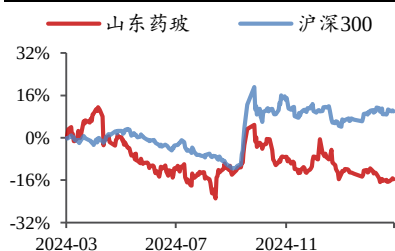


山东药玻 (600529.SH)
2025 年 03 月 13 日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2025/3/12
当前股价(元)	23.52
一年最高最低(元)	32.33/21.64
总市值(亿元)	156.08
流通市值(亿元)	156.08
总股本(亿股)	6.64
流通股本(亿股)	6.64
近 3 个月换手率(%)	106.28

股价走势图



数据来源: 聚源

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

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

● 药用玻璃龙头, 业绩稳健增长

山东药玻是国内药玻行业龙头, 核心壁垒稳固, 护城河深厚。公司定增建设 40 亿支一级耐水药用玻璃瓶项目, 项目产品以中硼硅玻璃模制瓶为主, 截至 2024H1 公司产能已投放过半且项目仍在持续建设中。随着公司中硼硅模制瓶逐步放量, 公司收入、利润有望迎来较好增长。我们预计山东药玻 2024-2026 年归母净利润分别为 10.22/12.37/14.24 亿元, 同比+31.8%/+21.0%/+15.2%; EPS 分别为 1.54/1.86/2.15 元/股, 对应当前股价 PE 为 15.3/12.6/11.0 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● “一致性评价+集采”中硼硅需求高增

中硼硅玻璃作为药用玻璃在性能、成型难度、成本三个方面具有诸多优势, 是目前国际广泛使用的医用玻璃材料。2023 年中硼硅药用玻璃渗透率预计不到 20%, 远低于美国市场 84% 的渗透率。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升: 自 2018 年以来药品一致性评价批准量大幅增长, 2021、2022、2023 年注射剂一致性评价批准量达 689、491、626 件, 占比均超 60%。预计未来 5-10 年内, 我国将会有 30%-40% 的药用玻璃由低硼硅玻璃、钠钙玻璃升级为中硼硅玻璃。我国中硼硅药用玻璃市场规模或将由 2023 年的 67.2 亿元增长至 2026 年的 147.3 亿元, 2023-2026 年复合增长率达 29.9%。此外, 关联审评审批制度推行加速药用包材行业集中度提升, 公司作为行业龙头预计受益。

● 龙头优势稳固, 中硼硅放量续写成长

(1) 公司模制瓶市场份额高, 盈利能力强: 公司模制瓶市场占有率较高, 模制瓶毛利率基本维持在 40 % 左右, 显著高于管制瓶盈利水平。(2) 中硼硅模制瓶放量将带动公司业绩较快增长: 公司于 2022 年 8 月定增建设 40 亿支一级耐水药用玻璃瓶项目, 项目产品以中硼硅玻璃模制瓶为主, 预计随着定增项目产能逐步释放, 公司中硼硅产品销量有望获得大幅提升, 带动公司业绩较快增长。(3) 自产中硼硅拉管良率提升, 成本降低: 自 2021 年起, 公司小部分一级耐水管制玻璃瓶产品开始使用自制中硼硅玻璃管, 产中硼硅玻璃管良品率为 70% 左右, 相较肖特、康宁的良品率仍有 5-10% 的差距 (3) 预灌封注射器下游潜力足, 产能扩增有望成为业绩催化剂: 预灌封下游的潜在应用包括疫苗、医美 (非手术类) 和生物制剂, 预计公司募投资产项目 “年产 5.6 亿只预灌封注射器扩产改造项目” 有望成为新业绩驱动力。

(4) 纯碱价格变动对模制瓶和棕色瓶毛利率有显著影响: 根据我们测算结果, 纯碱价格每下降 200 元, 公司模制瓶的毛利率可以提升 0.64pct。

● 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,187	4,982	5,791	6,553	7,245
YOY(%)	8.1	19.0	16.2	13.2	10.6
归母净利润(百万元)	618	776	1,022	1,237	1,424
YOY(%)	4.6	25.5	31.8	21.0	15.2
毛利率(%)	26.8	28.0	30.1	31.3	31.9
净利率(%)	14.8	15.6	17.6	18.9	19.7
ROE(%)	8.9	10.3	12.3	13.3	13.5
EPS(摊薄/元)	0.93	1.17	1.54	1.86	2.15
P/E(倍)	25.2	20.1	15.3	12.6	11.0
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、药用玻璃龙头，业绩稳健增长	4
1.1、药用玻璃龙头，产品多元发展	4
1.2、国资控股，上市后连续三次增发扩张产能	5
1.3、业绩长期稳健增长，盈利能力逐年提升	6
2、“一致性评价+集采”有望致中硼硅需求高增	8
2.1、中硼硅玻璃已是国际主流，国内中硼硅玻璃管生产技术有待提高	8
2.2、药用玻璃市场规模稳健增长，中硼硅渗透率快速提升	9
2.2.1、药用玻璃市场规模稳健增长，“一致性评价+集采”中硼硅渗透率快速提升	9
2.2.2、关联审批制度推动集中度提升	12
3、龙头优势稳固，中硼硅放量续写成长	13
3.1、模制瓶龙头，市场份额与毛利率双高	13
3.2、自产中硼硅玻璃管，自主把控质量，降低成本	15
3.3、预灌封附加值高，下游需求潜力足	16
3.4、纯碱价格对毛利率的影响测算	18
4、盈利预测与投资建议：中硼硅放量致业绩增长，给予“买入”评级	19
5、风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1：公司历史沿革及持续深耕药玻领域	4
图 2：主要产品可以分为玻璃产品和橡塑产品	5
图 3：公司拥有 8 家全资控股子公司	5
图 4：公司营业收入稳健增长	6
图 5：公司归母净利润稳健增长	6
图 6：公司模制瓶和棕色瓶贡献主要营收	7
图 7：公司模制瓶和棕色瓶贡献主要毛利	7
图 8：公司模制瓶和棕色瓶毛利率较高	7
图 9：公司资产负债率低位，现金流总体稳步增长	8
图 10：公司盈利能力呈提升趋势	8
图 11：公司近年来期间费用率大幅下降	8
图 12：公司期间费用率处于同行中较低水平	8
图 13：模制瓶通过专用模具一次成型	9
图 14：管制瓶经过拉管和制瓶二次工艺成型	9
图 15：中国药用玻璃市场规模 2026 年预计达 442 亿元	10
图 16：2021 年国内主要药用玻璃产品年需求约 800 亿支	10
图 17：2024 年国内中硼硅药用玻璃渗透率预计为 24.9%	10
图 18：美国市场中硼硅玻璃药包材占比高达 84%	10
图 19：2021 年以来药品注射剂一致性评价批准量大幅增长，占比超 60%	11
图 20：第五批集采中标注射剂（2021 年 10 月开始执行）集采执行后销量总和较集采前翻倍	11
图 21：关联审批的周期较长	12
图 22：2019-2022Q1 中硼硅模制瓶在模制瓶销量中占比由 4% 提升至 10.5%	13
图 23：公司模制瓶产销率长期超 90%	14
图 24：公司棕色瓶产销率长期超 90%	14
图 25：公司模制瓶毛利率显著高于管制瓶	14
图 26：募投项目产品以中硼硅玻璃材质为主，单价较高（元/吨）	14
图 27：公司前五大客户集中度低于同行，分散供应风险	15
图 28：公司关联审批过批包材数量优势显著（个）	15
图 29：力诺药包外采中硼硅玻璃管价格较高	16
图 30：国内外中硼硅玻璃管价格差距较大	16
图 31：2023 年公司管制瓶和安瓿瓶直接材料占成本比重达到 50%/57%	16
图 32：2020 年由于中硼硅玻璃管涨价幅度较大，各公司中硼硅管制瓶的毛利率均有较大幅度下滑	16
图 33：预灌封为新型高端注射器	17

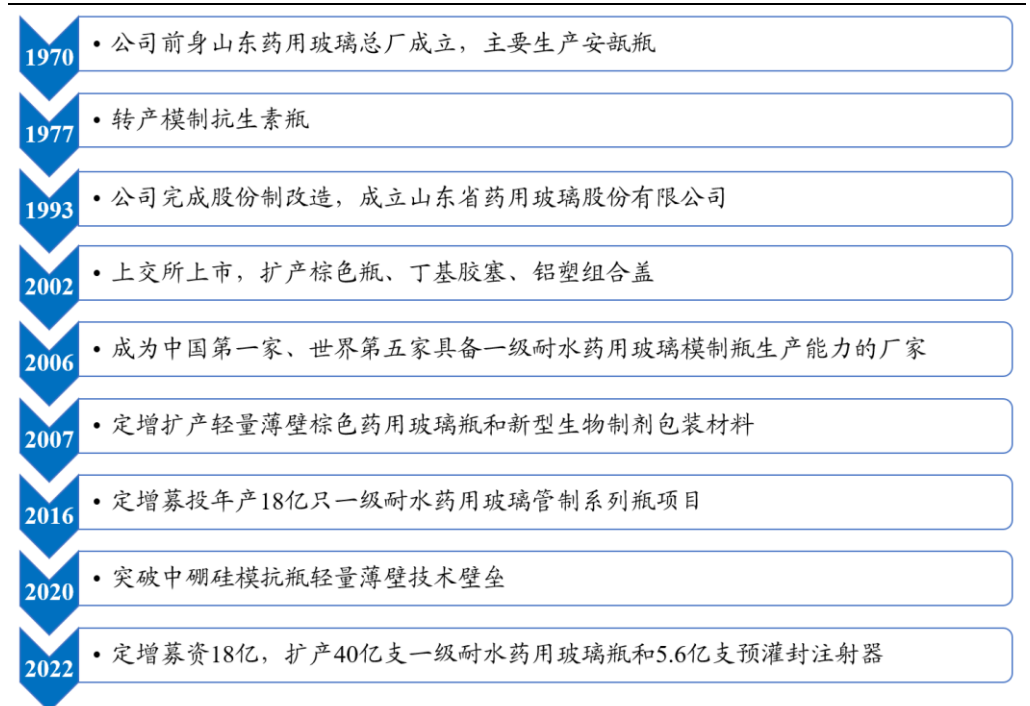
图 34：预灌封产能利用率大幅提升	17
图 35：预计 2030 年我国疫苗市场产值将达到 3333 亿元	18
图 36：2030 年我国非手术市场规模预计达到 4166 亿元	18
图 37：纯碱价格波动幅度较大，2024 年年初以来，纯碱价格呈下行趋势	19
表 1：公司上市后三次增发募资	6
表 2：中硼硅玻璃作为药用玻璃具有诸多优势	9
表 3：一致性评价要求仿制药包材不低于原研药	11
表 4：预计国内中硼硅药用玻璃市场规模增速在 30% 左右	12
表 5：关联审批制度推动集中度提升	13
表 6：公司中硼硅模制瓶产品通过 A 状态品种领先同行	15
表 7：根据我们测算，纯碱价格每下降 200 元/吨，公司模制瓶的毛利率可以提升 0.64pct	19
表 8：公司分部盈利预测	20
表 9：与可比公司相比，山东药玻估值相对较低	20

1、药用玻璃龙头，业绩稳健增长

1.1、药用玻璃龙头，产品多元发展

深耕药玻领域多年且底蕴深厚。山东省药用玻璃股份有限公司（以下简称“山东药玻”或“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。

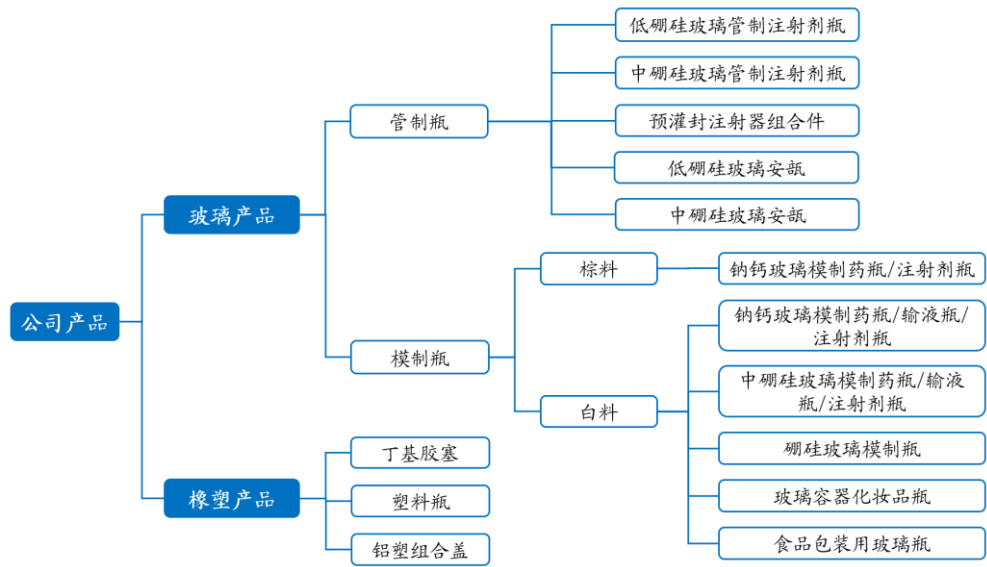
图1：公司历史沿革及持续深耕药玻领域



资料来源：公司官网、公司公告、公司公众号、开源证券研究所

多元化发展玻璃及橡胶等产品。玻璃产品可以分为管制瓶系列和模制瓶系列，其中，管制瓶系列可以细分为低硼硅/中硼硅管制注射剂瓶、预灌封注射器组合件以及低硼硅/中硼硅玻璃安瓿；模制瓶可以分为棕料模制瓶和白料模制瓶，产品包括模制药瓶、模制注射剂瓶、模制输液瓶以及日化玻璃瓶。橡塑产品包括丁基胶塞、塑料瓶和铝塑组合盖。

图2：主要产品可以分为玻璃产品和橡塑产品

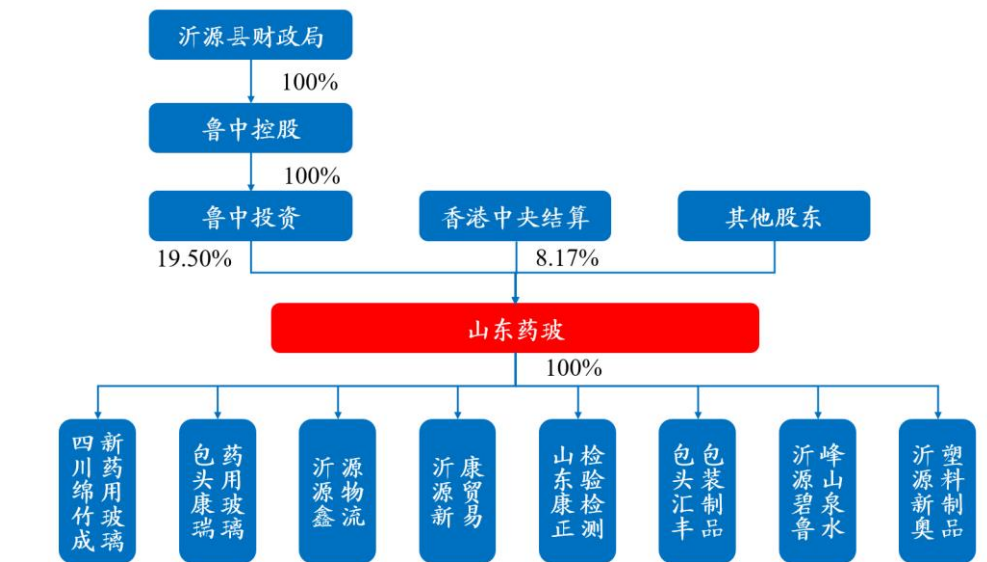


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、国资控股，上市后连续三次增发扩张产能

实控人为沂源县财政局。2019 年，鲁中投资收到沂源县国有资产管理委员会无偿划转的公司股份，成为公司最大的持股股东。截至 2024Q3，沂源县财政局通过鲁中投资间接持有公司 19.5%股权，为公司实控人。公司旗下有包括四川绵竹药玻、康瑞药玻等 8 家全资控股子公司。

图3：公司拥有 8 家全资控股子公司



资料来源：Wind、开源证券研究所；注：数据截至 2024Q3

上市后连续三次增发扩张产能。公司分别于 2007 年非公开发行 3488 万股，募集资金 3 亿元，药用玻璃窑炉节能技术改造项目、新型生物制剂包装材料项目、高档轻量薄壁棕色药用玻璃瓶项目等；2016 年非公开发行股票 4617 万股，募集资金 6.76 亿元，用于定增扩产 18 亿支中硼硅管制瓶等；2022 年非公开发行股票 6865 万股，募集资金 18.66 亿元，用于增扩建一级耐水药用玻璃瓶项目，年产 5.6 亿支预

灌封注射器扩产改造项目等。

表1：公司上市后三次增发募资

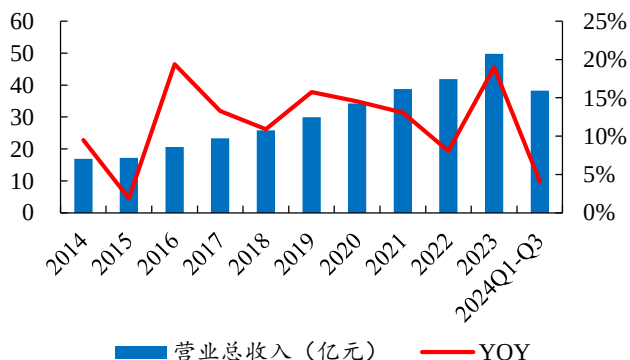
时间	公司募投项目情况	募集资金 (亿元)
2002 年	年产 1.8 亿元只高档棕色药用玻璃瓶生产线、高档生物制剂模制瓶、轻量薄壁高档药用玻璃瓶项目、年产 1.04 亿只药用塑料瓶生产线项目、年产 20 亿只药用铝塑组合盖生产线、年产 5 亿只丁基胶塞生产线项目等	3.90
2007 年	药用玻璃窑炉节能技术改造项目、新型生物制剂包装材料项目、高档轻量薄壁棕色药用玻璃瓶项目等	3.00
2016 年	定增扩产 18 亿支中硼硅管制瓶	6.76
2022 年	定增扩建一级耐水药用玻璃瓶项目，年产 5.6 亿支预灌封注射器扩产改造项目等	18.66

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、业绩长期稳健增长，盈利能力逐年提升

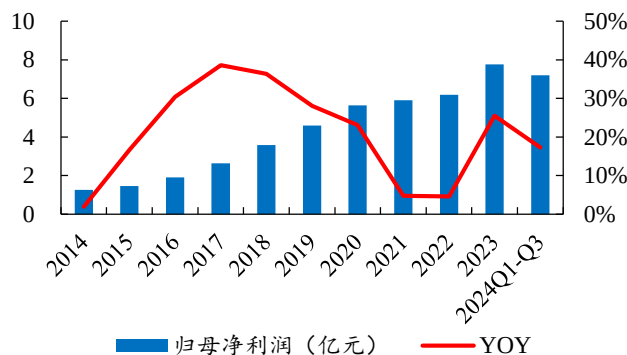
营收与归母净利稳健增长。2013-2023 年公司营业收入 CAGR 为 12.4%，归母净利 CAGR 为 20.3%。2023、2024 前三季度年公司实现营业收入 49.82、38.25 亿元，分别同比+18.98%、+4.12%；实现归母净利 7.76、7.20 亿元，分别同比+25.48%、+17.29%；2023 年及 2024 前三季度业绩增长较快主因中硼硅模制瓶放量加速及原材料成本下行。

图4：公司营业收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

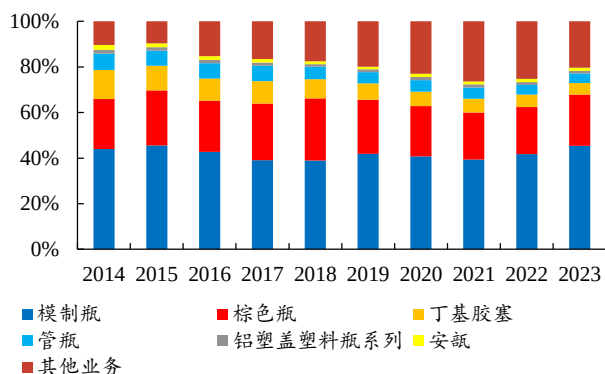
图5：公司归母净利润稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

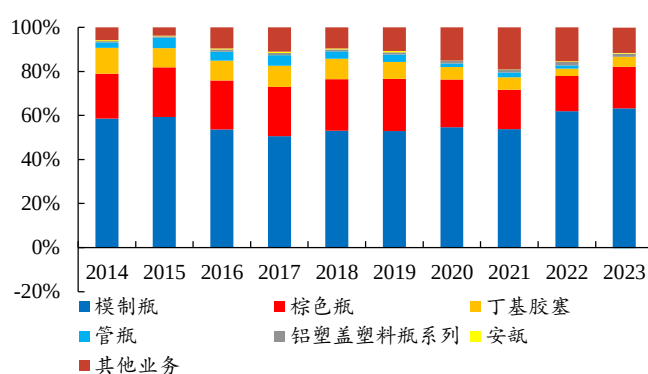
模制瓶和棕色瓶贡献主要营收和毛利。2023 年公司模制瓶和棕色瓶营收分别为 22.64 亿元和 11.18 亿元，占总营收比重分别达 45.44%和 22.44%；另外，丁基胶塞/管瓶/铝塑盖塑料瓶系列/安瓿产品收入分别为 2.56/2.05/0.56/0.73 亿元，收入占比分别为 5.14%/4.11%/1.12%/1.47%。2023 年模制瓶和棕色瓶毛利分别为 8.87/2.66 亿元，占比分别为 63.49%/19.04%。毛利率方面，收入占比较高的模制瓶和棕色瓶毛利率较高，管瓶和安瓿毛利率较低。

图6：公司模制瓶和棕色瓶贡献主要营收



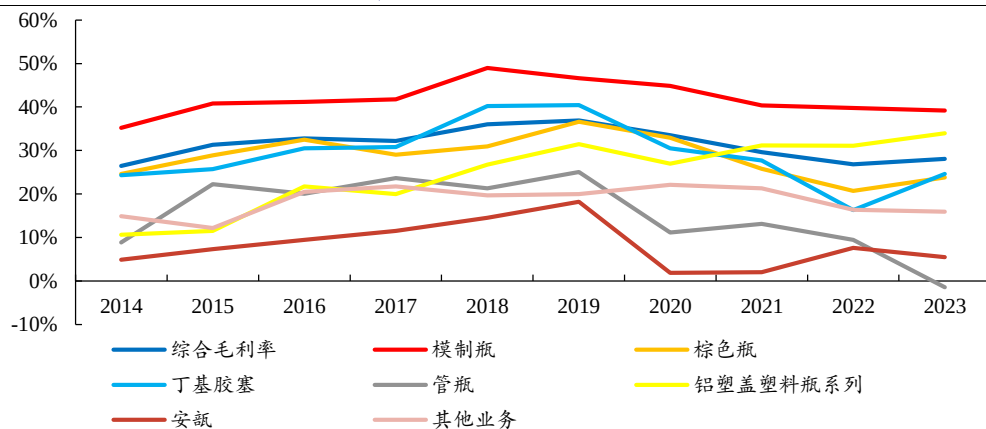
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司模制瓶和棕色瓶贡献主要毛利



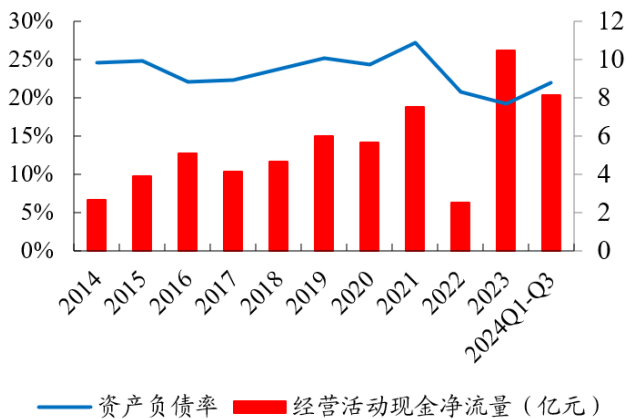
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司模制瓶和棕色瓶毛利率较高

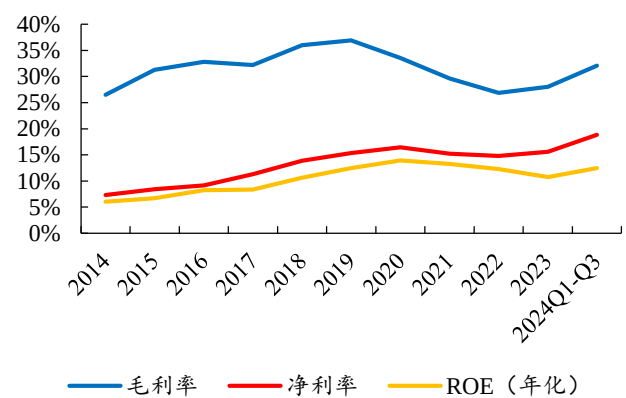


数据来源：Wind、开源证券研究所

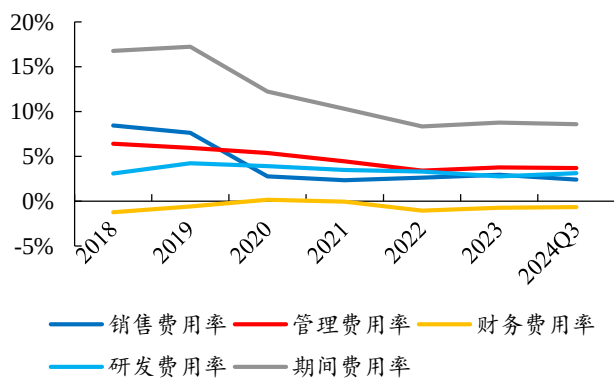
资产负债率低位，盈利能力逐年提升。公司资产负债率 2014-2022 年长期维持在 25%左右，2022 年募资后资产负债率大幅下降，截至 2024Q3 末资产负债率仅为 21.96%。经营活动现金净流量总体保持稳步增长趋势，2024 前三季为 8.13 亿元。毛利率长期保持在 25%水平以上，2019-2022 年有所下滑，主因能源及原材料成本上升，2023 年及 2024 前三季毛利率已触底反弹，主因能源和原材料成本有所回落以及中硼硅模制瓶放量；净利率稳中有升，2024 前三季达到 18.84%，主要是期间费用率近年来明显下降，比如 2020 年后销售费用率大幅下滑，带动期间费用率由 2019 年的 17.25%快速下降至 2024 前三季的 8.61%。近年来，公司期间费用率处于同行中较低水平。公司 ROE 稳步提升，2024 前三季为 9.37%，年化 ROE 为 12.49%，较 2023 年提升 1.76pct。

图9：公司资产负债率低位，现金流总体稳步增长


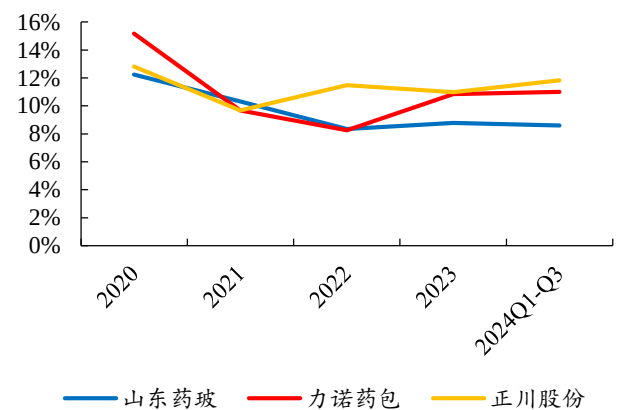
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司盈利能力呈提升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司近年来期间费用率大幅下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司期间费用率处于同行中较低水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、“一致性评价+集采”有望致中硼硅需求高增

2.1、中硼硅玻璃已是国际主流，国内中硼硅玻璃管生产技术有待提高

中硼硅玻璃优势诸多且已是国际主流。根据组分不同，药用玻璃可分为钠钙玻璃和硼硅玻璃两大类，其中硼硅玻璃又细分为低硼硅、中硼硅、高硼硅玻璃三类。三种硼硅玻璃的化学稳定性和热稳定性逐渐增加。硼含量越高，线热膨胀系数越小，化学稳定性越好，但成型难度和成本也相应增加。低硼硅玻璃的硼含量较低，玻璃熔化温度低，生产难度相对较低，是我国上世纪 60 代自主研发的品种，为目前国内主流的药用玻璃材料；高硼硅玻璃的抗热冲击性能和耐水性能最佳，但由于生产成本高，成型难度大，在药用玻璃的应用较少，多见于实验室玻璃仪器和日用耐热玻璃等；中硼硅玻璃作为药用玻璃在性能、成型难度、成本三个方面具有诸多优势，是目前国际广泛使用的医用玻璃材料。

表2：中硼硅玻璃作为药用玻璃具有诸多优势

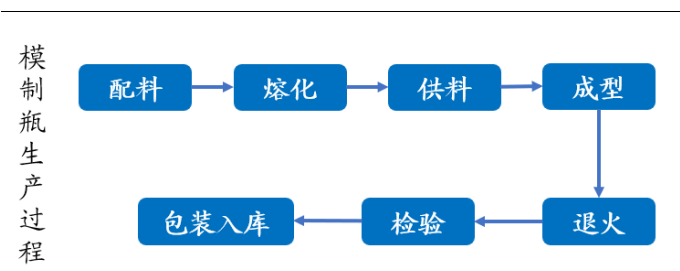
玻璃种类	低硼硅玻璃	中硼硅玻璃	高硼硅玻璃
氧化硼含量%（质量分数）	5-7	7-12	>12
线热膨胀系数 $10^{-6} \cdot K^{-1}$	6.0-7.5	4.0-5.0	3.3
耐水性	1 级	1 级	1 级
耐酸性		1 级	1 级
耐碱性		2 级	2 级
熔化温度/°C	≤1500	1500-1650	≥1650
生产成本	中等	较高	高
成型难度	中等	较难	困难
优缺点	线热膨胀系数较大，强度、抗热振性、耐冷冻性较差、存储冻干制剂时瓶子容易破裂；化学稳定性较差，但生产成本低，成型难度不高。		
	线热膨胀系数小，化学稳定性优异，可以有效保障药品安全；生产成本中等，有一定的成型难度；目前成型技术已经完善。		
	线热膨胀系数小，化学稳定性优异；但生产成本较高，成型难度大。		

资料来源：《中硼硅药用玻璃发展现状和趋势》蔡冬雪等、开源证券研究所

药用玻璃可分为模制瓶和管制瓶。模制瓶主要针对规格较大的产品，可以通过专用模具一次成型，相对管制瓶步骤少、生产难度更低；模制瓶药瓶瓶壁较厚，机械强度高。管制瓶主要针对无法通过模具一次成型的小规格药瓶，需要经过拉管和制瓶二次工艺成型，步骤较模制瓶复杂，生产难度大，拉管环节是主要技术难点；常见的管制瓶包括安瓿瓶、卡式瓶、预灌封注射器，这种药瓶瓶壁较薄，厚度均匀。

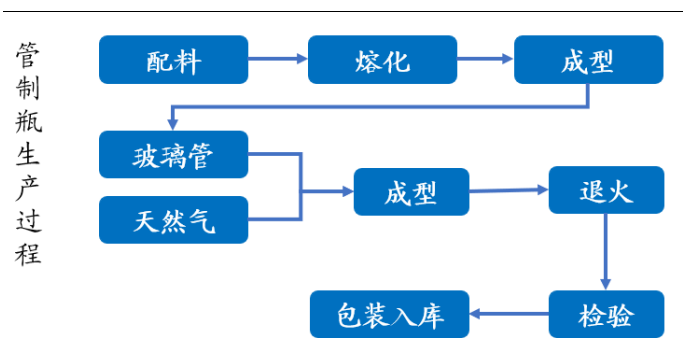
国内中硼硅玻璃管生产技术有待提高，主要依赖外企供应。生产中硼硅药用玻璃管具有较高难度，国内中硼硅玻璃管供应商主要有肖特、康宁、NEG 等外国企业，而国内仅有凯盛君恒、山东药玻、力诺药包等少数企业可以生产中硼硅药用玻璃管，但规模较小，良品率、质量与进口产品有差距。在中硼硅管制瓶产业链上，国内企业主要参与制瓶环节。

图13：模制瓶通过专用模具一次成型



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图14：管制瓶经过拉管和制瓶二次工艺成型



资料来源：公司公告、开源证券研究所

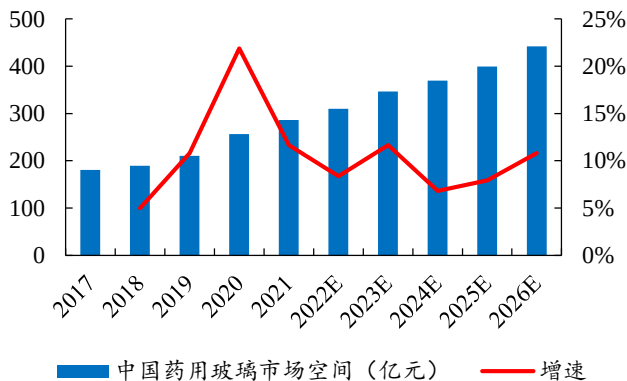
2.2、药用玻璃市场规模稳健增长，中硼硅渗透率快速提升

2.2.1、药用玻璃市场规模稳健增长，“一致性评价+集采”中硼硅渗透率快速提升

药用玻璃行业市场规模稳健增长。2024 年国内人均医疗保健消费支出 2547 元，同比增长 3.6%。医药行业具有广阔的市场增长空间，药用玻璃行业市场规模有望随着医药行业市场规模的扩张而增长。根据头豹研究院，2021 年我国药用玻璃市场规模为 286.1 亿元，2023 年我国药用玻璃市场规模约为 346.2 亿元，2026 年有望达到

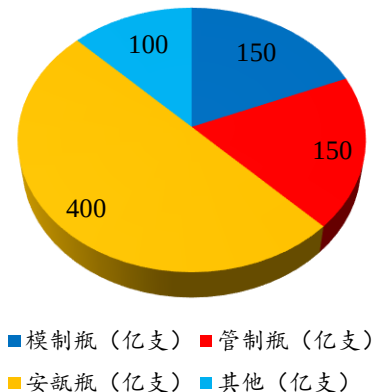
442.3 亿元，2023-2026 年复合增长率为 8.5%，药用玻璃市场规模有望保持稳步增长。从量上看，根据制药网相关统计数据，2021 年国内主要药用玻璃产品年需求量约 800 亿支，其中模制瓶和管制瓶需求各约 150 亿支，安瓿瓶需求近 400 亿支。

图15：中国药用玻璃市场规模 2026 年预计达 442 亿元



数据来源：头豹研究院、新浪财经、开源证券研究所

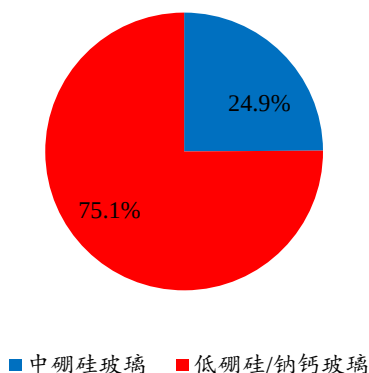
图16：2021 年国内主要药用玻璃产品年需求约 800 亿支



数据来源：力诺药包招股书、制药网、开源证券研究所

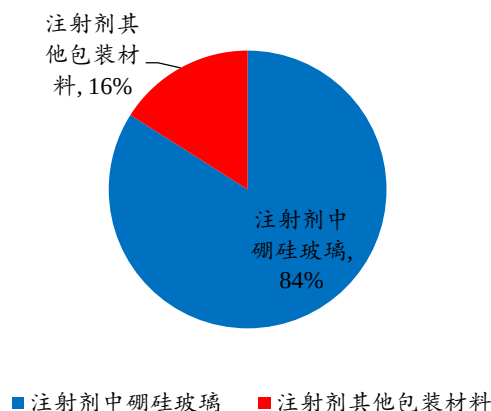
国内中硼硅药用玻璃渗透率有较大提升空间。据头豹研究院预测，我国 2024 年中硼硅药用玻璃渗透率为 24.9%。国际市场上中硼硅玻璃药包材是主流的注射剂包装，美国市场中硼硅玻璃药包材占比高达 84%，相较于国际水平，我国中硼硅玻璃渗透率仍有较大提升空间。中国玻璃网预计 2030 年前将会有 30%-40% 的药用玻璃由低硼硅玻璃、钠钙玻璃升级为中硼硅玻璃。

图17：2024 年国内中硼硅药用玻璃渗透率预计为 24.9%



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

图18：美国市场中硼硅玻璃药包材占比高达 84%



数据来源：21 世纪经济报道、开源证券研究所

一致性评价要求仿制药包材不低于原研药。2016 年后国家陆续出台政策鼓励注射剂包装材料由低硼硅玻璃和钠钙玻璃向中硼硅玻璃转换。2020 年 5 月，国家药监局发布了《开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》明确指出，注射剂使用的直接接触药品的包装材料和容器应符合总局颁布的包材标准，所用包材不应低于原研药所用包材，而国际主流原研注射剂药物普遍选择中硼硅玻璃作为药用玻璃材料。

通过一致性评价的药品优先参与集采。2021 年 1 月《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的实施意见》出台，要求挂网药品通过一致性评价的仿制药数量超过 3 个的，在确保供应的前提下，集中带量采购不再选用未通过一致性评

价的产品。

表3：一致性评价要求仿制药包材不低于原研药

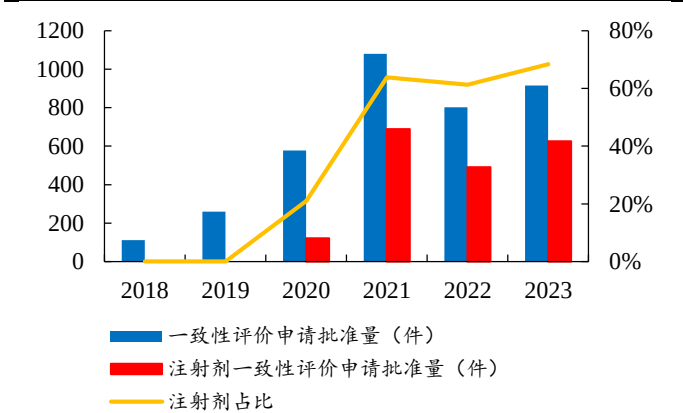
时间	政策	具体内容
2016 年 10 月	六部门包含国家食品药品监督管理总局印发《医药工业发展规划指南》	指出“加快包装系统产品升级，开发应用安全性高、质量性能好新型材料，重点加快注射剂包装由低硼硅玻璃瓶向中性硼硅玻璃瓶转换”。
2017 年 10 月	国务院办公厅印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	提出开展药品注射剂再评价，力争用 5-10 年左右时间基本完成。
2017 年 12 月	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	注射剂使用的直接接触药品的包装材料和容器应符合总局颁布的包材标准，不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻璃。
2020 年 5 月	国家药监局发布了《开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》	已上市的化学药品注射剂仿制药，未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价，注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂一致。
2021 年 1 月	《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的实施意见》出台	挂网药品通过一致性评价的仿制药数量超过 3 个的，在确保供应的前提下，集中带量采购不再选用未通过一致性评价的产品。
2024 年 8 月	国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见等	通过一致性评价的药品品种，在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用。

资料来源：中国政府网、国家药监局、陕西省药监局、开源证券研究所

“一致性评价+集采”政策推动中硼硅药用玻璃需求高速增长。集采注射剂占比提升为药企提供过评动力，据 CDE 数据，自 2018 年以来药品一致性评价批准量大幅增长，2021、2022、2023 年分别为 1080/802/915 件，其中注射剂一致性评价批准量达 689、491、626 件，占比均超 60%。由于国外注射剂原研药多采用中硼硅药用玻璃为包材，注射剂一致性评价过评数的大幅上升推动中硼硅药用玻璃需求高速增长。

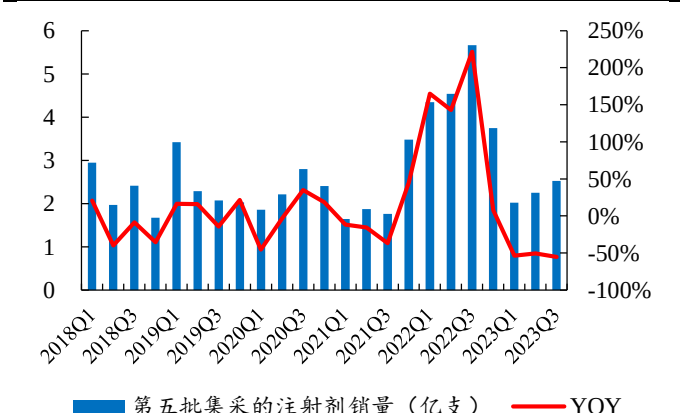
药品通过集采后销量大幅提高亦能助推中硼硅药用玻璃放量。我们以第五批集采（2021 年 10 月开始执行）为例，中标第五批集采的所有注射剂销量总和于 2021Q4-2022Q3 的增速分别达到 44.7%、164.8%、142.9%和 221.6%，集采执行后第二至第四个季度销量增长超一倍。

图19：2021 年以来药品注射剂一致性评价批准量大幅增长，占比超 60%



数据来源：国家药监局、开源证券研究所

图20：第五批集采中标注射剂（2021 年 10 月开始执行）集采执行后销量总和较集采前翻倍



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

预计中硼硅药用玻璃市场规模增速接近 30%。据头豹研究院数据，预计在中硼硅药用玻璃渗透率从 2024 年的 24.9%提升至 2026 年的 33.3%，在此基础上，我国

中硼硅药用玻璃市场规模将由 2023 年的 67.2 亿元增长至 2026 年的 147.3 亿元，2023-2026 年复合增长率为 29.9%（国内药用玻璃市场规模同期复合增速预计为 8.5%）。

表4：预计国内中硼硅药用玻璃市场规模增速在 30%左右

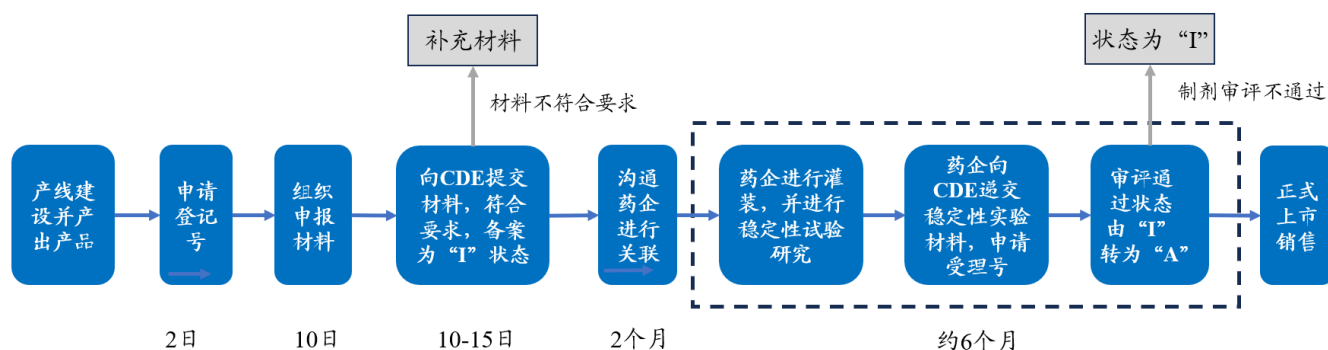
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
中国药用玻璃市场规模（亿元）	180.7	189.7	210.2	256.2	286.1	310.1	346.2	369.8	399.1	442.3
同比增速		5.0%	10.8%	21.9%	11.7%	8.4%	11.6%	6.8%	7.9%	10.8%
中硼硅渗透率	8.9%	9.9%	10.0%	14.9%	15.4%	17.4%	19.4%	24.9%	29.3%	33.3%
中硼硅药用玻璃市场规模（亿元）	16.1	18.8	21.0	38.2	44.1	54.0	67.2	92.1	116.9	147.3
同比增速		16.8%	11.9%	81.6%	15.4%	22.5%	24.5%	37.1%	27.0%	26.0%

数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

2.2.2、关联审批制度推动集中度提升

医药原辅料包材关联审批制度推动行业集中度提升，利好龙头企业。药品与药用原辅料和包装材料实行关联审批，是指原辅包（原料药、药用辅料、直接接触药品的包装材料和容器）与制剂共同审评审批的管理制度，国家对原辅包不再单独进行审评审批。关联审批制度要求原辅包登记人在登记平台上登记，药品制剂注册申请人提交注册申请时与已登记原辅包进行关联，药品制剂获得批准时，即表明其关联的原辅包通过了技术审评，登记平台标识为“A”；未通过技术审评或尚未与制剂注册进行关联的标识为“I”。由于药企不能使用未按照规定审评、审批的原料药、包装材料和容器生产药品，药企在选择药包材供应商时也会更加谨慎，倾向于与头部药用包材企业建立长期稳定合作关系，一旦药用包材通过关联审批后，药企不会轻易更换供应商，使药品包装行业形成渠道壁垒，关联审批制度利好头部药用包材企业。

图21：关联审批的周期较长



资料来源：中国政府网、开源证券研究所

表5：关联审批制度推动集中度提升

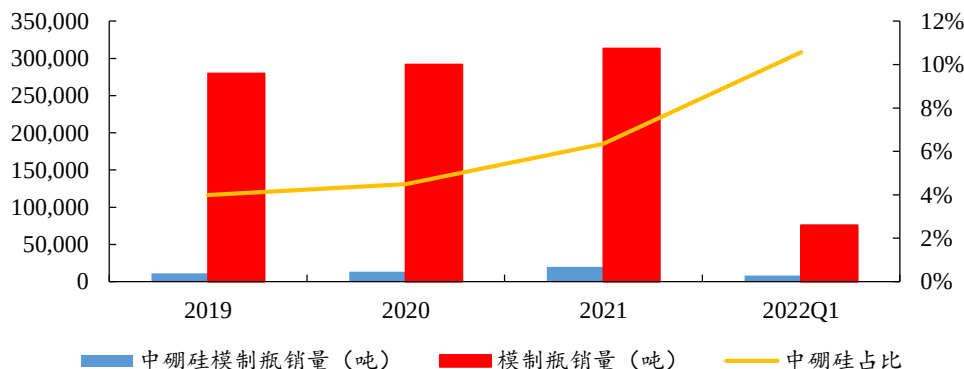
时间	政策	具体内容
2015 年 8 月	国务院发布《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	要求简化药品审批程序，完善药品监管体系，实行药品与药用包装材料、药用辅料关联审批， 将药用包装材料、药用辅料单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评审批。
2019 年 7 月	国家药监局发布《关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》	药品制剂注册申请与已登记原辅包进行关联，药品制剂获得批准时，即表明其关联的原辅包通过了技术审评，登记平台标识为“A”；未通过技术审评或尚未与制剂注册进行关联的标识为“T”。
2019 年 8 月	实施修订后的《中华人民共和国药品管理法》	对化学原料药一并审评审批，对相关辅料、直接接触药品的包装材料和容器一并审评，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并核准。

资料来源：中国政府网、国家药监局、开源证券研究所

3、龙头优势稳固，中硼硅放量续写成长

3.1、模制瓶龙头，市场份额与毛利率双高

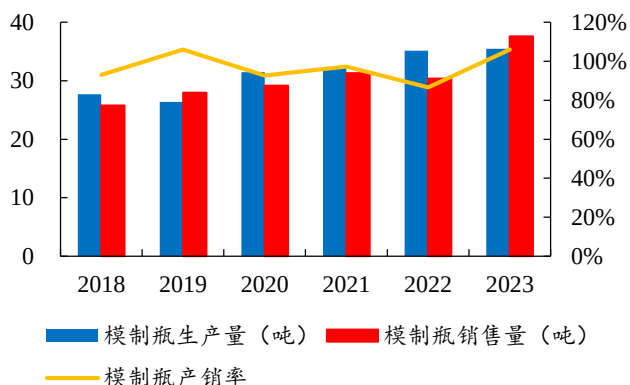
模制瓶龙头，较早布局中硼硅模制瓶。公司从 1977 年开始生产模制瓶，公司主导产品钠钙玻璃模制注射剂瓶年产 60 亿支，国内市场占有率达到 80%以上，是国内模制瓶领域的龙头。公司现有模制瓶产能大部分为钠钙玻璃产品和低硼硅玻璃产品，近几年来，公司积极布局中硼硅模制瓶的研发生产，2019-2022Q1 中硼硅模制瓶在模制瓶销量中占比由 4%提升至 10.6%。2022 年 8 月公司定增建设 40 亿支（约为 23 万吨）一级耐水药用玻璃瓶项目，项目产品以中硼硅玻璃模制瓶为主，截至 2024 年 6 月底一类模制瓶年化产能 24-25 亿支左右。

图22：2019-2022Q1 中硼硅模制瓶在模制瓶销量中占比由 4%提升至 10.5%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

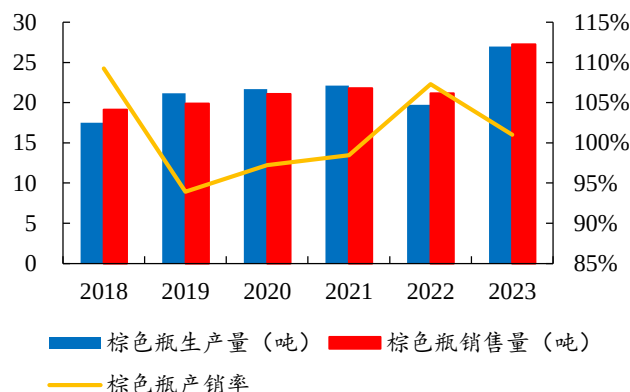
模制瓶盈利能力强，中硼硅扩产贡献弹性。公司核心产品模制瓶和棕色瓶产销率长期超 90%，模制瓶毛利率基本维持在 40 %左右，显著高于管制瓶盈利水平。公司 2022 年新建项目中硼硅药用玻璃瓶、棕色瓶及耐碱玻璃瓶（主要为模制瓶）测算单价分别为 9450、15125 及 14710 元/吨，显著高于 2023 年公司模制瓶和棕色瓶综合单价（大部分产品材质非中硼硅玻璃）。随着公司中硼硅模制瓶项目产能逐步释放，预计公司模制瓶盈利能力有望进一步提升。

图23：公司模制瓶产销率长期超 90%



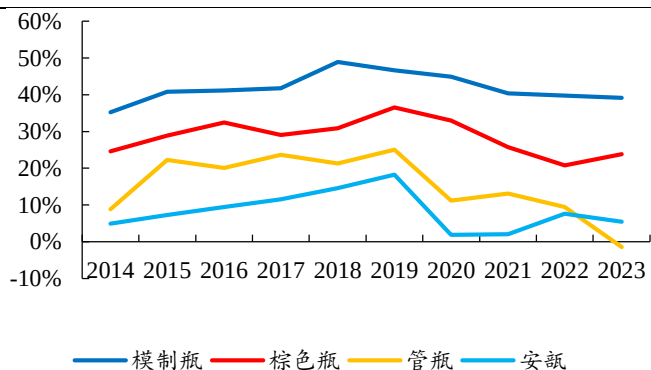
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：公司棕色瓶产销率长期超 90%



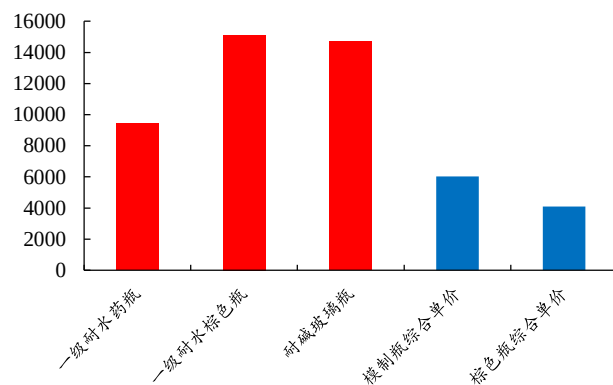
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：公司模制瓶毛利率显著高于管制瓶



数据来源：Wind、开源证券研究所

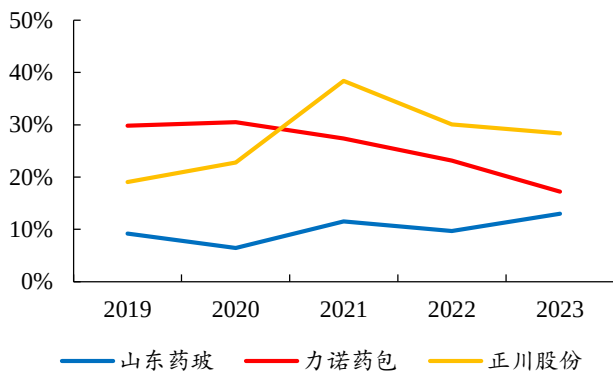
图26：募投项目产品以中硼硅玻璃材质为主，单价较高 (元/吨)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

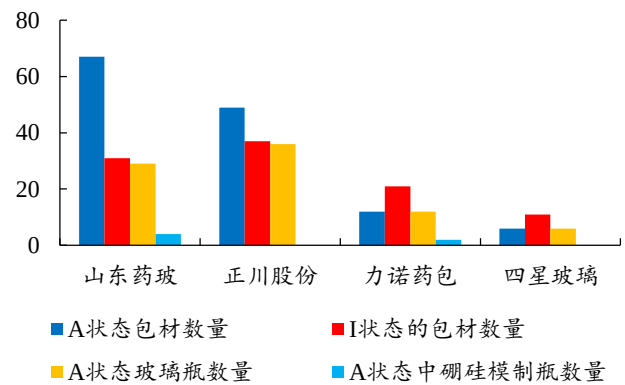
过评包材数量领先同行，具有显著先发优势和渠道壁垒。医药包装材料行业壁垒之一是渠道壁垒，考虑到药品安全性及相容性验证等因素，客户一般不会轻易更换供应商，庞大的客户渠道资源使得公司具备较好竞争优势。据国家药监局披露，截至 2025 年 1 月 6 日，公司已批准上市（A 状态）的包材数和尚未通过与制剂共同审评审批（I 状态）的包材数分别为 67、31 个，其中，通过 A 状态的玻璃瓶和中硼硅模制瓶产品数量分别为 29、4 个，均处于领先地位。公司与上药集团、广药集团、哈药集团、辉瑞制药、葛兰素、勃林格等 3000 多家中外制药厂家均建立了长期稳定的供货关系。公司拥有广泛的客户资源，对大客户的依赖度较低，2023 年前五大客户占比约 13%，显著低于同行。

图27：公司前五大客户集中度低于同行，分散供应风险



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：公司关联审批过批包材数量优势显著（个）



数据来源：国家药监局（数据截至 2025 年 1 月 6 日）、开源证券研究所

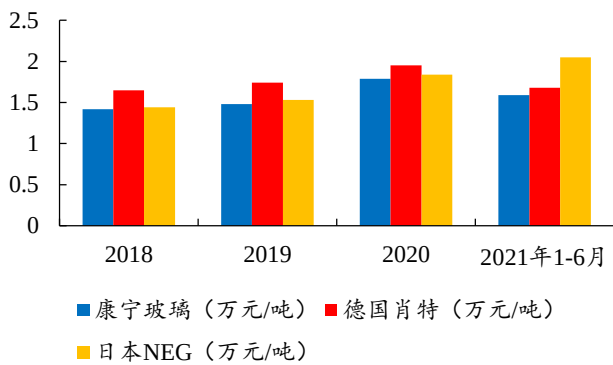
表6：公司中硼硅模制瓶产品通过 A 状态品种领先同行

企业名称	品种名称	规格	更新日期	与制剂共同审评审批结果
福建龙威药用玻璃有限公司	中硼硅玻璃输液瓶	50ml-1000ml	2023/11/20	A
山东鼎新医药包装集团有限公司	中硼硅玻璃输液瓶	2ml-500ml	2024/12/31	A
山东力诺医药包装股份有限公司	中硼硅玻璃输液瓶	50ml-1000ml	2024/12/20	A
山东省药用玻璃股份有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	2ml-500ml	2024/12/20	A
	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	5ml-100ml	2024/6/12	A
	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	2ml-500ml	2019/11/4	A
	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	2ml-200ml	2022/6/10	A
	中硼硅玻璃输液瓶	50ml-1000ml	2023/9/8	A
四川省阆中光明玻璃制品有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶		2021/3/12	A
	中硼硅玻璃输液瓶		2025/1/26	A

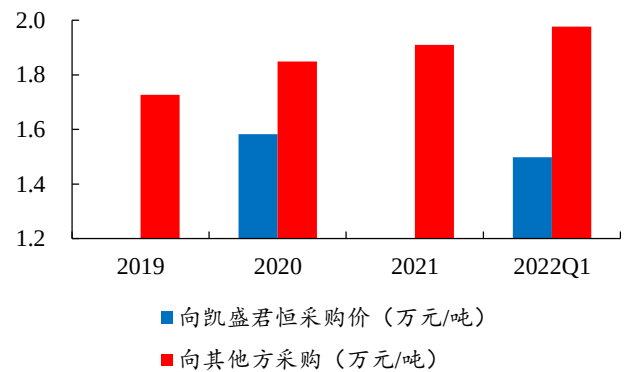
资料来源：国家药监局（数据截至 2025 年 3 月 1 日）、开源证券研究所

3.2、自产中硼硅玻璃管，自主把控质量，降低成本

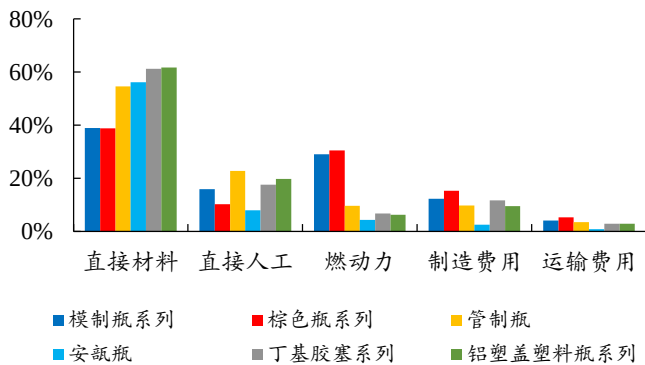
中硼硅玻璃管生产难度大、定价高，挤压下游制瓶环节利润。中硼硅管制瓶生产的两个环节中，拉管环节生产工艺难度大，目前良品率高、质量稳定的成熟生产商仅有肖特、康宁等少数外资企业，因此中硼硅玻璃管从产品供应到定价均受制于供应商。2022Q1 公司自凯盛君恒和其他公司（肖特、康宁等）玻管采购均价分别约为 15、20 元/公斤，据公司募投项目测算，2022Q1 公司自产中硼硅玻璃管单价约为 11.8 元/公斤。力诺药包 2020 年向肖特、康宁和 NEG 采购的中硼硅玻璃管价格分别为 19.5 元/公斤、17.9 元/公斤和 18.4 元/公斤。由此可见，外采中硼硅玻璃管的成本远高于自产拉管。中硼硅玻璃管的高定价挤压了下游制瓶环节利润，2023 年公司管制瓶和安瓿瓶（管制系列）直接材料占成本比重达到 50%/57%，远高于模制瓶的 36%。此外，原材料定价权受制于人也为公司盈利能力的稳定性带来挑战，2020 年由于中硼硅玻璃管涨价幅度较大，各公司中硼硅管制瓶的毛利率均有较大幅度下滑。

图29：力诺药包外采中硼硅玻璃管价格较高


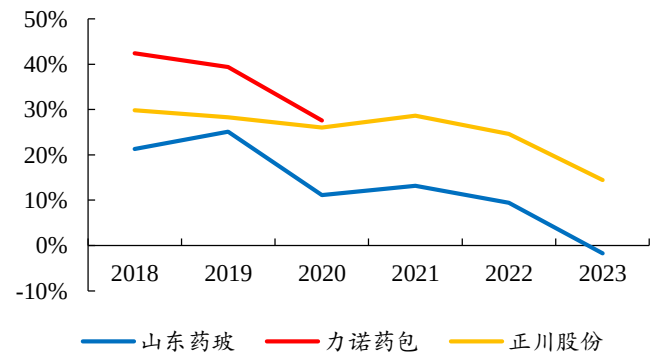
数据来源：力诺药包招股书、开源证券研究所

图30：国内外中硼硅玻璃管价格差距较大


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2023 年公司管制瓶和安瓿瓶直接材料占成本比重达到 50%/57%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：2020 年由于中硼硅玻璃管涨价幅度较大，各公司中硼硅管制瓶的毛利率均有较大幅度下滑


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

中硼硅玻璃管投产顺利，管制瓶毛利率有望大幅上升。2019-2020 年，公司中硼硅玻璃管全部外购。2020 年初公司重启中硼硅玻璃管试产，加大自制中硼硅玻璃管量产的研发投入；2020 年 Q4 公司自制中硼硅玻璃管产品质量、成品率逐步稳定；自 2021 年起，公司小部分一级耐水管制玻璃瓶产品开始使用自制中硼硅玻璃管，公司目前（根据 2024 年 11 月公告）自产中硼硅玻璃管良品率为 70%左右，相较肖特、康宁的良品率仍有 5-10%的差距。自产中硼硅玻璃管具有诸多好处：（1）抛开进口的限制，避免贸易政策对公司业绩的影响；（2）可以自主把控产品质量；（3）有效降低成本。随着公司拉管技术的持续进步、良率逐步提升，公司的管制瓶毛利率有望大幅上升。

3.3、预灌封附加值高，下游需求潜力足

预灌封注射器具有高附加值的特点。预灌封注射器属于管制系列的一种，广泛应用于生物制品、生化类产品、抗血栓药、美容产品等高产值产品的包装，具有精准给药、使用方便、节省时间、减少药品污染、药液使用率高等多种优势，属于高附加值产品。目前国内主要的预灌封注射器组合件生产企业有山东药玻、威高股份、宁波正力、淄博民康等。根据新思界产业研究中心数据，2022 年我国预灌封注射器市场规模约为 68.5 亿元，同比增长 8.4%。

预灌封下游需求潜力足。预灌封下游的潜在应用包括疫苗、医美（非手术类）

和生物制剂。据瑞科生物招股书，我国疫苗市场产值从2016年的271亿元增长至2020年的753亿元，CAGR为29.1%；预计2030年我国疫苗市场产值将达到3333亿元，为2020年市场产值的4.4倍，2020年到2030年的CAGR达到16%。预灌封注射器作为包装和给药双重功能的设备，具有无菌灌装、精准注射等优势，有助于让医美药物注射过程更安全、便捷、舒适，在非手术类项目中的填充注射类项目有广阔的应用空间。据爱美客招股书，预计2030年我国非手术市场规模将达到4166亿元，2021年到2030年的CAGR为17.6%。随着国内疫苗市场、非手术医疗美容市场和生物制品市场规模的不断扩大，我们预计预灌封注射器市场规模将拥有长期稳定的增长。

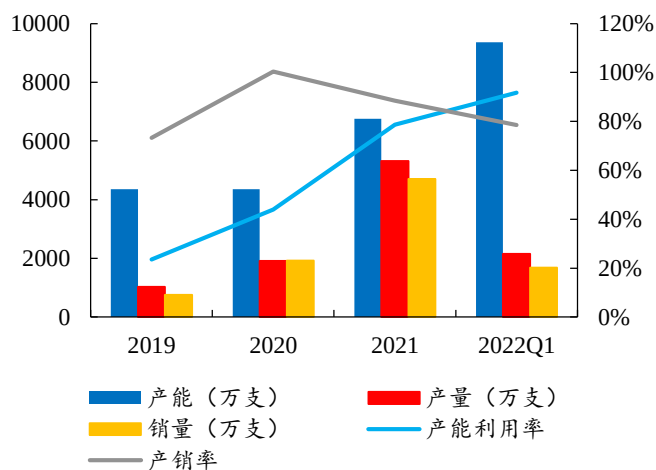
产能扩增计划有望成为业绩催化剂。2019年公司预灌封产品销量为751万支，2021年达4703.72万支，销量增长超过6倍，产销率维持在70%以上。公司产品近年来产能利用率不断提高，从2019年的23.50%上升至2021年的78.68%，2022年1-3月产能利用率高达91.79%。公司的预灌封注射器产能逐渐饱和，面对预灌封产品市场日益旺盛的需求，公司2022年募资投产项目“年产5.6亿只预灌封注射器扩产改造项目”有望成为新业绩驱动力。

图33：预灌封为新型高端注射器



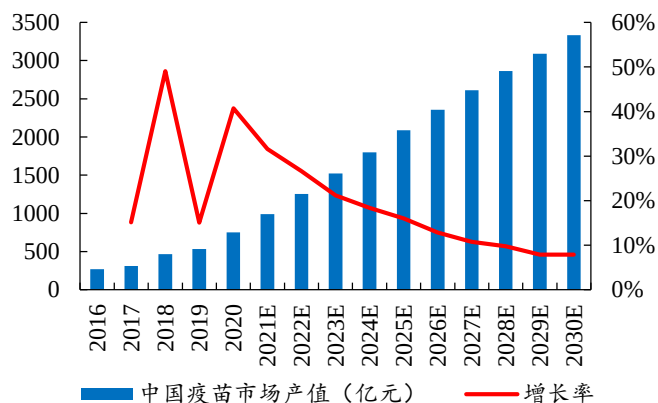
资料来源：中山大学附属肿瘤医院物流科

图34：预灌封产能利用率大幅提升



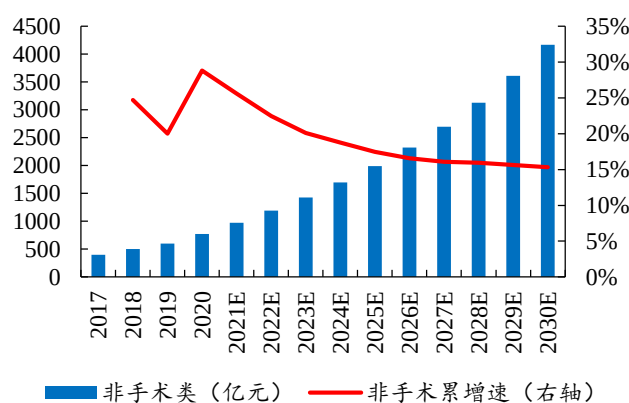
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：预计 2030 年我国疫苗市场产值将达到 3333 亿元



数据来源：瑞科生物招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图36：2030 年我国非手术市场规模预计达到 4166 亿元



数据来源：爱美客招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

预灌封已形成较为稳定的销售渠道和客户群体。公司现有预灌封注射器产品质量符合国家及客户标准，公司已建立了较为完善的生产控制体系、质量管理体系，产品质量稳定，得到了客户认可，并已形成较为稳定的销售渠道和客户群体。公司现有客户包括北京生物、科兴中维等新冠疫苗生产厂家以及华兰疫苗、华熙生物等非新冠疫苗、医美产品生产厂家。公司预灌封产品现有客户均处于行业领先地位，涵盖预灌封注射器应用各类领域，公司与现有客户的稳定合作使得公司预灌封注射器产品在未来销售方面具有一定的客户基础和先发优势。

3.4、纯碱价格对毛利率的影响测算

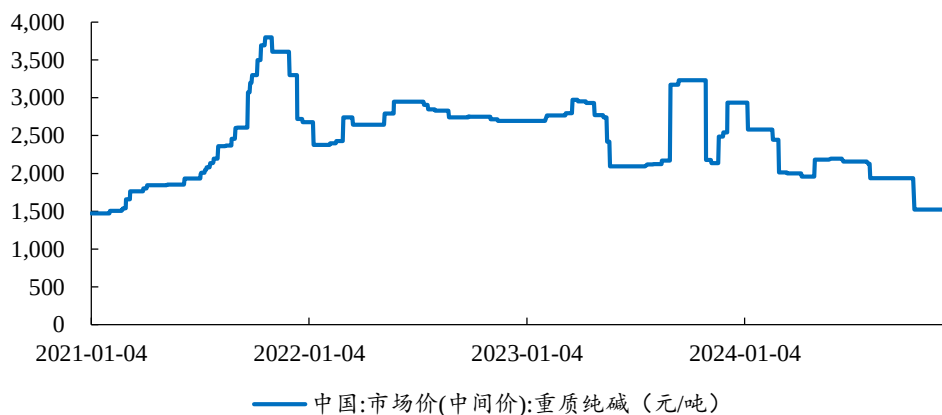
纯碱价格变动对模制瓶和棕色瓶毛利率影响显著。公司纯碱用量较大的产品主要有钠钙模制瓶、钠钙棕色瓶。据公司 2019-2021 年环评报告公示信息，年产 19 亿只日化瓶和 5 亿只输液瓶项目（合计对应 142560 吨/年）的纯碱用量在 37763 吨/年，对应每吨钠钙模制瓶的纯碱用量为 0.265 吨；年产 3.6 亿支一级耐水药用玻璃瓶（中硼硅模制瓶）的纯碱用量为 90 吨，对应中硼硅模制瓶的单位纯碱用量为 25 吨/亿支；年产 2.1 亿支钠钙模制瓶项目纯碱用量 550 吨，对应的钠钙模制瓶单位纯碱用量为 262 吨/亿支，中硼硅模制瓶的单位纯碱消耗量仅为钠钙模制瓶的 1/10。

纯碱价格每下降 200 元/吨，公司模制瓶的毛利率可以提升 0.64pct。2023 年公司模制瓶/棕色瓶单位成本分别为 3664、3125 元/吨，其中，材料成本分别为 1329、1168 元/吨，占比分别为 36.3%、37.4%。2023 年重质纯碱平均市场价为 2,618 元/吨，根据头豹研究院预测，2023 年中硼硅模制瓶渗透率为 19.4%，我们假设 2023 年中硼硅模制瓶占比为 20%，测算 2023 年单位纯碱成本在 569 元/吨，占模制瓶成本比重为 15.5%，其他成本为 3095 元/吨。参考头豹研究院预测数据，2025 年中硼硅模制瓶渗透率为 29.3%，我们假设 2025 年其他成本不变，中硼硅模制瓶占比提升至 30%，对纯碱价格对公司模制瓶毛利率的影响进行敏感性分析。根据测算结果，纯碱价格每下降 200 元/吨，公司模制瓶的毛利率可以提升 0.64pct。

表7：根据我们测算，纯碱价格每下降 200 元/吨，公司模制瓶的毛利率可以提升 0.64pct

纯碱降价幅度 (元/吨)	0	200	400	600	800	1000	1200	1400
纯碱价格 (元/吨)	2618	2418	2218	2018	1818	1618	1418	1218
钠钙单位纯碱用量 (吨/吨)	0.265	0.265	0.265	0.265	0.265	0.265	0.265	0.265
中硼硅单位纯碱用量 (吨/吨)	0.0265	0.0265	0.0265	0.0265	0.0265	0.0265	0.0265	0.0265
钠钙单位纯碱成本 (元/吨)	694	641	588	535	482	429	376	323
中硼硅单位纯碱成本 (元/吨)	69	64	59	53	48	43	38	32
模制瓶单位纯碱成本 (元/吨)	506	468	429	390	352	313	274	236
其他成本 (元/吨)	3095	3095	3095	3095	3095	3095	3095	3095
单位毛利 (元/吨)	2423	2461	2500	2539	2577	2616	2655	2693
单位售价 (元/吨)	6024	6024	6024	6024	6024	6024	6024	6024
毛利率	40.2%	40.9%	41.5%	42.1%	42.8%	43.4%	44.1%	44.7%

数据来源：Wind、公司项目环评报告、开源证券研究所

图37：纯碱价格波动幅度较大，2024 年年初以来，纯碱价格呈下行趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议：中硼硅放量致业绩增长，给予“买入”评级

营业收入：2022 年 8 月公司定增建设 40 亿支（约为 23 万吨）一级耐水药用玻璃瓶项目，项目产品以中硼硅玻璃模制瓶为主，截至 2024 年 6 月底一类模制瓶年化产能 24-25 亿支左右，2024 年上半年投产了 2 台 60T 电熔炉且有两个车间正在施工。假设公司中硼硅模制瓶产能顺利投放，带动模制瓶收入提升。我们预计 2024-2026 年模制瓶收入分别为 27.3、32.6、36.9 亿元；预计 2024-2026 棕色瓶增速分别为 +20%、+15%、+15%，对应收入分别为 13.4、15.5、17.8 亿元；2024-2026 年管制瓶收入分别为 2.2、2.3、2.4 亿元。2024-2026 年公司总体收入为 57.9、65.5、72.5 亿元。

毛利率：预计 2024-2026 年公司总体毛利率为 30.1%、31.3%、31.9%。考虑 2024 年纯碱等原材料成本或将进一步下降；同时，中硼硅模制瓶等高毛利产品的引入对整体毛利率提升也有影响。预计 2024-2026 年模制瓶毛利率分别为 42.2%、43.1%、43.6%，棕色瓶为 24%、24%、24%。

归母净利润：预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 10.22、12.37、14.24 亿元，同比+31.8%、+21.0%、+15.2%。

表8：公司分部盈利预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
模制瓶	收入（百万元）	2264	2731	3260	3688
	YOY	29.3%	20.6%	19.4%	13.1%
	毛利率	39.18%	42.2%	43.1%	43.6%
棕色瓶	收入（百万元）	1118	1344	1546	1777
	YOY	29.1%	20.2%	15.0%	15.0%
	毛利率	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
丁基胶塞	收入（百万元）	256	266	279	293
	YOY	12.8%	3.9%	5.0%	5.0%
	毛利率	24.6%	22.0%	22.0%	22.0%
管瓶	收入（百万元）	205	215	226	237
	YOY	18.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-1.5%	5.0%	5.0%	5.0%
铝塑盖塑料瓶系列	收入（百万元）	56	59	62	65
	YOY	-3.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.9%	32.0%	32.0%	32.0%
安瓿	收入（百万元）	73	77	80	85
	YOY	24.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	收入（百万元）	1010	1100	1100	1100
	YOY	-4.2%	8.9%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
总计	收入（百万元）	4982	5791	6553	7245
	YOY	19.0%	16.2%	13.2%	10.6%
	毛利率	28.0%	30.1%	31.3%	31.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

估值分析及投资建议：公司作为国内药玻行业龙头，核心壁垒稳固，护城河深厚。在定增资金加持下，中硼硅产能有望迅速扩充，驱动收入、利润高速增长。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.54、1.86、2.15 元/股，对应当前（2025 年 3 月 12 日）股价 PE 为 15.3、12.6、11.0 倍。我们选取力诺药包、旗滨集团作为可比公司，公司 PE 均低于可比公司平均，公司当前 PB 为 2.1，略高于可比公司平均。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表9：与可比公司相比，山东药玻估值相对较低

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
301188.SZ	力诺药包	39.0	0.7	1.1	1.3	1.6	58.7	36.8	30.2	24.0	2.7
601636.SH	旗滨集团	157.5	17.5	6.4	9.7	12.8	8.8	24.0	15.9	12.1	1.2
	平均值						33.8	30.4	23.1	18.0	1.9
600529.SH	山东药玻	155.8	7.8	10.2	12.4	14.2	20.1	15.3	12.6	11.0	2.1

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：总市值为 2025 年 3 月 12 日数据，旗滨集团盈利预测来自 Wind 一致预期，力诺药包和山东药玻盈利预测来自开源证券研究所

5、风险提示

募投项目进展低于预期：公司营收及业绩增量有赖于募投项目产能投放节奏，若募投项目进展不及预期，可能导致公司业绩实现不及预期。

产能消化不及预期：公司拟扩产中硼硅模制瓶 40 亿支以及预灌封注射器 5.6 亿支，产能规模相对较大，存在消化不及预期的风险。

原燃料价格波动超预期：公司产品价格相对较为稳定，影响盈利水平主要因素在于原燃料价格波动，若原燃料价格超预期波动，可能导致公司盈利实现不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5321	5546	6643	7265	9045
现金	1352	1466	1891	2415	3588
应收票据及应收账款	1478	1646	1829	2103	2244
其他应收款	2	2	4	2	4
预付账款	77	69	100	91	121
存货	1210	1055	1503	1342	1774
其他流动资产	1202	1308	1317	1312	1314
非流动资产	3463	3773	4012	4169	4235
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2346	2995	3256	3428	3512
无形资产	260	254	267	279	290
其他非流动资产	857	525	489	461	434
资产总计	8784	9319	10655	11434	13281
流动负债	1764	1727	2306	2064	2706
短期借款	5	2	2	2	2
应付票据及应付账款	1418	1394	1957	1702	2329
其他流动负债	341	331	348	360	375
非流动负债	59	58	58	58	58
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	59	58	58	58	58
负债合计	1823	1784	2364	2122	2764
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	3535	4112	4807	5646	6605
归属母公司股东权益	6962	7535	8291	9312	10517
负债和股东权益	8784	9319	10655	11434	13281

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	252	1048	1191	1204	1812
净利润	618	776	1022	1237	1424
折旧摊销	295	325	315	367	416
财务费用	-44	-36	-29	-33	-36
投资损失	-2	-18	-13	-15	-14
营运资金变动	-699	-58	-106	-356	19
其他经营现金流	83	60	2	3	4
投资活动现金流	-1488	-745	-529	-498	-455
资本支出	711	672	554	525	483
长期投资	-796	-112	0	0	0
其他投资现金流	18	39	25	27	27
筹资活动现金流	1668	-187	-236	-183	-184
短期借款	5	-3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	69	0	0	0	0
资本公积增加	1774	0	0	0	0
其他筹资现金流	-179	-183	-236	-183	-184
现金净增加额	452	126	425	523	1173

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4187	4982	5791	6553	7245
营业成本	3063	3585	4049	4504	4933
营业税金及附加	35	47	55	66	72
营业费用	111	148	156	174	188
管理费用	144	188	197	210	225
研发费用	139	138	151	157	167
财务费用	-44	-36	-29	-33	-36
资产减值损失	-40	-42	-51	-57	-64
其他收益	12	23	17	17	17
公允价值变动收益	4	23	14	15	16
投资净收益	2	18	13	15	14
资产处置收益	5	-6	-2	-3	-3
营业利润	711	916	1190	1448	1661
营业外收入	9	2	5	4	4
营业外支出	12	8	10	9	9
利润总额	708	911	1185	1443	1656
所得税	90	135	163	206	232
净利润	618	776	1022	1237	1424
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	618	776	1022	1237	1424
EBITDA	1003	1236	1500	1810	2072
EPS(元)	0.93	1.17	1.54	1.86	2.15

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	8.1	19.0	16.2	13.2	10.6
营业利润(%)	1.8	28.9	29.8	21.7	14.7
归属于母公司净利润(%)	4.6	25.5	31.8	21.0	15.2
获利能力					
毛利率(%)	26.8	28.0	30.1	31.3	31.9
净利率(%)	14.8	15.6	17.6	18.9	19.7
ROE(%)	8.9	10.3	12.3	13.3	13.5
ROIC(%)	8.8	10.2	12.2	13.2	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	20.7	19.1	22.2	18.6	20.8
净负债比率(%)	-18.5	-18.7	-22.1	-25.3	-33.6
流动比率	3.0	3.2	2.9	3.5	3.3
速动比率	2.3	2.5	2.2	2.8	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.1	5.4	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	4.3	4.9	4.7	4.8	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.17	1.54	1.86	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	1.58	1.79	1.81	2.73
每股净资产(最新摊薄)	10.49	11.35	12.49	14.03	15.85
估值比率					
P/E	25.2	20.1	15.3	12.6	11.0
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.2	10.5	8.4	6.6	5.2

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的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	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	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。

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

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

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

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