

# 科前生物 (688526.SH)

买入

## 2022 年报及 2023 一季报点评：22 全年业绩承压，23Q1 归母净利润逆势环比增长 8%

### 核心观点

**22 全年业绩承压，23Q1 归母净利润逆势环比增长 8%。**公司 2022 年实现营业收入 10.01 亿元，较上年同期减少 9.23%，实现归属于母公司所有者的净利润 4.10 亿元，较上年同期增加 28.25%，业绩下滑明显主要系 22 年上半年下游生猪养殖亏损冲击猪用疫苗需求明显。分季度来看，受 22 年末以来猪价持续低迷影响，行业动保需求再度走弱，公司 23Q1 营业收入环比-11.11%至 2.80 亿元，然而受业务毛利率提升影响，公司归母净利润却逆势增长至 1.36 亿元（环比增速+7.94%，同比增速+49.45%）。分业务来看，受低猪价冲击需求影响，公司猪用疫苗业务 2022 年营业收入同比-11.30%至 9.37 亿元，毛利同比-18.33%至 7.06 亿元，毛利率为 75.31%，相较 2021 年毛利率下降 6.48pcts。

**全面翻多养殖板块，看好动保需求回暖。**从行业角度来看，生猪板块目前处于底部，受北方非瘟疫情扰动、猪价深度亏损影响，一季度能繁母猪产能去化明显，我们认为随着南方逐步进入雨季，养殖疾病或将进入高发期，或将加速产能的进一步去化，猪价中期有望表现强势，优质猪用疫苗需求或随下游养殖利润修复再次回暖。从公司角度来看，科前生物猪用疫苗收入占比 95% 以上，以伪狂犬疫苗为代表的核心产品优势明显，公司业绩有望受益猪价景气而实现高弹性增长。

**研发投入突破亿元，有望持续兑现成果。**2022 年公司研发投入合计 1.03 亿元，同比+28.43%，年内公司开展在研项目 65 个，“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（WH-1 株+AJ1102 株+CHN-HN-2014 株）”、“猪 δ 冠状病毒灭活疫苗（CHN-HN-2014 株）”、“猪伪狂犬病、猪瘟二联活疫苗”等多个项目已取得良好阶段性进展。在非瘟疫苗研发方面，公司参与国家重点研发计划“非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究”，当前正处于实验室研究阶段，累计投资额已达 677.59 万元。考虑到公司未来计划投资 2 亿元新建高级别动物疫苗产业化基地建设项目（动物生物安全实验室），我们认为其有望依靠扎实研发基础和稳定研发投入兑现成果，产品矩阵和业务规模有望稳步扩张。

**风险提示：**养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批签发进度不及预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。公司作为国内非强免龙头，中期看好猪价回暖驱动业绩增长，长期看好非瘟疫苗研发、规模养殖需求对接带来的成长潜力。我们预计公司 23-25 年归母净为 4.7/6.7/5.4 亿元，EPS 为 1.02/1.43/1.15，对应当前股价 PE 为 25.4/18.1/22.4X。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,103	1,001	1,274	1,688	1,489
(+/-%)	30.8%	-9.2%	27.2%	32.5%	-11.8%
净利润(百万元)	571	410	474	666	538
(+/-%)	27.5%	-28.2%	15.7%	40.5%	-19.1%
每股收益(元)	1.23	0.88	1.02	1.43	1.15
EBIT Margin	53.1%	40.0%	41.9%	43.6%	38.7%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	11.7%	12.4%	15.6%	11.6%
市盈率 (PE)	21.1	29.4	25.4	18.1	22.4
EV/EBITDA	19.4	26.0	22.1	16.6	20.2
市净率 (PB)	3.81	3.44	3.15	2.82	2.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 农林牧渔 · 动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞 2021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

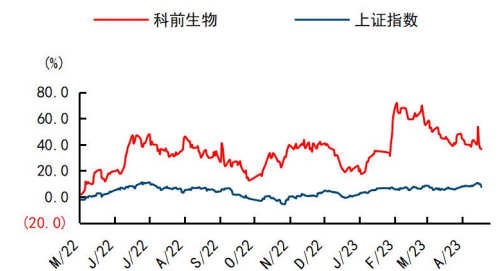
证券分析师：李瑞楠 2021-60893308  
liruinan@guosen.com.cn  
S0980523030001

联系人：江海航  
010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.18 元
总市值/流通市值	11739/3147 百万元
52 周最高价/最低价	32.00/15.26 元
近 3 个月日均成交额	91.90 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

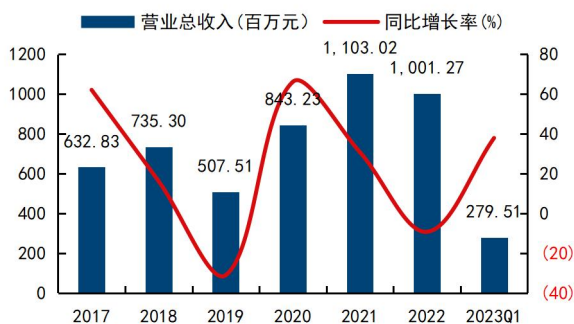
《科前生物 (688526.SH) - 2022 中报点评：上半年净利同比减少 44.49%，猪价上行利好后续业绩表现》——2022-08-31

《科前生物 (688526.SH) - 2021 年营收净利双增长，受益养殖规模化稳步扩张》——2022-03-01

《科前生物-688526-2021 一季报点评：21Q1 业绩表现超预期，受益非瘟或迎飞速发展》——2021-04-27

**22 全年业绩承压，23Q1 归母净利润同比+49%。**公司 2022 年实现营业收入 10.01 亿元，较上年同期减少 9.23%，实现归属于母公司所有者的净利润 4.10 亿元，较上年同期增加 28.25%，业绩下滑明显主要系 22 年上半年下游生猪养殖亏损冲击猪用疫苗需求明显。分季度来看，受 22 年末以来猪价持续低迷影响，行业动保需求再度走弱，公司 23Q1 营业收入环比-11.11%至 2.80 亿元，然而受业务毛利率提升影响，公司归母净利润却逆势增长至 1.36 亿元（环比增速+7.94%，同比增速+49.45%）。分业务来看，受低猪价冲击需求影响，公司猪用疫苗业务 2022 年营业收入同比-11.30%至 9.37 亿元，毛利同比-18.33%至 7.06 亿元，毛利率为 75.31%，相较 2021 年毛利率下降 6.48pcts。

图1: 科前生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 科前生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 科前生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



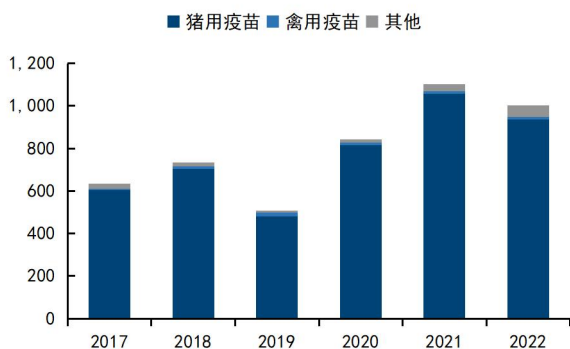
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 科前生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



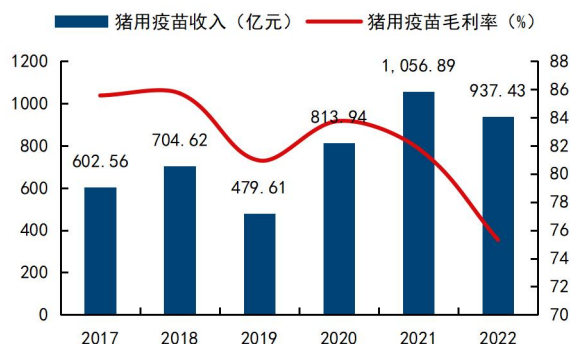
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 科前生物收入结构情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 科前生物猪用疫苗业务收入及毛利率情况

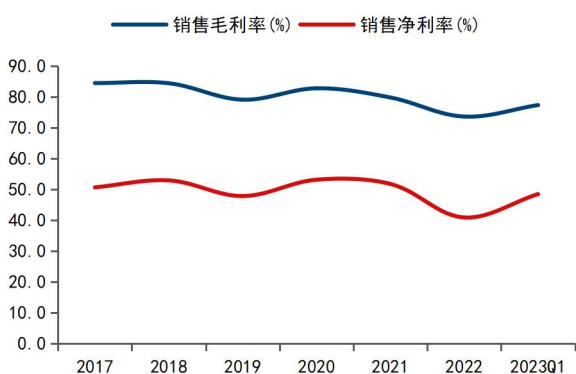


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**22 年利润率承压, 费用率平稳。**公司 2022 年销售毛利率 73.61%, 同比-6.19pcts, 销售净利率 40.86%, 同比-10.87pcts, 盈利能力主要系上半年猪价低迷导致冲击公司疫苗销售表现。公司 2022 年销售费用率 15.97% (+3.83pcts), 管理费用率 6.67% (-0.12pcts), 财务费用率-6.33% (-0.47pcts)。三项费用率合计 16.31%, 同比上升 3.24pct, 主要系销售费用增加明显。另外, 公司在 2022 年进一步加大研发投入力度, 研发费用同比增加 28.43% 至 1.03 亿元, 研发费用率同比去年增加 3.01pcts 至 10.26%。

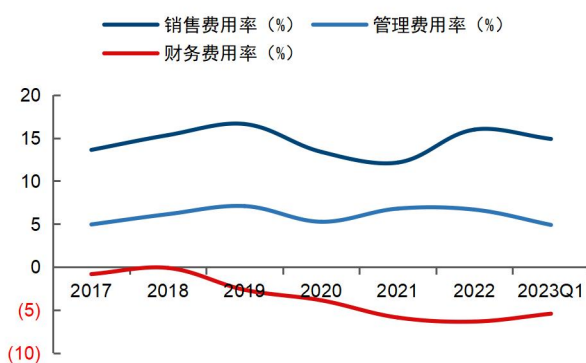
**23Q1 利润率逆势提升, 费用率有所改善。**公司 2023Q1 销售毛利率 77.34%, 同比+4.39pcts, 销售净利率 48.45%, 同比+3.67pcts, 二者同比环比均实现逆势提升。公司 2023Q1 销售费用率 14.88% (较 22 年全年-1.09pcts), 管理费用率 4.89% (较 22 年全年-1.78pcts), 财务费用率-5.42% (较 22 年全年+0.92pcts)。三项费用率合计 14.36%, 较 22 年全年-1.95pct。

图7: 科前生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 科前生物三项费用率变化情况



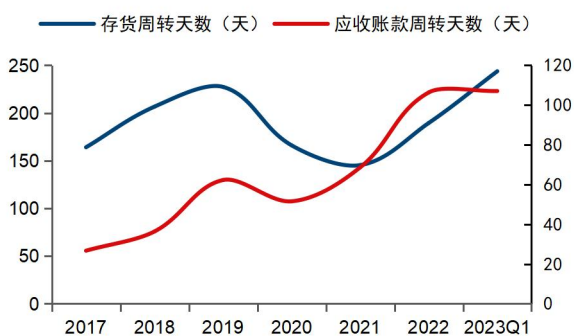
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**22 年资产周转明显放缓, 现金流维持平稳。**2022 年公司存货天数为 189.53 天 (+30.39%), 主要系猪价低迷冲击疫苗需求, 公司终端销售受阻; 2022 年公司应收账款周转天数为 106.34 天 (+113.53%), 一方面系猪价低迷导致养殖户资金

紧张，公司销售回款受阻；另一方面系受规模客户拓展影响，销售政策变化导致公司账期总体有所延长。在经营现金流方面，公司 2022 年经营性现金流净额占营业收入比例为 42.32% (-5.85pcts)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 93.24% (+8.38pcts)，经营现金流相对平稳。

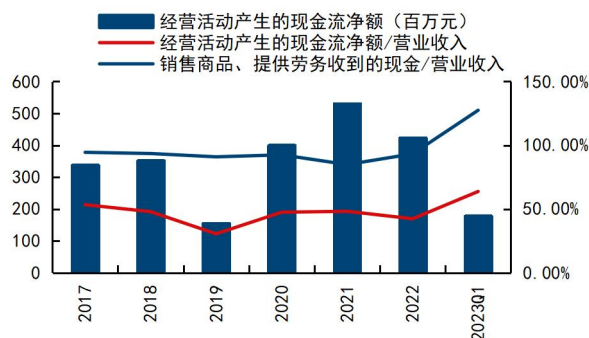
**23Q1 存货周转承压，现金流改善明显。**23Q1 公司存货天数为 243.77 天（较 22 年全年+28.62%），主要系猪价低迷导致终端销售受阻；23Q1 公司应收账款周转天数为 107.05 天（较 22 年全年+0.67%），销售回款保持平稳；在经营现金流方面，公司 23Q1 经营性现金流净额占营业收入比例为 63.72%（较 22 年全年+21.40pcts），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 127.45%（较 22 年全年+34.21pcts），经营现金流改善明显。

图9: 科前生物主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 科前生物经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 维持“买入”评级。公司作为国内非强免龙头，中期看好猪价回暖驱动业绩增长，长期看好非瘟疫苗研发、规模养殖需求对接带来的成长潜力。我们预计公司 23-25 年归母净为 4.7/6.7/5.4 亿元，EPS 为 1.02/1.43/1.15，对应当前股价 PE 为 25.4/18.1/22.4X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E			
600195	中牧股份	13.30	135.81	0.51	0.61	0.71	26	22	19	买入		
603566	普莱柯	26.53	93.63	0.76	1.07	1.37	35	25	19	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	555	456	2413	2562	2850	营业收入	1103	1001	1274	1688	1489
应收款项	278	409	325	515	480	营业成本	223	264	342	436	452
存货净额	109	169	177	264	284	营业税金及附加	6	7	8	10	9
其他流动资产	242	684	64	83	91	销售费用	134	160	197	253	222
<b>流动资产合计</b>	<b>1761</b>	<b>2561</b>	<b>3821</b>	<b>4266</b>	<b>4548</b>	管理费用	75	67	81	105	92
固定资产	904	898	889	926	922	研发费用	80	103	110	147	137
无形资产及其他	57	60	59	57	56	财务费用	(65)	(63)	(5)	(19)	(31)
投资性房地产	1003	872	872	872	872	投资收益	5	7	10	12	11
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	9	0	1	1
<b>资产总计</b>	<b>3725</b>	<b>4391</b>	<b>5640</b>	<b>6121</b>	<b>6397</b>	其他收入	(75)	(116)	(110)	(147)	(137)
短期借款及交易性金融负债	78	132	500	300	200	营业利润	661	467	550	768	620
应付款项	216	244	324	452	466	营业外净收支	(1)	(0)	(1)	(2)	(1)
其他流动负债	198	247	303	401	390	<b>利润总额</b>	<b>660</b>	<b>467</b>	<b>549</b>	<b>766</b>	<b>619</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>492</b>	<b>624</b>	<b>1127</b>	<b>1153</b>	<b>1055</b>	所得税费用	89	57	76	101	81
长期借款及应付债券	0	140	540	540	540	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)
其他长期负债	79	128	148	151	153	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>571</b>	<b>410</b>	<b>474</b>	<b>666</b>	<b>538</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>79</b>	<b>268</b>	<b>688</b>	<b>691</b>	<b>693</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>571</b>	<b>892</b>	<b>1815</b>	<b>1844</b>	<b>1748</b>	净利润	571	410	474	666	538
少数股东权益	0	2	2	1	1	资产减值准备	(1)	7	0	0	(0)
股东权益	3153	3497	3824	4276	4648	折旧摊销	63	97	94	101	108
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3725</b>	<b>4391</b>	<b>5640</b>	<b>6121</b>	<b>6397</b>	公允价值变动损失	(1)	(9)	(0)	(1)	(1)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(65)	(63)	(5)	(19)	(31)
每股收益	1.23	0.88	1.02	1.43	1.15	营运资本变动	(896)	(370)	853	(67)	11
每股红利	0.29	0.20	0.31	0.46	0.36	其它	1	(7)	(0)	(1)	(0)
每股净资产	6.78	7.50	8.20	9.17	9.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>(264)</b>	<b>127</b>	<b>1420</b>	<b>698</b>	<b>656</b>
ROIC	20.82%	14.70%	18%	29%	23%	资本开支	0	(102)	(84)	(136)	(101)
ROE	18.10%	11.71%	12.39%	15.56%	11.58%	其它投资现金流	(577)	(266)	0	0	0
毛利率	80%	74%	73%	74%	70%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(577)</b>	<b>(368)</b>	<b>(84)</b>	<b>(136)</b>	<b>(101)</b>
EBIT Margin	53%	40%	42%	44%	39%	权益性融资	0	15	0	0	0
EBITDA Margin	59%	50%	49%	50%	46%	负债净变化	0	140	200	0	0
收入增长	31%	-9%	27%	32%	-12%	支付股利、利息	(137)	(93)	(147)	(213)	(167)
净利润增长率	27%	-28%	16%	41%	-19%	其它融资现金流	(245)	33	368	(200)	(100)
资产负债率	15%	20%	32%	30%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(518)</b>	<b>141</b>	<b>621</b>	<b>(413)</b>	<b>(267)</b>
股息率	1.1%	0.8%	1.2%	1.8%	1.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(1359)</b>	<b>(99)</b>	<b>1957</b>	<b>149</b>	<b>288</b>
P/E	21.1	29.4	25.4	18.1	22.4	货币资金的期初余额	1914	555	456	2413	2562
P/B	3.8	3.4	3.2	2.8	2.6	货币资金的期末余额	555	456	2413	2562	2850
EV/EBITDA	19.4	26.0	22.1	16.6	20.2	企业自由现金流	0	(24)	1323	537	519
						权益自由现金流	0	149	1896	353	446

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032