

2025 年 11 月 07 日

金霉素降本增量，宠物业务有序推进

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：	8.69/3.89
目标价格：		总市值(亿)	48.23
最新收盘价：	6.25	自由流通市值(亿)	46.72
		自由流通股数(百万)	747.46

事件概述

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度，公司实现营业收入 20.36 亿元，同比上升 22.86%；实现归母净利润 1.39 亿元，同比上升 22.25%。其中，单三季度实现营业收入 6.46 亿元，同比增长 9.20%；实现归母净利润 115 万元，同比下降 94.94%。

分析判断：

► 多因素影响，单三季度利润同比有所下降

第三季度公司实现营业收入 6.46 亿元，同比增长 9.20%；实现归母净利润 115 万元，同比下降 94.94%。据公司三季度报告，第三季度归母净利润同比下降的主要原因为：（1）六期项目投产后产量加大，为加快产品周转速度，公司加大营销力度，给予客户更多优惠，兽用化学药品毛利率有所下降，相关销售费用亦有所增加；（2）母公司本年度上调中层以下干部员工薪酬，使得薪酬成本有所增加；（3）为增强竞争力而加大研发投入，同时对部分不符合资本化条件的研发投入转入费用化核算。

► 主产品金霉素成本向下调整，产能释放&国内外销售向好

公司兽用化药板块销售持续向好，据公司投资者关系活动记录，2025H1，公司主要产品金霉素预混剂销量较去年同期相比有较大增长，国内外市场均实现了同步增长。（1）美国市场：美国化药市场销售形势近两年持续向好，产品销量持续增长，牛用金霉素市场进一步增加，金霉素饮水剂产品（美国唯一的产品）的销量逐步增长。今年 5 月 1 日起，为应对美国加征关税的影响，公司对美国市场金霉素终端售价进行了上调，上调后销量并没有受到影响，上半年美国子公司销售额实现了稳步增长。同时，公司对美国以外的其他海外市场进行了积极的开拓，整体销量表现较好。（2）国内市场：2024 年公司金霉素预混剂产品获得靶向动物羊批文，增加了应用场景，此外牛和兔的药号也在申报中，公司预计未来反刍动物将有可观的市场增量空间；（3）2025 年六期工程全面投产土霉素产量、销量也实现了同步增长。截止 7 月份，六期工程已达到满产状态。成本方面，公司金霉素的主要原料为玉米淀粉，据 Wind 数据，2025 年前三季度，我国玉米现货均价为 2311.46 元/吨，同比下降 4.92%；能源成本方面，2025 年前三季度，秦皇岛港动力煤(Q5500) 综合交易价为 678.17 元/吨，同比-7.45%，兽用化学药品板块主要产品饲用金霉素生产所需的其他原辅材料价格基本呈下降趋势，带动产品成本向下调整。

► 宠物业务积极推进，合成生物学虾青素产品落地

公司 2025 年开始加大宠物业务布局力度，是未来发展的重点战略板块。据公司投资者问答，公司宠物板块布局以化药和疫苗产品为主，保健类产品为辅。公司宠物业务板块总体策略为“双品双线”模式，在国内、国外分别研发和生产具有优势的化药、制剂、疫苗和保健类产品，国外研发生产的产品后续可由国内公司进行销售，形成进口国产双品牌。销售模式定位为线上、线下双线运行。目前在售产品 15 个，保健产品 8 个（自有品牌），6 个功能性食品及狂犬疫苗 1 个。公司正在申报的产品十多个，包括驱虫药、治疗药以及疫苗产品。同时 AI 养宠伙伴“艾宠易”APP 已正式上线，一期功能涵盖表情识别、图片识别、养宠百科、商品选购等。2024 年中国城镇宠物（猫狗）消费市场规模突破 3000 亿元，宠物经济方兴未艾，“艾宠易”上线有助于拓展公司自有产品的销售渠道，我们判断，宠物板块未来将成为公司重要的营收和利润来源。公司 11 月初公告，公司收到内蒙古自治区农牧厅核发的《内蒙古自治区农牧厅饲料添加剂产品批准文号审批表》，公司开发的饲料添加剂红法夫酵母获得产品批准文号，虾青素是红法夫酵母在发酵过程中的代谢产物。公司建有年产 3,000 吨虾青素建

设项目，合成生物学产业应用见成效。

投资建议

公司作为金霉素行业龙头，受益于国内外市场需求增长、成本优化及价格提升，化药板块盈利能力显著修复。六期工程投产进一步巩固规模和成本优势，反刍市场拓展打开新的增长空间。疫苗板块基本面稳固，核心产品稳健，布病苗有望放量，研发管线丰富，宠物和非瘟布局提供长期看点。环保业务贡献稳定利润。我们看好公司化药与疫苗双轮驱动战略的推进，以及合成生物学等前瞻布局带来的长期竞争力。我们维持预测公司 2025-2027 年营业收入为 28.35/30.30/32.74 亿元，归母净利润为 1.97/3.26/4.23 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.42/0.55 元。2025 年 11 月 6 日股价 6.25 元/股对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 28/17/13X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨的风险，下游养殖行业波动的风险，国际贸易环境复杂多变带来的风险，新产品研发及市场开发不达预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,174	2,371	2,835	3,030	3,274
YoY (%)	2.4%	9.0%	19.6%	6.9%	8.1%
归母净利润(百万元)	86	100	197	326	423
YoY (%)	14.3%	15.9%	96.6%	65.6%	29.7%
毛利率 (%)	29.6%	33.5%	31.9%	36.4%	39.1%
每股收益 (元)	0.11	0.13	0.26	0.42	0.55
ROE	3.8%	4.5%	8.0%	11.7%	13.2%
市盈率	65.16	55.80	28.28	17.07	13.16

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

分析师：魏心欣

邮箱：weixx@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524100002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,371	2,835	3,030	3,274	净利润	84	243	396	518
YoY (%)	9.0%	19.6%	6.9%	8.1%	折旧和摊销	199	227	231	238
营业成本	1,576	1,929	1,927	1,995	营运资金变动	44	-347	-58	-79
营业税金及附加	18	21	23	25	经营活动现金流	498	117	583	686
销售费用	138	213	227	196	资本开支	-357	-450	-489	-452
管理费用	286	337	355	384	投资	-17	0	0	0
财务费用	67	5	6	7	投资活动现金流	-371	-477	-492	-451
研发费用	94	102	108	117	股权募资	0	9	0	0
资产减值损失	-82	0	-1	0	债务募资	-8	563	362	357
投资收益	-1	-4	-4	0	筹资活动现金流	-40	566	354	347
营业利润	99	258	421	549	现金净流量	91	207	445	582
营业外收支	-1	-1	-1	1	主要财务指标				
利润总额	98	257	421	550	成长能力				
所得税	13	14	25	32	营业收入增长率	9.0%	19.6%	6.9%	8.1%
净利润	84	243	396	518	净利润增长率	15.9%	96.6%	65.6%	29.7%
归属于母公司净利润	100	197	326	423	盈利能力				
YoY (%)	15.9%	96.6%	65.6%	29.7%	毛利率	33.5%	31.9%	36.4%	39.1%
每股收益	0.13	0.26	0.42	0.55	净利率	4.2%	6.9%	10.8%	12.9%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	1.8%	3.0%	4.5%	5.2%
货币资金	636	843	1,288	1,870	净资产收益率 ROE	4.5%	8.0%	11.7%	13.2%
预付款项	18	19	19	20	偿债能力				
存货	635	846	843	873	流动比率	1.09	1.06	1.10	1.19
其他流动资产	732	877	943	1,006	速动比率	0.70	0.68	0.77	0.89
流动资产合计	2,021	2,585	3,093	3,768	现金比率	0.34	0.35	0.46	0.59
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	55.8%	57.4%	56.4%	54.8%
固定资产	2,047	1,969	1,897	1,807	经营效率				
无形资产	640	652	666	679	总资产周转率	0.43	0.47	0.44	0.43
非流动资产合计	3,630	3,876	4,131	4,345	每股指标 (元)				
资产合计	5,651	6,461	7,224	8,113	每股收益	0.13	0.26	0.42	0.55
短期借款	1,032	1,403	1,766	2,122	每股净资产	2.91	3.18	3.60	4.15
应付账款及票据	314	313	310	320	每股经营现金流	0.65	0.15	0.76	0.89
其他流动负债	515	721	730	734	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,861	2,437	2,805	3,176	估值分析				
长期借款	966	966	966	966	PE	55.80	28.28	17.07	13.16
其他长期负债	324	304	304	304	PB	1.54	2.27	2.00	1.74
非流动负债合计	1,290	1,270	1,270	1,270					
负债合计	3,151	3,707	4,075	4,446					
股本	772	772	772	772					
少数股东权益	253	299	368	464					
股东权益合计	2,500	2,753	3,149	3,667					
负债和股东权益合计	5,651	6,461	7,224	8,113					

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。