

密尔克卫 (603713.SH)

利润率持续提升，抗风险能力优异

买入

核心观点

三季度业绩较快增长。2022 年前三季度，公司实现营收 90.93 亿元（+52.84%），归母净利润 4.76 亿元（+58.06%），扣非归母净利润 4.63 亿元（+61.59%）。其中三季度单季营收 28.24 亿元（+13.53%），归母净利润 1.72 亿元（+46.33%），扣非归母净利润 1.67 亿元（+64.14%），公司业绩保持较快增长。

公司三季度收入或受到海运运价与分销业务影响，但公司高毛利业务增长势头依旧较好，三季度利润率环比大幅度提升，体现公司强大的抗风险能力。表征国际海运价格水平的 SCFI 指数在 22 年一季度达到季度均值顶点，Q2、Q3 各自有环比 13.2%、22.1% 的下滑。但即便受此影响，由于公司主要与下游大型客户长期合作，货代业务的单位利润波动相对较小，我们认为公司货代业务受到海运价格的影响幅度较为可控。分销方面，我们推测二季度疫情带来公司的扩张速度受到影响。但从利润率角度，公司三季度综合毛利率 11.9%，同比提升 2.6 个百分点，环比提升 1.3 个百分点，净利率达到 6.1%，同比提升 1.4 个百分点，环比提升 0.8 个百分点，利润率提升非常显著，背后体现了公司高毛利业务景气度较高。

扩张步履迅速，内生与外延并举。22 年三季度，公司继续稳扎稳打，扩展能力圈。内生方面，公司三、四季度分别完成上海奉贤、福建福州、山东青岛、内蒙古合计超过 16 万平方米（土地出让面积）的土地招拍，我们预计以上地块将为公司未来的中期业绩提供有力支撑。外延并购方面，公司 9 月完成 2.5 亿收购南京久帝化工 70% 股权的交割，南京久帝是陶氏、杜邦、东曹等化工巨头在华的主要经销商，21 年营收 5.6 亿。10 月完成对集惠瑞曼迪斯 100% 股权的收购，标志着公司在环保危废处理方面的业务进入上海市场，进一步完成对化工企业服务闭环能力的打造。

风险提示：宏观经济波动超预期；公司市场扩张进度低于预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。考虑二季度疫情影响公司分销业务，导致分销团队拓展慢于规划，资金更多分配在物流业务，我们将 2022-2024 年盈利预测分别从 6.7、10.2、14.0 下调至 6.4、9.1、12.5 亿，增速分别为 49%、41%、38%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且盈利质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩仅为 25x，远低于公司的复合增长，维持买入评级，继续推荐。

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	12,762	16,795	23,277
(+/-%)	41.7%	152.3%	47.6%	31.6%	38.6%
净利润(百万元)	288	432	643.99	907.62	1253.89
(+/-%)	47.1%	49.7%	49.1%	40.9%	38.2%
每股收益(元)	1.86	2.63	3.92	5.52	7.62
EBIT Margin	11.2%	6.7%	6.6%	7.0%	6.8%
净资产收益率 (ROE)	16.9%	13.7%	17.5%	20.5%	23.0%
市盈率 (PE)	79.7	56.6	38.0	26.9	19.5
EV/EBITDA	51.5	40.2	31.1	23.9	19.3
市净率 (PB)	13.44	7.75	6.64	5.53	4.49

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	
收盘价	138.30 元
总市值/流通市值	22681/22543 百万元
52 周最高价/最低价	153.88/93.88 元
近 3 个月日均成交额	149.60 百万元

市场走势



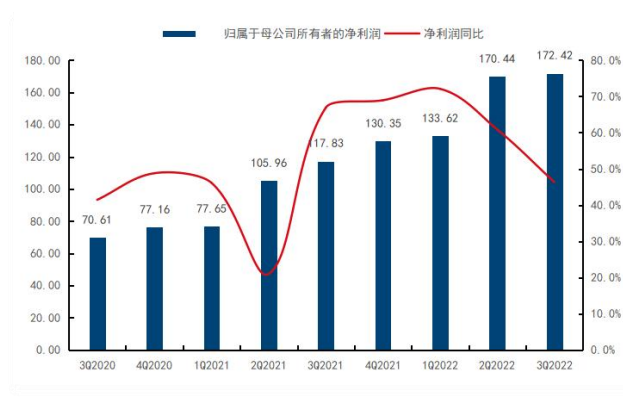
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《密尔克卫 (603713.SH) -业绩处于预告上沿，下半年成长继续加速》——2022-07-27
- 《密尔克卫 (603713.SH) -逆境中再创佳绩，有望新一轮高增》——2022-07-12
- 《密尔克卫 (603713.SH) -龙头化工服务商，继续看好长期价值》——2022-06-19
- 《密尔克卫 (603713.SH) -业绩处于预告上沿，把握波动中的机遇》——2022-04-28
- 《密尔克卫 (603713.SH) -一季度利润环比增长，盈利质量持续向好》——2022-04-10

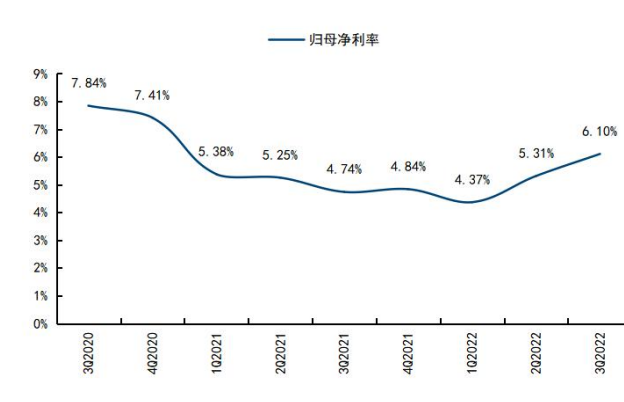
三季度业绩较快增长。2022 年前三季度，公司实现营收 90.93 亿元（+52.84%），归母净利润 4.76 亿元（+58.06%），扣非归母净利润 4.63 亿元（+61.59%）。其中三季度单季营收 28.24 亿元（+13.53%），归母净利润 1.72 亿元（+46.33%），扣非归母净利润 1.67 亿元（+64.14%），公司业绩保持较快增长。

图1：密尔克卫季度归母净利润及增速（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2：密尔克卫季度归母净利率（%）

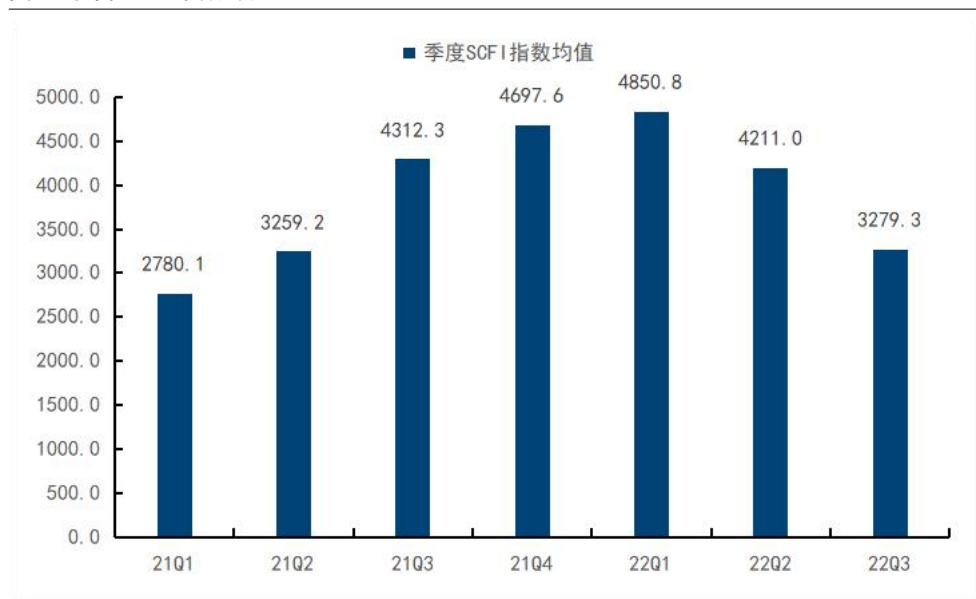


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司三季度收入或受到海运运价与分销业务影响，但公司高毛利业务增长势头依旧较好，三季度利润率环比较大程度提升，体现公司强大的抗风险能力。表征国际海运价格水平的 SCFI 指数在 22 年一季度达到季度均值顶点，Q2、Q3 各自有环比 13.2%、22.1% 的下滑。但即便受此影响，由于公司主要与下游大型客户长期合作，货代业务的单位利润波动相对较小，我们认为公司货代业务受到海运价格的影响幅度较为可控。分销方面，我们推测二季度疫情带来公司的扩张速度受到影响（分销业务大量团队位于上海）。

但从利润率角度，公司三季度综合毛利率 11.9%，同比提升 2.6 个百分点，环比提升 1.3 个百分点，净利率达到 6.1%，同比提升 1.4 个百分点，环比提升 0.8 个百分点，利润率提升非常显著，背后体现了公司高毛利业务景气度较高。公司物流板块业务横跨仓储、运输、国际货代，整体配置较为均衡，占据了大量稀缺资源节点。我们预计三季度公司仓储业务的产能利用率处在高位，在利润贡献上占据重要作用。我们认为公司在海运价格向下过程中，业绩成长性依旧坚挺，已经体现出了公司在综合物流业务上的强大抗风险能力。

图3: 季度 SCFI 指数均值



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

扩张步履迅速，内生与外延并举。22 年三季度，公司继续稳扎稳打，扩展能力圈。内生方面，公司三、四季度分别完成上海奉贤、福建福州、山东青岛、内蒙古合计超过 16 万平方米（土地出让面积）的土地招拍，我们预计以上地块将为公司未来的中期业绩提供有力支撑。

外延并购方面，公司 9 月完成 2.5 亿收购南京久帝化工 70% 股权的交割，进一步提高在国内特种化工品、特种材料经销领域的优势，为汽车、电子、新能源、纺织、皮革、工业应用等领域客户提供更好的产品和技术解决方案。南京久帝是陶氏、杜邦、东曹等化工巨头在华的主要经销商，21 年营收 5.6 亿。10 月完成对集惠瑞曼迪斯 100% 股权的收购，标志着公司在环保危废处理方面的业务进入上海市场，进一步完成对化工企业服务闭环能力的打造。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。考虑二季度疫情影响公司分销业务（分销业务大量团队位于上海），导致分销团队拓展慢于规划，资金更多分配在物流业务，我们将 2022-2024 年盈利预测分别从 6.7、10.2、14.0 下调至 6.4、9.1、12.5 亿，增速分别为 49%、41%、38%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩仅为 25x，远低于公司的复合增长，维持买入评级，继续推荐。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2019	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	126	638	1172	1836	2944	营业收入	3427	8645	12762	16795	23277
应收款项	1402	2754	4196	5292	7015	营业成本	2854	7758	11459	15073	20975
存货净额	19	78	85	112	155	营业税金及附加	10	19	38	50	70
其他流动资产	235	602	893	1260	1665	销售费用	49	94	128	168	209
流动资产合计	1798	4454	6346	8499	11779	管理费用	129	198	322	352	453
固定资产	835	1368	1440	1591	1627	财务费用	31	54	83	101	116
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	9215	11597	14991	营业利润	336	530	775	1094	1491
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	2328	3077	4291	利润总额	349	528	791	1109	1505
其他流动负债	575	1136	1770	2321	3228	所得税费用	60	92	142	194	241
流动负债合计	1590	3279	4520	5922	8132	少数股东损益	1	4	5	7	10
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	644	908	1254
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）					
负债合计	1899	4053	5465	7098	9460	净利润	288	432	644	908	1254
少数股东权益	68	67	71	77	85	资产减值准备	(1)	9	3	1	1
股东权益	1711	3153	3679	4423	5447	折旧摊销	98	132	146	169	186
负债和股东权益总计	3678	7273	9215	11597	14991	公允价值变动损失	(3)	(13)	(0)	(0)	(0)
						财务费用	31	54	83	101	116
关键财务与估值指标						营运资本变动	(45)	(923)	48	(106)	(50)
每股收益	1.86	2.63	3.92	5.52	7.62	其它	2	(6)	0	4	8
每股红利	0.32	0.49	0.72	1.00	1.40	经营活动现金流	339	(369)	842	977	1398
每股净资产	11.06	19.17	22.37	26.89	33.12	资本开支	0	(671)	(200)	(400)	(300)
ROIC	16%	15%	17%	24%	30%	其它投资现金流	5	(366)	382	0	0
ROE	17%	14%	18%	21%	23%	投资活动现金流	5	(1037)	182	(400)	(300)
毛利率	17%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	(7)	1123	0	0	0
EBIT Margin	11%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	(106)	341	100	150	150
EBITDA Margin	14%	8%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(50)	(81)	(118)	(164)	(230)
收入增长	42%	152%	48%	32%	39%	其它融资现金流	(36)	276	(472)	101	90
净利润增长率	47%	50%	49%	41%	38%	融资活动现金流	(355)	1919	(490)	87	10
资产负债率	53%	57%	60%	62%	64%	现金净变动	(11)	512	534	664	1108
息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	137	126	638	1172	1836
P/E	79.7	56.6	38.0	26.9	19.5	货币资金的期末余额	126	638	1172	1836	2944
P/B	13.4	7.8	6.6	5.5	4.5	企业自由现金流	0	(986)	681	633	1173
EV/EBITDA	51.5	40.2	31.1	23.9	19.3	权益自由现金流	0	(370)	241	801	1315

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提及的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