长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

证券研究报告



联合研究丨公司深度丨密尔克卫（603713.SH）

再谈密尔克卫：三十而立，乘风再起

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

密尔克卫是国内领先的智能化工供应链综合服务商，构建了"一站式综合物流服务+化工品分销"双主业体系，逾 70 万㎡危化品仓储面积与全品类经营资质构成难以复制的核心壁垒。公司业务正向半导体物流延伸——中国半导体物流市场规模或达约合人民币 800-1500 亿元，半导体物流正迎来量价齐升的黄金窗口——制造中超过 1/3 原材料为化学品，密尔克卫有望从传统化工仓储切入半导体及其原材料供应链，共享时代红利。公司 2019 年起围绕 SMIC 前瞻布局，2023 年投运全国首个半导体专业危化品物流基地，除此之外进一步延伸至废酸综合利用。

分析师及联系人



韩轶超

SAC：S0490512020001

SFC：BQK468



杨洋

SAC：S0490517070012

SFC：BUW100



韦铖

SAC：S0490526050001



魏爱晓

| 证券研究报告 |

2026-09-07

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

密尔克卫（603713.SH）

再谈密尔克卫：三十而立，乘风再起

引言：白驹过隙，厚积薄发

在《"危"中寻机系列（二）：密尔克卫深度报告：居安思危，进退有度》中我们论证了危化品物流是一个好行业（高壁垒，重卡位，集中度上升），密尔克卫是一家好公司（懂取舍，识深浅，知进退）。**四年后的当下，再谈这家近而立之年的化工品综合供应链龙头公司，我们认为公司的成长逻辑有所进化，除了传统业务（一站式综合物流服务和化工品分销），公司基于长期坚持在主航道内深耕细作，积累了稀缺的资源和优质的口碑，厚积薄发切入半导体供应链业务。**

化工供应链业务：深耕细作，马太效应

化工供应链行业虽总量承压，但结构性机会与供给侧逻辑仍在深化。需求端——中国化工物流市场在经历 2022 年高峰后进入平台期，2025 年市场规模回落 7.4%至约 2.3 万亿元，较 2021 年仅增长 0.9%，主因为产能快速扩张期遭遇需求疲软下行造成供需失衡。但全球视角下，中国化学品销售额已取代欧美成为世界第一，产能东升西落仍为主逻辑。**供给端**——行业监管持续趋严，危化品仓储资质壁垒高企、增量有限，2018 年后仓库面积增速持续走低；集中度方面，头部企业凭借先发优势持续整合稀缺资源，密尔克卫 2022 年至今坚持并购整合抢占核心节点，虽短期承压，但前瞻性布局构筑了深厚的资产壁垒。**化工供应链行业正从增量竞争转向存量博弈，"强者恒强"的马太效应将持续放大公司的龙头优势。**

半导体供应链业务：大势所趋，乘风而起

半导体综合物流是密尔克卫最具弹性的第二成长曲线，核心逻辑在于增速快、空间大、盈利好。全球半导体物流市场 2025 年规模达 793.2 亿美元，中国半导体物流市场规模或达 120.3 亿至 211.1 亿美元规模（约合人民币 800-1500 亿元）。**半导体制造中超过 1/3 的原材料为化学品，化学品物流需求随晶圆扩产确定性放量，且半导体电子化学品单位价值远高于普通化工品、客户对物流成本敏感度低，物流服务商享有提价空间；**而其中广泛使用的电子特气与湿电子化学品多数具有剧毒、腐蚀、易燃易爆等危险特性，与危化品仓储资质分类存在对应关系，对物流服务商的资质完备性提出极高要求。**密尔克卫不仅做到危险化学品 9 类全覆盖，更是早早切入此赛道**——公司 2019 年起即围绕 SMIC 前瞻布局，2023 年投运的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。**在未来运营中，有望持续优化仓储客户结构，通过切换部分传统化工供应链服务至半导体综合供应链服务升级盈利能力。**除此之外公司还进一步延伸至废酸综合利用环节，从"仓储服务商"向"半导体供应链运营商"跃迁。

投资建议：生生不息，乘风再起

公司以化工供应链为基本盘，半导体物流为第二增长曲线，进入双轮驱动加速期。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.3、9.6、11.1 亿元，对应 PE 为 13.3、11.5、10.0 倍。**公司化工基本盘在行业长期低谷期后有望迎来景气修复，半导体物流业务则以真实客户、真实资质、真实资产为支撑进入加速放量期。考虑到半导体物流业务的成长性与高壁垒属性，由于该业务与半导体洁净室工程（亚翔集成）在下游客户、景气周期、估值逻辑上具有一定相似性，我们认为公司利润和估值具备双重提升空间，重申"买入"评级。**

风险提示

1、 化工行业景气度复苏不及预期；2、半导体物流业务拓展不及预期；3、收并购整合风险；4、安全生产与合规风险；5、盈利假设不成立或不及预期。

公司基础数据

当前股价(元)	63.29
总股本(万股)	17,405
流通A股/B股(万股)	17,405/0
每股净资产(元)	30.66
近12月最高/最低价(元)	83.97/48.90

注：股价为 2026 年 9 月 4 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：白驹过隙，厚积薄发 6
近而立之年：积淀雄厚，行业龙头 6
化工供应链业务：深耕细作，马太效应 8
化工行业：东升西落，总量承压 8
监管趋严：增量有限，强者恒强 13
聚焦公司：深耕行业，当仁不让 15
芯片半导体业务：大势所趋，乘风而起 19
需求爆发：硅基时代，大势所趋 19
密尔克卫：能力禀赋，乘风而起 25
投资建议：生生不息，乘风再起 27
风险提示 28

图表目录

图 1：全文逻辑框架图 6
图 2：密尔克卫主营业务梳理 7
图 3：公司收入结构和增速（亿） 7
图 4：公司 2025 年收入结构 7
图 5：公司毛利结构 8
图 6：公司股权较集中，实控人持股占比超 43%（截至 2026H1） 8
图 7：2014-2025 年中国化工物流市场规模及增长速度 8
图 8：2018-2022 年中国化工行业供给快速扩张 8
图 9：中国石化和纺服行业 PPI 当月同比 2022 年开始持续下行 9
图 10：2022 年后中国房屋新开工面积有所下降 9
图 11：2022 年至今中国社会消费品零售总额同比增速维持低位 10
图 12：2022 年后中国消费者信心指数下滑 10
图 13：2022 至 2025 年中国化工产品价格指数 CCPI 持续下行 10
图 14：2022 年后，化工品价差持续收缩，行业利润空间持续收窄 10
图 15：供需失衡下化工品开工率逐渐走低 10
图 16：主要化工仓储物流公司毛利率情况 10
图 17：2021-2026 年中国炼厂开工率 11
图 18：2015-2025 年石化化工行业归母净利润情况 11
图 19：化学品市场有望持续量增 11
图 20：化学品产量增速情况 11
图 21：2024 年较 2004 年，中国化学品销售取代欧美成为世界第一 12
图 22：2024 年中国化工行业资本开支占全球比重 47% 12
图 23：各国或地区化学品出口量情况（十亿欧元） 12
图 24：中国化学品出口量占全球比重逐步上涨至 2024 年 13% 12
图 25：主要三大区域化学品产能出清规模（ICIS 预计到 2028 年年末） 12

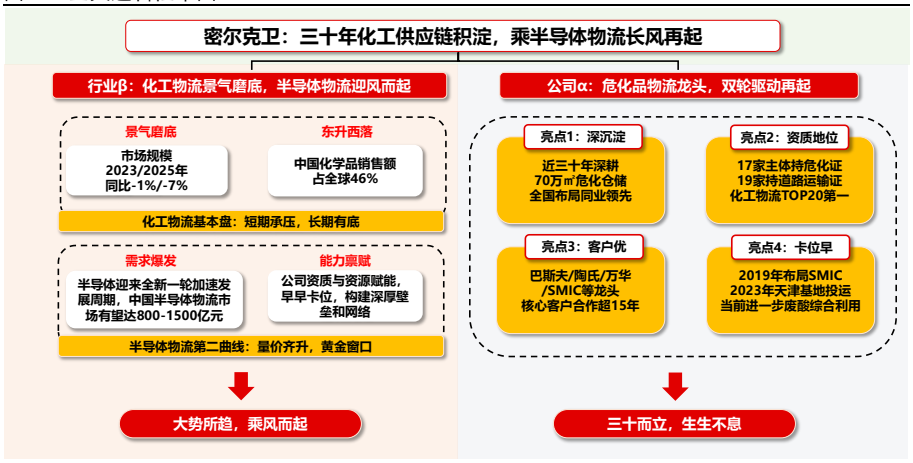
图 26：中国化学品产量占全球比例从 2000 年 8%上升至 2025 年 44% 12
图 27：行业供给约束强，仓库面积增速低 14
图 28：行业危险性高，玩家主要为民营企业 14
图 29：重点化工综合物流企业参与行业相关政策标准制定情况 15
图 30：头部企业参与行业相关政策标准比例提升 15
图 31：2025 年底，公司全球自建及管理逾 70 万平方米化学品仓库 16
图 32：主要上市公司的第三方化学品仓库面积比较 16
图 33：密尔克卫中国布局网络 16
图 34：公司与主要客户的合作年限（截至 2026 年） 17
图 35：公司深受客户认可 17
图 36：2022 年至今，公司每年仍进行较高的资本开支（亿元） 18
图 37：公司主要合作伙伴和客户 18
图 38：2000 年至今全球半导体月度销售额及 YoY（十亿美元，%） 20
图 39：全球半导体设备市场规模（十亿美元） 20
图 40：全球半导体物流行业市场规模（十亿美元） 21
图 41：台积电废弃物硫酸回收工艺迈向循环经济 23
图 42：美国及其盟友对我国半导体行业限制措施逐步升级 23
图 43：2016 年至今中国半导体销售额及同比（十亿美元，%） 24
图 44：中国半导体分下游市场规模（百万美元） 24
图 45：生产芯片主要原材料结构（以长鑫科技为例，2025 年数据） 25
图 46：密尔克卫天津芯片、半导体专用危险品库 26
图 47：密尔克卫危化品资质矩阵与半导体制造材料对应关系 27

表 1：我国炼化一体化项目梳理 9
表 2：化学品综合供应链服务行业风险性较高 13
表 3：行业监管趋严 13
表 4：2023-2024 年度中国化工物流行业综合服务 TOP10 15
表 5：公司行业地位 15
表 6：截至 2022 年 8 月，公司及其控股子公司拥有的资质 17
表 7：密尔克卫 2022 年至今进行的一些收并购项目 18
表 8：半导体物流的核心环节与能力要求 21
表 9：半导体制造常用化学品 22
表 10：半导体危废核心特征 22
表 11：危险化学品分类体系 25
表 12：密尔克卫盈利预测（以 2026 年 9 月 4 日收盘价元/股） 27
表 13：公司收入和利润敏感性分析 28

引言：白驹过隙，厚积薄发

四年前，我们在《“危”中寻机系列（二）：密尔克卫深度报告：居安思危，进退有度》中论证了危化品物流是一个好行业——高壁垒、重卡位、集中度上升，密尔克卫是一家好公司——懂取舍、识深浅、知进退。四年后的当下，再看这家快到而立之年的化工品综合供应链龙头，我们认为公司成长的逻辑已悄然生变。除了传统业务（一站式综合物流服务与化工品分销）的持续精进，公司基于长期在主航道内深耕细作所积累的口碑与客户，正厚积薄发、由量到质切入更高毛利的半导体物流领域，第二增长曲线空间可期。

图 1：全文逻辑框架图



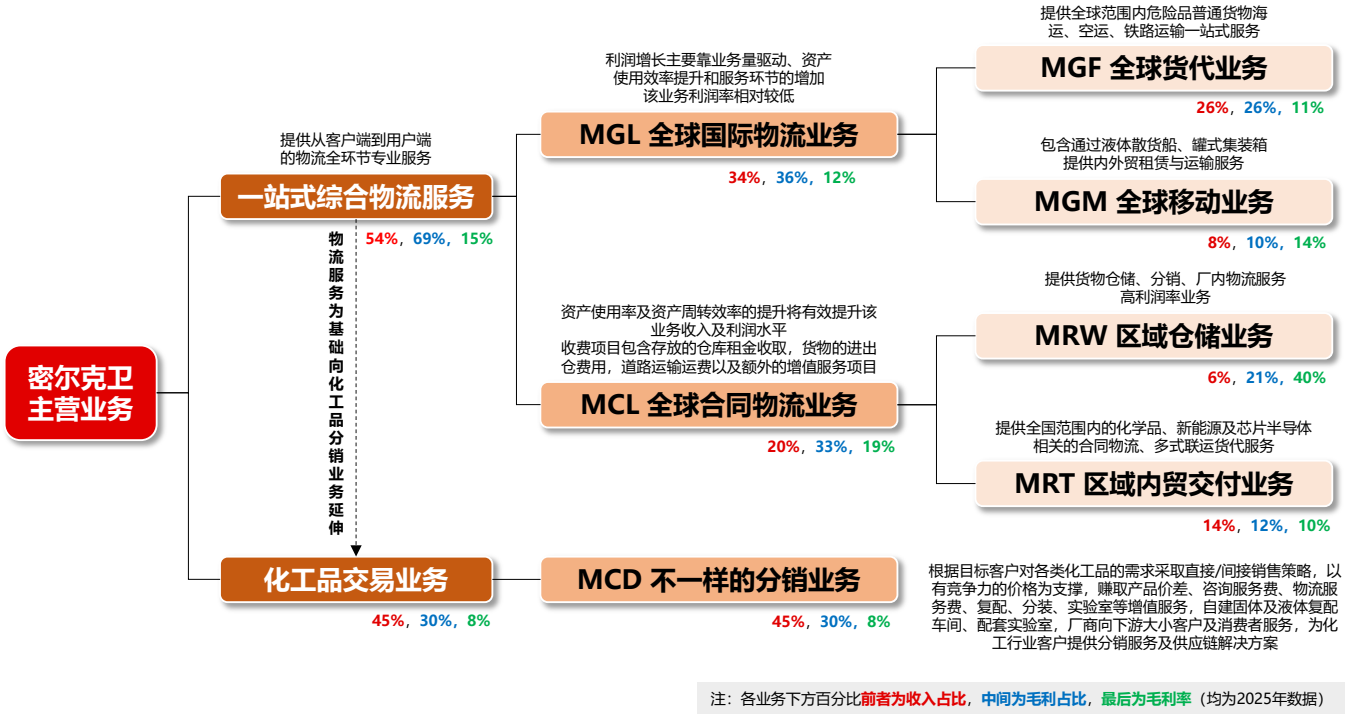
资料来源：Wind，长江证券研究所

近而立之年：积淀雄厚，行业龙头

密尔克卫成立于 1997 年，历经近三十年的深耕与发展，已成长为国内领先的专业智能化工供应链综合服务商，构建了"一站式综合物流服务+化工品分销"双主业体系，业务覆盖全球海运陆运货代、厂区内物流、全国危化仓储配送、化工品交易分销等全链条环节，为化工企业提供从原料到终端的一体化供应链解决方案。

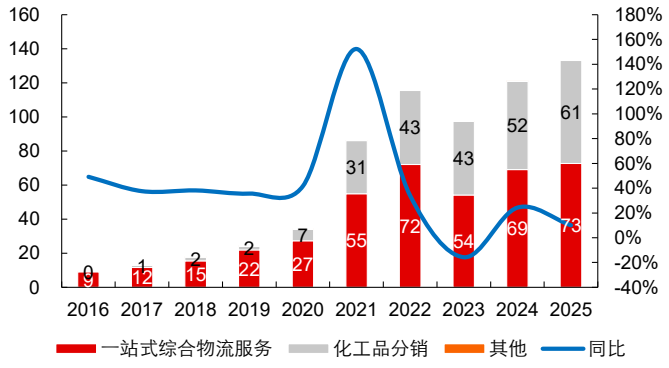
双主业协同，物贸一体。2025 年，公司实现营业总收入 133.4 亿元，综合毛利率 11.5%，营收与盈利持续稳步提升。分业务看：**1）一站式综合物流服务**（2025 年收入 72.6 亿元，同比+5.0%）——细分 MGF 全球货代、MGM 全球移动、MCL 全球合同物流三大板块，覆盖全球海运陆运货代、厂区内物流、全国危化仓储配送，其中合同物流（主要为仓储业务）毛利率显著高于板块平均，是高增长核心；**2）化工品分销业务**（2025 年收入 60.5 亿元，同比+16.7%）——依托物流渠道延伸分销服务，匹配上下游化工企业采销需求，黄磷、树脂粒子、洋酒等品类增量显著。

图 2：密尔克卫主营业务梳理



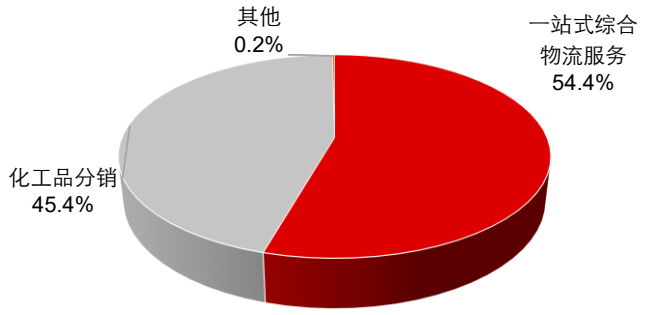
资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 3：公司收入结构和增速（亿）



资料来源：Wind，长江证券研究所

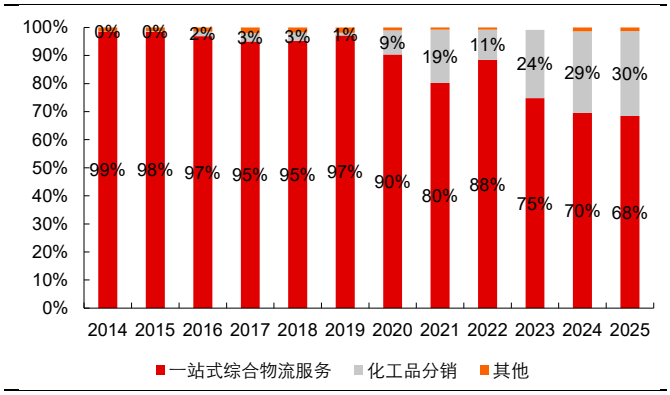
图 4：公司 2025 年收入结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

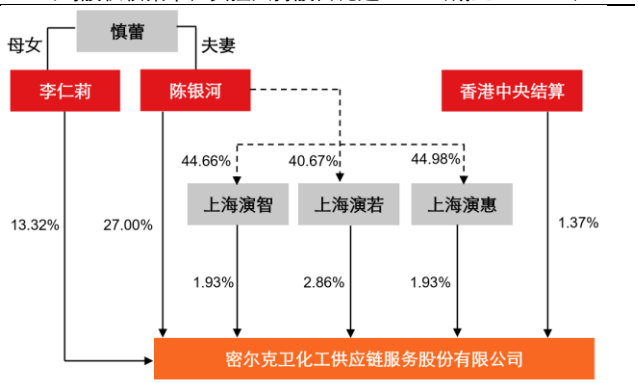
股权集中，治理稳定。公司股权结构较为集中，实控人持股比例超 43%，为长期战略执行提供保障。

图 5：公司毛利结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司股权较集中，实控人持股占比超 43%（截至 2026H1）



资料来源：Wind，长江证券研究所

化工供应链业务：深耕细作，马太效应

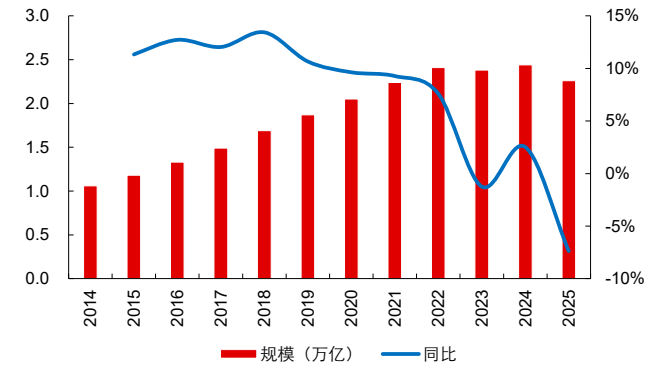
业务景气度与化工行业高度绑定。公司所处的化工供应链物流行业是典型的派生需求行业，其景气度与化工产业周期高度绑定——当化工行业景气上行、产能扩张时，原料和成品的仓储、运输、分销需求随之增长；反之，当化工行业进入下行周期，产能利用率不足、产品价格走弱，物流环节的运价和业务量也同步承压。为讨论公司传统业务未来发展情况，我们先回归化学品行业本身，审视行业当前的周期位置与长期趋势。

化工行业：东升西落，总量承压

中国视角：市场承压磨底，但增量空间仍存

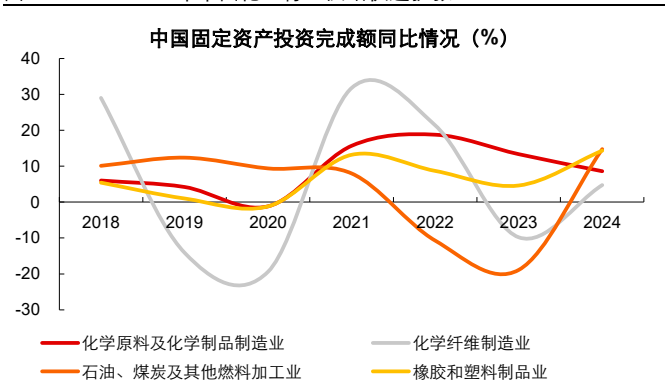
过去几年，中国化工物流市场经历了明显的景气下行。据中物联危化品物流协会数据，在 2022 年增长 7.6%至 2.4 万亿元后，我国化工物流市场规模进入平台期，增速显著放缓，预计 2025 年市场规模回落至约 2.3 万亿元，同比-7.4%，较 2021 年仅增长 0.9%。

图 7：2014-2025 年中国化工物流市场规模及增长速度



资料来源：中物联危化品物流协会，长江证券研究所

图 8：2018-2022 年中国化工行业供给快速扩张



资料来源：中物联危化品物流协会，长江证券研究所

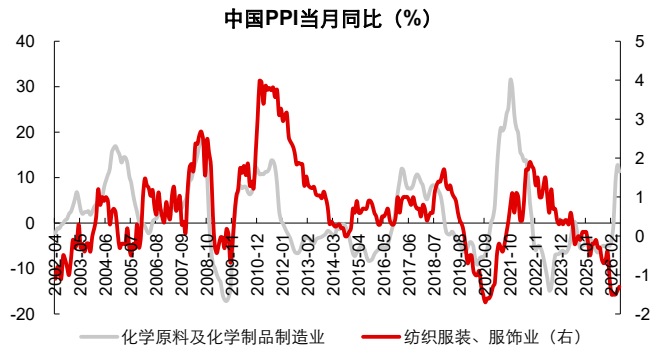
究其原因，产能快速扩张期遭遇需求疲软下行造成的供需失衡是核心矛盾。在 2018-2025 年中国炼化一体化项目投产潮的背景下（恒力石化、浙石化、盛虹炼化等民营大炼化相继投产，合计新增炼油产能超 8,000 万吨/年），叠加全球经济增速放缓、地缘冲突加剧、石化原料价格波动，化工需求疲软，行业整体景气度偏弱。化工产品价格指数（CCPI）持续走弱，2025 年指数中枢较 2021 年峰值下滑超 35%。

表 1：我国炼化一体化项目梳理

阶段	项目名称	投产时间	产能	集团/性质	地点	投资额
第一波(2018-2020)民营大炼化入场	中海壳牌二期	2018.04	120 万吨/年乙烯	中海油+壳牌	广东惠州	228 亿元
	恒力石化一期	2018.12	2000 万吨/年炼油	恒力集团（民营）	大连长兴岛	562 亿元
	浙石化一期	2020.01	2000 万吨/年炼油	荣盛集团（民营）	浙江舟山	超 2000 亿元
第二波(2022-2025)产能集中释放+产能过剩	浙石化二期	2022.01	2000 万吨/年炼油	荣盛集团（民营）	浙江舟山	—
	盛虹炼化	2022.12	1600 万吨/年炼油	盛虹集团（民营）	江苏连云港	677 亿元
	古雷炼化一期	2022.12	100 万吨/年乙烯	中石化+福建炼化	福建古雷	278 亿元
	广东石化	2023.02	2000 万吨/年炼油+120 万吨乙烯+260 万吨芳烃	中石油	广东揭阳	654 亿元
	裕龙岛一期	2024.09	2000 万吨/年炼油+300 万吨乙烯	南山/万华/山东能源	山东烟台龙口	约 1200 亿元
	天津石化南港	2024.11	120 万吨/年乙烯	中石化	天津南港	超 300 亿元
	镇海炼化二期	2024.12	1500 万吨/年乙烯，120 万吨/年乙烯	中石化	浙江宁波	416 亿元
	埃克森美孚惠州乙烯项目	2025.07	160 万吨/年乙烯	埃克森美孚	广东惠州	
	大榭石化	2025.08	1200 万吨/年炼油	中海油	浙江宁波	210 亿元
	旭阳炼化	2025	1500 万吨/年炼油	旭阳集团	河北	—
在建/规划(2026-2030)梯次投产	巴斯夫（广东）一体化基地项目	2026.03	100 万吨/年乙烯	巴斯夫集团	广东湛江	680 亿元
	独山子塔里木二期	2026.09	120 万吨/年乙烯	中石油	新疆	200 亿元
	古雷炼化二期	2026	1600 万吨/年炼油+150 万吨/年乙烯	中石化+福建炼化+沙特阿美	福建漳州	711 亿元
	中沙古雷乙烯	2026 下半年	150 万吨/年乙烯	中石化+沙特	福建漳州	约 448 亿元
	华锦阿美	2026 年末	1500 万吨/年炼油+165 万吨/年乙烯	中石化+华锦阿美	盘锦辽滨	超 800 亿元
	齐鲁石化转型	2027	1000 万吨/年炼油+100 万吨乙烯	中石化	山东淄博	244 亿元
	岳阳乙烯	2028	100 万吨/年乙烯	中石化	湖南岳阳	357 亿元
	恒力石化二期	尚未开始	2000 万吨/年炼油	恒力集团	大连	—
	中海壳牌三期	2028	160 万吨/年乙烯	中海油+壳牌	广东惠州	521 亿元
	裕龙岛二期	尚未开始	2000 万吨/年炼油	裕龙石化	山东烟台	1179 亿元
	大连西中岛	2030	1000 万吨/年炼油+120 万吨乙烯	中石油	辽宁大连	685 亿元

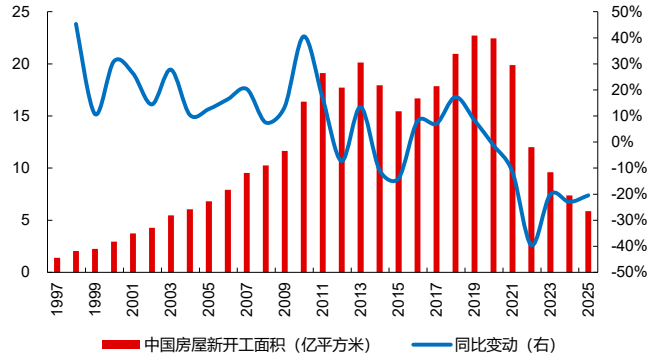
资料来源：各公司官网，公司公告，中国化工园区，长江证券研究所

图 9：中国石化和纺服行业 PPI 当月同比 2022 年开始持续下行



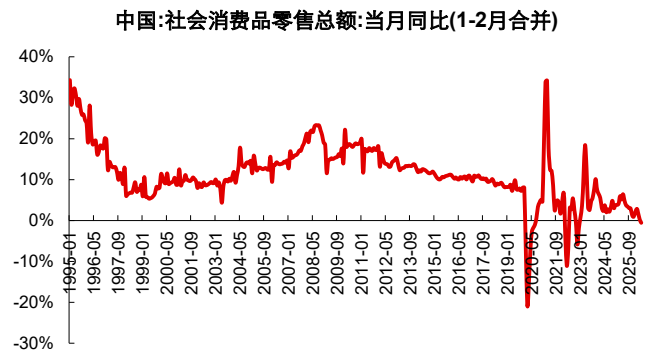
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 10：2022 年后中国房屋新开工面积有所下降



资料来源：中物联危化品物流协会，长江证券研究所

图 11：2022 年至今中国社会消费品零售总额同比增速维持低位



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：2022 年后中国消费者信心指数下滑



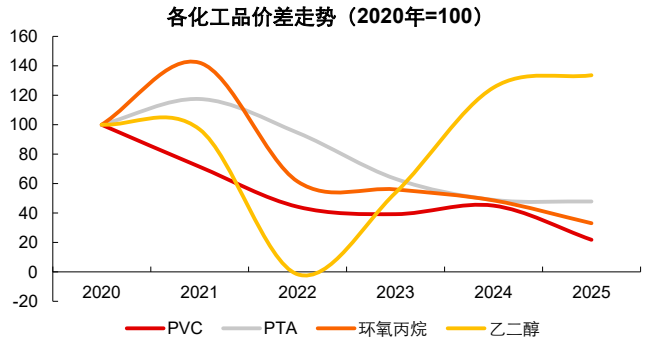
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：2022 至 2025 年中国化工产品价格指数 CCPI 持续下行



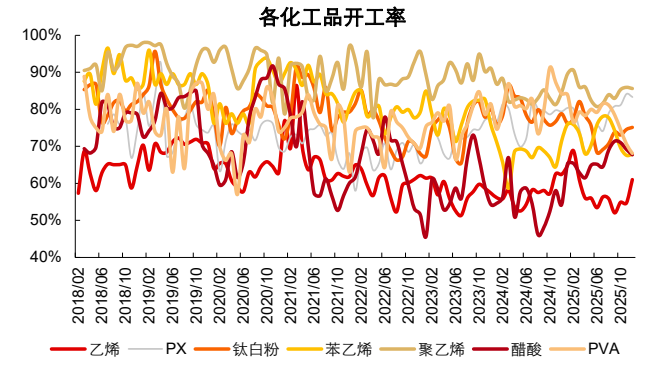
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：2022 年后，化工品价差持续收缩，行业利润空间持续收窄



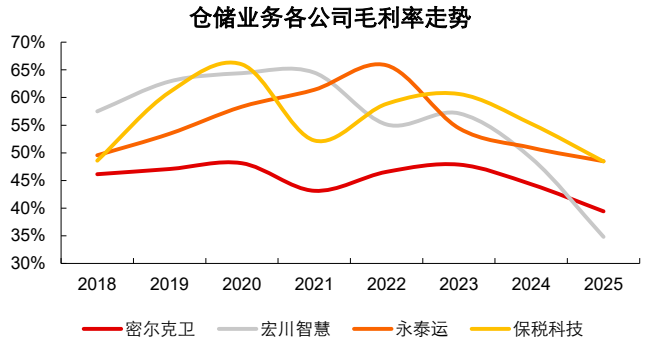
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 15：供需失衡下化工品开工率逐渐走低



资料来源：Wind，长江证券研究所

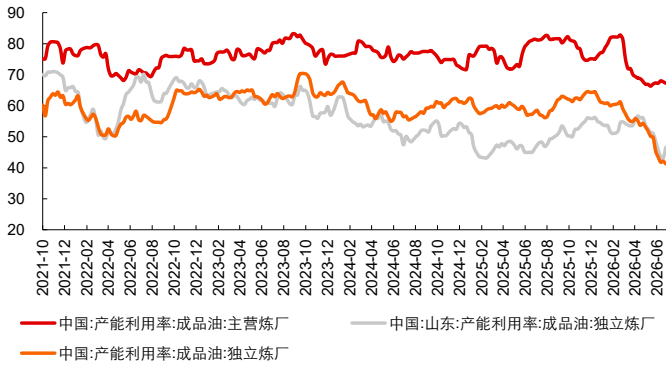
图 16：主要化工仓储物流公司毛利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

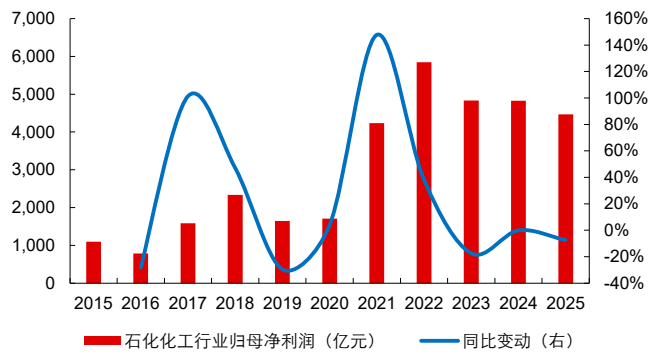
供需失衡直接传导至物流端——2025 年危货运输企业运价下降 11.5%，水运企业运价降幅 2%-35%，仓储企业价格同比下降 10%-15%，上游客户开工率不足、向下压价以降低成本，化工仓储公司库容利用率及效益下滑严重。从微观指标看，主要化工品（乙烯、PX、PTA、乙二醇等）产能利用率自 2022 年起持续走低，石化化工行业归母净利润自 2022 年高点大幅回落。

图 17：2021-2026 年中国炼厂开工率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：2015-2025 年石化化工行业归母净利润情况



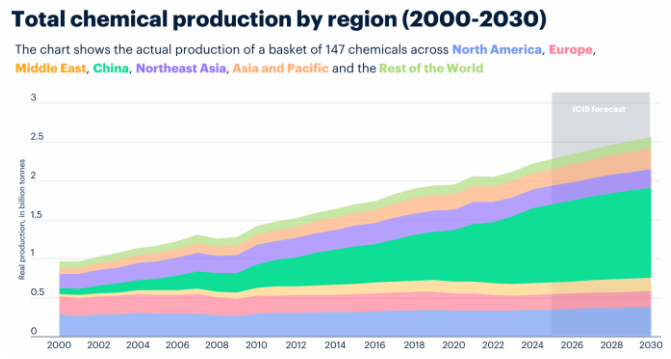
资料来源：Wind，长江证券研究所

此外，炼化一体化项目的大型化、一体化特征，在一定程度上也减少了第三方化工品物流的市场空间——大型炼化基地内部物料通过管道直供，减少了对外部仓储和运输的依赖。但从更长周期看，这一影响相对有限，第三方物流在专业化、灵活性服务方面具备优势，且相较于美国第三方化工物流 58%渗透率、日本 80%渗透率（2021 年数据），我国第三方化工物流渗透率仍有较大提升空间。

全球视角：产能东升西落仍为主逻辑

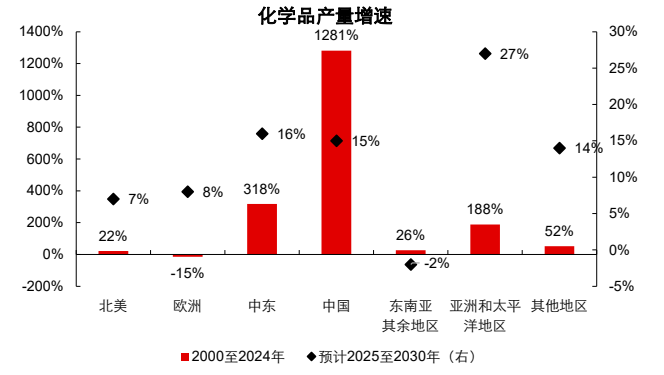
将视野从中国扩展至全球，**化工产能的"东升西落"是过去二十年的核心主线，且仍在持续。同时在地缘动荡提升的大背景下，灵活性让位于稳定性，石化行业的地位从商业属性提升至战略性，往后看，中国及亚洲化学品产量将持续提升。**

图 19：化学品市场有望持续量增



资料来源：ICIS，长江证券研究所

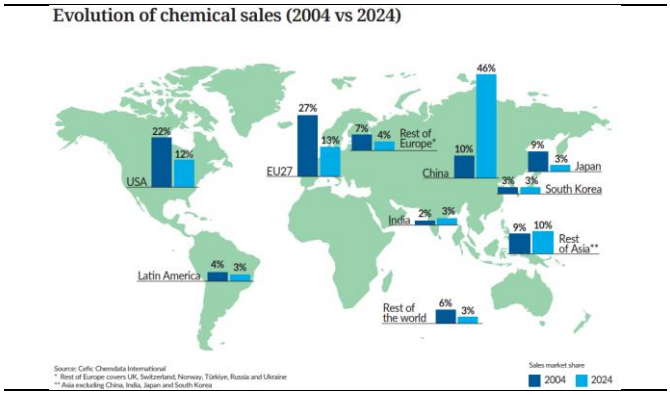
图 20：化学品产量增速情况



资料来源：ICIS，长江证券研究所

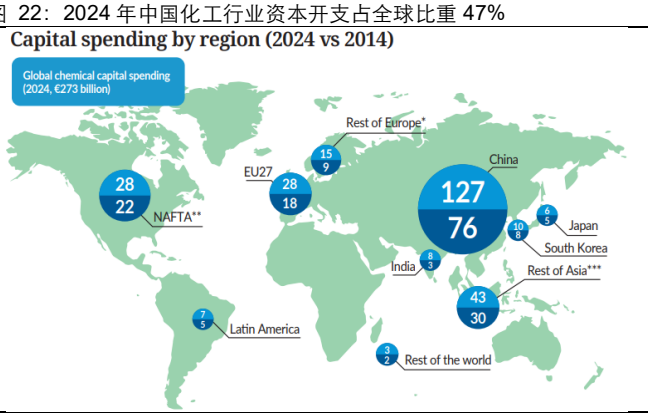
全球化学品市场规模庞大，而中国是全球最大的化学品市场。从世界范围来看，2024 年世界化学品销售额约为 5 万亿欧元，其中中国化学品销售额占全球的 46%，是全球最大的化学品市场。根据欧洲化学工业理事会（Cefic）预测，一直到 2030 年，全球化学品市场增长将主要来自于中国，中国化学品市场规模将持续增长。

图 21：2024 年较 2004 年，中国化学品销售取代欧美成为世界第一



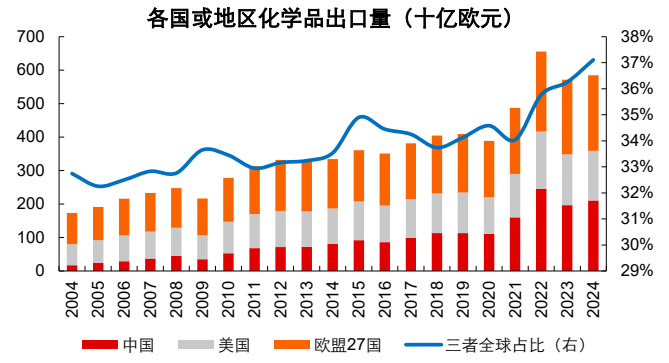
资料来源：Cefic，长江证券研究所

图 22：2024 年中国化工行业资本开支占全球比重 47%



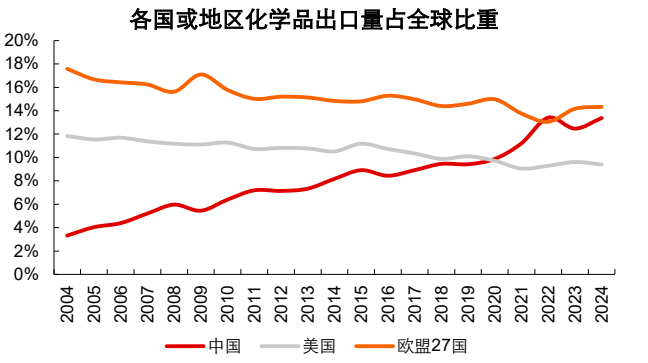
资料来源：Cefic，长江证券研究所

图 23：各国或地区化学品出口量情况（十亿欧元）



资料来源：Cefic，长江证券研究所

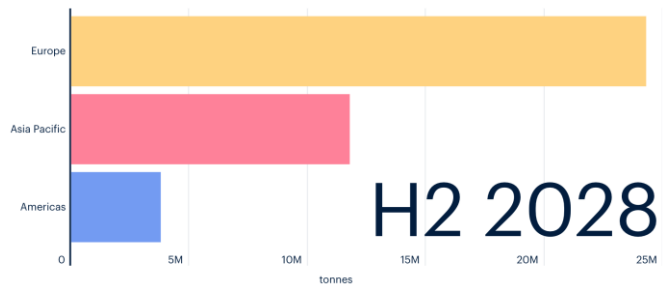
图 24：中国化学品出口量占全球比重逐步上涨至 2024 年 13%



资料来源：Cefic，长江证券研究所

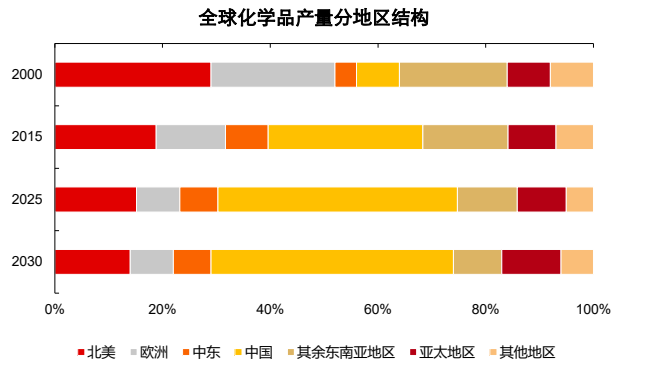
中国化学品产量占全球的比例从 2000 年的 8%持续上升至 2025 年的 44%，且仍在提升中。从出口维度看，中国化学品出口量占全球比重也逐步上涨至 2024 年的 13%。与此同时，ICIS 预计到 2028 年末，全球主要三大区域（北美、欧洲、中东）化学品产能将经历一定规模的出清，而中国及亚太地区产能将持续扩张。

图 25：主要三大区域化学品产能出清规模（ICIS 预计到 2028 年年末）



资料来源：ICIS，长江证券研究所

图 26：中国化学品产量占全球比例从 2000 年 8%上升至 2025 年 44%



资料来源：ICIS，长江证券研究所

因此，尽管短期行业承压是既定事实，但我们认为长期看，东升西落仍为主线逻辑，中国化学品市场的持续发展将带动化学品仓储物流市场持续扩容。 需求端的确定性增长，为密尔克卫这类深耕行业的头部企业提供了坚实的成长土壤。

监管趋严：增量有限，强者恒强

化学品综合物流服务具备高壁垒，行业供给约束强。由于化学品，尤其是危险化学品在运输仓储等各环节中存在爆炸、有毒、起火等或有风险，行业具备政策监管趋严、供给增量受限、龙头有先发优势的特征。

高壁垒凸显：供给受限，刚性稀缺

危化品仓储按甲/乙/丙/丁/戊类分级管控，不同品类化学品存储、运输存在爆炸、中毒、起火等重大安全风险，安全监管持续收紧。《安全生产法》《危险化学品安全管理条例》等超 200 项法律法规、行业标准构成完整监管体系，土地、资质、硬件、安全运营构成多重准入门槛。2015-2020 年全国危化仓储用地近乎零增长，2024 年全国储罐总容量增速仅 1.2%；天津响水安全事故后，行业准入大幅收紧，新建危化仓储项目从招投标到投产开工周期长达 5 年以上，行业供给长期受限，存量稀缺仓储资源价值持续抬升。

表 2：化学品综合供应链服务行业风险性较高

仓库类别	项别	储存物品的火灾危险性特征
甲类	1	闪点小于 28℃的液体
	2	爆炸下限小于 10%的气体，以及受到水或空气中水蒸气的作用，能产生爆炸下限小于 10%气体的固体物质
	3	常温下能自行分解或在空气中氧化能导致迅速自爆或爆炸的物质
	4	常温下受到水或空气中水蒸汽的作用，能产生可燃气体并引起燃烧或爆炸的物质
	5	遇酸、受热、撞击、摩擦以及遇有机物或硫磺等易燃的无机物，极易引起燃烧或爆炸的强氧化剂
	6	受撞击、摩擦或与氧化剂、有机物接触时能引起燃烧或爆炸的物质
乙类	1	闪点大于等于 28℃，但小于 60℃的液体
	2	爆炸下限大于等于 10%的气体
	3	不属于甲类的氧化剂
	4	不属于甲类的化学易燃危险固体
	5	助燃气体
	6	常温下与空气接触能缓慢氧化，积热不散引起自燃的物品
丙类	1	闪点不小于 60℃的液体
	2	可燃固体
丁类	1	难燃烧物品
戊类	1	不燃烧物品

资料来源：中物联危化品物流分会，长江证券研究所

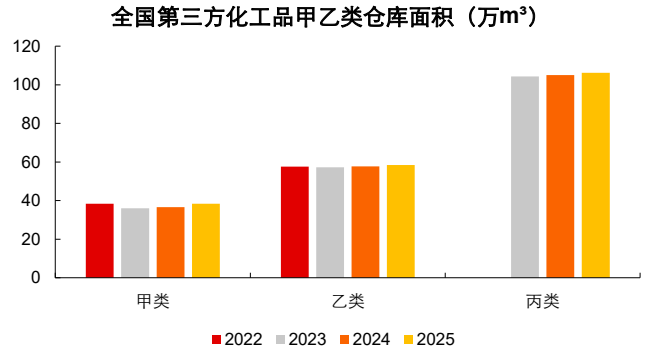
表 3：行业监管趋严

序号	分类	主要政策	发布时间	发布部门
1	安全生产与消防	《中华人民共和国安全生产法》	2021 年 6 月	全国人大常委会
2	安全生产与消防	《中华人民共和国消防法》	2021 年 4 月	全国人大常委会
3	道路危险货物运输	《道路运输车辆动态监督管理办法》	2022 年 2 月	交通运输部、公安部、应急管理部
4	道路危险货物运输	《中华人民共和国道路交通安全法》	2021 年 4 月	全国人大常委会
5	道路危险货物运输	《道路危险货物运输管理规定》	2019 年 11 月	交通运输部
6	道路危险货物运输	《中华人民共和国道路运输条例》	2019 年 3 月	国务院
7	道路危险货物运输	《中华人民共和国公路法》	2017 年 11 月	全国人大常委会
8	水路运输与港口作业	《中华人民共和国海上交通安全法》	2021 年 4 月	全国人大常委会
9	水路运输与港口作业	《国内水路运输管理规定》	2020 年 2 月	交通运输部

10	水路运输与港口作业	《港口危险货物安全管理规定》	2019 年 11 月	交通运输部
11	水路运输与港口作业	《中华人民共和国港口法》	2018 年 12 月	全国人大常委会
12	水路运输与港口作业	《国内水路运输管理条例》	2017 年 3 月	交通运输部
13	铁路、航空及国际运输	《中华人民共和国民用航空法》	2021 年 4 月	全国人大常委会
14	铁路、航空及国际运输	《中华人民共和国海关法》	2021 年 4 月	全国人大常委会
15	铁路、航空及国际运输	《中华人民共和国国际海运条例》	2019 年 3 月	国务院
16	铁路、航空及国际运输	《中华人民共和国铁路法》	2015 年 4 月	全国人大常委会
17	铁路、航空及国际运输	《中国民用航空货物国际运输规则》	2000 年 8 月	民用航空总局
18	危险化学品、环保与质量	《危险化学品安全管理条例》	2013 年 12 月	国务院
19	危险化学品、环保与质量	《危险化学品经营许可证管理办法》	2015 年 5 月	原国家安全生产监督管理总局
20	危险化学品、环保与质量	《中华人民共和国产品质量法》	2018 年 12 月	全国人大常委会
21	危险化学品、环保与质量	《中华人民共和国环境影响评价法》	2018 年 12 月	全国人大常委会
22	危险化学品、环保与质量	《中华人民共和国环境保护法》	2014 年 4 月	全国人大常委会
23	特种设备与认证管理	《特种设备安全监察条例》	2009 年 1 月	国务院
24	特种设备与认证管理	《强制性产品认证管理规定》	2009 年 7 月	原国家质量监督检验检疫总局
25	现代物流与行业政策	《有效降低全社会物流成本行动方案》	2024 年 11 月	中共中央办公厅、国务院办公厅
26	安全生产与消防	《关于印发<安全生产治本攻坚三年行动方案（2024-2026 年）>子方案的通知》	2024 年 1 月	国务院安全生产委员会办公室
27	危险化学品、环保与质量	《2024 年危险化学品企业安全生产执法检查重点事项指导目录》	2024 年 3 月	应急管理部办公厅
28	危险化学品、环保与质量	《2025 年危险化学品安全监管工作要点》	2025 年 3 月	应急管理部
29	危险化学品、环保与质量	《中华人民共和国危险化学品安全法》	2025 年 12 月 27 日	十四届全国人大常委会

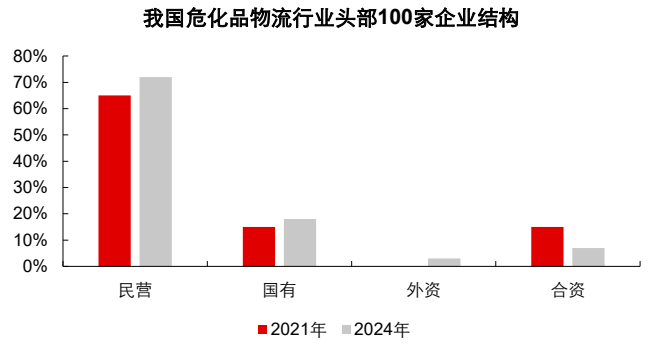
资料来源：公司年报，公司可转债募集说明书，各政府部门官网，长江证券研究所

图 27：行业供给约束强，仓库面积增速低



资料来源：中物联危化品物流分会，长江证券研究所

图 28：行业危险性高，玩家主要为民营企业

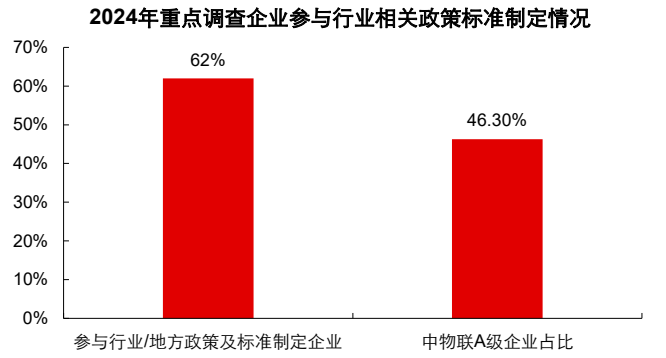


资料来源：中物联危化品物流分会，长江证券研究所

集中度提升：头部领跑，先发优势

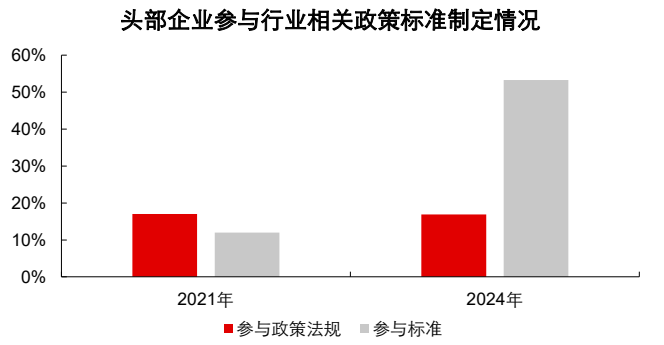
国内危化品物流市场以民营企业为核心参与者，头部企业依托仓储资源、合规运营、行业话语权形成显著竞争优势——1）资源壁垒：头部企业拥有稀缺的甲、乙类危化品仓储用地及仓储资源，重资产布局难以短期复制。2015-2020 年全国危化仓储用地近乎零增长，新建项目审批周期长、合规成本高，存量仓储资源日益稀缺；**2）政策话语权：**62%的重点化工物流企业参与行业政策标准制定，龙头企业深度参与法规、标准起草，长期享受政策红利；**3）客户壁垒：**头部企业与巴斯夫、陶氏等龙头客户长期深度合作，合作年限普遍超 15 年，客户粘性极强。**行业呈现"强者恒强"格局，中小企业在合规、资金、仓储资源等方面的短板较大，龙头市场份额持续提升。再者，渗透率仍有较大上升空间的背景下，头部企业份额提升逻辑清晰。**

图 29：重点化工综合物流企业参与行业相关政策标准制定情况



资料来源：中物联危化品物流分会，长江证券研究所

图 30：头部企业参与行业相关政策标准比例提升



资料来源：中物联危化品物流分会，长江证券研究所

聚焦公司：深耕行业，当仁不让

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，逐步形成化工品物贸一体化服务能力。

龙头稳固：全国布局，全球领先

行业地位方面，公司稳居 2023-2024 年中国化工物流综合服务 TOP20 榜单**第一名**，行业龙头地位稳固；同时担任中国交通运输协会危化品运输专业委员会、中物联危化品物流分会等八大行业协会副会长/常务理事单位，行业话语权领先。

表 4：2023-2024 年度中国化工物流行业综合服务 TOP10

排名	公司名称
1	**密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司**
2	上海君正物流有限公司
3	镇海石化物流有限责任公司
4	陕西延长石油物流集团有限公司
5	永泰运化工物流股份有限公司
6	中外运化工国际物流有限公司
7	中远海运物流供应链有限公司化工物流事业部
8	上海北芳储运集团有限公司
9	嘉里化工物流有限公司
10	山东京博物流股份有限公司

资料来源：中国物流与采购联合会危化品物流分会，长江证券研究所

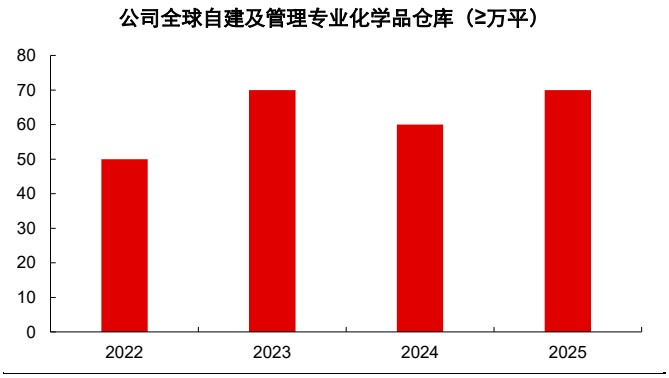
表 5：公司行业地位

序号	行业协会名称	公司荣誉
1	中国交通运输协会危化品运输专业委员会	副会长单位
2	中国五金交电化工商业协会	副会长单位
3	中国仓储与配送协会危险品分会	副会长单位
4	中国物流与采购联合会危化品物流分会	副会长单位
5	中国国防交通协会	常务理事
6	FMC OTI-NVOCC BOND	证书
7	国际集装箱局（BIC）	证书
8	国际航贸物流平台（ISEA）	会员

资料来源：公司官网，公司年报，长江证券研究所

仓储规模方面，截至 2025 年底，公司全球自建及管理专业化学品仓库面积逾 **70 万平方米**，在 A 股上市化工物流企业中遥遥领先。公司通过核心资产的新建和收购，持续完善全国物流网络，保障了物流服务的高效性及服务质量的可靠性。

图 31：2025 年底，公司全球自建及管理逾 70 万平方米化学品仓库



资料来源：公司年报，长江证券研究所

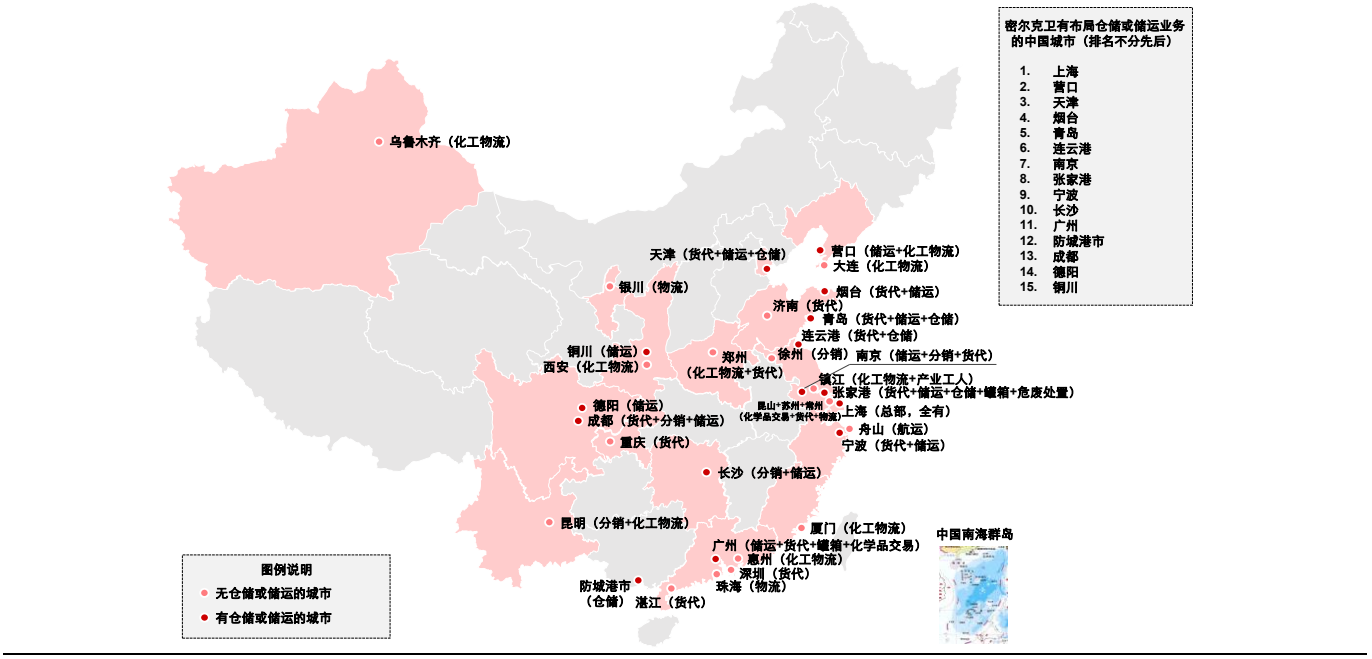
图 32：主要上市公司的第三方化学品仓库面积比较

上市公司	2025年公司拥有化学品仓库面积（万立方米）
密尔克卫	70+
宏川智慧	15+
恒基达鑫	6.55（二期项目建成投产后）

资料来源：各公司年报，长江证券研究所

全国布局方面，公司在中国境内覆盖上海、营口、天津、烟台、青岛、连云港、南京、张家港、宁波、长沙、广州、防城港、成都、德阳等 40 余个核心城市，构建了覆盖全国主要化工园区的仓储与运输网络。在亚太区的经营基础上，公司进一步拓展东欧、中东、美国等地的全球化格局，通过自建团队、并购核心资产、以"MW+""MW×"模式与当地合作伙伴合资等多元化形式，落实全球化战略。

图 33：密尔克卫中国布局网络



资料来源：公司官网，长江证券研究所

资质与荣誉方面，截至 2025 年底，公司已获得专利证书 117 项（其中发明专利 13 项，实用新型专利 104 项），软件著作权证书 231 项。经营资质方面，公司取得了《道路运输经营许可证》《危险化学品经营许可证》等从事危险化学品储存、运输业务相关的资质，旗下 17 家主体持有危险化学品经营许可证，19 家持有道路运输经营许可证。

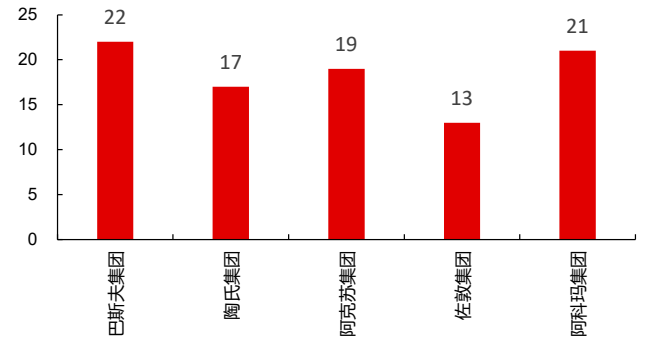
表 6：截至 2022 年 8 月，公司及其控股子公司拥有的资质

序号	公司及其控股子公司拥有的资质	持证主体数量
1	危险化学品经营许可证	17
2	道路运输经营许可证	19
3	国际货运代理企业备案表	22
4	无船承运备案证明	7
5	海关报关单位注册登记证书/海关进出口货物收发货人备案回执	11
6	对外贸易经营者备案登记表	10
7	电信与信息服务业务经营许可证	3
8	非药品类易制毒化学品经营备案证明	3
9	城镇污水排入排水管网许可证/排水许可证	3
10	机动车维修经营备案/机动车维修备案证明	2
11	食品经营许可证	1
12	排污许可证/固定污染源排污登记回执	15

资料来源：公司债券募集说明书，长江证券研究所

客户资源方面，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、新材料、智能制造、芯片半导体、日化、医药、危废领域。截至 2025 年底，公司有效客户数量已超万家。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、艾郎集团、索尔维集团、埃克森美孚、天合光能、阿特斯阳光电力集团以及 SMIC 等全球最著名的跨国化工企业。公司与主要客户的合作年限普遍超过 15 年，多年持续斩获战略供应商、优秀物流服务商、安全表现大奖等客户荣誉，客户粘性与认可度行业顶尖。

图 34：公司与主要客户的合作年限（截至 2026 年）



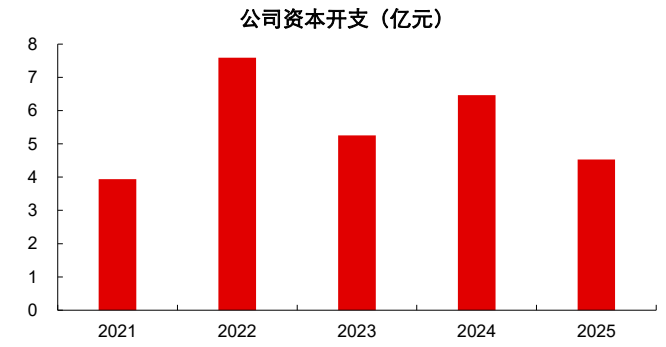
资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 35：公司深受客户认可

荣誉资质	颁发机构	颁发时间
杜邦价值伙伴奖（上海密尔克卫化工物流有限公司）	杜邦	2025 年 1 月
2024 年度优秀物流服务商（上海密尔克卫化工物流有限公司）	马石油国际润滑油（中国）有限公司	2025 年 1 月
开车卓越安全表现奖（上海密尔克卫化工物流有限公司）	埃克森美孚	2025 年 2 月
2024 年度最佳物流奖（上海密尔克卫化工物流有限公司）	江苏南大光电材料股份有限公司	2025 年 3 月
2024 年度创新引领奖（上海密尔克卫化工物流有限公司）	浙江中力进出口有限公司	2025 年 3 月
2024 年度战略供应商	阿科玛大中华区	2025 年 3 月
承包商先进团队奖（上海密尔克卫化工储存有限公司）	万华化学烟台生产基地	2025 年 4 月
2025 国际业务最佳价值	交通银行股份有限公司上海闵行支行	2025 年 11 月
2025 国际业务最佳贡献（上海密尔克卫化工物流有限公司）	交通银行股份有限公司上海闵行支行	2025 年 11 月
2025 年度优秀合作伙伴奖（上海密尔克卫化工物流有限公司）	浙江龙盛集团中间体事业部	2026 年 1 月
16 万工时卓越安全表现奖（上海密尔克卫化工物流有限公司）	埃克森美孚（惠州）化工有限公司	2026 年 1 月
2025 年度优秀供应商（上海密尔克卫化工物流有限公司）	盛虹控股集团有限公司	2026 年 1 月
2025 年度优秀供应商（江苏马龙国华工贸有限公司）	浙江新安化工集团股份有限公司	2026 年 1 月
2025 年最佳协作供应商（上海化运新辉供应链管理有限公司）	阿特斯阳光电力集团	2026 年 2 月
最佳协同奖（上海密尔克卫化工物流有限公司）	天合光能股份有限公司	2026 年 2 月
2025 年度优秀物流供应商（上海密尔克卫化工物流有限公司）	马石油国际润滑油（中国）有限公司	2026 年 3 月

资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 36：2022 年至今，公司每年仍进行较高的资本开支（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：公司主要合作伙伴和客户



资料来源：公司官网，长江证券研究所

资本开支持续投入，核心资产不断夯实。2022 年以来，尽管行业景气下行，公司仍坚持较高的资本开支和收并购节奏。2022-2025 年，公司资本开支合计约 23.8 亿元。一路走来，公司通过收并购夯实能力，2022 年以来涵盖危化品运输资质获取（江西祥旺、上海化工物品汽车运输）、化学品分销版图拓展（南京久帝、广州宝会、金德龙+德鑫海昌、捷晟科技）、全球化布局（新加坡 SDL、新加坡上市 LHN Logistics）、船舶运输新业态（浙江密尔克卫航运）、危废处置（密尔克卫环保科技）等多个维度。**公司底部坚持并购整合抢占核心稀缺资源，虽然短期因节奏较快、行情下行有所承压，但正是这些前瞻性布局，为公司构建了深厚的资产壁垒和网络效应。**另外截至 2025 年末，公司主要在建工程项目预算合计达 28.4 亿元，涵盖福州危化品供应链一体化基地（年存储危化品 18 万吨）、东莞化工交易中心、青岛董家口化工供应链基地、广西防城港化工仓储等。

表 7：密尔克卫 2022 年至今进行的一些收并购项目

年份	收购标的	持股比例	收购对价（万元）	商誉（万元）	溢价倍数	标的主业	收购目的/所属业务
2022	江西密尔克卫祥旺供应链管理有限公司	100%	4,884	3,563	2.7x	危险货物运输	获取危化品道路运输资质和运力
2022	上海中波汇利船务有限公司	100%	5,490	1,807	0.5x	船舶配套、备件供应、修理	补充船舶服务能力
2022	上海密尔克卫环保科技有限公司（原集惠瑞曼迪斯）	100%	13,725	2,954	0.3x	环保科技、危废处理	拓展环保及危废处置业务
2022	南京久帝化工有限公司	70%	25,000	21,836	6.9x	危化品批发分销（陶氏/杜邦/东曹授权经销商）	拓展化学品分销版图，延伸亚太和北美分销网络
2021–2022	上海市化工物品汽车运输有限公司	100%	17,985（含 1,600 万债权合计 1.90 亿）	4,043	—	道路危险货物运输	获取上海核心区域危化品道路运输资质与运力
2023	浙江密尔克卫航运有限公司	80%	10,372	6,781	1.9x	沿海及长江成品油船、化学品船运输	启动散装危化品船舶运输新业态
2023	STORE+DELIVER+LOGISTICS PTE LTD（SDL，新加坡）	100%	11,410	6,744	1.4x	化学品仓储及附加服务	新增新加坡仓储、堆场及罐箱配送能力
2023	开瑞国际物流（山东）有限公司	99.45%	7,163	3,297	0.9x	无船承运、国际运输代理	提升华北地区物流交付能力（注：2024 年 4 月已出售）
2023	广州宝会树脂有限公司	60%	10,786	7,437	2.2x	化工产品及专用化学品销售	吸收新化学品品类，增加复配和实验室能力
2023	上海金德龙贸易有限公司 + 上海德鑫海昌贸易有限公司	51%	36,720	21,394	1.4x	日用百货商贸、仓储服务	扩充化学品及快消品分销能力，打造产业联动
2023	LHN Logistics Limited（新加坡上市）	100%	20,457	12,856	1.7x	堆场及罐箱业务（新加坡/马来西亚/泰国/缅甸）	拓展亚太区危险品堆场、运输及罐箱服务
2023	上海富仓物流有限公司	55%	550	297	—	仓储物流	补充区域仓储能力
2024	广州密尔克卫捷晟科技有限公司	51%	7,493	4,940	1.9x	颜料产品调配及销售	开启"MW+"合资模式，补充化学品分销品类
2025	广东汇通化工新材料有限公司	80%	3,374	18	≈0	仓储服务、分装复配	以接近净资产价格收购，获取广东区域仓储与分装能力
2025	上海拓菁实业有限公司	51%	510	-9	—	贸易分销	提升特殊工程塑料领域一站式供应链服务能力
2025	天津物泽物流有限公司	30%（参股）	14,296	—	—	港口经营、仓储、堆场服务	布局天津港危险货物集装箱全链条物流

资料来源：公司公告，长江证券研究所

危化品仓储核心资源延伸废料处理及设备、材料物流价值挖掘。公司始终围绕客户需求，依托稀缺危化品仓储资源，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。据 2025 年年报，公司目前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、新材料、智能制造、芯片半导体、日化、医药、危废领域。**从传统化工到泛半导体，密尔克卫正开启第二成长曲线。**前文我们论证了公司在化工供应链领域的深厚积淀与竞争壁垒——逾 70 万平方米危化品仓储、全品类经营资质、全国 40 余城网络布局，构成了公司难以复制的核心资产。然而，化工供应链本质上是周期性行业，其景气度与化工产业周期高度绑定，增长空间受限于化工行业自身的增速。**密尔克卫能否突破化工周期的天花板，打开更大的成长空间？泛半导体物流正是这一问题的答案。我们重点关注这一赛道，核心逻辑有三：其一，增速快**——全球半导体物流市场 2025-2031 年复合增长率预计达 9.12%；**其二，空间大**——2025 年全球半导体物流市场规模已达 793.2 亿美元，预计 2031 年突破 1338.7 亿美元，且中国自主可控驱动的晶圆厂扩产潮将进一步放大国内需求；**其三，盈利能力好**——半导体制造中超过 1/3 的原材料为化学品，且半导体电子化学品单位价值远高于普通化工品，客户对物流成本的敏感度低、对安全合规要求极高，物流服务商享有显著定价溢价；叠加公司有望将传统化工仓储客户逐步切换至半导体芯片客户，实现量价齐升的盈利换新升级，是典型的高壁垒、高附加值赛道。密尔克卫凭借危化品物流的深厚资质与资源禀赋，在这一领域具备天然的卡位优势，半导体物流有望成为公司化工基本盘之上具备弹性的第二成长曲线。

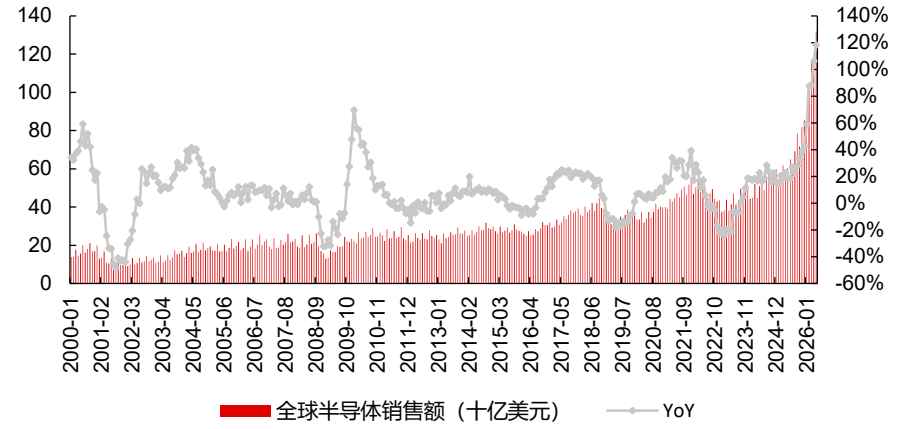
芯片半导体业务：大势所趋，乘风而起

本章旨在探讨一个核心问题：密尔克卫的芯片半导体物流业务，究竟是概念还是实质？我们从需求与供给两端展开论证。**需求端**——AI 驱动的全球半导体扩产潮与我国自主可控的产业政策形成共振，半导体物流市场正迎来量价齐升的黄金窗口；而半导体制造中大量使用的电子特气、湿电子化学品多数具有剧毒、腐蚀、易燃易爆等危险特性，对仓储资质和安全管理体系提出了极致要求——**这恰好是密尔克卫深耕近三十年的核心能力所在。供给端**——公司 2019 年起即围绕 SMIC 等龙头客户前瞻布局，2023 年投运全国首个集成电路半导体专业危化品物流基地，仓储资质品类 9 类全覆盖，精准覆盖半导体制造所需的几乎全部危险化学品类别；**在未来运营中，有望持续优化仓储客户结构，通过切换部分传统化工供应链服务至半导体综合供应链服务达到盈利能力的换新升级。除此之外公司还进一步延伸至废酸综合利用环节，半导体物流业务从"仓储服务商"向"半导体供应链运营商"实质性跃迁，有望充分共享国产半导体产业增长时代红利。**

需求爆发：硅基时代，大势所趋

AI 时代，半导体作为 AI 底层能力基石，迎来全新一轮加速发展周期。全球半导体行业呈现明显的成长+周期特性，长期成长的动力主要由智能手机、互联网、智能汽车、AI 等新科技不断涌入带来的半导体需求提升，同时由于产能与供给的错配会导致行业中短期发生周期性波动。2025 年来，AI 推理全面爆发，相关主要环节如存储芯片、光芯片等供需格局变革，产能挤压效应对模拟芯片、功率器件、被动元件等环节同样带来正面影响，行业正式进入 AI 浪潮下的新一轮成长大周期。根据 WSTS，2026 年 1-5 月，全球半导体销售金额达到 5441.6 亿美元，同比增长 92.9%；其中 2026 年 5 月单月销售额达到 1319.4 亿美元，同比增长达 118.4%，销售额及增速均创下 2000 年来新高。

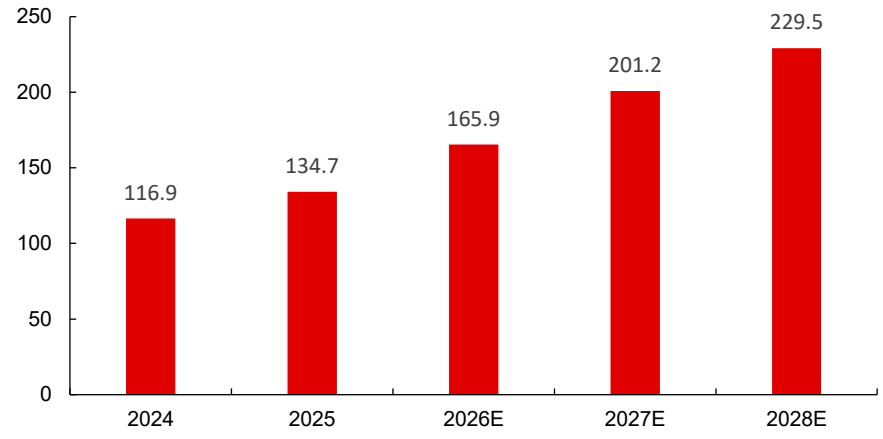
图 38：2000 年至今全球半导体月度销售额及 YoY（十亿美元，%）



资料来源：WSTS，iFinD，长江证券研究所

提价先行，量增接力。如果说 2025 年至今半导体产业市场规模高增的主要驱动力是存储板块供不应求带来的涨价驱动，而后续密集的扩产或将持续推动半导体市场规模持续增长；以晶圆厂扩产的前瞻指标，半导体设备行业视角出发，SEMI 预计 2028 年全球半导体设备销售额预计创纪录，达 2295 亿美元，持续创造新高。

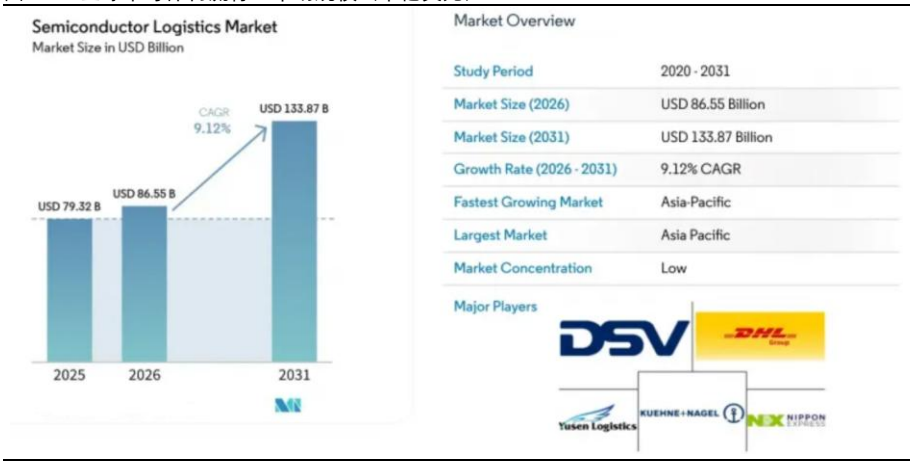
图 39：全球半导体设备市场规模（十亿美元）



资料来源：SEMI，长江证券研究所

并生共进，半导体物流行业迎来发展机遇。与传统物流不同，半导体物流深度嵌入生产流程；半导体物流是指面向半导体全产业链（硅片、晶圆制造、封测、设备、材料、特气、备件等）的专业化物流与运输服务体系，通过高洁净、防静电、控温、危险品合规、精密设备搬运、高价值货物安全等技术能力，实现半导体产品的安全、高效、低损耗流转。半导体物流环节因与半导体产量存在较强相关性，**在 AI 推动的全球半导体扩产大背景下，半导体物流行业增长动能充沛；**根据 Mordor Intelligence，2025 年全球半导体物流市场规模为 793.2 亿美元，2026 年预计为 865.5 亿美元，预计到 2031 年达到 1338.7 亿美元，2026-2031 年复合年增长率为 9.12%（包括运输、仓储与分销）。以 2025/2026 年全球半导体市场规模约 0.8/1.5 万亿美元匡算，半导体物流市场规模约占半导体市场规模的 5.7%-10%。

图 40：全球半导体物流行业市场规模（十亿美元）



资料来源：Mordor Intelligence，长江证券研究所

半导体物流分为六大核心环节，包括：原材料物流、设备物流、厂内物流、备件管理、成品物流以及逆向物流与处理，既涉及危化品、又涉及跨境，还包括了精益管理，对物流企业的综合服务能力有较高的要求。随着 AI 算力、存储及功率芯片需求全面井喷，产业链企业普遍进入产能满载、盈利大幅改善的状态，经营重心从“压缩成本”转向“保障供应链稳定”，头部晶圆厂纷纷与高质量物流服务商签订长期框架协议，并愿意支付更高服务费采购高标准定制化物流服务。这一趋势与半导体物流自身的增值化特性形成共振——**半导体物流的单位毛利远高于普通化工品，洁净仓储、恒温恒湿运输、全程无尘管控、精密防震等特殊标准天然抬高了服务定价中枢，推动物流企业从“运输商”向“供应链运营商”升级，呈现出高壁垒、高附加值的长期成长属性。**

表 8：半导体物流的核心环节与能力要求

物流环节	主要服务对象	核心能力要求	对客户经营的影响
原材料/电子化学品物流	硅片、光刻胶、湿电子化学品、特气、靶材等	危化资质、洁净运输、温控、防污染、批次追溯	直接影响工艺稳定性与良率
设备物流（含跨境）	光刻、刻蚀、沉积、测试等设备	超大件运输、防震防倾斜、吊装联动、安装时窗协同	决定新产线建设与设备导入节奏
厂内物流/AMHS	FOUP、晶圆盒、在制品	高洁净、软件调度、自动搬送、缓存与存储一体化	影响稼动率、节拍与人工错误率
备件管理	半导体设备零配件、MRO 物料	保税备件、VMI、快速清关、24 小时响应	缩短停机时间、降低宕机损失
成品物流（含跨境）	晶圆、裸片、芯片成品	ESD 防护、保险安保、航运/空运协同、时效管理	影响交付兑现与客户满意度
逆向物流及危废处理	危废、废液、废靶材、可回收物料	合规处置、资源化回收、闭环追溯	影响环保成本与资源循环价值

资料来源：观研天下，长江证券研究所

以原材料/电子化学品物流为例，芯片制造过程涉及数百道工序，其中广泛使用各种超高纯度的特殊气体和湿电子化学品。它们共同的特点是超高纯度、超高洁净度，并且多数具有剧毒、腐蚀、易燃易爆等危险特性，对供应链、存储、输送和安全管理系统提出了极致的要求。**根据《集成电路产业全书》，集成电路生产线的危险化学品的运输环节需要遵循《道路危险货物运输管理规定》(2016 年修订)和《危险化学品安全管理条例》(2013 年修订)要求；储存环节需要遵循《常用化学危险品贮存通则》(BG15603 — 1995)要求；2025 年审议通过，2026 年正式执行的《中华人民共和国危险化学品安全法》将此前执行行政法规上升为国家法律，全方位加强危险化学品安全管理，从生产、储存、使用、经营、运输到废弃处置等各个环节，构建严密的安全防护网，有效预防和减少危险化学品事故的发生。对行业而言，资质准入门槛和专业性要求持续提升，半导体物流赛道有望在资质、专业、客户认证等环节加持下，提升竞争壁垒。**

表 9：半导体制造常用化学品

分类	典型化学品	用途	危害特性
酸类	硫酸、氢氟酸、盐酸、硝酸、磷酸	清洗、刻蚀、去胶	强腐蚀性、灼伤
碱类	氨水、氢氧化钾、四甲基氢氧化铵	清洗、显影	腐蚀性、毒性
溶剂类	异丙醇、丙酮、NMP	清洗、去胶、干燥	易燃、挥发
氧化剂	双氧水、臭氧	清洗、氧化膜形成	强氧化性、腐蚀性
显影液	TMAH 基显影液	光刻显影	剧毒
其他	缓冲氧化物刻蚀液、铜电镀液	刻蚀、电镀	腐蚀性、重金属

资料来源：芯盟，长江证券研究所

以逆向物流及危废处理为例。每万片 12 英寸晶圆，年产危废可达数千吨；单座 12 英寸 FAB 每年危废产生量超万吨，废液占全部危废总量 85%-90%，固态危废占比约 10%-15%。半导体危废具备组分高度复杂、多污染物、浓度波动大、批次差异性强，毒害叠加、风险极高等特征，但同时含有大量稀贵金属，资源化属性强，精细化分类要求严苛。2024 年上海发布《半导体行业污染物排放标准》地方污染物排放标准，进一步明细规范半导体行业企业水和大气污染物排放控制要求、监测以及标准的实施与监督等内容。

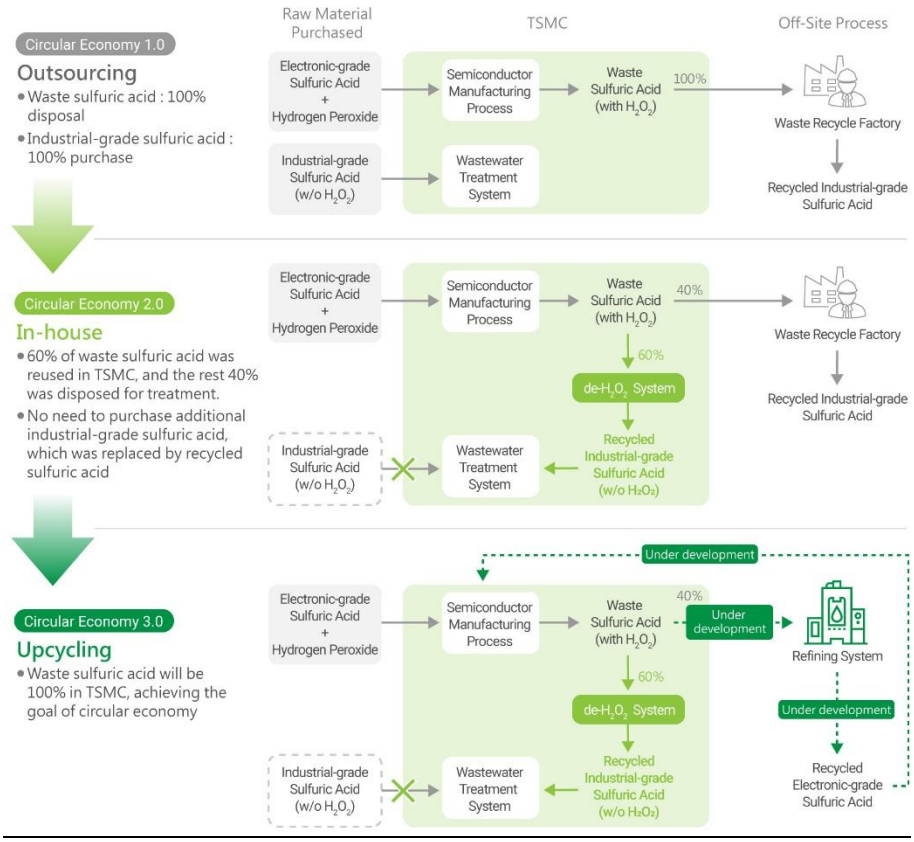
表 10：半导体危废核心特征

核心特征	释义
组分高度复杂，多污染物并存	单股废液同时存在酸、氟、有机物、多种稀有金属、无法套用电镀、化工常规处理工艺
浓度波动大，批次差异性强	不同机台、不同制程废液成分完全不同，预处理难度极高
毒害叠加，风险极高	HF 剧毒腐蚀、砷烷衍生废液剧毒、有机溶剂易燃易爆，混存极易发生爆炸、中毒事故
含有大量稀贵金属，资源化属性强	铜、钨、钴、铟、镓、砷都具备回收价值，头部晶圆厂全部自建回收装置
精细化分类要求严苛，严禁混合	FAB 内部设置十几路专用废液收集管线，一旦混液，整罐废液报废，处理成本翻倍

资料来源：危废 HazardousWaste，长江证券研究所

以台积电为例，2014 年台积电开发了废弃硫酸回收系统 1.0，实现废弃硫酸再生为工业级硫酸，供内部污水处理系统再利用；到 2019 年，台积电通过内部废弃硫酸回收系统实现了零工业级硫酸的采购，同年与供应商合作，成功建成了业界首个电子级硫酸回收试点厂；2019 年，台积电通过外包处理废弃硫酸量减少了超过 95000 吨，还每年带来超过 2 亿元的新台币经济效益。逆向物流及危废处理不仅是顺应污染排放、环保政策要求的刚性合规需求，更衍生出配套产业链机遇；循环经济政策深化落地、ESG 合规升级与半导体产业链自主可控战略是推动中国半导体及泛半导体废化学品再生系统市场规模持续增长的核心驱动力。**根据 Frost & Sullivan，中国半导体及泛半导体废化学品再生系统市场总规模从 2020 年的 3.9 亿元增长至 2029 年的 45.0 亿元，实现超十倍增长，预计到 2029 年，市场规模有望突破 45.0 亿元，2025-2029 年复合年增长率预计达 33.8%。**

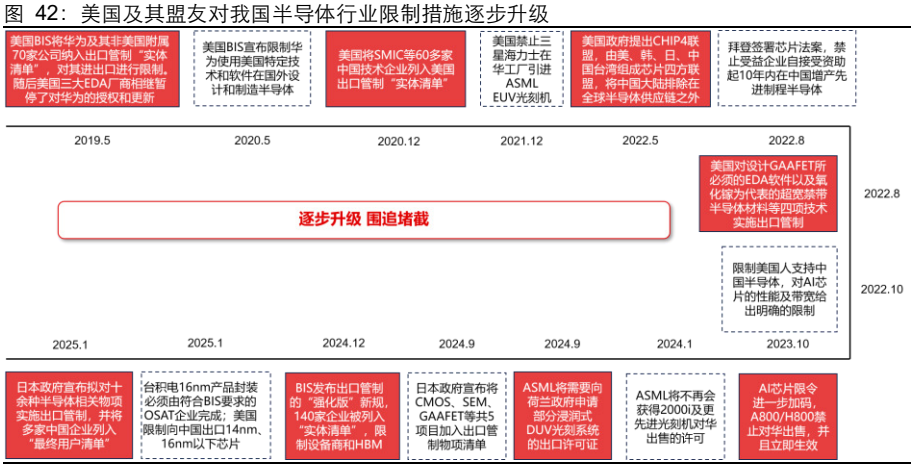
图 41：台积电废弃物硫酸回收工艺迈向循环经济



资料来源：台积电官网，长江证券研究所

自主可控大势所趋，我国半导体行业历史机遇。近年来，美国及其盟友通过限制对中国芯片和半导体设备、材料等相关物料供应、将多家中国企业列入“最终用户清单”等手段持续加强对华半导体出口及技术封锁措施，自主可控已经且将持续作为我国半导体产业发展的主旋律之一，**China For China 趋势要求本土建设充沛半导体制造产能，国产制造扩产大势所趋。**

图 42：美国及其盟友对我国半导体行业限制措施逐步升级

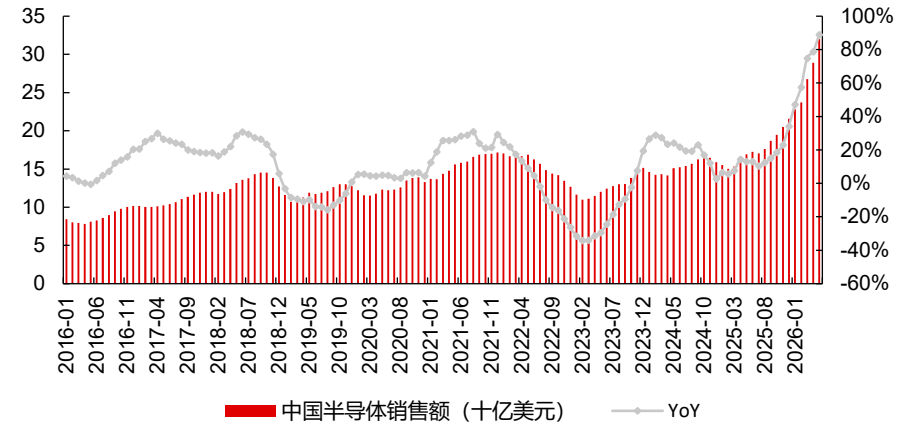


资料来源：新智元网，钛媒体，观察者网，新华社，长江证券研究所

我国晶圆厂扩产潮及 AI 算力爆发，利好我国半导体物流行业需求释放。根据美国半导体协会，我国 2025 年半导体销售额达 2111.3 亿美元，同比增长 14.8%；市场规模及增速进入 2026 年逐月提高，中国的半导体发展产业形态与全球同步。**参考前文匡算半导**

体物流市场规模占半导体市场规模 5.7%至 10%占比，中国半导体物流市场规模或达 120.3 亿至 211.1 亿美元规模。

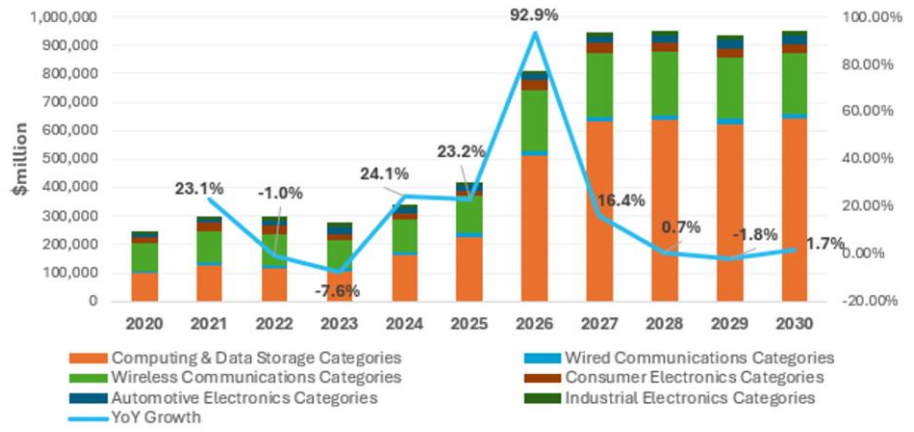
图 43：2016 年至今中国半导体销售额及同比（十亿美元，%）



资料来源：美国半导体协会，iFinD，长江证券研究所

根据 Omdia 预测，2026 年中国半导体市场预计同比增长率将达 92.9%，达 8120.8 亿美元；根据观研天下整理，仅 2026 年上半年，全国已公布 10 亿元以上半导体项目超 50 个，其中百亿级项目 8 个，总投资超 2000 亿元。我国半导体行业资本密集投入，产能扩张动力充沛，半导体物流作为重要配套环节，同样将迎来广阔发展空间。

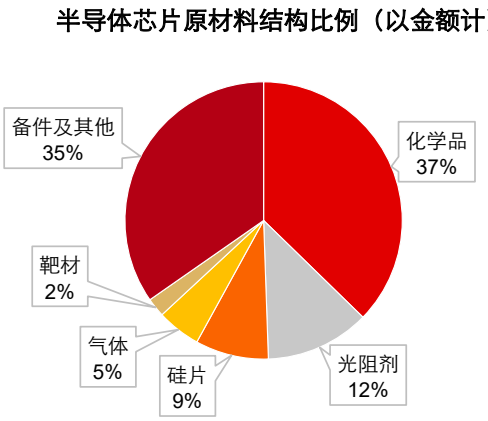
图 44：中国半导体分下游市场规模（百万美元）



资料来源：Omdia，长江证券研究所

化学品是半导体芯片制造中占比最高的原材料品类，扩产潮下化学品仓储运输需求具确定性上升动能，且半导体单位货值远高于传统化工品，物流服务具备量价齐升空间。以长鑫科技为例，2025 年生产芯片主要原材料中，化学品占比达 37.3%，显著高于光阻剂（12.2%）、硅片（8.6%）、气体（5.1%）、靶材（2.2%）等其他品类。**这意味着，随着我国半导体制造产能的持续扩张，上游化学品采购规模将确定性放量——量的层面，化学品物流需求随晶圆产量增长同步扩容；价的层面，半导体电子化学品单位价值远高于普通化工品，客户对仓储物流成本的敏感度较低，更关注安全合规与服务品质，物流服务商享有更高的定价溢价空间。密尔克卫作为国内领先的化学品综合物流服务商，有望将传统化工仓储能力平移至半导体赛道，通过优化客户结构——从传统化工客户逐步切换至半导体芯片客户——实现量价齐升的盈利能力升级。**

图 45：生产芯片主要原材料结构（以长鑫科技为例，2025 年数据）



资料来源：长鑫科技招股说明书，长江证券研究所

密尔克卫：能力禀赋，乘风而起

资质与资源赋能，密尔克卫业务卡位优势显著。如前文所言，截至 2025 年底，公司全球自建及管理专业化学品仓库面积逾 **70 万平方米**，在 A 股上市化工物流企业中遥遥领先；经营资质方面，公司取得了《危险化学品经营许可证》等从事危险化学品储存、运输业务相关的资质，旗下 17 家主体持有危险化学品经营许可证，19 家持有道路运输经营许可证；同时底部坚持并购整合抢占核心稀缺资源，**虽然短期因节奏较快、行情下行有所承压，但正是这些前瞻性布局，为公司构建了深厚的资产壁垒和网络效应。**

半导体制造的原材料与危化品高度重叠，密尔克卫的资质矩阵精准覆盖。芯片制造过程涉及数百道工序，广泛使用各类电子特气与湿电子化学品，它们共同的特征是超高纯度、超高洁净度，并且多数具有剧毒、腐蚀、易燃易爆等危险特性，与危化品仓库的资质分类存在严格的对应关系。具体来看：第 2 类（气体）涵盖硅烷（2.1 类易燃兼 2.3 类毒性）、磷化氢（2.3 类剧毒）、砷化氢（2.3 类剧毒）、氯气（2.3 类毒性）、氨气（2.3 类毒性）等核心电子特气；第 3 类（易燃液体）涵盖光刻胶、异丙醇、丙酮等湿电子化学品和有机溶剂；第 5 类（氧化性物质）涵盖电子级双氧水等氧化剂；第 6 类（毒性物质）涵盖部分含氰、含砷的毒性工艺副产物；第 8 类（腐蚀性物质）涵盖电子级硫酸、硝酸、盐酸、磷酸、氨水等核心湿电子化学品，其中氢氟酸兼具第 6 类毒性和第 8 类腐蚀双重属性。**上述品类几乎覆盖了半导体制造中使用的全部危险化学品类别，对物流服务商的资质完备性具备极高的门槛要求。**

表 11：危险化学品分类体系

国家标准	危险化学品品类	再细分项别
第一类	爆炸品	细分六项
第二类	气体	2.1 易燃
		2.2 非易燃无毒
		2.3 毒性
第三类	易燃液体	
第四类	易燃固体、易于自燃的物质、遇水放出易燃气体的物质	细分三项
第五类	氧化性物质和有机过氧化物	细分两项
第六类	毒性物质和感染性物质	细分两项
第七类	放射性物品	
第八类	腐蚀性物质	
第九类	杂项危险物质和物品,包括危害环境物质	

资料来源：《危险化学品仓库储存通则》，《危险货物分类和品名编号》，长江证券研究所

密尔克卫天津西青基地的资质矩阵，恰好实现了对半导体危化品的全品类覆盖。公司 2023 年投入运营的天津芯片、半导体专用危险品库——全国首个集成电路半导体专业危化品物流基地——仓储资质品类齐全，做到危险化学品的 9 类全覆盖，仓库建筑面积 12678 平方米（其中甲类 6672 平方米，乙类 6000 平方米），配套服务北方区域芯片半导体行业企业，助力天津打造世界级半导体集成电路产业集群。对照前文，第 2 类对应电子特气储运，第 3 类对应光刻胶与溶剂储运，第 5 类对应氧化剂储运，第 6 类对应毒性副产物储运，第 8 类对应湿电子化学品储运，第 9 类对应杂项危险品储运——**密尔克卫以一套资质矩阵，实现了从电子特气到湿电子化学品、从工艺原料到危废副产物的全链条覆盖，具备先发优势。**从落地区位看，该基地位于天津市西青区，毗邻天津港、天津机场及荣乌高速，集进出口陆空运交通功能于一体，配套氢气槽罐车专用停车场及进出口集装箱装拆箱中转服务，可同时满足特气进口、内贸分拨、厂内配送等多场景需求，物流节点的区位价值显著。

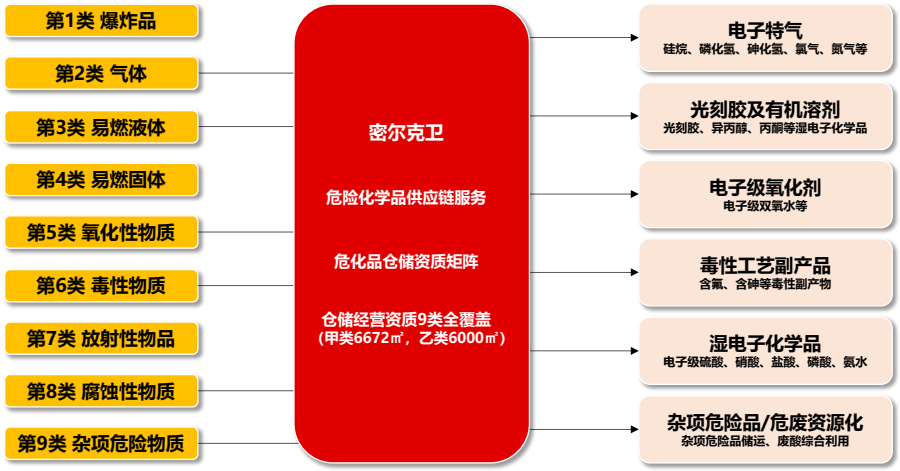
图 46：密尔克卫天津芯片、半导体专用危险品库



资料来源：密尔克卫公众号，长江证券研究所

历史合作积淀深厚，客户绑定逐步深化。密尔克卫在半导体物流领域的布局并非近期概念，而是历经七年以上的持续深耕。早在 2019 年 5 月，公司即公告与天津市西青经济开发总公司签署投资协议，投资 1.6 亿元建设甲类、乙类危险品仓库，明确约定项目竣工后优先满足 SMIC 的集成电路制造（天津）有限公司及其配套商的仓储需求——SMIC 作为全球领先的集成电路晶圆代工企业，在芯片生产中需使用大量电子级硫酸、氢氟酸等危险化学品，对合规仓储资源有刚性需求。2023 年，天津西青基地正式投运，成为全国首个集成电路半导体专业危化品物流基地。2025 年年报披露，公司客户矩阵已涵盖我国半导体制造龙头及光伏领域龙头公司；同年，公司在建芯片半导体电子化学品供应链一体化平台项目，并新设鄂州密尔克卫智能供应链服务有限公司，依托花湖国际货运机场的危化配套能力，辐射武汉及周边城市的芯片半导体、智能制造产业集群。

图 47：密尔克卫危化品资质矩阵与半导体制造材料对应关系



资料来源：《危险化学品仓库储存通则》，《危险货物分类和品名编号》，长江证券研究所

产业链延伸拓展，密尔克卫前瞻布局集成电路行业废酸综合利用。2026 年 5 月 20 日，公司进一步与上海化工研究院签署战略合作框架协议，聚焦集成电路行业废酸综合利用，标志着公司半导体物流业务从“仓储服务商”向“供应链运营商”的实质性跃迁。

具体来看，公司旗下上海嘉金盈环保服务有限公司正在推进“上海嘉金盈环保无废城市资源化利用示范基地项目”。项目总投资 37,886 万元，外收危险废物 18.90 万吨/年、一般工业固废 1.70 万吨/年，配置废矿物油综合回收利用（3 万吨/年）、废 NMP 回收（0.2 万吨/年）、含铜及含锡废物资源化回收（1.2 万吨/年）、混盐混酸资源化回收（4.25 万吨/年）等多套资源化装置，预计 2026 年 4 月开工、2027 年 8 月竣工。是公司在半导体危废资源化领域的实质性落地进展，将危废处置能力与半导体产业链需求深度绑定，公司有望在未来深化服务半导体供应链。

投资建议：生生不息，乘风再起

我们认为，在我国半导体行业自主可控与 AI 爆发式增长的背景下，半导体物流产业将同步迎来发展机遇，密尔克卫凭借危化品物流深厚资质与资源禀赋，在当前合作客户基础与实力能力的支撑下，具备显著卡位优势，延伸拓展废酸综合利用环节，相关业务增长动能充沛，有望共享国产半导体产业增长时代机遇。根据公司 2026 年半年报披露，根据客户行业划分，公司收入端化工占比 54%、新能源及芯片半导体占比 21%，毛利端化工占比 43%、新能源及芯片半导体占比 29%，构成化工业务 8.6%毛利率，新能源及芯片半导体业务 15.0%，为传统化工业务的近两倍。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.3、9.6、11.1 亿元，对应 PE 为 13.3、11.4、10.0 倍。

表 12：密尔克卫盈利预测（以 2026 年 9 月 4 日收盘价元/股）

单位/百万元	2025E	2026E	2027E	2028E
营业总收入	13,335	14,630	16,379	18,390
——YOY	*10.0%*	*9.7%*	*12.0%*	*12.3%*
归母净利润	627	826	962	1,107
——YOY	*10.9%*	*31.8%*	*16.5%*	*15.0%*
每股收益 EPS	3.95	4.75	5.53	6.36
市盈率（P/E）	14.11	13.34	11.45	9.95

资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、**化工行业景气度复苏不及预期：**公司基本盘化工供应链业务与化工产业周期高度绑定——2023 年和 2025 年我国化工物流市场规模同比分别为-1%和-7%，若国内外化工行业景气度持续低迷，产能利用率不足、产品价格走弱，化工品仓储、运输及分销需求将进一步承压，直接影响公司传统业务的收入规模与盈利能力。

2、**半导体物流业务拓展不及预期：**公司半导体物流业务尚处于起步放量阶段，客户拓展、项目落地及产能爬坡节奏存在不确定性。若全球半导体行业扩产节奏放缓、国内晶圆厂资本开支低于预期，或公司客户合作深度不及预期，将影响第二成长曲线的增长动能与盈利贡献节奏。

3、**收并购整合风险：**公司 2022 年至今持续进行收并购以抢占核心稀缺资源，形成一定规模的商誉。若被收购企业业绩不及承诺或整合协同效应低于预期，可能面临商誉减值风险，对短期盈利能力造成压力；同时，并购带来的管理半径扩大也对公司运营管控能力提出更高要求。

4、**安全生产与合规风险：**公司主营业务涉及危险化学品仓储与运输，安全生产风险始终存在。若发生安全事故或环保违规，可能面临监管处罚、业务停顿及声誉损失；此外，危化品监管政策若进一步收紧，可能增加合规成本或限制部分业务开展。

5、**盈利假设不成立或不及预期：**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，关于半导体物流市场规模（Mordor Intelligence 预测 2025 年 793 亿美元、2031 年 1339 亿美元）、公司业务增长空间及盈利预测等分析，基于多项假设与第三方数据，实际发展可能因市场环境变化、竞争格局演变及公司战略调整而存在偏差。基于上述假设，我们预测 2026-2028 年公司营收分别为 146.3、163.8 和 183.9 亿元，同比增速分别为 9.7%、12.0%和 12.3%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 8.3、9.6 和 11.1 亿元，同比增长 31.8%、16.5%和 15.0%。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若化工行业需求持续疲软、半导体业务开展不及预期等，则公司未来收入/业绩增速或受影响。假设极端悲观情况下，我们预测 2026-2028 年公司营收分别为 137.3、143.2 和 149.4 亿元，增速分别为 2.9%、4.3%和 4.3%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 6.0、6.2 和 6.4 亿元，同比增速分别为-4.5%、+3.3%和+4.2%。

表 13：公司收入和利润敏感性分析

单位：百万元	基准情形				悲观情形			
	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,335	14,630	16,379	18,390	13,335	13,728	14,318	14,937
——YOY	*10.0%*	*9.7%*	*12.0%*	*12.3%*	*10.0%*	2.9%	4.3%	4.3%
归母净利润	627	826	962	1,107	627	598	618	644
——YOY	*10.9%*	*31.8%*	*16.5%*	*15.0%*	*10.9%*	-4.5%	3.3%	4.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	13335	14630	16379	18390
营业成本	11796	12892	14365	16084
毛利	1539	1738	2014	2305
%营业收入	12%	12%	12%	13%
营业税金及附加	50	51	57	64
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	162	183	213	239
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	248	293	328	368
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	58	73	82	92
%营业收入	0%	1%	1%	1%
财务费用	175	0	0	0
%营业收入	1%	0%	0%	0%
加：资产减值损失	5	0	0	0
信用减值损失	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	18	15	16	18
营业利润	894	1175	1375	1588
%营业收入	7%	8%	8%	9%
营业外收支	46	40	40	40
利润总额	940	1215	1415	1628
%营业收入	7%	8%	9%	9%
所得税费用	194	243	283	326
净利润	745	972	1132	1303
归属于母公司所有者的净利润	627	826	962	1107
少数股东损益	119	146	170	195
EPS（元）	3.95	4.75	5.53	6.36

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	752	1154	1049	1044
取得投资收益收回现金	16	15	16	18
长期股权投资	-142	0	0	0
资本性支出	-436	-277	-270	-270
其他	-207	6	0	0
投资活动现金流净额	-768	-256	-254	-252
债券融资	0	20	20	20
股权融资	50	0	0	0
银行贷款增加（减少）	5262	400	400	400
筹资成本	-311	-208	-243	-279
其他	-4894	-600	20	20
筹资活动现金流净额	107	-388	197	161
现金净流量（不含汇率变动影响）	91	510	992	953

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1430	1903	2896	3849
交易性金融资产	238	238	238	238
应收账款	3755	4267	4777	5364
存货	880	895	998	1117
预付账款	6927	1031	1149	1287
其他流动资产	1238	1339	1464	1608
流动资产合计	14467	9674	11521	13461
长期股权投资	177	177	177	177
投资性房地产	22	22	22	22
固定资产合计	2464	2498	2498	2463
无形资产	1009	985	961	937
商誉	1473	1473	1473	1473
递延所得税资产	89	92	92	92
其他非流动资产	1076	874	674	597
资产总计	20778	15797	17420	19224
短期贷款	2933	3133	3333	3533
应付款项	1690	1791	1995	2234
预收账款	49	59	66	74
应付职工薪酬	60	77	86	97
应交税费	107	117	131	147
其他流动负债	8441	2252	2311	2379
流动负债合计	13279	7429	7922	8463
长期借款	751	951	1151	1351
应付债券	926	946	966	986
递延所得税负债	175	172	172	172
其他非流动负债	342	362	382	402
负债合计	15473	9859	10592	11373
归属于母公司所有者权益	4769	5257	5977	6805
少数股东权益	535	681	851	1046
股东权益	5305	5938	6828	7851
负债及股东权益	20778	15797	17420	19224

基本指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	3.95	4.75	5.53	6.36
每股经营现金流	4.76	6.63	6.03	6.00
市盈率	14.11	13.34	11.45	9.95
市净率	1.85	2.10	1.84	1.62
EV/EBITDA	9.13	8.70	7.38	6.69
总资产收益率	4.3%	5.3%	6.8%	7.1%
净资产收益率	13.1%	15.7%	16.1%	16.3%
净利率	4.7%	5.6%	5.9%	6.0%
资产负债率	74.5%	62.4%	60.8%	59.2%
总资产周转率	0.77	0.80	0.99	1.00

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。

