

山河药辅(300452)

公司研究/深度报告

一致性评价促固体制剂辅料龙头量价齐升

深度研究报告/医药行业

2017 年 12 月 20 日

报告摘要:

● 公司为固体制剂辅料行业龙头，并购整合将成为公司发展品种的重要手段

公司是国内固体制剂辅料龙头，拥有 22 个药用辅料注册批件、40 余个规格，是微晶纤维素、交联羧甲纤维素钠国内最大供应商，硬脂酸镁、羧甲淀粉钠亚洲最大供应商。16 年公司营收来自纤维素及其衍生物、淀粉及其衍生物、无机盐和其他产品四大类，占比 44.3%、21.6%、10.2%、23.7%，其中最大单品微晶纤维素占比 21.8%。17 年收购固体制剂辅料排名第五的曲阜天利 52% 股份，进一步巩固行业龙头地位。

● 辅料市场小、散、乱，管理体系完善中，新型辅料逐渐替代传统辅料

我国药用辅料行业起步较晚，呈现出“小、散、乱”的特点。近年来各部门出台多项政策，在鼓励行业发展的同时加强管理体系规范化，贯彻落实制剂和辅料的关联申报，明确企业的辅料质量责任，有利于规模较大、客户源较广的行业龙头和产品安全度较高、有效性较好的企业。此外，虽然传统辅料在我国使用占比较大，但新型辅料对传统辅料的替代已成趋势，新型辅料生产企业有望抓住机会脱颖而出。

● “二增一减”，一致性评价促进公司整体销量增长，预计18年H2订单快速增长

一致性评价利好销量增长：1) 多个存量客户完成大品种 BE 并获 CDE 受理，通过评价后市场占比进一步提高，促进辅料订单大幅上升；2) 公司对标国外的产品质量使国内优质企业在一致性评价过程中采购公司辅料，成为增量客户，预计第一批将获批准上市品中使用公司辅料占比 80% 以上，增量客户占比约 30%；3) 小型药企退出市场，影响部分存量小客户订单。预计一致性评价业绩弹性于 18 年下半年逐步释放。

● 短期原料涨价而存在被动涨价预期，长期随产品质量及占比提高存主动提价预期

公司产品未来有望迎来涨价机遇。短期来看，部分产品随着公司与下游客户的沟通而涨价，有助于抵消上半年以来部分原材料涨价带来的业绩压力，预计 18 年毛利率将得到提升。长期来看，新型辅料对传统辅料的替代持续进行中，高价品种将成为公司产品主流；公司产品质量逐渐对标国外品质，而价格仅为国外 30%，且国内制药行业辅料占制剂成本 2-3%，制剂企业对于辅料价格不敏感，存在提价空间。

● 盈利预测与投资建议

公司作为国内固体制剂用辅料市场龙头，未来有望受益于市场集中度提升、一致性评价、新型辅料替代传统辅料等带来的产品量价齐升。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.52、0.75、1.07 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

一致性评价进度不及预期；原材料价格波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	286	341	419	530
增长率(%)	10.6%	19.0%	22.9%	26.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	49	48	69	100
增长率(%)	10.2%	-1.3%	43.6%	44.0%
每股收益(元)	0.53	0.52	0.75	1.07
PE(现价)	49.8	50.9	35.4	24.6
PB	6.1	5.6	5.0	4.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐 首次评级

当前价格(元): 26.40

交易数据 2017-12-19

近 12 个月最高/最低	43.18/24.83
总股本(百万股)	92.80
流通股本(百万股)	42.17
流通股比例(%)	45%
总市值(亿元)	24.50
流通市值(亿元)	11.13

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号：S0100517080005

电话：021-60876722

邮箱：xiaohanshan@mszq.com

相关研究

目录

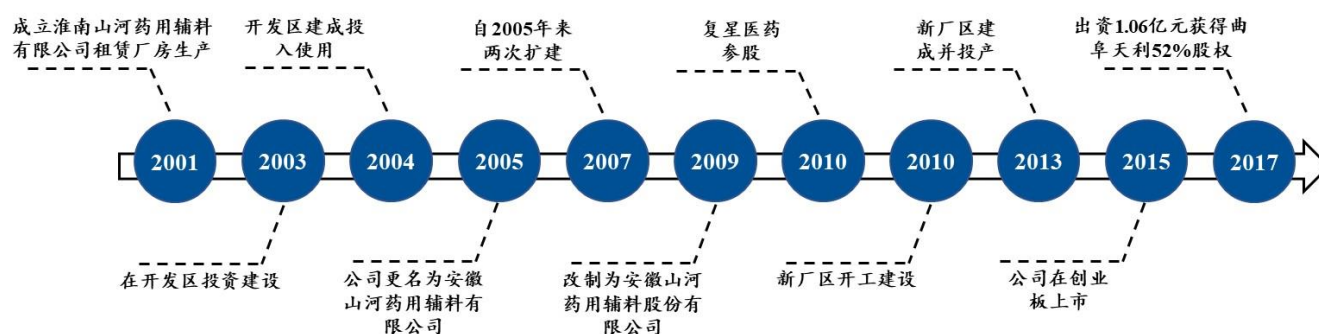
一、公司为国内固体制剂辅料龙头，业绩将步入快速增长期	3
(一) 研、产、销齐备的固体制剂辅料龙头	3
(二) 新型辅料占比最大，毛利率拐点将至	5
(三) 收购曲阜天利 52% 股份迈出整合优势品种第一步	6
二、药辅市场空间大，未来受益制药行业增长与政策红利	7
(一) 药用辅料：功能全面，不可或缺	7
(二) 现状：行业起步较晚，品种较少，专业化企业不足	9
(三) 趋势：受益制药工业发展，管理体系完善中	10
1、制药工业带动药用辅料行业前行	10
2、政策重视度提升，监管体系持续完善	10
3、新型辅料替代传统辅料进行中	13
三、业界龙头受益集中度提升，量价齐升打造业绩增长空间	13
(一) 一致性评价带来增量机遇，预计 2018 年 H2 逐步体现	13
1、289 目录品种领域大洗牌，大品种 BE 推进，先入者为王	13
2、“两增一减”：大客户存量增量齐扩容，小客户部分流失	14
(二) 价格稳步走高，长短期皆受益	16
1、短期：产品调价缓解原料涨价压力	16
2、长期：着重高附加值新型辅料，整体存主动提价空间	16
(三) 主要品种市占率高，产能扩充重塑增长空间	17
1、微晶纤维素	17
2、硬脂酸镁	18
3、羧甲淀粉钠	19
4、交联羧甲纤维素钠 (CCNA)	19
四、盈利预测与投资建议	20
五、风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

一、公司为国内固体制剂辅料龙头，业绩将步入快速增长期

(一) 研、产、销齐备的固体制剂辅料龙头

安徽山河药用辅料股份有限公司是国内专业的固体制剂辅料生产企业，产品线涵盖填充剂、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。公司成立于 2001 年，2009 年完成改制，2015 年成功登陆创业板。

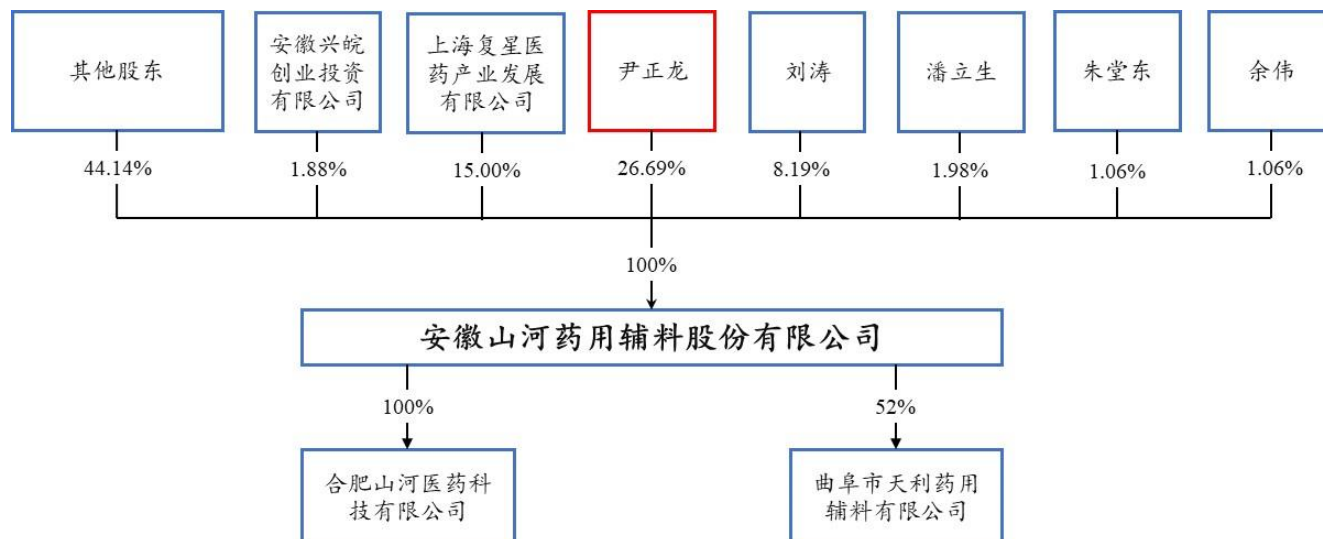
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

公司股权结构明晰，董事长尹正龙先生目前持有公司股份 24769556 股，持股比例 26.69%，是公司的控股股东暨实际控制人。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

截止 2017 年 3 月，公司共拥有 22 个药用辅料注册批件、40 余个规格。其中，微晶纤维素、羟丙纤维素、羟丙甲纤维素、羧甲淀粉钠、硬脂酸镁和薄膜包衣粉先后被评定为安徽省高新技术产品，且有多产品列入《中国高新技术产品出口目录》。公司为微晶纤维素、交联

羧甲基纤维素钠国内最大供应商，硬脂酸镁、羧甲淀粉钠亚洲最大供应商。

表 1：公司部分药用辅料产品

产品	类别	规格
胃溶型薄膜包衣粉	包衣粉系列	定制
肠溶型薄膜包衣粉	包衣粉系列	定制
聚丙烯酸树脂 II	树脂系列	
聚丙烯酸树脂 III	树脂系列	
聚丙烯酸树脂 IV	树脂系列	
聚维酮 K30	聚维酮类	普通型、R
羧甲基纤维素钠	纤维素类衍生物	800、2000、4000、8000、12000
羟丙甲纤维素	纤维素类衍生物	2910、2208
低取代羟丙纤维素	纤维素类衍生物	11、22、21
微晶纤维素	纤维素类衍生物	101、102、103、105、201、202、301、302、胶囊型
水溶性淀粉	淀粉类衍生物	
预胶化淀粉	淀粉类衍生物	H、L、CP、DP
倍他环糊精	淀粉类衍生物	
羧甲淀粉钠	淀粉类衍生物	普通型、H、立崩
可溶性淀粉	淀粉类衍生物	
二氧化硅	其他	CD1、2、3、4、QX1
交联聚维酮	聚维酮类	SL、SL10
蔗糖丸芯	其他	
硬脂酸镁	硬脂酸类	H、M、CM、CL、L
醋酸羟丙甲纤维素琥珀酸酯	其他	
硅化微晶纤维素	纤维素类衍生物	
马铃薯淀粉	淀粉类衍生物	

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

目前公司产品已销售至全球多个国家和地区，包括德国、英国、美国、巴西、澳大利亚、墨西哥、印度等。公司积极推进大客户开发计划，现与广州医药、上海医药、扬子江药业、哈药集团、先声药业、华海药业等大型制药集团建立了业务关系；此外，公司亦和赛诺菲、辉瑞等国际药企建立了良好的合作。

图 3：公司市场的全球分布

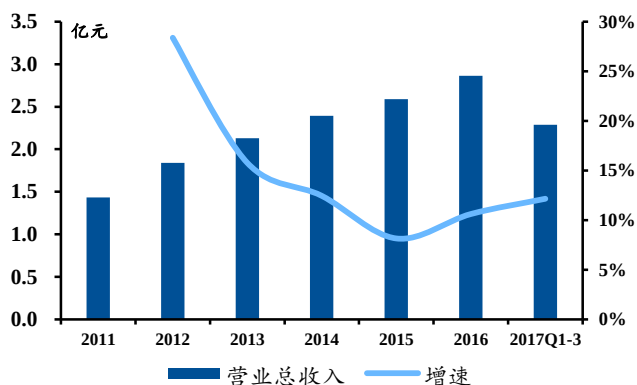


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 新型辅料占比最大，毛利率拐点将至

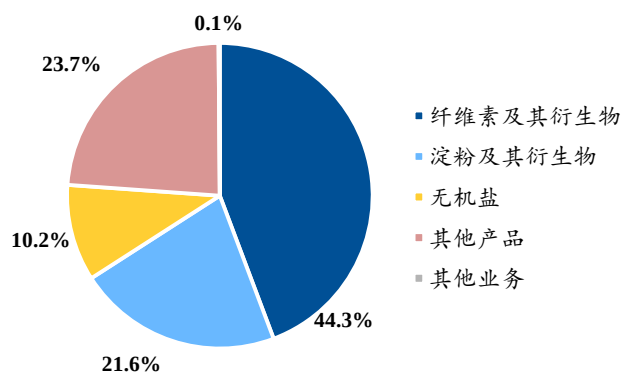
2011 年以来，公司营收整体保持增长趋势，至 2016 年的 5 年 CAGR 达到 14.86%。按产品类别来看，2016 年公司 44.3% 的营收来自纤维素及其衍生物，淀粉及其衍生物、无机盐和其他产品的营收贡献分别约为 21.6%、10.2%、23.7%。

图 4：公司近年营收情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

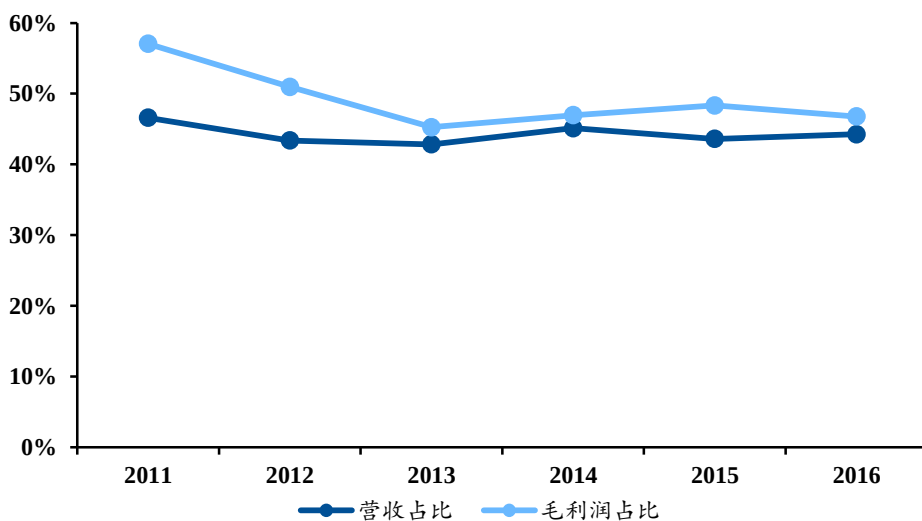
图 5：2016 年公司营收按产品类别拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

从产品的角度看，药用糊精、药用淀粉等传统药用辅料在利润贡献和毛利率方面都已处于较低水平，新型药用辅料已占据主导地位。其中最大单品微晶纤维素是公司的业绩支柱，2016 年其贡献毛利润 2731 万，占公司毛利润的 28.21%；毛利率 43.75%，比公司整体毛利率高出 9.95 个百分点。按品类来看，纤维素及其衍生品多年来始终为公司最大的业绩来源，营收占比和毛利润占比近年来均保持在 45% 左右，毛利润占比略高于营收，主要因为纤维素类毛利率高于公司平均毛利率。

图 6：公司纤维素及其衍生品销售及毛利润占比

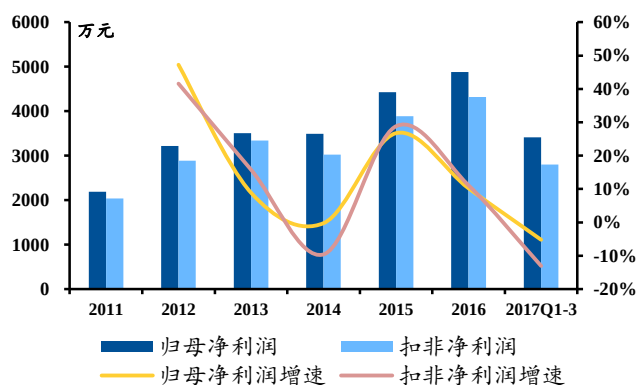


资料来源：招股说明书，公司公告，Wind，民生证券研究院

公司归母和扣非净利润多年来基本保持增长趋势，不过 2014 年业绩出现下滑，主要由

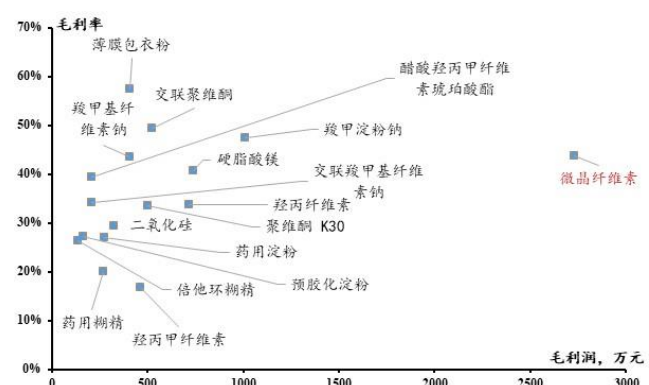
新厂区生产线调试、生产初期能源和动力单耗偏高以及折旧增多导致。今年前三季度，由于部分原材料自去年四季度以来采购价格上升，公司成本增厚，而公司和客户协商调价的过程会有一个滞后的过程，因此盈利情况相比去年下降。今年下半年，公司和客户经沟通后开始调整产品价格，预计 Q4 和明年业绩转好。

图 7：公司近年利润情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

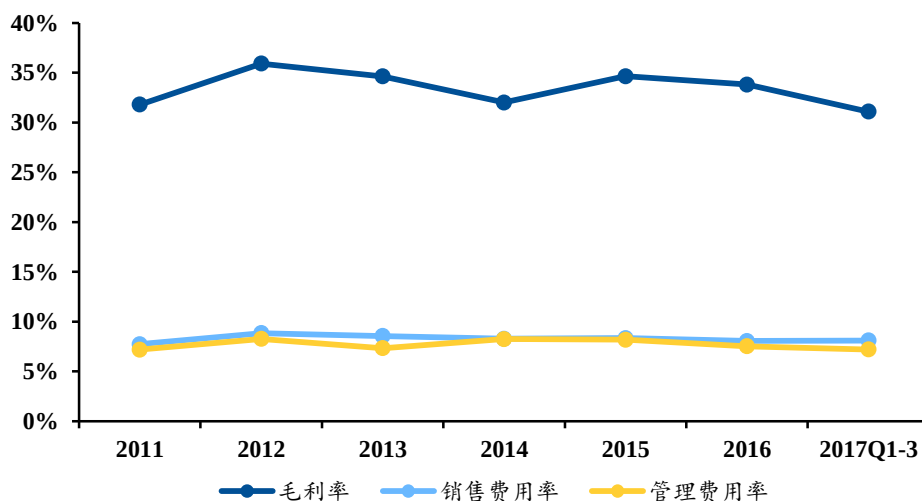
图 8：2016 年公司主要产品毛利润与毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司毛利率常年保持在 30% 以上，去年出现下滑，主要与原材料涨价有关。公司的销售费用率和管理费用率多年来基本稳定在 7%-9% 之间。

图 9：公司历年毛利润率与销售管理费用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）收购曲阜天利 52% 股份迈出整合优势品种第一步

今年 7 月 28 日，公司以现金收购及增资方式取得曲阜天利 52% 的股权，是公司在药用辅料领域加大扩张力度的里程碑之一。曲阜天利是国内环糊精主要生产厂商之一，是国内排名前五的大型固体制剂用辅料公司。2016 年，曲阜天利营收 8339 万元。17-19 年度承诺扣非净利润数不低于 1200 万、1320 万、1452 万，或 3 年累计扣非净利润不低于 3972 万。

表 2：国内主要固体制剂同辅料公司

公司	核心品种
山河药辅	微晶纤维素、羧甲淀粉钠、羟丙纤维素、硬脂酸镁、羟丙甲纤维素、聚维酮 K30、药用糊精、药用淀粉
湖州展望	羟丙甲纤维素、羟丙纤维素、微晶纤维素、预胶化淀粉
聊城阿华	微晶纤维素、羧甲淀粉钠
辽宁奥达	微晶纤维素、羟丙纤维素
曲阜天利	β -环糊精、药用淀粉、药用糊精、微晶纤维素

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

此番收购落定，公司的市场占有率得到提升。曲阜天利的核心品种 β -环糊精可增加药物的稳定性、提高药品的溶解性及生物利用度、掩盖药品的异味和不良气味，现已成功出口至日本等海外市场，目前需求旺盛，表现出供不应求的格局；收购完成后，公司已成为国内 β -环糊精领域龙头，市场份额扩大。

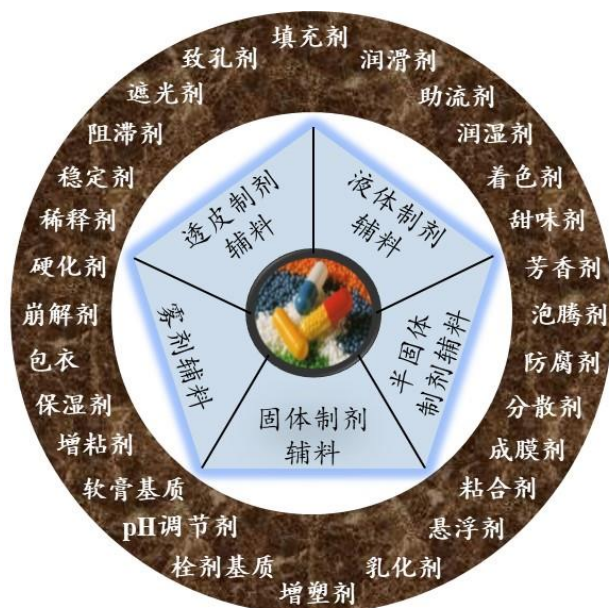
目前公司在不断通过工艺优化，提高已有产品的质量和丰富产品细分规格的同时，预期不断通过并购丰富新型及高端品种的门类，比如固体制剂缓控释高端辅料，收购曲阜天利是公司迈出外延收购的出发点。

二、药辅市场空间大，未来受益制药行业增长与政策红利

（一）药用辅料：功能全面，不可或缺

药用辅料是生产药品和调配处方所使用的赋形剂和附加剂，是除活性成分以外，在安全性方面进行了合理评估并且包含在药物制剂中的物质。药用辅料可根据生产药物制剂形态的不同、在制剂中的不同功能等方式分类。

图 10：药用辅料分类（部分）



资料来源：招股说明书，Spectrum Pharmaceutical Excipients，民生证券研究院

药用辅料除赋形、充当载体、提高稳定性外，还具有增溶、助溶、缓控释等功能，是可能影响药品质量、安全性和有效性的重要成分。药剂生产过程中，其作用主要体现在 4 方面：

(1) 有利于制剂形态的形成

使制剂具有形态特征，如在液体制剂中加入溶剂，片剂中加入稀释剂、粘合剂，软膏剂、栓剂中加入基质。

(2) 促进制备过程顺利进行

在液体制剂中加入助溶剂、助悬剂、乳化剂等，固体制剂中加入助流剂、润滑剂等，可有效改善无聊的性质，使生产制备过程顺利进行。

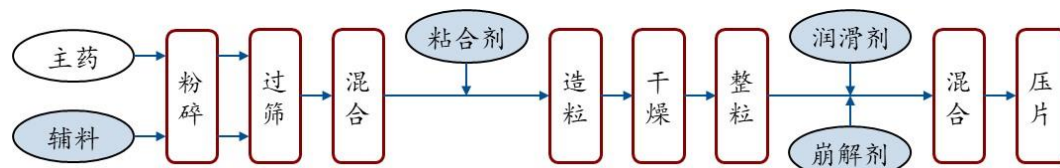
(3) 提高药物稳定性

防腐剂、稳定剂、pH 调节剂等可改善产品化学稳定性、物理稳定性和生物稳定性。

(4) 调节有效成份的作用或改善生理要求

使用不同的辅料可使制剂具备速释性、缓释性、肠溶性、靶向性、热敏性、生物黏附性、体内降解性等多种特性；此外可通过添加缓冲剂、等渗剂、矫味剂、止痛剂、色素等辅料以满足不同的生理需求。

图 11：我国主流湿法制粒压片工艺对药用辅料的应用



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表 3：部分药用辅料用途及代表品种

类别	特点和作用	部分品种
防腐剂和稳定剂	防腐，有效针对微生物	山梨酸钾、苯甲酸钠
填充剂，稀释剂	增加药物产品剂型的提及和重量	碳酸钙、果糖、山梨醇
崩解剂	促进片剂/胶囊剂在水相中裂解成更小的碎片，从而增加有效表面积，促进药物释放	谷物淀粉、海藻酸、微晶纤维素
粘合剂	有助于粉末在湿法制粒过程中聚集成颗粒，维持干燥颗粒的适当大小，影响流动性、强度、药物释放度等属性	明胶、羟丙甲纤维素
抗粘着剂、助流剂、润滑剂	用于药品加工过程，分别能够防止制剂粒子粘附在冲头表面、利于配方中粒子均匀无结块流动、减少粒子和设备摩擦	硬脂酸镁、聚乙二醇
包衣	片剂、胶囊剂、丸剂的高分子材料薄膜包衣	羟丙甲纤维素、微晶纤维素
芳香剂、着色剂、甜味剂	着色和添加味道	乙酸乙酯、阿斯巴甜、焦糖
栓剂和软膏基质	用于生产栓剂和软膏	凡士林、聚乙二醇、角鲨烷
悬浮剂和增粘剂	增加分散体系的稳定性，降低液体制剂流动性	卡波姆、泊洛沙姆、琼脂、明胶
硬化剂	用作局部用制剂以提高制剂粘度，或用作缓释载体	石蜡、硬脂醇、白蜂蜡
pH 调节剂	保证制备时的合适 pH	富马酸、酒石酸、碳酸氢钠、硼酸
乳化剂、滋润剂、增溶剂	主要为表面活性剂，降低界面张力	苜蓿素、十二烷基硫酸钠
吸附剂、干燥剂、保湿剂	前两者用于包装中，后者用于配方中，主用于控制水分	丙二醇、甘油

资料来源：Spectrum Pharmaceutical Excipients，2015 年版中国药典，民生证券研究院（注：加粗的产品未列入 2015 年版药典的辅料部分）

(二) 现状：行业起步较晚，品种较少，专业化企业不足

我国药辅行业起步较晚，上世纪七十年代之前常年使用传统药用辅料；八十年代起药辅研究方得到重视，行业发展起步。不过迄今为止，我国药辅行业仍与美、欧、日等发达国家和地区在产品、厂商、管理规范等多方面存在较大差距。

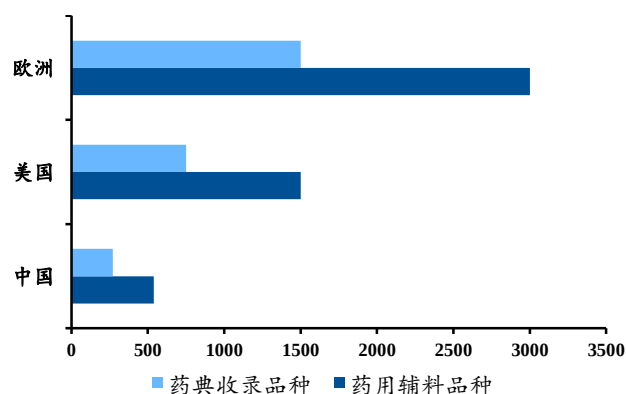
图 12：我国药辅行业发展历程



资料来源：招股说明书，前瞻产业研究院，民生证券研究院

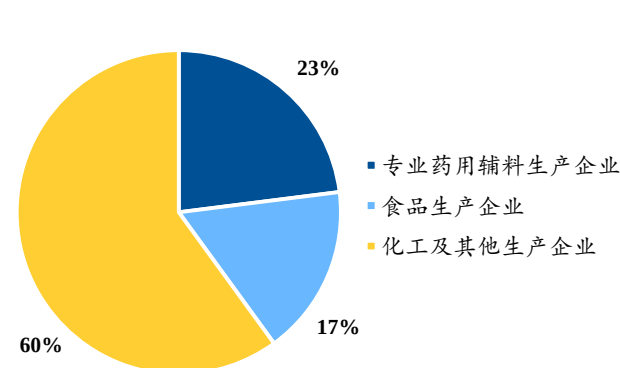
由于此前我国对药辅工业重视不足，我国药辅产品品种较少且规格单一。目前我国制剂使用的药用辅料约有 540 余种，而纳入 2015 年版《中国药典》的品种为 270 个。作为对比，美国和欧洲正在使用的药用辅料品种分别约为 1500、3000 种，《美国药典和处方集》以及欧洲各种药典收纳的品种分别约为 750、1500 种，我国药辅品种数量仍有较大差距。

图 13：我国与欧美药用辅料品种对比



资料来源：中国药典，药智数据，民生证券研究院

图 14：我国药用辅料生产企业分布



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

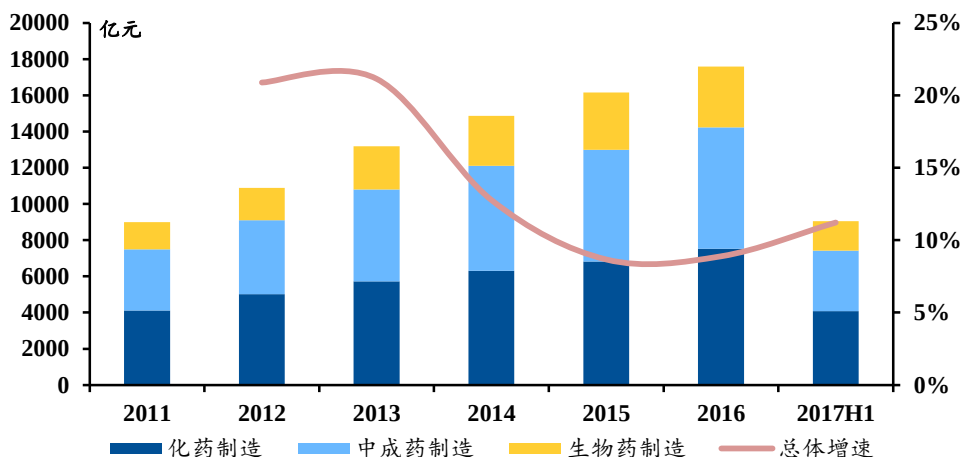
另一方面，我国药用辅料生产企业亦存在生产规模小、专业程度低的阶段性特征。我国现有药用辅料生产企业 400 家左右，其中专业的药用辅料生产企业约 90 家，占比不到 23%，其他生产厂商大多为兼带生产辅料的化工企业、食品企业等，在生产条件、质控水平、工艺技术等多方面难以达到要求较为严格的药用标准。

(三) 趋势：受益制药工业发展，管理体系完善中

1、制药工业带动药用辅料行业前行

药用辅料为药品不可或缺的部分，因此其市场发展与整个制药工业（包括化药制造、中成药制造和生物药制造）的发展息息相关。

图 15：我国制药工业历年营业总收入



资料来源：工信部消费品工业司，民生证券研究院

2011 年以来，我国制药工业总营收整体保持增长趋势，至 2016 年的 CAGR 约为 14.33%；今年上半年总营收 9040 亿，同比增长 11.22%，相比去年增速有所提高。

目前，欧洲与美国市场中药用辅料占整个药品制剂产值的 5%-10%；我国市场起步较晚，且生产的辅料相对较为传统，因此占比相对较低，通常认为国内药用辅料市场规模约占药物制剂总产值的 2%-3%。2016 年国内制药工业市场规模约为 17582 亿，以 2% 为比例计算，则当前我国药用辅料市场规模至少约为 350 亿。

2、政策重视度提升，监管体系持续完善

2008 年以来，国家正加大药品创新发展的推进力度，其中多条政策涉及到药用辅料，药用辅料已成为国家产业结构调整中优先支持发展的重点高新技术领域之一。

表 4：药用辅料行业运行与支持相关政策

发布时间	部门	文件	核心内容
2008/1/1	科技部、财政部、税务总局	《高新技术企业认定管理办法》、《国家重点支持的高新技术领域》	将制剂新辅料作为生物与新医药技术的组成内容，列入国家重点支持的 高新技术领域
2011/6/1	发改委	《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》	将新辅料开发和生产明确列入医药行业鼓励类目录
2011/6/23	发改委、科技部、工信部、商务部、知识产权局	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 年度）》	将新型给药技术、装备和 辅料 ，中药新剂型及其新型辅料等列入当前优先发展的高技术产业化重点领域
2012/1/19	工信部	《医药工业“十二五”发展规划》	首次将药用辅料作为促进我国医药工业转型升级和快速发展、落实培育和发展战略性新兴产业的总体要求的医药工业“十二五”规划的 五大重点领域之一 ，明确指出要加强新型药用辅料的开发和应用， 提高药品质量，改善药品性能，保障用药安全

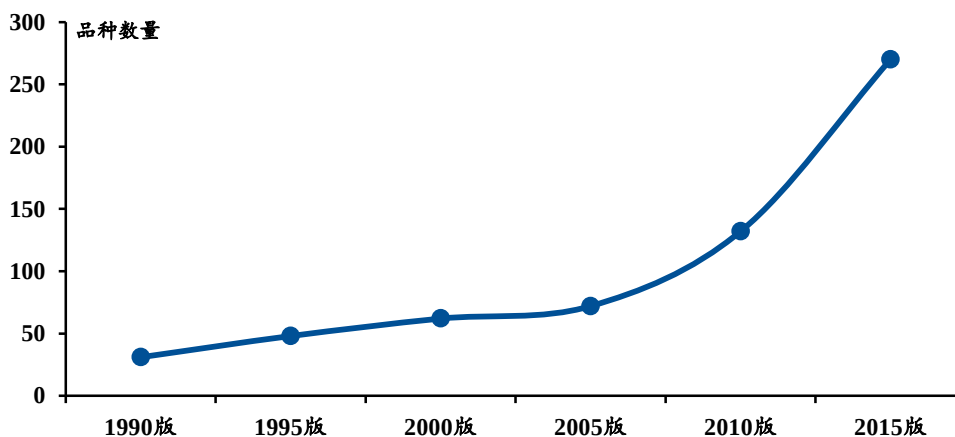
2012/1/20	国务院	《国家药品安全“十二五”规划》	实施国家药品标准提高行动计划，明确未来5年内， 提高132个药用辅料标准，制订200个药用辅料标准
2012/8/1	CFDA	《加强药用辅料监督管理的有关规定》	对新的药用辅料和安全性风险较高的药用辅料实行许可管理，对其他辅料实行备案管理；加强药用辅料标准管理；严格药品注册申报对药用辅料的要求；建立药用辅料数据库
2015/12/1	国家药典委员会	2015版《中国药典》	药用辅料单独成卷，将2010年版药典收录的132个辅料品种增加至270个
2016/8/9	CFDA	《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》	药用辅料应按程序与药品注册申请关联申报和审评审批，各级食品药品监督管理部门不再单独受理药用辅料注册申请；药用辅料生产企业应对产品质量负责
2016/10/26	工信部、发改委、科技部、商务部、卫计委、CFDA	《医药工业发展规划指南》	加强药用辅料的标准体系建设；支持新型药用辅料开发应用；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
2016/11/23	CFDA	《关于发布药包材药用辅料申报资料要求（试行）的通告》	药品注册申请人在药品注册申报资料中一并提交药用辅料研究资料的，可以进行药品审评，完成审评后不对药用辅料核发核准编号
2017/2/21	国务院	《“十三五”国家食品安全规划》、《“十三五”国家药品安全规划》	提高药用辅料、药包材标准整体水平，扩大品种覆盖面；修订药用辅料安全性评价等指导原则；对药用原辅料生产企业开展延伸监管；加强药用辅料安全性评价研究
2017/12/5	CFDA	《原料药、药用辅料及药包材与药品制剂共同审评审批管理办法（征求意见稿）》	建立原辅包与制剂共同审评审批的管理制度；实施原辅包技术主卷档案管理制度；总局以药用辅料药包材的登记信息、核准的原料药生产工艺和质量标准信息以及原辅包年度报告信息作为日常监管的依据

资料来源：招股说明书，各部门官网，民生证券研究院

可以发现，药用辅料相关政策在前期主要偏向于鼓励行业的发展，如将新辅料开发和生产列入医药行业鼓励类目录、将药用辅料作为“十二五”五大重点领域之一等。而近年来，政策逐渐倾向加强药用辅料的规范化和专业化管理，包括药典收录品种的增多以及药品、辅料、原料药等的关联申报制度。

药典收录方面，药用辅料在2015年版药典中首次单独成卷，收录的品种也大幅增加。而在今年7月举行的国际药用辅料中国大会上，相关人员表示计划在2020年版药典中全面完善药用辅料标准体系，加强通用性要求和指导原则的制定，增加常用药用辅料的收载并加强对药用辅料安全性的控制。

图 16：药用辅料在各版药典中的收录数量逐步递增



资料来源：《健康世界》2015年15期，中国药典，民生证券研究院

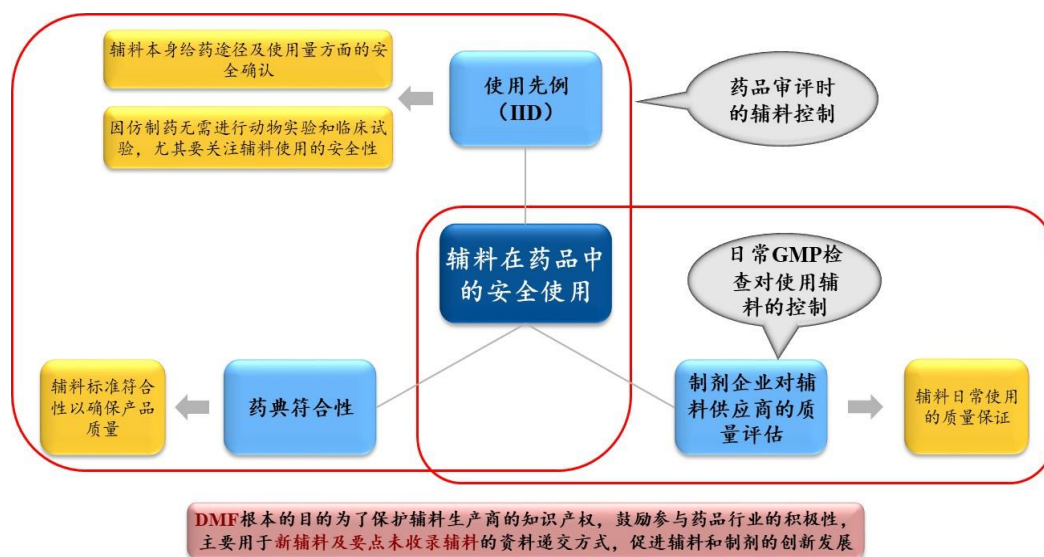
药用辅料监管方面，我国的监管理念总体上正向欧美发达国家和地区靠拢。目前美、欧的辅料监管方式主要特点包括：1) 均未对药用辅料实施审批制度，也未对药用辅料基于生产企业进行审批；2) 均实行使用先例原则，即已进行过关联审评的药用辅料将不在其他给用途径相同且使用量不超过最大量的制剂中作为新辅料进行审评，简化了审批进程且保证了使用安全性；3) 均要求制药企业对辅料供应商实施风险评估。总体来看，美欧监管部门通过监管药品达到监管辅料的目的，制药企业自身需要为辅料的安全性负责；且由于无需审评，辅料企业进入行业的门槛也相对较低，避免了批文方面的垄断，有利于优秀辅料企业的发展。

表 5：欧美药用辅料监管方式汇总

	美国	欧盟
基于生产商的批准模式	否	否
辅料 DMF 系统	是（非强制要求）	否
使用先例原则	是（有公开的非活性物质数据库-IID）	是（无公开的数据库）
药典符合性要求	是	是
辅料工厂在监管部门的登记要求	否	个别国家有要求（如法国，但非注册审批）
总体上对药品注册进行技术要求	是（如元素杂质等要求）	是（如元素杂质等要求）
总体上要求药品企业对辅料供应商实施风险评估-GMP 要求	是	是

资料来源：国际药用辅料协会（中国），民生证券研究院

图 17：美国辅料管理模式



资料来源：国际药用辅料协会（中国），民生证券研究院

2016 年 CFDA 出台关联审评相关政策，要求药用辅料与药品注册申请关联申报，有利于缩短提高审批效率，另一方面则强调了药用辅料生产企业对辅料所负有的质量责任；而注册管理向备案管理的转化仍处于过渡阶段。总体来看，药用辅料监管体系正在进一步完善，当前“小、散、乱”的市场格局有望逐步改善，客户较多的大型辅料企业受益于关联申报的执行，产品安全性、有效性较好的企业亦将更受青睐。

3、新型辅料替代传统辅料进行中

在药用辅料的使用类型方面，我国仍与欧美国家有一定差距。2014 年，我国使用规模最大的前十个辅料中，蔗糖、淀粉等传统辅料仍然位居高位。与之相比，全球市场中，排名靠前的辅料均为新型辅料。

表 6：中美使用规模前十位的药用辅料

排位	中国 (2014 年)	全球 (2013 年)
1	药用明胶胶囊	硬脂酸镁
2	蔗糖	乳糖
3	淀粉	微晶纤维素
4	薄膜包衣粉	硬脂酸
5	1、2-丙二醇	二氧化硅
6	聚维酮	羧甲淀粉钠
7	羟丙甲纤维素	
8	微晶纤维素	
9	羟丙纤维素	
10	乳糖	

资料来源：智研咨询，Ubic Consulting，民生证券研究院（注：全球数据为推算所得，可能会有偏差）

随着我国制药工业的快速发展，新型药物或新剂型药物的出现，制药企业对安全性、有效性、质量可控性和用药顺应性较高的新型药用辅料需求明显增长。以淀粉、糊精、蔗糖为代表的传统药用辅料虽然销售份额较大，但增速显著低于新型辅料。数据显示，药用淀粉、糊精、蔗糖 2011-2013 年的销售平均增速约为 8.48%，而微晶纤维素、羟丙纤维素、羧甲淀粉钠、交联聚维酮等新型辅料同期年销售额增幅都在 20%-30% 之间。药用辅料已愈发被视为一种功能性材料，而不是非活性添加剂。预计未来安全性好、对主药有协同的新型辅料将成为发展方向。

三、业界龙头受益集中度提升，量价齐升打造业绩增长空间

公司作为国内药用辅料（尤其是固体制剂用辅料）市场龙头，未来有望受益于产品量价齐升带来的业绩弹性。

（一）一致性评价带来增量机遇，预计 2018 年 H2 逐步体现

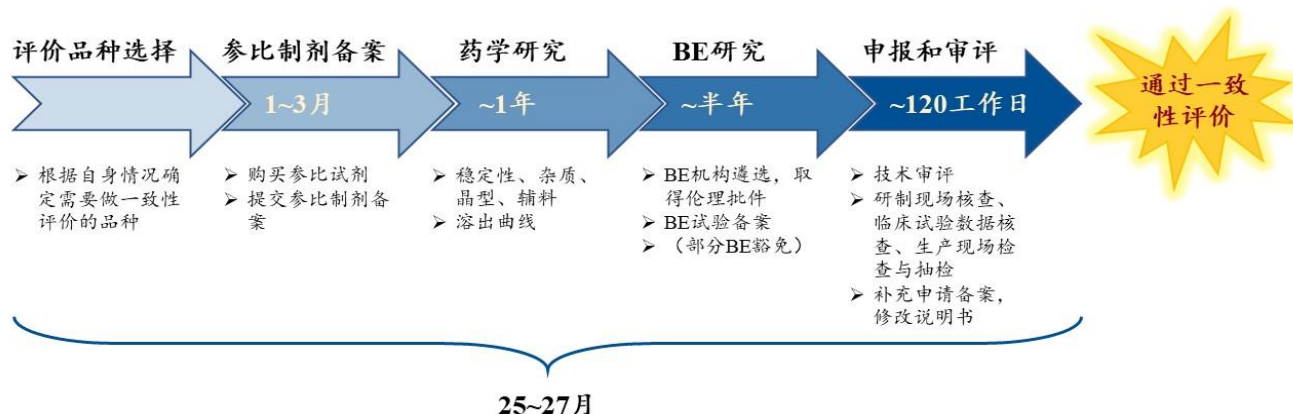
1、289 目录品种领域大洗牌，大品种 BE 推进，先入者为王

2016 年 3 月 5 日，国务院办公厅印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（国办发〔2016〕8 号），意味着一致性评价的正式启动。其主要要求包括：1) 凡 2007 年 10 月 1 日前批准上市的列入国家基本药物目录（2012 年版）中的化学药品仿制药口服固体制剂共计 289 个品种，原则上应在 2018 年底前完成一致性评价；2) 自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请；3) 同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。

对于需要在 18 年底完成一致性评价的 289 个品种来说，由于时间紧迫，且一致性评价

成本较高，大规模和小规模的生产厂家将出现分流，大公司将从生产品种中择优进行一致性评价，小公司则面临市场丧失、被淘汰或被兼并的结局。领先完成一致性评价的企业将在市场份额竞争中取得优势，最终挤压其他公司的生存空间，发展为行业龙头，市场占有率持续提升。

图 18：一致性评价流程



资料来源：CFDA，民生证券研究院

对于大品种来说，我国企业越早完成一致性评价，越能够领先其他国内竞争者跑马圈地，直接冲击原研产品。生产企业将充分利用政策倾斜取得相对其他仿制厂商的优势，与原研直接竞争，充分利用产品抢先通过评价的空窗期。

2、“两增一减”：大客户存量增量齐扩容，小客户部分流失

一致性评价对制药工业大小公司产生截然不同的效果，继而对公司的业务产生两个方向的影响，我们用“两增一减”来概括。

(1) “二增”

多个仿制药企业已早早开始大品种的一致性评价工作，目前已有 32 个品种完成 BE 并获得 CDE 受理（包括总局直接受理和地方转到总局的受理号，不包括海外上市转国内的受理号和撤回仿制药上市申请重新按一致性评价申报的受理号）。已完成 BE 的项目中，不完全统计约有 80%-90% 使用公司的辅料，其中包括舒伐他汀钙片、氯雷他定片、头孢呋辛酯片等大品种。公司的产品销量有望受到存量和增量两条途径的驱动。

表 7：已完成 BE 并被 CDE 受理的品种（截止 12 月 17 日）

公司	品种数量	产品
石药集团	4	阿莫西林胶囊、卡托普利片、阿奇霉素片、盐酸曲马多片
京新药业	3	左乙拉西坦片、盐酸舍曲林片、瑞舒伐他汀钙片
正大天晴	3	厄贝沙坦氢氯噻嗪片、恩替卡韦分散片、瑞舒伐他汀钙片
齐鲁制药	3	富马酸替诺福韦二吡呋酯片、盐酸特比萘芬片、吉非替尼片
扬子江药业	3	苯磺酸氨氯地平片、格列美脲片、马来酸依那普利片
豪森药业	2	甲磺酸伊马替尼片、奥氮平片
湖南洞庭药业	2	草酸艾司西酞普兰片、盐酸阿米替林片

江西青峰药业	2	恩替卡韦胶囊/分散片
国药致君	2	头孢克肟颗粒、头孢呋辛酯片
恒瑞医药	1	盐酸氨溴索片
康恩贝	1	阿莫西林胶囊
科伦药业	1	草酸艾司西酞普兰片
信立泰	1	硫酸氢氯吡格雷片
江苏黄河药业	1	苯磺酸氨氯地平片
重庆药友制药	1	阿法骨化醇片
北京嘉林药业	1	阿托伐他汀钙片
吉林英联生物制药	1	洛索洛芬钠片
四川维奥制药	1	蒙脱石散
成都倍特药业	1	富马酸替诺福韦二吡啶酯片
先声药业	1	蒙脱石散
联邦制药	1	阿莫西林胶囊
诺华	1	苯磺酸氨氯地平片
常州制药厂	1	卡托普利片
拜耳	1	氯雷他定片
迪赛诺生物医药	1	依非韦伦片
京卫制药	1	草酸艾司西酞普兰片
成都苑东生物制药	1	富马酸比索洛尔片

资料来源：CDE，民生证券研究院

上述完成 BE 试验且申报的品种 80%-90%使用公司的辅料，其中预计 70%为公司**存量供应辅料品种**，随着这些品种通过一致性评价，公司的辅料产品也大概率随着这些制剂品种所属公司的品种市场占有率提高而水涨船高。

此外，另有 30%为一致性评价中开始使用公司辅料的产品，为**增量供应辅料品种**。这意味着公司辅料产品的质量逐步得到更多大型制剂企业的认可，成功开拓了增量市场。

目前完成 BE 且 CDE 受理的品种还在少数，随着 18 年底时间临近，预计 18 年将有更多品种揭晓，预计将涌现更多采用公司辅料的**存量供应辅料品种和增量供应辅料品种**。

市场预期一致性评价对标原研产品，促使生产企业的绝大多数辅料将采用进口品种，而随着第一批完成 BE 试验品种的获批上市，公司的优质辅料品种得到优秀仿制药公司和 CDE 的认可，以此为契机进一步增强公司在该公司和国内其他仿制药获得为其他品种供应辅料的机会，比如此前公司为正大天晴供应瑞舒伐他汀钙、厄贝沙坦氢氯噻嗪的辅料，新近又供应替诺福韦的辅料。

(2) “一减”

政策明确规定，自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请；且一致性评价对于研发费用的投入也有较高要求。因此，大量低端仿制的企业将被淘汰出局。对于公司来说，由于小规模企业的大量退出，公司客户损失，产品需求降低，短期内对公司业绩可能产生一定的影响。

前文我们已估算了当前的国内药用辅料市场规模，约为 350 亿元。固体制剂的辅料在全部医药制剂的辅料中约占 70%，因此固体制剂用辅料的的市场规模约为 245 亿元。公司是固体制剂用辅料市场体量最大的企业，2016 年营收 2.86 亿，仅占整体市场的 1.17%，可见辅料市

场集中度较低。从长远角度来看,小规模制剂公司退出留下的市场终将为大公司占据,而大公司的辅料通常来源于行业龙头,因此药辅行业的集中度也间接提升,利好作为固体制剂用辅料龙头的山河药辅。

(3) 预计一致性评价增量2018年下半年逐步释放

目前一致性评价整体逐步完成 BE, 进入审评期, 预计第一批品种今年年底获批, 2018年上半年进入一致性评价收获期, 通过评价的产品于下半年逐步上市。由于药用辅料和制剂的联动效应, 我们认为一致性评价给公司带来的业绩弹性将在 2018 年下半年逐步体现。

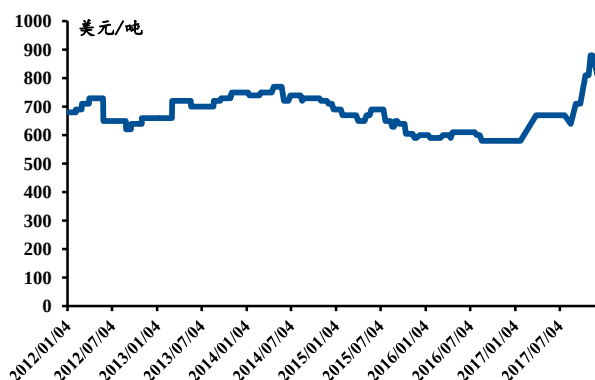
(二) 价格稳步走高, 长短期皆受益

1、短期: 产品调价缓解原料涨价压力

从产业链角度来看, 药用辅料行业的原材料主要包括木浆、精制棉、玉米淀粉等农林类主要原料, 以及乙醇、硬脂酸、氯乙酸等石化类原辅料。因此, 上游行业的原、辅料供给状况和市场价格波动将直接影响公司的生产成本。

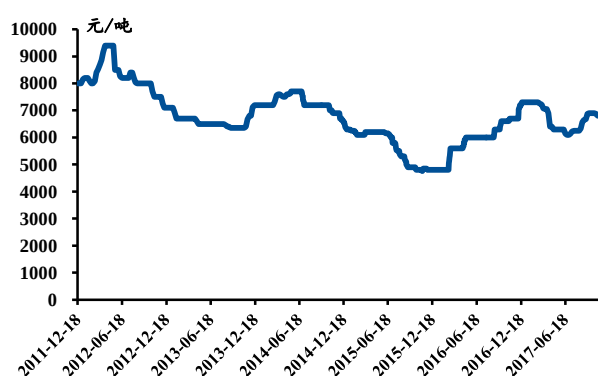
去年四季度至今年上半年, 部分原料出现涨价行情, 公司的采购成本提高。如加拿大的漂白针叶木浆 CFR 现价从去年年底的 580 美元/吨上涨到上半年的 670 美元/吨, 近期更是大幅上涨至 800 美元/吨以上; 公司主要产品微晶纤维素和羟丙纤维素生产成本中精制棉或木浆的成本占比在 50%-80% 和 30%-40% 左右, 受原料涨价影响较大。而硬脂酸在 2015 年下半年达到价格低位后开始进入涨价周期, 今年上半年一度达到 7300 元/吨, 年中略有回调, 目前稳定在 6800 元/吨左右; 硬脂酸镁生产成本中硬脂酸的成本占比约为 60%-70%, 因此原料的涨价带来的成本压力较大。

图 19: 加拿大凯利普漂白针叶浆 CFR 现货价



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 华东地区硬脂酸(800 型)市场均价



资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司出于维护客户关系方面的考虑, 在原材料涨价的环境下并未立即提高产品售价。今年下半年, 公司与客户沟通后开始调整部分产品的价格, 原料涨价带来的业绩压力有望缓解。

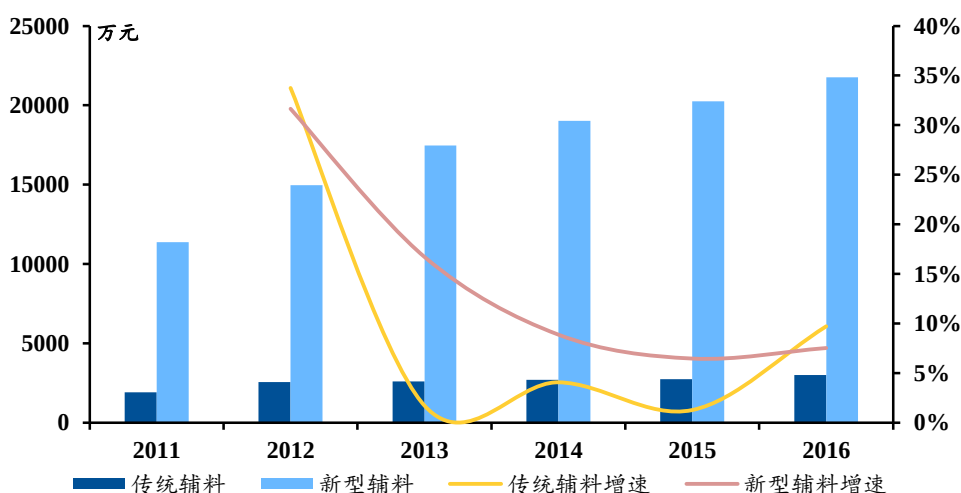
2、长期: 着重高附加值新型辅料, 整体存主动提价空间

随着缓释、速释、控释、透皮吸收、粘膜给药和靶向给药等新型制剂技术的开发应用, 新型辅料对传统辅料的替代已成为医药辅料行业的趋势。目前新型辅料已发展到 40 多类、

上千个品种,包括:微囊、毫微囊成囊材料;微球、毫微球、脂质体载体材料,缓释、控释、靶向给药材料;包合物、薄膜包衣材料;前体药物载体材料;固体分散体载体材料;磁性载体材料;成膜材料;增塑剂;抛射剂;透皮吸收促进剂;表面活性剂等。

公司多年来紧跟趋势,持续进行新型辅料对传统辅料的替代;近几年传统辅料保持稳定增长的同时,以微晶纤维素、羟丙纤维素、羟丙甲纤维素、交联聚维酮、交联羧甲基纤维素钠、聚维酮 K30、羧甲淀粉钠和醋酸羟丙甲纤维素琥珀酸酯为代表的新型辅料增长额更为突出。而一致性评价对高品质辅料的要求亦给公司产品的升级创造了契机。新型辅料售价较高,有助于公司营收和利润的加速增长。

图 21: 公司传统与新型辅料营收情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院 (注: 传统辅料包括药用糊精、药用淀粉、预胶化淀粉)

另一方面,公司现有产品亦有较大的主动提价空间,主要因为: 1) 随着公司生产工艺和技术的改进(如募投项目改造硬脂酸镁和二氧化硅生产线),公司产品的质量显著提高,获得了一致性评价参评企业和部分海外大型药企的认可,涨价机遇出现; 2) 目前国内辅料价格仅为国外同种辅料的 30% 左右,且辅料成本仅占制剂成本的 2%-3%,远小于欧美的 5%-10%,提价易于为客户接受。

(三) 主要品种市占率高,产能扩充重塑增长空间

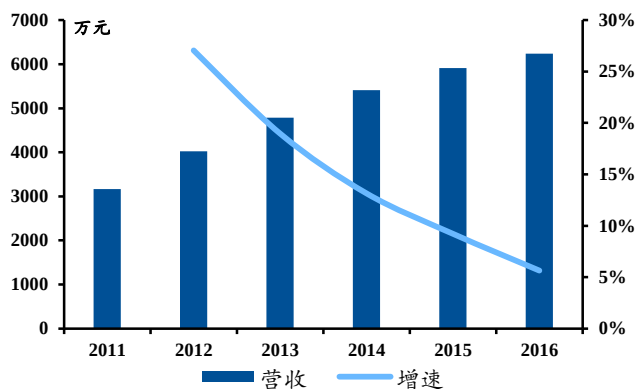
1、微晶纤维素

微晶纤维素是天然纤维素经水解制得的粉末,可用作药物赋形剂、流动性助剂、填充物、崩解剂、抗粘剂、吸附剂、胶囊稀释剂等,主要在口服片剂和胶囊剂中作为粘合剂或稀释剂,因此处方使用率较高,同时处方用量也较高,促进了本品的整体市场的增长。此外,由于具有良好的可压性和崩解性,本品为全粉末压片的主要辅料之一,而直接压片工艺通过略过制粒和干燥等湿法制粒必经环节而提高生产效率、降低成本,近年来在国内使用愈发广泛,成为微晶纤维素高速增长的契机。

国内微晶纤维素年产能可在 15000 吨以上,除公司外主要生产企业包括湖州展望、聊城阿

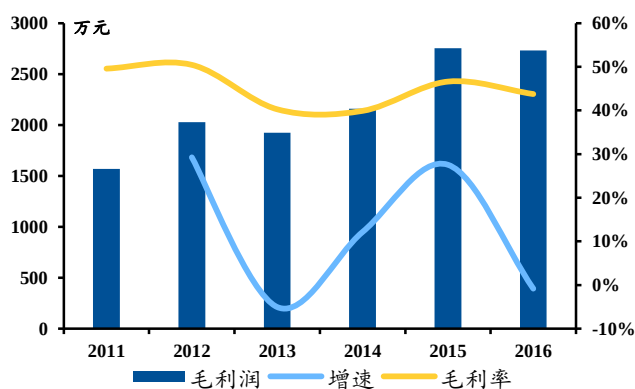
华、辽宁奥达等；进口产品主要来自德国 JRS、美国 FMC、日本旭化成等。公司目前产能超过 4000 吨(不包括曲阜天利产能), 是国内最大的微晶纤维素厂商, 市场占有率在 30% 左右。

图 22: 公司微晶纤维素历年营收



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 公司微晶纤维素历年毛利润与毛利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

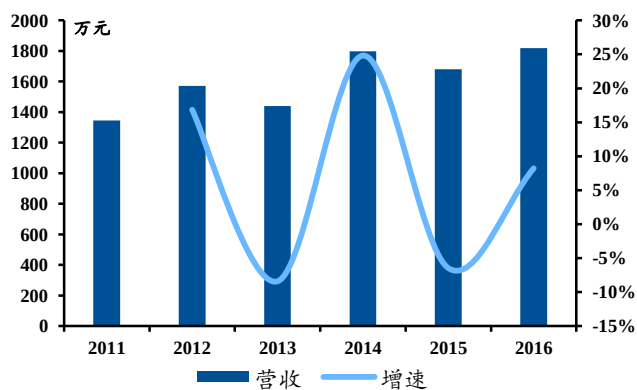
公司的微晶纤维素营收近年来始终保持增长趋势, 但增速逐步放缓, 这与公司的产能已接近满负荷运转有关。2013 年产品毛利率减小, 毛利润下跌 5.04%, 主要因为: 1) 产品售价回落; 2) 下半年新厂区微晶纤维素生产线和部分配套设施等大量资产集中投入使用后折旧费明显增加, 且试生产初期产量低、能耗偏高。

完成曲阜天利的收购后, 预计公司微晶纤维素产能提高 1000 吨左右(曲阜天利 2016 年微晶纤维素营收 1600 万元左右, 约为公司的 1/4, 因此推断其产能亦为公司 1/4)。募投计划二期项目预计新增微晶纤维素产能 3000 吨左右, 有望明年正式投产。因此公司有望摆脱产能瓶颈, 销售额再上一层楼, 继续巩固国内微晶纤维素龙头的地位。

2、硬脂酸镁

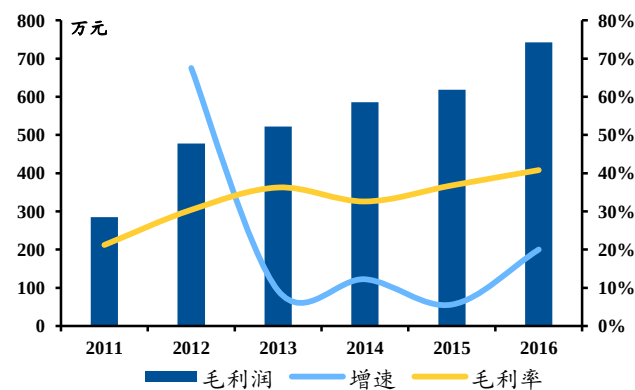
硬脂酸镁常用作片剂、胶囊的润滑剂、抗粘剂, 处方使用率在 80% 以上, 有望受益于制药工业的发展。目前国内硬脂酸镁的产能在 4000-5000 吨左右, 公司当前产能约为 2000 吨, 市场占有率达到 50%。

图 24: 公司硬脂酸镁历年营收



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 25: 公司硬脂酸镁历年毛利润与毛利率



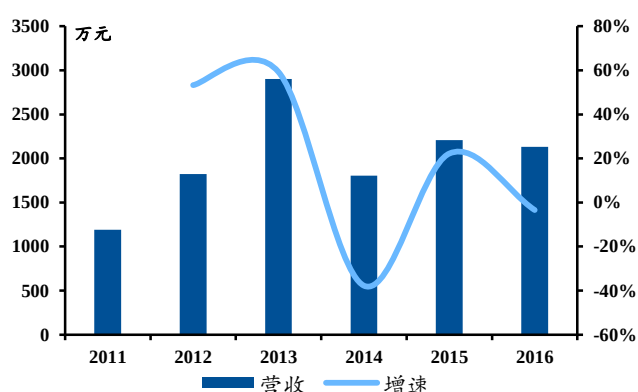
资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司的硬脂酸镁整体保持增长趋势, 2013 与 2015 年营收因行业原因略有下滑, 但由于同期硬脂酸原料价格处于低位, 产品毛利率反而有所走强。募投项目的生产线改造完成后, 公司硬脂酸镁的产能和产品质量均有所提升, 其未来有向海外市场发展的潜质。

3、羧甲淀粉钠

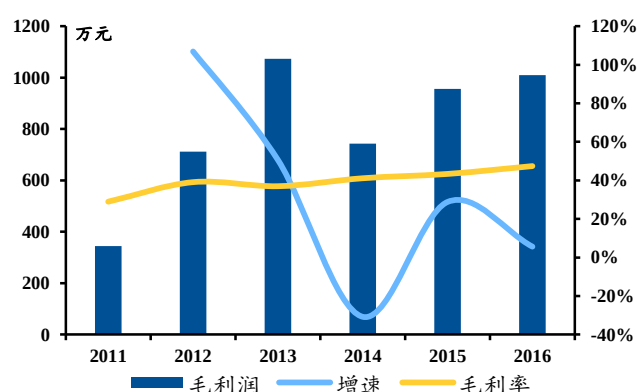
羧甲淀粉钠主要用作固体制剂的崩解剂和黏合剂以及液体制剂的助悬剂, 作崩解剂时其效果优于淀粉和羧甲基纤维素钠, 一般用量为 2%-6%。公司是目前国内最大的羧甲淀粉钠生产企业, 且于 2014 年 4 月获得 DMF 认证, 为产品日后出口海外奠定了基础。

图 26: 公司羧甲淀粉钠历年营收



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 27: 公司羧甲淀粉钠历年毛利润与毛利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

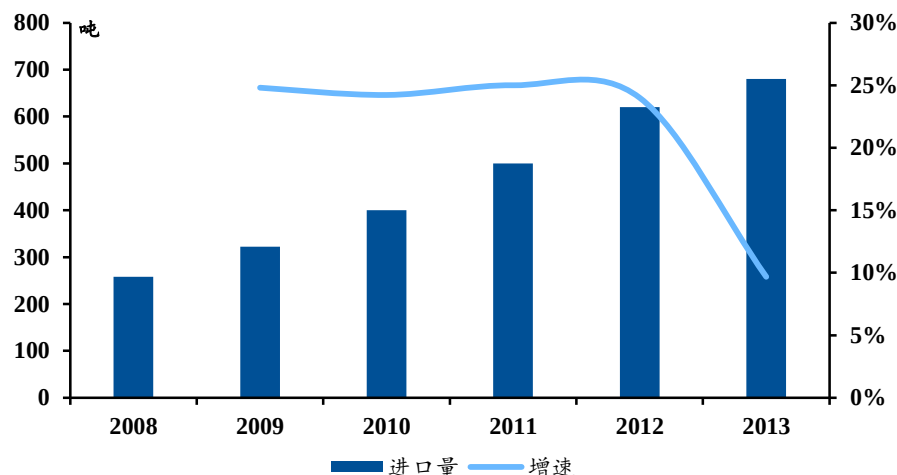
2014 年的销售下滑主要由客户 JRS 公司因自身销售变化和渠道改变而采购量减少导致。在剔除该客户后, 公司羧甲淀粉钠基本保持增长趋势。近几年本产品的毛利率稳步提升, 其与原材料马铃薯淀粉价格走低有关。

4、交联羧甲基纤维素钠 (CCNA)

CCNA 由天然植物纤维素衍生而来, 呈细小粉末状, 是目前国际公认的新型高效崩解剂, 用于胶囊剂、片剂和颗粒剂, 被收载于 2010 年版中国药典。

口崩片因服用方便、起效快、生物利用度高等优点在全球范围内受到认可, 而 CCNA 是口崩片、速崩片等新型固体制剂生产所必需的崩解材料, 其制得的片剂的崩解时限和释放效果不会随时间变化, 展现了良好的经时稳定性。2013 年前, 我国药企使用的 CCNA 几乎全部来自进口, 每吨含税价格在 14-20 万元, 价格昂贵, 且国内销售手续繁琐, 导致产品未能在国内大规模推广使用。

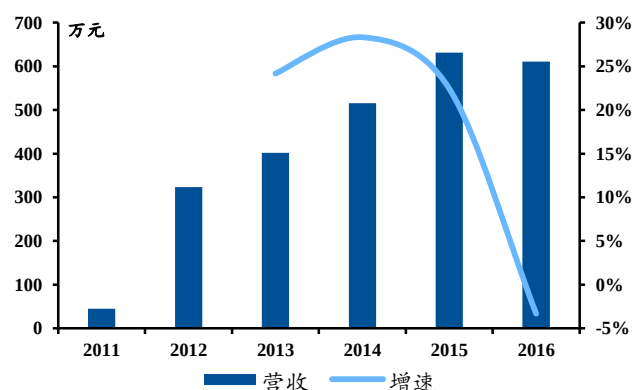
图 28：2008-2013 年我国 CCNA 进口量



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

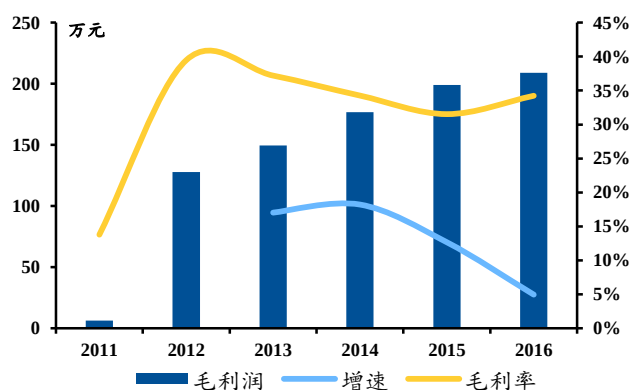
公司是国内首家建成 CCNA 中试生产线的辅料企业，目前产量全国第一，相比进口品种有明显价格优势。公司产品自 2011 年整体保持增长趋势，仅 2016 年略有下滑，但毛利润每年都保持增长。随着募投项目 300 吨 CCNA 项目的扩产和口崩片需求的提升，预计 CCNA 的销售将恢复较高增速。

图 29：公司 CCNA 历年营收



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：公司 CCNA 历年毛利润与毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、盈利预测与投资建议

公司作为国内固体制剂用辅料市场龙头，未来有望受益于产品量价齐升。销量方面，一致性评价提高行业集中度、且公司存量和增量客户均在一致性评价进度中处于前列，预计 2018 年下半年进入放量期；价格方面，短期关注产品涨价抵消原材料涨价影响，长期看好新型辅料对传统辅料替代和公司产品因质量对标国外和价格低廉带来的提价空间。

表 8：公司主营业务营收拆分预测（单位：百万元）

产品		2016	2017E	2018E	2019E
纤维素类	营收	126.78	144.21	173.73	233.25
	增速	12.28%	13.75%	20.47%	34.26%
	毛利率	35.73%	33.74%	36.45%	39.50%
淀粉类	营收	56.45	59.08	61.46	66.13
	增速	4.97%	4.65%	4.03%	7.61%
	毛利率	32.98%	29.40%	30.86%	32.82%
其他辅料	营收	94.79	111.19	135.69	178.08
	增速	12.00%	17.30%	22.03%	31.24%
	毛利率	32.45%	29.98%	30.99%	32.01%
其他业务	营收	8.38	9.22	10.14	11.15
	增速	10.38%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	25.59%	25.00%	27.00%	30.00%
曲阜天利	营收		17.25	37.95	41.74
	增速			120.00%	10.00%
	毛利率		33.27%	35.00%	35.50%
总计	营收	286.40	340.95	418.97	530.36
	增速	10.61%	19.05%	22.88%	26.59%
	毛利率	33.80%	31.50%	33.50%	35.64%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

预计 2017-2019 年公司归母净利润分别约为 0.48 亿、0.69 亿、1 亿，EPS 约为 0.52、0.75、1.07 元。

五、风险提示

原材料价格波动；一致性评价进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	286	341	419	530
营业成本	190	234	279	341
营业税金及附加	3	4	4	4
销售费用	23	28	33	41
管理费用	22	25	29	36
EBIT	49	51	74	108
财务费用	(2)	(1)	(0)	(1)
资产减值损失	0	1	0	0
投资收益	3	5	8	10
营业利润	54	56	82	119
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	57	60	85	122
所得税	8	9	12	18
净利润	49	52	73	105
归属于母公司净利润	49	48	69	100
EBITDA	61	63	87	121

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	117	20	50	137
应收账款及票据	56	67	83	104
预付款项	2	2	3	3
存货	24	23	27	34
其他流动资产	150	150	150	150
流动资产合计	349	261	312	427
长期股权投资	0	106	106	106
固定资产	125	140	148	148
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	164	313	341	343
资产合计	513	575	653	769
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	63	69	83	103
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	81	106	124	150
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	29	29	29	29
非流动负债合计	29	29	29	29
负债合计	110	135	153	179
股本	93	93	93	93
少数股东权益	0	3	7	12
股东权益合计	403	440	499	590
负债和股东权益合计	513	575	653	769

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	10.6%	19.0%	22.9%	26.6%
EBIT 增长率	8.7%	4.6%	44.7%	45.9%
净利润增长率	10.2%	-1.3%	43.6%	44.0%
盈利能力				
毛利率	33.8%	31.5%	33.5%	35.6%
净利润率	17.0%	14.1%	16.5%	18.8%
总资产收益率 ROA	9.5%	8.4%	10.6%	13.0%
净资产收益率 ROE	12.1%	11.0%	14.1%	17.2%
偿债能力				
流动比率	4.3	2.5	2.5	2.8
速动比率	4.0	2.3	2.3	2.6
现金比率	1.4	0.2	0.4	0.9
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	31.7	29.1	29.8	29.9
存货周转天数	37.0	35.5	35.6	35.8
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.5	0.7	1.1
每股净资产	4.3	4.7	5.3	6.2
每股经营现金流	0.6	0.6	0.8	1.1
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	49.8	50.9	35.4	24.6
PB	6.1	5.6	5.0	4.2
EV/EBITDA	38.5	38.8	27.7	19.1
股息收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	49	52	73	105
折旧和摊销	12	13	13	14
营运资金变动	(0)	(1)	(2)	(3)
经营活动现金流	55	54	73	102
资本开支	15	51	36	11
投资	(30)	(106)	0	0
投资活动现金流	(39)	(152)	(29)	(1)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(8)	0	(14)	(14)
现金净流量	8	(98)	30	87

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构图	3
图 3: 公司市场的全球分布	4
图 4: 公司近年营收情况	5
图 5: 2016 年公司营收按产品类别拆分	5
图 6: 公司纤维素及其衍生品销售及毛利润占比	5
图 7: 公司近年利润情况	6
图 8: 2016 年公司主要产品毛利润与毛利率	6
图 9: 公司历年毛利润率与销售管理费用率	6
图 10: 药用辅料分类 (部分)	7
图 11: 我国主流湿法制粒压片工艺对药用辅料的应用	8
图 12: 我国药辅行业发展历程	9
图 13: 我国与欧美药用辅料品种对比	9
图 14: 我国药用辅料生产企业分布	9
图 15: 我国制药工业历年营业总收入	10
图 16: 药用辅料在各版药典中的收录数量逐步递增	11
图 17: 美国辅料管理模式	12
图 18: 一致性评价流程	14
图 19: 加拿大凯利普漂白针叶浆 CFR 现货价	16
图 20: 华东地区硬脂酸 (800 型) 市场均价	16
图 21: 公司传统与新型辅料营收情况	17
图 22: 公司微晶纤维素历年营收	18
图 23: 公司微晶纤维素历年毛利润与毛利率	18
图 24: 公司硬脂酸镁历年营收	18
图 25: 公司硬脂酸镁历年毛利润与毛利率	18
图 26: 公司羧甲淀粉钠历年营收	19
图 27: 公司羧甲淀粉钠历年毛利润与毛利率	19
图 28: 2008-2013 年我国 CCNA 进口量	20
图 29: 公司 CCNA 历年营收	20
图 30: 公司 CCNA 历年毛利润与毛利率	20

表格目录

表 1: 公司部分药用辅料产品	4
表 2: 国内主要固体制剂同辅料公司	7
表 3: 部分药用辅料用途及代表品种	8
表 4: 药用辅料行业运行与支持相关政策	10
表 5: 欧美药用辅料监管方式汇总	12
表 6: 中美使用规模前十位的药用辅料	13
表 7: 已完成 BE 并被 CDE 受理的品种 (截止 12 月 17 日)	14
表 8: 公司主营业务营收拆分预测 (单位: 百万元)	21

分析师简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。