

密尔克卫 (603713.SH)

物流分销快速扩张，双轮驱动再创佳绩

买入

核心观点

2021 年圆满收官，Q4 归母净利润体量再创新高。公司全年实现营收 86.45 亿元 (+152.3%)，归母净利润 4.32 亿元 (+49.7%)，扣非归母净利润 4.11 亿元 (+50.6%)。公司先前预告 2021 全年归母净利润增长 44-51%，年报实际数据落在预告上沿。其中四季度单季营收 26.95 亿元 (+158.9%)，归母净利润 1.30 亿元 (+68.9%)。公司 21 年 Q1-Q4 收入增速分别为 127%、138%、176%、159%，归母净利润增速分别为 46%、21%、67%、69%，前低后高。公司拟每 10 股派发现金红利 3.9 元 (含税)。

物流业务下半年环比趋势向好。公司物流收入口径略有调整，还原后看：

1) MGF 全球货代业务+MTT 全球航运及罐箱业务：2021 年公司全球货代与航运罐箱收入分别实现 31.14 亿/3.34 亿，同比增长 185%/35%；2) MRW 区域仓配一体化业务：全年仓配一体化收入同比增长 8.7%至 5.49 亿，上半年仓储业务受到化工行业库存影响，产能利用率有所下降，2021 年下半年，公司通过灵活调整自身租赁资产的结构，预计仓储业务在收入端有明显的环比改善；3) MRT 区域内贸交付：公司的运输业务收入增长伴随合同物流的需求增长，全年营收 12.58 亿，收入增长 42.0%，毛利率 9.1%；4) MPC 全球工程物流及干散货：该收入项目为 2021 年全新项目，全年营收达到 2.35 亿元。预计 2022 年工程物流将成为公司收入利润的重要增量来源；5) MCD 化工品交易：公司 2021 年的分销业务大放异彩，全年实现 31.26 亿收入，我们按照半年报附录中的数据估算，预计化工品交易业务上半年 11.47 亿，下半年 19.79 亿，环比增长显著。公司分销业务在规模快速扩张之际维持了较为稳定的利润率，全年毛利率达到 5.4%。

2022：物流提速，交易与物流协同提升。我们预计公司在过去孵化的物流项目有望在 22 年逐步投用，以持续带动合同物流增长。交易方面公司在 21 年跨过 30 亿销售收入大关，22 年有望维持高增长，更大的规模体量利于与物流业务发挥协同效应。

风险提示：行业需求低于预期；公司扩张低于预期；疫情影响加大。

投资建议：维持“买入”评级。我们认为公司业务边界扩张雏形初具，从化工品物流走向集物流与交易于一身的交付型公司。公司在扩张上的行动力与落地能力强劲。我们维持公司 2022-2023 年 6.4、9.9 亿盈利预测不变，新增公司 2024 年盈利预测 13.5 亿，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 31x，维持买入评级。

盈利预测和财务指标	2019	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,427	8,645	14,580	21,618	30,062
(+/-%)	41.7%	152.3%	68.7%	48.3%	39.1%
净利润(百万元)	288	432	640.83	993.17	1349.09
(+/-%)	47.1%	49.7%	48.4%	55.0%	35.8%
每股收益(元)	1.86	2.63	3.90	6.04	8.20
EBIT Margin	11.2%	6.7%	5.7%	6.1%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	16.9%	13.7%	17.4%	22.1%	24.1%
市盈率 (PE)	64.2	45.6	30.7	19.8	14.6
EV/EBITDA	42.2	33.5	26.9	19.5	16.5
市净率 (PB)	10.83	6.25	5.36	4.39	3.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	119.77 元
总市值/流通市值	19642/19523 百万元
52 周最高价/最低价	145.22/86.48 元
近 3 个月日均成交额	144.26 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《密尔克卫深度报告：物流先行数字分销，本土势力快速崛起》——2022-01-25
- 《密尔克卫-603713-2021 年年报预告点评：业绩再创新高，迎接加速成长》——2022-01-13
- 《密尔克卫-603713-重大事件快评：发布可转债募资预案，着眼长期成长》——2021-11-23
- 《密尔克卫-603713-2021 年三季报点评：双轨提供动能，增长再度加速》——2021-10-28
- 《密尔克卫-603713-2021 年中报点评：化工品交易带动收入增长，预计下半年利润提速》——2021-08-12

2021 年圆满收官，Q4 归母净利润体量再创新高。2021 全年实现营收 86.45 亿元(+152.3%)，归母净利润 4.32 亿元(+49.7%)，扣非归母净利润 4.11 亿元(+50.6%)。公司先前预告 2021 全年归母净利润增长 44-51%，年报实际数据落在预告上沿。其中四季度单季营收 26.95 亿元(+158.9%)，归母净利润 1.30 亿元(+68.9%)。公司 21 年 Q1-Q4 收入增速分别为 127%、138%、176%、159%，归母净利润增速分别为 46%、21%、67%、69%，前低后高。公司拟每 10 股派发现金红利 3.9 元(含税)。

图1：密尔克卫营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：密尔克卫单季营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：密尔克卫归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：密尔克卫单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 物流业务下半年环比趋势向好。公司物流收入口径略有调整，还原后看：

1) MGF 全球货代业务+MTT 全球航运及罐箱业务：二者为新口径，相加之和为传统收入口径下的货代收入。2021 年，得益于全球海运运价高企，公司全球货代与航运罐箱收入分别实现 31.14 亿/3.34 亿，同比增长 185%/35%。由于运费基数高企，全球货代利润率有所下降，毛利率为 9.0%，同比减少 2.7 个百分点；航运及罐箱业务毛利率则稳定在 16.7%，同比变动不大。

2) MRW 区域仓配一体化业务：对应原先仓储收入。全年仓配一体化收入同比增长 8.7%至 5.49 亿，公司上半年仓储业务受到化工行业库存影响，产能利用率有所下

降，2021 年下半年，公司通过灵活调整自身租赁资产的结构，优化资源配置，我们认为下半年公司的仓储业务在收入端有明显的环比改善。

3) **MRT 区域内贸交付：对应原先运输收入。**公司的运输业务收入增长伴随合同物流的需求增长，全年营收 12.58 亿，收入增长 42.0%，毛利率 9.1%，毛利率同比减少 2.86 个百分点；

4) **MPC 全球工程物流及干散货：**该收入项目为 2021 年全新项目，全年营收达到 2.35 亿元。公司 21 年起发力该项业务，预计 2022 年工程物流将成为公司收入利润的重要增量来源；

5) **MCD 化工品交易：对应化工品交易业务。**公司 2021 年的分销业务大放异彩，全年实现 31.26 亿收入，我们按照半年报附录中的数据估算，预计化工品交易业务上半年 11.47 亿，下半年 19.79 亿，环比增长显著。公司分销业务在规模快速扩张之际维持了较为稳定的利润率，全年毛利率达到 5.4%。

◆ **22 年物流业务扩张有望提速。截止 21 年底，公司固定资产与在建工程 13.68 亿，同比增长 63.78%。**我们认为过去几年公司内部孵化的部分项目有望在 22 年投用并贡献业绩，以 21 年底的张家港大正信项目为例，总面积约 18000 m²，储位可达 30000 托。投产后，主要配套于周边的汽车产业（车用机油、润滑油、锂电池、配件等）、医药、新能源、新材料产业和扬子江国际化工园区内的丙类化工品等。我们认为随着行业监管标准逐渐清晰，将更有利于密尔克卫的在危化品仓储方面的产能扩张。此外，公司外延整合、管理输出优质资产的路线也将持续。截止 2021 年底，公司全国自建及管理专业化学品仓库规模 55 万平。

◆ **分销与物流的协同效应将进一步强化。**2021 是公司做大化工品分销业务的一年，密尔克卫旨在打造不一样的分销，核心能力在于 1) 线下成熟的化工供应链和物流设施；2) 线上平台灵元素为流量入口；3) 多年来与头部化工企业、化工贸易客户积累下来的渠道连接。进入 2022，我们认为公司的分销业务将在 SKU 数量、销售规模、规模效应方面均实现优异表现。SKU 与货源方面，2022 年初至今公司已引入乳液聚合材料、生物试剂等多类新货源至线上，SKU 的增长与公司优异的线下物流服务能力，有望持续带动采购方与货主将渠道向密尔克卫倾斜。另外，公司多年来培育的系统服务能力，也有望随着分销业务的规模起量而体现出研发费用端的规模效应。

◆ **周转能力提升：**公司大刀阔斧开展交易业务，在营运层面，为公司的周转速度带来一定改善。从营业周期角度，公司从 2020 年底的 98.55 天下降至 66.99 天；应收账款周转天数也从同期的 96.71 天下降至 64.75 天。

◆ **投资建议：维持“买入”评级。**我们认为公司业务边界扩张雏形初具，从化工品物流走向集物流与交易于一身的交付型公司。公司在扩张上的行动力与落地能力强劲。我们维持公司 2022-2023 年 6.4、9.9 亿盈利预测不变，新增公司 2024 年盈利预测 13.5 亿，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 31x，维持买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	126	638	1072	1642	2857	营业收入	3427	8645	14580	21618	30062
应收款项	1402	2754	4794	6811	9060	营业成本	2854	7758	13248	19681	27525
存货净额	19	78	98	146	204	营业税金及附加	10	19	44	65	90
其他流动资产	235	602	1021	1621	2150	销售费用	49	94	146	216	271
流动资产合计	1798	4454	6984	10220	14272	管理费用	129	198	329	368	458
固定资产	835	1368	1440	1591	1627	财务费用	31	54	95	130	150
无形资产及其他	480	559	537	614	692	投资收益	4	12	20	20	15
投资性房地产	565	892	892	892	892	资产减值及公允价值变动	3	13	0	0	0
长期股权投资	0	0	1	1	1	其他收入	(26)	(18)	22	22	22
资产总计	3678	7273	9853	13319	17484	营业利润	336	530	762	1200	1605
短期借款及交易性金融负债	254	895	423	524	614	营业外净收支	13	(2)	16	15	14
应付款项	761	1248	2695	4027	5641	利润总额	349	528	778	1215	1619
其他流动负债	575	1136	2043	3024	4224	所得税费用	60	92	132	214	259
流动负债合计	1590	3279	5160	7575	10478	少数股东损益	1	4	5	8	11
长期借款及应付债券	184	525	625	775	925	归属于母公司净利润	288	432	641	993	1349
其他长期负债	125	249	320	401	402						
长期负债合计	309	774	945	1176	1327	现金流量表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1899	4053	6105	8751	11806	净利润	288	432	641	993	1349
少数股东权益	68	67	71	78	87	资产减值准备	(1)	9	3	1	1
股东权益	1711	3153	3676	4490	5592	折旧摊销	98	132	146	169	186
负债和股东权益总计	3678	7273	9853	13319	17484	公允价值变动损失	(3)	(13)	(0)	(0)	(0)
						财务费用	31	54	95	130	150
关键财务与估值指标	2019	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(45)	(923)	(51)	(270)	(21)
每股收益	1.86	2.63	3.90	6.04	8.20	其它	2	(6)	1	5	8
每股红利	0.32	0.49	0.71	1.09	1.50	经营活动现金流	339	(369)	741	899	1523
每股净资产	11.06	19.17	22.35	27.30	34.00	资本开支	0	(671)	(200)	(400)	(300)
ROIC	16%	15%	17%	25%	31%	其它投资现金流	5	(366)	382	0	0
ROE	17%	14%	17%	22%	24%	投资活动现金流	5	(1037)	182	(400)	(300)
毛利率	17%	10%	9%	9%	8%	权益性融资	(7)	1123	0	0	0
EBIT Margin	11%	7%	6%	6%	6%	负债净变化	(106)	341	100	150	150
EBITDA Margin	14%	8%	7%	7%	6%	支付股利、利息	(50)	(81)	(117)	(179)	(247)
收入增长	42%	152%	69%	48%	39%	其它融资现金流	(36)	276	(472)	101	90
净利润增长率	47%	50%	48%	55%	36%	融资活动现金流	(355)	1919	(489)	72	(7)
资产负债率	53%	57%	63%	66%	68%	现金净变动	(11)	512	433	570	1215
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	1.3%	货币资金的期初余额	137	126	638	1072	1642
P/E	64.2	45.6	30.7	19.8	14.6	货币资金的期末余额	126	638	1072	1642	2857
P/B	10.8	6.2	5.4	4.4	3.5	企业自由现金流	0	(986)	590	579	1327
EV/EBITDA	42.2	33.5	26.9	19.5	16.5	权益自由现金流	0	(370)	140	723	1441

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032