

密尔克卫 (603713.SH)

不惧疫情冲击，业绩强势增长

密尔克卫 2022H1 业绩预增：预计实现归母净利润 2.95 亿元到 3.05 亿元，同比增加 60%-66%。二季度公司业绩强势增长，超出市场预期。

- 预计上半年归母净利润同比增长 60-66%。根据公司公告，2022 年上半年，公司归母净利润同比增长 60-66%至 2.95-3.05 亿元；扣非归母净利润同比增长 57-62%；二季度公司归母净利润约为 1.6-1.7 亿元，同比增长 52-61%。公司业绩同比环比皆有大幅度的增长，超出预期。
- 不惧疫情冲击，业绩逆势增长。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，在二季度实现逆势增长，表现亮眼。疫情期间，公司尽早部署应急预案，管理层带头坚守一线，积极敏捷应对挑战，疫情期间生产不停摆，服务不间断，竭尽所能满足客户燃眉之急的同时，也为社会供应链的稳定运行贡献了力量。我们认为公司能保持高速增长的原因在于：1) 公司的货代业务受到疫情影响最大，但公司的全产业链运营模式，使得运输业务和仓储业务受到的负面冲击较小，甚至可能受益；2) 公司的分销业务基于其全国布局的供应链网络，虽然上海受到封控影响，但异地调拨能帮助公司完成整体的分销任务；3) 公司通过尽可能地保障产能运行，不仅维护住了老客户的需求，应也拓展了新的客户，从而拓展了市场份额。
- 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 39/28/21 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 | 81.7 | 54.6 | 38.9 | 28.1 | 21.0 |
| PB | 13.8 | 7.5 | 6.4 | 5.3 | 4.3 |

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

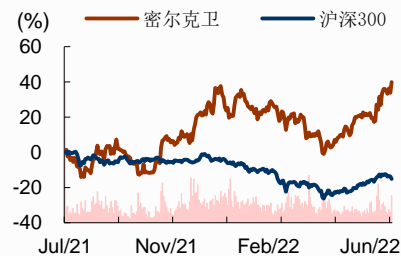
周期/交通运输
目标估值：NA
当前股价：143.26 元

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 总股本(万股) | 16446 |
| 已上市流通股(万股) | 16304 |
| 总市值(亿元) | 236 |
| 流通市值(亿元) | 234 |
| 每股净资产(MRQ) | 20.1 |
| ROE(TTM) | 14.8 |
| 资产负债率 | 57.4% |
| 主要股东 | 陈银河 |
| 主要股东持股比例 | 25.89% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 11 | 7 | 33 |
| 相对表现 | 6 | 15 | 46 |



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

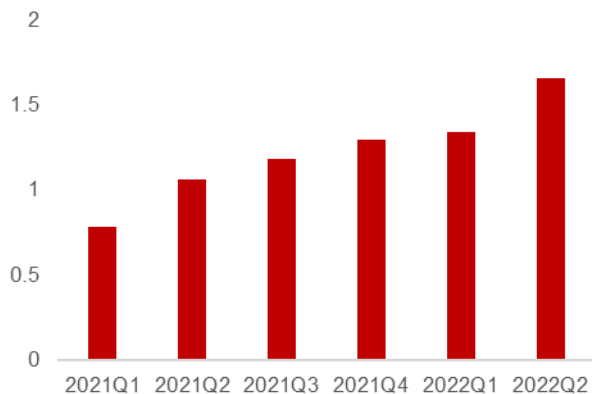
- 1、《密尔克卫 (603713) 一一季度业绩高增持续，符合预期》2022-04-29
- 2、《密尔克卫 (603713) 一物贸一体化启动，持续高增可期》2022-04-21
- 3、《密尔克卫 (603713) 一业绩高速增长，物贸一体化效应显现》2022-03-25

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

1. 预计上半年归母净利润同比增长 60-66%

根据公司公告,2022 年上半年,公司归母净利润同比增长 60-66%至 2.95-3.05 亿元;扣非归母净利润同比增长 57-62%;二季度公司归母净利润约为 1.6-1.7 亿元,同比增长 52-61%。公司业绩同比环比皆有大幅度的增长,超出预期。

图 1: 密尔克卫季度净利润



资料来源: 公司资料、招商证券*2022Q2 净利润取业绩预告中值

2. 不惧疫情冲击, 业绩逆势增长

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,在二季度实现逆势增长,表现亮眼。疫情期间,公司尽早部署应急预案,管理层带头坚守一线,积极敏捷应对挑战,疫情期间生产不停摆,服务不间断,竭尽所能满足客户燃眉之急的同时,也为社会供应链的稳定运行贡献了力量。

我们认为公司能保持高速增长的原因在于:

- 1) 公司的货代业务受到疫情影响最大,但公司的全产业链运营模式,使得运输业务和仓储业务受到的负面冲击较小,甚至可能受益;
- 2) 公司的分销业务基于其全国布局的供应链网络,虽然上海受到封控影响,但异地调拨能帮助公司完成整体的分销任务;
- 3) 公司通过尽可能地保障产能运行,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。

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 39/28/21 倍 2022-24E P/E，维持公司“强烈推荐”评级。

图 2: 密尔克卫历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 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）——一季度业绩高增持续，符合预期》2022-04-29
- 2、《密尔克卫（603713）——物贸一体化启动，持续高增可期》2022-04-21
- 3、《密尔克卫（603713）——业绩高速增长，物贸一体化效应显现》2022-03-25

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 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 |
| 非流动资产 | 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 |
| 资产总计 | 3678 | 7273 | 9977 | 12513 | 15811 |
| 流动负债 | 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 |
| 长期负债 | 309 | 774 | 1184 | 1594 | 2004 |
| 长期借款 | 184 | 525 | 935 | 1345 | 1755 |
| 其他 | 125 | 249 | 249 | 249 | 249 |
| 负债合计 | 1899 | 4053 | 6210 | 7988 | 10276 |
| 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 |
| 负债及权益合计 | 3678 | 7273 | 9977 | 12513 | 15811 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------|------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 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 |
| 投资活动现金流 | (304) | (1440) | (465) | (465) | (465) |
| 资本支出 | (111) | (394) | (499) | (499) | (499) |
| 其他投资 | (192) | (1047) | 34 | 34 | 34 |
| 筹资活动现金流 | (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) |
| 现金净增加额 | 0 | 515 | 825 | 293 | 824 |

利润表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 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 |
| 营业利润 | 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 |
| 利润总额 | 349 | 528 | 741 | 1027 | 1376 |
| 所得税 | 60 | 92 | 130 | 181 | 243 |
| 少数股东损益 | 1 | 4 | 6 | 8 | 11 |
| 归属于母公司净利润 | 288 | 432 | 605 | 838 | 1122 |

主要财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 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% |
| 获利能力 | | | | | |
| 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% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 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 |
| 营运能力 | | | | | |
| 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 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| 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 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 81.7 | 54.6 | 38.9 | 28.1 | 21.0 |
| PB | 13.8 | 7.5 | 6.4 | 5.3 | 4.3 |
| 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。