

金河生物

002688

审慎增持 (维持)

动保行业周期景气，龙头乘风而上

2021年06月07日

市场数据

市场数据日期	2021-06-04
收盘价(元)	6.83
总股本(百万股)	635.29
流通股本(百万股)	624.44
总市值(百万元)	4339.03
流通市值(百万元)	4264.96
净资产(百万元)	1701.96
总资产(百万元)	3660.92
每股净资产	2.68

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1815	2325	2730	3015
同比增长(%)	1.8%	28.1%	17.4%	10.4%
归母净利润(百万元)	117	242	323	401
同比增长(%)	-36.6%	106.2%	33.5%	24.0%
毛利率(%)	34.7%	37.2%	38.5%	39.3%
净利率(%)	6.5%	10.4%	11.8%	13.3%
净资产收益率(%)	7.3%	13.5%	15.7%	16.8%
每股收益(元)	0.18	0.38	0.51	0.63
每股经营现金流(元)	0.41	0.46	0.64	0.92

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **公司是兽用金霉素行业龙头。**公司现有业务包括动物保健品、环保污水处理、玉米深加工三大板块，在兽用化药领域主要布局金霉素、盐酸多西环素、其他新型抗生素及替抗产品，在兽用疫苗布局了牛羊布病、猪口蹄疫、狂犬灭活疫苗等多个品种。其中，公司主产品饲用金霉素年产能5.5万吨左右，占全球总产能约50%。
- **下游存栏恢复带动动物化药、疫苗行业景气向上。**从下游情况看，2021年初至今，猪价高位回落，但预计全年仍保持盈利，行业养殖规模持续扩张，全国生猪存栏持续恢复带动上游动物化药、疫苗、饲料添加剂销售基数提升，猪后周期总体景气向上。此外，得益于下游养殖规模化加速、防疫投入增加，金霉素等化药需求仍有开发潜力。
- **国内限抗兴起，海外经验有望助力销售回暖。**2020年农业农村部相关饲料禁抗法规实施，但保留了金霉素在治疗方面的使用，其由饲料添加剂转变为兽药，销售市场由饲料端变为养殖端。公司在美国市场同样经历过限抗考验，借助海外营销模式调整经验，未来公司国内销售有望回暖。
- **投资建议：**生猪存栏持续恢复，动保行业周期景气。随着下游集中度提升、公司养殖大客户不断拓展，以及新建产能的逐步投产，公司有望加速释放利润。我们调整公司2021-2023年EPS至0.38、0.51、0.63元，基于2021年6月4日收盘价，对应PE分别为17.9、13.4、10.8倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：产品推广不及预期、政策变化、动物疫病、畜禽价格波动大

分析师：

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

闫亚

lvya@xyzq.com.cn

S0190520120003

目 录

1、金河生物：金霉素龙头	- 3 -
1.1、公司基本情况	- 3 -
2、生猪存栏恢复，金霉素需求有望回升	- 5 -
2.1、金霉素行业集中度高	- 5 -
2.2、龙头企业优势显著	- 6 -
2.3、存栏回升，养殖规模化加速，利好金霉素需求	- 7 -
2.4、美国限抗经验助力应对国内政策变化	- 8 -
3、动物疫苗：布局多年，利润逐步释放	- 10 -
4、盈利预测与投资建议	- 12 -
5、风险提示	- 14 -
图 1、金河生物各业务板块涉及的子公司	- 3 -
图 2、金河生物股权结构（截至 2021 年 3 月 31 日）	- 4 -
图 3、公司营业收入及同比增速	- 4 -
图 4、公司归母净利润及同比增速	- 4 -
图 5、公司分业务收入	- 5 -
图 6、2020 年公司分业务收入占比	- 5 -
图 7、公司分业务毛利额	- 5 -
图 8、2020 年公司分业务毛利额占比	- 5 -
图 9、2019 年全球金霉素产能分布	- 6 -
图 10、2015 年全球饲用金霉素销量分布（万吨）	- 6 -
图 11、公司金霉素产品家族	- 6 -
图 12、养殖产业链投资时钟（以猪为例）	- 7 -
图 13、猪价周期下行、毛鸡价格底部震荡	- 7 -
图 14、禽饲料销量同比下滑	- 7 -
图 15、猪饲料销量同比大增	- 7 -
图 16、不同年出栏规模养殖场（户）市占率	- 8 -
图 17、规模企业出栏增速显著快于行业	- 8 -
图 18、公司国外收入及同比增速	- 9 -
图 19、公司药物饲料添加剂收入（假设 2020 年金霉素系列产品按历史口径计算）	- 10 -
图 20、公司药物饲料添加剂毛利率	- 10 -
图 21、不同年出栏规模养殖场（户）市占率	- 10 -
图 22、部分动物疫苗品种批签发个数（禽苗）	- 10 -
图 23、金河佑本四大技术平台	- 11 -
图 24、佑本疫苗品类大全	- 11 -
图 25、公司动物疫苗业务收入	- 12 -
图 26、公司动物疫苗业务毛利率及同行对比	- 12 -
表 1、金霉素预混剂添加标准	- 9 -
表 2、2020 年公司疫苗产品研发进展	- 11 -
表 3、公司主营业务预测假设（百万元）	- 13 -
附表	- 15 -

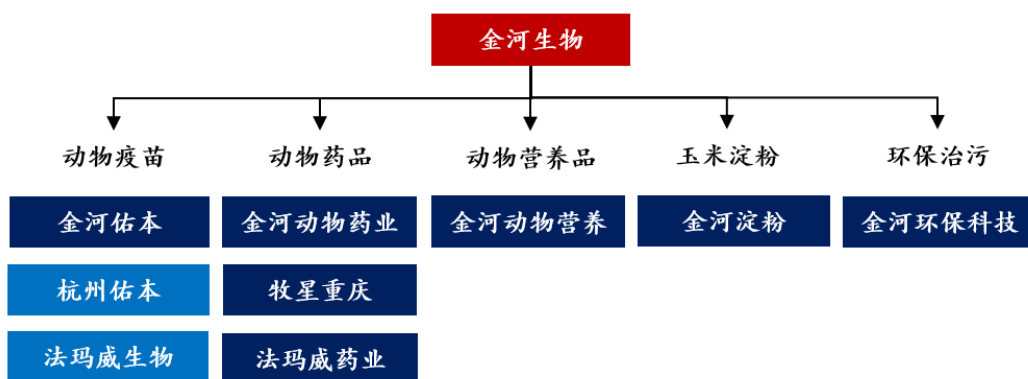
报告正文

1、金河生物：金霉素龙头

1.1、公司基本情况

公司是兽用金霉素行业龙头。公司是专业从事动物保健品研发、生产、销售、服务的高新技术企业，现有业务包括动物保健品、环保污水处理和玉米深加工三大板块，产品种类涵盖饲料添加剂、兽用疫苗、兽用化学药品、动物营养品、玉米淀粉及工业污水治理服务。公司在兽用化药领域主要布局金霉素、盐酸多西环素、其他新型抗生素及替抗产品，在兽用疫苗布局了牛羊布病、猪口蹄疫、狂犬灭活疫苗等多个品种。其中，公司主产品饲用金霉素年产能 5.5 万吨左右，占全球总产能约 50%。

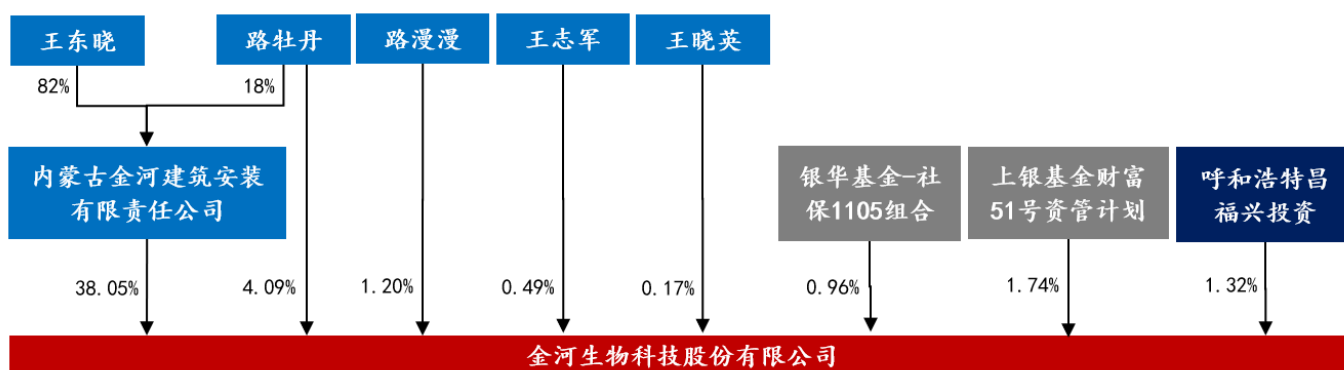
图1、金河生物各业务板块涉及的子公司



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司实控人为王东晓及其家族关联自然人路牡丹、路漫漫、王志军、王晓英。公司控股股东为内蒙古金河建安，其持股占比 38.05%。公司实际控制人为王东晓及其家族关联自然人路牡丹、路漫漫、王志军、王晓英，五人直接及间接持股合计占比 44%。其中，王东晓为路牡丹之配偶，路漫漫为路牡丹之弟，王志军为路牡丹之子，王晓英为王东晓之妹。此外，呼和浩特昌福兴投资为公司董监高级管理人员和核心员工组建的有限合伙企业，持有 1.32%公司股份。

图2、金河生物股权结构（截至 2021 年 3 月 31 日）

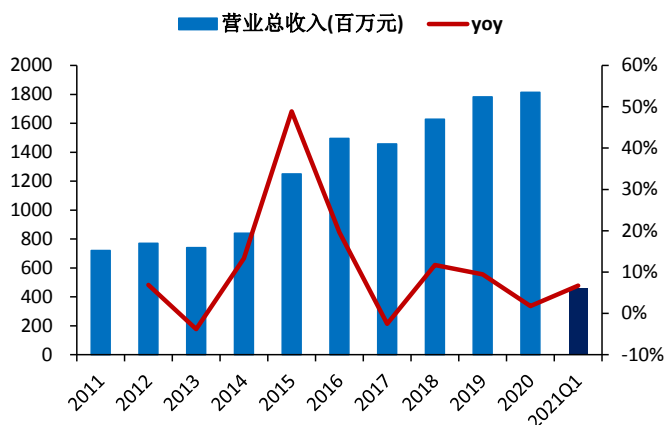


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

受新冠疫情及政策影响业绩阶段性下滑，一季度经营回暖。受出口销售下滑、国内兽药监管政策变化、以及汇兑损益增加影响，2020 年公司实现营业收入 18.15 亿元（同比+1.8%），归母净利润 1.17 亿元（同比-36.6%）。2021 年一季度公司经营回暖，实现营收 4.62 亿（同比+6.7%），归母净利润 0.85 亿（同比+58.0%），扣非净利润 0.64 亿（同比+19.8%）。

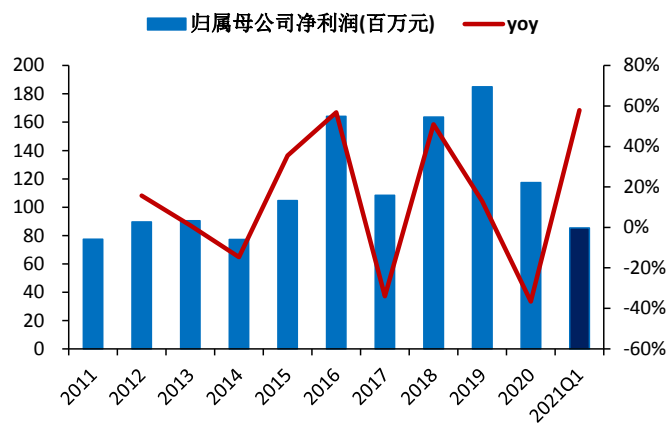
兽用化药、兽用疫苗为公司主要利润贡献。分业务，2020 年兽用化药、兽用疫苗营收分别占比 51%、15%，毛利分别占比 58%、29%，为公司主要利润贡献。其中兽用化药、药物饲料添加剂收入较历史大幅波动，主要因 2020 年起公司金霉素系列产品的批准文号由“兽药添字”转为“兽药字”，统计口径由原来的“药物饲料添加剂”调整到“兽用化学药品”所致。

图3、公司营业收入及同比增速



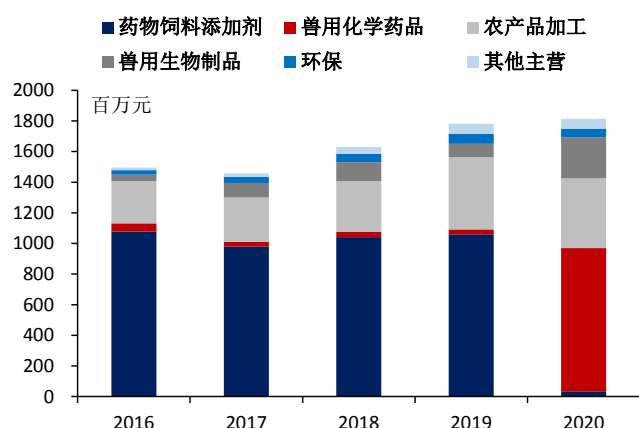
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司归母净利润及同比增速



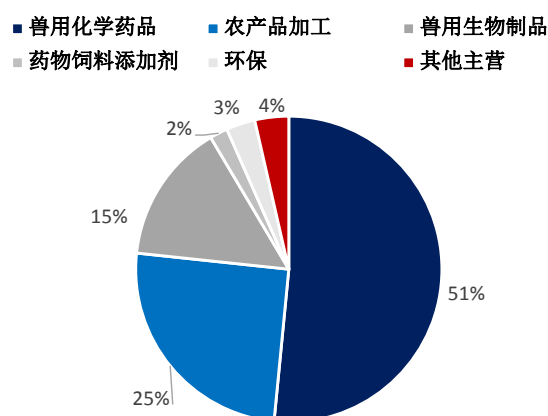
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司分业务收入



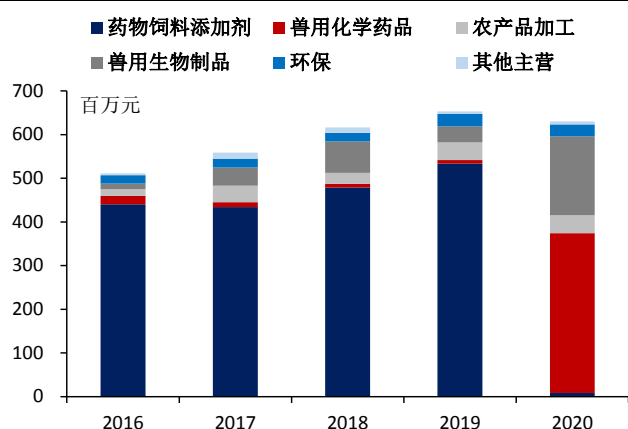
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2020年公司分业务收入占比



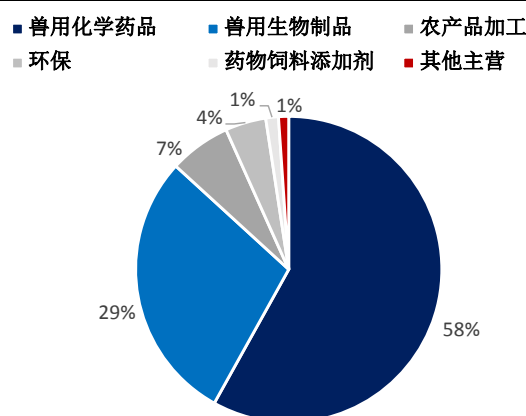
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司分业务毛利额



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2020年公司分业务毛利额占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 2020年起公司金霉素系列产品的批准文号由“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”。

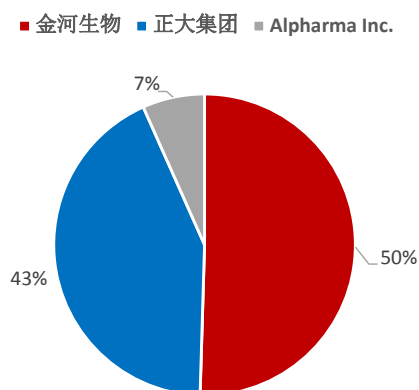
2、生猪存栏恢复, 金霉素需求有望回升

2.1、金霉素行业集中度高

饲用金霉素: 可促进动物生长、提高饲料转化率、防止动物疾病。 饲料添加剂可分为营养性饲料添加剂、一般饲料添加剂、药物饲料添加剂。饲用金霉素, 又称金霉素预混剂, 其主要成分金霉素(亦称氯四环素)钙盐, 属四环类药物, 是原先药物饲料添加剂中使用较广泛的品种。饲用金霉素的有效成分含量通常不超过25%, 其以低剂量饲喂禽畜, 可降低死亡率, 提高增重率和饲料转化率; 以中、高剂量饲喂, 可用于减少猪链球菌性颊部脓肿, 防治钩端螺旋体病(减少流产率), 控制由支原体感染引起的鸡传染性滑膜炎、慢性呼吸道疾病和气囊炎, 还可用于预防牛的细菌性肺炎和边虫病。

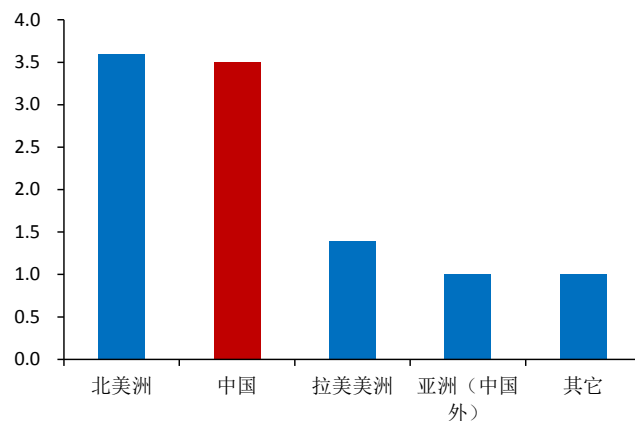
全球饲用金霉素行业集中度极高，呈寡头垄断格局。目前全球金霉素产能约 12 万吨左右，其主要生产厂商包括金河生物、正大集团和 Alpharma Inc.。其中，公司年产能约 5.5 万吨，与正大集团合计市场份额超 90%。需求方面，饲用金霉素的主要消费地区为北美、中国和拉美，2015 年三者销量约为 3.6、3.5、1.4 万吨，其他国家和地区为 2 万吨左右。

图9、2019 年全球金霉素产能分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2015 年全球饲用金霉素销量分布（万吨）



资料来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、龙头企业优势显著

龙头企业技术领先。公司目前是全球规模最大的金霉素生产企业，金霉素年综合产能占全球总产能 50% 左右。公司在近三十年饲用金霉素专业生产的基础上积累了大量的技术数据资料，掌握了先进的发酵工艺和丰富的实践生产经验，建立了符合国际规范的技术开发、生产工艺标准，具有自主研发的高产菌种，生产周期短，制造成本竞争力突出。

图11、公司金霉素产品家族



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

大客户众多、营销网络完善。公司已经建立起独立完善的国内外销售网络，与众多动物保健品制造企业和经销商建立了长期的合作伙伴关系，在国内外市场拥有一批可靠、稳定的品牌认知客户群。公司的国内营销中心下设十三个销售区域，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

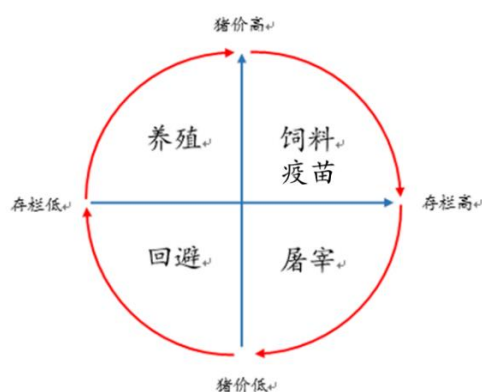
具备覆盖全国的营销网络。在海外市场，控股子公司美国法玛威公司经过多年的运营和行业并购，已建立起完整的生产体系和成熟的销售渠道。

加大投入，提高产能。2020年9月24日，公司通过了《关于新建年产能52000吨兽药级高效金霉素1000吨盐酸金霉素原料药项目的议案》，项目预计总投资6.6亿，预计2022年3月建成投入使用。届时公司金霉素产能将接近11万吨，市场份额有望进一步扩大。

2.3、存栏回升，养殖规模化加速，利好金霉素需求

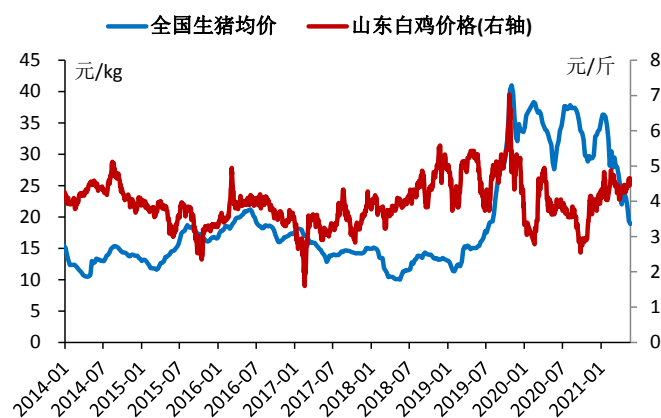
存栏持续恢复，猪后周期景气向上。饲料、疫苗作为养殖投入品，在利润丰厚叠加存栏回升时期，量增利高，景气向上。从下游情况看，2021年初至今，猪价高位回落，但预计全年仍保持盈利，行业养殖规模持续扩张；禽价在祖代产能高企的情况下，估计整体低位震荡，不排除持续亏损的可能。总体看，2021年猪后周期景气向上，禽将逐步走弱。

图12、养殖产业链投资时钟（以猪为例）



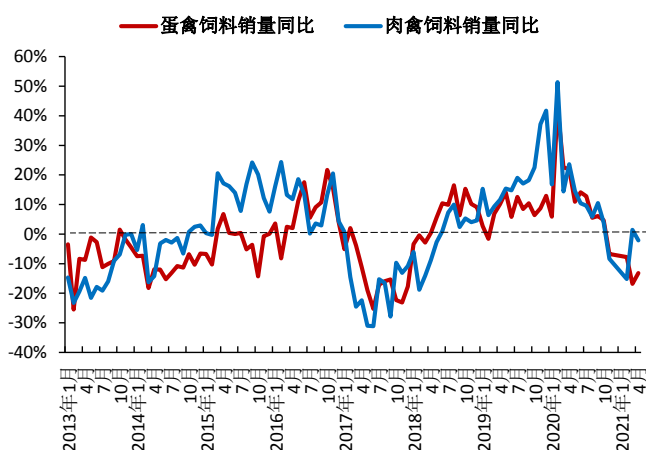
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图13、猪价周期下行、毛鸡价格底部震荡



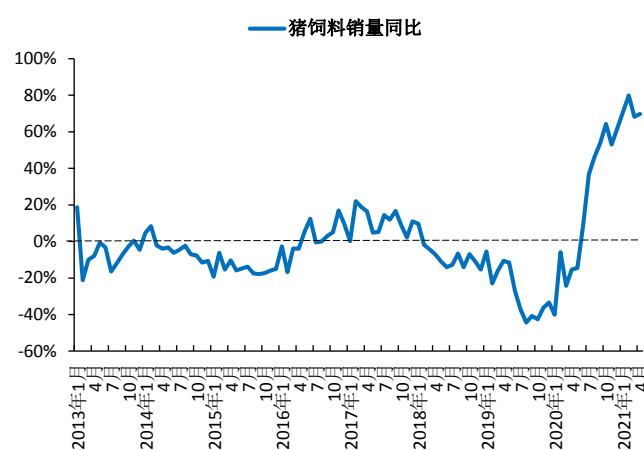
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、禽饲料销量同比下滑



资料来源：饲料工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、猪饲料销量同比大增



资料来源：饲料工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

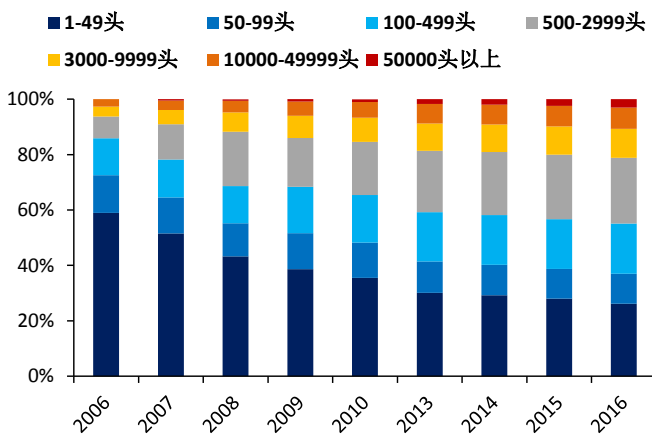
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

非洲猪瘟敲醒全球生猪养殖防疫警钟。非洲猪瘟是由非洲猪瘟病毒引起的家猪、野猪的一种急性、热性、高度接触性动物传染病，所有品种和年龄的猪均可感染，发病率和死亡率最高可达 100%。受非瘟影响，国内生猪养殖需加大生物防疫的投入，金霉素需求具有开发潜力。

金霉素预混剂药物符合行业发展趋势。当前中国养殖模式下，断奶仔猪腹泻、保育猪免疫抑制疾病继发细菌性感染、育肥猪常见呼吸道与肠道感染以及母猪的产前产后的各种混合感染是养殖过程的主要疾病，制约了养殖的生产性能和经济效益。一方面国内正加快改变养殖环境、降低生物安全风险，减少动物发病几率；另一方面，借鉴美国等治疗性预防用药和饲料脉冲用药等先进用药理念，提高动物生产性能需要增加的抗菌药物大都通过混饲给药发挥治疗性预防用途，而金霉素预混剂正是符合这一用药特点的药物。

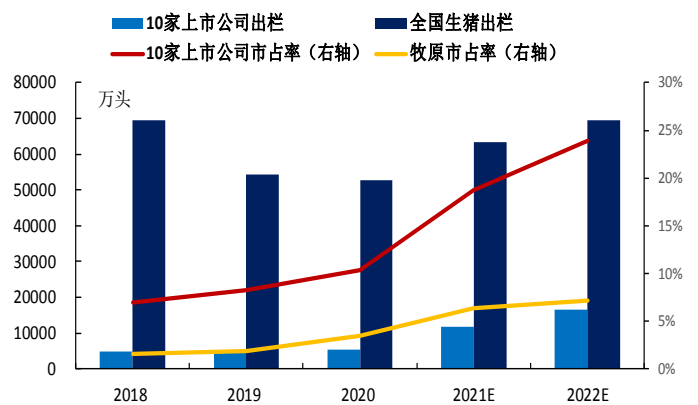
生猪养殖集约化助力金霉素市场再度活跃。长期以来，我国生猪养殖行业以散养为主，近年随着外出务工等机会成本的增加以及环保监管等影响，散户退出明显。加上非瘟常态化后，养殖技术壁垒提高，2018 年起大集团成为复产、扩张主力军，养殖集中度加速提升。2021 年初预计年出栏 500 头以上规模产生猪存栏占比 60% 左右，较 2016 年提升 15 个百分点。2020 年 10 家养猪上市公司生猪出栏占比不到 15%，预计 2022 将增至 25% 左右。大企业集团在防疫、动物营养方面更为重视，金霉素等具有治疗和治疗性预防作用的化药需求有望随养殖集团扩张而持续提升。

图16、不同年出栏规模养殖场(户)市占率



资料来源：中国畜牧业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、规模企业出栏增速显著快于行业



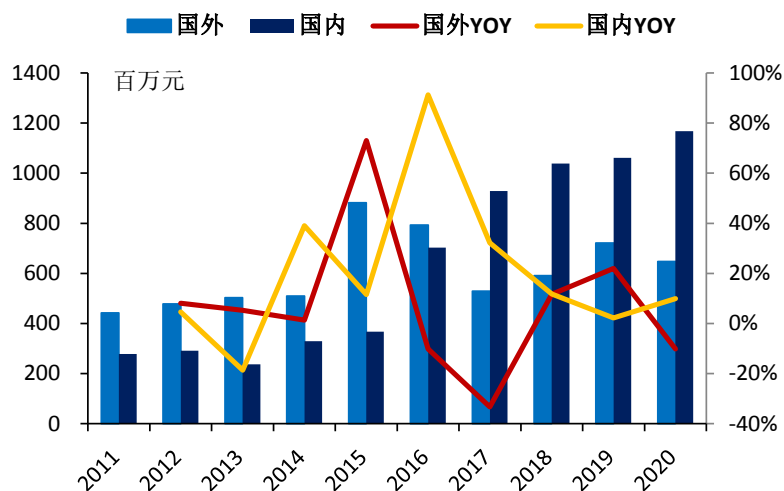
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、美国限抗经验助力应对国内政策变化

美国是公司重要海外市场，限抗政策推动公司自我调整。自 2017 年初起，美国 FDA 决定将饲用金霉素类产品由原来的非处方原料药变更为兽医处方类药品，须

在兽医指导下使用。该政策变化导致公司海外收入在 2017-2018 年期间大幅缩水。此后，公司积极与美国市场沟通，通过产品不断地换代升级和新销售渠道拓展，海外业务自 2018 年起逐渐回暖。2020 年，海外业务再受新冠疫情影响，收入阶段性回落。

图18、公司国外收入及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

国内限抗兴起，2020年饲料全面禁抗。自2020年1月1日起农业农村部废止了15个仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准，包括土霉素预混剂、黄霉素预混剂、那西肽预混剂等，禁止其在饲料及养殖场使用。除抗球虫和中药类药物外，化学抗菌药物仅保留金霉素和吉他霉素两个品种在动物养殖过程中继续使用，产品批准文号由“兽药添字”变为“兽药字”。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。

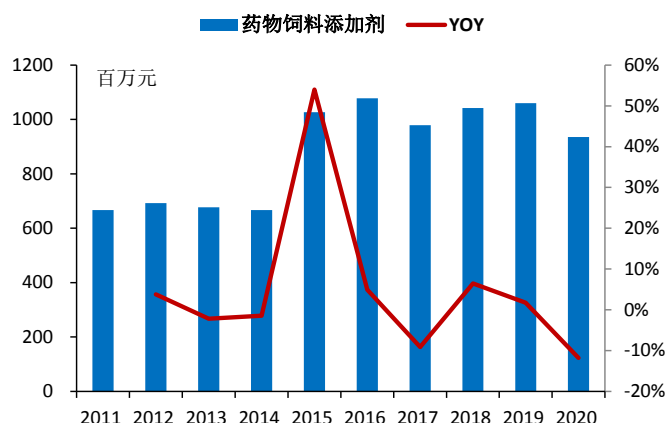
美国限抗经验或助力公司应对国内政策变化。新法规实施后，金霉素由饲料添加剂转变为兽药，在养殖现场根据兽医处方作为治疗和预防性用药使用。在使用剂量上，饲料促生长添加标准为25-75PPM，按照新法规在养殖场处方使用，添加标准为400-600PPM。在养殖场逐渐认可的情况下，未来市场总体用量或较法规调整前有所增加。此外，金霉素销售市场由饲料线转入养殖线，公司将直接面对养殖客户进行推广。借助美国市场经验，随着公司营销模式、产品储备的调整，过渡期后国内销售有望回暖。

表1、金霉素预混剂添加标准

用途	用量
用作药物饲料添加剂，促生长	猪：25-75g/1000kg 饲料（4月龄内） 肉鸡：20-50g/1000kg 饲料（10周龄内）
用作抗生素类药，治疗断奶仔猪腹泻； 治疗猪气喘病、增生性肠炎等	混饲，400-600g/1000kg 饲料，连用7日

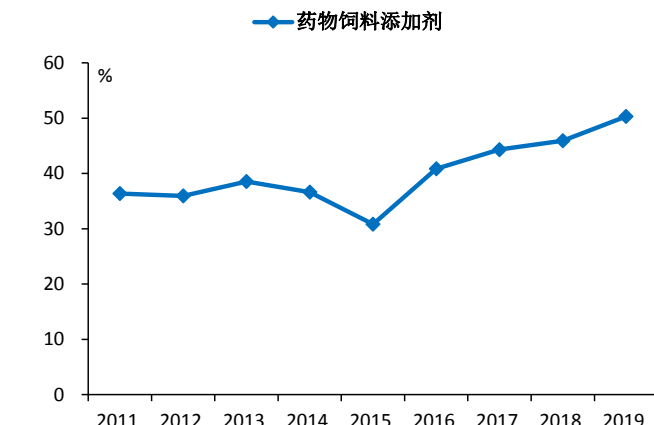
数据来源：农业农村部，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、公司药物饲料添加剂收入（假设2020年金霉素系列产品按历史口径计算）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、公司药物饲料添加剂毛利率

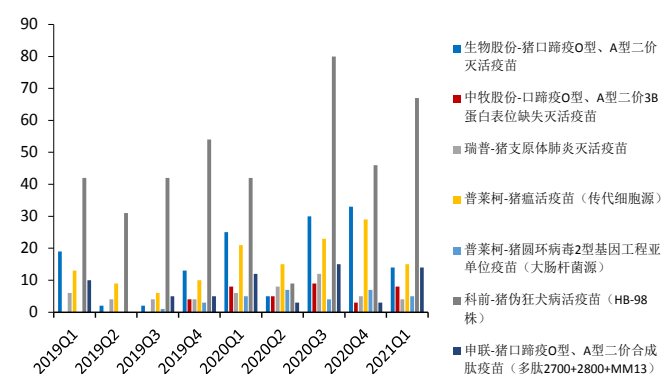


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、动物疫苗：布局多年，利润逐步释放

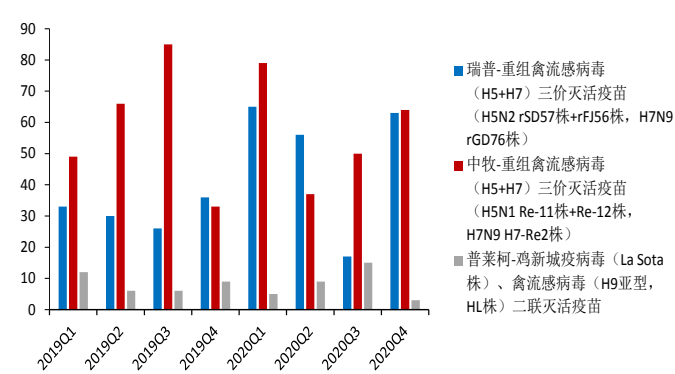
疫苗行业：猪苗批签发整体增多，行业周期上行。随非瘟常态化，行业防疫标准提高，下游规模化养殖企业占比增加的同时带动行业免疫意识提升。加之高价下行业复产积极，需求意愿、基数双双向上，2020年起猪苗销售情况转好。跟踪批签发数据可得，上市公司猪苗批签发数量随产能和存栏恢复整体提升，虽2021Q1受非瘟阶段性干扰，但随着疫情稳定、存栏恢复，以及全年生猪均价仍在高位的情况下，预计猪苗仍维持快速增长态势。Q1禽苗仍在较高水平维持，但考虑到禽养殖盈利情况，后续增速或放缓甚至不增。

图21、不同年出栏规模养殖场(户)市占率



资料来源：农业农村部，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、部分动物疫苗品种批签发个数(禽苗)



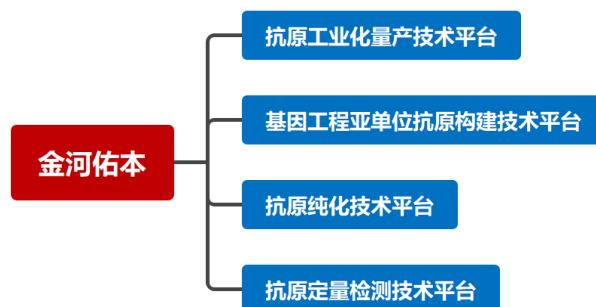
资料来源：农业农村部，兴业证券经济与金融研究院整理

收购杭州佑本，正式进军动物疫苗领域。目前公司已经从单一的药物饲料添加剂生产企业转变为动物保健综合服务提供商。2015年公司收购杭州佑本动物疫苗有限公司，产业链延伸至动物疫苗。2016年收购美国普泰克公司，布局国际化疫苗产业平台。金河佑本业务领域涵盖猪用疫苗、禽用疫苗、牛羊疫苗以及疫苗

专用稀释液等。

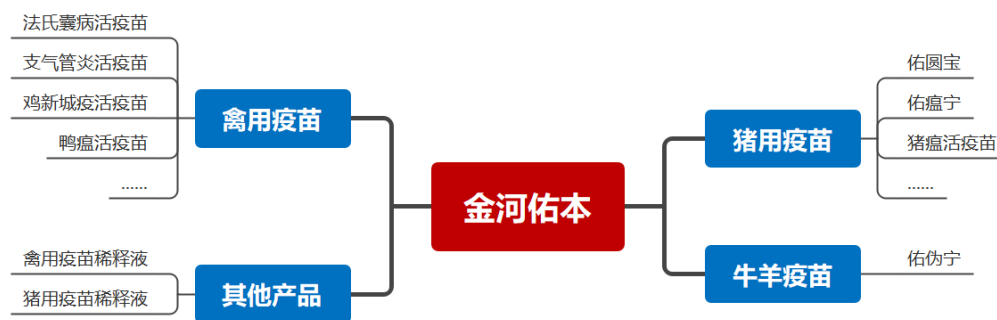
产品种类不断丰富，储备充足。2016-2019年，公司获得新兽药证书共5项。公司拥有4大技术平台，目前可生产销售猪用疫苗超过9种，禽用疫苗超过17种，拥有猪蓝耳、猪圆环、猪支原体、猪瘟、猪伪狂犬疫苗等主要产品。且有猪瘟E2、猪圆环PCV2重组蛋白亚单位二联灭活疫苗，猪瘟（JH16株，E2蛋白）、猪伪狂犬病（FJ2015株，gE基因缺失）二联灭活疫苗，猪繁殖与呼吸综合征（SA1株、SA2株）二价灭活疫苗等多个疫苗品种在研。

图23、金河佑本四大技术平台



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、佑本疫苗品类大全



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、2020年公司疫苗产品研发进展

产品	进度
狂犬灭活疫苗	获得国家农业部产品批准文号
口蹄疫合成肽疫苗	获得新兽药证书
圆喘二联苗	进口注册正在复核检验中
猪伪狂犬灭活苗	通过复审
布病苗	正在申请新兽药注册
猪乙脑灭活苗	准备注册
猪细小灭活苗	准备注册
猪口蹄疫 VLP 疫苗	准备申报临床
猪瘟、猪圆环二联灭活疫苗	编写申报材料

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

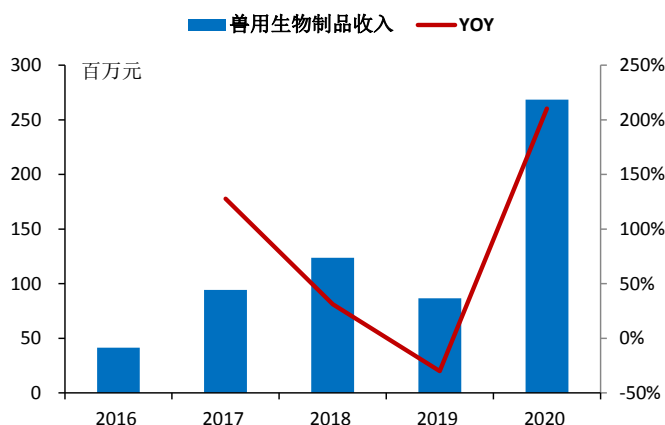
猪瘟、猪伪狂犬二联灭活苗	正在进行实验室研究
流行毒株猪蓝耳病灭活疫苗	正合作开发
非洲猪瘟疫苗和瘟伪二联灭活疫苗	正合作开发

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

疫苗业务海内外协同发展。公司目前有杭州佑本、美国普泰克公司国内外两大兽用疫苗业务平台，通过充分利用美国公司的国际化资源，紧密跟踪国内外疫情流行情况、前沿技术，公司在疫苗抗原纯化与浓缩工艺、多联多价疫苗等方面联合攻关，并就非瘟疫苗与国内外研发机构开展了广泛的合作研究。

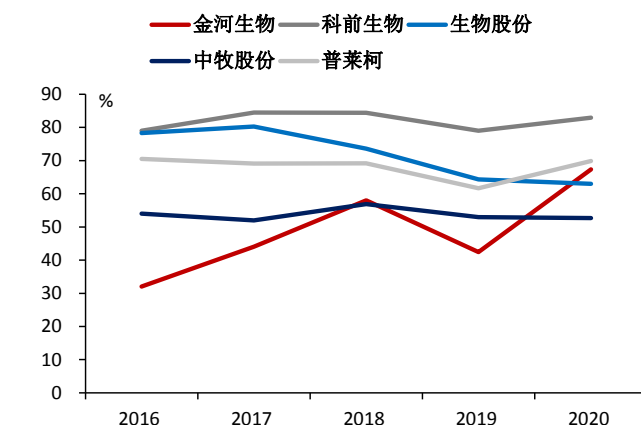
周期回暖叠加大客户开发，疫苗业务转增。经过前几年的潜心经营，公司疫苗产品质量不断改善、工艺日趋成熟，市场竞争力逐步增强。但受非瘟疫情影响，2018-2019年全国生猪存栏急剧下降，公司疫苗收入跟随行业波动下行。2020年随着规模场产能大幅扩张，公司成功开发了一批大客户，市场化销售的猪蓝耳、猪圆环、猪支原体疫苗在国内部分大型养殖集团中大量使用，全年疫苗业务收入同比+246%至2.3亿，净利润同比+216%至6963万元，实现跨越式发展。2021年随着需求基数进一步提升，疫苗业务有望保持高增。

图25、公司动物疫苗业务收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、公司动物疫苗业务毛利率及同行对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与投资建议

假设，2021-2022 生猪产能恢复顺利，化药、疫苗业务持续增长，2023 年随着养殖环节亏损，行业开始去产能，动保需求基数下滑，公司主产品销售增速放缓：

- (1) 兽用化药（目前核心产品贡献为饲用金霉素），销售收入增长 40%、20%、10%，毛利率逐步上移。
- (2) 兽用生物制品销售收入增长 40%、30%、20%，毛利率略有下移。
- (3) 其他业务假设保持平稳，收入每年小幅增长 5%-10%。

表 3、公司主营业务预测假设 (百万元)

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
兽用化药	营业收入	31.95	935.08	1309.11	1570.93	1728.03
	YOY	-4.00%	2826.70%	40.00%	20.00%	10.00%
	营业成本	23.69	569.17	785.47	934.71	1019.54
	YOY	-4.67%	2302.57%	38.00%	19.00%	9.08%
	毛利率	25.85%	39.13%	40.00%	40.50%	41.00%
药物饲料 添加剂	营业收入	1060.42	34.26	37.69	40.70	42.74
	YOY	1.76%	-96.77%	10.00%	8.00%	5.00%
	营业成本	526.82	25.83	28.41	30.69	32.22
	YOY	-6.50%	-95.10%	10.00%	8.00%	5.00%
	毛利率	50.32%	24.61%	24.61%	24.61%	24.61%
兽用生物 制品	营业收入	86.53	268.43	375.80	488.54	586.25
	YOY	-30.00%	210.22%	40.00%	30.00%	20.00%
	营业成本	49.83	87.55	122.51	166.10	205.19
	YOY	-3.91%	75.70%	39.93%	35.58%	23.53%
	毛利率	42.41%	67.38%	67.40%	66.00%	65.00%
农产品加 工	营业收入	471.61	456.09	478.89	502.84	527.98
	YOY	42.16%	-3.29%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	431.22	415.20	435.79	457.58	480.46
	YOY	40.71%	-3.72%	4.96%	5.00%	5.00%
	毛利率	8.56%	8.97%	9.00%	9.00%	9.00%
环保	营业收入	65.04	55.79	58.58	61.51	64.58
	YOY	17.53%	-14.22%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	36.98	28.69	30.12	31.63	33.21
	YOY	43.14%	48.58%	48.58%	48.58%	48.58%
	毛利率	43.14%	48.58%	48.58%	48.58%	48.58%
其他	营业收入	66.82	65.00	65.00	65.00	65.00
	营业成本	60.70	58.25	58.25	58.25	58.25
	毛利率	9.16%	10.38%	10.38%	10.38%	10.38%
合计	营业收入	1782.36	1814.64	2325.07	2729.53	3014.58
	YOY	9.42%	1.81%	28.13%	17.40%	10.44%
	营业成本	1129.24	1184.69	1460.56	1678.96	1828.87
	YOY	11.52%	4.91%	23.29%	14.95%	8.93%
	毛利率	36.64%	34.71%	37.18%	38.49%	39.33%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议: 生猪存栏持续恢复, 动保行业周期景气。随着下游集中度提升、公司养殖大客户不断拓展, 以及产能逐步释放, 公司有望加速释放利润。我们调整公司 2021-2023 年 EPS 至 2021-2023 年 EPS 为 0.38、0.51、0.63 元, 基于 2021 年 6 月 4 日收盘价, 对应 PE 分别为 17.9、13.4、10.8 倍, 维持“审慎增持”评级。

5、风险提示

产品推广不及预期、政策变化、动物疫病、畜禽价格波动大

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn