山东药玻（600529.SH）

2025 年 08 月 29 日

业绩短期承压&模制品贡献大，中期分红回报股东

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

余汝意（分析师）
yuruyi@kysec.cn
证书编号：S0790523070002

日期	2025/8/29
当前股价(元)	22.26
一年最高最低(元)	32.00/21.13
总市值(亿元)	147.72
流通市值(亿元)	147.72
总股本(亿股)	6.64
流通股本(亿股)	6.64
近 3 个月换手率(%)	122.67

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《龙头优势稳固，中硼硅加速放量助力成长—公司首次覆盖报告》-2025.3.13

● **业绩短期承压&模制品贡献大，中期分红回报股东。维持“买入”评级**

公司发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营业收入 23.7 亿元，同比-8.2%，归母净利润 3.7 亿元，同比-21.9%，扣非归母净利润 3.5 亿元，同比-22.0%。2025Q2 公司实现营业收入 11.3 亿元，环比-8.9%，归母净利润 1.5 亿元，环比-34.0%，扣非归母净利润 1.4 亿元，环比-34.3%。考虑公司业务发展趋势，我们适当下调盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 8.82/9.48/10.34 亿元（2025-2026 前值为 12.37/14.24 亿元），同比-6.5%/+7.5%/+9.1%；对应 EPS 分别为 1.33/1.43/1.56 元；对应当前股价 PE 为 16.7/15.6/14.3 倍。随着公司中硼硅模制瓶逐步放量，下游需求回暖，业绩有望增长，**维持“买入”评级。**

● **H1 公司盈利承压，中硼硅模制瓶仍是业绩支柱**

收入结构：从产品端来看，2025H1 公司模制瓶系列收入 10.2 亿元，占全部商品收入的 43%，是公司绝对“现金牛”。棕色瓶系列收入为 5.5 亿元，占全部商品收入的 23.2%。丁基胶塞收入为 1.2 亿元，占全部商品收入 5.1%。铝塑盖塑料瓶收入为 0.3 亿元，占全部商品收入的 1.3%。**从区域端来看，**2025H1 国内收入为 16.1 亿元，占全部收入的 68%，国外收入为 7.6 亿元，占全部收入的 32%，三分之一的收入来自海外，出口仍是重要的增长极。**盈利结构：**2025H1 公司整体毛利为 7.5 亿元，同比下降-8.5%；毛利率为 31.6%，同比下降-0.8pct。分产品来看 2025H1 模制瓶系列毛利为 4.5 亿元，毛利率为 44.1%；棕色瓶系列毛利为 1.5 亿元，毛利率为 27.3%。盈利高度集中在模制瓶和棕色瓶，二者贡献了绝大部分的利润。其余商业贸易、丁基胶塞、铝塑盖塑料瓶毛利分别为 0.1/0.5/0.1 亿元。

● **成本压降显效、年中分红稳信心**

（1）成本控制见效：公司持续深化采购管理创新，把大宗原料改为“一物料一策略”精准采购，同时深化精益管理，使营业成本同比下降 6.9%，对冲了收入下滑带来的毛利压力。综合来看，盈利空间虽被需求疲弱压缩，但内部挖潜已部分抵消外部冲击，为后续需求回暖留出了弹性。**（2）稳定的现金分红：**在利润下滑的背景下，公司仍坚持中期分红 1.86 亿元，派息比例为 50.06%，显示经营现金流质量良好、账面资金充裕。连续稳定的分红既回馈了长期投资者，也传递出管理层对未来经营恢复的信心。充裕的现金储备还为后续技改、扩产及并购整合提供了弹药，形成“现金—投入—盈利”的正循环。

● **风险提示：**募投项目进展低于预期；产能消化不及预期；原燃料价格波动超预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,982	5,125	4,979	5,271	5,687
YOY(%)	19.0	2.9	-2.9	5.9	7.9
归母净利润(百万元)	776	943	882	948	1,034
YOY(%)	25.5	21.6	-6.5	7.5	9.1
毛利率(%)	28.0	31.7	30.2	30.1	30.1
净利率(%)	15.6	18.4	17.7	18.0	18.2
ROE(%)	10.3	11.8	10.2	10.1	10.1
EPS(摊薄/元)	1.17	1.42	1.33	1.43	1.56
P/E(倍)	19.0	15.7	16.7	15.6	14.3
P/B(倍)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5546	5980	6748	8178	8773
现金	1466	1065	2547	2936	4110
应收票据及应收账款	1646	1684	1303	1859	1553
其他应收款	2	2	2	2	2
预付账款	69	159	62	172	81
存货	1055	1279	1040	1416	1233
其他流动资产	1308	1791	1794	1793	1794
非流动资产	3773	4160	3725	3576	3495
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2995	3571	3181	3041	2954
无形资产	254	247	255	260	268
其他非流动资产	525	342	288	275	273
资产总计	9319	10140	10473	11755	12267
流动负债	1727	2001	1664	2216	1918
短期借款	2	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1394	1583	1289	1782	1520
其他流动负债	331	418	375	434	398
非流动负债	58	132	132	132	132
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	132	132	132	132
负债合计	1784	2132	1795	2348	2050
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	664	664	664	664	664
资本公积	2687	2687	2687	2687	2687
留存收益	4112	4591	5210	5877	6611
归属母公司股东权益	7535	8008	8678	9407	10217
负债和股东权益	9319	10140	10473	11755	12267

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1048	1165	1552	761	1640
净利润	776	943	882	948	1034
折旧摊销	325	385	351	361	386
财务费用	-36	-38	-25	-26	-28
投资损失	-18	-12	-14	-13	-13
营运资金变动	-58	-133	372	-492	278
其他经营现金流	60	20	-14	-17	-16
投资活动现金流	-745	-1118	117	-179	-271
资本支出	672	648	-84	213	305
长期投资	-112	-508	0	0	0
其他投资现金流	39	38	33	34	34
筹资活动现金流	-187	-465	-187	-193	-196
短期借款	-3	-2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-183	-463	-187	-193	-196
现金净增加额	126	-402	1482	389	1174

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4982	5125	4979	5271	5687
营业成本	3585	3499	3477	3683	3973
营业税金及附加	47	55	47	53	57
营业费用	148	130	134	140	148
管理费用	188	216	169	169	176
研发费用	138	152	129	126	131
财务费用	-36	-38	-25	-26	-28
资产减值损失	-42	-61	-54	-59	-63
其他收益	23	27	20	20	22
公允价值变动收益	23	24	20	22	22
投资净收益	18	12	14	13	13
资产处置收益	-6	0	-2	-1	-1
营业利润	916	1113	1041	1119	1220
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	8	5	6	6	6
利润总额	911	1111	1037	1116	1217
所得税	135	168	155	168	183
净利润	776	943	882	948	1034
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	776	943	882	948	1034
EBITDA	1236	1496	1388	1478	1603
EPS(元)	1.17	1.42	1.33	1.43	1.56

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	19.0	2.9	-2.9	5.9	7.9
营业利润(%)	28.9	21.4	-6.5	7.5	9.0
归属于母公司净利润(%)	25.5	21.6	-6.5	7.5	9.1
获利能力					
毛利率(%)	28.0	31.7	30.2	30.1	30.1
净利率(%)	15.6	18.4	17.7	18.0	18.2
ROE(%)	10.3	11.8	10.2	10.1	10.1
ROIC(%)	10.2	11.6	10.0	9.9	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	19.1	21.0	17.1	20.0	16.7
净负债比率(%)	-18.7	-11.7	-27.8	-29.8	-38.9
流动比率	3.2	3.0	4.1	3.7	4.6
速动比率	2.5	2.3	3.4	3.0	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.4	5.3	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	4.9	4.2	4.4	4.4	4.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.42	1.33	1.43	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	1.76	2.34	1.15	2.47
每股净资产(最新摊薄)	11.35	12.07	13.08	14.18	15.40
估值比率					
P/E	19.0	15.7	16.7	15.6	14.3
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.8	8.1	7.7	6.9	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn