

密尔克卫 (603713.SH)

外部因素冲击 Q4 业绩，全年仍旧维持高增

买入

核心观点

全年成长稳健收官，四季度受客观因素冲击。2022 全年实现营收 115.76 亿元 (+33.90%)，归母净利润 6.05 亿元 (+40.20%)，扣非归母净利润 5.81 亿元 (+41.45%)，全年业绩表现突出。具体到四季度，由于四季度国内疫情冲击，致使公司业务运转受到影响，叠加计提商誉减值等因素，单季度表现下滑。其中 4Q22 营收 24.82 亿元 (-7.90%)，归母净利润 1.29 亿元 (-1.12%)，扣非归母净利润 1.18 亿元 (-5.05%)。

各项业务成长性继续。我们拆分公司各版块收入与毛利率如下：

1) MGF 全球货代业务：2022 年全球货代业务收入同比增长 21%，毛利率有所提升，2022 全年货代业务毛利率 11.4%；2) MRW 仓储一体化业务：作为公司盈利能力最强的业务，公司 22 年仓储板块收入增长 32.1%，毛利率同样增至 46.6%，毛利额同比增长 42.7%；3) MRT 运输业务：运输业务同样实现较快增长，实现收入同比 37.1%、毛利额同比 44.7% 的增速。毛利率同比 2021 年略有改善；4) MGM 全球移动交付业务：该业务包括国际工程物流与全球航运罐箱业务，22 年实现 9.7 亿营收，同比增长 70.6%，毛利率达到 18.6%；5) 化工品交易业务：受 2022 年疫情等因素影响，公司 2021 年化工品交易业务增速 39.1%，全年毛利率 3.1%。

综合来看，公司 2022 年毛利润增长 42.1%，成长十分稳健，其中物流板块毛利润增速超过整体。四季度公司毛利润亦同比小幅微增。

商誉减值影响利润表现。2022 年油价波动非常剧烈，上半年原油价格大幅上涨，下半年则由于国际战略石油储备的释放导致价格下跌。因此公司下半年终止了子公司密尔克卫瑞鑫化工的用油贸易、加油站业务，以及地方政策影响了子公司大春新能源业务。考虑业务变化较大，瑞鑫化工发生商誉减值。公司全年商誉减值 3950 万元，若考虑还原商誉部分，则公司业绩表现将显著更优。

风险提示：宏观经济波动超预期；公司市场扩张进度低于预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。考虑 2022 年公司分销业务的进展受到疫情影响，叠加 2023 年出口板块的不确定性，我们将 2023-2024 年盈利预测分别从 9.1、12.5 亿下调至 8.1、11.0 亿，增速分别为 34%、36%，新增 2025 年盈利预测 14.4 亿，同比增长 30%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩不足 25x，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,645	11,576	14,488	18,876	24,680
(+/-%)	152.3%	33.9%	25.2%	30.3%	30.8%
净利润(百万元)	432	605	810.84	1101.95	1436.99
(+/-%)	49.7%	40.2%	33.9%	35.9%	30.4%
每股收益(元)	2.63	3.68	4.93	6.70	8.74
EBIT Margin	6.7%	7.1%	7.3%	7.5%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	13.7%	16.0%	18.3%	20.8%	22.4%
市盈率 (PE)	44.3	31.6	23.6	17.4	13.3
EV/EBITDA	32.7	25.2	21.8	18.0	15.1
市净率 (PB)	6.07	5.05	4.31	3.61	2.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

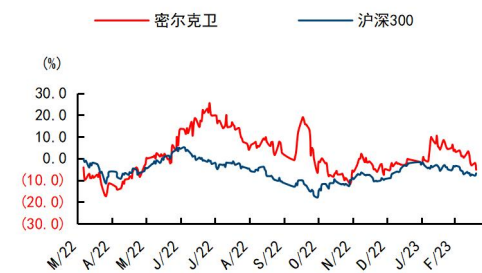
jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	116.35 元
总市值/流通市值	19126/19029 百万元
52 周最高价/最低价	153.88/98.44 元
近 3 个月日均成交额	99.34 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

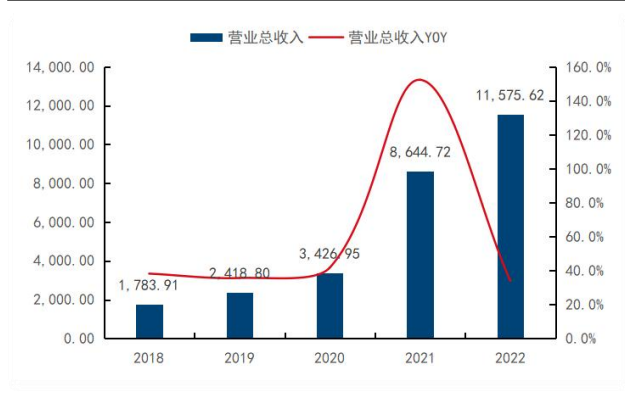
相关研究报告

- 《密尔克卫 (603713.SH) - 利润率持续提升，抗风险能力优异》——2022-10-25
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 业绩处于预告上沿，下半年成长继续加速》——2022-07-27
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 逆境中再创佳绩，有望迎新新一轮高增》——2022-07-12
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 龙头化工服务商，继续看好长期价值》——2022-06-19
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 业绩处于预告上沿，把握波动中的机遇》——2022-04-28

全年成长稳健收官，四季度受客观因素冲击。2022 全年实现营收 115.76 亿元（+33.90%），归母净利润 6.05 亿元（+40.20%），扣非归母净利润 5.81 亿元（+41.45%），公司全年克服了二季度上海疫情、四季度疫情等不利影响，全年业绩表现突出。

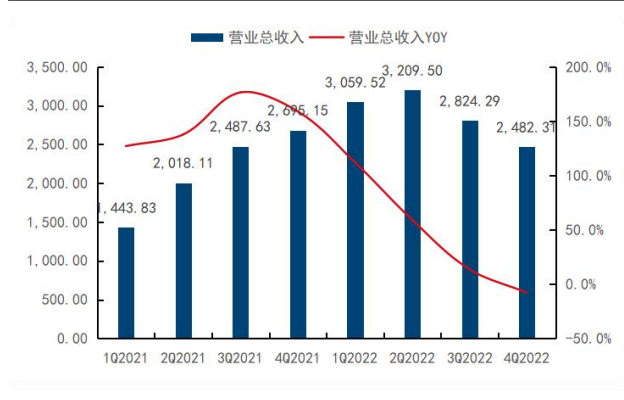
具体到四季度，由于四季度国内疫情冲击，致使公司业务运转受到影响，叠加计提商誉减值等因素，单季度表现下滑。其中 4Q22 营收 24.82 亿元（-7.90%），归母净利润 1.29 亿元（-1.12%），扣非归母净利润 1.18 亿元（-5.05%）。

图1：密尔克卫营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：密尔克卫单季营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：密尔克卫归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：密尔克卫单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

各项业务成长性继续。我们拆分公司各版块收入与毛利率如下：

- 1) **MGF 全球货代业务**：2022 年全球集装箱海运运价仍旧维持高位，但 SCFI 全年均值较峰值的 2021 年下滑 8.7%。得益于较高的运价水平与公司自身的箱量增长，公司 2022 年全球货代业务收入同比增长 21%，实现营收 37.82 亿元。毛利率方面，在运价下滑背景下，相对稳健的单箱毛利使得毛利率有所提升，2022 年全年货代业务毛利率 11.4%，同比 21 年提升 1.6 个百分点。
- 2) **MRW 仓储一体化业务**：作为公司盈利能力最强的业务，公司 22 年仓储板块收入增长 32.1%，毛利率同样增至 46.6%，毛利额同比增长 42.7%，营收与毛利

增速均大幅提速。公司 2022 年仓储板块增长成色十足，我们判断未来 2-3 年内，公司仓储业务将延续较快的产能投放节奏。

- 3) **MRT 运输业务**：运输业务同样实现较快增长，实现收入同比 37.1%、毛利额同比 44.7% 的增速。毛利率同比 2021 年略有改善。
- 4) **MGM 全球移动交付业务**：该业务包括国际工程物流与全球航运罐箱业务，22 年实现 9.7 亿营收，同比增长 70.6%，毛利率达到 18.6%。
- 5) **化工品交易业务**：受 2022 年疫情等因素影响，公司 2021 年化工品交易业务增速 39.1%，且考虑到化工品价格在 2H2022 起波动有所加剧，公司对于板块利润率的考核加强，因此全年增长较为稳健。利润率方面随着收入体量扩大，全年毛利率 3.1%。

综合来看，公司 2022 年毛利润增长 42.1%，成长十分稳健，其中物流板块毛利润增速超过整体。四季度公司毛利润亦同比小幅微增。

商誉减值影响利润表现。2022 年油价波动非常剧烈，上半年原油价格大幅上涨，下半年则由于国际战略石油储备的释放导致价格下跌。因此公司下半年终止了子公司密尔克卫瑞鑫化工的用油贸易、加油站业务，以及地方政策影响了子公司大春新能源业务。考虑业务变化较大，瑞鑫化工发生商誉减值。公司全年商誉减值 3950 万元，若考虑还原商誉部分，则公司业绩表现将显著更优。

扩张步履迅速，内生与外延投入有望为中期业绩提供支撑。22 年下半年，公司继续稳扎稳打，扩展能力圈。内生方面，公司三、四季度分别完成上海奉贤、福建福州、山东青岛、内蒙古合计超过 16 万平方米（土地出让面积）的土地招拍，我们预计以上地块将为公司未来的中期业绩提供有力支撑。

外延并购方面，公司 9 月完成 2.5 亿收购南京久帝化工 70% 股权的交割，进一步提高在国内特种化工品、特种材料经销领域的优势，为汽车、电子、新能源、纺织、皮革、工业应用等领域客户提供更好的产品和技术解决方案。南京久帝是陶氏、杜邦、东曹等化工巨头在华的主要经销商，21 年营收 5.6 亿。10 月完成对集惠瑞曼迪斯 100% 股权的收购，标志着公司在环保危废处理方面的业务进入上海市场，进一步完成对化工企业服务闭环能力的打造。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。考虑 2022 年公司分销业务的进展受到疫情影响，部分工作延后，叠加 2023 年出口板块的不确定性，我们将 2023-2024 年盈利预测分别从 9.1、12.5 亿下调至 8.1、11.0 亿，增速分别为 34%、36%，新增 2025 年盈利预测 14.4 亿，同比增长 30%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩不足 25x，维持买入评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	638	1277	3027	3930	5205	营业收入	8645	11576	14488	18876	24680
应收款项	2754	2878	3572	5171	6762	营业成本	7758	10316	12865	16773	21988
存货净额	78	266	183	239	314	营业税金及附加	19	21	43	57	74
其他流动资产	602	648	1014	1416	1653	销售费用	94	124	145	170	222
流动资产合计	4454	5519	7797	10756	13934	管理费用	198	298	404	496	589
固定资产	1368	1763	1786	1889	1876	财务费用	54	55	87	85	99
无形资产及其他	559	839	806	872	939	投资收益	12	3	20	15	15
投资性房地产	892	1390	1390	1390	1390	资产减值及公允价值变动	13	42	(15)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	(0)	(0)	其他收入	(18)	(99)	34	34	34
资产总计	7273	9511	11778	14907	18138	营业利润	530	709	982	1329	1742
短期借款及交易性金融负债	895	1546	898	1113	1186	营业外净收支	(2)	20	15	18	25
应付款项	1248	925	2246	3422	4493	利润总额	528	729	997	1347	1767
其他流动负债	1136	1247	1992	2593	3397	所得税费用	92	105	169	222	300
流动负债合计	3279	3718	5136	7127	9075	少数股东损益	4	18	17	22	29
长期借款及应付债券	525	1543	1643	1793	1943	归属于母公司净利润	432	605	811	1102	1437
其他长期负债	249	356	450	558	559						
长期负债合计	774	1899	2092	2350	2502	现金流量表（百万元）					
负债合计	4053	5617	7228	9477	11577	净利润	432	605	811	1102	1437
少数股东权益	67	105	117	134	156	资产减值准备	9	28	16	4	1
股东权益	3153	3789	4433	5295	6405	折旧摊销	132	164	179	212	230
负债和股东权益总计	7273	9511	11778	14907	18138	公允价值变动损失	(13)	(42)	15	15	15
						财务费用	54	55	87	85	99
关键财务与估值指标						营运资本变动	(923)	(933)	1198	(168)	(25)
每股收益	2.63	3.68	4.93	6.70	8.74	其它	(6)	(14)	(4)	13	21
每股红利	0.49	0.95	1.02	1.46	1.99	经营活动现金流	(369)	(192)	2216	1178	1679
每股净资产	19.17	23.05	26.97	32.21	38.97	资本开支	0	(611)	(200)	(400)	(300)
ROIC	15%	13%	16%	25%	29%	其它投资现金流	(366)	(67)	449	0	0
ROE	14%	16%	18%	21%	22%	投资活动现金流	(366)	(678)	249	(400)	(300)
毛利率	10%	11%	11%	11%	11%	权益性融资	(4)	31	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	341	183	100	150	150
EBITDA Margin	8%	8%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(81)	(157)	(167)	(239)	(327)
收入增长	152%	34%	25%	30%	31%	其它融资现金流	731	1427	(648)	215	73
净利润增长率	50%	40%	34%	36%	30%	融资活动现金流	1247	1509	(715)	125	(104)
资产负债率	57%	60%	62%	64%	65%	现金净变动	512	639	1750	903	1275
息率	0.4%	0.8%	0.9%	1.3%	1.7%	货币资金的期初余额	126	638	1277	3027	3930
P/E	44.3	31.6	23.6	17.4	13.3	货币资金的期末余额	638	1277	3027	3930	5205
P/B	6.1	5.0	4.3	3.6	3.0	企业自由现金流	0	(681)	2060	825	1432
EV/EBITDA	32.7	25.2	21.8	18.0	15.1	权益自由现金流	0	929	1440	1118	1573

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032