

# 山东药玻 (600529)

证券研究报告

2023 年 04 月 25 日

## 收入增长强劲，盈利开始修复，重视成长性

公司发布 22 年年报及 23 年一季报，22fy 收入 41.9 亿，yoy+8.1%；归母净利润 6.2 亿，yoy+4.6%；扣非归母净利润 6.0 亿，yoy+5.3%；单 22q4 收入 12.0 亿，yoy+12.0%，qoq+18.4%；归母净利润 1.2 亿，yoy+1.7%，qoq-28.6%；扣非归母净利润 1.2 亿，yoy+1.7%，qoq-26.9%。23q1 收入 12.4 亿，yoy+18.7%，qoq+3.2%；归母净利润 1.7 亿，yoy+8.7%，qoq+34.8%；扣非归母净利润 1.6 亿，yoy+1.7%，qoq+27.4%。

**22q4 及 23q1 收入增长强劲，中硼硅产业趋势/拓品类共振，看好持续性**收入分业务，22fy 模制瓶/棕瓶/安瓿/管制瓶/丁基胶塞/铝塑盖塑料瓶/其他业务分别收入 17.5/8.7/0.6/1.7/2.3/0.6/10.5 亿，分别 yoy+14.7%/+8.6%/+21.5%/-11.3%/-3.1%/+11.8%/+3.2%。22fy 全年主要产品销量同比有不同幅度下降，我们推测主要源于疫情影响。看好 23 年收入强劲增长动能，22q4、23q1 收入延续较快同增态势已经初步体现，核心驱动力源于：中硼硅模制瓶为代表的中硼硅药玻包装需求高景气、及传统产品品类拓展（如日化瓶等）。海运费稳步回落，出口改善，22fy 国外收入 yoy+11.9%至 10.8 亿。

### 盈利能力向上拐点逐步出现，资产负债表扎实有力

22fy 综合毛利率 26.8%，yoy-2.8pct；单 22q4 毛利率 22.8%，yoy-6.6pct，qoq-4.0pct，22fy 纯碱及能源成本上涨致盈利能力承压（*同时注意营业成本口径调整影响，前期计入管理费用的部分修理费用 22 年末调整至营业成本*）。22fy 模制瓶/棕瓶/安瓿/管制瓶/丁基胶塞/铝塑盖塑料瓶/其他业务毛利率分别为 39.8%/20.7%/7.6%/9.5%/16.3%/31.1%/16.4%，分别 yoy -0.6/-5.0/+5.6/-3.7/-11.4/-0.1/-4.9pct。23q1 公司毛利率 23.6%，yoy-5.6pct，qoq+0.8pct（*同环比均应注意营业成本口径影响*）。23q1 主要原燃料成本仍在高位，对盈利能力延续负面拖累。煤炭等能源、纯碱价格 23q1 已有较清晰回落趋势，利润释放主要压制因素后续或持续缓解。22fy 归母净利率 14.8%，yoy-0.5pct；单 22q4 归母净利率 10.3%，yoy-1.0pct，qoq-6.8pct。23q1 归母净利率 13.5%，yoy-1.2pct，qoq+3.2pct。23q1 归母净利率环比已有积极变化，盈利能力向上或有较好持续性，关注修复节奏。

22fy 末资产负债率 20.7%，yoy-6.4pct；带息负债比率 0.3%，yoy+0.3pct。22fy 应付及预收周转天数 89 天，yoy+1 天，延续较高水平；应收账款周转天数 70 天，yoy+5 天，周转略有放缓。

### 盈利能力或持续修复，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。考虑阶段成本压力，下调 23-24 年归母净利润预测至 7.7/9.4 亿（前值 9.9/11.8 亿），新增 25 年归母净利润预测为 11.8 亿，23-25 年 yoy +25%/22%/25%。认可给予 23 年目标 PE 30x，小幅下调目标价至 34.89 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,875.30	4,187.28	4,975.12	5,776.56	6,752.35
增长率(%)	13.08	8.05	18.82	16.11	16.89
EBITDA(百万元)	1,141.60	1,174.72	1,311.26	1,543.44	1,841.56
归属母公司净利润(百万元)	591.09	618.29	771.75	943.16	1,178.11
增长率(%)	4.72	4.60	24.82	22.21	24.91
EPS(元/股)	0.89	0.93	1.16	1.42	1.78
市盈率(P/E)	27.06	25.87	20.72	16.96	13.58
市净率(P/B)	3.42	2.30	2.13	1.96	1.78
市销率(P/S)	4.13	3.82	3.21	2.77	2.37
EV/EBITDA	21.56	13.63	9.22	7.90	5.91

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	24.1 元
目标价格	34.89 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	663.61
流通 A 股股本(百万股)	594.97
A 股总市值(百万元)	15,993.10
流通 A 股市值(百万元)	14,338.72
每股净资产(元)	10.74
资产负债率(%)	20.18
一年内最高/最低(元)	32.97/18.63

### 作者

**武慧东** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050002  
wuhuidong@tfzq.com

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**杨松** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

**吴红艳** 联系人  
wuhongyan@tfzq.com

### 股价走势



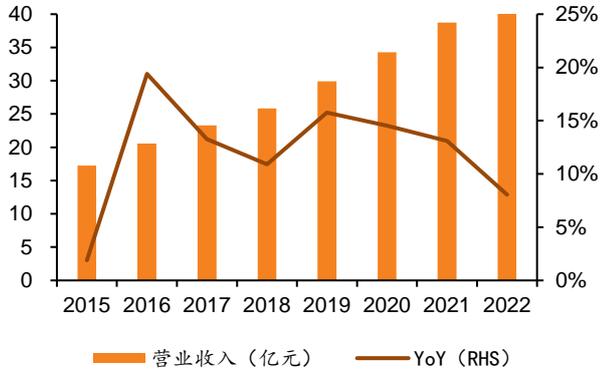
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《山东药玻-季报点评:业绩有韧性，曙光或在不远处，重视再成长前景》 2022-10-31
- 《山东药玻-半年报点评:符合预期，毛利率或触底，重视模制瓶龙头新变化》 2022-08-30
- 《山东药玻-公司点评:控股权终止变更，再成长确定性提升》 2022-07-20

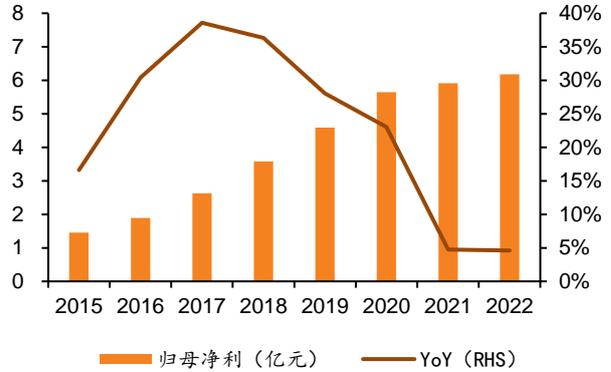
## 公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
300501.SZ	海顺新材	29	14.76	0.53	0.66	0.84	0.84	27.9	22.5	17.7	17.7
300452.SZ	山河药辅	41	17.65	0.56	0.66	0.80	0.80	31.7	26.6	22.0	22.0
300595.SZ	欧普康视	280	31.29	0.70	0.90	1.16	1.16	44.9	34.7	27.0	27.0
002901.SZ	大博医疗	166	40.09	1.76	2.09	2.45	2.45	22.8	19.2	16.3	16.3
301188.SZ	力诺特玻	43	18.54	0.61	0.82	1.24	1.24	30.4	22.7	14.9	14.9
301093.SZ	华兰股份	39	28.69	0.69	0.83	1.50	1.50	41.6	34.5	19.1	19.1
	平均值							33.2	26.7	19.5	19.5
	中位数							31.0	24.6	18.4	18.4
<b>600529.SH</b>	<b>山东药玻</b>	<b>160</b>	<b>24.10</b>	<b>0.93</b>	<b>1.16</b>	<b>1.42</b>	<b>1.78</b>	<b>25.9</b>	<b>20.7</b>	<b>17.0</b>	<b>13.6</b>

注：股价时间 2023/04/25；除山东药玻外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期，22 年 EPS、PE 中大博医疗、力诺特玻为预测值，其余为实际值；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	885.04	1,352.05	2,429.72	2,315.87	3,628.01
应收票据及应收账款	1,015.88	1,477.82	1,485.08	1,955.11	2,066.20
预付账款	61.98	76.84	83.38	99.86	110.57
存货	877.74	1,209.91	1,199.64	1,556.00	1,608.60
其他	494.54	1,204.29	1,256.49	1,305.37	1,357.80
<b>流动资产合计</b>	<b>3,335.18</b>	<b>5,320.91</b>	<b>6,454.31</b>	<b>7,232.20</b>	<b>8,771.19</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,214.12	2,345.82	2,283.42	2,205.83	2,113.77
在建工程	342.58	475.18	460.15	448.12	438.49
无形资产	198.37	260.37	252.75	245.13	237.51
其他	319.47	381.97	381.97	381.97	381.97
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,074.54</b>	<b>3,463.34</b>	<b>3,378.29</b>	<b>3,281.05</b>	<b>3,171.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,409.72</b>	<b>8,784.25</b>	<b>9,832.60</b>	<b>10,513.25</b>	<b>11,942.93</b>
短期借款	0.00	5.20	5.20	5.20	5.20
应付票据及应付账款	1,435.67	1,417.91	1,875.67	1,890.97	2,434.68
其他	169.17	289.48	390.87	396.01	457.31
<b>流动负债合计</b>	<b>1,604.84</b>	<b>1,712.59</b>	<b>2,271.75</b>	<b>2,292.18</b>	<b>2,897.19</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	59.97	58.95	58.95	58.95	58.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>59.97</b>	<b>58.95</b>	<b>58.95</b>	<b>58.95</b>	<b>58.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,739.41</b>	<b>1,822.57</b>	<b>2,330.69</b>	<b>2,351.13</b>	<b>2,956.14</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	594.97	663.61	663.61	663.61	663.61
资本公积	913.45	2,687.12	2,687.12	2,687.12	2,687.12
留存收益	3,095.67	3,535.46	4,075.69	4,735.90	5,560.57
其他	66.22	75.48	75.48	75.48	75.48
<b>股东权益合计</b>	<b>4,670.30</b>	<b>6,961.68</b>	<b>7,501.90</b>	<b>8,162.12</b>	<b>8,986.79</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,409.72</b>	<b>8,784.25</b>	<b>9,832.60</b>	<b>10,513.25</b>	<b>11,942.93</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	591.09	618.29	771.75	943.16	1,178.11
折旧摊销	240.64	295.17	316.75	328.93	341.00
财务费用	6.64	(20.15)	0.39	5.15	(1.36)
投资损失	(3.55)	(1.72)	(12.04)	(12.04)	(12.04)
营运资金变动	(427.99)	(584.63)	452.40	(871.31)	378.16
其它	343.61	(54.53)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>750.44</b>	<b>252.44</b>	<b>1,529.24</b>	<b>393.90</b>	<b>1,883.86</b>
资本支出	679.82	622.50	231.70	231.70	231.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,547.06)	(2,110.89)	(451.35)	(451.35)	(451.35)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(867.25)</b>	<b>(1,488.39)</b>	<b>(219.65)</b>	<b>(219.65)</b>	<b>(219.65)</b>
债权融资	1.31	49.17	(0.39)	(5.15)	1.36
股权融资	(176.67)	1,851.58	(231.52)	(282.95)	(353.43)
其他	(3.13)	(232.57)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(178.49)</b>	<b>1,668.18</b>	<b>(231.91)</b>	<b>(288.10)</b>	<b>(352.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(295.30)</b>	<b>432.24</b>	<b>1,077.67</b>	<b>(113.85)</b>	<b>1,312.14</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3,875.30</b>	<b>4,187.28</b>	<b>4,975.12</b>	<b>5,776.56</b>	<b>6,752.35</b>
营业成本	2,727.56	3,063.27	3,535.60	4,043.43	4,643.51
营业税金及附加	32.59	35.28	41.91	48.66	56.89
销售费用	91.77	110.74	131.57	152.76	178.57
管理费用	173.37	144.11	166.25	193.04	225.64
研发费用	135.63	138.94	165.08	191.67	224.05
财务费用	(1.31)	(43.97)	0.39	5.15	(1.36)
资产/信用减值损失	(48.61)	(50.12)	(59.55)	(70.78)	(84.93)
公允价值变动收益	9.26	3.73	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.55	1.72	12.04	12.04	12.04
其他	53.20	72.52	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>698.29</b>	<b>711.07</b>	<b>886.81</b>	<b>1,083.11</b>	<b>1,352.16</b>
营业外收入	17.50	9.45	9.45	9.45	9.45
营业外支出	27.08	12.47	12.47	12.47	12.47
<b>利润总额</b>	<b>688.72</b>	<b>708.05</b>	<b>883.79</b>	<b>1,080.09</b>	<b>1,349.14</b>
所得税	97.63	89.76	112.04	136.93	171.04
<b>净利润</b>	<b>591.09</b>	<b>618.29</b>	<b>771.75</b>	<b>943.16</b>	<b>1,178.11</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>591.09</b>	<b>618.29</b>	<b>771.75</b>	<b>943.16</b>	<b>1,178.11</b>
每股收益(元)	0.89	0.93	1.16	1.42	1.78

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.08%	8.05%	18.82%	16.11%	16.89%
营业利润	3.11%	1.83%	24.71%	22.14%	24.84%
归属于母公司净利润	4.72%	4.60%	24.82%	22.21%	24.91%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.62%	26.84%	28.93%	30.00%	31.23%
净利率	15.25%	14.77%	15.51%	16.33%	17.45%
ROE	12.66%	8.88%	10.29%	11.56%	13.11%
ROIC	21.89%	18.44%	18.75%	26.44%	27.00%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.14%	20.75%	23.70%	22.36%	24.75%
净负债率	-18.95%	-19.35%	-32.32%	-28.31%	-40.31%
流动比率	1.99	3.02	2.84	3.16	3.03
速动比率	1.46	2.33	2.31	2.48	2.47
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.20	3.36	3.36	3.36	3.36
存货周转率	4.76	4.01	4.13	4.19	4.27
总资产周转率	0.64	0.55	0.53	0.57	0.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.89	0.93	1.16	1.42	1.78
每股经营现金流	1.13	0.38	2.30	0.59	2.84
每股净资产	7.04	10.49	11.30	12.30	13.54
<b>估值比率</b>					
市盈率	27.06	25.87	20.72	16.96	13.58
市净率	3.42	2.30	2.13	1.96	1.78
EV/EBITDA	21.56	13.63	9.22	7.90	5.91
EV/EBIT	27.31	18.21	12.15	10.04	7.26

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com