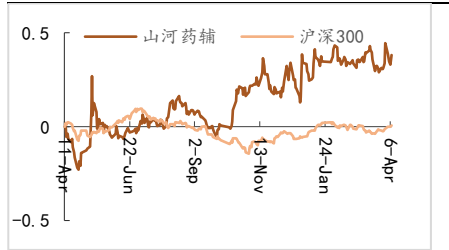


评级： 买入

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)	18.03
一年内最高/最低价 (元)	19.35/9.45
市盈率 (当前)	32.34
市净率 (当前)	5.85
总股本 (亿股)	2.34
总市值 (亿元)	42.27

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 山河药辅 (300452.SZ): 药用辅料进口替代加速, 行业龙头有望进入业绩快速增长长期

- **事件:** 公司发布 2022 年报, 2022 年公司实现营业收入 7.04 亿元 (+14.24%), 归属于上市公司股东的净利润 1.31 亿元 (+46.45%), 扣除非经常性损益的净利润 1.20 亿元 (+50.79%)。同时公司发布 2023 年 1 季度业绩预告, 预计归属于上市公司股东的净利润为 4741 万元-5141 万元 (同比增长 40.11%-51.93%), 扣除非经常性损益后的净利润 4372 万元-4772 万元 (同比增长 46.01%-59.37%)。
- **进度替代稳步推进, 产品线多点发力。** 随着药用辅料变更供应商审批政策的优化和集采后制药企业降低生产成本的需求提升, 药用辅料的进口替代迎来良机。2022 年公司顺利完成了多家重要客户的产品进口替代工作, 为后续业绩持续增长奠定了良好基础。分产品来看, 纤维素及其衍生物类产品、淀粉及衍生物类产品和无机盐类产品均保持平稳增长, 其他类产品收入 1.31 亿元 (+33.38%), 保持快速增长态势, 预计主要是受益于硬脂富马酸钠、交联聚维酮和注射用辅料等新产品增长拉动。
- **加速产能布局, 业绩有望进入快速增长阶段。** 2023 年 2 月, 公司发行可转债申请获得批准。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 2023-2025 年公司营业收入分别为 8.63、10.42 和 12.33 亿元, 同比增速分别为 22.5%、20.8%和 18.2%; 归母净利润分别为 1.60、1.97 和 2.38 亿元, 同比增速分别为 22.2%、23.5%和 20.6%, 以 4 月 7 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 26.0、20.3 和 16.4 倍。维持“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

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	7.05	8.63	10.42	12.33
营收增速 (%)	9.0%	22.5%	20.8%	18.2%
净利润 (亿元)	1.31	1.60	1.97	2.38
净利润增速 (%)	8.1%	22.2%	23.5%	20.6%
EPS (元/股)	0.56	0.89	1.09	1.32
PE	32.4	20.4	16.5	13.7

资料来源: Wind, 首創證券

## 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)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	631	1,099	1,410	1,605	经营活动现金流	133	16	208	239
现金	150	442	637	683	净利润	131	160	197	238
应收账款	52	83	100	189	折旧摊销	36	41	50	56
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-1	-3	-3	8
预付账款	28	14	15	16	投资损失	-8	-5	-5	-5
存货	91	229	270	278	营运资金变动	-30	-206	-55	-153
其他	264	277	320	363	其它	5	30	23	95
非流动资产	550	561	632	847	投资活动现金流	-88	-155	-150	-300
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-172	-58	-120	-270
固定资产	285	420	474	523	长期投资	0	0	0	0
无形资产	54	44	40	36	其他	16	84	-97	-30
其他	56	51	52	52	筹资活动现金流	-49	431	137	106
资产总计	1,181	1,660	2,042	2,452	短期借款	9	302	0	0
流动负债	345	408	637	855	长期借款	0	0	0	0
短期借款	40	20	20	20	其他	-3	191	211	208
应付账款	106	117	124	149	现金净增加额	-4	292	195	46
其他	8	8	8	8					
非流动负债	47	357	359	360	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	47	35	37	38	营业收入	9.0%	22.5%	20.8%	18.2%
负债合计	392	765	996	1,215	营业利润	36.7%	28.8%	23.5%	20.6%
少数股东权益	66	66	67	67	归属母公司净利润	8.1%	22.2%	23.5%	20.6%
归属母公司股东权益	723	829	979	1,170	获利能力				
负债和股东权益	1,181	1,660	2,042	2,452	毛利率	29.8%	30.6%	31.5%	32.5%
					净利率	18.6%	18.5%	18.9%	19.3%
					ROE	16.6%	17.8%	18.9%	19.2%
					ROIC	21.3%	15.5%	15.2%	15.6%
					偿债能力				
					资产负债率	33.2%	41.3%	36.6%	33.2%
					净负债比率	11.0%	42.1%	36.3%	30.7%
					流动比率	1.8	2.7	2.2	1.9
					速动比率	1.6	2.1	1.8	1.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转率	12.8	12.8	11.4	8.5
					应付账款周转率	6.0	5.4	5.9	6.1
					每股指标(元)				
					每股收益	0.56	0.68	0.84	1.01
					每股经营现金	0.62	0.07	0.89	1.02
					每股净资产	3.08	3.54	4.18	4.99
					估值比率				
					P/E	32.35	26.47	21.44	17.77
					P/B	5.85	5.10	4.32	3.61
利润表 (百万元)									
	2022	2023E	2024E	2025E					
营业收入	705	863	1,042	1,233					
营业成本	495	599	714	833					
营业税金及附加	7	8	10	12					
营业费用	23	28	32	37					
研发费用	34	39	48	53					
管理费用	28	34	41	46					
财务费用	-2	-3	-3	8					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动收益	-3	-3	-3	-3					
投资净收益	8	8	8	8					
营业利润	136	176	217	262					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	136	176	217	262					
所得税	5	16	20	24					
净利润	131	160	197	238					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	131	160	197	238					
EBITDA	134	213	264	326					
EPS (元)	0.56	0.68	0.84	1.01					

## 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

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
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