

## 三季报业绩超预期，进口替代持续加速

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022 年前三季度实现营业收入 5.3 亿元, 同比增长 17.7%; 归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 30.5%; 扣非归母净利润 0.8 亿元, 同比增长 32.3%, 三季报表现超预期。
- **三季报业绩超预期, 进口替代持续加速。** 分季度看, 2022Q3 公司营收 1.7 亿元(+17.4%), 归母净利润 0.28 亿元(+47.7%), 扣非归母净利润 0.25 亿元(+60.9%), 在主营业务收入增长、产品结构改善、汇率变动汇兑损益等因素影响下, 公司三季度盈利水平同比 2021Q3 大幅提升。2022Q1-3 公司销售费率 3.2%(-0.03pp); 管理费率 3.7%(-1.1pp); 研发费率 4.6%(+0.9pp), 主要系研发投入提升所致, 财务费率-0.6%(-0.7pp), 主要系汇兑损益增加所致。公司持续加大研发创新力度, 不断推进客户进口替代工作, 实现公司整体业绩的稳步提升。
- **辅料进口替代持续加速, 积极开拓注射辅料领域。** 带量采购背景下, 随着国内制剂市场药用辅料需求高增、药用辅料关联审评持续推进, 国产药用辅料质量与成本优势驱动进口替代加速, 公司作为辅料龙头企业有望持续获益。目前公司辅料产品线涉及纤维素类衍生物、淀粉类衍生物、树脂、包衣粉、无机盐、丸芯等系列共计 30 余款产品, 其中微晶纤维素等多个产品国内销量领先。2022 年以来公司进口替代加速推进, 2022 年上半年 30% 以上收入增长来自进口替代项目。2022 年 4 月公司新增注射级辅料产品龙胆酸(供注射用), 实现注射级辅料领域新突破。目前公司已有 35 种产品获 CDE 登记号, 主要产品均与制剂关联成功, 处于激活状态; 新增三个产品(玉米淀粉、硬脂富马酸钠、硅化微晶纤维素)获 FDA 的 DMF 归档号; 2022 年 3 月获批药用辅料市级“企业技术创新中心”。
- **淮南新基地建设有序推进, 2023 年大量产能有望落地。** 2022H1 公司辅料产量 2 万余吨, 其中高端辅料占比约 70% 以上。“新型药用辅料生产基地一期项目”建设持续推进, 主要用于羟丙甲纤维素、微晶纤维素、交联聚维酮、交联羧甲纤维素、硬脂富马酸钠等高附加值产品, 建成后 will 增加 9000 吨高端辅料产能供应, 计划 2023 年实现投产, 届时将弥补产能不足现状。
- **注册成为联合国采购供应商, 迈向国际公共采购蓝海市场。** 9 月 19 日, 在 2022 年(安徽)联合国及国际公共采购说明会上, 公司成功注册为安徽省第一批联合国采购供应商, 随着国际公共采购市场业务拓展, 公司业绩有望持续加速。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.65 元、0.82 元和 1.02 元, 对应当前股价估值分别为 23 倍、18 倍和 14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 规模扩张引发的管理风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	616.71	735.90	877.48	1038.87
增长率	16.10%	19.33%	19.24%	18.39%
归属母公司净利润(百万元)	89.25	116.74	148.71	184.89
增长率	-4.99%	30.80%	27.39%	24.33%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.65	0.82	1.02
净资产收益率 ROE	12.12%	14.00%	15.52%	16.62%
PE	30	23	18	14
PB	4.18	3.62	3.10	2.63

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.35
流通 A 股(亿股)	1.86
52 周内股价区间(元)	12.23-26.54
总市值(亿元)	36.94
总资产(亿元)	9.04
每股净资产(元)	3.41

### 相关研究

1. 山河药辅(300452): 半年报业绩表现稳健, 辅料龙头加速进口替代 (2022-08-14)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	616.71	735.90	877.48	1038.87	净利润	85.54	111.88	142.52	177.19
营业成本	438.53	515.47	609.10	717.62	折旧与摊销	34.68	27.86	31.23	32.81
营业税金及附加	5.94	7.20	8.58	10.13	财务费用	1.02	1.06	1.31	1.46
销售费用	21.30	27.96	32.47	37.40	资产减值损失	-6.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	31.15	51.51	57.04	62.33	经营营运资本变动	-19.14	49.54	-8.37	1.00
财务费用	1.02	1.06	1.31	1.46	其他	7.85	-1.12	0.74	-2.30
资产减值损失	-6.13	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>103.82</b>	<b>189.21</b>	<b>167.42</b>	<b>210.16</b>
投资收益	6.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	23.38	-80.00	-70.00	0.00
公允价值变动损益	1.74	1.12	1.26	1.30	其他	-43.22	1.12	1.26	1.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-19.84</b>	<b>-78.88</b>	<b>-68.74</b>	<b>1.30</b>
<b>营业利润</b>	<b>99.71</b>	<b>133.82</b>	<b>170.26</b>	<b>211.22</b>	短期借款	-8.96	-31.04	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.03	-2.20	-2.60	-2.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>96.68</b>	<b>131.62</b>	<b>167.67</b>	<b>208.45</b>	股权融资	3.84	0.00	0.00	0.00
所得税	11.14	19.74	25.15	31.27	支付股利	-45.10	-17.85	-23.35	-29.74
净利润	85.54	111.88	142.52	177.19	其他	-5.05	-1.63	-1.31	-1.46
少数股东损益	-3.72	-4.86	-6.19	-7.70	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-55.27</b>	<b>-50.52</b>	<b>-24.65</b>	<b>-31.20</b>
归属母公司股东净利润	89.25	116.74	148.71	184.89	<b>现金流量净额</b>	<b>28.43</b>	<b>59.81</b>	<b>74.03</b>	<b>180.25</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	141.26	201.07	275.10	455.35	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	105.46	122.05	145.91	173.11	销售收入增长率	16.10%	19.33%	19.24%	18.39%
存货	77.77	91.42	106.02	126.27	营业利润增长率	-8.49%	34.22%	27.23%	24.06%
其他流动资产	228.33	192.35	193.22	194.20	净利润增长率	-8.54%	30.80%	27.39%	24.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-4.75%	20.18%	24.62%	21.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	305.04	363.17	407.94	381.12	毛利率	28.89%	29.95%	30.59%	30.92%
无形资产和开发支出	93.61	87.66	81.72	75.77	三费率	8.67%	10.94%	10.35%	9.74%
其他非流动资产	11.11	11.06	11.02	10.97	净利率	13.87%	15.20%	16.24%	17.06%
<b>资产总计</b>	<b>962.58</b>	<b>1068.79</b>	<b>1220.91</b>	<b>1416.79</b>	ROE	12.12%	14.00%	15.52%	16.62%
短期借款	31.04	0.00	0.00	0.00	ROA	8.89%	10.47%	11.67%	12.51%
应付和预收款项	148.08	197.46	223.41	263.72	ROIC	19.80%	24.60%	28.99%	34.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.96%	22.11%	23.11%	23.63%
其他负债	77.55	71.97	78.97	87.09	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>256.67</b>	<b>269.42</b>	<b>302.38</b>	<b>350.81</b>	总资产周转率	0.66	0.72	0.77	0.79
股本	180.47	234.52	234.52	234.52	固定资产周转率	2.01	2.25	2.31	2.68
资本公积	65.64	65.64	65.64	65.64	应收账款周转率	12.17	11.95	12.20	12.09
留存收益	405.45	504.34	629.70	784.85	存货周转率	6.93	6.09	6.11	6.10
归属母公司股东权益	640.00	738.31	863.68	1018.82	销售商品提供劳务收到现金营业收入	86.78%	—	—	—
少数股东权益	65.92	61.06	54.86	47.16	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>705.92</b>	<b>799.37</b>	<b>918.54</b>	<b>1065.98</b>	资产负债率	26.66%	25.21%	24.77%	24.76%
负债和股东权益合计	962.58	1068.79	1220.91	1416.79	带息债务/总负债	12.09%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.48	2.57	2.68	2.99
					速动比率	2.13	2.18	2.28	2.59
					股利支付率	50.53%	15.29%	15.70%	16.09%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.49	0.65	0.82	1.02
					每股净资产	3.55	4.09	4.79	5.65
					每股经营现金	0.58	1.05	0.93	1.16
					每股股利	0.25	0.10	0.13	0.16
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	135.41	162.74	202.80	245.48					
PE	29.97	22.91	17.98	14.47					
PB	4.18	3.62	3.10	2.63					
PS	4.34	3.63	3.05	2.57					
EV/EBITDA	17.47	13.98	10.85	8.23					
股息率	1.69%	0.67%	0.87%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
<b>公司评级</b>	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
<b>行业评级</b>	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn