

2025 年 08 月 28 日

证券研究报告•2025 年半年报点评

山东药玻（600529）医药生物

当前价：22.37 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩短期承压，出口与新兴品类展现韧性

投资要点

- **事件：**2025 上半年实现营业总收入 23.7 亿元（-8.2%）；归母净利润 3.7 亿元（-21.9%）；扣非归母净利润 3.6 亿元（-22%）。
- **下游需求阶段性承压，出口业务与新兴品类展现韧性。**2025 年上半年公司业绩出现波动，主要系国内医药行业下游需求不足，传统制药企业受医保支付方式改革等政策影响，用药量减少，导致对上游药包材的需求下降。核心产品中硼硅模制瓶销量下滑较为明显。尽管国内市场面临压力，但公司出口业务保持增长，主要得益于模制瓶（注射类）、日化食品瓶等在国际市场的份额提升。
- **产品结构变化影响毛利率，成本管控成效显著。**2025 上半年公司毛利率为 31.63%，同比略有下降。费用方面，管理费用因计提激励基金及新项目转固折旧增加而有所上升，同比增长 21.02%。研发费用同比增长 23.22%。市场需求疲软，公司窑炉连续生产导致库存增加，计提存货跌价准备增加，资产减值损失达 4884 万元。公司持续推进智能化升级，如日化瓶自动装盒、装箱及码垛项目，减少人力依赖并提升效率。在技术研发方面，已获得 4 项国家专利授权（其中 3 项为发明专利），累计拥有 40 项发明专利，并参与 2025 版中国药典 12 种通则的起草工作，进一步强化行业标准话语权。
- **在建项目稳步推进，自动化升级与新产能为长远发展蓄力。**公司重点项目建设进展顺利。一级耐水药用玻璃瓶项目产能已在 2025 年上半年基本达到预期目标，有效满足了市场需求。年产 5.6 亿只预灌封注射器扩产改造项目中，除一条进口清洗硅化包装线外，其余设备均已到位并陆续进入调试验收阶段，预计年底可达 5-6 亿支的产能规模。此外，公司投资建设的拥有 3.3 万个库位的高档轻量玻璃瓶自动化立体库已投用，并通过连廊与车间无缝对接，实现了与公司 ERP 系统的数据互通和仓储物流的智能化升级，为未来发展奠定坚实基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年公司归母净利润为 7.3 亿元、8.4 亿元、8.9 亿元，对应 PE 分别为 20、18、17 倍，建议保持关注。
- **风险提示：**费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、海外业务拓展不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5125.27	4791.78	5090.65	5387.95
增长率	2.87%	-6.51%	6.24%	5.84%
归属母公司净利润（百万元）	942.99	729.42	835.42	887.92
增长率	21.55%	-22.65%	14.53%	6.28%
每股收益 EPS（元）	1.42	1.10	1.26	1.34
净资产收益率 ROE	11.78%	9.00%	9.82%	9.99%
PE	16	20	18	17
PB	1.85	1.83	1.75	1.67

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰

执业证号：S1250524120002

电话：021-68416017

邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.64
流通 A 股(亿股)	6.64
52 周内股价区间(元)	21.34-29.56
总市值(亿元)	149.05
总资产(亿元)	99.75
每股净资产(元)	12.30

相关研究

1. 山东药玻（600529）：中硼硅增长超预期，毛利率大幅提升（2024-08-29）

盈利预测

关键假设：

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2025-2027 年公司主营业务的预测如下：

假设 1：模制瓶系列：随着一致性评价和集采持续推动，公司模制瓶核心产品中硼硅模制瓶受到国内医药行业下游需求不足，传统制药企业受医保支付方式改革等政策影响，用药量减少，导致对上游药包材的需求下降。整体模制瓶系列 2025-2027 年销量分别-10%、5%、3.9%增长，毛利率短期内保持一致。

假设 2：棕色瓶：下游需求阶段性承压，棕色瓶假设 2025-2027 年商业销量分别为-7%、8%和 8%，毛利率短期内保持一致。

假设 3：丁基胶塞：在药用包装材料行业中，企业数量众多，竞争充分。公司在该产品的研发、生产、质量控制和市场拓展方面都表现出较强的实力。假设丁基胶塞 2025-2027 年销量分别增长 5%、15%、15%，毛利率短期内保持一致。

表 1：公司业务分拆收入预测

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
模制瓶	营业收入	2,353	2,117	2,223	2,310
	YOY	3.9%	-10.0%	5.0%	3.9%
	毛利率	43.3%	43.3%	43.3%	43.3%
棕色瓶	营业收入	1,157	1,076	1,162	1,255
	YOY	3.5%	-7.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%
丁基胶塞	营业收入	286	300	345	397
	YOY	11.9%	5.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	35.5%	35.5%	35.5%	35.5%
管瓶	营业收入	215	195	211	228
	YOY	5.0%	-9.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	-4.9%	-4.9%	-4.9%	-4.9%
安瓿	营业收入	69	55	52	48
	YOY	-6.0%	-20.0%	-6.0%	-6.0%
	毛利率	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
铝塑盖塑料瓶系列	营业收入	56	48	47	47
	YOY	-0.6%	-15.0%	-1.0%	-1.0%
	毛利率	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
其他主营业务	营业收入	990	1,000	1,050	1,103
	YOY	-1.9%	1.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	营业总收入	5,125	4,792	5,091	5,388
	YOY	2.9%	-6.5%	6.2%	5.8%
	毛利率	31.7%	31.3%	31.3%	31.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5125.27	4791.78	5090.65	5387.95	净利润	942.99	729.42	835.42	887.92
营业成本	3499.34	3290.29	3496.23	3704.19	折旧与摊销	385.15	559.52	606.94	654.41
营业税金及附加	54.55	47.92	50.91	53.88	财务费用	-38.14	-10.00	-9.00	-8.00
销售费用	129.74	101.20	106.26	116.88	资产减值损失	-61.16	-100.00	-30.00	-30.00
管理费用	215.77	258.92	284.82	287.66	经营营运资本变动	-94.87	-6.54	-86.62	-67.90
财务费用	-38.14	-10.00	-9.00	-8.00	其他	31.07	40.33	2.66	3.10
资产减值损失	-61.16	-100.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	1165.05	1212.72	1319.39	1439.53
投资收益	11.63	15.00	15.00	15.00	资本支出	-326.46	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	24.46	20.00	20.00	20.00	其他	-791.39	35.00	35.00	35.00
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-1117.85	-465.00	-465.00	-465.00
营业利润	1112.76	851.16	974.42	1035.47	短期借款	-1.83	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.96	-3.00	-3.00	-3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1110.81	848.16	971.42	1032.47	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	167.81	118.74	136.00	144.55	支付股利	-464.53	-564.64	-436.76	-500.23
净利润	942.99	729.42	835.42	887.92	其他	1.83	-56.39	9.00	8.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-464.53	-621.03	-427.76	-492.23
归属母公司股东净利润	942.99	729.42	835.42	887.92	现金流量净额	-401.72	126.69	426.64	482.30
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1065.49	1192.19	1618.82	2101.13	成长能力				
应收和预付款项	1845.47	1730.41	1839.05	1941.94	销售收入增长率	2.87%	-6.51%	6.24%	5.84%
存货	1278.68	1212.97	1291.81	1373.08	营业利润增长率	21.43%	-23.51%	14.48%	6.27%
其他流动资产	1790.81	1742.11	1743.20	1744.28	净利润增长率	21.55%	-22.65%	14.53%	6.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	21.06%	-4.05%	12.26%	6.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3783.17	3729.83	3629.07	3480.84	毛利率	31.72%	31.33%	31.32%	31.25%
无形资产和开发支出	247.24	241.06	234.88	228.70	三费率	6.00%	7.31%	7.51%	7.36%
其他非流动资产	129.14	129.14	129.14	129.14	净利率	18.40%	15.22%	16.41%	16.48%
资产总计	10140.01	9977.71	10485.98	10999.10	ROE	11.78%	9.00%	9.82%	9.99%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.30%	7.31%	7.97%	8.07%
应付和预收款项	1704.13	1517.57	1613.27	1724.64	ROIC	16.76%	12.99%	14.99%	16.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.48%	29.23%	30.89%	31.22%
其他负债	428.11	353.98	367.89	381.94	营运能力				
负债合计	2132.24	1871.55	1981.16	2106.59	总资产周转率	0.53	0.48	0.50	0.50
股本	663.61	663.61	663.61	663.61	固定资产周转率	1.56	1.35	1.47	1.61
资本公积	2687.12	2687.12	2687.12	2687.12	应收账款周转率	4.84	4.64	4.88	4.90
留存收益	4590.64	4755.43	5154.09	5541.78	存货周转率	2.77	2.44	2.59	2.59
归属母公司股东权益	8007.77	8106.16	8504.82	8892.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.09%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	8007.77	8106.16	8504.82	8892.52	资产负债率	21.03%	18.76%	18.89%	19.15%
负债和股东权益合计	10140.01	9977.71	10485.98	10999.10	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.99	3.38	3.51	3.63
					速动比率	2.35	2.68	2.81	2.93
					股利支付率	49.26%	77.41%	52.28%	56.34%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1459.77	1400.68	1572.36	1681.88	每股收益	1.42	1.10	1.26	1.34
PE	15.74	20.35	17.77	16.72	每股净资产	12.07	12.22	12.82	13.40
PB	1.85	1.83	1.75	1.67	每股经营现金	1.76	1.83	1.99	2.17
PS	2.90	3.10	2.92	2.76	每股股利	0.70	0.85	0.66	0.75
EV/EBITDA	8.17	8.42	7.23	6.47					
股息率	3.13%	3.80%	2.94%	3.37%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn