长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

公司研究 | 点评报告 | 力诺药包（301188.SZ）

Q1 收入稳健增长，毛利率改善明显

报告要点

2024 年实现收入 10.81 亿，同比增长 14.09%；归属净利润 0.66 亿，同比增长 0.23%。

2025Q1 实现收入 2.76 亿，同比增长 3.4%；归属净利润 0.41 亿，同比增长 63.4%。

分析师及联系人

范超

SAC：S0490513080001

SFC：BQK473

李浩

SAC：S0490520080026

力诺药包（301188.SZ）

Q1 收入稳健增长，毛利率改善明显

事件描述

2024 年实现收入 10.81 亿，同比增长 14.09%；归属净利润 0.66 亿，同比增长 0.23%；折合 Q4 收入 2.50 亿，同比下降 2.39%；归属净利润亏损 440 万，同比下降 135.9%。

2025Q1 实现收入 2.76 亿，同比增长 3.4%；归属净利润 0.41 亿，同比增长 63.4%。

事件评论

- **2024 年收入稳健增长，毛利率有所改善。**公司全年实现收入同比 14.1%吗，分业务看，药玻玻璃实现收入 4.7 亿，同比增长 15.02%，其中中硼硅药用玻璃瓶实现销售额 3.9 亿元，同比增长 17.82%；耐热玻璃实现收入 5.88 亿，同比增长 13.39%。盈利能力看，2024 年毛利率 19.0%，同比提升 1.6 个 pct，预计主要受到原材料硼砂价格下跌影响。分拆看，药用玻璃毛利率 22.56%，同比下降 0.63 个 pct；耐热玻璃 15.71%，同比提升 2.58 个 pct。2024 年期间费率 12.8%，同比提升 1.9 个 pct，其中销售、管理、财务费率分别提升 0.3、0.6、1.1 个 pct。最终 2024 年全年实现归属净利率 6.1%，同比下降 0.9 个 pct。
- **2025Q1 毛利率大幅改善。**2024Q4 收入同比下降 2.4%，预计医药行业需求有所承压。Q4 毛利率 16.8%，同比小幅下降 1.0 个 pct。Q4 期间费率提升 5.5pct 至 18.7%，其中销售、管理、研发费率分别提升 1.4、3.2、1.5 个 pct。最终实现归属净利率-1.8%，同降 6.6 个 pct。2025Q1 收入同增 3.4%，增速较 2024Q4 有所改善。2025Q1 实现毛利率 26.5%，同比提升 5.7 个 pct，为 2021 年表现最好的 Q1；2025Q1 期间费率 10.9%，提升 0.5pct，其中财务费率提升 0.4 个 pct，或主要为可转换债券利息影响；最终实现归属净利率 14.7%，同比提升 5.4 个 pct。
- **从管制到模制，从制瓶到拉管。**公司最早从事低硼硅药用玻璃销售，后逐步切入中硼硅领域，并在管制瓶领域处领先地位。展望未来，公司优势产品中硼硅管制瓶将继续扩张。此外产品的横纵向扩张也将加速，一方面中硼硅模制瓶有望放量，另一方面开始切入管制瓶上游拉管生产。公司 2024 年 4 月底中硼硅模制瓶的注射剂瓶通过转 A、10 月输液瓶通过转 A，后续随着其他客户的备案完成公司模制瓶有望进入放量周期。
- **中硼硅放量，助龙头集中。**从行业角度出发，关联审批和仿制药一致性评价政策实施，促使医药行业供给侧改革，其中药用玻璃作为应用最广泛药包材之一，其行业集中度有望加速提升，且性能更优的中性药用玻璃替代进程有望加速。此外总量维度根据《2024—2029 年中国中硼硅药用玻璃制品行业竞争格局及投资规划深度研究分析报告》数据，2021 年我国药用玻璃市场规模为 286 亿元，较上年同比增长 11.7%，占医药包装的 17%；2023 年药用玻璃市场规模达到 350 亿元，预计到 2026 年，我国药用玻璃市场规模有望达到 442 亿元，2023—2026 年的 CAGR 为 8.51%。
- **投资建议：**看好公司中硼硅药玻的快速放量以及日用玻璃的企稳回升，预计 2025、2026 年归属净利润 1.6、2.2 亿元，对应 PE26、19 倍，给予买入评级。

风险提示

1、新产品扩张不及预期；

2、市场竞争加剧。

公司基础数据

当前股价(元)	17.67
总股本(万股)	23,245
流通A股/B股(万股)	23,245/0
每股净资产(元)	6.31
近12月最高/最低价(元)	19.39/10.78

注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：Wind

相关研究

- 《收入稳健增长，盈利继续提升》2024-10-27
- 《毛利率持续修复，期待模制瓶放量》2024-08-21
- 《Q1 毛利率同比改善，期待新品突破》2024-05-15

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、新产品扩张不及预期。公司新产品开发与销售放量，因为受下游客户的接受度、关联审批的进度及产品质量等影响存在不确定性。

2、市场竞争加剧。虽然中硼硅药用玻璃瓶的市场规模将受益于一致性评价及国家集采等各项政策的推进而大幅扩大，但如市场增长未达预期、竞争对手产能扩张导致市场竞争加剧，进而可能导致价格和毛利率下滑、销量下降。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**1081**	**1386**	**1601**	**1831**
营业成本	875	1084	1218	1383
毛利	**205**	**302**	**383**	**449**
%营业收入	19%	22%	24%	24%
营业税金及附加	7	9	11	12
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	48	57	64	71
%营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	39	42	48	53
%营业收入	4%	3%	3%	3%
研发费用	34	44	51	57
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	17	5	5	5
%营业收入	2%	0%	0%	0%
加：资产减值损失	-10	-8	-8	-8
信用减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益	12	17	20	23
营业利润	**72**	**169**	**234**	**285**
%营业收入	7%	12%	15%	16%
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	**71**	**169**	**234**	**285**
%营业收入	7%	12%	15%	16%
所得税费用	5	14	19	23
净利润	66	156	215	262
归属于母公司所有者的净利润	**66**	**156**	**215**	**262**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元）	**0.29**	**0.67**	**0.93**	**1.13**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**123**	**-268**	**109**	**138**
取得投资收益收回现金	11	17	20	23
长期股权投资	-4	0	0	0
资本性支出	-209	1	1	1
其他	134	-25	0	0
投资活动现金流净额	**-68**	**-7**	**21**	**24**
债券融资	23	0	0	0
股权融资	0	-3	0	0
银行贷款增加（减少）	15	0	0	0
筹资成本	-24	-5	-5	-5
其他	-73	-1	0	0
筹资活动现金流净额	**-60**	**-9**	**-5**	**-5**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**-5**	**-284**	**125**	**157**

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	490	207	332	489
交易性金融资产	296	296	296	296
应收账款	208	266	307	351
存货	273	323	356	398
预付账款	17	21	23	26
其他流动资产	95	110	123	138
流动资产合计	**1379**	**1221**	**1437**	**1698**
长期股权投资	53	53	53	53
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	667	667	667	667
无形资产	70	70	70	70
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	187	212	212	212
资产总计	**2356**	**2224**	**2439**	**2701**
短期贷款	15	15	15	15
应付款项	183	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	16	0	0	0
应交税费	7	0	0	0
其他流动负债	116	40	40	40
流动负债合计	**337**	**55**	**55**	**55**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	394	394	394	394
递延所得税负债	16	15	15	15
其他非流动负债	54	53	53	53
负债合计	**802**	**517**	**517**	**517**
归属于母公司所有者权益	1554	1707	1922	2184
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**1554**	**1707**	**1922**	**2184**
负债及股东权益	**2356**	**2224**	**2439**	**2701**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.29	0.67	0.93	1.13
每股经营现金流	0.53	-1.15	0.47	0.59
市盈率	51.79	26.36	19.09	15.69
市净率	2.25	2.41	2.14	1.88
EV/EBITDA	18.36	24.78	17.55	13.93
总资产收益率	2.8%	7.0%	8.8%	9.7%
净资产收益率	4.3%	9.1%	11.2%	12.0%
净利率	6.1%	11.2%	13.4%	14.3%
资产负债率	34.0%	23.3%	21.2%	19.2%
总资产周转率	0.48	0.61	0.69	0.71

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C /（100032）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。