

## 山东药玻（600529.SH）

公司报告 | 首次评级报告

张嘉英  
医疗器械研究员

2026年4月17日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	18.65
总市值	123.76亿
PE-TTM	17.95
PB-MRQ	1.49

## 估值结果

价值	182.98亿
DDM估值	上行空间 48%
状态	偏低估
价值	200.73亿
动态估值	上行空间 62%
状态	低估

## 四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ★ ★ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ☆

## 核心评级结论

山东药玻成立于1970年，前身为山东省药用玻璃总厂。公司2002年6月3日在上海证券交易所上市，主营药用玻璃包装制品生产，构建了涵盖“瓶子+塞子+盖子”的完整医药包装产业链。

公司已经是国内最大的药用玻璃生产商，加之当前市场需求相对受限，公司未来进一步成长空间有限。公司核心产品（模制瓶、棕色瓶）的毛利率表现良好，未来随着生产工艺的持续进步，有望降低成本，盈利趋势良好。药用玻璃的生产对工艺要求很高，需要长期的人员和研发投入，具备较高的行业门槛。因此，随着国产化进程的持续推进，公司的市场地位有望进一步提升，产业格局优秀。公司在生产方面依托多年来的经验持续研发改进工艺，同时以大批量生产的规模效应构建坚实的护城河。

假定公司未来模制瓶、棕色瓶、管制瓶、丁基胶塞等核心产品的市占率提升，中硼硅玻璃向下取代低硼硅玻璃、钠钙玻璃的趋势延续，公司未来细分业务的市场空间将有所增长，当前估值整体处在偏低估水平。

## 我们区别于市场的观点

市场仅对公司的模制瓶、管制瓶业务中的中硼硅玻璃部分进行研究探讨，进而对国内中硼硅玻璃对下的全面取代实施极为乐观的测算，同时对剩余玻璃制品的研究缺乏系统性分析。我们根据药用玻璃分类，对公司财报中列示的产品进行类别重整，提取核心业务进行相对全面的分析预测，认为我国中硼硅玻璃的取代趋势放缓，未来低硼硅玻璃、钠钙玻璃等制品依然是国内药包的主要构成，因此对公司长期的盈利能力实施相对保守的估算。

## 风险提示

需警惕行业政策风险：当前受药品集采定价大幅下调影响，国内药企的药包采购意愿相对低迷；未来若集采压价延续，则公司产能过剩问题或将延续，进而对公司业绩产生不利影响。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 人力资源密集度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	14
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	5
图2：预测2026年毛利占比 .....	5
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	7
表1：护城河详解表 .....	10
表2：公司整体业绩预测 .....	12
表3：公司分业务业绩预测 .....	13
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	14
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	14

## 1. 基本信息

山东省药用玻璃股份有限公司成立于1970年，目前是全球主要的药用玻璃包装制品和丁基胶塞系列产品的生产商之一，公司拥有50多年的生产经验和历史，是全国为数不多的能够为制药企业全套提供“瓶+塞+盖”药包材服务企业。1993年公司完成股份制改造，成立山东省药用玻璃股份有限公司。2002年公司于上交所上市，利用募集资金扩产棕色瓶、丁基胶塞、铝塑组合盖等。

## 2. 业务介绍

对于山东药玻公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

模制瓶：

模制瓶是通过将高温熔融的玻璃液直接注入专用模具中，经冷却、成型、退火等工艺制成的药用玻璃容器，材质多为钠钙玻璃或硼硅玻璃，化学稳定性好，耐清洗消毒，耐高温。我们对该业务的市场界定包含国内除棕色瓶以外的广义模制瓶业务。

棕色瓶：

药用棕色瓶是添加氧化铁等着色剂，能有效过滤紫外线与可见光，保护光敏感药物不分解变质，具备遮光防护功能的药用玻璃容器。我们对该业务的市场界定包含国内使用棕料生产的所有瓶制品。

其他业务：

涵盖高端药包材、配套包装、日化食品包装、辅助业务及其他多元化板块的完整业务矩阵。我们对该业务的市场界定包含公司在国内外所有剩余业务。

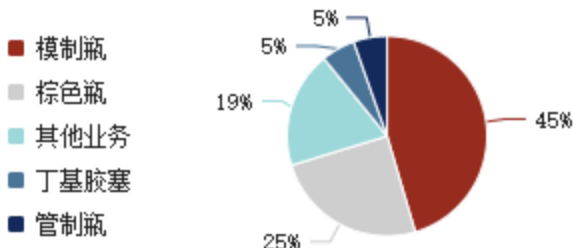
丁基胶塞：

药用丁基胶塞是以丁基橡胶（异丁烯与少量异戊二烯共聚物，IIR）或卤化丁基橡胶（溴化/氯化丁基橡胶，BIIR/CIIR）为主要原料，添加硫化剂、填充剂等辅料，经混炼、硫化、成型制成的药用密封元件，属I类药包材。我们对该业务的市场界定包含公司国内生产的所有丁基胶塞产品。

管制瓶：

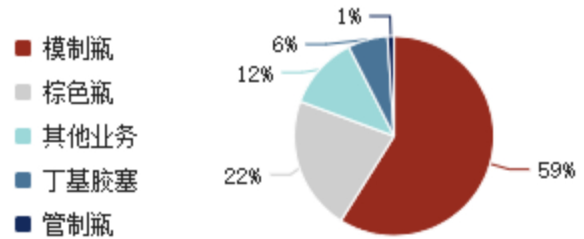
药用管制瓶是先将玻璃液拉制成玻璃管，再通过二次加工（切割、加热、吹制 / 压制）成型的药用玻璃容器，精度高于模制瓶，是小容量药品包装的主流选择。安瓿瓶（拉丁文ampulla译音）是用高质量薄玻璃管烧制而成，颈部经高温熔融密封，用于盛装单剂量无菌药品的小型硬质玻璃容器，具备熔封密闭性与一次性使用特性。我们对该业务的市场界定为公司国内财报口径下统计的所有管制瓶和安瓿瓶类别。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

### 3. 商业模式

公司作为国内药玻生产龙头企业，以销售各类药用玻璃制品以及瓶塞、盖等产品盈利。公司属于制造企业，人力资源密集度较高。从上游供应商集中度看，公司上游原材料的来源相对分散。从下游客户集中度看，公司客户分布广泛，具备相对较强的需求稳定性。

#### 3.1 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司核心业务为药用玻璃生产，需要较多人力参与。随着业务规模的扩大，公司员工数从2019年的5587人增长至2025年的6775人，同时单位收入薪酬比0.14至0.18，表现相对稳定。

#### 3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司面向下游提供各类药包制品，下游客户为国内外各大药企，客户集中度很低，具备较强的需求稳定性。2025年，公司前五大客户销售额仅占营业收入的13.17%。

#### 3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司上游供应商涵盖玻璃原料、橡胶原料、能源动力、玻璃管、辅助材料、设备与服务等多个类别，集中度较低。公司前五大供应商占总采购额的30.72%。

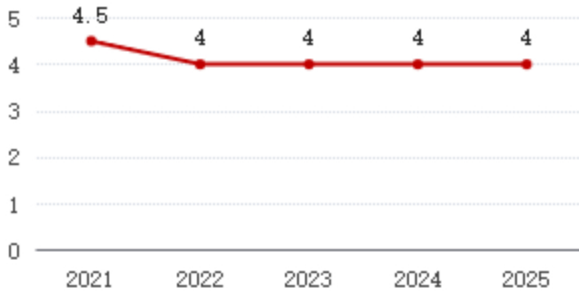
### 4. 历史经营绩效

山东药玻的盈利能力优秀；成长能力存在下滑趋势，2025年表现欠佳；业务控制力良好，股东回报一般。公司整体经营业绩表现良好，但从近期情况看，面临一定挑战。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



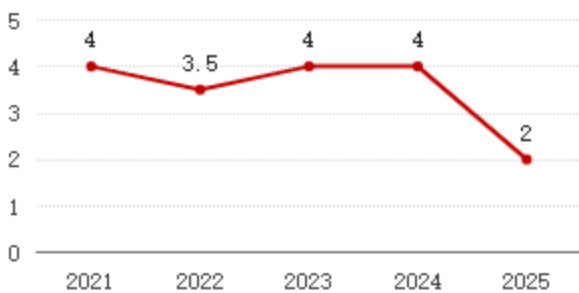
数据来源：公司财报，壹评级

公司作为国内生产工艺最先进的药玻生产企业，在中硼硅玻璃的生产环节具有高良率带来的成本优势，往年盈利能力优秀。公司2023年至2025年三年的营业利润率分别为19.21%、22.69%和18.73%，表现较好。

## 4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

从往年表现分析，公司成长能力在2024年以前稳定良好。2025年，随着集采的进一步推进，各大药企的生产需求有所下滑，对药包材料的采购需求同步下滑。因此，公司核心业务的销售情况相比往年有所下滑，公司全年营收下降了8.78%。从当前行业需求低迷的情况来看，公司成长能力欠佳。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



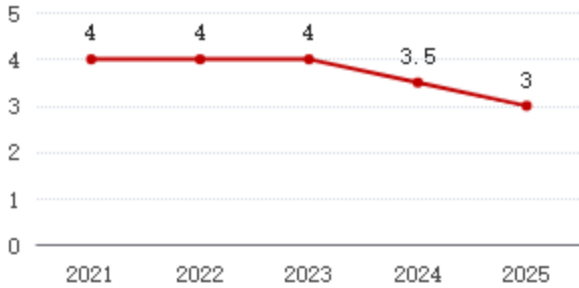
数据来源：公司财报，壹评级

公司经营性现金流水平尚可；近年来由于公司下游药企的财务压力增大，公司销售回款变慢，占款能力有所下降。考虑公司相对表现处在行业第一梯队，且业务合作较为稳定，总体业务控制力仍处于良好区间。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



随着公司经营压力的逐渐增大，近年来公司的股东回报水平处于较低位。公司2022年至2024年扣非ROE分别为10.36%、10.23%和11.63%，2025年扣非ROE为8.08%，总体表现一般。

数据来源：公司财报，壹评级

## 5. 四维评级

公司成长空间较差，行业未来市场空间增量较少。盈利趋势较好，主要依靠核心业务中硼硅玻璃的高端替代和生产成本的降低实现。产业格局良好，药玻行业竞争逐步向头部集中，公司作为国内药玻生产的行业龙头，存在先发优势和生产工艺的技术壁垒。公司护城河较深，主要依靠规模经济和技术优势。

当前药玻市场由德国肖特(SCHOTT)、美国康宁(Corning)和日本NEG占据第一梯队，公司作为国产厂商的龙头，制造工艺逐步靠近世界先进水平，预期市场地位将进一步提升。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

由于药厂和药包生产厂家签订长期合同，更换成本较高，公司提升市场占比相对困难。未来成长空间的提升主要依靠中硼硅玻璃对低硼硅玻璃和钠钙玻璃的高端替代实现，这对提升公司市占率有一定利好。整体而言，公司的成长空间相对较差。

#### 模制瓶(2.5星)：

公司模制瓶的行业空间相对饱和，未来主要依靠中硼硅玻璃的高端替代打开新增量空间。考虑公司既有业务线情况，预计行业未来5年CAGR约5%-10%，5至10年衰减至5%以下。预计公司收入与行业趋于同步，未来5年收入CAGR在5%-10%，5至10年衰减至5%以下，业务成长能力一般。

#### 棕色瓶(2.5星)：

公司棕色瓶的行业空间相对饱和，未来主要依靠生产品种的拓展和中硼硅玻璃的高端替代打开新增量空间。考虑公司既有业务线增量，预计行业未来5年CAGR约5%-10%，5至10年衰减至5%以下。预计公司收入与行业趋于同步，未来5年收入CAGR在5%-10%，5至10年衰减至5%以下，业务成长能力一般。

#### 其他业务(1星)：

公司非核心业务的行业空间竞争激烈，未来增长空间较小。考虑业务往年的表现，预计行业未来10年均维持5%以下。预计公司收入与行业趋于同步，收入CAGR未来10年均维持5%以下，业务成长能力较差。

### 丁基胶塞(1.5星):

公司丁基胶塞的行业空间相对饱和，增量高度依赖配套玻璃瓶的销量，自主决定因素较少。考虑公司既有业务线增量，预计行业未来10年均维持5%以下。预计公司收入与行业趋于同步，收入CAGR未来10年均维持5%以下，业务成长能力较差。

### 管制瓶(1.5星):

公司模制瓶的行业空间相对饱和，未来主要依靠中硼硅玻璃的高端替代打开新增量空间。考虑公司既有业务线增量，预计行业未来10年均维持5%以下。预计公司收入与行业趋于同步，收入CAGR未来10年均维持5%以下，业务成长能力较差。

## 5.2 盈利趋势



药玻生产的利润空间主要依赖生产成本的优化和中硼硅玻璃生产工艺的成熟、良率提升。从公司往年生产工艺的逐步改进情况分析，公司离世界第一梯队依然存在一定距离，未来盈利能力有望进一步提升。总体而言，公司盈利趋势良好。

### 模制瓶(3.5星):

在模制瓶的生产成本中，原材料占据很大比例，且具备持续优化的空间。未来随着生产良率的提升和制造工艺的改进，毛利率有望维持相对良好水平。当前经壹评级调整后的ROE水平为22.9%，盈利趋势良好。

### 棕色瓶(3.5星):

在棕色瓶的生产成本中，原材料占据很大比例，且具备持续优化的空间。未来随着生产良率的提升和制造工艺的改进，毛利率有望维持相对良好水平。当前经壹评级调整后的ROE水平为12%，盈利趋势良好。

### 其他业务(4星):

在非核心业务的生产成本中，原材料占据很大比例，且具备持续优化的空间。未来随着生产良率的提升和制造工艺的改进，毛利率有望维持相对良好水平。当前经壹评级调整后的ROE水平为6.7%，盈利趋势良好。

### 丁基胶塞(3.5星):

在丁基胶塞的生产成本中，原材料占据很大比例，且具备持续优化的空间。未来随着生产良率的提升和制造工艺的改进，毛利率有望维持相对良好水平。当前经壹评级调整后的ROE水平为18.8%，盈利趋势良好。

### 管制瓶(2.5星):

在丁基胶塞的生产成本中，原材料占据很大比例，目前的良率水平严重影响了业务线盈利，致使出现亏损。未来随着生产良率的提升和制造工艺的改进，毛利率有望逐步转好，业务线恢复至盈利。当前经壹评级调整后的ROE水平为-3.5%，盈利较差。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

尽管近年来药玻行业的下游药企受集采影响，生产需求有所下滑，但是药玻企业总体依然维持了较为稳定的竞争格局。受到玻璃熔炉早期建设购置成本较高等因素影响，以及玻璃制造工艺的经验积累存在先发优势，公司的相对竞争优势较大。以当前下游环境，行业短期内不会存在新进入者；公司的上下游行业相对分散，无垂直一体化战略威胁。邻近行业的公司难以渗透至本行业，模式变革及行业品类替代风险低，产业格局良好。

#### 模制瓶(4星):

模制瓶未来竞争趋向更为激烈。在政策端国产替代的大背景下，利好国内企业竞争。规模经济压低生产成本以维持利润，公司模制瓶生产技术具有良率优势。因此，邻近行业公司难以渗透至本行业，模式变革及行业品类替代风险低。

#### 棕色瓶(4星):

与模制瓶一样，棕色瓶未来竞争同样趋向激烈。在政策端国产替代的大背景下，利好国内企业竞争。规模经济压低生产成本以维持利润，公司棕色瓶生产具有成本优势。因此，邻近行业公司难以渗透至本行业，模式变革及行业品类替代风险低。

#### 其他业务(4星):

公司其他业务的生产同样以玻璃制品为主，具备一定的规模经济压低生产成本以维持利润。公司玻璃生产具有成本及良率优势。因此，邻近行业公司难以渗透至本行业，模式变革及行业品类替代风险低。

#### 丁基胶塞(4星):

丁基胶塞当前竞争已饱和，公司相关产品协同玻璃瓶销售。在政策端国产替代的大背景下，利好国内企业竞争。规模经济压低生产成本以维持利润。因此，邻近行业公司难以渗透至本行业，模式变革及行业品类替代风险低。

#### 管制瓶(4星):

管制瓶（含安瓿瓶）未来竞争趋向激烈。在政策端国产替代的大背景下，利好国内企业竞争。规模经济压低生产成本以维持利润，公司管制瓶生产良率逐年提高。因此，邻近行业公司难以渗透至本行业，模式变革及行业品类替代风险低。

### 5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较深，主要由高市占率带来的规模经济优势与长期以来的技术积累构成。公司未来还会进一步提升技术积累，护城河优秀。经壹评级调整，公司的ROE从2021年至2025年分别为13.29%、12.28%、10.73%、12.09%和8.45，表现良好。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
模制瓶	(4星) 经壹评级调整后该业务ROE为22.9%，ROIC24.1%，表现优秀。业务控制力3.5星，受行业需求下滑影响，但总体稳定。业务市占率85%左右，稳居行业龙头。未来公司的模制瓶生产的成本上有望进一步优化，护城河宽度优秀。	(4.5星) 公司护城河由规模经济和技术优势构成。公司生产工艺上存在技术优势，同时和各大国内外药企建立长期合作关系，生成需求较大，规模经济优势显著。未来随着公司市占率的进一步提高，和技术的持续迭代，护城河优势将维持。
棕色瓶	(3星) 经壹评级调整后该业务ROE为12.0%，ROIC11.4%，表现良好。业务控制力3.5星，受行业需求下滑影响，但总体稳定。业务市占率50%左右，稳居行业龙头。未来公司的棕色瓶生产的成本上有望进一步优化，护城河宽度良好。	(5星) 公司护城河由规模经济构成。公司和各大国内外药企建立长期合作关系，生成需求较大，规模经济优势显著。未来随着公司市占率的进一步提高，和技术的持续迭代，护城河优势将维持。
其他业务	(2星) 经壹评级调整后该业务ROE为6.7%，ROIC6.2%，表现一般。业务控制力3.5星，受行业需求下滑影响，但总体稳定。业务市占率10%左右，行业排名前五。未来公司在生产的成本上有望进一步优化，护城河宽度一般。	(4.5星) 公司其他业务的护城河均由规模经济构成。公司和各大国内外药企建立长期合作关系，生成需求较大，规模经济优势显著。未来随着公司市占率的进一步提高，和技术的持续迭代，护城河优势将维持。
丁基胶塞	(3.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为18.8%，ROIC19.1%，表现良好。业务控制力3.5星，受行业需求下滑影响，但总体稳定。业务市占率16.5%左右，行业排名第二。未来公司在生产的成本上有望进一步优化，护城河宽度良好。	(4.5星) 公司护城河由规模经济构成。公司和各大国内外药企建立长期合作关系，生成需求较大，规模经济优势显著。未来随着公司市占率的进一步提高，和技术的持续迭代，护城河优势将维持。
管制瓶	(0.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为-3.5%，ROIC-2.6%，表现较差。业务控制力3.5星，受行业需求下滑影响，但总体稳定。业务市占率33%左右，行业排名第一。未来公司将在生产的成本上有望进一步优化，护城河宽度较差。	(4.5星) 公司护城河由规模经济构成。公司和各大国内外药企建立长期合作关系，生成需求较大，规模经济优势显著。未来随着公司市占率的进一步提高，和技术的持续迭代，护城河优势将维持。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

我们结合当前行业环境、公司业务战略布局、未来市场空间等因素综合考量，认为公司未来基本面预期将会改善，当前估值处在偏低估区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司业务由模制瓶、棕色瓶、管制瓶（含安瓿瓶）、丁基胶塞和其他业务构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

对于模制瓶：

收入假设：

1) 未来市场规模缓慢增长：主要测算模制瓶的市场规模，未来随着普及率的提高而逐渐见顶，预期稳态市场规模达到37.08亿元。

2) 稳态市占率维持现状：随着山东药玻逐步增加中硼硅玻璃的渗透率，产品线呈现替代而非增添关系，市占率预计维持现在的84%水平，长期营收保持增长。

3) 产品单价稳步增长：由于中硼硅玻璃的销售价格高于低硼硅玻璃及钠钙玻璃，未来公司预期销售均价有望从6000元/吨提升至6200元/吨。

盈利能力假设：

模制瓶的毛利率相对优秀（约44.41%），随着市场竞争的白热化，预计产品毛利率水平将会缓慢下滑（至稳态约34.67%）。

对于棕色瓶：

收入假设：

1) 未来市场规模缓慢增长：主要测算棕色瓶的市场规模，未来随着普及率的提高而逐渐见顶，预期稳态市场规模达到35.53亿元。

2) 稳态市占率小幅提升：随着山东药玻逐步增加中硼硅玻璃的渗透率，产品线呈现替代而非增添关系，市占率预计从50%小幅提升至52.4%水平，长期营收保持增长。

3) 产品单价先升后降：由于中硼硅玻璃的销售价格高于低硼硅玻璃及钠钙玻璃，但是市场竞争又会抑制销售价格，未来公司预期销售均价有望从3900元/吨先升后降至3760元/吨。

盈利能力假设：

棕色瓶的毛利率相对良好（约27.13%），随着成本端的改善，预计产品毛利率水平将会缓慢提升（至稳态约30.33%）。

对于管制瓶（含安瓿瓶）：

收入假设：

1) 未来市场规模缓慢增长：主要测算管制瓶（含安瓿瓶）的市场规模，未来随着普及率的提高而逐渐见顶，预期稳态市场规模达到15.59亿元。

2) 稳态市占率提升：随着山东药玻逐步增加中硼硅玻璃的渗透率和生产，市占率预计将从现在的33%提升至40.9%，长期营收保持增长。

3) 产品单价稳步增长：由于中硼硅玻璃的销售价格高于低硼硅玻璃及钠钙玻璃，未来公司预期销售均价有望从950元/万支提升至1158元/万支。

盈利能力假设：

管制瓶（含安瓿瓶）的毛利率承压（约2.91%），不过随着公司改进生产工艺，预计产品毛利率水平将会逐步恢复（至稳态约19.71%）。

对于丁基胶塞：

收入假设：

- 1) 未来市场规模缓慢增长：主要测算丁基胶塞的市场规模，未来随着普及率的提高而逐渐见顶，预期稳态市场规模达到17.53亿元。
- 2) 稳态市占率提升有限：随着山东药玻逐步增加中硼硅玻璃的渗透率，产品线呈现替代而非增添关系，市占率预计将从现在的16.5%提升至20.8%，长期营收保持增长。
- 3) 产品单价下降：由于产品的竞争趋向于饱和，未来公司预期销售均价从470元/万支下滑至422.45元/万支。

盈利能力假设：

丁基胶塞的毛利率相对良好（约39.83%），随着市场竞争的白热化，预计产品毛利率水平将会缓慢下滑（至稳态约32.11%）。

对于其他业务：

收入假设：

按照每年5%的业绩增速进行估算，至稳态营收达到21.75亿元。

盈利能力假设：

假设公司保持相对稳定的业务构成，则预期其他业务的毛利率水平从当前的21.71%稳步过渡至稳态的18%。

表2：公司整体业绩预测

山东药玻	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	47.7	49.0	44.8	47.5	50.9	54.0	57.3	59.9
归母净利润(亿)	7.5	9.1	6.9	9.8	10.8	11.4	12.0	12.2
归母净利润增速(%)	20.7	22.2	-24.3	42.5	9.9	5.8	5.2	1.7
经营性净利润(亿)	7.0	8.7	6.6	9.8	10.8	11.4	12.0	12.2
经营性净利润增速(%)	15.4	24.5	-24.0	48.8	9.9	5.8	5.2	1.7
经营性归母净利润(亿)	7.0	8.7	6.6	9.8	10.8	11.4	12.0	12.2
经营性归母净利润增速(%)	15.4	24.5	-24.0	48.8	9.9	5.8	5.2	1.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

模制瓶	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	22.6	23.5	20.3	21.6	23.3	24.7	26.3	27.1
收入增速(%)	29.4	3.9	-13.6	6.2	8.0	6.0	6.5	2.9
经营性净利润(亿)	5.3	6.3	4.8	6.4	6.8	7.0	7.4	7.4
经营性净利率(%)	23.4	26.7	23.5	29.5	29.1	28.4	28.0	27.3
经营性净利润增速(%)	20.8	18.4	-23.7	33.0	6.4	3.7	5.1	0.2
棕色瓶	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	11.2	11.6	11.0	11.8	12.8	13.7	14.5	15.5
收入增速(%)	29.1	3.5	-5.0	7.4	8.1	7.1	6.4	6.4
经营性净利润(亿)	1.0	1.4	0.7	2.0	2.5	2.6	2.8	2.8
经营性净利率(%)	8.7	12.5	6.0	16.9	19.3	19.3	19.0	18.3
经营性净利润增速(%)	61.4	48.1	-54.3	201.9	23.3	7.3	4.7	2.3
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	8.6	8.2	8.5	9.0	9.4	9.9	10.4	10.9
收入增速(%)	-23.0	-3.9	3.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
经营性净利率(%)	6.4	6.6	8.6	9.8	9.5	9.1	8.8	8.5
经营性净利润增速(%)	-32.7	0.1	34.5	19.4	1.4	1.4	1.3	1.3
丁基胶塞	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.6	2.9	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
收入增速(%)	12.8	11.7	-14.3	5.8	3.8	3.8	3.8	3.8
经营性净利润(亿)	0.4	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
经营性净利率(%)	13.8	22.9	23.9	26.0	25.5	25.0	24.6	24.1
经营性净利润增速(%)	80.6	85.0	-10.6	15.1	1.6	1.9	1.9	1.9
管制瓶	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.8	2.8	2.5	2.6	2.7	3.0	3.2	3.5
收入增速(%)	19.8	2.2	-13.7	5.0	5.5	9.7	6.2	9.0
经营性净利润(亿)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.0	0.2	0.2	0.4
经营性净利率(%)	-7.0	-8.1	-6.6	-3.2	-0.2	5.5	7.8	10.2
经营性净利润增速(%)	-478.1	-19.0	29.7	49.8	93.5	3196.4	52.2	41.0

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
模制瓶	2.2%	中低	较好	强	8.0%	15.13	7.4
棕色瓶	2.4%	中低	较好	强	8.0%	15.13	2.8
管制瓶	6.3%	中等	较好	强	8.0%	17.88	0.3
丁基胶塞	1.6%	中低	较好	强	8.0%	15.13	0.7
其他业务	5.0%	中等-	较好	强	8.5%	15.23	0.9
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
模制瓶(亿)	24.6	82.2	106.8	11.4	-	2.2	120.4
棕色瓶(亿)	7.6	30.8	38.4	6.2	-	1.2	45.8
管制瓶(亿)	-0.3	3.4	3.1	1.4	-	0.3	4.8
丁基胶塞(亿)	2.4	7.9	10.4	1.4	-	0.3	12.1
其他业务(亿)	2.0	10.1	12.1	4.8	-	0.9	17.7
公司整体测算(亿)	36.4	134.3	170.8	25.1	-	4.9	200.7

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
模制瓶(亿)	58.1	34.0	92.1	11.4	-	2.2	105.7
棕色瓶(亿)	21.7	16.9	38.6	6.2	-	1.2	45.9
管制瓶(亿)	1.2	2.0	3.2	1.4	-	0.3	4.9
丁基胶塞(亿)	5.8	3.3	9.2	1.4	-	0.3	10.8
其他业务(亿)	5.3	4.6	10.0	4.8	-	0.9	15.6
公司整体测算(亿)	92.1	60.9	153.0	25.1	-	4.9	183.0

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设数据主要依赖于公司财报以及公开市场资料等。公开市场资料的更新频率较低，统计数据可能存在一定滞后性。对于估值假设的市场规模、市占率及销售价格等数据，可能随着行业竞争加剧、新政策的出台以及公司经营内容的调整而产生偏差。因此，公司整体估值确定性一般。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。