

2026 年 02 月 04 日

投资评级：买入（维持）

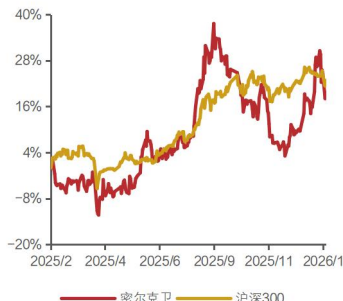
证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

高树根
gaoshugen@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026 年 02 月 03 日

收盘价（元）	60.83
一年内最高/最低（元）	70.87/43.21
总市值（百万元）	9,618.88
流通市值（百万元）	9,618.88
总股本（百万股）	158.13
资产负债率（%）	73.63
每股净资产（元/股）	29.39

资料来源：聚源数据

密尔克卫 (603713. SH)

——物贸一体构筑壁垒，需求蓄势成长可期

投资要点：

- **化工综合供应链服务平台，物贸一体化发展。**密尔克卫是国内危化品供应链领军企业，历经二十余年发展，已形成“综合物流+化工品分销”双轮驱动格局，构建了覆盖国内六大战区、延伸至亚太等地区的全球化服务网络。公司主营业务包括全球货代、仓配一体化、全球移动交付及化工品分销，2024 年综合物流与分销业务分别占营收的 57.1%和 42.9%，其中仓配一体化业务以 36.7%的毛利占比成为核心盈利支柱。凭借自建与并购并举的扩张模式，截至 2024 年末，公司积累了逾 60 万平方米专业化学品仓库及自有运力资源，与巴斯夫、万华化学等行业龙头建立长期合作，截至 2025H1 有效客户超 10,000 家，物贸一体化协同效应持续释放，支撑公司业绩稳步增长。
- **行业随化工增产持续扩容，龙头或具备成长空间。**危化品物流行业依托化工产业扩产有望实现长期扩容，2020-2024 年市场规模从 2.05 万亿元增长至 2.44 万亿元，CAGR 达 4.45%。但 2025 年受宏观需求波动短期承压，2025 年化工产品价格指数（CCPI）均值较 2022 年均值回落 24.1%，但 PX、乙二醇等核心产品开工率已出现回暖迹象，后续需求复苏值得期待。从供给端看，2017 年以来多项法律法规密集出台，从安全标准、车辆治理、资质审批等多维度提升行业准入壁垒。目前危化品物流行业仍呈现“小散弱”格局，我们粗略计算下 2024 年 CR3 仅 0.62%，随着中小合规能力不足的企业加速出清，市场份额或向具备资质、网络与规模优势的头部企业集中，行业集中度提升空间广阔。
- **复制海外龙头成长路径，并购+协同有望打开长期空间。**全球化学品分销龙头布伦泰格通过长期战略性并购，构建了覆盖 70 多个国家的分销网络，以“大宗化学品+特种化学品”双业务为核心，凭借地理区域与产品组合的多元化布局对冲行业波动，2015-2024 年营收与归母净利润 CAGR 分别达 5.14%和 4.37%，展现出强抗周期能力，其并购扩张与物贸一体化模式为密尔克卫提供了明确参照。密尔克卫 2020 年以来通过境内外并购快速完善供应链服务能力，当前公司虽处于全球化拓展初期，与布伦泰格在收入规模、盈利水平上存在显著差距，但依托国内化工企业“出海”红利、自身物流与分销协同的商业模式，以及持续释放的并购整合效应，我们认为长期成长空间广阔。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.47/7.60/8.62 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 14.9/12.7/11.2 倍。公司为化工物流龙头，商业模式清晰，多业务并举，综合物流服务能力持续增强，服务链条延伸推动盈利能力持续上涨，维持“买入”评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济景气波动导致需求低于预期；2) 行业监管政策变动影响公司扩张节奏；3) 危化品运输事故风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,753	12,118	13,311	15,303	17,192

同比增长率 (%)	-15.75%	24.26%	9.84%	14.96%	12.35%
归母净利润 (百万元)	431	565	647	760	862
同比增长率 (%)	-28.75%	31.04%	14.41%	17.51%	13.43%
每股收益 (元/股)	2.73	3.57	4.09	4.80	5.45
ROE (%)	10.73%	13.09%	13.34%	13.90%	13.96%
市盈率 (P/E)	22.30	17.02	14.88	12.66	11.16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.47/7.60/8.62 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 14.9/12.7/11.2 倍。我们选取宏川智慧、兴通股份、盛航股份作为可比公司，公司作为行业龙头之一，估值具备性价比，维持“买入”评级。

关键假设

收入：1) 货代业务：预计公司货代业务随网络扩张仍能保持较强的市场竞争力，货量增长下有望对冲运价波动。2) 仓储&运输：预计公司仓储业务随产能投放及增值服务增加而仍能保持稳定增长。3) 分销：三方分销市场规模较大，公司当前市占率较低，成长空间广阔，预计分销业务仍将保持较快增长。

费用端：预计 2025-2027 年公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率保持稳中有降。

投资逻辑要点

公司顺应化工行业扩产与监管趋严驱动的整合趋势，通过强化物流网络与打造物贸一体化平台确立竞争优势。公司通过服务链条延伸与综合解决方案能力的持续增强，不断提升运营效率，进而推动盈利能力的系统化提升，有望实现可持续的成长。

核心风险提示

1) 宏观经济景气波动导致需求低于预期；2) 行业监管政策变动影响公司扩张节奏；3) 危化品运输事故风险。

内容目录

1. 危化品供应链领军，双轮驱动高成长	7
1.1. 发展历程:从专业物流向全球化工供应链平台演进	7
1.2. 构建综合供应链服务平台，物贸一体化发展	8
2. 行业随化工增产持续扩容，龙头或具备成长空间	12
2.1. 危化品市场短期承压，静待需求修复	12
2.2. 监管趋严加速行业结构优化，集中度提升助力龙头业绩成长	13
3. 多元化业务并举，构筑化工供应链服务平台	16
3.1. 全球货代：定价模式与周期共振，规模韧性有望穿越波动	16
3.2. 全球移动交付：资产扩张驱动收入增长	18
3.3. 仓配一体化：重要盈利来源，并购+自建扩充稀缺产能	20
3.4. 化工品分销业务：线上线下协同发展，物贸一体化平台逐步完善	22
4. 参考海外龙头发展经历，公司未来成长潜力显著	24
5. 盈利预测与评级	27
5.1. 盈利预测	27
5.2. 评级	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司发展历程	7
图表 2: 密尔克卫股权结构清晰稳定（截至 2025 年三季度）	8
图表 3: 密尔克卫组织架构权责清晰专业化	8
图表 4: 密尔克卫主营业务	9
图表 5: 主营业务占总营收比重（2024 年）	9
图表 6: 主营业务毛利占总毛利比重（2024 年）	9
图表 7: 密尔克卫主营业务全球化布局	10
图表 8: 密尔克卫与众多行业龙头建立深度合作关系	10
图表 9: 公司 2015-2025 年 H1 主营业务收入及 yoy	11
图表 10: 公司 2015-2025 年 H1 公司归母净利润及 yoy	11
图表 11: 公司 2015-2025 年 H1 主营业务毛利及毛利率	11
图表 12: 公司 2015-2025 年 H1 主营业务毛利率	11
图表 13: 公司整体费用管控能力持续提升	12
图表 14: 2016~2025 年危化品物流行业规模（万亿）及增速（%）	13
图表 15: 2021~2025 年化工产品价格指数：CCPI	13
图表 16: 2021~2025 年 PX 开工率（%）和乙二醇开工率（%）	13
图表 17: 2020~2025 年 9 月全国危化品物流道路事故统计（起/人）	14
图表 18: 2020~2025 年 9 月危化品企业安全事故统计（起/人）	14
图表 19: 危险化工物流相关法律法规	14
图表 20: 危化品物流企业准入资质	14
图表 21: 2022 年与 2025 年全国第三方化工品甲乙类仓库面积对比(万平方米)	15
图表 22: 2022 年与 2025 年化工品储罐容量对比(万立方米)	15
图表 23: 2016~2024 年危化品物流行业市场规模（万亿元）与 CR3（右轴）	16
图表 24: 密尔克卫“全球货代”商业模式生态示意图	17
图表 25: 2014-2025 年 H1 公司 MGF 业务营收、营收增速与 CCFI 增速	18
图表 26: 2014-2025 年 H1 公司 MGF 业务毛利、毛利率与 CCFI 增速	18
图表 27: 2019-2022H1 公司货代海运货量（TEU）	18
图表 28: 2019-2022H1 公司货代空运/铁运货量（TON）	18
图表 29: 罐式集装箱运输示意图	19

图表 30: 液散船示意图	19
图表 31: 2019-2025 年 H1 MGM 业务营业收入及营收增速	19
图表 32: 2019-2025 年 H1 MGM 业务毛利及毛利率	19
图表 33: 公司九大仓库类型	20
图表 34: 公司运输业务车辆类型	21
图表 35: 2014-2024 年公司 MRW 区域仓配一体化营收及营收增速 (右轴)	21
图表 36: 2014-2024 年公司 MRW 区域仓配一体化毛利及毛利率 (右轴)	21
图表 37: 2014-2024 年公司 MRT 区域内交付业务营收及营收增速	22
图表 38: 2014-2024 年公司 MRT 区域内交付业务毛利及毛利率变化	22
图表 39: 分销业务商业模式	22
图表 40: 公司化工品分销版图逐年扩张	23
图表 41: “灵”元素	23
图表 42: 化工便利店	23
图表 43: 2016-2025 年 H1 公司分销业务营收及营收增速	24
图表 44: 2016-2025 年 H1 公司分销业务毛利及毛利率	24
图表 45: 布伦泰格业务范围	24
图表 46: 2015~2025Q3 布伦泰格营业收入 (亿元) 及同比变化 (右轴)	25
图表 47: 2015~2025Q3 布伦泰格归母净利润 (亿元) 及同比变化 (右轴)	25
图表 48: 2021~2025 年密尔克卫收并购情况	25
图表 49: 2015~2024 年布伦泰格及密尔克卫营收对比 (亿元)	26
图表 50: 2015~2024 年布伦泰格及密尔克卫毛利率对比 (%)	26
图表 51: 可比公司估值表	27

1. 危化品供应链领军，双轮驱动高成长

1.1. 发展历程:从专业物流向全球化工供应链平台演进

1997年-1999年：**资质获取与核心资产初始布局**。公司创立于1997年，前身为上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司；1998年，公司获得一级货运代理资质，1999年，公司投资建设了首个自主运营的符合特殊品存储标准的库区，奠定了危化品仓储的重要资产基础。

2000年-2014年：**服务链纵向延伸与综合服务能力成型**。2000年后，公司组建专业物流部门，业务重心向国内市场及全链条第三方物流服务拓展；相继开拓了境内特种运输、航空货运等高附加值业务，从而完成了从单一环节承运商向具备多式联运与仓储配送集成能力的综合服务商的转型。

2015年-至今：**资本战略引入与业务模式创新突破**。2015年，君联资本入股密尔克卫，2018年，公司于上海证券交易所主板上市，2020年，贸易业务成为公司第二增长曲线，物贸一体化协同发展。2021年，密尔克卫启动“星火计划”，开始全球化布局，在亚太、北美、欧洲的化工产能聚集区围绕客户需求和行业发展趋势强化核心能力，构建全球化、开放式供应链生态系统。

图表 1：公司发展历程



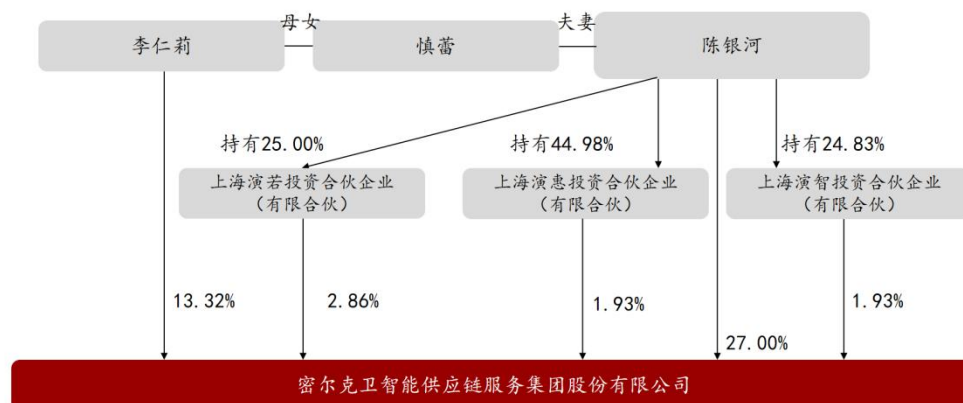
资料来源：公司官网、华源证券研究所绘制

股权结构清晰稳定，组织架构权责清晰专业化。根据公司公告，截至2025年三季报，公司控股股东、实际控制人陈银河直接持股27%，一致行动人李仁莉持股13.32%，二者及关联投资主体合计持股达47.04%，股权集中度适中且控制权稳固，为公司长期战略落地提供坚实保障，实控人近期提前终止减持计划，无股份减持行为，彰显对公司发展的长期信心。

公司搭建盈利中心+支持中心的双中心组织架构，权责划分明确且适配化工物流行业的专业要求。盈利中心由统一营销部门搭配货代、移动、仓配、分销四大事业群构成，实现营销

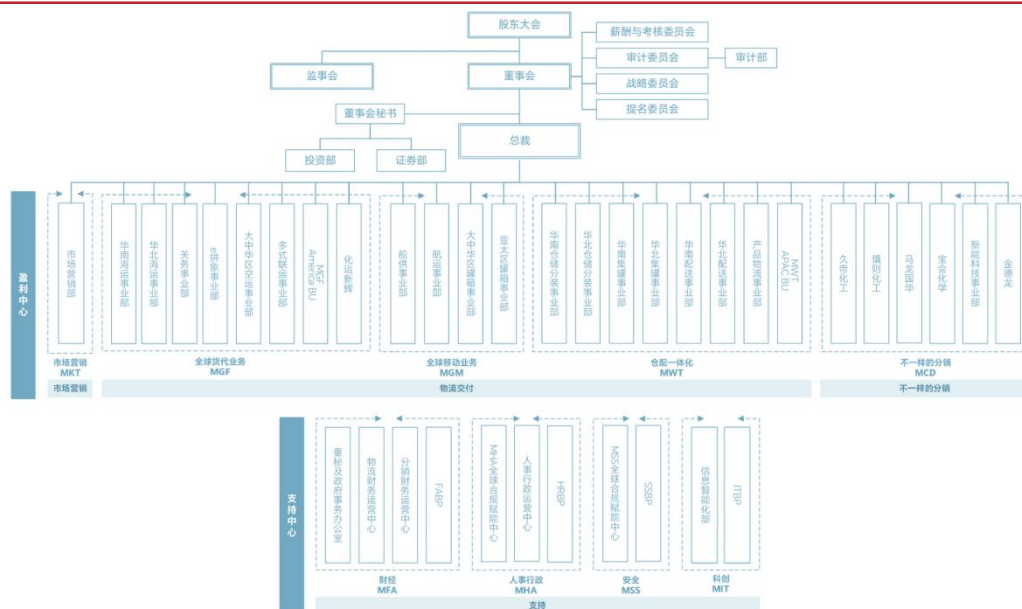
资源共享与各业务板块专业化运营；支持中心涵盖财经、人事行政、安全、科创四大板块，将后台服务与业务深度绑定，同时实现全流程合规把控，契合危化品物流行业的高安全、高合规要求。此外，公司核心管理团队专业背景深厚，创始人深耕化工物流行业二十余年，专业化管理能力为公司业务拓展与效率提升提供核心支撑。

图表 2：密尔克卫股权结构清晰稳定（截至 2025 年三季报）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 3：密尔克卫组织架构权责清晰专业化



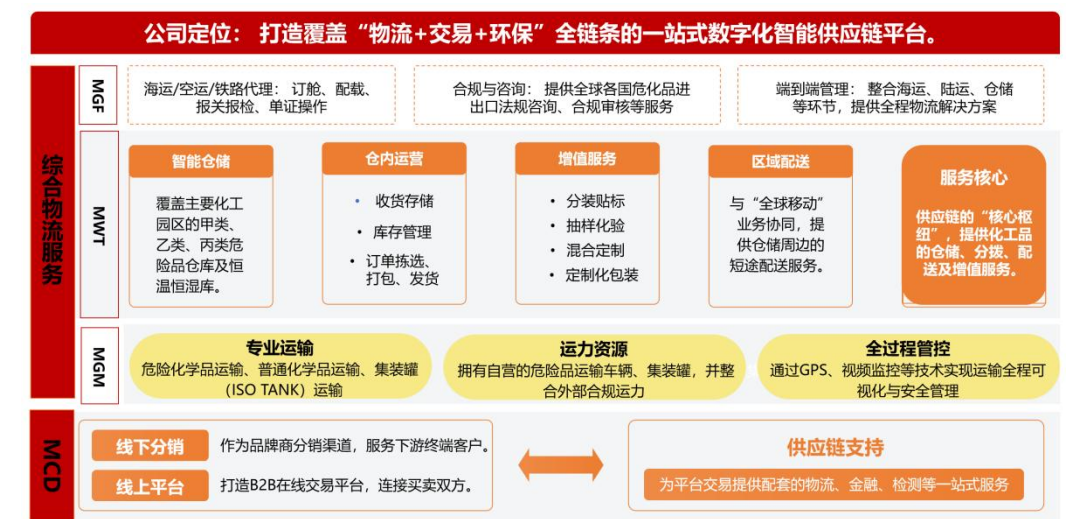
资料来源：公司跟踪评级报告、华源证券研究所

1.2. 构建综合供应链服务平台，物贸一体化发展

构建综合供应链服务平台，物贸一体化发展。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，逐步形成化工品及新能源行业物贸一体化服务。

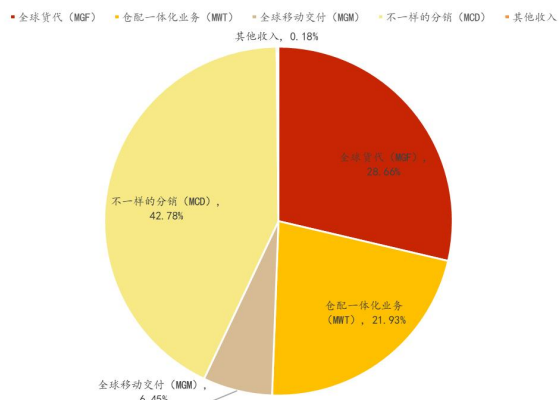
公司主营业务包含**一站式综合物流服务**以及**化工品交易服务**。一站式综合物流服务为公司核心业务，提供从客户端到用户端的物流全环节专业服务，2024 年约占收入 57.0%，约占毛利 69.5%:1)全球货代业务（MGF）收入占比约为 28.7%，毛利占比约为 26.0%；2)仓配一体化业务（MWT）依托全国逾 60 万平方米自管仓库及自购运力，形成覆盖主要化学品生产及消费区域的流通交付网络，2024 年收入占比约为 21.9%，毛利占比约为 36.2%；3)全球移动业务（MGM）通过液体散货船、罐式集装箱等提供灵活的租赁与运输及定制化解决方案，2024 年收入占比约为 6.5%，毛利占比约为 7.4%。化工品交易业务为公司第二盈利来源，2024 年收入占比约为 42.8%，毛利占比约为 29.0%。

图表 4：密尔克卫主营业务



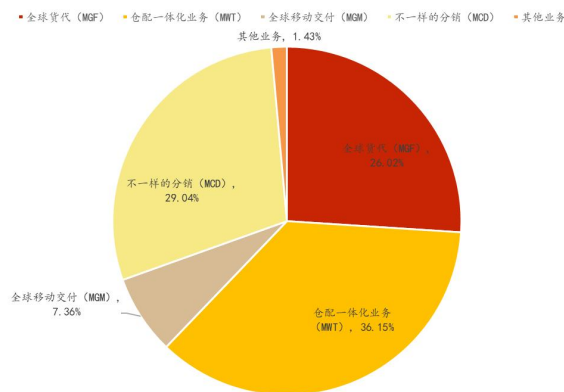
资料来源：公司公告、华源证券研究所绘制

图表 5：主营业务占总营收比重（2024 年）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 6：主营业务毛利占总毛利比重（2024 年）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

