

山东药玻 (600529)

证券研究报告
2024年04月23日

中硼硅产业趋势+拓品类共振，原燃料价格回落带动盈利修复

公司23年归母净利润7.76亿元，同比提升25.48%

公司发布23年年报及24年一季报，23年全年实现收入/归母净利润49.82/7.76亿元，同比+18.98%/+25.48%，全年实现扣非归母净利润7.42亿元，同比+23.07%。其中Q4单季度实现收入/归母净利润13.08/1.62亿元，同比+9.16%/+30.84%，扣非归母净利润1.51亿元，同比+24.69%。24Q1实现收入/归母净利润12.67/2.21亿元，同比+2.50%/+32.59%，扣非归母净利润2.10亿元，同比+36.14%。

收入增长强劲，中硼硅产业趋势/拓品类共振，看好持续性

23年公司模制瓶/棕色瓶/安瓿瓶/管制瓶/丁基胶塞/铝塑盖塑料瓶收入分别实现22.64/11.18/0.73/2.05/2.56/0.56亿，同比分别+29.4%/+29.1%/+24.4%/+18.1%/+12.7%/-2.7%。我们认为公司未来业绩增长引擎动力仍较为充足，主要在于：1)模制瓶需求受一致性评价和集采持续驱动，第八/九批集采分别于23/24年中实施、执行至25/27年，我们预计中硼硅模制瓶需求增势仍较优。23年公司建设中硼硅模制瓶厂车间(内设两台窑炉)，其中1台窑炉于11月份投产运行，未来公司将继续扩大产能和市场份额，增长动能强。2)棕色瓶和日化瓶方面，公司积极开拓保健、美容等市场，未来也将扩大产能并逐步向中高端市场延伸。3)公司积极开拓国际市场，23年国外收入同比+26%达13.6亿元，占比同比+1.6pct达27.3%，公司产品在国际市场具有一定品牌认可度，且与辉瑞制药等跨国公司长期保持合作关系，海外增长持续性较优。4)公司顺应疫苗和生物制药行业的蓬勃发展趋势，未来将做大做强预灌封产品并培育为新的增长点。

盈利能力进一步提升，资本结构及现金流经营优异

23年公司整体毛利率28.03%，同比+1.19pct，其中，Q4单季度整体毛利率27.54%，同比/环比分别+4.74/-3.16pct。23年纯碱、煤炭、硼砂等物资价格高位运行，但公司降本取得相对较好成效，模制瓶/棕瓶/安瓿/管制瓶/丁基胶塞/铝塑盖塑料瓶毛利率分别为39.2%/23.8%/5.7%/-1.7%/24.6%/35.0%，同比分别-0.6/+3.0/-2.0/-11.2/+8.3/+3.9pct。23年公司最终实现净利率15.57%，同比+0.81pct。24年初以来煤炭、纯碱价格已有较清晰回落趋势，盈利空间得到进一步释放，24Q1公司实现毛利率30.6%，同比/环比分别+6.9/+3.1pct，净利率17.42%，同比/环比分别+4.0/+5.1pct。23年末资产负债率19.15%，同比-1.60pct，资本结构进一步优化。23年经营性现金流净额10.48亿元，同比+7.96亿元，主要系收现比同比+5.72pct达94.49%，以及付现比同比-10.74pct达72.43%所致，现金流运营优异。

强劲增长动能有较好持续性，维持“买入”评级

我们预计公司强劲增长动能有较好持续性；原燃料价格中枢边际回落，看好盈利能力持续修复。考虑到下游需求持续向好，上调24-25年归母净利润预测至10.09/12.42亿(前值9.45/11.79亿)，新增26年归母净利润预测为14.68亿，参考可比公司估值，考虑到公司龙头地位，给予24年25xPE，对应目标价至38.01元，维持“买入”评级。

风险提示：成本波动；新产能投放及销售低于预期；外贸环境恶化等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,187.28	4,982.20	5,867.83	6,761.91	7,673.55
增长率(%)	8.05	18.98	17.78	15.24	13.48
EBITDA(百万元)	1,174.72	1,422.97	1,662.93	1,945.83	2,258.71
归属母公司净利润(百万元)	618.29	775.80	1,008.99	1,242.06	1,467.72
增长率(%)	4.60	25.48	30.06	23.10	18.17
EPS(元/股)	0.93	1.17	1.52	1.87	2.21
市盈率(P/E)	33.21	26.47	20.35	16.53	13.99
市净率(P/B)	2.95	2.73	2.49	2.25	2.03
市销率(P/S)	4.90	4.12	3.50	3.04	2.68
EV/EBITDA	13.63	10.02	10.78	8.95	7.60

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	30.94元
目标价格	38.01元

基本数据

A股总股本(百万股)	663.61
流通A股股本(百万股)	663.61
A股总市值(百万元)	20,532.22
流通A股市值(百万元)	20,532.22
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

作者

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 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



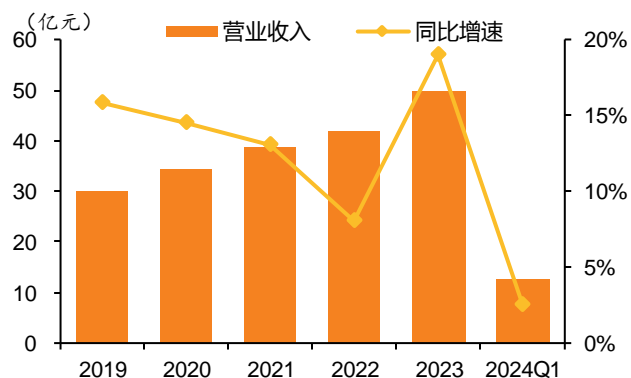
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《山东药玻-季报点评:Q3业绩增速环比持续提升，盈利能力维持高位》2023-10-19
- 《山东药玻-半年报点评:收入延续强劲增长，Q2盈利能力大幅改善》2023-08-30
- 《山东药玻-年报点评报告:收入增长强劲，盈利开始修复》2023-04-25

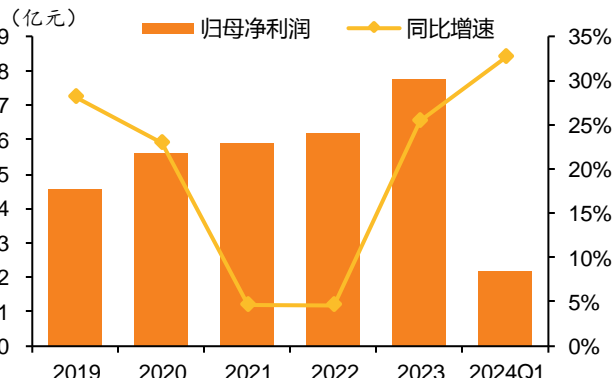
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019 年-2024Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019 年-2024Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				22A	23A/E	24E	25E	22A	23A/E	24E	25E
300595.SZ	欧普康视	153	17.09	0.70	0.74	0.85	0.98	24.6	23.0	20.0	17.4
002901.SZ	大博医疗	120	29.08	0.22	0.14	1.14	1.57	130.6	204.2	25.5	18.5
301188.SZ	力诺特玻	35	15.00	0.50	0.37	0.65	0.90	29.9	41.1	22.9	16.8
平均值								61.7	89.4	22.8	17.5
600529.SH	山东药玻	205	30.94	0.93	1.17	1.52	1.87	33.2	26.5	20.3	16.5

注：数据截至 20240422 收盘，除山东药玻为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测，其中力诺特玻 23 年为预测值，其他公司为实际值。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,352.05	1,466.33	1,330.44	1,839.55	2,091.56	营业收入	4,187.28	4,982.20	5,867.83	6,761.91	7,673.55
应收票据及应收账款	1,477.82	1,646.35	2,033.17	2,206.99	2,604.83	营业成本	3,063.27	3,585.50	4,071.47	4,609.53	5,156.30
预付账款	76.84	68.80	96.58	90.65	118.79	营业税金及附加	35.28	46.90	55.23	63.65	72.23
存货	1,209.91	1,054.61	1,516.84	1,394.43	1,862.17	销售费用	110.74	147.50	173.72	200.19	227.18
其他	1,204.29	1,309.52	1,360.69	1,410.24	1,461.43	管理费用	144.11	187.99	215.54	247.02	278.79
流动资产合计	5,320.91	5,545.61	6,337.72	6,941.87	8,138.78	研发费用	138.94	137.95	162.47	187.23	212.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(43.97)	(35.67)	(22.49)	(15.50)	(16.64)
固定资产	2,345.82	2,994.66	3,362.28	3,689.09	3,975.77	资产/信用减值损失	(50.12)	(53.70)	(53.41)	(37.68)	(46.18)
在建工程	475.18	470.14	456.12	444.89	435.91	公允价值变动收益	3.73	22.83	0.00	0.00	0.00
无形资产	260.37	253.67	247.05	240.43	233.81	投资净收益	1.72	18.40	31.67	31.67	31.67
其他	381.97	54.65	54.65	54.65	54.65	其他	72.52	8.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3,463.34	3,773.12	4,120.09	4,429.06	4,700.14	营业利润	711.07	916.37	1,190.14	1,463.78	1,728.70
资产总计	8,784.25	9,318.72	10,457.81	11,370.93	12,838.92	营业外收入	9.45	2.49	2.49	2.49	2.49
短期借款	5.20	1.83	1.83	1.83	1.83	营业外支出	12.47	8.03	8.03	8.03	8.03
应付票据及应付账款	1,417.91	1,393.70	1,798.99	1,815.62	2,227.75	利润总额	708.05	910.82	1,184.60	1,458.24	1,723.16
其他	289.48	269.28	358.57	385.61	414.07	所得税	89.76	135.02	175.61	216.17	255.44
流动负债合计	1,712.59	1,664.80	2,159.38	2,203.06	2,643.64	净利润	618.29	775.80	1,008.99	1,242.06	1,467.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	618.29	775.80	1,008.99	1,242.06	1,467.72
其他	58.95	57.62	57.62	57.62	57.62	每股收益(元)	0.93	1.17	1.52	1.87	2.21
非流动负债合计	58.95	57.62	57.62	57.62	57.62						
负债合计	1,822.57	1,784.21	2,217.00	2,260.68	2,701.27						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	663.61	663.61	663.61	663.61	663.61	成长能力					
资本公积	2,687.12	2,687.12	2,687.12	2,687.12	2,687.12	营业收入	8.05%	18.98%	17.78%	15.24%	13.48%
留存收益	3,535.46	4,112.18	4,818.48	5,687.92	6,715.32	营业利润	1.83%	28.87%	29.88%	22.99%	18.10%
其他	75.48	71.59	71.59	71.59	71.59	归属于母公司净利润	4.60%	25.48%	30.06%	23.10%	18.17%
股东权益合计	6,961.68	7,534.51	8,240.80	9,110.25	10,137.65	获利能力					
负债和股东权益总计	8,784.25	9,318.72	10,457.81	11,370.93	12,838.92	毛利率	26.84%	28.03%	30.61%	31.83%	32.80%
						净利率	14.77%	15.57%	17.20%	18.37%	19.13%
						ROE	8.88%	10.30%	12.24%	13.63%	14.48%
						ROIC	18.44%	18.16%	20.73%	21.87%	24.30%
						偿债能力					
						资产负债率	20.75%	19.15%	21.20%	19.88%	21.04%
						净负债率	-19.35%	-19.44%	-16.12%	-20.17%	-20.61%
						流动比率	3.02	3.21	2.93	3.15	3.08
						速动比率	2.33	2.60	2.23	2.52	2.37
						营运能力					
						应收账款周转率	3.36	3.19	3.19	3.19	3.19
						存货周转率	4.01	4.40	4.56	4.65	4.71
						总资产周转率	0.55	0.55	0.59	0.62	0.63
						每股指标(元)					
						每股收益	0.93	1.17	1.52	1.87	2.21
						每股经营现金流	0.38	1.58	1.30	2.39	2.10
						每股净资产	10.49	11.35	12.42	13.73	15.28
						估值比率					
						市盈率	33.21	26.47	20.35	16.53	13.99
						市净率	2.95	2.73	2.49	2.25	2.03
						EV/EBITDA	13.63	10.02	10.78	8.95	7.60
						EV/EBIT	18.21	12.98	14.22	11.57	9.64

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	618.29	775.80	1,008.99	1,242.06	1,467.72
折旧摊销	295.17	325.13	401.87	439.87	477.77
财务费用	(20.15)	(9.59)	(22.49)	(15.50)	(16.64)
投资损失	(1.72)	(18.40)	(31.67)	(31.67)	(31.67)
营运资金变动	(584.63)	245.41	(495.22)	(51.36)	(504.32)
其它	(54.53)	(270.37)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	252.44	1,047.98	861.48	1,583.41	1,392.86
资本支出	622.50	963.55	748.84	748.84	748.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,110.89)	(1,708.12)	(1,466.02)	(1,466.02)	(1,466.02)
投资活动现金流	(1,488.39)	(744.57)	(717.17)	(717.17)	(717.17)
债权融资	49.17	32.29	22.49	15.50	16.64
股权融资	1,652.49	(3.89)	(302.70)	(372.62)	(440.31)
其他	(33.49)	(215.02)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,668.18	(186.62)	(280.20)	(357.12)	(423.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	432.24	116.80	(135.89)	509.12	252.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com