

2024 年密尔克卫研究报告：化工物流消费升级_协同发展物贸一体

一、公司概况：打造供应链新范式，物流商流双轮驱动

（一）成长历程：货代起家发展成为物贸一体化综合服务商

货代起家：根据公司官网，公司 1997 年成立，早期主要承办进出口货物的国际运输代理业务。1998 年，公司获得外经贸批准的一级货代资质，并于 1999 年进军危险品仓储领域。打造第二增长曲线，物贸一体化协同发展：2018 年，公司登陆 A 股上市，成为中国民营化工供应链主板上市第一股。2020 年，公司推广物贸一体化的化工品交易业务，积极拓展新区域，开发新客户，贸易业务成为公司第二增长曲线。2021 年公司启动“星火计划”，开启全球化战略。

（二）股权结构：家族管理，员工持股深度绑定

股权集中于创始人家族：公司法定代表人陈银河先生是公司第一大股东，根据 Wind，截至 2024Q1，陈银河先生直接持股 25.98%，通过员工持股平台间接持股 8.38%。公司一致行动人包括陈银河先生，以及其妻子慎蕾女士的母亲李仁莉女士，李仁莉女

士直接持股 12.65%，创始人家族合计直接持股占比达 38.63%。员工持股平台深度绑定：公司设有演若投资、演智投资、演惠投资三大员工持股平台，由第一大股东陈银河先生实际控制。员工持股平台深度绑定公司核心成员，覆盖了公司大多数经理级别以上的管理层人员以及技术骨干。

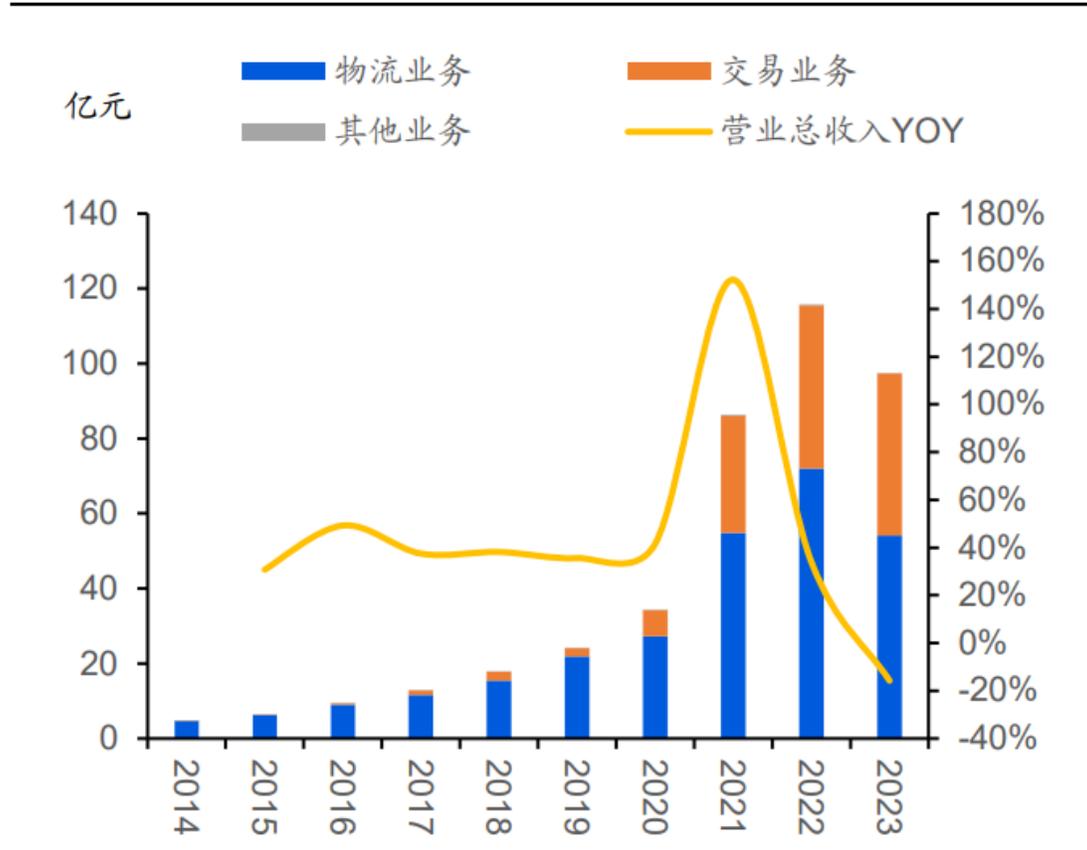
（三）商业模式：物贸一体协同发展，深挖物流、商流价值

化学品供应链依托物流和商流连接化学品产业上下游，化学品物流提供技术和资质要素，分销掌握货源和渠道，两者联系紧密、相辅相成。化学品物流包含对化学品的运输、储存、装卸、搬运、包装、流通加工、配送、回收、信息处理等各个环节。化学品分销则依托于自有和第三方物流，为化学品实物资产提供服务、信息、技术等用户所需附加服务。密尔克卫作为国内领先的专业化工供应链综合服务商，现已建立起货运代理、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拓展延伸至化工品分销业务。目前已具备全场景化工品物贸一体化服务能力，业务涵盖全球货代、全球移动、区域仓配一体化、不一样的分销四大板块。

（四）收入结构：综合物流为主，化学品交易体量快速攀升

综合物流为公司主业，化学品交易近年来营收体量快速攀升。根据 Wind，分行业看，2023 年物流业务、交易业务分别实现营收 54.21 亿元、43.21 亿元，分别占比总收入的 56%、44%。分产品来看，不一样的分销业务已成为公司第一大业务，2023 年实现营收 43.21 亿元，占比 44.4%，其次为全球货代、区域内贸交付、区域仓配一体化、全球移动业务，分别实现营收 22.23 亿元、18.48 亿元、6.96 亿元、6.54 亿元，分别占比 22.8%、19.0%、7.1%、6.7%。

图 4：物流收入为主，交易业务体量迅速扩张



从收入地区分布来看，凭借公司积极拓宽业务服务半径，业务从华东地区逐渐向全国乃至全球延伸，非上海地区收入占比稳步提升。根据 Wind，2023 年非上海地区收入达 48.13 亿元、占比 49.4%，较 2014 年占比提升 44.6pp。同时伴随公司分销业务规模的扩大，对接中小客户比例逐渐增多。公司前五大客户占年度销售总额比例呈逐年下降趋势，由 2014 年的 40.79% 下降到 2023 年的 14.93%，单一客户风险下降，收入结构更加均衡。

（五）成本结构：贸易成本为第一大成本项，物流运输成本其次

成本端，分行业来看，根据公司财报，贸易成本为第一大成本项，2023 年占比 47%，其余成本细项均隶属于物流板块，合计占比 53%，其中物流运输成本为物流板块的第一大成本细项。分产品来看，根据 Wind，不一样的分销业务为第一大成本，2023 年占比 47%，其次为全球货代、区域内贸交付、全球移动业务、区域仓配一体化，分别占比 22.7%、19.7%、6.4%、4.2%。

（六）盈利能力：区域仓配一体化贡献主要毛利，1Q24 业绩明显改善

从各项业务盈利能力来看，根据 Wind，区域仓配一体化业务毛利率最高，毛利率中

枢接近 50%。2023 年该项业务贡献毛利 3.33 亿元，占比公司总毛利 29.03%，毛利率达 47.87%。此外不一样的分销、全球货代业务凭借其营收规模优势，2023 年分别贡献毛利 2.78 亿元、2.67 亿元，毛利率分别为 6.44%、12.01%。整体来看，总毛利率因近年来分销业务体量占比提升有所下滑，2023 年毛利率为 11.76%，全年实现毛利 11.47 亿元。

受益于相对稳定的毛利率水平以及业务的快速扩张，公司利润同步实现快速增长，根据 Wind，2018-2022 年归母净利润 CAGR 高达 43.68%。2023 年受周期波动、运价回落及财务费用攀升影响，业绩有所承压。但 1Q2024，凭借运价回暖、货量增长、产能利用率爬坡三重利好，业绩已实现强势复苏，1Q2024 公司实现归母净利润 1.51 亿元，同比增长 40.62%。

二、业务构成：物流筑基促发展，分销协同创新收

公司主营业务主要分为一站式综合物流服务以及化工品交易服务两大板块，共包含全球货代、全球移动、区域仓配一体化、区域内贸交付及不一样的分销五类业务。各类业务模式如下：

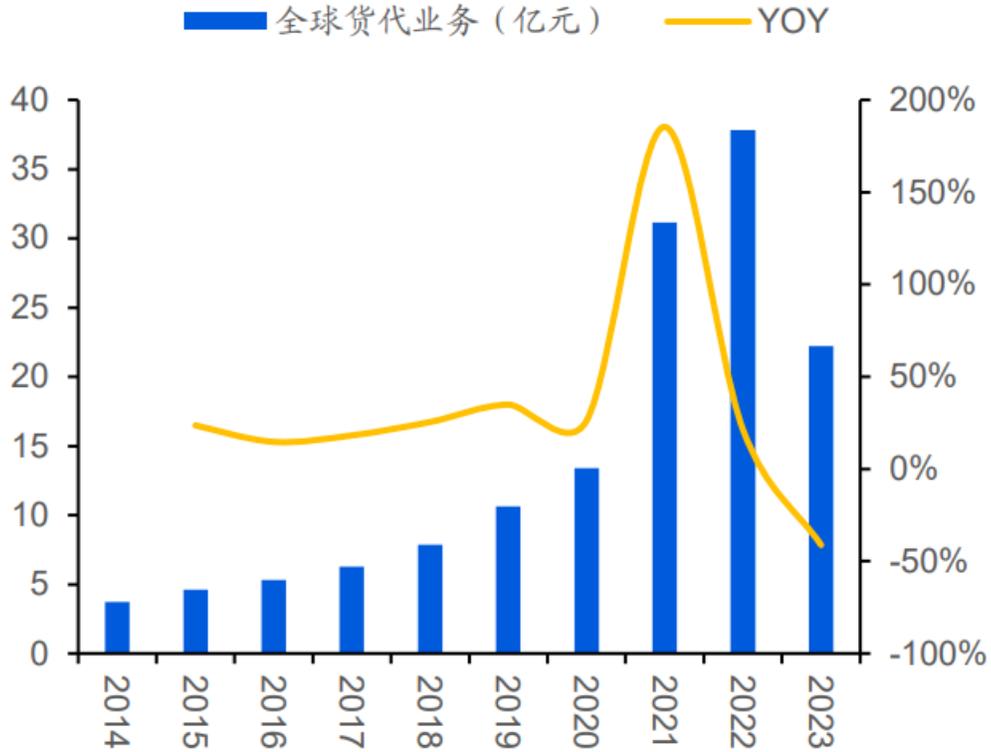
（一）全球货代：货量驱动成长，成本加成定价利润与运价强相关

公司的全球货代业务为客户提供全球范围内危险品普通货物海运、空运、铁路运输一站式服务，业务范围包括传统进出口货物的揽货、订舱、托运、仓储、包装、装/卸货、中转、分拨以及办理报送报检、货物保险等与国际运输相关的一系列服务活动，还包括国际多式联运、第三方物流、合同物流等新兴业务。

按货物承运方式分类，海运为公司货代业务的主要承运方式。根据可转债募集说明书，2021年各类运输方式货物量均实现大幅增长，2021年海运货物量 22.74 万 TEU/yoy+70.25%，铁路货物量 1.60 万 TEU/yoy+55.20%，空运货物量 4.23 万吨 /yoy+272.19%。

公司全球货代业务板块主要收取运输费用和境内物流配套服务费用。其中国际国内运输费一般是以向承运人采购的运力价格为依据，根据销售人员与客户协商情况以及定制化物流安排，适当上浮一定比例作为定价。此类定价模式决定了货代业务的营收波动与运价波动存在强相关性。根据 Wind，2023 年全球货代业务实现营收 22.32 亿元，同比下滑 41%，主要由集运运价大幅下跌所致。

图 16: 2014-2023年全球货代业务营收表现



同时因采用成本加成定价模式，成本端包含承运人运输成本，导致全球货代业务整体毛利率相对较低，且利润端存在较大幅度波动。根据 Wind，2023 年该业务录得毛利 2.67 亿元，毛利率为 12.01%。后续伴随运价回暖以及货量稳步增长，全球货代业务盈利能力有望逐步回升。

(二) 全球移动：罐箱航运双轮变现，扩产增效驱动利润释放

全球移动业务包括全球航运及罐箱业务和全球工程物流及干散货业务。其中全球航

运及罐箱业务主要通过各种规格型号液体散货船、罐式集装箱提供内外贸多样灵活的租赁与运输服务，并自建罐箱堆场网络提供专业的 24 小时集装罐技术服务，提供 LNG 罐箱以及特种化学品船的运输及配套物流方案。全球工程物流及干散货业务为公司 2021 年新增业务，通过整合多种运输方式，服务于石油天然气、石化、可再生能源、核电、基建、工程建厂、采矿冶金等领域，为客户提供从工厂到工地的定制化综合物流解决方案。

