

# 金河生物 (002688.SZ)



买入 (首次覆盖)

目标价: 7.02 元

## 兽用化药与疫苗双轮驱动，海内外市场两翼齐飞

### 核心投资亮点

金河生物是全球最大的兽用金霉素龙头企业。金河生物三十多年来一直专注于生产、研发金霉素产品，其产能规模为全球第一，约为 5.5 万吨/年，产能占全球产能的 51%。此外公司六期工程将于今年三季度试生产，四季度正式投产，届时将新增产能六万吨，其中部分产能用于金霉素生产。高度智能化的六期工程投产有望进一步降低公司成本，统筹分配整体产能之后，除公司金霉素整体产能不变外，还新增了土霉素、酵母粉和其他化药品种，而这些新增的品种，将进一步打开公司业绩增长空间。

创新引领的兽用疫苗龙头，非洲猪瘟疫苗研发进度领先。公司全面布局猪用疫苗、牛羊用疫苗、宠物疫苗与诊断试剂，目前公司已上市疫苗品种超 15 款，在研疫苗品种超过 20 款。凭借先进的创新研发模式以及打通国内外的研发体系，金河生物实现了多款重磅疫苗的突破，公司创新开发的蓝耳灭活疫苗市占率位居首位，公司开发的首款符合世界卫生组织理想标准的动物布病疫苗：佑布泰®已经成功推出市场并快速放量，未来有望成为公司另一重磅品种。目前公司非洲猪瘟冻干灭活疫苗已进入效力评价试验阶段，一旦获批有望为兽用疫苗板块注入强劲活力。

打通上下游产业链，农产品加工及环保业务稳健增长。凭借地处我国玉米主产区的区位优势 and 精细化管理能力，公司打造了 30 万吨玉米深加工能力，不仅巩固了金霉素的成本优势，还对外销售增厚业绩。子公司金河环保从事污水处理、中水回用、固废填埋、气味治理等业务，是托克托县工业污水处理的关键基础设施，彻底解决了工业园区污水排放瓶颈，具备不可替代的社会价值。

低估明显，未来增长潜力较大。我们预计金河生物 2024-2026 年营业收入分别为 25.09/29.06/33.77 亿元，归母净利润 2.07/2.92/3.91 亿元，对应 PE (TTM) 18.57/13.15/9.83X。根据市场一致性预期，可比公司 24-26 年 PE (TTM) 预测值平均分别为 23.46/18.89/16.26X。并且可比公司目前平均市净率为 2.15X，金河生物市净率仅为 1.70X，明显低于行业平均水平。

### 市盈率 (PE)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21.74	25.09	29.06	33.77
YoY	2.42%	15.42%	15.80%	16.21%
归母净利润	0.86	2.07	2.92	3.91
YoY	14.34%	140.7%	41.3%	33.8%
毛利率	29.55%	30.8%	32.6%	34.0%

### 目标价和评级

考虑到行业平均估值水平，以及金河生物广阔的发展前景和重磅产品业绩兑现的确定性，我们认为金河生物 2024 年应为 26 倍 PE，目标价 7.02 元/股，相较于昨天收盘价 4.92 元存在 42.68% 的上涨空间，给予强烈推荐评级。

### 风险提示

非瘟疫苗审批进度不及预期、兽用金霉素市场开拓不及预期、兽用疫苗研发及商业化不及预期。

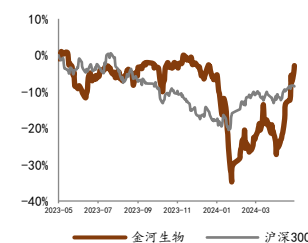
### 華升证券研究

陈思聪

nelsonchan@cfcg.com.hk

+852 31666842

最新收盘价:	4.92
总市值:	38.40 亿
市盈率:	40.55
市净率:	1.70
总股本:	7.8042 亿



## 目录

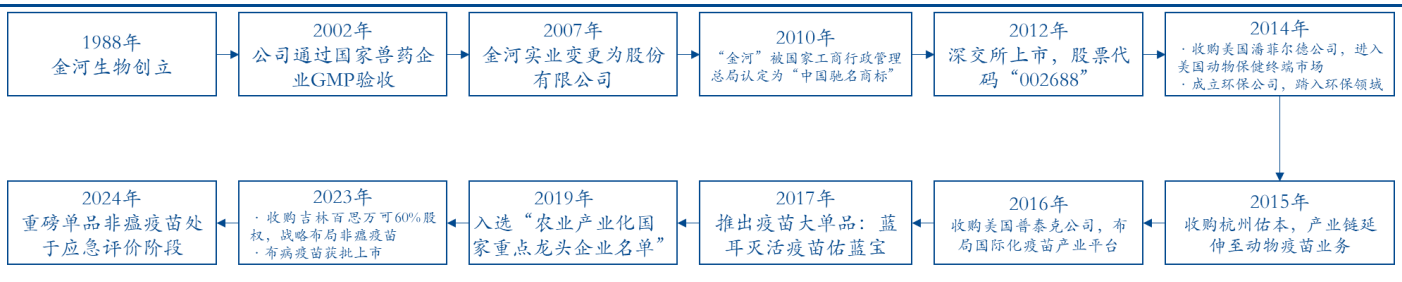
一、公司介绍：兽药疫苗双轮驱动，海内外联动成长 .....	3
1.1 全球最大金霉素企业，持续扩张 .....	3
1.2 产品布局全面，业绩稳健增长 .....	5
二、需求恢复叠加新品研发，化药+疫苗市场加速成长 .....	8
2.1 周期与成长并进，动保市场迈向千亿规模 .....	8
2.2 兽用疫苗行业——大单品不断迭代，新赛道持续受关注 .....	9
2.3 兽用化药行业——迈入新阶段，未来市场空间具备极大潜力 .....	13
三、传统业务竞争优势明显，兽用疫苗业务铸就第二增长曲线 .....	16
3.1 传统业务稳健增长，六期产能落地 .....	16
3.2 产品管线丰富，布病和非瘟疫苗有望助力公司加速成长 .....	18
3.3 环保及玉米加工，进一步增厚公司利润 .....	26
四、盈利预测与估值 .....	28
五、风险提示 .....	30

## 一、公司介绍：兽药疫苗双轮驱动，海 内外联动成长

### 1.1 全球最大金霉素企业，持续扩张

金河生物是全球最大的金霉素企业，迈向动保龙头。公司主要产品及服务领域包括兽用药物添加剂、兽用疫苗、兽用化学药品，玉米淀粉加工及工业污水处理业务。公司成立于1988年，并于2012年上市。2015年，公司收购杭州佑本，涉足动物疫苗业务，开启兽药+疫苗双轮驱动战略。公司上市至今，产品体系日益丰富，在猪用、牛羊用、宠物用疫苗方面全面布局，逐步成为中国领先的动保企业之一。

图：公司发展历程



资料来源：公司公开资料

子公司分工明确，各司其职，齐头并进。五大核心子公司分别为金河牧星（+母公司，负责兽药业务的生产与销售）；金河佑本、美国法玛威（动物疫苗、动保制剂等产品的研发、生产和销售）；金河淀粉（农产品加工贸易）；金河环保（污水处理等环保服务），分工明确，定位清晰。

图：核心子公司

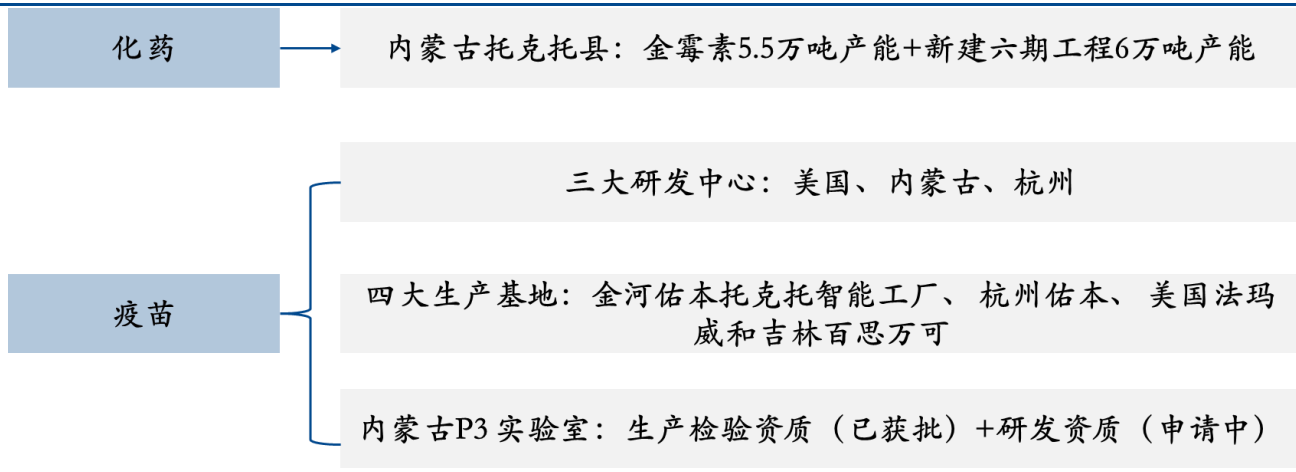
		2023年 总资产 (亿元)	2023年 总收入 (亿元)	2023年 净利润 (亿元)	
金河生物 (002688.SZ)	兽用化药 药物饲料添加剂	金河牧星	0.62	0.64	0.06
	动物疫苗 动保制剂	金河佑本	17.22	3.05	0.16
		法玛威	10.28	5.40	0.42
	农产品加工贸易 (淀粉及联产品)	金河淀粉	4.95	7.82	0.05
	污水处理等 环保服务	金河环保	4.05	1.99	0.68

资料来源：公司2023年年报

**基础设施完备，疫苗研发持续加码。金霉素产销位**

于内蒙古托克托县，具备适宜的温度、光照条件，有利于许多种养殖业和生物发酵工业的发展，目前化药新建六期工程项目采用更具规模化和智能化设备，可以有效实现集中放量生产。疫苗有三大研发中心（美国、内蒙古、杭州）以及四大生产基地（金河佑本托克托智能工厂、杭州佑本、美国法玛威和吉林百思万可）。此外，金河佑本在内蒙古的P3实验室，已经拿到生产检验资质，正在申请研发资质，未来将有效支持公司研发技术的创新及科研成果的转换。

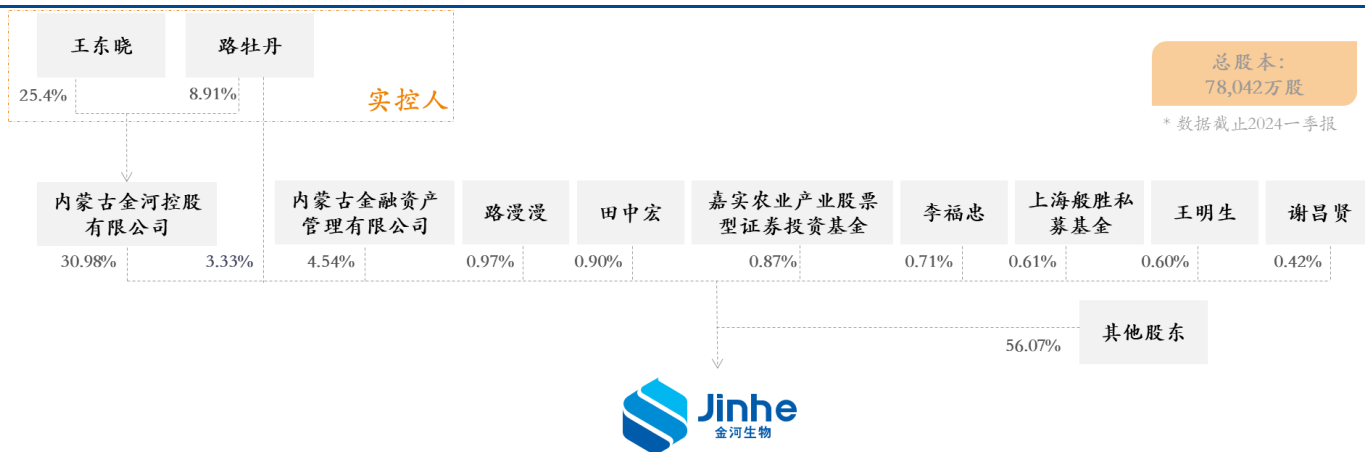
图：公司化药&疫苗基础设施



资料来源：公司 2023 年年报及公开资料

**股权结构清晰、高管经验丰富。**内蒙古金河控股有限公司为公司第一大股东，持股比例为 30.98%，进一步穿透来看，王东晓、路牡丹夫妻二人分别持有内蒙古金河控股有限公司 82%和 18%的股权。两人直接或间接持有金河生物 25.40%和 8.91%的股权，是公司的实控人。王东晓为公司创始人，1990 年从抗生素发酵切入兽用化药及饲料添加剂行业，有超 30 年的化药产业经验。王家福为佑本疫苗董事长，从事兽医生物制品行业 37 年，被誉为国内疫苗届领军人物。经验丰富的高管掌舵，化药+疫苗双轮驱动战略稳步推进。

图：公司股权结构图

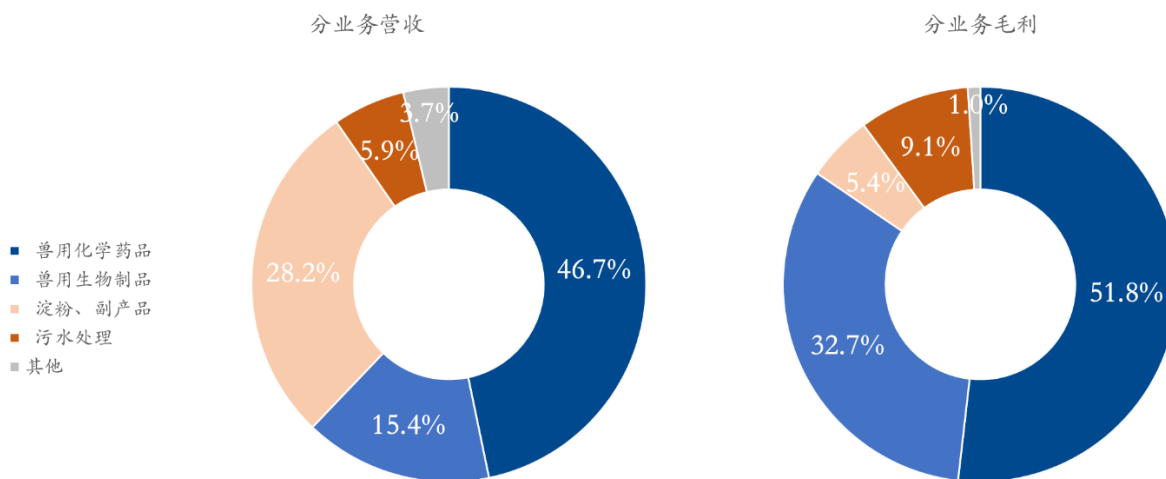


资料来源：公司公告

## 1.2 产品布局全面，业绩稳健增长

公司目前有四大业务，各版块有机联动。2023年兽用化学药品收入10.16亿元，同比增长3.27%，兽用疫苗收入3.35亿元，同比增长1.48%，毛利分别为3.33亿元和2.10亿元，两者营收占比合计为62.1%，毛利占比合计为84.5%。化药与疫苗双轮驱动，共同支撑动保主业高速发展。农产品加工和环保板块为公司支持型配套业务，2023年农产品加工收入6.13亿元，占营收比重28.21%，环保板块收入1.29亿元，占营收比重5.93%。

图：分业务收入、毛利（2023年年报）



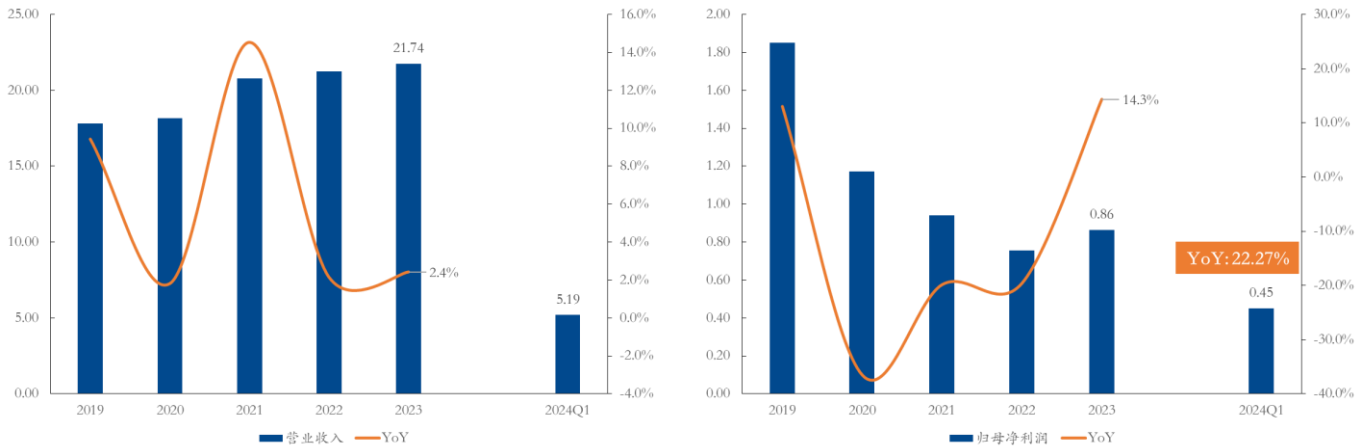
资料来源：公司公告

**营业收入稳健增长。**2023年公司总收入21.74亿元，同比增长2.42%。2019年至今，非瘟、疫情、叠加猪周期持续处于低迷状态，公司能维持每年正向收入增长，且19-23年复合增长率达到5.1%，体现了公司多元化的产品布局、全球化渠道带来的优势。

**归母净利润触底回升。**从利润看，公司2023年实现归母净利润0.86亿元，同比增长14.34%。随着金霉素成本下降、高毛利的疫苗业务的快速发展，公司利润触底回升。

2024Q1，公司实现营业总收入5.19亿元，同比-1.49%，实现归母净利润0.45亿元，同比+22.27%。展望2024全年，随着化药六期产能落地，布病、非瘟疫苗的稳步推进，收入和利润都有较好的增长预期。

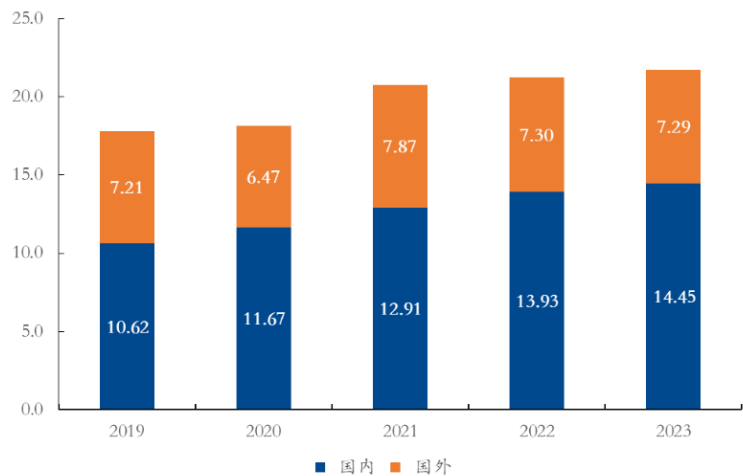
图：公司收入、归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告

**全球化布局，海外收入稳定。**公司已建立辐射全球重点市场的销售网络，美国是公司海外核心市场，其他海外市场主要包括加拿大、墨西哥、南美、欧洲、东南亚、印度、越南等国家及地区。海外营收稳定，占总收入三四成左右，2023年海外收入占总营收 33.6%，海外毛利润占比 42.4%。随着关税申诉成功，未来美国业务维持零关税，将进一步维持海外业务的稳定发展。

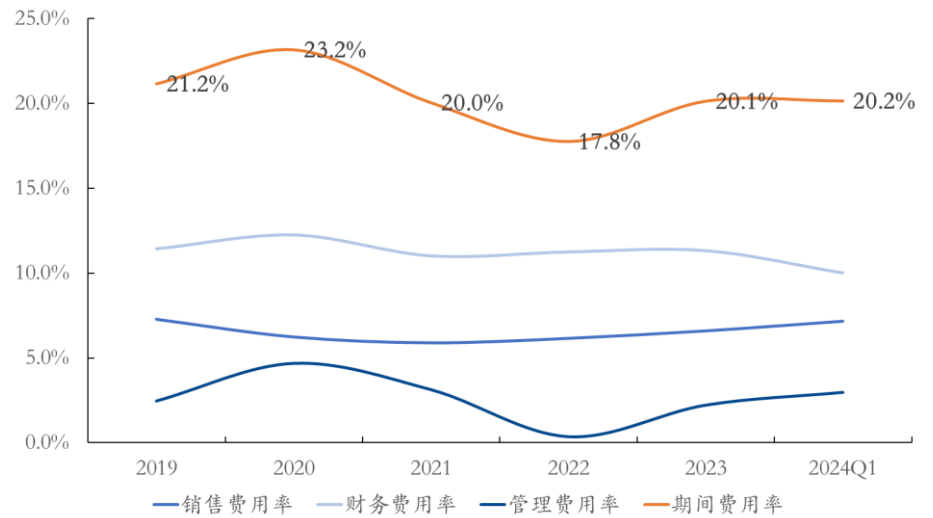
图：公司海外业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告

**期间费用率略有提升，长期来看有望回落。**2023年期间费用率为 20.1%、2024年一季度为 20.2%，相比 2022 年的 17.8%略有提升，相比前几年维持正常水平。由于公司六期化药工程建设，设备、人员等逐步配备，外加多个疫苗产品加大市场推广销售，期间费用率略有提升是合理现象。长期来看，随着渠道建设、市场推广逐步完成，公司期间费用率有回落的可能。

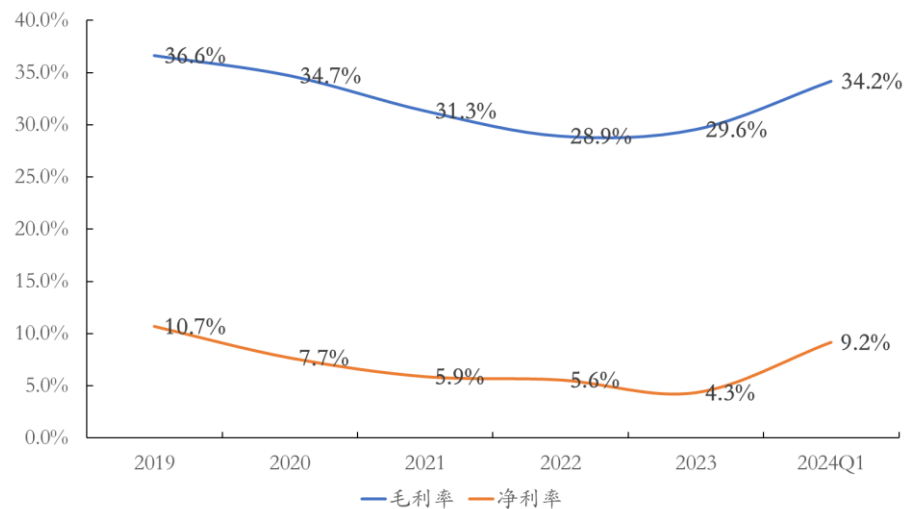
图：公司期间费用率



资料来源：公司公告

**成本下行，利润释放。**2022年毛利率28.92%、2023年毛利率29.55%、2024年一季度毛利率34.18%。毛利率逐步提升，带动净利率持续改善，2024一季度净利率达到了9.16%，相比2023年底的4.34%增加4.82个百分点。利润提升背后主要系成本下降，以能源价格为例，2023年能源煤炭去税均价较上年同期下降36.14%。从一季度来看，金霉素主要成本仍处于下行区间，加上六期工程采用更具规模化和智能化的设备，有望将生产成本进一步拉低，利润率仍存在提升空间。

图：公司利润率



资料来源：公司公告

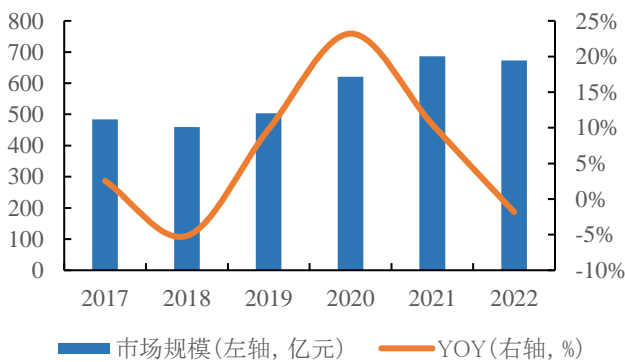
## 二、需求恢复叠加新品研发，化药+疫苗市场加速成长

### 苗市场加速成长

#### 2.1 周期与成长并进，动保市场迈向千亿规模

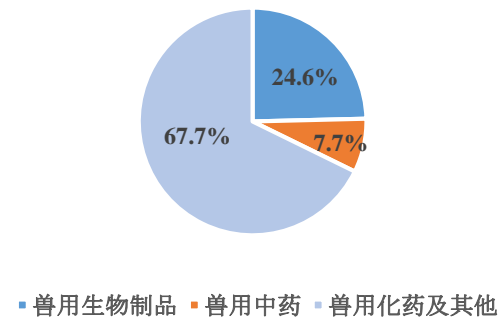
下游周期反转+回归市场化竞争，行业成长空间巨大。2022年我国动保市场规模为673.45亿元，同比-1.83%，2023年受下游养殖业低迷行情影响，预计动保市场规模提升有限。进入2024年以后，一方面猪周期迎来反转，猪价上涨带动动保行业景气度提升，同时从行业成长性的维度，在行业内持续研发新产品&实现国产替代、政采苗逐渐退出推动市场化以及兽用化药渗透率稳步上升等因素加持下我国动保市场规模未来有望加速提升。

图：2017-2022 我国兽药市场规模及增速



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》

图：兽药各细分市场占比







资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》

接种疫苗避免疫病仍是我国针对动物主要防控策略，生物制品各类大单品市场规模持续提升。在我国养殖业，考虑到养殖密度高以及对养殖成本管控，针对传播性强、致死率高的疫病，均采用注射疫苗的形式进行防控。而我国畜禽养殖规模较大，且近几年下游养殖规模化不断提升，使得我国如口蹄疫、禽流感等疫苗市场规模均达40亿元以上，而针对致死率100%，养殖业需求最高的非洲猪瘟疫苗，国内各动保企业也在加码持续研发，预计其能带来的市场规模将超百亿元。此外，近些年随着“它经济”崛起，宠物疫苗市场规模也在快速扩张，国内猫三联疫苗市场规模2022年已达27.8亿元，未来随着该类疫苗逐步实现国产替代，其有望成为国内动保企业竞争的又一大单品领域。



图：生物制品领域较大市场规模品种

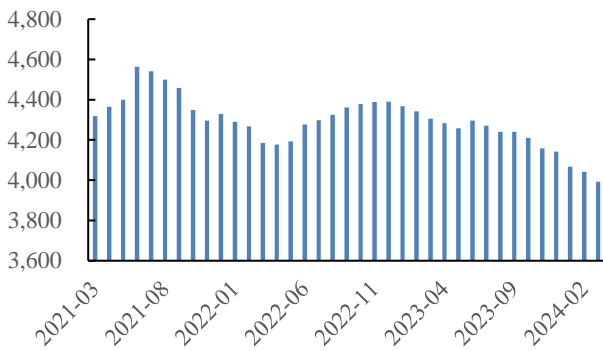
名称	口蹄疫疫苗	禽流感疫苗	猫三联疫苗	非瘟疫苗
产品				
市场规模	约 40 亿元	40~50 亿元	27.8 亿元	超百亿元

资料来源：根据公开资料整理

## 2.2 兽用疫苗行业——大单品不断迭代，新赛道持续受关注

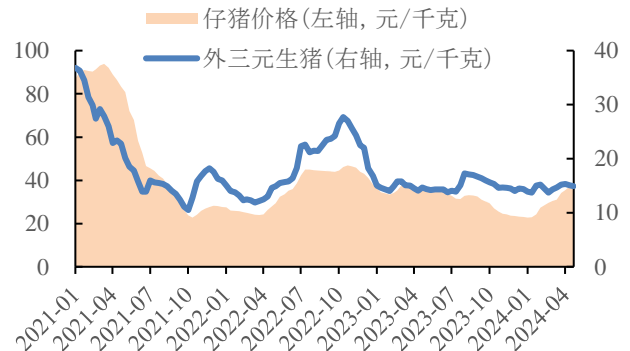
猪周期反转开启，下游景气度回升有望带动动保产品单价提升。截止 2024 年 5 月 13 日，生猪均价为 14.9 元/kg，生猪价格自 3 月小幅回升以来保持在 15 元/kg 上下震荡，同时仔猪价格在 40 元/kg 左右高位浮动，此次价格回温具有一定刚性支撑，目前或已步入猪周期上行阶段初期。从能繁母猪存量来看，2024 年 3 月能繁母猪存栏量为 3,992 万头，相比本轮周期最高点已去化 9.06%，在考虑母猪生产性能 MSY、PSY 等指标提升前提下，我们认为当前能繁母猪存栏量已达到明显低位，对应的今年下半年有望实现生猪供给收紧，价格持续上行。

图：我国能繁母猪存栏量（万头）



资料来源:wind

图：兽药各细分市场占比

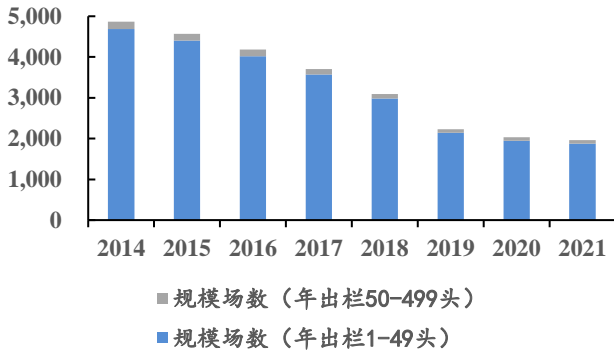


资料来源:wind

虽然动保只占生猪养殖成本 5%左右，但对养殖效益提升起关键作用。生猪养殖的动保成本主要是指养殖期间给母猪、商品猪注射的口蹄疫、伪狂犬、蓝耳病等疫苗以及在饲料中添加金霉素等兽用化药等。通过这些措施能够有效提高养殖全程存活率，进而提升养殖利润空间。在经过过往几轮猪周期之后，我国生猪养殖行业集中度大大提升，2023 年我国上市前 10 大猪企合计出栏占总出栏

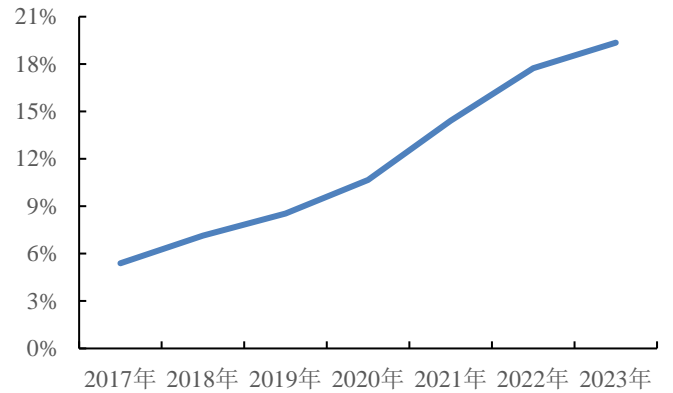
比重已达到 19.36%，而大规模养殖企业通常更重视疫苗等产品投入，从而利好上游动保行业发展。

图：小规模养殖场数近年来大幅减少



资料来源: Wind

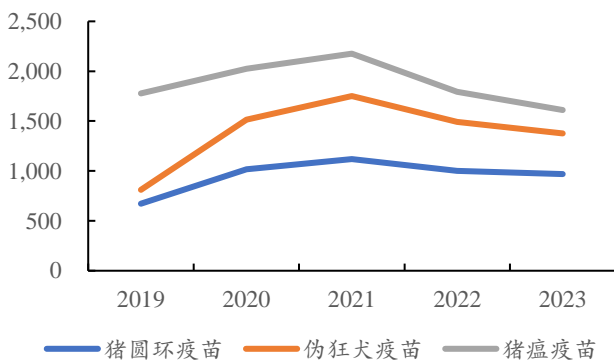
图：TOP10 猪企出栏量占比



资料来源: Wind

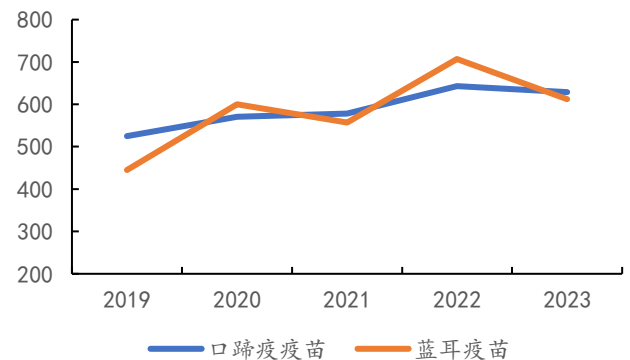
各类猪用疫苗批签发数量同比下降，但行业竞争依然激烈。从猪用疫苗产品上，无论是一类的口蹄疫，二类的猪瘟、蓝耳，三类的伪狂犬、猪圆环疫苗批签发数量均出现同比的 2%~13% 的下降。但从生产企业数量来看，2023 年有 48 家生产企业获得猪蓝耳病疫苗产品批签发，是自 2018 年以来最多，有 49 家生产企业获得伪狂犬疫苗产品的批签发，为近 5 年最多。有 12 家生产企业获得口蹄疫产品批签发也是达到近 5 年最高值。在经过前期新版兽药 GMP 出台对行业冲击后，目前行业各玩家竞争力逐渐得到恢复。竞争程度有所上升。

图：猪圆环、伪狂犬、猪瘟疫苗各年批签发数量



资料来源: Wind

图：口蹄疫、蓝耳疫苗各年批签发数量



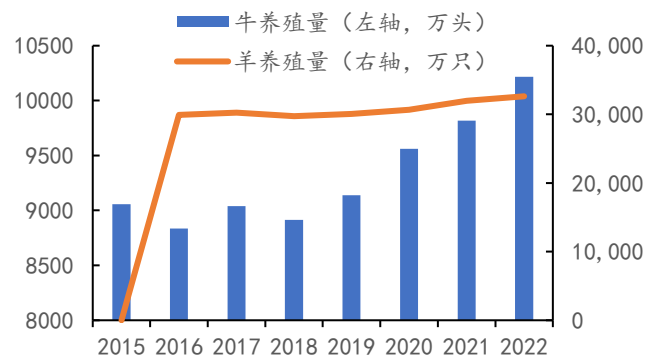
资料来源: 国家兽药数据库

非瘟研发持续跟进，动保行业即将开启新蓝海赛道。2018 年非瘟病毒传入我国后，农业农村部等部门积极推动非洲猪瘟疫苗的研发工作，同时鼓励支持有

条件的单位开展非洲猪瘟疫苗的研发工作，目前非瘟包括五个研发路径：基因缺失疫苗、基因缺失灭活疫苗、亚单位疫苗、活载体疫苗和 mRNA 疫苗。在研发进展上许多研究所和企业已进行到提交应急评价申请、效力评价试验等收尾阶段，商业化非瘟疫苗产品获批上市后，兽用疫苗市场规模有望实现大幅扩容。

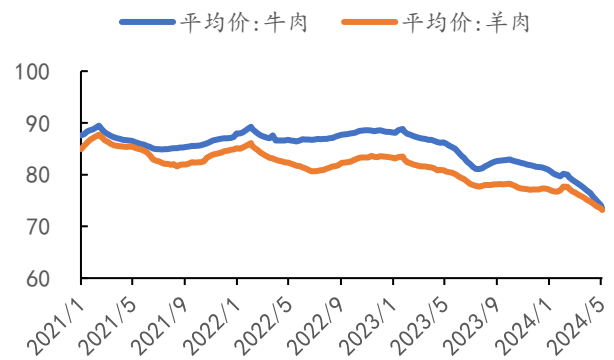
**消费饮食结构调整带动牛羊养殖量增长，扩容反刍动保赛道。**随着我国居民生活水平的提高，人们开始追求饮食结构多元化，我国牛羊养殖量呈稳定上升趋势，牛、羊养殖量在过去五年 CAGR 分别为 3.5%和 2.4%，显著高于生猪出栏量增速。但受养殖规模化以及国际牛羊肉价格走低导致进口量增加影响，国内牛羊肉价格 2023 年呈震荡下跌趋势，随着未来我国经济持续复苏，有望从需求端发力带动牛羊肉价格上涨。

图：各年年底牛羊养殖量



资料来源: Wind

图：近三年牛羊肉价格走势 (元/公斤)



资料来源: Wind

从反刍疫苗市场来看，目前布病（布鲁氏菌病）仍然是份额最大的疫苗品类。布鲁氏菌病是由布鲁氏菌属的细菌侵入机体，引起的人兽共患的传染病。布病会导致雌性动物出现流产、雄性动物出现睾丸炎等临床表现。目前布病已被许多地区纳入强制免疫范围。未来随着政采疫苗占比逐步减少，布病疫苗价格有望得到提升，根据测算，其潜在市场规模约 20 亿元。

图：布病疫苗概况

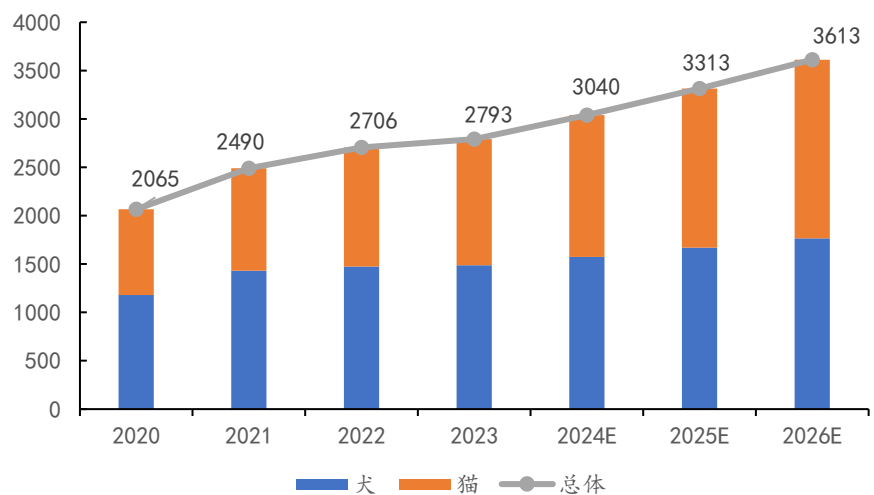
疫苗	免疫对象	途径	优点	缺点
A19	牛	注射	保护率高，免疫期长达 6-8 年	孕畜不安全，抗体反应强
M5 (M5-90)	羊、牛	注射、点眼	羊保护率高，免疫期长达 3 年	孕畜不安全、抗体反应强

S2	牛、羊、猪 口服、注射	免疫密度高，安全性好，口服可用于怀孕动物	实验室保护率略低于 A19、M5，每年免疫一次，抗体反应弱)
----	-------------	----------------------	--------------------------------

资料来源：公开资料整理

宠物市场规模持续扩容，宠物动保仍处于成长期。近些年受我国家庭结构变化（如人口老龄化、独生子女、丁克家庭、空巢家庭增多）的影响，人们对宠物作为生活伴侣的需求不断增长，带动宠物市场规模迎来快速扩张，2023 年达到 2793 亿元，且根据口红效应，未来该市场有望维持高速增长扩张。在国内养宠热度空前高涨的大背景下，宠物动保市场迎来发展新机遇，但由于行业起步较晚，大部分企业规模较小，2022 年宠物药品市场规模为 147 亿元，仅占宠物行业整体市场规模的 4.43%，未来宠物医疗行业增速超越宠物食品，成为增长最快的细分领域。

图：近几年及未来宠物用品市场规模（单位：亿元）



资料来源：《2023-2024 年年中国宠物行业白皮书》

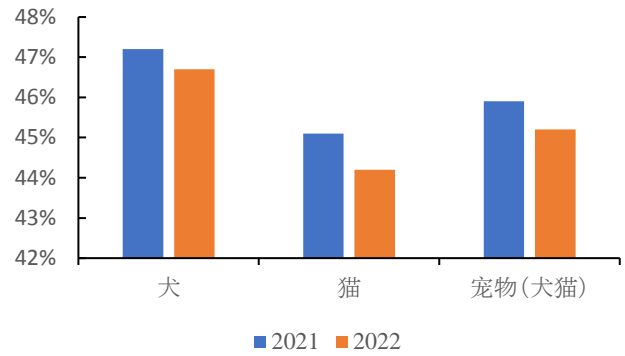
国产替代进行时，国内传统动保企业开始发力转型。由于国内行业整体起步较晚，技术和资金水平均落后于国际先进水平，目前国产宠物用品在品类覆盖，药品多样性上仍无法满足宠物临床诊疗的正常需求，因此广大宠主和宠物医生优先选择进口药。但随着近几年宠物赛道整体高景气度，许多企业正逐步通过产品迭代和创新实现突破。在驱虫药领域，通过配方迭代增加适应症；在猫三联疫苗领域，通过毒株本土化实现创新；在犬四联、猫四联领域通过与国外研发中心合作实现快速推进。随着各家动保企业持续加码，我们看好国产宠物医药未来的发展潜力。

图：部分国内动保公司宠物疫苗研发情况

公司	推出产品/在研产品
硕腾	猫三联产品“妙三多”
中牧生物	狂犬病灭活疫苗、犬瘟热、犬副流感、犬腺病毒与犬细小病毒病四联活疫苗
瑞普生物	猫三联产品“瑞喵舒”，计划升级狂犬病灭活苗
金河生物	已有产品狂犬疫苗，在研犬的四联 mRNA 疫苗
科前生物	犬瘟热，犬副流感、犬腺病毒与犬细小病毒病四联活疫苗；狂犬病灭活疫苗（SAD 株）
生物股份	狂犬病灭活疫苗（Flury 株）

资料来源：根据公开资料整理

图：我国宠物免疫率仍处于较低水平



资料来源：2022 年宠物行业白皮书

### 2.3 兽用化药行业——迈入新阶段，未来市场空间具备极大潜力

**饲料端“禁抗”，兽用化药市场产品开启更迭。**在饲料中添加抗生素具有预防疾病、促进生长的作用，全球畜牧养殖行业自 20 世纪 50 年代开始使用抗生素用来促进动物生长，提高饲料转化效率，使得畜禽发病率和死亡率大大降低。我国从 20 世纪 70 年代也开始广泛应用抗生素于我国的畜牧养殖业中，然而随着抗生素在饲料行业的大量长时间的规范应用，产生了一系列问题：1、大剂量长时间使用抗生素可使病原微生物的耐药性提高，造成动物疫病防控的难度增加；2、抗生素残留在畜禽体内，危害公共卫生；3、饲料用药物排放到环境中，污染水源和土壤，造成生态问题。因此目前全球很多国家都已经全面禁止抗生素在畜禽饲料行业中的使用。我国从 2020 年起全面禁止饲料中添加抗生素，减少滥用抗生素造成的危害，对应市场产品开启新一轮洗牌。

图：我国有关禁抗减抗政策

时间	机构	内容
2017 年 6 月	农业部印发《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020 年）》的通知	推进兽用抗菌药物减量化使用。人兽共用抗菌药物或易产生交叉耐药性的抗菌药物作为动物促生长剂逐步退出。 (3) 优化兽用抗菌药物品种结构。研发和推广安全高效低残留新兽药产品 100 个以上，淘汰高风险兽药产品 100 个以上。畜禽水产品兽用抗菌药物残留监测合格率保持在 97% 以上。

2019年 7月	农业农村部194号公告	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，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。；自2020年7月1日起，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。
2019年 12月	农业农村部246号公告	自2020年1月1日起，废止仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准；发布修订后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标准；发布修订后抗球虫类药物饲料添加剂相关进口兽药品种的质量标准
2021年 6月	农业农村部办公厅关于推介发布2021年农业主推技术的通知	遴选了114项农业主推技术，畜禽抗生素减量替代技术位列其中。
2022年 10月	国家卫生健康委、农业农村部等13部门联合印发《遏制微生物耐药国家行动计划（2022—2025）》	加强养殖业与兽医从业人员教育。加大兽医和养殖从业人员动物疫病防控、抗微生物药物合理应用的培训力度。将兽用抗菌药物使用规范纳入高素质农民培育项目课程体系；持续开展兽用抗微生物药物安全风险评估和兽药残留监控。

资料来源：政府官网

**金霉素市场逐步恢复，未来仍有较大发展空间。**虽然农业农村部废止了一系列饲料添加剂品种，但金霉素产品因具有众多优势，所以在用药政策改变时，从添加剂转变为兽药保留了下来，其由“兽药添字”转变为“兽药字”批准文号。一方面，在金霉素使用剂量上，金霉素预混剂转换文号后使用剂量从原来饲料中 25-75ppm 调整为养殖场处方使用，添加标准为 400-600ppm。另一方面，由于养殖环境、饲料配方等变化，我国动物疫病更加复杂。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，逐步增加使用量。

图：金霉素在养殖过程中的作用



资料来源：根据公开资料整理

在我国，金霉素除对畜禽类使用外，反刍类动物市场有巨大增量空间。对比国外市场来看，根据美国 FDA 统计，2022 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，随着国内养殖量快速增长，加上养殖规模化提升，反刍动物在国内有很大的增量市场，根据测算牛、羊反刍动物的市场未来有 1.5-2 万吨增量，加上畜禽养殖的 30 万吨，我国金霉素在下游养殖业消费量最终有望达到 31.5~32 万吨。

图：金霉素潜在市场空间

地区	美国	中国
生猪数量	6600 万头	6-7 亿头
相应金霉素消耗量	3 万吨	30 万吨
根据美国反刍动物金霉素用量测算国内反刍养殖对应金霉素市场空间		1.5~2 万吨
总计		31.5~32 万吨

资料来源：公司公告

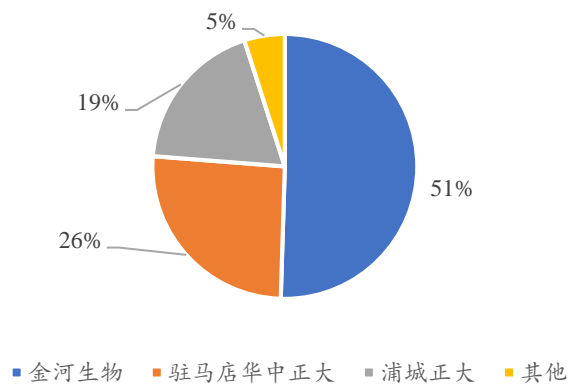
### 三、传统业务竞争优势明显，兽用疫苗

#### 业务铸就第二增长曲线

##### 3.1 传统业务稳健增长，六期产能落地

金霉素龙头企业，全球市场率超50%。根据亚太易和和河南人民政府网提供的资料显示，全球饲用金霉素的总体产能约10.8万吨/年左右，而金河生物、驻马店华中正大和蒲城正大占据了全球的主要市场份额，驻马店华中正大和蒲城正大同属于正大集团，因此金霉素市场呈现双寡头竞争格局，公司三十多年来一直专注于生产、研发金霉素产品，其产能规模为全球第一，约为5.5万吨/年，产能占全球产能的51%。

图：全球饲用金霉素产能分布



资料来源：亚太易和，河南人民政府网

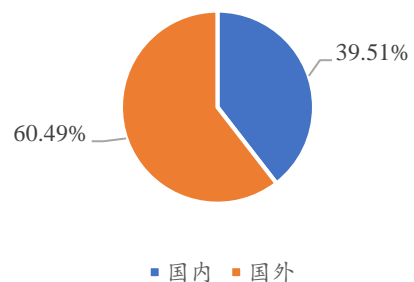
布局全球，海外市场市占率高。公司积极拓展海外市场，实现中国制造走向全球，目前公司已经美国、加拿大、墨西哥、巴西、阿根廷、澳大利亚、印度、西班牙等全球主要市场，并且公司在2023年年报中提到：“子公司法玛威药业公司销量实现稳步增长，尤其牛用金霉素增量较为突出，超额完成了全年任务，取得了历史性突破”。从公司国内外金霉素销量占比看，国外占比约为60.49%，国内约为39.51%。

图：公司全球营销布局



资料来源：公开资料整理

图：公司金霉素国内外销量占比（2023）



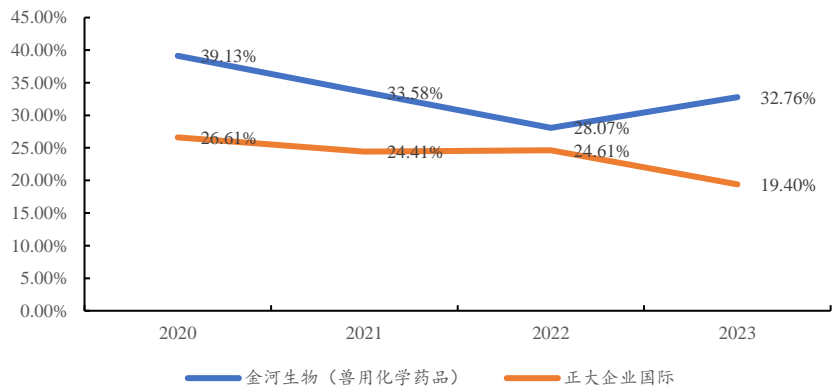
资料来源：公开资料整理



**竞争优势明显,毛利率行业领先。2021年和2022年**

受到上游原材料、能源价格上涨及下游需求低迷等因素影响,行业整体毛利率承压,2020年公司兽用化学药品毛利率为39.13%,2022年为28.07%,下降11.06个百分点。2023年,公司积极推进技术升级及上游成本优化,成功将毛利率提升4.69个百分点,至32.76%。横向对比,公司毛利率始终高于同业其它公司,并在2023年差距进一步拉大,彰显公司强大的核心竞争力。

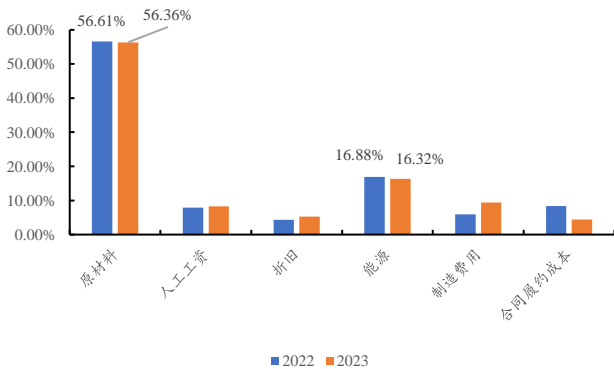
**图:主要公司毛利率对比**



资料来源:各公司公告

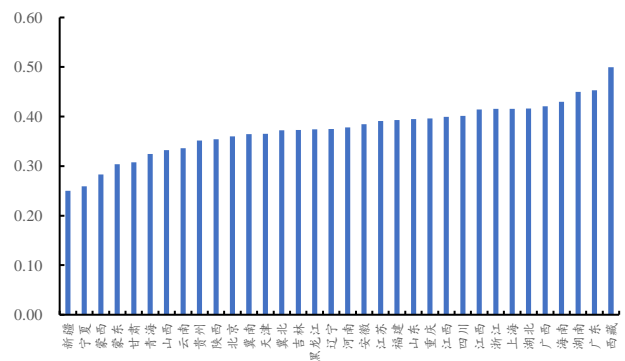
**原材料及能源成本占比高,公司尽享区位优势。**从兽用化药成本构成来看,原材料和能源占比高,两者合计占总成本的比例超过70%,其中原材料占比超56%,而原材料中主要是以玉米构成,目前我国玉米生产地主要集中在内蒙古和东北三省,其占全国产量比例接近50%,而公司金霉素生产基地位于内蒙古呼和浩特,相比正大国际的福建和河南生产基地,更具成本优势,其采购、运输和储存等方面存在诸多便利。另外,能源成本在总成本占比中超16%,而内蒙古煤电上网基准价在全国均排名靠后,相比河南和福建,有20%~30%左右的降幅。因此,公司凭借出色的区域布局,相比同业其它可比公司,有较强的成本优势。

**图:金河生物兽用化药成本结构**



资料来源:公司公告

**图:各省及地区煤电上网基准价(含税)(元/千瓦时)**

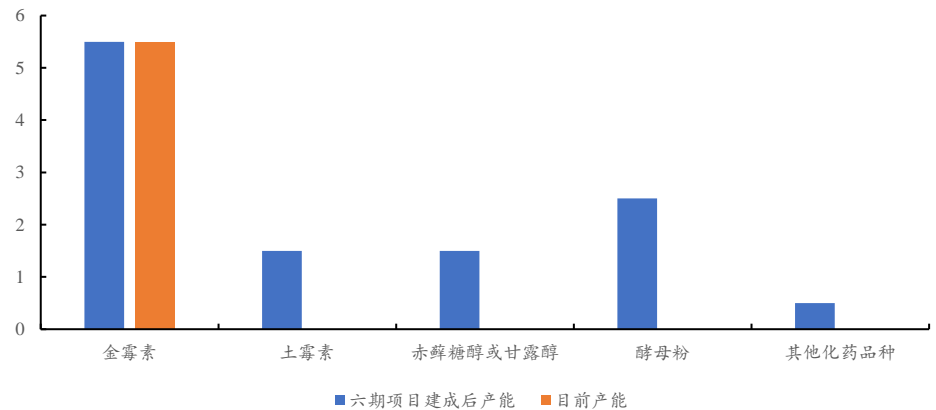


资料来源:公司公告

六期工程今年三季度试生产，四季度正式投产。根

据公司公告及公开交流数据显示，公司将在六期工程建成后，统筹整体产能分配，新厂区生产3万吨金霉素（15%标准品）、2000吨土霉素（折合金霉素产能1.5万吨，将作为公司另一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（可作为金霉素原材料，降低金霉素生产成本），剩余产能将生产0.5-1万吨其他化药品种：可能包括阿莫西林、盐霉素、莫能菌素等。

图：六期项目前后产能对比



资料来源：公司公告

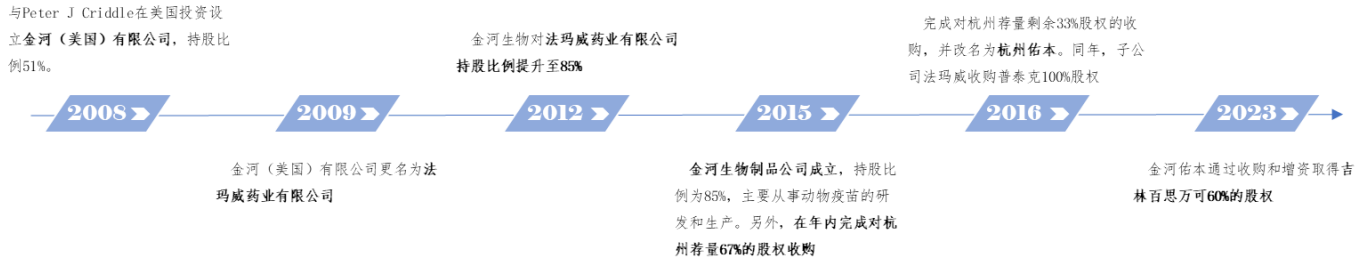
**智能化降本增效，新品类拓展市场空间。**六期工程通过引入更大规模化的设备，显著提升了集中放量生产的效率。同时，项目配备的完备电气设施、智能化设备以及科学化流程管控，不仅增强了生产效率，更有助于公司实现成本的深度优化和降低。另外，除公司金霉素整体产能不变外，新增了土霉素、赤藓糖醇、酵母粉和其他化药品种，而这些新增的品种，将进一步打开公司业绩增长空间，如：强力霉素又名盐酸多西环素或脱氧土霉素，作为兽用处方药，属于四环素类抗生素，强力霉素相比土霉素抗菌活性更高且更容易被吸收和利用，而公司相比同业其它友商，其具备技术、渠道、原材料等方面优势，未来发展空间广阔。

### 3.2 产品管线丰富，布病和非瘟疫苗有望助力公司加速成长

**动保业务布局早，发展路径清晰。**公司早在2008年，就与Peter J Criddle成立金河（美国）有限公司，公司持股比例为51%，为公司海外业务和动保业务发展奠定良好基础；2009年，金河（美国）有限公司正式更名为法玛威药业有限公司，并在2012年进一步提升对法玛威的持股比例，至85%；2015年，成立金河生物制品公司，专门从事动物疫苗的研发和生产，公司持股比例为85%，另外子公司生物制品公司分两次合计收购杭州荐量67%的股权，成为公司运营的第一个动物疫苗平台；2016年，收购杭州荐量剩余33%的股权，杭州荐量成为公司全资子公司，同年7月正式改名为杭州佑本，在国内业务稳步推进的同

时，海外子公司美国法玛威收购普泰克 100% 股权；  
2023 年，金河佑本通过收购和增资取得吉林百思万可 60% 的股权。

图：公司国内外动保业务布局进程



资料来源：公司公告

目前公司动保板块已经形成四大生产基地，分别是金河佑本托克托智能工厂、杭州佑本工厂、法玛威（美国）和吉林佑本工厂。

**金河佑本托克托智能工厂**于行业内率先实现动物疫苗的智能化生产，拥有领先的生产工艺技术与更高的品控标准。托克托工厂占地 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。

**杭州佑本**被评为“中国兽用疫苗生产企业十强”、“高新技术企业”，也陆续获得浙江省骨干农业龙头企业、浙江省专精特新中小企业等众多荣誉。杭州工厂侧重于猪用疫苗的研发生产，目前以猪圆环、蓝耳病、猪瘟和菌苗为主，拥有细菌活疫苗、细胞毒活疫苗、细菌灭活苗、细胞毒灭活苗(含悬浮培养)等生产线。

**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、宠物和伴侣动物疫苗的研发。下设明尼苏达州圣保罗生物制品公司和亚利桑那州钱德勒参考诊断实验室，在基因工程疫苗研究领域属于全球先进水平。法玛威目前拥有 16 项已获美国农业部批准的生产批文，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、非洲猪瘟疫苗研发。

**吉林佑本工厂**申报非洲猪瘟冻干灭活疫苗，未来将作为未来创新型疫苗的生产基地，拟生产包括非洲猪瘟在内的畜禽疫苗。

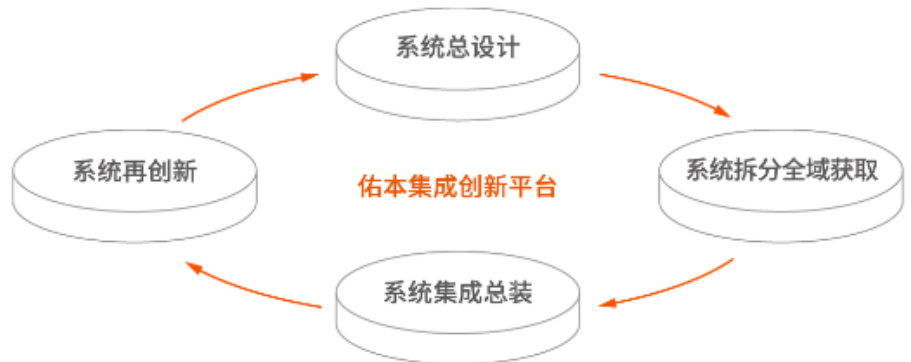
图：四大生产基地



资料来源：金河佑本官网

**独特的创新战略，打破创新边界。**围绕“长板集成”核心理念，金河佑本构建了全球领先的集成创新平台，基于系统总设计，进行模块化拆分和全球范围的单元化资源对接与技术创新将每个创新的模块单元进行系统集成总装，形成高水准的平台化技术及产品在此基础上进行系统再创新，螺旋式发展，实现可持续的战略竞争优势。

图：佑本集成创新平台

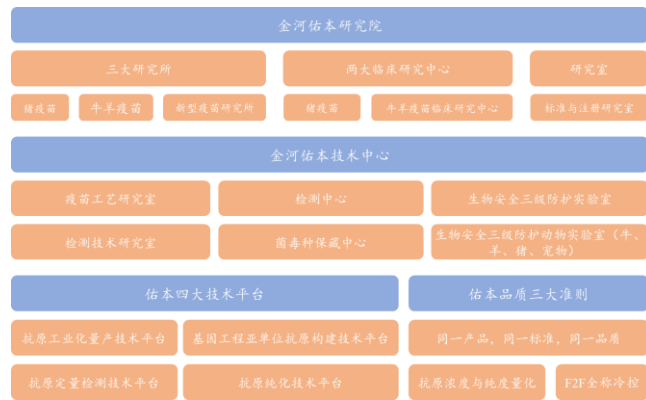


资料来源：金河佑本官网

**国内外双轮驱动，建立行业领先的集成创新平台。**在集成创新战略的指引下，公司专注于动物疫苗产品的研发，并基于国内专业的研究场所，实现从抗原构建到新兽药申报的模块协同，真正构建国内动物疫苗行业系统最完整的研究机构之一。同时，金河佑本技术中心涵盖创新产品工艺技术的优化、疫苗生产全程监测与质量把控、用户技术检测服务等，致力于将研究成果转化成确定有效的动物疫苗解决方案。另外，公司在积极拓展海外市场的同时，也重视海外研

发进展，美国法玛威作为公司海外研发基地，目前已获 16 项美国农业部批准的生产批文，产品销往美国、加拿大、墨西哥等多个国家和地区。

图：佑本技术研发优势



资料来源：金河佑本官网

图：国内知名科研院所合作伙伴



资料来源：公司公告

产品矩阵丰富，多款重磅产品即将上市。公司目前有多款产品上市销售，包括猪用疫苗（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）、反刍用疫苗（布病疫苗）、宠物用疫苗（主要有狂犬病灭活疫苗），以及兽用疫苗相关诊断试剂配套技术服务开发。另外，非洲猪瘟冻干灭活疫苗已进入效力评价试验阶段。

图：已上市产品及在研管线

品类	疫苗名称	主体	状态
猪用	猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗 (CH-1a 株)	杭州佑本	已上市
	猪繁殖与呼吸综合征嵌合病毒活疫苗 (PC 株)	杭州佑本	已上市
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株, 悬浮培养)	杭州佑本	已上市
	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (SD/L 株和 LW/L 株)	杭州佑本	已上市
	猪细小病毒颗粒灭活疫苗 (NJ 株)	杭州佑本	已上市
	猪瘟活疫苗 (传代细胞源)	杭州佑本	已上市
	伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61 株)	杭州佑本	已上市
	猪圆环和支原体联合二联疫苗	美国法玛威	已上市
	猪支原体肺炎灭活疫苗 (P 株)	美国法玛威	已上市
	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活疫苗 (WH-1 株+AJ1102 株)	杭州佑本	已上市
	猪流感二价灭活疫苗 (H1N1 L 株+H3N2 S 株)	杭州佑本	收到《新兽药注册证书》
	猪伪狂犬灭活疫苗/猪乙脑灭活苗	杭州佑本	申请新兽药证书

	猪回肠炎疫苗	美国法玛威	研发中
	口蹄疫 VLP	吉林百思万可	研发中
	非洲猪瘟冻干灭活疫苗	吉林百思万可	效力评价试验阶段
反刍	布鲁氏菌病活疫苗 (BA0711 株)	内蒙古佑本	已上市
	牛结节性皮肤病灭活疫苗 (NMG 株)	内蒙古佑本	已通过应急评价, 开展临床生产文号申请工作
	牛支原体疫苗	内蒙古佑本	研发中
宠物	狂犬病灭活疫苗 (PV/BHK-21 株) (犬)	杭州佑本	已上市
	四联 mRNA 疫苗 (犬)	美国法玛威	研发中
	猫四联	美国法玛威	未来布局
	狂犬疫苗 (马)	美国法玛威	未来布局

资料来源: 公司公告, 佑本疫苗官网

**布鲁氏菌病, 又称布氏杆菌病、布病、波状热, 是一种由布鲁氏菌 (Brucella) 引起的动物源性传染病。**此病通过感染动物的排泄物或消费由感染动物制成的食品可传播至人类。另外, 布鲁氏菌病对怀孕母畜和公畜均有较大危害, 对于怀孕母畜而言, 容易流产, 引发子宫内膜炎, 导致繁殖能力下降; 对于公畜而言, 患病公畜常出现睾丸炎、附睾炎和关节炎等症状, 不仅影响其健康状态, 还可能导致其生育能力下降, 甚至传染给同群母畜; 根据金河佑本官网披露, 布病在全球 170 多个国家和地区流行, 人类每年新发病 50~70 万例, 直接经济损失超 50 亿美元/年。

**布鲁氏菌病活疫苗 (BA0711 株) 优点明显。**目前, 我国布病疫苗主要有七种技术路径, 分别包括布病活疫苗 (S2 株)、布病活疫苗 (A19 株)、布病活疫苗 (M5-90 株)、布氏菌病活疫苗 (A19- $\Delta$ VirB12 株)、布鲁氏菌基因缺失活疫苗 (M5-90 $\Delta$ 26 株)、布鲁氏菌病活疫苗 (BA0711 株) 和布病活疫苗 (Rev.1 株), 其中, 布氏菌病活疫苗 (A19- $\Delta$ VirB12 株)、布鲁氏菌基因缺失活疫苗 (M5-90 $\Delta$ 26 株)、布鲁氏菌病活疫苗 (BA0711 株) 和布病活疫苗 (Rev.1 株) 四种技术路径均为 2020 年后推出, 而布鲁氏菌病活疫苗 (BA0711 株) 相比其它三种, 优点尤为明显, 其适用范围为牛、羊, 适用范围更广; 另外其孕畜均可使用, 而其它技术路径均不能用于孕畜, 因此布鲁氏菌病活疫苗 (BA0711 株) 使全群体免疫成为可能。

图：国内主要布病疫苗

技术路径	菌种	适用范围	特点
布病活疫苗 (S2 株)	猪种布鲁氏菌 S2 株 (CVCC 70502)	猪、牛、羊	毒力较弱，使用安全；范围广，免疫谱宽；免疫途径多，使用方便；免疫持续期短；不能用于孕畜、牛和小尾寒羊；口服免疫频次高；对人有致病力
布病活疫苗 (A19 株)	牛种布鲁氏菌 A19 株 (CVCC 70202)	牛	临床效果明显；有效期长；毒力稳定不返强；孕畜不可用，对人有致病力；
布病活疫苗 (M5-90 株)	羊种布鲁氏菌 M5 株 (CVCC18) 或 M5-90 株	牛、羊	预防效果好；免疫期较长；安全性好；半衰期短；孕畜及公畜不适用；对人有致病力
布氏菌病活疫苗 (A19- $\Delta$ VirB12 株)	布氏菌 A19- $\Delta$ VirB12 株	牛	安全有效，可区分；不能用于孕畜及种公畜，对人有致病力；
布鲁氏菌基因缺失活疫苗 (M5-90 $\Delta$ 26 株)	减毒羊种布鲁氏菌 M5-90 $\Delta$ 26 株	羊	安全性高，免疫保护期长；孕畜及公畜不可用；对人有致病力
布鲁氏菌病活疫苗 (BA0711 株)	布鲁氏菌冷休克蛋白 cspA 基因缺失 BA0711 株	牛、羊	免疫时间长，免疫效果好，孕畜可用
布病活疫苗 (Rev.1 株)	羊种布鲁氏菌弱毒 Rev.1 株	羊	眼结膜接种（滴眼），简单安全，接种量小，安全性高，免疫期长；孕畜不可用；对人有有一定致病力

资料来源：中国兽药信息网

### 佑布泰®核心优势：

**对人安全：**食蟹猴与人基因相似度高达 93%。选取一批年龄 3-5 岁的成年易感食蟹猴，皮下接种佑布泰®后进行全血细菌学、凝集抗体等系列试验，佑布泰®对食蟹猴安全性良好。经农业部综合评定，授予佑布泰®农业转基因生物安全 I 级证书。

**全群免疫：**实验数据表明，对妊娠的奶牛、绵羊、山羊皮下接种佑布泰®，不论是单剂量还是单剂量重复组其流产率均为 0，而对照组 S2 株、A19 流产率单剂量免疫条件下分别为 12.5%、40%。

**检测净化：**佑布泰®已建立鉴别诊断方法，满足布病流行病学监测、净化群建立和无疫区建设的需求。实验选取一批阴性牛免疫佑布泰®、一批自然感染的阳性牛作为对照，定期采血。所采血清按国标《动物布鲁氏菌病诊断技术 GB/T18646-2018》要求进行虎红平板凝集试验 (RBT/PBRT)、试管凝集试验 (SAT)、酶联免疫吸附试验 (ELISA)，进行鉴别诊断。

**牛羊通用：**国内常用疫苗毒株为 A19、M5、S2、REV.1、RB51，而佑布泰®原毒株是分离自流产牛只的羊种毒株 BA0711，这意味着 BA0711 毒株在牛羊体内

均可复制并传播，一旦免疫，则对牛羊均通用有效。

目前已有河北、新疆、内蒙古等5省区11个养殖场3710牛只（奶牛与肉牛）、12500只绵羊、山羊的大规模实验数据证明其有效性。

图：佑布泰®核心优势

<b>对人安全</b>	食蟹猴与人基因相似度高达93%。选取一批年龄3-5岁的成年易感食蟹猴，皮下接种佑布泰®后进行全血细菌学、凝集抗体等系列试验，佑布泰®对食蟹猴安全性良好。经农业部综合评定，授予佑布泰®农业转基因生物安全 I 级证书。
<b>全群免疫</b>	按照农业农村部新兽药研制技术要求，选取健康易感的5头妊娠牛与8只妊娠山羊，将佑布泰®或传统疫苗，按标定剂量及程序接种，统计各组流产率。
<b>检测净化</b>	佑布泰®已建立鉴别诊断方法，满足布病流行病学监测、净化群建立和无疫区建设的需求。实验选取一批阴性牛免疫佑布泰®、一批自然感染的阳性牛作为对照，定期采血。所采血清按国标《动物布鲁氏菌病诊断技术 GB/T18646-2018》要求进行虎红平板凝集试验(RBT/PBRT)、试管凝集试验(SAT)、酶联免疫吸附试验(ELISA)，进行鉴别诊断。
<b>牛羊通用</b>	佑布泰®是一款牛羊通用的布病疫苗，极大地方便了疫苗的储运和使用。将佑布泰®按标定剂量免疫牛或羊，从各组中随机挑取半数动物攻毒并于后30日剖杀进行细菌分离和计数，测定保护率。

资料来源：金河佑本官网

**市场空间广阔，佑布泰®有望快速增长。**根据国家统计局数据显示，2023年羊/肉牛出栏数量分别为3.386和0.502亿头，2022年奶牛出栏数量为0.064亿头，假设羊/肉牛/奶牛对应布病疫苗年使用量分别1/10/20头份/只，则对应年需求分别为3.39/5.02/1.28亿头份，潜在需求总计为9.69亿头份，假设渗透率为80%，每年布病疫苗需求为7.75亿头份，再假设佑布泰®出厂价为4元/头份，则对应20%/30%/40%市占率的收入分别为6.2/9.3/12.4亿元。根据公开交流信息显示，公司今年目标销售收入5000万元左右，近期在内蒙古采中标1230万元（共6800万元，占比约为18%），预计用5年左右时间实现佑布泰®5亿元的销售目标。

图：布病疫苗需求测算

	2023年出栏数量 (亿头)	年使用量(头份/ 只)	年需求(亿头份)
羊	3.386	1	3.39
肉牛	0.502	10	5.02
奶牛*	0.064	20	1.28
	潜在需求测算(亿头份)		9.69



渗透率	80%
每年布病疫苗需求 (亿头份)	7.75
佑布泰®假设出厂价(元/头份)	4
20%市占率对应收入 (亿元)	6.20
30%市占率对应收入 (亿元)	9.30
40%市占率对应收入 (亿元)	12.40

资料来源：国家统计局，奶牛\*为 2022 年数据

非洲猪瘟 (African swine fever, ASF) 是由非洲猪瘟病毒 (ASF virus, ASFV) 感染家猪和各种野猪 (如非洲野猪、欧洲野猪等) 而引起的一种急性、出血性、烈性传染病。该病毒最早于 1921 年在肯尼亚首次报道，随后传播至欧洲和美洲等多个国家。目前，非洲猪瘟已成为全球养猪业的重要威胁之一，传染性极强，且非洲猪瘟的特征是发病过程短，最急性和急性感染死亡率高达 100%。

**进军非瘟疫苗领域，研发进展行业领先。**公司通过收购吉林百思万可 60% 股权进入非洲猪瘟疫苗领域，目前公司研发进展处于行业第一梯队，当前公司非瘟疫苗已经处于效力评价试验阶段。

图：国内主要非洲猪瘟疫苗进展

技术路线	研发机构	进展
基因缺失活疫苗	中国农业科学院哈尔滨兽医研究所	临床试验阶段
基因缺失灭活疫苗	军科院、金河生物等	效力评价试验
	兰研所、中农威特、普莱柯等	正处于应急评价阶段
亚单位疫苗	中科院、生物股份、中牧股份、国药动保等	正处于应急评价阶段
	浙江海隆等	正处于应急评价阶段
	易康生物	临床前研究
活载体疫苗	军科院等	临床前研究
	华中农业大学、科前生物、瑞普生物、大北农等	正处于应急评价阶段
	上兽所、申联生物等	临床前研究
	中科院广州生物医药与健康研究院等	临床前研究
mRNA 疫苗	生物股份等	临床前研究
	申联生物等 (环状 RNA)	临床前研究

资料来源：公开资料整理

国内非瘟疫苗市场潜力巨大。根据国家统计局数据

显示，2023年全国生猪出栏量为7.27亿头，能繁母猪存栏量为0.41亿头。假设育肥猪每年免疫2次，每次1头份，能繁母猪每年免疫3次，每次一头份。假设未来疫苗单价为15元/头份，市场渗透率为50%，则对应市场空间为118.31亿元。

图：我国非瘟疫苗市场空间弹性测算

市场空间（亿元）		市场渗透率					
		30%	40%	50%	60%	70%	80%
疫苗单价（元/头份）	5	23.66	31.55	39.44	47.33	55.21	63.10
	10	47.33	63.10	78.88	94.65	110.43	126.20
	15	70.99	94.65	118.31	141.98	165.64	189.30
	20	94.65	126.20	157.75	189.30	220.85	252.40
	25	118.31	157.75	197.19	236.63	276.06	315.50
	30	141.98	189.30	236.63	283.95	331.28	378.60

资料来源：国家统计局

### 3.3 环保及玉米加工，进一步增厚公司利润

推动公司可持续发展，为地区经济发展保驾护航。内蒙古金河环保科技股份有限公司是公司的全资子公司，位于内蒙古托克托工业园区西区。2019年金河环保公司投资2亿元建设了“废水零排放项目”和“渣场填埋项目”。托县工业园区被认定为环保零排放园区，废水零排放项目建成后，公司处理后的污水不再向外部排放，进一步完善了托克托县工业污水处理基础设施，彻底解决了工业园区污水排放的瓶颈，对促进园区经济发展具有积极地推动作用。

技术、产能和市场持续稳步推进。2023年报显示，金河环保技术、产能和市场等各方面均稳步推进，在技术创新方面，公司完成了1项发明专利和2项实用新型专利的专利申报工作；在工程项目建设方面，五期项目手续办理工作稳步推进，渣场项目二期建设工作已落实土地手续的办理流程，原联合水务出水泵站已完成项目建设；在市场拓展方面，完成了托克托县惠民垃圾处理厂渗滤液处理系统调试工作，签署了惠民垃圾处理厂渗滤液处理系统运营协议，与园区管委会签署园区市政污水处理协议。

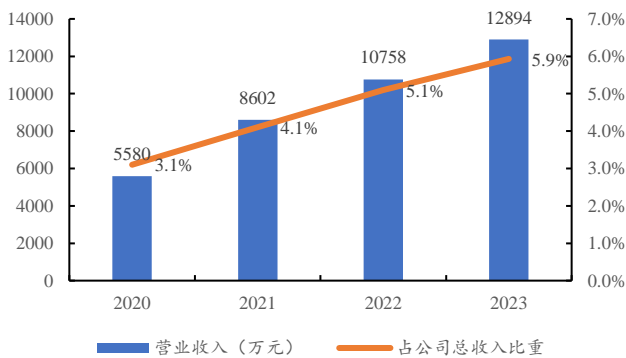
图：金河环保综合污水处理系统鸟瞰图



资料来源：金河环保公众号

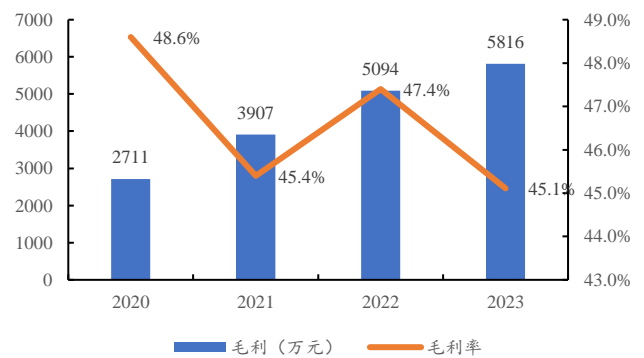
营收稳步增长，占比逐渐提升。2023 年公司环保业务实现营业收入为 12894 万元，同比增长 19.86%，2020-2023 年 CAGR 约为 32.21%，占公司营业收入比例从 2020 的 3.1%提升至 5.9%。另外，公司环保业务毛利也逐年提升，2023 年环保业务毛利为 5816 万元，同比提升约为 14.17%，2020-2023 年 CAGR 约为 28.97%。

图：环保业务收入及占比变化



资料来源：公司公告

图：环保业务毛利及毛利率变化



资料来源：公司公告

原料与煤电优势并举，产业链协同发展优势明显。内蒙古金河淀粉有限责任公司成立于 2001 年 5 月，是公司的全资子公司，主要生产与经营食品级玉米淀粉及其联副产品，液体葡萄糖浆、麦芽糖浆等淀粉糖产品，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。一方面，生产的玉米淀粉可以保证金霉素的品质和巩固成本优势；另一方面，富余部分淀粉产品及联产品和液糖对外销，增厚农产品加工业务的营业收入和净利润。

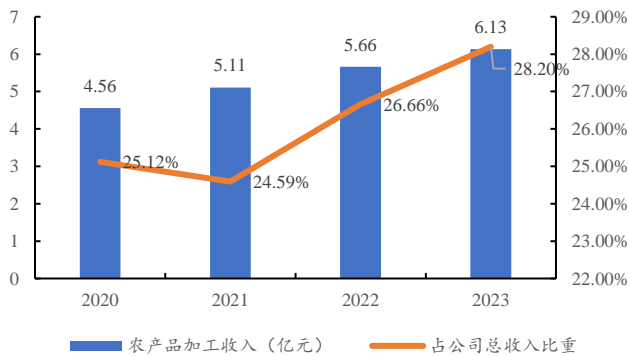
图：金河淀粉厂区



资料来源：公司官网

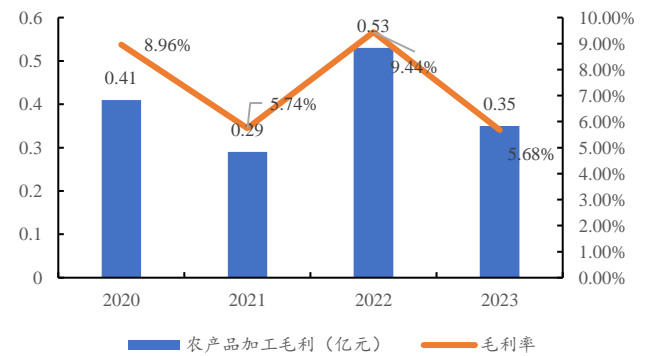
开发多元化产品，增厚农产品加工业务收入。2023年，公司农产品加工业务实现营业收入为6.13亿元，同比增长约8.30%，2020-2023年CAGR为10.37%。另外，2023年农产品加工业务毛利为0.35亿元，未来公司该业务板块在继续做好主营业务原材料的稳定供应和配套保障的情况下，将结合市场需求，延伸产业链，开发多元化产品，增加该业务板块的收入水平。

图：农产品加工业务收入及占比变化



资料来源：公司公告

图：农产品加工业务毛利及毛利率变化



资料来源：公司公告

#### 四、盈利预测与估值

金河生物业务包括兽用化学药品、兽用生物制品、兽环保业务、农产品加工业、药物饲料添加剂及其他六项业务，我们对两大核心业务进行估测。

兽用化学药品：受益于国内养殖业的持续规模化，以及金河生物全球化市场发展布局，我们认为公司面对着广阔的市场空间，随着六期工程的投产打破产能瓶颈，预计公司以金霉素为主的兽用化学药品业务有望实现稳健增长，我们预

计 2024-2026 年销售收入分别为：  
11.68/13.44/15.45 亿元，增速分别为 15%/15%/15%，毛利率分别为 32%/33%/34%。

兽用生物制品:金河生物兽用疫苗产品矩阵丰富,目前已上市疫苗品种超15款,在研项目超过20个。凭借行业领先的疫苗开发和生产工艺,蓝耳灭活疫苗已成为市占率第一,且仍处于持续增长阶段。公司新推出的布病疫苗极具差异化竞争优势,有望成为公司新一代大单品。并且美国子公司法玛威在动物疫苗领域同样实现了较快的业务发展。保守估计在不考虑非洲猪瘟疫苗的情况下,我们预计 2024-2026 年销售收入分别为:4.36/5.66/7.36 亿元,增速分别为 30%/30%/30%,毛利率分别为 66%/67%/66%。

我们预计金河生物 2024-2026 年营业收入分别为 25.09/29.06/33.77 亿元,归母净利润 2.07/2.92/3.91 亿元, EPS0.27/0.37/0.50, 对应 PE (TTM) 18.57/13.15/9.83X。

选取科前生物、普莱柯、生物股份、瑞普生物,四家上市公司作为可比对象。根据市场一致性预测,可比公司 24/25/26 年 PE (TTM) 预测值平均分别为 23.46/18.89/16.26X。并且可比公司目前平均市净率为 2.15X,金河生物市净率仅为 1.70X,明显低于行业平均水平。考虑到行业平均估值水平,以及金河生物未来广阔的发展前景和重磅产品业绩兑现的确定性,我们认为金河生物 2024 年应为 26 倍 PE,对应目标价 7.02 元/股,相较 2024/5/14 收盘价 4.92 元,存在 42.68%的上涨空间,给予强烈推荐评级。

图：估值比较

公司简称	股票代码	收盘价 (元)	每股收益 EPS			市盈率 PE			市净率 PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	MRQ
科前生物	688526.SH	19.15	1.07	1.31	1.48	17.18	14.01	12.36	2.19
普莱柯	603566.SH	19.60	0.65	0.81	0.93	32.14	25.76	22.69	2.66
瑞普生物	600195.SH	11.41	1.13	1.36	1.61	15.20	12.61	10.65	1.74
生物股份	600201.SH	10.19	0.34	0.42	0.51	29.31	23.18	19.33	2.00
平均值						23.46	18.89	16.26	2.15
金河生物	002688.SZ	4.92	0.27	0.37	0.50	18.57	13.15	9.83	1.70

资料来源: iFind 一致性盈利预测 (数据截至 2024 年 5 月 14 日)

## 五、风险提示

**国内兽用金霉素市场开拓不及预期风险。**对标美国，虽然我国兽用金霉素市场潜力较大，但仍需进行市场教育和推广，如果市场接受度不及预期，则有可能影响公司业绩增长。

**非洲猪瘟疫苗审批进度不及预期风险。**非洲猪瘟疫情形势存在一定复杂性，且疫苗审批上市存在一定不确定性。

**新品开发及商业化不及预期风险。**持续推出新产品对于公司未来业务发展至关重要，如果新品开发不及预期，则有可能对公司投资价值产生负面影响。

## 華升證券研究

華升證券為中國首控集團有限公司（香港上市編號 01269.HK，下稱“首控集團”）旗下的全資附屬子公司。華升證券憑藉著母公司的資源和優勢，致力推動中國投資者和企業完善境外投資及融資渠道，及協助境外投資者參與中國資本市場。華升證券研究作為華升證券的研究部門，主要從事香港市場股票研究，並專注於覆蓋教育行業上市公司，團隊專注基本面研究，挖掘被低估的投資機會並為客戶提供多種研究產品。

## 分析師聲明

主要負責撰寫本研究报告全部或部分内容的分析師在此聲明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析師个人对所评论的證券和發行人的看法；(ii) 该分析師所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在及將來均不會直接或間接地与研究报告所表述的具体建議或观点相關。

## 免責條款

本文純粹為提供數據而編寫，並未經任何司法管轄區的任何監管機構審閱。本文所載數據可隨時更改，而無須事前另行通知。華升證券有限公司謹慎地編寫本文，然而華升證券及其關聯公司、其董事或僱員「相關方」並不就本文所載之聲明、數據、數據及內容的準確性、及時性和完整性做出任何明示或隱含之聲明或保證。本文亦不構成所涉及的任何買賣或交易之要約。閣下應進行獨立的評估及適當的研究，以對內容加以參考取舍。因此，如對任何因信賴或參考本文章內容所導致的損失，相關方將不會對您或任何第三方承擔任何及所有直接或間接因此而產生的責任。

## 風險披露

金融產品價格可能會波動，任何個別金融產品的價格可升亦可跌，甚至在某些情況下可變成毫無價值。買賣金融產品存有潛在風險，所以未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。在法律許可的情況下，華升證券或關聯機構可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務，因此，投資者應當考慮到華升證券及/或其相關人員或公司可能存在影響本報告觀點的潛在利益衝突。

本文所刊載的商標、標識及服務商標乃本文所有內容的版權均屬於本公司擁有，閣下在未取得本公司書面同意前不得更改、複製、發放、刊登或下載，或用於商業或公眾用途。