

拓新域掘新客，打造智能供应链生态圈

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) “反内卷”促内需恢复，化工静待底部回暖。新增投资支出收缩，供给端压力有望缓解，叠加国内政策支持需求增长，化工行业景气度或迎回升。2) 公司是国内领先的专业智能供应链综合服务商。MGF 板块海运出口箱量大提升及 MCD 板块上海金德龙贸易有限公司业务大幅提升，2024 年公司实现营业收入 121.2 亿元，同比上升 24.3%；3) 公司 2025 年将继续开拓越南、泰国等站点，扩大供应链服务的覆盖面。
- “反内卷”促内需恢复，化工静待底部回暖。2024 年，受 2023 年低基数影响，化工主要子行业固定资产投资均实现增长，但资本开支扩张速度较 2021 年高点明显放缓。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业投资同比增长 14.8%，化学原料和化学制品制造业增长 8.6%，化学纤维制造业增长 4.7%。后续新增投资支出有望收缩，供给端压力有望缓解。同时下游部分需求保持增长，整体需求回暖，化工行业景气度或迎回升。
- 国内领先的专业智能供应链综合服务商。2024 年全年公司实现营业收入约 121 亿元，其中物流业务实现营业收入了 69.1 亿，占比 57%；交易业务实现营业收入 51.9 亿，占比 42.8%。全年实现毛利约 13.8 亿元，其中物流业务实现毛利 9.6 亿元，占比 69.5%；交易业务实现毛利 4 亿元，占比 29%。在物流业务中，全球货代业务（MGF）贡献最大，创造营业收入 34.7 亿元，占比 28.7%，实现毛利 3.6 亿元，占比 26%。
- 中国化工在全球市场市占率提升，我国已成为化工净出口国。2024 年我国化学品及有关产品进口金额为 2290.2 亿美元，出口金额为 2624.1 亿美元，我国已成为化工净出口国，2024 年净出口额为 333.9 亿美元。化工物流公司通过布局全球服务网络，逐步搭建并拓宽境内外物流网络，能够顺应化工产业链出海大趋势。公司在东南亚和美国的业务拓展取得阶段性成果。在东南亚的重资产投入，为公司的全链供应链服务打下了扎实的基础，2025 年公司将继续开拓越南、泰国等站点，扩大供应链服务的覆盖面。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.5 亿元（+14.7%）、7.4 亿元（+14.5%）、8.5 亿元（+14.8%），EPS 分别为 4.1 元、4.69 元、5.39 元，对应动态 PE 分别为 13 倍、11 倍、10 倍。考虑到未来随着全球经济逐步修复，化工工业消费需求回暖将带动相关物流服务进一步增长，公司作为国内领先的化工物流服务商，能够受益于行业的恢复，我们给予公司 2026 年 14 倍 PE，对应目标价 65.66 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：下游化工行业市场风险、关税贸易战风险、安全经营风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12118.25	13396.04	14931.10	16552.56
增长率	24.26%	10.54%	11.46%	10.86%
归属母公司净利润(百万元)	565.18	648.21	741.99	851.98
增长率	31.04%	14.69%	14.47%	14.82%
每股收益EPS(元)	3.57	4.10	4.69	5.39
净资产收益率 ROE	13.72%	13.98%	14.01%	14.08%
PE	15	13	11	10
PB	1.95	1.75	1.54	1.36

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光桦
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.58
流通 A 股(亿股)	1.58
52 周内股价区间(元)	41.73-62.4
总市值(亿元)	82.34
总资产(亿元)	156.85
每股净资产(元)	27.90

相关研究

目 录

1 密尔克卫：化工新能源供应链领先服务商.....	1
2 “反内卷”促内需复苏，化工静待底部回暖.....	3
3 聚焦主业，利润稳步增长.....	6
4 盈利预测与估值.....	9
4.1 盈利预测.....	9
4.2 相对估值.....	10
5 风险提示.....	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2024 年公司营业收入构成	2
图 3: 2024 年公司毛利构成	2
图 4: 公司股权结构	2
图 5: 化工行业综合景气指数	3
图 6: 化工产品价格指数	3
图 7: 化工行业固定资产投资完成额同比情况 (%)	3
图 8: 中国:商品房销售面积:住宅 (亿平方米)	4
图 9: 二手住房价格指数(上年同期=100).....	4
图 10: 中国汽车产量 (万辆)	4
图 11: 中国部分家电产量 (万台)	4
图 12: 2015 年以来中国出口/进口总额及同比变动情况	5
图 13: 2015 年以来中国贸易差额累计值情况 (亿美元)	5
图 14: 世界各地化工品销售额 (十亿欧元)	6
图 15: 中国化学品及有关产品进出口金额 (百万美元)	6
图 16: 公司营业收入情况	7
图 17: MGF 全球货代业务	7
图 18: MRT 区域内贸交付业务	7
图 19: MGM 全球移动业务	7
图 20: MRW 区域仓配一体化业务	7
图 21: MCD 不一样的分销业务	7
图 22: 公司毛利情况	8
图 23: 主要业务毛利率 (%)	8
图 24: 公司期间费用情况 (亿元)	8
图 25: 公司归母净利润情况	8

表 目 录

表 1: 公司主要业务板块	1
表 2: 2024 年主要商品出口数量、金额及其增长速度	5
表 3: 分业务收入及毛利率	9
表 4: 可比公司估值	10
附表: 财务预测与估值	11

1 密尔克卫：化工新能源供应链领先服务商

密尔克卫是国内领先的专业智能供应链综合服务商。密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司自 1998 年成立以来，始终专注于化工供应链更安全、更高效的运营。1998 年公司获外经贸批准成为一级货代正式开始营业，自 2000 年公司成立国内物流部起专门从事国内化学危险品第三方物流服务，陆续开展海运危险品和空运危险品业务。2009 年公司完成对产权及治理结构的调整，成立密尔克卫化工物流集团，下设四个业务事业部。2015 年君联资本入股，集团经历整合后成立密尔克卫化工供应链服务股份有限公司，后于 2018 年 7 月 13 日 IPO 成功，在上交所成功上市。上市后公司持续推进数字化，不断更新升级自行开发的危化品供应链操作系统 MCP。

图 1：公司发展历程

1998	2000	2005	2007	2009
获外经贸批准为一级货代，正式营业	成立国内物流部	全面启动国内危险品配送业务	浦东一体化物流基地竣工，总建筑面积78000平方米	完成对产权及治理结构的调整，成立密尔克卫化工物流集团
2014	2015	2018	2023	2024
以上海为试点推出国内危险品航空物流服务	君联资本正式入股，集团整合旗下全国化学品国际海空货代、集装罐箱、仓储配送、关务咨询、化工品交易平台，成立“密尔克卫化工供应链服务股份有限公司”	2018年7月13日IPO成功，于上交所上市，成为中国民营化工供应链主板上市第一股	中国首个密尔克卫智能园区（管理系统）投入运营	集团第一艘化学品新造船“演智轮”顺利启航，船舶资产开业

数据来源：公司官网，西南证券整理

密尔克卫逐步形成了以化工品物流及交易为一体的企业全周期经营的服务链条。公司提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务，并基于综合物流服务向化工品分销服务延伸，逐步形成的化工品及新能源行业物贸一体化服务。

表 1：公司主要业务板块

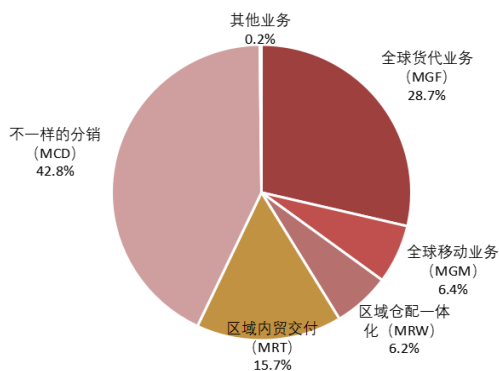
业务板块		业务内容
一站式综合物流服务	全球货代业务 (MGF)	提供全球范围内危险品普通货物海运、空运、铁路运输一站式服务。公司货运代理业务范围涵盖了包括传统进出口货物的揽货、订舱、托运、仓储、包装、装/卸货、中转、分拨以及办理报送报检、货物保险等与国际运输相关的一系列服务活动，还包括国际多式联运、第三方物流、合同物流等新兴业务。
	全球移动业务 (MGM)	通过各种规格型号液体散货船、罐式集装箱提供内外贸多样灵活的租赁与运输服务。
	仓配一体化业务 (MWT)	区域仓配一体化 (MRW) 主要提供化工品存储、库存管理及操作服务。 区域内贸交付业务 (MRT) 主要提供三级运输网络 (同城配/城际快运/干线快运)、进出口口岸服务、合同物流、逆向物流及小件快运等。

业务板块		业务内容
化工品交易服务	不一样的分销业务 (MCD)	匹配撮合上下游各类生产商及客户的采购、销售需求，上游与世界一流化工巨头强耦合，下游按区域及产品建分销应用服务能力，自建固体及液体复配车间、配套实验室，为厂商向下游大小客户及消费者服务，为化工行业客户提供分销服务及供应链解决方案。

数据来源：公司公告，西南证券整理

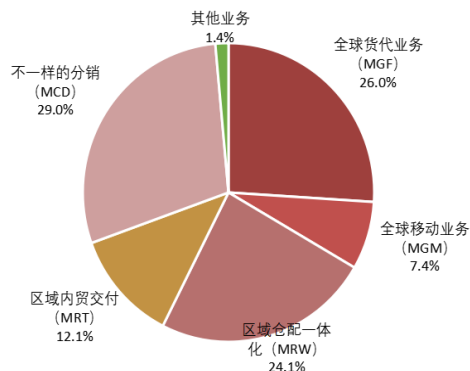
公司的收入和毛利主要来源于物流业务。2024 年全年公司实现营业收入约 121 亿元，其中物流业务实现营业收入了 69.1 亿，占比 57%；交易业务实现营业收入 51.9 亿，占比 42.8%。全年实现毛利约 13.8 亿元，其中物流业务实现毛利 9.6 亿元，占比 69.5%；交易业务实现毛利 4 亿元，占比 29%。在物流业务中，全球货代业务（MGF）贡献最大，创造营业收入 34.7 亿元，占比 28.7%，实现毛利 3.6 亿元，占比 26%。

图 2：2024 年公司营业收入构成



数据来源：ifind，西南证券整理

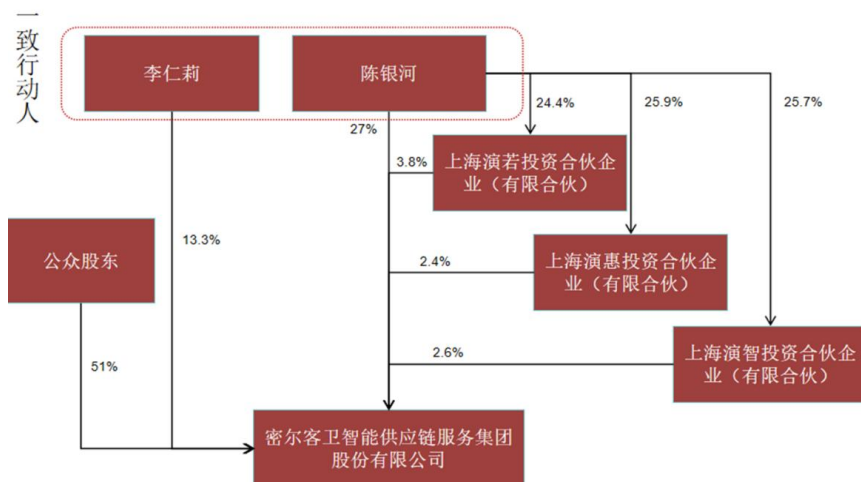
图 3：2024 年公司毛利构成



数据来源：ifind，西南证券整理

陈银河是密尔克卫的实际控制人，合计持股比例约 29.2%。陈银河直接持有密尔克卫约 27% 的股份，通过其所控制的上海演若投资合伙企业、上海演惠投资合伙企业和上海演智投资合伙企业间接控制密尔克卫约 2.2% 的股份。公司实际控制人陈银河与慎蕾为夫妻关系，股东李仁莉与慎蕾为母女关系，陈银河与李仁莉存在一致行动关系。

图 4：公司股权结构

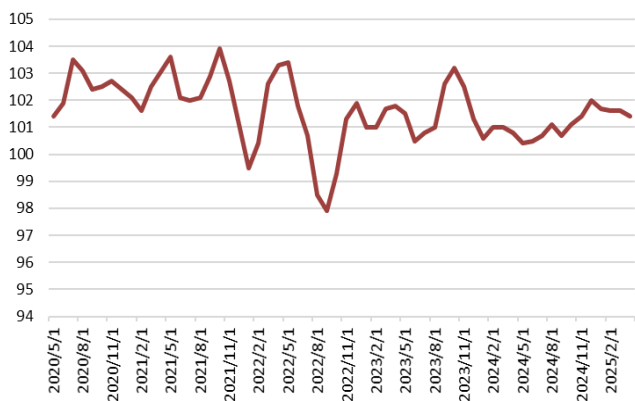


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 “反内卷”促内需复苏，化工静待底部回暖

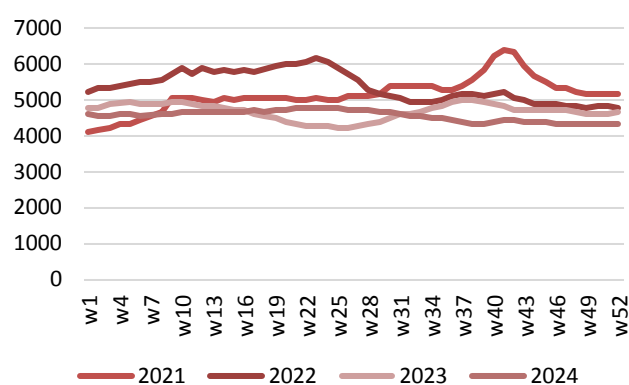
化工行业底部承压已久，静待供需结构改善。2024 年，全球经济复苏乏力，下游需求持续低迷，致使化工产品价格大幅下滑。2024 年 CCPI 年均值为 4561 点，相较 2023 年下降 2.5%，较 2022 年下降 15.1%，处于近五年低位。原材料成本高企与需求不足双重挤压下，化工行业利润空间收窄，综合景气指数自 2023 年四季度短暂高位后回落，2024 年维持窄幅波动态势。

图 5：化工行业综合景气指数



数据来源：ifind，西南证券整理

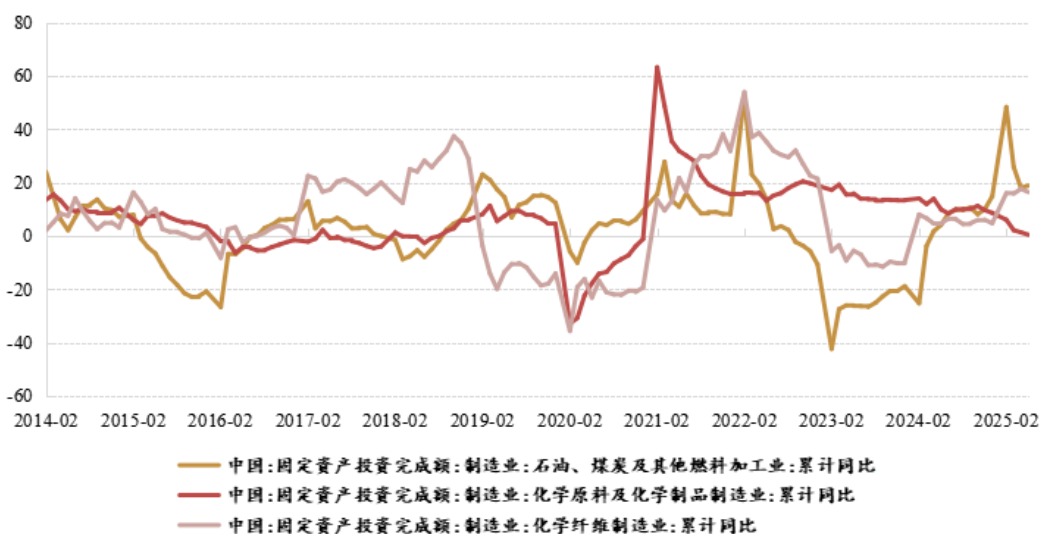
图 6：化工产品价格指数



数据来源：ifind，西南证券整理

化工投资增长趋缓，新增产能对供给端冲击或将减轻。2024 年，受 2023 年低基数影响，化工主要子行业固定资产投资均实现增长，但资本开支扩张速度较 2021 年高点明显放缓。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业投资同比增长 14.8%，化学原料和化学制品制造业增长 8.6%，化学纤维制造业增长 4.7%。行业债务负担有所加重，后续新增投资支出有望收缩，供给端压力有望缓解。

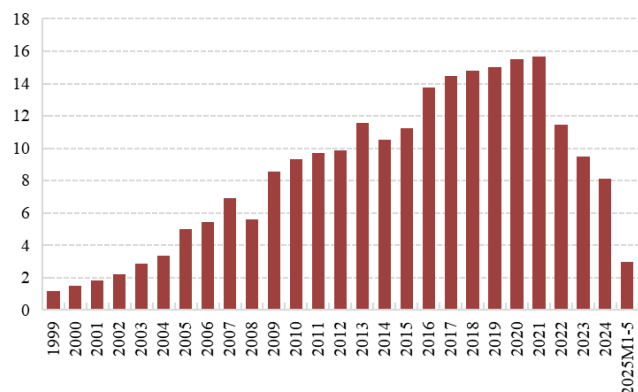
图 7：化工行业固定资产投资完成额同比情况 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

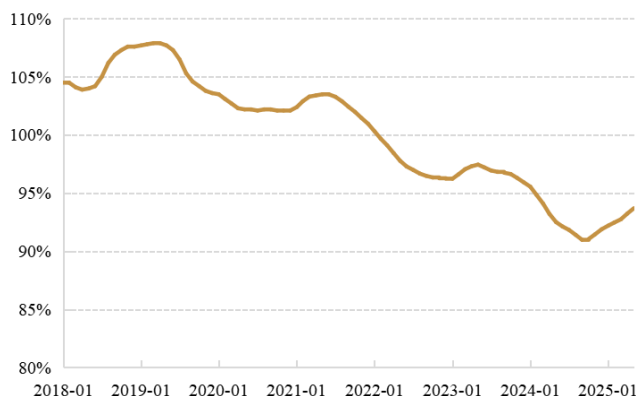
国内政策全力促地产稳落地。2025 年 4 月 25 日政治局经济会议部署多项政策提振经济。宏观政策上, 强化积极财政与适度宽松货币政策, 加速地方专项债券、超长期特别国债发行, 适时降准降息保障流动性; 扩大内需方面, 提高中低收入群体收入, 刺激服务消费; 房地产领域, 推进城市更新与城中村改造, 构建发展新模式, 稳定市场; 产业政策聚焦培育新质生产力, 推进“人工智能+”行动。在此背景下, 房地产行业有望回暖, 截止到 2025 年 5 月, 我国住宅商品房销售面积为 29745 万平方米, 较去年同期下降 3.2%, 而从二手房的价格指数来看, 当前二手房价底部略有回暖, 5 月价格指数为 93.7 点, 较去年同期上涨 1.2 点。

图 8: 中国:商品房销售面积:住宅 (亿平方米)



数据来源: wind, 西南证券整理

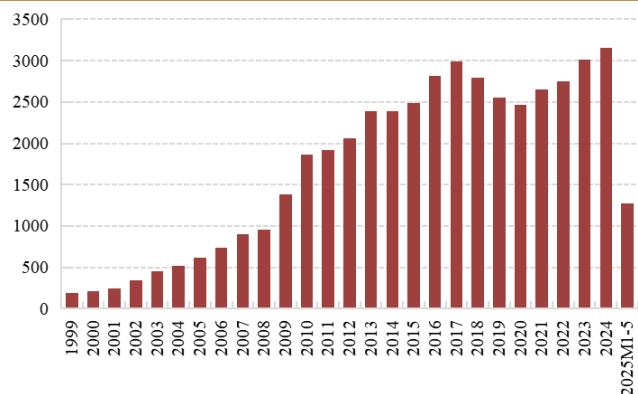
图 9: 二手住房价格指数(上年同期=100)



数据来源: wind, 西南证券整理

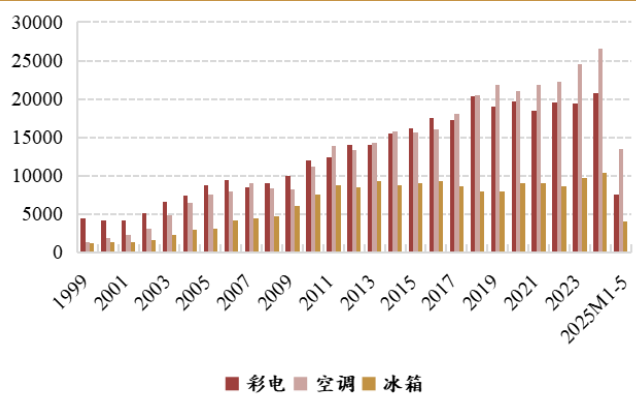
下游部分需求保持增长, 整体需求回暖。大规模设备更新、消费品以旧换新等政策背景下, 化工下游汽车、家电等产业需求保持较好增势。2025 年前 5 个月, 我国汽车累计产量为 1275.7 万辆, 同比增长 12.6%; 前 5 月我国彩电产量为 7549 万台, 同比下降 2.7%, 空调产量为 13491 万台, 同比增长 4.7%, 冰箱产量为 4071 万台, 同比下降 2.6%。

图 10: 中国汽车产量 (万辆)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 11: 中国部分家电产量 (万台)



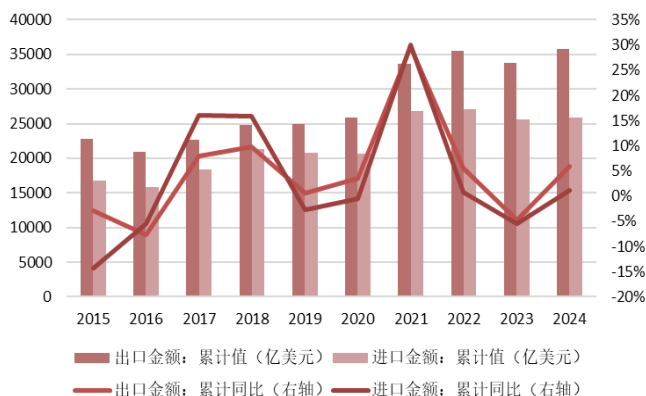
数据来源: wind, 西南证券整理

“反内卷”政策下, 化工行业以及化工物流行业景气度有望回升。2025 年 7 月 1 日, 中央财经委员会第六次会议召开, 研究纵深推进全国统一大市场建设等问题。会议指出, 纵深推进全国统一大市场建设, 基本要求是“五统一、一开放”, 即统一市场基础制度、统一市场基础设施、统一政府行为尺度、统一市场监管执法、统一要素资源市场, 持续扩大对内对外开放。并且强调, 要聚焦重点难点, 依法依规治理企业低价无序竞争, 引导企业提升产品品质, 推动落后产能有序退出等。

化工产业链在政策支持下，整体景气度或迎回升。综合来看，下游化工需求在宏观政策的积极影响下，整体需求回暖；供给端，化工产业链投资放缓，新增产能对产业冲击减小，化工行业有望底部回暖，密尔克卫基于综合物流服务向化工品分销服务延伸，逐步形成的化工品及新能源行业物贸一体化服务有望受益于化工行业景气回升。

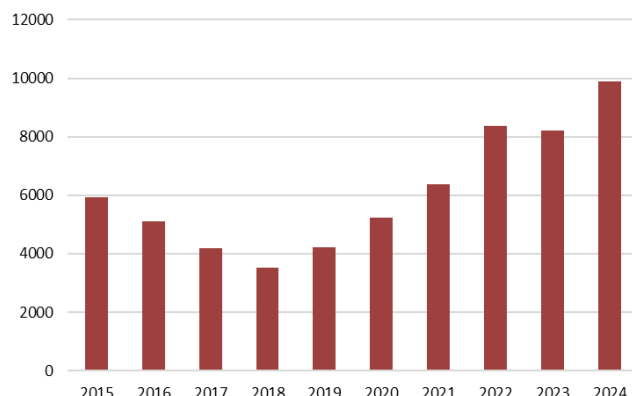
中国外贸平稳开局。2025 年一季度，面对美国关税施压及外部复杂挑战，中国外贸进出口实现平稳开局，总额达 1.4 万亿美元，同比微增 0.2%。其中，出口金额 8537 亿美元，同比增长 5.8%；进口 5807 亿美元，同比下降 7%。

图 12：2015 年以来中国出口/进口总额及同比变动情况



数据来源: ifind, 西南证券整理

图 13：2015 年以来中国贸易差额累计值情况 (亿美元)



数据来源: ifind, 西南证券整理

贸易格局持续优化。中国进出口贸易格局保持稳定，对东盟等发展中经济体出口表现显著优于欧美、日本等发达经济体。同时，出口产品结构不断升级，伴随制造业全球产业链地位提升，高端制造产品占比增加，机电产品主导出口市场；进口方面，原油、煤炭等能源类产品及大豆等农产品的对外依赖度依旧较高。

表 2：2024 年主要商品出口数量、金额及其增长速度

商品名称	单位	数量	同比变化 (%)	金额 (亿元)	同比变化 (%)
钢材	万吨	11072	22.7	5950	0.4
纺织纱线、织物及其制品	—	—	—	10102	7
服装及衣着附件	—	—	—	11326	1.4
鞋靴	万双	920152	3.3	3336	-3.8
家具及其零件	—	—	—	4830	7
箱包及类似容器	万吨	362	9.6	2458	-2
玩具	—	—	—	2837	-0.7
塑料制品	—	—	—	7549	6.7
集成电路	亿个	2981	11.6	11352	18.7
自动数据处理设备及其零部件	—	—	—	14661	11.2
手机	万台	81394	1.5	9559	-2.4
集装箱	万个	545	135.7	1213	108.6
液晶平板显示模组	万个	189264	11.9	2066	10.3
汽车 (包括底盘)	万辆	641	22.8	8347	16.5

数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

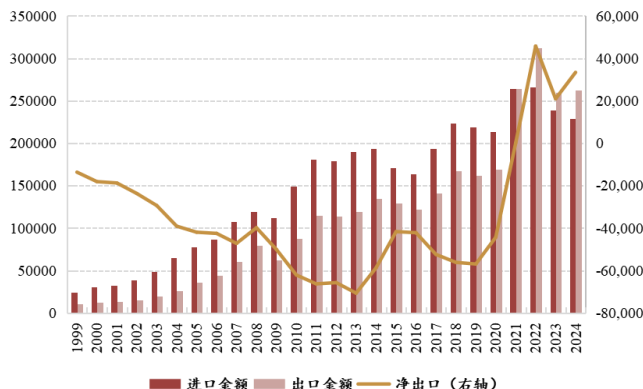
中国化工在全球市场市占率提升，我国已成为化工净出口国。据 CEFIC 数据，2023 年中国化工品销售额约 2.24 万亿欧元，占全球化工品销售总额的 43.1%；我国化学品在全球化工品中销售额占比较 2013 年提升 9pp。随着我国化工产能增加，国内生产企业和贸易商积极布局海外市场，加大出口力度，我国化学品及有关产品出口金额逐渐提升，据国家统计局数据，2024 年我国出口金额为 2624.1 亿美元，较 2014 年出口金额增加 95%，同时我国化工内需自给率提升，我国进口金额减少，2024 年化学品及有关产品进口金额为 2290.2 亿美元，2024 年净出口额为 333.9 亿美元。

图 14：世界各地化工品销售额（十亿欧元）



数据来源：cefic, wind, 西南证券整理

图 15：中国化学品及有关产品进出口金额（百万美元）



数据来源：wind, 国家统计局, 西南证券整理

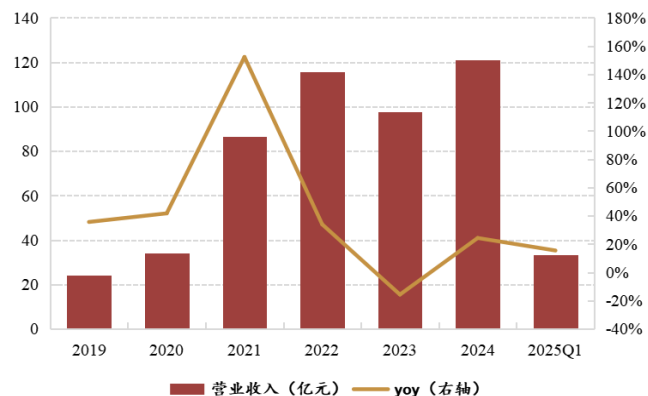
化工物流公司通过布局全球服务网络，逐步搭建并拓宽境内外物流网络，能够顺应化工产业链出海大趋势。密尔克卫全球化布局已全面启动，公司在东南亚和美国的业务拓展取得阶段性成果，在东南亚的重资产投入，为公司的全链供应链服务打下了扎实的基础，2025 年公司将继续开拓越南、泰国等站点，扩大供应链服务的覆盖面。

3 聚焦主业，利润稳步增长

业务拓展、作业量上涨，近几年公司整体业绩向好。2021 年公司业务拓展，MGF 全球货代业务、MRT 区域内贸交付业务、MCD 不一样的分销业务营收大幅上涨，公司实现营收 86.4 亿元。当前公司主营业务收入仍以化工品物流及交易收入为主，2024 年，公司各板块收入同比均实现增长，其中 MGF 板块海运出口箱量大幅提升及 MCD 板块上海金德龙贸易有限公司业务大幅提升，公司实现营业总收入 121.2 亿元，同比上升 24.3%。2025 年一季度，公司实现营业总收入 33.4 亿元，同比增长 15.4%。

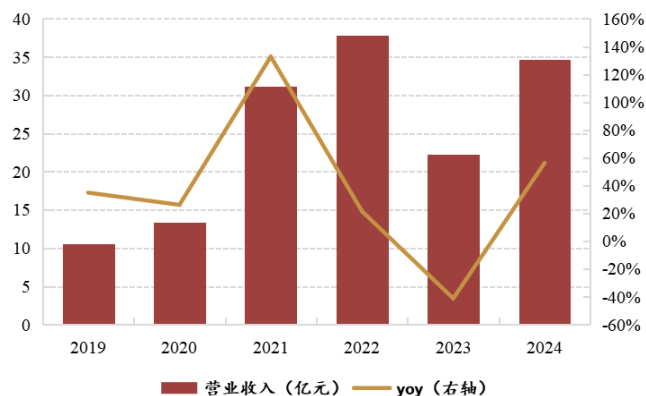
2021 年得益于《密尔克卫“五五”战略规划（2019-2023 年）》的实施，公司以上海为中心的全国七大集群布局成形，公司开始启动“星火计划”，于亚太、北美和欧洲设立运营机构，物流交付业务由全国范围扩大至全球范围，MRT 区域内贸交付业务自 2021 年开展以来呈现出逐步上升趋势，2024 年创造营业收入 19.1 亿元，较 2021 年增长了 51.6%；受行业波动及行业价格下行影响，MGF 全球货代业务、MGM 全球移动业务、MRW 区域仓配一体化业务和 MCD 不一样的分销业务历年变化趋势与公司总体营业收入变化趋势保持一致，均在 2023 年出现一定幅度的降低，MGF 业务同比降低 41.2%，MGM 业务同比降低 32.6%，MRW 业务同比降低 4%，MCD 业务同比降低 0.6%。2024 年伴随行业回暖，MGF 业务同比增长 56.2%，实现营业收入 34.7 亿元，MGM 业务同比增长 19.4%，实现营业收入 7.8 亿元，MRW 业务同比增长 7.9%，实现营业收入 7.5 亿元，MCD 业务同比增长 20%，实现营业收入 51.9 亿元。

图 16：公司营业收入情况



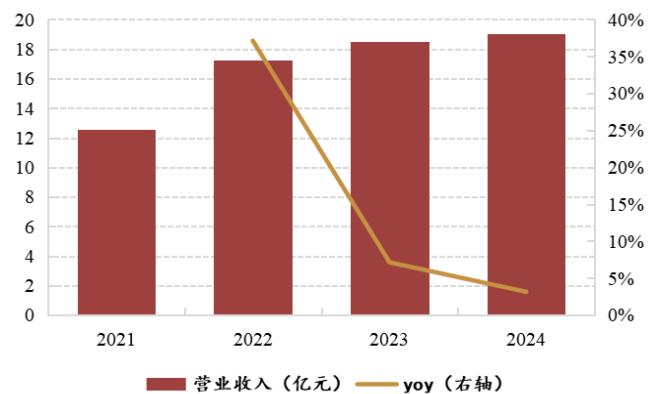
数据来源: ifind, 西南证券整理

图 17：MGF 全球货代业务



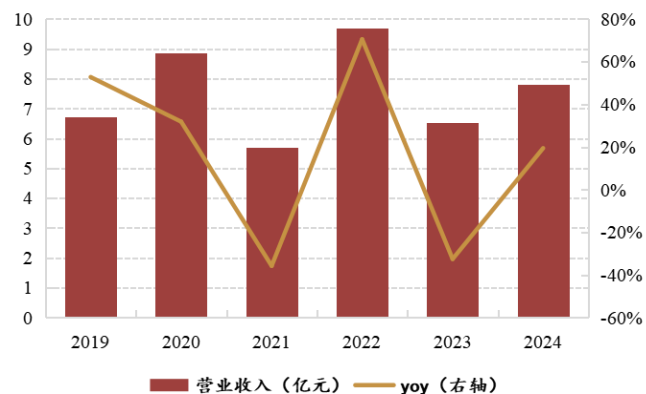
数据来源: ifind, 西南证券整理

图 18：MRT 区域内贸交付业务



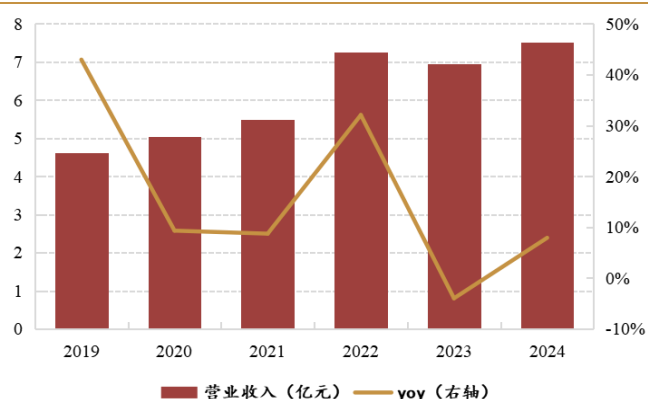
数据来源: ifind, 西南证券整理

图 19：MGM 全球移动业务



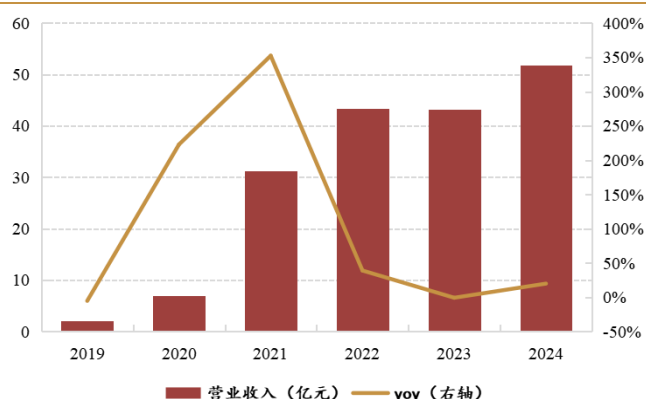
数据来源: ifind, 西南证券整理

图 20：MRW 区域仓配一体化业务



数据来源: ifind, 西南证券整理

图 21：MCD 不一样的分销业务



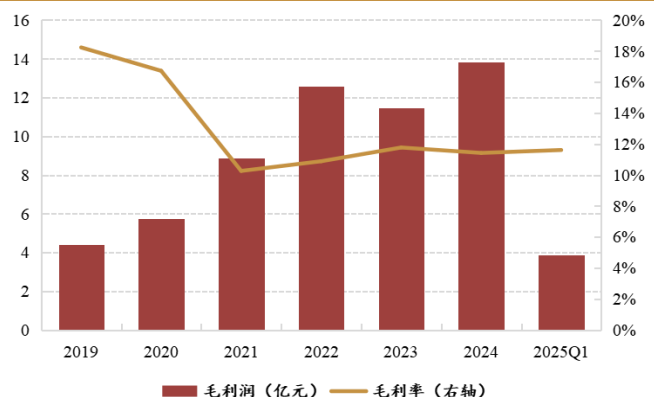
数据来源: ifind, 西南证券整理

公司物流业务（MGF、MRT、MGM、MRW）成本包括物流运输成本、仓储租赁成本、人工费用、折旧及摊销和其他费用。其中自 2019 年以来物流运输成本占比最大,约占比 83%。交易业务（MCD）成本由贸易成本组成。2021 年受营业收入和营业成本大幅增加摊薄平均毛利率影响,毛利率大幅下降,由 2020 年 16.7%的毛利率下降至 2021 年 10.3%的毛利率。

自 2021 年起公司整体毛利率保持稳定，毛利率保持在 11% 左右。2024 年实现毛利 13.8 亿元，毛利率为 11.4%。2025 年第一季度实现毛利 3.9 亿元，毛利率为 11.6%。

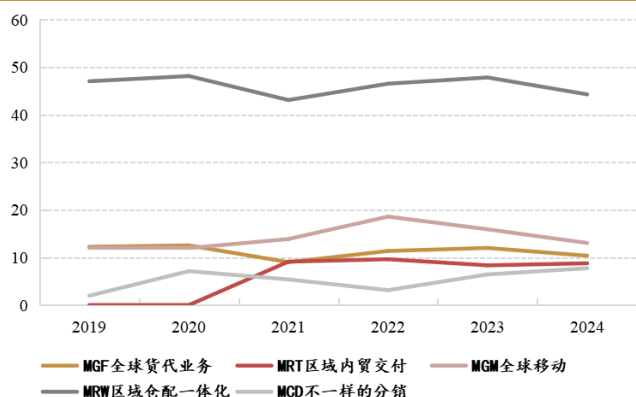
其中 MCD 不一样的分销业务毛利率最大，毛利率始终稳定在 40% 以上，其次是 MGM 全球移动业务，毛利率稳定在 14% 上下波动，MGF 货代业务毛利率保持在 10% 左右，MRT 区域内贸交付业务和 MRW 区域仓配一体化业务毛利率较小，均不到 10%。

图 22：公司毛利情况



数据来源：ifind，西南证券整理

图 23：主要业务毛利率 (%)

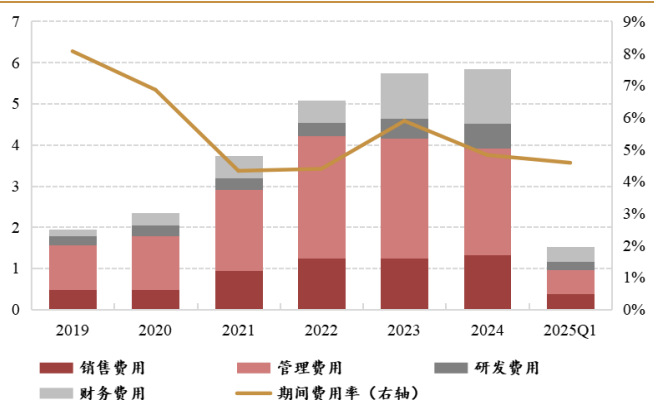


数据来源：ifind，西南证券整理

期间费率保持稳定，期间费用随营业收入波动。2021 年随着业务规模扩大，公司期间费用由 2020 年的 2.4 亿元增加至 2021 年的 3.7 亿元，同比增长 59.1%，自 2021 年起公司期间费用率稳定在 5% 上下浮动。2024 年期间费用合计 5.8 亿元，期间费用率为 4.8%。2025 年第一季度公司期间费用合计 1.5 亿元，期间费用率为 4.6%。

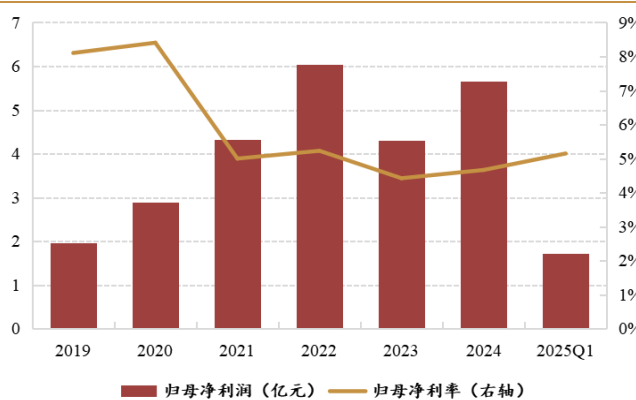
归母净利率稳定在 5% 上下波动，归母净利润受营业收入影响有一定的波动。2023 年受营业收入降低和利息费用及汇兑损失增加而导致财务费用大幅上升的影响，归母净利润同比下降 28.8%，归母净利率降至 4.4%。2024 年因营业收入回暖，归母净利润同比增长 31.1%，实现归母净利润约 5.7 亿元，归母净利率升至 4.7%。2025 年第一季度公司实现归母净利润 1.7 亿元，归母净利率升至 5.2%。

图 24：公司期间费用情况 (亿元)



数据来源：ifind，西南证券整理

图 25：公司归母净利润情况



数据来源：ifind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 公司已正式进入散装危化品船舶运输市场，计划通过新造船、租赁和购置存量船舶的方式，进一步扩大运力，交付能力全链打通，我们预计公司货运代理业务 2025-2027 营收同比增长 20%、18%、16%，对应毛利率逐步提高为 10.2%、10.2%、10.3%。我们预计仓储业务 2025-2027 年营收同比增长 10%、10%、10%，毛利率为 44.3%、44%、44%。

同时公司 2025 年将继续开拓越南、泰国等站点，扩大供应链服务的覆盖面；在美国的货代业务也稳步增长，我们预计公司全球移动业务营收 2025-2027 同比增长 20%、18%、15%，毛利率为 13.5%、13.5%、13.5%。

2) 随着全球经济形势逐渐恢复，全球化工品市场增长修复至原有水平，同时公司将不断拓展特种化工及快消品的分销能力，我们预计公司化工交易业务 2025-2027 年同比增长 5%、8%、8%，毛利率大致保持稳定分别为 7.9%、8%、8.1%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

业务情况（百万元）		2024	2025E	2026E	2027E
货运代理	收入	3,473.3	4168.0	4918.2	5705.1
	增速	56.2%	20.0%	18.0%	16.0%
	毛利率	10.37%	10.20%	10.20%	10.30%
仓储业务	收入	751.1	826.2	908.9	999.8
	增速	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	44.3%	44.3%	44.0%	44.0%
系统交付	收入	1906.0	2001.3	2101.3	2206.4
	增速	3.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%
MGM 全球移动	收入	781.2	937.4	1,106.2	1,272.1
	增速	19.4%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	13.1%	13.5%	13.5%	13.5%
化工交易业务	收入	5,184.6	5,443.8	5,879.3	6,349.6
	增速	20.0%	5.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	7.8%	7.9%	8.0%	8.1%
其他	收入	22.1	19.3	17.2	19.5
合计	收入	12,118.3	13,396.0	14,931.1	16,552.6
	增速	24.3%	10.5%	11.46%	10.86%
	毛利率	11.4%	11.5%	11.5%	11.6%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 134 亿元 (+10.5%)、149.3 亿元 (+11.5%) 和 165.5 亿元 (+10.9%)，归母净利润分别为 6.5 亿元 (+14.7%)、7.4 亿元 (+14.5%)、8.5 亿元 (+14.8%)，EPS 分别为 4.1 元、4.69 元、5.39 元，对应动态 PE 分别为 13 倍、11 倍、10 倍。

4.2 相对估值

考虑到公司经营业务主要是化工物流，我们选取了行业内业务较为相似的两家公司作为可比公司，可比公司 2025 年 PE 为 20 倍，2026 年为 15 倍 PE。考虑到未来随着全球经济逐步修复，化工行业消费需求回暖将带动相关物流服务进一步增长，公司作为国内领先的化工物流服务商，能够受益于行业的恢复，我们给予公司 2026 年 14 倍 PE，对应目标价 65.66 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002930.SZ	宏川智慧	10.56	0.35	0.39	0.54	0.67	30	27	20	16
603209.SH	兴通股份	15.31	1.25	1.25	1.53	1.79	12	12	10	9
平均值							21	20	15	12
603713.SH	密尔克卫	53.33	3.57	4.10	4.69	5.39	15	13	11	10

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2025 年 07 月 04 日收盘价

5 风险提示

下游化工行业市场风险：公司的化工品货运代理及仓储、运输业务量与化工品的产销量密切相关，全球经济以及化工行业的景气程度直接影响化工供应链行业。

关税贸易战风险：公司全球化布局已全面启动，国际贸易环境变化可能对进出口业务产生影响。

安全经营风险：公司从事化工品的货运代理、仓储及运输业务，部分属于易燃、易爆或有毒的危险化学品，对储存和运输过程中的安全性有较高要求。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12118.25	13396.04	14931.10	16552.56	净利润	654.20	750.31	858.85	986.16
营业成本	10734.38	11855.71	13209.92	14627.00	折旧与摊销	222.08	304.70	304.70	304.70
营业税金及附加	38.92	43.02	47.95	53.16	财务费用	132.37	141.99	125.21	110.42
销售费用	131.63	145.51	162.19	179.80	资产减值损失	-7.03	-5.18	-6.10	-5.64
管理费用	259.01	334.28	380.40	420.53	经营营运资本变动	-798.90	221.69	-331.63	-324.99
财务费用	132.37	141.99	125.21	110.42	其他	278.97	7.69	13.50	12.42
资产减值损失	-7.03	-5.18	-6.10	-5.64	经营活动现金流净额	481.69	1421.20	964.52	1083.07
投资收益	24.99	0.00	0.00	0.00	资本支出	-394.04	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-8.25	0.00	0.00	0.00	其他	-163.54	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-557.58	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	755.53	880.72	1011.54	1167.30	短期借款	17.45	-788.75	-488.57	-599.21
其他非经营损益	45.77	38.30	40.42	40.60	长期借款	779.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	801.30	919.01	1051.96	1207.90	股权融资	-221.84	0.00	0.00	0.00
所得税	147.10	168.71	193.11	221.74	支付股利	-85.53	-84.78	-97.23	-111.30
净利润	654.20	750.31	858.85	986.16	其他	-253.98	-478.83	-125.21	-110.42
少数股东损益	89.02	102.09	116.86	134.19	筹资活动现金流净额	235.35	-1352.36	-711.01	-820.93
归属母公司股东净利润	565.18	648.21	741.99	851.98	现金流量净额	166.97	-31.16	153.51	162.15
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1370.77	1339.60	1493.11	1655.26	成长能力				
应收和预付款项	5428.77	5686.47	6336.20	7020.71	销售收入增长率	24.26%	10.54%	11.46%	10.86%
存货	622.93	688.66	768.03	851.10	营业利润增长率	32.20%	16.57%	14.85%	15.40%
其他流动资产	629.59	460.40	498.91	538.24	净利润增长率	35.89%	14.69%	14.47%	14.82%
长期股权投资	35.53	35.53	35.53	35.53	EBITDA 增长率	28.24%	19.59%	8.59%	9.78%
投资性房地产	23.21	23.21	23.21	23.21	获利能力				
固定资产和在建工程	2748.75	2656.92	2565.08	2473.25	毛利率	11.42%	11.50%	11.53%	11.63%
无形资产和开发支出	2470.88	2361.77	2252.66	2143.55	三费率	4.65%	4.64%	4.47%	4.29%
其他非流动资产	614.62	610.87	607.12	603.37	净利率	5.40%	5.60%	5.75%	5.96%
资产总计	13945.05	13863.42	14579.85	15344.21	ROE	13.72%	13.98%	14.01%	14.08%
短期借款	2395.26	1606.51	1117.94	518.73	ROA	4.69%	5.41%	5.89%	6.43%
应付和预收款项	2728.89	3016.82	3360.46	3721.55	ROIC	8.93%	9.65%	10.74%	11.70%
长期借款	1396.37	1396.37	1396.37	1396.37	EBITDA/销售收入	9.16%	9.91%	9.65%	9.56%
其他负债	2656.66	2475.87	2575.62	2703.22	营运能力				
负债合计	9177.18	8495.57	8450.38	8339.87	总资产周转率	0.97	0.96	1.05	1.11
股本	160.70	158.16	158.16	158.16	固定资产周转率	6.62	6.81	8.40	10.44
资本公积	1573.44	1575.97	1575.97	1575.97	应收账款周转率	4.10	3.37	3.39	3.38
留存收益	2613.25	3176.69	3821.44	4562.12	存货周转率	15.08	17.91	17.98	17.93
归属母公司股东权益	4317.83	4815.71	5460.46	6201.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.93%	—	—	—
少数股东权益	450.04	552.14	669.00	803.19	资本结构				
股东权益合计	4767.87	5367.85	6129.47	7004.33	资产负债率	65.81%	61.28%	57.96%	54.35%
负债和股东权益合计	13945.05	13863.42	14579.85	15344.21	带息债务/总负债	51.09%	45.91%	40.37%	33.72%
					流动比率	1.27	1.45	1.62	1.83
					速动比率	1.17	1.32	1.49	1.68
					股利支付率	15.13%	13.08%	13.10%	13.06%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	3.57	4.10	4.69	5.39
EBITDA	1109.98	1327.40	1441.45	1582.42	每股净资产	27.30	30.45	34.52	39.21
PE	14.92	13.01	11.37	9.90	每股经营现金	3.05	8.99	6.10	6.85
PB	1.95	1.75	1.54	1.36	每股股利	0.54	0.54	0.61	0.70
PS	0.70	0.63	0.56	0.51					
EV/EBITDA	10.25	7.70	6.64	5.57					
股息率	1.01%	1.01%	1.15%	1.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn