

密尔克卫 (603713.SH)

上半年盈利稳健，静待行业景气回升

2024 上半年，公司实现营业收入 59.92 亿元，同比+32.35%；实现归母净利润 3.11 亿元，同比+22.74%。

- 公司 2024H1 业绩同比稳健增长。2024 上半年，公司实现营业收入 59.92 亿元，同比+32.35%；实现归母净利润 3.11 亿元，同比+22.74%。从业务板块看，上半年：1) 全球货代业务收入 16.1 亿元，同比+47%，毛利率 10.8%；2) 全球移动业务收入 4.6 亿元，同比+36%，毛利率 13.7%；3) 仓配一体化收入 12.5 亿元，同比-3%，毛利率 20.2%；4) 分销业务收入 26.6 亿元，同比+48%，毛利率 6.7%。
- Q2 利润增速不及收入增速。2024Q2，公司实现营业收入 30.97 亿元，同比+42.2%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比+9.6%；Q2 公司毛利率 10.9%，同比下滑 2.2 个百分点，归母净利率 5.2%，同比下滑 1.5 个百分点，利润率下滑导致公司利润增长不及收入增长。我们认为公司收入快速增长主要受益于上半年海运高景气以及进出口需求较好，而利润率下滑主要原因是：1) 公司积极拓展新客户、新品类，带动收入快速增长，但考虑到市场竞争情况，利润率水平或有所下降；2) 今年以来化工品内需持续疲软，内贸仓配一体化业务表现较弱；3) Q2 公司财务费用同比增长，主要是利息费用及汇兑收益综合影响所致。
- 长期增长潜力仍存，静待行业景气度回升。我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 5.8/6.7/7.6 亿元，公司目前股价对应 2024-26 年市盈率为 12/10/9 倍；考虑到近期海运价格回落，以及下游化工需求存在不确定性，下调公司评级至“增持”。长期来看，公司持续受益于：1) 政策监管趋严推动化工物流行业第三方渗透率提升，公司经营货量持续增长；2) 公司自持仓储面积持续增长、积极拓展新客户新品类，为长期增长奠定基础；3) 公司海外布局加快，未来有望开始贡献业绩增长。
- 风险提示：化工需求不及预期；市场竞争超出预期；海运景气不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	11576	9753	12323	14412	16883
同比增长	34%	-16%	26%	17%	17%
营业利润(百万元)	709	572	785	905	1040
同比增长	34%	-19%	37%	15%	15%
归母净利润(百万元)	605	431	583	668	764
同比增长	40%	-29%	35%	15%	14%
每股收益(元)	3.74	2.66	3.60	4.12	4.72
PE	11.2	15.8	11.7	10.2	8.9
PB	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

增持(下调)

周期/交通运输

目标估值：NA

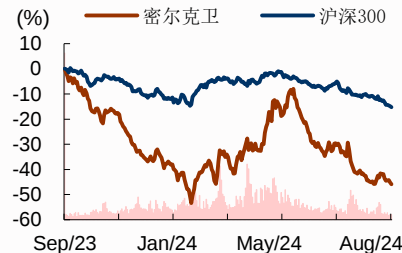
当前股价：42.04 元

基础数据

总股本(百万股)	162
已上市流通股(百万股)	162
总市值(十亿元)	6.8
流通市值(十亿元)	6.8
每股净资产(MRQ)	26.0
ROE(TTM)	11.6
资产负债率	61.0%
主要股东	陈银河
主要股东持股比例	25.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-15	-47
相对表现	-3	-3	-32



相关报告

- 《密尔克卫 (603713) — 受益于海运运价，Q1 业绩大幅改善》2024-04-13
- 《密尔克卫 (603713) — 三季度归母净利润同比下滑 13%》2023-10-26
- 《密尔克卫 (603713) — 行业景气度下降影响公司短期业绩，长期增长基础不改》2023-08-15

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn
刘若琮 研究助理
liuruocong@cmschina.com.cn

1、公司 2024H1 业绩同比稳健增长

2024 上半年，公司实现营业收入 59.92 亿元，同比+32.35%；实现归母净利润 3.11 亿元，同比+22.74%。

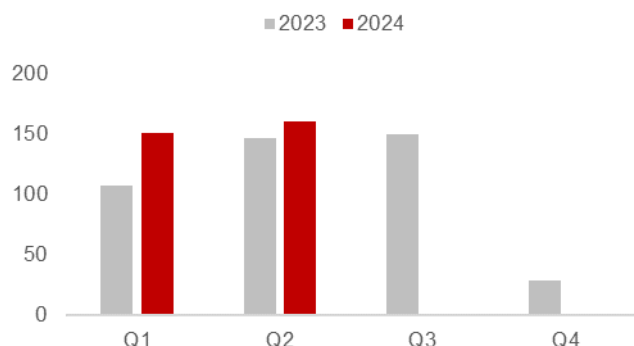
从业务板块看，上半年：1) 全球货代业务收入 16.1 亿元，同比+47%，毛利率 10.8%；2) 全球移动业务收入 4.6 亿元，同比+36%，毛利率 13.7%；3) 仓配一体化收入 12.5 亿元，同比-3%，毛利率 20.2%；4) 分销业务收入 26.6 亿元，同比+48%，毛利率 6.7%。

2、Q2 利润增速不及收入增速

2024Q2，公司实现营业收入 30.97 亿元，同比+42.2%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比+9.6%；Q2 公司毛利率 10.9%，同比下滑 2.2 个百分点，归母净利率 5.2%，同比下滑 1.5 个百分点，利润率下滑导致公司利润增长不及收入增长。

我们认为公司收入的快速增长主要受益于上半年海运高景气以及进出口需求较好，而利润率下滑主要原因是：1) 公司积极拓展新客户、新品类，带动收入快速增长，但考虑到市场竞争情况，或利润率水平有所下降；2) 今年以来化工品内贸需求持续疲软，内贸仓配一体化业务表现较弱；3) Q2 公司财务费用同比增长，主要是利息费用及汇兑收益综合影响所致。

图 1：公司季度净利润（单位：百万元）



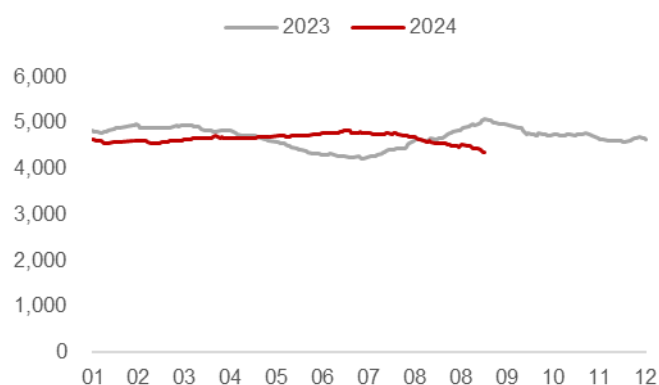
资料来源：公司财报、招商证券

3. 长期增长潜力仍存，静待行业景气回升

我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 5.8/6.7/7.6 亿元，公司目前股价对应 2024-26 年市盈率为 12/10/9 倍。考虑到近期海运价格回落，以及下游化工需求存在不确定性，下调公司评级至“增持”。

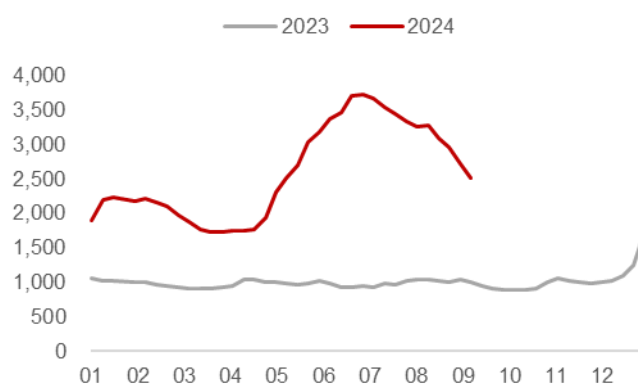
长期来看，公司持续受益于：1) 政策监管趋严推动化工物流行业第三方渗透率提升，公司经营货量持续增长；2) 公司自持仓储面积持续增长、积极拓展新客户新品类，为长期增长奠定基础；3) 公司海外布局加快，未来有望开始贡献业绩增长。

图 2: 中国化工产品价格指数(CMPI)



资料来源: Wind、招商证券

图 3: SCFI 综合指数



资料来源: Wind、招商证券

4、风险提示

化工需求不及预期; 市场竞争超出预期; 海运景气不及预期。

参考报告:

- 1、《密尔克卫 (603713) —受益于海运运价, Q1 业绩大幅改善》2024-04-13
- 2、《密尔克卫 (603713) —三季度归母净利润同比下滑 13%》2023-10-26
- 3、《密尔克卫 (603713) —行业景气度下降影响公司短期业绩, 长期增长基础不改》2023-08-15

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5519	5761	6581	7654	8926
现金	1277	1233	963	1127	1321
交易性投资	449	270	270	270	270
应收票据	712	579	731	855	1002
应收款项	2045	2113	2645	3094	3624
其它应收款	122	131	166	194	228
存货	266	791	991	1162	1364
其他	648	644	814	953	1117
非流动资产	3992	5362	5544	5706	5850
长期股权投资	0	34	34	34	34
固定资产	1199	1599	2023	2402	2741
无形资产商誉	1712	2345	2111	1900	1710
其他	1082	1384	1377	1370	1365
资产总计	9511	11124	12125	13360	14775
流动负债	3718	4815	5253	5860	6558
短期借款	1406	2378	2634	2867	3121
应付账款	925	1096	1388	1627	1910
预收账款	134	98	123	145	170
其他	1253	1243	1108	1222	1357
长期负债	1899	1943	1943	1943	1943
长期借款	708	617	617	617	617
其他	1191	1325	1325	1325	1325
负债合计	5617	6757	7195	7803	8501
股本	164	164	164	164	164
资本公积金	1800	1691	1691	1691	1691
留存收益	1825	2166	2661	3211	3840
少数股东权益	105	345	413	491	579
归属于母公司所有者权益	3789	4021	4516	5067	5696
负债及权益合计	9511	11124	12125	13360	14775

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	613	704	552	769	804
净利润	624	481	650	745	853
折旧摊销	181	183	414	434	453
财务费用	49	119	130	135	143
投资收益	(3)	(1)	(14)	(14)	(14)
营运资金变动	(198)	(69)	(640)	(542)	(640)
其它	(41)	(9)	11	10	11
投资活动现金流	(1236)	(1120)	(586)	(586)	(586)
资本支出	(759)	(525)	(600)	(600)	(600)
其他投资	(477)	(595)	14	14	14
筹资活动现金流	1231	344	(236)	(19)	(24)
借款变动	346	531	(19)	234	254
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	94	(109)	0	0	0
股利分配	(63)	(90)	(87)	(118)	(135)
其他	854	12	(130)	(135)	(143)
现金净增加额	608	(72)	(271)	164	195

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11576	9753	12323	14412	16883
营业成本	10316	8605	10895	12770	14991
营业税金及附加	21	28	35	41	48
营业费用	124	124	136	159	186
管理费用	298	291	296	346	405
研发费用	31	48	61	71	83
财务费用	55	111	130	135	143
资产减值损失	(51)	3	0	0	0
公允价值变动收益	2	9	0	0	0
其他收益	24	13	13	13	13
投资收益	3	1	1	1	1
营业利润	709	572	785	905	1040
营业外收入	33	59	59	59	59
营业外支出	13	23	23	23	23
利润总额	729	608	821	941	1076
所得税	105	126	171	196	224
少数股东损益	18	50	68	78	89
归属于母公司净利润	605	431	583	668	764

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	34%	-16%	26%	17%	17%
营业利润	34%	-19%	37%	15%	15%
归母净利润	40%	-29%	35%	15%	14%
获利能力					
毛利率	10.9%	11.8%	11.6%	11.4%	11.2%
净利率	5.2%	4.4%	4.7%	4.6%	4.5%
ROE	17.4%	11.0%	13.6%	13.9%	14.2%
ROIC	12.1%	7.8%	9.2%	9.6%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	59.1%	60.7%	59.3%	58.4%	57.5%
净负债比率	23.7%	29.4%	26.8%	26.1%	25.3%
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.4	1.0	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.4	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	60.0	16.3	12.2	11.9	11.9
应收账款周转率	4.3	3.6	4.1	3.9	3.9
应付账款周转率	9.5	8.5	8.8	8.5	8.5
每股资料(元)					
EPS	3.74	2.66	3.60	4.12	4.72
每股经营净现金	3.78	4.35	3.41	4.75	4.97
每股净资产	23.40	24.83	27.89	31.29	35.17
每股股利	0.56	0.54	0.73	0.83	0.95
估值比率					
PE	11.2	15.8	11.7	10.2	8.9
PB	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.5	13.6	8.5	7.7	6.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。