

密尔克卫 (603713.SH)

买入(首次评级)

物流底盘先行 分销流量变现

当前价格: 130.0 元

目标价格: 161.4 元

投资要点:

➤ **推荐逻辑: 物流基础底盘上的“化工亚马逊”。**①危化品物流牌照约束, 专业性造就长坡厚雪。基于危化品在仓储、运输以及操作等方面的专业性和安全性要求, 化工物流赛道供给端强约束。密尔克卫牌照资源充足, 通过内生及外延并购构建出稀缺的仓配一体化基础资源, 网络效应明显。②以交付能力为核心壁垒, 创设长尾直营分销网络, 打造第二成长曲线。线下稀缺的交付能力助力公司打造线上分销网络, 分销业务以直营模式聚焦低需求量、低需求频次和高个性化特征的长尾客户, 为公司提供了良好的分销业务运营空间和溢价能力。③疫情及行业高安全合规要求均为公司的优质管理提供拓展机会, 高ROE高增长可持续, 促使化工物流行业从“小散乱”向整合集中发展。

➤ **内生+外延强化产能投入, 构建规模壁垒。**外延并购极高拓展了公司的物流履约能力, 扩充了客户资源, 提高了公司业务协同性, 2018-2021年期间公司19例外延并购后实现了资源大整合, 资产核心围绕仓储、运输及分销环节建设, 业务核心围绕物流网络、客户资源以及各并购标的的协同性。内生式发展集中于物流服务的延伸与信息化管理系统的搭建, 2021年, 公司资本开支达到3.9亿元, 同比增长254.1%。2022年H1, 资本开支达到2.5亿元, 同比增长27.8%。公司在化工发达区围绕货运代理、仓储、运输等业务进行投资, 从而提升公司服务辐射范围。

➤ **分销业务基于物流底盘平台化发展, 打造“化工品亚马逊”。**公司线下业务将主要聚焦在物贸一体化和产业链延伸上, 利用分销业务持续盘活物流资源, 物流资源底盘高效高质量保证分销业务发展, 以及将产业链上游持续延伸, 尝试OEM及分装复配拓展。线上分销作为高速增长极, 2022年H1实现营业收入21.8亿元(同比+90.2%)。公司通过核心管理团队、化工品SKU的深化拓展, 满足行业长尾采购需求, 以高周转及规模效应实现价值。

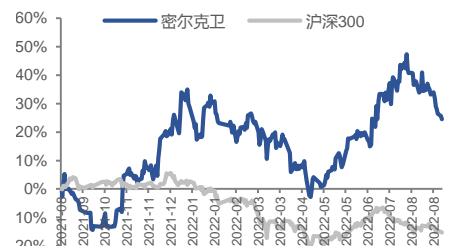
➤ **盈利预测与投资建议。**我们看好资产及牌照门槛高、运营愈加规范的危化品物流赛道, 头部企业的护城河将持续拓宽。密尔克卫以高毛利的仓储业务为壁垒、通过分销业务实现核心能力的流量变现。预计公司2022-2024年营业收入为135/200/286亿元, 归母净利润6.9/8.9/11.3亿元, 对应当前市值PE分别为31/24/19倍。我们给予公司2023年30倍PE, 对应目标市值265亿, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 化工行业市场波动风险、安全生产风险、产能建设不及预期。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	164/163
总市值/流通市值(百万元)	21380/21195
每股净资产(元)	20.89
资产负债率(%)	57.27
一年内最高/最低(元)	153.86/89.39

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林

执业证书编号: S0210522050006

邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,427	8,645	13,520	19,969	28,554
增长率(%)	42%	152%	56%	48%	43%
净利润(百万元)	288	432	687	885	1,129
增长率(%)	47%	50%	59%	29%	28%
EPS(元/股)	1.75	2.63	4.17	5.38	6.86
市盈率(P/E)	74.1	49.5	31.1	24.2	18.9
市净率(P/B)	12.5	6.8	5.7	4.6	3.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

1、2022 年国际供应链紧张下，货代业务价格平稳量持续增长，2023-2024 伴随疫情缓和，国际供应链紧张疏解，未来价格存在下跌趋势，预计 2022-2024 货运代理收入增速为 38%，15%，15%；仓储业务方面，预计公司仓储面积每年 7-9 万方左右的产能投入，其中 22 年增速较高，租金端保持稳定；2022-2024 运输业务收入增速为：20%，15%，15%；

2、化工交易业务在内生深化业务，保持化工品电商渗透率提升下持续保持高增速，我们预计 2022-2024 年公司化工业务体量增速较高，由此收入增速分别为：90%、80%、60%；

3、基于各项业务特质，货代业务在公司经营稳定下毛利率维持 9.8%；仓储业务在公司优化客户结构，加快新业务周转，毛利率提高至 46%；运输业务毛利率在 9%；化工交易业务毛利率在 6%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司新拓展的分销业务壁垒低。我们认为：①分销业务表现毛利率较低是由商业模式决定的，不代表盈利能力弱；②化工品采购供应链业务具备一定的资源和资质壁垒；③密尔克卫拓展分销业务是基于重资产物流履约构成的物贸一体化，现有物流节点资产储备带来显著优势。

股价上涨的催化因素

分销业务发展速度超预期；外延整合超预期；行业合规要求进一步趋严。

估值和目标价格

我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 135/200/286 亿元，归母净利润 6.9/8.9/11.3 亿元，对应当前市值 PE 分别为 31/24/19 倍。我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标市值 265 亿，对应股价 161.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

化工行业市场波动风险；安全生产风险；产能建设不及预期。

正文目录

一、	以物流向化工供应链深耕	5
1.1	治理结构优化, 资质优势明显	5
1.2	股权集中于创始人家族, 决策执行力强	5
1.3	基础物流向综合物流转化, 化工品交易服务延伸	6
1.4	营收和毛利润保持高增长, 化工品交易业务高速发展	7
二、	危化品物流+分销高规模, 格局分散待整合	9
2.1	危化品物流行业: 高规模+小散乱特征明显	9
2.2	化工品分销行业: 线上+线下结合将成为主要发展方向	12
三、	物流基本盘内生外延齐发展, 分销业务平台化	15
3.1	外延: 运输网络的补充、仓储网络的补充和细分环节的补充	15
3.2	内生: 行业整合进入后半程, 外延向内生过渡	20
3.3	信息化建设: 坚定推进数字化转型	26
3.4	分销业务: 基于物流底盘平台化发展, 关注资金周转提升空间	27
四、	盈利预测及估值	30
4.1	盈利预测	30
4.2	相对估值	31
五、	风险提示	32

图表目录

图表 1:	公司发展历程	5
图表 2:	公司与控股股东之间的产权及控制关系 (2022H1)	5
图表 3:	公司业务构成一览 (2021 年)	7
图表 4:	公司营业收入情况 (亿元)	8
图表 5:	公司主营业务营收占比	8
图表 6:	公司毛利润、同比及毛利率情况 (亿元)	9
图表 7:	公司主营业务毛利率情况	9
图表 8:	公司归母净利润、同比及归母净利率情况 (亿元)	9
图表 9:	公司年度销售、管理、财务及研发费用率情况	9
图表 10:	我国危化品物流市场规模及同比	10
图表 11:	我国第三方危化品物流市场规模	10
图表 12:	中国化工物流行业 Top10 (2019-2020 年度)	11
图表 13:	危化品物流百强营收分布	11
图表 14:	危化品物流行业公司市占率	11
图表 15:	仓储经营供给趋严, 范围受限	12
图表 16:	国有建设用地-工矿仓储用地出让面积 (万公顷) 及 YOY	12
图表 17:	2015-2020 年全国主要化工园区数量 (家) 及 YOY	12
图表 18:	化工分销产业链及传统分销模式	12
图表 19:	化工分销产业链、传统分销模式及 B2B 电商模式	13
图表 20:	多元化平台撮合模式下直营化工品分销模式	14
图表 21:	多元化平台下代运营化工品分销模式	14
图表 22:	专业化平台下自营叠加撮合模式	14
图表 23:	B2B 电商和 B2C 电商客户需求及平台核心能力对比	14
图表 24:	密尔克卫外延并购案例数量	15

图表 25: 密尔克卫 2015-2021 年外延案例	16
图表 26: 密尔克卫 2019-2021 年实现客户资源扩张的收购案例	18
图表 27: 密尔克卫外延并购标的同相关工业园区重合度高	19
图表 28: 2019-2021 年密尔克卫外延并购实现细分环节拓展	19
图表 29: 密尔克卫产能扩张路径和主要客户重大投资路径高度重合	20
图表 30: 公司资本开支情况 (单位: 亿元)	21
图表 31: 密尔克卫货运代理 (现 MGF+MTT) 业务情况 (亿元)	21
图表 32: 公司货运代理版图逐年扩张	22
图表 33: 公司仓储业务情况 (亿元)	23
图表 34: 公司仓储版图逐年扩张	23
图表 35: 公司仓储业务七大集群	25
图表 36: 公司运输业务情况 (亿元)	26
图表 37: 公司运输版图逐年扩张	26
图表 38: MCP 业务覆盖全面	27
图表 39: 密尔克卫化工分销业务发展历程	28
图表 40: 主要化工品电商对比	28
图表 41: 国内可比分销平台营业收入及同比 (亿元)	28
图表 42: 国内可比分销平台毛利率	28
图表 43: 国际可比分销平台营业收入及同比 (亿元)	29
图表 44: 国际可比分销平台毛利率	29
图表 45: 国际可比分销平台净利率	29
图表 46: 行业可比公司营运资金周转率	30
图表 47: 分业务收入及毛利率	31
图表 48: 可比公司估值 (收盘价取 2022/08/30)	32
图表 49: 财务预测摘要	33

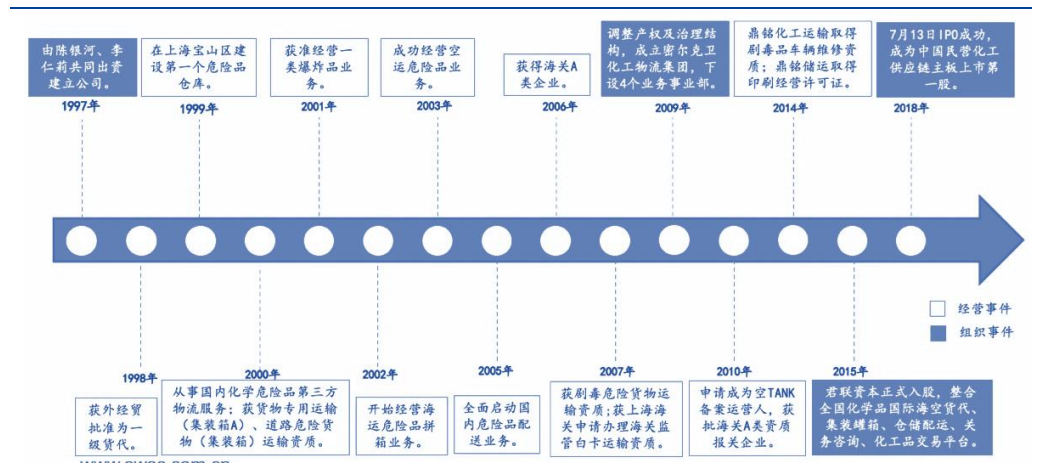
一、以物流向化工供应链深耕

1.1 治理结构优化，资质优势明显

密尔克卫成立于1997年，1998年即获外贸批准为一级货代正式营业；2009年成立密尔克卫化工物流集团，下设业务事业部；2015年引入君联资本，完成股份制改造，2018年7月在上海证券交易所上市。

