

2022年07月27日

证券研究报告·2022年半年报点评

密尔克卫 (603713) 交通运输

买入 (维持)

当前价: 148.63元

目标价: 180元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

22Q2 归母净利润+61%，物贸一体化亮眼

投资要点

- **事件:** 密尔克卫公布 2022H1 业绩, 公司 2022H1 实现营业收入 62.7 亿元, 同比+81.1%; 归母净利润 3.0 亿元, 同比+65.6%; 实现扣非归母 2.97 亿元, 同比+60.2%。单季度看, 2022Q2 公司实现营收 32.1 亿元, 同比+59.0%; 归母净利润 1.7 亿元, 同比+60.9%, 归母净利率 5.3%, 较 2021Q2 提升 0.1pp; 扣非归母 1.67 亿元, 同比+53.6%。公司 2022 年上半年归母净利润达业绩预告上沿, 整体业绩符合预期。
- **不惧疫情扰动, 业绩持续高增。** 2022 年上半年, 公司及时部署应急预案, 维持公司正常经营, 彰显经营韧性。22H1, 公司实现总营收 62.7 亿元, 同比+81.1%, 综合毛利润 6.4 亿元, 同比+72.6%, 毛利率 10.1%。实现归母净利润 3.0 亿元, 同比+65.6%, 归母净利率 4.9%。
- **资源优势+网络效应助力公司传统物流业务高增长。** 报告期间, 在强监管及安全环保高压下, 公司持续进行核心资产的收购和新建, 22 年 1 月公司收购了祥旺物流, 同时在成都、上海、内蒙古及深圳等地新设子公司, 并在德国及加拿大等地进行布局, 公司传统物流业务以资源优势+网络效应维持高速增长, 2022H1 公司物流板块实现营收 40.7 亿元, 同比+76.7%。拆分看, 2022H1 全球货代业务+罐箱业务实现营收 23.9 亿元, 同比+75.2%, MGF 和 MTT 业务分别实现营收 21.7、2.2 亿元。2022H1 仓配业务实现营收 3.7 亿元, 同比+41.8%。2022H1 区域内贸交付业务实现营收 8.5 亿元, 同比+25.3%。2022H1 公司 MPC 全球工程物流及干散货业务, 实现营收 4.6 亿元。
- **物流履约网络为核心, 分销业务“二曲”增长亮眼。** 公司以交付能力为核心壁垒, 创设长尾直营分销网络, 打造第二成长曲线。线下稀缺的交付能力助力公司打造线上分销网络, 分销业务以直营模式聚焦长尾市场。长尾客户的低需求量、低需求频次和高个性化特征, 为公司提供了良好的分销业务运营空间和溢价能力。公司 2022 上半年 MCD 化工品交易业务实现营业收入 21.8 亿元, 同比+90.2%。
- **盈利预测与投资建议。** 我们看好公司以稀缺核心资源打造线下物流交付壁垒为基础, 打造分销网络为第二增长曲线, 实现“化工亚马逊”的远期目标, 我们给予公司 2022/23/24 年盈利预测为: 6.5、9.2、12.3 亿元, 对应 EPS 分别为 3.94 元、5.61 元、7.49 元, 对应 2021/22/23 年 PE 分别为 38、27、20X。我们认为在公司长期发展战略下, 未来物流业务稳健发展, 化工业务高速增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 化工品需求波动、安全生产风险、外延并购不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8644.72	13871.30	21193.78	30984.78
增长率	152.26%	60.46%	52.79%	46.20%
归属母公司净利润 (百万元)	431.79	647.77	921.95	1232.47
增长率	49.67%	50.02%	42.33%	33.68%
每股收益 EPS (元)	2.63	3.94	5.61	7.49
净资产收益率 ROE	13.54%	18.11%	24.43%	25.73%
PE	57	38	27	20
PB	7.75	6.96	6.05	5.18

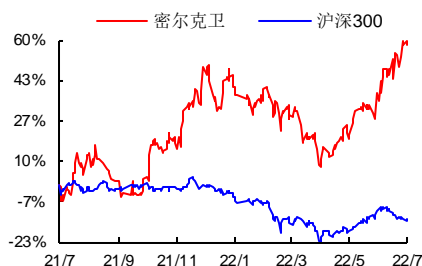
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
 执业证号: S1250522070002
 电话: 021-58352190
 邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

联系人: 乐臻
 电话: 18280227875
 邮箱: lec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.64
流通 A 股(亿股)	1.63
52 周内股价区间(元)	88.31-150.66
总市值(亿元)	244.44
总资产(亿元)	72.73
每股净资产(元)	19.17

相关研究

1. 密尔克卫 (603713): 21Q4 归母净利润 +69%, 分销业务高增长 (2022-03-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8644.72	13871.30	21193.78	30984.78	净利润	435.97	647.77	921.95	1232.47
营业成本	7757.99	12574.63	19384.26	28493.95	折旧与摊销	146.25	172.43	172.43	172.43
营业税金及附加	19.25	30.89	47.19	69.00	财务费用	53.72	60.19	70.91	93.34
销售费用	93.61	138.71	211.94	309.85	资产减值损失	-12.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	197.62	277.43	360.29	526.74	经营营运资本变动	-724.96	-181.91	-784.17	-879.14
财务费用	53.72	60.19	70.91	93.34	其他	304.36	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-12.79	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	202.55	698.47	381.11	619.10
投资收益	12.42	0.00	0.00	0.00	资本支出	-835.70	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.28	0.00	0.00	0.00	其他	-604.65	3.12	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1440.35	-96.88	-100.00	-100.00
营业利润	530.23	789.45	1119.19	1491.90	短期借款	550.54	-105.78	544.58	616.96
其他非经营损益	-2.37	-13.67	-15.06	-15.88	长期借款	340.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	527.85	775.77	1104.13	1476.01	股权融资	1093.75	0.00	0.00	0.00
所得税	91.89	128.00	182.18	243.54	支付股利	-42.76	-259.08	-388.66	-553.17
净利润	435.97	647.77	921.95	1232.47	其他	-190.01	-181.34	-70.91	-93.34
少数股东损益	4.17	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1752.36	-546.20	85.01	-29.55
归属母公司股东净利润	431.79	647.77	921.95	1232.47	现金流量净额	510.76	55.40	366.12	489.55
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	638.16	693.57	1059.69	1549.24	成长能力				
应收和预付款项	3144.99	4777.01	7425.40	10878.19	销售收入增长率	152.26%	60.46%	52.79%	46.20%
存货	77.72	126.06	194.40	285.83	营业利润增长率	57.78%	48.89%	41.77%	33.30%
其他流动资产	592.75	755.97	909.14	1174.38	净利润增长率	50.44%	48.58%	42.33%	33.68%
长期股权投资	0.44	0.44	0.44	0.44	EBITDA 增长率	55.32%	39.97%	33.31%	29.00%
投资性房地产	3.12	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1367.00	1357.95	1348.90	1339.85	毛利率	10.26%	9.35%	8.54%	8.04%
无形资产和开发支出	1169.22	1108.18	1047.13	986.09	三费率	4.32%	3.43%	3.03%	3.00%
其他非流动资产	279.10	276.77	274.44	272.11	净利率	5.04%	4.67%	4.35%	3.98%
资产总计	7272.53	9095.95	12259.55	16486.13	ROE	13.54%	18.11%	22.43%	25.73%
短期借款	804.51	698.73	1243.31	1860.27	ROA	5.99%	7.12%	7.52%	7.48%
应付和预收款项	1403.71	2273.19	3502.48	5146.55	ROIC	16.14%	17.83%	21.12%	22.46%
长期借款	524.97	524.97	524.97	524.97	EBITDA/销售收入	8.45%	7.37%	6.43%	5.67%
其他负债	1319.74	2021.85	2878.29	4164.53	营运能力				
负债合计	4052.93	5518.73	8149.05	11696.33	总资产周转率	1.58	1.69	1.98	2.16
股本	164.47	164.47	164.47	164.47	固定资产周转率	9.21	13.42	22.92	38.00
资本公积	1787.61	1787.61	1787.61	1787.61	应收账款周转率	5.56	5.48	5.38	5.28
留存收益	1251.06	1639.76	2173.04	2852.35	存货周转率	160.43	123.25	120.88	118.60
归属母公司股东权益	3152.64	3510.26	4043.55	4722.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.01%	—	—	—
少数股东权益	66.95	66.95	66.95	66.95	资本结构				
股东权益合计	3219.60	3577.22	4110.50	4789.80	资产负债率	55.73%	60.67%	66.47%	70.95%
负债和股东权益合计	7272.53	9095.95	12259.55	16486.13	带息债务/总负债	32.80%	22.17%	21.70%	20.39%
					流动比率	1.36	1.34	1.30	1.27
					速动比率	1.33	1.31	1.27	1.25
					股利支付率	9.90%	40.00%	42.16%	44.88%
					每股指标				
					每股收益	2.63	3.94	5.61	7.49
					每股净资产	19.17	21.34	24.59	28.72
					每股经营现金	1.23	4.25	2.32	3.76
					每股股利	0.26	1.58	2.36	3.36
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	730.19	1022.07	1362.52	1757.67					
PE	56.61	37.74	26.51	19.83					
PB	7.75	6.96	6.05	5.18					
PS	2.83	1.76	1.15	0.79					
EV/EBITDA	33.66	23.81	17.99	14.02					
股息率	0.17%	1.06%	1.59%	2.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn