

2021 年 04 月 05 日

业绩符合预期，把握公司业绩拐点投资机会

金河生物(002688)

事件概述

公司发布 2020 年年报，报告期内，公司实现营业收入 18.15 亿元，yoy+1.81%；实现归母净利润 1.17 亿元，yoy-36.56%。单四季度来看，公司实现营业收入 6.08 亿元，yoy+13.84%；实现归母净利润 1538.75 万元，yoy-63.10%，环比增长 121.93%。

分析判断：

► 金霉素业绩环比大幅改善，生物制品首次实现扭亏

2020 年，公司实现营业收入 18.15 亿元，yoy+1.81%，具体来看：兽用化学药品方面，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司兽用化学药品出口美国受到的影响较大，同时，受国内饲料禁抗政策的影响，主要销售市场由饲料线转入养殖线，转型期间带来收入暂时性下滑，报告期内，公司兽用化学药品实现营收 9.35 亿元，yoy-11.74%；兽用生物制品方面，经过前几年的潜心经营，公司产品认可度不断提升，业绩迎来爆发式增长，报告期内，公司兽用生物制品实现营收 2.68 亿元，yoy+210.22%；药物饲料添加剂实现营收 3425.60 万元，yoy+2.65%；环保业务实现营收 5579.59 万元，yoy-14.22%；农产品加工实现营收 4.56 亿元，yoy-3.29%；其他业务实现营收 6499.74 万元，yoy-2.73%。

► 饲料禁抗推动行业扩容，量价齐增贡献业绩弹性

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，预计今年年底投产。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。

► 立足大动保战略，有望培育成公司新的利润增长点

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

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：5.94

股票代码：002688
52 周最高价/最低价：9.49/4.88
总市值(亿)：37.74
自由流通市值(亿)：37.09
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)：多因素共振，金霉素龙头业绩高弹性可期
2021.03.09
2. 【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
3. 【华西农业】金河生物 (002688.SZ)：天时地利人和，金霉素龙头腾飞在即
2020.01.08

已经破亿元，随着公司产品认可度的不断提升，公司生物制品板块业绩迎来快速发展期。公司将兽用生物制品定为下一步发展的战略重点，布局了牛羊布病、猪口蹄疫、狂犬灭活疫苗等多个品种，有望在业绩上得到快速体现。此外，公司积极关注行业发展态势，拟布局宠物用药市场、替抗产品等新赛道领域。我们认为，兽用生物制品市场空间广阔，公司有望将其培育成公司新的利润增长点。

投资建议

从短期来看，金霉素需求持续向好将贡献公司利润弹性；从中长期来看，公司动保业务快速发展将成为支撑公司业绩持续高增的强劲动力。我们维持对公司 2021-2022 年收入分别为 23.01/28.40 亿元，归母净利润分别为 2.76/4.72 亿元的预期不变，同时预计，2023 年，公司营业收入为 32.83 亿元，归母净利润为 5.84 亿元。综上，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 14/8/6X，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 | 20.40 | 32.16 | 13.67 | 8.00 | 6.46 |

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) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 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 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 2 | 25 | 37 | 42 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 139 | 303 | 525 | 654 | 营业收入增长率 | 1.8% | 26.8% | 23.4% | 15.6% |
| 归属于母公司净利润 | 117 | 276 | 472 | 584 | 净利润增长率 | -36.6% | 135.3% | 70.9% | 23.9% |
| YoY (%) | -36.6% | 135.3% | 70.9% | 23.9% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.18 | 0.43 | 0.74 | 0.92 | 毛利率 | 34.7% | 39.4% | 43.6% | 44.4% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率 | 7.7% | 13.2% | 18.5% | 19.9% |
| 货币资金 | 315 | 162 | 365 | 647 | 总资产收益率 ROA | 3.5% | 8.2% | 12.8% | 14.4% |
| 预付款项 | 31 | 37 | 42 | 48 | 净资产收益率 ROE | 7.3% | 14.6% | 20.0% | 19.8% |
| 存货 | 447 | 524 | 604 | 688 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 447 | 573 | 658 | 742 | 流动比率 | 0.90 | 1.21 | 1.96 | 3.64 |
| 流动资产合计 | 1,240 | 1,296 | 1,669 | 2,126 | 速动比率 | 0.56 | 0.69 | 1.20 | 2.38 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金比率 | 0.23 | 0.15 | 0.43 | 1.11 |
| 固定资产 | 922 | 745 | 619 | 485 | 资产负债率 | 48.2% | 39.2% | 30.0% | 20.6% |
| 无形资产 | 626 | 713 | 740 | 775 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 2,137 | 2,081 | 2,013 | 1,943 | 总资产周转率 | 0.54 | 0.68 | 0.77 | 0.81 |
| 资产合计 | 3,377 | 3,377 | 3,681 | 4,069 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 1,115 | 753 | 500 | 200 | 每股收益 | 0.18 | 0.43 | 0.74 | 0.92 |
| 应付账款及票据 | 97 | 147 | 164 | 183 | 每股净资产 | 2.54 | 2.98 | 3.72 | 4.64 |
| 其他流动负债 | 161 | 170 | 186 | 201 | 每股经营现金流 | 0.41 | 0.66 | 0.92 | 1.10 |
| 流动负债合计 | 1,373 | 1,070 | 850 | 583 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 135 | 135 | 135 | 135 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 119 | 119 | 119 | 119 | PE | 32.16 | 13.67 | 8.00 | 6.46 |
| 非流动负债合计 | 254 | 254 | 254 | 254 | PB | 2.16 | 2.00 | 1.60 | 1.28 |
| 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。