

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

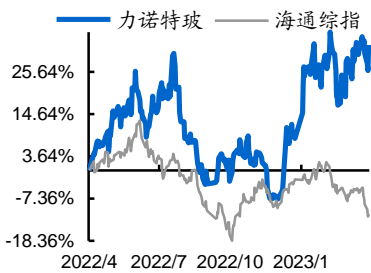
中硼硅药瓶快速增长助力成功转型

股票数据

04月28日收盘价(元)	19.19
52周股价波动(元)	13.41-20.49
总股本/流通A股(百万股)	232/151
总市值/流通市值(百万元)	4460/2893

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.7	0.4	20.5
相对涨幅(%)	1.0	1.4	24.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 冯晨阳

Tel: (021)23212081

Email: fcy10886@haitong.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021)23154114

Email: sh12219@haitong.com

证书: S0850519060001

分析师: 潘莹练

Tel: (021)23154122

Email: pyl10297@haitong.com

证书: S0850517070010

投资要点:

事件: 公司公布 2022 年报和 2023 一季报, 公司 2022 年实现营业收入约 8.2 亿元、同比降约 7.52%, 归母净利润约 1.2 亿元、同比降约 6.51%, 扣非归母净利润约 9393 万元、同比降约 19.13%; 2023Q1 实现营收约 2.2 亿元、同比增约 18.99%, 归母净利润约 2292 万元、同比降约 26.78%, 扣非归母净利润 2019 万元、同比降约 9.57%。

点评:

● 药玻高质量增长, 耐热玻璃收入下滑。

- 2022 年公司药用玻璃实现收入约 3.5 亿元、同比增长 14.35%、占比已经提升至 42.85%, 转型初见成效。其中中硼硅药用玻璃瓶实现收入 2.8 亿元、同比增长 24.6%, 我们认为随着中硼硅产品持续放量, 公司实现高质量转型可期。
- 2022 年受消费下降、海运不畅、成本上升等影响, 公司耐热玻璃业务同比下降 25.12%, 目前随着能源等价格下行, 我们预计公司 2023 年耐热玻璃业务或有一定程度恢复。

● **中硼硅产品收入增速更高, 成本上升背景下药玻毛利率逆势提升。** 公司生产所用的硼砂、硼酸等原材料, 以及电力、天然气等能源价格在 2022 年均均有较大幅度上涨, 公司通过战略储备、内部挖潜等手段降低成本, 叠加高端中硼硅产品收入增速更高, 公司 2022 年药玻毛利率同比逆势提升 0.29pct 至 24.82%; 公司耐热玻璃毛利率同比下降 4.1pct 至 19.67%。

● **上市后进入快车道, 产能规划振奋人心。** 公司中性硼硅药玻扩产项目已部分投产; 全电智能药用玻璃生产线项目投产, 降低了公司低硼硅药用玻璃管生产成本, 实现了低硼硅药用玻璃全品类正毛利; 轻量薄壁高档药用玻璃瓶项目、中硼硅玻璃管拉管项目成功点火; 公司与商河县政府签订了三期项目建设的合作协议, 项目总投资规模 20 亿元, 为公司未来持续稳健发展提供了强有力的保障。

● **给予“优于大市”评级。** 公司以中硼硅产品为抓手为成功转型打下坚实基础, 中硼硅玻璃管拉管项目成功点火有助于提升公司竞争力, 商河县 20 亿元投资规模的产能规划振奋人心。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 10.11、11.95、14.25 亿元, EPS 分别约 0.74、0.90、1.12 元, 给予 2023 年 PE25-30 倍, 合理价值区间 18.50-22.20 元, 对应 2023 年 PB2.76-3.31 倍, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

● **风险提示。** 新项目进展缓慢, 原材料价格大幅上涨。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	889	822	1011	1195	1425
(+/-)YoY(%)	34.7%	-7.5%	23.0%	18.2%	19.2%
净利润(百万元)	125	117	172	210	261
(+/-)YoY(%)	37.4%	-6.5%	47.0%	22.5%	24.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.54	0.50	0.74	0.90	1.12
毛利率(%)	25.0%	22.1%	24.9%	25.6%	26.3%
净资产收益率(%)	9.2%	8.2%	11.0%	12.3%	13.7%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

药用玻管和耐热玻璃是公司两大主要产品:

药用玻璃: 2022 年公司在艰难的环境下实现中硼硅产品销售同比增长 24.6%，药品一致性评价推动中硼硅产品需求持续旺盛，上市后产能扩张在即，我们预计 2023-2025 年药用玻管保持较高速增长；2023 年成本压力有望缓解，毛利率提升，且随着中硼硅产品占比提升，2024-2025 毛利率亦有小幅增长。

耐热玻璃: 2022 年公司耐热玻璃收入基数较低，我们预计 2023 年有一定恢复，2024-2025 年保持平稳增长；成本压力缓解，毛利率有所恢复。

表 1 分项收支预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
药用玻管	收入: 百万元	308	352	458	595	774
	yoy	78.9%	14.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	24.5%	24.8%	27.0%	28.0%	29.0%
耐热玻璃	收入: 百万元	516	386	463	510	561
	yoy	23.2%	-25.1%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	23.8%	19.7%	23.0%	23.0%	23.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

表 2 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2023/4/28	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	(2023E)
002223.SZ	鱼跃医疗	31.56	1.59	1.75	2.09	19.8	18.0	15.1	2.8
300452.SZ	山河药辅	17.83	0.56	0.66	0.80	32.0	26.8	22.2	5.1
600529.SH	山东药玻	24.58	0.93	1.18	1.42	26.4	20.9	17.3	2.3
平均值						26.1	21.9	18.2	3.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	822	1011	1195	1425
每股收益	0.50	0.74	0.90	1.12	营业成本	640	759	889	1050
每股净资产	6.16	6.70	7.35	8.17	毛利率%	22.1%	24.9%	25.6%	26.3%
每股经营现金流	0.20	0.78	1.08	1.14	营业税金及附加	6	7	8	10
每股股利	0.20	0.20	0.25	0.30	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	26	26	31	37
P/E	38.23	26.00	21.23	17.09	营业费用率%	3.1%	2.6%	2.6%	2.6%
P/B	3.12	2.87	2.61	2.35	管理费用	25	28	33	40
P/S	5.43	4.41	3.73	3.13	管理费用率%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%
EV/EBITDA	15.84	16.33	13.44	11.01	EBIT	104	173	212	264
股息率%	1.0%	1.0%	1.3%	1.6%	财务费用	-8	-4	-4	-4
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.0%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
毛利率	22.1%	24.9%	25.6%	26.3%	资产减值损失	-6	-5	-5	-5
净利润率	14.2%	17.0%	17.6%	18.3%	投资收益	13	16	19	22
净资产收益率	8.2%	11.0%	12.3%	13.7%	营业利润	127	186	228	284
资产回报率	7.1%	9.6%	10.6%	11.7%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	6.7%	10.2%	11.4%	12.8%	利润总额	127	186	228	284
盈利增长 (%)					EBITDA	174	251	304	369
营业收入增长率	-7.5%	23.0%	18.2%	19.2%	所得税	10	15	18	23
EBIT 增长率	-24.1%	66.3%	22.8%	24.3%	有效所得税率%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
净利润增长率	-6.5%	47.0%	22.5%	24.3%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	117	172	210	261
资产负债率	12.7%	13.3%	14.0%	14.5%					
流动比率	4.77	4.29	3.97	3.86	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.81	3.43	3.03	2.98	货币资金	413	364	376	394
现金比率	2.11	1.61	1.42	1.27	应收账款及应收票据	169	240	243	333
经营效率指标					存货	165	166	218	237
应收账款周转天数	64.71	64.71	64.71	64.71	其它流动资产	187	199	214	229
存货周转天数	79.73	79.73	79.73	79.73	流动资产合计	935	968	1051	1193
总资产周转率	0.51	0.59	0.63	0.68	长期股权投资	44	44	44	44
固定资产周转率	1.93	1.76	1.76	1.84	固定资产	519	627	729	820
					在建工程	73	86	93	97
					无形资产	27	27	27	27
					非流动资产合计	705	826	935	1029
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1640	1795	1986	2222
净利润	117	172	210	261	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	151	174	206	243
非现金支出	76	84	98	112	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-11	-16	-19	-23	其它流动负债	45	51	58	67
营运资金变动	-135	-59	-37	-85	流动负债合计	196	226	265	309
经营活动现金流	46	180	252	264	长期借款	0	0	0	0
资产	-162	-199	-199	-199	其它长期负债	13	13	13	13
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	13	13	13	13
其他	-140	16	19	22	负债总计	209	238	278	322
投资活动现金流	-301	-184	-181	-177	实收资本	232	232	232	232
债权募资	-25	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1431	1556	1708	1900
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-51	-47	-58	-70	负债和所有者权益合计	1640	1795	1986	2222
融资活动现金流	-76	-47	-58	-70					
现金净流量	-331	-50	13	18					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 鲁阳节能,天山股份,凯盛新能,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,雨中情,马可波罗,皇派家居,伟星新材,兔宝宝,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,长海股份,中材科技,东方雨虹,再升科技,山东玻纤,惠达卫浴,垒知集团,北新建材,上峰水泥,信义玻璃

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。