

密尔克卫 (603713.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 利润同比增长，继续坚持双轮驱动

业绩

2025 年 8 月 14 日，密尔克卫发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现营业收入 70.4 亿元，同比上升 17.4%；实现归母净利润 3.5 亿元，同比上升 13%；其中 Q2 实现营业收入 36.9 亿元，同比增长 19.3%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 12.3%。

经营分析

克服运价下行压力，Q2 营收逆势增长。2025Q2 CCFI 指数均值为 1162，同比下降 19%，公司仍逆势取得收入增长，Q2 收入增速达 19.3%，主要源于公司业务量增长。公司持续聚焦智能供应链服务主航道及加强化工品分销服务，新增多个重点客户：公司增加新能源客户业务量，如比亚迪、远景能源、晶科储能、揽海；深挖化工客户业务量，如中海壳牌、美孚、中核光电科技、浙江传化等；新增半导体和医药客户，如尼康精机、桑迪亚等。此外，公司仓储资产使用率长期保持在 85%，自建基地湛江、惠州等项目进展顺利。

毛利率同比改善，费用率小幅增长。2025Q2 公司毛利率为 11.3%，同比增长 0.4pct，或源于货代单箱毛利降幅低于运价降幅。费用率方面，2025Q2 公司期间费用率为 4.5%，合计增长 0.2pct，其中销售费用率为 1.1%，同比基本持平；管理费用率为 1.9%，同比+0.2pct；研发费用率为 0.3%，同比-0.3pct；财务费用率为 1.3%，同比+0.2pct。2025Q2 公司归母净利率为 4.9%，同比-0.3pct。

继续坚持“投资+资源”的双轮驱动。2025H1 公司深耕拓展港口码头的危化配套，完成对外股权投资合计 1.83 亿元，主要系出资购买广东汇通化工新材料 80%股权及天津物泽物流 30%股权，前者主要业务为仓储服务及分装复配，后者主要业务为港口经营、仓储及堆场服务。同期公司增资上海拓筹，进一步提升在特殊工程塑料领域的一站式供应链服务能力，公司还新设鄂州密尔克卫，为花湖国际货运机场提供危化配套，通过管理输出辐射武汉及周边城市，为区域内芯片半导体、智能制造等行业提供化学品一站式物流供应链服务。

盈利预测、估值与评级

考虑危化品物流上游景气度，下调 2025-2027 年归母净利预测至 6.5 亿元、8.0 亿元、9.5 亿元(原 6.7 亿元、8.1 亿元、9.7 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，股东和董监高减持风险。

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

市价 (人民币)：57.68 元

相关报告：

1.《密尔克卫公司点评：集运景气货代增长 全年净利同比提升》，2025.4.15

2.《密尔克卫公司点评：Q3 业绩同比增长 货代分销高质量发展》，2024.10.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,753	12,118	13,361	14,963	16,777
营业收入增长率	-15.75%	24.26%	10.25%	11.99%	12.12%
归母净利润(百万元)	431	565	653	794	947
归母净利润增长率	-28.75%	31.04%	15.60%	21.54%	19.31%
摊薄每股收益(元)	2.625	3.517	4.132	5.022	5.991
每股经营性现金流净额	4.29	3.00	8.02	6.18	7.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.73%	13.09%	13.24%	14.15%	14.77%
P/E	20.27	14.56	13.96	11.49	9.63
P/B	2.17	1.91	1.85	1.63	1.42

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,576	9,753	12,118	13,361	14,963	16,777
增长率	-15.7%	24.3%	10.3%	12.0%	12.1%	
主营业务成本	-10,316	-8,605	-10,734	-11,808	-13,177	-14,722
%销售收入	89.1%	88.2%	88.6%	88.4%	88.1%	87.8%
毛利	1,260	1,147	1,384	1,553	1,786	2,055
%销售收入	10.9%	11.8%	11.4%	11.6%	11.9%	12.2%
营业税金及附加	-21	-28	-39	-43	-48	-54
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-124	-124	-132	-145	-163	-182
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-298	-291	-259	-286	-320	-359
%销售收入	2.6%	3.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-31	-48	-61	-67	-75	-84
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	786	656	893	1,012	1,181	1,376
%销售收入	6.8%	6.7%	7.4%	7.6%	7.9%	8.2%
财务费用	-55	-111	-132	-198	-192	-198
%销售收入	0.5%	1.1%	1.1%	1.5%	1.3%	1.2%
资产减值损失	-53	0	-33	0	0	0
公允价值变动收益	2	9	-8	0	0	0
投资收益	3	1	25	0	0	0
%税前利润	0.5%	0.1%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	709	572	756	824	999	1,190
营业利润率	6.1%	5.9%	6.2%	6.2%	6.7%	7.1%
营业外收支	20	36	46	0	0	0
税前利润	729	608	801	824	999	1,190
利润率	6.3%	6.2%	6.6%	6.2%	6.7%	7.1%
所得税	-105	-126	-147	-151	-183	-218
所得税率	14.5%	20.8%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
净利润	624	481	654	673	816	971
少数股东损益	18	50	89	20	22	24
归属于母公司的净利润	605	431	565	653	794	947
净利率	5.2%	4.4%	4.7%	4.9%	5.3%	5.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	624	481	654	673	816	971
少数股东损益	18	50	89	20	22	24
非现金支出	358	378	422	279	343	413
非经营收益	8	102	96	198	212	220
营运资金变动	-378	-258	-690	139	-377	-424
经营活动现金净流	613	704	482	1,289	993	1,180
资本开支	-748	-521	-624	-742	-792	-871
投资	-382	-682	-24	0	0	0
其他	-105	83	90	0	0	0
投资活动现金净流	-1,236	-1,120	-558	-742	-792	-871
股权募资	31	26	36	94	0	0
债权募资	1,496	860	828	-441	270	211
其他	-296	-542	-628	-346	-331	-362
筹资活动现金净流	1,231	344	235	-693	-61	-151
现金净流量	645	-74	167	-146	140	158

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,277	1,233	1,371	1,224	1,364	1,523
应收账款	3,173	2,993	4,794	4,293	4,807	5,390
存货	266	791	623	778	868	970
其他流动资产	802	744	1,264	1,021	1,090	1,167
流动资产	5,519	5,761	8,052	7,316	8,129	9,050
%总资产	58.0%	51.8%	57.7%	53.5%	54.4%	55.4%
长期投资	28	58	59	59	59	59
固定资产	1,763	2,441	2,750	3,118	3,486	3,851
%总资产	18.5%	21.9%	19.7%	22.8%	23.3%	23.6%
无形资产	1,750	2,384	2,508	2,600	2,703	2,816
非流动资产	3,992	5,362	5,893	6,368	6,817	7,275
%总资产	42.0%	48.2%	42.3%	46.5%	45.6%	44.6%
资产总计	9,511	11,124	13,945	13,684	14,946	16,324
短期借款	1,546	2,653	2,667	2,241	2,511	2,722
应付账款	1,198	1,383	2,686	2,238	2,497	2,790
其他流动负债	973	779	981	978	1,019	1,064
流动负债	3,718	4,815	6,334	5,457	6,027	6,576
长期贷款	708	617	1,396	1,396	1,396	1,396
其他长期负债	1,191	1,325	1,447	1,425	1,421	1,421
负债	5,617	6,757	9,177	8,278	8,844	9,393
普通股股东权益	3,789	4,021	4,318	4,935	5,610	6,416
其中：股本	164	164	161	161	161	161
未分配利润	1,760	2,090	2,552	3,107	3,782	4,588
少数股东权益	105	345	450	470	492	516
负债股东权益合计	9,511	11,124	13,945	13,684	14,946	16,324

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.683	2.625	3.517	4.132	5.022	5.991
每股净资产	23.049	24.473	26.869	31.212	35.480	40.573
每股经营现金净流	3.727	4.285	2.998	8.018	6.180	7.346
每股股利	0.260	0.390	0.550	0.610	0.741	0.884
回报率						
净资产收益率	16.0%	10.7%	13.1%	13.2%	14.2%	14.8%
总资产收益率	6.4%	3.9%	4.1%	4.8%	5.3%	5.8%
投入资本收益率	9.4%	6.0%	7.4%	8.2%	8.7%	9.3%
增长率						
主营业务收入增长率	33.9%	-15.7%	24.3%	10.3%	12.0%	12.1%
EBIT 增长率	43.4%	-16.5%	36.1%	13.3%	16.7%	16.5%
净利润增长率	40.2%	-28.8%	31.0%	15.6%	21.5%	19.3%
总资产增长率	30.8%	17.0%	25.4%	-1.9%	9.2%	9.2%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.9	77.8	88.3	88.3	88.3	88.3
存货周转天数	6.1	22.4	24.0	24.0	24.0	24.0
应付账款周转天数	26.7	36.9	57.9	57.9	57.9	57.9
固定资产周转天数	37.8	59.8	62.2	66.5	68.3	68.9
偿债能力						
净负债/股东权益	35.0%	60.3%	72.5%	58.8%	54.2%	48.5%
EBIT 利息保障倍数	14.2	5.9	6.7	5.1	6.1	6.9
资产负债率	59.1%	60.7%	65.8%	60.5%	59.2%	57.5%

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	1	2	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	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	2023-08-15	买入	87.85	N/A
2	2023-10-26	买入	64.92	N/A
3	2024-04-12	买入	54.78	N/A
4	2024-08-01	买入	54.93	N/A
5	2024-10-17	买入	58.37	N/A
6	2025-04-15	买入	47.28	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：北京市东城区建国门内大街 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