

# 金河生物（002688）

## 金霉素龙头地位稳固，兽用疫苗贡献新增长点

### 兽用金霉素龙头公司，市场认可度较强

公司专业从事动物保健品生产、销售、研发及服务，是兽用金霉素行业的龙头企业。2022 年公司金霉素产能为 5.5 万吨，贡献全球约一半产能。营业收入稳中有增，从 2017 年的 14.58 亿元上升至 2022 年的 21.23 亿元，复合增长率为 7.80%。受玉米采购价格高企，能源价格上涨影响，兽药生产成本上升，利润空间压缩，近三年净利润承压。2023 年，煤炭、玉米价格回落，公司生产成本或趋于下降，公司利润有望修复。

### 新版 GMP 出台+饲料全面禁抗，金霉素需求有望提升

新版 GMP 出台，将加速中小型兽药企业退出市场，落后产能也将加速淘汰，利好规模化、技术领先、管理规范、资金场地等资源充沛的大型企业。此外，饲料禁抗，废止了土霉素、黄霉素等 15 个仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准，只有包括金霉素在内的两个品种转为了兽药，或将利好金霉素。具体体现在：1) 金霉素可以加速对被禁品种的替代。2) 此前饲料促生长添加标准为 25-75PPM，金霉素较低剂量添加在饲料里。按照新法规在养殖厂处方使用，添加标准为 400-600PPM，增加了 4-8 倍。

### 公司优势：金霉素龙头地位稳固，兽用疫苗贡献新的利润增长点

- 1、金霉素寡头，龙头地位稳固。**公司占据全球金霉素一半以上产能，规模优势明显。同时，公司地理位置优越，能以较低价格获得所需原材料及能源，生产成本具有竞争力。而产品质量优势和营销网络优势使得公司具备较强市场认可度。
- 2、积极布局动物疫苗，有望成为新增长点。**公司从 2015 年开始潜心布局动物疫苗板块，该板块实现的营业收入由 2017 年的 0.94 亿元上升至 2022 年的 3.30 亿元，复合增长率为 28.55%。随着未来几年新产品逐步投放市场，公司生产的兽用疫苗有望进入行业前沿。
- 3、战略布局非洲猪瘟疫苗赛道，有望打开新市场空间。**2023 年 5 月 24 日，金河生物控股子公司金河佑本以股权转让及增资方式收购吉林百思万可生物科技有限公司 60% 股权。吉林百思万可非洲猪瘟疫苗产品未来市场预期良好，本次交易有利于扩大公司在动物用疫苗领域的市场占有率、强化在非洲猪瘟疫苗领域的研发力量。

### 盈利预测和投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 29.74、34.94、40.84 亿元，同比增长 40.1%、17.5%、16.9%；归母净利润为 1.45、1.95、2.27 亿元，同比增长 91.3%、34.8%、16.7%。我们认为公司行业地位稳固、业务拓展有序，我们给予公司 2024 年 23 倍 PE，目标价为 5.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业政策变动的风险；非洲猪瘟影响风险；新产品市场开发不达预期的风险；原材料、能源价格上涨的风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,077.99	2,122.71	2,974.39	3,493.63	4,083.84
增长率(%)	14.51	2.15	40.12	17.46	16.89
EBITDA(百万元)	433.47	400.29	377.88	478.24	578.12
归属母公司净利润(百万元)	93.99	75.54	144.50	194.84	227.45
增长率(%)	(19.89)	(19.63)	91.28	34.83	16.74
EPS(元/股)	0.12	0.10	0.19	0.25	0.29
市盈率(P/E)	37.20	46.28	24.20	17.94	15.37
市净率(P/B)	1.43	1.57	1.45	1.39	1.35
市销率(P/S)	1.68	1.65	1.18	1.00	0.86
EV/EBITDA	12.30	12.93	13.22	9.34	8.56

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 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.48 元
目标价格	5.75 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	780.42
流通 A 股股本(百万股)	765.83
A 股总市值(百万元)	3,496.29
流通 A 股市值(百万元)	3,430.92
每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	46.20
一年内最高/最低(元)	5.81/4.36

### 作者

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

陈潇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070002  
chenx@tfzq.com

林逸丹 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110001  
linyidan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《金河生物-公司专题研究:金霉素龙头地位稳固，动物疫苗已成新增长点》 2021-06-18
- 《金河生物-年报点评报告:公司主业稳定增长，动物疫苗业务逐渐成为新增长点》 2020-04-22
- 《金河生物-公司点评:动物疫苗业务扭亏，带动业绩超预期增长》 2020-04-07

## 内容目录

1. 公司概况：兽用金霉素龙头企业，有望迎业绩拐点	4
1.1. 股权结构：内蒙古金河控股有限公司为第一大股东	4
1.2. 基本财务：营收稳中有升，近三年业绩承压期待拐点	5
2. 动保行业：新版 GMP 出台推动兽药供给侧改革，饲料全面禁抗进入第三年，金霉素消费有望提升	6
2.1. 新版 GMP 实施，兽药行业供给侧改革，集中度有望提升！	6
2.2. 饲料全面禁抗，长期来看利好金霉素	7
2.3. 非瘟疫苗打开新市场空间	8
3. 公司优势：金霉素龙头地位稳固，兽用疫苗贡献新的利润增长点	9
3.1. 金霉素寡头，龙头地位稳固	9
3.1.1 区位优势 and 规模效应保证较低生产成本	9
3.1.2 生产工艺领先，销售网络辐射国内外重点市场	10
3.2. 兽药疫苗业务有望成为未来新增长点	11
3.3. 收购吉林百思万可 60% 股权，战略布局猪瘟防控及疫苗产研领域	12
4. 盈利预测与投资建议	12
5. 风险提示	13

## 图表目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：近年公司营业收入变化情况（左轴：营业总收入，右轴：营业总收入同比增长率）	5
图 3：近年公司归母净利润变化情况（左轴：归母净利润，右轴：归母净利润同比增长率）	5
图 4：公司历年销售毛利率和销售净利率变动情况	5
图 5：玉米及煤炭价格走势（单位：元/吨）	6
图 6：近年公司营业收入构成变化情况	6
图 7：近年公司毛利构成变化情况	6
图 8：《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》	7
图 9：动保市场规模细分板块占比	7
图 10：限抗后，美国四环素用量恢复增长（吨）	8
图 11：兽药一般评审、优先评审、应急评价评审过程示意图	9
图 12：兽用化药成本结构	9
图 13：饲用金霉素业务总收入对比（单位：百万元）	10
图 14：饲用金霉素业务毛利率对比	10
图 15：公司金霉素产品系列	10
图 16：公司全球销售网络	11
图 17：公司兽用生物制品营业收入变化情况（单位：亿元）	11

表 1：主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况 .....	4
表 2：公司盈利预测（单位：百万元） .....	12
表 3：可比公司估值 .....	13

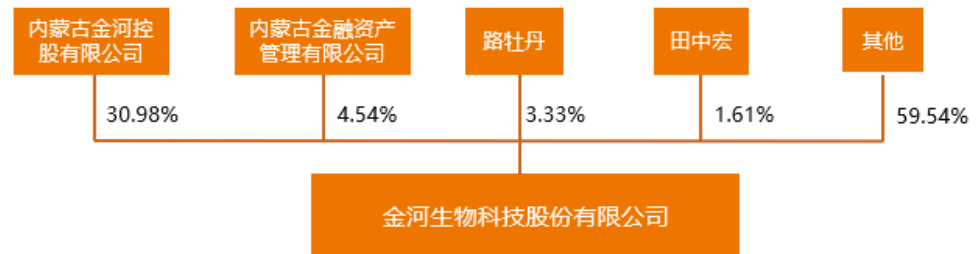
## 1. 公司概况：兽用金霉素龙头企业，有望迎业绩拐点

公司专业从事动物保健品生产、销售、研发及服务，是兽用金霉素行业的龙头企业。现有业务包括动物保健品业务、环保污水处理及玉米加工业务，产品种类涵盖兽用化药、兽用疫苗、动物营养品、玉米淀粉及工业污水处理服务。其核心产品金霉素预混剂年综合产能 5.5 万吨，为品牌优势突出的动保产品，占据全球产能的一半左右，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。

### 1.1. 股权结构：内蒙古金河控股有限公司为第一大股东

从股权结构来看，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%，其他前四大股东分别为内蒙古金融资产管理有限公司、路牡丹、田中宏和招商银行股份有限公司-浙商智选价值混合型证券投资基金，持股比例分别为 4.54%、3.33%、1.61% 和 1.28%。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。

图 1：公司股权结构图



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所 注：截至 2023 一季报

公司共有 16 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发展新格局。

表 1：主要子公司及对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司情况

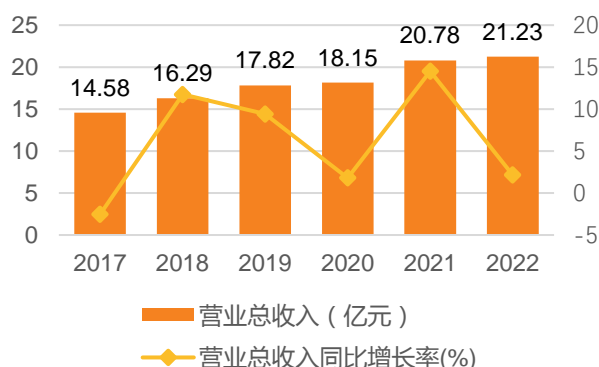
被参控公司	参控关系	主要业务	直接持股比例
内蒙古金河淀粉有限责任公司	子公司	玉米淀粉、胚芽、蛋白粉、纤维的生产销售	100.00%
法玛威药业股份有限公司	子公司	各种兽用抗生素、疫苗、饲料、产品原材料的销售及有关的技术咨询，技术服务	85.00%
内蒙古金河环保科技有限公司	子公司	污水处理及技术服务；环保材料、环保设备、水处理剂销售；环保信息开发及服务；通用机械、电器维修及销售，园林绿化养护。	100.00%
金河佑本生物制品有限公司	子公司	兽用生物制品的研发、生产、销售和技术服务；疫苗稀释液、血清制品、疫苗培养基、免疫增强剂、疫苗佐剂、冻干疫苗耐热保护剂、兽用器械、塑料制品的销售	85.61%
金河牧星（重庆）生物科技有限公司	子公司	粉剂/散剂/预混剂、粉针剂、最终灭菌小容量注射剂/最终灭菌大容量非静脉注射剂、口服溶液剂、消毒剂和（固体、液体）	51.00%

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，天风证券研究所 注：截至 2022 年年报

## 1.2. 基本财务：营收稳中有升，近三年业绩承压期待拐点

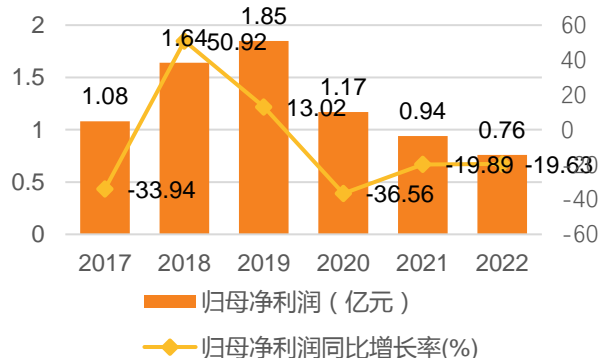
营业收入稳中有增，近三年来受原材料价格、下游养殖低迷等因素影响业绩承压。公司营业收入从 2017 年的 14.58 亿元上升至 2022 年的 21.23 亿元，复合增长率为 7.80%。近三年来归母净利润逐年下滑，主要原因系：1）主要原材料玉米价格高位运行；2）国内猪肉市场不景气给养殖业造成较大冲击，行业亏损较严重，对动保产品采购意愿降低；海外市场受经济下行、通货膨胀影响，兽用化学药品销量有所下滑；3）美元升值幅度较大，公司与境外子公司间的债权债务存量因汇率波动范围扩大而产生的汇兑收益增加。

图 2：近年公司营业收入变化情况（左轴：营业总收入，右轴：营业总收入同比增长率）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

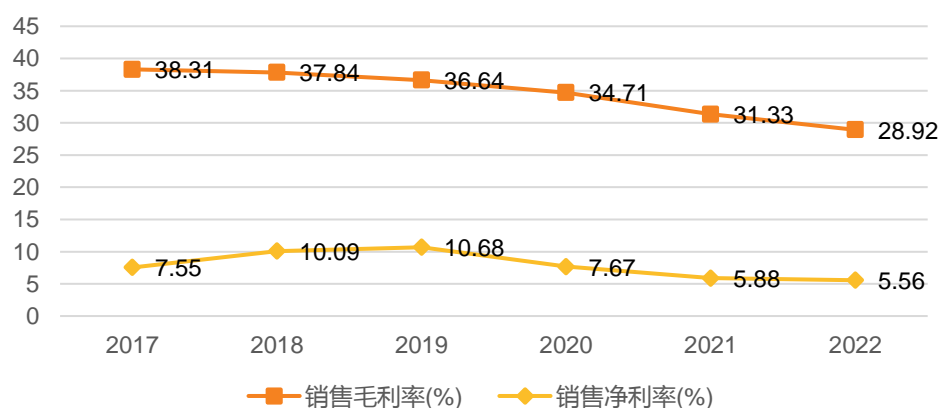
图 3：近年公司归母净利润变化情况（左轴：归母净利润，右轴：归母净利润同比增长率）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

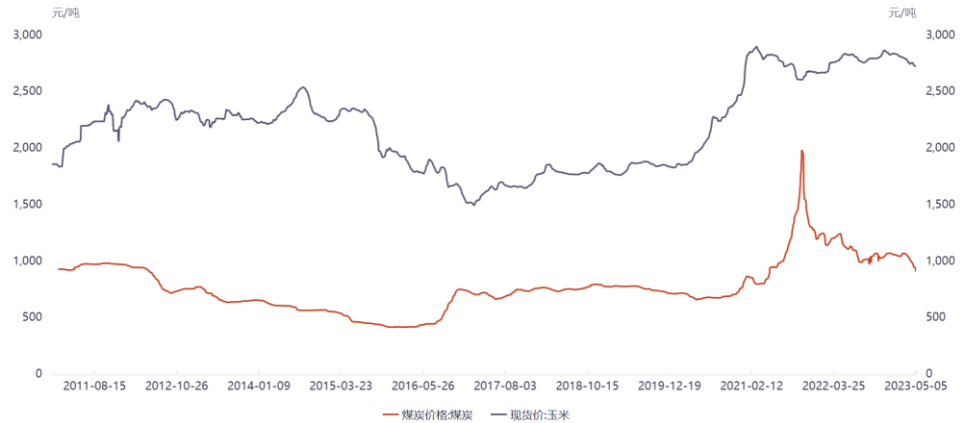
毛利率和净利率整体呈现下降趋势。2017-2022 年公司销售毛利率和销售净利率分别下降 9.39pct 和 1.99pct，原因是金霉素的主要原料，玉米的采购价格持续上扬，主要能源煤炭、电力价格仍呈上涨趋势，拉动成本继续攀升。而受制于下游市场不景气，主要产品金霉素成本的上涨无法向下游传导，公司利润空间进一步被压缩。2023 年，煤炭、玉米价格回落，公司生产成本或趋于下降，公司利润有望修复！

图 4：公司历年销售毛利率和销售净利率变动情况



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

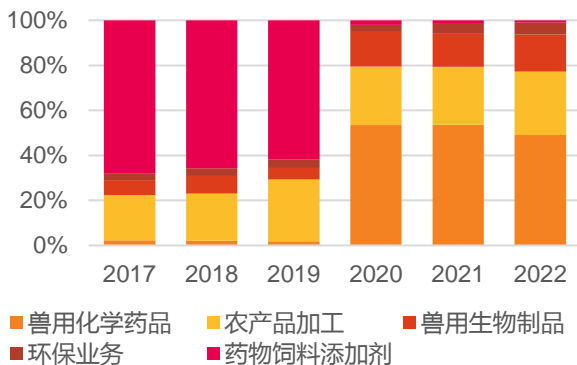
图 5：玉米及煤炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

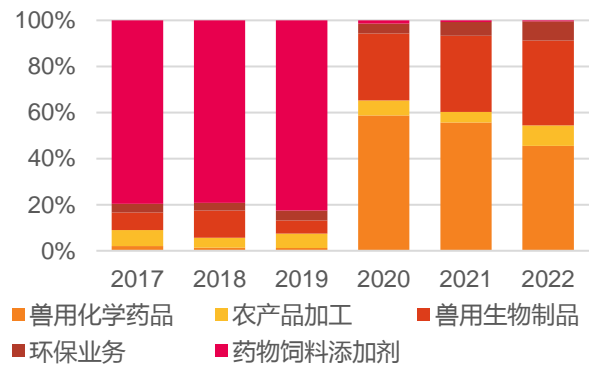
**兽用化药、兽用生物制剂贡献主要营收与毛利。**2020 年起，公司毛利主要来源于生产销售兽用化药和兽用生物制剂两部分，占据总毛利的 80%以上。其中兽用化药贡献五成左右营收，为公司最大的收入来源。伴随着疫苗产品质量的不断改善与技术水平不断上升，兽用生物制剂业务贡献的营收比例稳中有升，由 2017 年的 6.47%上升至 2022 年的 15.55%。其中兽用化药、药物饲料添加剂 2019 年后大幅波动，主要系公司生产销售的金霉素系列产品的批准文号自 2020 年 1 月 1 日起由“兽药添字”转为“兽药字”，统计口径由原来的“药物饲料添加剂”调整到“兽用化学药品”所致。

图 6：近年公司营业收入构成变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 7：近年公司毛利构成变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

## 2. 动保行业：新版 GMP 出台推动兽药供给侧改革，饲料全面禁抗进入第三年，金霉素消费有望提升

### 2.1. 新版 GMP 实施，兽药行业供给侧改革，集中度有望提升！

《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》（农业农村部令〔2020〕第 3 号）已于 2020 年 4 月 21 日发布，自 2020 年 6 月 1 日起施行。据《管理规范》，所有兽药生产企业均应在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求，**行业格局或面临再洗牌，头部企业有望显著受益。**

《兽药生产质量管理规范》主要针对于解决当前行业准入门槛过低的现象。旧兽药 GMP 准入门槛低，导致兽药生产企业的数量繁多、生产不专业、效益较低、种类多、质量不一等现象。同时大量的低水平企业的建设导致的浪费和产能剩余，大量低端同质化竞争阻碍产业集中化和规模化。具体实施上，新兽药 GMP 主要通过：1）提高对洁净级别及监测的要求；2）提高企业关键管理人员的素质和技能要求；3）引入风险管理和变更控制等概念；



4) 提高硬件设施要求; 5) 提高兽用生物制品企业生物安全防护要求; 6) 强调与兽药注册等环节的有效衔接; 7) 引入委托检验的概念。从多个方面提升我国兽药行业的规范性与专一性。

图 8:《兽药生产质量管理规范(2020 年修订)》



中华人民共和国农业农村部公告 第293号

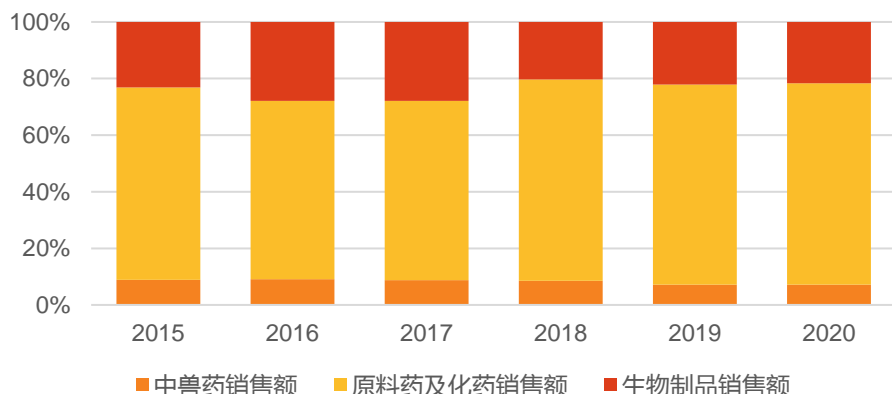
资料来源:农业农村部, 天风证券研究所

具体影响上, 新施行标准显著抬升了基础设施、技术、管理、人力等多方面的要求, 将促进我国兽药行业与国际全面接轨, 进一步提高产品质量控制水平, 同时对于我国当前存在的高同质化的低端兽药产品输出企业产生影响, 预期或能有效遏制低水平重复建设, 提高产业集中度; 对缺乏竞争实力的中小企业而言, 生存空间将进一步缩减, 其市场占有率或将持续减少。对于规模化、技术领先、管理规范、资金场地等资源充沛的大型企业, 未来头部企业对市场占有率有望显著提升。

## 2.2. 饲料全面禁抗, 长期来看利好金霉素

动物保健品是指专门用于防治动物疾病和保证动物健康的产品, 化药为最大组成部分。我国动物保健品分为兽用生物制品、兽用化学药品及中兽药。其中兽用生物制品以动物疫苗和病毒性疫苗为主; 兽用化学药品中抗微生物药物占大部分; 中兽药则分为促生长类、抗菌类以及驱虫类药品。从结构上看, 动保产品以兽用化药、兽用生物制品为主, 其次是中兽药, 其中兽用化药市场占比达 70%左右, 生物制品占比超 20%。

图 9: 动保市场规模细分板块占比



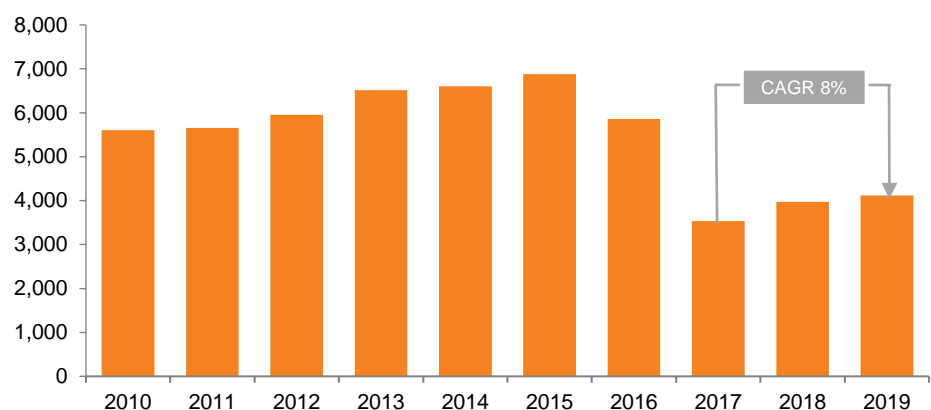
资料来源: 中国兽药协会, 天风证券研究所

金霉素优势突出, 是最常用的兽用抗生素之一。兽用化药中抗菌药物是最大的细分领域, 占比约为 70%, 其中四环素类占据最多市场份额, 主要产品主要包括金霉素, 土霉素和多西环素。全球金霉素市场需求较为稳定, 2021 年全球产能 11 万吨左右。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，经常被用作为饲料配方中的基础药物与其他兽药配制成复合添加剂。

**2020 年饲料全面禁抗，长期来看金霉素需求有望持续增加。**我国从 2015 年开始陆续出台“限抗”相关政策，2019 年 7 月，农业农村部发布第 194 号公告，决定停止生产、进口、经营、使用除中药外的抗菌药物饲料添加剂。2020 年 1 月 1 日起，农业农村部废止了土霉素、黄霉素等 15 个仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准，558 个兽药产品被注销，只有金霉素和吉它霉素两种化学抗菌药物产品批准文号由“兽药添字”变为“兽药字”在养殖行业继续使用，或将利好金霉素。具体体现在：1）金霉素可以加速对被禁品种的替代。2）禁抗政策实施后，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。饲料禁抗政策推行之前，饲料促生长添加标准为 25-75PPM，金霉素较低剂量添加在饲料里。而按照新法规在养殖厂处方使用，添加标准为 400-600PPM，增加了 4-8 倍。因此新法规下，金霉素作为抗生素，在养殖厂的用量有望增加。3）国际金霉素呈双寡头的竞争格局，饲料禁抗政策推行后，金霉素生产企业不再对接饲料企业，而将直接面向下游生猪养殖企业进行推广，头部公司有望凭借自身的优势地位加强定价能力，提高金霉素终端产品的销售价格。

图 10：限抗后，美国四环素用量恢复增长（吨）



资料来源：FDA，天风证券研究所

从长期来看，金霉素内销市场有望出现类似美国限抗政策推出后的短期冲击、长期增长的趋势。公司通过转变营销模式，由原来饲料线营销模式转变为养殖线营销加技术服务模式，适应新的监管体制和市场环境。随着公司营销力度的加大与深入，养殖线已开始逐渐认可并使用金霉素产品，在一定时间的磨合期后，金霉素产品的内销市场将重新恢复增长。

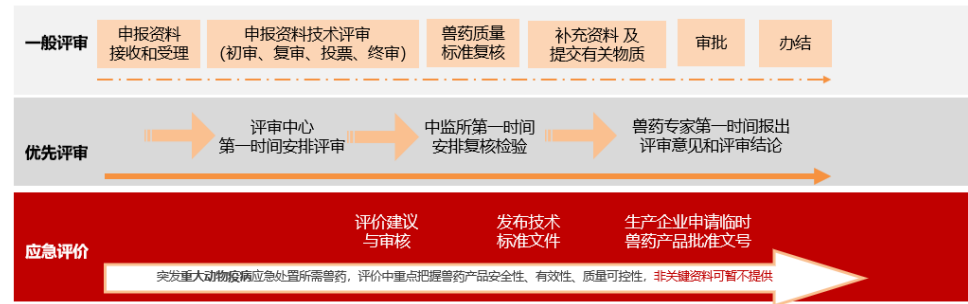
### 2.3. 非瘟疫苗打开新市场空间

非洲猪瘟（ASF）是由非洲猪瘟病毒（ASFV）感染家猪和各种野猪引起的一种急性、出血性、死亡率高达 100% 的烈性传染病。2018 年在我国爆发以来，对行业产能造成明显损失，2019 年 2 月 27 日，中国农业部 138 号文件指定国家指定级非瘟研究机构。2021 年 3 月，农业农村部发布针对非瘟应急实施方案的征求意见。2021 年 4 月印发《非洲猪瘟疫情应急实施方案（第五版）》。

根据中华人民共和国农业农村部第 392 号公告（《兽药注册评审工作程序》），兽药评审有一般评审、优先评审、应急评价、备案审查四种评审方式：一般评审（申报临床、临床试验、注册）；优先评审（流程一样，进度更快）；应急评价（非关键资料可暂不提供，速度预计大幅加快），达到标准的产品即可进入报药环节。农业农村部已开通非洲猪瘟疫苗应急评价绿色通道，可以加快后期审批速度。农村农业部坚持两个原则：一是高标准，安全、有效、质量可控三个标准不降低。二是努力追求高效率，提高审批效率，加快后期审批推进工作。2022 年初，农业农村部对非洲猪瘟亚单位应急评价征求了两轮意见。



图 11：兽药一般评审、优先评审、应急评价评审过程示意图



资料来源：农业农村部，天风证券研究所

我们认为：非洲猪瘟疾病给养殖场带来较大的防疫压力（包括物资投入、人员投入等），**保护率高、安全性好的非洲猪瘟疫苗预计有广阔市场**。受此前疫苗等因素的影响，非洲猪瘟疫苗接受度预计有逐步提升的过程，推出前期部分养殖场可能存在观望态度，规模化养殖场进行小范围试用，**这些均是影响非洲猪瘟疫苗推开后渗透率提升的因素**。

随着“先打后补”政策逐步过渡，我们认为**非洲猪瘟疫苗大概率采用市场定价方式销售**，鉴于非洲猪瘟研发难度较大且需求较旺盛，定价预计高于圆环、口蹄疫等疫苗市场价。亚单位路线或率先突破推向市场，但是并不意味着其他产品路线研发会终止，腺病毒载体疫苗、mRNA 疫苗等多条路线也有望持续推进。**具备持续创新能力的公司有望在非洲猪瘟疫苗市场上保持领先**。

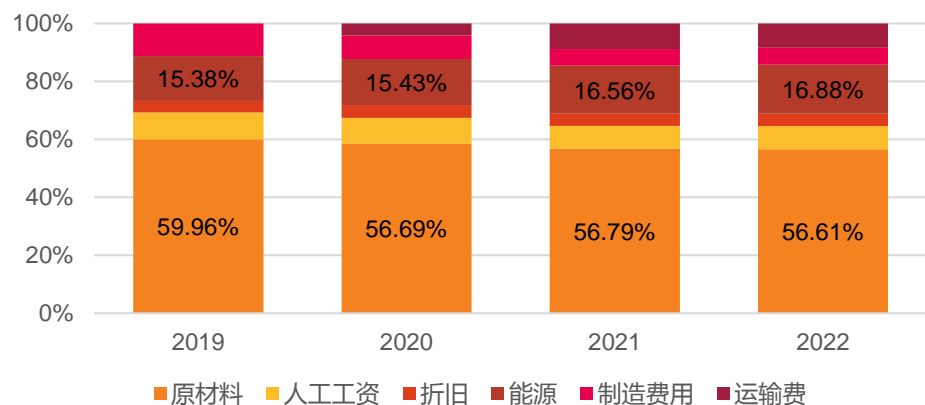
### 3. 公司优势：金霉素龙头地位稳固，兽用疫苗贡献新的利润增长点

#### 3.1. 金霉素寡头，龙头地位稳固

##### 3.1.1 区位优势 and 规模效应保证较低生产成本

**区位优势保证了较低的原材料和能源成本**。生产金霉素需要的主要原材料包括玉米、豆粕等，原材料在成本中的占比超过 50%；此外金霉素的发酵是一个高耗能的过程，主要使用的能源就是电和煤炭，能源成本占比约为 16%。公司所在地和周边旗县的主要农作物是玉米，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。丰富的资源使公司原材料和能源成本较低且供应充足。此外，发酵过程对气候要求比较高，气候过热会增加电力成本。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，有利于产品发酵水平的提高。

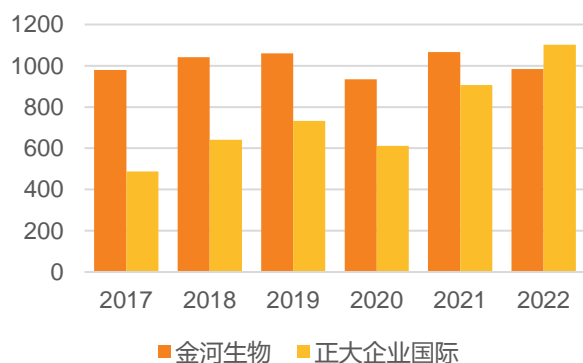
图 12：兽用化药成本结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

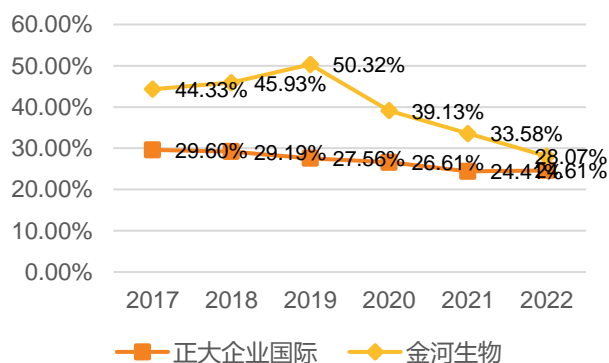
**规模效应进一步降低生产成本。**金霉素市场呈现双寡头竞争格局，金河生物和正大国际占据九成市场份额。从总量看，2021 年全球金霉素产能 11 万吨左右，2022 年公司金霉素年产能 5.5 万吨左右，正大企业国际年产能 5.0 万吨。从增量看，金河占据绝对优势。金霉素在正大集团所属的板块很小，在市场中主要采用保守姿态，大概率不会再增加产能，而公司年产 52000 吨兽药级高效金霉素 1000 吨盐酸金霉素原料药项目预计今年四季度试生产，届时规模优势将进一步扩大，正式投产后，产品的单位成本与边际成本将进一步降低。

图 13：饲用金霉素业务总收入对比（单位：百万元）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 14：饲用金霉素业务毛利率对比

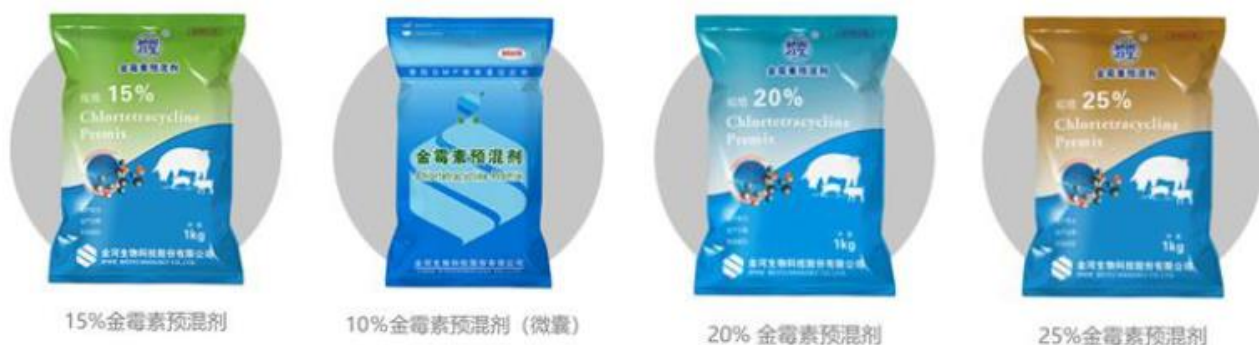


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

### 3.1.2 生产工艺领先，销售网络辐射国内外重点市场

**工艺技术领先，产品质量得到多重认证。**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。由于拥有先进的生产工艺及技术，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。

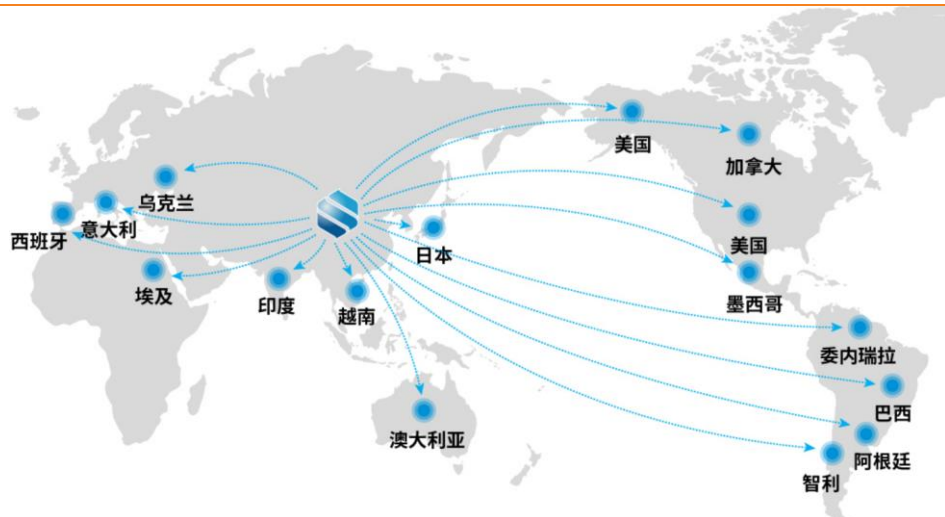
图 15：公司金霉素产品系列



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**营销网络辐射国内外重点市场。**公司目前已建立起全球销售网络，国际营销中心与美国法玛威公司通过设立销售分公司、建立代理商等渠道，初步形成了辐射全球重点市场的销售网络。产品销往美国、加拿大、拉美、澳大利亚、欧洲、东南亚等国家和地区。国内营销中心在全国设立了六个大区，大区下辖十几个分属区域，形成了覆盖全国的销售网络，能为客户提供优质快捷的产品服务和技术咨询。

图 16：公司全球销售网络



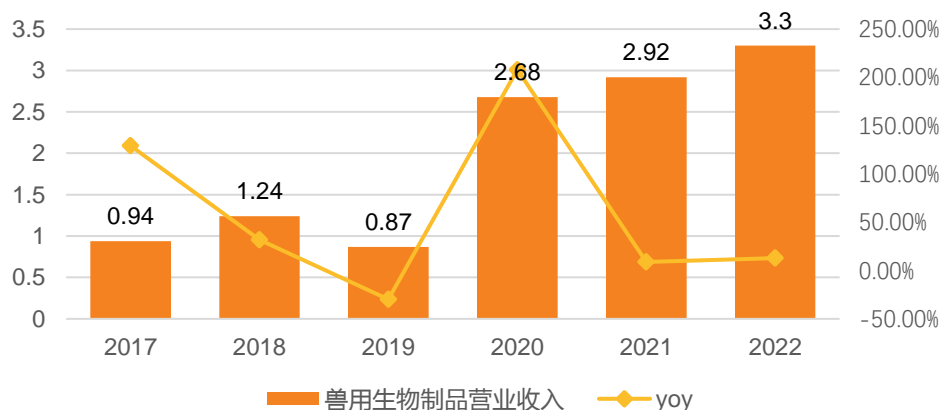
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.2. 兽药疫苗业务有望成为未来新增长点

公司通过并购杭州佑本、美国普泰克公司迅速进入兽用疫苗行业。2014 年金河生物并购美国潘菲尔德，药物添加剂产品得以通过旗下的美国公司直接进入美国养殖业终端市场；2016 年，又通过金河佑本和美国公司先后在国内和美国并购了杭州佑本疫苗公司和普泰克公司，形成了国内、国外两个动物疫苗平台。

多款疫苗产品取得突破性进展。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。目前公司有四大技术平台：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、抗原纯化技术平台、抗原定量检测技术平台，利用上述技术优势进行多款产品升级改造，已取得突破性进展。此外，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、知名高校、行业企业合作，改造产品生产工艺，提高公司产品质量。近年来公司的疫苗板块增长势头迅猛，兽用生物制品的营业收入由 2017 年的 0.94 亿元上升至 2022 年的 3.30 亿元，复合增长率为 28.55%。

图 17：公司兽用生物制品营业收入变化情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

新产品储备丰富，支撑长期成长。公司不断加大研发与注册工作力度，于 2020 年获得猪口蹄疫合成肽疫苗（PO98+PA13）新兽药证书，2021 年获得美国法玛威生物制品股份有限公司猪支原体肺炎灭活疫苗（P 株）（双针型）、猪支原体肺炎灭活疫苗（P 株）（一针型）、猪圆环、肺炎支原体二联灭活疫苗（P 株+P 株）三个进口兽药注册证书，2022 年公司获得了猪传染性胃肠炎、流行性腹泻灭活疫苗生产批准文号，2023 年 4 月获得猪流感二价灭

活疫苗（H1N1 L 株+H3N2 S 株）新兽药证书和猪圆环病毒 2 型灭活疫苗(ZJ/C 株）（悬浮培养）批准文号，布病活疫苗（BA0711 株）已完成复核检验，公司预计今年可获新兽药注册证书和产品批准文号。猪乙脑灭活苗正在申请新兽药注册。随着未来几年新产品逐步投放市场，公司生产的兽用疫苗有望进入行业前沿。

3.3. 收购吉林百思万可 60%股权，战略布局猪瘟防控及疫苗产研领域

2023 年 5 月 24 日，金河生物控股子公司金河佑本生物制品有限公司以股权转让及增资方式收购吉林百思万可生物科技有限公司 60%股权，交易作价合计为 2.88 亿元。吉林百思万可成立于 2021 年，主要从事生物技术的开发、转让、咨询服务；动物用疫苗及佐剂、转移因子、抗体等生物制品及原辅料的研发、生产及经营等。

**吉林百思万可非洲猪瘟疫苗产品未来市场预期良好，未来将作为金河佑本疫苗板块非洲猪瘟等产品的运营主体。**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应急评价评审中，疫苗实验结果显示安全有效。目前全球尚无有效防治非洲猪瘟的疫苗和药物，也没有企业敢断言其所研发的非洲猪瘟疫苗具有绝对的有效性。由于灭活疫苗本身的特性，难以刺激机体产生高水平的细胞免疫，比如越南做非洲猪瘟灭活疫苗已经失败了，百思万可在研的冻干疫苗或是奥妙所在。同时，百思万可在吉林省长春市辉南县在建非洲猪瘟疫苗生产线，公司预计 2024 年可投入使用。

本次交易符合公司大动保生态圈总体战略发展规划，旨在进一步布局非洲猪瘟疫苗赛道。有助于实现金河生物在非洲猪瘟防控及疫苗产研领域的战略布局，提升非洲猪瘟疫苗产研转化速度，并依托公司在动物疫苗领域成熟的研发、生产、销售、管理等优势，在收购吉林百思万可后，有利于扩大公司在动物用疫苗领域的市场占有率、强化在非洲猪瘟疫苗领域的研发力量、增强公司核心竞争力。

4. 盈利预测与投资建议

综上所述，我们预计：

- 1、未来随着养殖行业经营状况的好转，对动保产品需求加大。兽用化药和兽用疫苗销量保持提升，其中金霉素在 2024-2025 年有望因新产能建成获得明显增加。
- 2、未来随着国家各项政策逐步落地降低煤炭成本，预计化药经营成本随之下降，毛利率上升，公司盈利能力进一步提升。
- 3、强力霉素价格较高，公司 1000 吨产能今年四季度试生产，预计在 2023-2025 年为公司带来较高收入。

表 2：公司盈利预测（单位：百万元）

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
药物饲料添加剂	销售收入	32.29	19.56	18.00	15.00	12.00
	毛利润	4.20	2.28	2.16	1.73	1.32
	毛利率	13.0%	11.7%	12.0%	11.5%	11.0%
淀粉及联产品	销售收入	511.00	566.00	622.60	684.86	753.35
	毛利润	29.33	53.43	49.81	54.79	60.27
	毛利率	5.7%	9.4%	8.0%	8.0%	8.0%
兽用疫苗	销售收入	291.69	330.17	396.20	495.26	619.07
	毛利润	211.83	223.06	277.34	346.68	433.35
	毛利率	72.6%	67.6%	70.0%	70.0%	70.0%
污水处理	销售收入	86.02	107.58	134.48	168.09	210.12
	毛利润	39.07	50.94	60.51	75.64	94.55

	毛利率	45.4%	47.4%	45.0%	45.0%	45.0%
兽用化学药品	销售收入	1,067.71	997.84	1,684.00	1,987.00	2,316.50
	毛利润	358.03	276.18	490.95	587.50	696.09
	毛利率	33.6%	28.1%	29.2%	29.6%	30.0%
其他主营业务	销售收入	89.28	101.56	119.12	143.39	172.77
	毛利润	8.59	7.89	11.06	13.27	13.82
	毛利率	37.4%	13.8%	8.0%	8.0%	8.0%
总计	销售收入	2,078.0	2,122.7	2,974.4	3,493.6	4,083.8
	毛利率	31.3%	28.9%	30.0%	30.7%	31.7%

资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 29.74、34.94、40.84 亿元，同比增长 40.1%、17.5%、16.9%；归母净利润为 1.45、1.95、2.27 亿元，同比增长 91.3%、34.8%、16.7%。

金霉素行业需求偏刚性且优势明显，公司龙头地位稳固，拥有定价权；同时，公司积极布局兽用疫苗业务，未来有望成为公司业绩增长的另一驱动力。公司所处板块属于“动物保健”，我们选取同类公司比较，我们认为金河生物和同板块的以下公司的发展阶段和行业地位有相似之处，可参考其 2024 年 PE。

表 3：可比公司估值

可比公司	主营业务	2024PE
生物股份	主要从事兽用生物制品的研发、生产与销售，产品种类涵盖猪、禽、反刍和宠物类四大系列 100 余种动物疫苗	22
科前生物	从事生物制品研发、生产、销售及动物防疫技术服务，公司主要产品是猪用疫苗和禽用疫苗	14
瑞普生物	从事兽用生物制品、兽用药物制剂、兽用原料药的研发、生产、销售	14
普莱柯	从事兽用生物制品、化学药品及中兽药的研发、生产、销售及相关技术转让	23
回盛生物	从事兽用药品(包括化药制剂、原料药、中药制剂)、饲料及添加剂的研发、生产和销售	12

资料来源：wind 一致性预期（截至 2023.6.28），天风证券研究所

以上 5 家公司 2024 年 PE 的最高值为 23 倍，最低值为 12 倍。我们认为公司行业地位稳固、业务拓展有序，参考可比公司估值，我们给予公司 2024 年 23 倍 PE，目标价为 5.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 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。

### 4、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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	517.66	491.37	148.72	524.05	612.58
应收票据及应收账款	426.72	461.01	635.11	494.88	826.00
预付账款	21.52	17.57	61.97	19.15	71.55
存货	577.20	675.91	917.15	948.01	1,185.11
其他	106.85	100.67	138.91	108.89	138.43
流动资产合计	1,649.95	1,746.52	1,901.87	2,094.97	2,833.67
长期股权投资	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25
固定资产	913.25	1,304.67	1,388.23	1,391.40	1,341.74
在建工程	289.91	300.79	216.47	129.88	77.93
无形资产	714.45	710.71	678.54	665.46	661.02
其他	496.74	442.65	442.25	458.01	442.99
非流动资产合计	2,414.57	2,759.07	2,725.74	2,645.01	2,523.93
资产总计	4,064.53	4,505.58	4,627.61	4,739.98	5,357.60
短期借款	833.90	1,246.48	1,184.35	1,048.64	1,457.59
应付票据及应付账款	122.04	263.11	167.70	328.62	291.42
其他	207.75	155.05	205.05	192.91	211.40
流动负债合计	1,163.69	1,664.64	1,557.10	1,570.17	1,960.41
长期借款	87.00	296.22	275.64	200.00	252.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	117.35	119.51	118.57	118.48	118.85
非流动负债合计	204.35	415.73	394.21	318.48	371.06
负债合计	1,368.03	2,080.37	1,951.31	1,888.65	2,331.46
少数股东权益	258.28	203.63	257.07	335.39	435.48
股本	780.42	780.42	780.42	780.42	780.42
资本公积	1,079.05	888.96	888.96	888.96	888.96
留存收益	1,682.99	1,568.45	1,638.81	1,735.52	1,810.24
其他	(1,104.24)	(1,016.24)	(888.96)	(888.96)	(888.96)
股东权益合计	2,696.49	2,425.22	2,676.30	2,851.33	3,026.14
负债和股东权益总计	4,064.53	4,505.58	4,627.61	4,739.98	5,357.60

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	122.09	118.04	144.50	194.84	227.45
折旧摊销	133.02	151.33	142.93	156.50	166.05
财务费用	56.18	29.81	13.52	14.07	41.92
投资损失	0.00	3.94	(6.00)	(8.00)	(10.00)
营运资金变动	(221.59)	(171.14)	(566.46)	318.20	(648.01)
其它	63.28	(7.51)	53.45	78.32	100.09
经营活动现金流	152.98	124.47	(218.07)	753.92	(122.50)
资本支出	307.63	548.55	110.93	60.10	59.62
长期投资	(0.01)	0.02	0.00	0.00	0.00
其他	(705.61)	(935.36)	(214.93)	(112.10)	(109.62)
投资活动现金流	(397.99)	(386.80)	(104.00)	(52.00)	(50.00)
债权融资	1,008.10	1,594.04	1,533.84	1,319.44	1,775.12
股权融资	727.98	(299.40)	113.76	(14.07)	(41.92)
其他	(1,287.37)	(1,144.21)	(1,668.18)	(1,631.96)	(1,472.17)
筹资活动现金流	448.70	150.43	(20.58)	(326.60)	261.03
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	203.70	(111.89)	(342.65)	375.33	88.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,077.99	2,122.71	2,974.39	3,493.63	4,083.84
营业成本	1,426.92	1,508.91	2,088.26	2,420.94	2,790.66
营业税金及附加	18.02	16.20	25.53	28.98	33.37
销售费用	122.51	130.72	181.44	211.40	246.26
管理费用	229.18	238.98	330.16	384.30	445.14
研发费用	72.25	82.28	110.05	129.26	163.35
财务费用	64.89	7.24	13.52	14.07	41.92
资产/信用减值损失	(21.14)	(27.15)	10.00	5.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(3.94)	6.00	8.00	10.00
其他	25.65	48.22	(12.00)	(16.00)	(20.00)
营业利润	139.71	121.24	221.43	307.67	370.14
营业外收入	4.58	0.10	7.87	8.18	8.38
营业外支出	1.38	2.49	1.78	1.88	2.05
利润总额	142.91	118.84	227.53	313.97	376.48
所得税	20.82	0.80	29.58	40.82	48.94
净利润	122.09	118.04	197.95	273.15	327.53
少数股东损益	28.10	42.50	53.45	78.32	100.09
归属于母公司净利润	93.99	75.54	144.50	194.84	227.45
每股收益（元）	0.12	0.10	0.19	0.25	0.29

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	14.51%	2.15%	40.12%	17.46%	16.89%
营业利润	7.94%	-13.22%	82.64%	38.95%	20.31%
归属于母公司净利润	-19.89%	-19.63%	91.28%	34.83%	16.74%
获利能力					
毛利率	31.33%	28.92%	29.79%	30.70%	31.67%
净利率	4.52%	3.56%	4.86%	5.58%	5.57%
ROE	3.85%	3.40%	5.97%	7.74%	8.78%
ROIC	6.55%	4.27%	6.04%	7.14%	10.28%
偿债能力					
资产负债率	33.66%	46.17%	42.17%	39.85%	43.52%
净负债率	18.19%	45.47%	51.75%	27.90%	38.42%
流动比率	1.42	1.05	1.22	1.33	1.45
速动比率	0.92	0.64	0.63	0.73	0.84
营运能力					
应收账款周转率	5.71	4.78	5.43	6.18	6.18
存货周转率	4.06	3.39	3.73	3.75	3.83
总资产周转率	0.56	0.50	0.65	0.75	0.81
每股指标（元）					
每股收益	0.12	0.10	0.19	0.25	0.29
每股经营现金流	0.20	0.16	-0.28	0.97	-0.16
每股净资产	3.12	2.85	3.10	3.22	3.32
估值比率					
市盈率	37.20	46.28	24.20	17.94	15.37
市净率	1.43	1.57	1.45	1.39	1.35
EV/EBITDA	12.30	12.93	13.22	9.34	8.56
EV/EBIT	17.63	20.60	21.26	13.89	12.01

## 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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