

养殖业低迷致 22 年表现不佳, 23Q1 业绩恢复明显

核心观点

2022 年公司实现营业收入 10.01 亿元（同比-9.22%），归母净利润 4.10 亿元（同比-28.25%）；2023Q1 实现营业收入 2.80 亿元，（同比+37.92%，环比-11.19%），归母净利润 1.36 亿元（同比+49.33%，环比+7.49%）。2022 年受下游养殖行情低迷影响，公司猪用疫苗实现营收 9.37 亿元（同比-11.30%）；禽用疫苗实现营收 1060.38 万元（同比-5.99%）；宠物疫苗实现营业收入 675.12 万元（同比+134.89%），主要系宠物疫苗市场开拓初见成效。展望 2023 年，我们预计随着养殖业行情的逐渐恢复，公司猪用疫苗及禽用疫苗板块将迎来恢复，同时宠物疫苗板块也有望保持快速增长，新产品的不断推出将带动公司整体业绩向好。

事件

公司披露 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 10.01 亿元，同比下降 9.22%，归母净利润 4.10 亿元，同比下降 28.25%，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.9 元（含税）；2023Q1 实现营收 2.80 亿元，同比增长 37.92%，环比下降 11.19%，归母净利润 1.36 亿元，同比增长 49.33%，环比增长 7.49%。

简评

1、下游养殖低迷导致业绩不佳，宠物疫苗营收增速明显

2022 年公司实现营业收入 10.01 亿元（同比-9.22%），归母净利润 4.10 亿元（同比-28.25%）；23Q1 公司实现营业收入 2.80 亿元（同比+37.92%，环比-11.19%），归母净利润 1.36 亿元（同比+49.33%，环比+7.49%）。

分产品来看，①2022 年猪用疫苗整体实现营收 9.37 亿元（同比-11.30%），主要系下游生猪养殖行情低迷，市场需求减少；其中，猪用活疫苗销售量为 3.01 亿头份（同比-12.02%），猪用灭活疫苗销售量为 4.80 亿毫升（同比+12.22%）。②禽用疫苗整体实现营收 1060.38 万元（同比-5.99%）；其中禽用活疫苗销售量为 11.64 亿羽份（同比+4.46%），禽用灭活疫苗销售量为 0.18 亿毫升（同比+21.03%）。③宠物疫苗实现营收 675.12 万元（同比+134.89%），主要系宠物疫苗市场开拓初见成效。④诊断试剂实现营收 1936.11 万元（同比+59.76%）。⑤微生态制品实现营收 2400.63 万元（同比+114.38%）。

科前生物 (688526.SH)

维持

增持

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100007

发布日期：2023 年 04 月 18 日

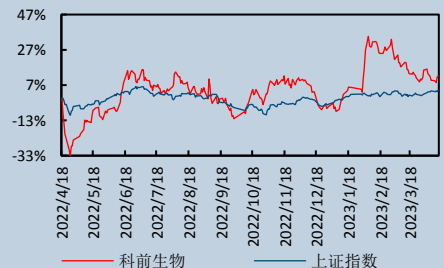
当前股价：26.45 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.27/-8.40	10.39/5.92	13.23/8.48
12 月最高/最低价 (元)		31.68/16.01
总股本 (万股)		46,620.80
流通 A 股 (万股)		12,112.67
总市值 (亿元)		123.31
流通市值 (亿元)		32.04
近 3 月日均成交量 (万)		290.47
主要股东		
武汉华中农大资产经营有限公司		16.77%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-30 【中信建投农林牧渔】科前生物 (688526):养殖回暖带动业绩改善,研发实力铸就竞争优势
- 2022-08-31 【中信建投农林牧渔】科前生物 (688526):养殖低迷致业绩短期承压,持续加码研发与技术服务

利润率方面，2022 年公司兽用生物制品毛利率为 73.97%（同比-6.62pcts），主要原因系研发费用增长以及 22Q1 在建工程转固定资产带来的折旧费用增加。其中，猪用疫苗毛利率为 75.31%（同比-6.48pcts）；禽用疫苗毛利率为 16.28%（同比+13.02pcts）；宠物疫苗毛利率为-1.58%（同比-33.96pcts）；诊断试剂毛利率为 67.12%（同比+7.73pcts）。另外，微生态制品毛利率为 58.67%（同比+8.37pcts）。2022 年公司整体销售毛利率为 73.61%（同比-6.19pcts），销售净利率为 40.86%（同比-10.87pcts）；2023Q1 公司销售毛利率为 77.34%（同比+4.39pcts），销售净利率为 48.45%（同比+3.67pcts）。

费用方面，2022 年公司销售/管理/财务/研发费用分别为 1.60/0.67/-0.63/1.03 亿元，同比分别 +19.38%/-10.78%/-2.01%/+28.43%。

2、持续发力研发创新，自主研发+产学研合作推动技术成果产业化

公司注重研发创新，近三年累计投入研发费用超过 2.4 亿元，2022 年开展在研项目 65 个，各板块研发进展顺利。

①猪用疫苗：猪 δ 冠状病毒灭活疫苗即将获得新兽药证书；猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪 δ 冠状病毒三联灭活疫苗等 7 个产品进入初审阶段；获得猪流行性腹泻、猪轮状病毒二联灭活疫苗（HB17 株+JS01 株），猪支原体肺炎、猪流感（H1N1、H3N2）二联灭活疫苗和猪圆环病毒 2 型、猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病三联亚单位疫苗临床批件；非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究项目正处实验室研究阶段。②禽用疫苗：鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）、传染性法氏囊病、禽腺病毒病（I 群，4 型）四联灭活疫苗，I 群禽腺病毒灭活疫苗（4 型，HB-2 株）进入初审阶段；鸡滑液囊支原体病活疫苗获得临床批件，正进行临床试验；新城疫（VII）、禽流感 H9 亚型开发的细胞悬浮培养二联灭活疫苗已提交临床试验申请。③反刍疫苗：牛支原体活疫苗（HB150 株）和牛支原体竞争 ELISA 抗体检测试剂盒进入初审补充阶段；小反刍兽疫病毒阻断 ELISA 抗体检测试剂盒进入初审阶段。④宠物疫苗：提交猫鼻气管炎、猫鼻结膜炎、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗临床试验申请。

公司经过近 20 年的研发创新，建立了多项核心技术平台，包括病原学与流行病学研究技术平台、基因编辑技术平台、高效表达技术平台、病毒悬浮培养技术平台、高效纯化技术平台、多联多价疫苗研究技术平台等。截止 2023 年一季度末，公司已取得 43 项新兽药注册证书，其中与华中农大合作研发取得新兽药注册证书 30 项，与第三方合作研发取得新兽药注册证书 12 项，独立研发取得新兽药注册证书 1 项。公司与华中农大、哈兽研等高等院校和科研院所建立了长期稳定的合作关系，形成自主研发与产学研合作相结合的科研体系，通过该合作模式将多项基础技术成果转化为可实际应用的产品，满足养殖企业对动物疫病防疫的需求，有利于实现公司经营业绩的快速增长。

3、多领域开展前瞻性布局，创新营销策略巩固品牌优势

公司构建兽用生物制品研发、生产、销售和动物防疫技术服务的产业链，完成了涵盖畜用疫苗、禽用疫苗、宠物疫苗等领域产品的前瞻性布局。在营销方面，公司为不同养殖规模的客户分别制定策略，针对大型养猪集团进行一对一精准服务并开展驻场技术服务；针对中型养殖场，选择合适的经销商加强合作；针对小型养殖户，广泛布局渠道经销商，推动营销服务下沉。目前，公司与牧原股份、温氏股份、新希望、扬翔股份等多家知名大型企业建立了长期稳定的合作关系，不断积累在兽用生物制品行业的品牌优势。公司开展多元化营销服务，能够有效增强客户凝聚力，提升产品市场渗透率和品牌影响力。

4、盈利预测及评级：公司在研发端持续发力，围绕猪用疫苗主要业务，在禽用疫苗、宠物疫苗等领域开展多元化前瞻布局，同时开展个性化营销策略，公司产品渗透率和竞争力有望得到提升，进而推动业绩增长。尽管 2022 年受下游养殖行业行情低迷影响，公司业绩表现不佳，但随着养殖行业逐渐复苏，有望迎来较快的增长，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 11.48/13.01/14.81 亿元，归母净利润 5.51/6.23/7.09 亿元，EPS 分别为 1.18/1.34/1.52 元，对应 PE 分别为 23.95x/21.21x/18.63x，维持“增持”评级。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,103.02	1,001.27	1,147.76	1,300.72	1,481.49
YoY(%)	30.81	-9.22	14.63	13.33	13.90
净利润(百万元)	570.74	409.52	551.21	622.55	708.68
YoY(%)	27.45	-28.25	34.60	12.94	13.84
毛利率(%)	79.80	73.61	80.63	80.16	80.14
净利率(%)	51.74	40.90	48.02	47.86	47.84
ROE(%)	18.10	11.71	13.90	13.86	13.91
EPS(摊薄/元)	1.22	0.88	1.18	1.34	1.52
P/E(倍)	23.13	32.24	23.95	21.21	18.63
P/B(倍)	4.19	3.78	3.33	2.94	2.59

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

①技术创新的风险。兽用生物制品的研发具有周期长、投入高、难度大的特点，新产品研发需要经过基础研究、实验室研究、中试研究、临床试验等多个阶段，若竞争对手率先推出产品，公司可能面临技术创新风险。

②技术人才流失的风险。高端的研发人员是兽用生物制品企业能否在市场竞争中取得优势地位的重要因素，若公司不能保证研发人员队伍的稳定，可能对公司的研发创新、业务开展和持续盈利带来不利影响。

③市场竞争风险。随着国内兽用生物制品企业数量的增加，国际知名厂商和品牌对中国市场的日益重视，兽用生物制品行业的竞争将越发激烈。如果公司不能持续提供满足客户需求的优质产品，销售服务体系不随市场变化做出相应调整完善，则公司存在因市场竞争而导致持续盈利能力受到不利影响的风险。

分析师介绍

王明琦

中信建投证券农林牧渔行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物消费等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，获 2022 年水晶球农林牧渔行业最佳分析师第 4 名；2019 年 10 月-2021 年 7 月曾就职于方正证券研究所，任农林牧渔行业研究员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk