

# 山东药玻 (600529.SH)

增持 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

## 降本增量，中硼硅产品增长持续

### 业绩简评

2023年10月19日，公司发布3Q23季报，2023年前三季度实现营收、归母净利润及扣非归母净利润分别为36.74、6.14和5.90亿元，同比增长分别为22.92%、24.14%和22.67%。2023年单三季度实现营收、归母净利润及扣非归母净利润分别为12.51、2.29和2.24亿元，同比增长分别为23.63%、32.28%和35.21%。

### 经营分析

**23年前三季度成本端持续改善，毛利率回升到21年水平。**(1)受到国内一致性评价及集采放量等影响和海外需求修复，公司营收保持增长态势。分季度看，2023年Q1/Q2/Q3/单季营收分别为12.36/11.86/12.51亿元，同比增长18.66%/26.71%/23.63%；2023年三季度营收12.51亿元，同比增长23.63%，较2022年改善明显。受到海运费下降、汇兑受益等影响，海外需求格局变化较大，公司在开拓南美等地市场上卓有成效。另外，受到一致性评价及集采等因素催化，公司产品中硼硅产品销售保持快速增长态势。至2025年后集采因素边际减弱，中硼硅产品在创新制剂的潜在需求将成下一个潜在增长点，因此作为中国药玻龙头，我们长期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。(2)纯碱等原料成本和海运费下降，叠加汇率受益等因素，公司利润增速持续高于收入增速。2021-2022年，由于纯碱、煤炭、天然气的成本同时大幅上升，公司利润增速承压。当前原材料成本已基本恢复常态。因此，受中硼硅产品放量、原料料等成本下降以及汇兑收益，公司3季度归母净利润为2.29亿元，同比增长32.28%。未来随着纯碱价格进一步趋于平稳，以及煤炭、天然气等能源价格的季节性窄幅波动，公司的毛利率将持续维持在目前的30%上下。

**出口增长强劲，产能准备充分，后续成长可期。**(1)由于海运费下降以及汇兑受益，公司出口强劲。其中一类模制瓶出口规模近1亿个左右，而钠钙瓶由低价格优势，印度等仿制药大国的需求强劲。(2)面对国内竞争加剧，但公司通过轻量化、小规格产品产能储备等降本增效，将持续保持竞争优势。(3)公司在产能方面准备充足，一旦后续有新的中硼硅产品需求，将可以充分满足。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好中硼硅产品收入在整个业务结构中的占比提升，预计公司2023/24/25年营收48.67/55.12/63.41亿元，同比增长16%/13%/15%；归母净利润8.13/9.42/11.05亿元，同比增加32%/16%/17%。维持“增持”评级。

### 风险提示

一致性评价及集采放量低于预期、原材料等成本回升等风险。

医药组

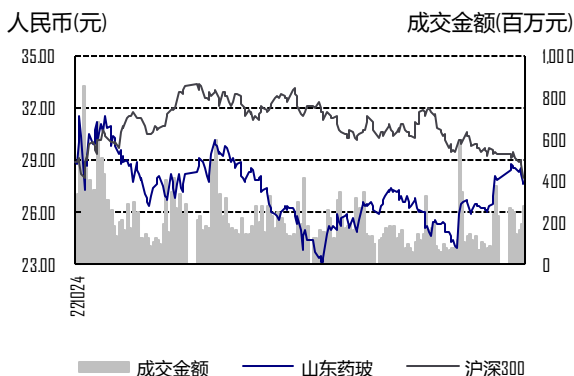
分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.58元

相关报告：

- 1.《山东药玻公司点评：成本端承压，中硼硅模制瓶放量迅速》，2023.4.26
- 2.《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



### 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	4,867	5,512	6,341
营业收入增长率	13.08%	8.05%	16.23%	13.25%	15.04%
归母净利润(百万元)	591	618	813	942	1,105
归母净利润增长率	4.72%	4.60%	31.52%	15.84%	17.29%
摊薄每股收益(元)	0.993	0.932	1.225	1.419	1.665
每股经营性现金流净额	1.26	0.38	2.06	1.76	1.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.66%	8.88%	11.03%	11.86%	12.84%
P/E	44.19	30.48	22.51	19.43	16.57
P/B	5.59	2.71	2.48	2.31	2.13

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
<b>主营业务收入</b>	<b>3,427</b>	<b>3,875</b>	<b>4,187</b>	<b>4,867</b>	<b>5,512</b>	<b>6,341</b>
增长率		13.1%	8.1%	16.2%	13.3%	15.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,277</b>	<b>-2,728</b>	<b>-3,063</b>	<b>-3,407</b>	<b>-3,858</b>	<b>-4,439</b>
%销售收入	66.4%	70.4%	73.2%	70.0%	70.0%	70.0%
<b>毛利</b>	<b>1,150</b>	<b>1,148</b>	<b>1,124</b>	<b>1,460</b>	<b>1,654</b>	<b>1,902</b>
%销售收入	33.6%	29.6%	26.8%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-34</b>	<b>-33</b>	<b>-35</b>	<b>-46</b>	<b>-46</b>	<b>-53</b>
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%
<b>销售费用</b>	<b>-95</b>	<b>-92</b>	<b>-111</b>	<b>-136</b>	<b>-154</b>	<b>-178</b>
%销售收入	2.8%	2.4%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
<b>管理费用</b>	<b>-184</b>	<b>-173</b>	<b>-144</b>	<b>-175</b>	<b>-198</b>	<b>-209</b>
%销售收入	5.4%	4.5%	3.4%	3.6%	3.6%	3.3%
<b>研发费用</b>	<b>-134</b>	<b>-136</b>	<b>-139</b>	<b>-209</b>	<b>-237</b>	<b>-273</b>
%销售收入	3.9%	3.5%	3.3%	4.3%	4.3%	4.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>703</b>	<b>714</b>	<b>695</b>	<b>893</b>	<b>1,018</b>	<b>1,190</b>
%销售收入	20.5%	18.4%	16.6%	18.3%	18.5%	18.8%
<b>财务费用</b>	<b>-6</b>	<b>1</b>	<b>44</b>	<b>118</b>	<b>49</b>	<b>56</b>
%销售收入	0.2%	0.0%	-1.1%	-2.4%	-0.9%	-0.9%
<b>资产减值损失</b>	<b>-52</b>	<b>-49</b>	<b>-50</b>	<b>-22</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>-79</b>	<b>6</b>	<b>10</b>
<b>投资收益</b>	<b>16</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>5</b>
%税前利润	2.4%	0.5%	0.2%	1.4%	0.1%	0.4%
<b>营业利润</b>	<b>677</b>	<b>698</b>	<b>711</b>	<b>935</b>	<b>1,083</b>	<b>1,270</b>
营业利润率	19.8%	18.0%	17.0%	19.2%	19.6%	20.0%
<b>营业外收支</b>	<b>-24</b>	<b>-10</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>653</b>	<b>689</b>	<b>708</b>	<b>935</b>	<b>1,083</b>	<b>1,270</b>
利润率	19.1%	17.8%	16.9%	19.2%	19.6%	20.0%
<b>所得税</b>	<b>-89</b>	<b>-98</b>	<b>-90</b>	<b>-122</b>	<b>-141</b>	<b>-165</b>
所得税率	13.6%	14.2%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>净利润</b>	<b>564</b>	<b>591</b>	<b>618</b>	<b>813</b>	<b>942</b>	<b>1,105</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>564</b>	<b>591</b>	<b>618</b>	<b>813</b>	<b>942</b>	<b>1,105</b>
净利率	16.5%	15.3%	14.8%	16.7%	17.1%	17.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>564</b>	<b>591</b>	<b>618</b>	<b>813</b>	<b>942</b>	<b>1,105</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>270</b>	<b>289</b>	<b>345</b>	<b>315</b>	<b>310</b>	<b>322</b>
<b>非经营收益</b>	<b>21</b>	<b>14</b>	<b>-22</b>	<b>97</b>	<b>-8</b>	<b>-19</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-289</b>	<b>-144</b>	<b>-689</b>	<b>143</b>	<b>-75</b>	<b>-116</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>566</b>	<b>750</b>	<b>252</b>	<b>1,368</b>	<b>1,168</b>	<b>1,292</b>
<b>资本开支</b>	<b>-534</b>	<b>-806</b>	<b>-700</b>	<b>50</b>	<b>-198</b>	<b>-83</b>
<b>投资</b>	<b>230</b>	<b>-74</b>	<b>-796</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>5</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-286</b>	<b>-867</b>	<b>-1,488</b>	<b>64</b>	<b>-196</b>	<b>-78</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,842</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-64</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-178</b>	<b>-178</b>	<b>-174</b>	<b>-401</b>	<b>-377</b>	<b>-442</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-178</b>	<b>-178</b>	<b>1,668</b>	<b>-465</b>	<b>-377</b>	<b>-442</b>
<b>现金净流量</b>	<b>87</b>	<b>-302</b>	<b>452</b>	<b>966</b>	<b>595</b>	<b>772</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>1,132</b>	<b>885</b>	<b>1,352</b>	<b>2,318</b>	<b>2,914</b>	<b>3,686</b>
<b>应收款项</b>	<b>949</b>	<b>1,203</b>	<b>1,553</b>	<b>1,602</b>	<b>1,766</b>	<b>1,998</b>
<b>存货</b>	<b>749</b>	<b>878</b>	<b>1,210</b>	<b>1,089</b>	<b>1,221</b>	<b>1,367</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>314</b>	<b>369</b>	<b>1,206</b>	<b>1,147</b>	<b>1,150</b>	<b>1,165</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,144</b>	<b>3,335</b>	<b>5,321</b>	<b>6,156</b>	<b>7,052</b>	<b>8,215</b>
%总资产	55.9%	52.0%	60.6%	66.6%	70.3%	74.9%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>2,113</b>	<b>2,557</b>	<b>2,821</b>	<b>2,832</b>	<b>2,727</b>	<b>2,499</b>
%总资产	37.6%	39.9%	32.1%	30.6%	27.2%	22.8%
<b>无形资产</b>	<b>203</b>	<b>198</b>	<b>260</b>	<b>257</b>	<b>253</b>	<b>250</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,477</b>	<b>3,075</b>	<b>3,463</b>	<b>3,089</b>	<b>2,980</b>	<b>2,748</b>
%总资产	44.1%	48.0%	39.4%	33.4%	29.7%	25.1%
<b>资产总计</b>	<b>5,621</b>	<b>6,410</b>	<b>8,784</b>	<b>9,245</b>	<b>10,032</b>	<b>10,964</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,097</b>	<b>1,517</b>	<b>1,526</b>	<b>1,691</b>	<b>1,889</b>	<b>2,132</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>209</b>	<b>162</b>	<b>233</b>	<b>180</b>	<b>204</b>	<b>230</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,306</b>	<b>1,679</b>	<b>1,764</b>	<b>1,871</b>	<b>2,093</b>	<b>2,362</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>59</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,366</b>	<b>1,739</b>	<b>1,823</b>	<b>1,871</b>	<b>2,093</b>	<b>2,362</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,256</b>	<b>4,670</b>	<b>6,962</b>	<b>7,374</b>	<b>7,939</b>	<b>8,602</b>
其中：股本	<b>595</b>	<b>595</b>	<b>664</b>	<b>664</b>	<b>664</b>	<b>664</b>
未分配利润	<b>2,315</b>	<b>2,678</b>	<b>3,066</b>	<b>3,554</b>	<b>4,119</b>	<b>4,782</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,621</b>	<b>6,410</b>	<b>8,784</b>	<b>9,245</b>	<b>10,032</b>	<b>10,964</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.949	0.993	0.932	1.225	1.419	1.665
每股净资产	7.153	7.850	10.491	11.112	11.964	12.963
每股经营现金净流	0.951	1.261	0.380	2.061	1.761	1.947
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.490	0.568	0.666
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.26%	12.66%	8.88%	11.03%	11.86%	12.84%
总资产收益率	10.04%	9.22%	7.04%	8.80%	9.39%	10.08%
投入资本收益率	14.26%	13.13%	8.71%	10.54%	11.15%	12.03%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	14.53%	13.08%	8.05%	16.23%	13.25%	15.04%
EBIT 增长率	29.89%	1.67%	-2.72%	28.50%	13.94%	16.91%
净利润增长率	23.06%	4.72%	4.60%	31.52%	15.84%	17.29%
总资产增长率	8.73%	14.02%	37.05%	5.24%	8.52%	9.29%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	55.7	66.2	71.3	71.4	70.4	69.9
存货周转天数	114.5	108.9	124.4	119.0	117.9	114.7
应付账款周转天数	85.7	82.1	84.4	65.9	70.2	72.2
固定资产周转天数	191.5	208.5	204.5	163.3	133.0	100.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-32.01%	-25.53%	-35.17%	-45.31%	-49.65%	-54.92%
EBIT 利息保障倍数	123.3	-545.0	-15.8	-7.6	-20.7	-21.1
资产负债率	24.29%	27.14%	20.75%	20.23%	20.86%	21.54%

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	2021-10-26	增持	28.87	N/A
2	2022-04-26	增持	20.21	N/A
3	2022-07-20	增持	27.22	N/A
4	2022-08-09	增持	27.59	N/A
5	2022-08-30	增持	28.07	N/A
6	2022-10-30	增持	30.64	N/A
7	2023-04-26	增持	24.10	N/A

来源：国金证券研究所

### 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。

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



## 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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806