逐步取得各类许可，强化资质优势。密尔克卫2000年获得货物专用运输、道路危险货物运输资质；2001年获准经营一类爆炸品业务；2007年获剧毒危险货物运输资质、海关监管白卡运输资质；2014年其子公司取得剧毒品车辆维修资质、印刷经营许可证。

图表 1：公司发展历程

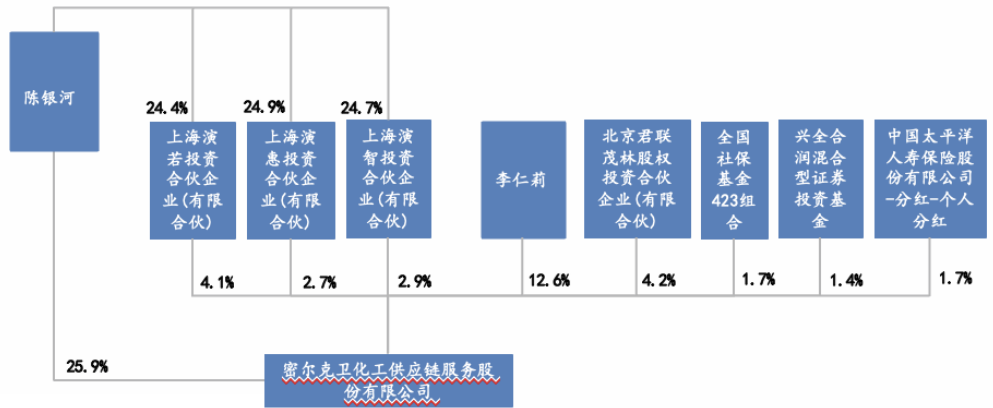


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 股权集中于创始人家族，决策执行力强

董事长陈银河先生是公司第一大股东，直接持股25.9%，通过员工平台间接持股2.4%。公司一致行动人包括陈银河先生，以及其妻子慎蕾女士的母亲李仁莉女士，三合计持股占比达40.9%为公司的实际控制人。

图表 2：公司与控股股东之间的产权及控制关系（2022H1）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 基础物流向综合物流转化，化工品交易服务延伸

密尔克卫深耕化工品供应链领域。公司以货运代理、仓储和运输业务为底盘发展物流业务，从物流业务向化工品分销延伸，在协同效应下形成的化工品物贸一体化服务，不断满足线上、线下不同行业、不同区域、不同规模的客户多样化的需求。

公司主营业务包括：综合物流服务和化工品交易业务。综合物流服务提供从客户端到用户端的物流全环节专业服务，客户主要是化工行业贸易商，密尔克卫承担客户的业务委托，从发货人处提取货物，组织国内和国际运输并分拨派送至收货人指定交货点。综合物流服务细分包括全球货代业务、全球航运及罐箱业务、全球工程物流及干散货业务、区域内贸交付业务及区域仓配一体化业务。

全球货代业务 (MGF)：提供全球范围危险品普通货物海运、空运、铁路运输一站式服务。

全球航运及罐箱业务 (MTT)：通过各种规格型号罐式集装箱提供租赁与运输服务，同时提供 LNG 罐箱以及特种化学品船的运输及配套物流方案。

全球工程物流及干散货 (MPC)：工程物流专注于为大型工程总承包项目，为客户提供综合物流解决方案，专注于石油天然气、石化、可再生能源、核电、基建、工程建厂、采矿冶金等领域；干散货业务依靠全球船舶资源网络，为全球煤炭、矿石、粮食、化肥等大宗商品贸易提供定制化海运解决方案。

区域内贸交付 (MRT)：公司以自购运力和采购外部运力的方式组建境内各类型化工品运输交付服务。化工品运输因业务特性有特别的要求，密尔克卫拥有特殊功能车辆和特殊装载设备以满足各类用途，并提供各类化学品集装箱全国公路运输及各口岸进出港服务等服务。

区域仓配一体化 (MRW): 自建及管理 55 万平米的专业化学品仓库, 依托仓库设施为客户提供化工品存储保管、库存管理和操作等服务。

化工品交易服务主要为公司借助丰富的化工供应链经营经验及网络化的物流基础设施, 通过线上平台及线下一站式综合物流服务的搭建协同, 实现线上导流线下, 线下反哺线上, 旨在打造“化工亚马逊”。化工品交易服务细分包括分销和环保。

分销 (MCD) 有 7 大事业部: 能源与基础化学品、风电与集采风电、醇基燃料事业部、生物化学事业部、磷化工、零元素互联网、现金材料事业部。

环保 (MEP): 包括化学品应急救援、危险废物处置能力、智能安全管理解决方案和环保业务。

图表 3: 公司业务构成一览 (2021 年)



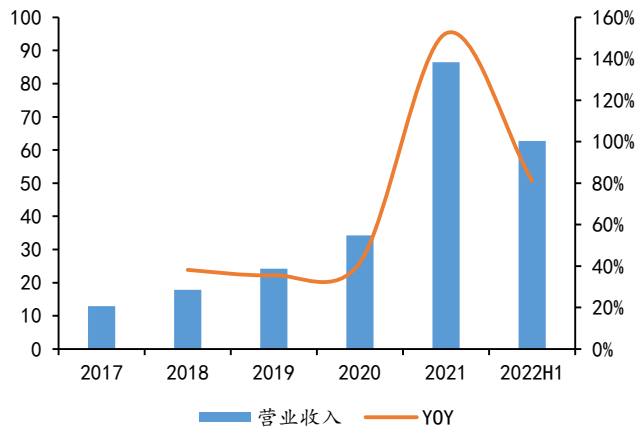
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

1.4 营收和毛利润保持高增长, 化工品交易业务高速发展

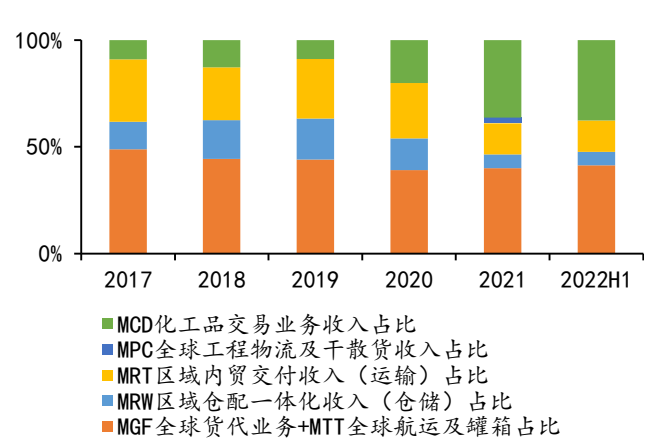
内生外延、新增业务, 助力营收持续增长。公司 2021 年营业收入 86.4 亿元, 同比增长 152.3%; 相较 2017 年的 12.9 亿元, 增长了 569.5%。其中综合物流业务 2021 年营业收入为 54.9 亿元, 同比+101.2%, 占总营收比重为 63.5%。2022H1 公司实现营收 62.7 亿元, 同比+81.1%, 其中综合物流业务营收 40.7 亿元, 同比增长 76.7%, 占总营收比重 64.9%。

分具体业务看, 2021 年 MGF 全球货代业务+MTT 全球航运及罐箱 (老口径下货代业务) 占总营收比重最高, 共实现营收 34.5 亿元, 同比+157.7%, 占总营收比重为 39.9%; MRW 区域仓配一体化业务实现营收 5.5 亿元, 同比+8.7%, 占总营收比

重为 6.3%；MRT 区域内贸交付业务实现营收 12.6 亿元，同比+42.0%，占总营收比重为 14.6%；2021 新增 MPC 全球工程物流及干散货业务，实现营收 2.3 亿元，占总营收比重为 2.7%。2022 年 H1，MGF+MTT 占总营收比 38.2%；MRW 占总营收比 5.9%；MRT 占总营收比 13.5%，均略有下降。MPC 占总营收比上升至 7.3%。

图表 4：公司营业收入情况（亿元）


数据来源：公司公告，华福证券研究所

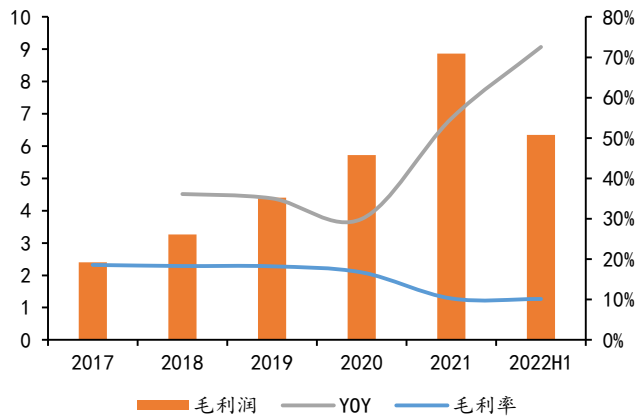
图表 5：公司主营业务营收占比


数据来源：公司公告，华福证券研究所

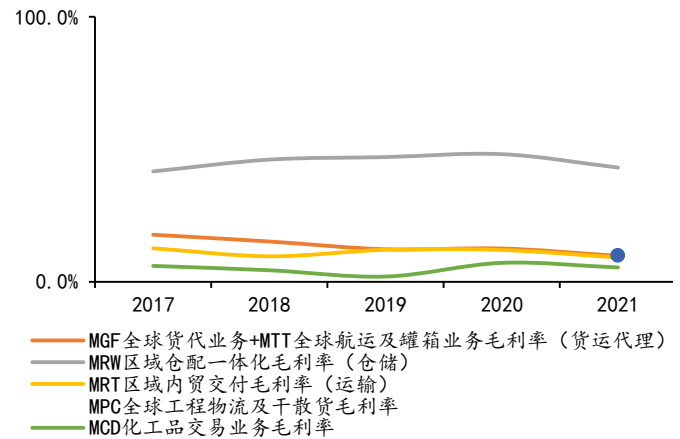
化工品交易业务高速增长。2021 年实现营业收入 31.3 亿元，同比+352.6%，增速是综合物流业务的 3 倍。其业务收入占总营收比重逐年升高，2021 年增长到 36.2%，同比+79.4%。2022 年 H1 实现营业收入 21.8 亿元，同比+90.2%，占总营收比重小幅下降至 34.8%。

毛利润维持增长，化工品交易业务占比提高摊薄综合毛利率。从盈利情况看，2021 年公司实现毛利润 8.9 亿元，同比+54.8%，毛利率 10.3% (-6.5pp)。其中综合物流业务毛利润 7.1 亿元（同比+37.5%），毛利率 13.0% (-6.0pp)。2022 年 H1 实现毛利润 6.4 亿元，同比增长 72.6%，毛利率 10.1% (-0.5pp)。

分业务看，2021 年 MGF+MTT 货代业务(原口径)毛利润 3.4 亿元(同比+100.6%)，毛利率 9.8% (-2.8pp)；MRW 区域仓配一体化业务毛利润 2.4 亿元（同比-2.7%），毛利率 43.1% (-5.0pp)；MRT 区域内贸交付业务毛利润 1.1 亿元（同比+8.1%），毛利率 9.1% (-2.9pp)；新增 MPC 全球工程物流及干散货业务毛利润 0.2 亿元，毛利率 9.9%。化工品交易业务毛利润 1.7 亿元，同比+241.8%，其毛利率为 5.4%(-1.7pp)。MGF 及 MRT 业务毛利率下降，主要在于业务结构变化，普货比例上升；受 2021 年前三季度满仓率下降的影响，公司 MRW 业务的毛利率略有下降。

图表 6：公司毛利润、同比及毛利率情况（亿元）


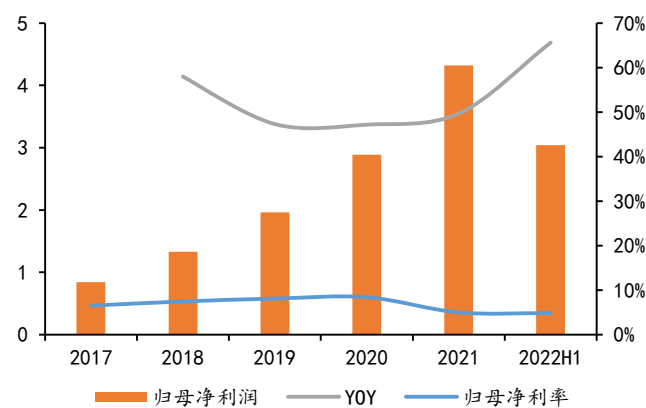
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 7：公司主营业务毛利率情况


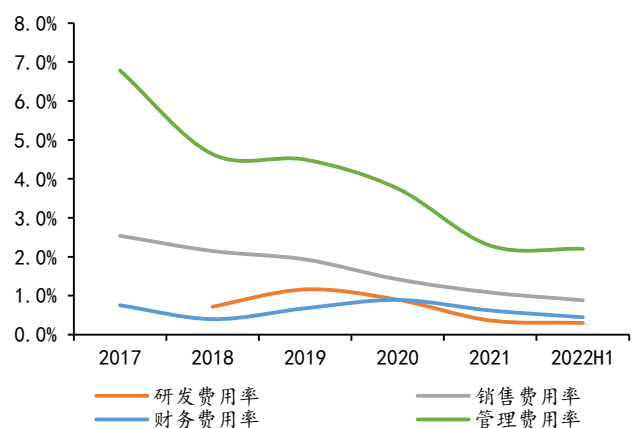
数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司费用控制良好。2021 年公司销售费用率为 1.1%(-0.3pp)，管理费用率 2.3% (-1.5pp)，研发费用率 0.4% (-0.5pp)，财务费用率 0.6% (-0.3pp)。各项费用率均呈逐年下降趋势。2022 年 H1 销售费用率为 0.9%(-0.4pp)，管理费用率 2.2%(+0.1pp)，研发费用率 0.3% (0.0pp)，财务费用率 0.4% (-0.2pp)，费用率情况进一步改善。

从总盈利看，公司归母净利持续增长。2021 年归母净利润 4.3 亿元，同比 +49.7%，维持高增速；归母净利率为 5.0% (-3.4pp)，历年来波动幅度稳定。2022 年 H1 归母净利润 3.0 亿元，同比增长 65.6%。

图表 8：公司归母净利润、同比及归母净利率情况(亿元)


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 9：公司年度销售、管理、财务及研发费用率情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

二、 危化品物流+分销高规模，格局分散待整合

2.1 危化品物流行业：高规模+小散乱特征明显

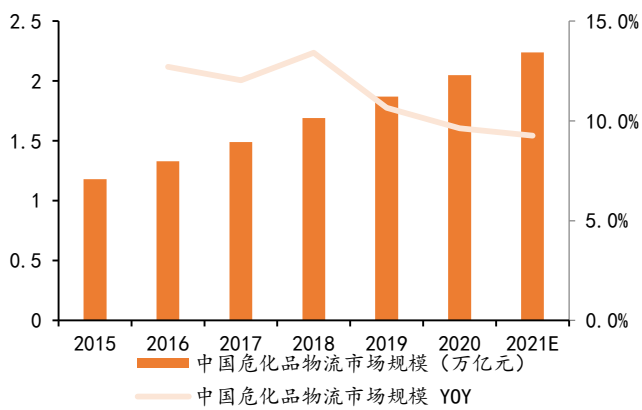
密尔克卫主营业务营业收入超过 60%同危化品物流行业相关，从需求端看，危化品物流行业规模较高，第三方危化品物流渗透率仍在持续提升；从供给端看，业内

竞争呈现“小、散、乱”特征，危化品物流对安全合规要求极高，要求相应公司具备相关运营资质，在这种特征下，具有完备经营资质，拥有高合规能力，充足产能的企业将能在行业规范提高的过程中充分受益。

化学品交易规模大，带动物流行业发展。据 Statistics 统计，近年全球化工品市场规模稳定在 4 万亿美元左右。我国快递行业对应全国实物商品网上零售额 11 万亿元，全球化工品市场规模是我国网购额的 2.5 倍。

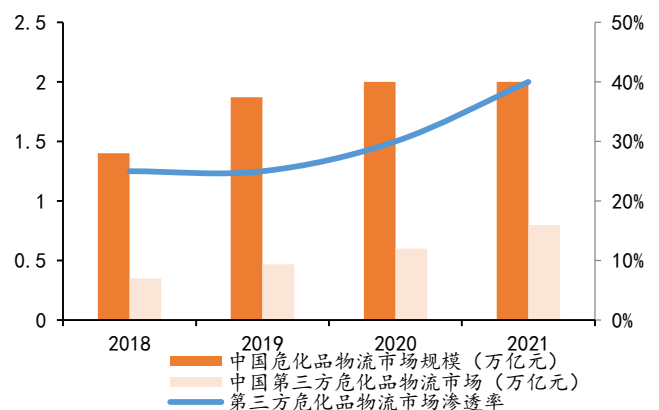
危化品物流行业成长空间大，第三方渗透率持续提高。据中物联预测，预计 2021 年全国危化品物流市场规模达 2.2 万亿元，同比增长 9.3%。密尔克卫年报数据显示，第三方危化品物流市场渗透率逐年提升，2021 年我国第三方危化品物流市场规模为 0.8 万亿元，渗透率达到 40%，同比提升 10pp。

图表 10：我国危化品物流市场规模及同比



数据来源：中国物流与采购联合会，华福证券研究所

图表 11：我国第三方危化品物流市场规模



数据来源：中国物流与采购联合会，华福证券研究所

从供给端看，危化品物流在运输、仓储及操作等方面具有安全性和专业性要求，化工物流赛道呈现强牌照约束。危化品的仓储设施建设规划分级明确，供给明显受限。

危化品相关经营存在严格的资质要求，具有完备资质的企业将在其中受益。国家对危险化学品经营实行许可制度，经营危险化学品的企业，应当依照危险化学品经营许可证管理办法取得《危险化学品经营许可证》，“许可证”办理要求“一证一地点”，同时区分是否带有储存设施，资质申请难度也因带储存性质而升级。“一证一地点”以及按业务性质划分证件类型类型的办证要求下，行业对大型第三方危化品运输企业的资质要求提高，具有完备资质的企业将在其中受益。

我国化工物流行业依旧呈现“小散乱”格局。据中物联数据，我国化工物流行业前 10 中，有 7 家民企，3 家央企；从危化品运输百强企业的营业收入看，55%的化工物流企业营收不足 10 亿元，同时，排在行业前列的上海君正、密尔克卫、中外运

化工国际以及山东京博在第三方化工物流的市占率不到 1.8%。

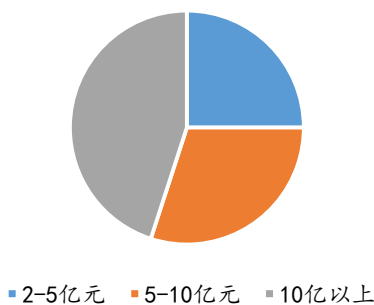
图表 12: 中国化工物流行业 Top10 (2019-2020 年度)

排名	中国化工物流行业百强企业 2019-2020 年度	性质
1	上海君正物流有限公司 (原中化国际物流)	民企
2	正本物流集团有限公司	民企
3	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司	民企
4	中外运化工国际物流有限公司	央企
5	山东京博物流股份有限公司	民企
6	镇海石化物流有限责任公司	央企
7	中运海运化工物流有限公司	央企
8	希杰荣庆物流供应链有限公司	民企
9	永泰运化工物流股份有限公司	民企
10	浙江荣通物流有限公司	民企

数据来源: 中国物流与采购联合会, 华福证券研究所

图表 13: 危化品物流百强营收分布

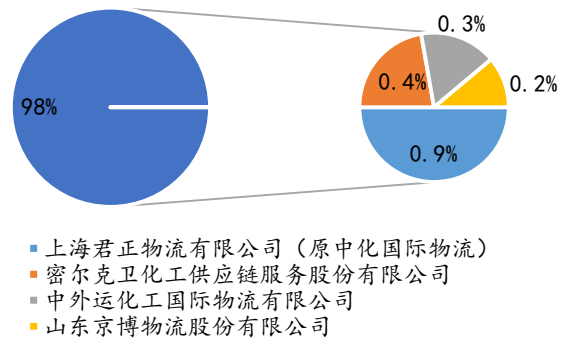
百强中营收情况



数据来源: 中国物流与采购联合会, 华福证券研究所

图表 14: 危化品物流行业公司市占率

市占率 (以第三方物流计)



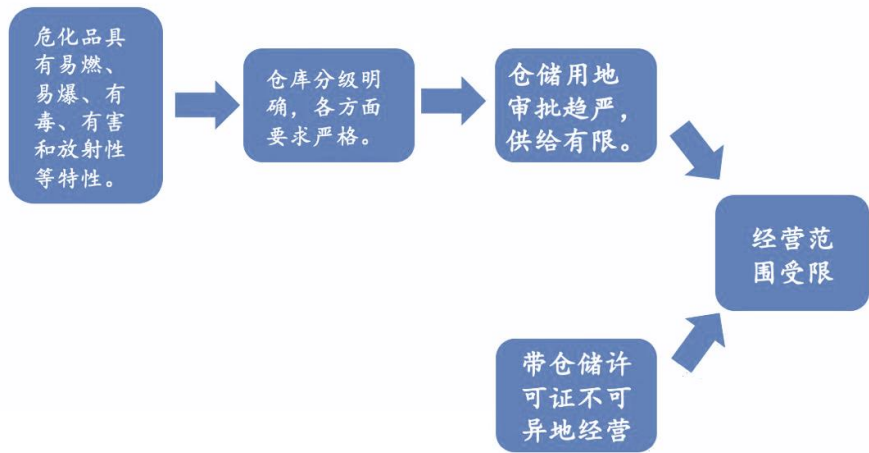
数据来源: 中国物流与采购联合会, 华福证券研究所

仓储经营分级明确, 用地审批趋严致供给受限。从危化品物流的细分领域仓储经营看, 由于危化品具有易燃、易爆、有毒、有害和放射性等特性, 危化品仓库对选址、材料、面积、设备等都有严格的要求, 同时, 根据存放物品的火灾危险性, 分为甲、乙、丙、丁、戊, 危险性依次降低, 危险系数越高的仓库仓储条件更加严苛。此外, 工况仓储用地出让面积增速降低, 全国主要化工园数量开始减少, 2021 年国有建设用地中工况仓储用地出让面积为 17.5 万公顷, 同比+4.8%, 增速下降 8.8pp; 全国范围内主要化工园区数量在监管强化下持续下降, 2020 年化工园区数量下降至 616 家, 同比-16.8%。

在资质方面, 国家对带储存的《危险化学品经营许可证》申请要求更多同时更加严格, 不同地区申请资质的流程及要求不同, 可以办理各类许可证的地点受限, 如: 深圳市成立的危险品企业不能申请带仓储的许可证; 同时带仓储的许可证不可异地经

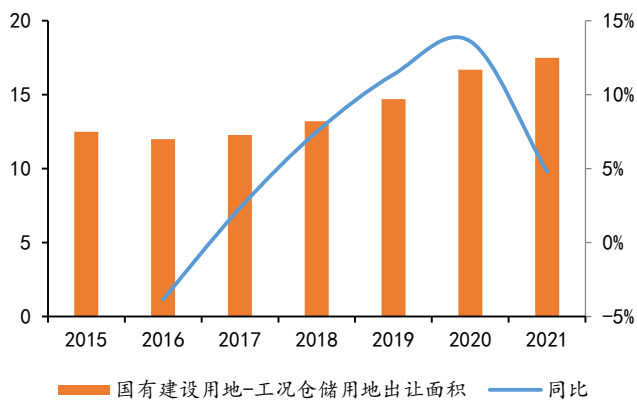
营，经营范围受限。企业需要在当地县/市级相关机构申请许可证。

图表 15: 仓储经营供给趋严，范围受限



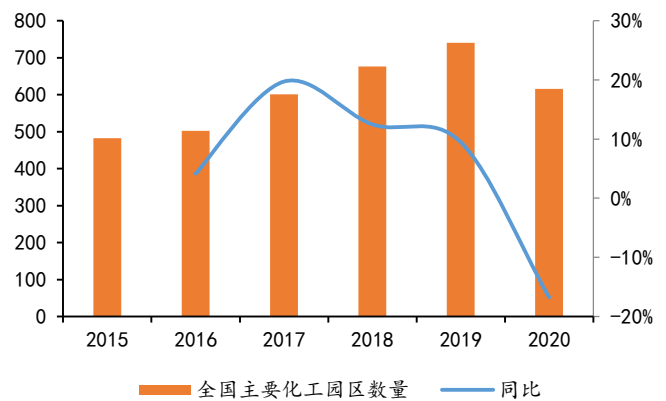
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 16: 国有建设用地-工矿仓储用地出让面积（万公顷）及 YOY



数据来源：Choice，中商情报网，华福证券研究所

图表 17: 2015-2020 年全国主要化工园区数量（家）及 YOY



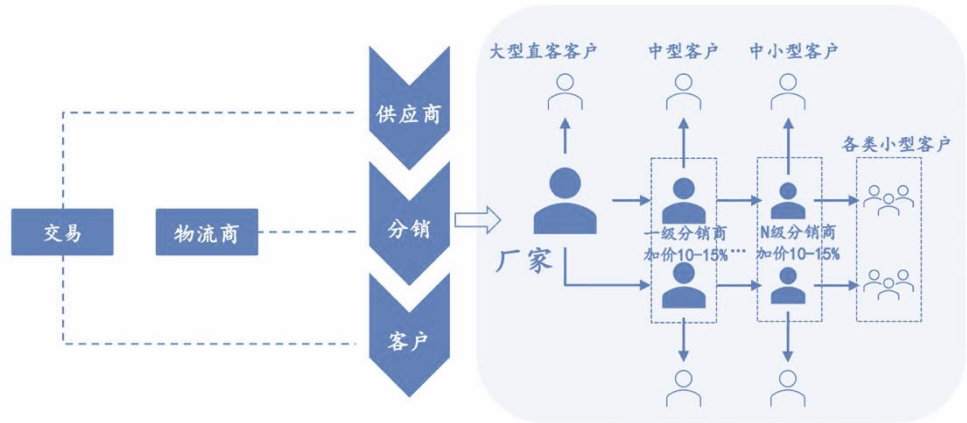
数据来源：Choice，产业信息网，中国工业新闻网，华福证券研究所

2.2 化工品分销行业：线上+线下结合将成为主要发展方向

传统化工分销产业链主要经过供应商、分销商、物流商、交易平台（金融企业）以及客户五方。化工产品品类较多，不同品类产品之间差异较大，对产业链上各方的要求较其他产品高，同时化学产品表现出明显的区域化特征。

面对复杂的需求场景，传统化工品分销模式较其他产品分销复杂，传统分销通常为多级分销模式，其特征包括：1) 对代理商、分销商专业性要求高；2) 要求分销商有一定的物流履约能力；3) 要求分销商能提供一定的中间生产服务；4) 存在资金账期。在传统分销复杂的特征下，参与分销业务的一般为化工企业自身的分销体系或者掌握物流资源的分销商。

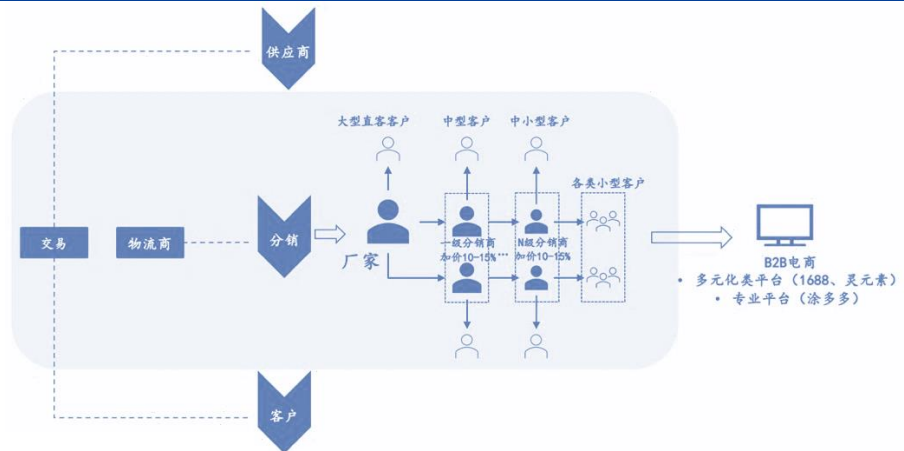
图表 18: 化工分销产业链及传统分销模式



数据来源：公司公告，华福证券研究所

化工 B2B 分销体系是对传统分销产业链的改造，平台将原本线下的分销体系、物流体系以及交易体系线上化（或者部分线上化）。根据平台是否为专业品类，我们将 B2B 电商分为多元化类平台及专业类平台，多元化类化工 B2B 平台典型为 1688、灵元素，专业类比如涂多多等。

图表 19：化工分销产业链、传统分销模式及 B2B 电商模式



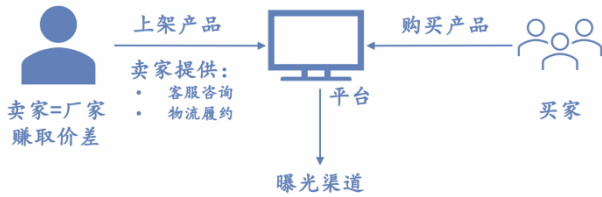
数据来源：公司公告，华福证券研究所

多元化平台+直营化工品分销模式：代表：巴斯夫+1688。特点：1) 物流端：厂家（卖家）同买家商议物流履约，物流由卖家承担；2) 产品品类：长尾商品居多；3) 服务端：有专业的客服咨询；4) 订单稳定性弱；5) 厂家（卖家）赚取价差，平台收取佣金。

多元化平台+代运营模式：代表：1688 平台。1) 服务端：无专业的客服咨询；2) 物流端：无专业物流团队，需要引入第三方物流；3) 产品端：产品品类更多；4) 平台赚取流量、广告等服务费。

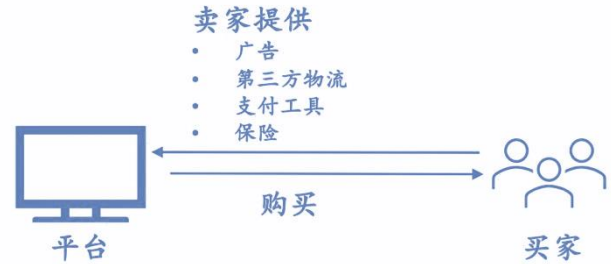
专业平台：专业分销平台，品牌+品类全面；

图表 20: 多元化平台撮合模式下直营化工品分销模式



数据来源: 公司公告华福证券研究所

图表 21: 多元化平台下代运营化工品分销模式



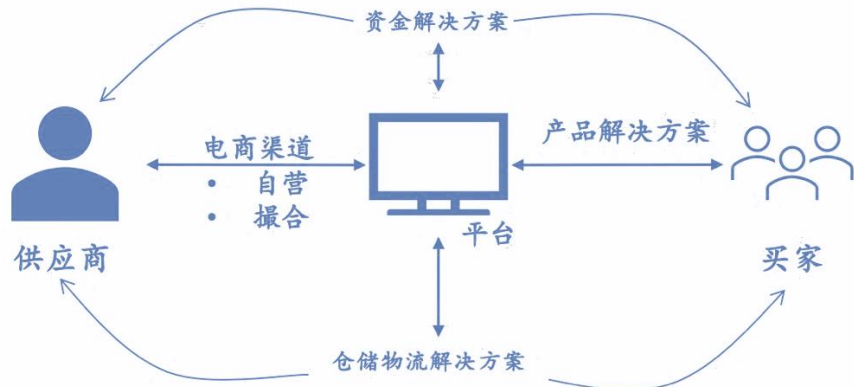
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

平台模式: 自营或者撮合模式; 自营模式下, 平台赚取采销差价, 模式较重; 撮合模式下, 平台赚取佣金, 模式较轻;

物流: 依赖供应商或者第三方物流;

资金: 同银行或第三方支付平台合作。

图表 22: 专业化平台下自营叠加撮合模式



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

B2B 化工电商对专业服务、物流履约及结算增值服务要求更高。

对比 B2C 消费电商, B2B 化工电商通常对专业服务、物流履约以及交易和金融
服务要求更高; 自营模式以更重资产保证优质的**资源及渠道**, 同时有能力提供优质的
物流履约和交易服务, 自营模式比撮合模式更适用于化工电商; 传统分销模式下以物
流资产建设为中心的第三方化工供应链企业下的自营化工电商能服务客户的核心需
求; 线上+线下+专业物流履约将是化工电商的主要发展方向。

图表 23: B2B 电商和 B2C 电商客户需求及平台核心能力对比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

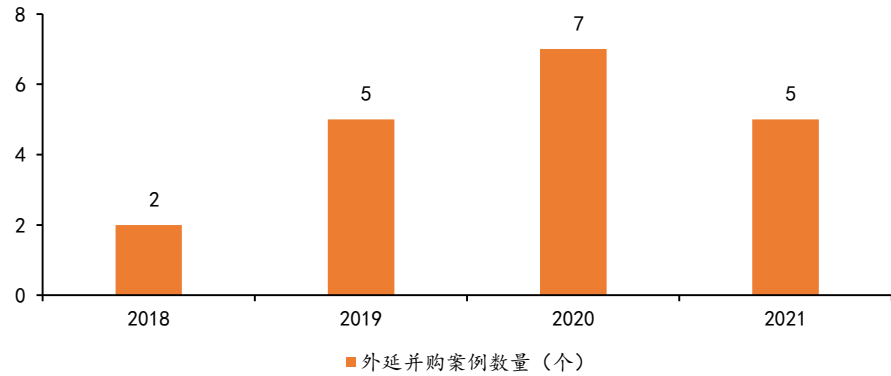
三、 物流基本盘内生外延齐发展，分销业务平台化

以内生+外延强化产能投入，构建规模效应优势，提升资源壁垒、运营能力及客户协同。由于运输货物的特性，化工物流对资质审核严格，合规要求高，“小、散、乱”的行业格局必然向整合发展，从分散走向聚合，具备规模+资源+运营能力的专业第三方物流企业将从中受益。密尔克卫以内生发展+外延并购为主要路径，强化产能投入和研发创新以构建大规模发展，强化资源壁垒，提升运营能力，强规模效应下的资源壁垒及高运营能力进一步强化公司的产能投入，以此往复，公司实现高速发展。

3.1 外延：运输网络的补充、仓储网络的补充和细分环节的补充

外延并购是密尔克卫主要的产能拓展方式之一，公司拓展方式主要围绕基础的运输及仓储网络，同时加强对各细分环节的补充。2018-2021年期间，公司外延并购案例数量达19例，核心围绕仓储、运输及分销环节建设，外延并购极高拓展了公司的物流履约能力，扩充了公司的客户资源，也极大提高了公司业务协同性。

图表 24：密尔克卫外延并购案例数量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

在运输网络方面，从 2016 年收购陕西迈达，到 2021 年收购的江苏马龙国华，密尔克卫以收购方式获取客户资源以及相关地区的危化品运输资质，迅速完善七大集群建设，提升资源优势，获取客户资源提高规模效应。

在仓储网络方面，公司先后收购张家港巴士、张家港密尔克卫、以及上港化工物流等，完善七大集群的仓储设施建设，由于收购以接近工业园区的仓储设施以及危化品仓储运营资质为主，公司仓储设施收购具有极强的资源壁垒，契合公司发展逻辑。

在细分环节补充方面，密尔克卫外延除了完善运输及仓储网络，也对危化品物流链条上的环节做了补充。2020 年公司收购的张家港新能，完善了危废处理的能力，2021 年公司收购上海市化工物品汽车运输，完善了核电等特货及跨境长线运输业务能力。

图表 25：密尔克卫 2015-2021 年外延案例

收购时间	收购标的	收购作用	核心资源
2015 年 9 月	陕西迈达	以陕西为主的西北地区及以广州等南方区域的运输业务； 客户资源	运输资源
2016 年 1 月	赣星物流	化工零担业务； 客户资源	运输资源
2016 年 2 月	张家港巴士	三宗危险化学品仓储用地资源，面积 4.07 万平方，张家港市江苏扬子江国际化学工业园内，属于张家港保税区的化工配套区域； 目标客户资源	仓储资源
2016 年 3 月	内森集装罐	集装罐运输； 集装罐罐货代理	运输资源 货运代理资源 集装罐资源
2016 年 3 月	张家港密尔克卫	张家港保税物流园区东区的土地使用权及乙类仓库	仓储资源
2016 年 12 月	天津隆生	华北地区危化品运输资质； 环渤海湾运输业务布局	运输资源
2017 年 9 月	上海静初	上海市嘉定区普通化学品仓储基地	仓储资源

2018年8月	天津致远	危化品运输资质； 南京工业园区土地使用权9.35万平方米； 危险化学品经营资质（带存储）	运输资源 仓储资源
2018年12月	镇江宝华	镇江市丹徒镇的8.36万平方米土地使用权，普货仓储资质； 经营性道路危险货物运输资质； 货代资质	运输资源 仓储资源
2019年3月	上海振义	仓储资源：1) 危险品仓储；2) 普通货物(普通货物、非危险品)仓储。自有仓库约5,580.0平方米，甲类库约2,800.0平方米、乙类库约2,430.0平方米，普通仓库约350.0平方米； 客户协同； 区域协同； 业务协同	仓储资源
2019年4月	天津东旭	仓储资源：填补天津的危化品甲乙类仓储稀缺资源空缺，形成仓储配送、货代一站式物流能力； 客户资源：拓展天津及华北地区的半导体、涂料、新能源汽车的客户； 区域协同	仓储资源
2019年10月	湖南湘隆	危险化学品经营许可证； 拥长沙市望城区3.46万平方米土地使用权面积，甲、乙类仓库	运输资源 仓储资源
2019年11月	天津港中化	港口地区危化品集装箱堆存及短驳运输等业务	运输资源
2019年12月	山东华瑞特	仓储资源：拟在烟台化学工业园新建、改建1座甲类仓库、5座乙类仓库、2座丙类仓库等，新增仓库面积共计约1.38万平方米，进一步拓展公司的东部沿海集群业务	仓储资源
2020年5月	湖南瑞鑫化工	拓展华中及华南地区的专业化工品贸易业务，加入专业运营团队，进一步拉动公司在精细化工、苯类、醇类、酯类等煤化工、醇基燃料及其配套设备、加油站运营以及油品批发等领域的提升	化工品贸易
2020年7月	大正信(张家港)物流	3.64万平方米土地使用权面积，位于张家港大新镇，现处于张家港扩建丙类仓库项目技改过程中，主要建设内容包括1座丙类仓库等，仓库面积共计约1.74万平方米	仓储资源
2020年7月	江苏中腾大件运输	江苏地区大件运输	运输资源
2020年10月	宁波道承物流	宁波地区普通货物运输	运输资源
2020年10月	四川雄瑞物流	四川省成都市等区域的普通货物及危险品货物运输	运输资源
2020年11月	张家港新能	拓展危废处理业务	危废处理业务
2020年12月	赣州华亿通	赣州等区域普通货物及危险品货物运输能力	运输资源
2021年2月	江苏马龙国华	滇桂黔地区危化及化学品分销； 铁路运输网络，危险品4类2项运输资质	运输资源 化工分销
2021年3月	上港化工物流	仓储资源：6.85万平方米土地面积； 上海化学工业区的线下化工品服务能力，服务芯片、半导体等行业的客户； 并拓展智能化公路港的布局	仓储资源 化工分销
2021年9月	上海密尔克卫集装箱	拓展华东地区的罐箱服务。中国唯一安装的独立食品级罐箱清洗车间和管路的堆场。	运输及罐箱资源
2021年10月	零星物流	填补上海化学工业区的服务空白，同时极大地增强了公司在储罐、分装及复配等领域的服务能力，提升综合竞争力。	客户资源及罐箱资源
2021年12月	上海市化工物品汽车运输	道路运输证芯片、半导体等行业的客户 核电等特货及跨境长线运输业务	运输资源

数据来源：公司公告，华福证券研究所

补充扩展危化品物贸一体化网络，物流网络+分销网络协同效应下实现客户资源的补充。化工品物流对资质要求高，外延并购直接帮助公司获得了优质的客户资源。2019年，公司先后收购上海振义、天津东旭，以仓储设施建设为基础，拓展了医疗相关行业以及半导体、涂料、新能源汽车相关行业的客户资源。2021年，公司收购江苏马龙国华，从化工品分销的角度拓展滇桂黔出产的化工资源线下分销的华东地区客户；收购上海密尔克卫集装罐，以罐箱服务拓展众多国际化工企业和国际罐东；收购上海市化工物品汽车运输，以运输资源为基础拓展芯片、半导体行业的客户。外延并购完善公司基础物流网络，同时也扩张了分销网络，完善物贸一体化网络，实现客户资源的补充和拓展。

图表 26：密尔克卫 2019-2021 年实现客户资源扩张的收购案例

日期	公司	资质	客户资源	扩充意义
2019 年 03 月	上海振义	危险品仓储	拥有高质量的稳定客户群，如上海新发展国际物流、上海从惠实业等；同时新进覆盖了医疗相关行业	仓储资源扩充 客户资源拓展
2019 年 04 月	天津东旭	危化品甲乙类仓储稀缺资源空缺	拓展天津及华北地区的半导体、涂料、新能源汽车的客户	仓储资源扩充 客户资源拓展
2021 年 03 月	江苏马龙国华	备危险化学品销售、危险品 4 类 2 项运输资质；危险化学品铁路专用线共用使用权。	滇桂黔出产的化工资源线下分销的华东地区客户	磷资源及其他基础化学品的全国分销。
2021 年 09 月	上海密尔克卫集装罐	堆场、排水许可证	众多的国际化工企业和国际罐东	拓展华东地区的罐箱服务。中国唯一安装的独立食品级罐箱清洗车间和管路的堆场。
2021 年 12 月	上海市化工物品汽车运输	道路运输证	芯片、半导体等行业的客户	核电等特货及跨境长线运输业务。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

围绕核心化工园区补充扩展仓储网络，构建稀缺仓储资源。化工企业不断向园区聚集趋势增强，收购化工园对企业扩充仓储网络有重要战略意义。2020年，应急管理部也拟从立法角度加强化工园区、物流园区规划、布局和安全管理。密尔克卫收购的标的对应的化工园均为优质化工园。如：“张家港市保税区扬子江国际化工园”是全国最大的液体化工品物流集散中心；“上海化学工业区”是国家首批新型工业化示范基地等。

图表 27：密尔克卫外延并购标的同相关工业园区重合度高

日期	公司	资质
2016 年 02 月	张家港巴士	张家港市江苏扬子江国际化学工业园
2016 年 03 月	张家港密尔克卫	张家港保税物流园区
2018 年 08 月	天津至远	南京化学工业园区
2019 年 03 月	上海振义	浦东新区外高桥高东工业园区
2019 年 12 月	密尔克卫(烟台)供应链管理(山东华瑞特)	烟台资源再生加工区
2020 年 11 月	张家港密尔克卫(张家港新能)	张家港市保税区扬子江国际化工园
2021 年 03 月	上港化工物流	上海奉贤化工园区
2021 年 10 月	零星物流	上海化学工业区

数据来源：公司公告，华福证券研究所

围绕细分环节拓展，提升物贸一体化基本盘运营能力。我国第三方化工物流市场整体高度分散，缺少具备全球网络、一体化供应链服务能力的优质服务商。中国下游化工生产行业重组拆分不断，对物流服务方的要求不断提升。为了早日实现密尔克卫“五五”战略规划，密尔克卫通过收购兼并以实现强强联合，补足业务短板，提升物贸一体化运营能力。2020 年，公司收购湖南瑞鑫化工拓展专业化工品贸易业务，收购张家港新能拓展危废处理业务；2021 年，公司先后收购江苏马龙国华、上海密尔克卫集装罐及化工物品汽车运输分别拓展线下分销网络、集装罐资源以及核电等特货的跨境运输能力。

图表 28：2019-2021 年密尔克卫外延并购实现细分环节拓展

序号	时间	公司	核心能力
1	2019 年 11 月	天津港中化	港区危化品集装箱堆存及短驳运输能力
2	2020 年 9 月	江苏中腾	大件运输平板车组和大吨位起重吊机运力资源
3	2020 年 11 月	湖南瑞鑫化工	专业化工品贸易业务
4	2020 年 11 月	张家港新能	危废处理业务能力
5	2021 年 03 月	江苏马龙国华	拓展线下分销网络、危化品铁路运输能力
6	2021 年 09 月	上海密尔克卫集装罐	集装罐的清洗处理等罐箱服务能力
7	2021 年 12 月	上海市化工物品汽车运输	核电等特货及跨境长线运输业务能力

数据来源：公司公告，华福证券研究所

围绕主要客户外延并购资源，实现客户协同。近年来，密尔克卫产能扩张途径与其重要的客户（巴斯夫、陶氏、PGG、阿克苏、佐敦）高度重合，7 个集群中有 6 个集群存在重合。

图表 29：密尔克卫产能扩张路径和主要客户重大投资路径高度重合

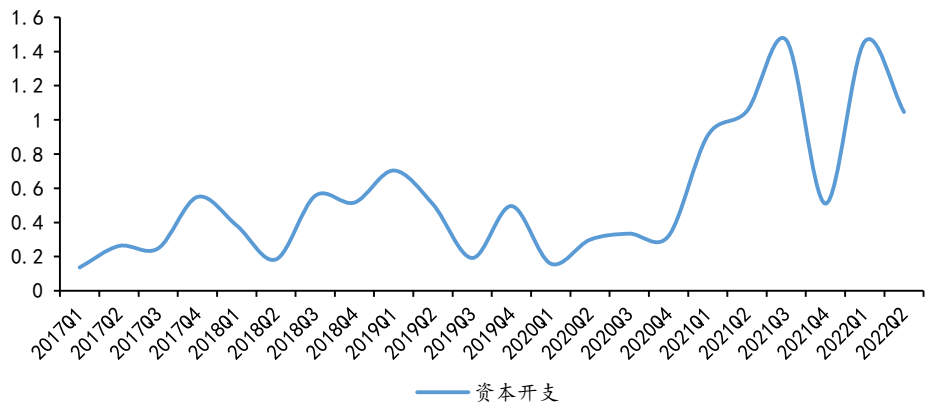
地点	密尔克卫产能扩张	重要客户投产
天津	2016: 天津隆生	2016: (阿克苏诺贝尔) 廊坊水性真石漆项目
	2019: 天津东旭	2019: (PPG) 涂料创新中心项目
		2020: (阿克苏诺贝尔) 新生产基地扩能
青岛	2014: 青岛密尔克卫	2009: (佐敦) 青岛船舶涂料有限公司
	2019: 山东华瑞特	
南京	2018: 南京联合全程物流	2018: (巴斯夫) 南京场巴蒸汽裂解项目
上海	2016: 上海赣星物流	2017: (巴斯夫) 汽车涂料生产装置、催化剂生产装置
	2016: 上海内森集装罐	2020: (巴斯夫) 上海创新园可生物降解实验室
	2017: 上海静初	2020: (巴斯夫) 全新光伏装置
	2019: 上海振义	2020: (巴斯夫) PBAT 可堆肥共聚酯生产
	2021: 上港化工	2021: (巴斯夫) Uvinul® A Plus 生产装置
	2021: 上海零星危险品	2021: (陶氏) 用于导热技术的新型混合器生产线
	2021: 上海化运	
	2021: 上海密尔克卫集装罐	
张家港	2016: 张家港巴士物流	(佐敦) 张家港涂料有限公司
	2016: 张家港密尔克卫物流	2019: (陶氏) 化工基地扩能
	2020: 大正信(张家港)	2019: (PPG) 涂料等扩能项目
	2020: 张家港新能	2020: (陶氏) 有机硅树脂工厂
		2021: (陶氏) 液体硅橡胶混合器生产线
		2021: (PPG) 中国应用创新中心
		2021: (巴斯夫) 巴斯夫湖南杉杉电池合资公司
		2021: (陶氏) 华南特种化学品制造基地
宁波	2020: 宁波道承物流	(陶氏) 宁波浙江太平洋化学
		2018: (阿克苏诺贝尔) 宁波工厂扩建项目
广州	2015: 陕西迈达(广州)	2017: (陶氏) 广州组合料扩建项目

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 内生：行业整合进入后半程，外延向内生过渡

内生式发展集中于物流服务的延伸与信息化管理系统的搭建。公司是国内领先的专业化工供应链综合服务商，并基于综合物流服务向化工品分销延伸，逐步形成“货运代理、仓储和运输”为核心的化工品物贸一体化服务。公司的内生式发展主要集中于物流服务的延伸与信息化管理系统的搭建，致力于一体化服务的丰富和对于中小客户的覆盖。

图表 30：公司资本开支情况（单位：亿元）



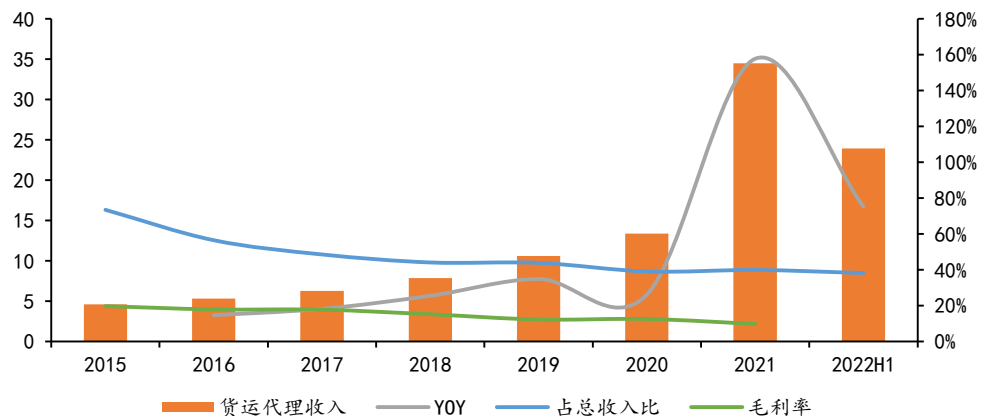
数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司资本开支爆发式增加。2021 年，公司资本开支达到 3.9 亿元，同比增长 254.1%。2022 年 H1 资本开支达到 2.5 亿元，同比增长 27.8%。在 21Q1 公司定增完成后，在化工发达区围绕货运代理、仓储、运输等业务进行投资，从而提升公司服务辐射范围。

公司一站式综合物流服务愈发完善。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。目前，公司涵盖了全球货代业务 (MGF)、全球航运及罐箱 (MTT)、全球工程物流及干散货 (MPC)、区域仓配一体化 (MRW)、区域内贸交付 (MRT) 等。

货运代理——全球货代业务 (MGF)：2021 年密尔克卫原货运代理业务 (现 MGF+MTT) 营业收入 34.5 亿元，同比增长+157.7%，毛利率 9.8%。2022 年 H1 营业收入 23.9 亿元，同比增长 75.2%。

图表 31：密尔克卫货运代理（现 MGF+MTT）业务情况（亿元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司货运代理版图逐年扩张。2021年，公司新设业务子公司11家，新收购公司2家，主要专注于长三角区域和海外业务扩展。2018-2021年，公司业务新增子公司共30家，通过持续新设子公司、收购公司，公司实现了从上海辐射至全国的网络布局，进一步吸收客户资源、发挥协同效应。2021年，公司上海以外地区的收入占比达到43%，较2018年提升15pp。

图表 32：公司货运代理版图逐年扩张

涉及货运代理	2018	2019	2020	2021
新设子公司	四川密尔克卫供应链管理有限公司	山东密尔克卫		青岛密尔克卫化工储运
	密尔克卫化工供应链服务(广东)有限公司	化亿运物流科技有限公司		密尔克卫物流科技(镇江)
	宁波慎则化工供应链管理有限公司			青岛密尔克卫化工供应链
	连云港密尔克卫化工供应链有限公司			山西化亿运
				上海密尔克卫航运
				密尔克卫国际物流
				MILKYWAYINDUSTRIALPROJECTLOGISTICSPTE.LTD
				MILKYWAYINTERNATIONALCHEMICALSUPPLYCHAINPTE.LTD
				MILKYWAYSHIPPINGPTE.LTD
				上海临港
新收购公司	天津致远	上海振义	密尔克卫(烟台)	上海港口
	宝华物流	天津东旭	大正信(张家港)	上海化运
		镇江宝华	江苏中腾	
		湖南湘隆	宁波道承	
			四川密尔克卫雄峰	

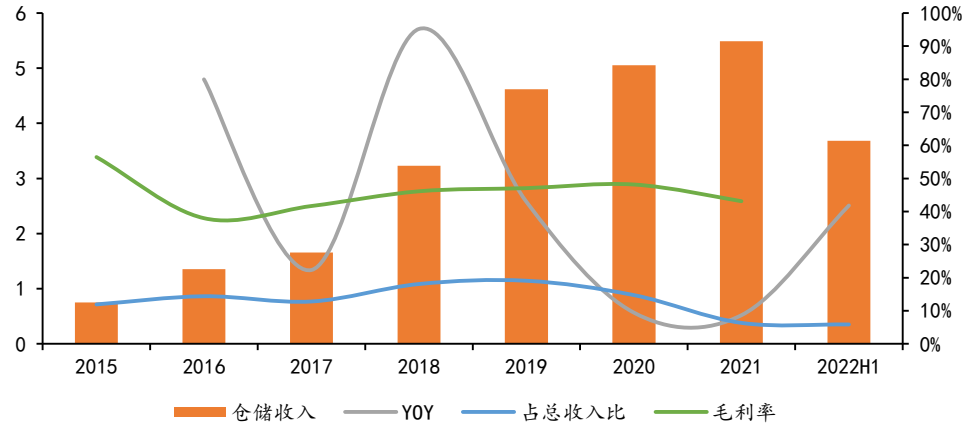
数据来源：公司公告，华福证券研究所

仓储——区域仓配一体化(MRW)：公司自建及管理55万平米专业化学品仓库，为客户提供化工品存储报关、库存管理和操作，以及提供货物分拣、分装、换包装、贴标、灯托等增值服务。仓储业务主要包括两个部分：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貌仓储。

2021年，公司仓储业务实现营业收入5.5亿元，同比增长8.7%。2015-2021年，业务毛利率由56.5%下降至43.1%，仓库利用率不足导致2021年毛利率较2020年下降5.1pp。2022年H1营业收入3.7亿元，同比增长41.8%。危险品仓库属于稀缺

资源，中短期内，化工物流公司的议价能力将与仓储能力呈显著正相关，预计未来随着公司仓储版图逐步扩张、物流网络覆盖全国，将充分享受规模优势，仓储业务毛利率存在较大上升空间。

图表 33：公司仓储业务情况（亿元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 34：公司仓储版图逐年扩张

涉及仓储		2017	2018	2019	2020	2021
自有仓库	新设子公司	上海同发 1088、张家港保税区、上海武双 18	四川密尔克卫供应链管理	山东密尔克卫		青岛密尔克卫化工储运
			密尔克卫化工供应链服务(广东)有限			密尔克卫物流科技(镇江)
			宁波慎则化工供应链			青岛密尔克卫化工供应链
			连云港密尔克卫化工供应链有限			山西化亿运
						上海密尔克卫航运
						密尔克卫国际物流
						上海临港
						密尔克卫(河南)铁路运输
	新收购公司					上海密尔克卫化工服务
		天津致远	上海振义(甲、乙)	密尔克卫(烟台)(1甲、5乙、2丙)	上海港口	
		宝华物流	天津东旭(甲、乙)	大正信(张家港)(丙)	上海零星危险化学品物流	
			镇江宝华	江苏中腾	上海化运	
			湖南湘隆(甲、乙)	宁波道承		
				四川密尔克卫雄峰		
租赁仓库	上海市浦东新区泥城镇秋祥路 153 号	上海市浦东新区泥城镇秋祥路 153 号	黄岛区通河路 311 号	广州市白云区太和镇石湖村镇东路 138 号	中国(上海)自由贸易试验区汇港路 501 号 2 幢二层	

上海市松江区松蒸公路1289号普洛斯松江物流园B4号库U104单元	上海市奉贤区海杰路869号1-18号库	上海市浦东新区泥城镇秋祥路153号	广东省东莞市沙田镇大流村第一小组	中国(上海)自由贸易试验区双惠路99号
广州市白云区太和镇百足桥10号A12号仓库	广州市黄埔区宝丰路52号普洛斯南岗物流基地C库南面一楼、二楼库房	上海市松江区新浜镇文兵路458号北面	四川省成都经济技术开发区南六路98号3#仓库	中国(上海)自由贸易试验区盛路333号物流仓库1层单元
广州市白云区太和镇石湖村镇东路自编138号的物业	上海市松江区新浜镇文兵路458号	上海市奉贤区海杰路869号1-18号库	广东省翁源县翁城产业转移园华彩化工涂料城C-01地	上海市松江区文兵路458号
广州市花都区狮岭镇1285坐落A区的物业	武汉市黄陂区横店街百花村	天津市临港工业区渤海十七路199号	上海市奉贤区海杰路869号1-18号库	广东省东莞市沙田镇大流村第一小组
上海市浦东新区华佗路68号8号楼	广州市白云区太和镇百足桥10号A12号仓库-军鑫仓库	广东省翁源县翁城产业转移园华彩化工涂料城C-01地	上海市松江区新浜镇文兵路458号北面	上海市浦东新区秋祥路669号
	广州市白云区太和镇石湖村镇东路138号	广州市白云区太和镇百足桥10号A12号仓库-军鑫仓库	上海市浦东新区泥城镇秋祥路153号	江苏省南京市江北长芦物流园区B2号库2号单元
	广州市白云区花都区狮岭镇1285座落A区-2	广州市白云区太和镇石湖村镇东路138号	上海市松江区新浜镇文兵路458号南面	
	广东省翁源县翁城产业转移园华彩化工涂料城C-01地	宁波北仑霞浦物流园区永定河路50号普洛斯三期	上海浦东新区老港镇良乐路1-4号	
	天津市宝坻区大口屯镇津围公路东侧	成都市龙泉驿区洪安镇龙洪路9号	江北长芦物流园区B2号库2号单元	
	上海市浦东新区良通路299弄1、2、3号	四川省成都经济技术开发区南六路98号3#仓库	中国(上海)自由贸易试验区双惠路99号	
	宁波北仑霞浦物流园区永定河路50号普洛斯三期	广东省东莞市沙田镇大流村第一小组		
	镇江市丹阳市长湾西路9号	上海市松江区新浜镇文兵路458号南面		
	四川省成都经济技术开发区南六路98号3#仓库	上海市浦东新区良通路299弄1、2、3号		
	天津市临港工业区渤海十七路199号	南京建邺区江东中路100号万达广场A座2502		
	张家港市金港镇中华路东侧、港丰路北侧3幢	江北长芦物流园区B2号库2号单元		
	南京市六合大道120号2号库1单元	南京六合化学工业园乙烯路98号		

		南京市六合区雄州镇 李桃村所在地库房	天津市东丽区华粮道 2298 号		
		南京化学工业园区乙 烯路 98 号仓库 1 号 库、2 号库、3 号库			

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司物流网逐步形成。2021 年底，公司固定资产总值达到 10.88 亿元，较 2020 年增加近 3 亿元，主要来自于企业合并增加。2021 年，公司新设子公司 10 家，新收购公司 3 家。2017 年至 2021 年，公司仓储子公司稳步增加，共新增 30 家。同时，租赁仓库共 61 座，主要集中于环渤海、长三角、珠三角等经济发达地区，形成 7 大集群。

公司仓储业务立足上海，辐射全国。公司仓库分布具体可分为 7 大集群：北部（大连、营口、天津）、山东（青岛、烟台）、上海、浙闽（宁波、福州、厦门）、南部（广州、清远、东莞、惠州、湛江、防城港）、长江（南京、镇江、武汉、张家港、连云港、长沙）、西部（新疆、西安、重庆、成都、昆明）。2021 年，公司新增仓库 19 座，其中上海 11 座，逐步形成立足上海、辐射全国的业务格局。

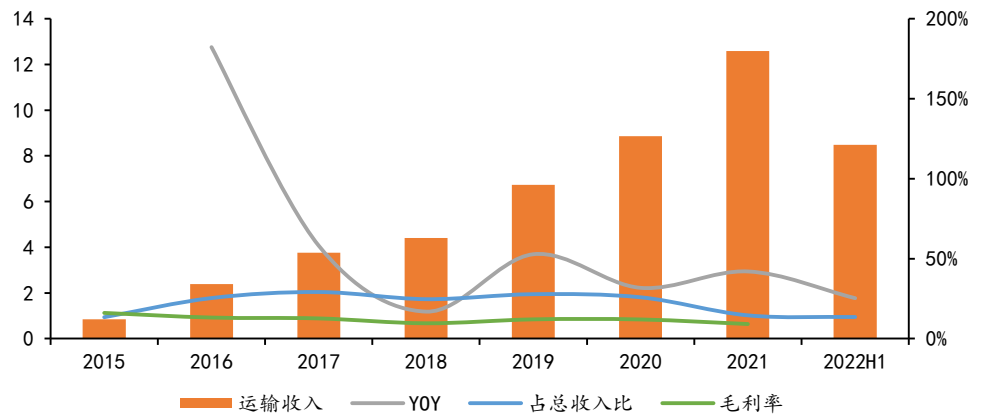
图表 35：公司仓储业务七大集群

七大集群	2019 密尔克卫仓库 (自有+租赁)	2020 密尔克卫仓库 (自有+租赁)	2021 密尔克卫仓库 (自有+租赁)	主要客户
北部(大连、营口、天津)	3 (3 天津)			阿克苏、PPG
山东(青岛、烟台)	2 (2 青岛)	1 (1 烟台)	2 (2 青岛)	佐敦
上海	6	6	11	巴斯夫
浙闽(宁波、福州、厦门)	1 (1 宁波)	1 (1 宁波)	1 (1 福州)	阿克苏、陶氏
南部(广州、清远、东莞、惠州、湛江、防城港)	4 (1 翁源县、2 广州、1 东莞)	3 (1 广州、1 东莞、1 翁源县)	2 (1 广州、1 东莞)	陶氏、阿克苏、巴斯夫
长江(南京、镇江、武汉、张家港、连云港、长沙)	5 (1 镇江、1 长沙、3 南京)	3 (1 张家港、1 南京、1 江阴)	2 (1 镇江、1 南京)	巴斯夫、陶氏、佐敦、PPG、阿克苏
西部(新疆、西安、重庆、成都、昆明)	2 (2 成都)	2 (2 成都)	1 (1 山西)	阿克苏、陶氏、巴斯夫
合计	23	16	19	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司运输业务飞速增长。2015-2021 年，公司运输业务营业收入由 0.8 亿元增长至 12.6 亿元，CAGR 达到 58%。2021 年密尔克卫运输业务（MRT）营业收入 12.6 亿元，同比增长+42.0%，毛利率 9.1%。2022 年 H1 营业收入 8.5 亿元，同比增长 25.3%。

图表 36: 公司运输业务情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司运输业务布局逐渐丰满。2021 年, 公司新设子公司 10 家, 新收购公司 3 家, 2018-2021 年, 公司运输业务新增子公司 30 家。运输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, 将实现多业务协同发展, 打通化工品物流供应链, 实现一体化。

图表 37: 公司运输版图逐年扩张

涉及运输业务	2018	2019	2020	2021
新设子公司	四川密尔克卫供应链管理有限公司	山东密尔克卫		青岛密尔克卫化工储运
	密尔克卫化工供应链服务(广东)有限公司	化亿运物流科技		密尔克卫物流科技(镇江)
	宁波慎则化工供应链管理有限公司			青岛密尔克卫化工供应链
	连云港密尔克卫化工供应链有限公司			山西化亿运
				上海密尔克卫航运
				密尔克卫国际物流
				上海临港
				密尔克卫(河南)铁路运输
				上海密尔克卫化工服务
				营口化亿运供应链管理
新收购公司	天津致远	上海振义	密尔克卫(烟台)	江苏马龙国华
	宝华物流	天津东旭	大正信(张家港)	上海港口
		镇江宝华	江苏中腾	上海化运
		湖南湘隆	宁波道承	
			四川密尔克卫雄峰	

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司发展策略为全国范围做幅度, 重点区域做密度。当前资源布局下, 华东等地区资源充分, 这些地区能作为公司资源补充和协同的收购标的较少, 公司倾向于针对现有资源短板进行自建补充。

3.3 信息化建设: 坚定推进数字化转型

公司信息化技术专注于仓库管理、运输管理、车辆控制及订单处理等方面。近几年，公司坚定推进数字化转型，MCP系统（密尔克卫化工供应链管理系统平台）在原有专业运输及配送服务系统（TMS）、货代系统（FMS）、仓储系统（WMS）、大数据与智能化应用以及财务结算五大板块的基础上，陆续开发上线了贸易系统（MMS）、罐箱系统（GMS）、订单无纸化系统、人事行政流程、作战中心 1.0、CRM 等系统，满足客户多重需求的同时，又兼顾提升公司管理效率。

截至目前，公司已获得专利证书 49 项（其中发明专利 3 项），软件著作权证书 100 项。未来，公司将不断进行科技力量升级，持续优化 MCP 系统，通过数字化供应链贯通线上和线下的业务联动。

图表 38：MCP 业务覆盖全面



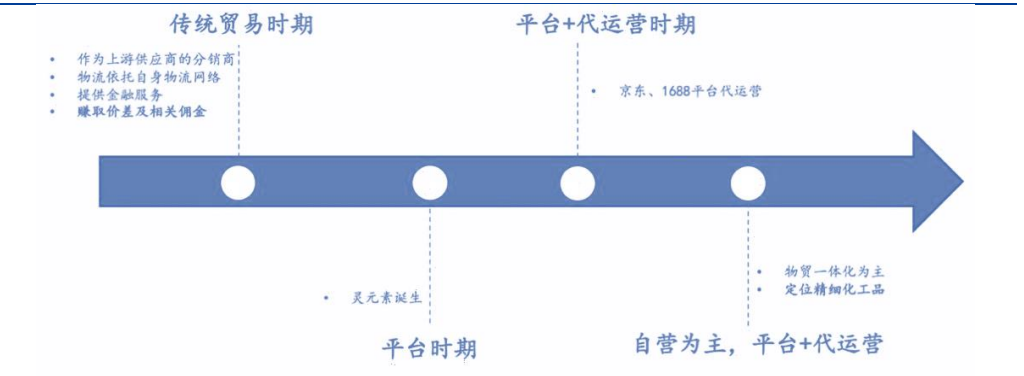
数据来源：公司官网，华福证券研究所

3.4 分销业务：基于物流底盘平台化发展，关注资金周转提升空间

线上导流线下，线下反哺线上。密尔克卫化工分销业务分别经历了传统贸易时期、电商平台时期、平台+代运营时期以及自营买断+代运营+平台四个阶段。密尔克卫传统分销业务是化工供应链链条上的拓展，在稳定的物流基础网络上延伸业务到化工品贸易，在信息技术崛起下公司开始电商化运营传统贸易业务。化工供应链经营经验+网络化的物流基础设施助力公司化工品交易服务；线上（零元素平台+其他平台代运营）导流线下的直接销售及分销，以及物流网络，线下完善的业务能力也会反哺线上。

未来公司化工分销业务分线上和线下两方面拓展，聚焦长尾客户群。线下业务将主要聚焦在物贸一体化和产业链延伸上，利用分销业务持续盘活物流资源，物流资源底盘高效高质量保证分销业务发展；此外，公司还将延产业链上游持续延伸，尝试一些 OEM 及分装复配。线上分销方面，公司将不断在化工品品类深化拓展，以满足下游中小客户需求，同时凭借规模效应获得价格优势。

图表 39：密尔克卫化工分销业务发展历程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

对比摩贝、国联旗下涂多多等平台以及密尔克卫，化工电商逐渐走向自营，安全、高效的物流履约能力也将成为核心优势之一。相比于国联、摩贝等国内可比企业，密尔克卫能够对渠道、物流、服务进行更全面地监察，能够更好地进行品控，并能解决复购率问题；渠道、人员、经验长期积累，支持平台长期发展；此外，密尔克卫还能实现自营物流与分销的结合，近年来，密尔克卫积极进行物流网络扩充，已覆盖主流精细化工厂家客户，具备较强的物流交付能力；其客户和供应商合作稳定，货源和需求渠道通畅。

图表 40：主要化工品电商对比

序号	摩贝	国联	密尔克卫
类型	买断为主兼撮合	买断为主兼撮合	买断为主
卖家	撮合：第三方品牌或品牌分销商	撮合：第三方卖家	
	买断：网站自营	买断：网站自营	买断：上游买断直接配送销售
物流	供应商直发		
	平台自营物流或者第三方物流	第三方供应商	平台自营物流为主，辅助第三方物流
	客户自提		

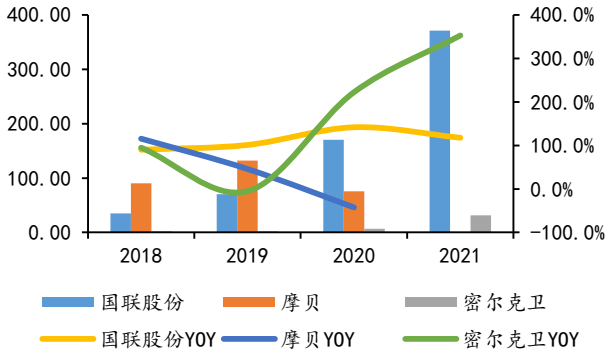
数据来源：公司官网，华福证券研究所

相比于国内可比公司摩贝和国联旗下涂多多平台，密尔克卫营业收入基数小，同比增速最高，2021 年营业收入仅为 31.26 亿元，同比增长高达 352.6%。与摩贝和涂多多平台毛利率逐年下降趋势不同，密尔克卫利用其物流业务优势，使分销与物流深度绑定，其分销业务以精细化工产品为主，辅以附加值服务，驱动毛利率高于国联股份和摩贝。

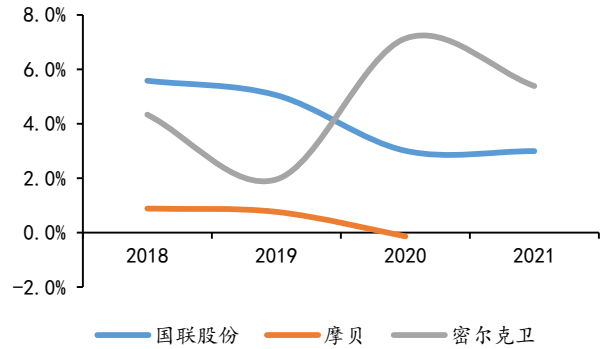
图表 41：国内可比分销平台营业收入及同比（亿元）

图表 42：国内可比分销平台毛利率

相比于国内可比公司，国际化工品分销企业 Brenntag、IMCD、Univar 呈现高毛利、低净率的特点，分销供应链模式已十分成熟，提供更丰富的供应链服务。与国内



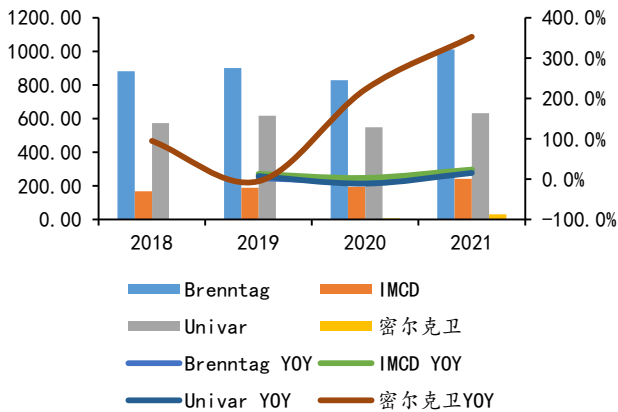
数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

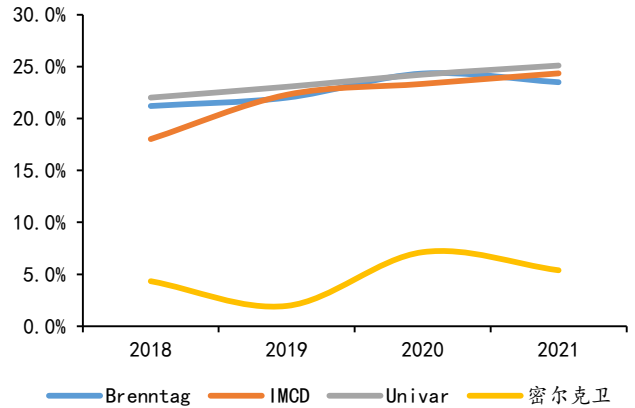
可比公司摩贝、国联股份多多平台和密尔克卫转型自信息服务、物流服务业务不同，国际可比公司转型自传统分销商，属于劳动密集型模式，有大量的地推业务，因此有较高的销售费用占比。

图表 43：国际可比分销平台营业收入及同比（亿元）



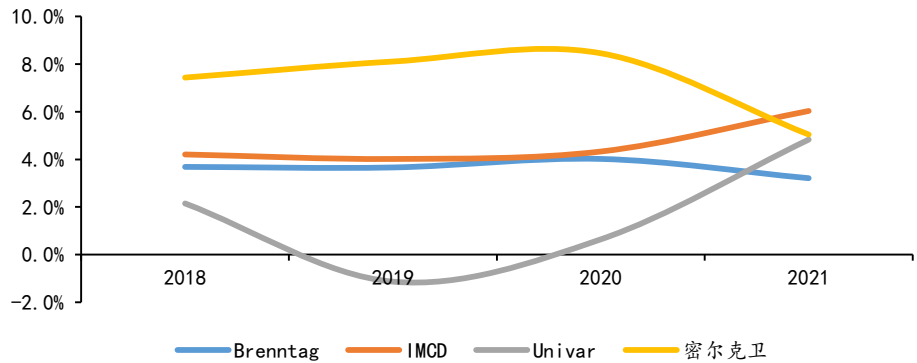
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 44：国际可比分销平台毛利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 45：国际可比分销平台净利率

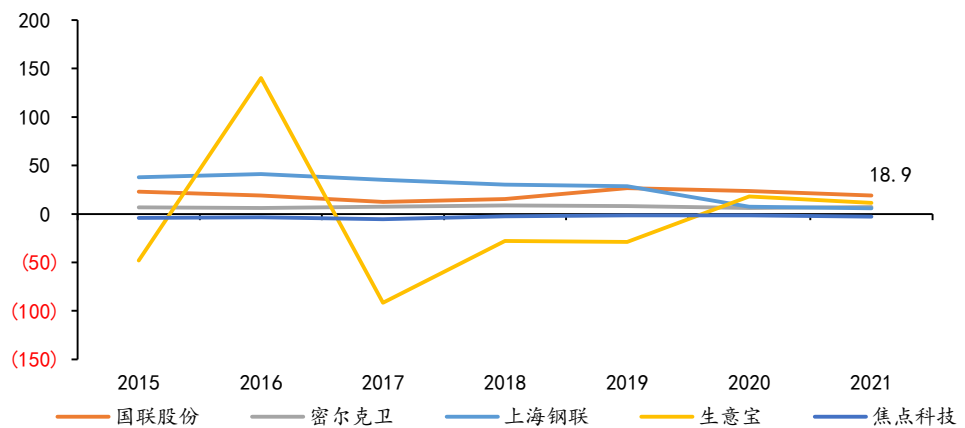


数据来源：公司公告，华福证券研究所

营运资金周转仍然存在提升空间。分销业务涉及存货和账期的管理，本质考验资金运作能力。我们参考同行资金运作情况，业内资金运作优秀的公司是国联股份，国

联在维持较强的短期偿债能力的情况下，2015-2021年其营运资金周转率约为15-25次，在行业中属领先水平。2021年国联营运资金周转率为18.9，目前国联可用资金约30亿，能撬动约600亿收入。2021年密尔克卫营运资金周转率为7.2，也处于较高水平，但对比同行依旧存在提升空间。公司对上下游供应商和客户的议价权提高通常能带来营运资金周转提高，密尔克卫在不断扩大分销业务体量的情况下，公司资金运营能力也将得到提高，我们以国联为目标看，密尔克卫以10亿元左右的可用资金，在19的营运资金周转率下，将能撬动200亿元的营业收入，提升空间可观。

图表 46：行业可比公司营运资金周转率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

四、 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

关键变量：

关键变量 1： 2022 年国际供应链紧张下，货代业务价格平稳量持续增长，2023-2024 伴随疫情缓和，国际供应链紧张疏解，未来价格存在下跌趋势，预计 2022-2024 货运代理收入增速为 38%，15%，15%；仓储业务方面，预计公司仓储面积每年 7-9 万方左右的产能投入，其中 22 年增速较高，租金端保持稳定；2022-2024 运输业务收入增速为：20%，15%，15%；

关键变量 2： 化工交易业务在内生深化业务，保持化工品电商渗透率提升下持续保持高增速，我们预计 2022-2024 年公司化工业务体量增速较高，由此收入增速分别为：90%、80%、60%；

关键变量 3： 基于各项业务特质，货代业务在公司经营稳定下毛利率维持 9.8%；仓储业务在公司优化客户结构，加快新业务周转，毛利率提高至 46%；运输业务毛利

率在 9%；化工交易业务毛利率在 6%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

图表 47：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
货运代理	收入	3,447.8	4,760.2	5,474.2	6,295.4
	增速	157.7%	38.1%	15.0%	15.0%
	毛利率	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
仓储业务	收入	548.9	691.6	740.0	791.8
	增速	8.7%	26.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	43.1%	46.0%	46.0%	46.0%
运输业务	收入	1258.1	1509.7	1736.2	1996.6
	增速	42.0%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	8.0%	9.1%	9.0%	9.0%
工程物流及干散货	收入	234.9	587.2	1,291.7	2,325.1
	增速		150.0%	120.0%	80.0%
	毛利率	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
化工交易业务	收入	3,126.3	5,940.0	10,692.0	17,107.2
	增速	352.6%	90.0%	80.0%	60.0%
	毛利率	5.4%	6.0%	6.0%	6.0%
其他业务	收入	28.7	31.6	34.8	38.3
	增速	294.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	12.1%	10.9%	10.0%	10.0%
合计	收入	8,644.7	13,520.3	19,968.9	28,554.3
	增速	152.3%	56.4%	47.7%	43.0%
	毛利率	10.3%	9.9%	9.1%	8.5%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 相对估值

根据盈利预测，我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 135/200/286 亿元，归母净利润 6.9/8.9/11.3 亿元，对应当前估值分别为 31/24/19 倍。密尔克卫主营业务包括物流及贸易两个板块，没有完全能够业务对标的上市公司，我们从两项主营业务中选择主要公司进行参考。贸易板块选择产业互联网公司国联股份，物流板块选择宏川智慧（仓储），华贸物流（货代），顺丰控股（综合物流）作为参考，2022-2024 预期平均 PE 为 32，22 及 17 倍。

我们看好资产及牌照门槛高、运营愈加规范的危化品物流赛道，头部企业的护城河将持续拓宽。密尔克卫以高毛利的仓储业务为壁垒、通过分销业务实现核心能力的流量变现。对比参照公司，公司核心仓储的壁垒更高、盈利能力更强，我们认为公司

相对于轻资产运营（如华贸物流）以及未拥有核心危化品仓储的其他公司享有更高的估值溢价，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标市值 265 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 48：可比公司估值（收盘价取 2022/08/30）

证券代码	可比公司	股价（元）	归母净利润（百万元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603613	国联股份	101.29	578.41	988.4	1,593.01	2469.18	63.91	51.10	31.71	20.46
002930	宏川智慧	22.00	272.23	349.98	456.33	543.05	42.43	28.24	21.66	18.20
002352	顺丰控股	49.12	4,269.10	6,757.53	9,319.17	12,185.59	79.21	35.58	25.80	19.73
603128	华贸物流	9.22	836.74	1,026.01	1,248.50	1,508.60	21.41	11.77	9.67	8
平均值							51.74	32.12	22.43	16.68
603713	密尔克卫	130.00	431.79	686.51	884.97	1128.90	49.52	31.14	24.16	18.94

数据来源：公司公告，Wind 一致预期，华福证券研究所

五、 风险提示

- 1) 化工行业市场波动风险，化工企业系公司主营业务的上游，化工品需求大幅下降将影响公司主营业务的经营状况。
- 2) 安全生产风险，公司主要经营危化品相关运输，安全生产要求较高，突发安全事故将影响公司业绩。
- 3) 产能建设不及预期，公司仓储业务依赖仓库的建设、升级，仓库面积扩张不及预期将影响公司业绩。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn