

2025 年 04 月 09 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

中美贸易关税博弈催化金霉素提价，金霉素量价齐升+新产品拓宽业绩增长潜力

—金河生物（002688.SZ）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

分析师：娄倩 S1050524070002

louqian@cfsc.com.cn

联系人：卫正 S1050124080020

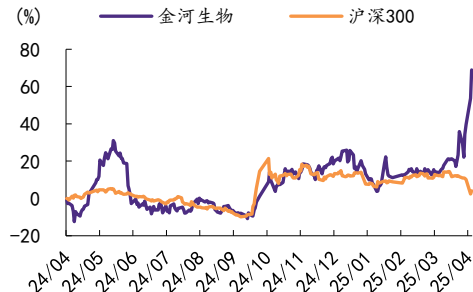
weizheng2@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-08

当前股价（元）	7.18
总市值（亿元）	55
总股本（百万股）	772
流通股本（百万股）	745
52 周价格范围（元）	3.45-7.18
日均成交额（百万元）	51.85

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 中美贸易关税持续博弈，出美商品关税加征共计 104%

美国当地时间 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫签署“对等关税”的行政令，其中对中国加征 34%。后续贸易摩擦进一步升级，美国对中国的“对等关税”加征提升至 84%。

对于中国加征关税具体情况分析，自特朗普上台，美国已从 2025 年 2 月起，以芬太尼为借口，对中国出口美国的商品两次分别加征 10% 关税，如果叠加本次 84% 的“对等关税”，共计加征 104% 关税。

■ 金霉素出口反制兑现涨价机会，兽药业务持续开拓增量

关税博弈下凸显全球龙头优势，金霉素出口反制兑现涨价机会，有望实现量价齐升。金河生物兽用化药业务主要产品饲用金霉素持续保持绝对的全球龙头优势，截止至 2023 年数据，金河生物金霉素产能为 5.5 万吨，占据全球产能的 50% 左右。同时，放眼全球兽用金霉素市场，中国的金河生物和正大生物共计产能全球占比超 90%，呈现双寡头垄断的竞争格局。在中美贸易关税持续博弈的背景下，中国产能垄断以及行业龙头优势赋予金河生物对于出美金霉素产品的提价逻辑。公司于 4 月 2 日发布公告，鉴于美国市场对金霉素预混剂产品的需求量较大且美国本土并无其他生产商，决定将适时调高在美国市场的终端销售价格。预计后续出美产品提价将落地，公司有望兑现出口美国营收高增预期。同时，在美国市场金霉素销售量上，公司有望延续高速增长势头，2024 前三季度美国子公司法玛威化药业务营业收入同比增长 32%，其中美国市场牛养殖客户需求快速增长，牛用金霉素和金霉素饮水剂产品的销售扩大。美国市场金霉素销售有望兑现量价齐升预期。

国内金霉素开拓反刍市场，土霉素带来业绩新增量。金河生物羊用金霉素预混剂药号于 2024 年 11 月获批，公司计划在 2025 年将大力推广，预估国内反刍动物金霉素预混剂用量未来将给公司带来超 2 万吨金霉素产品销售增量，持续拓宽公司业绩增长上限。同时，公司六期工程项目已于 2024 年 10 月份正式投产，计划新增兽用化药产能 6 万吨，2025 年主要

用于生产土霉素，其中部分土霉素将作为公司另一产品强力霉素的原材料自用，其余外销，为公司业绩增长注入新动力。

■ 兽用疫苗下游养殖量回升推动销量提升，新产品持续加码

金河生物兽用疫苗业务产品矩阵丰富，上市销售的疫苗产品包括猪用疫苗、反刍疫苗、宠物疫苗以及为疫苗配套的相关诊断试剂。伴随国内生猪养殖量的回升以及生猪养殖企业现金流情况的改善，叠加疫苗大单品的全面推广，2024 前三季度公司国内疫苗业务收入同比增长 3.75%，美国子公司法玛威疫苗业务收入同比增长 18.29%。此外，公司新产品布病疫苗目前已开始全面销售，政府采购及市场化销售全面推进。2025 年成功中标一家大企业采购项，将逐步放量，未来有望逐步成为公司疫苗板块又一大核心单品。同时，公司持续通过研发投入和技术创新提升业务竞争力，未来猪伪狂犬（基因缺失灭活疫苗）疫苗、牛结节性皮肤病灭活苗、猪乙脑灭活疫苗、新支腺流四联灭活疫苗有望在 2025 年陆续推向市场，新产品持续加码，助力公司进一步提升业绩增长潜力。

■ 环保业务收入稳步提升，高毛利带来盈利增量

金河生物环保业务主为金霉素生产过程的配套业务，伴随着公司环保业务体量的逐步扩大，开始承接对外业务。2024H1 公司环保业务在未抵消内部收入之前，实现营业收入 1.12 亿元，同比增长 13.71%；实现净利润 4570.69 万元，同比增长 5.84%。由于固体废物填埋收入占比增加以及其本身较高的毛利率，对环保业务板块整体毛利率水平的提升起到较大作用，环保业务板块毛利率较上年同期增加 5.29pcts。预计未来公司环保业务将持续保持稳步增长的态势，凭借高毛利优势，持续为公司带来盈利增量。

■ 盈利预测

在中美贸易关税持续博弈的背景下，公司主营业务金霉素产品凭借垄断龙头优势，预计出美产品涨价将落地，有望兑现出口美国营收高增预期。同时，兽用化药、兽用疫苗新产品以及环保业务的稳步增量有望进一步拓宽公司业绩增长空间。预测公司 2024-2026 年收入分别为 23.64、28.36、33.98 亿元，EPS 分别为 0.19、0.26、0.39 元，当前股价对应 PE 分别为 38.0、27.4、18.4 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

中美贸易限制进一步加剧风险；生猪养殖行业养殖量缩量风险；产业政策变化风险；金霉素原料玉米市场行情波动风险；宏观经济波动风险；新产品销售不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,174	2,364	2,836	3,398
增长率（%）	2.4%	8.7%	20.0%	19.8%
归母净利润（百万元）	86	146	202	301
增长率（%）	14.4%	68.5%	38.9%	49.0%
摊薄每股收益（元）	0.11	0.19	0.26	0.39
ROE（%）	3.4%	5.7%	7.8%	11.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产：				
现金及现金等价物	608	450	372	286
应收款	600	583	660	745
存货	671	680	788	921
其他流动资产	161	166	185	221
流动资产合计	2,040	1,879	2,005	2,173
非流动资产：				
金融类资产	1	1	1	1
固定资产	1,370	1,545	1,668	1,755
在建工程	644	501	401	330
无形资产	656	624	591	560
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	743	743	743	743
非流动资产合计	3,414	3,413	3,403	3,388
资产总计	5,454	5,292	5,408	5,561
流动负债：				
短期借款	1,687	1,487	1,487	1,487
应付账款、票据	255	263	315	373
其他流动负债	298	298	298	298
流动负债合计	2,257	2,067	2,123	2,186
非流动负债：				
长期借款	497	497	497	497
其他非流动负债	182	182	182	182
非流动负债合计	680	680	680	680
负债合计	2,937	2,747	2,803	2,866
所有者权益				
股本	780	772	772	772
股东权益	2,517	2,545	2,605	2,696
负债和所有者权益	5,454	5,292	5,408	5,561

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	94	144	225	335
少数股东权益	8	-1	22	33
折旧摊销	173	101	108	113
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-77	13	-148	-191
经营活动现金净流量	199	257	207	290
投资活动现金净流量	-534	-31	-23	-17
筹资活动现金净流量	177	-317	-162	-241
现金流量净额	-158	-91	23	32

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,174	2,364	2,836	3,398
营业成本	1,532	1,583	1,896	2,248
营业税金及附加	15	18	21	24
销售费用	143	144	170	197
管理费用	246	284	312	357
财务费用	48	88	88	92
研发费用	74	81	91	102
费用合计	512	597	661	747
资产减值损失	-25	-23	-23	-23
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-2	-1	0	0
营业利润	105	157	250	371
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	3	2	3	3
利润总额	101	155	247	368
所得税费用	7	11	22	33
净利润	94	144	225	335
少数股东损益	8	-1	22	33
归母净利润	86	146	202	301

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	2.4%	8.7%	20.0%	19.8%
归母净利润增长率	14.4%	68.5%	38.9%	49.0%
盈利能力				
毛利率	29.6%	33.0%	33.2%	33.8%
四项费用/营收	23.5%	25.3%	23.3%	22.0%
净利率	4.3%	6.1%	7.9%	9.9%
ROE	3.4%	5.7%	7.8%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	53.9%	51.9%	51.8%	51.5%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	3.6	4.1	4.3	4.6
存货周转率	2.3	2.4	2.4	2.5
每股数据(元/股)				
EPS	0.11	0.19	0.26	0.39
P/E	64.8	38.0	27.4	18.4
P/S	2.6	2.3	2.0	1.6
P/B	2.5	2.4	2.4	2.3

农业轻纺组介绍

姜倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外研究。

卫正：农业轻纺组组员，中国人民大学学士，香港科技大学硕士，2024 年 8 月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。