



山东药玻（600529.SH）：产品结构优化和自动化等提升毛利率，静待需求恢复

2026年3月11日

强烈推荐/维持

山东药玻

公司报告

公司公布 2025 年年报：全年实现营业收入 44.74 亿元，同比下降 8.78%；归属于母公司股东净利润为 6.90 亿元，同比下降 26.87%；扣非后归属于母公司股东净利润为 6.58 亿元，同比下降 27.13%。实现基本 EPS 为 1.04 元。

点评：

行业需求低迷影响公司各个产品,导致营业收入均同比下滑。2025 年公司各个产品销量和营业收入除铝塑盖塑料瓶系列微增外（为 9.33 亿支和 0.57 亿元，同比增长 4.81%和 1.52%）均出现下滑。其中模制瓶系列为 33.03 万吨和 20.33 亿元，同比下滑 11.79%和 13.59%；棕色瓶为 27.32 万吨和 10.99 亿元，同比下降 4.43%和 5.03%；丁基胶塞为 47.58 亿支和 2.45 亿元，同比下降 23.56%和 14.44%；管瓶为 13.03 亿支 1.90 亿元，同比下降 19.41%和 11.59%；安瓿瓶为 13.01 亿支和 0.55 亿元，同比下降 13.39%和 19.64%。主要原因是医保支付改革全面落地、集采常态化和不断拓展的情况下，行业总体需求阶段性的受到调整和影响。

产品结构优化和自动化等多因素提升毛利率。2025 年公司综合毛利率为 33.31%，同比提高 0.16 个百分点。其中，在高毛利率中硼硅模式瓶放量的情况下，模制瓶毛利率为 44.41%，同比提高 1.15 个百分点；丁基胶塞为 39.73%，同比提高 4.27 个百分点；管瓶为 1.70%，同比提高 6.59 个百分点；其他业务为 76.48%，同比提高 60.21 个百分点；铝塑盖塑料瓶系列为 38.62%，同比提高 2.17 个百分点。公司成本下降幅度大于收入下降幅度，其中直接原材料下降 16.27%；直接人工下降 10.97%；燃动力下降 9.27%；制造费用下降 17.04%；运输费用下降 15.19%。不但是原材料成本下降，同时公司技术创新及自动化也使得公司人工和制造成本同步下降。

存货跌价损失和管理研发费用率提升影响公司净利润率。2025 年公司募集资金建设的 40 亿支中硼硅模制瓶项目，一级耐水药用玻璃瓶产能已基本达到预期目标。并且预灌封扩产改造项目也逐步投产，公司产能完全能够满足客户需求。但在产能释放和需求下降的情况下，公司存货持续提升，其中 2025 年模制瓶系列库存同比提升 82.38%。2025 年公司计提存货跌价损失 1.03 亿元，同比增长 83.93%。同时管理费用中折旧费等增长提升管理费用率，研发职工薪酬增加提升研发费用率，降低了公司的净利润率水平。2025 年公司净利润率为 15.41%，同比下降 3.82 个百分点。

公司资产负债率下降，货币资金充裕成为抗风险和发展基础。2025 年公司资产负债率为 17.42%，同比下降 3.61 个百分点。公司货币资金资产占比为 10.69%，同比提高 0.18 个百分点，交易性金融资产占比为 16.64%，微降 0.37 个百分点，货币资金保持充裕。这有利于公司在行业低迷的阶段提升抗风险能力，成为公司进一步发展的资金基础。2026 年 3 月公司决定成立马来西亚全资子公司，在 2025 年出口保持增长（出口 15.02 亿元，同比增长 1.98%）的情况下，加大海外业务的拓展。

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

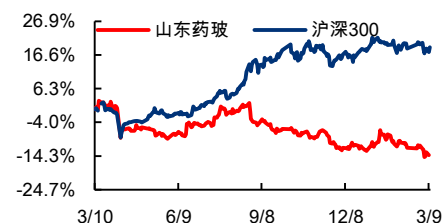
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	24.09-19.5
总市值（亿元）	130.67
流通市值（亿元）	130.67
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	1.8

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

定向增发更换实际控制人，推动公司和控股股东协同发展。公司计划向国药集团子公司国药国际、国药国际香港子公司山东耀新定向增发，发行价格为 16.25 元/股。发行完成后，国药集团子公司国药国际及山东耀新持股公司总股本的 23.08%，国药国际将成为公司控股股东。国药集团作为央企，在生物医药领域起着科技创新、产业控制和安全支撑作用这将有利于公司利用国药集团的渠道和研发优势获得进一步的协同发展。

盈利预测和投资评级：预计公司 2026-2028 年净利润分别为 7.62、8.59 和 10.11 亿元，对应 EPS 分为 1.15、1.30 和 1.52 元，对应 PE 值分别为 17、15 和 13 倍。医药行业需求虽然阶段性受到医保支付改革全面落地和集采的影响，但老龄化在中国是长期趋势，随着医保支付覆盖完成和集采的进一步推进，医药长期需求将逐步得到恢复。考虑到公司产品优化、技术创新、自动化推进，以及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。

财务指标预测

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4904.91	4474.02	4777.09	5146.41	5629.81
增长率（%）	2.81	-8.78	6.77	7.73	9.39
归母净利润（百万元）	942.99	689.63	762.29	859.45	1011.21
增长率（%）	21.55	-26.87	10.54	12.75	17.66
净资产收益率（%）	11.78	8.31	8.67	9.19	10.10
每股收益（元）	1.42	1.04	1.15	1.30	1.52
PE	13.86	18.95	17.14	15.20	12.92
PB	1.63	1.58	1.49	1.40	1.31

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	
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	5545.61	5980.46	6012.16	6170.31	6336.32	营业收入	4904.91	4474.02	4777.09	5146.41	5629.81
货币资金	1065.49	1073.78	1372.94	1312.28	1314.01	营业成本	3278.98	2983.74	3170.74	3380.45	3665.30
应收账款	1002.20	914.21	992.84	1069.60	1170.06	营业税金及附加	54.55	51.34	54.82	59.06	64.60
其他应收款	1.87	2.06	1.94	2.09	2.28	营业费用	129.74	107.68	129.68	139.70	152.82
预付款项	159.36	82.77	104.16	112.21	122.75	管理费用	215.77	232.41	262.74	283.05	309.64
存货	1278.68	1695.69	1343.16	1432.00	1552.66	财务费用	-38.14	-16.25	-3.24	-3.85	-3.95
其他流动资产	1743.33	1671.41	1689.07	1690.45	1692.25	研发费用	151.76	174.80	167.20	180.12	197.04
非流动资产合计	4159.55	4031.61	4519.40	5025.40	5534.76	资产减值损失	-61.16	-156.89	-107.48	-102.93	-56.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	24.46	9.14	0.00	0.00	0.00
固定资产	3570.71	3606.96	4112.64	4636.53	5163.78	投资净收益	11.63	17.55	15.86	15.86	15.86
无形资产	247.24	241.97	235.92	229.87	223.82	加: 其他收益	26.52	22.46	23.84	23.84	23.84
其他非流动资产	0.00	14.11	14.11	14.11	14.11	营业利润	1112.76	837.96	923.25	1040.30	1223.13
资产总计	10140.01	10043.77	10689.71	11361.72	12173.89	营业外收入	3.40	2.35	2.75	2.75	2.75
流动负债合计	2000.57	1601.20	1755.05	1871.90	2030.35	营业外支出	5.35	9.48	7.62	7.62	7.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	1110.81	830.83	918.37	1035.43	1218.25
应付账款	903.59	706.22	781.23	832.90	903.08	所得税	167.81	141.20	156.08	175.97	207.05
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	942.99	689.63	762.29	859.45	1011.21
一年内到期的非流动负债	417.79	393.16	380.40	406.33	441.29	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	131.67	147.93	144.00	139.92	135.64	归属母公司净利润	942.99	689.63	762.29	859.45	1011.21
长期借款	0.00	23.40	19.47	15.39	11.11	主要财务比率					
应付债券	131.67	124.53	124.53	124.53	124.53						
负债合计	2132.24	1749.13	1899.05	2011.82	2165.99	成长能力	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	2.81%	-8.78%	6.77%	7.73%	9.39%
实收资本 (或股本)	663.61	663.61	663.61	663.61	663.61	营业利润增长	21.43%	-24.70%	10.18%	12.68%	17.57%
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	21.55%	-26.87%	10.54%	12.75%	17.66%
未分配利润	4657.04	4943.91	5439.93	5999.17	6657.16	获利能力					
归属母公司股东权益合计	8007.77	8294.64	8790.66	9349.90	10007.89	毛利率 (%)	33.15	33.31	33.63	34.31	34.89
负债和所有者权益	10140.01	10043.77	10689.71	11361.72	12173.89	净利率 (%)	19.23	15.41	15.96	16.70	17.96
现金流量表				单位: 百万元		总资产净利润 (%)	9.30	6.87	7.13	7.56	8.31
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	ROE (%)	11.78	8.31	8.67	9.19	10.10
经营活动现金流	1165.05	571.51	1357.27	1110.93	1296.42	偿债能力					
净利润	942.99	689.63	734.48	831.64	983.39	资产负债率 (%)	21.03	17.42	17.77	17.71	17.79
折旧摊销	385.15	389.67	312.21	374.00	440.64	流动比率	2.99	3.75	3.52	3.38	3.27
财务费用	-38.14	-16.25	-3.24	-3.85	-3.95	速动比率	2.26	2.64	2.68	2.55	2.43
应收账款减少	22.74	87.99	-78.63	-76.76	-100.47	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	0.48	0.45	0.45	0.45	0.46
投资活动现金流	-1117.85	-148.59	-791.15	-871.15	-941.15	应收账款周转率	4.89	4.89	4.81	4.81	4.81
公允价值变动收益	24.46	9.14	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	3.63	4.22	4.06	4.06	4.06
长期投资减少	396.00	-558.00	50.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
投资收益	11.63	0.00	15.86	15.86	15.86	每股收益 (最新摊薄)	1.42	1.04	1.15	1.30	1.52
筹资活动现金流	-464.53	-376.75	-266.95	-300.44	-353.54	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.61	0.08	0.45	-0.09	0.00
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)	12.07	12.50	13.25	14.09	15.08
长期借款增加	0.00	23.40	-3.92	-4.09	-4.28	估值比率					
普通股增加	0.00	-663.61	0.00	0.00	0.00	P/E	13.86	18.95	17.14	15.20	12.92
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.63	1.58	1.49	1.40	1.31
现金净增加额	-401.72	51.97	299.16	-60.66	1.73	EV/EBITDA	10.15	9.09	8.57	7.55	6.44

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）：规模优势提升，等待需求释放	2025-11-03
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

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、建材第 1 名和建材第 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、未来也将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	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526