

固体制剂用辅料龙头，进口替代加速成长

核心观点

- **固体制剂用辅料龙头，产品优势显著。**山河药辅是国内口服固体制剂药用辅料龙头，主要产品涵盖填充剂、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和注射级药用辅料。公司十年来收入持续稳定增长，2017-2022 年收入、归母净利润复合增速分别为 15.7%、21.0%，22 年实现收入 7.05 亿、归母净利润 1.31 亿。从产品结构来看，22 年公司收入中纤维素及衍生物类、淀粉及衍生物类、无机盐类分别占 46.7%、25.2%、9.7%。
- **需求增长稳健，药品集采加速辅料国产替代。**国内药用辅料市场规模与药物制剂总产值呈正相关，在老龄化程度加深、医保目录扩容等因素的持续作用下，我国药品消费将保持稳定增长趋势，药用辅料市场规模也会随之增长，2027 年国内药用辅料市场规模有望达到 210 亿美元，2022-2027 年复合增速达 7.2%。国产药用辅料质量不断提升的背景下，药品集采和供应链安全开始催化辅料国产替代进程加速，产品质量、技术水平和研发能力领先的国内药用辅料头部企业有望率先受益。
- **进口替代加速成长，新产品新领域拓展空间。**公司主力产品市场领先，2021 年微晶纤维素产量占国内市场的 27.8%，丰富品种、多元规格能够满足众多下游制药企业多品种、多规格、定制化的集合需求。**1) 进口替代+海外增长：**公司把握进口替代机遇，2022H1 进口替代项目贡献 30% 以上的收入增长；随着产品竞争力不断增长，公司海外业务保持较快增长，2022 年海外收入同比增长 38%。**2) 新产品新领域拓展：**公司近两年加大研发投入，开发注射级辅料、预混辅料等新方向，布局食品添加剂、医美高分子材料等应用领域，打开发展空间。**3) 部分原材料价格回落，新产能释放在即：**公司成本中原材料占比较高，今年来木浆价格回落、硬脂酸价格进一步小幅下降，有利公司成本端改善。可转债募投新型药用辅料系列生产基地一期项目建设完成后，计算评价期（10 年）内年均销售收入 3.84 亿元、年均净利润 9360 万元，助力公司成长。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.67、0.81、0.98 元，基于可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为 2023 年的 28 倍市盈率，对应目标价为 18.76 元，首次给予增持评级。

风险提示

新产能投产及产能消化不及预期、进口替代进度不及预期、原材料价格大幅上涨

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	617	705	859	1,058	1,226
同比增长(%)	16.1%	14.2%	21.9%	23.2%	15.9%
营业利润(百万元)	100	136	178	217	263
同比增长(%)	-8.5%	36.7%	30.7%	21.9%	21.1%
归属母公司净利润(百万元)	89	131	156	189	229
同比增长(%)	-5.0%	46.4%	19.4%	21.3%	21.1%
每股收益(元)	0.38	0.56	0.67	0.81	0.98
毛利率(%)	28.9%	29.8%	30.4%	29.9%	30.7%
净利率(%)	14.5%	18.6%	18.2%	17.9%	18.7%
净资产收益率(%)	14.6%	19.2%	19.4%	20.1%	21.3%
市盈率	45.6	31.1	26.1	21.5	17.7
市净率	6.4	5.6	4.6	4.1	3.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持（首次）

股价（2023年06月30日）	17.44 元
目标价格	18.76 元
52 周最高价/最低价	19.5/12.11 元
总股本/流通 A 股（万股）	23,446/18,643
A 股市值（百万元）	4,089
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2023 年 07 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.16	-6.49	1.19	36.6
相对表现	1.72	-6.61	6.05	50.93
沪深 300	-0.56	0.12	-4.86	-14.33



证券分析师

证券分析师 邢立力

xinglili@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522070001

证券分析师 韩冰

hanbing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522090003

联系人

联系人 路天奇

lutianqi@orientsec.com.cn

目录

1、公司介绍：固体制剂用辅料龙头，产品优势显著	5
1.1 固体制剂用辅料龙头，管理团队经验丰富	5
1.2 产品不断丰富，竞争优势显著	7
1.3 业绩增长稳健，纤维素类产品占比提升	8
2、行业分析：需求增长稳健，药品集采加速辅料国产替代	10
2.1 需求增长稳健，竞争格局分散	10
2.2 政策推动强化专业辅料厂商竞争力，药品集采加速辅料国产替代	12
3、投资逻辑：进口替代加速成长，新产品新领域拓展空间	14
3.1 品种规格多元，主力产品市场领先	14
3.2 把握进口替代机遇，持续布局新产品新领域	18
3.3 部分原材料价格回落，新产能释放在即	20
盈利预测与投资建议	23
盈利预测	23
投资建议	24
风险提示	24

图表目录

图 1：山河药辅发展历程	5
图 2：山河药辅股权结构（截至 2023Q1）	5
图 3：微晶纤维素产品	7
图 4：公司年报披露 CDE 登记产品数（单位：个）	7
图 5：公司营业收入及增速	8
图 6：公司归母净利润及增速	8
图 7：公司毛利率和净利率	9
图 8：公司期间费用率	9
图 9：公司收入分产品结构	9
图 10：公司收入分地区结构	9
图 11：中国药品总销售额及增速	10
图 12：中国药用辅料市场规模	10
图 13：药用辅料生产企业分类	10
图 14：药用辅料市场参与者	10
图 15：药品集采发展历程	13
图 16：药品集采涉及品种和降价幅度	14
图 17：山河药辅产品图谱	14
图 18：公司纤维素及其衍生物类产品收入及增速	16
图 19：公司纤维素及其衍生物类产品毛利率	16
图 20：公司微晶纤维素收入及增速	16
图 21：公司微晶纤维素毛利率	16
图 22：国内市场微晶纤维素进口和国产比例	16
图 23：公司微晶纤维素国内市场占有率	16
图 24：公司羟丙甲纤维素收入及增速	18
图 25：公司羟丙甲纤维素产能利用率	18
图 26：公司部分品种进口替代空间（截至 2021 年，单位：吨）	18
图 27：国外业务收入及增速	19
图 28：国内外业务毛利率（%）	19
图 29：公司研发投入情况	19
图 30：公司 22 年员工结构	19
图 31：2021 年国内纤维素醚下游消费领域	20
图 32：中国保健品市场规模及增速	20
图 33：公司 2022 年成本结构	20
图 34：公司 2021 年主要原材料采购金额	20

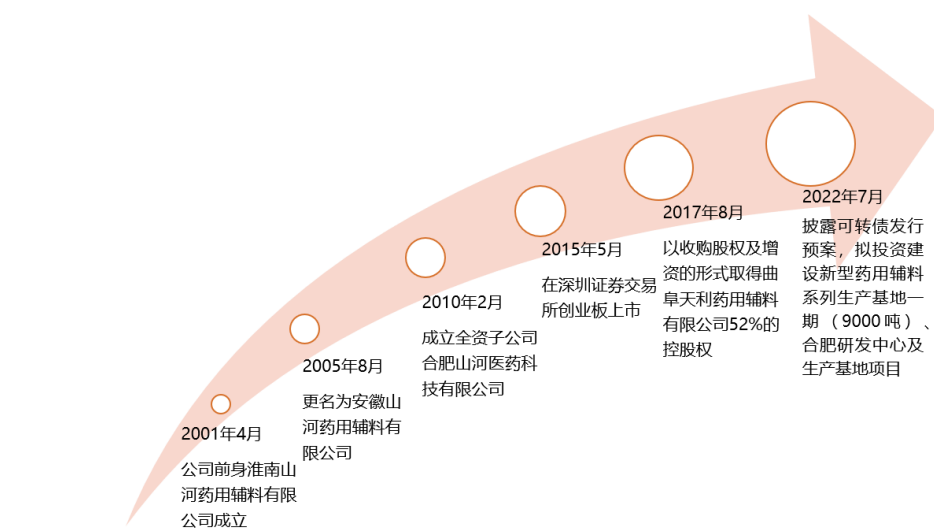
图 35：玉米淀粉价格（元/吨）	21
图 36：漂白针叶浆价格（美元/吨）	21
图 37：硬脂酸价格（元/吨）	21
图 38：可转债募投项目	21
表 1：公司高管团队	6
表 2：山河药辅主要药用辅料产品介绍	7
表 3：国内药辅行业主要参与企业介绍	11
表 4：国内药用辅料相关政策	12
表 5：微晶纤维素产品型号	14
表 6：羟丙甲纤维素产品型号	15
表 7：明胶胶囊与植物胶囊对比	17
表 8：可比公司估值	24

1、公司介绍：固体制剂用辅料龙头，产品优势显著

1.1 固体制剂用辅料龙头，管理团队经验丰富

山河药辅是国内口服固体制剂药用辅料龙头，公司专注于药用辅料的研发、生产和销售，在多项关键技术上已形成了自身的技术积累与研发经验，主要产品涵盖填充剂、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和注射级药用辅料。公司前身淮南山河药用辅料有限公司成立于 2001 年 4 月，2010 年 2 月成立全资子公司合肥山河医药科技有限公司，2017 年收购曲阜天利药用辅料有限公司 52% 股权。2022 年 7 月，公司披露可转债发行预案，拟投资建设新型药用辅料系列生产基地一期（9000 吨）、合肥研发中心及生产基地项目，有望进一步巩固龙头地位。

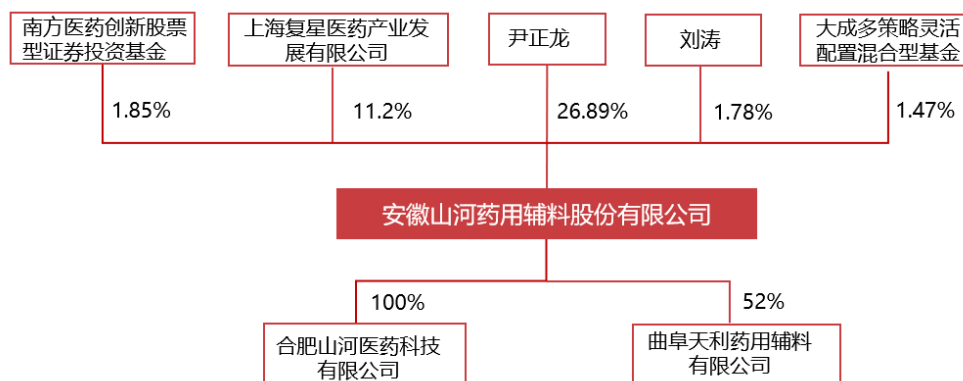
图 1：山河药辅发展历程



数据来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

实控人行业经验丰富，复星医药战略持股。公司实控人尹正龙持有公司股份 6305.75 万股，占总股本 26.89%。尹正龙先生毕业于安徽中医药大学药学专业，1989-2000 年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；2001 年起任公司董事长兼总经理；现为中国化学制药工业协会副会长、中国药用辅料产业联盟副主任、安徽省医药行业协会副会长、淮南市药学会理事长，是安徽理工大学和安徽中医药大学外聘教授和工程硕士生导师，具有丰富的药用辅料行业研发与管理经验。上海复星医药产业发展有限公司系公司第二大股东，持有 11.2% 的股份，持股比例自 20Q3 起保持稳定。

图 2：山河药辅股权结构（截至 2023Q1）



数据来源：wind、东方证券研究所

高管团队稳定，分工明确各司其职。公司核心高管团队稳定，多名高管在公司任职长达 20 余年。常务副总经理宋道才 2008 年加入公司，历任公司车间主任、生产部经理、生产总监、副总经理，拥有 30 余年生产管理经验。副总经理刘自虎 2001 年加入公司前曾任淮南市第五制药厂片剂车间技术员、技术主任、销售员、胶囊车间技术员、片剂车间主任、片剂分厂副厂长、总经理助理兼生产科科长，同样拥有丰富的一线生产和管理经验。副总经理雷韩芳 2004 年加入公司，历任公司化验室主任、销售部经理、市场部经理、营销总监、副总经理，现主要分管销售工作。财务负责人、董事会秘书刘琦曾就职于中国电子科技集团公司第十六研究所、中化化肥有限公司安徽分公司、瑞华会计师事务所安徽分所等单位，拥有丰富的大型企业会计及财务经验。

表 1：公司高管团队

姓名	职务	职称	年龄	履历
尹正龙	董事长、总经理	高级工程师 执业药师	58	毕业于安徽中医药大学药学专业,本科学历.1989 年至 2000 年,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;2001 年至今,任公司董事长兼总经理。现为安徽省党代表,省工商联(总商会)副会长,淮南市人大代表,市工商联副主席,中国化学制药工业协会副会长,中国药用辅料产业联盟副主任,安徽省医药行业协会副会长,淮南市药学会理事长,是安徽理工大学和安徽中医药大学外聘教授和工程硕士生导师,为安徽省战略性新兴产业领军人才,安徽省产学研联合专家库成员。
刘自虎	副总经理	中级工程师	53	1990 年至 2010 年先后任职于淮南市第五制药厂,淮南山河药用辅料股份有限公司,成都金江制药有限公司,担任技术主任,车间主任,生产部经理,总经理助理,副总经理等职务.2011 年至今历任公司设备工程部经理,安全环保部经理,生产总监,副总经理。
雷韩芳	副总经理	执业药师, 工程师	42	本科学历,硕士研究生在读, 2004 年加入公司,历任公司化验室主任,销售部经理,市场部经理,营销总监,副总经理。
刘琦	财务负责人、董事会秘书	高级会计师 注册会计师 (非执业会员)、注册税务师	51	本科学历,先后就职于中国电子科技集团公司第十六研究所,中化化肥有限公司安徽分公司,瑞华会计师事务所安徽分所,金鹃传媒科技股份有限公司,北京博大光通物联科技股份有限公司,担任财务经理,项目经理,财务总监等职务.2020 年 6 月至今任公司财务负责人,2021 年 8 月至今任公司董事会秘书。
宋道才	常务副总经理	工程师 执业药师	54	安徽财经大学会计学专业双大专学历,在职研究生在读,.1991 年至 2007 年,先后任职于淮南第五制药厂,淮南佳盟药业有限公司,永龙(南洋)集团公司,担任技术主任,车间主任,生产部经理,质保部经理,总经理助理,副总经理等职务;2008 年至今,历任公司车间主任,生产部经理,生产总监,副总经

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

				理。
--	--	--	--	----

数据来源：wind、东方证券研究所

1.2 产品不断丰富，竞争优势显著

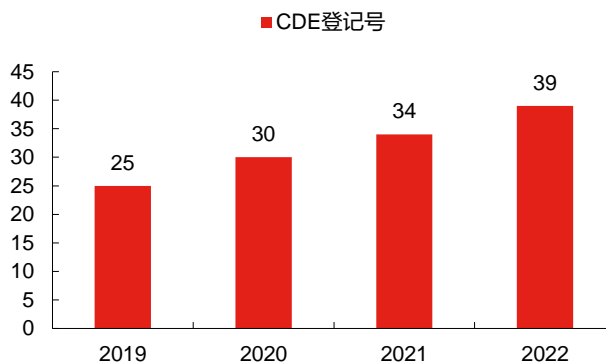
公司持续研发丰富产品，2022 年年报显示已有 39 种产品获得 CDE（国家药品监督管理局药品审评中心）的药用辅料登记号，微晶纤维素、羧甲淀粉钠和硬脂酸镁的产销量均居国内首位，羟丙甲纤维素、交联羧甲纤维素钠、倍他环糊精等产品的产能供应，也均居于市场领先水平，带来较强的规模经济优势。公司常年客户达 2700 多家，覆盖医药生产企业和部分保健品、食品加工企业，并将产品出口至德国、英国、意大利、俄罗斯、美国、巴西、墨西哥、澳大利亚、印度及中东等国家和地区，客户资源和营销网络竞争优势显著。

图 3：微晶纤维素产品



数据来源：百度爱采购、东方证券研究所

图 4：公司年报披露 CDE 登记产品数（单位：个）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 2：山河药辅主要药用辅料产品介绍

产品名称	产品用途
微晶纤维素	本产品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。本产品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，是混悬型液体制剂的良好助悬剂，同时，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	本产品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	本产品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。
糊精	本产品主要用作固体制剂的填充剂、黏合剂、增稠剂和乳化稳定剂。
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。
羧甲淀粉钠	本产品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

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	可在食品工业中用作增稠剂和乳化稳定剂
倍他环糊精	本品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	本品为蔗糖和玉米淀粉及其他辅料制成的白色或类白色球形小丸，主要用作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	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，能抗潮，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	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	本产品于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；还可作为固体分散体、缓释及成膜材料。
交联聚维酮	本产品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；还可作澄清剂、吸附剂、着色稳定剂和胶体稳定剂；在食品等工业中主要作澄清剂，以吸附去除酶类、蛋白质等。
硬脂酸镁	本产品具有润滑、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	本产品主要用作助流剂，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	本产品具有润滑、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（供注射用）	本品是一种多羟基酸，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。
薄膜包衣粉	本产品作为预混剂，使用时用适宜的溶剂溶解后，喷施于片剂上而成为薄膜包衣片。根据在人体中溶解、崩解、分散的不同部位和特性，分为胃溶膜、肠溶膜、口溶膜、缓释膜和缓控释膜等；根据素片的要求，又可以划分为普通型、防潮型、速溶型和高附着型等
羧甲基纤维素钠	本产品可用作液体助悬剂、增稠剂和乳化剂；其于半固体制剂中用作凝胶基质，在片剂等固体制剂用作黏合剂、崩解剂、缓释材料。。本产品在食品工业中也广泛用作增稠剂和稳定剂

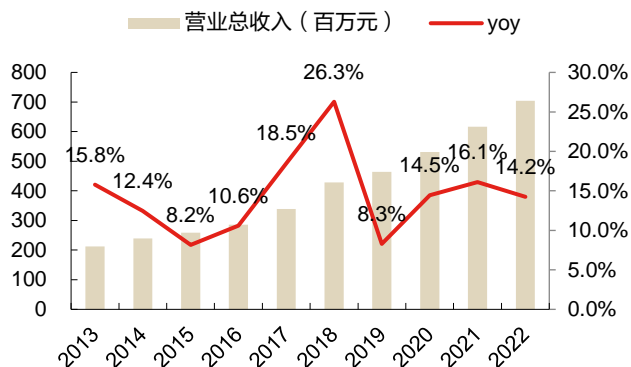
数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.3 业绩增长稳健，纤维素类产品占比提升

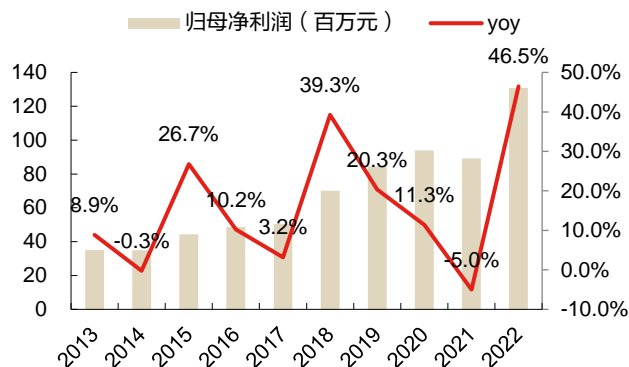
收入持续稳定增长，成本费用控制良好。公司十年来收入持续稳定增长，2017-2022 年收入、归母净利润复合增速分别为 15.7%、21.0%，22 年实现收入 7.05 亿、归母净利润 1.31 亿。公司毛利率受产品结构变化和原材料价格影响有所波动，期间费用率管控良好，2022 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.3%、4.0%、4.9%、-0.3%。

图 5：公司营业收入及增速

图 6：公司归母净利润及增速

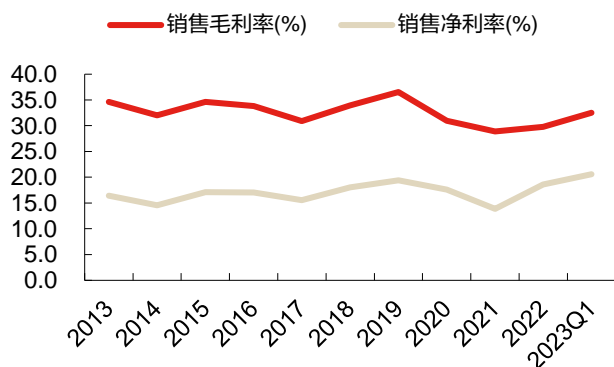


数据来源：wind、东方证券研究所



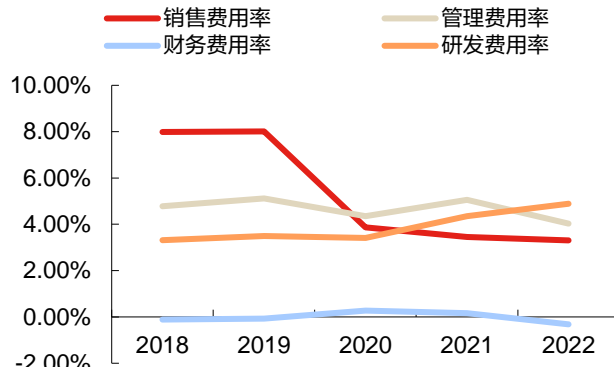
数据来源：wind、东方证券研究所

图 7：公司毛利率和净利率



数据来源：wind、东方证券研究所

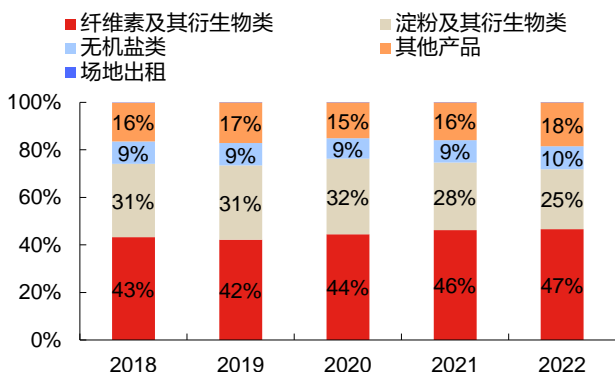
图 8：公司期间费用率



数据来源：wind、东方证券研究所

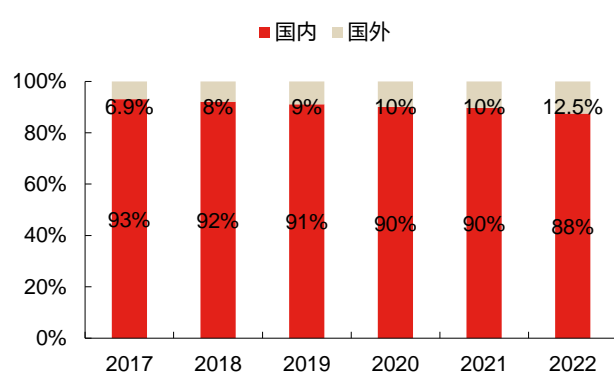
纤维素类产品占比近半，海外业务持续发力。从产品结构来看，公司收入主要来自纤维素及其衍生物类产品，22 年实现收入 3.3 亿元，占总收入 46.7%。淀粉及衍生物类产品自 2018 年以来逐年下降，22 年实现收入 1.8 亿元，占总收入 25.2%。从地区结构来看，公司海外业务增长亮眼，2017-2022 年收入 CAGR 达 27.3%，占收入比重从 17 年的 6.9%提升至 22 年的 12.5%。

图 9：公司收入分产品结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 10：公司收入分地区结构



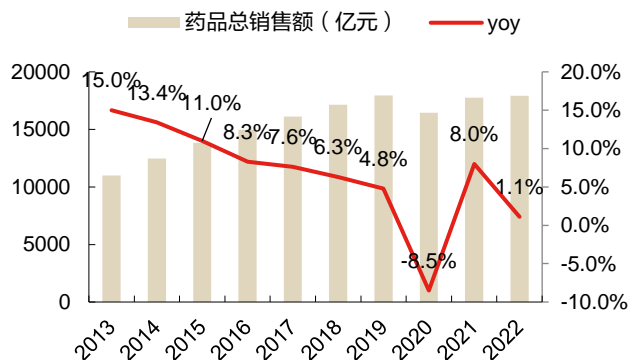
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2、行业分析：需求增长稳健，药品集采加速辅料国产替代

2.1 需求增长稳健，竞争格局分散

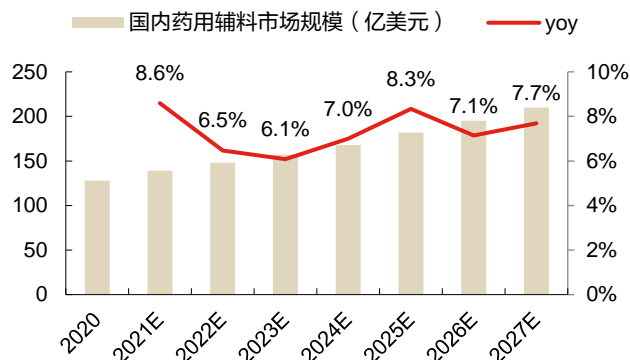
需求增长稳健，市场平稳扩容。国内药用辅料市场规模与药物制剂总产值呈正相关，在老龄化程度加深、医保目录扩容等因素的持续作用下，我国药品消费将保持稳定增长趋势，药用辅料市场规模也会随之增长。2020 年疫情期间，国内住院和门诊患者大幅下降，处方量和药品销售量下滑，全年药品总销售额同比下滑 8.5%。随着疫情影响减弱，2021、2022 年国内药品总销售额同比分别增长 8.0%、1.1%，辅料需求也随之复苏。据新开源年报，2027 年国内药用辅料市场规模有望达到 210 亿美元，2022-2027 年复合增速达 7.2%。

图 11：中国药品总销售额及增速



数据来源：米内网、东方证券研究所

图 12：中国药用辅料市场规模



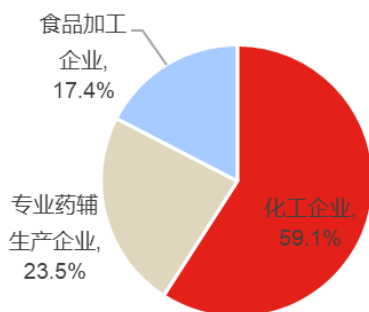
数据来源：新开源年报、东方证券研究所

竞争格局分散，国际大型辅料企业占据高端市场。目前全球约有 200 多家规模较大的从事药用辅料开发生产的专业公司，大多分布在欧美各国，尚无一家药用辅料公司的产值能单独占据国际市场 5% 以上的份额，竞争格局较为分散。

我国药用辅料市场参与者包括国际大型药用辅料生产企业、本土大型药用辅料生产企业以及数量众多的非专业性辅料生产企业。国际大型企业药用辅料生产企业如巴斯夫、陶氏、默克等，凭借高品牌知名度、雄厚的资金实力和研发实力、稳定的产品质量、先进的技术水平，在高端药用辅料领域优势明显。以山河药辅、威尔药业为代表的本土大型药用辅料企业产品质量较高，具备一定的研发能力，在市场上具备较强的竞争力，但在高端辅料的研发和生产上与国际大型药用辅料生产企业还有一定的差距。本土非专业性药用辅料生产企业多由化工、食品加工企业转型而来，数量繁多，但生产工艺简单、产品质量较低，竞争力不足。根据山河药辅可转债募集说明书，据不完全统计，我国现有内资的药用辅料生产企业约 470 家，其中专业从事药用辅料生产的企业仅占 23%，化工企业约占 17%，食品与其他企业约占 60%。

图 13：药用辅料生产企业分类

图 14：药用辅料市场参与者



数据来源：山河药辅公告、东方证券研究所

注：数据为山河药辅可转债募集说明书所作不完全统计



数据来源：头豹研究院、东方证券研究所

表 3：国内药辅行业主要参与企业介绍

公司	成立时间	主要产品	简介
默克化工技术(上海)有限公司	1997	甘露醇、葡甲胺、聚山梨酯 80、聚山梨酯 20 等	默克化工技术(上海)有限公司是全球性制药与化工企业德国默克(集团)在中国的分支机构。在药用辅料领域，公司拥有多个功能性辅料品种，应用于注射剂和生物制品中。
德国美剂乐集团	1887	乳糖等	德国美剂乐集团是全球最大的药用乳糖生产企业。
美国陶氏化学	1897	聚乙二醇系列，丙二醇等	美国陶氏是一家全球领先多元化的化学公司，产品及服务应用于制药、电子产品、水处理、能源、涂料和农业等多个领域。
瑞登梅尔 (JRS)	1877	纤维素类	全球知名的精细纤维素生产企业之一，产品广泛用于医药、化工、食品等领域。
罗盖特	1933	药用淀粉、多元醇等	在淀粉及其深加工行业内处于世界领先地位，以玉米、小麦、马铃薯为原料，生产的原淀粉、变性淀粉、液体和固体淀粉糖、发酵产品、多元醇等 600 多种产品广泛用于各行业。
卡乐康	1962	包衣材料	核心业务是设计先进的包衣系统，缓控释技术及制剂剂型所用的功能性的药用辅料并提供相关技术支持，全球拥有 11 个生产基地和 22 个技术服务实验室。
山河药辅	2001	微晶纤维素、硬脂酸镁、羧甲淀粉钠、羟丙甲纤维素等	主要产品为固体制剂用辅料，微晶纤维素、羧甲淀粉钠和硬脂酸镁的销量居国内首位，拥有四大类 30 多个品种 80 多个规格的药用辅料产品。
威尔药业	2000	聚山梨酯 80、聚山梨酯 20、丙二醇、聚乙二醇等	专注药用辅料和合成润滑基础油等产品的研发、生产和销售，药用辅料产品应用覆盖注射、口服、外用等各种药物剂型领域，相关注射用辅料产品的生产技术及标准处于国际领先水平。
黄山胶囊	1989	明胶空心胶囊、肠溶明胶空心胶囊	以空心胶囊为主营业务，可生产 00#、0#加长、0#、1#加长、1#、2#、3#、4#、5#等多种型号的胶囊，年生产能力达 300 亿粒以上，2016 年上市。
曼氏生物	2000	大豆磷脂	提供高品质的磷脂药用辅料系列、药用原料系列、功能健康品系列产品；提供磷脂应用解决方案服务。拥有口服级大豆磷脂、注射级大豆磷脂的药用辅料生产批准文号。
展望药业	1950	无水磷酸氢钙、硬脂酸、可溶性淀粉、微晶纤维素等	以生产药用辅(原)料为主，兼产食品添加剂，拥有 33 个药用辅料品种，9 个原料药品种及 7 个食品添加剂，2015 年成为红日药业子公司。

数据来源：各公司官网、公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2.2 政策推动强化专业辅料厂商竞争力，药品集采加速辅料国产替代

一致性评价、关联审评政策强化专业药用辅料厂商竞争力。2016年3月国务院发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，要求加强对仿制药药学等效性和生物等效性的评估，确保仿制药质量和疗效与原研药一致，药用辅料作为影响制剂溶出曲线和药代动力学的重要因素，逐渐受到制剂企业关注。此外，2016年以前我国药用辅料采用单独审评审批的注册方式，审批机构存在差异，制剂企业重视程度不高，导致药用辅料质量参差不齐。2016年8月，药监局发布《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》，提出“将药包材、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评审批”。关联审批制度下，制剂企业成为产品质量的第一责任人，在选择辅料供应商时更加谨慎，重视辅料供应商的产品质量、技术水平和研发能力。仿制药一致性评价、药用辅料关联审评等政策推动药用辅料市场重新分配，生产规范、质量稳定的国内外辅料厂商的市场竞争力不断增强。

表 4：国内药用辅料相关政策

时间	发布单位	政策	内容
2016/03	国务院	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。药品生产企业是一致性评价工作的主体，应主动选购参比制剂开展相关研究，确保药品质量和疗效与参比制剂一致。参比制剂原则上首选原研药品，也可以选用国际公认的同种药品。
2016/08	国家药品监督管理局	《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》	将药包材、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评审批，各级食品药品监督管理部门不再单独受理药包材、药用辅料注册申请，不再单独核发相关注册批准证明文件。
2016/11	工信部等六部门	《医药工业发展规划指南》	基于“功能相关性指标”的系列化药用辅料，细分产品规格，提高质量水平，满足仿制药质量和疗效一致性评价的需要，重点发展纤维素及其衍生物、聚乙二醇、磷脂、注射用辅料、新型材料胶囊等产品；开发用于高端制剂、可提供特定功能的辅料和功能性材料。
2017/11	国家药品监督管理局	《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告》	国家食品药品监督管理总局药品审评中心建立原料药、药用辅料和药包材登记平台与数据库，有关企业或者单位可通过登记平台按公告要求提交原料药、药用辅料和药包材登记资料，获得原料药、药用辅料和药包材登记号，待关联药品制剂提出注册申请后一并审评。
2018/04	国务院	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	推动企业等加强药用原辅料和包装材料研发，运用新材料、新工艺、新技术，提高质量水平。通过提高自我创新能力、积极引进国外先进技术等措施，推动技术升级，突破提纯、质量控制等关键技术，淘汰落后技术和产能，改变部分药用原辅料和包装材料依赖进口的局

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

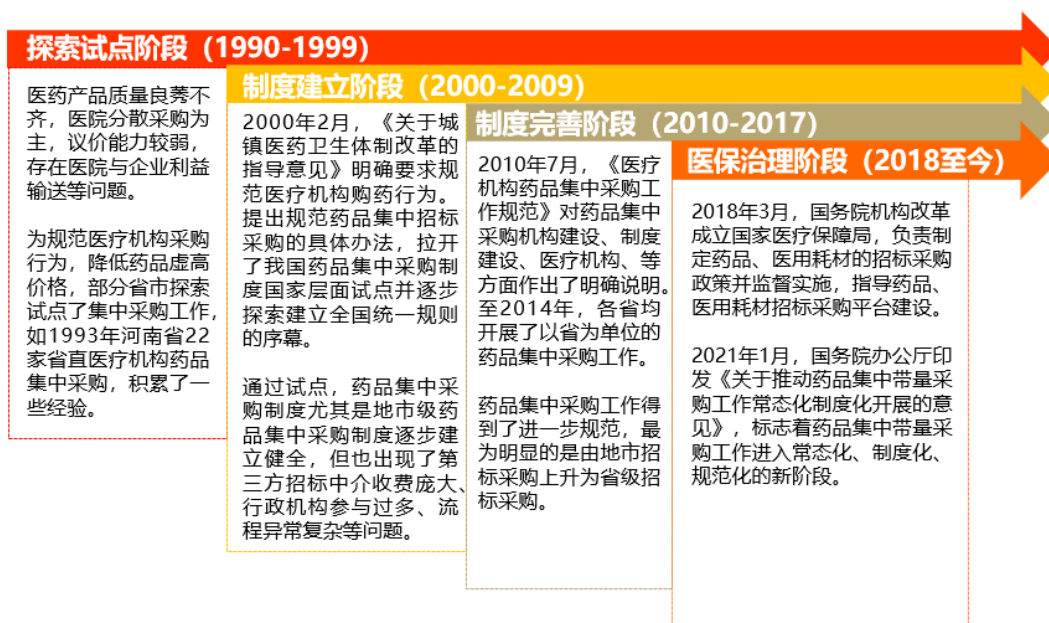
面，满足制剂质量需求。

2021/12	国家药品监督管理局	《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》	加强标准的国际协调，牵头中药国际标准制定，化学药品标准达到国际先进水平，生物制品标准与国际水平保持同步，药用辅料和药包材标准紧跟国际标准。围绕药品关联审评审批及监管需要，推动建立布局合理、重点突出的药用辅料和药包材检验检测体系。
2022/01	工信部、发改委等九部门	《“十四五”医药工业发展规划》	健全药用辅料、包装材料的标准体系和质量规范，促进产品有效满足仿制药一致性评价、制剂国际化等要求。鼓励疫苗生产企业和关键原辅料、耗材、设备企业加强协作，针对应急状态下可能出现的峰值需求，提高供应链应急适配能力。

数据来源：中国政府网、工信部、国家药品监督管理局、东方证券研究所

政策支持国产辅料高质量发展，集采加速进口替代。《医药工业发展规划指南》、《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》、《“十四五”医药工业发展规划》等政策不断出台支持国内药用辅料行业高质量发展，满足制剂国际化要求。国产药用辅料质量不断提升的背景下，药品集采和供应链安全开始催化辅料国产替代进程加速：1）首先是药品集采常态化、制度化、规范化大背景，8批国家组织药品集中采购平均降价幅度达到45%-60%，前7批共294种药品按集采前价格测算，涉及金额约占公立医疗机构化学药、生物药年采购额的35%。在集采常态化大背景下，制剂企业更加关注原辅料成本，国产药用辅料产品质量的提升和成本优势使得进口替代恰逢其时。2）其次，新冠肺炎疫情、国际贸易摩擦等因素的扰动下，国产辅料供应链和服务稳定性优势充分彰显。我们判断药用辅料行业进入国产替代加速阶段，产品质量、技术水平和研发能力领先的国内药用辅料头部企业有望率先受益。

图 15：药品集采发展历程



数据来源：蒋昌松祁鹏郭丹. 我国药品集中采购制度历史变迁及改革发展趋势[J]. 中国医疗保险, 2022(4):5-11., 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 16：药品集采涉及品种和降价幅度

	首轮药品集采	药品集采扩面	二轮药品集采	三轮药品集采	四轮药品集采	五轮药品集采	六轮药品集采	七轮药品集采	八轮药品集采
中选品种数量	25	25	32	55	45	61	16	60	39
平均降价幅度	52%	59%	53%	53%	52%	56%	48%	48%	56%

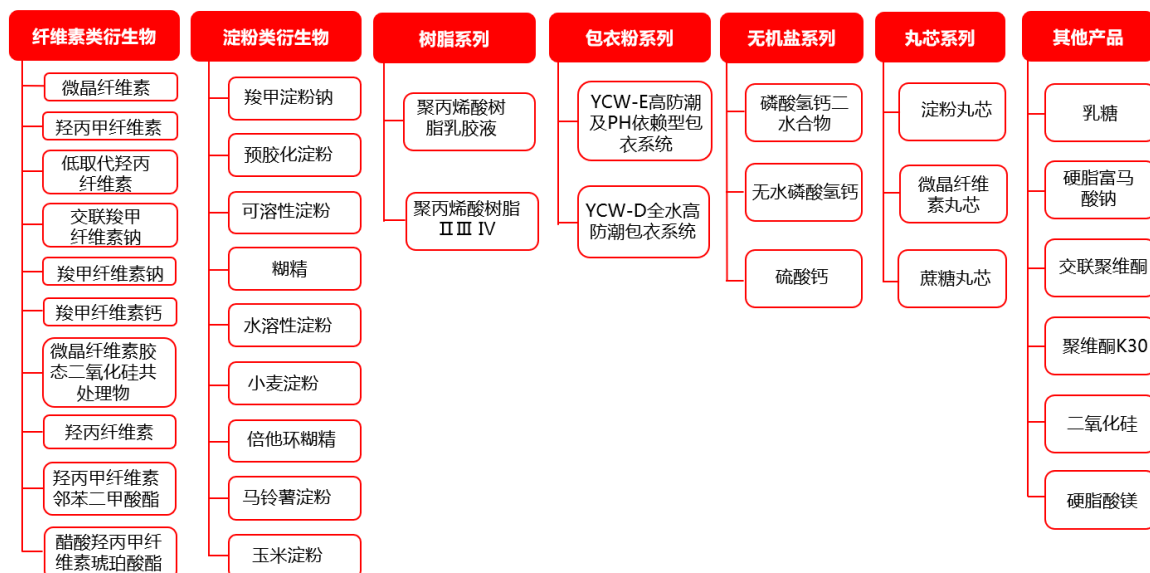
数据来源：国家医保局、中国政府网，东方证券研究所

3、投资逻辑：进口替代加速成长，新产品新领域拓展空间

3.1 品种规格多元，主力产品市场领先

品种规格多元，可满足客户集合需求。公司在行业内率先提出产品“性能指标”，针对客户的不同工艺、处方要求，细化产品规格，提高产品的匀质性和稳定性。以微晶纤维素为例，公司拥有包含 SH-CG1、SH-101、SH-102、丸芯型、胶囊型等在内的 15 个型号的产品；羟丙甲纤维素也拥有十余种型号，可用作湿法制粒的粘合剂、常规的薄膜包衣材料、封闭片芯和缓控释制剂骨架片等。目前公司产品涵盖纤维素类、淀粉类、无机盐系列、丸芯系列等七大类近 40 个品种，且拥有不同规格型号，能够满足众多下游制药企业多品种、多规格、定制化的集合需求。

图 17：山河药辅产品图谱



数据来源：公司官网、东方证券研究所

表 5：微晶纤维素产品型号

型号	粒度	水分	应用
SH-CG1	50 μ m		主要在口服片剂、胶囊剂、颗粒剂、丸剂等剂型中作为粘合剂、崩解剂和填充剂，适用于湿法制粒。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

SH-101	50 μ m		是湿法制粒中应用最广泛的辅料，在空白丸芯、挤出滚丸、微丸中应用广泛，可作为粘合剂使用，适用于物料疏松的口服固体制剂，可提高片剂的硬度，也可用于直接压片。
SH-102	90 μ m		具有较大的粒径，可以有效改善流动性，适合全粉末直接压片。
SH-103	50 μ m	$\leq 3\%$	水分含量较低，主要用于主药活性成分大、对水分敏感的药物剂型。
SH-105	30 μ m		颗粒粒径小，具有非常好的可压性，适用于小粒径物料及活性成分含量较低的物料混合，提高含量均匀性，用于高硬度要求的片剂和晶体颗粒直接压片。
SH-112	90 μ m	$\leq 3\%$	低水分，具有良好的流动性，适用于对水分特别敏感的药物剂型，适合全粉末直接压片。
SH-200	180 μ m		粒径大，可以用来增加流动性，应用在直接压片处方和（作为最终的混合添加剂）湿法制粒处方中，用来减少重量变化和改善含量均匀度。
SH301	50 μ m		具有更大的松密度和较好的流动性，从而可以增加流动性，获得更加统一的片量，有制造更小片子的潜力，和改善混合特性。作为常用的胶囊填充剂。高密度，流动快，适用于快速崩解的片剂。
SH-302	90 μ m		比 102 有更高的密度，流动性更好，崩解快，适合全粉末直接压片。
SH-802	50 μ m		高性能辅料，成型性好，用量少，压片脆碎度低，可压性好，适用于低压力使用。
SH-12	150 μ m		同 200 相似，粒径略小，适合直接压片。
丸芯型			主要作用于肠溶微丸制剂和缓控释制的载体。
SH-101B	50 μ m		可压性优于 SH-101。
SH-102B	90 μ m		可压性优于 SH-102。
胶囊型			细粉少，适用于胶囊的填充剂并起到助流的作用。

数据来源：公司官网、东方证券研究所

表 6：羟丙甲纤维素产品型号

取代型	型号	甲氧基含量（%）	羟丙氧基含量（%）	热凝胶温度	应用
2910	SH-E3	28.0-30.0（胶囊用 27.0-30.0）	7.0-12.0	60° C	湿法制粒的粘合剂，常规的 薄膜包衣材料，封闭片芯
	SH-E5				
	SH-E15				
	SH-E30				
	SH-E50				
2208	SH-E100	19.0-24.0	4.0-12.0	75° C	应用于缓控释制剂骨架片
	SH-K4M				
	SH-K10M				
	SH-K15M				
	SH-K100M				
	SH-SR				缓控释专用

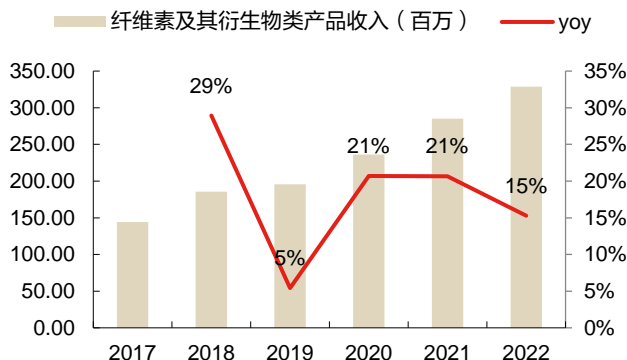
数据来源：公司官网、东方证券研究所

纤维素类产品收入稳健增长，毛利率稳定。纤维素及其衍生物类产品 2022 年贡献 47% 的收入，是公司的主力和优势品类，毛利率稳定在 35% 左右，其中微晶纤维素和羟丙甲纤维素作为两大单

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

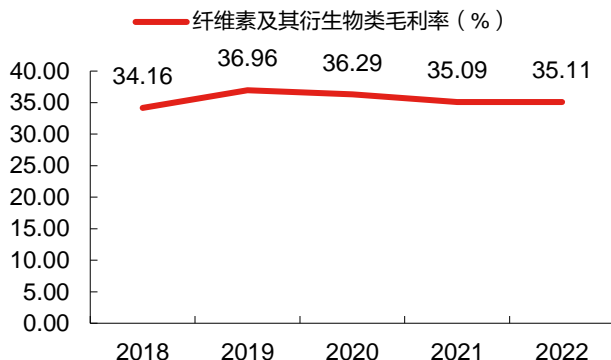
品，22H1 收入占纤维素及其衍生物类的 73%，市场竞争力领先，增长驱动力明确。

图 18：公司纤维素及其衍生物类产品收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 19：公司纤维素及其衍生物类产品毛利率

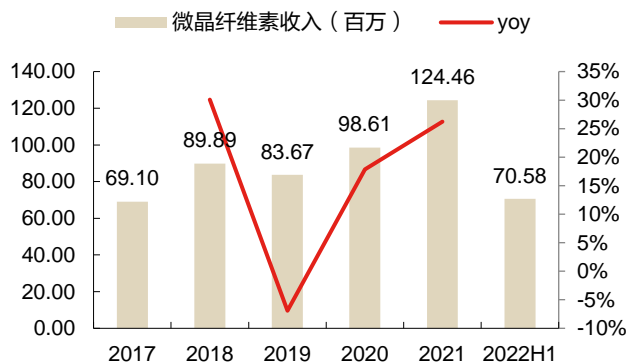


数据来源：公司公告、东方证券研究所

1) 微晶纤维素：市占率国内领先，进口替代仍有空间

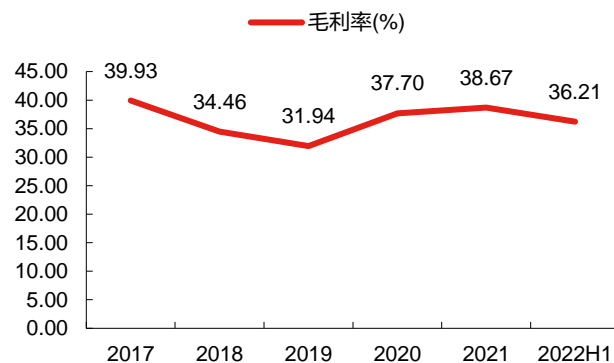
公司微晶纤维素 2021 年产量 7238.5 吨，产销率 94%，实现收入 1.24 亿元，占公司总收入 20.2%，毛利率 38.7%，高于纤维素产品大类 3.57pct。据公司市场部估测，2021 年国内微晶纤维素产量合计 2.6 万吨，公司占国内市场 27.8%，市占率领先。2021 年国内微晶纤维素市场中，进口仍占 33%，进口替代将驱动公司微晶纤维素持续增长。

图 20：公司微晶纤维素收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 21：公司微晶纤维素毛利率

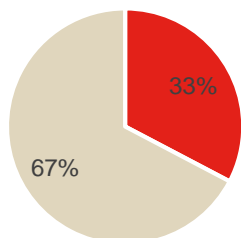


数据来源：公司公告、东方证券研究所

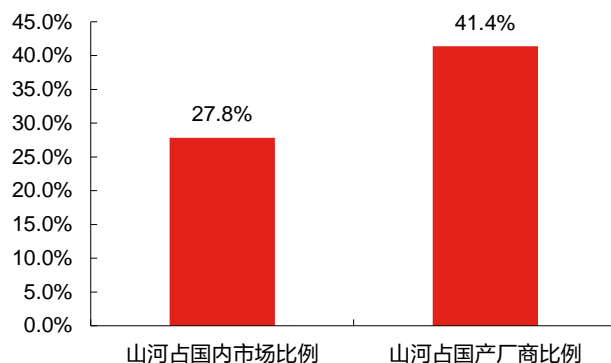
图 22：国内市场微晶纤维素进口和国产比例

图 23：公司微晶纤维素国内市场占有率

■ 进口比例 ■ 国产比例



数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2) 羟丙甲纤维素：植物胶囊应用景气，积极扩产助力成长

根据《Empty Capsules Market by Product, Raw Material, Therapeutic Application, End User - Global Opportunity Analysis and Industry Forecast, 2020 – 2030》，2019 年全球空心胶囊市场规模 22 亿美元，预计到 2030 年将达到 49 亿美元，CAGR 达 7.5%。根据原材料的不同，空心胶囊可以分为明胶胶囊与植物胶囊，明胶胶囊由动物皮骨中的胶原蛋白为主要原料加工而成，植物胶囊原料为植物来源，如 HPMC（羟丙甲纤维素）、普鲁兰和淀粉等，不含蛋白质成分，具有一定的抑菌作用，对储存条件的要求低于明胶胶囊，优势显著。

表 7：明胶胶囊与植物胶囊对比

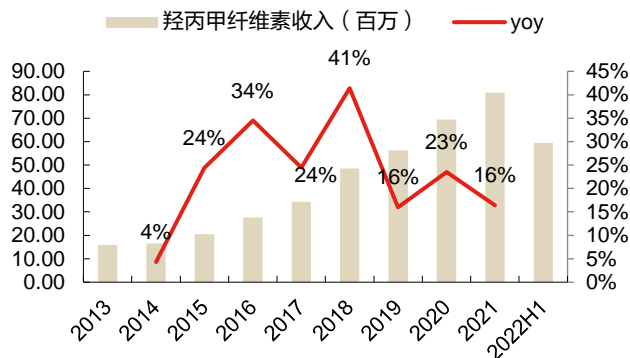
	明胶胶囊	植物胶囊
主要成分	动物来源，由动物皮骨中的胶原蛋白为主要原料加工而成	植物来源，如 HPMC（羟丙甲纤维素）、普鲁兰和淀粉等
储存环境	高温高湿环境下容易软化产生粘连，低温低湿环境下囊壳的水分容易流失、发生脆碎	在低温低湿的环境下及不易脆碎，在高温高湿的环境下比较稳定不易发生软化变形
安全性	易滋生细菌和微生物，部分厂家还需要用环氧乙烷灭菌，导致收到囊壳后可能会有少量的气体残留	不含蛋白质成分，具有一定的抑菌作用，稳定性高、无交联反应
有效期	18 个月	36 个月

数据来源：山东赫尔希胶囊有限公司官网、东方证券研究所

随着多个国家和地区的素食风尚、环保思想不断普及，全球素食主义者和环保主义者将不断增加，叠加全球保健品行业的持续发展，植物胶囊持续增长，在保健品、中高端药品中逐渐替代明胶胶囊。根据 Allied Market Research 发布的《GLOBAL CAPSULES MARKET, Opportunity Analysis and Industry Forecast 2017-2025》，在全球约 20 亿美元的胶囊市场中，植物基胶囊占市场的 20%，由于近些年消费者对天然植物来源产品的偏爱，植物基胶囊每年保持 14% 的速度增长；全球每年大约生产 1.1 万亿粒胶囊，素食硬胶囊和软胶囊约占胶囊总产量的 11%，对明胶胶囊有较大的替代空间。医药级 HPMC（羟丙甲纤维素）是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料，占 HPMC 植物胶囊原料的 90% 以上，受益于植物胶囊市场景气度，羟丙甲纤维素需求持续增长。

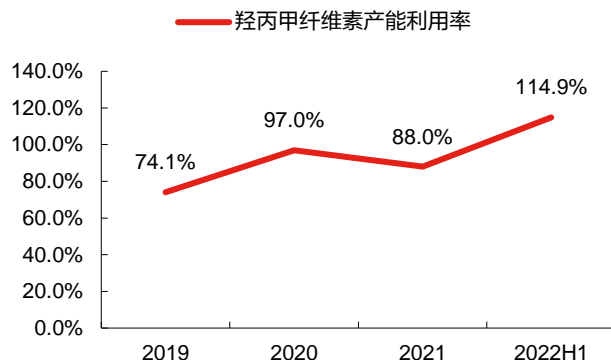
公司羟丙甲纤维素现有产能 1800 吨/年，需求饱满，22H1 产能利用率达到 114.9%，可转债募投项目拟扩建年产 2800 吨羟丙甲纤维素生产线，解决产能瓶颈。按公司测算，年产 2800 吨羟丙甲纤维素生产线完全达产后可实现收入 1.44 亿元，是公司 22 年收入的 20.4%。

图 24：公司羟丙甲纤维素收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 25：公司羟丙甲纤维素产能利用率

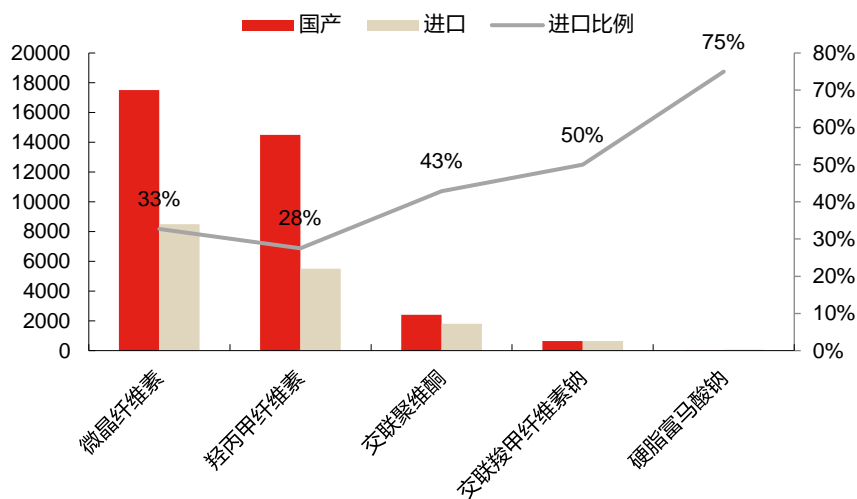


数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 把握进口替代机遇，持续布局新产品新领域

把握机遇，替代进口项目不断增长。公司把握进口替代机遇，2020 年开始将全面推进替代进口作为首要工作，2021 年主要替代进口客户 25 家，贡献 20% 以上的收入增长；2022H1 主要替代进口客户 20 家（26 个项目），贡献 30% 以上的收入增长。从产量来看，国内微晶纤维素、羟丙甲纤维素市场仍有 30% 左右为进口产品，交联聚维酮、交联羧甲纤维素钠进口产品占比分别为 43%、50%，硬脂富马酸钠 75% 左右仍被进口厂商占据，存在较大的国产替代空间。主要产品的进口替代将持续驱动公司业务增长。

图 26：公司部分品种进口替代空间（截至 2021 年，单位：吨）



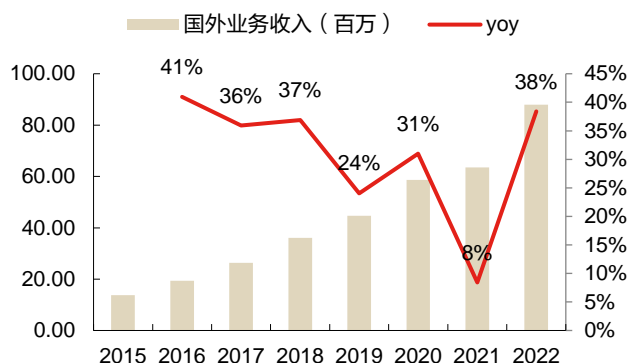
数据来源：公司公告、东方证券研究所

产品竞争力持续增强，海外业务高增长。随着公司产品竞争力不断增强，出口至德国、英国、意

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

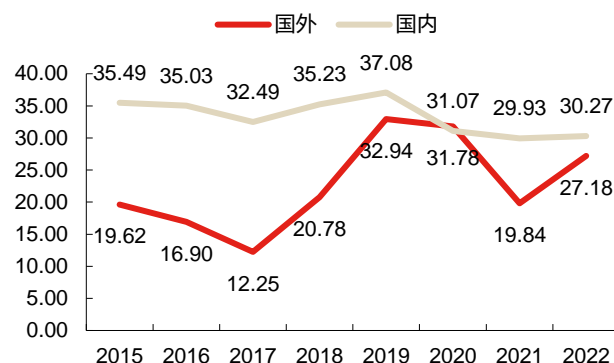
大利、俄罗斯、美国、巴西、墨西哥、澳大利亚、印度及中东等国家和地区，海外业务维持较高增速，2022 年公司海外收入同比增长 38%至 8792 万元。根据 22 年年报，公司部分产品取得欧盟 EXCiPACT 认证 10 项、美国 DMF 备案 14 项、欧洲 CEP 证书 1 项，部分产品已取得 HALAL、KOSHER 等多项认证，我们判断未来公司出口业务将保持较高增速。

图 27：国外业务收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 28：国内外业务毛利率 (%)



数据来源：公司公告、东方证券研究所

加大研发投入，积极布局新产品新领域。公司近两年加快研发投入，研发费用从 2020 年的 1812 万元增长至 2022 年的 3443 万元，研发费用率提升至 4.89%，22 年底技术人员 175 个，占员工总人数 19.3%。公司主要研发方向包括 1) **提升现有产品质量，对标进口高端辅料产品品质**，把握进口替代机遇；2) **开发新产品新规格，主要围绕进口替代**，如 23 年 1 月新增醋酸纤维素获得 CDE 登记号；3) **开发注射级辅料**，22 年 4 月新增注射级辅料品种龙胆酸获得 CDE 登记号，实现突破；4) **向食品方向布局，积极开拓食品添加剂上的应用**，多个产品（硬脂酸镁、二氧化硅、微晶纤维素、羟丙甲基纤维素、羧甲基纤维素钠、羧甲基淀粉钠、酸处理淀粉、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》；5) **布局医美使用的高分子材料**，据公司 5 月投资者关系活动记录表，公司目前正在开发医美的高分子材料相关产品。22 年 7 月启动的可转债再融资中拟建设“合肥研发中心及生产基地项目”（计划总投资 2.9 亿元），作为公司未来开展高端药品制剂辅料创新研发和产业化的重要载体，有望利用省会城市的经济区位和人才集聚等优势，助力公司研发实力再上一个台阶，加速进口替代，同时打开新产品新领域的发展空间。

图 29：公司研发投入情况

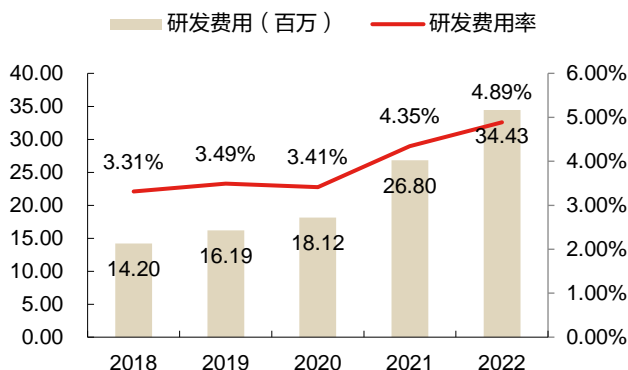
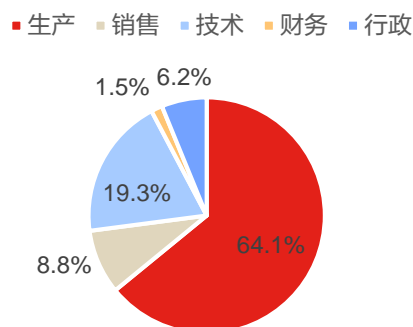


图 30：公司 22 年员工结构



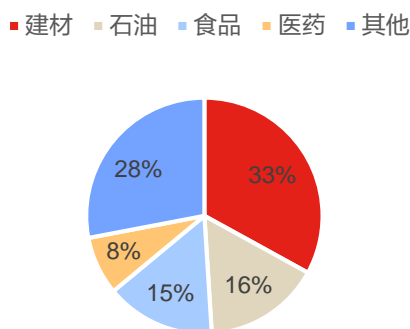
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告、东方证券研究所

数据来源：公司公告、东方证券研究所

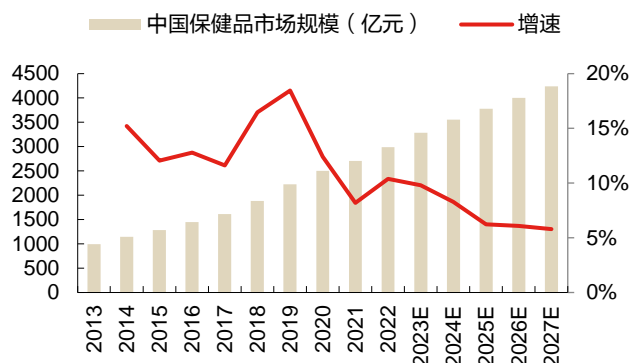
食品行业市场需求空间大，保健品市场持续增长驱动需求。微晶纤维素是化妆品的基本原料，集加填、增稠和乳化作用于一身，对油性物质有很好的乳化能力，可用于多种化妆品、皮肤治疗与护理用品及清洁洗涤剂的制造，并且可以替代化妆品中的滑石，减少化妆品中致癌物质(石棉)的含量。据华经产业研究院，2021 年我国纤维素醚下游应用中，建材、石油、食品、医药分别占 33%、16%、15%、8%，食品级纤维素醚是公认的安全食品添加剂，可用作食品增稠剂、稳定剂和保湿剂，起到增稠、保水、改善口感等作用，主要用于烘焙食品、胶原蛋白肠衣、植脂奶油、果汁、酱料、肉类及其他蛋白质产品、油炸食品等。据 22 年年报，公司客户已覆盖部分保健品、食品加工企业，保健品领域的市场占有率不断提高，艾媒咨询预计 2022-2027 年我国保健品市场规模复合增速为 7.2%，将为公司需求增长提供持续动力。

图 31：2021 年国内纤维素醚下游消费领域



数据来源：华经产业研究院、东方证券研究所

图 32：中国保健品市场规模及增速

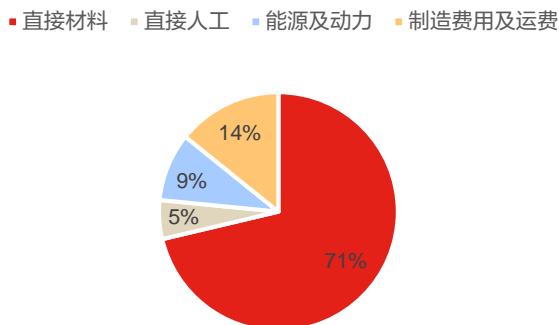


数据来源：艾媒咨询、东方证券研究所

3.3 部分原材料价格回落，新产能释放在即

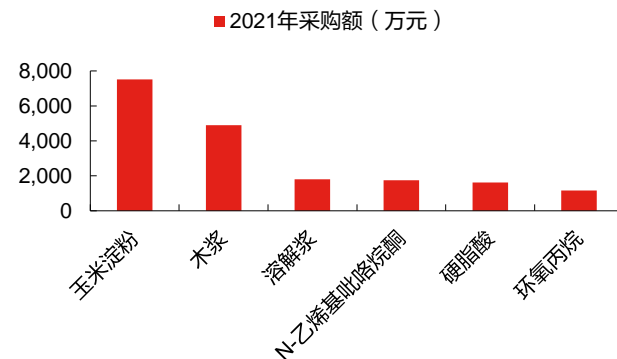
直接材料成本占比较高，部分原材料价格回落。公司成本中直接材料占比较高，22 年直接材料占营业成本比重为 71.3%，21 年为 69.7%。玉米淀粉、木浆、溶解浆、N-乙烯基吡咯烷酮、硬脂酸等在公司 2021 年采购金额中占比较高，今年来玉米淀粉价格基本平稳，木浆价格回落，硬脂酸价格进一步小幅下降，利好公司成本端改善。

图 33：公司 2022 年成本结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 34：公司 2021 年主要原材料采购金额



数据来源：公司公告、东方证券研究所

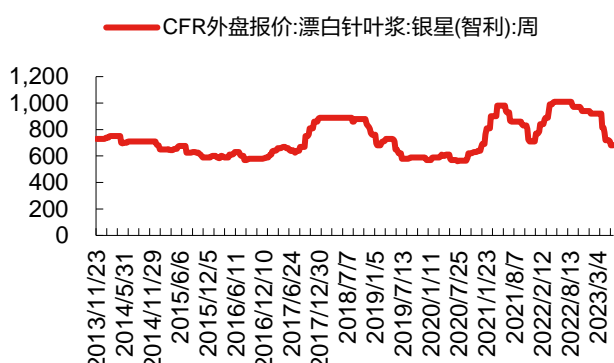
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 35：玉米淀粉价格（元/吨）



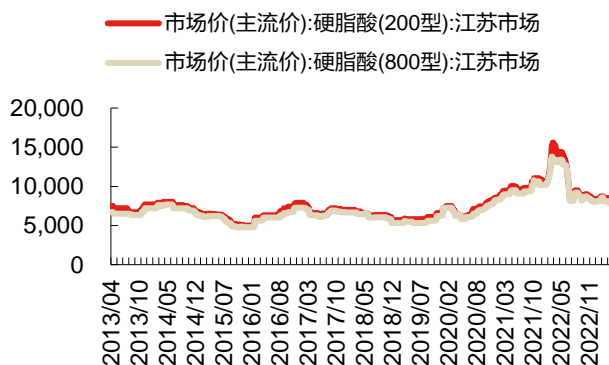
数据来源：wind、东方证券研究所

图 36：漂白针叶浆价格（美元/吨）



数据来源：wind、东方证券研究所

图 37：硬脂酸价格（元/吨）



数据来源：wind、东方证券研究所

可转债募投项目扩张产能，业绩增长可期。公司可转债募投项目中新型药用辅料系列生产基地一期项目总投资 3.35 亿元，拟投入募集资金 2.1 亿元，包括扩建年产 5000 吨微晶纤维素和年产 2800 吨羟丙甲纤维素生产线，新建年产 500 吨交联聚维酮、年产 500 吨交联羧甲纤维素钠和年产 200 吨硬脂富马酸钠生产线。项目建设完成后，计算评价期（10 年）内年均销售收入 3.84 亿元、年均净利润 9360 万元。公司新产能在进口替代、海外业务增长、新产品新领域开拓等因素驱动下，有望得到充分消化，业绩增长可期。

图 38：可转债募投项目

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	项目建设期	项目介绍	预期效益
新型药用辅料系列生产基地一期项目	33,500.00	21,000.00	2 年	扩建年产5000吨微晶纤维素和年产2800吨羟丙甲纤维素生产线，新建年产500吨交联聚维酮和年产500吨交联羧甲纤维素钠和年产200吨硬脂富马酸钠生产线，以扩充相关产品。	项目建设完成后，计算评价期（10年）内年均销售收入3.84亿元、年均净利润9360万元；税后内部收益率23.53%，税后投资回收期5.81年（含建设期2年）。
	原有产能（吨）	新增产能	扩产后	产能利用率	新增产能达产收入（万元）
微晶纤维素	9500	5000	14500	21年：76.2%，22H1：77.1%	9070.80
羟丙甲纤维素	1800	2800	4600	21年：88.0%，22H1：114.9%	14371.68
交联聚维酮	300（实际产能200吨/年）	500	500	21年：76.8%，22H1：73.9%	5309.73
交联羧甲纤维素钠	300（实际产能250吨/年）	500	500	21年：53.1%，22H1：79.9%	6000.00
硬脂富马酸钠	10	200	210	21年：50.0%，22H1：84.8%	7079.65
合肥研发中心及生产基地项目	29,040.00	8,000.00		在省会合肥新建研发中心和中试生产车间等，充分利用省会城市的经济区位和人才集聚等优势，为公司开展药用辅料产品关键技术研究、系统功能验证和产品的性能改进试验、新产品小试或中试的生产验证等提供便利条件。	计划开展“食品添加剂产品功能性指标研究”“丸芯类辅料规格系列开发”“注射用药用辅料关键质量属性及标准研究”“复合辅料配方及应用研究”和“新型树脂工艺开发”等5项研发课题项目。
补充流动资金	3,000.00	3,000.00			
合计	65,540.00	32,000.00			

数据来源：公司公告、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于纤维素类产品，伴随公司新产能释放及进口替代、出口增长等对产能的消化，我们预计 23-25 年纤维素类产品收入分别为 4.02 亿、5.00 亿、5.86 亿，同比分别增长 22.2%、24.5%、17.3%。
- 2) 淀粉类产品 23 年上半年受益疫情后普药市场需求增长提速，预计全年实现收入 2.13 亿，同比增长 20%；考虑公司对淀粉类产品经营主体阜天利子公司持续赋能，24-25 年预计收入保持 10% 稳定增长。
- 3) 公司 23-25 年毛利率分别为 30.4%、29.9% 和 30.7%。23 年毛利率提升主要系部分原材料价格回落以及公司产能利用率维持高位所致，24 年因新产能折旧计提、毛利率有所回落，产能爬坡带来 25 年毛利率回升。
- 4) 公司 23-25 年销售费用率为 3.14%、3.04% 和 3.00%，管理费用率为 3.49%、3.07% 和 2.90%，主要考虑随着公司收入增长，费用率摊薄。23-25 年研发费用率维持 4.8%，主要考虑公司持续新产品、新领域开拓，研发投入保持较快增长。

盈利预测核心假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
纤维素及其衍生物类产品					
销售收入（百万元）	285.1	328.7	401.5	499.9	586.4
增长率	20.7%	15.3%	22.2%	24.5%	17.3%
毛利率	35.1%	35.0%	35.1%	33.6%	33.6%
淀粉及衍生物类					
销售收入（百万元）	175.4	177.2	212.7	233.9	257.3
增长率	3.8%	1.1%	20.0%	10.0%	10.0%
毛利率	18.5%	22.0%	23.5%	23.5%	24.0%
无机盐类					
销售收入（百万元）	58.5	68.2	78.4	90.2	103.7
增长率	28.6%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	34.6%	38.5%	45.0%	40.0%	40.0%
其他类产品					
销售收入（百万元）	97.5	130.1	165.8	233.2	277.9
增长率	21.7%	33.4%	27.5%	40.7%	19.1%
毛利率	26.0%	22.4%	21.0%	24.4%	27.1%
场地出租					
销售收入（百万元）	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
增长率	-2.5%	3.3%	5.0%	10.2%	0.0%
毛利率	57.8%	59.1%	61.1%	64.7%	64.7%
合计					
销售收入	616.7	704.5	858.8	1,057.7	1,225.7
增长率	16.1%	14.2%	21.9%	23.2%	15.9%
综合毛利率	28.9%	29.8%	30.4%	29.9%	30.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.67、0.81、0.98 元，基于公司以固体制剂药用辅料为基石，积极拓展注射级辅料、医美高分子材料等产品，选择以明胶和胶囊药用辅料为主营业务的东宝生物、拥有药用辅料业务的九典制药、主营医用药用聚乙二醇及其活性衍生物产品的键凯科技、生物医用材料龙头昊海生科作为可比公司。考虑药用辅料和药包材行业的相似性，增加药包材公司华兰股份、山东药玻作为可比公司。根据可比公司估值，给予公司 2023 年 28 倍市盈率，对应目标价为 18.76 元，给予增持评级。

表 8：可比公司估值

代码	公司	最新价格(元) 2023/6/30	每股收益（元）				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
301093	华兰股份	34.60	0.69	0.87	1.57	2.37	50.12	39.71	22.08	14.61
688356	键凯科技	106.55	3.10	4.18	5.35	6.74	34.38	25.49	19.91	15.80
300239	东宝生物	6.16	0.18	0.23	0.26	0.29	33.41	27.10	23.46	21.15
300705	九典制药	26.43	0.78	1.04	1.39	1.82	33.75	25.38	19.05	14.54
600529	山东药玻	27.22	0.93	1.15	1.39	1.68	29.22	23.68	19.61	16.16
688366	昊海生科	84.22	1.05	2.56	3.21	3.91	79.94	32.92	26.27	21.57
	调整后平均						37.91	27.72	21.27	16.93

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

1、新产能投产及产能消化不及预期

公司微晶纤维素、羟丙甲纤维素等主要产品产能利用率处于高位，硬脂富马酸钠等产品存在较大进口替代空间，若新产能不能如期释放，或者试产产品质量无法达到客户要求，将会对公司未来业绩增长造成不利影响。

2、进口替代进度不及预期

进口替代是公司增长的主要驱动力之一，若进口替代项目推进不及预期，将会给公司需求增长、产能消化带来不利影响。

3、原材料价格大幅上涨

公司成本中直接材料占比较高，22 年直接材料占营业成本比重为 71.3%，21 年为 69.7%，若原材料价格大幅上涨，将对公司业绩带来不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	141	150	181	213	254
应收票据、账款及款项融资	130	123	150	190	221
预付账款	12	28	17	21	28
存货	78	91	102	119	132
其他	192	238	215	236	266
流动资产合计	553	631	666	779	900
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	299	285	496	568	630
在建工程	6	155	47	47	58
无形资产	54	54	54	54	53
其他	50	56	40	40	40
非流动资产合计	410	549	637	708	782
资产总计	963	1,181	1,303	1,487	1,682
短期借款	31	40	35	35	35
应付票据及应付账款	132	226	227	282	323
其他	60	79	62	71	78
流动负债合计	223	345	324	388	436
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	33	47	27	27	27
非流动负债合计	33	47	27	27	27
负债合计	257	392	351	415	463
少数股东权益	66	66	67	69	71
实收资本（或股本）	180	235	235	235	235
资本公积	54	60	66	66	66
留存收益	405	428	584	703	847
其他	1	0	0	0	0
股东权益合计	706	789	951	1,072	1,219
负债和股东权益总计	963	1,181	1,303	1,487	1,682

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	86	131	157	191	232
折旧摊销	25	33	28	40	47
财务费用	1	(2)	(4)	(5)	(6)
投资损失	(6)	(8)	(9)	(11)	(13)
营运资金变动	(19)	70	(34)	2	(2)
其它	17	(91)	(4)	0	0
经营活动现金流	104	133	134	217	258
资本支出	(25)	(166)	(131)	(111)	(121)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	6	77	24	(9)	(17)
投资活动现金流	(20)	(88)	(107)	(120)	(138)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	12	61	6	0	0
其他	(67)	(109)	(1)	(66)	(79)
筹资活动现金流	(55)	(49)	5	(66)	(79)
汇率变动影响	(0)	3	-0	-0	-0
现金净增加额	28	(1)	31	32	41

利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	617	705	859	1,058	1,226
营业成本	439	495	598	741	850
营业税金及附加	6	7	9	11	12
销售费用	21	23	27	32	37
管理费用及研发费用	58	63	71	83	94
财务费用	1	(2)	(4)	(5)	(6)
资产、信用减值损失	6	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	2	(3)	0	0	0
投资净收益	6	8	9	11	13
其他	6	12	11	11	12
营业利润	100	136	178	217	263
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	97	136	178	217	263
所得税	11	5	21	26	32
净利润	86	131	157	191	232
少数股东损益	(4)	0	1	2	2
归属于母公司净利润	89	131	156	189	229
每股收益（元）	0.38	0.56	0.67	0.81	0.98

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	16.1%	14.2%	21.9%	23.2%	15.9%
营业利润	-8.5%	36.7%	30.7%	21.9%	21.1%
归属于母公司净利润	-5.0%	46.4%	19.4%	21.3%	21.1%
获利能力					
毛利率	28.9%	29.8%	30.4%	29.9%	30.7%
净利率	14.5%	18.6%	18.2%	17.9%	18.7%
ROE	14.6%	19.2%	19.4%	20.1%	21.3%
ROIC	12.4%	16.4%	16.9%	17.9%	19.2%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	33.2%	27.0%	27.9%	27.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.48	1.83	2.05	2.01	2.06
速动比率	2.13	1.56	1.74	1.70	1.76
营运能力					
应收账款周转率	12.2	12.8	14.8	14.2	13.4
存货周转率	6.9	5.9	6.2	6.7	6.8
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.56	0.67	0.81	0.98
每股经营现金流	0.58	0.57	0.57	0.93	1.10
每股净资产	2.73	3.08	3.77	4.28	4.89
估值比率					
市盈率	45.6	31.1	26.1	21.5	17.7
市净率	6.4	5.6	4.6	4.1	3.5
EV/EBITDA	29.9	22.6	18.6	14.9	12.4
EV/EBIT	37.4	28.1	21.6	17.7	14.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。