股权激励指引方向，持续回购增强信心

——力诺药包动态更新

投资评级	买入（维持）
股价（2025年04月08日）	16.31 元
目标价格	18.60 元
52 周最高价/最低价	19.28/10.78 元
总股本/流通 A 股（万股）	23,245/23,245
A 股市值（百万元）	3,791
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2025 年 04 月 09 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-10.33	-2.68	7.09	-2.3
相对表现	-4.24	4.76	10.74	-5.53
沪深 300	-6.09	-7.44	-3.65	3.23

证券分析师

冯孟乾 fengmengqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860523070003

核心观点

- **公司持续进行股份回购，彰显发展信心。**公司 2024 年使用自有资金累计回购公司股份共 352.5 万股，占公司当时总股本的 1.52%。2025 年 2 月公司发布公告拟使用不低于人民币 5,000 万元（含），不超过人民币 10,000 万元回购公司股票。截至 2025 年 3 月末，公司累计回购股份共 116.8 万股，占总股本的 0.50%，成交金额为 1875 万元。公司连续增持股份，体现了对自身前景的看好以及彰显未来发展信心。
- **中硼硅模制瓶业务稳步推进，期待 2025 年实现突破。**公司中硼硅模制瓶已于 2024 年 4 月通过国家药品监督管理局药品审评中心技术评审，公司生产的中硼硅玻璃模制注射剂瓶可以正式批量化上市销售。2025 年 2 月，公司用于生产中硼硅模制瓶的节能新型玻璃熔化全电熔炉窑炉成功点火，本台窑炉达产后，可实现年产 I 类药用模制玻璃瓶 1 万余吨。目前国内中硼硅模制瓶整体供不应求，盈利能力较好，公司客户开拓工作正在推进，后续有望迎来产能的充分释放，为公司贡献新的业绩增长点。
- **股权激励目标指引方向，看好新业务拓展前景。**公司于 2024 年 8 月发布限制性股票激励计划，拟向激励对象授予的限制性股票 352.5 万股，约占公司股本总额的 1.52%。业绩考核触发值为：2024/2025 年营业收入较 2023 年分别增长 30%（12.31 亿元）/60%（15.15 亿元），利润总额同样增长 30%/60%；目标值为 2024/2025 年营业收入较 2023 年分别增长 50%（14.21 亿元）/100%（18.94 亿元），利润总额为增长 60%/100%。公司股权激励目标基于当前各项业务的拓展情况所制定，具有一定科学性，也对新产品和新业务寄予厚望，也在一定程度上调动员工积极性，推动公司的高质量发展。

盈利预测与投资建议

- 调整公司 2024-2026 年 EPS 为 0.44、0.62、0.78 元（原预测 2024-2025 年 EPS 0.70、0.92 元）。主要由于中硼硅模制瓶放量不及预期，下调药用玻璃收入毛利率预测，同时拓展新业务，期间费用率有所上升。可比公司 2025 年平均 30X PE，我们认可给予公司合理 PE 为 30X，对应目标价 18.60 元，维持“买入”评级

风险提示

新点火产能效益不及预期，原材料成本上涨超预期，海外需求重新承压

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	822	947	1,243	1,528	1,765
同比增长(%)	*-7.5%*	*15.2%*	*31.2%*	*22.9%*	*15.5%*
营业利润(百万元)	127	73	114	160	200
同比增长(%)	*-9.5%*	*-42.6%*	*56.7%*	*40.3%*	*25.1%*
归属母公司净利润(百万元)	117	66	103	144	180
同比增长(%)	*-6.5%*	*-43.5%*	*56.0%*	*40.3%*	*25.1%*
每股收益（元）	0.50	0.28	0.44	0.62	0.78
毛利率(%)	22.1%	17.4%	20.4%	22.2%	23.2%
净利率(%)	14.2%	7.0%	8.3%	9.4%	10.2%
净资产收益率(%)	8.4%	4.4%	6.7%	9.1%	10.5%
市盈率	32.6	57.6	36.9	26.3	21.1
市净率	2.7	2.4	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.44、0.62、0.78 元（原预测 2024-2025 年 EPS 0.70、0.92 元），主要由于中硼硅模制瓶放量不及预期，下调药用玻璃收入毛利率预测，同时拓展新业务，期间费用率有所上升。我们选取 A 股可比上市公司进行比较，行业 2025 年平均 PE 30X，我们给与公司行业平均 PE，对应目标价 18.60 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值水平（截止 4 月 8 日收盘）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2025-04-08	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
山东药玻	600529	21.97	1.17	1.46	1.76	2.06	18.79	15.01	12.48	10.69
澳华内镜	688212	40.78	0.43	0.16	0.87	1.33	94.93	254.88	47.04	30.78
迈瑞医疗	300760	214.11	9.55	10.81	12.82	15.17	22.41	19.82	16.71	14.11
万东医疗	600055	15.95	0.27	0.22	0.27	0.34	59.47	71.27	58.79	46.69
山河药辅	300452	11.15	0.69	0.73	0.84	0.93	16.18	15.20	13.34	11.94
透景生命	300642	12.46	0.55	0.26	0.29	0.35	22.72	47.23	43.22	35.64
调整后平均							30.9	38.4	30.1	23.1

数据来源：万得，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风险提示

新点火产能效益不及预期：公司已投产的中硼硅模制瓶和中硼硅管制瓶产能，虽已通过国家相关验证，但部分产能仍在下游客户验证的阶段，实际运行以及销售情况尚具备不确定性。

原材料成本价格上涨超预期：中硼硅药用玻璃管主要来自康宁玻璃，德国肖特，日本NEG等国外厂商进口，受汇率、关税、需求等多方面影响，采购价格存在上涨超预期可能性。此外硼砂价格涨幅较大，若继续涨价，对公司盈利能力将造成负面影响。

海外需求重新承压：公司耐热玻璃有较多海外需求，若海外需求重新承压，则将对公司业绩将造成负面影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	413	447	463	511	599
应收票据、账款及款项融资	212	224	232	282	323
预付账款	17	11	20	25	29
存货	165	205	297	356	406
其他	128	469	402	402	402
流动资产合计	**935**	**1,356**	**1,414**	**1,576**	**1,759**
长期股权投资	44	49	42	45	50
固定资产	519	612	637	658	671
在建工程	73	32	41	45	48
无形资产	27	26	25	23	22
其他	41	76	36	35	35
非流动资产合计	**705**	**795**	**781**	**807**	**825**
资产总计	**1,640**	**2,151**	**2,196**	**2,382**	**2,584**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	151	117	198	255	305
其他	45	74	78	89	97
流动负债合计	**196**	**192**	**276**	**344**	**402**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	371	371	371	371
其他	13	28	18	18	18
非流动负债合计	**13**	**399**	**389**	**389**	**389**
负债合计	**209**	**591**	**665**	**733**	**791**
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	232	232	232	232	232
资本公积	798	798	798	798	798
留存收益	401	420	500	618	763
其他	0	110	0	0	0
股东权益合计	**1,431**	**1,560**	**1,530**	**1,649**	**1,793**
负债和股东权益总计	**1,640**	**2,151**	**2,196**	**2,382**	**2,584**

现金流量表

单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	117	66	103	144	180
折旧摊销	45	70	71	78	86
财务费用	(8)	5	8	17	22
投资损失	(13)	(12)	0	0	0
营运资金变动	(66)	(58)	(14)	(48)	(39)
其它	(28)	(10)	30	2	2
经营活动现金流	**46**	**61**	**198**	**194**	**251**
资本支出	(184)	(116)	(100)	(100)	(100)
长期投资	(5)	(4)	7	(3)	(5)
其他	(112)	(351)	(56)	0	0
投资活动现金流	**(301)**	**(472)**	**(150)**	**(103)**	**(105)**
债权融资	(0)	372	(0)	(0)	(0)
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(76)	70	(31)	(43)	(58)
筹资活动现金流	**(76)**	**442**	**(31)**	**(43)**	**(58)**
汇率变动影响	0	0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(331)**	**32**	**17**	**47**	**88**

利润表

单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	**822**	**947**	**1,243**	**1,528**	**1,765**
营业成本	640	782	989	1,188	1,355
销售费用	26	39	52	64	74
管理费用	25	28	37	46	53
研发费用	26	30	40	49	56
财务费用	(8)	5	8	17	22
资产、信用减值损失	6	8	4	2	2
公允价值变动收益	1	2	0	0	0
投资净收益	13	12	0	0	0
其他	5	5	1	(1)	(2)
营业利润	**127**	**73**	**114**	**160**	**200**
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	**127**	**73**	**114**	**160**	**200**
所得税	10	7	11	16	20
净利润	**117**	**66**	**103**	**144**	**180**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**117**	**66**	**103**	**144**	**180**
每股收益（元）	0.50	0.28	0.44	0.62	0.78

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-7.5%	15.2%	31.2%	22.9%	15.5%
营业利润	-9.5%	-42.6%	56.7%	40.3%	25.1%
归属于母公司净利润	-6.5%	-43.5%	56.0%	40.3%	25.1%
获利能力					
毛利率	22.1%	17.4%	20.4%	22.2%	23.2%
净利率	14.2%	7.0%	8.3%	9.4%	10.2%
ROE	8.4%	4.4%	6.7%	9.1%	10.5%
ROIC	7.7%	4.2%	5.7%	8.2%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	12.7%	27.5%	30.3%	30.8%	30.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.77	7.07	5.12	4.58	4.38
速动比率	3.90	5.96	4.00	3.50	3.32
营运能力					
应收账款周转率	5.6	5.7	6.3	6.5	6.4
存货周转率	4.4	4.1	3.8	3.5	3.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
每股指标（元）					
每股收益	0.50	0.28	0.44	0.62	0.78
每股经营现金流	0.20	0.26	0.85	0.83	1.08
每股净资产	6.16	6.71	6.58	7.09	7.71
估值比率					
市盈率	32.6	57.6	36.9	26.3	21.1
市净率	2.7	2.4	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	21.1	23.4	17.9	13.5	11.2
EV/EBIT	29.1	44.5	28.3	19.5	15.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。