

山东药玻 (600529)

需求高景气，中硼硅模制瓶产能加快投产

行业：医药生物/医疗器械
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：29.56元
 目标价格：38.43元

事件：

公司发布公告，拟对“一级耐水药用玻璃瓶项目”新增1个实施地点，原实施地点为沂源县经济开发区，增加后实施地点为沂源县经济开发区、沂源县药玻路1号总厂厂区。本次增加一级耐水药用玻璃瓶项目实施地点不涉及募集资金用途变更。

➤ 中硼硅模制瓶产能加快投产

“一级耐水药用玻璃瓶”项目为2021年公司定增募投项目，为年产40亿支一级耐水药用玻璃瓶产能（主要为模制瓶与玻璃管）。据公司公告，截止23H1末，该项目资金投入进度为14%。本次增加项目实施地点是公司把握市场需求增长机遇、加快募投项目实施进度的举措。23Q1-3公司归母净利yoy+24%，业绩高增主要驱动因素或为中硼硅模制瓶销量高增，我们预计有较好持续性。

➤ 中硼硅玻璃需求增长动能强劲

2023年启动了第八批与第九批集采，其中第八批于4月公布中选结果，7月实施，执行至2025年，采购周期两年半；第九批于11月公布中选结果，2024年3月实施，执行至2027年，采购周期约4年，为历次集采最长周期，意味着中标药企相关品种未来4年期间的市场基本稳定，预计贡献可观中硼硅药用玻璃包装需求增量。第八批、第九批集采中注射剂仍为主力剂型，分别占比68%、48%，中硼硅玻璃需求有望在集采推动下持续放量。

➤ 模制瓶龙头地位稳固，成长前景优，维持“买入”评级

我们预计公司23-25年收入为50/58/68亿元，yoy分别为19%/17%/17%，归母净利润为8/10/13亿元，yoy分别为33%/24%/23%，EPS分别为1.24/1.54/1.89元/股，3年CAGR为27%。公司作为模制瓶龙头地位稳固，中硼硅产能投产加快显示持续的需求高景气。产品拓展有成效（如日化瓶等）及海外市场持续挖掘等，支撑公司较好中期成长前景。参照可比公司估值，给予公司24年25倍PE，目标价38.43元，维持“买入”评级。

风险提示：原燃料成本大幅波动、需求低于预期、竞争加剧风险、出口低于预期

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	663.61/663.61
流通A股市值(百万元)	19,616.43
每股净资产(元)	11.11
资产负债率(%)	18.23
一年内最高/最低(元)	30.00/21.61

股价相对走势



作者

分析师：武慧东
 执业证书编号：S0590523080005
 邮箱：wuhd@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3875	4187	4967	5815	6776
增长率(%)	13.08%	8.05%	18.61%	17.08%	16.53%
EBITDA(百万元)	928	959	1672	2040	2451
归母净利润(百万元)	591	618	820	1020	1257
增长率(%)	4.72%	4.60%	32.58%	24.45%	23.22%
EPS(元/股)	0.89	0.93	1.24	1.54	1.89
市盈率(P/E)	32.5	31.1	23.5	18.9	15.3
市净率(P/B)	4.1	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	27.3	17.5	9.7	8.1	6.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年03月15日收盘价

相关报告

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	885	1352	2399	2208	2593	营业收入	3875	4187	4967	5815	6776
应收账款+票据	1200	1551	1581	1851	2158	营业成本	2728	3063	3543	4077	4669
预付账款	62	77	97	113	132	营业税金及附加	33	35	42	49	57
存货	878	1210	1235	1421	1627	营业费用	92	111	129	151	176
其他	311	1131	1118	1121	1124	管理费用	309	283	286	335	390
流动资产合计	3335	5321	6431	6715	7634	财务费用	-1	-44	-6	-8	-8
长期股权投资	0	0	0	800	1300	资产减值损失	-38	-40	-23	-27	-31
固定资产	2214	2346	2245	2307	2231	公允价值变动收益	9	4	0	0	0
在建工程	343	475	396	317	238	投资净收益	4	2	7	7	7
无形资产	198	260	209	157	106	其他	8	7	2	0	-3
其他非流动资产	319	382	382	382	382	营业利润	698	711	960	1191	1465
非流动资产合计	3075	3463	3232	3963	4257	营业外净收益	-10	-3	-12	-12	-12
资产总计	6410	8784	9663	10678	11891	利润总额	689	708	948	1179	1453
短期借款	0	5	0	0	0	所得税	98	90	128	159	196
应付账款+票据	1436	1418	1685	1938	2220	净利润	591	618	820	1020	1257
其他	244	341	395	456	524	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	1679	1764	2079	2394	2744	归属于母公司净利润	591	618	820	1020	1257
长期带息负债	0	0	0	0	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	60	59	59	59	59	成长能力					
非流动负债合计	60	59	59	59	59	营业收入	13.08%	8.05%	18.61%	17.08%	16.53%
负债合计	1739	1823	2138	2453	2803	EBIT	4.28%	-3.39%	41.72%	24.45%	23.35%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	5.81%	3.36%	74.34%	21.99%	20.16%
股本	595	664	664	664	664	归属于母公司净利润	4.72%	4.60%	32.58%	24.45%	23.22%
资本公积	913	2687	2687	2687	2687	获利能力					
留存收益	3162	3611	4174	4874	5737	毛利率	29.62%	26.84%	28.67%	29.90%	31.10%
股东权益合计	4670	6962	7525	8225	9088	净利率	15.25%	14.77%	16.50%	17.54%	18.55%
负债和股东权益总计	6410	8784	9663	10678	11891	ROE	12.66%	8.88%	10.89%	12.40%	13.83%
现金流量表						ROIC	17.73%	14.64%	16.72%	22.65%	22.93%
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	591	618	820	1020	1257	资产负债率	27.14%	20.75%	22.13%	22.97%	23.57%
折旧摊销	241	295	731	869	1007	流动比率	2.0	3.0	3.1	2.8	2.8
财务费用	-1	-44	-6	-8	-8	速动比率	1.4	2.3	2.4	2.2	2.1
存货减少(增加为“-”)	-129	-332	-25	-186	-206	营运能力					
营运资金变动	-145	-699	259	-160	-185	应收账款周转率	4.1	4.4	4.3	4.3	4.3
其它	194	414	18	179	199	存货周转率	3.1	2.5	2.9	2.9	2.9
经营活动现金流	750	252	1796	1713	2064	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	-809	-712	-500	-800	-800	每股指标(元)					
长期投资	-74	-796	0	-800	-500	每股收益	0.9	0.9	1.2	1.5	1.9
其他	16	19	7	7	7	每股经营现金流	1.1	0.4	2.7	2.6	3.1
投资活动现金流	-867	-1488	-493	-1593	-1293	每股净资产	7.0	10.5	11.3	12.4	13.7
债权融资	0	5	-5	0	0	估值比率					
股权融资	0	69	0	0	0	市盈率	32.5	31.1	23.5	18.9	15.3
其他	-178	1594	-250	-312	-386	市净率	4.1	2.8	2.6	2.3	2.1
筹资活动现金流	-178	1668	-256	-312	-386	EV/EBITDA	27.3	17.5	9.7	8.1	6.6
现金净增加额	-302	452	1047	-191	385	EV/EBIT	36.8	25.3	17.2	14.1	11.2

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 15 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