

密尔克卫（603713）

证券研究报告
2025 年 09 月 10 日

周期成长，或迎戴维斯双击

价格在低位，未来或将回升

密尔克卫主业相关的价格，要么数值在历史低位，要么同比涨跌幅在历史低位，拖累盈利增长：如集运运价（全球货代业务）跌幅较大，化学品价格（化工品分销业务）、内贸化学品运价（全球移动业务-船运业务）、仓库租金（仓配一体化业务）较低。未来价格有望随着经济复苏、化工景气企稳修复、反内卷等因素周期回升，带动密尔克卫的利润加速增长。即使价格稳定，同比跌幅收窄，对利润增长的拖累也会减少。

积极挖潜，业务量持续增长

扩品类、拓区域、提份额，公司货代箱量、化学品销量、船运量、仓储量有望持续增长。货代业务收入增速高于运价涨幅，超额部分源于货量增长、市场份额上升。全球移动业务增长由投资驱动，公司计划通过新造船、租赁和购置存量船舶的方式，进一步扩大运力，船运量有望高增长。仓配业务的仓储面积和车辆增加，运距拉长，有望带动业务量高增长。分销业务顺应化工产业链出海趋势，公司有望通过增加新能源客户业务量、深挖化工客户的业务量、新增半导体和医药客户实现销量高增长。

盈利有弹性，估值有望上升

盈利加速增长、风险下降、风险偏好上升，都有望推升估值。2025H1 价格下行，密尔克卫的归母净利润仍然增长 13%，体现强劲的增长韧性。如果未来价格同比跌幅收窄、甚至转为上涨，密尔克卫的净利润有望加速增长，估值有望上升。价格上涨也能使业务风险下降，资产和信用减值损失减少，推动估值上升。随着市场风险偏好上升，投资者对贸易业务的风险溢价收窄，密尔克卫的估值也有望上升。

盈利预测与目标价

价格有望企稳回升，业务量有望持续增长，盈利或将逐步释放。我们预计 2025-27 年公司归母净利润分别为 6.6、8.1、9.3 亿元。可比公司 2026 年 Wind 一致预期平均 PE 为 17.9 倍，给予目标 PE 为 16 倍，对应目标价为 81.49 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，人力资源风险，目标价格高于市场一致预期的风险。

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	66.61 元
目标价格	81.49 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	158.13
流通 A 股股本(百万股)	158.13
A 股总市值(百万元)	10,532.85
流通 A 股市值(百万元)	10,532.85
每股净资产(元)	28.39
资产负债率(%)	64.88
一年内最高/最低(元)	70.87/41.28

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《密尔克卫-公司点评:进军危废处理市场，形成强势协同效应》 2020-11-24
- 2 《密尔克卫-季报点评:步履不停，逻辑继续》 2020-10-28
- 3 《密尔克卫-公司点评:定增落子，成长道路再获夯实》 2020-08-20

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,752.55	12,118.25	13,484.61	15,091.78	16,738.82
增长率(%)	(15.75)	24.26	11.28	11.92	10.91
EBITDA(百万元)	885.85	1,182.59	1,365.17	1,633.64	1,870.46
归属母公司净利润(百万元)	431.31	565.18	660.95	805.34	932.98
增长率(%)	(28.75)	31.04	16.94	21.85	15.85
EPS(元/股)	2.63	3.52	4.18	5.09	5.90
市盈率(P/E)	25.37	18.94	15.94	13.08	11.29
市净率(P/B)	2.75	2.50	2.18	1.92	1.69
市销率(P/S)	1.12	0.88	0.78	0.70	0.63
EV/EBITDA	12.62	9.72	10.03	8.99	7.63

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

内容目录

1. 专业智能供应链领先服务商	5
1.1. 货代起家，步步为营	5
1.2. 基础稳健，增长突出	8
1.3. 投资并购，驱动增长	10
2. 价格在低位，未来或将回升	12
2.1. 货代业务：运价同比在低位	12
2.2. 全球移动业务：运价在低谷	13
2.3. 仓配业务：租金在低位	14
2.4. 化工品分销：价格在低谷	15
3. 积极挖潜，业务量持续增长	16
3.1. 货代业务：份额持续提升	16
3.2. 全球移动业务：投资驱动增长	18
3.3. 仓配业务：稀缺赛道，并购增长	19
3.4. 化工品分销：销量高增长	22
4. 盈利预测与目标价	24
4.1. 盈利有望增长	24
4.2. 估值有望上升	25
5. 风险分析	26

图表目录

图 1：密尔克卫成长历程：货代起家，步步为营	5
图 2：密尔克卫的股权结构（截至 2025 年 9 月 10 日）	6
图 3：密尔克卫股权激励方案（草案）（202504）	7
图 4：密尔克卫业务结构	8
图 5：2015-2024 年密尔克卫主业收入变化	8
图 6：2015-2024 年密尔克卫主业毛利润变化	8
图 7：密尔克卫主业收入占比（2024 年）	9
图 8：密尔克卫主业毛利润占比（2024 年）	9
图 9：密尔克卫主业净利润占比（2024 年）	9
图 10：密尔克卫分销分部的 ROE 较高（2024 年）	9
图 11：密尔克卫非上海地区收入占比呈提升趋势	9
图 12：密尔克卫前五大客户收入占比趋势下降	9
图 13：2015-2024 年密尔克卫营业收入快速增长	11
图 14：2015-2024 年密尔克卫归母净利润快速增长	11
图 15：密尔克卫盈利能力在同行业处于领先水平	11
图 16：2016-2025H1 公司货代业务收入和利润随运价波动	12
图 17：集运运价（CCFI）处于近五年偏低位置	12
图 18：集运运价（CCFI）同比增速处于近十年偏低位置	12

图 19: 2022-2025H1 公司全球移动业务收入和利润增速波动	13
图 20: 2022-2025H1 公司全球移动业务毛利率呈现下降趋势	13
图 21: 2025 年中旬, 沿海化学品船运价处于历史低谷	13
图 22: 盛航股份和兴通股份内贸化学品船运输毛利率处于历史低谷	13
图 23: 2025 年中旬, 标准罐箱箱价处于近五年来较低水平	14
图 24: 2025 年中旬, 标准罐箱租金处于近五年来较低水平	14
图 25: 2025H1 密尔克卫仓储业务毛利率处于历史低谷	14
图 26: 中国化工行业景气度在历史偏低位置	14
图 27: 密尔克卫分销业务收入增速与化工品价格高度正相关	15
图 28: 中国化工品价格处于历史偏低水平	15
图 29: 中国化工产品价格同比增速位于历史偏低位置	15
图 30: 2023 年以来, 密尔克卫的分销业务毛利率上升	15
图 31: 密尔克卫减值占营业收入比例较低且趋于回升	16
图 32: 密尔克卫减值占利润总额比例较低且趋于回升	16
图 33: 密尔克卫全球货代业务服务模式	16
图 34: 货代业务收入增速高于行业运量和运价增速	17
图 35: 2019-22 年货代业务海运货物量持续增长	17
图 36: 2019-22 年货代业务铁路货物量持续增长	17
图 37: 2019-22 年货代业务空运货物量持续增长	17
图 38: 2022-32 年预计全球危险货物物流市场规模持续增长	17
图 39: 2022-32 年预计北美危险品物流市场规模持续增长	17
图 40: 密尔克卫运营 5000 个罐式集装箱	18
图 41: 密尔克卫拥有 4 条液散船	18
图 42: 2019-22 年密尔克卫内外贸罐箱货物量出现分化	18
图 43: 航运罐箱业务毛利率高于工程物流干散业务	18
图 44: 2019-24 年密尔克卫收入年化增速远高于化工行业	19
图 45: 2019-25H1 密尔克卫罐箱设备账面原值持续增长	19
图 46: 密尔克卫仓配业务或进入低增长阶段	19
图 47: 分销中心 (DC) 业务运营模式	20
图 48: 外贸仓储 (CFS) 业务运营模式	20
图 49: 密尔克卫九大仓库类型	20
图 50: 密尔克卫自建及管理化学品仓库面积趋于增长	20
图 51: 2019-24 年密尔克卫区域仓配一体化收入和毛利趋于增长	20
图 52: 密尔克卫仓储业务收入年化增速高于同行	21
图 53: 密尔克卫仓储业务毛利润年化增速高于同行	21
图 54: 密尔克卫拥有危化化学品车辆超过 1500 辆	21
图 55: 2019-21 年公司配送业务货物服务量趋于增长	21
图 56: 2019-22 年公司集运业务货物服务量趋于增长	21
图 57: 密尔克卫打造大中华六大战区建设	22
图 58: 密尔克卫国际化网络日益完善	22
图 59: 密尔克卫化学品分销和供应链增值服务	22

图 60：中国化工品销售额市占率趋于提升	22
图 61：中国化工品净出口额趋于提升	22
图 62：密尔克卫的分销业务收入增速远高于化工行业	23
图 63：密尔克卫与国内外众多著名化工企业建立了长期合作关系	23
图 64：2022-24 年密尔克卫化工品分销净利润高速增长	23
图 65：密尔克卫化工品分销 ROE 持续提高，同时杠杆率下降	23
图 66：密尔克卫分销业务毛利率仍有较大提升空间	23
图 67：密尔克卫的估值处于历史偏低位置	26
表 1：密尔克卫管理团队背景（截至 2024 年，不含独立董事）	6
表 2：密尔克卫主要收并购事件	10
表 3：密尔克卫的核心财务指标预测	25
表 4：密尔克卫的可比公司 2025 年 Wind 一致预期和估值	25

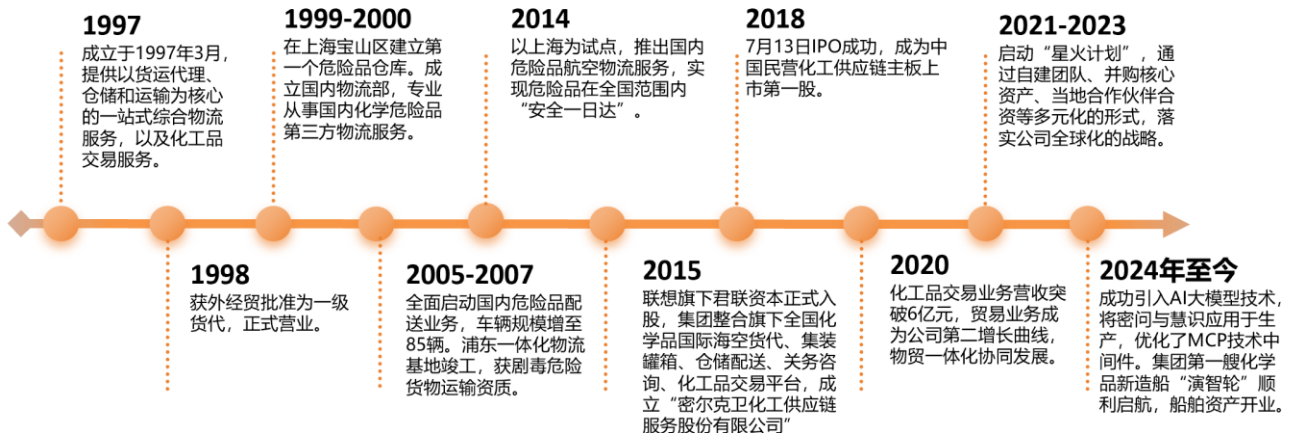
1. 专业智能供应链领先服务商

密尔克卫是国内领先的专业智能供应链综合服务商，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。2015-24 年密尔克卫营业收入、毛利润、归母净利润快速增长，CAGR 达 39%、28%、31%。公司持续拓展全球化布局，投资并购驱动公司业绩持续增长。同时，公司将继续增加新能源客户业务量、深挖化工客户的业务量、新增半导体和医药客户，“扩品类、拓区域、提份额”不断释放公司 α 。并购在低位：过去并购进入消化尾声，当前并购价格低、数量少，未来有望增加。

1.1. 货代起家，步步为营

密尔克卫是国内领先的专业智能供应链综合服务商，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。货代起家，物贸一体化加速发展。密尔克卫 1997 年 3 月成立，早期主要承办进出口货物的国际运输代理业务。1998 年，公司获得外经贸批准的一级货代资质，并于 1999 年进军危险品仓储领域。2018 年，公司登陆 A 股上市，成为中国民营化工供应链主板上市第一股。2020 年，公司推广物贸一体化的化工品交易业务，积极拓展新区域，开发新客户，贸易业务成为公司第二增长曲线（2020 年化工品交易业务营收突破 6 亿元）。2021 年公司启动“星火计划”，通过自建团队、并购核心资产、当地合作伙伴合资等多元化的形式，落实公司全球化的战略。2024 年至今，公司成功引入 AI 大模型技术，将密问与慧识应用于生产，优化了 MCP 基数中间件；同时，积极开拓下游行业市场，将服务领域拓宽至新能源、新材料、智能制造、芯片半导体、日化、医药、固废领域。

图 1：密尔克卫成长历程：货代起家，步步为营

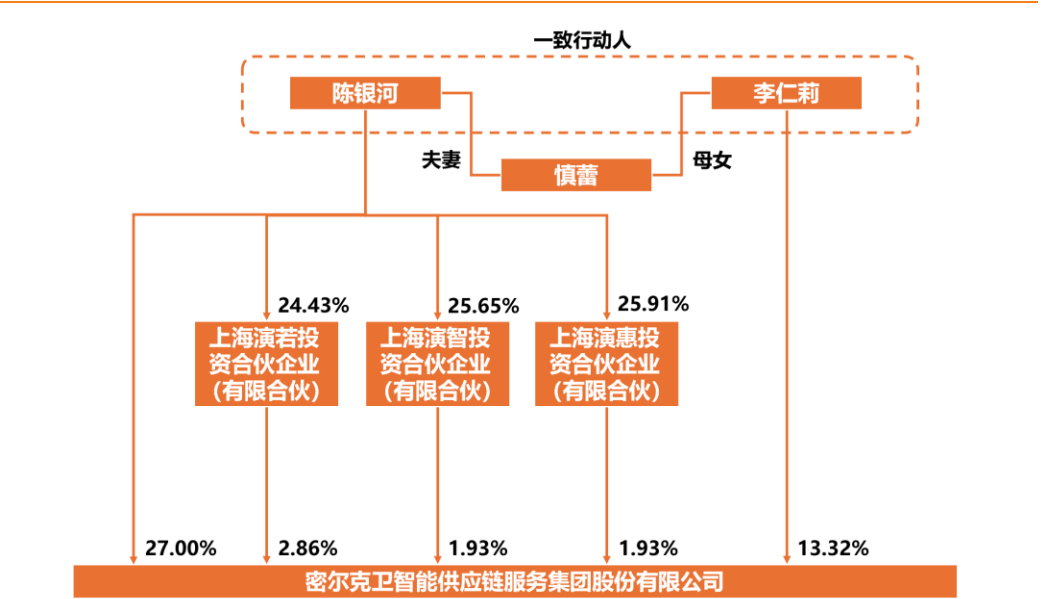


资料来源：Wind，公司公告，公司官网，上证路演，天风证券研究所

家族控股比例高，股权结构稳定。公司法定代表人陈银河先生是公司第一大股东，截至2025 年 9 月初，陈银河先生直接持股 27.00%，并作为上海演智投资合伙企业（有限合伙）、上海演惠投资合伙企业（有限合伙）和上海演若投资合伙企业（有限合伙）的实控人，合计控制公司 33.72%的股份。陈银河与慎蕾为夫妻关系，股东李仁莉与慎蕾为母女关系，陈银河和李仁莉为实控人，合计控制公司 47%的股份。

员工持股平台深度绑定，激励机制良好。公司设有演若投资、演智投资、演惠投资三大员工持股平台，由第一大股东陈银河先生实际控制。员工持股平台深度绑定公司核心成员，覆盖了公司多位经理级别以上的管理层人员以及技术骨干，为公司管理层面提供了良好的激励和约束机制。

图 2：密尔克卫的股权结构（截至 2025 年 9 月 10 日）



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

管理层多来自化工、物流等相关行业，经验丰富、专业能力突出。密尔克卫核心管理层进入公司前多已在化工、物流相关行业深耕良久，如在陶氏化学等龙头企业担任要职。作为民营专业化化工供应链服务商，公司通过专业化的管理团队，用高效规范的服务形成企业核心竞争力。公司将推动以人均价值及创新为核心的业务迭代，实现盈利水平不断提高。

表 1：密尔克卫管理团队背景（截至 2024 年，不含独立董事）

姓名	主要工作经历
陈银河	1974 年 8 月出生，本科学历，自 1997 年创办上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司至今，曾任公司执行董事、董事长、总裁，现任公司董事长、总经理。
潘锐	1976 年 9 月出生，硕士学历，MBA，2009 年至 2018 年在陶氏化学公司任职，历任亚太区战略市场经理、大中华区政府市场总监、亚太区道康宁业务整合总监、亚太区战略发展总监；2018 年 3 月加入密尔克卫，历任公司副总经理，现任公司副董事长、MCD 板块负责人。
江震	1975 年 12 月出生，大专学历。1996 年 10 月至 2003 年 3 月在华润上海有限公司任合约部主管；2003 年 4 月至 2006 年 7 月在上海申景报关有限公司任空运出口部主管；2006 年 7 月加入密尔克卫，历任报关报检部经理、空运事业部总经理、监事会主席，现任公司监事会主席、关务事业部总经理。
周莹	1982 年 1 月出生，硕士学历。2000 年 7 月至 2006 年 6 月在上海亚太国际集装箱储运有限公司任操作主管；2006 年 7 月加入密尔克卫，历任市场项目部项目经理、海运出口部经理、海运事业部副总经理、人事行政部总经理、信息智能化部总经理，现任公司监事、海运事业部总经理。
石旭	1982 年 3 月出生，本科学历，2004 年 7 月至 2006 年 3 月在北京近铁运通运输有限公司上海分公司任空运进口组长；2006 年加入密尔克卫，先后担任空运进口部经理助理、空运进口部主管、客服部副经理、仓储一部经理、配送部经理、运输事业部常务副总经理、仓储事业部总经理、安全事业部总经理、堆场事业部总经理、仓储分装事业部总经理、公司董事会秘书，现任公司监事、总裁助理。
缪蕾敏	1978 年 3 月出生，硕士学历，EMBA，注册会计师、特许管理会计师，2000 年 7 月至 2002 年 12 月在德勤华永会计师事务所有限公司任审计部高级审计师；2003 年 1 月至 2005 年 5 月在上海惠普有限公司任财务部高级财务分析师；2005 年 6 月至 2009 年 5 月在通用电气医疗系统贸易发展（上海）有限公司任医疗软件部亚太区财务及运营经理；2009 年 6 月至 2017 年 9 月在都福企业管理（上

海)有限公司任亚太区总部财务总监。2017年9月加入密尔克卫,曾任公司投资总监、财务总监、董事会秘书,现任公司副总经理、董事会秘书。

王涛 1976年1月出生,硕士学历,MBA,1997年至2004年在海丰国际控股有限公司任职,历任市场部副经理、上海公司总经理;2004年至2006年在上海思多而特鼎铭集装箱运输有限公司担任总经理;2006年至2017年在思多而特运输(上海)有限公司担任集装箱事业部中国区总经理;2017年加入密尔克卫,曾任物流板块负责人,现任公司副总经理。

华毅 1976年5月出生,硕士学历,MBA。1996年至2021年2月在上海亚东国际货运有限公司担任董事兼副总经理。2021年3月加入密尔克卫,现任公司副总经理。

杨波 1975年3月出生,本科学历,注册会计师。1997年7月至2005年9月在毕马威上海会计师事务所任审计经理;2005年10月至2015年2月在道康宁中国投资有限公司(现已更名为“陶氏(上海)投资有限公司”)任财务总监、道康宁中国区财务项目负责人;2018年10月加入密尔克卫,曾任财务管理部总经理,现任公司财务总监。

资料来源:公司公告,天风证券研究所

股权激励政策构筑利益共同体,锁定未来三年增速。考核年度为2024-2027年,以2023年净利润为基数,要求各年度的净利润增长率分别不低于30%、56%、87%、125%,即:2024-2027年业绩考核净利润年复合增长率不低于20%。

图3:密尔克卫股权激励方案(草案)(202504)

激励对象	行权期	基期	业绩考核目标
第一类激励对象	第一个行权期	2023年	2024年净利润增长率不低于30%
	第二个行权期	2023年	2025年净利润增长率不低于56%
	第三个行权期	2023年	2026年净利润增长率不低于87%
	第四个行权期	2023年	2027年净利润增长率不低于125%
第二类激励对象	第一个行权期	2023年	2025年净利润增长率不低于56%
	第二个行权期	2023年	2026年净利润增长率不低于87%
第三类激励对象	第一个行权期	2023年	2024年净利润增长率不低于30%
	第二个行权期	2023年	2025年净利润增长率不低于56%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

最高愿景:全球化工新能源供应链行业沉默的远山。

使命:社会更安全,供应链更高效。

核心价值观:以客户为中心,以奋斗者为本,以价值创造为导向。

方法论:

- 基因先进、文化先进、管理先进、落实先进、进化先进;
- 统一思想(基于核心价值观),建设团队,制定策略(第一性及击穿方向),完善体系,优化工具,自驱纠偏;
- Stop doing list: 不做安全不保证的扩张,不做风险不可控的业务;不做主航道以外,投资回报率不达标投资及并购。

1.2. 基础稳健，增长突出

密尔克卫主要为客户提供供应链服务，服务内容包括以货运代理、仓储及运输业务为核心的一站式综合物流服务，及基于综合物流服务延伸打造的化工品交易平台业务。主要业务板块分为两大类，分别为一站式综合物流服务和化工品交易服务。

一站式综合物流服务提供从客户端到用户端的物流全环节专业服务，包括全球货代业务（MGF）、全球移动业务（MGM）和仓配一体化业务（MWT）。化工品分销品种包括黄磷类基础化工品、风电等功能化工品、特种化工品、树脂化工品和快消品等。公司业务布局覆盖大中华六大战区（上海、南部、北部、西部、山东、长江），并在美国、新加坡、马来西亚、越南、缅甸、泰国等地设有子公司。与国内外众多著名化工、新能源、芯片半导体企业形成长期合作关系，包括巴斯夫集团、陶氏集团、万华化学、埃克森美孚、中海壳牌、阿特斯阳光电力集团、远景能源、中芯国际等。

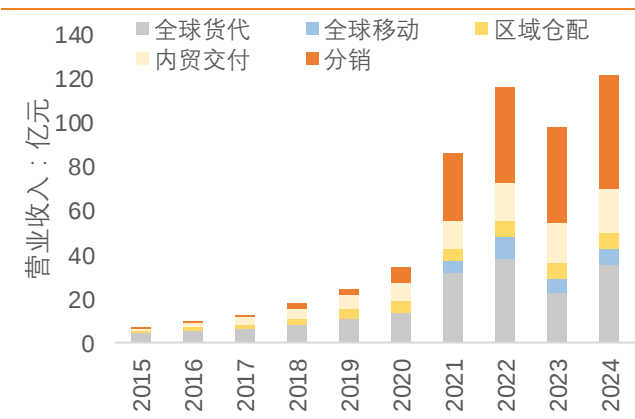
图 4：密尔克卫业务结构

业务板块	业务内容
一站式综合物流服务	全球货代业务（MGF）
	提供中国口岸往返全球各航线的化工危险品国际海空运、铁路进出口货运代理服务。一级货运代理人、NVOCC/CASS/FMS 资质，与船公司、航空公司、中铁等保持紧密合作，保障运价和舱位稳定。
	全球移动业务（MGM）
化工品交易服务	仓配一体化业务（MWT）
	提供各类罐式集装箱的内外贸运输及堆场服务。提供船舶资产管理、船管船供及液散航运服务。
化工品交易服务	不一样的分销业务（MCD）
	提供各类化学品全国公路运输及各口岸进出港服务，打造同城配、城际快运及干线快运的三级网络运输能力，提供全国范围内的化学品合同物流、逆向物流、小件快运等服务。
化工品交易服务	不一样的分销业务（MCD）
	引领全球化工企业数字化转型，打造全场景物贸一体化服务体系。公司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。

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

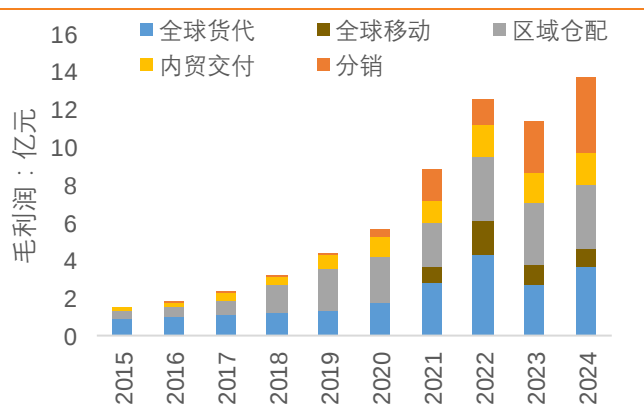
一站式综合物流服务为基础，化工品分销为增长点。2020-24 年，化工品分销收入年化增速约为 66%，毛利润年化增速约为 69%，显然已经成为公司发展的第二增长曲线。一站式综合物流服务整体呈现稳中有升的趋势，基础盘较为夯实。

图 5：2015-2024 年密尔克卫主业收入变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

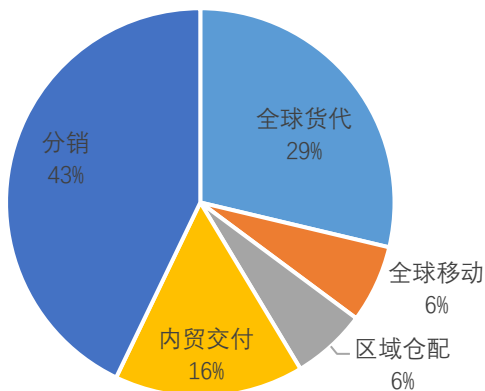
图 6：2015-2024 年密尔克卫主业毛利润变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

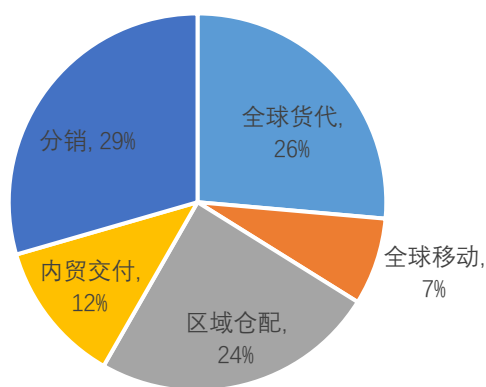
业务结构：综合物流为主，化学品交易体量快速攀升。2024 年，化工品分销收入占比达 43%，化工品分销毛利润占比 29%，收入、毛利润占比均位于细分板块第一。但从大的业务结构来看，收入和毛利主要来源于物流业务。

图 7：密尔克卫主业收入占比（2024 年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

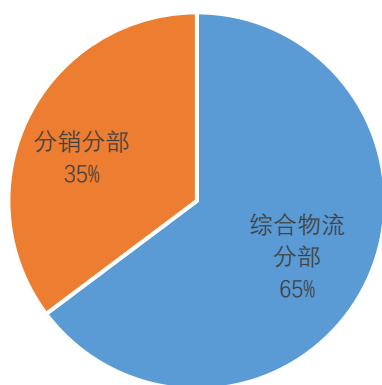
图 8：密尔克卫主业毛利润占比（2024 年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

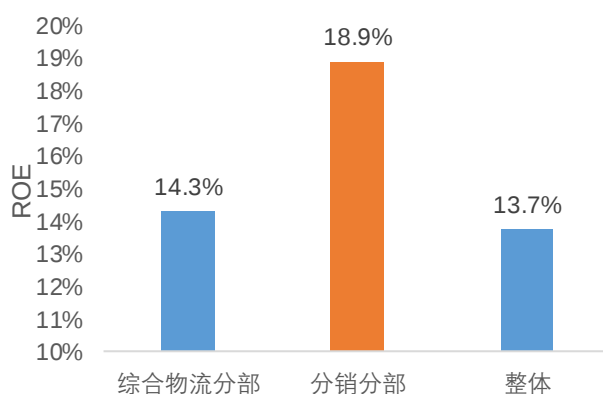
净利润主要来源于综合物流服务，化工品分销分部盈利能力较强。2024 年，综合物流分部净利润占比大概 65%，仍然是利润基础盘；分销分部的 ROE 达 18.9%，显著高于综合物流分部（14.3%）和公司整体（13.7%）。

图 9：密尔克卫主业净利润占比（2024 年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：密尔克卫分销分部的 ROE 较高（2024 年）

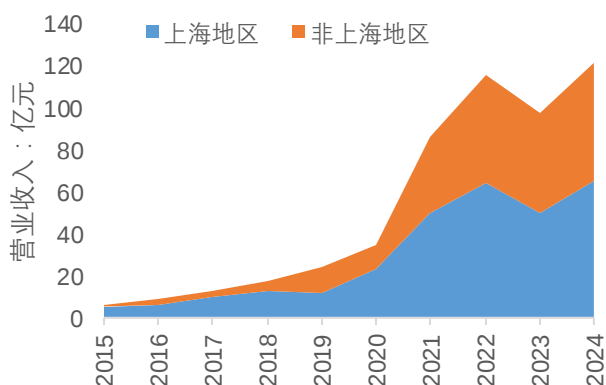


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：存在分部间抵销的影响

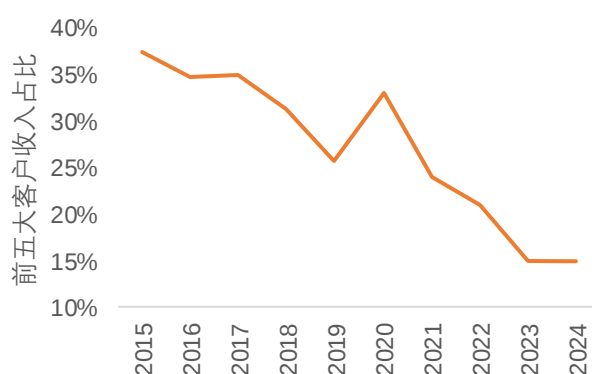
从收入地区分布来看，凭借公司积极拓宽业务服务半径，业务从华东地区逐渐向全国乃至全球延伸，非上海地区收入占比呈提升趋势。同时伴随公司化工品分销业务规模的扩大，对接中小客户比例逐渐增多。公司前五大客户占年度销售总额比例呈现趋势下降，由 2015 年的 37.3% 下降到 2024 年的 14.88%，单一客户风险下降，收入结构更加均衡。

图 11：密尔克卫非上海地区收入占比呈提升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：密尔克卫前五大客户收入占比趋势下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 投资并购，驱动增长

“投资+资源”双轮驱动，并购整合补充集团资源短板，驱动公司加速发展。2019 年以来，密尔克卫收购标的较多，标的方主要集中在航空货运与物流、基础化工、公路运输等行业，通过投资并购，驱动增长。2024 年，集团开启新一轮“MW+”合资模式，在控制好负债率的同时，积极通过并购整合补充集团资源短板，抢占核心资源，提升运营效率，提高交付质量，继续扩充管理半径及化学品业务频道。

表 2：密尔克卫主要收购并购事件

时间	并购事件	标的方所属行业	交易总价值
2019/4/17	密尔克卫收购东旭物流 100%股权	航空货运与物流	1.39 亿元
2019/4/18	密尔克卫收购振义发展 100%股权	航空货运与物流	1.45 亿元
2019/11/7	密尔克卫收购天津港中化 60%股权	航空货运与物流	0.90 亿元
2020/12/30	新奥股份出售张家港新能 100%股权	基础化工	1.51 亿元
2021/2/3	密尔克卫收购宝华物流 82%股权	公路运输	1.39 亿元
2021/4/15	密尔克卫收购马龙国华 95.6522%股权	消费品经销商	1.18 亿元
2021/4/21	密尔克卫收购上港化工物流 100%股权	航空货运与物流	0.84 亿元
2021/9/3	密尔克卫收购瑞鑫化工 65%股权	基础化工	0.50 亿元
2021/10/28	上海物贸挂牌转让零星危化 100%股权	基础化工	1.08 亿元
2021/12/10	密尔克卫收购交运股份子公司交运日红旗下的化运公司 100%股权及相关债权	航空货运与物流	1.96 亿元
2022/10/20	密尔克卫收购南京久帝 70%股权	基础化工	2.50 亿元
2023/2/9	密尔克卫通过大宗交易方式增持开瑞物流，股权比例至 10.03%	航空货运与物流	--
2023/2/14	密尔克卫通过大宗交易方式增持开瑞物流，股权比例至 15.06%	航空货运与物流	--
2023/4/13	密尔克卫全资子公司收购 SDL100%股权	基础化工	1.16 亿元
2023/6/30	密尔克卫收购广州宝会 60%股权	贸易公司与工业品经销商	1.08 亿元
2023/11/2	密尔克卫子公司要约收购 LHNLOG100%股权	航空货运与物流	2.00 亿元
2024/4/12	密尔克卫收购开瑞物流 99.45%股权	航空货运与物流	0.72 亿元
2024/4/12	密尔克卫收购德鑫海昌 51%股权	贸易公司与工业品经销商	1.84 亿元
2025/4/15	密尔克卫子公司收购四艘 62000 载重吨件杂货新造船	--	--
2025/4/15	密尔克卫收购捷晟智谷颜料 51%股权	贸易公司与工业品经销商	0.75 亿元
2025/6/5	密尔克卫收购天津物泽 30%股权	航空货运与物流	1.42 亿元

资料来源：Wind，天风证券研究所

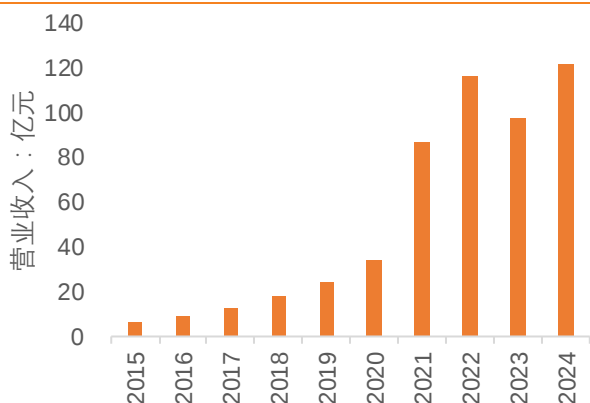
注：时间区间：2019 年-2025 年 8 月底

并购在低位：过去并购进入消化尾声（或可通过剥离拖累的、商誉过高的发 Reits 等方式实现）。我们认为，当前并购价格低、数量少，未来有望增加。通过比较 PE/PB，可以发现标的资产的收购“价格”（相对估值）趋于下降，有利于公司在合理价格收购优质资产。

政策鼓励并购，产业整合加速。一方面，2024 年 9 月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，鼓励上市公司加强产业整合，助力传统行业通过重组合理提升产业集中度。另一方面，下游化工生产行业重组拆分不断，对物流服务方的要求也在不断提升，化工物流同业公司亦通过收购兼并及寻求战略合作方式强强联合，增强物流服务能力，补足业务短板，化工物流市场进入焦灼发展阶段。而我国第三方化工物流市场整体高度分散，缺少具备全球网络、一体化供应链服务能力的优质服务商，相比于全球三方物流市场仍有较大提升空间，随着监管趋严及一体化物流服务要求的提升，第三方化工物流行业集中度整合进程预计将加快。

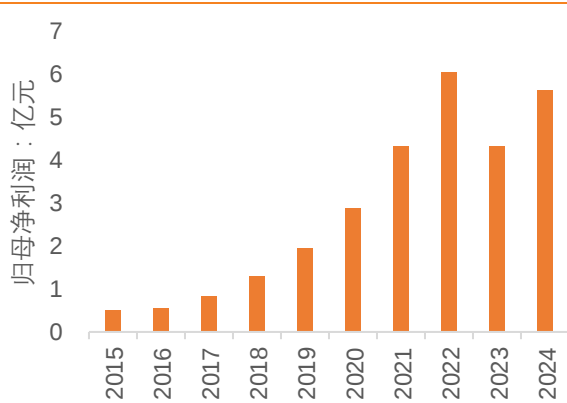
收入高增长、费用率下降,利润持续释放。2015-24 年密尔克卫营业收入 CAGR 达 39%, 毛利润 CAGR 达 28%, 归母净利润 CAGR 达 31%。销售期间费用率从 2015 年 13% 下降至 2024 年 5%, 降费成效显著。

图 13: 2015-2024 年密尔克卫营业收入快速增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

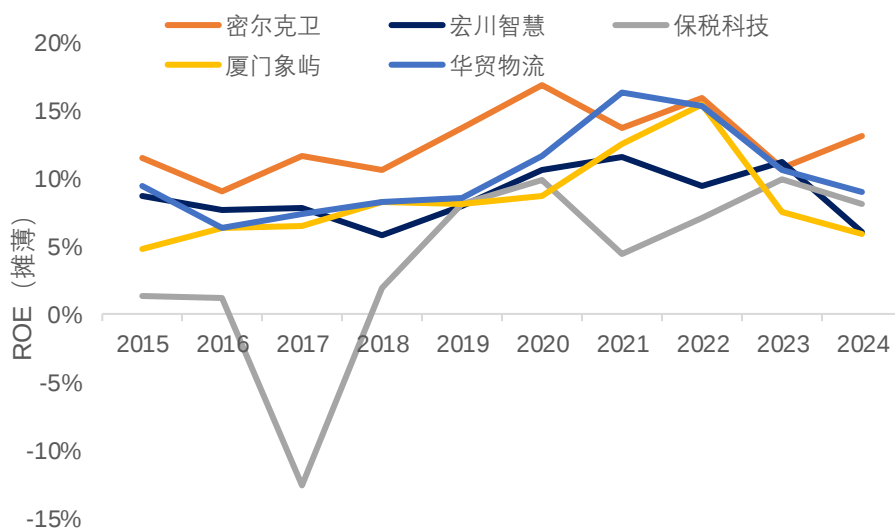
图 14: 2015-2024 年密尔克卫归母净利润快速增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

相较于同行业, 密尔克卫具有较高的 ROE。营业收入的高增长+期间费用率的下降+投资并购优质资产, 使得公司具备较强的盈利能力。

图 15: 密尔克卫盈利能力在同行业处于领先水平



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 价格在低位，未来或将回升

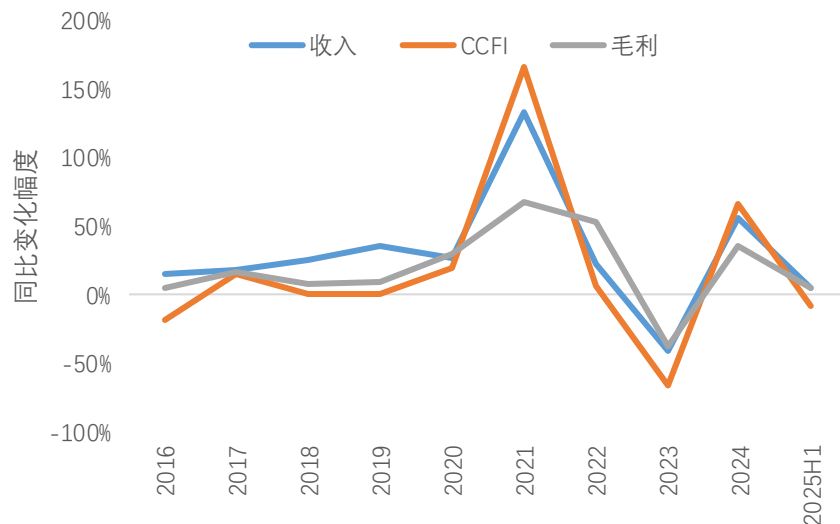
密尔克卫主业相关的价格，要么数值在历史低位，要么同比涨跌幅在历史低位，拖累盈利增长：如集运运价（全球货代业务）跌幅较大，化学品价格（化工品分销业务）、内贸化学品运价（全球移动业务-船运业务）、仓库租金（仓配一体化业务）较低。未来价格有望随着经济复苏、化工景气企稳修复、反内卷等因素周期回升，带动密尔克卫的利润加速增长。即使价格稳定，同比跌幅收窄，对利润增长的拖累也会减少。

2.1. 货代业务：运价同比在低位

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。公司货代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、分拨以及办理报运报检、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。

运价周期波动，同比处于低位。货代业务赚取代理费佣金以及前后段衍生的仓储、运输服务，利润增长主要依靠运价上涨、业务量增长和服务环节的增加。2015-2025 年中期，货代业务收入和毛利润随集运运价大幅波动。

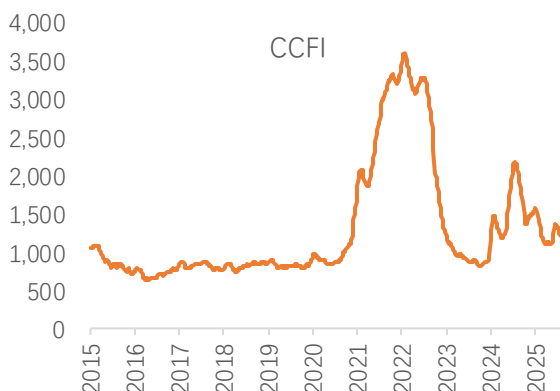
图 16：2016-2025H1 公司货代业务收入和利润随运价波动



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

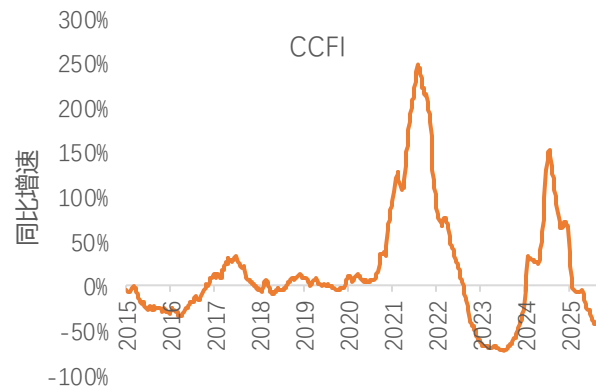
集运运价（CCFI）绝对值与同比增速均位于历史偏低位置，或有跌幅收窄、周期回升的潜力。当前，集运运价处于历史较低分位数，短期内运价仍有下滑压力、但同比跌幅或有收窄，对利润拖累影响会减少，未来随着经济复苏有望回升，会带动公司全球货代业务收入和利润加速上行。

图 17：集运运价（CCFI）处于近五年偏低位置



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：集运运价（CCFI）同比增速处于近十年偏低位置



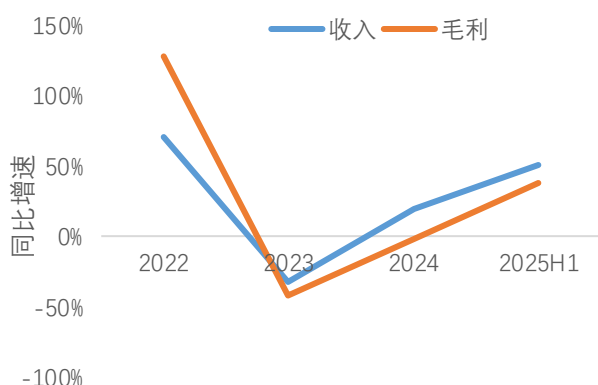
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 全球移动业务：运价在低谷

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；自建罐箱堆场网络提供专业的24小时集装罐技术服务；提供LNG罐箱以及特种化学品船的运输及配套物流方案。同时整合多种运输方式，服务于石油天然气、石化、可再生能源、核电、基建、工程建厂、采矿冶金等领域，为客户提供从工厂到工地的定制化综合物流解决方案。

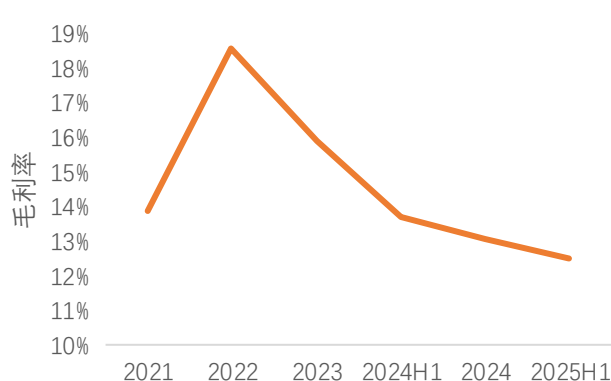
全球移动业务收入来自收取各类罐箱及散货船的租金、江海在途运输及衍生的堆存、维修维护和道路运输服务费用，利润增长依靠资产使用效率提升、业务量驱动和服务环节的增强。2022-2025H1 公司全球移动业务收入和利润增速波动。

图 19：2022-2025H1 公司全球移动业务收入和利润增速波动



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

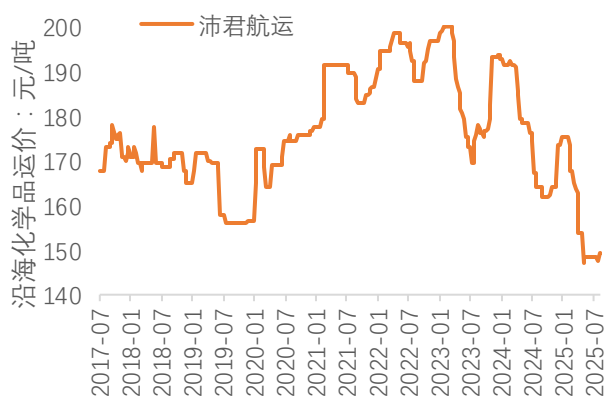
图 20：2022-2025H1 公司全球移动业务毛利率呈现下降趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

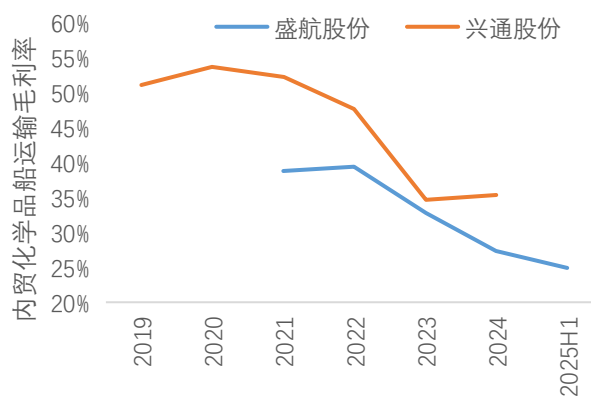
沿海化学品船舶运价处于历史低谷，等待跌幅收窄或回升。2022-23 年运价整体在历史高位水平，推动公司业务毛利率维持高位，但随着运价趋势走弱，全球移动业务毛利率持续走低，盛航股份和兴通股份的内贸化学品船运输毛利率也趋势下行。山东地炼厂开工率自 2020 年见顶后，已趋势下降 5 年有余。我们认为，未来随着下游石油天然气、石化、可再生能源、核电等领域需求或走高，有望推动化学品船运价跌幅收窄或回升，对密尔克卫的盈利增长拖累减少甚至推动利润加速上行。

图 21：2025 年中旬，沿海化学品船运价处于历史低谷



资料来源：沛易航讯，天风证券研究所

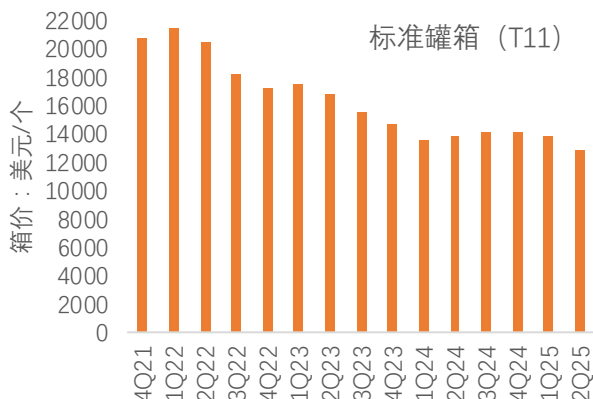
图 22：盛航股份和兴通股份内贸化学品船运输毛利率处于历史低谷



资料来源：Wind，天风证券研究所

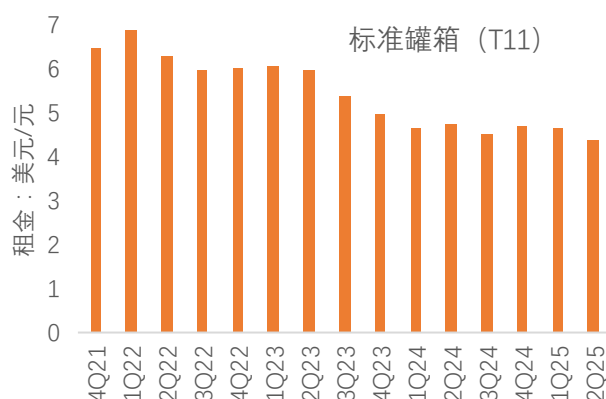
罐箱箱价和租金均处于近五年较低水平，等待跌幅收窄或回升。如果未来随着经济复苏，下游需求逐步恢复，一旦罐箱箱价和租金有望跌幅收窄或回升，那么对密尔克卫的盈利增长拖累将会减少甚至推动利润加速上行。

图 23：2025 年中旬，标准罐箱箱价处于近五年来较低水平



资料来源：Drewry，天风证券研究所

图 24：2025 年中旬，标准罐箱租金处于近五年来较低水平



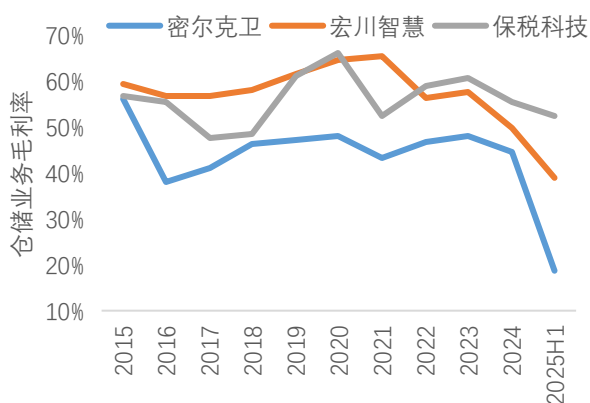
资料来源：Drewry，天风证券研究所

2.3. 仓配业务：租金在低位

仓配一体化业务 (MWT)，分为区域仓配一体化 (MRW) 和区域内贸交付业务 (MRT)。全国自建及管理逾 60 万平方米专业化学品仓库，为客户提供各类化工品存储保管、库存管理和操作，同时公司以自购运力和采购外部运力的方式组建境内各类型化工品运输交付能力，并基于公司在自营的危化基地，形成覆盖主要化学品生产及消费区域的安全、合规、高效的流通交付网络。进而提供各类化学品集装箱全国公路运输及各口岸进出港服务、中国各口岸之间的国内水路、铁路、空运的多式联运货代服务，打造同城配、城际快运及干线快运的三级网络运输能力，提供化学品合同物流、逆向物流、小件快运等服务。

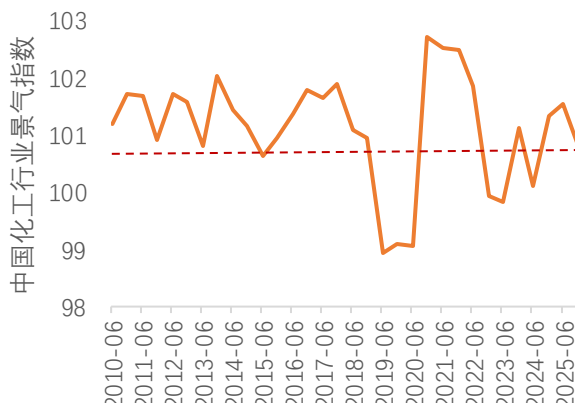
景气低谷，租金或将周期回升。目前中国化工景气度在历史偏低位置，化工品仓库租金延续下降、空置率持续提升，但我们认为随着供给增速放缓（新增产能）、需求改善，化工景气度有望修复，或将带动化工品仓库租金回升，公司仓配一体化业务盈利水平有望提高。

图 25：2025H1 密尔克卫仓储业务毛利率处于历史低谷



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 26：中国化工行业景气度在历史偏低位置



资料来源：Wind，天风证券研究所

危险化学品仓储：需求分化明显，综合服务商逐渐崛起。危险化学品仓库因“资质”门槛高，属于业内的紧俏资源，多年来一直供不应求。然而，受市场需求萎缩的影响，危险化学品仓储企业也面临生存压力。据中国仓储与配送协会危险品分会调查估算，2024 年传统化工品仓储需求同比降低 8%~10%。锂电池材料、光刻胶、湿电子化学品、生物制药等高附加值、新兴领域危险化学品仓库需求则上升明显。

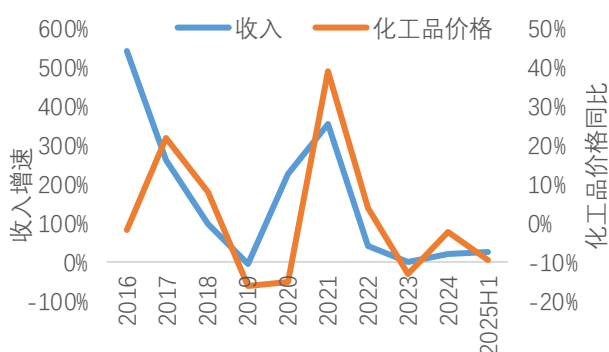
提供单一服务的仓储企业面临生存压力。2024 年，仅提供仓储服务的企业中超 30% 出现亏损，平均毛利率降至 5%；提供仓储、运输、供应链金融、电商等一体化服务的企业则实现总营收、净利润双增长。未来，我们看好密尔克卫持续丰富客户结构，增加新能源客户业务量、深挖化工客户的业务量、新增半导体和医药客户，有助于分散单一服务带来的风险，抗住周期底部，等待回升曙光。

2.4. 化工品分销：价格在低谷

不一样的分销业务（MCD），引领全球化工企业数字化转型，打造全场景物贸一体化服务体系。公司化工品交易服务主要为公司借助丰富的化工供应链经营经验及网络化的物流基础设施，通过线上平台及线下一站式综合物流服务的搭建协同，实现线上导流线下，线下反哺线上，旨在打造“全球智能供应链行业沉默的远山”。公司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。

化工品价格在低谷。公司分销业务收入增速与化工品价格高度正相关，2025 年 8 月，化工品价格处于周期低谷、历史偏低水平。如果未来化工品价格回升，公司的化学品分销业务收入和利润有望加速增长。

图 27：密尔克卫分销业务收入增速与化工品价格高度正相关



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 28：中国化工品价格处于历史偏低水平

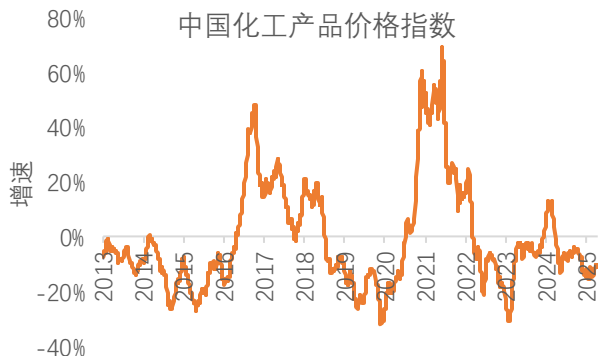


资料来源：Wind，天风证券研究所

反内卷加快供给端再平衡节奏，化工静待底部回暖。CCPI 化工品价格指数已高点下行 3 年有余，未来随着反内卷政策逐步发力，我们认为，CCPI 有望企稳回升，化工静待底部回暖，即使 CCPI 短期维持低位震荡，同比跌幅也或会收窄，对分销业务盈利拖累会减小，一旦未来价格从低位回升，有望带动密尔克卫化工品分销业务营收和利润加速增长。

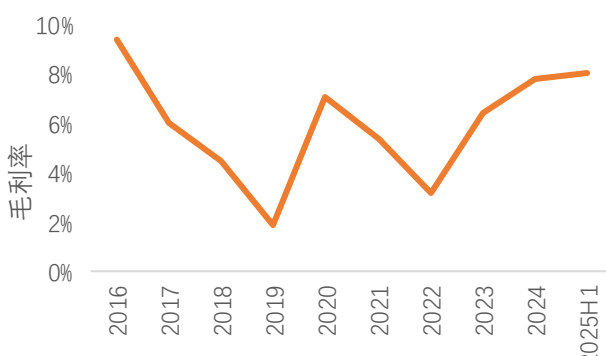
业务结构优化，毛利率上行。公司积极拓展更多高端精细化工品，毛利率或高于黄磷等传统大宗化工品，2023 年以来公司分销业务毛利率实现稳升。未来，分销业务毛利率有望继续上升，我们认为收入确认方法或从总额法转向净额法，有望推动毛利率提高。

图 29：中国化工产品价格同比增速位于历史偏低位置



资料来源：Wind，天风证券研究所

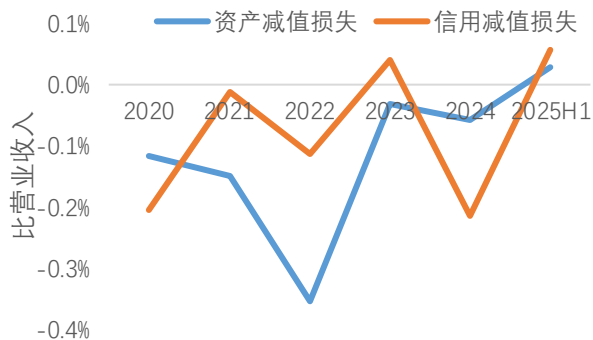
图 30：2023 年以来，密尔克卫的分销业务毛利率上升



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

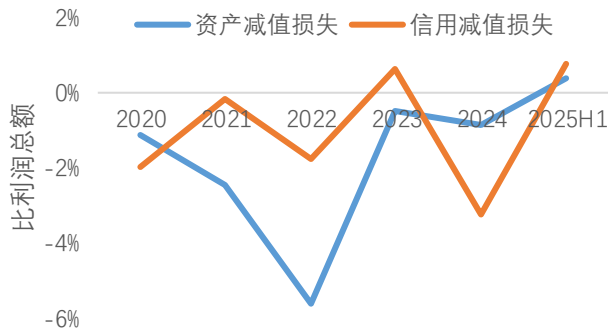
减值影响有限，且趋于回升。2020 年以来，密尔克卫减值多源于化工品分销业务，资产减值和信用减值占营业收入和利润总额比例均较低，影响程度有限，且趋于回升。我们认为，在行业景气低谷，减值影响仍有限，那么行业如果进入到景气企稳向上周期，减值影响或更小、更可控。

图 31：密尔克卫减值占营业收入比例较低且趋于回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：密尔克卫减值占利润总额比例较低且趋于回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 积极挖潜，业务量持续增长

扩品类、拓区域、提份额，公司货代箱量、化学品销量、船运量、仓储量有望持续增长。货代业务收入增速与运价增速相关性较高，超额性源于货量份额的提高。投资驱动全球移动业务增长，公司计划通过新造船、租赁和购置存量船舶的方式，进一步扩大运力，船运量有望高增长。仓储面积、车辆增加，运距拉长，仓配业务量有望高增长。中国化工产业链出海背景下，公司有望通过增加新能源客户业务量、深挖化工客户的业务量、新增半导体和医药客户实现销量高增长。

3.1. 货代业务：份额持续提升

全球货代业务服务模式：公司接受直接客户或者同行客户的业务委托，从发货人处提取货物，安排货物国内运输及进出口流转的全程服务。根据多年的化工物流从业经验，公司熟悉不同国家地区的贸易法律法规和物流要求，信息来源及时全面，可以为客户提出明确具体的供应链优化方案。

全球货代业务定价综合考虑了货运成本、境外运输市场价格水平、市场需求状况、管理成本、货运代理部门外部采购集运服务成本、装卸、港口、代理报关报检、税收、销售费用等因素。

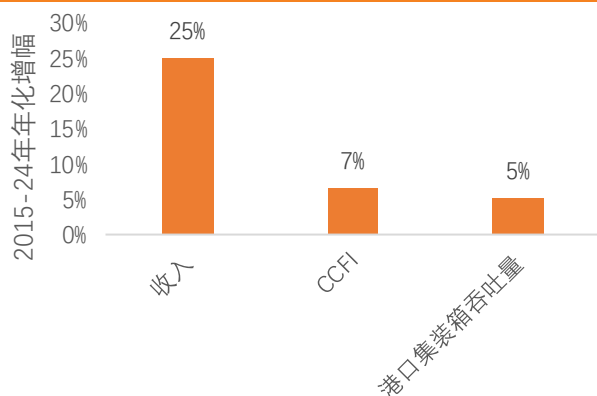
图 33：密尔克卫全球货代业务服务模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

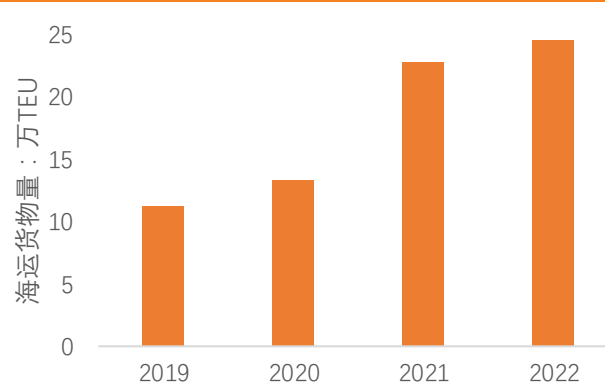
密尔克卫全球货代业务收入增速与运价增速相关性较高，但其超额性来源于货量份额的持续提高。货量驱动成长，海运为公司货代业务的主要承运方式。公司的运量份额提升，表现为收入增速高于全国运量增速和运价涨幅。

图 34：货代业务收入增速高于行业运量和运价增速



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

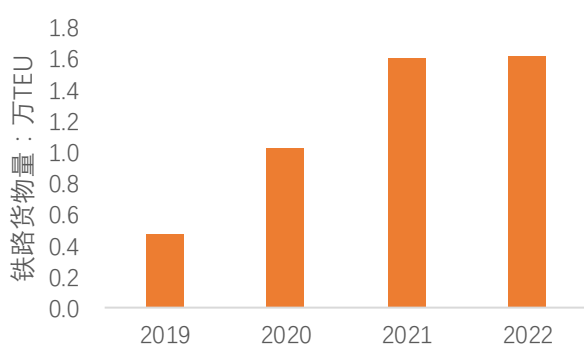
图 35：2019-22 年货代业务海运货物量持续增长



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

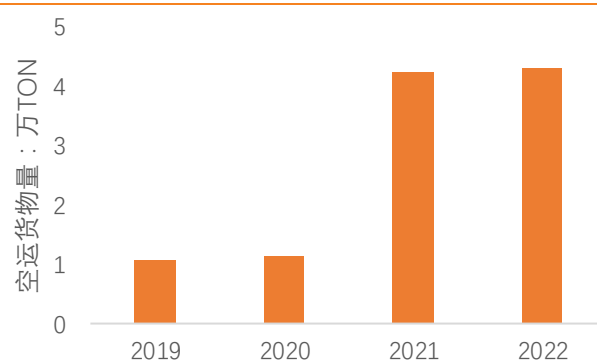
2019-22 年，密尔克卫货代业务量（海运、铁路、空运）持续增长。其中，海运货物量 CAGR 达 30%，保持较高增长。

图 36：2019-22 年货代业务铁路货物量持续增长



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 37：2019-22 年货代业务空运货物量持续增长

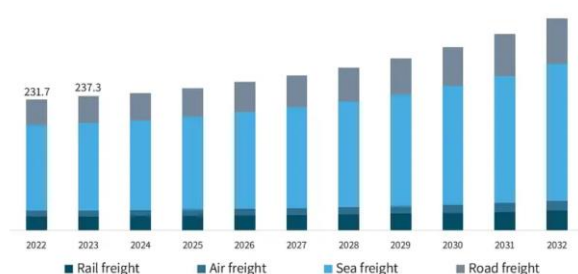


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

我们认为，密尔克卫货代业务量有望持续增长。一方面，全球危险品物流规模有望持续增长，推动危险品货代市场规模提升；另一方面，公司货代业务份额有望持续提高，持续开拓越南、泰国等国际站点，扩大供应链服务的覆盖面，在美国的货代业务也稳步增长，而北美市场是全球主要的危险品物流市场，有利于公司进一步提高其市场份额。

图 38：2022-32 年预计全球危险货物物流市场规模持续增长

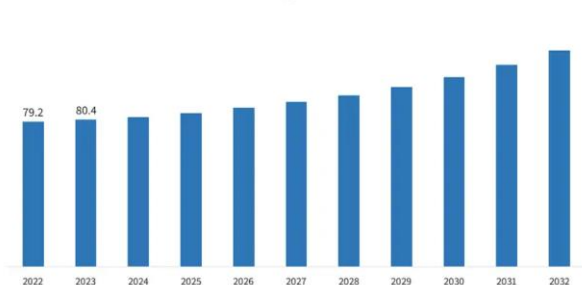
Hazardous Goods Logistics Market, By Transportation Mode, 2022 - 2032, (USD Billion)



资料来源：GMI，天风证券研究所

图 39：2022-32 年预计北美危险品物流市场规模持续增长

North America Hazardous Goods Logistics Market, 2022 - 2032, (USD Billion)



资料来源：GMI，天风证券研究所

3.2. 全球移动业务：投资驱动增长

通过收购船运公司、采购集装箱，实现业务量高增长。伴随欧美化工产能的波动，液体化学品国际规模化交付潜力较大。2023 年 3 月初，秉持以客户为中心，敏捷应对市场的需求，密尔克卫化工供应链股份有限公司收购舟山中谷船务有限公司 80% 的股权，正式进入散装危化品船舶运输市场。

舟山中谷船务拥有《水路运输许可证》，运营 4 条 4000DWT 不锈钢液体化学品船，配备专业的海务、机务专职管理人员。多年来一直为国内诸多化工企业提供国内沿海船运服务，COA 合同占比 80% 以上，在安全质量管理、服务能力等方面得到客户认可，具有稳定的收入和盈利能力。

图 40：密尔克卫运营 5000 个罐式集装箱



资料来源：公司官网，天风证券研究所

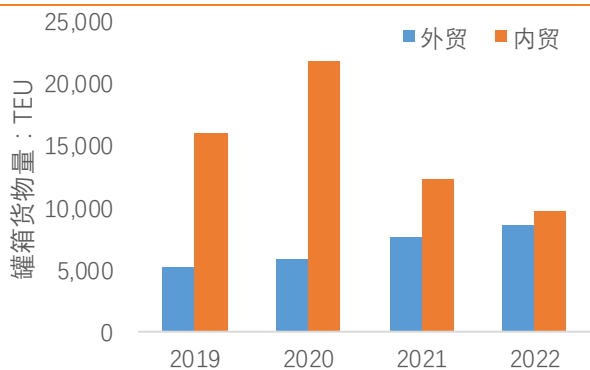
图 41：密尔克卫拥有 4 条液散船



资料来源：公司官网，天风证券研究所

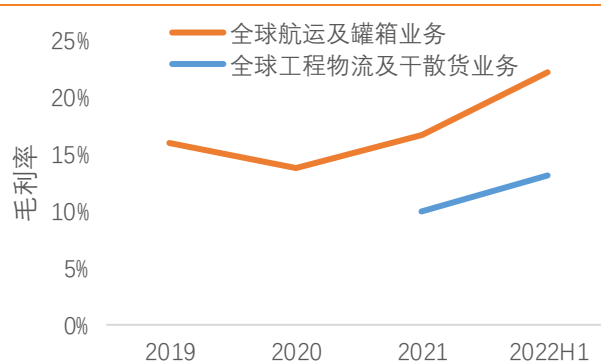
内外贸罐箱货物量出现分化，外贸持续增长。航运及罐箱业务毛利率中枢高于工程物流及干散货业务，或由于罐箱业务附加值高所致。

图 42：2019-22 年密尔克卫内外贸罐箱货物量出现分化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

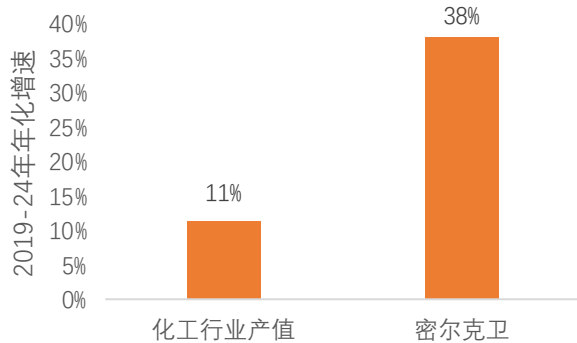
图 43：航运罐箱业务毛利率高于工程物流干散货业务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

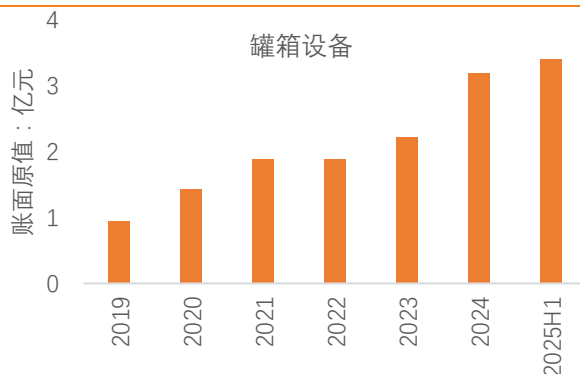
设备投资驱动业务量高增长，收入增速远高于行业。2019-24 年，密尔克卫收入年化增速为 38%，远高于中国化工行业总产值年化增速 11%。2019-25H1，密尔克卫罐箱设备账面原值持续增长，有望推动公司全球移动业务罐箱货物量高增长。

图 44：2019-24 年密尔克卫收入年化增速远高于化工行业



资料来源：Wind，中国化工信息周刊公众号等，天风证券研究所

图 45：2019-25H1 密尔克卫罐箱设备账面原值持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

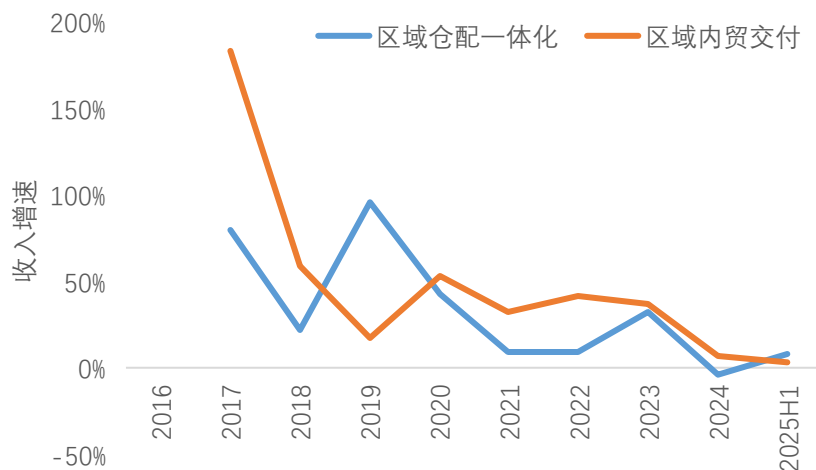
2025 年 4 月，密尔克卫控股子公司 Milkyway Shipping 拟与 PUSHENG SHIPPING 签订四份船舶买卖合同，向 PUSHENG SHIPPING 购买四艘 62000 载重吨件杂货船。目的是为了开展海外航运业务，依托当地优质境外合作资源以及新加坡作为国际航运中心的区位优势，积极为公司开拓海外市场、发展海外业务提供强有力的支持。

密尔克卫在持续开拓国内仓配一体化和国际海陆空铁货运代理业务的同时，新增大宗原料和精细化学品的船运业务，完善了从原料端到成品端，从 1 公斤到数千吨订单的一站式供应链服务能力。未来，公司将不断为该业务赋能，并计划通过新造船、租赁和购置存量船舶的方式，进一步扩大运力，进入东南亚和东北亚的国际运输市场。

3.3. 仓配业务：稀缺赛道，并购增长

仓配业务或进入低增长阶段。收入来自仓库租金、进出仓费用、道路运输运费以及额外的增值服务项，利润增长来自货量增长、费率上升、资产使用率及资产周转率的提升。随着化工品仓库投资收购放缓，业务量或进入低增长阶段。

图 46：密尔克卫仓配业务或进入低增长阶段



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

分销中心 DC (Distribution Center) 业务主要为进口货物和国内厂商生产的产品提供储存分销的场所，以及在客户生产基地提供厂内物流服务，为生产厂商进行库存管理和分销安排，以降低生产厂商的存货管理成本。分销中心选取国内化工园区或者化工行业客户聚集地附近的仓库为基地，通过自建或者租赁的方式运营。

外贸仓储 CFS (Container Freight Station) 主要围绕货运代理从事化工品出口及内贸的装箱、装板的中转站业务，提供出口货物集中、理货装箱、配载集装、打托、分拣、换包装或再包装、贴唛等仓储相关增值服务，通过外贸仓储的服务使得货物达到境内可出口、目的港可清关状态。

图 47：分销中心（DC）业务运营模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 48：外贸仓储（CFS）业务运营模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

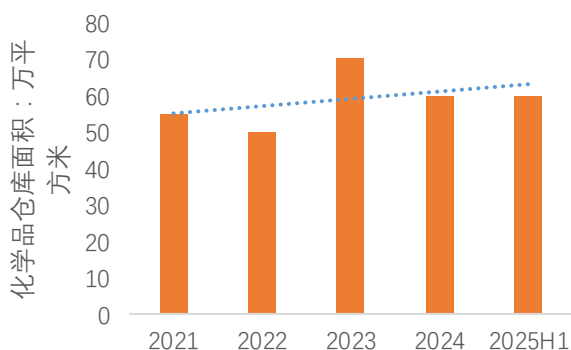
公司通过自建、并购、租赁等方式不断扩张仓库运营面积，仓配一体化业务收入和毛利实现较快增长。截至 2025 年 6 月，公司全国自建及管理逾 60 万平米专业化学品仓库，产能扩张驱动仓储业务货物量稳步提升。

图 49：密尔克卫九大仓库类型



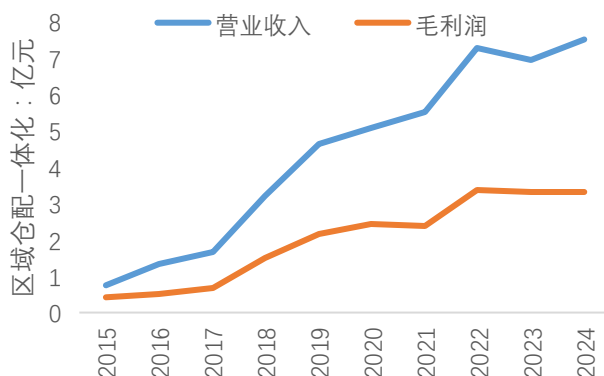
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 50：密尔克卫自建及管理化学品仓库面积趋于增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

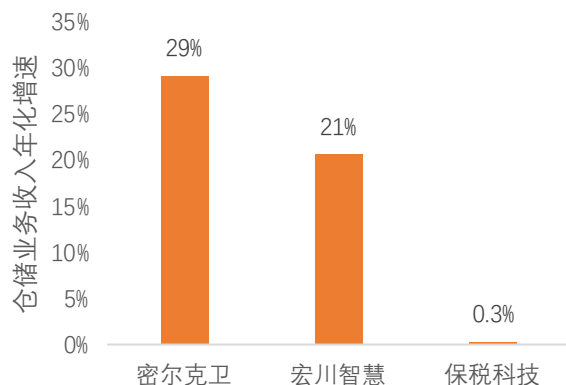
图 51：2019-24 年密尔克卫区域仓配一体化收入和毛利趋于增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

密尔克卫仓配一体化业务收入和毛利增速高于同行。2015-24 年，密尔克卫仓储业务收入年化增速为 29%，毛利润年化增速为 26%，在 A 股同行业公司处于较高水平。

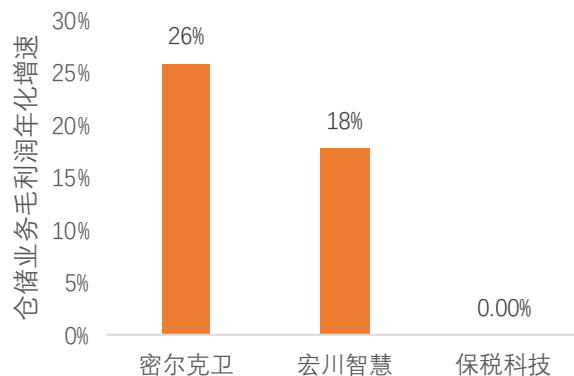
图 52：密尔克卫仓储业务收入年化增速高于同行



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：考虑到历史数据有限性，宏川智慧时间区间为 2018-2024 年，密尔克卫和保税科技时间区间为 2015-2024 年

图 53：密尔克卫仓储业务毛利润年化增速高于同行



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：考虑到历史数据有限性，宏川智慧时间区间为 2018-2024 年，密尔克卫和保税科技时间区间为 2015-2024 年

密尔克卫内贸交付业务是指境内化工品道路运输业务，按照运输车辆配载方式划分，运输业务分为集运和配送两类。其中集运是指运输标的为集装罐及各类集装箱的运输业务，配送是指运输标的为各类包装货物的运输业务。

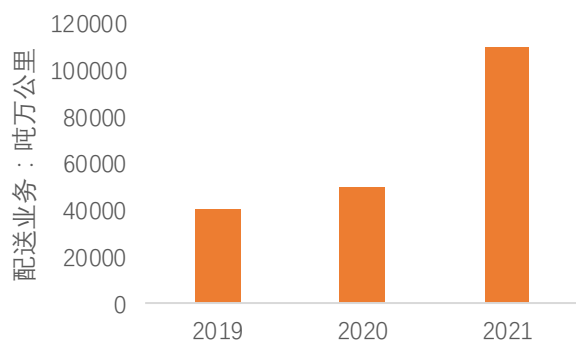
图 54：密尔克卫拥有危化品车辆超过 1500 辆



资料来源：公司官网，天风证券研究所

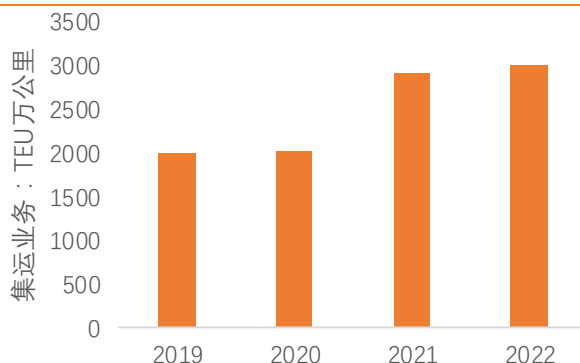
车辆增长+运距拉长，公司配送业务服务量有望增长。未来，公司或将加大采购或租赁运输车辆，同时网络化日益完善带来运距拉长，公司仓配业务量有望增长。

图 55：2019-21 年公司配送业务货物服务量趋于增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 56：2019-22 年公司集运业务货物服务量趋于增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国内国外双轮驱动，网络日益完善，助力公司仓配业务服务量有望持续增长。密尔克卫在全国打造大中华六大战区的建设，分别为：上海、南部（广州、东莞、深圳、惠州、湛江、防城港、厦门、福州、泉州）、北部（天津、大连、营口）、山东（青岛、烟台）、西部（成

都、西安、重庆、昆明)和长江(镇江、南京、张家港、连云港、长沙、荆州)。此外,公司在2021年开始布局国际市场,在美国、新加坡、马来西亚、越南、泰国和缅甸等地设立子公司,形成较为完善的国际化网络。

图 57: 密尔克卫打造大中华六大战区建设



资料来源:公司公告, 天风证券研究所

图 58: 密尔克卫国际化网络日益完善



资料来源:公司公告, 天风证券研究所

3.4. 化工品分销：销量高增长

化工品分销业务：线上导流线下，线下反哺线上。公司匹配撮合上下游各类化工生产商及客户的采购、销售需求，逐步承接上游厂商的销售职能以及下游厂商的采购职能，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。

盈利模式主要根据目标客户对各类化工品的需求采取直接销售（集中采购和分销）/间接销售（交易撮合/店铺代运营）的策略，以有竞争力的价格为支撑，专业的服务质量为核心、安全的一站式综合物流为保障赚取产品价差、咨询服务费、物流服务费、复配、分装、实验室等增值服务。通过服务赋能，提升业务收入确定性及利润空间。

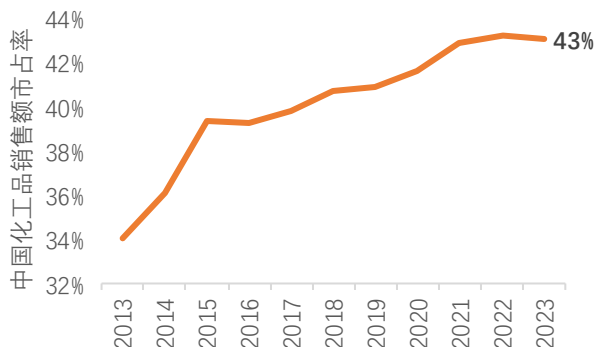
图 59: 密尔克卫化学品分销和供应链增值服务



资料来源:公司官网, 天风证券研究所

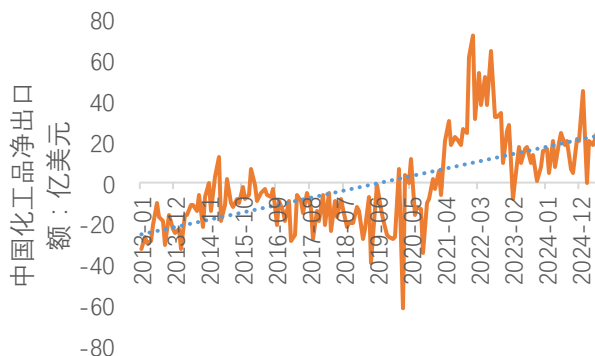
中国化工在全球市场市占率提升,已成为化工净出口国。截止2023年,中国化工品销售额全球市占率已达到43%,并趋势提升。密尔克卫在2021年就已经开始布局国际市场,顺应化工链出海大趋势,我们看好公司未来化工品分销业务量高增长。

图 60: 中国化工品销售额市占率趋于提升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

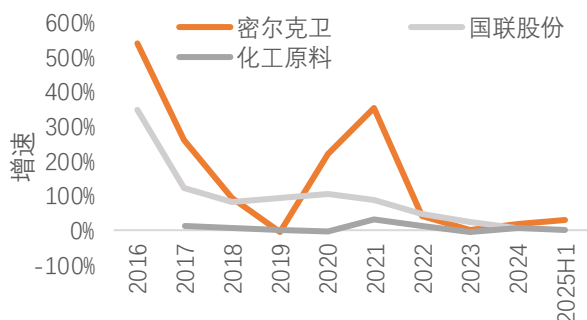
图 61: 中国化工品净出口额趋于提升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

密尔克卫的分销业务收入增速远高于化工行业。通过拓展品类、扩张区域，分销业务收入实现高增长。公司与国内外众多化工企业建立了长期合作关系，为分销业务销售量高增长提高夯实基础。公司未来或加大半导体、新能源等新兴行业布局，业务量有望持续高增长。

图 62：密尔克卫的分销业务收入增速远高于化工行业



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

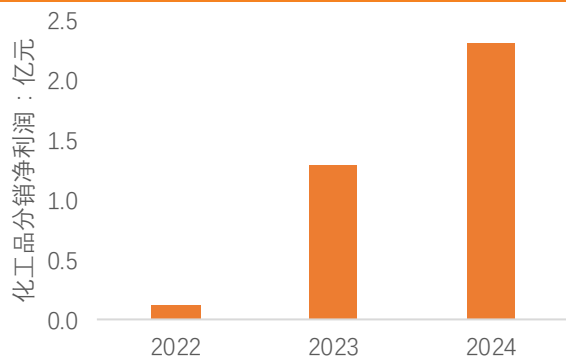
图 63：密尔克卫与国内外众多著名化工企业建立了长期合作关系



资料来源：公司官网，天风证券研究所

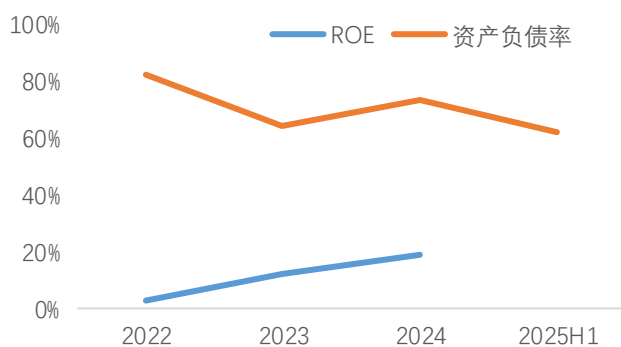
密尔克卫化工品分销业务盈利规模和盈利能力均显著提高。2022-24 年，密尔克卫化工品分销业务净利润 CAGR 为 333%，ROE 也显著提高至 18.9%，同时负债率趋于下降，说明并非通过加杠杆来提高盈利能力。

图 64：2022-24 年密尔克卫化工品分销净利润高速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

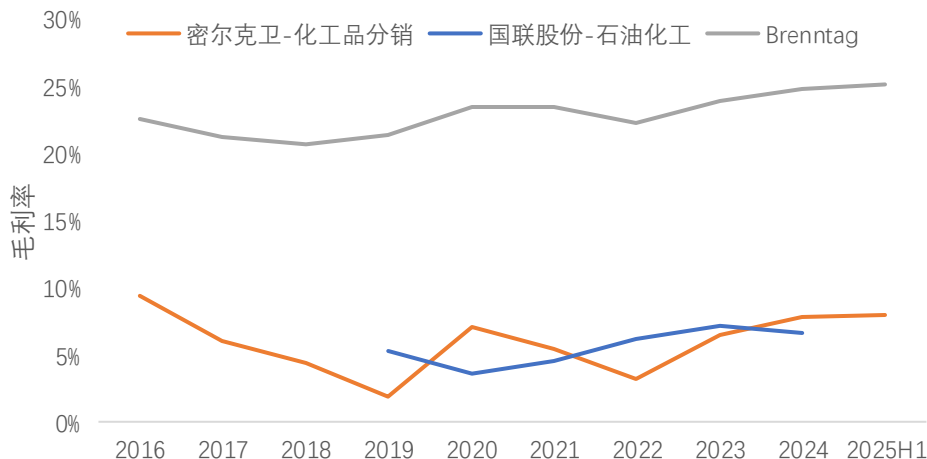
图 65：密尔克卫化工品分销 ROE 持续提高，同时杠杆率下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

同业对比来看，公司分销业务毛利率与国内工业电商企业国联股份旗下石油化工项目毛利率相吻合，但较全球化学品分销龙头 Brenntag 仍存在较大提升空间。

图 66：密尔克卫分销业务毛利率仍有较大提升空间



资料来源：Wind，天风证券研究所

2025H1 密尔克卫化工品分销业务收入高增长系公司上半年拓展了新产品，收入具有一定的可持续性。

公司深耕拓展港口码头的危化配套（天津/鄂州），并通过管理输出来完善三线城市和下沉市场的网点建设；自建基地湛江、惠州、荆州、漳州、涿州等项目进展顺利；仓储资产使用率长期保持在 85%；MWT 亚太地区在稳健夯实的基础上，逐步增加外仓拓展市场，泰国和印尼网点推进中；继续增加新能源客户业务量、深挖化工客户的业务量、新增半导体和医药客户；新业务如快运、大件、冷链、厂内物流、云仓等已初具规模，并建立完整运营体系，实现收入超亿元的规模。

我们认为，通过扩品类、拓区域、提份额，公司货代箱量、化学品销量、船运量、仓储量有望持续增长。

4. 盈利预测与目标价

2025-2027 年盈利有望增长。密尔克卫业务价格有望企稳、周期回升，业务量有望持续增长，盈利或将逐步释放。我们预计 2025-2027 年密尔克卫归母净利润分别为 6.6、8.1、9.3 亿元。可比公司 2026 年 Wind 一致预期平均 PE 为 17.9 倍（截止 2025 年 9 月 10 日），给予目标 PE 为 16 倍，对应目标价为 81.49 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 盈利有望增长

假设 2025-2027 年 CCFI 平均值分别为 1200、1000、950，同比增速分别为-22.6%、-16.7%、-5%。2025 年 1-6 月 CCFI 均值为 1253，同比增速为-8.2%，考虑到未来运力增速或高于需求增速，2025-27 年 CCFI 仍承压，但跌幅有望逐步收窄。因此，我们假设 2025-2027 年 CCFI 平均值分别为 1200、1000、950。

假设 2025-2027 年全球货代业务收入同比增速分别为-7.6%、-1.7%、5%。2015-24 年货代业务收入增速高于全国运量增速和运价涨幅，主要系公司的运量份额提升。2025-27 年运价增速预测为-22.6%、-16.7%、-5%，我们预计货代业务收入同比增速高于运价增速，分别为-7.6%、-1.7%、5%。

假设 2025-2027 年全球货代业务毛利率分别为 11.3%、12.2%、12.2%。2025H1 该业务板块毛利率为 10.9%，未来有望稳中有升。

假设 2025-2027 年全球移动业务收入同比增速分别为 40%、30%、20%。2025 年 1-6 月公司全球移动业务收入增速为 50.9%，随着基数提高，增速会有所下降。因此，我们预计全球移动业务收入同比增速分别为 40%、30%、20%。

假设 2025-2027 年全球移动业务毛利率分别为 12.4%、12.4%、12.4%。2025H1 该业务板块毛利率为 12.5%，2022 年以来该业务板块毛利率呈下降趋势，未来有望企稳。

假设 2025-2027 年区域仓配一体化业务收入同比增速分别为 0%、5%、5%，毛利率分别为 41.6%、41.6%、41.6%。中性假设，我们预计该业务会趋于稳增态势。

假设 2025-2027 年区域内贸交付业务收入同比增速分别为 0%、0%、0%，毛利率分别为 7.8%、7.8%、7.8%。中性假设，我们预计该业务会趋于稳定态势。

假设 2025-2027 年中国化工产品价格指数（CCPI）平均值分别为 4100、4100、4100。中性假设，我们预计 CCPI 有望企稳，阶段性趋于稳定。

假设 2025-2027 年化工品分销业务收入同比增速分别为 24.9%、20%、15%。2025 年 1-6 月收入增速为 27.1%，随着基数提高，预计未来增速稍有下滑。

假设 2025-2027 年化工品分销业务毛利率分别为 8.9%、9.6%、10.0%。2025H1 该业务板块毛利率为 8.0%，未来有望趋势提升。

表 3：密尔克卫的核心财务指标预测

指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入：亿元	115.8	97.5	121.2	134.8	150.9	167.4
yoy	33.9%	-15.7%	24.2%	11.3%	11.9%	10.9%
全球货代收入：亿元	37.8	22.2	34.7	32.1	31.6	33.1
yoy	21.5%	-41.2%	56.2%	-7.6%	-1.7%	5.0%
毛利率	11.4%	12.0%	10.4%	11.3%	12.2%	12.2%
全球移动业务：亿元	9.7	6.5	7.8	10.9	14.2	17.1
yoy	70.5%	-32.6%	19.4%	40.0%	30.0%	20.0%
毛利率	18.6%	15.9%	13.1%	12.4%	12.4%	12.4%
仓配一体化业务：亿元	24.5	25.4	26.6	26.6	26.9	27.3
yoy	35.6%	3.8%	4.4%	0.0%	1.4%	1.5%
毛利率	20.5%	19.1%	18.8%	17.4%	17.7%	18.1%
化工品分销业务：亿元	43.5	43.2	51.9	64.8	77.7	89.4
yoy	39.1%	-0.6%	20.0%	24.9%	20.0%	15.0%
毛利率	3.1%	6.4%	7.8%	8.9%	9.6%	10.0%
毛利润：亿元	12.60	11.48	13.84	15.75	18.28	20.46
yoy	42.1%	-8.9%	20.6%	13.8%	16.0%	11.9%
毛利率	10.9%	11.8%	11.4%	11.7%	12.1%	12.2%
归母净利润：亿元	6.05	4.31	5.65	6.6	8.1	9.3
yoy	40.2%	-28.8%	31.1%	16.9%	21.9%	15.6%
ROE	16.0%	10.7%	13.1%	13.7%	14.7%	15.0%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

4.2. 估值有望上升

可比公司 2026 年 Wind 一致预期平均 PE 为 17.9 倍。基于盈利向好的预期，给予密尔克卫的目标 PE 为 16 倍，对应目标价为 81.49 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

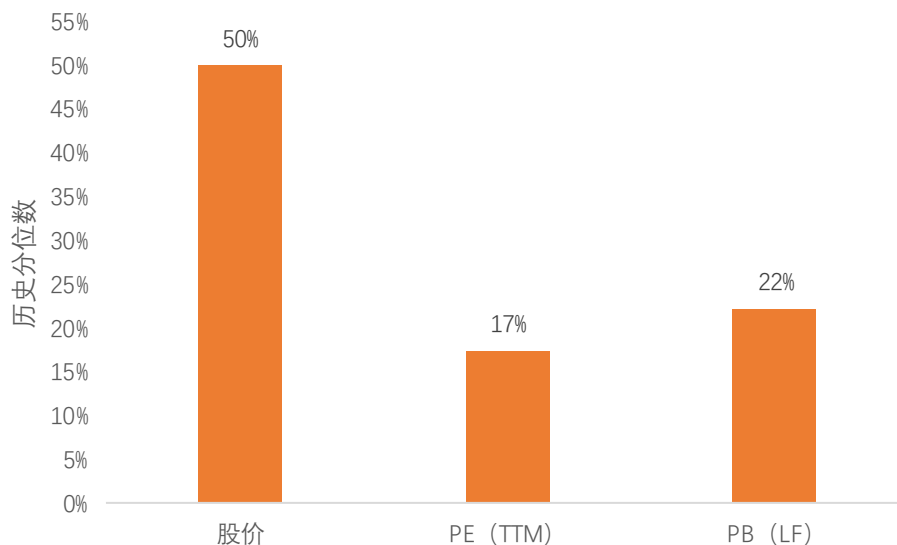
表 4：密尔克卫的可比公司 2025 年 Wind 一致预期和估值

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2025/9/10	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
002930.SZ	宏川智慧	11.05	0.34	0.31	0.50	32.5	35.5	22.3
600794.SH	保税科技	4.39	0.17	0.12	0.14	25.8	38.2	32.5
603209.SH	兴通股份	15.36	1.25	1.11	1.37	12.3	13.9	11.2
600057.SH	厦门象屿	7.40	0.48	0.67	0.78	15.4	11.1	9.4
603128.SH	华贸物流	6.14	0.41	0.39	0.44	15.0	15.7	14.0
平均						20.2	22.9	17.9
603713.SH	密尔克卫	66.61	3.52	4.18	5.09	18.9	15.9	13.1

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

密尔克卫的估值处于历史偏低位置，具备估值向上修复的空间。盈利加速增长、风险下降、风险偏好上升，都有望推升估值。

图 67：密尔克卫的估值处于历史偏低位置



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险分析

下游化工行业市场风险。公司以提供化工供应链服务作为主营业务，公司的下游产业是化工行业，目前的主要客户为国内外化工生产企业和化工品消费企业。如果化工品的物流需求以及国内、国际贸易量受宏观经济的影响出现波动乃至下滑，则公司的经营业绩将可能会因此受到一定程度的影响。

关税贸易战风险。公司为客户提供全球范围内化工品一站式全供应链解决方案，全球化布局也已全面启动。美国宣布加征新一轮关税，短期来看，或对进出口需求造成冲击，但公司目前对美出口的业务收入贡献占比较小。从另一方面考虑，此次美国无差别征收关税，有望加速化工品国产替代，我国企业贸易竞争力有望提升。综合来看，公司的经营业绩受到的影响较为有限。

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，其中部分属于易燃、易爆或有毒的危险化学品，因此，公司对危险化学品在储存和运输过程中的安全性有较高要求。公司已经建立健全了安全管控体系，但并不能完全排除因意外情况而引发安全事故，进而对公司日常生产经营活动产生较大影响。

人力资源风险。公司近年来的快速发展得益于拥有一批具有化工供应链行业专业技能的核心技术人员和富有开拓创新精神的经营管理人才。随着公司业务规模的不断扩张、业务领域不断拓展，对管理人才、软件研发人才和化工供应链专业人才的引进和培养提出了更高的要求，公司存在人力资源管理及人才储备的挑战。

目标价格高于市场一致预期的风险。因测算具有主观偏差性，按照假设计算出的目标价格高于万得一致预期，存在一定的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,233.47	1,370.77	1,296.09	1,207.34	1,339.11	营业收入	9,752.55	12,118.25	13,484.61	15,091.78	16,738.82
应收票据及应收账款	2,692.08	4,433.38	3,495.49	5,378.39	4,463.95	营业成本	8,605.33	10,734.38	11,909.34	13,263.94	14,692.69
预付账款	241.14	834.56	358.89	970.31	502.06	营业税金及附加	27.93	38.92	43.31	48.47	53.76
存货	791.07	622.93	945.84	801.36	1,134.05	销售费用	124.22	131.63	146.47	163.93	181.82
其他	803.54	790.42	793.04	829.57	833.17	管理费用	290.82	259.01	269.69	271.65	267.82
流动资产合计	5,761.30	8,052.06	6,889.36	9,186.98	8,272.33	研发费用	47.90	60.93	67.80	75.88	84.16
长期股权投资	33.76	35.53	35.53	35.53	35.53	财务费用	110.71	132.37	140.57	152.42	159.16
固定资产	1,599.03	2,065.35	2,805.97	3,405.68	3,914.93	资产/信用减值损失	0.29	(33.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
在建工程	842.43	684.42	492.21	396.10	348.05	公允价值变动收益	9.11	(8.25)	0.00	0.00	0.00
无形资产	886.37	997.49	1,116.90	1,232.56	1,344.47	投资净收益	0.88	24.99	25.00	25.00	25.00
其他	2,000.64	2,110.20	2,092.97	2,075.73	2,072.69	其他	15.59	10.78	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	5,362.23	5,892.99	6,543.58	7,145.61	7,715.68	营业利润	571.52	755.53	912.43	1,120.49	1,304.42
资产总计	11,123.53	13,945.05	13,432.93	16,332.58	15,988.01	营业外收入	58.87	56.77	50.00	50.00	50.00
短期借款	2,377.81	2,395.26	2,000.00	2,691.69	2,353.17	营业外支出	22.79	11.00	10.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	1,096.35	2,520.53	1,492.25	2,976.95	1,973.65	利润总额	607.60	801.30	952.43	1,160.49	1,344.42
其他	1,340.67	1,417.84	1,609.67	1,500.91	1,696.51	所得税	126.20	147.10	174.84	213.03	246.80
流动负债合计	4,814.83	6,333.63	5,101.92	7,169.56	6,023.33	净利润	481.40	654.20	777.59	947.45	1,097.62
长期借款	617.11	1,396.37	1,500.00	1,584.77	1,500.00	少数股东损益	50.09	89.02	116.64	142.12	164.64
应付债券	865.82	897.20	897.20	897.20	897.20	归属于母公司净利润	431.31	565.18	660.95	805.34	932.98
其他	459.66	549.99	549.99	549.99	549.99	每股收益（元）	2.63	3.52	4.18	5.09	5.90
非流动负债合计	1,942.59	2,843.55	2,947.18	3,031.95	2,947.18						
负债合计	6,757.42	9,177.18	8,049.10	10,201.50	8,970.51						
少数股东权益	345.33	450.04	543.35	657.05	788.76	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	164.29	160.70	158.13	158.13	158.13	成长能力					
资本公积	1,791.68	1,573.44	1,573.44	1,573.44	1,573.44	营业收入	-15.75%	24.26%	11.28%	11.92%	10.91%
留存收益	2,133.60	2,613.25	3,142.01	3,786.28	4,532.66	营业利润	-19.39%	32.20%	20.77%	22.80%	16.42%
其他	(68.79)	(29.56)	(33.10)	(43.82)	(35.49)	归属于母公司净利润	-28.75%	31.04%	16.94%	21.85%	15.85%
股东权益合计	4,366.11	4,767.87	5,383.83	6,131.08	7,017.50	获利能力					
负债和股东权益总计	11,123.53	13,945.05	13,432.93	16,332.58	15,988.01	毛利率	11.76%	11.42%	11.68%	12.11%	12.22%
						净利率	4.42%	4.66%	4.90%	5.34%	5.57%
						ROE	10.73%	13.09%	13.65%	14.71%	14.98%
						ROIC	11.41%	11.23%	11.33%	12.98%	12.40%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	60.75%	65.81%	59.92%	62.46%	56.11%
净利润	481.40	654.20	660.95	805.34	932.98	净负债率	66.47%	75.28%	62.64%	69.12%	52.48%
折旧摊销	183.30	222.08	282.18	330.73	376.89	流动比率	1.20	1.27	1.35	1.28	1.37
财务费用	118.68	145.90	140.57	152.42	159.16	速动比率	1.03	1.17	1.16	1.17	1.19
投资损失	(0.88)	(24.99)	(25.00)	(25.00)	(25.00)	营运能力					
营运资金变动	(290.61)	(553.65)	268.81	(993.19)	241.75	应收账款周转率	3.58	3.40	3.40	3.40	3.40
其它	212.19	38.14	116.64	142.12	164.64	存货周转率	18.45	17.14	17.19	17.28	17.30
经营活动现金流	704.08	481.69	1,444.14	412.42	1,850.42	总资产周转率	0.95	0.97	0.99	1.01	1.04
资本支出	1,410.48	550.00	950.00	950.00	950.00	每股指标（元）					
长期投资	33.76	1.78	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.63	3.52	4.18	5.09	5.90
其他	(2,564.51)	(1,109.36)	(1,875.00)	(1,875.00)	(1,875.00)	每股经营现金流	4.29	3.00	9.13	2.61	11.70
投资活动现金流	(1,120.27)	(557.58)	(925.00)	(925.00)	(925.00)	每股净资产	24.26	26.65	30.61	34.62	39.39
债权融资	936.27	692.10	(432.19)	624.05	(582.45)	估值比率					
股权融资	(195.11)	(294.90)	(161.63)	(200.21)	(211.20)	市盈率	25.37	18.94	15.94	13.08	11.29
其他	(397.09)	(161.84)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.75	2.50	2.18	1.92	1.69
筹资活动现金流	344.07	235.35	(593.82)	423.84	(793.65)	EV/EBITDA	12.62	9.72	10.03	8.99	7.63
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	15.58	11.75	12.65	11.28	9.56
现金净增加额	(72.12)	159.46	(74.68)	(88.74)	131.76						
资料来源：公司公告，天风证券研究所											

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com