

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山河药辅(300452)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

相关研究

药辅龙头受益于行业集中度提升, 新
产能爬坡助增长

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B
座

邮编: 100031

业绩稳健增长, 海外业务及纤维素核心品类表现亮眼

2026年05月05日

事件: 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报, 2025 年营收 9.43 亿元 (yoy +6.82%), 归母净利润 1.77 亿元 (yoy+47.84%), 扣非归母净利润 1.59 亿元 (yoy+57.31%), 经营活动产生的现金流量净额 1.92 亿元 (yoy+62.25%)。2026Q1 营收 2.61 亿元 (yoy+5.45%), 归母净利润 0.47 亿元 (yoy-0.25%), 扣非归母净利润 0.46 亿 (yoy+2.02%)。

点评:

- **2025 年业绩稳健增长, 海外业务与核心品类表现亮眼。** 2025 年净利润大幅增长主要系 2024 年同期计提大额商誉减值损失导致基数较低。分产品看, 核心产品纤维素及其衍生物类实现收入 5.33 亿元 (yoy +12.52%), 保持稳健增长态势。分区域看, 海外业务成为重要增长引擎, 实现收入 1.84 亿元, 同比大幅增长 30.42%, 收入占比提升至 19.54%, 国际化战略成效显著。
- **研发创新持续推进, 国际化认证构筑质量壁垒及拓展出海前景。** 2025 年公司研发投入 4227 万元, 占营收比重达 4.48%。公司持续丰富产品管线, 新增甘露醇丸芯、酒石酸丸芯、聚氯乙烯三种产品, 目前已有 53 种产品获得 CDE 登记号。公司积极推进产品国际化认证, 目前已有 15 个产品获得美国 DMF 备案, 11 个品种获得欧盟 EXCIPACT 认证。2025 年公司首次接受并通过美国 FDA 的现场检查, 是公司产品质量体系获得国际权威认可的重要里程碑, 为海外市场拓展奠定坚实基础。
- **新项目建设有序推进, 高端产能布局保障长期成长。** 公司募投项目“新型药用辅料系列生产基地一期项目”产能利用率创新高, 有效满足市场需求。公司着眼未来高端辅料市场, 积极布局新产能。其中, “合肥研发中心及生产基地”项目已于 2025 年一季度开工, 计划 2026 年底建成, 将成为公司高端辅料创新研发和产业化的重要载体。此外, 公司于 2025 年末签订“高端辅料智造基地项目”投资协议, 一期项目固定资产投资 3 亿元, 公司预计 2026 年下半年开工建设, 为公司长期发展提供充足的产能保障。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 10.32、11.47、12.77 亿元, 同比增速分别为 9.4%、11.2%、11.4%, 实现归母净利润为 1.93、2.18、2.45 亿元, 同比分别增长 9.5%、12.8%、12.3%, 对应 PE 分别为 17、15、14 倍。
- **风险因素:** 主要原材料价格波动风险; 行业竞争加剧风险; 新项目建设进度不及预期风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	883	943	1,032	1,147	1,277
增长率 YoY %	5.2%	6.8%	9.4%	11.2%	11.4%
归属母公司净利润 (百万元)	119	177	193	218	245
增长率 YoY%	-26.1%	47.8%	9.5%	12.8%	12.3%
毛利率%	31.0%	31.8%	31.8%	31.8%	31.7%
净资产收益率ROE%	13.2%	17.5%	17.2%	17.4%	17.5%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.75	0.82	0.93	1.04
市盈率 P/E(倍)	27.70	18.74	17.10	15.16	13.50
市净率 P/B(倍)	3.66	3.29	2.95	2.64	2.36

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	1,022	1,152	1,278	1,442	1,632	
货币资金	193	299	399	513	653	
应收票据	45	40	47	52	58	
应收账款	106	129	129	147	164	
预付账款	11	10	11	13	14	
存货	89	92	104	114	127	
其他	578	581	587	603	617	
非流动资产	538	561	561	554	544	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	465	439	423	407	392	
无形资产	51	55	53	52	50	
其他	22	67	85	96	101	
资产总计	1,560	1,713	1,839	1,996	2,176	
流动负债	233	278	290	317	350	
短期借款	6	6	5	4	3	
应付票据	109	127	134	149	167	
应付账款	77	93	102	111	125	
其他	41	53	49	53	56	
非流动负债	351	361	359	359	359	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	351	361	359	359	359	
负债合计	584	639	649	676	710	
少数股东权益	70	67	66	65	63	
归属母公司股东权	905	1,007	1,123	1,255	1,403	
负债和股东权益	1,560	1,713	1,839	1,996	2,176	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	883	943	1,032	1,147	1,277	
同比(%)	5.2%	6.8%	9.4%	11.2%	11.4%	
归属母公司净利润	119	177	193	218	245	
同比(%)	-26.1%	47.8%	9.5%	12.8%	12.3%	
毛利率(%)	31.0%	31.8%	31.8%	31.8%	31.7%	
ROE%	13.2%	17.5%	17.2%	17.4%	17.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.75	0.82	0.93	1.04	
P/E	27.70	18.74	17.10	15.16	13.50	
P/B	3.66	3.29	2.95	2.64	2.36	
EV/EBITDA	12.96	12.69	11.19	9.78	8.47	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	883	943	1,032	1,147	1,277	
营业成本	609	643	704	782	872	
营业税金及附加	9	10	10	12	13	
销售费用	29	31	34	38	42	
管理费用	35	38	41	46	51	
研发费用	41	42	48	53	58	
财务费用	10	13	2	-1	-4	
减值损失合计	-39	0	0	0	0	
投资净收益	19	13	17	19	21	
其他	14	20	17	19	21	
营业利润	143	199	227	256	286	
营业外收支	-1	0	0	-1	0	
利润总额	142	199	227	255	286	
所得税	22	26	34	38	43	
净利润	121	173	193	217	243	
少数股东损益	1	-3	-1	-1	-2	
归属母公司净利	119	177	193	218	245	
EBITDA	228	248	288	318	350	
EPS(当年)(元)	0.51	0.75	0.82	0.93	1.04	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	118	192	238	257	293	
净利润	121	173	193	217	243	
折旧摊销	51	54	59	64	69	
财务费用	11	14	11	11	11	
投资损失	-19	-13	-17	-19	-21	
营运资金变动	-94	-25	-8	-17	-10	
其它	50	-11	0	1	2	
投资活动现金流	-15	-27	-48	-45	-45	
资本支出	-27	-40	-59	-58	-59	
长期投资	-7	0	-5	-6	-6	
其他	19	13	16	19	21	
筹资活动现金流	-85	-69	-89	-98	-109	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-4	-1	-1	-1	-1	
支付利息或股息	-59	-71	-87	-97	-108	
现金流净增加额	19	95	100	113	140	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作 13 年。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 4 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1 年医药行业研究经历，2025 年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。