

交通运输

2025年08月27日

密尔克卫 (603713)

——栉风沐雨二十余载，铸造民营危化品物流领先者

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2025年08月26日

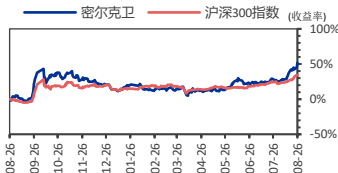
收盘价(元)	65.51
一年内最高/最低(元)	66.75/41.28
市净率	2.3
股息率(分红/股价)	1.08
流通A股市值(百万元)	10,359
上证指数/深证成指	3,868.38/12,473.17

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	28.39
资产负债率%	64.88
总股本/流通A股(百万)	158/158
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

严天鹏 A0230524090004

yantp@swsresearch.com

闫海 A0230519010004

yanhai@swsresearch.com

研究支持

范晨轩 A0230525070003

fancx@swsresearch.com

联系人

严天鹏

(8621)23297818x

yantp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● 伴随我国化工产能提升和化学品物流合规比例提升，预计我国第三方化学品物流市场规模长期增长。根据欧洲化学工业委员会(CEFIC)预测数据，预计2030年我国化学品销售额较2020年增长95%。2020年，我国危化品物流市场规模达到2.05万亿元。假设2020-2030年间我国危化品物流市场规模增速与我国化学品销售额增速保持一致且2030年我国第三方危化品物流渗透率达到美国现阶段水平(58%)，届时，我国第三方危化品物流市场规模预计可达到23186亿元(20500*(1+95%)*58%)。

● 危化品仓储设施专业属性较强，既有仓储设施稀缺性显著。据中物联危化品物流分会统计，2021年我国危化品仓储面积约1亿平方米，危化品仓储需求约1.3亿平方米，危化品高端仓储的需求缺口较大。供给侧来看，除了仓储设施供地收紧的因素，危化品仓库用地还涉及其他诸多因素，在与地方政府洽谈拿地环节难度巨大。密尔克卫作为第三方危化品物流领先者，产业生态布局完善，仓配网络优势显著。仓储设施方面，公司管理规模超过75万平方米，未来几年新投产仓储设施和新增储备土地不断增加。

● 危化品物流供应链数智化体系构建对于行业高质量发展鉴于危险化学品的特殊性，该产业互联网在危化品流通链条可视化方面的价值十分突出，符合政策监管及行业发展趋势，线上+线下共同赋能密尔克卫分销市场份额提升。

● 首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司2025年-2027年净利润分别为6.72亿元、8.18亿元、10.26亿元，当前市值对应PE分别为15X、13X、10X。从行业角度，选取以下三家同类A股上市公司作为可比公司，包括宏川智慧、永泰运和保税科技，从以上三家公司所经营的品类来看，均涉及化学品，与密尔克卫类似；宏川智慧液态危化品业务与密尔克卫固态危化品业务可比；永泰运危化品物流和仓储业务与密尔克卫可比；保税科技从事危化品仓储、运输业务与密尔克卫可比。2025E-2027E三家可比公司平均PE分别为26X/21X/18X，高于密尔克卫2025年PE估值水平，给予“买入”评级。

● 风险提示：政策风险；安全运营风险；第三方危化品物流需求不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12,118	7,035	13,815	15,669	17,685
同比增长率(%)	24.3	17.4	14.0	13.4	12.9
归母净利润(百万元)	565	352	672	818	1,026
同比增长率(%)	31.0	13.1	18.8	21.8	25.5
每股收益(元/股)	3.45	2.22	4.25	5.17	6.49
毛利率(%)	11.4	11.5	11.6	12.2	12.8
ROE(%)	13.1	7.8	13.6	14.2	15.2
市盈率	18		15	13	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2025 年-2027 年净利润分别为 6.72 亿元、8.18 亿元、10.26 亿元，当前市值对应 PE 分别为 15X、13X、10X。从行业角度，选取以下三家同类 A 股上市公司作为可比公司，包括宏川智慧、永泰运和保税科技，从以上三家公司所经营的品类来看，均涉及化学品，与密尔克卫类似；宏川智慧液态危化品业务与密尔克卫固态危化品业务可比；永泰运危化品物流和仓储业务与密尔克卫可比；保税科技从事危化品仓储、运输业务与密尔克卫可比，2025E-2027E 三家可比公司平均 PE 分别为 26X/21X/18X，高于密尔克卫 2025 年 PE 估值水平。

关键假设点

不一样的分销 (MCD)：公司作为第三方危化品物流领先企业，产业生态布局完善，仓配网络优势显著，未来通过服务赋能预计收入及利润将稳定增长，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 18%/16%/15%，毛利率分别为 7.4%/7.5%/7.6%。

全球货代业务 (MGF)：货代业务稳步增长，24 年营收及毛利率修复，预计未来将保持稳健增长态势，同时随着业务量增长，公司货代业务毛利率有望持续改善，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 15%/15%/15%，毛利率分别为 11%/12%/13.5%。

全球移动业务 (MGM)：随着危化品业务量的增加，MGM 单吨物流成本有望降低，资产使用效率的提升、业务量和服务环节的增长有望驱动该业务毛利率持续增长，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 18%/17%/15%，毛利率分别为 13%/14%/15%。

区域仓配一体化业务 (MRW)：综合考虑仓库管理规模、租金水平、空置率等因素，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 6%/10%/7%，毛利率分别为 45%/50%/50%。

区域内贸交付 (MRT)：考虑汽车燃油价格有望趋稳且竞争格局逐渐优化，伴随业务量稳步增长，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 3%/2%/2%，毛利率分别为 10.5%/11%/12.5%。

有别于大众的认识

市场认为第三方危化品物流行业增速将放缓；市场认为密尔克卫“灵元素”平台的主要价值就是作为线上化学品分销平台。

我们认为第三方危化品物流行业增速有望加快，一方面是全球能源成本中枢上行将带来化工产能往中国转移的趋势，增量产能驱动市场规模快速增长，另一方面因为行业监管趋严，头部企业业务增速有望超预期；**我们认为“灵元素”平台除了作为分销平台，也是化学品分销供应链可视化平台，从“产业互联网”赋能产业发展的角度出发，未来有望凸显政策价值、经济价值、社会价值。**

股价表现的催化剂

行业景气度；大型化工项目投产；危化品行业监管政策出台；自上而下针对第三方危化品物流行业整治；获取海外订单。

核心假设风险

政策风险；安全运营风险；第三方危化品物流需求不及预期风险。

目录

1. 行业周期波动，不改化学品物流成长赛道底色.....	6
1.1 全球化工市场发展空间巨大，我国化工品销量在全球占比持续提高	6
1.2 化学品供应链重构，国产化学品“出海”可期	7
1.3 政策端强监管，供给受限特征明显.....	8
1.4 仓储用地供给有限，危化品仓储资源稀缺性长期存在	11
1.5 需求增长与合规渗透率共振，AI 赋能行业集中度提升.....	11
1.6 化学品供应链及分销数字化赋能流通效率和安全监管	13
2. 栉风沐雨二十余载，铸造民营危化品物流领先者	14
2.1 公司发展历程及股权结构	14
2.2 公司商业模式生态布局完善，各板块协同性强	15
2.3 国内业务网络布局不断完善，国际化业务网络布局有望开启新增长曲线	16
2.4 公司拥有完备的危化品物流相关资质.....	16
2.5 公司在危化品仓储设施布局及危化品仓储运营方面行业领先	17
2.6 科技赋能生产效率提高，人均创效稳步攀升	17
2.7 线上分销平台+危化品车货匹配平台，赋能“长尾分销”与“运力资源利用率”	19
3. Brenntag：线下化学品分销领先企业，物流体系与分销体系 协同发展.....	20
4. 盈利预测及估值.....	22
4.1 盈利预测.....	22
4.2 估值	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 2023 年全球主要化学品生产国化学品销售额	6
图 2: 2013-2023 年全球主要化学品生产国市场份额占比变化趋势	6
图 3: 全球各主要区域 (或国家) 化工产业资本支出情况 2013 年 vs 2023 年	6
图 4: 全球主要化学品生产地化学品销售额对比	7
图 5: 2030 年全球主要化学品生产地 (或产区) 市场份额占比预测	7
图 6: 2020-2024 年部分主要化学品品类进出口额-HS Code 2 位 (亿美元)	7
图 7: 2024 年-我国有机化学品 (HS-29) 主要出口地 (亿美元)	8
图 8: 2024 年-我国有机化学品 (HS-29) 主要进口地 (亿美元)	8
图 9: 2024 年-我国有机化学品 (HS-28) 主要出口地 (亿美元)	8
图 10: 2024 年-我国有机化学品 (HS-28) 主要进口地 (亿美元)	8
图 11: 部分省市 2013 年-2024 年危险化学品监管相关政策文件发布数量 (个)	10
图 12: 2013-2024 年我国国有工矿仓储建设用地供应面积变化情况	11
图 13: 我国危化品物流市场规模	11
图 14: 近年我国第三方危化品物流市场规模及渗透率	12
图 15: 2030 年我国第三方危化品物流市场规模及渗透率预测	12
图 16: 数字化变革赋能化学品价值链	13
图 17: 数字化平台可解决价值链诸多问题	13
图 18: 数字化解决方案可优化 B2B 客户购买体验	13
图 19: 数字化变革可优化化学品分销价值链模型	14
图 20: 公司发展历程	15
图 21: 公司股权结构 (截至 2025 年 6 月 30 日)	15
图 22: 公司七大集群及主要设施设备资源	16
图 23: 公司及其控股子公司拥有的相关资质数量盘点 (个) (截至 2022 年 12 月 31 日)	16
图 24: 公司及其控股子公司持有经登记的著作权 (项, 截至 2024 年 12 月 31 日)	19
图 25: 人均利润 (万元)	19
图 26: 灵元素”主要优势	19
图 27: 灵元素-化学品分销平台	19
图: 运小虎-化学品车货匹配平台	

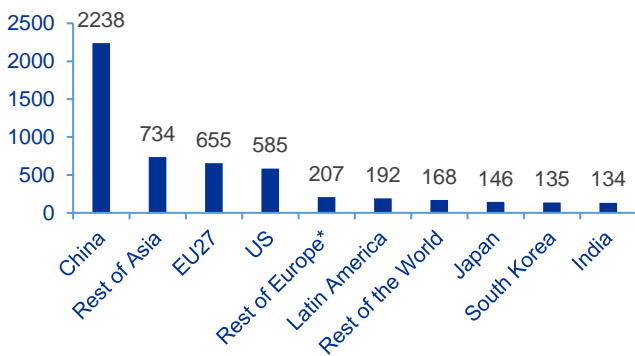
图 29: 化亿达-化学品货代及仓储服务平台	20
图 30: 2024-Brenntag 仓库数量细分-按区域.....	21
图 31: 2018-2024 年 Brenntag 公司营收和毛利率变化 (million EUR, %)	21
图 32: 2016 年至今 Brenntag PE 估值倍数.....	21
表 1: 近年行业监管法律法规 (国家层面)	8
表 2: 公司及其控股子公司持有的境内授权专利 (截至 2022 年 12 月 31 日) ..	17
表 3: Brenntag 公司发展历程	20
表 4: 密尔克卫盈利预测 (百万元)	22
表 5: 可比公司估值	23

1. 行业周期波动，不改化学品物流成长赛道底色

1.1 全球化工市场发展空间巨大，我国化工品销量在全球占比持续提高

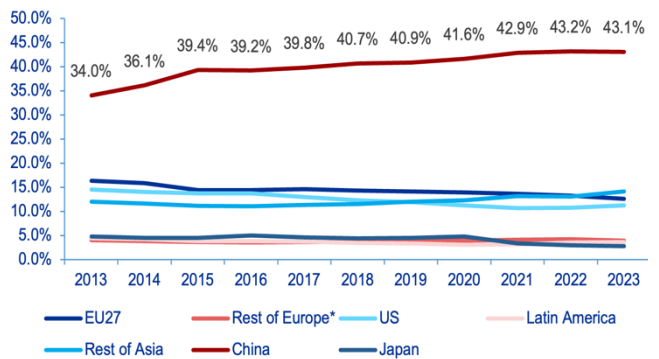
2023 年我国化学品销售额位居全球首位，近年我国化学品销售额在全球市场中占比持续提升。根据欧洲化学工业委员会（CEFIC）统计数据，2023 年，我国化学品销售额达到 22380 亿欧元，其次是欧盟 27 国和美国。从市场份额的角度，2010 年至 2020 年，我国化学品销售额在全球市场占比从 34.0% 提高到 43.1%。2023 年，欧盟 27 国全球市场份额占比达到 12.6%，美国全球市场份额占比达到 11.3%。

图 1：2023 年全球主要化学品生产国化学品销售额 (€ billion)



资料来源：CEFIC（欧洲化学工业理事会），申万宏源研究

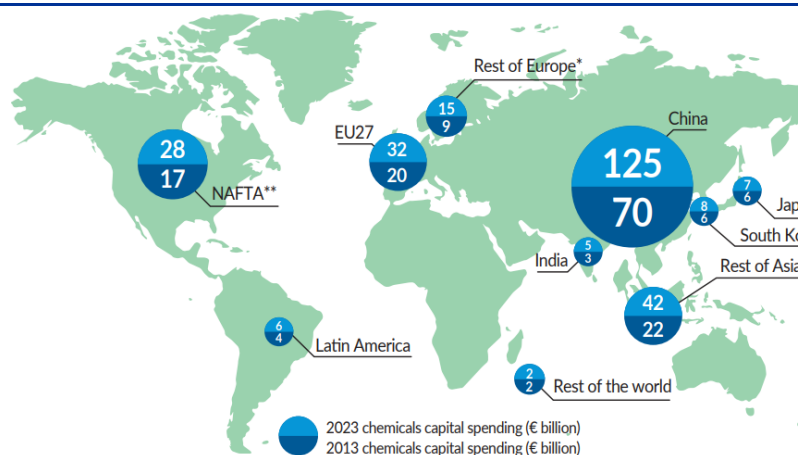
图 2：2013-2023 年全球主要化学品生产国市场份额占比变化趋势



资料来源：CEFIC（欧洲化学工业理事会），申万宏源研究

近年我国化工产业资本支出领衔全球，2023 年达到 1250 亿欧元。2013 年，我国化工产业资本支出约为 700 亿欧元；2023 年，我国化工产业资本支出达到 1250 亿欧元，较 2013 年增长约 79%。领先全球的资本支出额为我国化工产业的快速发展和全球市场份额的持续攀升打下坚实基础。

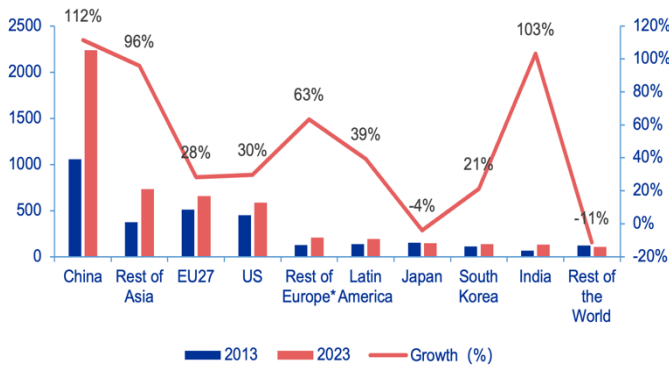
图 3：全球各主要区域（或国家）化工产业资本支出情况 2013 年 vs 2023 年 (€ billion)



资料来源：CEFIC，申万宏源研究

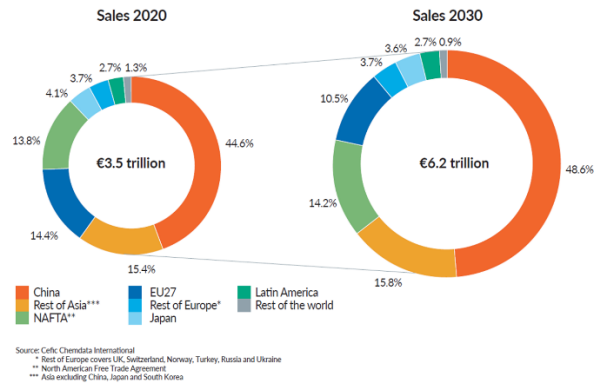
近年我国化学品销售额快速增长，预计 2030 年，全球化学品销售额将达到 6.2 万亿欧元，我国化学品销售额在全球市场中占比将达到 48.6%。2010 年，我国化学品销售额约为 6090 亿欧元；2020 年，我国化学品销售额达到 15470 亿欧元，较 2010 年增长约 154%。根据欧洲化学工业委员会（CEFIC）预测，2030 年我国化学品销售额在全球市场中占比将达到 48.6%，届时我国化学品销售额将突破 3 万亿欧元。

图 4：全球主要化学品生产地化学品销售额对比 (€ billion) 2013 年 VS 2023 年



资料来源：CEFIC（欧洲化学工业理事会），申万宏源研究

图 5：2030 年全球主要化学品生产地（或产区）市场份额占比预测

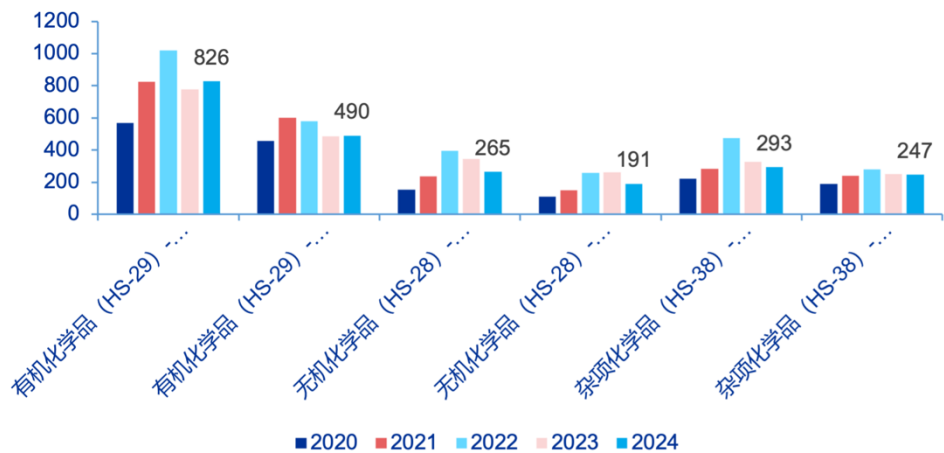


资料来源：CEFIC（欧洲化学工业理事会），申万宏源研究

1.2 化学品供应链重构，国产化学品“出海”可期

伴随化学品供应链全球化趋势，化学品跨境贸易保持增长。2024 年，我国有机化学品（HS-29）出口额达到 826 亿美元，同比增长 6%；我国有机化学品（HS-29）进口额达到 490 亿美元，同比增长 1%。2024 年，我国无机化学品（HS-28）出口额达到 265 亿美元，同比减少 23%；我国无机化学品（HS-28）进口额达到 247 亿美元，同比减少 2%。

图 6：2020-2024 年部分主要化学品品类进出口额-HS Code 2 位（亿美元）



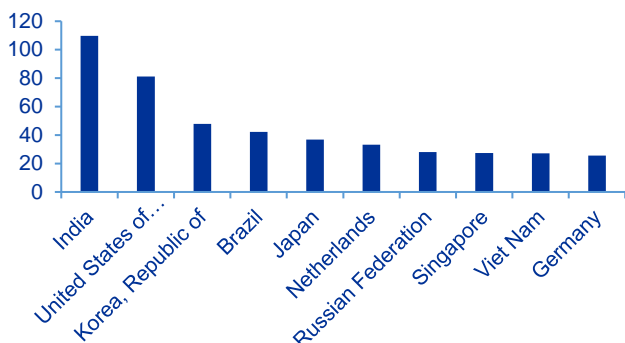
资料来源：Trade Map（全球贸易统计数据库），申万宏源研究

说明：以上各项数据以国际海关理事会 HS Code 前 2 位为筛选层级。

从贸易额的角度，我国有机化学品出口地前三位分别为印度、美国和韩国，我国有机化学品进口地前三位分别为韩国、美国、日本。 年，印度作为我国最大的有机化学品

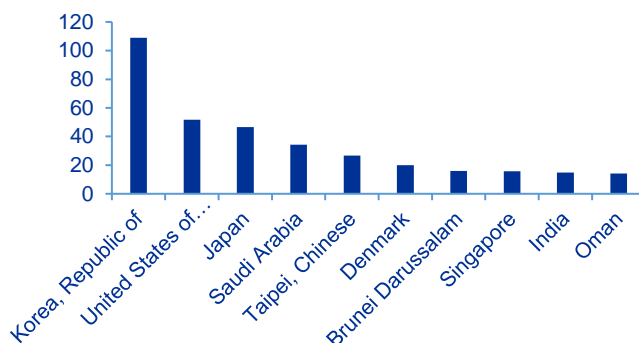
(HS-29) 出口地，全年出口额达到 110 亿美元；韩国是我国最大的有机化学品 (HS-29) 进口来源地，全年进口额达到 109 亿美元。

图 7: 2024 年-我国有机化学品 (HS-29) 主要出口地 (亿美元)



资料来源: Trade Map (全球贸易统计数据库), 申万宏源研究

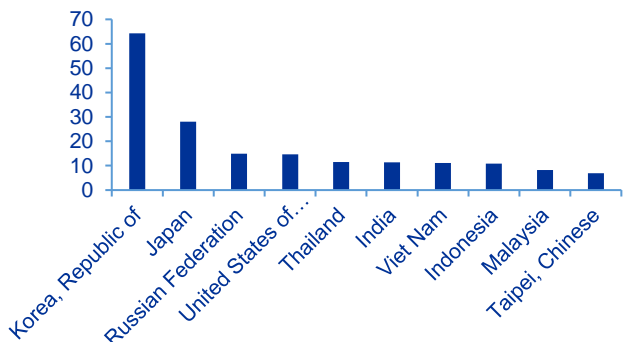
图 8: 2024 年-我国有机化学品 (HS-29) 主要进口地 (亿美元)



资料来源: Trade Map (全球贸易统计数据库), 申万宏源研究

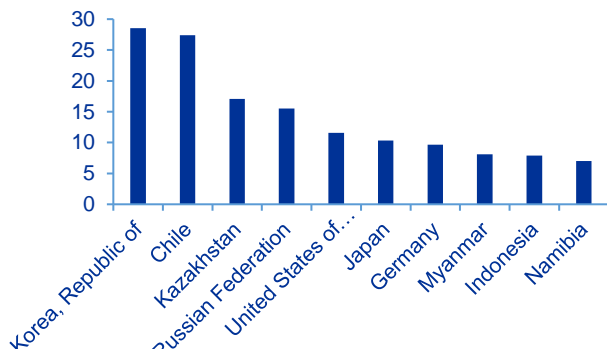
从贸易额的角度，我国无机化学品出口地前三位分别为韩国、日本、俄罗斯，我国无机化学品进口地前三位分别为韩国、智利、哈萨克斯坦。2024 年，在无机化学品 (HS-28) 进出口领域，我国与韩国双边贸易额均位居首位，我国出口至韩国贸易额为 64 亿美元，自韩国进口贸易额为 29 亿美元。

图 9: 2024 年-我国无机化学品 (HS-28) 主要出口地 (亿美元)



资料来源: Trade Map (全球贸易统计数据库), 申万宏源研究

图 10: 2024 年-我国无机化学品 (HS-28) 主要进口地 (亿美元)



资料来源: Trade Map (全球贸易统计数据库), 申万宏源研究

1.3 政策端强监管，供给受限特征明显

国家层面对危化品流通行业的政策监管日趋严格，企业运营难度提升，头部企业竞争力进一步增强。回顾近几年发布的相关政策文件，主要涉及内容包括危险化学品运输、储存、经营、销售、包装、进出口等多个方面，政策监管的严格程度和对于操作流程中相关细节性要求的颗粒度均在逐步提升，给危险化学品物流及流通企业的生产经营提出更高的要求，也为头部企业的发展创造了更深的护城河。

表近年行业监管法律法规 (国家层面)

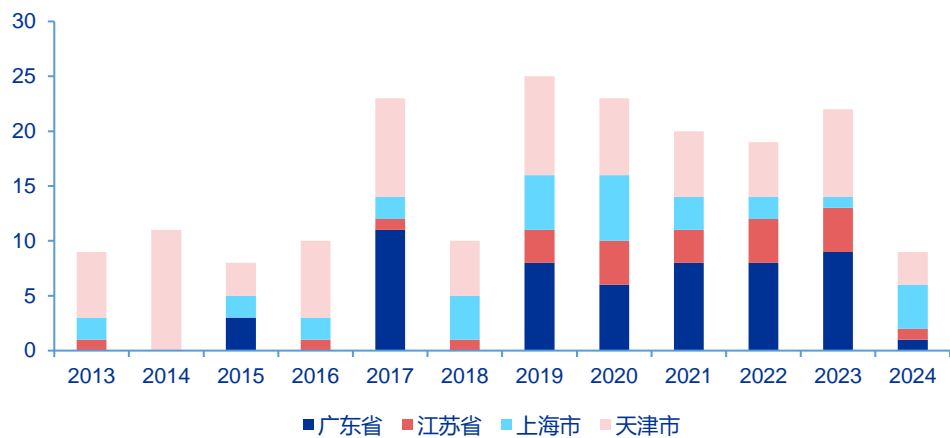
发布时间	发布机构	法律法规	主要规定
2024/12	交通运输部	《船舶载运危险货物安全监督管理规定》	载运危险货物的船舶，其 船体、构造、设备、性能和布置 等方面应当符合有关法律、行政法规、规章以及 强制性标准和技术规范 的要求；载运危险货物的国际航行船舶还应当符合有关国际公约的规定，具备相应的适航、适装条件。
2023/11	交通运输部	《道路危险货物运输管理规定》(2023 修正)	违反该规定从事危险货物运输的， 违法所得超过 2 万元的，没收违法所得，处违法所得 2 倍以上 10 倍以下的罚款 ；没有违法所得或者违法所得不足 2 万元的，处 3 万元以上 10 万元以下的罚款；构成犯罪的，依法追究刑事责任
2023/7	交通运输部	《港口危险货物安全管理规定》(2023 修正)	危险货物港口建设项目的建设单位和港口经营人应当建立健全全员安全生产责任制和安全生产规章制度 ，加大对安全生产资金、物资、技术、人员的投入保障力度，改善安全生产条件，加强安全生产标准化、信息化建设，构建安全风险分级管控和隐患排查治理双重预防机制，健全风险防范化解机制，提高安全生产水平，确保安全生产
2022/9	交通运输部	《铁路危险货物运输安全监督管理规定》	规范铁路运输环节的危险货物管理，明确运输条件、运输安全管理、监督检查等环节， 铁路罐车、罐式集装箱以及其他容器应当封口严密 ，安全附件设置准确、起闭灵活、状态完好，能够防止运输过程中因温度、湿度或者压力的变化发生渗漏、洒漏
2022/7	交通运输部	《港口安全类重大风险专项防控措施》	加强储罐监测工作 ，杜绝罐区内违规动火作业和违反操作规程，加强对罐体检维修管理
2022/2	交通运输部、公安部、应急管理部	《道路运输车辆动态监督管理办法》(2022 修正)	道路危险货物运输企业和拥有 50 辆及以上重型载货汽车或者牵引车的道路货物运输企业应当按照标准 建设道路运输车辆动态监控平台 ，或者使用符合条件的社会化卫星定位系统监控平台，进行实时监控和管理。
2021/6	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国安全生产法》(2021 修正)	危险物品的生产、经营、储存、装卸单位，应当 设置安全生产管理机构或者配备专职安全生产管理人员 。
2021/4	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国道路交通安全法》(2021 修正)	机动车载运爆炸物品、易燃易爆化学物品以及剧毒、放射性等危险物品， 应当经公安机关批准后，按指定的时间、路线、速度行驶，悬挂警示标志并采取必要的安全措施 。
2021/4	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国消防法》(2021 修正)	生产、储存、经营易燃易爆危险品的场所不得与居住场所设置在同一建筑物内，并应当与居住场所保持安全距离，生产、储存、经营其他物品的场所与居住场所设置在同一建筑物内的， 应当符合国家工程建设消防技术标准 。
2021/4	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国海关法》(2021 修正)	进出境船舶、火车、航空器到达和驶离时间、停留地点、停留期间更换地点以及装卸货物、物品时间，运输工具负责人或者有关交通运输部门应当事先通知海关， 危险品等需经直属海关关长或者其授权的隶属海关关长批准 。
2021/4	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国海上交通安全法》(2021 修正)	船舶载运危险货物， 应当持有有效的危险货物适装证书 ，并根据危险货物的特性和应急措施的要求， 编制危险货物应急处置预案，配备相应的消防、应急设备和器材 。
2019/11	交通运输部	《道路危险货物运输管理规定》(2019 修正)	道路危险货物运输企业或者单位应当按照《道路运输车辆技术管理规定》中有关车辆管理的规定，维护、检测、使用和管理专用车辆，确保专用车辆技术状况良好。
2019/11	交通运输部	《港口危险货物安全管理规定》(2019 修正)	在中华人民共和国境内，新建、改建、扩建储存、装卸危险货物的港口建设项目和进行危险货物港口作业，适用本规定。

2019/3	国务院	《中华人民共和国道路运输条例》(2019 修正)	本条例规定了请从事危险货物运输经营应当具备的条件,运输危险货物应当采取必要措施,防止危险货物燃烧、爆炸、辐射、泄漏等。
2018/12	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国产品质量法》(2018 修正)	易碎、易燃、易爆、有毒、有腐蚀性、有放射性等危险物品以及储运中不能倒置和其他有特殊要求的产品,其包装质量必须符合相应要求,依照国家有关规定作出警示标志或者中文警示说明,标明储运注意事项。
2018/12	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国港口法》(2018 修正)	在港口内进行危险货物的装卸、过驳作业,应当按照国务院交通主管部门的规定将危险货物的名称、特性、包装和作业的时间、地点报告港口行政管理部门。
2017/11	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国公路法》(2017 修正)	运输单位不能按照规定采取防护措施的,由交通主管部门帮助其采取防护措施,所需费用由运输单位承担。
2017/3	交通运输部	《国内水路运输管理条例》(2017 修订)	水路运输经营者运输危险货物,应当遵守法律、行政法规以及国务院交通运输主管部门关于危险货物运输的规定,使用依法取得危险货物适装证书的船舶,按照规定的安全技术规范进行配载和运输,保证运输安全。
2015/5	国家安全生产监督管理局	《危险化学品经营许可证管理办法》(2015 修正)	国家对危险化学品经营销售实行许可制度,经营销售危险化学品的单位,应当依照本办法取得危险化学品经营许可证。
2014/4	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国环境保护法》(2014 修正)	生产、储存、运输、销售、使用、处置化学物品和含有放射性物质的物品,应当遵守国家有关规定,防止污染环境;固体废物的收集、运输和处置等应通过环境卫生设施集中处置。
2013/12	国务院	《危险化学品安全管理条例》(2013 修订)	危险化学品生产、储存、使用、经营和运输的安全管理,适用本条例。国家鼓励对危险化学品实行专门储存、统一配送、集中销售。

资料来源: 政府官网, 密尔克卫可转债说明书, 申万宏源研究

通过对部分省市 2013 年-2024 年危险化学品流通行业监管相关政策文件发布数量进行研究, 可见 2017 年起相关政策文件发布数量大幅增长, 侧面可映射监管部门对于危险化学品行业监管力度和关注度的提升。随机选取了广东省、江苏省、上海市、天津市作为该项研究的四个样本省(市), 以每年相应省(市)危险化学品相关政策文件发布数量作为研究变量, 来映射以上省(市)行业监管环境的变化情况。

图 11: 部分省市 2013 年-2024 年危险化学品监管相关政策文件发布数量 (个)

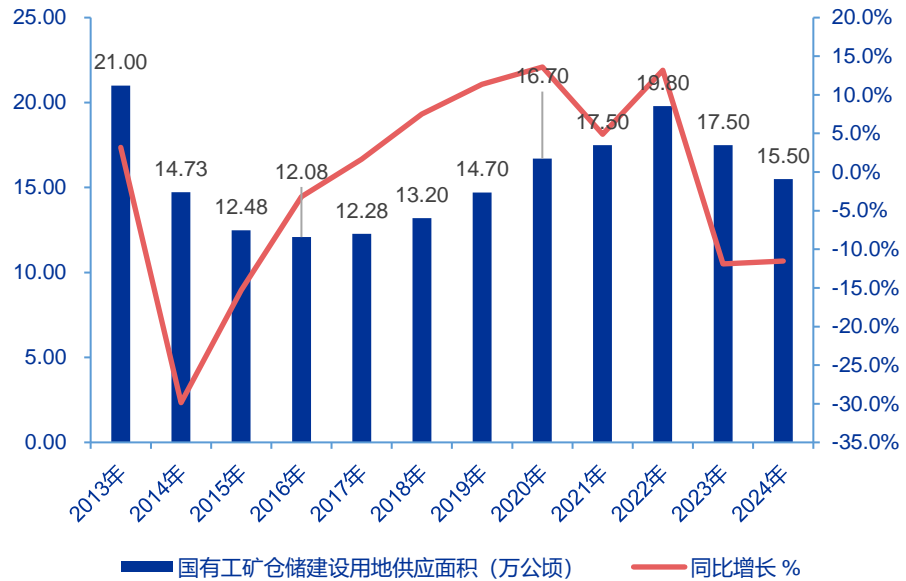


资料来源: 抽样省市相关政府网站, 申万宏源研究

1.4 仓储用地供给有限，危化品仓储资源稀缺性长期存在

国有工矿仓储建设用地供应收紧，仓储设施用地获取难度加大。2014年起工矿仓储整体供应量减少。2024年我国工矿仓储建设用地供应面积为15.5万公顷，仍未达到之前高点供应量水平。此外，受制于地方政府招商环节产业条件、税收条件、就业条件等一系列因素，仓储用地的获取难度逐年加大。

图 12：2013-2024 年我国国有工矿仓储建设用地供应面积变化情况



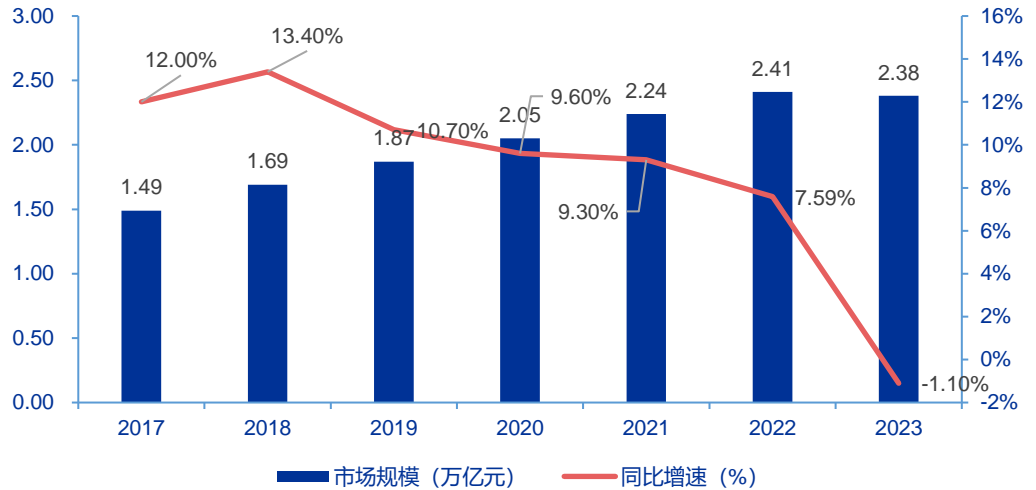
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

危化品仓储设施供不应求，既有仓储设施稀缺性显著。据中物联危化品物流分会统计，2021年我国危化品仓储面积约1亿平方米，危化品仓储需求约1.3亿平方米，危化品高端仓储的需求缺口较大。供给侧来看，除了仓储设施供地收紧的因素，危化品仓库用地还涉及其他诸多因素，在与地方政府洽谈拿地环节难度巨大。

1.5 需求增长与合规渗透率共振，AI 赋能行业集中度提升

我国危化品物流市场规模位于近十年次高点，2023 年达到 2.38 万亿元。近年，主要受益于我国化学品产销量的持续增长，我国危化品物流市场规模保持增长，2023 年同比降低 1.10%，但行业企业仍在努力拓展市场，近半数企业有采购车辆设备及仓库建设计划。

图 13：我国危化品物流市场规模



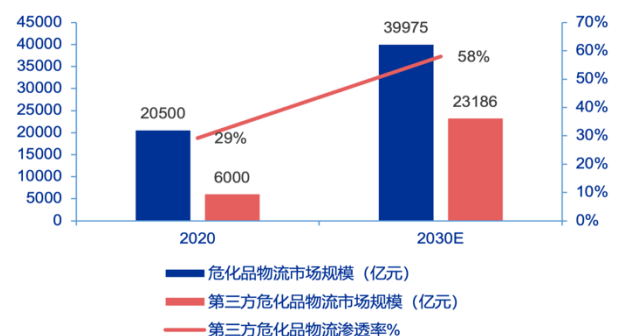
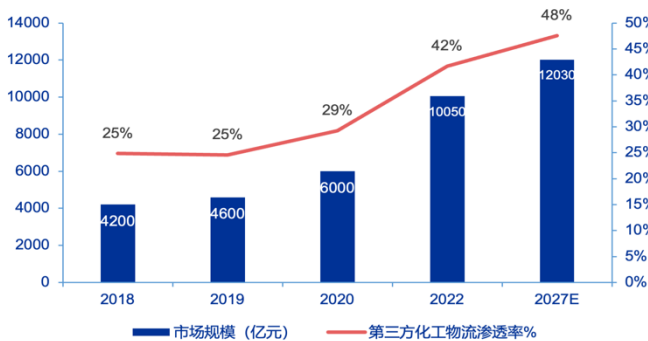
资料来源：中国物流和采购联合会，前瞻产业研究院，观研报告，申万宏源研究

我国第三方危化品物流市场规模持续增长，渗透率不断提升。近年，由于从中央到各省市监管环境的趋严，专业化及合规化运营需求提升，第三方危化品物流市场规模及渗透率不断提升。根据灼识咨询统计，2022年我国第三方危化品物流市场规模达到10050亿元，渗透率达到41.7%；2027年，预计我国第三方危化品物流市场规模达到12030亿元，渗透率约为47.6%。

2030年，我国第三方危化品物流市场规模预计可达到23186亿元。根据欧洲化学工业委员会（CEFIC）预测数据，预计2030年我国化学品销售额较2020年增长95%。第三方危化品物流渗透率方面，美国现阶段达到58%，日本现阶段达到80%。假设我国危化品物流市场规模增速与我国化学品销售额增速保持一致且2030年我国第三方危化品物流渗透率达到美国现阶段水平，届时，我国第三方危化品物流市场规模预计可达到23186亿元（ $20500 \times (1+95\%) \times 58\%$ ）。

图 14：近年我国第三方危化品物流市场规模及渗透率

图 15：2030年我国第三方危化品物流市场规模及渗透率预测



资料来源：中国物流和采购联合会，灼识咨询，申万宏源研究

注：2030年为申万预测数据。

资料来源：CEFIC（欧洲化学工业理事会），中国物流和采购联合会，申万宏源研究

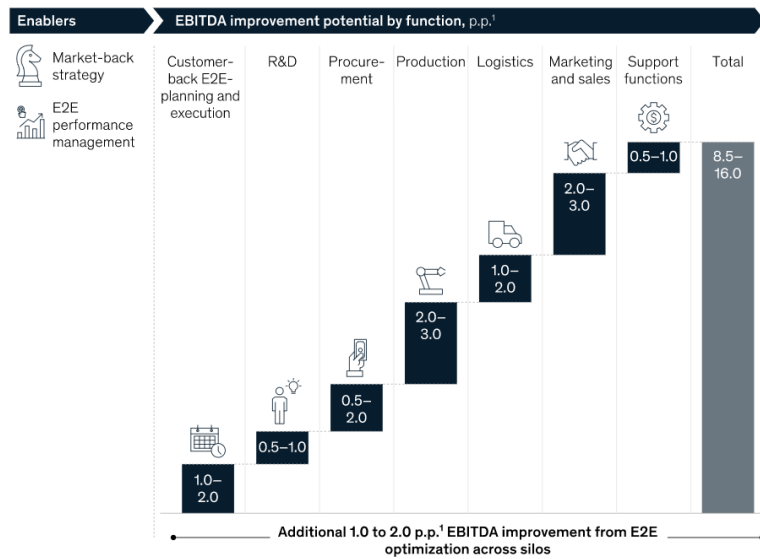
现阶段我国第三方危化品物流行业集中度较低，伴随AI技术赋能，未来市场集中度有望持续改善。据中物联危化品物流分会统计，2019-2020年化工物流百强企业总营收

554.35 亿元。随着外部监管环境的趋严和 AI 技术应用的推广，行业头部企业经营半径的不断扩大和运营管理效率的不断提升，竞争优势逐渐凸显，带动行业集中度持续改善。

1.6 化学品供应链及分销数字化赋能流通效率和安全监管

麦肯锡 (McKinsey) 研究表明，针对化学品价值链进行端到端数字化变革，可优化全链条 EBITDA 8.5%-16%。化工行业当前面临一些挑战，如技术迭代创新、多变的客户需求 and 不断增加的成本及生产效率压力，而价值链数字化转型是当下直面这些问题时较优的解决方案。在物流环节，数字化转型可为整条价值链优化 EBITDA 1-2%；在营销和销售环节，数字化转型可为整条价值链优化 EBITDA 2-3%。

图 16：数字化变革赋能化学品价值链



¹Percentage point; rough estimate before inflation, assuming a two-to-five-year journey to capture full potential.

资料来源：McKinsey & Company, 申万宏源研究

数字化平台有助于打通供给端和需求端信息流，改善价值链可视化水平和效率。需求端，客户对货物当前及未来可及性和价格变化不可知，采购决策非最优化且采购流程存在诸多冗余动作；供给端，供应商对未来需求、生产要求、产能、价格趋势等因素不可知，造成其所制定的价格策略、生产计划和产能规划均不是最优。数字化平台的导入可打通上下游信息孤岛，实现产业链信息的可视化和整体运营效率的提升。

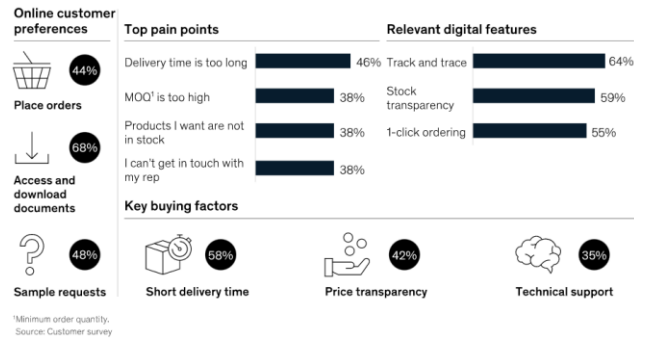
数字化平台解决方案可优化 B2B 客户购买体验。麦肯锡 (McKinsey) 最近对欧洲化工行业的一项调查显示，55%的石化产品采购方愿意采用数字平台采购；对于特种化学品，82%的客户愿意采用数字平台采购。传统化学品分销渠道中，客户面临诸多痛点，如配送时间较长、最小订单批量、客服、追踪追溯、库存可视化、下单便捷性等。数字化平台可以有效优化以上痛点，尤其在交付时间、价格透明、技术支持方面更有优势。

图 17：数字化平台可解决价值链诸多问题

图 18：数字化解决方案可优化 B2B 客户购买体验

Supply and value chain		
	Lack of transparency	Inefficiency
Demand shortcomings	No overview on existing or future supply and impact on availability and price	Inquiries and transactions conducted via phone, fax, or email Order decision based on incomplete market overview
Supply shortcomings	No overview on existing or future demand and impact on production requirements, asset provisioning, or pricing decisions	Suboptimal pricing Inefficient production planning Inefficient asset planning

Digital platforms can be installed independently from asset ownership (decoupled from manufacturing or sales activities)—hence, a market can be disrupted by completely new players if they improve the positions of individual market participants.



资料来源：McKinsey & Company, 申万宏源研究

资料来源：McKinsey & Company, 申万宏源研究

化学品分销领域，数字化变革有助于改善分销价值链可视化程度和连通性，第三方在线分销平台可提高经营效率并优化供应商与终端客户关系。化学品供应链数字化变革和在线分销平台的搭建是优化现有分销业务模型的重要举措，具体价值点包括上下游信息流整合、运输网络优化、碳足迹追踪、库存控制可视化、中后台业务数字化、数据结构化、产品检索支持、订单流程优化、投诉反馈、算法治理与需求预测、交叉销售分析、化学品溯源等。

图 19：数字化变革可优化化学品分销价值链模型



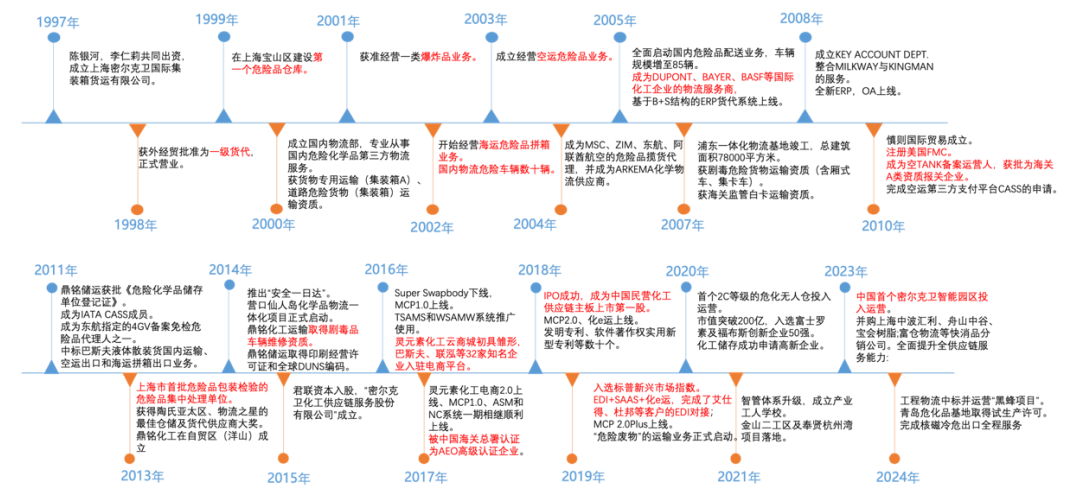
资料来源：McKinsey & Company, 申万宏源研究

2. 栉风沐雨二十余载，铸造民营危化品物流领先者

2.1 公司发展历程及股权结构

公司成立于 1997 年，是一家专注于化学品供应链服务的公司。公司成立以来，持续在行业资质获取、物流资源布局、核心客户开拓等方面不懈努力。发展过程中，公司通过采取内生式发展与外延式并购齐头并进的策略，快速践行既定的公司发展战略，向着“超级化工亚马逊”的战略愿景前进。

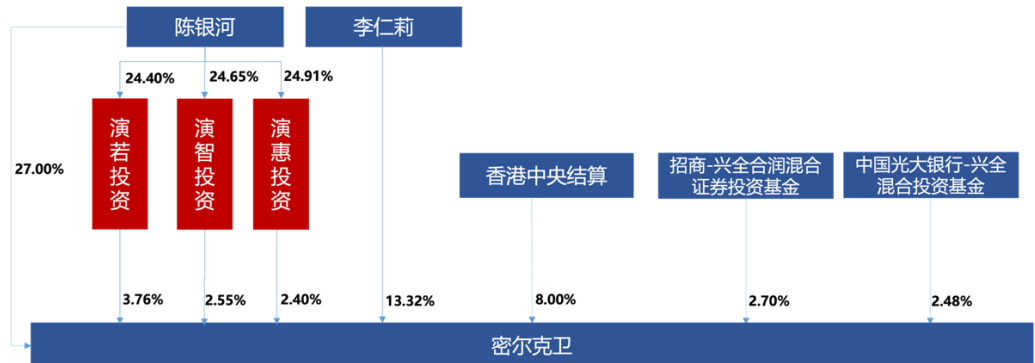
图 20: 公司发展历程



资料来源：公司网站，招股说明书，申万宏源研究

公司股权结构稳定，员工持股平台充分绑定人才团队。公司第一大股东陈银河先生直接持股 27.0%；第二大股东李仁莉女士为陈银河先生的岳母，直接持股 13.32%；演若投资、演智投资、演慧投资作为公司员工持股平台，GP 均为上海演寂投资管理有限公司。公司通过设立员工持股平台来绑定优秀人才团队，为人才团队稳定和公司长足发展奠定了坚实基础。

图 21: 公司股权结构 (截至 2025 年 6 月 30 日)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 公司商业模式生态布局完善，各板块协同性强

公司致力于为客户提供全球范围内化工品一站式供应链解决方案。业务板块方面，具体包括全球货代业务、全球航运及罐箱业务、全球工程物流及干散货、区域仓配一体化、区域内贸交付、分销。开展各项业务所需的资源涉及运力、仓储、设备、信息系统 (IS) 等。公司各板块业务之间协同性明显，在客户、资源、网络、运营等多维度可实现协同互补。

2.3 国内业务网络布局不断完善，国际化业务网络布局有望开启新增长曲线

公司深入推进七大集群战略，完善国内业务网络布局的同时，推进国际化业务网络布局。公司积极布局北方、山东、长江、上海、浙闽、西部和两广的核心枢纽城市，业务网络布局主要围绕化工产业重要产区且合规化物流供应链服务比重快速提升的区域。同时，公司在国际化发展方面也在快速推进，借力国内化工企业“走出去”的东风和国际化工巨头产业链全球化布局，持续开拓海外业务订单，建设公司全球化业务网络，开启公司新增长曲线。

图 22：公司七大集群及主要设施设备资源

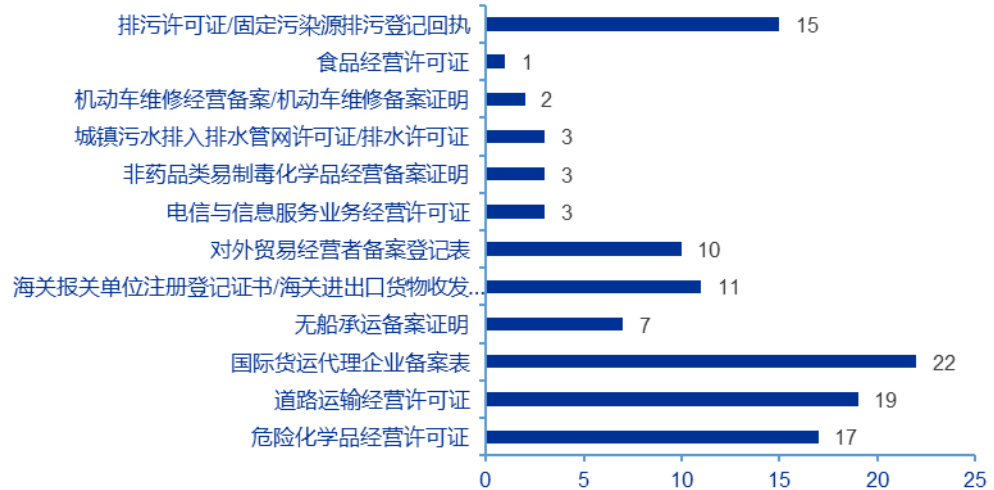


资料来源：公司介绍资料，申万宏源研究

2.4 公司拥有完备的危化品物流相关资质

危化品物流供应链行业资质壁垒较高，公司扎实的资质储备是各项业务承揽和承做的坚实基础。公司日常业务开展主要涉及的资质包括危险化学品经营许可证、道路运输经营许可证（含危险品运输）、国际货运代理企业备案表等。其中，危险化学品经营许可证和道路运输经营许可证（含危险品运输）资质获取难度较大且日常资质审查严格。

图 23：公司及其控股子公司拥有的相关资质数量盘点（个）（截至 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：密尔克卫可转债说明书，申万宏源研究

2.5 公司在危化品仓储设施布局及危化品仓储运营方面行业领先

2024 年公司在全国运营危化品仓储面积达到 60 万平米，随着仓储管理规模持续扩大，该板块有望迎来量价双增。经过多年的积累，公司围绕重要化工产区、枢纽节点且市场合规性较高区域布局了仓储设施资产，初步搭建了一张危化品仓储设施网络。随着化工产业的发展和合规仓储需求的增多，公司依托自身获地优势和运营优势，在全国范围持续开发新建仓储设施项目，预计公司未来运营危化品仓储面积将持续增长。从价格端来看，我们认为当前危化品仓储租金水平已至阶段性低点，伴随行业反内卷，未来仓租水平预计温和上涨。

2.6 科技赋能生产效率提高，人均创效稳步攀升

公司始终坚持技术立企，持续加大研发投入，积累行业技术和软件，赋能日常运营，人均利润持续提高。截至 2022 年 12 月 31 日，公司及其控股子公司持有的境内授权专利共 75 项，具体涉及仓储设施、集储运装备、装卸设备、包装设备、装载加固设备、智能巡检无人机等；截至 2024 年 12 月 31 日，公司及其控股子公司持有经登记的著作权共计 216 项，内容涉及日常运营管理、财务管理、CRM 等多个领域。

表 2：公司及其控股子公司持有的境内授权专利（截至 2022 年 12 月 31 日）

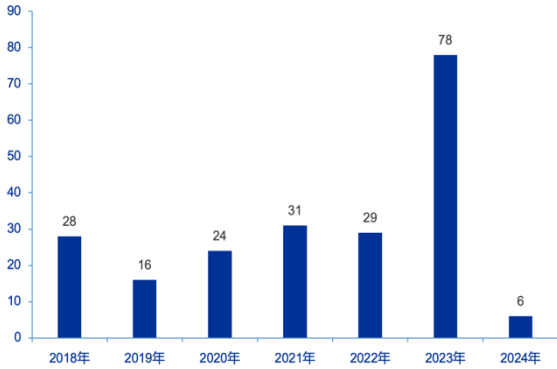
2016 年	2017 年	2018 年	2020 年	2021 年	2022 年
一种安全智能化的危化品仓库	一种集装罐气密性检测器	基于装卸定位处理的化工产品存放架	一种基于 Lora 无线技术的用于危险品仓库的可抛弃型传感器	一种便携式接近报警装置	危化品仓库巡检机器人
螺栓松动警示器	针对大型罐装化工产品转运用叉车	颗粒化工产品分装工艺中的成包产品堆叠装置		一种轻便式重型车辆转向节床	危化品储罐转移车

用于集装罐卸货的加长快速接头	基于物料实时分离处理的颗粒化工品下料装置	颗粒化工产品分装工艺中的外包装固定机构	一种手持式无侵入液位探测器	一种智能巡检无人机
集装罐的展示罐	罐装车辆运输过程中的防止侧翻装置	一种用于运输的新型储液装置	一种罐式集装箱清洗专用喷枪	可自动识别违规堆放物品的巡检机器人
集装罐的气体干燥器	用于立式化工储料罐的多层运输箱	一种新型全自动缠绕机	一种用于危险品仓库的叉车防碰撞报警装置	一种特殊化工产物运输装置
集装罐的灌桶器	用于化工成品的上悬式产品打包装置	一种甲类危险化学品存储货架	一种便装活动式龙门吊架	一种易燃危化品转运集装箱
便装活动式龙门吊架	针对化工液体的自动分装机构	防油桶泄漏的托架	厢式危化品运输车颠簸检测装置	一种危化品储存用无人智能巡检系统及方法
登车桥	一种用于运输的新型储液装置	一种物流箱锁紧装置	一种槽车 Iso tank 卸车密闭灌装废气闭环回收装置	一种货物搬运视频识别装置
轻便式重型车辆转向节压床	一种流利式危险化学品存储货架	RFID 感应托盘标签	危化品存储用保温仓库	一种快速应急远程监测系统
堆叠木托盘	一种全自动缠绕机	RFID 叉车感应器	便携式无线检测装置	一种智能装卸仓库站台
一种新型粉末集装罐	带有应急装置的化工液体运输车		手持式简易清洗装置	一种危化品堆垛环境温度监测装置
一种集装罐罐瓶器	一种散装水泥运输半挂车		危化品储罐运输辅助装置	一种基于环境感知的危化品车厢环境温度控制装置
			一种自动化液体危险废物收集罐	一种危化品堆垛机预警装置
			电子仓单的信息安全认证方法和系统	一种叉车充电用的格挡装置
				一种仓库安装用堆高车
				一种叉车电池防护壳体结构
				一种用于仓库灯具安装用的登高装置
				一种罐箱的侧向底阀结构
				一种便于搭建的隔离护栏
				一种危化品运输车后防撞警示装置
				一种便于安装的照

明组

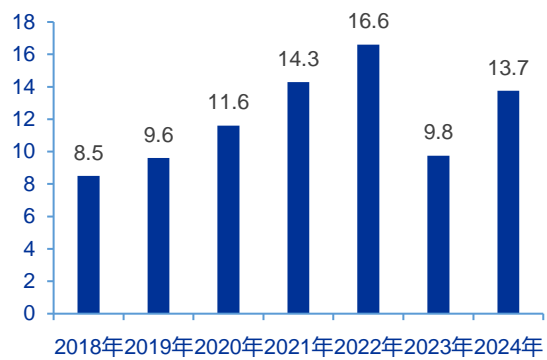
资料来源：密尔克卫可转债说明书，申万宏源研究

图 24：公司及其控股子公司持有经登记的著作权（项，截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，密尔克卫可转债说明书，申万宏源研究

图 25：人均利润（万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.7 线上分销平台+危化品车货匹配平台，赋能“长尾分销”与“运力资源利用率”

公司化学品分销业务采取线上+线下结合模式开展，线上平台“灵元素”基础生态已完成搭建，分销业务快速发展。“灵元素”作为化学品线上分销平台，平台注册会员数、客单价均在持续提升，上线品类也在不断增多；“运小虎”作为化学品车货匹配平台，主要为有公路运输需求的客户提供相关服务；“化亿达”是空运、海运、仓储服务平台，可以为客户提供在线订舱、追踪追溯等服务。

“灵元素”价值不同于一般商品在线分销平台，分销效率改善只是其平台价值之一，鉴于危险化学品的特殊性，该产业互联网在危化品流通链条可视化方面的价值十分突出，符合政策监管及行业发展趋势。危化品供应链可视化的改善，有助于生产商需求预测和生产排程优化；有助于客户端价格体系透明化和交付效率的优化；有助于监管部门针对危化品进行全流程追踪追溯和管理；有助于分销商降低分销成本且实时掌握供需变化情况。

图 26：“灵元素”主要优势

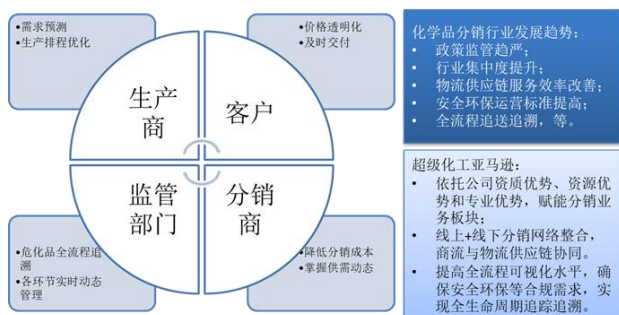


图 27：灵元素-化学品分销平台



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：零元素网站，申万宏源研究

图 28：运小虎-化学品车货匹配平台


资料来源：运小虎网站，申万宏源研究

图 29：化亿达-化学品货代及仓储服务平台


资料来源：化亿达网站，申万宏源研究

3. Brenntag：线下化学品分销领先企业，物流体系与分销体系协同发展

业务区域由本土扩张走向国际化，产品组合不断丰富，自建分支机构与并购并重。复盘海外化学品分销企业 Brenntag 的发展历程，公司自 1874 年设立以来，跟随欧洲二战后经济快速发展期，迅速实现在本土的扩张。同时，公司通过收并购不断完善自身的业务网络布局和物流仓储设施布局。

表 3：Brenntag 公司发展历程

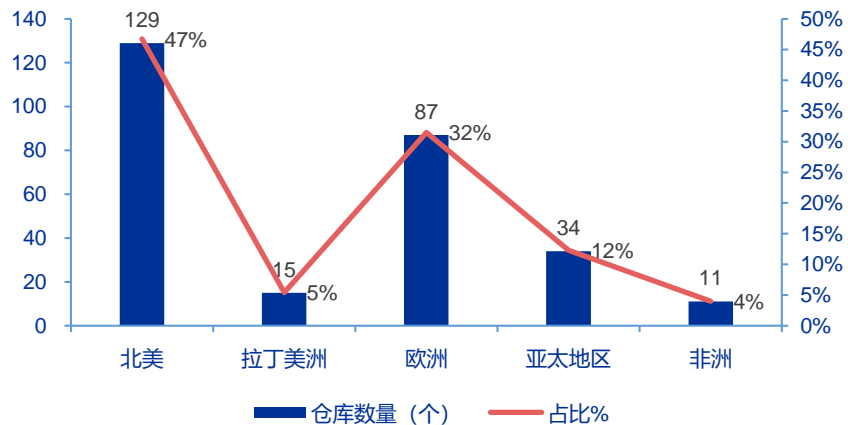
时间	重大事件
1874 年	Philipp Mühsam 在德国柏林创办了一家从事原材料运输和销售的小企业“Philipp Muehsam 公司”，为 Brenntag 的前身。
1912 年	进入了化学品分销市场
1938 年	更名为“Brenntag”，在石油和工业化学品分销的传统业务基础上新增石油矿物油副产品的分配业务。
1943 年	总部从德国柏林迁至德国西部米尔海姆镇
1948 年	依托“马歇尔计划”，Brenntag 在德国扩张。
1950 年	
-1959 年	美国业务取得进展，开发了新的产品线，包括用于化妆品工业的芳香类石化产品，合成材料和树脂以及化学溶剂等。
1964 年	西德最大的运输和配送公司 Hugo Stinnes AG 从 Bank fur Gemeinwirtschaft 手中收购了 Brenntag 公司，开始加大对重资产卡车车队、储存设施和储罐的投资。
1966 年	Brenntag 成为跨国公司，在比利时收购了 Balder。
1970 年	Brenntag 建立了其美国业务，并继续收购欧洲和北美化学品分销业务。
1990 年	在东欧和中欧市场进行了巨大的扩张。
2000 年	收购了当时全球第五大化学品分销商荷兰化学国际公司，在拉丁美洲占据了领先的市场地位
2004 年	Brenntag 在德国和巴西的设施开发方面取得了重大进展，在德国杜伊斯堡建立全自动高位仓库，在巴西圣保罗的对关键枢纽设施进行扩建
2008 年	Brenntag 进军东南亚市场。
2010 年	2010 年 3 月 29 日，在法兰克福交易所上市。
年	:收购中永（国际）化工有限公司， Brenntag 获得中国市场准入。

2012年	通过出售 Brachem Acquisitions S.C.A.的剩余股份，Brenntag 股票的自由流通量增加到 100%。
2014年	Brenntag 加入了联合国全球契约
2017年	Brenntag 总部移至 Essen
2018年	Brenntag 推出其全球食品和营养品牌，并加强其作为全球市场食品配料领先供应商的地位。
2020年	Christian Kohlpaintner 担任新任首席执行官
2021年	Brenntag 新运营模式成功上线，通过两个全球部门实施其新的运营模式：Brenntag Essentials 和 Brenntag Specialties。
2021年	Brenntag 在法律上从德国股份公司 (AG) 变更为一家欧洲公司 (Societas Europaea, SE)，作为最终的母公司，Brenntag SE 负责集团的战略规划。
2023年	Brenntag 深化"strategy to win"战略，完成 8 项并购项目，聚焦扩展特种化学品业务及区域市场
2024年	Brenntag 推出 DiDEX 数字运营平台，利用人工智能优化供应链管理和客户服务

资料来源：Brenntag 公司公告，申万宏源研究

公司物流设施资源与分销业务协同发展，仓储设施呈现全球分布格局。24 年公司在 EMEA 区域仓储设施数量占公司整体仓储设施的 32%；公司 24 年在亚太区仓储设施数量占公司整体仓储设施的 12%；公司 24 年在北美和拉丁美洲仓储设施数量占公司整体仓储设施的 52%。

图 30：2024-Brenntag 仓库数量细分-按区域

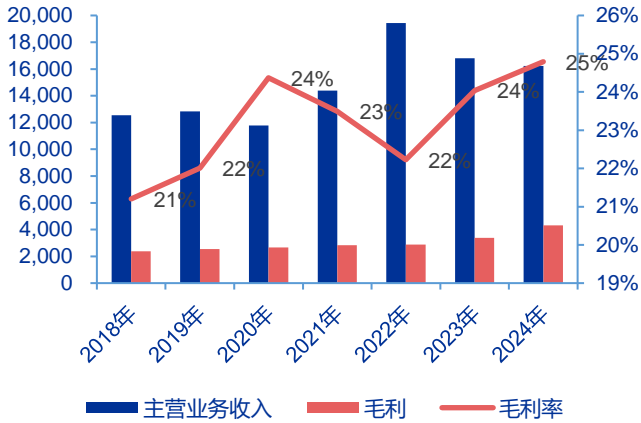


资料来源：公司公告,申万宏源研究。

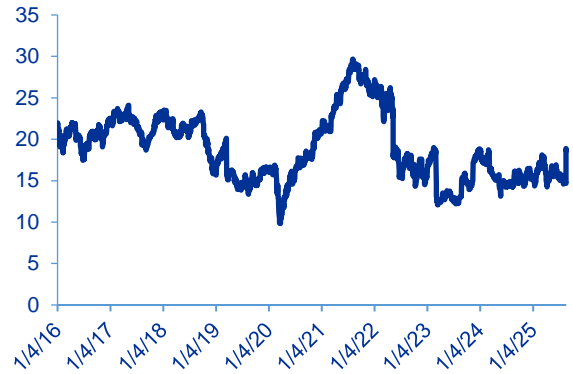
公司营收毛利稳健增长，毛利率维持在 20%以上。2024 年，Brenntag 公司营收规模达到 162.4 亿欧元，毛利率达到。2016 年至今，公司 PE 估值倍数中枢值大概在 18 倍左右。

图 31：2018-2024 年 Brenntag 公司营收和毛利率变化 (million EUR, %)

图 32：2016 年至今 Brenntag PE 估值倍数



资料来源：Brenntag 公司公告，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

不一样的分销 (MCD)：公司作为第三方危化品物流领先企业，产业生态布局完善，仓配网络优势显著，未来通过服务赋能预计收入及利润将稳定增长，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 18%/16%/15%，毛利率分别为 7.4%/7.5%/7.6%。

全球货代业务 (MGF)：货代业务稳步增长，24 年营收及毛利率修复，预计未来将保持稳健增长态势，同时随着业务量增长，公司货代业务毛利率有望持续改善，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 15%/15%/15%，毛利率分别为 11%/12%/13.5%。

全球移动业务 (MGM)：随着危化品业务量的增加，MGM 单吨物流成本有望降低，资产使用效率的提升、业务量和服务环节的增长有望驱动该业务毛利率持续增长，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 18%/17%/15%，毛利率分别为 13%/14%/15%。

区域仓配一体化业务 (MRW)：综合考虑仓库管理规模、租金水平、空置率等因素，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 6%/10%/7%，毛利率分别为 45%/50%/50%。

区域内贸交付 (MRT)：考虑汽车燃油价格有望趋稳且竞争格局逐渐优化，伴随业务量稳步增长，预计 25E-27E 营业收入增速分别为 3%/2%/2%，毛利率分别为 10.5%/11%/12.5%。

表 4：密尔克卫盈利预测 (百万元)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
不一样的分销 MCD							
营业收入	3126	4348	4321	5185	6118	7097	8162
YoY		39%	-1%	20%	18.00%	16.00%	15.00%
毛利	168	136	278	402	453	532	620
毛利率	5.37%	3.13%	6.43%	7.75%	7.40%	7.50%	7.60%
全球货代 MGF							
营业收入	3114	3782	2223	3473	3994	4593	5282
YoY		%	-%	%	.%	.%	.%

毛利	281	430	267	360	439	551	713
毛利率	9.02%	11.37%	12.01%	10.37%	11.00%	12.00%	13.50%
MGM 全球移动							
营业收入	568	970	654	781	922	1078	1240
YoY		71%	-33%	19%	18.00%	17.00%	15.00%
毛利	79	180	104	102	120	151	186
毛利率	13.91%	18.56%	15.90%	13.06%	13.00%	14.00%	15.00%
区域内贸交付 MRT							
营业收入	1258	1725	1848	1906	1963	2002	2042
YoY		37%	7%	3%	3.00%	2.00%	2.00%
毛利	115	166	154	167	206	220	255
毛利率	9.14%	9.62%	8.33%	8.76%	10.50%	11.00%	12.50%
区域仓配一体化业务 MRW							
营业收入	549	725	696	751	796	876	937
YoY		32%	-4%	8%	6.00%	10.00%	7.00%
毛利	237	337	333	333	358	438	468
毛利率	43.17%	46.48%	47.84%	44.34%	45.00%	50.00%	50.00%
其他业务							
营业收入	29	26	10	22	22	22	22
YoY		-10%	-62%	120%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	7	10	10	20	20	20	20
毛利率	24.14%	38.46%	100.00%	90.91%	90.00%	90.00%	90.00%
合计							
营业收入	8645	11576	9753	12118	13815	15669	17685
YoY		34%	-16%	24%	14%	13%	13%
毛利	887	1260	1148	1384	1596	1912	2263
毛利率	10.26%	10.88%	11.77%	11.42%	11.55%	12.20%	12.80%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值

我们预计公司 2025 年-2027 年净利润分别为 6.72 亿元、8.18 亿元、10.26 亿元，当前市值对应 PE 分别为 15X、13X、10X。

首次覆盖，给予“买入”评级。从行业角度，选取以下三家同类 A 股上市公司作为可比公司，包括宏川智慧、永泰运和保税科技，从以上三家公司所经营的品类来看，均涉及化学品，与密尔克卫类似；宏川智慧液态危化品业务与密尔克卫固态危化品业务可比；永泰运危化品物流和仓储业务与密尔克卫可比；保税科技从事危化品仓储、运输业务与密尔克卫可比，2025E-2027E 三家可比公司平均 PE 分别为 26X/21X/18X，高于密尔克卫 2025 年 PE 估值水平，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

公司代码	公司简称	收盘价		EPS (摊薄)			PE		
		2025/8/26	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002930.SZ	宏川智慧	12.34	0.35	0.40	0.54	0.67	31	23	19
.SZ	永泰运

600794.SH	保税科技	4.73	0.17	0.14	0.16	0.18	34	30	27
平均值							26	21	18
603713.SH	密尔克卫	65.51	3.57	4.25	5.17	6.49	15	13	10

注：可比公司宏川智慧、永泰运、保税科技预测 EPS 为 iFind 一致预期，密尔克卫预测 EPS 为申万预测。

资料来源：iFind，申万宏源研究

5. 风险提示

- **政策风险：**现阶段针对外部政策环节的核心假设之一是关于危化品物流行业的监管政策是逐步收紧，假如不及预期，则影响行业集中度提升的进展。
- **安全运营风险：**危化品物流行业较为特殊，如果公司日常经营期间发生安全事故，则对公司影响较大。
- **第三方危化品物流需求不及预期风险：**假如我国化工产业产能释放不及预期，第三方危化品物流市场规模不及预期，则对公司未来业绩增速有影响。

财务摘要

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,753	12,118	13,815	15,669	17,685
营业收入	9,753	12,118	13,815	15,669	17,685
营业总成本	9,207	11,357	12,955	14,572	16,304
营业成本	8,605	10,734	12,219	13,756	15,422
税金及附加	28	39	44	50	57
销售费用	124	132	150	170	192
管理费用	291	259	295	335	378
研发费用	48	61	69	79	89
财务费用	111	132	177	181	166
其他收益	13	9	9	9	9
投资收益	1	25	25	25	25
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	-8	0	0	0
信用减值损失	4	-26	0	0	0
资产减值损失	-3	-7	0	0	0
资产处置收益	2	1	1	1	1
营业利润	572	756	895	1,133	1,417
营业外收支	36	46	0	0	0
利润总额	608	801	895	1,133	1,417
所得税	126	147	158	214	261
净利润	481	654	738	919	1,156
少数股东损益	50	89	66	101	129
归母净利润	431	565	672	818	1,026

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	481	654	738	919	1,156
加：折旧摊销减值	183	255	313	417	519
财务费用	119	146	177	181	166
非经营损失	-22	-54	-26	-26	-26
营运资本变动	-258	-655	702	226	241
其它	197	162	0	0	0
经营活动现金流	704	482	1,903	1,716	2,054
资本开支	521	624	1,099	1,079	1,059
其它投资现金流	-599	66	15	15	15
投资活动现金流	-1,120	-558	-1,084	-1,064	-1,044
吸收投资	26	36	0	0	0
负债净变化	860	828	-343	-171	-171
支付股利、利息	168	290	177	181	166
其它融资现金流	-374	-338	-67	0	0
融资活动现金流	344	235	-586	-353	-337
净现金流	-74	167	233	300	674

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,761	8,052	7,971	8,446	9,312
现金及等价物	1,503	1,504	1,747	2,057	2,741
应收款项	3,234	5,629	5,218	5,294	5,380
存货净额	791	623	709	798	895
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	233	296	296	296	296
长期投资	34	36	36	36	36
固定资产	2,441	2,750	3,537	4,201	4,742
无形资产及其他资产	2,887	3,108	3,108	3,108	3,108
资产总计	11,124	13,945	14,651	15,790	17,198
流动负债	4,815	6,334	6,440	6,831	7,254
短期借款	2,653	2,667	2,395	2,395	2,395
应付款项	1,281	2,729	3,106	3,497	3,921
其它流动负债	882	938	938	938	938
非流动负债	1,943	2,844	2,772	2,601	2,430
负债合计	6,757	9,177	9,212	9,432	9,684
股本	164	161	158	158	158
其他权益工具	35	35	0	0	0
资本公积	1,656	1,478	1,481	1,481	1,481
其他综合收益	0	-1	-1	-1	-1
盈余公积	43	61	82	108	140
未分配利润	2,090	2,552	3,203	3,995	4,989
少数股东权益	345	450	516	618	747
股东权益	4,366	4,768	5,439	6,358	7,514
负债和股东权益合计	11,124	13,945	14,651	15,790	17,198

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	2.73	3.57	4.25	5.17	6.49
每股经营现金流	4.45	3.05	12.03	10.85	12.99
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	25.43	27.31	31.12	36.29	42.78
关键运营指标(%)					
ROIC	7.6	8.6	9.9	11.4	13.4
ROE	10.7	13.1	13.6	14.2	15.2
毛利率	11.8	11.4	11.6	12.2	12.8
EBITDA Margin	9.2	9.5	10.0	11.0	11.9
EBIT Margin	7.4	7.7	7.8	8.4	9.0
营业总收入同比增长	-15.7	24.3	14.0	13.4	12.9
归母净利润同比增长	-28.7	31.0	18.8	21.8	25.5
资产负债率	60.7	65.8	62.9	59.7	56.3
净资产周转率	2.43	2.81	2.81	2.73	2.61
总资产周转率	0.88	0.87	0.94	0.99	1.03
有效税率	20.8	18.9	18.1	19.3	18.8
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	24.0	18.3	15.4	12.7	10.1
P/B	2.6	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/Sale	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.0	14.1	11.6	9.2	7.6
股本	164	161	158	158	158

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。