

密尔克卫 (603713)

2022 年年报点评: 归母净利润同比+40%符合预期, 关注经营环境改善 买入 (维持)

2023 年 03 月 22 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

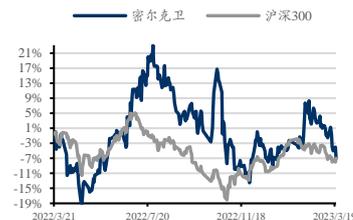
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	11,576	15,690	20,646	25,976
同比	34%	36%	32%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	605	792	1,034	1,301
同比	40%	31%	30%	26%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.68	4.82	6.29	7.91
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.59	24.13	18.50	14.71

关键词: #市占率上升 #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 3月21日公司发布2022年年报。2022年,公司实现收入116亿元/+34%yoy; 归母净利润6.05亿元/+40%yoy; 扣非净利润5.8亿元/+41%yoy。对应2022Q4收入25亿元/-8%yoy, 归母净利润1.3亿元/-1%yoy。2022Q4公司一次性计提了约0.3亿元的商誉减值损失, 加回这部分计提后, 公司Q4及全年业绩符合我们此前的预期。
- 产生较大商誉减值的原因在于: 公司考虑到石油市场的动荡, 停止子公司湖南密尔克卫瑞鑫化工的相关业务。目前湖南密尔克卫瑞鑫化工有限公司仅剩化工品贸易业务, 与并购时资产组范围相比, 发生了较大变化, 经测试后, 湖南密尔克卫瑞鑫化工有限公司商誉发生减值。
- **分业务看:**
- **仓库、运输等传统主业保持高增:** 公司2022年仓库/运输业务分别实现收入7.25亿元/17.25亿元, 同比+32%/+37%; 毛利率分别为46.6%/9.6%, 同比+3.4/+0.5pct。贡献公司较大比重利润的仓库板块, 收入和利润均相较2021年有较大提升, 使公司2022年业绩逆势实现高增。
- **罐箱、工程物流等新业务增速亮眼, 公司也在布局环保等领域:** 2022年公司罐箱及工程物流业务合计实现收入9.7亿元/+71%yoy, 作为较新的业务板块展现出较高的成长弹性。公司在2022年延伸到环保领域, 设立了多个子公司, 从而补全化工供应链最后一个服务环节, 未来有望成为又一个增长点。
- **货代、分销领域受制于宏观因素有所承压:** 2022年公司货代/分销业务分别实现收入38/43亿元, 同比+21%/+39%。这两大板块相较2021年增速出现较大降幅, 与宏观因素有一定相关性。公司分销业务是业内稀缺的“物贸一体化”模式, 目前尚处于起步阶段, 未来渗透率、市占率有较高提升空间, 待经营环境改善后有望恢复高增长。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是行业内稀缺的拥有化工全供应链服务能力及“物贸一体化”交付能力的龙头企业, 未来随着供应链整合升级&产业互联网发展, 有较大成长空间。考虑到海外宏观经济因素, 我们将公司2023~24年归母净利润预期从8.5/11.2亿元下调至7.9/10.3亿元(yoy+31%/30%), 预计2025年归母净利润为13亿元(yoy+26%), 3月21日收盘价对应2023~25年24/18.5/14.7倍的P/E估值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务&GDR发行不及预期, 宏观经济及海外需求不景气等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	116.35
一年最低/最高价	98.44/153.88
市净率(倍)	5.31
流通 A 股市值(百万元)	19,028.88
总市值(百万元)	19,126.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.90
资产负债率(% ,LF)	58.42
总股本(百万股)	164.38
流通 A 股(百万股)	163.55

相关研究

《密尔克卫(603713): 拟增发GDR 融资约16亿元, 未来业务扩张有望提速》

2022-11-23

《密尔克卫(603713): 2022Q3业绩点评: 扣非净利润同比+64%符合预期, 经营韧性凸显》

2022-10-24

事件

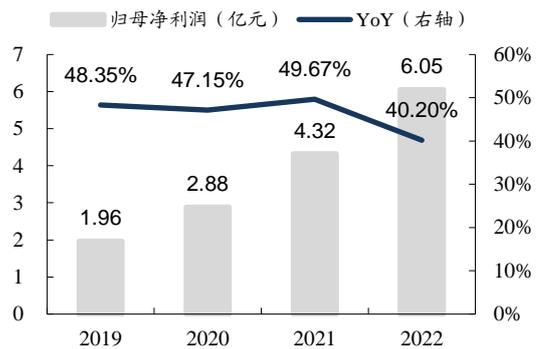
3月21日公司发布2022年年报。2022年，公司实现收入116亿元/+34%yoy；归母净利润6.05亿元/+40%yoy；扣非净利润5.8亿元/+41%yoy。对应2022Q4收入25亿元/-8%yoy，归母净利润1.3亿元/-1%yoy。2022Q4公司一次性计提了约0.3亿元的商誉减值损失，加回这部分计提后，公司Q4及全年业绩符合我们此前的预期。

图1: 公司营业收入及增速



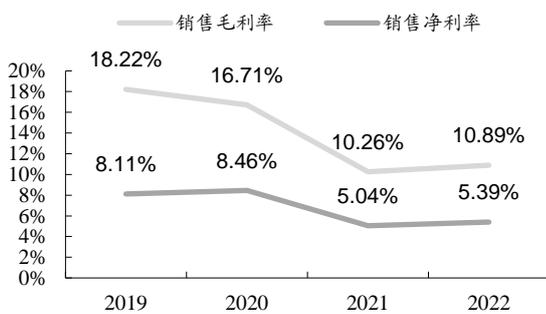
数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图2: 公司归母净利润及增速



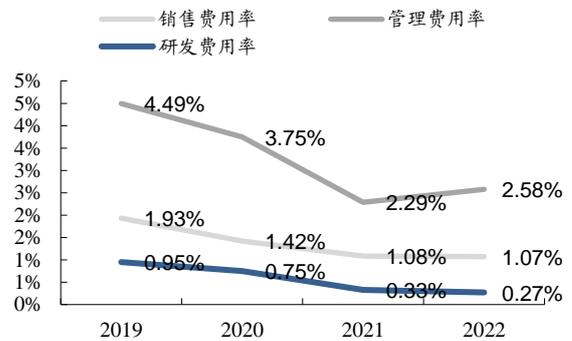
数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图3: 公司利润率情况



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图4: 公司费用率情况



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

经营分析

产生较大商誉减值的原因在于：公司考虑到石油市场的动荡，停止子公司湖南密尔克卫瑞鑫化工的相关业务。目前湖南密尔克卫瑞鑫化工有限公司仅剩化工品贸易业务，与并购时资产组范围相比，发生了较大变化，经测试后，湖南密尔克卫瑞鑫化工有限公司商誉发生减值。

分业务看：

仓库、运输等传统主业保持高增：公司 2022 年仓库/ 运输业务分别实现收入 7.25 亿元/ 17.25 亿元，同比+32%/+37%；毛利率分别为 46.6%/9.6%，同比+3.4/+0.5pct。贡献公司较大比重利润的仓库板块，收入和利润均相较 2021 年有较大提升，使公司 2022 年业绩逆势实现高增。

罐箱、工程物流等新业务增速亮眼，公司也在布局环保等领域：2022 年公司罐箱及工程物流业务合计实现收入 9.7 亿元/+71%yoy，作为较新的业务板块展现出较高的成长弹性。公司在 2022 年延伸到环保领域，设立了多个子公司，从而补全化工供应链最后一个服务环节，未来有望成为又一个增长点。

货代、分销领域受制于宏观因素有所承压：2022 年公司货代/分销业务分别实现收入 38/ 43 亿元，同比+21%/+39%。这两大板块相较 2021 年增速出现较大降幅，与宏观因素有一定相关性。公司分销业务是业内稀缺的“物贸一体化”模式，目前尚处于起步阶段，未来渗透率、市占率有较高提升空间，待经营环境改善后有望恢复高增长。

表1：密尔克卫分业务收入及毛利率

分业务收入（亿元）	2021	2022	YOY
货代业务	31.14	37.82	+21.4%
罐箱+工程物流	5.68	9.70	+70.6%
仓储	5.49	7.25	+32.1%
运输	12.58	17.25	+37.1%
分销	31.26	43.48	+39.1%
分业务毛利率	2021	2022	毛利率变动
货代业务	9.02%	11.37%	+2.35pct
罐箱+工程物流	13.91%	18.60%	+4.69pct
仓储	43.12%	46.56%	+3.44pct
运输	9.12%	9.63%	+0.51pct
分销	5.39%	3.13%	-2.26pct

数据来源：东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：公司是行业内稀缺的拥有化工全供应链服务能力及“物贸一体化”交付能力的龙头企业，未来随着供应链整合升级&产业互联网发展，有较大成长空间。考虑到海外宏观经济因素，我们将公司 2023~24 年归母净利润预期从 8.5/ 11.2 亿元下调至 7.9/ 10.3 亿元(yoy+31%/30%)，预计 2025 年归母净利润为 13 亿元(yoy+26%)，3 月 21 日收盘价对应 2023~25 年 24/ 18.5/ 14.7 倍的 P/E 估值，维持“买入”评级。

风险提示

新业务不及预期，GDR 发行不及预期，宏观经济及海外需求不景气等。

密尔克卫三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,519	7,095	8,746	10,616	营业总收入	11,576	15,690	20,646	25,976
货币资金及交易性金融资产	1,727	1,337	1,307	1,393	营业成本(含金融类)	10,316	13,902	18,399	23,238
经营性应收款项	3,248	5,075	6,568	8,171	税金及附加	21	31	41	52
存货	266	337	459	580	销售费用	124	157	195	243
合同资产	0	0	0	0	管理费用	298	427	538	650
其他流动资产	278	346	411	472	研发费用	31	39	47	57
非流动资产	3,992	4,552	5,087	5,598	财务费用	55	146	133	108
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	24	33	44	55
固定资产及使用权资产	1,477	1,661	1,821	1,957	投资净收益	3	5	6	8
在建工程	564	707	850	992	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	839	916	993	1,070	减值损失	-53	-89	-117	-145
商誉	872	1,003	1,135	1,266	资产处置收益	2	3	4	5
长期待摊费用	38	38	38	38	营业利润	709	939	1,229	1,551
其他非流动资产	201	225	250	275	营业外净收支	20	22	24	26
资产总计	9,511	11,647	13,833	16,214	利润总额	729	961	1,253	1,577
流动负债	3,718	5,058	4,536	5,576	减:所得税	105	144	188	237
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,546	2,148	848	1,148	净利润	624	817	1,065	1,340
经营性应付款项	1,013	1,488	1,987	2,471	减:少数股东损益	18	24	32	40
合同负债	46	62	82	104	归属母公司净利润	605	792	1,034	1,301
其他流动负债	1,113	1,360	1,618	1,853	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.68	4.82	6.29	7.91
非流动负债	1,899	1,899	1,899	1,899	EBIT	798	1,186	1,495	1,823
长期借款	708	708	708	708	EBITDA	1,102	1,509	1,842	2,194
应付债券	835	835	835	835	毛利率(%)	10.89	11.39	10.88	10.54
租赁负债	138	138	138	138	归母净利率(%)	5.23	5.05	5.01	5.01
其他非流动负债	218	218	218	218	收入增长率(%)	33.90	35.54	31.59	25.81
负债合计	5,617	6,957	6,434	7,475	归母净利润增长率(%)	40.20	30.91	30.44	25.81
归属母公司股东权益	3,789	4,561	7,237	8,538					
少数股东权益	105	129	161	201					
所有者权益合计	3,894	4,690	7,398	8,739					
负债和股东权益	9,511	11,647	13,833	16,214					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	613	50	627	755	每股净资产(元)	22.83	27.53	43.81	51.72
投资活动现金流	-1,236	-860	-855	-850	最新发行在外股份(百万股)	164	164	164	164
筹资活动现金流	1,231	420	199	181	ROIC(%)	11.54	12.89	13.78	14.42
现金净增加额	645	-390	-29	86	ROE-摊薄(%)	15.98	17.38	14.28	15.23
折旧和摊销	305	322	347	371	资产负债率(%)	59.06	59.73	46.52	46.10
资本开支	-748	-831	-828	-824	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.59	24.13	18.50	14.71
营运资本变动	-378	-1,309	-1,011	-1,181	P/B(现价)	5.10	4.23	2.66	2.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

