

密尔克卫 (603713.SH)

(维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 业绩同比大增 分销打造第二曲线

业绩简评

2024年4月11日，密尔克卫发布2023年年度报告及2024年一季度报告。2023年公司实现营业收入97.5亿元，同比下降15.8%；实现归母净利润4.3亿元，同比下降28.7%。2024Q1公司实现营业收入28.96亿元，同比增长23.3%；实现归母净利润1.51亿元，同比增长40.62%。

经营分析

2023年分销毛利同比增长，2024Q1营收同比上升。2023年公司营收同比下降15.8%，其中：1) 货代业务营收同比下降41%，主要系化工行业景气及海运运价继续回落。2023年中国化工产品价格指数CPII同比下降8.7%，集运运价CCFI指数同比下降66.4%。2024年运价上涨，一季度CCFI指数同比增长18.8%，环比增长51.2%，运价恢复下公司整体营收同比增长23.3%。2) 分销业务营收同比下降0.6%，毛利同比增长105%，主要系公司通过收购不断拓展特种化工及快消品的分销能力。

毛利率同比上升，费用率同比增加。2023年公司毛利率为11.8%，同比上升0.9pct，主要系公司分销业务毛利率提升。费用率方面，2023年公司期间费用率为5.88%，合计上升1.5pct，主要系营收同比下降。其中销售费用率为1.3%，同比+0.2pct；管理费用率为3.0%，同比+0.4pct；研发费用率为0.5%，同比+0.22pct；财务费用率为1.14%，同比+0.66pct，主要系利息费用及汇兑损益增加。综合以上原因，2023年公司归母净利率为4.4%，同比-0.81pct。

坚定推进国际化战略，打造分销第二成长曲线。2023年以来公司坚持“投资+资源”的双轮驱动的模式，顺利完成对舟山中谷、开瑞物流、富仓物流、新加坡SDL等标的并购，大幅提升华北地区的物流交付能力。公司坚定推进国际化战略，MGF业务新增越南、泰国、印尼等网点，并进一步增加新加坡的仓储、堆场、罐箱配送及美国末端交付能力。分销业务方面，公司通过并购宝会树脂、快消品分销公司，扩大全链服务能力，扩充了化学品及快消品分销能力并打造产业联动，将分销业务打造为公司第二成长曲线。

盈利预测、估值与评级

考虑行业需求较弱，下调公司2024-2025年归母净利预测至6.0亿元、7.6亿元，新增2026年归母净利润预测9.1亿元。维持“买入”评级。

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。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：54.78元

相关报告：

- 《密尔克卫公司点评：Q3营收同比增长 坚定国际化战略》，2023.10.26
- 《密尔克卫半年报点评：Q2业绩继续承压 积极投资扩张业务》，2023.8.15
- 《密尔克卫公司点评：Q1业绩短期承压 全球化稳步推进》，2023.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,576	9,753	12,248	14,059	15,831
营业收入增长率	33.90%	-15.75%	25.59%	14.79%	12.60%
归母净利润 (百万元)	605	431	598	756	913
归母净利润增长率	40.20%	-28.75%	38.63%	26.46%	20.80%
摊薄每股收益 (元)	3.683	2.625	3.639	4.602	5.560
每股经营性现金流净额	3.73	4.29	10.24	6.05	7.58
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.98%	10.73%	13.30%	14.71%	15.44%
P/E	31.68	20.27	15.05	11.90	9.85
P/B	5.06	2.17	2.00	1.75	1.52

来源：公司年报、国金证券研究所

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)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,645	11,576	9,753	12,248	14,059	15,831	货币资金	638	1,277	1,233	900	899	862
增长率	33.9%	-15.7%	25.6%	14.8%	12.6%		应收款项	2,786	3,173	2,993	3,162	3,630	4,087
主营业务成本	-7,758	-10,316	-8,605	-10,831	-12,435	-13,995	存货	78	266	791	178	204	230
%销售收入	89.7%	89.1%	88.2%	88.4%	88.4%	88.4%	其他流动资产	951	802	744	573	618	662
毛利	887	1,260	1,147	1,417	1,624	1,836	流动资产	4,454	5,519	5,761	4,813	5,351	5,841
%销售收入	10.3%	10.9%	11.8%	11.6%	11.6%	11.6%	%总资产	61.2%	58.0%	51.8%	45.3%	46.1%	46.6%
营业税金及附加	-19	-21	-28	-31	-35	-40	长期投资	4	28	58	58	58	58
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,368	1,763	2,441	2,814	3,170	3,509
销售费用	-94	-124	-124	-147	-155	-158	%总资产	18.8%	18.5%	21.9%	26.5%	27.3%	28.0%
%销售收入	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	无形资产	1,193	1,750	2,384	2,480	2,585	2,699
管理费用	-198	-298	-291	-318	-323	-317	非流动资产	2,819	3,992	5,362	5,812	6,255	6,692
%销售收入	2.3%	2.6%	3.0%	2.6%	2.3%	2.0%	%总资产	38.8%	42.0%	48.2%	54.7%	53.9%	53.4%
研发费用	-28	-31	-48	-49	-56	-63	资产总计	7,273	9,511	11,124	10,625	11,606	12,533
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	895	1,546	2,653	1,667	1,728	1,603
息税前利润 (EBIT)	548	786	656	872	1,055	1,258	应付款项	1,503	1,198	1,383	1,420	1,629	1,832
%销售收入	6.3%	6.8%	6.7%	7.1%	7.5%	7.9%	其他流动负债	881	973	779	753	799	848
财务费用	-54	-55	-111	-164	-146	-145	流动负债	3,279	3,718	4,815	3,840	4,157	4,283
%销售收入	0.6%	0.5%	1.1%	1.3%	1.0%	0.9%	长期贷款	525	708	617	617	617	617
资产减值损失	-14	-53	0	0	0	0	其他长期负债	249	1,191	1,325	1,306	1,306	1,306
公允价值变动收益	0	2	9	0	0	0	其他	4,053	5,617	6,757	5,763	6,080	6,206
投资收益	12	3	1	10	11	12	普通股股东权益	3,153	3,789	4,021	4,497	5,140	5,916
%税前利润	2.4%	0.5%	0.1%	1.3%	1.2%	1.0%	其中：股本	164	164	164	164	164	164
营业利润	530	709	572	744	949	1,157	未分配利润	1,231	1,760	2,090	2,598	3,241	4,018
营业利润率	6.1%	6.1%	5.9%	6.1%	6.7%	7.3%	少数股东权益	67	105	345	365	387	411
营业外收支	-2	20	36	0	0	0	负债股东权益合计	7,273	9,511	11,124	10,625	11,606	12,533
税前利润	528	729	608	744	949	1,157	比率分析						
利润率	6.1%	6.3%	6.2%	6.1%	6.7%	7.3%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-92	-105	-126	-127	-171	-220	每股指标						
所得税率	17.4%	14.5%	20.8%	17.0%	18.0%	19.0%	每股收益	2.625	3.683	2.625	3.639	4.602	5.560
净利润	436	624	481	618	778	937	每股净资产	19.167	23.049	24.473	27.372	31.284	36.009
少数股东损益	4	18	50	20	22	24	每股经营现金净流	1.231	3.727	4.285	10.244	6.053	7.581
归属于母公司的净利润	432	605	431	598	756	913	每股股利	0.260	0.390	0.550	0.546	0.690	0.834
净利率	5.0%	5.2%	4.4%	4.9%	5.4%	5.8%	回报率						
							净资产收益率	13.7%	16.0%	10.7%	13.3%	14.7%	15.4%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.9%	6.4%	3.9%	5.6%	6.5%	7.3%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	9.4%	9.4%	6.0%	8.8%	9.7%	10.6%
净利润	436	624	481	618	778	937	增长率						
少数股东损益	4	18	50	20	22	24	主营业务收入增长率	152.3%	33.9%	-15.7%	25.6%	14.8%	12.6%
非现金支出	242	358	378	270	349	435	EBIT增长率	52.4%	43.4%	-16.5%	32.9%	20.9%	19.3%
非经营收益	34	8	102	173	151	148	净利润增长率	49.7%	40.2%	-28.8%	38.6%	26.5%	20.8%
营运资金变动	-510	-378	-258	622	-283	-275	总资产增长率	97.7%	30.8%	17.0%	-4.5%	9.2%	8.0%
经营活动现金净流	203	613	704	1,683	994	1,245	资产管理能力						
资本开支	-351	-748	-521	-720	-792	-871	应收账款周转天数	65.7	62.9	77.8	63.0	63.0	63.0
投资	-563	-382	-682	0	0	0	存货周转天数	2.3	6.1	22.4	6.0	6.0	6.0
其他	-526	-105	83	10	11	12	应付账款周转天数	27.8	26.7	36.9	27.0	27.0	27.0
投资活动现金净流	-1,440	-1,236	-1,120	-710	-781	-859	固定资产周转天数	46.0	37.8	59.8	58.7	60.4	61.5
股权募资	1,123	31	26	0	0	0	偿债能力						
债权募资	832	1,496	860	-1,002	61	-125	净负债/股东权益	12.4%	35.0%	60.3%	40.7%	37.0%	30.9%
其他	-203	-296	-542	-304	-275	-297	EBIT利息保障倍数	10.2	14.2	5.9	5.3	7.2	8.7
筹资活动现金净流	1,752	1,231	344	-1,306	-214	-423	资产负债率	55.7%	59.1%	60.7%	54.2%	52.4%	49.5%
现金净流量	511	645	-74	-333	-1	-37							

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	0	0	0	0	12
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-20	买入	129.75	154.20~154.20
2	2022-10-25	买入	138.30	N/A
3	2023-03-22	买入	116.35	N/A
4	2023-04-28	买入	98.20	N/A
5	2023-08-15	买入	87.85	N/A
6	2023-10-26	买入	64.92	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806