# 密尔克卫（603713）

## 危化品物流主业修复托底，半导体物流打开成长空间

买入（首次）

| 盈利预测与估值 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入（百万元） | 12,118 | 13,335 | 15,893 | 18,124 | 20,465 |
| 同比（%） | 24.26 | 10.04 | 19.18 | 14.04 | 12.91 |
| 归母净利润（百万元） | 565.18 | 626.55 | 745.47 | 942.99 | 1,127.78 |
| 同比（%） | 31.04 | 10.86 | 18.98 | 26.50 | 19.60 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 3.25 | 3.60 | 4.28 | 5.42 | 6.48 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 21.99 | 19.83 | 16.67 | 13.18 | 11.02 |

### 投资要点

- **危化品供应链一站式服务商，核心竞争力在危化品仓储资产与资质：**公司以危化品货代、仓储、运输（供应链物流业务）为利润主体，延伸至化工品分销。2025 年营业收入 133.4 亿元，供应链物流业务贡献主营业务毛利的 69.4%（根据公司 2025 年年度报告计算）；据公司 2026 年半年度报告，其全球自建及管理逾 70 万平米专业化学品仓库。
- **化工货量回升支撑收入，毛利率仍承压：**公司称 2026H1 货量全面提升，招投标价格仅在低位小幅抬升。2026Q3 营业收入同比+27%，包含低基数影响，较 2024Q3 两年复合增速 14%；毛利率 10.5%、同比-0.7pct（根据公司定期报告计算）。公司将 2026Q1-Q3 毛利率下滑归因于国际货代运价承压、新业务前置投入与新增仓点爬坡。
- **资本结构改善，资本开支回升及新造船增加投入：**公司董事会审议通过购买化学品新造船；未计该船时，我们预计 2027-2028E 资本开支每年 4.0 亿元。资产负债率由 2025 年末 74.5%降至 2026 年 9 月末 60.4%（根据公司定期报告计算）；转债利息减少，我们预计 2027E 财务费用率降至 0.6%。
- **晶圆厂扩产带来涉危物流需求，存量危化仓可切换服务半导体客户：**国际半导体产业协会（SEMI）2025 年 10 月预计，2026-2028 年中国大陆 300mm 晶圆厂设备支出累计 940 亿美元、居全球首位。公司 2026 年半年度报告称自有危化品仓库未来可较便利地切换为半导体危化品仓库。
- **新能源及芯片半导体客户抬升毛利结构，公司预计半导体物流收入占比提高：**2026H1 新能源及芯片半导体客户（该口径含新能源客户）贡献主营业务收入的 21%、毛利的 29%。公司称半导体物流毛利率显著高于传统化工物流，预计其 2026Q4 收入占比会增加。
- **盈利预测与投资评级：**基于化工货量回升、半导体客户增量与财务费用回落，我们预计公司 2026-2028E 归母净利润为 7.5/9.4/11.3 亿元。参考自身历史估值区间，我们给予目标价 108.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**半导体扩产推迟与客户放量放缓，化工景气与运价下行，危化品储运安全风险，资本开支增加与公募 REITs 发行风险。

2026 年 11 月 09 日

证券分析师 吴劲草
执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 阳靖
执业证书：S0600523020005
yangjing@dwzq.com.cn
证券分析师 杜玥莹
执业证书：S0600526040001
duyy@dwzq.com.cn

### 股价走势




### 市场数据

| | |
|---|---|
| 收盘价(元) | 71.43 |
| 一年最低/最高价 | 48.90/83.97 |
| 市净率(倍) | 2.06 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 12,432.29 |
| 总市值(百万元) | 12,432.29 |

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 每股净资产(元,LF) | 34.75 |
| 资产负债率(%,LF) | 60.36 |
| 总股本(百万股) | 174.05 |
| 流通 A 股(百万股) | 174.05 |

### 相关研究

《密尔克卫(603713)：2023 年三季报点评：Q3 收入同比+10%，分销业务或有所增长》

2023-10-26

《密尔克卫(603713)：2023 年半年报点评：运价周期致业绩承压，关注下半年新项目增量》

2023-08-15



请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

**1. 危化品供应链一站式服务商，走出周期低谷、资本结构改善 ..... 5**
1.1. 危化品物流贡献主要毛利，化工品分销规模大、毛利率低 ..... 5
1.2. 收入与归母净利润走出周期低谷，转股改善资本结构 ..... 9
1.3. 并购扩充网络与海外布局，创始人家族控股，高管多有跨国企业背景 ..... 17
**2. 危化仓资产与资质构筑壁垒，化工物流价格低位下货量带动收入回升 ..... 17**
2.1. 监管趋严与外包提升扩大合规需求，公司以一站式服务区别于专业同业 ..... 18
2.2. 危化品仓储资产与资质构成壁垒，一站式服务覆盖化工龙头 ..... 22
2.3. 价格低位下货量带动收入回升，综合物流分部利润总额修复慢于收入 ..... 25
**3. 晶圆厂扩产带来涉危物流需求，公司凭存量危化仓抬升毛利结构 ..... 27**
3.1. 晶圆厂扩产延续，从建厂到投产都需要专业物流服务 ..... 28
3.2. 市场格局分散，存量危化仓与全链条资质让公司具备稀缺性 ..... 29
3.3. 头部晶圆客户已导入，半导体物流首先抬升公司毛利结构 ..... 29
**4. 盈利预测与投资建议：化工修复与半导体增量支撑增长 ..... 31**
4.1. 关键假设与盈利预测：货量支撑收入，毛利率与财务费用改善增厚利润 ..... 31
4.2. 估值与投资建议：盈利恢复增长，目标倍数参考近五年 PE 中高区间 ..... 34
**5. 风险提示 ..... 36**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 图表目录

图 1: 主营业务收入按产品线构成（%）.....6
图 2: 分产品线主营业务毛利（亿元）.....7
图 3: MGL 全球国际物流业务收入及同比.....7
图 4: MCL 全球合同物流业务收入及同比.....8
图 5: MGL 全球国际物流业务毛利率（%）.....8
图 6: MCL 全球合同物流业务毛利率（%）.....8
图 7: MCD 不一样的分销收入及同比.....9
图 8: MCD 不一样的分销毛利率（%）.....9
图 9: 营业收入及同比.....10
图 10: 归母净利润及同比.....10
图 11: 单季营业收入及同比.....10
图 12: 单季归母净利润及同比.....10
图 13: 毛利率与归母净利率.....11
图 14: 单季毛利率与期间费用率.....11
图 15: 单季销售、管理、研发、财务费用率.....12
图 16: 应收账款、合同负债周转天数.....13
图 17: 存货、应付账款、预付款项周转天数.....13
图 18: 固定资产账面原值按类别（亿元）.....14
图 19: 固定资产、在建工程及土地使用权账面价值与占总资产比例（2025 年末）.....14
图 20: 资本开支与取得子公司支付的现金净额（亿元）.....15
图 21: 净有息负债与资产负债率.....15
图 22: 财务费用与财务费用率.....16
图 23: ROE（%）.....16
图 24: 第三方化工物流服务市场规模（运费口径，境内与跨境）.....18
图 25: 境内化工物流第三方渗透率（运费口径）.....18
图 26: 前五名客户与第一名客户销售额占年度销售总额比例.....22
图 27: 土地使用权面积按省级行政区（2022/8/5）.....23
图 28: 房屋及建筑物与土地使用权账面原值（期末）.....23
图 29: 公司主要危化品仓储基地与新建项目分布.....24
图 30: 供应链物流业务收入及同比.....26
图 31: 供应链物流业务分产品毛利率（%）.....26
图 32: 综合物流分部对外交易收入及同比（半年度）.....27
图 33: 综合物流分部利润总额及同比.....27
图 34: 2026-2028E 各地区 300mm 晶圆厂设备支出合计.....28
图 35: 全球 300mm 晶圆厂前道设备支出同比.....28
图 36: 主营业务收入与毛利按客户行业构成（2026H1）.....30
图 37: 主营业务毛利按客户行业（2026H1，亿元）.....30
图 38: 可比公司 2027E PE.....36
图 39: 公司近五年 PE（TTM）.....36

表 1: 公司业务边界.....5


请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2： ROE 杜邦分解.....17
表 3： 上市同业经营与财务截面（2025 年／2026H1）.....20
表 4： 危化品物流行业参与者分类.....21
表 5： 供应链物流业务经营概况.....25
表 6： 晶圆厂各阶段物流需求与公司服务能力.....29
表 7： 分业务收入及增速预测.....32
表 8： 分业务毛利率预测.....33
表 9： 费用率与税率预测.....33
表 10： 盈利预测汇总.....34
表 11： 可比公司估值.....35


请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 1. 危化品供应链一站式服务商，走出周期低谷、资本结构改善

**公司以危化品物流为核心、向化工品分销延伸，2023 年低谷后收入与归母净利润连续增长，转股后资本结构改善。**从规模看，公司 2025 年营业收入 133.4 亿元、归母净利润 6.3 亿元，均为 2019 年以来最高；2026Q1-Q3 营业收入 125.9 亿元、同比+18%，其中 2026Q3 同比+27%。2026 年 8 月可转换公司债券“密卫转债”基本全部转股、余额赎回，资产负债率由 2025 年末的 74.5%降至 2026 年 9 月末的 60.4%（根据公司 2025 年年度报告、2026 年第三季度报告计算）。

## 1.1. 危化品物流贡献主要毛利，化工品分销规模大、毛利率低

**公司为化工、新能源与芯片半导体客户提供危化品货代、仓储、运输与化工品分销的一站式服务。**按公司 2026 年半年度报告，公司提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务，并在此基础上向化工品分销延伸；客户包括巴斯夫集团、万华化学等化工企业与中芯国际、长江存储等芯片半导体企业，截至 2026 年 6 月末有效客户数量超万家；公司全球自建及管理逾 70 万平米专业化学品仓库。

**表1：公司业务边界**

| 业务线 | 产品/服务 | 主要客户 | 驱动因素 | 需求增量来源 |
|---|---|---|---|---|
| 供应链物流业务：MGL 全球国际物流业务（MGF 全球货代业务、MGM 全球移动） | 危化品海运、空运、铁路货运代理，罐箱与液体散货船运输，工程物流 | 国内外化工龙头；晶圆厂与半导体材料企业 | 化工货量、物流价格与运价、罐箱与船舶使用效率 | 化工企业物流外包；AI 驱动的先进存储投资等晶圆厂扩产带来的半导体涉危物流需求 |
| 供应链物流业务：MCL 全球合同物流业务（MRW 区域仓储业务、MRT 区域内贸交付） | 危化品仓储与分拣、分装等增值服务，公路运输与多式联运 | 国内外化工龙头；晶圆厂与半导体材料企业 | 仓储利用率与资产周转效率、化工货量、新客户导入 | 化工企业物流外包；AI 驱动的先进存储投资等晶圆厂扩产带来的半导体涉危物流需求 |
| 供应链交易业务：MCD 不一样的分销 | 化工品集中采购与分销、交易撮合、复配与分装 | 化工品上下游生产商与客户 | 化工品价格与交易量 | - |

数据来源：公司 2025 年年度报告、2026 年半年度报告，国际半导体产业协会（SEMI），东吴证券研究所

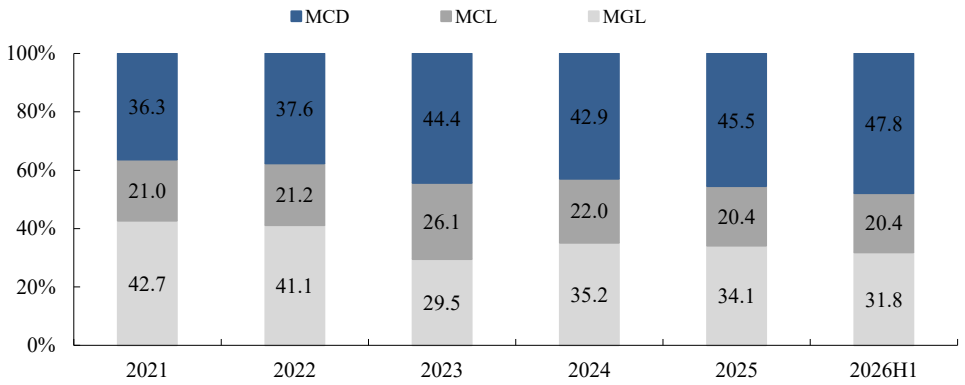
**合同物流毛利率最高，国际物流与分销收入规模大而毛利率低，差异来自收费方式。**公司 2026 年半年度报告分 MGL 全球国际物流业务（指 MGF 与 MGM）、MCL 全球合同物流业务（指 MRW 与 MRT）与 MCD 三组披露。具体来看：①MCL 收取仓库租金、


请务必阅读正文之后的免责声明部分

进出仓费用、道路运输运费与增值服务费，2025 年毛利率 18.6%；②MGL 把承运人的运输成本计入业务成本，按公司披露，收入与成本都高、利润率相对较低，2025 年毛利率 12.1%；③MCD 不一样的分销赚取产品价差与服务费，2025 年毛利率 7.7%（MGL、MCL 毛利率根据公司 2025 年年度报告计算）。

**供应链物流业务以约五成半的主营业务收入贡献约七成主营业务毛利，2022 年以来主营业务毛利的增量来自分销。**MGL 与 MCL 合计即供应链物流业务，2025 年其收入占主营业务收入的 54.5%、毛利占主营业务毛利的 69.4%，2026H1 分别为 52.2%、67.2%。MCD 毛利由 2022 年的 1.4 亿元增至 2025 年的 4.6 亿元，供应链物流业务毛利 2025 年为 10.5 亿元，仍低于 2022 年的 11.1 亿元（根据公司 2022-2025 年年度报告、2026 年半年度报告计算）。

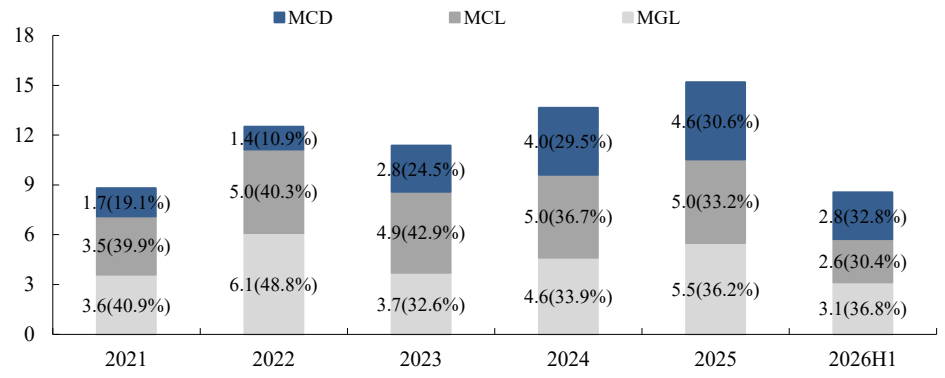
**图1：主营业务收入按产品线构成（%）**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：根据公司定期报告计算，各组营业收入÷三组营业收入合计；MGL 全球国际物流业务指 MGF 全球货代业务与 MGM 全球移动，MCL 全球合同物流业务指 MRW 区域仓储业务与 MRT 区域内贸交付，MCD 为 MCD 不一样的分销；2021-2025 年为产品线合计，2021 年 MGM 为 MTT 全球航运及罐箱与 MPC 全球工程物流及干散货合计；2026H1 取 2026 年半年度报告营业收入分解信息附注。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

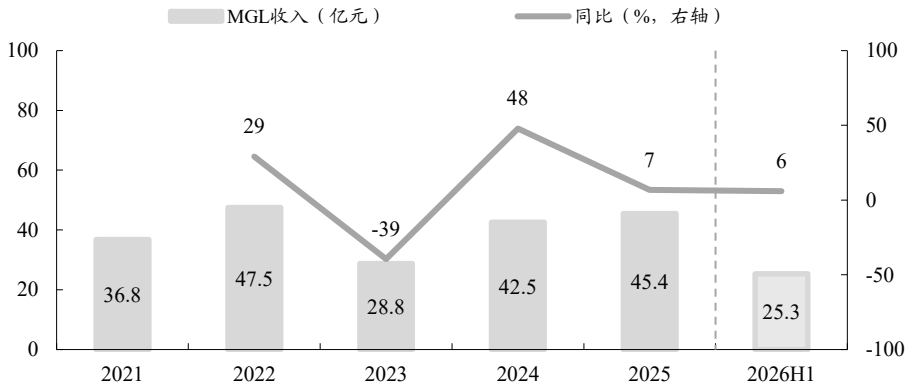
**图2：分产品线主营业务毛利（亿元）**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：根据公司定期报告计算，毛利＝营业收入－营业成本；产品线口径同图“主营业务收入按产品线构成”；数据标签括号内为各组毛利占三组毛利合计的比例；2026H1 为半年度数。

**MGL 全球国际物流业务收入波动大、毛利率波动小。**以下 MGL 数据根据公司定期报告计算。MGL 收入 2023 年同比-39%、2024 年同比+48%，2021-2025 年毛利率在 9.8%-12.9%之间；2026H1 收入 25.3 亿元、同比+6%，毛利率 12.4%、同比+1.1pct。

**图3：MGL 全球国际物流业务收入及同比**



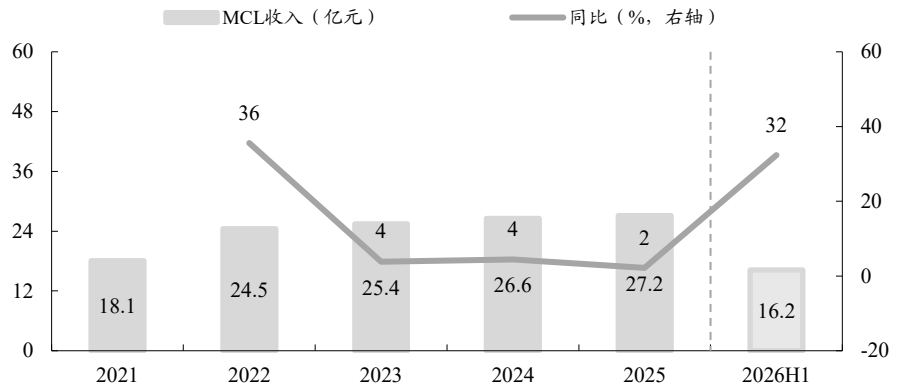

数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2025 年与 2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：MGL 指 MGF 全球货代业务与 MGM 全球移动，2021-2025 年为两条产品线合计（2021 年 MGM 为 MTT 全球航运及罐箱与 MPC 全球工程物流及干散货合计），2026H1 为半年度口径，取 2026 年半年度报告营业收入分解信息附注；同比根据公司定期报告计算，2026H1 同比对 2025H1（MGF 与 MGM 合计）。

**MCL 全球合同物流业务收入稳步增长，2026H1 收入同比大增而毛利率下降。**以下 MCL 数据根据公司定期报告计算。MCL 收入由 2021 年的 18.1 亿元增至 2025 年的 27.2 亿元，2023-2025 年同比+2%至+4%；毛利率由 2022 年的 20.6%降至 2025 年的 18.6%；


请务必阅读正文之后的免责声明部分

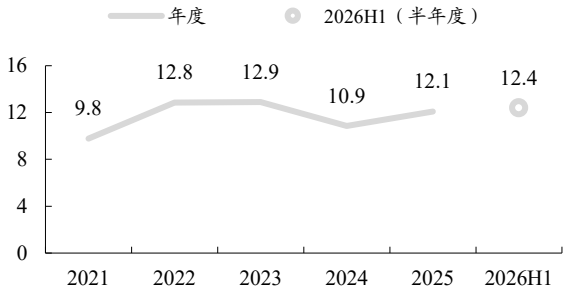
2026H1 收入 16.2 亿元、同比+32%，毛利率 16.0%、同比-2.7pct。

**图4：MCL 全球合同物流业务收入及同比**



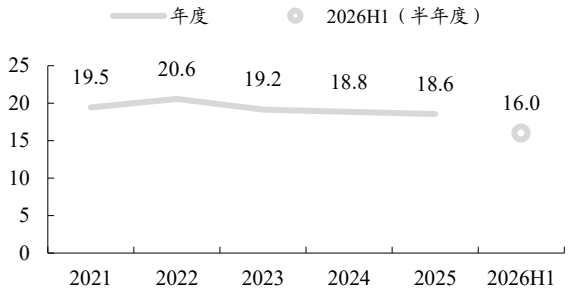

数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2025 年与 2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：MCL 指 MRW 区域仓储业务与 MRT 区域内贸交付，2021-2025 年为两条产品线合计，2025 年以前 MRW 名为“区域仓配一体化”；2026H1 为半年度口径，取 2026 年半年度报告营业收入分解信息附注；同比根据公司定期报告计算，2026H1 同比对 2025H1（2025 年半年度报告“MWT 仓配一体化”）。

**图5：MGL 全球国际物流业务毛利率（%）**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2025 年与 2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：毛利率 = 1 − 营业成本 ÷ 营业收入，根据公司定期报告计算；2026H1 为半年度口径，与年度不相连；口径同图“MGL 全球国际物流业务收入及同比”。

**图6：MCL 全球合同物流业务毛利率（%）**



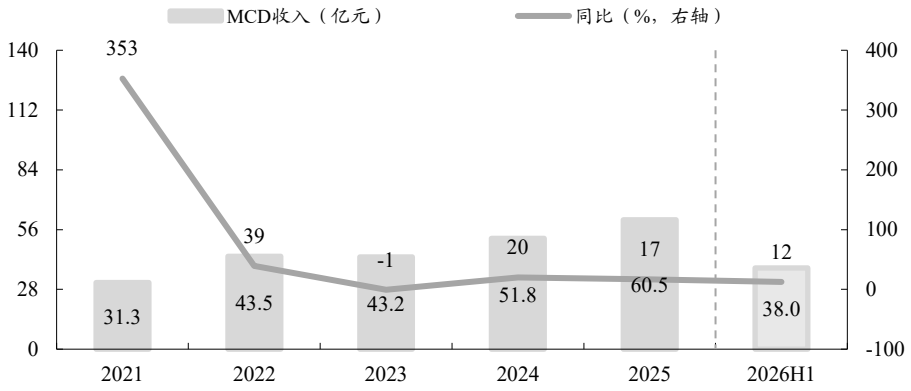

数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2025 年与 2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：毛利率 = 1 − 营业成本 ÷ 营业收入，根据公司定期报告计算；2026H1 为半年度口径，与年度不相连；口径同图“MCL 全球合同物流业务收入及同比”。

**MCD 不一样的分销依托物流网络，以集中采购和交易撮合服务化工品上下游。**按公司 2026 年半年度报告，MCD 采取直接销售（集中采购和分销）与间接销售（交易撮合、店铺代运营），赚取产品价差、咨询服务费、物流服务费以及复配、分装、实验室等增值服务收入；公司自建固体及液体复配车间与配套实验室，分销分部采购和销售的主要产品为化工品及快消品。公司 2025 年年度报告称，供应链交易业务是基于供应链物流业务向部分客户延伸提供的化工品分销服务，公司计划拓展特种化工及快消品分销，

为物流板块赋能和导流。

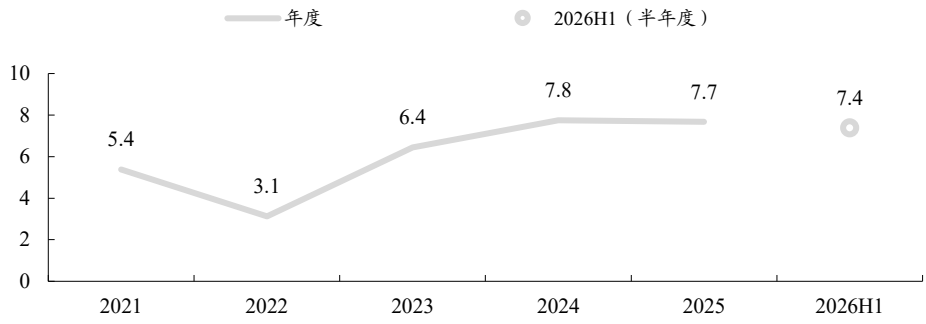
**MCD 收入除 2023 年外逐年增长，毛利率 2024 年以来在 7%-8%之间。**MCD 收入由 2021 年的 31.3 亿元增至 2025 年的 60.5 亿元，2023 年同比-0.6%，2024 年、2025 年同比+20%、+17%；毛利率由 2022 年的 3.1%升至 2024 年的 7.8%，2025 年为 7.7%；2026H1 收入 38.0 亿元、同比+12%，毛利率 7.4%、同比-0.6pct（2026H1 同比与毛利率根据公司定期报告计算）。公司 2025 年年度报告提出确保化工品交易板块收入中高速增长，加强线上 ToB 平台“灵元素”。

**图7：MCD 不一样的分销收入及同比**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2025 年与 2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：2021 年 MCD 名为“化工品交易”；2021-2025 年同比为公司披露值，2026H1 为半年度口径，同比对 2025H1、根据公司定期报告计算。

**图8：MCD 不一样的分销毛利率（%）**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2025 年与 2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：毛利率 = 1 − 营业成本 ÷ 营业收入，根据公司定期报告计算；2026H1 为半年度口径，与年度不相连；口径同图“MCD 不一样的分销收入及同比”。

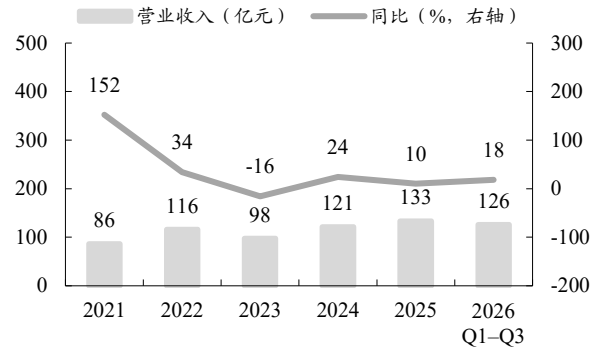
## 1.2. 收入与归母净利润走出周期低谷，转股改善资本结构

**2023 年为本轮周期低谷，2024 年以来收入与归母净利润恢复增长。**2023 年公司营业收入 97.5 亿元、同比-16%，公司将其归因于行业波动及行业价格下行；归母净利润

4.3 亿元、同比-29%。2024 年营业收入同比+24%、归母净利润同比+31%，公司称收入增长主要受 MGF 板块海运出口箱量与 MCD 板块金德龙业务提升影响；2025 年营业收入同比+10%、归母净利润同比+11%，公司称收入增长主要受 MGM 板块与 MCD 板块业务增长影响。

**2026Q3 收入与归母净利润继续增长，同比增速包含低基数影响。**单季来看，2026Q3 公司营业收入 46.2 亿元、同比+27%；归母净利润 2.12 亿元、同比+22%；扣非归母净利润 2.03 亿元、同比+25%。2025Q3 营业收入、归母净利润同比分别为+2.1%、-3.5%，2026Q3 两者较 2024Q3 的两年复合增速分别为 14%、9%（根据公司定期报告计算）。

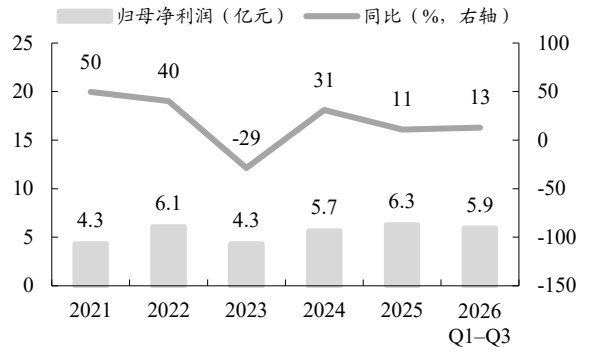
**图9：营业收入及同比**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2026 年第三季度报告，东吴证券研究所

注：2026Q1-Q3 同比对 2025Q1-Q3。

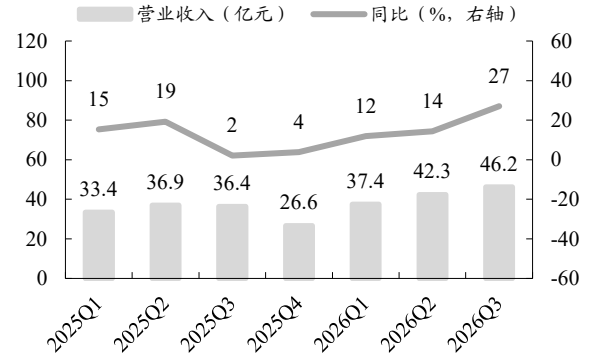
**图10：归母净利润及同比**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2026 年第三季度报告，东吴证券研究所

注：2023 年同比以追溯调整后的 2022 年归母净利润为基数；2026Q1-Q3 同比对 2025Q1-Q3。

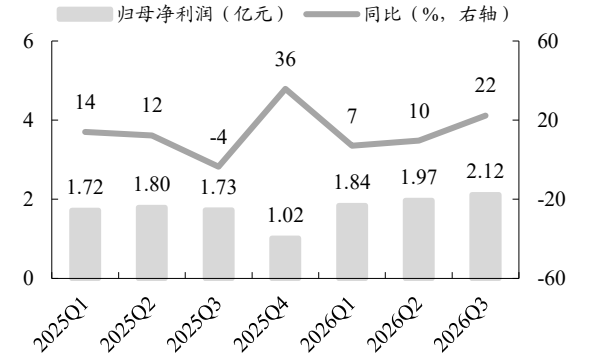
**图11：单季营业收入及同比**




数据来源：公司 2024-2025 年年度报告、2026 年第一季度报告、2026 年半年度报告、2026 年第三季度报告，东吴证券研究所

注：2026Q2 = 2026H1 - 2026Q1，同比 = 当季 ÷ 上年同季 - 1。

**图12：单季归母净利润及同比**



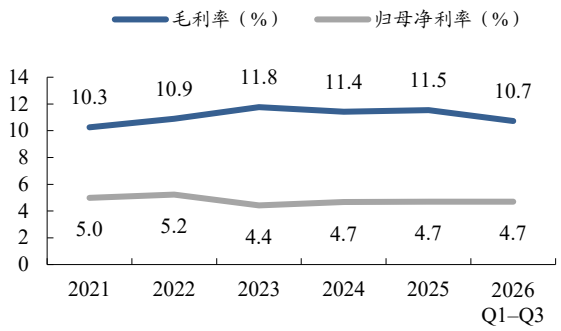

数据来源：公司 2024-2025 年年度报告、2026 年第一季度报告、2026 年半年度报告、2026 年第三季度报告，东吴证券研究所

注：2026Q2 = 2026H1 - 2026Q1，同比 = 当季 ÷ 上年同季 - 1。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

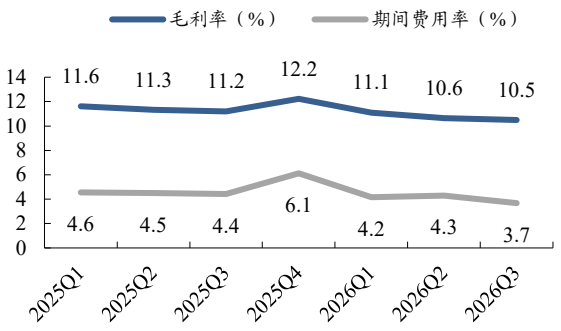
**年度毛利率保持平稳，2026 年以来单季毛利率同比下降，2026Q3 期间费用率降幅大于毛利率。**可以看到，2021-2025 年公司毛利率在 10.3%-11.8%之间；2026 年以来各季毛利率均同比下降，2026Q3 为 10.5%、同比-0.7pct（根据公司定期报告计算，本段下同）。公司在 2026 年 10 月 23 日三季度业绩说明会上将 2026Q1-Q3 毛利率小幅下滑归因于传统国际货代运价承压、新业务拓展前置投入，以及新增仓点处于爬坡阶段、固定成本尚未充分摊薄。2026Q3 期间费用率 3.7%，同比-0.6pct，降幅大于毛利率，当季毛利同比+19%、归母净利润同比+22%。

**图13：毛利率与归母净利率**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2026 年第三季度报告，东吴证券研究所
注：根据公司定期报告计算，毛利率 = 1 - 营业成本 ÷ 营业收入，归母净利率 = 归母净利润 ÷ 营业收入。

**图14：单季毛利率与期间费用率**

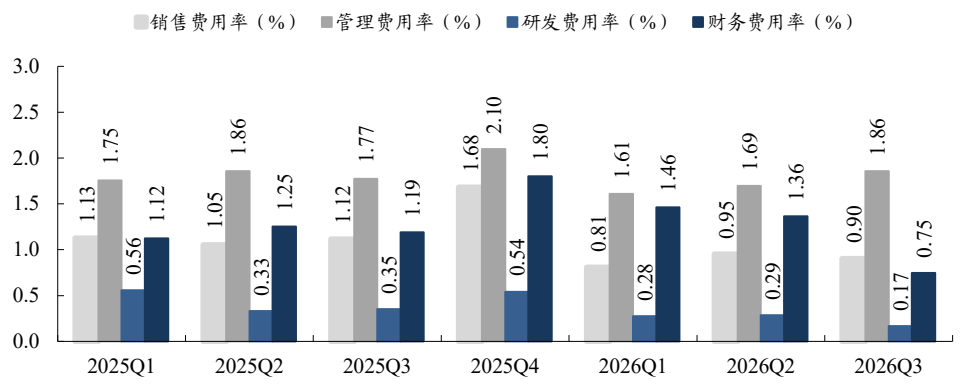



数据来源：公司 2025 年年度报告、2025 年半年度报告、2026 年第一季度报告、2026 年半年度报告、2026 年第三季度报告，东吴证券研究所
注：根据公司定期报告计算，毛利率 = 1 - 营业成本 ÷ 营业收入，期间费用率 =（销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用）÷ 营业收入；未单独披露的单季数 = 当期累计数 - 前一累计期数（如 2026Q3 = 2026Q1-Q3 - 2026H1）。

**2026Q3 财务费用率同比回落，2026 年以来销售、研发费用率均低于上年同季。**分项看，2026Q3 财务费用率 0.75%，同比-0.45pct；2026 年以来各季销售费用率、研发费用率均低于上年同季（费用率均根据公司定期报告计算）。年度看，2024-2025 年管理费用率连续下降，2025 年为 1.9%，公司归因于人员成本控制、降本增效。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图15：单季销售、管理、研发、财务费用率**




数据来源：公司 2025 年年度报告、2025 年半年度报告、2026 年第一季度报告、2026 年半年度报告、2026 年第三季度报告，东吴证券研究所

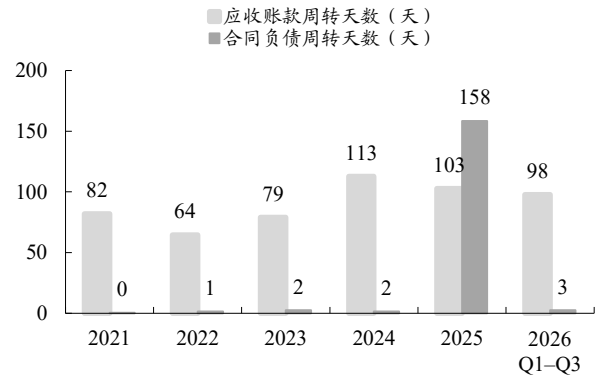
注：根据公司定期报告计算，各项费用÷营业收入；未单独披露的单季数 = 当期累计数－前一累计期数（如 2026Q3 = 2026Q1-Q3－2026H1）。

**营运资金随规模上升占用现金，2021-2025 年经营现金流合计仍覆盖归母净利润。**进一步看现金流，2021-2025 年公司经营活动产生的现金流量净额合计为同期归母净利润的 1.04 倍；应收账款周转天数由 2022 年的 64 天升至 2024 年的 113 天，2026Q1-Q3 为 98 天（均根据公司定期报告计算）。2026Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额同比减少，公司归因于 2025Q1-Q3 预收特殊项目款项。公司在 2026 年 10 月 23 日三季度业绩说明会上表示，剔除该一次性预收款项扰动后，常态化经营现金流与盈利水平匹配。

**预收预付回落与密卫转债转股使资产负债率回到 2021-2023 年的水平。**从时点看，2025 年末公司资产负债率 74.5%；2025 年预付款项、合同负债周转天数分别为 214 天、158 天，公司 2025 年年度报告解释为 MCD 业务增加、为保障货物及时供应。公司 2026 年半年度报告称 MCD 板块项目完成后前期预付款、预收款确认，2026Q1-Q3 预付款项、合同负债周转天数分别降至 22 天、3 天（周转天数根据公司定期报告计算）。截至 2026 年 8 月 11 日，密卫转债累计 8.71 亿元转为公司股票，余额 0.01 亿元于 2026 年 8 月 12 日赎回并摘牌；2026 年 9 月末公司应付债券为 0，资产负债率 60.4%（资产负债率均根据公司定期报告计算）。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

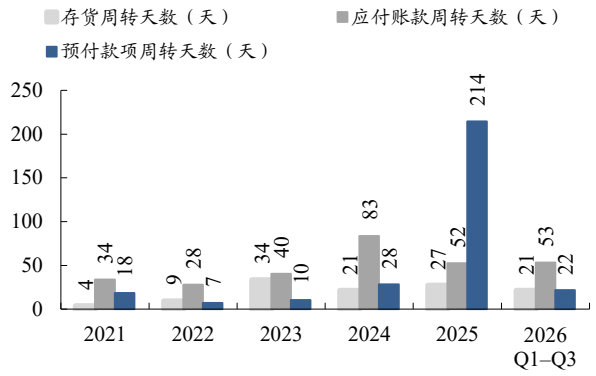
**图16：应收账款、合同负债周转天数**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2026 年第三季度报告，东吴证券研究所

注：根据公司定期报告计算，周转天数 = 期末余额 ÷ 当期营业收入 × 当期天数，全年按 365 天、2026Q1–Q3 按 273 天计算，2026Q1–Q3 期末为 2026 年 9 月末。

**图17：存货、应付账款、预付款项周转天数**



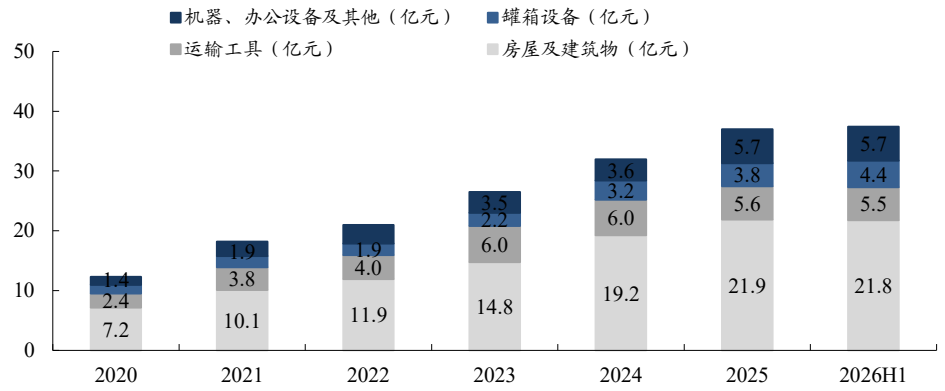

数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2026 年第三季度报告，东吴证券研究所

注：根据公司定期报告计算，周转天数 = 期末余额 ÷ 当期营业成本 × 当期天数，全年按 365 天、2026Q1–Q3 按 273 天计算，2026Q1–Q3 期末为 2026 年 9 月末。

**2021-2024 年公司以仓储基地建设与收购子公司集中扩充资产，2025 年投入回落，固定资产以房屋及建筑物、运输工具与罐箱为主。**2021-2024 年公司资本开支（购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）合计 23.2 亿元，2021-2023 年取得子公司及其他营业单位支付的现金净额合计 16.4 亿元(根据公司年度报告计算，本段下同)。资产端，固定资产原值由 2021 年末的 18.2 亿元增至 2025 年末的 37.0 亿元，其中房屋及建筑物、运输工具、罐箱设备合计占 85%；2025 年资本开支降至 4.5 亿元，在建工程由 2023 年末的 8.4 亿元降至 2025 年末的 5.2 亿元，在建项目陆续转入固定资产。与上市同业比较，2025 年末公司固定资产、在建工程与土地使用权账面价值合计 39.4 亿元，与兴通股份、盛航股份相当；公司化工品分销业务的预付款项占总资产的 33%，扩大了总资产分母，三项合计占总资产的 19%，低于宏川智慧、兴通股份、盛航股份的 73%-81%（根据各公司 2025 年年度报告计算）。

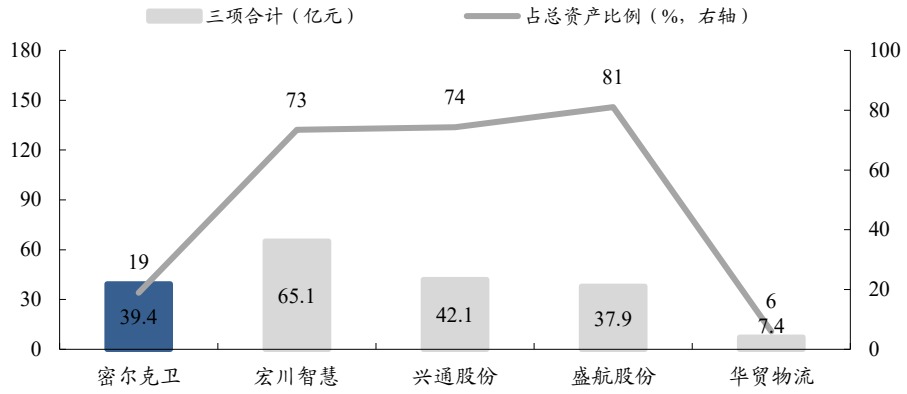

请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图18：固定资产账面原值按类别（亿元）**




数据来源：公司 2020-2025 年年度报告、2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：期末账面原值，取固定资产附注，不含固定资产清理；机器、办公设备及其他＝机器设备＋办公设备及其他；2022 年末取 2023 年年度报告比较数；2026H1 为 2026 年 6 月末。

**图19：固定资产、在建工程及土地使用权账面价值与占总资产比例（2025 年末）**



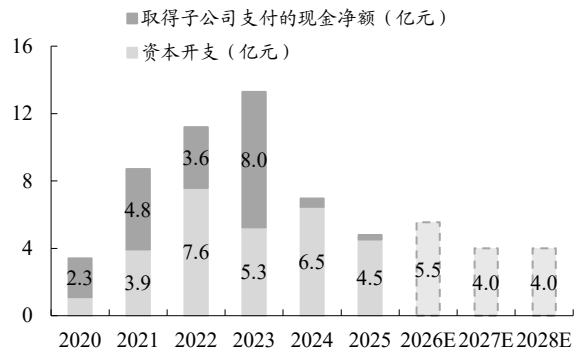

数据来源：各公司 2025 年年度报告，东吴证券研究所
注：根据各公司 2025 年年度报告计算，合并报表期末账面价值，固定资产含固定资产清理，土地使用权取无形资产附注；兴通股份、盛航股份土地使用权为零；占比＝三项合计÷资产总计。

**2026 年资本开支回升，新造船增加后续投入。**2026Q1-Q3 公司资本开支 5.4 亿元，同比+23%（根据公司 2026 年第三季度报告计算）。2026 年 10 月 30 日，公司董事会审议通过新加坡全资子公司 Milkyway International 购买 1 艘 13,800 载重吨不锈钢化学品新造船，公告称用于开展海外航运业务，预计 2028 年 9 月 30 日前交付，建造金额豁免披露；同日审议通过以自有资金向该子公司增资 8,000 万美元（折合人民币 5.37 亿元）。未计本次新造船时，我们预计 2026E 资本开支 5.5 亿元，2027-2028E 每年 4.0 亿元，依据是公司表示切入半导体物流不需要大额资本开支、用现有核心资源和核心能力可以满足客户需求（2026 年 10 月 23 日三季度业绩说明会），并继续严格执行降低负债总规模

的举措（2026 年 8 月 14 日半年度报告沟通会）；建造款若在 2027-2028E 支付，资本开支将高于上述预测。

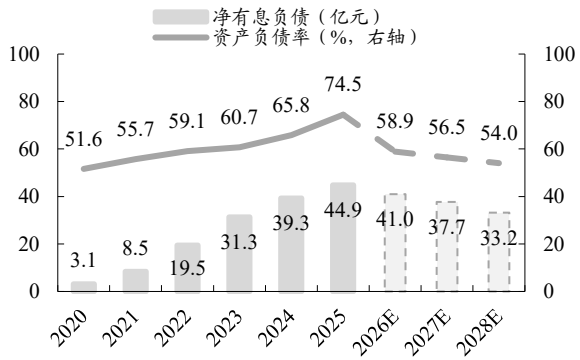
**自由现金流与降杠杆空间取决于后续资本开支。**在未计新造船及公募 REITs 发行影响、借款与租赁负债余额按 2026 年 9 月末水平测算的情况下，我们预计 2027E 经营活动产生的现金流量净额 9.4 亿元，扣除资本开支后的自由现金流约 5.4 亿元，高于 2025 年的 3.0 亿元（2025 年根据公司 2025 年年度报告计算）；净有息负债（有息负债减货币资金）由 2025 年末的 44.9 亿元降至 2028E 的 33.2 亿元，资产负债率由 2026 年 9 月末的 60.4%降至 2028E 的 54.0%。

**图20：资本开支与取得子公司支付的现金净额（亿元）**




数据来源：2020-2025 年为公司 2021-2025 年年度报告披露值，2026-2028E 为东吴证券研究所预测
注：资本开支为现金流量表“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”，取得子公司支付的现金净额为“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”；2020 年取 2021 年年度报告上年同期列；2026E 含 2026Q1-Q3 实际数，取得子公司支付的现金净额 2026Q1-Q3 为 0，预测期按 0；预测未计入 2026 年 10 月 30 日董事会审议通过的新造船。

**图21：净有息负债与资产负债率**




数据来源：2020-2025 年根据公司 2021-2025 年年度报告计算，2026-2028E 为东吴证券研究所预测
注：净有息负债 = 短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 - 货币资金，资产负债率 = 负债合计 ÷ 资产总计，均为期末值；2020 年取 2021 年年度报告上年末列，公司自 2021 年起执行新租赁准则，2020 年无租赁负债；2026-2028E 借款与租赁负债余额取 2026 年 9 月末。

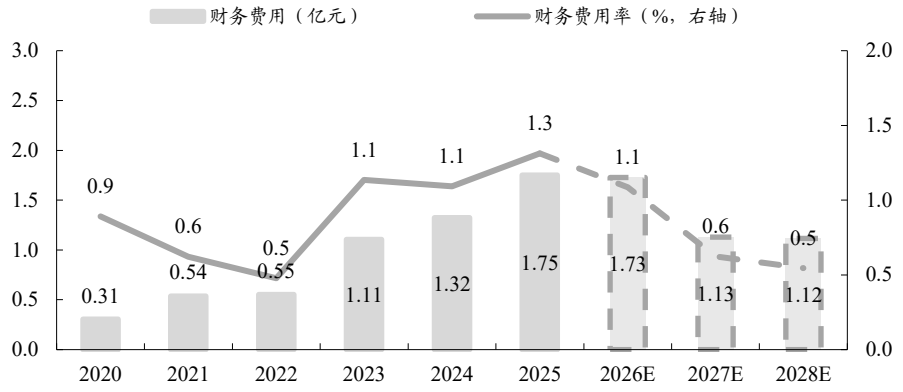
**密卫转债转股后不再计提转债利息，利息费用下降带动财务费用率回落。**2025 年密卫转债计提利息与溢折价摊销合计 0.37 亿元，占当年利息费用的 23%（根据公司 2025 年年度报告计算）；2026Q3 公司利息费用 0.18 亿元，同比-54%（根据公司 2026 年第三季度报告计算）。基于转股后不再计提转债利息与有息负债利率下降，我们预计财务费用率由 2025 年的 1.3%降至 2027E 的 0.6%。

**ROE 由 2023 年低点回升，2024-2025 年主要由权益乘数抬升带动，我们预计 2027-2028E 转由净利率与周转率带动。**公司 ROE 由 2023 年的 11.0%升至 2025 年的 13.8%，同期权益乘数由 2.64 倍升至 3.82 倍，总资产周转率由 0.95 次降至 0.77 次（根据公司年度报告计算，本段下同）。2025 年权益乘数升幅最大，当年末预付款项、合同负债分别


请务必阅读正文之后的免责声明部分

较上年末增加 60.9 亿元、57.4 亿元，同时推高总资产与负债。按我们的预测，转债转股增厚权益、预付款项回落后总资产收缩，权益乘数降至 2028E 的 2.52 倍，总资产周转率随收入增长升至 1.09 次，归母净利率升至 5.5%，ROE 2026-2028E 为 13.6%/14.3%/15.1%。

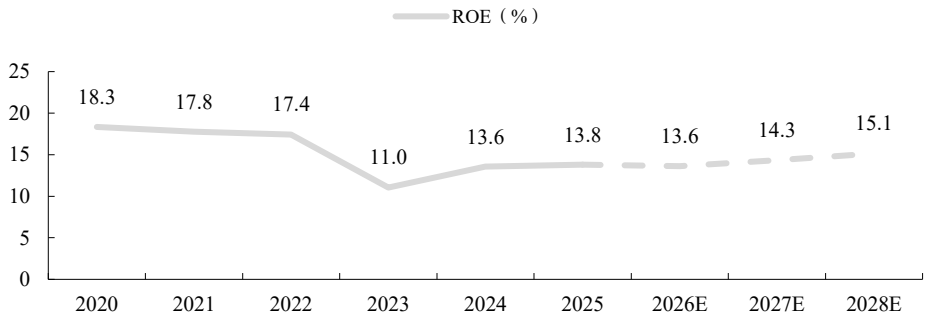
**图22：财务费用与财务费用率**




数据来源：2020-2025 年为公司 2021-2025 年年度报告披露值，2026-2028E 为东吴证券研究所预测

注：财务费用率 = 财务费用 ÷ 营业收入，根据公司定期报告计算；2020 年取 2021 年年度报告上年同期列；2026E 含 2026Q1-Q3 实际数。

**图23：ROE（%）**




数据来源：公司 2020-2025 年年度报告，2026-2028E 为东吴证券研究所预测

注：ROE = 归母净利润 ÷ [（期初归母股东权益 + 期末归母股东权益）÷ 2]，根据公司年度报告计算，2022 年取 2023 年年度报告调整后比较数。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**表2：ROE 杜邦分解**

| 指标 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 归母净利率 | 8.4% | 5.0% | 5.2% | 4.4% | 4.7% | 4.7% | 4.7% | 5.2% | 5.5% |
| 总资产周转率（次） | 1.10 | 1.55 | 1.38 | 0.95 | 0.97 | 0.77 | 0.85 | 1.04 | 1.09 |
| 权益乘数（倍） | 1.99 | 2.29 | 2.42 | 2.64 | 3.01 | 3.82 | 3.42 | 2.64 | 2.52 |
| ROE | 18.3% | 17.8% | 17.4% | 11.0% | 13.6% | 13.8% | 13.6% | 14.3% | 15.1% |

数据来源：公司 2020-2025 年年度报告，2026-2028E 为东吴证券研究所预测

注：根据公司年度报告计算，归母净利率 = 归母净利润 ÷ 营业收入，总资产周转率 = 营业收入 ÷ 平均总资产，权益乘数 = 平均总资产 ÷ 平均归母股东权益，ROE = 三者乘积 = 归母净利润 ÷ 平均归母股东权益；平均值 =（期初 + 期末）÷ 2，2021 年期初总资产取首次执行新租赁准则调整后的 2021 年 1 月 1 日余额，2022 年取 2023 年年度报告调整后比较数。

### 1.3. 并购扩充网络与海外布局，创始人家族控股，高管多有跨国企业背景

**公司上市后以并购扩充区域网络、分销品类与海外仓储，2024 年起转向合资模式、对外投资放缓。**从投资节奏看，2021-2022 年公司收购上海港口化工物流、江西省祥旺物流、南京久帝化工等；2023 年公司股权投资总额 9.69 亿元，其中收购新加坡 SDL、LHN 以增加新加坡的仓储、堆场与罐箱配送能力；2024 年公司开启新一轮“MW+”合资模式（以合资与并购整合补充资源短板），公司 2024 年年度报告称将在控制好负债率的同时推进；2025 年对外股权投资降至 1.83 亿元。

**实际控制人家族及其控制的持股平台持股集中，控制权稳定。**从持股结构看，截至 2026 年 9 月 30 日，陈银河、李仁莉直接持股及陈银河通过上海演寂投资管理有限公司控制的演若、演智、演惠三家合伙企业合计持股 42.7%（根据公司 2026 年第三季度报告计算），转股前的 2026 年 7 月 10 日为 46.6%；公司称转股引起的权益变动不会导致控制权发生变化；陈银河与慎蕾为夫妻关系，李仁莉与慎蕾为母女关系，三人为公司实际控制人。

**创始人陈银河任董事长兼总经理，核心高管多有跨国物流、化工企业或会计师事务所任职经历。**履历方面，陈银河 1997 年创办上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司（公司原名），现任董事长、总经理；副总经理王涛曾任思多而特运输（上海）集装罐事业部中国区总经理，加入公司后曾任物流板块负责人；财务总监杨波曾任道康宁中国投资财务总监，与副总经理兼董事会秘书缪蕾敏均为注册会计师。

## 2. 危化仓资产与资质构筑壁垒，化工物流价格低位下货量带动收入回升

**供应链物流业务是公司毛利的主要来源，价格低位下货量带动收入回升，综合物流分部利润总额的修复慢于收入。**从体量看，2025 年公司供应链物流业务收入 72.6 亿元，


请务必阅读正文之后的免责声明部分

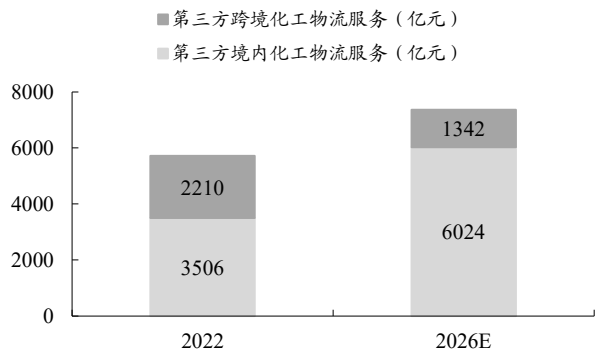
贡献主营业务毛利的 69.4%（根据公司 2025 年年度报告计算），收入已高于 2022 年的 72.0 亿元；按分部口径，2025 年综合物流分部利润总额 5.0 亿元，较 2022 年的 7.1 亿元低 29%（根据公司 2022 年、2025 年年度报告计算）。行业层面，危化品物流资质审批趋严、化工企业物流外包增加；公司以专业化学品仓库与全国网络服务化工龙头，我们认为资质与危化品仓储资产的组合是其壁垒。

## 2.1. 监管趋严与外包提升扩大合规需求，公司以一站式服务区别于专业同业

**危化品物流须持证经营，监管趋严使资质审批更加严格。**公司运输与储存的部分货物属于易燃、易爆或有毒的危险化学品，经营须取得《道路运输经营许可证》《危险化学品经营许可证》等资质。2025 年 12 月 27 日全国人大常委会表决通过《中华人民共和国危险化学品安全法》，自 2026 年 5 月 1 日起施行，设生产和储存安全、运输安全等专章。公司 2025 年年度报告判断，化工物流相关资质审批将更加严格，资质健全的企业将快速发展，未达标、未取得资质的企业将逐渐淘汰。

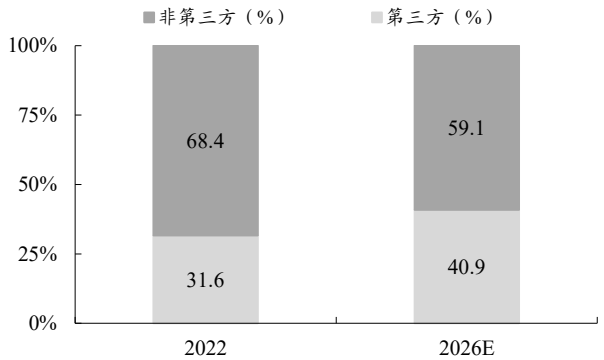
**化工企业的物流外包需求在增加，第三方服务的渗透空间主要在境内。**随着“退城入园”（化工企业由城区搬迁进入化工园区）推进，公司 2025 年年度报告称越来越多的综合化工企业选择专业的第三方物流服务商。以运费口径计，公司 2022 年年度报告披露，2022 年境内化工物流第三方渗透率为 31.6%，跨境为 77.2%；按该报告的预计，2022-2026 年第三方化工物流服务市场规模的增长全部来自境内（根据公司 2022 年年度报告计算）。行业总量方面，根据中国物流与采购联合会《2023 年中国化工物流行业发展报告》（公司 2023 年年度报告援引），2023 年我国危化品物流市场规模约 2.38 万亿元。

**图24：第三方化工物流服务市场规模（运费口径，境内与跨境）**




数据来源：公司 2022 年年度报告，东吴证券研究所
注：2026E 为公司 2022 年年度报告预计。

**图25：境内化工物流第三方渗透率（运费口径）**




数据来源：公司 2022 年年度报告，东吴证券研究所
注：2026E 为公司 2022 年年度报告预计；非第三方 = 100% - 境内化工物流第三方渗透率。

**第三方化工物流市场格局分散，上市同业多以单一物流环节为主业。**公司 2025 年年度报告称，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。上市同业中，兴通股份、盛航股份从事散装液体化学品、成品油等液体危险货物的水上运输，对标公司 MGM 全球移动；宏川智慧以石化产品码头储罐仓储为主，对标 MRW 区域仓储业务；华贸物流从事跨境综合物流，对标 MGF 全球货代业务；中国外运是综合物流服务商，业务包括代理及相关业务、专业物流与电商业务。

**公司兼有货代、仓储、运输与分销，收入体量介于综合物流、国际货代同业与专营水运、仓储同业之间。**从截面看，2025 年公司营业收入 133.4 亿元，低于中国外运、华贸物流，高于兴通股份、盛航股份、宏川智慧，公司供应链物流业务收入 72.6 亿元已高于后三家营业收入之和。中国外运并非危化品专营，2025 年其化工物流收入 19.1 亿元，占其营业收入的约 2%（根据中国外运 2025 年年度报告计算）。公司以危化品为主业，收入规模来自覆盖货代、仓储、运输与分销多个环节，而非单一环节的资产规模。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**表3：上市同业经营与财务截面（2025 年／2026H1）**

| 公司 | 2025 年营业收入（亿元） | 收入同比 | 毛利率 | 归母净利率 | 2026H1 营业收入（亿元） | 收入同比 | 毛利率 | 归母净利率 | 主要经营资产（时点见括号） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 密尔克卫 | 133.4 | 10% | 11.5% | 4.7% | 79.7 | 13% | 10.9% | 4.8% | 专业化学品仓库逾 70 万平米（2026 年半年度报告披露） |
| 其中：供应链物流业务 | 72.6 | 5% | 14.5% | - | - | - | - | - | - |
| 中国外运 | 968.1 | -8% | 5.7% | 4.2% | 464.5 | -8% | 6.5% | 3.7% | 仓库 480 余万平方米（2025 年年度报告披露） |
| 华贸物流 | 179.6 | 3% | 9.0% | 2.7% | 98.0 | 12% | 9.8% | 2.3% | 自有海外网点超过 90 个（2025 年年度报告披露） |
| 宏川智慧 | 11.9 | -18% | 37.6% | -36.1% | 6.7 | 14% | 40.7% | 3.5% | 运营码头 14 座，运营罐容超过 518 万立方米；化工仓库运营仓容超过 15 万平方米（2025 年年度报告披露） |
| 兴通股份 | 16.3 | 8% | 28.7% | 16.6% | 10.2 | 29% | 31.1% | 20.9% | 在营散装液体危险货物船舶 40 艘，50.13 万载重吨（2025 年末） |
| 盛航股份 | 14.4 | -4% | 23.9% | 7.5% | 8.0 | 13% | 24.3% | 9.0% | 控制的内外贸船舶 54 艘，42.49 万载重吨（2025 年末） |

数据来源：各公司 2025 年年度报告、2026 年半年度报告，东吴证券研究所

注：毛利率 = 1 − 营业成本 ÷ 营业收入，归母净利率 = 归母净利润 ÷ 营业收入，根据各公司定期报告计算；密尔克卫合并口径含供应链交易业务（MCD 不一样的分销），供应链物流业务为公司 2025 年年度报告分行业“物流”口径；六家公司财年均为自然年。

**同业毛利率分为资产型与代理型两档，公司供应链物流业务毛利率介于两档之间，差异来自业务结构。**2025 年，以自有船舶、码头储罐经营的兴通股份、盛航股份、宏川智慧毛利率在 24%-38%，以货运代理为主的中国外运、华贸物流在 6%-9%（根据各公司 2025 年年度报告计算）。公司 MRW 区域仓储业务毛利率 39.4%，与资产型一档相当；MGF 全球货代业务与 MGM 全球移动把承运人的运输成本计入业务成本，毛利率为 11.4%、14.4%，接近代理型一档；公司供应链物流业务还包括 MRT 区域内贸交付，整体毛利率为 14.5%。公司合并毛利率 11.5%，低于供应链物流业务，来自毛利率 7.7%的 MCD 分销计入合并口径。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**危化品物流参与者可分为外资、国企、大型民营及上市公司、中小企业四类，大型民营及上市公司持续投资仓储与运输资产。**具体看，部分外资出售特定在华资产，同时也有新建、扩建项目；国企中的招商南油、中远海运化工物流亦有船舶和仓储项目；宏川智慧、兴通股份、永泰运、密尔克卫等民营及上市公司持续推进项目建设。危化品储存用地由地方在国土空间规划中专门划定（包括化工园区），新建危化品储存项目须经安全条件审查，安全设施验收合格后方可投入生产和使用，多地布局仓储与运输设备需要投入大量资金；我们认为，中小企业较难取得危化用地，跨区域经营能力也弱于大型企业。

**表4：危化品物流行业参与者分类**

| 类别 | 代表企业 | 特征 | 扩张动作或经营特点 |
|---|---|---|---|
| 外资企业 | 皇家孚宝（Vopak）、奥德费尔（Odfjell）、贝特斯（Bertschi） | 跨国储罐码头、化学品海运与罐箱物流集团 | 皇家孚宝 2024 年 5 月完成出售山东岚山码头 60%股权，奥德费尔 2020 年出售大连码头 50%股权；亦有在华投资：皇家孚宝惠州库区 2024 年投运，贝特斯张家港化工物流中心 2023 年开业 |
| 国有企业 | 中国外运、招商南油、中远海运化工物流 | 央企集团下属，化工物流为集团物流或航运业务的一部分 | 中国外运化工物流业务量 2023 年同比+4.0%，其募集说明书称变化较小；招商南油 2024 年末化工船 13 艘、在建 2 艘；中远海运化工物流莱阳项目投资 7.7 亿元 |
| 大型民营及上市公司 | 宏川智慧、兴通股份、永泰运、密尔克卫 | 民营控股，以码头储罐、液体危险货物水运或化工供应链服务为主业 | 宏川智慧惠州、中山化工仓在建；兴通股份 2026 年 6 月末在建船舶 13 艘；永泰运绍兴化学品复配分装及配套储存项目 2024 年 9 月达到预定可使用状态；密尔克卫惠州自建基地已动工，湛江、荆州、漳州、涿州等项目推进中 |
| 中小型企业 | 区域性危货运输、仓储服务商 | 危货运输停车场须位于注册地市级行政区，异地设子公司须另申请运输许可 | 危化品储存用地由地方在国土空间规划中专门划定，新建危化品储存项目须经安全条件审查，安全设施验收合格后方可投入生产和使用 |

数据来源：Royal Vopak 2024 年年报，Odfjell、Bertschi 公司公告，中国外运 2025 年公司债券募集说明书，招商南油 2024 年年度报告，莱阳市人民政府，宏川智慧、兴通股份、永泰运 2026 年半年度报告，密尔克卫 2026 年半年度报告沟通会纪要，交通运输部，新华网，《中华人民共和国危险化学品安全法》，《道路危险货物运输管理规定》，东吴证券研究所

注：2018 年底，全国危险货物道路运输企业 1.23 万家、车辆 37.3 万辆，平均每家约 30 辆车（根据交通运输部公布数据计算）；中远海运化工物流项目投资额为莱阳市人民政府 2024 年 1 月公布的项目总投资；密尔克卫在建项目为 2026 年 8 月沟通会披露。

**公司兼有危化品仓储资产与跨区域网络，并持续新增基地，我们认为其在同类参与者中较为稀缺。**公司全球自建及管理逾 70 万平米专业化学品仓库，打造全球七大战区，


请务必阅读正文之后的免责声明部分

在美国、新加坡等地设有子公司。公司 2025 年年度报告称，第三方化工物流市场缺少具备全球网络、一体化供应链服务能力的优质服务商。我们认为，公司的仓储资产、跨区域网络和持续新增基地，为承接化工企业新增物流外包需求提供了基础。

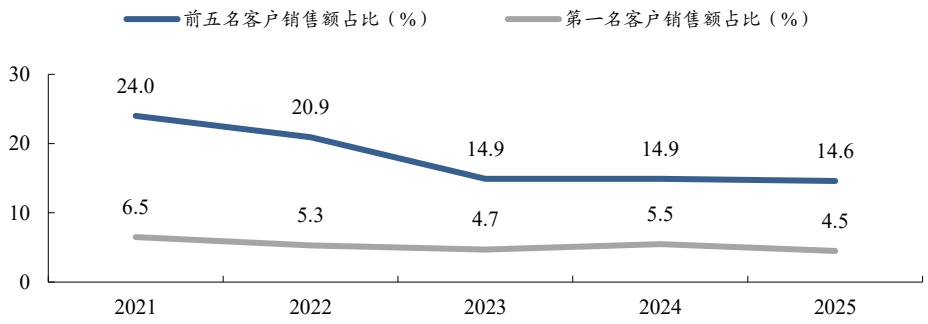
## 2.2. 危化品仓储资产与资质构成壁垒，一站式服务覆盖化工龙头

**化工客户向公司购买的是货代、仓储、运输打包的一站式危化品物流服务，收费随货物流转量变动。**公司 2026 年半年度报告称，在一站式服务模式下客户货物流转量与公司收入挂钩。以合同物流为例，公司 2025 年年度报告称其定价综合考虑建造成本、设备成本、化工品类别等因素，资产使用率及资产周转效率的提升将有效提升该业务的收入及利润水平。

**大客户以招投标选择物流供应商，同业也在通过并购补足一站式服务能力。**公司 2026 年半年度报告称，公司在化工、新能源及芯片半导体行业 500 强及大中型国企和民企业务招投标过程中充分展现了供应链服务的综合能力。对手一侧，公司 2025 年年度报告称化工物流同业公司正通过收购兼并及战略合作增强物流服务能力、补足业务短板，化工物流市场进入焦灼发展阶段。

**客户分散，单一客户流失对收入影响有限，化工客户贡献公司过半主营业务收入。**2025 年公司前五名客户销售额占年度销售总额的 14.6%，第一名客户占 4.5%，没有销售额占比超过 10%的客户。按客户行业划分，2026H1 化工客户贡献公司主营业务收入（含供应链交易业务）的 54%、主营业务毛利的 43%，公司服务巴斯夫集团、陶氏集团、万华化学等化工企业。

**图26：前五名客户与第一名客户销售额占年度销售总额比例**

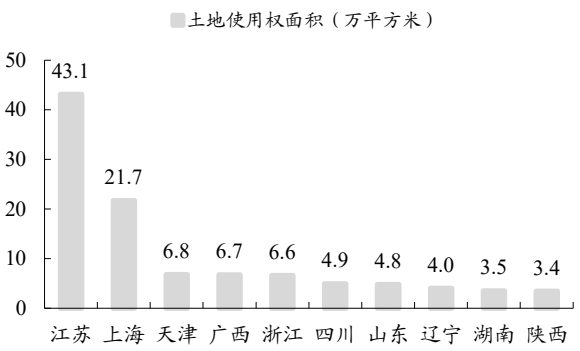



数据来源：公司 2021-2025 年年度报告，东吴证券研究所
注：分母为公司全部销售总额（含供应链交易业务）。

**公司专业化学品仓库网络覆盖全国，自有土地使用权以江苏、上海为主，分布于十个省级行政区。**按公司可转换公司债券募集说明书（2022 年 9 月 13 日披露），截至 2022 年 8 月 5 日，公司及控股子公司拥有的土地使用权合计 105.4 万平方米，分布于十个省

级行政区，其中江苏 43.1 万平方米、上海 21.7 万平方米（根据该募集说明书土地使用权明细计算）。

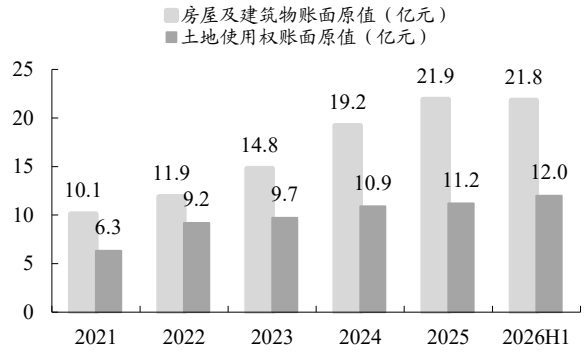
**图27：土地使用权面积按省级行政区（2022/8/5）**




数据来源：公司可转换公司债券募集说明书（2022 年 9 月），东吴证券研究所

注：根据该募集说明书截至 2022 年 8 月 5 日土地使用权明细，按座落所在省级行政区加总计算，合计 105.4 万平方米；不含瑞鑫化工两处商业房产所在宗地，不含港口化工尚未取得土地证的 6.85 万平方米。

**图28：房屋及建筑物与土地使用权账面原值（期末）**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2026 年半年度报告，东吴证券研究所

注：土地使用权为无形资产项下账面原值；2026H1 为 2026 年 6 月末。

**2023 年起新基地陆续投产，惠州等自建基地仍在推进，存量仓储资产保持较高使用率。**公司在 2024 年 4 月 12 日年度报告沟通会上表示，2023 年共有 6 个仓库投产；在 2024 年 10 月 17 日三季度报告沟通会上表示，青岛、连云港、防城港等地的仓库投产。公司在 2026 年 4 月 10 日年度报告沟通会上表示，自建基地惠州已动工，湛江、荆州、漳州、涿州等项目手续推进中，仓储资产使用率长期保持在 85%。

**危化品仓库从拿地、审批到建成投产周期长，存量合规仓库短期难以复制。**公司可转换公司债券募集说明书（2022 年 9 月）称，危化品物流资质及仓储资源获取难度较大，危化品仓库从开始申请到建成投产需要较长的时间周期，危化品物流资质及仓储成为稀缺资源。公司在 2024 年 10 月 25 日三季度业绩说明会上回答新仓库投产问题时表示，审批进度存在不确定性。我们认为，新建危化品仓储网络受到审批与建设周期约束，公司的存量仓储网络为其承接新增物流需求提供了基础。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图29：公司主要危化品仓储基地与新建项目分布**




数据来源：公司可转换公司债券募集说明书（2022 年 9 月）、首次公开发行股票并上市招股说明书（2018 年 7 月）、2023-2025 年年度报告、2026 年半年度报告、关于控股子公司竞拍取得土地使用权并签署出让合同的公告（2022 年 2 月）、关于开展仓储物流基础设施 REITs 申报发行工作及相关授权事项的公告（2026 年 4 月）、2024 年第三季度报告沟通会纪要、2025 年年度报告沟通会纪要，东吴证券研究所

注：★为 2026 年 4 月 28 日董事会审议通过、拟作为仓储物流基础设施公募 REITs 底层资产的 6 个项目；自有房产指截至 2022 年 8 月 5 日已取得房屋所有权证的基地；转入固定资产年份取各年年度报告在建工程附注，工程进度为 2026 年 6 月末。

**公司的壁垒是资质与存量危化仓组成的组合能力，对手追上需要拿到仓储用地并走完审批与建设周期，或收购现成资产。**公司 2026 年半年度报告称，在强监管、安全环

保高压、资质审核趋严的行业趋势下，公司通过核心资产的新建和收购完善全国物流网络。我们认为，资质与危化品仓储资产是公司化工物流业务的壁垒，合规仓储与全国网络提升了公司参与大客户一站式服务招投标的能力；壁垒的边界在于中标价格随行业价格波动，公司留住客户依靠资产与网络，价格则跟随行业。

## 2.3. 价格低位下货量带动收入回升，综合物流分部利润总额修复慢于收入

**化工物流价格 2023 年起下行，2026H1 仍处低位。**公司将 2023 年营业收入下降归因于行业波动及行业价格下行。公司 2026 年半年度报告称，流通领域化工品价格虽有小幅上行，但运价传导存在时滞，2026H1 招投标价格仅在低位小幅抬升，尚未形成趋势性反转。

**价格低位期间货量增长带动收入回升，2025 年供应链物流业务收入已高于 2022 年。**从收入轨迹看，2023 年供应链物流业务收入 54.2 亿元、同比-25%，公司在价格下行的同时披露货量依然上升；2024 年收入 69.1 亿元、同比+27%，公司将当年营业收入增长部分归因于 MGF 全球货代业务海运出口箱量提升；2025 年收入 72.6 亿元、同比+5%，高于 2022 年的 72.0 亿元。

**货代与全球移动收入随运价与箱量波动，仓储与内贸交付收入保持稳定。**分产品看，MGF 全球货代业务收入 2023 年同比-41%、2024 年同比+56%；MGM 全球移动收入 2025 年同比+38%至 10.8 亿元，占供应链物流业务收入的 15%（根据公司 2025 年年度报告计算）。2021-2025 年 MRW 区域仓储业务收入只在 2023 年下降 4%，MRT 区域内贸交付收入逐年增长。

**表5：供应链物流业务经营概况**

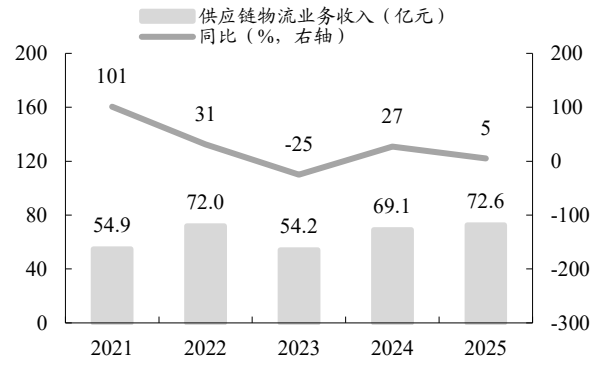
| 业务 | 2023 年收入（亿元） | 2024 年收入（亿元） | 2025 年收入（亿元） | 2023 年同比 | 2024 年同比 | 2025 年同比 | 2023 年毛利率 | 2024 年毛利率 | 2025 年毛利率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 供应链物流业务 | 54.2 | 69.1 | 72.6 | -24.7% | 27.5% | 5.0% | 15.8% | 13.9% | 14.5% |
| MGF 全球货代业务 | 22.2 | 34.7 | 34.7 | -41.2% | 56.2% | -0.1% | 12.0% | 10.4% | 11.4% |
| MGM 全球移动 | 6.5 | 7.8 | 10.8 | -32.6% | 19.4% | 37.8% | 15.9% | 13.1% | 14.4% |
| MRW 区域仓储业务 | 7.0 | 7.5 | 8.0 | -4.0% | 7.9% | 6.6% | 47.9% | 44.3% | 39.4% |
| MRT 区域内贸交付 | 18.5 | 19.1 | 19.1 | 7.1% | 3.1% | 0.4% | 8.4% | 8.8% | 9.8% |

数据来源：公司 2023-2025 年年度报告“主营业务分行业情况”“主营业务分产品情况”表，东吴证券研究所
注：2023 年、2024 年年度报告中 MRW 名为“区域仓配一体化”，2024 年年度报告中 MGM 名为“全球移动业务”，表内统一用 2025 年年度报告名称。

**2025 年供应链物流业务毛利率在价格低位下回升，MRW 区域仓储业务毛利率因**

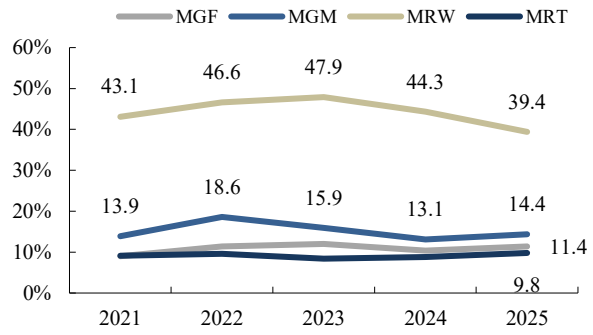
**折旧及摊销增长而下行。**拆开产品线，2025 年供应链物流业务毛利率 14.5%，同比+0.6pct，MGF、MGM、MRT 三条产品线毛利率同比提高 1.0-1.3pct。MRW 区域仓储业务毛利率 39.4%、同比-4.9pct，收入同比+7%，营业成本中折旧及摊销 2.63 亿元、同比+48%，增加 0.85 亿元，高于收入的增加额 0.50 亿元（根据公司 2024 年、2025 年年度报告计算）。公司在 2026 年 4 月 29 日一季度业绩说明会上表示，2026Q1 毛利率同比略降的原因之一是新开仓库需要 3-6 个月的满仓时间。

**图30：供应链物流业务收入及同比**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告“主营业务分行业情况”表，东吴证券研究所

**图31：供应链物流业务分产品毛利率（%）**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告“主营业务分产品情况”表，东吴证券研究所

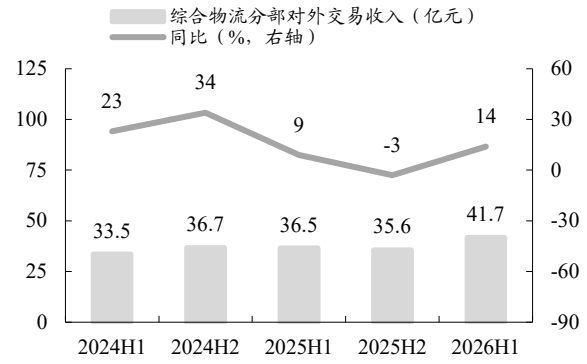
注：2021 年 MGM 全球移动毛利率 = 1 −（MTT 成本 + MPC 成本）÷（MTT 收入 + MPC 收入），根据公司 2021 年年度报告计算；图例为产品线代码：MGF 全球货代业务、MGM 全球移动、MRW 区域仓储业务、MRT 区域内贸交付。

**2025H2 综合物流分部对外交易收入短暂下滑后，2026H1 重回增长。**按半年度看，2025H2 综合物流分部对外交易收入 35.6 亿元，同比-3%；2026H1 为 41.7 亿元，同比+14%，高于 2022H1 的 40.9 亿元（2025H2 数值与各期同比根据公司定期报告计算）。公司将 2026H1 营业收入增长归因于整体货量全面提升；据公司 2026 年第一季度报告沟通会纪要（2026 年 4 月 29 日），2026Q1 货量增长主要来自新能源行业需求旺盛、芯片半导体行业客户服务履约完成与化工板块景气度提升。

**综合物流分部利润总额的修复慢于收入，2026H1 仍同比下降。**以下变动根据公司定期报告计算。2026H1 综合物流分部利润总额 3.4 亿元，同比-28%，基数 2025H1 的 4.8 亿元为 2022-2025 年各上半年中最高。公司在 2026 年 8 月 14 日半年度业绩说明会上表示，子公司上海密尔克卫化工储存有限公司存在一次性开仓费用，导致利润波动，全年利润较稳定。

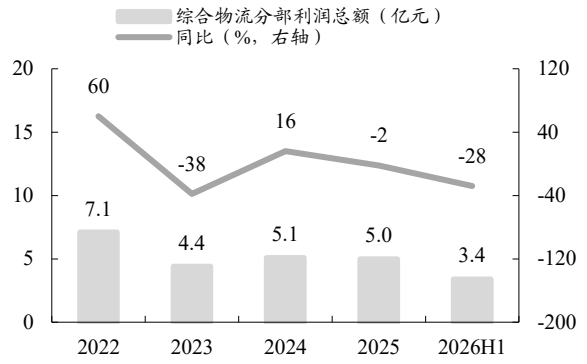

请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图32：综合物流分部对外交易收入及同比（半年度）**




数据来源：公司 2023-2025 年年度报告、2023-2026 年半年度报告“分部信息”附注，东吴证券研究所
注：H2 = 全年 - H1。

**图33：综合物流分部利润总额及同比**




数据来源：公司 2021-2025 年年度报告、2025 年与 2026 年半年度报告“分部信息”附注，东吴证券研究所
注：2026H1 同比对 2025H1。

**2026Q3 收入同比增速受低基数抬升，毛利率尚未回升。**公司 2026 年半年度报告预计，2026 年下半年下游集中补库将直接拉升化工货运总量。公司整体口径下，2026Q3 营业收入同比+27%，高于 2026Q2 的+14%；两年复合增速由 2026Q2 的 17%降至 2026Q3 的 14%，同比增速提高包含低基数影响。2026Q3 毛利率 10.5%、同比-0.7pct（上述派生数根据公司定期报告计算）。公司在 2026 年 10 月 23 日三季度报告沟通会上表示，2026 年 3 月光伏退税取消导致的集中出货已在 2026 年 5 月底至 6 月全部履约完成，2026Q3 光伏出口均为正常业务。

**公司正对化工客户推进调价，综合物流分部利润总额的修复增量在价格一侧。**公司在 2026 年 10 月 23 日三季度报告沟通会上表示，持续对化工客户推进调价、成本优化、线路设计与回程货匹配。基于价格低位期间综合物流分部利润总额的修复慢于收入，我们判断，货量增长延续时，调价落地与物流价格回升是综合物流分部利润总额修复的增量来源。

## 3. 晶圆厂扩产带来涉危物流需求，公司凭存量危化仓抬升毛利结构

**晶圆厂扩产带来涉危物流需求，公司以存量危化仓承接，半导体物流毛利率高于化工物流，对公司的影响首先体现在毛利结构。**根据国际半导体产业协会（SEMI）2025 年 10 月的预测，2026-2028 年中国大陆 300mm 晶圆厂设备支出预计累计 940 亿美元，居全球首位。公司 2026 年半年度报告指出，危化品的仓储及运输能力是半导体供应链服务商的核心准入门槛，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；2026H1 新能源及芯片半导体客户（该口径含新能源客户）贡献公司主营业


请务必阅读正文之后的免责声明部分

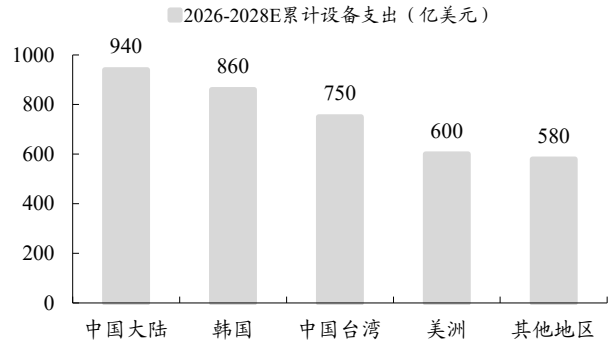
务收入的 21%、主营业务毛利的 29%。

## 3.1. 晶圆厂扩产延续，从建厂到投产都需要专业物流服务

**全球晶圆厂设备投资加速增长，AI 驱动的先进存储需求带动存储环节投资同步上行。**SEMI 在 2026 年 10 月 13 日发布的 300mm Fab Outlook 中预计，全球 300mm 晶圆厂前道设备支出 2026 年同比+31%至 1,490 亿美元（2025 年同比+8%），此后至 2029 年保持两位数增长，2029 年达 2,270 亿美元。存储环节方面，SEMI 在 2026 年 6 月 29 日发布的 300mm Fab Outlook 中预计，全球 300mm 存储设备支出 2026 年同比+29%至 520 亿美元，2027 年同比+11%至 570 亿美元，增长来自 AI 对高带宽存储器（HBM）等先进存储的需求。

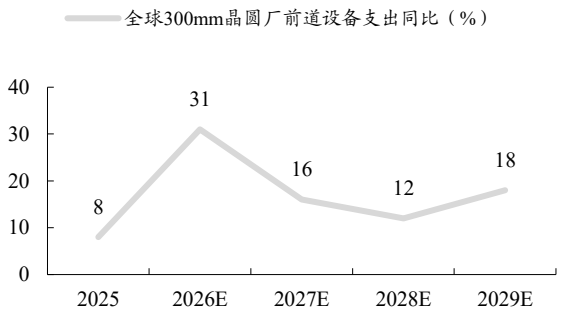
**中国大陆是 300mm 晶圆厂设备投资最多的地区，半导体配套的高附加值物流需求已率先回暖。**SEMI 在 2026 年 4 月 1 日发布的 300mm Fab Outlook 中预计，中国大陆投资仍将受国内产能扩张与提升半导体制造能力的国家举措支撑。公司 2026 年半年度报告指出，半导体电子化学品配套的恒温仓储、专项报关等高附加值物流需求率先回暖，对冲了大宗普通货运修复偏慢的影响。

**图34：2026-2028E 各地区 300mm 晶圆厂设备支出合计**




数据来源：国际半导体产业协会（SEMI）300mm Fab Outlook（2025/10/8 新闻稿），东吴证券研究所
注：2026-2028E 为 SEMI 预测；其他地区 = 日本 + 欧洲及中东 + 东南亚（根据 SEMI 数据计算）

**图35：全球 300mm 晶圆厂前道设备支出同比**




数据来源：国际半导体产业协会（SEMI）300mm Fab Outlook（2026/10/13 新闻稿，2026 年第三季度期次），东吴证券研究所
注：2026-2029 年为 SEMI 预测

**新建晶圆厂陆续投产，投产后的危化品仓储与运输有资质门槛，公司从建厂期到投产期都有对应服务。**SEMI 在 2026 年 10 月 13 日发布的 300mm Fab Outlook 中预计，全球新开工的 300mm 晶圆厂与产线（不含纯研发晶圆厂）2026 年为 20 座、2027 年为 18 座，新开始运营或首次出片的由 2026 年的 13 座增至 2027 年的 23 座。公司 2026 年半年度报告指出，半导体生产涉及大量强酸强碱、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。

**表6：晶圆厂各阶段物流需求与公司服务能力**

| 阶段 | 主要物流需求 | 公司服务能力 |
|---|---|---|
| 建厂期 | 工程建厂物流、半导体相关货物的国际运输 | MGM 全球移动的工程物流（服务领域含工程建厂与芯片半导体），MGF 全球货代业务的海运、空运 |
| 投产期 | 强酸强碱、特种气体等危化品及光刻胶、硅片、晶圆等物资的仓储与运输 | 自有危化品仓库与道路危险货物运输能力，已开展靶材、有机硅、涂料等半导体关键物资运输 |
| 投产期 | 废酸处理 | 公司具备完善的废酸处理场地与能力 |
| 全周期 | 一站式供应链服务 | 内贸货代、海外进出口、仓储、端到端运输及分销的全链路服务 |

数据来源：公司 2026 年半年度报告，公司 2026 年半年度报告沟通会纪要，东吴证券研究所

## 3.2. 市场格局分散，存量危化仓与全链条资质让公司具备稀缺性

**半导体物流市场格局分散，公司市占率仍低。**公司在 2026 年 8 月 14 日半年度业绩说明会上表示，目前半导体物流市场较为分散，公司在该市场的市占率不足 2%，希望长期可突破 5%。

**存量危化仓可切换服务半导体客户，公司也为晶圆厂客户配套取得仓储用地。**公司在 2026 年 8 月 14 日半年度业绩说明会上表示，切入半导体物流无需对原物流仓储进行改造，不存在大额新增投资。公司 2022 年 2 月公告，控股子公司竞得天津市西青区 4.8 万平方米仓储用地，用于建设危险化学品仓库，建成后优先满足中芯国际集成电路制造（天津）有限公司及其配套商的仓储需求。

**公司参与危化品贮存国家标准修订，在危化品运输与贮存方面具备先发优势。**公司 2026 年半年度报告披露，公司是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。

**半导体涉危物流的壁垒同样是资质与存量危化仓，公司另有废酸处理能力与全链路服务。**我们认为，公司在半导体涉危物流中的壁垒是危化资质、存量危化仓与废酸处理能力，加上货代、运输、仓储与分销的组合服务；对手追上的条件是取得相关资质并完善合规仓储网络。

## 3.3. 头部晶圆客户已导入，半导体物流首先抬升公司毛利结构

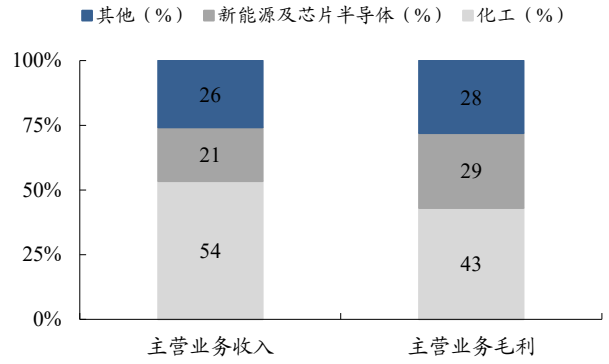
**公司已服务中芯国际、长江存储等头部晶圆厂，公司表示新推进的芯片半导体头部客户将在 2026Q4 更明显地体现到财务数据。**据公司 2026 年半年度报告，公司已与中芯国际、长鑫科技、长江存储、中兴通讯、南大光电等芯片半导体企业形成长期合作关系。公司在 2026 年 10 月 23 日三季度报告沟通会上表示，2026H1 开始推进芯片半导体行业头部客户的准入评审，这类客户从评审准入到业务落地需要较长周期，2026Q3 后


请务必阅读正文之后的免责声明部分

半段开始逐步显现效果，在财务数据上的体现要到 2026Q4 更明显。公司在 2026 年 8 月 14 日半年度报告沟通会上表示，芯片半导体客户对供应商的履约情况及供应链的安全性要求较高，公司计划将部分资源倾斜到芯片半导体领域。

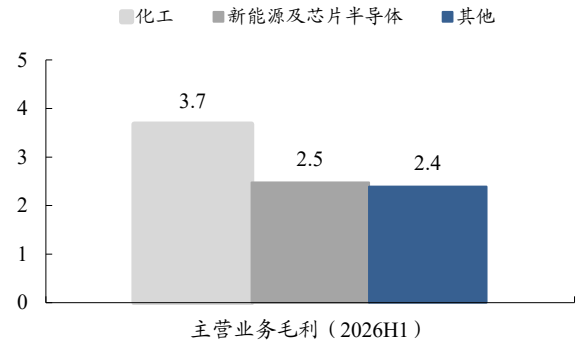
**新能源及芯片半导体客户的毛利占比高于收入占比，其毛利率高于化工客户。**公司在 2026 年 8 月 14 日半年度业绩说明会上表示，半导体物流的毛利率显著高于传统化工物流。新能源及芯片半导体客户的毛利率约为公司主营业务平均毛利率的 1.4 倍、化工客户毛利率的 1.7 倍（根据公司 2026 年半年度报告计算）。

**图36：主营业务收入与毛利按客户行业构成（2026H1）**




数据来源：公司 2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：新能源及芯片半导体口径含新能源客户；各项占比为公司披露值，原文数字四舍五入，收入一侧合计为 101%

**图37：主营业务毛利按客户行业（2026H1，亿元）**




数据来源：公司 2026 年半年度报告，东吴证券研究所
注：根据公司 2026 年半年度报告计算，各客户行业毛利 = 公司披露的主营业务毛利占比 × 主营业务毛利（8.54 亿元）；新能源及芯片半导体口径含新能源客户。

**公司预计半导体物流业务增速不低于公司整体平均增速。**公司在 2026 年 8 月 14 日半年度业绩说明会上的一处回答中表示，「半导体物流业务预计未来 2-3 年增速将明显高于公司整体 15%的平均增速。」并说明该判断为公司经营层面判断，不构成业绩承诺；在另一处回答中表示，「公司预期未来四年在半导体物流方面的收入规模达到 15%的增速，目前半导体物流市场较为分散，公司市占率目前不足 2%，希望长期可突破 5%。」公司在 2026 年 10 月 23 日三季度业绩说明会上表示，2026Q3 半导体物流的收入占比及同比增速与 2026H1 持平，并预计 2026Q4 会增加。

**我们将半导体增量计入 MGM 全球移动与 MRW 区域仓储业务，两者增速假设高于供应链物流业务整体。**据公司 2026 年半年度报告，MGM 全球移动的工程物流服务领域包括工程建厂与芯片半导体，MRW 区域仓储业务提供化工品存储保管与库存管理。基于半导体与新能源客户增量、全球交付及新仓逐步满仓，我们假设 2027-2028E MGM 全球移动收入同比+30%/+18%、MRW 区域仓储业务收入同比+23%/+15%，高于供应链物流业务收入同比+15%/+13%。化工客户的收入与毛利占比仍居各客户行业首位，我们据此认为，半导体物流首先提高的是公司毛利结构。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 4. 盈利预测与投资建议：化工修复与半导体增量支撑增长

**货量回升、半导体客户增量与财务费用回落带动归母净利润增长，目标价较 2026 年 11 月 9 日收盘价有上行空间。**我们预计公司 2026-2028E 归母净利润逐年增长：整体货量回升支撑收入，半导体客户增量主要计入 MGM 全球移动与 MRW 区域仓储业务，2027E 起我们假设供应链物流各产品线毛利率自 2026E 水平回升，密卫转债利息减少与有息负债利率下降使财务费用自 2026E 起回落。2026E 为 2026Q1-Q3 实际数加我们对 2026Q4 的预测数。盈利恢复增长后，目标价参考公司近五年（2021 年 11 月 9 日至 2026 年 11 月 9 日）PE（TTM）中位数至 60%分位区间，对应 2027E PE 20 倍。

## 4.1. 关键假设与盈利预测：货量支撑收入，毛利率与财务费用改善增厚利润

**整体货量回升支撑收入增长，MGM 全球移动与 MRW 区域仓储业务 2027-2028E 的增速假设高于其他业务。**这一假设的依据是，公司 2026 年半年度报告将 2026H1 营业收入增长归因于各业务板块协同发力、整体货量全面提升；公司在 2026 年 10 月 23 日三季度业绩说明会上表示，“All in AI”战略的实施从 2026Q4 开始会逐步显现效果，在同日三季度报告沟通会上表示，芯片半导体头部客户在财务数据上的体现要到 2026Q4 更明显。我们假设 2026Q4E 营业收入同比+24%，介于 2026Q1-Q3 的+18%与 2026Q3 的+27%之间，2026E 各产品线收入为我们的假设；MGF 全球货代业务、MRT 区域内贸交付与 MCD 不一样的分销 2027-2028E 收入增速为 10%-13%，不假设物流价格与运价回升。MGM 全球移动（液体散货船与罐箱运输、工程物流）的增量来自半导体与新能源客户及全球交付，MRW 区域仓储业务的增量来自新仓投运后逐步满仓。我们假设两者 2027E 收入同比分别+30%、+23%，按我们的预测，2027E 两者合计收入仅占营业收入的 15%。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**表7：分业务收入及增速预测**

| 业务 | 指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| MGF 全球货代业务 | 收入（亿元） | 34.7 | 40.4 | 45.2 | 50.6 |
| | 同比 | -0.1% | 16.4% | 12.0% | 12.0% |
| MGM 全球移动 | 收入（亿元） | 10.8 | 13.4 | 17.4 | 20.5 |
| | 同比 | 37.8% | 24.4% | 30.0% | 18.0% |
| MRW 区域仓储业务 | 收入（亿元） | 8.0 | 8.5 | 10.5 | 12.1 |
| | 同比 | 6.6% | 6.4% | 23.0% | 15.0% |
| MRT 区域内贸交付 | 收入（亿元） | 19.1 | 23.5 | 25.8 | 28.4 |
| | 同比 | 0.4% | 22.6% | 10.0% | 10.0% |
| 供应链物流业务小计 | 收入（亿元） | 72.6 | 85.7 | 98.9 | 111.6 |
| | 同比 | 5.0% | 18.1% | 15.4% | 12.9% |
| MCD 不一样的分销（供应链交易业务） | 收入（亿元） | 60.5 | 73.1 | 82.2 | 92.9 |
| | 同比 | 16.7% | 20.8% | 12.5% | 13.0% |
| 营业收入合计 | 收入（亿元） | 133.4 | 158.9 | 181.2 | 204.6 |
| | 同比 | 10.0% | 19.2% | 14.0% | 12.9% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

注：2025A 为公司 2025 年年度报告分产品披露值，营业收入合计含其他业务收入；2026E 营业收入合计含 2026Q1-Q3 实际数。

**2026E 毛利率随前三季度回落，2027E 起我们假设各产品线毛利率回升。**具体来看，2026Q3 公司营业收入同比+27%、毛利同比+19%，毛利率 10.5%、同比-0.7pct（根据公司 2026 年第三季度报告计算）；公司在 2026 年 10 月 23 日三季度业绩说明会上将 2026Q1-Q3 毛利率下滑归因于传统国际货代运价承压、新业务拓展前置投入与新增仓点爬坡。我们假设 2026Q4E 毛利率为 12.0%，较 2025Q4 的 12.2%同比-0.2pct，依据有两项：①四季度毛利率季节性高于前三季度，2023-2025 年各年四季度毛利率均高于当年前三季度，2025Q1-Q3 为 11.4%（根据公司定期报告计算）；②公司在同一业绩说明会上表示，预计 2026Q4 半导体物流的收入占比会增加，半导体相关高附加值业务收入占比稳步提升将对公司整体毛利率形成正向拉动。

**我们假设 2026E 货代与仓储毛利率下行、MGM 全球移动毛利率上移。**2026E 各产品线毛利率为我们的假设，所引公司表述出自 2026 年 10 月 23 日三季度业绩说明会：①MGF 全球货代业务毛利率由 2025 年的 11.4%降至 9.7%，公司把传统国际货代运价承压列为 2026Q1-Q3 毛利率下滑的原因之一；②MGM 全球移动毛利率由 14.4%升至 20.3%，该业务的工程物流服务领域包括芯片半导体，2026H1 新能源及芯片半导体客户（该口径含新能源客户）贡献主营业务毛利的 29%、高于其收入占比 21%；③MRW 区域仓储业务毛利率由 39.4%降至 35.6%，2025 年 MRW 营业成本中折旧及摊销同比+48%，公司称新增仓点处于爬坡阶段、固定成本尚未充分摊薄。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**2027E 起我们假设货代与仓储毛利率回升，但仍低于 2025 年。**基于新增仓点爬坡后固定成本摊薄、化工客户调价逐步落地，我们假设 2027E MGF、MRW 毛利率回升至 11.0%、37.5%；公司在 2026 年 10 月 23 日三季度报告沟通会上表示，持续对化工客户推进调价、成本优化、线路设计与回程货匹配。2027E MGM 毛利率为 21.0%，半导体物流毛利率较高。

**表8：分业务毛利率预测**

| 业务 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| MGF 全球货代业务 | 11.4% | 9.7% | 11.0% | 11.2% |
| MGM 全球移动 | 14.4% | 20.3% | 21.0% | 21.5% |
| MRW 区域仓储业务 | 39.4% | 35.6% | 37.5% | 38.0% |
| MRT 区域内贸交付 | 9.8% | 9.5% | 10.0% | 10.0% |
| 供应链物流业务小计 | 14.5% | 13.9% | 15.3% | 15.7% |
| MCD 不一样的分销（供应链交易业务） | 7.7% | 7.5% | 7.5% | 7.4% |
| 综合毛利率 | 11.5% | 11.0% | 11.8% | 12.0% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

注：综合毛利率按营业收入与营业成本计算，2026E 含 2026Q1-Q3 实际数。

**转股减少利息费用，股份支付推高管理费用率。**基于转股后不再计提转债利息及有息负债利率下降，我们预计 2027E 财务费用率为 0.6%；计入股份支付后，管理费用率为 1.96%。借款余额取 2026 年 9 月末水平，利率按 2026Q3 实际年化水平测算并保留回升余量，预测期保留汇兑损失；股份支付费用按 2026 年 8 月 4 日授予登记完成公告测算。

**表9：费用率与税率预测**

| 指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 销售费用率 | 1.21% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| 管理费用率 | 1.86% | 1.85% | 1.96% | 1.73% |
| 其中：2026 年股票期权激励计划股份支付费用（亿元） | - | 0.38 | 0.57 | 0.27 |
| 研发费用率 | 0.44% | 0.27% | 0.35% | 0.35% |
| 财务费用（亿元） | 1.75 | 1.73 | 1.13 | 1.12 |
| 有效税率 | 20.7% | 20.7% | 19.5% | 19.5% |
| 少数股东损益占合并净利润的比例 | 15.9% | 16.1% | 15.9% | 15.9% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

注：费用率为各项费用占营业收入的比例；管理费用率含股份支付费用；2026E 含 2026Q1-Q3 实际数。

**毛利率回升与财务费用下降带动 2027-2028E 归母净利润增速快于营业收入。**综合以上假设，我们预计公司 2026-2028E 营业收入分别为 158.9/181.2/204.6 亿元，归母净利润分别为 7.5/9.4/11.3 亿元，同比+19%/+26%/+20%。2026E 毛利率较 2025 年下行、管


请务必阅读正文之后的免责声明部分

理费用(含股份支付费用)高于 2025 年,归母净利润同比+19%,与营业收入增速(+19%)相当;2026E 含 2026Q1-Q3 非经常性损益 0.43 亿元,2026Q4E 起非经常项目按 0 处理。据公司 2026 年 8 月 14 日半年度业绩说明会,公募 REITs 仍处于材料申报阶段,我们的盈利预测未计入其影响。

**表10:盈利预测汇总**

| 指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(亿元) | 133.4 | 158.9 | 181.2 | 204.6 |
| 营业收入同比 | 10.0% | 19.2% | 14.0% | 12.9% |
| 毛利率 | 11.5% | 11.0% | 11.8% | 12.0% |
| 归母净利润(亿元) | 6.3 | 7.5 | 9.4 | 11.3 |
| 归母净利润同比 | 10.9% | 19.0% | 26.5% | 19.6% |
| EPS(元,最新摊薄) | 3.60 | 4.28 | 5.42 | 6.48 |
| PE(倍) | 20 | 17 | 13 | 11 |

数据来源:公司公告,东吴证券研究所预测

注:EPS 按最新总股本 174,048,542 股摊薄;PE 按 2026 年 11 月 9 日收盘价计算。

## 4.2. 估值与投资建议:盈利恢复增长,目标倍数参考近五年 PE 中高区间

**可比公司覆盖液体化学品水运、石化仓储、国际货代与综合物流,按我们的盈利预测,公司 2026E、2027E PE 高于可比公司中位数。**我们选取兴通股份、盛航股份(液体危险货物或液体化学品水上运输,对标 MGM 全球移动)、宏川智慧(石化产品仓储,对标 MRW 区域仓储业务)、华贸物流(国际货代,对标 MGF 全球货代业务)与中国外运(综合物流,业务包括代理及相关业务、专业物流与电商业务)。2026 年 11 月 9 日收盘价对应可比公司 2026E/2027E PE(Wind 一致预期,180 天)中位数为 14/13 倍,对应公司 2026E/2027E PE(按我们预测的归母净利润)为 17/13 倍。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**表11：可比公司估值**

| 代码 | 简称 | 市值（亿元） | 归母净利润（亿元） | | | PE（倍） | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E |
| 603209.SH | 兴通股份 | 45 | 2.7 | 4.0 | 4.4 | 17 | 11 | 10 |
| 001205.SZ | 盛航股份 | 23 | 1.1 | 1.5 | 1.3 | 21 | 15 | 18 |
| 002930.SZ | 宏川智慧 | 33 | -4.3 | 0.5 | 1.4 | - | 66 | 24 |
| 603128.SH | 华贸物流 | 69 | 4.9 | 4.8 | 5.5 | 14 | 14 | 13 |
| 601598.SH | 中国外运 | 453 | 40.2 | 36.2 | 37.6 | 11 | 13 | 12 |
| 平均值 | | | | | | 16 | 24 | 15 |
| 中位数 | | | | | | 14 | 14 | 13 |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 124 | 6.3 | 7.5 | 9.4 | 20 | 17 | 13 |

数据来源：Wind，iFind，Datayes，公司公告，东吴证券研究所

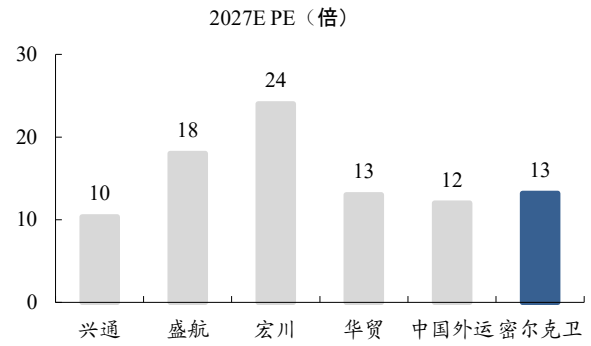
注：交易数据日期为 2026/11/09，市值 = 收盘价 × 总股本；密尔克卫盈利预测来自东吴证券研究所，其他公司 2026E-2027E 来自 2026 年 11 月 9 日的 Wind 一致预期（180 天），2025A 为各公司年度报告披露值；中国外运市值为 A 股与 H 股市值合计，H 股市值使用港元兑人民币汇率 0.857（2026/11/09）转换为人民币；宏川智慧 2025A 归母净利润为负，PE 记为“-”，2025A 平均值与中位数不含该公司。

可比公司 2026E PE 均值高于中位数，主要受宏川智慧 66 倍 PE 影响，我们采用中位数作比较。

**化工物流主业修复叠加半导体物流增量，公司盈利恢复增长，我们参考近五年 PE（TTM）中位数至 60%分位区间给予目标倍数。**这一判断的依据是，公司 PE（TTM）年均值由 2022 年的 43 倍降至 2025 年的 15 倍，2026 年 1 月 5 日至 11 月 9 日为 16 倍（根据 Datayes 日度 PE 计算）；按我们的盈利预测，2025-2028E 归母净利润复合增速为 22%（根据 2025 年归母净利润 6.3 亿元、2028E 11.3 亿元计算）。近五年（2021 年 11 月 9 日至 2026 年 11 月 9 日）公司 PE（TTM）中位数为 18 倍、60%分位为 22 倍，我们取区间中部的 20 倍，应用于我们预测的 2027E EPS 5.42 元（按最新总股本 174,048,542 股摊薄）。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

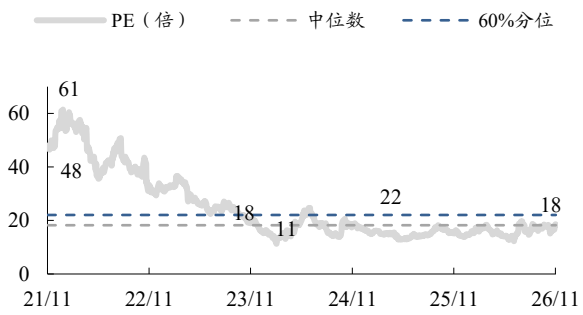
**图38：可比公司 2027E PE**




数据来源：Wind，iFind，Datayes，东吴证券研究所预测

注：PE = 2026 年 11 月 9 日收盘总市值÷2027E 归母净利润；可比公司为 2026 年 11 月 9 日的 Wind 一致预期（180 天），密尔克卫为东吴证券研究所预测；中国外运总市值为 A 股与 H 股市值合计，H 股按港元兑人民币 0.857（2026/11/09）折算。

**图39：公司近五年 PE（TTM）**




数据来源：Datayes，东吴证券研究所

注：2021 年 11 月 9 日至 2026 年 11 月 9 日日度数据，共 1213 个交易日；中位数与 60%分位按区间内日度 PE（TTM）计算。

**20 倍高于可比公司 2027E PE 中位数 13 倍，溢价对应更快的利润增速。**按我们的盈利预测，公司 2025-2027E 归母净利润复合增速为 23%，高于可比公司中位数 9%（根据各公司 2025 年年度报告与 Wind 一致预期计算，不含 2025 年亏损的宏川智慧）；以 2027E PE 除以 2025-2027E 归母净利润复合增速（PEG）衡量，20 倍目标 PE 对应公司 PEG 为 0.9，低于可比公司中位数 1.5（不含宏川智慧与复合增速为负的中国外运）。

**化工货量回升、半导体客户带来 MGM 全球移动与 MRW 区域仓储业务增量、财务费用自 2026E 起回落，支撑归母净利润增长。**基于上述三项驱动，我们预计公司 2026-2028E 归母净利润分别为 7.5/9.4/11.3 亿元，同比+19%/+26%/+20%，2026 年 11 月 9 日收盘价对应 PE 为 17/13/11 倍。参考公司近五年 PE（TTM）中位数至 60%分位区间，给予公司 2027 年 20 倍 PE，对应目标价 108.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**半导体扩产推迟与客户放量放缓。**我们的盈利预测中最依赖半导体客户的两项假设是：①2027E 综合毛利率由 2026E 的 11.0%回升至 11.8%，主要来自我们对供应链物流各产品线毛利率自 2026E 水平回升的假设，依据之一是半导体物流毛利率高于传统化工物流；②MGM 全球移动 2027-2028E 收入同比+30%/+18%、MRW 区域仓储业务同比+23%/+15%，高于其他业务。公司在 2026 年 10 月 23 日三季度报告沟通会上表示，芯片半导体行业头部客户从评审准入到业务落地需要较长周期；若晶圆厂扩产推迟或半导体客户货量导入慢于我们的假设，上述两项假设可能落空，我们的盈利预测将相应下调。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

作为对照，Wind 一致预期（180 天，2026 年 11 月 9 日取数）2027E 归母净利润为 9.2 亿元（16 家机构，区间 8.2-10.5 亿元），我们预测为 9.4 亿元；若以我们给予的 20 倍目标 PE 倒推，2026 年 11 月 9 日收盘总市值对应的 2027E 归母净利润约 6.2 亿元（根据当日收盘总市值计算），低于我们的预测与一致预期下沿。

**化工景气与运价下行。**从收入结构看，2026H1 化工客户贡献公司主营业务收入的 54%，2025 年 MCD 不一样的分销收入占主营业务收入的 45.5%（根据公司 2025 年年度报告计算），两者都随化工品货量与价格变化；2026Q3 公司毛利率 10.5%，同比-0.7pct（根据公司 2026 年第三季度报告计算）。公司在 2026 年 10 月 23 日三季度业绩说明会上表示，整体毛利率同时受传统化工物流市场行情、新客户拓展前期投入、油价及跨境运价波动等因素影响，中东局势带来的航线绕行、油价波动阶段性推高部分线路运输成本。我们对 MGF 全球货代业务、MRT 区域内贸交付与 MCD 不一样的分销 2027-2028E 收入增速的预测为 10%-13%，不假设物流价格与运价回升；若化工景气与运价再度下行，上述业务的收入增速与毛利率可能低于我们的预测。

**危化品储运安全风险。**公司 2025 年年度报告将安全经营风险列为公司可能面对的风险之一：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，对危险化学品在储存和运输过程中的安全性有较高要求。若公司仓储或运输环节发生安全事故，相关业务的经营与资质可能受到影响；我们的盈利预测未考虑此类事件的影响。

**资本开支增加与公募 REITs 发行风险。**①公司董事会已审议通过购买化学品新造船，我们的资本开支预测未计入该船；若建造款在 2027-2028E 支付，自由现金流及降杠杆空间可能低于我们的预测。②公司 2026 年 4 月 28 日董事会审议通过以 6 个仓储物流基础设施项目申报公募 REITs，拟发售基金总额 12.92 亿元（最终依据基金询价结果确定），尚需获得国家发展和改革委员会、上海证券交易所、中国证券监督管理委员会审核与批准；据公司 2026 年 8 月 14 日半年度业绩说明会，公募 REITs 仍处于材料申报阶段。我们的盈利预测未计入公募 REITs 发行的影响，若发行推迟，公司拓宽融资渠道、优化资产负债结构的进度随之推迟。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 密尔克卫三大财务预测表

| 资产负债表（百万元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **14,467** | **10,053** | **11,404** | **12,946** |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,668 | 2,146 | 2,473 | 2,924 |
| 经营性应收款项 | 11,406 | 6,209 | 7,062 | 7,966 |
| 存货 | 880 | 1,014 | 1,146 | 1,292 |
| 合同资产 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 489 | 684 | 723 | 764 |
| **非流动资产** | **6,311** | **6,623** | **6,616** | **6,593** |
| 长期股权投资 | 177 | 198 | 213 | 228 |
| 固定资产及使用权资产 | 2,903 | 2,910 | 3,159 | 3,317 |
| 在建工程 | 519 | 679 | 455 | 305 |
| 无形资产 | 1,009 | 1,054 | 1,016 | 979 |
| 商誉 | 1,473 | 1,473 | 1,473 | 1,473 |
| 长期待摊费用 | 28 | 23 | 14 | 6 |
| 其他非流动资产 | 200 | 286 | 286 | 286 |
| **资产总计** | **20,778** | **16,676** | **18,020** | **19,539** |
| **流动负债** | **13,279** | **8,280** | **8,631** | **9,018** |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 3,914 | 4,681 | 4,681 | 4,681 |
| 经营性应付款项 | 1,890 | 2,206 | 2,494 | 2,811 |
| 合同负债 | 5,786 | 144 | 164 | 185 |
| 其他流动负债 | 1,689 | 1,249 | 1,293 | 1,341 |
| **非流动负债** | **2,194** | **1,542** | **1,542** | **1,542** |
| 长期借款 | 751 | 1,047 | 1,047 | 1,047 |
| 应付债券 | 926 | 0 | 0 | 0 |
| 租赁负债 | 327 | 310 | 310 | 310 |
| 其他非流动负债 | 190 | 185 | 185 | 185 |
| **负债合计** | **15,473** | **9,821** | **10,173** | **10,559** |
| 归属母公司股东权益 | 4,769 | 6,177 | 6,990 | 7,909 |
| 少数股东权益 | 535 | 678 | 857 | 1,071 |
| **所有者权益合计** | **5,305** | **6,855** | **7,847** | **8,980** |
| **负债和股东权益** | **20,778** | **16,676** | **18,020** | **19,539** |

| 利润表（百万元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **13,335** | **15,893** | **18,124** | **20,465** |
| 营业成本(含金融类) | 11,796 | 14,147 | 15,983 | 18,016 |
| 税金及附加 | 50 | 50 | 68 | 77 |
| 销售费用 | 162 | 159 | 181 | 205 |
| 管理费用 | 248 | 294 | 356 | 355 |
| 研发费用 | 58 | 43 | 63 | 72 |
| 财务费用 | 175 | 173 | 113 | 112 |
| 加:其他收益 | 20 | 36 | 27 | 31 |
| 投资净收益 | 18 | 22 | 15 | 15 |
| 公允价值变动 | 0 | 15 | 0 | 0 |
| 减值损失 | 10 | 9 | (7) | (7) |
| 资产处置收益 | 0 | 5 | 0 | 0 |
| **营业利润** | **894** | **1,113** | **1,394** | **1,667** |
| 营业外净收支 | 46 | 7 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **940** | **1,120** | **1,394** | **1,667** |
| 减:所得税 | 194 | 232 | 272 | 325 |
| **净利润** | **745** | **888** | **1,122** | **1,342** |
| 减:少数股东损益 | 119 | 143 | 179 | 214 |
| **归属母公司净利润** | **627** | **745** | **943** | **1,128** |
| 每股收益-最新股本摊薄(元) | 3.60 | 4.28 | 5.42 | 6.48 |
| EBIT | 1,052 | 1,293 | 1,507 | 1,779 |
| EBITDA | 1,458 | 1,686 | 1,929 | 2,217 |
| 毛利率(%) | 11.54 | 10.99 | 11.81 | 11.97 |
| 归母净利率(%) | 4.70 | 4.69 | 5.20 | 5.51 |
| 收入增长率(%) | 10.04 | 19.18 | 14.04 | 12.91 |
| 归母净利润增长率(%) | 10.86 | 18.98 | 26.50 | 19.60 |

| 现金流量表（百万元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 752 | 475 | 941 | 1,146 |
| 投资活动现金流 | (768) | (622) | (400) | (400) |
| 筹资活动现金流 | 107 | 701 | (215) | (294) |
| 现金净增加额 | 58 | 509 | 326 | 452 |
| 折旧和摊销 | 406 | 393 | 422 | 438 |
| 资本开支 | (436) | (594) | (400) | (400) |
| 营运资本变动 | (531) | (865) | (678) | (710) |

| 重要财务与估值指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 每股净资产(元) | 29.94 | 35.49 | 40.16 | 45.44 |
| 最新发行在外股份（百万股） | 174 | 174 | 174 | 174 |
| ROIC(%) | 7.84 | 8.50 | 9.06 | 9.91 |
| ROE-摊薄(%) | 13.14 | 12.07 | 13.49 | 14.26 |
| 资产负债率(%) | 74.47 | 58.89 | 56.45 | 54.04 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | 19.83 | 16.67 | 13.18 | 11.02 |
| P/B（现价） | 2.39 | 2.01 | 1.78 | 1.57 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

**免责声明**

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**东吴证券投资评级标准**

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn