

## 产能逐步释放，药玻业务迎来加速发展

——力诺特玻动态更新

### 核心观点

- **22H2 多项药玻产能点火，重点布局药玻板块。**药用玻璃业务，22H2 进行了多项产能投放，包括 7 月份点火的全电低硼硅拉管，年产能 8000 吨；8 月份点火的中硼硅模制瓶，年产能 5000 吨；10 月份点火的中硼硅拉管，年产能 2500 吨。这些产能的建成，一方面显示了中硼硅市场的巨大空间（目前预计渗透率不到 10%，未来 3-5 年预期增至 30%-40%），另一方面也彰显了公司在药用玻璃领域的发展决心。受益于集采对注射剂的采购比例明显增加，中硼硅药玻市场迎来加速发展阶段。公司拥有先发优势，提前布局产能，23 年药用玻璃板将迎来收获期。
- **中硼硅模制瓶业务潜力巨大，23 年有望实质性突破。**公司于 22 年 8 月份点火中硼硅模制瓶窑炉，年产能 5000 吨，产品质量可靠，已经通过国家药品审评中心认证，目前已送样药企，正在完成关联审评审批，预计 23H2 将开始向药厂批量供货。此外，公司另外 3 条中硼硅模制瓶窑炉预计 23 年下半年将点火，合计年产能达 3.5 万吨。在销售端，配合相应产能释放，成立独立的模制瓶事业部，为即将到来的销售放量提前准备。目前国内中硼硅模制瓶供应商仅有山东药玻和四川阆中光明，相较于中硼硅管制瓶，供应商有更强的议价能力，且盈利能力更强。
- **国家集采注射剂加速导入，中硼硅药玻材需求量明显增加。**随着第七批集采在 22 年 11 月在各省份落地执行，我们预计相应的中硼硅药用玻璃需求在 22 年 9 月逐步释放。从公司订单反馈，Q4 中硼硅管制瓶订单饱满，已排产至今年 3 月，也验证了这一逻辑。我们估计第八批集采依然将给中硼硅管制瓶业务带来明显增量。据公开途径获取的信息统计，注射剂是第八批集采主要剂型，41 个报量品种中有 17 个为注射剂。预计第八批集采将在 23Q1 开标，23Q2-3 执行。

### 盈利预测与投资建议

- 微调 22-24 年 EPS 至 0.47、0.72、1.2 元（原预测 0.47、0.76、1.01 元），由于疫情影响，募投产能建设进度稍慢，对 23 年中硼硅管制瓶的销量做了一些下修，同时考虑中硼硅模制瓶释放上调 24 年药用玻璃整体收入和毛利率。我们认可给予公司行业平均估值 30% 的溢价，可比公司 2023 年平均 22X PE，对应 23 年合理 PE 为 29X，对应目标价 20.89 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，海外需求疲弱超预期

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	660	889	837	1,106	1,584
同比增长(%)	0.6%	34.7%	-5.8%	32.1%	43.3%
营业利润(百万元)	108	140	128	197	328
同比增长(%)	14.4%	30.0%	-8.5%	53.3%	66.3%
归属母公司净利润(百万元)	91	125	109	167	278
同比增长(%)	9.6%	37.4%	-12.5%	53.3%	66.3%
每股收益(元)	0.39	0.54	0.47	0.72	1.20
毛利率(%)	25.6%	25.0%	24.3%	27.6%	30.3%
净利率(%)	13.8%	14.0%	13.0%	15.1%	17.6%
净资产收益率(%)	17.9%	13.0%	7.8%	11.2%	16.6%
市盈率	46.3	33.7	38.5	25.1	15.1
市净率	7.6	3.1	3.0	2.7	2.3

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。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年01月31日）	18.07元
目标价格	20.89元
52周最高价/最低价	23.96/13.41元
总股本/流通A股（万股）	23,241/15,076
A股市值（百万元）	4,200
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2023年02月01日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	13.47	32.66	23.43	-8.23
相对表现	14.06	25.29	4.96	0.69
沪深300	-0.59	7.37	18.47	-8.92



### 证券分析师

黄骥	021-63325888*6074 huangji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520030001 香港证监会牌照：BTB520
余斯杰	yusijie@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521120002

### 相关报告

布局中硼硅模制瓶，静待业绩见底回升：——2022年三季度报点评	2022-10-28
海外疫情影响业绩，募投产能 H2 加速释放：——力诺特玻 2022 年中报点评	2022-08-29
中硼硅药玻扩产，高硼硅耐热/电光源拓品类：——力诺特玻首次覆盖	2022-06-09

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测主要做如下调整：

- 1) **调整药用玻璃收入预期：**因疫情影响，对 2023 年管制瓶销量进行了下修。同时考虑公司中硼硅模制瓶产能投放，预计 2024 年会是中硼硅模制瓶业务快速释放的年份。对应 2022-2024 年药用玻璃收入调整至 3.6、5.2、8.2 亿元（原预测 2022-2024 年收入 3.5、5.6、6.7 亿元）。
- 2) **调整药用玻璃毛利率预期：**考虑中硼硅模制瓶产品毛利率较高，随着中硼硅模制瓶业务 2024 年快速释放，预计药用玻璃整体毛利率也将提升。对应 2022-2024 年药用玻璃毛利率调整至 26.8%、31.3%、34.9%（原预测 2022-2024 年毛利率为 26.7%、32.0%、32.6%）。

### 投资建议

预测公司 22-24 年 EPS 分别为 0.47、0.72、1.2 元（原预测 0.47、0.76、1.01 元）。根据盈利预测，预计 2024 年公司 EPS 增速将达 66.3%，远高于可比公司 19.6% 的增速。行业 2023 年平均 PE 22X，认可给予公司 30% 的行业估值溢价，即 23 年 29X PE，对应目标价 20.89 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值水平（截止 1 月 31 日收盘）

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率				2024 增速/%
		2023-1-31	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
山东药玻	600529	28.90	0.89	1.03	1.25	1.52	32.4	28.1	23.1	19.0	21.8
威高股份	01066	11.22	0.50	0.60	0.69	0.81	22.4	18.7	16.3	13.8	17.4
迈瑞医疗	300760	332.64	6.60	8.03	9.69	11.58	50.4	41.4	34.3	28.7	19.5
宝莱特	300246	15.12	0.36	0.10	0.58	0.87	41.7	151.4	26.1	17.4	50.0
永新股份	002014	8.60	0.52	0.60	0.69	0.79	16.7	14.3	12.5	10.9	14.5
调整后平均							32.2	29.4	21.8	16.7	19.6

数据来源：朝阳永续，万得，东方证券研究所

注：据万得数据，2023 年 1 月 31 日收盘威高股份（01066.HK）股价折合每股人民币 11.215 元

## 风险提示

**新点火产能效益不及预期：**公司2022年分别投产中硼硅模制瓶，中硼硅拉管，低硼硅拉管产能，部分产能仍存在下游客户关联审批，以及新市场拓展的问题，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。

**海外需求疲弱超预期：**公司前三季度业绩同比下滑，重要原因是海外需求疲弱。如果这一因素在持续发酵，对公司业绩将造成负面影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	57	711	691	653	739	营业收入	660	889	837	1,106	1,584
应收票据、账款及款项融资	119	172	157	204	290	营业成本	491	666	633	801	1,104
预付账款	9	14	13	18	26	营业税金及附加	5	6	6	8	11
存货	101	118	114	140	188	销售费用	19	23	25	31	43
其他	7	6	6	8	9	管理费用及研发费用	49	61	71	86	110
<b>流动资产合计</b>	<b>293</b>	<b>1,021</b>	<b>981</b>	<b>1,022</b>	<b>1,251</b>	财务费用	4	2	(11)	(1)	4
长期股权投资	34	39	42	45	50	资产、信用减值损失	1	5	(0)	1	1
固定资产	324	335	467	618	718	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4	109	94	92	81	投资净收益	5	5	11	12	13
无形资产	29	29	28	26	25	其他	13	10	5	4	3
其他	26	27	6	4	4	<b>营业利润</b>	<b>108</b>	<b>140</b>	<b>128</b>	<b>197</b>	<b>328</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>417</b>	<b>539</b>	<b>638</b>	<b>786</b>	<b>878</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>710</b>	<b>1,561</b>	<b>1,619</b>	<b>1,808</b>	<b>2,129</b>	营业外支出	6	0	0	0	0
短期借款	34	25	25	20	20	<b>利润总额</b>	<b>102</b>	<b>140</b>	<b>128</b>	<b>197</b>	<b>328</b>
应付票据及应付账款	71	123	127	172	248	所得税	11	15	19	30	49
其他	38	42	43	51	59	<b>净利润</b>	<b>91</b>	<b>125</b>	<b>109</b>	<b>167</b>	<b>278</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>143</b>	<b>190</b>	<b>194</b>	<b>243</b>	<b>328</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>91</b>	<b>125</b>	<b>109</b>	<b>167</b>	<b>278</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.39	0.54	0.47	0.72	1.20
其他	15	10	1	1	1						
<b>非流动负债合计</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>158</b>	<b>200</b>	<b>195</b>	<b>244</b>	<b>329</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	174	232	232	232	232	营业收入	0.6%	34.7%	-5.8%	32.1%	43.3%
资本公积	171	798	798	798	798	营业利润	14.4%	30.0%	-8.5%	53.3%	66.3%
留存收益	206	331	393	534	770	归属于母公司净利润	9.6%	37.4%	-12.5%	53.3%	66.3%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>551</b>	<b>1,361</b>	<b>1,424</b>	<b>1,564</b>	<b>1,800</b>	毛利率	25.6%	25.0%	24.3%	27.6%	30.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>710</b>	<b>1,561</b>	<b>1,619</b>	<b>1,808</b>	<b>2,129</b>	净利率	13.8%	14.0%	13.0%	15.1%	17.6%
						ROE	17.9%	13.0%	7.8%	11.2%	16.6%
						ROIC	18.0%	12.9%	7.0%	11.0%	16.5%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	22.3%	12.8%	12.1%	13.5%	15.4%
净利润	91	125	109	167	278	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	262	53	47	65	82	流动比率	2.04	5.37	5.05	4.21	3.82
财务费用	4	2	(11)	(1)	4	速动比率	1.32	4.73	4.45	3.62	3.23
投资损失	(5)	(5)	(11)	(12)	(13)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(37)	(14)	25	(26)	(59)	应收账款周转率	6.2	6.8	5.7	6.7	7.0
其它	(227)	(108)	8	1	1	存货周转率	5.4	5.9	5.3	6.1	6.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>89</b>	<b>52</b>	<b>167</b>	<b>194</b>	<b>294</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.5	0.6	0.8
资本支出	(588)	(161)	(160)	(210)	(170)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(4)	(5)	(3)	(3)	(5)	每股收益	0.39	0.54	0.47	0.72	1.20
其他	540	93	11	12	13	每股经营现金流	0.51	0.23	0.72	0.83	1.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(52)</b>	<b>(73)</b>	<b>(152)</b>	<b>(201)</b>	<b>(162)</b>	每股净资产	2.37	5.86	6.13	6.73	7.75
债权融资	(10)	0	0	(0)	(0)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(0)	685	0	0	0	市盈率	46.3	33.7	38.5	25.1	15.1
其他	(23)	(5)	(35)	(31)	(46)	市净率	7.6	3.1	3.0	2.7	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(34)</b>	<b>680</b>	<b>(35)</b>	<b>(32)</b>	<b>(46)</b>	EV/EBITDA	9.8	18.8	22.3	14.1	8.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	32.8	25.8	31.3	18.7	11.1
<b>现金净增加额</b>	<b>3</b>	<b>660</b>	<b>(20)</b>	<b>(39)</b>	<b>86</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 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。

## 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](http://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。