

Q1 业绩高增，研发投入助力新品储备

科前生物 (688526.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件** 公司发布 2022 年年度报告、2023 年第一季度报告。
- **23Q1 公司业绩高增长，毛利率稳步提升** 2022 年公司营收 10.01 亿元，同比-9.23%，其中猪用疫苗、禽用疫苗分别贡献 9.37 亿元、0.11 亿元，同比-11.3%、-5.99%；归母净利润 4.1 亿元，同比-28.25%；扣非后归母净利润为 3.81 亿元，同比-31.26%。公司综合毛利率 73.61%，同比-6.19pct；期间费用率为 26.57%，同比+6.26pct，主要是公司销售费用、研发费用占比提升。2023Q1，公司营业收入 2.8 亿元，同比+37.92%；归母净利润 1.36 亿元，同比+49.33%；扣非后归母净利润 1.28 亿元，同比+47.45%；销售毛利率为 77.34%，同比+4.39pct，22Q2 以来公司毛利率稳步提升。期间费用率为 22.04%，同比-0.47pct。**分红预案**：每 10 股派发现金红利 1.9 元（含税）
- **下游生猪养殖行情波动影响猪苗销量及毛利率** 2022 年公司猪用疫苗收入 9.37 亿元，同比-11.3%；毛利率为 75.31%，同比-6.48pct，为历史低位水平。从疫苗批签发次数来看，22 年公司合计批签发为 701 次，同比-4.23%。我们认为主要受下游生猪养殖行情波动影响，22H1 自繁自养头均亏损约 329 元，影响养殖户对部分疫苗的使用积极性以及价格层面的接受度。23Q1 生猪养殖亏损持续，但亏损幅度同比好转；随着猪价预期向好，或将带动疫苗销量提升。同时随着新品疫苗上市预期提升，未来业绩增厚可期。另外在宠物疫苗方面，公司营收同比+134.89%，初见成效；公司强调将争取获得猫三联灭活疫苗临床批件，争取潜在市场空间。
- **22 年研发投入创新高，储备丰富助力发展** 2022 年公司研发费用为 1.03 亿元，同比+28.43%，公司继续加大研发投入力度。22 年公司获得猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联亚单位疫苗等 3 项新兽药证书；猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗（CH-1a 株）产品批准文号；猪流行性腹泻、猪轮状病毒二联灭活疫苗（HB17 株+JS01 株）等临床批件 4 项。在科研项目方面，公司子课题主持“非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究”。此外，公司持续加大 CHO 高效表达平台、杆状病毒载体表达平台和高效大肠杆菌表达平台的建设，为后续新型亚单位疫苗研发提供技术支撑；建立重组腺病毒载体疫苗平台，为后续新型基因载体疫苗研发提供技术支撑。
- **投资建议** 公司为国内猪用疫苗市场化销售龙头企业，且持续加大研发投入，实现产品多元化，行业竞争力逐步增强。随着后续猪价好转预期下疫苗销量的提升以及新品上市预期，公司业绩增长可期。我们预计 2023-2024 年 EPS 分别为 1.23 元、1.57 元，对应 PE 为 21、16 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 下游养殖行业的风险；技术创新的风险；与华中农大合作研发的风险；生产安全的风险等。

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhidou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

市场数据

2023/04/17

A 股收盘价(元)	25.84
A 股一年内最高价(元)	32.00
A 股一年内最低价(元)	15.26
市盈率 (TTM)	29.8
总股本 (亿股)	4.66
实际流通 A 股(亿股)	1.25
限售的流通 A 股(亿股)	3.41
流通 A 股市值(亿元)	31

主要财务指标

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1001.27	1263.83	1598.54	1880.25
增长率%	-9.22%	26.22%	26.48%	17.62%
净利润(百万元)	409.52	571.91	731.13	854.66
增长率%	-28.25%	39.65%	27.84%	16.90%
每股收益 EPS(元)	0.88	1.23	1.57	1.83
净资产收益率 ROE	11.69%	14.34%	15.87%	16.08%
PE	29	21	16	14

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)									
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
货币资金	456.07	4388.35	7822.70	11440.59	营业收入	1001.27	1263.83	1598.54	1880.25	营业成本	264.23	279.44	342.02	395.34
应收和预付款项	418.13	491.52	635.56	741.67	营业税金及附加	6.73	7.96	10.29	12.02	销售费用	159.88	174.80	223.48	274.38
存货	169.40	165.14	207.96	238.30	管理费用	66.83	151.66	191.82	225.63	财务费用	-63.43	0.26	0.33	0.36
其他流动资产	1517.30	674.83	674.83	674.83	资产减值损失	-7.38	0.00	0.00	0.00	投资收益	6.65	5.00	5.00	5.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	1.44	0.96	1.12	1.07	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	466.71	655.68	836.72	978.58	其他非经营损益	-0.11	-0.39	-0.29	-0.33
固定资产和在建工程	897.59	776.30	655.00	533.71	利润总额	466.61	655.30	836.43	978.25	所得税	57.46	83.39	105.29	123.59
无形资产和开发支出	63.22	53.87	44.52	35.17	净利润	409.15	571.91	731.13	854.66	少数股东损益	-0.37	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	868.92	1068.92	1218.92	1318.92	归属母公司股东净	409.52	571.91	731.13	854.66					
资产总计	4390.64	7618.94	11259.50	14983.19										
短期借款	131.60	0.00	0.00	0.00										
应付和预收款项	330.46	369.29	449.02	522.28										
长期借款	140.11	140.11	140.11	140.11										
其他负债	289.45	3120.52	6064.60	9006.59										
负债合计	891.63	3629.92	6653.73	9668.98										
股本	466.21	466.21	466.21	466.21										
资本公积	1135.13	1135.13	1135.13	1135.13										
留存收益	1896.73	2386.73	3003.48	3711.92										
归属母公司股东权益	3496.95	3986.95	4603.70	5312.14										
少数股东权益	2.07	2.07	2.07	2.07										
股东权益合计	3499.01	3989.02	4605.77	5314.20										
负债和股东权益合计	4390.64	7618.94	11259.50	14983.19										
					主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E					
					总资产周转率	0.25	0.21	0.17	0.14					
					固定资产周转率	1.43	1.54	2.29	3.26					
					应收账款周转率	3.24	3.57	3.63	3.49					
					存货周转率	1.88	1.67	1.83	1.77					
					资产负债率	20.31%	47.64%	59.09%	64.53%					
					带息债务/总负债	30.47%	81.82%	87.17%	89.26%					
					流动比率	4.11	13.24	17.76	21.43					
					速动比率	3.83	12.85	17.37	21.04					
					股利支付率	21.58%	14.32%	15.64%	17.11%					
					ROE	11.69%	14.34%	15.87%	16.08%					
					ROA	9.32%	7.51%	6.49%	5.70%					
					ROIC	34.94%	57.75%	81.18%	110.55%					
					EBITDA/销售收入	49.96%	62.24%	60.54%	59.01%					
					EBITDA	500.23	786.59	967.69	1109.59					
					PE	29.42	21.06	16.48	14.10					
					PB	3.44	3.02	2.62	2.27					
					PS	12.03	9.53	7.54	6.41					
					EV/EBITDA	20.63	11.30	8.40	6.53					
					股息率	0.73%	0.68%	0.95%	1.21%					

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究

分析师承诺及简介

谢芝优 首席分析师

南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。8年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为2016年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn