

山东药玻（600529.SH）：规模优势提升，等待需求释放

2025 年 11 月 3 日

强烈推荐/维持

山东药玻

公司报告

公司公布 2025 年三季报：前三季度实现营业收入 34.01 亿元，同比下降 11.10%；归属于母公司股东净利润为 5.42 亿元，同比下降 24.70%；扣非后归属于母公司股东净利润为 5.16 亿元，同比下降 25.13%。实现基本 EPS 为 0.82 元。

点评：

需求低迷导致营业收入和利润同比降幅扩大。前三季度公司营业收入同比下滑幅度较上半年扩大 2.9 个百分点；扣非后归母净利润同比下滑幅度较上半年扩大 3.12 个百分点。主要原因是行业需求低迷，第十批国家组织的药品带量采购在 2025 年 4 月落地，并且采购周期至 2027 年 12 月 31 日，这会影响到公司中硼硅模制瓶的需求。

产品结构优化提升毛利率，存货跌价损失、管理和研发费用率提升拉低净利润率。2025 年前三季度公司综合毛利率为 33.08%，同比提高 0.98 个百分点，这和公司中硼硅模制瓶等高端产品的比例提升有关。净利率为 15.95%，同比下降 2.89 个百分点，主要是管理费用率和研发费用率的提升和存货跌价损失导致。前三季度管理费用率为 5.71%，同比提高 1.88 个百分点，管理费用率的提升除了费用的刚性外，主要是职工薪酬和折旧的提升；研发费用率为 4.07%，同比提高 1.05 个百分点，主要是公司研发职工薪酬提升。研发职工薪酬提升有利于公司保证研发实力，提升产品的竞争力。前三季度公司存货跌价产生 8091 万的资产减值损失，同比增长 168.25%，这 and 行业低迷环境下产品的价格下降和库存量的提升有关。

新产能陆续落地提升规模和覆盖优势，等待需求释放。公司募集资金建设的 40 亿支中硼硅模制瓶项目，上半年一级耐水药用玻璃瓶产能已基本达到预期目标。公司产能完全能够满足客户需求，产能逐步提升不但提升公司的规模优势，同时也可以原材料采购、管理等方面达到单位成本的下降。第 8 次到第 10 次集采的中注射剂占比超过一半，有利于后续公司中硼硅模制瓶需求的释放。公司在产能充足的情况下，一旦需求释放将带来较好的业绩弹性。

实控人变更提供公司发展新资源。国药国际、国药国际香港计划向公司控股股东鲁中投资进行增资 24.49 亿元，分别持股鲁中投资 36% 和 15% 的股权，国药集团将成为公司新的实控人。国药集团属于央企，在生物医药领域起着科技创新、产业控制和安全支撑作用。国药集团的入主有利于公司利用国药集团的渠道、研发优势获得更好地发展。

盈利预测和投资评级：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.43、8.85 和 10.29 亿元，对应 EPS 分为 1.12、1.33 和 1.55 元，对应 PE 值分别为 18.62、15.64 和 13.44 倍。考虑到公司中硼硅模制瓶产品规模的提升，实控人变更后带来协同发展，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料价格变化影响不及预期、需求释放情况不及预期和模制瓶市场格局变化超出预期。

公司简介：

公司主营业务为各种药用玻璃包装产品的研发、生产和销售，产品包括模制瓶、棕色瓶、安瓿瓶、管制瓶、丁基胶塞、铝塑盖塑料瓶、预灌封等，千余种规格，涵盖从玻璃瓶到丁基胶塞、到铝塑组合盖一整套的药用包装产品，在行业内具有规模优势。

资料来源：公司公告、iFinD

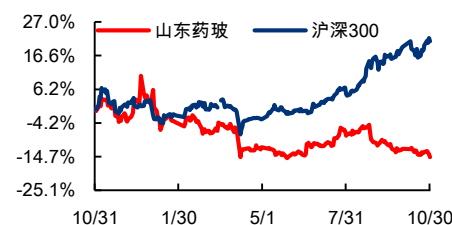
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	27.72-21.34
总市值（亿元）	138.3
流通市值（亿元）	138.3
总股本/流通 A 股（万股）	66,361/66,361
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.14

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4982.20	5125.27	4511.45	4648.68	4964.09
增长率（%）	18.98	2.87	-11.98	3.04	6.79
归母净利润（百万元）	775.80	942.99	742.68	884.50	1029.10
增长率（%）	25.48	21.55	-21.24	19.10	16.35
净资产收益率（%）	10.30	11.78	8.76	9.79	10.62
每股收益（元）	1.17	1.42	1.12	1.33	1.55
PE	17.83	14.67	18.62	15.64	13.44
PB	1.84	1.73	1.63	1.53	1.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	5320.91	5545.61	5980.46	5563.27	5658.32	营业收入	4982.20	5125.27	4511.45	4648.68	4964.09
货币资金	1466.33	1065.49	1104.60	1121.24	1180.29	营业成本	3585.50	3499.34	2937.24	3013.12	3190.41
应收账款	1024.95	1002.20	942.63	971.30	1037.21	营业税金及附加	46.90	54.55	48.02	49.48	52.83
其他应收款	1.78	1.87	1.89	1.95	2.08	营业费用	147.50	129.74	122.36	126.08	134.63
预付款项	68.80	159.36	95.12	98.01	104.66	管理费用	187.99	215.77	270.69	232.43	198.56
存货	1054.61	1278.68	1032.45	1059.13	1121.44	财务费用	-35.67	-38.14	-3.80	-3.90	-4.03
其他流动资产	1252.91	1743.33	1750.70	1751.49	1753.31	研发费用	137.95	151.76	180.46	162.70	148.92
非流动资产合计	3773.12	4159.55	4648.05	5153.10	5659.84	资产减值损失	-42.31	-61.16	-101.51	-46.49	-49.64
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	22.83	24.46	0.00	0.00	0.00
固定资产	2994.66	3570.71	4101.29	4648.41	5197.22	投资净收益	18.40	11.63	10.58	10.58	10.58
无形资产	253.67	247.24	241.06	234.88	228.70	加：其他收益	22.53	26.52	20.45	20.45	20.45
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	916.37	1112.76	878.35	1045.41	1215.74
资产总计	9318.72	10140.01	10211.32	10811.42	11558.50	营业外收入	2.49	3.40	5.11	5.11	5.11
流动负债合计	1726.59	2000.57	1601.63	1641.69	1737.16	营业外支出	8.03	5.35	8.62	8.62	8.62
短期借款	1.83	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	910.82	1110.81	874.84	1041.90	1212.23
应付账款	765.60	903.59	684.24	701.91	743.21	所得税	135.02	167.81	132.17	157.40	183.14
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	775.80	942.99	742.68	884.50	1029.10
一年内到期的非流动负债	331.07	417.79	325.02	332.10	350.51	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	57.62	131.67	131.67	131.67	131.67	归属母公司净利润	775.80	942.99	742.68	884.50	1029.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
应付债券	57.62	131.67	131.67	131.67	131.67						
负债合计	1784.21	2132.24	1733.30	1773.36	1868.83	成长能力	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	18.98%	2.87%	-11.98%	3.04%	6.79%
实收资本（或股本）	663.61	663.61	663.61	663.61	663.61	营业利润增长	28.87%	21.43%	-21.07%	19.02%	16.29%
资本公积	2687.12	2687.12	2687.12	2687.12	2687.12	归属于母公司净利润增长	25.48%	21.55%	-21.24%	19.10%	16.35%
未分配利润	4183.77	4657.04	5127.28	5687.33	6338.93	获利能力					
归属母公司股东权益合计	7534.51	8007.77	8478.02	9038.06	9689.66	毛利率(%)	28.03	31.72	34.89	35.18	35.73
负债和所有者权益			10211.32	10811.42	11558.50	净利率(%)	15.57	18.40	16.46	19.03	20.73
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	8.33	9.30	7.27	8.18	8.90
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	10.30	11.78	8.76	9.79	10.62
经营活动现金流	1047.98	1165.05	1101.56	1211.01	1376.34	偿债能力					
净利润	775.80	942.99	719.55	861.38	1005.97	资产负债率(%)	19.15	21.03	16.97	16.40	16.17
折旧摊销	325.13	385.15	311.50	374.95	443.26	流动比率	3.21	2.99	3.47	3.45	3.40
财务费用	-35.67	-38.14	-3.80	-3.90	-4.03	速动比率	2.54	2.26	2.75	2.73	2.67
应收账款减少	-80.46	22.74	59.57	-28.67	-65.90	营运能力					
预收账款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.53	0.51	0.44	0.43	0.43
投资活动现金流	-744.57	-1117.85	-793.82	-873.82	-943.82	应收账款周转率	4.86	5.11	4.79	4.79	4.79
公允价值变动收益	22.83	24.46	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.68	3.87	4.29	4.29	4.29
长期投资减少	-684.00	396.00	-508.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
投资收益	18.40	0.00	10.58	10.58	10.58	每股收益(最新摊薄)	1.17	1.42	1.12	1.33	1.55
筹资活动现金流	-186.62	-464.53	-268.63	-320.56	-373.47	每股净现金流(最新摊薄)	0.19	-0.61	0.06	0.03	0.09
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	11.35	12.07	12.78	13.62	14.60
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	17.83	14.67	18.62	15.64	13.44
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.84	1.73	1.63	1.53	1.43
现金净增加额	126.48	-401.72	39.11	16.63	59.06	EV/EBITDA	12.33	10.17	9.68	8.10	6.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	山东药玻（600529.SH）：优化产品结构，打造持续竞争力	2024-10-30
公司普通报告	山东药玻（600529.SH）：优化产品结构，打造持续竞争力	2024-08-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

17 余年研究经验，上下结合研究框架，涵盖建筑建材及非金属新材料等行业。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名；东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年建材第 3 名、建筑装饰第 3 名和建筑装饰第 1 名；卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围；今日投资“天眼”2018 年唯一 3 年五星级分析师及 2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师、选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等；2019 年“金翼奖”第 1 名；2020 年 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 名；2021 年 wind 金牌分析师第 2 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526