

密尔克卫(603713.SH)买入(首次评级)

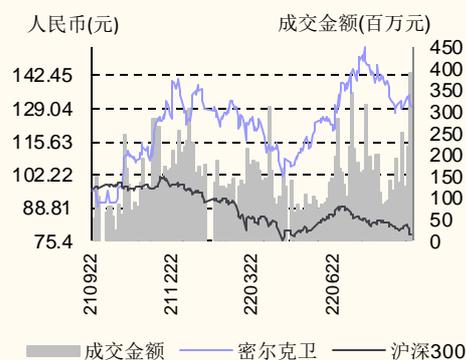
公司深度研究

市场价格(人民币): 129.75元

目标价格(人民币): 154.20元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.64
已上市流通A股(亿股)	1.63
总市值(亿元)	213.39
年内股价最高最低(元)	153.86/89.64
沪深300指数	3928
上证指数	3116



危化品物流龙头，物贸一体协同发展

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,427	8,645	13,696	17,578	22,106
营业收入增长率	41.68%	152.26%	58.43%	28.34%	25.76%
归母净利润(百万元)	288	432	648	845	1,101
归母净利润增长率	47.15%	49.67%	50.09%	30.32%	30.36%
摊薄每股收益(元)	1.864	2.625	3.941	5.135	6.695
每股经营性现金流净额	2.19	1.23	6.64	5.87	8.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.86%	13.70%	17.59%	19.19%	20.63%
P/E	70.26	51.34	32.93	25.27	19.38
P/B	11.84	7.03	5.79	4.85	4.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **危化品物流龙头，业绩大幅增长。**公司主要为化工企业提供以货代、仓储和运输为核心的综合物流服务，并大力发展化工品交易业务，被中物联评为化工物流百强综合第4名。2022H1公司实现营收62.69亿元，同比增长81.1%，其中综合物流和化工品交易的收入占比分别为65%和35%，归母净利润3.04亿元，同比增长65.6%。公司内生外延不断拓展业务规模，2017-2021年公司营收、净利润CAGR分别达60.9%、50.7%。2022年9月，公司拟发行8.7亿元可转换公司债券，将主要用于收购及项目建设。
- **第三方危化品物流空间巨大，市场集中度有望提升。**1.第三方危化品物流空间巨大：中国物流与采购联合会预计2025年中国危化品物流市场规模将增长至2.85万亿元，按第三方渗透率40%估计，潜在市场空间超万亿元。2.市场集中度极低：2020年中国化工物流百强营收554亿元，估算CR100仅9%，市场集中度极低。“退城入园”背景下，中小企业加速出清，叠加供给侧增长受限，龙头市占率将进一步提升。
- **多板块联动，提供一站式供应链服务。**1.货代：核心供应链业务，采用成本加成定价，疫情以来成本增长，带动2022H1海运单位毛利较疫情前增长98%，空运增长134%。2.仓储：重要盈利来源，通过收购山东华瑞特、大正信、上海零星等标的及自建扩大仓储面积，预计2024年仓储面积将达81万平方米。3.运输：拥有车辆1480余辆，配套物流及交易业务，单位毛利相对平稳，持续贡献业绩。4.交易：营收由2017年的1.16亿元增长至2021年的31.26亿元，CAGR高达128%，交易业务将持续带来物流需求。
- **物贸一体化，打造“化工亚马逊”。**化工交易以自营模式为主，锁定供需两端赚取差价，基本不承担存货风险。“灵元素”平台价格优势显著，并匹配自营物流，深度满足客户需求，物贸一体优势明显。公司主打精细化工品，2021年分销业务毛利率为5.4%，高于可比公司。

投资建议

- 首次覆盖给予“买入”评级。预计公司2022-2024年EPS分别为3.94元、5.14元、6.69元。公司享有估值溢价，参考未来业绩复合增速，给予公司2023年30倍PE，对应目标价154.2元。

风险提示

- 化工行业波动风险，安全运营风险，政策监管风险，并购不及预期风险，股东和董监高减持风险。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
zhengshuming@gjzq.com.cn

王凯婕 分析师 SAC 执业编号: S1130522070001
wangkaijie@gjzq.com.cn

内容目录

一、危化品物流龙头，业绩稳定高增长.....	5
1.1 第三方危化品物流龙头，股权激励目标明确.....	5
1.2 持续外延并购，提升综合服务能力.....	7
1.3 业绩稳定高增长，业务结构改变毛利率下滑.....	9
二、第三方危化品物流空间巨大，市场集中度有望提升.....	11
2.1 第三方危化品物流空间巨大，市场空间超 8000 亿元.....	11
2.2 市场集中度极低，龙头市占率提升空间大.....	12
三、多板块联动，提供一站式供应链服务.....	14
3.1 货代：单位毛利上行，货运量持续增长.....	14
3.2 仓储：重要盈利来源，资产优质扩张可期.....	16
3.3 运输：运力规模可观，稳定贡献利润.....	18
3.4 交易：线上线下双轮驱动，分销业务发展迅速.....	18
四、物贸一体化，打造“化工亚马逊”.....	20
4.1 自营模式优势显著，自有物流满足客户需求.....	20
4.2 品类主打精细化工品，毛利率领先同行.....	23
4.3 对标海外：全球化学品分销巨头利润可观.....	25
五、盈利预测与估值.....	26
5.1 盈利预测.....	26
5.2 投资建议及估值.....	28
六、风险提示.....	28

图表目录

图表 1：公司业务覆盖化工供应链全环节.....	5
图表 2：一站式综合物流服务是公司第一大业务，营收占比 65%.....	5
图表 3：公司在化工品物流领域深耕 20 余年.....	6
图表 4：控股家族持股比例达 38.5%（截至 2022 年 6 月 30 日）.....	6
图表 5：2019 年限制性股票激励计划完成情况超过考核目标.....	7
图表 6：2021 年股票期权与限制性股票激励计划.....	7
图表 7：公司持续并购，增长服务能力.....	7
图表 8：公司仓储面积占百强物流企业的 27.9%.....	8
图表 9：公司可转换债券用途（万元）.....	9
图表 10：2021H1 营业收入增速达到 81%.....	9
图表 11：2022H1 归母净利润增速达到 65.6%.....	9
图表 12：公司各项业务保持高速增长.....	10
图表 13：2021 年公司毛利率达到 10.26%.....	10
图表 14：公司毛利率水平介于行业中等水平.....	10
图表 15：公司化工品分销业务占比大幅提升.....	10

图表 16: 化工品分销业务毛利率低于物流业务.....	10
图表 17: 2020 年中国炼化产能占全球炼化产能 16.37%.....	11
图表 18: 预计至 2025 年我国危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元.....	11
图表 19: 中国危化品第三方物流渗透率持续提升.....	12
图表 20: 2019-20 年百强企业资产 10 亿以上占比 45%.....	12
图表 21: 2019-20 年百强企业营收 10 亿以上占比 45%.....	12
图表 22: 2020 年百强企业平均资产/营收较低.....	13
图表 23: 2019-2020 年百强企业中民营企业占 73%.....	13
图表 24: 行业内公司主要竞争对手.....	13
图表 25: 部分地区“退城入园”政策.....	14
图表 26: 公司各业务板块之间相互协作.....	14
图表 27: 公司全球货代业务以海运为主, 营收占比 66%.....	15
图表 28: 公司海运代理单位毛利上行.....	15
图表 29: 公司空运代理单位毛利上行.....	15
图表 30: 2021-2022H1 公司全球货代业务毛利率下滑.....	16
图表 31: 公司货代海运量逐年增长.....	16
图表 32: 公司货代空运量逐年增长.....	16
图表 33: 仓储业务是公司重要盈利来源 (2022H1)	17
图表 34: 2021 年公司仓储面积达 65 万平方米.....	17
图表 35: 公司仓储业务毛利率较为合理.....	17
图表 36: 预计公司仓库面积持续增长.....	18
图表 37: 公司配送业务毛利率波动.....	18
图表 38: 公司集运业务单位毛利率波动.....	18
图表 39: 公司化工品分销业务板块.....	19
图表 40: 公司提供运贸一体化服务.....	19
图表 41: 公司化工交易业务增长迅速.....	20
图表 42: 传统分销模式下层层代理.....	20
图表 43: 公司源头工厂直采具备价格优势.....	20
图表 44: “灵元素”平台自营为主.....	21
图表 45: 公司与行业头部客户合作历史普遍超过 10 年.....	21
图表 46: 巴斯夫 1688 自营旗舰店物流委托第三方提供.....	22
图表 47: 陆上运输平台“运小虎”.....	22
图表 48: 空运、海运、仓储平台“化亿达”.....	23
图表 49: “灵元素”覆盖多个频道.....	23
图表 50: 公司“灵元素”平台主打精细化工品.....	24
图表 51: 2021 年公司分销业务收入达 31.26 亿元.....	24
图表 52: 2020-2021 年公司分销业务收入增速高于同行.....	24
图表 53: 2021 年公司分销业务毛利率为 5.4%.....	25
图表 54: 2021 年公司分销业务毛利率高于可比公司.....	25

图表 55: 预计 2030 年全球化学品分销市场规模将超 4000 亿美元.....	25
图表 56: Brenntag、Univar、IMCD 为全球化学品分销行业领导者.....	25
图表 57: 2021 年全球化学品分销三巨头净利润规模近 80 亿元.....	26
图表 58: 公司收入假设.....	26
图表 59: 公司毛利率假设.....	27
图表 60: 公司净利率假设.....	28
图表 61: 可比公司估值比较 (市盈率法)	28

一、危化品物流龙头，业绩稳定高增长

1.1 第三方危化品物流龙头，股权激励目标明确

公司是国内第三方危化品物流龙头。公司是国内领先的专业化工供应链综合服务商，在中物联评选的“化工物流百强”中位列综合服务企业第4名。公司为化工企业提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务，并基于综合物流服务向化工品交易延伸，物贸一体协同发展。

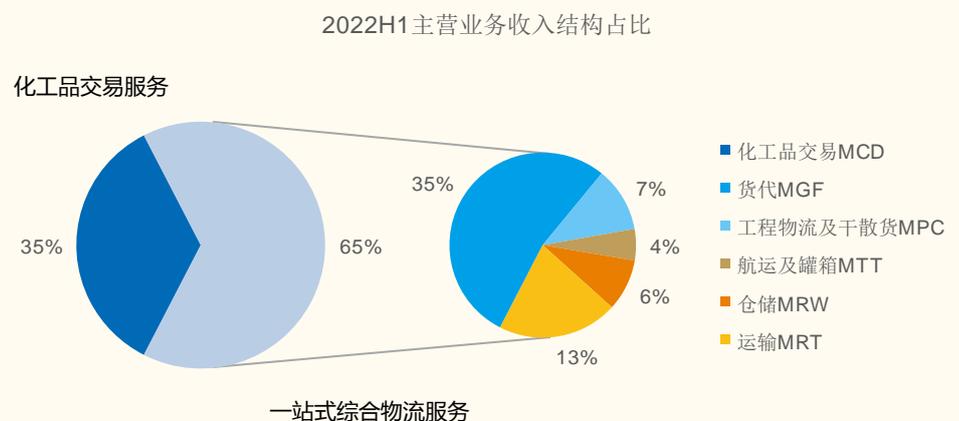
其中，一站式综合物流服务是公司第一大业务，2021年营收占比63.5%，2022H1营收占比升至65%；化工品交易业务则是公司2020年以来重点打造的业务，2021年营收占比为36.5%，2022H1营收占比为35%。

图表 1：公司业务覆盖化工供应链全环节

分类	业务板块	业务简介	经营模式
一站式综合物流服务	全球货代业务 (MGF)	提供全球范围内危险品普通货物海运、空运、铁路运输一站式服务	MGF/MPC 的营业模式主要为货运代理环节赚取代理费佣金以及前后段衍生的仓储、运输服务，利润增长主要依靠业务量驱动和服务环节的增加
	全球工程物流及干散货 (MPC)	专注于为大型工程总承包项目提供专业物流服务，整合多种运输方式	
	全球航运及罐箱 (MTT)	通过罐式集装箱提供内外贸多样灵活的租赁与运输服务；自建罐箱堆场网络提供专业的24小时集装罐技术服务	MTT 的营业模式主要为收取各类罐箱及散货船的租金、江海在途运输及衍生的堆存、维修维护和道路运输服务费用。利润增长依靠资产使用效率提升、业务量驱动和服务环节的增加
	区域仓配一体化 (MRW)	自建及管理65万平米专业化学品仓库，为客户提供化工品存储保管、库存管理和操作，提供货物分拣、分装、换包装、贴标、打托等增值服务	MRW 业务主要收费项目包含存放租金的收取，货物的进出仓费用，以及额外的增值服务项（分拣、分装，复配包装、移库、打托、贴唛、熏蒸费等各项服务费用）
	区域内贸交付 (MRT)	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	MRT 的收费标准主要依据运送货物的成本作为计价基础，结合运输车型及市场价格综合计算每车每公里运价（车/公里），并按照单程距离的长短进行阶梯式定价
化工品交易服务	不一样的分销 (MCD)	引领全球化工企业数字化转型，打造全场景物贸一体化服务体系	MCD 的盈利模式主要根据目标客户对各类化工品的需求采取直接销售（集中采购和分销）/间接销售（交易撮合/店铺代运营）的策略，赚取产品价差、咨询服务费、物流服务等增值服务

来源：公司公告，国金证券研究所

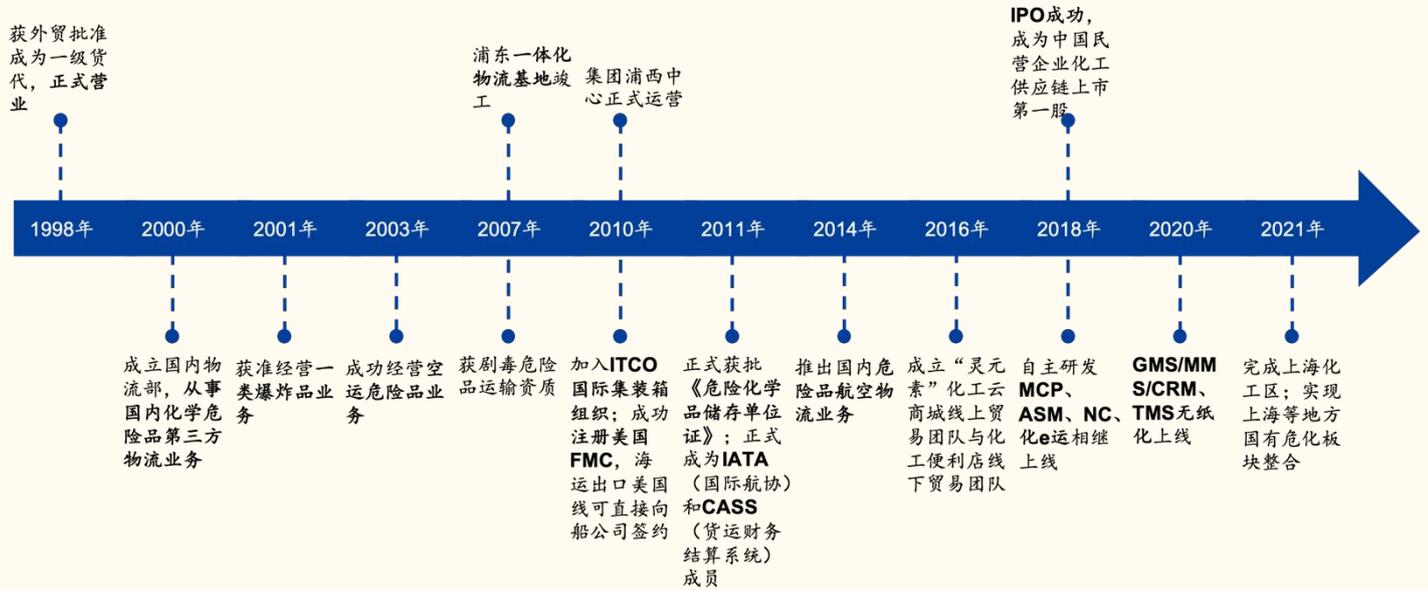
图表 2：一站式综合物流服务是公司第一大业务，营收占比65%



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司在化工品物流领域深耕 20 余年。公司成立于 1998 年，2000 年开始从事危险品物流业务，于 2011 年、2015 年先后成为国际化工巨头巴斯夫、陶氏的全面合作伙伴。2016 年公司成立化工交易平台“灵元素”。2018 年公司于上交所上市，成为中国民营化工供应链主板上市第一股。自 2015 年联想旗下君联资本入股后，公司积极通过并购，将业务版图扩张至全国。

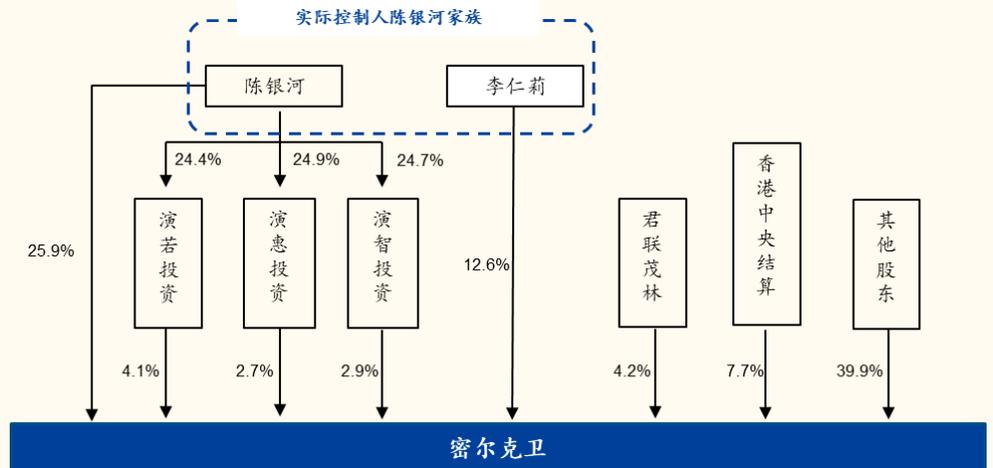
图表 3: 公司在化工品物流领域深耕 20 余年



来源：公司公告，国金证券研究所

- 股权结构稳定，控股家族持股比例达 38.5%。公司控股股东陈银河直接持股 25.9%，第二大股东李仁莉直接持股 12.61%。陈银河与慎蕾为夫妻关系，李仁莉与慎蕾为母女关系，其中陈银河与李仁莉为一致行动人。同时，陈银河亦是三家员工持股平台的实际控制人。陈银河、慎蕾与李仁莉合计持有公司 38.5%的股权。
- 持股平台深度绑定核心成员。公司设立有演惠、演智、演若投资三大员工持股平台，覆盖公司大多数经理级别以上管理层人员以及技术骨干。截至目前，三大员工持股平台参与人数共计有 140 人，合计持有公司 9.7%的股份。员工持股平台有效保障了核心团队的稳定。

图表 4: 控股家族持股比例达 38.5% (截至 2022 年 6 月 30 日)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 股权激励目标明确。公司上市后通过股权激励计划有效地促进员工积极性，同时大幅提升了业绩。公司于 2019 年底推出的首轮股权激励共计 288 万股，授予对象涵盖包括董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及其他骨干员工在内的 52 名员工。2019-2021 年，首轮股权激励成绩斐然，完成情况远超考核目标。公司于 2021 年底推出次轮股权激励共计 623 万股，目标员工人数扩大至 92 人。

图表 5: 2019 年限制性股票激励计划完成情况超过考核目标

公告时间	授予人数	基数年份	考核年份	净利润增长率目标(>)	实际净利润增长率	备注
2019/12	51	2018	2019	33%	48%	行权价 18.41 元/股；首次授予的股票期权每年解锁 25%，预留的股票期权分三期行权，分别为 30%、30%、40%
		2018	2020	70.24%	118%	
		2018	2021	114.50%	227%	
		2018	2022	170.27%	/	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6: 2021 年股票期权与限制性股票激励计划

公告时间	授予人数	股份类型	基数年份	考核年份	净利润增长率目标(>)	备注	
2021/12	92	首次授予的股票期权	2020	2021	35%	行权价 95.86 元/股；首次授予的股票期权每年解锁 25%，预留的股票期权分三期行权，分别为 30%、30%、40%	
			2020	2022	76%		
			2020	2023	125%		
			2020	2024	188%		
		预留授予的股票期权	2020	2022	76%		
			2020	2023	125%		
			2020	2024	188%		
		限制性股票	2020	2021	35%		47.93 元/股；每年解锁 25%
			2020	2022	76%		
			2020	2023	125%		
			2020	2024	188%		

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 持续外延并购，提升综合服务能力

- 持续的并购整合助力公司快速成长。随着化工事故的不断出现及环保要求的逐步提升，行业监管力度正持续提升，危险化学品物流行业资质及资产也逐步成为稀缺资源，并购是公司抢占稀缺资源的重要途径之一。自 2015 年以来，公司每年均成功实施多次并购，持续拓展业务范围和物流网络。在公司较为慎重的并购策略和优秀的运营管理加持下，公司并购的大多数企业实现了业绩增长。

图表 7: 公司持续并购，增长服务能力

时间	标的公司 (收购股份)	收购价值	分类
2015 年 9 月	陕西迈达 (100%)	扩充陕西等西北地区及广州等南方区域的运输业务	运力扩充 客户协同
2016 年 2 月	张家港巴士物流 (100%)	公司拥有张家港市三个危险化学品仓储用地，合计 4.07 万平方，系保税区的化工配套区域，具有大量潜在客户	仓储扩充
2016 年 3 月	内森集装罐 (100%)	提升公司集装罐相关货运代理业务，进一步提高集装罐数量	箱罐能力
2016 年 3 月	张家港安润物流 (100%)	拥有位于张家港保税土地及仓库等稀缺资源	仓储扩充

2016年12月	天津隆生 (100%)	获得华北地区危险货物运输业务资质及一定数量的车队运输网络	运力扩充
2017年9月	上海静初 (100%)	获得上海市嘉定区的普通化学品仓储基地	仓储扩充
2018年8月	天津至远 (100%)	获得南京地区的大量土地(9.35万方)以及危险品运输、危险化学品储存、危险化学品批发经营许可证	区域扩张
2019年3月	上海振义 (100%)	弥补公司危化品气体储存资源的空白、获得优质地区(上海高新区)的仓储资源和客户资源	客户&仓储扩充
2019年4月	天津东旭 (100%)	获得高价值的天津危化品甲乙类仓储资源,获得当地危化品经营资质和道路运输资质(甲类仓库2,947.37平方米,乙类仓库4,940.57平方米,租赁仓库12,287平方米)	区域&客户扩张
2019年10月	湖南湘隆 (92.51%)	具备危险化学品经营许可证,拥有位于长沙市望城区的3.46万平方米土地使用权面积,拥有甲、乙类仓库	仓储&运力扩充
2019年11月	天津港中化 (60%)	拓展在港口地区的危化品集装箱堆存及短驳运输等业务	仓储&运力扩充
2019年12月	山东华瑞特 (100%)	获得烟台资源,项目拟在烟台化学工业园新建、改建1座甲类仓库、5座乙类仓库等,新增仓库面积共计约1.38万方	仓储、区域扩张
2020年5月	湖南瑞鑫化工 (65%)	获得华中及华南地区的专业化工品贸易业务,拉动公司在精细化工、煤化工、醇基燃料及配套设备、加油站运营以及油品批发等领域的发展	拓展专业化工品贸易
2020年7月	大正信(张家港) (100%)	获得张家港大量土地(3.64万方)以及建设中的1座丙类仓库等	仓储扩充
2020年7月	江苏中腾大件运输 (80%)	获得无锡市惠山区传化的物流中心,和大吨位运转设施设备	运力扩张
2020年10月	宁波道承物流 (100%)	扩充宁波等区域的普货运输能力	运力扩充
2020年10月	四川雄峰物流 (100%)	扩充四川省成都市等区域的普通货物及危险品货物运输能力	运力扩充
2020年11月	张家港环保科技 (100%)	拓展至危废处理行业,打通全供应链服务	拓展危废处理
2020年12月	赣州华亿通 (100%)	扩充江西省赣州市等区域普通货物及危险品货物运输能力	运力扩充
2021年2月	江苏马龙国华 (95.6522%)	为滇桂黔出产的化工资源布局线下分销网络,并释放危险化工品的铁路运输能力,实现磷资源及其他基础化学品的全国分销	运力扩充 拓展化工品交易
2021年3月	上海港口化工物流 (100%)	获得上海市化学工业区奉贤分区土地(6.85万方),拓展分销网络	完善线下仓配能力
2021年10月	上海零星 (100%)	拓展公司危险化学品仓库和储罐资源,进一步提升公司在华东地区的危险品仓储服务能力,加深国内外化工企业的长期合作关系	仓储扩充
2022年9月	南京久帝化工 (70%)	标的公司现为陶氏有机硅(原道康宁)中国地区经销商、杜邦大中华区经销商、日本东曹聚氨酯大中华区经销商,并购有助于拓展化学品分销领域业务线	拓展化工品交易

来源:公司公告,国金证券研究所

- 公司运力/仓储能力超化工物流百强平均水平。车辆、仓库是危化品物流的重要资产,且难增加。根据中物联危化品分会数据,2020年化工物流百强企业的平均运营车辆为213辆,仓库为2.33万方。通过内生和外延并购,公司已拥有自有运营车辆1480余辆,仓储65万平方米,是百强平均的7~20倍,具备显著的规模优势。

图表8: 公司仓储面积占百强物流企业的27.9%

	百强合计	密尔克卫	百强均值	公司占百强
物流营收(亿元)	554.35	54.9	5.54	9.9%
物流车辆(辆)	21282	1480	213	7.0%
仓储面积(万平方米)	232.96	65	2.33	27.9%

来源:中物联危化品物流分会,国金证券研究所

- 发行可转债，继续扩张业务规模。2022年9月，公司拟公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币87,238.80万元，扣除发行费用后募集资金净额将用于收购及项目建设。可转债期限为自发行之日起5年，即自2022年9月16日至2027年9月15日。债券利率如下：第一年0.3%、第二年0.5%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年2.0%。初始转股价格为134.55元/股。

图表 9：公司可转换债券用途（万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金额
1	收购上海市化工物品汽车运输有限公司100%股权及转让方对标的公司1,600万债权项目	19,585.14	19,000.00
2	超临界水氧化及配套环保项目	70,000.00	28,000.00
3	徐圩新区化工品供应链一体化服务基地A地块	19,963.00	10,000.00
4	镇江宝华物流有限公司改扩建普货仓库建设	5,500.00	2,000.00
5	运力系统提升项目（车辆及罐箱）	13,870.00	2,067.16
6	补充流动资金	26,171.64	26,171.64
	合计	155,089.78	87,238.80

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 业绩稳定高增长，业务结构改变毛利率下滑

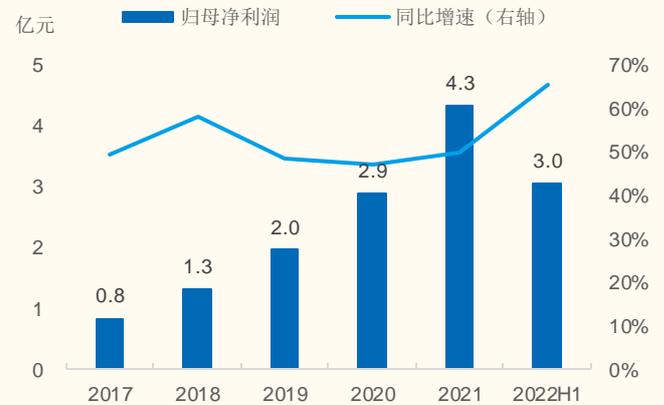
- 整体业绩亮眼，疫情不改高增趋势。2017-2021年公司收入业绩持续增长，营收CAGR高达60.9%，净利润CAGR高达50.7%。2022H1疫情反复，公司物流业务受到一定程度影响，公司逆势实现营收62.69亿元，同比增长81.1%；归母净利润3.04亿元，同比增长65.6%。

图表 10：2021H1 营业收入增速达到 81%



来源：Wind，国金证券研究所

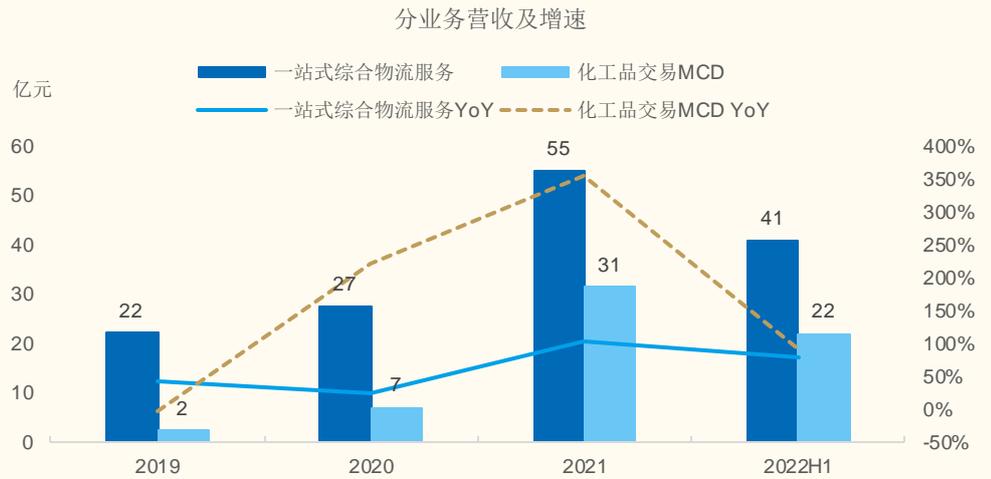
图表 11：2022H1 归母净利润增速达到 65.6%



来源：Wind，国金证券研究所

- 基于自身业务发展及并购，公司各项业务收入持续增长。2021年公司一站式综合物流服务收入55亿元，同比增长101%，化工品交易收入31亿元，同比增长353%，化工品交易占公司总营收的比例由2017年的9%迅速增长至2021年的36%。

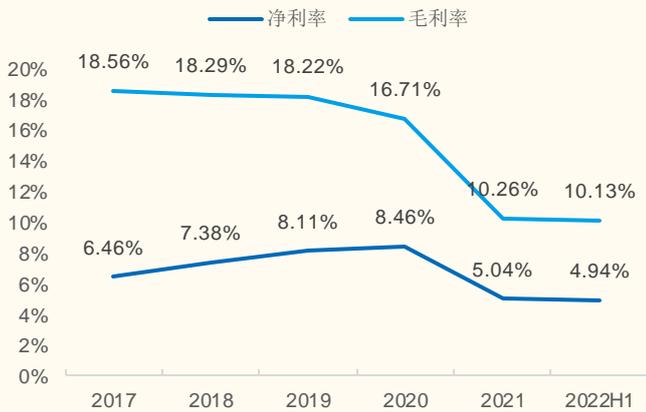
图表 12: 公司各项业务保持高速增长



来源: Wind, 国金证券研究所

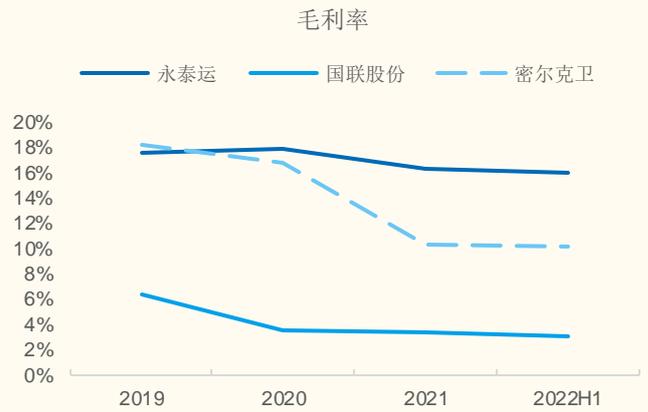
- 公司化工品交易业务毛利率较物流业务低, 随着分销业务占比逐渐扩大, 公司近年整体毛利率出现下滑。2020 年公司毛利率为 16.71%, 此后逐年递减, 叠加疫情导致成本增加, 2022H1 公司毛利率降至 10.13%。公司净利率亦跟随毛利率下滑, 2022H1 净利率为 4.94%。公司毛利率介于 B2B 电商平台国联股份与化工综合物流公司永泰运之间。

图表 13: 2021 年公司毛利率达到 10.26%



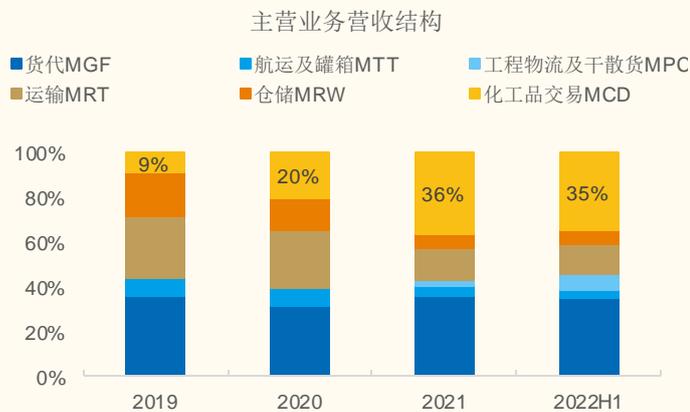
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 公司毛利率水平介于行业中等水平



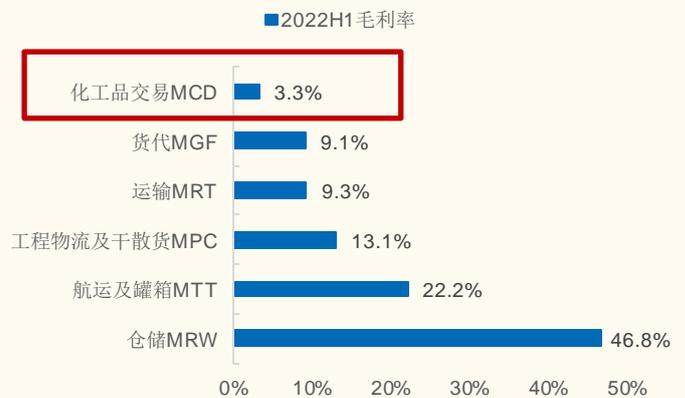
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 公司化工品分销业务占比大幅提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 化工品分销业务毛利率低于物流业务



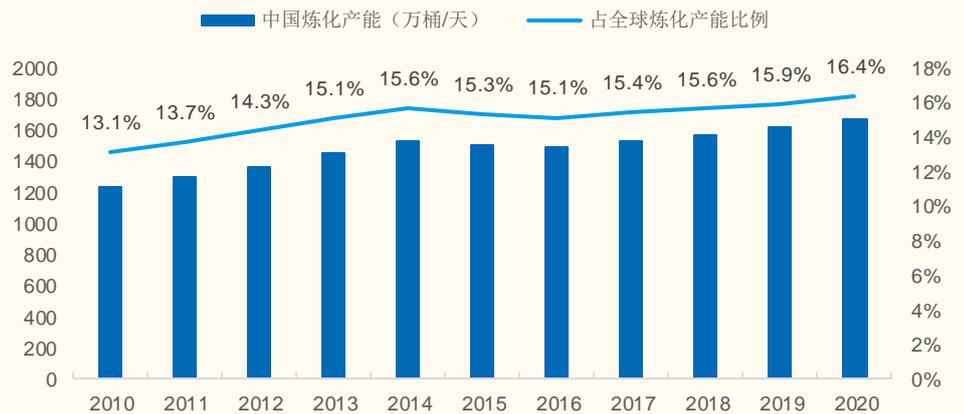
来源: Wind, 国金证券研究所

二、第三方危化品物流空间巨大，市场集中度有望提升

2.1 第三方危化品物流空间巨大，市场空间超 8000 亿元

- 国内石化产业快速发展，炼化产能占比持续提升。近年来，随着我国以炼化一体化建设开启石化产业提质升级，国内千万吨级大型炼厂数量不断增加，石油炼化能力快速提升。据 BP 数据显示，我国炼化能力由 2010 年的 1,232 万桶/日增至 2020 年的 1,669 万桶/日，年复合增速达 3.08%。中国炼化产能占全球炼化产能比例亦不断持续上升，2020 年达 16.37%。

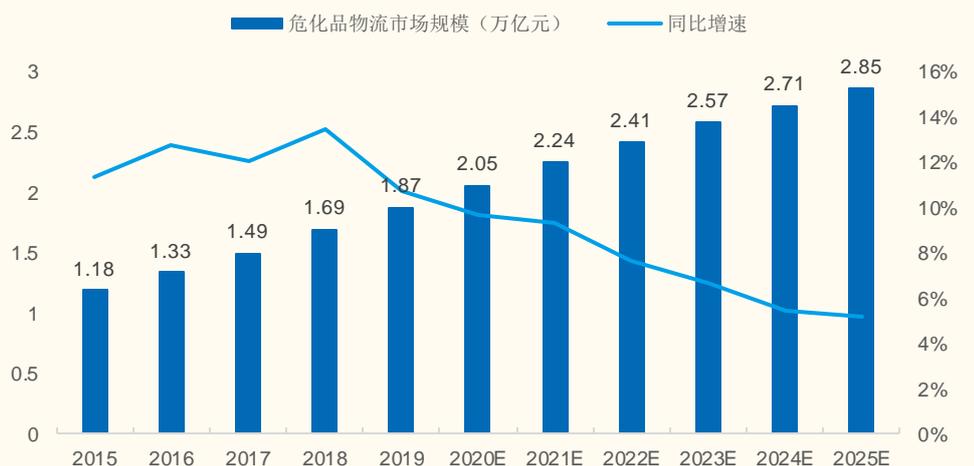
图表 17: 2020 年中国炼化产能占全球炼化产能 16.37%



来源: BP, 国金证券研究所

- 我国危化品物流市场规模持续增长。受益于石化产业的快速发展，我国危化品物流运输市场呈稳步增长态势，据中国物流与采购联合会危化品物流分会发布的《2020 年中国危化品物流行业年度运营报告》，2019 年我国危化品物流市场规模达 1.87 万亿元，预计至 2025 年危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元，2019-2025 年期间年复合增速为 7.28%。

图表 18: 预计至 2025 年我国危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元

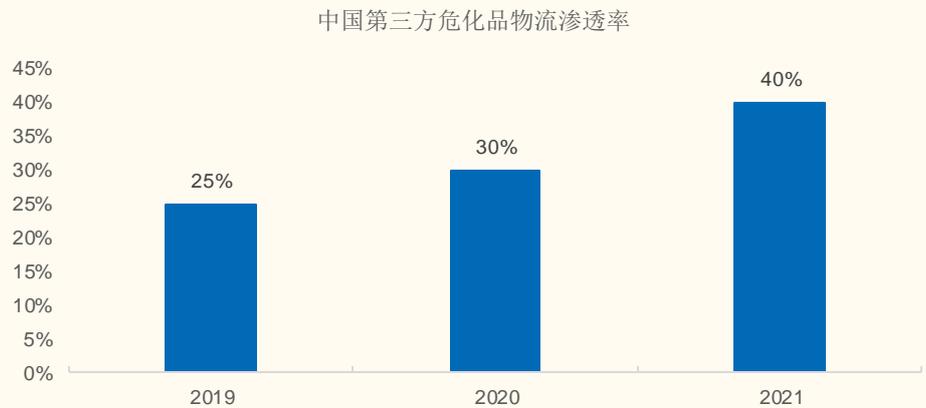


来源: 中国物流与采购联合会, 国金证券研究所

- 第三方物流渗透率持续提升。危化品物流可分为化工企业自营物流和第三方物流。早年化工企业自建物流，随着近年部分化工物流头部企业的发展，越来越多的化工企业转向寻求和第三方物流公司合作，第三方渗透率持续提升，从 2019 年的 25% 升至 2021 年的 40%，2021 年中国危化品第三方物流对应市场规模超过 8000 亿元。

- 中国物流与采购联合会预计 2025 年中国危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元，若按第三方渗透率 40%估计，潜在市场空间超万亿元。

图表 19: 中国危化品第三方物流渗透率持续提升

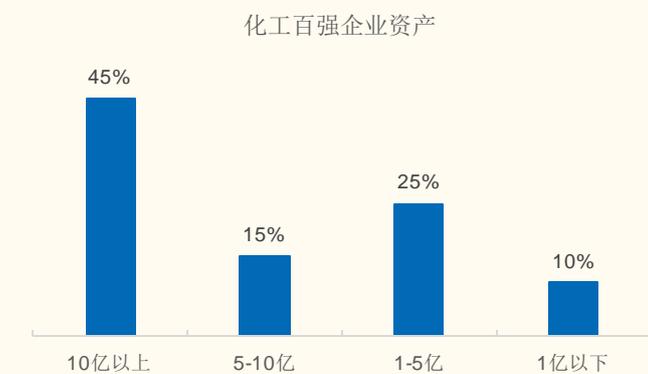


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 市场集中度极低，龙头市占率提升空间大

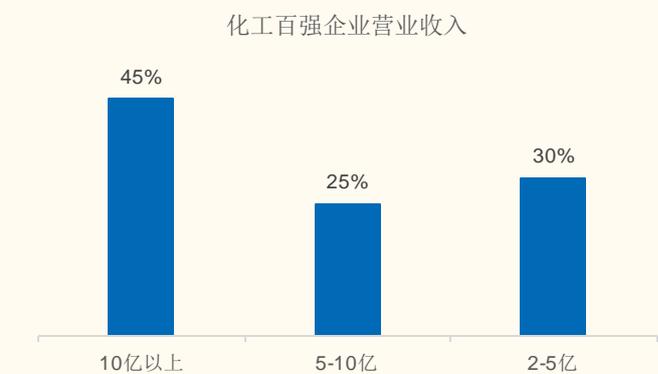
- 目前我国化工物流行业格局呈现出小企业数量众多，行业集中度低的情况，且以民营企业为主，化工物流百强企业中 70%以上为民营企业，化工物流百强（综合服务企业）的 20 家企业中，平均资产仅 16.8 亿元，平均营收 13.8 亿元。资产和营收规模 10 亿元以下的公司占比 55%。
- 据中物联，2019-2020 年度中国化工物流百强企业总营收为 554 亿元，同期危化品物流市场规模达 2.05 万亿元，若以当时第三方物流占比 30%计算，CR100 占比仅 9%。

图表 20: 2019-20 年百强企业资产 10 亿以上占比 45%



来源：中物联危化品分会，国金证券研究所

图表 21: 2019-20 年百强企业营收 10 亿以上占比 45%



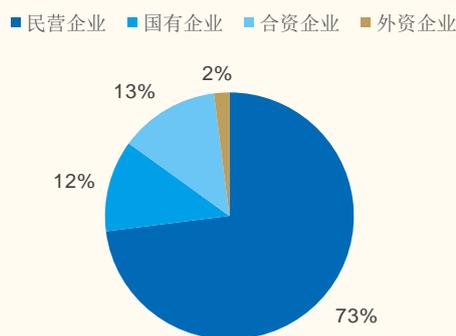
来源：中物联危化品分会，国金证券研究所

图表 22: 2020 年百强企业平均资产/营收较低



来源: 中物联危化品分会, 国金证券研究所

图表 23: 2019-2020 年百强企业中民营企业占 73%



来源: 中物联危化品分会, 国金证券研究所

- 行业竞争格局相对分散。同行业可比上市公司在服务内容结构以及服务行业方面存在较大差异。分业务板块看, 在综合供应链服务板块, 公司主要可比公司为永泰运; 仓储服务板块, 主要可比公司包括宏川智慧、保税科技、恒基达鑫; 化工品交易板块, 主要可比公司为国联股份。

图表 24: 行业内公司主要竞争对手

所属板块	公司名称	主要业务
综合供应链服务	永泰运	主营跨境化工物流供应链服务, 通过“运化工”平台, 专业、安全、高效的为客户提供包括物流方案设计、询价订舱、理货服务、境内运输、仓储堆存、报关报检、单证服务、港区服务、国际海运、物流信息监控等全链条一站式、可视化跨境化工物流服务
仓储服务	宏川智慧	创新型石化产品物流综合服务提供商, 主要为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关服务。业务主要包括码头储罐综合服务、化工仓库综合服务、中转及其他服务、物流链管理服务以及增值服务五部分业务
	保税科技	主要从事液体化工品的码头装卸及保税仓储业务, 公司以完善仓储业务产业链配套服务为目标, 适量参与化工品贸易与资本投资(包括二级市场投资), 辅以代理、化工品运输等业务
	恒基达鑫	专业的第三方石化物流服务提供商, 主要为国内石化产品生产商、贸易商的进出口货物提供码头装卸、仓储、管道输送服务; 为境外客户提供码头驳运中转、保税仓储服务
化工品交易	国联股份	以工业电子商务为基础, 以互联网大数据为支撑, 为相关行业客户提供工业品和原材料的网上商品交易、商业信息服务和互联网技术服务。旗下“涂多多、卫多多、纸多多”工业电商平台在钛产业、醇化工、纯碱、原纸等领域市占率较高

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- “退城入园”的背景下, 中小企业将加速退场。目前国内化工物流处于高度分散状态, 大量中小企业存在安全、环保问题, 风险因素较高。近年监管方加速出台一系列政策淘汰落后企业。
- 行业高壁垒, 龙头地位巩固。化学品仓储事故数量和频率较低, 但一旦发生即是重大事件。在 2015 年天津港爆炸、2019 年响水、昆山爆炸事故后, 仓储资质审批大幅趋严。2020 年 12 月《中华人民共和国长江保护法》通过, 禁止在长江干支流岸线一公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目。从安全和环保角度, 在已能基本满足本地区发展的情况下, 政府将不会再新批建设。严监管将有利于已掌握优质资源的头部公司。

图表 25: 部分地区“退城入园”政策

地区	政策
湖北	2020 年底前, 全省将完成关改搬转化企 345 家, 占总数的 72%, 2025 年底前完成剩余的化企 133 家
江苏	关闭不符合安全生产标准、环保不达标、落后低端的企业与园区, 2020 年底前完成化工企业搬迁
浙江	2018 年 1 月开始定搬迁实施方案, 细化措施, 2025 年 11 月前完成化工企业搬迁。
广东	中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2020 年底前完成搬迁改造; 其他大型企业和特大型企业 2020 年底前全部启动搬迁改造, 2025 年底前完成
吉林	中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2020 年底前完成搬迁改造; 其他大型企业和特大型企业 2020 年底前全部启动搬迁改造, 2025 年底前完成

来源: 政府网站, 国金证券研究所

三、多板块联动, 提供一站式供应链服务

- 多板块联动, 提供一站式供应链服务。公司一方面以重资产为主的仓储和运输业务, 作为国内基础物流支撑, 配合货运代理业务为化工企业提供一站式物流解决方案; 一方面打造化工品线上和线下相结合的交易平台, 链接供应链上下游客户, 并以公司扎实的物流服务, 保障交易双方货物安全、及时、准确的交付。
- 通过多板块联动发展, 公司能够为客户提供从进出口及国内货运代理、仓储服务、运输服务乃至化工品交易业务的供应链全环节服务。

图表 26: 公司各业务板块之间相互协作

分类	业务板块	业务简介	协同作用
一站式综合物流	货运代理 (MGF+MTT+MPC)	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
	仓储 (MRW)	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 (MRT)	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
化工品交易 (MCD)	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“灵元素”, 提供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	

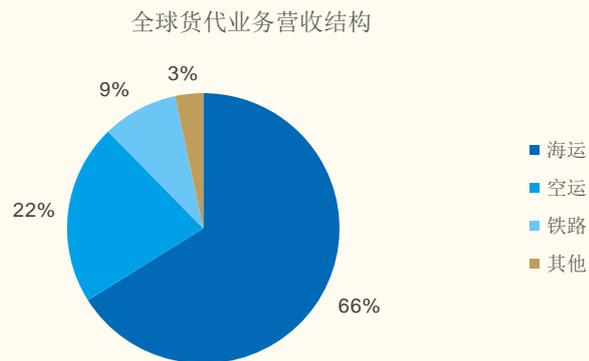
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.1 货代: 单位毛利上行, 货运量持续增长

货代业务是公司创立之初的核心业务, 由全球货代 MGF、全球航运及罐箱 MTT、国际工程及干散货 MPC 等构成。公司从事的货运代理业务以海运整箱/拼箱进出口、空运进出口在内的国际业务为主, 同时提供国内空运、铁路、水路、公路等多式联运在内的国内业务以及工程物流服务。在全球货代 MGF 业务营收结构中, 海运占比 66%, 排名第一, 其次为空运, 占比 22%。

- (1) 采购模式: 向承运人议价、订舱、装载并向其支付运杂费, 通常与一些长期合作的船公司和航空公司承运人签订订舱代理、包板、包量等年度合作协议, 保障经营所需的舱位;
- (2) 服务模式: 接受客户业务委托, 从发货人处提取货物, 安排货物国内运输及进出口流转的全程服务。

图表 27: 公司全球货代业务以海运为主, 营收占比 66%



来源: Wind, 国金证券研究所

货代业务定价为成本加成, 单位毛利大涨。货运代理收入=国际运费(船舶、飞机)+国内道路运输费+港口费用+其他附加费用。运输费一般是以向承运人采购的运力价格为依据, 根据与客户协商情况以及定制化物流安排, 适当上浮一定比例作为定价。2020 年新冠疫情以来, 成本大幅增加, 带动 2022H1 海运单位毛利较疫情前增长 98%, 空运增长 134%。

图表 28: 公司海运代理单位毛利上行

图表 29: 公司空运代理单位毛利上行



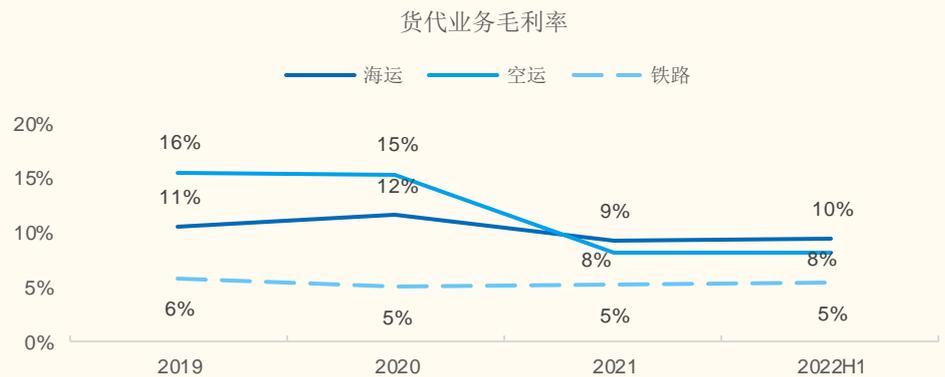
来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

全球货代业务毛利率阶段性承压。2019-2020 年公司全球货代业务毛利率较为稳定; 2021 年受到海外疫情影响, 全球海运、空运市场供不应求, 运价上升较多导致采购成本上升, 价格上涨幅度不及成本, 海运、空运业务毛利率存在一定下降; 2022H1 海外市场受疫情影响程度有所缓和, 公司全球货代业务毛利率略有上升。

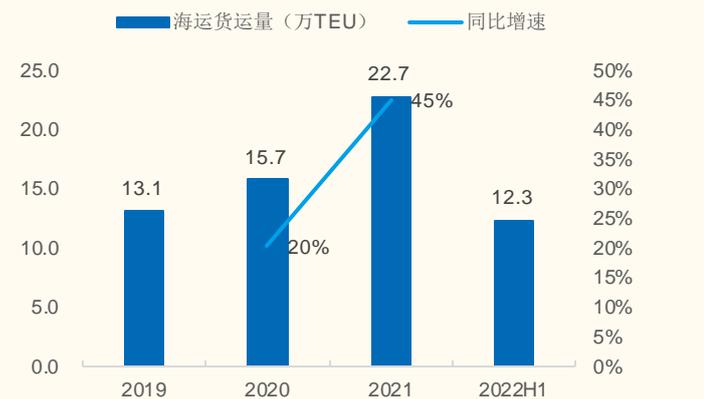
图表 30: 2021-2022H1 公司全球货代业务毛利率下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

货量上升有望弥补运价下行压力。一方面, 受益于过去两年的运价大涨, 公司单位毛利上行, 若未来运价回落, 单位毛利可能存在下滑压力; 另一方面, 公司货量持续增长, 2021 年公司海运及空运货运量分别增长 45% 和 272%。未来伴随公司业务规模的扩大, 以及多板块业务协同, 公司货代业务的货运量有望持续增长, 将能够对冲部分运价下行压力。

图表 31: 公司货代海运量逐年增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 公司货代空运量逐年增长

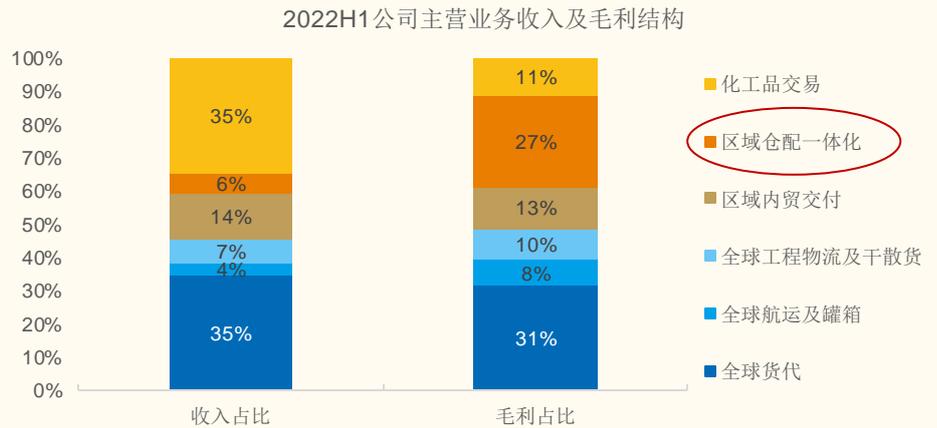


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 仓储: 重要盈利来源, 资产优质扩张可期

- 仓储业务是公司重要盈利来源。通过经营自建和租赁仓库, 公司为客户提供货物存储保管、库存管理和操作, 以及提供货物分拣、换包装、贴标、打托等增值服务。仓储业务 (区域仓配一体化 MRW) 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贸仓储。仓储业务收入占比 6%, 毛利占比 27%, 是公司重要盈利来源。
- 仓储收入的计算方式如下: 仓储收入=单位仓储面积价格 (元/平方米/天) × 租赁面积 × 租赁天数 × 化工品品类系数+进出仓及其他附加费用。

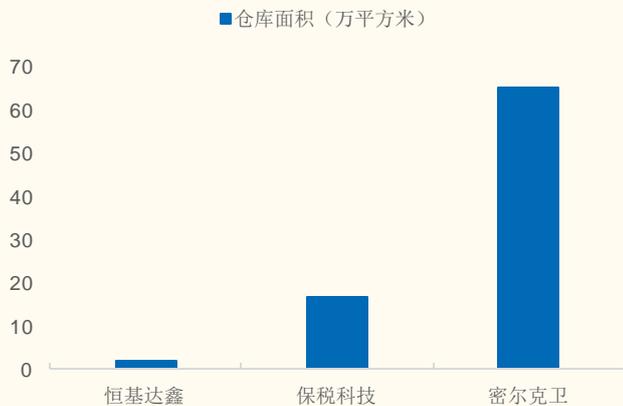
图表 33: 仓储业务是公司重要盈利来源 (2022H1)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

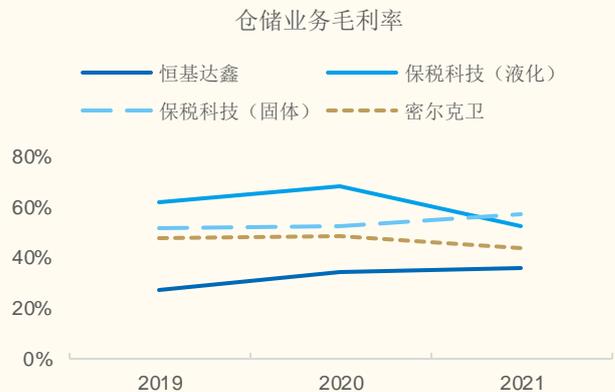
- 公司拥有优质仓储资源。危化品经营许可仅是准入门槛, 实际行业中的竞争能力与物流仓储用地强相关。我国化工企业市场、化工物流企业集中在东部沿海地区, 尤其是以江浙沪为核心的地带, 近半百强化工物流企业集中于此。公司立足上海, 在华东沿岸地区拥有大量优质仓储用地及仓库, 供给有限, 已形成稳固护城河。
- 公司仓储覆盖区域多, 仓储面积领先。行业中, 保税科技与恒基达鑫与公司业务相近。2021年, 保税科技通过子公司外服公司拥有 16.55 万平方米的仓库, 主营业务品种为 PTA 和棉花。恒基达鑫于武汉地区拥有 1.9 万平方米的化工仓库。公司在华东沿岸地区拥有大量优质仓储用地及仓库, 合计面积达 65 万平方米, 领先于同行。盈利能力方面, 整体看, 公司仓储业务与同行不存在明显差距。

图表 34: 2021 年公司仓储面积达 65 万平方米



来源: 公司公告, 国金证券研究所

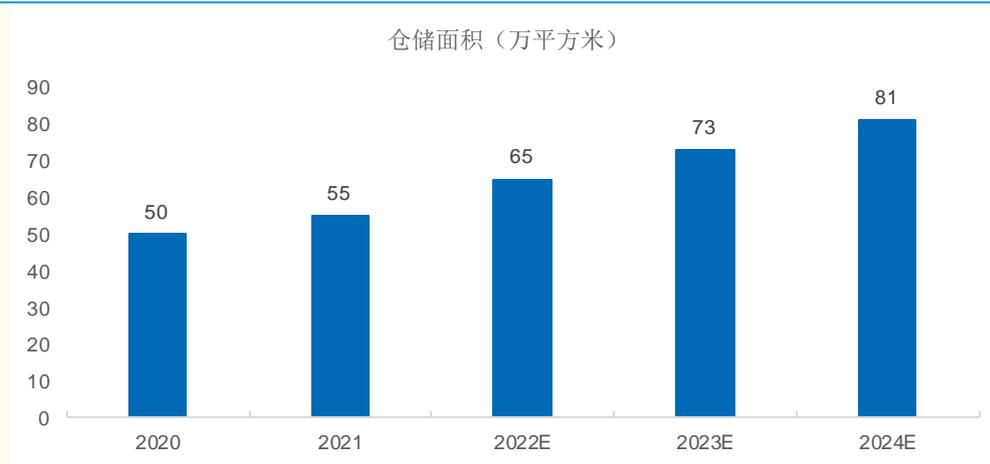
图表 35: 公司仓储业务毛利率较为合理



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 预计公司仓储面积稳定增加, 将拉动业务收入增长。通过收购山东华瑞特、大正信、上海零星等标的及自建, 公司不断扩大仓储面积。截至目前, 公司拥有 65 万平方米专业化学品仓库, 另有华东、华北地区仓库在扩建中。预计 2022-2024 年每年增加 8-10 万平方米投放量, 2024 年仓储面积将达 81 万平方米。

图表 36: 预计公司仓库面积持续增长

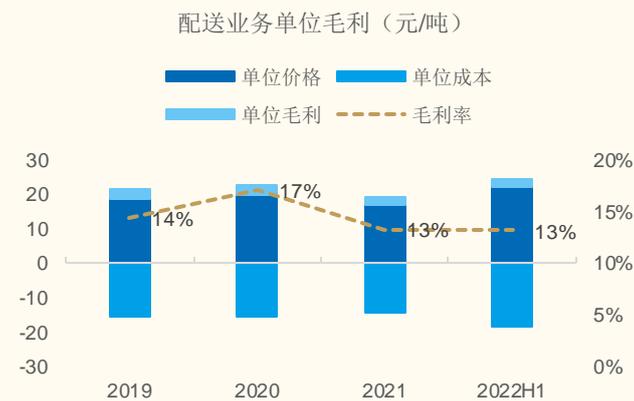


来源: 公司公告, 国金证券研究所 备注: 2022-2024 年为国金交运预测值。

3.3 运输: 运力规模可观, 稳定贡献利润

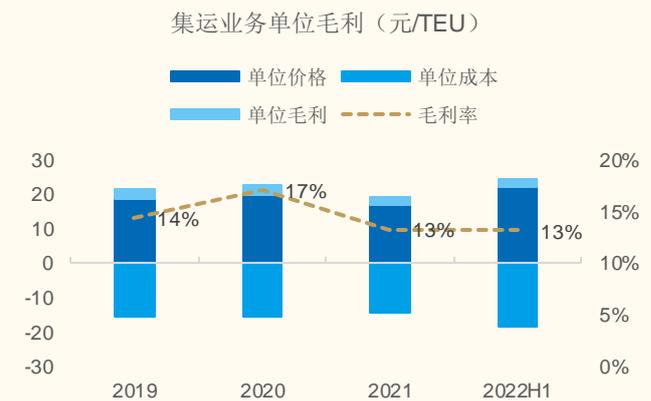
- 公司运力水平高于行业百强均值。公司的运输业务（区域内贸交付业务 MRT）由集运业务及配送业务构成，以自购运力和采购外部运力的方式组建境内各类型化工品运输交付服务。目前公司拥有物流车辆 1480 余辆，位居行业前列，而化工物流百强企业的平均车辆仅 213 辆。
- 公司主要以货运计费重量和运输路程为依据计算运输收入，具体如下：1、配送业务：运输收入=单位运输价格（元/吨/公里）×实际运输路程（公里）×货物吨位数×化工品品类系数+其他附加服务费；2、集运业务：运输收入=单位运输价格（元/TEU/公里）×实际运输路程（公里）×集装箱数量×化工品品类系数+其他附加服务费。
- 毛利率波动有限，单位毛利相对平稳。2019-2022H1，下游市场价格及上游运力、燃料等价格变动存在一定波动，公司集运及配送业务毛利率小幅波动。单位毛利相对平稳，有望伴随业务量增长而持续为公司贡献毛利。

图表 37: 公司配送业务毛利率波动



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 公司集运业务单位毛利率波动



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.4 交易: 线上线双轮驱动, 分销业务发展迅速

- 公司化工品交易具备线上、线下两类场景。线下场景核心包括各工业园区的化工便利店，以及线下代理分销服务。线上场景核心包括自营的“灵元素”交易平台，以及阿里巴巴等平台的品牌商代运营服务。
- 销售模式分为直接销售、间接销售两种模式。直接销售模式下，公司接受下游客户订单，集中向上游供应商采购后分销，并通过自有物流运输至下游客户。公司通过价差获利，因供需锁定，基本不承担存货风险。间接销

售模式则提供包括交易撮合、代运营等服务，通过差价以及咨询、物流等服务费获利。公司化工品交易业务以直接销售为主。

图表 39: 公司化工品分销业务板块



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 40: 公司提供运贸一体化服务



来源：公司官网，国金证券研究所

- 化工交易业务增长迅速。自 2020 年起，公司锁定长尾客户群，化工品交易迎来快速发展，2021 年化工品交易营收为 31.3 亿元，同比增长 353%，2022H1 化工品交易收入同比增长 90%。公司拥有国内外优质化工品供应资源，通过匹配自有物流，可在保证价格及质量优势的前提下，提高交易效率，提升客户粘性。预计未来在公司综合物流板块拉动下，化工品交易有望继续保持高增长。

图表 41：公司化工交易业务增长迅速



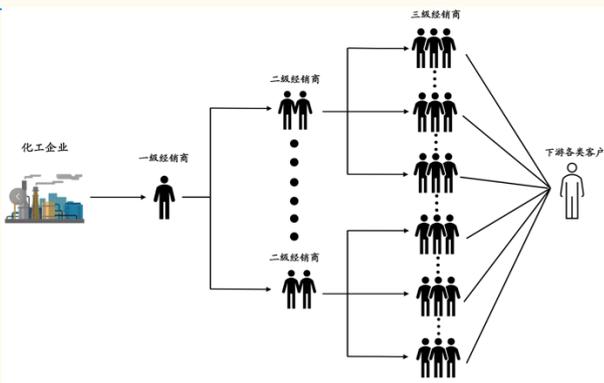
来源：Wind，国金证券研究所

四、物贸一体化，打造“化工亚马逊”

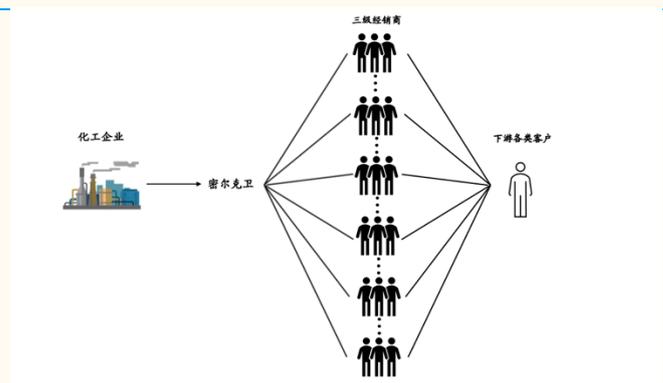
4.1 自营模式优势显著，自有物流满足客户需求

- 类似国际电商巨头“亚马逊”，公司亦采用自营模式，可保证货源，价格优势显著。通常情况下，化工企业将产品出售给一级经销商，一级经销商再出售给下级经销商，下级经销商再出售给下游各类客户。公司凭借多年的资源积累，与国际品牌建立良好合作关系，在收集中小经销商的订单后，集中从国际化工企业采购，源头发货，具有价格优势的同时又保证了产品质量。

图表 42：传统分销模式下层层代理



图表 43：公司源头工厂直采具备价格优势



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

图表 44：“灵元素”平台自营为主



来源：“灵元素”平台，国金证券研究所

客户合作保持稳定。公司凭借自身出色的全程供应链体系，解决 B 端客户对安全、稳定且高效物流的需求。公司与头部客户如巴斯夫、陶氏集团、阿克苏集团等普遍具有十年以上的深度合作历史，客户粘性极高，为公司化工产品交易业务打下良好基础。

图表 45：公司与行业头部客户合作历史普遍超过 10 年



来源：公司公告，国金证券研究所

- 化工品分销业务的主要痛点在于物流交付。传统模式下，平台仅提供平台本身以及支付工具、广告引流等附加服务。卖方一般为厂家自身或其委托的运营商，多采用第三方物流运输或客户自提。对客户而言，此模式下服务水平较低，商品价格一般高于线下渠道。对厂家而言，线上客户需求不稳定，利润有限，缺乏发展线上店铺的动力，不愿意为此搭建平台和物流。

图表 46: 巴斯夫 1688 自营旗舰店物流委托第三方提供

交易流程
本旗舰店推荐客户尽量使用线上支付。

在线咨询 → 选择产品 → 付款 → 确认合同 → 发货 → 确认收货 → 评价产品 → 完成交易

配送说明

- 1) 完成付款并与客服完成确认（采购合同、货物等）后三天内发货（周末法定节假日除外）。
- 2) 客服工作时间：周一至周五（9:00-16:30）。
- 3) 时效：根据各物流公司不同运输方式以及不同产品类别，运输周期存在差异，具体请联系客服人员，货物交至承运商既已超出我司控制范围，如发生特殊情况，敬请谅解，并及时与客服人员联系予以解决。

开票制度

- 1) 本旗舰店内所售产品均为含税价格。
- 2) 如需开具增值税专用发票：请联系客服并提供开票公司抬头、纳税人识别号、开户行及账户、开票地址、发票递送地址等信息，以便及时为您处理，感谢配合。
- 3) 如需开具增值税普通发票：请联系客服并提供发票公司抬头、纳税人识别号、发票递送地址等信息，以便及时为您处理，感谢配合。
- 4) 发票会在收货后两星期内快递寄出，不随货发出，如需发票运单号，请联系在线客服查询。

来源：巴斯夫“1688”旗舰店，国金证券研究所

- 公司平台匹配自营物流，深度满足线上长尾客户。公司依托国内领先的化工物流服务，尤其是危化品的运输能力搭建了陆上运输平台“运小虎”和空运、海运、仓储平台“化亿达”，能够为客户提供稳定、可靠、快速的物流服务，深度满足客户的需求。同时公司也向厂家提供阿里巴巴、京东化工等平台的代运营服务。相比其他代运营方，公司提供涵盖在线店铺建设及运营、技术支持、仓储、物流等一体化服务，更具竞争优势。

图表 47: 陆上运输平台“运小虎”

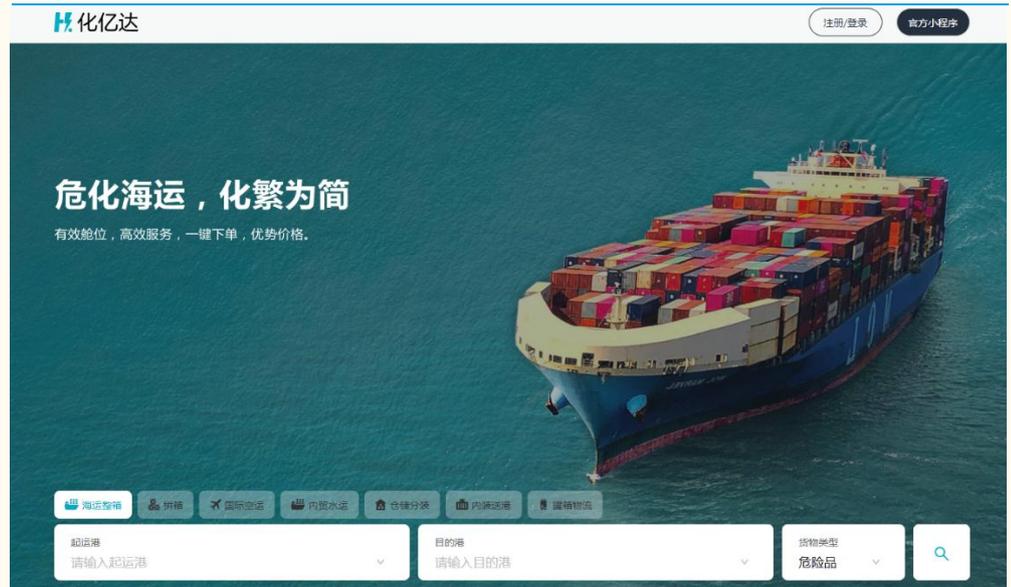
运小虎 etiger | 首页 | 在线下单 | 资讯中心 | 智慧危运 | 安全卫士 | 数字管理 | 解决方案 | 关于我们 | 立即下单

我们的实力

- 强大运力**
自营危运合规车辆超 8000 台，日均成交额超 100w
- 物流网络**
遍布全国七大片区，超 54 万平米危化品仓库
- 资质背书**
超三十项危化领域资质审核，保证人车有证，运输资质定期审核
- 一站式服务**
为客户提供全球一站式的物流及交易的全供应链端到端服务
- 黑科技**
我们在算法、IOT 等安全领域持续投入，包括 AEBS 紧急制动、无人机智能巡检等

来源：“运小虎”官网，国金证券研究所

图表 48: 空运、海运、仓储平台“化亿达”



来源：“化亿达”官网，国金证券研究所

4.2 品类主打精细化工品，毛利率领先同行

- “灵元素”品类覆盖广，客户依赖度高。“灵元素”产品主打精细化工、专业度较高的 SKU，满足中长尾客户的高频需求和大型客户的特殊需求。与之相对，国联股份的“涂多多、卫多多”等平台产品主要覆盖的是非危险品、大宗化学品。
- SKU 将持续扩张。“灵元素”平台覆盖包括实验室试剂与耗材、助剂与催化剂、涂料原料在内的等多个频道，预计未来公司将持续利用自身稀缺的危化品运输资质，扩张品类频道及 SKU 体量。

图表 49: “灵元素”覆盖多个频道

全部分类	首页	自营超市	一元领样	品牌馆	试剂频道	实时求购信息
实验室试剂与耗材	涂料助剂					
助剂与催化剂	流平剂	催干剂	润湿剂	光亮剂	导电剂	分散剂
涂料原料	消泡剂	增稠剂	固化剂	锤纹助剂	杀菌剂	防腐剂
颜填料	偶联剂	交联剂	附着力促进剂	除水干燥剂	防锈剂	隔热添加剂
其它涂料助剂	其它涂料助剂	成膜助剂	除味剂	防沉剂	防结皮剂	涂料溶剂
涂料乳液	涂料乳液	稀释剂				
合成胶粘剂	金属加工助剂					
润滑油	润滑油	防冻冷却液	表面处理剂	金属减活剂	缓蚀剂	还原剂
极压添加剂	极压添加剂	粘度改进剂	淬火剂	其它金属加工...	清洗剂	
橡胶塑料助剂	橡胶塑料助剂					
增塑剂	增塑剂	硫化剂	抗静电剂	成核剂	润滑剂	荧光增白剂
扩链剂	扩链剂	塑解剂	阻聚剂	光扩散剂	防滴落剂	耐磨剂

来源：“灵元素”平台，国金证券研究所

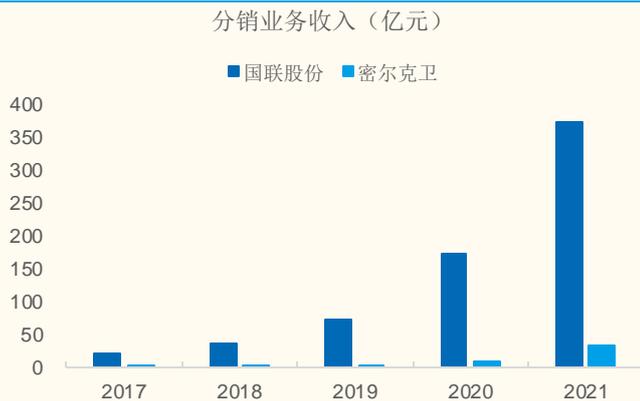
图表 50: 公司“灵元素”平台主打精细化工品

频道	产品
实验室试剂与耗材	化学试剂、生化试剂、有机试剂、无机试剂、分析试剂、通用耗材、生化耗材、通用仪器等
助剂与催化剂	流平剂、催干剂、湿润剂、增稠剂、除味剂、偶联剂、润滑油、防冻冷却液、表面处理剂、缓蚀剂、减水剂、干强剂、固色剂等
涂料原料	氨基树脂、醇酸树脂、纤维素树脂、丙烯酸树脂、环氧树脂、聚氨酯树脂、氟碳树脂、聚酯树脂、氯醚树脂、氯醋树脂、聚醚树脂、醛酮树脂、酚醛树脂、有机硅树脂、聚酯多元醇、聚乙烯醇、丙烯酸乳液、聚乙烯醇 PVA 等
颜填染料	珠光颜料、荧光颜料、防锈颜料、钛白粉、炭黑、白炭黑、色浆、色母粒、玻璃微珠、碳酸钡、硫化锌、高岭土、滑石粉、碳酸钙等
材料化学品	聚氯乙烯 PVC、聚四氟乙烯 PTFE、聚偏二氟乙烯、聚丁烯树脂、聚酰胺、聚碳酸酯、光学材料、新能源材料、微纳米电子材料、电池隔膜、锂电池生产原料等
合成胶粘剂	密封胶、UV 胶、灌封胶、压敏胶等
基础化学品	醇类、醇酯类、醇醚类、醇胺类、酮醇类、酯类、同系物、胺类、炔类、醛类、酸类、酰胺类、聚乙二醇、无机酸、无机碱、无机盐、二元醇、酚类等
生物医药化学品	医药原料、医药中间体、生物化学品等
农用化学品	饲料添加剂、农药原料、农药制剂、氮肥、磷肥、钾肥、水溶肥、复合肥等
其他	分散剂、增溶剂、乳化剂、洗涤剂、水处理树脂、絮凝剂、阻垢剂、螯合剂、脱氧剂、消泡剂等

来源：“灵元素”平台，国金证券研究所

- 分销业务增长迅速。目前国内较有代表性的线上化工品分销商为国联股份旗下的“涂多多”。公司分销业务规模虽不及国联股份，但收入增速自 2020 年起反超国联股份。2020 年起公司分销业务增长迅速的主要原因为公司转变战略，确定重点服务长尾客户。
- 毛利水平领先可比公司。2017-2019 年，公司分销业务毛利率逐年降低，但自 2020 年确定战略重点为服务长尾客户后，公司分销业务毛利率水平大幅提升至 7.1%，较 2019 年提升 5pct。2021 年公司分销业务毛利率达 5.4%，高于可比公司。

图表 51: 2021 年公司分销业务收入达 31.26 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52: 2020-2021 年公司分销业务收入增速高于同行



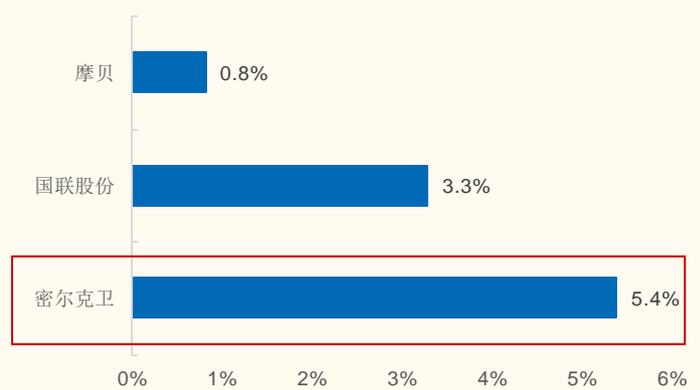
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 53: 2021 年公司分销业务毛利率为 5.4%



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 54: 2021 年公司分销业务毛利率高于可比公司



来源: Wind, 国金证券研究所 备注: 摩贝为 2021H1 数据。

4.3 对标海外: 全球化学品分销巨头利润可观

- 汽车、农业、建筑、制药和纺织等各种终端行业的化学品消费不断增加, 成倍地推动全球化学品分销市场的增长。根据 Precedence Research, 2020 年全球化学品分销市场规模达到 2392 亿美元, 预计到 2030 年将达到 4124 亿美元, 2020-2030 年 CAGR 为 5.1%。
- 其中, 2020 年亚太市场占全球化学品分销市场的 60%, 估算亚太化学品分销市场的空间为 1435 亿美元, 约万亿人民币。

图表 55: 预计 2030 年全球化学品分销市场规模将超 4000 亿美元



来源: Precedence Research, 国金证券研究所

- 全球第三方化学品分销领域中, Brenntag、Univar 和 IMCD 为行业三大巨头, 在北美市场的市占率达 40%。2021 年, Brenntag、Univar、IMCD 分别实现净利润 32.3 亿元、32.3 亿元、14.5 亿元, 合计近 80 亿元。

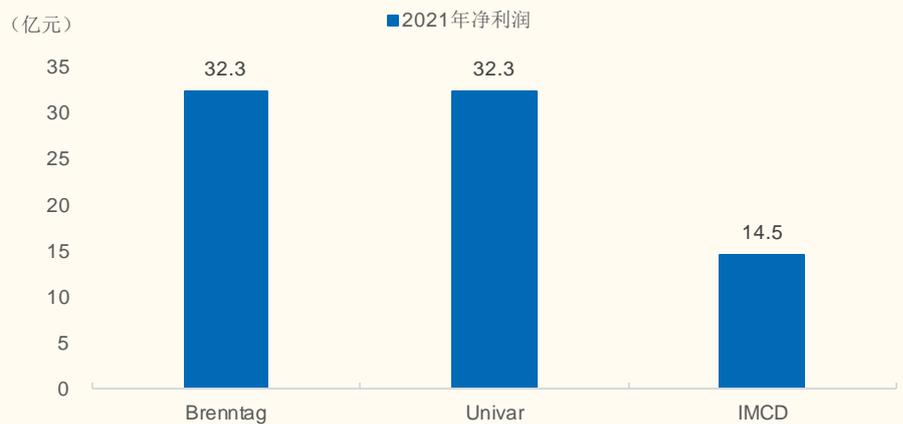
图表 56: Brenntag、Univar、IMCD 为全球化学品分销行业领导者

公司	简介
Brenntag	成立于 1874 年, 起初为鸡蛋批发企业, 1912 年进入化学品分销行业。通过两个全球部门 Brenntag Essentials 和 Brenntag Specialties, 为各行各业提供全线的工业和特种化学品及原料组合, 以及量身定制的应用、营销和供应链解决方案、技术和配方支持、全面的监管知识和数字解决方案。
IMCD	成立于 1995 年, 成立初即服务于化学品分销。目前分销网络遍布全球六大洲 50 多个国家, 分销产品涉及先进材料, 个人护理, 涂料和建筑, 食品和营养品, 家庭、工业和机构护理, 润滑油和能源等, 同时公司提供工业解决方案。

Univar 成立于 1924 年，最初主要业务为购买和销售海军用品、油漆、原材料和棉绒。2019 年收购了全球领先的化学品和塑料分销商 Nexeo Solutions，扩大和加强了公司在北美的影响力。提供产品品类包括酸类、酶类、添加剂和改良剂、螯合剂类、基本化学品和原料、油性化学品、氧化物、聚合物和树脂、辅助工具、硅胶、溶剂类、表面活性剂等 12 大类。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 57：2021 年全球化学品分销三巨头净利润规模近 80 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所 备注：按 2022 年 9 月 18 日欧元、美元兑人民币汇率计算。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

- 预计公司业务规模持续扩张，综合物流和化工品交易互补发展，持续带动公司营收增长。预计公司 2022-2024 年营收分别为 136.96 亿元、175.78 亿元、221.06 亿元，同比分别+58%、+28%、+26%。

其中，预计公司 2022-2024 年：

- 1) 预计货运代理业务（含全球货代、全球航运及罐箱、国际工程及干散货）营收持续增长，2022-2024 年分别为 64.23 亿元、73.86 亿元、84.94 亿元，同比分别+74%、+15%、+15%。其中，2022 全年增速低于 2022H1，系 2021H1 低基数效应及运价于 2021H2 持续上涨；
- 2) 预计 2022-2024 年仓储收入分别为 7.31 亿元、8.83 亿元、10.35 亿元，同比分别+33%、+21%、+17%。其中预计仓储面积每年增长 8-10 万平米，增速分别为+18%、+12%、+11%，仓储单价每年增长 5%；
- 3) 预计伴随业务规模扩大，运输业务收入增速放缓，2022-2024 年运输收入分别为 15.10 亿元、17.74 亿元、20.4 亿元，同比分别+20%、+18%、+15%；
- 4) 伴随化工品交易收入规模扩大，营收增速将放缓，预计 2022-2024 年收入分别为 50.02 亿元、75.03 亿元、105.04 亿元，同比分别+60%、+50%、+40%。

图表 58：公司收入假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,419	3,427	8,645	13,696	17,578	22,106
YoY	36%	42%	152%	58%	28%	26%
主营业务	2,409	3,420	8,616	13,666	17,546	22,073
YoY	36%	42%	152%	59%	28%	26%

货运代理	1,061	1,338	3,683	6,423	7,386	8,494
YoY	35%	26%	175%	74%	15%	15%
全球货代	875	1,091	3,114	4,983	5,730	6,590
YoY		25%	185%	60%	15%	15%
全球航运及罐箱	186	247	334	500	575	662
YoY		33%	35%	50%	15%	15%
国际工程及干散货			235	939	1,080	1,242
YoY				300%	15%	15%
仓储	462	505	549	731	883	1,035
YoY	43%	9%	9%	33%	21%	17%
运输	672	886	1,258	1,510	1,774	2,040
YoY	53%	32%	42%	20%	18%	15%
化工品交易	214	691	3,126	5,002	7,503	10,504
YoY	-5%	222%	353%	60%	50%	40%
其他业务	10	7	29	30	32	33
YoY	18%	-25%	295%	5%	5%	5%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 由于化工品交易业务毛利率相对较低，伴随化工品交易业务规模扩张，公司整体毛利率将略降。我们预计公司 2022-2024 年毛利率分别为 9.7%、9.5%、9.4%，分业务看：
 - 1) 考虑运价或回落，货运代理毛利率相应回升，2022-2024 年全球货代业务的毛利率分别为 9.5%、10.0%、10.5%，全球航运及罐箱、国际工程及干散货业务的毛利率参考 2022H1 预测；
 - 2) 仓储业务毛利率将伴随租金上涨而提升，预计单位租金年增长率为 5%，2022-2024 年毛利率分别为 45.0%、45.5%、46.0%；
 - 3) 伴随油价回落，预计运输业务毛利率逐年回升，2022-2024 年毛利率分别为 9.0%、9.5%、10.0%；
 - 4) 化工品交易业务的毛利率参照 2022H1 实际情况，并逐步恢复，2022-2024 年毛利率分别为 3.5%、3.8%、4.0%。

图表 59：公司毛利率假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	18.2%	16.7%	10.3%	9.7%	9.5%	9.4%
主营业务	17.9%	16.6%	10.2%	9.7%	9.5%	9.4%
货运代理	12.2%	12.5%	9.8%	10.7%	11.1%	11.5%
全球货代		11.7%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
全球航运及罐箱		16.3%	16.7%	20.0%	20.0%	20.0%
国际工程及干散货			9.9%	12.0%	12.0%	12.0%
仓储	47.1%	48.2%	43.1%	45.0%	45.5%	46.0%
运输	12.0%	12.0%	9.1%	9.0%	9.5%	10.0%
化工品交易	2.0%	7.1%	5.4%	3.5%	3.8%	4.0%
其他业务	85.5%	83.9%	23.8%	20.0%	20.0%	20.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 预计 2022-2024 年销售费用率、研发费用率保持稳定，伴随收入规模上升管理费用率逐年降低。预计 2022-2024 年净利率为 4.7%、4.8%、5.0%。

图表 60: 公司净利率假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用率	4.5%	3.8%	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%
研发费用率	0.9%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
财务费用率	0.7%	0.9%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
净利率	8.1%	8.4%	5.0%	4.7%	4.8%	5.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

- 首次覆盖给予“买入”评级。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.94 元、5.14 元、6.69 元。公司享有估值溢价, 参考未来业绩复合增速, 给予公司 2023 年 30 倍 PE, 对应目标价 154.2 元。

图表 61: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E
001228.SZ	永泰运	56.24	0.71	1.61	2.54	3.23	4.17	79	35	22	17	13
603613.SH	国联股份	106.31	0.61	1.16	1.98	3.19	4.95	174	92	54	33	21
002930.SZ	宏川智慧	23.58	0.51	0.61	0.75	0.98	1.18	47	39	32	24	20
平均值									36	25	18	
603713.SH	密尔克卫	129.75	1.75	2.63	3.94	5.14	6.69	74	49	33	25	19

来源: Wind, 国金证券研究所备注: 可比公司盈利预测取 Wind 一致预期, 股价日期为 2022 年 9 月 19 日。

六、风险提示

- **化工行业波动风险。**公司主要从事化工品货代、仓储、运输及交易业务, 与化工行业密切相关。化工行业和宏观经济周期具有较强的关联性, 如果经济发生衰退或宏观环境不景气, 将对化工行业造成不利影响, 进而可能对公司的经营业绩造成直接的影响。
- **安全运营风险。**化工品具有易燃、易爆及易腐蚀等特性, 若公司未来出现安全方面的问题, 可能面临巨额赔偿或重要客户流失的风险, 从而对公司经营造成重大不利影响。
- **政策监管风险。**公司所处行业受政策严格监管, 从而限制公司的战略规划与发展。若监管趋严, 可能对公司生产经营造成不利影响。若监管放开, 市场竞争进一步加剧, 可能存在公司竞争优势被削弱, 市场份额及盈利能力下降的风险。
- **并购整合不及预期风险。**公司近年主要通过并购方式实现规模扩张, 若未来并购项目落地整合不及预期, 将影响公司业绩表现。
- **股东和董监高减持风险。**随 IPO 及股权激励限售股解禁到期, 近期公司高管及股东陆续减持。2022 年 12 月 9 日将有股权激励限售股份解禁。解禁后, 可能持续出现公司股票集中出售, 导致流通股本迅速增加, 影响公司股价。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,419	3,427	8,645	13,696	17,578	22,106	货币资金	137	126	638	1,026	1,149	1,236
增长率		41.7%	152.3%	58.4%	28.3%	25.8%	应收款项	740	1,408	2,786	3,136	3,849	4,620
主营业务成本	-1,978	-2,854	-7,758	-12,364	-15,902	-20,026	存货	10	19	78	133	171	215
%销售收入	81.8%	83.3%	89.7%	90.3%	90.5%	90.6%	其他流动资产	242	245	951	829	900	982
毛利	441	573	887	1,332	1,676	2,080	流动资产	1,129	1,798	4,454	5,124	6,069	7,053
%销售收入	18.2%	16.7%	10.3%	9.7%	9.5%	9.4%	%总资产	44.0%	48.9%	61.2%	59.5%	59.2%	59.1%
营业税金及附加	-10	-10	-19	-27	-35	-44	长期投资	8	8	4	4	4	4
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	674	835	1,368	1,951	2,534	3,116
销售费用	-47	-49	-94	-123	-141	-155	%总资产	26.2%	22.7%	18.8%	22.6%	24.7%	26.1%
%销售收入	1.9%	1.4%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%	无形资产	686	981	1,193	1,297	1,409	1,529
管理费用	-109	-129	-198	-301	-352	-398	非流动资产	1,440	1,880	2,819	3,492	4,179	4,875
%销售收入	4.5%	3.8%	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%	%总资产	56.0%	51.1%	38.8%	40.5%	40.8%	40.9%
研发费用	-23	-26	-28	-41	-53	-66	资产总计	2,569	3,678	7,273	8,616	10,248	11,928
%销售收入	0.9%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	120	254	895	225	553	612
息税前利润 (EBIT)	252	360	548	839	1,096	1,417	应付款项	521	1,061	1,503	1,891	2,431	3,060
%销售收入	10.4%	10.5%	6.3%	6.1%	6.2%	6.4%	其他流动负债	85	274	881	976	1,024	1,083
财务费用	-16	-31	-54	-61	-74	-81	流动负债	726	1,590	3,279	3,091	4,008	4,755
%销售收入	0.7%	0.9%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	长期贷款	291	184	525	1,547	1,547	1,547
资产减值损失	-5	-11	-14	-3	-1	-1	其他长期负债	76	125	249	227	224	222
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,093	1,899	4,053	4,865	5,780	6,524
投资收益	7	4	12	8	9	10	普通股股东权益	1,435	1,711	3,153	3,684	4,402	5,337
%税前利润	2.7%	1.0%	2.4%	1.0%	0.8%	0.7%	其中：股本	155	155	164	164	164	164
营业利润	239	336	530	795	1,043	1,359	未分配利润	583	843	1,231	1,782	2,500	3,436
营业利润率	9.9%	9.8%	6.1%	5.8%	5.9%	6.1%	少数股东权益	41	68	67	67	67	67
营业外收支	11	13	-2	5	0	0	负债股东权益合计	2,569	3,678	7,273	8,616	10,248	11,928
税前利润	250	349	528	800	1,043	1,359							
利润率	10.3%	10.2%	6.1%	5.8%	5.9%	6.1%	比率分析						
所得税	-54	-60	-92	-152	-198	-258							
所得税率	21.6%	17.1%	17.4%	19.0%	19.0%	19.0%	每股指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	196	290	436	648	845	1,101	每股收益	1.286	1.864	2.625	3.941	5.135	6.695
少数股东损益	0	1	4	0	0	0	每股净资产	9.409	11.060	19.167	22.398	26.763	32.454
归属于母公司的净利润	196	288	432	648	845	1,101	每股经营现金净流	1.394	2.188	1.231	6.640	5.868	8.149
净利率	8.1%	8.4%	5.0%	4.7%	4.8%	5.0%	每股股利	0.190	0.260	0.390	0.591	0.770	1.004
							回报率						
							净资产收益率	13.7%	16.9%	13.7%	17.6%	19.2%	20.6%
							总资产收益率	7.6%	7.8%	5.9%	7.5%	8.2%	9.2%
							投入资本收益率	10.1%	12.8%	9.4%	12.0%	13.2%	14.9%
							增长率						
							主营业务收入增长率	35.6%	41.7%	152.3%	58.4%	28.3%	25.8%
							EBIT增长率	32.5%	42.4%	52.4%	53.2%	30.6%	29.3%
							净利润增长率	48.4%	47.1%	49.7%	50.1%	30.3%	30.4%
							总资产增长率	38.3%	43.2%	97.7%	18.5%	18.9%	16.4%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	88.6	98.1	65.7	60.0	60.0	60.0
							存货周转天数	1.4	1.9	2.3	4.0	4.0	4.0
							应付账款周转天数	55.3	51.3	27.8	30.0	30.0	30.0
							固定资产周转天数	96.1	84.0	46.0	40.6	40.3	38.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	17.1%	16.6%	12.4%	9.7%	12.7%	10.0%
							EBIT利息保障倍数	15.4	11.8	10.2	13.7	14.8	17.5
							资产负债率	42.6%	51.6%	55.7%	56.5%	56.4%	54.7%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	16	24	44
增持	0	1	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.16	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在-5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402