

业绩保持稳定增长，股权激励助力长期发展

投资要点

- **事件：**公司公布2019年报及2020年一季报。2019年实现营业收入4.6亿元，同比增长8.3%；实现归母净利润8437万元，同比增长20.3%；扣非后归母净利润为7442万元，同比增长22.6%。2020Q1实现营业收入1.25亿元，同比增长8.0%；归母净利润2385万元，同比增长22.6%；扣非后归母净利润2162万元，同比增长22.6%。
- **经营业绩稳健，盈利能力提高。**2019年，公司营收增长主要由于淀粉及衍生物类和无机盐类业务的拉动；归母净利润增速快于营业收入增速，主要由于纤维素及其衍生物类产品、淀粉及衍生物业务的毛利率提升，推动综合毛利率同比上升2.6pp。1) **分业务来看：**2019年，纤维素及其衍生物类产品收入2.0亿元，同比增长5.4%；毛利率37.0%，同比上升2.8pp。淀粉及衍生物类业务收入1.4亿元，同比增长9.7%；毛利率35.5%，同比上升2.9pp。无机盐类业务收入0.4亿元，同比增长8.9%。场地出租收入24万元，同比下降37.9%。2) **盈利水平方面：**2019年公司毛利率36.5%同比上升2.6pp，净利率19.4%，同比上升1.4pp。3) **经营性现金流方面：**2019年公司经营活动现金净流量为净额7947万元，同比增长6.3%，实现小幅增长。
- **直销为主，客户粘性强。**公司研发产品主要由公司销售部门直接销售给下游企业。公司在销售产品的同时通过技术服务，提供提供与客户制剂产品相匹配的辅料处方及技术解决方案；组织学术交流会、新产品推广会等活动，帮助客户实现产品价值。销售网络已初具规模并日趋成熟。前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例稳中有升，公司客户粘性较强。
- **回购股份用于员工激励。**公司首次发布回购计划，拟使用不低于人民币2500万元且不超过人民币5000万元的自有资金回购公司股份，用于员工持股计划和/或股权激励计划。该员工激励计划表明公司对未来发展前景的信心，有助于调动中高级管理人员、核心骨干人员积极性，吸引和留住优秀人才，利于公司长期发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.76元、0.94元和1.12元。考虑到公司为药用辅料领域领先企业，在行业集中度提升的背景下，未来将有广阔发展空间。我们给予公司2020年41倍PE，对应目标价31.16元，首次覆盖，给予“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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	464.07	604.79	745.64	897.47
增长率	8.29%	30.32%	23.29%	20.36%
归属母公司净利润(亿元)	84.37	106.24	130.36	155.81
增长率	20.34%	25.92%	22.71%	19.52%
每股收益EPS(元)	0.61	0.76	0.94	1.12
净资产收益率ROE	15.11%	16.43%	17.22%	17.54%
PE	42	33	27	23
PB	6.72	5.77	4.90	4.15

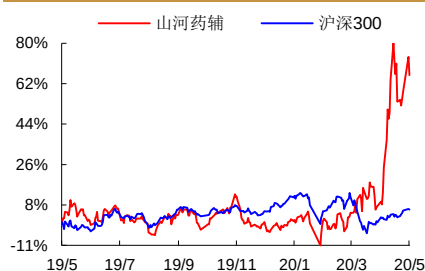
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513110001
 电话：021-58351962
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxu@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)	1.39
流通A股(亿股)	1.10
52周内股价区间(元)	13.68-27.59
总市值(亿元)	35.36
总资产(亿元)	8.35
每股净资产(元)	3.95

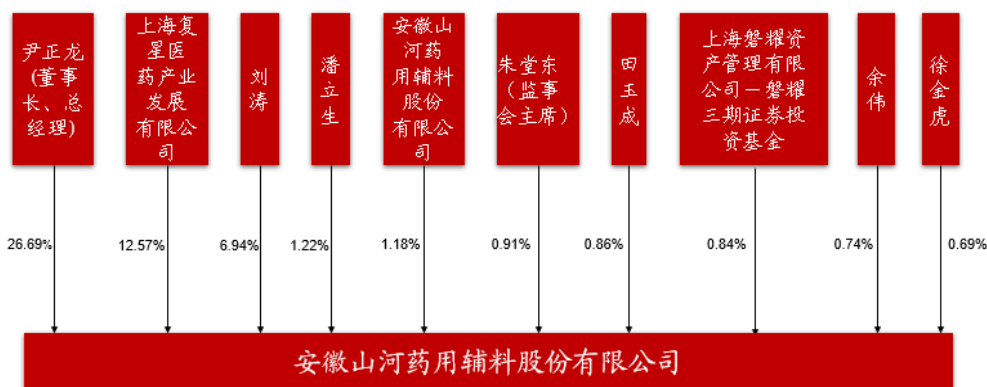
相关研究

1 山河药辅：专注药用辅料领域

安徽山河药用辅料股份有限公司成立于 2001 年 4 月，于 2009 年整体变更为股份有限公司，2015 年创业板上市。公司专注于药用辅料的研发、生产和销售，是专业的药用辅料生产企业。公司主要产品包括填充剂、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。

公司控制股东、实际控制人和最终控制人为尹正龙先生，持股 26.69%。尹正龙先生于 2001 年至今，任公司辅董事长兼总经理；同时担任合肥山河执行董事、曲阜天利董事。长期任职于药用辅料行业，具有丰富的经营管理经验。

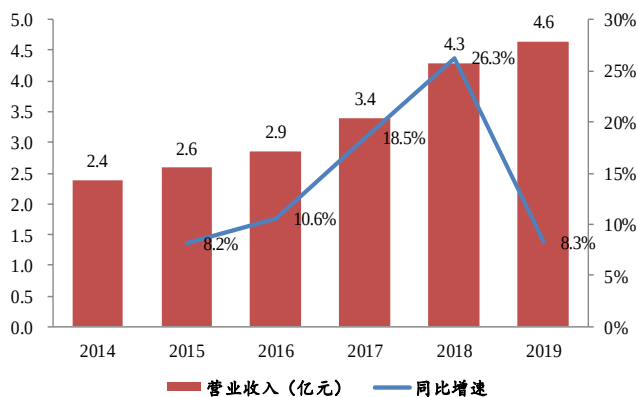
图 1：公司股权结构情况（截至 2019 年末）



数据来源：公司公告，西南证券整理

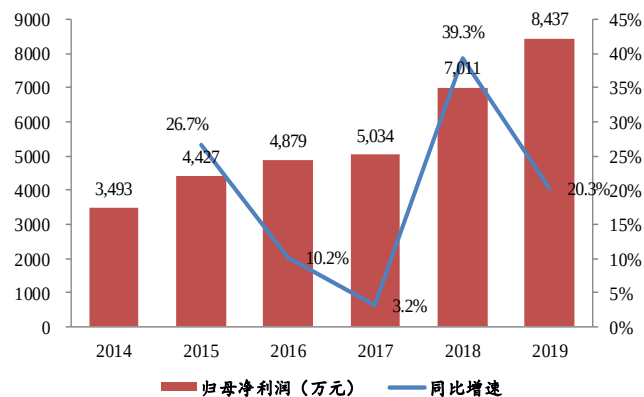
营收与净利润增速有所放缓。2014 年起，公司营业收入保持稳健增长。2019 全年实现营业收入 4.6 亿元（同比+8.3%），增速有所回落，与纤维素及其衍生物类产品、淀粉及衍生物类及无机盐类产品收入增长均有所放缓有关。2019 全年实现归母净利润 8437 万元（同比+20.3%）。归母净利润增速高于营业收入，与部分产品价格变动，毛利率较同期有所提升有关。

图 2：2014-2019 公司营业总收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

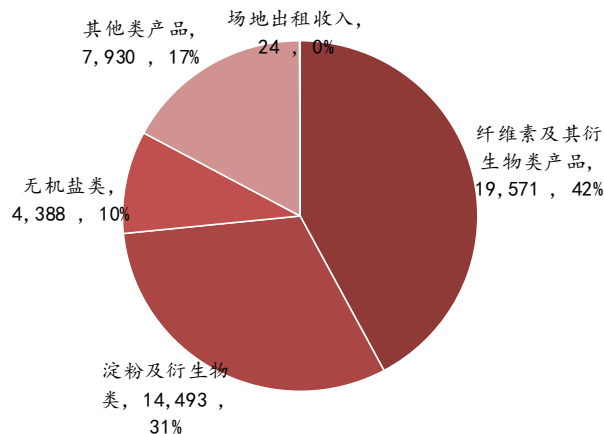
图 3：2014-2019 公司归母净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

纤维素及其衍生物类产品和淀粉及衍生物类为主要业务。2019 年，公司收入主要来自纤维素及其衍生物类产品，占比 42%；淀粉及衍生物类贡献收入的 31%，这两项业务占据营业收入的绝大部分。在制药企业将成本向原辅料转递的背景下，公司面临我国药用辅料行业难得的机遇，未来发展空间广阔。

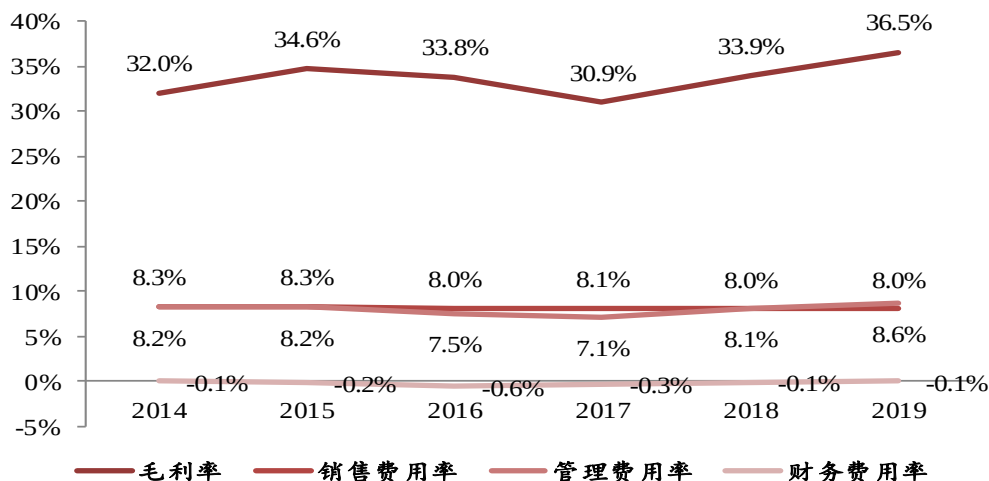
图 4：2014-2019 公司各项产品收入情况（单位：万元）



数据来源：wind，西南证券整理

毛利率水平加快提升。2019 综合毛利率 36.5% (+2.6pp)，持续上升。纤维素及其衍生物类产品毛利率 37.0% (+2.8pp)，淀粉及衍生物类毛利率 35.5% (+2.9pp)，拉动综合毛利率提高。2019 销售费用率 8.0%，保持平稳；管理费用率 8.6% (+0.5pp)，与职工薪酬、研发投入增长快于营业收入相关；财务费用率-0.1%，保持平稳。

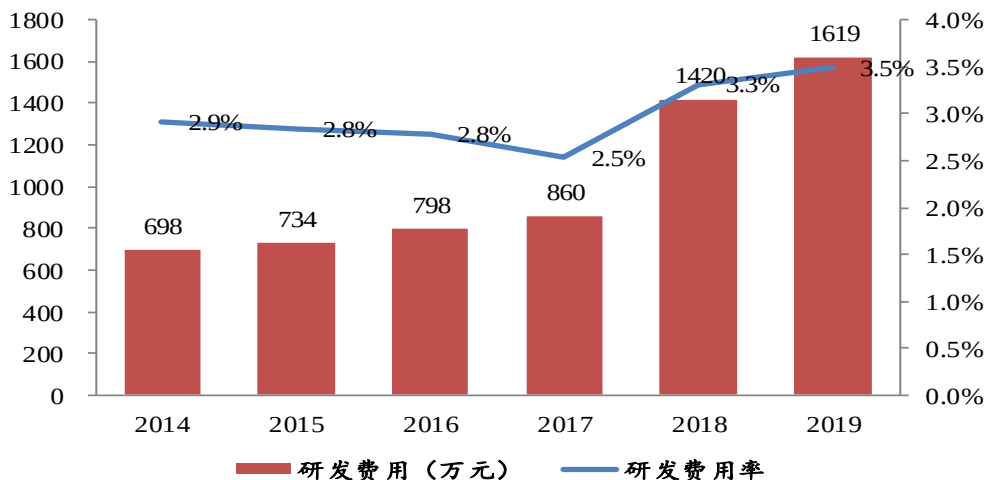
图 5：2014-2019 公司毛利率和三费变动情况



数据来源：wind，西南证券整理

公司持续加大研发投入。2014-2019 年间，公司研发费用及研发费用率持续增长。2019 年，研发费用 1619 万元 (同比+23.0%)，研发费用率 3.5% (同比+0.2pp)。公司针对产能、工艺、成本和客户需求等方面先后开展了 19 项课题研究，其中 12 项已结题。二期微晶纤维素项目顺利投产，子公司曲阜天利新厂区项目建设顺利完成。产品质量得到很大提升，未来将有更广阔发展空间。

图 6：2014-2019 公司研发支出及研发费用率变动情况



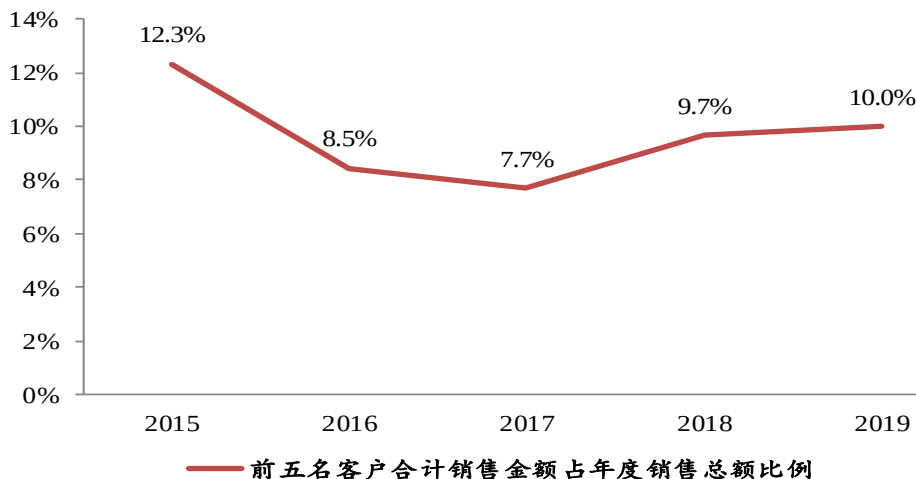
数据来源：wind，西南证券整理

2 直销为主，客户粘性强

直接销售为主，客户忠诚度较高。公司产品主要由公司销售部门直接销售给下游企业。公司在销售产品的同时通过技术服务，提供与客户制剂产品相匹配的辅料处方及技术解决方案；组织学术交流会、新产品推广会等活动，帮助客户实现产品价值。前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例稳中有升，公司客户粘性较强。

拓展公司产品销售领域，提升产品市场份额。公司采取差异化营销模式，满足不同客户需求。市场开发工作以高端客户为中心，积极探索国际市场销售，具备竞争优势。

图 7：2015-2019 公司前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例



数据来源：wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

核心假设：

1) 纤维素及其衍生物类产品为公司核心业务。2019 年，公司“羟丙甲纤维素”产品获得多项认证与奖项。预计 2020-2022 年纤维素及其衍生物类产品规模将获得较大增长，增速分别为 35%、25%和 22%；预计毛利率保持 40%，相较 2019 年有所上升。

2) 预计 2020-2022 年淀粉及衍生物类业务规模增速分别为 33%、25%和 20%；预计 2020-2022 年毛利率分别为 37%、37%、37%，相较 2019 年有所上升。

3) 公司无机盐类产品获得多项荣誉，该业务较为成熟。预计 2020-2022 年无机盐类业务规模增速分别为 20%、18%和 15%；预计 2020-2022 年毛利率分别为 40%、40%、40%，保持稳定。

4) 预计 2020-2022 年多组学大数据服务业务规模增速分别为 20%、18%和 15%；预计 2020-2022 年毛利率分别为 34%、34%、34%，保持稳定。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	464.1	604.8	745.6	897.5
	增速	8.3%	30.3%	23.3%	20.4%
	毛利率	36.5%	38.1%	38.1%	38.2%
纤维素及其衍生物类产品	收入	195.71	264.2	330.3	402.9
	增速	5.4%	35.0%	25.0%	22.0%
	毛利率	37.0%	40.0%	40.0%	40.0%
淀粉及衍生物类	收入	144.93	192.8	240.9	294.0
	增速	9.7%	33.0%	25.0%	22.0%
	毛利率	35.5%	37.0%	37.0%	37.0%
无机盐类	收入	43.88	52.7	62.1	71.5
	增速	8.9%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率		40.0%	40.0%	40.0%
其他类产品	收入	79.30	95.2	112.3	129.1
	增速	13.0%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	33.9%	34.0%	34.0%	34.0%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 6.0 亿元、7.5 亿元和 9.0 亿元，归母净利润分别为 1.1 亿元、1.3 亿元和 1.6 亿元，估算 2020-2022 年 EPS 分别为 0.76 元、0.94 元和 1.12 元。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300174	元力股份	17.05	0.57	0.84	1.22	29.77	20.34	14.00

数据来源：Wind（预测时间为 2020 年 5 月 7 日），西南证券整理

参考可比公司 2020-2022 年的 PE 为 30 倍、20 倍、14 倍，考虑到公司作为药用辅料行业领先企业，在新型药用辅料的研究开发已被列入国家重点支持的高新技术领域、当前优先发展的高技术产业化重点领域和产业结构调整鼓励类目录的背景下，公司将更加发挥行业领先地位的优势，获得进一步增长。我们给予公司 2020 年 41 倍 PE，对应目标价 31.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

- 1) 原材料价格波动风险；
- 2) 规模扩张引发的管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	464.07	604.79	745.64	897.47	净利润	90.17	113.54	139.33	166.53
营业成本	294.52	374.36	461.35	555.05	折旧与摊销	0.57	20.15	23.53	25.10
营业税金及附加	4.47	6.10	7.36	8.89	财务费用	-0.31	0.12	-0.21	-0.54
销售费用	37.17	48.48	59.72	71.91	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	23.74	48.38	59.65	71.80	经营营运资本变动	123.65	0.22	-2.38	-1.22
财务费用	-0.31	0.12	-0.21	-0.54	其他	-134.60	-5.12	-3.25	-6.03
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	79.47	128.92	157.01	183.85
投资收益	4.67	5.10	5.22	5.00	资本支出	-84.91	-80.00	-70.00	0.00
公允价值变动损益	0.05	0.02	0.03	0.03	其他	54.23	5.12	5.25	5.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-30.68	-74.88	-64.75	5.03
营业利润	103.69	132.46	163.02	195.39	短期借款	11.08	-11.08	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.45	1.12	0.90	0.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	103.24	133.58	163.92	195.91	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	13.07	20.04	24.59	29.39	支付股利	0.00	-16.87	-21.25	-26.07
净利润	90.17	113.54	139.33	166.53	其他	-50.95	-2.28	0.21	0.54
少数股东损益	5.80	7.31	8.96	10.71	筹资活动现金流净额	-39.87	-30.24	-21.03	-25.54
归属母公司股东净利润	84.37	106.24	130.36	155.81	现金流量净额	8.92	23.81	71.23	163.34
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	99.07	122.87	194.10	357.43	成长能力				
应收和预付款项	74.14	100.30	122.13	147.15	销售收入增长率	8.29%	30.32%	23.29%	20.36%
存货	46.54	59.16	70.91	86.71	营业利润增长率	17.35%	27.74%	23.07%	19.86%
其他流动资产	161.15	148.85	163.62	179.55	净利润增长率	16.81%	25.92%	22.71%	19.52%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.03%	46.93%	22.00%	18.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	341.30	404.67	454.66	433.07	毛利率	36.53%	38.10%	38.13%	38.15%
无形资产和开发支出	82.29	78.77	75.25	71.73	三费率	13.06%	16.04%	15.98%	15.95%
其他非流动资产	5.68	5.68	5.68	5.68	净利率	19.43%	18.77%	18.69%	18.56%
资产总计	810.17	920.29	1086.34	1281.33	ROE	15.11%	16.43%	17.22%	17.54%
短期借款	11.08	0.00	0.00	0.00	ROA	11.13%	12.34%	12.83%	13.00%
应付和预收款项	162.64	186.47	231.31	282.48	ROIC	18.71%	22.50%	24.36%	27.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.40%	25.25%	24.99%	24.51%
其他负债	39.87	42.74	45.87	49.23	营运能力				
负债合计	213.59	229.22	277.18	331.71	总资产周转率	0.61	0.70	0.74	0.76
股本	139.20	139.20	139.20	139.20	固定资产周转率	2.02	1.67	1.78	2.08
资本公积	66.50	66.50	66.50	66.50	应收账款周转率	11.57	12.51	12.10	12.04
留存收益	343.01	432.38	541.49	671.23	存货周转率	7.10	7.08	6.99	6.91
归属母公司股东权益	525.78	612.98	722.09	851.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.85%	—	—	—
少数股东权益	70.80	78.10	87.07	97.78	资本结构				
股东权益合计	596.57	691.08	809.16	949.61	资产负债率	26.36%	24.91%	25.52%	25.89%
负债和股东权益合计	810.17	920.29	1086.34	1281.33	带息债务/总负债	5.19%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.07	2.16	2.22	2.55
					速动比率	1.81	1.86	1.94	2.26
					股利支付率	0.00%	15.88%	16.30%	16.73%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	103.95	152.73	186.33	219.96	每股收益	0.61	0.76	0.94	1.12
PE	41.91	33.28	27.12	22.69	每股净资产	3.78	4.40	5.19	6.12
PB	6.72	5.77	4.90	4.15	每股经营现金	0.57	0.93	1.13	1.32
PS	7.62	5.85	4.74	3.94	每股股利	0.00	0.12	0.15	0.19
EV/EBITDA	32.29	21.75	17.44	14.04					
股息率	0.00%	0.48%	0.60%	0.74%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn