

密尔克卫 (603713.SH)

业绩处于预告上沿，下半年成长继续加速

买入

核心观点

密尔克卫披露半年报。2022年上半年实现收入62.69亿元(+81.08%)；实现归母净利润3.04亿元(+65.60%)；实现扣非净利润2.97亿元(+60.19%)；归母净利润位于此前预告上限(60.40%~65.85%)，扣非净利润位于预告上沿(56.94%~62.33%)。

利润率环比向上，应收应付控制得当。公司1H22总毛利额6.35亿，同比增长72.6%，综合毛利率水平为10.13%，环比2H21的9.88%毛利率略有提升。单季度看，3Q21-2Q22综合毛利率分别为9.3%、10.7%、9.7%、10.6%，二季度毛利率环比提升较为明显，我们认为综合了一季度春节、二季度疫情扰动导致业务结构有所变化的结果。22年二季度公司归母净利率5.31%，同比与环比均为上升势头。收入体量大增之下，公司对应收、预付、应付款项的控制非常得当，应收账款及票据方面30.7亿，相比21年年末多出4.09亿；预付账款2.27亿，相比21年年报下降1.64亿；应付账款15.97亿，相比21年年报多出3.48亿。

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。但若无疫情冲击，公司二季度的业绩表现将会更佳亮眼。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，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；此外，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。公司近几个季度固定资产较为稳定，但21年年报、1Q2022、1H2022在建工程分别为2.79、3.34、4.19亿，下半年产能扩张在望。

风险提示：宏观经济波动超预期；公司市场扩张进度低于预期。

投资建议：维持盈利预测，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，我们维持公司2022-2024年6.7、10.2、14.0亿的盈利预测，公司当前市值对应2022年业绩预测为36.5x，对应23年PE水平仅为24.0x，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)	79.7	56.6	36.5	24.0	17.4
EV/EBITDA	51.5	40.2	30.7	22.3	18.4
市净率(PB)	13.44	7.75	6.61	5.39	4.30

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	合理估值	买入(维持)
收盘价		148.63元
总市值/流通市值		24375/24227百万元
52周最高价/最低价		152.95/86.48元
近3个月日均成交额		112.90百万元

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)-逆境中再创佳绩，有望新一轮高增》——2022-07-12

《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

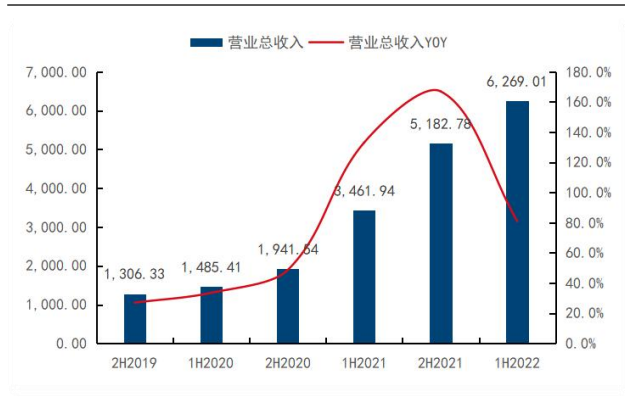
《密尔克卫(603713.SH)-一季度利润环比增长，盈利质量持续向好》——2022-04-10

《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

密尔克卫披露半年报。2022 年上半年实现收入 62.69 亿元 (+81.08%)；实现归母净利润 3.04 亿元 (+65.60%)；实现扣非净利润 2.97 亿元 (+60.19%)；归母净利润位于此前预告上限 (60.40%~65.85%)，扣非净利润位于预告上沿 (56.94%~62.33%)。

单季度看，22Q2 实现收入 32.09 亿元，同比+59.03%，环比+4.87%；归母净利润 1.70 亿元，同比+60.83%，环比+26.87%；扣非净利润 1.67 亿元，同比+53.56%，环比+28.46%。

图1：密尔克卫半年度营业收入及增速（单位：百万、%）



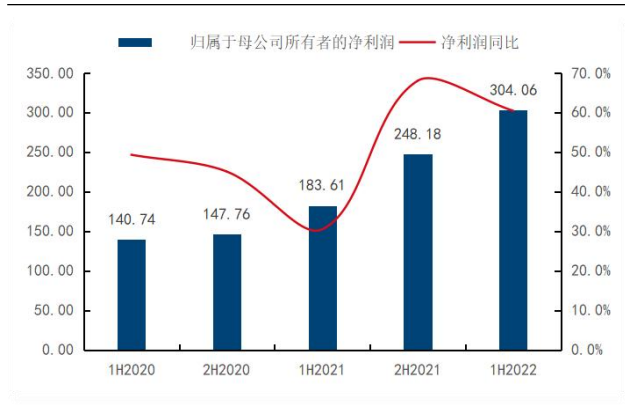
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：密尔克卫单季营业收入及增速（单位：百万、%）



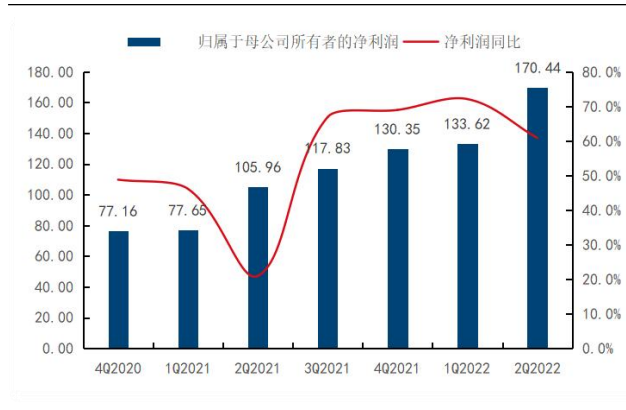
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：密尔克卫半年度归母净利润及增速（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4：密尔克卫单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 利润率环比向上，应收应付控制得当

公司 1H22 总毛利额 6.35 亿，同比增长 72.6%，综合毛利率水平为 10.13%，环比 2H21 的 9.88% 毛利率略有提升。单季度看，3Q21-2Q22 综合毛利率分别为 9.3%、10.7%、9.7%、10.6%，二季度毛利率环比提升较为明显，我们认为是综合了一季度春节、二季度疫情扰动导致业务结构有所变化的结果。22 年二季度公司归母净利润率 5.31%，同比与环比均为上升势头。

收入体量大增之下，公司对应收、预付、应付款项的控制非常得当，应收账款及票据方面 30.7 亿，相比 21 年年末多出 4.09 亿；预付账款 2.27 亿，相比 21 年年

报下降 1.64 亿；应付账款 15.97 亿，相比 21 年年报多出 3.48 亿。

◆ 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。同时公司二季度履行多项社会责任，获得上海交通大学医学院附属仁济医院、上海中治医院等多份感谢信。

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。公司二季度归母净利润环比增长 27%。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，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；此外，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。公司近几个季度固定资产较为稳定，但 21 年年报、1Q2022、1H2022 在建工程分别为 2.79、3.34、4.19 亿，下半年产能扩张在望。

◆ 长期成长空间：物流行业监管趋严，头部化工企业对服务的立体度要求提升

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，应急管理部危化品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，行业的标准化监管程度加深，有利于灰色产能出清、客户需求优化，头部企业有望获得更多市场份额。

此外，从长期来看，随着化工行业头部企业对于立体化服务的要求提升，公司集危化品物流的稀缺能力与分销能力于一身，有望将化工亚马逊的商业模式跑通，形成与客户之间的深度合作关系，建立深厚护城河，同时将潜在市场由物流行业扩展至万亿的化工分销市场，进一步打开未来数年的成长空间。

投资建议

维持盈利预测，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，我们维持公司 2022-2024 年 6.7、10.2、14.0 亿的盈利预测，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 36.5x，对应 23 年 PE 水平仅为 24.0x，

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	现金流量表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	309	774	945	1176	1327	净利润	288	432	670	1017	1402
负债合计	1899	4053	6140	8802	11859	资产减值准备	(1)	9	3	1	1
少数股东权益	68	67	71	77	87	折旧摊销	98	132	146	169	186
股东权益	1711	3153	3700	4534	5679	公允价值变动损失	(3)	(13)	(0)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	3678	7273	9911	13414	17625	财务费用	31	54	96	131	151
关键财务与估值指标	2019	2021	2022E	2023E	2024E	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	79.7	56.6	36.5	24.0	17.4	货币资金的期末余额	126	638	1075	1664	2915
P/B	13.4	7.8	6.6	5.4	4.3	企业自由现金流	0	(986)	600	602	1374
EV/EBITDA	51.5	40.2	30.7	22.3	18.4	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