

兽药新产能预计年内投产，布病疫苗申请中

金河生物(002688)

评级:	买入	股票代码:	002688
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	5.81/3.88
目标价格:		总市值(亿)	38.01
最新收盘价:	4.87	自由流通市值(亿)	37.30
		自由流通股数(百万)	765.83

事件概述

公司发布 2023 年第一季度报告，报告期内，公司实现营业收入 5.27 亿元，同比+1.45%，实现归属于上市公司股东的净利润 3692 万元，同比+16.20%。

分析判断：

► 多因素影响 22 年归母净利下滑，2023Q1 业绩整体向好

公司发布 2023 年第一季度报告，报告期内，公司实现营业收入 5.27 亿元，同比+1.45%，实现归属于上市公司股东的净利润 3692 万元，同比+16.20%。2022 年公司实现营业收入 21.23 亿元，同比+2.15%，其中：兽用化学药品实现营收 9.84 亿元，同比-7.71%；兽用生物制品实现营收 3.30 亿元，同比+13.19%；药物饲料添加剂实现营收 0.20 亿元，同比-39.42%；环保业务实现营收 5.67 亿元，同比+10.76%；其他业务实现营收 1.15 亿元，同比+27.05%。2022 年实现归母净利润 7554.34 万元，同比-19.63%。归母净利同比减少的主要原因在于：(1) 主产品上游原材料价格上涨导致产品成本上升；(2) 公司下游生猪养殖业不景气，行业亏损严重，养殖户对动保产品采购意愿降低，制约公司产品售价上调幅度和放量销售；(3) 美元升值幅度较大，公司与境外子公司间的债权债务存量因汇率波动范围扩大而产生的汇兑收益增加。

► 上下游共同挤压兽药产品利润，新建产能预计年内投产

2022 年，公司兽用化学药品实现营业收入 9.84 亿元，同比减少 7.71%，占营业收入的 46.35%。2022 年公司兽用化学药品毛利率 28.07%，比 2021 年减少 5.51pct。主要原因在于：(1) 上游原材料价格上涨导致产品成本进一步提升；(2) 下游养殖业不景气，产品成本的上涨无法向下游传导，公司利润空间不断被压缩。公司兽用化药的主产品为金霉素，据公司 2022 年年报，公司金霉素年产能 5.5 万吨左右，占全球产能的一半左右。我们认为未来金霉素市场空间广阔，基于：(1) 2019 年 12 月，农业农村部发布关于相关兽药产品质量标准修订和批准文号变更等有关事项的公告，废止仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准 15 个，注销相关兽药产品批准文号 558 个，公司产品金霉素从饲料添加剂转变为兽药在养殖现场继续使用。(2) 目前养殖规模化 and 集约化在进一步加强，且猪价连续多个月深陷亏损区间，产能正在去化中，我们认为年内有望迎来猪价上涨，能够推动金霉素产品需求上升。另外公司还布局土霉素、盐酸多西环素及其他新型抗生素，新建产能计划 2024 年上半年投产，届时兽用化药产能在目前基础上扩大一倍，充分保障了金霉素等产品未来几年市场增长的需求。我们认为随着未来需求向好，叠加公司新建产能投产，金霉素产品市占率有望进一步上升，稳固公司龙头地位。

► 疫苗板块稳步向好，牛羊布病疫苗有望成为大单品

2022 年，公司兽用生物制品实现营业收入 3.30 亿元，同比+13.19%，占营业收入的 15.55%。2022 年公司兽用生物制品毛利率为 67.56%，比 2021 年减少 5.06pct。公司的兽用生物制品主要分为四个赛道：(1) 猪用疫苗；(2) 牛羊疫苗；(3) 宠物疫苗；(4) 诊断试剂。猪用疫苗包括猪蓝耳、猪圆环、猪支原体肺炎及圆支二联苗等主要品种，正在研发的有非洲猪瘟等疫苗。牛羊疫苗中，布病疫苗正在申请新兽药证书，根据公司 2023 年 3 月投关活动记录表，公司预计年内可获得新兽药证书与生产批准文号，根据公司 2022 年 5 月投关活动记录表，公司的布病疫苗较以往疫苗具有独特的优势，包括：生物安全性高，不传染人，可以给孕畜使用，基于以上特点，我们认为，疫苗上市公司能够显著增厚公司营收及利润。从产能来看，据公司投资者关系活动记录，公司内蒙基地投入使用后，布病疫苗年产能约 4 亿绵羊头份。宠物板块，目前猫用疫苗正在研发中。目前公司下游主要为生猪养殖，在 2022 年生猪养殖行情较为低迷的情况下，营收依然实现了增长，且保持了较高的毛

利率，我们认为，未来随着公司新产品的研发和申请的稳步推进，营收有望持续稳定增长，在疫苗毛利率较高的情况下，能够为公司贡献可观的利润。

投资建议

我们认为，金霉素方面：(1) 2022 年金霉素产品受上下游共同挤压利润压缩，今年有望看到改善；(2) 养殖集中度及集约化水平不断提升，未来金霉素需求持续向好；(3) 公司兽药新建产能预计年内投产，将进一步帮助公司提升市占率巩固金霉素龙头地位，综合以上，在金霉素需求向好及产能释放的情况下，金霉素产品将持续贡献收入和利润弹性。疫苗方面：公司目前有四条赛道，猪用疫苗稳健发展中，牛羊用布病疫苗目前正在申请新兽药证书，公司预计年内可获批，由于公司布病疫苗具有独特的优势，届时有望成为公司新的大单品，为公司贡献收入和利润弹性。从中长期来看，公司动保板块业务快速发展将成为支撑公司业绩持续高增的强劲动力。但 2022 年 10 月中下旬以来生猪价格持续下降，至今公司下游养殖业行情持续低迷，行业普遍亏损下对动保产品使用意愿低，影响公司上游成本上涨对下游的传导，压缩利润空间；受特殊情况影响，原本应于去年获批的牛羊布病疫苗申请不及预期，预计于今年获批，影响公司今年的收入和利润。基于此，我们下调公司 2023/2024 年营业收入 35.96/46.33 亿元至 24.61/32.92 亿元，下调公司 2023/2024 年归母净利润 3.11/4.02 亿元至 1.80/2.31 亿元，新增预测公司 2025 年营业收入为 40.29 亿元，归母净利润为 2.91 亿元，公司 2023/2024 年 EPS 由 0.40/0.52 元下调至 0.23/0.30 元，新增预测公司 2025 年 EPS 为 0.37 元，2023 年 4 月 27 日股价 4.87 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 21/16/13X。

风险提示

原材料价格上涨风险，汇率异常波动风险，政策扰动风险，研发风险，新产品推进不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,078	2,123	2,461	3,292	4,029
YoY (%)	14.5%	2.2%	15.9%	33.8%	22.4%
归母净利润(百万元)	94	76	180	231	291
YoY (%)	-19.9%	-19.6%	138.6%	28.1%	26.0%
毛利率 (%)	31.3%	28.9%	33.9%	33.3%	33.7%
每股收益 (元)	0.14	0.10	0.23	0.30	0.37
ROE	3.9%	3.4%	7.6%	8.9%	10.1%
市盈率	36.05	50.31	21.08	16.46	13.06

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,123	2,461	3,292	4,029	净利润	118	251	330	418
YoY (%)	2.2%	15.9%	33.8%	22.4%	折旧和摊销	158	185	208	231
营业成本	1,509	1,627	2,195	2,672	营运资金变动	-221	-144	-570	-33
营业税金及附加	16	20	27	33	经营活动现金流	124	351	36	691
销售费用	131	150	200	245	资本开支	-402	-376	-419	-428
管理费用	239	279	371	455	投资	13	1	1	0
财务费用	7	29	33	44	投资活动现金流	-387	-378	-422	-432
研发费用	82	91	123	151	股权募资	55	0	0	0
资产减值损失	-27	-20	-23	-23	债务募资	606	112	147	180
投资收益	-4	-2	-4	-5	筹资活动现金流	150	73	104	132
营业利润	121	263	347	438	现金净流量	-90	47	-282	390
营业外收支	-2	2	1	1					
利润总额	119	266	348	438	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	1	14	19	20	成长能力				
净利润	118	251	330	418	营业收入增长率	2.2%	15.9%	33.8%	22.4%
归属于母公司净利润	76	180	231	291	净利润增长率	-19.6%	138.6%	28.1%	26.0%
YoY (%)	-19.6%	138.6%	28.1%	26.0%	盈利能力				
每股收益	0.10	0.23	0.30	0.37	毛利率	28.9%	33.9%	33.3%	33.7%
					净利率	3.6%	7.3%	7.0%	7.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.7%	3.9%	4.2%	4.9%
货币资金	491	495	208	592	净资产收益率 ROE	3.4%	7.6%	8.9%	10.1%
预付款项	18	25	31	37	偿债能力				
存货	676	570	1,111	954	流动比率	1.05	1.06	1.10	1.20
其他流动资产	562	615	957	956	速动比率	0.61	0.66	0.53	0.71
流动资产合计	1,747	1,704	2,307	2,540	现金比率	0.30	0.31	0.10	0.28
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	46.2%	43.4%	45.9%	42.9%
固定资产	1,305	1,449	1,603	1,754	经营效率				
无形资产	630	620	614	605	总资产周转率	0.50	0.54	0.65	0.71
非流动资产合计	2,759	2,953	3,164	3,362	每股指标 (元)				
资产合计	4,506	4,657	5,471	5,902	每股收益	0.10	0.23	0.30	0.37
短期借款	1,246	1,359	1,506	1,685	每股净资产	2.85	3.02	3.31	3.68
应付账款及票据	263	85	393	202	每股经营现金流	0.16	0.45	0.05	0.88
其他流动负债	155	164	198	228	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,665	1,608	2,097	2,115	估值分析				
长期借款	296	296	296	296	PE	50.31	21.08	16.46	13.06
其他长期负债	120	120	120	120	PB	1.81	1.61	1.47	1.32
非流动负债合计	416	416	416	416					
负债合计	2,080	2,023	2,513	2,531					
股本	780	780	780	780					
少数股东权益	204	275	374	501					
股东权益合计	2,425	2,634	2,958	3,371					
负债和股东权益合计	4,506	4,657	5,471	5,902					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪财经麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。