

科前生物（688526）：21年业绩稳步增长，渠道和研发端持续布局

2022年4月20日

强烈推荐/维持

科前生物

公司报告

事件：公司公布2021年年报和2022年一季度，公司21年共实现营收11.03亿元，yoy+30.81%，实现归母净利润5.71亿元，yoy+27.45%；22年Q1实现营收2.03亿元，yoy-36.46%，实现归母净利润0.91亿元，yoy-46.28%。

养殖利润持续修复背景下公司业绩有望实现稳中有涨。21年生猪养殖行业快速恢复，公司抢抓机遇开拓市场，实现猪苗增收29.85%，带动营收稳步增长。并且在猪价下滑、养殖户疫苗需求不佳背景下，公司毛利率仍基本保持稳定，猪苗毛利率仅小幅下滑1.95pcts至81.79%，充分显示出公司猪苗优异的产品品质和销售端的强大优势。公司全年业绩也略超我们此前预期。22Q1受猪价二轮探底影响，养殖户疫苗采购意愿进一步下降，公司营收和利润均有较大幅度下滑。但我们认为，随着下一轮周期将至，养殖利润持续修复背景下，动保需求有望持续修复，公司业绩有望实现稳中有涨。

渠道端精准布局，持续提升市场占有率。经销渠道方面，21年公司持续开发全国销售市场，积极优化网络市场客户销售渠道，开展县市级疫苗推广会议，加速销售网络下沉向乡镇延伸，持续扩大公司产品市场占有率和服务覆盖面。公司全年经销收入yoy+33.44%。直销渠道方面，公司积极拓展温氏、牧原等头部养殖客户，21年公司直销收入yoy+26.68%，前五大客户销售占比已经达到30.18%。我们认为，在生猪养殖逐步向“哑铃”形态过渡背景下，公司紧抓下沉散户和头部企业两个最大市场，实现销售端精准布局，持续巩固和开拓下游市场，叠加公司强劲的产品竞争力和丰富的产品管线，有望持续提升公司在猪苗领域的市场占有率。同时公司在禽苗、宠物疫苗等领域不断加快布局，也为公司持续长久增长带来了广阔空间。

研发为核心，持续筑牢动保平台优势。公司始终重视以研发为核心的动保平台建设，21年公司共投入研发经费8000.28万元，yoy+35.42%。在研发成果方面，21年公司共获得包括猪伪狂犬病gE基因缺失灭活疫苗(HNX-12株)在内的5项新兽药注册证书，1项产品注册公告，3项临床试验批件，申请发明专利19件，授权发明专利7件。此外，公司在猪苗、禽苗、宠物疫苗、反刍疫苗、诊断试剂等方面在研产品管线丰富，与华中农大的研发合作稳步推进，持续筑牢公司研发和平台优势，有望持续丰富公司产品结构，持续增强公司产品竞争力。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司22-24年归母净利润分别为6.00、7.44和9.41亿元，EPS为1.29、1.60和2.02元，PE值为18.35、14.79、11.69倍。我们看好动保需求恢复增长带来公司业绩的稳步上涨，以及公司在研发、产品和渠道端布局的强大优势带来公司强劲的市场竞争力和行业市占率的持续提升。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：动保需求增长不及预期、市场苗改革推进不及预期、公司产品研发不及预期等。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	843.23	1,103.02	1,301.35	1,544.76	1,947.99
增长率（%）	66.15%	30.81%	17.98%	18.70%	26.10%
归母净利润（百万元）	447.80	570.74	599.58	743.68	941.19
增长率（%）	84.55%	27.43%	5.07%	24.04%	26.56%
净资产收益率（%）	16.53%	18.10%	16.63%	17.87%	19.33%
每股收益(元)	1.16	1.23	1.29	1.60	2.02
PE	20.39	19.23	18.35	14.79	11.69
PB	4.06	3.49	3.05	2.64	2.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是一家专注于兽用生物制品研发、生产、销售及动物防疫技术服务的生物医药企业。构建了兽用生物制品的完整产业链，完成了涵盖畜用疫苗、禽用疫苗、宠物疫苗等产品布局。

(资料来源：Wind，东兴证券研究所)

未来3-6个月重大事项提示：

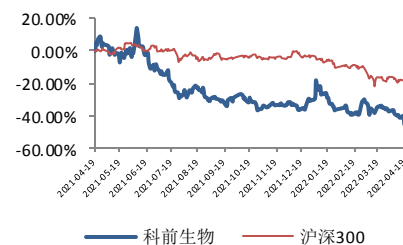
2022-05-13 公司股东大会召开

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52周股价区间（元）	45.45-23.22
总市值（亿元）	110.0
流通市值（亿元）	26.52
总股本/流通A股（万股）	46,513/46,513
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.4

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

研究助理：孟林

010-66554073

menglin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080038

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	2462	1761	1955	2283	2784	营业收入	843	1103	1301	1545	1948
货币资金	1914	555	651	1457	1819	营业成本	145	223	294	335	415
应收账款	153	268	276	351	428	营业税金及附加	4	6	7	8	11
其他应收款	2	3	3	4	5	营业费用	113	134	169	185	234
预付款项	19	10	16	23	31	管理费用	44	75	78	85	107
存货	71	109	144	164	203	财务费用	-33	-65	-5	-10	-16
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	59	80	91	108	136
非流动资产合计	649	1964	2279	2507	2791	资产减值损失	-1.84	-0.75	-2.01	-2.01	-2.01
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	204	515	577	708	895	投资净收益	3.98	5.13	5.00	5.00	5.00
无形资产	53	57	54	51	48	加: 其他收益	20.21	14.32	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	27	986	1045	1045	1045	营业利润	524	661	693	860	1088
资产总计	3111	3725	4234	4790	5575	营业外收入	0.13	0.03	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	354	492	537	535	614	营业外支出	4.78	0.98	0.00	0.00	0.00
短期借款	60	18	29	0	0	利润总额	520	660	693	860	1088
应付账款	145	196	273	301	379	所得税	72	89	94	116	147
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	448	571	600	744	941
一年内到期的非流动负债	0	60	40	40	40	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	48	79	92	92	92	归属母公司净利润	448	571	600	744	941
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	402	571	629	627	705	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	66.15%	30.81%	17.98%	18.70%	26.10%
实收资本(或股本)	465	465	465	465	465	营业利润增长	87.89%	26.07%	4.86%	24.04%	26.56%
资本公积	1104	1115	1115	1115	1115	归属于母公司净利润增长	84.55%	27.45%	5.05%	24.04%	26.56%
未分配利润	968	1347	1737	2220	2832	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2709	3153	3605	4163	4869	毛利率(%)	82.78%	79.80%	77.38%	78.33%	78.68%
负债和所有者权益	3111	3725	4234	4790	5575	净利率(%)	53.11%	51.73%	46.07%	48.14%	48.32%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	14.39%	15.32%	14.16%	15.53%	16.88%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	16.53%	18.10%	16.63%	17.87%	19.33%
经营活动现金流	400	531	673	781	1024	偿债能力					
净利润	448	571	600	744	941	资产负债率(%)	13%	15%	15%	13%	13%
折旧摊销	37.03	62.64	92.00	121.79	166.60	流动比率	6.95	3.58	3.64	4.27	4.54
财务费用	-33	-65	-5	-10	-16	速动比率	6.75	3.36	3.37	3.96	4.20
应收账款减少	-64	-115	-8	-75	-77	营运能力					
预收账款增加	-11	0	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.32	0.33	0.34	0.38
投资活动现金流	-1190	-331	-426	231	-443	应收账款周转率	7	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.72	6.46	5.55	5.39	5.73
长期投资减少	0	0	3	574	0	每股指标(元)					
投资收益	4	5	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	1.16	1.23	1.29	1.60	2.02
筹资活动现金流	1206	-121	-152	-206	-219	每股净现金流(最新摊薄)	0.89	0.17	0.20	1.73	0.78
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.82	6.78	7.75	8.95	10.47
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	105	0	0	0	0	P/E	20.39	19.23	18.35	14.79	11.69
资本公积增加	1037	11	0	0	0	P/B	4.06	3.49	3.05	2.64	2.26
现金净增加额	416	79	95	806	362	EV/EBITDA	17.29	15.97	13.35	9.86	7.45

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	科前生物（688526）：业绩保持较快增长，股权激励激发内部活力	2021-08-27
公司普通报告	科前生物（688526）：核心产品快速放量，Q1 业绩表现亮眼	2021-04-29
公司普通报告	科前生物（688526）：行业景气与平台实力巩固，公司业绩快速增长	2021-04-20
公司深度报告	科前生物（688526）：伪龙头蓄势待发，三位一体打造强劲竞争力	2021-03-05
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价进一步反弹，关注母猪产能去化趋势	2021-10-25
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价明显反弹，三季报关注绩优板块	2021-10-17
行业普通报告	农林牧渔行业：国庆提振有限，猪价有望出现季节性回暖	2021-10-11
行业普通报告	农林牧渔行业：《生猪产能调控实施方案（暂行）》印发，产能调控常态化“稳”字当先	2021-09-26
行业普通报告	农林牧渔行业：农业农村部发布《生猪产能调控实施方案》	2021-09-26
行业普通报告	农林牧渔行业：中秋提振有限，猪价持续低迷	2021-09-22
行业普通报告	农林牧渔行业：8 月猪价再度下行，二次收储有望稳定市场信心	2021-09-17
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价继续下跌，《种业振兴行动方案》即将出台	2021-09-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

研究助理简介

孟林

北京外国语大学硕士，本科毕业于苏州大学金融学。2020 年 8 月加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 010-66554008

传真: 021-25102881

传真: 0755-23824526