

信义山证汇通天下

证券研究报告

化学原料药

山河药辅 (300452.SZ)

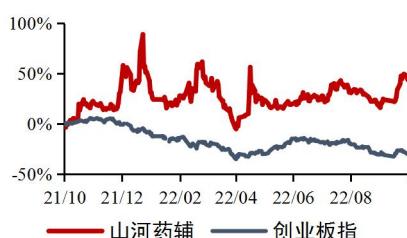
买入-B(首次)

进口替代加速推升业绩增速，三季报超预期

2022年10月26日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

- 公司发布2022年三季报，前三季度实现营业收入52519.0万元，同比+17.7%，实现归母净利润9462.8万元，同比+30.5%，实现扣非归母净利润8464.4万元，同比+32.3%。研发费用率4.6%，同比增加0.9个百分点。实现EPS0.40元。
- 第三季度，公司实现营业收入16521.5万元、归母净利润2846.9万元、扣非归母净利润2534.8万元，同比分别增长17.4%、47.7%、60.9%。

事件点评

- **单季度增长明显，净利率提升2个百分点。**分季度业绩看，前1~3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%)，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%)。单季度收入、利润增速加快。公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为3.2%、3.7%、4.6%，比上年同期分别-0.03pp、-1.14pp和+0.91pp。公司收现比83.9%，比去年同期略升，既往收现比整体保持基本稳定。销售毛利率29.4%，比上年同期增加0.5pp，销售净利率17.8%，同比增加2个百分点。

- **进口替代加速，国内头部制剂客户订单增长。**由于进口供应链的供应周期较长、不稳定性增加和集采导致的成本敏感度提升，国内药辅领域进口替代趋势明显。2021年公司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。今年上半年进口替代销售额超过1500万，占上半年销售增加的1/3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。

- **公司产品销售结构变化明显，高品质MCC销售紧俏。**公司主要品种为纤维素系列和淀粉系列，纤维素系列的销售占比逐年提升，2022H1销售占比49.5%，同比增加3.6个百分点，毛利率35.0%，同比略有下降。其中，纤维素系列中的微晶纤维素MCC毛利率36.2%，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，HPMC和MCC的供货周期有望缩短。

此外，公司不断扩充品种数量，公司注射级辅料的开发策略是以特色品种和主业关联品种为主，第一个注射级辅料品种龙胆酸已经登记成功。原材料方面，纤维素类产品的原材料主要是进口的阔叶木浆，目前价格

分析师：

魏贊

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明





在历史高位区间振荡，淀粉类原料价格有所回落。2021Q4 公司对部分产品进行了小幅提价，成本压力有所释放。

投资建议

➤ 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.5、0.6、0.8 元，对公司 10 月 24 日收盘价 15.28 元，PE 分别为 25.6、20.8、16.9 倍。我们看好公司未来一段时间的发展，给予“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，新产品推广不及预期的风险，产品质量的风险，商誉减值的风险，汇率波动的风险，原材料价格上涨的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	531	617	722	858	1,021
YoY(%)	14.5	16.1	17.1	18.7	19.1
净利润(百万元)	94	89	121	148	183
YoY(%)	11.3	-5.0	35.3	22.8	23.1
毛利率(%)	31.0	28.9	30.8	31.2	31.6
EPS(摊薄/元)	0.40	0.38	0.51	0.63	0.78
ROE(%)	14.3	12.1	15.5	16.0	16.5
P/E(倍)	32.9	34.6	25.6	20.8	16.9
P/B(倍)	5.3	4.8	4.4	3.6	3.0
净利率(%)	17.7	14.5	16.7	17.3	17.9

数据来源：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)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	491	553	739	906	1206	营业收入	531	617	722	858	1021
现金	109	141	263	401	657	营业成本	367	439	500	590	698
应收票据及应收账款	85	93	129	126	183	营业税金及附加	5	6	7	9	10
预付账款	10	12	13	17	19	营业费用	21	21	25	29	34
存货	49	78	67	104	98	管理费用	23	31	31	36	41
其他流动资产	238	229	268	259	249	研发费用	18	27	33	39	46
非流动资产	410	410	399	375	346	财务费用	1	1	0	-1	-3
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-6	0	0	0
固定资产	315	299	278	256	228	公允价值变动收益	1	2	1	1	1
无形资产	36	54	59	62	66	投资净收益	3	6	5	5	5
其他非流动资产	58	57	62	57	52	营业利润	109	100	137	168	207
资产总计	901	963	1138	1282	1552	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	218	223	290	281	371	营业外支出	2	3	0	0	0
短期借款	40	31	31	32	32	利润总额	107	97	137	168	207
应付票据及应付账款	122	132	195	181	261	所得税	14	11	17	21	26
其他流动负债	55	60	64	68	79	税后利润	94	86	120	147	181
非流动负债	28	33	23	28	28	少数股东损益	-0	-4	-1	-1	-2
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	94	89	121	148	183
其他非流动负债	28	33	23	28	28	EBITDA	140	131	168	198	234
负债合计	246	257	313	310	399						
少数股东权益	70	66	65	63	61						
股本	180	180	235	235	235						
资本公积	62	66	66	66	66						
留存收益	361	405	461	528	609						
归属母公司股东权益	585	640	761	909	1092						
负债和股东权益	901	963	1138	1282	1552						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	86	104	153	134	252						
净利润	94	86	120	147	181						
折旧摊销	32	35	32	33	33						
财务费用	1	1	0	-1	-3						
投资损失	-3	-6	-5	-5	-5						
营运资金变动	-39	-20	2	-39	47						
其他经营现金流	1	9	4	0	-1						
投资活动现金流	-87	-20	-22	-3	2						
筹资活动现金流	9	-55	-10	7	2						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.38	0.51	0.63	0.78	P/E	32.9	34.6	25.6	20.8	16.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.44	0.65	0.57	1.07	P/B	5.3	4.8	4.4	3.6	3.0
每股净资产(最新摊薄)	2.50	2.73	3.01	3.65	4.42	EV/EBITDA	20.9	22.0	16.4	13.2	10.1

数据来源：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。本报告清晰准确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形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

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

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

