年最低/最高价	88.31/150.66
市净率(倍)	7.11
流通 A 股市值(百万元)	24,232.43
总市值(百万元)	24,444.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.89
资产负债率(% ,LF)	57.27
总股本(百万股)	164.46
流通 A 股(百万股)	163.04

相关研究

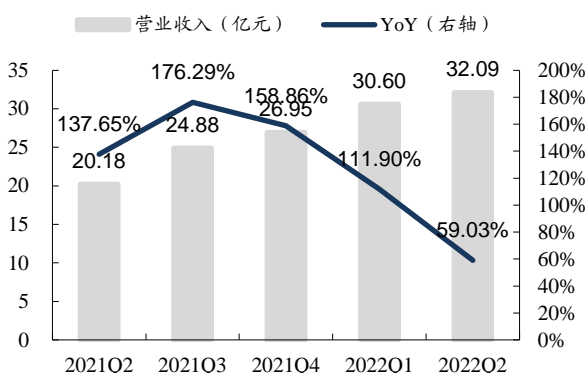
- 《密尔克卫(603713): 2022 半年报预告: H1 归母净利同增 60% 以上, 壁垒高筑, 成长可期》
2022-07-12
- 《密尔克卫(603713): 2022 年一季报点评: 归母净利润+72%符合预期, 疫情影响整体可控》
2022-04-28
- 《密尔克卫(603713): 2022 一季报预告: 归母净利润同比增长约 68%, 公司抗疫活动有序展开》
2022-04-10

业绩简评

事件: 密尔克卫发布 2022 年半年报。公司 2022H1 实现收入 62.69 亿元, 同比+81.1%; 归母净利润为 3.04 亿元, 同比+65.6%; 扣非净利润 2.97 亿元, 同比+60.2%。公司归母净利润近预告上限, 扣非净利润符合业绩预告。

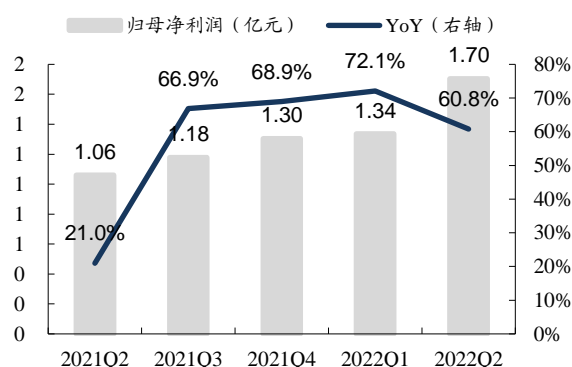
疫情期间业绩保持高增长: 2022Q2, 密尔克卫实现收入 32.09 亿元, 同比+59.0%; 归母净利润 1.70 亿元, 同比+60.8%; 扣非净利润 1.67 亿元, 同比+53.6%。公司在疫情期间展现出来了良好的经营稳定性, 及时取得相关通行证和许可证, 保证自营物流车辆的正常运转, 从而维持了业绩的增长势头。

图1: 公司收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

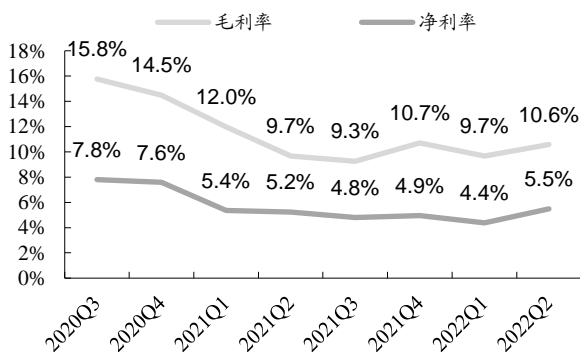
图2: 公司归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

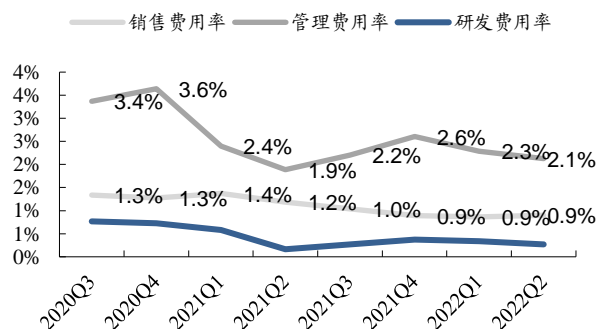
疫情下业务结构改变, 导致利润率有所上升: 2022Q2 公司毛利率为 10.6%, 同比+0.9pct, 净利率为 5.5%, 同比+0.2pct。公司利润率有所上升, 我们认为主要由疫情期间业务结构改变所致: 利润率较低的货代业务因上海地区港口封控受一定影响, 而利润率较高的仓库业务的收入及利润则有所增长。

图3: 公司销售毛利率及销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

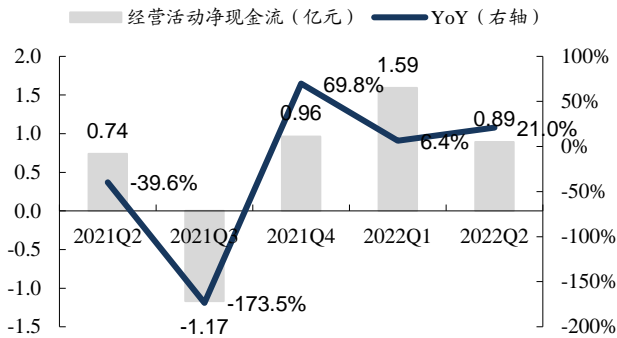
图4: 公司费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

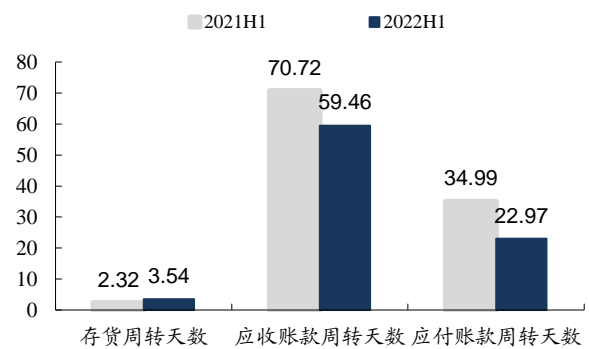
疫情期间周转率变动一定程度影响短期经营现金流: 2022H1, 公司经营活动现金流 2.48 亿元, 同比+11.2%, 略低于归母净利润。这一定程度上是公司存货周转天数从 2021H1 的 2.3 天上升至 2022H1 的 3.5 天所致。我们认为这是由于: ①化工品交易板块同比有较大幅增长, 该业务会将 在途货物记作存货, 随该业务收入占比增长, 公司存货金额及周转天数有所上升。②疫情期间物流速度放缓, 存货周转变慢。未来经营稳定后公司经营性现金流有望恢复。

图5: 公司经营现金流及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 公司营运能力 (周转天数)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司物贸一体化产业布局具备稀缺性, 未来拥有长足增长空间: 工业品 B2B 电商减少中间环节, 大幅提升效率, 目前正处于渗透率不断提升的高增阶段。公司作为国内极少数拥有履约能力的工业品电商平台, 禀赋优异前景可期。物流方面, 密尔克卫 2022H1 自建及在管 55 万方化学品仓库稀缺资源, 作为全国龙头已经构建较深壁垒, 并牢牢绑定化工巨头客户, 未来有望随中国化工业不断壮大而走向世界。

盈利预测与投资评级: 我们看好公司工业品电商物贸一体化的发展前景。我们预计公司 2022-24 年归母净利润为 6.2/ 8.4/ 11.1 亿元, 同比+43%/+36%/+32%, 7 月 26 日收盘价对应 P/E 为 40/ 29/ 22 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情反复, 新业务拓展不及预期等。

密尔克卫三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,454	6,364	7,463	9,499	营业总收入	8,645	14,197	18,349	25,881
货币资金及交易性金融资产	1,020	1,302	1,468	1,601	营业成本(含金融类)	7,758	12,938	16,766	23,860
经营性应收款项	3,086	4,594	5,441	7,188	税金及附加	19	35	46	65
存货	78	142	184	261	销售费用	94	142	161	213
合同资产	0	0	0	0	管理费用	198	270	284	340
其他流动资产	270	327	370	448	研发费用	28	35	37	47
非流动资产	2,819	3,507	4,060	4,643	财务费用	54	82	105	104
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	22	43	55	78
固定资产及使用权资产	1,243	1,572	1,914	2,322	投资净收益	12	21	28	39
在建工程	279	265	277	320	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	559	679	749	769	减值损失	-14	0	0	0
商誉	610	734	845	944	资产处置收益	15	0	0	0
长期待摊费用	23	112	87	63	营业利润	530	758	1,034	1,368
其他非流动资产	104	145	187	224	营业外净收支	-2	-3	-4	-5
资产总计	7,273	9,871	11,523	14,142	利润总额	528	755	1,030	1,363
流动负债	3,279	4,217	4,950	6,385	减:所得税	92	132	180	239
短期借款及一年内到期的非流动负债	895	805	805	805	净利润	436	623	850	1,125
经营性应付款项	1,279	1,971	2,508	3,568	减:少数股东损益	4	6	8	11
合同负债	11	13	13	14	归属母公司净利润	432	617	841	1,113
其他流动负债	1,094	1,429	1,624	1,998	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.63	3.75	5.11	6.77
非流动负债	774	1,811	1,880	1,940	EBIT	548	776	1,056	1,356
长期借款	525	525	525	525	EBITDA	776	901	1,237	1,590
应付债券	0	971	971	971	毛利率(%)	10.26	8.87	8.63	7.81
租赁负债	65	65	65	65	归母净利率(%)	4.99	4.34	4.58	4.30
其他非流动负债	184	250	319	379	收入增长率(%)	152.26	64.23	29.24	41.04
负债合计	4,053	6,028	6,830	8,325	归母净利润增长率(%)	49.67	42.84	36.41	32.33
归属母公司股东权益	3,153	3,769	4,611	5,724					
少数股东权益	67	73	82	93					
所有者权益合计	3,220	3,843	4,692	5,817					
负债和股东权益	7,273	9,871	11,523	14,142					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	203	270	975	1,018	每股净资产(元)	19.17	22.92	28.03	34.80
投资活动现金流	-1,440	-784	-699	-774	最新发行在外股份(百万股)	164	164	164	164
筹资活动现金流	1,752	795	-110	-110	ROIC(%)	13.08	11.74	13.14	14.68
现金净增加额	511	282	166	134	ROE-摊薄(%)	13.70	16.36	18.25	19.45
折旧和摊销	228	124	181	234	资产负债率(%)	55.73	61.07	59.28	58.87
资本开支	-351	-676	-695	-785	P/E(现价&最新股本摊薄)	56.62	39.64	29.06	21.96
营运资本变动	-511	-878	-352	-763	P/B(现价)	7.75	6.49	5.30	4.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

