

金河生物 (002688)

证券研究报告
2020年02月14日

低估值金霉素龙头，有望迎来戴维斯双击

养殖行业：限抗政策落地，对金霉素需求影响几何？

金霉素价格低廉、效果好，是最常用的兽用抗生素。由于下游用户具有较低的需求弹性且对金霉素价格敏感性低，企业可以通过提价将部分成本压力转移至下游，进而确保自身的利润率。2020年1月1日起饲料中禁止添加促生长类抗生素，该政策实施后，金霉素的行业监管模式从“兽药添字”转为“兽药字”，美国从2017年即开始采取与中国相似的管理模式。“限抗”不等于“禁抗”，政策出台前后，尽管美国抗生素使用量出现了下滑，但是处方使用的用量大幅增长，带动了行业整体用量大增，2018年整体用量增长近10%。考虑到用途的变化并参考美国的头均使用量，我们预计我国饲用金霉素潜在用量约15万吨，而2018年国内销量约4万多吨，未来潜在增长空间巨大。

公司金霉素板块：作为行业龙头，公司核心竞争优势何在？

金霉素行业的供给呈现双寡头垄断的格局，金河生物与竞争对手相比，公司收入规模更大、毛利率更高，成本优势显著。我们认为，公司的成本优势源于多个方面，包括区位优势、环保优势、规模及技术优势等。未来，随着规模厂持续补栏、养殖集中度提升，金霉素的使用需求有望进一步打开，而供给端偏紧的局面，使得金霉素具备持续提价空间，公司国内潜在收入空间15亿元以上：**1) 需求端：**金霉素在实践中，通过低剂量添加有促生长的功效。从国外的经验来看，终止促生长添加用途后，仔猪死亡率会显著提升、生产成绩明显下滑，需求向预防和治疗用途转移。**2) 供给端：**华中正大对老厂区实施搬迁，并且产能预计将由近3万吨减少至2万吨。受此影响，行业整体产能将减少近10%，公司作为规模最大的生产企业有望从中受益。

公司动物疫苗板块：潜心布局多年，今年能否扭亏为盈？

公司抓住疫苗行业升级、整合的关键期，近年来通过并购杭州佑本、美国普泰克公司迅速进入兽用疫苗行业，成为行业中的后起之秀。依托国内外两个疫苗业务平台，充分利用国际先进技术发展公司疫苗，公司已经形成较强的技术研发能力和产品文号资源。公司积极加大疫苗业务的科研投入和技术创新，与多个科研院所、大专院校合作，改造产品生产工艺，提高公司产品质量。随着公司兽用疫苗科研投入的不断加大，未来新疫苗的上市会为公司增添新的业务增长点。在疫情趋于稳定以及下游补栏的持续回升下，公司疫苗业务有望触底回升。

盈利预测与投资建议

我们预计19/20/21年归母净利润1.74/2.80/3.75亿元，同比6.59%/60.32%/34.07%，EPS分别为0.27/0.44/0.59元。我们认为，金霉素行业需求偏刚性，竞争格局好，且公司龙头地位稳固，具有定价权；同时，公司积极推动在疫苗和环保领域业务的发展，持续提升竞争力，业绩有望实现稳步增长。基于此，给予20年30倍PE，目标价13.2元，维持“买入”评级。

风险提示：政策变动的风险；疫情的风险；新产品拓展不及预期的风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,457.83	1,628.89	1,786.61	2,016.48	2,247.99
增长率(%)	(2.53)	11.73	9.68	12.87	11.48
EBITDA(百万元)	271.29	332.11	328.99	449.58	557.03
净利润(百万元)	108.42	163.63	174.42	279.62	374.88
增长率(%)	(33.94)	50.92	6.59	60.32	34.07
EPS(元/股)	0.17	0.26	0.27	0.44	0.59
市盈率(P/E)	46.52	30.83	28.92	18.04	13.46
市净率(P/B)	3.30	3.01	2.89	2.71	2.56
市销率(P/S)	3.46	3.10	2.82	2.50	2.24
EV/EBITDA	16.83	10.75	16.67	12.40	9.32

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.64元
目标价格	13.2元

基本数据

A股总股本(百万股)	635.29
流通A股股本(百万股)	623.28
A股总市值(百万元)	4,853.61
流通A股市值(百万元)	4,761.84
每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	47.15
一年内最高/最低(元)	9.68/4.44

作者

吴立	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
王聪	分析师
SAC执业证书编号：S1110519080001	
wcong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《金河生物-公司研究简报:饲用金霉素行业龙头，业绩重回增长通道》2019-08-29
- 《金河生物-季报点评:美国采购政策影响主业有所下滑，疫苗业务加速发展》2017-10-20
- 《金河生物-半年报点评:短期业绩波动，仍坚定看好公司战略布局!》2017-08-25

内容目录

1. 养殖行业：限抗政策落地，对金霉素的需求影响几何？	4
1.1. 金霉素兼具多种优点，需求偏刚性	4
1.2. 美国：限抗政策后，使用途径变化带动用量反弹	5
1.3. 中国：限抗已在进行中，预计 2020 年将平稳过渡	6
1.4. 潜在空间：国内市场潜在用量约 15 万吨	7
2. 金霉素板块：作为行业龙头，公司核心竞争力何在？	8
2.1. 金河 VS 正大：由势均力敌到此消彼长	8
2.2. 成本是公司竞争力的根源	9
2.2.1. 区位优势保证原料和能源供应充足、成本低	9
2.2.2. 产业链优势使公司进一步控制成本	10
2.2.3. 规模优势明显、工艺技术领先	11
2.3. 美国限抗影响已过，公司积极应对国内变化	11
3. 动物疫苗板块：潜心布局多年，今年能否扭亏为盈？	12
3.1. 公司通过并购切入动保业务，新品蓄势待发	12
3.2. 2020 年猪用疫苗业务有望触底回升	14
4. 盈利预测与投资建议	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：金霉素的主要特点	4
图 2：美国兽用抗生素使用情况（吨）	5
图 3：美国兽用四环素使用情况（吨）	6
图 4：美国牛及猪用四环素使用情况（吨）	6
图 5：我国兽用抗菌药物使用情况	6
图 6：2018 年兽用抗菌药物类别分类及占比	6
图 7：2018 年兽用抗菌药物使用途径分类及占比	6
图 8：金河生物和正大企业国际国内金霉素业务的收入对比（百万元）	7
图 9：美国猪/牛头均四环素类使用量（按活性物质，以存栏量计算，克/头）	8
图 10：预计 2020 年后金霉素供给格局（吨/年）	8
图 11：饲用金霉素业务总收入对比（百万元）	9
图 12：饲用金霉素业务毛利率对比	9
图 13：公司饲用添加剂业务的成本结构	9
图 15：公司污水处理服务的客户	10
图 14：饲用金霉素产品生产工艺流程图	10
图 16：公司海外收入增长情况（百万元）	11
图 17：限抗后，金霉素的主要销售路径将发生变化	12
图 18：公司金霉素业务国内市场潜在收入 15 亿元（亿元）	12
图 19：逐渐转型成为动保解决方案提供商	13

图 20: 公司疫苗收入及毛利率情况.....	14
图 21: 子公司金河佑本收入利润情况.....	14
表 1: 金霉素的使用剂量应根据使用目的的不同而有所差别.....	5
表 2: 金霉素推荐用量.....	7
表 3: 公司疫苗种类.....	13
表 4: 可比公司估值情况 (2.13).....	14

1. 养殖行业：限抗政策落地，对金霉素的需求影响几何？

1.1. 金霉素兼具多种优点，需求偏刚性

金霉素（亦称氯四环素）钙盐，属四环类药物，是目前药物饲料添加剂中使用较为广泛的品种。金霉素的主要原材料为玉米制成品淀粉等，下游客户主要是饲料厂和养殖场等。饲用金霉素的有效成分含量通常不超过 25%，经提纯后的原料药为盐酸金霉素，其有效成分为金霉素盐酸盐，为金色链霉菌生物合成的活性成分，经提取并加盐酸，转盐精制生产而成。饲用金霉素主要用于促进动物生长，提高饲料转化率，防治动物疾病。饲用金霉素以低剂量饲喂禽畜，可降低死亡率，提高增重率和饲料转化率，从而能够降低养殖户的饲养成本。

金霉素的主要特点包括：（1）生产工艺成熟，效价高，使用成本相对较低；（2）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；（3）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；（4）使用安全性高，低剂量长期使用不会引起药物残留；（5）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，经常被用作饲料配方中的基础药物与其他兽药配制成复合添加剂。**正是因为兼具多种特点，金霉素才成为全球最常用的兽用抗生素。**

图 1：金霉素的主要特点

- 真正的广谱，可与多种菌素在分子层面兼容

病原微生物	立克次体	衣原体	支原体	革兰氏阳性菌						革兰氏阴性菌						抗酸杆菌（结核杆菌）	钩端螺旋体	密螺旋体属	放线菌		
				球菌			杆菌			肠内细菌			其他								
				肺炎球菌	葡萄球菌	链球菌	猪丹毒菌	棒状杆菌	梭菌	大肠杆菌	沙门氏菌	克雷白杆菌	变形杆菌	巴氏杆菌	博氏杆菌					嗜血杆菌	绿脓杆菌
				金霉素	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●					●	●

75ppm

- 配伍禁忌少，方便与其他药物联合使用

金霉素饲料添加剂化学性质稳定，在75ppm剂量下金霉素可以和市面上的绝大多数常用药物添加剂进行联合使用。

30年

- 稳定可靠

金霉素近30年的临床使用结果表明，其性能稳定可靠。

1/5-1/50

- 性价比最高

金霉素的使用成本是其他产品的1/5—1/50，其性价比尤为突出。

资料来源：正大官网，天风证券研究所

根据不同的用途，金霉素的用量也会有差异。总的来说，“低剂量”主要用于促生长，“中等剂量”可以用于预防，“大剂量”主要用于治疗。在“限抗”后，金霉素被禁止用于促生长的用途，但是仍可以用来预防和治疗疾病。

表 1: 金霉素的使用剂量应根据使用目的的不同而有所差别

使用对象	作用与用途	饲料中添加量 (以活性物质计算)
猪	促进生长	50-75mg/kg
	疾病预防	150-250mg/kg
	疾病治疗	250-500mg/kg
禽	促进生长	20-50mg/kg
	疾病预防	50-150mg/kg
	疾病治疗	200-400mg/kg

资料来源: 金河生物官网, 天风证券研究所

由于金霉素在饲料成本中占比极低, 因此下游客户对价格的敏感性低。作为促生长用途时, 需要在每吨饲料中添加 167-500g 金霉素预混剂(15%含量)。假设一吨猪饲料的价格为 3000 元, 混合 300g 金霉素预混剂, 按照 17 元/kg 计算, 则成本仅增加约 5.1 元, 约 0.17%; 而在治疗时, 需要在每吨饲料中添加 2.67-4kg 金霉素预混剂 (15%含量), 连用 7 日。假设一吨猪饲料的价格为 3000 元, 混合 3kg 金霉素预混剂, 按照 15 元/kg 计算, 则成本仅增加 51 元, 约 1.7%。

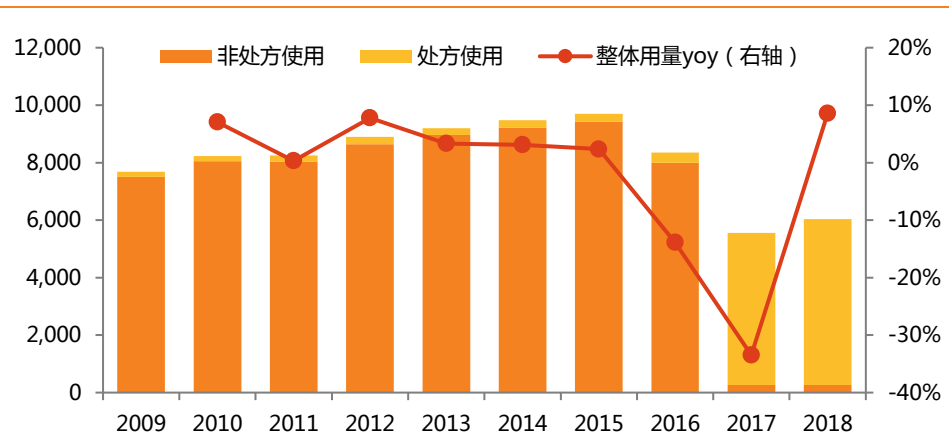
由于下游用户具有较低的需求弹性且对金霉素价格敏感性低, 即使饲用金霉素生产企业因为上游原材料价格上涨而提价, 下游用户一般也不会为此而减少产品的采购量, 饲用金霉素生产企业从而可以将部分成本压力转移至下游, 进而确保自身的利润率。

1.2. 美国: 限抗政策后, 使用途径变化带动用量反弹

2013 年, 美国 FDA 为本地饲养行业出台了药物饲料添加剂的指导办法, 编号 GFI213。该办法中, FDA 提出将此前划分的三类对人类健康有关的抗生素分类, 即“最重要”、“非常重要”、以及“重要”的分级合并到“重要”的级别。并且提出将这些“重要”的抗生素于饲料的用途应该被限制和消除, 即在兽医指导下以开处方的形式限制使用。

最终的办法在 2017 年开始实施, FDA 规定重要药用抗生素禁止用于生产为目的, 使用者需获得拿到执照兽医的许可。但是“限抗”不等于“禁抗”, 政策出台前后, 尽管美国抗生素使用量出现了下滑, 但是处方使用的用量大幅增长, 带动了行业整体用量反弹, 2018 年整体用量增长近 10%。

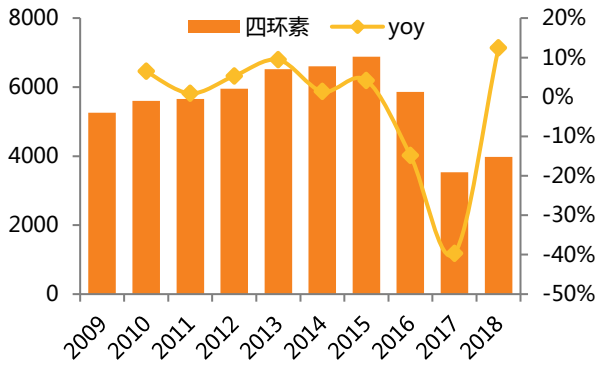
图 2: 美国兽用抗生素使用情况 (吨)



资料来源: FDA, 天风证券研究所

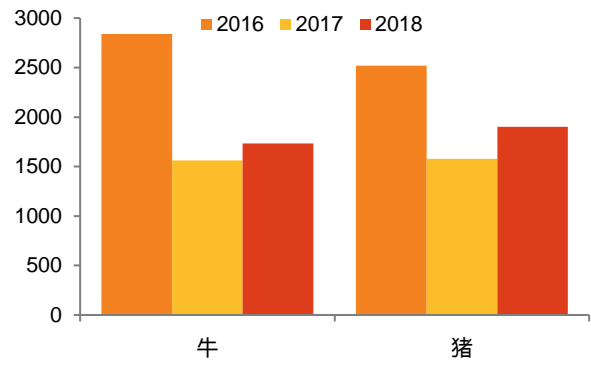
具体到四环素类 (主要是金霉素等) 抗生素。按照活性物质成分计算, 2018 年美国四环素整体用量 3974 吨, 同比增长 12%。按照不同的使用动物来看, 用于猪的四环素增长达到 21%, 用于牛的四环素增长 11%, 成为了 2018 年四环素增量的主要贡献。

图 3：美国兽用四环素使用情况（吨）



资料来源：FDA，天风证券研究所

图 4：美国牛及猪用四环素使用情况（吨）

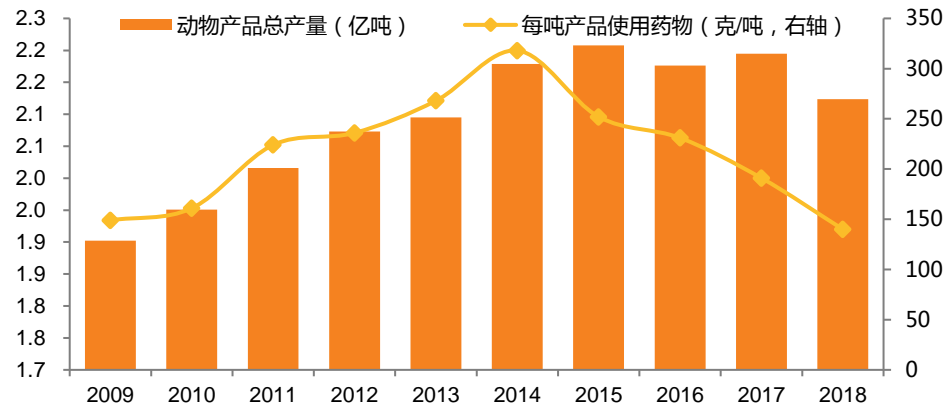


资料来源：FDA，天风证券研究所

1.3. 中国：限抗已在进行中，预计 2020 年将平稳过渡

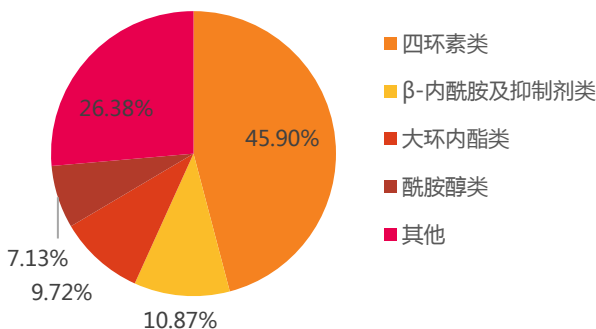
近几年，我国兽用抗生素的单位用量及总量已出现明显的下滑趋势。2018 年我国兽用抗菌药物使用总量约 2.98 万吨，同比下降 29%，相比 2014 年下降了近 57%。按照兽用抗菌药类别计，使用量最大的有四类，其中四环素类是第一类别，共计 1.37 万吨，占比 45.90%。按照使用途径分为混饲途径、饮水途径、注射途径和其他途径，其中混饲途径总量 1.85 万吨，占比 62.22%。

图 5：我国兽用抗菌药物使用情况



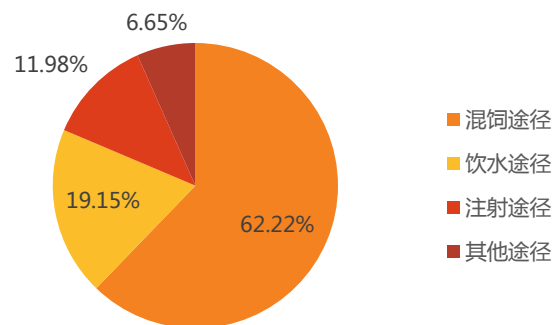
资料来源：《合理使用兽用抗菌药，控制兽药残留与耐药性》徐士新，天风证券研究所

图 6：2018 年兽用抗菌药物类别分类及占比



资料来源：《2018 年中国兽用抗菌药使用情况报告》，天风证券研究所

图 7：2018 年兽用抗菌药物使用途径分类及占比



资料来源：《2018 年中国兽用抗菌药使用情况报告》，天风证券研究所

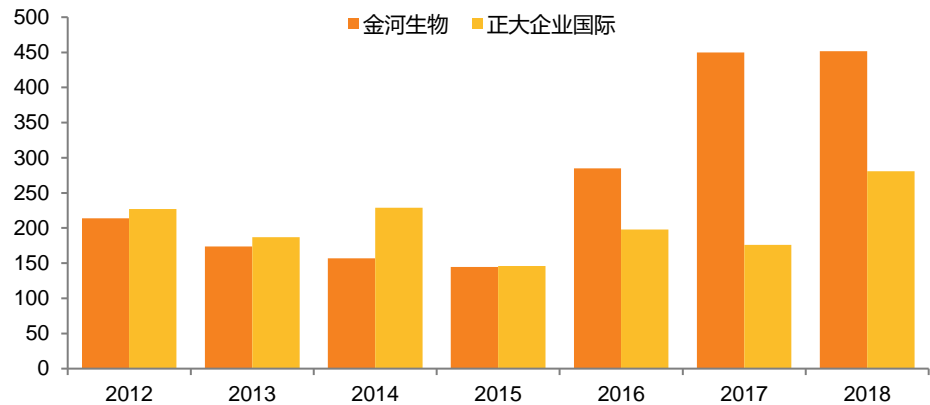
限抗政策的本质，不是禁止使用，而是控制抗生素的滥用，促进科学合理的使用。近年来，我国多措并举加强兽用抗菌药监管，包括：严格兽药审批准入监管，鼓励研发新型动物专用抗菌药；强化兽药生产经营监管，完善兽药二维码追溯监管系统；开展兽药残留监控和耐药性监测，深入实施动物及动物产品兽药残留监控计划，对主要畜禽产品 15 大类 79 种兽药残留进行监测，国家级监测任务约 9000 批次；全面推进全国遏制动物源细菌耐药性行动计划，监测 10 种动物源细菌对 52 种兽用抗菌药的耐药性；实施兽用抗菌药使用减量化行动，开展兽用抗菌药使用减量化行动试点，2018、2019 年度分别选择 100 家、104 家畜禽养殖场开展试点；组织开展药物饲料添加剂退出行动，自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种。

限抗政策留下窗口期，预计将实现平稳过渡。2019 年 7 月 9 日，农业农村部发布第 194 号公告，明确表明，自 2020 年 1 月 1 日起，停止所有促生长类药物饲料添加剂的生产、进口，流通半年到 2020 年 6 月 30 日；2020 年 7 月 1 日起，停止饲料生产含促生长类药物饲料添加剂，流通半年到 2020 年 12 月 31 日；2020 年 1 月 1 日起，标准删除促生长，转为治疗使用；2020 年 7 月 1 日起，文号变更“兽药添字”为“兽药字”。

1.4. 潜在空间：国内市场潜在用量约 15 万吨

作为行业里的双寡头，公司和正大企业国际 2018 年国内金霉素业务收入合计约 7.3 亿元，按照 1.6 万/吨计算，那么 2018 年国内饲用金霉素用量约 4.6 万吨。我们通过两种方法测算行业需求空间。

图 8：金河生物和正大企业国际国内金霉素业务的收入对比（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

方法一：

2018 年金霉素使用方式主要以促生长为主，假设平均用量为 70mg/kg（以活性物质计算）。限抗后需求转变为以预防和治疗为主，假设平均用量为 250mg/kg（以活性物质计算）。2018 年金霉素用量约 4.6 万吨，若金霉素的客户群体不变，仅考虑使用方式的改变，那么国内市场潜在用量空间为 16.4 万吨。

表 2：金霉素推荐用量

使用对象	作用与用途	饲料中添加量 (以活性物质计算)	金霉素预混剂用量 (15%活性成分)
猪	促进生长	50-75mg/kg	333-500mg/kg
	疾病预防	150-250mg/kg	1000-1667mg/kg
	疾病治疗	250-500mg/kg	1667-3333mg/kg

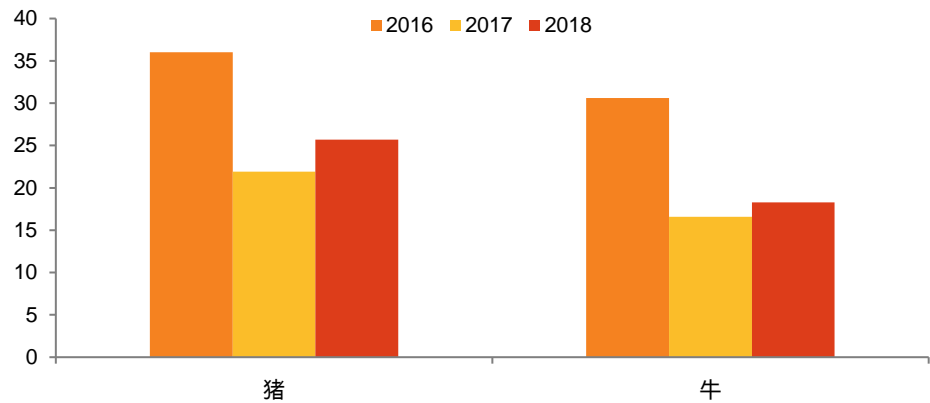
资料来源：公司官网，天风证券研究所

方法二：

根据 FDA 的数据，按照活性物质计算，2018 年美国四环素类在猪、牛上分别达到约 1903

吨、1732 吨。2018 年美国猪和牛的平均存栏量分别约为 7403 万头和 9453 万头，则对应的头均用量分别为 25.7 克/头和 18.3 克/头。以相同的方法，同样可以测算出 2017 年，猪和牛的库存头均用量分别为 21.9 克/头和 16.6 克/头。可见美国自抗生素限用以来，头均用量呈上升趋势，预计未来仍有上升空间。

图 9：美国猪/牛头均四环素类使用量（按活性物质，以存栏量计算，克/头）



资料来源：FDA、USDA，天风证券研究所测算

2018 年中国生猪和牛的存栏分别达到 4.3 亿头和 0.9 亿头。美国具备成熟的饲养模式，而我国养殖环境复杂、养殖水平低，预计我国金霉素潜在用量要高于美国。参考美国的头均使用量，假设我国猪/牛的头均金霉素用量分别为 40/35g，可以测算中国仅生猪、牛的四环素活性物质的潜在市场用量为 2 万多吨。以 15%含量的金霉素预混剂计算，那么我国饲用金霉素的潜在用量约 13.6 万吨。

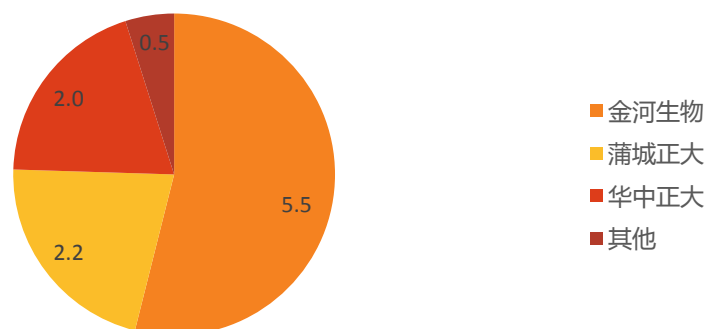
综合以上两种测算方面，我们预计我国饲用金霉素的潜在空间约 15 万吨。

2. 金霉素板块：作为行业龙头，公司核心竞争力何在？

2.1. 金河 VS 正大：由势均力敌到此消彼长

从供给端来看，饲用金霉素呈现双寡头垄断的格局。主要生产厂商有金河生物、正大企业国际（蒲城正大、华中正大）等。为符合驻马店市整体发展要求，减轻工业项目对市区的影响，华中正大将选址于驻马店市产业集聚区新建工厂，并对老厂区实施搬迁。并且由于国家管理政策及市场变化情况，华中正大产能预计将由近 3 万吨减少至 2 万吨。整体搬迁预计于 2020 年上半年完成。受此影响，行业整体产能将减少近 10%，行业整体的供求关系改善，公司作为规模最大的生产企业有望从中受益。

图 10：预计 2020 年后金霉素产能供给格局（吨/年）

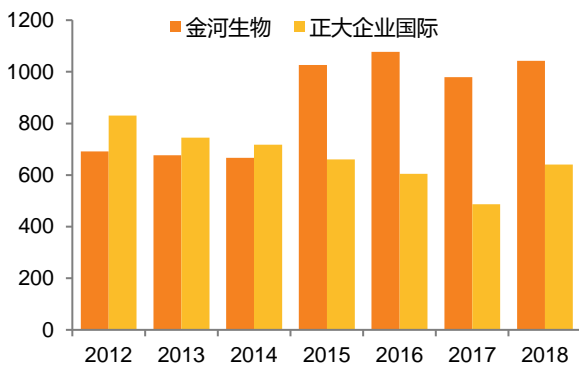


资料来源：公司公告，天风证券研究所预测

战略并购+扩大产能，公司奠定全球金霉素龙头地位。公司于 2014 年收购潘菲尔德，不仅扩充了海外销售渠道、丰富了产品品类，更重要的战略意义上是：由于潘菲尔德是正大企业国际在美国的主要经销商，通过对下游的收购，公司直接抢占了对手在美国的份额。此外公司通过上市募集资金进一步扩大了产能。**此消彼长，公司自此一举超过竞争对手，奠定了金霉素全球龙头的地位。**

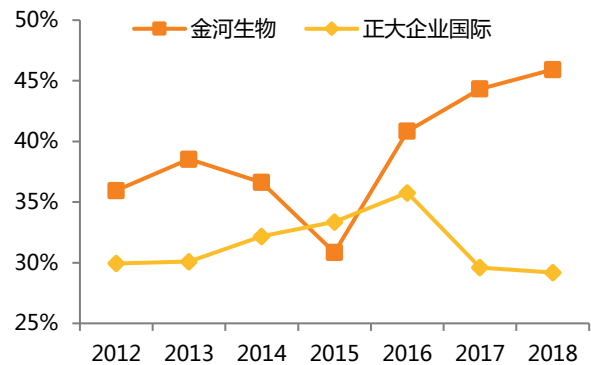
从财务数据可以直观体现这一变化上，2015 年之前公司金霉素业务收入规模稍微落后于正大，但是由于产能更集中，且原料及能源价格更便宜，公司毛利率水平一直高于正大。而随着公司完成收购以及新建产能的投产，2015 年公司金霉素业务同比增长 54%，而正大则逐渐下滑。同时，在规模效应以及工艺不断改进升级下，公司竞争力不断增强，毛利率持续提升。

图 11：饲用金霉素业务总收入对比（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：饲用金霉素业务毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

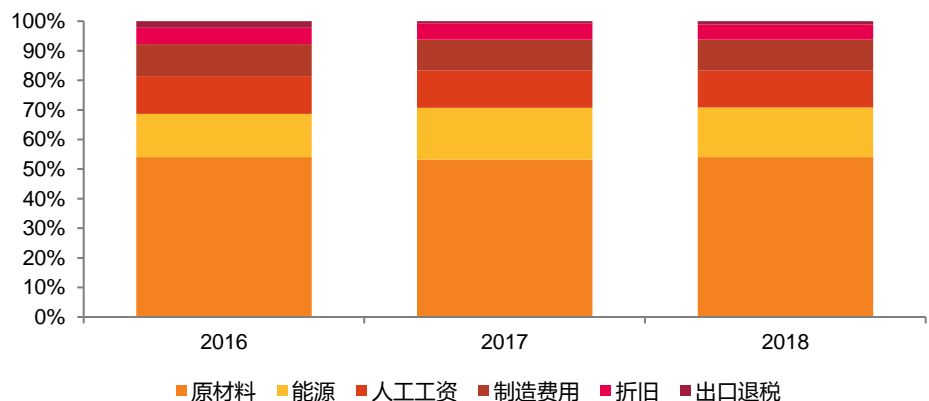
2.2. 成本是公司竞争力的根源

从产品的本质上来讲，金霉素属于标准化工品，成本是企业的核心竞争力。我们认为，而公司的成本优势得益于多方面，包括区位优势、产业链优势、规模及技术优势。

2.2.1. 区位优势保证原料和能源供应充足、成本低

生产金霉素需要的主要原材料包括玉米、酵母粉等，在成本中的占比超过 50%；此外金霉素的发酵过程是一个高耗能的过程，能源成本也占据了较高的比重，占比约 16%，主要使用的能源就是电和煤炭。由于公司地处黄河之滨的托克托县，毗邻准格尔煤田和亚洲最大的火力发电厂之一大唐国际托克托电厂，并且周边旗县的主要农作物以玉米为主，因此丰富的资源使公司原材料和能源供应充足、成本低。

图 13：公司饲用添加剂业务的成本结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.2. 产业链优势使公司进一步控制成本

污水处理技术领先，解决后顾之忧。公司生产饲用金霉素采用生物发酵技术，生产过程中会产生大量工业污水，而也正是因为大量的排污才倒逼出企业强大的污水处理技术实力。依托自主研发的“JA00”工艺，公司不仅解决了自身的排污问题，同时还可以对外输出为客户提供技术研发、工艺设计、工程建设、系统运营一揽子整体解决方案，有效提高治污效率，同时降低了污染治理成本。

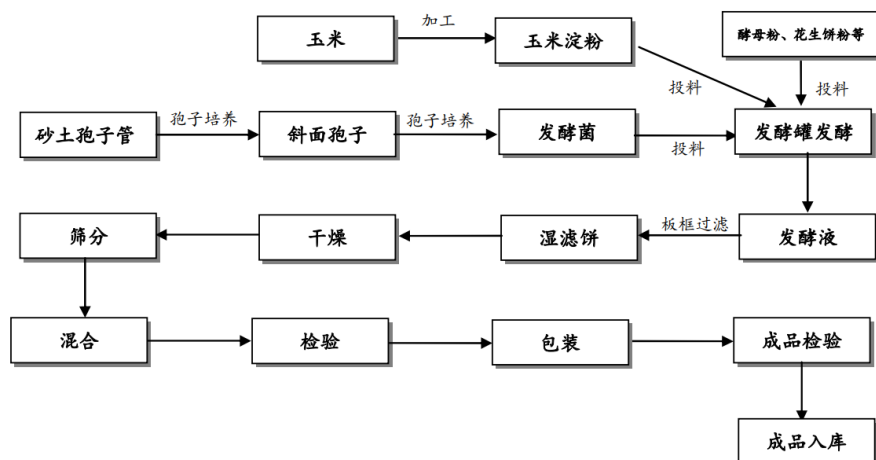
图 14：公司污水处理服务的客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

向上延伸产业链进一步控制成本。生产金霉素最直接使用的就是玉米淀粉，是由玉米加工而成。公司设立子公司金河淀粉，主要从事玉米淀粉、纤维、胚芽、蛋白粉、玉米浆，以及玉米淀粉加工的下游产品的生产和销售业务。金河淀粉不仅满足了公司金霉素的生产需求，进一步降低成本，同时还对外持续输出产能，进一步强化规模优势。

图 15：饲用金霉素产品生产工艺流程图



资料来源：招股书，天风证券研究所

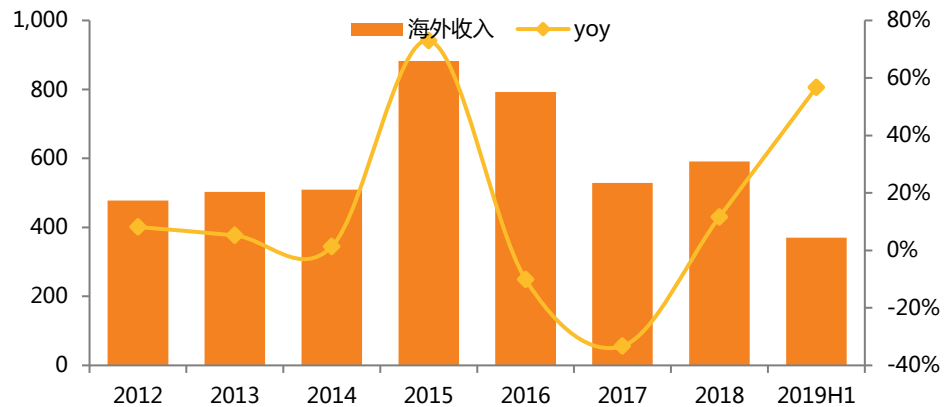
2.2.3. 规模优势明显、工艺技术领先

发酵类产品规模优势明显，工艺技术领先。公司目前为全球规模最大的饲用金霉素生产企业。公司拥有发酵产能 5.5 万吨/年。竞争对手正大企业国际的总产能规模与公司接近，但是正大的产能分别由两家子公司分摊。公司的单体发酵类产品的规模优势更明显。公司在近三十年饲用金霉素专业生产的基础上，掌握了行业先进的发酵工艺、积累了丰富的实践经验，建立了符合国际规范的技术开发、生产工艺标准。产品生产工艺和装备先进、自动化程度高、制造成本竞争力突出。

2.3. 美国限抗影响已过，公司积极应对国内变化

顺应行业变化趋势，公司及时调整产品结构，变革营销模式。随着美国政策变动下金霉素添加方式有所变化，导致 16、17 年公司海外收入连续下滑，对公司业绩造成一定影响。为此，公司海外市场加强营销团队的建设，建立兽医师技术服务团队，以满足公司重点客户的技术服务支持需求，建立个性化销售渠道与服务，自 2018 年三季度起美国市场金霉素销售逐步回暖，政策变化的影响逐步减弱。

图 16：公司海外收入增长情况（百万元）



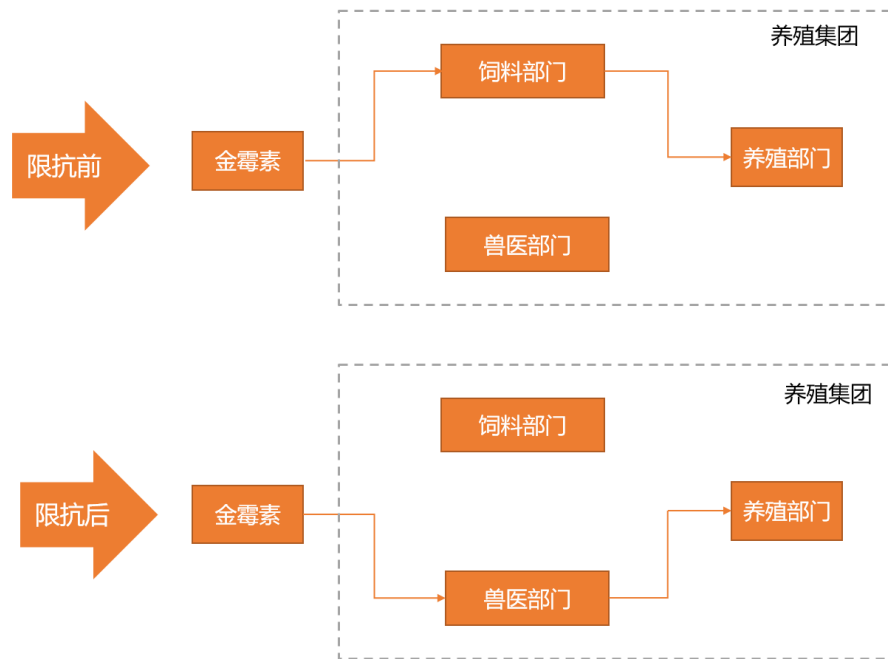
资料来源：Wind，天风证券研究所

国内限抗政策落地，金霉素的监管升级成为“兽药”。2019 年 7 月，农业农村部正式发布了饲料“禁抗”令（第 194 号公告）明确了严禁使用含促生长类药物饲料添加剂。该政策实施后，公司产品饲料金霉素的行业监管模式从“兽药添字”转为“兽药字”。而对下游来说，尽管限抗政策之后饲料企业不能直接添加金霉素，但是养殖端仍然可以根据需要，在兽医的指导下使用。

我们认为，限抗政策对公司的影响有限，主要因为：

- 1) **国内需求端不会轻易改变使用习惯。**从国外的经验来看，终止促生长添加用途后，仔猪死亡率会显著提升、生产成绩明显下滑，需求向治疗用途转移。我们预计在当前高猪价的背景下，养殖端仍会延续以前的习惯或加大预防需求。
- 2) **销售渠道受到的影响有限。**公司下游客户主要是养殖场和饲料企业。对于养殖场来说，公司的目标客户并没有发生改变，只是直接对接的部门由“饲料部门”转变为“兽医部门”。
- 3) **公司已经有应对经验。**美国 FDA 从 2017 年即开始对金霉素的使用采取与中国相似的管理模式，借鉴美国市场的经验，公司已从产品储备、营销模式的改变等方面采取措施，应对市场变化。

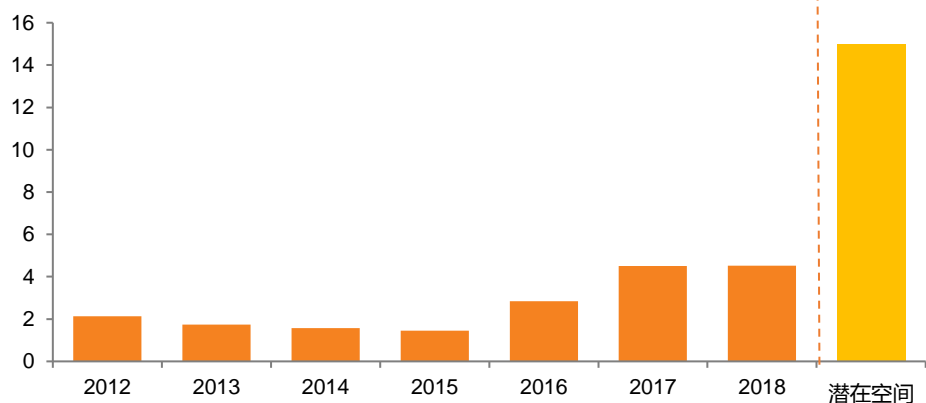
图 17：限抗后，金霉素的主要销售路径将发生变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

金霉素增长潜力仍待挖掘，公司收入仍有提升空间。根据前文的计算，我国饲用金霉素潜在用量约 15 万吨。目前 15%活性物质含量的金霉素预混剂价格约为 1.7 万元/吨，以此计算我国饲用金霉市场空间接近 25 亿元。假设公司市占率可以达到 60%，那么公司仅国内收入将达到 15 亿元，若考虑到未来产品价格的上涨，则收入潜力将进一步提升。

图 18：公司金霉素业务国内市场潜在收入 15 亿元（亿元）



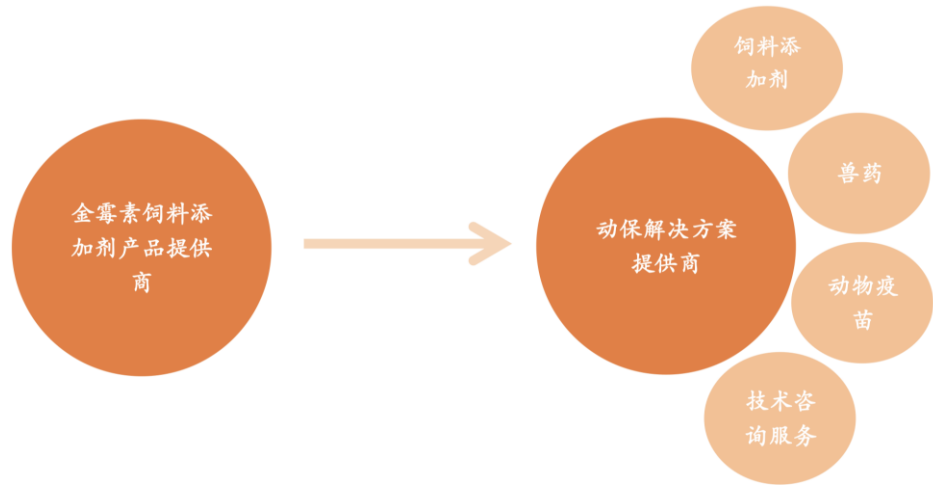
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 动物疫苗板块：潜心布局多年，今年能否扭亏为盈？

3.1. 公司通过并购切入动保业务，新品蓄势待发

公司近年来通过并购杭州佑本、美国普泰克公司迅速进入兽用疫苗行业。公司高度关注行业政策的变化和发展机遇，2015 年公司通过子公司生物制品公司收购了杭州荐量 67% 的股权，2016 年收购美国普泰克公司将业务拓展至兽用疫苗领域。通过加强业务整合，以市场化为导向，加强技术创新和产品升级，提升公司核心竞争力。抓住行业升级、整合的关键期，成为行业中的后起之秀。

图 19：逐渐转型成为动保解决方案提供商



资料来源：公司公告，天风证券研究所

依托国内外两个疫苗业务平台，充分利用国际先进技术发展公司疫苗，公司已经形成较强的技术研发能力和产品文号资源。公司积极加大疫苗业务的科研投入和技术创新，与多个科研院所、大专院校合作，改造产品生产工艺，提高公司产品质量。公司新改造的两条细胞毒灭活疫苗悬浮培养生产线，已通过兽药 GMP 现场检查验收。随着公司兽用疫苗研发投入的不断加大，未来新疫苗的上市会为公司增添新的业务增长点。

表 3：公司疫苗种类

疫苗种类	法律法规名称
猪用疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗(ZJ/C 株)
	猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗(NVDC-JXA1 株)
	猪瘟耐热保护剂活疫苗（细胞源）
	猪瘟活疫苗（细胞源/传代细胞源）
	猪瘟活疫苗(兔源)
	政府采购专用猪瘟活疫苗(细胞源/脾淋源)
	伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61 株)
禽用疫苗	鸡传染性法氏囊病活疫苗(B87 株)
	鸡传染性喉气管炎活疫苗(K317 株/H52 株/H120 株)
	鸡痘活疫苗(鹤鹑化弱毒株)
	鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(La Sotad 朱+H52 株/La Sotad 株+H120 株)
	鸡新城疫活疫苗(HB1 株/Clone 30 株/La sofa 株)
	鸭瘟活疫苗
	鸡传染性鼻炎(A 型+C 型)、新城疫二联灭活疫苗
	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、禽流感(H9 亚型)
	四联灭活疫苗(La Sota 株+M41 株+H E02 株+HN106 株)
	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征
	三联灭活疫苗(La sofa 株+M41 株+H E02 株)
	鸡新城疫、禽流感(H9 亚型)二联灭活疫苗(La Sota 株+HP 株)
	鸡新城疫灭活疫苗
	鸭传染性浆膜炎二价灭活疫苗(1 型 RAf63 株+2 型 RAf34 株)
牛羊疫苗	伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61 株)

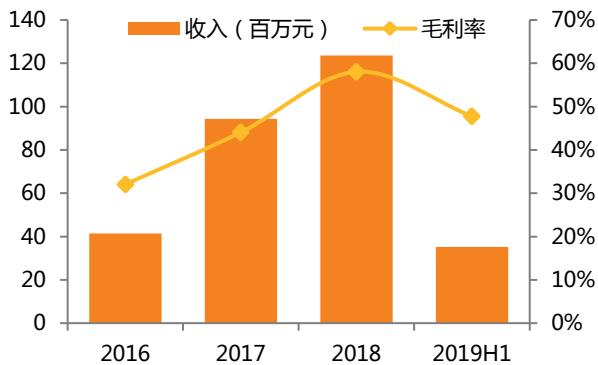
资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 2020 年猪用疫苗业务有望触底回升

公司是疫苗行业的后进入者，为迅速开拓市场，公司一方面严把产品品质关，另一方面公司销售队伍、专家团队多层次、多渠道加强市场沟通，树立品牌意识。2017 年公司猪圆环新产品佑圆宝成功上市，在全国范围 44 个养殖场做了实证，效果反映良好，已进入国内大型养殖企业采购名录。

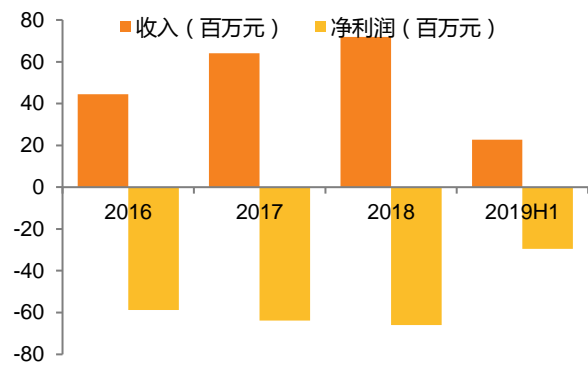
但是受非洲猪瘟疫情的影响，生猪存栏量锐减，下游需求减少，销售疲软。2019 年上半年兽用疫苗实现销售收入 3513.5 万元，同比下降 45.77%，子公司金河佑本亏损 2949 万元。当前随着生猪存栏持续恢复，疫苗需求有望触底回升，受益于此，我们预计公司疫苗板块有望于 2020 年扭亏甚至盈利。

图 20：公司疫苗收入及毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：子公司金河佑本收入利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

受非洲猪瘟疫情的影响，我们下调公司 19 年业绩情况，并调整 20/21 年净利润。我们预计 19/20/21 年归母净利润 1.74/2.80/3.75 亿元（前值 2.11/2.56/2.97 亿元），同比 6.59%/60.32%/34.07%，EPS 分别为 0.27/0.44/0.59 元。

当前公司存在明显低估。目前 A 股动保行业可比公司的平均估值（20 年 PE）为 31 倍，而公司当前仅为 18 倍。我们认为，饲用金霉素行业需求偏刚性，竞争格局好，且公司龙头地位稳固，拥有定价权；同时，公司积极推动在疫苗和环保领域业务的发展，持续提升核心竞争力，业绩有望实现稳步增长。基于此，给予 20 年 30 倍 PE，目标价 13.2 元，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况（2.13）

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		
			TTM	19E	20E
002688.SZ	金河生物	50	28	29	18
	平均值	117	49	44	31
600201.SH	生物股份	249	77	73	44
600195.SH	中牧股份	100	29	26	22
300119.SZ	瑞普生物	62	39	34	25
603566.SH	普莱柯	57	51	44	34

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1、行业政策变动的风险

2019年3月初,农业农村部畜牧兽医局发布了《药物饲料添加剂退出计划(征求意见稿)》。该政策实施后,公司产品饲料金霉素的行业监管模式从“兽药添字”转为“兽药字”,金霉素使用方式从由饲料企业直接添加变更为养殖企业根据兽医处方使用。美国FDA从2017年即开始对金霉素的使用采取与中国相似的管理模式。从美国市场的情况来看,饲料金霉素使用方式的改变,会对产品销售带来一定的影响,2017年美国市场销量下滑,但自2018年起美国市场逐步回升。借鉴美国市场的经验,公司已从产品储备、营销模式的改变等方面采取措施,应对市场变化。

2、非洲猪瘟对下游养殖行业的长期影响

公司目前疫苗产品主要为猪用疫苗,下游需求的减少对疫苗销售带来不利影响。公司积极关注行业变化,调整产品结构和销售策略,努力拓展市场。

3、新产品市场开发不达预期的风险

公司不断加大动保系列产品的研发,研发项目虽紧贴市场需求,但研发周期长、投入大,养殖环境复杂。因此,公司新产品存在市场拓展不达预期的风险。公司深度研判市场需求变化,坚持以市场为导向,减少研发风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	345.29	491.81	803.97	806.59	1,123.99	营业收入	1,457.83	1,628.89	1,786.61	2,016.48	2,247.99
应收票据及应收账款	348.16	405.56	256.44	450.18	337.57	营业成本	899.32	1,012.56	1,115.49	1,197.96	1,287.89
预付账款	36.27	27.08	85.41	24.22	85.22	营业税金及附加	16.88	18.78	19.53	22.88	25.33
存货	336.79	366.05	386.14	443.20	429.87	营业费用	113.49	131.79	142.93	161.32	179.84
其他	13.80	25.20	29.33	27.90	28.39	管理费用	213.10	203.90	214.39	221.81	236.04
流动资产合计	1,080.31	1,315.69	1,561.30	1,752.09	2,005.05	研发费用	33.53	40.51	44.67	50.41	56.20
长期股权投资	1.38	2.14	2.14	2.14	2.14	财务费用	67.19	25.47	28.33	20.87	14.01
固定资产	718.76	805.61	825.19	771.02	702.61	资产减值损失	16.59	16.09	15.00	10.00	5.00
在建工程	48.14	69.03	77.42	46.45	27.87	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	689.33	726.44	714.09	701.74	689.39	投资净收益	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	421.99	416.43	409.10	412.63	409.95	其他	(50.36)	(17.68)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,879.61	2,019.66	2,027.93	1,933.98	1,831.96	营业利润	147.65	197.48	206.27	331.23	443.67
资产总计	2,959.91	3,335.35	3,589.23	3,686.07	3,837.00	营业外收入	1.26	0.93	1.00	1.00	1.00
短期借款	598.00	884.12	1,033.09	1,211.21	1,186.26	营业外支出	1.54	3.90	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	160.37	119.76	221.03	145.53	235.75	利润总额	147.37	194.52	207.27	332.23	444.67
其他	96.75	99.02	110.14	101.12	118.52	所得税	37.32	30.11	31.09	49.83	66.70
流动负债合计	855.12	1,102.89	1,364.27	1,457.86	1,540.54	净利润	110.05	164.40	176.18	282.39	377.97
长期借款	263.52	265.16	133.45	47.54	0.00	少数股东损益	1.62	0.77	1.76	2.77	3.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	108.42	163.63	174.42	279.62	374.88
其他	203.95	187.91	245.02	212.30	215.08	每股收益(元)	0.17	0.26	0.27	0.44	0.59
非流动负债合计	467.47	453.07	378.48	259.84	215.08						
负债合计	1,322.59	1,555.96	1,742.74	1,717.70	1,755.61	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	110.80	101.45	103.21	105.98	109.07	成长能力					
股本	635.29	635.29	635.29	635.29	635.29	营业收入	-2.53%	11.73%	9.68%	12.87%	11.48%
资本公积	445.37	445.12	445.12	445.12	445.12	营业利润	-29.42%	33.75%	4.45%	60.58%	33.95%
留存收益	889.66	1,033.98	1,107.99	1,227.10	1,337.03	归属于母公司净利润	-33.94%	50.92%	6.59%	60.32%	34.07%
其他	(443.81)	(436.45)	(445.12)	(445.12)	(445.12)	获利能力					
股东权益合计	1,637.32	1,779.39	1,846.49	1,968.37	2,081.39	毛利率	38.31%	37.84%	37.56%	40.59%	42.71%
负债和股东权益总计	2,959.91	3,335.35	3,589.23	3,686.07	3,837.00	净利率	7.44%	10.05%	9.76%	13.87%	16.68%
						ROE	7.10%	9.75%	10.01%	15.01%	19.01%
						ROIC	8.79%	8.91%	8.26%	13.71%	16.25%
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	110.05	164.40	174.42	279.62	374.88	资产负债率	44.68%	46.65%	48.55%	46.60%	45.75%
折旧摊销	73.60	87.65	94.39	97.48	99.34	净负债率	33.33%	39.36%	21.33%	24.73%	4.73%
财务费用	38.53	50.06	28.33	20.87	14.01	流动比率	1.26	1.19	1.14	1.20	1.30
投资损失	(0.43)	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.87	0.86	0.86	0.90	1.02
营运资金变动	(306.81)	(230.53)	254.97	(312.22)	175.86	营运能力					
其它	112.32	45.58	1.76	2.77	3.09	应收账款周转率	5.20	4.32	5.40	5.71	5.71
经营活动现金流	27.25	117.17	553.87	88.53	667.19	存货周转率	4.58	4.64	4.75	4.86	5.15
资本支出	269.28	244.97	52.89	32.73	(2.78)	总资产周转率	0.52	0.52	0.52	0.55	0.60
长期投资	0.61	0.76	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(554.81)	(437.75)	(162.89)	(32.73)	2.78	每股收益	0.17	0.26	0.27	0.44	0.59
投资活动现金流	(284.92)	(192.02)	(110.00)	0.00	0.00	每股经营现金流	0.04	0.18	0.87	0.14	1.05
债权融资	891.05	1,192.14	1,197.85	1,293.32	1,222.50	每股净资产	2.40	2.64	2.74	2.93	3.10
股权融资	(50.19)	(18.61)	(37.01)	(20.87)	(14.01)	估值比率					
其他	(586.87)	(1,019.96)	(1,292.55)	(1,358.36)	(1,558.28)	市盈率	46.52	30.83	28.92	18.04	13.46
筹资活动现金流	253.98	153.57	(131.71)	(85.91)	(349.79)	市净率	3.30	3.01	2.89	2.71	2.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	16.83	10.75	16.67	12.40	9.32
现金净增加额	(3.68)	78.72	312.16	2.62	317.40	EV/EBIT	22.96	14.53	23.37	15.84	11.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com