

力诺特玻 (301188.SZ) / 建筑
 建材&轻工制造

证券研究报告/公司深度报告

2024年2月5日

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：12.80元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

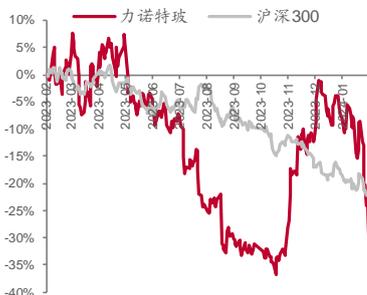
研究助理：刘铭政

Email: liumz01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	232
流通股本(百万股)	150
市价(元)	12.80
市值(百万元)	2,975
流通市值(百万元)	1,925

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	889	822	1,033	1,340	1,615
增长率 yoy%	34.7%	-7.5%	25.7%	29.7%	20.5%
净利润(百万元)	125	117	74	166	235
增长率 yoy%	37.4%	-6.5%	-36.6%	123.9%	42.0%
每股收益(元)	0.54	0.50	0.32	0.71	1.01
每股现金流量	0.23	0.20	0.37	0.94	1.15
净资产收益率(加权摊薄)	9%	8%	5%	10%	13%
P/E	23.8	25.5	40.2	18.0	12.7
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

备注：股价选取截至 2024 年 2 月 5 日

报告摘要

- 特种玻璃龙头企业，药玻升级成长加速。**公司成立于 2002 年，以高硼硅耐热玻璃及低硼硅药用玻璃生产起步。2017-2022 年，公司营业收入及归母净利润自 5.0/0.5 亿元提升至 8.2/1.2 亿元，CAGR+10%/+19%。随着中硼硅渗透升级加速，公司药用玻璃产品稳步放量，逐步取代日用玻璃，贡献公司营收的主要增量。
- 产业升级迭代加速，中硼硅需求扩容具备强韧性。**
 - 一致性评价+集采推动中硼硅产品渗透提升。**为保证在质量和疗效上与原研药一致，2020 年国家药监局提出注射剂包装材料质量和性能不得低于原研药，以保证药品质量与参比制剂一致，而原研药一般采用中硼硅玻璃作为包装材料。由于同品种药品通过一致性评价生产企业达 3 家以上的，未通过药品将无法参与集采竞选，因而集采有望推动一致性评价执行及中硼硅产品的加速替代。近两年，一致性评价工作仍在稳步推进中，而通过一致性评价的注射剂占比基本保持近 50% 的水平。从集采情况来看，中选注射剂约 80%-90% 以中硼硅药玻作为包装，已通过一致性评价且进入集采的注射剂品种占比约 30%，剩余已通过一致性评价注射剂未来对中硼硅药瓶需求仍有望持续放量。
 - 关联审批推动行业集中度进一步提升。**药监局明确提出直接接触药品包材和容器从过去单独审评变为与关联药品注册时一同审评，关联审批一方面明确药企作为药品包装责任人，同时也需耗费较大时间与资金成本，因而制药企业倾向于与高质量、强品牌药包材企业绑定合作，进而推动药瓶行业份额向头部企业集中。
- 药玻产业横纵向延伸突破，日用玻璃望企稳改善。**
 - 模制瓶：**中硼硅模制瓶在第七、八批集采开始明显放量，供应企业有限，因而模制瓶厂商对产品议价能力相对较强，赛道格局相对管制瓶更优异。22Q3 公司 0.5 万吨模制瓶产能项目点火，当前规划项目在建产能约 5.8 万吨。公司中硼硅模制瓶关键技术指标均通过国标要求，由于深耕药玻行业多年，公司与全国众多知名大型医企形成紧密合作关系。目前，公司中硼硅模制瓶正处于联合药企进行关联审批申报阶段，已对多家药企送样，其中数家已启动正式关联，同意关联及试验药企在公司产品登记转“A”后有望成为公司正式客户，未来公司模制瓶业务盈利弹性有望充分释放。
 - 管制瓶：**随着中硼硅产品加速渗透，近年公司药玻收入稳步提升，23Q1 药玻收入占公司营收比重达 46%，未来有望继续提升贡献主要收入增量。由于此前中硼硅管制瓶原料玻管外采成本较高，公司致力通过自产自供方式提升盈利能力。22Q4 公司年产 5000 吨中硼硅玻管窑炉顺利点火，随着生产稳定性的提高以及技术的不断成熟，预计在玻管自给率提升下，公司管制瓶成本有望实现降低，进而带来盈利的增厚。
 - 日用玻璃：**公司日用玻璃产品主要为耐热及电光源玻璃，受需求结构变化、原料成本上升影响，业务盈利阶段性承压。对此，公司积极布局产品结构调整以应对市场变化，未来随着募投项目产能逐步释放，公司日用玻璃业务有望企稳改善。
- 投资建议与盈利预测：**公司作为中硼硅药玻新晋龙头，产业横纵向发展有望实现快速增长，中硼硅模制瓶放量后，业绩弹性可期；传统日用玻璃业务虽短期承压，但在产品结构优化下，相关业务也有望实现筑底改善。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 10.3/13.4/16.2 亿元，实现归母净利 0.7/1.7/2.4 亿，对应当前股价 PE 为 40/18/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 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、关联审批不确定性、市场空间测算偏差风险、研究报告使用信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

一、特种玻璃龙头企业，药玻升级成长加速	- 5 -
1.1 多年专注硼硅玻璃，药玻升级具备经验优势	- 5 -
1.2 业务长期稳健开拓，药玻逐渐贡献主要增量	- 6 -
二、产业升级迭代加速，中硼硅产品需求具备强韧性	- 9 -
2.1 药用玻璃应用广泛，长期需求存支撑	- 9 -
2.2 一致性评价+集采驱动，中硼硅产品渗透加速提升	- 11 -
2.3 关联审批政策增强客户粘性，行业望向头部集中	- 15 -
三、药玻产业横纵向延伸突破，日用玻璃望企稳改善	- 17 -
3.1 药用玻璃：管制、模制双驱动，成长放量可期.....	- 17 -
3.2 日用玻璃：产品结构调整，盈利有望修复	- 20 -
盈利预测与投资建议	- 24 -
盈利预测关键假设	- 24 -
投资建议	- 25 -
风险说明	- 26 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 力诺特玻股权结构.....	- 6 -
图表 3: 公司营业收入与同比 (亿元)	- 6 -
图表 4: 公司归母净利及同比增速 (亿元)	- 6 -
图表 5: 公司综合毛利率与净利率.....	- 7 -
图表 6: 公司人均创收与人均创利 (万元)	- 7 -
图表 7: 公司各产品营业收入情况 (亿元)	- 8 -
图表 8: 药用玻璃营收占比明显提升.....	- 8 -
图表 9: 公司各业务毛利率水平.....	- 8 -
图表 10: 2021 年药用玻璃市场占比约 17%.....	- 9 -
图表 11: 2021 年国内药玻市场规模约 224 亿元.....	- 9 -
图表 12: 药用玻璃按工艺及性能分类.....	- 10 -
图表 13: 2019 年我国药用玻璃需求结构 (亿支)	- 10 -
图表 14: 中硼硅药用玻璃硼含量约 8%-12%	- 11 -
图表 15: 国内中硼硅药用玻璃渗透率仅约 10%.....	- 11 -
图表 16: 一致性评价相关政策	- 11 -
图表 17: 一致性评价流程.....	- 12 -
图表 18: 一致性评价工作持续稳步推进中	- 12 -
图表 19: 一致性评价注射剂通过占比近年接近 50%.....	- 12 -
图表 20: 注射剂一致性评价和集采进展 (按品种数)	- 13 -
图表 21: 集采注射剂中选占比仍处于较高水平.....	- 13 -
图表 22: 集采注射剂以中硼硅玻璃包装为主.....	- 14 -
图表 23: 中硼硅模制瓶在集采中开始逐步放量 (个)	- 14 -
图表 24: 国内中硼硅药用玻璃需求预测 (亿支)	- 14 -
图表 25: 关联审批制度政策历程梳理.....	- 15 -
图表 26: 药包材企业关联审批流程.....	- 16 -
图表 27: 21 年起中硼硅药玻收入显著放量 (亿元)	- 17 -
图表 28: 中硼硅管制瓶贡献药玻主要营收.....	- 17 -
图表 29: 力诺特玻 2018-23Q1 中硼硅管制瓶产销量.....	- 17 -
图表 30: 公司药用玻璃毛利率情况.....	- 18 -
图表 31: 21H1 公司中硼硅管制瓶成本构成.....	- 18 -
图表 32: 公司中硼硅玻管采购均价 (万元/吨)	- 18 -
图表 33: 玻管成本下降对公司中硼硅管制瓶盈利影响测算.....	- 18 -

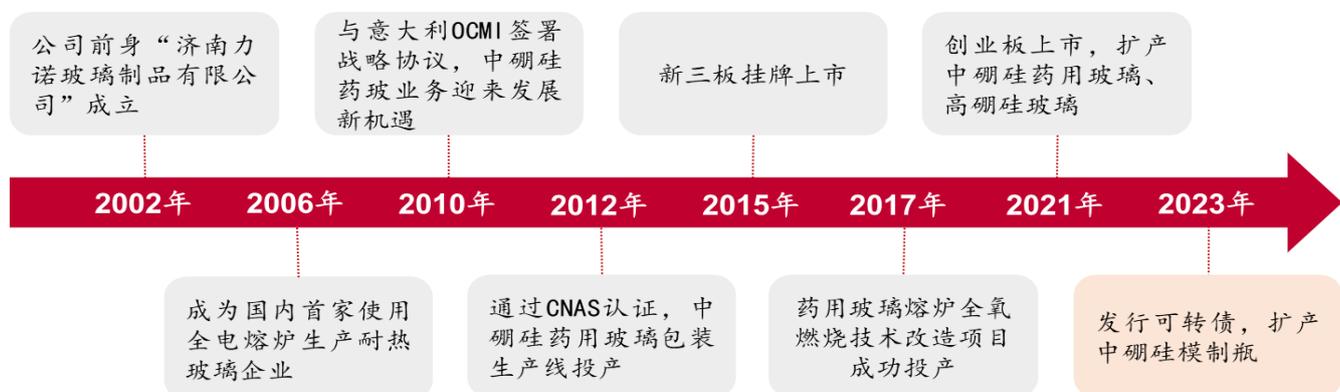
图表 34: 中硼硅药瓶市场主要参与者梳理.....	- 19 -
图表 35: 国内中硼硅药用玻璃厂家数.....	- 19 -
图表 36: 模制瓶毛利率较高.....	- 19 -
图表 37: 公司中硼硅模制瓶募投项目.....	- 20 -
图表 38: 公司中硼硅模制瓶性能符合国标 YBB 标准.....	- 20 -
图表 39: 21H1-2020 公司药用玻璃前 5 大客户.....	- 20 -
图表 40: 耐热玻璃产品简介.....	- 21 -
图表 41: 2018-23Q1 公司耐热玻璃营收及同比增速 (亿元).....	- 21 -
图表 42: 2022 年公司出口营收出现一定下滑.....	- 21 -
图表 43: 2018-2022 年公司耐热玻璃直接出口比例.....	- 21 -
图表 44: 2018-23Q1 公司耐热玻璃产品毛利率情况.....	- 22 -
图表 45: 公司器皿毛利率高于行业可比公司.....	- 22 -
图表 46: 2018-23Q1 公司耐热玻璃产销量 (万吨).....	- 22 -
图表 47: 公司耐热玻璃募投项目情况.....	- 22 -
图表 48: 公司电光源玻璃产品简介.....	- 23 -
图表 49: 2018-2023H1 电光源营收及同比增速 (亿元).....	- 23 -
图表 50: 公司电光源玻璃产品单价、成本及毛利率情况 (万元/吨).....	- 23 -
图表 51: 2018-2022 年公司电光源产品产销量 (吨).....	- 23 -
图表 52: HID 产品及 LED 产品比较.....	- 24 -
图表 53: 公司核心业务收入及盈利预测.....	- 25 -
图表 54: 可比公司估值对比.....	- 25 -
图表 55: 可比公司市盈率 (TTM) 对比.....	- 26 -
图表 56: 可比公司市净率 (LYR) 对比.....	- 26 -
图表 57: 盈利预测表.....	- 27 -

一、特种玻璃龙头企业，药玻升级成长加速

1.1 多年专注硼硅玻璃，药玻升级具备经验优势

- **专注硼硅玻璃 20 年，战略布局中硼硅模制瓶药玻业务。**公司前身济南力诺特种玻璃股份有限公司成立于 2002 年，2010 年公司与意大利 OCMI 公司签署战略合作协议，重点布局中硼硅药用玻璃。2012 年，公司通过 CNAS 认证，获得国家专项资金支持，中硼硅药用玻璃包装生产线投产，药用玻璃业务踏上发展快车道。2015 年，公司在新三板挂牌上市；2021 年，公司登陆深交所创业板，募资 6.8 亿元用于中硼硅药用玻璃产能扩张与高硼硅玻璃生产技改项目。2023 年，公司再次发行可转债募集 5 亿元，开拓中硼硅模制瓶药玻市场，进行产品战略布局延伸。

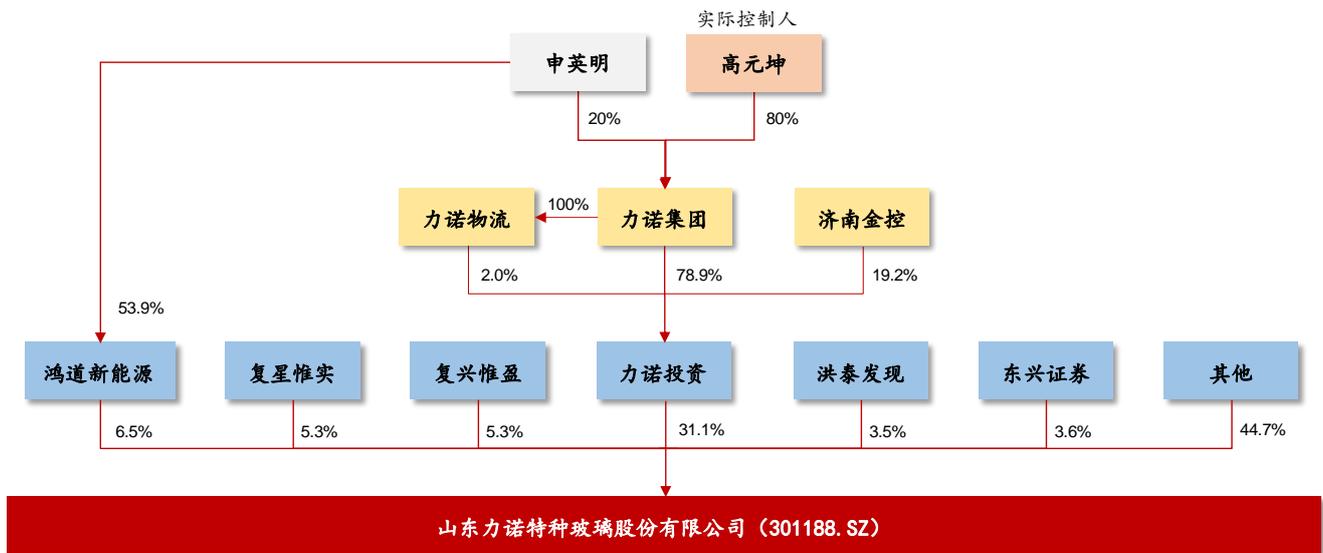
图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- **股权结构相对稳定，实控人控股公司股份 20.1%。**公司实际控制人为力诺集团董事长高元坤，通过力诺投资持股公司股份 20.1%。2019 年 12 月，公司引入战略投资者复星集团，截至 23Q3，复星集团通过旗下复星惟盈、复星惟实合计持股 10.5%。据公司 2023 年 7 月发布的持股 5% 以上股东减持计划公告，复星惟实、复星惟盈（各持股 5.3%）因自身经营需要，后续拟实施新一期股份减持计划，拟于 6 个月内减持公司股份不超过总股本的 6.0%。我们认为，股东因自身经营需要减持股份不改公司发展基本面，同时因减持规模确定，对市场预期影响预计相对有限。此外，公司于 2024 年 1 月公告拟回购股份用于股权激励或员工持股计划，公司预计回购股份数占总股本的 0.98%-1.17%。我们认为，回购计划彰显公司长期发展信心，也有利于员工利益与公司发展的绑定。

图表 2: 力诺特玻股权结构



来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 数据截至 23Q3)

1.2 业务长期稳健开拓, 药玻逐渐贡献主要增量

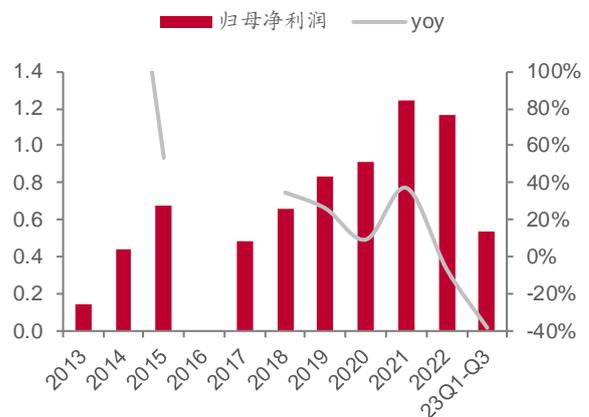
- **业务长期稳健扩张, 营收业绩短期承压下行。**2017-2022 年, 公司营收及归母净利自 5.0/0.5 亿元提升至 8.2/1.2 亿元, CAGR+10%/+19%, 均实现较快增长。受海外需求不振及疫情扰动影响, 2022 年公司以出口为主的耐热玻璃业务营收有所下滑, 致全年营收同比-7.5%至 8.2 亿元; 加之成本上升, 归母净利润同比-6.5%至 1.2 亿元。随着海运物流影响消退以及管制瓶药玻业务增长, 23Q1-Q3 公司实现营收 6.9 亿元, 同比+21.5%; 由于海外需求结构有所变化, 加之原料成本仍居高位, 公司 23Q1-Q3 实现归母净利润 0.5 亿, 同比-38.1%, 盈利阶段性承压。

图表 3: 公司营业收入与同比 (亿元)



来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 2016 年数据未披露)

图表 4: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)

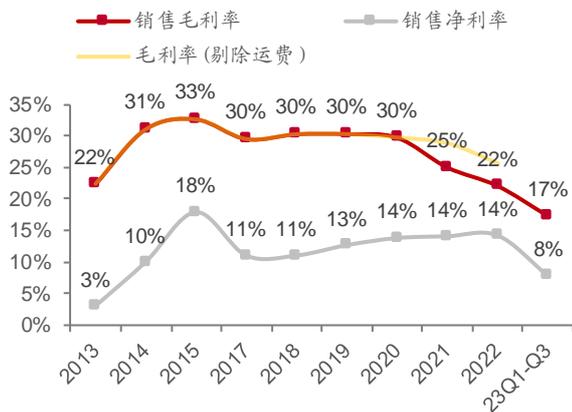


来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 2016 年数据未披露)

- **盈利水平阶段性下滑, 未来高毛利产品放量有望助推改善。**近年公司毛利率有所下滑, 除会计口径调整影响外, 主要受原料成本上升影响。2017-

2022年，公司净利率仍实现提升，主要系公司降本增效成果显著，人均营收及创利均有所提升，期间费用率也自2017年的13.2%降低至2022年8.7%（含运费口径）。2023年前三季度，由于原材料硼砂价格仍处高位，公司盈利水平阶段性下滑明显。我们预计，随着未来中硼硅模制瓶等高毛利产品放量，公司盈利水平有望实现修复。

图表5：公司综合毛利率与净利率



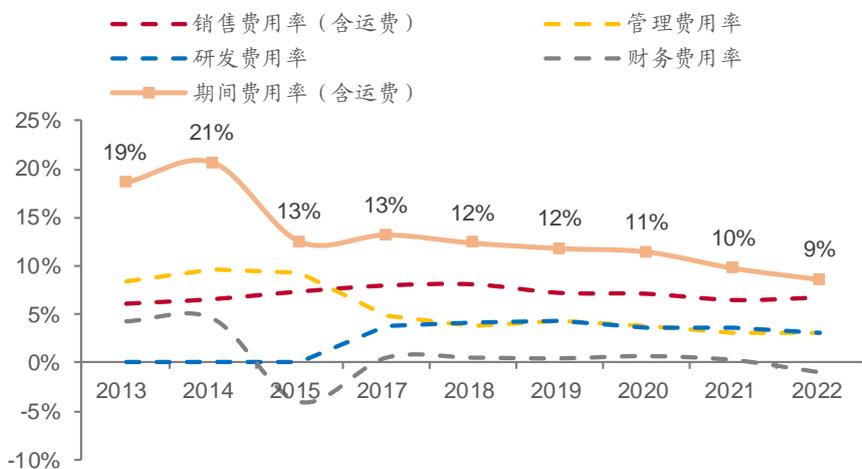
来源：Wind、中泰证券研究所

图表6：公司人均创收与人均创利（万元）



来源：Wind、中泰证券研究所

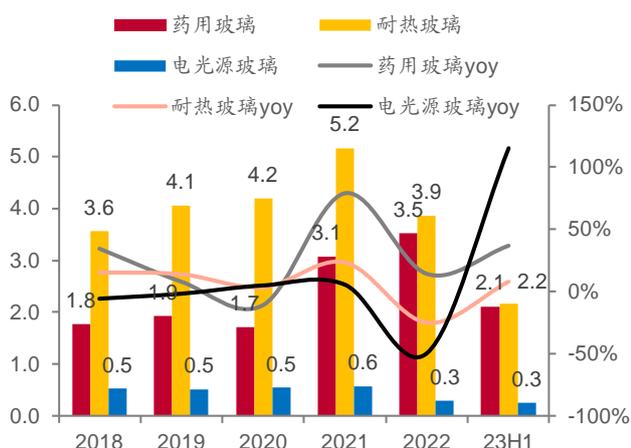
图表8：公司期间费用率持续下降



来源：Wind、中泰证券研究所

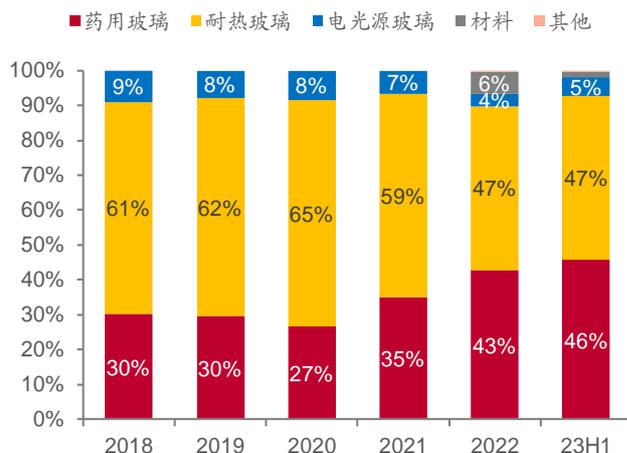
- **中硼硅产品升级渗透，公司药玻营收占比稳步提升。**分业务看，受一致性评价以及集采等政策推动，药瓶行业中硼硅产品升级趋势明确，公司药用玻璃营收近年实现快速增长，2018-2022年公司药用玻璃营业收入自1.8亿元提升至3.5亿元，占营收比重自30%提升至43%，已成为公司营收增长主要驱动力。受海外需求结构变化影响，2022年公司耐热玻璃业务等收入有所下滑，我们预计随着公司高硼硅玻璃技改项目等顺利达产后，公司耐热及电光源玻璃产品结构有望实现优化，进而带动传统日用玻璃业务收入实现修复增长。

图表 7: 公司各产品营业收入情况 (亿元)



来源: Wind、中泰证券研究所

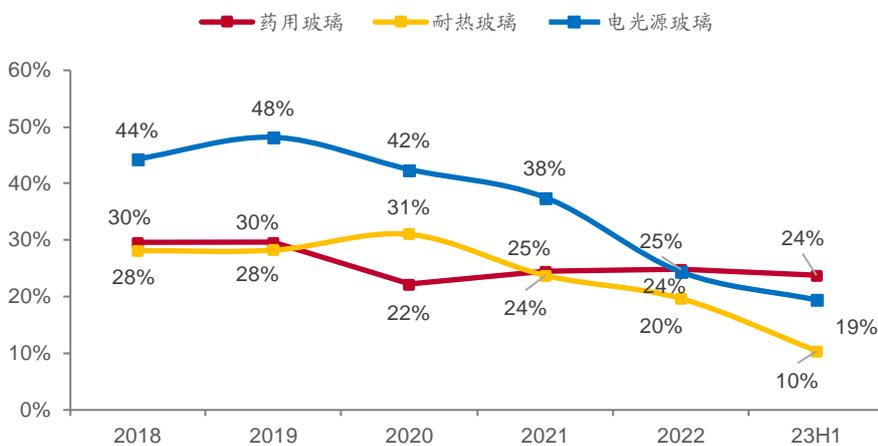
图表 8: 药用玻璃营收占比明显提升



来源: Wind、中泰证券研究所

- **药玻盈利水平保持稳定, 日用玻璃盈利有望逐步改善。**分业务盈利水平来看, 公司药用玻璃毛利率保持相对稳定, 2020-23H1 期间毛利率基本维持在 22%-25%。相较而言, 近年公司耐热玻璃及电光源玻璃业务毛利率波动相对较大, 一方面受海外高端日用产品需求萎缩影响, 另一方面则与原料及海运成本波动有关, 随着产品结构的优化及市场结构的调整, 我们预计未来公司传统日用玻璃业务盈利水平有望逐步改善。

图表 9: 公司各业务毛利率水平



来源: Wind、中泰证券研究所

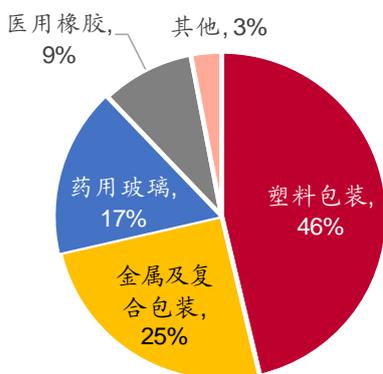
二、产业升级迭代加速，中硼硅产品需求具备强韧性

- 国内药品多为仿制药，为推动我国药品质量提升，国家积极推动一致性评价工作，进而也对药品包装提出迭代升级需求。药用玻璃按组分可分为钠钙玻璃和硼硅玻璃，原研药一般采用中硼硅玻璃作为包装材料。由于同品种药品通过一致性评价生产企业达3家以上的，未通过药品将无法参与集采竞选，因而集采有利推动一致性评价加速执行及中硼硅产品的加速替代。此外，药监局明确提出直接接触药品包材和容器从过去单独审评变为与关联药品注册时一同审评。关联审批一方面明确药企作为药品包装责任人，同时也需耗费较大时间与资金成本，因而制药企业倾向于与高质量、强品牌药包材企业绑定合作，进而推动行业持续向头部加速集中。

2.1 药用玻璃应用广泛，长期需求存支撑

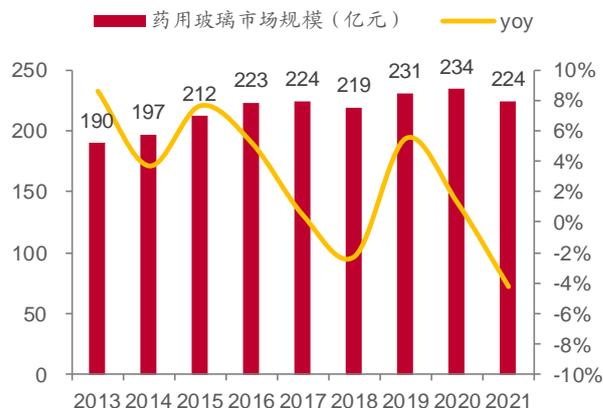
- 国内药玻市场超200亿元。据华经产业研究院，2021年我国医药包装行业市场规模约1359亿元，其中药用玻璃包装占比约17%，市场规模约224亿元。药用玻璃作为药品包材重要组成部分，有望充分受益医药市场需求的整体扩容。

图表 10：2021 年药用玻璃市场占比约 17%



来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

图表 11：2021 年国内药玻市场规模约 224 亿元



来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

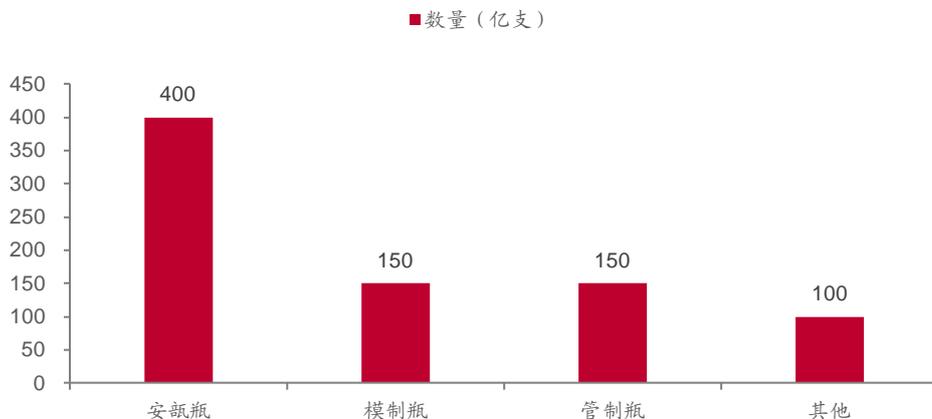
- 按工艺及用途划分，药用玻璃可分为模制瓶和管制瓶。药用玻璃瓶按生产工艺可分为模制瓶和管制瓶，两者主要区别在于：1) 工艺方面，模制瓶为一次成型工艺；管制瓶分二次成型，主要难点在于拉管环节，国内管制瓶厂家此前长期需外购玻璃管进行生产。2) 性能方面，模制瓶一般规格较大，机械强度高，可广泛用于抗生素类粉针剂、血液制品及造影剂包装等；管制瓶壁厚均匀、重量较轻，不易炸裂，更适合冻干制剂包装，可制成安瓿瓶、卡氏瓶等小规格瓶型。据制药网，2019年我国药玻产品年需求约800亿支，其中安瓿(管瓶类)、模制瓶、安瓿以外管瓶和其他瓶类分别为400、150、150、100亿支，泛管制工艺(安瓿+管制瓶)占比约69%，是药用玻璃的主流瓶型。

图表 12: 药用玻璃按工艺及性能分类

品种	主要特点	图例	成型工艺
模制瓶	注射剂瓶 (西林瓶) 1) 主要规格: 5-200ml 2) 用途: 粉针剂 (70%-80%) 等 3) 设备: 行列式制瓶机		磨具成型、一次工艺 
	输液瓶 1) 主要规格: 50-1000ml (1000ml 较少) 2) 用途: 输液剂等 3) 设备: 行列式制瓶机		
管制瓶	安瓿 1) 主要规格: 1-20ml 2) 用途: 水针剂等 3) 设备: 意大利36D立式安瓿瓶		先制造玻璃管、切割成型, 二次工艺 
	注射剂瓶 (西林瓶) 1) 主要规格: 2-50ml 2) 用途: 粉针剂 (20-30%)、疫苗等 3) 设备: ZP-18系列		
	口服液瓶 1) 主要规格: 10-20ml 2) 用途: 保健品、口服中药制剂等 3) 设备: ZP-18系列		
	预灌封注射器及卡氏瓶 1) 主要规格: 0.5-3ml 2) 用途: 疫苗、胰岛素、牙科用药等 3) 设备: FS-16生产线		

来源: 田英良《医药玻璃》、Alibaba、中国包装工业、中药医药包装协会、公司官网、公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 2019 年我国药用玻璃需求结构 (亿支)



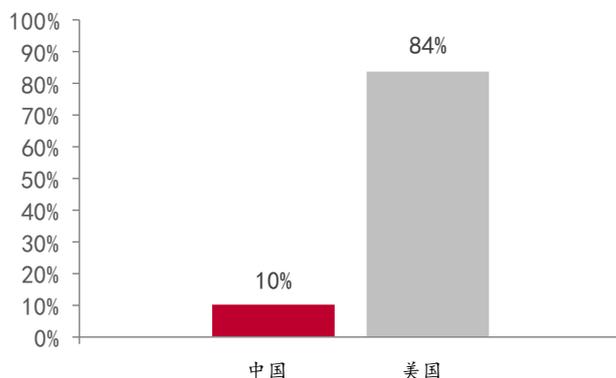
来源: 制药网、中泰证券研究所 (此处管制瓶为除安瓿以外普通管制瓶)

■ 国内中硼硅药玻渗透率仅约 10%，仍具较大提升空间。据《中国药包材标准 (YBB 标准)》，按成分可以将药用玻璃分为高硼、中硼、低硼和钠钙玻璃。B₂O₃ 是提高药玻化学稳定性和热稳定性的主要成分，在一定范围内，其含量的提高可提升玻璃耐水、耐碱等性能。与钠钙和低硼玻璃相比，中硼硅玻璃 B₂O₃ 含量约 8%-12%，更适用于生物制剂等对 PH 敏感性较高的药品。高硼硅玻璃虽然化学稳定性和热稳定性更好，但因硼含量较高，成型难度和生产成本也更高，因此从性能、成型难度和成本方面综合考虑，中硼硅玻璃是药包材最具性价比的选择。据华经产业研究院，截至 2022 年，我国中硼硅玻璃的渗透率仅约 10%，而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%，未来我国中硼硅玻璃渗透率预计仍有较大提升空间。

图表 14：中硼硅药用玻璃硼含量约 8%-12%

化学组成及性能	玻璃类型			
	钠钙	低硼硅	中硼硅	高硼硅
B ₂ O ₃ (%)	<5	>=5	>=8	>=12
SiO ₂ (%)	约70	约71	约75	约81
Na ₂ O+K ₂ O (%)	约12~16	约11.5	约4~8	约4
MgO+CaO+BaO+SrO (%)	约12	约5.5	约5	-
Al ₂ O ₃ (%)	0~3.5	3~6	2~7	2~3
平均线热膨胀系数 10-6K-1 (20~300°C)	7.6~9.0	6.2~7.5	3.5~6.1	3.2~3.4
121°C 颗粒耐水性	2 级	1 级	1 级	1 级
98°C 颗粒耐水性	HGB1级 或HGB2	HGB1级 或HGB2	HGB1级	HGB1级
耐酸性	重量法	2级	1级	1级
	原子吸收分光光度法	-	-	100μg/dm ²
耐碱性	2级	2级	2级	2级

来源：力诺特玻招股说明书、华经产业研究院、中泰证券研究所

图表 15：国内中硼硅药用玻璃渗透率仅约 10%


来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

2.2 一致性评价+集采驱动，中硼硅产品渗透加速提升

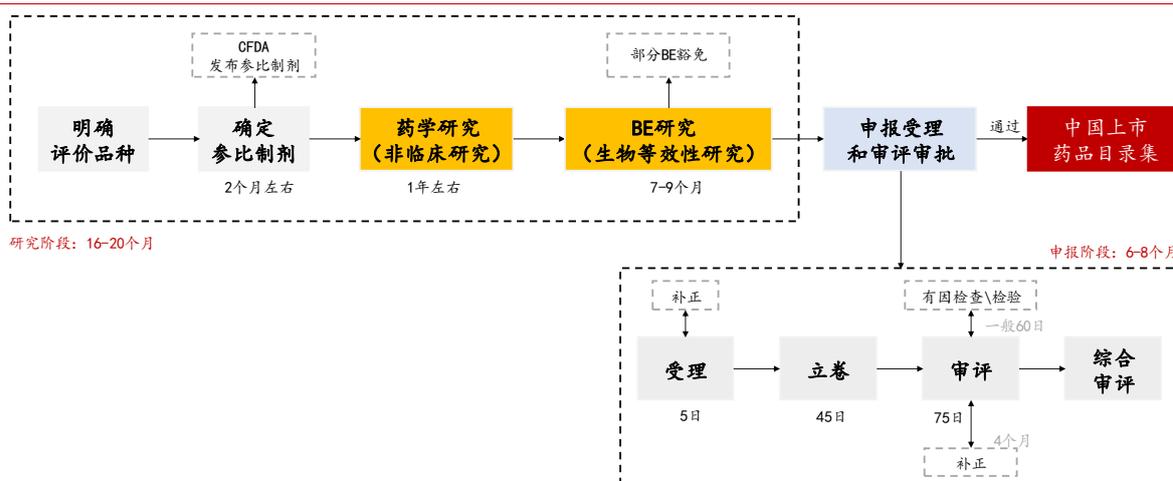
- 一致性评价工作推进有利拉动中硼硅药玻需求加速放量。**由于原研药研发周期长、投资成本大，为降低患者治疗成本，各国鼓励发展仿制药，目前我国批准上市药品中约 95% 为仿制药，为保证仿制药在质量和疗效上与原研药一致，在临床上实现与原研药相互替代，我国从 2015 年起推进仿制药一致性评价工作。自政策推动以来，注射剂仿制药一致性评价技术要求从“不建议使用低硼硅和钠钙玻璃”到“注射剂使用的包装材料和容器质量和性能不得低于参比制剂”，质量监管要求不断提高。同时，为鼓励企业积极参与药品过评，带量采购政策提出“同一品种药品通过一致性评价生产企业达 3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价品种”。注射剂是目前化学仿制药的重要组成部分，而海外原研药基本以中硼硅包装为主，因此一致性评价工作的推进有望加快拉动国内中硼硅玻璃需求。

图表 16：一致性评价相关政策


来源：各部门协会官网、中泰证券研究所

- **一致性评价时间及资金成本高，驱动药企主动选择中硼硅包装。**从时间上看，一致性评价工作完成一般情况下大约需耗时2年左右，主要环节为确定参比制剂、药学研究（非临床研究）、生物等效性实验，部分试剂可豁免）、受理审评审批环节等。据医药经济报，一致性评价成本主要集中在原辅料采购、预实验、BE实验、注册及检测费部分，合计成本约500万元。考虑到一致性评价及集采政策的刚性约束，以及所耗时间及费用成本，因而药企对需进入集采或单价偏高的药品品种，将更倾向于选择中硼硅玻璃瓶作为其药用包装。

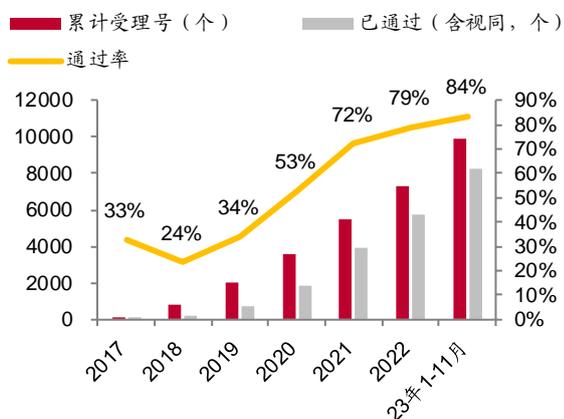
图表 17：一致性评价流程



来源：国家药监局、丁香园、观研天下、药智数据、中泰证券研究所

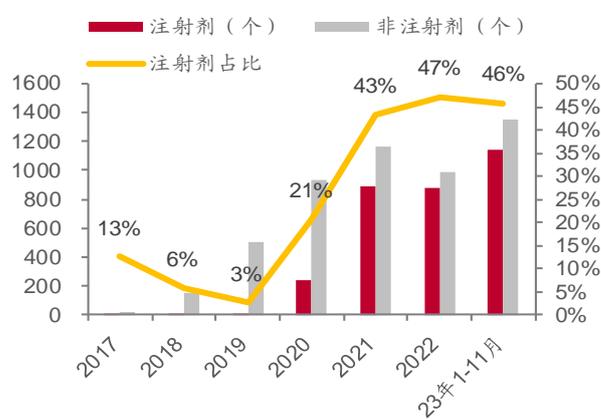
- **一致性评价工作稳步推进，注射剂审批通过量持续提升。**当前，一致性评价工作已进入常态化阶段，据药智数据，截至2023年11月，一致性评价累计受理号（含视同通过）9888个，申报累计通过率84%，较上年有所上升。从过评剂型来看，2021-2023年，通过一致性评价的注射剂受理号占比基本保持近50%水平。考虑到仍有一定数量注射剂品种正在申报而尚未过评，未来注射剂过评总量仍有望继续保持快速增长。

图表 18：一致性评价工作持续稳步推进中



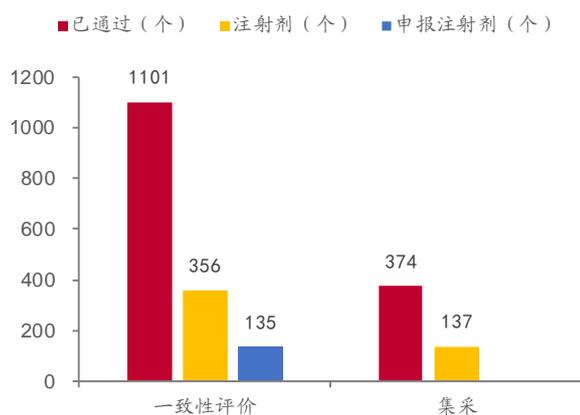
来源：药融云、中泰证券研究所（统计按受理号，含视同通过）

图表 19：一致性评价注射剂通过占比近年接近 50%

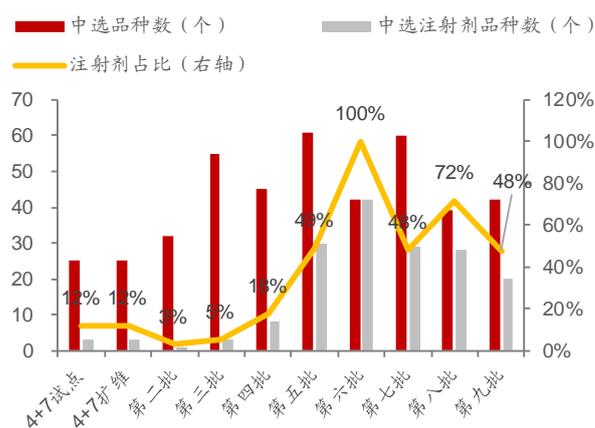


来源：药融云、中泰证券研究所（统计按受理号，含视同通过）

- 已过一致性评价，进入集采的注射剂占比约 30%。**据药融云，按药品品种分类，截至 23 年 11 月，仿制药一致性评价累计过评 1101 种，其中注射剂 356 种，占比 32%，处于申报阶段的注射剂共 135 种。目前药品集采已进行到第九批，共有 374 个药品品种纳入集采，其中已过一致性评价且进入集采的注射剂品种数为 137 个，仍有未进入集采注射剂品种 219 个。考虑到自第五批集采开始，每批中选注射剂品种约在 30 个左右（除第六批胰岛素专场），预计剩余已通过一致性评价以及申报过程的注射剂品种仍将持续贡献增量。

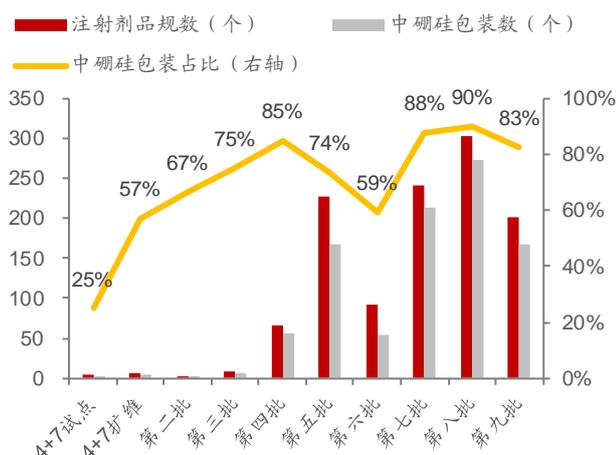
图表 20：注射剂一致性评价和集采进展（按品种数）


来源：上海阳光医院采购网、药融云、中泰证券研究所（注：时间截至 23 年 11 月）

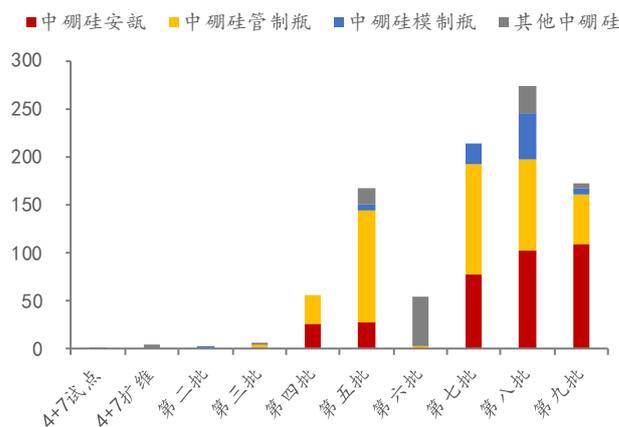
图表 21：集采注射剂中选占比仍处于较高水平


来源：上海阳光医院采购网、药融云、中泰证券研究所

- 集采注射剂基本以中硼硅包装为主，第七、八批次模制瓶开始放量。**从包材来看，集采中选注射剂多选择中硼硅玻璃包装，我们以上海阳光医院采购网所披露的药品采购规格数据统计，第九批集采注射剂品种中，约 83% 采用中硼硅包装。同时，前期第四批、第五批集采基本以中硼硅安瓿和管制包材为主，第六批胰岛素专场以预灌装及卡式瓶为主，模制瓶包材在第七批和第八批中选规格数分别为 21 种及 49 种（含输液瓶），较前几批次显著放量。最新第九批集采中，虽然模制瓶中选规格数有所下降，但我们认为由于前两批次集采需求仍在持续释放，同时当前中硼硅渗透仍有较大提升空间，长期来看，模制瓶产品替代升级趋势不变。

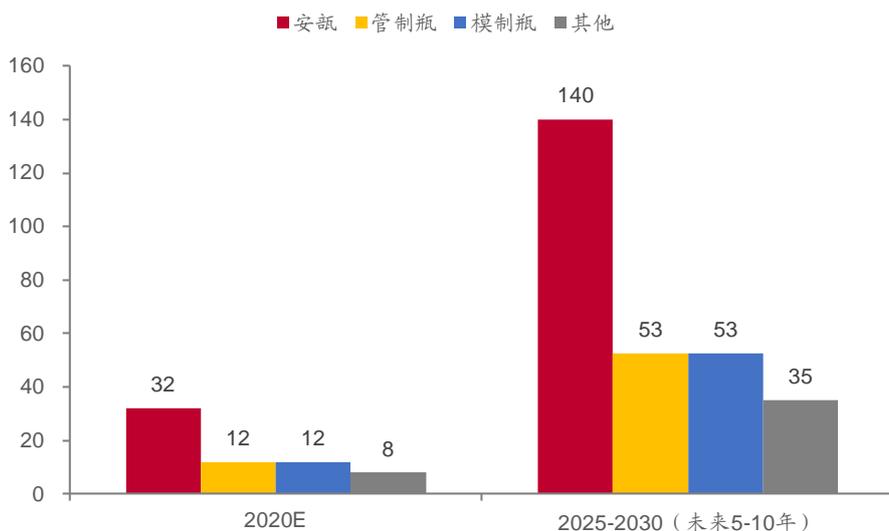
图表 22: 集采注射剂以中硼硅玻璃包装为主


来源: 上海阳光医院采购网、中泰证券研究所 (注: 按规格数统计)

图表 23: 中硼硅模制瓶在集采中开始逐步放量(个)


来源: 上海阳光医院采购网、中泰证券研究所统计 (注: 按规格数统计, 模制瓶包含输液瓶)

- 预计 2025-2030 年中硼硅市场超 280 亿支。** 市场总量方面, 结合前文全国药玻市场约为 800 亿支, 我们认为药玻市场总量变动不大, 主要是结构性调整, 因此假设安瓿、管制瓶、模制瓶总量分别维持在 400、150、150、100 亿支。渗透率方面, 据制药网, 2018 年我国中硼硅渗透率为 7%-8% 左右, 预计未来 5-10 年中硼硅渗透率为 30%-40%。考虑到注射剂一致性评价于 20H1 开始放量, 我们假设 2020 年中硼硅包装渗透率约 8%, 与 2018 年基本持平, 中性预计 2025-2030 年渗透率约 35%, 中硼硅总量超 280 亿支。

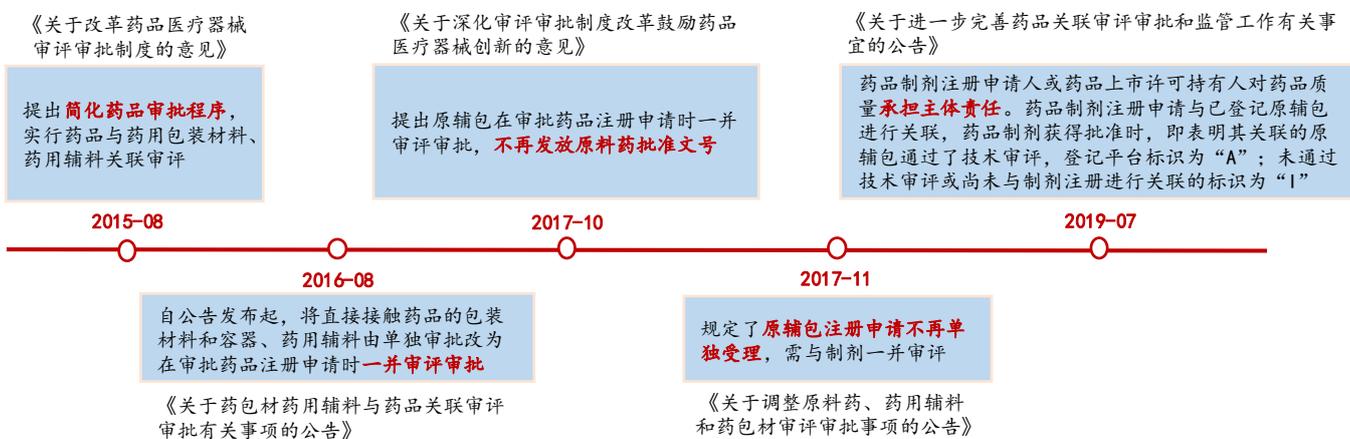
图表 24: 国内中硼硅药用玻璃需求预测 (亿支)


来源: 制药网、华经产业研究院、中泰证券研究所

2.3 关联审批政策增强客户粘性，行业望向头部集中

- 关联审批促进药用包装质量要求提升，行业集中度提升有望加速。**为简化医疗器械审评审批流程，2016年8月，国家药监局发布《关于药包材药辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》，提出直接接触药品的包装材料和容器从过去的单独审评变为与关联药品注册时一同审评。2019年7月，国家药监局公布《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》，明确提出药企对药品质量承担主体责任。关联审批政策意味着：1) 药包材质量将影响到药品制剂的审评结果，带动药包材行业整体质量升级；2) 制药企业对所使用的药包材负责，会更倾向于选择与产品质量高且稳定、安全保障性强的药包材供应商合作，药包材行业集中度有望提升。

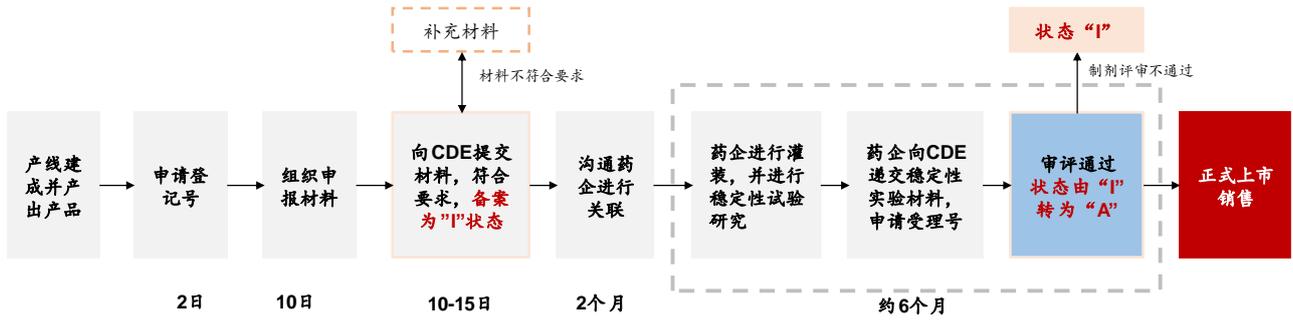
图表 25：关联审批制度政策历程梳理



来源：各部门官网公告、中泰证券研究所

- 关联审批成本高，头部药包材企业优势凸显。**根据关联审批政策，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”。对于药包材企业，从生产线建成到备案为“I”状态时间相对较短，大概1个月左右，需要沟通药企进行关联，从沟通药企做稳定性实验到提交CDE完成评审转为“A”状态，需要8个月左右，一般头部企业客户资源丰富且产品质量更优，可以同时与多家企业进行关联审批，有助加快过评速度。另一方面，对制药企业而言，更换包材供应商意味着要将产品重新进行关联审评报批，申报时间长达6个月到两年，成本较高且存在较大不确定性，所以制药企业会更倾向于选择与规模较大、质量较高且具有品牌优势的药包材生产企业进行合作，且一旦过评轻易不会更换供应商。综合来看，药包材行业头部企业的品牌效应和规模效应将逐步凸显。

图表 26: 药包材企业关联审批流程



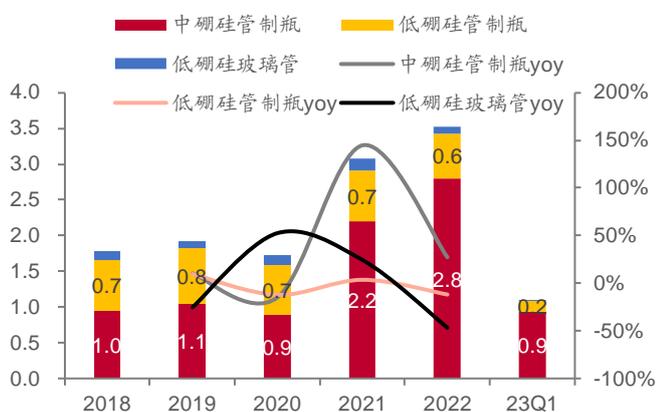
来源: 力诺特玻公告、中泰证券研究所

三、药玻产业横纵向延伸突破，日用玻璃望企稳改善

3.1 药用玻璃：管制、模制双驱动，成长放量可期

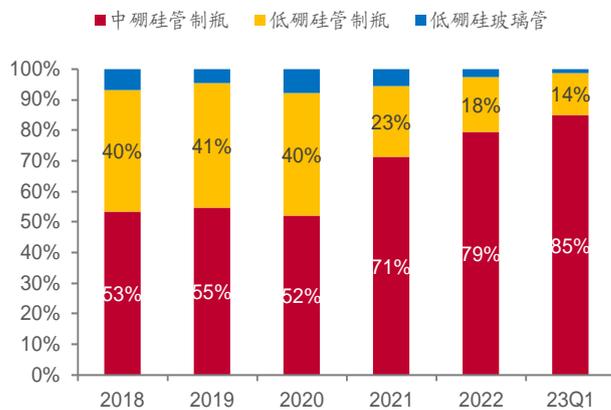
- **中硼硅管制瓶渗透提升，药用玻璃收入快速增长。**在中硼硅渗透率提升下，2021年起公司药用玻璃业务收入显著增长，23Q1实现营收1.1亿，首次超过耐热玻璃，药玻转型得到持续验证。其中，中硼硅管制瓶在药玻营收占比自2020年的52%提升至2022年的79%，23Q1达到85%，贡献药玻收入主要增量。销量来看，2020-2022年公司中硼硅管制瓶销量由4.5亿支提升至14.4亿支。2022年底，公司中硼硅管制瓶产能达到17.1亿支，随着募投扩产项目全部达产后有望达26亿支，我们预计随着公司中硼硅管制瓶产能放量，以及未来模制瓶市场的打开，公司药用玻璃收入有望持续快速增长。

图表 27：21 年起中硼硅药玻收入显著放量（亿元）



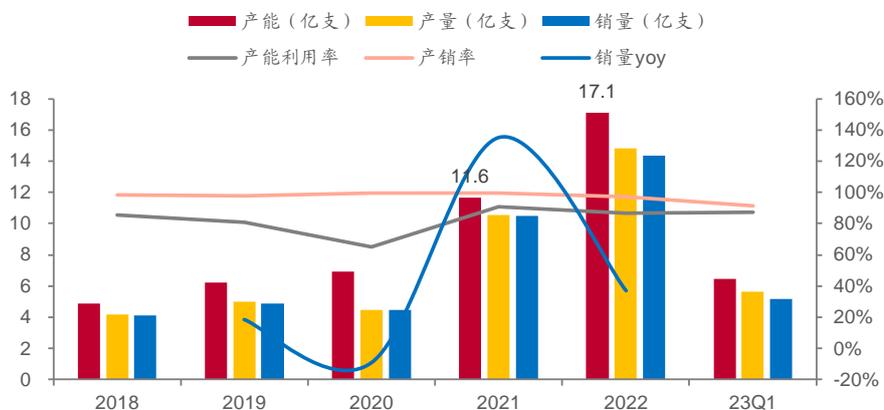
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 28：中硼硅管制瓶贡献药玻主要营收



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 29：力诺特玻 2018-23Q1 中硼硅管制瓶产销量

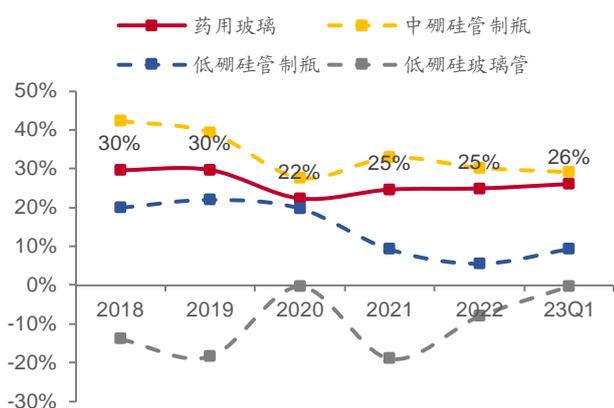


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **中硼硅拉管突破，管制瓶盈利水平提升可期。**据公司招股说明书，21H1

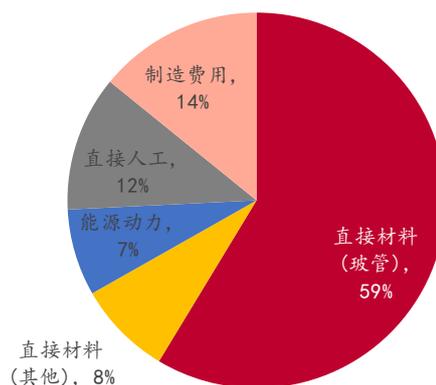
玻管占公司中硼硅管制瓶成本约 59%，2019 年至 2022 年 1-9 月，公司原材料中硼硅玻管基本需要外购，供应商肖特、康宁占据主要市场份额，公司议价能力较弱，采购成本较高。2022 年 10 月，公司首座中硼硅玻管窑炉点火，我们预计在自供率提升下，公司中硼硅管制瓶成本有望下降。我们采用公司招股说明书所披露的玻管采购均价、单耗及单价，假设其他成本不变，测算玻管成本下降 5%-30%，公司中硼硅管制瓶毛利率可提升 2%-11%，由于测算假设产品单价不变，而实际产品单价可能随玻管成本有所下降，因而盈利提升幅度可能小于测算结果。

图表 30：公司药用玻璃毛利率情况



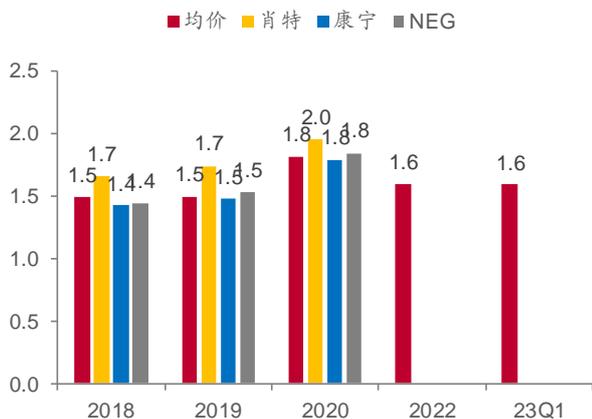
来源：力诺特玻招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

图表 31：21H1 公司中硼硅管制瓶成本构成



来源：力诺特玻招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

图表 32：公司中硼硅玻管采购均价 (万元/吨)



来源：力诺特玻招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

图表 33：玻管成本下降对公司中硼硅管制瓶盈利影响测算

	中硼硅玻管价格下降幅度					
	0%	5%	10%	15%	20%	30%
玻管价格 (万元/吨)	1.54	1.46	1.39	1.31	1.23	1.08
玻管用量 (克/支)	4.8					
玻管成本 (元/万支)	745	708	671	634	596	522
其他成本 (元/万支)	525					
单位成本 (元/万支)	1270	1233	1195	1158	1121	1046
单价 (元/万支)	1990	1990	1990	1990	1990	1990
毛利率	36%	38%	40%	42%	44%	47%
毛利率变动 (pct)	0%	2%	4%	6%	7%	11%

来源：力诺特玻招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

- 模制瓶竞争格局较优，公司加快产能布局望贡献盈利弹性。据 CDE 统计，截至 2023 年 10 月，国内具有中硼硅模制瓶备案号 (状态为 I) 的生产厂商有 4 家，其中具有上市资格 (状态为 A) 仅 3 家，竞争格局较优。在一致性评价和集采政策驱动下，中硼硅模制瓶需求稳步提升，公司自 2022 年投产中硼硅模制瓶项目，目前产能 0.5 万吨，在建及拟建项目合计产能 5.8 万吨。模制瓶盈利能力较强，参考同行山东药玻模制瓶毛利率基本维持在 40% 左右 (其中中硼硅模制瓶毛利率更高)，我们

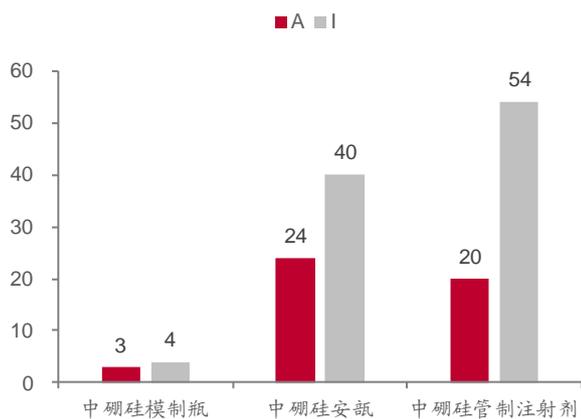
预计随着公司模制瓶产能逐步释放，公司盈利弹性有望充分打开。

图表 34：中硼硅药瓶市场主要参与者梳理

公司	中硼硅玻璃			备注
	模制瓶	管制瓶	玻管	
山东药玻	✓	✓	✓	模制瓶：中硼硅模制瓶产能10亿支（2022年）；募资扩建一级耐水药用玻璃16万吨、棕色瓶1.8万吨、耐碱玻璃瓶3.2万吨（约40亿支，有小部分为管制瓶） 管制瓶：中硼硅管制瓶产能6.87亿支（2019年） 玻管：年产能3000吨，拟募资扩建2.4万吨中硼硅玻管
闽中光明	✓			模制瓶：年产中硼硅模制瓶约3000万支
力诺特玻	✓	✓	✓	模制瓶：0.5万吨中硼硅模制瓶（22Q3点火），在建5.8万吨 管制瓶：中硼硅管制瓶产能17.1亿支（2022年） 玻管：0.5万吨中硼硅玻管（22Q3点火）
肖特		✓	✓	玻管：全球中硼硅产能25万吨（2016年）；目前浙江缙云产能2万吨，未来计划中国产能为4万吨
康宁			✓	玻管：全球中硼硅玻管产能12万吨（2016年）；21Q4安徽蚌埠一期投产0.75万吨中硼硅玻璃管，计划2023年蚌埠二期投产1.25万吨中硼硅玻璃管
日本电气硝子		✓	✓	玻管：全球中硼硅玻管产能8万吨（2016年）
正川股份		✓	✓	管制瓶：中硼硅管制瓶年产能12.7亿支（2020年）；计划2024年投产13亿支中硼硅管制瓶 玻管：中硼硅玻管产能约1万吨（2022年）；未来计划建设中硼硅窑炉8座，实现中硼硅玻管产能5万吨
双峰格雷斯海姆		✓		管制瓶：中硼硅安瓿产能8亿支（官网）
成都平原尼普洛		✓		管制瓶：已建成年产10亿支生产能力的中性硼硅玻璃管制注射剂瓶、安瓿项目（官网）
四星玻璃		✓	✓	管制瓶：中性硼硅玻璃瓶产能35亿支（21Q4） 玻管：中性硼硅玻管产能5万吨（21Q4）；计划23年7月投产3万吨中性硼硅玻管
凯盛君恒		✓	✓	玻管：约2万吨中硼硅玻管产能（截至23年3月，共有4座中硼硅窑炉点火）；拟建25+50t/d中硼硅玻管生产线
旗滨集团			✓	玻管：21Q1一期25t/d点火；22Q4二期40t/d点火；拟建2*50t/d玻管生产线
安彩高科			✓	玻管：0.5万吨中硼硅玻管（23年4月点火）

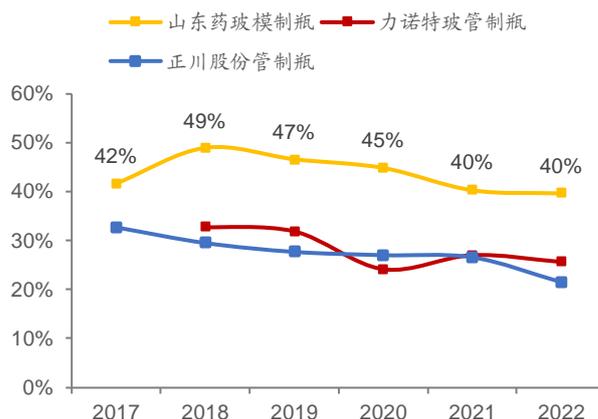
来源：各公司公告、各公司官网、各公司公众号、人民网、同写意、沧州高新区、蚌埠高新区、中国县域经济报、沧州四星公开转让书、制药网、山东药玻投资者论坛、中泰证券研究所

图表 35：国内中硼硅药用玻璃厂家数



来源：CDE、中泰证券研究所统计（注：截至2023年10月）

图表 36：模制瓶毛利率较高



来源：各公司公告、中泰证券研究所统计

图表 37: 公司中硼硅模制瓶募投项目

项目名称	状态	产能 (吨)	投资额 (万元)	实际/预计完工时间
轻量薄壁高档药用玻璃瓶项目	2022年8月点火	5081	3003	2022-08
M2轻量化药用模制玻璃瓶 (1类) 项目	在建	11242	6242	2024-03
轻量药用模制玻璃瓶 (1类) 产业化项目	23年4月开工	46574	64187	2024
合计		62897	73432	

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 公司客户资源丰富, 未来模制瓶订单消化有保障。**公司掌握中硼硅模制瓶生产工艺, 产品主要关键技术指标符合国标要求。由于深耕药用玻璃包装多年, 公司客户资源丰富, 与全国众多知名大型医药企业形成紧密合作关系。目前, 公司中硼硅模制瓶正处于联合药企进行关联审批申报阶段。据 2023 年 6 月公司对于发行可转换债券问询函的回复, 公司已完成下游药企中硼硅模制瓶送样 80 余家, 同意做稳定性相容性试验 18 家、同意关联审批 4 家, 正式启动关联 3 家, 上述同意关联及试验的药企在公司产品登记转“A”后有望成为公司正式客户。

图表 38: 公司中硼硅模制瓶性能符合国标 YBB 标准

类别	YBB标准	中硼硅模制注射剂瓶		中硼硅模制输液瓶	
		力诺特玻	市场同类产品	力诺特玻	市场同类产品
线热膨胀系数 (x10-6K-1)	3.5-6.1	5.2	5.3	5.2	5.3
三氧化二硼含量	不得小于8%	12	11.4	12	12
121°C颗粒耐水性	1级	1级			
98°C颗粒耐水性	HGB1级	HGB1级			
内表面耐水性	HC1级	HC1级			
耐酸性	浸出量不得过100μg/dm2	46	55	48	55
耐碱性	应不低于2级	2级		符合	
热稳定性	不得破裂	符合			
耐内压力	不得破裂 (0.6MPa)				
内应力	不得过40nm/mm	未检出			
砷、锑、铅、镉浸出量	砷不得过0.2mg				
	锑不得过0.7mg				
	铅不得过1.0mg				
	镉不得过0.25mg				

来源: 公司公告、中泰证券研究所 (注: YBB 指中国药包材标准)

图表 39: 21H1-2020 公司药用玻璃前 5 大客户

期间	客户名称	销售金额 (万元)	占比
21H1	悦康药业集团股份有限公司	1116	8%
	成都倍特药业股份有限公司	699	5%
	山东罗欣药业集团股份有限公司	680	5%
	扬子江药业集团有限公司	635	5%
	江苏恩华药业股份有限公司	613	4%
	合计	3743	27%
2020	悦康药业集团股份有限公司 *	966	6%
	ARMAVIR BIOFACTORY, FGP	708	4%
	华润双鹤药业股份有限公司 *	695	4%
	成都倍特药业股份有限公司 *	551	3%
	广东嘉博制药有限公司	465	3%
合计	3385	20%	

来源: 公司公告、中泰证券研究所 (注: 标星公司指收入包含子公司部分)

3.2 日用玻璃: 产品结构调整, 盈利有望修复

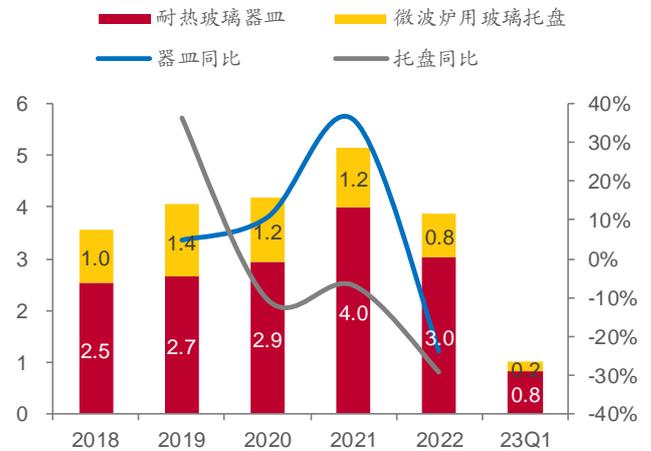
- 海外需求波动, 公司日用玻璃业务短期承压。**中国日用玻璃协会理事长孟令彦在 2018 年第八届国际先进玻璃技术研讨会上表示, 目前我国人均年消费日用玻璃量值约为 10 公斤/100 元左右, 与国际发达国家 40 公斤/1000 元左右相比差距很大, 我国低端玻璃制品市场已趋饱和, 但中高端市场仍有开拓提升空间。公司耐热玻璃主要分器皿和微波炉用玻璃托盘两类产品, 销售依赖出口, 受海外货运受阻、全球需求不振等影响, 2022 年公司器皿与托盘营收 3.0/0.8 亿元, 同比-24%/ -29%。

图表 40: 耐热玻璃产品简介

产品系列	产品图示	产品介绍
微波炉用玻璃托盘		高硼硅玻璃制品，耐热冲击强度高，用于微波炉生产配套，产品供应格兰等主要微波炉生产企业。
耐热玻璃器皿		高硼硅玻璃制品，耐热冲击强度高，骤冷骤热不破裂，可用于微波炉和烤箱加热，性能优于普通玻璃和钢化玻璃产品。主要产品有保鲜盒、烤盘、沙拉碗、锅盖等，可定制。

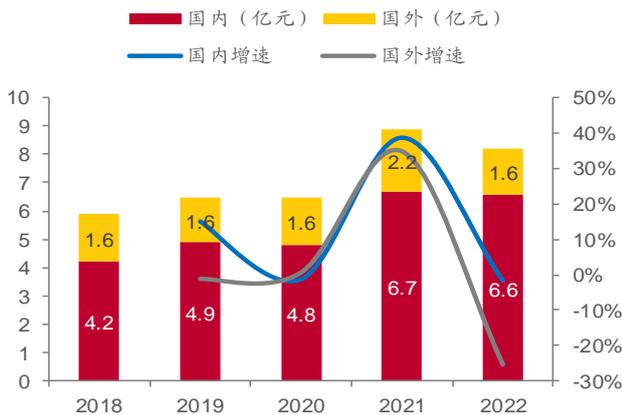
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 41: 2018-23Q1 公司耐热玻璃营收及同比增速 (亿元)



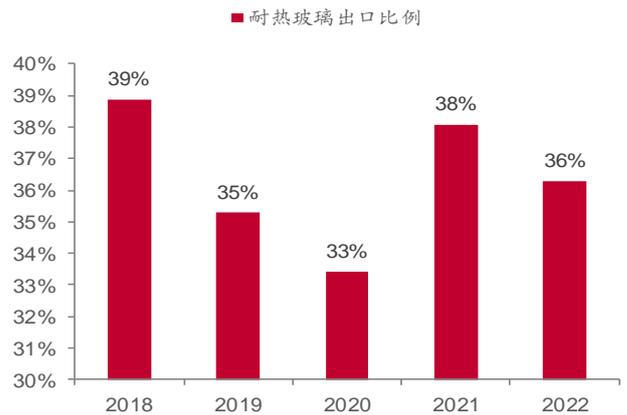
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 42: 2022 年公司出口营收出现一定下滑



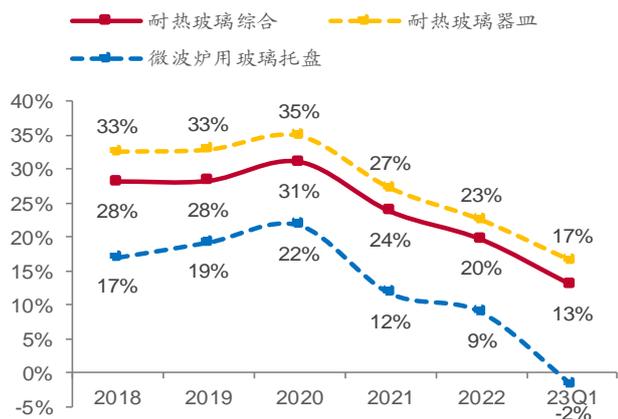
来源：公司公告、中泰证券研究所 (注：内销转出口未统计在内，由于海外企业在国内设立贸易公司交易，出口下滑对耐热玻璃营收下降的实际影响大于报表数据)

图表 43: 2018-2022 年公司耐热玻璃直接出口比例

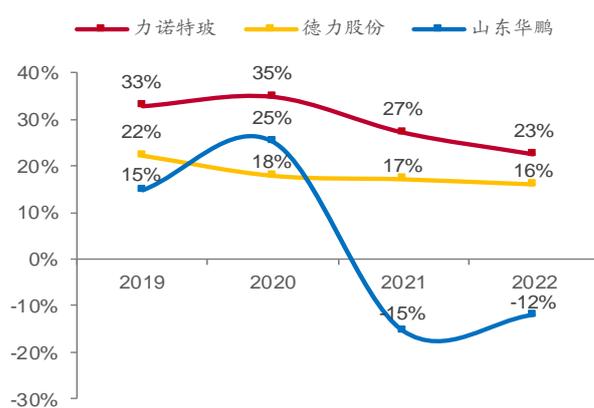


来源：公司公告、中泰证券研究所 (注：内销转出口未统计在内，由于海外企业在国内设立贸易公司交易，出口下滑对耐热玻璃营收下降的实际影响大于报表数据)

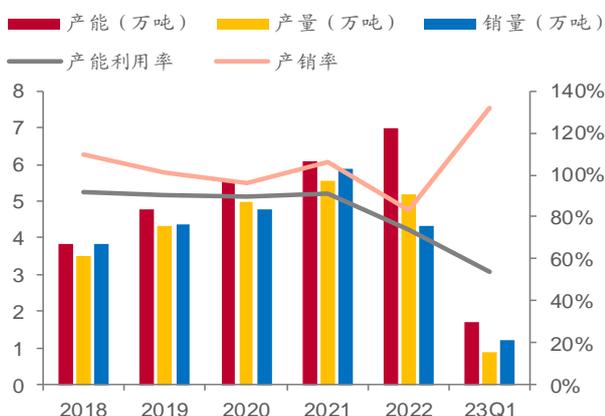
- **产品结构调整升级，耐热产品盈利修复可期。**由于行业竞争加剧，加之成本上涨，近年公司耐热玻璃业务毛利率有所下滑，但横向比较下，公司器皿毛利率显著高于行业可比公司，主要因为公司产品为相对高端的高硼硅耐热特种玻璃，可比公司产品主要为瓶罐类产品。此外，公司积极优化产品结构，募投项目年产 9200 吨高硼硅玻璃产品生产项目和轻量化高硼硅玻璃器具生产项目均已投产。其中，轻量化高硼硅耐热玻璃器具项目引进意大利全自动破壁杯生产线，改变了国内传统破壁杯的生产工艺，解决了传统的生产工艺流程长，尺寸配合不稳定等行业瓶颈。

图表 44: 2018-23Q1 公司耐热玻璃产品毛利率情况


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 45: 公司器皿毛利率高于行业可比公司


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 46: 2018-23Q1 公司耐热玻璃产销量 (万吨)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 47: 公司耐热玻璃募投项目情况

项目名称	产能 (吨)	实际投资 (万元)	项目实际完工时间
年产9200吨高硼硅玻璃产品生产项目	9200	2374	2022年10月
轻量化高硼硅玻璃器具生产项目	10000	3911	2023年4月
合计	19200	6285	

来源: 公司公告、中泰证券研究所

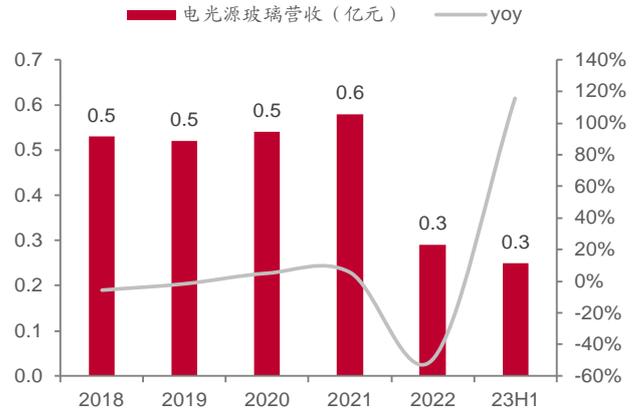
- HID 市场需求下滑, LED 产品接续发展。**公司电光源产品分为机制玻壳、管制玻壳和电光源管, 主要用于下游中高端 HID (高压气体放电灯) 电光源生产, 被广泛应用于路政、场馆、车间照明等场景。近年来, 随着照明用 LED (发光二极管) 技术的迅速发展, 在一些应用场景中对 HID 电光源产品起到了替代作用, 公司下游 HID 电光源生产制造企业昕诺飞、朗德万斯、印度先锋等客户产量均有不同程度缩减, 2022 年公司电光源玻璃营收 0.3 亿元, 同比-50%。为应对需求下滑, 公司主动下调单价, 由于目前国外基本没有高硼硅电光源玻璃生产企业, 国内部分生产企业规模较小, 逐步退出市场, 公司凭借质量和规模优势在存量市场中提高占有率。此外, 公司也积极挖掘 HID 电光源产品应用新场景, 并开拓 LED 产品市场。

图表 48: 公司电光源玻璃产品简介

产品系列	产品图示	产品介绍
电光源玻壳		包括机制电光源玻壳, 产品耐高温、显色性好。可定制形状大小, 用于道路、农业温室、洗浴取暖、海洋捕鱼、机场等大型场所照明灯具的生产。
电光源玻管		用于制造电光源玻壳和灯具的芯柱中的排气管、喇叭管部件。
玻璃透镜		可用于加工生产照明灯具, LED光源玻璃透镜, 汽车大灯等, 具有透光性好、寿命长等优点。

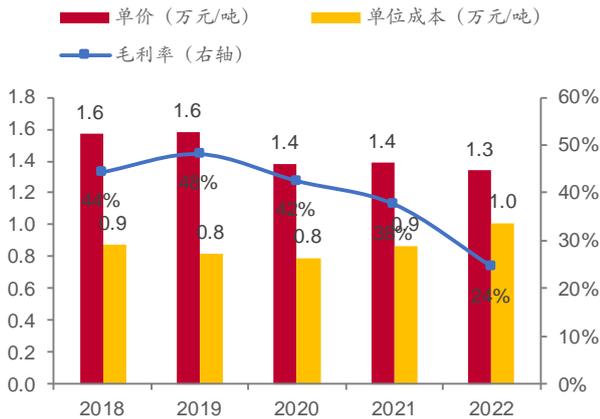
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 49: 2018-2023H1 电光源营收及同比增速(亿元)



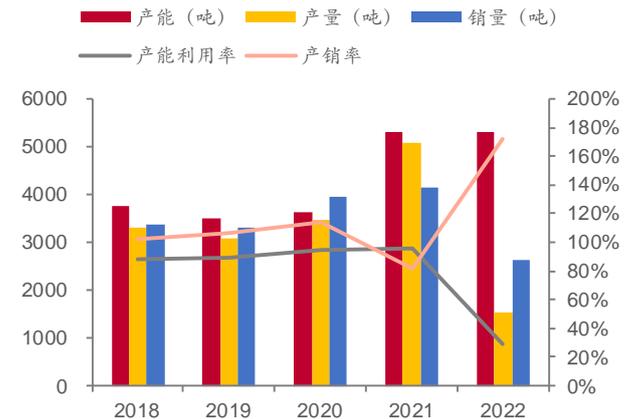
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 50: 公司电光源玻璃产品单价、成本及毛利率情况(万元/吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 51: 2018-2022 年公司电光源产品产销量(吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- LED 透镜项目投产, 电光源市场望重回发力增长。**LED 光源具有使用低压电源、耗能少、适用性强、稳定性高等优点, 在一些应用场景对 HID 电光源产品起到了替代作用, 目前主要应用于商场、家居照明。公司积极布局 LED 车灯透镜细分市场, 基于周边车灯厂商地理优势协同上下游, 募资 8937 万元建设 LED 光学透镜用高硼硅玻璃生产项目对口汽车 LED 灯具等, 首条生产线已于 2023 年 3 月点火。LED 光学透镜用高硼硅玻璃可以有效解决传统透镜析碱的痛点, 提升行车安全, 有助公司在高硼硅玻璃市场中增强竞争力。

图表 52: HID 产品及 LED 产品比较

产品	中文名	优势	劣势	场景应用
HID (High Intensity Discharge)	高压气体放电灯/氙气大灯	光输出维持特性好、价格低	需要预热期、老化后需要更高功率、内部含有有毒物质	括体育场馆或体育馆、仓库、大型公共区域、道路照明和停车场
LED (Light Emitting Diode)	发光二极管	使用寿命长、能源效率高、低维护成本	不考虑投资回收期的情况下，成本相对更高	交通信号灯、照明标志，以及室内和室外照明

来源: Stouch Lighting、中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测关键假设

- 收入假设:** 我们假设公司中硼硅管制瓶产能稳步释放，模制瓶产品在通过关联审批后，逐步放量，预计 2023-2025 年公司药用玻璃收入分别为 4.4、6.9、9.2 亿元，yoy+26%、+55%、+33%。假设耐热玻璃及电光源产品销售在需求企稳及公司产品结构调整情况下有所改善，预计 2023-2025 年公司耐热玻璃收入分别为 5.0、5.6、5.9 亿元，yoy+29%、+11%、+7%；电光源玻璃收入分别为 0.4、0.4、0.5 亿元，yoy+27%、+17%、+17%。加上少量其他业务，综上，我们预计 2023-2025 年公司总体营业收入为 10.3、13.4、16.2 亿元，yoy+26%、+30%、+21%。
- 毛利率假设:** 我们假设随中硼硅管制瓶产品放量、玻璃管自供率提升以及后续中硼硅模制瓶实现上市销售，公司药玻业务盈利水平有望逐步提升，预计 2023-2025 年药玻业务毛利率分别为 25%、30%、32%。传统日用玻璃业务（耐热、电光源）在产品迭代、需求改善情况下，盈利有望实现修复回升，但由于 2023 年公司数台窑炉点火使得摊销成本上升，同时成本仍居于高位，因而盈利水平仍阶段性承压，我们预计 2023-2025 年公司耐热玻璃毛利率分别为 9%、13%、14%，电光源玻璃毛利率分别为 18%、22%、22%。综上，我们预计 2023-2025 年公司综合毛利率为 17%、22%、25%。
- 费用及税率假设:** 我们假设随公司募投项目投产，2023 年公司相关费用支出或略有增加，而后随着营收增长，费用率有望逐步实现摊薄，预计 2023-2025 年公司费用率分别为 10%、9%、9%。参照公司上年税率，我们假设公司所得税率保持在 8% 水平。综上，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 0.7、1.7、2.4 亿元，同比-37%、+124%、+42%。

图表 53: 公司核心业务收入及盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	6.0	6.6	6.5	8.9	8.2	10.3	13.4	16.2
yoy		11%	-2%	36%	-8%	26%	30%	21%
营业成本 (亿元)	4.2	4.6	4.6	6.7	6.4	8.6	10.4	12.1
yoy		11%	-1%	45%	-4%	34%	21%	17%
综合毛利率	30%	30%	30%	25%	22%	17%	22%	25%
主营业务情况								
一、药用玻璃								
营业收入 (亿元)	1.8	1.9	1.7	3.1	3.5	4.4	6.9	9.2
yoy		8%	-10%	79%	14%	26%	55%	33%
毛利率	30%	30%	22%	25%	25%	25%	30%	32%
二、耐热玻璃								
营业收入 (亿元)	3.6	4.1	4.2	5.2	3.9	5.0	5.6	5.9
yoy		14%	3%	23%	-25%	29%	11%	7%
毛利率	28%	28%	31%	24%	20%	9%	13%	14%
三、电光源								
营业收入 (亿元)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5
yoy		-2%	5%	6%	-50%	27%	17%	17%
毛利率	44%	48%	42%	38%	24%	18%	22%	22%
费用及盈利情况								
期间费用率	17%	16%	15%	10%	8%	10%	9%	9%
净利率	11%	13%	14%	14%	14%	7%	12%	15%
归母净利润 (亿元)	0.7	0.9	0.9	1.2	1.2	0.7	1.7	2.4
yoy		33%	5%	36%	-7%	-37%	124%	42%

来源: Wind、中泰证券研究所

投资建议

- 估值分析及投资建议:** 公司作为国内管制瓶药玻制品龙头企业, 随着中硼硅渗透提升及自身玻管实现部分自供, 管制瓶业务有望实现量利双升; 切入模制瓶领域后, 由于赛道格局相对优异, 盈利弹性有望充分打开。传统耐热玻璃及电光源玻璃在需求短期下滑后, 公司及时优化产品结构, 后续盈利有望实现修复。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.32、0.71、1.01 元/股, 当前股价对应分别为 40x、18x、13x P/E, 我们选取药用包材企业山东药玻 (药用玻璃瓶生产企业)、华兰股份 (药用容器胶塞、接口生产企业) 作为可比企业, 主要因为二者下游客户或市场与公司具有一定交叉及类似性, 可比公司对应 2023-2025 年平均估值水平 23x、17x、12x P/E, 考虑到公司模制瓶业务带来的业绩成长弹性以及公司传统日用玻璃未来可能的盈利修复, 当前估值相较可比公司溢价具有一定合理性, 给予“买入”评级。

图表 54: 可比公司估值对比

公司代码	简称	股价 2024/2/5	EPS				PE				PB ^{LF}	总市值 (亿元)
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
301188.SZ	力诺特玻	12.80	0.50	0.32	0.71	1.01	25.5	40.2	18.0	12.7	2.2	29.7
可比公司												
600529.SH	山东药玻	23.05	0.93	1.24	1.45	1.70	24.8	18.6	15.9	13.6	3.3	153.0
301093.SZ	华兰股份	22.99	0.70	0.82	1.31	2.10	32.8	28.0	17.5	10.9	1.3	31.2
均值							28.8	23.3	16.7	12.3	2.3	

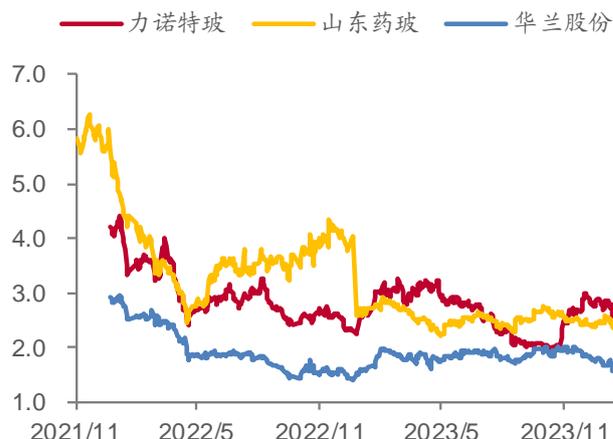
来源: Wind、中泰证券研究

图表 55: 可比公司市盈率 (TTM) 对比



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 56: 可比公司市净率 (LYR) 对比



来源: Wind、中泰证券研究所

风险说明

- **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:** 公司拟扩产中硼硅管制瓶 16 亿支、模制瓶 5.8 万吨,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。
- **关联审批不确定性:** 公司与下游药企的关联审批在进行之中,可能存在公司的中硼硅模制瓶产品未能通过关联技术审评或审评周期延长的风险。
- **行业规模测算偏差风险:** 本报告涉及的行业规模测算均基于一定的前提假设,存在实际达不到、不及预期的风险。
- **使用信息滞后或更新不及时风险:** 报告中使用的需求/产能扩张等相关信息,存在信息滞后或更新不及时风险,从而导致测算结果与实际情况有偏差。

图表 57: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	413	413	536	646	营业收入	822	1,033	1,340	1,615
应收票据	23	30	38	46	营业成本	640	858	1,039	1,214
应收账款	146	183	238	287	税金及附加	6	7	10	11
预付账款	17	22	27	31	销售费用	26	36	44	50
存货	165	221	268	313	管理费用	25	31	40	49
合同资产	0	0	0	0	研发费用	26	33	43	52
其他流动资产	171	184	204	222	财务费用	-8	0	-1	-2
流动资产合计	935	1,054	1,311	1,546	信用减值损失	0	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-6	-4	-4	-4
长期股权投资	44	44	44	44	公允价值变动收益	1	1	1	1
固定资产	519	601	682	760	投资收益	13	11	11	11
在建工程	73	73	73	73	其他收益	10	7	10	9
无形资产	27	27	25	24	营业利润	127	81	180	256
其他非流动资产	41	43	45	46	营业外收入	0	-1	0	-1
非流动资产合计	705	789	869	947	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,640	1,842	2,181	2,493	利润总额	127	80	180	255
短期借款	0	112	225	284	所得税	10	6	14	20
应付票据	16	21	25	30	净利润	117	74	166	235
应付账款	135	181	219	256	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	117	74	166	235
合同负债	16	20	26	32	NOPLAT	109	74	165	234
其他应付款	3	3	3	3	EPS (按最新股本摊薄)	0.50	0.32	0.71	1.01
一年内到期的非流动负债	0	0	0	1					
其他流动负债	26	33	91	109					
流动负债合计	196	371	590	714					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	13	13	13	13					
非流动负债合计	13	13	13	13					
负债合计	209	383	603	726					
归属母公司所有者权益	1,431	1,459	1,578	1,766					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,431	1,459	1,578	1,766					
负债和股东权益	1,640	1,842	2,181	2,493					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	46	87	219	268
现金收益	178	155	258	340
存货影响	-47	-56	-47	-45
经营性应收影响	-2	-44	-64	-57
经营性应付影响	29	51	43	41
其他影响	-111	-19	28	-11
投资活动现金流	-301	-153	-163	-172
资本支出	-216	-163	-173	-183
股权投资	-5	0	0	0
其他长期资产变化	-80	10	10	11
融资活动现金流	-76	66	67	14
借款增加	-25	112	113	59
股利及利息支付	-47	-30	-66	-94
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-4	-16	20	49

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-7.5%	25.7%	29.7%	20.5%
EBIT增长率	-17.0%	-32.3%	123.3%	41.9%
归母公司净利润增长率	-6.5%	-36.6%	123.9%	42.0%
获利能力				
毛利率	22.1%	17.0%	22.4%	24.8%
净利率	14.2%	7.2%	12.4%	14.6%
ROE	8.2%	5.1%	10.5%	13.3%
ROIC	9.5%	5.8%	11.1%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	12.7%	20.8%	27.6%	29.1%
债务权益比	0.9%	8.6%	15.1%	16.8%
流动比率	4.8	2.8	2.2	2.2
速动比率	3.9	2.2	1.8	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	65	57	56	58
应付账款周转天数	72	66	69	70
存货周转天数	80	81	85	86
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.32	0.71	1.01
每股经营现金流	0.20	0.37	0.94	1.15
每股净资产	6.16	6.28	6.79	7.60
估值比率				
P/E	25.5	40.2	18.0	12.7
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。