

多因素共振，金霉素龙头业绩高弹性可期

金河生物(002688)

主要观点:

► 收入规模稳步增长的全球金霉素龙头

公司是以生产和销售金霉素预混剂及动物保健品为主的股份制企业，主要产品包括金霉素预混剂、盐酸金霉素、盐霉素、土霉素及系列动保制剂、玉米淀粉及副产品，猪圆环、猪蓝耳病猪瘟疫疫苗等兽用生物制品 30 余种，其中，核心产品金霉素预混剂年综合产能 5.5 万吨，为全球产销量领先、品牌优势突出的动保产品。2011-2019 年，公司营业收入从 7.21 亿元增长至 17.82 亿元，CAGR+11.98%，整体呈现稳步增长趋势；归母净利润从 2011 年的 7740 万元增长至 2016 年的 1.64 亿元，其后，随着生猪存栏的持续去化，公司归母净利润开始下滑，2018 年开始企稳回升。2020 年前三季度，受非洲猪瘟疫情影响，下游生猪产能大幅去化，公司实现营收 12.07 亿元，yoy-3.33%；实现归母净利润 1.02 亿元，yoy-28.84%。

► 生猪产能快速恢复 & 饲料禁抗，金霉素量价齐增可期

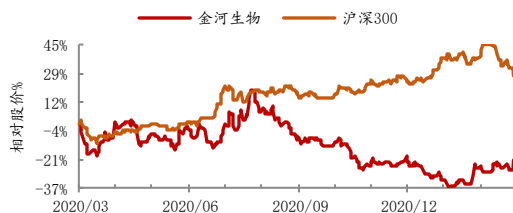
金霉素主要用做饲料添加剂。从供给端来看，金霉素行业呈现典型的寡头垄断特征，全球产能 10.8 万吨/年左右，公司和正大集团（蒲城正大生化有限公司、驻马店华中正大有限公司）是行业主要的生产厂商。其中，公司产能 5.3 万吨/年，正大集团产能 4.5 万吨/年，产能占比分别为 49.07%/41.67%。呈现典型的寡头竞争格局。从需求端来看，下游生猪产能快速恢复 & 饲料禁抗政策推行，金霉素需求将持续向好。整体来看，在需求趋旺而供给受限背景下，金霉素具备巨大的提价空间，公司业绩弹性较大。同时，公司拟通过投资 66458.70 万元新建年产 52000 吨兽药级高效金霉素和 1000 吨盐酸金霉素原料药项目，有望进一步增厚公司利润。

► 战略布局动保板块，有望成长为公司新的利润增长点

公司布局动保板块多年，主要子公司杭州佑本动物疫苗有限公司技术成熟，产品覆盖猪用疫苗、禽用疫苗、牛羊疫苗等。2016-2018 年，公司兽用疫苗收入从 4139 万元增长至 1.24 亿元，CAGR+72.81%，2019 年，受生猪产能快速下滑影响，公司兽用疫苗收入承压，下滑 30%至 8653 万元。进入 2020 年，在养殖高盈利刺激 & 政策支持下，下游生猪产能正在快速恢复，与此同时，在市场上暂无有效疫苗的背景下，养殖门槛大幅抬升，大型养殖集团市场占有率稳步提升，产能快速恢复 & 集中度提升背景下，公司动保表现亮眼。我们认为，动保板块市场空间相对较大，公司立足于“大动保战略，未来三到五年，兽用生物制品将

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	12.15-12.60
最新收盘价:	6.14
股票代码:	002688
52 周最高价/最低价:	9.49/4.88
总市值(亿)	39.01
自由流通市值(亿)	38.34
自由流通股数(百万)	624.44



分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110005
联系电话: 0755-23947349

研究助理: 施腾

邮箱: shiteng@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话:

相关研究

1. 【华西农业】金河生物(002688.SZ): 集约化提升金霉素用量, 养殖后周期高弹性标的
2020.01.09
2. 【华西农业】金河生物(002688.SZ): 天时地利人和, 金霉素龙头腾飞在即
2020.01.08

成为公司至关重要的增长引擎，为公司贡献持续的利润增量。

投资建议

由于公司金霉素销售渠道调整需要一定的适应过程，我们下调公司 2020-2021 年营业收入至 18.77/23.01（前值为 23.64/29.88 亿元），相应下调归母净利润至 1.58/2.83 亿元（前值为 3.23/4.87 亿元）。考虑到公司金霉素产能扩张以及动保板块持续发力，我们新增预测公司 2022 年收入为 28.40 亿元，归母净利润为 4.68 亿元。综上，我们预计，2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.25/0.45/0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 25/14/8X，参考可比公司 2021 年 27.73XPE，给予公司 2021 年 27-28XPE，对应目标价 12.15-12.60 元，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨的风险，汇率异常波动的风险，新产品市场开发不达预期的风险，政策扰动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,629	1,782	1,877	2,301	2,840
YoY (%)	11.7%	9.4%	5.3%	22.6%	23.4%
归母净利润(百万元)	164	185	158	283	468
YoY (%)	50.9%	13.0%	-14.3%	78.5%	65.5%
毛利率 (%)	37.8%	36.6%	35.9%	39.4%	43.6%
每股收益 (元)	0.26	0.29	0.25	0.45	0.74
ROE	9.8%	11.0%	8.6%	13.3%	18.1%
市盈率	23.84	21.09	24.62	13.79	8.33

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 收入规模稳步增长的全球金霉素龙头	4
2. 生猪产能快速恢复 & 饲料禁抗，金霉素量价齐增可期	6
2.1. 寡头竞争格局稳固，公司竞争优势明显	7
2.2. 饲料禁抗政策稳步推进，金霉素需求有望持续增长	8
2.3. 金霉素产能进一步扩张，量价齐增贡献利润弹性	10
3. 战略布局动保板块，有望成为公司新的利润增长点	11
3.1. 生猪产能正在快速恢复，集中度加速提升	11
3.2. 布局动保多年，周期上行有望带动公司利润逐步释放	13
3.3. 定增项目落地在即，动保板块发展步入新台阶	14
4. 盈利预测与投资建议	16
5. 风险提示	18

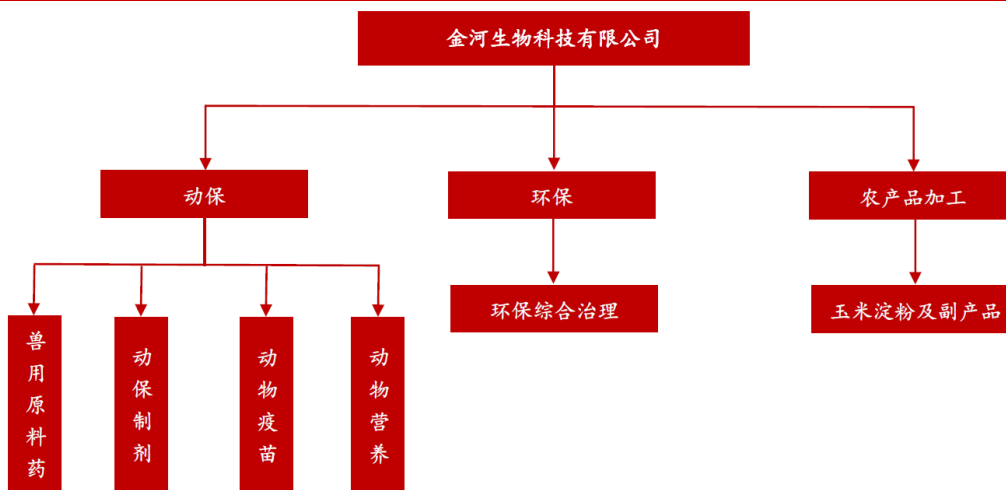
图表目录

图 1 公司“三大板块、六大领域”业务结构示意图	4
图 2 2011-20 前三季度，公司营收及其变动情况	5
图 3 2011-20 前三季度，公司归母净利及其变动情况	5
图 4 2017-2020H1，公司收入构成情况	5
图 5 2017-2020H1，公司毛利构成情况	5
图 6 2016-2020 前三季度，公司期间费用率变动情况	6
图 7 全球金霉素行业竞争格局	7
图 8 全球金霉素消费分布情况	7
图 9 公司全球销售网络	8
图 10 公司全国销售网络	8
图 11 公司国内外营收构成	8
图 12 2015 年，我国与美国单位畜禽饲料金霉素用药量（吨/万头）对比	9
图 13 我国生猪养殖结构向纺锤型演变	10
图 14 2017-2019 年，生猪产能去化情况	11
图 15 2017-2020 年，能繁母猪产能去化情况	11
图 16 2015-2021 年，全国生猪均价走势图	12
图 17 2012-2021 年，自繁自养生猪利润情况	12
图 18 2012-2021 年，外购仔猪利润情况	12
图 19 2018-2020 年，中国生猪养殖行业集中度	13
图 20 2020 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况	13
图 21 2016-2019 年，公司兽用疫苗收入情况	14
图 22 2016-2019 年，公司兽用疫苗毛利率情况	14
表 1 金霉素常用使用方案	7
表 2 公司金霉素产能扩张项目	11
表 3 公司已取得新兽药证书的产品明细	14
表 4 公司募投项目简介（单位：万元）	15
表 5 金河生物主要业务经营预测（单位：百万元）	17
表 6 可比公司盈利预测	18

1. 收入规模稳步增长的全球金霉素龙头

公司是以生产和销售金霉素预混剂及动物保健品为主的股份制企业，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，公司旗下共有八个子公司和五个孙公司，形成了包括“兽用原料药、动保制剂、动物疫苗、动物营养、玉米淀粉及副产品、环保综合治理”在内的“动保、环保、农产品加工”三大板块、六大领域齐头并进的发展新格局。主要产品包括金霉素预混剂、盐酸金霉素、土霉素及系列动保制剂、玉米淀粉及副产品，猪圆环、猪蓝耳病猪瘟疫苗等兽用生物制品 30 余种，其中，核心产品金霉素预混剂年综合产能 5.3 万吨，为全球产销量领先、品牌优势突出的动保产品，其中 70%左右出口到美国、加拿大、欧盟、东南亚、拉丁美洲等国家和地区。

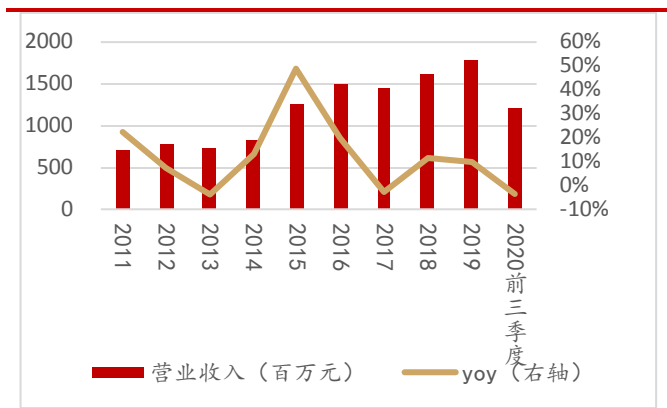
图 1 公司“三大板块、六大领域”业务结构示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

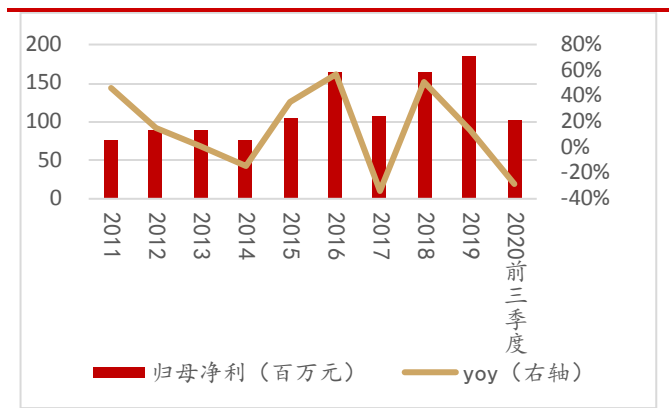
营收稳步增长，归母净利呈现周期性波动。2011-2019 年，公司营业收入从 7.21 亿元增长至 17.82 亿元，CAGR+11.98%，整体呈现稳步增长趋势；归母净利从 2011 年的 7740 万元增长至 2016 年的 1.64 亿元，其后，随着生猪存栏的持续去化，公司归母净利润开始下滑，2018 年企稳回升。2020 年前三季度，在下游生猪产能大幅去化的背景下，公司实现营收 12.07 亿元，yoy-3.33%；实现归母净利润 1.02 亿元，yoy-28.84%。

图 2 2011-20 前三季度，公司营收及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

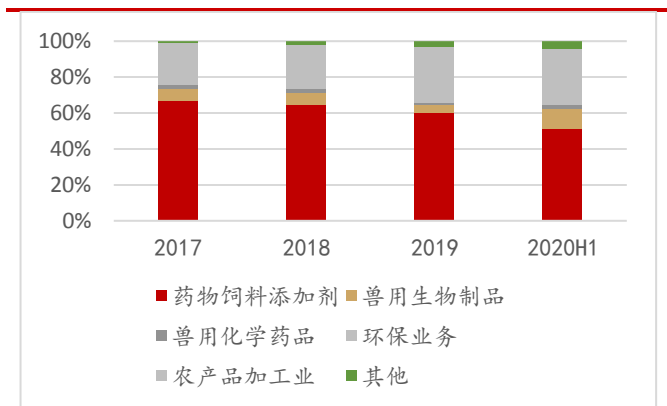
图 3 2011-20 前三季度，公司归母净利润及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

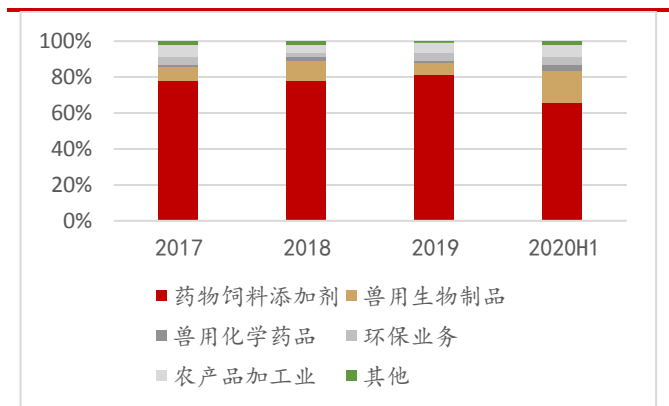
药用饲料添加剂和兽用生物制品是公司主要的收入和利润来源。从收入构成上看，2020H1，药物饲料添加剂实现收入 4.37 亿元，占营业收入的比重为 51.51%，是公司主要的收入来源，其次农产品加工业和兽用生物制品，收入占比分别为 27.40%/10.48%左右；从毛利构成上看，2020H1，药物饲料添加剂实现毛利 2.09 亿元，占总毛利的比重为 65.57%，是公司主要的利润来源，其次是兽用生物制品，毛利占比为 18.27%。

图 4 2017-2020H1，公司收入构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

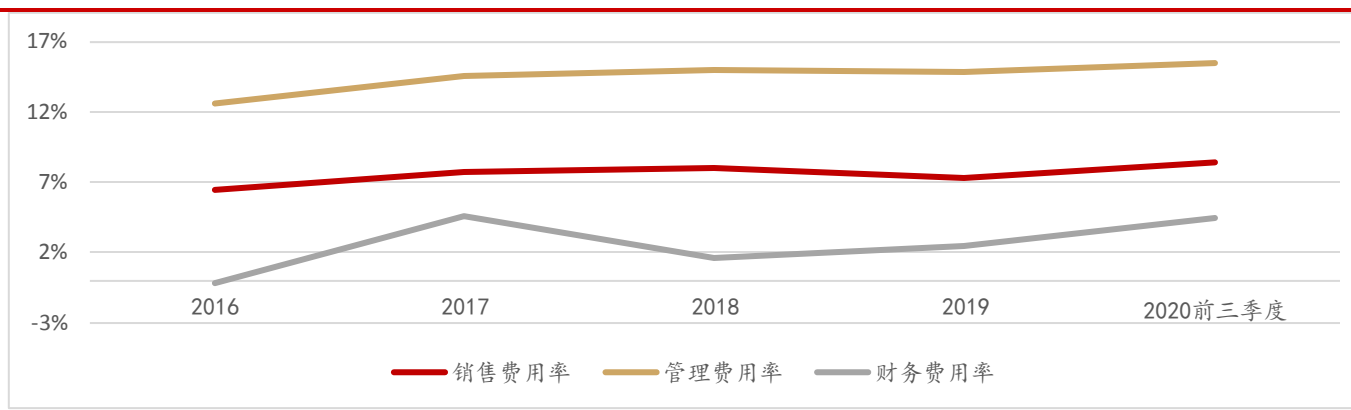
图 5 2017-2020H1，公司毛利构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

期间费用仍有下降空间。2016-2019 年，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别稳定在 7.5%/14.0%/2.0%左右，2020 年前三季度，受新冠肺炎疫情影响，公司期间费用率略有上升，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别上升至 8.44%/15.51%/4.42%，较 2019 年分别提升 1.17/0.66/1.97pct。

图 6 2016-2020 前三季度，公司期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 生猪产能快速恢复 & 饲料禁抗，金霉素量价齐增可期

饲用金霉素是目前药物饲料添加剂中使用较为广泛的品种。其通用名为金霉素预混剂，其主要成分为金霉素（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。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。饲用金霉素以中、高剂量饲喂禽畜可用于减少猪链球菌性颊部脓肿，防治钩端螺旋体病（减少流产率），控制由支原体感染引起的鸡传染性滑膜炎、慢性呼吸道疾病和气囊炎，还可用于预防牛的细菌性肺炎和边虫病。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。

表 1 金霉素常用使用方案

	阶段	适用对象	适用时间	添加量
商品猪	阶段一	断奶仔猪	断奶初期 4-5 周	400ppm
商品猪	阶段二	育肥猪	中期 13-16 周	400ppm
母猪	阶段一	母猪配种	配种后 7 天	400ppm
母猪	阶段二	母猪产期	前后各两周	400ppm
母猪	阶段三	母猪断奶至配种	断奶至配种 5-7 天	400ppm

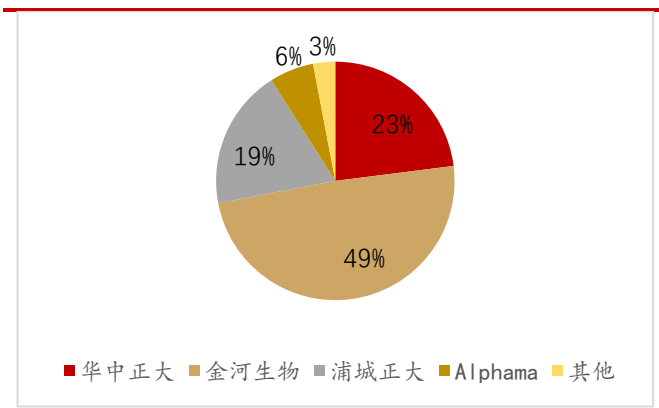
资料来源：正大生物官网，华西证券研究所

2.1. 寡头竞争格局稳固，公司竞争优势明显

美国、中国和拉美国家是金霉素主要的消费国。根据中国产业信息数据，2015 年，全球饲用金霉素消费量在 10.5 万吨左右，其中，北美消费量 3.6 万吨左右；其次是中国，消费量 3.5 万吨左右；拉美消费 1.4 万吨左右，消费量占比分别为 34.29%/33.33%/13.33%，合计消费占比 80.95%。

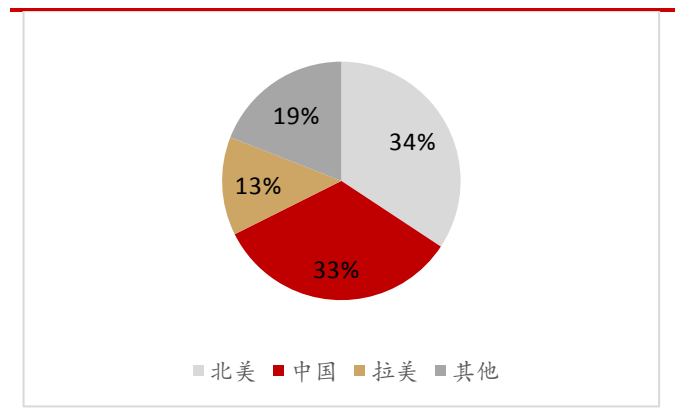
公司是金霉素行业龙头，产能占比 49.07%。金霉素行业呈现典型的寡头垄断特征，全球产能 10.8 万吨/年左右，公司和正大集团（浦城正大生化有限公司、驻马店华中正大有限公司）是行业主要的生产厂商。其中，公司产能 5.3 万吨/年，产能占比 49.07%；正大集团产能 4.5 万吨/年（浦城正大产能 2 万吨/年、华中正大产能 2.5 万吨/年），产能占比 41.67%。公司和正大集团合计产能占行业产能的比重达到 90.74%，呈现典型的寡头竞争格局。

图 7 全球金霉素行业竞争格局



资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

图 8 全球金霉素消费分布情况



资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

公司金霉素产业优势显著，地位稳固：

1) **技术优势。**公司与国内多个科研院所合作，产品生产工艺和装备先进，自动化程度高，具有自主研发的高产菌种，生产周期短，制造成本竞争力突出，目前公司饲用金霉素发酵周期平均为 85~90 小时，发酵单位达到 23000 $\mu\text{g/ml}$ 以上。

2) 营销网络遍布全球，渠道广阔。经过二三十年的经营，公司已经建立起独立完善的国内外销售网络。在国内，下设 13 个销售区域覆盖全国，与双胞胎、新希望等多家大型饲料企业建立长期联系，饲料禁抗政策推行后，通过渠道的调整，迅速对接牧原、温氏、新希望等大型养殖集团；在国外，公司产品在国际动物保健品市场已具有较高知名度，有一批可靠稳定的品牌认知客户群，其中包括 Alpha Pharma Inc.、My Nong Production Trading CO., LTD、法国华法美公司、硕腾等。

3) 产品质量优势。相关产品已通过了农业部兽药 GMP 认证，美国 FDA、欧洲 EDQM 的审验并通过多家国外知名客户的质量审计。

4) 区域优势。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，公司所在地和周边旗县的主要农作物玉米是生产金霉素的主要原材料。丰富的资源使公司原材料和能源成本较低且供应充足，而华北地区干燥凉爽的气候也适宜生物发酵的规模化生产。

图 9 公司全球销售网络



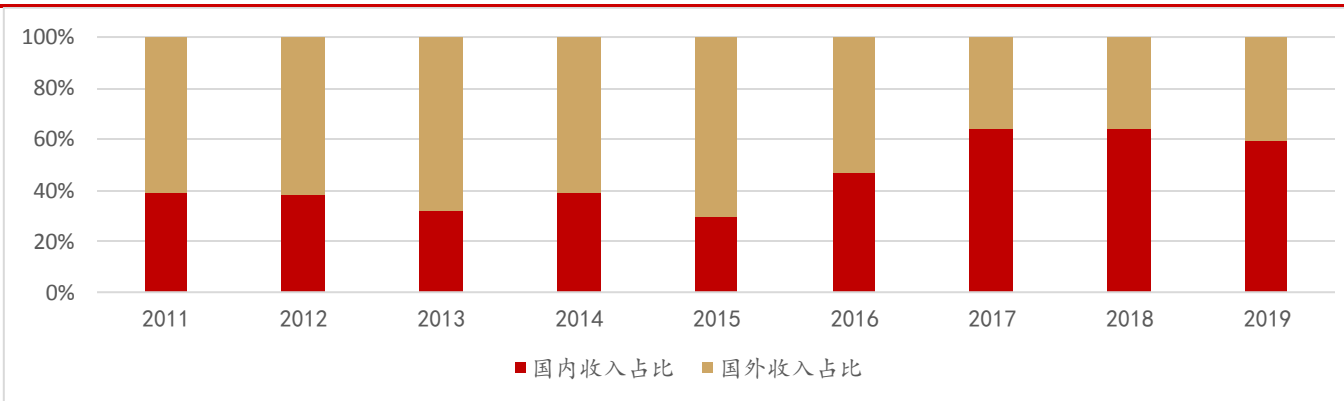
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 10 公司全国销售网络



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 11 公司国内外营收构成



资料来源：Wind，华西证券研究所

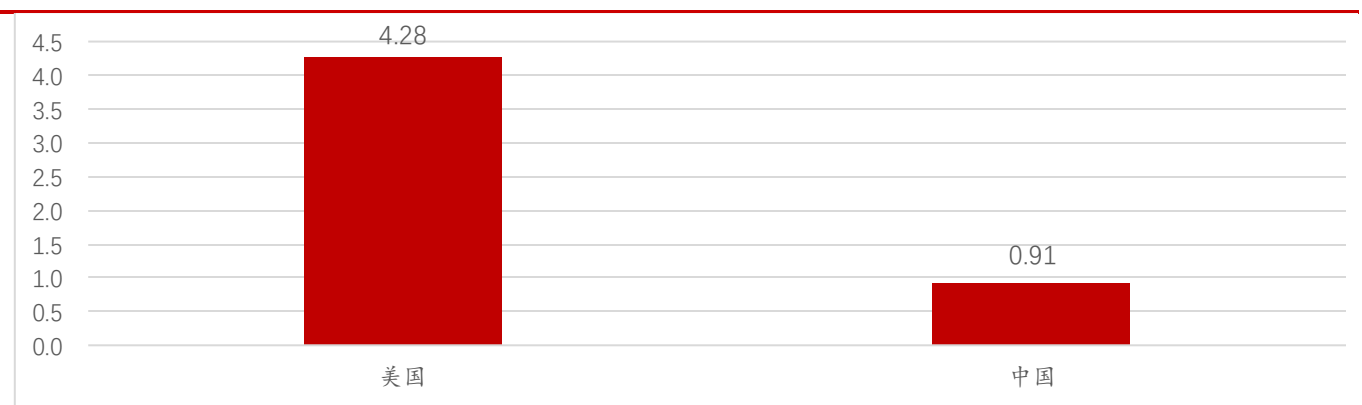
2.2. 饲料禁抗政策稳步推进，金霉素需求有望持续增长

饲料禁抗政策推行有望推动金霉素行业需求增长。2020年4月26日，农业农村部发布既有促生长又有防治用途药物饲料添加剂、抗球虫和中药类药物饲料添加剂品种的质量和说明书范本，明确要求2020年1月1日起饲料中禁止添加促生长类抗生素，但并未禁止金霉素和吉他霉素在养殖过程中添加。我们认为，我国饲料禁抗政策将刺激金霉素需求向好，主要逻辑在于：1) 饲料禁抗政策推行之前，金霉素作为促生长用是低剂量添加，每吨饲料仅添加75ppm，现在转变为治疗性预防用药使用量提升至400-600ppm，增加了4-7倍，参考美国经验，养殖过程中的金霉素添加量相比于饲料而言不减反增；2) 饲料禁抗政策推行之前，金霉素生产企业对接饲料厂商，需求受下游饲料厂商限制较大，现在则直接对接下游生猪养殖集团以及中小养殖户，以仔猪腹泻为主的预防和治疗将使得金霉素的适用范围变得更加广泛，有利于金霉素需求的整体向好；3) 兽药添字改为兽药字后，金霉素终端销售价格将得到大幅提升，此外，在市场上盐酸多西环素价格居高不下的背景下，金霉素性价比优势明显，部分兽医会用金霉素替换盐酸多西环素，整体来看，金霉素终端销售价格相比于之前将有明显提升。

非洲猪瘟背景下，规模化、集约化养殖对生物防疫提出更高要求。我国的畜禽养殖集约化程度逐年提高，白羽肉鸡已率先实现规模化和一体化，我国生猪养殖行业2014年存栏10000头以上的养殖场占比只有9.1%，未来占肉类生产与消费近65%的生猪养殖行业结构将向纺锤型演变。随着单个养殖场养殖量增长，非洲猪瘟的爆发使养殖场不得不加大生物防疫投入，金霉素等药物饲料添加剂的市场需求扩大。

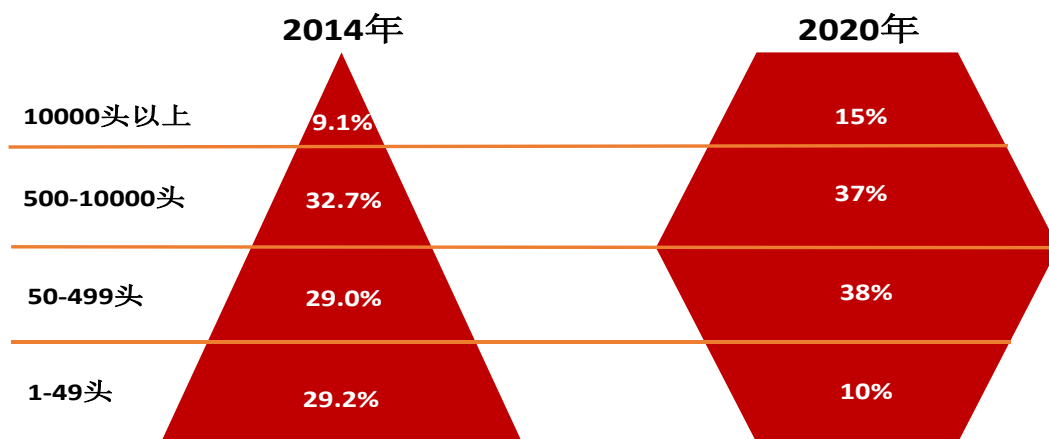
我国金霉素市场仍有3-4倍的成长空间。饲用金霉素需求和动物存栏数量联系较为紧密，养殖集约化、规模化程度越高，饲用金霉素需求量越大。以养殖规模化程度较高的美国为参照，2015年，美国生猪存栏量6777.6万头，消费金霉素约2.9万吨，单位生猪消耗量为0.43kg/头；而同时期，中国生猪存栏量38379万头，消费金霉素约3.5万吨，单位生猪消耗量为0.09kg/头。中国目前养殖以散养为主，与美国规模化养殖模式存在较大差距，但随着我国养殖集约化程度提升，养殖户用药意识提升，我国生猪养殖的金霉素渗透率有望达到美国的水平，则国内金霉素需求量有望达到16.46万吨，仍有3-4倍的成长空间。

图 12 2015 年，我国与美国单位畜禽饲料金霉素用量（吨/万头）对比



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

图 13 我国生猪养殖结构向纺锤型演变



资料来源：中国畜牧业协会，华西证券研究所

2.3. 金霉素产能进一步扩张，量价齐增贡献利润弹性

正是基于公司对饲料禁抗政策推行后国内金霉素需求的持续向好，公司正式开启了金霉素产能的又一次扩张。2020年9月23日，公司董事会审议通过了《关于新建年产52000吨兽药级高效金霉素1000吨盐酸金霉素原料药项目的议案》，预计总投资66458.70万元，项目建设期为1年，计划2021年3月开工建设，2022年3月全部建成投入使用。2021年3月3日，公司发布《关于公司与关联方共同对外投资设立控股子公司实施“盐酸多西环素项目”暨关联交易的公告》，拟与呼和浩特金益源管理咨询企业（有限合伙），内蒙古金河控股有限公司，自然人刘云龙、张鸿毅、苏保仲等人共同投资5,000万元设立子公司内蒙古金河制药科技有限公司，并由该控股子公司负责实施“盐酸多西环素项目”。新设公司金河制药公司注册资本5,000万元，公司以自有资金现金方式出资2,550万元持有51%的股权。项目建设期12个月，投产后盐酸多西环素年产将达到1000吨，预计生产期年均利润总额为8,118.27万元，所得税为2,029.57万元，税后利润为6,088.70万元，静态投资回收期3.05年（含建设期）。

我们认为，一方面，随着下游生猪产能的快速恢复 & 集中度的不断提升，叠加国家饲料禁抗政策的推行，金霉素作为唯二的抗生素需求将持续向好，公司此次大幅扩张金霉素产能将大幅增强公司的盈利能力；另一方面，该项目建设周期短，生产周期短，投资风险较低，投产后公司产品有较强的应变和竞争能力，可以保持较强的市场抗风险能力，提升公司业务规模，有利于提高公司未来主营业务盈利能力，增强综合实力，符合公司长远发展的战略布局。

表 2 公司金霉素产能扩张项目

	产能 (吨)	投资额 (万元)
兽药级高效金霉素	52000	66458.70
盐酸金霉素	1000	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

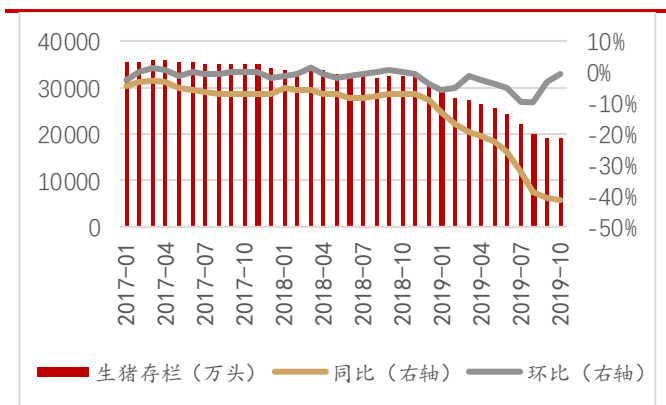
整体来看，在需求趋旺而供给受限背景下，金霉素具备巨大的提价空间；金河生物作为金霉素绝对龙头，业绩弹性巨大。且金霉素占下游养殖的成本仅为 0.3%，在养殖高景气背景下，下游客户对提价的容忍度极高。因此，我们预计 2021 年国内金霉素价格有较大提升空间，公司业绩弹性巨大。

3. 战略布局动保板块，有望成为公司新的利润增长点

3.1. 生猪产能正在快速恢复，集中度加速提升

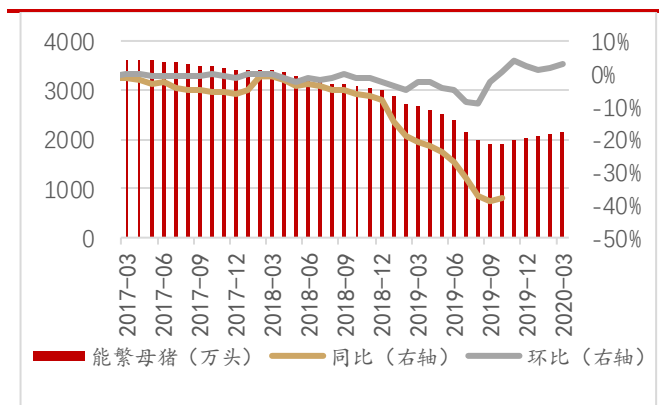
自 2018 年 8 月 3 日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到 40%以上。根据农业农村部数据，截至 2019 年 10 月，生猪存栏同比下滑 41.40%、环比下滑 0.60%；能繁母猪存栏同比下滑 37.80%、环比首次转正，微增 0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。

图 14 2017-2019 年，生猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 15 2017-2020 年，能繁母猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

在猪肉需求相对刚性背景下，生猪供需矛盾支撑猪价维持高位。根据猪易通数据，2019 年 10 月，全国生猪均价一度超过 40 元/公斤。在养猪高盈利刺激下，大型养殖集团和规模养殖户补栏积极性大增，带动行业生猪产能企稳回升，全国能繁母猪存栏已于 2019 年 10 月实现首次环比转正，2020 年 6 月，全国能繁母猪存栏实现同比正

增长。我们判断，随着 2019 年下半年大型养殖集团和规模养殖户扩张的产能的集中释放，生猪存栏将维持快速回升态势。

图 16 2015-2021 年，全国生猪均价走势图



资料来源：猪易通，华西证券研究所

图 17 2012-2021 年，自繁自养生猪利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

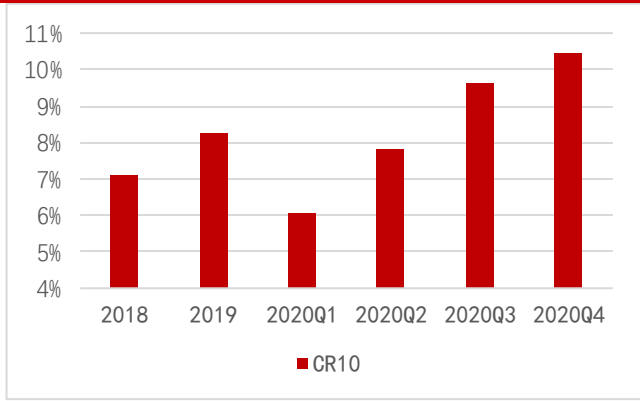
图 18 2012-2021 年，外购仔猪利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

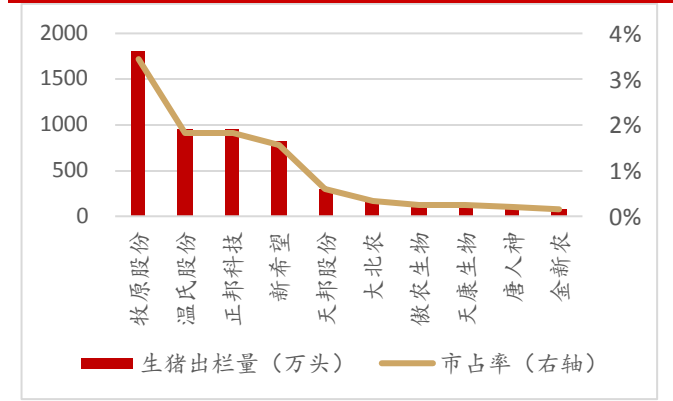
同时，非洲猪瘟抬高行业准入门槛，在市场上暂无有效疫苗的背景下，散户或将永久性退出生产，大型生猪养殖集团凭借其在生物安全防护水平、融资渠道以及种猪资源等方面的优势，趁势加快产能扩张节奏，市占率加速提升，带动行业规模化进程提速。根据公司公告、公开资料整理测算得，生猪养殖行业集中度从 2020Q2 开始回升，截至 2020 年年底，生猪出栏规模前三的企业生猪出栏总量达到 3722.02 万头，CR3 达到 7.06%，生猪出栏规模前十的企业生猪出栏总量达到 5496.02 万头，CR10 已提升至 10.43%。

图 19 2018-2020 年，中国生猪养殖行业集中度



资料来源：公司公告、国家统计局、华西证券研究所

图 20 2020 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.2. 布局动保多年，周期上行有望带动公司利润逐步释放

公司通过兼并收购的方式布局国内外动保市场已多年。国内方面，2015 年，公司收购杭州佑本，正式进入兽用疫苗领域，杭州佑本动物疫苗有限公司技术成熟，产品覆盖猪用疫苗、禽用疫苗、牛羊疫苗等，拥有 30 余个兽用疫苗生产批准文号和 10 条涵盖细胞毒灭活疫苗、细胞毒活疫苗、细菌活疫苗、细菌灭活疫苗等产品的生产线。佑本目前的主打产品为蓝耳灭活疫苗“佑蓝宝”、圆环全病毒灭活苗“佑圆宝”、猪蓝耳活疫苗（PC 株）等，核心竞争力为高抗原纯度和高抗原浓度。国外方面，2016 年，公司收购美国普泰克（现子公司“砒玛威生物制品”的前身），普泰克在兽用疫苗研发、生产方面具有行业领先的技术，产品储备丰富，收购时已拥有 16 个获美国农业部批准的产品、半成品注册文号，掌握多种基因工程疫苗的专利技术。

截至目前，公司杭州佑本、金河佑本主要拥有 6 个兽用疫苗新兽药证书、12 个兽用疫苗生产批准文号。

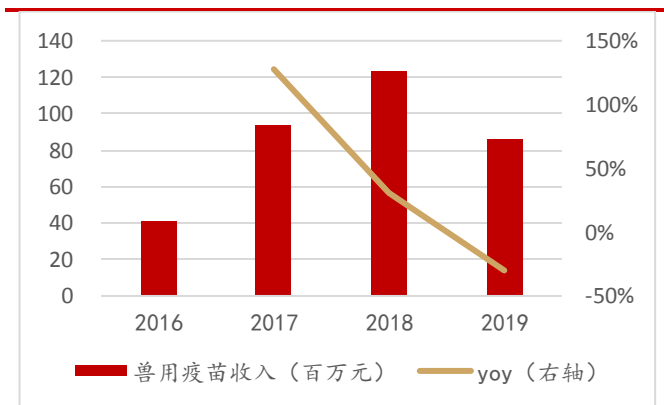
表 3 公司已取得新兽药证书的产品明细

新兽药名称	发证日期	所属公司
猪圆环病毒 II 型灭活疫苗 (ZJ/C 株)	2013. 1. 29	杭州佑本
猪细小病毒灭活疫苗 (NJ 株)	2016. 7. 14	杭州佑本
狂犬病灭活疫苗 (PV/BHK-21 株)	2017. 12. 27	杭州佑本
猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (SD/L 株+LW/L 株)	2018. 7. 3	杭州佑本
猪繁殖与呼吸综合征嵌合病毒活疫苗 (PC 株)	2018. 7. 3	杭州佑本
猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗 (多肽 P098+PA13)	2020. 5. 18	金河佑本

资料来源：公司官网，华西证券研究所

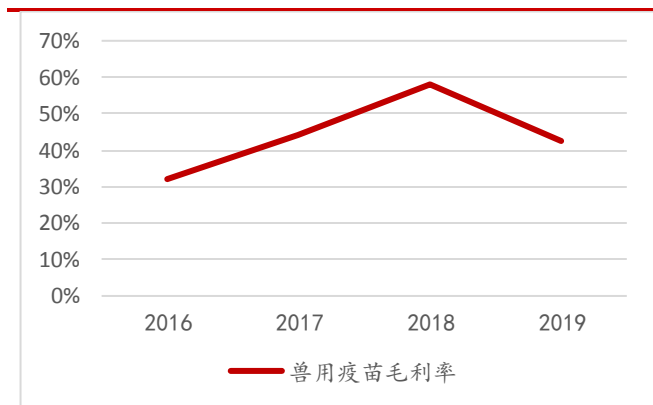
2016-2018 年，公司兽用疫苗收入从 4139 万元增长至 1.24 亿元，CAGR+72.81%，2019 年，受生猪产能快速下滑影响，公司兽用疫苗收入承压，下滑 30%至 8653 万元。随着下游生猪产能的触底回升以及杭州佑本遗留问题的逐步解决，公司动保板块开始发力，我们预计，2020 年前三季度，公司动保板块实现盈利 4000 万元以上。

图 21 2016-2019 年，公司兽用疫苗收入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 2016-2019 年，公司兽用疫苗毛利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 定增项目落地在即，动保板块发展步入新台阶

2020年12月12日，公司收到中国证监会出具的《关于核准金河生物科技股份有限公司非公开发行股票批复》，核准公司非公开发行不超过190586896股新股。募集资金（含发行费用）不超过8.2亿元，扣除发行费用后将用于杭州佑本新版GMP符合性技改项目；金河佑本动物疫苗生产基地建设项目（一期）、生产工艺系统降耗增效改造项目；以及补充流动资金等。

表4 公司募投项目简介（单位：万元）

序号	项目名称	实施主体	投资金额 (万元)	使用募集资金 (万元)
1	动物疫苗生产基地建设项目（一期）	金河佑本	49109.79	37016.68
2	新版GMP符合性技改项目	杭州佑本	11848.03	11848.03
3	生产工艺系统降耗增效改造项目	金河生物	5561.13	5561.13
4	动力系统节能升级技改项目	金河生物	3207.00	3054.29
5	补充流动资金	金河生物	24519.87	24519.87
合计			94245.82	82000.00

资料来源：Wind, 华西证券研究所

公司从2015年开始布局兽用生物制品领域，陆续完成了对杭州佑本和美国普泰克公司的收购，通过外延并购和内生发展并举的方式切入兽用生物制品领域。此次公司募投8.2亿元主要用于金河佑本的建设以及杭州佑本新版GMP技改项目，进一步表明了公司立足“大动保”的战略目标。我们认为，公司动保板块有望逐步成长为公司新的利润增长点，主要逻辑在于：1) 生猪产能逐步恢复带动动保需求持续向好。在养殖高盈利以及政策大力扶持刺激下，即使生猪产能短期可能会受到非洲猪瘟疫情反复的影响而出现波动，但未来2-3年内，生猪产能大概率维持稳步恢复的态势，带动公司动保板块需求持续向好。2) 生猪养殖行业集中度提升将倒逼动保行业整合。非洲猪瘟疫情抬升生猪养殖门槛，在市场上暂无有效疫苗的背景下，大型养殖集团取代中小养殖户成为产能恢复的主力军，行业集中度提升明显，势必倒逼上游动保行业加速整合，公司作为国内主要动保企业之一，有望充分受益于行业落后产能的退出。3) 动保板块成长空间较大。动保板块市场空间相对较大，从金霉素切入到动保板块可以为公司提供持续的利润增量。

未来三到五年，兽用生物制品将是公司至关重要的增长引擎，作为公司风口赛道，疫苗板块将从产品组合、技术服务、渠道覆盖同时发力，以占据国内疫苗头部位置。也正是基于此，2021年3月8日，公司发布《金河生物集团增长与升级战略》，明确指出，公司未来将夯实兽药基石赛道，助推疫苗风口赛道，稳健发展淀粉、环保支持赛道，择机进入高成长型其他动保新赛道，以“保护动物健康、增进人类幸福”为使命，“成为技术驱动、规模领先的动保公司，为全球客户提供优质产品和服务”。到2023年，动保业务收入达到31亿元，市值提升至120亿元；到2025年，动保业务收入达到47亿元，市值提升至200亿元，实现公司从“金霉素大王”到“领先动保公司”的成功转型。

4. 盈利预测与投资建议

公司主要业务包括兽用金霉素、兽用生物制品、兽用化学药品、环保业务、农产品加工业等 5 大业务板块，假设中的部分将针对上述板块分别展开讨论。

兽用金霉素：受益于下游生猪养殖规模化进程提速以及生猪存栏触底回升，饲用金霉素需求将逐步趋旺；与此同时，公司作为饲用金霉素龙头，与正大合计产能全球占比接近 90%，需求趋旺而供给受限背景下金霉素具备提价空间，我们判断，饲用金霉素今年涨价 10~20%。预计，2020-2022 年，公司兽用药物添加剂收入增速分别为 -10%/30%/30%，毛利率分别为 45%/50%/55%。

兽用生物制品：公司孙公司杭州佑本的猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗（CH-1a 株）已或农业农村部签发的《兽药产品批准文号批件》，有效期自 2019 年 12 月 31 日至 2024 年 12 月 30 日，有望于 2020 年开始放量，预计公司疫苗业务 2020 年将大幅减亏，甚至有可能做到盈利，2021 年之后将逐年向好，预计 2020-2022 年收入增速分别为 150%/30%/30%，毛利率分别为 65%/60%/60%。

兽用化学药品：2020-2022 年，预计公司兽用化学药品业务随着生猪存栏的增长保持快速增长节奏，收入增速分别为 90%/30%/30%，毛利率分别为 34%/35%/35%。

农产品加工：2018 年公司完成 5 万吨淀粉扩能改造和 15 万吨液糖项目建设，玉米深加工能力达到 30 万吨。推动了淀粉深加工产业链的延伸，生产和建设并重的同时，实现了淀粉产量和效益双突破，从单一淀粉向多元化产品转变。我们估算，2020-2022 年，公司淀粉及联产品收入增速将分别达到 7%/8%/8%，毛利率分别为 9%/9%/9%。

环保业务：公司子公司金河环保公司自 2014 年成立以来，业绩增长明显，“二期提标工程”建设完成后，目前已形成日处理污水 8000-10000 吨的能力。不仅解决了公司自身的污水处理，还承接了周边多家排污企业的污水处理任务。我们预计，2020-2022 年，污水处理业务收入增速将达到 -17%/10%/10%，毛利率分别为 46%/45%/45%。

其他业务：预计，2020-2022 年，公司其他业务收入增速分别为 30%/10%/10%，毛利率分别为 14%/14%/14%。

表 5 金河生物主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
兽用金霉素					
收入	1042.13	1060.42	954.37	1240.69	1612.89
成本	563.48	526.81	524.91	620.34	725.80
毛利	478.65	533.60	429.47	620.34	887.09
毛利率	45.93%	50.32%	45.00%	50.00%	55.00%
兽用生物制品					
收入	123.61	86.53	216.32	281.21	365.58
成本	51.87	49.82	75.71	112.48	146.23
毛利	71.74	36.70	140.61	168.73	219.35
毛利率	58.04%	42.42%	65.00%	60.00%	60.00%
兽用化学药品					
收入	33.28	31.95	60.70	78.92	102.59
成本	24.85	23.69	40.06	51.29	66.68
毛利	8.43	8.26	20.64	27.62	35.91
毛利率	25.34%	25.86%	34.00%	35.00%	35.00%
农产品加工业					
收入	331.75	471.61	504.62	544.99	588.59
成本	306.47	431.24	459.20	495.94	535.62
毛利	25.28	40.37	45.42	49.05	52.97
毛利率	7.62%	8.56%	9.00%	9.00%	9.00%
环保业务					
收入	55.34	65.04	53.99	59.38	65.32
成本	35.44	36.98	29.15	32.66	35.93
毛利	19.90	28.06	24.83	26.72	29.40
毛利率	35.96%	43.14%	46.00%	45.00%	45.00%
费用率					
销售费率	8.1%	7.3%	7.6%	7.6%	7.5%
管理费率	12.5%	11.4%	11.9%	11.9%	11.8%
财务费率	1.6%	2.5%	2.9%	1.8%	1.1%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

由于公司金霉素销售渠道调整需要一定的适应过程, 我们下调公司 2020-2021 年营业收入至 18.77/23.01 (前值为 23.64/29.88 亿元), 相应下调归母净利润至 1.58/2.83 亿元 (前值为 3.23/4.87 亿元)。考虑到公司金霉素产能扩张以及动保板

块持续发力，我们新增预测公司 2022 年收入为 28.40 亿元，归母净利润为 4.68 亿元。综上，我们预计，2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.25/0.45/0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 25/14/8X，参考可比公司 2021 年 27.73XPE，给予公司 2021 年 27-28XPE，对应目标价 12.15-12.60 元，维持“买入”评级。

表 6 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600201.SH	生物股份	21.00	0.20	0.38	0.57	0.87	105.00	55.26	36.84	24.14
600195.SH	中牧股份	13.84	0.30	0.53	0.58	0.68	46.13	26.11	23.86	20.35
603566.SH	普莱柯	20.86	0.34	0.63	0.84	1.07	61.35	33.11	24.83	19.50
300119.SZ	瑞普生物	27.92	0.48	-	1.10	1.33	58.17	-	25.38	20.99
平均							67.66	38.16	27.73	21.24

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 3 月 2 日收盘价

5. 风险提示

原材料价格上涨的风险。原材料玉米占公司产品成本比重较大，因此玉米价格的上涨对公司产品成本影响较大。

汇率异常波动的风险。以美元计价的资产以及公司海外销售收入与汇率波动相关，因此汇率波动对公司业绩会造成一定影响。

新产品市场开发不达预期的风险。公司兽用疫苗业务存在新产品市场拓展不达预期的风险。

政策扰动风险。公司海外营收占比较大，因此进出口政策的风险对公司业绩影响较大。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,782	1,877	2,301	2,840	净利润	190	161	288	478
YoY (%)	9.4%	5.3%	22.6%	23.4%	折旧和摊销	101	181	131	141
营业成本	1,129	1,204	1,395	1,601	营运资金变动	-92	-86	-126	-146
营业税金及附加	22	22	28	34	经营活动现金流	282	311	336	503
销售费用	130	143	175	214	资本开支	-179	-160	-109	-116
管理费用	204	224	273	336	投资	0	0	0	0
财务费用	44	54	42	30	投资活动现金流	-184	-160	-109	-116
资产减值损失	-28	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	903	-282	-100	-300
营业利润	176	192	340	564	筹资活动现金流	-186	-336	-142	-330
营业外收支	44	0	0	0	现金净流量	-86	-185	85	57
利润总额	220	192	340	564	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	30	31	52	86	成长能力				
净利润	190	161	288	478	营业收入增长率	9.4%	5.3%	22.6%	23.4%
归属于母公司净利润	185	158	283	468	净利润增长率	13.0%	-14.3%	78.5%	65.5%
YoY (%)	13.0%	-14.3%	78.5%	65.5%	盈利能力				
每股收益	0.29	0.25	0.45	0.74	毛利率	36.6%	35.9%	39.4%	43.6%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	10.7%	8.6%	12.5%	16.8%
货币资金	362	177	262	319	总资产收益率 ROA	5.5%	4.9%	8.2%	12.7%
预付款项	31	35	39	45	净资产收益率 ROE	11.0%	8.6%	13.3%	18.1%
存货	430	449	521	600	偿债能力				
其他流动资产	418	499	581	688	流动比率	1.08	1.31	1.72	2.95
流动资产合计	1,241	1,160	1,403	1,652	速动比率	0.68	0.77	1.03	1.80
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.32	0.20	0.32	0.57
固定资产	876	715	601	477	资产负债率	46.0%	39.3%	34.8%	25.8%
无形资产	674	792	855	926	经营效率				
非流动资产合计	2,104	2,083	2,060	2,035	总资产周转率	0.53	0.58	0.66	0.77
资产合计	3,344	3,242	3,463	3,687	每股指标 (元)				
短期借款	882	600	500	200	每股收益	0.29	0.25	0.45	0.74
应付账款及票据	152	164	185	215	每股净资产	2.64	2.89	3.34	4.07
其他流动负债	112	118	129	145	每股经营现金流	0.44	0.49	0.53	0.79
流动负债合计	1,145	882	814	560	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	267	267	267	267	估值分析				
其他长期负债	125	125	125	125	PE	21.09	24.62	13.79	8.33
非流动负债合计	392	392	392	392	PB	2.38	1.90	1.65	1.35
负债合计	1,537	1,274	1,206	952					
股本	635	635	635	635					
少数股东权益	128	131	136	146					
股东权益合计	1,807	1,968	2,257	2,735					
负债和股东权益合计	3,344	3,242	3,463	3,687					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

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。