



2021-08-23

公司点评报告

买入/维持

山东药玻 (600529)

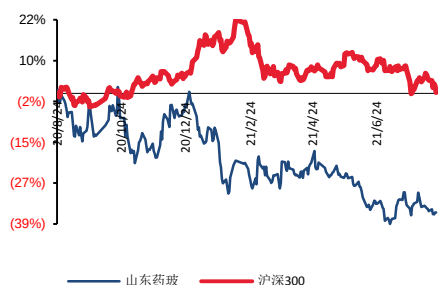
目标价:

昨收盘: 32.91

医疗保健 医疗保健设备与服务

## 收入平稳增长，中硼硅模制瓶快速放量

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 595/595       |
| 总市值/流通(百万元)   | 19,580/19,580 |
| 12 个月最高/最低(元) | 52.76/31.43   |

### 相关研究报告:

山东药玻 (600529)《各项业务稳健增长，净利率持续提升》  
--2021/04/27

山东药玻 (600529)《行业升级趋势确定，药玻龙头前程似锦》  
--2021/03/15

### 证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

### 证券分析师：陈灿

电话：021-58502206

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520110001

**事件：**公司发布 2021 年半年报，上半年实现营收 18.12 亿元 (+17.98%)，归母净利润 3.01 亿元 (+14.62%)，扣非净利润 2.89 亿元 (+11.78%)。二季度实现收入 8.86 亿元 (+14.32%)，归母净利润 1.45 亿元 (+14.31%)。整体业绩符合预期。

**中硼硅模制瓶受益于一致性评价快速放量，部分业务外贸出口收入和利润有所下降。**上半年公司中硼硅模制瓶销量 1.5 亿支 (+30%)，主要受益于优越的性能以及相对于相同材质管制瓶产品的价格优势，恒瑞、齐鲁和扬子江等企业一致性评价品种均有使用；公司药用包装材料产业园一期工程建设项目已经投产，各台窑炉陆续投产，届时中硼硅模制系列产品的产能将达到 10 亿支左右。

上半年棕色瓶销量近 14 亿支 (+7.7%)、丁基胶塞类产品销售 27.5 亿支 (+23%)、日化食品瓶类销售 12.25 亿支 (+20.4%)。公司棕色瓶在中高端精良产品市场口碑良好，但上半年海运费激增的影响目前部分市场的出口基本停滞；丁基胶塞仍受地方小企业竞争影响，公司正通过拓展胶塞类制品的应用范围来切入部分高端市场。整体来看上半年受海运费大幅上涨及人民币升值影响，公司外贸出口收入和利润有所下降；国内市场保持稳定且略有上升，各类产品销售保持良好的增速。

**中硼硅玻璃管自产稳步推进，预灌封产能逐步扩张。**根据半年报，公司已配置多台进口成型设备，新建了大型现代化车间，引进了国际最先进的生产设备，强化了质量管理，加上中硼硅玻璃管实现自产，相对于进口玻璃管拥有绝对的成本优势、采购周期优势，在行业内的竞争力和影响力不断加强。预灌封方面，公司在新冠疫苗上已经与中国生物制药集团、科兴中维等企业达成多项疫苗包装的合作，产能上公司于四月公告三年投资 9.3 亿元分批新建 5.45 亿支预灌封产能，到 2024 年底合计有望达到 5.89 亿支，以满足重组基因、疫苗、单抗等领域需求。

**毛利率受上游原材料影响，费用端的良好管控助力净利率维持稳定。**上半年公司整体毛利率为 30.39%，若将 20 年上半年与合同履约直接相关的运输费等作为合同履约成本调整到营业成本核算，同比 20H1 下滑 3.44pct，主要是由于上游原材料如煤炭、纯碱以及石英砂

等供给紧张、需求激增，公司平均采购价出现上涨。

费用端上半年销售费用率为 1.98% (-1.52pct, 20H1 还原运输费同比处理)，主要是工资及差旅费有所减少；管理费用率 4.02% (-1.45pct)，主要是职工薪酬减少；研发费用率 3.80%，同比基本持平；财务费用率则同比提升 0.96pct 至 -0.08%，主要是汇兑收益减少。上半年公司净利率 16.61% (-0.49pct)，其中 Q2 净利率为 16.34%，同比基本持平。

**盈利预测：**公司是国内药用玻璃龙头，一类模制瓶产能有望进一步扩充，在一致性评价需求旺盛的情况下，预计销量有望保持稳定提升趋势；预灌封同样有望受益于流感疫苗订单和新冠疫苗需求，公司目前正扩建原有产能；棕色瓶和丁基胶塞业务市场竞争力同样强劲。预计公司 21-23 年归母净利润分别为 7.04/9.53/10.97 亿元，对应 PE 分别为 28/21/18 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品订单量不及预期；产能扩建进展不及预期；产品降价压力大于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3427  | 3735  | 4615  | 5032  |
| (+/-%)    | 14.54 | 8.99  | 23.56 | 9.04  |
| 净利润(百万元)  | 564   | 704   | 953   | 1097  |
| (+/-%)    | 23.06 | 24.67 | 35.46 | 15.04 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.95  | 1.18  | 1.60  | 1.84  |
| 市盈率(PE)   | 52.86 | 27.91 | 20.60 | 17.91 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)       |        |        |        |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |               | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 货币资金      | 1060  | 1132  | 1435  | 2119  | 2987  | 营业收入          | 2992   | 3427   | 3735   | 4615   | 5032   |
| 应收和预付款项   | 663   | 911   | 957   | 1180  | 1285  | 营业成本          | 1888   | 2277   | 2421   | 2913   | 3138   |
| 存货        | 679   | 749   | 862   | 1038  | 1118  | 营业税金及附加       | 30     | 34     | 41     | 51     | 55     |
| 其他流动资产    | 552   | 314   | 320   | 337   | 346   | 销售费用          | 228    | 95     | 123    | 152    | 156    |
| 流动资产合计    | 2908  | 3030  | 3495  | 4579  | 5633  | 管理费用          | 178    | 184    | 187    | 208    | 226    |
| 长期股权投资    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 财务费用          | -17    | 6      | -28    | -36    | -53    |
| 投资性房地产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失        | 14     | 38     | 22     | 4      | 2      |
| 固定资产      | 1763  | 1798  | 1824  | 1864  | 1924  | 投资收益          | 29     | 16     | 10     | 10     | 10     |
| 在建工程      | 168   | 315   | 415   | 515   | 615   | 公允价值变动        | 2      | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产      | 172   | 203   | 220   | 234   | 247   | 营业利润          | 586    | 677    | 848    | 1145   | 1315   |
| 长期待摊费用    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他非经营损益       | -40    | -24    | -10    | -10    | -10    |
| 其他非流动资产   | 39    | 132   | 132   | 132   | 132   | 利润总额          | 546    | 653    | 838    | 1135   | 1305   |
| 资产总计      | 5075  | 5507  | 6115  | 7353  | 8580  | 所得税           | 87     | 89     | 134    | 182    | 209    |
| 短期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润           | 459    | 564    | 704    | 953    | 1097   |
| 应付和预收款项   | 1109  | 996   | 1200  | 1444  | 1556  | 少数股东损益        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 归母股东净利润       | 459    | 564    | 704    | 953    | 1097   |
| 其他长期负债    | 50    | 60    | 60    | 60    | 60    | 预测指标          |        |        |        |        |        |
| 负债合计      | 1302  | 1366  | 1449  | 1733  | 1864  |               | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 股本        | 595   | 595   | 595   | 595   | 595   | 毛利率           | 36.91% | 33.56% | 35.17% | 36.87% | 37.63% |
| 资本公积      | 913   | 913   | 913   | 913   | 913   | 销售净利率         | 15.33% | 16.47% | 18.84% | 20.65% | 21.79% |
| 留存收益      | 1977  | 2315  | 2735  | 3545  | 4477  | 销售收入增长率       | 15.77% | 14.53% | 8.98%  | 23.57% | 9.03%  |
| 归母公司股东权益  | 3868  | 4256  | 4781  | 5734  | 6831  | EBIT 增长率      | 26.94% | 29.89% | 15.71% | 33.25% | 13.50% |
| 少数股东权益    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润增长率        | 28.05% | 23.06% | 24.67% | 35.46% | 15.04% |
| 股东权益合计    | 3868  | 4256  | 4781  | 5734  | 6831  | ROE           | 11.86% | 13.26% | 14.72% | 16.62% | 16.05% |
| 负债和股东权益   | 5170  | 5621  | 6230  | 7468  | 8695  | ROA           | 9.04%  | 10.25% | 11.51% | 12.96% | 12.78% |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | ROIC          | 19.37% | 20.97% | 21.92% | 26.88% | 28.58% |
|           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | EPS (X)       | 0.77   | 0.95   | 1.18   | 1.60   | 1.84   |
| 经营性现金流    | 599   | 566   | 702   | 924   | 1138  | PE (X)        | 35.85  | 52.86  | 27.91  | 20.60  | 17.91  |
| 投资性现金流    | -228  | -286  | -220  | -240  | -270  | PB (X)        | 4.25   | 7.01   | 4.11   | 3.42   | 2.88   |
| 融资性现金流    | -127  | -178  | -178  | 0     | 0     | PS (X)        | 5.50   | 8.71   | 5.26   | 4.26   | 3.90   |
| 现金增加额     | 243   | 101   | 303   | 684   | 868   | EV/EBITDA (X) | 21.67  | 31.18  | 20.45  | 14.98  | 12.56  |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                     |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com       |
| 华北销售总监  | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com        |
| 华北销售    | 刘莹  | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com       |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com      |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售总助  | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com         |
| 华东销售    | 郭瑜  | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com         |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com      |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafal@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com         |

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。