

2021年04月14日

# 业绩超预期，静待公司利润逐季释放

## 金河生物(002688)

### 事件概述

公司发布2021年一季度业绩预告，报告期内，公司预计实现归母净利润7841.01-8652.14万元，yoy+45%-60%；实现扣非归母净利润5848.30-6379.97万元，yoy+10%-20%。公司一季度业绩超预期。

### 分析判断：

#### ► 各项业务板块共振，支撑业绩环比持续改善

报告期内，公司业绩延续2020年四季度环比改善态势，预计实现归母净利润7841.01-8652.14万元，yoy+45%-60%；实现扣非归母净利润5848.30-6379.97万元，yoy+10%-20%。我们认为，公司一季度业绩同环比表现亮眼的主要原因在于：1) 公司通过对国内金霉素产品销售渠道的调整，金霉素产品销售逐步改善；2) 随着国内外疫情的逐步平稳，公司金霉素出口同环比均呈现好转态势；3) 随着下游生猪产能的逐步恢复，公司动物疫苗板块持续发力，贡献公司利润弹性；4) 子公司法玛威药业股份有限公司出售药号产生329万美元收益，折合人民币2154.32万元，对本期归母净利润增长产生较大影响。

#### ► 饲料禁抗推动金霉素需求向好，产能扩张支撑业绩高增

我们认为，饲料禁抗政策的推行对于公司来讲是极大的利好，主要逻辑在于：首先，饲料禁抗政策明确禁止包括土霉素、黄霉素在内的15个药物饲料添加剂批准文号，保留金霉素在治疗方面的使用，为金霉素市场空间的扩大腾挪出了空间；其次，饲料禁抗政策推行之前，公司金霉素产品主要面向饲料厂商，受下游饲料厂商限制较大，饲料禁抗政策推行之后，公司金霉素产品直接面向养殖终端，市场覆盖范围得到大幅提升；最后，饲料禁抗政策推行之前，饲料促生长类添加标准为25-75PPM，饲料禁抗政策推行之后，添加标准提升至400-600PPM，使用量得到大幅提升。基于对国内金霉素需求的持续向好，公司5.2万吨金霉素产能扩张计划正在稳步推进，预计明年上半年投产。随着公司金霉素产能的逐步释放，公司金霉素有望贡献公司短期利润弹性。

#### ► 四大研发平台助力，兽用疫苗发展前景可期

公司布局兽用生物制品多年，2015年收购杭州佑本，产品覆盖猪、禽、牛羊疫苗，主打产品包括蓝耳和圆环，蓝耳单品收入已经破亿元，随着公司产品认可度的不断提升，公司生物制品板块迎来快速发展期。目前，公司拥有抗原工业化量产技术平

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	5.69
股票代码：	002688
52周最高价/最低价：	9.49/4.88
总市值(亿)	36.15
自由流通市值(亿)	35.53
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)：业绩符合预期，把握公司业绩拐点投资机会  
2021.04.06
2. 【华西农业】金河生物(002688.SZ)：多因素共振，金霉素龙头业绩高弹性可期  
2021.03.09
3. 【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

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四大技术平台，产品的研发、生产能力表现优秀，前期布局的牛羊布病、猪口蹄疫、狂犬灭活疫苗等多个品种将在今明两年陆续上市，有望支撑公司兽用疫苗板块业绩利润快速释放。

### 投资建议

金霉素+兽用疫苗共同发力，公司利润有望加速释放，我们预计，2021-2023年，公司EPS分别为0.43/0.74/0.92元，当前股价对应PE分别为13/8/6X，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格上涨风险，汇率异常波动风险，政策扰动风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,782	1,815	2,301	2,840	3,283
YoY (%)	9.4%	1.8%	26.8%	23.4%	15.6%
归母净利润(百万元)	185	117	276	472	584
YoY (%)	13.0%	-36.6%	135.3%	70.9%	23.9%
毛利率 (%)	36.6%	34.7%	39.4%	43.6%	44.4%
每股收益 (元)	0.29	0.18	0.43	0.74	0.92
ROE	11.0%	7.3%	14.6%	20.0%	19.8%
市盈率	19.55	30.81	13.10	7.66	6.19

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,815	2,301	2,840	3,283	净利润	139	303	525	654
YoY (%)	1.8%	26.8%	23.4%	15.6%	折旧和摊销	122	206	151	161
营业成本	1,185	1,395	1,601	1,827	营运资金变动	-70	-150	-137	-141
营业税金及附加	17	25	30	34	经营活动现金流	258	420	582	700
销售费用	113	159	191	220	资本开支	-204	-150	-83	-91
管理费用	222	277	341	396	投资	0	0	0	0
财务费用	85	61	42	26	投资活动现金流	-204	-150	-83	-91
资产减值损失	-13	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	1,249	-362	-253	-300
营业利润	129	328	561	696	筹资活动现金流	28	-423	-295	-326
营业外收支	11	0	0	0	现金净流量	74	-153	203	282
利润总额	141	328	561	696					
所得税	2	25	37	42	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	139	303	525	654	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	117	276	472	584	营业收入增长率	1.8%	26.8%	23.4%	15.6%
YoY (%)	-36.6%	135.3%	70.9%	23.9%	净利润增长率	-36.6%	135.3%	70.9%	23.9%
每股收益	0.18	0.43	0.74	0.92	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	34.7%	39.4%	43.6%	44.4%
					净利率	7.7%	13.2%	18.5%	19.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	3.5%	8.2%	12.8%	14.4%
货币资金	315	162	365	647	净资产收益率 ROE	7.3%	14.6%	20.0%	19.8%
预付款项	31	37	42	48	<b>偿债能力</b>				
存货	447	524	604	688	流动比率	<b>0.90</b>	<b>1.21</b>	<b>1.96</b>	<b>3.64</b>
其他流动资产	447	573	658	742	速动比率	0.56	0.69	1.20	2.38
流动资产合计	1,240	1,296	1,669	2,126	现金比率	0.23	0.15	0.43	1.11
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	48.2%	39.2%	30.0%	20.6%
固定资产	922	745	619	485	<b>经营效率</b>				
无形资产	626	713	740	775	总资产周转率	0.54	0.68	0.77	0.81
非流动资产合计	2,137	2,081	2,013	1,943	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,377	3,377	3,681	4,069	每股收益	0.18	0.43	0.74	0.92
短期借款	1,115	753	500	200	每股净资产	2.54	2.98	3.72	4.64
应付账款及票据	97	147	164	183	每股经营现金流	0.41	0.66	0.92	1.10
其他流动负债	161	170	186	201	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,373	1,070	850	583	<b>估值分析</b>				
长期借款	135	135	135	135	PE	30.81	13.10	7.66	6.19
其他长期负债	119	119	119	119	PB	2.16	1.91	1.53	1.23
非流动负债合计	254	254	254	254					
负债合计	1,627	1,324	1,103	837					
股本	635	635	635	635					
少数股东权益	135	162	215	285					
股东权益合计	1,750	2,053	2,578	3,232					
负债和股东权益合计	3,377	3,377	3,681	4,069					

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。