

2026 年 07 月 31 日

证券研究报告·公司研究报告

金河生物 (002688) 农林牧渔

当前价: 5.07 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

定增获深交所受理，金霉素龙头未来可期

投资要点

- **基本逻辑:** 1) 我国养殖业规模化和集约化的发展对金霉素需求形成支撑; 2) 公司是全球最大的兽用化药金霉素预混剂生产企业, 产能占比超 50%; 3) 近期公司 3 亿元定增获得深圳证券交易所受理, 助力企业实现绿色生产和降本增效。
- **金河生物是全球头部金霉素预混剂供应商。**1988 年公司在内蒙古托克托县成立, 1994 年公司产品首次通过了美国 FDA 的质量验收, 为进一步开拓美国及其他海外动保市场, 2008 年公司设立了控股子公司法玛威药业公司。2012 年, 公司在深圳证券交易所成功上市。2015 年, 公司正式进入动物疫苗行业。2016 年, 公司成功收购美国普泰克公司 100% 股权, 拥有了国际化的动保疫苗研发平台和国际视野的技术研发团队, 实现了国内外资源、技术、人才整合。截至 2025 年底公司旗下拥有 17 家子公司, 是行业头部金霉素预混剂供应商。
- **规模化养殖模式为金霉素行业的持续发展提供了坚实的市场基础和稳定的需求保障。**据农业农村部监测数据, 2018 年全国生猪养殖规模化率为 49%, 2024 年我国生猪养殖规模化率超 70%, 预计 2025 年将达到 73% 左右。根据《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》提出的目标, 畜禽养殖规模化程度需达到 78%。我国生猪养殖业规模化、集约化的发展对养殖环节的防控措施和药物选择提出了更高要求。金霉素在预防动物的慢呼吸道疾病和肠道疾病方面疗效突出, 除猪、禽类外, 反刍类动物市场也有巨大增量空间。
- **以简易程序向特定对象发行股票申请获得深圳证券交易所受理, 助力企业实现绿色生产和降本增效。**7 月 24 日, 公司以简易程序向特定对象发行股票申请获得深圳证券交易所受理。本次以简易程序向特定对象发行股票募集资金总额为 3 亿元, 扣除发行费用后, 其中 1.36 亿元用于污水处理扩容及水资源再生利用提标扩建工程项目, 1.28 亿元用于新建产品库房建设项目 (粮食储备库), 剩余 3646.71 万元用于补充流动资金。本次简易定增募投项目精准贴合金河生物主营业务发展需求, 绿色环保技改项目能够助力企业实现绿色生产、降本增效, 粮食储备库建设大幅提升玉米仓储能力, 有效平抑原材料价格波动带来的经营压力。同时, 补充流动资金将有效优化该公司财务结构, 缓解资金压力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营收分别为 31.0、33.1、35.2 亿元, 归母净利润分别为 1.9、2.4、2.8 亿元, EPS 分别为 0.25、0.32、0.37 元, 对应 PE 分别为 20、16、14X。我们看好公司能充分发挥行业龙头的优势并通过定增进一步提升生产效率, 首次覆盖, 建议关注。
- **风险提示:** 行业政策变化风险、原材料价格波动风险以及市场竞争风险等。

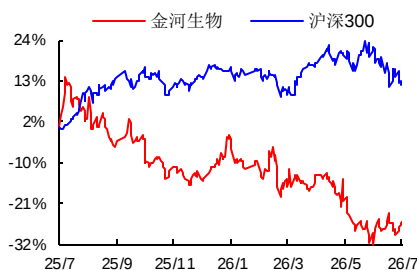
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2878.10	3097.33	3311.89	3522.09
增长率	21.41%	7.62%	6.93%	6.35%
归属母公司净利润 (百万元)	27.56	190.79	243.93	281.74
增长率	-72.50%	592.35%	27.85%	15.50%
每股收益 EPS (元)	0.04	0.25	0.32	0.37
净资产收益率 ROE	-0.45%	7.30%	9.04%	10.14%
PE	142	20	16	14
PB	1.75	1.63	1.57	1.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn
联系人: 戚欣龙
邮箱: qixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.70
流通 A 股(亿股)	7.47
52 周内股价区间(元)	4.62-7.91
总市值(亿元)	39.01
总资产(亿元)	58.17
每股净资产(元)	2.97

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 金河生物：全球头部金霉素预混剂供应商.....	1
2 金霉素：规模化养殖模式为行业的持续发展提供了坚实的市场基础和稳定的需求保障.....	3
3 主营业务：以兽用化药业务为主，涵盖兽用疫苗、药物饲料添加剂、玉米淀粉及联产品和环保业务等.....	6
3.1 兽用化药业务.....	6
3.2 兽用疫苗业务.....	7
3.3 环保及农产品加工业务.....	8
4 盈利预测与估值.....	10
5 风险提示.....	11

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (2026Q1)	1
图 3: 公司 2025 年主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2025 年主营业务毛利情况	2
图 5: 公司 2022 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2022 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 动物保健品行业主要分类.....	3
图 8: 金霉素化学式.....	3
图 9: 中国玉米产量及增速	5
图 10: 中国玉米 (黄玉米二等) 价格 (元/吨)	5
图 11: 全国猪牛羊出栏量 (万头/万只)	5
图 12: 全国生猪养殖规模化率.....	5
图 13: 全球金霉素市场规模 (亿美元)	6
图 14: 金霉素市场竞争格局.....	6
图 15: 公司兽用化药业务营业收入及增速	7
图 16: 公司兽用化药业务毛利率	7
图 17: 金河生物兽用疫苗发展布局.....	7
图 18: 公司兽用疫苗业务营业收入及增速	8
图 19: 公司兽用疫苗业务毛利率	8
图 20: 公司环保业务营业收入及增速	9
图 21: 公司农产品加工业务营业收入及增速.....	9

表 目 录

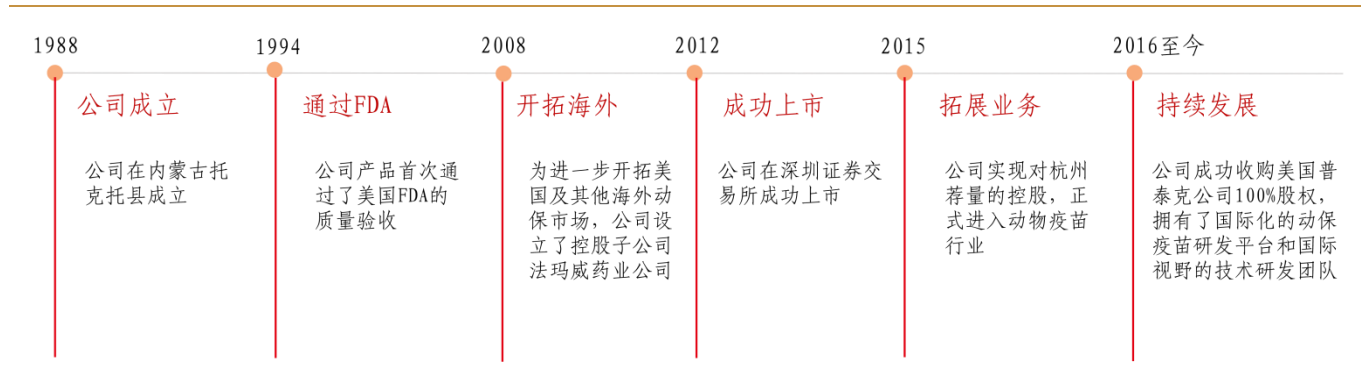
表 1: 金霉素作为饲料添加剂与作为兽药治疗的主要使用差异.....	4
表 2: 简易定增募投项目	9
表 3: 分业务收入及毛利率	10
表 4: 可比公司估值.....	11
附表: 财务预测与估值	12

1 金河生物：全球头部金霉素预混剂供应商

1988 年公司在内蒙古托克托县成立，1994 年，公司产品首次通过了美国 FDA 的质量验收，具备为美国 and 全球市场提供商业化 API（原料药）的资质，产品开始进入美国市场进行销售。为进一步开拓美国及其他海外动保市场，2008 年公司设立了控股子公司法玛威药业公司。2012 年，公司在深圳证券交易所成功上市。2015 年，公司实现对杭州荐量的控股，正式进入动物疫苗行业。2016 年，公司成功收购美国普泰克公司 100% 股权，拥有了国际化的动保疫苗研发平台和国际视野的技术研发团队，实现了国内外资源、技术、人才整合。

整体而言，公司以兽用原料药板块为基础，进行了关联性、完整性产业布局，先后通过五次国内外资产并购和自建的形式，形成较为完整的动保生态产业链。截至 2025 年底公司旗下拥有 17 家子公司，生产基地分布于内蒙古托克托县（总部）、浙江杭州、重庆及美国内布拉斯加州和明尼苏达州等地，是行业头部金霉素预混剂供应商。未来公司将继续深耕产业价值链，进一步夯实化药基石赛道，助推疫苗风口赛道，稳定发展环保、淀粉等支持赛道，择机进入高成长型其他动保新赛道，成为技术驱动、规模先进的动保公司。

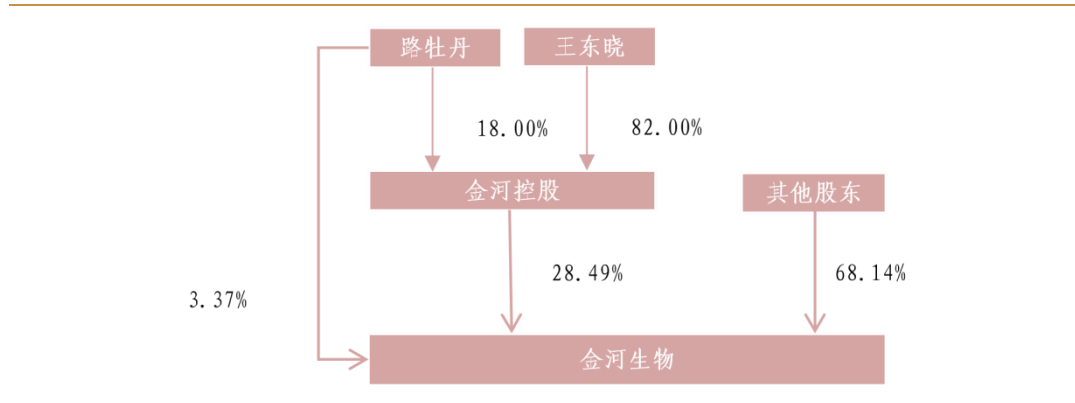
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

实际控制人为王东晓、路牡丹家族。公司控股股东为内蒙古金河控股有限公司，截至 2026 年 3 月底直接持有公司 28.49% 的股份，公司是实控人为王东晓、路牡丹家族，王东晓是公司董事长，路牡丹女士为董事长王东晓先生配偶，现任金河控股监事、金河建安董事，公司的管理层与股东的利益高度一致，有助于保持战略定力，更关注企业的长期价值增长。

图 2：公司股权结构（2026Q1）



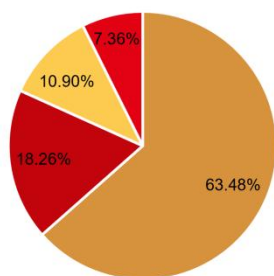
数据来源：wind，西南证券整理

公司主营业务结构：公司的企业愿景是成为世界领先的动保企业，为全球客户提供优质产品和服务。为实现这一目标，公司在兽用化药、兽用疫苗等领域积极布局新品种，开拓新赛道。公司现有业务包括动物保健品业务、环保业务及农产品加工业，产品种类涵盖兽用化药、兽用疫苗、药物饲料添加剂、玉米淀粉及联产品和环保业务等。

从营业收入来看，2025 年公司的营收主要来自兽用化学药品，占比约为 63.48%，其次是玉米淀粉及联产品，占比约 18.26%，兽用生物制品（兽用疫苗）占比约为 10.90%；毛利贡献方面，兽用化学药品所贡献的毛利占比最高，约为 63.14%，其次是兽用生物制品（兽用疫苗），占比约 18.76%，玉米淀粉及联产品占比约为 9.56%。

图 3：公司 2025 年主营业务结构情况

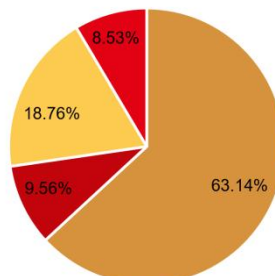
■ 兽用化学药品 ■ 淀粉及联产品 ■ 兽用生物制品 ■ 其他业务



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司 2025 年主营业务毛利情况

■ 兽用化学药品 ■ 淀粉及联产品 ■ 兽用生物制品 ■ 其他业务

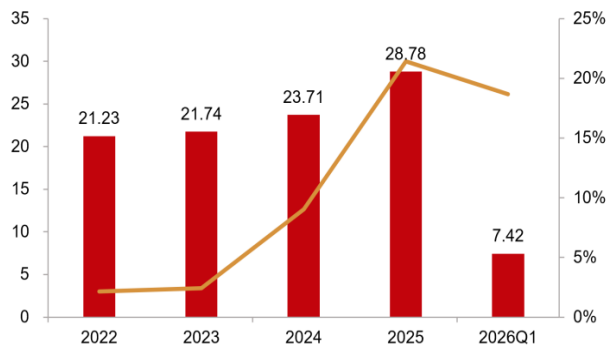


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：从营业收入来看，公司自 2022 年以来均保持正增长，由 2022 年的 21.23 亿元增长至 2025 年的 28.78 亿元，2026 年第一季度，公司实现营业收入 7.42 亿元，同比增长 18.67%，延续稳健增长态势。归母净利润方面，公司归母净利润在 2022-2024 年持续增长，并在 2024 年成功突破 1 亿元，创近五年高点。2025 年，公司实现归母净利润 2755.67 万元，同比减少 72.50%，主要原因是 2025 年疫苗板块业绩不及预期，公司对并购吉林百思万可形成的商誉计提了约 1.75 亿元减值准备，若剔除商誉减值因素影响，2025 年公司实现归母净利润 1.77 亿元，较上年同期增加 4,253.40 万元，同比增加 31.55%。2026 年第一季度，公司实现归母净利润 6229.71 万元，同比增长 21.87%。

图 5：公司 2022 年以来营业收入及增速

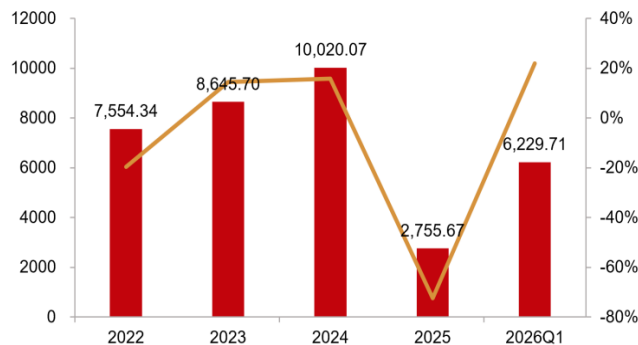
■ 营业总收入 (亿元) ■ 增速 (%)



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：公司 2022 年以来归母净利润及增速

■ 归母净利润 (万元) ■ 增速 (%)

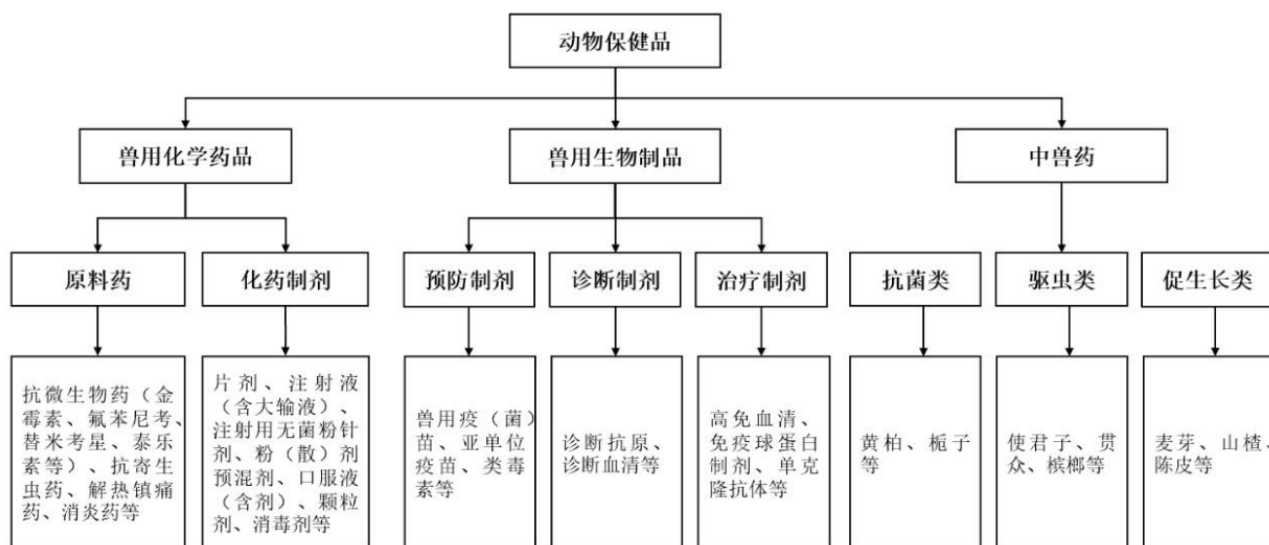


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 金霉素：规模化养殖模式为行业的持续发展提供了坚实的市场基础和稳定的需求保障

动物保健品俗称兽药，是指用于预防、治疗、诊断动物疾病或者有目的地调节动物生理机能的物质。按照制作工艺不同，兽药主要分为兽用化药、兽用生物制品和中兽药。兽用化药包括原料药和化学药品制剂，兽用生物制品包括预防制剂、诊断制剂和治疗制剂，中兽药包括抗菌、驱虫和促生长类等。金霉素预混剂属于兽用化药中的化药制剂，盐酸金霉素、强力霉素、土霉素属于兽用化药中的原料药，兽用疫苗属于兽用生物制品中的预防制剂。

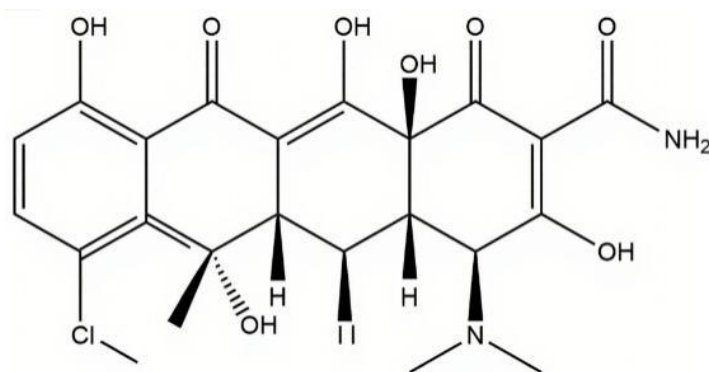
图 7：动物保健品行业主要分类



数据来源：公司公告，西南证券整理

金霉素是最常用的兽用抗生素之一。金霉素化学名为氯四环素，其属于四环素类抗生素，对革兰阳性菌和阴性菌均有抑制作用，可治疗畜禽的伤寒、白痢等病，同时也可作为促进生长剂用于饲料之中。作为一种广谱抗生素，金霉素在养殖业中主要用于疾病预防和治疗，特别是针对呼吸道感染、细菌性肠炎等常见畜禽疾病，其在促进生长中也有突出作用。

图 8：金霉素化学式



数据来源：公司公告，西南证券整理

作为兽用抗菌药物，金霉素具备诸多优点：①抗菌谱广。对革兰氏阴性菌、革兰氏阳性菌都有较强抑制作用；②生产工艺成熟、效价高；③使用成本相对较低；④使用安全性高。其代谢快、药物残留低、配伍禁忌少，被全球广泛应用于养殖端疾病的防治中。饲用金霉素以低剂量饲喂禽畜，可降低死亡率，提高增重率和饲料转化率，从而能够降低养殖户的饲育成本。

随着全球养殖业向绿色可持续方向转型，金霉素的角色经历了从“饲料添加剂”到“治疗性兽药”的根本转变：按照《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020 年）》的部署，一系列饲料添加剂品种被农业农村部废止。但由于金霉素产品具有诸多突出优点，其在治疗方面的使用被保留，由“兽药添字”转变为“兽药字”批准文号。金霉素从饲料添加剂转变为兽药，用料端也从饲料企业使用转变为养猪场直接使用。

表 1：金霉素作为饲料添加剂与作为兽药治疗的主要使用差异

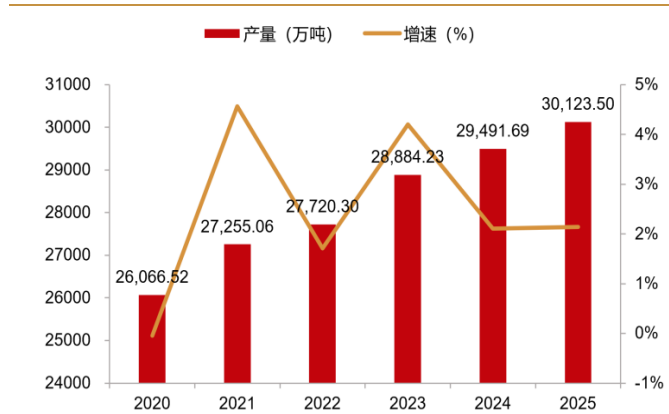
项目	作为饲料添加剂	作为兽药
目的	促生长，提高饲料利用率	治疗特定感染
使用剂量	低剂量:猪 25-75g/t, 鸡 20-50g/t, 25-75ppm	高剂量，按体重计算：400-600ppm
使用周期	长期添加	短期疗程（治疗 5-7 天）
适用对象	猪、鸡生产前期	猪、鸡全生长阶段（逐步拓展到反刍、犬猫）
配伍特点	多与黄霉素、盐霉素等联用，协同促生长	常与阿莫西林等联用，增强疗效

数据来源：公司公告、农业农村部，西南证券整理

饲用金霉素产品的生产工艺流程涉及多个关键步骤，从原材料的准备到最终成品的入库。首先，玉米经过加工转化为玉米淀粉，并与酵母粉、花生饼粉等原料一起投入发酵罐进行发酵。与此同时，砂土孢子管通过孢子培养生成斜面孢子，再进一步培养成发酵菌，这些发酵菌同样被投入到发酵罐中参与发酵过程。发酵完成后，得到的发酵液需经过板框过滤，形成湿滤饼。湿滤饼随后进行干燥处理，再经过筛分以确保产品质量的一致性。接下来，干燥后的物料与其他成分混合均匀，然后进行检验以确保符合质量标准。合格的产品会被包装并再次进行成品检验，最后入库储存，完成整个生产流程。这一工艺流程强调了从原料选择、发酵控制到成品检验的每一个环节，确保了饲用金霉素产品的高质量和稳定性。

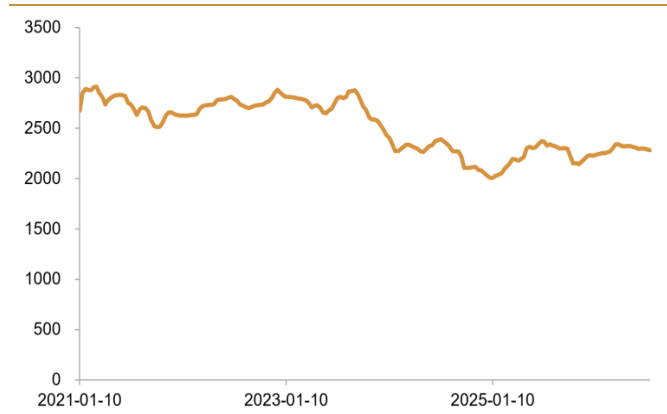
金霉素产业链上游环节是指原材料供应，其中，玉米是饲用金霉素的主要生产原材料，根据金河生物《2025 年度以简易程序向特定对象发行股票募集说明书（申报稿）》，2023-2025 年公司采购规模最大的原材料为玉米，各期采购额占比均超过 40%。玉米经过深加工后制成的淀粉类物质，可替代传统工艺中的固体淀粉，能加快菌丝生长速度并提高效价（即单位产量），从而优化生产流程。我国作为玉米淀粉生产大国，产量长期保持增长趋势，这为饲用金霉素的生产奠定重要基础。根据国家统计局数据，2017 年中国玉米产量达到 25907.07 万吨，到了 2024 年玉米产量增长至 29491.69 万吨，年复合增长率为 1.9%，2025 年我国玉米产量为 30123.50 万吨，同比增长 2.14%，玉米产量再创历史新高。

图 9：中国玉米产量及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 10：中国玉米（黄玉米二等）价格（元/吨）

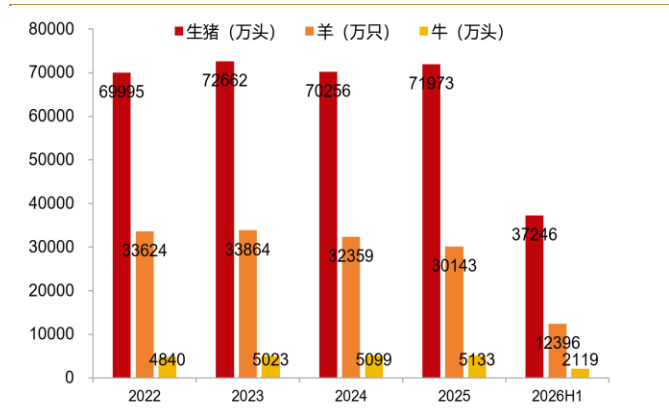


数据来源：iFinD，西南证券整理

产业链下游为畜牧业，我国是一个牛羊肉生产大国，受人口规模以及饮食习惯共同影响，我国长期保持猪肉和羊肉第一大生产和消费国地位。2021 年至 2025 年间，我国生猪年出栏头数保持在 6.5 亿头至 7.5 亿头间；羊年出栏头数保持在 3.0 亿只以上；肉牛出栏量相对较低，但每年出栏量也保持在 4500 万头以上。国内牛羊生产相较于国外，以及国内猪、禽类板块发展来说相对滞后，其中羔羊、犊牛腹泻等疾病是制约肉牛、肉羊生产性能提升的主要因素。金霉素预混剂在牛羊养殖中的应用可有效填补该领域的空白，有助于提升牛羊生产性能、改善养殖效益并保障食品安全，从而为行业发展提供安全、有效且具有现实意义的支持。

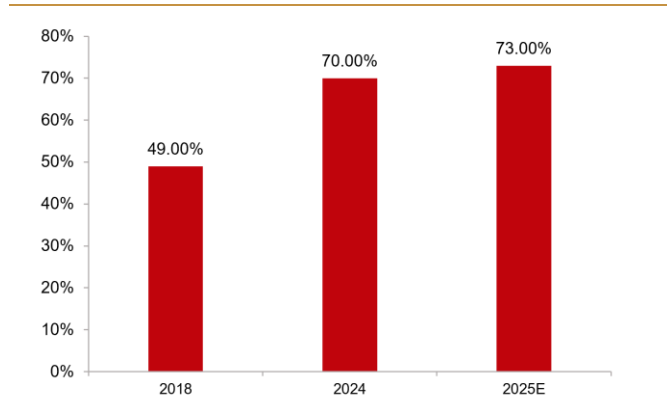
同时，近年来我国生猪养殖业结构发生了明显变化。据农业农村部监测数据，2018 年全国生猪养殖规模化率（年出栏 500 头以上的规模养殖占比）为 49%，2024 年我国生猪养殖规模化率超 70%，预计 2025 年将达到 73% 左右。根据《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》提出的目标，畜禽养殖规模化程度需达到 78%。我国生猪养殖业规模化、集约化的发展对养殖环节的防控措施和药物选择提出了更高要求。金霉素在预防动物的慢呼吸道疾病和肠道疾病方面疗效突出，除猪、禽类外，反刍类动物市场也有巨大增量空间。

图 11：全国猪牛羊出栏量



数据来源：iFinD，西南证券整理

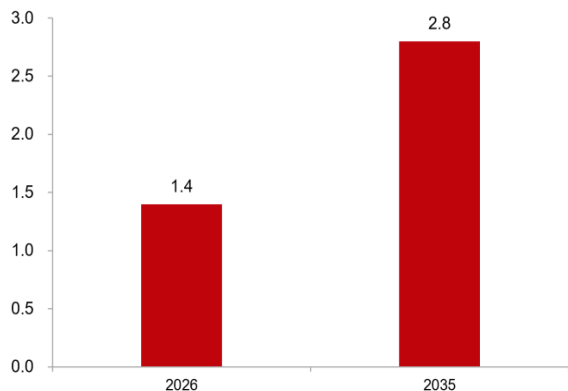
图 12：全国生猪养殖规模化率



数据来源：公司公告、农业农村部，西南证券整理

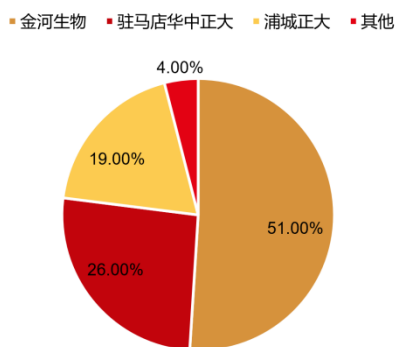
从市场规模来看, 根据 business research insights 数据, 2026 年全球金霉素市场规模为 1.4 亿美元, 预计到 2035 年将进一步增长至 2.8 亿美元, 预计 2026 年至 2035 年复合年增长率为 7.4%。竞争格局方面, 根据智研咨询统计, 行业内的主要产能集中在少数几家企业手中, 市场竞争格局较为集中, 其中, 金河生物占据了市场主导地位, 产能占比高达 51%。

图 13: 全球金霉素市场规模 (亿美元)



数据来源: business research insights, 西南证券整理

图 14: 金霉素市场竞争格局



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

3 主营业务: 以兽用化药业务为主, 涵盖兽用疫苗、药物饲料添加剂、玉米淀粉及联产品和环保业务等

公司是一家专业从事动物保健品研发、生产、销售及服务的高新技术企业, 为客户提供一体化动物保健综合产品服务, 是兽用化药金霉素预混剂行业的龙头企业, 全球最大的兽用化药金霉素预混剂生产企业。

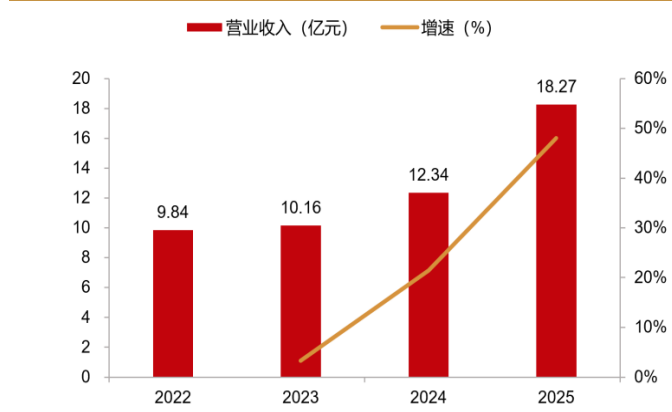
3.1 兽用化药业务

兽用化药业务板块, 公司构建了以金霉素预混剂为核心、多品类化药协同发展的格局。公司现有产能 11.5 万吨/年 (折合 15% 含量金霉素预混剂), 用于生产金霉素、土霉素等化药产品, 依托原材料、能源等优势和新建的智能化工厂有效降低生产成本。利用自主研发的高产菌种、持续提升生产工艺技术水平、提高发酵指数, 增强产品的市场竞争力。随着下游生猪养殖产能去化、规模化养殖集中度提高, 单猪用量提升及反刍动物等新的应用场景增加, 金霉素产品的市场空间将得到大的增长, 进一步巩固和提升公司金霉素行业的龙头地位。

2025 年, 公司六期工厂项目取得了《兽药 GMP 证书》。新增 (折合 15% 含量金霉素预混剂) 产能 6 万吨/年, 极大地提升了公司的产能规模。六期工程项目是高度智能化的化药工厂, 实现了以信息技术为主导, 工厂生产操作、生产管理、工艺流程等全业务一体化流程的闭环管理, 构建了全新的智能制造体系, 推动了智能制造生产模式的集成应用。与此同时, 公司坚持研发投入与技术创新, 不断提升产品核心竞争力。2025 年公司红法夫酵母获得了饲料添加剂产品批准文号。公司利用原有车间建设了产能 3000 吨/年的柔性生产线。虾青素是红法夫酵母在发酵过程中的代谢产物。公司取得该项饲料添加剂产品批准文号是公司利用合成生物学前沿手段, 开发的合成生物学新产品, 依托公司现有产业、技术、人才等优势, 实现了产品从研发创新到产业化应用的落地。

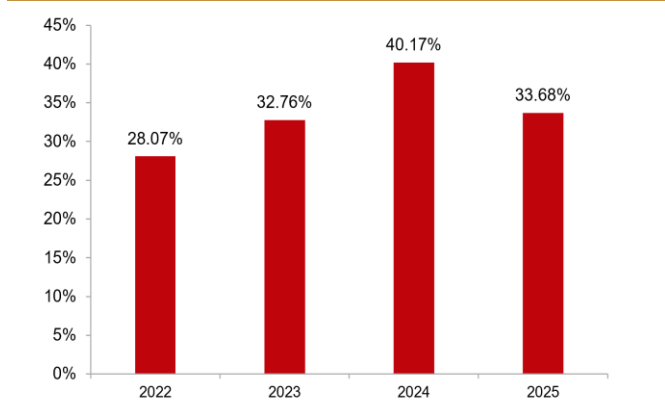
辅酶 Q10 是一种重要的脂溶性抗氧化剂和细胞代谢激活剂，2025 年公司拟通过对现有发酵和提取车间的技术改造，建成年产 20000 吨辅酶 Q10 中间体的柔性生产线项目，培育公司新的利润增长点，提升公司整体业务的盈利能力和抗风险能力。目前，本项目已完成相关备案程序，其他审批事项后续将严格按照法律法规及监管要求进行办理。在多种因素共同加持下，2025 年公司兽用化药业务板块营业收入较去年同期相比实现了 48.02% 的增长。

图 15：公司兽用化药业务营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 16：公司兽用化药业务毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

3.2 兽用疫苗业务

兽用疫苗业务板块，公司立足于动保行业，通过自建及并购整合杭州佑本（原杭州荐量）、美国法玛威生物（原美国普泰克）和吉林佑本（原吉林百思万可）完成了产业布局。目前公司在内蒙古、杭州、美国、吉林拥有四大生产基地、两大研发中心（美国和金河佑本研究院），并构建了四大核心技术平台。公司聚焦猪用、反刍（牛羊）、宠物、诊断试剂及技术服务四个主赛道，构建具备差异化和市场竞争力的产品管线。

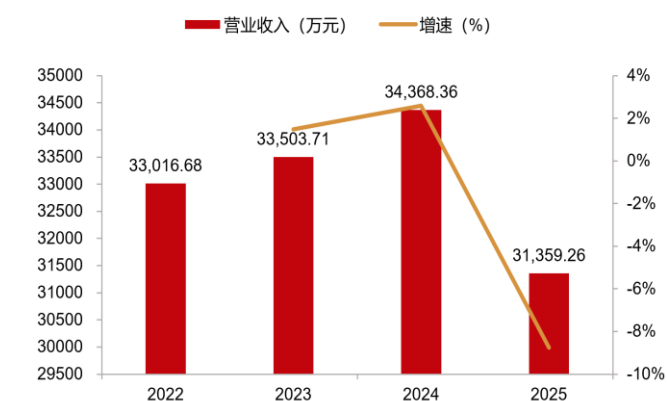
图 17：金河生物兽用疫苗发展布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

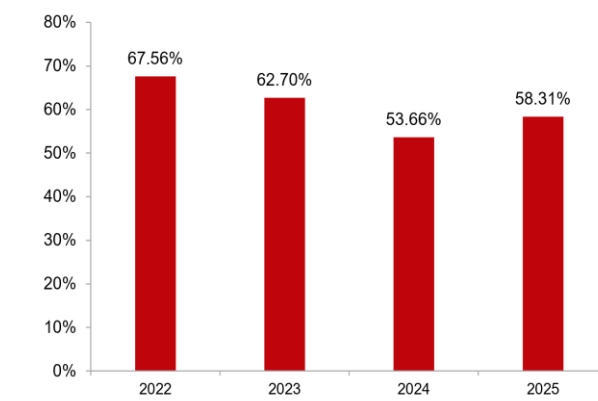
目前上市销售的疫苗产品有 17 个，在研和申报文号的产品共 20 多个。其中，蓝耳灭活疫苗佑蓝宝® (CH-1a 株) 是一款高浓度、高纯度、Uplus 复合佐剂的完整蓝耳病毒颗粒灭活疫苗，凭借其安全有效、不散毒、可净化等特点，持续保持市占率国内领先。布病疫苗-佑布泰®是首款符合世界卫生组织理想标准的动物疫苗，该疫苗具有四大技术优势：安全性高、全群免疫、检测净化、牛羊通用，2024 年开始公司对布病疫苗进行了全面推广。公司海外疫苗平台玛威推出的喘泰克（一针型）猪支原体肺炎复合佐剂灭活疫苗（P 株）、喘泰克（双针型）猪支原体肺炎灭活疫苗（P 株）和圆喘泰克猪圆环病毒 2 型&猪肺炎支原体二联灭活疫苗相继进入国内市场，因产品品质高，应用效果好，疫苗投放市场后客户认可度不断提升。2025 年公司兽用生物制品受猪价下行期延长影响，下游客户降本增效意愿趋强，减少疫苗用量，销售额有所下降，实现营业收入 31,359.26 万元，同比减少 8.76%，未来，随着新产品不断投放市场，兽用疫苗板块有望成为公司业绩增长的第二曲线。

图 18：公司兽用疫苗业务营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 19：公司兽用疫苗业务毛利率



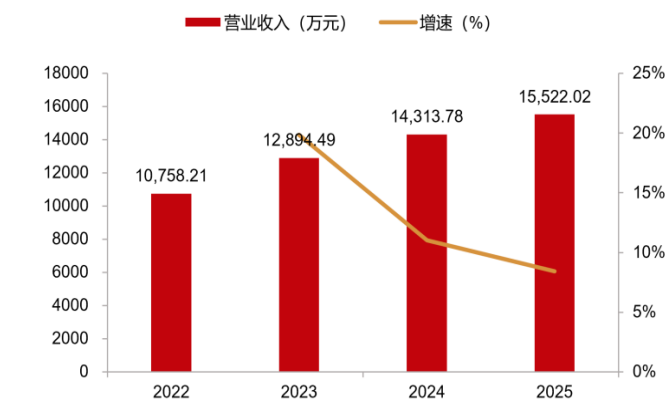
数据来源：iFinD，西南证券整理

3.3 环保及农产品加工业务

环保业务主要有工业污水处理、中水回用、固废填埋、气味治理等，环保业务项目作为公司配套支持部门，为公司污水处理提供解决方案，同时也为工业园区及其他地区企业提供环保解决方案，2025 年，公司环保业务实现营业收入 15,522.02 万元，同比增加 8.44%，环保板块的持续稳定运行保障了公司以及工业园区其它企业生产过程中所产生的污水排放问题，体现了较好的经济效益和社会效益。

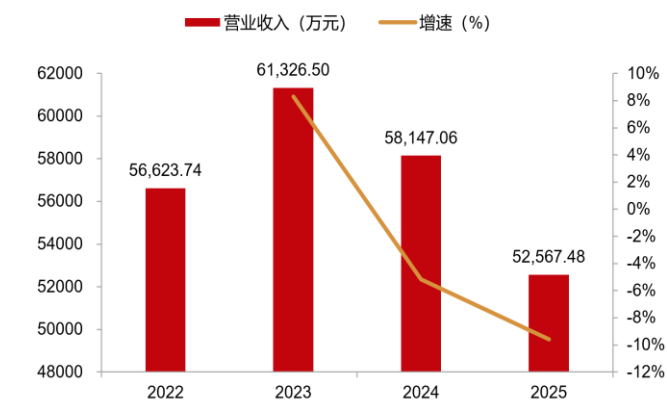
农产品加工项目为公司主产品金霉素等生产提供主要原料-玉米淀粉，富余部分淀粉产品及联产品和液糖对外销售。2025 年公司农产品加工业实现营业收入 52,567.48 万元，同比减少 9.60%，主要是受玉米价格下降影响，产品售价亦有下降。未来，随着总公司六期项目投产后玉米淀粉对外销售的压力减轻，产品议价能力提升，毛利率水平有望实现增长。

图 20：公司环保业务营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 21：公司农产品加工业务营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

7月24日，公司发布公告称，公司以简易程序向特定对象发行股票申请获得深圳证券交易所受理。本次以简易程序向特定对象发行股票募集资金总额为3亿元，扣除发行费用后，其中1.36亿元用于污水处理扩容及水资源再生利用提标扩建工程项目，1.28亿元用于新建产品库房建设项目（粮食储备库），剩余3646.71万元用于补充流动资金。说明书显示，污水处理扩容及水资源再生利用提标扩建工程项目将新建污水处理单元与零排放单元，配套建设A/O生化系统、膜处理系统、MVR蒸发系统及各类配套设施，全面升级污水处理与水资源再生能力。新建产品库房建设项目（粮食储备库）通过新建多栋仓储设施、改造老旧库房并配齐配套设施，项目落地后将为公司新增15万吨玉米存储能力。

本次简易定增募投项目精准贴合金河生物主营业务发展需求，绿色环保技改项目能够助力企业实现绿色生产、降本增效，粮食储备库建设大幅提升玉米仓储能力，有效平抑原材料价格波动带来的经营压力。同时，补充流动资金将有效优化该公司财务结构，缓解资金压力。

表 2：简易定增募投项目

项目名称	项目总额（万元）	拟使用本次募集资金（万元）
污水处理扩容及水资源再生利用提标扩建工程项目	15842.38	13552.35
新建产品库房建设项目（粮食储备库）	15237.62	12800.94
补充流动资金	3646.71	3646.71
合计	34726.71	30000.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 兽用化学药品方面，六期项目投产后，公司可以结合市场需求对新老厂区进行统筹规划，向下游养殖客户提供多品类产品组合，进一步提升客户粘性。因此我们预计 2026-2028 年公司兽用化学药品营收同比增长 12%、10%、8%，毛利率分别为 33.5%、34.0%、34.5%；

2) 兽用生物制品方面，公司已建立动物疫苗两大研发中心（美国研发中心与金河佑本研究院），随着反刍疫苗和宠物用药产品的不断推出，公司将进一步增加新的业绩增长点，优化收入结构，有效对冲生猪养殖行业波动带来的影响，因此我们预计 2026-2028 年公司兽用生物制品营收同比增长 0%、1%、3%，毛利率分别为 58.0%、58.5%、59.0%；

3) 环保及农产品加工业务方面，募投项目的实施将有助于扩大公司现有业务的规模，夯实公司在产业布局、长期发展战略等方面的可持续发展基础，因此我们预计公司环保及农产品加工业务营收同比增长 0%、1%、3%，毛利率分别为 24.0%、24.5%、25.0%。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	2878.1	3097.3	3311.9	3522.1
	YoY	21.41%	7.62%	6.93%	6.35%
	营业成本	1903.6	2050.6	2176.9	2298.0
	毛利率	33.86%	33.79%	34.27%	34.76%
兽用化学药品	营业收入	1826.9	2046.2	2250.8	2430.8
	YoY	48.02%	12.00%	10.00%	8.00%
	营业成本	1211.6	1360.7	1485.5	1592.2
	毛利率	33.68%	33.50%	34.00%	34.50%
兽用生物制品	营业收入	313.6	313.6	316.7	326.2
	YoY	-8.76%	0.00%	1.00%	3.00%
	营业成本	130.7	131.7	131.4	133.8
	毛利率	58.31%	58.00%	58.50%	59.00%
环保及农产品加工业务	营业收入	680.9	680.9	687.7	708.3
	YoY	-6.03%	0.00%	1.00%	3.00%
	营业成本	520.5	517.5	519.2	531.3
	毛利率	23.55%	24.00%	24.50%	25.00%
其他业务	营业收入	56.7	56.7	56.7	56.7
	YoY	-16.74%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	40.7	40.7	40.7	40.7
	毛利率	28.10%	28.10%	28.10%	28.10%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2026-2028 年营收分别为 31.0、33.1、35.2 亿元，归母净利润分别为 1.9、2.4、2.8 亿元，EPS 分别为 0.25、0.32、0.37 元，对应 PE 分别为 20、16、14X。我们选取动物保健行业中的回盛生物和普莱柯作为可比公司，两家公司 2026 年的平均 PE 为 16 倍，我们看好公司能充分发挥行业龙头的优势并通过定增进一步提升生产效率，首次覆盖，建议关注。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300871.SZ	回盛生物	20.72	1.25	1.57	1.98	2.42	17	13	10	9
603566.SH	普莱柯	10.39	0.53	0.55	0.62	0.7	20	19	17	15
平均值							18	16	14	12

数据来源: wind, 西南证券整理

5 风险提示

行业政策变化风险、原材料价格波动风险以及市场竞争风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2878.10	3097.33	3311.89	3522.09	净利润	-10.98	190.79	243.93	281.74
营业成本	1903.60	2050.64	2176.92	2297.96	折旧与摊销	235.93	262.94	262.94	262.94
营业税金及附加	22.88	23.28	25.00	26.79	财务费用	92.41	93.86	96.90	96.53
销售费用	166.77	185.92	197.57	208.84	资产减值损失	-192.74	25.00	40.00	80.00
管理费用	360.97	526.55	529.90	528.31	经营营运资本变动	-60.25	-131.95	-43.95	-51.27
财务费用	92.41	93.86	96.90	96.53	其他	404.56	-7.99	-31.58	-82.72
资产减值损失	-192.74	25.00	40.00	80.00	经营活动现金流净额	468.92	432.65	568.24	587.22
投资收益	-2.63	0.00	0.00	0.00	资本支出	123.75	100.00	100.00	100.00
公允价值变动损益	0.23	0.00	0.00	0.00	其他	-438.34	10.40	5.82	10.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-314.60	110.40	105.82	110.20
营业利润	42.48	192.09	245.59	283.66	短期借款	-302.03	-330.35	-300.00	-400.00
其他非经营损益	-3.33	0.00	0.00	0.00	长期借款	26.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	39.15	192.09	245.59	283.66	股权融资	-5.68	0.00	0.00	0.00
所得税	50.13	1.30	1.66	1.92	支付股利	-75.57	-24.10	-158.97	-200.17
净利润	-10.98	190.79	243.93	281.74	其他	233.21	-38.27	-42.35	-75.68
少数股东损益	-38.54	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-123.52	-392.72	-501.33	-675.85
归属母公司股东净利润	27.56	190.79	243.93	281.74	现金流量净额	26.73	150.33	172.73	21.57
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	618.35	768.69	941.42	962.99	成长能力				
应收和预付款项	643.16	746.87	784.56	821.94	销售收入增长率	21.41%	7.62%	6.93%	6.35%
存货	668.10	819.65	842.48	873.86	营业利润增长率	-56.90%	352.24%	27.85%	15.50%
其他流动资产	128.22	64.09	68.58	72.99	净利润增长率	-113.03%	1836.82%	27.85%	15.50%
长期股权投资	0.25	0.25	0.25	0.25	EBITDA 增长率	4.28%	48.02%	10.30%	6.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2343.79	2016.04	1688.29	1360.54	毛利率	33.86%	33.79%	34.27%	34.76%
无形资产和开发支出	967.08	934.05	901.02	867.99	三费率	21.55%	26.03%	24.89%	23.67%
其他非流动资产	149.98	137.99	129.91	117.42	净利率	-0.38%	6.16%	7.37%	8.00%
资产总计	5518.94	5487.63	5356.51	5078.00	ROE	-0.45%	7.30%	9.04%	10.14%
短期借款	730.35	400.00	100.00	-300.00	ROA	-0.20%	3.48%	4.55%	5.55%
应付和预收款项	333.31	393.34	420.34	431.18	ROIC	-0.90%	6.99%	9.10%	11.11%
长期借款	992.34	992.34	992.34	992.34	EBITDA/销售收入	12.88%	17.72%	18.28%	18.26%
其他负债	1019.59	1087.86	1144.20	1175.02	营运能力				
负债合计	3075.60	2873.54	2656.87	2298.53	总资产周转率	0.52	0.56	0.61	0.68
股本	769.53	769.50	769.50	769.50	固定资产周转率	1.37	1.52	1.83	2.23
资本公积	875.99	876.02	876.02	876.02	应收账款周转率	5.27	5.06	4.88	4.94
留存收益	668.29	834.98	919.94	1001.51	存货周转率	2.82	2.69	2.55	2.61
归属母公司股东权益	2228.40	2399.14	2484.69	2564.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.76%	—	—	—
少数股东权益	214.94	214.94	214.94	214.94	资本结构				
股东权益合计	2443.34	2614.09	2699.64	2779.46	资产负债率	55.73%	52.36%	49.60%	45.26%
负债和股东权益合计	5518.94	5487.63	5356.51	5078.00	带息债务/总负债	56.01%	48.45%	41.11%	30.12%
					流动比率	1.14	1.55	2.06	3.05
					速动比率	0.77	1.02	1.40	2.07
					股利支付率	274.23%	12.63%	65.17%	71.05%
					每股指标				
					每股收益	0.04	0.25	0.32	0.37
					每股净资产	2.90	3.12	3.23	3.33
					每股经营现金	0.61	0.56	0.74	0.76
					每股股利	0.10	0.03	0.21	0.26
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	370.81	548.89	605.43	643.13					
PE	141.58	20.45	15.99	13.85					
PB	1.75	1.63	1.57	1.52					
PS	1.36	1.26	1.18	1.11					
EV/EBITDA	14.72	9.09	7.47	6.39					
股息率	1.94%	0.62%	4.07%	5.13%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn