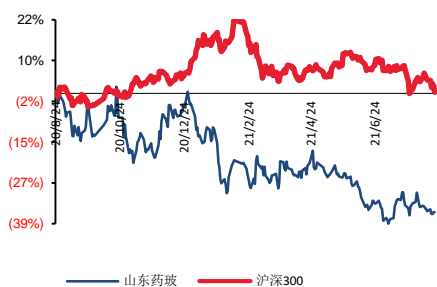


医药生物 医疗器械

## Q3 收入加速增长，原材料成本上涨对净利率仍有影响

### ■ 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)	17,177/17,177
12 个月最高/最低(元)	52.00/28.69

### 相关研究报告:

山东药玻(600529)《收入平稳增长，中硼硅管制瓶快速放量》——2021/08/23

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：18510640908

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

**事件：**公司发布 2021 年三季报，前三季度实现营收 28.06 亿元(+21.35%)，归母净利润 4.70 亿元(+13.35%)，扣非后归母净利润 4.53 亿元(+12.54%)。单三季度实现收入 9.93 亿元(+28.01%)，归母净利润 1.69 亿元(+14.31%)，扣非后归母净利润 1.64 亿元(+13.89%)。整体业绩符合预期。

**Q3 收入加速增长，原材料成本上涨对净利率仍有影响。**21Q3 公司收入同比增速超过 Q1 和 Q2，预计一类管制瓶等仍保持快速增长，海运费上涨对公司外贸仍有一定影响。利润端增速慢于收入，主要仍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。

由于与合同履行直接相关的运输费等作为合同履行成本调整到营业成本核算，21Q3 毛利率和销售费用率同比意义不大；Q3 管理费用率 3.13%(-0.47 pct)、研发费用率 3.34%(-1.86pct)，费用占比持续改善，规模效应显著；财务费用率则同比转为利息收入。受毛利率下滑影响，单三季度公司净利率同比下滑 2.57pct 至 16.98%。

**大股东更换在即，定增扩产前景向好。**根据公告，公司第一大股东拟更换为凯盛集团，有助于国资旗下各药用玻璃平台发挥强大的协同效应。山东药玻在管制瓶市场竞争优势突出，其一类管制瓶国内市占率在 90%以上，开发出小规格、轻量化一类管制瓶；管制瓶则以低硼硅管制系列为主，为顺应注射剂一致性评价下的药用玻璃包材的中硼硅升级趋势，公司也积极布局前端中硼硅玻璃管的拉制技术。本次转让后有望为公司带来目前国内先进的凯盛君恒的中硼硅玻璃管，也有望实现一定的技术融合，在解决“卡脖子”的前端玻璃管供应之后，预计未来公司中硼硅管制瓶（包括预灌封）的销量和产能均可得到显著扩增，凭借公司强大的客户优势，管制瓶市占率也有望快速提升，届时公司将成长为国内中硼硅药用玻璃龙头，也将充分受益一致性评价带来的包材升级需求。

此外公司还于 9 月公告定增扩产事项，年产 5.6 亿只预灌封注射器扩产改造项目投资已于四月公告，本次定增另有 12 亿元投入一级耐水药用玻璃瓶项目，为年产 40 亿只一级耐水药用玻璃瓶建设（规格为 2~500ml，含一级耐水药用玻璃棕色瓶及一级耐碱玻璃瓶）。主要建设内容包括一级耐水药用玻璃瓶生产车间及窑炉与配套玻璃瓶生产

执业资格证书编码：S1190520110001

线，一级耐水药用玻璃管生产车间及窑炉与配套拉管生产线等。预计 40 亿只产能包括一类模制瓶、棕色瓶以及中硼硅玻璃管和管制瓶，匹配包括大容量的造影剂、血制品以及小规格的疫苗、玻尿酸等高端注射剂生产需求。从能力上来说，公司精通一类模制瓶的全流程生产，一类管制瓶前端拉管已积累较多经验，在本次更换大股东之后有望通过与凯盛君恒的协同合作来解决中硼硅玻璃管的供应门槛，或在中长期实现自有中硼硅拉管技术的突破，借助公司客户资源优势实现管制瓶市场份额的快速提升，同时盈利能力也可得到较大提升。

**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 6.47/8.68/10.22 亿元，对应 PE 分别为 27/20/17 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	4102	5027	5567
(+/-%)	14.54	19.70	22.55	10.74
净利润(百万元)	564	647	868	1022
(+/-%)	23.06	14.71	34.12	17.69
摊薄每股收益(元)	0.95	1.09	1.46	1.72
市盈率(PE)	52.86	26.53	19.78	16.81

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)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1060	1132	1356	1956	2737
应收和预付款项	663	911	1057	1293	1430
存货	679	749	998	1200	1313
其他流动资产	552	314	333	354	365
流动资产合计	2908	3030	3652	4692	5724
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1763	1798	1824	1864	1924
在建工程	168	315	415	515	615
无形资产	172	203	220	234	247
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	39	132	132	132	132
资产总计	5075	5507	6272	7466	8672
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	1109	996	1390	1670	1828
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	50	60	60	60	60
负债合计	1302	1366	1662	1987	2171
股本	595	595	595	595	595
资本公积	913	913	913	913	913
留存收益	1977	2315	2687	3425	4294
归母公司股东权益	3868	4256	4725	5593	6615
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	3868	4256	4725	5593	6615
负债和股东权益	5170	5621	6387	7581	8786

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	599	566	623	840	1050
投资性现金流	(228)	(286)	(220)	(240)	(270)
融资性现金流	(127)	(178)	(178)	0	0
现金增加额	243	101	224	600	780

利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2992	3427	4102	5027	5567
营业成本	1888	2277	2803	3369	3687
营业税金及附加	30	34	45	55	61
销售费用	228	95	135	166	173
管理费用	178	184	205	226	251
财务费用	(17)	6	(28)	(34)	(49)
资产减值损失	14	38	25	5	3
投资收益	29	16	10	10	10
公允价值变动	2	1	0	0	0
营业利润	586	677	781	1044	1227
其他非经营损益	(40)	(24)	(10)	(10)	(10)
利润总额	546	653	771	1034	1217
所得税	87	89	123	165	195
净利润	459	564	647	868	1022
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	459	564	647	868	1022

预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.91%	33.56%	31.67%	32.99%	33.78%
销售净利率	15.33%	16.47%	15.78%	17.27%	18.36%
销售收入增长率	15.77%	14.53%	19.69%	22.56%	10.73%
EBIT 增长率	26.94%	29.89%	6.66%	31.42%	16.31%
净利润增长率	28.05%	23.06%	14.71%	34.12%	17.69%
ROE	11.86%	13.26%	13.70%	15.53%	15.45%
ROA	9.04%	10.25%	10.32%	11.63%	11.78%
ROIC	19.37%	20.97%	20.06%	24.29%	26.38%
EPS (X)	0.77	0.95	1.09	1.46	1.72
PE (X)	35.85	52.86	26.53	19.78	16.81
PB (X)	4.25	7.01	3.64	3.07	2.60
PS (X)	5.50	8.71	4.19	3.42	3.09
EV/EBITDA (X)	21.67	31.18	19.14	14.21	11.63

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	zhafll@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。