

2026年04月10日

密尔克卫 (603713.SH)

投资评级：买入（维持）

——盈利韧性凸显，全球化扩张持续推进

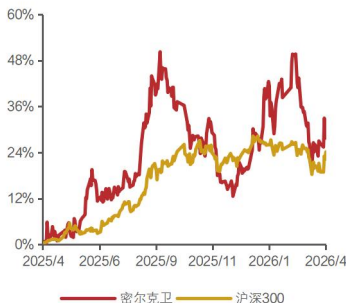
证券分析师

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04月10日

收盘价(元)	59.46
一年内最高/最低(元)	72.13/46.74
总市值(百万元)	9,402.27
流通市值(百万元)	9,402.27
总股本(百万股)	158.13
资产负债率(%)	74.47
每股净资产(元/股)	29.94

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**密尔克卫发布 2025 年年报，2025 年实现收入 133.4 亿元，同比+10.0%，归母净利润 6.3 亿元，同比+10.9%；Q4 实现收入 26.6 亿元，同比+3.9%，归母净利润 1.0 亿元，同比+35.8%。
- **货代及分销业务持续发力，仓储业务仍有承压。**2025 年，化工行业需求承压，公司“物贸一体化”平台韧性显现，在行业弱复苏情况下仍实现收入及利润增长，2025 年实现收入 133.4 亿元，同比+10%。分业务来看，MGF+MGM 收入 45.4 亿元/同比+7%，毛利 5.5 亿元/同比+19%，仓储业务 MRW 收入 8 亿元/同比+6.6%，毛利 3.2 亿元/同比-5.2%，运输业务 MRT 收入 19.1 亿元/同比+0.4%，毛利 1.9 亿元/同比+12.5%，化工品分销 MCD 收入 60.5 亿元/同比+16.7%，毛利 4.6 亿元/+15.7%。
- **盈利能力持续提升，管理费用率稳步节降。**公司持续推进精细化管理，强化运营能力，并高度重视资产效率的提升，Q4 毛利率约为 12.2%/同比-0.5pct，净利率为 4.6%/+0.6pct。费用率拆分来看，Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.7%/2.1%/0.5%/1.8%，同比+0.2/-1.3/+0.1/+0.9pct，公司推进人员成本控制、降本增效，管理费用节降显著，财务费用率小幅增长，系汇兑损失增加所致。
- **平台扩张持续验证，第二增长曲线弹性可期。**公司的平台基础设施和服务网络继续加密，区域布局继续向“全国加密+东南亚延伸”演进，2025 年 10 月，公司防城港危化品一体化基地正式投入运营，2026 年 1 月，公司成立香港空运部，同月加码重资产夯实亚太网络。我们认为公司正逐步将国内成熟的危化品运营体系、一体化服务能力与全球化网络向外输出，我们认为既有望实现客户跟随式出海，也可通过模式复制与资质壁垒打开海外增量市场，为第二增长曲线提供持续弹性。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.8/9.1/10.4 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 12.0/10.4/9.1 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）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,118	13,335	15,620	17,706	20,040
同比增长率(%)	24.26%	10.04%	17.14%	13.35%	13.18%
归母净利润(百万元)	565	627	783	905	1,038
同比增长率(%)	31.04%	10.86%	25.00%	15.55%	14.70%
每股收益(元/股)	3.57	3.96	4.95	5.72	6.56
ROE(%)	13.09%	13.14%	14.51%	14.79%	14.93%
市盈率(P/E)	16.64	15.01	12.01	10.39	9.06

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,430	1,562	1,771	2,004
应收票据及账款	4,504	5,276	5,980	6,768
预付账款	6,927	3,192	3,618	4,095
其他应收款	193	216	245	277
存货	880	1,029	1,165	1,318
其他流动资产	533	605	654	709
流动资产总计	14,467	11,879	13,432	15,171
长期股权投资	177	187	197	208
固定资产	2,903	2,825	2,952	3,081
在建工程	519	643	606	520
无形资产	1,009	1,024	1,135	1,290
长期待摊费用	28	29	20	25
其他非流动资产	1,674	1,732	1,799	1,816
非流动资产合计	6,311	6,440	6,710	6,940
资产总计	20,778	18,319	20,142	22,111
短期借款	2,933	3,440	3,809	4,111
应付票据及账款	1,841	2,374	2,688	3,041
其他流动负债	8,505	4,628	5,243	5,933
流动负债合计	13,279	10,442	11,740	13,086
长期借款	2,004	1,635	1,298	930
其他非流动负债	190	190	190	190
非流动负债合计	2,194	1,826	1,488	1,121
负债合计	15,473	12,268	13,228	14,206
股本	158	158	158	158
资本公积	1,419	1,419	1,419	1,419
留存收益	3,192	3,819	4,543	5,373
归属母公司权益	4,769	5,396	6,120	6,950
少数股东权益	535	656	795	954
股东权益合计	5,305	6,051	6,914	7,904
负债和股东权益合计	20,778	18,319	20,142	22,111

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	745	846	987	1,140
折旧与摊销	406	431	500	551
财务费用	175	192	199	201
投资损失	-18	-15	-15	-15
营运资金变动	-509	-624	-415	-462
其他经营现金流	-47	71	71	71
经营性现金净流量	752	901	1,327	1,487
投资性现金净流量	-768	-560	-770	-780
筹资性现金净流量	107	-209	-349	-474
现金流量净额	58	132	209	233

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,335	15,620	17,706	20,040
营业成本	11,796	13,741	15,559	17,605
税金及附加	50	59	66	75
销售费用	162	190	215	243
管理费用	248	290	329	372
研发费用	58	68	77	87
财务费用	175	192	199	201
资产减值损失	5	-3	-3	-3
信用减值损失	5	-7	-8	-9
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	18	15	15	15
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
其他收益	20	14	14	14
营业利润	894	1,101	1,279	1,473
营业外收入	56	57	57	57
营业外支出	11	15	15	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	940	1,144	1,321	1,516
所得税	194	240	278	318
净利润	745	904	1,044	1,197
少数股东损益	119	120	139	160
归属母公司股东净利润	627	783	905	1,038
EPS(元)	3.96	4.95	5.72	6.56

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	10.04%	17.14%	13.35%	13.18%
营业利润增长率	18.38%	23.13%	16.15%	15.19%
归母净利润增长率	10.86%	25.00%	15.55%	14.70%
经营现金流增长率	56.11%	19.81%	47.29%	12.05%
盈利能力				
毛利率	11.54%	12.03%	12.12%	12.15%
净利率	5.59%	5.78%	5.90%	5.98%
ROE	13.14%	14.51%	14.79%	14.93%
ROA	3.02%	4.28%	4.49%	4.69%
估值倍数				
P/E	15.01	12.01	10.39	9.06
P/S	0.71	0.60	0.53	0.47
P/B	1.99	1.75	1.55	1.36
股息率	0.00%	1.67%	1.92%	2.21%
EV/EBITDA	9	8	7	7

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）。