

## 力诺特玻 (301188.SZ)

## 中硼硅管制瓶&amp;模制瓶投产贡献增量，中硼硅拉管技术市场领先

- **药用玻璃龙头企业，凭借高质量产品拓展市场。**公司是国内最早从事中硼硅药用玻璃生产的企业之一，在业内处于第一梯队，产品包括药用包装玻璃、耐热玻璃、电光源玻璃三大系列，应用于医药包装和日用消费领域。22年耐热玻璃产品、药用玻璃产品、光电玻璃分别实现营收为3.86亿元，3.52亿元，0.29亿元，营收占比分别为46.96%，42.82%，3.53%，毛利率分别为19.67%，24.82%，24.43%。
- **一致性评价及国家“集采”政策推动中硼硅药用玻璃市场快速放量。**一致性评价要求仿制药与原研药起到药学等效性和生物等效性，原研药瓶多采用中硼硅玻璃，因此仿制药采用中硼硅玻璃更加容易达到一致性评价要求，原有的低硼硅玻璃、钠钙玻璃会逐渐向中硼硅玻璃转化。
- **中硼硅管制瓶&模制瓶投产贡献增量，中硼硅拉管技术市场领先。**公司募投项目扩产完成后，公司积极推进募投项目扩充产能，扩产完成后，公司中硼硅管制瓶产能将累计达到26亿支，其中16亿支中性硼硅药用玻璃扩产项目中，有中硼硅安瓿瓶7亿支、中硼硅西林瓶7.5亿支、中硼硅卡式瓶1.5亿支。目前中硼硅药用模制瓶约5080.87吨，M2轻量化药用模制玻璃瓶(I类)项目全部投产后累计可形成中硼硅模制瓶产能62896吨。中硼硅玻璃管产能5000吨，有效降低公司中硼硅管制瓶成本，提升公司在中硼硅药用玻璃领域市场竞争力。
- **药企客户资源优势明显，中硼硅拉管技术储备充分。**公司客户资源优质，悦康药业、华润双鹤、新时代药业、齐鲁制药等知名药企合作年限均在5年以上。百强药企中83家与公司有合作关系，其中40余家为上市公司，规模药企覆盖率达到80%，客户合作稳定。此外，公司中硼硅拉管技术储备丰富。玻璃管的玻璃配方及性能、成型工艺、窑炉技术等方面进行多年研究，已掌握中硼硅药用玻璃管的生产配方和性能特点，在生产技术方面拥有全氧燃烧技术、电助熔技术、铂金料道技术、自动配料和加料技术等技术储备。
- **盈利预测及投资建议。**公司作为药用包装龙头企业，客户优质、产能扩产带来增量、中硼硅拉管技术领先，预计2023-2025年归母净利润分别为2.01、2.84和3.48亿元，同比增长73%、41%和23%，给予2024年23.7倍PE估值，目标市值67亿元，目标价28.82元。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：投产进度低于预期，下游客户开发低于预期。**

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	889	822	1174	1568	1775
同比增长	35%	-8%	43%	34%	13%
营业利润(百万元)	140	127	220	310	381
同比增长	30%	-10%	73%	41%	23%
归母净利润(百万元)	125	117	201	284	348
同比增长	37%	-7%	73%	41%	23%
每股收益(元)	0.54	0.50	0.87	1.22	1.50
PE	33.8	36.2	21.0	14.9	12.1
PB	3.1	3.0	2.7	2.3	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐(维持)

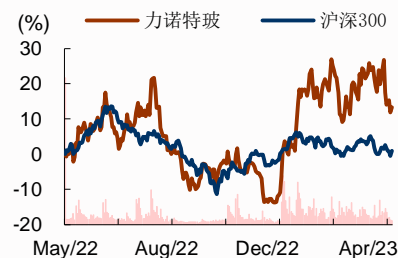
消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：17.87元

## 基础数据

总股本(万股)	23241
已上市流通股(万股)	15076
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	7.4
资产负债率	10.1%
主要股东	力诺投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	31.12%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	11	12
相对表现	-6	7	13



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

赵中平 S1090521080001  
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn  
王月 研究助理  
✉ wangyue20@cmschina.com.cn  
毕先磊 S1090523030001  
✉ bixianlei@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、特种玻璃行业龙头企业，积极布局中硼硅药玻产品 .....	4
1、发展历程：公司研发实力领先，产品布局前沿，坚持绿色环保可持续发展 .....	4
2、股权结构：外部监督机制完善，公司与员工利益绑定 .....	4
3、产品结构：公司主要产品为药用玻璃、耐热玻璃、电光源玻璃 .....	5
4、财务数据：药用玻璃成为业绩主要驱动，耐热玻璃稳健发展 .....	6
二、中硼硅管制瓶&模制瓶投产贡献增量，中硼硅拉管技术市场领先 .....	8
1、中硼硅管制瓶及模制瓶贡献增量，中硼硅拉管有望大幅节降成本 .....	8
（1）抓住市场机遇，中硼硅药用玻璃瓶产能有序扩张 .....	8
（2）布局中硼硅玻璃管，中硼硅管制瓶成本有望降低 .....	8
（3）高硼硅玻璃：积极调整产品结构，开拓新市场 .....	9
2、药企客户资源优势明显，关联审批制度增强客户粘性 .....	10
（1）关联审批制度增强药玻业务客户粘性，客户集中度低 .....	10
（2）日用玻璃 OEM 经营，药用玻璃直销为主 .....	10
3、技术优势：中硼硅拉管技术储备充分，工艺技术市场领先 .....	11
（1）研发投入占比较高，中硼硅拉管技术储备丰富 .....	11
（2）产品性能优异，工艺技术市场领先 .....	12
三、盈利预测 .....	13

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2 公司股权结构 .....	5
图 3：公司 2017-2022 年产品分拆（亿元） .....	7
图 4：公司 2017-2022 年各类产品毛利率（%） .....	7
图 5：公司 2018-2023Q1 营业收入及同比增速 .....	7
图 6：公司 2018-2023Q1 归母净利润及同比增速 .....	7
图 7：公司 20 年计划新增中硼硅管制瓶产能（亿支） .....	8
图 8：中性硼硅药用玻璃扩产项目产能（亿支） .....	8
图 9：2018-2022 公司耐热玻璃产销量（吨） .....	10
图 10：2018-2021H1 公司电光源玻璃产销量（吨） .....	10

图 11 药玻企业前五大客户销售占比.....	10
图 12 药玻企业研发费用率 .....	11
表 1: 公司产品结构及产品介绍 .....	5
表 2: 公司中硼硅模制瓶扩产项目 .....	8
表 3: 国内企业中硼硅玻璃管产能情况 .....	9
表 4: 进口玻璃管价格 (元/公斤) .....	9
表 5: 公司高硼硅玻璃扩产项目 .....	9
表 6: 公司销售模式、客户、分类标准、销售金额及占比 .....	11
表 7: 不同类型窑炉对比 .....	12
表 8: 公司中硼硅玻璃管技术储备.....	12
表 9: 公司中硼硅管制瓶关键技术指标与国家标准对比 .....	12
表 10: 公司主要窑炉情况 .....	13
表 11: 窑炉技术工艺对比 .....	13
表 12: 盈利预测.....	14
表 13: 可比估值公司.....	14
附: 财务预测表.....	15

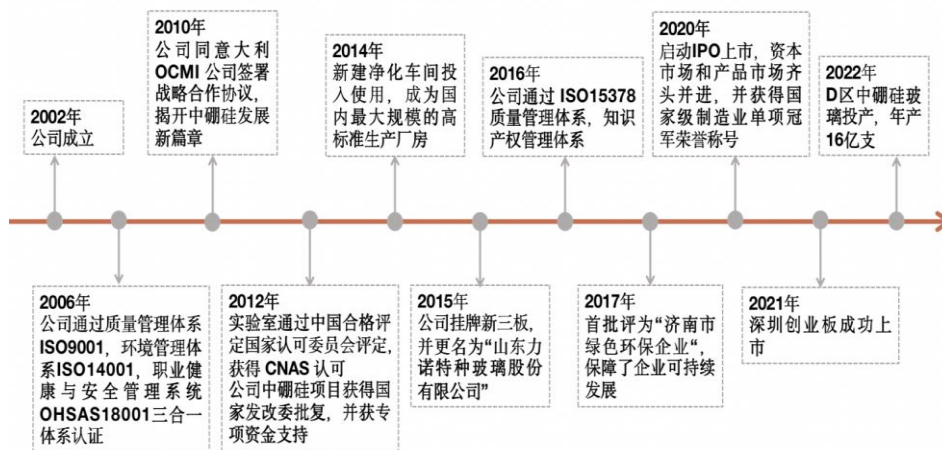
## 一、特种玻璃行业龙头企业，积极布局中硼硅药玻产品

特种玻璃行业的龙头企业。公司成立于 2002 年，于 2021 年 11 月在深交所创业板上市。公司主营业务为特种玻璃的研发、生产及销售，主要产品包括药用玻璃制品、耐热玻璃制品、电光源玻璃制品三大系列。注射剂仿制药一致性评价全面推进后，公司感受到中硼硅产品的渗透率、替换率加速提升，更加积极地扩产中硼硅药玻。

### 1、发展历程：公司研发实力领先，产品布局前沿，坚持绿色环保可持续发展

公司研发实力领先，产品布局前沿，坚持绿色环保可持续发展。2002 年，济南力诺玻璃制品有限公司成立；2006 年，公司通过质量管理体系 ISO9001，环境管理体系 ISO14001，职业健康与安全管理体系 OHSAS18001 三合一体系认证；2010 年，公司同意大利 OCMI 公司签署战略合作协议，揭开中硼硅发展新篇章；2012 年，实验室通过中国合格评定国家认可委员会评定，获得 CNAS 认可。此外，公司中硼硅项目获得国家发改委批复，并获专项资金支持；2014 年，新建净化车间投入使用，成为国内最大规模的高标准生产厂房；2015 年，公司挂牌新三板，更名为“山东力诺特种玻璃股份有限公司”；2016 年，公司通过 ISO15378 质量管理体系，知识产权管理体系；2017 年，首批评为“济南市绿色环保企业”，保障企业可持续发展；2020 年，公司启动 IPO 上市，进入资本市场和产品市场齐头并进新阶段；2021 年，公司成功在深交所创业板上市，股票代码 301188；2022 年，D 区中硼硅玻璃投产，年产 16 亿支。

图 1：公司发展历程

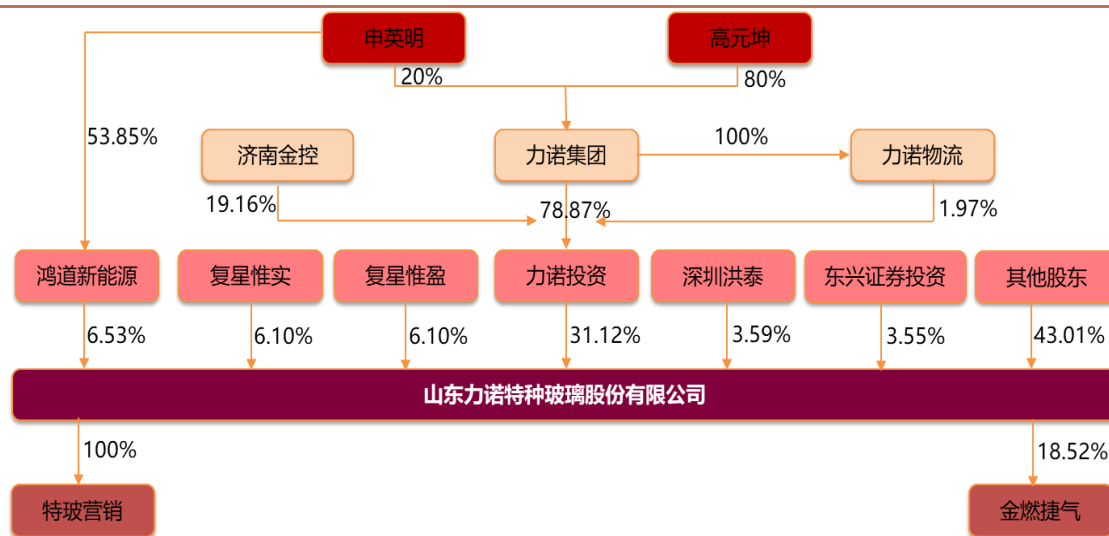


资料来源：公司官网，招商证券

### 2、股权结构：外部监督机制完善，公司与员工利益绑定

外部监督机制完善，公司与员工利益绑定。公司实际控制人是力诺集团董事长高元坤，其持有力诺集团 80% 股份。公司引进的外部专业机构投资者如复星惟实、复星惟盈、深圳洪泰、东兴证券投资分别持有公司 6.10%、6.10%、3.59%、3.55% 股份，引入外部机构投资者帮助公司完善外部监督机制。鸿道新能源持有公司 6.53% 的股份，作为员工持股平台给予员工股权激励，公司与员工利益深度绑定，便利公司管理，提升公司稳定性。公司有全资子公司特玻营销，并持有金捷燃气 18.52% 股份。

图 2 公司股权结构



资料来源: Wind, 招商证券

### 3、产品结构: 公司主要产品为药用玻璃、耐热玻璃、电光源玻璃

公司的主要产品为药用玻璃、耐热玻璃、电光源玻璃。药用玻璃主要是指用于直接接触药品的玻璃包装容器; 耐热玻璃主要指盛装食品、饮料和酒水等的玻璃用具, 包括餐饮用器皿、厨房用器皿、酒店用器皿等各类日用玻璃器皿; 电光源玻璃指的是运用在光源外的玻璃产品, 是制造光源设备、电器元件的主要原材料之一, 主要用于制作玻壳、芯柱等部件。

**药用玻璃产品**按制作工艺及用途可分为输液瓶、模制注射剂瓶、口服液瓶等模制瓶以及安瓿瓶、管制注射剂瓶、口服液瓶、预灌封注射器玻璃针管、笔式注射器玻璃套筒(卡式瓶)等管制瓶; 产品按玻璃成分可分为硼硅玻璃(高硼硅、中硼硅、低硼硅)和钠钙玻璃, 主要产品包含中硼硅药用玻璃瓶、低硼硅药用玻璃瓶和低硼硅药用玻璃管等。用进口中硼硅药用玻璃管加工生产的药用包装材料, 耐水、耐酸、耐碱、耐急冷急热性能优于低硼硅药用玻璃。用自产低硼硅药用玻璃管生产的药用包装材料, 品质符合中国药典要求, 公差优于国家标准。原料经玻璃窑炉熔化后通过拉管生产线生产的低硼硅药用玻璃管, 主要用于生产低硼硅药用玻璃瓶。

**耐热玻璃产品**有耐热玻璃器皿、微波炉用玻璃托盘、玻璃透镜(如 LED 透镜、汽车透镜、Par 灯)等, 属于高硼硅玻璃制品。微波炉用玻璃托盘耐热冲击强度高, 用于微波炉生产配套, 产品供应格兰仕、美的等主要微波炉生产企业。耐热玻璃器皿耐热冲击强度高, 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、水晶煲、锅盖、鲍鱼盘等, 可根据客户要求定制, 生产各种形状和大小产品。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, 具有耐候性高、透光性好、寿命长等优点。

**电光源玻璃产品**有电光源玻壳和电光源玻管。电光源玻壳包括机制电光源玻壳和管制电光源玻壳, 产品耐高温、显色性好, 可按客户要求生产多种形状和大小产品, 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、喇叭管等部件。电光源玻璃具体产品为 ED 型玻管、T 型玻壳、R 型玻壳、BT/TD 型玻壳、G 型玻壳。

表 1: 公司产品结构及产品介绍

系列产品	产品分类	产品图片	产品介绍
药用包装玻璃	中硼硅药用玻璃瓶		用进口中硼硅药用玻璃管加工生产的药用包装材料, 耐水、耐酸、耐碱、耐急冷急热性能优于低硼硅药用玻璃。产品主要包括中硼硅玻璃安瓿和中硼硅玻璃管制注射剂瓶。

低硼硅药用玻璃瓶

主要用自产低硼硅药用玻璃管生产的药用包装材料，品质符合中国药典要求，公差优于国家标准。产品主要包括低硼硅玻璃安瓿和低硼硅玻璃管制注射剂瓶。

低硼硅药用玻璃管



原料经玻璃窑炉熔化后通过拉管生产线生产的低硼硅药用玻璃管，主要用于生产低硼硅药用玻璃瓶，少量对外出售。

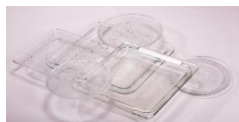
耐热玻璃器皿



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、水晶煲、锅盖、鲍鱼盘等。可根据客户要求定制，生产各种形状和大小的产品。

耐热玻璃

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，产品供应格兰仕、美的等主要微波炉生产企业。

玻壳



包括机制电光源玻壳和管制电光源玻壳，产品耐高温、显色性好。可按客户要求生产多种形状和大小的产品，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。

电光源玻璃

透镜



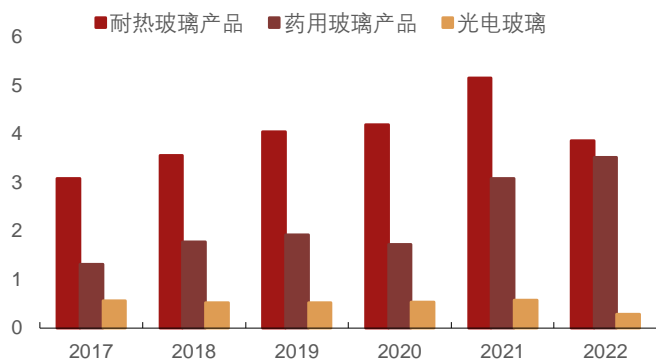
高硼硅玻璃制品，可用于加工生产照明灯具、LED光源玻璃透镜、汽车大灯等，具有耐候性高、透光性好、寿命长等优点。

资料来源：公司官网、招商证券

#### 4、财务数据：药用玻璃成为业绩主要驱动，耐热玻璃稳健发展

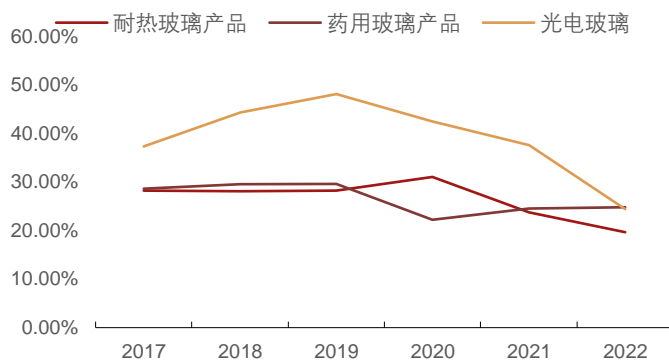
近5年公司营收主要贡献来自于耐热玻璃产品，药用玻璃打开二次成长曲线，毛利率最高的主营业务为光电玻璃产品。按产品种类拆分，22年耐热玻璃产品、药用玻璃产品、光电玻璃分别实现营收为3.86亿元，3.52亿元，0.29亿元，营收占比分别为46.96%，42.82%，3.53%，毛利率分别为19.67%，24.82%，24.43%。

图 3: 公司 2017-2022 年产品分拆 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

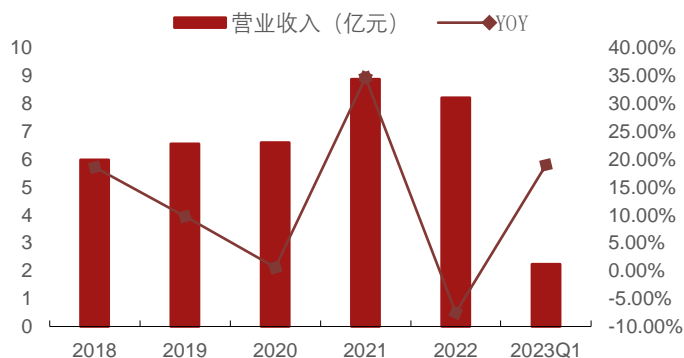
图 4: 公司 2017-2022 年各类产品毛利率 (%)



资料来源: Wind、招商证券

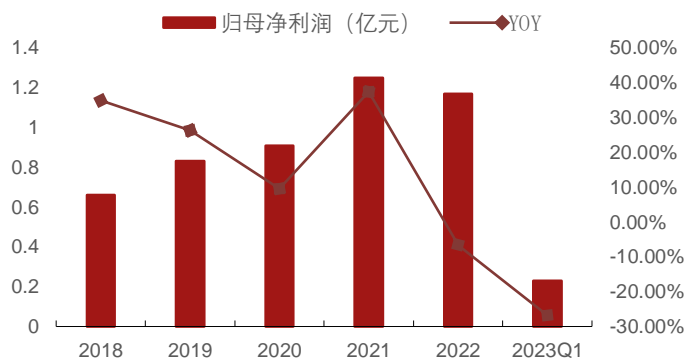
22 年疫时耐热玻璃原材料价格上涨挤压利润空间。2022 年公司实现营收 8.22 亿元, 同比下降 7.52%, 实现归母净利润 1.17 亿元, 同比下降 6.51%。23Q1 公司实现营收 2.24 亿元, 同比增长 18.99%, 实现归母净利润 0.23 亿元, 同比下降 26.78%。

图 5: 公司 2018-2023Q1 营业收入及同比增速



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 公司 2018-2023Q1 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、招商证券

## 二、中硼硅管制瓶&模制瓶投产贡献增量，中硼硅拉管技术市场领先

### 1、中硼硅管制瓶及模制瓶贡献增量，中硼硅拉管有望大幅节降成本

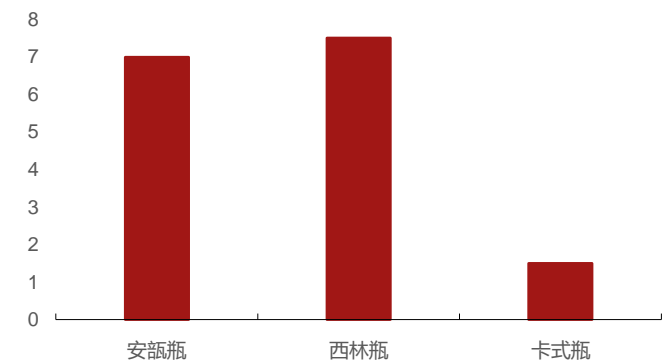
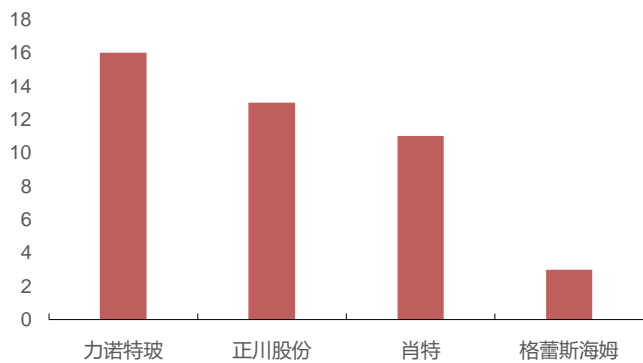
#### (1) 抓住市场机遇，中硼硅药用玻璃瓶产能有序扩张

一致性评价及国家“集采”政策推动中硼硅药用玻璃市场快速放量。一致性评价要求仿制药与原研药起到药学等效性和生物等效性，原研药瓶多采用中硼硅玻璃，因此仿制药采用中硼硅玻璃更加容易达到一致性评价要求，原有的低硼硅玻璃、钠钙玻璃会逐渐向中硼硅玻璃转化。公司抓住市场机遇，扩充中硼硅药用玻璃生产产能，抢占中硼硅药用玻璃市场，更好的满足市场需求。

积极扩充中硼硅管制瓶产能，竞争优势进一步释放。公司从设立之初开始专注于管制瓶的研发、生产和销售，积累了大量优质制药企业客户，为进一步满足市场需求，公司积极推进募投项目扩充产能，扩产完成后，公司中硼硅管制瓶产能将累计达到 26 亿支，其中 16 亿支中性硼硅药用玻璃扩产项目中，有中硼硅安瓿瓶 7 亿支、中硼硅西林瓶 7.5 亿支、中硼硅卡式瓶 1.5 亿支。未来，中硼硅药用玻璃管国产化趋势已非常明显，中硼硅管制瓶成本有望进一步降低。在关联审批政策下，药用玻璃瓶生产企业与制药企业的合作紧密度提升，制药企业更换供应商的成本较高，对于布局早且拥有客户优势的龙头企业而言，其竞争优势将进一步得到释放。

图 7：公司 20 年计划新增中硼硅管制瓶产能（亿支）

图 8：中性硼硅药用玻璃扩产项目产能（亿支）



资料来源：公司招股说明书、招商证券

资料来源：公司招股说明书、招商证券

完善产业布局，进军中硼硅模制瓶领域。公司用于中硼硅模制瓶生产的节能新型玻璃熔化全电熔窑炉于 2022 年 8 月 24 日成功点火，项目达产后，可年生产中硼硅药用模制瓶约 5,080.87 吨。公司还利用超募资金在建 M2 轻量化药用模制玻璃瓶（I 类）项目，并募集资金投入轻量化药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目。上述项目全部投产后累计可形成中硼硅模制瓶产能 62,896 吨。

表 2：公司中硼硅模制瓶扩产项目

项目名称	产能 (吨)
轻量薄壁高档药用玻璃瓶项目	5,080.87
M2 轻量化药用模制玻璃瓶（I 类）项目	11,242
轻量药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目	46,574

资料来源：公司公告、招商证券

#### (2) 布局中硼硅玻璃管，中硼硅管制瓶成本有望降低

国内企业陆续布局中硼硅玻璃管。中硼硅药用玻璃管生产线投资规模大、技术难度高，目前国内掌握中硼硅药用玻璃管生产技术的企业仍较少，产品质量与国外进口产品相比仍存在一定的差距，产能严重不足。目前，国内企业陆续在中



硼硅玻璃管领域布局，未来有望实现突破。

表 3: 国内企业中硼硅玻璃管产能情况

公司	现有产能	产能规划
力诺特玻	1 条年产 5000 吨中硼硅玻璃管生产线	
正川股份	2 座中硼硅窑炉	8 座中硼硅窑炉，实现中硼硅玻璃管产能 5 万吨
沧州四星	12 条拉管产线（截至 2021 年底）	年产 3 万吨中硼硅玻璃管
凯盛君恒	中硼硅玻璃管产能 1 万吨（截至 2020 年底）	30 条中硼硅玻璃管产线，实现产能 15 万吨
旗滨集团	2 座窑炉，约实现中硼硅玻璃管产能 2 万吨	

资料来源：各公司公告、招商证券

填补中硼硅药用玻璃管领域空白，进一步完善产业链条。公司目前中硼硅管制瓶生产所使用的玻管主要依赖进口，进口玻管价格有逐年上升趋势，对公司中硼硅管制瓶毛利造成一定影响。公司用于中硼硅玻璃管生产的新型节能全氧燃烧窑炉于 2022 年 10 月 28 日点火成功，项目经过 11 月爬坡期后良率有望达到 80%，达产后可年产约 5,000 吨产品，自产中硼硅玻璃管的投入使用将有效降低公司中硼硅管制瓶的成本，提升公司在中硼硅药用玻璃领域的市场竞争力。

表 4: 进口玻璃管价格（元/公斤）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-6 月
康宁玻璃	14.22	14.75	17.89	15.86
德国肖特	16.53	17.40	19.50	16.81
日本 NEG	14.44	15.27	18.44	20.47

资料来源：公司招股说明书、招商证券

低硼硅玻璃管产能稳中有升。公司有一个全氧燃烧炉窑炉用于低硼硅药用玻璃管的生产，设计产能为 12,000 吨，每年自用量稳定在 8,000 吨左右，富余产量对外销售。同时，公司使用超募资金建设全电智能药用玻璃生产线项目，所生产的低硼硅玻璃管全部用于自用，根据可研报告的测算数据，相比外购低硼硅玻璃管，自产低硼硅玻璃管每吨可节约费用 146.98 元，年可节约费用 117.90 万元。

### （3）高硼硅玻璃：积极调整产品结构，开拓新市场

扩充耐热玻璃产品矩阵，研发高附加值产品。截至 2022 年，公司拥 6.4 万吨耐热玻璃产能，主要产品为微波炉托盘及耐热玻璃器皿，产品附加值较低。公司募投项目生产轻量化高硼硅玻璃器具的窑炉于 2023 年 3 月 9 日点火成功，对现有生产线进行技术改造并发展轻量化玻璃瓶罐、高档玻璃器皿和特殊品种的玻璃制品。项目投产后，能够形成 19,200 吨耐热玻璃产能，有利于进一步丰富公司在高硼硅耐热玻璃制品领域的产品类别，提升公司产品竞争力。

表 5: 公司高硼硅玻璃扩产项目

项目名称	投资金额（万元）	点火时间
年产 9,200 吨高硼硅玻璃产品生产项目	5,095.04	技改项目
轻量化高硼硅玻璃器具生产项目	6,718.46	23.3.9
LED 光学透镜用高硼硅玻璃生产项目	8,937.48	23.3.21

资料来源：公司公告、招商证券

积极调整电光源玻璃研发方向，聚焦 LED 光学透镜市场。截至 2022 年，公司拥有 0.35 万吨电光源玻璃产能，在传统 HID 电光源业务增长放缓的情况下，公司聚焦 LED 车灯透镜市场，募投资金建设 LED 光学透镜用高硼硅玻璃生产项目，首台窑炉于 2023 年 3 月 21 日点火成功，项目达产后，能够形成 4,100 吨高硼硅玻璃透镜料块产能。

图 9：2018-2022 公司耐热玻璃产销量（吨）

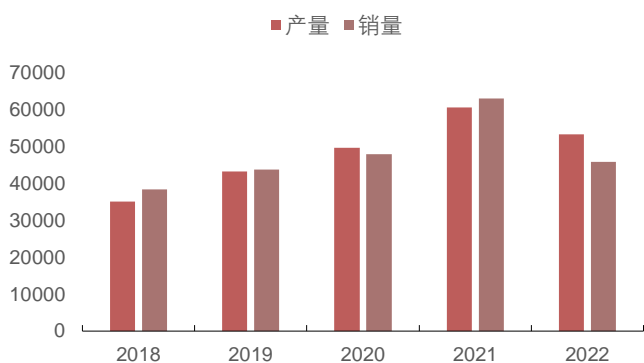
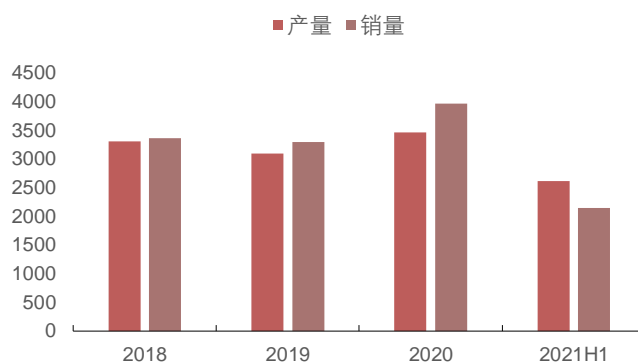


图 10：2018-2021H1 公司电光源玻璃产销量（吨）



资料来源：公司招股说明书、公司公告、招商证券

资料来源：公司招股说明书、招商证券

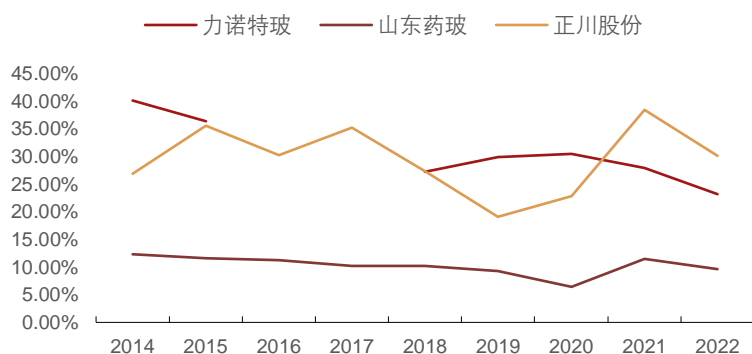
## 2、药企客户资源优势明显，关联审批制度增强客户粘性

### （1）关联审批制度增强药玻业务客户粘性，客户集中度低

**关联审批制度增强药玻业务客户粘性。**公司药用玻璃业务主要经营模式为直销，按照销售订单需求组织生产活动，公司拥有全国性的销售服务网络，已与全国多家客户建立了长期友好的合作关系，其中包括多家大中型医药生产企业如悦康药业、华润双鹤、新时代药业、齐鲁制药等。医药包装材料行业的特点之一是存在渠道壁垒，即考虑到药品安全性及相容性验证等因素，客户一般不会轻易更换供应商，完善的客户渠道资源使得公司具备一定竞争优势。

**公司客户集中度低，且客户资源优质。**2018-2022 年，公司前五大客户合计销售额占年度销售额比例分别为 27.22%、29.81%、30.48%、27.93%、23.17%，客户集中度低，同时，公司所供产品在客户总体需求中均有较高份额，不存在对大客户的依赖。公司是国内最早涉足药用玻璃行业的企业之一。经过多年的发展和积累，在业内取得了良好的口碑，并受益于关联评审制度和一致性评价政策，积累了一大批综合实力强大的优质药品生产企业客户，如悦康药业、华润双鹤、新时代药业、齐鲁制药等知名药企，合作年限均在 5 年以上。百强药企中 83 家与公司有合作关系，其中 40 余家为上市公司，规模药企覆盖率达到 80%，客户合作稳定。

图 11 药玻企业前五大客户销售占比



资料来源：wind、招商证券

### （2）日用玻璃 OEM 经营，药用玻璃直销为主

**直销为主、经销为辅，日用玻璃 OEM 经营模式为主。**分产品类型来看，日用玻璃主要采用 OEM 经营模式，其中定制化产品一般采取直销模式，常规非定制化产品采用直销+经销模式。美的、格兰仕等客户采购公司微波炉用玻璃托盘后，进一步生产加工；乐扣乐扣、品诚保莱、海伦特洛伊等客户采购公司保鲜盒、烤盘等耐热玻璃器皿产品后，不进行生产加工或仅进行简单搭配、组装后，以其自有品牌对外销售；昕诺飞、朗德万斯等灯具生产企业采购公司电

光源玻璃后，进一步生产加工。此外，公司也有极少量的耐热玻璃产品和电光源玻璃产品销售给经销商。**药用玻璃方面**，公司主要采取直销模式，中硼硅药用玻璃瓶和低硼硅药用玻璃瓶产品采取直销模式，低硼硅药用玻璃管主要采取直销方式，少量产品采取经销模式。

表 6: 公司销售模式、客户、分类标准、销售金额及占比

销售模式	项目		客户	分类标准	2021H1	
	产品	销售渠道			金额 (亿元)	占比
直销	耐热玻璃	生产商 (OEM)	美的、格兰仕等	采购公司产品后，进一步生产	0.89	21.24%
		品牌商 (OEM)	乐扣乐扣、品诚保莱、海伦特洛伊、日本大创、大连京磊、连云港优百、名创优品等	采购公司产品后，不进行生产加工或仅进行简单搭配、组装后，以其自有品牌对外销售	1.55	37.12%
		生产商 (OEM)	昕诺飞、朗德万斯等	采购公司产品后，进一步生产	0.26	6.19%
经销	电光源玻璃	-	悦康药业、华润		1.39	33.31%
	耐热玻璃、电光	-	少量客户	采购公司产品	0.08	1.81%
合计					4.17	100%

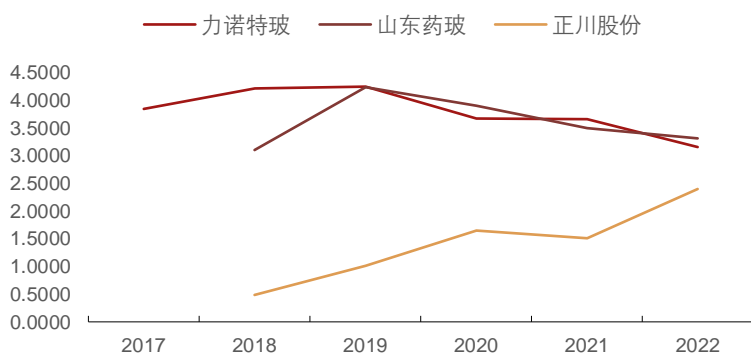
资料来源：招股说明书、招商证券

### 3、技术优势：中硼硅拉管技术储备充分，工艺技术市场领先

#### (1) 研发投入占比较高，中硼硅拉管技术储备丰富

**研发投入占比较高，不断改善产品工艺，提高生产效率。**药用玻璃行业对产品的安全性、稳定性要求更高，对企业的技术标准和规范要求更为严格，具有较强的技术壁垒。公司持续在生产工艺改进、提高自动化水平、新产品开发等项目进行研发投入，研发费用率保持较高比例。

图 12 药玻企业研发费用率



资料来源：wind、招商证券

目前生产硼硅玻璃的窑炉可分为传统空气助燃窑炉、全电炉、全氧燃烧窑炉和全氧燃烧+电加热四种，不同类型窑炉有着不同的应用。**空气助燃窑炉**目前占有率最高，可用成本较低的煤制气，但脱硝治理难，运行费用高；**全电炉**多为冷顶技术，硼挥发少，环保治理简单，但寿命短，单窑产能较低；**全氧燃烧炉**有着较高的控制精度，可灵活调整，在黄料上有良好的表现，主要是对发生气线有很好的抑制能力，且在节能、环保方面有明显优势，但面临能源价格和氧气成本制约；**全氧燃烧+电加热技术**是目前中硼硅玻璃生产厂商的首选，工艺调整手段更丰富，精度更高。

表 7: 不同类型窑炉对比

项目	全电炉	空气助燃	全氧燃烧	全氧燃烧+电加热
能源	电	天然气 (NG)、煤制气、焦炉煤气、重油、煤焦油、石油焦	天然气、焦炉煤气、重油、煤焦油、石油焦+氧气	天然气、焦炉煤气、重油、煤焦油+电+氧气
能耗	0.9~1.3kW/kg	160~280Nm3/t	125-190Nm3(NG)/t	100-150Nm3(NG)/t
硼挥发量	基本没有	较大	一般	较小
受外界因素	较大	较小	小	一般
项目造价	一般	较低	较高	高
环保治理	易	较难	较易	较易
窑炉寿命	较短	长	长	长
重复利用	较低	低	高	较高
生产规模	较小		基本不受限	

资料来源: 知网、招商证券

公司中硼硅拉管技术储备丰富。玻璃管的玻璃配方及性能、成型工艺、窑炉技术等方面进行多年研究, 已掌握中硼硅药用玻璃管的生产配方和性能特点, 在生产技术方面拥有全氧燃烧技术、电助熔技术、铂金料道技术、自动配料和加料技术等技术储备。

表 8: 公司中硼硅玻璃管技术储备

主要技术储备	技术简介	优势
全氧燃烧技术	采用氧含量 ≥ 85% 气体参与燃烧的系统	通过更均匀的火焰覆盖, 避免了熔化死角或局部过热现象, 同时也最大限度地减少富含二氧化硅的不均匀区域的形成。更容易调整熔化工序, 便于设计最佳工艺, 使炉内燃烧温度场得到精准设计和有效控制, 使得玻璃液熔化和澄清处于最佳状态。
电助熔技术	通过插入玻璃液的金属电极直接给玻璃液加电辅助玻璃液熔化	有效改善炉内玻璃液温度的均匀性, 弥补单一燃烧窑炉温度在玻璃液中传递上的不足, 有利于提高窑炉熔化率, 使熔化的玻璃液更澄清。 电助熔技术在玻璃液内部加热的方式极大地降低了硼的挥发, 提升了玻璃液熔化的均匀性。
铂金料道技术	让玻璃液通过特殊设计的铂金通路, 给通过的玻璃液三百六十度全方位的均匀加热	更容易调整料道工艺, 便于设计最佳工艺, 保证通路横截面上玻璃液温度达到高度均匀性。 还带有特殊设计的铂金搅拌系统, 保证了玻璃液温度和成分的高度均匀性。 铂金通路避免了普通耐火材料料道由于受玻璃液侵蚀, 污染玻璃液的风险, 提升了玻璃液品质。
自动配料和加料技术	自动配料技术系公司自行开发设计的技术, 整个自动配料和加料系统采用全自动控制, 实现了一键启动完成多批次称量、混合、输送。 非线性加料机可以实时根据炉内情况进行非线性加料。	自动配料技术中整个系统采用集中除尘, 粉尘自动回收利用, 不产生二次污染, 料仓内表面做了耐磨处理减少料仓磨损造成的产品污染。 非线性加料机有效地保证了窑炉横截面上温度分布的均匀性; 加料和玻璃液面联动控制, 保证了玻璃液面稳定和窑炉工艺稳定, 提高了玻璃液熔化质量。

资料来源: 公司招股说明书、招商证券

## (2) 产品性能优异, 工艺技术市场领先

产品性能优异。公司设计研发了非线性加料机, 可以实时根据炉内情况进行非线性加料, 有效地保证了窑炉横截面上温度分布的均匀性, 提高玻璃液熔化质量, 所生产的中硼硅管制瓶的关键性能及技术指标优于国家标准, 工艺技术水平具有竞争优势。

表 9: 公司中硼硅管制瓶关键技术指标与国家标准对比

产品名称	规格	折断力范围 (N)		耐水值 (ml)	
		公司产品	国家标准	公司产品	国家标准

敬请阅读末页的重要说明

中硼硅玻璃安瓿	1ml	40-65	20-80	0.6-1.0	≤1.8
	2ml	45-70	20-80	0.5-1.0	≤1.3
	5ml	45-70	20-80	0.4-0.8	≤1.0
	10ml	50-80	20-90	0.3-0.6	≤0.8
	20ml	55-85	20-100	0.2-0.5	≤0.6

资料来源：公司招股说明书、招商证券

**主要窑炉类型具备先进性。**工业和信息化部发布的《日用玻璃行业规范条件（2017年本）》鼓励企业采用氮氧化物产生量较小的全电熔窑或全氧燃烧玻璃熔窑。公司生产使用的窑炉包括全电熔窑炉和天然气窑炉两类，其中全电熔窑炉用于生产高硼硅耐热玻璃，天然气窑炉用于生产高硼硅电光源玻璃和低硼硅药用玻璃管。

表 10：公司主要窑炉情况

窑炉类型	台数	熔化面积	产品种类	工艺类型	能源消耗	产品综合能耗 (kgce/t)
全电熔窑炉	7	18-21	高硼硅耐热玻璃	压制	电	300-600
天然气窑炉	1	37.5	高硼硅电光源玻璃	吹制	天然气+电	1,126
天然气窑炉	1	45	低硼硅药用玻璃管	丹纳法	天然气	410

资料来源：公司招股说明书、招商证券

**主要技术工艺领先。**衡量药用玻璃技术的标准包括耐水性、尺寸、外观及对拉管成形的要求，公司所使用的全氧燃烧技术是业内公认的先进生产技术，在产能、玻璃理化指标等方面具有较大优势。

表 11：窑炉技术工艺对比

窑炉类型	优点	缺点	主要产品
全氧燃烧炉	燃烧热效率高、能耗低、废气排放量少、玻璃熔化质量高	对耐火材料的质量要求高，一次性投资大、技术难度大	低硼硅药用玻璃管
电炉	挥发少、污染小、熔化热效率高、工艺控制稳定、玻璃得液率高、熔化质量好、建设周期短，节约耐火材料的投入	单炉出料规模小、对出料稳定性要求高、对电极冷却水水质和窑炉绝缘性能要求较高	耐热玻璃器皿、微波炉用玻璃托盘
火焰炉	技术成熟度高、对耐火材料的要求相对全氧燃烧窑炉低	热利用率低、炉内温度周期性波动、污染大	电光源玻璃
全氧燃烧+电加热	工艺调整手段更丰富、燃烧更稳定	生产工艺复杂	光学玻璃

资料来源：公司招股说明书、招商证券

### 三、盈利预测

核心假设：

- **耐热玻璃：**由于耐热玻璃是公司传统业务，成长空间有限，盈利能力保持稳定，未来硼砂硼酸成本或有所改善。因此预计 2023-2025 年营业收入同比增速分别为 9%、3%和 3%；毛利率分别为 20.0%、20.3%和 20.8%；
- **药用玻璃：**由于一致性评价驱动中硼硅药用玻璃瓶放量，中硼硅拉管提高整体盈利能力，因此预计 2023-2025 年营业收入同比增速分别为 73%、57%、17%；毛利率分别为 30.9%、32.0%和 34.2%；
- **光电玻璃：**由于未来扩产贡献业绩增量，因此预计 2023-2025 年营业收入同比增速分别为 154%、30%、18%；毛利率分别为 25.0%、25.5%和 26.0%；

表 12: 盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	5.98	6.56	6.60	8.89	8.22	11.74	15.68	17.75
YOY		9.70%	0.61%	35%	-8%	43%	34%	13%
营业成本 (亿元)	4.17	4.57	4.63	6.66	6.40	8.65	11.28	12.45
毛利率 (%)	30.33%	30.35%	29.80%	25.1%	22.1%	26.4%	28.1%	29.9%
1、耐热玻璃收入 (亿元)	3.56	4.05	4.19	5.16	3.86	4.21	4.33	4.46
YOY		13.76%	3.46%	23%	-25%	9%	3%	3%
耐热玻璃成本 (亿元)	2.56	2.91	2.89	3.93	3.10	3.37	3.45	3.54
毛利率	28.16%	28.25%	31.05%	23.8%	19.7%	20.0%	20.3%	20.8%
2、药用玻璃收入 (亿元)	1.78	1.93	1.72	3.08	3.52	6.08	9.53	11.14
YOY		8.43%	-10.88%	79%	14%	73%	57%	17%
药用玻璃成本 (亿元)	1.25	1.36	1.34	2.32	2.65	4.20	6.49	7.32
毛利率	29.56%	29.60%	22.23%	24.5%	24.8%	30.9%	32.0%	34.2%
3、光电玻璃收入 (亿元)	0.53	0.52	0.54	0.58	0.29	0.74	0.96	1.12
YOY		-1.89%	3.85%	7%	-50%	154%	30%	18%
光电玻璃成本 (亿元)	0.29	0.27	0.31	0.36	0.22	0.55	0.71	0.83
毛利率	44.34%	48.13%	42.47%	37.5%	24.4%	25.0%	25.5%	26.0%
4、其他业务收入 (亿元)	0.11	0.06	0.15	0.07	0.55	0.72	0.86	1.03
YOY		-45.45%	150.00%	-53.33%	685.71%	30%	20%	20%
其他业务成本 (亿元)	0.06	0.04	0.09	0.04	0.44	0.53	0.63	0.76
毛利率	48.72%	38.03%	37.04%	42.86%	20.37%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 招商证券

公司作为药用包装龙头企业, 客户优质、产能扩产带来增量、中硼硅拉管技术领先, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.01、2.84 和 3.48 亿元, 同比增长 73%、41%和 23%, 由于公司处于高速成长阶段, 且中硼硅拉管技术储备深厚, 市场技术领先, 给予一定估值溢价, 给予 2024 年 23.7 倍 PE 估值, 目标市值 67 亿元, 目标价 28.82 元。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 13: 可比估值公司

	23E	24E	25E
山东药玻	20.74	17.4	14.39
山河药辅	25.59	21.17	17.58
威高股份	16.65	14.43	12.68
平均值	20.99	17.67	14.88

资料来源: Wind, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1021	935	990	1149	1325
现金	711	413	345	333	426
交易性投资	0	117	117	117	117
应收票据	15	23	34	45	51
应收款项	150	146	183	245	277
其它应收款	0	2	3	5	5
存货	118	165	213	278	306
其他	28	67	95	126	142
<b>非流动资产</b>	539	705	866	1005	1123
长期股权投资	39	44	44	44	44
固定资产	335	519	684	826	947
无形资产商誉	29	27	25	22	20
其他	136	114	113	112	112
<b>资产总计</b>	<b>1561</b>	<b>1640</b>	<b>1857</b>	<b>2154</b>	<b>2449</b>
<b>流动负债</b>	190	196	258	331	364
短期借款	25	0	0	0	0
应付账款	123	151	204	266	293
预收账款	10	16	22	28	31
其他	32	29	33	37	39
<b>长期负债</b>	10	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他	10	13	13	13	13
<b>负债合计</b>	<b>200</b>	<b>209</b>	<b>271</b>	<b>344</b>	<b>377</b>
股本	232	232	232	232	232
资本公积金	798	798	798	798	798
留存收益	331	401	556	779	1042
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1361	1431	1586	1809	2072
<b>负债及权益合计</b>	<b>1561</b>	<b>1640</b>	<b>1857</b>	<b>2154</b>	<b>2449</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	52	46	199	269	399
净利润	125	117	201	284	348
折旧摊销	59	69	81	105	125
财务费用	2	0	(3)	(3)	(3)
投资收益	(5)	(13)	(24)	(24)	(24)
营运资金变动	(127)	(131)	(69)	(108)	(57)
其它	(1)	4	13	16	10
<b>投资活动现金流</b>	(73)	(301)	(223)	(223)	(223)
资本支出	(73)	(162)	(248)	(248)	(248)
其他投资	0	(139)	24	24	24
<b>筹资活动现金流</b>	680	(76)	(44)	(58)	(82)
借款变动	2	(37)	(0)	0	0
普通股增加	58	0	0	0	0
资本公积增加	627	0	0	0	0
股利分配	0	(46)	(46)	(60)	(85)
其他	(7)	7	3	3	3
<b>现金净增加额</b>	<b>660</b>	<b>(331)</b>	<b>(69)</b>	<b>(12)</b>	<b>93</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	889	822	1174	1568	1775
营业成本	666	640	865	1128	1245
营业税金及附加	6	6	8	11	13
营业费用	23	26	36	49	55
管理费用	28	25	35	47	53
研发费用	33	26	37	50	56
财务费用	2	(8)	(3)	(3)	(3)
资产减值损失	(5)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	9	10	10	10	10
投资收益	5	13	13	13	13
<b>营业利润</b>	140	127	220	310	381
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	140	127	220	310	380
所得税	15	10	18	26	32
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	125	117	201	284	348

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	35%	-8%	43%	34%	13%
营业利润	30%	-10%	73%	41%	23%
归母净利润	37%	-7%	73%	41%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.0%	22.1%	26.4%	28.1%	29.9%
净利率	14.0%	14.2%	17.1%	18.1%	19.6%
ROE	13.0%	8.4%	13.3%	16.7%	17.9%
ROIC	12.8%	7.7%	13.1%	16.5%	17.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	12.8%	12.7%	14.6%	16.0%	15.4%
净负债比率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.4	4.8	3.8	3.5	3.6
速动比率	4.8	3.9	3.0	2.6	2.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.5	0.7	0.8	0.8
存货周转率	6.1	4.5	4.6	4.6	4.3
应收账款周转率	6.3	4.9	6.1	6.2	5.7
应付账款周转率	6.9	4.7	4.9	4.8	4.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.54	0.50	0.87	1.22	1.50
每股经营净现金	0.23	0.20	0.85	1.16	1.72
每股净资产	5.86	6.16	6.82	7.79	8.92
每股股利	0.20	0.20	0.26	0.37	0.45
<b>估值比率</b>					
PE	33.3	35.6	20.6	14.6	11.9
PB	3.1	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	21.6	23.2	14.2	10.3	8.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王月：**香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。