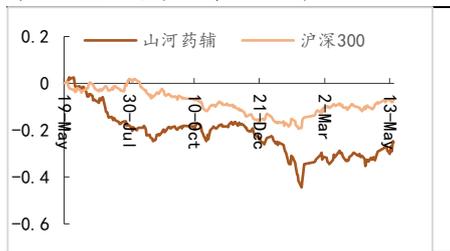


评级： 买入

核心观点

王斌
首席分析师
SAC 执业编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	13.84
一年内最高/最低价 (元)	19.47/9.92
市盈率 (当前)	20.03
市净率 (当前)	3.78
总股本 (亿股)	2.34
总市值 (亿元)	32.45

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 山河药辅 (300452.SZ): 业绩符合预期, 产能释放和进口替代有望驱动业绩持续增长
- 山河药辅 (300452.SZ): 业绩符合预期, 产能释放和进口替代有望驱动业绩持续增长
- 山河药辅 (300452.SZ): 药用辅料进口替代加速, 行业龙头有望进入业绩快速增长期

- **事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营业收入为 8.39 亿元 (+19.12%), 归母净利润为 1.62 亿元 (+23.58%), 扣非归母净利润为 1.38 亿元 (+14.94%)。2024 年 1 季度, 公司实现营业收入 2.38 亿元 (-4.05%), 归母净利润为 4982 万元 (+0.86%), 扣非归母净利润为 4224 万元 (-7.56%)。
- **重点品种平稳增长, 产能释放持续推进。** 分产品来看, 2023 年纤维素及其衍生物类产品收入为 3.88 亿元 (+18.02%), 预计微晶纤维素和羟丙甲纤维素两大重点品种保持平稳增长, 随着进口替代的推进以及植物胶囊需求复苏, 我们预计 2024 年该类产品仍有望保持平稳增长。淀粉及衍生物类收入为 2.02 亿元 (+14.06%), 预计受益于疫情相关药品需求实现较快增长, 我们认为 2024 年该品种在高基数基础上保持稳定增长。其他类产品收入为 1.77 亿元 (+35.84%), 预计主要是受益于聚维酮 K30、交联聚维酮等品种放量贡献。新型药用辅料生产基地一期项目于 2023 年 10 月份获准试生产; 新产能达产后, 公司微晶纤维素、羟丙甲纤维素、交联聚维酮和交联羧甲纤维素钠等品种产能将显著增加, 将成为未来 2-3 年驱动公司业绩增长的重要动力。2024 年 1 季度公司业绩有所波动, 我们认为主要是由于 2023 年同期下游客户采购需求集中释放, 业绩基数较高所致, 预计 2024 年全年业绩仍有望保持平稳增长。
- **进口替代趋势延续, 新品种梯队日益丰富。** 2023 年公司深挖客户需求, 对标进口产品, 进一步开拓中高端市场, 全年顺利完成了多家重要客户的产品进口替代工作, 2023 年公司国内销售收入为 7.39 亿元 (+21.09%), 我们预计进口替代对内销增长有较大贡献, 未来随着下游制剂企业的降本增效, 预计辅料进口替代仍有较大空间。2023 年公司新增醋酸纤维素、淀粉丸芯等 5 个新产品, 后续随着关联制剂品种放量, 有望成为新的业绩增长点。
- **盈利预测和估值。** 我们预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 9.77 亿元、11.24 亿元和 12.81 亿元, 同比增速分别为 16.5%、15.0%和 13.9%; 归母净利润分别为 1.89 亿元、2.28 亿元和 2.73 亿元, 同比增速分别为 17.1%、20.5%和 19.8%, 以 5 月 17 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 17.2 倍、14.2 倍和 11.9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动影响产品毛利率; 募投项目产品需求下滑导致收益不及预期。募投项目投产进度低于预期, 导致业绩增长不及预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	8.39	9.77	11.24	12.81
营收增速(%)	19.1%	16.5%	15.0%	13.9%
归母净利润(亿元)	1.62	1.89	2.28	2.73
归母净利润增速(%)	23.6%	17.1%	20.5%	19.8%
EPS(元/股)	0.69	0.81	0.97	1.16
PE	20.1	17.2	14.2	11.9

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	939	1,476	1,800	2,221	经营活动现金流	132	372	284	333
现金	174	613	849	1,181	净利润	162	189	228	273
应收账款	82	95	103	111	折旧摊销	39	50	53	50
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	4	10	12	12
预付账款	8	8	8	8	投资损失	-11	-17	-18	-19
存货	94	128	145	164	营运资金变动	-75	134	-1	6
其他	544	588	644	699	其它	10	4	8	9
非流动资产	604	576	543	512	投资活动现金流	-333	-58	-150	-150
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-105	-20	-20	-20
固定资产	417	453	424	399	长期投资	0	0	0	0
无形资产	52	47	42	38	其他	86	-228	-38	-130
其他	49	50	51	49	筹资活动现金流	228	125	102	149
资产总计	1,543	2,052	2,343	2,733	短期借款	258	0	0	0
流动负债	274	324	371	426	长期借款	0	0	0	0
短期借款	10	10	10	10	其他	30	201	185	251
应付账款	105	131	163	200	现金净增加额	27	439	236	332
其他	2	2	2	2	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债	334	337	343	349	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入	19.1%	16.5%	15.0%	13.9%
其他	46	49	55	61	营业利润	36.1%	19.0%	19.7%	19.1%
负债合计	608	661	714	775	归属母公司净利润	23.6%	17.1%	20.5%	19.8%
少数股东权益	69	71	73	76	获利能力				
归属母公司股东权益	866	1,320	1,556	1,882	毛利率	31.7%	33.1%	34.0%	34.9%
负债和股东权益	1,543	2,052	2,343	2,733	净利率	19.6%	19.5%	20.5%	21.5%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	17.3%	13.6%	14.0%	13.9%
营业收入	839	977	1,124	1,281	ROIC	20.9%	19.8%	20.3%	19.8%
营业成本	573	654	742	834	偿债能力				
营业税金及附加	6	10	11	13	资产负债率	39.4%	32.2%	30.5%	28.3%
营业费用	29	30	34	37	净负债比率	36.8%	25.0%	21.7%	18.3%
研发费用	42	47	53	59	流动比率	3.4	4.6	4.9	5.2
管理费用	32	35	38	42	速动比率	3.1	4.2	4.5	4.8
财务费用	3	10	12	12	营运能力				
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
公允价值变动收益	9	5	5	5	应收账款周转率	12.5	11.1	11.4	12.0
投资净收益	11	12	13	14	应付账款周转率	5.4	5.5	5.0	4.6
营业利润	185	221	264	315	每股指标(元)				
营业外收入	1	0	1	0	每股收益	0.7	0.8	1.0	1.2
营业外支出	0	9	9	9	每股经营现金	0.6	1.6	1.2	1.4
利润总额	186	212	256	306	每股净资产	3.7	5.6	6.6	8.0
所得税	21	21	26	30	估值比率				
净利润	165	191	230	276	P/E	20.09	17.15	14.24	11.89
少数股东损益	3	2	2	3	P/B	3.75	2.46	2.09	1.72
归属母公司净利润	162	189	228	273					
EBITDA	228	272	321	368					
EPS (元)	0.69	0.81	0.97	1.16					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现