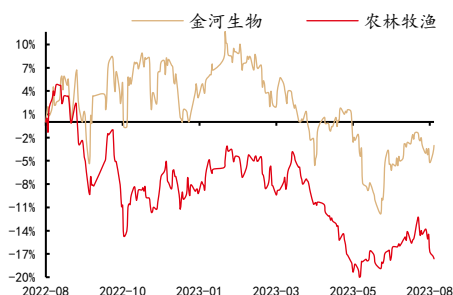


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	4.83
总股本/流通股本(亿股)	7.80 / 7.45
总市值/流通市值(亿元)	38 / 36
52 周内最高/最低价	5.67 / 4.39
资产负债率(%)	46.2%
市盈率	49.90
第一大股东	内蒙古金河控股有限公司

研究所

分析师: 王琦
SAC 登记编号: S1340522100001
Email: wangqi2022@cnpsec.com

金河生物(002688)

兽药、疫苗同发力，进入业绩修复快车道

● 专注动保行业三十余年，股权激励彰显业绩修复信心

金河生物从事动保行业三十余年，形成了“动保、环保、农产品加工”三大板块、六大领域。受政策变动、原材料价格上涨影响，2019-2022 年公司业绩持续下滑，但 2023 年 Q1 已有触底回升迹象。公司 2023 年股权激励的行权解锁条件为 2023-2025 年扣非净利润分别不低于 1.76 亿、2.22 亿和 2.86 亿，展现公司对业绩改善的信心。

● 兽用金霉素行业见底改善，动物疫苗市场化程度提升

金霉素行业：市场逐步恢复，未来仍有大空间。“禁抗”影响最严重的时期已经过去。美国和中国是金霉素最大消费地区，其中美国市场 2017 年用药政策改变、2019 年市场基本恢复；中国也在快速修复中：1) 使用剂量提升，养殖端渗透率提升。2020 年金霉素预混剂文号从“兽药添字”转为“兽药字”，使用剂量从饲料中添加 25-75ppm 调整为现场添加 400-600ppm。金霉素在控制动物的呼吸道疾病和肠道疾病方面效果突出，目前中小猪场已普遍使用，大型猪场正在逐步加量。2) 未来国内反刍动物市场预计有 1.5-2 万吨增量。

动物疫苗：市场化程度快速提升，新的疫苗不断推出。我国已明确“2025 年全面取消政府招标采购强免疫苗”，动物疫苗市场走向全面市场化，“大单品”、“大客户”已成为企业竞争的关键战略。同时在研和申报的多个产品，包括牛羊布病和非洲猪瘟疫苗，有望在未来几年内陆续投向市场。

● 金河生物全球兽用金霉素龙头，动物疫苗新星

公司金霉素业务规模和效率优势兼具。一方面公司金霉素预混剂年综合产能 5.5 万吨，全球市占率 50% 以上，且新一期工程建设将在 23 年底完成，公司产能将翻倍增长。在美国市场，公司已与全球最大动保公司硕腾续签了为期五年的金霉素采购总协议；同时已与大部分国内养殖公司建立了联系。另一方面公司地处内蒙古，靠近玉米主产区且能源成本低廉，公司生产成本低于行业平均。

动物疫苗业务快速发展，新品储备丰富。公司已形成四大生产基地，产品涵盖多种猪用疫苗、宠物疫苗。公司蓝耳灭活疫苗市占率全国第一。同时公司多种新品正在或者即将放量：如美国子公司的圆支疫苗已经在国内代理销售、布病疫苗正在等待核发新兽药证书和生产许可证。此外，公司收购吉林百思万可，提前布局非瘟疫苗。

● 首次覆盖，给予“买入”评级

金河生物进入业绩修复快车道：一方面公司为兽用金霉素全球龙头且 2024 年产能将翻倍，随着兽用金霉素行业底部回升，公司金霉素业务业绩将持续修复；另一方面，公司有多种动物疫苗新品种将陆续上市，公司动物疫苗业务盈利能力将明显提升。我们预计公司 2023-

2025 年 EPS 分别为 0.19 元、0.22 元和 0.26 元，看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

原材料、能源价格上涨的风险、市场波动风险、研发进展不及预期风险

■ **盈利预测和财务指标（股价时间为：2023 年 8 月 16 日）**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2123	2360	2627	2908
增长率(%)	2.15	11.20	11.28	10.70
EBITDA（百万元）	298.45	370.76	412.09	445.67
归属母公司净利润（百万元）	75.54	148.21	170.86	201.77
增长率(%)	-19.63	96.20	15.28	18.09
EPS(元/股)	0.10	0.19	0.22	0.26
市盈率（P/E）	49.59	25.27	21.92	18.57
市净率（P/B）	1.69	1.63	1.51	1.39
EV/EBITDA	17.16	13.17	11.62	10.36

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 专注动保行业 32 年，多业并举齐发展	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 多项业务齐头并进	6
1.3 Q1 业绩见底，股权激励彰显信心	7
2 金霉素市场逐渐修复，非瘟疫苗或重塑行业格局	8
2.1 金霉素行业：走出低谷，逐步改善	8
2.2 动物疫苗行业：市场化程度快速提升，非瘟疫苗将使行业大幅扩容	11
3 金河生物：全球兽用金霉素龙头，动物疫苗新星	12
3.1 全球兽用金霉素龙头，产能有望翻倍	12
3.2 动物疫苗新品储备丰富	15
4 盈利预测与投资评级	19
4.1 盈利预测	19
4.2 可比公司估值	20
4.3 投资建议	21
5 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 金河生物股权结构图.....	5
图表 3: 金河生物主要业务板块及子公司示意图.....	6
图表 4: 公司营业收入构成.....	6
图表 5: 公司毛利构成.....	6
图表 6: 公司营业收入及其增速.....	7
图表 7: 公司归母净利润及其增速.....	7
图表 8: 饲料用金霉素行业发展历程.....	8
图表 9: 肯塔基大学 22 年金霉素母猪饲养试验总结.....	9
图表 10: 2009 年全球金霉素消费情况.....	9
图表 11: 2019 年后, 美国养殖业中四环素类抗生素使用量基本稳定.....	10
图表 12: 中国“禁抗”历程.....	10
图表 13: 我国兽用抗生素使用量情况.....	11
图表 14: 我国金霉素使用量情况.....	11
图表 15: 市场苗销售额占比快速提升.....	12
图表 16: 不同价格条件下, 非洲猪瘟疫苗市场规模测算.....	12
图表 17: 公司金霉素预混剂主要产品.....	13
图表 18: 公司兽药及饲料添加剂业务营收及增速.....	13
图表 19: 公司兽药及饲料添加剂毛利及毛利率.....	13
图表 20: 金河生物世界销售网络示意图.....	14
图表 21: 2021 年全球金霉素产能分布.....	14
图表 22: 公司 2022 年兽用化学药品成本构成.....	15
图表 23: 公司兽用化学药品毛利率对比.....	15
图表 24: 公司动物疫苗业务布局历程图.....	16
图表 25: 公司生物制品业务营收及增速.....	16
图表 26: 金河佑本营收和净利润情况.....	16
图表 27: 金河生物四大疫苗生产基地.....	17
图表 28: 公司研发费用及其增速.....	17
图表 29: 公司研发投入占营业收入比例.....	17
图表 30: 公司疫苗产品进展情况.....	18

1 专注动保行业 32 年，多业并举齐发展

1.1 公司发展历程

金河生物成立于 1988 年，于 2012 年在深交所上市。公司专注于动保行业三十余年，一方面稳居全球兽用金霉素行业龙头；另一方面通过内外并举不断延伸产业链：2001 年创建金河淀粉公司；2014 年成立内蒙古金河环保科技股份有限公司，开启环保板块布局；2015 年以来先后收购杭州佑本、美国普泰克、吉林百思万可等多家动物疫苗公司。公司现已包含“动保、环保、农产品加工”三大业务板块，形成了较为完整的产业闭环。

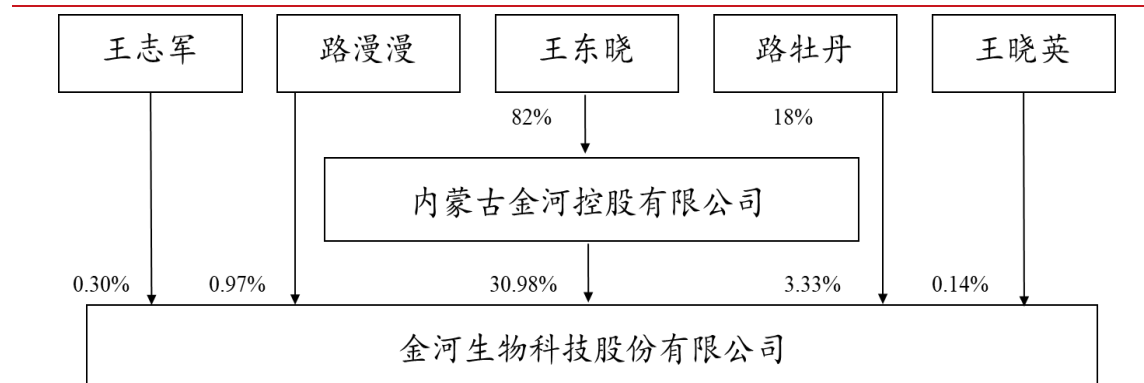
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

王东晓与路牡丹夫妻二人是公司实际控制人，通过内蒙古金河控股间接持有公司 30.98% 的股份，同时路牡丹直接持有公司 3.33% 的股权，二人合计持有金河生物 34.31% 的股权。另外夫妇二人同王志军、路漫漫和王晓英为一致行动人。

图表2：金河生物股权结构图

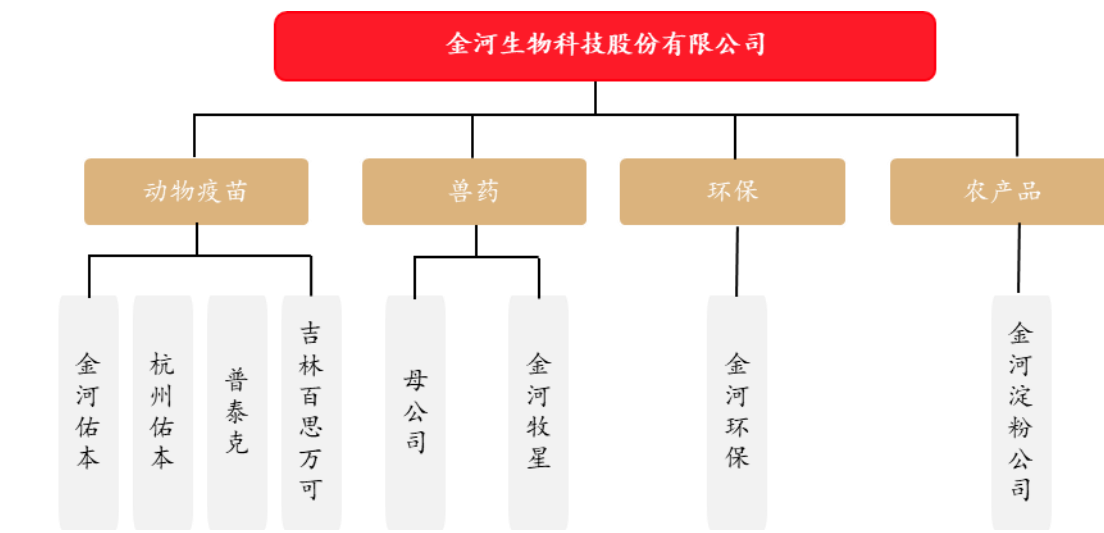


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 多项业务齐头并进

当前金河生物共有 17 家子公司，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业务格局。

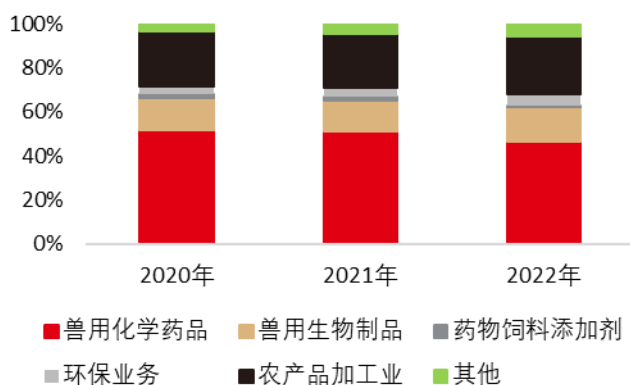
图表3：金河生物主要业务板块及子公司示意图



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

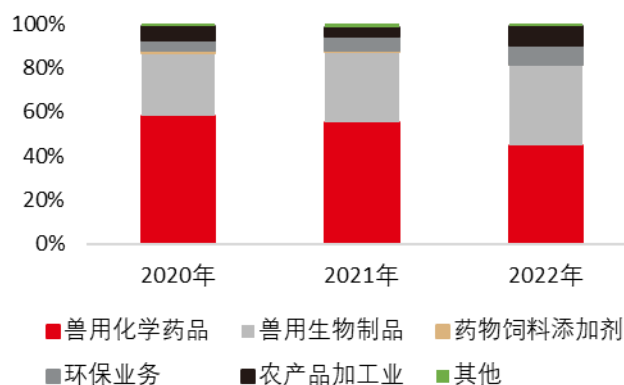
兽药、疫苗为公司核心业务。2022 年，公司兽药、兽用生物制品、环保及农产品业务贡献的收入占比分别为 46.4%、15.6%、5.1%和 26.7%，贡献的毛利占比分别为 45.0%、36.3%、8.3%和 1.3%。公司兽药业务收入持续稳健增长；疫苗业务虽然收入占比不高，但贡献了较多毛利；而环保、农产品加工业务主要为服务主体业务。

图表4：公司营业收入构成



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表5：公司毛利构成



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1) 兽药业务：金霉素行业全球龙头，多品类兽用化药联合布局

公司核心产品为金霉素预混剂，年综合产能为 5.5 万吨左右，占全球产能的一半以上，为全球产销量领先、品牌优势的动保产品。其中约 60% 出口到美国、加拿大、东南亚等地区。公司还有盐酸金霉素、盐霉素、土霉素、其他兽药及制剂等兽药产品。

2) 兽用生物制品：储备丰富，竞争力强

公司通过收购杭州佑本、美国普泰克公司迅速进入动物疫苗板块，依托全球领先的四大技术平台，目前已经打造 10 条 GMP 生产线。公司的产品蓝耳灭活苗市占率行业第一，并配套提供技术方案和技术服务，在市场竞争中处于优势地位。喘泰克及圆喘泰克今年也陆续在国内上市销售，将成为公司业绩的新增长点。

3) 环保业务及玉米加工业务：服务主体业务

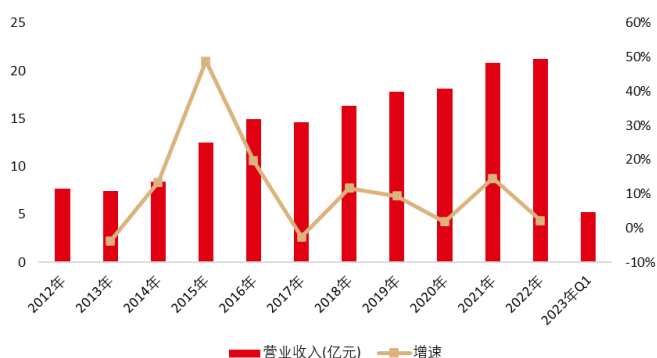
公司的环保业务及玉米加工业务是公司主体业务辅助保障业务，同时在优先处理公司主营产品工业废水和玉米淀粉主要原料的保供的前提下，将多余的产能服务外部其他公司。当前公司环保处理能力完全能够满足所有园区企业的废水处理要求，取得可观的经济效益。淀粉加工业务除满足公司内部使用外，超过 50% 以上产品对外销售。

1.3 Q1 业绩见底，股权激励彰显信心

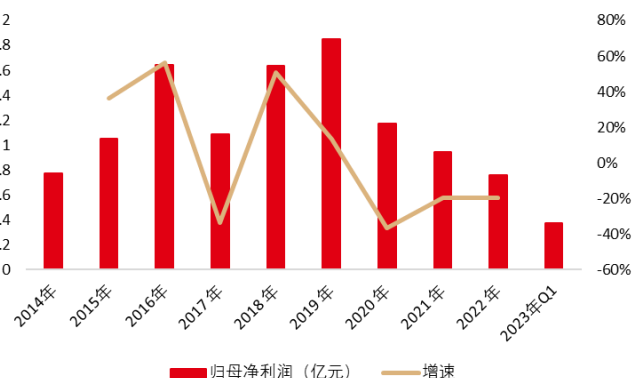
公司收入规模逐年增长，但近年来业绩下降较多。2017-2022 年，公司营业收入由 14.58 亿增长到 21.23 亿元，年均复合增速为 7.8%。但公司的归母净利润由 2019 年的 1.85 亿元下降为 2022 年的 0.76 亿元，主要原因：1) 主要原材料玉米价格高位运行，公司成本上升明显；2) 生猪养殖业亏损较严重及“禁抗”影响下，下游养殖端对动保产品采购意愿降低；3) 海外市场受经济下行、通货膨胀影响，兽用化学药品销量有所下滑。

2023 年业绩有触底企稳迹象。2023 年 Q1，公司实现营业收入 5.27 亿，同比增长 1.45%；实现归母净利润 0.37 亿元，同比增长 16.2%，一方面是由于玉米、煤炭价格回落，公司成本压力缓解，另一方面进入“后禁抗”时代，国内兽用金霉素市场有所修复。

图表6：公司营业收入及其增速



图表7：公司归母净利润及其增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

股权激励彰显业绩修复信心。4 月 22 日，公司发布 2023 年股权激励方案，公司拟向包括董事、高管和核心员工在内的 123 名员工，授予总计不超过 2667 万股的限制性股票（占公司总股本的 3.42%），授予价格为 2.59 元/股；行权期解锁的业绩考核目标是：以 2022 年为基数，

2023-2025 年公司扣非净利润增长率分别不低于 155%、220%和 315%，即对应 2023-2025 年扣非净利润分别不低于 1.76 亿、2.2 亿和 2.86 亿。

2 金霉素市场逐渐修复，非瘟疫苗或重塑行业格局

2.1 金霉素行业：走出低谷，逐步改善

金霉素(chlortetracycline, 简称 CTC)) 又称氯四环素, 属于四环类抗生素, 是第一个被发现的四环素类抗生素。1948 年达格尔博士从金色链丝菌的培养液中分离得到金霉素, 1950 年金霉素被证明具有明显的促生长能力。自此, 金霉素在欧美国家的养殖生产中使用逐渐合法, 并在世界范围迅速推广。1953 年 4 月 FDA 正式批准了金霉素用于动物生产, 我国生产饲用金霉素开始于 1986 年。然而, 20 世纪末以来抗生素不合理使用与滥用问题日益凸显, 全球主要国家相继限制或禁止抗生素在动物饲料中使用, 金霉素也逐渐从饲料添加剂转为治疗药物。

图表8：饲料用金霉素行业发展历程



资料来源：中邮证券研究所整理

金霉素凭借其广谱抗菌活性、促生长、低毒性、价格低等优势, 被广泛应用于农业、医疗和畜牧业等领域。低剂量的金霉素能够促进动物生长, 大剂量的金霉素可以治疗多种疾病。具体看:

1) 饲用金霉素能促进畜禽生长发育、预防疫病感染。饲料中小剂量添加金霉素, 一是能有效抑制有害病原微生物的繁殖, 促进有益微生物增殖, 二是能降低动物肠壁厚度, 并增强肠壁吸收功能, 减少排粪量, 从而提高饲料转化率。三是饲料中添加饲料级金霉素后, 可有效减少对金霉素敏感的病原微生物所引起的疫病和应激现象, 从而降低和避免动物疫病的发生风险。根据肯塔基大学实验结果, 给怀孕母猪喂食金霉素, 每窝断奶仔猪存活数量从 7.5 头提升至 8.8 头, 另受孕率、断奶时体重等多方面指标均较未喂食金霉素的明显提升。

2) 金霉素对慢呼吸道疾病和肠道疾病等具有良好的治疗作用。金霉素属广谱抗生素, 对绝大部分革兰氏阳性及阴性菌、立克次体、支原体(霉形体)、螺旋体、大型病毒等有广泛的抗菌力; 实践证明, 金霉素对鸡兰冠病、慢性呼吸道病、传染性滑膜炎、球虫病、猪钩端螺旋体病、萎缩性鼻炎、细菌性肠炎、猪痢疾等尤为显著。

图表9：肯塔基大学 22 年金霉素母猪饲养试验总结

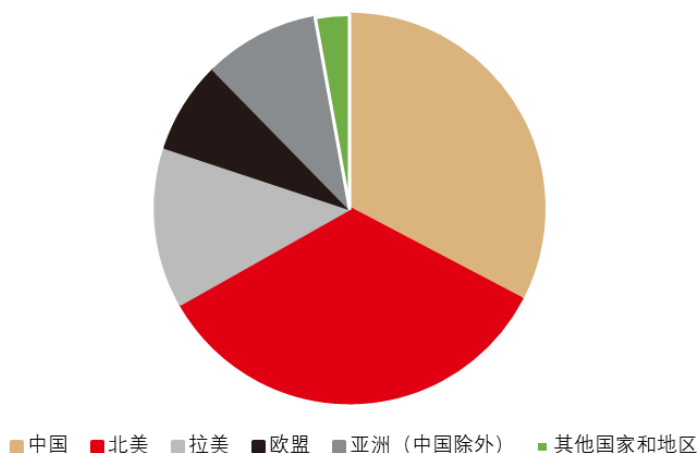
项目	喂食金霉素 (1963-1972)	未喂食金霉素 (1972-1985)
受试母猪的数目	398	688
受孕率	91.4	62.5
每窝产的仔猪数量	10.8	10.2
出生时每窝成活的仔猪	9.8	9.3
出生时的平均重量 (KG)	1.29	1.38
每窝猪断奶时候的成活数 (21 天)	8.8	7.5
断奶时的平均体重 (KG)	5.68	5.36
断奶时的平均成活率%	89.7	80.9
MMA 的机率%	小于 10	66

MMA=母猪分娩后子宫内膜炎-乳腺炎-无乳综合征

资料来源：摘自 Langlois 和 Cromwell (1991)，中邮证券研究所

美国和中国是金霉素最大消费地区。2009 年全球金霉素年消耗量约 10.45 万吨，其中，中国消费量 3.45 万吨，北美消费量约 3.6 万吨，拉美消费量约 1.4 万吨，欧盟消费量约为 0.8 万吨；亚洲(中国除外)消费量约为 1 万吨；其他国家和地区消费量约为 0.3 万吨。

图表10：2009 年全球金霉素消费情况

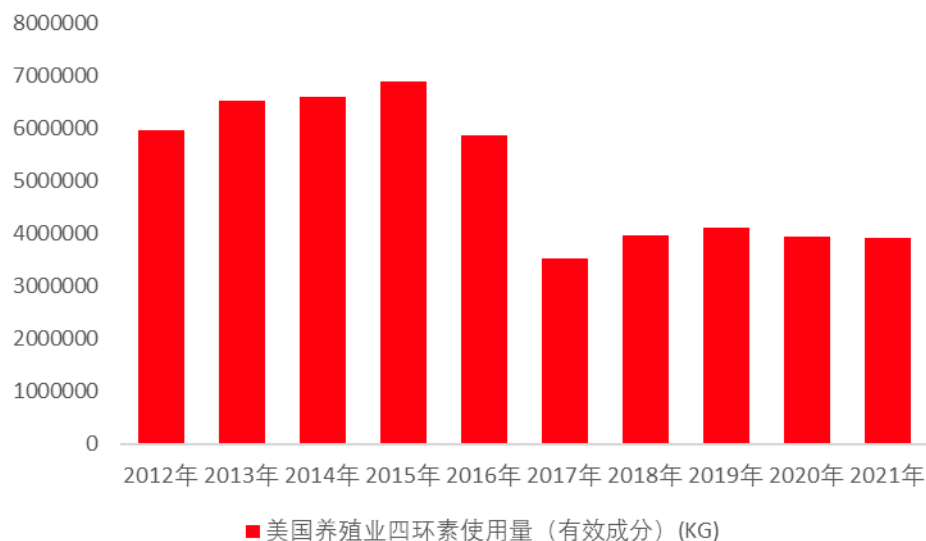


资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

美国：2017 年美国市场用药政策改变，2019 年以后市场基本恢复

美国是中国以外饲用金霉素用量最大的国家，其使用的金霉素基本都是从中国进口的。据美国联邦政府 2012 年的统计数据显示，美国高达 80% 的抗生素被使用在畜牧业养殖上。2014 年，美国 FDA 宣布将用 3 年的时间取缔抗生素在饲料中的添加，仅可作为治疗用药使用，2017 年 1 月 1 日起，开始全面禁止在牲畜饲料中使用性抗生素。从其效果看，2017 年美国市场用药政策的改变对抗生素使用量影响较大，2019 年后市场已稳定。四环素类抗生素(含金霉素、土霉素等)的使用量在 17 年下降了 39.7% 至 3536 吨，后在 19 年恢复至 4117 吨，市场基本稳定。

图表11：2019年后，美国养殖业中四环素类抗生素使用量基本稳定



资料来源：USDA，中邮证券研究所

国内：2020年后全面禁抗，金霉素市场持续修复中

2020年开始全面“禁抗”，金霉素从“兽药添字”变更为“兽药字”。农业部第2292号公告宣布，自2015年12月31日起，停止生产用于食品动物的洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星及诺氟沙星的各种盐、酯及其各种制剂，同时撤销相关企业的兽药产品批准文号。自2020年7月1日起，我国饲料“禁抗令”正式全面施行，全国饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。自此，我国畜牧生产行业正式迎来“饲料禁抗、养殖减抗、产品无抗”的后抗生素时代。同时2020年金霉素产品批准文号由“兽药添字”变为“兽药字”。

图表12：中国“禁抗”历程

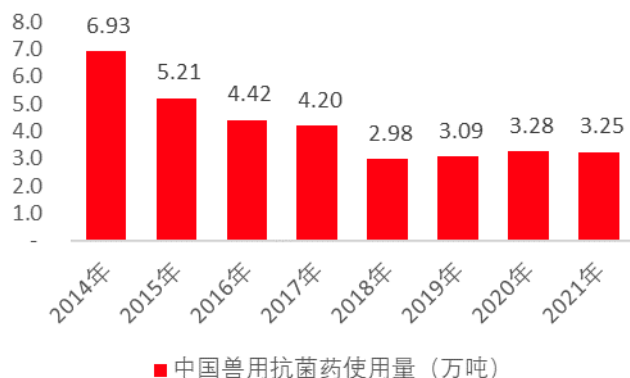


资料来源：农业农村部，中邮证券研究所

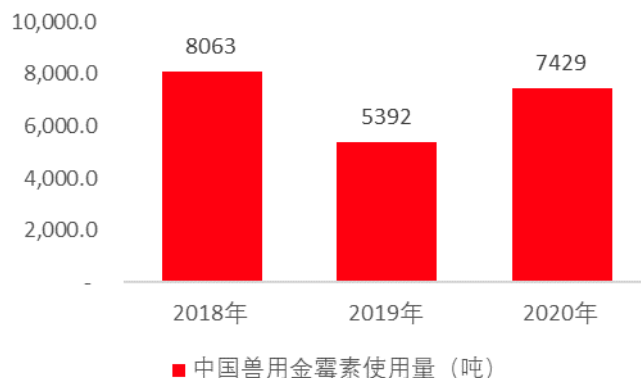
“禁抗”影响主要体现在2015-2019年的过渡期，2020年后市场有所恢复。为应对行业的变化，在2015年-2019年的“禁抗”过渡期，企业已主动减少抗生素使用量，同时叠加非洲猪瘟影响下，中国养殖业的抗生素使用量快速下降。而当2020年正式全面实施“禁抗”后，行业已进入平稳期。2015年-2019年我国兽用抗菌药使用量从6.93万吨下降至3.09万

吨，下降幅度达 55%，而在 2020-2021 年使用量则稳定在 3.2 万吨左右。从金霉素使用量亦呈现出现降后升趋势，2018 年为 8063 吨，2019 年下降至 5392 吨，而 2020 年则再度回升至 7429 吨，其主要原因是非瘟后，生猪疾病问题较为严重，金霉素在养殖端渗透率、使用量加大。

图表13：我国兽用抗菌药使用量情况



图表14：我国金霉素使用量情况



资料来源：农业农村部，中邮证券研究所

资料来源：农业农村部，中邮证券研究所

当前金霉素市场正逐步恢复，且未来仍有较大发展空间：

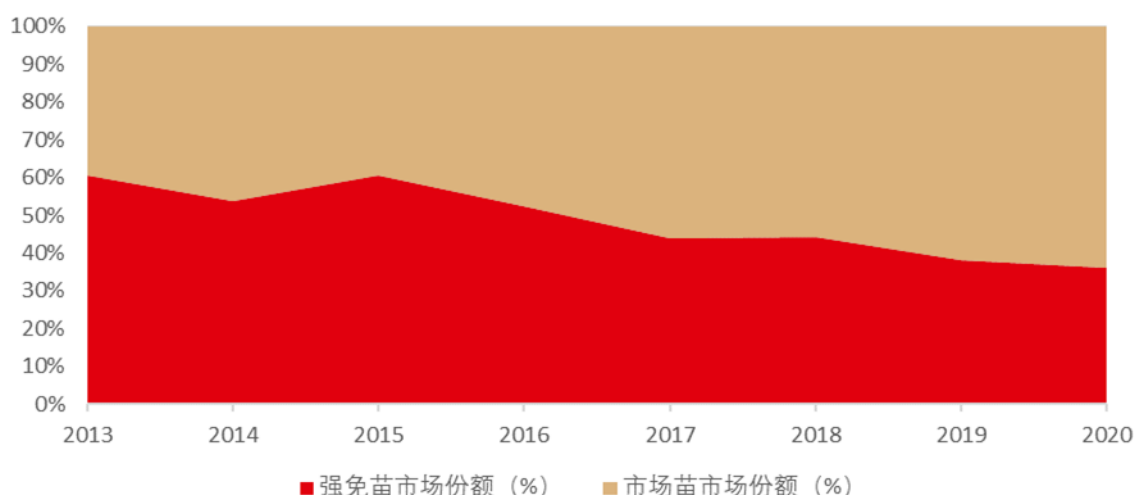
1、**从饲料添加剂转为治疗用药，使用剂量提升，养殖端渗透率提升。**金霉素是第一批且为数不多的兽药添加剂批文产品转为兽药字批文的产品，从而得以在养殖现场继续使用。一方面，金霉素预混剂转换文号后使用剂量从原来饲料中 25-75ppm 调整为现场添加 400-600ppm。另一方面，由于养殖环境、饲料配方等变化，近年来我国猪病问题亦更加复杂化。除非瘟等重大疾病外，仔猪腹泻、圆环、蓝耳等流行疾病也频发。而金霉素在控制动物的慢呼吸道疾病和肠道疾病方面效果突出，其在养殖端的渗透率在逐渐上升。目前中小猪场已经普遍使用，大型猪场也在不断解决给药技术问题，正在逐步加量使用。

2、**除猪、鸡外，反刍类动物市场有巨大空间。**美国 FDA 统计，2021 年使用在牛养殖的抗生素占比达 41%。目前我国反刍动物还没有大量使用，但国内养殖量快速增长，2022 年中国牛出栏量为 4840 万头，存栏量为 10216 万头。因此反刍动物在国内有很大的增量市场。根据金河生物测算，我国牛、羊反刍动物的市场未来有 1.5-2 万吨增量。

2.2 动物疫苗行业：市场化程度快速提升，非瘟疫苗将使行业大幅扩容

动物疫苗行业市场化程度不断加深，“大单品”、“大客户”成为竞争重点。2020 年以前，我国采取强制免疫政策，我国动保企业的竞争是基于生产牌照、生产工艺和销售的竞争。2020 年明确“2025 年全面取消政府招标采购强免疫苗”，并于 2016 年农业部发文启动强制免疫“先打后补”试点工作，动物疫苗市场走向全面市场化竞争。一方面下游养殖企业集中度快速提升，大型企业话语权增强，与大型养殖企业形成深度稳定合作是动保企业稳定市场地位的关键；另一方面，动物疫苗品种众多，但销售额过亿的仅口蹄疫疫苗、禽流感疫苗、猪瘟疫苗、猪圆环疫苗、蓝耳疫苗等少数几个品种，故而只有打造出具有自身优势的“大单品”，企业才能维持竞争优势。

图表15：市场苗销售额占比快速提升



资料来源：中国兽药协会，中邮证券研究所

非瘟疫苗正在申请中，有望在 2023 年底获批上市。2018 年下半年非洲猪瘟进入中国后，造成了极大损失。而当前的弱毒毒株虽然致死率有所下降但防范难度极大，导致猪场的疫病防控成本大幅上涨，当前折合每头猪大概在 110-130 元。即便非瘟疫苗只有 70%左右的免疫率，依然能大大降低养殖成本，故而行业对非瘟疫苗非常期待。我国自 2018 年即开展了非瘟疫苗研发，经过多年努力，在 2023 年 4 月初多家研发机构向农业农村部提交了申请。非瘟疫苗上市应该为期不远了。

非瘟疫苗将使行业大幅扩容，格局有望重塑。非瘟疫苗上市的影响将主要体现在两方面：1) 新增大单品，行业扩容明显。非瘟疫苗有望按照市场定价，预计价格在 15-20 元/头份，非瘟疫苗市场规模可达 200-300 亿。2) 非瘟疫苗生产工艺复杂，对企业研发、生产能力等要求更高，企业将展开激烈争夺。

图表16：不同价格条件下，非洲猪瘟疫苗市场规模测算

单价 (元/头份)	免疫数量 (万头)	免疫次数 (次)	市场规模 (亿元)
10	67,000	2	134
15	67,000	2	201
20	67,000	2	268
25	67,000	2	335

资料来源：中邮证券研究所测算

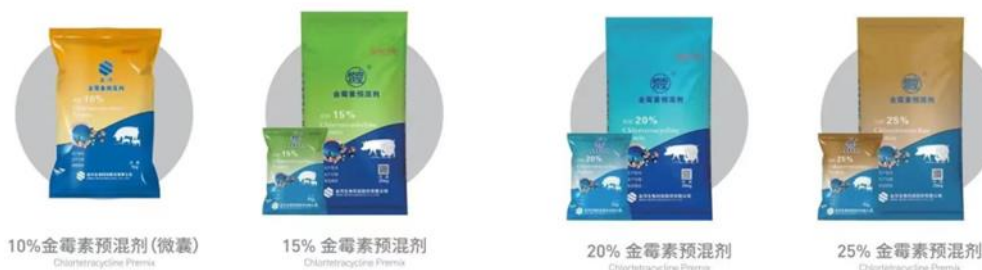
3 金河生物：全球兽用金霉素龙头，动物疫苗新星

3.1 全球兽用金霉素龙头，产能有望翻倍

公司兽药产品以“牧星”牌为核心，涵盖金霉素预混剂、盐酸金霉素、盐霉素、土霉素等多个品类，其中金霉素预混剂为公司核心产品。公司三十多年来一直专注于生产、研发金霉素产品，积累了大量的数据资料与生产经验，从而形成了先进的生产工艺和技术，建立了符合国

际规范的技术开发、生产工艺标准。公司兽用金霉素产品质量稳定，多次通过农业部兽药 GMP 认证、美国 FDA 审验及欧洲 EDQM 认证，远销北美、欧盟、东南亚等全球主要地区。

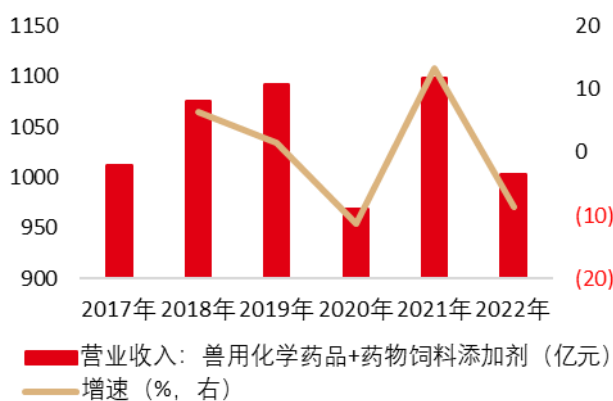
图表17：公司金霉素预混剂主要产品



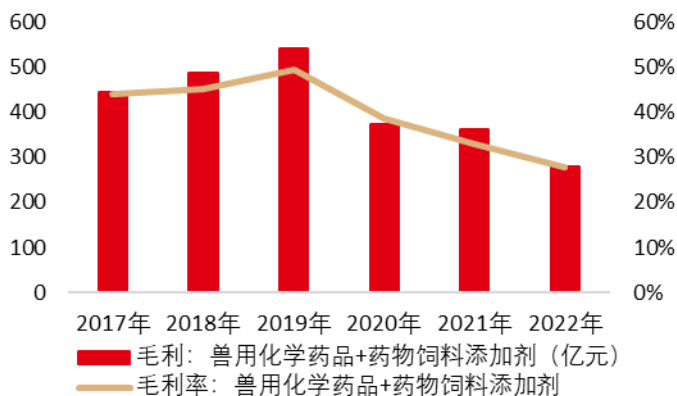
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

2020 年以来，金霉素行业低迷，毛利率连续下降。下游采购意愿下降、原材料价格的上涨等多重因素影响下，2020-2022 年，公司兽药和饲料添加剂行业合计毛利率从 44%下降至 27.7%。随着 2023 年原材料价格的回落，以及公司金霉素用量基本恢复到禁抗前的水平，预计兽药业绩将转好。

图表18：公司兽药及饲料添加剂业务营收及增速



图表19：公司兽药及饲料添加剂毛利及毛利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：2020 年后，受政策变动影响，公司主要产品金霉素的分类从“饲料添加剂”变为“兽用化学药品”

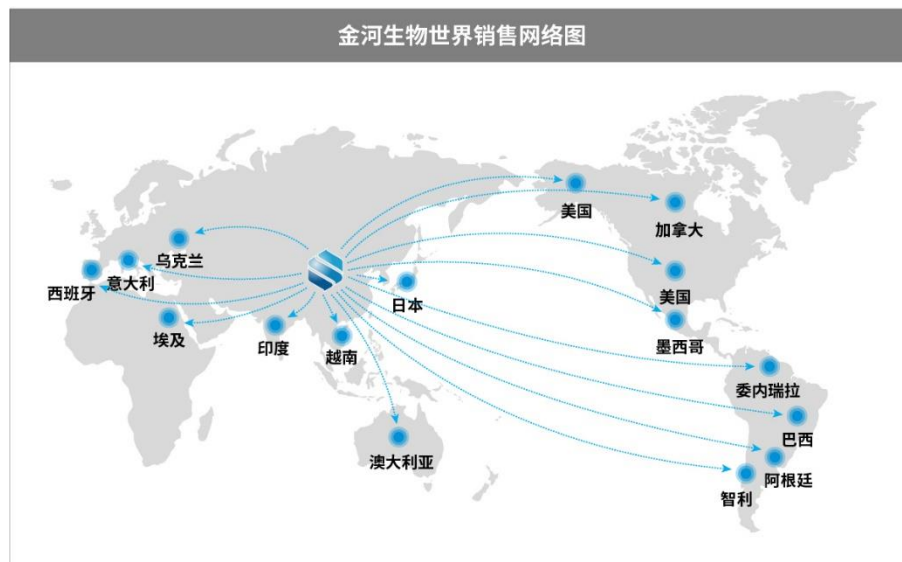
公司是全球最大的饲用金霉素生产企业，金霉素预混剂年综合产能 5.5 万吨，全球市占率 50%以上。公司产品销售涵盖全球主要国家和地区：

1) 美国：金河生物每年大概有 70%以上的饲用金霉素销往海外，其中美国是核心市场。美国由于养殖业的集约化程度较高，对金霉素制品有着巨大的需求。公司前后七次经过美国 FDA 的认证资格，依托子公司潘菲尔的生产体系和销售渠道，美国已成为公司最大的金霉素市场。公司已与全球最大动保公司硕腾公司续签了为期五年(2020 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 31 日)的金霉素采购总协议，到期后还会考虑继续合作；就添加剂产品 PMD 和盐霉素 Savalan 家禽产品也与礼来公司签署委托代理协议。

2) 中国：国内市场客户包括终端养殖厂及渠道经销商。我国 2020 年用药政策改变，目前从金霉素用量上基本恢复到政策改变前的用量。中小猪场已经普遍使用，大型猪场也在不断解决给药技术问题，逐步加量使用。

3) 其他市场：包括加拿大、墨西哥、南美、欧洲、东南亚、印度、越南等国家和地区。

图表20：金河生物世界销售网络示意图

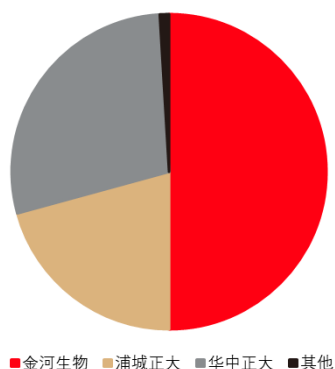


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司规模优势突出，占据全球 50%以上产能。全球饲用金霉素的主要生产企业有金河生物、正大企业国际（浦城正大、华中正大），2022 年公司年产能约为 5.5 万吨左右，正大企业国际年产能约为 5 万吨左右，两者共占据金霉素市场 90%以上的份额。

四季度产能有望进一步提升。公司正在进行六期工程建设，将新旧厂区产能进行重新规划。项目完成后，公司将新增 5-5.5 万吨兽药级高效金霉素、1.5 万吨土霉素等产品产能。预计该项目将在今年四季度建设完成、明年正式投产，届时公司金霉素产能将翻倍，也将进一步降低产品的单位成本和边际成本。

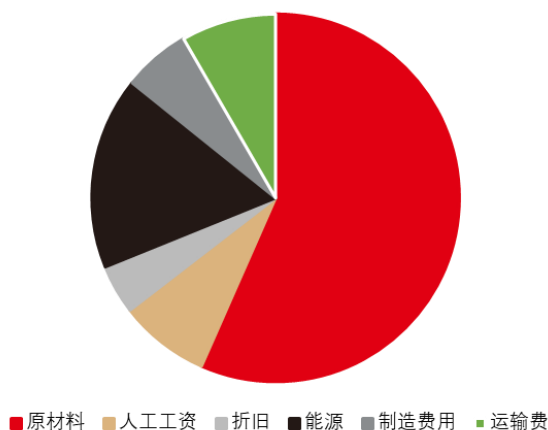
图表21：2021 年全球金霉素产能分布



资料来源：智研咨询，中邮证券研究所整理

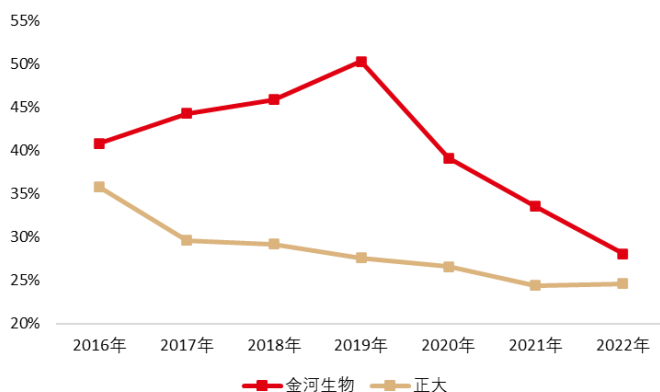
地域优势突出，成本优势明显。金霉素的原材料主要包括玉米，在成本的比重中占比 38% 以上。公司的生产工厂位于内蒙古呼和浩特，靠近便宜的玉米主产区，具有运输、采购、储存玉米等方面的低成本优势；此外，能源也是主要的构成成本，占比在 16% 以上，公司毗邻准格尔煤矿和大唐托克托电厂，公司能以较低的成本采购煤炭和电力等能源，具有能源成本优势。多年以来，公司兽药业务毛利率显著高于行业其他公司，以 2022 年为例，金河生物兽药业务毛利率为 28.07%，而正大则为 24.60%。

图表22：公司 2022 年兽用化学药品成本构成



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表23：公司兽用化学药品毛利率对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 动物疫苗新品储备丰富

2015 年以来，公司通过多次外延并购成功进入动物疫苗行业。2015 年 4 月成立子公司金河佑本，成为公司发展疫苗业务的核心子公司。2015 年 7 月，通过金河佑本收购了杭州佑本 67% 的股权；2016 年通过美国子公司法玛威收购普泰克公司，公司拥有了国际化的研发平台和人才团队；2023 年公司以 2.88 亿收购吉林百思万可 60% 股权，开始布局非瘟疫苗领域。

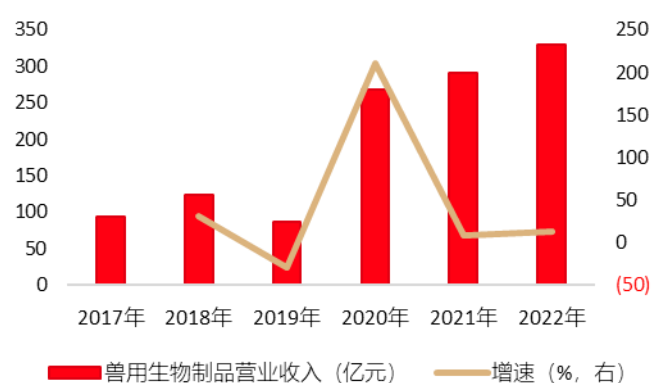
图表24：公司动物疫苗业务布局历程图

2015年4月	2015年7月、12月	2016年12月	2018年5月	2021年8月	2023年5月
设立子公司金河佑本	金河佑本分两次分别收购杭州荐量（后更名为杭州佑本）33%、34%的股权，合计67%	美国子公司法玛威以4300万美元收购普泰克100%股权	收购杭州佑本其余33%股权，杭州佑本成为全资子公司	使用定增募集资金开始金河佑本和杭州佑本的“动物疫苗项目建设一期工程”及“GMP改造工程”	金河佑本收购吉林百思万可60%股权

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

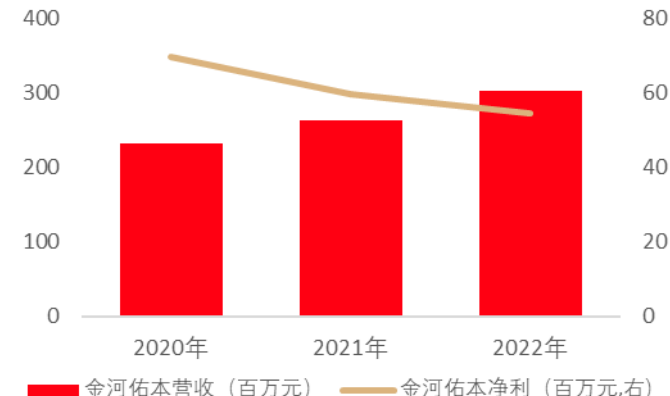
公司疫苗业务规模扩张迅速。公司生物制品营收从2017年的0.94亿元增长到为2022年的3.3亿元，年均复合增速为28.5%；毛利从2017年的0.42亿增长到2022年的2.23亿元，年均复合增速为39.96%。其中仅2019年营收、毛利下降，主要原因是公司疫苗板块处于投入期叠加非瘟疫情影响。2022年公司生物制品贡献了15.55%的收入、36.95%的毛利。

图表25：公司生物制品业务营收及增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表26：金河佑本营收和净利润情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司已建立了四大生产基地，并各有侧重：

- 1、金河佑本托克托智能工厂：率先实现动物疫苗的智能化制造，占地191亩，总投资6.9亿元，主要生产牛羊疫苗及特种疫苗。拥有合成肽疫苗、布氏杆菌病活疫苗、细菌灭活疫苗、细胞悬浮培养病毒灭活疫苗等生产线。
- 2、杭州佑本工厂：主要侧重于猪用疫苗和宠物疫苗的研发生产，目前以猪圆环、蓝耳病、猪瘟为主，拥有细胞培养病毒灭活疫苗（含悬浮培养工艺）、细胞悬浮培养病毒灭活疫苗、细胞培养病毒活疫苗等生产线。
- 3、美国法玛威是金河疫苗板块的海外生产、研发基地，负责海外生产、基因工程亚单位疫苗和宠物疫苗的研发，拥有全球首个蓝耳病双组分嵌合活疫苗专利技术及产权，并正在进行猪回肠炎、犬四联、猪流感、非洲猪瘟疫苗的研发。

4: 吉林百思万可: 主要布局非洲猪瘟疫苗, 拓宽公司猪用疫苗产品结构, 扩大公司在动物用疫苗领域的市场占有率、增强公司核心竞争力。

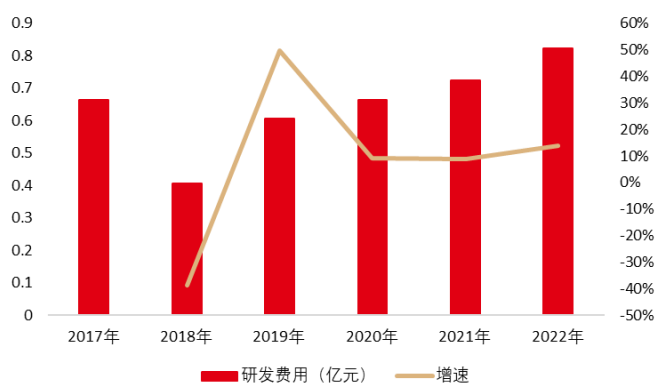
图表27: 金河生物四大疫苗生产基地

生产基地	生产和研发品种	已有生产线
金河佑本托克托智能工厂	牛羊疫苗及特种疫苗	合成肽疫苗、布氏杆菌病活疫苗、细菌灭活疫苗、细胞悬浮培养病毒灭活疫苗等
杭州佑本工厂	猪用疫苗和宠物疫苗	猪圆环、蓝耳病、猪瘟为主, 拥有细胞培养病毒灭活疫苗(含悬浮培养工艺)、细胞悬浮培养病毒灭活疫苗、细胞培养病毒活疫苗等
吉林百思万可工厂	非洲猪瘟疫苗	---
法玛威疫苗工厂(美国)	基因工程亚单位疫苗和宠物疫苗, 猪回肠炎、犬四联、猪流感、非洲猪瘟疫苗	---

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

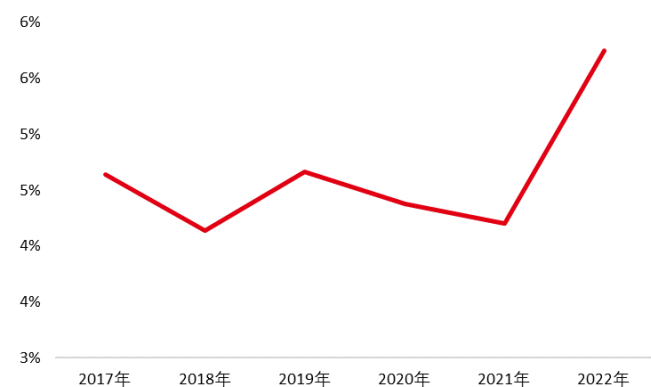
公司一直注重研发工作。目前公司设立了两大研发中心, 分别为内蒙古研发中心和杭州研发中心。内蒙古研究所主要从事新产品注册、疫苗佐剂、抗原纯化与定量检测、诊断试剂新产品研究。杭州研究所主要从事分子生物学、悬浮培养研究、中试样品生产及动物实验开展。公司还十分注重与国内外科研院所(中国农业大学、南京农业大学、华南农业大学、内蒙古农业大学、浙江大学、浙江农林大学、中国农科院上海兽医研究所等)及知名公司开展技术合作, 以产学研相结合、自主研发和技术引进并举, 通过引进、消化、再吸收和集成创新相结合的方式, 构建了四大技术平台。分别是抗原工业化量产技术平台、基因工程亚单位抗原构建技术平台、抗原定量检测技术平台和抗原纯化技术平台。

图表28: 公司研发费用及其增速



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表29: 公司研发投入占营业收入比例



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

公司疫苗产品已形成较完整的产品体系。公司疫苗产品目前有包括猪用疫苗(主要有猪蓝耳、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、猪胃腹二联活疫苗等), 和宠物用疫苗(主要有狂犬天活疫苗)。其中, 公司蓝耳灭活疫苗市占率全国第一, 蓝耳疫苗包括佑蓝宝(蓝耳灭活苗)和佑蓝泰(蓝耳双组分联合活疫苗), 总体销售势头强劲, 猪企 Top100 企业种有近 70 家企业使用公司产品。

当前公司值得期待的疫苗新品主要有以下两个：

- 1) 金河佑本公司本部在国内市场代理销售法玛威子公司 **Biologics Inc.** 的疫苗产品猪支原体灭活疫苗（国内称“喘泰克”）和猪圆环 2 类-支原体肺炎二联苗，疫苗投放市场后获得不错的反应。
- 2) 布病疫苗生产线 **GMP** 动态验收现场检查已完成，目前公示期已结束，正在等待核发新兽药证书和生产许可证，布病疫苗预计在今年第四季度上市。

图表30：公司疫苗产品进展情况

已上市主要产品	上市时间	备注
猪圆环灭活疫苗	2016. 08. 23	首款产品，定位大型养场
猪蓝耳活疫苗	2019. 9	市占率行业第一
猪蓝耳灭活疫苗	2019. 12. 31	重磅产品
猪支原体灭活疫苗	2020	代理美国法玛威产品
伪狂犬灭活疫苗	2020. 11. 20	重磅产品
在注册在申报产品	2023-2024 将陆续上市	
猪伪狂犬灭活疫苗	申请新兽药证书	
布病活疫苗	等待核发新兽药证书和生产许可证书	
乙脑悬浮培养灭活疫苗	申请新兽药证书	
在研产品		
口蹄疫 VLP		
非洲猪瘟		
猪回肠炎		

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

收购吉林百思万可，布局非洲猪瘟。2023 年 5 月 24 日公司子公司金河佑本以 1.63 亿元收购吉林百思万可 34%股权，同时增资 1.25 亿元，占增资后吉林百思万可 26%的股权，股权转让及增资完成后合计持有吉林百思万可 60%的股权。此次交易意味着公司在非瘟赛道上向前迈进一大步。

收购吉林百思万可将实现公司在非洲猪瘟防控及非瘟疫苗产研转化速度。吉林百思万可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。同时百思万可公司在研的多项产品（包括口蹄疫 VLP、高致病性禽流感、猪瘟 E2 蛋白等） also 具有很高的市场价值，有利于扩大公司在动物用疫苗领域的市场占有率，增强公司核心竞争力。

4 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

兽药及饲料添加剂业务：逐渐修复

行业：已逐渐修复。美国金霉素市场发展平稳，同时国内中小养殖场金霉素用量提高带动下，全国整体用量已恢复，而中大型养殖场渗透率正在逐渐修复中。

公司产能：有望翻倍。公司六期工程将在今年四季度建设完成、明年正式投产，届时公司金霉素产能将从现在的 5.5 万吨提升至 10.5-11 万吨，产能接近翻倍。

经营环境看：同时 22 年四季度，内蒙古地区交通受限，对公司业绩影响较大，而今年这一不利因素已消除。

故我们预计公司兽药和饲料添加剂业务 2023-2025 年合计收入增速分别为 9.84%、14.82% 和 14.83%，毛利率分别为：28.49%、28.52%和 28.54%。

图表31：金河生物兽用化学药品+饲料添加剂业务收入、毛利情况及预测

	2022 年	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
营业收入（百万元）	1,003.49	1102.27	1265.62	1453.37
同比（%）	-8.64	9.84	14.82	14.83
营业成本（百万元）	725.03	788.25	904.72	1038.58
毛利（百万元）	278.46	314.02	360.90	414.79
毛利率（%）	27.75	28.49	28.52	28.54

资料来源：ifind，中邮证券研究所预测

动物疫苗业务：多个新品上市

行业情况：2022 年行业竞争激烈，产品价格大幅下挫。进入 2023 年后，行业竞争秩序改善，同时下游生猪存栏相对充足，行业环比改善。另非瘟疫苗正在审批中。

公司情况：蓝耳灭活疫苗稳居行业第一，盈利稳健。美国子公司法玛威的疫苗产品有猪支原体灭活疫苗、圆支二联苗 23 年开始在国内代理销售，同时布病疫苗预计在今年第四季度上市，以上均将成为公司疫苗业务新的增长点。

行业改善的同时，公司多个新品发力，我们预计公司疫苗业务 2023-2025 年收入增速分别为：20%、15%和 10%；毛利率维持在 70%左右。

图表32：金河生物兽用生物制品业务收入、毛利情况及预测

	2022 年	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
营业收入（百万元）	330.17	396.20	455.63	501.20
同比（%）	13.19	20.00	15.00	10.00
营业成本（百万元）	107.10	118.86	136.69	150.36
毛利（百万元）	223.07	277.34	318.94	350.84
毛利率（%）	67.56	70.00	70.00	70.00

资料来源：ifind，中邮证券研究所预测

环保业务：持续稳定盈利

公司环保处理能力完全能够满足所有园区企业的废水处理要求，预计 2023-2025 年该项业务收入维持 15%左右的增长，毛利率维持在 47%左右。

图表33：金河生物污水处理业务收入、毛利情况及预测

	2022 年	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
营业收入（百万元）	107.58	123.72	142.27	163.62
同比（%）	25.06	15.00	15.00	15.00
营业成本（百万元）	56.64	65.57	75.41	86.72
毛利（百万元）	50.94	58.15	66.87	76.90
毛利率（%）	47.35	47.00	47.00	47.00

资料来源：ifind，中邮证券研究所预测

综上所述，受益于金霉素行业的企稳回升以及疫苗业务的新品放量，我们预计 2023-2025 年公司业绩将实现中高速增长。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为：23.60 亿、26.27 亿和 29.08 亿，增速分别为 11.20%、11.28%和 10.70；预计公司 2023-2025 年归母净利分别为 1.48 亿、1.71 亿和 2.02 亿，增速分别为 96.2%、15.28%和 18.09%。

4.2 可比公司估值

目前 A 股中动保行业上市公司主要有：中牧股份、生物股份、普莱柯和回盛生物。上述公司中，23 年 PE 最高为 30 倍，最低为 18 倍。当前金河生物 23 年 PE 为 25 倍，处于行业平均水平左右。但公司金霉素龙头地位稳固、疫苗业务快速发展，公司业绩增速明显高于行业平均，我们认为其应当享有一定估值溢价。

图表34：金河生物及可比公司估值（股价为：2023 年 8 月 16 日收盘价）

代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2022 年	2023 年 E	2024 年 E	2022 年	2023 年 E	2024 年 E
600195.SH	中牧股份	119	11.7	0.54	0.62	0.76	22	19	15
600201.SH	生物股份	109	9.75	0.19	0.33	0.42	52	30	23
603566.SH	普莱柯	76	21.55	0.49	0.82	1.01	44	26	21
300871.SZ	回盛生物	27	16.05	0.32	0.87	1.38	51	18	12
平均							42	23	18
002688.SZ	金河生物	37	4.8	0.10	0.19	0.22	50	25	22

资料来源：ifind，中邮证券研究所

注：金河生物 2023、2024 年 EPS 为中邮证券研究所预测，其余公司为 ifind 一致预期

4.3 投资建议

金河生物进入业绩修复快车道：一方面公司为兽用金霉素全球龙头且 2024 年产能将翻倍，随着兽用金霉素行业底部回升，公司金霉素业务业绩将持续修复；另一方面，公司有多种动物疫苗新品种将陆续上市，公司动物疫苗业务盈利能力将明显提升。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.19 元、0.22 元和 0.26 元，看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

原材料、能源价格上涨的风险：公司主要产品金霉素的原料是玉米淀粉，玉米占金霉素成本比重较大，玉米价格的上涨对公司金霉素产品成本影响较大。同时煤炭价格的大幅上涨也会增加公司化药产品的生产成本，降低产品的利润率。

市场波动风险：受猪周期影响，养殖行业持续低迷，公司动保业务作为养殖行业上游产业，必然受其影响，因此存在市场不达预期风险。

研发进展不及预期风险：公司在疫苗产品研发方面不断投入，疫苗产品研发周期长，投入大，技术复杂，研发结果存在不确定性的风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2123	2360	2627	2908	营业收入	2.2%	11.2%	11.3%	10.7%
营业成本	1509	1647	1814	1998	营业利润	-13.2%	50.8%	14.4%	16.6%
税金及附加	16	18	20	22	归属于母公司净利润	-19.6%	96.2%	15.3%	18.1%
销售费用	131	142	160	177	获利能力				
管理费用	239	245	286	323	毛利率	28.9%	30.2%	30.9%	31.3%
研发费用	82	85	100	110	净利率	3.6%	6.3%	6.5%	6.9%
财务费用	7	49	48	47	ROE	3.4%	6.4%	6.9%	7.5%
资产减值损失	-27	-10	-10	-10	ROIC	3.5%	5.5%	6.0%	6.3%
营业利润	121	183	209	244	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	46.2%	44.7%	41.6%	40.7%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	1.05	1.12	1.25	1.37
利润总额	119	181	207	242	营运能力				
所得税	1	5	6	7	应收账款周转率	5.57	5.44	5.42	5.40
净利润	118	175	201	235	存货周转率	3.39	3.56	3.76	3.68
归母净利润	76	148	171	202	总资产周转率	0.50	0.52	0.57	0.60
每股收益(元)	0.10	0.19	0.22	0.26	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.10	0.19	0.22	0.26
货币资金	491	412	358	578	每股净资产	2.85	2.95	3.18	3.45
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	461	517	571	632	PE	49.59	25.27	21.92	18.57
预付款项	18	20	22	24	PB	1.69	1.63	1.51	1.39
存货	676	650	746	832	现金流量表				
流动资产合计	1747	1713	1849	2245	净利润	118	175	201	235
固定资产	1305	1528	1544	1520	折旧和摊销	158	141	157	157
在建工程	301	152	128	110	营运资本变动	-221	-31	-134	-127
无形资产	630	615	595	575	其他	69	76	72	70
非流动资产合计	2759	2859	2840	2788	经营活动现金流净额	124	361	297	334
资产总计	4506	4572	4689	5033	资本开支	-402	-220	-139	-106
短期借款	1246	1096	996	1096	其他	15	-22	-1	-1
应付票据及应付账款	263	252	277	305	投资活动现金流净额	-387	-243	-140	-107
其他流动负债	155	180	211	232	股权融资	55	0	0	0
流动负债合计	1665	1529	1485	1634	债务融资	606	-52	-150	50
其他	416	514	464	414	其他	-510	-144	-60	-58
非流动负债合计	416	514	464	414	筹资活动现金流净额	150	-196	-210	-8
负债合计	2080	2043	1949	2048	现金及现金等价物净增加额	-90	-79	-54	219
股本	780	780	780	780					
资本公积金	889	889	889	889					
未分配利润	556	616	771	952					
少数股东权益	204	231	261	294					
其他	-4	14	39	70					
所有者权益合计	2425	2529	2740	2985					
负债和所有者权益总计	4506	4572	4689	5033					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048