

2023年06月05日

山东药玻（600529.SH）

公司快报

需求恢复增长，成本下降推动盈利能力提升

投资要点

- ◆ **原材料和能源成本下降，有望推动盈利能力逐步回升。**新冠疫情期间，公司采购的原材料和能源成本大幅度提升，导致盈利能力持续下降，毛利率从2019年的36.91%降到2022年的26.84%，2023Q1进一步降到23.65%。2023Q2开始多项成本出现了明显的下降趋势。1) 直接材料：2022年采购金额为9.34亿元，占总收入的比例约为22%，主要包括纯碱、石英、硼酸等，最主要的原材料纯碱价格持续下降，Wind数据库显示中国重质纯碱价格从3月最高点约3000元/吨降到2093元/吨。2) 燃动力：2022年采购金额为5.52亿元，主要包括天然气、煤炭、电力，天然气和煤炭价格均均有所下降。原材料+燃动力成本下降有望推动公司盈利能力逐步回升。
- ◆ **疫情后玻璃瓶需求恢复，中硼硅升级拉动需求增长。**2022年公司核心产品模制瓶、棕色瓶的销售占比分别为42%和21%，主要应用领域分别为药用、保健品/日化品，疫情期间需求均受到影响，疫情结束后有望拉动需求快速增长，2023Q1公司收入明显恢复，同比增长19%。药监局要求“注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂”，参比制剂以中硼硅为主，国产药品以低硼硅或钠钙为主，药品生产企业将会采购中硼硅玻璃升级。中硼硅价格明显高于低硼硅和钠钙玻璃，有望进一步提升盈利能力。公司定增项目包括投入12亿元，募投项目完成后年产能将达到40亿支。
- ◆ **投资建议：**预测公司2023-2025年归母净利润分别为7.87/10.10/12.04亿元，增速分别为27%/28%/19%，对应PE分别为22/17/14倍。考虑到疫情后需求恢复增长+成本下降提升盈利能力，首次覆盖，给予“买入”建议。
- ◆ **风险提示：**原材料价格波动风险；新冠疫情风险；产品价格波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,875	4,187	4,751	5,217	5,682
YoY(%)	13.1	8.1	13.5	9.8	8.9
净利润(百万元)	591	618	787	1,010	1,204
YoY(%)	4.7	4.6	27.3	28.3	19.2
毛利率(%)	29.6	26.8	31.5	34.5	36.2
EPS(摊薄/元)	0.89	0.93	1.19	1.52	1.81
ROE(%)	12.7	8.9	10.4	12.1	12.9
P/E(倍)	29.1	27.8	21.8	17.0	14.3
P/B(倍)	3.7	2.5	2.3	2.1	1.8
净利率(%)	15.3	14.8	16.6	19.4	21.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

医药 | 医疗器械III

投资评级

买入-B(首次)

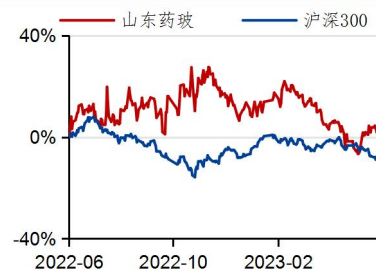
股价(2023-06-05)

25.90元

交易数据

总市值(百万元)	17,187.61
流通市值(百万元)	17,187.61
总股本(百万股)	663.61
流通股本(百万股)	663.61
12个月价格区间	31.53/23.67

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.9	-3.79	9.81
绝对收益	5.28	-10.72	3.81

分析师

周平

 SAC执业证书编号：S0910523020001
 zhouping@huajinsec.com

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3335	5321	5994	6720	7975	营业收入	3875	4187	4751	5217	5682
现金	885	1352	2347	2347	3896	营业成本	2728	3063	3256	3419	3623
应收票据及应收账款	1016	1478	1352	1755	1628	营业税金及附加	33	35	40	44	48
预付账款	62	77	81	92	96	营业费用	92	111	143	157	170
存货	878	1210	1009	1321	1148	管理费用	173	144	190	209	227
其他流动资产	495	1204	1206	1205	1207	研发费用	136	139	166	183	199
非流动资产	3075	3463	3592	3632	3638	财务费用	-1	-44	16	8	-8
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-49	-50	-48	-52	-57
固定资产	2214	2346	2512	2583	2608	公允价值变动收益	9	4	0	0	0
无形资产	198	260	283	302	322	投资净收益	4	2	0	0	0
其他非流动资产	662	857	797	746	708	营业利润	698	711	908	1164	1386
资产总计	6410	8784	9587	10352	11613	营业外收入	18	9	12	15	18
流动负债	1679	1764	1978	1933	2189	营业外支出	27	12	15	18	20
短期借款	0	5	5	5	5	利润总额	689	708	905	1161	1384
应付票据及应付账款	1436	1418	1615	1570	1805	所得税	98	90	118	151	180
其他流动负债	244	341	358	357	379	税后利润	591	618	787	1010	1204
非流动负债	60	59	59	59	59	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	591	618	787	1010	1204
其他非流动负债	60	59	59	59	59	EBITDA	903	963	1101	1379	1612
负债合计	1739	1823	2037	1991	2248	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	595	664	664	664	664	成长能力					
资本公积	913	2687	2687	2687	2687	营业收入(%)	13.1	8.1	13.5	9.8	8.9
留存收益	3096	3535	4061	4749	5570	营业利润(%)	3.1	1.8	27.6	28.2	19.1
归属母公司股东权益	4670	6962	7550	8360	9365	归属于母公司净利润(%)	4.7	4.6	27.3	28.3	19.2
负债和股东权益	6410	8784	9587	10352	11613	获利能力					
						毛利率(%)	29.6	26.8	31.5	34.5	36.2
						净利率(%)	15.3	14.8	16.6	19.4	21.2
						ROE(%)	12.7	8.9	10.4	12.1	12.9
						ROIC(%)	12.2	8.4	9.8	11.3	12.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	27.1	20.7	21.2	19.2	19.4
						流动比率	2.0	3.0	3.0	3.5	3.6
						速动比率	1.3	2.2	2.4	2.7	3.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	4.2	3.4	3.4	3.4	3.4
						应付账款周转率	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
						估值比率					
						P/E	29.1	27.8	21.8	17.0	14.3
						P/B	3.7	2.5	2.3	2.1	1.8
						EV/EBITDA	17.7	15.3	12.5	10.0	7.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn