

2025 年 04 月 28 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

24Q4 商誉计提稍缓利润增速，2025 年兽药业务量价齐升预期依旧

—金河生物（002688.SZ）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：娄倩 S1050524070002

louqian@cfsc.com.cn

联系人：卫正 S1050124080020

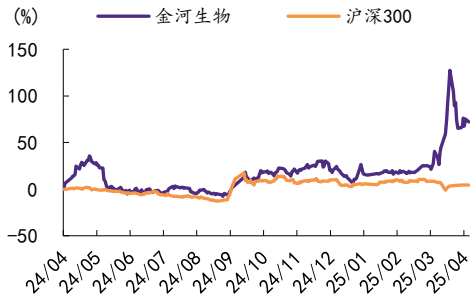
weizheng2@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-28

当前股价（元）	6.2
总市值（亿元）	48
总股本（百万股）	772
流通股本（百万股）	745
52 周价格范围（元）	3.45-8.5
日均成交额（百万元）	104.31

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《金河生物（002688）：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》2025-04-09

金河生物发布 2024 年年度报告和 2025 年一季度报告。

投资要点

■ 2024Q4 商誉计提稍缓利润增速，2025Q1 延续业绩增长势头

金河生物 2024 年全年实现营业收入 23.71 亿元，同比增长 9.04%。利润端实现归母净利润 1.00 亿元，同比增长 15.9%；扣非后归母净利润 0.84 亿元，同比增长 7.51%。其中，2024Q4 单季度来看，实现营业收入 7.13 亿元，同比增长 18.05%。但是在利润端，2024Q4 出现亏损情况，分别实现归母净利润-0.14 亿元和扣非后归母净利润-0.19 亿元。单季度利润亏损主因疫苗板块业绩不及预期，对前期并购事项计提较多的商誉减值准备，一定程度拖累 2024 全年利润增速表现，2024 全年共计计提商誉减值准备 0.40 亿元。但是公司经营现金流增长亮眼，2024 全年经营活动现金流量净额 4.98 亿元，同比增长 150.76%，公司现金流较为充沛。

金河生物 2025Q1 实现营业收入 6.25 亿元，同比增长 20.35%；归母净利润 0.51 亿元，同比增长 13.23%；扣非后归母净利润 0.49 亿元，同比增长 16.88%。2025Q1 延续并提升了业绩增长势头，预计 2025 年公司主营业务兽用化药板块金霉素产品能够兑现量价齐升预期，公司 2025 全年业绩有望实现亮眼增长。

■ 兽用化药业务量价齐升，定价权稳固兑现关税涨价

金河生物兽用化药业务 2024 年实现量价齐升。销量方面，海外市场拓展形式向好，美国市场牛用金霉素预混剂份额进一步增加，并且美国市场唯一一款金霉素饮水剂产品的销量也在逐步扩大；价格方面，公司上调了美国、东南亚、南美等海外市场的产品售价。2024 全年公司兽用化药业务实现营业收入 12.34 亿元，同比增长 21.47%，销量同比增长 21%。同时，得益于金霉素产品主要原料玉米价格在 2024 年处于历史阶段性低位，以及其他辅助材料价格也有不同程度下降，金霉素预混剂毛利率持续恢复，2024 全年毛利率同比提升

10pcts。

金河生物作为全球兽用金霉素厂商双寡头企业之一，在产业链中拥有相对强力的定价权，2025 年有望持续兑现量价齐升的预期。（1）在价格端，从产品销售结构来看，兽用化药出口占比为 60%-70%，美国为最大的海外市场，约占外销部分的三分之二左右。公司已计划 2025 年 5 月 1 日起，提高美国市场终端售价，以有效覆盖增加的关税成本，兑现价格提升预期。（2）在销量端，公司新建产能提供弹药，新应用场景拓宽销量增长空间。目前公司六期工程已全面投产，2025 年计划生产金霉素 2 万吨、土霉素 4400 吨。同时，强力霉素项目建设完成，正在进行技术改造，2025 年计划生产 300 吨左右，给予产品新增量。同时，公司金霉素预混剂的使用获批增加靶动物羊，对于牛、兔金霉素预混剂药号正在申报，新应用场景持续拓宽业绩增长上限，兑现销量提升预期。销量提升已在 2025Q1 初步兑现，2025Q1 兽用化药销量同比实现 55.55% 的高速增长。

■ 兽用疫苗业务关注新产品增量，环保业务稳步发展

金河生物兽用疫苗业务 2024 全年实现营业收入 3.44 亿元，同比增长 2.58%；实现毛利率 53.66%，同比下降 9.04pcts。持续关注公司兽用疫苗新产品的推出，猪伪狂犬疫苗、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等新产品有望在 2025 年陆续上市销售，为业绩带来新增量。环保业务 2024 全年实现营业收入 1.43 亿元，同比增长 11.01%；实现毛利率 49.78%，同比增长 4.67pcts，呈现稳步增长的态势。预计未来环保业务将持续保持稳步增长趋势，凭借高毛利优势，持续为公司贡献利润增量。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 28.19、33.21、39.35 亿元，EPS 分别为 0.23、0.33、0.37 元，当前股价对应 PE 分别为 27.3、18.8、16.7 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	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	2,371	2,819	3,321	3,935
增长率（%）	9.0%	18.9%	17.8%	18.5%
归母净利润（百万元）	100	175	254	286
增长率（%）	15.9%	74.9%	44.9%	12.6%
摊薄每股收益（元）	0.13	0.23	0.33	0.37

ROE (%)	4.0%	6.9%	9.7%	10.6%
---------	------	------	------	-------

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	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	2,371	2,819	3,321	3,935
现金及现金等价物	636	522	449	309	营业成本	1,576	1,852	2,195	2,662
应收款	592	695	773	895	营业税金及附加	18	25	27	28
存货	635	746	883	1,068	销售费用	138	186	206	228
其他流动资产	158	192	226	268	管理费用	286	344	372	433
流动资产合计	2,021	2,155	2,332	2,540	财务费用	67	91	91	94
非流动资产：					研发费用	94	96	113	134
金融类资产	1	1	1	1	费用合计	585	717	782	889
固定资产	2,047	2,068	2,080	2,087	资产减值损失	-82	-23	-23	-23
在建工程	243	220	204	193	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	640	608	576	546	投资收益	-1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	99	216	310	348
其他非流动资产	700	700	700	700	加：营业外收入	2	0	0	0
非流动资产合计	3,630	3,596	3,560	3,526	减：营业外支出	2	2	3	3
资产总计	5,651	5,751	5,892	6,066	利润总额	98	214	307	345
流动负债：					所得税费用	13	24	31	35
短期借款	1,032	1,032	1,032	1,032	净利润	84	190	276	311
应付账款、票据	314	360	426	516	少数股东损益	-16	15	22	25
其他流动负债	497	497	497	497	归母净利润	100	175	254	286
流动负债合计	1,861	1,913	1,983	2,078					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	966	966	966	966	成长性				
其他非流动负债	324	324	324	324	营业收入增长率	9.0%	18.9%	17.8%	18.5%
非流动负债合计	1,290	1,290	1,290	1,290	归母净利润增长率	15.9%	74.9%	44.9%	12.6%
负债合计	3,151	3,202	3,272	3,367	盈利能力				
所有者权益					毛利率	33.5%	34.3%	33.9%	32.4%
股本	772	772	772	772	四项费用/营收	24.7%	25.4%	23.5%	22.6%
股东权益	2,500	2,549	2,619	2,699	净利率	3.6%	6.8%	8.3%	7.9%
负债和所有者权益	5,651	5,751	5,892	6,066	ROE	4.0%	6.9%	9.7%	10.6%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	55.8%	55.7%	55.5%	55.5%
净利润	84	190	276	311	营运能力				
少数股东权益	-16	15	22	25	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
折旧摊销	185	134	134	133	应收账款周转率	4.0	4.1	4.3	4.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
营运资金变动	244	-197	-179	-254	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	498	143	253	214	EPS	0.13	0.23	0.33	0.37
投资活动现金净流量	-371	2	3	4	P/E	47.7	27.3	18.8	16.7
筹资活动现金净流量	-241	-140	-203	-229	P/S	2.0	1.7	1.4	1.2
现金流量净额	-114	5	53	-10	P/B	2.1	2.1	2.1	2.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

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。