

密尔克卫 (603713.SH)

半年业绩同增 65.6%，Q2 毛利率提升

密尔克卫公告 2022H1 业绩：营业收入同比增长 81.1%至 62.7 亿元，归母净利润同比增长 65.6%至 3.0 亿元，处于盈利预增区间上限

- 2022H1 归母净利润同比增长 65.6%，处于盈利预增区间上限。2022 年上半年，营业收入同比增长 81.1%至 62.7 亿元，归母净利润同比增长 65.6%至 3.0 亿元，处于盈利预增区间上限；二季度实现归母净利 1.7 亿元，同比、环比皆实现大幅增长。上半年公司综合毛利率 10.1%，同比下降 0.5 个百分点，利润率的小幅下降应为较低毛利的交易业务占比提升所致；二季度毛利率 10.6%，同比提升 0.9 个百分点，应为去年下半年以来仓储业务持续改善、疫情期间业务结构有所变化所致。
- 仓储投放进度符合预期，疫情下逆势拓展新客户。二季度在上海疫情的冲击下，全国交通物流都受到严重影响。公司作为以上海为基地的化工物流企业，在二季度实现增长，表现亮眼：1) 公司通过尽可能地保障产能运行，以及供应链全产业链运营的模式，不仅维护住了老客户的需求，也拓展了新的客户，从而拓展了市场份额；2) 仓储业务延续去年下半年以来的改善趋势，客户结构优化、CFS 业务占比提升，有利于毛利率提升；新增仓储投放进度符合预期，预计全年新增 8-10 万方的计划将顺利达成；3) 上半年的疫情对交易业务的增长和利润率情况造成影响，随着上海疫情缓解，预计下半年交易业务有望发力。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司持续受益于：1) 政策监管趋严推动化工物流行业第三方渗透率提升，第三方物流在化工物流行业渗透率从 2018 年的 25%提升至了 2021 年的 40%，行业整合有望加速，公司有望受益；2) 化工物流板块，公司内生+外延构建全国仓储物流网络，上海以外地区的收入占比从 2018 年的 28%提升至 2021 年的 43%；且公司仓储面积未来三年有望持续释放；3) 公司物贸一体化快速发展，线上线下相辅相成，引流物流板块，协同效应显现。我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 6.1 亿元、8.4 亿元、11.2 亿元，年均复合增长 37%。基于我们的盈利预测，公司目前股价对应 40/29/22 倍 2022-24E P/E，维持公司“强烈推荐”评级。
- 风险提示：化工物流景气度不及预期；公司仓储增长不及预期；交易业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3427	8645	13119	18553	24657
同比增长	42%	152%	52%	41%	33%
营业利润(百万元)	336	530	743	1030	1378
同比增长	41%	58%	40%	39%	34%
归母净利润(百万元)	288	432	605	838	1122
同比增长	47%	50%	40%	38%	34%
每股收益(元)	1.75	2.63	3.68	5.10	6.82
PE	84.7	56.6	40.4	29.2	21.8
PB	14.3	7.8	6.6	5.5	4.5

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

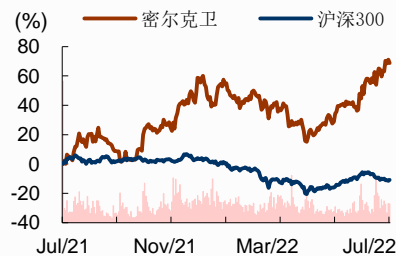
周期/交通运输  
 目标估值：NA  
 当前股价：148.63 元

基础数据

总股本(万股)	16446
已上市流通股(万股)	16304
总市值(亿元)	244
流通市值(亿元)	242
每股净资产(MRQ)	20.9
ROE(TTM)	16.1
资产负债率	57.3%
主要股东	陈银河
主要股东持股比例	25.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	12	58
相对表现	27	22	71



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

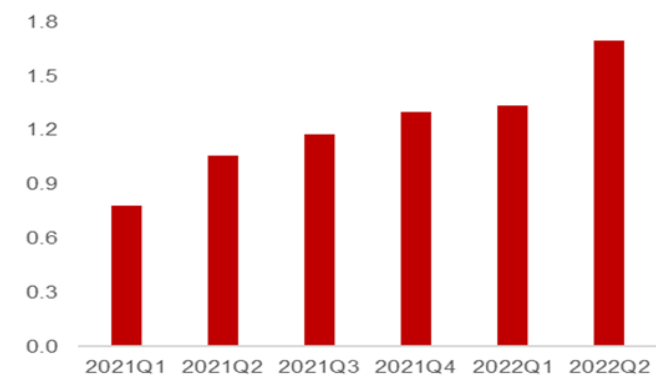
- 《密尔克卫 (603713) — 不惧疫情冲击，业绩强势增长》2022-07-12
- 《密尔克卫 (603713) — 一季度业绩高增持续，符合预期》2022-04-29
- 《密尔克卫 (603713) — 物贸一体化启动，持续高增可期》2022-04-21

苏宝亮 S1090519010004  
 subaoliang@cmschina.com.cn  
 肖欣晨 S1090522010001  
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn  
 魏芸 S1090522010002  
 weiyun@cmschina.com.cn

## 1. 2022H1 归母净利润同比增长 65.6%，处于盈利预增区间上限

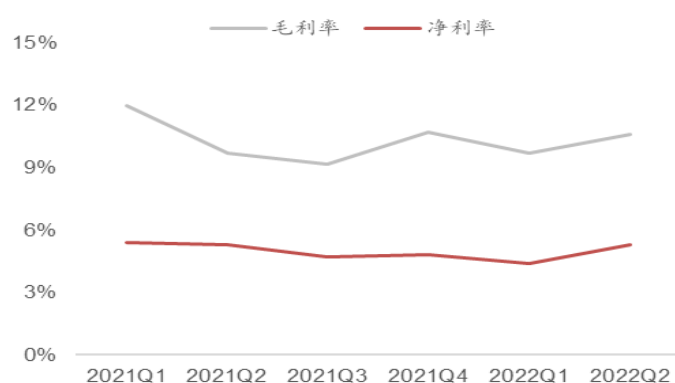
2022 年上半年，营业收入同比增长 81.1%至 62.7 亿元，归母净利润同比增长 65.6%至 3.0 亿元，处于盈利预增区间上限；二季度实现归母净利 1.7 亿元，同比、环比皆实现大幅增长。上半年公司综合毛利率 10.1%，同比下降 0.5 个百分点，利润率的小幅下降应为较低毛利的交易业务占比提升所致；二季度毛利率 10.6%，同比提升 0.9 个百分点，应为去年下半年以来仓储业务持续改善、疫情期间业务结构有所变化所致。

图 1：密尔克卫季度净利润（单位：亿元）



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：密尔克卫毛利率与净利率



资料来源：公司数据、招商证券

## 2. 仓储投放进度符合预期，疫情下逆势拓展新客户

二季度在上海疫情的冲击下，全国交通物流都受到严重影响。公司作为以上海为基地的化工物流企业，在二季度实现增长，表现亮眼：

- 1) 公司通过尽可能地保障产能运行，以及供应链全产业链运营的模式，不仅维护住了老客户的需求，也拓展了新的客户，从而拓展了市场份额；
- 2) 仓储业务延续去年下半年以来的改善趋势，客户结构优化、CFS 业务占比提升，有利于毛利率提升；新增仓储投放进度符合预期，预计全年新增 8-10 万方的计划将顺利达成；
- 3) 上半年的疫情对交易业务的增长和利润率情况造成影响，随着上海疫情缓解，预计下半年交易业务有望发力。

## 3. 公司中长期增长路径清晰，业绩高增有望持续

我们认为公司中长期增长动力清晰：

- 1) 政策监管趋严推动化工物流行业第三方渗透率提升，第三方物流在化工物流行业渗透率从 2018 年的 25%提升到了 2021 年的 40%，2021 年第三方市场规模已超 8000 亿元，2018-21 年年均复合增长 28.5%，行业整合有望加速，公司作为具有全国安全交付能力的龙头公司有望受益；
- 2) 公司内生+外延构建全国仓储物流网络，上海以外地区的收入占比从 2018 年的 28%提升至 2021 年的 43%；公司业务涵盖货代、仓储、运输全链条环节，面对周期抗风险能力相对较强；公司仓储面积未来三年有望持续释放，每年新增 10 万方左右；
- 3) 物贸一体化成为增长新引擎。基于公司在供应链上的稀缺能力和多年积累的优质客户，公司拓展了化工品交易业务。过去两年，交易业务迎来爆发式增长，物贸一体化推动公司收入高速增长。通过线上线下结合，延伸原物流板块客户的贸易需求，为交易业务引流；同时，通过为交易板块的新客户提供配套物流服务，反向提升物流服务的业务规模。根据公司统计，就客户数量来说，交易板块的客户和物流的联动性超过 90%。

我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 6.1 亿元、8.4 亿元、11.2 亿元，年均复合增长 37%。基于我们的盈

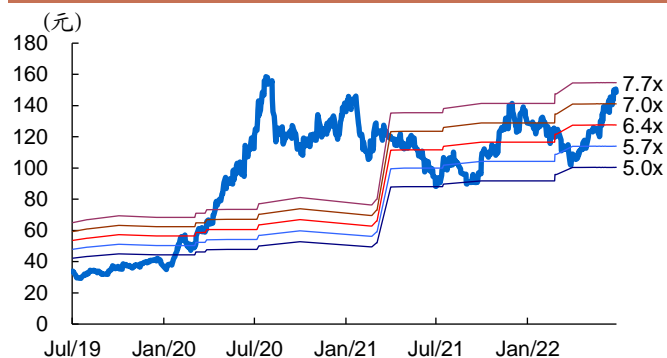
利预测，公司目前股价对应 40/29/22 倍 2022-24E P/E，维持公司“强烈推荐”评级。

图 3: 密尔克卫历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 4: 密尔克卫历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 4.风险提示

化工物流景气度不及预期；公司仓储增长不及预期；交易业务拓展不及预期。

### 参考报告：

- 1、《密尔克卫（603713）—不惧疫情冲击，业绩强势增长》2022-07-12
- 2、《密尔克卫（603713）—一季度业绩高增持续，符合预期》2022-04-29
- 3、《密尔克卫（603713）—物贸一体化启动，持续高增可期》2022-04-21

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1798	4454	7015	9450	12680
现金	126	638	1463	1756	2580
交易性投资	16	382	382	382	382
应收票据	186	721	1094	1547	2056
应收款项	1167	1943	2918	4127	5485
其它应收款	49	91	138	195	259
存货	19	78	107	151	201
其他	235	602	914	1292	1717
<b>非流动资产</b>	1880	2819	2962	3063	3131
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	789	1089	1353	1563	1729
无形资产商誉	953	1169	1052	947	852
其他	138	561	556	552	549
<b>资产总计</b>	<b>3678</b>	<b>7273</b>	<b>9977</b>	<b>12513</b>	<b>15811</b>
<b>流动负债</b>	1590	3279	5026	6394	8272
短期借款	254	805	1511	1615	2077
应付账款	761	1248	1896	2683	3565
预收账款	14	42	64	90	120
其他	560	1184	1555	2005	2509
<b>长期负债</b>	309	774	1184	1594	2004
长期借款	184	525	935	1345	1755
其他	125	249	249	249	249
<b>负债合计</b>	<b>1899</b>	<b>4053</b>	<b>6210</b>	<b>7988</b>	<b>10276</b>
股本	155	164	164	164	164
资本公积金	662	1706	1706	1706	1706
留存收益	894	1282	1824	2574	3572
少数股东权益	68	67	73	81	92
归属于母公司所有者权益	1711	3153	3695	4444	5443
<b>负债及权益合计</b>	<b>3678</b>	<b>7273</b>	<b>9977</b>	<b>12513</b>	<b>15811</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	339	203	347	487	731
净利润	290	436	611	846	1133
折旧摊销	104	228	352	395	428
财务费用	27	47	110	155	192
投资收益	(4)	(12)	(34)	(34)	(34)
营运资金变动	(75)	(492)	(709)	(895)	(1009)
其它	(3)	(5)	17	20	22
<b>投资活动现金流</b>	(304)	(1440)	(465)	(465)	(465)
资本支出	(111)	(394)	(499)	(499)	(499)
其他投资	(192)	(1047)	34	34	34
<b>筹资活动现金流</b>	(35)	1752	943	271	557
借款变动	1	729	1116	514	872
普通股增加	0	10	0	0	0
资本公积增加	15	1044	0	0	0
股利分配	(29)	(40)	(63)	(89)	(123)
其他	(21)	11	(110)	(155)	(192)
<b>现金净增加额</b>	<b>0</b>	<b>515</b>	<b>825</b>	<b>293</b>	<b>824</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	3427	8645	13119	18553	24657
营业成本	2854	7758	11785	16676	22155
营业税金及附加	10	19	29	41	55
营业费用	49	94	142	201	267
管理费用	129	198	300	424	564
研发费用	26	28	43	61	81
财务费用	31	54	110	155	192
资产减值损失	(11)	1	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
其他收益	15	22	22	22	22
投资收益	4	12	12	12	12
<b>营业利润</b>	336	530	743	1030	1378
营业外收入	17	20	20	20	20
营业外支出	4	23	23	23	23
<b>利润总额</b>	349	528	741	1027	1376
所得税	60	92	130	181	243
少数股东损益	1	4	6	8	11
<b>归属于母公司净利润</b>	288	432	605	838	1122

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	42%	152%	52%	41%	33%
营业利润	41%	58%	40%	39%	34%
归母净利润	47%	50%	40%	38%	34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.7%	10.3%	10.2%	10.1%	10.1%
净利率	8.4%	5.0%	4.6%	4.5%	4.5%
ROE	18.3%	17.8%	17.7%	20.6%	22.7%
ROIC	14.8%	14.0%	12.8%	14.0%	15.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.6%	55.7%	62.2%	63.8%	65.0%
净负债比率	11.9%	19.5%	25.4%	24.4%	24.8%
流动比率	1.1	1.4	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.6	1.5	1.6	1.7
存货周转率	195.6	160.7	127.6	129.1	125.7
应收账款周转率	3.3	4.3	3.9	3.8	3.7
应付账款周转率	5.2	7.7	7.5	7.3	7.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.75	2.63	3.68	5.10	6.82
每股经营净现金	2.06	1.23	2.11	2.96	4.45
每股净资产	10.40	19.17	22.46	27.02	33.09
每股股利	0.24	0.39	0.54	0.75	1.00
<b>估值比率</b>					
PE	84.7	56.6	40.4	29.2	21.8
PB	14.3	7.8	6.6	5.5	4.5
EV/EBITDA	52.2	30.3	19.7	15.0	11.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

**魏芸：**伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。