

增持 (维持)

科前生物 (688526)

23Q1 盈利能力修复明显, 看好后周期行情

2023年04月19日

市场数据

日期	2023-04-18
收盘价(元)	28.32
总股本(百万股)	466.21
流通股本(百万股)	124.97
净资产(百万元)	3634.45
总资产(百万元)	4672.24
每股净资产(元)	7.79

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《科前生物年报点评: 行业景气, 拳头产品支撑业绩大增》
2021-04-19

《科前生物: 猪用市场化疫苗领军入》2021-04-19

分析师:

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

S0190522080004

投资要点

- **事件:** 公司 2022 年全年实现营收 10.01 亿元, 同比-9.22%, 归母净利润 4.10 亿元, 同比-28.25%, 扣非归母净利润 3.81 亿元, 同比-31.26%; 2022Q4 单季度公司实现营收 3.15 亿元, 同比-3.83%, 环比+7.46%, 归母净利润 1.26 亿元, 同比-31.78%, 环比+1.43%。

2023Q1 盈利同环比显著提升: 单季度公司实现营收 2.80 亿元, 同比+37.92%, 归母净利润 1.36 亿元, 同比+49.33%, 扣非归母净利润 1.28 亿元, 同比+47.45%; 毛利率 77.34%, 同比+4.39 PCT, 环比+2.18 PCT; 归母净利率 48.49%, 同比+3.70PCT, 环比+8.43PCT。销售模式向直销与规模场大客户倾斜使其在猪价低迷的一季度营收环比未受到较大冲击。

- **按业务拆分:** 2022 年公司猪用疫苗实现收入 9.37 亿元, 同比-11.30%, 毛利率 75.31%, 同比-6.48PCT, 其中猪用活疫苗销量 3.01 亿头份, 同比-12.02%, 猪用灭活苗销量 4.80 亿毫升, 同比+12.22%。禽用疫苗实现收入 1060 万元同比-5.99%, 毛利率 16.28%, 同比+13.02PCT, 其中禽用活疫苗销量 1.16 亿羽份, 同比+4.46%, 禽用灭活苗销量 1806 万毫升, 同比+21.03%。
- **2022 年受养殖低迷行情拖累:** 公司 93+% 营收占比来自于猪用市场苗, 由于下游养殖市场行情在 22H1 处于深度亏损状态, 疫苗需求下降导致营收同比下降; 此外, 2022 年全年毛利率 73.61%, 同比-6.19PCT。主要由于 1) 前期新建产业化建设项目开始投入使用导致成本增加, 2) 行业竞争激烈, 在猪价低迷时期公司开展买赠活动, 但随着猪价在 22H2 上涨活动逐步取消。
- **费用率:** 2022 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 15.97%、6.67%、10.26%, 同比分别变动 3.83 PCT、-0.12 PCT、3.01 PCT。由于市场行情不佳, 公司加大市场推广费用导致管理销售费用提升; 此外, 公司加大研发投入使得研发费用水平有所提升。
- **非瘟疫苗研发有所突破, 各业务均有进展:** 公司活载体非瘟疫苗研究取得一定进展。猪苗端, 2022 年公司共获得传染性胸膜肺炎基因缺失活疫苗 (APP-HB-04M 株), 猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联亚单位疫苗和猪伪狂犬病毒 gB 蛋白阻断 ELISA 抗体检测试剂盒新兽药证书 3 项; 此外, δ 冠状病毒灭活疫苗进入复试, 即将获批; 7 个产品进入初审结算, 3 个在研产品获临床批件。禽苗端, 2 个产品进入初审, 1 个产品获临床批件进行临床试验, 此外针对当前流行毒株的新流二联苗已提交临床申请。宠物端, 猫三联灭活疫苗提交临床试验申请。
- **生猪价格磨底, 未来反转可期:** 自去年 12 月生猪价格下跌后, 猪价在 23Q1 一直在底部区间震荡, 但公司营收未受到显著影响, 盈利水平不降反升, 体现了其韧性。未来随着生猪磨底结束, 行情反转, 养殖情绪回暖带动上游动保整体向好, 同时公司自身盈利水平修复, 盈利能力或进一步抬升。

- **投资建议：**基于未来生猪养殖行情回暖的判断，叠加公司在家禽、宠物板块的延伸，我们认为公司营收和盈利能力均有望进一步提升。我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司的营收分别为 12.69，15.24，18.47 亿元，归母净利润分别为 5.53，7.10，8.69 亿元。基于 2023 年 4 月 18 日收盘价，对应 PE 为 23.9，18.6，15.2 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**禽畜存栏不及预期，动物突发疫病，研发进度不及预期、政策变化。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1001	1269	1524	1847
同比增长	-9.2%	26.7%	20.1%	21.2%
归母净利润(百万元)	410	553	710	869
同比增长	-28.2%	35.0%	28.5%	22.3%
毛利率	73.6%	76.7%	77.0%	77.3%
ROE	11.7%	14.0%	15.6%	16.5%
每股收益(元)	0.88	1.19	1.52	1.86
市盈率	32.2	23.9	18.6	15.2

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2561	3536	4044	5141
货币资金	456	1591	1901	2824
交易性金融资产	675	453	487	507
应收票据及应收账款	406	469	593	699
预付款项	9	12	13	16
存货	169	159	195	242
其他	845	852	855	852
非流动资产	1830	1489	1572	1396
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	881	765	650	535
在建工程	17	17	17	17
无形资产	60	59	58	56
商誉	3	3	3	3
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	869	645	844	785
资产总计	4391	5026	5616	6537
流动负债	624	761	697	811
短期借款	132	248	133	171
应付票据及应付账款	244	284.76	333.96	396.77
其他	248	229	230	243
非流动负债	268	301	370	450
长期借款	140	187	249	332
其他	128	114	121	117
负债合计	892	1062	1067	1260
股本	466	466	466	466
资本公积	1135	1135	1135	1135
未分配利润	1627	2037	2553	3194
少数股东权益	2	2	2	1
股东权益合计	3499	3963	4549	5277
负债及权益合计	4391	5026	5616	6537

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	410	553	710	869
折旧和摊销	97	119	119	119
资产减值准备	7	9	9	14
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-1	-0	-1	-1
财务费用	-48	-23	-46	-67
投资损失	-7	-5	-6	-6
少数股东损益	-0	-0	-0	-1
营运资金的变动	-81	-48	-109	-109
经营活动产生现金流量	424	790	488	880
投资活动产生现金流量	-637	225	-30	-16
融资活动产生现金流量	114	121	-148	58
现金净变动	-100	1135	310	922
现金的期初余额	551	456	1591	1901
现金的期末余额	451	1591	1901	2824

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1001	1269	1524	1847
营业成本	264	295	351	419
税金及附加	7	7	9	11
销售费用	160	184	213	262
管理费用	67	76	84	102
研发费用	103	114	122	148
财务费用	-63	-23	-46	-67
其他收益	25	20	20	22
投资收益	7	5	6	6
公允价值变动收益	1	0	1	1
信用减值损失	-23	0	0	0
资产减值损失	-7	-3	-4	-5
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	467	637	814	997
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	2	1	1
利润总额	467	635	813	996
所得税	57	82	103	127
净利润	409	553	710	869
少数股东损益	-0	-0	-0	-1
归属母公司净利润	410	553	710	869
EPS(元)	0.88	1.19	1.52	1.86

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-9.2%	26.7%	20.1%	21.2%
营业利润增长率	-29.4%	36.4%	27.8%	22.5%
归母净利润增长率	-28.2%	35.0%	28.5%	22.3%
盈利能力				
毛利率	73.6%	76.7%	77.0%	77.3%
归母净利率	40.9%	43.6%	46.6%	47.0%
ROE	11.7%	14.0%	15.6%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	20.3%	21.1%	19.0%	19.3%
流动比率	4.11	4.64	5.81	6.34
速动比率	3.83	4.43	5.53	6.04
营运能力				
资产周转率	24.7%	26.9%	28.6%	30.4%
应收帐款周转率	305.2%	309.7%	302.4%	303.7%
存货周转率	186.7%	176.4%	194.0%	188.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.88	1.19	1.52	1.86
每股经营现金	0.91	1.69	1.05	1.89
每股净资产	7.50	8.50	9.76	11.32
估值比率(倍)				
PE	32.2	23.9	18.6	15.2
PB	3.8	3.3	2.9	2.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。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为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn