

# 力诺特玻 (301188)

证券研究报告

2024年01月21日

## 基本面拐点有望到来，模制瓶产能放量可期

**终端需求持续修复，药玻业务增长靓丽。**公司 23Q1-3 收入 6.91 亿，同增 21.5%，22 年公司收入 8.22 亿，同减 7.5%，主要系耐热玻璃业务收入下降。22 年为公司项目建设年&战略转型年，公司以药包为重点，产能持续释放。**短期利润承压，原材料、能源价格处于高位，订单好转后成本端有望持续改善。**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正常运营水平、研发费用提升多方面因素影响，23Q1-3 归母净利润 0.54 亿，同减 38%。

**药用玻璃赛道景气，政策助力产品升级及集中度提升。**2020 年药玻行业规模为 234 亿，12-20 年行业 CAGR 3.7%，药玻产品年需求约 800 亿支，其中模制瓶 150 亿支、管制瓶 150 亿支、安瓿瓶 400 亿支以及其他药玻种类 100 亿支，2018 年中硼硅药用玻璃渗透率仅有 7%-8%，我们预计中硼硅药用玻璃渗透率提升至 30%-40%。

政策持续支持中硼硅转换，主要是从两个方面，一方面，16 年 12 月提出重点加速中硼硅转化，伴随 20 年以来一致性评价的推进，仿制药需要在药效与质量达到原研药一致水平，必然选择与原研药同样规格标准的材质。另一方面，关联审评亦增加了药包材企业与药企粘性，加速行业整合。

**安瓿瓶份额领先，研发、制造、渠道力强。**伴随 2020 年下半年一致性评价推进，20Q4 起药玻尤其是中硼硅药玻需求开始增加，2021/2022 年实现药玻收入 3.1/3.5 亿，同增 79%/14%，2023H1 实现收入 2.11 亿，同增 37%。盈利能力方面，22、23 年整体原材料价格上行，中硼硅药玻毛利率维持在 30%左右，产品结构持续改善。从价格角度来看，2022 年公司中硼硅玻璃瓶单价 0.19 元/支，是低硼硅玻璃瓶 0.05 元/支的 3.8 倍。2021 年公司中硼硅管制瓶产能 10 亿支，上市募投项目新增 16 亿支，2022 年 10 月，公司中硼硅玻璃管窑炉点火成功，达产后可年产 5000 吨中硼硅玻璃管，伴随自产中硼硅玻璃管投入使用以及良率提升，或降低药玻生产成本。

**产能储备丰富，中硼硅模制瓶加速拓展。**公司掌握多项中硼硅模制瓶核心技术，正积极获得模制瓶转 A 证号。截至 2023 年 8 月，公司完成下游客户走访 200 多家，已完成下游药企产品送样 80 家、同意开展稳定性相容性实验 18 家，同意关联审评审批 4 家，正式启动关联 3 家。产能方面，目前公司具备模制瓶产能约 5080 吨，中短期规划释放 6.3 亿吨，长期来看，公司三期高端药用包材项目建成后药用包装产品产能 12 万吨，预灌封注射剂 2 亿支，光学玻璃 7000 吨，全部达产后预计年产值 20 亿。

**传统业务耐热玻璃需求恢复，23H1 耐热玻璃同增 13.7%。**2022 年，耐热玻璃和光电玻璃合计收入 4.2 亿，同减 28%，23H1 收入 2.42 亿，同增 12.05%，毛利率 11.34%，受原料、能源价格上涨及窑炉复产影响，毛利率同比降低 10.7pct。公司耐热玻璃主要应用于餐饮用器皿等，与美国 OXO、韩国 LOCK&LOCK，德国双立人、美的、格兰仕等知名品牌深度合作。未来高端化、轻量化、环保化为主要趋势，公司不断丰富产品类别，重点开发高附加值的产品，推进产品转型。产能方面，高硼硅项目、LED 光学透镜以及轻量化高硼硅玻璃器具项目持续推进。

**上调盈利预测，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 年公司归母净利润 0.8/1.3/1.7 亿（原预计分别为 0.9/1.1/1.3 亿），EPS 分别为 0.4/0.6/0.7 元/股，对应 PE 分别为 48/30/23X。

**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，汇率波动风险，募投项目投产进度或不及预期风险；

### 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   | 17.08 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) | 150.40      |
| A 股总市值(百万元)   | 3,969.56    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,568.90    |
| 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

|   |     |
|---|-----|
| <b>孙海洋</b>  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518070004<br>sunhaiyang@tfzq.com |     |
| <b>尉鹏洁</b>  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110521070001<br>weipengjie@tfzq.com |     |

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《力诺特玻-公司点评:外销业务逐步复苏，中硼硅产能布局持续扩充》2023-12-19
- 《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

| 财务数据和估值       | 2021   | 2022   | 2023E   | 2024E    | 2025E    |
|---------------|--------|--------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 888.88 | 822.02 | 934.31  | 1,198.80 | 1,554.52 |
| 增长率(%)        | 34.67  | (7.52) | 13.66   | 28.31    | 29.67    |
| EBITDA(百万元)   | 228.10 | 210.58 | 122.73  | 193.27   | 236.66   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 124.78 | 116.65 | 83.51   | 132.46   | 171.18   |
| 增长率(%)        | 37.42  | (6.51) | (28.41) | 58.62    | 29.23    |
| EPS(元/股)      | 0.54   | 0.50   | 0.36    | 0.57     | 0.74     |
| 市盈率(P/E)      | 31.81  | 34.03  | 47.53   | 29.97    | 23.19    |
| 市净率(P/B)      | 2.92   | 2.77   | 2.62    | 2.41     | 2.18     |
| 市销率(P/S)      | 4.47   | 4.83   | 4.25    | 3.31     | 2.55     |
| EV/EBITDA     | 21.94  | 12.32  | 27.85   | 19.53    | 14.47    |

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 23 年 Q1-Q3 收入+22%，盈利能力短期承压.....     | 5  |
| 2. 药用玻璃赛道景气，政策助力产品升级及集中度提升.....        | 6  |
| 2.1. 中硼硅替代空间大，政策助力渗透率提升.....           | 6  |
| 2.1.1. 中硼硅产品性能更优，渗透率约 7-8%，替代空间广.....  | 8  |
| 2.1.2. 一致性评价加速渗透率提升，关联审评加速行业集中度提升..... | 9  |
| 2.2. 安瓿瓶份额领先，研发、制造、渠道力强.....           | 10 |
| 2.2.1. 中硼硅行业景气度高，产能释放药玻收入高增.....       | 10 |
| 2.2.2. 制造产业链持续完善，可实现中硼硅拉管自制.....       | 12 |
| 2.3. 模制瓶竞争格局好，盈利能力强.....               | 12 |
| 2.3.1. 模制瓶生产厂家少，竞争格局更优.....            | 13 |
| 2.3.2. 产能储备丰富，中硼硅模制瓶加速拓展.....          | 13 |
| 3. 耐热玻璃需求恢复，23H1 耐热玻璃同增 13.7%.....     | 14 |
| 3.1. 收入稳定增长，需求有一定修复.....               | 14 |
| 3.2. 高端、轻量化为发展趋势，推进产品转型.....           | 15 |
| 3.3. 短期原材料涨价提升成本.....                  | 15 |
| 4. 盈利预测与估值.....                        | 16 |
| 4.1. 盈利预测.....                         | 16 |
| 4.2. 风险提示.....                         | 16 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：营业收入（亿元）及 yoy.....                    | 5  |
| 图 2：归母净利润（亿元）及 yoy.....                   | 5  |
| 图 3：单季度营业收入（亿元）及 yoy.....                 | 5  |
| 图 4：单季度归母净利（亿元）及 yoy.....                 | 5  |
| 图 5：23 年毛利率、净利率略有承压.....                  | 5  |
| 图 6：上市后费用率持续优化.....                       | 5  |
| 图 7：2020 年药玻行业规模为 234 亿元.....             | 6  |
| 图 8：塑料包装占比约为 46%，药玻占比约为 17%.....          | 6  |
| 图 9：药用玻璃分类（分类依据：根据制造工艺及用途、玻璃成分及颜色不同）..... | 6  |
| 图 10：我国药玻产品年需求约 800 亿支（单位：亿支）.....        | 8  |
| 图 11：药用玻璃需求结构.....                        | 8  |
| 图 12：前五大客户销售占比.....                       | 9  |
| 图 13：前五大客户销售额（单位：亿元）.....                 | 9  |
| 图 14：药包材关联审评政策.....                       | 10 |
| 图 15：公司药用玻璃收入及 yoy（单位：亿元）.....            | 11 |
| 图 16：药用玻璃毛利率（单位：%）.....                   | 11 |
| 图 17：公司中硼硅、低硼硅产品收入及 yoy（单位：亿元）.....       | 11 |

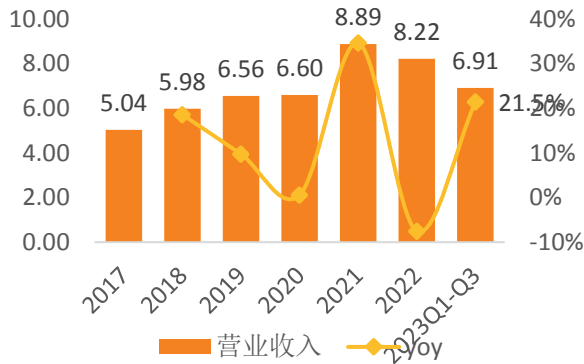
|   |    |
|---|----|
| 图 18: 公司中硼硅、低硼硅产品销量及 yoy (单位: 亿支) .....                 | 11 |
| 图 19: 公司低硼硅药用玻管收入及 yoy .....                            | 12 |
| 图 20: 公司低硼药用玻管产量 (万支) 及自用占比 .....                       | 12 |
| 图 21: 耐热玻璃收入 .....                                      | 14 |
| 图 22: 耐热玻璃毛利率 .....                                     | 14 |
| 图 23: 硼砂原材料采购价格 .....                                   | 15 |
| 图 24: 硼酸原材料采购价格 .....                                   | 15 |
| 图 25: 主营业务成本结构, 原材料占比约 50%, 能源占 19-23% .....            | 15 |
| 图 26: 天然气采购占主营业务成本 7-9% .....                           | 15 |
| <br>  |    |
| 表 1: 常见的模制瓶及管制瓶 .....                                   | 7  |
| 表 2: 高硼硅和中硼硅材质为国际药用玻璃首选 .....                           | 8  |
| 表 3: 中硼硅药玻主要客户群体 .....                                  | 9  |
| 表 4: 一致性评价对药玻行业的影响 .....                                | 10 |
| 表 5: 中硼硅药用玻璃管和低硼硅药用玻璃管在产品特点、应用领域、生产制造的相关技术难点等方面差异 ..... | 11 |
| 表 6: 中硼硅管制瓶及模制瓶的应用领域 .....                              | 12 |
| 表 7: 中硼硅模制瓶登记备案为 A 状态 .....                             | 13 |
| 表 8: 公司模制瓶方面产能储备充足 .....                                | 14 |
| 表 9: 国内外客户 .....  | 14 |
| 表 10: 公司上市募投项目——高硼硅玻璃生产技改项目 .....                       | 15 |
| 表 11: 收入拆分 .....  | 16 |

## 1. 23 年 Q1-Q3 收入+22%，盈利能力短期承压

**需求持续修复，药玻业务增长靓丽。**公司 23Q1-3 收入 6.91 亿，同增 21.5%，23Q1/Q2/Q3 收入及同比增速分别为 2.24 亿 (yoy+19.0%)，2.38 亿 (yoy+27.1%)，2.29 亿 (yoy+18.4%)。

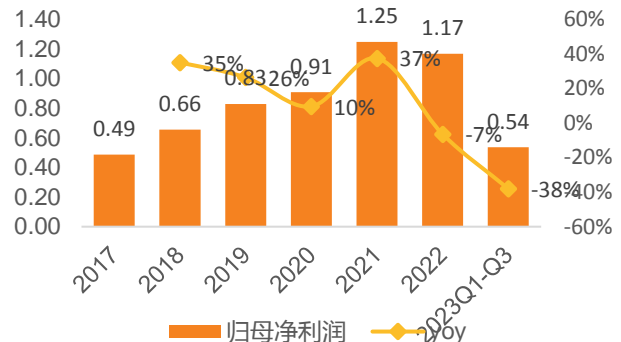
**利润 23 年承压：**受制于原材料价格及能源价格上涨、销售团队规模增加以及新投窑炉尚未达到正常运营水平、研发费用提升多方面因素影响，23Q1-3 归母净利润 0.54 亿，同减 38%。

图 1：营业收入 (亿元) 及 yoy



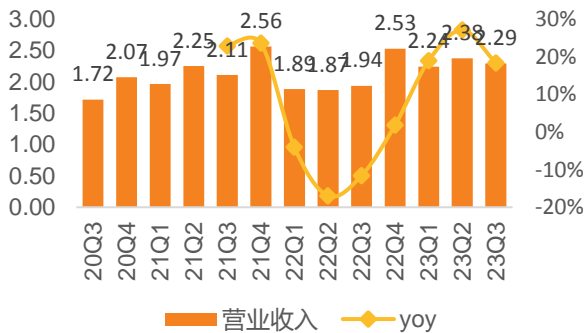
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：归母净利润 (亿元) 及 yoy



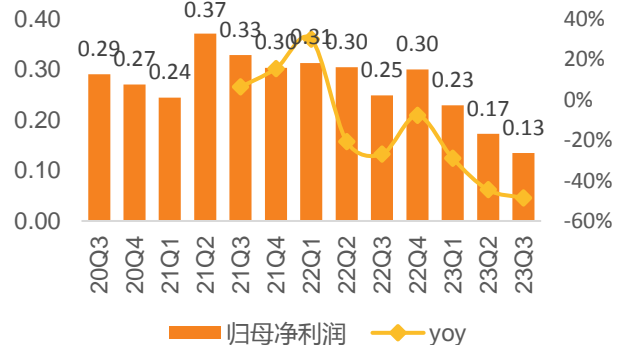
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：单季度营业收入 (亿元) 及 yoy



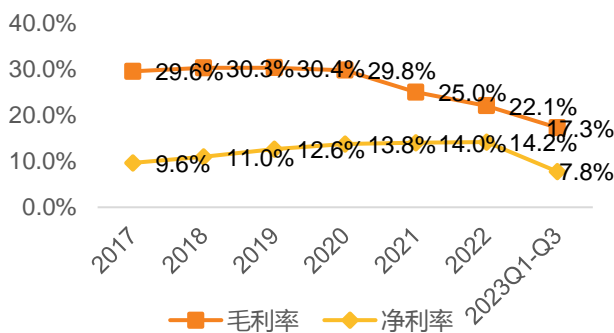
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：单季度归母净利润 (亿元) 及 yoy



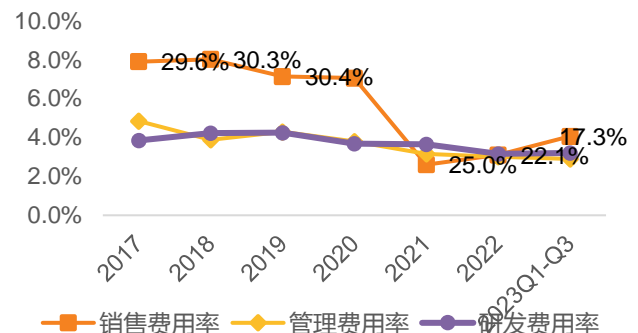
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：23 年毛利率、净利率略有承压



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：上市后费用率持续优化



资料来源：Wind，天风证券研究所

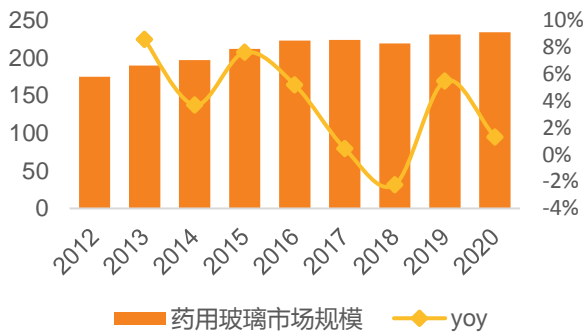
公司主要产品是药用玻璃、耐热玻璃和电光源玻璃。药用玻璃产品包括中硼硅药用玻璃瓶、低硼硅药用玻璃瓶和低硼硅药用玻璃管等；耐热玻璃和电光源玻璃均属于日用玻璃范畴，耐热玻璃主要有耐热玻璃器皿、微波炉用玻璃托盘以及玻璃透镜等；电光源玻璃主要有电光源玻壳和电光源玻管。

## 2. 药用玻璃赛道景气，政策助力产品升级及集中度提升

### 2.1. 中硼硅替代空间大，政策助力渗透率提升

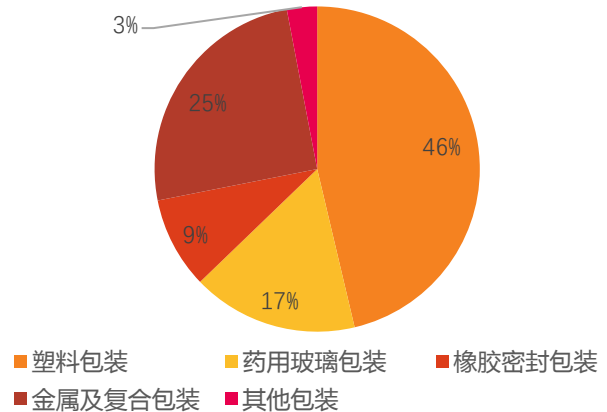
2020 年药玻行业规模为 234 亿，中国药用玻璃市场规模从 2012 年的 175 亿元，到 2020 年 234 亿元，年度复合增长率为 3.7%，行业稳定扩容。2021 年，中国药包市场规模约为 1359 亿，从细分市场来看，塑料包装占比约为 46%，药玻占比约为 17%，各种包装材质各异，药用玻璃具备透光性、阻隔性、化学稳定性。

图 7：2020 年药玻行业规模为 234 亿元



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

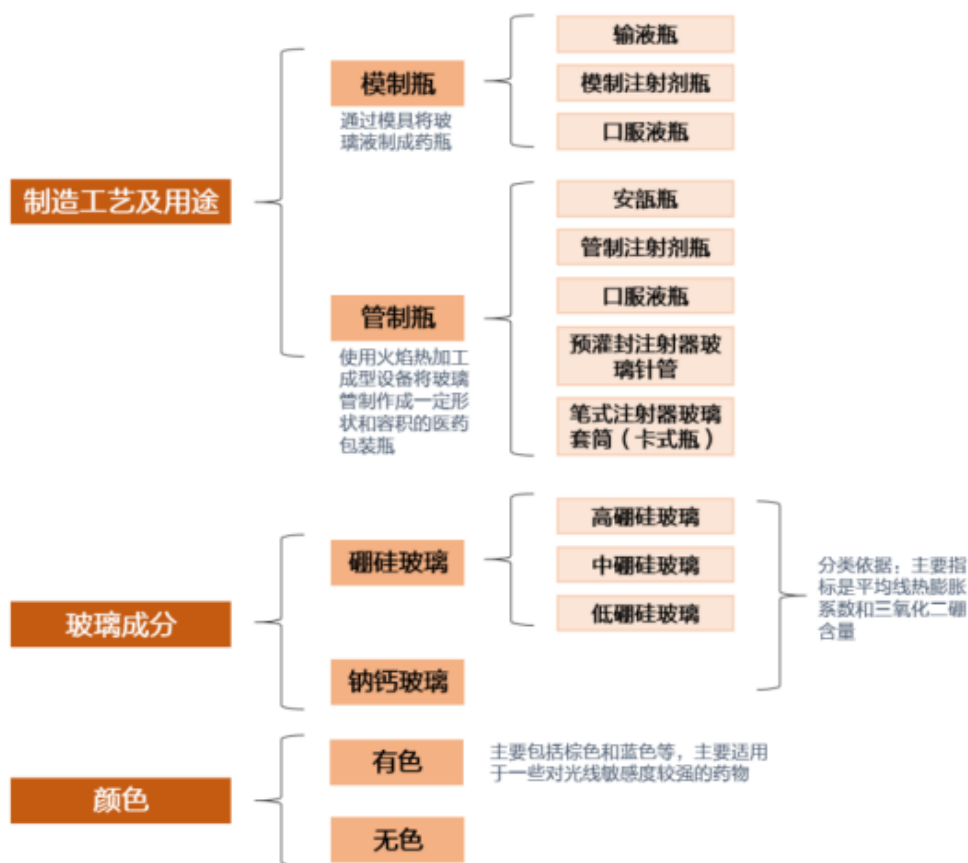
图 8：塑料包装占比约为 46%，药玻占比约为 17%



资料来源：共研网，天风证券研究所

按玻璃成分分类，药用玻璃分为中硼硅药玻、低硼硅药玻、高硼硅药玻；按制造工艺及用途分类，药玻分为管制瓶和管制瓶，管制瓶包括大部分注射剂瓶、口服液瓶、及规模相对小的安瓿、卡式、预灌装等。

图 9：药用玻璃分类（分类依据：根据制造工艺及用途、玻璃成分及颜色不同）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 1：常见的模制瓶及管制瓶

管制瓶

中硼硅玻璃安瓿



模制瓶

轻量棕色口服液瓶



管制西林瓶



中硼硅玻璃管制注射剂瓶



卡式瓶 (笔式注射器用硼硅玻璃套筒)



钠钙玻璃输液瓶





资料来源：山东药玻官网，RISTAR 锐星康瑞新技术公众号，天风证券研究所

### 2.1.1. 中硼硅产品性能更优，渗透率约 7-8%，替代空间广

在国际标准中，药玻分为 I、II、III 类，I 类为高硼硅玻璃，III 类为钠钙玻璃，III 类玻璃容器内表面经过中性化处理后，可达到高耐水性，称为 II 类玻璃容器，另外，药用玻璃按材质的 B2O3 含量高低分为高、中、低硼硅及钠钙玻璃。

**中硼硅药玻：**为国际公认最好的药包材料，具有耐酸耐碱性、抗冷冻性、抗急冷急热性、化学稳定、抗冲击性优于其他玻璃，作为药玻，与药液及血液长期接触不会有沉淀物析出。

**低硼硅玻璃：**低硼硅玻璃，其化学稳定性低，在盛装 pH 值高的药物时，玻璃中的碱性物质容易析出，低硼硅玻璃中间碱的析出量比中硼硅高 1 倍以上，容易产生脱片并于药物发生反应，并且低硼硅膨胀系数比中硼硅大，容易产生裂纹、破碎及玻璃屑。低硼硅药玻产品为我国上世纪 60 年代自主研发品种，可以储存普通抗生素粉针剂、口服液，难以满足酸性、碱性较强的药品，在国内的应用最为广泛。

表 2：高硼硅和中硼硅材质为国际药用玻璃首选

| 材质   | 价格/性能/用途   |
|--|--|
| I 类<br>高硼硅玻璃：含硼砂 $\geq 12\%$ ，制作难度大，使用少<br>中硼硅玻璃：含硼砂 $\geq 8\%$ ，国内外普遍使用 | 中硼硅药玻注射剂瓶价格一般为同种设备工艺的低硼硅/钠钙玻璃注射瓶 5-10 倍                |
| II 类<br>低硼硅玻璃：含硼砂 $\geq 5\%$ ，我国自主研发，国际上并无分类                             | 盛装 PH 较高的药物，玻璃中的碱性物质容易析出，容易因药品浸泡、侵蚀产生“脱片”现象            |
| III 类<br>钠钙玻璃：含硼砂 $\leq 5\%$   | 经过表面处理提高稳定性，经过清洗容易损伤富硅层形成脱片，因此经过表面处理的钠钙玻璃用于一次性输液瓶或口服液。 |

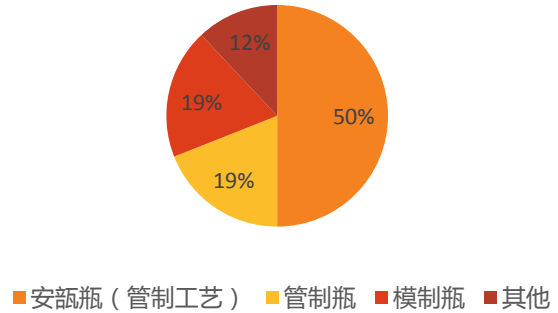
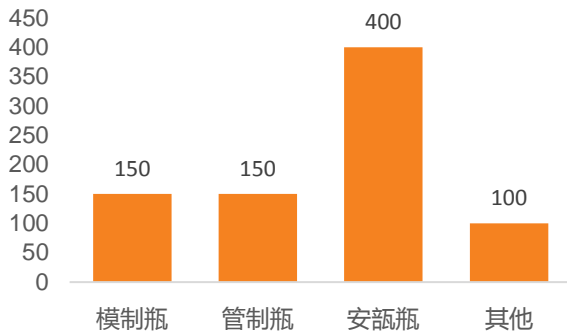
资料来源：公司公告，中国医药包装协会，玻多多官微公众号，天风证券研究所

国内市场对于中硼硅药玻产品主要依赖进口，根据制药网数据，我国药玻产品年需求约 800 亿支，其中模制瓶 150 亿支、管制瓶 150 亿支、安瓿瓶 400 亿支以及其他药玻种类 100 亿支。根据制药网统计，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。根据制药网预测，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药用玻璃。

图 10：我国药玻产品年需求约 800 亿支（单位：亿支）

图 11：药用玻璃需求结构





资料来源: wind, 招股说明书, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

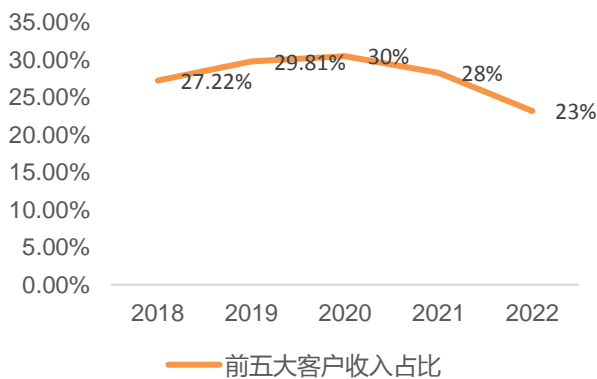
从客户拓展角度,公司已经成为上药集团、扬子江药业、齐鲁制药、神威药业、复星医药,华润医药集团核心供应商,伴随中硼硅产品对低硼硅产品的替代,一方面公司进行原有客户产品的升级,另一方面公司持续新增中硼硅药玻客户。

表 3: 中硼硅药玻主要客户群体

| 客户类别      | 代表性客户                                      |
|-----------|--|
| 原有客户的产品升级 | 悦康药业、华润双鹤、齐鲁制药等已启动中硼硅药用玻璃产品的升级             |
| 新增中硼硅药玻客户 | 新增四川美大康华康药业有限公司、山东罗欣药业集团股份有限公司等优质中硼硅药用玻璃客户 |

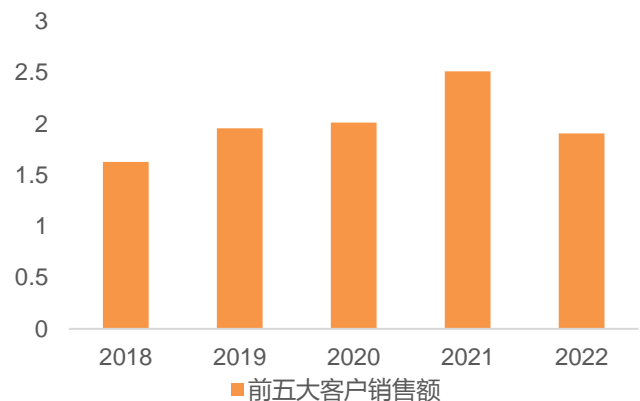
资料来源: wind, 招股说明书, 天风证券研究所

图 12: 前五大客户销售占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 前五大客户销售额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 2.1.2. 一致性评价加速渗透率提升, 关联审评加速行业集中度提升

政策持续支持中硼硅转换,主要是从两个方面,一方面,16年12月提出重点加速中硼硅转化,伴随一致性评价的不断推进,仿制药需要在药效与质量达到原研药一致水平,必然选择与原研药同样规格标准的材质。另一方面,关联审评亦增加了药包材企业与药企粘性。

**一致性评价加速了中硼硅渗透速度。**2016年《医药工业发展规划指南》提出加快注射剂包装从低硼硅向中硼硅转换。在一致性评价方面,2017年首次发布《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)》,2020年5月,国家药监局发布“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,一致性评价要求明确指出,注射剂使用的包装材料不应低于原研药包材,国际主流的原研注射剂普遍采用中硼硅作为药包材料。

**关联评审制度提高了药企更换原辅包供应商的成本。**我国药包材行业的监管体制逐渐从注册审批管理制度变为关联评审制度。根据规定，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”，尚未通过与制剂共同审评审批的原辅包标识为“I”。对于药企而言，更换药包材厂家意味着药品制剂与原辅包需重新进行审评审批，更换成本提高。

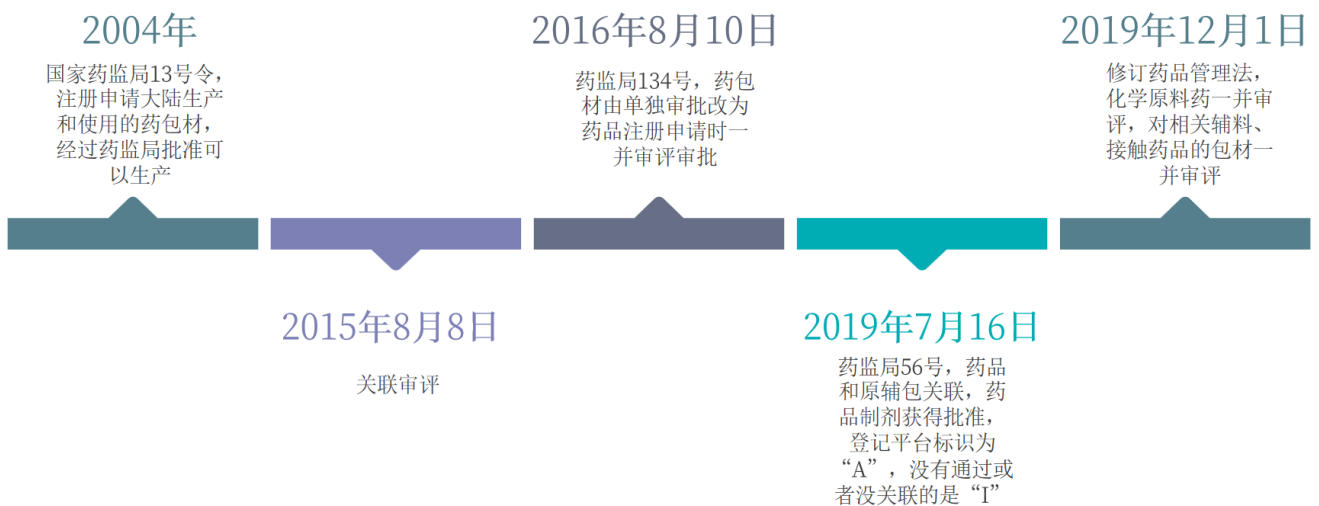
**带量采购常态化推进推动了中硼硅替代。**挂网药品通过一致性评价的仿制药数量超过3个的，在确保供应的前提下，集中带量采购不再选用未通过一致性评价的产品。

表 4：一致性评价对药玻行业的影响

| 时间       | 政策内容  | 主要变化                        |
|----------|---|-----------------------------|
| 2016年12月 | 《医药工业发展规划指南》第五类“推进重点领域发展”第五点“药用辅料和包装系统”中提到：“加快包装系统产品升级，开发应用安全性高、质量性能好的新型材料，逐步淘汰质量安全风险大的品种，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。”                        | 提出重点加速中硼硅转换                 |
| 2019年    | 最新修订的《中华人民共和国药品管理法》开始实施   | 关联评审制度正式落地并开始推行             |
| 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）》，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”。          | 关联评审制度提高了药企更换原辅包供应商的成本      |
| 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）》；一致性评价技术要求明确指出，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。 | 宣布注射剂一致性评价正式开始，注射剂一致性评价全面推进 |

资料来源：Wind，可转债募集说明书，天风证券研究所

图 14：药包材关联审评政策



资料来源：Wind，天风证券研究所

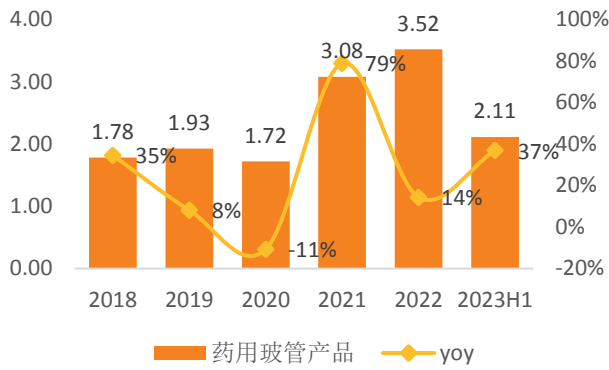
## 2.2. 安瓿瓶份额领先，研发、制造、渠道力强

### 2.2.1. 中硼硅行业景气度高，产能释放药玻收入高增

公司主要产品为中硼硅药用玻璃瓶、低硼硅药用玻璃瓶及低硼硅药用玻璃管，伴随 2020

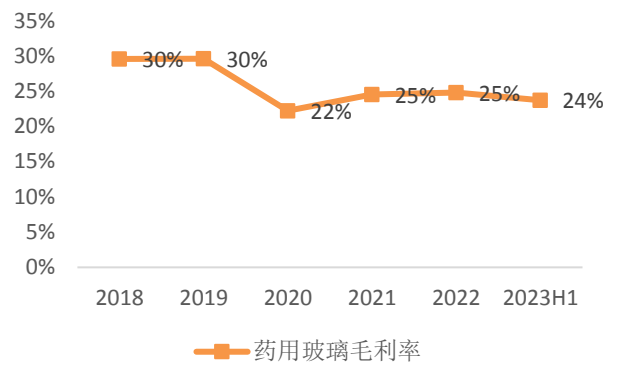
年下半年一致性评价推进，20Q4 起药玻尤其是中硼硅药玻需求开始增加，20Q4 公司收入增长靓丽，2021/2022 年实现药玻收入 3.1/3.5 亿，同增 79%/14%，2023H1 实现收入 2.11 亿，同增 37%。盈利能力方面，22、23 年部分原材料价格上行，公司药玻毛利率依旧维持稳定，中硼硅产品盈利能力相对较强，中硼硅药玻毛利率维持在 30%左右，产品结构持续改善，中硼硅逐步实现对低硼硅产品的替代。

图 15：公司药用玻璃收入及 yoy（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：药用玻璃毛利率（单位：%）

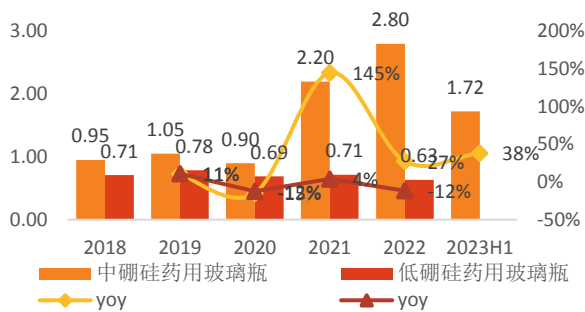


资料来源：Wind，天风证券研究所

从收入结构来看，21 年以来中硼硅药用玻璃瓶增速靓丽，22 年收入 2.8 亿，同增 27%，从销量结构来看，18-22 年低硼硅药用玻璃销量整体下降，中硼硅逐步替代低硼硅产品。从价格角度来看，2022 年公司中硼硅玻璃瓶单价 0.19 元/支，是低硼硅玻璃瓶 0.05 元/支的 3.8 倍。

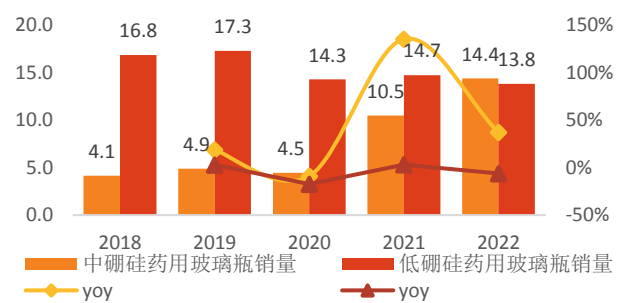
**上市募投扩产管制瓶业务，22 年以来公司处于产能释放阶段。**2021 年公司中硼硅管制瓶产能 10 亿支，募投项目新增 16 亿支，其中中硼硅安瓿瓶 7 亿支/年，中硼硅西林瓶 7.5 亿支/年、中硼硅卡式瓶 1.5 亿支/年。

图 17：公司中硼硅、低硼硅产品收入及 yoy（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司中硼硅、低硼硅产品销量及 yoy（单位：亿支）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：中硼硅药用玻璃管和低硼硅药用玻璃管在产品特点、应用领域、生产制造的相关技术难点等方面差异

| 项目     | 中硼硅药用玻璃管  | 低硼硅药用玻璃管  |
|--------|---|---|
| 主要应用领域 | 注射剂药品包装,应用于对药品包装要求高的血液制品、生物制药、新药特药、疫苗等领域。国外注射剂包装以中硼硅药用玻璃瓶为主,国内药品通过一致性评价后,一般采用中硼硅药用玻璃包装。               | 用于注射剂药品包装,同时在口服液、保健品、化妆品等领域也有广泛应用。国内注射剂药品包装目前以低硼硅和钠钙玻璃瓶为主。                          |
| 产品特点   | (1) 膨胀系数低,耐极冷极热性强,更适合冻干类产品;(2) 加工过程中不易炸裂,机械强度高,抗冲击性强;(3) 化学稳定性好,耐酸耐碱耐水级别高,能更好地保证药品质量,尤其是水针制剂,减少和避免白点、 | 膨胀系数、抗热冲击性能和耐水性能等指标不及中硼硅药用玻璃瓶,可以用于储存对玻璃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 |

脱片及可见异物的发生

|        |   |                                      |
|--------|---|--------------------------------------|
| 技术难点   | (1) 硼含量高导致硼易挥发分层, 熔化温度高, 玻璃液熔化的均匀性控制难度大, 窑炉设计复杂; (2) 玻璃管成型规格尺寸精度、外观缺陷、均匀性方面控制难度大, 导致产品质量和良品率提升困难。 | 硼含量低, 玻璃熔化温度低, 易成型, 生产控制难度较低。        |
| 产线资本开支 | 窑炉设计复杂, 设备主要来自进口。生产线投资约 15000 万元左右。   | 窑炉设计较为简单, 设备主要系国产, 生产线投资约 2000 万元左右。 |
| 生产厂家   | 德国肖特、美国康宁、日本 NEG 等国外企业为全球主要中硼硅药用玻璃管厂商, 凯盛君恒、沧州四星等国内企业亦有少量生产                                       | 山东药玻、力诺特玻、正川股份、山西宏光等大量国内企业           |

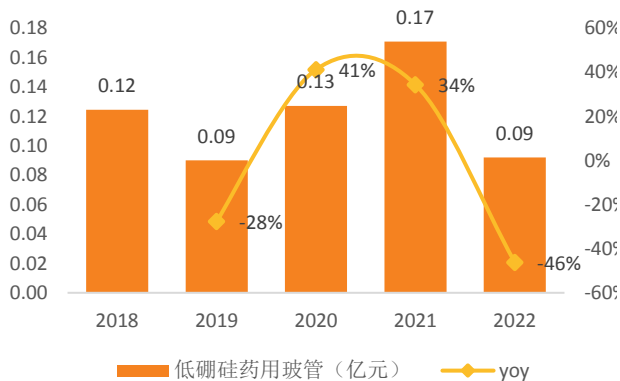
资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

### 2.2.2. 制造产业链持续完善, 可实现中硼硅拉管自制

中硼硅拉管为中硼硅管制瓶的上游产品, 目前公司原材料中硼硅玻璃管部分外购, 主要供应商康宁、肖特占主要份额。管制瓶制造工艺复杂、生产难度大, 需经历 2 次成型工艺: 首先把熔化状态的玻璃液拉成直径和厚度均匀的中空管子, 完成一次成型, 然后对玻璃管进行再加工, 经历加热制颈、制底等工序, 最终二次成型。

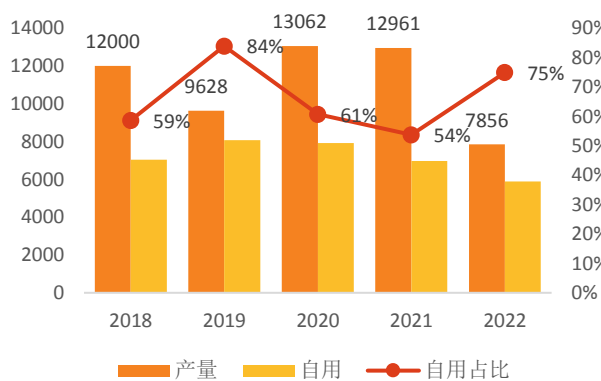
2022 年 10 月, 公司用于中硼硅玻璃管生产的新型节能全氧燃烧窑炉点火成功, 达产后可年产 5000 吨中硼硅玻璃管, 伴随未来自产中硼硅玻璃管投入使用以及良率提升, 或有效降低药用玻璃生产成本。2021 年国内中硼硅管制瓶进口量市场占比达 85%, 本土市场具有成长空间。

图 19: 公司低硼硅药用玻管收入及 yoy



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 20: 公司低硼药用玻管产量 (万支) 及自用占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2.3. 模制瓶竞争格局好, 盈利能力强

模制瓶及管制瓶从产品工艺、容量、规格、以及应用领域方面都有较大差异, 模制瓶主要通过模具将玻璃液制成药瓶, 容量较大、瓶壁厚、化学稳定性强, 主要用于头孢系列、青霉素系列抗生素、普通粉针、血液制品、造影剂系列产品、高端生物制剂、治疗型输液等领域。

表 6: 中硼硅管制瓶及模制瓶的应用领域

|    | 模制瓶                   | 管制瓶                             |
|----|-----------------------|---------------------------------|
| 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 | 容量较大, 产品规格 5-500ml 为主 | 容量小, 产品规格 1-25ml 为主             |

|        |   |   |
|--------|---|---|
| 产品规格   | 瓶壁厚、重量较重、机械强度高、化学稳定性更强                                    | 瓶壁厚均匀、重量较轻、光亮透明   |
| 根据用途分类 | 分为：(1) 大容量注射液包装用的输液瓶、(2) 小容量注射剂包装用的模制注射、(3) 剂瓶和口服制剂包装用的药瓶 | 分为：(1) 小容量注射剂包装用的安瓿、(2) 管制注射剂瓶、(3) 预灌封注射器玻璃针管、(4) 笔式注射器玻璃套筒 (或称卡氏瓶), (5) 管制口服液体瓶等 |
| 应用领域   | 头孢系列、青霉素系列抗生素、普通粉针、血液制品、造影剂系列产品、高端生物制剂、治疗型输液等领域           | 疫苗、冻干粉、口服液、生物制剂等领域  |

资料来源: wind, 可转债募集说明书, 天风证券研究所

### 2.3.1. 模制瓶生产厂家少，竞争格局更优

根据药监局药品评审中心备案信息，目前仅山东药玻、四川阆中光明玻璃制品有限公司中硼硅模制注射剂瓶登记备案为“A”状态，且山东药玻占据大部分市场份额。力诺致力于硼硅玻璃的融化技术的研发和提高，多年来积累了一定的技术储备，已经掌握包括玻璃液质量控制技术在内的多项中硼硅模制瓶核心技术，正积极获得模制瓶转 A 证号。

截至 2023 年 8 月，公司完成下游客户走访 200 多家，已完成下游药企产品送样 80 家、同意开展稳定性相容性实验 18 家，同意关联审评审批 4 家，正式启动关联 3 家，同意关联及试验的药企在取得“A”后成为公司正式客户并采购的可能性较大。

表 7：中硼硅模制瓶登记备案为 A 状态

| 企业名称                        | 与制剂共同审批结果                           |
|-----------------------------|-------------------------------------|
| 山东药玻                        | 中硼硅玻璃模制注射剂瓶、硼硅玻璃模制药瓶“A”状态，占据大部分市场份额 |
| 四川阆中光明玻璃制品有限公司              | 中硼硅玻璃模制注射剂瓶“A”状态，产能规模较小             |
| Piramal Glass limited       | 硼硅玻璃模制注射剂瓶“A”状态                     |
| SGD                         | 硼硅玻璃模制注射剂瓶“A”状态                     |
| Bormioli Rocco & Figlio Spa | 硼硅玻璃模制注射剂瓶“A”状态                     |
| 山东鼎新医药包装集团 有限公司             | 中硼硅玻璃模制注射剂瓶、中硼硅模制输液瓶“I”状态           |
| 广汉市玻璃制瓶有限公司                 | 中硼硅玻璃模制注射剂瓶“I”状态                    |
| 福建龙威药用玻璃有限公司                | 中硼硅玻璃模制注射剂瓶“I”状态                    |
| 力诺特玻                        | 中硼硅玻璃模制注射剂瓶、中硼硅模制输液瓶“I”状态           |

资料来源: Wind, 可转债募集审核问询函, 天风证券研究所, 截至 2023 年 8 月

对于药包材企业而言，关联审评审批的后续主要工作包括关联审评资料报送国家药监局药品审评中心。在稳定性试验研究完成 3 个月加速试验后向 CDE 递交材料并申请受理号，在完成剩余 3 个月稳定性试验后整理试验数据并提报 CDE 完成评审，预计整体需 6 个月左右。

### 2.3.2. 产能储备丰富，中硼硅模制瓶加速拓展

**积极布局进入中硼硅模制瓶市场。**22 年 6 月，商河县人民政府与公司签订《力诺特玻三期高端药用包材项目投资协议》，其中第一期为轻量药用模制玻璃瓶(I 类)产业化项目，投资 64187.27 万元，年产 4.66 万吨中硼硅药用模制瓶；22 年 8 月，轻量薄壁高档药用玻璃瓶项目投产，达产后可年产中硼硅药用模制瓶约 5080 吨。22 年 11 月，拟使用超募资金 6000 万元投资建设 M2 轻量化药用模制玻璃瓶(I 类)项目，达产后可年产中硼硅模制玻璃瓶 11242 吨。公司拟建项目全部达产后，中硼硅模制瓶产能可达 62896 吨。

**远期药玻及光学玻璃产能持续投入。**公司与商河县人民政府签订《力诺特玻三期高端药用包材项目投资协议》以及与商河产投签署《力诺特玻三期高端药用包材项目协议书》，采用“代建-租赁-回购”模式为力诺建设厂房及配套设备，提供 15 年免租期，政策优惠期投资总额 20 亿，其中固定资产投资不低于 15 亿，项目生产用地 360 亩，全面达产后年产值政策优惠期不低于 15 亿元。项目分为三期，一期为轻量药用模制玻璃瓶 (I 类) 产业化项目，设计产能为 4.66 万吨的中硼硅药用模制瓶生产线；二期为药用包装及光学玻建设

项目，投资额 11.6 亿。三期为科创中心及配套建设投资总额 2 亿。综上，三期计建成后药用包装产品产能 12 万吨，预灌封注射剂 2 亿支，光学玻璃 7000 吨，全部达产后预计年产值 20 亿。

公司轻量薄壁高档药用玻璃瓶项目于 22 年 8 月点火投产，公司目前已生产的中硼硅模制玻璃瓶具有良好的理化性能指标。

表 8：公司模制瓶方面产能储备充足

| 项目名称                    | 项目产能及进度  |
|-------------------------|--|
| 募投项目轻量薄壁高档药用玻璃瓶项目       | 项目产能分别为约 5,080 吨，2022 年 8 月点火投产  |
| M2 轻量化药用模制玻璃瓶（I 类）项目    | 项目产能分别为 11,242 吨，项目达到预定可使用状态日期调整到 2024 年 3 月 31 日                      |
| 第一期：轻量药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目 | 投资总额 6.4 亿，达产后新增中硼硅药用模制瓶产能 46,574 吨                                    |
| 第二期：药用包装及光学玻建设项目        | 投资总额 11.6 亿  |
| 第三期：科创中心及配套设施建设         | 投资总额 2 亿，三期合计建成后药用包装产品产能 12 万吨，预灌封注射剂 2 亿支，光学玻璃 7000 吨，全部达产后预计年产值 20 亿 |

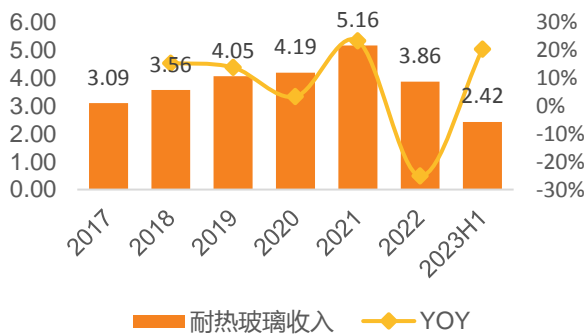
资料来源：Wind，可转债募集说明书，可转债募集审核问询函，天风证券研究所

### 3. 耐热玻璃需求恢复，23H1 耐热玻璃同增 13.7%

#### 3.1. 收入稳定增长，需求有一定修复

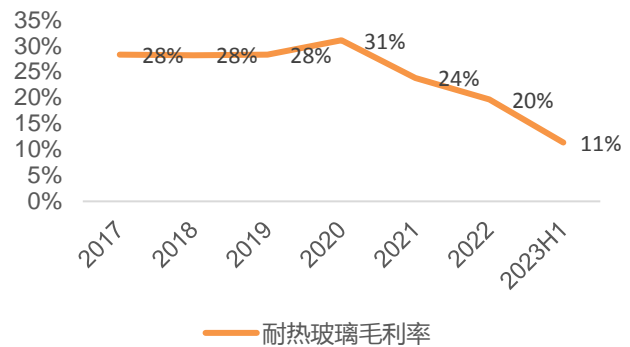
2022 年，耐热玻璃和光电玻璃合计收入 4.2 亿，同减 28%，23 上半年耐热玻璃收入 2.42 亿，同增 12.05%，毛利率 11.34%，受原料、能源价格上涨及窑炉复产影响，同比降低 10.7pct。公司耐热玻璃主要应用于包括餐饮用器皿、厨房用器皿、照明灯具等，主要产品有耐热玻璃器皿、微波炉用玻璃托盘、玻璃透镜等。

图 21：耐热玻璃收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：耐热玻璃毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

客户方面，与国内外多家大型客户形成了长期稳定的合作关系，包括美国 OXO、韩国 LOCK & LOCK，德国双立人等国外知名企业和美的、格兰仕等国内知名品牌。

表 9：国内外客户

| 客户类别 | 客户                     |
|------|------------------------|
| 内销客户 | 格兰仕、美的                 |
| 外销客户 | 美国 OXO、韩国乐扣乐扣、德国双立人、三星 |

资料来源：wind，2022 年年报，天风证券研究所

### 3.2. 高端、轻量化为发展趋势，推进产品转型

公司日用玻璃产品均属于高硼硅产品，产品硼含量较高，材质具备熔点高、低膨胀、高强度等性能，其中微波炉玻璃转盘、高硼硅耐热玻璃器皿在国际上处于领先地位。从行业发展空间看，我国人均年消费日用玻璃产值 10 公斤/100 元，与发达国家 40 公斤/1000 元相比差距较大。未来高端化、轻量化、环保化为主要趋势。

在传统产品外，公司不断丰富产品类别，重点开发高附加值的产品，推进产品转型。23 年 3 月份，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成功投产，预计在 24 年 12 月达到预定可使用状态，LED 光学透镜在一些应用场景中可以对 HID 电光源产品起到替代作用，丰富公司的产品类别，推动公司业绩持续增长。

产能方面：耐热玻璃 22 年产 6.98 万吨，其中年产 9200 吨高硼硅玻璃产品生产项目于 2020 年 10 月 30 日达到预定可使用状态。

表 10：公司上市募投项目——高硼硅玻璃生产技改项目

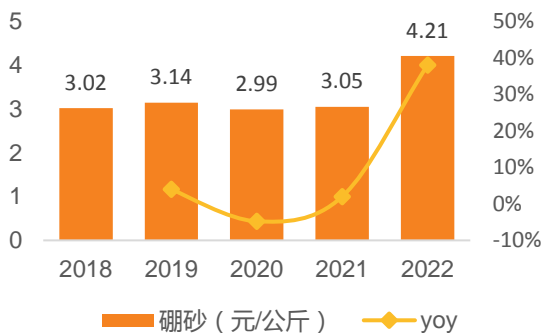
| 项目名称                 | 项目进度                                      |
|----------------------|---|
| 年产 9200 吨高硼硅玻璃产品生产项目 | 投资额 0.24 亿，属于高硼硅玻璃生产技改项目，2020 年 10 月完工    |
| LED 光学透镜用高硼硅玻璃生产项目   | 预计投资额 0.89 亿，项目达到预定可使用状态日期调整到 2024 年 12 月 |
| 轻量化高硼硅玻璃器具生产项目       | 投资额 0.67 亿                                |

资料来源：wind，2023 年半年报，可转债募集说明书，天风证券研究所

### 3.3. 短期原材料涨价提升成本

原材料价格持续上行，22 年硼砂、硼酸分别同增 38%、61%，天然气采购均价同增 14%，23 年成本持续提升。纯碱、硼砂、天然气是影响成本较大的三类原材料，硼砂/硼硅价格 18-21 年比较稳定，2022 年，硼砂采购均价约 4.21 元/公斤，同增 38%，23Q1 达到 4.73 元/公斤，同增 12%，22 年/23Q1 硼酸采购价格亦分别同增 61%、12%。天然气采购均价 21、22、23Q1 分别同增 16%、14%、17%，天然气采购额占公司成本的 7-9%，价格持续上升盈利承压。

图 23：硼砂原材料采购价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

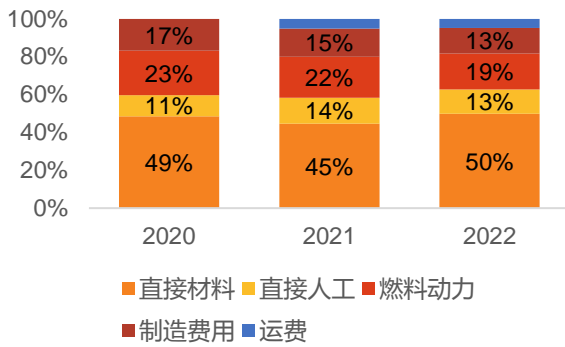
图 24：硼酸原材料采购价格



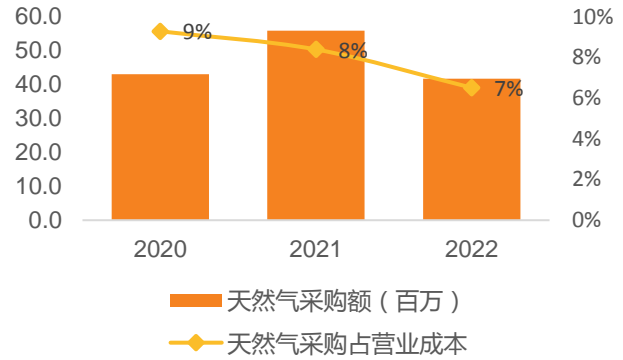
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：主营业务成本结构，原材料占比约 50%，能源占 19-23%

图 26：天然气采购占主营业务成本 7-9%



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

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 年公司归母净利润 0.8/1.3/1.7 亿（原预计分别为 0.9/1.1/1.3 亿），EPS 分别为 0.4/0.6/0.7 元/股，对应 PE 分别为 48/30/23X。

表 11：收入拆分

|             | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E   | 2025E   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入        | 656.27 | 660.05 | 888.88 | 822.02 | 934.31 | 1198.80 | 1554.52 |
| yoy         | 10%    | 1%     | 35%    | -8%    | 14%    | 28%     | 30%     |
| 毛利率         | 30%    | 30%    | 25%    | 22%    | 19%    | 22%     | 22%     |
| 耐热玻璃产品+电光玻璃 |        |        |        |        |        |         |         |
| 收入          | 457.16 | 473.13 | 573.32 | 415.21 | 469.19 | 516.11  | 567.72  |
| yoy         | 12%    | 3%     | 21%    | -28%   | 13%    | 10%     | 10%     |
| 毛利率         | 31%    | 32%    | 25%    | 20%    | 14%    | 15%     | 14%     |
| 药用玻管产品      |        |        |        |        |        |         |         |
| 收入          | 192.71 | 172.16 | 308.00 | 352.21 | 465.12 | 682.69  | 986.80  |
| yoy         | 8%     | -11%   | 79%    | 14%    | 32%    | 47%     | 45%     |
| 毛利率         | 30%    | 22%    | 25%    | 25%    | 25%    | 28%     | 27%     |

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.2. 风险提示

- 国际经济形势和贸易环境变化：公司主要生产日用玻璃，业务为出口，或存在受到国际经济贸易环境变化的影响风险。
- 主要原材料价格波动：公司进口原材料硼砂、硼酸和中硼硅药用玻璃管，或存在原材料进口风险。
- 汇率波动风险：公司部分原材料为进口，亦有部分出口业务，存在汇率波动风险。
- 募投项目投产进度或不及预期风险：药用玻璃及电光源玻璃产能持续投放，或存在募投项目产能消化风险。



## 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          | 427.75          | 70.70           | 417.92          | 营业收入             | 888.88        | 822.02        | 934.31       | 1,198.80      | 1,554.52      |
| 应收票据及应收账款        | 164.14          | 169.43          | 184.23          | 401.84          | 219.96          | 营业成本             | 666.28        | 640.41        | 752.35       | 930.23        | 1,208.60      |
| 预付账款             | 14.41           | 16.60           | 13.46           | 24.69           | 27.44           | 营业税金及附加          | 6.29          | 5.84          | 6.70         | 8.53          | 11.08         |
| 存货               | 118.38          | 165.30          | 123.54          | 234.88          | 229.45          | 销售费用             | 23.13         | 25.50         | 32.70        | 33.57         | 43.53         |
| 其他               | 13.77           | 170.59          | 142.48          | 199.23          | 168.91          | 管理费用             | 28.11         | 24.76         | 31.05        | 41.96         | 50.96         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,021.50</b> | <b>935.37</b>   | <b>891.46</b>   | <b>931.35</b>   | <b>1,063.68</b> | 研发费用             | 32.50         | 25.96         | 32.70        | 41.96         | 59.07         |
| 长期股权投资           | 39.27           | 44.37           | 44.37           | 44.37           | 44.37           | 财务费用             | 2.24          | (8.37)        | 3.93         | 13.13         | 8.15          |
| 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)       |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>539.21</b>   | <b>704.61</b>   | <b>864.89</b>   | <b>1,013.83</b> | <b>1,126.55</b> | <b>营业利润</b>      | <b>140.35</b> | <b>126.96</b> | <b>93.82</b> | <b>147.97</b> | <b>189.09</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,560.70</b> | <b>1,639.99</b> | <b>1,756.34</b> | <b>1,945.18</b> | <b>2,190.23</b> | 营业外收入            | 0.03          | 0.01          | 0.06         | 0.03          | 0.03          |
| 短期借款             | 25.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 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          | 171.06          | 226.87          | 290.14          | <b>利润总额</b>      | <b>140.27</b> | <b>126.72</b> | <b>91.77</b> | <b>147.18</b> | <b>188.07</b> |
| 其他               | 41.89           | 45.18           | 42.54           | 40.94           | 51.38           | 所得税              | 15.49         | 10.07         | 8.26         | 14.72         | 16.89         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>190.10</b>   | <b>195.96</b>   | <b>213.60</b>   | <b>267.81</b>   | <b>341.53</b>   | <b>净利润</b>       | <b>124.78</b> | <b>116.65</b> | <b>83.51</b> | <b>132.46</b> | <b>171.18</b> |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00            | 20.00           | 20.00           | 20.00           | 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            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>124.78</b> | <b>116.65</b> | <b>83.51</b> | <b>132.46</b> | <b>171.18</b> |
| 其他               | 9.70            | 12.79           | 8.00            | 10.16           | 10.32           | 每股收益(元)          | 0.54          | 0.50          | 0.36         | 0.57          | 0.74          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>9.70</b>     | <b>12.79</b>    | <b>28.00</b>    | <b>30.16</b>    | <b>30.32</b>    |                  |               |               |              |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>199.81</b>   | <b>208.75</b>   | <b>241.60</b>   | <b>297.97</b>   | <b>371.84</b>   |                  |               |               |              |               |               |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>主要财务比率</b>    | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023E</b> | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  |
| 股本               | 232.41          | 232.41          | 232.41          | 232.41          | 232.41          | <b>成长能力</b>      |               |               |              |               |               |
| 资本公积             | 797.70          | 797.87          | 797.87          | 797.87          | 797.87          | 营业收入             | 34.67%        | -7.52%        | 13.66%       | 28.31%        | 29.67%        |
| 留存收益             | 1,128.49        | 1,198.83        | 1,282.34        | 1,414.80        | 1,585.98        | 营业利润             | 29.99%        | -9.54%        | -26.11%      | 57.72%        | 27.79%        |
| 其他               | (797.70)        | (797.87)        | (797.87)        | (797.87)        | (797.87)        | 归属于母公司净利润        | 37.42%        | -6.51%        | -28.41%      | 58.62%        | 29.23%        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1,360.90</b> | <b>1,431.24</b> | <b>1,514.75</b> | <b>1,647.21</b> | <b>1,818.39</b> | <b>获利能力</b>      |               |               |              |               |               |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1,560.70</b> | <b>1,639.99</b> | <b>1,756.34</b> | <b>1,945.18</b> | <b>2,190.23</b> | 毛利率              | 25.04%        | 22.09%        | 19.48%       | 22.40%        | 22.25%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净利率              | 14.04%        | 14.19%        | 8.94%        | 11.05%        | 11.01%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROE              | 9.17%         | 8.15%         | 5.51%        | 8.04%         | 9.41%         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 25.26%        | 16.84%        | 10.35%       | 15.05%        | 12.36%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |               |              |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 资产负债率            | 12.80%        | 12.73%        | 13.76%       | 15.32%        | 16.98%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净负债率             | -50.36%       | -28.86%       | -26.90%      | -3.06%        | -21.87%       |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 流动比率             | 5.37          | 4.77          | 4.17         | 3.48          | 3.11          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 速动比率             | 4.75          | 3.93          | 3.60         | 2.60          | 2.44          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>营运能力</b>      |               |               |              |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 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          | 6.47         | 6.69          | 6.70          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 总资产周转率           | 0.78          | 0.51          | 0.55         | 0.65          | 0.75          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |              |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股收益             | 0.54          | 0.50          | 0.36         | 0.57          | 0.74          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金流          | 0.23          | 0.20          | 0.82         | -0.74         | 2.13          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股净资产            | 5.86          | 6.16          | 6.52         | 7.09          | 7.82          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>估值比率</b>      |               |               |              |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市盈率              | 31.81         | 34.03         | 47.53        | 29.97         | 23.19         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市净率              | 2.92          | 2.77          | 2.62         | 2.41          | 2.18          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBITDA        | 21.94         | 12.32         | 27.85        | 19.53         | 14.47         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBIT          | 28.93         | 17.85         | 34.97        | 23.43         | 17.36         |

| 现金流量表(百万元)     |                |                 |                 |                 |                 |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                | 2021           | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
| 净利润            | 124.78         | 116.65          | 83.51           | 132.46          | 171.18          |
| 折旧摊销           | 59.12          | 69.42           | 24.99           | 32.17           | 39.41           |
| 财务费用           | 1.53           | 0.42            | 3.93            | 13.13           | 8.15            |
| 投资损失           | (5.18)         | (12.88)         | (7.57)          | (8.54)          | (9.66)          |
| 营运资金变动         | (142.84)       | (182.29)        | 85.86           | (341.77)        | 286.67          |
| 其它             | 15.06          | 55.05           | 0.00            | 0.00            | (0.00)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>52.47</b>   | <b>46.39</b>    | <b>190.71</b>   | <b>(172.55)</b> | <b>495.75</b>   |
| 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)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(73.01)</b> | <b>(301.33)</b> | <b>(192.43)</b> | <b>(171.46)</b> | <b>(140.34)</b> |
| 债权融资           | 25.48          | 0.33            | 20.27           | 20.36           | 20.32           |
| 股权融资           | 684.67         | 10.83           | (1.64)          | (10.84)         | (5.86)          |
| 其他             | (29.96)        | (86.99)         | (2.62)          | (22.56)         | (22.65)         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>680.19</b>  | <b>(75.83)</b>  | <b>16.01</b>    | <b>(13.04)</b>  | <b>(8.19)</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00           | 0.00            | 8.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>659.64</b>  | <b>(330.78)</b> | <b>22.30</b>    | <b>(357.05)</b> | <b>347.22</b>   |

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 | 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             | A 栋 23 层 2301 房          | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 邮编：570102                | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 电话：(0898)-65365390       | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |