

2021 年年报点评：归母净利润+49.7%，交易业务  
突飞猛进  
买入（维持）

2022 年 3 月 25 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

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,645	13,256	19,445	27,718
同比（%）	152.26	53.34	46.68	42.55
归母净利润（百万元）	432	596	821	1,087
同比（%）	49.67	38.05	37.76	32.43
每股收益（元/股）	2.63	3.62	4.99	6.61
P/E（倍）	45.62	33.05	23.99	18.12

业绩简评

■ 2022 年 3 月 24 日，公司发布 2021 年年度报告。2021 年全年，公司实现收入 86.45 亿元，同比+152.3%；归母净利润 4.32 亿元，同比+49.7%；扣除政府补助等项目后的扣非净利润为 4.11 亿元，同比+50.6%；归母净利润及扣非净利润均接近业绩预告上限。公司经营活动净现金流为 2.03 亿元，同比-40.2%，主要由于应收/预付等科目的增长所致。

经营分析

■ 2021Q4，密尔克卫实现收入 26.95 亿元，同比+158.9%；归母净利润 1.30 亿元，同比+68.9%；扣非净利润 1.24 亿元，同比+81.5%。

■ 业务结构变化使公司的利润率、费用率均大幅下降：2021 年密尔克卫毛利率/销售净利率为 10.26%/ 5.04%，同比-6.45/-3.41pct；销售/管理/研发费用率为 1.08%/ 2.29%/ 0.33%，同比-0.34/-1.46/-0.42pct。2021 年公司通过“零元素”工业品电商平台大力推进“物贸一体化”战略，取得了突破性进展。交易业务板块的费用率、利润率均相对较低，因此拉低了公司整体的利润率与费用率。

■ 物流板块稳健发展：2021 年公司物流板块实现收入 54.90 亿元，同比+101.17%；毛利率为 12.96%，同比-6.0pct，主要因毛利率较高的仓储业务占比下降所致。公司物流板块包含货代、罐箱、仓储、运输、工程物流等业务，2021 年我国化工品供应链呈现供不应求的情形，因此货代、运输、罐箱等业务呈现快速增长，而仓储业务短期承压，未来仓储业务有望随供应链常态化而恢复。2021 年物流板块新增工程物流业务，全年实现收入 2.35 亿元，毛利率为 9.94%，有望成未来增长点。

■ 工业品电商业务高增，交易板块收入突破 31 亿元：公司交易业务收入从 2020 年的 6.9 亿元增长至 2021 年的 31.3 亿元；毛利率为 5.38%，同比-1.74pct，与同业比较仍处于较高水平。交易业务是公司远景中的重要拼图，公司远期致力于成为“超级化工亚马逊”，基于全球专业化工交付应用能力的产业互联网电商平台，打通物流、交易、环保全供应链，为全球客户提供高标准的全套供应链服务。

■ 盈利预测与投资评级：我们看好工业品电商赛道渗透率提升带来的良好发展前景。密尔克卫基于线下危化品履约能力大力发展工业品电商业务，打造“超级化工亚马逊”。我们将 2022-2023 年归母净利润预测从 5.9/ 8.2 亿元上调至 6.0/ 8.2 亿元，预计 2024 年归母净利润为 10.9 亿元；对应 2022-2024 同比增速为 38%/ 38%/ 32%。3 月 24 日的收盘价对应 2022-2024 年 PE 分别为 33x/ 24x/ 18x，维持“买入”评级。

■ 风险提示：工业品供需波动，生产安全风险，并购整合不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	119.77
一年最低/最高价	86.48/145.22
市净率(倍)	6.25
流通 A 股市值(百万元)	19527.13

基础数据

每股净资产(元)	19.17
资产负债率(%)	55.73
总股本(百万股)	164.48
流通 A 股(百万股)	163.04

相关研究

- 1、《密尔克卫 (603713)：2021 年业绩预告点评：全年归母净利润同比增长约 47.5%，符合预期》2022-01-13
- 2、《密尔克卫 (603713)：拟发行可转债募资 12.4 亿元，进一步完善服务矩阵&线下履约能力》2021-11-23
- 3、《密尔克卫 (603713)：2021 年三季度报点评：Q3 归母净利润+67%，推出股权激励计划绑定骨干员工》2021-10-29

## 业绩简评

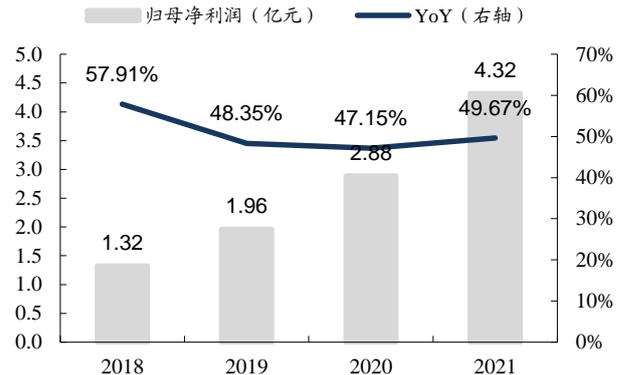
2022年3月24日，公司发布2021年年度报告。2021年全年，公司实现收入86.45亿元，同比+152.3%；归母净利润4.32亿元，同比+49.7%；扣除政府补助等项目后的扣非净利润为4.11亿元，同比+50.6%；归母净利润及扣非净利润均接近业绩预告上限。公司经营活动净现金流为2.03亿元，同比-40.2%，主要由于应收/预付等科目增长所致。

图1：密尔克卫收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：密尔克卫归母净利润及增速

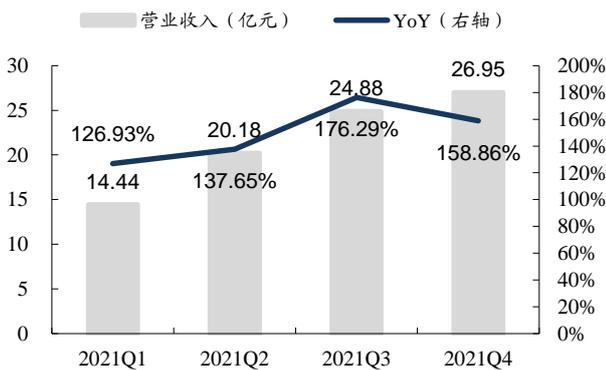


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 经营分析

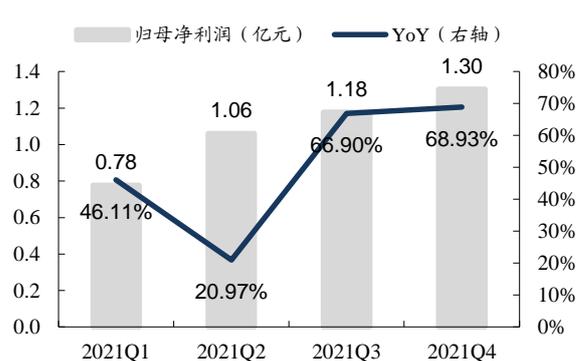
2021Q4，密尔克卫实现收入26.95亿元，同比+158.9%；归母净利润1.30亿元，同比+68.9%；扣非净利润1.24亿元，同比+81.5%。

图3：密尔克卫分季度收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

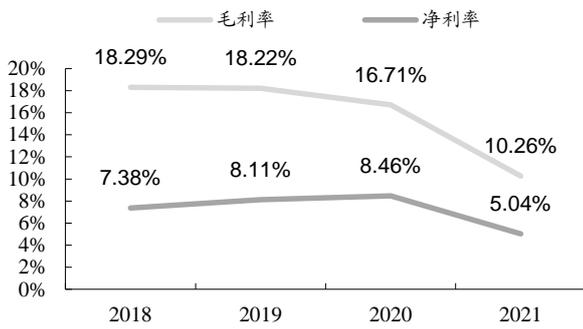
图4：密尔克卫分季度归母净利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

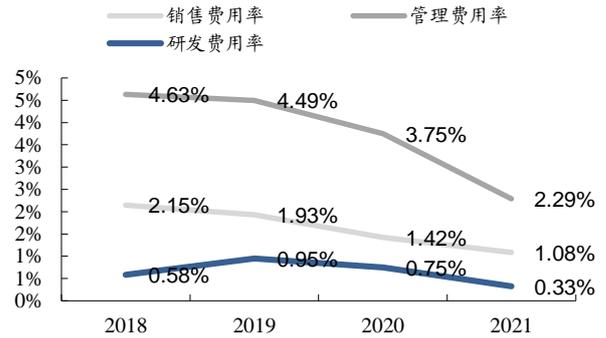
**业务结构变化使公司的利润率、费用率均大幅下降：**2021年密尔克卫毛利率/销售净利率为10.26%/5.04%，同比-6.45/-3.41pct；销售/管理/研发费用率为1.08%/2.29%/0.33%，同比-0.34/-1.46/-0.42pct。2021年公司通过“零元素”工业品电商平台大力推进“物贸一体化”战略，取得了突破性进展。交易业务板块的费用率、利润率均相对较低，因此拉低了公司整体的利润率与费用率。

图 5: 密尔克卫毛利率、销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 密尔克卫费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**物流板块稳健发展:** 2021 年公司物流板块实现收入 54.90 亿元, 同比+101.17%; 毛利率为 12.96%, 同比-6.0pct, 主要因毛利率较高的仓储业务占比下降所致。公司物流板块包含货代、罐箱、仓储、运输、工程物流等业务, 2021 年我国化工品供应链呈现供不应求的情形, 因此货代、运输、罐箱等业务呈现快速增长, 而仓储业务短期承压, 未来仓储业务有望随供应链常态化而恢复。2021 年物流板块新增工程物流业务, 全年实现收入 2.35 亿元, 毛利率为 9.94%, 有望成未来增长点。

**工业品电商业务高增, 交易板块收入突破 31 亿元:** 公司交易业务收入从 2020 年的 6.9 亿元增长至 2021 年的 31.3 亿元; 毛利率为 5.38%, 同比-1.74pct, 与同业比较仍处于较高水平。交易业务是公司远景中的重要拼图, 公司远期致力于成为“超级化工亚马逊”, 基于全球专业化化工交付应用能力的产业互联网电商平台, 打通物流、交易、环保全供应链, 为全球客户提供高标准的全套供应链服务。

表 1: 密尔克卫 2021 年分业务收入及毛利率

	分业务收入 (亿元)			分业务毛利率		
	2020	2021	yoy	2020	2021	yoy
货代	10.91	31.14	185.4%	11.7%	9.0%	-2.68pct
罐箱	2.47	3.34	35.2%	16.2%	16.7%	+0.46pct
仓储	5.05	5.49	8.7%	48.2%	43.1%	-5.05pct
运输	8.86	12.58	42.0%	12.0%	9.1%	-2.86pct
工程物流	-	2.35	-	-	9.9%	-
交易	6.91	31.26	352.6%	7.1%	5.4%	-1.74pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 我们看好工业品电商赛道渗透率提升带来的良好发展前景。密尔克卫基于线下危化品履约能力大力发展工业品电商业务, 打造“超级化工亚马逊”。

我们将 2022-2023 年归母净利润预测从 5.9/ 8.2 亿元上调至 6.0/ 8.2 亿元，预计 2024 年归母净利润为 10.9 亿元；对应 2022-2024 同比增速为 38%/ 38%/ 32%。3 月 24 日的收盘价对应 2022-2024 年 PE 分别为 33x/ 24x/ 18x，维持“买入”评级。

## 风险提示

工业品供需波动，生产安全风险，并购整合不及预期等。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>4,454</b>	<b>6,158</b>	<b>7,645</b>	<b>9,804</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,645</b>	<b>13,256</b>	<b>19,445</b>	<b>27,718</b>
现金	638	1,037	918	972	减:营业成本	7,758	12,080	17,876	25,708
应收账款	1,943	2,724	3,729	4,936	营业税金及附加	19	33	49	69
存货	78	132	196	282	营业费用	94	123	167	224
其他流动资产	1,795	2,264	2,802	3,614	管理费用	198	232	289	352
<b>非流动资产</b>	<b>2,819</b>	<b>3,507</b>	<b>4,060</b>	<b>4,643</b>	研发费用	28	33	39	50
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	54	82	105	105
固定资产	1,089	1,418	1,760	2,168	资产减值损失	13	0	0	0
在建工程	279	265	277	320	加:投资净收益	12	20	29	42
无形资产	559	679	749	769	其他收益	22	40	58	83
其他非流动资产	892	1,145	1,273	1,386	资产处置收益	15	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,273</b>	<b>9,664</b>	<b>11,705</b>	<b>14,447</b>	<b>营业利润</b>	<b>530</b>	<b>732</b>	<b>1,008</b>	<b>1,335</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,279</b>	<b>4,032</b>	<b>5,174</b>	<b>6,757</b>	加:营业外净收支	-2	-3	-3	-3
短期借款	805	805	805	805	<b>利润总额</b>	<b>528</b>	<b>730</b>	<b>1,005</b>	<b>1,331</b>
应付账款	719	993	1,469	2,113	减:所得税费用	92	128	176	233
其他流动负债	1,755	2,234	2,900	3,840	少数股东损益	4	6	8	11
<b>非流动负债</b>	<b>774</b>	<b>1,811</b>	<b>1,880</b>	<b>1,940</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>432</b>	<b>596</b>	<b>821</b>	<b>1,087</b>
长期借款	525	525	525	525	EBIT	548	755	1,025	1,315
其他非流动负债	249	1,286	1,355	1,415	EBITDA	776	880	1,206	1,549
<b>负债合计</b>	<b>4,053</b>	<b>5,843</b>	<b>7,054</b>	<b>8,697</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	67	73	81	92	每股收益(元)	2.66	3.62	4.99	6.61
归属母公司股东权益	3,153	3,749	4,570	5,657	每股净资产(元)	19.17	22.79	27.78	34.39
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,273</b>	<b>9,664</b>	<b>11,705</b>	<b>14,447</b>	发行在外股份(百万股)	164	164	164	164
					ROIC(%)	9.6%	10.1%	12.1%	13.4%
					ROE(%)	13.7%	15.9%	18.0%	19.2%
					毛利率(%)	10.3%	8.9%	8.1%	7.3%
					销售净利率(%)	5.0%	4.5%	4.2%	3.9%
					资产负债率(%)	55.7%	60.5%	60.3%	60.2%
					收入增长率(%)	152.3%	53.3%	46.7%	42.5%
					净利润增长率(%)	49.7%	38.1%	37.8%	32.4%
					P/E	45.62	33.05	23.99	18.12
					P/B	6.25	5.26	4.31	3.48
					EV/EBITDA	29.66	23.91	17.54	13.62

数据来源: wind, 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>