

化学原料药

山河药辅（300452.SZ）

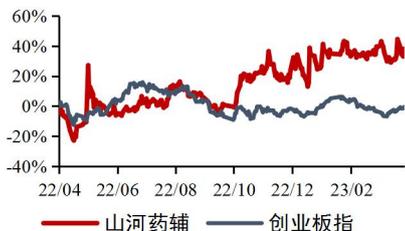
买入-B(维持)

进口替代加速，业绩增长强劲

2023年4月9日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年4月7日

收盘价(元):	18.03
年内最高/最低(元):	22.25/11.77
流通A股/总股本(亿):	1.86/2.34
流通A股市值(亿):	33.61
总市值(亿):	42.27

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	0.56
摊薄每股收益:	0.56
每股净资产(元):	3.36
净资产收益率:	16.60

资料来源：最闻

分析师:

魏贇

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

事件描述

- 公司发布2022年年报，全年公司实现营业收入70,453万元，同比增长14.24%，实现归母净利润13,071万元，同比增长46.45%，实现扣非归母净利润11,966万元，同比增长50.79%。研发费用率4.89%，同比增加0.54个百分点。实现EPS0.56元，全年业绩增长强劲。
- 公司同时预告2023年一季度业绩，预计归母净利润为4741万元~5141万元，同比增长40.11%~51.93%；扣非归母净利润4372万元~4772万元，同比增长46.01%~59.37%。一季度延续强劲增长态势。

事件点评

- 单季度利润增速加快，净利率提升4.71个百分点。分季度业绩看，前1~4季度公司收入分别为19140.4万元(+11.0%)、16857.1万元(+26.7%)、16521.5万元(+17.4%)、17933.50万元(+5.20%)，归母净利润分别为3383.9万元(+8.8%)、3232.0万元(+45.9%)、2846.9万元(+47.7%)、3608.11万元(+115.90%)。单季度利润增速加快，其中第四季度利润增速高，与抗疫药物相关辅料出货大幅增加、去年同期计提资产减值损失导致低基数、今年政府补助及资产相关的递延收益摊销产生的其他收益增加有关。2022年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为3.3%、4.03%、4.89%，比上年同期分别-0.15pp、-1.02pp和+0.54pp。销售毛利率29.77%，比上年同期增加0.88pp，销售净利率18.58%，同比增加4.71个百分点。控股子公司曲阜天利2022年业绩扭亏，净利润47.09万元。
- 注射级辅料产生突破，新产能二季度试生产。2022年公司新增龙胆酸(供注射用)、微晶纤维素丸芯、乳糖粉状纤维素共处理物3个新产品的CDE登记，其中龙胆酸(供注射用)为公司第一款注射级辅料产品，实现了注射级辅料领域新突破。目前公司已有39种产品获得登记号，其中23个产品已激活(A)；共有14个产品获得美国DMF归档号，新增二氧化硅和羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯获得欧盟EXCIPACT认证，使欧盟EXCIPACT认证品种达到10个。位于淮南的“新型药用辅料生产基地一期项目”建设持续推进，建成后将增加9000吨高端辅料产能供应，预计2023年二季度投入试生产。“合肥研发中心及生产基地项目”已取得合肥市高新区政府备案，等待土地指标的下发。
- 进口替代加速，国内头部制剂客户订单增长，海外销售快速增长。国内药辅需求保持高速增长，在带量采购和保持供应链稳定的背景下，国产产品质量的提升及成本的优势，使国内药辅领域进口替代趋势明显。2021年公司

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

实现进口品种替代的客户 25 家，进口替代的销售额占销售额增长的 20%以上。22 年上半年进口替代销售额超过 1500 万，占上半年销售增加额的 1/3 左右，全年该比例提升至 40%左右。国内头部制剂客户订单增长，大客户订单循环快，对高品质辅料的需求量大，有助于提升高品质辅料的销售占比，改善公司产品销售结构，去年全年大客户销售占国内销售额的比例接近 2/3。此外，随着海运逐渐畅通，欧洲客户订单增加，海外全年实现销售 9464.48 万元，同比增长 48.96%，毛利率 26.27%，提升 6.43 个百分点。

➤ **公司产品销售结构变化明显，高品质 MCC 销售紧俏。**2022 年纤维素系列销售额 3.29 亿元，同比提升 15.30%，销售占比 46.65%，同比增加 0.43 个百分点，毛利率 35.03%，同比略有下降。其中，喷雾法制备的高品质型号的 MCC 具备更好的粉体学特性，目前供不应求，公司是国产唯一供应商。明年随着新产能建成投产，纤维素系列品种的供货周期有望缩短。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.67、0.81、0.98 元，对应 PE 分别为 27.0、22.2、18.5 倍。我们看好公司未来一段时间的发展，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 风险因素包括但不限于：安全生产的风险，新产能利用情况不及预期的风险，产品质量的风险，汇率波动的风险，原材料价格上涨，曲阜天利整合不及预期的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	617	705	869	1,055	1,262
YoY(%)	16.1	14.2	23.3	21.4	19.7
净利润(百万元)	89	131	157	190	229
YoY(%)	-5.0	46.4	19.8	21.5	20.3
毛利率(%)	28.9	29.8	30.7	30.8	30.8
EPS(摊薄/元)	0.38	0.56	0.67	0.81	0.98
ROE(%)	12.1	16.6	17.7	18.7	19.3
P/E(倍)	47.4	32.3	27.0	22.2	18.5
P/B(倍)	6.6	5.9	5.2	4.4	3.8
净利率(%)	14.5	18.6	18.0	18.0	18.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	553	631	696	1003	1214
现金	141	150	178	423	594
应收票据及应收账款	93	98	137	149	193
预付账款	12	28	6	44	11
存货	78	91	114	135	163
其他流动资产	229	263	261	253	254
非流动资产	410	549	525	487	441
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	299	285	325	325	300
无形资产	54	54	55	58	61
其他非流动资产	57	210	145	104	80
资产总计	963	1181	1221	1490	1655
流动负债	223	345	306	437	431
短期借款	31	40	37	37	37
应付票据及应付账款	132	226	177	312	280
其他流动负债	60	79	93	89	114
非流动负债	33	47	28	34	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	47	28	34	36
负债合计	257	392	334	471	466
少数股东权益	66	66	66	66	66
股本	180	235	235	235	235
资本公积	66	66	66	66	66
留存收益	405	428	506	601	716
归属母公司股东权益	640	723	821	952	1123
负债和股东权益	963	1181	1221	1490	1655

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	104	133	107	304	225
净利润	86	131	157	190	229
折旧摊销	35	36	46	48	49
财务费用	1	-2	4	2	0
投资损失	-6	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	-20	-34	-86	71	-46
其他经营现金流	9	10	-5	0	1
投资活动现金流	-20	-88	-4	-3	4
筹资活动现金流	-55	-49	-76	-56	-58
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.56	0.67	0.81	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.57	0.46	1.30	0.96
每股净资产(最新摊薄)	2.73	3.08	3.50	4.06	4.79

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	617	705	869	1055	1262
营业成本	439	495	602	730	873
营业税金及附加	6	7	9	10	13
营业费用	21	23	27	33	38
管理费用	31	28	32	38	45
研发费用	27	34	42	50	59
财务费用	1	-2	4	2	0
资产减值损失	-6	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	-3	0	0	0
投资净收益	6	8	8	8	8
营业利润	100	136	172	209	252
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	97	136	172	209	252
所得税	11	5	15	19	23
税后利润	86	131	157	190	229
少数股东损益	-4	0	0	0	0
归属母公司净利润	89	131	157	190	229
EBITDA	131	173	218	255	296

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	16.1	14.2	23.3	21.4	19.7
营业利润(%)	-8.5	36.7	26.3	21.5	20.3
归属于母公司净利润(%)	-5.0	46.4	19.8	21.5	20.3
获利能力					
毛利率(%)	28.9	29.8	30.7	30.8	30.8
净利率(%)	14.5	18.6	18.0	18.0	18.1
ROE(%)	12.1	16.6	17.7	18.7	19.3
ROIC(%)	12.2	16.5	17.9	18.6	18.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.7	33.2	27.4	31.6	28.2
流动比率	2.5	1.8	2.3	2.3	2.8
速动比率	1.9	1.3	1.7	1.8	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	6.9	7.4	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	3.4	2.8	3.0	3.0	3.0
估值比率					
P/E	47.4	32.3	27.0	22.2	18.5
P/B	6.6	5.9	5.2	4.4	3.8
EV/EBITDA	30.6	23.1	18.2	14.6	12.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

