

受益猪价回暖，公司业绩同比改善

金河生物(002688)

评级:	买入	股票代码:	002688
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.5/3.7
目标价格:		总市值(亿)	39.41
最新收盘价:	5.05	自由流通市值(亿)	38.69
		自由流通股数(百万)	766.13

事件概述

公司发布 2022 年第三季度报告，报告期内，公司实现营业收入 5.07 亿元，同比上升 6.18%，实现归母净利润 0.16 亿元，同比上升 98.05%。2022 年前三季度，公司实现营业收入 16.33 亿元，同比增加 13.48%，实现归母净利润 1.02 亿元，同比下降 7.09%。

分析判断:

▶ 猪价回暖下游业绩改善，养殖后周期持续受益

2021 年年初生猪价格快速下降，至今年 4 月份行情持续低迷。2022 年 4 月份以来，受产能去化等多重因素影响，猪价开始回暖，7 月份出现强势反弹，据猪易通数据，2022Q1/Q2/Q3，全国外三元生猪均价分别为 13.10/15.48/22.60 元/公斤，生猪价格回暖，需求修复下，养殖后周期持续受益。公司 2022 年前三季度实现营业收入 16.33 亿元，同比增加 13.48%，实现归母净利润 1.02 亿元，同比下降 7.09%。分季度来看，2022Q1/Q2/Q3 公司分别实现营业收入 5.20/6.06/5.07 亿元，同比分别增长 12.46%/21.41%/6.18%；分别实现归母净利润 0.32/0.55/0.16 亿元，同比分别变动-54.61%/69.95%/98.09%，由于今年一季度为春节后需求淡季叠加供给充足，生猪价格较低，公司归母净利出现大幅下滑，二三季度猪价回暖带动公司业绩修复。我们认为，虽然目前猪价出现回调，今年四季度春节前备货旺季猪价有望继续上涨，另外能繁母猪调减一直影响明年一季度的生猪供给，叠加目前补栏谨慎，看好 2022Q4 及明年猪价，公司所处养殖后周期行业有望持续受益。

▶ 饲料禁抗&养殖规模化集中化，金霉素市场空间有望持续扩大

2019 年 7 月 9 日，农业农村部发布公告称，为维护我国动物源性食品安全和公共卫生安全，农业农村部决定停止生产、经营、使用部分药物饲料添加剂，并对相关管理政策作出调整。其中要求自 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 26 日明确废止包含土霉素、黄霉素等的 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挪出了空间。公司金霉素批准文号从 2020 年 1 月 1 日起由“兽药添字”转为“兽药字”，主产品的销售市场由饲料线转入养殖线，近年来，环保政策趋严叠加大规模非洲猪瘟发生后生猪安全防范要求提高，生猪养殖规模化&集中化进一步提升，我们认为金霉素市场转型叠加养殖集中度与集约化程度提高，公司金霉素产品有望进一步提升市占率。据公司 2021 年年报，公司目前金霉素年产能 5.5 万吨左右，占全球产能的一半左右，公司作为金霉素生产龙头，规模优势凸显。

▶ 金霉素龙头持续发力，动保业务未来可期

公司布局动保板块多年，在兽用化药领域主要布局金霉素、土霉素、盐酸多西环素及其他新型抗生素，新建产能计划 2023 年上半年投产，届时兽用化药产能在目前基础上扩大一倍，充分保障了金霉素等产品未来几年市场增长的需求。公司兽用疫苗板块近几年发展迅猛，除现有猪蓝耳、猪圆环、猪支原体肺炎及圆支二联苗等主要品种外，目前申请新兽药证书的有牛羊布病活疫苗、猪伪狂犬灭活疫苗、猪乙脑灭活苗等多个品种，目前也有多个品种正处于研发阶段，疫苗板块的持续发力有望帮助公司跻身兽用疫苗行业的前列，未来可期。

投资建议

我们认为，金霉素需求持续向好将贡献公司利润弹性；同时生猪价格回暖有利于公司业绩修复，另外，从中长期来看，公司动保板块业务快速发展将成为支撑公司业绩持续高增的强劲动力，但 2021 年年初至 2022 年一季

度持续低迷的生猪价格对公司盈利能力有所影响。基于此，我们上调公司 2022-2023 年营业收入 28.40 /32.83 亿元至 28.49/35.96 亿元，下调公司 2022-2023 年归母净利润 4.72/5.84 亿元至 1.81/3.11 亿元，新增预测公司 2024 年营业收入为 46.33 亿元，归母净利润为 4.02 亿元，公司 22-23 年 EPS 由 0.74/0.92 元下调至 0.23/0.40 元，新增预测公司 24 年 EPS 为 0.52 元，2022 年 10 月 28 日股价 5.05 元对应 22/23/24 年 PE 分别为 22/13/10X。

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，研发风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,815	2,078	2,849	3,596	4,633
YoY (%)	1.8%	14.5%	37.1%	26.2%	28.8%
归母净利润(百万元)	117	94	181	311	402
YoY (%)	-36.6%	-19.9%	92.5%	71.7%	29.4%
毛利率 (%)	34.7%	31.3%	31.5%	34.3%	33.9%
每股收益 (元)	0.18	0.14	0.23	0.40	0.52
ROE	7.3%	3.9%	6.4%	9.9%	10.6%
市盈率	28.06	36.07	21.78	12.68	9.80

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,078	2,849	3,596	4,633	净利润	122	219	383	497
YoY (%)	14.5%	37.1%	26.2%	28.8%	折旧和摊销	134	117	120	123
营业成本	1,427	1,952	2,364	3,061	营运资金变动	-185	-350	-194	-584
营业税金及附加	18	27	33	43	经营活动现金流	153	32	355	75
销售费用	123	178	220	284	资本开支	-378	-184	-200	-207
管理费用	229	328	413	529	投资	-19	1	1	1
财务费用	65	54	49	42	投资活动现金流	-398	-183	-200	-206
研发费用	72	100	127	163	股权募资	904	-132	0	0
资产减值损失	-21	0	0	0	债务募资	-334	-63	-86	-111
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	449	-251	-137	-155
营业利润	140	235	423	554	现金净流量	202	-402	18	-286
营业外收支	3	8	3	3					
利润总额	143	243	426	556	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	21	24	43	60	成长能力				
净利润	122	219	383	497	营业收入增长率	14.5%	37.1%	26.2%	28.8%
归属于母公司净利润	94	181	311	402	净利润增长率	-19.9%	92.5%	71.7%	29.4%
YoY (%)	-19.9%	92.5%	71.7%	29.4%	盈利能力				
每股收益	0.14	0.23	0.40	0.52	毛利率	31.3%	31.5%	34.3%	33.9%
					净利率	4.5%	6.4%	8.6%	8.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.3%	4.0%	6.4%	7.1%
货币资金	518	450	468	432	净资产收益率 ROE	3.9%	6.4%	9.9%	10.6%
预付款项	22	40	47	59	偿债能力				
存货	577	835	878	1,335	流动比率	1.42	1.66	2.00	2.44
其他流动资产	534	761	872	1,209	速动比率	0.88	0.94	1.16	1.29
流动资产合计	1,650	2,085	2,264	3,035	现金比率	0.44	0.36	0.41	0.35
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	33.7%	31.9%	27.7%	25.5%
固定资产	913	920	918	910	经营效率				
无形资产	645	638	633	632	总资产周转率	0.56	0.66	0.76	0.88
非流动资产合计	2,415	2,490	2,574	2,661	每股指标 (元)				
资产合计	4,065	4,575	4,838	5,696	每股收益	0.14	0.23	0.40	0.52
短期借款	834	771	685	574	每股净资产	3.12	3.61	4.01	4.85
应付账款及票据	122	243	182	362	每股经营现金流	0.20	0.04	0.46	0.10
其他流动负债	208	240	267	310	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,164	1,254	1,134	1,246	估值分析				
长期借款	87	87	87	87	PE	36.07	21.78	12.68	9.80
其他长期负债	117	117	117	117	PB	1.96	1.40	1.26	1.04
非流动负债合计	204	204	204	204					
负债合计	1,368	1,458	1,338	1,450					
股本	780	754	754	754					
少数股东权益	258	296	368	463					
股东权益合计	2,696	3,117	3,500	4,246					
负债和股东权益合计	4,065	4,575	4,838	5,696					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪财经麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

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。