



# 密尔克卫：化工物流龙头，半导体业务开拓第二成长曲线

密尔克卫（603713.SH）  
物流

证券研究报告/公司研究简报

2026 年 08 月 05 日

评级： 买入（首次）

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：李雪峰

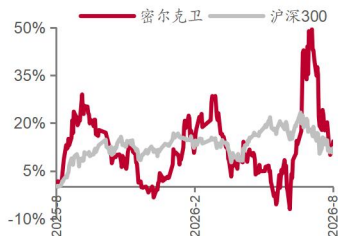
执业证书编号：S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

## 基本状况

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 159.61   |
| 流通股本(百万股) | 159.61   |
| 市价(元)     | 60.80    |
| 市值(百万元)   | 9,704.08 |
| 流通市值(百万元) | 9,704.08 |

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

## 公司盈利预测及估值

| 指标         | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 12,118 | 13,335 | 15,731 | 17,892 | 19,869 |
| 增长率 yoy%   | 24%    | 10%    | 18%    | 14%    | 11%    |
| 归母净利润（百万元） | 565    | 627    | 801    | 1,010  | 1,160  |
| 增长率 yoy%   | 31%    | 11%    | 28%    | 26%    | 15%    |
| 每股收益（元）    | 3.52   | 3.96   | 5.07   | 6.39   | 7.34   |
| 每股现金流量     | 3.05   | 4.76   | 12.52  | 8.44   | 9.61   |
| 净资产收益率     | 12%    | 12%    | 13%    | 14%    | 13%    |
| P/E        | 17.2   | 15.5   | 12.1   | 9.6    | 8.4    |
| P/B        | 2.2    | 2.0    | 1.8    | 1.5    | 1.3    |

备注：股价截止自2026 年 08 月 04 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

## 报告摘要

- 密尔克卫是国内领先的化工供应链综合服务商，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，逐步形成化工品及新能源行业物贸一体化服务。公司开拓半导体物流业务作为第二成长曲线。
- 化工物流行业当前格局较分散，缺乏综合型龙头公司。公司作为化工物流综合型供应商，具有丰富的上下游产业链资源，行业竞争力强。对标欧美，中国化工物流行业正处于整合转型期，未来龙头并购数量和市占率将持续提升。密尔克卫作为行业龙头，我们认为未来市占率有 1 倍以上提升空间。
- 化工行业经过过去两年相对低潮正迎景气新周期，化工物流供应商有望迎来量价齐升的业绩高速释放器。中国化工品价格指数 21-22 年处于高位，行业景气度较高；23-25 年价格持续走低，行业供需结构较差。自 26 年 3 月以来，受美伊冲突导致的油价中枢上移，化工品的价格中枢将有所上升、行业利润改善，有望迎来新的景气周期。
- 半导体物流打造第二成长曲线，有望带动公司 26 年收入增速从 10%提升至 18%。中国半导体行业市场空间大，增速快，2026 年中国半导体市场规模预计同比增长 92.9%，达 8120.8 亿美元，快速发展的半导体行业催生半导体物流的蓬勃发展。据 indexbox 预测，2025 年全球半导体物流市场规模预计 600-750 亿美元，我国作为半导体产业重要市场，物流行业空间广阔。
- 半导体物流具有高标准，强技术壁垒，高时效性与周转率三个特点。相比传统物流行业利润率与周转率均较高。我们认为，半导体物流行业广阔的市场空间和强盈利能力赋予了行业良好的商业模式。参照欧美，当前物流行业与物流巨头主要的增长点均在半导体物流上。
- 公司进军半导体物流行业具有显著政策和资源优势：危化品运输的政策壁垒与园区资源优势；逆向物流能力增加了服务完整度与盈利弹性。我们预计公司半导体物流业务 25-27 年均复合增速约 99%。
- 盈利预测、估值及投资评级：我们预计公司 26/27/28 年的营业收入分别为 157.3/178.9/198.7 亿元，归母净利润分别为 8.0/10.1/11.6 亿元，当前市值对应 26/27/28 年 PE 分别为 12.1x/9.6X/8.4X，首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示：地缘政治风险；下游化工行业市场风险；安全经营风险；第三方数据失真与市场规模测算偏差风险；研报使用信息更新不及时风险。

## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 一、化工物流细分领域龙头，全链条服务能力塑造客户粘性 .....      | 3  |
| 二、业绩稳健增长，看好化工新周期业绩释放 .....            | 5  |
| 2.1 公司近五年营收和业绩稳健，26Q1 维持稳健经营 .....    | 5  |
| 2.2 化工迎新景气周期，看好公司业绩释放 .....           | 5  |
| 三、并购整合与龙头市占率提升是化工物流业未来趋势 .....        | 6  |
| 3.1 复盘欧美物流业龙头，当前中国正处于并购整合期 .....      | 6  |
| 3.2 龙头整合并购带来市占率提升，看好公司市占率长期提升逻辑 ..... | 6  |
| 四、老树开新花——半导体物流为迅猛第二成长曲线 .....         | 7  |
| 4.1 半导体行业今年蓬勃发展，万亿市场动能强劲 .....        | 7  |
| 4.2 半导体行业景气度提升带来半导体物流行业的历史性机遇 .....   | 8  |
| 4.3 半导体物流高净利、高周转，商业模式好 .....          | 9  |
| 4.4 海外物流巨头当前新的增长点在于半导体物流，印证景气度 .....  | 10 |
| 4.4 公司切入半导体物流的政策和资源的优势 .....          | 10 |
| 五、盈利预测 .....                          | 11 |
| 六、风险提示 .....                          | 13 |

## 图表目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 密尔克卫客户积累丰富，数量超万家 .....                       | 3  |
| 图表 2: 公司化工行业全链条覆盖，综合性强 .....                       | 4  |
| 图表 3: 公司化工客户结构良好，业务多元 .....                        | 4  |
| 图表 4: 公司 2021-2025 年营收及同比增速 .....                  | 5  |
| 图表 5: 公司 2021-2025 年扣非归母及同比增速 .....                | 5  |
| 图表 6: 化工品价格当前处于近五年均值以上，行业有望迎来景气周期 .....            | 5  |
| 图表 7: 2023 年全球前五化工物流企业并购量占全年并购量 70% .....          | 6  |
| 图表 8: 全球 top50 物流龙头五年时间通过并购使市占率从 30% 提升至 40% ..... | 7  |
| 图表 9: 中国半导体行业 26 年市场规模接近翻倍增速 .....                 | 7  |
| 图表 10: 26H1 各行业利润增速中电子制造业居于相对领先地位 .....            | 8  |
| 图表 11: 中国 AI 大厂 2023-2025 年资本开支增长数倍（单位：亿元） .....   | 8  |
| 图表 12: 半导体物流贯穿全产业链，壁垒较高 .....                      | 9  |
| 图表 13: 物流巨头德国邮政半导体物流 25 年的收入增速超过 200% .....        | 10 |
| 图表 14: 物流巨头德迅 2030 年战略规划把大型 AI 供应商列为关键增量 .....     | 10 |
| 图表 15: 公司分业务盈利预测 .....                             | 12 |
| 图表 16: 可比公司估值表（数据截至 2026 年 8 月 4 日） .....          | 12 |

## 一、化工物流细分领域龙头，全链条服务能力塑造客户粘性

- 密尔克卫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，逐步形成的化工品及新能源行业物贸一体化服务；公司各板块服务环环相扣，互相协同发展，满足线上、线下不同行业、不同区域、不同规模的客户多样化的需求。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一站式全供应链解决方案。
- 通过 20 多年的行业运营，公司已与国内外众多著名化工企业形成长期合作关系，包括巴斯夫集团、陶氏集团、阿克苏集团、PPG 工业、佐敦集团、阿科玛集团、万华化学、艾朗集团、索尔 维集团、埃克森美孚、天合光能、阿特斯阳光电力集团、中芯国际等全球最著名的跨国化工企业。公司紧跟市场发展，积极挖掘客户需求，与主要客户的合作不断深入，业务规模和合作范围不断扩大。同时，行业龙头企业作为公司核心客户，对公司的市场扩展起了良好的宣传和示范作用，公司客户数量逐年增加，截至 2025 年末，公司有效客户数量已超万家。
- 公司始终围绕客户需求，提供高质量的服务体系，逐步形成了以化工品物流及交易为一体的 企业全周期经营的服务链条。随着单一行业周期性波动的逐步加大，公司积极开拓下游行业市场，为各垂直行业龙头企业提供解决方案，将服务领域拓宽至新能源、芯片半导体、危废等领域。

图表 1：密尔克卫客户积累丰富，数量超万家

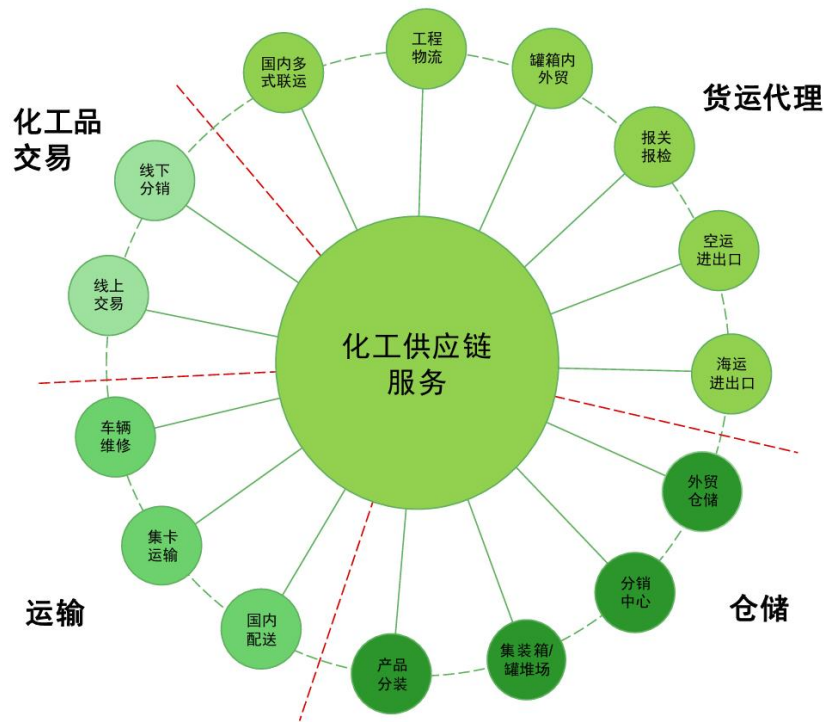


来源：公司投资者 PPT，中泰证券研究所

- 物流企业分三类：运输型、仓储型和综合型，前两者业务功能主要涉及运输、仓储等单个物流环节的服务集成；综合型物流企业需要从事多种物流服务，主要包括为客户提供运输、仓储、货运代理、配送、物流加工、信息服务，可以为客户制订系统化的物流解决方案、提供综合物流服务及其增值服务。
- 公司是化工行业综合型物流供应商。提供从客户端到用户端的物流全环节专业服务。涵盖揽货、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。此外，公司还开展部分化工品分销业务，主营业务涵盖了化工行业上下游全产业链，综合性和专业服务能力很强。

- 公司专业从事化工供应链服务，一方面以重资产为主的仓储和运输业务，作为国内基础物流支撑，配合货运代理业务为化工企业提供一站式物流解决方案；一方面逐渐打造化工品线上和线下相结合的交易平台，链接供应链上下游客户，并以公司扎实的物流服务，保障交易双方货物安全、及时、准确的交付。通过从综合物流向供应链贸易业务的纵向延伸，公司各版块服务环环相扣，互相协同发展，为客户提供更全面的化工供应链服务，以满足化工行业客户多样化的物流需求。

**图表 2：公司化工行业全链条覆盖，综合性强**



来源：公司招股书，中泰证券研究所

- 我们认为，公司 20 年在化工物流行业中积累了广泛的上下游客户资源和深厚的服务经验，其综合性、强交付能力已经使公司成为化工品物流细分行业龙头。客户结构好，客户粘性强。

**图表 3：公司化工客户结构良好，业务多元**

| 细分行业              | 覆盖客户                                         |
|-------------------|----------------------------------------------|
| 综合类               | 巴斯夫、陶氏、阿科玛、3M、亨斯迈、长春化工、帝斯曼、中化国际等             |
| 石化、能源             | 盛禧奥、万华化学、中海油、中石化等                            |
| 香料、添加剂、个人护理       | 赞宇、德之馨、万香国际等                                 |
| 涂料、农化、印染          | 阿克苏集团、佐敦、庞贝捷、艾仕得、立邦、联化科技、富美实等                |
| 聚氨酯、助剂、锂电池、贵金属、物流 | 庄信万丰、UPS、DHL、康捷空、天齐锂业、东大 聚氨酯等                |
| 气体、新材料、特种化学       | Soulbrain、BLUE EXPRESS、巨化、霍尼韦尔、液化空气、林德、瓦克化学等 |

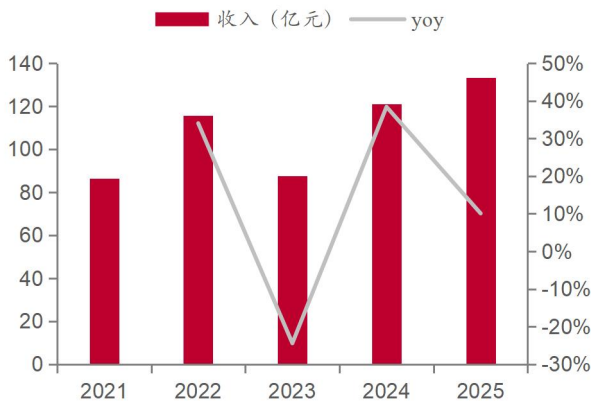
来源：招股说明书，中泰证券研究所

## 二、业绩稳健增长，看好化工新周期业绩释放

### 2.1 公司近五年营收和业绩稳健，26Q1 维持稳健经营

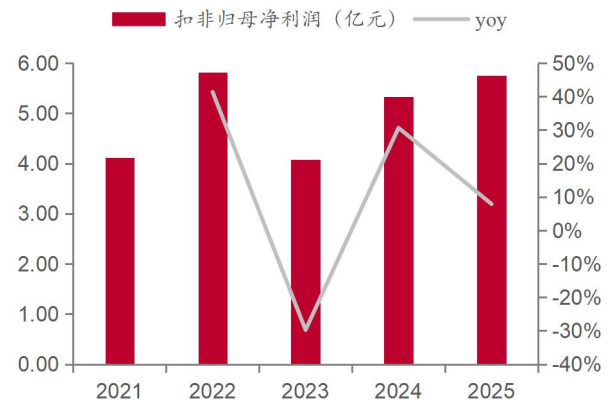
- 公司 2021-2025 年营收 CAGR 为 11.4%，扣非归母净利润 CAGR 为 8.8%，整体保持稳健增长。26Q1 继续延续这一趋势，营收同比增速为 12.02%，归母净利润增速为 7.07%。除 2023 年受疫情放开导致的供应链扰动影响，2021-2025 年业绩均持续稳健增长。我们认为，这反映了公司良好的经营能力与持续巩固的行业地位。

图表 4：公司 2021-2025 年营收及同比增速



来源：WIND，中泰证券研究所

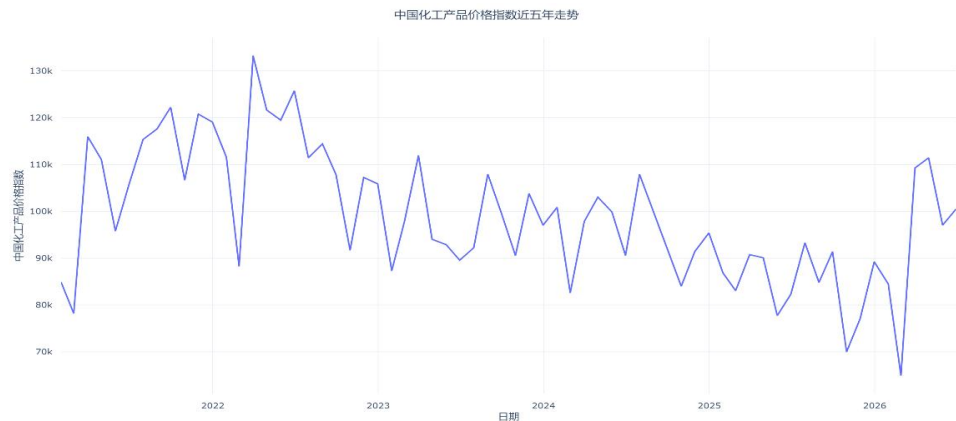
图表 5：公司 2021-2025 年扣非归母及同比增速



来源：WIND，中泰证券研究所

### 2.2 化工迎新景气周期，看好公司业绩释放

图表 6：化工品价格当前处于近五年均值以上，行业有望迎来景气周期



来源：WIND，中泰证券研究所

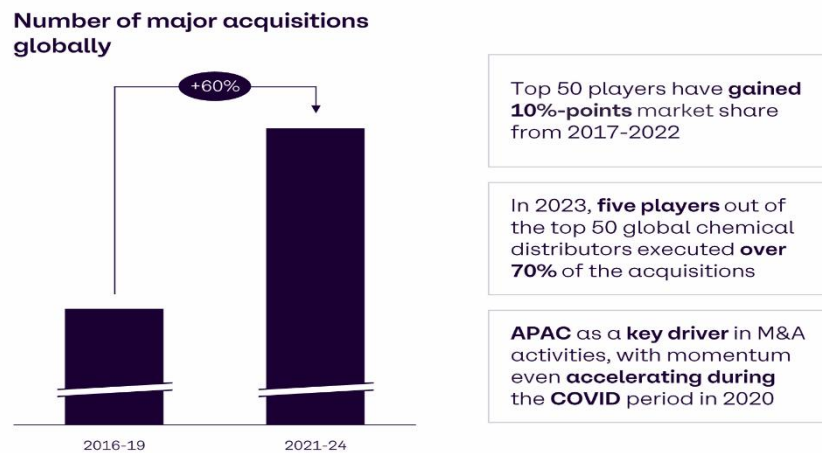
- Wind 数据库显示，中国化工品价格指数 21-22 年处于高位，整体行业景气度较高；23-25 年价格持续走低，行业供需结构较差。我们认为，自 26 年 3 月以来，受美伊冲突导致的油价中枢上移，化工品的价格中枢将有所上升，行业利润将得到改善，有望迎来新的景气周期。
- 我们认为，行业价格改善与利润率提升将带来化工制造业企业的现金流改善，而客户现金流的改善将带来资本支出、产品投放的提升，这将增加对化工物流服务的需求；同时，由于客户现金流的改善，持续低迷的化工物流服务价格将有涨价的空间，化工物流服务价格将有所提升。综合来看，两者对化工物流行业分别是量和价上的利好。我们认为，未来几个季度公司的基本盘化工物流业务将处于量价齐升的新周期，公司的业绩有超预期释放的可能性。

### 三、并购整合与龙头市占率提升是化工物流业未来趋势

#### 3.1 复盘欧美物流业龙头，当前中国正处于并购整合期

- 我们认为，当前中国化工物流行业处于并购整合期，未来龙头公司收购数量将有所增长。2021-2024 年内发生的并购交易数量较 2016-2019 年期间整体上升了 60%，且在 2023 年，全球前五化工物流企业并购量占全年并购量的 70%，反映出了全球化物流行业正处于持续整合，集中度持续提升的过程。
- 而我国化工物流行业仍处于较为早期的发展阶段，大部分企业还停留在提供基础物流服务阶段，行业格局分散。我们认为，密尔克卫作为化工物流行业的龙头，具有提供综合服务的能力，产业链资源丰富，未来有望通过进一步并购整合物流资源提高综合竞争力。

**图表 7：2023 年全球前五化工物流企业并购量占全年并购量 70%**

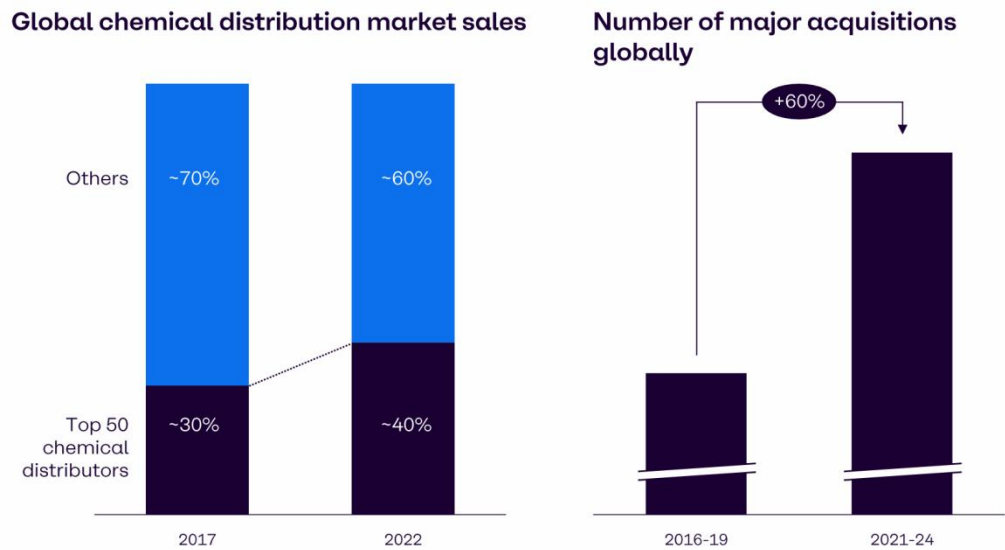


来源：Brenntag2025 年年报 PPT，中泰证券研究所

#### 3.2 龙头整合并购带来市占率提升，看好公司市占率长期提升逻辑

- 欧美化工物流行业的并购整合是从 2016 年开始的，至 2023 年前五十家龙头收购占比已达到全行业的 70%。产业整合与集中度的提高导致龙头市占率的提升。2017 年到 2022 年，行业 top50 的市场份额从 30% 提升到了 40%。我们认为，全球化物流行业整体格局较为分散，正是头部玩家持续的并购整合提高了资源利用效率，从而使其市占率提升。复盘欧美化工物流行业与龙头发展史，我们认为，中国化工物流行业也会走类似欧美的发展历程，化工物流行业的进一步集中将使得密尔克卫这样的头部玩家获得市占率的提升和行业地位的增强。
- 中国化工物流行业整体市场空间大，密尔克卫远期销售天花板高。据中物联危化品物流分会及中经百汇研究中心统计，2024 年我国化工物流行业市场规模约 2.55 万亿元。参考 2022 年 top50 化工物流企业平均市占率，假设密尔克卫终局能实现 0.8% 市占率，则公司化工物流业务远期天花板为 204 亿元，2025 年相应业务约为 72.6 亿元，仍有广阔的成长空间。

**图表 8：全球 top50 物流龙头五年时间通过并购使市占率从 30%提升至 40%**



来源：Brenntag2025 年年报 PPT，中泰证券研究所

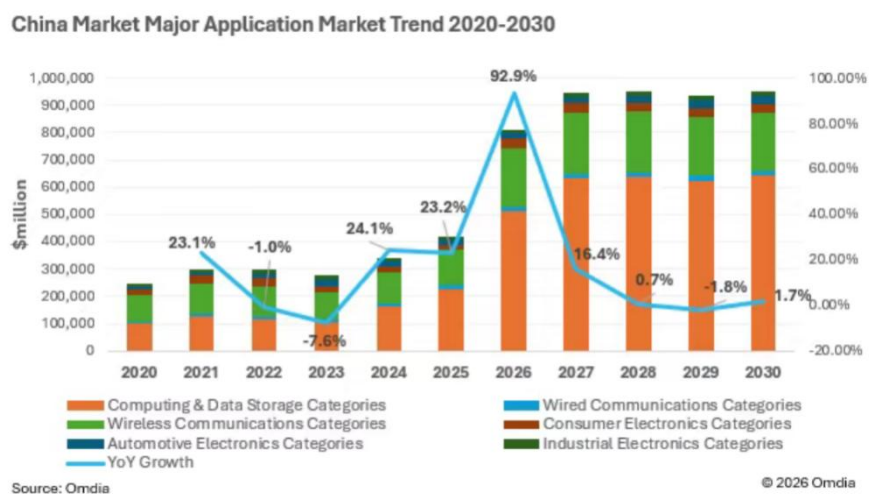
#### 四、老树开新花——半导体物流为迅猛第二成长曲线

- 公司自 2025 年开始拓展半导体物流业务。我们认为，半导体行业市场空间大，当前国产半导体行业正蓬勃发展，公司基于自身禀赋能够在半导体物流行业的广阔市场中分得很大一杯羹。

##### 4.1 半导体行业今年蓬勃发展，万亿市场动能强劲

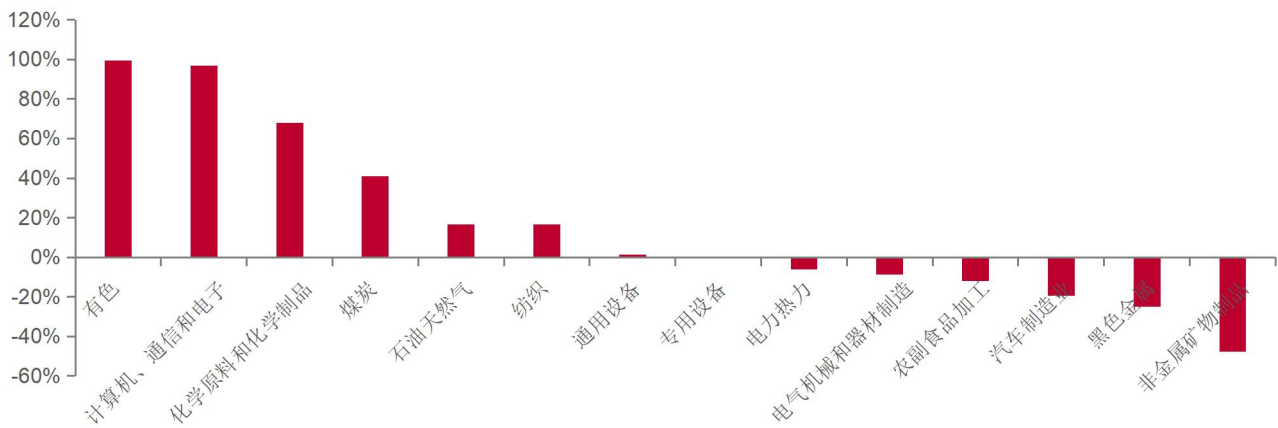
- 我们认为，AIGC 是第三次技术革命，而中国是此轮 AI 革命最为重要的参与玩家之一，中国的半导体市场今年将迎来蓬勃发展。根据 Omdia，2026 年中国半导体市场预计同比增长率将大幅上修至 92.9%，达 8120.8 亿美元，相较于其 25Q4 预测的 2026 年中国半导体市场预计增长 31.26%，市场规模将达到 5465 亿美元，整体上调了 2656 亿美金，增幅达到 48.6%。

**图表 9：中国半导体行业 26 年市场规模接近翻倍增速**



来源：Omdia，中泰证券研究所

图表 10：26H1 各行业利润增速中电子制造业居于相对领先地位



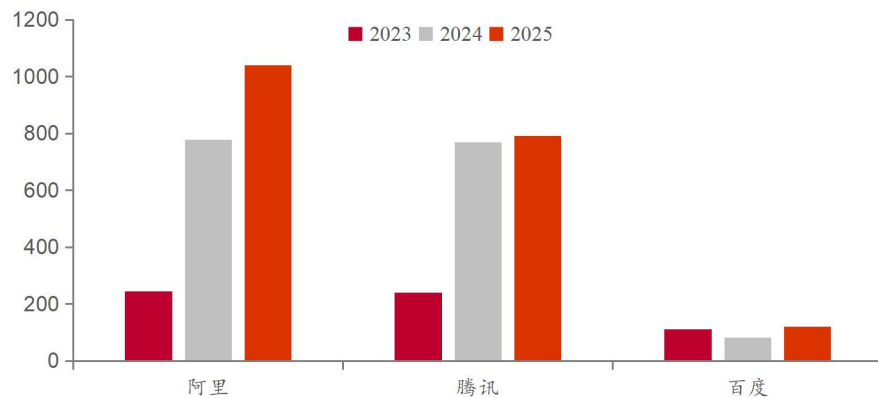
来源：统计局，统计微讯，中泰证券研究所

- 半导体行业 2026 年迎来井喷式发展，我们认为，AI 产业革命对算力、存储、光互联等细分行业的需求量拉动都是显著的，往后看，当 AI 从通用大模型进化至 AI Agent，再至 AGI 阶段，产业趋势与浪潮非常明确和持续。因此，半导体行业的蓬勃发展有望在更长的时间维度上持续。

#### 4.2 半导体行业景气度提升带来半导体物流行业的历史性机遇

- 我们认为，AI 产业革命驱动半导体行业景气度提升，从而带动半导体相关企业资本支出增加。半导体企业资本支出增加将带来设备、耗材等物资的采购与更新需求增加，进而带动物资运输需求的上升。我们认为，半导体行业持续数年的高景气度将为半导体物流行业带来历史性机遇。

图表 11：中国 AI 大厂 2023-2025 年资本开支增长数倍（单位：亿元）



来源：各公司财报，中泰证券研究所

- 半导体行业上游主要包括硅片、光刻胶、电子特气、靶材、CMP 浆料、石英件等材料，以及光刻、刻蚀、清洗、量测等核心设备和相应零部件；中游包括 EDA/IP 与 IC 设计、晶圆制造、封装测试；下游连接消费电子、汽车电子、工业控制、AI 服务器与数据中心等终端。产业链中的每一个环节均需要半导体物流供应商参与运输、存储。
- 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，对温湿度、防静电、防震、可追溯和保险保障提出了显著更高要求。

**图表 12：半导体物流贯穿全产业链，壁垒较高**

| 链条环节         | 核心内容                             | 物流/贸易可见形态             | 核心物流要求                 |
|--------------|----------------------------------|-----------------------|------------------------|
| 材料           | 多晶硅、硅片、光刻胶、电子特气、靶材、CMP、湿化学品      | 桶/瓶/槽车/高值箱装/进口报关      | 危化资质、温控、批次追溯、钢瓶循环      |
| 设备与关键零部件     | 光刻、刻蚀、薄膜、清洗、离子注入、CMP、量测检测及零部件    | 超大型精密设备、模块和备件         | 防震、超限运输、路线申报、无尘搬运、安装调试 |
| EDA/IP 与设计生态 | EDA 工具、CPU/GPU/RF/IP 授权体系        | 工程样品、测试件、数据 and 设计验证流 | 样品快反、数据安全、跨境小批量快递      |
| IC 设计        | SoC、MCU、PMIC、CIS、显示 Driver、AI 芯片 | 样品、试产芯片、小批量成品         | 航空快递、防静电、时效保障、客户验证     |
| 晶圆制造         | 成熟制程、先进逻辑、特色工艺、存储、功率、化合物         | 晶圆、裸片、FOUP/载具         | 洁净、防震、恒温、防潮、LOT 追溯     |
| 封装测试         | 传统封装、先进封装、测试、老化、编带               | 封测件、基板、引线框架、成品芯片      | VMI、JIT、防静电、测试报告追溯     |
| 终端应用         | 手机、PC、汽车、服务器、工控、通信设备             | 模组、主板、整机、备件、退换货       | 区域仓、线边仓、售后备件、逆向回收      |

来源：中国物流与采购联合会，中泰证券研究所

#### 4.3 半导体物流高净利、高周转，商业模式好

- 我们认为，半导体物流行业相比普通物流行业拥有更高利润率、更快周转率的特点，同时市场空间广阔，商业模式较好。半导体物流具有以下三个特性。
- **高标准：**半导体制造涉及复杂且高度精密的工艺，需要专门的设备、熟练的劳动力以及先进的科学和工程知识。这意味着供应链必须确保所涉及的每个环节都达到最高的标准。
- **高周转率与高时效性：**半导体产品生命周期短，供应链需要能够灵活、迅速适应市场变化的要求。时效性高、周转率高。晶圆厂（FAB）的生产线一旦停滞，每分钟损失都是天文数字。
- **技术壁垒高：**半导体生产所需的原材料（如光刻胶、高纯电子化学品）往往具有极强的化学特性，任何温度波动或震动都可能导致材料失效，需要相应的专门控制技术；半导体商品相比普通商品易损坏、被盗窃，需要专门的大数据追踪管理系统。
- **基于上述三个特性，我们认为，半导体物流行业拥有比传统物流行业更高的利润率、更高的周转率，盈利能力显著强于传统物流行业。**
- 据 indexbox 预测，2025 年全球半导体物流市场规模预计在 600-750 亿美元区间，2026-2035 年新晶圆厂建设以及供应链延长等因素将推动全球半导体物流需求以 5%-7% 的复合年增长率扩张，超过全球物流行业 3%-4% 的平均水平。

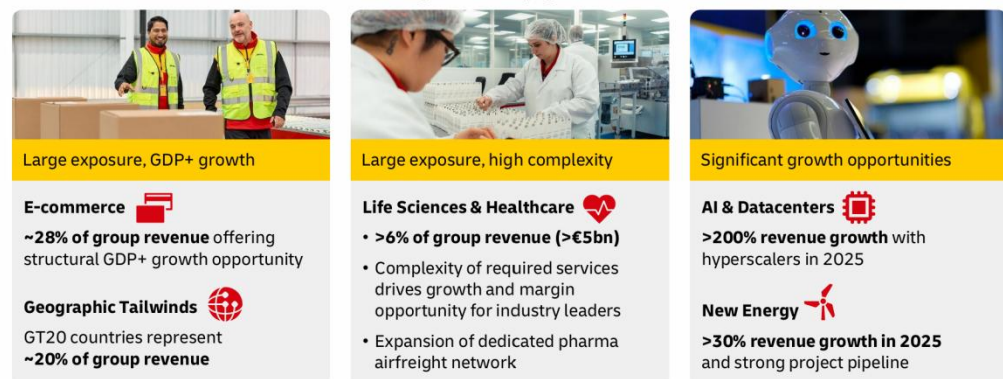
#### 4.4 海外物流巨头当前新的增长点在半导体物流，印证景气度

- 物流巨头德国邮政 2025 年 AI 与数据中心板块的物流收入增速超过 200%，而其全年的 EBIT 同比增速仅为 4%。可见半导体物流板块已经成为巨头增速最快业务。

**图表 13：物流巨头德国邮政半导体物流 25 年的收入增速超过 200%**

#### Top-line Growth Accelerators: Clearly defined strategic growth priorities

Continued focus and investment in our targeted Group growth initiatives

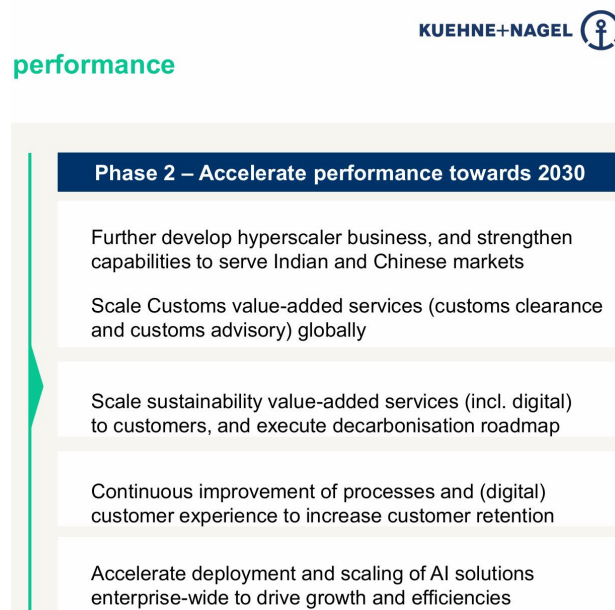


DHL Group Investor Relations | Q4/FY 2025 Results | 5 March 2026

9

来源：DHL 25 年年报，中泰证券研究所

**图表 14：物流巨头德迅 2030 年战略规划把大型 AI 供应商列为关键增量**



来源：德迅公司官网，中泰证券研究所

- 而物流巨头德迅更是将公司 2030 年的远期增长点放在半导体物流上，尤其提到了要重视中国半导体市场。我们认为，这反映了半导体物流行业远期高成长性，以及中国半导体物流市场的重大机遇。
- 我们认为，以德国邮政、德迅为代表的全球物流巨头当前增长点主要来自于半导体物流业务，这印证了全球半导体物流高景气度。

#### 4.4 公司切入半导体物流的政策和资源优势

- 公司转型半导体物流的优势：
- 危化品运输的政策壁垒与园区资源优势。半导体生产制造需要用到众多化学品，尤其是强酸强碱、特种气体等危化品。事实上，这些危化品的运输能

力是半导体物流供应商的核心技术所在。从高纯度气体到各类蚀刻液，物流商必须具备危化品运输资质，提供恒温、冷藏及防震的特种运输条件。

- 公司过往化工物流业务积累了危化品运输经验，具备危化品专属储存场地。公司是中国物流与采购联合会危化品分会的副会长单位和中国仓储协会危险品仓储分会的副会长单位，参加了国家标准《常用化学危险品贮存通则（GB15603-1995）》的修订工作公司，在危化品运输方面具有政策和资源壁垒。
- 我们认为，公司当前自有危化品存储仓库主要用于化工行业物流运输，未来可以较为便利的将部分危化品存储仓库切换为半导体危化品存储仓库，这是公司作为综合型物流供应商相比小型供应商的巨大优势。
- **逆向物流能力增加了服务完整度与盈利弹性。** 芯片制造过程会产生大量的废酸，当前环保政策趋于严格，半导体生厂商必须要处理回收废酸。而大部分物流供应商并没有废酸处理的能力与场地。拥有废酸处理能力的半导体物流供应商就拥有了逆向物流能力。密尔克卫在化工行业深耕 20 年，拥有完善的废酸处理场地与能力，使得公司能够为半导体厂商提供更配套更完整的服务，有利于公司的半导体客户积累，同时通过回收硫酸带来额外盈利弹性。
- 当前公司已经开始进行靶材、有机硅、涂料等半导体行业关键物资的运输工作，已拓展多家半导体领域战略级客户。我们认为，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一年，有望看到半导体物流业务给公司带来的巨大业绩弹性。我们认为，自 2026-2028 的三年是半导体物流行业的大年，是公司市占率提升，新增长引擎驱动公司成长的三年。

## 五、盈利预测

- **化工物流业务：** 公司作为国内化工供应链服务龙头，凭借全国化的仓储物流网络布局 and 核心危化品资质壁垒，业务保持稳健增长。2025 年公司化工物流业务收入 72.60 亿元，同比增长 5.04%。公司持续拓展半导体物流等高附加值细分领域，我们预计化工物流业务 26-28 年营收分别为 79.13/86.25/93.16 亿元，同比增长 9%/9%/8%；参考过去五年毛利率历史区间（13%-16%），结合景气度回升，假设 26-28 年毛利率分别为 15.0%/15.5%/15.0%。
- **化工交易业务：** 公司依托化工物流的协同效应，在化工品分销领域持续深耕，借助数字化平台提升交易效率，业务规模稳步扩张。我们预计化工交易业务 26-28 年营收分别为 66.57/72.56/78.37 亿元，同比增长 10%/9%/8%，毛利率延续 23、24 年水平，维持 7.7%。
- **半导体物流业务：** 公司精准切入半导体物流赛道，受益于国内半导体产业快速发展及第三方专业物流服务需求提升，该业务正成为公司重要的第二增长极。我们预计半导体物流业务 26-28 年营收分别为 11.37/19.85/26.92 亿元，同比增长 127.4%/74.6%/35.6%，随着规模效应释放，毛利率分别为 18%/18.5%/19%。
- **其他业务：** 公司其他业务保持平稳增长，预计 26-28 年营收维持约 3% 的同比增速。
- **综合来看，** 我们预计公司 26-28 年总营收分别为 157.31/178.92/198.69 亿元，同比增长 17.97%/13.73%/11.06%；综合毛利率分别为 13.21%/13.30%/12.87%。随着高毛利的半导体物流业务占比持续提升，以及化工物流业务的稳健增长，公司盈利能力有望持续改善，预计 26-28 年归母净利润约 8.01/10.10/11.60 亿元，同比增长 27.87%/26.06%/14.87%。



图表 15：公司分业务盈利预测

|          |          | 2025   | 2026E   | 2027E  | 2028E  |
|----------|----------|--------|---------|--------|--------|
| 化工物流业务   | 营业收入（亿元） | 72.60  | 79.13   | 86.25  | 93.16  |
|          | yoy      | 5.04%  | 9.00%   | 9.00%  | 8.00%  |
|          | 毛利率      | 14.51% | 15.00%  | 15.50% | 15.00% |
| 化工交易业务   | 营业收入（亿元） | 60.52  | 66.57   | 72.56  | 78.37  |
|          | yoy      | 16.73% | 10.00%  | 9.00%  | 8.00%  |
|          | 毛利率      | 7.68%  | 7.70%   | 7.70%  | 7.70%  |
| 半导体物流业务  | 营业收入（亿元） | 5.00   | 11.37   | 19.85  | 26.92  |
|          | yoy      |        | 127.38% | 74.60% | 35.60% |
|          | 毛利率      |        | 18.00%  | 18.50% | 19.00% |
| 其他业务     | 营业收入（亿元） | 23.26  | 23.96   | 24.68  | 25.42  |
|          | yoy      | 5.49%  | 3.00%   | 3.00%  | 3.00%  |
|          | 毛利率      | 87.82% | 88.00%  | 88.00% | 88.00% |
| 营业收入（亿元） |          | 133.35 | 157.31  | 178.92 | 198.69 |
| yoy      |          | 10.04% | 17.97%  | 13.73% | 11.06% |
| 毛利率      |          | 6.34%  | 13.21%  | 13.30% | 12.87% |
| 净利润（亿元）  |          | 6.27   | 8.01    | 10.10  | 11.60  |
| yoy      |          | 10.86% | 27.87%  | 26.06% | 14.87% |

来源：Wind，中泰证券研究所

- 由于 A 股上市公司目前没有与公司业务完全一致的企业，因此我们选取与密尔克卫在业务模式、行业属性上相对具有可比性且有盈利预测数据的公司作为参照：危化品运输仓储领域的宏川智慧、散装液体危化品运输的兴通股份以及第三方物流的长久物流。

图表 16：可比公司估值表（数据截至 2026 年 8 月 4 日）

| 代码        | 公司名称 | 收盘价（元） | 总市值（亿） | 净利润（百万元） |       |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|--------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |        |        | 2025     | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 002930.SZ | 宏川智慧 | 8.88   | 41     | -430     | 149   | 284   | 352   | 27    | 14    | 12    |
| 603209.SH | 兴通股份 | 13.52  | 44     | 270      | 363   | 394   | 458   | 12    | 11    | 10    |
| 603569.SH | 长久物流 | 5.83   | 35     | -87      | 117   | 190   | 241   | 30    | 19    | 15    |
|           | 平均   |        |        |          |       |       |       | 23    | 15    | 12    |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 60.8   | 97     | 627      | 801   | 1,010 | 1,160 | 12    | 10    | 8     |

来源：Wind，中泰证券研究所（可比公司预测采用 Wind 一致预期）

- 从估值水平看，可比公司 26/27 年平均 PE 约 23/15x，密尔克卫作为化工物流领域少有的全国性布局龙头，具备稀缺的危化品仓储资质和完善的供应链服务网络，26/27 年 PE 分别为 12/10 倍，低于可比公司均值。公司积极拓展半导体物流等新兴高附加值领域，第二增长曲线清晰，同时考虑传统主业保持稳健增长，且在化工物流行业集中度提升趋势下份额有望持续扩大，我们充分看好公司未来成长空间和业绩弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

## 六、风险提示

- **地缘政治风险：**公司为客户提供全球范围内化工品一站式全供应链解决方案，相关航线或受美伊冲突及霍尔木兹海峡地区局势持续紧张影响，运输成本产生波动。
- **下游化工行业市场风险：**公司化工品货运代理及仓储、运输业务量与化工品的产销量密切相关，若化工品的物流需求以及国内、国际贸易量受宏观经济的影响出现波动乃至下滑，将影响公司业绩。
- **安全经营风险：**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，其储存和运输过程中可能存在安全风险。
- **第三方数据失真与市场规模测算偏差风险：**本研报涉及的行业规模、增速预测、市场占有率等数据，可能存在统计口径存在偏差、数据真实性与时效性不足等问题，导致数据偏差。
- **研报使用信息更新不及时风险：**研报使用信息为公开信息和调研数据，可能因为信息更新不及时产生一定影响。

**盈利预测表**

| 资产负债表          |               |               |               |               | 利润表             |            |              |              |              |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |               |               |               |               | 单位: 百万元         |            |              |              |              |
| 会计年度           | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         | 会计年度            | 2025A      | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
| 货币资金           | 1,430         | 1,888         | 2,147         | 2,981         | 营业收入            | 13,335     | 15,731       | 17,892       | 19,869       |
| 应收票据           | 557           | 787           | 895           | 993           | 营业成本            | 11,796     | 13,653       | 15,513       | 17,311       |
| 应收账款           | 3,755         | 4,298         | 4,750         | 5,218         | 税金及附加           | 50         | 46           | 57           | 65           |
| 预付账款           | 6,927         | 683           | 776           | 866           | 销售费用            | 162        | 205          | 215          | 219          |
| 存货             | 880           | 1,092         | 1,241         | 1,385         | 管理费用            | 248        | 472          | 447          | 397          |
| 合同资产           | 24            | 7             | 10            | 14            | 研发费用            | 58         | 94           | 89           | 79           |
| 其他流动资产         | 918           | 712           | 779           | 842           | 财务费用            | 175        | 130          | 130          | 130          |
| 流动资产合计         | 14,467        | 9,459         | 10,587        | 12,285        | 信用减值损失          | 5          | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期投资         | 22            | 22            | 22            | 22            | 资产减值损失          | 5          | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资         | 177           | 177           | 177           | 177           | 公允价值变动收益        | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 2,462         | 2,683         | 2,948         | 3,252         | 投资收益            | 18         | 15           | 19           | 17           |
| 在建工程           | 519           | 619           | 619           | 519           | 其他收益            | 20         | 10           | 10           | 10           |
| 无形资产           | 1,009         | 991           | 979           | 954           | 营业利润            | 894        | 1,156        | 1,470        | 1,695        |
| 其他非流动资产        | 2,121         | 2,132         | 2,137         | 2,141         | 营业外收入           | 57         | 57           | 56           | 56           |
| 非流动资产合计        | 6,311         | 6,625         | 6,883         | 7,066         | 营业外支出           | 11         | 11           | 11           | 11           |
| <b>资产合计</b>    | <b>20,778</b> | <b>16,084</b> | <b>17,470</b> | <b>19,350</b> | <b>利润总额</b>     | <b>940</b> | <b>1,202</b> | <b>1,515</b> | <b>1,740</b> |
| 短期借款           | 2,933         | 2,598         | 2,506         | 2,500         | 所得税             | 195        | 249          | 313          | 360          |
| 应付票据           | 151           | 167           | 187           | 187           | <b>净利润</b>      | <b>745</b> | <b>953</b>   | <b>1,202</b> | <b>1,380</b> |
| 应付账款           | 1,690         | 2,048         | 2,373         | 2,701         | 少数股东损益          | 119        | 152          | 192          | 220          |
| 预收款项           | 49            | 73            | 70            | 80            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>627</b> | <b>801</b>   | <b>1,010</b> | <b>1,160</b> |
| 合同负债           | 5,786         | 283           | 322           | 358           | NOPLAT          | 884        | 1,056        | 1,305        | 1,483        |
| 其他应付款          | 226           | 226           | 226           | 226           | EPS (摊薄)        | 3.96       | 5.07         | 6.39         | 7.34         |
| 一年内到期的非流动负债    | 981           | 500           | 300           | 200           | <b>主要财务比率</b>   |            |              |              |              |
| 其他流动负债         | 1,463         | 1,719         | 1,916         | 2,101         | 会计年度            | 2025A      | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
| 流动负债合计         | 13,279        | 7,615         | 7,901         | 8,353         | <b>成长能力</b>     |            |              |              |              |
| 长期借款           | 751           | 801           | 731           | 811           | 营业收入增长率         | 10.0%      | 18.0%        | 13.7%        | 11.1%        |
| 应付债券           | 926           | 926           | 926           | 926           | EBIT 增长率        | 19.4%      | 19.5%        | 23.5%        | 13.7%        |
| 其他非流动负债        | 517           | 517           | 517           | 517           | 归母公司净利润增长率      | 10.9%      | 27.9%        | 26.1%        | 14.9%        |
| 非流动负债合计        | 2,194         | 2,244         | 2,174         | 2,254         | <b>获利能力</b>     |            |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>15,473</b> | <b>9,859</b>  | <b>10,075</b> | <b>10,607</b> | 毛利率             | 11.5%      | 13.2%        | 13.3%        | 12.9%        |
| 归属母公司所有者权益     | 4,769         | 5,538         | 6,516         | 7,645         | 净利率             | 5.6%       | 6.1%         | 6.7%         | 6.9%         |
| 少数股东权益         | 535           | 687           | 879           | 1,099         | ROE             | 11.8%      | 12.9%        | 13.7%        | 13.3%        |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>5,305</b>  | <b>6,225</b>  | <b>7,395</b>  | <b>8,744</b>  | ROIC            | 12.0%      | 14.2%        | 16.2%        | 16.3%        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>20,778</b> | <b>16,084</b> | <b>17,470</b> | <b>19,350</b> | <b>偿债能力</b>     |            |              |              |              |
| 现金流量表          |               |               |               |               | 资产负债率           | 74.5%      | 61.3%        | 57.7%        | 54.8%        |
| 单位: 百万元        |               |               |               |               | 债务权益比           | 115.2%     | 85.8%        | 67.3%        | 56.7%        |
| 会计年度           | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         | 流动比率            | 1.1        | 1.2          | 1.3          | 1.5          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>752</b>    | <b>1,980</b>  | <b>1,334</b>  | <b>1,520</b>  | 速动比率            | 1.0        | 1.1          | 1.2          | 1.3          |
| 现金收益           | 1,140         | 1,378         | 1,644         | 1,843         | <b>营运能力</b>     |            |              |              |              |
| 存货影响           | -257          | -212          | -149          | -144          | 总资产周转率          | 0.6        | 1.0          | 1.0          | 1.0          |
| 经营性应收影响        | -5,976        | 5,471         | -653          | -657          | 应收账款周转天数        | 101        | 92           | 91           | 90           |
| 经营性应付影响        | -613          | 399           | 342           | 338           | 应付账款周转天数        | 63         | 49           | 51           | 53           |
| 其他影响           | 6,458         | -5,056        | 150           | 140           | 存货周转天数          | 23         | 26           | 27           | 27           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-768</b>   | <b>-594</b>   | <b>-552</b>   | <b>-498</b>   | <b>每股指标 (元)</b> |            |              |              |              |
| 资本支出           | -467          | -598          | -566          | -512          | 每股收益            | 3.96       | 5.07         | 6.39         | 7.34         |
| 股权投资           | -142          | 0             | 0             | 0             | 每股经营现金流         | 4.76       | 12.52        | 8.44         | 9.61         |
| 其他长期资产变化       | -159          | 4             | 14            | 14            | 每股净资产           | 29.94      | 34.80        | 40.98        | 48.12        |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>107</b>    | <b>-928</b>   | <b>-523</b>   | <b>-188</b>   | <b>估值比率</b>     |            |              |              |              |
| 借款增加           | 631           | -766          | -361          | -26           | P/E             | 15         | 12           | 10           | 8            |
| 股利及利息支付        | -311          | -234          | -233          | -245          | P/B             | 2          | 2            | 1            | 1            |
| 股东融资           | 50            | 0             | 0             | 0             | EV/EBITDA       | 29         | 23           | 19           | 17           |
| 其他影响           | -263          | 72            | 71            | 83            |                 |            |              |              |              |

来源: WIND, 中泰证券研究所

## 投资评级说明

|                                                                                                                                                                          | 评级 | 说明                                  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|-------------------------------------|
| 股票评级                                                                                                                                                                     | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上      |
|                                                                                                                                                                          | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间   |
|                                                                                                                                                                          | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间 |
|                                                                                                                                                                          | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 行业评级                                                                                                                                                                     | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                                          | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                                          | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上       |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                     |

## 重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权  
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。