

密尔克卫智能供应链服务集团 股份有限公司 2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕3786号

联合资信评估股份有限公司通过对密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，维持“密卫转债”信用等级为 AA-，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年六月九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

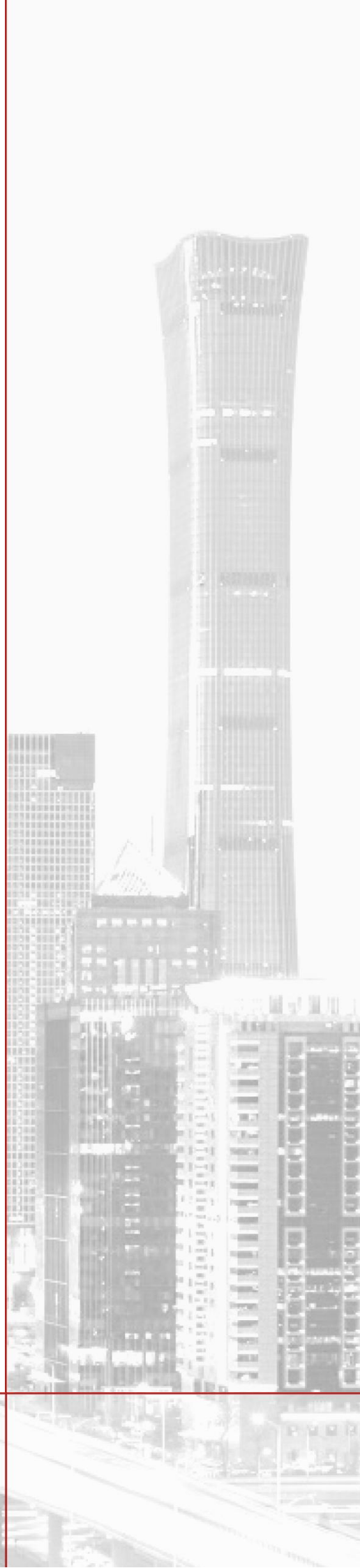
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2026/06/09
密卫转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

评级观点

密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司（以下简称“公司”或“密尔克卫”）是以货运代理、仓储及运输业务为核心的专业化工供应链服务商。跟踪期内，公司内控体系及主要管理制度无重大变化；经营方面，公司基于综合物流服务向化工品分销服务延伸，业务板块间协同性强，在行业资质、为大型客户提供物流服务能力与信息智能化管理体系等方面具备竞争优势。2025 年，随着供应链物流及供应链分销业务量增长，公司经营业绩稳步增长，但需关注集运业务和仓储业务面临的大客户降价压力。财务方面，截至 2025 年底，受供应链分销业务单一订单执行影响，公司资产规模大幅增长，资产质量良好，需关注化工品存货和子公司商誉潜在的减值风险；权益结构稳定性不强，债务负担较重且债务期限结构快速向短端倾斜；公司盈利能力仍强，筹资活动前现金缺口同比收窄，但考虑到后续的项目投入及对外投资，仍存在对外融资需求；偿债指标表现良好。综合评估，公司信用风险处于较低水平。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司将在优化现有业务基础上，进一步整合及优化物流各环节，随着各项业务经营规模的逐步扩大和业务板块间的协同效应持续释放，公司竞争实力有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强；盈利出现可观增长且具有可持续性。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司收入和利润持续大幅下滑，且短期内难以恢复；财务指标显著弱化。

优势

- **跟踪期内，公司优质客户资源保持稳定。**公司是专业化工供应链服务商，跟踪期内与国内外众多化工企业或其下属企业的长期合作关系保持稳定，利于公司供应链网络布局的拓展和完善。截至 2025 年底，公司有效客户数量已超万家。
- **公司在运输及仓储能力方面保持优势。**截至 2025 年底，公司拥有包括自建和租赁的仓库合计 60.77 万平方米；其中，自建仓库占比接近 50%，满仓率 80%~85%。截至 2026 年 3 月底，公司自有集装罐 2947 个，自有运输车辆 575 台。公司基于自营的危化基地以及自购运力和采购运力，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。

关注

- **公司债务规模有所增长，债务负担较重。**随着在建项目的资本支出与经营规模的扩张，截至 2025 年底，公司全部债务较 2024 年底增长 9.15%至 64.51 亿元，短期债务占比 68.94%；全部债务资本化比率 54.88%，债务负担较重。
- **公司部分资产面临一定减值风险。**截至 2025 年底，随着供应链分销业务量的增长，公司存货规模有所增长，其中化工品价格波动性高，需关注存货面临的跌价风险；公司商誉规模较大，若商誉资产组的可收回金额低于其账面价值，则面临减值压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变化。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

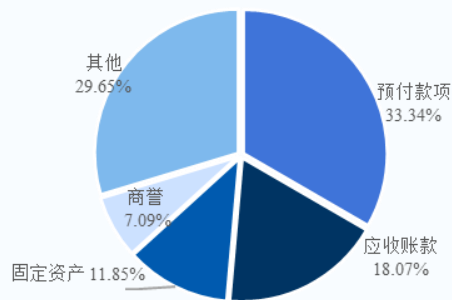
合并口径				
项目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产（亿元）	20.82	21.90	22.25	24.38
资产总额（亿元）	111.24	139.45	207.78	159.37
所有者权益（亿元）	43.66	47.68	53.05	55.22
短期债务（亿元）	32.35	32.73	44.47	50.34
长期债务（亿元）	17.14	26.37	20.04	18.15
全部债务（亿元）	49.49	59.10	64.51	68.49
营业总收入（亿元）	97.53	121.18	133.35	37.44
利润总额（亿元）	6.08	8.01	9.40	2.76
EBITDA（亿元）	11.06	13.47	15.11	--
经营性净现金流（亿元）	7.04	4.82	7.52	-0.48
营业利润率（%）	11.48	11.10	11.16	10.78
净资产收益率（%）	11.03	13.72	14.05	--
资产负债率（%）	60.75	65.81	74.47	65.35
全部债务资本化比率（%）	53.13	55.35	54.88	55.36
流动比率（%）	119.66	127.13	108.95	113.09
经营现金流流动负债比（%）	14.62	7.61	5.66	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.67	0.50	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	7.88	8.49	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.47	4.39	4.27	--

公司本部口径				
项目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
资产总额（亿元）	69.96	72.15	82.39	/
所有者权益（亿元）	22.26	21.38	21.88	/
全部债务（亿元）	15.72	19.18	17.90	/
营业总收入（亿元）	2.11	1.32	2.16	/
利润总额（亿元）	1.05	1.61	1.97	/
资产负债率（%）	68.18	70.36	73.44	/
全部债务资本化比率（%）	41.40	47.28	45.00	/
流动比率（%）	56.36	58.28	54.28	/
经营现金流流动负债比（%）	-1.04	1.11	-1.61	/

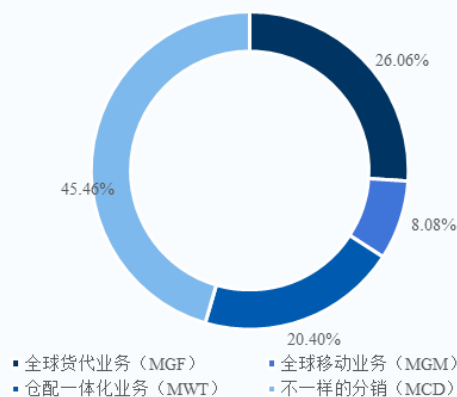
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司合并口径中其他流动负债中的短期融资券计入有息债务及相关指标核算；4. 2026年一季度财务数据未经审计；5. “--”表示数据不适用或无意义；“/”表述未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

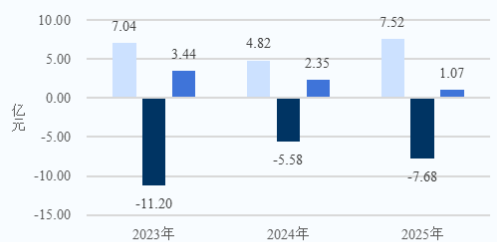
2025年底公司资产构成



2025年公司主营业务收入构成

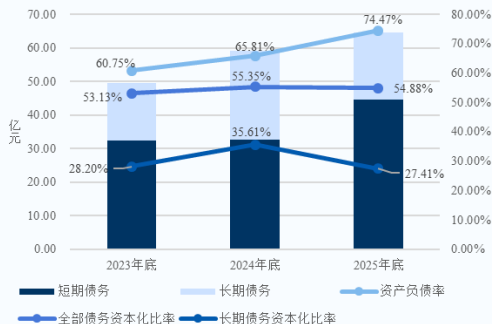


2023—2025年公司现金流情况



经营现金流量净额 投资现金流量净额 筹资现金流量净额

2023—2025年底公司债务情况



短期债务 长期债务 全部债务资本化比率 长期债务资本化比率

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	截至 2026 年 3 月末债券余额	到期兑付日	特殊条款
密卫转债	8.7239 亿元	8.7224 亿元	2027/09/16	转股、回售、赎回、修正

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
密卫转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2025/06/13	王 晴 李敬云	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
密卫转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2022/04/22	闫 力 王喜梅	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：冯 磊 fengl@lhratings.com

项目组成员：金 剑 jinjian@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司（以下简称“公司”或“密尔克卫”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

密尔克卫前身为1997年3月成立的上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司，设立时注册资本722.00万元，并于2015年10月整体变更为股份有限公司，同年12月更为密尔克卫化工供应链服务股份有限公司，注册资本增至1.00亿元。2018年7月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可〔2018〕907号文核准，公司于上海证券交易所挂牌上市（股票简称“密尔克卫”，股票代码为“603713.SH”）。2021年3月，经中国证监会证监许可〔2020〕3424号文核准，公司非公开发行人民币普通股股票9747452股，发行价格为112.85元/股。2024年2月，公司更为现名。截至2026年3月底，公司注册资本为1.58亿元，陈银河直接持有公司27.00%股份，同时通过控制上海演智投资合伙企业（有限合伙）、上海演惠投资合伙企业（有限合伙）和上海演若投资合伙企业（有限合伙），合计持有公司33.72%的股份，均无质押情况，公司控股股东、实际控制人陈银河与慎蕾为夫妻关系，股东李仁莉（持股比例13.32%）与慎蕾为母女关系，上述三人为公司实际控制人，陈银河与李仁莉存在一致行动关系。

跟踪期内，公司经营业务仍为货运代理、仓储及运输业务为核心的一站式综合物流服务和分销服务，按照联合资信行业分类标准划分为物流行业，适用于一般工商企业信用评级方法。

截至2025年底，公司合并资产总额207.78亿元，所有者权益53.05亿元（含少数股东权益5.35亿元）；2025年，公司实现营业收入133.35亿元，利润总额9.40亿元。

截至2026年3月底，公司合并资产总额159.37亿元，所有者权益55.22亿元（含少数股东权益5.72亿元）；2026年1-3月，公司实现营业收入37.44亿元，利润总额2.76亿元。

公司注册地址：上海市浦东新区中国（上海）自由贸易试验区金葵路158号4-11层；法定代表人：陈银河。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2026年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，跟踪期内已按期足额支付当期利息。

图表1·截至本报告出具日由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
密卫转债	8.72	8.72	2022/09/16	5年

资料来源：Wind，联合资信整理

截至2025年底，“密卫转债”募集资金扣除直接支付发行费用后已使用8.26亿元，其中2025年使用0.10亿元；期末募集资金余额0.16亿元（不含现金管理额度0.25亿元）。2025年4月15日，公司发布《密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司关于变更部分募集资金用途的公告》称，结合行业的未来发展趋势和公司战略规划布局，拟终止部分非公开发行募集资金投资项目“网络布局运营能力提升项目”和部分可转换公司债券募集资金投资项目“运力系统提升项目（车辆及罐箱）”，并将剩余募集资金1.39亿元投入新项目“密尔克卫（福建）危险化学品供应链一体化基地项目”和“密尔克卫东莞化工交易中心项目”。新项目使用募集资金的额度分别为0.99亿元和0.40亿元。截至2025年底，新项目投资进度分别为0.00%和20.07%，达到预定可使用状态日期分别为2028年12月和2026年12月。

截至2025年底，“密卫转债”募集资金使用情况如下：

图表2·截至2025年底“密卫转债”募集资金使用明细情况（单位：万元）

项目名称	是否涉及变更投向	调整后投资总额	本年投入金额	期末累计投入金额	期末累计投入进度（%）	项目达到预定可使用状态日期	本年度实现的效益	是否达到预计效益	项目可行性是否发生重大变化
收购上海市化工物品汽车运输有限公司100%股权及转让方对标的公司1600万债权项目	否	19000.00	--	19000.00	100.00%	不适用	不适用	不适用	不适用

超临界水氧化及配套环保项目	否	28000.00	243.04	25694.77	91.77%	2025年12月	未达产	未达产	否
徐圩新区化工品供应链一体化服务基地A地块	否	10000.00	--	10029.68	100.30%	2024年6月	-959.53	否	否
镇江宝华物有限公司改扩建普货仓库建设	否	2000.00	--	1999.98	100.00%	2022年6月	846.75	否	否
运力系统提升项目	否	2067.16	--	--	0.00%	已终止	不适用	不适用	是
补充流动资金	否	25076.65	--	25076.65	100.00%	不适用	不适用	不适用	不适用
密尔克卫东莞化工交易中心项目	是	2067.16	802.76	802.76	38.83%	2026年12月	未达产	未达产	否
合计	--	88210.97	1045.80	82603.84	--	--	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

2026年6月9日，根据公司披露的《关于部分募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，公司拟将2020年非公开发行股票募投项目及2022年公开发行可转换公司债券募投项目结项后节余5629.40万元（实际金额以转出当日银行结息余额为准）安排为永久补充流动资金，其中，上述两次募集资金节余分别为2860.27万元和2769.13万元。本事项已经公司第四届董事会第十六次会议审议通过，尚需提交公司股东会审议。

“密卫转债”转股期为2023年3月22日至2027年9月15日，截至2026年3月31日，尚未转股余额为8.7224亿元，未转股比例为99.98%。

四、宏观经济和政策环境分析

2026年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1月15日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义GDP增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》。

五、行业分析

1 化工

2025年以来，化工行业主要产品产量同比小幅增长，但地炼、化学原料及化学制造业开工率同比下滑且低于国际警戒水平，结构性过剩显著，化工产品价格指数持续下探，主要细分行业收入及利润均同比下滑，但在“两新”“两重”政策的推动下，高端制造与新材料相关领域投资保持较快增速，显示结构优化方向。国家从法治层面治理“内卷式”竞争，并通过收紧能耗与碳排放约

束、明确老旧装置淘汰路线图等方式，推动行业绿色化、高端化与集约化转型，加速落后产能出清，促进化工行业绿色、高质量发展。样本企业营业利润同比转正，经营现金流显著改善，净资产收益率水平逐步修复。为满足转型升级的投资需求，行业杠杆率有所提高，但整体仍处健康水平，且具备结构性加杠杆空间。2025 年化工行业债券融资呈“净流入”“利差收窄”态势，融资功能顺畅。发债主体高度集中于高信用等级央企及头部企业，存量债券结构健康。当前股市回暖亦有助于存量可转债的转股预期，进一步缓释潜在兑付压力。

2026 年化工行业将延续“总量承压、结构分化”的格局，整体处于深度转型与结构性复苏的并行阶段。行业增长引擎正从传统需求切换至新兴产业，企业分化将进一步加剧，具备技术壁垒、布局高成长赛道、财务稳健的头部企业行业地位将更趋稳固。完整版化工行业分析详见[《化工行业 2026 年度信用风险展望》](#)。

2 贸易

2025 年，中国进出口贸易在复杂的外部环境下顶压前行，延续了稳中向好的发展势头，累计出口同比保持良好增长，韧性较强；累计进口同比保持稳定；2026 年 1—4 月，中国进出口贸易延续较快增长，进口增速高于出口。中国贸易伙伴不断扩容，积极拓展新兴市场，“一带一路”共建国家、东盟等已成为中国出口增长的主引擎，中国出口高度依赖欧美的格局已发生变化，出口目的地结构更趋多元，但欧美需求、转口合规和贸易壁垒风险仍需关注。大宗商品价格方面，2025 年，原油价格下跌，钢铁、煤炭震荡运行，黄金价格创历史新高，玉米价格略有抬升；2026 年以来，原油价格强势反弹，大幅攀升，钢铁、煤炭价格有所回升，黄金价格波动加剧，玉米高位震荡后回落。贸易行业竞争格局变化不大，整体呈现“大市场、小主体”特征，行业集中度很低。政策层面，国家贸易政策持续迭代升级，在简化外贸流程、降低企业成本的同时，重点培育数字、绿色、服务等高端外贸业态，健全行业法治与标准体系，推动贸易从规模扩张向提质增效转型。

展望 2026 年，产业升级、机电产品出口增长和市场多元化将继续为外贸提供支撑，但贸易保护主义、地缘扰动、能源航运波动和境外合规规则变化仍将对外需形成压制。国内方面，作为“十五五”开局之年，我国经济保持稳健复苏态势，内需持续回暖，为内外贸联动发展筑牢基础。依托扩大高水平对外开放、全面深化改革的政策导向，叠加产业升级、数字贸易、绿色贸易等扶持举措，营商环境持续优化。完整版贸易行业分析详见[《贸易行业运行分析（2026 年 5 月）》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 企业规模和竞争力

公司是国内领先的专业智能供应链综合服务商，已形成以货运代理、仓储及运输为核心，并向化工品分销和供应链解决方案延伸的一站式综合物流服务体系。跟踪期内，公司持续完善境内外物流网络、化工供应链服务能力及信息化智能化管理体系。凭借较完备的业务资质和服务能力，覆盖仓储管理、运输管理、车辆控制及订单处理等环节的信息化智能化系统，以及在化工行业长期积累的优质客户资源，公司保持了较强的竞争力。

跟踪期内，由于注销库存股以及注销限制性股票的原因，公司注册资本及实收资本略有减少；控股股东和实际控制人均未变化。

公司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，逐步形成的化工品物贸一体化服务。跟踪期内，公司所获的政府、公益组织类荣誉资质、客户、供应商、媒体类荣誉资质和行业类荣誉资质包括：浦东新区出海企业总部、2025 国际业务最佳价值、2025 年度优秀合作伙伴奖、2025 年最佳协作供应商、2025 年度优秀物流供应商、AAAA 物流企业、2024 年度上海关区优秀报关单位、2025 年 CIFA 会员证书等。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。随着强监管与安全环保高压，行业相关资质审核趋严，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，在化工行业 500 强及大中型国企和民企业务招投标过程中具备化工供应链服务的综合能力。

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。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、中芯国际等全球最著名的跨国化工企业。截至 2025 年底，公司有效客户数量已超万家。

信息化及智能化管理体系方面，公司信息化技术广泛运用于仓库管理、运输管理、车辆控制及订单处理等方面，进行数字化转型，MCP 系统在原有专业运输及配送服务系统（TMS）、货代系统（FMS）、仓储系统（WMS）4.0、大数据与智能化应用以及财务结算五大板块的基础上，陆续开发上线了贸易系统（MMS）、罐箱系统（GMS）、订单无纸化系统、人事行政流程、作战中心 2.0、灵元素 2.0、CRM/VRM 系统、空运海外版系统并升级迭代了安全系统，以最大程度的满足客户对安全、准确、及时的物流服务要求。同时，公司自主研发了智能安全管理系统 ASM，可以 24 小时监控各个仓库和现场的操作情况，把安全的流程全都固化到公司的 ERP 系统里面，用系统的方式实行了管控。截至 2026 年 3 月底，公司自有集装罐 2947 个，自有运输车辆 575 台。

业务范围方面，公司在亚太区的经营基础上，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的形式，落实全球化战略。产业链延伸方面，公司化工品交易服务主要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，实现线上导流线下，线下反哺线上。公司匹配撮合上下游各类生产商及客户的采购、销售需求，上游与世界一流化工巨头强耦合，下游按区域及产品建分销应用服务能力，自建固体及液体复配车间、配套实验室，为厂商向下游大小客户及消费者服务，为化工行业客户提供分销服务及供应链解决方案。

2 信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91310000630965915K），截至 2026 年 6 月 8 日，公司本部无不良信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行公司债券和债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2026 年 6 月 5 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

2026 年，公司独立董事罗斌离任，由余坚接任；高级管理人员未发生重大变化。

余坚，男，1974 年 4 月出生，博士学历，全职教师、硕士生导师，注册会计师。1999 年 3 月至 2002 年 2 月在上海城市投资建设开发总公司任职，历任财务部主管、审计监察部副总经理、投资计划部副总经理；2002 年 2 月至 2002 年 8 月在上海置业有限公司任外派财务总监；2002 年 8 月至 2004 年 12 月在上海普兰投资管理有限公司任财务总监；2004 年 12 月至 2006 年 1 月在上海交通投资集团有限公司任财务总监；2006 年 1 月至 2008 年 1 月在上海城投置地集团有限公司任财务总监。2008 年 1 月至 2008 年 9 月在上海英孚思为信息科技有限公司任财务总监；2008 年 10 月至今在上海国家会计学院任全职教师、硕士生导师。现任上海国家会计学院全职教师、硕士生导师并兼任康龙化成（北京）新药技术股份有限公司独立董事、上海元方科技股份有限公司独立董事。

根据公司于 2026 年 5 月 20 日披露的《关于公司及相关责任人收到上海证监局警示函的公告》，公司收到上海证监局《关于对密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司、陈银河、缪蕾敏采取出具警示函措施的决定》（沪证监决〔2026〕142 号）。公司因将部分可转债募集资金用于非募投项目、个别对外担保未审议未披露而违反了相应的管理办法。跟踪期内，公司在管理水平、内控完善等方面仍有待提升。

（三）经营方面

1 经营概况

跟踪期内，随着 MGM 全球移动业务和供应链交易业务的增长，公司经营业绩稳中有进。2025 年，公司物流和交易板块经营规模均有所扩大，综合毛利率小幅改善。

2025年，公司实现主营业务收入133.12亿元，综合毛利率11.41%，较上年均有所增长。

供应链物流业务系公司的核心业务，主要提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务，按服务类型细分为MGF全球货代业务、MGM全球移动业务和MWT仓配一体化业务。2025年，公司供应链物流业务稳中有升，在不断提高运行效率、加速提升响应水平的情况下，实现供应链物流收入72.60亿元，较上年同期增长5.04%，毛利率较上年增长0.59个百分点。其中，除MGF全球货代业务略有下降外，其余业务收入均有所增长，成本变动与收入变动基本一致。

供应链交易业务系公司基于供应链物流业务向部分客户延伸提供的化工品分销服务，主要匹配撮合上下游各类生产商及客户的采购、销售需求。2025年度，供应链交易业务实现收入60.52亿元，较上年同期增加16.73%，主要增量来自黄磷、树脂塑料粒子和洋酒等业务，毛利率较上年小幅下降。

2026年1-3月，公司实现营业总收入37.44亿元，同比增长12.02%；综合毛利率11.54%，较2025年全年小幅提升。

图表3 • 2023—2025年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023年			2024年			2025年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
全球货代业务（MGF）	22.23	22.82%	12.01%	34.73	28.71%	10.37%	34.69	26.06%	11.39%
全球移动业务（MGM）	6.54	6.72%	15.93%	7.81	6.46%	13.05%	10.76	8.08%	14.38%
仓配一体化业务（MWT）	25.44	26.11%	19.16%	26.57	21.97%	18.83%	27.15	20.40%	18.56%
不一样的分销（MCD）	43.21	44.35%	6.44%	51.85	42.86%	7.75%	60.52	45.46%	7.68%
合计	97.42	100.00%	11.67%	120.96	100.00%	11.28%	133.12	100.00%	11.41%

注：全球货代业务（MGF）、全球移动业务（MGM）和仓配一体化业务（MWT）划分为供应链物流业务，不一样的分销（MCD）划分为供应链交易业务

资料来源：公司提供，联合资信整理

2 业务经营分析

2025年，公司全球货代业务收入同比微降，毛利率有所提升。该业务板块上下游集中度均高，主要客户质量良好。

全球货代业务（MGF）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，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，以及国际多式联运、第三方物流、合同物流等新兴业务。跟踪期内，公司全球货代的盈利模式、上下游经营模式及结算方式较上年无重大变化，公司与客户签订框架合同，客户每次下单时发送一份委托书，公司根据委托书约定的内容提供相应服务，在服务完成后确认收入。2025年，公司MGF业务中全球大型跨国化工企业客户销售额约占30.00%。

采购方面，公司向承运人议价、订舱、装载并向其支付运杂费，承运人主要是国际和国内班轮航运公司、国际航空公司、国内铁路货运单位、内陆运输公司及车队。销售方面，公司国际货运代理服务服务于化工行业生产厂商、贸易商及来自物流同行业公司的间接客户。下游结算方面，公司销售客户中全球大型跨国化工企业账期多为90天左右，一般采用网银或汇票结算，客户质量高，但对账周期较长；国内中小型客户，一般约定30天付款；买单客户属于零散客户（少量），每单业务完成直接结账。2025年，全球货代业务向上游供应商采购（前5大）和下游客户销售（前5大）金额分别为13.17亿元和16.58亿元，集中度高。

2025年，公司全球移动业务收入同比继续增长。

全球移动业务（MGM）通过各种规格型号液体散货船、罐式集装箱提供内外贸多种租赁、运输及配套物流方案，包括全球航运及罐箱业务（MTT）和全球工程物流及干散货业务（MPC），MTT业务主要专注于液体化学品，以公司租赁或自有罐箱为基础，提供罐式集装箱及特种化学品船租赁、运输及配套物流方案，MPC业务主要服务于大型工程总承包项目，提供定制化海运解决方案。

2025年，公司全球移动交付业务收入持续增长，罐箱总货物量（TEU）同比增长35.09%。其中，内贸方面同比增长27.65%，外贸方面同比增长41.08%，亚太区业务增速较快，受地缘政治和国际冲突的影响有限。MGM业务罐箱货物量中，外贸占比57.91%，比重小幅增长。

跟踪期内，仓配一体化业务营收和毛利率水平整体较为平稳，但集运业务和仓储业务面临降价压力。

仓配一体化业务（MWT）主要提供境内化工品存储保管、库存管理与同城配、城际快运及干线快运等服务，收入包括境内道路配送、集运运输收入（MRT区域内贸交付业务）及仓储收入（MRW区域仓储业务）。

2025 年，配送运输业务量同比增长 45.03%，系公司拓展新客户、新产品、新区域所致，自有运力占比 10%左右；集运业务量同比下降 3.89%，系市场竞争激烈，大客户减量所致，自有运力占比 75%左右。价格方面，公司采取以价换量的策略，配送运输单价由 0.90 元/吨万公里降至 0.71 元/吨万公里；因大客户降价，集运业务运输单价由 13.42 元/TEU 公里降至 9.75 元/TEU 公里。综合影响下，境内道路配送、集运运输收入同比小幅增长 0.44%至 19.14 亿元，毛利率同比增长 1.05 个百分点。

仓储业务方面，由于来自大客户方面的降价压力较大且该业务为年度招投标模式（一经中标即锁定全年价格水平），毛利率同比下降 4.91 个百分点，仓储收入同比增长 6.59%至 8.01 亿元。截至 2025 年底，公司持续优化仓库结构，目前拥有包括自建和租赁的仓库合计 60.77 万平方米；其中，自建仓库占比接近 50%，满仓率 80%~85%；危化品仓库占比 50%左右。根据公司披露的《关于开展仓储物流基础设施 REITs 申报发行工作及相关授权事项的公告》，公司选取 6 家全资子公司持有的标的资产发行基础设施 REITs，拟发售基金总额 12.92 亿元，上述发行事项尚需获得国家发展和改革委员会、上海证券交易所、中国证券监督管理委员会审核与批准，项目申报及发行上市仍存在不确定性。若需后续发行成功，公司有望通过盘活存量仓储物流资产回收资金，拓宽融资渠道，优化资产负债结构，并提升仓储物流资产运营效率；同时，公司拟担任相关基础设施项目运营管理机构，有利于延续其在化工供应链仓储物流领域的运营管理能力和服务能力。

跟踪期内，公司化工品分销业务（MCD）与物流业务协同效应进一步释放，该业务板块收入规模同比增速较快。

供应链交易业务系公司基于供应链物流业务向部分客户延伸提供的化工品分销服务，主要匹配撮合上下游各类生产商及客户的采购、销售需求。跟踪期内，化工品分销业务（MCD）与物流业务的客户相互渗透，重合度达 90%左右。公司化工品交易品种包括黄磷类基础化工品、风电等功能化工品、特种化工品、树脂化工品和快消品等。2025 年，供应链贸易业务实现收入 60.52 亿元，较上年同期增加 16.73%，毛利率较上年下降 0.12 个百分点。当年，公司 MCD 业务量增加，客户通过公司开票指定下游采购供应商，单笔业务量大，公司在商品交付对方验收入库后以净额法确认收入，导致资产负债表当中的预付款项和合同负债较上年底大幅增长。

2025 年，MCD 业务前五大供应商采购金额为 31.67 亿元，占当期采购总额比例为 27.02%；前五大客户销售金额为 9.35 亿元，占当期营业收入比例为 7.05%。

截至 2025 年底，公司化工品交易服务主要经营主体如下表所示。2025 年，主要经营主体经营情况向好，营业收入合计较上年增长 19.47%，净利润合计较上年增长 39.66%。

图 4 • 截至 2025 年末/2025 年公司化工品交易服务主要经营主体财务情况（单位：亿元）

公司	主营业务	获取方式	持股比例	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
上海慎则化工科技有限公司	“灵元素”化工品交易平台，包括风电类、新能源类、涂料、助剂及磷化工等化工品类	同控收购	100.00%	0.70	69.94	1.42	9.61	0.28
江苏马龙国华工贸有限公司	国内黄磷贸易以及黄磷远距离第三方物流服务	非同控收购	100.00%	0.58	6.22	1.72	14.62	-0.02
南京久帝化工有限公司	特种化工品分销板块相关服务	非同控收购	100.00%	0.10	2.75	1.16	6.98	0.28
上海金德龙贸易有限公司	快消品贸易	非同控收购	51.00%	1.20	11.26	3.47	19.67	1.23
广州密尔克卫宝会新材料有限公司	树脂化工品贸易	非同控收购	60.00%	0.13	1.57	1.14	1.90	0.38
广州密尔克卫捷晟科技有限公司	各类颜料产品调配及销售	非同控收购	51.00%	0.49	0.95	0.91	0.55	0.28

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 经营效率

2025 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 2.93 次、15.70 次和 0.77 次，分别较上年下降 0.31 次、上升 0.51 次和下降 0.20 次。

4 未来发展

公司战略清晰，发展规划较为可行。

公司经过多次研讨，《密尔克卫“六五”战略规划（2023-2027 年）》最终形成，于 2023 年正式实施。公司致力于打造全球点到点的化工新能源行业的供应链交付能力，用海量的 SKU 和合规的实体物流交付网络来高效地满足客户需求。

公司在不断夯实现有业务的基础上，持续拓展新业务，打开了散装危化品船舶、风电运输设备等业务领域，逐步打造液体化学品的船运及工程物流的服务能力，打通 ABC 全链路，进一步增加了化工及新能源客户黏度。公司将为该业务赋能，有序投资，进一步扩大运力，进入东南亚和东北亚的国际运输市场。公司在持续开拓国内仓配一体化和国际海陆空铁货运代理业务的同时，继续新增化工及新能源材料和精细化学品的物流业务，完善从原料端到成品端，从 1 公斤到数千吨订单的一站式供应链的服务能力。此外，公司还将不断拓展特种化工及快消品的分销能力，并为物流板块赋能和导流，达成较好的业务协同效应。

公司在建项目主要为物流基地、仓储及补充运力等。随着项目的不断建设推进，未来公司物流供应链服务能力将进一步提升，但需关注相关资金压力。

截至 2025 年底，公司重要在建项目多为募投项目，计划总投资额约 28.37 亿元，尚需投入约 19.58 亿元，资金来源主要通过非公开发行股票和可转换公司债券募集资金、债务性资金。期末，涉及“密卫转债”募投项目的超临界项目未达产。

图表 5 • 2025 年末公司重要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	2025 年投资额	已完成投资	尚需投资	资金来源
广西慎则物流有限公司化工仓储项目	1.50	0.02	1.16	0.34	募集资金
精细化工复配供应链一体化平台项目	4.80	0.41	0.68	4.12	债务性资金
密尔克卫智慧供应链中心改扩建项目	0.75	0.22	0.58	0.17	自有资金
碳酸锂项目	1.20	0.45	0.53	0.67	自有资金
上海市医药及美妆专业智慧型供应链一体化平台项目	1.50	0.27	0.44	1.06	自有资金
密尔克卫（福州）槽罐检修检测服务场站及停车、仓储项目	3.00	0.32	0.40	2.6	募集资金
密尔克卫东莞化工交易中心项目	2.40	0.19	0.33	2.07	募集资金
西部工业材料智能供应链一体化基地项目	2.20	0.02	0.32	1.88	债务性资金
超临界项目	7.00	0.21	3.03	3.97	募集资金
董家口项目	4.01	0.23	1.32	2.69	自有资金
合计	28.37	2.36	8.79	19.58	--

注：1. 经证监许可（2020）3424 号核准，2021 年 3 月公司非公开发行人民币普通股（A 股）股票 9747452.00 股，发行价格为 112.85 元/股，募集资金总额为 1099999958.20 元；经证监许可（2022）1905 号核准，2022 年 9 月公司公开发行可转换公司债券 8723880 张，募集资金总额为人民币 872388000.00 元；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司年度报告，联合资信整理

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司新设 13 家子公司纳入合并范围内，收购 2 家公司；注销 6 家子公司，处置 1 家子公司。整体看，公司会计政策连续，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2025 年底，受 MCD 板块单一订单执行带动预付款项大幅增长影响，公司资产规模快速增长且流动资产占比有所提升，应收类款项和存货对资金形成一定占用，商誉规模较大，其中存货和商誉面临一定的减值风险。整体看，公司资产质量良好。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 207.78 亿元，较上年底大幅增长 49.00%，主要系 MCD 业务增加，为保障货物及时供应预付款项增加所致；同期末，公司资产结构仍以流动资产为主。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	57.61	51.79%	80.52	57.74%	144.67	69.63%	95.14	59.69%
货币资金	12.33	11.09%	13.71	9.83%	14.30	6.88%	13.94	8.75%

应收票据	5.79	5.20%	6.85	4.92%	5.57	2.68%	8.18	5.14%
应收账款	21.13	19.00%	37.48	26.88%	37.55	18.07%	38.10	23.91%
预付款项	2.41	2.17%	8.35	5.98%	69.27	33.34%	10.77	6.76%
存货	7.91	7.11%	6.23	4.47%	8.80	4.24%	8.75	5.49%
其他流动资产	2.33	2.10%	2.96	2.12%	2.96	1.42%	10.35	6.50%
非流动资产	53.62	48.21%	58.93	42.26%	63.11	30.37%	64.24	40.31%
固定资产（合计）	15.99	14.38%	20.65	14.81%	24.64	11.86%	24.34	15.27%
在建工程（合计）	8.42	7.57%	6.84	4.91%	5.19	2.50%	6.44	4.04%
无形资产	8.86	7.97%	9.94	7.13%	10.09	4.86%	10.84	6.80%
商誉	14.59	13.11%	14.73	10.57%	14.73	7.09%	14.73	9.24%
资产总额	111.24	100.00%	139.45	100.00%	207.78	100.00%	159.37	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2026年1-3月财务报表整理

流动资产方面，截至2025年底，公司货币资金较上年底小幅增长4.32%，主要为银行存款，货币资金受限比例0.18%。期末公司应收账款较上年底变化不大，主要为货代和分销业务应收综合物流服务费款项，累计计提坏账准备0.29亿元，账龄3个月以内（含）占比89.66%，前五名的应收账款占15.65%，集中度很低，形成坏账准备375.72万元。截至2025年底，公司存货较上年底增长41.29%，以库存商品和合同履约成本为主，存货跌价准备计提金额很低；若未来化工品价格波动性持续放大，公司部分存货或将面临一定的减值压力。截至2025年底，公司预付款项较上年底大幅增长，主要系MCD业务单一订单的增加，为保障货物及时供应预付款项增加所致，该订单客户为国内芯片行业头部企业，不具备可持续性，故冲高公司当期资产规模并对资产结构产生影响。非流动资产方面，截至2025年底，公司固定资产较上年底增长19.31%，以房屋及建筑物、机器设备、运输工具、罐箱设备和办公设备等为主，固定资产累计计提折旧12.36亿元，成新率一般。期末，公司商誉¹（已计提减值准备0.58亿元，2025年末计提）和无形资产（土地使用权和软件）规模仍较大，公司商誉减值测试除考察业绩承诺外，未来现金流及资产重置价等方面的考虑亦是重要因素，故本期未计提减值准备。

截至2026年3月底，公司资产总额较上年底下降23.29%，流动资产占比亦有所下降，主要系随MCD业务单一订单的执行，预付款项较上年底大幅下降所致。截至2026年3月底，公司受限资产为货币资金、土地使用权、房屋建筑物和长期股权投资，主要因借款而产生抵押，期末公司受限资产账面价值合计18.17亿元，占总资产的比例为8.74%。

（2）资本结构

截至2025年底，公司所有者权益较上年底保持增长，权益结构稳定性一般；公司负债总额和债务规模较上年底均出现增长，债务负担较重且短期债务占比高。

截至2025年底，公司所有者权益较上年底增长11.26%，主要系利润累积致未分配利润增长所致；当年公司实收资本有所减少，系注销库存股以及注销限制性股票所致。截至2025年底，公司所有者权益中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占2.98%、26.75%、57.47%和10.09%，权益稳定性一般。截至2026年3月底，公司所有者权益规模和结构较上年底均变化不大。

截至2025年底，公司负债总额较上年底大幅增长68.60%，主要系MCD业务单一订单执行导致期末合同负债（预收货款）大幅增长所致，流动负债占比同比有所上升。截至2025年底，公司负债总额中有息部分占比较高，经营性负债主要体现为应付账款（主要为仓储物流费和材料采购及货款）和合同负债，其他流动负债增长系待转销项税额增加所致。同期末，公司全部债务64.51亿元，以银行借款（占比70.25%）和债券（占比14.35%）为主，较上年底增长9.15%，其中短期债务占比68.94%，债务期限结构快速向短端倾斜；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为74.47%、54.88%和27.41%，较上年底分别提高8.66个百分点、下降0.47个百分点和下降8.20个百分点。

图表7·公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023年底		2024年底		2025年底		2026年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	48.15	71.25%	63.34	69.02%	132.79	85.82%	84.12	80.77%

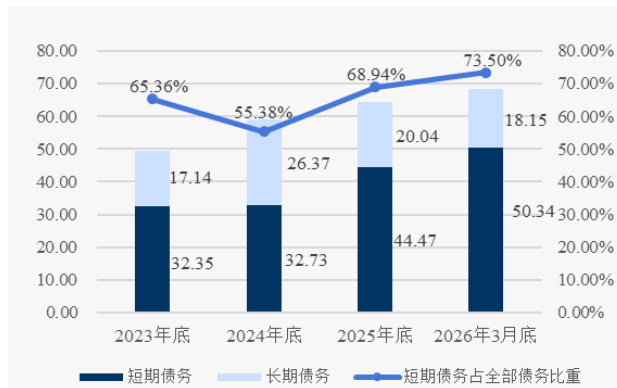
¹ 公司商誉详见附件1-4。

短期借款	23.78	35.19%	23.95	26.10%	29.33	18.96%	35.27	33.86%
应付账款	9.49	14.05%	24.55	26.75%	16.90	10.92%	19.98	19.18%
一年内到期的非流动负债	2.75	4.07%	2.71	2.96%	9.81	6.34%	8.67	8.32%
合同负债	0.65	0.97%	0.50	0.55%	57.86	37.39%	1.33	1.28%
其他流动负债	5.29	7.83%	7.23	7.88%	12.87	8.31%	12.74	12.23%
非流动负债	19.43	28.75%	28.44	30.98%	21.94	14.18%	20.03	19.23%
长期借款	6.17	9.13%	13.96	15.22%	7.51	4.85%	5.84	5.61%
应付债券	8.66	12.81%	8.97	9.78%	9.26	5.98%	9.33	8.96%
负债总额	67.57	100.00%	91.77	100.00%	154.73	100.00%	104.15	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2026年1-3月财务报表整理

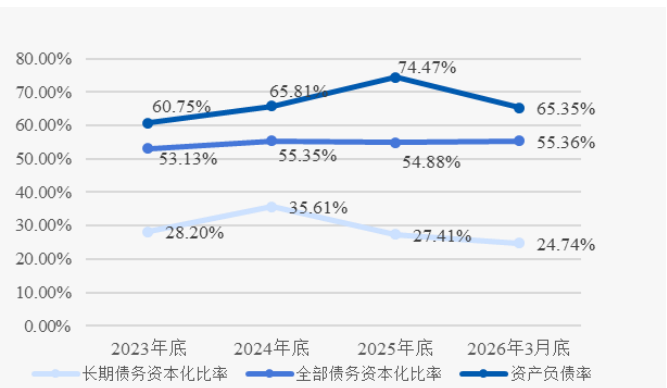
截至2026年3月底，公司负债总额较上年底下降32.69%，主要系MCD业务单一订单执行完毕致合同负债金额大幅下降所致，仍以流动负债为主。同期末，公司全部债务金额较上年底增长6.17%至68.49亿元；其中，短期债务占比73.50%，公司债务期限结构有待优化。截至2026年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本比率分别为65.35%、55.36%和24.74%，债务负担较重。

图表8·公司全部债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表9·公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

(3) 盈利能力

2025年，公司营业总收入同比有所增长，利润总额亦同步增长；非经常性损益对利润的影响小，主要盈利指标保持稳定，盈利能力强。

2025年，公司营业总收入和营业成本分别同比增长10.04%和9.89%，营业利润率同比上升0.07个百分点。2025年，公司期间费用同比增长10.06%，主要由销售费用、管理费用和财务费用组成，期间费用率保持稳定，公司控费能力强。非经常性损益方面，2025年，公司投资收益和减值损失对利润的影响小，利润主要来自经营累积。同期，公司利润总额同比增长17.30%。从盈利指标看，2025年，公司主要盈利指标同比均小幅增长，整体表现强。

2026年1-3月，公司实现营业总收入37.44亿元，相当于2025年全年的28.07%；利润总额2.76亿元，相当于2025年全年的29.38%。

图表10·公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-3月
营业总收入	97.53	121.18	133.35	37.44
营业成本	86.05	107.34	117.96	33.28
期间费用	5.74	5.84	6.43	1.56
投资收益	0.01	0.25	0.18	0.04
信用减值损失	0.04	-0.26	0.05	0.02
利润总额	6.08	8.01	9.40	2.76

营业利润率	11.48%	11.10%	11.16%	10.78%
总资本收益率	6.46%	7.59%	7.75%	--
净资产收益率	11.03%	13.72%	14.05%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年 1—3 月财务报表整理

(4) 现金流

2025 年，公司经营活动现金流入净额同比增长，筹资活动前现金净流出规模同比收缩，但随着在建工程以及对外投资的推进，公司仍存在一定对外融资需求。

2025 年，公司经营活动现金净流入规模同比有所增长，主要是公司进一步加强营运资金的管理，严控应收账款的周转所致；当期公司经营活动现金流入及流出量同比均大幅增长，主要系新增芯片行业头部企业订单所致；由于公司使用净额法确认收入，当期现金收入比大幅提升。由于基建项目增加建设等因素的影响，2025 年公司投资活动现金净流出规模同比有所增长；筹资活动前现金流净额仍为负但净流出规模同比收缩。业务规模的持续增长致使公司对外部资金的运用需求同步增长，当期公司偿还银行借款金额的增长带动筹资活动现金净流入量同比出现下降。

2026 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金均为净流出，筹资活动现金流表现为净流入。

图表 11 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	112.50	132.72	250.46	37.90
经营活动现金流出小计	105.46	127.90	242.94	38.38
经营活动现金流量净额	7.04	4.82	7.52	-0.48
投资活动现金流入小计	19.00	10.43	13.59	1.61
投资活动现金流出小计	30.20	16.01	21.27	3.77
投资活动现金流量净额	-11.20	-5.58	-7.68	-2.17
筹资活动前现金流量净额	-4.16	-0.76	-0.16	-2.65
筹资活动现金流入小计	27.11	38.64	53.12	12.55
筹资活动现金流出小计	23.67	36.28	52.05	10.12
筹资活动现金流量净额	3.44	2.35	1.07	2.43
现金收入比	113.55%	107.93%	185.84%	99.13%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年 1—3 月财务报表整理

2 偿债指标变化

截至 2025 年底，公司偿债指标表现仍处于良好水平；或有负债风险低，间接融资渠道较为畅通。

从短期偿债指标看，2025 年底，公司流动比率和速动比率较上年末均有所下降，但流动资产对流动负债仍能够形成有效保障；经营活动现金流对短期债务的覆盖能力仍强，亦能够对流动负债形成较高程度保障；现金类资产对短期债务的覆盖能力有所弱化。截至 2026 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信 107.26 亿元，尚未使用的银行授信额度为 54.95 亿元，公司间接融资渠道较为通畅，且作为 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

长期偿债能力方面，2025 年公司利润有所增长，带动 EBITDA 同比增长 12.23%，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力很强；公司长期偿债指标表现很好。公司客户信用水平整体较优，其资本实力对预期信用减值的保障能力较强。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	119.66	127.13	108.95	113.09
	速动比率（%）	103.23	117.30	102.32	102.69
	经营现金流入量/流动负债（倍）	2.34	2.10	1.89	--
	经营现金流入量/短期债务（倍）	3.48	4.06	5.63	--

	经营现金/流动负债（%）	14.62	7.61	5.66	-0.57
	经营现金/短期债务（倍）	0.22	0.15	0.17	-0.01
	现金短期债务比（倍）	0.64	0.67	0.50	0.48
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	11.06	13.47	15.11	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.47	4.39	4.27	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.14	0.08	0.12	-0.01
	EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	7.88	8.49	--
	经营现金/利息支出（倍）	5.18	2.82	4.22	-1.24

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2026年1-3月财务报表整理

截至 2026 年 3 月底，公司无对外担保，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼、仲裁事项，或有负债风险低。

3 公司本部主要变化情况

公司本部通过质押子公司股权形式承担部分融资职能，债务负担较高，本部获得的分红收益能够覆盖利息支出需求。

截至 2025 年末，公司本部资产总额较上年末增长 14.20%至 82.39 亿元，资产结构仍以非流动资产为主（占比 69.21%），现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 4.49 亿元，其他应收款 18.95 亿元（主要为内部往来款，前五大欠款人金额占比 57.82%），长期股权投资（55.72 亿元）保持稳步增长态势（较上年末增长 8.90%），主要为对下属企业的投资，其中本部质押子公司股权向银行贷款，导致长期股权投资受限规模为 16.05 亿元，本部受限资产占比较高。

截至 2025 年末，公司本部所有者权益规模保持稳定；负债总额较上年末增长 19.20%至 60.51 亿元，负债结构仍以流动负债为主（占 77.23%），其中其他应付款规模较大；全部债务较上年末下降 6.67%，债务期限结构偏长期（长期债务占 76.93%），资产负债率和全部债务资本化比率较上年末分别上升 3.08 个百分点和下降 2.29 个百分点，本部债务负担较高。

2025 年，公司本部营业总收入同比增长 63.95%至 2.16 亿元，利润总额同比增长 21.87%至 1.97 亿元，投资收益对利润贡献高；本部投资收益和取得投资收益收到的现金分别为 2.40 亿元和 2.38 亿元，能够对利息费用（0.42 亿元）形成有效覆盖。

（五）ESG 方面

公司具有较为全面的制度保障与措施，跟踪期内收到上海证监局警示函。

环境方面，公司已建立健全气候相关治理架构，形成以董事会为决策核心，战略与 ESG 委员会为专门监督管理机构、ESG 执行小组为执行主体的三级治理体系。其中，董事会作为最高决策机构，统筹规划气候相关战略方向，并将气候变化相关风险和机遇纳入 ESG 管理范畴中，战略与 ESG 委员会作为专门委员会，由董事会直接领导，具体负责气候相关影响、风险和机遇的监督管理工作；ESG 执行小组作为日常执行机构协调各业务部门推进气候相关工作。2025 年，公司环保总投入 1904.41 万元，同比有所下降。公司已设定清晰的长期减排路线：力争 2030 年实现碳达峰，2050 年实现碳中和。

社会责任方面，截至 2025 年底，公司共有员工 3941 人，女性员工占 36%，录用残疾员工近 30 人，少数民族员工 60 人；为激励员工申请专利并保留核心技术人员，公司对于申请软件著作权、实用新型专利、获批发明专利、获得市场转化等均给予相应绩效奖励。2025 年公司专项帮扶资金超 10 万元，累计投入近 200 万元，切实缓解员工经济压力，守护员工基本生活与健康保障。

治理绩效方面，密尔克卫严格遵守《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》等法律法规及上市公司监管要求，依据《公司章程》构建权责清晰、运行高效、制衡有效的公司治理架构，并持续优化治理机制与运作流程，以规范治理支撑企业高质量、可持续发展。公司独立董事在工作中保持充分的独立性，积极参与董事会决策，认真审议各项议案。报告期内，公司共有独立董事 2 人，占董事会成员的 40%。公司高度重视投资者关系管理工作，制定《投资者管理制度》，明确管理规范与流程，以董事会秘书、证券部作为归口管理部门，构建管理层深度参与、横向协同、纵向联动的全流程管理体系。公司严格恪守《信息披露事务管理制度》《信息披露暂缓与豁免管理制度》及《公司章程》相关要求，建立健全标准化信息披露机制，坚守真实、准确、完整、及时、公平的披露原则。跟踪期内，公司因将部分可转债募集资金用于非募投项目、个别对外担保未审议未披露，收到上海证监局警示函。未来，公司将加强对《公司债券发行与交易管理办法》《上市公司信息披露管理办法》等法律法规及规范性文件的学习，不断提高公司规范运作水平及信息披露质量。

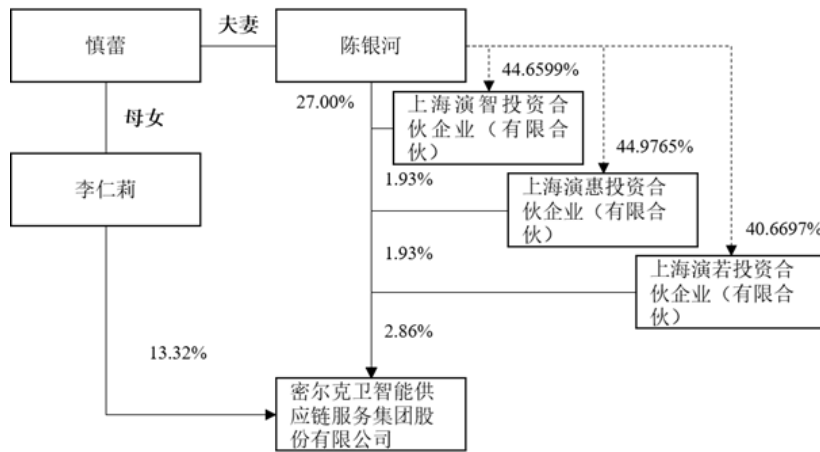
七、债券偿还能力分析

截至 2026 年 3 月底，公司由联合资信评级的“密卫转债”余额 8.7224 亿元，于 2027 年 9 月到期，存续债券设置有转股条款且已处于转股期；公司下修“密卫转债”转股价格至 54.72 元/股，于 2026 年 5 月 27 日调整实施，未来若存续债券转为公司股票，公司实际偿还压力将减轻。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁻，维持“密卫转债”信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

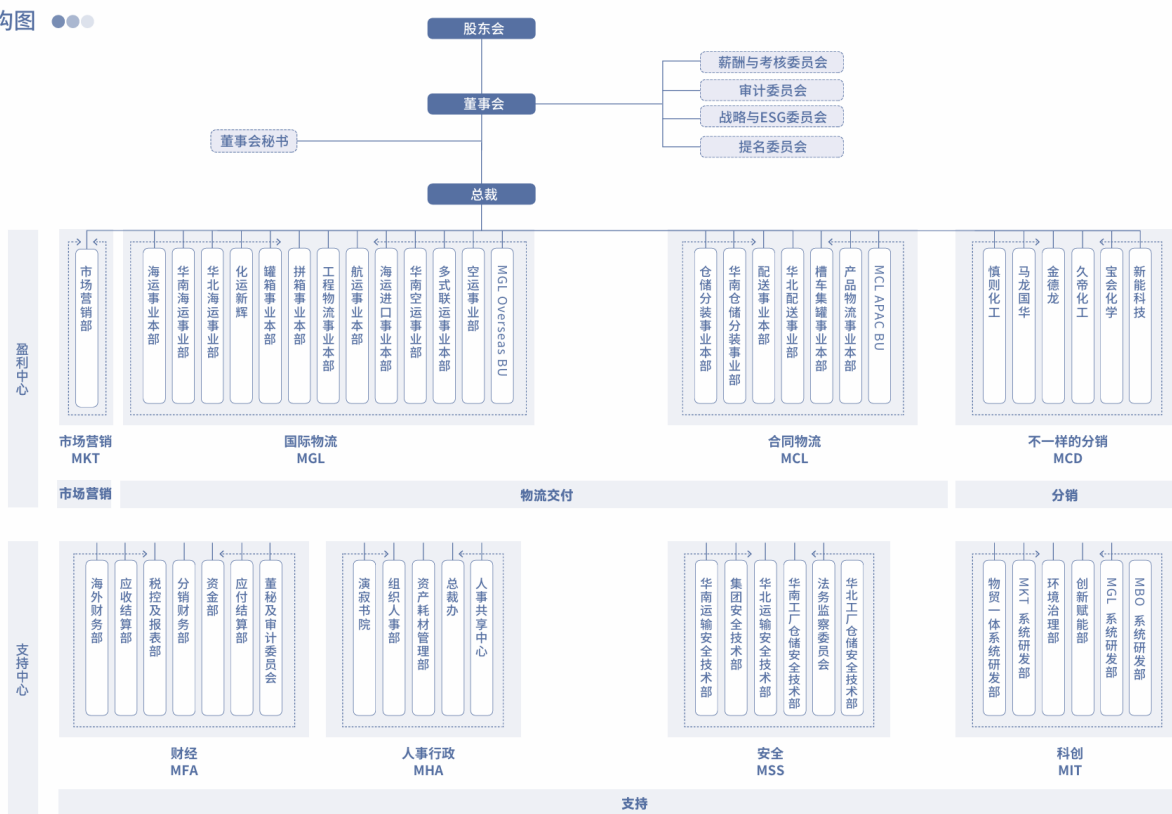
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）

组织架构图 ●●●



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2026 年 3 月底）

子公司名称	注册地	主营业务	实收资本		享有表决权比例	取得方式
			金额（万元）	币种		
上海慎则化工科技有限公司	上海	进出口贸易	7000.00	人民币	100.00	同控收购
上海密尔克卫化工储存有限公司	上海	货运代理、仓储、 运输物流	14324.72	人民币	100.00	同控收购
上海密尔克卫化工物流有限公司	上海	货运代理、运输、 仓储物流	38651.08	人民币	100.00	同控收购
上海德鑫海昌贸易有限公司	上海	商贸服务	10000.00	人民币	51.00	非同控收购
上海金德龙贸易有限公司	上海	商贸服务	12000.00	人民币	51.00	非同控收购
上海申水德源贸易有限公司	上海	商贸服务	3000.00	人民币	100.00	非同控收购
上海金水会缘酒业有限公司	上海	商贸服务	1000.00	人民币	100.00	非同控收购
上海得申贸易有限公司	上海	商贸服务	3000.00	人民币	100.00	非同控收购
上海汇德泓贸易有限公司	上海	商贸服务	1000.00	人民币	100.00	投资设立

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 1-4 公司商誉账面原值（截至 2025 年底）

被投资单位名称或形成商誉的事项	期初余额（单位：亿元）	本期增加	本期减少	期末余额（单位：亿元）
南京久帝化工有限公司	2.18	--	--	2.18
Milkyway International Tank Transportation(Holdings) Pte. Ltd.	1.29	--	--	1.29
上海德鑫海昌贸易有限公司	1.25	--	--	1.25
上海振义企业发展有限公司	1.06	--	--	1.06
上海零星危险化学品物流有限公司	0.94	--	--	0.94
上海金德龙贸易有限公司	0.88	--	--	0.88
天津市东旭物流有限公司	0.79	--	--	0.79
广州密尔克卫宝会新材料有限公司	0.74	--	--	0.74
MILKYWAY INTERNATIONAL CHEMICAL STORAGE PTE. LTD.	0.71	--	--	0.71
浙江密尔克卫航运有限公司	0.68	--	--	0.68
其他	4.78	--	--	4.78
合计	15.32	--	--	15.32

注：1. 子公司业绩下滑或未完成业绩承诺并不是商誉减值的充分条件；商誉是否减值是通过含商誉资产组的可收回金额与账面价值对比进行判断，可收回金额是根据资产组未来现金流量现值与公允价值减去处置费用的净额孰高得出；2. 商誉减值准备 0.58 亿元
 资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.82	21.90	22.25	24.38
应收账款（亿元）	21.13	37.48	37.55	38.10
其他应收款（合计）（亿元）	1.32	1.63	1.93	1.36
存货（亿元）	7.91	6.23	8.80	8.75
长期股权投资（亿元）	0.34	0.36	1.77	1.78
固定资产（合计）（亿元）	15.99	20.65	24.64	24.34
在建工程（亿元）	8.42	6.84	5.19	6.44
资产总额（亿元）	111.24	139.45	207.78	159.37
实收资本（亿元）	1.64	1.61	1.58	1.58
少数股东权益（亿元）	3.45	4.50	5.35	5.72
所有者权益（亿元）	43.66	47.68	53.05	55.22
短期债务（亿元）	32.35	32.73	44.47	50.34
长期债务（亿元）	17.14	26.37	20.04	18.15
全部债务（亿元）	49.49	59.10	64.51	68.49
营业总收入（亿元）	97.53	121.18	133.35	37.44
营业成本（亿元）	86.05	107.34	117.96	33.28
其他收益（亿元）	0.13	0.09	0.20	0.22
利润总额（亿元）	6.08	8.01	9.40	2.76
EBITDA（亿元）	11.06	13.47	15.11	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	110.74	130.79	247.82	37.11
经营活动现金流入小计（亿元）	112.50	132.72	250.46	37.90
经营活动现金流量净额（亿元）	7.04	4.82	7.52	-0.48
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.20	-5.58	-7.68	-2.17
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.44	2.35	1.07	2.43
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.30	3.24	2.93	--
存货周转次数（次）	16.28	15.18	15.70	--
总资产周转次数（次）	0.95	0.97	0.77	--
现金收入比（%）	113.55	107.93	185.84	99.13
营业利润率（%）	11.48	11.10	11.16	10.78
总资本收益率（%）	6.46	7.59	7.75	--
净资产收益率（%）	11.03	13.72	14.05	--
长期债务资本化比率（%）	28.20	35.61	27.41	24.74
全部债务资本化比率（%）	53.13	55.35	54.88	55.36
资产负债率（%）	60.75	65.81	74.47	65.35
流动比率（%）	119.66	127.13	108.95	113.09
速动比率（%）	103.23	117.30	102.32	102.69
经营现金流动负债比（%）	14.62	7.61	5.66	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.67	0.50	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	7.88	8.49	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.47	4.39	4.27	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司合并口径中其他流动负债中的短期融资券计入有息债务及相关指标核算；4. 2026 年一季度财务数据未经审计；5. “--”表示数据不适用或无意义，“/”表述未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.82	2.79	4.49	/
应收账款（亿元）	1.06	0.26	0.18	/
其他应收款（亿元）	14.20	15.67	18.90	/
存货（亿元）	0.00	0.00	1.16	/
长期股权投资（亿元）	50.45	51.17	55.72	/
固定资产（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	/
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	/
资产总额（亿元）	69.96	72.15	82.39	/
实收资本（亿元）	1.64	1.61	1.58	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	22.26	21.38	21.88	/
短期债务（亿元）	2.37	2.27	4.13	/
长期债务（亿元）	13.35	16.91	13.77	/
全部债务（亿元）	15.72	19.18	17.90	/
营业总收入（亿元）	2.11	1.32	2.16	/
营业成本（亿元）	1.11	0.74	1.34	/
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.00	/
利润总额（亿元）	1.05	1.61	1.97	/
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.34	2.67	1.90	/
经营活动现金流入小计（亿元）	1.48	2.79	2.18	/
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.36	0.38	-0.75	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.10	1.36	-2.55	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	5.27	-2.52	5.06	/
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.17	1.59	9.57	/
存货周转次数（次）	--	--	2.32	/
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.03	/
现金收入比（%）	63.69	202.07	87.98	/
营业利润率（%）	46.97	43.32	37.60	/
总资本收益率（%）	4.17	5.91	6.31	/
净资产收益率（%）	4.68	8.30	9.54	/
长期债务资本化比率（%）	37.50	44.16	38.62	/
全部债务资本化比率（%）	41.40	47.28	45.00	/
资产负债率（%）	68.18	70.36	73.44	/
流动比率（%）	56.36	58.28	54.28	/
速动比率（%）	56.36	58.28	51.81	/
经营现金流动负债比（%）	-1.04	1.11	-1.61	/
现金短期债务比（倍）	1.61	1.23	1.09	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 公司未披露本部 2026 年一季度财务数据；2. “--”表示数据不适用或无意义，“/”表述未获取资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/(平均存货净额+平均合同资产净额)
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持