

药用玻璃行业

中硼硅药玻中期高景气，行业龙头持续受益

核心观点：

- **需求趋势：一致性评价+带量采购驱动中硼硅药玻市场快速扩容。**药用玻璃是指直接用于接触各类药物制剂的包装玻璃，是注射剂和口服液体制剂最重要的包装材料，按化学成分可以分为钠钙、低硼硅、中硼硅、高硼硅玻璃，中硼硅性能优异、性价比高；按生产工艺分为模制瓶、管制瓶。我国药用玻璃行业总量相对稳定，一致性评价+集采政策驱动之下产业结构优化，药玻材质逐渐由钠钙升级为中硼硅。近年来集采常态化、注射剂集采占比提升，中硼硅渗透加速，据力诺特玻招股说明书，当前渗透率在 10% 左右，25-30 年有望提升至 30-40%，测算 2024-2030 年需求量、市场空间复合增速分别为 19%/30%，赛道高景气前景值得期待。由于中硼硅玻璃包材价值量更高（较钠钙/低硼硅单位价值量可能提升 5-10 倍），相关企业收入和业绩成长空间料有显著提升。
- **供给格局：三重要素筑高壁垒，龙头优势易守难攻。**三大要素筑高药玻行业壁垒，一是技术壁垒高（技术难度和专业度高，并且技术升级的失败率也很高，头部名单稳定），进一步影响市场认可度、成本管控及高端差异化能力；二是客户渠道易守难攻（安全属性、客户粘性大，强者恒强的关键）；三是资金壁垒高，中硼硅药玻产线建设资金投入更高，约为低硼硅的 5 倍以上。技术难易是药玻各细分板块集中度最关键的因素，模制瓶格局好于管制瓶，中硼硅格局好于钠钙/低硼硅（中硼硅模制瓶格局最优）。普通模制瓶山东药玻市占率达 80%+，中硼硅模制瓶山东药玻几乎一家独大；普通拉管陆续有国产厂家突破，中硼硅拉管仍然由海外厂商垄断，后端制瓶环节参与主体较多，格局分散。
- **继续重点推荐山东药玻，建议关注力诺特玻。**山东药玻是模制瓶赛道绝对龙头，2004 年起持续深耕中硼硅模制瓶细分领域，技术优势、渠道优势与高端差异化能力筑高护城河，拳头产品中硼硅模制瓶料将充分享受行业扩容红利，在未来几年会贡献主要销量和盈利弹性（确定性更强）；另外，预灌封、玻璃瓶出海业务亦可视为中期期权，继续重点推荐山东药玻。力诺特玻是中硼硅管制瓶头部企业，管瓶产能扩张保持强度，并且其中硼硅模制瓶 5 月转“A”，获批量供应资格。行业市场空间充裕，中硼硅药玻供需有望长期维持良好关系，建议积极关注力诺特玻。
- **风险提示。**注射剂一致性评价进度低于预期；新产能投放或销售低于预期；上游成本大幅上涨。

行业评级

持有

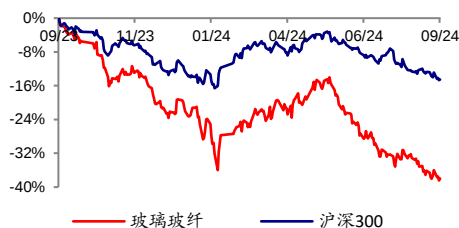
前次评级

持有

报告日期

2024-09-06

相对市场表现



分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688

xielu@gf.com.cn

相关研究：

玻璃玻纤行业：成长与周期的嵌套 2024-08-04

联系人：

黄雪茹 021-38003843

huangxueru@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
山东药玻	600529.SH	CNY	25.43	2024/09/05	买入	29.46	1.47	1.80	17.30	14.13	11.88	10.04	11.10	11.60

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、需求趋势：一致性评价+带量采购驱动中硼硅药玻市场快速扩容	6
（一）材料概况：性能优异的药用包材，中硼硅药玻综合性价比好	6
（二）产业趋势：一致性评价+带量采购政策驱动，中硼硅药玻有望持续高景气	9
二、供给格局：三重要素筑高壁垒，龙头优势易守难攻	14
（一）行业格局：模制瓶高度集中格局更优，管制瓶制瓶环节竞争激烈	14
（二）生产角度：技术及品控能力是底层竞争力，进一步影响市场认可度、成本管 控及高端差异化能力	16
（三）销售角度：客户粘性强，龙头领先优势易守难攻	20
（四）资金角度：中硼硅药玻产线建设资金投入更高，约为低硼硅的 5 倍以上	22
三、投资建议	23
四、风险提示	24

图表索引

图 1: 药用玻璃各品种市场需求 (单位: 亿支)	8
图 2: 国内药用玻璃市场规模	8
图 3: 一致性评价+带量采购+关联审批对药用玻璃行业的影响	9
图 4: 注射剂一致性评价的背景及技术要求	10
图 5: 一致性评价通过数量情况	11
图 6: 带量集采中标数量情况	11
图 7: 集采注射剂采用中硼硅玻璃包装的比例	11
图 8: 集采使用的中硼硅各类型药瓶及占比	11
图 9: 同等工艺下中硼硅药用玻璃单价对比	13
图 10: 正川股份主要产品销售情况 (单位: 亿支)	13
图 11: 力诺特玻主要产品销售情况 (单位: 亿支)	13
图 12: 长期来看, 低质药用玻璃碱性溶出量较高	16
图 13: 模制瓶吹吹法 vs 压吹法制造工艺	17
图 14: 丹纳法拉管成型示意图	18
图 15: 维洛法拉管成型示意图	18
图 16: 2018-21H1 力诺特玻进口海外中硼硅玻管均价约 15-20 元/kg, 国产管价格仍有差距	19
图 17: 各类药用玻璃毛利率	20
图 18: 中、低硼硅玻璃管及玻璃瓶单价	20
图 19: 关联审批审批制度下, 药企和药包材企业粘性加强, 头部药包材企业优势扩大	21
图 20: 模制瓶生产工艺流程	22
图 21: 国内重质纯碱价格走势	23
图 22: 国内动力煤价格走势	23
图 23: 山东药玻 PE-band (ttm)	24
图 24: 力诺特玻 PE-band (ttm)	24
表 1: 四类药用玻璃成分及性能	6
表 2: 模制瓶/管制瓶主要品类介绍	7
表 3: 各批次国家药品集采时间轴	11
表 4: 中性硼硅药用玻璃年需求量测算	12
表 5: 中硼硅模制瓶各厂商登记备案状态	14
表 6: 国内中硼硅玻管参与者	15
表 7: 国际中硼硅玻管参与者	15
表 8: 注册管理 vs 共同审评审批制度对于利益相关方要求的变化	21
表 9: 药用玻璃投资项目情况	22

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/456152220014010221>