

2026年08月14日

证券研究报告·2026年中报点评

密尔克卫（603713）交通运输

当前价：65.56元

目标价：——元（6个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

上半年业绩保持增长，聚焦 AI 产业链业务布局

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年中报。2026 年上半年，公司实现营业收入 79.70 亿元，同比上升 13.29%，实现归属上市公司股东净利润 3.81 亿元，同比上升 8.37%，基本每股收益 2.41 元，较上年同期增加 0.19 元。
- **公司是国内领先的专业智能供应链综合服务商。**公司前身为 1997 年成立的上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司，1998 年公司获外经贸批准成为一级货代正式开始营业。2018 年公司成功上市，成为中国民营化工供应链主板上市第一股。时至今日，公司已经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、新能源及芯片半导体行业物流一体化服务。
- **危化品物流国内市场稳健发展，静待下游化工景气度进一步回暖。**“十四五”期间，我国危化品物流行业展现出较强韧性，化工物流市场规模保持增长，2025 年危化品物流市场规模达 2.26 万亿元，较 2020 年的 2.05 万亿增加 0.21 万亿。危险物流产业链下游主要为化工行业，进入 2026 年下半年，一方面产业链的渠道备货处于近十年低位，下游集中补库将直接拉升化工货运总量；另一方面，上海出口集运运价指数连续多周上涨，外贸化工物流溢价红利将在下半年集中释放；同时，高技术制造业 PMI 自 2026 年以来持续高于 50%并保持扩张态势，半导体电子化学品配套的恒温仓储、专项报关等高附加值物流需求率先回暖，有效对冲了大宗普通货运修复偏慢的短板，利好高端物流赛道。
- **公司全面实施“AI in AI”发展战略。**公司作为中国物流与采购联合会危化品分会及中国仓储协会危险品仓储分会的副会长单位，曾参与国家标准《常用化学危险品贮存通则（GB15603-1995）》的修订工作，在危化品运输与贮存方面拥有深厚先发优势。公司自有危化品存储仓库未来可较为便利地切换为半导体危化品存储仓库。同时，公司还具备完善的废酸处理的场地与能力，能够为半导体厂商提供更配套更完整的服务，并通过废酸回收带来额外盈利弹性。2026 年是公司进军半导体物流行业实现订单爆发、客户粘性增长的关键之年，半导体物流行业有望成为公司市占率提升与业绩增长的新引擎。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026/27/28 年营业收入分别为 149.1、170.6、199.0 亿元，归母净利润分别为 7.0、8.2、9.9 亿元，EPS 分别为 4.04、4.73、5.69 元，对应的 PE 分别为 16、14、12 倍。我们考虑到未来随着全球经济逐步修复，化工工业消费需求回暖将带动相关物流服务进一步增长，公司作为国内领先的化工物流服务商，能够受益于行业的恢复，首次覆盖，建议关注。
- **风险提示：**化工市场风险，安全经营风险，半导体物流进展不及预期风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13335.13	14908.27	17064.67	19897.77
增长率	10.04%	11.80%	14.46%	16.60%
归属母公司净利润（百万元）	626.55	703.35	822.45	990.66
增长率	10.86%	12.26%	16.93%	20.45%
每股收益 EPS（元）	3.60	4.04	4.73	5.69
净资产收益率 ROE	14.05%	11.97%	12.58%	13.51%
PE	18	16	14	12
PB	2.39	2.14	1.90	1.68

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽

执业证号：S1250522070002

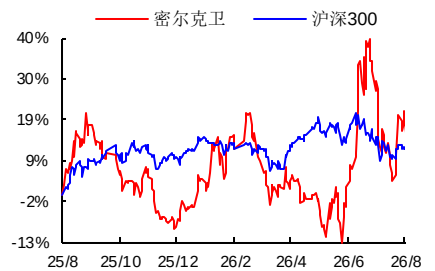
电话：021-58352190

邮箱：hgyf@swsc.com.cn

联系人：戚欣龙

邮箱：qixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.74
流通 A 股(亿股)	1.74
52 周内股价区间(元)	49.48-79.52
总市值(亿元)	114.11
总资产(亿元)	157.59
每股净资产(元)	30.66

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 密尔克卫：国内领先的专业智能供应链综合服务商	1
2 危化品物流：国内市场稳健发展，静待下游化工景气度进一步回暖	3
3 主营业务：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，并向化工品分销服务延伸	5
3.1 一站式综合物流服务	5
3.2 化工品交易服务	7
3.3 全面实施“All in AI”发展战略	8
4 盈利预测与估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构（2026 年 8 月 11 日）	1
图 3：公司 2026 年 H1 主营业务结构情况.....	2
图 4：公司 2026 年 H1 主营业务毛利情况.....	2
图 5：公司 2023 年以来营业收入及增速.....	2
图 6：公司 2023 年以来归母净利润及增速	2
图 7：我国石化物流总额构成.....	3
图 8：中国危化品物流行业市场规模（万亿元）	3
图 9：危险货物运输总量（亿吨）	3
图 10：危化品物流市场各类运输方式占比情况对比.....	3
图 11：2025 年化工物流企业分布	4
图 12：被调研企业不同营收规模企业数量占比.....	4
图 13：上海出口集运运价指数 SCFI.....	4
图 14：2026 年高技术制造业 PMI（%）	4
图 15：公司全球国际物流业务营业收入及增速.....	5
图 16：公司全球国际物流业务毛利率	5
图 17：公司全球合同物流业务营业收入及增速.....	6
图 18：公司全球合同物流业务毛利率	6
图 19：公司化工品交易服务	7
图 20：公司化工品交易服务业务营业收入及增速	7
图 21：公司化工品交易服务业务毛利率	7
图 22：公司按客户行业划分营业收入占比	8
图 23：公司按客户行业划分毛利占比	8

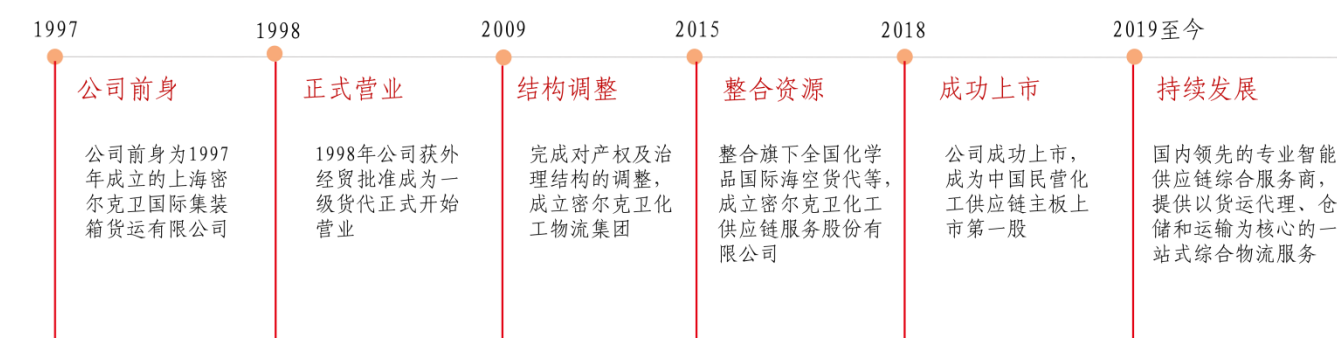
表 目 录

表 1：分业务收入及毛利率	9
表 2：可比公司估值.....	10
附表：财务预测与估值	11

1 密尔克卫：国内领先的专业智能供应链综合服务商

公司前身为 1997 年成立的上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司，1998 年公司获外经贸批准成为一级货代正式开始营业。2000 年公司成立国内物流部专门从事国内化学危险品第三方物流服务。2009 年公司完成对产权及治理结构的调整，成立密尔克卫化工物流集团。2015 年集团整合旗下全国化学品国际海空货代、集装罐箱、仓储配送、关务咨询、化工品交易平台，成立密尔克卫化工供应链服务股份有限公司。2018 年公司成功上市，成为中国民营化工供应链主板上市第一股。时至今日，公司已经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、新能源及芯片半导体行业物贸一体化服务。

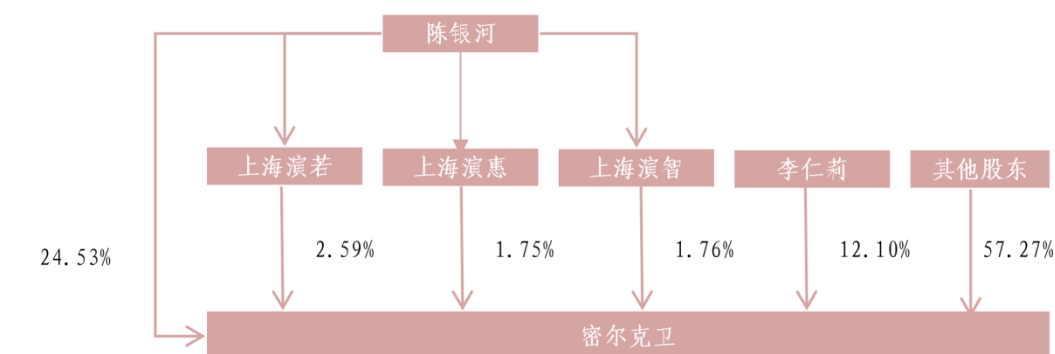
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司控股股东、实际控制人陈银河与慎蕾为夫妻关系，李仁莉与慎蕾为母女关系，上述三人为公司实际控制人，陈银河与李仁莉存在一致行动关系。截至 2026 年 8 月 11 日，受到密尔转债导致的股份变动影响，陈银河直接持有 24.53% 股权，李仁莉直接持有 12.10% 股权，同时，陈银河还通过上海演若投资合伙企业等间接持有公司股份。陈银河是公司董事长和总经理，公司管理层与股东利益高度一致，有助于保持战略定力，更关注企业的长期价值增长。

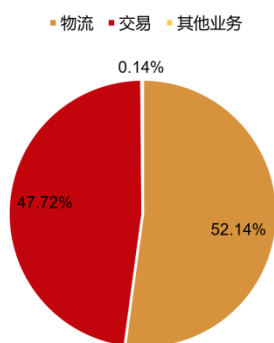
图 2：公司股权结构（2026 年 8 月 11 日）



数据来源：wind，西南证券整理

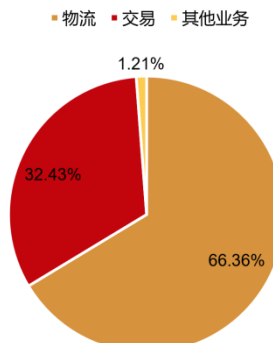
公司主营业务结构：公司自成立以来，坚持在主航道内深耕细作，始终致力于为客户提供全球范围内化工品、新能源及芯片半导体相关货物的一站式全供应链解决方案。公司营业收入主要由物流业务和交易业务构成。公司的一站式综合物流服务主要包括全球国际物流业务（MGL）以及全球合同物流业务（MCL），公司的化工品交易服务主要为不一样的分销业务（MCD）。从营业收入来看，2026 年上半年公司的营收主要来自物流业务，占比约为 52.14%，其次是交易业务，占比约 47.72%，其他业务占比约 0.14%；毛利贡献方面，物流业务所贡献的毛利占比最高，约为 66.36%，其次是交易业务，占比约 32.43%，其他业务占比约 1.21%。

图 3：公司 2026 年 H1 主营业务结构情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司 2026 年 H1 主营业务毛利情况

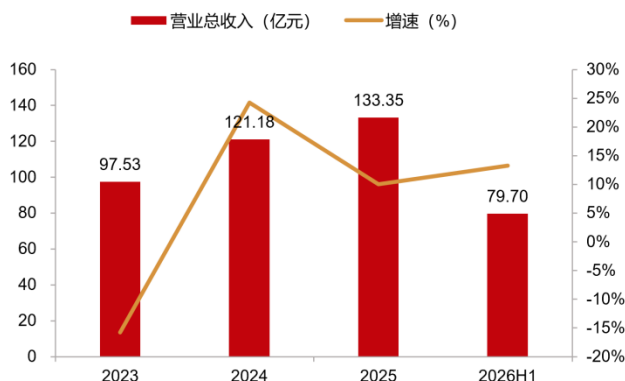


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：2023 年以来，公司营业收入和归母净利润整体均保持增长态势，营业收入从 2023 年底的 97.53 亿元增长至 2025 年底的 133.35 亿元。归母净利润由 2023 年底的 4.31 亿元增长至 2025 年底的 6.27 亿元。2026 年以来，鉴于严峻的外部环境，结合自身优势与不足，公司除了大力发展已有业务外，着力于补齐业务的短板，比如国内和跨境工程物流、新能源设备及组件的出口、医药冷链物流等业务，与此同时，公司不断开发新区域、挖掘新客户，打造供应链上下游健康的生态圈。

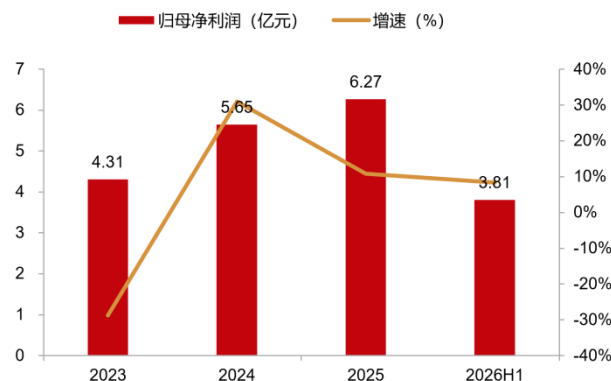
2026 年 8 月 13 日，公司发布 2026 年中报，2026 年上半年公司各业务板块协同发力，整体货量全面提升，带动营业收入实现增长，公司实现营业收入 79.70 亿元，比上年同期增加 13.29%，实现归属于上市公司股东净利润 3.81 亿元，比上年同期增加 8.37%。

图 5：公司 2023 年以来营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：公司 2023 年以来归母净利润及增速



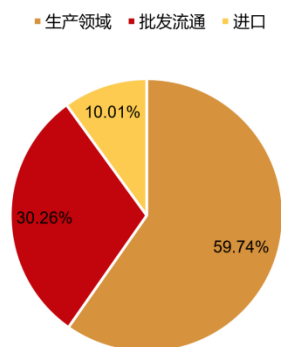
数据来源：iFinD，西南证券整理

2 危化品物流：国内市场稳健发展，静待下游化工景气度进一步回暖

危险品是“危险物品”“危险货物”等的通称。危险品通常以散装形式（如石油、石油产品、液化气和其他一些化学物质）和包装形式通过水路来运输。随着我国工业化的推进，危险品生产，流通量和进出口量的增长速度逐年加快。危险品在社会生产、人民生活中的重要性日益显著，国民经济各行业对危险物品的需求也呈现快速增长态势。

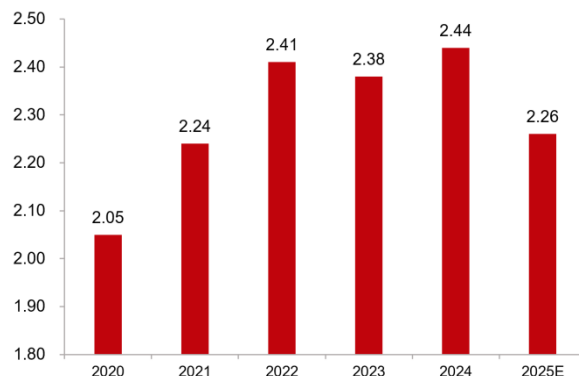
在当前国内经济增速放缓及国际形势复杂多变的宏观背景下，据中物联危化品物流分会预测，到 2025 年底，我国石化物流总额将超过 25.78 万亿元人民币。在总额构成方面，石化物流市场主要由三大板块支撑：生产领域约为 15.4 万亿元，批发流通部分约为 7.8 万亿元，进口部分约为 2.58 万亿元。在石化市场不稳定的宏观背景下，“十四五”期间，我国危化品物流行业展现出较强韧性，化工物流市场规模保持增长，2025 年危化品物流市场规模达 2.26 万亿元，较 2020 年的 2.05 万亿元增加 0.21 万亿元。

图 7：我国石化物流总额构成



数据来源：中物联危化品物流分会、危运圈，西南证券整理

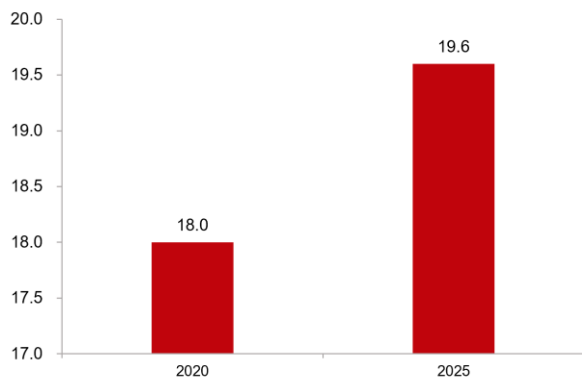
图 8：中国危化品物流行业市场规模（万亿元）



数据来源：中物联危化品物流分会、危运圈，西南证券整理

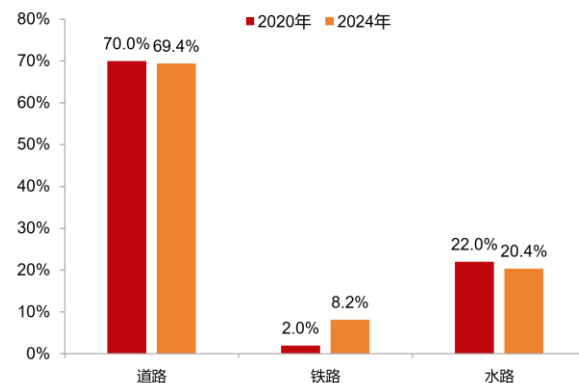
从运输总量来看，2025 年我国危险货物运输总量为 19.6 亿吨，2020 年的运输总量约 18 亿吨，运输需求基本稳定。从危化品物流市场各类运输方式来看，道路运输占比仍超过 65%，是主要运输方式，铁路运输量近年来徘徊在 1.6 亿吨左右，水路运输在 4 亿吨左右。

图 9：危险货物运输总量（亿吨）



数据来源：中物联危化品物流分会、危运圈，西南证券整理

图 10：危化品物流市场各类运输方式占比情况对比

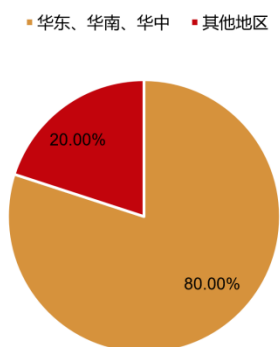


数据来源：中物联危化品物流分会、危运圈，西南证券整理

从区域布局来看，2025 年化工物流企业仍高度集中于华东、华南、华中地区，三地合计占比超 80%，随着东部沿海地区环保标准提升、土地成本增加及产业结构调整，西南、西北等内陆区域因承接产业转移，化工物流服务需求逐步增加，“多区域”跟进趋势显现。

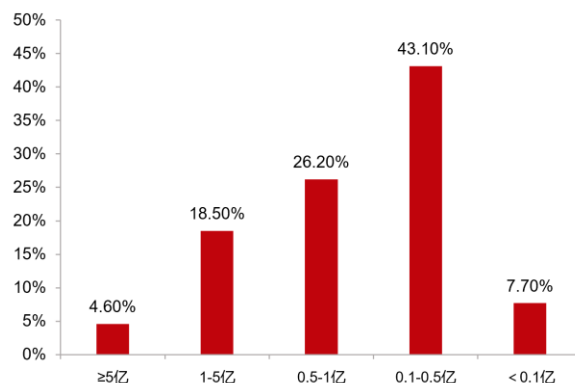
从行业竞争格局来看，我国危化品物流行业市场主体呈现清晰的梯队化结构。虽然因化工行业低附加值、高成本敏感性，小企业凭借其灵活成本和历史形成的局部优势，仍在市场中占据一定空间，但整体而言头部企业通过并购整合、国家队布局、服务延伸（从运输向仓储、包装、供应链金融拓展）持续提升市场份额，行业“小散弱”现象逐步改善。

图 11：2025 年化工物流企业分布



数据来源：中物联危化品物流分会、危运圈，西南证券整理

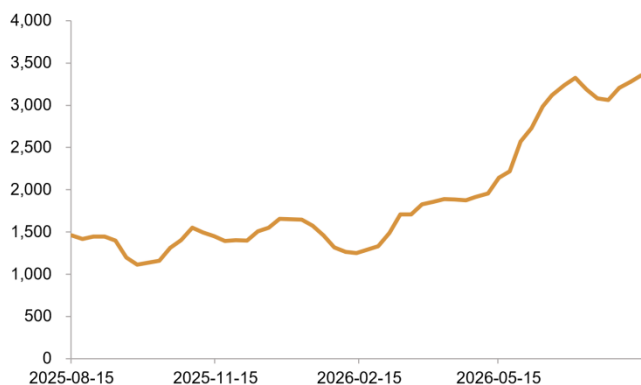
图 12：被调研企业不同营收规模企业数量占比



数据来源：中物联危化品物流分会、危运圈，西南证券整理

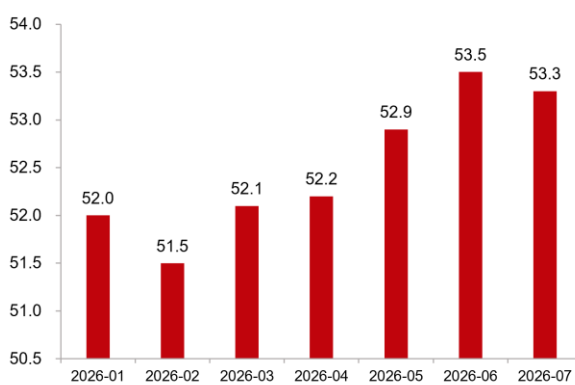
危险品物流产业链下游主要为化工行业，2026 年上半年化工行业产端率先回暖但下游企业仍以消化存量库存为主，增量运输订单释放相对迟缓。进入下半年，三大宏观逻辑共振有望驱动景气度上行。一方面，产业链经历 2024 至 2025 年连续深度去库存后，渠道备货处于近十年低位，7 月至 10 月，纺织、农资、新能源等行业迎来传统生产旺季，下游集中补库将直接拉升化工货运总量，带动物流订单显著扩容。另一方面，上海航运交易所运价数据显示，2026 年 4 月起出口集运运价指数连续多周上涨，2026 年 8 月 14 日为 3355.24 点，外贸化工物流溢价红利将在下半年集中释放。同时，行业结构性分化持续深化，国家统计局 PMI 数据显示，高技术制造业 PMI 自年初以来持续高于 50%并保持扩张态势，2026 年 7 月为 53.3%，其中，半导体电子化学品配套的恒温仓储、专项报关等高附加值物流需求率先回暖，有效对冲了大宗普通货运修复偏慢的短板，利好高端物流赛道。

图 13：上海出口集运运价指数 SCFI



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 14：2026 年高技术制造业 PMI (%)



数据来源：iFinD，西南证券整理

3 主营业务：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，并向化工品分销服务延伸

公司成立以来，始终专注于化工供应链更安全、更高效的运营。公司为客户提供全球一站式的物流及交易的全供应链服务，包含国际物流一站式服务、国内物流一站式服务、特种物流一站式服务、化学品交易平台、化工供应链管理和社会安全服务。

3.1 一站式综合物流服务

公司从事的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。公司接受化工、新能源及芯片半导体行业客户的业务委托，从境内外发货人处提取货物，组织国内和国际运输并分拨派送至境内外收货人指定交货点，对物流链上的货物流、信息流和资金流具有高效、安全的控制能力。

➤ 全球国际物流业务（MGL）

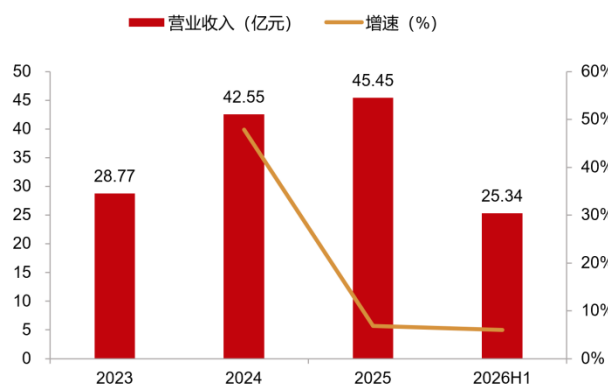
MGL 的营业模式主要为货运代理环节赚取代理费佣金、各类罐箱及散货船的租金、江海在途运输以及前后段衍生的仓储/堆存、运输服务等费用，利润增长主要依靠业务量驱动、资产使用效率提升和服务环节的增加。由于承运人的运输成本也作为业务成本，该服务模式的收入、成本均高，利润率相对较低。

全球国际物流业务（MGL）包括全球货代业务（MGF）和全球移动业务（MGM）。

全球货代业务（MGF）提供全球范围内危险品普通货物、新能源及芯片半导体相关货物的海运、空运、铁路运输一站式服务。公司货运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、分拨以及办理报送报检、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。

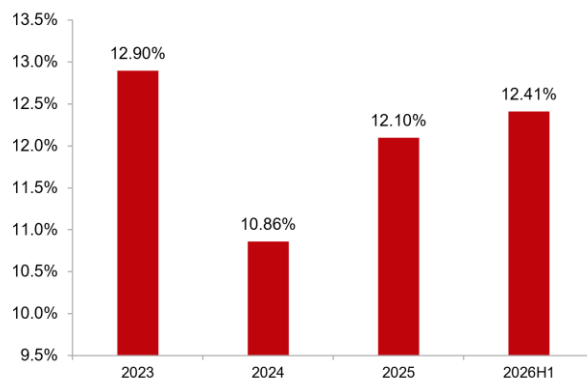
全球移动业务（MGM）包含了通过各种规格型号液体散货船、罐式集装箱提供内外贸多样灵活的租赁与运输服务和整合多种运输方式以及工程物流，自建罐箱堆场网络提供专业的 24 小时集装罐技术服务；提供 LNG 罐箱以及特种化学品船的运输及配套物流方案。同时整合多种运输方式，服务于石油天然气、石化、可再生能源、核电、基建、工程建厂、采矿冶金、新能源及芯片半导体等领域，为客户提供从工厂到工地的定制化综合物流解决方案。

图 15：公司全球国际物流业务营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 16：公司全球国际物流业务毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

➤ 全球合同物流业务 (MCL)

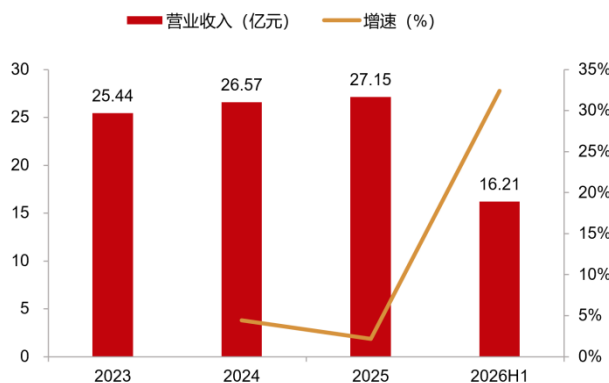
MCL 业务主要收费项目包含存放的仓库租金收取, 货物的进出仓费用, 道路运输运费以及额外的增值服务项 (分拣、分装, 复配包装、打托、贴唛、熏蒸费等各项服务费用)。该业务模式定价综合考虑了建造成本、设备成本、租赁成本、运输路线及车辆配载、其他附加费用、管理成本、化工品类别、人工费用等因素。资产使用率及资产周转效率的提升将有效提升该业务服务的收入及利润水平。

全球合同物流业务 (MCL) 指区域仓储业务 (MRW) 和区域内贸交付业务 (MRT)。

区域仓储业务 (MRW)： 全球自建及管理逾 70 万平米专业化学品仓库, 为客户提供各类化工品存储保管、库存管理和操作, 以及提供货物分拣、分装、换包装、贴标、打托等增值服务。业务主要包括两个部分: 提供货物储存、分销以及厂内物流的分销中心; 以及与货运代理配套的出口装箱相关的外贸仓储。

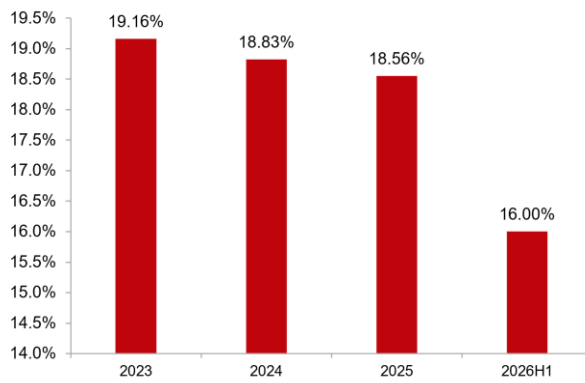
区域内贸交付业务 (MRT)： 公司以自购运力和采购外部运力的方式组建境内各类型化工品、新能源及芯片半导体相关货物的运输交付能力, 并基于公司在自营的危化基地, 形成覆盖主要化学品生产及消费区域的安全、合规、高效的流通交付网络。进而提供各类化学品集装箱全国公路运输及各口岸进出港服务、中国各口岸之间的国内水路、铁路、空运的多式联运货代服务, 打造同城配、城际快运及干线快运的三级网络运输能力, 提供全国范围内的化学品合同物流、逆向物流、小件快运等服务。2026 年上半年公司全球合同物流业务实现营业收入 16.21 亿元, 同比增长 32.40%。

图 17: 公司全球合同物流业务营业收入及增速



数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 18: 公司全球合同物流业务毛利率



数据来源: iFinD, 西南证券整理

公司项目建设有序推进, 打造化工物流一站式中国密度建设。公司打造全球七大战区的建设, 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)、长江 (镇江、南京、张家港、连云港、长沙、荆州) 和亚太区, 集中公司资源高效发展最优网点, 通过团队协作和系统管理, 结合自建和并购, 为实现《密尔克卫“六五”战略规划 (2023-2027 年)》而布局中国密度建设。2026 年以来, 公司加大重庆及上海等地的投资及管理力度, 新设密尔克卫锦航 (重庆) 供应链服务有限公司、密尔克卫至远 (上海) 医药科技有限公司和上海密尔克卫实业发展有限公司, 并在美国、新加坡、香港、马来西亚、越南、泰国、韩国等地设有子公司, 随着公司全国六大战区及海外战区建设进一步完善, 公司全球化布局也已全面启动。

3.2 化工品交易服务

➤ 不一样的分销业务 (MCD)

MCD 服务的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。

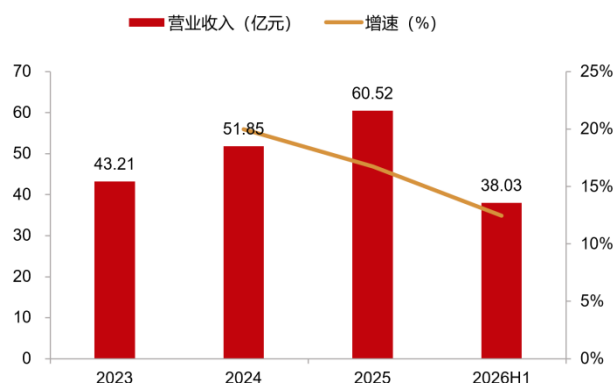
图 19：公司化工品交易服务



数据来源：公司官网，西南证券整理

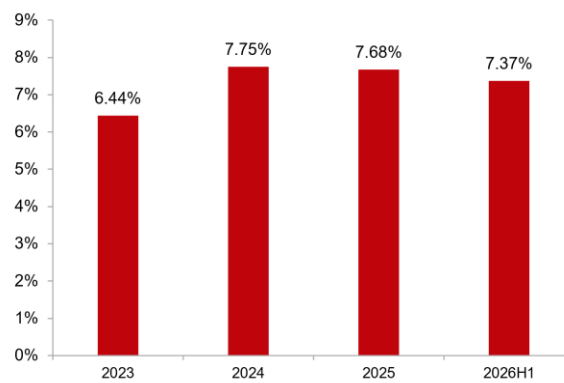
引领全球化工企业数字化转型，打造全场景物贸一体化服务体系。公司化工品交易服务主要为公司借助丰富的化工供应链经营经验及网络化的物流基础设施，通过线上平台及线下一站式综合物流服务的搭建协同，实现线上导流线下，线下反哺线上，旨在打造“全球智能供应链行业沉默的远山”。公司匹配撮合上下游各类生产商及客户的采购、销售需求，上游与世界一流化工巨头强耦合，下游按区域及产品建分销应用服务能力，自建固体及液体复配车间、配套实验室，为厂商向下游大小客户及消费者服务，为化工行业客户提供分销服务及供应链解决方案。2026 年上半年公司化工品交易服务实现营收 38.03 亿元，同比增长 12.44%。

图 20：公司化工品交易服务业务营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 21：公司化工品交易服务业务毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

3.3 全面实施“AI in AI”发展战略

2026 年上半年，公司聚焦机房网络、数据算力、安全合规三大硬件底座搭建工作，完成了全链路 AI 智能决策体系的构建：公司引入 AI 大模型技术，打造全覆盖精准语义搜索系统「密问」，实现核心内容的精准检索，同时打通联网搜索与全文检索能力，深度赋能会务、督办、智管等核心管理模块。公司围绕空运、海运、拼箱、铁路、罐箱全货运链路开展智能化体系研发，落地系列 AI 智能机器人及堆场协同 SaaS 数字化平台，实现核心业务自动化执行，替代重复性人工操作，大幅降低业务运营成本、提升整体作业效率。围绕仓储、配送两大场景开展智能化研发。仓储端打造智能拣配货系统，实现定制化自动配货与动态最优拣货路径可视化规划；配送端搭建一体化运输调度中心，完成整车统一派单、智能线路拼单，并落地仓储智能客服机器人，实现业务全流程数字化提效。同时，公司已完成各类智能硬件与安防设备的部署。智能巡检层面，搭建空地一体智能化巡检体系，自动排查安全隐患，实现数据归集、7×24 小时全天候告警及问题闭环整改。信息安全层面，配齐专业安全设备，搭建完善的内外网安全保障体系，筑牢安全运行防线。

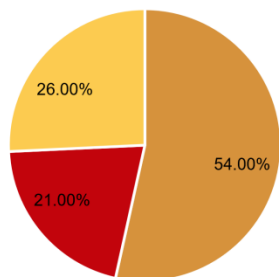
半导体生产制造涉及大量强酸强碱、特种气体等危化品，其运输及仓储须具备严格资质并满足恒温、冷藏及防震等特种作业条件，半导体物流不是普通货运，而是围绕高价值、高精密、强时效、强安全、强合规的专业供应链服务体系。光刻胶、电子特气、硅片、晶圆、裸片、封测件、成品芯片和售后备件，这对温湿度、防静电、防震、可追溯和保险保障都提出了显著更高的要求，使危化品的仓储及运输能力成为半导体供应链服务商的核心准入门槛。

公司作为中国物流与采购联合会危化品分会及中国仓储协会危险品仓储分会的副会长单位，曾参与国家标准《常用化学危险品贮存通则（GB15603-1995）》的修订工作，在危化品运输与贮存方面拥有深厚先发优势。公司自有危化品存储仓库未来可较为便利地切换为半导体危化品存储仓库。同时，公司还具备完善的废酸处理的场地与能力，能够为半导体厂商提供更配套更完整的服务，并通过废酸回收带来额外盈利弹性。目前公司已开展靶材、有机硅、涂料等半导体行业关键物资的运输服务，成功拓展多家半导体领域战略级客户。

按客户行业划分，2026 年上半年，新能源及芯片半导体业务已经为公司贡献 21% 营业收入和 29% 的毛利。公司在 2026 年中报指出，2026 年是公司进军半导体物流行业实现订单爆发、客户粘性增长的关键之年，自 2026 至 2028 年半导体物流行业将迎来发展大年，有望成为公司市占率提升与业绩增长的新引擎。

图 22：公司按客户行业划分营业收入占比

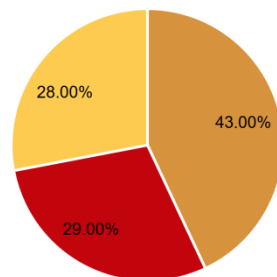
■ 化工 ■ 新能源及芯片半导体 ■ 其他



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 23：公司按客户行业划分毛利占比

■ 化工 ■ 新能源及芯片半导体 ■ 其他



数据来源：iFinD，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 2026 年以来，新能源及芯片半导体行业的爆发式增长正为高端物流领域注入强劲的长期动能。公司在危化品物流领域深耕多年积淀的经验与资质壁垒，构成了向半导体物流延伸的核心竞争优势。我们预计公司半导体物流有望成为公司市占率提升与业绩增长的新引擎，我们预计物流业务 2026/27/28 年营收同比增长 15%/18%/20%，毛利率维持在 14% 的水平；

2) 随着全球经济形势逐渐恢复，全球化工品市场增长修复至原有水平，同时公司将不断拓展特种化工及快消品的分销能力，我们预计公司化工交易业务 2026-2028 年同比增长 8%、10%、12%，毛利率维持在 7.5% 的水平。

基于以上假设，预计公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	13335.1	14908.3	17064.7	19897.8
	YoY	10.04%	11.80%	14.46%	16.60%
	营业成本	11796.3	13228.8	15125.8	17618.3
	毛利率	11.54%	11.27%	11.36%	11.46%
物流业务	营业收入	7259.9	8348.8	9851.6	11822.0
	YoY	5.04%	15.00%	18.00%	20.00%
	营业成本	6206.2	7180.0	8472.4	10166.9
	毛利率	14.51%	14.00%	14.00%	14.00%
交易业务	营业收入	6052.0	6536.2	7189.8	8052.5
	YoY	16.73%	8.00%	10.00%	12.00%
	营业成本	5587.2	6045.9	6650.5	7448.6
	毛利率	7.68%	7.50%	7.50%	7.50%
其他业务	营业收入	23.3	23.3	23.3	23.3
	YoY	5.51%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	2.8	2.8	2.8	2.8
	毛利率	87.82%	87.82%	87.82%	87.82%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2026/27/28 年营业收入分别为 149.1、170.6、199.0 亿元，归母净利润分别为 7.0、8.2、9.9 亿元，EPS 分别为 4.04、4.73、5.69 元，对应的 PE 分别为 16、14、12 倍。我们考虑到公司经营业务主要是化工物流，我们选取了行业内业务较为相似的两家公司宏川智慧和兴通股份作为可比公司，可比公司 2026 年的 PE 为 20 倍，2027 年的 PE 为 13 倍。考虑到未来随着全球经济逐步修复，化工工业消费需求回暖将带动相关物流服务进一步增长，公司作为国内领先的化工物流服务商，能够受益于行业的恢复，首次覆盖，建议关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002930.SZ	宏川智慧	8.95	-0.94	0.32	0.62	0.77	-	28	14	12
603209.SH	兴通股份	13.43	0.83	1.12	1.21	1.41	16	12	11	10
平均值							-	20	13	11

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

化工市场风险，安全经营风险，半导体物流进展不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	13335.13	14908.27	17064.67	19897.77	净利润	745.44	703.35	822.45	990.66
营业成本	11796.31	13228.78	15125.78	17618.32	折旧与摊销	219.55	280.03	280.03	280.03
营业税金及附加	50.03	51.90	61.72	70.62	财务费用	175.07	160.80	172.09	171.12
销售费用	161.99	171.52	201.81	232.12	资产减值损失	5.46	-11.66	-11.44	-5.60
管理费用	247.52	444.56	508.86	593.34	经营营运资本变动	-543.41	-1851.75	-1715.19	-2639.89
财务费用	175.07	160.80	172.09	171.12	其他	149.86	4.68	2.46	-5.60
资产减值损失	5.46	-11.66	-11.44	-5.60	经营活动现金流净额	751.97	-714.55	-449.61	-1209.28
投资收益	18.04	16.14	17.87	21.97	资本支出	-366.44	-360.00	-360.00	-360.00
公允价值变动损益	0.29	0.00	0.00	0.00	其他	-401.80	39.51	12.75	-21.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-768.25	-320.49	-347.25	-381.64
营业利润	894.38	878.51	1023.73	1239.82	短期借款	537.89	948.26	1297.05	2170.69
其他非经营损益	45.51	0.00	0.00	0.00	长期借款	-645.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	939.89	878.51	1023.73	1239.82	股权融资	-157.29	0.00	0.00	0.00
所得税	194.45	175.16	201.28	249.16	支付股利	-158.13	-130.89	-161.06	-196.75
净利润	745.44	703.35	822.45	990.66	其他	529.75	-168.80	-188.19	-184.71
少数股东损益	118.88	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	106.82	648.57	947.80	1789.23
归属母公司股东净利润	626.55	703.35	822.45	990.66	现金流量净额	57.73	-386.47	150.95	198.32
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1430.05	1043.58	1194.53	1392.84	成长能力				
应收和预付款项	11428.82	7896.68	10358.48	13220.81	销售收入增长率	10.04%	11.80%	14.46%	16.60%
存货	880.12	991.39	1047.67	1285.67	营业利润增长率	18.38%	-1.77%	16.53%	21.11%
其他流动资产	727.94	547.24	576.79	660.72	净利润增长率	13.95%	-5.65%	16.93%	20.45%
长期股权投资	177.15	177.15	177.15	177.15	EBITDA 增长率	16.13%	2.35%	11.86%	14.58%
投资性房地产	22.36	22.36	22.36	22.36	获利能力				
固定资产和在建工程	2981.10	2746.90	2512.71	2278.52	毛利率	11.54%	11.27%	11.36%	11.46%
无形资产和开发支出	2487.60	2804.53	3121.46	3438.39	三费率	4.38%	5.21%	5.17%	5.01%
其他非流动资产	642.39	640.31	661.38	681.72	净利率	5.59%	4.72%	4.82%	4.98%
资产总计	20777.53	16870.16	19672.54	23158.19	ROE	14.05%	11.97%	12.58%	13.51%
短期借款	2933.16	3881.41	5178.46	7349.15	ROA	3.59%	4.17%	4.18%	4.28%
应付和预收款项	2056.28	2516.98	3129.13	3350.68	ROIC	9.54%	8.02%	7.77%	7.61%
长期借款	750.96	750.96	750.96	750.96	EBITDA/销售收入	9.67%	8.85%	8.65%	8.50%
其他负债	9732.58	3842.67	4074.94	4374.50	营运能力				
负债合计	15472.98	10992.02	13133.50	15825.28	总资产周转率	0.77	0.79	0.93	0.93
股本	158.13	174.05	174.05	174.05	固定资产周转率	5.89	6.36	8.09	10.60
资本公积	1418.72	1402.79	1402.79	1402.79	应收账款周转率	3.53	3.81	3.80	3.78
留存收益	3127.58	3700.05	4361.43	5155.35	存货周转率	15.63	14.11	14.79	15.06
归属母公司股东权益	4769.20	5342.78	6003.68	6797.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	185.84%	—	—	—
少数股东权益	535.36	535.36	535.36	535.36	资本结构				
股东权益合计	5304.56	5878.14	6539.04	7332.90	资产负债率	74.47%	65.16%	66.76%	68.34%
负债和股东权益合计	20777.53	16870.16	19672.54	23158.19	带息债务/总负债	29.79%	50.57%	52.20%	57.03%
					流动比率	1.09	1.19	1.20	1.21
					速动比率	1.02	1.08	1.11	1.12
					股利支付率	25.24%	18.61%	19.58%	19.86%
					每股指标				
					每股收益	3.60	4.04	4.73	5.69
					每股净资产	27.40	30.70	34.49	39.06
					每股经营现金	4.32	-4.11	-2.58	-6.95
					每股股利	0.91	0.75	0.93	1.13
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1289.00	1319.34	1475.84	1690.97					
PE	18.21	16.22	13.87	11.52					
PB	2.39	2.14	1.90	1.68					
PS	0.86	0.77	0.67	0.57					
EV/EBITDA	10.56	12.14	11.62	11.28					
股息率	1.39%	1.15%	1.41%	1.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn