



Research and
Development Center

药辅龙头受益于行业集中度提升，新产能爬坡助增长

—山河药辅(300452)公司深度报告

2024年04月01日

唐爱金 医药行业首席分析师

S1500523080002

tangaijin@cindasc.com

证券研究报告

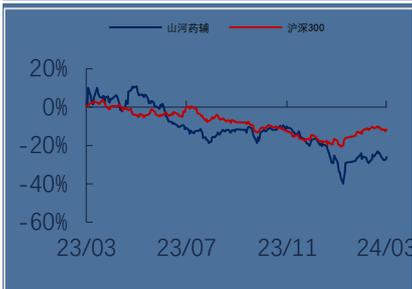
公司研究

公司深度报告

山河药辅 (300452)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	12.68
52 周内股价波动区间 (元)	19.01-10.30
最近一月涨跌幅 (%)	1.44
总股本 (亿股)	2.34
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	29.73

资料来源：聚源，信达证券研发中心

药辅龙头受益于行业集中度提升，新产能爬坡助增长

2024 年 04 月 01 日

本期内容提要：

◆**药用辅料行业超千亿规模，仿制药一致性评价及共同审评政策促进行业集中度提升，龙头企业受益：**人口老龄化背景下，药物需求量刚性增长，根据药智咨询整理数据，国内药用辅料市场规模从 2016 年的 469 亿元增长到 2021 年的 846 亿元，预期 2025 年达到 1406 亿元，4 年复合增长率为 13.5%，占比药品市场总规模的 6.15%。高质量高端固体口服制剂药辅可压性、粘性更优，有望逐步替代低端淀粉类药辅；下游仿制药一致性评价，并要求制剂申报时辅料共同审评政策，促进行业集中度提升，国产龙头药辅凭借产品品类数量、工艺壁垒、产品质量、规模优势深度绑定下游制剂客户，有望受益于行业集中度提升，实现强者恒强。

◆**山河药辅技术品种及规模成本优势突出，9000 吨新产能助增长：**①公司有 39 种产品获得 CDE 的药用辅料登记号，其中优势领域纤维素类产品登记注册 21 个，远领先于国内同行；②公司已通过共同审评的纤维素类产品羟丙甲纤维素、低取代羟丙纤维素、羧甲纤维素钠、交联羧甲纤维素钠等，能够满足药企的大部分需求；③羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯、羧甲纤维素钙、醋酸羟丙甲纤维素琥珀酸酯以及乳糖粉状纤维素共处理物等高端产品具备领先优势。④根据 PHEXMALL 药用辅料网上采购平台的数据，进口纤维素类产品价格显著高于国产厂家同类产品的价格，山河药辅的纤维素类产品比国内同行性价比突出。⑤公司参与了国家的《药用辅料生产质量管理规范》的起草和定稿及药用辅料质量标准的修订工作，持续加码研发开拓新品，并于 2022 年开发收款注射用辅料龙胆酸；⑥规模成本优势下，公司毛利率及 ROE 优于同行，合同负债高速增长说明订单饱满；⑦新厂区 9000 吨产能投产后拉动公司产能有望超 2 万吨，产能爬坡提升产能利用率助力业绩增长。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.65 亿、1.90 亿和 2.29 亿；对应 2024-2025 年的 PE 分别为 16 倍、13 倍，鉴于公司纤维素类产品为国内领先水平，受益于行业集中度提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**原材料价格波动风险、出海业务因航运或者海运成本增加风险导致盈利能力波动风险、纤维素类药辅市场竞争加剧影响盈利能力风险、新投产产能爬坡不及预期风险、新产品开拓不及预期风险、生产事故风险或者产品质量纠纷风险；产能建设及投产进度不及预期。

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	617	705	855	1,007	1,195
增长率 YoY %	16.1%	14.2%	21.4%	17.7%	18.7%
归属母公司净利润 (百万元)	89	131	165	190	229
增长率 YoY%	-5.0%	46.4%	26.4%	15.1%	20.6%
毛利率%	28.9%	29.8%	30.9%	30.3%	30.4%
净资产收益率 ROE%	13.9%	18.1%	19.1%	14.7%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.56	0.70	0.81	0.98
市盈率 P/E(倍)	33.31	22.74	17.99	15.63	12.96
市净率 P/B(倍)	4.64	4.11	3.43	2.30	2.05

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为2024年3月29日收盘价

目 录

1. 山河药辅：国产口服固体制剂上游药用辅料龙头	7
1.1. 公司是国内药用固体制剂辅料的“小巨人”企业	7
1.2. 大股东持股 27%，管理层稳定，并购控股曲阜天利	8
1.3. 营收利润稳健增长，经营质量及盈利能力向好	8
1.4. 公司成长性、回报率、盈利能力等各项财务指标优异	10
2. 药辅行业：高质量发展促进行业集中度提升与国产替代共振	11
2.1. 国内药用辅料市场规模超千亿，复合增速约 13.5%	11
2.1.1. 人口老龄化背景下，药物需求量稳步增长	11
2.1.2. 预计 2025 年国内药用辅料市场规模 1406 亿，占药品市场总规模比例为 6%	12
2.2. 高质量高端药辅的性能优势，逐步替代低端普通药辅	12
2.2.1. 高质量药辅产品可压性、粘合性更优，逐步替代低端淀粉类药辅	12
2.2.2. 高端高质量药辅价值量更大，药辅领先企业布局高端高品质产品	13
2.3. 一致性评价+共同审评，促进行业集中度提升，头部企业有望获益	14
2.3.1. 国内领先国产药辅料的纤维素品类数紧追进口厂家，行业集中度有待提升	14
2.3.2. 一致性评价对药物质量提出更高要求，带动高端高质量药辅需求	15
2.3.3. 仿制药一致性评价及共同审评政策，利好药辅行业集中度提升	15
2.3.4. 共同审评模式下深度绑定客户，龙头优势企业有望强者恒强	16
3. 山河药辅品种和规模成本优势突出，盈利及回报率优于同行	17
3.1. 山河药辅产品品类丰富度优于同行，产品性价比突出	17
3.1.1. 山河药辅纤维素类辅料产品丰富度领先于国内同行，高端产品有先发优势	17
3.1.2. 山河药辅的纤维素辅料产品性价比突出，凭集采东风顺势替代	19
3.2. 山河药辅参与行业标准制定，注重研发并进军注射用辅料赛道	20
3.2.1. 参与制定多项行业标准，彰显行业地位及产品技术优势	20
3.2.2. 成功研发注射级龙胆酸，持续拓展新产品	20
3.3. 公司盈利能力及 ROE 优于同行，合同负债稳步增长体现订单充裕	21
3.3.1. 山河药辅毛利率及 ROE 水平优于同行	21
3.3.2. 公司合同负债规模稳步增长，体现订单充足现金流优异	22
4. 山河药辅产能规模稳中有增，出海加速拓展增长新亮点	22
4.1. 公司 9000 吨新产能将建成投产，产能爬坡带动规模及盈利能力增长	22
4.2. 出海战略露锋芒，2017-2022 年海外收入复合增速达 32.4%，占总营收 13.4%	23
5. 盈利预测及投资评级	25
6. 风险提示	27

表 目 录

表 1: 山河药辅公司主要药用辅料产品及其用途	7
表 2: 各类固体口服制剂药辅的效果对比	12
表 3: 国内主要药辅企业在国家药监局评审中心登记注册纤维素类衍生物的情况	18
表 4: 不同厂家纤维素类药用辅料的 market 报价对比 (元/KG)	19
表 5: 山河药辅 9000 吨新产能投产, 公司总产能有望超 2 万吨	23
表 6: 山河药辅业务拆分预测表	25
表 7: 山河药辅公司盈利预测	26
表 8: 山河药辅盈利预测与同行估值比较	26

图 目 录

图 1: 山河药辅股权结构	8
图 2: 公司营收规模及增长趋势	8
图 3: 公司扣非归母净利润归母及增长趋势	8
图 4: 公司的毛利率和净利率及变化趋势	9
图 5: 控股子公司曲阜天利的营收及利润变化	9
图 6: 公司的管理、研发、财务、销售费用率变化趋势	9
图 7: 公司经营性现金及现金净流量持续向好	10
图 8: 公司商誉占总资产的比重低, 且逐年下降	10
图 9: 山河药辅负债率水平跟同行企业保持相当水平	11
图 10: 公司股利支付率持续提升, 有望持续超 50%	11
图 11: 2016-2022 中国卫生总费用趋势	11
图 12: 2016-2022 中国药品终端市场销售额	11
图 13: 预计 2025 年国内药辅市场规模 1406 亿, 占医药整体市场比例 6.15%	12
图 14: 纤维素类药辅的主要类别分类及用途	13
图 15: 可压性淀粉辅料及微晶纤维素辅料价格区间带更高	14
图 16: 主要厂家的微晶纤维素产品在国家药监审批中心登记的品种数量	14
图 17: 主要厂家在国家药监审批中心注册登记的纤维素类辅料品种数量及占比	15
图 18: 原辅料和药包材, 在制剂注册审批中要同时审评审批	16
图 19: 优势龙头药辅企业的“强者更强”的商业模式示意图	17
图 20: 山河药辅已积累 21 个纤维素类药辅产品	17
图 21: 山河药辅营业利润率水平高于日本旭化成	20
图 22: 山河药辅的营业利润率水平高于日本曹达	20
图 23: 2018-2022 年公司研发费用率持续增长, 2022 年研发费用率为 4.89%	21
图 24: 山河药辅的纤维素类产品毛利率高于同行企业	22
图 25: 山河药辅的 ROE 水平高于同行企业	22
图 26: 公司合同负债稳步增长, 体现订单充裕且现金流好	22
图 27: 山河药辅海外收入稳健增长, 2022 年占营收比重为 13.4%	24

投资聚焦：

一、行业驱动：高质量发展倒逼药辅行业集中度提升与国产替代共振

①**药用辅料市场规模大**：在人口老龄化背景下，我国医疗费用稳步增长，药用需求量稳步增长，驱动药用辅料需求刚性增长，根据药智咨询整理的数据，我国药辅市场规模从2016年的469亿元增长到2021年的846亿元，预期2025年达到1406亿元，4年复合增长率为13.5%。

②**高质量高端辅料份额提升**：高质量高端的药辅产品可压性、粘合性更优，逐步替代低端淀粉类药辅，且高端高质量药辅价值量更大。

③**国内仿制药一致性评价+药辅共同审评政策，促进行业集中度提升，龙头企业受益**：国内一致性评价对药物质量提出更高要求，共同审评政策下深度绑定下游制剂客户，带动高端高质量药辅需求，利好行业集中度提升，龙头企业有望受益。

二、公司驱动：山河药辅的产品品种和规模成本优势突出，盈利及回报率优于同行

①**品类丰富，有领先优势**：山河药辅的纤维素类辅料产品丰富度领先于同行，已积累羟丙甲纤维素、低取代羟丙纤维素、羧甲纤维素钠、交联羧甲纤维素钠等已通过共同审评的纤维素类产品，能够满足药企的大部分需求；公司的羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯、羧甲纤维素钙、醋酸羟丙甲纤维素琥珀酸酯以及乳糖粉状纤维素共处理物等高端产品具备领先优势。

②**产品性价比突出**：山河药辅得益于规模效应及成本优势，公司的纤维素类药用辅料产品具有显著性价比优势，有望充分受益于集采带来的下游制剂企业降本需求。

三、新产能&海外市场驱动：公司新产能驱动增长，出海加速拓展增长新亮点

①**公司9000吨新产能将建成投产，产能爬坡带动规模及盈利能力增长**：公司新厂区9000吨产能，其中年产5000吨微晶纤维素、2800吨羟丙甲纤维素、500吨交联聚维酮、500吨交联羧甲纤维素钠、200吨硬脂富马酸钠等生产线，建成后总产能有望超2万吨。

②**加速拓展海外市场，近5年海外营收复合增速超30%**：公司持续加大海外出口的力，海外收入从2333万增长至2022年的9464万，5年复合增速达到32.4%，2022年同比增长49.5%。公司已取得欧盟EXCiPACT认证8项、美国DMF备案14项、欧洲CEP证书1项，部分产品已取得HALAL、KOSHER等多项认证，为公司产品出海扫清了障碍。

1. 山河药辅：国产口服固体制剂上游药用辅料龙头

1.1. 公司是国内药用固体制剂辅料的“小巨人”企业

安徽山河药用辅料股份有限公司成立于2001年4月，是专业从事新型药用辅料生产、研发和销售为一体的企业，2015年5月在深交所创业板上市，已成长为国家“专精特新”小巨人企业。

截至2022年底，公司有39种产品获得CDE的药用辅料登记号，多个产品（硬脂酸镁、二氧化硅、微晶纤维素、羟丙基甲基纤维素、羧甲基纤维素钠、羧甲基淀粉钠、酸处理淀粉、和复配增稠剂、复配被膜剂）获得安徽省市场监督管理局颁发的《食品生产许可证》，为国内药用辅料行业专业化、系列化品种较多的生产企业之一。

表1：山河药辅公司主要药用辅料产品及其用途

产品名称	产品用途简介
微晶纤维素	用作固体制剂的粘合剂、稀释剂、填充剂、崩解剂、助流剂等，使用量一般为5%-20%；既可用于湿法制粒工艺，又可用于干法直接压片工艺，用于直接压片使用量一般为10%-30%；同时，具有良好的崩解作用，为口腔速崩片的基本辅料。也可在食品工业中用作抗结块剂、分散剂、黏结剂。
羟丙甲纤维素	低黏度型号可用固体制剂的黏合剂和崩解剂，也可用于缓释或控释片剂的致孔道剂。高黏度型号可用于制备骨架缓释片、亲水凝胶骨架缓释片的阻滞剂和控释剂，还是混悬型液体制剂的良好助悬剂，同时，遇水溶胀形成凝胶的特性还可制备水凝胶栓剂及胃内黏附制剂。是植物胶囊主要材料之一。本产品在食品工业中可用作增稠剂、乳化剂、稳定剂。
低取代羟丙纤维素	主要用作片剂的粘合剂，特别是不易成型的原料，加入本品后易于成型，提高片剂的硬度。本品还可用于小伎俩西药或中草药片剂，作为崩解剂有利于促进药物崩解。
交联羧甲基纤维素钠	主要用作固体制剂的崩解剂。其特点是可压性好、崩解力强；作片剂的崩解剂时既适合于湿法制粒压片工艺，也适宜于干法直接压片工艺。
药用淀粉	本产品常作固体制剂的填充剂、崩解剂、黏合剂。其可压性差，吸湿而不潮解，不宜单独使用，常与糖粉或糊精合用，以增加片剂的硬度。
可溶性淀粉	本品在片剂冲剂等剂型的生产中有广泛应用，主要用作稀释剂、黏合剂、填充剂、和无糖药物赋形剂等。另外本品还是一种用途广泛的食物添加剂。
羧甲基淀粉钠	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。一般用量为2-8%。也可在食品工业中用作增稠剂和稳定剂。
糊精	主要用作固体制剂的填充剂、黏合剂、增稠剂和乳化稳定剂。
倍他环糊精	在制剂中可用作包合剂和稳定剂，以及药物的载体材料。
蔗糖丸芯	为蔗糖和玉米淀粉制成的白色或类白色球形小丸，主要作为肠溶微丸制剂和缓控释微丸制剂的芯料。
聚丙烯酸树脂II 聚丙烯酸树脂III	聚丙烯酸树脂II、III为肠溶性包衣材料，分别于PH6.0和PH7.0开始溶解，形成的包衣膜无色透明，略带脆性，需加入增塑剂。聚丙烯酸树脂II对PH变化敏感，粘连低，但膜外观稍差；聚丙烯酸树脂III易成膜，膜致密有韧性，光泽性好，能防潮，但较易粘连，把二者混合使用，可取长补短，以达到最佳效果。
聚丙烯酸树脂IV	聚丙烯酸树脂IV为胃溶性包衣材料，其功能基团为叔氨基，该材料遇胃酸等PH5.0以下消化液能快速溶解，有效避免口腔、食道等部位释药，故主要用于掩味及隔离型包衣。此外，还可作为水不溶性膜控释制剂的致孔剂。
聚维酮K30	在液体药剂中具有助悬、增稠、胶体保护作用，在固体制剂中，作为颗粒剂、片剂的黏合剂，利用其既溶于水又溶于乙醇的特点，用其乙醇溶液作为黏合剂，可用于对水敏感的药物及泡腾片颗粒的制备；还可作为固体分散体、缓释及成膜材料。
交联聚维酮	主要用作片剂的崩解剂，也可用作丸剂、颗粒剂、硬胶囊剂的崩解剂和填充剂。用本品制得的片剂崩解时限和溶出效果不会经时而变；颗粒的松密度随主药用量的增加而降低，但密度改变不明显。用本品作崩解剂压得的片剂硬度大，外观光洁美观，崩解时限短，溶出速率高；本品还可作澄清剂、吸附剂、着色稳定剂和胶体稳定剂。本产品在食品等工业中主要作澄清剂，用以吸附去除酶类、蛋白质等。
硬脂酸镁	具有润滑、抗粘、助流等作用，用作片剂、胶囊剂的润滑剂、抗粘剂，使用量一般为0.25%-2.0%。
二氧化硅	主要用作助流剂，使用量一般为0.15-3%。本产品对油类、浸膏类药物特别适宜，用其配制，具有很好的流动性和可压性，不易出现流动不畅或粘冲现象。
硬脂富马酸钠	具有润滑、抗粘、助流等作用，用作片剂、胶囊剂的润滑剂、抗粘剂，使用量一般为0.5-5%。硬脂富马酸钠本身性质稳定，一般很少直接与主药之间产生不相容，能很好地解决硬脂酸镁与强酸、强碱和铁盐之间存在的配伍禁忌问题。
龙胆酸	一种多羟基酸，是水杨酸经肾代谢之后的次要产物，具有酸性、还原性。龙胆酸为白色针状结晶，溶于热水、乙醇和乙醚，难溶于氯仿、苯和二硫化碳。

资料来源：公司2022年年报、信达证券研发中心

1.2. 大股东持股 27%，管理层稳定，并购控股曲阜天利

公司实控人为尹正龙先生，于 1989 年至 2000 年间先后任职于淮南市第五制药厂、淮南山河药业有限公司，担任技术科长、副总经理、总工程师等职务，持股比例为 26.89%；第二大股东为上海复星医药产业发展有限公司，持股比例为 11.20%；刘涛系公司董事，自 1997 年始进入山河药辅工作，拥有多年行业经验，曾于 1988 年至 1997 年间，历任淮南第五制药厂生产科长，副厂长，持股比例为 1.67%。

图1：山河药辅股权结构



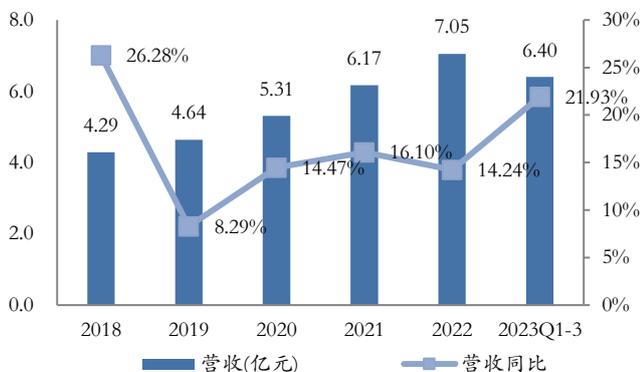
资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、信达证券研发中心注：数据截止 2023 年三季度

公司下辖曲阜市天利药用辅料有限公司（52%控股）和合肥山河医药科技有限公司（全资）。公司在淮南经开区有 3 个厂区，是国内新型药用辅料生产大型基地，微晶纤维素等多个产品在国内销量领先。全资控股子公司山河医药科技负责公司药辅产品的销售及进出口业务；曲阜天利 52% 的股权为公司于 2017 年以 1.06 亿现金收购及增资扩股方式取得。

1.3. 营收利润稳健增长，经营质量及盈利能力向好

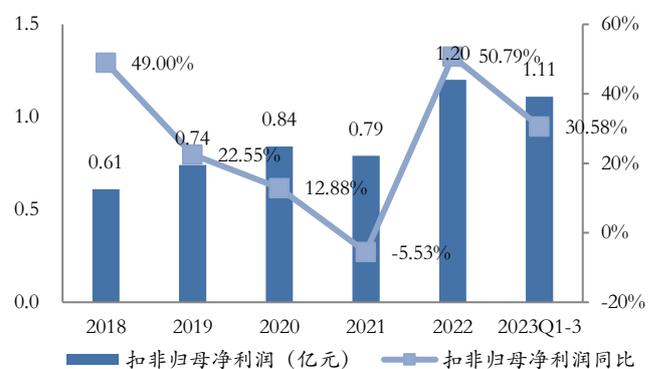
公司收入稳健增长，从 2018 年的 4.29 亿增至 2022 年的 7.05 亿，2019-2022 年三年营收复合增速为 14.96%；扣非归母净利润从 2018 年的 0.61 亿增长至 2022 年的 1.2 亿，2019-2022 年复合增速为 17.5%。2023 年前三季度公司营收达到 6.4 亿，同比增长 21.9%，扣非归母净利润达到 1.11 亿，同比增长 30.6%，增长态势向好。

图2：公司营收规模及增长趋势



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

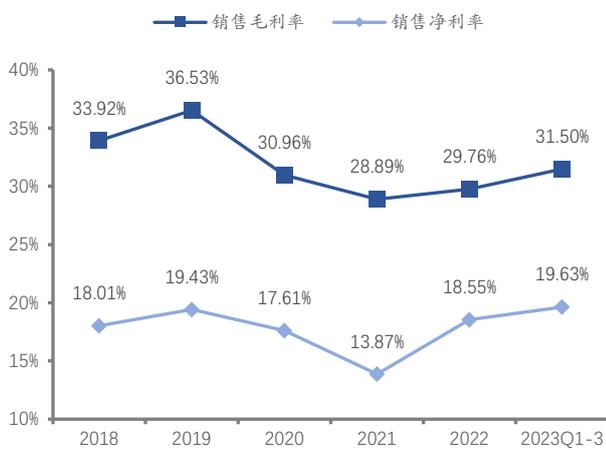
图3：公司扣非归母净利润归母及增长趋势



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

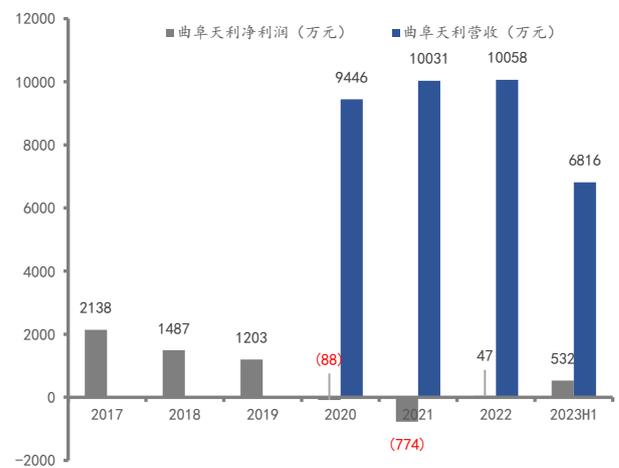
毛利率及净利率恢复提升趋势，期间费用率稳步下降：2019-2021年，公司毛利率及净利率维持下降趋势，主要原因是会计政策变动、原材料成本上涨及子公司曲阜天利的折旧金额增大。根据新收入准则，公司将2020年销售商品运输费用1767.46万计入营业成本，影响当期营业利润和毛利率水平。此外，2020年公司的上游原材料如玉米、木浆等价格抬升，综合因素导致毛利率从2019年的36.53%下降至2021年最低点的28.89%，两年间下降了7.64个百分点。同时，子公司曲阜天利面临激烈的市场竞争及成本压力，净利润从2017年的2138万元下降至2021年的-774万元。2022年以来，公司上游玉米、燃料、木浆等成本逐渐回落，毛利率从2021年底的28.89%恢复至2022年的29.76%，净利率从2021年的13.87%提升至2023Q1-3的19.63%。

图4：公司的毛利率和净利率及变化趋势



资料来源：同花顺iFinD，信达证券研发中心

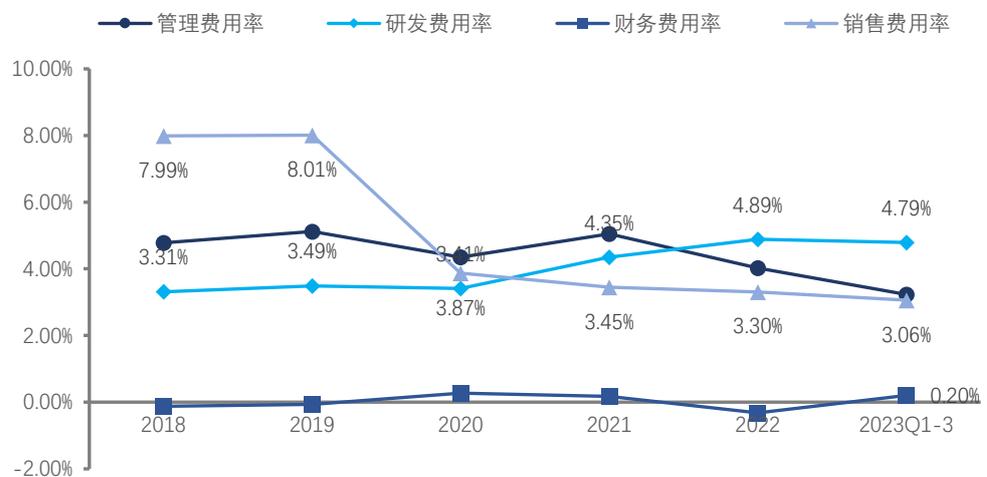
图5：控股子公司曲阜天利的营收及利润变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司的管理费用率及财务费用率保持相对稳定，研发费用率稳步增长。2019年以来，公司销售费用率已从2019年的8.01%下降至2023年前三季度的3.06%，控费效果明显。

图6：公司的管理、研发、财务、销售费用率变化趋势



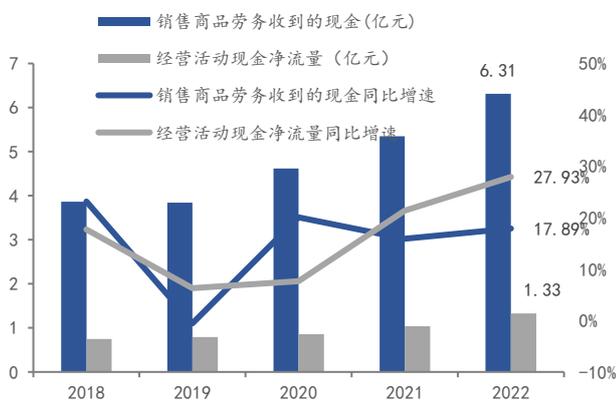
资料来源：同花顺iFinD，信达证券研发中心

现金流量持续增长，公司造血能力较强，商誉占总资产比例低

公司从 2018 年至 2022 年间销售商品劳务收到的现金以及经营活动所产生的现金流量净额呈不断上升的趋势。2022 销售商品劳务收到的现金为 6.31 亿元，同比增长 17.89%，经营活动所产生的经营活动现金流量净额为 1.33 亿元，同比增长 27.93%，公司现金净流量持续增长，表明公司自我造血能力强。

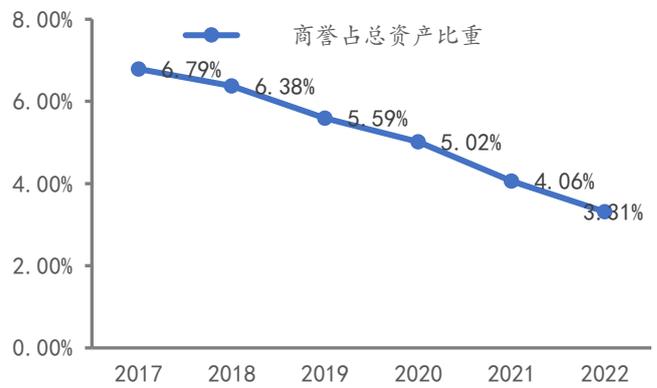
公司 2017 年收购曲阜天利产生商誉 4525.56 万元，占总资产的 6.79%。2021 年，受曲阜天利亏损影响，公司计提资产减值损失 612.87 万元，2023H1 曲阜天利已经盈利 532 万元，2021-2022 年公司因收购曲阜天利等带来的商誉占比总资产比例低于 5%，公司商誉减值等财务风险低。

图7：公司经营性现金及现金净流量持续向好



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图8：公司商誉占总资产的比重低，且逐年下降

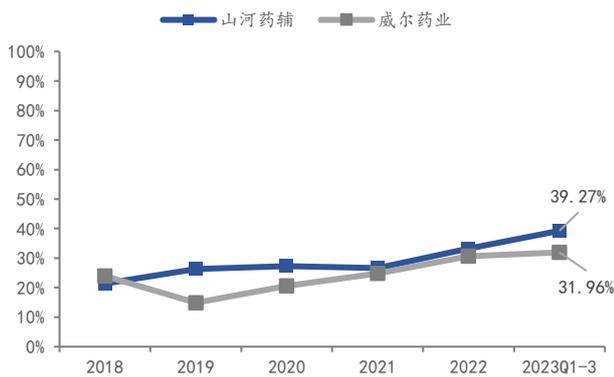


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

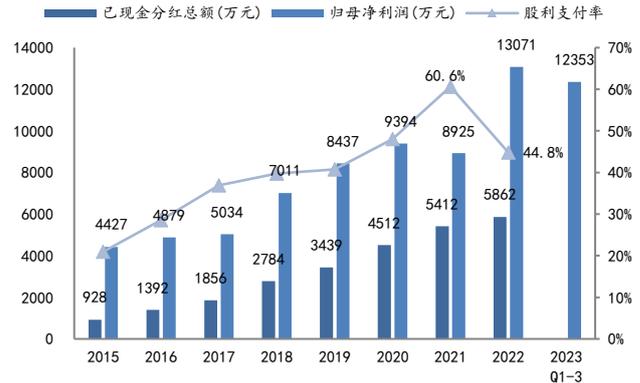
1.4. 公司成长性、回报率、盈利能力等各项财务指标优异

资产负债率水平低，股利支付率后续有望维持 45-60%：

山河药辅的资产负债率水平在 20-40% 区间，由于公司拓展南区新厂区加大固定资产投入，2022-2023H1 较历史水平略高，但跟同行企业保持相当水平。公司的股利支付率水平从 2015 年以来持续提高，2021 年达到了 60.6%，我们认为公司盈利稳健，近 3 年有望维持股利支付率在 45-60% 区间。

图9：山河药辅负债率水平跟同行企业保持相当水平


资料来源：同花顺 iFinD、Wind，信达证券研发中心

图10：公司股利支付率持续提升，有望持续超 50%


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

2. 药辅行业：高质量发展促进行业集中度提升与国产替代共振

2.1. 国内药用辅料市场规模超千亿，复合增速约 13.5%

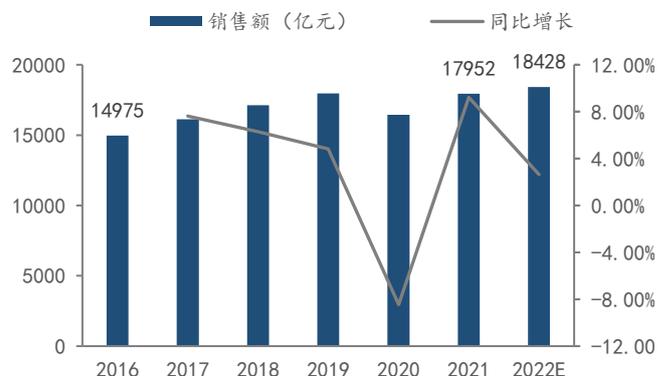
2.1.1. 人口老龄化背景下，药物需求量稳步增长

2021 年 5 月，国家统计局公布了第七次人口普查数据的结果。数据显示，我国 60 岁及以上人口的比重达到 18.7%，其中 65 岁及以上人口比重达到 13.5%，中国已逐步进入老龄化社会。随着年龄的增长，居民对药物的需求量稳定增长。

我国医疗卫生总费用由 2016 年的 46345 亿元增长至 2021 年的 78792 亿元，年均复合增长率达 11.9%；我国药品终端市场销售额由 2016 年的 14975 亿元增长至 2021 年的 17952 亿元，年均复合增长率达 1.9%。根据中商产业研究院数据预测，2022 年我国医疗卫生总费用将达 85308 亿元，我国药品终端市场销售额将达 18428 亿元。

图11：2016-2022 中国卫生总费用趋势


资料来源：中商产业研究院、米内网、信达证券研发中心

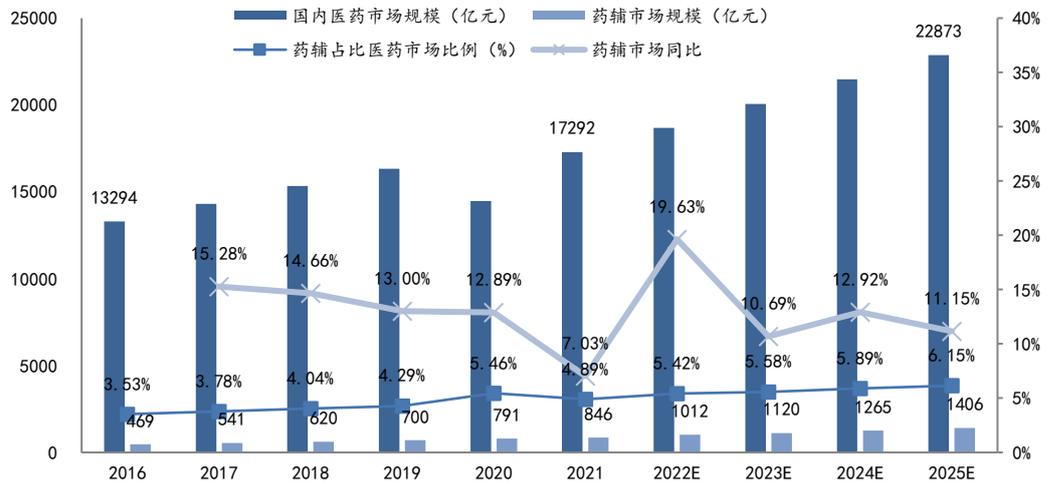
图12：2016-2022 中国药品终端市场销售额


资料来源：中商产业研究院、米内网、信达证券研发中心

2.1.2. 预计 2025 年国内药用辅料市场规模 1406 亿，占药品市场总规模比例为 6%

根据 Frost&Sullivan 的统计数据，我国医药市场规模由 2016 年的 13294 亿元增长至 2021 年的 17292 亿元，预期 2025 年将达到 22873 亿元。受益于持续增长的中国医药市场，根据药智咨询整理数据，我国药辅市场规模从 2016 年的 469 亿元增长到 2021 年的 846 亿元，预期 2025 年达到 1406 亿元，4 年复合增长率为 13.5%。

图13：预计 2025 年国内药辅市场规模 1406 亿，占医药整体市场比例 6.15%



资料来源：公司公告、Frost&Sullivan、中商产业研究院、药智咨询、信达证券研发中心梳理

2.2. 高质量高端药辅的性能优势，逐步替代低端普通药辅

2.2.1. 高质量药辅产品可压性、粘合性更优，逐步替代低端淀粉类药辅

如表 2 所示，微晶纤维素及可压性淀粉等药辅的效果优于低端淀粉类产品。可压性淀粉是多功能辅料，可作填充剂，具有良好的流动性、可压性、自身润滑性和干粘合性，并有较好的崩解作用。微晶纤维素具有良好的可压性，有较强的结合力，压成的片剂较大且有硬度，可作为粉末直接压片的“干粘合剂”使用。高端高质量药辅在可压性、粘合力等方面优于普通淀粉类药辅，在储存条件方面优于传统的糖粉类药辅，逐步成为药辅市场的主要产品。

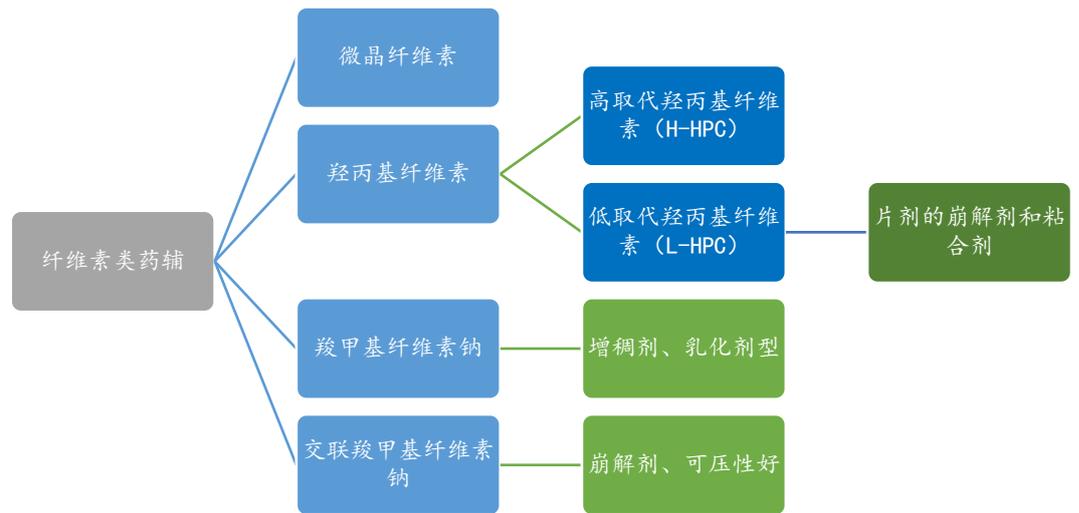
表2：各类固体口服制剂药辅的效果对比

药辅种类	特点	劣势
淀粉	性质非常稳定，与大多数药物不起作用；价格便宜；吸湿性小、外观色泽好。	可压性较差，若单独使用，会使压出的药片过于松散。
糖粉	粘合力强，可用来增加片剂的硬度，并使片剂的表面光滑美观	吸湿性较强，长期贮存，会使片剂的硬度过大，崩解或溶出困难
糊精	具有较强的粘结性	使用不当会使片面出现麻点、水印或造成片剂崩解或溶出迟缓
可压性淀粉	具有良好的流动性、可压性、自身润滑性和干粘合性，并有较好的崩解作用	用于粉末直接压片时，硬脂酸镁的用量不可超过 0.5%，以免产生软化效应。
微晶纤维素	具有良好的可压性；有较强的结合力；压成的片剂较大且有硬度，可作为“干粘合剂”使用。	主要以进口为主，价格高昂
无机盐类	外观光洁，硬度、崩解均好，对药物也无吸附作用	对某些主药（四环素类药物）的吸收有干扰

资料来源：方亮等《药剂学》、信达证券研发中心

纤维素类药辅种类繁多，涵盖多种用途。纤维素类药辅主要有羟丙纤维素、羧甲基纤维素钠、交联羧甲基纤维素钠等。其中，羟丙纤维素可分为高取代和低取代两种。低取代羟丙纤维素（L-HPC）主要作片剂崩解剂和粘合剂，用低取代羟丙纤维素（L-HPC）作粘合剂、崩解剂更容易压制成型，适用性较强。羧甲基纤维素钠则可用于增稠剂，起到增稠乳化作用。交联羧甲基纤维素钠在口服制剂中用作片剂、胶囊和颗粒剂的崩解剂，依靠毛细管和溶胀作用起到崩解的效果，特点是可压性好，崩解力强。

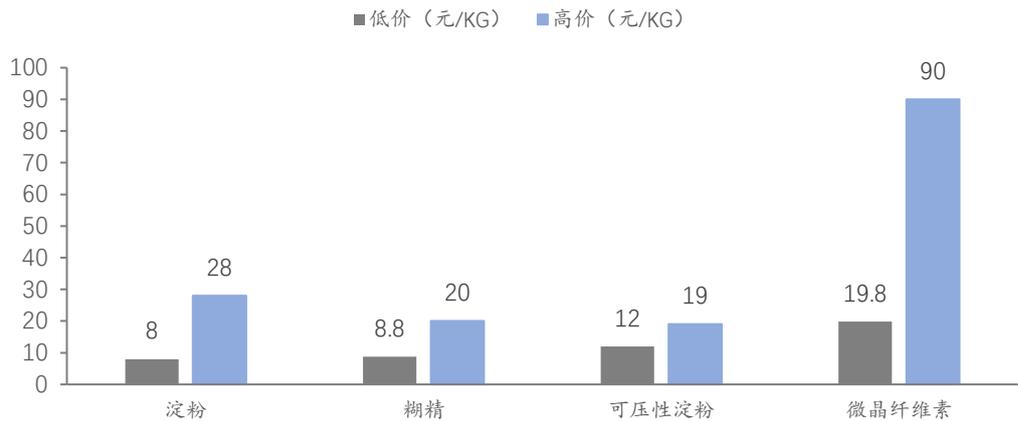
图14：纤维素类药辅的主要类别分类及用途



资料来源：方亮等《药剂学》，信达证券研发中心

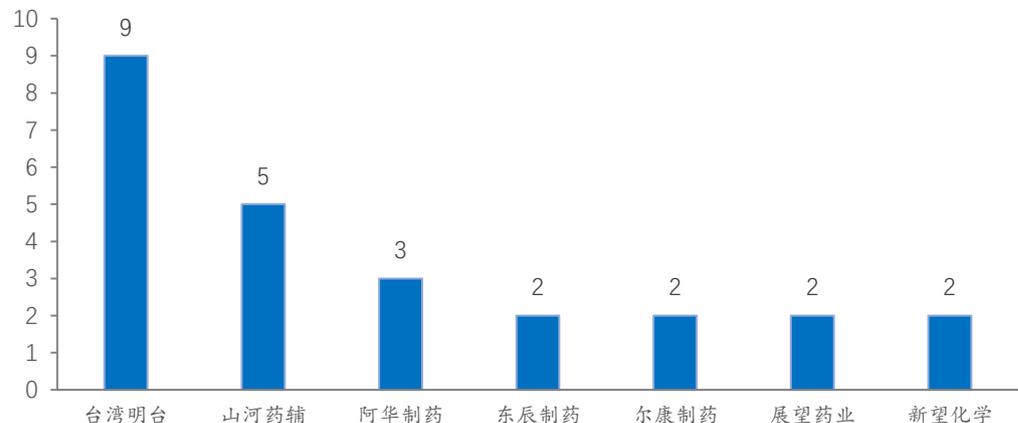
2.2.2. 高端高质量药辅价值量更大，药辅领先企业布局高端高品质产品

高端高质量药辅价格更高，带动药辅市场规模提升。根据 1688 公开的价格信息，淀粉类药辅的价格位于每千克 8 元-28 元区间；糊精类药辅价格位于每千克 8.8 元-20 元区间；可压性淀粉价格位于每千克 12 元-19 元区间；微晶纤维素价格区间大，价格位于每千克 19.8 元-90 元区间。综合来看，可压性淀粉及微晶纤维素作为更高端药辅，其价格下限显著高于传统的普通淀粉类药辅及糊精类药辅。微晶纤维素的价格区间最大，高质量的厂家利润空间较为丰厚。微晶纤维素逐步替代淀粉类药辅，药辅行业的市场规模有望受益于高端药辅更高的单位价值量。

图15：可压性淀粉辅料及微晶纤维素辅料价格区间带更高


资料来源：药用辅料供应1688网站、信达证券研发中心梳理，价格统计日截止2023年12月11日

药辅龙头积极布局高端微晶纤维素品种，有望受益行业集中度提升。山河药辅、展望药业等国内龙头企业正在积极布局高端高质量药辅。从产品注册数目来看，台湾省明台化工处于领先地位，注册了9款产品；山河药辅是国内领先的高端高质量药辅，已经注册了5种微晶纤维素类产品（含曲阜天利1款产品）；紧随其后的是尔康制药、展望药业和阿华制药等，分别注册了2-3款微晶纤维素产品。龙头企业凭借较为完整的产品矩阵，在辅料高端高质量发展的浪潮趋势中，有望占有更高市场份额。

图16：主要厂家的微晶纤维素产品在国家药监审批中心登记的品种数量


资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心、信达证券研发中心梳理，统计截止日截止2023年12月11日

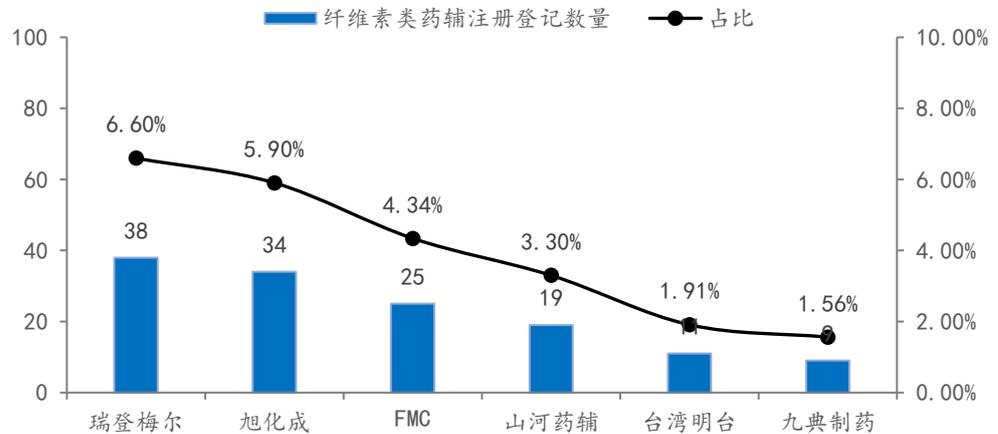
2.3. 一致性评价+共同审评，促进行业集中度提升，头部企业有望获益

2.3.1. 国内领先国产药辅料的纤维素品类数紧追进口厂家，行业集中度有待提升

国家药监局药品审批中心数据显示，截止2023年12月注册登记为药辅的纤维素类产品数量共有576个。其中，德国瑞登梅尔父子公司以及日本旭化成，分别登记了

38 和 34 款纤维素类药辅产品，占比 6.60%和 5.90%；其次是美国 FMC 公司，旗下有 25 款纤维素类药辅产品得到登记，占比为 4.34%。国产登记数量最多的为山河药辅，达 19 种，占比 3.30%；其次是台湾明台及九典制药，分别有 11 款和 9 款产品登记在册，占比分别为 1.91%和 1.56%。

图17：主要厂家在国家药监审批中心注册登记的纤维素类辅料品种数量及占比



资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心、信达证券研发中心梳理，截止 2023 年 12 月

国内山河药辅等龙头药用辅料企业的纤维素药辅登记数量跟进口品牌数量接近，但行业龙头瑞登梅尔在我国注册登记数量仅占总数量的 6.6%，CR6 占比仅 23.61%，行业参与者众多，行业分散，行业集中度有较大提升空间。

2.3.2. 一致性评价对药物质量提出更高要求，带动高端高质量药辅需求

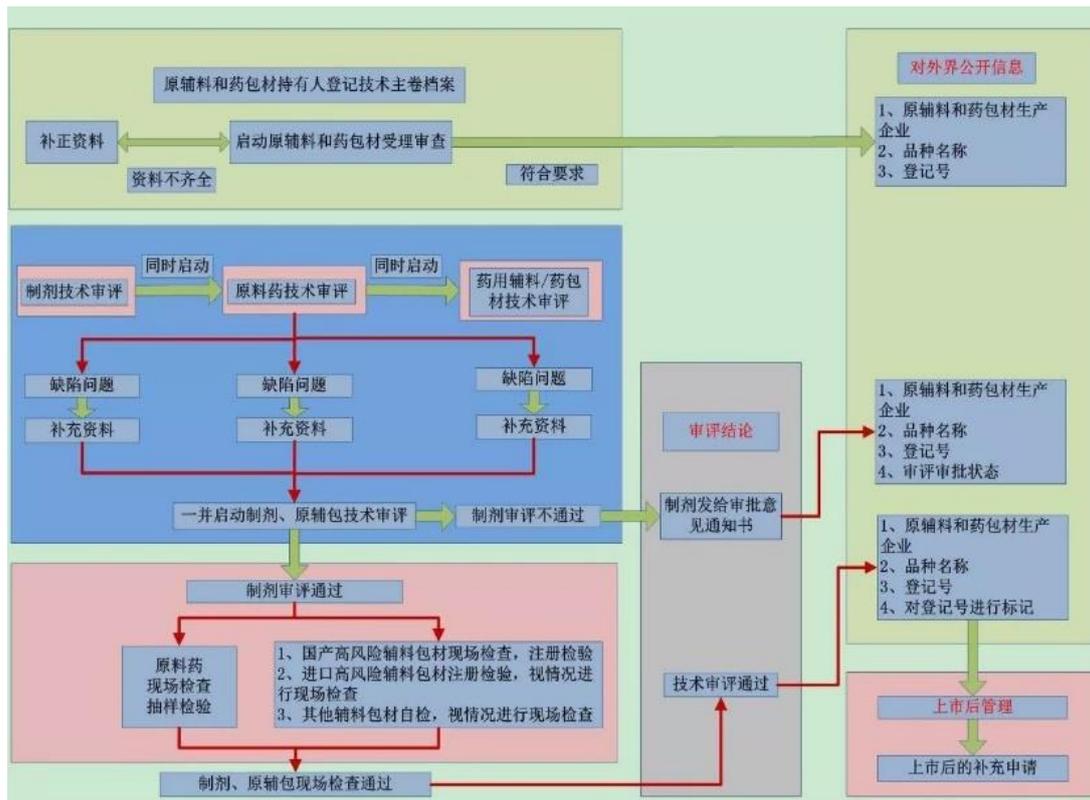
从历史上看，过去我国制剂的开发路径有“重原料药，轻辅料”的观念。我国药用辅料起步较晚，2017 年在整个药品制剂产值中占比在 3%-5%，远低于发达国家的 10%-20%。

仿制药一致性评价要求仿制药物达到原研药的质量水平，提振高质量药辅需求。为提高我国居民用药的有效性和安全性，2013 年国内开始推动仿制药一致性评价。仿制药一致性评价是指对已经批准上市的仿制药，按与原研药品质量和疗效一致的原则，分期分批进行质量一致性评价，仿制药要求在质量与药效上达到与原研药一致的水平。在此背景下，药企倾向于选择质量更高的辅料产品，以达到原研药的药效水平。

2.3.3. 仿制药一致性评价及共同审评政策，利好药辅行业集中度提升

欧美日拥有较为成熟的药典，在药物辅料领域具备一定的先发优势。欧美日在药物研究领域起步较早，药物属性积累完善。美国 USPNF 2022 Issue 1 药典现收录 8030 条药物信息；欧洲药典 EP10.8 版本现收录 5700 条药物信息；日本药典 JP18 版本现收录 2237 条药物信息。国内一致性评价政策要求，药用辅料与药品制剂实施共同审评，对辅料的筛选和使用的风险主要转移到制剂厂家承担，倒逼下游制剂厂家综合评估选用高质量的药用辅料，并倾向于选择与原研使用一致的药用辅料。

图18：原辅料和药包材，在制剂注册审批中要同时审评审批



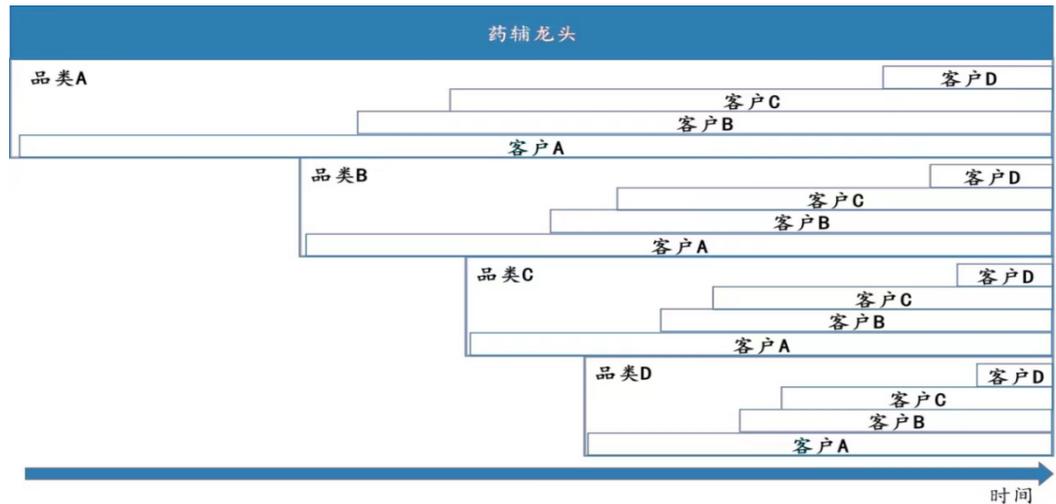
资料来源：健识局、信达证券研发中心

共同审评要求制剂、原料药、药辅同时启动审批流程，对药辅质量提出更高要求。当企业决定启动原辅料和药包材受理审查后，制剂技术审评、原料药技术审评和药用辅料/药包材技术审评将同时开展。制剂审评通过后，还需要进行原料药现场检查及辅料包材现场检查、注册检验等流程。一旦中途出现技术问题，下游制剂药企的注册进度将会被严重影响。在一致性评价及共同评审初期阶段，下游仿制药企业倾向于选择与原研药一致、质量更优的进口辅材，以期快速通过共同审评。随着国产药辅质量上升、产能保障力度加强，部分企业开始尝试使用国产药辅。

2.3.4. 共同审评模式下深度绑定客户，龙头优势企业有望强者恒强

深度绑定下游客户，盈利基础逐步稳固。在共同审评政策背景下，企业变更药辅的供应商需重新提交申请，并完成相关登记及审核流程。因此，在选择药辅供应商的过程中，企业会综合考虑供应商的价格以及产品稳定性，下游制剂企业一般与药辅企业保持长期合作关系。随着客户量的增加，与企业产品绑定的药物越多，盈利增长的确性越强。在此商业模式下，龙头企业可凭借其规模、品类、价格的优势，逐步巩固市场地位，有望形成强者恒强的局面。

图19：优势龙头药辅企业的“强者更强”的商业模式示意图



资料来源：信达证券研发中心分析总结

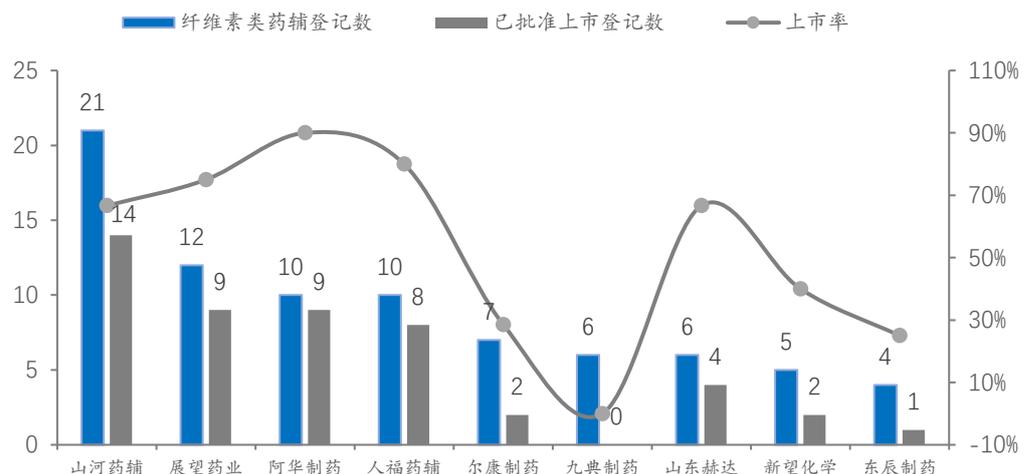
3. 山河药辅品种和规模成本优势突出，盈利及回报率优于同行

3.1. 山河药辅产品品类丰富度优于同行，产品性价比突出

3.1.1. 山河药辅纤维素类辅料产品丰富度领先于国内同行，高端产品有先发优势

山河药辅登记注册 21 个纤维素类药辅产品，其中 14 个产品是已批准在上市制剂使用的原料，上市率为 66.67%，山河药辅的品类丰富度领先于同行。

图20：山河药辅已积累 21 个纤维素类药辅产品



资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心、信达证券研发中心整理

根据国家药品监督管理局药品审评中心数据，共有 17 种登记为纤维素类衍生物药用辅料产品，国内纤维素类药辅生产企业主要有山河药辅、展望药业、阿华制药、以及人福药辅等。

表3：国内主要药辅企业在国家药监局评审中心登记注册纤维素类衍生物的情况

序号	纤维素类衍生物	山河药辅	展望药业	阿华制药	九典制药	尔康制药	新望化学	山东赫达	人福药辅	东辰制药	登记总数
1	微晶纤维素丸芯	1	0	0	0	0	0	0	0	1	2
2	微晶纤维素羧甲基纤维素钠共处理物	1	1	0	0	0	1	0	0	0	3
3	羟丙纤维素	1	0	0	0	0	0	0	1	0	2
4	羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
5	羧甲基纤维素钠	2	2	1	1	1	0	0	1	0	8
6	交联羧甲基纤维素钠	2	1	0	1	0	0	0	2	0	6
7	羟丙甲纤维素	2	2	1	1	1	0	2	1	0	10
8	低取代羟丙纤维素	2	1	3	1	1	0	0	0	0	8
9	微晶纤维素	5	2	3	2	2	2	0	1	2	19
10	羧甲基纤维素钙	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
11	醋酸羟丙甲纤维素琥珀酸酯	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
12	甲基纤维素	0	1	1	0	1	0	2	1	0	6
13	乙基纤维素	0	1	1	0	0	0	2	1	0	5
14	粉状纤维素	0	1	0	0	0	1	0	0	0	2
15	羟丙甲纤维素空心胶囊	0	0	0	0	1	0	0	2	0	3
16	微晶纤维素胶态二氧化硅共处理物	1	0	0	0	0	1	0	0	1	3
17	乳糖粉状纤维素共处理物	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
	登记总数	21	12	10	6	7	5	6	10	4	81

资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心、信达证券研发中心整理，数据截止2023年12月11日

山河药辅已积累羟丙甲纤维素、低取代羟丙纤维素、羧甲基纤维素钠、交联羧甲基纤维素钠等已通过共同审评的纤维素类产品，能够满足药企的大部分需求；未参与共同审评的产品中，晶纤维素羧甲基纤维素钠共处理物、羟丙纤维素、羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯以及硅化微晶纤维素等产品为国内鲜有的特殊品类。

山河药辅的羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯、羧甲基纤维素钙、醋酸羟丙甲纤维素琥珀酸酯以及乳糖粉状纤维素共处理物等高端产品具备领先优势：①羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯最初开发用作肠溶包衣剂，但由于它优良的特性促使它扩大在其它领域的使用范围，包括缓释剂，配制品，黏合剂和微胶囊成分。应用中，羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯通常单独使用，也可和其它聚合物混合使用，作为缓冲试剂；②羧甲基纤维素钙是一种具有黏合特性的崩解剂，具有快速吸水膨胀能力，适用于湿法制粒和粉末直压工艺；具有良好的可压性，由于其良好的螯合结构，尤其对于头孢类药物具有很好的溶出改善性能；由于其钙盐的存在，对于限制钠盐的心血管药物特别适用。③醋酸羟丙基甲基纤维素琥珀酸酯(HPMCAS)是羟丙基甲基纤维素(HPMC)的醋酸和琥珀酸混合酯，是以 HPMC 为原料与醋酐、琥珀酸酐酯化得到的一种性能优良的肠溶包衣材料。除用于肠溶包衣外，还可以作为高分子载体，制备药物的微囊、微球及药物的缓释或控释制剂等。作为肠溶包衣材料，其特点是成膜性好，不需要添加增塑剂；在小肠上部溶解性好。上述产品国内市场主要由进口为主，技术比例较高。

3.1.2. 山河药辅的纤维素辅料产品性价比突出，凭集采东风顺势替代

根据 PHEXMALL 药用辅料网上采购平台的数据，进口纤维素类产品价格显著高于国产厂家同类产品的价格：微晶纤维素产品，山河药辅的产品根据采购规模大小，售价在 22-30 元/KG 不等，对比进口微晶纤维素售价普遍在 62 元/KG 以上，价格是国产的一倍还多；羧甲基纤维素钠/交联羧甲基纤维素钠产品，山河药辅的售价分别为 75 元/kg 和 180 元/KG，而瑞登梅尔的交联羧甲基纤维素钠售价约 293 元/KG、杜邦羧甲基纤维素钠的售价约 406 元/KG，售价远高于国产产品。

对比国产药辅厂家的价格，山河药辅同样具有价格优势：阿华制药及展望制药的微晶纤维素产品售价在 27-80 元/KG，高于山河药辅的售价水平。山河药辅的低取代羟丙纤维素产品售价为 55 元/KG，低于展望药业的 57 元/KG 和阿华制药的 80 元/KG。山河药辅得益于规模效应及成本优势，公司的纤维素类药用辅料产品的具有显著性价比优势，有望充分受益于集采带来的下游制剂企业降本需求。

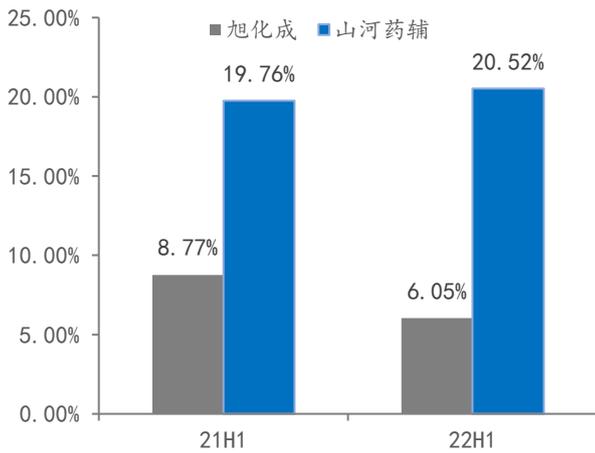
表4：不同厂家纤维素类药用辅料的市场报价对比（元/KG）

产品/企业	山河药辅	阿华制药	展望药业	瑞登梅尔父子	杜邦	旭化成
微晶纤维素	22-30	60-80	27-54	62-186	135-143	148
羧甲基纤维素钠	75	70			406	
交联羧甲基纤维素钠	180			293		
羟丙甲纤维素		120	90		600	
低取代羟丙纤维素	55	80	57			
甲基纤维素		150				
乙基纤维素		225				
硅化微晶纤维素				225		
粉状纤维素				92		
胶态微晶纤维素				248	420	
微晶纤维素丸芯				322		

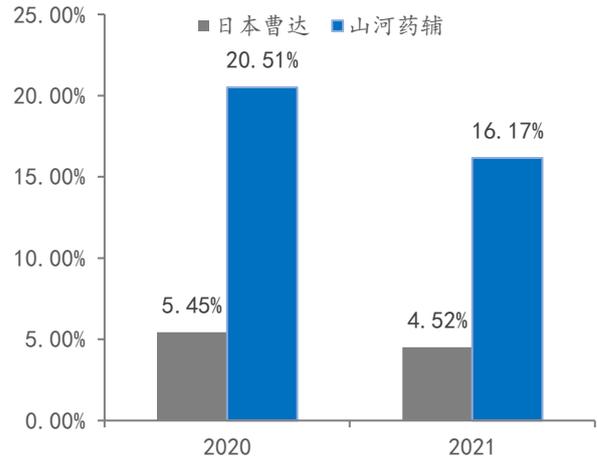
资料来源：PHEXMALL 药用辅料网上采购平台、药用辅料供应 1688 网站、信达证券研发中心，数据截止 2023 年 12 月 11 日

进口药辅价格相对高昂，集采降价压力下制剂器械寻求降低成本，给予国产龙头企业国产替代的契机。下游制剂选择原研药辅有助于通过一致性评价，但集采降价的压力下倒逼下游制剂药企寻找成本更低的解决方案。国内药辅龙头企业具备需求响应速度较快、价格较低产品质量紧追进口厂家等优势，有望通过共同审评绑定部分申报一致性评价仿制药制剂客户或者后期通过工艺研究竞争替代进口产品。

山河药辅的净利率水平高于进口厂家：药辅市场厂家参与者主要包括瑞登梅尔、日本旭化成、日本曹达等。由于瑞登梅尔公司尚未上市，我们选取日本旭化成和日本曹达作为可比公司。将山河药辅的营业利润率与旭化成的生命创新业务（除去电子业务）的营业利润率相比，我们发现山河药辅的 2022 上半年营业利润率可达到 20.52%，高于旭化成的 6.05%；2021 年山河药辅的营业利润率可达到 16.17%，高于日本曹达的 4.52%。

图21：山河药辅营业利润率水平高于日本旭化成


资料来源：公司财报（生命创新业务，除电子业务）、Wind、信达证券研发中心

图22：山河药辅的营业利润率水平高于日本曹达


资料来源：公司财报（生命创新业务，除电子业务）、Wind、信达证券研发中心

近年受日元贬值的影响，日本进口海外原料的成本持续攀升，日企化学业务的营业利润率维持下降趋势；与之相反，山河药辅的营业利润率维持在较好的水平。山河药辅在售价更低的情况下具备更强的盈利能力，彰显与日本厂家竞争的成本优势。

3.2. 山河药辅参与行业标准制定，注重研发并进军注射用辅料赛道

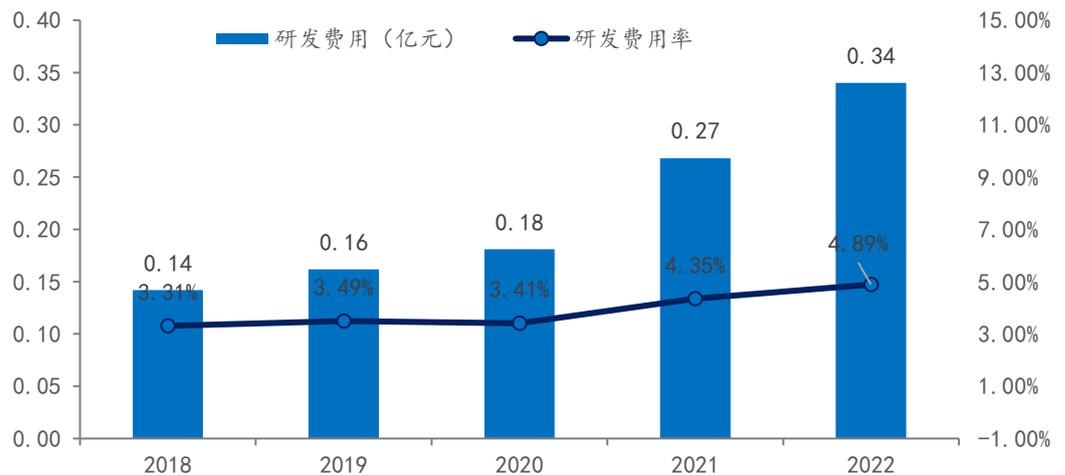
3.2.1. 参与制定多项行业标准，彰显行业地位及产品技术优势

在技术积累方面，公司参与制定行业标准彰显实力。公司参与了国家的《药用辅料生产质量管理规范》的起草和定稿及药用辅料质量标准的修订工作，并在国内首次倡导药用辅料质量标准中性能指标的概念。针对药用辅料质量标准，公司起草多篇关于药用辅料质量标准探讨的文章，并发表于《中国医药报》；参与了2020年版《中国药典》药用辅料质量标准的修订工作；参加了《药用辅料适用性研究指导原则》、《药用辅料功能性相关评价方法的建立》等国家课题，促进了行业整体技术进步，在行业中树立了模范和带头作用。

3.2.2. 成功研发注射级龙胆酸，持续拓展新产品

公司研发投入秩序增长，新品处于培育期。截止2022年年报，公司各类研发人员160人，约占公司人员总数的18%，研发人员专业涵盖制药工程、药学、材料化学、高分子材料合成、药事管理学、环保工程等多个学科。公司及子公司现拥有“一种制备羟丙纤维素的方法”、“崩解剂羧甲淀粉钠的制备方法”、“药用辅料薄膜包衣材料的制备方法”和“肠溶型水分散体包衣材料的制备方法”等22项国家发明专利。

2018-2022年公司研发费持续增长，从2018年的1420万元增至2022年的3443万元，研发费用率从2018年的3.31%提升至2022年的4.89%。

图23：2018-2022 年公司研发费用率持续增长，2022 年研发费用率为 4.89%


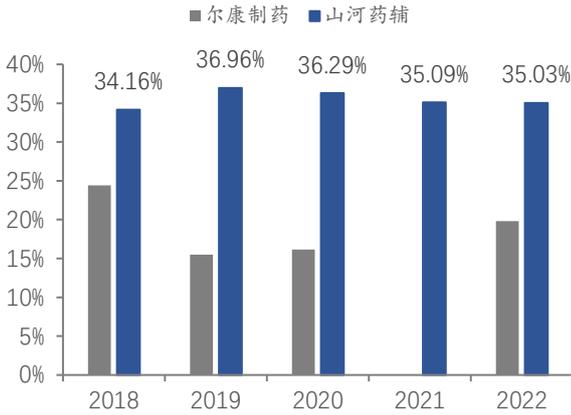
资料来源：公司各年年报、Wind、信达证券研发中心

2022 年 4 月公司新增注射级辅料产品龙胆酸注射用辅料，为公司第一款注射级辅料产品，实现了注射级辅料领域新突破。龙胆酸本身是一种解热镇痛药，也可用作医药中间体；龙胆酸属氢醌类化合物，容易发生氧化反应，在制药工业中用作抗氧化剂，改产品标志着公司的产品种类从固体口服制剂拓展至注射剂药用辅料。未来，公司将确定 1-2 个药用辅料的注射级别工艺路线、完成 1-2 个注射用药用辅料标准制定及实现 1-2 个注射用药用辅料规模化生产能力。同时，在纤维素类药辅方面，公司将继续开发满足不同制剂要求的多种规格的药用辅料，贴合不同客户对于应用的需求，助力药辅国产替代。

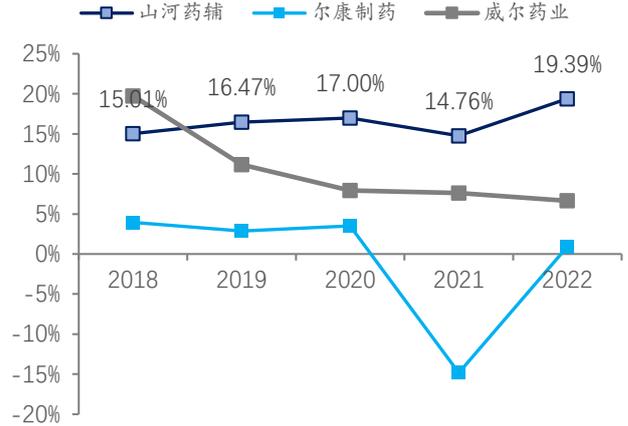
3.3. 公司盈利能力及 ROE 优于同行，合同负债稳步增长体现订单充裕

3.3.1. 山河药辅毛利率及 ROE 水平优于同行

国内同行药用辅料的上市公司主要有尔康制药、红日药业及山河药辅、威尔药业。尔康制药主要销售药用蔗糖、复合辅料等传统药辅，近几年的毛利率维持在 15-25% 之间。山河药辅销售的纤维素及其衍生物类相对高端药辅，价值更高，毛利率稳定维持在 35% 左右，较同行企业盈利能力更强。山河药辅的 ROE 保持稳定在 15.01%-19.39% 区间，平均值为 16.53%，显著高于同行企业。说明公司能持续稳定地为股东创造较高的收益，经营质量及盈利能力优于同行企业。

图24：山河药辅的纤维素类产品毛利率高于同行企业


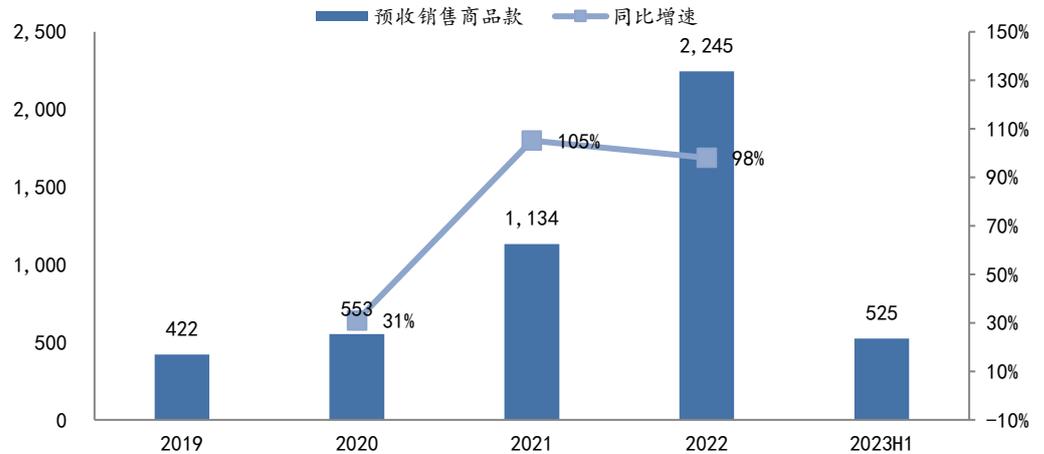
资料来源：公司财报、WIND、信达证券研发中心

图25：山河药辅的 ROE 水平高于同行企业


资料来源：公司财报、WIND、信达证券研发中心

3.3.2. 公司合同负债规模稳步增长，体现订单充足现金流优异

从合同负债的角度来看，2020 年山河药辅的预售销售商业款规模为 553 万元，2022 年年报公司合同负债 2245 万，同比增长 98%。合同负债大幅增长，体现公司订单充裕。

图26：公司合同负债稳步增长，体现订单充裕且现金流好


资料来源：公司各年年报、同花顺 iFinD、信达证券研发中心

4. 山河药辅产能规模稳中有增，出海加速拓展增长新亮点

4.1. 公司 9000 吨新产能将建成投产，产能爬坡带动规模及盈利能力增长

药品集中采购具有中标价格低、采购量大的特点，除了产品质量、价格需要满足下游客户的要求以外，药辅企业还需要充足的产能保证辅料供给，保障下游企业正常交货。

公司位于淮南经济技术开发区医药化工园的“新型药用辅料生产基地一期项目”已完成综合楼、动力中心、主要生产线等主体工程建设及投产，将增加 9000 吨高端辅料产能。

转债项目优化产能布局, 强化优势产品地位: 2022 年 7 月 13 日, 公司公告《向不特定对象发行可转换公司债券预案》, 该可转债已于 2023 年 7 月 7 日上市, 募资 3.2 亿元人民币用于新型药用辅料系列生产基地一期项目以及合肥研发中心及生产基地项目, 公司新厂区 9000 吨产能, 其中年产 5000 吨微晶纤维素、2800 吨羟丙甲纤维素、500 吨交联聚维酮、500 吨交联羧甲纤维素钠、200 吨硬脂富马酸钠等生产线, 总产能有望超 2 万吨。

表5: 山河药辅 9000 吨新产能投产, 公司总产能有望超 2 万吨

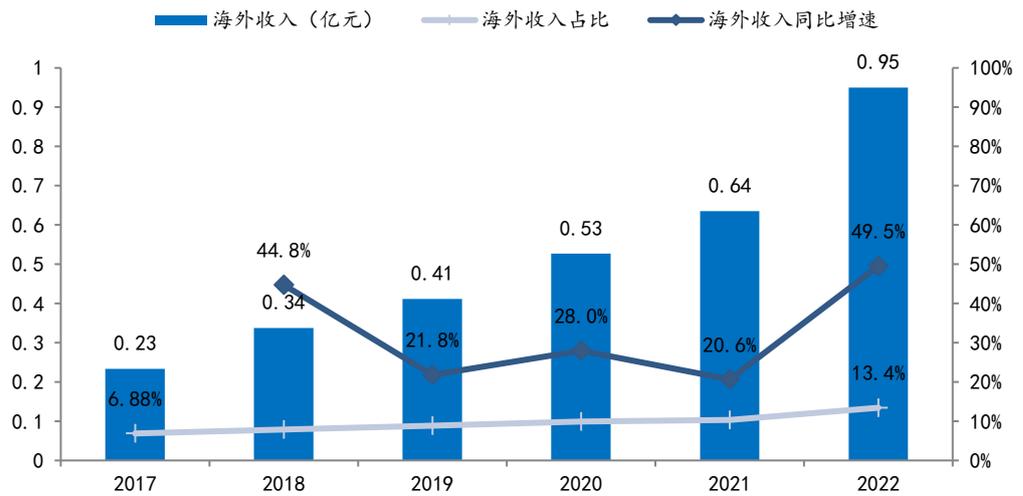
产品名	新产能(吨)	产能增加幅度	老产能(吨)	测算扩产后总产能(吨)
微晶纤维素	5000	52.63%	9506	14506
羟丙甲纤维素	2800	155.56%	1800	4600
交联聚维酮	500	150%	333	833
交联羧甲纤维素钠	500	100%	500	1000
硬脂富马酸钠	200		10	210

资料来源: 公司可转债募集书公告、信达证券研发中心分析

扩产项目主要定位为公司的优势品种, 有利于调整公司的产品结构。除了具有优势的微晶纤维素产品以外, 还扩产价值更高的羟丙甲纤维素、交联羧甲纤维素钠高附加值优势产品品类, 有助于提高整体毛利率, 巩固公司在纤维素类药辅中的行业地位。

4.2. 出海战略露锋芒, 2017-2022 年海外收入复合增速达 32.4%, 占总营收 13.4%

公司持续加大海外出口的力度, 海外收入从 2333 万增长至 2022 年的 9464 万, 5 年复合增速达到 32.4%, 2022 年同比增长 49.5%, 海外收入占总营收比例从 2017 年的 6.88% 提升至 2022 年的 13.4%。

图27：山河药辅海外收入稳健增长，2022年占营收比重为13.4%


资料来源：公司2017-2022 年报、Wind、信达证券研发中心

公司积极拓展海外销售渠道，将国际化作为战略发展重点。从渠道端看，公司积累了一批境外的营销网络和客户资源，并将产品出口至德国、英国、意大利、俄罗斯、美国、巴西、墨西哥、澳大利亚、印度、越南、印度尼西亚、中东及中国台湾等国家和地区。从产品认证端看，公司已取得欧盟 EXCIPACT 认证 8 项、美国 DMF 备案 14 项、欧洲 CEP 证书 1 项，部分产品已取得 HALAL、KOSHER 等多项认证，为企业产品出海提供了机会。

山河药辅产品性价比优势，加速拓展新兴国家市场。除了利用成本优势完成国产替代以外，公司高端药辅售价较低，性价比优势助力加快进入俄罗斯、巴西、墨西哥等新兴国家市场，打破进口药辅企业在纤维素领域的垄断格局。

5. 盈利预测及投资评级

我们将公司业务分为纤维素及其衍生物类产品、淀粉及衍生物类产品以及无机盐类产品等。我们对公司的 2023-2025 年业务作如下假设预测：

- 1) **纤维素及其衍生物类产品**：受益于行业集中度提升契机，国产替代的背景下，公司营业收入增速略高于行业增速。我们预计该业务 2023-2025 年收入增速为 15%、18%、18%，毛利率为 35%、35%、35%。
- 2) **淀粉及衍生物类**：由于淀粉类药辅逐步被纤维素类药辅替代，因此该业务增速慢于国产药辅行业增速，且毛利率略低于纤维素类药辅产品。考虑 2023 年年初因疫情全民抢药局面淀粉及衍生物类需求短期暴增（2023 年上半年同比增速为 29.74%），我们预计该业务 2023-2025 年收入增速为 23%、8%、10%，毛利率为 25%、22%、22%。
- 3) **无机盐类产品**：我们预计该业务发展将跟随纤维素类药辅业务发展但增速略低，2023-2025 年收入增速为 13%、15%、15%，毛利率为前三年的平均值 37.6%、36.9%、37.7%。
- 4) **其他类产品**：由于公司持续拓展新产品，产品持续丰富，预计其他类产品高速增长，2023-2025 年收入增速为 40%、30%、30%，毛利率为前三年的平均值 26.5%、27%、27%。

表6：山河药辅业务拆分预测表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	464.07	531.20	616.71	704.53	855.45	1,007.09	1,195.20
增速	8.29%	14.47%	16.10%	14.24%	21.42%	17.73%	18.68%
成本(百万元)	294.5	366.8	438.5	494.8	591.2	702.4	832.4
毛利率(%)	36.53%	30.96%	28.89%	29.77%	30.89%	30.25%	30.36%
具体营收拆分(百万元)：							
纤维素及其衍生物类	195.7	236.2	285.1	328.7	378.0	446.0	526.3
同比增长	5.4%	20.7%	20.7%	15.3%	15%	18%	18%
营业成本	123.4	150.5	185.0	213.5	245.7	289.9	342.1
毛利率	36.96%	36.29%	35.09%	35.03%	35.0%	35.0%	35.0%
淀粉及衍生物类	144.9	169.0	175.4	177.2	218.0	235.4	259.0
同比增长	9.2%	16.6%	3.8%	1.1%	23%	8%	10%
营业成本	93.5	133.6	142.9	138.2	163.5	183.6	202.0
毛利率	35.50%	20.97%	18.50%	22.03%	25.0%	22.0%	22.0%
无机盐类	43.9	45.5	58.4	68.2	77.1	88.6	101.9
同比增长	8.9%	3.6%	28.6%	16.7%	13%	15%	15%
营业成本	25.1	27.5	38.2	41.9	48.1	55.9	63.5
毛利率	42.80%	39.51%	34.61%	38.54%	37.6%	36.9%	37.7%
场地租金收入	0.24	0.34	0.33	0.34	0.3	0.3	0.2
同比增长	--	38.4%	-1.1%	3.3%	-10%	-10%	-10%
营业成本	--	--	0.14	0.14	0.13	0.12	0.11
毛利率	--	--	56.94%	57.64%	57.3%	57.3%	57.4%
其他类产品	79.3	80.2	97.5	130.1	182.1	236.7	307.8
同比增长	18.4%	1.1%	21.7%	33.4%	40%	30%	30%
营业成本	52.4	55.0	72.2	101.0	133.8	172.8	224.7
毛利率	33.86%	31.33%	25.95%	22.36%	26.5%	27.0%	27.0%
其他业务	697.7	1026.3			0.0	0.0	0.0
同比增长	44%	47%	--	--			
营业成本	522.08	802.99	--	--			
毛利率	25.17%	21.76%	--	--			

资料来源：公司年报、同花顺 iFinD、信达证券研发中心预测

根据公司业务经营增长情况，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.65 亿、1.90 亿和 2.29 亿；对应 2024-2025 年的 PE 分别为 16 倍、13 倍。

表7：山河药辅公司盈利预测

单位/百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	705	855	1,007	1,195
(+/-)(%)	14.2%	21.4%	17.7%	18.7%
归母净利润	131	165	190	229
(+/-)(%)	46.4%	26.4%	15.1%	20.6%
毛利率(%)	29.8%	30.9%	30.3%	30.4%
ROE(%)	18.1%	19.1%	14.7%	15.8%
EPS (摊薄) (元)	0.56	0.70	0.81	0.98
P/E	22.74	17.99	15.63	12.96
P/B	4.11	3.43	2.30	2.05
EV/EBITDA	24.18	13.31	10.19	8.32

资料来源：同花顺 iFinD、信达证券研发中心，注：数据截止 2024 年 3 月 29 日

根据公司业务情况，我们选取山东赫达、九典制药、丽珠集团、华海药业、科伦药业等仿制药或者原料药制剂一体化企业作为同行可比公司，可比公司 2024-2025 年的平均估值为 17 倍、14 倍。鉴于公司纤维素类产品为国内领先水平，受益于行业集中度提升以及在手订单丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：山河药辅盈利预测与同行估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 亿	归母净利润(百万元)			PE	
				2023E	2024E	2025E	2024E	2025E
002810.SZ	山东赫达	13.9	47	318	407	526	12	9
002422.SZ	科伦药业	30.6	470	2,391	2,735	3,155	17	15
300705.SZ	九典制药	37.5	130	378	495	636	26	20
600521.SH	华海药业	12.9	191	924	1,112	1,380	17	14
000513.SZ	丽珠集团	36.5	300	2,352	2,689	2,871	11	10
同类公司平均估值							17	14
300452.SZ	山河药辅	12.7	30	165	190	229	16	13

资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心，收盘价与总市值等数据截止 2024 年 3 月 29 日；可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期

6. 风险提示

- 1) 原材料价格波动风险，影响公司的毛利率水平；
- 2) 出海业务因航运或者海运成本增加风险导致盈利能力波动风险；
- 3) 纤维素类药辅市场竞争加剧影响盈利能力风险；
- 4) 新投产产能爬坡不及预期风险；
- 5) 新产品开拓不及预期风险；
- 6) 生产事故风险或者产品质量纠纷风险；
- 7) 产能建设及投产进度不及预期。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	553	631	1,019	1,101	1,282	
货币资金	141	150	485	512	630	
应收票据	35	46	57	64	78	
应收账款	58	52	71	84	96	
预付账款	12	28	22	29	38	
存货	78	91	98	123	146	
其他	229	263	286	289	295	
非流动资产	410	549	605	688	748	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	299	285	330	381	429	
无形资产	54	54	62	66	73	
其他	57	210	213	241	246	
资产总计	963	1,181	1,624	1,789	2,030	
流动负债	223	345	321	382	471	
短期借款	31	40	12	18	26	
应付票据	74	120	117	143	179	
应付账款	59	106	98	120	153	
其他	60	79	94	101	114	
非流动负债	33	47	373	53	53	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	33	47	373	53	53	
负债合计	257	392	693	434	524	
少数股东权益	66	66	64	60	58	
归属母公司股东权益	640	723	867	1,295	1,449	
负债和股东权益	963	1,181	1,624	1,789	2,030	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	617	705	855	1,007	1,195
同比 (%)	16.1%	14.2%	21.4%	17.7%	18.7%
归属母公司净利润	89	131	165	190	229
同比 (%)	-5.0%	46.4%	26.4%	15.1%	20.6%
毛利率 (%)	28.9%	29.8%	30.9%	30.3%	30.4%
ROE%	13.9%	18.1%	19.1%	14.7%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.56	0.70	0.81	0.98
P/E	33.31	22.74	17.99	15.63	12.96
P/B	4.64	4.11	3.43	2.30	2.05
EV/EBITDA	28.71	24.18	13.31	10.19	8.32

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	617	705	855	1,007	1,195	
营业成本	439	495	591	702	832	
营业税金及附加	6	7	8	10	12	
销售费用	21	23	26	30	37	
管理费用	31	28	34	40	48	
研发费用	27	34	37	44	54	
财务费用	1	-2	3	2	-1	
减值损失合计	-6	0	0	0	0	
投资净收益	6	8	8	10	12	
其他	8	10	12	14	18	
营业利润	100	136	176	202	243	
营业外收支	-3	0	1	0	0	
利润总额	97	136	177	203	243	
所得税	11	5	14	16	16	
净利润	86	131	163	187	227	
少数股东损益	-4	0	-3	-4	-2	
归属母公司净利润	89	131	165	190	229	
EBITDA	134	165	218	251	294	
EPS(当年)(元)	0.38	0.56	0.70	0.81	0.98	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	104	133	149	226	286
净利润	86	131	163	187	227
折旧摊销	35	36	38	46	52
财务费用	1	-1	3	3	1
投资损失	-6	-8	-8	-10	-12
营运资金变动	-16	-33	-49	0	18
其它	4	8	2	0	0
投资活动现金流	-20	-88	-87	-120	-100
资本支出	-31	-67	-93	-130	-112
长期投资	5	-29	0	0	0
其他	6	8	6	10	12
筹资活动现金流	-55	-49	272	-79	-68
吸收投资	0	0	0	306	0
借款	31	49	-28	6	8
支付利息或股息	-46	-55	-68	-71	-76
现金流净增加额	28	-1	335	27	118

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超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PCC佳生和Paraxel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022年4月加入信达证券，负责生物制品和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1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。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券，负责创新药板块研究工作。

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。