

继续看好中硼硅景气赛道，龙头利润弹性可期

2024 年 04 月 23 日

➤ **公司发布 2023 年年报&2024 年一季报：**2023 年实现营收 49.82 亿元，同比+18.98%；归母净利润 7.76 亿元，同比+25.48%；扣非归母净利润 7.42 亿元，同比+23.07%。其中，23Q4 实现营收 13.08 亿元，同比+9.09%，归母净利润 1.62 亿元，同比+31.71%；扣非归母净利润 1.51 亿元，同比+24.79%。2023 年公司毛利率 28.03%，同比+1.19pct，净利率 15.57%，同比+0.8pct，其中 23Q4 毛利率 27.54%，同比+4.74pct。

24Q1 公司实现营收 12.67 亿元，同比+2.43%，归母净利润 2.21 亿元，同比+32.34%；扣非归母净利润 2.1 亿元，同比+35.48%。24Q1 公司毛利率 30.59%，同比+6.94pct。

➤ **核心产品模制瓶&棕色瓶增长迅速。**2023 年公司主要产品模制瓶和棕色瓶销售均实现快速增长，2023 年模制瓶系列产品实现销售 37.59 万吨，同比+23.65%；实现收入 22.64 亿，同比+29.36%；占营收比重同比+3.65pct 至 45.45%。棕色瓶销售 27.27 万吨，同比+28.73%；实现收入 11.18 亿，同比+29.1%；占营收比重同比+1.76pct 至 22.44%。盈利能力方面，2023 年公司模制瓶单价 6024 元/吨，同比+4.62%；毛利率 39.17%，同比-0.59pct。棕色瓶单价 4100 元/吨，同比+0.29%；毛利率 23.78%，同比+3.04pct。

➤ **现金流充裕，业绩达标后完成利润提成和激励提取。**2023 年公司期间费用率 8.79%，同比+0.43pct，其中销售费用率 2.96%，同比+0.32pct，主要系差旅费用及佣金增加所致；管理费用率 3.77%，同比+0.33pct，主要系本期计提利润增长奖励（2023 年职工薪酬同比+3471 万，同比+48.31%）。2023 年末公司经营性现金流净额 10.48 亿元，同比+315.14%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。此外，计提 2023 年激励基金 3475 万元，计入 2024 年的成本费用。

➤ **中硼硅模制瓶需求高景气，与出海产品持续贡献增量。**在一致性评价和集采的持续推动下，中硼硅模制瓶需求旺盛，销售保持快速增长，成为公司新增利润的主要贡献点，公司持续扩充中硼硅模制瓶产能，2023 年公司完成了一个中硼硅模制瓶厂房车间的建设（内设两台窑炉），其中 1 台窑炉于 2023 年 11 月份投产运行。2023 年公司海外收入 13.6 亿，同比+26.44%，营收占比 27.29%，同比+1.61pct，在棕色瓶、日化瓶和注射类模制瓶产品稳定扩大出口份额的前提下，顺应消费升级和产品迭代的机遇，着重发展海外化妆品包装类产品等，2024 年有望持续贡献业绩增量。

➤ **精细化管理降本增效，2024 年纯碱降价释放盈利弹性。**公司持续推进成本控制和精细化管理，针对 2023 年纯碱、煤炭、硼砂等原材料和燃料价格的高位运行，采取多种方式节支降本，2023 年生产成本同比-4.95%，四个标杆车间换型效率平均提升了 36.01%。2024 年初至今纯碱价格下降明显，24Q1 纯碱现货均价在 2415 元，同比-16.78%，环比-13.71%，截至 2024 年 4 月 22 日纯碱现货价已降至 2080 元，成本的显著下降有望在 2024 年为公司带来盈利改善弹性。

➤ **投资建议：**我们看好①一致性评价驱动中硼硅模制瓶放量；②海外销售持续高增；③纯碱成本下降带来的盈利弹性，预计公司 2024-2026 年营收分别为 56.21、65.13、72.01 亿元，归母净利润分别为 10.51、12.11、13.92 亿元，对应 PE 分别为 18、15、13 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料燃料成本波动、政策推进低于预期、海外需求波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,982	5,621	6,513	7,201
增长率 (%)	19.0	12.8	15.9	10.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	776	1,051	1,211	1,392
增长率 (%)	25.5	35.4	15.2	14.9
每股收益 (元)	1.17	1.58	1.82	2.10
PE	24	18	15	13
PB	2.5	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.85 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1.山东药玻 (600529.SH) 深度报告：需求向上，成本向下，出海加快-2024/03/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,982	5,621	6,513	7,201
营业成本	3,585	3,800	4,409	4,843
营业税金及附加	47	53	62	68
销售费用	148	169	195	209
管理费用	188	214	247	259
研发费用	138	157	182	194
EBIT	858	1,243	1,435	1,647
财务费用	-36	-37	-41	-46
资产减值损失	-42	-46	-54	-59
投资收益	18	0	0	0
营业利润	916	1,233	1,421	1,634
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	911	1,233	1,421	1,634
所得税	135	183	210	242
净利润	776	1,051	1,211	1,392
归属于母公司净利润	776	1,051	1,211	1,392
EBITDA	1,183	1,596	1,844	2,103

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,466	1,625	1,851	2,253
应收账款及票据	1,646	1,861	2,156	2,384
预付款项	69	76	88	97
存货	1,055	1,115	1,293	1,421
其他流动资产	1,310	1,317	1,327	1,334
流动资产合计	5,546	5,993	6,715	7,489
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,995	3,553	4,111	4,511
无形资产	254	254	254	254
非流动资产合计	3,773	4,222	4,622	5,022
资产合计	9,319	10,216	11,337	12,511
短期借款	2	2	2	2
应付账款及票据	1,394	1,457	1,690	1,857
其他流动负债	331	368	405	435
流动负债合计	1,727	1,827	2,097	2,293
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	58	70	70	70
非流动负债合计	58	70	70	70
负债合计	1,784	1,897	2,167	2,363
股本	664	664	664	664
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7,535	8,319	9,170	10,148
负债和股东权益合计	9,319	10,216	11,337	12,511

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.98	12.83	15.86	10.57
EBIT 增长率	27.30	44.88	15.40	14.77
净利润增长率	25.48	35.45	15.24	14.94
盈利能力 (%)				
毛利率	28.03	32.40	32.31	32.75
净利润率	15.57	18.69	18.59	19.33
总资产收益率 ROA	8.33	10.29	10.68	11.12
净资产收益率 ROE	10.30	12.63	13.21	13.72
偿债能力				
流动比率	3.21	3.28	3.20	3.27
速动比率	2.51	2.58	2.49	2.55
现金比率	0.85	0.89	0.88	0.98
资产负债率 (%)	19.15	18.57	19.11	18.89
经营效率				
应收账款周转天数	66.54	65.64	64.43	65.85
存货周转天数	113.68	102.75	98.31	100.86
总资产周转率	0.55	0.58	0.60	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.58	1.82	2.10
每股净资产	11.35	12.54	13.82	15.29
每股经营现金流	1.58	1.83	2.10	2.52
每股股利	0.40	0.54	0.62	0.72
估值分析				
PE	24	18	15	13
PB	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	14.49	10.74	9.30	8.15
股息收益率 (%)	1.44	1.95	2.24	2.58

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	776	1,051	1,211	1,392
折旧和摊销	325	353	409	457
营运资金变动	-62	-248	-295	-251
经营活动现金流	1,048	1,215	1,394	1,674
资本开支	-669	-753	-809	-857
投资	-112	0	0	0
投资活动现金流	-745	-802	-809	-857
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-187	-254	-360	-414
现金净流量	126	159	226	402

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026