

力诺特玻 (301188)

证券研究报告

2023 年 12 月 19 日

外销业务逐步复苏，中硼硅产能布局持续扩充

深耕行业多年，23 年收入增速逐步修复，利润端有望改善。

公司聚焦药用玻璃领域，23 年药玻尤其中硼硅业务持续高增长，上半年收入占比提升至 45.7%。耐热玻璃及光源玻璃业务伴随国内外市场复苏，以及公司营销力度加大，逐步修复，23H1 同增 12.05%。23H1 公司收入 4.62 亿，同比增长 23.0%，受制于原材料价格及能源价格上涨、销售团队增加，以及新投窑炉尚未达到运营水平、研发费用提升多方面因素影响，23H1 归母净利润 0.4 亿，同比下降 34.95%。

耐热玻璃国内外需求复苏，营销力度加大。

23 年上半年，耐热玻璃海外需求复苏稳定回升，公司加大市场营销力度，23H1 收入 2.42 亿，同增 12.05%，收入增长提速。公司持续拓展产品品类，增加 LED 光学透镜用高硼硅玻璃生产项目和轻量化高硼硅玻璃器具生产项目。

中硼硅药用玻璃行业景气度高，头部企业加速集中。

2023 年 H1，药用玻璃业务收入 2.11 亿，同比增长 36.9%，其中中硼硅药用玻璃瓶收入 1.72 亿，同增 38.22%。一致性评价加速中硼硅对低硼硅或者钠钙玻璃的替代，我们预计今年药玻业务将维持中高增长，长期来看根据制药网数据，2018 年中硼硅药用玻璃渗透率仅有 7%-8%，中硼硅药用玻璃在我国药用玻璃包材中使用比例相对较低。产能方面，2022 年公司新扩建并投产模制瓶及管制瓶产线。

建议关注中硼硅模制瓶转 A，模制瓶产能有望持续释放。

中硼硅模制瓶市场竞争格局更优，积极开拓模制瓶市场，扩充轻量化产品品类，公司管理层重视研发及技术积累。23 年 4 月，公司“三期高端药用包材项目”的一期项目“轻量药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目”已正式施工，可转债项目完全达产后，预计新增产能 4.7 万吨，中硼硅模制瓶产能合计 6.3 万吨。2022 年，公司与商丘县政府签订了三期项目建设的合作协议，项目总投资规模 20 亿元，为公司远期产能提供保障。

盈利能力短期承压，原材料和能源价格处于市场高位区间。

2023 年 Q1-Q3，公司毛利率 17.31%，同减 6.44 个百分点，主要由于原材料价格及能源价格上涨。高硼硅耐热玻璃产品所需的硼砂、硼酸等原材料价格高，9 月末原材料硼酸约为 7450 元/吨，能源天然气价格约为 4300 元/吨。

调整盈利预测，维持“买入”评级。

公司是国内领先硼硅玻璃制品企业，其中药用玻璃保持较快的增长速度。随着募投项目投产进度推进，公司将进一步扩充中硼硅药用玻璃业务产能。此外，考虑到 24 年模制瓶产能逐步释放，我们调整盈利预测预计 23-25 年公司归母净利 0.9/1.1/1.3 亿（前值为 0.8/0.9/1.1 亿元），EPS 分别为 0.4/0.5/0.6 元/股，对应 PE 分别为 48/38/32X。

风险提示：国际经济形势和贸易环境变化，主要原材料价格波动，技术风险，产能消化风险，效益不及预期风险等。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.86 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	232.41
流通 A 股股本(百万股)	150.76
A 股总市值(百万元)	4,150.84
流通 A 股市值(百万元)	2,692.60
每股净资产(元)	6.19
资产负债率(%)	26.20
一年内最高/最低(元)	20.49/11.68

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《力诺特玻-季报点评:原料价格上涨推高营业成本，Q3 业绩承压》 2023-11-01
- 《力诺特玻-半年报点评:盈利短期承压，布局药用加速业绩增长》 2023-09-02
- 《力诺特玻-季报点评:中硼硅拉管全氧燃烧窑炉成功点火，产业链布局逐步完善》 2022-10-30

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	888.88	822.02	969.99	1,163.98	1,396.78
增长率(%)	34.67	(7.52)	18.00	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	228.10	210.58	121.12	149.51	172.83
归属母公司净利润(百万元)	124.78	116.65	87.30	109.99	130.63
增长率(%)	37.42	(6.51)	(25.16)	25.99	18.76
EPS(元/股)	0.54	0.50	0.38	0.47	0.56
市盈率(P/E)	33.27	35.58	47.55	37.74	31.78
市净率(P/B)	3.05	2.90	4.66	4.14	3.67
市销率(P/S)	4.67	5.05	4.28	3.57	2.97
EV/EBITDA	21.94	12.32	35.46	30.61	24.90

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	710.79	413.45	19.40	23.28	27.94	营业收入	888.88	822.02	969.99	1,163.98	1,396.78
应收票据及应收账款	164.14	169.43	197.74	371.32	187.39	营业成本	666.28	640.41	785.69	942.83	1,131.39
预付账款	14.41	16.60	14.79	23.87	24.92	营业税金及附加	6.29	5.84	6.96	8.28	9.96
存货	118.38	165.30	136.34	226.94	207.73	销售费用	23.13	25.50	33.95	32.59	39.11
其他	13.77	170.59	142.61	197.56	163.58	管理费用	28.11	24.76	32.23	40.74	45.79
流动资产合计	1,021.50	935.37	510.87	842.97	611.55	研发费用	32.50	25.96	33.95	40.74	53.08
长期股权投资	39.27	44.37	44.37	44.37	44.37	财务费用	2.24	(8.37)	(1.85)	(5.66)	(11.12)
固定资产	334.89	518.88	629.98	742.98	850.01	资产/信用减值损失	(2.71)	(5.57)	(3.36)	(10.00)	(6.31)
在建工程	108.95	72.86	138.29	174.63	179.70	公允价值变动收益	0.00	1.35	0.00	0.00	0.00
无形资产	28.64	27.40	25.89	24.38	22.87	投资净收益	5.18	12.88	15.57	8.54	9.66
其他	27.46	41.10	26.35	27.47	29.60	其他	(12.50)	(27.70)	(31.14)	(17.08)	(19.33)
非流动资产合计	539.21	704.61	864.89	1,013.83	1,126.55	营业利润	140.35	126.96	97.98	123.00	144.54
资产总计	1,560.70	1,639.99	1,375.76	1,856.80	1,738.10	营业外收入	0.03	0.01	0.06	0.03	0.03
短期借款	25.00	0.00	257.15	514.46	276.89	营业外支出	0.11	0.25	2.10	0.82	1.06
应付票据及应付账款	123.21	150.78	125.90	210.65	218.12	利润总额	140.27	126.72	95.93	122.21	143.52
其他	41.89	45.18	43.04	40.64	50.49	所得税	15.49	10.07	8.63	12.22	12.89
流动负债合计	190.10	195.96	426.10	765.75	545.50	净利润	124.78	116.65	87.30	109.99	130.63
长期借款	0.00	0.00	50.00	79.23	50.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	124.78	116.65	87.30	109.99	130.63
其他	9.70	12.79	8.00	10.16	10.32	每股收益(元)	0.54	0.50	0.38	0.47	0.56
非流动负债合计	9.70	12.79	58.00	89.39	60.32						
负债合计	199.81	208.75	484.10	855.15	605.82	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	232.41	232.41	232.41	232.41	232.41	营业收入	34.67%	-7.52%	18.00%	20.00%	20.00%
资本公积	797.70	797.87	171.00	171.00	171.00	营业利润	29.99%	-9.54%	-22.83%	25.54%	17.51%
留存收益	1,128.49	1,198.83	659.25	769.25	899.87	归属于母公司净利润	37.42%	-6.51%	-25.16%	25.99%	18.76%
其他	(797.70)	(797.87)	(171.00)	(171.00)	(171.00)	获利能力					
股东权益合计	1,360.90	1,431.24	891.66	1,001.66	1,132.28	毛利率	25.04%	22.09%	19.00%	19.00%	19.00%
负债和股东权益总计	1,560.70	1,639.99	1,375.76	1,856.80	1,738.10	净利率	14.04%	14.19%	9.00%	9.45%	9.35%
						ROE	9.17%	8.15%	9.79%	10.98%	11.54%
						ROIC	25.26%	16.84%	10.18%	10.20%	8.51%
						偿债能力					
						资产负债率	12.80%	12.73%	35.19%	46.05%	34.86%
						净负债率	-50.36%	-28.86%	32.30%	56.98%	26.43%
						流动比率	5.37	4.77	1.20	1.10	1.12
						速动比率	4.75	3.93	0.88	0.80	0.74
						营运能力					
						应收账款周转率	6.31	4.93	5.28	4.09	5.00
						存货周转率	8.11	5.80	6.43	6.41	6.43
						总资产周转率	0.78	0.51	0.64	0.72	0.78
						每股指标(元)					
						每股收益	0.54	0.50	0.38	0.47	0.56
						每股经营现金流	0.23	0.20	0.50	-0.50	1.72
						每股净资产	5.86	6.16	3.84	4.31	4.87
						估值比率					
						市盈率	33.27	35.58	47.55	37.74	31.78
						市净率	3.05	2.90	4.66	4.14	3.67
						EV/EBITDA	21.94	12.32	35.46	30.61	24.90
						EV/EBIT	28.93	17.85	44.68	39.00	32.25

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	124.78	116.65	87.30	109.99	130.63
折旧摊销	59.12	69.42	24.99	32.17	39.41
财务费用	1.53	0.42	(1.85)	(5.66)	(11.12)
投资损失	(5.18)	(12.88)	(7.57)	(8.54)	(9.66)
营运资金变动	(142.84)	(182.29)	13.44	(244.91)	251.45
其它	15.06	55.05	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	52.47	46.39	116.31	(116.95)	400.71
资本支出	181.61	213.97	204.79	177.84	149.85
长期投资	4.91	5.10	0.00	0.00	0.00
其他	(259.53)	(520.40)	(397.22)	(349.29)	(290.18)
投资活动现金流	(73.01)	(301.33)	(192.43)	(171.46)	(140.34)
债权融资	25.48	0.33	307.43	594.05	327.21
股权融资	684.67	10.83	(622.74)	7.95	13.41
其他	(29.96)	(86.99)	(2.62)	(309.72)	(596.34)
筹资活动现金流	680.19	(75.83)	(317.93)	292.28	(255.72)
汇率变动影响	0.00	0.00	8.00	0.00	0.00
现金净增加额	659.64	(330.78)	(386.05)	3.88	4.66

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com