根据公司官网，目前公司运营 5000 个罐式集装箱，提供包括卡车、铁路、驳船和海运在内的多式联运服务，覆盖亚洲、欧洲、北美和南美等大部分国家。并运营上海、张家港、烟台、南京和新加坡 5 个罐箱清洗站点，提供清洁、维修、测试、加热和堆存服务。同时公司已正式进入散装危化品船舶运输市场，计划通过新造船、租赁和购置存量船舶的方式，进一步扩大运力，强化液体化学品的船运服务能力。公司全球移动业务主要依靠收取各类罐箱及散货船的租金、江海在途运输及衍生的堆存、维修维护和道路运输服务费用赚取收益。由于同样采用成本定价方式，营收变动同样与运价存在相关性。根据 Wind，2023 年全球移动业务实现营收 6.54 亿元，同比下滑 33%，主要由运价下跌所致。

从细分业务的毛利率表现来看，航运及罐箱业务毛利率中枢高于工程物流及干散货

业务，或由于罐箱业务附加值高所致。根据 Wind，2023 年全球移动业务实现毛利 1.04 亿元，毛利率为 15.93%。未来伴随集约化交付降低物流成本、罐箱货量增长，服务环节延伸、资产使用效率提升以及产能扩张等多重逻辑兑现，该项业务预计将会重回增长区间。

（三）区域仓配：稀缺赛道议价能力强，流量变现贡献主要盈利

区域仓配一体化业务系公司依托自有或租赁仓库，为客户提供化工品存储保管、库存管理和操作，以及提供货物分拣、分装、换包装、贴标、打托等增值服务。业务主要包括两个部分：提供货物储存、分销以及厂内物流的分销中心；以及与货运代理配套的出口装箱相关的外贸仓储。其中分销中心 DC（Distribution Center）业务主要为进口货物和国内厂商生产的产品提供储存分销的场所，以及在客户生产基地提供厂内物流服务，为生产厂商进行库存管理和分销安排，以降低生产厂商的存货管理成本。分销中心选取国内化工园区或者化工行业客户聚集地附近的仓库为基地，通过自建或者租赁的方式运营。

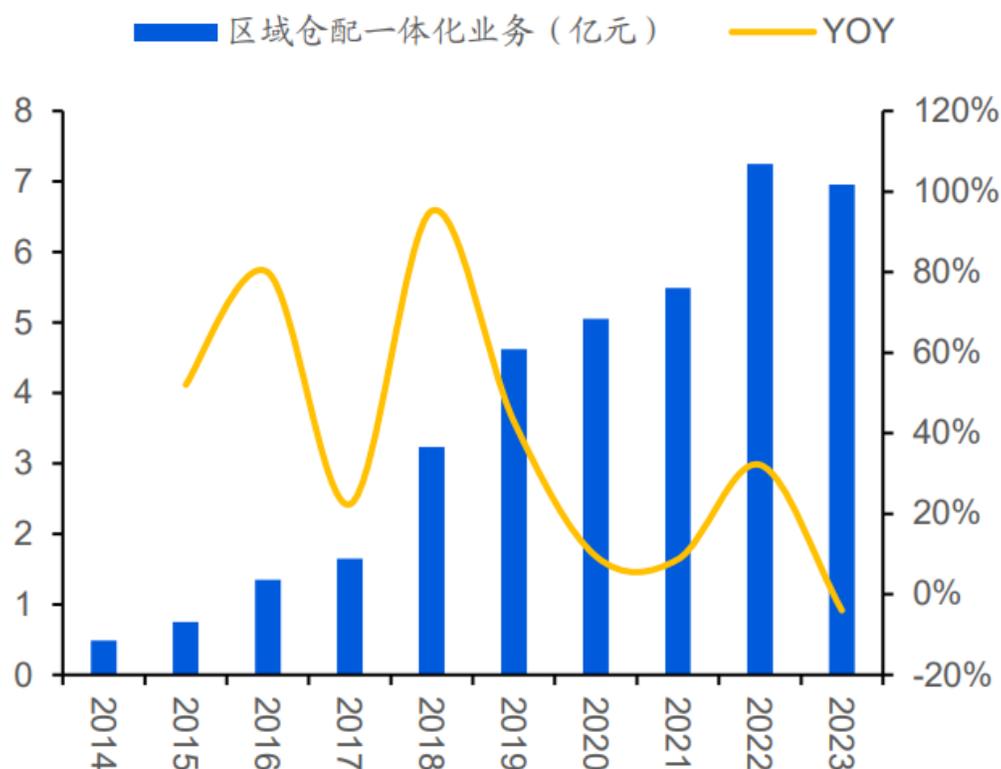
公司的外贸仓储 CFS（Container Freight Station）主要围绕货运代理从事化工品出

口及内贸的装箱、装板的中转站业务，提供出口货物集中、理货装箱、配载集装、打托、分拣、换包装或再包装、贴唛等仓储相关增值服务，通过外贸仓储的服务使得货物达到境内可出口、目的港可清关状态。

公司通过自建、并购、租赁等方式不断扩张仓库运营面积，根据公司财报，截至 2023 年末，公司全国自建及管理逾 70 万平米专业化学品仓库。根据公司官网，当前仓库已覆盖无人仓、保税仓、剧毒仓、恒温仓等九大类别，能满足客户多元化的仓储需求。受益于产能扩张，公司分销中心和外贸仓储业务货物量稳步提升。

从收费模式来看，分销中心业务以存放货物的仓储类型、仓库面积为基础，按照货物数量所占仓储的面积以及存放时间收取一定比例金额的仓储费用；外贸仓储业务按照理货装卸的集装箱数量和托盘数量来收取一定比例的费用。根据 Wind，2023 年区域仓配一体化业务实现营收 6.96 亿元，同比下降 4%。从业务属性来看，仓储业务凭借资产稀缺、地域垄断等特性成为化工供应链条上议价能力最强的资产，长期毛利中枢接近 50%。根据 Wind，2023 年公司实现毛利 3.33 亿元，占比公司总毛利 29.03%，毛利率为 47.87%。

图 30: 2014-2023年区域仓配一体化业务营收表现



同业对比来看，公司仓储业务毛利率低于同行该项业务毛利率。作为贡献公司盈利的主要业务，未来伴随新产能投产及现有产能利用率爬坡，该项业务毛利率中枢均有望上移，进一步释放公司的盈利潜能。

（四）内贸交付：收并购打通运输链路，资源整合优化释放盈利潜能

公司内贸交付业务是指境内化工品道路运输业务，按照运输车辆配载方式划分，分为集运和配送两类。其中集运业务主要围绕货运代理业务，配合外贸仓储 CFS，提

供境内化工品集装箱和集装罐的运输服务。集运业务作为货代业务的重要组成部分，完成出口货物从仓库或生产工厂到港口、进口货物从港口到最终用户/仓库的运输工作。公司集运业务以自有车辆运输为主，自有运力不足时采购外部集装箱/集装罐运输车辆。配送业务是指运输标的为各类包装货物的运输业务，通常与分销中心相配合，承担国内公路包装货物运输（包括整车、零担配送）职责。现已具备同城配、城际快运及干线快运的三级网络运输能力，提供全国范围内的化学品合同物流、逆向物流、小件快运等服务。配送业务以采购外部运力为主。此外在化工品运输领域，由于运载货物具有易燃、易爆、有毒、有害和放射性等特性，业务开展须取得安监部门、交通运输管理部门等核发的行政许可，跨区域申报多地资质的难度高。公司通过收并购方式，快速实现了运输网络从华东地区到华东、西北、西南等地的扩展。并依托公司自营危化基地，通过自购及外采运力等方式，现已形成覆盖主要化学品生产及消费区域的安全、合规、高效的流通交付网络。

同时公司拥有多样化的运输工具，涵盖自卸车、空气悬挂车、鹅颈低挂车、冷藏保温车等多种车型，合计逾千量，能够满足客户多元化的运输需求。

依托公司日趋完善的运输网络，公司凭借领先的服务质量，优质的客户资源等多重优势，集运及配送业务货物服务量均实现增长。

收费模式上，内贸交付业务的收费标准主要依据运送化工品货物的线路、重量、货物品类、油耗、人员、车辆折旧等成本作为计价基础，结合运输车型及市场价格综合计算含桥境费及税费在内的每车每公里运价（车/公里），并按照单程距离的长短进行阶梯式定价。根据 Wind，2023 年区域内贸交付业务实现营收 18.48 亿元，同比增长 7%，实现毛利 1.54 亿元，毛利率为 8.35%。该项业务凭借依托自营仓库优势，充分发挥仓运一体协同效应，在周期波动中成功实现收入的正向增长。未来伴随新仓投产以及运输网络的持续完善，以仓促运模式下，有望持续展现增长韧性，同时凭借对整合资源的协同优化，有望逐步释放盈利潜能。

（五）不一样的分销：物流筑基保障交付，并购升级打开空间

公司化工品交易服务为公司借助丰富的化工供应链经营经验及网络化的物流基础设施，通过线上平台及线下一站式综合物流服务的搭建协同，为化工行业客户提供分销服务及供应链解决方案。公司的化工品交易业务分为线下分销业务及线上运营两部分。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/118137066112006075>