

山东药玻（600529.SH）

药用玻璃龙头，股东变更注入新活力

药玻行业龙头，负面因素逐步消化，国药控股后发挥协同优势，中长期受益于中硼硅玻璃渗透率提升及海外市占率进一步提高。

- **药玻行业龙头，产品布局完善：**药用玻璃具备规模效益显著+客户粘性强等特点，龙头优势显著。山东药玻作为国内生产规模最大的药用玻璃企业，凭借规模+质量+客户基础，竞争优势显著，品线覆盖钠钙、低硼、中硼全系列，工艺实现模制—管制—预灌封全覆盖，下游覆盖医药、医美、食品等多领域，也是全国为数不多的能全套提供“瓶子+塞子+盖子”药包材服务的企业。
- **基本面有望企稳向好，股东变更注入新活力。**
 - 由于国内市场需求不足、竞争加剧，业绩短期承压（2025H 收入 yoy-8.2%，归母 yoy-21.89%）。我们认为当期经营情况已基本触底，后续有望边际好转，驱动包括：①库存消化：随着行业压力下中小厂商的出清，以及集采放量，库存水平有望逐步回归常态，带动需求回归正常轨道；②原料价格下行：截至 2025 年 9 月，纯碱现货价已降至 1250 元/吨左右，相较于 2024 年 1989 元均价同比进一步下降 37%。
 - 重大重组推进中，控股股东拟变更为国药集团：变更完成后，山东药玻有望借助国药强大的流通渠道支持、提高胶塞、预灌封等产品市场份额，亦有望加强海外市场突破，进一步提高品牌影响力。
- **中长期催化：中硼硅渗透率提升+预灌封等新产品+海外拓展。**
 - **中硼硅渗透率提升：**根据头豹研究院数据，2024 年中国中硼硅药用玻璃占比仅 15.4%。一致性评价、关联审评等政策以及创新疗法的推广有利于进一步提升中硼硅使用占比。公司是国内第一家、全球第五家掌握中硼硅玻璃模制瓶生产技术的企业，40 亿支/年一级耐水药用玻璃瓶项目达产后预计中硼硅模制瓶产能将达到 17 万吨。
 - **预灌封产能释放在即：**5.6 亿只/年预灌封注射器募投项目落地推进中。
 - **出海：**产品已出口至欧洲、东南亚、南美等 90+ 国家地区，模制瓶（注射类）和日化食品瓶表现突出，2025H 国外收入 7.61 亿元，占比 32%。
- **首次覆盖给予“增持”投资评级。**我们看好公司负面因素逐步消化，国药控股后发挥协同优势，中长期受益于中硼硅玻璃渗透率提升及海外市占率进一步提高，预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.22/9.50/10.49 亿元，对应 PE 为 18/15/14 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**中硼硅替换进度低于预期、竞争加剧、存货减值等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4982	5125	4921	5135	5406
同比增长	19%	3%	-4%	4%	5%
营业利润(百万元)	916	1113	970	1121	1238
同比增长	29%	21%	-13%	16%	10%
归母净利润(百万元)	776	943	822	950	1049
同比增长	25%	22%	-13%	16%	10%
每股收益(元)	1.17	1.42	1.24	1.43	1.58
PE	18.6	15.3	17.5	15.2	13.7
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：21.71 元

基础数据

总股本（百万股）	664
已上市流通股（百万股）	664
总市值（十亿元）	14.4
流通市值（十亿元）	14.4
每股净资产（MRQ）	12.3
ROE（TTM）	10.3
资产负债率	18.2%
主要股东 山东鲁中投资有限责任公司	
主要股东持股比例	19.5%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
方秋实 S1090523040003
fangqiushi@cmschina.com.cn

正文目录

一、药用玻璃龙头，基本面触底改善，股东变更有望带来新机遇.....	4
1.1 山东药玻：国内药用玻璃龙头，产品矩阵和应用领域持续拓展.....	4
1.2 库存出清+碱价下跌，经营有望边际好转.....	9
1.2.1 下游库存逐步出清，带动需求复苏.....	10
1.2.2 纯碱价格下降，利润率有望改善.....	11
1.3 控股股东拟变更，国药赋能可期.....	12
二、中长期催化：中硼硅渗透率提升+预灌封等新产品+海外拓展.....	12
2.1 中硼硅渗透率持续提升，公司先发优势显著.....	12
2.1.1 政策和创新疗法催化药用玻璃需求持续升级.....	12
2.1.2 公司先发优势显著，中硼硅优势显著.....	13
2.2 预灌封产能释放在即，带来新增长点.....	15
2.3 海外客户持续拓展，增长可期.....	15
三、投资建议与盈利预测.....	15
四、风险提示.....	16

图表目录

图 1：山东药玻发展历史.....	4
图 2：玻璃最纯净的形式为石英（二氧化硅）.....	5
图 3：加入网络改性剂以降低玻璃熔点.....	5
图 4：网络改性剂与氢离子交换导致耐水性降低.....	5
图 5：加入硼和铝以提高耐水性.....	5
图 6：山东药玻产品覆盖情况.....	6
图 7：分产品业务收入占比.....	7
图 8：分产品业务毛利占比.....	7
图 9：模制瓶生产成本与均价（元/吨）.....	7
图 10：模制瓶营业收入及毛利率.....	7
图 11：棕色瓶生产成本与均价（元/吨）.....	7
图 12：棕色瓶营业收入及毛利率.....	7
图 13：分产品毛利率.....	8

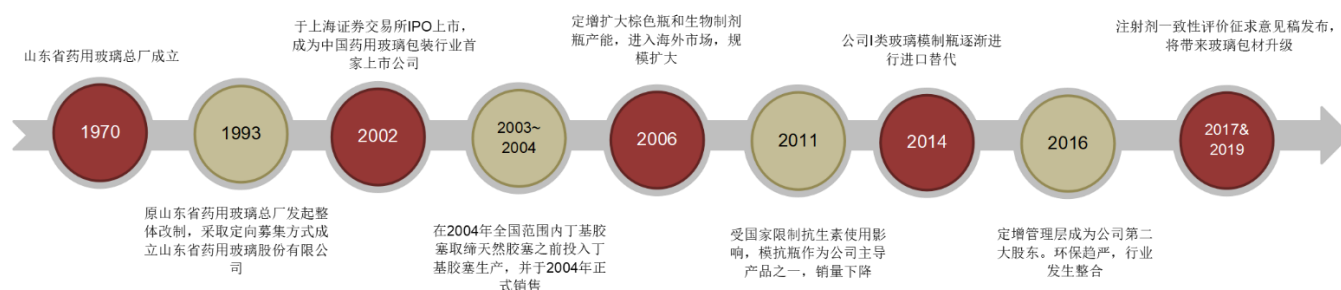
图 14: 山东药玻药用玻璃产品产能及竞争情况	8
图 15: 公司毛利率行业领先	9
图 16: 公司营业收入稳健提升 (亿元)	9
图 17: 公司归母净利润近年保持较高增速	9
图 18: 毛利率与归母净利率变化	10
图 19: 山东药玻存货情况	10
图 20: 山东药玻存货减值准备计提情况	10
图 21: 力诺药包存货情况	10
图 22: 力诺药包存货减值准备计提情况	10
图 23: 纯碱均价 (元/吨)	11
图 24: 中硼硅模制瓶竞争格局一览	14
图 25: 中硼硅产能情况比较	14
图 26: 公司出口收入占总营收比例	15
图 27: 山东药玻收入拆分及预测 (亿元)	16
图 28: 山东药玻历史 PE Band	16
图 29: 山东药玻历史 PB Band	16
表 1: 玻璃性能区别	5
附: 财务预测表	18

一、药用玻璃龙头，基本面触底改善，股东变更有望带来新机遇

1.1 山东药玻：国内药用玻璃龙头，产品矩阵和应用领域持续拓展

山东药玻是国内药用玻璃行业的龙头企业，前身为山东省药用玻璃总厂，成立于1970年，业务从最初的安瓿瓶逐步向模制瓶、棕色瓶等领域拓展，是全国为数不多的能全套提供“瓶子+塞子+盖子”药包材服务的企业。

图 1：山东药玻发展历史

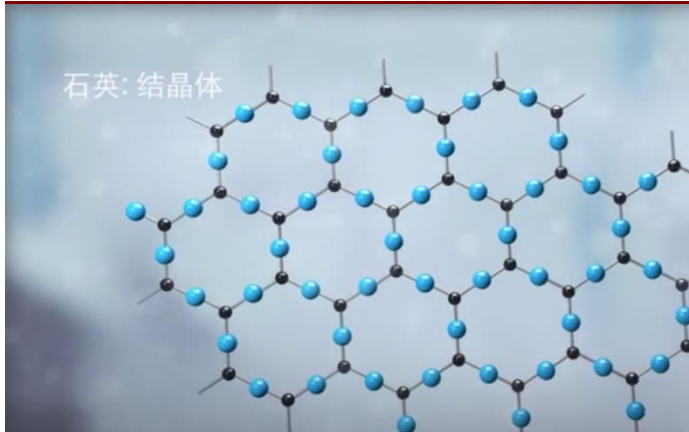


资料来源：公司公告，招商证券

耐水性是衡量药用玻璃质量的重要标准。医药包装材料可以直接接触药品，其质量的好坏将影响到药品的安全性和药性的稳定性。对于药用玻璃，其质量的主要衡量标准之一为耐水性：耐水性能越高，与药物发生反应的风险就越小，玻璃质量越高。从玻璃的制造过程可以了解其具体情况：

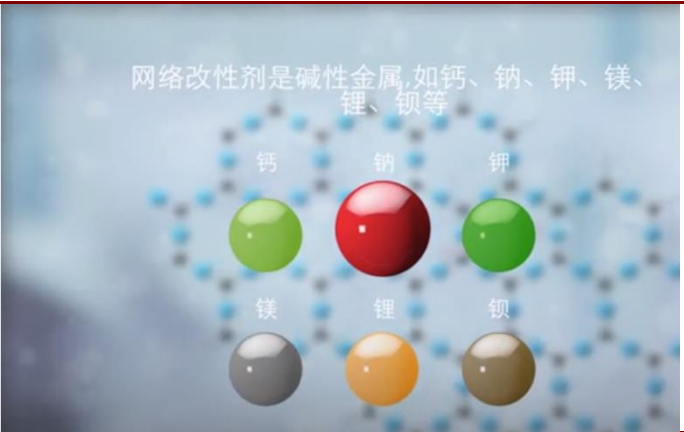
- 玻璃主要组成为石英（二氧化硅），石英具有良好的耐水性能（即与水几乎不发生反应），但由于高纯度二氧化硅熔点高（约 2000℃）、价格高，导致其不适用于批量生产；
- 添加网络改性剂可以降低玻璃熔点、并降低价格，常见的网络改性剂有钠、钙等；
- 但网络改性剂会与水中氢离子交换，降低玻璃的耐水性能；
- 加入硼和铝可加强玻璃结构，熔化温度有所上升，但耐水性明显提高。

图 2：玻璃最纯净的形式为石英（二氧化硅）



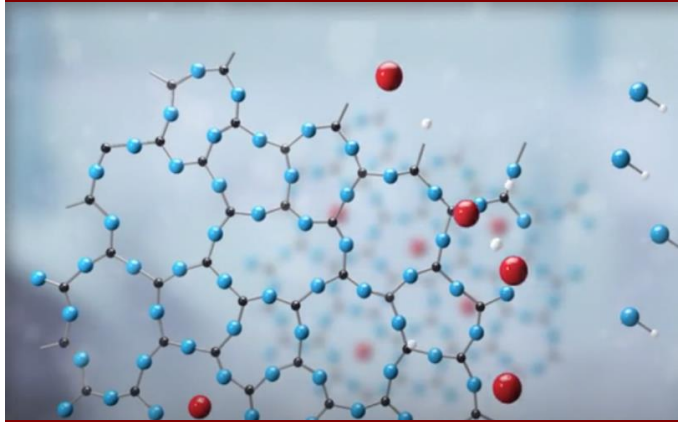
资料来源：肖特官网，招商证券

图 3：加入网络改性剂以降低玻璃熔点



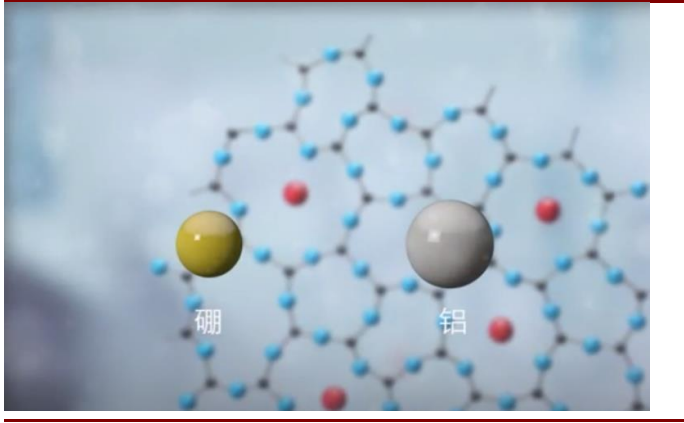
资料来源：肖特官网，招商证券

图 4：网络改性剂与氢离子交换导致耐水性降低



资料来源：肖特官网，招商证券

图 5：加入硼和铝以提高耐水性



资料来源：肖特官网，招商证券

按耐水性由低到高，药用玻璃可分为：钠钙玻璃、低硼硅玻璃与中硼硅玻璃。药典中，玻璃被划分 I 类、II 类、III 类，I 类高品质硼硅玻璃适用于注射剂类药物包装，III 类钠钙玻璃用于口服液和固体药物的包装，不适用于注射剂类药物。

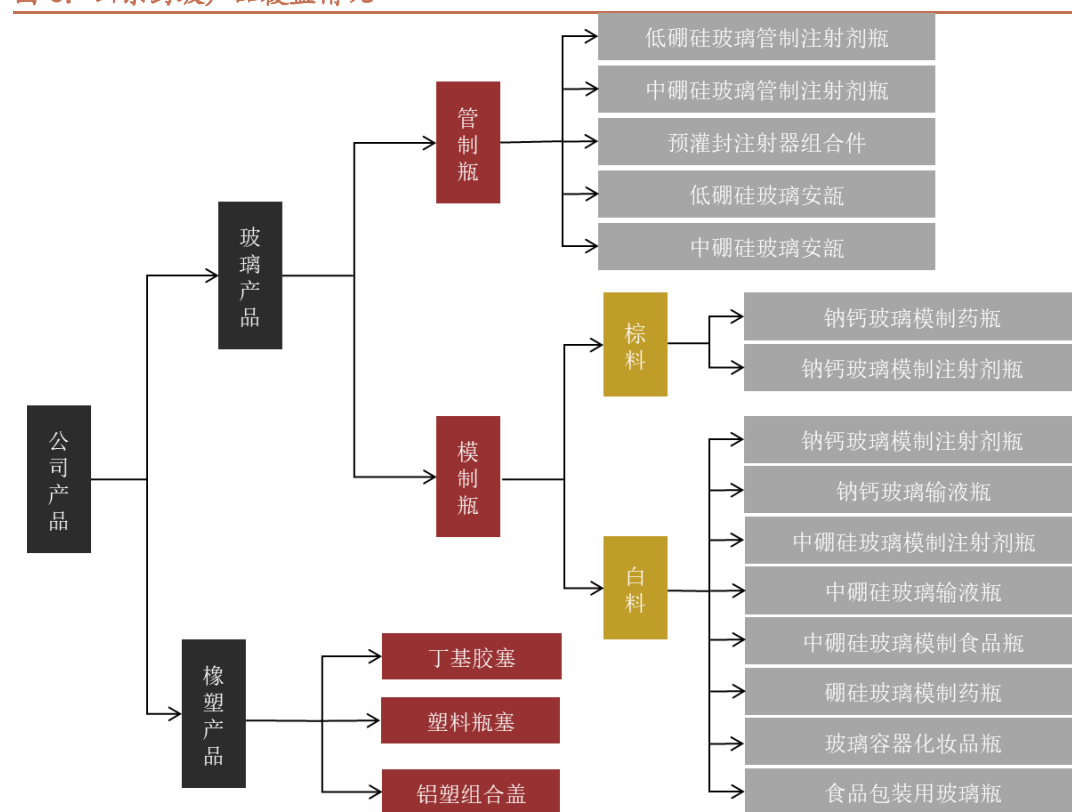
表 1：玻璃性能区别

类别	钠钙玻璃 三类瓶	低硼硅玻璃 二类瓶	中硼硅玻璃 一类瓶
主要组成元素	以二氧化硅为主，还含有部分氧化钠和氧化钙	以二氧化硅和氧化硼为主。氧化硼含量 5-8%	以二氧化硅和氧化硼为主。氧化硼含量>8%
121℃颗粒法耐水性	2 级	1 级	1 级
平均热膨胀系数 ($\times 10^{-6}/K$)	7.6-9.0	6.2-7.5	3.5-6.1
特点	熔点低，耐水性差。用于口服液和固体药物的包装，不适用于注射剂类药物包装。	熔点较高，耐水性一般。可用于注射剂类药物包装。	熔点较高但耐水性最好。适用于注射剂类药物包装。

资料来源：肖特官网，中玻网，招商证券

公司药玻产品覆盖钠钙、低硼、中硼全系列，工艺实现模制—管制—预灌封全覆盖，下游客户延伸至医药、医美、食品等多领域。公司主要玻璃瓶产品包括：模制瓶系列产品、棕色瓶系列产品、安瓿瓶、管制瓶。公司产品还包括丁基胶塞产品、铝塑盖、塑料瓶产品等。经过多年发展，公司已经形成涵盖玻璃瓶与丁基胶塞、铝塑组合盖，以及塑料瓶等一整套的包装产品体系，产品规格逾千种，能满足不同客户的需求，在行业内具有规模优势。

图 6：山东药玻产品覆盖情况

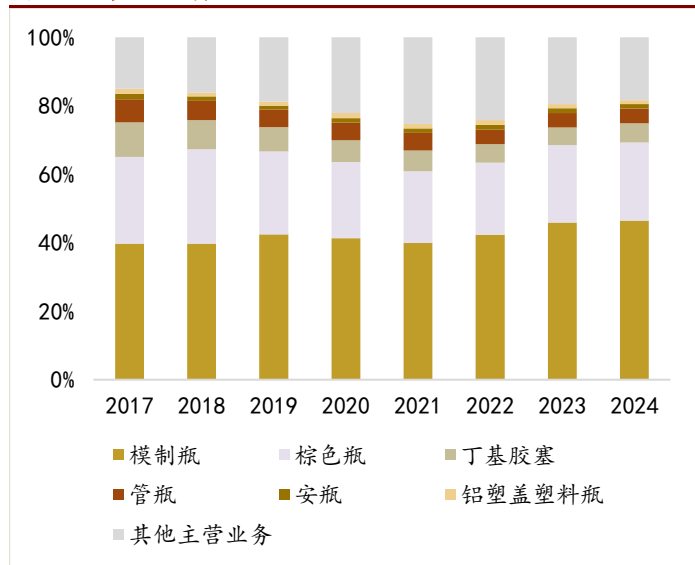


资料来源：公司公告，招商证券

其中模制瓶和棕色瓶是公司主力业务，也是业绩的核心来源：

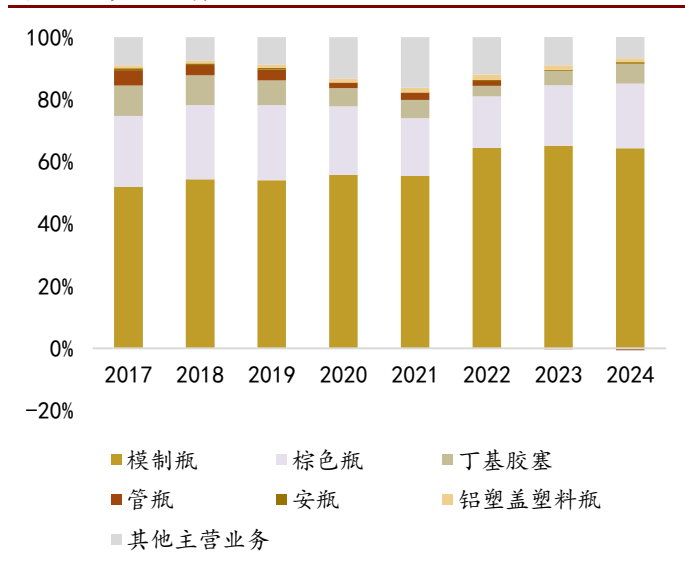
- 模制瓶包括钠钙玻璃模制注射剂瓶、钠钙玻璃输液瓶、中性硼硅玻璃模制注射剂瓶、中性硼硅玻璃输液瓶。2024 年模制瓶系列产品收入 23.53 亿元、同比增长 3.90%，毛利率 43.26%、同比+4.09pct，是收入和毛利的主力贡献。
- 棕色瓶主要为钠钙瓶，竞争相对较为激烈。2024 年棕色瓶系列产品收入 11.57 亿元、同比增长 3.49%，毛利率 28.39%、同比+4.61pct。

图 7：分产品业务收入占比



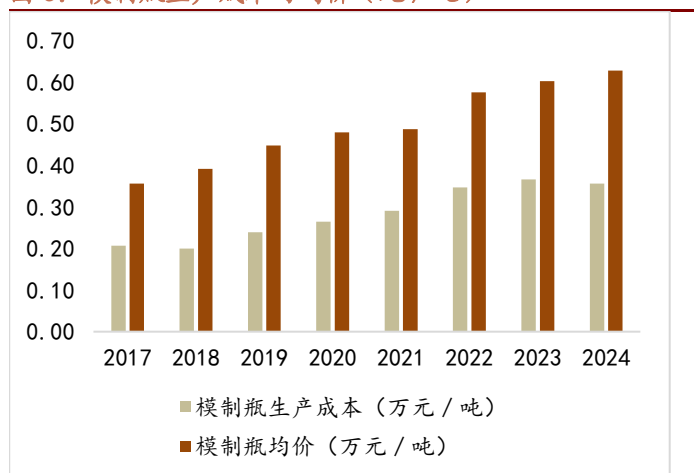
资料来源：Wind，招商证券

图 8：分产品业务毛利占比



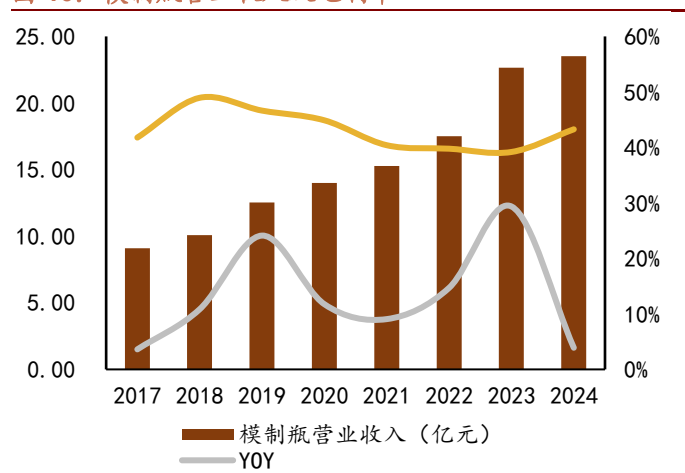
资料来源：Wind，招商证券

图 9：模制瓶生产成本与均价（元/吨）



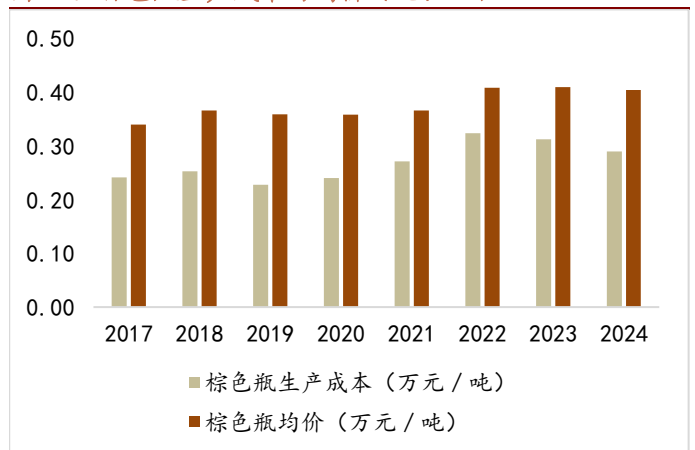
资料来源：Wind，招商证券

图 10：模制瓶营业收入及毛利率



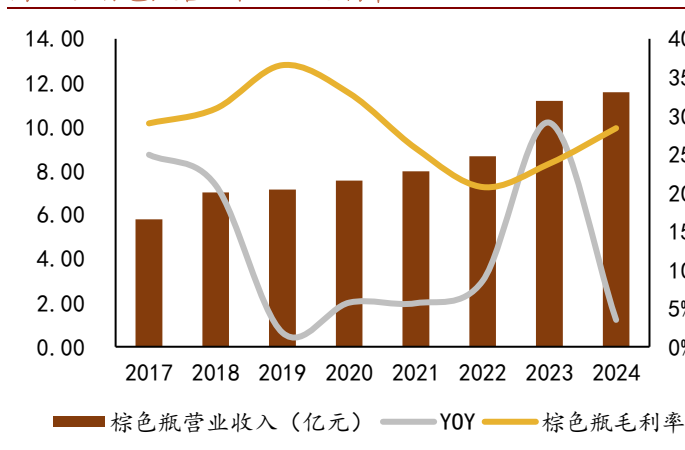
资料来源：Wind，招商证券

图 11：棕色瓶生产成本与均价（元/吨）



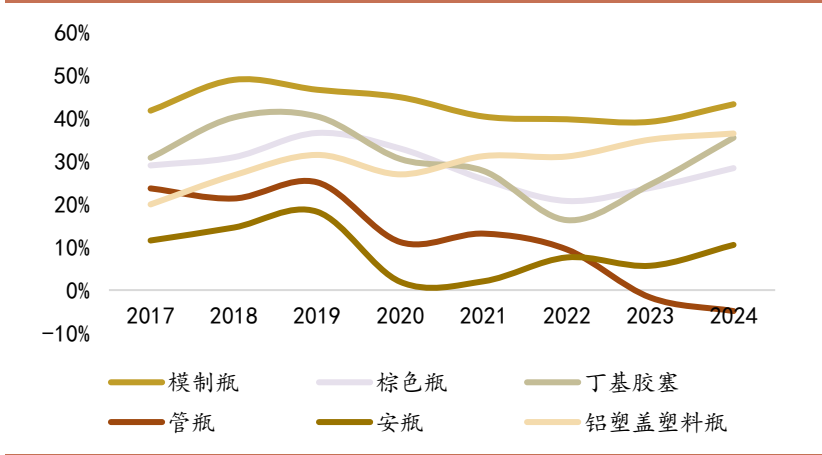
资料来源：Wind，招商证券

图 12：棕色瓶营业收入及毛利率



资料来源：Wind，招商证券

图 13：分产品毛利率



资料来源：Wind，招商证券

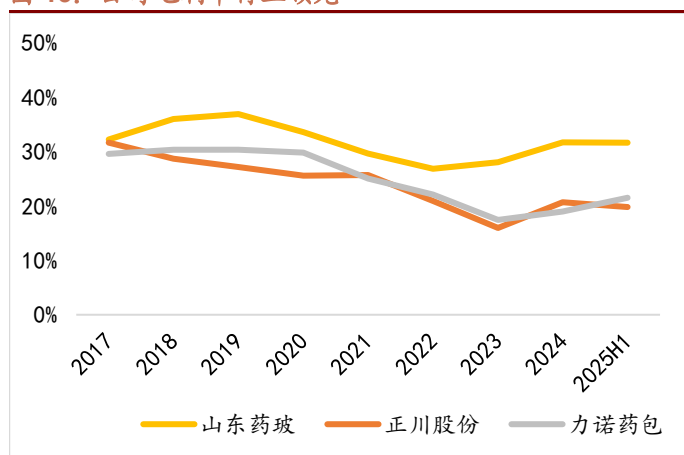
药用玻璃具备规模效益显著+客户粘性强等特点，龙头优势显著。山东药玻作为国内生产规模最大的药用玻璃企业，凭借规模+质量+客户基础，竞争优势显著。

图 14：山东药玻药用玻璃产品产能及竞争情况

产品种类	山东药玻产能/销量	主要竞争对手	主要竞争对手产能/销量
模制瓶	2024年生产量37.59万吨、销量37.45万吨。截止2024年6月底一类模制瓶年化产能24-25亿支左右。	SGD	全球5家生产基地，7座熔炉，1个拣瓶中心，1个后加工车间，日产超8百万支玻璃瓶。
		德州晶峰	拥有先进的日用、药用玻璃和日化玻璃生产线27条，年生产能力达18万吨。药用玻璃主要生产10-20ML异型、5ML - 7ML普通型等多种类型的西林瓶产品。
		山东吉诺玻璃	主要以日化瓶为主，此外有食品饮料瓶、模制抗生素瓶、棕色瓶以及相配套的铝盖、塑盖、铝塑组合盖、滚珠盖、精油瓶盖、PE垫片等多系列产品，年产量为10亿以上。
		四川广汉玻璃	自2018年开始生产西林瓶，目前年销量大约在5000万支以下。
棕色瓶	2024年生产量34.94万吨，销售量28.58万吨，常年维持在21-28万吨左右。	日照鼎新、青岛昱泰、青岛崂山玻璃厂、淄博汇晶、广东华兴等	截至2021年半年报，同行业总体产能不足20亿支。
管制瓶	管制瓶2024年生产量15.26亿支，销售量16.17亿支，常年维持在13-16亿支左右；安瓿2024年生产量16.76亿支，销售量15.02亿支，常年维持在15-17亿支左右。	正川股份	2024年硼硅玻璃管制瓶、钠钙玻璃管制瓶、瓶盖生产量分别为30.04亿支、63.08亿支、18.57亿只；硼硅玻璃管制瓶、钠钙玻璃管制瓶、瓶盖销售量分别为29.17亿支、52.02亿支、18.03亿只。
		力诺药包	主营药用玻璃及耐热玻璃，其中药用玻璃产品包括中硼硅、低硼硅管制瓶系列产品。2024年药用玻璃产能46.92亿支、生产量45.49亿支、销售量40.60亿支，产能利用率96.95%
		沧州四星	目前拥有9座中性硼硅玻璃窑炉、32条拉管生产线，400多台西林瓶和安瓿机，具备年产8万吨中性硼硅玻璃管，80亿支中性硼硅玻璃注射器、安瓿、预灌封注射器组合件、笔式注射器用卡式瓶等生产能力。
		正力	现拥有4.5万平方的现代化标准厂房，管制注射剂玻璃瓶年设计生产能力达20亿只。
		肖特	玻管业务全球生产能力超23万吨，生产基地遍及欧洲、南美洲和亚洲；肖特在浙江缙云新建的中硼硅玻管工厂已投产，一期产能2万吨，二期建设产能翻倍。
		双峰格雷斯海姆	具有年产15亿只各类注射剂瓶及科学小瓶的生产能力、8亿只中硼硅玻璃安瓿的生产能力、2亿只笔式注射器用硼硅玻璃套筒的生产能力。

资料来源：各公司公告、公司官网，招商证券

图 15：公司毛利率行业领先

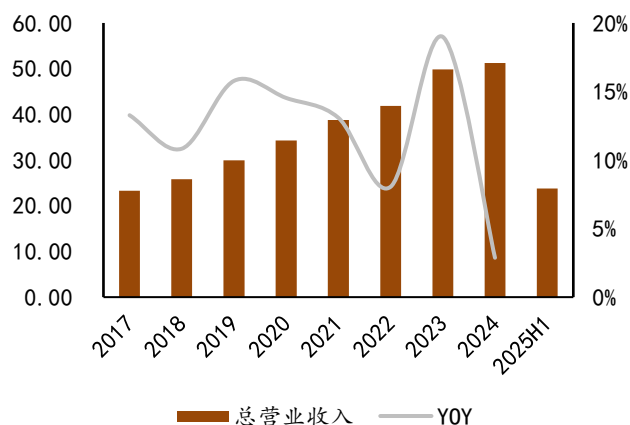


资料来源：Wind，招商证券

1.2 库存出清+碱价下跌，经营有望边际好转

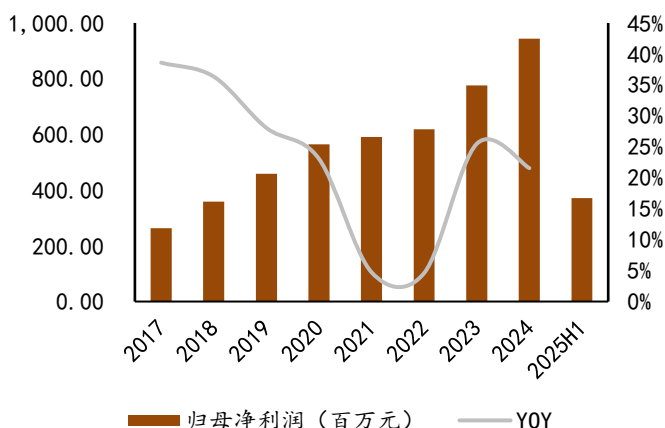
2025 上半年短期业绩承压，后续有望企稳好转：2025 年上半年，由于国内市场需求不足、竞争加剧，业绩短期承压。2025H 公司实现总营业收入 23.74 亿元，同比减少 8.2%，归母净利润 3.71 亿元，同比减少 21.89%。国内需求阶段性承压背景下，公司主动调整经营策略，实现多元化业务布局和精准市场开拓，海外业务维持增长。我们认为随着库存出清、碱价下行和出海的进一步拓展，经营有望边际好转

图 16：公司营业收入稳健提升（亿元）



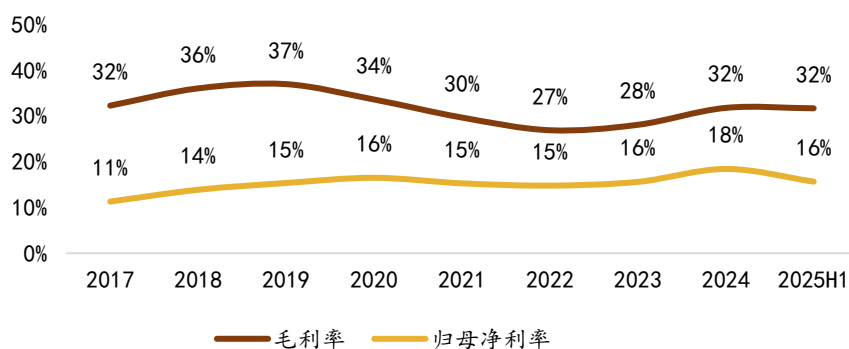
资料来源：Wind，招商证券

图 17：公司归母净利润近年保持较高增速



资料来源：Wind，招商证券

图 18：毛利率与归母净利率变化

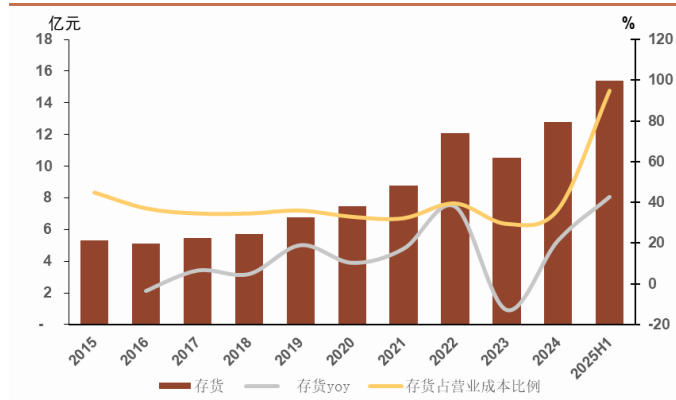


资料来源：Wind，招商证券

1.2.1 下游库存逐步出清，带动需求复苏

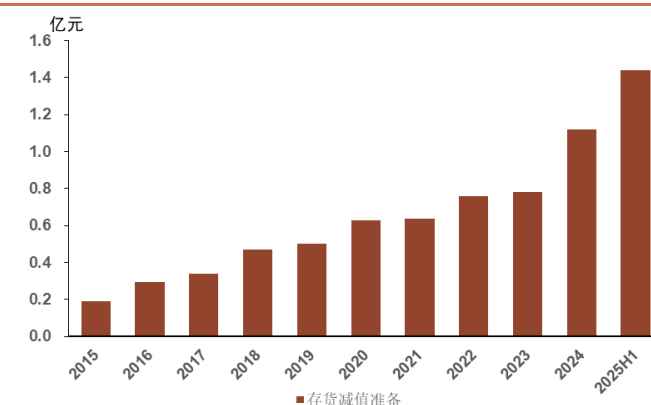
由于需求周期波动、产能灵活度低等因素，近两年下游和公司均存在短期库存积压现象。一方面，下游普通中低端药用玻璃库存较高、需要时间消化；另一方面，山东药玻库存短期提升，上半年相应计提了存货减值 4884 万元，影响表观利润。

图 19：山东药玻存货情况



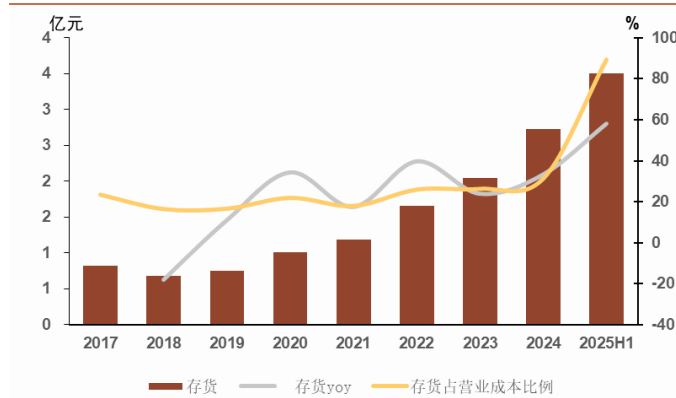
资料来源：公司公告，招商证券

图 20：山东药玻存货减值准备计提情况



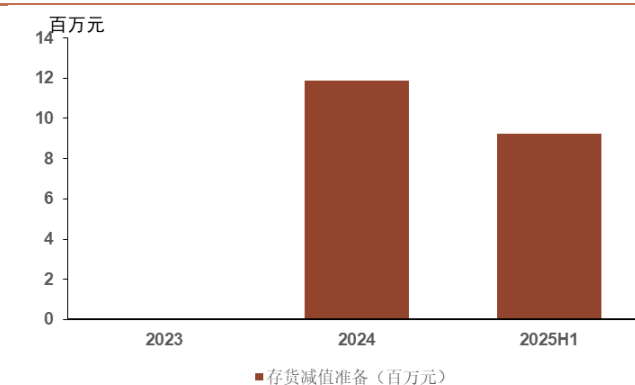
资料来源：公司公告，招商证券

图 21：力诺药包存货情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 22：力诺药包存货减值准备计提情况



资料来源：公司公告，招商证券

- **第十批集采执行节奏影响下游企业采购:**第十批集采于2024年12月开标,2025年4月落地执行。集采延期放大药企观望心态,集采落地前的政策不确定性可能导致药企优先囤积低成本包装材料(例如钠钙瓶等)进行过渡。
- **控费压力影响高端材料渗透率提升节奏:**受医药集采政策深化、医保支付改革等影响,药企普遍实施降本增效战略,导致对高端包装材料(如中硼硅)的采购意愿出现阶段性波动。
- **短期国内需求疲软:**DRGs等政策影响下,下游药品流通量承压,影响药包材需求。
- **药用玻璃生产特性:**玻璃窑炉需要连续性生产,窑炉一旦开启不会轻易关闭,导致供给上量较快。

随着行业压力下中小厂商的出清,以及第十批和未来第十一批集采放量,库存水平有望逐步回归常态,带动需求回归正常轨道。

1.2.2 纯碱价格下降, 利润率有望改善

纯碱作为山东药玻的核心原材料,其价格变动对毛利率有显著弹性影响。根据公司2025半年报,模制瓶的直接材料成本占总成本36.3%,其中我们预计纯碱占“直接材料成本的40%左右”。

碱价持续下行、目前仍处低位:根据华东地区重质纯碱平均价,2023年平均纯碱采购价在2736元/吨,2024年碱价持续下行,截至2025年9月,纯碱现货价已降至1250元/吨左右,相较于2024年1989元均价同比进一步下降37%,有望拉动公司产品毛利率提升。

图 23: 纯碱均价(元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

1.3 控股股东拟变更，国药赋能可期

重大重组推进中，控股股东拟变更为国药集团。国药集团拟通过子公司国药国际收购山东药玻（间接控股鲁中投资 51% 股权），这一交易使山东药玻实控人从沂源县财政局变更为国药集团。

- 2025 年 1 月 1 日，公司披露提示性公告，称沂源县人民政府与国药国际正在筹划鲁中投资重组，可能引发公司间接控股股东变更。
- 2025 年 6 月 23 日，国药国际及国药国际香港与鲁中控股、沂源国有投资集团、鲁中投资签署《投资合作协议》，约定国药国际和国药国际香港增资鲁中投资并取得其 51% 股权。
- 2025 年 8 月 15 日，国家市场监督管理总局反垄断审查通过，沂源县财政局亦批复同意鲁中投资以非公开协议方式增资 24.49 亿元。若本次权益变动顺利推进并实施完成，公司间接控股股东将由鲁中控股变更为国药国际，实际控制人将由沂源县财政局变更为国药集团。

变更完成后，山东药玻有望借助国药强大的流通渠道支持、提高胶塞、预灌封等产品市场份额，亦有望加强海外市场突破，进一步提高品牌影响力。国药集团旗下拥有多家药企（如中国生物等），采购体系可整合山东药玻的“瓶+塞+盖”一体化服务，降低供应链成本并提升份额；同时国药具备极强的医药流通渠道优势，整合后有望发挥全球销售渠道协同效应、提高品牌影响力。

二、中长期催化：中硼硅渗透率提升+预灌封等新产品+海外拓展

2.1 中硼硅渗透率持续提升，公司先发优势显著

2.1.1 政策和创新疗法催化药用玻璃需求持续升级

目前国内药用玻璃使用仍以低硼硅玻璃和钠钙玻璃为主。根据华经产业研究院，在国际市场上中硼硅药用玻璃包装是主流注射剂包装，美国市场上中硼硅材质玻璃包装的占比高达 84%，钠钙和低硼硅占比约 16%，而在中国低硼硅和钠钙材质使用普遍，2021 年中硼硅在我国药用玻璃占比仅 15.4%。据头豹研究院预测，中国 2024 年中硼硅药用玻璃渗透率约为 24.9%。

一致性评价、关联审评等政策推动药用玻璃需求升级。

- 注射剂一致性评价促进药玻升级为中硼硅玻璃：2020 年 5 月，国家药监局发布《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》以及《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等 3 个文件，标志着化学药品注射剂一致性评价工作正式启动。相较于 2017 年 12 月 CDE 发布的《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 年正式稿对包材要求提升，明确规定“注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂”，而由于参比制剂基本均使用中硼硅玻璃，

因此将加速药用玻璃产品升级，逐步由钠钙玻璃与低硼硅玻璃向中硼硅玻璃转型。

- **原辅包关联审评审批有序推进:** 从 2015 年开始, 国家开始逐步实施原料药、药用辅料、药包材 (“原辅包”) 与药品关联审批; 新版《药品管理法》亦确定, “在审评审批药品的时候, 将化学原料药、相关的辅料和直接接触药品的包装材料和容器调整为与制剂一并审评审批”。
- **集采助力:** 第 8-10 批集采中注射剂占比超 50%, 中标药企有望优先采购标准化中硼硅瓶, 随着集采放量提高需求量。

创新疗法有望打开更多高端玻璃使用场景。

- **高端制剂对药包材要求高:** 创新药 (如单抗、ADC、细胞疗法等生物制剂) 普遍需低温冻存或避光保存, 要求包材具备**高化学稳定性和低析出风险**。中硼硅玻璃因热膨胀系数低 ($\leq 5 \times 10^{-6}/K$)、耐酸碱性强 (水解等级 HC1 级), 可避免药物与玻璃发生反应, 成为生物制剂、疫苗等高附加值药品的强制选择。
- **国际化认证的合规要求:** 国产创新药出海需通过 FDA/EMA 认证, 其要求注射剂包材必须使用中硼硅玻璃 (国际标准 ISO 11010-4), 倒逼国内药企同步升级包材标准。

2.1.2 公司先发优势显著, 中硼硅优势显著

公司布局领先, 技术和产能具备优势。 山东药玻是国内第一家、全球第五家掌握中性硼硅玻璃 (I 类玻璃) 模制瓶生产技术的企业, 目前已基本实现进口替代。

- **中硼硅模制瓶: 生产门槛较高, 公司开发出多规格产品。**
 - **生产门槛高:** 由于中硼硅玻璃熔化后粘性较高导致气泡难以排出, 故生产难度较高。截至 2025 年 9 月, 国内仅有山东药玻、力诺特玻、四川阆中和山东鼎新四家企业的中硼硅模制瓶登记备案状态为“A”。公司凭借模制瓶技术优势, 2006 年已将中硼硅模制瓶产品推向市场。
 - **公司开发出多规格产品:** 2017 年公司成功研发新型耐碱药用玻璃材料, 近两年公司加大研发投入, 开发了 7ml、10ml、20ml、30ml、50ml 等耐碱中硼硅玻璃模制注射剂瓶和耐碱中硼硅玻璃输液瓶, 不仅能满足大输液碱性药物的包装需求, 还能满足碱性小容量注射剂、冻干制剂、无菌粉针制剂的需求。
 - **产能落地:** 40 亿支/年一级耐水药用玻璃瓶项目达产后预计中硼硅模制瓶产能将达到 17 万吨。截至 2025 年上半年, 该项目的产能已基本达到预期目标。

图 24：中硼硅模制瓶竞争格局一览

企业名称	品种名称	规格	更新日期	登记号	与制剂共同审评结果
Bormioli Pharma S.p.A;Bormioli Pharma S.p.A;睿格威盛医药咨询无锡有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	无	2023-04-07	B20190000196	A
GP玻璃私人有限公司, Kosamba工厂;广州华泽包装设备有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	2-100ml	2023-07-28	B20180001631	A
SGD公司;Saint Quentin 工厂;湛江圣华玻璃容器有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶(棕色)	1ml-1000ml	2025-03-21	B20180002839	A
	中硼硅玻璃模制注射剂瓶(透明)	1ml-1000ml	2025-03-21	B20200000714	A
四川省阆中光明玻璃制品有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	———	2021-03-12	B20190006263	A
山东力诺医药包装股份有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	2ml-500ml	2024-12-20	B20220000551	A
山东省药用玻璃股份有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	2-500ml	2019-11-04	B20180000488	A
	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	5ml-100ml	2024-06-12	B20190007645	A
	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	2-200mL	2022-06-10	B20170000362	A
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	2ml—500ml	2023-10-19	B20210000287	A

资料来源：CDE，招商证券

■ 中硼硅管制瓶：产能充足，具备技术优势。

- 公司 2016 年通过非公开发行，募集资金净额 6.65 亿元，用于“山东药玻年产 18 亿只一级耐水药用玻璃管制系列瓶项目”，主要产品为 I 类安瓿瓶（1ml）、卡式瓶（3ml）及 I 类管瓶（7ml）。
- 由于中硼硅拉管技术较高，目前国内企业多采取从肖特、NEG 等外资企业购买中硼硅玻管后，再切割制造中硼硅管制瓶。公司已具备中硼硅拉管技术并进行生产，进一步提升竞争力。

图 25：中硼硅产能情况比较

企业名称	产能信息
山东药玻	2025年40亿支一级耐水药用玻璃瓶项目达产后，中硼硅模制瓶产能将17万吨。
力诺药包	中硼硅药用模制瓶约5081吨，中硼硅横制玻璃瓶11242吨，2025年4个窑炉达产后中硼硅药用模制瓶产能将新增46574吨。
山东鼎新	一期4条生产线已投产，二期4条生产线正在进行试生产，三期8条中硼玻璃药瓶生产线正在进行厂房建设，前三期累计建成16条药瓶生产线，2025年三条生产线全部投产后中硼硅玻璃药瓶产能将达到26亿支。
凯盛君恒	在安徽、重庆、山东等地共布局了4大生产基地，预计全部投产后中性硼硅玻璃管年生产能力将达到7.5万吨。
四星玻璃	已建成四个主要生产基地，总占地500余亩，具备年产8万吨药用中性硼硅玻璃管
旗滨集团	2条中性硼硅药用玻璃生产线(60吨/日)。另外，公司正在筹建2条中性硼硅药用玻璃生产线(100吨/日)。
正川股份	5万吨中硼硅玻璃管。长期规划中，公司计划建设8座中硼硅窑炉，并达到5万吨中硼硅玻璃管的产能实现150亿支管制瓶的年产能，以此巩固自身在管制瓶行业的领先地位。
阆中光明	约3000万支中硼硅模制瓶。

资料来源：前瞻产业研究院，公司公告，招商证券

中硼硅产品具备价格优势：中硼硅玻璃的价格为低硼硅/钠钙玻璃 3~5 倍甚至更多，公司由于具备模制瓶生产及技术优势，故目前中硼硅模制瓶较中硼硅管制瓶有更高毛利率。随着产能扩建及未来产品结构优化，将有利于提升公司业绩。

2.2 预灌封产能释放在即，带来新增长点

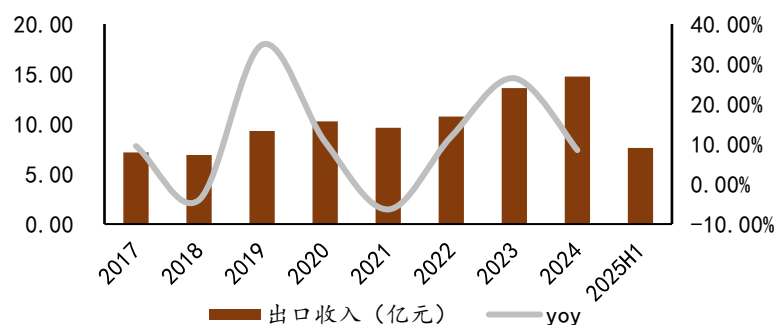
预灌封产品应用场景广泛，具备发展潜力：预灌封注射器是近年来国际高端制剂药品所广泛采用的新型包装方式，已被广泛应用于疫苗等生物制剂产品包装以及急救药物制剂的包装。预灌封注射器实现了存储、给药一体化，能够减少药品残留浪费、配药污染风险，其安全性和便捷性已得到制药企业和医疗机构的广泛认可，并被逐步引入更多高价值制剂产品的包装中。预灌封注射器在疫苗、医美（玻尿酸、胶原蛋白等注射填充剂）及生物制药（单克隆抗体、基因治疗等生物制剂）等领域使用广泛，作为新兴品类具备较强成长性。

5.6 亿只/年预灌封注射器募投项目有望在年底落地。2021 年定增募投项目中，公司拟利用现有车间厂房，对原有预灌封注射器生产线实施改造，以及新建生产线等形式，新增年产 5.6 亿只预灌封注射器生产能力。目前项目已进入产能爬坡阶段，预期年内准备就绪。

2.3 海外客户持续拓展，增长可期

公司产品已出口至欧洲、东南亚、南美等 90 多个国家和地区，尤其在模制瓶（注射类）和日化食品瓶领域表现突出。2025 年上半年，公司国外销售收入为 7.61 亿元，占总收入的 32%，出口模制瓶、日化食品瓶等产品在全球市占率进一步提升。

图 26：公司出口收入占总营收比例



资料来源：公司公告，招商证券

三、投资建议与盈利预测

考虑到行业正处于库存出清阶段，预计 2025 年各项产品销售仍会有不同程度的下滑，但随着库存消化和后续第十一批集采落地，预计下游需求将逐步恢复，同时预灌封等新产品预计也将稳步放量，预测 2025-2027 年收入分别为 49.2、51.4、54.1 亿元同比分别-4%、4%、5%。

我们看好公司负面因素逐步消化，国药控股后发挥协同优势，中长期受益于中硼硅玻璃渗透率提升及海外市占率进一步提高，预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.22/9.50/10.49 亿元，对应 PE 为 18/15/14 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

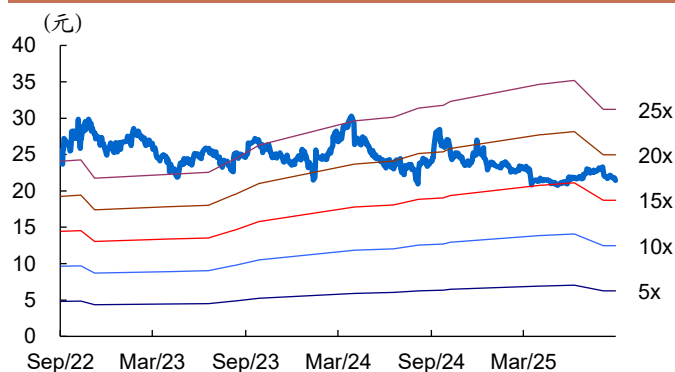
图 27：山东药玻收入拆分及预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
模制瓶	15.26	17.50	22.64	23.53	22.35	23.47	25.11
YOY	9%	15%	29%	4%	-5%	5%	7%
棕色瓶	7.98	8.66	11.18	11.57	10.99	11.32	11.66
YOY	6%	9%	29%	3%	-5%	3%	3%
丁基胶塞	2.34	2.27	2.56	2.86	2.86	3.00	3.15
YOY	9%	-3%	13%	12%	0%	5%	5%
管瓶	1.95	1.73	2.05	2.15	1.93	1.99	2.05
YOY	12%	-11%	18%	5%	-10%	3%	3%
安瓶	0.48	0.59	0.73	0.69	0.58	0.58	0.58
YOY	6%	22%	24%	-6%	-15%	0%	0%
铝塑盖塑料瓶系列	0.52	0.58	0.56	0.56	0.59	0.62	0.65
YOY	6%	12%	-3%	-1%	5%	5%	5%
其他主营业务	9.66	9.97	9.65	9.31	9.31	9.77	10.26
YOY	29%	3%	-3%	-4%	0%	5%	5%
其他	0.56	0.57	0.46	0.60	0.60	0.60	0.60
YOY	49%	2%	-20%	30%	0%	0%	0%
总营业收入	38.75	41.87	49.82	51.25	49.21	51.35	54.06
YOY	13%	8%	19%	3%	-4%	4%	5%

资料来源：公司数据，公司公告

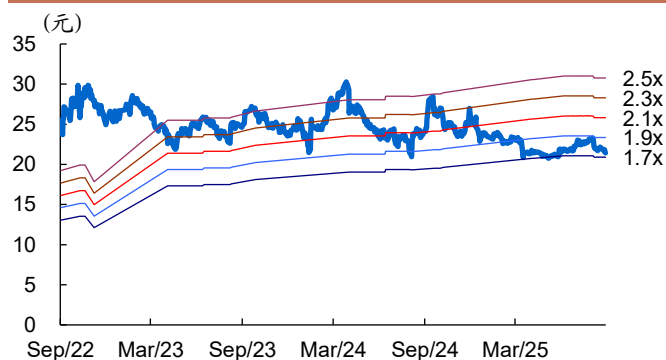
PE-PB Band

图 28：山东药玻历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 29：山东药玻历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

四、风险提示

中硼硅替换进度低于预期风险：由于中硼硅价格较高，且药包材的替换仍需周期，故公司中硼硅产品放量存在一定不确定性；

竞争加剧风险：公司为模制瓶龙头，在中硼硅管制瓶市场尚未取得绝对市场优势，若竞争加剧，则将影响公司利润；

公司产品产能释放低于预期：公司 40 亿支/年一级耐水药用玻璃瓶项目和 5.6 亿只/年预灌封注射器募投项目推进中，释放节奏存在不确定性。

原料价格上行风险：公司的上游原材料有煤炭、纯碱、石英砂、丁基橡胶等，公司主要产品价格稳中有升，但若上游价格上涨过速，将对公司业绩产生影响。

存货减值风险：窑炉一旦开启不能轻易关闭，若下游需求复苏不及预期，可能仍有一定程度减值压力。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5546	5980	6604	7621	8685
现金	1466	1065	1812	2706	3612
交易性投资	1218	1725	1725	1725	1725
应收票据	676	730	700	731	770
应收款项	970	955	917	957	1007
其它应收款	2	2	2	2	2
存货	1055	1279	1232	1276	1333
其他	159	225	217	225	236
非流动资产	3773	4160	3884	3629	3406
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2995	3571	3419	3187	2985
无形资产商誉	254	247	223	200	180
其他	525	342	242	242	242
资产总计	9319	10140	10488	11250	12091
流动负债	1727	2001	1937	1997	2074
短期借款	2	0	0	0	0
应付账款	1394	1583	1525	1579	1651
预收账款	62	60	58	60	63
其他	269	358	355	358	361
长期负债	58	132	132	132	132
长期借款	0	0	0	0	0
其他	58	132	132	132	132
负债合计	1784	2132	2069	2129	2206
股本	664	664	664	664	664
资本公积金	2687	2687	2687	2687	2687
留存收益	4184	4657	5068	5771	6535
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	7535	8008	8419	9122	9885
负债及权益合计	9319	10140	10488	11250	12091

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1048	1165	1284	1260	1304
净利润	776	943	822	950	1049
折旧摊销	325	385	476	454	423
财务费用	(10)	(16)	(12)	(18)	(25)
投资收益	(18)	(12)	(63)	(63)	(63)
营运资金变动	(19)	(99)	60	(64)	(80)
其它	(6)	(37)	0	0	0
投资活动现金流	(745)	(1118)	(137)	(137)	(137)
资本支出	(672)	(648)	(200)	(200)	(200)
其他投资	(73)	(470)	63	63	63
筹资活动现金流	(187)	(465)	(400)	(229)	(260)
借款变动	(22)	(112)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(199)	(465)	(411)	(247)	(285)
其他	34	112	12	18	25
现金净增加额	117	(417)	746	894	907

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4982	5125	4921	5135	5406
营业成本	3585	3499	3371	3492	3649
营业税金及附加	47	55	52	55	58
营业费用	148	130	128	123	124
管理费用	188	216	231	231	238
研发费用	138	152	162	164	168
财务费用	(36)	(38)	(12)	(18)	(25)
资产减值损失	(59)	(62)	(80)	(30)	(20)
公允价值变动收益	23	24	24	24	24
其他收益	23	27	27	27	27
投资收益	18	12	12	12	12
营业利润	916	1113	970	1121	1238
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	8	5	5	5	5
利润总额	911	1111	968	1119	1236
所得税	135	168	146	169	187
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	776	943	822	950	1049

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	19%	3%	-4%	4%	5%
营业利润	29%	21%	-13%	16%	10%
归母净利润	25%	22%	-13%	16%	10%
获利能力					
毛利率	28.0%	31.7%	31.5%	32.0%	32.5%
净利率	15.6%	18.4%	16.7%	18.5%	19.4%
ROE	10.7%	12.1%	10.0%	10.8%	11.0%
ROIC	10.3%	11.7%	9.9%	10.7%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	19.1%	21.0%	19.7%	18.9%	18.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	3.0	3.4	3.8	4.2
速动比率	2.6	2.4	2.8	3.2	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.2	3.0	2.7	2.8	2.8
应收账款周转率	3.2	3.1	3.0	3.1	3.1
应付账款周转率	2.6	2.4	2.2	2.2	2.3
每股资料(元)					
EPS	1.17	1.42	1.24	1.43	1.58
每股经营净现金	1.58	1.76	1.93	1.90	1.96
每股净资产	11.35	12.07	12.69	13.75	14.90
每股股利	0.40	0.62	0.37	0.43	0.47
估值比率					
PE	18.6	15.3	17.5	15.2	13.7
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.3	10.2	10.3	9.5	9.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。