

2023年04月03日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

国产特种玻璃领军者，坚定药包材发展大战略

—力诺特玻（301188.SZ）公司深度报告

投资要点

买入(首次)

分析师：胡博新 S1050522120002

✉ hubx@cfsc.com.cn

联系人：俞家宁 S1050122040006

✉ yujn@cfsc.com.cn

基本数据

2023-03-31

当前股价（元）	18.55
总市值（亿元）	43
总股本（百万股）	232
流通股本（百万股）	151
52周价格范围（元）	13.6-20.67
日均成交额（百万元）	37.29

市场表现

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

■ 供给侧结构性改革全面推进，中硼硅药用玻璃迎来历史性机遇

公司成立之初便开始从事药用玻璃的研发、生产和销售，产品覆盖低硼硅玻璃瓶、管制瓶及中硼硅管制瓶，是国内最早从事中硼硅药用玻璃生产的企业之一。随着一致性评价政策的推行，中硼硅药用玻璃迎来历史性的发展机会。为了不低于参比制剂包装材料和容器的质量与性能以顺利通过 cde 审批，仿制药企业将倾向于选择中硼硅玻璃。同时，关联审评制度的推行，极大地提升了更换包材供应商的成本以及药用玻璃瓶生产企业与制药企业的合作紧密度，行业头部企业的品牌效应和规模效应逐步凸显。公司紧跟行业发展趋势，在原有中硼硅管制瓶产线的基础上快速扩产，同时通过募资的方式新增中硼硅模制品产线，实现中硼硅药用玻璃的全产品线供应能力，未来有望通过持续扩产，不断提升市场份额。

■ 慕投项目顺利推进，药用玻璃业务全面推进

中硼硅模制瓶新产能即将投产，产能利用率有望快速爬升。目前公司中硼硅模制瓶正联合药企在 cde 认证中，预计 Q3 完成认证后即可开始销售。1) 项目一期约 5000 吨产能已经建成，该产能在产品获得 cde 认证后，有望快速放量；2) 二期 M2 炉子产能约 11000 吨，有望于 2023 年 Q4 产能点火后快速放量；3) 近期可转债项目产能约 47000 吨，有望 Q4 开始逐步点火。目前市场上国产中硼硅模制瓶具备成规模供应能力的仅有山东药玻一家，但往往药企需要二供以保证自身业务稳定性，同时公司过往中硼硅管制瓶业务积累了众多深度合作客户，因此订单确定性较高，2024 年有望很快爬坡，则 2024 年的 63000 吨产能，考虑设备点火节奏，认为有望带来 6.4 亿收入和 1.4 亿利润的增量。

公司外部采购中硼硅管，加工成中硼硅管制瓶。根据公司产能规划，该业务预计 2023 年底产能有望推进到 26 亿支。公司以需定产，且 8、9 月为集采订单高峰，认为 2024 年有望消化全部产能，且后续公司将持续推动扩产，巩固市场竞争力。此外，公司还积极推动中硼硅玻璃管自有产能建设，目前 1 期 5000 吨产能，已经具备生产能力，产品良率情况较好，目前的良品率若替代外购将带来较大的毛利率提升。

传统低硼硅药用玻璃技改成本节约。公司低硼硅药用玻璃 2021 年产值约为 9000 万元，后续有望稳定增长。同时，公司着手该业务的技改，利润率有望提升。

高硼硅日用玻璃恢复。该业务 2022 年受到国际形势及疫情影响较大，预计 2023 年随着宏观形势转好、公司产能的陆续点火生产，有望实现恢复性增长。同时，公司开发了更多高毛利的新产品，如料理杯、LED 光透镜等，已经点火生产，盈利能力有望持续提升。

估值分析：公司 2021 年业务为中硼硅管制瓶+低硼硅药用玻璃+高硼硅传统玻璃 3 个业务构成。利润弹性来自于新产品中硼硅模制瓶的新产能快速释放和中硼硅管制瓶的放量以及自有拉管带来的毛利率提升。

按照我们的预测，中硼硅模制瓶 24 年有望带来 1.4 亿利润增量，中硼硅管制瓶 24 年利润约为 1.2 亿，加上老业务的 1 亿利润，公司 2024 年合计利润 3.6 亿左右，产能投放确定性比较强，订单需求比较饱满。此处，给予公司 24 年 20 倍 PE，对应合理市值 72 亿。2023 年公司股权激励目标 2 亿净利润，目前估值具备安全边际，且具备较大成长弹性。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 8.19、11.51、18.94 亿元，EPS 分别为 0.47、0.86、1.55 元，当前股价对应 PE 分别为 39.2、21.5、11.9 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

原材料价格上升风险、募投项目推进不及预期、订单不及预期、海外需求减少

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	889	819	1,151	1,894
增长率（%）	34.7%	-7.9%	40.6%	64.5%
归母净利润（百万元）	125	110	200	361
增长率（%）	37.4%	-11.9%	82.4%	80.2%
摊薄每股收益（元）	0.54	0.47	0.86	1.55
ROE（%）	9.2%	7.5%	12.0%	17.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 特种玻璃行业先驱者，坚定药包材发展方向	4
1.1、 供给侧结构性改革全面推进，中硼硅药用玻璃迎来历史性发展机遇	5
2、 药用玻璃国产领军者，坚定药包材发展大战略	6
2.1、 进军中硼硅模制瓶赛道，实现“管+模”的全产品供应能力	7
2.2、 中硼硅管制瓶龙头企业，扩产+降本持续提升市场竞争力	8
3、 新品类拓展，持续巩固高硼硅市场地位	9
4、 盈利预测与估值	9
5、 风险提示	11

图表目录

图表 1：药用玻璃主要使用中硼硅玻璃	4
图表 2：药用玻璃瓶根据制造工艺可分为模制瓶和管制瓶	4
图表 3：政策支持药用玻璃发展	6
图表 4：2020 年我国药用玻璃市场规模为 234 亿元	6
图表 5：未来 5 年中硼硅玻璃渗透率有望提升至 40%	6
图表 6：山东药玻占据我国主要中硼硅模制瓶市场	7
图表 7：山东药玻具备 10 亿支中硼硅模制瓶产能	7
图表 8：公司计划扩产约 63000 万吨的中硼硅模制瓶产能	8
图表 9：公司 2022 年计划新增中硼硅管制瓶产能 16 亿支	8
图表 10：2023 年公司中硼硅产能达到 26 亿支	8
图表 11：进口玻璃管价格（元/公斤）	9
图表 12：高硼硅扩产规划顺利推进	9
图表 13：公司营业收入假设	10
图表 14：可比公司及盈利预测	11

1、特种玻璃行业先驱者，坚定药包材发展方向

力诺特玻成立于 2002 年，并于 2021 年科创板上市。公司专注于特种玻璃的研发、生产和销售，产品包括药用包装玻璃、耐热玻璃、电光源玻璃三大系列，覆盖医药包装和日用消费领域。

根据化学组成和性能，玻璃可分为、高中低硼硅及钠钙玻璃。在我国，药用玻璃主要使用中低硼硅玻璃，而日用品多使用高硼硅玻璃。

图表 1：药用玻璃主要使用中硼硅玻璃

	高硼硅玻璃	中硼硅玻璃	低硼硅玻璃
指标	B2O3含量大于12%，平均线热膨胀系数约为 $3.3 \times 10^{-6} \text{ K}^{-1}$	玻璃中B2O3含量8%-12%，平均线热膨胀系数约为 $5.0 \times 10^{-6} \text{ K}^{-1}$	B2O3含量5%-8%，平均线热膨胀系数约为 $7.0 \times 10^{-6} \text{ K}^{-1}$
特性	抗热冲击性能和耐水性能最佳	抗热冲击性能及耐水性优异	耐热冲击性能低于中硼硅玻璃、内表面耐水性能弱于中硼硅玻璃
应用	由于从药用玻璃管到药用玻璃制品的转化加工需要更高的温度，封口较为困难，多用于作为生活用品中，药用玻璃的应用很少	应用于各种针剂、血液、疫苗等药品的包装，是国际上最常用的医用玻璃材料	是我国上世纪 60 年代自主研发的品种，用于储存对化学稳定性要求不高的药品（如普通抗生素粉针剂、口服液），但是难以满足酸性、碱性较强的药品。低硼硅药用玻璃在国内的应用最为广泛，但国际上并无此产品分类

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

药用玻璃指用于直接接触药品的玻璃包装容器，用于抗生素、普粉、冻干粉、疫苗、血液、生物制剂等药品包装，是维持药物性质的重要保障，相对普通玻璃，药用玻璃必须具有较高的化学稳定性以及良好的耐酸、耐碱、耐水性能，使玻璃容器表面受侵蚀后不产生脱片，同时具有更高的强度和抗热震性能，在药品灌装、冻干、高温消毒、运输等过程中不易破碎，且要具备极强的气密阻隔性能。药用玻璃瓶根据制造工艺可分为模制瓶和管制瓶；

图表 2：药用玻璃瓶根据制造工艺可分为模制瓶和管制瓶

	模制瓶	管制瓶
生产工艺	通过模具将玻璃液制成药瓶	使用火焰热加工成型设备将玻璃管制作成一定形状和容积的医药包装瓶
容量	产品的规格范围较大可用于小容量制剂包装，也可用于大容量制剂的包装（5—500ml）	一般适用于小容量制剂的包装（2—30ml）
重量	壁厚、重量较重	壁厚均匀、重量较轻
生产工艺及成本	生产工艺较为简单、成本相对较低	生产工艺较为复杂，生产成本相对较高
产品示例		
用途	输液瓶、模制注射剂瓶、口服液瓶	安瓿瓶、管制注射剂瓶、口服液瓶、预灌封注射器玻璃针管、卡式瓶

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

1.1、供给侧结构性改革全面推进，中硼硅药用玻璃迎来历史性发展机遇

中硼硅玻璃的酸碱耐性、化学稳定性、机械强度、抗冲击性显著优于其他玻璃，与药液及血液长期接触不会有沉淀物析出，能有效保护药品化学性能，因此海外原研药普遍使用中硼硅玻璃用作药品包装。由于材料成本及以发展原因，历史上我国主要使用低硼硅及钠钙玻璃。根据制药网数据，我国 2018 年全年总药用玻璃用量约为 30 万吨，其中，中硼硅药用玻璃用量仅占 7-8%。而随着一致性评价、关联审批制度的推进，中国药用包装的质量和安全性要求持续提高，逐步与国际接轨，中硼硅药用玻璃迎来历史性的发展机会。

一致性评价：

2012 年国务院公布的《国家药品安全“十二五”规划》中首次提出了要全面提高仿制药质量，我国正式步入仿制药一致性评价时代，规范了仿制药质量和疗效的标准。药用玻璃作为直接接触药品的玻璃包装容器，其透明性、光洁性、化学稳定性、相容性等指标直接影响药品品质。由于其重要地位，国家对于药用玻璃使用提出了确切的要求。

- 2017 年，《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）》中提出“不建议使用低硼硅和钠钙玻璃”。
- 2019 年，药监局在《已上市化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求（征求意见稿）》中正式要求“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”，将药用包材纳入到了一致性评价的评价体系之中，说法更为明确。
- 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”，宣布注射剂一致性评价正式开始。其中，国家药品审评中心发布了《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等文件，要求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。

由于我国注射剂仿制药的原研药大多系国外研发上市，国外原研药的玻璃包材多为中硼硅药用玻璃，因此为了不低于参比制剂包装材料和容器的质量与性能，仿制药企业将倾向于选择中硼硅作为药用包材。我国中硼硅药用玻璃迎来了历史性的发展机遇。

关联审批制度：

我国现有药包材行业监管体制为关联审批制度，未按照规定审评审批的包装材料禁止用来生产药品。新的制度要求药包材企业完成新产品的备案和审评，需要独立提交登记备案材料，经国家药品审评中心审评通过后，取得登记平台标识为“1”的登记备案号；而后，药包材企业根据药品生产企业的要求，向其提供《授权使用书》，授权药品生产企业使用药包材企业的产品进行药品的研究、开发以及上市生产。当药品生产企业的药品通过审评后，药包材企业的登记备案号由“1”状态转变为“A”状态，拿到 A 状态才能进行销售。

在关联审批制度下，药用玻璃瓶生产企业与制药企业的合作紧密度提升，制药企业更换供应商意味着要将产品重新进行关联审评报批，申报时间一般为 6-24 个月，成本较高且存在较大的不确定性。原药包材注册许可证被取消，药品生产企业在药品安全方面承担了更多的责任，对其而言，上游药包材企业的产品质量、声誉、综合实力等因素变得更为重要，因此会更倾向选择规模较大、质量较高且稳定、并具有品牌优势的药包材生产企业进行合作，行业头部企业的品牌效应和规模效应逐步凸显。

图表 3：政策支持药用玻璃发展

发文日期	名称	发文机构	主要内容
2017年2月	《医药包装工业“十三五”发展建议》	中国医药包装协会	• 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，完成液体注射剂由低硼硅玻璃向中（性）硼硅玻璃的转换
2019年7月	《国家药监局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（2019年第56号）》	国家药品监督管理局	• 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“I”
2019年8月	《中华人民共和国药品管理法》	全国人民代表大会常务委员会	• 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
2019年9月	《关于药用玻璃材料和容器通则国家药包材标准草案的公示（第二次）》	国家药典委员会	• 规定药用玻璃材料和容器通则
2019年11月	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	国家发改委	• 鼓励类“十三、医药”中第三条：新型药用包装材料与技术的开发和生产（中硼硅药用玻璃）
2020年5月	《国家药监局关于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（2020年第62号）》	国家药品监督管理局	• 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。药品上市许可持有人应当依据国家药品监督管理局发布的《仿制药参比制剂目录》选择参比制剂，并开展一致性评价研发申报

资料来源：各政府部门官网，华鑫证券研究

2、药用玻璃国产领军者，坚定药包材发展大战略

公司成立之初便开始从事药用玻璃的研发、生产和销售，产品包括低硼硅玻璃安瓿、低硼硅玻璃管制瓶、低硼硅药用玻璃管、中硼硅药用玻璃安瓿和中硼硅药用玻璃管制瓶。公司早期从意大利引进安瓿机从事中硼硅药用玻璃产品的生产，是国内最早从事中硼硅药用玻璃生产的企业之一，与悦康药业、华润双鹤、齐鲁制药等业内知名药品生产企业均建立了 10 年以上的合作关系，是我国唯一的中国医药包装协会药用玻璃培训基地。

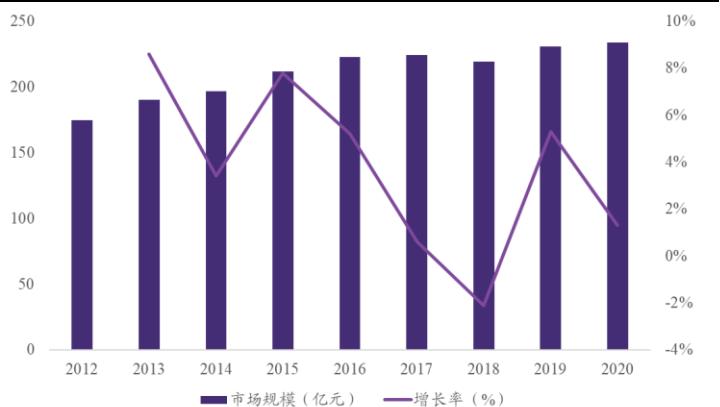
我国药用玻璃市场规模震荡攀升。根据统计，我国药用玻璃行业市场规模从 2012 年约 174.9 亿元增长到 2020 年的 234 亿元，复合增长率为 3.7% 左右，低于药包材整体市场的 10.2%。中国药用玻璃市场自 2015 年突破 200 亿元后，持续稳定在 200 亿以上。2020 年受疫情影响，药用玻璃市场规模 234 亿元，同比增长 1.3%，整体行业增势放缓。

根据制药网数据，目前我国药用玻璃产品年需求约 800 亿支（模制瓶 150 亿支、管制瓶 550 亿支），其中低硼硅玻璃需求约 740 亿支，中硼硅玻璃需求约 60 亿支，预计未来 5 年中硼硅玻璃渗透率有望提升至 40%。中硼硅药用玻璃单价约为 0.2 元，低硼硅为 0.05 元，前者为后者价格的 4 倍。中硼硅药用玻璃渗透化率的提升有望快速提升药用玻璃市场规模，预计到 2025 年中国药用玻璃市场规模将超过 400 亿元，复合增长率约为 9%。

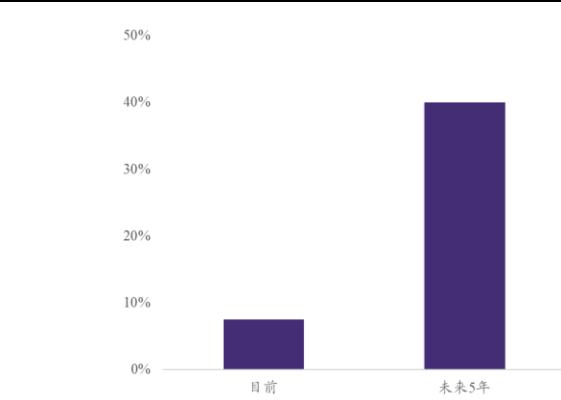
图表 4：2020 年我国药用玻璃市场规模为 234 亿元

图表 5：未来 5 年中硼硅玻璃渗透率有望提升至 40%

请阅读最后一页重要免责声明



资料来源：制药网，华鑫证券研究

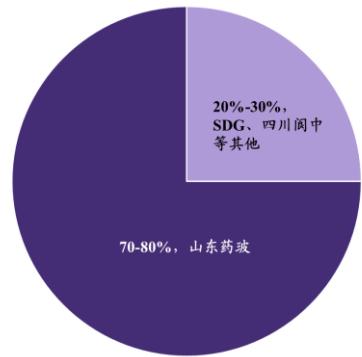


资料来源：制药网，华鑫证券研究

2.1、进军中硼硅模制瓶赛道，实现“管+模”的全产品供应能力

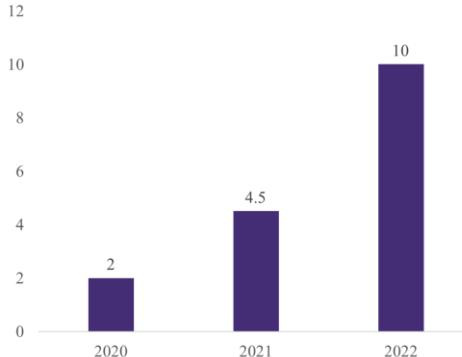
目前，我国药用玻璃生产企业中仅山东药玻一家具备规模化的中硼硅模制瓶生产和销售能力，其产能约 10 亿支，较难满足日益增长的市场需求。同时，出于供应安全考虑，药企往往寻求二供来保证自身的供应安全，但出于产品质量和稳定性考虑又难以选择小厂商合作，因此亟需找到另外一家质量高、生产稳定，且具有品牌和规模优势的药包材生产企业进行合作。

图表 6：山东药玻占据我国主要中硼硅模制瓶市场



资料来源：华经产业研究，华鑫证券研究

图表 7：山东药玻具备 10 亿支中硼硅模制瓶产能



资料来源：公司公告，华经产业研究，华鑫证券研究

公司以中硼硅管制瓶起家，在发展中积累了包括华润双鹤、齐鲁制药等知名药企等客户，合作年限均超过 10 年，在行业内积累了深厚的客户基础和品牌效应。公司顺应行业发展趋势，同时为满足老客户的需求，积极布局中硼硅模制瓶产线，并成立了独立事业部全力推进生产和销售。公司计划以 3 期募资项目，共计扩产约 63000 吨的中硼硅模制瓶产能。其中，一期 5000 吨产能已经于 2022 年 8 月正式投产。

图表 8：公司计划扩产约 63000 吨的中硼硅模制瓶产能

项目名	投资金额（万元）	产能（吨）	预计点火时间
轻量薄壁高档药用玻璃瓶项目	3295	5,081	2022.8 (已点火)
M2轻量化药用模制玻璃瓶（I类）项目	6,242	11,242	2023Q4
轻量药用模制玻璃瓶（I类）产业化项目	64,187	46,574	2023Q4

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

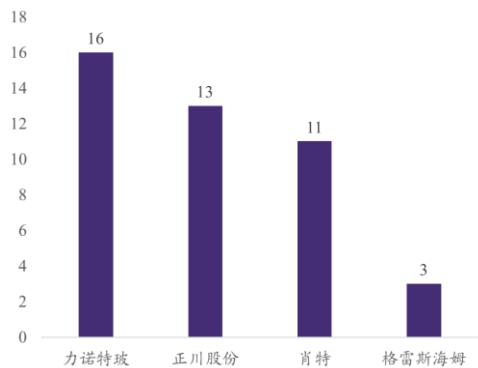
目前关联审批制度下，药包材企业需拿到 A 状态才能开展销售。公司中硼硅模制瓶目前处在联合药企试样数据申报阶段，目前积极推进 I 转 A 状态，若进展顺利有望在 Q3 获得认证，并于 Q4 开始中硼硅模制瓶的销售。目前公司 I 期 5000 吨产能已经达产，转 A 后即可立即开始放量，剩余 5.3 万吨产能，预计有望于 2023 年 Q4 逐步点火，同时伴随客户验证进度，有望在 2024 年中实现全部 6.3 万吨达产。若按照公司募投项目预测的 9300 元/吨的单价估算，则有望带来 5.86 亿元的营收增量。若考虑真实世界价格情况，则实际对应收入增量有望更多。

2.2、中硼硅管制瓶龙头企业，扩产+降本持续提升市场竞争力

公司是国内最早从事中硼硅管制瓶生产的企业之一，通过引进国外先进设备和多年的经验积累，在国内中硼硅药用玻璃瓶领域具有较高的市场占有率和良好的口碑，与肖特药包和格雷斯海姆中国在业内处于第一梯队，其他企业包括正川股份、宁波正力、沧州四星等仅具备少量生产能力，根据测算，公司 2020 年市场占有率为 8.35%。

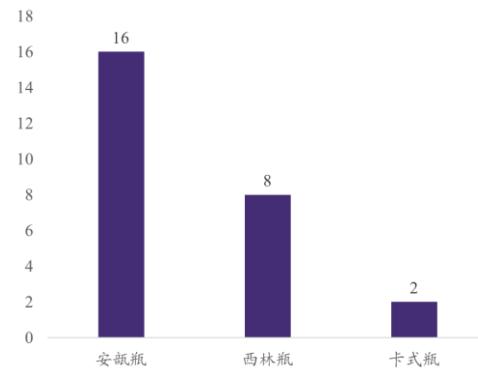
为满足日益增长的中硼硅药用玻璃需求，公司积极推进募投项目，中硼硅管制瓶扩产项目于 2022 年陆续投产，全部扩产完成后，公司将具备 26 亿支中硼硅管制瓶产能，包括安瓿瓶 16 亿支、西林瓶 8 亿支、卡式瓶 2 亿支。公司对于中硼硅模制瓶具有较大的产能规划，未来有望持续扩产。

图表 9：公司 2022 年计划新增中硼硅管制瓶产能 16 亿支



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 10：2023 年公司中硼硅产能达到 26 亿支



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

中硼硅药用玻璃管生产线的投资规模较大，设备主要来自进口，生产线后期维护投入较高，且生产稳定性较难控制，国内企业中硼硅药用玻璃管的良品率明显低于国外企业。过往国内企业的玻璃管均采购于国外康宁、肖特等国外企业。根据力诺特玻数据，公司外采玻璃管价格约 1.7-1.9 万/吨。

请阅读最后一页重要免责声明

公司凭借多年累积的全氧燃烧、铂金、自动化研发等核心能力，实现了复杂的窑炉设计和精细的工艺控制，从而实现了中硼硅玻璃管的自产。其中，公司自主研发建设年产5000吨的“中硼硅玻璃管项目”建设工作已经完成，于2022年10月28日点火成功。若按照9000元/吨的价格估算，则现有产能替代外采有望带来10%以上的毛利率提升空间。

图表 11：进口玻璃管价格（元/公斤）

	2021年1-6月	2020年	2019年
康宁玻璃	15.86	17.89	14.75
德国肖特	16.81	19.50	17.40
日本NEG	20.47	18.44	15.27

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

3、新品类拓展，持续巩固高硼硅市场地位

公司高硼硅玻璃产品主要为耐热玻璃和电光源玻璃。其中，耐热玻璃主要产品有耐热玻璃器皿、微波炉用玻璃托盘以及玻璃透镜等。公司的微波炉玻璃转盘、高硼硅耐热玻璃器皿均处于国际领先地位，重点客户涵盖了美国OXO、韩国LOCK&LOCK，德国双立人、韩国三星等国外知名企业以及美的、格兰仕等国内知名客户。

电光源玻璃是制造光源设备、电器元件的主要原材料之一，主要产品有电光源玻壳和电光源玻管，主要用于下游中高端HID（高压气体放电灯）电光源生产，客户包括昕诺飞、朗德万斯等，印度先锋等。

应用领域扩宽，高硼硅迎来广阔市场。高硼硅玻璃作为功能性材料应用广泛，包括微波炉托盘、玻璃仪器、耐热玻璃制品、LED透镜、航空PAR灯、破壁机杯体、洗衣机观察窗、汽车灯透镜、室外大型灯具地耐热玻璃面板等。随着高硼硅玻璃电熔熔化技术的发展和新产品的出现，其应用市场将得到极大的拓宽和深入。基于自身窑炉熔化、自动配料、高效节能生产等核心技术，公司目前正积极拓展产品品类，布局了例如高硼硅料理杯、LED光学透镜等新方向，持续稳固公司在高硼硅耐热玻璃市场的领先地位。

3月初，公司生产轻量化高硼硅玻璃器具的窑炉点火成功，该项目引进意大利全自动破壁杯生产线，改变了国内传统破壁杯的生产工艺，解决了传统的生产工艺流程长、尺寸配合不稳定等行业瓶颈，是公司在产品结构调整和转型方面的重要举措之一。3月21日，公司生产高硼硅LED光学透镜玻璃的首台窑炉点火成功。募投项目持续落地。

图表 12：高硼硅扩产规划顺利推进

单位：万元	
项目名称	项目投资总额
年产9200吨高硼硅玻璃产品生产项目	5,154.40
LED光学透镜用高硼硅玻璃生产项目	8,937.48
轻量化高硼硅玻璃器具生产项目	6,718.46
合计	20810.34

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

4、盈利预测与估值

公司业务主要分为日用玻璃及药用玻璃两部分。其中公司在药用玻璃低硼硅产品已经

实现稳定生产，同时公司顺应行业发展趋势，大力推进中硼硅扩产项目，有望于 2023、2024 开始快速释放产能。

- 1) 中硼硅模制瓶：目前公司中硼硅模制瓶正联合药企在 cde 认证中，预计 Q3 完成认证后即可开始销售。1) 项目一期约 5000 吨产能已经建成，该产能在产品获得 cde 认证后，有望快速放量；2) 二期 M2 炉子产能约 11000 吨，有望于 2023 年 Q4 点火；3) 近期可转债项目产能约 47000w 吨，有望 Q4 开始逐步点火，并快速爬坡。预计公司 2023/2024 年中硼硅模制瓶收入分别为 0.83/6.4 亿元。毛利率方面，目前我国可量产中硼硅模制瓶的企业仅山东药玻一家，格局良好且壁垒较高，结合公司实际生产规划，预计 2023/2024 年为 40%/45%。
- 2) 中硼硅管制瓶：公司外部采购中硼硅管，加工成中硼硅管制瓶。根据公司产能规划，该业务预计 2023 年底产能有望推进到 26 亿支。公司以需定产，且 8、9 月为集采订单高峰，认为 2024 年有望消化全部产能，且后续公司将持续推动扩产，持续巩固市场竞争力。此外，公司还积极推动中硼硅拉管自有产能建设，目前 1 期 5000 吨产能，已经具备生产能力，产品良率情况较好，目前的良品率若替代外购带来较大的毛利率提升。预计 2022/2023/2024 年收入分别为 2.94、4.20、5.46 亿元；毛利率分别为 35%/37%/45%。
- 3) 低硼硅药用玻璃：公司低硼硅药用玻璃 21 年产值预计约为 9000 万元，后续有望稳定增长。同时，公司这业务进行技改，毛利率有望保持稳定。
- 4) 高硼硅日用玻璃。该业务 2022 年受到国际形势及疫情影响较大，预计 2023 年随着宏观形势转好、公司产能的陆续点火生产，有望实现恢复性增长，预计此业务 2022/2023/2024 年收入分别为 4.31/5.5/6.06 亿元。毛利率方面，受原材料成本上涨干扰，公司 2022 年毛利率降低，但同时公司开发了更多高毛利的新产品，如料理杯、LED 光透镜等，已经点火生产，毛利率预计有望实现恢复并增长，预计 2022/2023/2024 年毛利率分别为 20%/25%/27%。

图表 13：公司营业收入假设（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
日用玻璃				
营业收入	574	431	550	606
增长率		-25%	28%	10%
营业成本	438	344	413	442
毛利率	24%	20%	25%	27%
低硼硅玻璃				
营业收入	88	85	89	94
增长率		-3%	5%	5%
营业成本	70	68	71	75
毛利率	20%	20%	20%	20%
中硼硅管制瓶				
营业收入	220	294	420	546
增长率		34%	43%	30%
营业成本	143	191	265	300
毛利率	35%	35%	37%	45%
中硼硅模制瓶				
营业收入		83	640	
增长率			673%	
营业成本		50	352	
毛利率		40%	45%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

此处，我们选择同行业同样从事药用玻璃的山东药玻，以及同样受益于一致性评价和关联审评的药用辅料企业山河药辅作为可比公司。二者 2023 年和 2024 年的平均 PE 分别为 24.06 和 19.70X。力诺特玻为国内药用玻璃龙头企业，考虑后续新增产能较大、订单确定性较高，利润增长快速（预计未来 2 年复合净利润增速超 80%），我们给予公司 2024 年 20XPE，2024 年公司净利润为 3.61 亿元，对应 2024 年的合理市值为 72 亿元。

图表 14：可比公司及盈利预测

公司代码	名称	2023/3/31 股价	EPS				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600529	山东药玻	26.25	0.89	1.04	1.28	1.55	29.47	25.25	20.52	16.94
300452	山河药辅	18.87	0.41	0.53	0.68	0.84	45.57	35.49	27.60	22.46
	平均						37.52	30.37	24.06	19.7

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：****盈利预测取自万得一致预期）

5、风险提示

原材料价格上升风险、募投项目推进不及预期、订单不及预期、海外需求减少

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	889	819	1,151	1,894
现金及现金等价物	711	1,948	2,202	2,529	营业成本	666	630	844	1,317
应收账款	164	152	213	350	营业税金及附加	6	6	8	13
存货	118	113	151	236	销售费用	23	21	30	47
其他流动资产	28	26	36	59	管理费用	28	26	30	51
流动资产合计	1,021	2,238	2,603	3,175	财务费用	2	11	9	7
非流动资产:					研发费用	33	29	40	66
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	86	86	110	172
固定资产	335	378	379	364	资产减值损失	-2	2	3	-2
在建工程	109	44	17	7	公允价值变动	0	1	5	1
无形资产	29	27	26	24	投资收益	5	5	5	5
长期股权投资	39	39	39	39	营业利润	140	121	220	397
其他非流动资产	27	27	27	27	加: 营业外收入	0	3	3	3
非流动资产合计	539	515	489	462	减: 营业外支出	0	3	3	3
资产总计	1,561	2,753	3,091	3,637	利润总额	140	121	220	397
流动负债:					所得税费用	15	11	20	36
短期借款	25	225	325	425	净利润	125	110	200	361
应付账款、票据	123	118	158	246	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	32	32	32	32	归母净利润	125	110	200	361
流动负债合计	190	374	514	703					
非流动负债:									
长期借款	0	900	900	900					
其他非流动负债	10	10	10	10					
非流动负债合计	10	910	910	910					
负债合计	200	1,284	1,424	1,612					
所有者权益									
股本	232	232	232	232					
股东权益	1,361	1,470	1,668	2,025					
负债和所有者权益	1,561	2,753	3,091	3,637					
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E					
净利润	125	110	200	361					
少数股东权益	0	0	0	0					
折旧摊销	55	24	27	27					
公允价值变动	0	1	5	1					
营运资金变动	-127	5	-70	-157					
经营活动现金净流量	52	139	162	231					
投资活动现金净流量	-73	22	25	25					
筹资活动现金净流量	1258	1099	98	96					
现金流量净额	1,237	1,260	285	352					

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	34.7%	-7.9%	40.6%	64.5%
归母净利润增长率	37.4%	-11.9%	82.4%	80.2%
盈利能力				
毛利率	25.0%	23.0%	26.7%	30.4%
四项费用/营收	9.7%	10.6%	9.5%	9.1%
净利率	14.0%	13.4%	17.4%	19.1%
ROE	9.2%	7.5%	12.0%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	12.8%	46.6%	46.1%	44.3%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	5.4	5.4	5.4	5.4
存货周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.54	0.47	0.86	1.55
P/E	34.6	39.2	21.5	11.9
P/S	4.9	5.3	3.7	2.3
P/B	3.2	2.9	2.6	2.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业，10年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

请阅读最后一页重要免责声明

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。