

山河药辅 (300452)

药用辅料龙头优势显著，内外双驱打开新增长空间

报告摘要

公司为国内固体制剂药用辅料龙头企业，立足深厚药辅技术积淀，积极拓展品种丰富度，纤维素类衍生物产品种类齐全、销量领先；核心辅料品种相较进口产品质优价廉，积极拓宽国内客户合作项目，高效推进进口替代业务。我们认为基于公司辅料品种优势与产能优势，叠加进口替代空间广阔，有望支撑业绩稳定增长。

投资要点

● 深耕药辅产业二十余载，药用辅料龙头优势显著

公司深耕药用辅料领域二十余载，为国内口服固体制剂辅料领域龙头企业。截至 2022 年报，公司辅料产品线涉及纤维素类衍生物、淀粉类衍生物、树脂、包衣粉等，共 39 个品种、80 余个规格获得药用辅料登记号；2022 年 4 月新增首个注射级辅料产品龙胆酸，实现注射级辅料领域新突破。未来预计市场扩容空间广阔，公司有望依托全系列产品优势和深厚客户积淀，在市场竞争中脱颖而出，维持业绩稳定增长。

● 核心品种性价比高，进口替代空间广阔

带量采购与医保谈判大背景下，国内药企面临较大成本压力，降本提质需求迫切并快速传导至上游药辅供应商，催化国产替代进程加速。公司为国产药辅领域领先供应商，核心辅料品种与同类进口产品相比具有品质相当、价格低廉的优势，进口替代业务逐步迎来加速，2022 年公司持续拓展与国内知名药企的进口替代合作，2022 上半年进口替代项目收入在新增项目收入中占比超 30%。随着国内药企对于辅料价格敏感度提升，叠加公司辅料产品的质优价廉与产能优势，进口替代业务有望提速。

● 新产能加速推进，支撑业绩稳定释放

公司拟投入 3.35 亿元用于新型药辅生产基地建设，扩建微晶纤维素、羟丙甲纤维素、交联聚维酮等生产产能；预计完全达产后年增加营收 4.18 亿元，年净利润 1.06 亿元。与此同时，公司立足新型药辅品种研发，与中国科技大学等高校积极合作，加快科技成果转化应用，推进合肥研发中心建设，提高自主创新研发能力。我们认为随着公司产能逐步释放，叠加创新研发布局推出新品种，有望迈入业绩加速释放期。

盈利预测与评级

我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 8.48/10.12/11.95 亿元；归母净利润分别为 1.56/1.87/2.26 亿元；EPS 分别为 0.66/0.80/0.96 元。参考可比公司估值，考虑公司产能逐步释放与进口替代空间广阔，看好公司进入加速发展阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险；商誉减值风险；外贸出口成本增加带来的风险；项目建设风险。

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	18.77 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	234.46
流通 A 股股本(百万股)	186.43
A 股总市值(百万元)	4,400.82
流通 A 股市值(百万元)	3,499.24
每股净资产(元)	3.29
资产负债率(%)	30.38
一年内最高/最低(元)	19.78/11.77

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	616.71	704.53	847.60	1,011.60	1,194.89
增长率(%)	16.10	14.24	20.31	19.35	18.12
EBITDA(百万元)	168.42	192.28	198.67	234.13	275.44
归属母公司净利润(百万元)	89.25	130.71	155.89	187.17	225.86
增长率(%)	(4.99)	46.45	19.27	20.06	20.67
EPS(元/股)	0.38	0.56	0.66	0.80	0.96
市盈率(P/E)	49.31	33.67	28.23	23.51	19.48
市净率(P/B)	6.88	6.09	5.57	5.00	4.43
市销率(P/S)	7.14	6.25	5.19	4.35	3.68
EV/EBITDA	22.02	19.94	20.67	17.15	14.21

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 山河药辅：深耕药辅产业二十余载，药用辅料龙头优势显著.....	3
1.1. 管理层产业积淀深厚，股权结构稳定集中.....	3
1.2. 历史业绩稳定增长，毛利率水平逐年回暖.....	4
2. 行业政策利好发展，药辅行业增势可期.....	5
2.1. 行业集中度提升，龙头优势加速凸显.....	5
2.2. 国产替代进程提速，市场需求持续扩张.....	6
3. 产能释放赋能未来发展，专注创新布局新品种.....	6
3.1. 药用辅料品种丰富，生产规模国内领先.....	6
3.2. 积极布局新产能，加快国际化步伐.....	7
4. 盈利预测.....	8
4.1. 盈利预测及关键假设.....	8
4.2. 投资评级.....	9
5. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：公司四大发展阶段.....	3
图 2：公司管理层概况（截至 2023 年 4 月）.....	3
图 3：公司股权结构（前十大股东，截至 2023 年 4 月 21 日）.....	4
图 4：2018-2022 公司营业收入（亿元）及同比增速.....	4
图 5：2018-2022 公司归母净利润（亿元）及同比增速.....	4
图 6：公司主要产品种类收入结构.....	4
图 7：公司净利率及毛利率.....	4
图 8：2014-2025E 中国药用辅料行业规模（亿元）.....	5
图 9：中美辅料品种数量对比.....	5
图 10：历年国家集采平均降价幅度.....	6
图 11：2021-2022H1 年公司进口替代销售额在收入增长中的占比.....	6
图 12：公司品种与规格数量历史变化.....	7
图 13：2018-2022 年公司海外收入（亿元）及同比增速.....	8
图 14：2018-2022 年公司海外收入在总收入中占比.....	8
表 1：中国药用辅料行业政策梳理.....	5
表 2：公司主要药用辅料产品及用途.....	7
表 3：新型药用辅料系列生产基地一期项目内产品情况.....	7
表 4：公司盈利预测.....	8

1. 山河药辅：深耕药辅产业二十余载，药用辅料龙头优势显著

公司成立于 2001 年，专注于药用辅料的研发、生产、销售，是国内领先的口服固体制剂药用辅料生产供应商，旗下产品涵盖填充剂、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及注射级药用辅料。公司前身为淮南市第五制药厂辅料车间，自成立以来历经四大发展阶段，于 2015 年成功登陆创业板，迈入稳步发展新篇章。依托全系列产品与深厚客户积淀，公司已构建起遍布全国三十多个省市的庞大营销网络，常年客户覆盖医药企业及部分保健品、食品加工企业 2700 多家。

图 1：公司四大发展阶段



资料来源：淮南市人民政府官网，复星医药公司官网，公司招股说明书，公司公告，公司年报，天风证券研究所

1.1. 管理层产业积淀深厚，股权结构稳定集中

管理层深耕药辅行业多年，产业经验丰富成熟。公司董事长兼总经理尹正龙深耕药辅行业，正式创立公司前已拥有 12 年产业工作经验，业务领域积淀深厚，二十余年来带领公司快速成长，引领公司业务深化拓展。公司副总经理宋道才、刘自虎及雷韩芳自公司成立之初长期任职，平均拥有 17 年山河药辅工作经验。核心技术人员童平自公司成立之初工作至今，为公司多项发明专利的重要发明人，现担任公司技术项目经理及新型药辅生产基地一期项目经理。

图 2：公司管理层概况 (截至 2023 年 4 月)

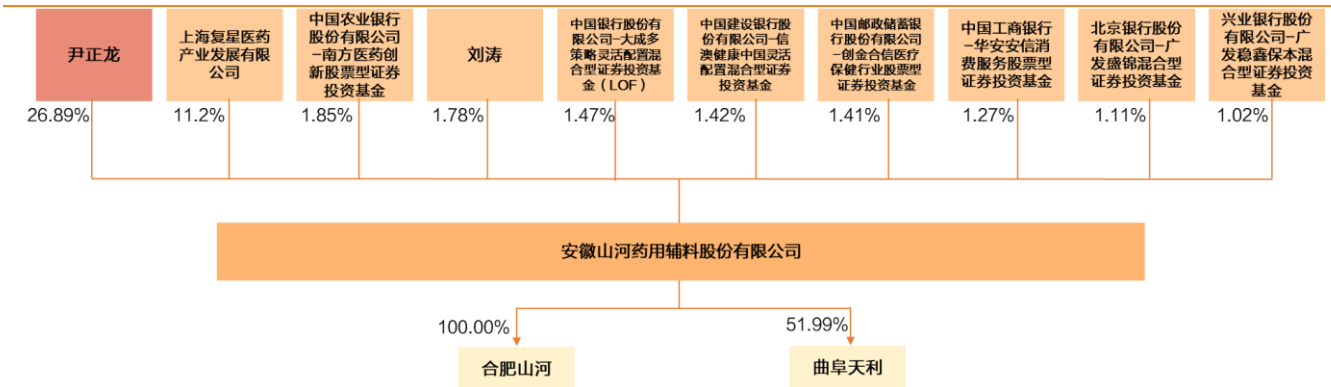
尹正龙	宋道才	刘自虎	雷韩芳
董事长、总经理 <ul style="list-style-type: none"> 本科学历，高级工程师，执业药师； 曾任职于淮南市第五制药厂、淮南山河药业，历任技术科长、副总经理、总工程师等职； 2001年至今，任公司董事长兼总经理；现任中国药用辅料产业联盟副主任 	董事、副总经理 <ul style="list-style-type: none"> 大专学历，在职研究生在读，工程师，执业药师； 曾任职于淮南第五制药厂、淮南佳盟药业、永龙（南洋）集团公司，历任技术主任、生产部经理、副总经理等职； 2008年至今，历任公司车间主任、生产部经理、生产总监、副总经理 	董事、副总经理 <ul style="list-style-type: none"> 本科学历，中级工程师； 曾任职于淮南市第五制药厂、山河有限、成都金江制药，历任技术主任、生产部经理、副总经理等职； 2011年至今，历任公司设备部经理、安全环保部经理、生产总监、副总经理 	董事、副总经理 <ul style="list-style-type: none"> 本科学历，执业药师、工程师； 2004年加入公司，历任公司化验室主任、销售部经理、市场部经理、营销总监、副总经理
刘琦	宋大捷	童平	武蛟
董事会秘书、财务负责人 <ul style="list-style-type: none"> 本科学历，高级会计师、注册会计师和注册税务师； 曾先后于中国电子科技第十六研究所、中化化肥安徽分公司、瑞华会计师事务所安徽分所、金鹏传媒及北京博大光通等公司任财务负责人； 2020年6月至今任公司财务负责人、董秘 	董事 <ul style="list-style-type: none"> 硕士学历； 历任浦东科创投资部高级经理，上海海尔集成电路投资发展部总经理，华策资本投行部总经理，重庆华智控股董秘； 现任复星医药投资总部总经理 	技术项目经理 <ul style="list-style-type: none"> 本科学历，本公司工作经验21年； 2002年5月至今，历任公司工程部经理、曲阜天利副总经理、公司新型药辅生产基地一期项目经理和技术项目经理； 主持或参与了多项重大课题，公司多项发明专利的发明人之一 	技术中心主任 <ul style="list-style-type: none"> 本科学历，本公司工作经验11年； 2012年6月至今，历任公司技术员、研发项目组长、技术中心副主任、技术中心主任

资料来源：公司可转债募集说明书，公司年报，天风证券研究所

股权结构稳定集中，分支机构各司其职。截至 2023 年 4 月 21 日，公司董事长、总经理尹正龙直接持股 26.89%，为公司控股股东和实际控制人；复星医药直接持股比例为 11.2%，为公司第二大股东，其余前十大股东由个人和投资基金构成。公司拥有 2 家子公司，合

肥山河负责少量、非自产药用辅料品种的采购与销售；于 2017 年收购并增资曲阜天利，持股比例约 51.99%，主要从事药用辅料的生产、销售等业务，据公司 2021 年年报披露，曲阜天利为国内排名前三的口服固体制剂药用辅料生产供应商。

图 3：公司股权结构（前十大股东，截至 2023 年 4 月 21 日）

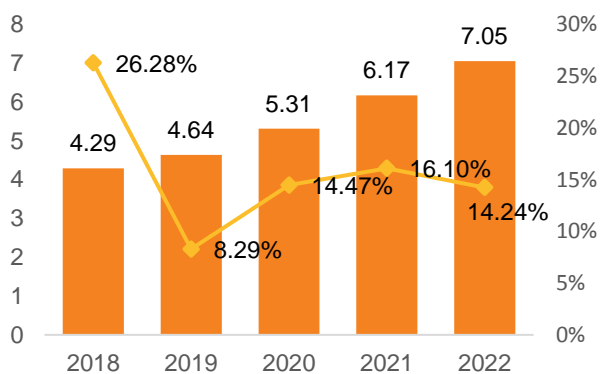


资料来源：公司公告，企查查，天风证券研究所

1.2. 历史业绩稳定增长，毛利率水平逐年回暖

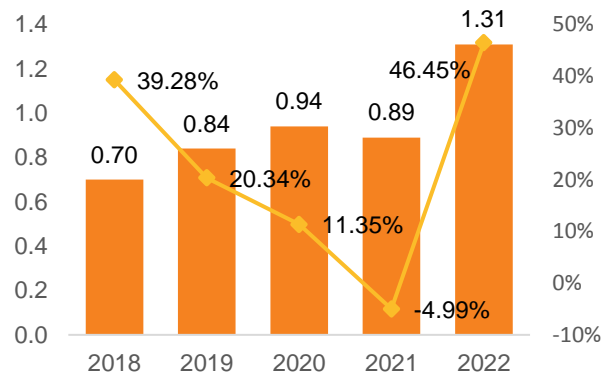
收入逐年稳定提升，归母净利超预期增长。公司近年营收增速稳定，2018-2022 年公司营业收入由 4.29 亿元提升至 7.05 亿元，CAGR 为 13.22%，2022 年，公司实现收入 7.05 亿元 (yoy+14.24%)。公司归母净利润由 2018 年 0.70 亿元增至 2022 年 1.31 亿元，CAGR 为 16.96%；受木浆、玉米淀粉、环氧丙烷、硬脂酸等多种原材料价格涨幅较大、外贸出口成本提高及计提子公司商誉减值等因素共同影响，2021 年归母净利润同比下降 4.99%；基于公司持续拓展与国内知名药企的合作，在国家仿制药一致性评价和带量采购方面成效日益显著，替代进口项目业务增长逐步加快，外贸出口业务保持高速增长，公司主营业务开拓创新，2022 年实现归母净利润 1.31 亿元 (yoy+46.45%)，恢复性增长态势明显。

图 4：2018-2022 公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2018-2022 公司归母净利润（亿元）及同比增速

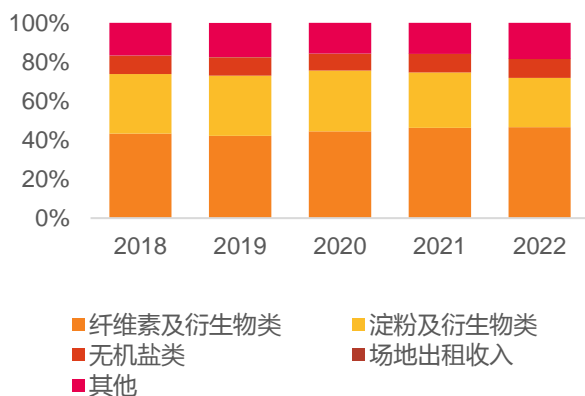


资料来源：Wind，天风证券研究所

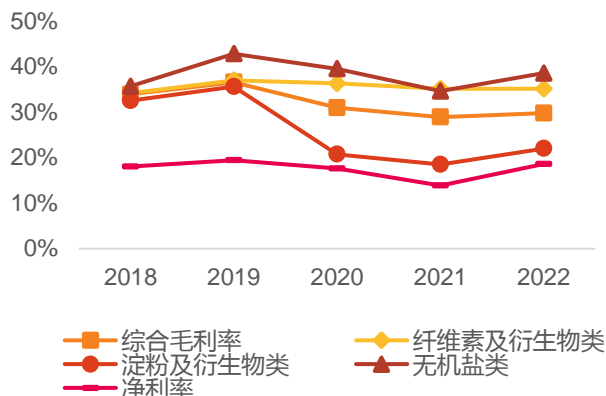
三大品类强势驱动，毛利率稳步回升。公司主营产品覆盖纤维素及衍生物、淀粉及衍生物、无机盐类三大品类，其中纤维素及衍生物类贡献最大收入来源，2018-2022 年收入由 1.86 亿元增至 3.29 亿元，占比由 43.32% 稳健增至 46.65%。淀粉及衍生物、无机盐类收入占比相对稳定，2022 年分别创收 1.77 亿元、0.68 亿元，占比 25.16%、9.68%。受原材料成本大幅上涨等冲击，公司毛利率自 2020 年进入两年短暂低谷期，2022 年呈现回暖趋势，淀粉及衍生物类、无机盐类毛利率分别为 21.99%、38.54%，较 2021 年分别提升 3.49pp、3.93pp，未来有望持续回升。费用率端，公司四大费用率均不超 10%，整体处于较低水平。

图 6：公司主要产品种类收入结构

图 7：公司净利率及毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



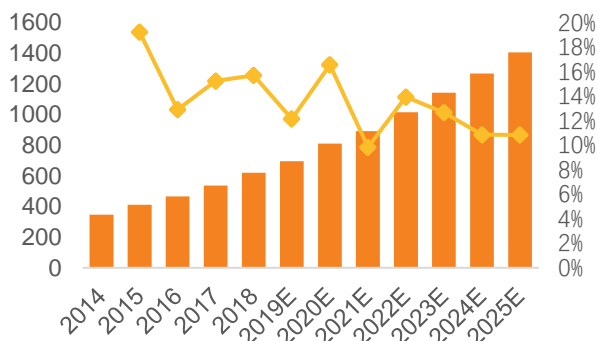
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 行业政策利好发展, 药辅行业增势可期

2.1. 行业集中度提升, 龙头优势加速凸显

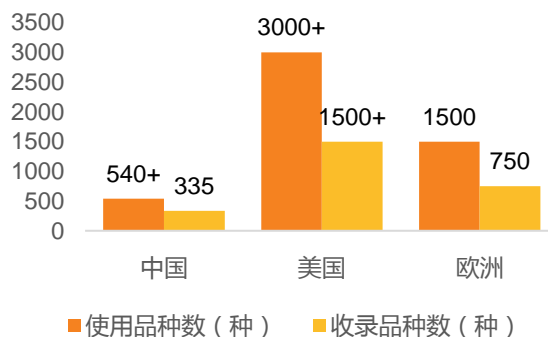
中国药辅行业起步晚、品种少, 未来市场发展前景及容量可观。我国药辅行业发展起步较晚, 截至 2017 年, 市场规模约占药品制剂总产值 3%-5%, 而国外该比例则高达 10-20%; 且存在品种少、规格单一等阶段性发展特征, 药用辅料品种丰富度仍与欧美国家存在较大差距。从使用品种数来看, 中国药用辅料品种使用数量约 540 余种, 与欧洲超 3000 种、美国超 1500 相比仍有较大拓展空间; 从 2020 年版《中国药典》中收录品种数来看, 我国收录药用辅料标准约 335 种, 欧洲和美国收录药用辅料标准约 1500、750 个。国内医药市场需求蓬勃增长, 叠加药辅政策持续利好, 我国药辅行业逐步迈入快速发展期, 据中国产业研究院预测, 25 年中国药辅市场规模将达到近 1406 亿元。

图 8: 2014-2025E 中国药用辅料行业规模 (亿元)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 9: 中美辅料品种数量对比



资料来源: 公司可转债募集说明书, 天风证券研究所

供给侧结构改革进行时, 药辅行业集中度有望提升。我国医药产业长期存在重原料、轻辅料的发展观念, 药辅行业呈现专业厂商少、市场份额分散的竞争格局。截至 2018 年末, 中国药辅行业企业数量已超 470 家, 其中专业药辅供应商占比仅为 23%, 近 80% 的市场份额由化工、食品等厂商占据, 存在标准混乱、药源性事件频发等安全隐患。近年国家多次出台文件明确指出针对药辅行业健全制度、严格监管、提高准入门槛等, 叠加关联审评审批、一致性评价等重大政策导向, 未来药辅行业结构调整和产业升级是大势所趋, 或将推动市场份额向专业化、规模化、规范化的优势企业集中, 加速优胜劣汰, 进一步提升行业集中度。

表 1: 中国药用辅料行业政策梳理

标题	发文字号	发布部门	发布日期	相关内容
“十四五”医药工业发展规划	工信部联规[2021]217号	工信部等	2022.01	✓ 健全药用辅料、包装材料的标准体系和质量规范
“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划	国药监综[2021]64号	国家药监局等	2021.10	✓ 加强国际标准协调, 药用辅料和药包材标准紧跟国际标准

关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见	国办发 [2018]20号	国务院	2018.04	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 加强药用原辅料、包装材料和制剂研发联动，促进药品研发链和产业链有机衔接，推动企业等加强药用原辅料和包装材料研发，运用新材料、新工艺、新技术，提高质量水平； ✓ 推动技术升级，突破提纯、质量控制等关键技术，淘汰落后技术和产能，改变部分药用原辅料和包装材料依赖进口的局面，满足制剂质量需求
战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）	2017年第1号	国家发改委	2017.01	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 将新辅料开发和生产明确列入医药行业鼓励类目录； ✓ 将新型固体制剂用辅料、新型包衣材料、新型注射用辅料，药用制剂预混辅料列入战略性新兴产业重点产品
医药工业发展规划指南	工信部联规 [2016]350号	工信部等	2016.10	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 加强药用辅料和直接接触药品的包装材料和容器的标准体系建设，增加国家标准收载品种，鼓励企业提高规范生产能力，提升质量控制水平 ✓ 发展基于“功能相关性指标”的系列化药用辅料，细分产品规格，提高质量水平，满足仿制药质量和疗效一致性评价的需要

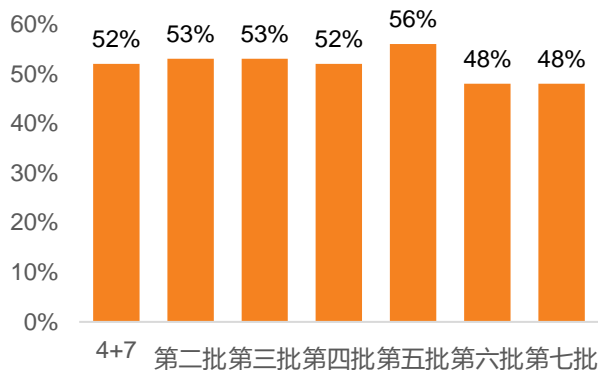
资料来源：公司可转债募集说明书，天风证券研究所

2.2. 国产替代进程提速，市场需求持续扩张

政策利好加速国产替代，市场需求有望持续打开。目前我国药辅市场仍存在结构性供需矛盾，高端药辅被美国卡乐康公司、德国德固赛集团等海外供应商长期垄断。自 2018 年“4+7”集采试点启动以来，国家药品集采已成功开展 7 批，共覆盖品种 294 个，平均降价幅度高达 52%，伴随集采常态化，国内药企面临较大成本压力，并快速传导至上游药辅供应商，叠加疫情影响交付进度，催化国产替代进程加速，有望利好国产药辅行业优质供应商。

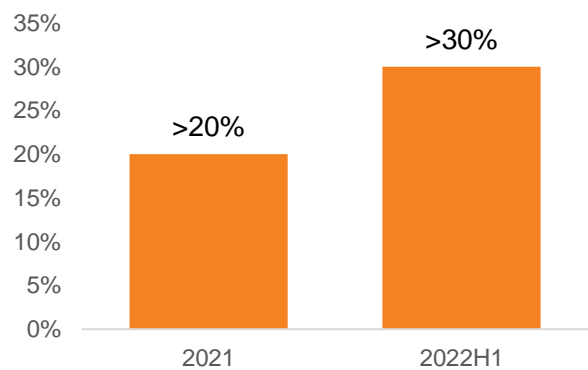
进口替代成绩斐然，打造业绩新增长点。2021 年公司实现替代进口客户 25 家，进口替代销售额在销售额增长中贡献超 20%；2022 年公司持续拓展与国内知名药企的进口替代合作，上半年 30%以上收入增长源于进口替代项目。随着国内药企对于辅料价格敏感度提升，叠加公司辅料产品的质优价廉与产能优势，进口替代业务有望加速。

图 10：历年国家集采平均降价幅度



资料来源：中国政府网，国家医保局，医药魔方公众号，医药慧公众号，天风证券研究所

图 11：2021-2022H1 年公司进口替代销售额在收入增长中的占比



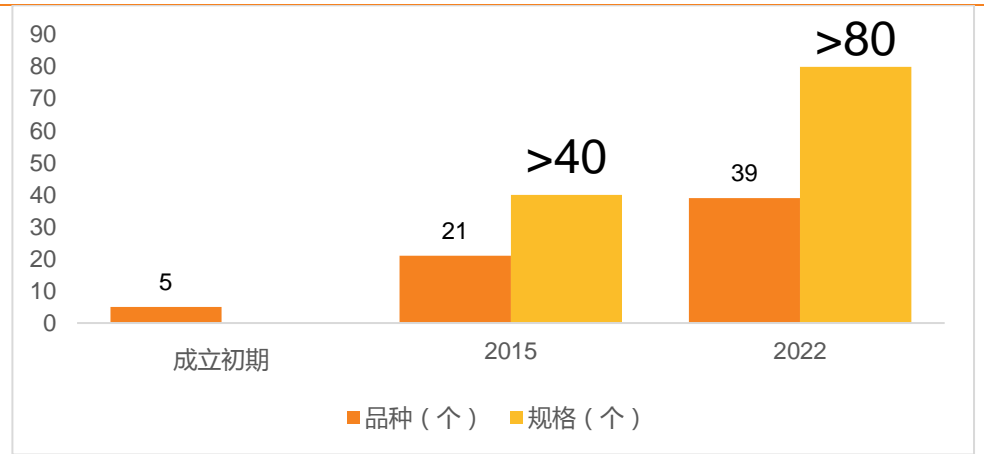
资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 产能释放赋能未来发展，专注创新布局新品种

3.1. 药用辅料品种丰富，生产规模国内领先

品种丰富国内领先，立足药辅技术前沿。公司药辅产品系主要可分为纤维素及衍生物类、淀粉及衍生物类、无机盐类及其他四大类，形成覆盖填充剂、黏合剂、崩解剂、润滑剂、包衣材料等常用口服固体制剂类药辅的完整供应体系。公司从成立初期 5 个品种扩展至目前 39 个品种、80 余个规格，已成为国内药辅行业名列前茅的口服固体制剂药辅供应商。

图 12：公司品种与规格数量历史变化



资料来源：公司可转债募集说明书，公司年报，天风证券研究所

加强创新研发实力，成功研发注射剂辅料。公司注重技术研发与产品迭代，引领新型药辅研发方向，与中国科技大学、中国药科大学、安徽医科大学等高校开展合作，深入推进优势互补和资源共享，加快科技成果转化应用。2022 年 4 月公司新增注射药用辅料龙胆酸，实现注射剂辅料领域新突破，2023 年 1 月新增醋酸纤维素，截至目前已获 CDE 登记号产品共 39 种，其中 23 个产品已与制剂成功关联，处于激活（A）状态；截至 2022 年末，公司共有 14 个产品已获美国 DMF 归档号，10 个品种获欧盟 EXCIPACT 认证，获欧洲 CEP 证书 1 项；拥有注册商标 21 项，国家发明专利 22 项。

表 2：公司主要药用辅料产品及用途

种类	产品名称	产品用途简介
纤维素及衍生物类	微晶纤维素	用作固体制剂的粘合剂、稀释剂、填充剂、崩解剂、助流剂等
	羟丙甲纤维素	用作固体制剂的黏合剂、崩解剂；用于缓释或控释片剂的致孔道剂
	低取代羟丙纤维素	用作片剂的粘合剂
	交联羧甲纤维素钠	用作固体制剂的崩解剂
淀粉及衍生物类	糊精	用作固体制剂的填充剂、黏合剂、增稠剂和乳化稳定剂
	药用淀粉	用作固体制剂的填充剂、崩解剂、黏合剂
	羧甲淀粉钠	用作固体制剂的崩解剂、黏合剂；液体制剂的助悬剂
	倍他环糊精	用作包合剂、稳定剂、药物的载体材料
无机盐类	硬脂酸镁	用作片剂及胶囊剂的润滑剂、抗粘剂
	二氧化硅	助流剂
其他	聚维酮 K30	用作固体制剂的颗粒剂；片剂的黏合剂等
	交联聚维酮	用作片剂的崩解剂
	硬脂富马酸钠	用作片剂及胶囊剂的润滑剂、抗粘剂
	龙胆酸（供注射用）	抗氧化剂

资料来源：公司可转债募集说明书，公司公告，天风证券研究所

3.2. 积极布局新产能，加快国际化步伐

新产能加速推进，支撑业绩稳定释放。2022 年 9 月公司发布募投计划，拟募集 3.20 亿元用于新型药用辅料系列生产基地一期项目（简称一期项目）等 3 个项目，其中一期项目总投资 3.35 亿元，拟投入募集资金 2.1 亿元，项目建设期 2 年，占募集总资金 65.63%。该项目将扩建年产 5000 吨微晶纤维素生产线、年产 2800 吨羟丙甲纤维素生产线，解决现有产能饱和问题；新建年产 500 吨交联聚维酮生产线、年产 500 吨交联羧甲纤维素钠生产线和年产 200 吨硬脂富马酸钠生产线，加快新增产品规模化生产及市场销售，预计完全达产后年增加营收 4.18 亿元，年净利润 1.06 亿元。我们认为随着公司产能逐步释放，叠加创新研发布局推出新品种，有望迈入业绩加速释放期。

表 3：新型药用辅料系列生产基地一期项目内产品情况

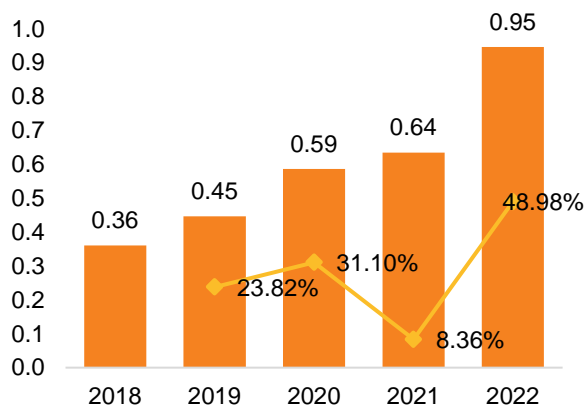
类型	品种	2022H1 现有产能 (吨/年)	2022H1 产能利用率	2022H1 产销率	新增产能 (吨/年)	预期收入 (万元)
----	----	-------------------	--------------	------------	------------	-----------

扩建	微晶纤维素	9500	75.35%	94.65%	5000	9070.80
	羟丙甲纤维素	1800	114.86%	99.59%	2800	14371.68
新建	交联聚维酮	300	49.28%	100.32%	500	5309.73
	交联羧甲纤维素钠	300	66.59%	100.18%	500	6000.00
	硬脂富马酸钠	10	84.80%	82.14%	200	7079.65

资料来源：公司可转债募集招股书，天风证券研究所

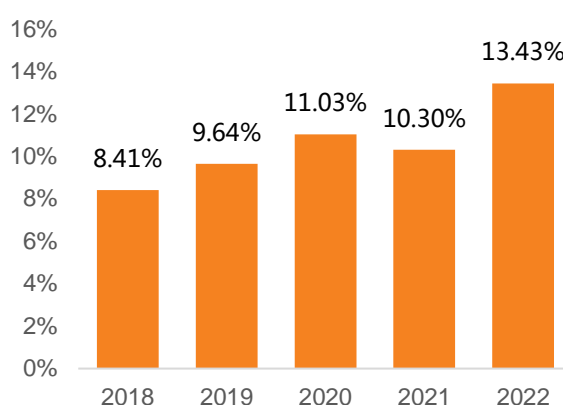
积极布局全球市场，海外业务收入快速增长。公司把握国际化发展战略方向，积极加大国际市场销售布局，产品出口至欧洲、南北美、南亚及中东等多个国家和地区，外贸出口额维持快速增长，2018-2022 年，公司海外收入由 0.36 亿元快速增至 0.95 亿元，CAGR 达 27.45%，收入占比由 8.41%稳健提升至 13.43%，增长速度高于总体营收增速，带动公司业绩规模稳定增长。

图 13：2018-2022 年公司海外收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2018-2022 年公司海外收入在总收入中占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测及关键假设

关键假设：

1) 纤维素及其衍生物类为公司药用辅料产品第一大品类，2022 年占总收入比例 46.65%，根据公司募投项目计划，公司拟扩建年产 5000 吨微晶纤维素、年产 2800 吨羟丙甲纤维素生产线，新建年产 500 吨交联羧甲纤维素钠，均为目前口服固体制剂领域常用的中高端辅料，2022H1 产销率分别高达 94.65%、99.59%、100.18%，保持良好销售趋势；且在国产替代加速背景下市场需求处于快速扩张期，未来有望迎来较大销售增量。2018-2022 年纤维素及衍生物类销售收入 CAGR 为 15.35%，维持快速增长，我们认为依托产能优势与品牌基础，有望实现销售业绩稳健增长。我们预计 2023-2025 年纤维素及衍生物类收入同比增速为 21.63%/22.12%/19.33%。

2) 淀粉及衍生物类产品 2022 年收入占总收入比例为 25.16%，包括糊精、药用淀粉、羧甲淀粉钠、倍他环糊精等细分产品；无机盐类产品占总收入比例 9.68%，产品包括硬脂酸镁、二氧化硅。2018-2022 年两类产品销售收入 CAGR 分别为 7.62%、14.07%，维持较快增长。随着曲阜天利整合进展顺利，公司淀粉及衍生物类产品销售额有望持续提升，我们预计 2023-2025 年淀粉及衍生物类收入同比增速为 9.08%/10.33%/8.78%、无机盐类收入同比增速为 20.93%/18.38%/17.14%。

3) 其他类：包括聚维酮 K30、交联聚维酮、硬脂富马酸钠，均为公司近年新增产品，2022H1 产销率分别为 92.74%、100.62%、84.67%，销售去化良好。根据公司扩充产能计划，拟新建年产 500 吨交联聚维酮和年产 200 吨硬脂富马酸钠生产线，以扩充新增产品生产能力。2018-2022 年其他类销售收入 CAGR 为 16.69%，维持稳健增长，我们预计 2023-2025 年收入同比增速为 31.97%/23.54%/25.20%。

表 4：公司盈利预测

(单位: 百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	616.71	704.53	847.60	1011.60	1194.89
YOY	16.10%	14.24%	20.31%	19.35%	18.12%
一、医药制造	616.38	704.18	847.24	1011.22	1194.49
YOY	16.11%	14.24%	20.32%	19.35%	18.12%
占比	99.95%	99.95%	99.96%	99.96%	99.97%
1、纤维素及其衍生物类	285.05	328.67	399.78	488.21	582.57
YOY	20.66%	15.30%	21.63%	22.12%	19.33%
占比	46.22%	46.65%	47.17%	48.26%	48.75%
1) 微晶纤维素	124.46	140.58	173.90	218.90	268.75
yoy	26.22%	12.94%	23.71%	25.88%	22.77%
占比	20.18%	19.95%	20.52%	21.64%	22.49%
2) 羟丙甲纤维素	80.87	95.82	119.57	147.70	180.06
yoy	16.42%	18.47%	24.79%	23.53%	21.91%
占比	13.11%	13.60%	14.11%	14.60%	15.07%
3) 低取代羟丙纤维素	17.79%	7.55%	12.49%	12.45%	8.80%
yoy	9.67	10.61	12.18	13.97	15.51
占比	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%
4) 交联羧甲纤维素钠	13.91	21.76	26.69	32.08	36.36
yoy	13.11%	56.51%	22.64%	20.20%	13.32%
占比	2.25%	3.09%	3.15%	3.17%	3.04%
2、淀粉及衍生物类	175.35	177.23	193.33	213.31	232.05
YOY	5.86%	1.07%	9.08%	10.33%	8.78%
占比	28.43%	25.16%	22.81%	21.09%	19.42%
3、无机盐类	58.45	68.20	82.47	97.62	114.35
YOY	28.57%	16.68%	20.93%	18.38%	17.14%
占比	9.48%	9.68%	9.73%	9.65%	9.57%
4、其他类产品	97.53	130.08	171.66	212.08	265.53
YOY	32.55%	33.37%	31.97%	23.54%	25.20%
占比	15.81%	18.46%	20.25%	20.96%	22.22%
1) 聚维酮 K30	82.67	110.28	145.42	178.59	224.00
yoy	34.84%	33.40%	31.87%	22.81%	25.42%
占比	13.41%	15.65%	17.16%	17.65%	18.75%
2) 交联聚维酮	13.44	16.95	22.23	28.26	34.91
yoy	26.35%	26.16%	31.11%	27.15%	23.53%
占比	2.18%	2.41%	2.62%	2.79%	2.92%
3) 硬脂富马酸钠	1.42	2.95	4.01	5.22	6.62
yoy	-12.98%	107.60%	35.99%	30.23%	26.75%
占比	0.23%	0.42%	0.47%	0.52%	0.55%
二、场地出租收入	0.33	0.34	0.37	0.38	0.40
yoy	-2.94%	3.79%	6.88%	4.79%	3.54%
占比	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 投资评级

公司为国内口服固体制剂辅料领域龙头企业, 辅料产品种类齐全, 并逐步实现注射级辅料领域突破, 叠加进口替代空间广阔, 有望支撑业绩稳定增长, 看好公司进入加速发展阶段, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

原材料价格波动的风险: 公司药用辅料的原材料包括资源性农林产品, 近年来已大幅涨价, 长期来看价格有进一步上涨趋势, 可能对公司生产成本控制造成负面影响, 存在公司盈利水平削弱风险。

市场竞争加剧的风险：公司作为行业领先的专业药用辅料供应商，与外资品牌商为直接竞争关系，若未来由于行业竞争激烈导致市场风险加剧，将对公司盈利能力产生不利影响。

商誉减值风险：公司于 2017 年收购曲阜天利 52% 股权，截至 2021 年末计提商誉减值准备 612.87 万元，若未来曲阜天利的经营效果不达预期，或将导致公司增加对其商誉减值准备的计提，从而对公司业绩带来不利影响。

外贸出口成本增加带来的风险：近年来国际经济形势变化较大，美元汇率下跌、运费上涨造成外贸出口成本增加。公司战略性加大国际市场布局，出口产品以美元等外币结算为主，可能存在外贸业务利润率下降的风险。

项目建设风险：在项目建设和实际运营过程中，可能会遇到工程建设进度、质量，设备调试，生产工艺稳定性，以及项目建成后的市场竞争环境出现较大变化等不确定性因素或问题，从而对项目的顺利建设与实施带来风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	141.26	150.12	137.42	229.31	336.79
应收票据及应收账款	92.83	98.19	79.91	132.64	118.42
预付账款	12.37	28.47	7.78	38.05	19.79
存货	77.77	91.20	65.15	121.42	97.54
其他	228.59	263.35	265.94	257.53	253.07
流动资产合计	552.82	631.32	556.19	778.95	825.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	298.55	285.24	279.75	291.76	301.27
在建工程	6.49	154.59	154.79	154.99	154.99
无形资产	54.48	53.66	52.39	51.12	49.85
其他	50.24	55.74	50.79	52.13	52.53
非流动资产合计	409.76	549.23	537.72	550.00	558.64
资产总计	962.58	1,180.55	1,093.91	1,328.95	1,384.24
短期借款	31.04	39.84	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	132.26	225.95	149.59	298.54	227.40
其他	48.63	57.01	52.14	44.82	55.99
流动负债合计	211.93	322.80	201.73	343.37	283.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.40	46.68	36.08	38.72	40.49
非流动负债合计	33.40	46.68	36.08	38.72	40.49
负债合计	256.67	391.93	237.81	382.09	323.88
少数股东权益	65.92	66.10	66.22	66.38	66.57
股本	180.47	234.52	234.46	234.46	234.46
资本公积	65.64	65.81	65.69	65.69	65.69
留存收益	405.45	427.94	501.62	590.08	702.76
其他	(11.55)	(5.76)	(11.89)	(9.73)	(9.13)
股东权益合计	705.92	788.62	856.10	946.87	1,060.36
负债和股东权益总计	962.58	1,180.55	1,093.91	1,328.95	1,384.24

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	85.54	130.93	155.89	187.17	225.86
折旧摊销	34.68	36.19	36.76	39.26	41.76
财务费用	1.48	(1.34)	(0.62)	(1.66)	(2.56)
投资损失	(6.08)	(7.73)	(7.73)	(7.73)	(7.73)
营运资金变动	(6.30)	(19.63)	(49.90)	9.06	(2.77)
其它	(5.49)	(5.61)	(2.73)	(2.68)	(4.61)
经营活动现金流	103.82	132.82	131.67	223.43	249.96
资本支出	24.30	156.75	40.81	47.56	48.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(44.15)	(244.96)	(57.27)	(84.02)	(80.50)
投资活动现金流	(19.84)	(88.21)	(16.47)	(36.47)	(32.27)
债权融资	(9.98)	11.07	(39.23)	1.66	2.56
股权融资	(43.48)	1.41	(88.68)	(96.73)	(112.77)
其他	(1.81)	(61.00)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(55.27)	(48.52)	(127.90)	(95.07)	(110.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28.71	(3.91)	(12.70)	91.89	107.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	616.71	704.53	847.60	1,011.60	1,194.89
营业成本	438.53	494.76	596.50	711.82	835.41
营业税金及附加	5.94	7.00	8.37	9.99	11.80
销售费用	21.30	23.28	23.81	25.57	29.76
管理费用	31.15	28.38	29.02	34.64	41.32
研发费用	26.80	34.43	32.72	39.44	45.65
财务费用	1.02	(2.26)	(0.62)	(1.66)	(2.56)
资产/信用减值损失	(6.12)	0.06	0.08	0.08	0.07
公允价值变动收益	1.74	(2.62)	(3.00)	(3.00)	(5.00)
投资净收益	6.08	7.73	7.73	7.73	7.73
其他	(9.45)	(22.50)	0.00	0.00	0.00
营业利润	99.71	136.28	162.61	196.61	236.31
营业外收入	0.47	0.50	0.46	0.43	0.46
营业外支出	3.49	0.37	0.04	1.30	0.57
利润总额	96.68	136.40	163.03	195.74	236.20
所得税	11.14	5.47	6.86	8.24	9.95
净利润	85.54	130.93	156.16	187.49	226.25
少数股东损益	(3.72)	0.23	0.27	0.32	0.39
归属于母公司净利润	89.25	130.71	155.89	187.17	225.86
每股收益(元)	0.38	0.56	0.66	0.80	0.96

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	16.10%	14.24%	20.31%	19.35%	18.12%
营业利润	-8.49%	36.68%	19.32%	20.91%	20.19%
归属于母公司净利润	-4.99%	46.45%	19.27%	20.06%	20.67%
获利能力					
毛利率	28.89%	29.77%	29.62%	29.63%	30.08%
净利率	14.47%	18.55%	18.39%	18.50%	18.90%
ROE	13.95%	18.09%	19.74%	21.26%	22.73%
ROIC	22.94%	32.43%	34.70%	37.69%	45.14%
偿债能力					
资产负债率	26.66%	33.20%	21.74%	28.75%	23.40%
净负债率	-15.61%	-13.98%	-16.05%	-24.22%	-31.76%
流动比率	2.48	1.83	2.76	2.27	2.91
速动比率	2.13	1.56	2.43	1.91	2.57
营运能力					
应收账款周转率	6.94	7.38	9.52	9.52	9.52
存货周转率	9.74	8.34	10.84	10.84	10.91
总资产周转率	0.66	0.66	0.75	0.84	0.88
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.56	0.66	0.80	0.96
每股经营现金流	0.44	0.57	0.56	0.95	1.07
每股净资产	2.73	3.08	3.37	3.76	4.24
估值比率					
市盈率	49.31	33.67	28.23	23.51	19.48
市净率	6.88	6.09	5.57	5.00	4.43
EV/EBITDA	22.02	19.94	20.67	17.15	14.21
EV/EBIT	27.73	24.54	25.36	20.61	16.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com