

山东药玻 (600529)

激励费用等有一定扰动，重视强劲的增长动能

公司披露 23 年年报及 24 年一季报，23FY 收入 49.8 亿，yoy+19%，归母净利润 7.8 亿，yoy+25%，扣非归母净利润 7.4 亿，yoy+23%；单 23Q4 收入 13.1 亿，yoy+9%，qoq+5%，归母净利润 1.6 亿，yoy+31%，qoq-29%，扣非归母净利润 1.5 亿，yoy+25%，qoq-33%。24Q1 收入 12.7 亿，yoy+3%，qoq-3%，归母净利润 2.2 亿，yoy+33%，qoq+37%，扣非归母净利润 2.1 亿，yoy+36%，qoq+39.1%。24Q1 业绩延续高增，收入环比小幅承压，或因非核心业务收入波动扰动。

23 年药用玻璃主要产品收入均高增，海外收入增速亮眼

23FY 模制瓶/安瓿瓶/管制瓶/棕色瓶/丁基胶塞/铝塑盖塑料瓶收入 22.6/0.7/2.0/11.2/2.6/0.6 亿，yoy+29%/+24%/+18%/+29%/+13%/-3%。药用玻璃主要产品均实现高增长，23 年内两批集采驱动中硼硅需求放量，海外区域性药用玻璃需求高景气亦或有重要贡献。23FY 境内境外收入 35.8/13.6 亿，yoy+17.1%/26.4%。

23Q4 费用增加阶段性影响利润率，24Q1 盈利能力同环比大幅提升

23FY 毛利率 28.0%，yoy+1.2pct；23Q4 毛利率 27.5%，yoy+4.7pct，qoq-3.2pct。23FY 模制瓶/安瓿瓶/管制瓶/棕色瓶/丁基胶塞/铝塑盖塑料瓶毛利率分别为 39.2%/5.7%/-1.7%/23.8%/24.6%/35.0%，分别 yoy-0.6/-2.0/-11.2/+3.0/+8.3/+3.9pct。费用率小幅上行，yoy+0.4pct 至 8.8%。23FY 归母净利率 15.6%，yoy+0.8pct；23Q4 归母净利率 12.3%，yoy+2.0pct，qoq-5.9pct。

24Q1 毛利率 30.6%，yoy+6.9pct，qoq+3.0pct；费用率 yoy+1.5pct 至 8.9%；归母净利率 17.4%，yoy+4.0pct，qoq+5.1pct。23Q4 较多的修理费用（计入营业成本）及超额利润计提费用（计入管理费用）导致盈利能力环比阶段性承压。24Q1 激励基金计提费用增加（管理费用 yoy+1.3pct 至 4.4%），修理费用影响预计大幅减小，盈利能力同环比均明显改善。

模制瓶龙头地位稳固，增长有动能有空间，维持“买入”评级

我们预计公司 24-26 年收入分别为 57.7/67.5/79.9 亿元，yoy 分别 +16%/17%/18%，归母净利润分别为 10.2/12.3/15.0 亿元，yoy 分别 +31%/20%/23%，EPS 分别为 1.53/1.85/2.27 元/股，3 年 CAGR 为 25%。公司作为模制瓶龙头地位稳固，中硼硅产能扩张加快或充分享受行业红利。拓品类拓海外市场卓有成效，成长前景值得期待。参照可比公司估值，维持公司 24 年目标价 38.43 元，对应 24 年 25 倍 PE，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

行业：医药生物/医疗器械
投资评级：买入（维持）
当前价格：27.85 元
目标价格：38.43 元

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)	18,481.65
每股净资产(元)	11.69
资产负债率(%)	19.12
一年内最高/最低(元)	32.33/21.61

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4187	4982	5765	6750	7993
增长率(%)	8.05%	18.98%	15.72%	17.08%	18.41%
EBITDA(百万元)	959	1200	2052	2428	2887
归母净利润(百万元)	618	776	1018	1225	1504
增长率(%)	4.60%	25.48%	31.23%	20.37%	22.73%
EPS(元/股)	0.93	1.17	1.53	1.85	2.27
市盈率(P/E)	29.9	23.8	18.2	15.1	12.3
市净率(P/B)	2.7	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.5	12.3	7.4	6.2	5.0

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 23 日收盘价

相关报告

1、《山东药玻 (600529)：需求高景气，中硼硅模制瓶产能加快投产》2024.03.16

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1352	1466	2599	2766	3534
应收账款+票据	1551	1701	1963	2298	2721
预付账款	77	69	93	108	128
存货	1210	1055	1379	1589	1853
其他	1131	1255	1248	1253	1259
流动资产合计	5321	5546	7281	8015	9496
长期股权投资	0	0	0	800	1300
固定资产	2346	2995	2748	2664	2442
在建工程	475	470	392	313	235
无形资产	260	254	202	151	99
其他非流动资产	382	55	55	55	55
非流动资产合计	3463	3773	3397	3983	4131
资产总计	8784	9319	10677	11997	13627
短期借款	5	2	0	0	0
应付账款+票据	1418	1394	1880	2166	2526
其他	341	331	399	462	540
流动负债合计	1764	1727	2279	2628	3067
长期带息负债	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	59	58	58	58	58
非流动负债合计	59	58	58	58	58
负债合计	1823	1784	2336	2686	3124
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	664	664	664	664	664
资本公积	2687	2687	2687	2687	2687
留存收益	3611	4184	4990	5961	7152
股东权益合计	6962	7535	8341	9311	10503
负债和股东权益总计	8784	9319	10677	11997	13627

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	618	776	1018	1225	1504
折旧摊销	295	325	876	1014	1152
财务费用	-44	-36	-7	-9	-11
存货减少(增加为“-”)	-332	155	-324	-210	-264
营运资金变动	-699	-58	-49	-217	-275
其它	414	-114	276	184	250
经营活动现金流	252	1048	1791	1986	2356
资本支出	-712	-673	-500	-800	-800
长期投资	-796	-112	0	-800	-500
其他	19	40	48	27	14
投资活动现金流	-1488	-745	-452	-1573	-1286
债权融资	5	-3	-2	0	0
股权融资	69	0	0	0	0
其他	1594	-183	-205	-245	-302
筹资活动现金流	1668	-187	-207	-245	-302
现金净增加额	452	126	1132	167	768

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4187	4982	5765	6750	7993
营业成本	3063	3585	4092	4717	5500
营业税金及附加	35	47	54	64	75
营业费用	111	148	153	179	212
管理费用	283	326	320	374	443
财务费用	-44	-36	-7	-9	-11
资产减值损失	-40	-42	-26	-30	-36
公允价值变动收益	4	23	50	25	10
投资净收益	2	18	8	8	8
其他	7	5	3	1	-2
营业利润	711	916	1188	1429	1753
营业外净收益	-3	-6	-6	-6	-6
利润总额	708	911	1182	1423	1747
所得税	90	135	164	198	243
净利润	618	776	1018	1225	1504
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	618	776	1018	1225	1504

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	8.05%	18.98%	15.72%	17.08%	18.41%
EBIT	-3.39%	31.79%	34.29%	20.29%	22.76%
EBITDA	3.36%	25.13%	70.94%	18.33%	18.92%
归属于母公司净利润	4.60%	25.48%	31.23%	20.37%	22.73%
获利能力					
毛利率	26.84%	28.03%	29.02%	30.13%	31.18%
净利率	14.77%	15.57%	17.66%	18.15%	18.82%
ROE	8.88%	10.30%	12.21%	13.16%	14.32%
ROIC	14.64%	14.52%	18.21%	23.55%	24.84%
偿债能力					
资产负债率	20.75%	19.15%	21.88%	22.39%	22.93%
流动比率	3.0	3.2	3.2	3.0	3.1
速动比率	2.3	2.5	2.5	2.4	2.4
营运能力					
应收账款周转率	4.4	4.9	4.4	4.4	4.4
存货周转率	2.5	3.4	3.0	3.0	3.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益	0.9	1.2	1.5	1.8	2.3
每股经营现金流	0.4	1.6	2.7	3.0	3.6
每股净资产	10.5	11.4	12.6	14.0	15.8
估值比率					
市盈率	29.9	23.8	18.2	15.1	12.3
市净率	2.7	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.5	12.3	7.4	6.2	5.0
EV/EBIT	25.3	16.9	13.0	10.7	8.4

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月23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