

科前生物 (688526.SH) 猪用疫苗竞争优势突出，利润水平延续高增

2023年08月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2023/8/28
当前股价(元)	20.43
一年最高最低(元)	32.00/20.20
总市值(亿元)	95.24
流通市值(亿元)	25.53
总股本(亿股)	4.66
流通股本(亿股)	1.25
近3个月换手率(%)	83.33

● 猪用疫苗竞争优势突出，利润水平延续高增，维持“买入”评级

公司发布2023年半年报，报告期内实现营收5.32亿元(+35.11%)，归母净利润2.39亿元(+50.31%)，销售/管理/研发/财务费用分别同比变动+31.51%/-2.43%/-5.23%/-4.41%，费用管控稳健。单Q2营收2.52亿元(+32.13%)，归母净利润1.04亿元(+51.62%)，利润水平延续高增。我们维持2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为6.84/8.27/9.73亿元，EPS分别为1.47/1.77/2.09元，当前股价对应PE分别为13.9/11.5/9.8倍。公司猪用疫苗优势显著，维持“买入”评级。

● 猪禽板块收入双增，直销渠道稳健增长

分产品看，2023H1公司猪用、禽用疫苗分别实现收入4.88亿元(yoy+31%)/747.85万元(yoy+39%)，尽管猪价及下游动保需求较为低迷，公司疫苗产品收入仍然保持较高增速。分渠道看，公司直销/经销渠道分别实现收入3.42亿元/1.70亿元，分别同比增长30%/35%，大客户销售渠道拓展稳健。

● 研发投入延续高增，核心技术平台驱动大单品持续推出

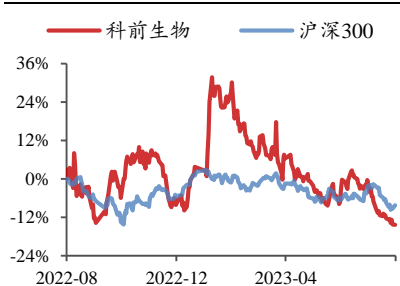
报告期内公司投入研发费用4381.03万元，开展在研项目77个，为中长期成长奠基蓄力。作为非强免猪用疫苗龙头，公司多个产品处于新兽药注册阶段，猪圆环2d亚型疫苗已申请注册，是公司针对最新流行毒株打造的重要单品，猪流行性腹泻、猪轮状病毒二联灭活苗和猪丹毒亚单位疫苗等处于兽药注册初审阶段。此外，公司非瘟疫苗研发下设两大技术路径，亚单位和活载体研究均进展顺利。

● 经济动物已有优势明显，反刍及宠物板块积极布局

宠物疫苗方面，公司猫鼻气管炎、猫鼻结膜炎、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗已通过应急评审，预计年底或明年初可上市销售；猫五联灭活疫苗和犬猫通用高效狂犬病灭活疫苗即将申报临床试验。反刍苗方面，公司牛支原体活疫苗(HB150株)目正在进行复核检验，牛鼻气管炎基因缺失疫苗等产品研究进展顺利。

● 风险提示：生猪存栏恢复不及预期、行业竞争加剧、新品上市不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《非瘟疫苗研发多线推进，传统猪苗产品矩阵不断完善——公司信息更新报告》-2023.4.18

《单季度盈利同比转增，公司综合技术优势持续提升——公司信息更新报告》-2022.11.2

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,103	1,001	1,353	1,718	1,971
YOY(%)	30.8	-9.2	35.1	27.0	14.7
归母净利润(百万元)	571	410	684	827	973
YOY(%)	27.5	-28.2	67.1	20.9	17.7
毛利率(%)	79.8	73.6	77.2	74.5	74.4
净利率(%)	51.7	40.9	50.6	48.2	49.4
ROE(%)	18.1	11.7	16.7	17.1	17.1
EPS(摊薄/元)	1.22	0.88	1.47	1.77	2.09
P/E(倍)	16.7	23.3	13.9	11.5	9.8
P/B(倍)	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1761	2561	2746	3342	4109
现金	555	456	1052	1498	2339
应收票据及应收账款	275	406	0	0	0
其他应收款	3	3	4	5	6
预付账款	10	9	17	16	22
存货	109	169	155	306	224
其他流动资产	809	1517	1517	1517	1517
非流动资产	1964	1830	1985	2152	2203
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	515	881	962	1054	1077
无形资产	57	60	63	66	70
其他非流动资产	1391	889	960	1031	1056
资产总计	3725	4391	4731	5493	6311
流动负债	492	624	395	452	418
短期借款	18	132	132	132	132
应付票据及应付账款	216	244	0	0	0
其他流动负债	258	248	263	321	287
非流动负债	79	268	242	216	187
长期借款	0	140	114	88	60
其他非流动负债	79	128	128	128	128
负债合计	571	892	637	668	606
少数股东权益	0	2	2	1	1
股本	465	466	466	466	466
资本公积	1115	1135	1135	1135	1135
留存收益	1576	1897	2437	3096	3867
归属母公司股东权益	3153	3497	4093	4824	5705
负债和股东权益	3725	4391	4731	5493	6311

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	531	424	866	755	1024
净利润	571	409	684	827	973
折旧摊销	63	97	112	135	157
财务费用	-65	-63	-77	-107	-140
投资损失	-5	-7	-6	-6	-6
营运资金变动	-79	-81	176	-64	75
其他经营现金流	47	69	-22	-30	-36
投资活动现金流	-331	-637	-260	-295	-202
资本支出	374	103	267	302	208
长期投资	12	-582	0	0	0
其他投资现金流	31	48	6	7	7
筹资活动现金流	-121	114	-9	-15	19
短期借款	-42	114	0	0	0
长期借款	0	140	-26	-26	-28
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	11	21	0	0	0
其他筹资现金流	-90	-162	17	11	47
现金净增加额	79	-100	596	445	842

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1103	1001	1353	1718	1971
营业成本	223	264	308	438	504
营业税金及附加	6	7	8	11	12
营业费用	134	160	199	260	295
管理费用	75	67	82	112	118
研发费用	80	103	100	120	138
财务费用	-65	-63	-77	-107	-140
资产减值损失	-1	-7	-6	-8	-10
其他收益	14	25	21	21	22
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资净收益	5	7	6	6	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	661	467	787	950	1116
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	660	467	786	949	1116
所得税	89	57	102	122	143
净利润	571	409	684	827	973
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-1
归属母公司净利润	571	410	684	827	973
EBITDA	707	567	915	1085	1254
EPS(元)	1.22	0.88	1.47	1.77	2.09

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	30.8	-9.2	35.1	27.0	14.7
营业利润(%)	26.1	-29.4	68.7	20.6	17.6
归属于母公司净利润(%)	27.5	-28.2	67.1	20.9	17.7
获利能力					
毛利率(%)	79.8	73.6	77.2	74.5	74.4
净利率(%)	51.7	40.9	50.6	48.2	49.4
ROE(%)	18.1	11.7	16.7	17.1	17.1
ROIC(%)	17.0	10.8	15.8	16.1	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	15.3	20.3	13.5	12.2	9.6
净负债比率(%)	-13.6	-3.5	-17.5	-24.6	-36.0
流动比率	3.6	4.1	7.0	7.4	9.8
速动比率	2.2	2.5	4.4	4.8	7.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	5.2	3.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.3	1.3	3.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.22	0.88	1.47	1.77	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.91	1.86	1.62	2.20
每股净资产(最新摊薄)	6.76	7.50	8.78	10.35	12.24
估值比率					
P/E	16.7	23.3	13.9	11.5	9.8
P/B	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	12.6	15.4	8.9	7.1	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn