

山东药玻 (600529.SH)
医疗器械

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月13日

评级: 买入 (维持)

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师: 刘铭政

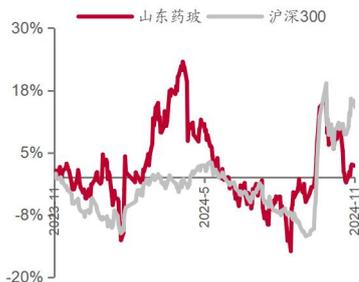
执业证书编号: S0740524070003

Email: liumz01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	663.61
流通股本(百万股)	663.61
市价(元)	25.88
市值(百万元)	17,174.33
流通市值(百万元)	17,174.33

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】中硼硅产品加速放量，业绩稳步增长 (20240523)

【公司点评】产品结构升级放量 Q3 盈利稳步增长 (20231023)

【公司深度】行业龙头厚积薄发，中硼硅升级续写成长 (20230702)

公司盈利预测及估值

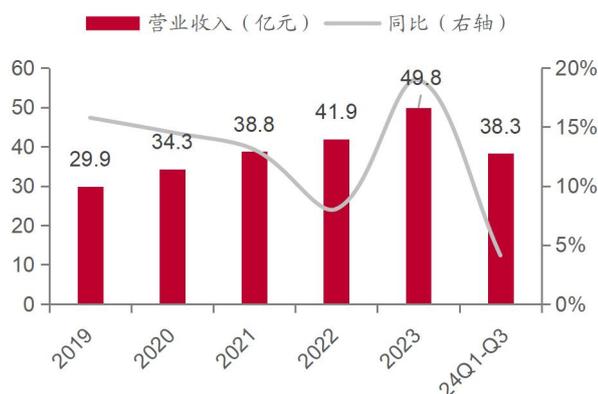
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,187	4,982	5,637	6,329	7,020
增长率 yoy%	8%	19%	13%	12%	11%
归母净利润(百万元)	618	776	948	1,153	1,340
增长率 yoy%	5%	25%	22%	22%	16%
每股收益(元)	0.93	1.17	1.43	1.74	2.02
每股现金流量	0.38	1.58	1.70	1.96	2.21
净资产收益率	9%	10%	11%	12%	13%
P/E	27.8	22.1	18.1	14.9	12.8
P/B	2.5	2.3	2.1	1.8	1.6

备注: 股价截止自2024年11月12日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

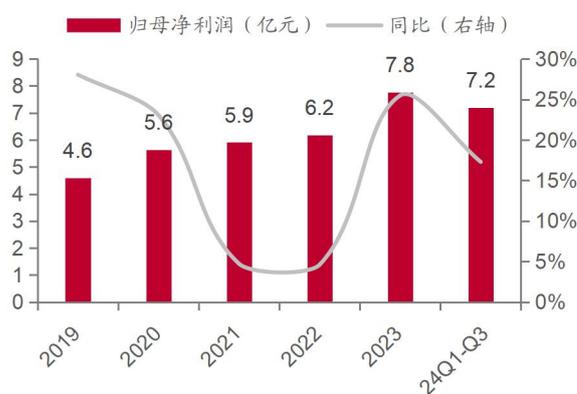
- 事件:** 10月28日, 公司发布2024年三季报。前三季度公司实现营业收入38.3亿元, 同比+4.1%; 实现归母净利润、扣非归母净利润7.2、6.9亿元, 分别同比+17.3%、+16.7%。前三季度公司实现经营活动现金净流量8.1亿, 同比+11.8%; 实现销售毛利率、销售净利率及扣非净利率32.1%、18.8%、18.0%, 同比+3.9pcts、+2.1pcts、+1.9pcts, 在产品升级+成本下降加持下, 前三季度公司成长性持续兑现。单三季度公司实现营收12.4亿元, 同比-1.0%, 环比-6.0%; 实现归母净利润、扣非归母净利润2.5、2.3亿元, 同比+7.2%、+4.3%, 季度环比-3.6%、-4.5%。
- 药企季节性检修或导致单季营收增速放缓。** 分季度来看, 公司24Q1-24Q3单季营收增速分别为+2.5%、+11.2%、-1.0%, 公司单季营收增速有所放缓, 我们认为一方面来自子公司包头丰汇包装公司受下游奶制品行业影响所导致的营收同比下滑, 该项影响或为公司整体前三季度营收增速相对偏低的一大因素, 另一方面则来自24Q3下游药企检修时间偏长的负面影响, 这从药用玻璃同行上市企业营收增速亦可印证, 且对中硼硅产品发货影响相对明显。11月1日, 第十批国家药品集采填报工作启动, 据赛柏蓝数据, 本次集采共纳入62个品种263个品规, 从62个大品种剂型来看, 注射剂已经成为主力军, 此次共有37个注射剂大品种, 占比近60%。我们预计, 随着一致性评价与集采的持续推进, 公司中硼硅模制瓶产品出货仍有望保持较快增长, 季节性扰动不改长期景气持续。
- 中硼硅模制瓶发货占比降低或导致单季毛利率下滑。** 毛利率方面, 24Q1-24Q3公司单季综合毛利率分别为30.6%、34.1%、31.6%, 24Q3公司毛利率单季环-2.5pcts, 同比+0.9pcts, 我们认为公司单季毛利率环比下滑或主要来自中硼硅模制瓶发货占比的下降。24Q3公司期间费用率为8.7%, 同比+0.3pcts, 环比+0.5pcts, 其中财务费用单季环比+0.9pcts。24Q3公司实现销售净利率19.8%, 同比+1.5pcts, 环比+0.5pcts。
- 现金流回收能力保持良好水平, 持续实现稳健成长。** 24Q1-Q3公司收现比为101.3%, 同比+11.2pcts; 净现比112.9%, 同比-5.6pcts, 整体均保持高位水平。24Q3末公司资产负债率为22.0%, 有息负债率为0%, 资产负债结构表现持续保持稳健。
- 投资建议:** 一致性评价+集采推进下, 中硼硅升级趋势不变, 短期下游药企检修或需求前置等因素造成的季节性扰动不改公司长期成长性; 公司模制瓶龙头地位稳固, 下游客户基础广泛扎实, 有望充分受益产品升级及成本下降带来的盈利弹性。由于公司季度出货略低于预期, 我们略下调出货假设, 调整后预测公司24-26年营收至56.4、63.3、70.2亿(原值58.1、64.8、71.5亿), 实现归母净利润9.5、11.5、13.4亿(原值10.2、12.1、13.8)亿, 对应当前股价PE为18、15、13倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 项目投建低于预期、集采进度不及预期、原燃料价格波动超预期、竞争加剧超预期、研究报告使用信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 公司营业收入及同比增速 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 公司单季营业收入及同比增速 (亿元)



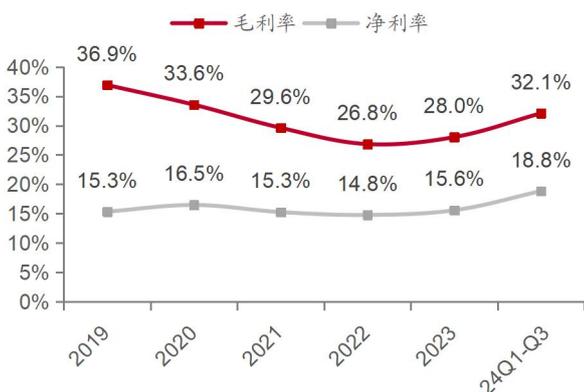
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 公司单季归母净利润及同比增速 (亿元)



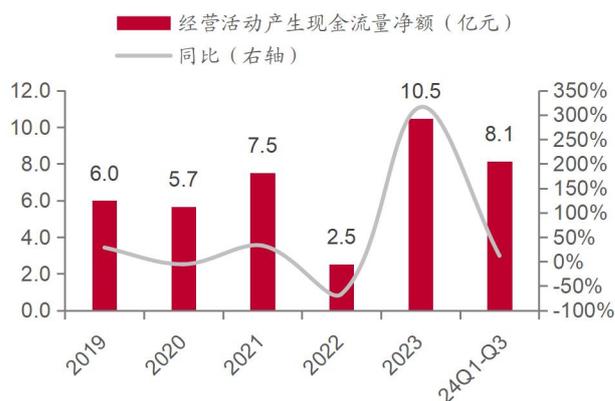
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 公司销售毛利率及净利率



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 公司经营活动现金流净额 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

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

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