

山东药玻 (600529)

证券研究报告

2021年10月27日

略超预期，单季收入两位数环增，归母净利率回升

公司发布 21 年三季报，前三季度收入 28 亿，yoy+21%，归母净利 4.7 亿，yoy+13%，扣非归母净利 4.5 亿，yoy+13%。单 21q3 收入 10 亿，qoq+12%，归母净利 1.7 亿，qoq+17%，扣非归母净利 1.6 亿，qoq+19%。**Q3 收入及利润环比均较快增长，略超市场预期。**

21q3 收入环增两位数，归母净利率回升，经营质量扎实依旧

单季收入两位数环增扭转颓势，归母净利率回升至历史较好水平。21q3 公司收入环比两位数增长 (vs 21q1、q2 收入环比增速分别-17%、-4%)，我们推测主要源于：1) 出口环比或有一定好转 (疫情影响边际趋弱提振需求，海运资源或仍偏紧)；2) 中硼硅模制瓶开始批量供应或亦贡献一定增量。21q3 单季度公司综合毛利率 28.4% (vs 21h1 为 30.4%)，仍有压力，纯碱价格及海运费持续上涨或继续有影响，21q4 或有边际缓解。21 年前三季度归母净利率同减 1.2pct 至 16.7%，其中 21q3 归母净利率 17.0%，qoq+0.7pct，已回升至历史较高水平，显示公司费用管控方面积极成效，同时有效所得税税率降低亦有一定贡献。

存货周转加快，现金流延续优异表现。21q3 末公司资产负债率 25.4%，yoy+1.0pct，几乎没有带息负债。21 年前三季度公司应收账款、存货周转天数分别为 67、109 天，yoy 分别+18、-41 天，存货周转速度为历史较优水平。21 年前三季度经营性现金流净流入 4.0 亿，为同期净利润之 86% (vs 21h1 该比例为 63%)，回款继续向好。

我们看好中硼硅渗透率提升及预灌封需求高景气背景下公司成长机遇

20 年中启动的注射剂一致性评价标志着一致性评价逐步进入深水区，中硼硅药用玻璃包装材料需求或逐步放量，公司中硼硅布局走在国内同行前列，包括中硼硅模制瓶产能逐步提升 (药用包装材料产业园一期 21h1 正式投产，后续产能或持续提升)、中硼硅拉管 (21h1 中硼硅玻璃管已实现自产) 等，或牢牢把握行业变革机遇。此外，新冠疫苗开发应用致预灌封需求快速增长，现阶段我国存在较大预灌封供需缺口，公司 21 年 4 月公告拟 21-23 年分批投放新产能，规划 24 年全部投产后预灌封总产能达到 5.89 亿支，预灌封布局或加速公司成长。

看好公司竞争优势及执行力，维持前期业绩预测，维持“买入”评级

作为我国最大模制瓶供应商，龙头地位稳固，技术及成本优势是公司核心竞争力，亦为公司拓展新领域铸就有效执行力。21q3 收入增速及归母净利率回升部分验证我们前期判断，我们维持公司 21-23 年公司归母净利预测为 6.7/ 8.5/ 11.2 亿，yoy +19%/26%/32%，维持公司目标价 41.82 元，对应 22 年 PE 约 29x，维持“买入”评级。

风险提示：原燃料等成本大幅波动风险、产能投放进度低于预期、竞争加剧风险、外贸环境恶化风险、汇率波动风险、实控人变更存在不确定性。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,992.35	3,427.07	3,972.54	4,618.91	5,580.73
增长率(%)	15.77	14.53	15.92	16.27	20.82
EBITDA(百万元)	881.71	1,109.30	923.35	1,136.69	1,458.85
净利润(百万元)	458.69	564.44	673.60	851.92	1,124.53
增长率(%)	28.05	23.06	19.34	26.47	32.00
EPS(元/股)	0.77	0.95	1.13	1.43	1.89
市盈率(P/E)	37.45	30.43	25.50	20.16	15.27
市净率(P/B)	4.44	4.04	3.68	3.27	2.84
市销率(P/S)	5.74	5.01	4.32	3.72	3.08
EV/EBITDA	16.85	25.52	16.16	12.93	9.40

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	30.6 元
目标价格	41.82 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	594.97
流通 A 股股本(百万股)	594.97
A 股总市值(百万元)	18,206.01
流通 A 股市值(百万元)	18,206.01
每股净资产(元)	7.65
资产负债率(%)	25.44
一年内最高/最低(元)	53.14/28.41

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

杨松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



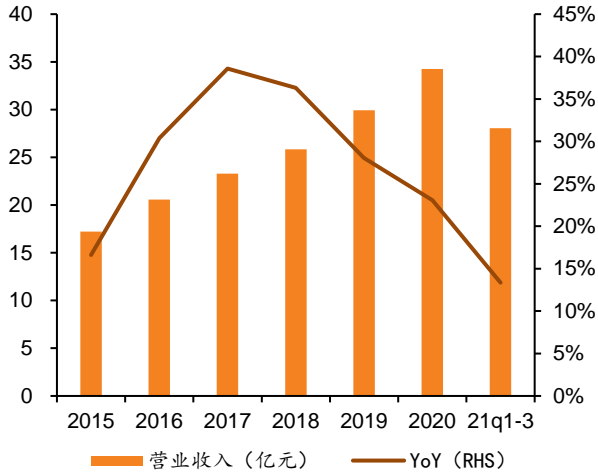
资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《山东药玻-首次覆盖报告:模制瓶龙头,中硼硅及预灌封布局受益行业变革》2021-09-09

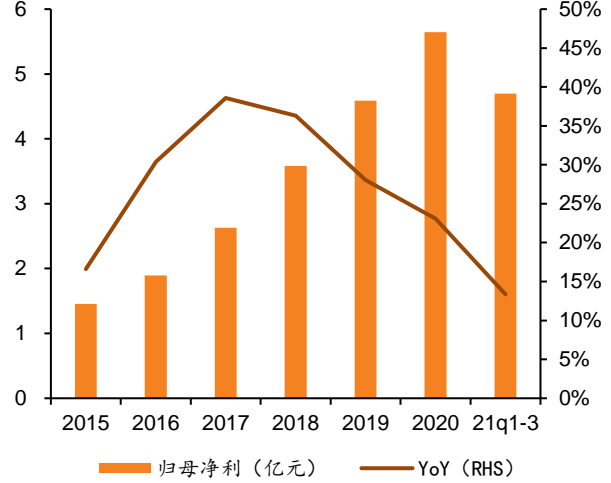
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			CAGR	P/E			PEG
				2021E	2022E	2023E		2021E	2022E	2023E	
300452.SZ	山河药辅	25	13.94	0.62	0.84	1.05	30.2%	22.5	16.7	13.2	0.55
300595.SZ	欧普康视	589	69.26	0.73	0.98	1.31	34.3%	95.4	70.6	52.9	2.06
002223.SZ	鱼跃医疗	366	36.46	1.48	1.70	2.08	18.4%	24.6	21.5	17.5	1.16
002901.SZ	大博医疗	206	50.80	1.89	2.39	3.01	26.0%	26.8	21.3	16.9	0.82
平均值								42.3	32.5	25.1	1.15
中位数								25.7	21.4	17.2	0.99
600529.SH	山东药玻	172	28.87	1.13	1.43	1.89	29.2%	25.5	20.2	15.3	0.69

注：股价时间 2021/10/25；除山东药玻外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,059.91	1,131.85	1,864.03	2,090.38	3,068.79
应收票据及应收账款	601.40	828.73	718.68	952.21	911.60
预付账款	61.33	82.34	86.65	105.36	121.33
存货	679.36	749.20	931.12	978.03	1,275.94
其他	601.25	351.98	365.84	355.99	371.80
流动资产合计	3,003.25	3,144.10	3,966.32	4,481.96	5,749.46
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,762.89	1,797.79	1,913.67	2,004.48	2,076.70
在建工程	167.85	314.88	277.15	254.51	240.92
无形资产	171.81	203.25	197.63	192.01	186.38
其他	64.48	161.39	161.39	161.39	161.39
非流动资产合计	2,167.03	2,477.32	2,549.84	2,612.38	2,665.40
资产总计	5,170.28	5,621.42	6,516.16	7,094.35	8,414.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	996.17	995.78	1,347.22	1,393.58	1,780.30
其他	256.62	309.75	445.94	381.43	528.06
流动负债合计	1,252.79	1,305.53	1,793.16	1,775.01	2,308.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	49.71	60.00	60.00	60.00	60.00
非流动负债合计	49.71	60.00	60.00	60.00	60.00
负债合计	1,302.50	1,365.53	1,853.16	1,835.01	2,368.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	594.97	594.97	594.97	594.97	594.97
资本公积	913.45	913.45	913.45	913.45	913.45
留存收益	3,210.57	3,596.52	4,068.03	4,664.37	5,451.54
其他	(851.20)	(849.04)	(913.45)	(913.45)	(913.45)
股东权益合计	3,867.78	4,255.89	4,663.00	5,259.34	6,046.51
负债和股东权益总计	5,170.28	5,621.42	6,516.16	7,094.35	8,414.86

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	458.69	564.44	673.60	851.92	1,124.53
折旧摊销	169.10	217.90	104.51	114.49	124.02
财务费用	(6.12)	14.88	2.61	(3.82)	(11.91)
投资损失	(29.12)	(15.90)	(18.43)	(20.51)	(23.75)
营运资金变动	737.55	(230.70)	397.60	(307.45)	244.26
其它	(731.05)	15.39	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	599.05	566.01	1,159.88	634.62	1,457.14
资本支出	782.82	420.99	177.03	177.03	177.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,011.27)	(707.03)	(335.63)	(333.55)	(330.31)
投资活动现金流	(228.46)	(286.04)	(158.60)	(156.52)	(153.28)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	37.39	5.97	(57.50)	13.33	21.42
其他	(164.76)	(184.46)	(211.59)	(265.08)	(346.87)
筹资活动现金流	(127.37)	(178.49)	(269.09)	(251.75)	(325.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	243.22	101.48	732.18	226.35	978.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,992.35	3,427.07	3,972.54	4,618.91	5,580.73
营业成本	1,888.00	2,277.07	2,678.38	3,043.13	3,592.77
营业税金及附加	30.21	33.80	39.18	45.56	55.04
营业费用	228.45	95.35	90.66	114.65	132.94
管理费用	177.87	184.34	173.95	193.02	222.05
研发费用	126.86	133.87	155.18	180.43	218.00
财务费用	(17.01)	5.70	2.61	(3.82)	(11.91)
资产减值损失	(13.83)	(38.49)	34.77	40.43	48.85
公允价值变动收益	1.84	0.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.12	15.90	18.43	20.51	23.75
其他	(45.49)	41.77	(36.86)	(41.02)	(47.51)
营业利润	586.32	677.25	816.24	1,026.02	1,346.74
营业外收入	6.61	7.27	7.27	7.27	7.27
营业外支出	46.89	31.04	31.04	31.04	31.04
利润总额	546.04	653.48	792.47	1,002.26	1,322.97
所得税	87.35	89.04	118.87	150.34	198.45
净利润	458.69	564.44	673.60	851.92	1,124.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	458.69	564.44	673.60	851.92	1,124.53
每股收益(元)	0.77	0.95	1.13	1.43	1.89

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	15.77%	14.53%	15.92%	16.27%	20.82%
营业利润	30.72%	15.51%	20.52%	25.70%	31.26%
归属于母公司净利润	28.05%	23.06%	19.34%	26.47%	32.00%
获利能力					
毛利率	36.91%	33.56%	32.58%	34.12%	35.62%
净利率	15.33%	16.47%	16.96%	18.44%	20.15%
ROE	11.86%	13.26%	14.45%	16.20%	18.60%
ROIC	18.89%	25.86%	25.48%	36.10%	40.86%
偿债能力					
资产负债率	25.19%	24.29%	28.44%	25.87%	28.14%
净负债率	-27.40%	-26.59%	-39.97%	-39.75%	-50.75%
流动比率	2.40	2.41	2.21	2.53	2.49
速动比率	1.85	1.83	1.69	1.97	1.94
营运能力					
应收账款周转率	4.52	4.79	5.13	5.53	5.99
存货周转率	4.79	4.80	4.73	4.84	4.95
总资产周转率	0.61	0.64	0.65	0.68	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.77	0.95	1.13	1.43	1.89
每股经营现金流	1.01	0.95	1.95	1.07	2.45
每股净资产	6.50	7.15	7.84	8.84	10.16
估值比率					
市盈率	37.45	30.43	25.50	20.16	15.27
市净率	4.44	4.04	3.68	3.27	2.84
EV/EBITDA	16.85	25.52	16.16	12.93	9.40
EV/EBIT	20.85	31.76	18.22	14.38	10.28

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com