

密尔克卫 (603713)

证券研究报告

2026年05月07日

周期拐点，成长或现

化工：周期拐点，价在量先

价格筑底，部分回升。2025年化工品价格承压，跌幅达9.3%；2026年1-4月底，价格已出现明显回升，累计涨幅34.8%。其中，黄磷市场价涨幅22%，分销业务受益。积极挖潜，业务量增长。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。如果化工周期向上，危化物流需求复苏，公司业务量有望受益。美伊冲突，油价上涨带动化工品涨价，供应链公司经手货值增加、毛利率稳定，利润有望增加。2025年密尔克卫的化工贸易业务毛利润占比30%，盈利弹性较大。《危化法》已于5月1日正式实施，监管层级跃升，仓库业务有望受益。

海外：化工出海，星辰大海

中国化工品销售额全球市占率趋势提升，已成为化工净出口国。截止2024年，市占率已达到46%。2021年密尔克卫前瞻布局国际业务，服务网络随客户延伸，为万华化学、中芯国际等企业出海铺路搭桥，有望复刻“极兔”（跟随中国电商）、“嘉友”（跟随中国矿企）模式。业务版图拓展至亚太、美国、北非、东欧等全球市场，海外员工300名左右，2035年之前，海外业务占比有望提升至40%以上，拓展第二成长曲线。4月底，拟发行REITs，若发行成功，有利于盘活资产和为海外业务蓄力，同时ROE也有望提升。

估值低、盈利强，戴维斯双击

盈利加速增长、风险下降、风险偏好上升，都有望推升估值。2025年价格下行，密尔克卫的归母净利润仍然增长11%，若剔除汇兑损益，增长20%左右，体现强劲的盈利韧性。截止5月6日，PE(TTM)14倍，PB(LF)1.8倍，均处于历史5%分位数以下，历史PE中枢34倍，如果净利润加速增长，即业绩二阶导转正，估值有望上升。2025年分红率已提高至25%，现金流良好，资本开支趋缓，分红比例有望进一步上行。

维持“买入”评级

考虑到美伊冲突影响海运业务量等因素，下调2026和2027年预测归母净利润至7.2、8.6亿元(原预测8.1、9.3亿元)，引入2028年预测归母净利润10.4亿元。维持“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。

| 财务数据和估值 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 12,118.25 | 13,335.13 | 14,935.18 | 16,655.90 | 18,309.19 |
| 增长率(%) | 24.26 | 10.04 | 12.00 | 11.52 | 9.93 |
| EBITDA(百万元) | 1,182.59 | 1,298.86 | 1,435.12 | 1,694.17 | 2,011.63 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 565.18 | 626.55 | 723.11 | 860.03 | 1,041.75 |
| 增长率(%) | 31.04 | 10.86 | 15.41 | 18.94 | 21.13 |
| EPS(元/股) | 3.52 | 3.96 | 4.57 | 5.44 | 6.59 |
| 市盈率(P/E) | 16.17 | 14.36 | 12.44 | 10.46 | 8.63 |
| 市净率(P/B) | 2.13 | 1.90 | 1.73 | 1.55 | 1.37 |
| 市销率(P/S) | 0.75 | 0.67 | 0.60 | 0.54 | 0.49 |
| EV/EBITDA | 9.72 | 9.71 | 8.93 | 8.15 | 6.64 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 交通运输/物流 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 57.61元 |
| 目标价格 | 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) | 9,109.73 |
| 流通A股市值(百万元) | 9,109.73 |
| 每股净资产(元) | 31.08 |
| 资产负债率(%) | 65.35 |
| 一年内最高/最低(元) | 72.13/47.66 |

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

- 《密尔克卫-首次覆盖报告:周期成长，或迎戴维斯双击》2025-09-10
- 《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
- 《密尔克卫-季报点评:步履不停，逻辑继续》2020-10-28

附录

图 1：2026 年 1-4 月，化工品价格大幅回升



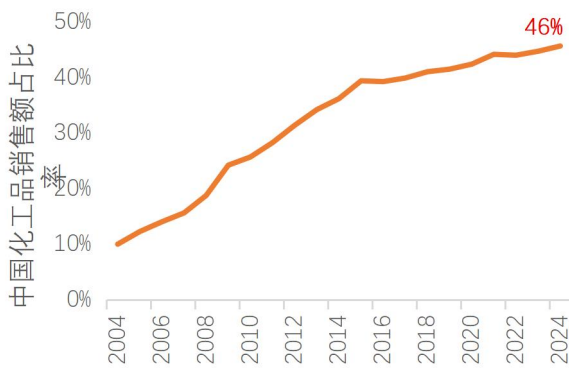
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2026 年 1-4 月，黄磷市场价（云贵川）大幅回升



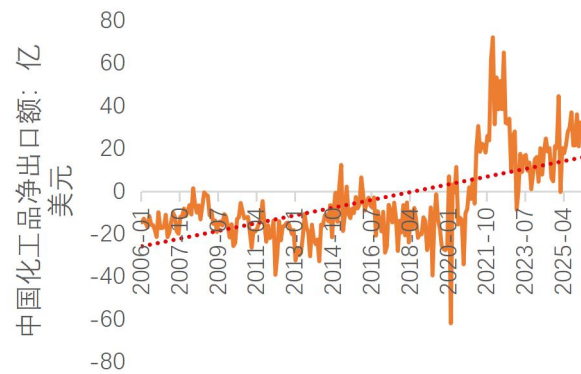
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：中国化工品销售额市占率趋于提升，占比接近 50%



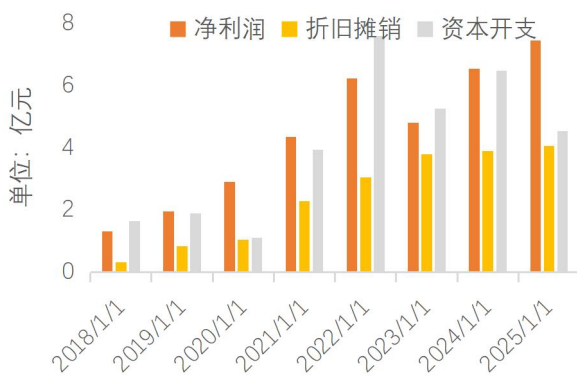
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2021 年以来，中国化工品净出口额转正并趋势提升



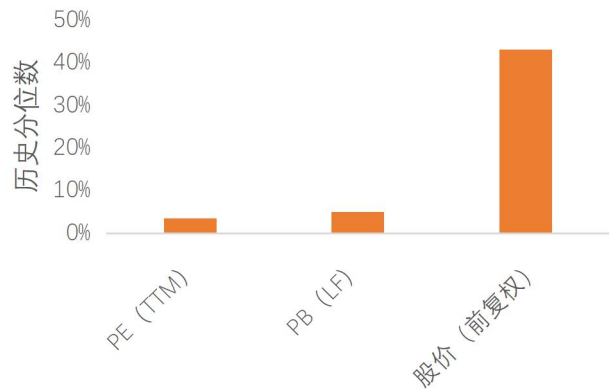
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2024 年以来，密尔克卫净利润+折旧摊销远高于资本开支



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：密尔克卫的估值、股价均处于历史较低位置



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止 2026 年 5 月 6 日

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,370.77 | 1,430.05 | 1,194.81 | 1,332.47 | 1,464.73 |
| 应收票据及应收账款 | 4,433.38 | 4,311.79 | 5,482.69 | 5,440.24 | 6,566.91 |
| 预付账款 | 834.56 | 6,926.63 | 2,202.32 | 2,692.12 | 2,646.67 |
| 存货 | 622.93 | 880.12 | 803.55 | 1,067.34 | 973.41 |
| 其他 | 790.42 | 918.34 | 909.56 | 967.40 | 956.71 |
| 流动资产合计 | 8,052.06 | 14,466.93 | 10,592.93 | 11,499.58 | 12,608.43 |
| 长期股权投资 | 35.53 | 177.15 | 177.15 | 177.15 | 177.15 |
| 固定资产 | 2,065.35 | 2,464.22 | 3,044.77 | 3,532.76 | 3,956.96 |
| 在建工程 | 684.42 | 519.31 | 409.66 | 354.83 | 327.41 |
| 无形资产 | 997.49 | 1,014.21 | 1,078.08 | 1,139.45 | 1,198.33 |
| 其他 | 2,110.20 | 2,135.71 | 2,124.80 | 2,113.89 | 2,108.04 |
| 非流动资产合计 | 5,892.99 | 6,310.61 | 6,834.47 | 7,318.09 | 7,767.89 |
| 资产总计 | 13,945.05 | 20,777.53 | 17,427.40 | 18,817.67 | 20,376.32 |
| 短期借款 | 2,395.26 | 2,933.16 | 2,370.20 | 3,270.40 | 2,941.32 |
| 应付票据及应付账款 | 2,520.53 | 1,840.81 | 3,044.64 | 2,384.08 | 3,537.50 |
| 其他 | 1,417.84 | 8,505.04 | 3,745.46 | 4,057.90 | 4,032.51 |
| 流动负债合计 | 6,333.63 | 13,279.01 | 9,160.30 | 9,712.38 | 10,511.33 |
| 长期借款 | 1,396.37 | 750.96 | 1,000.00 | 1,110.72 | 1,000.00 |
| 应付债券 | 897.20 | 925.83 | 925.83 | 925.83 | 925.83 |
| 其他 | 549.99 | 517.18 | 517.18 | 517.18 | 517.18 |
| 非流动负债合计 | 2,843.55 | 2,193.96 | 2,443.01 | 2,553.73 | 2,443.01 |
| 负债合计 | 9,177.18 | 15,472.98 | 11,603.31 | 12,266.11 | 12,954.34 |
| 少数股东权益 | 450.04 | 535.36 | 624.68 | 730.92 | 859.61 |
| 股本 | 160.70 | 158.13 | 158.13 | 158.13 | 158.13 |
| 资本公积 | 1,573.44 | 1,418.72 | 1,418.72 | 1,418.72 | 1,418.72 |
| 留存收益 | 2,613.25 | 3,127.58 | 3,633.76 | 4,235.78 | 4,965.00 |
| 其他 | (29.56) | 64.77 | (11.19) | 8.01 | 20.53 |
| 股东权益合计 | 4,767.87 | 5,304.56 | 5,824.10 | 6,551.55 | 7,421.98 |
| 负债和股东权益总计 | 13,945.05 | 20,777.53 | 17,427.40 | 18,817.67 | 20,376.32 |

| 现金流量表(百万元) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 654.20 | 745.44 | 723.11 | 860.03 | 1,041.75 |
| 折旧摊销 | 222.08 | 219.55 | 265.23 | 305.47 | 344.34 |
| 财务费用 | 145.90 | 194.94 | 157.27 | 172.97 | 182.01 |
| 投资损失 | (24.99) | (18.04) | (20.00) | (20.00) | (20.00) |
| 营运资金变动 | (553.65) | 23.46 | 93.91 | (1,106.20) | 157.30 |
| 其它 | 38.14 | (413.38) | 127.61 | 151.77 | 183.84 |
| 经营活动现金流 | 481.69 | 751.97 | 1,347.13 | 364.04 | 1,889.24 |
| 资本支出 | 550.00 | 631.62 | 800.00 | 800.00 | 800.00 |
| 长期投资 | 1.78 | 141.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,109.36) | (1,541.48) | (1,580.00) | (1,580.00) | (1,580.00) |
| 投资活动现金流 | (557.58) | (768.25) | (780.00) | (780.00) | (780.00) |
| 债权融资 | 692.10 | 455.88 | (471.19) | 837.96 | (621.82) |
| 股权融资 | (294.90) | (62.96) | (331.17) | (284.34) | (355.15) |
| 其他 | (161.84) | (286.10) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 235.35 | 106.82 | (802.36) | 553.62 | (976.97) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 159.46 | 90.54 | (235.24) | 137.66 | 132.26 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 12,118.25 | 13,335.13 | 14,935.18 | 16,655.90 | 18,309.19 |
| 营业成本 | 10,734.38 | 11,796.31 | 13,213.90 | 14,683.30 | 16,016.36 |
| 营业税金及附加 | 38.92 | 50.03 | 56.03 | 62.49 | 68.69 |
| 销售费用 | 131.63 | 161.99 | 181.43 | 202.33 | 222.41 |
| 管理费用 | 259.01 | 247.52 | 268.83 | 266.49 | 274.64 |
| 研发费用 | 60.93 | 58.12 | 65.09 | 72.59 | 79.80 |
| 财务费用 | 132.37 | 175.07 | 157.27 | 172.97 | 182.01 |
| 资产/信用减值损失 | (33.00) | 10.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | (8.25) | 0.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 24.99 | 18.04 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 其他 | 10.78 | 19.63 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 营业利润 | 755.53 | 894.38 | 1,032.62 | 1,235.73 | 1,505.28 |
| 营业外收入 | 56.77 | 56.33 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 营业外支出 | 11.00 | 10.82 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 利润总额 | 801.30 | 939.89 | 1,072.62 | 1,275.73 | 1,545.28 |
| 所得税 | 147.10 | 194.45 | 221.91 | 263.93 | 319.70 |
| 净利润 | 654.20 | 745.44 | 850.71 | 1,011.80 | 1,225.58 |
| 少数股东损益 | 89.02 | 118.88 | 127.61 | 151.77 | 183.84 |
| 归属于母公司净利润 | 565.18 | 626.55 | 723.11 | 860.03 | 1,041.75 |
| 每股收益(元) | 3.52 | 3.96 | 4.57 | 5.44 | 6.59 |

| 主要财务比率 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 24.26% | 10.04% | 12.00% | 11.52% | 9.93% |
| 营业利润 | 32.20% | 18.38% | 15.46% | 19.67% | 21.81% |
| 归属于母公司净利润 | 31.04% | 10.86% | 15.41% | 18.94% | 21.13% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 11.42% | 11.54% | 11.52% | 11.84% | 12.52% |
| 净利率 | 4.66% | 4.70% | 4.84% | 5.16% | 5.69% |
| ROE | 13.09% | 13.14% | 13.91% | 14.78% | 15.87% |
| ROIC | 11.23% | 11.18% | 11.02% | 12.39% | 12.59% |

| 偿债能力 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 65.81% | 74.47% | 66.58% | 65.18% | 63.58% |
| 净负债率 | 75.28% | 78.44% | 70.09% | 75.64% | 59.06% |
| 流动比率 | 1.27 | 1.09 | 1.16 | 1.18 | 1.20 |
| 速动比率 | 1.17 | 1.02 | 1.07 | 1.07 | 1.11 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.40 | 3.05 | 3.05 | 3.05 | 3.05 |
| 存货周转率 | 17.14 | 17.74 | 17.74 | 17.81 | 17.94 |
| 总资产周转率 | 0.97 | 0.77 | 0.78 | 0.92 | 0.93 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 3.52 | 3.96 | 4.57 | 5.44 | 6.59 |
| 每股经营现金流 | 3.00 | 4.76 | 8.52 | 2.30 | 11.95 |
| 每股净资产 | 26.65 | 29.94 | 32.88 | 36.81 | 41.50 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 16.17 | 14.36 | 12.44 | 10.46 | 8.63 |
| 市净率 | 2.13 | 1.90 | 1.73 | 1.55 | 1.37 |
| EV/EBITDA | 9.72 | 9.71 | 8.93 | 8.15 | 6.64 |
| EV/EBIT | 11.75 | 11.55 | 10.95 | 9.94 | 8.02 |

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 A 栋 23 层 2301 房 | 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 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |