



金河生物 (002688) :

公司评级: 买入

金霉素龙头谋新篇，新旧动能有亮点

中航证券研究所农林牧渔组

分析师: 彭海兰

证券执业证书号: S0640517080001

分析师: 陈翼

证券执业证书号: S0640523080001

金河生物是一家业务包括动物保健品、环保污水处理及玉米深加工的高新技术企业。兽用化药方面，公司是金霉素龙头生产企业，产销量约占全球一半。兽用疫苗方面，作为战略业务，公司近年积极推进兽用疫苗企业并购和研发产能布局，未来有望打开增长空间。

兽用化药方面：1) **金霉素市场空间有望提升。**一是饲料“禁抗”带来替代市场。20年农业农村部194号公告发布后，兽用抗菌药使用减量化行动稳步推进，15个其他药物饲料添加剂文号的废止为金霉素在市场上的继续使用留下了更多空间。二是反刍动物的使用提升。我国金霉素在反刍动物上的使用量与美国等国家有较大的差距，未来有望打开应用市场空间。2) **上下游周期支持盈利能力改善。**上游方面，大宗玉米和煤炭的成本压力有望缓和；下游方面，养殖周期改善，兽用化药产品的需求有望提升。3) **公司扩建产能有望逐步释放。**公司六期工程项目预计四季度建设完成，明年正式投产，新增6万吨产能，支持公司优势化药业务进一步成长。

生物疫苗方面：1) **公司积极推进兽用疫苗战略业务。**公司战略布局猪用疫苗、牛羊用疫苗、宠物疫苗与诊断试剂，通过并购佑本、法玛威、百思万可等优质标的，形成内蒙古、杭州、吉林和美国四大基地和三大研发中心。2) **布病疫苗有望落地推广。**公司的布病疫苗较以往疫苗具有独特的优势，生物安全性高，不传染人；可以给孕畜用，不会导致流产。目前公司布病活疫苗审批积极推进，已通过复审会，正在等待批文。3) **战略布局非瘟疫苗。**公司收购吉林百思万可，战略布局非瘟疫苗。与国内知名企业合作研发、联合申报了非洲猪瘟冻干灭活疫苗，目前处于农业农村部评审中。非洲猪瘟疫苗市场空间较大，产品审批和推广值得持续关注。

投资建议：

金河生物是一家业务包括动物保健品、环保污水处理及玉米深加工的高新技术企业。公司金霉素产销领先，市场有望扩容替代，上下游周期改善支持盈利能力提升。此外，公司兽用疫苗战略业务积极推进，细分优势疫苗研发审批推进，有望给公司业绩带来新的增长。我们预计，公司2023-2025年归母净利润分别为1.47亿元、1.65亿元、2.28亿元，EPS分别为0.19元、0.21元、0.29元，对应23、24、25年PE分别为25.59、22.80、16.47倍，**给予“买入”评级。**



目录

1

金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

2

化药业务：产能落地在即，周期有望改善

3

疫苗业务：战略业务推进，多点有望发力

4

投资建议和风险提示

01.金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

- 公司概况：动保业务为核心的金霉素龙头
- 公司治理：核心人员长年深耕，激励加速
- 公司经营：新旧动能推动收入趋势增长

1.金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

□ 公司历史

□ 公司成立：公司创立于1990年3月，专注动保行业33年，2012年7月在深交所成功上市（股票“金河生物”，代码002688）。公司生产和销售金霉素预混剂及动物保健品，是兽用金霉素行业的龙头企业，先后被评选为“国家重点高新技术企业”和“农业产业化国家重点龙头企业”。目前，公司旗下共有11个控股子公司和10个孙公司，现有业务布局包含动物保健、环保和玉米深加工三大板块，产品种类涵盖饲料添加剂、兽用疫苗、兽用化学药品、动物营养品、玉米淀粉及工业污水处理服务。

□ 核心业务拓展：公司在稳固金霉素龙头地位的同时，同步推进兽用疫苗研发。为成为规模领先的动保企业，公司在兽用化药、兽用疫苗及宠物用药等领域积极布局新品种，开拓新赛道。

金河生物三大业务布局

动物保健业务板块

玉米加工业务板块

环保业务板块

兽用化药（1990年起）

兽用疫苗（2016年起）

动物营养（2016年起）

金河生物配套支持部门
（1990年起）

金河生物配套支持部门
（2014年起）

饲料添加剂
兽用化学药品

兽用生物疫苗

动物营养品

玉米淀粉

工业污水处理

1.金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

□ 主营业务与产品细分

- 公司是专业从事动物保健品生产、销售、研发及服务的高新技术企业，是兽用金霉素行业的龙头企业。现有业务的三大板块可以将16家主要子公司分为5大类，产品种类涵盖兽用化药、兽用疫苗、动物营养品、玉米淀粉及工业污水处理服务。
- 公司战略布局、项目覆盖全产业链巩固生产化药金霉素的龙头地位，后又拓宽赛道、积极研发新品，为成为规模领先的动保公司奠定基础。未来，公司将持续专注动保主业，强化兽用化药与兽用疫苗板块，环保与农产品加工辅助。化药板块的发展是以金霉素为主，多品类兽用化药联合布局。

兽用化药

- **主要产品**：金霉素、土霉素、其他兽药及制剂等产品
- 共3家子公司负责化药相关业务（国内生产、养殖企业销售及国外出口）

兽用生物疫苗

- **主要产品**：**猪用**（猪蓝耳、猪圆环、猪支原体肺炎、猪圆环支原体二联、猪细小、猪丹毒灭活疫苗、猪瘟活疫苗、猪胃腹二联活疫苗）；**反刍用**（牛羊布病疫苗）；**宠物用**：狂犬、猫、马用疫苗；配套诊断试剂技术服务开发
- 由子公司**佑本**（金河佑本和杭州佑本）、海外子公司**法玛威**、吉林**百思万可**组成了**三大研发中心**（金河研究院（内蒙古、杭州）、美国法玛威、吉林百思万可）以及**四大生产基地**（呼和浩特佑本、杭州佑本、美国法玛威和在在建生产线吉林百思万可）

动物营养

- **主要产品**：微囊多维、微囊氧化锌、激能素、微囊苯甲酸及山梨酸、微囊氯化胆碱多种维生素
- 由3家公司共同负责业务，为国内饲料企业提供营养方案

玉米深加工

- **主要产品**：作为金霉素原料的玉米淀粉、胚芽、蛋白粉、纤维等
- 由内蒙古金河淀粉有限责任公司负责相关业务

环保污水处理

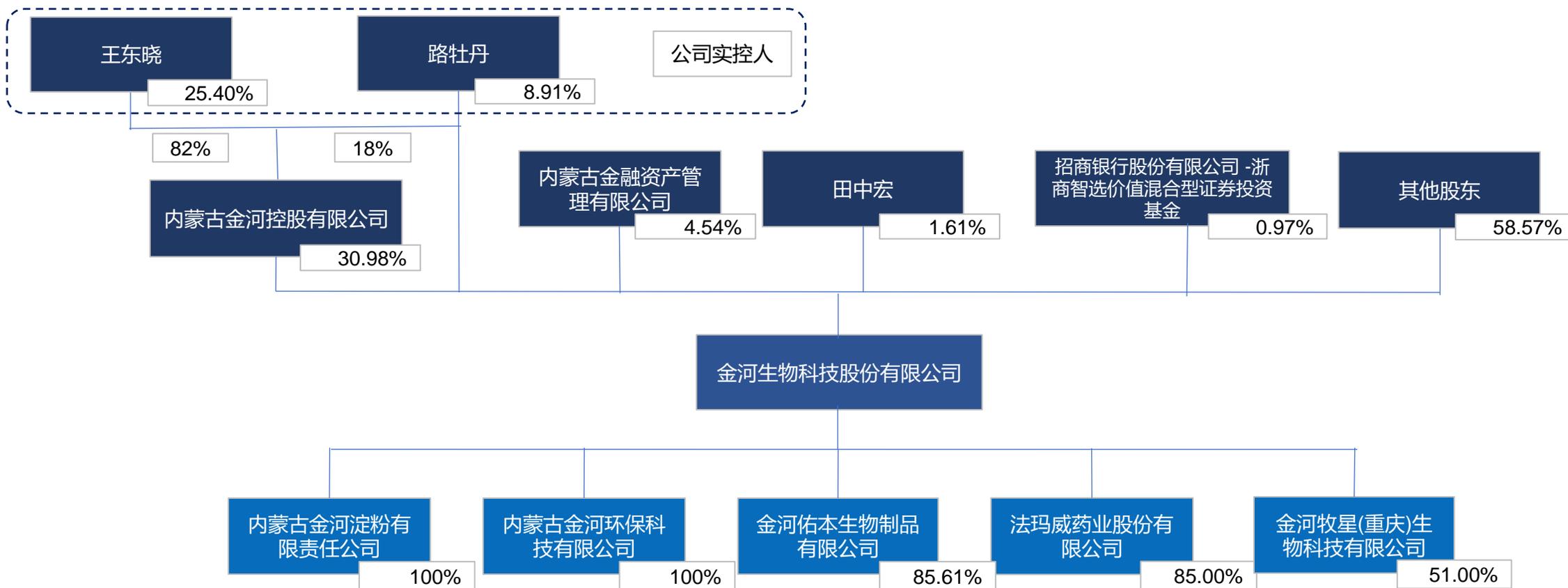
- **主要业务**：工业污水处理、中水回用、固废填埋、气味治理等
- **主要服务行业**：工业园区生物发酵与化学制药工业污水，并经过深度处理净化后回用
- 共内蒙古金河环保科技有限公司等5家污水处理环保公司

1.金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

□ 公司治理

□ **股权架构**：22年Q4，前十大股东共持股3.53亿股，占比45.34%，维持在稳定水平。公司的实控人是法人王晓东、路牡丹夫妻二人，直接并间接占股25.40%和8.91%。实控人长期从事兽用化药及饲料添加剂行业，尤其是在金霉素化药产业有丰富的经验，法人王晓东先生创立公司以来一直担任金河生物科技股份有限公司董事长，并组建了战略委员会，担任战略委员会委员、召集人。

□ **股权激励**：23年6月5日，公司公开股权激励首次授予登记情况，授予人数120人，授予数量2137万股（占登记前公司股本总额7.8亿股的2.74%），首次授予价格为2.49元/股。本次激励对象分配给10名高管及110名核心人员，将支持公司管理激励和核心技术产品研发推进。

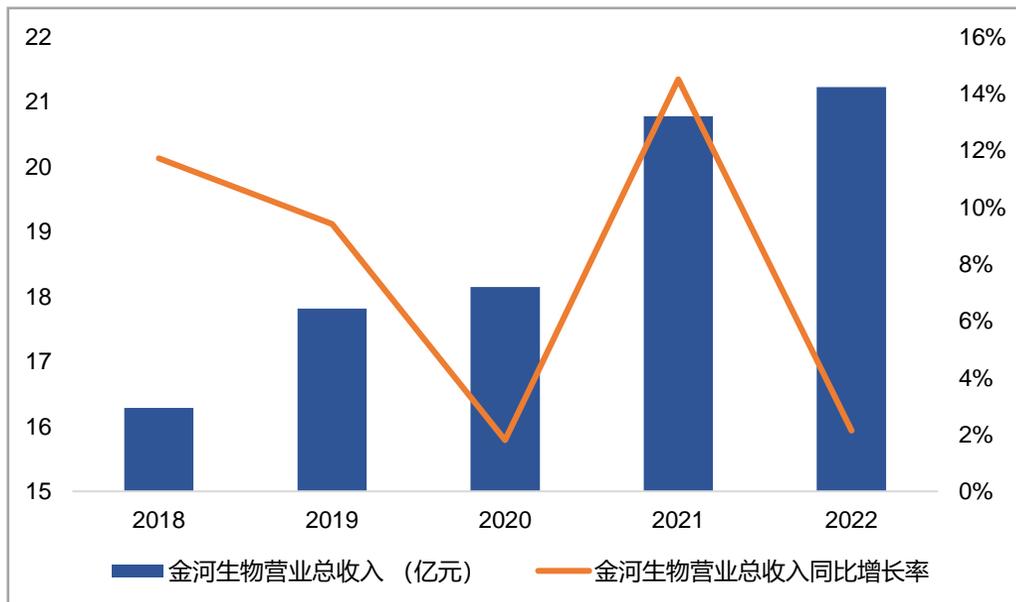


1.金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

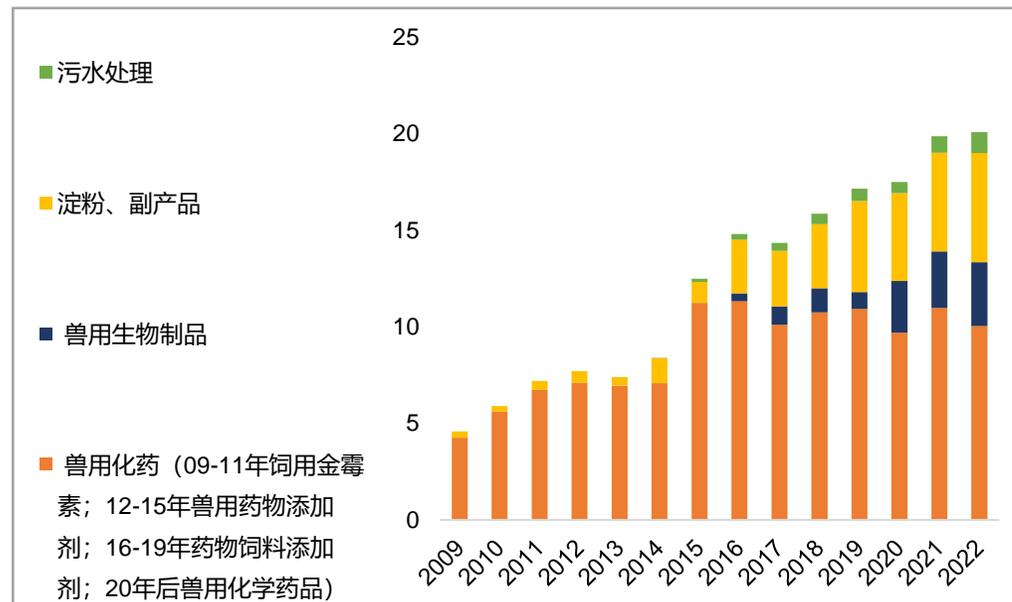
□ 公司经营：历年营收情况

- **公司近年收入趋势增长。**公司核心动保业务近年呈现整体增长态势，同时也受到下游养殖周期、饲料添加行业变革等因素影响。如：19-20年非洲猪瘟导致养殖生猪存栏下降，产能恢复缓慢，对动保产品需求带来直接不利影响；20年总营收增速变缓，由于美国等海外地区疫情爆发，公司金霉素出口受阻。此外，受饲料“禁抗”政策推进，公司金霉素产品文号从20年起由“兽药添字”转为“兽药字”，对应销售市场和网络发生根本变化，也对近年销售形成影响。
- **化药业务相对稳定，战略业务整体扩张。**公司主要业务兽用化学药品、淀粉与副产品加工、兽用生物制品、其他业务、污水处理，分别占总营收的47.3%、26.7%、15.5%、5.4%、5.1%。其中，兽用化药（主要金霉素）收入近年相对稳定，未来随着新增产能爬坡有望提升。战略业务-兽用疫苗收入逐步提升，较17年营收的0.94亿元，22年的营收增长至3.3亿元，年复合增长率CAGR5为21.62%。此外，公司还因地制宜开发了污水处理业务，也给公司贡献了增量收入。

过去五年营收和同比增长率



公司主要业务营收构成 (亿元)

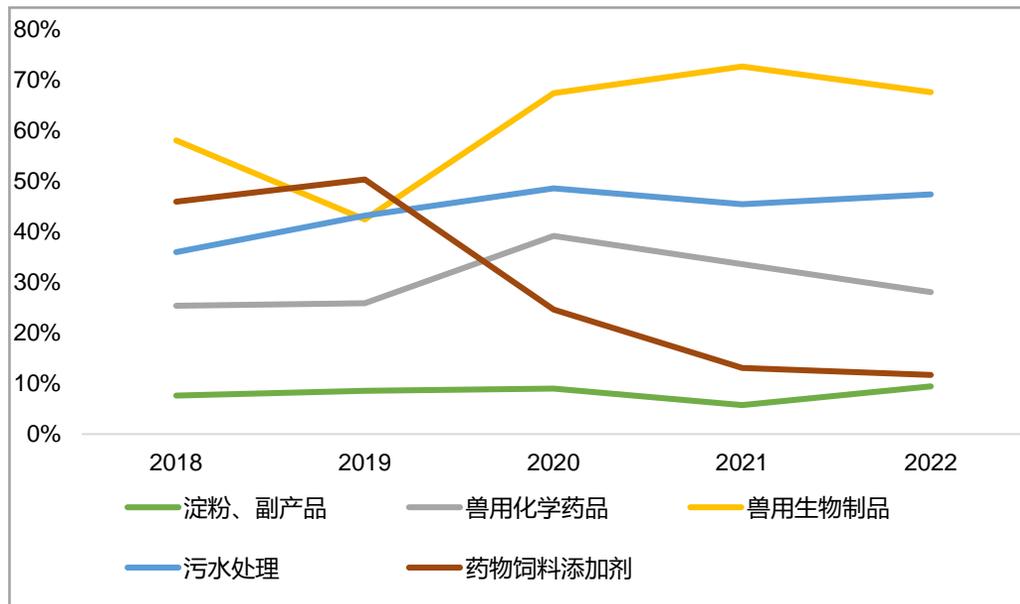


1.金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

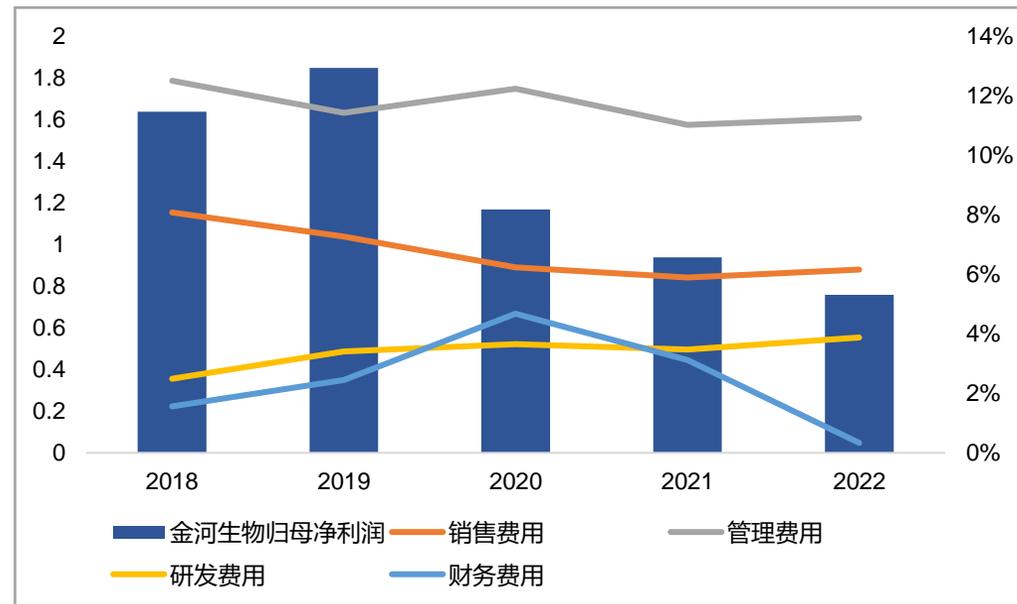
□ 公司经营：历年利润情况

- **化药业务毛利率受周期挤压，生物制品毛利率较高。** 兽用化药业务方面，大宗原材料玉米、能源煤炭和电力耗用量较大，成本占比高，尤其21年其价格的趋势上涨导致生产成本提高；同时下游市场低迷、养殖端盈利状况不及预期，导致对化药产品的需求降低，化药产品的售价不及成本上行，影响盈利能力。22年毛利率较20年减少11.06个百分点。兽用疫苗业务方面，过去三年疫苗业务的毛利率均在65%以上，保持较高水平。
- **多因素致整体利润实现有下滑。** 上述核心业务受宏观和行业因素影响，公司整体毛利率水平有所下降。从期间费率看，相对稳定。其中22年的财务费用率由20年的4.68%降至0.34%，主要原因是由于20年人民币汇率大幅波动导致的境外子公司债权债务汇兑损失增加，22年公司前期债权债务存量因美元大幅升值后波动范围扩大而产生的汇兑收益增加。整体利润实现上，近年公司归母净利润有所下滑，未来随着周期改善和战略业务推进，盈利能力有望提升。

公司各类业务毛利率



公司归母净利润（亿元）与各项费用率





目录

1

金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

2

化药业务：产能落地在即，周期有望改善

3

疫苗业务：战略业务推进，多点有望发力

4

投资建议和风险提示

02.化药业务：产能落地在即，周期有望改善

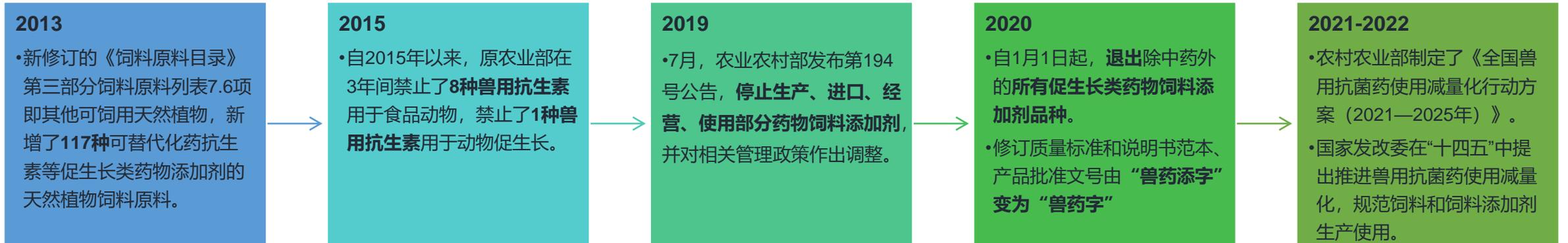
- 金霉素产业应用有望扩增
- 新增产能落地支持业务扩张
- 金霉素上下游望迎周期改善

2.化药业务：产能落地在即，周期有望改善

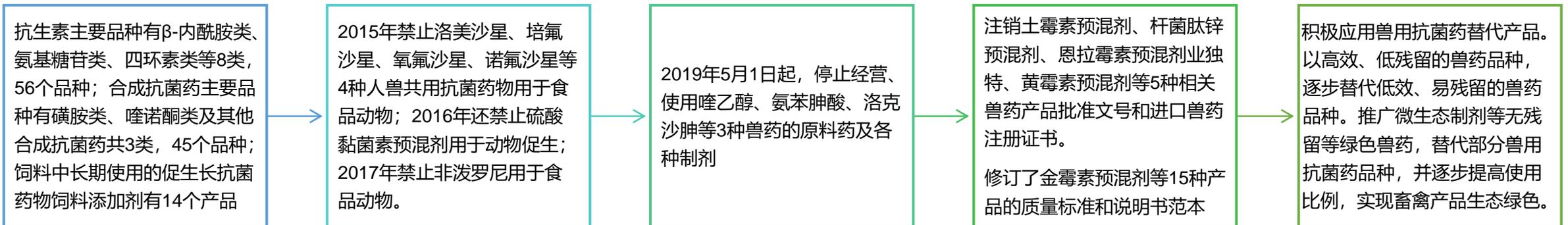
□ 减抗替抗政策推进

□ **减抗替抗政策推进。**为维护我国动物源性食品安全和公共卫生安全，我国减抗和替抗政策不断推出。自2020年元旦起，农村农业部废止了仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准，11种促生长类抗生素将在饲料中完全禁用。政策推出后，20年我国兽用抗菌药使用总量降至3.25万吨，较17年的4.18万吨，减少了22.25%。兽用饲料业减少滥用抗生素添加剂，畜禽养殖业得到健康的发展。

农村农业部针对减抗、禁抗的政策变化



饲料禁用抗生素的品类及数量



2.化药业务：产能落地在即，周期有望改善

□ 金霉素替代和推广有空间

□ **金霉素替代空间打开。**相关法规政策废止了土霉素、黄霉素等15个药物饲料添加剂批准文号，注销了558个相关兽药产品批准文号和3个进口兽药注册证书。禁止这些品种在饲料及养殖厂使用，而保留金霉素在治疗方面的使用，其由“兽药添字”转变为“兽药字”批准文号，这为金霉素产品在市场上继续使用留下空间，养殖线将逐渐认可并使用金霉素产品，金霉素有望占有并逐渐扩大市场份额。

□ **金霉素推广有望推进。**一是反刍动物的使用。我国金霉素在反刍动物上的使用量与美国等国家有较大的差距，随着产业需求的培育和成熟，未来有望打开应用市场空间。二是单体用量有望增加。饲料促生长添加剂的用药政策旧标准为25-75PPM，国内用药政策改变后，添加标准为400-600PPM，14天为一个周期，添加使用量可增加50-100%。

2019年农业农村部第246号公告中的药物饲料添加剂

	废止的药物饲料添加剂质量标准目录	15种既有促生长又有防治用途产品
1	土霉素预混剂	金霉素预混剂
2	土霉素钙预混剂	吉他霉素预混剂
3	亚甲基水杨酸杆菌肽预混剂	二硝托胺预混剂
4	那西肽预混剂（17版兽药标准）	马度米星铵预混剂
5	那西肽预混剂（公告2382号）	盐酸氯苯胍预混剂
6	杆菌肽锌预混剂（15版兽药典）	盐酸氨丙啉乙氧酰胺苯甲酯预混剂
7	杆菌肽锌预混剂（公告2023号）	盐酸氨丙啉乙氧酰胺苯甲酯磺胺喹噁啉预混剂
8	杆菌肽锌预混剂（公告2338号）	海南霉素钠预混剂
9	杆菌肽锌预混剂（公告2528号）	氯羟吡啶预混剂
10	恩拉霉素预混剂业（公告2271号）	地克珠利预混剂
11	喹烯酮预混剂	盐霉素钠预混剂
12	黄霉素预混剂(发酵)	盐霉素预混剂
13	黄霉素预混剂（17版兽药标准）	莫能菌素预混剂
14	黄霉素预混剂（公告2502号）	博落回散
15	维吉尼亚霉素预混剂（公告2582号）	山花黄芩提取物散

饲用金霉素的主要特点

生产工艺成熟，效价高，使用成本相对较低。

抗菌谱广，对革兰氏阴性菌、革兰氏阳性菌都有较强的抑制作用。

人畜不交叉使用，**避免了交叉耐药**。在治疗人类疾病方面，金霉素的口服和注射制剂均已被淘汰，仅保留外用制剂用于治疗结膜炎和沙眼等疾患。

使用安全性高，低剂量长期使用不会引起药物残留。

对其他药物饲料添加剂或兽药很少有配伍禁忌的问题，因此，经常被用作为饲料配方中的基础药物与其他兽药配制成复合添加剂（如美国生产的CSP添加剂）。

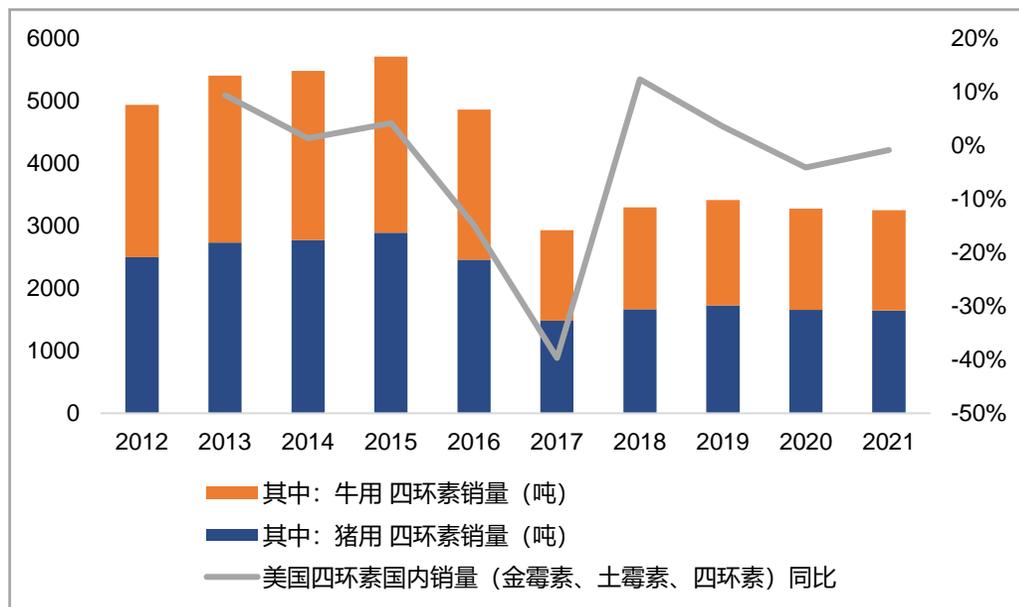
2.化药业务：产能落地在即，周期有望改善

海外金霉素政策改变，业务缓慢恢复

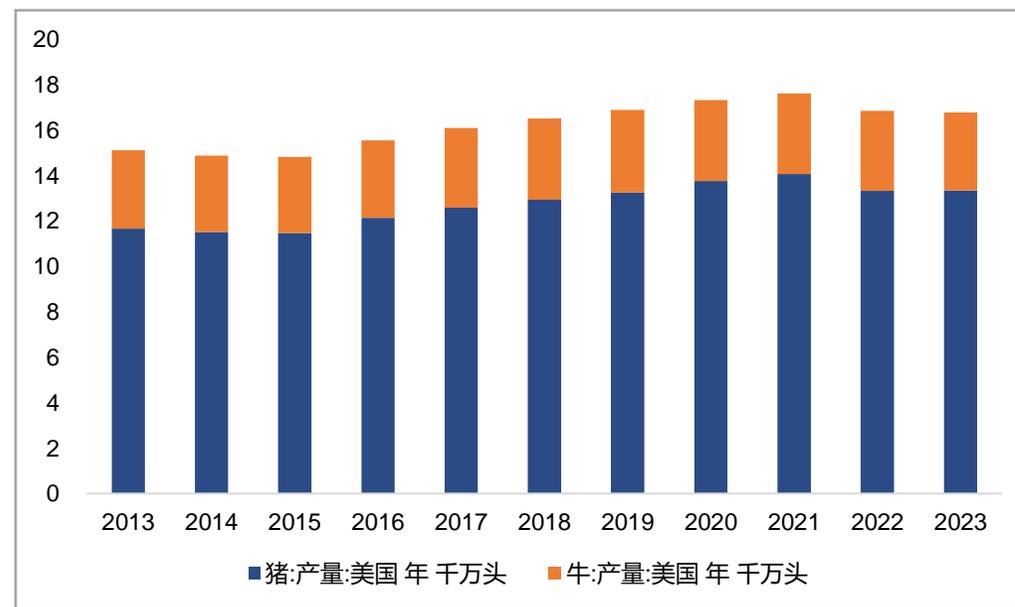
过去几年美国金霉素政策改变和海外物流限制金霉素销量。17年美国市场用药政策改变，19年以后市场基本恢复。根据2021美国FDA饲用抗生素销售报告，17年起美国以金霉素、土霉素代表的四环素销量骤减，由16年的2403吨骤减至1450吨，19年恢复至1688吨。而后由于美国疫情爆发，海外物流限制了出口到美国的金霉素产品以及化药产品的关税政策改变，影响了近几年在美国市场的销量。

海外金霉素业务稳步推进。一是猪牛产量稳定，金霉素需求稳定。根据2021美国FDA饲用抗生素销售报告，21年牛和猪的四环素使用量占比大，各占41%和42%，主要的金霉素都使用在牛和生猪上。iFind数据显示，过去十年猪和牛的总产量都稳定在1.5亿头左右，因此对金霉素的需求也保持稳定。二是出口金霉素退税有望增加利润空间。美国对金霉素征收的关税增加了成本，公司的美国子公司正在向美国海关提出申诉，退税可能性较大。海外金霉素税率减少后，有望给公司带来更多的利润空间。

美国四环素（金霉素、土霉素等）销量情况



美国猪和牛的产量情况



2.化药业务：产能落地在即，周期有望改善

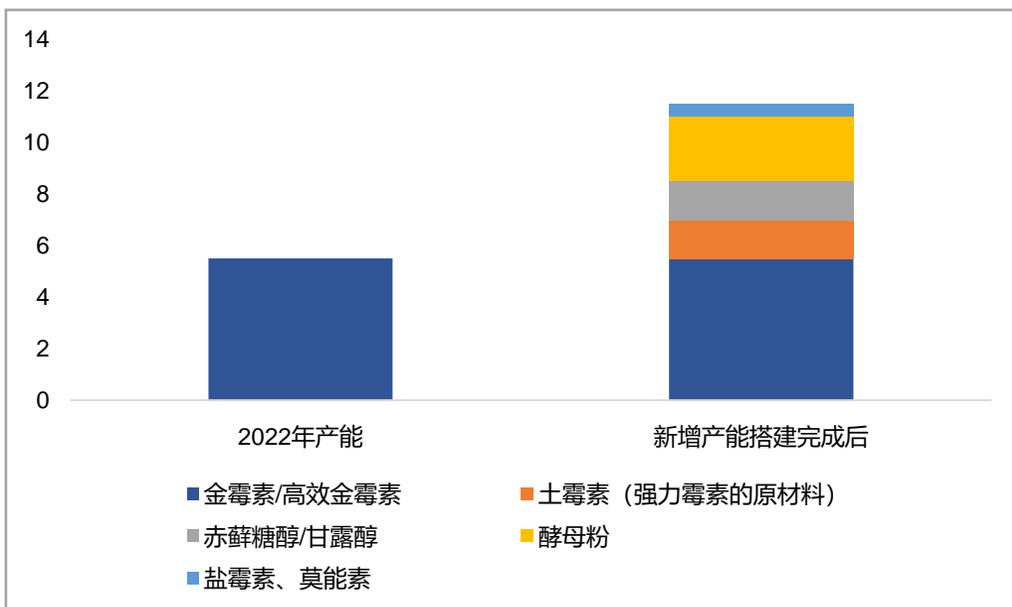
化药业务新增产能落地在即

公司产能计划新增6万吨产能，六期工程项目预计23年Q4建设完成。

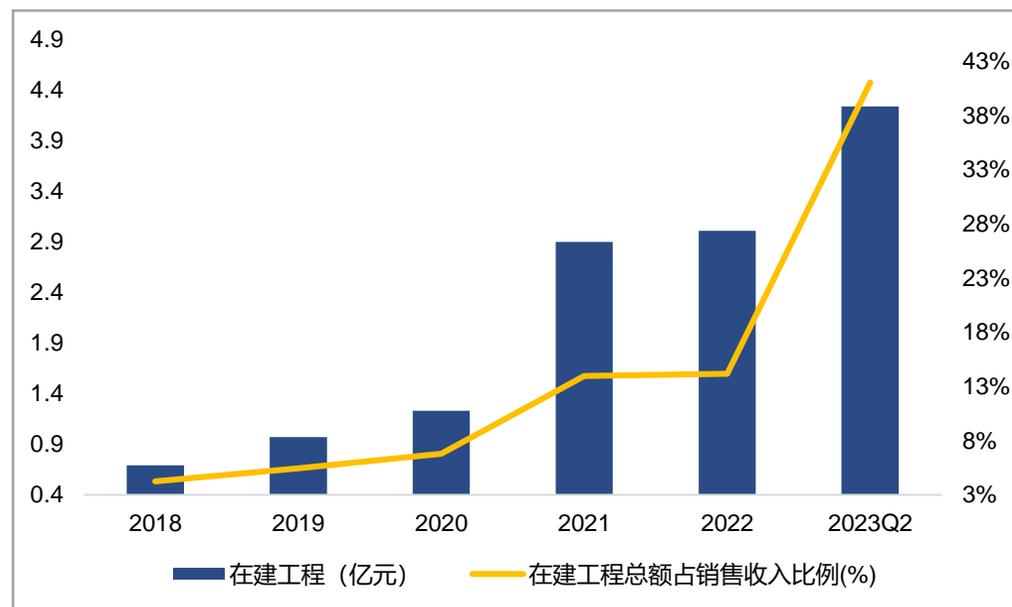
公司将新厂区和旧厂区进行重新规划，其中新厂区生产3万吨金霉素、1.5万吨土霉素（作为新产品强力霉素的原料药）和1.5万吨赤藓糖醇或甘露醇。旧厂区生产2-2.5万吨金霉素、2.5万吨酵母粉，剩余产能将生产0.5-1万吨其他化药品种：盐霉素、莫能菌素等。从近几年的在建工程情况看，21-23年上半年的在建工程项目金额较前几年有明显的增加。

公司新增产能的提升将有力支持未来销售扩张。随着金霉素兽药应用不断推广，部分促生长饲料添加替代和反刍动物的应用，以及强力霉素等高性价比产品、代糖、酵母粉等生产爬坡，公司新增产能将给公司业绩提升注入新的动力。

兽用化药产能规划预估（万吨）



在建工程与收入占比情况

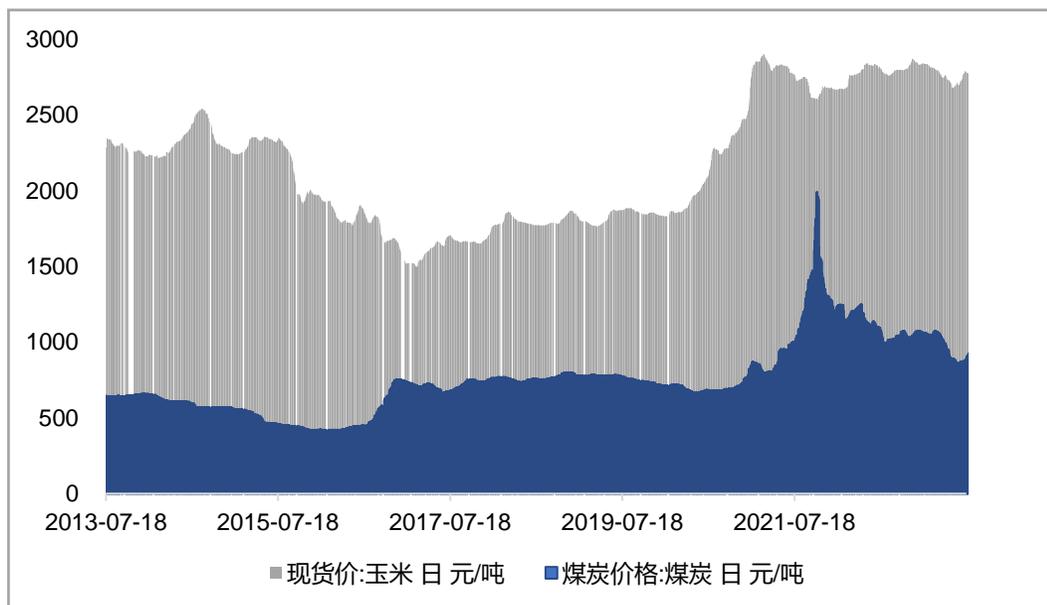


2.化药业务：产能落地在即，周期有望改善

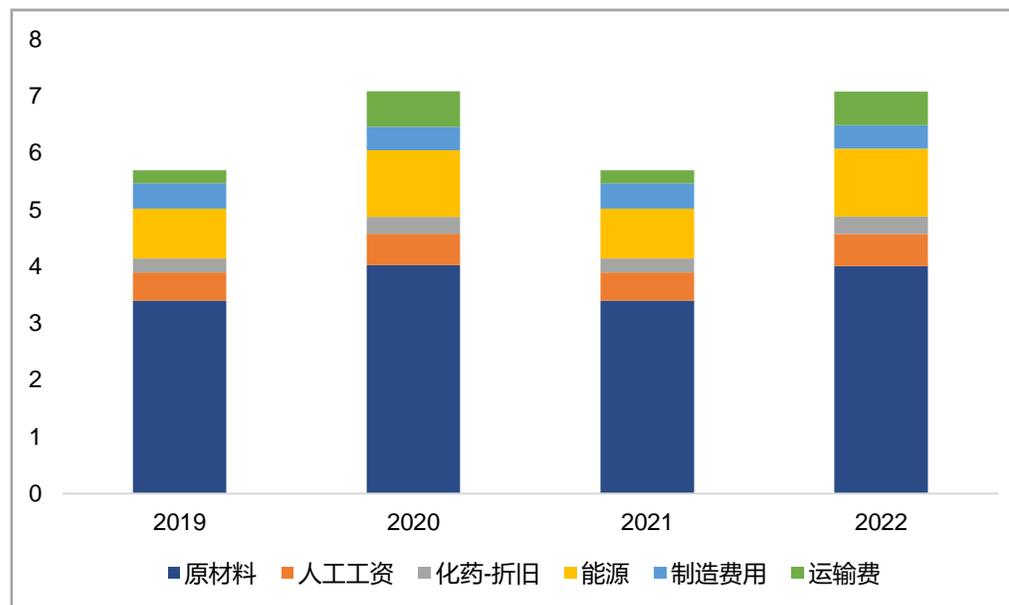
上游原料成本下行

- 玉米煤炭价格逐渐回落，化药原材料成本压力逐渐减少。**20至21年间，金霉素的主要原材料玉米上涨后趋于稳定，生产所需的能源价格先涨后降，致使成本压力逐渐缓解。根据iFind，截至23年7月，玉米现货价相较21年3月的2890.00元/吨，已降低4.25%；煤炭价格自21年11月下半年达到高位以来，也已降低33.87%。原材料和能源价格的降低，增加了公司的利润空间。
- 原材料和能源占公司化药业务成本大头。**22年原材料与能源两项成本占公司兽药化药成本分别为56.61%和16.88%。随着玉米和煤炭价格的高位回落，玉米价格会减少对公司金霉素产品成本的影响，同时煤炭价格回落也会减少公司化药产品的生产成本，成本压力减少，利润情况得以改善。

过去十年上游原料价格走势



兽用化药成本结构拆分（亿元）



2.化药业务：产能落地在即，周期有望改善

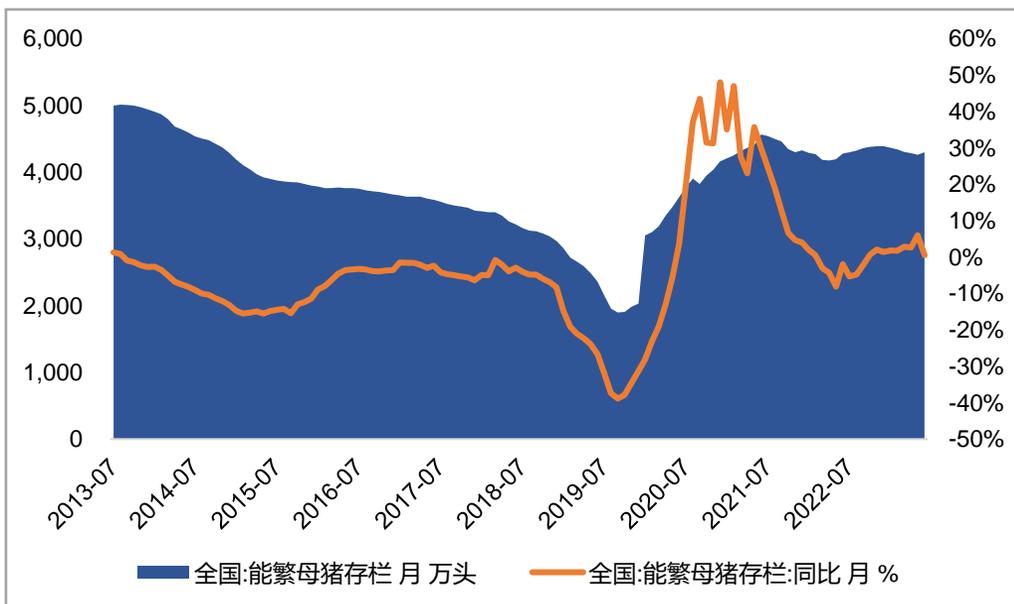
□ 下游养殖利润改善

□ 养殖周期复苏有望带动公司化药需求。

从历史看，动保板块经营情况与养殖周期景气度高度相关。例如，21年生猪行业存栏恢复和前期行情带来产业利润丰厚，动保行业整体收入和利润实现也较好。

未来，随着生猪周期筑底改善，动保需求也有望得到提升。今年生猪行业已经历较长时间亏损，行业整体面临较大经营压力。随着行业产能的逐步优化，生猪周期有望筑底向上。下游养殖周期的改善也有望带动动保需求，支持公司业绩兑现。

过去十年下游母猪存栏走势



生猪价格与动保板块收入和利润情况

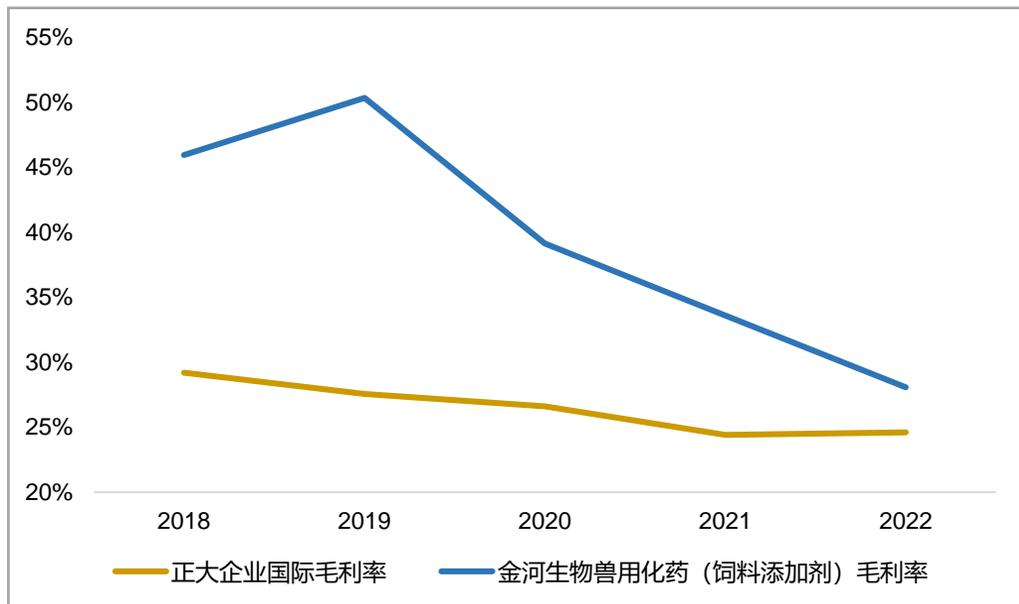


2.化药业务：产能落地在即，周期有望改善

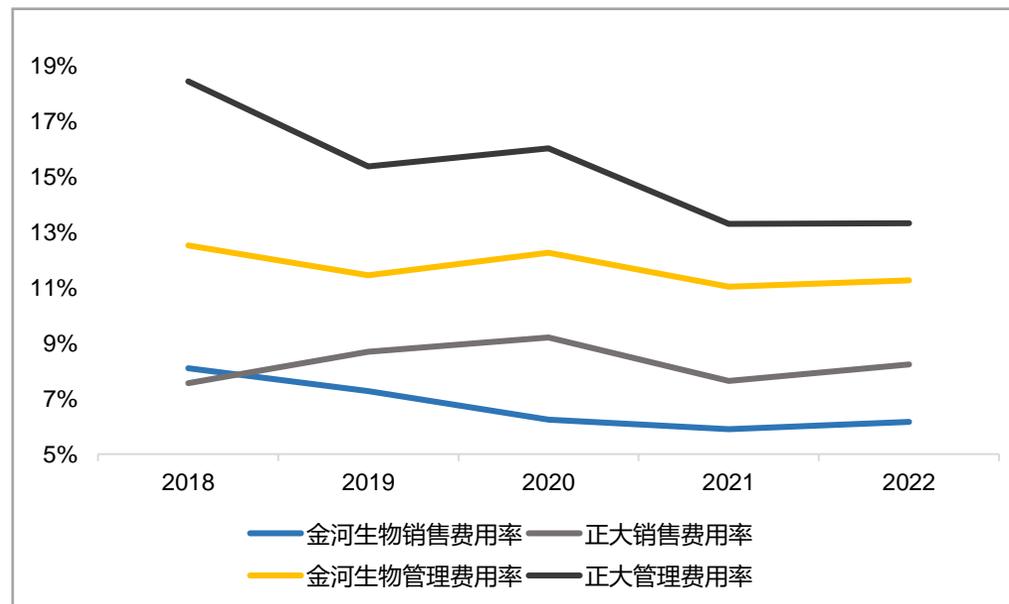
□ 金河生物自身具备优势

- **基于金河生物管理技术优势，公司盈利能力较强。毛利上**，过去五年公司金霉素业务的毛利率对比竞争对手正大占明显优势，过去3年平均高出8.38个百分点。**费率上**，对比两家公司的销售和管理费率，公司持续提升生产工艺和生产管理，过去4年的两项费率均低于竞争对手。**综合来看**，公司长年深耕金霉素行业，基于管理和研发技术优势，公司具备较行业更好的业务盈利能力。
- **公司金霉素业务地处农牧业强区内蒙古自治区，具备明显的原料成本和销售优势。**根据iFind，过去3年内蒙古自治区的玉米平均现货价为2518.86元/吨，较其他地区有明显优势。此外，内蒙古自治区也是我国重要的畜牧业基地，金霉素业务推广具备得天独厚的优势。

金霉素生产企业历史毛利率对比



金霉素生产企业历史各项费率对比





目 录

1

金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

2

化药业务：产能落地在即，周期有望改善

3

疫苗业务：战略业务推进，多点有望发力

4

投资建议和风险提示

03.疫苗业务：战略业务推进，多点有望发力

- 疫苗研发创新战略推进
- 布病疫苗有望落地推广
- 战略布局非洲猪瘟疫苗

3.疫苗业务：战略业务推进，多点有望发力

疫苗研发创新战略推进

- 公司战略布局生物疫苗业务。**先后并购了杭州佑本、美国法玛威（原美国普泰克）和吉林百思万可，掌握核心技术资源并形成了内蒙古、杭州、美国、吉林（在建）四个疫苗生产基地，以及以金河研究院和美国法玛威研发中心为主体的研发体系，同时与国内科研院所及知名公司开展技术合作，以产学研相结合、自主研发和技术引进并举，主要专注于猪、牛羊、宠物以及诊断试剂四条赛道。通过公司的战略布局，自22年Q3以来已上市的蓝耳、圆环、狂犬、支原体、圆支二联等疫苗给公司带来业绩增长。
- 公司疫苗品线逐步发力。**随着国内外子公司的先进技术平台的搭建完成，利用其技术优势进行多款产品升级改造，已取得多项进展，尤其是并购的子公司的多项在研产品（包括口蹄疫VLP、高致病性禽流感、猪瘟E2蛋白等）也具有很高的市场价值。公司同时正在进行猪回肠炎、犬四联、猪流感、牛支原体等疫苗的研发。随着未来几年新产品逐步投放市场，有望给公司带来更多业绩贡献。

公司疫苗战略布局



疫苗战略研发进程

品类	研发地	疫苗名称	2022	2023	2024
猪用	杭州佑本	佑蓝宝-猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗(CH-1a株)	已上市		
	杭州佑本	佑蓝泰-猪繁殖与呼吸综合征嵌合病毒活疫苗(PC株)	已上市		
	杭州佑本	佑圆宝-猪圆环病毒2型灭活疫苗((ZJ/C株))	已上市		
	杭州佑本	佑瘟宁-猪瘟活苗(传代细胞源)	已上市		
	杭州佑本	佑赋安-猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗(SD/L株+LW/L株)	已上市		
	杭州佑本	佑小宝-猪细小病毒灭活疫苗(NJ株)	已上市		
	美国法玛威	喘泰克一针型-猪支原体肺炎复合佐剂灭活疫苗(P株)	已上市	已获得进口兽药再注册证书	
	美国法玛威	喘泰克双针型-猪支原体肺炎灭活疫苗(P株)	已上市	已获得进口兽药注册证书	
	美国法玛威	圆喘泰克(圆支二联)-猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗(重组杆状病毒P株+P株)	已上市		
	佑本内蒙古	口蹄疫疫苗	已上市		
反刍	杭州佑本	乙脑悬浮培养灭活疫苗		正在申报注册	
	杭州佑本	圆环悬浮培养工艺		圆环悬浮培养工艺完成变更注册	
	内蒙古佑本	佑伪安-伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61株)		正在申报注册	
	吉林百思万可	非瘟冻干灭活疫苗		实验室研究阶段	
	吉林百思万可	口蹄疫VLP、高致病性禽流感、猪瘟E2蛋白		在研阶段	
	内蒙古佑本	布病活疫苗		正在申报注册, 预计年内可获得新兽药证书与生产批准文号	上市
宠物	内蒙古佑本	牛、羊支原体灭活疫苗		正在进行临床前研究	
	杭州佑本	猫和马用疫苗		实验室研究阶段	
	杭州佑本	狂犬疫苗	已上市		
	美国法玛威	犬四联		在研阶段	

3.疫苗业务：战略业务推进，多点有望发力

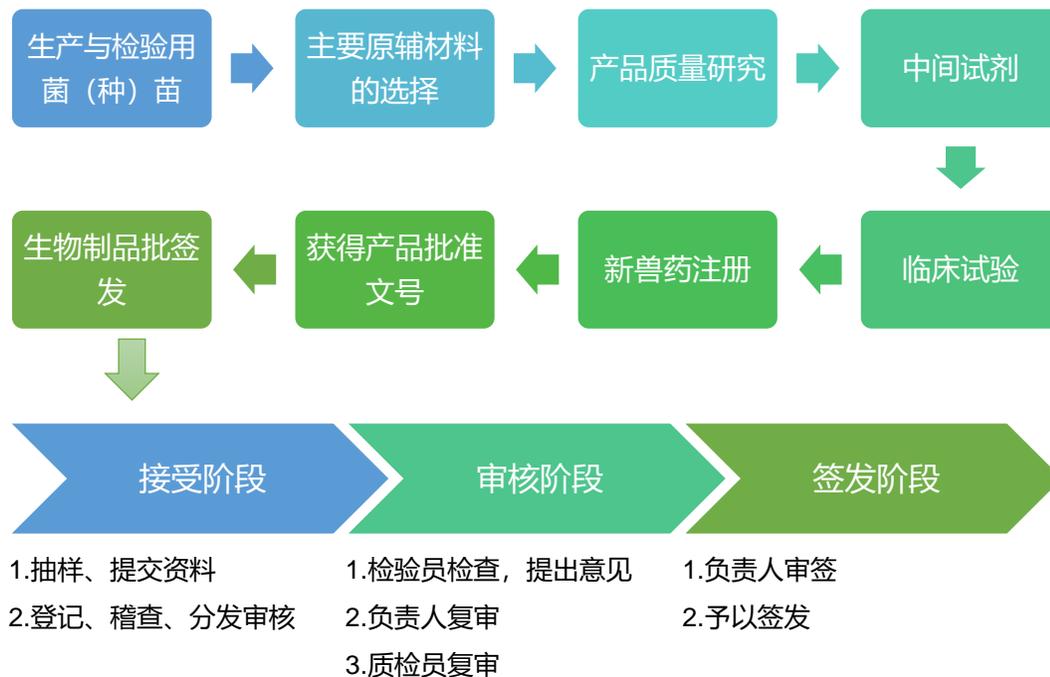
□ 布病疫苗有望落地推广

- **布病疫苗有较大的市场空间。**布病有人畜共患传染的风险，感染数量逐年增长且感染趋势由源头向周边持续扩散，因此有效从源头控制的布病疫苗成为疫病防治的关键。根据iFind，22年我国年出栏羊3.36亿头，出栏牛4840万头，如果按照单体免疫用量1头份每年，80%覆盖率计算，年需求布病疫苗3亿头份。随着疫苗品质提升和市场苗的推广，兽用布病疫苗存在可观的市场空间。
- **公司布病疫苗产品不同于市场疫苗，具有竞争优势。**公司研发的布病疫苗通过基因缺失技术路径，产品具有生物安全性高、孕畜可用、全群免疫、牛羊通用、可鉴别等特点。目前有天康生物、中牧股份、金宇生物等动保企业经过大投入的研发并获得批准文号，但对接种对象和免疫时间有不同的特点和功能。
- **公司研发的布病活疫苗目前已通过复审会，正在等待获批。**

布病疫苗研发技术路径及特点

布病活疫苗 (A19株)	布病活疫苗(M5-90株)	布病活疫苗(S2株)	布氏菌病活疫苗 (A19-ΔVirB12株)	布病bp26基因缺失疫苗
<ul style="list-style-type: none"> • 临床效果明显、有效期长、毒力稳定不返强、有局限性 • 非常稳定的弱毒疫苗，对牛的免疫效果好，多国家应用 • 我国已使用近70年 	<ul style="list-style-type: none"> • 效果优秀、安全有效 • 毒株稳定有局限性 • 中国农业科学院哈尔滨兽医研究所采用羊种布鲁氏菌病生物I型强毒株于1962年研制成功 	<ul style="list-style-type: none"> • 自主研发的疫苗,对猪、牛和羊均能产生良好的免疫效果 • 使用安全、范围广免疫谱宽、使用方便 • 免疫持续期短、不能用于孕畜、牛和小尾寒羊、临床难于区分 	<ul style="list-style-type: none"> • 安全有效、可区分 • 以布病活疫苗株(A19株)为亲本，应用基因同源重组方法，缺失其毒力基因VirB12基因 • 在20年已上市，免疫期为12个月 • 研制单位为天康生物股份有限公司、新疆畜牧科学院兽医研究所 	<ul style="list-style-type: none"> • 22年上市，以我国现有疫苗M5-90为亲本通过基因缺失研制，可与诊断试剂盒配套使用 • 中国农业科学院哈尔滨兽医研究所联合中国农科院兰州兽医研究所等单位共同研制的布鲁氏菌基因缺失标记活疫苗产品

布病疫苗上市及批签发流程

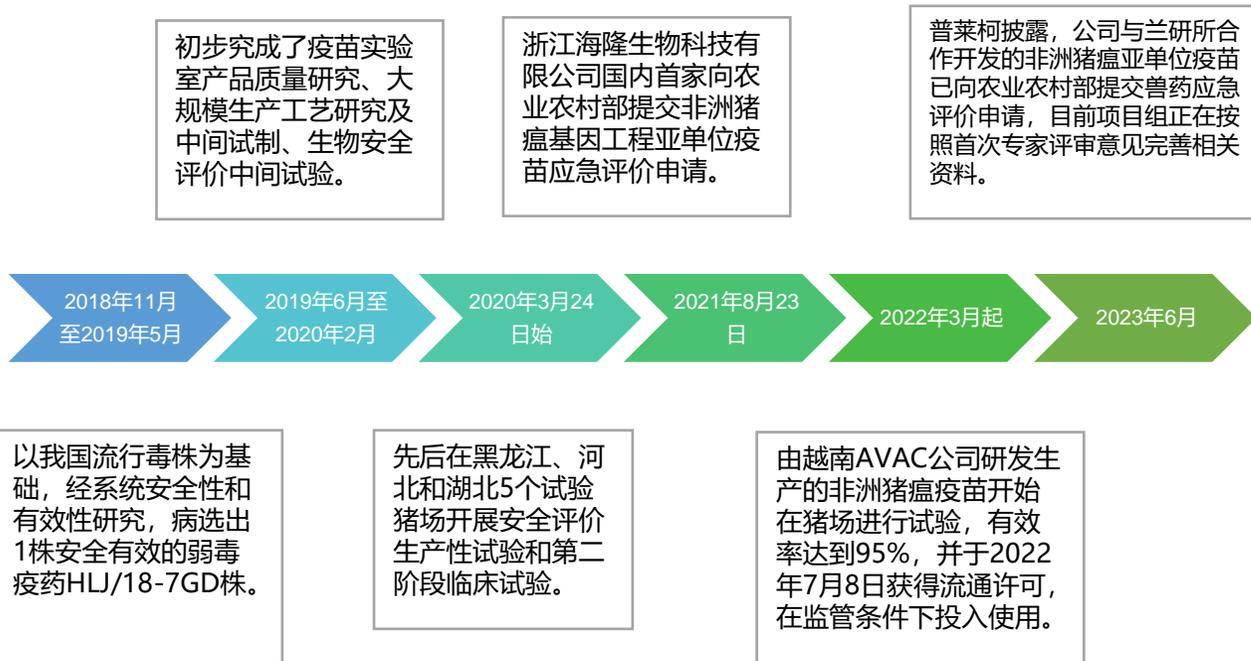


3.疫苗业务：战略业务推进，多点有望发力

□ 战略布局非瘟疫苗

- **非瘟疫苗产业化推进，超百亿规模市场增量，各大动保企业竞争激烈。**全球尚无有效防治非洲猪瘟的疫苗和药物，而病毒变异，传染性增强，**生猪养殖企业对各类疫苗的研发关注度高，未来猪瘟疫苗的需求将随着生猪养殖量持续增长。**非洲猪瘟疫苗理论市场空间较大。目前有科前生物、国药、中牧、普莱柯、生物股份（金宇）和金河佑本等多家动保企业通过不同技术路径，联合知名科研院所研发非瘟疫苗。预先推出非瘟疫苗将有先手优势，抢先占领新增市场，为公司增加业绩。
- **公司战略布局非瘟疫苗，技术收购疫苗研发公司。**23年5月公司投资2.88亿收购吉林百思万可，并与国内知名企业合作研发、联合申报了非洲猪瘟冻干灭活疫苗，目前处于农业农村部审批中，疫苗实验结果安全有效。同时在吉林省通化市辉南县在建非洲猪瘟疫苗生产线，预计2024年可投入使用。在收购吉林百思万可后，有利于扩大动物用疫苗领域的市场占有率、增强公司核心竞争力。

非洲猪瘟疫苗产业化进展



非瘟疫苗的技术路径

病毒活载体疫苗-腺病毒

- 科前生物与华中农大合作的病毒活载体疫苗
- 生物股份与中国科学院生物物理研究所等单位联合开发

mRNA疫苗

- 中科院合作的国药、中牧、金宇（生物股份）三家单位的分工情况，金宇主要负责P3，中牧跟国药主要负责蛋白和实验体的构建，佐剂，乳化，配合中科院的研发机构来共同完成放大实验

亚单位疫苗

- 普莱柯与兰研所合作的亚单位疫苗生物股份与中科院合作的亚单位疫苗
- 生物股份与中科院合作的亚单位疫苗
- 中牧与金宇各自与科研院所联合研发非瘟疫苗亚单位（纳米颗粒），多方面取得了创新性突破

基因缺失疫苗

- 生物股份与中国科学院生物物理研究所等单位联合开发

冻干灭活疫苗

- 金河佑本子公司吉林百思万可与国内知名企业合作研发，目前处于农业农村部审批中，疫苗实验结果安全有效。



目 录

1

金河生物：金霉素龙头深耕动保产业

2

化药业务：产能落地在即，周期有望改善

3

疫苗业务：战略业务推进，多点有望发力

4

投资建议和风险提示

04.投资建议&风险提示

- 投资建议
- 风险提示

4.1 核心逻辑 & 投资建议

金河生物是一家业务包括动物保健品、环保污水处理及玉米深加工的高新技术企业。兽用化药方面，公司是金霉素龙头生产企业，产销量约占全球一半。兽用疫苗方面，作为战略业务，公司近年积极推进兽用疫苗企业并购和研发产能布局，未来有望打开增长空间。

兽用化药方面：1) **金霉素市场空间有望提升。**一是饲料“禁抗”带来替代市场。20年农业农村部194号公告发布后，兽用抗菌药使用减量化行动稳步推进，15个其他药物饲料添加剂文号的废止为金霉素在市场上的继续使用留下了更多空间。二是反刍动物的使用提升。我国金霉素在反刍动物上的使用量与美国等国家有较大的差距，未来有望打开应用市场空间。2) **上下游周期支持盈利能力改善。**上游方面，大宗玉米和煤炭的成本压力有望缓和；下游方面，养殖周期改善，兽用化药产品的需求有望提升。3) **公司扩建产能有望逐步释放。**公司六期工程项目预计四季度建设完成，明年正式投产，新增6万吨产能，支持公司优势化药业务进一步成长。

生物疫苗方面：1) **公司积极推进兽用疫苗战略业务。**公司战略布局猪用疫苗、牛羊用疫苗、宠物疫苗与诊断试剂，通过并购佑本、法玛威、百思万可等优质标的，形成内蒙古、杭州、吉林和美国四大基地和三大研发中心。2) **布病疫苗有望落地推广。**公司的布病疫苗较以往疫苗具有独特的优势，生物安全性高，不传染人；可以给孕畜用，不会导致流产。目前公司布病活疫苗审批积极推进，已通过复审会，正在等待批文。3) **战略布局非瘟疫苗。**公司收购吉林百思万可，战略布局非瘟疫苗。与国内知名企业合作研发、联合申报了非洲猪瘟冻干灭活疫苗，目前处于农业农村部评审中。非洲猪瘟疫苗市场空间较大，产品审批和推广值得持续关注。

投资建议：

金河生物是一家业务包括动物保健品、环保污水处理及玉米深加工的高新技术企业。公司金霉素产销领先，市场有望扩容替代，上下游周期改善支持盈利能力提升。此外，公司兽用疫苗战略业务积极推进，细分优势疫苗研发审批推进，有望给公司业绩带来新的增长。我们预计，公司2023-2025年归母净利润分别为1.47亿元、1.65亿元、2.28亿元，EPS分别为0.19元、0.21元、0.29元，对应23、24、25年PE分别为25.59、22.80、16.47倍，**给予“买入”评级。**

4.1 核心逻辑 & 投资建议



单位:百万元		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
兽用化学药品	销售收入	935.08	1,066.09	983.93	1,013.45	1,062.77	1,095.65
	成本	569.17	708.06	707.75	707.09	743.94	766.95
	销售收入增长率		14.01%	-7.71%	3.00%	4.87%	3.09%
	毛利率	39.13%	33.58%	28.07%	30.23%	30.00%	30.00%
淀粉、副产品	销售收入	456.09	511.22	566.24	586.23	703.21	794.52
	成本	415.20	481.87	512.81	531.13	638.51	720.63
	销售收入增长率		12.09%	10.76%	3.53%	19.95%	12.99%
	毛利率	8.96%	5.74%	9.44%	9.40%	9.20%	9.30%
兽用生物制品	销售收入	268.43	291.69	330.17	363.18	472.14	613.78
	成本	87.55	79.87	107.10	108.16	141.64	184.13
	销售收入增长率		8.66%	13.19%	10.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	67.38%	72.62%	67.56%	70.22%	70.00%	70.00%
其他	销售收入	65.00	90.69	115.23	126.75	139.42	153.37
	成本	58.25	82.10	107.34	117.88	129.66	142.63
	销售收入增长率		39.53%	27.05%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	10.38%	9.47%	6.84%	7.00%	7.00%	7.00%
污水处理	销售收入	55.29	86.02	107.58	112.96	124.26	136.68
	成本	28.45	46.95	56.64	54.22	62.13	68.34
	销售收入增长率		55.57%	25.07%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	48.55%	45.42%	47.35%	52.00%	50.00%	50.00%

数据来源: 同花顺iFind

4.1 核心逻辑 & 投资建议

资产负债表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	314.80	517.66	491.37	888.86	1008.54	1125.42
应收票据及账款	396.10	493.60	504.86	513.80	577.08	650.51
预付账款	30.62	21.52	17.57	26.30	29.84	33.30
其他应收款	17.95	11.22	12.12	15.56	17.65	19.70
存货	447.26	577.20	675.91	630.58	730.30	810.84
其他流动资产	33.41	28.76	44.69	319.49	244.80	200.00
流动资产总计	1240.15	1649.95	1746.52	2394.58	2608.22	2839.76
长期股权投资	0.24	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25
固定资产	922.02	918.90	1322.40	1217.22	1107.07	976.94
在建工程	123.10	289.91	300.79	215.53	115.26	15.00
无形资产	625.56	645.33	629.72	547.26	460.31	368.85
长期待摊费用	11.63	6.24	7.32	3.66	0.00	0.00
其他非流动资产	454.18	553.96	498.58	471.58	444.58	417.59
非流动资产合计	2136.72	2414.57	2759.07	2455.51	2127.48	1778.64
资产总计	3376.87	4064.53	4505.58	4850.09	4735.70	4618.40
短期借款	1115.41	833.90	1246.48	1599.70	1402.65	1131.02
应付票据及账款	96.98	122.04	263.11	175.21	216.25	261.82
其他流动负债	160.67	207.75	155.05	193.81	218.64	242.03
流动负债合计	1373.06	1163.69	1664.64	1968.71	1837.54	1634.86
长期借款	135.00	87.00	303.89	221.91	142.46	66.13
其他非流动负债	118.86	117.35	111.84	111.84	111.84	111.84
非流动负债合计	253.86	204.35	415.73	333.75	254.29	177.97
负债合计	1626.93	1368.03	2080.37	2302.46	2091.84	1812.83
股本	635.29	780.42	780.42	780.42	780.42	780.42
资本公积	421.94	1079.05	888.96	888.96	888.96	888.96
留存收益	557.66	578.74	552.20	625.86	667.38	753.33
归属母公司权益	1614.88	2438.21	2221.59	2295.25	2336.76	2422.71
少数股东权益	135.06	258.28	203.63	252.38	307.10	382.85
股东权益合计	1749.94	2696.49	2425.22	2547.63	2643.86	2805.56
负债和股东权益合计	3376.87	4064.53	4505.58	4850.09	4735.70	4618.40

单位：百万元

利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1814.64	2077.99	2122.71	2222.14	2521.35	2813.55
营业成本	1184.69	1426.92	1508.91	1538.03	1735.44	1902.25
税金及附加	17.15	18.02	16.20	19.08	21.64	24.15
销售费用	113.21	122.51	130.72	151.11	171.45	191.32
管理费用	222.35	229.18	238.98	211.10	234.49	256.03
研发费用	66.36	72.25	82.28	66.66	88.25	98.47
财务费用	84.93	64.89	7.24	51.32	49.37	38.65
资产减值损失	-12.85	-21.14	-27.15	-5.12	0.00	0.00
信用减值损失	-0.53	-2.51	-4.67	-1.78	0.00	0.00
其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	12.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	-3.94	-2.62	-3.06	-2.92
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	1.57	-0.25	0.40	0.38	0.28
其他收益	16.86	17.56	18.87	18.43	18.58	18.53
营业利润	129.43	139.71	121.24	206.15	236.61	318.57
营业外收入	18.92	4.58	0.10	4.73	3.16	3.17
营业外支出	7.45	1.38	2.49	3.78	3.78	3.78
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.91	142.91	118.84	207.10	235.99	317.96
所得税	1.71	20.82	0.80	11.36	16.31	13.86
净利润	139.19	122.09	118.04	195.74	219.68	304.11
少数股东损益	21.87	28.10	42.50	48.76	54.72	75.75
归属母公司股东净利润	117.32	93.99	75.54	146.98	164.96	228.36
EBITDA	347.60	340.82	277.41	591.98	643.39	735.46
NOPLAT	211.75	173.45	127.87	242.97	265.87	341.40
EPS(元)	0.15	0.12	0.10	0.19	0.21	0.29

4.1 核心逻辑 & 投资建议

现金流量表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	139.19	122.09	118.04	179.52	205.46	289.48
折旧与摊销	121.76	133.02	151.33	333.56	358.03	378.84
财务费用	84.93	64.89	7.24	51.32	49.37	38.65
投资损失	0.00	0.00	3.94	2.62	3.06	2.92
营运资金变动	-80.10	-185.09	-220.64	-19.72	-108.08	-95.71
其他经营现金流	-7.70	16.96	57.85	16.76	14.90	15.01
经营性现金净流量	258.08	151.87	117.76	564.07	522.74	629.19
资本支出	209.78	385.24	407.67	30.00	30.00	30.00
长期投资	-0.10	-19.34	-4.20	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-414.08	-763.88	-790.26	-343.17	16.26	-13.30
投资性现金净流量	-204.41	-397.99	-386.80	-313.17	46.26	16.70
短期借款	233.70	-281.51	412.58	353.22	-197.05	-271.63
长期借款	-132.42	-48.00	216.89	-81.98	-79.45	-76.32
普通股增加	0.00	145.13	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-0.43	657.11	-190.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-73.25	-24.03	-288.95	-124.65	-172.81	-181.06
筹资性现金净流量	27.60	448.70	150.43	146.59	-449.31	-529.01
现金流量净额	74.13	200.43	-97.00	397.49	119.69	116.88

单位：百万元

主要财务比率						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力						
营收增长率	1.81%	14.51%	2.15%	4.68%	13.47%	11.59%
营业利润增长率	-26.47%	7.94%	-13.22%	70.03%	14.77%	34.64%
EBIT增长率	-14.43%	-7.98%	-39.33%	104.97%	10.42%	24.97%
EBITDA增长率	-4.75%	-1.95%	-18.60%	113.39%	8.68%	14.31%
归母净利润增长率	-36.56%	-19.89%	-19.63%	94.57%	12.23%	38.43%
经营现金流增长率	-8.54%	-41.15%	-22.46%	379.02%	-7.33%	20.36%
盈利能力						
毛利率	34.71%	31.33%	28.92%	30.79%	31.17%	32.39%
净利率	7.67%	5.88%	5.56%	8.81%	8.71%	10.81%
营业利润率	7.13%	6.72%	5.71%	9.28%	9.38%	11.32%
ROE	7.27%	3.85%	3.40%	6.40%	7.06%	9.43%
ROA	3.47%	2.31%	1.68%	3.03%	3.48%	4.94%
ROIC	7.16%	5.78%	3.54%	6.12%	6.51%	8.56%
估值倍数						
P/E	32.06	40.02	49.79	25.59	22.80	16.47
P/S	2.07	1.81	1.77	1.69	1.49	1.34
P/B	2.33	1.54	1.69	1.64	1.61	1.55
股息率	1.69%	0.00%	2.00%	1.95%	3.28%	3.79%
EV/EBIT	21.58	28.70	45.70	21.49	18.96	14.55
EV/EBITDA	14.02	17.50	20.77	9.38	8.41	7.06
EV/NOPLAT	23.01	34.38	45.06	22.85	20.35	15.20

5. 风险提示

- **新品审批不及预期的风险：** 兽用疫苗监管审批存在不确定性，存在审批结果和节奏不及预期的风险。
- **市场推广不及预期的风险：** 动保新产品推广存在一定产业适用周期和不确定性。
- **研发推进不及预期的风险：** 新疫苗产品研发技术可能受到产业技术变化影响。
- **产能落地爬坡不及预期的风险：** 公司未来产能扩张或产品类目布局不及预期。
- **上游成本价格波动的风险：** 上游玉米、煤炭等大宗价格对公司相关产品成本影响较大，存在价格波动的风险。
- **下游市场需求不及预期的风险：** 猪价低迷，养殖端利润不及预期，消费疲软，受猪瘟病情等其他疾病影响。

分析师简介

彭海兰，农林牧渔行业首席分析师，博士学位，中航证券股票质押委员、新三板内核委员。主要研究方向为农业板块、食品饮料，对大宗商品的研究经验超过7年。
证券执业证书号：S0640517080001

陈翼，早稻田大学硕士，中国农业大学学士，曾任职中信农业。4年农林牧渔行业研究经验。主要研究方向为农业科技和品牌农业，对种业、生猪等板块有较深理解。
证券执业证书号：S0640523080001

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

免责声明

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。