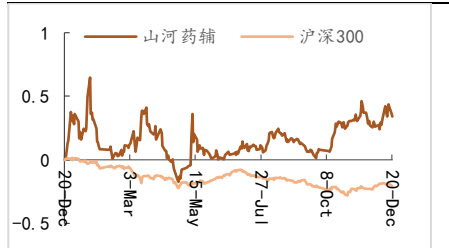


评级： 买入

核心观点

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	16.31
一年内最高/最低价 (元)	21.30/9.45
市盈率 (当前)	34.36
市净率 (当前)	5.62
总股本 (亿股)	2.35
总市值 (亿元)	38.25

资料来源: 聚源数据

相关研究

- **山河药辅: 历史业绩稳健增长的口服制剂辅料龙头。**公司是国内排名前列的口服固体制剂药用辅料生产供应商, 产品涵盖填充剂、黏合剂、崩解剂、润滑剂、包衣材料等常用口服固体制剂类药用辅料, 其中纤维素及其衍生物、淀粉及衍生物和无机盐是公司 3 大类支柱性产品。公司历史业绩始终保持稳健增长态势。
- **药用辅料行业进入进口替代加速阶段。**2021 年 2 月 CDE 发布《已上市化学药品药学变更研究技术指导原则 (试行)》。在部分情形下, 变更辅料供应商属于微小变更, 程序更为简化。随着集采的推进, 制药企业主观上有降低成本的意愿, 更加重视国产优质优价辅料的使用, 从而给国产优质辅料带来了更多替换进口的机会, 将已通过一致性评价的品种中的进口辅料逐步更换为国产辅料。目前药用包材和药用辅料与药品实施关联审评审批, 制药企业成为产品质量第一责任人, 为了确保产品质量, 制药企业基本不会考虑选择食品厂、化工厂等非专业辅料生产企业的产品, 预计中小辅料企业市场份额将逐步萎缩, 辅料行业集中度持续提升。在进口替代和集中度提升带动下, 我们认为以公司为代表的国产药用辅料龙头迎来发展良机。
- **加大产能布局, 业绩有望进入快速增长阶段。**公司拟发行可转债募集资金不超过 3.2 亿元, 用于“新型药用辅料系列生产基地一期项目”等 3 个项目。本次募投项目涉及的微晶纤维素等 4 个品种下游需求旺盛, 目前产能也处于饱和或近于饱和, 存在较为明显的扩产需求。我们认为随着公司本次募投项目产能释放, 业绩有望进入较快增长阶段。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 7.30、8.92 和 10.85 亿元, 同比增速分别为 18.3%、22.3%和 21.7%; 归母净利润分别为 1.14、1.46 和 1.81 亿元, 同比增速分别为 27.2%、28.4%和 23.9%, 以 12 月 21 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 26.0、20.3 和 16.4 倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动影响产品毛利率; 募投项目产品需求下滑, 导致收益不及预期。募投项目投产进度低于预期, 导致业绩增长不及预期。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	6.17	7.30	8.92	10.86
营收增速 (%)	16.1%	18.3%	22.3%	21.7%
净利润 (亿元)	0.9	1.14	1.46	1.81
净利润增速 (%)	-5.0%	27.2%	28.4%	23.9%
EPS (元/股)	0.49	0.63	0.81	1.00
PE	33.1	26.0	20.3	16.4

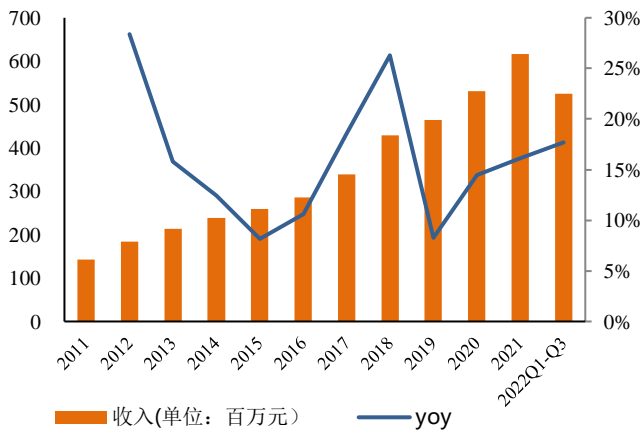
资料来源: Wind, 首創證券

1 山河药辅：历史业绩稳健增长的口服制剂辅料龙头

山河药辅是国内排名前列的口服固体制剂药用辅料生产供应商，产品涵盖填充剂、黏合剂、崩解剂、润滑剂、包衣材料等常用口服固体制剂类药用辅料，主要产品包括微晶纤维素、羟丙甲纤维素、低取代羟丙纤维素、羧甲淀粉钠和硬脂酸镁等。2021年纤维素及其衍生物、淀粉及衍生物和无机盐类收入占比分别为46.22%、28.43%和9.48%，是公司3大类支柱性产品。

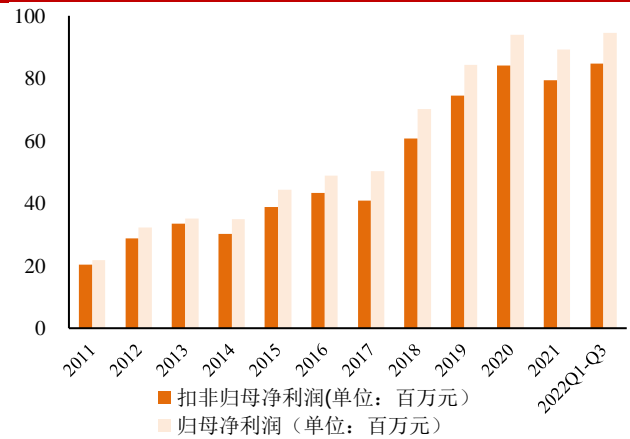
2011-2021年公司收入年复合增速为15.72%，归母净利润年复合增速为15.12%，业绩始终保持平稳增长态势。2022年1-9月，公司实现收入5.25亿元(+17.69%)，归母净利润9463万元(+30.45%)，利润增速高于收入增速主要得益于销售费用和管理费用优化，费用率有所下降以及汇兑损益增加等因素。

图 1 公司近年来收入情况



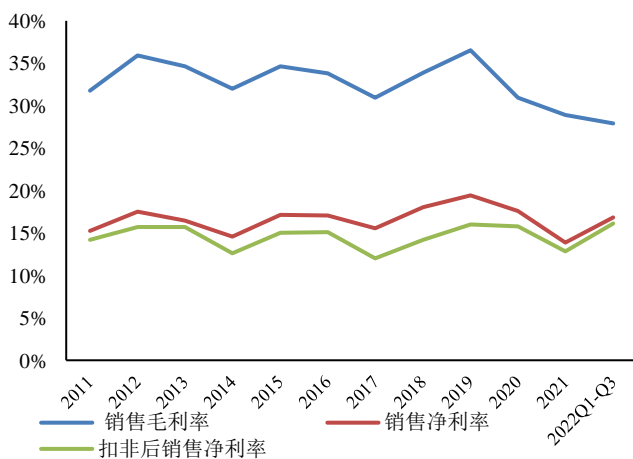
资料来源：Wind，首创证券

图 2 公司近年来利润情况



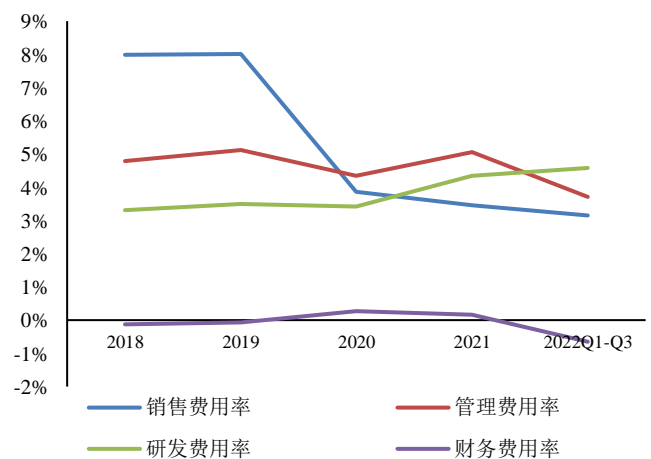
资料来源：Wind，首创证券

图 3 公司近年来利润率情况



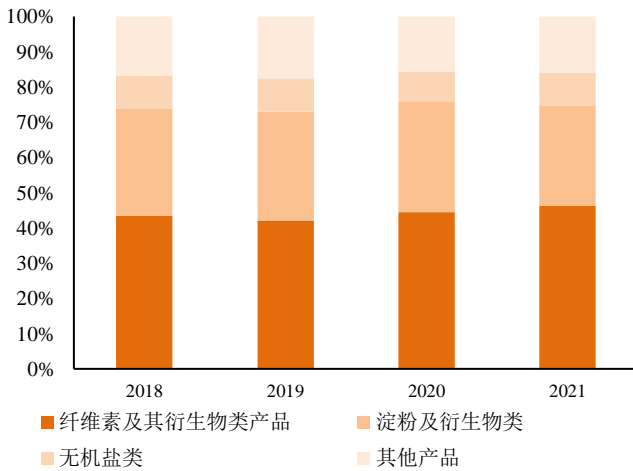
资料来源：Wind，首创证券

图 4 公司近年来费用率情况



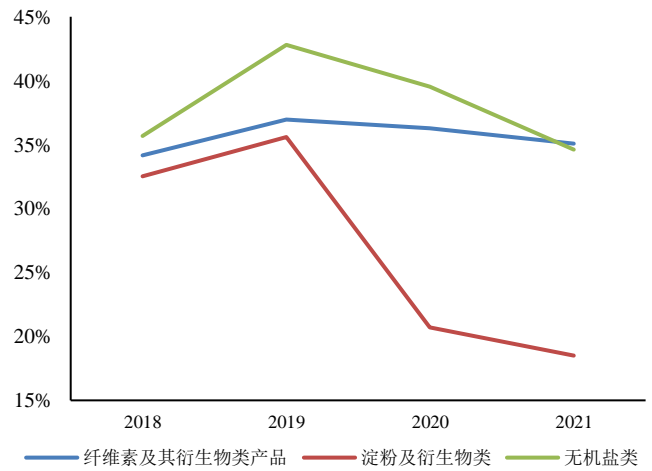
资料来源：Wind，首创证券

图 5 公司近年收入结构



资料来源: Wind, 首创证券

图 6 公司产品近年来毛利率



资料来源: Wind, 首创证券

2 药用辅料行业进入进口替代加速阶段

2021 年 2 月 CDE 发布《已上市化学药品药学变更研究技术指导原则(试行)》，对变更制剂处方中的辅料进行了分类，包括重大变更、中等变更、微小变更。其中部分情形下，变更辅料供应商属于微小变更，仅需在年度报告中报告该情形即可，程序更为简化。

口服制剂一致性评价于 2018 年陆续开始，制药企业为确保产品通过一致性评价，对于一些关键辅料选择进口。一方面集采过后中标产品需求量增长带动辅料需求量的自然增长，另一方面随着集采的推进带来的药品价格下降，制药企业主观上有降低成本的意愿，更加重视国产优质优价辅料的使用，从而给国产优质辅料带来了更多替换进口的机会，将已通过一致性评价的品种中的进口辅料逐步更换为国产辅料。目前药用包材和药用辅料与药品实施关联审评审批，制药企业成为产品质量第一责任人，同时为了确保产品质量，制药企业基本不会考虑选择食品厂、化工厂等非专业辅料生产企业的产品，预计中小辅料企业市场份额将逐步萎缩，辅料行业集中度持续提升。

在进口替代和集中度提升带动下，我们认为以山河药辅为代表的国产药用辅料龙头迎来发展良机。2021 年以来进口替代对于公司业绩增长做出较大贡献，2021 年增长额占到了总增长额的 20% 以上，2022 年上半年 30% 以上的收入增长来自替代进口项目。

表 1 辅料微小变更的类型

制剂分类	微小变更内容	研究验证工作
普通口服固体制剂	1. 变更辅料的供应商，但是辅料的技术等级不变，辅料的质量不降低。2. 提高辅料的质量标准（如收紧质控限度）或者因药典版本的更新或增补而引起的质量标准的变更。3. 去除或部分去除着色剂、矫味剂。将印字油墨的成分改为另外一种在已批准药物中使用的成分。4. 变更辅料用量（在规定范围内）。	1. 说明变更的具体情况和原因，对变更后的处方进行研究。2. 对变更后一批样品进行检验，应符合质量标准的规定。3. 对于可能影响溶出行为的辅料（如 SDS、聚山梨酯 80 等）供应商的变更，应对变更前后样品进行比较研究，证明变更前后的药物溶出曲线一致。4. 对变更后首批样品进行长期稳定性考察，并在年报中报告该批样品的长期稳定性试验数据。
口服缓释/控释制剂、	一、非释药控制性辅料的变更，包括（1）变更辅料的供应商，但是辅料的技术等级不变，辅料的质量不降低；（2）	1. 说明变更的具体情况和原因，对变更后的处方进行研究。2. 对变更后一批样品进行检验，应符合质

肠溶制剂 提高辅料的质量标准（如收紧质控限度）或者因药典版本的更新或增补而引起的质量标准的变更；（3）去除或部分去除着色剂、矫味剂，或者将印字油墨的成分改为另外一种在已批准药物中使用的成分；（4）变更辅料用量（在规定范围内）。二、释药控制性辅料的变更，包括（1）变更辅料的供应商，但是辅料的技术等级不变，辅料的质量不降低；提高辅料的质量标准（如收紧质控限度）或者因药典版本的更新或增补而引起的质量标准的变更；（3）变更辅料用量（在规定范围内）。

非无菌半固体制剂

1.去除或部分去除着色剂、矫味剂。2.提高辅料的质量标准（如收紧质控限度）或者因药典版本的更新或增补而引起的质量标准的变更。3.变更辅料用量。各辅料用量变更不超过该辅料原批准用量的 5%，所有辅料用量的变更总和应不超过 5%。但由于处方改变而导致稀释剂（如水）用量变更幅度允许超出此范围。4.防腐剂用量的变更不超过原批准用量的 10%。5.结构为单一化学实体（纯度≥ 95%）的基质供应商的变更，或者其他辅料供应商、技术等级的变更。

量标准的规定。3.变更释药控制型辅料的供应商，应进行变更前后的比较研究，证明变更前后的药物溶出曲线一致。4.对变更后首批样品进行长期稳定性考察，并在年报中报告该批样品的长期稳定性试验数据。

1.说明变更的具体情况和原因，对变更后的处方进行研究。2.对变更后一批样品进行检验，应符合质量标准的规定。3.对变更后首批样品进行长期稳定性考察，并在年报中报告该批样品的长期稳定性试验数据。4.如防腐剂发生变更，应进行规定范围内抑菌剂最低浓度的抑菌效力试验。

资料来源：CDE, NMPA, 首創證券

3 加大产能布局，业绩有望进入快速增长阶段

2022 年 10 月公司发布公告，拟发行可转债募集资金不超过 3.2 亿元，用于“新型药用辅料系列生产基地一期项目”等 3 个项目。其中“新型药用辅料系列生产基地一期项目”完全达产后预计营业收入为 4.18 亿元，净利润 1.06 亿元，将显著增厚公司业绩。

表 2 公司可转债募投项目

项目	总投资	拟投入募集资金	产品情况	预期收益
新型药用辅料系列生产基地一期项目	33500 万元	21000 万元	拟扩建年产 5000 吨微晶纤维素和年产 2800 吨羟丙甲纤维素生产线，新建年产 500 吨交联聚维酮和年产 500 吨交联羧甲基纤维素钠和年产 200 吨硬脂富马酸钠生产线。	项目完全达产后预计营业收入为 4.18 亿元，净利润 1.06 亿元。
合肥研发中心及生产基地项目	29040 万元	8000 万元	建设具有新型药用辅料全性能检测试验功能的新产品研发测试中心，以及建设中试生产线，打造研究开发新产品的小批量试生产和制剂应用验证平台。	——
补充流动资金	3000 万元	3000 万元	——	——

资料来源：公司可转债募集说明书，首創證券

我们认为公司本次募投有望取得较好收益。首先微晶纤维素、羟丙甲纤维素、交联聚维酮和交联羧甲基纤维素钠等 4 个产品的现有生产线的实际产能利用率均已经处于饱和或近于饱和，存在较为明显的扩产需求。另一方面，各主要产品下游需求旺盛，例如羟丙甲纤维素为植物胶囊的原材料，国外市场对植物胶囊的需求持续增加，羟丙基甲纤维素有望迎来较快增长；其他辅料品种，如中高端填充剂微晶纤维素、高效崩解剂交联聚维酮和交联羧甲基纤维素钠，以及缓控释材料羟丙甲纤维素等，均有较大进口替代市场潜力。

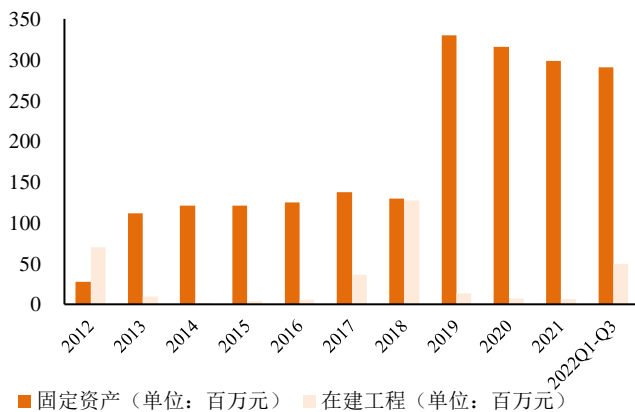
表 3 公司主要产品产能和产能利用率情况

产品名称	现有产能 (吨/年)	2022 年 1-6 月产能利用率	2021 年产能利用率
微晶纤维素	9500	77.07%	76.19%
羟丙甲纤维素	1800	114.86%	87.98%
交联聚维酮	300	49.28%	51.16%
交联羟甲纤维素钠	300	66.59%	44.28%
硬脂富马酸钠	10	84.80%	50.00%

资料来源：公司可转债募集说明书，首创证券(备注：交联聚维酮生产线和交联羟甲纤维素钠生产线原设计产能各为 300 吨/年，由于实际经营中存在少部分设备老化或客户对产品质量和规格精细化要求的提高，导致目前两产品生产线的实际产能分别为 200 吨/年和 250 吨/年。按实际产能测算，近一年一期，交联聚维酮的产能利用率为 76.75%和 73.92%，交联羟甲纤维素钠的产能利用率分别为 53.13% 和 79.90%)

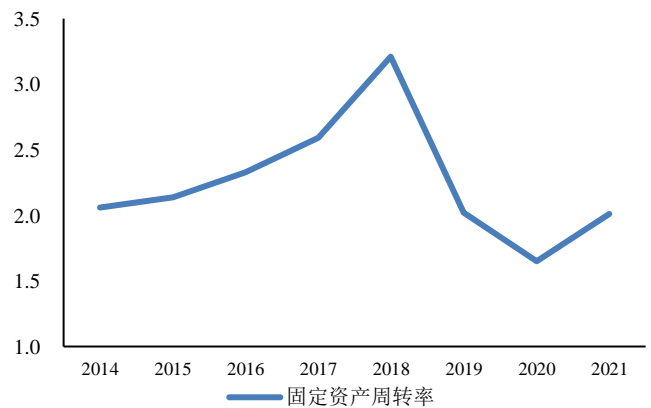
从公司历史数据来看，2019 年由于公司二期工程项目及控股公司曲阜天利新区工程项目转固，公司固定资产大幅增加，2020 年、2021 年和 2022 年 1-9 月公司收入同比增速分别为 14.47%、16.10%和 17.69%，体现出产能逐步释放后公司业绩呈现加速态势。我们认为随着公司产能逐步释放，业绩有望进入较快增长阶段。

图 7 公司近年固定资产和在建工程情况



资料来源：Wind，首创证券

图 8 公司近年来固定资产周转率情况



资料来源：Wind，首创证券

4 盈利预测与投资评级

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 7.30、8.92 和 10.85 亿元，同比增速分别为 18.3%、22.3%和 21.7%；归母净利润分别为 1.14、1.46 和 1.81 亿元，同比增速分别为 27.2%、28.4%和 23.9%，以 12 月 21 日收盘价计算，对应 PE 分别为 26.0、20.3 和 16.4 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格波动影响产品毛利率；募投项目产品需求下滑，导致收益不及预期；募投项目投产进度低于预期，导致业绩增长不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2021E	2022E	2023E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	553	582	609	673	经营活动现金流	104	58	198	198
现金	141	135	102	75	净利润	89	114	146	181
应收账款	58	164	161	195	折旧摊销	35	44	44	55
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	1	1	1	1
预付账款	12	15	19	23	投资损失	-6	-8	-8	-8
存货	78	94	113	135	营运资金变动	-9	-47	14	-37
其他	229	167	205	234	其它	-3	-44	2	6
非流动资产	410	471	607	933	投资活动现金流	-20	-37	-209	-395
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-36	-80	-180	-380
固定资产	299	326	440	542	长期投资	0	0	0	0
无形资产	54	44	35	28	其他	16	43	-29	-15
其他	51	75	76	77	筹资活动现金流	-55	-27	-22	170
资产总计	963	1,053	1,216	1,606	短期借款	-9	0	0	0
流动负债	224	236	282	521	长期借款	0	0	0	0
短期借款	31	31	31	31	其他	0	2	15	216
应付账款	59	67	81	98	现金净增加额	29	-6	-33	-27
其他	13	13	13	13					
非流动负债	33	29	30	31	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	33	29	30	31	营业收入	16.1%	18.3%	22.3%	21.7%
负债合计	257	265	312	552	营业利润	-8.5%	31.1%	28.4%	23.4%
少数股东权益	66	65	65	65	归属母公司净利润	-5.0%	27.2%	28.4%	23.9%
归属母公司股东权益	640	723	839	989	获利能力				
负债和股东权益	963	1,053	1,216	1,606	毛利率	28.9%	29.5%	30.4%	30.6%
					净利率	13.9%	15.5%	16.3%	16.6%
					ROE	12.6%	14.4%	16.1%	17.1%
					ROIC	17.9%	19.2%	21.8%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率	26.7%	25.6%	26.4%	23.2%
					净负债比率	9.1%	7.6%	6.8%	5.9%
					流动比率	2.5	2.5	2.2	1.3
					速动比率	2.1	2.1	1.8	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转率	12.2	6.6	5.5	6.1
					应付账款周转率	7.7	8.2	8.4	8.4
					每股指标(元)				
					每股收益	0.49	0.63	0.81	1.00
					每股经营现金	0.46	0.25	0.84	0.84
					每股净资产	2.73	3.08	3.58	4.22
					估值比率				
					P/E	33.08	26.01	20.26	16.35
					P/B	4.61	4.08	3.52	2.98
利润表 (百万元)									
	2021	2022E	2023E	2024E					
营业收入	617	730	892	1,086					
营业成本	439	514	621	753					
营业税金及附加	6	7	9	11					
营业费用	21	24	29	35					
研发费用	27	31	38	47					
管理费用	31	32	37	43					
财务费用	1	1	1	1					
资产减值损失	-6	-3	-3	-3					
公允价值变动收益	2	2	2	2					
投资净收益	6	6	6	6					
营业利润	100	131	168	207					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	3	3	3	3					
利润总额	97	128	165	204					
所得税	11	15	19	23					
净利润	86	113	146	181					
少数股东损益	-4	-1	0	0					
归属母公司净利润	90	114	146	181					
EBITDA	132	172	210	260					
EPS (元)	0.49	0.63	0.81	1.00					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现