

密尔克卫 (603713.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩继续承压 积极投资扩张业务

业绩简评

2023年8月14日，密尔克卫发布2023年半年度报告。2023H1公司实现营收45.3亿元，同比下降27.8%；实现归母净利润2.5亿元，同比下降16.7%；2023Q2公司实现营收21.8亿元，同比下降32.1%；实现归母净利润1.5亿元，同比下降14.4%，符合预期。

经营分析

行业需求弱叠加运价下滑，2023Q2 营收同比下降。2023Q2 公司营收同比下降32.1%，背后的原因主要为化工物流行业需求较弱及海运价格回落。2023Q2，化工行业景气回落，中国化工产品价格指数CCPI同比下降24.6%，化工企业产能利用率回落，相应的物流需求有所收缩。同时，2023Q2集运行业景气仍同比下滑，中国出口集装箱运价指数CCFI同比下降70.3%，货代业务收入以往占公司整体收入的约四成，估算运价下降对营收增速影响明显。本周CCPI指数环比上升0.4%，CCFI指数环比上升1.2%，预计化工物流及集运行业景气将回升，2023H2公司经营将得到改善。

毛利率同比改善，费用率同比上涨。2023Q2公司毛利率为13%，同比上升2.5pct，主要系公司海运费成本下降幅度快于报价下降幅度。费用率方面，2023Q2公司期间费用率合计上升1.7pct，其中销售费用率为1.4%，同比+0.5pct；管理费用率为3.6%，同比+1.4pct；研发费用率为0.3%，同比持平；财务费用率为0.01%，同比-0.2pct。

坚持“投资+资源”双轮驱动，全球化战略稳步推进。公司坚持“投资+资源”的双轮驱动的模式，2023H1公司积极通过投资扩张业务范围或加强国际化布局，公司及旗下子公司已顺利完成数次并购，包括在Q1收购舟山中谷80%股权，正式进入散装危化品船舶运输市场；在Q2收购开瑞物流99.45%股权，全面提升华北货代业务市场份额；收购新加坡SDL100%股权，新增亚太区危险品堆场、运输及罐箱服务能力，拓展公司海外一站式供应链服务；收购宝会树脂60%股权，完善化工品贸易战略布局。

盈利预测、估值与评级

考虑行业需求较弱，下调公司2023-2025年归母净利润预测至6.2亿元、8.6亿元、11.5亿元（原8亿元/10.6亿元/13.8亿元），现价对应PE倍数为23x、17x、13x，维持“买入”评级。

风险提示

化工行业波动风险，安全运营风险，政策监管风险，并购不及预期风险，股东和董监高减持风险。

交通运输组

分析师：郑树明（执业S1130521040001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

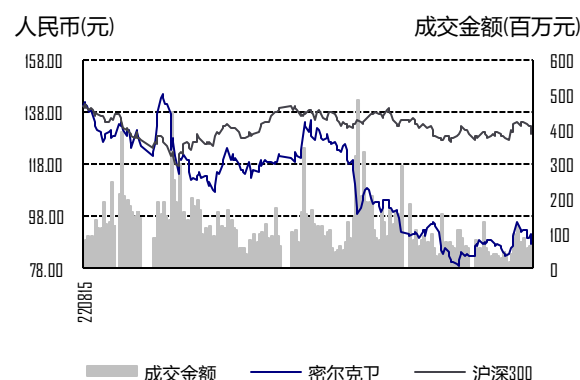
分析师：王凯婕（执业S1130522070001）

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价（人民币）：87.69元

相关报告：

- 《密尔克卫公司点评：Q1业绩短期承压 全球化稳步推进》，2023.4.28
- 《密尔克卫公司点评：全年业绩符合预期 项目建设有序推进》，2023.3.22
- 《Q3业绩符合预期，业务结构优化-密尔克卫季报点评》，2022.10.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,645	11,576	12,282	14,956	17,928
营业收入增长率	152.26%	33.90%	6.10%	21.78%	19.87%
归母净利润(百万元)	432	605	615	856	1,152
归母净利润增长率	49.67%	40.20%	1.53%	39.22%	34.57%
摊薄每股收益(元)	2.625	3.683	3.739	5.206	7.005
每股经营性现金流净额	1.23	3.73	7.94	5.26	7.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.70%	15.98%	14.36%	17.08%	19.23%
P/E	51.34	31.68	23.49	16.88	12.54
P/B	7.03	5.06	3.37	2.88	2.41

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,427	8,645	11,576	12,282	14,956	17,928
增长率		152.3%	33.9%	6.1%	21.8%	19.9%
主营业务成本	-2,854	-7,758	-10,316	-10,945	-13,286	-15,856
%销售收入	83.3%	89.7%	89.1%	89.1%	88.8%	88.4%
毛利	573	887	1,260	1,337	1,671	2,073
%销售收入	16.7%	10.3%	10.9%	10.9%	11.2%	11.6%
营业税金及附加	-10	-19	-21	-25	-30	-36
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-49	-94	-124	-123	-142	-161
%销售收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
管理费用	-129	-198	-298	-307	-329	-341
%销售收入	3.8%	2.3%	2.6%	2.5%	2.2%	1.9%
研发费用	-26	-28	-31	-37	-45	-54
%销售收入	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	360	548	786	845	1,125	1,481
%销售收入	10.5%	6.3%	6.8%	6.9%	7.5%	8.3%
财务费用	-31	-54	-55	-124	-116	-120
%销售收入	0.9%	0.6%	0.5%	1.0%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-11	-14	-53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	4	12	3	10	11	12
%税前利润	1.0%	2.4%	0.5%	1.3%	1.0%	0.9%
营业利润	336	530	709	758	1,049	1,405
营业利润率	9.8%	6.1%	6.1%	6.2%	7.0%	7.8%
营业外收支	13	-2	20	0	0	0
税前利润	349	528	729	758	1,049	1,405
利润率	10.2%	6.1%	6.3%	6.2%	7.0%	7.8%
所得税	-60	-92	-105	-124	-171	-229
所得税率	17.1%	17.4%	14.5%	16.3%	16.3%	16.3%
净利润	290	436	624	634	878	1,175
少数股东损益	1	4	18	20	22	24
归属于母公司的净利润	288	432	605	615	856	1,152
净利率	8.4%	5.0%	5.2%	5.0%	5.7%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	290	436	624	634	878	1,175
少数股东损益	1	4	18	20	22	24
非现金支出	115	242	358	217	295	382
非经营收益	23	34	8	133	122	125
营运资金变动	-89	-510	-378	322	-430	-478
经营活动现金净流	339	203	613	1,306	864	1,204
资本开支	-102	-351	-748	-720	-792	-871
投资	-209	-563	-382	0	0	0
其他	8	-526	-105	10	11	12
投资活动现金净流	-304	-1,440	-1,236	-710	-781	-859
股权募资	8	1,123	31	0	0	0
债权募资	8	832	1,496	-700	229	-17
其他	-50	-203	-296	-265	-261	-310
筹资活动现金净流	-35	1,752	1,231	-965	-31	-327
现金净流量	-7	511	645	-369	52	18

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	126	638	1,277	909	960	978
应收款项	1,408	2,786	3,173	3,171	3,862	4,629
存货	19	78	266	180	218	261
其他流动资产	245	951	802	756	821	893
流动资产	1,798	4,454	5,519	5,015	5,862	6,761
%总资产	48.9%	61.2%	58.0%	52.7%	54.0%	55.2%
长期投资	8	4	28	28	28	28
固定资产	835	1,368	1,763	2,183	2,588	2,975
%总资产	22.7%	18.8%	18.5%	23.0%	23.8%	24.3%
无形资产	981	1,193	1,750	1,847	1,952	2,067
非流动资产	1,880	2,819	3,992	4,495	4,992	5,482
%总资产	51.1%	38.8%	42.0%	47.3%	46.0%	44.8%
资产总计	3,678	7,273	9,511	9,510	10,854	12,243
短期借款	254	895	1,546	864	1,093	1,076
应付款项	1,061	1,503	1,198	1,434	1,739	2,074
其他流动负债	274	881	973	929	988	1,056
流动负债	1,590	3,279	3,718	3,226	3,820	4,207
长期贷款	184	525	708	708	708	708
其他长期负债	125	249	1,191	1,170	1,170	1,170
负债	1,899	4,053	5,617	5,104	5,698	6,085
普通股股东权益	1,711	3,153	3,789	4,281	5,009	5,988
其中：股本	155	164	164	164	164	164
未分配利润	843	1,231	1,760	2,282	3,009	3,988
少数股东权益	68	67	105	125	147	171
负债股东权益合计	3,678	7,273	9,511	9,510	10,854	12,243

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.864	2.625	3.683	3.739	5.206	7.005
每股净资产	11.060	19.167	23.049	26.045	30.470	36.424
每股经营现金净流	2.188	1.231	3.727	7.943	5.258	7.325
每股股利	0.260	0.390	0.550	0.561	0.781	1.051
回报率						
净资产收益率	16.9%	13.7%	16.0%	14.4%	17.1%	19.2%
总资产收益率	7.8%	5.9%	6.4%	6.5%	7.9%	9.4%
投入资本收益率	12.8%	9.4%	9.4%	10.1%	11.8%	13.8%
增长率						
主营业务收入增长率	41.7%	152.3%	33.9%	6.1%	21.8%	19.9%
EBIT 增长率	42.4%	52.4%	43.4%	7.6%	33.0%	31.7%
净利润增长率	47.1%	49.7%	40.2%	1.5%	39.2%	34.6%
总资产增长率	43.2%	97.7%	30.8%	0.0%	14.1%	12.8%
资产管理能力						
应收账款周转天数	98.1	65.7	62.9	63.0	63.0	63.0
存货周转天数	1.9	2.3	6.1	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	51.3	27.8	26.7	27.0	27.0	27.0
固定资产周转天数	84.0	46.0	37.8	48.1	49.4	49.1
偿债能力						
净负债/股东权益	16.6%	12.4%	35.0%	23.8%	23.8%	19.3%
EBIT 利息保障倍数	11.8	10.2	14.2	6.8	9.7	12.3
资产负债率	51.6%	55.7%	59.1%	53.7%	52.5%	49.7%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-20	买入	129.75	154.20~154.20
2	2022-10-25	买入	138.30	N/A
3	2023-03-22	买入	116.35	N/A
4	2023-04-28	买入	98.20	N/A

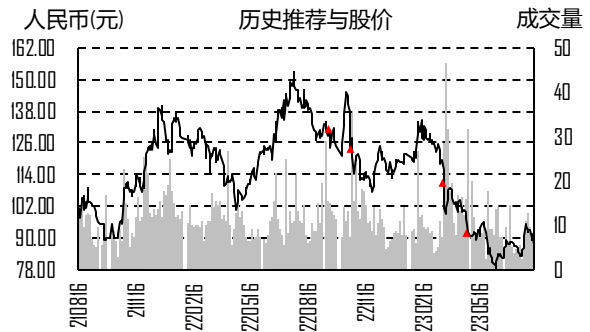
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806