随着国内六大战区与海外战略布局的不断深化，公司全球化发展格局已全面展开。公司围绕大中华区部署了六大战区的战略布局，包括上海、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）以及长江区域（镇江、南京、张家港、连云港、长沙、荆州）。通过集中资源重点发展优势网点，依托团队协作与系统化管理，结合自建与并购并举的方式，推动密尔克卫“六五”战略规划（2023-2027 年）实施，夯实国内网络密度。此外，公司在美国、新加坡、马来西亚、越南、缅甸、泰国等地也已设立子公司，持续拓展海外市场。

公司与众多行业龙头建立深度合作，已成为其业务稳定与持续拓展的重要支柱。凭借超过二十年的行业运营，公司已与包括巴斯夫、陶氏、万华化学、中芯国际等在内的全球顶尖化工、新能源及芯片半导体企业建立了广泛的长期合作关系。通过持续深化服务与拓展合作，头部客户不仅构成了坚实的业务基础，也发挥了重要的市场示范效应，带动公司客户总量持续增长，截至 2025H1，公司有效客户已超过 10,000 家。

图表 7：密尔克卫主营业务全球化布局



资料来源：公司公告、华源证券研究所绘制，注：图中仅为示意简图，不代表完整的中国地图

图表 8：密尔克卫与众多行业龙头建立深度合作关系



资料来源：公司公告、华源证券研究所

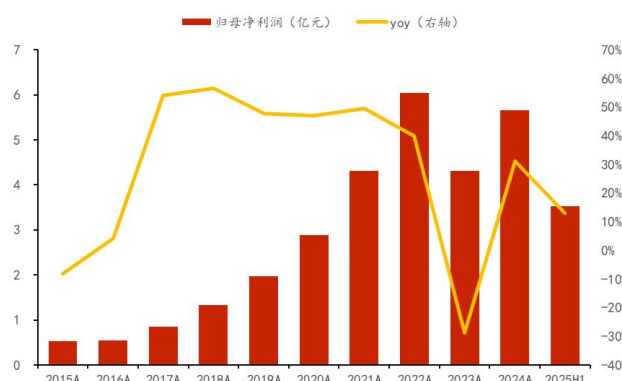
内生外延快速发展，化工分销业务构筑第二成长曲线。密尔克卫通过内生外延（自建+并购优质资产）的方式快速发展，2015-2024 年公司营收 CAGR 达 38.90%，2015-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 30.08%。2022-2024 年，由于国际环境变化以及宏观需求承压，公司收入及利润增速回落，2025 年 H1，得益于智能供应链服务聚焦及化工品分销强化，公司实现营收 70.35 亿元，同比增长 17.40%，实现归母净利润 3.52 亿元，同比+13.12%。从收入结构来看，自 2017 年起，公司逐步介入化工贸易业务，化工品贸易占收入比重逐年提高，2025H1 分销业务收入及毛利占比约 48.08%/33.6%，成为公司重要的第二增长曲线。

图表 9：公司 2015-2025 年 H1 主营业务收入及 yoy



资料来源：公司公告、华源证券研究所

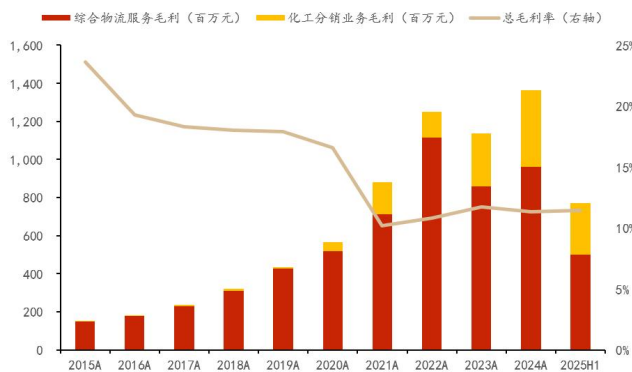
图表 10：公司 2015-2025 年 H1 公司归母净利润及 yoy



资料来源：公司公告、华源证券研究所

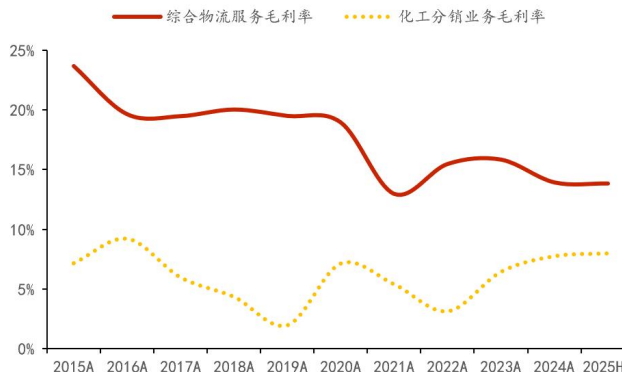
需求疲软盈利能力短期承压，静待化工需求复苏。随着公司收入规模提升，2015-2020 年，公司主营业务毛利额由 1.48 亿元提升至 5.67 亿元，CAGR 约为 30.82%。2021-2024 年，公司毛利率约为 11%左右，主因低毛利率的化工分销收入占比提升以及物流业务因需求疲软而毛利率承压。2025 年 H1，公司毛利率为 11.46%，同比+0.22pct，主因公司优化经营效率。我们认为随着化工周期触底，PPI 改善下价格或将逐步回升，公司盈利能力有望实现改善。

图表 11：公司 2015-2025 年 H1 主营业务毛利及毛利率



资料来源：公司公告、华源证券研究所

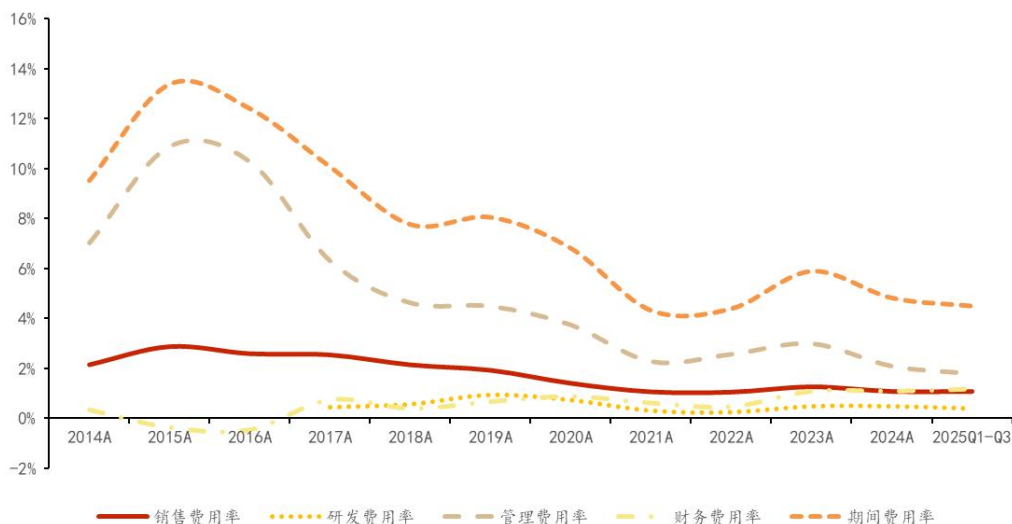
图表 12：公司 2015-2025 年 H1 主营业务毛利率



资料来源：公司公告、华源证券研究所

费用结构持续优化，经营质量大幅提升。费用率方面，随着公司收入规模效应释放，费用率持续改善，2025 年 Q1-Q3，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.10%/1.80%/0.41%/1.19%，同比+0.11/持平/-0.10/+0.05pct。2025Q1-Q3，公司经营活动产生的现金流量净额达 9.40 亿元，较 2024 年同期的-1.60 亿元大幅改善。2025Q1-Q3 净营业周期约 50 天，同比-3 天，运营效率有所提升，资金流动性持续改善。

图表 13：公司整体费用管控能力持续提升



资料来源：公司公告、华源证券研究所

2. 行业随化工增产持续扩容，龙头或具备成长空间

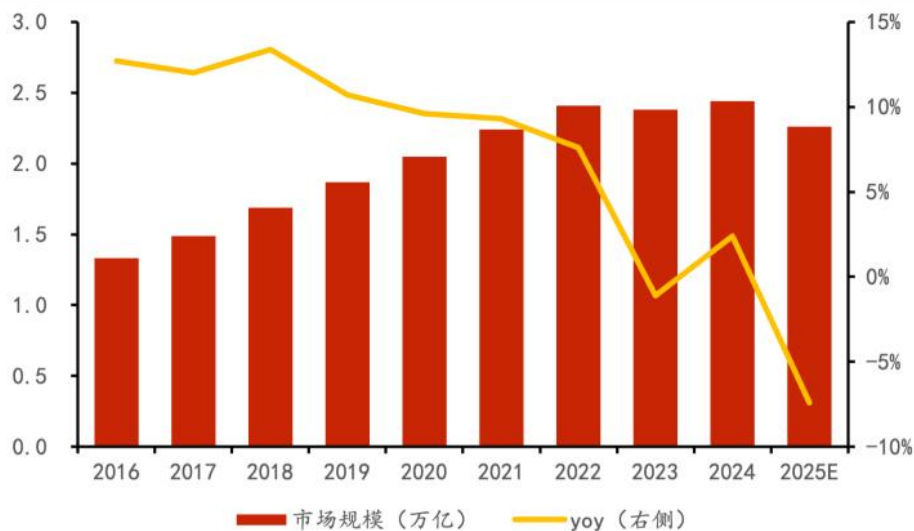
龙头企业通过规模与网络优势，开辟增长空间。化工行业的持续发展与头部企业规模扩张，正推动物流需求向多样化、复杂化演进。具备规模优势、资质齐全且管理规范物流企业，有望依托规模效应，在网络覆盖与运力调度等方面构建安全、高效、低成本的综合服务能力。此类企业有望沿产业链延伸，打造物贸一体化平台以增强议价能力，并借助成熟的物流体系横向拓展至其他产业链，从而打开长期成长空间。

2.1. 危化品市场短期承压，静待需求修复

化工品类繁多催生专业物流需求，需求疲软行业规模短期承压。化工产品作为国民经济活动的上游原材料，下游涉及消费、地产、汽车等细分领域，需求受宏观经济景气度影响而波动。化工品类繁多，导致物流环节的运营高度专业化和复杂，运输环节主要包括陆路/水路/铁路运输、仓储、装卸搬运、产品再加工等。我国化工品生产端主要集中在沿海地区，而应用和消费端较为分散，复杂的化工品类以及运输环节的高度复杂和专业派生出庞大的化工物流市场，根据中物联危化品物流协会预测，2020-2024 年危化品物流行业规模由 2.05 提升至

2.44 万亿元，CAGR 约为 4.45%，2025 年化工市场需求预计较为波动，作为派生的下游需求，化工物流行业需求或短期承压，预计行业规模同比下滑 7.4%。

图表 14：2016~2025 年危化品物流行业规模（万亿）及增速（%）



资料来源：中物联危化品物流协会，华源证券研究所

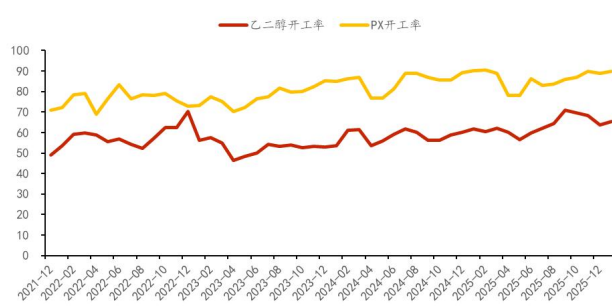
行业需求疲软，静待复苏。1) 中国化工产品价格指数 CCPI：2022 年起 CCPI 呈回落趋势，由 2022 年的均值 5380 点回落至 2025 年的均值 4085 点，下降 24.1%，主因宏观需求总体疲软。2) PX/乙二醇开工率有所回暖：2025 年 PX/乙二醇开工率约为 85.8%/63.4%，较 2024 年同期+0.9/5.2pct，后续静待行业需求复苏。

图表 15：2021~2025 年化工产品价格指数：CCPI



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：2021~2025 年 PX 开工率 (%) 和乙二醇开工率 (%)

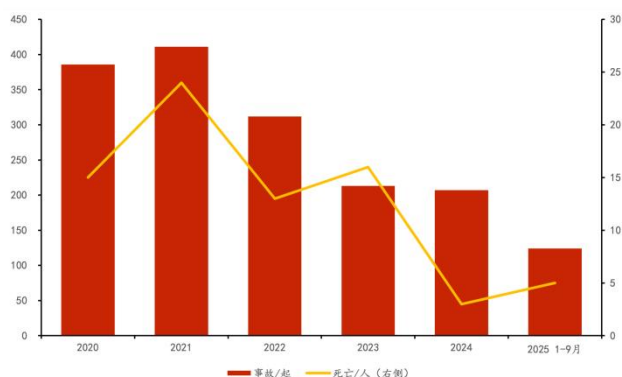


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.2. 监管趋严加速行业结构优化，集中度提升助力龙头业绩成长

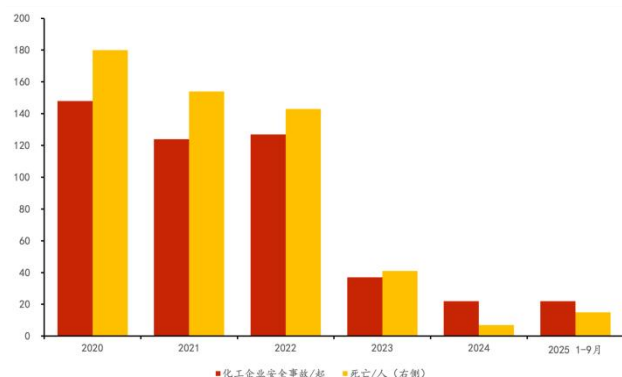
政策监管趋严，围绕安全与发展双主线完善法律法规，行业准入壁垒有所提升。近年来，随着我国化工产业规模持续扩大，危化品物流管理复杂度不断提升，危化品物流管理难度与安全风险日益凸显。据我们统计，自2021年起，国家陆续出台多项政策法规，逐步构建行业安全与应急管理体系，推动事故率逐年下降。当前行业已进入监管持续趋严、准入门槛不断提升的阶段，政策围绕“安全与发展”双主线，从车辆治理、法规完善、风险防控等多方面系统推进，引导行业向安全、绿色、智能、韧性与多式联运方向升级。未来，伴随法律法规和牌照审批进一步收紧，行业竞争将逐步转向以技术、管理和服务为核心的存量竞争，走向更高质量、更可持续的发展路径。

图表 17：2020~2025 年 9 月全国危化品物流道路事故统计(起/人)



资料来源：中物联危化品物流协会，华源证券研究所

图表 18：2020~2025 年 9 月危化品企业安全事故统计(起/人)



资料来源：中物联危化品物流协会，华源证券研究所

图表 19：危险化工物流相关法律法规

时间	法律法规
2021 年 4 月	交通运输部、工业和信息化部、公安部、市场监管总局联合制定了《常压液体危险货物罐车治理工作方案》
2024 年 1 月	交通运输部公布《民用航空危险品运输管理规定》
2024 年 11 月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《有效降低全社会物流成本行动方案》
2024 年 12 月	人大常委会第十三次会议审议《中华人民共和国危险化学品安全法(草案)》
2025 年 3 月	应急管理部印发《2025 年危险化学品安全监管工作要点》
2025 年 3 月	国家质量监督检验检疫总局与国家标准化管理委员会联合发布新版《危险货物物品名表》(GB12268-2025)和《危险货物分类和品名编号》(GB6944-2025)
2025 年 9 月	《中华人民共和国危险化学品安全法》(草案二次审议稿)进入二审
2025 年 10 月	交通运输部、公安部、应急管理部印发《危险货物道路运输企业安全管理规范》

资料来源：瑞旭集团官网，公司公告，政府官网，中物联危化品物流协会，华源证券研究所

图表 20：危化品物流企业准入资质

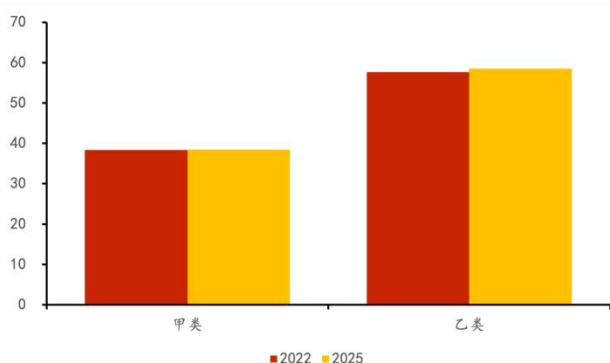
牌照名称	业务环节	分管部门	持续年限	申请要求
危险化学品经营许可证	危化品仓储与经营	应急管理局	3 年	经营/储存场所符合消防、安全国标；负责人有安全资格证书；公司具备应急预案及器材；完成安全评价，健全的安全生产规章制度等

危险货物道路运输许可证	危险货物的道路运输经营活动全流程	交通运输主管部门	4 年	符合要求的专用车辆及设备、停车场地、从业人员和安全生产管理人员，健全的安全生产管理制度等
国内水路运输经营许可证	船舶管理、船舶代理、水路旅客运输代理和水路货物运输代理等经营活动	交通运输主管部门	5 年	符合要求的船舶，有明确的经营范围及可行的航线营运计划，配备相应的人员，且高级船员占比需符合要求；具有健全的安全管理制度等
港口经营许可证	码头和其他港口设施的经营，港口旅客运输服务经营，在港区内从事货物的装卸、驳运、仓储的经营和港口拖轮经营等	港口行政管理部门	3 年	有固定经营场所，港口设施符合规划及技术标准，配备相应的专业技术/管理人员、设施设备；具备应急预案等

资料来源：政府官网，华源证券研究所

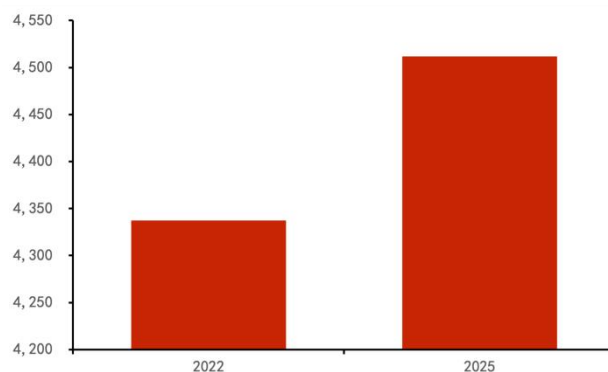
仓储设施规模以存量优化为主，行业结构优化效果初现。根据中物联危化品物流分会于 2025 年针对化工仓储（第三方）开展调研统计，共收集到 196 家企业的数据，涉及 254 个库区，其中第三方化工品仓库区达 108 个，2025 年甲类、乙类仓库面积较 2022 基本持平；储罐区 173 个，总容量 4511.643 万立方米，2022-2025 年储罐罐容复合增速约为 1%。我们认为我国仓储设施规模以存量优化为主，行业结构优化效果初现。从区域与布局来看，仓储设施向专业化、规模化发展，储量增长或集中于沿海化工园区，沿江、黄海区域及化工产业集中区发展势头强劲，重点服务出口导向型化工产品。

图表 21：2022 年与 2025 年全国第三方化工品甲乙类仓库面积对比(万平方米)



资料来源：中物联危化品物流协会，华源证券研究所

图表 22：2022 年与 2025 年化工品储罐容量对比(万立方米)

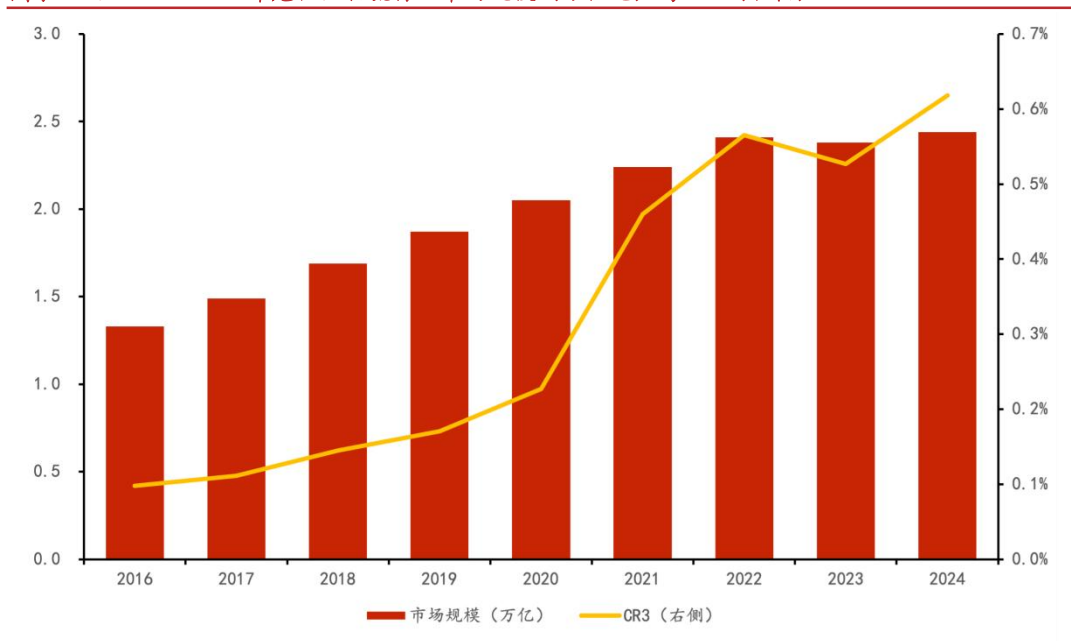


资料来源：中物联危化品物流协会，华源证券研究所

“小散弱”格局改善，2020-2024 年行业集中度有所提升。从收入口径看，行业的集中度持续提升，2020 年密尔克卫、宏川智慧、兴通股份的市占率分别 0.17%、0.04%、0.02%，CR3 集中度为 0.23%；2024 年危化品化工物流市场中，密尔克卫、宏川智慧、兴通股份的市占率分别为 0.50%、0.06%和 0.06%，CR3 集中度为 0.62%。在监管持续趋严、准入门槛不断提高的背景下，化工物流行业正逐步转向存量竞争阶段。基于化工品的特殊危险性，未

来相关法规及牌照审批预计将进一步收紧，加速市场份额向具备资源、声誉与合规能力的头部企业集中。然而，头部企业在扩张过程中或也面临成本上升、石化行业周期下行及区域竞争加剧等多重压力，行业整体仍处于提质增效的关键转型期。

图表 23：2016~2024 年危化品物流行业市场规模（万亿元）与 CR3（右轴）



资料来源：中物联危化品物流协会，同花顺 iFinD，华源证券研究所，注：CR3 为密尔克卫、宏川智慧、兴通股份，市占率的测算仅使用上述公司的总营业收入作为估算，或与实际情况有所偏差

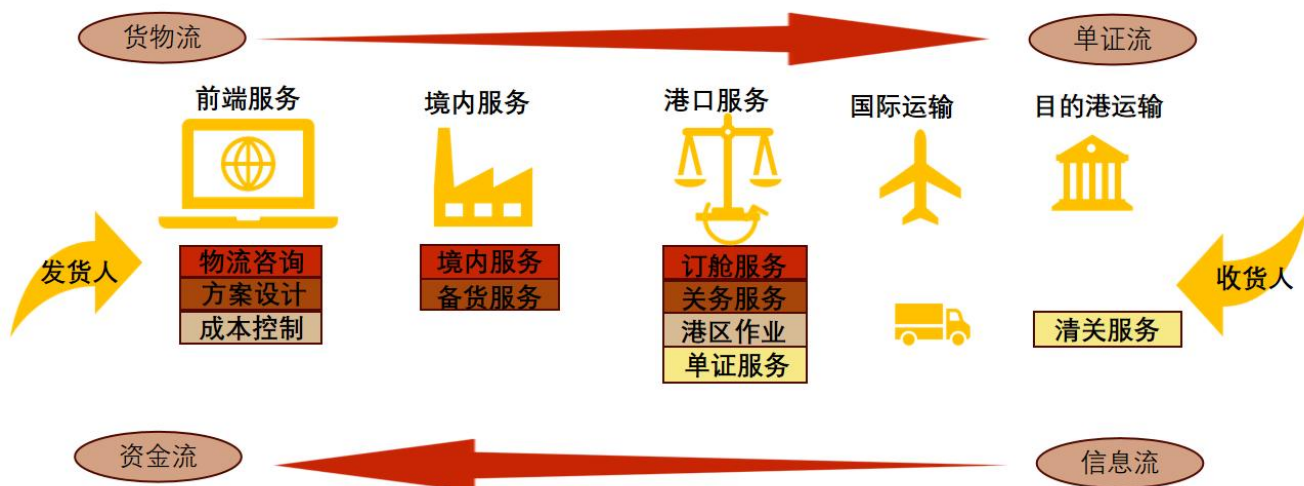
3. 多元化业务并举，构筑化工供应链服务平台

公司依托并购与自建的双重路径，持续完善物流网络布局，为客户提供涵盖货物进出口代理、仓储管理、工程物流及多式联运在内的一站式综合物流服务。基于这一安全、稳定的物流体系，公司逐步拓展至化工品分销领域，朝着构建全球化工综合供应链的方向前进。随着业务规模不断扩大，协同效应日益凸显，公司整体盈利能力有望得到持续提升。

3.1. 全球货代：定价模式与周期共振，规模韧性有望穿越波动

全球货代业务（MGF）作为综合物流网络的国际延伸，为客户提供涵盖海、空、铁路的国际危险品及普货一站式运输服务，包括进出口货物的揽货、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服务活动以及多式联运、第三方物流、合同物流等新兴业务。从业务结构来看，全球货代以海运为主，海运业务方面，2024 年公司进出口货物量同比均实现增长；通过引入上海化运新辉供应链管理有限公司团队，公司远洋航线出口业务量大幅提升。

图表 24：密尔克卫“全球货代”商业模式生态示意图



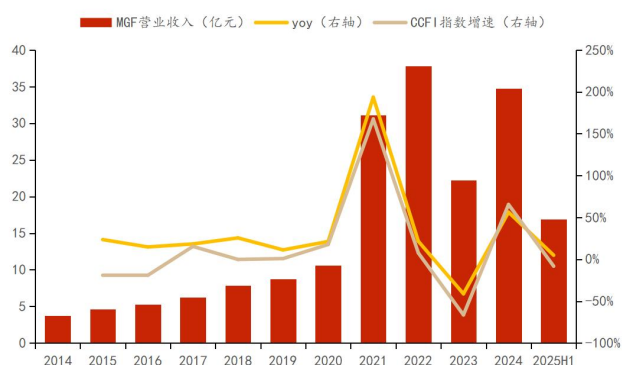
资料来源：公司公告，华源证券研究所

营收与运价周期强相关，货量增长平抑周期波动。该业务采用成本加成定价模式，收入与利润水平与运价高度相关，但同时通过货量的持续扩张与服务环节的增加平滑周期波动。

2019 年至 2022 年，受益于货代行业景气提升，公司 MGF 收入实现高速增长，2019-2022 年 CAGR 约为 62.9%。2023 年受下游市场需求和国际运价调整等因素综合影响，CCFI 同比下滑 66.4%，但公司通过货量增长平抑周期影响，MGF 收入同比下滑 41.2%。2024 年地缘因素影响下集运运价增长，叠加公司引入新兴团队拓展远洋航线进出口业务量，公司 MGF 营收实现较快增长，同比增长 56.2%。

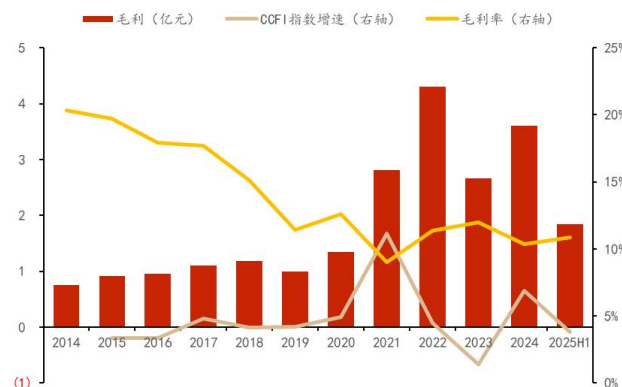
毛利率随运价波动，盈利能力有望随规模效应释放及业务结构改善逐步提升。2020-2021 年，货代行业运价上涨较多，公司适当让利保障长期客户关系与市场份额，叠加员工薪酬上涨增加营业成本，MGF 毛利率由 2020 年的 12.6% 下滑至 2021 年的 9.0%。2022-2023 年随着行业运价逐步趋于稳定，订船订舱等采购成本相应减少，公司 MGF 毛利率有所改善，2022 及 2023 年毛利率分别为 11.4%，12.0%。2024 年，地缘冲突下海运运价有所上涨，毛利率同比回落至 10.4%，我们认为毛利率的回落主因产业链议价能力较低，公司单箱毛利涨幅低于运价的涨幅。2025H1 毛利率同比回升至 10.9%。展望未来，随着业务规模持续扩大，公司对船东等上游运力供应商的议价能力增强，同时通过数字化平台（MCP）优化操作流程，规模效应与运营效率有望逐步提升。未来，在货量稳步增长的驱动下，单位成本有望进一步摊薄，公司货代业务盈利能力有望逐步提升。

图表 25：2014-2025 年 H1 公司 MGF 业务营收、营收增速与 CCFI 增速



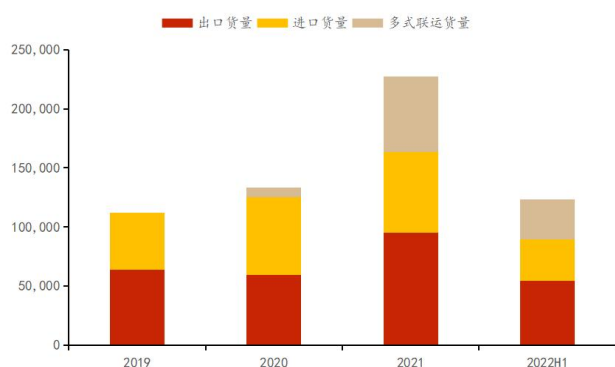
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 26：2014-2025 年 H1 公司 MGF 业务毛利、毛利率与 CCFI 增速



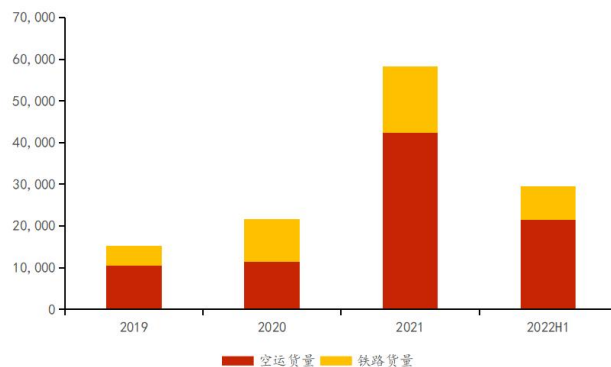
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 27：2019-2022H1 公司货代海运货量 (TEU)



资料来源：公司可转债募集说明书，华源证券研究所

图表 28：2019-2022H1 公司货代空运/铁运货量 (TON)



资料来源：公司可转债募集说明书，华源证券研究所

3.2. 全球移动交付：资产扩张驱动收入增长

全球移动交付业务（MGM）是公司打造的高端定制化供应链服务板块，该业务包含全球航运及罐箱运输业务（MTT）及全球工程物流及干散货业务（MPC）。MTT 业务主要专注于液体化学品，以公司租赁或自有罐箱为基础，提供罐式集装箱及特种化学品船租赁、运输及配套物流方案，MPC 业务主要服务于大型工程总承包项目，提供定制化海运解决方案。MGM 业务的营业模式主要为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。该类型业务主要针对液体化学品，基于集约化交付降低单吨化学品的物流成本，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増加。

图表 29：罐式集装箱运输示意图



资料来源：公司官网、华源证券研究所

图表 30：液散船示意图

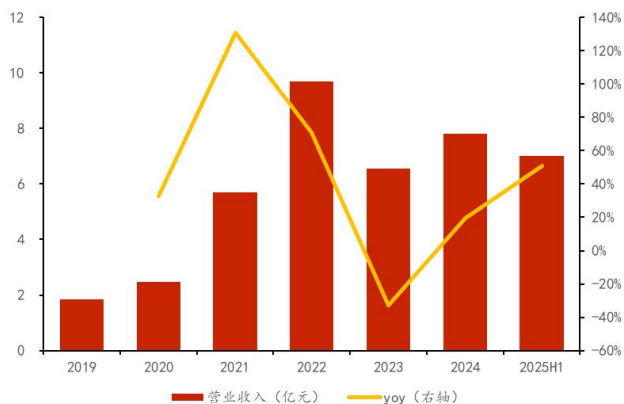


资料来源：公司官网、华源证券研究所

资产扩张驱动收入增长。自 2019 年起公司持续扩充核心资产，2023 年 4 月，公司收购舟山中谷船务 80% 股权，获得 4 条 4000DWT 不锈钢液体化学品船及《水路运输许可证》，切入散装危化品运输市场。2024 年 11 月，公司不锈钢液体化学品船“演智轮”交付，补强国内沿海液散运输运力。资产扩张强化公司多元化服务能力，2019-2025 年 H1 全球移动交付业务营收实现快速增长，2019-2024 年营收 CAGR 约为 33.2%，2025H1 实现收入 7 亿元，同比增加 51%。

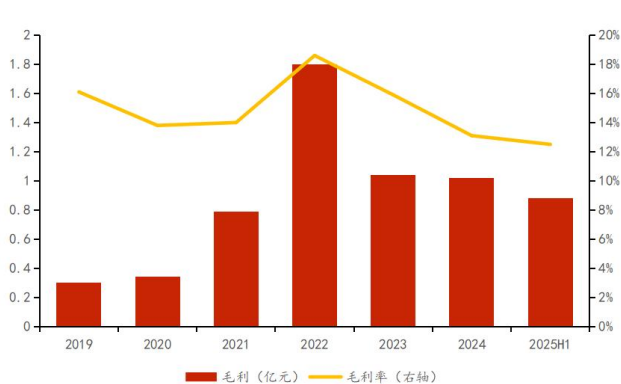
从毛利率来看，由于壁垒较高，全球移动交付业务毛利率在 15% 左右浮动，2024 年受红海事件影响，外贸履约成本增加，同时，内贸市场竞争激烈，利润空间被压缩，MGM 毛利率下滑至 13.1%；随着高毛利的跨境液体化学品运输、罐箱管理服务等高附加值业务占比提升，以及资产全球调度效率的优化，我们预计公司 MGM 板块毛利率有望逐步提升。

图表 31：2019-2025 年 H1 MGM 业务营业收入及营收增速



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 32：2019-2025 年 H1 MGM 业务毛利及毛利率



资料来源：公司公告、华源证券研究所

3.3. 仓配一体化：重要盈利来源，并购+自建扩充稀缺产能

仓配一体化业务（MWT）包含区域仓配一体化（MRW）和区域内贸交付业务（MRT），主要提供各类化工品存储保管、库存管理和操作，全国范围内的化学品合同物流、逆向物流、小件快运等服务。收入包括境内道路配送、集运运输收入及仓储收入。目标客户主要为国际、国内大中型化工品生产企业、贸易商和大型第三方物流企业，公司帮助此类客户建立国内的分销中心和分销网络，并代为管理库存。仓运业务存在协同，可以互为导流。

从收费模式来看，区域仓配一体化（MRW）下，公司通过运营自建仓库与租赁仓库，为客户提供货物存储、分拣、包装、贴标、打托等一系列增值服务，收入主要来源于按单位面积收取的仓储费用，并以品类与仓储成本为定价基础；同时，进出仓操作及其他增值服务将额外收取附加费用。区域内贸交付业务（MRT）主要为运输，包含集运业务和配送业务，运输业务以货品品类、重量和运输路程为参考指标进行阶梯式定价。

图表 33：公司九大仓库类型

九大仓库类型



资料来源：公司官网、华源证券研究所

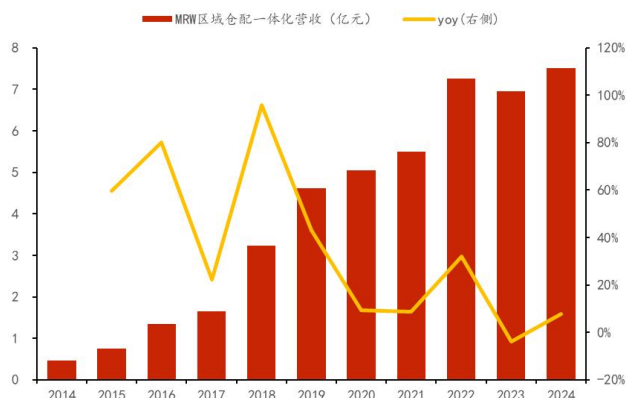
图表 34：公司运输业务车辆类型



资料来源：公司官网、华源证券研究所

稀缺产能构筑仓储壁垒，盈利有望随产能扩张保持稳健增长。公司通过并购+自建的方式持续扩张仓储资产，根据公司公告，截至 2025 年 H1，公司自建及管理逾 60 万平方米专业化学品仓库。从收入来看，公司仓储管理效率较高，在库货物周转量提升以及持续的兼并扩张举措推动仓储营收增长，2020-2024 年仓储收入由 5.05 亿元提升至 7.51 亿元，CAGR 约为 10.4%。我们认为公司毛利率因仓储资源的稀缺而保持较高水平，2023-2024 年因需求承压，毛利率由 47.9%回落至 44.3%。预计公司仓储业务收入将随产能扩张而增加，在公司服务能力增强+增值服务需求增长的情况下，MRW 毛利率有望稳中有升。

图表 35：2014-2024 年公司 MRW 区域仓配一体化营收及营收增速（右轴）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

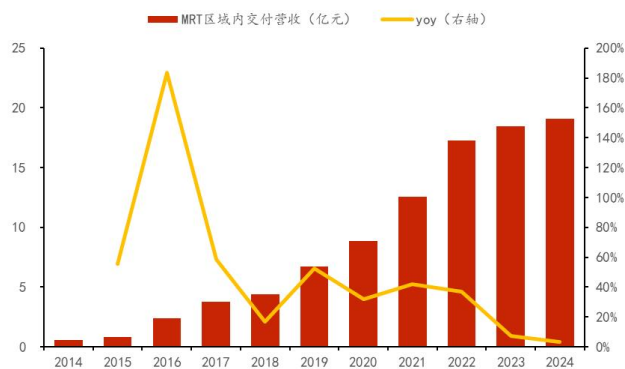
图表 36：2014-2024 年公司 MRW 区域仓配一体化毛利及毛利率（右轴）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

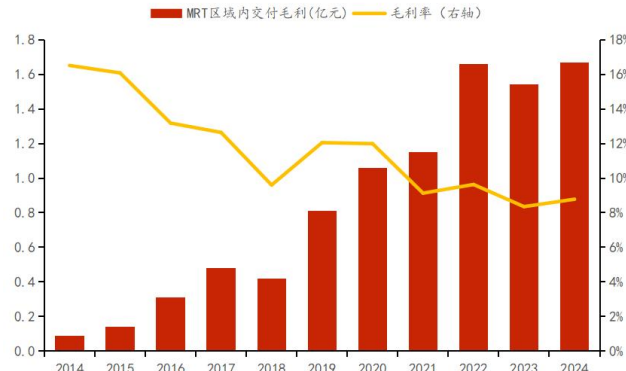
运输部分网络能力突出，规模增长下运输收入持续增长。公司围绕国内客户需求持续布局物流运输资源，运输网络扩张推动公司运输收入快速增长，2018-2024 年，公司运输收入由 4.40 亿元提升至 19.06 亿元，CAGR 约为 27.7%。从毛利率来看，公司 MRT 业务 2024 年毛利率约为 8.8%，主要由于行业运输价格回落。预计未来运输收入将随运输网络扩张和业务量增长而稳定增长，毛利率将随成本优化、油价改善而有所提升。

图表 37：2014-2024 年公司 MRT 区域内交付业务营收及营收增速



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 38：2014-2024 年公司 MRT 区域内交付业务毛利及毛利率变化



资料来源：公司公告、华源证券研究所

3.4. 化工品分销业务：线上线下协同发展，物贸一体化平台逐步完善

公司分销业务 MCD 采用线上线下协同发展，构建物流与贸易相结合的体系。线下以代理分销为主，通过在化工园区设立“化工便利店”等方式服务中小客户；线上则运营自建平台“灵元素”，并在 1688 等平台为品牌方提供代运营服务。我们认为公司高效稳定的物流履约能力或可为交易平台持续引流，而平台达成的交易又反过来创造更多物流服务需求，由此形成双向促进的“飞轮效应”，有望推动业务持续增长，未来市场空间广阔。

从盈利模式来看，公司聚焦于化工品使用者与贸易商，根据其需求集中向上游采购并进行分销，并利用自有物流体系提供配送等增值服务，交易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。我们认为由于大多数品类根据已有客户的书面委托确定购买意向完成采购，存货积压与坏账风险整体处于可控范围。

图表 39：分销业务商业模式



资料来源：公司官网、华源证券研究所

外延并购快速切入优质资源：自 2020 年起，公司开展多起战略性收购，迅速获取关键渠道与专业能力。例如，收购湖南瑞鑫化工(65%股权)、江苏马龙国华(95.65%股权)，完善了精细化工产品线并拓展了区域分销网络；收购南京久帝化工(70%股权)，获取国际化工巨头授权经销权并快速切入特种化工品分销领域。这些并购快速丰富了 SKU，承接了原企业的专业团队及客户资源，为业务规模化打下基础。

内生建设打造线上线下融合体系：公司自建化工垂直电商平台“灵元素”，逐步构建覆盖实验室试剂、涂料原料等多品类的化工数字化基础设施。同时，在线下主要化工园区周边布局“化工便利店”，为中小客户提供小批量、急需的现货及配套服务，有效解决“最后一公里”配送问题，与线上平台形成场景互补。

图表 40：公司化工品分销版图逐年扩张

时间	密尔克卫并购企业	收购目的
2021 年 6 月	江苏马龙国华（95.65%股权）	为滇桂黔出产的化工资源布局线下分销网络，实现磷资源及其他基础化学品的全国分销。
2021 年 9 月	湖南瑞鑫化工（65%股权）	进一步拓展公司化工品贸易业务，推动公司精细化工、苯类、醇类、酯类等煤化工、醇基燃料及其配套设备、加油站运营以及油品批发等业务的发展。
2021 年 12 月	上海市化工物品汽车运输（100%股权）	完善上海化学工业区的线下化工品服务能力，服务芯片、半导体等行业的客户。
2022 年 10 月	南京久帝化工（70%股权）	获取国际化工巨头授权经销权并快速切入特种化工品分销领域，同时承接其专业团队和优质客户资源，为打造“超级化工亚马逊”的全球化战略奠定基础。
2023 年 6 月	广州宝会树脂（60%股权）	吸收新的化学品品类，开拓市场，拓展客源网络、优化资源配置，同时完善化工品贸易战略布局。

资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 41：“灵”元素



资料来源：“灵元素”官网，华源证券研究所

图表 42：化工便利店

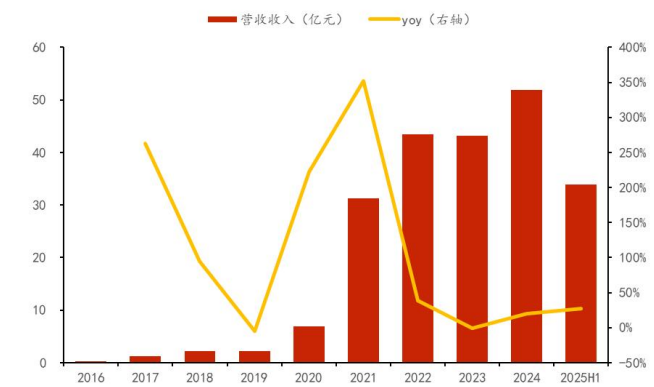


资料来源：密尔克卫官网，华源证券研究所

品类扩张推动营收快速增长，品类优化推动盈利能力改善。分销业务随着线上线下运营的成熟、品类的扩张而快速增长，2020-2024 年营收由 6.91 亿元提升至 51.85 亿元，CAGR 为 65.5%，2025 年 H1，公司分销业务实现收入 33.83 亿元，同比+27.1%。从毛利率来看，2023 年起，公司化工品分销业务逐步转向毛利率更高的快消品和精细/特种化学品，盈利能

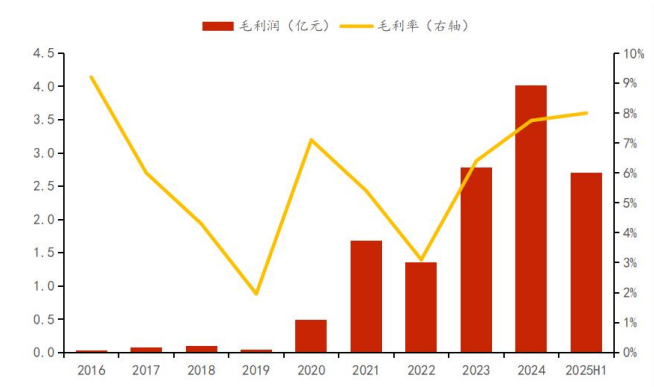
力逐步改善，分销业务毛利率由 2022 年的 3.10% 提至 2025 年 H1 的 8.0%。随着公司物流网络服务能力不断增强，贸易板块所能提供的产品和服务将更为丰富，预计未来贸易业务或仍将维持较快增长，毛利率有望提升。

图表 43：2016-2025 年 H1 公司分销业务营收及营收增速



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 44：2016-2025 年 H1 公司分销业务毛利及毛利率



资料来源：公司公告、华源证券研究所

4. 参考海外龙头发展经历，公司未来成长潜力显著

布伦泰格是全球化学品分销行业的龙头企业，其商业模式围绕两大核心业务支柱展开：大宗化学品部门提供标准化的基础产品组合；特种化学品部门则专注于营养品、制药、个人护理、建材涂料及润滑剂等高附加值领域，为客户提供定制化解决方案。公司凭借覆盖全球 70 多个国家、超过 600 个网点的庞大分销网络，以及涵盖技术、法规和数字化的专业服务能力，在化工产业链中扮演着不可替代的关键枢纽角色。

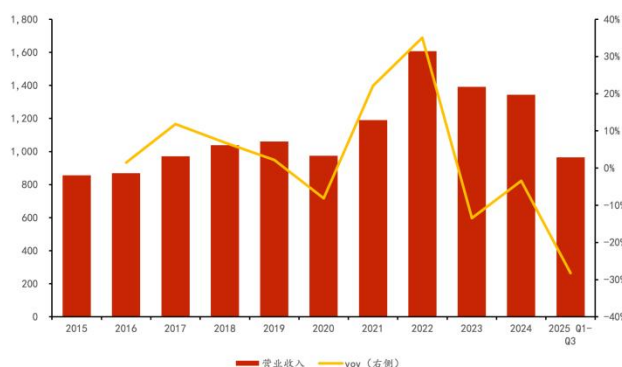
图表 45：布伦泰格业务范围



资料来源：布伦泰格官网，华源证券研究所

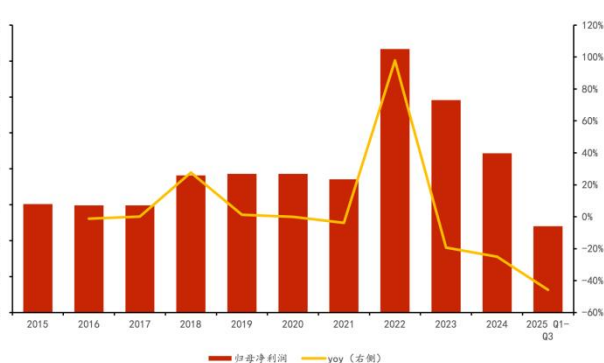
布伦泰格的营业收入与全球宏观经济及工业周期高度相关，其长期推行的战略并购是公司应对行业波动、提升增长韧性的核心战略。通过系统性的地理区域、产品组合（大宗与特种化学品）及终端行业的多元化并购布局，公司构建了有效的风险对冲机制。当某一区域或行业需求下行时，其他增长市场或更具防御性的业务（如服务于医药、个人护理的特种化学品）能够提供缓冲，从而平滑整体业绩的周期性波动。在 2015 年至 2024 年间，尽管经历了 2020 年的需求回落与收入下滑、2021-2022 年需求复苏下收入高速增长，以及 2023-2024 年的需求回调与收入增速回落，公司营收仍从 2015 年的 856.11 亿元稳步提升至 2024 年的 1343.6 亿元，复合年增长率（CAGR）为 5.14%；归母净利润由 30.2 亿元增长至 44.37 亿元，CAGR 为 4.37%。

图表 46：2015~2025Q3 布伦泰格营业收入（亿元）及同比变化（右轴）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 47：2015~2025Q3 布伦泰格归母净利润（亿元）及同比变化（右轴）



资料来源：Wind，华源证券研究所

复盘海外化工供应链龙头布伦泰格（Brenntag）的发展历程，其通过持续并购实现全球网络扩张与业务协同的路径，为审视密尔克卫的成长潜力提供了参照。密尔克卫正通过积极的并购策略，系统性地构建其全球化工供应链服务能力。在国内，公司通过收购天津物泽物流、广州宝会树脂、上海化运等企业，完善了港口危化品集装箱物流、化学品贸易、核电特货运输、危废处理及化工品全生命周期管理等关键环节，实现了从仓储运输到贸易环保的一体化服务覆盖。在海外，公司的全资子公司通过对新加坡 STORE+DELIVER+LOGISTICS PTE LTD 和 LHN Logistics Limited 的收购，获得了亚太区的危险品仓储、堆场及运输能力，强化了新加坡枢纽布局，推动了海外仓配一体化业务发展。这一系列境内外并购，显著提升了公司的区域服务能力、业务多元化和国际化运营水平。

图表 48：2021~2025 年密尔克卫收并购情况

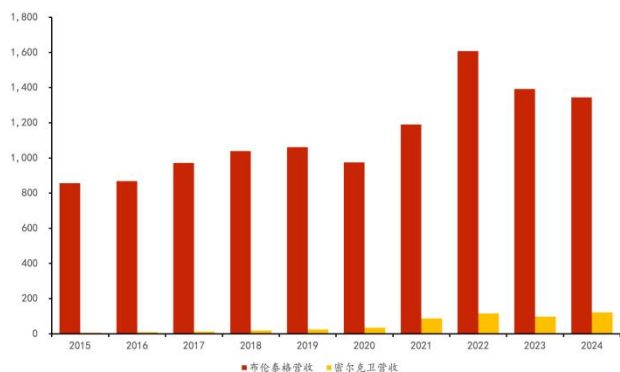
国内			
并购完成时间	并购企业	股权（%）	并购目的
2021 年 2 月	镇江宝华物流	82%	拓展化学品运输领域布局，强化行业竞争优势
2021 年 4 月	上海港口化工物流	100%	完善上海化工园区线下化工品服务能力，拓展智能化工公路港布局

2021 年 6 月	江苏马龙国华	95.65%	布局线下分销网络，释放危险化学品铁路运输能力，实现基础化学品全国分销
2021 年 9 月	湖南瑞鑫化工	65%	拓展华中及华南地区专业化工品贸易业务
2021 年 10 月	上海零星物流	100%	拓展危险化学品仓库和储罐资源，提升华东地区危化品仓储服务能力
2021 年 12 月	上海市化工物品汽车运输	100%	发展特货及跨境长线运输业务，巩固核心区域服务网络
2022 年 10 月	南京久帝化工	70%	拓展化学品分销业务线，整合一站式化工供应链体系
2023 年 6 月	广州宝会树脂	60%	吸收新的化学品品类，拓展市场与客户网络，完善化工品贸易布局
2025 年 6 月	天津物泽物流	30%	完善港口危险货物集装箱全链条物流服务能力，优化长期战略布局
海外			
时间	并购企业	股权（%）	并购目的
2023 年 4 月	STORE+DELIVER+LOGISTICS PTE LTD	100%	新增亚太区危险品仓储能力，拓展海外仓配一体化业务
2023 年 11 月	LHN Logistics Limited	100%	新增亚太区危险品堆场/运输/罐箱服务，强化新加坡市场占有率

资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

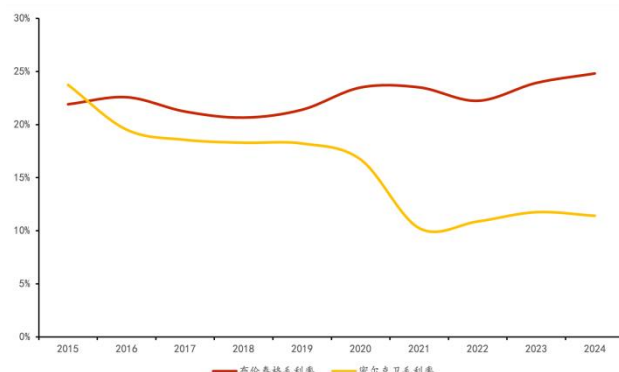
从发展背景与模式看，随着中国化工产业链竞争力增强与出口需求增长，密尔克卫自 2021 年起实施的并购旨在强化服务能力，有望借势国内化工企业“出海”浪潮实现快速成长。在业务模式上，布伦泰格与密尔克卫均提供物流与分销一体化服务，但二者发展阶段不同：布伦泰格通过长期并购实现了规模与协同效应，支撑了其营收与利润的稳健增长；相比之下，密尔克卫目前仍处于全球化拓展的初期阶段，在收入规模与盈利水平上具备显著的提升潜力。伴随其全球网络布局的持续完善与并购协同效应的释放，公司有望打开更广阔的长期成长空间。

图表 49：2015~2024 年布伦泰格及密尔克卫营收对比（亿元）



资料来源：Wind，同花顺 iFinD，华源证券研究所

图表 50：2015~2024 年布伦泰格及密尔克卫毛利率对比（%）



资料来源：Wind，同花顺 iFinD，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

收入：1) 货代业务：预计公司货代业务随网络扩张仍能保持较强的市场竞争力，货量增长下有望对冲运价波动。2) 仓储&运输：预计公司仓储业务随产能投放及增值服务增加而仍能保持稳定增长。3) 分销：三方分销市场规模较大，公司当前市占率较低，成长空间广阔，预计分销业务仍将保持较快增长。

费用端：预计 2025-2027 年公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率保持稳中有降。

5.2. 评级

公司为化工物流龙头之一，商业模式清晰，多业务并举，综合物流服务能力有望持续增强，服务链条延伸有望推动盈利能力持续上涨。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.47/7.60/8.62 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 14.9/12.7/11.2 倍，参考宏川智慧、兴通股份、盛航股份，公司为行业龙头之一，估值具备性价比，维持“买入”评级。

图表 51：可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
002930.SZ	宏川智慧	12.69	0.07	0.34	0.52	181.81	37.63	24.25
603209.SH	兴通股份	15.42	0.85	1.07	1.32	18.16	14.40	11.69
001205.SZ	盛航股份	15.98	0.44	0.52	0.62	36.65	30.50	25.98
平均值						78.87	27.51	20.64

资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所。

注：可比公司均采用同花顺 iFinD 一致预期，估值日期 2026/2/3

6. 风险提示

1) 宏观经济景气波动导致需求低于预期：化工物流需求受化工行业景气影响，而化工品作为国民经济活动的原材料，涉及消费、地产、汽车等细分领域，需求因宏观经济景气变化而波动。若宏观经济景气波动导致化工需求低于预期，公司物流及贸易业务需求也会相应的受到影响。

2) 行业监管政策变动影响公司扩张节奏：如监管政策对于行业并购扩张有更为严格的限制或约束，公司扩张节奏或受影响。

3) 危化品运输事故风险：如发生危化品运输事故，或对公司持续经营产生影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,371	1,331	1,530	1,719
应收票据及账款	4,631	5,087	5,848	6,571
预付账款	835	917	1,054	1,184
其他应收款	163	179	206	231
存货	623	684	788	887
其他流动资产	430	408	449	488
流动资产总计	8,052	8,606	9,875	11,080
长期股权投资	36	48	55	62
固定资产	2,512	2,553	2,780	3,033
在建工程	684	666	488	325
无形资产	994	1,017	1,087	1,204
长期待摊费用	38	45	49	47
其他非流动资产	1,629	1,688	1,706	1,788
非流动资产合计	5,893	6,018	6,166	6,459
资产总计	13,945	14,623	16,041	17,539
短期借款	2,395	2,984	3,178	3,379
应付票据及账款	2,521	1,775	2,045	2,303
其他流动负债	1,418	1,652	1,900	2,138
流动负债合计	6,334	6,411	7,123	7,820
长期借款	2,637	2,637	2,637	2,637
其他非流动负债	206	206	206	206
非流动负债合计	2,844	2,844	2,844	2,844
负债合计	9,177	9,255	9,966	10,664
股本	161	158	158	158
资本公积	1,573	1,576	1,576	1,576
留存收益	2,584	3,113	3,734	4,439
归属母公司权益	4,318	4,847	5,468	6,173
少数股东权益	450	522	606	702
股东权益合计	4,768	5,369	6,074	6,875
负债和股东权益合计	13,945	14,623	16,041	17,539

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	654	650	764	878
折旧与摊销	389	438	519	614
财务费用	132	174	185	190
投资损失	-25	-38	-9	-9
营运资金变动	-655	-1,104	-552	-520
其他经营现金流	-14	92	85	85
经营性现金净流量	482	212	992	1,237
投资性现金净流量	-558	-549	-663	-903
筹资性现金净流量	235	297	-130	-145
现金流量净额	167	-40	199	189

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,118	13,311	15,303	17,192
营业成本	10,734	11,785	13,575	15,288
税金及附加	39	43	49	34
销售费用	132	131	138	155
管理费用	259	271	296	316
研发费用	61	67	77	86
财务费用	132	174	185	190
资产减值损失	-7	-17	-17	-17
信用减值损失	-26	-12	-12	-12
其他经营损益	0	0	1	2
投资收益	25	38	9	9
公允价值变动损益	-8	-8	13	13
资产处置收益	1	1	2	2
其他收益	9	9	16	16
营业利润	756	853	995	1,137
营业外收入	57	70	90	90
营业外支出	11	25	30	30
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	801	898	1,055	1,197
所得税	147	180	211	239
净利润	654	718	844	958
少数股东损益	89	72	84	96
归属母公司股东净利润	565	647	760	862
EPS(元)	3.57	4.09	4.80	5.45

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	24.26%	9.84%	14.96%	12.35%
营业利润增长率	32.20%	12.91%	16.67%	14.24%
归母净利润增长率	31.04%	14.41%	17.51%	13.43%
经营现金流增长率	-31.59%	-56.01%	368.20%	24.73%
盈利能力				
毛利率	11.42%	11.47%	11.29%	11.08%
净利率	5.40%	5.40%	5.52%	5.57%
ROE	13.09%	13.34%	13.90%	13.96%
ROA	4.05%	4.42%	4.74%	4.91%
估值倍数				
P/E	17.02	14.88	12.66	11.16
P/S	0.79	0.72	0.63	0.56
P/B	2.25	2.00	1.77	1.57
股息率	1.17%	1.22%	1.44%	1.63%
EV/EBITDA	10	10	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。