

密尔克卫 (603713)

2021年05月06日

证券分析师 吴劲草

执业证号: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

yangjing@dwzq.com.cn

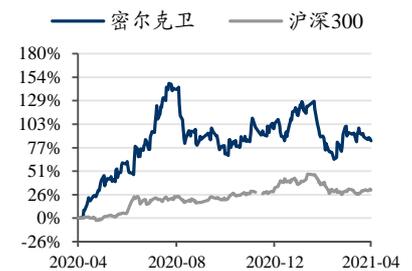
化工品供应链服务龙头，电商业务或迎高增，“化工亚马逊”值得期待 买入（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,427	6,632	11,113	18,791
同比(%)	41.7%	93.5%	67.6%	69.1%
归母净利润(百万元)	288	419	588	816
同比(%)	47.1%	45.3%	40.3%	38.8%
每股收益(元/股)	1.75	2.55	3.58	4.96
P/E(倍)	69.33	47.73	34.01	24.51

投资要点

- **领先的化工品综合物流服务商，“超级化工亚马逊”值得期待：**密尔克卫是一家拥有 20 余年经营历史的化工品综合服务商，业务主要分为物流和贸易两大板块。公司传统综合物流业务主要由货运代理、仓储、运输服务构成，具备覆盖全国各主要地区的化工品物流服务能力。基于物流服务 20 余年经营中积累的稀缺化工品线下交付能力，公司交易业务有望持续高增，打造“化工超级亚马逊”。
- **业绩持续高增，化工品交易业务逐渐成为重要增长点：**公司连续 4 年收入保持 35%+、利润保持 45%+ 增速。2021Q1，公司实现收入 14.44 亿元，同比+126.9%；归母净利润 0.78 亿元，同比+46.1%。化工品交易业务正逐渐成为公司的重要增长点，2020 年综合物流板块收入为 27.3 亿元，仍保持 24.3% 的高增速；交易业务收入为 6.9 亿元，同比+222%。
- **危化物流管理趋严，行业规模和集中度均有望得到提升。**危化品指具备易燃、易爆、有毒等特性的化学品。近年来行业相关监管持续趋严，或将加速中小型企业退出市场，并加速化工综合型企业剥离自营物流，并分包给第三方物流服务商。以上趋势有望促进第三方物流市场规模和集中度的提升，密尔克卫作为化工品综合物流龙头，有望充分受益。此外，在审批趋严背景下，公司危化品物流设施的稀缺性也有望进一步提升。
- **供应链基础齐备，化工品电商有望迎来高速发展：**公司经过多年经营和并购扩张，拥有覆盖全国的规范化、信息化供应链体系稀缺资源，也积累了中石化、巴斯夫、陶氏等业内龙头公司客户资源。基于这些核心资源，公司近年来重点发展化工品交易业务。目前主要通过自营模式经营化工涂料、醇基燃料、磷化工、加油站等品类，沉淀下“灵元素”化工品电商平台。
- **公司化工品贸易业务毛利率较高，看好未来发展前景和盈利潜力：**我们认为毛利率是工业品交易业务的一个核心指标，一定程度上决定了盈利前景和发展速度。基于公司强大且稀缺的化工品物流网络，公司可以满足大企业的定制化需求，并进入部分技术难度大、壁垒高的细分行业。2020 年公司交易业务毛利率高达 7.1%，我们看好在强大供应链体系加持下，公司交易业务具备广阔的发展前景和较强的盈利潜力。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内领先的化工品综合物流提供商，基于物流服务带来的技术实力、履约能力和客户资源，未来电商业务有望迎来高速发展。我们预测公司 2021-23 年归母净利润为 4.2/5.9/8.2 亿元，同比增速为 45%/40%/39%。考虑到公司具备整个化工电商产业链“采购-交易-分销-履约”的一系列经营壁垒，给予一定的估值溢价。我们按 2021 年 61 倍 PE 给予 156 元目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求波动，生产安全，监管趋严，并购整合不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	118.75
一年最低/最高价	63.68/160.90
市净率(倍)	6.75
流通 A 股市值(百万元)	8145.04

基础数据

每股净资产(元)	17.60
资产负债率(%)	45.31
总股本(百万股)	164.48
流通 A 股(百万股)	68.59

相关研究

内容目录

1. 国内化工综合物流龙头，化工品交易值得期待	5
1.1. 主要业务：综合物流为基，化工品交易腾飞	5
1.2. 家族控股比例较高，股权结构稳定，通过股权激励绑定核心员工	7
2. 2020 全年及 21Q1 业绩保持高增；定增落地巩固核心竞争力	9
2.1. 化工品贸易逐渐成为重要的增长驱动，2021Q1 业绩亮眼	9
2.2. 非公开发行募得资金 11 亿元，夯实一站式综合物流服务能力	12
3. 综合物流业务：基石业务，监管趋严背景下稀缺性日益显著	13
3.1. 物流履约能力强，业绩持续增长	13
3.2. 化工物流行业：向集中化、园区化、信息化发展，利好规范化大型企业	18
3.3. 外延并购拓展业务，整合布局供应链	20
4. 供应链基础齐备，“超级化工亚马逊”值得期待	22
4.1. 稀缺的线下化工品物流资源是打造“化工亚马逊”的基础	22
4.2. 公司掌握行业头部客户资源，对于化工品交易业务较为重要	23
4.3. 工业品电商毛利率是关键，密尔克卫的武器在于通过物流提效率	25
4.4. 拥有“灵元素”化工品电商平台，近年来化工品交易业务保持高增	26
5. 盈利预测与投资评级	29
5.1. 关键假设	29
5.2. 盈利预测与投资建议	30
6. 风险提示	31

图表目录

图 1: 公司业务覆盖化工供应链全环节	5
图 2: 国内化工物流龙头, 布局全国稳步增长, 外延并购扩张, 发展化工品交易业务	6
图 3: 公司股权结构 (仅包括直接持股, 截至 2021 年 3 月 31 日)	8
图 4: 董事长家族持股比例达 43.19% (截至 2021 年 3 月 31 日)	8
图 5: 2021 年 Q1 实现收入 14.44 亿元/ +127% YoY	9
图 6: 2021 年 Q1 归母净利润 0.78 亿元, 同比+46%	9
图 7: 毛利率逐年下降, 净利率稳中有升	10
图 8: 公司费用率总体呈逐年下降趋势	10
图 9: 存货周转整体较快, 随化工品贸易业务增长有所放慢	11
图 10: 公司发展重点: 化工品交易业务	11
图 11: 综合物流服务维持稳健增长	11
图 12: 公司分业务收入占比	11
图 13: 公司分业务毛利润占比	11
图 14: 公司货运代理国际出口业务流程及主要内容	14
图 15: 仓储服务分销中心业务流程图	14
图 16: 密尔克卫综合物流板块细分: 由货运代理、仓储、运输三大业务构成	15
图 17: 公司货运代理业务收入及增速	16
图 18: 公司运输业务收入及增速	16
图 19: 公司仓储业务收入及增速	16
图 20: 综合物流板块各业务毛利率基本稳定	16
图 21: 2015-2020 年我国危化品物流市场规模	18
图 22: 拥有稀缺的线下化工品交付能力, 密尔克卫具备打造“化工亚马逊”的基础	22
图 23: 工业品电商的“有效流量”与“无效流量”之间界限明显	23
图 24: 产业内的企业可以既是平台的供应商, 又是平台上的客户	23
图 25: 工业品交易业务的发展, 保证交易的毛利率是关键	26
图 26: 各大工业品电商最新财年交易业务毛利率 (蓝色为毛利率较高的平台)	26
图 27: 化工品交易乘风而上, 2020 年实现 6.91 亿收入	27
图 28: 2020 年化工品交易毛利率显著回升	27
图 29: 公司化工品交易服务具备线上、线下场景, 分为直接销售和间接销售两种模式	27
图 30: 密尔克卫化工品电商业务基于旗下“灵元素”电商平台	28
表 1: 公司主营业务介绍: 多业务联动增长	7
表 2: 公司部分主要管理人员概览 (截至 2020 年末)	7
表 3: 员工持股平台简介 (截至 2021 年 4 月 9 日)	9
表 4: 本次非公开发行对象及认购股份数	12
表 5: 本次非公开发行募集资金的使用计划	13
表 6: 综合物流模式相比于基础物流模式具有显著优势	13
表 7: 公司物流业务能力	16
表 8: 2017-2018 年度中国化工物流行业百强——综合服务企业 TOP20	19
表 9: 公司近期并购情况梳理	20
表 10: 密尔克卫通过自建+并购, 打造全国 7 大集群	21

表 11: 公司历年前五大供应商	24
表 12: 公司历年前五大客户	24
表 13: 公司分业务收入预测	29
表 14: 公司分业务毛利率预测	30
表 15: 相关公司估值表 (基于 2021 年 4 月 30 日收盘价)	30

1. 国内化工综合物流龙头，化工品交易值得期待

1.1. 主要业务：综合物流为基，化工品交易腾飞

密尔克卫是国内民营化工供应链龙头，公司业务主要分成两大部分：①综合物流服务；②化工品交易服务。综合物流服务板块提供 B2B 物流全环节的一站式专业服务，包括货运代理、仓储、运输服务。化工品贸易服务主要是物贸一体化的化工品交易业务，包括线上交易与线下分销。

图 1：公司业务覆盖化工供应链全环节



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司于 1997 年正式成立，二十余年间积累了优质的客户资源和成熟的行业经验，并仍在把握时代潮流和机遇，持续探索创新。经历初创、发展、并购扩张三个阶段：

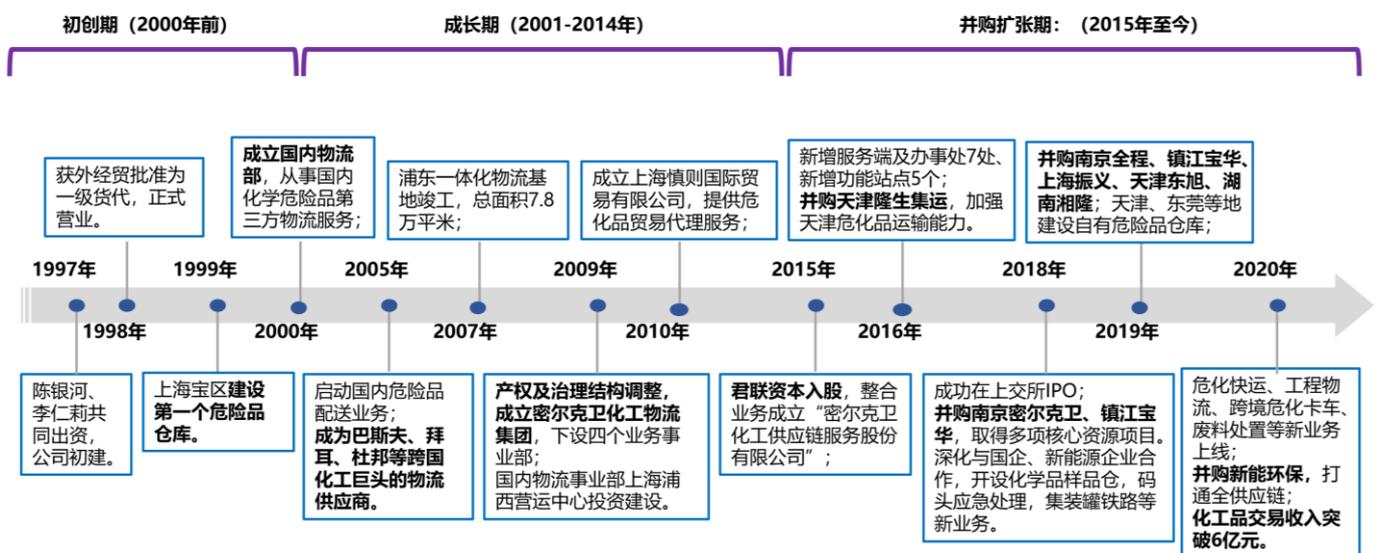
初创阶段（1997-2000 年）： 货运代理+运输+仓储三大业务开始运营，综合物流板块逐渐成型。1998 年，货运代理业务开始运营；1999 年，建设第一个危险品仓库，仓储业务开始运营；2000 年，成立国内物流部，物流服务开始运营。

成长阶段（2001-2014 年）： 综合物流业务持续拓展，公司持续夯实履约能力，浦东一体化物流基地等核心设施先后落成。基于优秀的服务能力，2005 年公司先后与巴斯夫、拜耳、杜邦等跨国化工巨头达成物流供应合作。这个阶段公司也对企业内部的治理结构和管理运营效率进行优化，2009 年完成产权及治理结构的调整，重新划分事业部；2013 年，集团整合业务、OA、财务的 ERP 系统正式上线。

并购扩张阶段（2015年至今）：公司外部并购扩张与内部稳健发展并举。2015年联想旗下君联资本入股后，公司先后并购陕西迈达物流、上海赣星物流等标的，开启并购扩张阶段，提速全国布局。2018年，公司在上交所上市；2019年，并购南京全程、镇江宝华等。2020年，并购新能环保，打通全供应链。

2017年起，公司化工品交易业务明显提速。基于综合物流服务运营过程中积攒的履约能力和客户资源，公司开始发力拓展化工品交易业务。2017年公司化工品交易业务收入首次突破1亿元；2020年化工品交易收入达6.91亿元，同比+222%。化工品交易业务2016-20年CAGR为116%。

图 2：国内化工物流龙头，布局全国稳步增长，外延并购扩张，发展化工品交易业务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

货运代理、仓储、运输业务环环相扣，共促客户资源的积累与开拓。货运代理业务吸引客户，增加仓储和运输业务量，并积累长期合作的客户，为供应链贸易业务奠定客户资源基础；仓储服务配合货运代理板块提供仓储增值服务，带动其他业务板块业务量；运输服务配合仓储及货运代理业务，提供集运、干线及配送等运输业务，实现货物“门到门”服务。

基于物流履约基础拓展交易业务，打造“采购-交易-分销-履约”供应链一体化服务闭环。对于密尔克卫而言，交易业务有望借力公司丰富的化工供应链经营经验和网络化的物流基础设施而实现快速成长，而交易业务的订单也有望给物流、仓储业务带来新增量。对于化工行业内的供应商/客户而言，交易&履约一体化能够简化其采购、分销的流程，加快产业链物资周转效率进一步降低成本。

表 1: 公司主营业务介绍: 多业务联动增长

分类	业务板块	业务定位	对其他板块的推动作用
	货运代理	核心供应链业务板块, 以资源整合的方式为客户提供国际、国内货运代理服务	通过核心货运代理业务吸引客户, 增加仓储和运输业务量; 通过长期合作的客户, 为供应链贸易业务奠定客户资源基础。
综合物流	仓储	基础物流板块, 以自建仓储与租赁仓储方式开展仓储业务	通过规范的仓库管理能力、高效的仓库作业能力, 为境内外客户提供专业的化工品存储服务, 并配合货运代理板块提供仓储增值服务, 带动其他业务板块业务量。
	运输	基础物流板块, 以自购车辆与外包车队开展业务	配合仓储及货运代理业务提供集运、干线及配送等运输业务, 实现货物“门到门”服务。
贸易	化工品交易	公司未来重点发展的朝阳板块, 延伸供应链深度和广度	基于一站式综合物流服务积累的客户资源, 逐步打造全品类的化工品交易平台, 提供代运营、区域分销和集中采购服务; 通过交易带动物流各板块业务量。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 家族控股比例较高, 股权结构稳定, 通过股权激励绑定核心员工

公司核心管理人员较为稳定, 大部分管理人员具有较高学历和丰富的物流行业从业经验。核心管理人员构成稳定, 大多数管理人员在公司任职超 10 年以上, 其中不乏从基层成长起来的人员, 这一定程度上反映了公司内部具备有效的晋升机制和较完善的管理体系。部分高管在相关行业拥有 10 年以上的从业经历, 具备丰富的经验和产业资源。

表 2: 公司部分主要管理人员概览 (截至 2020 年末)

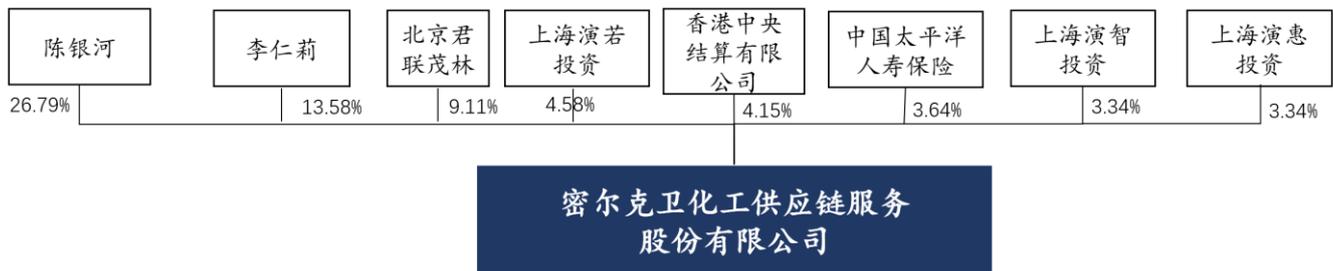
姓名	职务	主要工作经历
陈银河	董事长、总经理	公司创始人, 现任公司董事长、总经理, 兼任上海演寂投资管理有限公司法定代表人、执行董事。
丁慧亚	董事长、副总经理	1997 年至 2001 年在莱芜钢铁集团淄博锚链有限公司任销售主管; 2001 年 3 月至 2005 年 12 月在上海中集冷藏箱有限公司任财务主任; 2006 年 12 月加入密尔克卫。
周宏斌	董事	2001 至 2004 年在上海复星高科技 (集团) 有限公司任战略发展经理; 2005 年至今在君联资本管理股份有限公司任职, 历任投资经理、投资副总裁、投资总监、执行董事, 现任董事总经理, 兼任南方航空货运物流 (广州) 有限公司监事等。
苏辉	董事、市场营销部总经理	1992 至 1994 年在上海育海航运公司任职; 1994 至 2007 年在高丽海运上海代表处任职; 2007 至 2009 年在上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司任海运事业部总经理; 2015 年 10 月加入密尔克卫, 任海运事业部总经理, 现任公司董事、市场营销部总经理。

周莹	监事、海运事业部 总经理	2000 至 2006 年在上海亚太国际集装箱储运有限公司任操作主管；2006 年 7 月加入密尔克卫，先后担任客服、项目经理，人事行政管理部总经理、信息智能化部总经理，现任公司监事、海运事业部总经理。
石旭	监事、仓储分装事 业部总经理	2004 至 2006 年在北京近铁运通运输有限公司上海分公司任空运进口组长；2006 年加入密尔克卫，先后担任空运进口部经理助理、客服部副经理、仓储一部经理、配送部经理、运输事业部常务副总经理、仓储事业部总经理、安全及仓储事业部总经理，信息智能化部总经理，现任公司监事、仓储分装事业部总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

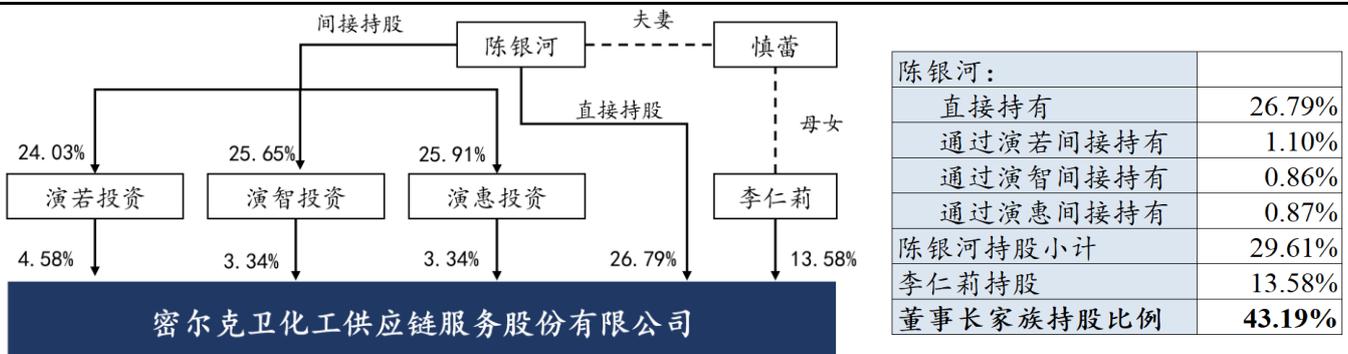
股权结构稳定，家族持股比例达 43%。据公司《非公开发行股票发行报告书》，截至 2021 年 3 月 17 日，公司董事长/创始人陈银河先生持有公司 26.79% 的股权，为控股股东；第二大股东李仁莉女士持股 13.58%。李仁莉与慎蕾为母女关系，陈银河与慎蕾为夫妻关系，且陈银河和李仁莉已签署《协议书》，确认在涉及公司的经营发展和公司章程需要由股东大会、董事会做出决议事项时均保持一致行动。陈银河先生通过演智投资/演惠投资/演若投资三大员工持股平台分别间接持股 0.86%/0.87%/1.10%，家族持股比例合计达 43.19%。

图 3：公司股权结构（仅包括直接持股，截至 2021 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理绘制

图 4：董事长家族持股比例达 43.19%（截至 2021 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所，注 1：间接持股比例数据来自 Wind

注 2：陈银河通过其全资持有的演寂投资分别间接持有演若/演智/演惠的 0.03%/1%/1% 股份，已包含在本图持股比例中

员工持股平台持股比例达 11.26%，绑定核心成员。公司设立了演惠投资、演智投资、演若投资三大员工持股平台，覆盖了公司大多数经理级别以上管理层人员以及核心技术人员。目前演惠、演智与演若投资股东中的员工数量共计 127 人，占密尔克卫 2020 年底员工人数的 4.8%。员工持股平台的激励措施保障了核心团队的稳定，保障公司能够长期贯彻实施战略计划。

表 3: 员工持股平台简介 (截至 2021 年 4 月 9 日)

员工持股平台	成立时间	股东数量	持股比例
演智投资	2015.2.4	46	3.34%
演惠投资	2015.3.6	46	3.34%
演若投资	2016.1.12	45	4.58%
三平台合计		127	11.26%

数据来源: iFind, 东吴证券研究所

注: 三个持股平台中的股东构成有部分重合

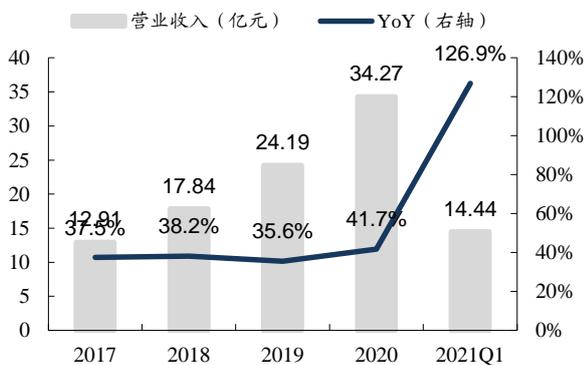
2. 2020 全年及 21Q1 业绩保持高增; 定增落地巩固核心竞争力

2.1. 化工品贸易逐渐成为重要的增长驱动, 2021Q1 业绩亮眼

2021Q1 公司收入+126.93%，利润+46.11%，维持高增势头。2021Q1，公司实现营业收入 14.44 亿元，同比增长 126.9%；归母净利润 0.78 亿元，同比增长 46.1%；扣非净利润 0.77 亿元，同比增长 50.2%。

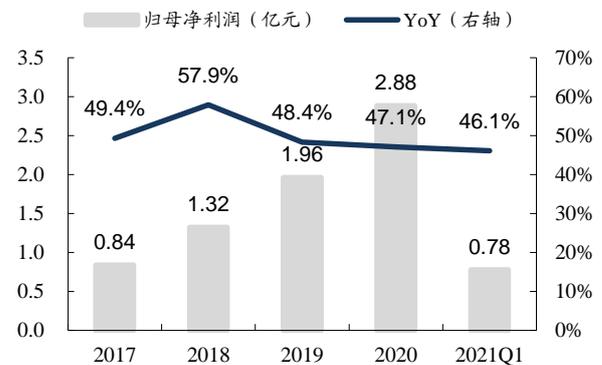
此前，公司连续 4 年收入保持 35%+、利润保持 45%+增速。2020 年全年，公司实现营业收入 34.27 亿元，同比增长 41.7%；归母净利润 2.88 亿元，同比增长 47.1%；扣非归母净利润 2.73 亿元，同比增长 44.8%。

图 5: 2021 年 Q1 实现收入 14.44 亿元/+127%YoY



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年 Q1 归母净利润 0.78 亿元, 同比+46%



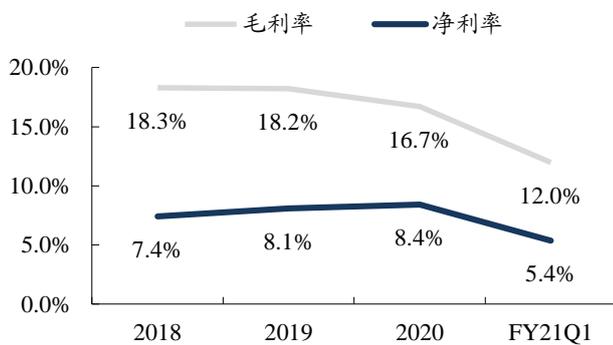
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

化工品贸易逐渐成为公司重要的增长驱动。2020 全年，公司化工品贸易服务实现收入 6.91 亿元，同比增长 222%。尽管公司没有继续披露 21Q1 化工品贸易业务的收入，我们认为本季度化工品贸易仍保持高速增长：公司物流业务的利润率较为稳定，而化工品贸易业务的毛利率低于物流业务。本季度公司收入增速显著大于利润增速，这是化工品贸易业务高速增长的一个信号。

2015-2020 年公司费用率整体上呈下降趋势。2020 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.42%/ 3.75%/ 0.75%/ 0.89%，同比-0.51/ -0.74/ -0.20 /+0.21pct。我们认为费用率下降主要原因有二：①通过外延并购兑现管理优势，规模效应逐步显现；②化工品交易业务毛利率和利润率都较低，该业务占比的提升使公司费用率呈现结构性下降的趋势。2020 年财务费用率的增加主要系汇兑损失、现金折扣及利息增加所致。

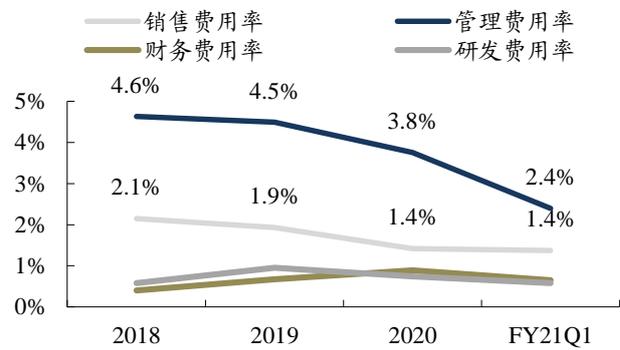
公司毛利率呈小幅下降，但仍处于行业内较高水平。2020 年公司整体毛利率为 16.7%，同比减少 1.5pct，主要是因为毛利率显著更低的化工品交易业务的规模增速较快，带来的结构性变化所致。就物流板块（货运代理、运输、仓储）而言，其毛利率近 5 年来一直维持在 19%~20%的水平。

图 7：毛利率逐年下降，净利率稳中有升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：公司费用率总体呈逐年下降趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

交易业务库存风险较低，公司存货周转快，基本上不存在存货积压和贬值风险。公司的存货周转天数较低，2021Q1 为 2.74 天，近年来基本保持在 1-5 天的水平。对于化工品交易业务而言，大多数情况下公司是在收到订单后，才向上游供应商下单采购，因此基本不承担库存风险。而这些货物会被直接送至客户，不经过仓库或者中转仓，因此报表中存货较少，主要是在途货物以及简单加工过程中的化工品原材料等。也有少量货物会预先采购，主要是一些客户需求的即时性较强且利润空间较大的单品。2021Q1 公司存货有所增长，较年初+210%，主要由于交易业务增长所致。

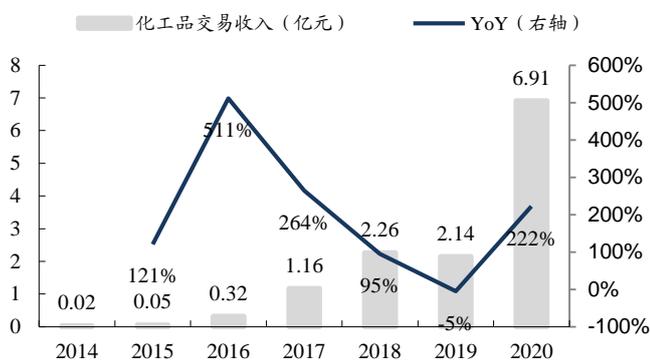
图 9: 存货周转整体较快, 随化工品贸易业务增长有所放慢



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

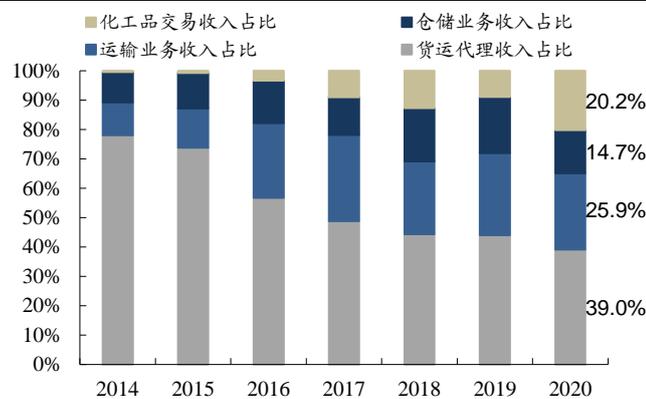
公司基石综合物流服务仍维持稳健增长, 化工品交易业务正逐渐成为重要增长点。2020 年全年公司综合物流服务实现收入 27.29 亿元, 同比+24.3%, 仍保持稳健增长; 化工品交易业务实现收入 6.91 亿元, 同比+222%, 实现飞跃式突破。目前综合物流服务仍是公司主要收入/毛利润来源, 但化工品交易业务的地位正迅速变得越来越重要: 2020 年公司化工品业务收入占比达 20.2%, 同比+11.3pct; 毛利占比达 8.7%, 同比+7.7pct。

图 10: 公司发展重点: 化工品交易业务



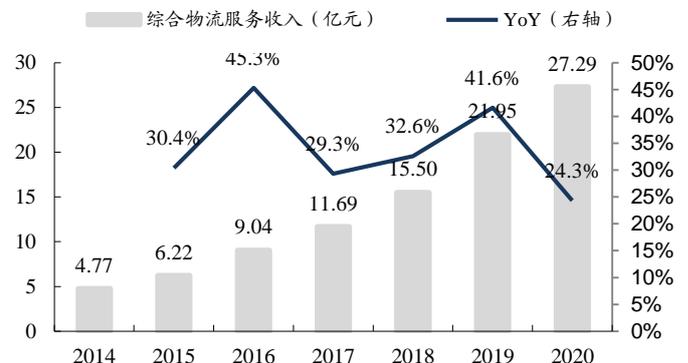
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 公司分业务收入占比



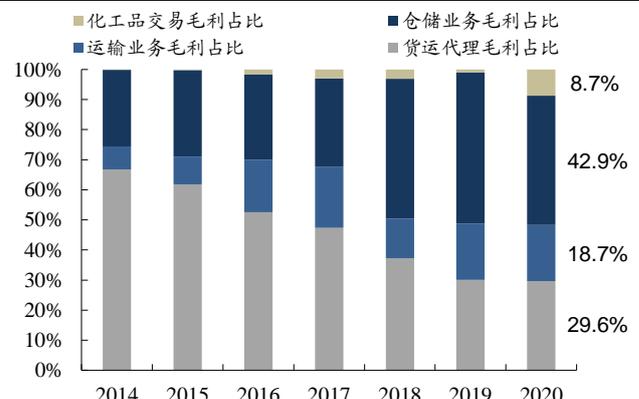
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 11: 综合物流服务维持稳健增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 13: 公司分业务毛利润占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 非公开发行募得资金 11 亿元，夯实一站式综合物流服务能力

密尔克卫 2021 年 3 月 18 日发布公司公告，已向 11 家发行对象完成 975 万股的非公开发行，发行价格为 112.85 元/股。本次发行共募得 11 亿元资金，全额完成定增预案中的拟融资金额。扣除 0.11 亿元发行费用后，募集资金净额为 10.89 亿元。

本次定增主要引入财务投资者，公司将保持其业务、人员、资产、财务、机构等各个方面的完整性和独立性。发行后公司总股本由 1.55 亿股增长 6.3% 至 1.64 亿股，对原有股份的稀释作用有限。本次非公开发行的认购方主要为保险机构，获配股份数最高的对象为中国太平洋人寿保险，获配 266 万股/3 亿元。非公开发行完成后，公司的控股股东和实际控制人并未发生变化，未对公司现有治理结构产生重大影响。

表 4: 本次非公开发行对象及认购股份数

发行对象	发行对象类型	配售股数 (万股)	配售金额 (万元)
中国太平洋人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	保险	266	30000
中金期货-融汇 1 号资产管理计划	其他法人	160	18000
Goldman Sachs & Co.LLC	其他法人	111	12500
中国太平洋财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品-013C-CT001 沪	保险	99	11200
平安证券-平安人寿权益委托投资 1 号单一资产管理计划	证券	71	8000
中国移动通信集团有限公司企业年金计划-中国工商银行股份有限公司	保险	46	5200
摩根士丹利国际股份有限公司(MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC)	其他法人	45	5100
韩红昌	自然人	44	5000
高毅利伟精选唯实基金	其他法人	44	5000
长江金色扬帆 2 号股票型养老金产品-交通银行股份有限公司	保险	44	5000
中意资产-优势企业 12 号资产管理产品	保险	44	5000
合计		975	110000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

运用募集资金进一步夯实履约能力，打造多元化产业服务体系，利好交易业务发展。根据公司 2020 年 9 月 26 日发布的非公开发行股票预案（修订稿），本次募集资金将主要用于供应链、仓储、物流体系的建设，进一步提升公司的履约能力，从而更好地促进化工品贸易业务的拓展。此外公司计划将 3.2 亿元募集资金用于补充流动资金，以满足交易业务所需的营运资金需求。

表 5: 本次非公开发行募集资金的使用计划

项目名称	总投资金额 (万元)	拟使用募集资 金额(万元)
宁波慎则化工供应链管理有限公司项目	30,000	23,000
广西慎则物流有限公司仓储物流项目	15,000	13,000
密尔克卫(烟台)供应链管理服务有限公司现代化工 供应链创新与应用配套设施项目	13,183	6,000
扩建 20000 平方米丙类仓库项目	7,000	7,000
网络布局运营能力提升项目	29,230	29,000
补充流动资金	32,000	32,000
合计	126,413	110,000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 综合物流业务: 基石业务, 监管趋严背景下稀缺性日益显著

3.1. 物流履约能力强, 业绩持续增长

公司经营的综合物流服务相比于基础物流模式, 更易于化工品交易业务的发展。物流行业通常分为两种经营模式: ①**基础物流服务商**, 发展依托于资源优势, 一般拥有较大规模物流设备设施, 提供传统运输或仓储服务; ②**综合物流服务**, 以轻资产为主, 通过整合现代物流资源, 提供从采购到销售的整体物流方案设计。

表 6: 综合物流模式相比于基础物流模式具有显著优势

分类	资产类型	提供服务	经营特点
基础物流	重资产为主	运输服务 仓储服务	1、集成程度较低, 以运输或仓储服务收入为主; 2、在运力和仓储方面有较大优势; 3、固定资产占比较高, 经营风险较大。
综合物流	轻资产为主	供应链服务	1、提供营销、运输方案咨询和设计、成本控制、集运、关务服务、仓储、配送等一系列集成度较高的综合服务; 2、物流网络布局范围广; 3、供应链管理整合收入及增值服务收入为主。

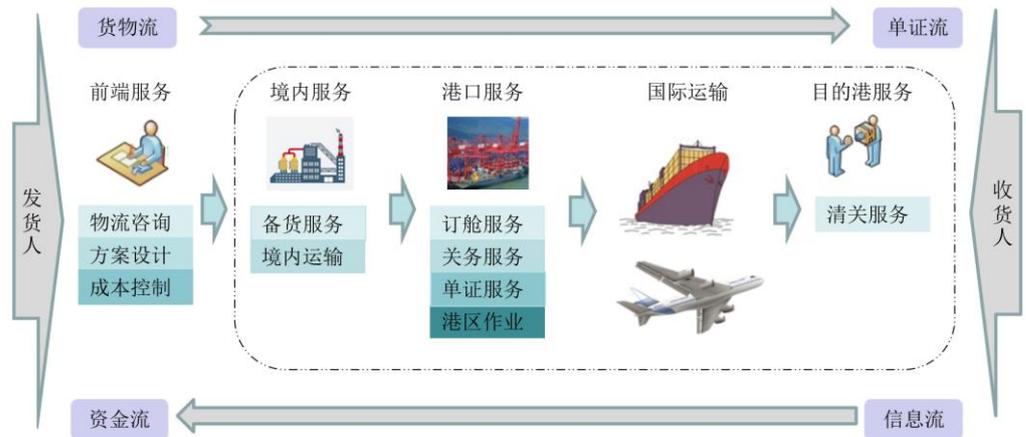
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司物流业务板块主要由三大业务构成: 货运代理服务, 仓储服务, 运输服务。

货运代理服务: 以海运出口、空运进口等国际业务为主, 并提供空运、铁路、水路、公路多式联运等国内业务和工程物流服务等, 涵盖传统进出口货物的揽货、订舱、托运、仓储、包装、装/卸货、中转、分拨以及办理报送报检、货物保险等与国际运输相关的一系列服务活动, 还包括国际多式联运、第三方物流、合同物流等新兴业务。

公司货运代理业务的主要营业模式为赚取代理费佣金，利润增长主要来自业务量增长及服务环节数量的增加。

图 14: 公司货运代理国际出口业务流程及主要内容



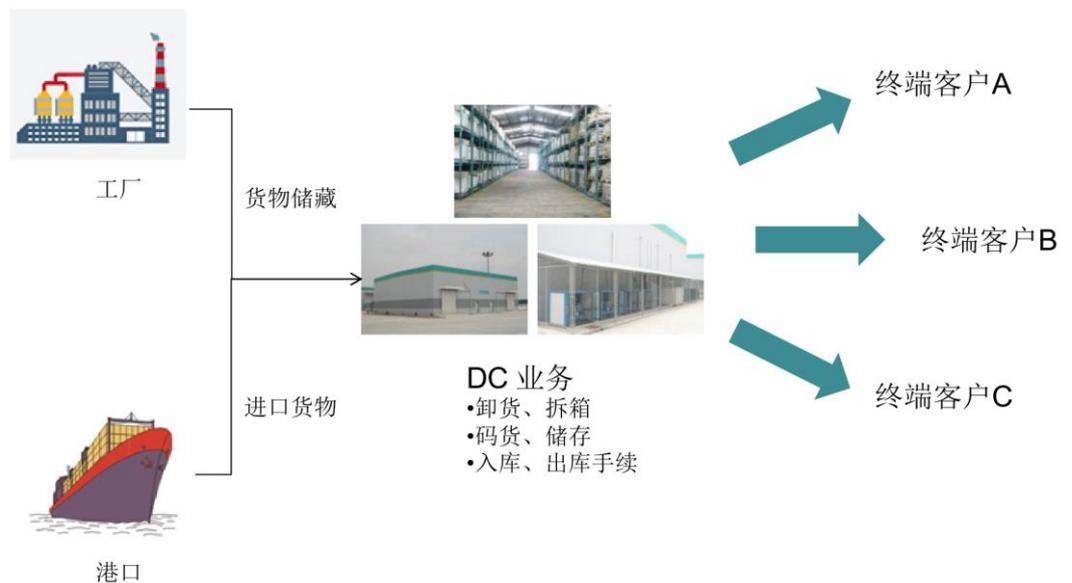
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：国际货物代理进口业务基本是出口业务的逆流程，与出口业务提供服务内容基本一致

仓储服务：全国自建及管理 48 万平米专业危化品仓库，可提供货物进出仓、理货分拣、内装箱等常规储存服务和拆打托、换包装贴标、取样分装等增值服务。仓储业务主要包括两部分：提供货物储存、分销以及厂内物流的分销中心；以及与货运代理配套的出口装箱相关的外贸仓储。其中又以分销中心为主。

仓储服务的收费项目包括商品存放租金的收取，以及货物进出仓、分拣包装等额外增值服务项目。

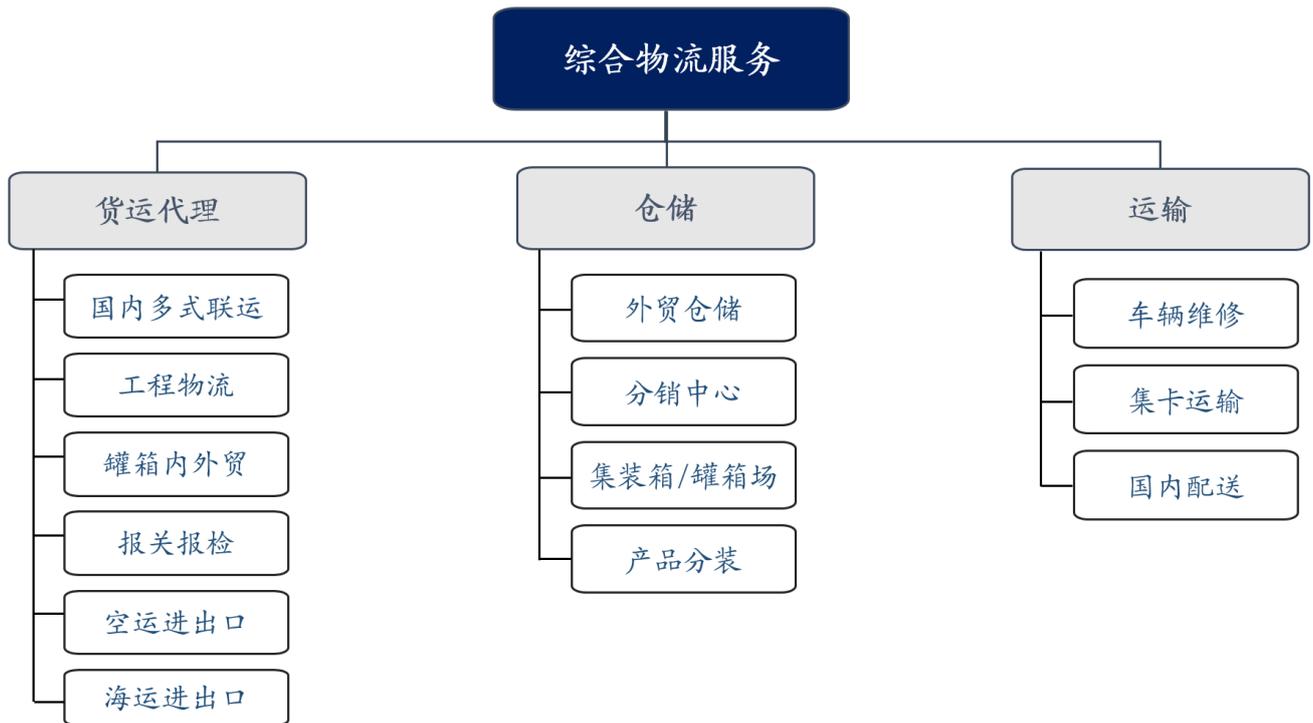
图 15: 仓储服务分销中心业务流程图



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

运输服务：境内化工品道路运输，公司以自购运输车辆和采购外部运营车队的方式组建境内运输业务部门运力。根据不同品名化工品运输的特别要求，公司还运营具备特殊功能的运输车辆及特殊装载设备以满足各类用途。按照运载方式的不同，运输业务分为集运业务和配送业务，集运业务是指运输标的为集装罐和各类集装箱的运输服务，配送业务是指运输标的为各类包装货物、零担货物的运输服务。

图 16：密尔克卫综合物流板块细分：由货运代理、仓储、运输三大业务构成

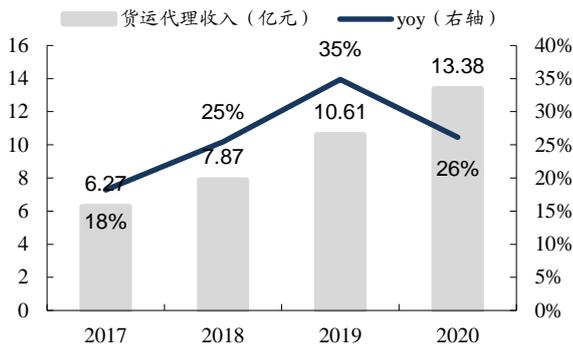


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务来看，**货运代理、运输、仓储业务的增速呈现一定程度的互补**。2020 年三个业务收入增速分别为 26%/ 32%/ 9%，货运代理、运输增长较快而仓储增长较慢；而 2018 年三个业务增速分别为 25%/ 17%/ 95%，仓储增速较快而货运代理、运输增速慢。单个业务的收入增速起伏较大，但三个业务整体上的增速较为稳定。我们认为这与化工行业的库存周期等行业级别的动向存在一定关系，如去库存周期下仓储的表现会弱于货运代理和运输。

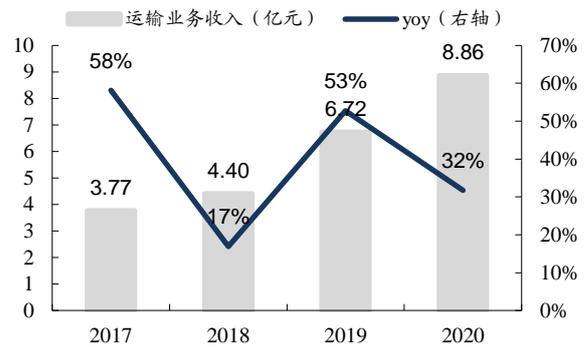
物流综合服务毛利率整体较为稳定，仓储业务毛利率较高。公司的物流综合服务业务经过多年稳健发展日趋完善，2014 年来物流服务板块的整体毛利率稳定在约 19% 及以上。分业务来看：仓储业务毛利率最高，近 3 年来均保持在 46% 以上；货运代理和运输业务的毛利率近 2 年来均在 12% 左右，略稍显下降，我们认为部分原因是由于公司拓展中小客户、进行地域扩张等原因所致。

图 17: 公司货运代理业务收入及增速



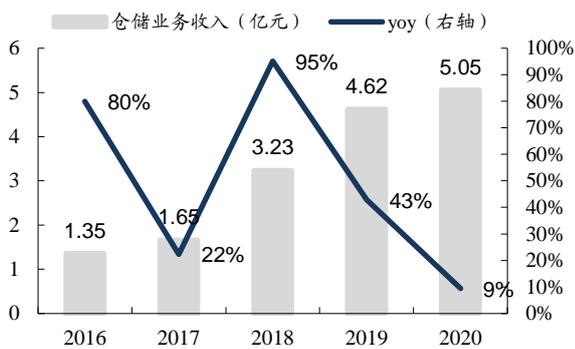
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 18: 公司运输业务收入及增速



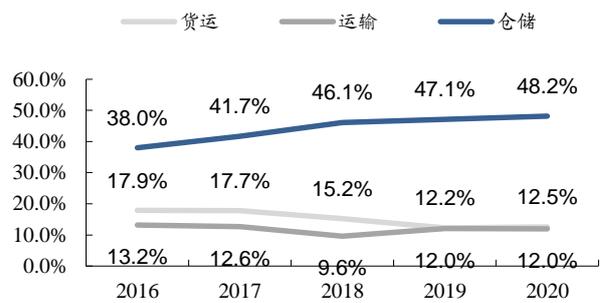
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 19: 公司仓储业务收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 20: 综合物流板块各业务毛利率基本稳定



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从客户端到用户端的全环节专业服务, 公司资质齐备、经验丰富、客户稳定, 形成壁垒。公司接受化工行业客户的业务委托, 从境内外发货人处提取货物, 组织国内和国际运输并分拨派送至境内外收货人指定交货点, 对物流链上的货物流、信息流和资金流具有高效、安全的控制能力。由于承运的货物较为特殊, 涉及众多监管部门, 物流技术要求严格, 设备专业化程度高, 公司在化工供应链行业具备认证和资质壁垒、技术和人才壁垒。

表 7: 公司物流业务能力

分类	物流项目	履约能力
国内物流	集卡运输	自有牵引车和挂板 900 台, 可提供剧毒、温控冷藏、甩挂、自卸、保税、废弃物等各类化学品的国内集装箱(罐)及槽车公路运输服务。
	国内配送	自有车辆及整合社会资源可调配各类车型运输车辆 1100 逾台, 以区域运营中心模式、TMS 物流订单全程可视化管理, 为客户提供全国范围化学品零担及整车运输服务。

	内贸水运	全国各主要内贸港口的全航线订舱服务，化工品、危险品内贸门到门的方案设计和整体物流服务。
	国内铁路	可提供 20 英尺（含罐式集装箱）、40 英尺及整车（P 棚车、C 敞车、N 平板车）和“零散快运”全铁业务，更开通了经过天津，上海等港口的铁海联运业务。可以实现门到门，门到站，站到站，站到门等各种运输方式。
	国内空运	承接中国境内各主要城市之间的低等级危险品及鲜货的国内空运，可根据客户的切实需求提供可操作的国内空运方案，完善的国内运输网络可满足终端提送货运输需求。
国际物流	海运拼箱	有 32 个危险品直拼点，以上海为中心，全国各口岸收货的拼配一体化服务，为客户提供化工品、危险品的全球各航线的进出口拼箱服务。
	海运整箱	提供全国各口岸往返全球主要航线的国际海运集装箱进出口服务及配套的申报、拖车、报关及海外段等全业态一站式服务。
	国际空运	可提供以危化品为特色的各类货物从取样、代做鉴定、申报交货及国际航空进出口运输、目的港送货的一站式服务。
	国际铁路	依托一带一路政策，提供普货、化工品的集装箱（罐）进出口中亚、欧洲、俄罗斯等国际铁路联运服务。
	跨境电商	FBA，可提供以日化品，保健品等化学品类商品和 3C 等电池品类商品为特色的跨境物流在线服务。
	关务代理	AEO 高级认证企业，专业化工品报关报检服务，6~24 小时内加急清关、通关单一站式办理服务、特色罐箱暂时进出口，代办各类相关证件、提供归类争议、为客户量身定制关务整合方案。
特种物流	集装罐运输	运输车辆 2000 台，通过集团自主开发的 GMS 三维合一的智能化管理系统，结合 GPS 定位、在线温度和压力监察的智能硬件，为化工品客户和全球的罐东提供液体化工运输的整体解决方案。
	集装罐堆场	运营和拟建的 10 个集装罐服务堆场分布在上海、张家港、营口、烟台、宁波、东莞、天津、南京、长沙等地区，采用国际领先的清洗设备及污水处理系统，实现高效、环保、安全的集装罐清洗、维修、检验、翻新、加热等服务。
	LNG 业务	运贸一体，以 LNG TANK 槽车及自建技术团队为载体，整合 LNG 槽车资源、以点供项目为主，提供一站式分销及物流服务。
	大件物流	具有一类大件运输资质，自有各类型大件运输车辆，可提供大型工程项目及大件货物运输的方案制定、运输策划、包装采购、物流实施等一体化解决方案。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

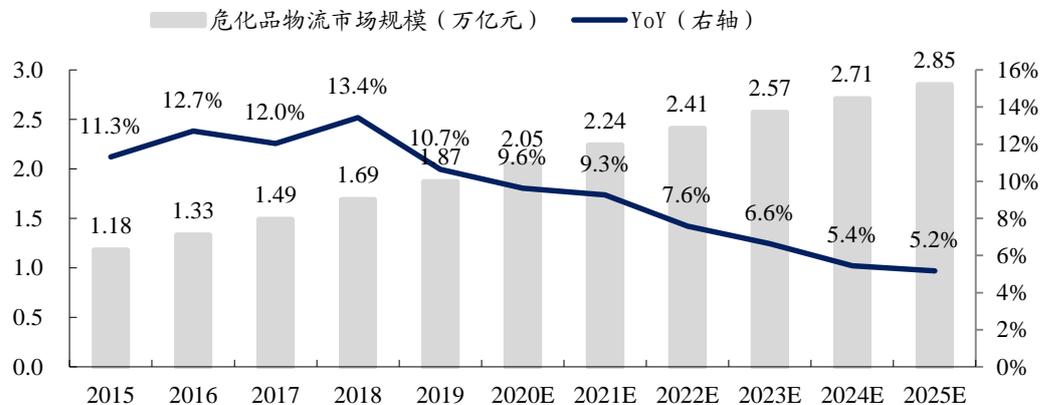
3.2. 化工物流行业：向集中化、园区化、信息化发展，利好规范化大型企业

危化品物流运作复杂，对企业综合管理能力有较高要求。化工物流作为现代物流行业的细分领域，承运货物相对特殊，指的是与化学品相关的仓储和运输等服务。化工物流的运作复杂，安全性、专业性要求较高：我国石油和化工产品品种达四万多个，其中80%以上是危化品，具有易燃、易爆、毒性和腐蚀性等特性；且运输量大，涉及区域广，运输方式多样化。这对承运企业的管理能力和作业标准化程度提出较高要求。

我国危化品物流市场规模基数大，且每年稳步增长。根据中国物流与采购联合会危化品物流分会统计分析：预计2020年末，我国危化品物流行业市场规模将超过2万亿元；行业保持平稳增速，预计2020-25年CAGR为6.8%。

危化品物流可分为自营物流和第三方物流，未来国内第三方化工物流的市场规模有较大成长空间。相比自营物流，第三方物流在标准化程度、服务质量、安全性、物流成本等方面均有优势。而根据中物联危化品物流分会数据，2019年我国危化品物流市场中，第三方物流占比仅约30%，相比发达国家的约80%水平仍有较大提升空间。随着对安全性、合规性的重视程度不断增加，国内化工品物流转向第三方，或成为未来主要发展趋势，公司作为化工品综合物流服务龙头，有望从中受益。

图 21：2015-2020 年我国危化品物流市场规模



数据来源：中物联危化品物流分会，东吴证券研究所

目前我国化工物流行业格局较分散。中物联危化品物流分会评选的2017-2018年度中国化工物流行业百强——综合服务企业榜单上，密尔克卫排名第四。榜单上的中国化工物流行业百强总营业额为538.2亿元，而化工行业年物流总额在万亿量级，即使是化工品第三方物流，规模也在几千亿的级别。可见，总体而言，我国化工物流行业格局较分散，未来行业集中度有提升空间。

表 8: 2017-2018 年度中国化工物流行业百强——综合服务企业 TOP20

排序	企业名称	排序	企业名称
1	中化国际物流有限公司	11	宝供物流企业集团有限公司
2	正本物流有限公司	12	浙江永泰物流有限公司
3	中外运化工国际物流有限公司	13	吉林石化物流有限责任公司
4	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司	14	南京扬子物流有限责任公司
5	中远海运化工物流有限公司	15	河南心连心深冷能源股份有限公司
6	山东京博物流股份有限公司	16	东莞市百安石化仓储有限公司
7	中化辽宁有限公司	17	山东齐鲁物流有限公司
8	上海环世物流(集团)有限公司	18	成都欣华欣物流有限公司
9	镇海石化物流有限责任公司	19	重庆川维物流有限公司
10	希杰荣庆物流供应链有限公司	20	中仓国际物流有限公司

数据来源: 中物联危化品物流分会, 东吴证券研究所

未来化工物流发展趋势主要体现在以下方面:

从严监管、提高行业准入门槛。由于化工物流承运货物的特殊性, 国家及各省市地方监管部门相继出台监管政策, 规范行业运行标准, 规范化工品车辆道路运行的规章制度, 建设和加强化工品物流安全体系和应急处理机制。未来随着相关监管政策的出台及实施, 我国化工物流体系的标准化建设亦将提速, 从而将进一步规范行业运行标准, 相关资质审批更加严格, 资质健全的优质企业将快速发展, 没有达到标准以及没有取得相关资质的企业则被逐渐淘汰。

化工物流将继续呈现园区化、集中化的发展趋势。国务院发布《物流业发展中长期规划(2014-2020年)》中强调推进专业类物流园区的建设, 因此在政府政策的引导和市场需求的推动下, 预计化工物流园区的数量和规模都将进一步扩大。园区化的发展趋势意味着, 未来资金雄厚、规模大、运营经验丰富的大型企业, 其竞争优势有望进一步凸显。

随着安全环保监管要求的不断提升, 下游化工企业“退城入园”工作的不断推进, 化工企业对物流环节专业化、安全性的需求日益增加, 越来越多的综合化工企业选择专业的第三方物流服务商。同时, 行业小型、不规范的危化企业受监管及经营压力将被逐步淘汰, 行业集中度有望快速提高。

现代信息技术应用将有效提高化工物流管理水平。在“互联网+”的思想指导下, 移动互联网、物联网、大数据等信息技术在化工物流行业领域的应用更加广泛, 更多信息化产品应用于物流的各个环节, 从而打通不同运输方式、不同地区、不同管理机构的信息壁垒, 增加对物流各环节的安全管控, 使得化工物流整个产业链的管理实现扁平化、协同化、智能化和网络化。

3.3. 外延并购拓展业务，整合布局供应链

公司 2015 年来积极并购拓展物流业务，投后整合赋能综合物流服务效果良好。公司以上海为起点向全国扩张，多年来逐步通过并购方式进入新地区拓展业务，构建全国危化品物流履约体系，为发展化工品交易业务奠定了良好的基础。2015 年君联资本入股后，公司在国内外完成超过 20 宗并购交易，并购标的总体运营整合情况良好，体现公司具有较强的外延拓展能力。

表 9: 公司近期并购情况梳理

披露日	交易标的	收购股比	收购对价 (万元)	收购前年 度净利润 (万元)	标的方主要业务
2021-03-06	上港化工物流	100%	8,388	-246.39	运输
2021-02-03	江苏马龙国华	96%	11,823	1263.68	化工品交易
2020-11-24	张家港新能	100%	15,100	45671.41	化学原料和化学制品制造业
2020-05-22	湖南瑞鑫化工	65%	9,400	-4.68	化工品零售
2019-12-17	山东华瑞特	100%	3,232	-326.15	技术研发
2019-11-07	天津港中化	60%	9,000	-140.32	运输、仓储
2019-04-10	天津东旭物流	100%	13,880	772.09	仓储
2019-03-29	上海振义发展	100%	14,520	854.34	仓储
2018-12-06	镇江宝华物流	82%	13,939	461.36	运输
2018-08-28	天津至远	100%	20,584	1627.24	信息科技咨询与商业服务
2017-09-12	上海静初	100%	4,000	996.49	仓储
2016-12-21	天津隆生	100%	115	-	货运代理、运输、仓储
2016-03-31	张家港密尔克卫	100%	1,300	-66.76*	货运代理、仓储
2016-03-31	PRECISE CITY LIMITED	100%	17,807	-	货运代理
2016-03-31	WIDE SPEED LIMITED	100%	3,592	-	集装罐租赁
2016-03-31	LASCOTA INTERNATIONAL IMITED	100%	4,374	-	货运代理
2016-03-04	上海内森集装罐	40%	1,012	602.32	货运代理、集装罐租赁与维修
2016-02-04	上海赣星	100%	2,860	247.92	运输、仓储
2016-01-25	张家港巴士	100%	5,358	-160.13	仓储
2015-09-23	陕西迈达	100%	2,700	125.42**	运输、仓储

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注 1: 张家港密尔克卫公司收购前净利润数据为 2015 年 1-8 月实现净利润;

注 2: 陕西迈达公司收购前净利润数据为 2015 年 1-8 月实现净利润。

注 3: PRECISE CITY LIMITED、WIDE SPEED LIMITED、LASCOTA INTERNATIONAL LIMITED 的收购对价为 2756/556/677 万美元，采用收购日 2016 年 3 月 31 日的人民币:美元 = 6.4612:1 换算。

集合自建+并购，公司全国集群建设逐步完善。在监管力度加强、资质审核趋严的趋势下，公司经过多年来的自建和并购获得核心资产，完善全国物流网络建设。目前公司打造了全国 7 个集群，分别为：北方（天津、大连、营口）、山东（青岛、烟台）、长江（南京、镇江、张家港、太仓、连云港）、上海、浙闽（宁波、厦门、福州）、西部（新疆、西安、川渝、昆明）和两广（广州、清远、中山、东莞、惠州、湛江、防城港）。

表 10：密尔克卫通过自建+并购，打造全国 7 大集群

集群	主要网点
北方集群	天津、大连、营口
山东集群	青岛、烟台
长江集群	南京、镇江、张家港、太仓、连云港
上海集群	上海
浙闽集群	宁波、厦门、福州
西部集群	新疆、西安、成都、重庆、昆明、铜川
两广集群	广州、清远、中山、东莞、惠州、湛江、防城港

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

我们认为，并购拓张的意义主要体现在：

在监管趋严大环境下，现有危化品仓储设施等资源的稀缺性日益突出，尤其是在需求集中且监管相对更严的东部省份。据中物联危化品分会数据预计，2020 华南、华东的危化品物流产值占据全国 70% 以上，是最重要的市场。但这些区域同时也是国内发展较好的地区，对于危化品生产运输环节的管理更加严格，近年来的新增危化品仓储等设施较少。通过并购，公司能够快速获得这些稀缺性日益提升的核心资源。

输出管理经验+整合资源，实现协同。随着监管趋严，企业的合规成本和管理成本都会有所上升。而这部分成本是具有较明显规模效应的，公司并购扩大规模后，可摊薄此类成本，实现协同，体现在管理费用率的下降上。此外，并购整合还可提高整体的资源利用率。中物联危化品分会数据显示，2020 年下半年，危化品运输全行业平均装载率仅约为 45%，危化品运输车辆一年约有 55% 的可用时间处于停滞或空驶状态，效率不高。并购整合后可实现统一调配，提高运输资源的利用率。

因此，并购扩张帮助公司快速获得建立辐射全国的物流网络。目前化工物流行业普遍存在区域协同不足等痛点。根据中物联危化品分会数据，2020 年其会员企业中，有 6% 的企业拥有跨国业务，39% 的企业业务辐射全国。危化品企业构建全国乃至跨国运输力量，或是未来发展方向。但拥有 100 辆运输车辆以上的企业仅占比 10%，78% 的企业运输车辆不足 50 辆，行业集中度不高。通过并购可快速吸纳优质的中小型企业，输出管理能力、共享信息系统实现协同，并帮助公司快速建立强大的全国危化品物流体系。

4. 供应链基础齐备，“超级化工亚马逊”值得期待

4.1. 稀缺的线下化工品物流资源是打造“化工亚马逊”的基础

线下物流能力（尤其是稀缺的危化品物流核心资源），是密尔克卫打造化工品超级亚马逊的基础。前文中我们提到，公司经过多年的自建+并购，在国内具备多个物流集群，具备较强的履约能力。而物流履约能力很大程度上决定了交易的体验，直接影响交付速度、交付体验质量，以及平台可以运营的品种齐全度等。随着监管趋严，这些供应链设施的建设运营壁垒和稀缺程度都在日益提升。

在危化品物流的基础上，电商业务有望高增，“超级化工亚马逊”值得期待。亚马逊最初是一个凭借出众的物流供应链能力脱颖而出的零售电商平台，而密尔克卫在未来有望成为一个依靠危化品物流体系崛起的化工品电商。我们认为，密尔克卫的线下物流能力是其发展化工品交易业务的基石，也有望成为重要壁垒。

图 22：拥有稀缺的线下化工品交付能力，密尔克卫具备打造“化工亚马逊”的基础



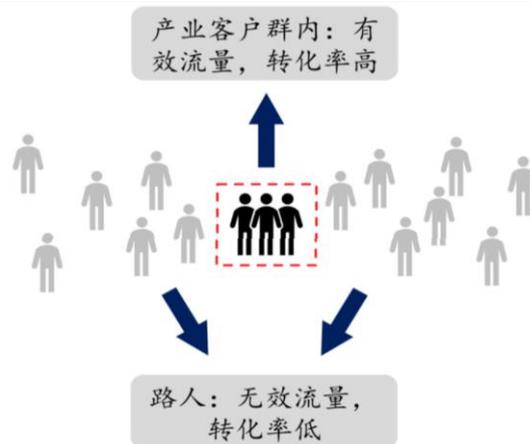
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

除具备稀缺的线下交付履约能力外，在 20 余年物流业务经营中，公司与业内主要企业（包括一些头部企业）建立的合作关系也有望帮助化工品交易业务实现高增。

4.2. 公司掌握行业头部客户资源，对于化工品交易业务较为重要

B2B 工业品电商赛道，企业的需求明确。在工业品电商领域，补贴引流的玩法似乎一直不太顺利。其中原因在于，对 TO C 端而言，理论上所有人都可以是潜在客户；而对于工业品电商，只有产业里的客户才是真正的潜在客户。比如生产钛白粉涂料行业的企业就可能只关心钛精矿等钛产业链相关原材料，而对钢铁、化工等原料不感兴趣。因此，想要更快地拓展某个行业的工业品电商业务，需要事先掌握一定的客户资源。

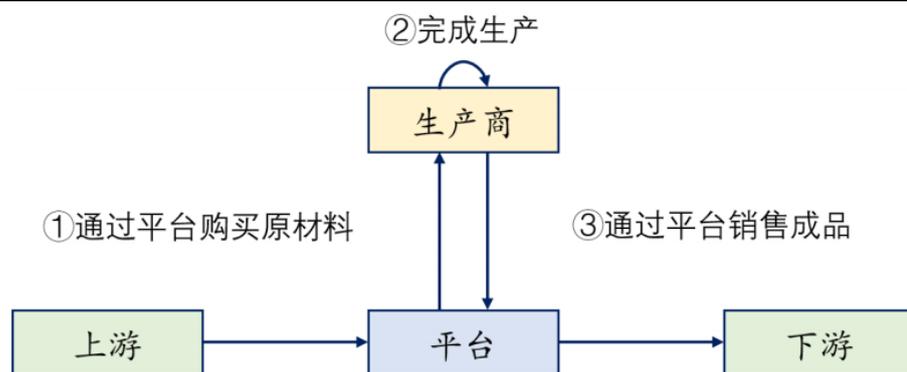
图 23: 工业品电商的“有效流量”与“无效流量”之间界限明显



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

其二，企业客户通常拥有比较高的单客户价值，其下单的形态具有低频、人少、高密度高重量的特点。一方面是企业客户单次采购的金额通常比较大；另一方面如果平台充分延伸到产业链的上下游，产业内的企业可以在平台客户/平台供应商之间转化。比如制造商可以通过工业品平台采购原材料，生产完成后又通过同一平台销售成品，此时工厂既是平台的供应商，也是平台的客户。

图 24: 产业内的企业可以既是平台的供应商，又是平台上的客户



- 各环节生产商通过平台进货时，是平台的客户
- 通过平台销售产品时，生产商是平台的供应商

数据来源：东吴证券研究所整理绘制

公司通过多年来稳定、高效、优质的物流服务，与产业间的主要客户构建紧密联系，建立品牌优势，有利于拓展化工品交易服务。大型企业在选择合作伙伴时通常更为谨慎。

公司致力于为国内外客户提供安全、优质、高效的化工供应链服务，提升服务品质、提高客户满意度。先后获得多项企业荣誉，在提升企业知名度的同时增加了市场竞争力，并赢得了更多客户的信任。可以说公司通过物流服务积攒的口碑，对于其开拓化工品贸易服务起到至关重要的作用。

通过 20 余年综合物流经营，公司积攒下稳定优质的客户资源。20 多年来，公司与国内外众多著名化工企业形成长期合作关系，包括巴斯夫、陶氏集团、阿克苏集团、PPG 工业、佐敦集团、阿科玛集团、万华化学等全球最著名的跨国化工企业。行业龙头企业作为公司核心客户，对公司的市场扩展起了良好的宣传示范作用，公司客户数量逐年增加，截至 2020 年底，客户数量已超 5000 个。2020 年，前五名客户销售额 11.3 亿元，占年度销售总额 33.02%；而前五大客户主要为贸易及大型化工企业。

表 11: 公司历年前五大供应商

2015	2016	2017	2018	2019	2020
中远集团 (5.99%)	中远集团 (4.68%)	中远集团 (3.92%)	上港集团 (3.72%)	中远集团 (3.11%)	兰科化工 (15.18%)
上港集团 (3.77%)	上港集团 (3.56%)	上港集团 (3.65%)	中远集团 (3.62%)	中石化 (2.34%)	中远集团 (2.65%)
上海高石石化 (2.12%)	上海家震 (1.48%)	苏州宏丰钛业 (2.79%)	中石化 (1.57%)	上港集团 (2.04%)	中石化 (2.00%)
上海涛原物流 (1.79%)	BEACH MINERALS (1.42%)	上海家震 (1.65%)	上海家震 (1.55%)	上海家震 (1.48%)	上港集团 (1.62%)
达飞集团 (1.57%)	上海鹰速物流 (1.28%)	中石化 (1.49%)	上海西帕 (1.48%)	泛亚航运 (1.12%)	上海家震 (1.16%)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，注：括号内为占年度采购总额比例

表 12: 公司历年前五大客户

2015	2016	2017	2018	2019	2020
巴斯夫 (15.53%)	巴斯夫 (16.43%)	巴斯夫 (14.71%)	巴斯夫 (11.82%)	陶氏集团 (8.31%)	艾郎集团 (13.93%)
陶氏集团 (8.32%)	陶氏集团 (9.36%)	陶氏集团 (10.47%)	陶氏集团 (10.39%)	巴斯夫 (8.22%)	万华化学 (6.17%)
BLUE EXPRESS (5.29%)	阿克苏集团 (3.87%)	阿克苏集团 (4.21%)	阿克苏集团 (3.93%)	万华化学 (5.08%)	陶氏集团 (5.71%)
阿科玛集团 (4.65%)	BLUE EXPRESS (2.59%)	秀博集团 (2.83%)	富美实集团 (2.85%)	阿克苏集团 (2.45%)	巴斯夫 (5.51%)
秀博集团 (3.51%)	佐敦集团 (2.37%)	凡特鲁斯集团 (2.68%)	凡特鲁斯集团 (2.24%)	凡特鲁斯集团 (1.61%)	科思创集团 (1.69%)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，注：括号内为占年度销售总额比例

4.3. 工业品电商毛利率是关键，密尔克卫的武器在于通过物流提效率

工业品电商行业，保证交易的毛利率是一个关键。当然这并不是说毛利率是唯一指标，我们不能仅仅通过对比毛利率就得出谁好谁差的结论。现实中，毛利率会随着经营模式、品类、行业价格走势、公司主要战略等方面的不同而改变，因此不可机械地直接对比。我们在此处想要说明的是，交易业务需能获得足够的毛利率，从而带来充分的让利空间，并使模式能够跑通。

一方面，交易环节的毛利率直接决定了模式是否能跑通，平台是否能够直接通过交易盈利。如果毛利率过低，则平台可能得依靠供应链金融等增值服务来获利，而交易环节成为一个为寻找潜在供应链金融需求方而存在的辅助角色。

另一方面，让利是拓展规模的好方法，毛利空间关系到实际执行层面的操作空间，进而影响业务规模扩展的速度。对于工业品电商的新进入者而言，一方面要开拓供应商资源，另一方面要寻找并积累客户资源。在此过程中通常会以稍高的价格进货，以稍低于市价的价格卖货，即“用毛利换客户和供应商”。工业品电商领域的合作粘性是比较高的，因此获取过程中成本较高，但留存客户有较大持续获利潜力。如果毛利空间不大，那么平台价格优势将不明显，可能造成扩张缓慢甚至亏损。

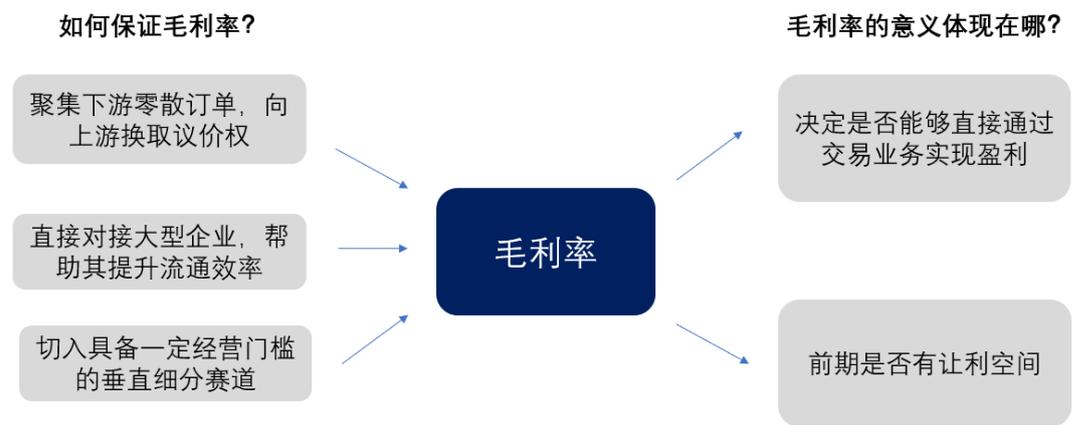
保证交易环节具备一定的毛利率，我们认为主要有三条途径：

其一，聚集下游零散订单，向上游换取议价权。工业品平台须具备充足的客户资源，使其能够触达足够的客户群体，找到足够的零散需求。这也对行业属性提出一定的要求，一般而言下游较为分散但上游适度集中的行业适合这种方式。下游分散意味着有充足的零散订单需求，而上游适度集中意味着大订单能够换取一定的议价权，从而实现较高的毛利率。

其二，直接对接大型企业，助其提升流通效率。这要求企业拥有扎实的供应链运营能力，并与头部目标企业之间具备较强的联系。大型企业需求量大，如果对其供应体系进行定制化、信息化的改造，是有望显著降低流通成本，并提升周转速度的。我们认为大型生产企业倾向于寻找关系良好的供应链企业进行合作，因为供应体系的质量和效率直接决定日常运营，且生产企业自身通常难以应付流通环节复杂的监管要求。

其三，切入具备一定进入门槛及特殊性的垂直细分赛道。细分赛道的价格透明度一般比钢铁、石油等大宗品赛道低，意味着有更高的加价空间。但部分垂直细分品类具备一定的进入门槛，如具备特殊的产品特性，运输存放环节有特殊要求等。能够针对性地解决这些细分垂类经营上的难点痛点，是毛利的来源。

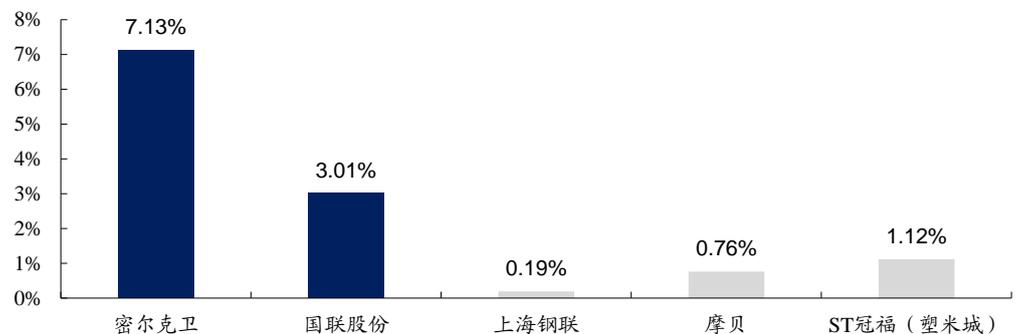
图 25: 工业品交易业务的发展, 保证交易的毛利率是关键



数据来源: 东吴证券研究所绘制

2020 年密尔克卫化工品交易业务毛利率高达 7.1%，处于行业较高水平，在国联股份、上海钢联、摩贝、塑米城这 5 个主要的上市工业品电商中排名最高，且有较明显的领先优势。我们认为高毛利率是密尔克卫化工品交易业务具备扎实根基的直观体现，当然随着公司进入一些毛利较低领域，未来交易业务毛利率可能会有所下滑。

图 26: 各大工业品电商最新财年交易业务毛利率 (蓝色为毛利率较高的平台)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注 1: 密尔克卫、国联股份、ST 冠幅为 2020 年, 其余均为 2019 年

注 2: 上海钢联 2020 寄售业务毛利口径改为净额法, 我们用 2019 年全额法口径进行对比

我们认为密尔克卫毛利率大幅领先于行业的核心原因, 在于公司具备较强的履约能力基础和专业人才储备: ①自有物流或使公司的在履约成本上有一定优势; ②使公司能够进入企业的定制化交易等高毛利业务; ③稀缺的危化品履约交付能力和多年经营沉淀下的专业人才储备, 使得公司得以开拓磷化工、树脂化工等壁垒较高的垂直品类。

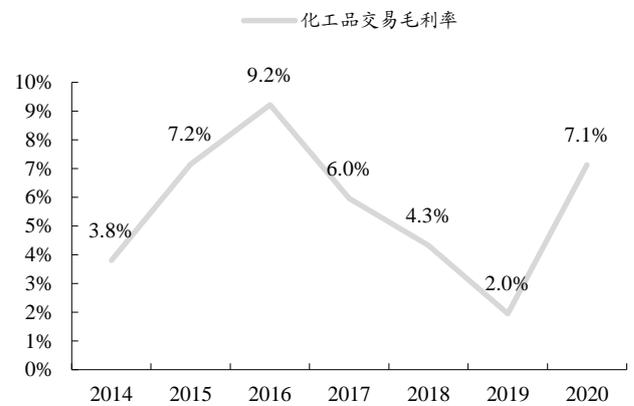
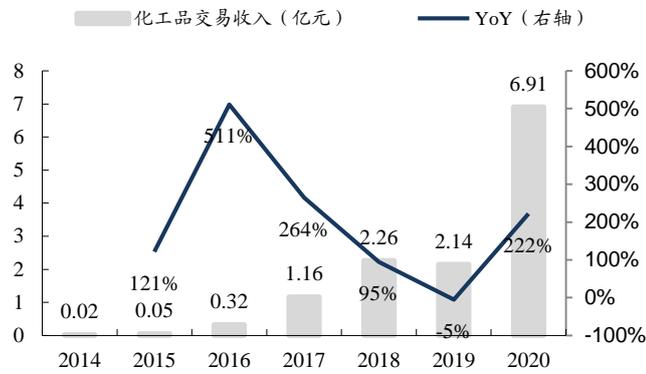
4.4. 拥有“灵元素”化工品电商平台, 近年来化工品交易业务保持高增

2020 年化工品贸易业务增长亮眼。得益于过去公司积累的丰富的化工供应链经营经验, 以及建设的网络化物流基础设施, 2020 年, 公司着力建设化工品交易业务, 取得

较为亮眼的业绩，全年化工品交易业务实现营收 6.91 亿元，同比高增达 222%，同时化工品交易毛利润实现 0.49 亿元，同比增长 1074%，而毛利率达到 7.13%，同比提升 5.17pct。

图 27: 化工品交易乘风而上，2020 年实现 6.91 亿收入

图 28: 2020 年化工品交易毛利率显著回升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司化工品交易服务分为直接销售和间接销售两种模式，以直接销售为主。直接销售即集中采购后分销，公司通过价差获利，但在此过程中基本不承担存货风险。具体而言，公司通常在收到订单后才向上游采购，大多数订单均锁定供需，因此几乎没有存货滞销和价格波动的风险。之后，公司通过自有物流直接将货物从供应商处运送给客户。间接销售主要包括交易撮合及代运营，赚取价差、咨询服务费、物流服务费等增值服务。

图 29: 公司化工品交易服务具备线上、线下场景，分为直接销售和间接销售两种模式

线上	品牌方 1688 平台代运营服务	厂家直销线上平台	自营垂直细分领域第三方交易平台
线上	作为阿里 1688 平台六星橙工管家，致力为品牌方提供全网代运营服务和一站式数字营销服务	以强大的 IT 技术助力化工企业建设自营直销电商平台，可提供技术支持及日常运营服务	自营垂直细分领域第三方交易平台，专注于涂料原料、聚氨酯、环氧树脂、助剂等化工产品
线下	化工便利店	贸易代理服务	化工产品分销
线下	化工园区便利店为园区客户提供原材料第三方库存管理服务、实时提供小料产品供应	包含普货进出口代理、国内贸易代理以及危险品进出口代理服务，同时代办各种许可证，危包证	代理万华、陶氏、Olin 等品牌化工产品，专注工业涂料、建筑涂料、风电、锂电池材料等行业，提供综合性供应链一体化服务

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

直接销售业务背靠公司强大的供应链履约体系，或为未来主要方向。公司直接销售的化工品均通过自营物流体系进行履约配送。这一方面发挥公司物流体系多年经营积累下的强大实力，给客户提供优质体验同时降低成本；另一方面化工品贸易服务也给物流板块带来新需求，二者联动共同促进公司业绩增长。

通过“灵元素”化工品交易平台展开线上直接销售，主要品类包括化工涂料、醇基燃料、磷化工、燃料（加油站）产品。灵元素平台属于垂直品类的交易平台，主要用于满足中长尾客户的需求。平台中的化工涂料主要包括钛白粉等产品；醇基燃料主要包括甲醇、二甘醇、乙二醇等；磷化工产品包括黄磷、工业级磷酸等；加油站产品包括汽油清洁剂、异氰酸酯固化剂等。其中醇基燃料、磷化工、加油站等品类的多数产品均属于危化品，能利用公司的综合物流体系提供良好的无缝履约。

图 30：密尔克卫化工品电商业务基于旗下“灵元素”电商平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

看好物流+交易板块相互拉动，使公司未来业务增长形成正反馈闭环。我们认为，公司交易业务高毛利率的核心是①采用自有物流体系切实提升效率；②掌握一部分龙头供应商资源。可以说现阶段是物流板块在拉动交易板块增长，而未来待交易板块增长到一定阶段以后，也有望给交易板块带来新的需求和新的客户资源，使公司整体业务增长形成正反馈闭环。

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 关键假设

我们假设 2021 年公司物流板块整体收入增速为 41%，其中货运代理/运输/仓储业务增速分别为 40%/50%/30%。由于 2021 年上半年大宗商品价格涨幅较高，以及全球经济开始恢复，进出口进一步回暖，我们预测货运代理/运输业务的增速高于仓储业务。预测 2022 年货运代理/运输/仓储业务增速分别为 25%/35%/35%。

预测化工品交易业务 2021 年持续高增。2020 年公司化工品交易业务增长再次提速，2021 年随着化工品涨价周期的到来，交易额有望持续高增。我们预测公司 21-23 年化工品交易业务收入增速为 300%/120%/100%。

表 13: 公司分业务收入预测

单位: 亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货运代理收入	10.61	13.38	18.73	23.41	30.44
yoy	35%	26%	40%	25%	30%
运输业务收入	6.72	8.86	13.29	17.94	24.22
yoy	53%	32%	50%	35%	35%
仓储业务收入	4.62	5.05	6.57	8.86	11.52
yoy	43%	9%	30%	35%	30%
化工品交易收入	2.14	6.91	27.63	60.79	121.57
yoy	-5%	222%	300%	120%	100%
其他收入	0.10	0.07	0.10	0.13	0.16
yoy	-5%	222%	37%	30%	23%
总收入	24.19	34.27	66.32	111.13	187.91
yoy	36%	42%	94%	68%	69%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

预测未来物流板块各业务毛利率基本保持稳定, 但板块整体毛利率或略有下降。从业务结构上看, 基于我们的预测, 毛利率较高的仓储业务未来的收入占比或将下降, 造成物流板块总体毛利率下降, 主要是因为交易业务有望带动运输业务的增长, 因此运输业务增速略快于货运代理和仓储。从各细分业务毛利率上看, 运输业务毛利率或小幅下降, 主要因交易业务的运输需求可能拉低交易业务的毛利率; 而货运代理、仓储业务的毛利率则基本保持稳定。

交易业务迎来发展机遇, 公司或选择主动让利获取客户, 化工品交易业务或以毛利率换取规模增速。化工品贸易行业的客户通常不经常切换主要供应商, 而近年来化工品贸易迎来发展机遇, 加之 2021 化工品涨价周期供给趋紧, 公司或选择降低价格以得到

更多新用户，体现为交易业务的毛利率降低。但我们认为毛利率会大致下降到约 5% 左右，但随交易业务趋于成熟或有提升空间。

表 14: 公司分业务毛利率预测

单位: 亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货运代理毛利率	12.2%	12.5%	12.5%	12.0%	12.0%
运输业务毛利率	12.0%	12.0%	12.0%	11.5%	11.0%
仓储业务毛利率	47.1%	48.2%	48.0%	48.0%	48.0%
化工品交易毛利率	2.0%	7.1%	6.2%	5.5%	5.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

5.2. 盈利预测与投资建议

我们选取国联股份（工业品交易）、中化国际（化工分销及物流）、华贸物流（货运代理）、德邦股份（运输）、宏川智慧（仓储）作为可比公司。其中与公司更可比的是国联股份（化工品贸易部分）和中化国际（物流及分销）。根据 2021 年 4 月 30 日收盘价计算，国联股份/中化国际 2021E 的 PE 估值分别为 60X/49X，平均估值为 55X。

公司是国内领先的化工品综合物流提供商，基于物流服务带来的技术实力、履约能力和客户资源，未来电商业务有望迎来高速发展。我们预测公司 2021-23 年归母净利润为 4.2/5.9/8.2 亿元，同比增速为 45%/40%/39%，4 月 22 日收盘价对应 PE 为 48X/34X/25X，考虑到公司具备整个化工电商产业链“采购-交易-分销-履约”的一系列经营壁垒，在可比公司平均估值（55X）的基础上给予 10% 的估值溢价，按 2021 年 61X PE 给予密尔克卫 156 元目标价，较 4 月 30 日收盘价高 31%。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15: 相关公司估值表（基于 2021 年 4 月 30 日收盘价）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			20-23E 净利润 CAGR	投资 评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E		
603613.SH	国联股份	310	130.69	1.28	2.16	3.58	102	60	36	65.6%	买入
600500.SH	中化国际	154	5.58	0.11	0.23	0.25	101	49	45	50.1%	未评级
603128.SH	华贸物流	207	15.83	0.41	0.57	0.72	39	28	22	35.3%	未评级
002352.SZ	顺丰控股	2,932	64.35	1.64	1.42	1.88	39	45	34	13.2%	未评级
002930.SZ	宏川智慧	76	17.05	0.51	0.71	0.95	33	24	18	30.4%	未评级
平均							63	41	31	38.9%	
603713.SH	密尔克卫	195	118.75	1.75	2.55	3.58	69	48	34	41.4%	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注 1: 表中加粗部分 EPS 及 CAGR 为东吴证券研究所预测; 未加粗部分均采用 Wind 一致预期

注 2: 2021 年 4 月 30 日 Wind 尚未更新中化国际的 2023E 一致预期, 因此表中 CAGR 年份为 20-22E

6. 风险提示

下游需求波动：下游需求的波动会直接对化工物流及贸易服务的需求量带来影响，进而影响公司短期内的盈利表现。

生产安全风险：公司物流业务包括化学品货运代理、运输及仓储业务，其中不乏易燃、易爆及有毒化学品，若发生生产安全事件，可能对公司经营造成重大影响。

监管趋严：公司业务受到各部门严密监管，随着过去数年间化工品安全事件的频发，相关监管有趋严的迹象，可能对公司生产经营造成不利影响。但另一方面，监管趋严可能加速业内中小企业的退出，使得市场集中程度提升，对于头部化工品分销企业而言或是扩张机会。

并购整合风险：公司近年来主要通过外延并购来扩张物流业务，有可能带来收购整合不及预期、商誉减值风险。

募投项目建设不及预期：公司定增主要用于建设仓库等设施，提升物流板块的综合实力。若仓库建设进度不及预期，可能给未来业绩增速带来负面影响。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,798	3,434	5,268	9,431	营业收入	3,427	6,632	11,113	18,791
现金	126	267	425	939	减:营业成本	2,854	5,752	9,866	16,999
应收账款	1,353	2,666	4,173	7,391	营业税金及附加	10	20	35	62
存货	19	39	68	121	营业费用	49	74	108	171
其他流动资产	300	463	602	981	管理费用	154	230	327	490
非流动资产	1,880	2,000	2,139	2,297	研发费用	26	45	72	120
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	31	12	5	-5
固定资产	789	840	903	972	资产减值损失	4	0	0	0
在建工程	46	37	30	24	加:投资净收益	4	-1	-2	2
无形资产	480	553	631	717	其他收益	15	5	5	5
其他非流动资产	565	571	576	583	资产处置收益	-0	-0	-1	-1
资产总计	3,678	5,434	7,408	11,728	营业利润	336	548	774	1,080
流动负债	1,590	2,982	4,391	7,966	加:营业外净收支	13	13	13	13
短期借款	254	254	0	0	利润总额	349	561	788	1,093
应付账款	761	1,740	3,073	5,757	减:所得税费用	60	140	197	273
其他流动负债	575	989	1,318	2,209	少数股东损益	1	2	3	4
非流动负债	309	282	256	231	归属母公司净利润	288	419	588	816
长期借款	184	157	131	106	EBIT	367	574	793	1,088
其他非流动负债	125	125	125	125	EBITDA	471	681	920	1,239
负债合计	1,899	3,264	4,647	8,197	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	68	70	73	76	每股收益(元)	1.75	2.55	3.58	4.96
归属母公司股东权益	1,711	2,100	2,688	3,455	每股净资产(元)	10.40	12.71	16.28	20.95
负债和股东权益	3,678	5,434	7,408	11,728	发行在外股份(百万股)	155	164	164	164
					ROIC(%)	15.4%	19.3%	24.9%	31.2%
					ROE(%)	16.3%	19.5%	21.5%	23.3%
					毛利率(%)	16.7%	13.3%	11.2%	9.5%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	8.4%	6.3%	5.3%	4.3%
经营活动现金流	339	400	708	887	资产负债率(%)	51.6%	60.1%	62.7%	69.9%
投资活动现金流	-304	-229	-269	-307	收入增长率(%)	41.7%	93.5%	67.6%	69.1%
筹资活动现金流	-35	-31	-282	-66	净利润增长率(%)	47.1%	45.3%	40.3%	38.8%
现金净增加额	-7	141	158	514	P/E	69.33	47.73	34.01	24.51
折旧和摊销	104	107	127	150	P/B	11.69	9.57	7.47	5.81
资本开支	111	120	139	158	EV/EBITDA	43.29	29.76	21.56	15.58
营运资本变动	-114	-142	-17	-78					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>