

证券研究报告—动态报告/公司快评

农林牧渔

科前生物（688526）

买入

畜牧业

2020 年业绩快报快评

（维持评级）

2021 年 02 月 27 日

2020 业绩快报亮眼，黄金发展正当时

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520110002

事项：

公司披露 2020 年业绩快报，预计实现归属于上市公司股东的营业总收入为 8.43 亿元，同比增长 66.15%；净利润为 4.48 亿元，同比增长 84.55%；扣非后净利润为 4.31 亿元，同比增长 108.07%。业绩表现优秀，符合市场预期。

国信农业观点：1) 我们认为科前生物是顺养殖规模化加速集中逻辑，向上游寻找的最佳标的，公司受益主要体现在：一，随着大企业市占率提升，非强免市场苗需求同比例提升，行业扩容；二，非瘟背景下，大企业对疫苗企业的综合性研发和服务要求提升，公司凭借研发与综合服务优势将更为受益，综合市占率有望快速提升。2) 风险提示：疫苗批签发进度不及预期，下游养殖发生不可控疫情。3) 投资建议：在非洲猪瘟疫情常态背景下，未来生猪养殖规模化进程有望在未来 2-3 年内加速完成，猪用疫苗市场也将扩容，公司背靠华中农大，得到牧原肯定，管理层背景足够优异，将充分受益行业红利，有望步入快速成长期；另外，公司现有猪苗产品竞争优势明显，且未来产品储备充足，在禽用疫苗、宠物疫苗等新领域均有产品与研发储备，成长性较足。我们预计公司 20-22 年归母净利润 4.48/6.63/9.11 亿，对应 EPS 为 1.16/1.43/1.96 元，对应当前股价 PE 为 32.4/26.3/19.2X，维持“买入”评级。

评论：

■ 公司 2020 年业绩表现突出，主打产品销量高增

受益于 2020 年生猪产能的加快恢复，猪用疫苗产品需求好转，公司抓住机遇加快市场开拓，主要产品收入在 2020 年均实现了较大幅度增长。从产品品类来看，我们预计公司 2020 年猪伪狂犬病疫苗产品的收入合计达 3.11 亿元，同比增长 57%，猪伪狂犬病疫苗适用于规模化猪场伪狂犬病的根除净化，预计未来将充分受益养殖规模化，产品销售有望持续放量；由于 2020 年猪流行性腹泻的发生率较高，猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联疫苗产品作为公司的重磅产品，产品力得到市场认可，预计公司腹泻二联疫苗产品 2020 年销量增长较高，收入合计达 2.24 亿元，同比增长 89%；另外，我们预计猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（WH 株）产品作为公司另一大核心产品，2020 年收入合计达 1.15 亿元，同比增长 47%。此外，公司新产品猪瘟 E2 疫苗凭借领先的研发技术与生产工艺，产品市占率在猪瘟疫苗行业加速提升，未来有望在行业内占据一席之地。

■ 生猪存栏恢复叠加规模化加速，公司猪用疫苗产品充分受益

畜禽产能恢复明显，2020 年末能繁母猪和生猪存栏恢复到 2017 年的 91%，直接利好公司猪用疫苗产品销售。另外，受非瘟影响干扰，生猪养殖规模化加速，规模养殖企业的动物防疫意识相比散养户更高，带动猪用疫苗市场扩容。此外，兽药疫苗批签发数据也在好转，行业有望长期保持高景气。

■ 背靠华中农大，得到牧原肯定，管理层背景足够优异

公司研发实力雄厚，一方面，核心创始人团队均属于以陈焕春为核心的华中农大动物传染病实验室的科研团队，在动物疫病防控领域深耕超过 20 年。另一方面，公司背靠华中农大平台，通过合作研发获得 27 项新兽药注册证书，占公司全部新兽药注册证书 79.4%，为公司持续推出新产品保驾护航。此外，牧原是公司前十大股东，侧面验证公司管理层能力优秀。

■ 投资建议：继续重点推荐

在非洲猪瘟疫情常态背景下，未来生猪养殖规模化进程有望在未来 2-3 年内加速完成，猪用疫苗市场也将扩容，公司背靠华中农大，得到牧原肯定，管理层背景足够优异，将充分受益行业红利，有望步入快速成长期；另外，公司现有猪苗产品竞争优势明显，且未来产品储备充足，在禽用疫苗、宠物疫苗等新领域均有产品与研发储备，成长性较足。我们预计公司 20-22 年归母净利润 4.48/6.63/9.11 亿，对应 EPS 为 1.16/1.43/1.96 元，对应当前股价 PE 为 32.4/26.3/19.2X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	671	1091	1247	1825
应收款项	102	150	220	242
存货净额	63	94	152	215
其他流动资产	17	42	62	108
流动资产合计	852	1377	1680	2388
固定资产	448	545	632	611
无形资产及其他	32	31	31	31
投资性房地产	39	39	39	39
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1371	1993	2383	3069
短期借款及交易性金融负债	0	500	300	200
应付款项	106	57	86	129
其他流动负债	102	189	297	409
流动负债合计	207	747	683	739
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	45	48	51	53
长期负债合计	45	(182)	(179)	(177)
负债合计	252	565	504	562
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1119	1428	1879	2508
负债和股东权益总计	1371	1993	2383	3069

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.67	1.16	1.43	1.96
每股红利	0.24	0.36	0.46	0.61
每股净资产	3.11	3.70	4.04	5.39
ROIC	24%	36%	49%	66%
ROE	22%	31%	35%	36%
毛利率	79%	83%	83%	83%
EBIT Margin	55%	59%	59%	58%
EBITDA Margin	62%	63%	63%	61%
收入增长	-31%	66%	49%	41%
净利润增长率	-38%	84%	48%	37%
资产负债率	18%	28%	21%	18%
息率	0.6%	1.0%	1.6%	2.1%
P/E	55.8	32.4	26.3	19.2
P/B	12.1	10.2	9.3	7.0
EV/EBITDA	43.7	28.3	22.7	16.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	508	843	1255	1764
营业成本	106	141	219	308
营业税金及附加	3	5	8	12
销售费用	84	140	206	295
管理费用	36	58	79	123
财务费用	(13)	(17)	(23)	(39)
投资收益	13	10	12	11
资产减值及公允价值变动	1	1	0	1
其他收入	(26)	0	0	0
营业利润	279	527	778	1078
营业外净收支	(1)	0	0	0
利润总额	278	527	778	1078
所得税费用	36	79	115	167
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	243	448	663	911

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	243	448	663	911
资产减值准备	(2)	1	0	0
折旧摊销	37	34	49	56
公允价值变动损失	(1)	(1)	0	(1)
财务费用	(13)	(17)	(23)	(39)
营运资本变动	(25)	(61)	(8)	27
其它	2	(1)	(0)	(0)
经营活动现金流	254	420	704	993
资本开支	(195)	(131)	(136)	(33)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(195)	(131)	(136)	(33)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(86)	(139)	(212)	(282)
其它融资现金流	173	500	(200)	(100)
融资活动现金流	2	131	(412)	(382)
现金净变动	60	420	156	577
货币资金的期初余额	611	671	1091	1247
货币资金的期末余额	671	1091	1247	1825
企业自由现金流	60	266	538	918
权益自由现金流	233	550	358	851

相关研究报告

《科前生物-688526-深度报告：受益非瘟浪潮，开启黄金成长》 ——2021-02-25

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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