



2020-02-21

公司研究报告

买入/首次

山东药玻 (600529)

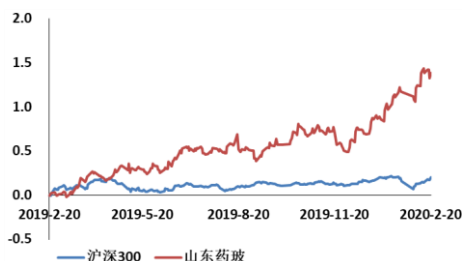
目标价: 41.7

昨收盘: 35.35

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

山东药玻：药用玻璃产业升级龙头和最大受益者

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	595/595
总市值/流通(百万元)	21000/21000
12 个月最高/最低(元)	14.56/36.17

相关研究报告：

证券分析师：杜佐远

电话：0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：王斌

电话：010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518100001

报告摘要

国内药玻行业龙头，模制瓶市占率领先；管理层激励充分，业绩释放动力充足

山东药玻是国内药玻行业龙头，产品包括模制瓶、棕色瓶、安瓿瓶、管制瓶、丁基胶塞、铝塑盖塑料瓶等。公司模制瓶市占率在 80% 以上，也是国内 2 家拥有中性硼硅模制瓶包材批文之一。公司管理层持股平台（淄博鑫联投资）持有公司 7.25% 股权，同时还设有激励基金制度，各项激励措施到位，业绩释放动力充足。2016 年起，公司连续 4 年归母净利润增速超过 30%。

一致性评价持续推进，药用玻璃产业升级在即

《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》，提出：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。目前国外医药企业普遍选择中性硼硅玻璃作为药用玻璃的材料，国内药品包装的玻璃瓶大多是即普通钠钙玻璃以及低硼硅玻璃，注射剂一致性评价的推进将开启我国药用玻璃产业升级之路。另一方面，原辅包实行关联审评审批制度，药品生产企业将倾向于与倾向选择行业内规模较大、质量较高以及具有品牌优势药包材生产企业进行长期合作，包材行业将呈现出强者恒强的态势。公司作为国内中性硼硅模制瓶龙头，未来市场地位稳固，有望成为药用玻璃产业升级的最大受益者。

中性硼硅模制瓶：替代需求空间巨大

我们对注射剂一致性评价开始后，中性硼硅玻璃模制/管制瓶潜在替代需求市场空间进行了测算。按 30%-50% 不等的替代率进行测算，中性硼硅模制瓶市场空间为 15.75-26.25 亿元，此外中性硼硅模制瓶也广泛用于血制品、对比剂等增速较快的产品之中，在上述测算的基础上，该产品销售峰值仍有较大幅度提升空间。假设毛利率为 60%，公司市占率为 90%，测算仅中性硼硅玻璃模制替代需求可增厚公司毛利约 8.51 亿元-14.18 亿元，占 2018 年毛利比例为 91-152%。

盈利预测和投资评级

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 29.50 亿元/34.32 亿元/39.78

亿元, 增速为 14%/16%/16%; 归母净利润分别为 4.72 亿元/6.36 元和 8.28 亿元, EPS 分别为 0.79 元/1.07 元/1.39 元, 增速为 32%/35%/30%。目前公司 20 年 PE 为 33X, 未来 3-5 年仍有望保持 25-30% 左右复合增速, 估值仍处于合理区间。给予 21 年 PE30X 估值, 1 年期目标价 41.7 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 原材料价格上涨导致毛利率下降; 注射剂一致性评价进度低于预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2585	2950	3432	3978
(+/-%)	11%	14%	16%	16%
净利润(百万元)	358	472	636	828
(+/-%)	36%	32%	35%	30%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.79	1.07	1.39
市盈率(PE)	57	44	33	25

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

一. 公司基本情况：国内药玻行业龙头

山东药玻是国内重要的药用玻璃包装制品和丁基胶塞系列产品生产基地，在国内同行业中产量、市场占有率、经济效益等各项经济指标均名列前茅，客户包括医药企业、食品企业、保健品企业和日化企业行业等。公司成立于 1970 年，2002 年在上交所上市，产品包括模制瓶（包括钠钙玻璃模制注射剂瓶、钠钙玻璃输液瓶、中硼硅玻璃模制注射剂瓶、中硼硅玻璃输液瓶、钠钙玻璃模制药瓶、钠钙玻璃模制药瓶）、棕色瓶（钠钙玻璃模制药瓶、钠钙玻璃模制注射剂瓶棕料产品）、安瓿瓶、管制瓶、丁基胶塞、铝塑盖塑料瓶等六大系列，千余种规格，能够为制药企业提供“瓶子+塞子+盖子”全套服务，与上药集团、广药集团、哈药集团、华北制药集团、东瑞制药、辉瑞制药、中美上海施贵宝、葛兰素、勃林格殷格翰、赛诺菲等 3000 多家中外制药厂家建立了长期稳定的供货关系。

公司原控股股东为沂源县国有资产管理委员会（截至 2019 年三季度末）。2019 年 8 月公司公告，沂源县国有资产管理委员会和南麻街道集体资产经营管理中心将其持有的公司股份无偿划转给给山东鲁中投资有限责任公司，无偿划转后鲁中投资持股比例为 21.74%，股权划转工作已经于 2019 年 12 月 30 日完成，鲁中投资成为公司第一大股东。

图表 1：公司股东情况（截至 2019 年三季度末）

股东	持股比例
沂源县国有资产管理委员会	15.66%
淄博鑫联投资股份有限公司（管理层持股平台）	7.25%
沂源县南麻街道集体资产经营管理中心	6.08%
深圳市架桥富凯七号股权投资企业（有限合伙）	3.04%
全国社保基金一一五组合	2.61%
全国社保基金四零六组合	2.50%
中国建设银行股份有限公司－汇添富创新医药主题混合型证券投资基金	1.87%
中国工商银行－广发稳健增长证券投资基金	1.60%
高华-汇丰-GOLDMAN, SACHS & CO.LLC	1.48%
中国建设银行股份有限公司－交银施罗德阿尔法核心混合型证券投资基金	1.36%

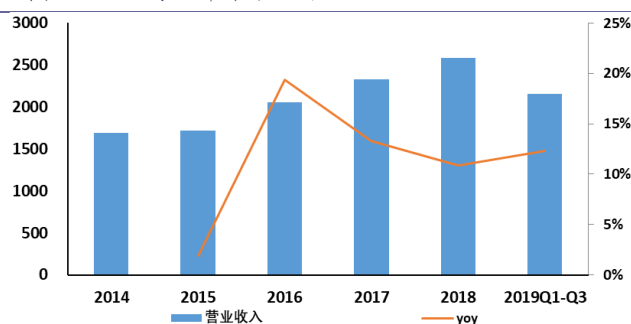
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

淄博鑫联投资股份有限公司为上市公司董事、监事、高级管理人员以及部分中层管理人员出资设立的持股平台；此外公司还设有激励基金，规定若上年度净利润增长率达到 6%时，则按上年度净利润增长额的 25%计算可提取的激励基金，

即本年度可提取激励基金额=上年度的净利润增长额×25%。我们认为持股平台和激励基金的设立有效调动了管理层积极性和创造力，提高管理团队凝聚力和公司的竞争力，使管理层利益与公司长远发展紧密结合，激励措施充分。

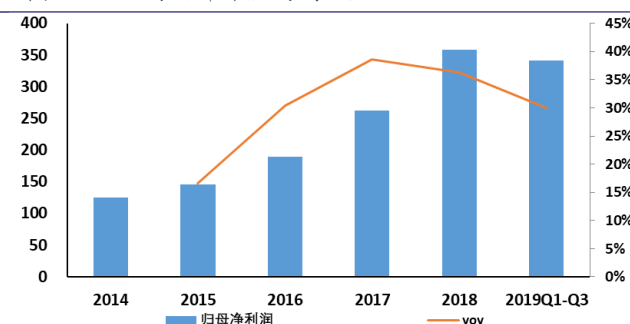
公司近年来业绩快速增长，收入端增速保持在 10-15%；归母净利润增速自 2016 年起均超过 30%，快于收入增速，主要是由于：1) 产品结构优化，高毛利的一类模制瓶、棕色瓶收入占比不断提升；2) 完整的产品线以及产业链格局形成了明显的规模生产优势规模优势，体现在采购和管理成本降低，毛利率提升和各项费用率基本持平或小幅下降；3) 激励措施到位，公司释放业绩动力较为充足。

图表 2：公司近年来营业收入（亿元）



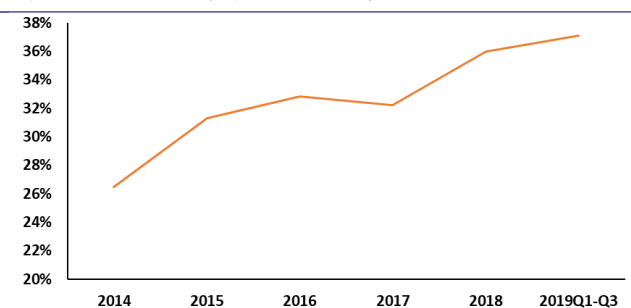
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 3：公司近年来归母净利润（亿元）



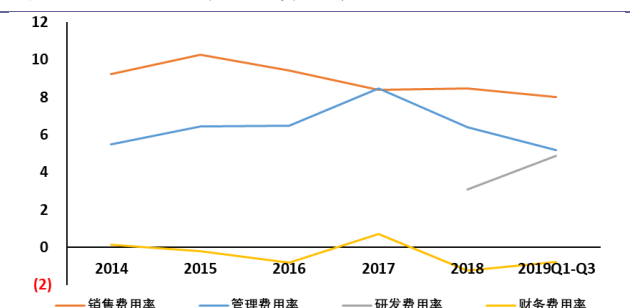
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 4：公司近年来整体毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

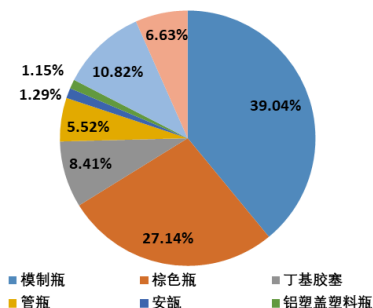
图表 5：公司近年各项费用率 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

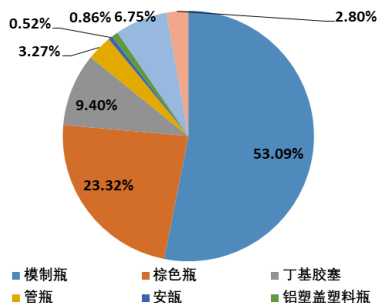
模制瓶和棕色瓶是公司的支柱性产品，2018 年收入占比分别为 39.04%和 27.14%，毛利占比分别为 53.09%和 23.32%。

图表 4：2018 年各类产品收入占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 5：2018 年各类产品毛利占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

公司是国内模制瓶龙头，在上市之初模制药用玻璃瓶在国内市场占有率达 70% 以上。自 2014 年成功收购绵竹成新药玻后，公司依托总部的技术和产能优势、包头康瑞的成本优势，将全国的西林瓶市场形成从南到北的整合，预计目前市占率已经提升至 80% 以上，行业龙头地位稳固。公司也是国内两家拥有中性硼硅模制瓶生产能力的企业之一，公司于 2019 年 10 月公告，计划投资 39815.7 万元建设药用包装材料产业园一期工程，主要从事中性硼硅模制瓶生产，投产后 2021 年可实现收入 16500 万元，2021 年可实现利润总额 4490 万元，且随着项目陆续投产，车间所承担的分摊费用逐步降低，年实现利润会逐步提高。

公司的棕色瓶在中高端市场，特别是保健品市场、化妆品市场拥有良好口碑，市占率在 50% 以上，随着下游需求增长，公司根据市场需求的变化，及时将一台窑炉由模制瓶改为棕色瓶，同时在子公司四川成新将原计划在老厂区建设的一个模制瓶车间改为棕色瓶车间，以满足市场需求，新项目投产后，将增加 10 亿只左右产能。

管制瓶竞争较为激烈，国内还有肖特、沧州四星、双峰格雷海姆、欧壁医药包装和正川股份等多家企业生产。公司已购置有 10 条安瓿生产线，2 条玻璃套筒（卡式瓶）生产线，10 条管瓶生产线，合计共 22 条生产线，形成年产 6.87 亿支一级耐水药用玻璃瓶的产能规模。公司也储备有中性硼硅管制瓶拉管技术（2018 年年报披露的研发项目中有“一类耐碱药用玻璃开发”、“一类管瓶镀膜关键技术开发”等），长期来看具有成为国内中性硼硅管制瓶龙头的潜力。

图表 6: 公司主要产品销售、市场情况

产品	公司销售情况	竞争对手情况	目前市场规模
模制瓶	2018 年模抗瓶（钠钙）销量为 257521 吨（约 70 亿支），年产能 70 多亿支。此外还有中性硼硅模制瓶、日化品、大输液用玻璃瓶等	德州晶峰制品有限公司：拥有模制瓶生产线 8 条，产能约 15 亿支，在哈药、华药、石药、悦康以及局部兽药市场与公司竞争，销量大约 10 亿支。 山东吉诺玻璃：以日化瓶为主，年产量达到 10 亿只以上，近两年也开始涉足西林瓶市场，但由于关联审评和一致性评价等政策影响，其市场范围一直没有形成规模，现在西林瓶已经停止生产。 四川广汉玻璃制瓶有限公司：面向科伦制药以及川渝地区兽药厂的需求，自 2018 年开始生产西林瓶，目前年销量大约在 5000 万支左右。 四川阆中光明玻璃：拥有中性硼硅模制瓶包材批文，年产各类模制中性硼硅玻璃包装瓶 2800-3000 万只。	药用模制瓶预计整体市场规模在 90 亿支左右
棕色瓶	总产能近 30 亿支+四川成新 10 亿支（在建），2018 年销量 19.15 万吨；下游需求主要是保健品、化妆品等。	目前国内主要竞争对手为日照鼎新、青岛昱泰、青岛崂山玻璃厂、淄博汇晶、广东华兴等，同行业总体产能不足 20 亿支。	40-50 亿支
管制瓶和安瓿瓶	公司管制瓶的销量一直维持在 12-14 亿支左右、安瓿销量一直维持在 13 亿支左右。 2018 年中性硼硅玻璃管制注射剂瓶、笔式注射器用硼硅玻璃套筒和中性硼硅安瓿销量分别为 5284.34 万支、1967.81 万支和 6087.51 万支，毛利分别为 277.62 万元、171.62 万元和 193.26 万元。	国内有肖特、双峰、正力、正川、力诺、四星等众多竞争对手，有注册证的厂家 82 个（公司有 2 个）。肖特拟在浙江投资兴建 I 类拉管项目、力诺与康宁合资兴建 I 类拉管项目、重庆正川也就 I 类拉管项目进行立项。	粉针、水针药用管制瓶市场预计为 120 亿支左右，其他还包括需求如口服液等，合计为 300 亿支。
丁基胶塞	拥有现代化、符合新版 GMP 要求的生产车间 3 个，胶塞产能达到 60 多亿支，成为行业内规模最大、环境最优、设备最精良的企业之一，2018 年销量 402062 万支。	国内拥有注册证的企业 60 余家，总产能达到 520 亿支。	销量 400 亿支左右

资料来源：公司公告，公司调研，专家访谈，相关公司网站，太平洋证券研究院

二. 一致性评价持续推进，药用玻璃产业升级在即

药用玻璃因其长效安全的特点，广泛应用于医药包装领域，一直被作为水针剂及冻干粉类药物必选的包装材料，有着不可替代的地位。国际医药行业把符合欧洲药典（EP）I 型药用玻璃的硼硅玻璃称为国际标准的中性药用玻璃，该种玻璃的线的膨胀系数 $\alpha = (4.8-5.0) \times 10^{-6} K^{-1}$ ，国内也称其为 5.0 硼硅玻璃或甲级料。由于药品受温度、湿度、空气、光、微生物等的影响，药品稳定性会发生变化，中性硼硅

玻璃在耐水性、耐酸耐碱性、抗冷冻性、热稳定性、灌装速度等方面都远优于低硼硅玻璃，不易因药品浸泡、侵蚀而产生“脱片”现象，与药液和血液长期接触不会有沉淀物析出，不会引起 PH 变化，具有优异的化学稳定性和热稳定性。

2017 年 10 月，中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《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》，明确提出：对已上市药品注射剂进行再评价，力争用 5 至 10 年左右时间基本完成。2017 年 11 月，CDE 发布《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）》，拉开了注射剂一致性评价的序幕，提出：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。不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻璃。2019 年 10 月，NMPA 再次发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》，提出：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。目前国外医药企业普遍选择中性硼硅玻璃作为药用玻璃的材料，国内除少数合资企业外，用于药品包装的玻璃瓶大多是即普通钠钙玻璃以及低硼硅玻璃。我们认为注射剂一致性评价的推进将开启我国药用玻璃产业升级之路。

图表 7：注射剂中受理号数量前 10 品种情况

产品	受理号数量	2018 年样本医院销售额（万元）	销量（万支/万瓶）	参比制剂厂家	参比制剂来源
注射用头孢曲松钠	33	41555	960	Roche Pharma	未进口原研药品
盐酸氨溴索注射液	19	55108	11090	Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	原研进口
注射用头孢他啶	16	67537	2242	GlaxoSmithKline	原研进口/欧盟上市/未进口原研药品
注射用帕瑞昔布钠	14	33317	292	Pfizer	原研进口
多索茶碱注射液	11	10771	868	Abc Farmaceutici SPA	原研进口
盐酸罗哌卡因注射液	11	10533	278	AstraZeneca AB/Aspen Pharma Trading Limited/Fresenius Kabi USA	原研进口/欧盟上市/未进口原研药品
注射用泮托拉唑钠	10	133596	3246	Takeda GmbH	原研进口
多西他赛注射液	10	144818	321	Sanofi Aventis Us Llc/Hospira Inc	原研进口/未进口原研药品/美国橙皮书
注射用艾司奥美拉唑钠	10	35411	482	Astrazeneca AB	原研进口/原研地产化
丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	9	9262	195	Fresenius Kabi Deutschland GmbH/B.Braun Melsungen AG	原研进口

资料来源：米内网，药智网，wind 医药库，太平洋证券研究院

另一方面，新版《药品管理法》规定，国务院药品监督管理部门在审批药品时，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。此前我国药包材采用的是注册审批制度，药包材与药品需要分开申请、分别获取相应许可。关联审评制度将药品包材与药品作为一个整体，药包材应与药物临床试验或生产申请关联申报。药品生产企业和包材供应商共同对药品质量负责，其中药品生产企业作为药品上市许可持有人，需要承担更多的质量责任，药品生产企业将倾向于与倾向选择行业内规模较大、质量较高以及具有品牌优势药包材生产企业进行长期合作，包材行业将呈现出强者恒强的态势，龙头企业市场地位稳固。

三. 中性硼硅模制瓶替代需求巨大，公司最为受益

整体市场容量/替代需求量：

我们对注射剂一致性评价开始后，中性硼硅玻璃模制/管制瓶潜在替代需求市场空间进行了测算。公司 2018 年报披露，公司当年模抗瓶销量为 70 亿支，按 80%市场占有率计算，国内模抗瓶市场规模约为 87.5 亿支。通过草根调研，测算国内药用管制玻璃瓶市场约为 110-120 亿支。正川股份招股书披露，2014 年，我国各类药用玻璃瓶产量约 800 亿只；其中安瓿瓶约 400 亿只，注射剂瓶约 200 亿只，口服液瓶约 130 亿只，玻璃输液瓶 70 亿只。我们测算的数据中，模抗瓶+药用管制瓶数量之和基本等于注射剂瓶用量，预计与实际情况比较接近。

分别假设现有的模制瓶/管制瓶中分别有 30%、40%和 50%的被中性硼硅产品取代，则中性硼硅模制瓶替代需求量为 26.25 亿支-43.75 亿支，中性硼硅管制瓶替代需求量为 36 亿支-60 亿支。

均价：

考虑一致性评价开始后，一部分小容量注射液包材会有替换需求，销量占比有所提升，中性硼硅模制瓶均价会比目前有所降低，公司假设均价为 0.6 元/支。

目前 15ml 中硼硅管制瓶价格约为 0.6-0.7 元/支，考虑到管制瓶中 10ml 以下小规格占比较高，假设均价为 0.3 元/支。

市占率：

公司为中性硼硅模制瓶龙头，假设市占率为 90%；中性硼硅管制瓶竞争较为激烈，假设市占率为 10%（暂不考虑公司一类管制瓶拉管研发成功后，生产成本降低，市占率提升/毛利率的预期）。

利润弹性：

目前公司模制瓶整体毛利率已经接近 50%，考虑到模制瓶中还包括了毛利率偏低的普通模抗瓶和日花瓶，预计中性硼硅模制瓶毛利率为 60%；管制瓶整体毛利率为 20%左右，预计中性硼硅管制毛利率略高，假设为 35%。

测算可得中性硼硅模制瓶替代需求可增厚公司毛利 8.51 亿元-14.18 亿元，占 2018 年毛利比例为 91-152%。中性硼硅管制瓶替代需求可增厚公司毛利 0.38-0.63 亿元，占 2018 年毛利比例为 4-7%。

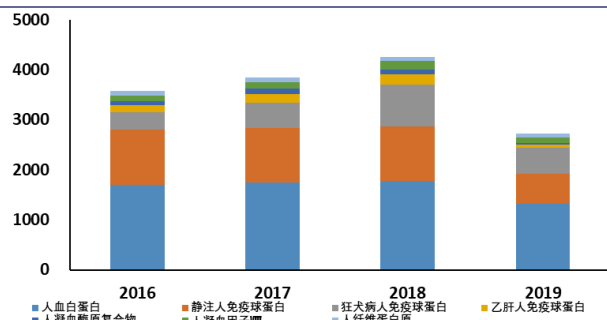
图表 8：中性硼硅模制瓶/管制瓶替代需求测算

产品	用量（亿支）	替代率	用量（亿支）	均价（元/支）	市场空间（亿元）	公司收入（亿元）	毛利（亿元）	占 18 年毛利比例
模制瓶	87.5	30%	26.25	0.6	15.75	14.18	8.51	91%
		40%	35.00		21.00	18.90	11.34	122%
		50%	43.75		26.25	23.63	14.18	152%
管制瓶	120	30%	36.00	0.3	10.80	1.08	0.32	3%
		40%	48.00		14.40	1.44	0.43	5%
		50%	60.00		18.00	1.80	0.54	6%

资料来源：公司公告，公司调研，专家访谈，公开资料整理，太平洋证券研究院

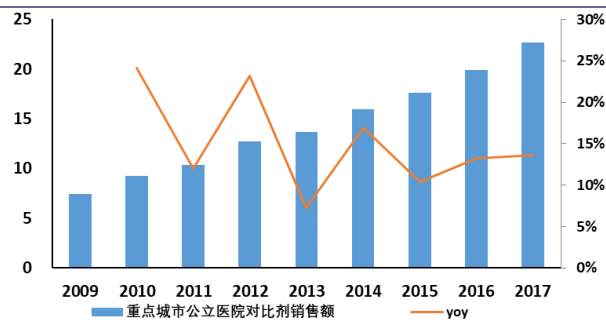
此外，中性硼硅模制瓶也广泛用于血制品、对比剂等高端产品。血制品和对比剂均属于增长较快的医药细分行业，增速在 10%和 15%左右。预计未来下游产品需求持续旺盛仍将会继续带动了公司中性硼硅模制瓶销量增长，在上述测算的基础上，该产品销售峰值仍有较大幅度提升空间。

图表 7：国产血制品历年批签发量（百万瓶）



资料来源：中检院，太平洋证券研究院

图表 8：重点城市公立医院对比剂销售额（亿元）



资料来源：米内网，太平洋证券研究院

四. 盈利预测和风险提示

我们认为公司作为国内中性硼硅模制瓶龙头，兼具成为国内中性硼硅管制瓶龙头的潜力，充分受益于注射剂一致性评价的推进，有望成为药用玻璃产业升级的最大受益者。原辅包和制剂由单独审评转为关联审评，药品生产企业将倾向于与倾向选择行业内规模较大、质量过硬、具有品牌优势药包材生产企业进行长期合作，包材行业将呈现出强者恒强的态势，公司作为行业龙头，未来市场地位稳固。

盈利预测假设：

模制瓶：注射剂一致性评价的不断推进、血制品、对比剂的增长带动高毛利中性硼硅模制瓶放量，模制瓶收入稳健增长且毛利率不断提升。疫情对模抗瓶销量有一定拉动。

棕色瓶：下游主要是保健品、化妆品等，需求增长较为平稳。预计收入稳健增长，规模效应带动毛利率稳步提升。

丁基胶塞：2018 年和 2019 年上半年公司分别对胶塞二车间和一车间进行了检修，满足了市场对厂房洁净度和产品质量均匀性的要求，但是对产能造成了一定影响。公司近年来持续开展注射剂包装系统的研究工作，可提供多种注射剂密闭系统，借助同时可提供瓶+塞+盖包装系统的优势，胶塞业务有望重新进入增长轨道。

管制瓶：行业壁垒低，竞争较为激烈，且国内企业需从国外进口拉管，成本高，毛利率远低于模制瓶，近年来销售/收入基本稳定。随着注射剂一致性评价推进，部分低硼硅管制瓶会升级为中性硼硅管制瓶，收入/毛利率小幅增长。

安瓿瓶: 收入/销量基本稳定。

费用率: 假设 19-21 年, 销售费用率分别为 8%/7.8%/7.4%, 管理费用率为 5%/4.8%/4.6%, 研发费用率为 4.7%/3.9%/3.6%, 财务费用率为 -0.9%/-1%/-1.2%。

基于以上假设, 我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 29.50 亿元/34.32 亿元/39.78 亿元, 增速为 14%/16%/16%; 归母净利润分别为 4.72 亿元/6.36 元和 8.28 亿元, EPS 分别为 0.79 元/1.07 元/1.39 元, 增速为 32%/35%/30%。目前公司 20 年 PE 为 33X, 未来 3-5 年仍有望保持 25-30% 左右复合增速, 估值仍处于合理区间。给予 21 年 PE30X 估值, 1 年期目标价 41.7 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 原材料价格上涨导致毛利率下降; 注射剂一致性评价进度低于预期。

图表 9: 山东药玻盈利预测

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
模制瓶										
收入	744	784	879	910	1009	1142	1381	1672	1989	2329
yoy		5.43%	12.07%	3.61%	10.83%	13.17%	20.95%	21.05%	19.00%	17.05%
毛利	262	320	362	380	494	590	747	945	1169	1416
毛利率	35.23%	40.84%	41.16%	41.77%	48.94%	51.64%	54.10%	56.55%	58.76%	60.79%
棕色瓶										
收入	372	419	464	579	701	836	984	1156	1355	1585
yoy		12.69%	10.79%	24.95%	21.04%	19.20%	17.74%	17.46%	17.21%	16.98%
毛利	92	121	151	168	217	289	336	403	482	573
毛利率	24.65%	28.92%	32.49%	29.02%	30.92%	34.62%	34.15%	34.88%	35.56%	36.17%
丁基胶塞										
收入	216	185	199	231	217	227	248	259	270	281
yoy		-14.21%	7.53%	16.31%	-5.97%	4.29%	9.52%	4.35%	4.17%	4.00%
毛利	52	48	61	71	87	97	110	120	130	140
毛利率	24.35%	25.69%	30.47%	30.80%	40.19%	42.59%	44.44%	46.30%	48.15%	50.00%
管瓶										
收入	121	114	139	156	143	154	163	172	183	192
yoy		-5.64%	21.66%	12.01%	-8.30%	7.99%	6.04%	5.08%	6.35%	5.42%
毛利	11	25	28	37	30	35	40	44	50	55
毛利率	8.86%	22.27%	20.06%	23.67%	21.32%	22.73%	24.35%	25.83%	27.20%	28.46%
安瓿										
收入	35	29	33	37	33	34	35	36	36	37
yoy		-16.99%	12.00%	11.41%	-9.10%	3.24%	1.89%	1.85%	1.82%	1.79%
毛利	2	2	3	4	5	5	6	6	7	7
毛利率	4.91%	7.31%	9.44%	11.54%	14.56%	15.85%	16.67%	17.45%	18.21%	18.95%
铝塑盖塑料瓶系列										
收入	29	27	30	34	30	35	40	46	51	57
yoy		-6.61%	10.28%	14.32%	-11.91%	17.41%	14.71%	13.57%	12.61%	11.78%
毛利	3	3	6	7	8	10	12	13	15	17
毛利率	10.63%	11.52%	21.72%	19.94%	26.72%	28.57%	28.77%	28.95%	29.11%	29.27%
其他产品										
收入			215	235	280	322	370	418	472	524
yoy				9.09%	19.22%	15.00%	15.00%	13.00%	13.00%	11.00%
毛利			48	60	63	74	89	104	123	141
毛利率			22.21%	25.47%	22.45%	23.00%	24.00%	25.00%	26.00%	27.00%
以上制造业收入合计										
收入	1586	1631	1958	2182	2413	2750	3222	3758	4357	5006
yoy		2.89%	20.01%	11.44%	10.61%	13.95%	17.19%	16.63%	15.94%	14.89%
毛利	437	529	658	727	904	1100	1340	1637	1975	2349
毛利率	27.55%	32.41%	33.62%	33.33%	37.46%	40.01%	41.57%	43.56%	45.33%	46.93%
其他收入合计 (商贸等)										
收入	73	66	69	109	130	200	210	220	230	240
yoy		-9.44%	3.49%	58.93%	19.53%	53.39%	5.00%	4.76%	4.55%	4.35%
毛利	11	11	17	24	26	40	42	44	46	48
毛利率	14.86%	16.18%	24.58%	21.73%	19.98%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
收入合计	1691	1723	2057	2330	2585	2950	3432	3978	4587	5246
yoy		2%	19%	13%	11%	14%	16%	16%	15%	14%
毛利合计	448	539	675	751	930	1140	1382	1681	2021	2397
yoy		21%	25%	11%	24%	23%	21%	22%	20%	19%
归母净利润	125	145	190	263	358	472	636	828	1055	1310
yoy		17%	30%	39%	36%	32%	35%	30%	27%	24%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com

华南销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。