

● 证券研究报告 ●

AI驱动半导体物流高景气，三大业务板块价值重估

半导体物流行业深度

证券分析师：范晨轩 A0230525070003

闫海 A0230519010004

王易 A0230525050001

郑逸欢 A0230526010001

联系人：范晨轩 A

2026.8.5

投资案件

- **AI催化半导体行业景气度向上，半导体物流板块崛起：**需求端泛半导体链业务量大幅扩张，物流货量刚性增长；泛半导体链企业利润率上行，愿意承担高溢价专业物流；供给端半导体物流不同于传统物流，硬性约束较多，中小企业难以满足需求；资质健全与全链路数字化是企业切入半导体物流的核心。
- 半导体物流通常包含三个部分：核心产线设备物流、原材料与电子化学品物流、半导体分销。**1) 核心产线设备物流：扩产与设备更新推动物流需求高增，高效的备件管理服务有利于降低晶圆厂非计划停机损失。**国内晶圆厂扩产与存量产线设备更新换代加速，推高高端设备物流需求。此外，全球晶圆厂区域化布局（东南亚、中东等新兴市场建厂）将带动跨境设备物流需求翻倍。同时本地半导体仓储及高效的备件管理有利于晶圆厂缩短产线停机时间，降低非计划停机带来的巨额损失；**2) 原材料与电子化学品物流：主要得益于国产材料替代加速，本土硅片、半导体材料企业出货量提升。核心壁垒集中在“全品类危化品合规资质壁垒+洁净防爆仓储产能稀缺+严苛工艺管控”；****3) 半导体分销：兼具“销售代理+物流配送+技术服务+资金垫付”四重功能，货值较高但毛利率较低，周转速度为企业核心指标，核心壁垒在于原厂授权壁垒、技术能力壁垒、供应链与库存壁垒、资金实力壁垒。**

投资案件（续）

- **投资分析意见：推荐密尔克卫，关注海程邦达、东航物流、国泰航空、圆通国际快递。**
密尔克卫为国内第三方化学品物流领先企业，拥有危化品全链条完备合规资质，手握全球超 70 万平米专业化学品仓储稀缺产能，在天津、长三角、珠三角等半导体产业集群布局洁净防爆专用仓，是行业内少数同时覆盖核心产线设备物流、原材料与电子化学品物流、半导体分销三大业务板块的企业，可提供设备运输+备件代管、危化品仓储处置、线上线下一体化分销全闭环服务，同时凭借仓储产能约束主动优化客户结构，优先承接高毛利半导体客户、剥离低附加值传统化工散货业务，叠加与化工研究院合作打通半导体危废回收业务，构建起难以复制的综合竞争壁垒。**海程邦达**是半导体精密设备全链路运输领先企业，依托完善的国内仓储网络与成熟保税物流体系，可提供精密设备跨境运输、备件仓储调拨、设备出境维修一体化闭环服务，服务京东方、三星、国内各大晶圆厂等优质头部制造客户，公司精益供应链板块毛利率显著高于公司整体平均水平，伴随晶圆厂扩产带来的设备物流需求持续放量，盈利增长空间充足。**东航物流**洲际运力优势突出，核心受益AI硬件及高端半导体跨境运输需求。**国泰航空**依托香港国际航空枢纽优势与专业特殊货物运输能力，切入半导体精密设备跨境物流赛道，是全球半导体设备空运领域的核心运力提供商之一，26年上半年依靠半导体运输带动公司特殊货物运输业务大幅增长。
- **风险提示：全球贸易政策风险、危化品物流安全风险、需求不及预期、竞争加剧风险。**

主要内容

1. AI催化行业景气，半导体物流赛道格局与核心变化
2. 设备与备件物流：扩产与设备更新驱动业务量增长
3. 原材料与电子化学品物流：资质/仓储/工艺三重壁垒与企业布局
4. 半导体分销：多元业务价值与专业配套物流企业
5. 风险提示

半导体物流业务板块盈利模式与核心驱动

- 半导体物流通常包含三个部分：核心产线设备物流、原材料与电子化学品物流、半导体分销

表：半导体物流三大业务板块

维度	核心产线设备物流	原材料与电子化学品物流	半导体分销
服务对象	芯片制造设备	硅片/特气/湿化学品等半导体材料	成品芯片（从原厂到终端）
市场规模(亿元/年)	~362-435	~507-580	~211-423
毛利率水平	中	高	低
核心壁垒	技术+客户认证+全球网络	危化品资质+设施+合规	原厂授权+资金+技术能力
收入稳定性	中（项目制，波动大）	高（长期合同+仓储租金）	中高（授权代理稳定性强）
增长驱动	晶圆厂扩产+设备国产化	材料国产替代+危废合规	AI需求+国产芯片放量
核心公司	K+N/DB Schenker /DHL/海程邦达/密尔克卫/东航物流/国泰航空/圆通国际快递	密尔克卫/嘉里物流	密尔克卫/香远芯兴/文晔/大联大/中电港

注：我们预计泛半导体物流费用率约为%，核心产线物流占比约%-%，原材料与电子化学品物流占比约35%-40%。半导体分销业务费用率约为2%-4%，第三方分销占比约为25%。

边际变化1：AI带动半导体企业量利同步走高

■ 泛半导体链业务量大幅扩张，物流货量刚性增长

- 制造端扩产潮：AI算力芯片拉动12英寸晶圆厂、先进封测厂房大规模新建/扩产，国内2026年12英寸量产晶圆厂将突破70座，月产能超300万片；刻蚀机、薄膜等高端设备大批量进场运输；硅片、特种电子特气、靶材月度采购量大幅提升。
- 成品出货指数级增长：AI硬件跨境出货量激增；分销商小批量、多批次芯片调货频次大幅提升。
- 备件周转提速：产线24小时满负荷稼动，设备故障风险提升，紧急备件、MRO物料跨区域加急运输需求常态化。

■ 泛半导体链企业利润率上行，愿意承担高溢价专业物流

- 半导体企业毛利率普遍抬升，单台先进晶圆产线停机损失较高。
- 物流费用占芯片/设备货值比例极低，企业不纠结普通运输差价，优先选择洁净、防震、恒温、极速、全链路可视化的高端特种物流；
- 宁可支付较高运费“买时间”，避免算力项目延期、订单流失、产线停摆的巨额隐性损失。

边际变化2：服务标准边际抬升，行业壁垒加高

■ 半导体物流不同于传统物流，硬性约束较多，中小企业难以满足需求

- 精密设备：微米级防震、全程无尘、恒温控湿、专用气垫车辆
- 电子化学品：危化全资质、 $\pm 1^{\circ}\text{C}$ 恒温避光、防爆洁净仓库、全批次溯源
- 芯片成品：防静电ESD仓储、分级出口管制合规、24小时安防

■ 资质健全与全链路数字化是企业切入半导体物流的核心

- 原材料与电子化学品物流需要企业具备完整的危化品资质
- 半导体货物货值极高，任何环节的丢失、损坏、污染都将造成巨额损失，因此全链路数字化成为保障货物安全、提升运营效率的关键
- 全球半导体出口管制趋严，设备、高端AI芯片等产品需进行分级许可申报、全链路货物溯源，专业的合规数字化管理平台可帮助实现报关数据、许可文件、货物流向的实时同步与归档，确保符合各国监管要求

主要内容

1. AI 催化行业景气，半导体物流赛道格局与核心变化
2. 设备与备件物流：扩产与设备更新驱动业务量增长
3. 原材料与电子化学品物流：资质/仓储/工艺三重壁垒与企业布局
4. 半导体分销：多元业务价值与专业配套物流企业
5. 风险提示

扩充与设备更新双轮驱动，半导体设备全链路运输需求高增

- 服务晶圆厂、封测厂，承接刻蚀、薄膜、键合、测试设备跨国运输、吊装、无尘拆包、进厂就位；提供定制减震包装、气垫特种车、包机空运、海关出口许可代办、超大件多式联运，**核心解决“高价值精密设备跨境运输无损伤、按时进场”的需求。**
- **扩产与设备更新双轮驱动，需求持续高增。**国内12英寸晶圆厂扩产周期至少延续3-5年，国内晶圆厂新建产能带来大批量设备进场需求；同时，存量产线设备更新换代加速，进一步推高高端设备物流需求。此外，全球晶圆厂区域化布局（东南亚、中东等新兴市场建厂），将带动跨境设备物流需求翻倍。

图：精密设备跨境直达服务流程



高效的备件管理有利于降低晶圆厂非计划停机损失

- 建立区域保税备件仓，存储设备光学组件、真空耗材、MRO维修配件；提供24小时跨城/跨国紧急派送、驻场备件库存代管、设备逆向维修运输，**核心目标缩短产线停机时间，降低非计划停机带来的巨额损失。**
- **收费模式：**仓储租金（按仓位/货值计费）+加急派送服务费（按距离/时效溢价）+驻场代管年费
- **核心壁垒：**本地仓储资源、及时响应的车队资源、Saas化服务

图：本地半导体仓储资源至关重要



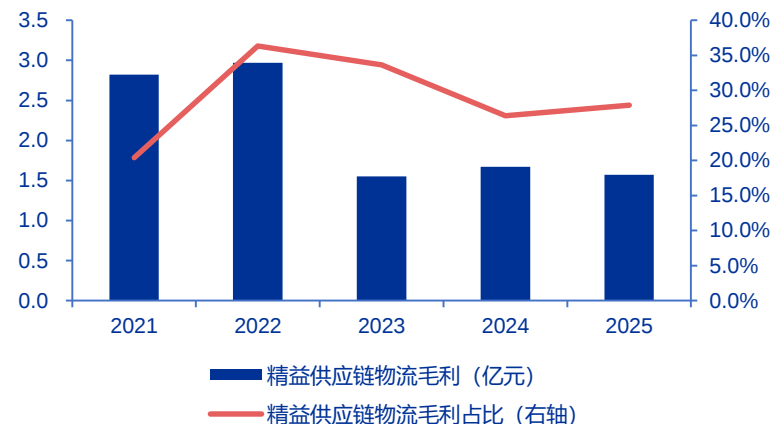
海程邦达：半导体全链路运输领先企业

- 凭借国内仓库网络布局与保税物流体系建设，提供精密设备跨境运输、备品备件存储调拨、精密设备出境维修的全流程闭环服务。
- 以京东方、莫仕、三星及国内晶圆厂等大型制造企业为核心服务对象，在泛半导体制造产业的垂直服务领域内不断拓展客户。
- 精益供应链业务毛利率远超公司平均水平，有望持续增长。

图：海程邦达精益供应链物流收入（亿元）及占比



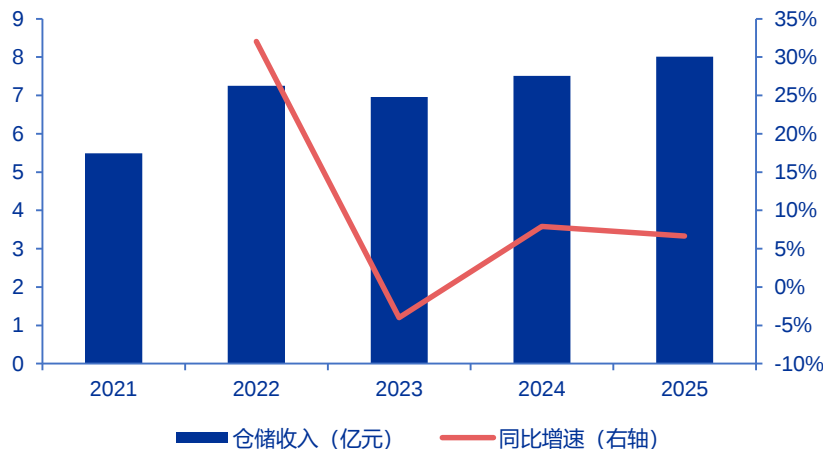
图：海程邦达精益供应链物流毛利（亿元）及占比



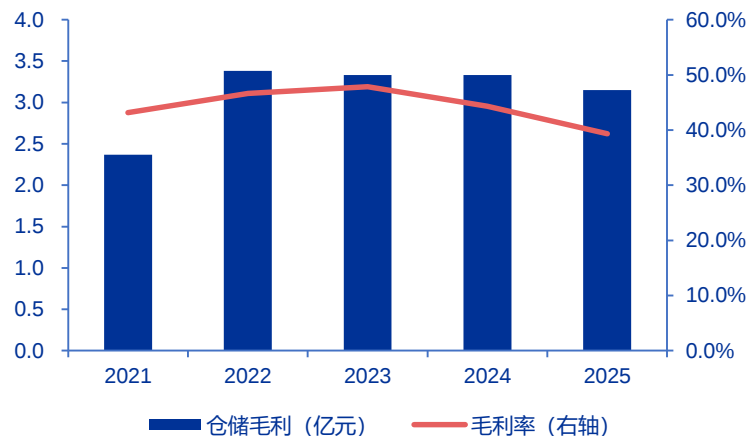
密尔克卫：仓储资源为主要优势，高毛利客户替代低毛利客户

- 以全球自建及管理逾70万平米的专业化学品仓库配套仓储为核心优势，依托自身完备的场地与合规资质，承接晶圆厂存量产线备件仓储、运维配套物流，形成“设备运输+仓储代管+应急配送”的配套服务能力。
- 仓库资源紧张，优质仓储资产成为公司核心稀缺产能约束，现有仓储容量不足以承接全部新增订单。产能受限背景下，公司具备充足动力推进客户分层替换，优先承接半导体等高毛利战略客户，逐步缩减低毛利、低附加值传统散货化工订单。

图：密尔克卫仓储业务收入（亿元）及同比增速



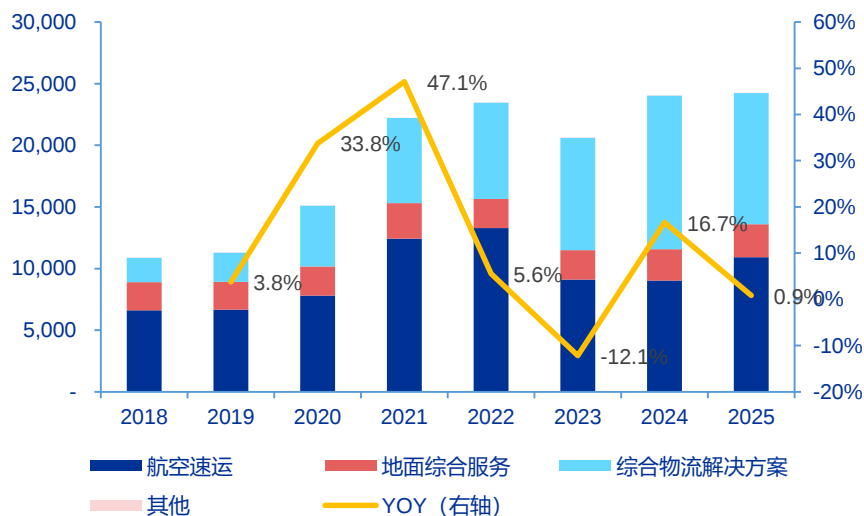
图：密尔克卫仓储业务毛利（亿元）及毛利率



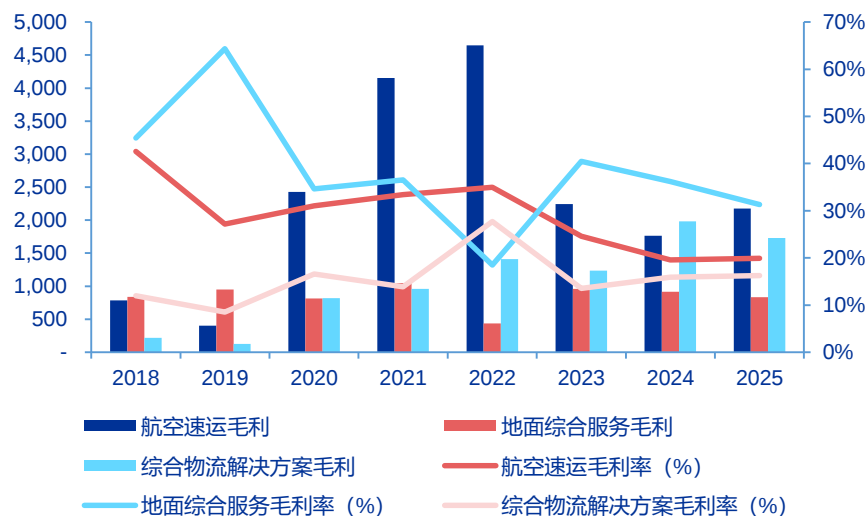
东航物流：洲际运力优势突出，核心受益AI硬件及高端半导体跨境运输需求

- **全球市场看，2025年AI相关货物占航空货运总量的7%，但是占航空运输贸易总货值的53.5%。** AI相关贸易货值的三分之二以上由航空货运承担，数据存储单元和服务器等关键产品分别有68%和56%的贸易量依赖航空货运；在AI相关贸易中，中间输入品占比达68%，其中74%依赖航空运输。存储芯片等关键组件，几乎全部通过航空货运进行运输。
- **需求端，高价值的精密设备对运输的时效性、安全性和专业性都有极高要求，航空货运凭借其速度快、流程可控等优势，能够满足这些严苛条件；成本端，尽管AI设备的运价远高于普通货物，但单台服务器数百万美元的货值之下，空运运费仅占硬件总成本0.2%-0.5%，科技企业普遍愿意承担空运溢价，航空货运成为跨国运输的首选。**

图：东航物流营业收入结构及同比增速（百万元）



图：东航物流业务毛利及毛利率

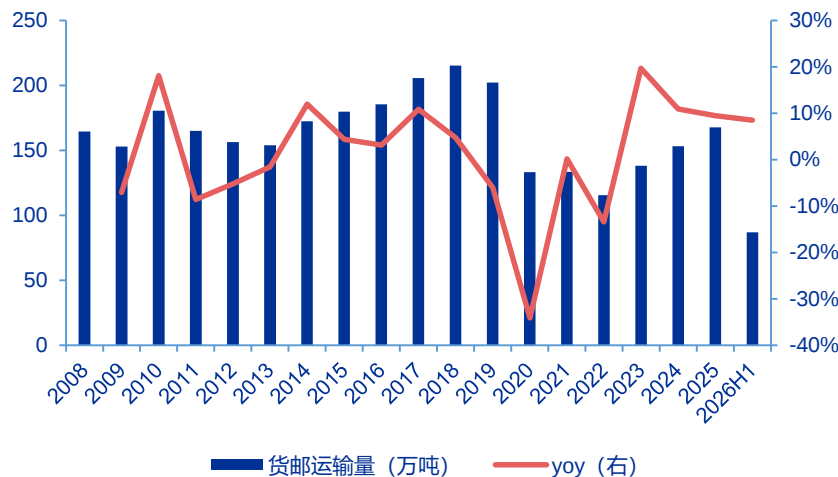


国泰航空：深耕半导体跨境空运，26H1特货业务大幅增长

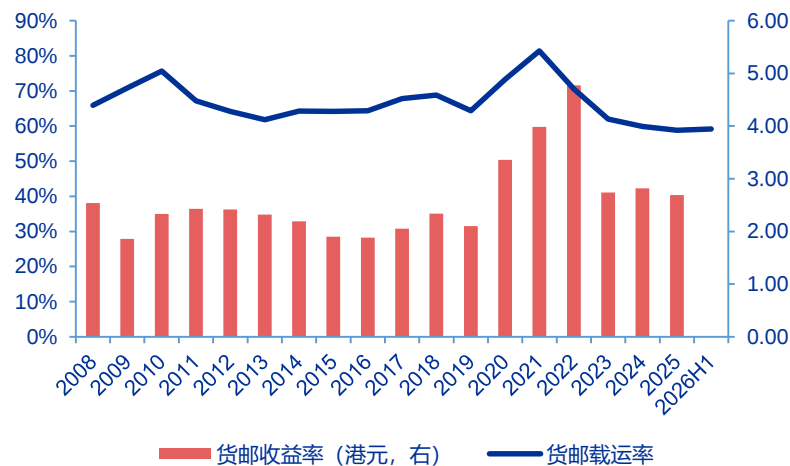


- 依托香港国际航空枢纽优势与专业特殊货物运输能力，切入半导体精密设备跨境物流赛道，主打高端精密设备、AI 硬件、半导体元器件的跨境空运服务，是全球半导体设备空运领域的核心运力提供商之一
- 公司全球航空运力充足、枢纽区位优势突出、特殊货物运输经验丰富、航线覆盖全面，26年上半年依靠半导体运输带动公司特殊货物运输业务大幅增长。

图：国泰航空货邮吞吐量（万吨）



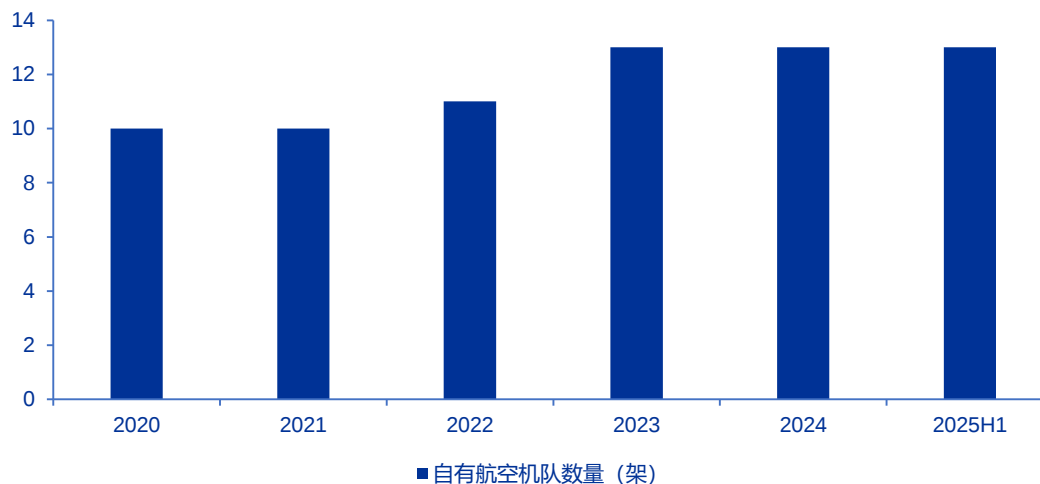
图：国泰航空货邮载运率及收益率变化



圆通国际快递：新兴跨境半导体物流配套玩家

- 依托“东方天地港”跨境卡班、自有航空干线、东南亚/中亚海外枢纽网络，承接半导体元器件、芯片模组、精密电子设备、算力配套零部件的跨境海空多式联运、产地集货、口岸清关、海外末端配送全链路服务，重点覆盖东南亚、中亚、澳洲等新兴半导体制造与算力出海市场
- 深度服务国内消费电子、AI硬件品牌出海，紧跟半导体产业链产能出海脚步
- 截至2025年上半年，公司自有航空机队维持13架，累计开通货运航线150多条，国际业务网络覆盖6个大洲、150多个国家和地区

图：圆通速递自有航空机队数量（架）



主要内容

1. AI 催化行业景气，半导体物流赛道格局与核心变化
2. 设备与备件物流：扩产与设备更新驱动业务量增长
3. 原材料与电子化学品物流：资质/仓储/工艺三重壁垒与企业布局
4. 半导体分销：多元业务价值与专业配套物流企业
5. 风险提示

国产材料替代加速催化原材料与电子化学品物流需求增长



- **国产材料替代加速，本土硅片、半导体材料企业出货量提升，带动本土物流企业需求增长。**
- **覆盖晶圆制造、封装全流程原材料全链路供应链，服务Fab厂日常生产投料，是半导体物流中重资产属性最强的板块，核心解决“高纯度、危化类物料安全合规运输与存储”的需求。**
 - 1) 跨境进口：硅片、电子特气、靶材海外提货、危化品清关、恒温冷链运输，其中电子特气等危化品需具备全套押运资质，清关周期严格控制在3-5个工作日；
 - 2) 仓储配送：洁净防爆危化仓存储，厂内JIT多频次精准配送、避光恒温分拨，部分高端半导体材料需全程控制温差在 $\pm 1^{\circ}\text{C}$ 以内，仓储环境需达到百级洁净标准；
 - 3) 增值服务：危废化学品回收处置、空桶循环运输、批次全链路追溯、温湿度数据监控，满足晶圆厂对原材料良率管控的核心要求。

表：原材料与电子化学品物流盈利模式

盈利来源	收费逻辑
危化品运输费	按危化品等级/吨位/距离收费；相对于普通化工品有较高溢价
危化品仓储租金	按面积/品类/危险等级计费；芯片企业收费高于其他企业
冷链/恒温运输	半导体材料等 $2-8^{\circ}\text{C}$ 冷链运输溢价显著；配备温度记录仪/数据追溯
VMI/寄售仓管理	"全球中心库-区域仓-现场仓"三级仓储体系；小时级紧急响应；
逆向物流/危废处理	废酸处理毛利率相对较高

行业壁垒1：全品类危化品合规资质壁垒

- 企业必须同时具备危化经营、危化运输、专业押运、防爆仓储、危废回收处置全套资质
- 国家层面对危化品流通行业的政策监管日趋严格，企业运营难度提升，头部企业竞争力进一步增强。

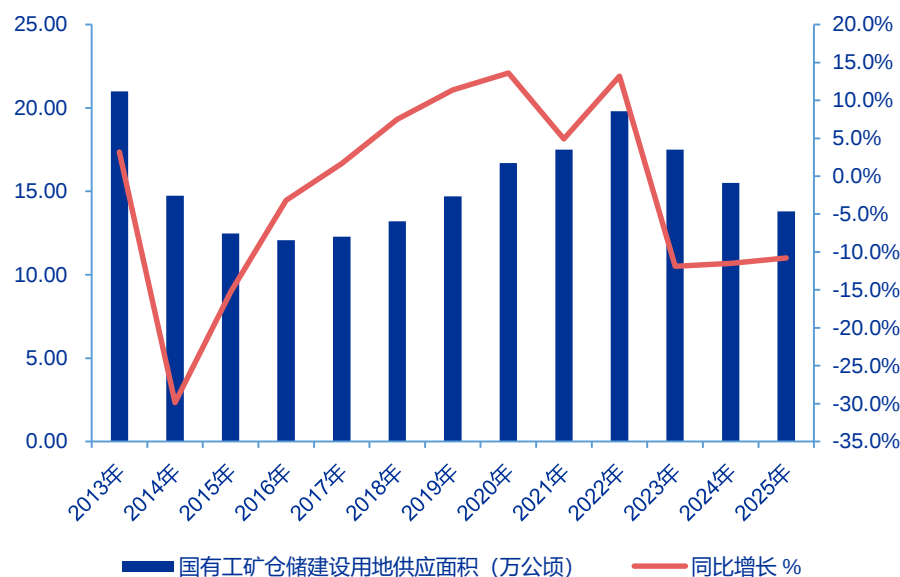
表：近年危化品物流行业监管法律法规（国家层面）

发布时间	发布机构	法律法规	主要规定
2025年12月	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国危险化学品安全法》	明确交通运输部门对危化品道路运输许可、运输工具、从业人员资质监管职责；强化托运人、承运人、装货人多方连带责任；要求建立危化品运输信息共享、全程追溯机制；大幅提高违法运输处罚额度，衔接电子运单监管。
2025年10月	交通运输部、公安部、应急管理部	《危险货物道路运输企业安全管理规范》	全国统一危货运输企业安全管理制度框架；人员、车辆、动态监控、装卸、应急预案、台账标准化要求。
2024年12月	交通运输部	《船舶载运危险货物安全监督管理规定》	载运危险货物的船舶，其船体、构造、设备、性能和布置等方面应当符合有关法律、行政法规、规章以及强制性标准和技术规范的要求；载运危险货物的国际航行船舶还应当符合有关国际公约的规定，具备相应的适航、适装条件。
2023年11月	交通运输部	《道路危险货物运输管理规定》（2023 修正）	违反该规定从事危险货物运输的，违法所得超过2万元的，没收违法所得，处违法所得2倍以上10倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足2万元的，处3万元以上10万元以下的罚款；构成犯罪的，依法追究刑事责任
2023年7月	交通运输部	《港口危险货物安全管理规定》（2023 修正）	危险货物港口建设项目的建设单位和港口经营人应当建立健全全员安全生产责任制和安全生产规章制度，加大对安全生产资金、物资、技术、人员的投入保障力度，改善安全生产条件，加强安全生产标准化、信息化建设，构建安全风险分级管控和隐患排查治理双重预防机制，健全风险防范化解机制，提高安全生产水平，确保安全生产
2022年9月	交通运输部	《铁路危险货物运输安全监督管理规定》	规范铁路运输环节的危险货物管理，明确运输条件、运输安全管理、监督检查等环节，铁路罐车、罐式集装箱以及其他容器应当封口严密，安全附件设置准确、起闭灵活、状态完好，能够防止运输过程中因温度、湿度或者压力的变化发生渗漏、洒漏
2022年7月	交通运输部	《港口安全类重大风险专项防控措施》	加强储罐监测工作，杜绝罐区内违规动火作业和违反操作规程，加强对罐体检修管理
2022年2月	交通运输部、公安部、应急管理部	《道路运输车辆动态监督管理办法》（2022修正）	道路危险货物运输企业和拥有 50 辆及以上重型载货汽车或者牵引车的道路货物运输企业应当按照标准建设道路运输车辆动态监控平台，或者使用符合条件的社会化卫星定位系统监控平台，进行实时监控和管理。
2021年4月	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国海上交通安全法》（2021修正）	船舶载运危险货物，应当持有有效的危险货物适装证书，并根据危险货物的特性和应急措施的要求，编制危险货物应急处置预案，配备相应的消防、应急设备和器材。
2014年4月	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国环境保护法》（2014修正）	生产、储存、运输、销售、使用、处置化学物品和含有放射性物质的物品，应当遵守国家有关规定，防止污染环境；固体废物的收集、运输和处置等应通过环境卫生设施集中处置。

行业壁垒2：仓储产能稀缺壁垒

- **洁净防爆仓储产能稀缺：**晶圆厂原材料必须存储在万级/百级洁净、恒温恒湿、防爆防静电、惰性气体保护的专用仓库，单座半导体洁净防爆仓建设成本较高，单位面积的建设成本约为普通仓库的3-5倍，重资产投入高、回报周期长。
- **国内半导体产业集群集中，优质仓储土地资源稀缺，头部企业提前卡位核心区位，新进入者无产能、无区位优势。**

图：2013-2025年我国国有工矿仓储建设用地供应面积变化情况



行业壁垒3：严苛工艺管控+危废闭环一体化壁垒

- **极致环境容错要求：**高端半导体材料温差波动需控制在 $\pm 1^{\circ}\text{C}$ ，全程避光、隔碱、无尘；电子特气、前驱体易挥发、易反应，运输存储需专用密封容器、恒温冷链、防爆车辆。
- **危废闭环合规壁垒：**半导体化学品空桶、残液、废弃前驱体属于高危危废，必须由具备危废处置资质的企业统一回收、合规处理。晶圆厂为规避环保风险，优先选择“物流+危废处置”一体化服务商，无危废资质的企业无法实现业务闭环，难以进入核心供应链。

表：原材料与电子化学品物流工艺管控壁垒较高

材料类别	代表性产品	运输与仓储要求
硅片	12英寸/8英寸抛光片、外延片	超洁净环境运输；真空密封包装，内充高纯氮气，外层防静电；全程温湿度监控；FOUP/晶圆盒专用运输载体
电子特气	高纯氟化氢、三氟化氮、六氟化钨、硅烷等	有毒/腐蚀/易燃危化品；需全品类危化品运营资质；专用钢瓶和特种运输车辆；全程GPS监控和泄漏检测
湿电子化学品	蚀刻液、清洗液、显影液、CMP抛光液	纯度要求达ppb级（十亿分之一）；运输容器需特殊清洗处理防金属离子污染；部分属腐蚀品危化品
靶材	铝/钛/钽/铜溅射靶材	高纯金属，防氧化包装；部分属危化品；精密防震运输
其他材料	掩模版/光罩、CMP抛光垫、石英制品	防震/防尘/防静电包装；超高洁净度运输

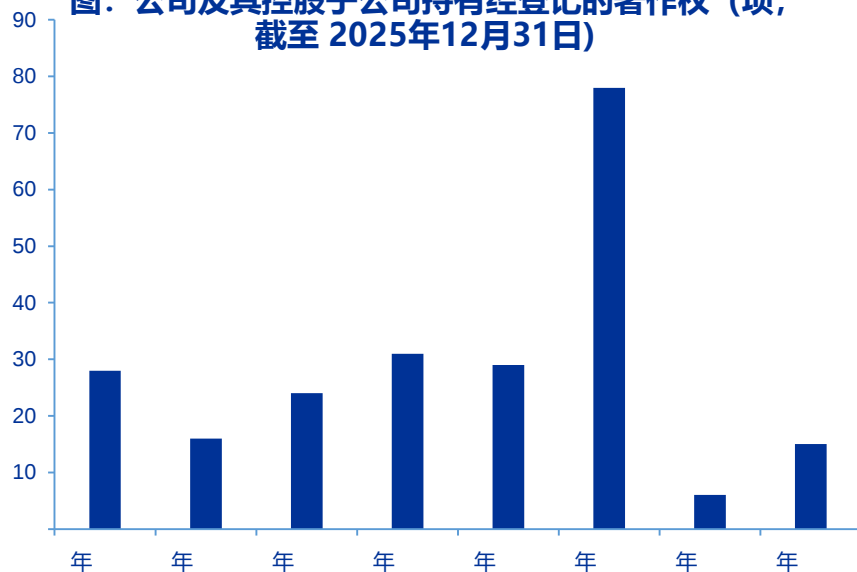
密尔克卫：第三方化学品物流巨头，资质齐全、技术设施丰富



- **国内第三方化学品物流巨头，拥有完备的危化品物流相关资质，包括危险化学品经营许可证、道路运输经营许可证（含危险品运输）、国际货运代理企业备案表等。**
- **公司面向半导体产业布局专业洁净防爆仓储，打造电子化学品储运基础设施。**其中天津西青基地为全国首个集成电路半导体专业危化品物流基地；同时依托长三角、珠三角、成渝产业集群，在上海、东莞、惠州、成渝、鄂州等地布局半导体定向洁净防爆仓储网点。
- **与上海化工研究院战略合作，聚焦集成电路危废再利用。**

图：密尔克卫全国仓配网络与半导体物流布局区位相近

图：公司及其控股子公司持有经登记的著作权（项，截至 2025年12月31日）



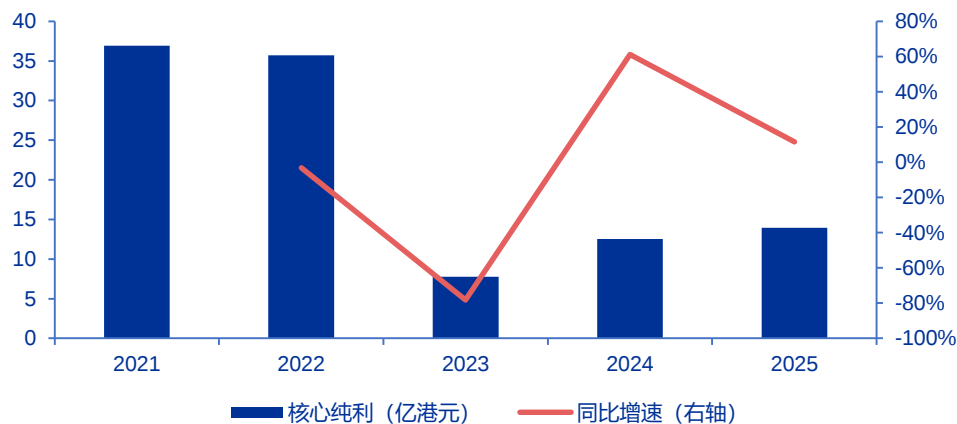
嘉里物流：仓干配物流体系，搭建一湾一地两角的危化品仓储网战略



- 嘉里化工物流以张家港保税区嘉会物流园区作为长三角核心枢纽（一湾），成都嘉里呈祥作为西南内陆节点（一地），同时布局环渤海（华北角）、珠三角（华南角）两大沿海产业集群。
- 张家港园区为战略核心，配套甲/乙类危化仓库与半导体专用恒温保税温控库，重点存储湿电子化学品、靶材前驱体；具备完整1-9类危险品仓储运输资质，自研 HSSEQ 数字化管控平台，实现仓储、运输温湿度全程可视溯源。

图：嘉里物流半导体物流仓干配物流体系

图：嘉里物流核心纯利（亿港元）及同比增速



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：嘉里物流官方公众号，申万宏源研究

主要内容

1. AI 催化行业景气，半导体物流赛道格局与核心变化
2. 设备与备件物流：扩产与设备更新驱动业务量增长
3. 原材料与电子化学品物流：资质/仓储/工艺三重壁垒与企业布局
4. 半导体分销：多元业务价值与专业配套物流企业
5. 风险提示

半导体分销业务模式拆解

- 半导体分销是芯片从原厂到终端用户之间的中间环节，兼具**"销售代理+物流配送+技术服务+资金垫付"**四重功能。
- **核心壁垒：原厂授权壁垒、技术能力壁垒、供应链与库存壁垒、资金实力壁垒**
- **财务特点：毛利率较低，货值高、周转速度极快**

表：半导体分销各业务环节

业务环节	业务内容	价值贡献
授权代理销售	获得TI/ADI/Microchip/ST等原厂授权代理权，向下游OEM/EMS客户销售芯片	原厂不愿维护数千家小客户，分销商承担"长尾客户管理"职能
供应链物流配送	从原厂/保税仓到客户产线的配送；VMI寄售仓；JIT/JIC交付	缩短客户备货周期；降低库存资金占用；"全球中心库-区域仓-现场仓"三级体系
技术服务支持	FAE（现场应用工程师）提供选型/设计/调试支持；方案设计；样品管理	原厂FAE资源有限，分销商FAE承担大量技术支持工作，是核心差异化能力
资金垫付与账期	向原厂预付货款，向客户提供30-90天账期；承担汇率/库存风险	解决上下游账期错配；分销商本质是"供应链金融"提供者
库存管理与备货	安全库存管理、需求预测、紧缺物料备货、替代料推荐	芯片短缺/涨价周期中，分销商库存能力直接影响客户产线运转

资料来源：国际电子商情，申万宏源研究

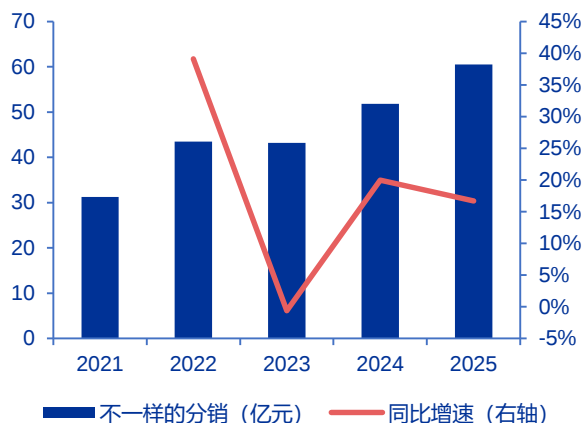
密尔克卫：稀缺具备“化学品+成品”双轨半导体物贸一体化分销物流能力

仅供内部参考，请勿外传



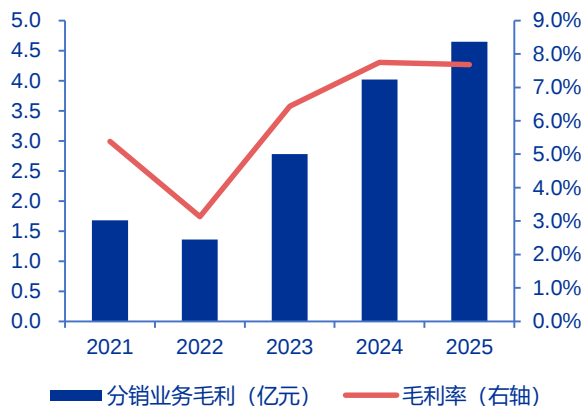
- 国内极少数同时覆盖半导体电子化学品分销贸易、高端成品芯片分销物流的一体化服务商，依托自研MCD分销业务体系+全国危化仓网，形成独有差异化的半导体分销供应链闭环。
- 分销业务采取线上+线下结合模式开展，依托“灵元素”线上平台，改善分销效率，搭建可视化危化品流通链条。

图：密尔克卫分销业务收入（亿元）及同比增速



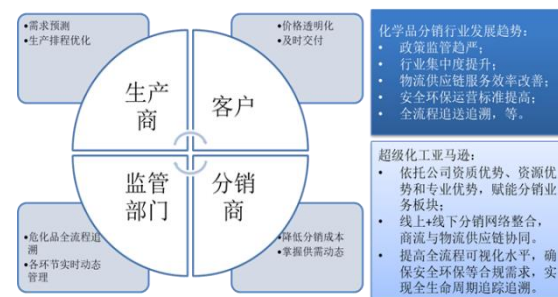
资料来源：Wind，申万宏源研究

图：密尔克卫分销业务毛利（亿元）及毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图：密尔克卫“灵元素”主要优势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

香远芯兴：国内纯半导体垂直分销物流领先企业

■ 国内极少数完全聚焦半导体单一赛道、无传统杂货运业、全流程IC标准化作业的垂直供应链服务商

- 1) 高端芯片跨境分销与保税代管：主营高价值半导体货品的跨境空运、合规清关、保税仓储与全球调货服务，在深圳、香港、台湾、美国布局专业ESD恒温保税仓，精准匹配元器件分销商小批量、高时效、紧急调货的长尾需求，是华南、华东半导体分销领域核心配套物流商；
- 2) 全链路一体化供应链服务：延伸半导体供应链数字化管理、配套产业服务，覆盖IC设计、制造、封装、终端分销全产业链环节，具备垂直赛道专属供应链综合服务能力；

图：香远芯兴半导体供应链业务



主要内容

1. AI 催化行业景气，半导体物流赛道格局与核心变化
2. 设备与备件物流：扩产与设备更新驱动业务量增长
3. 原材料与电子化学品物流：资质/仓储/工艺三重壁垒与企业布局
4. 半导体分销：多元业务价值与专业配套物流企业
5. 风险提示

风险提示

- **全球贸易政策风险：**不同国家出口管制升级可能重塑半导体贸易流向，影响跨境物流需求结构。
- **危化品物流安全风险：**半导体原材料多为危化品，一次安全事故可能导致资质吊销和巨额赔偿。
- **需求不及预期：**半导体周期下行可能导致晶圆厂削减资本开支和物流预算。
- **竞争加剧风险：**越来越多物流企业切入半导体赛道，可能拉低毛利率。

估值表

表：估值表

证券代码	证券简称	2026/8/4		申万预测归母净利润（亿元，当地货币）				PE		
		收盘价 (元，当地货币)	总市值 (亿元，当地货币)	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603713	密尔克卫	60.80	97	6.27	8.47	10.39	11.55	11	9	8
601156	东航物流	17.03	270	26.88	29.12	33.19	36.40	9	8	7
0293.HK	国泰航空	14.40	876	108.28	83.34	103.39	110.46	11	8	8

注：国泰航空收盘价、总市值及预测归母净利润货币单位为港元，其余均为人民币

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swsresearch.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性(Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持(Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性(Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡(Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性(Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

有信仰敢担当 守正创新追求卓越



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

闫海
yanhai@swsresearch.com