

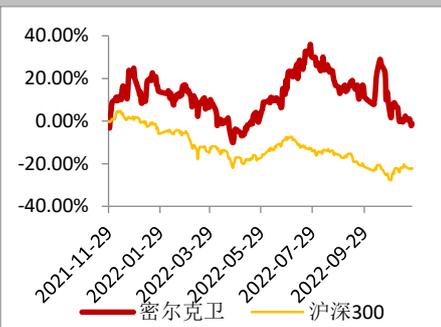
个股投资评级

推荐|维持

公司基本情况

最新收盘价(元)	108.20
总股本/流通股本(亿股)	1.64 / 1.63
总市值/流通市值(亿元)	188 / 186
52周内最高/最低价	153.86 / 101.75
资产负债率(%)	55.7%
市盈率	42.80
第一大股东	陈银河
持股比例(%)	25.9%

股价走势图



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

研究所

分析师：魏大朋
 SAC 登记编号：S1340521070001
 Email：weidapeng@cnpsec.com

密尔克卫 (603713.SH):
化工供应链物流龙头，内外兼修打开巨大成长空间
● 核心观点：

化工供应链物流龙头，成长逻辑持续验证。密尔克卫化工供应链服务股份有限公司是中国民营化工供应链主板上市第一股，主要业务包括提供全球范围内危险品普通货物海运、空运、铁路运输一站式综合物流服务和化工品交易服务。2020年度、2021年度及2022年1-6月，公司营业收入分别同比增长41.68%、152.26%及81.08%，在大力发展已有业务的基础上，公司不断开拓如液化船和集装罐、进口分拨、智慧城市安全功能前置仓、OEM和复配等新业务，为公司业务量开拓了新的增长点。2017~2021年公司营收、净利润CAGR分别达60.9%、50.7%，长期成长逻辑持续得到验证。

化工物流行业市场空间广阔，格局分散。中国是全球最大的化学品市场。从世界范围来看，2019年世界化学品的销售额约为4万亿美元（约合27万亿元人民币），其中中国化学品销售额占全球的41%。中国化工物流市场规模自2015年来复合增速达11.7%，并将在未来五年保持5%以上的增速持续增长。得益于产业分工进一步细化的趋势，我国第三方化工物流市场空间将逐步扩大。根据中物联危化品物流分会预测，2021年末全国化工物流市场规模超2万亿元，第三方化工物流市场占有率将提升至40%，以此推算国内第三方化工物流市场规模达8,000亿元。然而，相较于美国第三方化工物流58%渗透率、日本80%渗透率，我国第三方化工物流渗透率仍有较大提升空间。从资本支出的角度来看，近10年中国几乎为全球化工产业投资的一半，且仍保持强劲增长态势。

内生外延并举，线上线下协同打造“超级化工亚马逊”。由于市场监管强、审批制度严、安全风险大、投资门槛高、技术要求高等原因，危化品行业仓储资源稀缺，供给一直跟不上市场需求。公司掌握稀缺的仓储资源，公司在国内具有多个物流集群，打造了线上平台及线下一站式综合物流服务能力，具有较强的物流履约能力。公司以内生发展+外延并购为主要路径，并且形成了并购和内生协同发展的良性循环。2019年内生板块增速达29.64%，2021年内生板块增速达32.81%。内生板块增速较快，这意味着公司依靠原先的资产，提升其产能利用率、提升量价亦取得较高收入与利润增长。同时，公司以强大IT技术助力

化工企业建设自营直销电商平台，以此实现全网数字营销，设立垂直细分平台——灵元素，以满足长尾人群需求。2019年-2021年公司将业务聚焦于化工品交易，其毛利率呈现上升趋势，由2019年的4.33%到2021年的4.38%，该业务毛利率占总业务毛利率的比重日益上升。

对标海外龙头公司，密尔克卫成长空间巨大。参照国外化学品分销龙头 Brenntag，在世界范围内，第三方化学品分销市场的收入为2710亿欧元，Brenntag作为龙头企业市占率低于5%，在亚太地区，总市场收入为1280亿欧元，Brenntag的市占率仅为1.2%，整体亚太市场占有率较低，行业内前四大公司的总计市占率为3.9%，市场分布最为分散，集中度最低。多层次的有机增长以及潜在潜力长期驱动公司业绩持续增长。2005年来，Brenntag的销售收入的年化复合增长率为6.8%，经营净利润的年化复合增长率为7.7%。Brenntag股价表现长期优于DAX指数。Brenntag于2010年在德国IPO上市，并在大部分时间都跑过了德国DAX指数以及MDAX指数，取得了较多的超额收益。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司2022-2024年营收分别为142.17亿元、195.66亿元、257.04亿元，同比分别+64%、+38%、+31%。公司2022-2024年毛利率分别为9.7%、9.8%、9.7%。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年归母净利润预测为6.14/8.74/11.20亿元，同比+42%/43%/28%，对应2022~2024年EPS为3.73/5.32/6.81元。

看好公司物贸一体化、线上线下协同发展的发展前景。受益于监管推动的化工物流第三方渗透率的不断提升，行业处于迅速发展阶段，而密尔克卫是业内少有的具备物流基础的工业品电商企业，通过构建全国仓储物流网络，具备稀缺性和扎实的发展基础，我们认为公司相对于轻资产运营以及未拥有核心危化品仓储的同业公司享有高估值溢价，给予公司2023年的30倍PE，对应2023年目标价159.6元/股，维持“推荐”评级。

● 风险提示

疫情出现反复；公司产能落地进度低于预期；化工物流景气度不及预期。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,427	8,645	14,217	19,566	25,704
增长率（%）	42%	152%	64%	38%	31%
归母净利润（百万元）	288	432	614	874	1,120
增长率（%）	47%	50%	42%	43%	28%
EPS（元）	1.86	2.63	3.73	5.32	6.81
P/E	58.0	41.2	29.0	20.4	15.9
毛利率（%）	16.7%	10.3%	9.7%	9.8%	9.7%
净利率（%）	8.4%	5.0%	4.3%	4.5%	4.4%
ROE	16.9%	13.7%	18.2%	22.7%	24.4%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 11 月 29 日收盘价

目录

1 化工供应链服务龙头，打造“化工亚马逊”	8
1.1 历史沿革及股权结构	8
1.2 公司经营情况	9
1.3 股权激励目标明确	12
2 “大行业，小公司”，行业集中度有望持续提升	13
2.1 国内第三方化工物流行业市场规模巨大	13
2.2 监管趋严，行业进入壁垒逐步抬高	18
3 一站式综合物流服务：掌握稀缺仓储资源，运营底盘坚实	23
3.1 多板块协同发展联合增收	23
3.2 广泛的境内外服务网络打造坚实的运营底盘	34
3.3 外延+内生，扩产能构建高质量发展	37
3.4 信息化建设赋能提升公司运营效率	40
4 线上线下协同发展，产业链高度协同	42
5 他山之石：全球化学品分销龙头 BRENNTAG 的发展启示	44
6 盈利预测及投资建议	51
6.1 盈利预测	51
6.2 估值及投资建议	52
7 风险提示	54

图表目录

图表 1: 密尔克卫发展历程	8
图表 2: 密尔克卫股权架构	9
图表 3: 密尔克卫业务板块	9
图表 4: 22H1 公司主营业务收入占比	10
图表 5: 公司营业收入拆分 (单位: 亿元)	10
图表 6: 密尔克卫营业收入及同比情况 (单位: 百万元)	11
图表 7: 扣非归母净利润及同比 (单位: 百万元)	11
图表 8: 公司分产品营收 (单位: 百万元)	11
图表 9: 公司研发投入总额 (单位: 百万元)	11
图表 10: 密尔克卫地区营收占比 (单位: 百万元)	12
图表 11: 密尔克卫股权激励方案及考核目标	12
图表 12: 化工物流产业链	13
图表 13: 2017-2021 年中国石油和化工行业营业收入规模 (亿万元)	13
图表 14: 中国是世界最大化学品生产国	13
图表 15: 中国化工物流行业规模及预测	14
图表 16: 近 10 年中国化工产品年均维持 8% 以上增长	14
图表 17: 全球化学品贸易类型及第三方分销占比	15
图表 18: 第三方化工物流渗透率	15
图表 19: 中国化学品投资支出对比: 2020 VS 2010	16
图表 20: 主要大炼化项目梳理	16
图表 21: 2020 年我国各区域危化品物流规模及产值占比统计	18
图表 22: 2020 年接受调研企业的业务辐射范围	18
图表 23: 危化品物流市场运输能力分析	18
图表 24: 2017-2021 年中国危化品运输行业公路路运输市场规模	18
图表 25: 化工品物流行业相关政策	19
图表 26: 进入化工物流行业三重壁垒	20
图表 27: 2019-20 年百强企业营收 10 亿以上占比 45%	21
图表 28: 2019-20 年化工物流百强企业	21
图表 29: 十大潜力化工园区	21
图表 30: “退城入园” 相关政策	211
图表 31: MGF 业务介绍	24
图表 32: 全球货代业务收入及同比情况 (万元)	26
图表 33: 全球货代业务毛利率	26
图表 34: MGF 业务主要服务能力	26
图表 35: 全球航运及罐箱业务收入及占比情况 (万元)	27

图表 36: 全球航运及罐箱业务毛利率	27
图表 37: 公司及控股子公司仓储用地	28
图表 38: 仓库类型	29
图表 39: 区域内仓配一体化业务收入及同比情况 (万元)	30
图表 40: 区域内仓配一体化毛利率	30
图表 41: 区域仓配一体化业务量	30
图表 42: 区域内交付六大服务领域	31
图表 43: 区域内贸交付业务量	31
图表 44: 区域内交付业务收入及同比情况 (万元)	32
图表 45: 区域内交付业务毛利率	32
图表 46: 公司分销业务的六大优势	33
图表 47: 分销业务收入及同比情况 (万元)	34
图表 48: 分销业务毛利率	34
图表 49: 化工品物流发展趋势—网络化	34
图表 50: 公司主要客户	35
图表 51: 密尔克卫国内网络——以上海为主基地	36
图表 52: 巴斯夫大中华区基地布局	36
图表 53: 密尔克卫国际网络	36
图表 54: 巴斯夫北美及欧洲主要基地布局	36
图表 56: 2021 年收购项目情况	38
图表 57: 密尔克卫内生增速测算	39
图表 58: 公司 ROE 水平近 5 年在 12% 以上	39
图表 59: 密尔克卫财务杠杆变化情况	40
图表 60: 密尔克卫杠杆仍有提升空间	40
图表 61: 数字化供应链互 (物) 联网信息系统 MCP	41
图表 62: 信息化建设创新发展, 全面服务公司产业	41
图表 63: 灵元素平台	42
图表 64: 线上线下协同, 物贸一体化	42
图表 65: 化工品交易毛利率与总业务毛利率	43
图表 66: 2021 年化工品交易业务毛利率对比	43
图表 67: 公司重要客户	43
图表 68: Brenntag 发展历史	44
图表 69: Brenntag 历年并购公司数量	45
图表 70: Brenntag 业务流程	45
图表 71: 欧盟与世界各地化学品贸易情况	46
图表 72: BREENTAG 营收状况 (单位: 万元)	46
图表 73: BREENTAG 净利润状况 (单位: 万元)	46

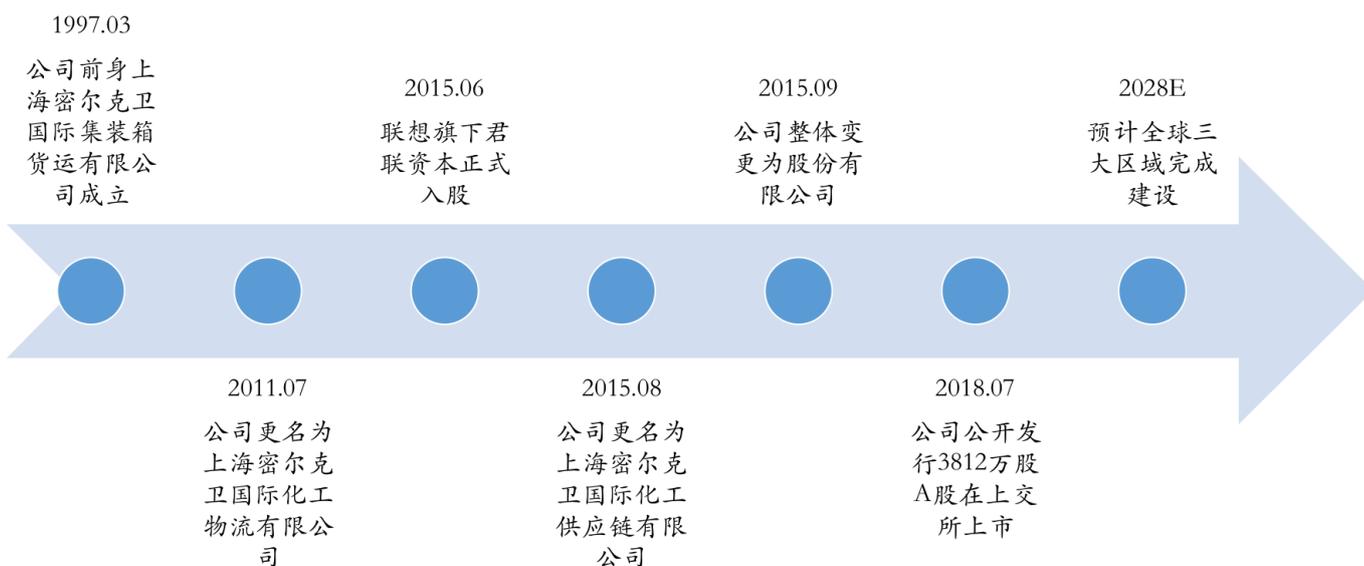
图表 74: 世界化学品市场交易额预测	47
图表 75: 公司至 2026 年的新中期目标	48
图表 76: 公司全球范围内份额第一, 在欧美均处于领先地位	49
图表 77: 内部整合叠加外部增长彰显巨大增长潜力	50
图表 78: Brenntag 股价超额收益	50
图表 79: 密尔克卫分业务营收、成本及毛利率预测	46
图表 80: 密尔克卫费用率预测	46
图表 81: 行业可比公司估值表	46
图表 82: 密尔克卫 PE	53

1 化工供应链服务龙头，打造“化工亚马逊”

1.1 历史沿革及股权结构

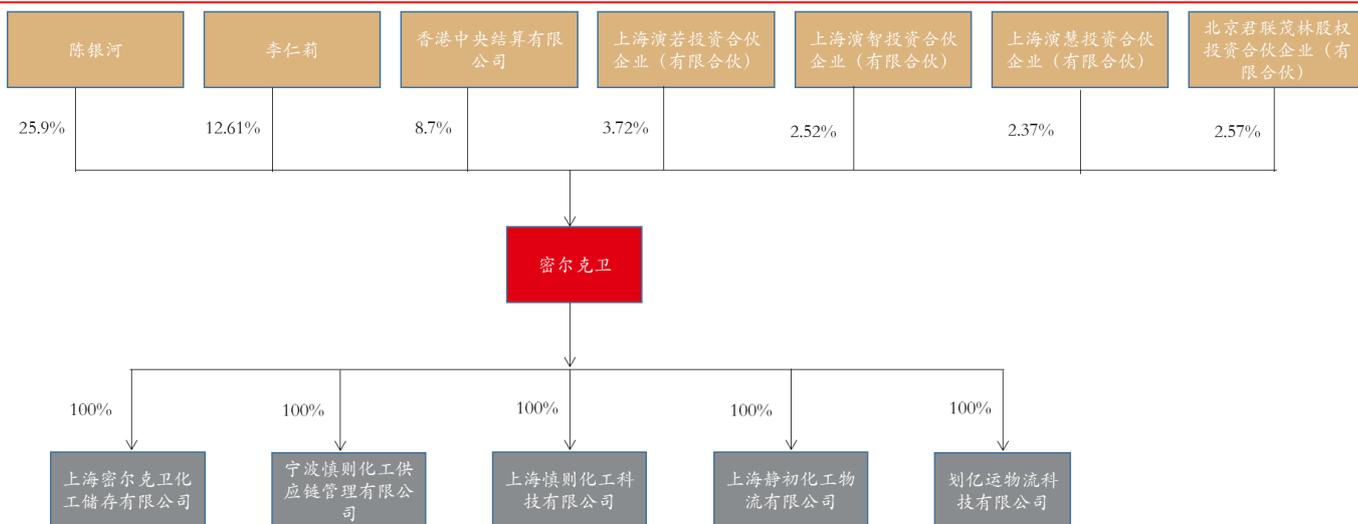
历史沿革：密尔克卫化工供应链服务股份有限公司是一家提供化工供应链服务的公司。公司前身上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司于1997年3月成立，成立时注册资本为250万元。2011年7月29日公司名称变更为上海密尔克卫国际化工物流有限公司。2015年6月联想旗下君联资本正式入股，公司通过收购内森、赣星等企业，不断开拓新业务，整体运营实力获得提升。2015年8月21日，公司名称变更为上海密尔克卫国际化工供应链有限公司。同年9月10日，密尔克卫有限股东会决议同意将密尔克卫有限整体变更为股份有限公司，折合股本10,000万股。2018年7月13日，密尔克卫公开发行3812万股A股在上交所上市，成为中国民营化工供应链主板上市第一股。公司计划于2028年完成全球三大区域建设。

图表 1：密尔克卫发展历程



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

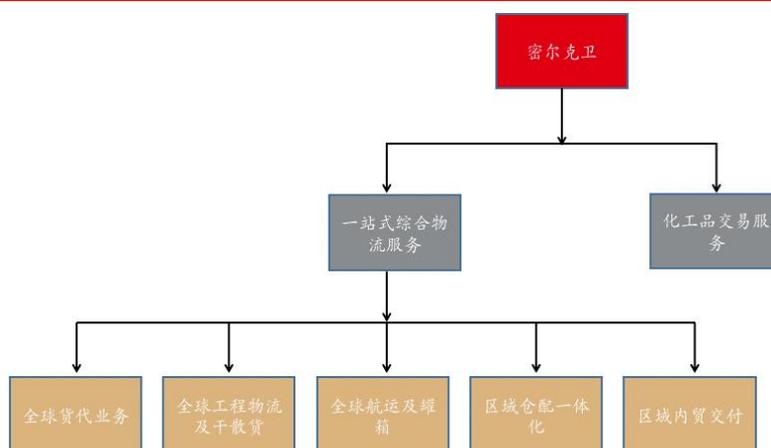
股权架构：截至2022年三季报，公司总股本1.64亿股，前十大股东共计持股1.04亿股，占总股本的63.33%。公司实控人为陈银河与李仁莉，公司控股股东中陈银河与慎蕾为夫妻关系，且李仁莉与慎蕾为母女关系。主要控股股东及持股比例为陈银河（持股比例25.90%）、李仁莉（持股比例12.61%）和香港中央结算有限公司（持股比例8.70%）。

图表 2：密尔克卫股权架构


资料来源：公司财报，中邮证券研究所

1.2 公司经营情况

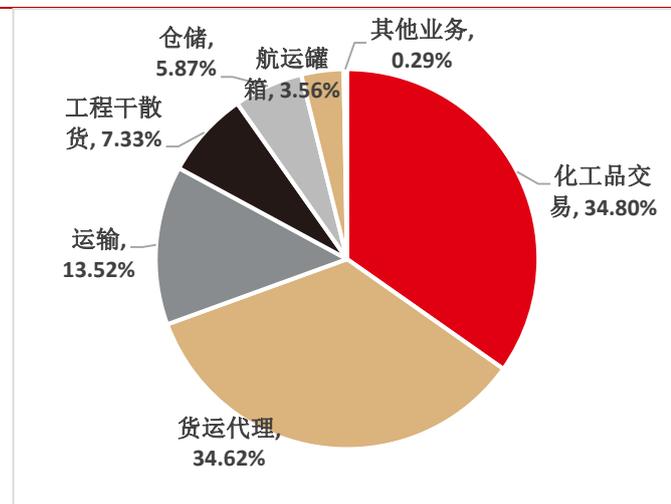
密尔克卫主要业务包括提供全球范围内危险品普通货物海运、空运、铁路运输一站式综合物流服务和化工品交易服务。公司于 2018 年成为中国民营化工供应链主板上市第一股，以化工供应链更安全、更高效的运营为目标，以成为化工超级亚马逊为愿景，是国内领先的专业化工供应链综合服务商。截至 2022 年 6 月 30 日，公司目前有自由牵引车和挂板 900 台，危化品运营车辆 1483 辆，自有车辆及整合社会资源可调配各类车型运输车辆超过 1000 辆，运营 5000 台集装罐和 10 个集装罐堆场，至 2022 年底，在全国自建及管理 61 万平方米专业化学品仓库。此外，公司基于 20 多年来完善的专业化工物流交付能力，近年来逐渐向产业链上下游延伸，逐步开拓化工品交易服务。“灵元素”作为公司化工电商平台整合买卖双方供应链环节中的信息流、资金流和物流，以实现化工亚马逊愿景。

图表 3：密尔克卫业务板块


资料来源：公司财报，中邮证券研究所

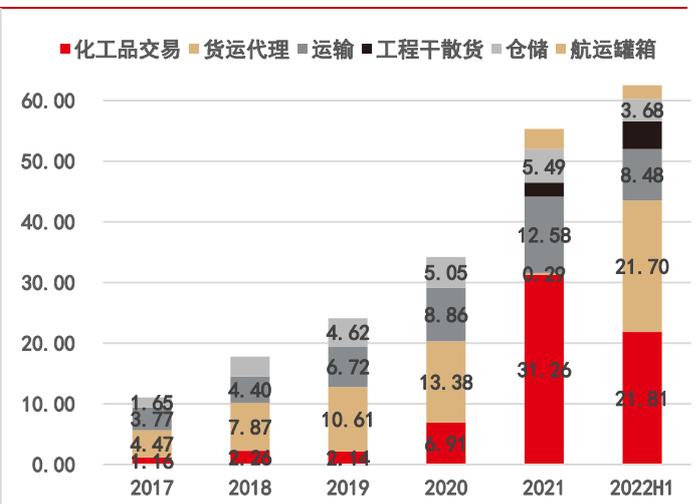
主营业务方面，公司的主要业务由一站式综合物流服务和化工品交易服务两部分构成。其中，一站式综合物流服务是公司营收的核心（占比约为 65.18%），化工品交易的营收能力也在逐渐扩大。2020 年度、2021 年度及 2022 年 1-6 月，公司营业收入分别同比增长 41.68%、152.26%及 81.08%，公司营业收入持续增长，主要由于：（1）随着下游化工企业“退城入园”工作的不断推进，化工企业对物流环节的专业化需求日益增加，基于公司七大集群战略的持续深耕，公司根据客户需求集中资源，高效发展最优网点，充分保障客户需求的物流服务高效性及服务质量的可靠性；（2）在大力发展已有业务的基础上，公司不断开拓如液化船和集装罐、进口分拨、智慧城市安全功能前置仓、OEM 和复配等新业务，为公司业务量开拓了新的增长点；（3）公司不断开发新区域、挖掘新客户，经过 20 多年的发展及沉淀，公司拥有完善、专业及安全的化工品物流交付能力，可以提供化工物流全环节专业服务，并与巴斯夫集团、陶氏集团、阿克苏集团、PPG 工业、佐敦集团、阿科玛集团、万华化学、艾朗集团、索尔维集团等国内外众多著名化工企业形成长期合作关系，积累了良好的行业口碑与影响力，在此基础上公司进一步拓展了客户，业务量有所增加；（4）基于长期深耕综合化工物流服务积累的丰富经验与网格化的物流基础设施，公司近年来打通线上平台与线下一站式综合物流，以有竞争力的价格为支撑，专业的服务质量为核心，安全的一站式综合物流为保障，不断拓展化工品交易的服务内容并提高服务附加值，驱动收入高速增长；（5）作为公司的新业务板块，2021 年和 2022 年 1-6 月全球工程物流及干散货业务营收贡献分别为 23,486.50 万元和 45,968.37 万元。因此，公司经营规模扩大，业务量增加，营业收入增长。

图表 4：22H1 公司主营业务收入占比

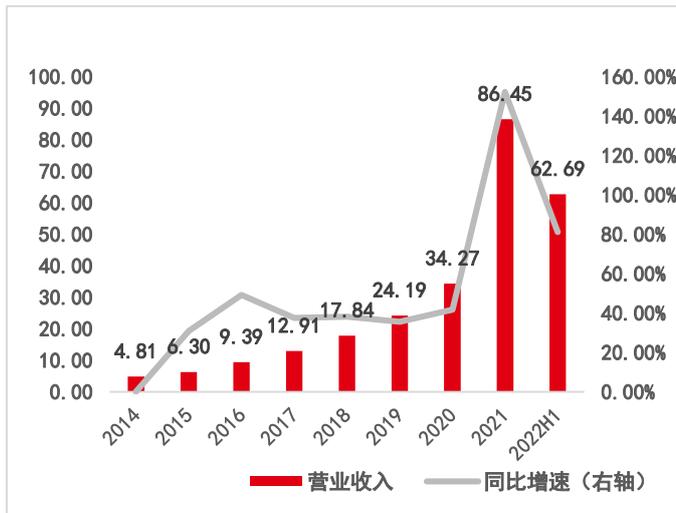


资料来源：公司财报，中邮证券研究所

图表 5：公司营业收入拆分（单位：亿元）



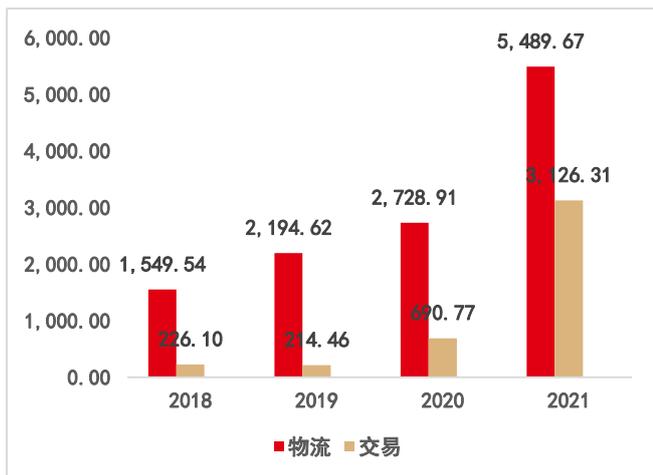
资料来源：公司财报，中邮证券研究所

图表 6：密尔克卫营业收入及同比情况（单位：百万元）


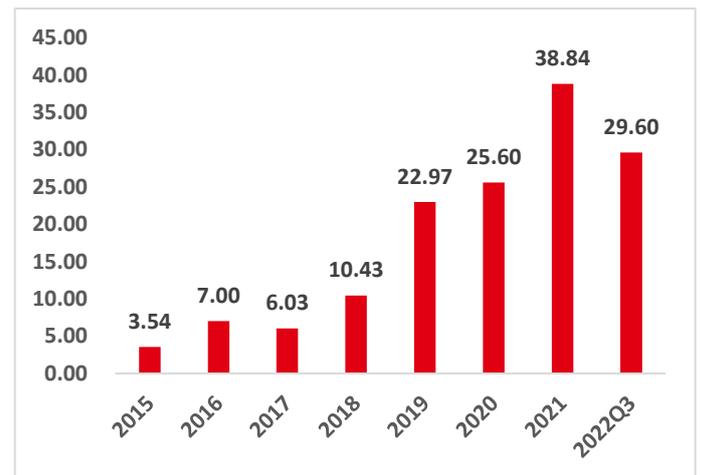
资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 7：扣非归母净利润及同比（单位：百万元）

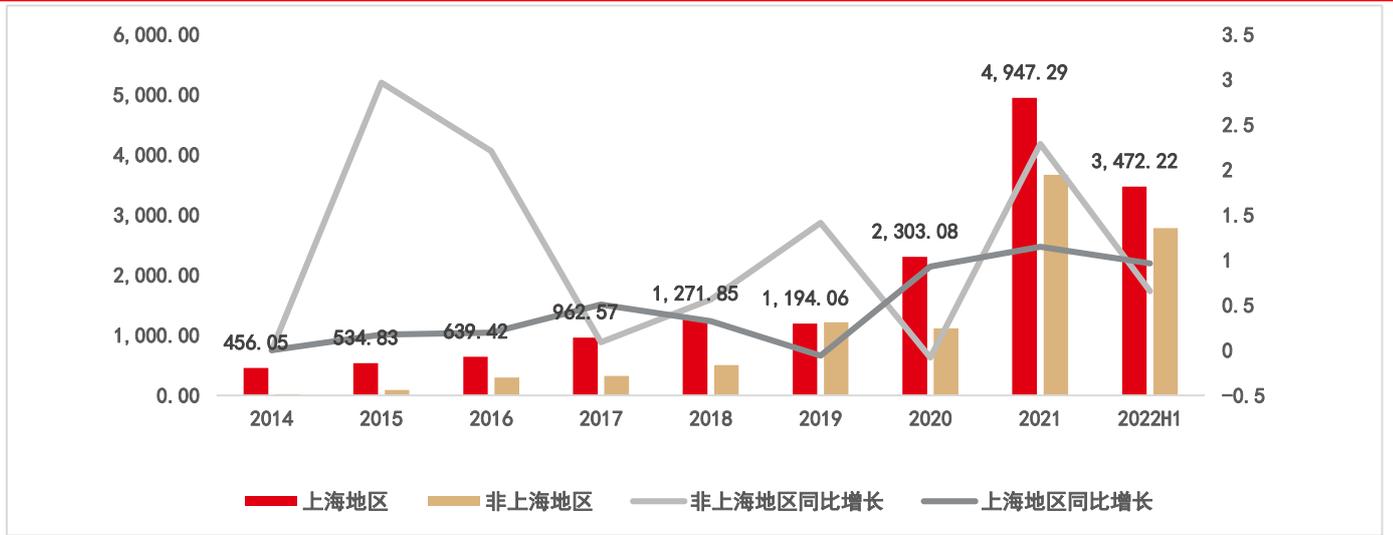

资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 8：公司分产品营收（单位：百万元）


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 9：公司研发投入总额（单位：百万元）


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 10：密尔克卫地区营收占比（单位：百万元）


资料来源：公司财报，中邮证券研究所

1.3 股权激励目标明确

股权激励：2022年11月5日，公司股东大会审议通过股权激励计划，向公司高级管理人员及公司核心业务人员3人定向发放股票期权51万份，占当时总股本比例0.31%，每股转让价格144.62元，有效期4年。A类激励对象业绩考核目标为在2022年、2023年和2024年以密尔克卫2021年净利润为基数，净利润增长率分别不低于30%、62.5%、101.13%，限制性股票在激励期满12个月后分三期解除，每期解除限售的比例分别为30%、30%和40%。B类激励对象业绩考核目标为在2022年和2023年密尔克卫2021年净利润为基数，净利润增长率分别不低于30%和62.5%，限制性股票在激励期满12个月后分两期解除，每期解除限售的比例均为50%。我们认为，以上激励计划将员工利益与公司利益进行绑定，有利于提升公司绩效以及提升员工工作积极性，进而推动公司长期发展。

图表 11：密尔克卫股权激励方案及考核目标

激励对象	行权期	对应该考核年度	业绩考核目标	行权安排
A类激励对象	第一个行权期	2022年	以密尔克卫2021年净利润为基数，2022会计年度净利润增长率不低于30%	行权比例30%
	第二个行权期	2023年	以密尔克卫2021年净利润为基数，2023会计年度净利润增长率不低于62.5%	行权比例30%
	第三个行权期	2024年	以密尔克卫2021年净利润为基数，2024会计年度净利润增长率不低于103.13%	行权比例40%
B类激励对象	第一个行权期	2022年	以密尔克卫2021年净利润为基数，2022会计年度净利润增长率不低于30%	行权比例50%
	第二个行权期	2023年	以密尔克卫2021年净利润为基数，2023会计年度净利润增长率不低于62.5%	行权比例50%

资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

2 “大行业，小公司”，行业集中度有望持续提升

2.1 国内第三方化工物流行业市场规模巨大

全球化学品市场规模庞大，中国是全球最大的化学品市场。从世界范围来看，2019 年世界化学品的销售额约为 4 万亿美元（约合 27 万亿元人民币），其中中国化学品销售额占全球的 41%，是全球最大的化学品市场。随着全球化工行业正在进行产业结构调整，通过兼并收购实现规模超大型化、装置集中化的发展趋势。此外，化工生产中心逐渐向亚洲地区转移，从而带动亚洲地区的化工物流发展。根据欧洲化学工业理事会预测，未来 10 年内，全球化学品市场增长将主要来自于中国，中国化学品市场规模将持续增长。

图表 12：化工物流产业链



图表 13：2017-2021 年中国石油和化工行业营业收入规模（亿万元）

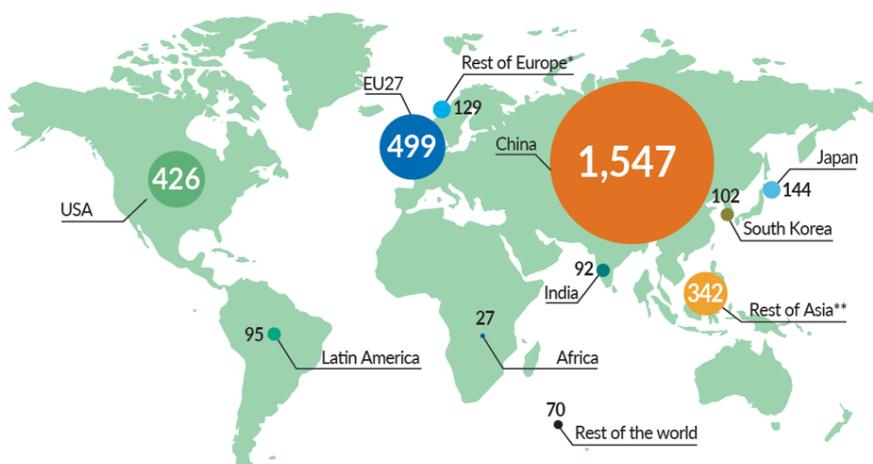


资料来源：各公司官网，中邮证券研究所

资料来源：中国石油和化学工业联合会，中邮证券研究所

图表 14：中国是世界最大化学品生产国

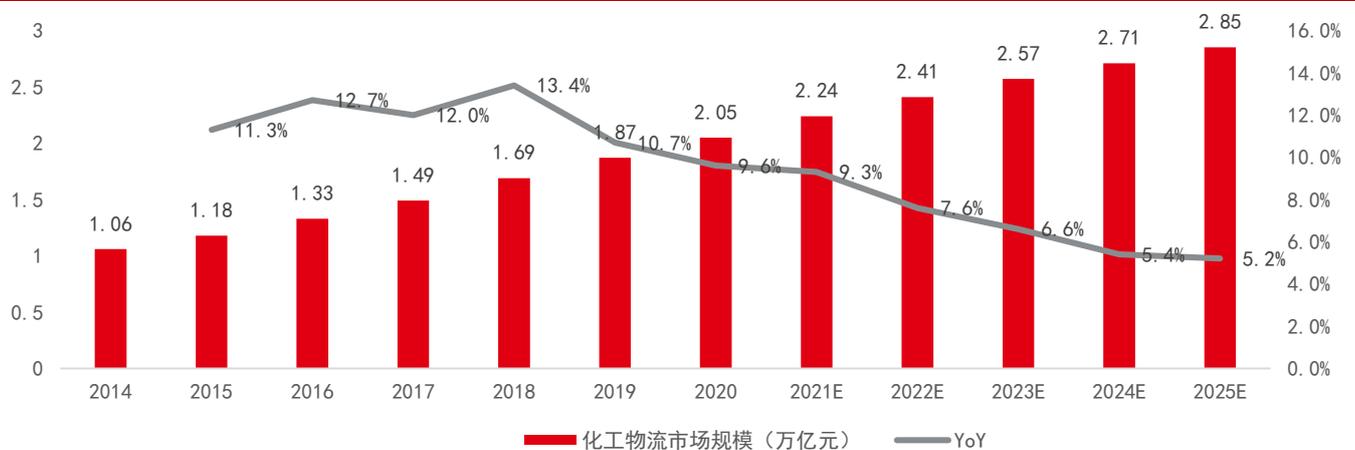
World chemical sales (2020, €3,471 billion)



资料来源：Ceifc，中邮证券研究所

化工行业的迅速发展推动化工物流市场规模增长。随着我国石化行业的迅速发展、全球化工行业的产业结构调整，我国已成为全球最大的化工品市场，化工企业对物流环节的专业化需求也随之快速增长。据中物联危化品物流分会统计，2020年全国化工物流行业整体市场规模达约2.05万亿元，占我国总物流市场的14.0%，化工物流市场规模自2015年来复合增速达11.7%，并将在未来五年保持5%以上的增速持续增长。国内化工物流行业规模在2014年为1.06万亿元左右，之后呈快速上升趋势，2015-2019年年均增速分别达到11.3%/12.7%/12.0%/13.4%/10.7%，2018年达到增速最高点至1.69万亿元规模，2020年受疫情冲击的情况下依然保持年均增速9.6%的水平。

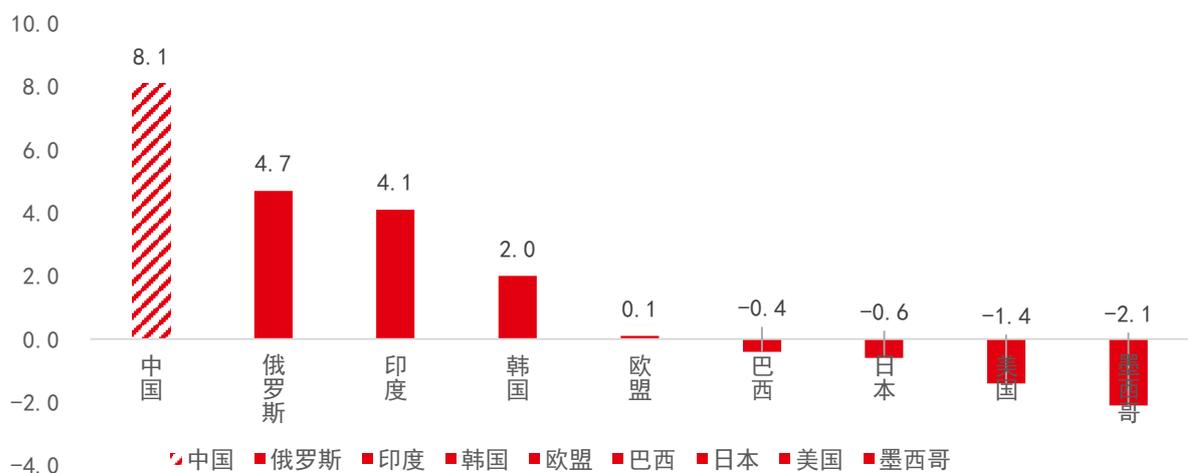
图表 15：中国化工物流行业规模及预测



资料来源：中物联危化品物流分会，中邮证券研究所

图表 16：近 10 年中国化工产品年均维持 8%以上增长

2010-2020全球化工产品年均增长率

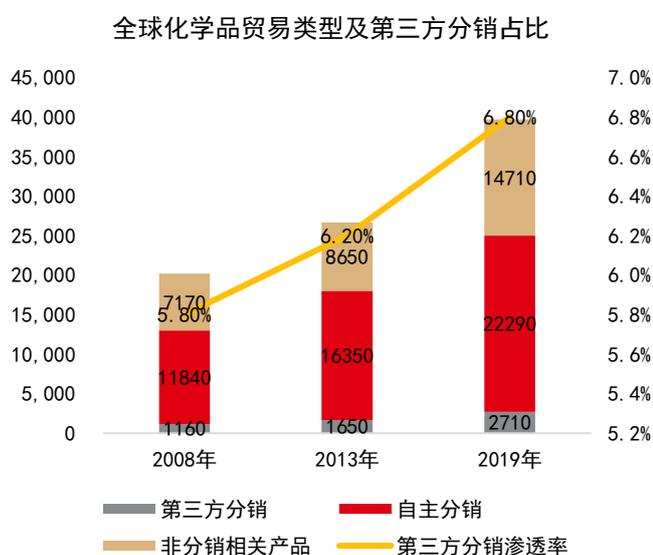


资料来源：Cefic，中邮证券研究所

随着化学品整体市场规模的稳定增长，第三方化学品分销企业凭借较强的服务能力，在整体化学品市场中占比不断提升。2019 年全球化学品分销市场规模近 4 万亿美元，其中第三方分销规模达 2,710 亿美元，第三方分销占比达 6.8%，自 2008 年占比 5.8%、2013 年占比 6.2% 持续提升。

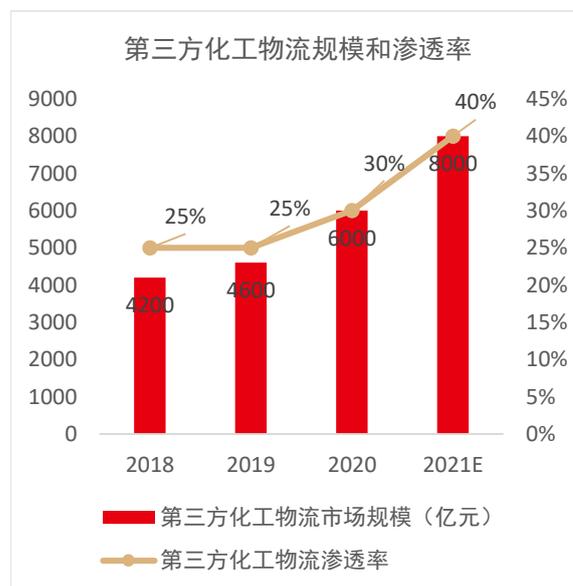
得益于产业分工进一步细化的趋势，我国第三方化工物流市场空间将逐步扩大。由于化工物流运输的货品具有易燃、易爆、有毒、有害和放射性等特征，化工物流对于技术、设备、运营管理、人员的专业化要求较高，企业自主运营危化品仓储与物流业务，不仅需要投入大额资本开支，同时必须承担较高的安全环保风险。近年来，随着第三方化工物流公司安全运营能力不断提升，化工品生厂商逐步由自建化工物流转向寻求和经验丰富、口碑良好的第三方化工物流公司合作。据中物联危化品物流分会统计，2018-2020 年第三方化工物流占比分别约 25%、25%、30%，对应第三方化工物流市场规模分别为约 4,200 亿元、4,600 亿元、6,000 亿元。根据中物联危化品物流分会预测，2021 年末全国化工物流市场规模超 2 万亿元，第三方化工物流市场占有率将提升至 40%，以此推算国内第三方化工物流市场规模达 8,000 亿元。然而，相较于美国第三方化工物流 58% 渗透率、日本 80% 渗透率，我国第三方化工物流渗透率仍有较大提升空间。

图表 17：全球化学品贸易类型及第三方分销占比



资料来源：VCI、BCG、中邮证券研究所

图表 18：第三方化工物流渗透率



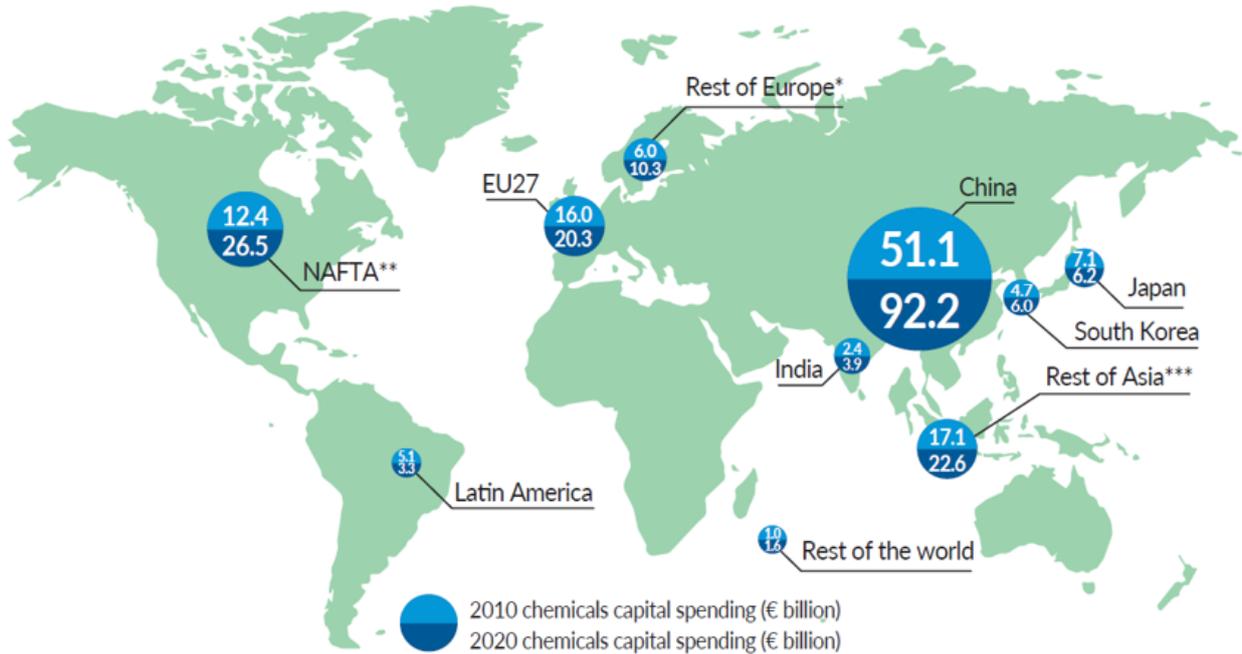
资料来源：中物联危化品物流分会，中邮证券研究所

过去 10 年中国持续加大化工行业资本支出。中国在全球范围内的化工行业资本投入保持显著的领先地位。根据 Cefic 数据统计，2010 年和 2020 年中国在化工行业的资本投入规模分别达到 51.1 百万欧元（折合约 3.78 亿元）/92.2 百万欧元（折合约 6.81 亿元），同时期世界范围内占比约 41.6%/47.8%，几乎为全球化工产业投资的一半，且仍保持强劲增长态势。2020 年化工行业投资规模较大的国家和地区如北美自由贸易区、其他亚洲国家、欧盟等的总体投资

规模仅为 26.5/22.6/20.3 百万欧元。

随着沿海民营大炼化持续投产，液体化学品产量有望保持增长，从而带动液化品运输需求高增。根据中国石油与化学工业联合会数据显示，基础石化原料仍处于投产高峰期，同时伴随疫情后复工复产推进，下游消费需求增强，带动石化化工产品市场内需潜力进一步释放。预计我国化工品运输的需求有望得到显著提升。

图表 19：中国化学品投资支出对比：2020 VS 2010



资料来源：Cefic，中邮证券研究所

图表 20：主要大炼化项目梳理

所属基地	项目	装置情况	投产/预计投产时
大连长兴岛石化产业基地	恒力炼化一体化项目	建设 2000 万吨/年炼油、450 万吨/年 PX，扩增 150 万吨/年乙烯项目	2019.05/2020.07
浙江舟山绿色石化基地	浙江石化炼化一体化项目(一期)	2000 万吨/年炼油，520 万吨/年芳烃、140 万吨/年乙烯	2019.11
广东茂湛炼化一体化基地	中科炼化一体化项目	1000 万吨/年炼油、80 万吨/年乙烯	2020.06
泉州湄洲湾石化基地	中化泉州炼化一体化扩建项目(二期)	扩建升级至 1500 万吨/年炼油，新建 100 万吨/年乙烯装置	2020.09
浙江舟山绿色石化基地	浙江石化炼化一体化项目(二期)	2000 万吨/年炼油、年产芳烃 520 万吨、年产乙烯 140 万吨	2020.11

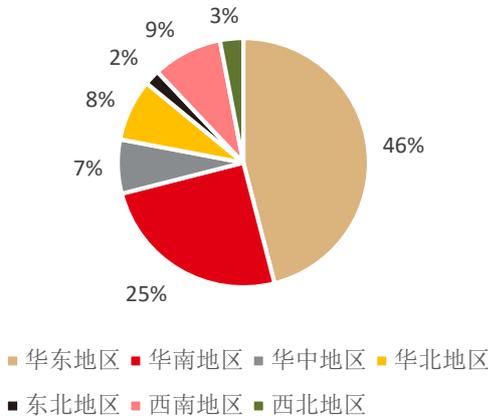
惠州大亚湾石化产业基地	惠州中海油/壳牌南海联合工厂二期项目	乙烯总产能达到 220 万吨/年，每年生产 600 多万吨石化产品	2021.04
连云港石化产业基地	盛虹石化炼化一体化项目	1600 万吨/年炼油、280 万吨/年芳烃、110 万吨/年乙烯	2021Q4
漳州古雷石化产业基地	古雷炼化一体化一期项目	1000 万吨/年炼油、130 万吨/年 PX	2021Q3
洋浦经济开发区	海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目	炼油改扩建规模为 500 万吨/年炼油，并建设 100 万吨/年乙烯	2022 年 5 月
广东揭阳	中伟广东石化 2000 万吨/年炼化一体化项目	2000 万吨 1 年炼油、120 万吨/年乙烯，260 万吨/年芳烃	2022 年
广东湛江	巴斯夫湛江一体化基地项目	每年为中国市场增产 6 万吨改性工程塑料	2022 年
广东惠州	埃克森美孚惠州乙烯项目	160 万吨/乙烯	2023 年
宁波石化产业基地	镇海炼化炼油升级扩建项目	1500 万吨/年炼油扩建、增加 120 万吨/年乙烯、80 万吨/年乙二醇、36/80 万吨 1 年环氧丙烷/苯乙烯等装置	2024Q4
山东龙口	裕龙岛一期项目	2000 万吨/年炼油、300 万吨/乙烯	2024 年
福建漳州	古雷炼化一体化项目(二期)	1600 万吨 1 年炼油、120 万吨/年乙烯、320 万吨 1 年芳烃联合装置、60 万吨/年己内酰胺	2025 年

资料来源:兴通股份招股书、盛航股份招股书、中邮证券研究所

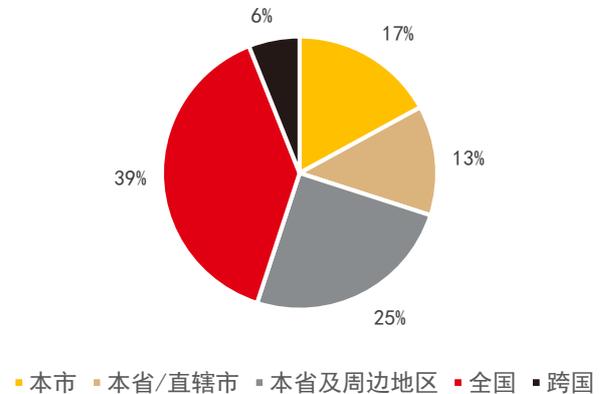
化工品产销区域分布不均衡带来化工品物流需求。由于我国化学品生产企业大量集中在东部沿海以及长江沿线地区，而化学品消费需求分散于全国各地，产销区域分布不均衡的情况导致大量化学品需要异地运输，带来化工品物流需求。东部沿海地区交通运输发达，属于外向型经济，这一地理位置的优越性促进东部地区化工行业发展，因而化工物流企业大多选择东部地区设置仓储物流地点，2020 年华东地区危化品物流占比也达到 46% 的水平。珠三角地区同样集中分布较多化工物流企业，占比约 25%。西部地区化工企业发展显著弱于东部地区，因此化工物流规模占比合计仅为 12%，中部和北部地区合计占比 17%。总体而言化工物流区域分布情况和化工企业的分布情况相一致。

图表 21：2020 年我国各区域危化品物流规模及产值占比统计 图表 22：2020 年接受调研企业的业务辐射范围

2020年我国各区域危化品物流规模及产值占比统计



2020年接受调研企业的业务辐射范围



资料来源：中物联危化品物流分会，中邮证券研究所

资料来源：中物联危化品物流分会，中邮证券研究所

从化工物流的运输方式来看，公路运输是我国危化品运输最主要的运行方式。一方面公路运力发达，且城市的最后一公里必须依赖公路运输；另一方面，不断完善的高速网络也给我国公路运输提供了越来越大的便利性。2021 年我国公路危化品运输市场规模达到 1.57 万亿元。

图表 23：危化品物流市场运输能力分析

图表 24：2017-2021 年中国危化品运输行业公路路运输市场规模

全危化品物流行业市场规模预计 2 万亿元，第三方物流市场占有率 30%



资料来源：中物联危化品物流分会，中邮证券研究所

资料来源：中物联危化品物流分会，中邮证券研究所

2.2 监管趋严，行业进入壁垒逐步抬高

化工生产和物流受安全问题影响，国家监管政策收紧。近年来化工行业生产和运输的安全事故频发，对此我国政府相继出台了相关监管政策，加强危险化学品仓储与运输安全问题的监管力度，规范化工品车辆道路通行的规章制度，完善化工品物流安全体系和应急管理机制。因对化工安全问题的重视，未来我国化工物流体系的标准程度或将随之上升，对于生产运输资质等审批制度可能越趋严格。

图表 25：化工品物流行业相关政策

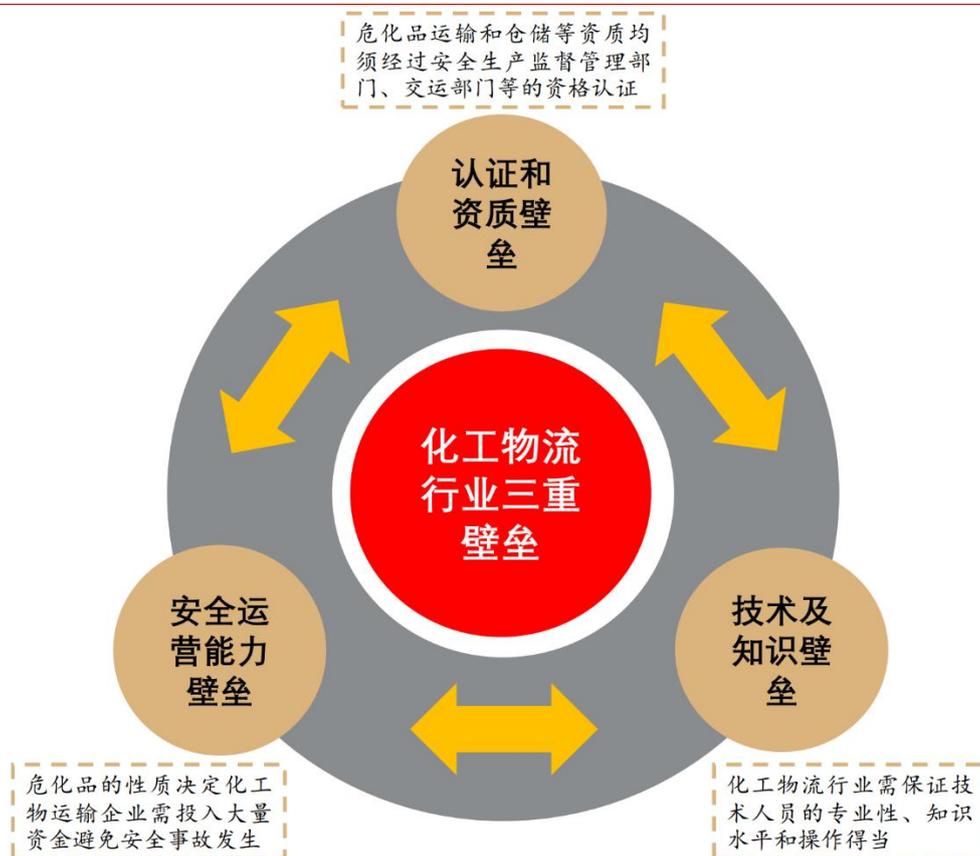
政策名称	发布时间	发布部门	相关内容
油气化工码头设计防火规范	2020 年 1 月	交通运输部	对油气码头的选址、泊位安排、与公路铁路桥梁的安全距离、码头工作平台、液化天然气码头前沿线至接收站储罐的防火间距、液化天然气码头前沿线至接收站储罐的防火间距、港口防火安排等作出具体规定
危险货物道路运输安全管理办法（征求意见稿）	2019 年 2 月	交通运输部	对危险货物的托运资格、托运数量限制、承运单位资格、装卸货要求等作出明确的规定。危险货物道路运输企业或者单位应当使用安全技术条件符合国家标准要求的，与承运危险货物性质、重量相匹配的运输车辆、设备，按照要求配备具有危险货物道路运输从业资格的驾驶人、押运员进行运输
易制爆危化品治安管理办法（征求意见稿）	2019 年 1 月	公安部	对危险化学品生产企业、经营企业以及易制爆危险化学品生产、进口和分装单位的销售、购买、处置和运输危险化学品的行为作出具体规定
危险货物道路运输规则	2018 年 12 月	交通运输部	危险货物运输的从业人员与车辆均需依法取得道路危险货物运输许可，不得使用失效、伪造、变造、被注销等无效道路危险货物运输许可证件从事道路危险货物运输，不得超越许可事项，从事道路危险货物运输，非经营性道路危险货物运输单位不得从事道路危险货物运输经营
危险化学品企业安全风险研判与承诺公告制度	2018 年 9 月	国务院	要求建立危险化学品罐区、仓库等重大危险源的安全运行状态的监控与风险研判机制，在属地安全监管部门网站及企业主门岗显著位置设置的显示屏于每日上午 10 时更新至次日上午 10 时公示
中国严格限制的有毒化学品名录	2017 年 3 月	环境保护部	对有毒化学品的管控类别和允许用途作出了具体规定
道路危险货物运输管理规定	2017 年 3 月	交通运输部	对道路危险货物的运输申请条件作出规定，停车场地、从业人员和安全管理人、可以使用自备专用车辆从事为本单位服务的非经营性道路危险货物运输的企事业单位等需符合相应条件
危险化学品安全管理条例	2011 年 2 月	国务院	新建、改建、扩建生产、储存危险化学品建设单位应当对建设项目进行安全条件论证，委托具备国家规定的资质条件的机构对建设项目进行安全评价，并将安全条件论证和安全评价的情况报告报建设项目所在地设区的市级以上人民政府安全生产监督管理部门；从事危险化学品道路运输、水路运输的，应当分别依照有关道路运输、水路运输的法律、行政法规的规定，取得危险货物道路运输许可、危险货物水路运输许可，并向工商行政管理部门办理登记手续

资料来源：各政府部门官网，中邮证券研究所

行业进入壁垒高，利好已入场者。目前行业主要认证和资质壁垒、安全运营能力的壁垒。

- 1、化工产品物流需专门资格认证，硬性行业壁垒较高。化工物流企业对化工危险品的运输和仓储等资质均须经过安全生产监督管理部门、交通运输主管部门等的资格认证。运输化工危险品则须运输车辆、场地、设备通过交管部门和质检部门的检查，操作人员需获得相关的从业资格证书。
- 2、化工危险品的仓储和运输投入资源多，要求具备安全运营能力。危化产品的性质决定了化工物流运输企业需要投入大量资金避免安全事故发生，国家对危化品的仓储监管严格，因而国内的危化品仓储需求较大，属于稀缺资源。根据前瞻经济学人的数据，2021 年我国约有各种类型的仓储企业超过 5000 家，危化品仓储面积在 1 亿平方米的规模，危化品仓储需求则在 1.3 亿平方米左右，在危化品高端仓储的需求缺口较大。且危化品仓储场地和设备更新也对资源的投入提出要求。危化品的运输则需企业购入具备运输条件的车辆和存放设施等。同时，企业需要高效利用安全运营手段提高运输效率，进行资源整合，行业壁垒逐渐升高。

图表 26：进入化工物流行业三重壁垒

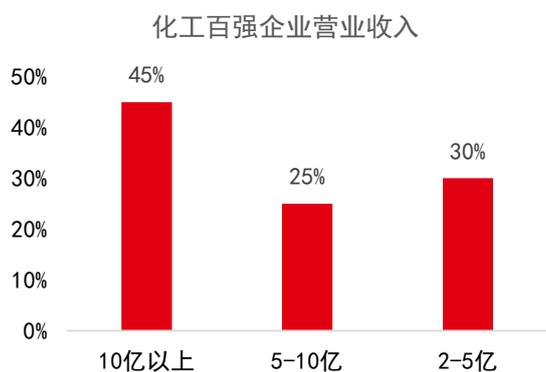


资料来源：中邮证券研究所

行业集中度低，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%。近年来，国内化工物流市场规模以及其中第三方物流的占比均持续提升，但第三方化工物流行业整体呈现中小企业林立、行业集中度低的状态，以上市公司龙头密尔克卫为例，公司 2019 年营业收入 24.2 亿元，同比+35.6%，但占国内第三方化工物流市场的比例仍不足 1%。排在行业前列的上海君正、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 27：2019-20 年百强企业营收 10 亿以上占比 45%



资料来源：中物联危化品物流分会，中邮证券研究所

图表 28：2019-20 年化工物流百强企业

排名	企业名称	企业性质
1	上海君正物流有限公司	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	中远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

资料来源：中物联危化品物流分会，中邮证券研究所

化工物流将继续呈现园区化、集中化的发展趋势，中小企业将加速退场。国务院发布《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》中强调推进专业类物流园区的建设，因此在政府政策的引导和市场需求的推动下，预计化工物流园区的数量和规模都将进一步扩大。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。目前全国重点化工园区或以石油和化工为主导产业的工业园区有 600 多家，其中国家级 61 家，省级 315 家，地市级 225 家，打造绿色园区、智慧园区，加强产业链的延伸是园区的重要发展方向。园区化的发展趋势对于资金雄厚、规模大、运营经验丰富的大型企业无疑是长期利好。

图表 29：十大潜力化工园区

名称	省份
天津南港工业区	天津
福建漳州古雷港经济开发区	福建
大连长兴岛(西中岛)石化产业基地	辽宁
中国化工新材料(聊城)产业园	山东
镇江新区新材料产业园	江苏
青岛新河生态化工科技产业基地	山东

安徽(淮北)新型煤化工合成材料基地	安徽
连云港石化基地(徐圩新区)	江苏
营口仙人岛能源化工区	山东
江苏省洋口港经济开发区(洋口化学)工业园	江苏

资料来源：中邮证券研究所

近年来，化工产业强省各省市地方部门和国务院等陆续发布《关于加强安全环保节能管理加快全省化工产业转型升级的意见》、《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造的指导意见》、《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，致力于推动化工企业提高入园率，缩减优化现存化工园区数量。“退城入园”的持续推进，将淘汰落后产能的中小化工物流企业，有助于提高行业集中度。

图表 30：“退城入园”相关政策

政策名称	发布地区/部门	时间	主要内容
《化工园区建设标准和认定管理办法(试行)》	工信部等六部委	2022 年	要求新设立化工园区要由省级及以上人民政府或其授权机构批准设立；承接的化工项目必须是列入国家或地方相关规划的，并应经省级人民政府或其授权机构同意；园区内化工项目投产前，新设立的化工园区应按《办法》要求通过认定
《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	工信部、发改委等	2022 年	持续推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造，引导化工项目进区入园，推动化工园区规范发展；新建危险化学品生产项目必须进入一般或较低安全风险的化工园区，引导其他石化化工项目在化工园区发展
《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造的指导意见》		2017 年 8 月	进行城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造工作，于 2017 年底制定本地区搬迁改造实施方案；依据地区产业发展布局，合理确定危险化学品生产企业搬迁改造方式，科学制定搬迁改造方案，分批分阶段实施
《危险化学品安全综合治理方案的通知》	国务院办公厅	2016 年 12 月	加强化工园区和涉及危险化学品重大风险功能区及危险化学品罐区的风险管控；全面启动实施人口密集区危险化学品生产企业搬迁工程；督促地方严格落实禁止在化工园区外新建、扩建危险化学品生产项目的要求
《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》		2016 年 8 月	新建炼化项目全部进入石化基地，新建化工项目全部进入化工园区，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团和化工园区；危险化学品生产企业搬迁改造及新建化工项目必须进入规范化园区；实施危险化学品生产企业安全环保搬迁改造
《福建省人民政府办公厅关于加快推进工业企业“退城入园”转型升级的指导意见》	福建省	2019 年 12 月	优先推动符合产业政策发展导向的优势企业加快“退城入园”搬迁改造，分类分档制定城区工业用地收储财政奖补政策，支持“退城入园”项目技术改造，拓展园区承载空间

《河北省化工行业安全生产整治攻坚行动方案》	河北省	2019年3月	提高准入门槛，严格行业准入，严禁新上淘汰类、限制类项目，控制新增高风险项目，对涉及“两重点一重大”建设项目实施联合审查；对园区外的化工企业，不得新建、扩建化工生产项目；严格安全生产许可现场审查，暂停危险化学品（危险货物）道路运输企业许可
《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	浙江省	2018年10月	加快城市建成区重污染企业搬迁改造或关闭退出，推动实施一批化工、水泥、平板玻璃、焦化等重污染企业搬迁工程；禁止新增化工园区，加大现有化工园区整治力度。各地已明确的退城企业，要明确时间表，逾期不退城的予以停产
《广东省打赢蓝天保卫战行动方案（2018-2020年）》	广东省	2018年7月	加快城市建成区重污染企业搬迁改造或关闭退出，严格控制新增化工园区，加大现有化工园区整治力度
《山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案》	山东省	2018年1月	加快城市更新改造，支持济南等城市开展城区老工业区搬迁改造，积极创建老工业区搬迁改造示范工程和示范区；加快推动化工企业进入园区集聚发展，支持在符合条件的重点石化园区设立海关特殊监管区域
《关于加强安全节能环保管理加快全省化工产业转型升级的意见》		2015年12月	提高化工产业准入门槛，推动化工企业“进区入园”，暂停审批区内除安全隐患整治、环境污染治理以外的化工项目
《江苏省危险化学品安全综合治理实施方案》		2017年2月	规范化工园集中区产业布局，安全风险等级为A类的化工园区，不得新改扩建危险化学品建设项目；安全风险等级为B类的化工园区，限制新改扩建危险化学品建设项目
《“四个一批”专项行动》		2017年1月	强力推进化工企业关停一批、转移一批、升级一批、重组一批的“四个一批”专项行动
《“两减六治三提升”专项行动方案》	江苏省	2016年12月	到2020年，实现全省化工企业数量大幅减少，化工行业主要污染物排放总量大幅减少，化工园区内化工企业数量占全省总数的比例提至50%以上
《江苏省石化产业规划布局方案》		2015年12月	到2020年，全省化工园区（集中区）数量减少至50家左右，建成年销售收入1000亿元以上化工园区5~10家，500亿元以上化工园区15~20家

资料来源：各政府部门官网，中邮证券研究所

3 一站式综合物流服务：掌握稀缺仓储资源，运营底盘坚实

3.1 多板块协同发展联合增收

近年来化工行业事故频发，尤其是在仓储、运输这样的物流环节。例如2020年的沈海高

速浙江台州温岭出口处的槽罐车爆炸，事故造成 20 人死亡，175 人入院治疗，经济损失达到 9478 万元；还有 2019 年的江苏响水特大爆炸事故，事故造成 78 人死亡、76 人重伤，经济损失高达 19.86 亿元。这些事故无一不造成了严重人员损失与财产损失。因此政府监管也是层层加码，市场处于严密把控的状态。由于未来的市场监管要求将不断提升，要求化工物流各环节更加合规安全，素质优秀的企业能够凭借自身优势快速发展，而无法达到规范的企业将在强监管下逐渐淘汰，未来行业集中度有望提升。如今危化品仓储许可证是按照法人为主体颁发，即单个仓库的资质核实通过后才会颁发，有效期限三年，到期后需要重新申请登记，因此危化品仓储需要与当地政府有着良好的合作关系。

危化品行业仓储资源稀缺，高端仓储供需缺口大。由于市场监管强、审批制度严、安全风险大、投资门槛高、技术要求高等原因，供给一直跟不上市场需求。目前，我国的仓储企业约共有 5000 家，2016 年以来，长江沿线几无新增的危化品仓库、码头，危化品仓储总面积在 1 亿平方米的规模，但市场需求则在 1.3 亿平方米左右，供需缺口大约在 30% 以上，特定区域甚至更高，尤其是对危化品高端仓储的需求缺口更大。叠加危化品仓库从开始申请到建成投产，一般需要 5 年左右时间，扩建也需要 2-3 年，危化品仓库已成为极为稀缺的资源。从危化品仓储区域分布来看，我国东南沿海、长三角、珠三角、环渤海湾地区占我国危化学仓储业的 70% 以上，中西部地区不足 30%，且大多分布在大中城市和能源产地，分布非常集中。我国危化品仓储业，大型仓库数量占 30%，仓库容积可达上万平方米，多为大型石化企业自己建造；小型及以下仓库数量占 70%，但储量仅占 40%。从仓储类型上看，随着我国原油产量和原油加工量不断增长，煤化工、天然气、油页岩化工发展速度加快，其产品多为液体和气体，储罐需求量不断增加。

通过稀缺的仓储资源，公司在国内具有多个物流集群，打造了线上平台及线下一站式综合物流服务能力，具有较强的物流履约能力。我们认为，密尔克卫的线下物流能力是其发展化工品交易业务的基石，也是公司重要的护城河。一站式综合物流服务包括全球货代业务（MGF）、全球航运及罐箱业务（MTT）、全球工程物流及干散货业务（MPC）、区域仓配一体化业务（MRW）和区域内贸交付业务（MRT）5 个板块构成。

（1）全球货代业务（MGF）：公司货运代理业务范围涵盖了包括传统进出口货物的揽货、订舱、托运、仓储、包装、装/卸货、中转、分拨以及办理报送报检、货物保险等与国际运输相关的一系列服务活动，还包括国际多式联运、第三方物流、合同物流等新兴业务。

图表 31：MGF 业务介绍

MGF	海运拼箱	以上海为中心，全国各口岸收货的拼配一体化服务，为客户提供化工品、危险品的全球各航线的进出口拼箱服务。
	海运整箱	提供全国各口岸往返全球主要航线的国际海运集装箱进出口服务及配套的申报、拖车、报关及海外段等全业态一站式服务。

国际空运	可提供以危化品为特色的各类货物从取样、代做鉴定、申报交货及国际航空进出口运输、目的港送货的一站式服务。
国际铁路	依托一带一路政策，提供普货、化工品的集装箱（罐）进出口中亚、欧洲、俄罗斯等国际铁路联运服务。
跨境电商	可提供以日化品，保健品等化学品类商品和 3C 等电池品类商品为特色的跨境物流在线服务。
关务代理	专业化工品报关报检服务，6~24 小时内加急清关、通关单一站式办理服务、特色罐箱暂时进出口，代办各类相关证件、提供归类争议、为客户量身定制关务整合方案。

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司全球货代业务板块主要收取运输费用和境内物流配套服务费用。其中，国际国内运输费一般是以向承运人采购的运力价格为依据，根据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。而运输运力的采购价格是在采购合同的固定费率的情况下根据市场行情进行浮动，因此公司收费价格也会随之浮动。此外，承运化工品的不同品类，进出口的不同航线，其价格也均有所不同。境内物流配套服务费用主要涉及关务服务费、港区服务费和境内物流费用。公司全球货代业务的成本主要是向承运人议价、订舱、装载所支付的运杂费，承运人主要是国际和国内班轮航运公司、国际航空公司、国内内陆运输公司和国内铁路货运单位。公司全球货代业务的境内基础物流主要采购运输服务和仓储服务。

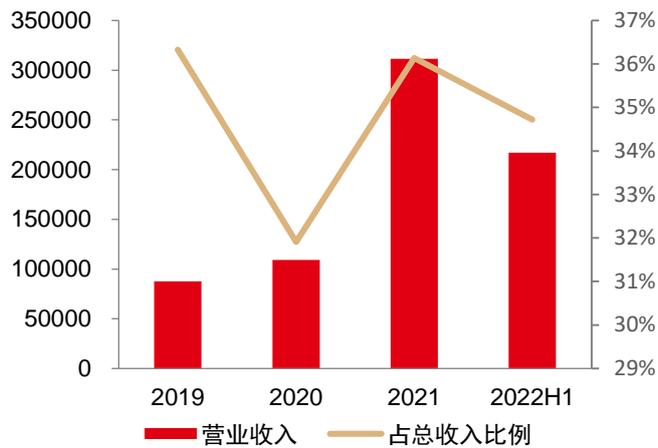
全球货代的盈利模式主要为赚取代理费佣金，利润增长主要依靠业务量驱动和服务环节的增加。最近三年及一期，公司来自全球货代业务的营业收入分别为 87,517.27 万元、109,118.20 万元、311,418.98 万元及 217,047.53 万元，占主营业务收入的比例分别为 36.33%、31.91%、36.14%及 34.72%，占比较为稳定。化工物流行业具有显著的规模效应，随着新公司的收购兼并，公司物流服务能力不断增强，全球货代业务量稳步提升，全球货代业务收入增长趋势稳定。

公司全球货代业务毛利率小幅下降，主要系：

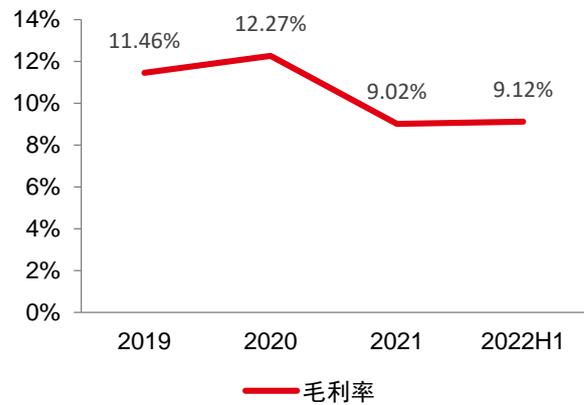
①近年来宏观经济形势下行，为了稳定且持续的业务发展，根据市场经济情况，公司调整了业务部门承接业务毛利率的要求，逐渐承接了部分毛利率相对较低的普货运输业务；

②近年来，公司更加注重员工激励，为了提高员工积极性，增强公司治理水平，公司员工整体薪酬水平提高，在成本加成模式下，公司毛利率部分折让。

2022 年 1-6 月，海外市场受疫情影响程度有所缓和，公司针对疫情对经营开展的影响采取了降本增效、提前部署等积极应对措施，发行人全球货代业务毛利率略有上升。

图表 32：全球货代业务收入及同比情况（万元）


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 33：全球货代业务毛利率


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

公司的全球货代业务及罐箱业务主要服务能力主要体现为运输货量，各类业务根据运输形式及报价单位不同，其业务量以不同单位衡量，海运货物量、铁路货物量、罐箱货物量以 TEU 为单位，空运货物量以 TON 为单位，各期主要业务服务能力情况如上。海运和空运业务量占比最多，海运货运量 2021 年增长迅速，达到 227.43 千 TEU，其中进口增长并不多，只有 3.81% 的增长，但出口量增长迅速，达到 59.77%，而多式联运更是翻了好几倍，增长高达 676.48%。空运货物量 2021 年达到 42.3 千吨，其中出口量增长率达到 992.16%，几乎翻了十倍，进口量也显著增长了 46.84%。2021 年铁路货物量达 16 千 TEU，其中进口增长最快，达到 221.1%，出口小幅增长 13.47%。罐箱货物量 2021 年达到 19.7 千 TEU，相较 2020 年反而降低，主要是因为内贸量下降了 43.3%，外贸虽然有着可观的增长，达到 30.45%，但无法弥补内贸量下降。

图表 34：MGF 业务主要服务能力

类型	2022 年 1-6 月	2021 年度	2020 年度	2019 年度
海运货物量 (TEU)	123,056	227,430	133,589	112,050
出口	54,535	95,090	59,516	63,536
进口	35,091	68,335	65,830	48,514
多式联运	33,430	64,005	8,243	-
空运货物量 (TON)	21,500.89	42,291.07	11,362.86	10,570.54
出口	14,629.13	29,582.83	2,708.66	2,390.44
进口	6,871.77	12,708.24	8,654.20	8,180.11
铁路货物量 (TEU)	8,051	15,992	10,304	4,753
出口	3,380	9,342	8,233	4,574
进口	4,671	6,650	2,071	179
罐箱货物量 (TEU)	9,164	19,864	27,507	21,239

外贸	4,295	7,548	5,786	5,257
内贸	4,869	12,316	21,721	15,982

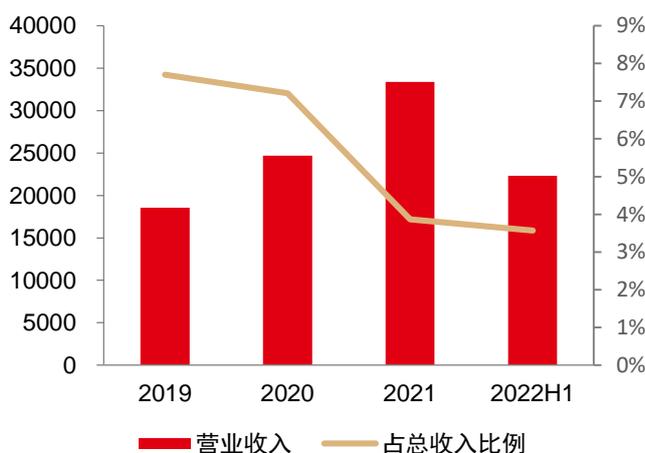
资料来源：公司资料，中邮证券研究所

(2) 全球航运及罐箱业务 (MTT)：罐箱业务以公司租赁或自有罐箱为基础，为客户内外贸活动提供各种规格型号罐式集装箱租赁及货运代理服务：公司通过自建罐箱堆场网络提供专业的 24 小时集装罐技术服务，包括罐箱堆存、清洁、加热、修理、改装、技术支持。全球航运业务为客户提供特种化学品船的运输及配套物流方案。

公司航运及罐箱业务板块主要收取运输费用、配套服务费用。罐箱业务的成本主要是向承运人议价、订舱、装载并向其支付运杂费，该类采购模式与全球货代业务模式相同。另外，罐箱业务由于其承运化学品性质等原因，需使用罐式集装箱作为其运载设备，因此，公司根据业务量，向罐箱生产制造商或租赁公司采购或租赁运输所需的罐式集装箱。全球航运业务主要通过自有或租赁化学品船为客户提供服务，采购内容为化学品船、船员、物料及其所需的燃料，租赁化学品船租期通常为 1 年，采购化学品船付款方式为预付款/分期付款，信用期通常为 1 月。

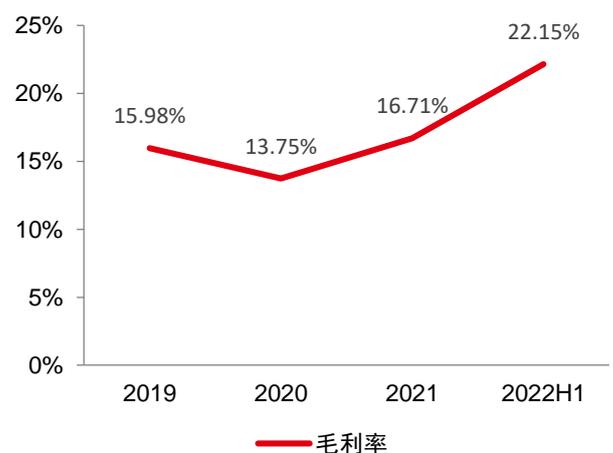
公司航运及罐箱业务的盈利模式主要为收取各类罐箱的租金、江海在途运输及衍生的堆存、维修维护和道路运输服务费用。主要收取运输费用、集装箱、集装罐配套服务费用，占营业收入比重较低。2019 年度、2020 年度、2021 年度和 2022 年 1-6 月，全球航运及罐箱业务的收入分别为 18,552.89 万元、24,668.72 万元、33,361.75 万元和 22,320.00 万元，报告期内稳步增长。2019 年至 2021 年度，公司全球航运及罐箱业务毛利率较为稳定。2022 年 1-6 月，由于公司战略调整，专注于罐箱外贸业务，毛利率相对较高的罐箱外贸业务占比提高，毛利率提高。

图表 35：全球航运及罐箱业务收入及占比情况（万元）



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 36：全球航运及罐箱业务毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

(3) 全球工程物流及干散货业务 (MPC): 全球工程物流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, 服务于石油天然气、石化、可再生能源、核电、基建、工程建厂、采矿冶金等领域, 为客户提供从工厂到工地的定制化综合物流解决方案。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稳定、灵活多样的定制化海运解决方案。

根据业务发展情况, 公司于 2021 年新增全球工程物流及干散货业务, 为公司依托自身货运、物流资源, 为客户提供定制、一站式的综合物流服务, 为公司仓配一体化战略的重要布局。2021 年度和 2022 年 1-6 月, 公司工程物流及干散货业务已实现收入 23,486.50 万元和 45,968.37 万元, 占主营业务收入比重为 2.73%和 7.35%。

(4) 区域仓配一体化业务 (MRW): 区域仓配一体化业务系公司依托自有或租赁仓库, 为客户提供化工品存储保管、库存管理和操作, 以及提供货物分拣、分装、换包装、贴标、打托等增值服务。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贸仓储。

公司以经营自建和租赁仓库, 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。仓配一体化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; 与货运代理配套的出口装箱相关的外贸仓储。

图表 37: 公司及控股子公司仓储用地

序号	权利人	土地用途	面积 (m ²)
1	辽宁鼎铭	仓储用地	40,102.00
2	四川密尔克卫	仓储用地	49,241.62
3	广西慎则	仓储用地	67,026.55
4	巴士物流	仓储用地	40,666.80
5	张家港密尔克卫	仓储用地	8,404.50
6	湖南湘隆	仓储用地	34,613.47
7	天津东旭	仓储用地	20,000.00
8	镇江宝华	仓储用地	83,560.20
9	零星危化品物流	仓储用地	43,119.70
10	连云港密尔克卫	仓储用地	67,456.00
11	宁波慎则	仓储用地	66,033.00
12	天津供应链科技	仓储用地	48,000.00

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

仓储业务涉及多元化的服务内容, 不同品名的化工品皆有不同仓储存放规则和装卸的要求, 不同客户也有不同的服务要求。分销中心 DC 业务一般按照存放货物的仓储类型、仓库面积为基础, 按照货物数量所占仓储的面积以及存放时间收取一定比例金额的仓储费用; 外贸仓储 CFS 业务一般按照理货装卸的集装箱数量和托盘数量来收取一定比例的费用。公司严格执行各项收费的标准, 进行市场化管理。公司仓储业务的定价综合考虑了建造成本、租赁成本、

同类仓储市场价格水平、其他附加费用、管理成本、化工品类别、人工费用等因素。公司收费项目较多，包含货物进出仓、存放、分拣、包装、移库位、打托、贴唛、熏蒸费等各项费用。公司运营的仓库包括自有仓库和租赁仓库，由于储存不同类别化工品的仓库消防、安全等级有所不同，一般而言，甲类仓库和乙类仓库存放的化工品其品类系数高于其他类别。不同地区受当地地价以及仓库租赁价格的影响，其基础单位仓储价格存在一定差异。以下是九种仓库类型：包括无人仓、保税仓、样品库、剧毒库、恒温库、冷藏库、无尘库、气体库、存货库。

图表 38：仓库类型



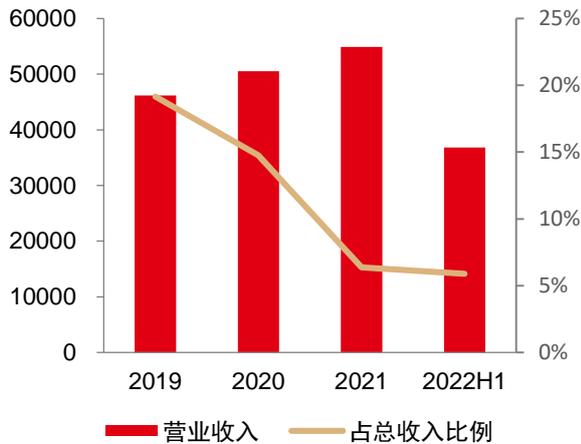
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

区域内仓配一体化业务主要收费项目包括存放租金的收取，以及货物分拣、换包装、贴标、打托等增值服务。最近三年及一期，公司分别实现区域内仓配一体化业务收入 46,151.03 万元、50,509.62 万元、54,891.20 万元和 36,802.40 万元，占主营业务收入的比例分别为 19.16%、14.77%、6.37%和 5.89%。2020 年度及 2021 年度，区域内仓配一体化业务收入分别同比增加 9.44%及 8.67%。公司仓储管理效率较高，在库货物周转量有所提升，同时由于新并购公司的加入公司区域内仓配一体化业务得以稳定发展，区域内仓配一体化业务收入增加。

受到疫情影响，2021 年度，公司区域仓配一体化业务毛利率有所下降，但仍保持较高水平。2021 年以来，客户货物出口量和运输周转率均有所增加，相对地仓储业务使用量有所减少，同时由于部分客户为了加快周转采用直接由工厂出口至海外，原有固定的仓储量有所下降，部分仓库的不饱和导致仓储业务毛利率有所降低。对此，公司主动调整业务结构，承接更多高周转增值服务需求多的业务。2022 年 1-6 月，由于公司主动减少空仓率降低成本，因此毛利率有所上升。

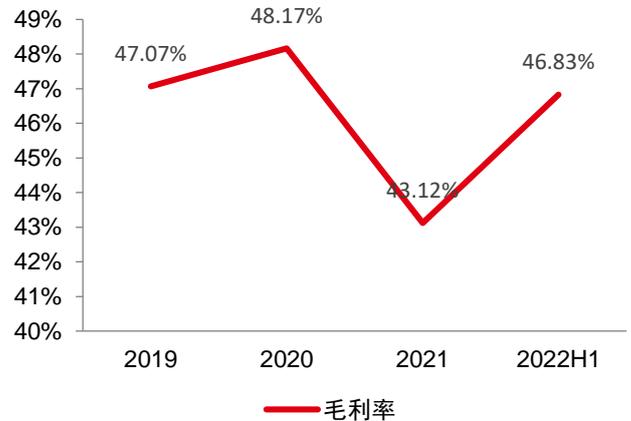
2021 年分销中心运输量达 362.62 万吨，同比增长 21.57%；外贸仓储运输量达到 2.6 万 TEU，同比增长 21.32%。

图表 39：区域内仓配一体化业务收入及同比情况（万元）



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 40：区域内仓配一体化毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 41：区域仓配一体化业务量

类型	2022年1-6月	2021年度	2020年度	2019年度
分销中心 (TON)	1,766,741.45	3,626,162.01	2,982,729.17	2,060,302.47
外贸仓储 (TEU)	15,088	26,108	21,520	16,060

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

(5) 区域内贸交付业务 (MRT)：公司运输业务是指境内化工品道路运输，公司以自购运输车辆和采购外部运营车队的方式组建境内运输业务部门运力。根据不同品名化工品运输的特别要求，公司还运营具备特殊功能的运输车辆及特殊装载设备以满足各类用途。公司运输业务按照运载方式的不同，分为集运业务和配送业务，集运业务是指运输标的为集装罐和各类集装箱的运输服务，配送业务是指运输标的为各类包装货物、零担货物的运输服务。

公司如今业务聚焦于六大服务领域：化学化工、新能源、新材料、智能制造、芯片半导体、医药。道路运输是境内化工品货物转移的主要交通运输方式，是化工供应链的重要环节，起到桥梁作用。公司拥有自购运输车辆，聘用并培训专业化工品运输司机，保证了运输服务质量的高标准；对自购和采购车队统一调度，保证车辆调度管理的高效率，为客户提供周到、安全、及时的货物运送服务。

图表 42：区域内交付六大服务领域


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司运输业务按照运载方式的不同，分为集运业务和配送业务。集运业务：集运业务主要围绕货运代理业务，配合外贸仓储 CFS，提供境内化工品集装箱和集装罐的运输服务。集运业务的主要工作内容可分为进口集运、出口集运以及内贸门到门集运。集运业务主要提供各类集装箱的运输服务，因此以 TEU 万公里为计量单位。配送业务：公司配送业务通常与分销中心相配合，承担国内公路包装货物运输（包括整车、零担配送）职责。公司配送业务内设三级运输网络进行管理，一级网络为省际间干线运输业务，二级网络为省内城市之间专线运输业务，三级网络为同城配送业务。通过将配送业务按线路划分进行管理，可以更好管理不同区域的运输车队，优化运输路线并配置成本最优的配送车队。配送业务承担公路包装货物运输（包括整车和零担配送）职责，因此以吨万公里为计量单位。公司通过自购运输车辆和采购外部运营车队的方式组建境内运输业务部门运力。2021 年配送业务增长了 119%，达到了 109.42 千吨万公里；集运业务 2021 年增长了 44.37%，达到了 2.9TEU 万公里。

图表 43：区域内贸交付业务量

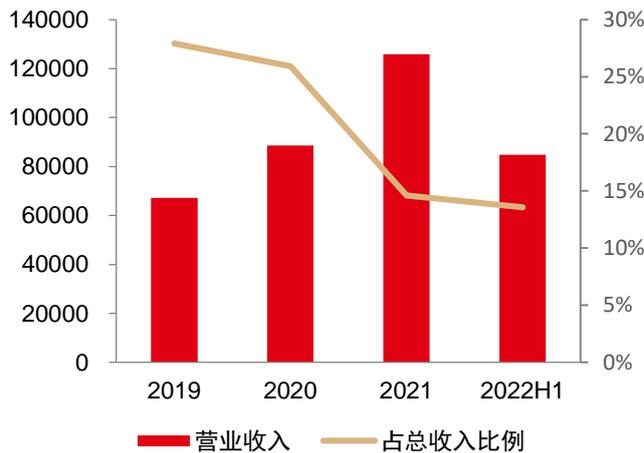
类型	2022 年 1-6 月	2021 年度	2020 年度	2019 年度
配送业务 (吨万公里)	41,099.49	109,418.01	49,966.39	39,829.91
集运业务 (TEU 万公里)	1,489.04	2,893.55	2,004.23	1,975.12

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

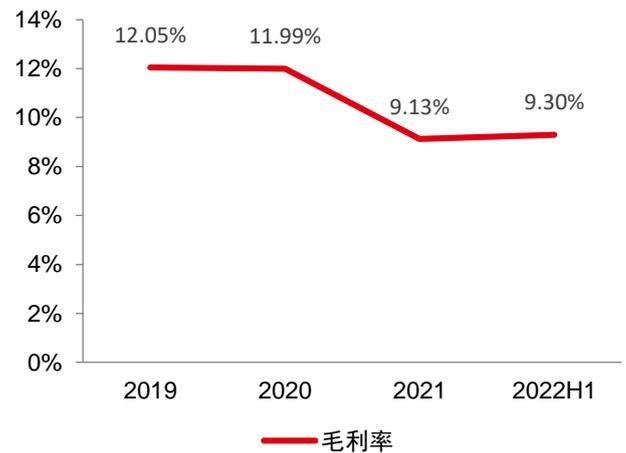
区域内贸交付业务即境内化工品道路运输业务，为公司主要业务之一。运输业务的收费标准主要依据运送化工品货物的线路、重量、货物品类、油耗、人员、车辆折旧等成本作为计价基础，结合运输车型及市场价格综合计算含桥境费及税费在内的每车每公里运价（车/公里），并按照单程距离的长短进行阶梯式定价。此外，特种货物运输价格在一般货物运输价格基础上上浮一定比例。最近三年及一期，公司来自区域内贸交付业务的营业收入分别为 67,240.84 万元、88,594.11 万元、125,808.10 万元和 84,779.06 万元，占主营业务收入合计的比例分别为 27.91%、25.91%、14.60%及 13.56%。公司区域内贸交付业务收入不断增加，2020 年度、2021

年度，公司区域内贸交付收入分别同比增长 31.76%和 42.01%，主要是由于公司运输网络的投入取得了显著成效，配送业务不断壮大，同时新并购公司加入使得公司运输业务量持续增加。2019 年至 2021 年度毛利率小幅下降，主要系受运力紧张及油价上涨影响，运输成本略有上升，2022 年 1-6 月毛利率保持稳定。

图表 44：区域内交付业务收入及同比情况（万元）



图表 45：区域内交付业务毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

分销（MCD）：公司基于 20 多年来完善、专业的化工物流交付能力，近年来逐渐向产业链上下游延伸，逐步开拓化工品交易服务。公司的化工品交易业务分为线下分销业务及线上运营两部分。分销板块有着七大事业部：能源与基础化学品，以能源化工大省内蒙古、宁夏等地为核心，主要经营乙二醇、烧碱、片碱、纯碱等煤化工产品。与大型国有企业建立了稳定的战略合作伙伴关系；磷化工。云南和江苏徐州为基地，运贸一体。在黄磷产业链深度布局；风电与集采风电。以上海为核心基地，主营风电树脂涂层与复合材料及进出口服务；灵元素互联网。全网数字化运营服务，帮助品牌方捕获泛流量，建立品牌形象；醇基燃料事业部。以湖南为核心基地辐射华东，进行醇基燃料配送，兼营多种化工品；先进材料事业部。长三角为核心，重点发展水性涂料，与知名涂料及原料商合作；生物化学事业部。江苏、山东、河南为主要区域，服务于畜牧、医疗、科研等行业。

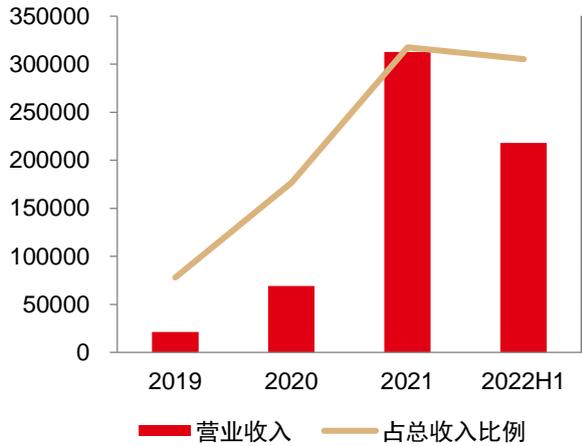
图表 46：公司分销业务的六大优势


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

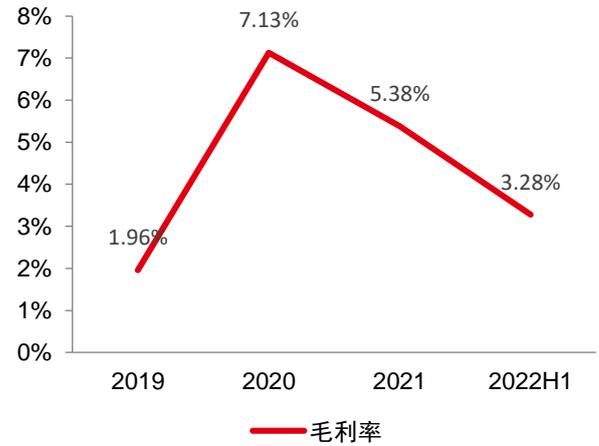
化工品交易服务的盈利模式主要根据目标客户对各类化工品的需求采取直接销售（集中采购和分销）/间接销售（交易撮合/店铺代运营）的策略，匹配撮合上下游各类化工生产商及客户的采购、销售需求，逐步承接上游厂商的销售职能以及下游厂商的采购职能，为化工行业客户提供分销服务及供应链解决方案。

化工品交易收入规模及占比快速增长，主要由于公司积极推广物贸一体化的化工品交易业务。2020 年，一方面，公司调整了化工品交易业务产品结构，逐步削减了毛利率偏低的乙二醇、钛精矿和钛白粉代理业务，拓展了新的毛利率较高的环氧树脂涂料代理业务，公司化工品交易业务毛利率有所回升；另一方面，2020 年起，公司化工品交易从以往的非意向性采购和意向性采购相结合两种方式，转为以意向性采购为主，采购渠道、销售渠道趋于稳定，因而毛利率有所上升。2021 年以来，公司进一步推动物贸一体化发展，结合供应链上下游的需求，公司适当调整了化工品交易业务产品结构，逐渐增加了毛利率相对较低的黄磷、丙烯酸业务，因而毛利率有所下降，但随着交易产品的种类更加丰富，公司化工品交易的规模大幅增加，化工品交易的毛利增长较快。随着公司在交易业务推广和交易管理体系的完善，公司将根据市场情况、结合专业判断，继续开拓交易业务前景。2022 年上半年，公司磷化工产品销售收入占比进一步提高，导致化工品交易毛利率降低。

图表 47：分销业务收入及同比情况（万元）



图表 48：分销业务毛利率



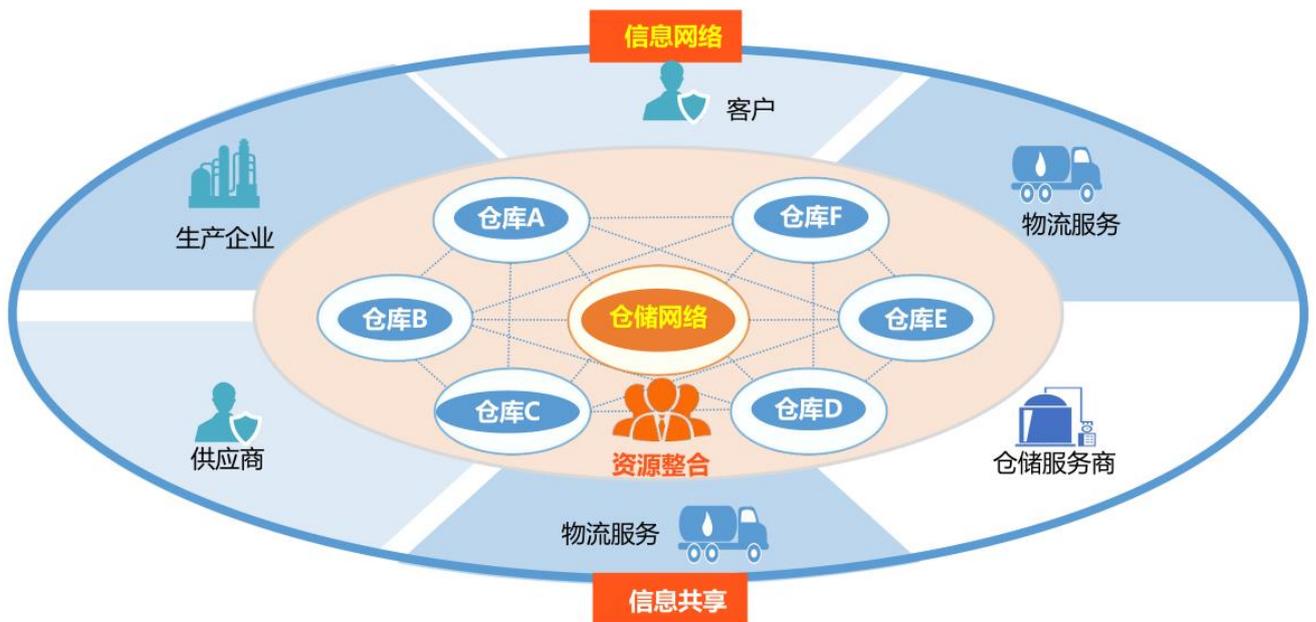
资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

3.2 广泛的境内外服务网络打造坚实的运营底盘

高效的物流管理是建立在对物流进行控制和组织，要想实现高效的物流管理就需要生产企业、仓储企业、客户、供应商、运输工具之间建立有效的信息网络，实现仓储信息共享。另一方面化工企业将会依托自身优势，以地区辐射配送为基础，通过转变经营方式与资源整合，向网络化方向发展。

图表 49：化工品物流发展趋势—网络化



资料来源：中国石化，中邮证券研究所

搭建覆盖全国的境内物流网络。以上海为核心，集中资源力量于7大地区集群，在长三角经济区、环渤海经济区、珠三角经济区及中西部地区设立站点，公司先后于核心枢纽城市布局化工品甲类、乙类和丙类仓库，设立化工物流中转及储存站点，以满足客户的多层次需求，优化供应链解决方案。从公司长期服务的国内大客户来看，2021年公司前五大客户集中度有所降低：2021年，密尔克卫前五大客户集中度下降9pts至24%，主要由于新开拓的国内民营企业带来的增量高于老客户的存量基本盘。当前，公司已与国内外众多著名化工企业形成长期合作关系，包括巴斯夫集团、陶氏集团、阿克苏集团、佐敦集团、阿科玛集团、万华化学、等全球最著名的跨国化工企业。

图表 50：公司主要客户

行业	主要客户名称
综合类	巴斯夫、陶氏、阿科玛、3M、亨斯迈、长春化工、帝斯曼、中化国际等
石化、能源	盛禧奥、万华化学、中海油、中石化等
香料、添加剂、个人护理	赞宇、德之馨、万香国际等
气体、新材料、特种化学	Soulbrain、BLUE EXPRESS、巨化、霍尼韦尔、液化空气、林德、瓦克化学等
涂料、农化、印染	阿克苏集团、佐敦、庞贝捷、艾仕得、立邦、联化科技、富美实等
聚氨酯、助剂、锂电池、贵金属、物流	庄信万丰、UPS、DHL、康捷空、天齐锂业、东大聚氨酯等

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

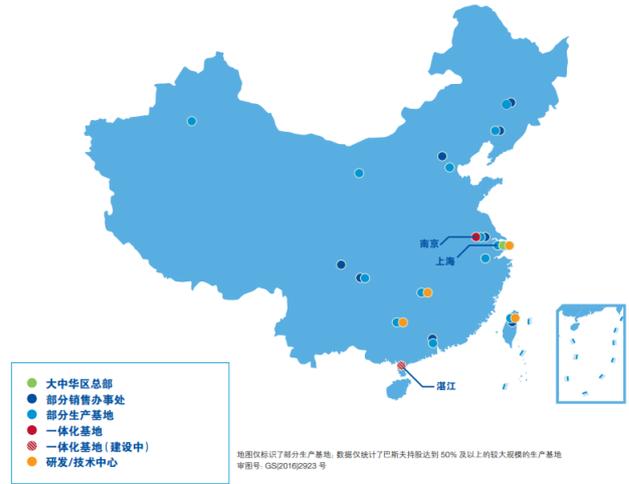
规模化运营往往带来供应链物流竞争的比较优势，目前国内化工物流大客户如陶氏、巴斯夫多通过招标来甄选下游物流服务商，考虑到客户往往已实现网络化运营且对安全历史要求较高，对于国内运营网络丰富且有长期稳定运营管理经验的物流企业较为青睐。密尔克卫目前拥有广泛覆盖多个地区的物流渠道与行业前沿的信息化技术、智能化管理等强大科技实力，通过收购整合与租赁仓库不断扩张，计划业务范围覆盖全国，能较好的匹配头部客户的需求。

图表 51：密尔克卫国内网络——以上海为主基地



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 52：巴斯夫大中华区基地布局

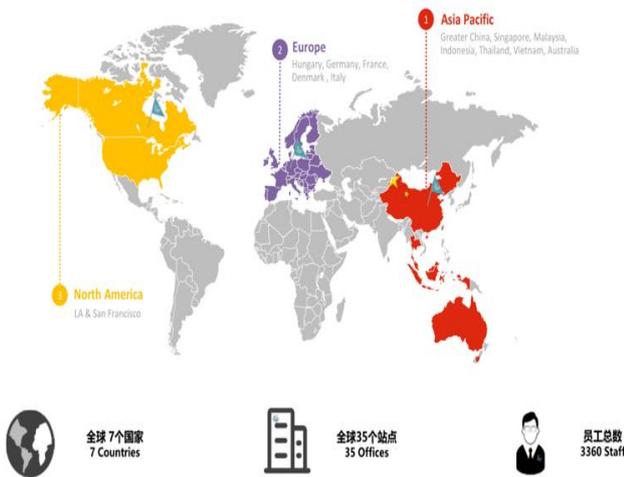


资料来源：BASF，中邮证券研究所

持续打造具有竞争力的国际网络。密尔克卫与境内外承运人建立了长期稳定的合作关系，运力采购保持稳定水平，价格平稳波动，上下游相互配合和支持，共同应对市场竞争和波动，通过双向互惠合作，满足公司布局全球服务网络的需要，逐步搭建并丰富境内外物流网络。

下一个五年计划期间是 2024 年至 2028 年，公司的目标是截至 2028 年底，在全球十余个国家 35 个城市设立站点，打造在亚太、北美、欧洲的化工产能聚集区。

图表 53：密尔克卫国际网络



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 54：巴斯夫北美及欧洲主要基地布局



资料来源：BASF，中邮证券研究所

3.3 外延+内生，扩产能构建高质量发展

在监管趋严大环境下，现有危化品仓储设施等资源的稀缺性日益突出，外延并购成为密尔克卫产能拓展的主要方式。密尔克卫以内生发展+外延并购为主要路径，围绕基础的运输及仓储网络，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。2020年来，密尔克卫共计外延并购公司11家，包括四川雄峰物流，宁波道承物流，上海港口化工物流，南京久帝化工等企业。密尔克卫今年以来持续围绕主客户需求进行外延，持续拓展自身业务范围与物流网络，打通全供应链服务，最终提升公司净利润以及ROE。

图表 55：2020 年以来主要外延并购情况

发生时间	并购企业及比例	外延目的
2020 年 1 月	山东华瑞特 (100%)	获得 1.38 万方烟台地区土地用于生产经营，以及在建甲类仓库一座，乙类仓库五座。旨在提升烟台地区服务能力及仓储能力，打通全供应链服务。
2020 年 7 月	张家港大正信 (100%)	获得 3.64 万方张家港土地用于生产经营，以及在建丙类仓库一座，旨在提升张家港地区服务能力及仓储能力，打通全供应链服务。
2020 年 8 月	江苏中腾大件运输 (80%)	扩充江苏省无锡市等附近区域的普通货物及危险品货物运输能力，打通全供应链服务，提升仓储能力，取得大吨位运转设施设备。
2020 年 10 月	宁波道承物流 (100%)	扩充浙江省宁波市等附近区域的普通货物及危险品货物运输能力，打通全供应链服务。
2020 年 10 月	四川雄峰物流 (100%)	扩充四川省成都市等附近区域的普通货物及危险品货物运输能力，打通全供应链服务。
2020 年 10 月	张家港环保科技有限公司 (100%)	拓展至危废处理行业，打通全供应链服务，拓展未来业务布局。
2020 年 11 月	瑞鑫化工 (65%)	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。
2021 年 4 月	江苏马龙国华工贸股份有限公司 (96%)	为滇桂黔出产的化工资源布局线下分销网络，并释放危险化学品品的铁路运输能力，实现磷资源及其他基础化学品的全国分销，用数字化供应链能力服务广大中小客户。
2021 年 4 月	上港化工物流 (100%)	完善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，并拓展智能化工公路港的布局。

2022年9月

南京九鼎化工（70%）

拓展化学品分销领域业务线，未来延伸亚太和北美地区的
分销网络布局，为打造“超级化工亚马逊”进一步奠定基础。

资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

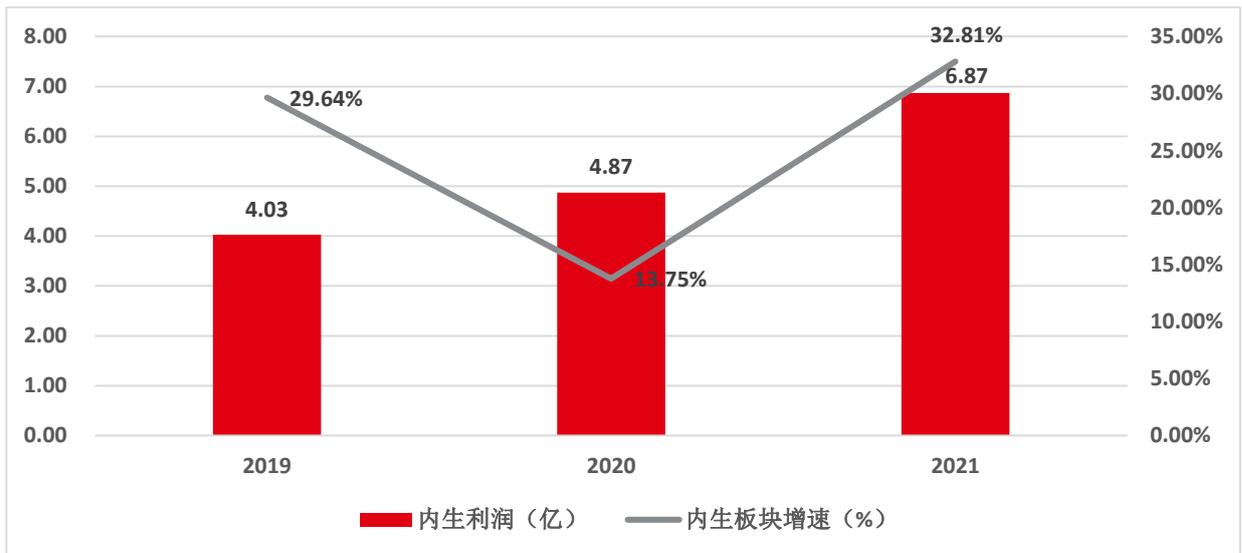
外延并购不但是企业营收的外生驱动因素，也同时带动了企业内生的增长。公司在18-19年收购项目在今年的年化 ROE 基本在 5-10%之间，不及全公司 10%以上的水平，这并非项目质地不佳所致，主要原因是因为部分项目收购前资产入账值较低，溢价收购产生商誉。以 2019 年公司收购并表的四个项目为例，公司分别在 1 月、4 月、5 月和 11 月并表了镇江宝华、上海振义、天津东旭和湖南湘隆四家公司，以并表利润除以收购对价计算 ROE 水平，发现公司收购商誉较高，ROE 水平不高。经过收购运作整合，整体 ROE 反而上升，我们认为原因有三，一是通过客户替换，设备更新，逐步提高资产周转率，其次是公司 ROE 提升能力的答案潜藏在被收购项目的“隐形拉动”上，即它们协同其他收入业务的拉动力；再其次，是公司上市之后对杠杆的恰当使用。2019 年并表利润为 0.26 亿元，除去分销板块和并购项目的利润我们视为内生增长利润，为 4.03 亿，2018 年内生利润为 3.16 亿元，2019 年内生板块增速达 29.64%。展示出企业良好的成长性。2021 年 3 月、4 月、9 月、10 月和 12 月并表了江苏马龙国华工贸股份有限公司、上海港口化工物流有限公司、上海密尔克卫集装罐服务有限公司、上海零星危险化学品物流有限公司、上海市化工物品汽车运输有限公司五家公司，除去分销板块和并购项目的利润我们视为内生增长利润，为 6.87 亿。与 2020 年相比 2021 年内生板块增速达 32.81%。内生板块增速较快，这意味着公司依靠原先的资产，提升其产能利用率、提升量价亦取得较高收入与利润增长。

图表 56：2021 年收购项目情况

收购项目	并表时间	收购对价（百万）	2021 年并表利润（百万）	ROE（%）
江苏马龙国华工贸股份有限公司	2021 年 3 月	118.23	26.36	22.30%
上海港口化工物流有限公司	2021 年 4 月	83.88	-4.20	-5.01%
上海零星危险化学品物流有限公司	2021 年 10 月	199.00	-1.66	-0.83%
上海市化工物品汽车运输有限公司	2021 年 12 月	195.85	0.17	0.09%
上海密尔克卫集装罐服务有限公司	2021 年 9 月	23.37	3.81	16.30%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

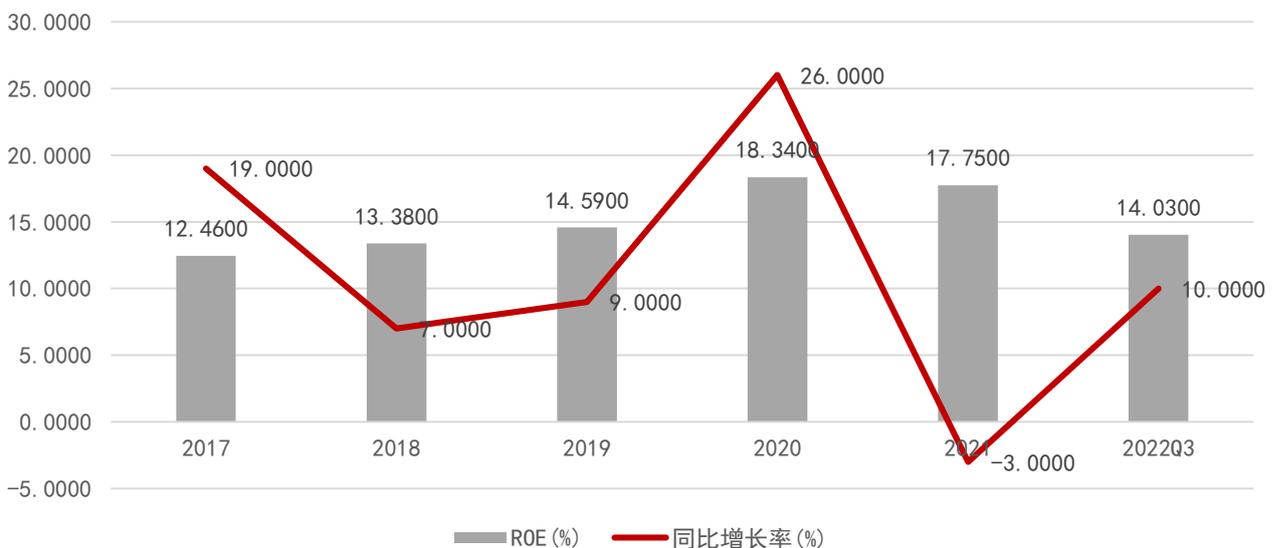
图表 57：密尔克卫内生增速测算



资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

2017-2020 年，公司进入并购的高峰阶段，通过收购实现了客户、区位等多方面的协同，进一步提升经营效率，净利率、ROE 指标快速增长，ROE 由 2017 年 12.46%，提高至 2021 年的 17.75%。

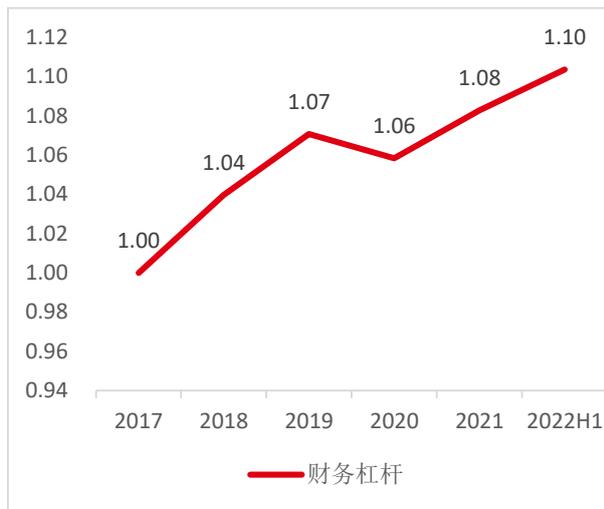
图表 58：公司 ROE 水平近 5 年在 12%以上



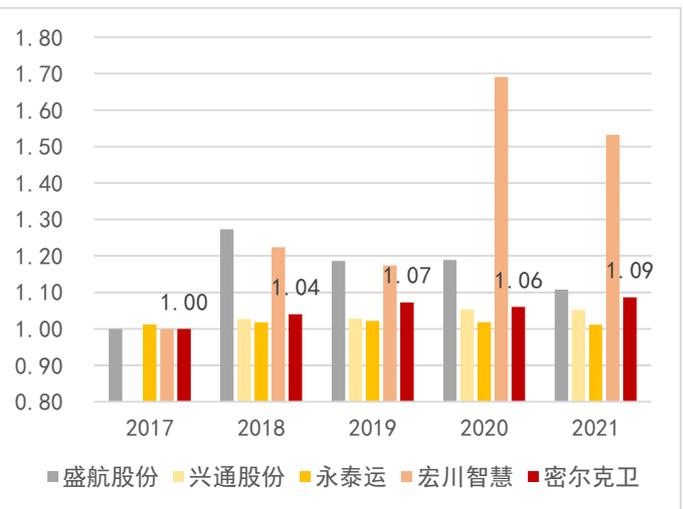
资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

现有财务杠杆处于合理区间，外延并购仍有空间。公司在上市后的财务杠杆一直保持着较为合理的水平，由于近几年的外延并购业务导致财务杠杆持续上升，但是总体维持在较为健康的范围内。合理的财务杠杆使得企业在持续发展的战略模式下能够保持较低的筹资风险，进而降低企业的相应流动性风险以及发生财务困境的风险，使得企业在相对健康稳定的经营模式下实现战略扩张。目前，企业的财务杠杆仍有上升空间，表明企业未来仍可以采取外延并购的方式扩展自身业务。

图表 59：密尔克卫财务杠杆变化情况



图表 60：密尔克卫杠杆仍有提升空间



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所测算

资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

3.4 信息化建设赋能提升公司运营效率

数字化科技手段的赋能提升化工供应链服务行业的运营效率。在“互联网+”的思想指导下，化学品品类扩张和供应链可视化技术的兴起带来了数字化进程提速，移动互联网、物联网、大数据等信息技术在化工物流行业领域的应用更加广泛，更多信息化产品应用于物流的各个环节，从而打通不同运输方式、不同地区、不同管理机构的信息壁垒，增加对物流各环节的安全管控，使得化工物流整个产业链的管理实现扁平化、协同化、智能化和网络化，也显著扩大销售服务半径。

自主研发领先的数字化供应链互（物）联网信息系统 MCP。其业务大致覆盖了四个方面——电商服务、供应链执行、业务运营以及基础经营管理。公司基于 MCP 系统开发了完善的数字生态链体系，云端部署，专属云，以及相关配套的专业运输以及配送服务系统智能 TMS、货代系统智能 FMS、仓储系统智能 WMS、贸易系统智能 MMS 等，并且在经营中展开 IOT、AR 自动化设备的全面应用，提升经营效率与服务效率，并且基于大数据、人工智能算法进行决策支持和分析。安全方面，企业开发了智能安全管理系统 ASM 以及集中分布式监控系统 VMS，采用当前先进的各类数据化检测技术，分别对视频监控、数据传输、定位识别、车载定位、智能视频分

析、智能门禁、巡更监管等技术通过底层数据算法与业务系统连通，做到安全管理、生产调度相结合的综合方案，贯穿业务全流程的质量安全管理，持续优化流程、保障运营。

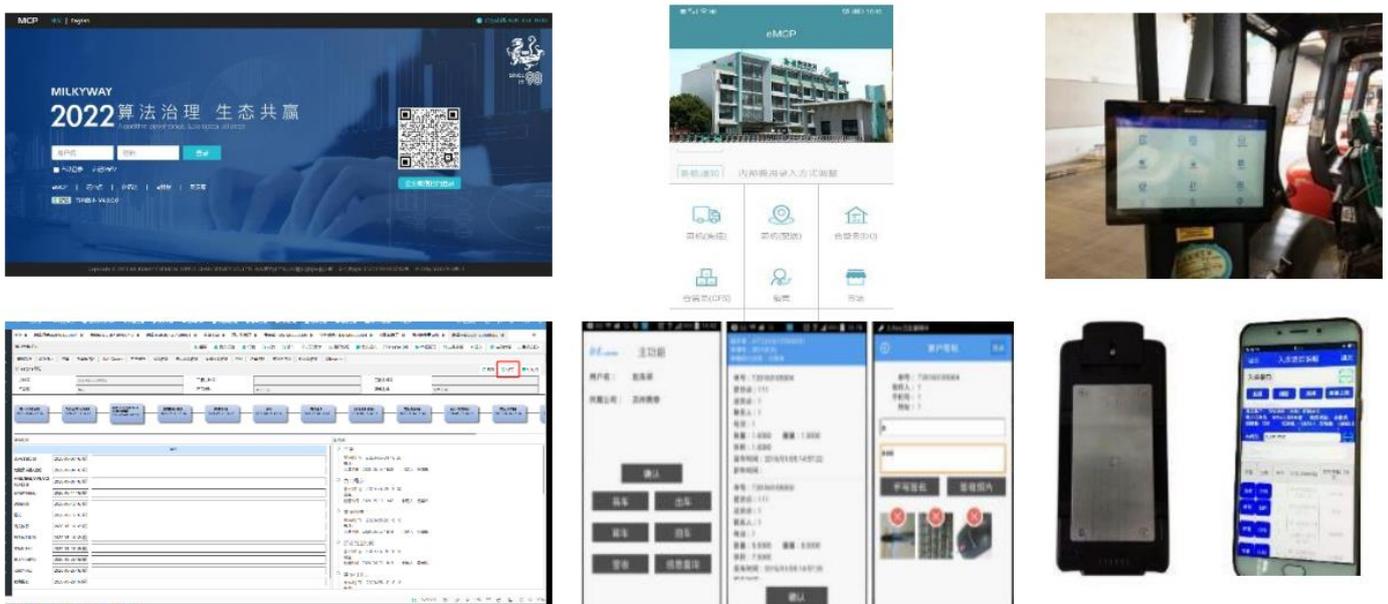
图表 61：数字化供应链互（物）联网信息系统 MCP



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司持续注重于信息化建设创新发展。截止 2022 年 8 月，公司拥有国家级发明专利 13 个、实用新型专利 41 个、软件著作权 100 个。在未来，公司将持续专注于开发更加具有效率的数字化、信息化系统，进一步利用科技优势优化 MCP，贯通全产业链服务。

图表 62：信息化建设创新发展，全面服务公司产业



资料来源：公司资料，中邮证券研究所

4 线上线下协同发展，产业链高度协同

密尔克卫将线上与线下相结合，凭借具有稀缺性的危化品物流交付能力以及稳定的客户资源力求实现“超级化工亚马逊”这一目标。在线下，主要以物贸一体化和产业链延伸为主要目的，通过设立化工便利店，为园区客户提供原材料第三方库存管理服务以及实时提供小料产品供应，具有直营、专卖、可复制、小料批发、余料调剂等特点。此外，公司开展贸易代理服务，主要业务涵盖普货进出口代理、国内贸易代理以及危险品进出口代理服务，同时代办各种许可证和危包证。在线上，主要以化工品品类深化拓展为主要目的，公司将一站式综合物流交付的服务经验移植到分销领域，在整合化工生产企业产品的同时，整合化工品用户的需求，通过设立垂直细分平台——灵元素，该平台主要产品覆盖涂料原料、聚氨酯、环氧树脂、助剂等化工产品，以此满足长尾人群需求。与此同时，公司以强大 IT 技术助力化工企业建设自营直销电商平台，以此实现全网数字营销。作为 1688 “超级运营管家”，为品牌方提供 1688 等平台代运营服务。此外，KA 的物联网方案借助 IoT 设备及算法治理，实现产业链高度协同，提高效率及准确性，减少库存。

“灵元素”品类覆盖广，客户依赖度高。其产品主打精细化工、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。近年来，公司凭借规范化和信息化的供应链体系以及中石化、巴斯夫等优质、稳定的客户资源，迅速重点开展化工品交易业务，自营模式可发挥货源和价格优势，主要经营化工涂料、醇基燃料、磷化工、加油站等品类，公司通过收取中小经销商订单，向国际化工企业采购，在保证货品质量的同时，又减少层层环节降低成本，具有价格优势。此外，自营物流使公司具备其他公司无法比拟的竞争优势。

图表 63：灵元素平台



资料来源：灵元素官网，中邮证券研究所

图表 64：线上线下协同，物贸一体化



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

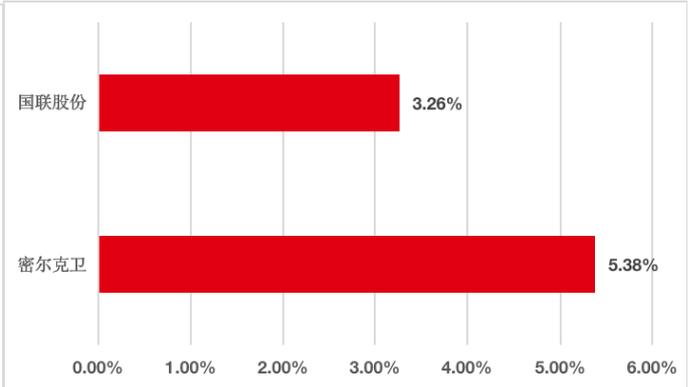
“灵元素”平台在专注于涂料原料、聚氨酯、环氧树脂、助剂等化工产品的同时，积极扩张品类频道及 SKU 体量。公司在分销领域牢牢抓住稀缺危化品物流交付能力这一先发优势，

公司毛利率领先于宏川智慧，国联股份，摩贝等国内同类企业。2021 年密尔克卫化工品交易毛利率为 5.38%，而国联股份为 3.26%。将摩贝、国联旗下涂多多等平台以及密尔克卫进行对比，我们发现，目前化工电商的竞争优势在于具备安全、自营以及高效的履约能力。相比于摩贝、国联股份等同类公司，密尔克卫以其优质稳定的物流服务，丰富的客户资源，不断拓展深化化工品交易服务。2019 年-2021 年公司将业务聚焦于化工品交易，其毛利率呈现上升趋势，由 2019 年的 4.33%到 2021 年的 4.38%，该业务毛利率占总业务毛利率的比重日益上升。

图表 65：化工品交易毛利率与总业务毛利率



图表 66：2021 年化工品交易业务毛利率对比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司以其国内领先的危化品物流交付能力，能够满足长尾客户需求，不同于国联股份针对非危品、大批量采购的客户，密尔克卫针对的是少量、高频的长尾客户，具有低需求量、低需求频次和高个性化特征。在危化品的运输能力方面，公司搭建了陆上运输平台“运小虎”和空运、海运、仓储平台“化亿达”，此类平台能够在位客户提供稳定、可靠、快速的物流服务同时，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。公司相比其他代运营方在物贸一体化上更具竞争优势。

图表 67：公司重要客户

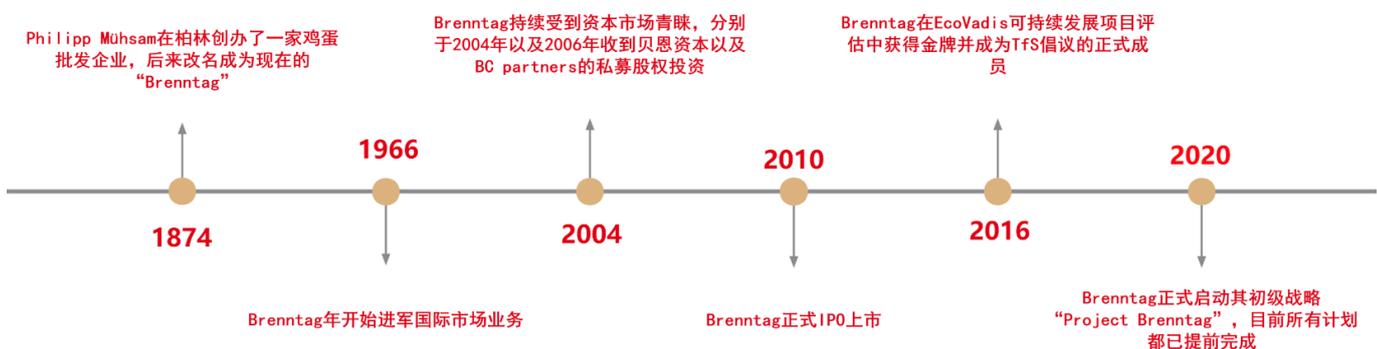


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 他山之石：全球化学品分销龙头 Brenntag 的发展启示

历经百年的全球化学品分销行业领导者。Brenntag 是全球化学品分销行业的领军企业，以其广泛的产品线和服务组合跨越所有主要的行业领域。总部位于德国埃森市，全球网络覆盖 74 个国家 530 多个工作地点。在全球拥有 17000 多名员工，在 78 个国家运营着约 700 个站点的网络。Brenntag 成立于 1874 年，迄今已有超过 140 年的历史。Brenntag 于 1966 年开始进军国际市场业务，在 21 世纪之后，Brenntag 逐渐成为全球化学品分销行业的市场领导者。Brenntag 持续受到资本市场青睐，分别于 2004 年以及 2006 年收到贝恩资本以及 BC partners 的私募股权投资，并于 2010 年 IPO 上市。Brenntag 致力于迈向更优质的可持续发展，2016 年，其在 EcoVadis 可持续发展项目评估中获得金牌并成为 TFS 倡议的正式成员。2020 年，Brenntag 正式启动其初级战略“Project Brenntag”，目前所有计划都已提前完成，公司目前也公布了其最新的中期战略——“致胜战略”（Strategy to Win），这一中期战略将加强和扩大 Brenntag 在不断增长和不可或缺的化学品和配料分销市场的全球领先地位。

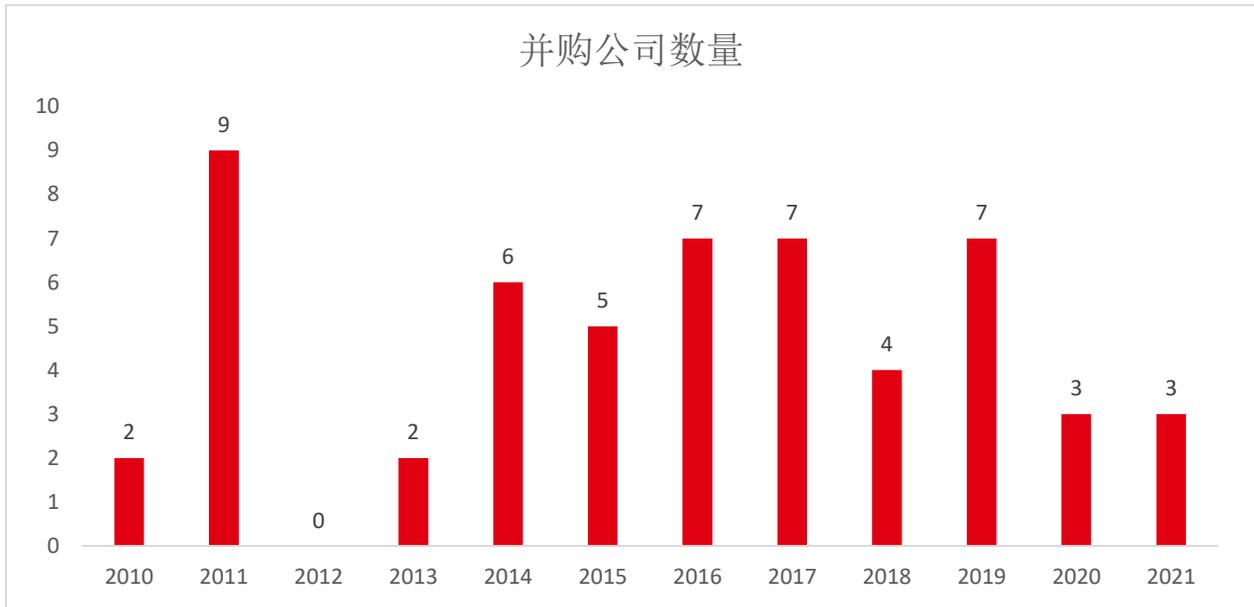
图表 68：Brenntag 发展历史



资料来源：Brenntag，中邮证券研究所

Brenntag 的成长史是一部并购史。1966 年，Brenntag 并购了位于比利时的 Balder，开始了其国际化的道路。在之后公司发展的 140 年间，Brenntag 通过大量并购发展其在世界上的业务范围，为客户提供更加全面的服务。2010 年之后的十年是公司并购的高潮时期，2011~2020 年期间累计 50 起并购，收购公司遍布北美、欧洲、亚太和中东各地，夯实了公司全球发展的基础。

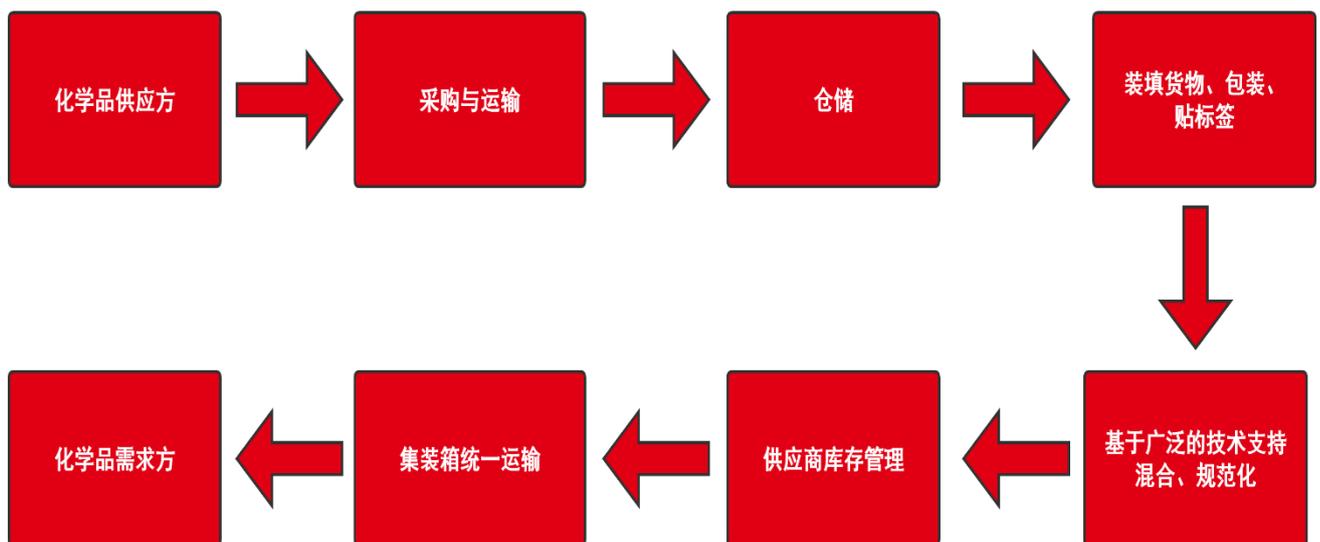
图表 69: Brenntag 历年并购公司数量



资料来源: Brenntag, 中邮证券研究所

化学品分销行业高景气, 是典型的长坡厚雪赛道。2021 年, Brenntag 的销售额约为 144 亿欧元。Brenntag 连接化学品制造商和终端用户, 以工业和特种化学品的定制分销解决方案支持其客户和供应商, 是 10000 多种化学品及世界级的供应商群体。Brenntag 为全球约 185000 名客户提供一站式解决方案; 这包括特定应用技术、广泛的技术支持及增值服务, 例如及时交货、产品混兑、配方定制、分包装、库存管理和循环桶供货方案等。长期经验结合每个国家的本地优势成就了 Brenntag 在化学品分销行业的市场领导地位。

图表 70: Brenntag 业务流程



资料来源: Brenntag, 中邮证券研究所

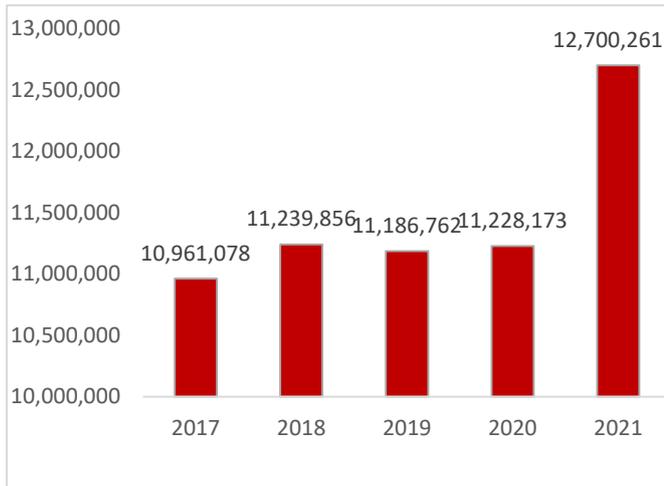
Brenntag 的业务模式具有很强的优势性，当需求方需要购买、运输和储存大量不同的化学品时，Brenntag 会将大包装化学品重新包装成小包装，贴好标签以及条形码，保证货物运输的高效率以及安全性。从 Cefic 数据统计，2020 年欧盟内部出口额达 614 亿欧元，进口额达 471 亿欧元，欧盟与北美化学品贸易出口额达 336 亿欧元。欧盟与北美的大量交易促进 Brenntag 的国际化发展，公司目前约有 6000 多名遍布世界各地的营销人员协助开展服务，根据客户不同的需求提供个性化物流仓储服务，基于遍布世界各地的高密度物流网络，提供及时的交付以及供应商库存管理的一站式解决方案的服务。

图表 71：欧盟与世界各洲化学品贸易情况

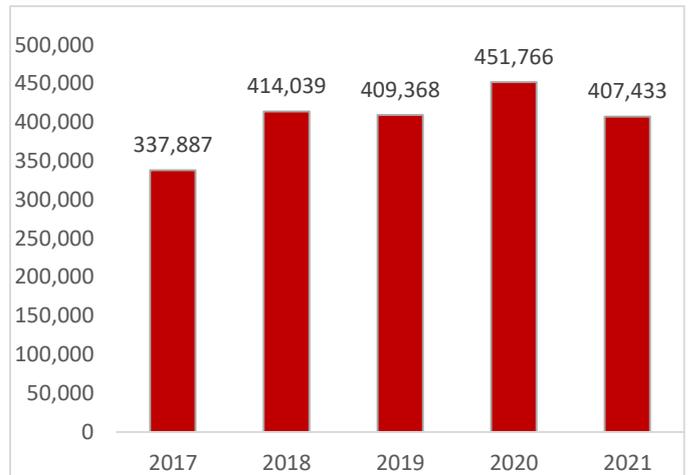


资料来源：Cefic, 中邮证券研究所

Brenntag 在 2022 第一季度继续成功应对极具挑战性的宏观经济和地缘政治条件。自 2022 年 3 月初以来，俄罗斯和白俄罗斯的进出口服务暂停，许多产品和产品组持续严重的供应短缺，由于通胀率的持物走高，化学品和配料价格大幅上涨，而新冠疫情的反复也会影响亚太地区的经济情况。同时，俄乌战争也增加了供应链的压力。Brenntag 持续维持了自身的业务优势，提供及时的交付以及供应商库存管理的一站式解决方案的服务，价格传导模式仍然优质且高效，受益于 Brenntag 自身业务的多元化，其年度利润仍然得到了长足的增长。2005 年来，Brenntag 的销售收入的年化复合增长率为 6.8%，经营净利润的年化复合增长率为 7.7%，跑赢 DAXDAU 成分上市企业业绩。

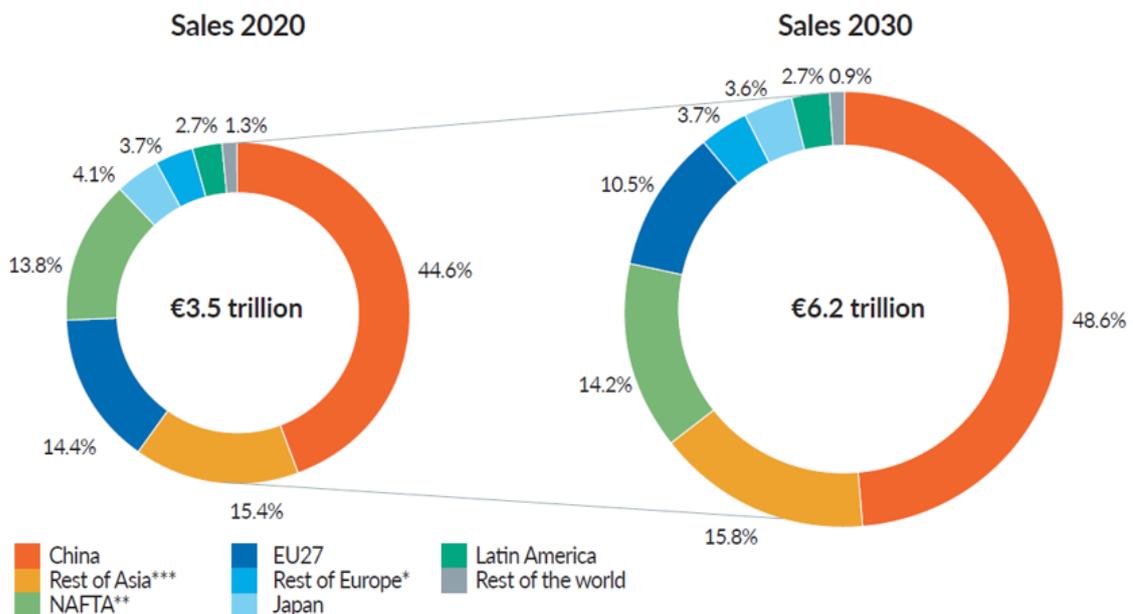
图表 72: BREENTAG 营收状况 (单位: 万元)


资料来源: Brenntag 公告, 中邮证券研究所

图表 73: BREENTAG 净利润状况 (单位: 万元)


资料来源: Brenntag 公告, 中邮证券研究所

多层次的有机增长以及潜在潜力长期驱动公司业绩持续增长。Brenntag 的第三方化学分销机会的驱动因素包括三个部分: 第三方化学品分销, 分销相关需求以及非分销相关产品。从 2015 年至 2019 年, 整体化学品需求从 3.3 万亿欧元增长至 3.7 万亿欧元, 第三方化学品分销的 CAGR 达到了 4%, 从 2320 亿欧元增长至 2710 亿欧元。而非分销相关产品的 CAGR 达到了 4%, 从 2015 年的 1.1 万亿欧元增长至 1.2 万亿欧元。根据 Cefic 数据预测, 在 2020 年至 2030 年的预测期内, 全球工业化学品产品分销市场的增长率约为 77%。从中国市场来看, 2020 年 3.5 万亿欧元的市场空间, 中国占比 44.6%, 达 1.56 万亿, 2030 年 6.2 万亿欧元的市场空间, 中国占比 48.6%, 达 3.01 万亿, 仍有 93% 的涨幅空间。

图表 74: 世界化学品市场交易额预测


资料来源: Cefic, 中邮证券研究所

Brenntag 公布了其战略增长计划，并公布了截止至 2026 年的新中期目标。“致胜战略” (Strategy to Win) 将加强和扩大 Brenntag 在不断增长和不可或缺的化学品和配料分销市场的全球领先地位。“战略制胜”策略代表了 Brenntag 转型之旅的第二阶段。第一阶段“Project Brenntag”始于两年多前，重点是通过两个全球业务部门和明确的客户细分实施新的运营模式，优化工厂网络，并将在 2023 年前从结构上解决生产力提高问题。雄心勃勃的“Project Brenntag”目标包括额外的 2.2 亿欧元的年化运营 EBITDA 贡献。截至 2022 年底，初级战略“Project Brenntag”的所有目标都将提前一年实现。正如预期的那样，初级战略“Project Brenntag”奠定了基础，并使该公司实现了改善的可持续有机收益增长。

图表 75：公司至 2026 年的新中期目标

Strategic focus areas		Mid- to long-term targets				
		2023 - 2025			2030 - 2045	
Environment	Climate protection & emissions reduction	100% energy consumption from green energy by 2025	Total spills < 0.7 events/ MMH ¹ by 2025	100% compensation of remaining Scope 1 & 2 emissions by 2025	40% absolute carbon reduction vs. 2020 by 2030	Net zero by 2045
	Resource efficiency & circular economy	Assess portfolio for sust. (30% covered) & set 2025 quantitative target by 2023	Ten circular businesses each generating > EUR 1 m by 2025			
Social	Fair & safe employer	100% of employees earn at least a living wage by 2023	Set-up of global organizational diversity, equity & inclusion structure by 2023		At least 30% women in management below C-Level by 2030	TRIR ³ < 2.0 by 2030
	Responsible partner	All suppliers are covered by risk management by 2025				
Governance	Management structures	Further adjustment of Board remuneration based on ESG by 2024				
	Portfolio & investment steering	All new sites green building certified by 2023	100 % portfolio steering towards sustainability by 2025	Develop strategies for techn. advancement by 2025		

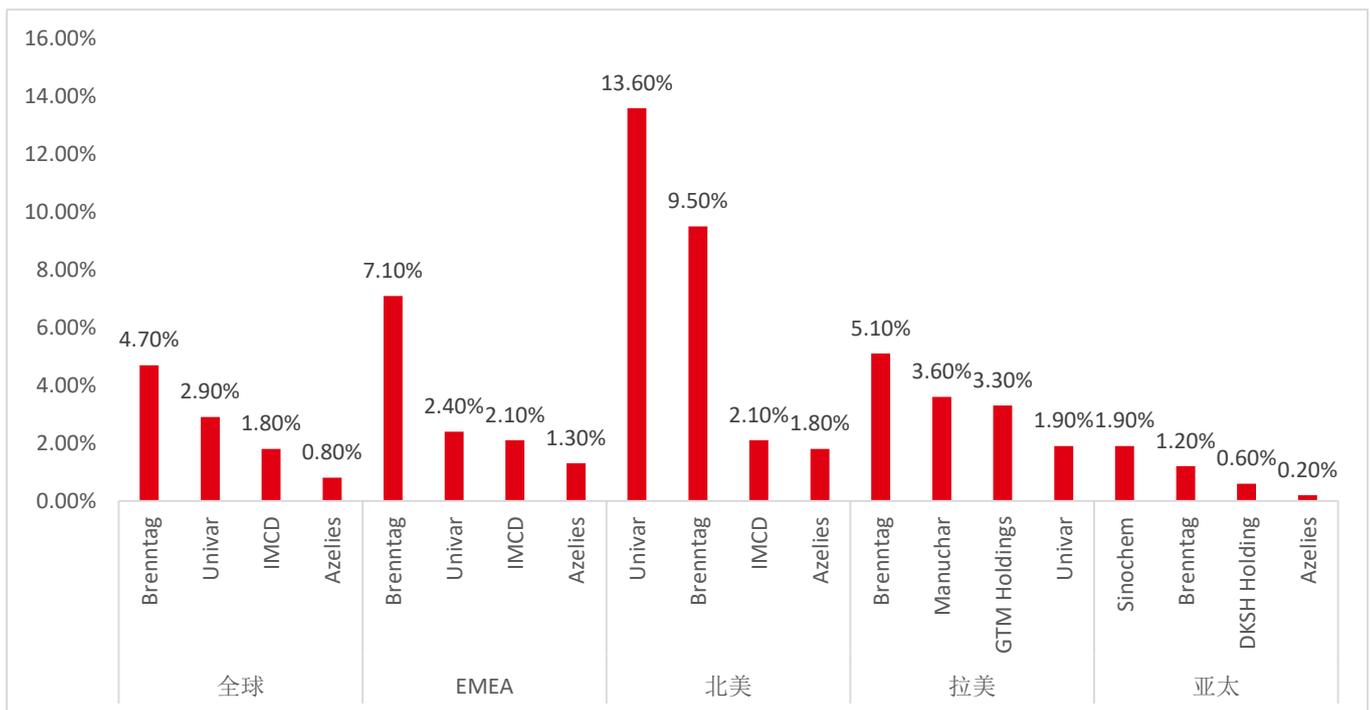
资料来源：Brenntag，中邮证券研究所

凭借独特的部门战略，通过利用公司真正的全球设置和影响力，Brenntag 将进一步提高其部门的形象，并加速其增长超过市场平均水平。Brenntag 的专属服务将成为创新和可持续解决方案的全球首选服务合作伙伴。为了实现这些目标，该部门确定了五个关键的战略优先事项：其专属服务将增加其增值服务产品，拥有最全面和可持续的产品组合，扩大其全球足迹，关注高增长客户和行业，并加快收购。该部门正在建立其独特的优势和能力，包括由 81 个应用开发中心组成的网络，以推动不同行业的创新，多样化的市场洞察力，以及与全球供应商的战略合作伙伴关系。Brenntag 致力于成为无可争议的市场领导者，塑造必需品分销的未来，实现加速增长，并变得更加高效；利用其无与伦比的基础优势，形成明显的竞争优势。其高度多元化的地理、行业和产品分布使企业具有相当的弹性，是一个可靠的合作伙伴。该部门已经确定了战略重点：加强其本地和区域分销网络，优化其“最后一英里”的交付能力，通过加强全球采购市场情报能力和扩大战略港口的全球码头能力来增强其全球专业知识，并将重点放

在通过并购和增加其可持续产品和供应链解决方案的组合来捕捉新的市场潜力。

行业格局分散，世界头部企业市占率低于 5%，成长空间巨大。在世界范围内，第三方化学品分销市场的收入为 2710 亿欧元，前四大公司分别是 Brenntag, Univar, IMCD 以及 Azelies，其市占率分别为 4.7%，2.9%，1.8%，0.8%，这表明第三方化学品分销行业市场集中度较低，业务较为分散。在欧洲，中东以及非洲区域，总市场收入为 740 亿欧元，Brenntag 的市占率更高，达到了 7.1%，行业内前四大公司的总计市占率为 12.9%；在北美区域，总市场收入为 500 亿欧元，Brenntag 的市占率为 9.5%，低于该区域最大分销商的 Univar 13.8% 的市占率，行业内前四大公司的总计市占率为 27%，相对其他区域而言产业较为集中；在拉丁美洲区域，总市场收入为 200 亿欧元，Brenntag 的市占率为 5.1%，行业内前四大公司的总计市占率为 13.9%；在亚太地区，总市场收入为 1280 亿欧元，Brenntag 的市占率仅为 1.2%，整体亚太市场占有率较低，行业内前四大公司的总计市占率为 3.9%，市场分布最为分散，集中度最低。

图表 76：公司全球范围内份额第一，在欧美均处于领先地位



资料来源：ICIS, BCG, 中邮证券研究所

Brenntag 通过外延并购，扩大自身业务规模以及提升经营效率，扩大自身业务地理版图，改善产品+服务的组合满意度，市场的协同效应通常来源于产品组合、规模以及效率以及交叉销售机会。对于重点领域，Brenntag 通过三方面考虑：是否是重点的行业？是否是新兴的市场？EBITDA 贡献的量是否充足？目前，整个市场的销售机会仍然高度分散，协同整合的空间仍然很大。

图表 77：内部整合叠加外部增长彰显巨大增长潜力



资料来源：Brenntag，中邮证券研究所

股价表现长期优于 DAX 指数。Brenntag 于 2010 年在德国 IPO 上市，并在大部分时间都跑过了德国 DAX 指数以及 MDAX 指数，取得了较多的超额收益。目前，Brenntag 的市净率为 2.35，企业价值/收入约为 0.74，企业价值/EBITDA 约为 10.96，这些数据均高过同行业内 10 只表现最优异股票的中位数水平表明企业在市场上表现优异，超出市场预期。

图表 78：Brenntag 股价超额收益



资料来源：Brenntag，中邮证券研究所

6 盈利预测及投资建议

6.1 盈利预测

核心假设：

1) 收入端：

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 142.17 亿元、195.66 亿元、257.04 亿元，同比分别+64%、+38%、+31%。其中各板块营收预测如下：

化工品交易 (MCD)：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 60.00 亿元、96.00 亿元、139.20 亿元，同比分别+91.92%、+60.00%、+45.00%。

全球货代 (MGF)：营收持续增长，2022-2024 年分别为 42.04 亿元、48.34 亿元、55.60 亿元，同比分别+35%、+15%、+15%。

仓储 (MRW)：预计每年新增 10 万平仓储用地，考虑到目前地产政策边际放松，预计租金与毛利率齐升，预计 2022-2024 年仓储收入分别为 6.45 亿元、8.08 亿元、9.75 亿元，同比分别+17.51%、+25.19%、+23.53%。其中公司现有仓储面积共 65 万平，预计仓储面积每年增长 10 万平米；

运输 (MRT)：预计伴随业务规模扩大，运输业务收入增速放缓，油价作为运输的重要成本项，在 2022 年伴随原油价格波动对业务成本构成较大压力，我们以及未来油价有望逐步下滑。2022-2024 年运输收入分别为 13.21 亿元、17.83 亿元、22.65 亿元，同比分别+5%、+35%、+27%。

全球工程物流及干散货 (MPC)：2022-2024 年全球工程物流及干散货收入分别为 9.39 亿元、12.21 亿元、14.29 亿元，同比分别+300%、+30%、+17%。

全球航运及罐箱 (MTT)：2022-2024 年全球航运及罐箱收入分别为 4.50 亿元、5.63 亿元、6.64 亿元，同比分别+35%、+25%、+18%。

2) 毛利率：

公司 2022-2024 年毛利率分别为 9.7%、9.8%、9.7%。

3) 费用率：

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。

图表 79：密尔克卫分业务营收、成本及毛利率预测

		2021A	2022E	2023E	2024E
化工品交易 (MCD)	销售收入	3,126.31	6,000.00	9,600.00	13,920.00
	成本	2,957.97	5,700.00	9,072.00	13,084.80
	销售收入增长率	133.68%	91.92%	60.00%	45.00%
	毛利率	5.38%	5.00%	5.50%	6.00%

全球货运代理 (MGF)	销售收入	3114.19	4,826.99	5,551.04	6,383.70
	成本	0.00	4,382.91	4,995.94	5,745.33
	销售收入增长率	251.51%	55.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	100.00%	9.20%	10.00%	10.00%
仓储 (MRW)	销售收入	548.91	645.00	807.50	997.50
	成本	0.00	335.40	418.29	513.71
	销售收入增长率	8.67%	17.51%	25.19%	23.53%
	毛利率	100.00%	48.00%	48.20%	48.50%
运输 (MRT)	销售收入	1258.08	1,320.99	1,783.33	2,264.83
	成本	1143.27	1,195.49	1,578.25	2,004.37
	销售收入增长率	42.01%	5.00%	35.00%	27.00%
	毛利率	9.13%	9.50%	11.50%	11.50%
全球工程物流及干散货 (MPC)	销售收入	234.87	939.46	1,221.30	1,428.92
	成本	211.53	845.51	1,099.17	1,286.03
	销售收入增长率		300.00%	30.00%	17.00%
	毛利率	9.94%	10.00%	10.00%	10.00%
全球航运及罐箱 (MTT)	收入	333.62	450.38	562.98	664.32
	成本	277.89	346.80	444.75	538.10
	销售收入增长率	35.24%	35.00%	25.00%	18.00%
	毛利率	16.71%	23.00%	21.00%	19.00%
其他业务	收入	28.74	34.49	39.66	44.42
	成本	21.90	26.28	30.23	33.85
	销售收入增长率	294.80%	20.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	23.79%	9.74%	9.85%	9.72%

资料来源：中邮证券研究所预测

图表 80：密尔克卫费用率预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
管理费用率	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
财务费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

资料来源：中邮证券研究所预测

6.2 估值及投资建议

预计 2022~2024 年归母净利润预测为 6.14/8.74/11.20 亿元，同比+42%/43%/28%，对应 2022~2024 年 EPS 为 3.73/5.32/6.81 元，2022-2024 对应 PE 为 29.0/20.4/15.9。

我们看好公司物贸一体化、线上线下协同发展的发展前景。受益于监管推动的化工物流第三方渗透率的不断提升，行业处于迅速发展阶段，而密尔克卫是业内少有的具备物流基础的工

业品电商企业，通过构建全国仓储物流网络，具备稀缺性和扎实的发展基础，我们认为公司相对于轻资产运营以及未拥有核心危化品仓储的同业公司享有高估值溢价。我们选取化工品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），兴通股份和永泰运（运输及跨境危化品物流）作为估值可比对象，给予公司 2023 年的 30 倍 PE，对应 2023 年目标价 159.6 元/股，维持“推荐”评级。

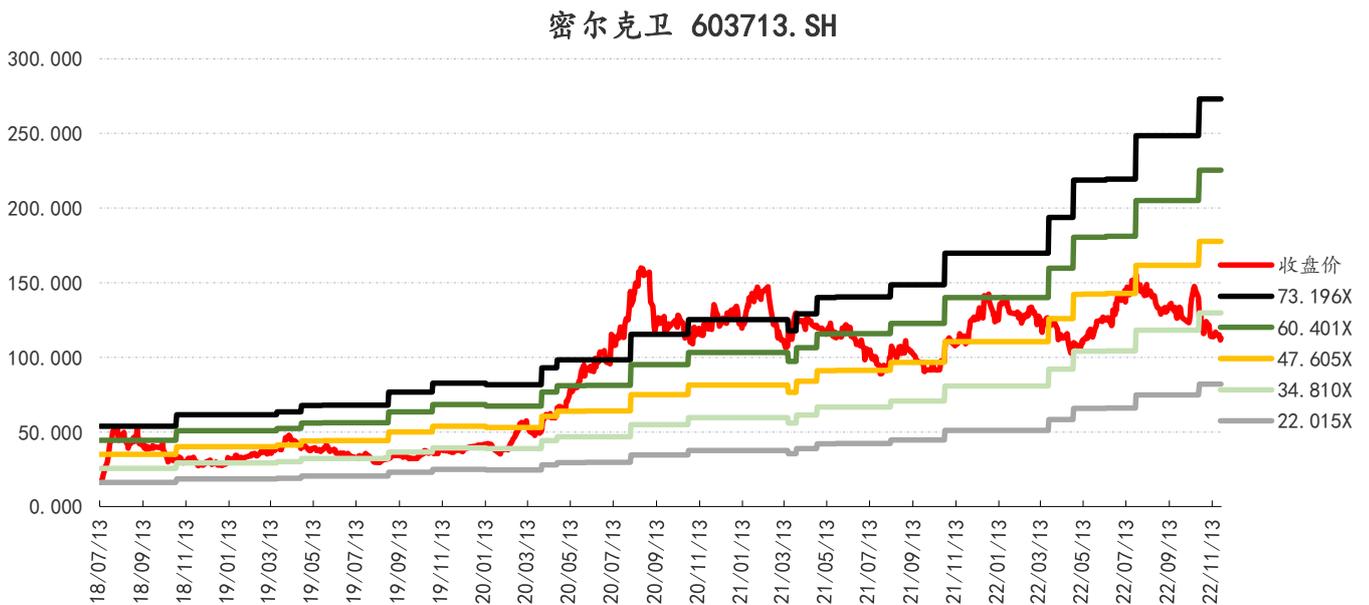
图表 81：行业可比公司估值表

代码	简称	最新收盘价 (元)	涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			
						TTM	22E	23E	TTM	22E	23E	
600500.SH	中化国际	7.14	0.14	197.35	194.55	0.38	0.60	0.76	18.60	11.90	8.97	
002930.SZ	宏川智慧	19.84	1.07	89.57	84.94	0.54	0.66	0.95	36.47	29.96	20.90	
603613.SH	国联股份	113.52	-10.00	566.07	566.07	1.85	2.09	3.50	61.36	54.40	32.42	
603209.SH	兴通股份	32.36	-0.37	64.72	16.18	1.03	1.31	1.76	31.49	25.40	19.00	
001228.SZ	永泰运	52.19	-3.97	54.21	13.55	2.91	3.28	4.36	17.95	17.60	13.20	
中位数					89.57	84.94	1.03	1.31	1.76	31.49	25.40	19.00
603713.SH	密尔克卫	111.60	1.09	183.54	181.95	3.69	3.73	5.32	30.90	29.00	20.4	

资料来源：中邮证券研究所预测

注：表中兴通股份、永泰运数据来自中邮证券研究所预测，中化国际、宏川智慧、国联股份来自 iFind 数据

图表 82：密尔克卫 PE



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

7 风险提示

疫情出现反复；公司产能落地进度低于预期；化工物流景气度不及预期。

财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,798	4,454	7,132	9,667	12,585	经营活动现金流	339	203	17	354	538
现金	126	638	1,121	1,539	2,025	净利润	288	432	614	874	1,120
应收账款	1,353	2,663	4,359	5,999	7,880	折旧摊销	104	146	197	228	247
其它应收款	49	91	149	206	270	财务费用	27	47	85	117	154
预付账款	93	391	646	888	1,168	投资损失	(4)	(12)	(0)	(0)	(0)
存货	19	78	128	176	232	营运资金变动	(82)	(409)	(893)	(882)	(1,002)
其他	158	593	729	859	1,009	其它	4	(2)	14	17	20
非流动资产	1,880	2,819	3,064	3,170	3,200	投资活动现金流	(304)	(1,440)	(441)	(335)	(276)
长期投资	0	0	0	0	0	资本支出	(111)	(394)	(446)	(335)	(276)
固定资产	789	1,089	1,303	1,409	1,428	其他	(192)	(1,047)	4	0	0
无形资产	480	559	629	682	721						
其他	611	1,171	1,131	1,079	1,051	筹资活动现金流	(35)	1,752	907	399	224
资产总计	3,678	7,273	10,196	12,838	15,785	短期借款	134	551	1,476	909	771
流动负债	1,590	3,279	5,976	8,128	10,338	长期借款	(106)	341	0	0	0
短期借款	254	805	2,280	3,189	3,960	其他	(62)	861	(568)	(510)	(547)
应付账款	464	719	1,189	1,634	2,150	现金净增加额	0	515	483	418	486
其他	872	1,755	2,507	3,304	4,227	主要财务比率	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
非流动负债	309	774	774	774	774	成长能力					
长期借款	184	525	525	525	525	营业收入	41.7%	152.3%	64.5%	37.6%	31.4%
其他	125	249	249	249	249	营业利润	40.7%	57.8%	46.5%	42.4%	28.0%
负债合计	1,899	4,053	6,750	8,902	11,112	归属母公司净利	47.1%	49.7%	42.1%	42.5%	28.0%
少数股东权益	68	67	73	81	92	获利能力					
归属母公司股东权	1,711	3,153	3,373	3,854	4,581	毛利率	16.7%	10.3%	9.7%	9.8%	9.7%
负债和股东权益	3,678	7,273	10,196	12,838	15,785	净利率	8.4%	5.0%	4.3%	4.5%	4.4%
利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE	16.9%	13.7%	18.2%	22.7%	24.4%
营业收入	3,427.	8,644.	14,217.	19,565.	25,703.	ROIC	13.7%	10.4%	11.0%	12.8%	13.7%
营业成本	2,854.	7,758.	12,832.	17,638.	23,206.	偿债能力					
营业税金及附加	10.34	19.25	31.66	43.57	57.24	资产负债率	51.6%	55.7%	66.2%	69.3%	70.4%
营业费用	48.69	93.61	170.61	215.22	282.74	净负债比率	11.9%	19.5%	27.5%	28.9%	28.4%
管理费用	128.53	197.62	284.35	391.32	514.07	流动比率	1.13	1.36	1.19	1.19	1.22
财务费用	30.55	53.72	85.30	117.39	154.22	速动比率	1.12	1.33	1.17	1.17	1.19
资产减值损失	(3.90)	(12.79)	0.00	0.00	0.00	营运能力					
公允价值变动收益	(0.44)	0.28	0.28	0.28	0.28	总资产周转率	0.93	1.19	1.39	1.52	1.63
投资净收益	3.54	12.42	10.00	10.00	10.00	应收账款周转率					
营业利润	336.06	530.23	776.72	1,105.8	1,415.3	应付账款周转率	7.12	13.12	13.45	12.49	12.26
营业外收入	17.18	20.39	20.39	20.39	20.39						
营业外支出	3.80	22.77	22.77	22.77	22.77	每股收益	1.86	2.63	3.73	5.32	6.81
利润总额	349.44	527.85	774.34	1,103.5	1,412.9	每股经营现金	2.19	1.23	0.10	2.15	3.27
所得税	59.65	91.89	154.81	220.65	282.53	每股净资产	11.06	19.17	20.51	23.44	27.85
净利润	289.79	435.97	619.53	882.87	1,130.4	估值比率					
少数股东损益	1.29	4.17	5.93	8.45	10.82	P/E	58.0	41.2	29.0	20.4	15.9
归属母公司净利润	288.50	431.79	613.60	874.42	1,119.5	P/B	9.8	5.6	5.3	4.6	3.9
EPS	1.86	2.63	3.73	5.32	6.81	EV/EBITDA	64.1	41.6	27.6	20.1	16.1

数据来源: Wind, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。