

山东药玻 (600529.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

成本端承压，中硼硅模制瓶放量迅速

业绩简评

2023年4月24日，公司公布年报和一季报。2022年公司实现营业收入41.87亿元，同比增长8.05%；归母净利润6.18亿元，同比增加4.6%。2023年第一季度实现营业收入12.37亿元，同比增加18.66%；归母净利润1.67亿元，同比增加8.69%。业绩符合预期。

经营分析

22年成本端维持高位，毛利率降低，23年一季度毛利率环比小幅改善。

- 营收端：分季度看，2022年Q1/Q2/Q3/Q4单季营收分别为10.42/9.34/10.12/11.99亿元，同比增长12.53%/5.46%/1.88%/12.04%；2023年一季度营收12.37亿元，同比增长18.66%，较2022年改善明显。受到海运费、美国加息以及下游客户的需求变化，2022年第二、三季度影响较大，四季度因海运费价格回归正常销售取得明显的改善。中硼硅模制瓶销售保持快速增长的趋势，作为中国药玻龙头，我们认为随着一致性评价、集采中注射剂比例的提升，看好公司中硼硅产品的放量，将充分受益于药玻行业的产业升级。
- 利润端：2022年公司毛利11.24亿元，较2021年减少0.24亿元；全年毛利率为26.8%，较2021年减少2.8个百分点，主要是因为纯碱、煤炭、五水硼砂等原材料以及海运费价格上涨，现阶段海运费价格已基本恢复正常，23年一季度毛利率为23.65%，较4Q22环比有所改善。

中硼硅产能投建有序进行，轻量薄壁模制瓶部分量产。(1)募投项目建设按计划进行中，一级耐水药用玻璃瓶项目已有1个车间主体全部完成，包含1座窑炉和4条生产线；5.6亿支预灌封扩产改造项目的年产能已接近1亿只。(2)公司模制瓶质量已经接近国际同类产品水平，在国内市占率稳居龙头地位。在模制瓶的生产技术上，公司的轻量薄壁中硼硅模制瓶生产技术突破，多款已完成轻量化研发，且部分实现了批量生产和销售，有望成为新的中硼硅模制瓶放量品种。

盈利预测、估值与评级

我们看好中硼硅模制瓶在整个业务结构中的占比提升，我们预计2023/24/25年营收46.20/51.65/58.28亿元，同比增长10.34%/11.80%/12.83%；归母净利润6.75/7.81/9.2亿元，同比增加9.2%/15.66%/17.87%。维持“增持”评级。

风险提示

一致性评价及国内市场需求增长低于预期、原材料等成本上升的风险。

医药组

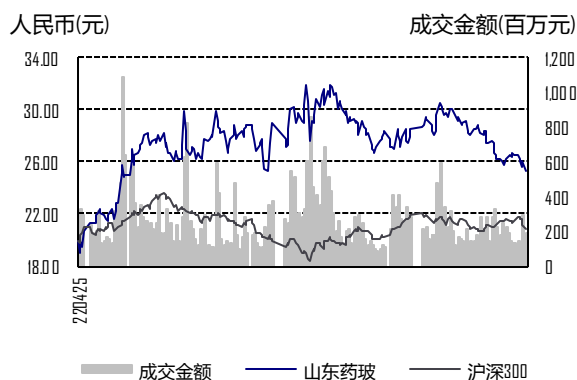
分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.27元

相关报告：

- 1.《山东药玻三季报点评-原材料成本维持高位，疫后业绩环比小幅改善》，2022.10.30
- 2.《山东药玻中报点评-高成本等影响下净利近10%增长，厚积薄发中》，2022.8.30
- 3.《山东药玻-定增过会点评-18.66亿定增过会，助力中硼硅项目...》，2022.8.9



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,875	4,187	4,620	5,165	5,828
营业收入增长率	13.08%	8.05%	10.34%	11.80%	12.83%
归母净利润(百万元)	591	618	675	781	920
归母净利润增长率	4.72%	4.60%	9.20%	15.66%	17.87%
摊薄每股收益(元)	0.993	0.932	1.017	1.177	1.387
每股经营性现金流净额	1.26	0.38	1.80	1.48	1.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.66%	8.88%	9.02%	9.55%	10.22%
P/E	44.19	30.48	24.84	21.48	18.22
P/B	3.04	2.71	2.24	2.05	1.86

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,427	3,875	4,187	4,620	5,165	5,828
增长率	23.5%	13.1%	8.1%	10.3%	11.8%	12.8%
主营业务成本	-2,277	-2,728	-3,063	-3,446	-3,841	-4,299
%销售收入	66.4%	70.4%	73.2%	74.6%	74.4%	73.8%
毛利	1,150	1,148	1,124	1,174	1,324	1,529
%销售收入	33.6%	29.6%	26.8%	25.4%	25.6%	26.2%
营业税金及附加	-34	-33	-35	-43	-48	-54
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-95	-92	-111	-92	-103	-117
%销售收入	2.8%	2.4%	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-184	-173	-144	-148	-165	-186
%销售收入	5.4%	4.5%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	-134	-136	-139	-139	-155	-175
%销售收入	3.9%	3.5%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	703	714	695	753	852	997
%销售收入	20.5%	18.4%	16.6%	16.3%	16.5%	17.1%
财务费用	-6	1	44	32	43	55
%销售收入	0.2%	0.0%	-1.1%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-52	-49	-50	0	0	0
公允价值变动收益	1	9	4	0	0	0
投资收益	16	4	2	7	7	7
%税前利润	2.4%	0.5%	0.2%	0.9%	0.8%	0.6%
营业利润	677	698	711	807	933	1,099
营业利润率	19.8%	18.0%	17.0%	17.5%	18.1%	18.9%
营业外收支	-24	-10	-3	-3	-3	-3
税前利润	653	689	708	804	930	1,096
利润率	19.1%	17.8%	16.9%	17.4%	18.0%	18.8%
所得税	-89	-98	-90	-129	-149	-175
所得税率	13.6%	14.2%	12.7%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	564	591	618	675	781	920
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	564	591	618	675	781	920
净利率	16.5%	15.3%	14.8%	14.6%	15.1%	15.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	564	591	618	675	781	920
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	270	289	345	298	323	350
非经营收益	21	14	-22	-4	-4	-4
营运资金变动	-289	-144	-689	224	-117	-144
经营活动现金净流	566	750	252	1,193	982	1,123
资本开支	-534	-806	-700	-402	-402	-452
投资	230	-74	-796	-100	0	0
其他	18	13	7	7	7	7
投资活动现金净流	-286	-867	-1,488	-495	-395	-445
股权募资	0	0	1,842	0	0	0
债权募资	0	0	0	25	0	0
其他	-178	-178	-174	-155	-86	-93
筹资活动现金净流	-178	-178	1,668	-130	-86	-93
现金净流量	87	-302	452	568	501	585

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,132	885	1,352	1,920	2,421	3,006
应收款项	949	1,203	1,553	1,558	1,741	1,965
存货	749	878	1,210	1,227	1,368	1,531
其他流动资产	314	369	1,206	1,316	1,325	1,337
流动资产	3,144	3,335	5,321	6,020	6,856	7,839
%总资产	55.9%	52.0%	60.6%	62.8%	65.3%	67.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,113	2,557	2,821	2,858	2,870	2,906
%总资产	37.6%	39.9%	32.1%	29.8%	27.3%	25.1%
无形资产	203	198	260	325	389	452
非流动资产	2,477	3,075	3,463	3,565	3,641	3,740
%总资产	44.1%	48.0%	39.4%	37.2%	34.7%	32.3%
资产总计	5,621	6,410	8,784	9,585	10,497	11,578
短期借款	0	0	5	5	5	5
应付款项	1,097	1,517	1,526	1,698	1,893	2,119
其他流动负债	209	162	233	316	338	367
流动负债	1,306	1,679	1,764	2,019	2,237	2,491
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	60	59	84	84	84
负债	1,366	1,739	1,823	2,103	2,321	2,575
普通股股东权益	4,256	4,670	6,962	7,482	8,176	9,004
其中：股本	595	595	664	664	664	664
未分配利润	2,315	2,678	3,066	3,662	4,356	5,184
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,621	6,410	8,784	9,585	10,497	11,578

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.949	0.993	0.932	1.017	1.177	1.387
每股净资产	7.153	7.850	10.491	11.274	12.321	13.568
每股经营现金净流	0.951	1.261	0.380	1.798	1.481	1.692
每股股利	0.082	0.084	0.120	0.120	0.130	0.140
回报率						
净资产收益率	13.26%	12.66%	8.88%	9.02%	9.55%	10.22%
总资产收益率	10.04%	9.22%	7.04%	7.04%	7.44%	7.95%
投入资本收益率	14.26%	13.13%	8.71%	8.44%	8.75%	9.30%
增长率						
主营业务收入增长率	14.53%	13.08%	8.05%	10.34%	11.80%	12.83%
EBIT增长率	29.89%	1.67%	-2.72%	8.30%	13.24%	17.00%
净利润增长率	23.06%	4.72%	4.60%	9.20%	15.66%	17.87%
总资产增长率	8.73%	14.02%	37.05%	9.11%	9.52%	10.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.7	66.2	71.3	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	114.5	108.9	124.4	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	85.7	82.1	84.4	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	191.5	208.5	204.5	177.9	150.9	127.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.01%	-25.53%	-35.17%	-41.65%	-44.24%	-46.67%
EBIT利息保障倍数	123.3	-545.0	-15.8	-23.4	-19.7	-18.3
资产负债率	24.29%	27.14%	20.75%	21.94%	22.11%	22.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-24	增持	33.01	N/A
2	2021-08-31	增持	30.90	N/A
3	2021-10-26	增持	28.87	N/A
4	2022-04-26	增持	20.21	N/A
5	2022-07-20	增持	27.22	N/A
6	2022-08-09	增持	27.59	N/A
7	2022-08-30	增持	28.07	N/A
8	2022-10-30	增持	30.64	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402