

短期业绩承压，研发创新推动成长

投资要点

- **业绩总结：**2022年H1公司实现营业收入3.9亿元，同比减少27.8%，归母净利润为1.6亿元，同比减少44.4%，扣非后归母净利润为1.5亿元，同比减少45.8%。单二季度实现营收1.9亿元，同比减少15.6%，环比减少5.8%，归母净利润为6834.7万元，同比减少41.7%，环比减少24.7%。
- **点评：**受到上半年生猪价格低迷的影响，生猪养殖企业面临亏损，成本压力较大，对于公司销售收入产生不利影响，业绩出现同比下滑。公司攻坚克难，坚持质量导向，公司新车间持续提高自动化、智能化水平，完成工艺提升项目5项，产品稳定性进一步提高。公司继续加大研发投入力度，研发经费4623万元，同比增长20.8%。且公司继续深化精准营销服务策略，针对不同养殖规模的客户分别制定了精细服务开发策略，长期经营向好。
- **动保需求或将迎来提升，公司猪伪狂犬头地位稳固，业绩有望迎来增长。**6月中旬多因素影响使得生猪价格上涨至23元/公斤，7月以来逐步回调于21元/公斤左右波动，高效的养殖企业已能实现轻微盈利，随能繁母猪结构调整，优质品种占比提高，生猪健康率提升，仔猪成本有效控制，行业完全成本中枢下移逐步恢复至非瘟前的水平，未来预期向好，整体动保需求将迎来提升。公司猪用疫苗产品覆盖了强制免疫疫病外的大多数疾病，这使得公司可将不同产品进行组合，提供综合解决方案。公司猪用伪狂犬疫苗产品优质，拥有明显毒株优势，公司采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株研发制造猪伪狂犬病活疫苗（HB-98株）和猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000株），疫苗适应性与免疫原性更强，更适用于我国本土生猪养殖，在此基础上公司推出猪伪狂犬灭活疫苗，是国内兽用生物制品行业内少有的能同时提供猪伪狂犬病活疫苗和灭活疫苗的企业，系列产品常年保持市占率第一，2020年达到30.3%，未来叠加市场需求提升，有望进一步提高业绩。
- **持续进行研发创新，把握“产、研、销”三位一体优势。**公司坚持创新引领企业发展的理念，建立多样技术平台，包括病原学与流行病学研究技术平台、基因编辑技术平台等，并积极与高等院校和科研院所开展合作，研发过程共同参与，成果共享。近三年累计投入研发费用超过1.8亿元，多项成果为国内首创。研发人员数量从2020年181人增加至284人，为研发创新活动提供了有力的保障。报告期内，公司获得猪支原体肺炎、猪流感（H1N1、H3N2）二联灭活疫苗（XJ03株+HN株+SD株），猪圆环病毒2型、猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病三联亚单位灭活疫苗和猪流行性腹泻、猪轮状病毒二联灭活疫苗（HB17株+JS01株）临床试验批件3项、营销方面公司秉持以客户为导向的信念，坚持“直销+经销”两相结合的体系拓展服务半径，拥有营销服务人才220名，且设立诊断中心从而增强客户对于公司产品以及服务的粘性。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为1.26元、1.60元、1.90元，对应动态PE分别为19/15/13倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、产能释放不及预期、科研进度不及预期等。

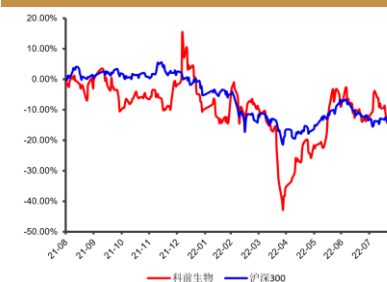
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1103.02	1269.65	1583.73	1899.77
增长率	30.81%	15.11%	24.74%	19.95%
归属母公司净利润（百万元）	570.74	586.65	744.48	885.85
增长率	27.45%	2.79%	26.90%	18.99%
每股收益EPS（元）	1.23	1.26	1.60	1.90
净资产收益率ROE	18.09%	16.17%	17.50%	17.75%
PE	20	19.1	15.0	12.6
PB	3.55	3.09	2.63	2.24

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐卿
执业证号：S1250518120001
电话：021-68415832
邮箱：xuq@swsc.com.cn
联系人：刘佳宜
电话：021-68415832
邮箱：liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.65
流通A股(亿股)	1.20
52周内股价区间(元)	15.13-32.99
总市值(亿元)	112
总资产(亿元)	38.66
每股净资产(元)	6.94

相关研究

1. 科前生物（688526.SH）：动保需求或迎提升，非强免龙头蓄势待发（2022-05-23）
2. 科前生物（688526.SH）：短期业绩承压，非强免龙头静待机遇（2022-04-19）
3. 科前生物（688526）：养殖盈利能力或迎修复，非强免龙头长期向好（2021-10-27）
4. 科前生物（688526）：非强免苗需求扩张，公司业绩长期向好（2021-08-26）
5. 科前生物（688526.SH）：动保行业格局变动，非强免龙头优势明显（2021-05-19）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1103.02	1269.65	1583.73	1899.77	净利润	570.64	586.54	744.34	885.69
营业成本	222.76	246.51	293.73	352.08	折旧与摊销	62.64	35.86	35.86	35.86
营业税金及附加	6.01	6.97	8.25	10.22	财务费用	-64.73	0.79	-2.26	-4.35
销售费用	133.92	171.40	213.80	258.37	资产减值损失	-0.75	5.00	5.00	5.00
管理费用	74.90	163.79	205.89	256.47	经营营运资本变动	-18.96	3.43	-26.84	-22.71
财务费用	-64.73	0.79	-2.26	-4.35	其他	-17.57	-5.21	-4.90	-5.05
资产减值损失	-0.75	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	531.27	626.42	751.20	894.43
投资收益	5.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-370.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	39.07	576.78	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-331.10	576.78	0.00	0.00
营业利润	661.00	675.19	859.33	1021.98	短期借款	-42.03	-18.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.95	2.07	2.08	2.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	660.05	677.26	861.41	1024.04	股权融资	10.93	0.00	0.00	0.00
所得税	89.41	90.72	117.07	138.36	支付股利	-134.85	-114.15	-117.33	-148.90
净利润	570.64	586.54	744.34	885.69	其他	44.77	-60.86	2.26	4.35
少数股东损益	-0.11	-0.11	-0.14	-0.16	筹资活动现金流净额	-121.18	-193.03	-115.07	-144.54
归属母公司股东净利润	570.74	586.65	744.48	885.85	现金流量净额	78.99	1010.17	636.14	749.89
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	555.36	1565.53	2201.66	2951.55	成长能力				
应收和预付款项	288.16	283.47	363.10	453.38	销售收入增长率	30.81%	15.11%	24.74%	19.95%
存货	108.82	120.88	144.35	173.53	营业利润增长率	26.07%	2.15%	27.27%	18.93%
其他流动资产	808.97	213.10	213.14	213.17	净利润增长率	27.43%	2.79%	26.90%	18.99%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.61%	8.03%	25.44%	17.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	904.15	870.45	836.76	803.06	毛利率	79.80%	80.58%	81.45%	81.47%
无形资产和开发支出	57.24	55.08	52.91	50.75	三费率	13.06%	26.46%	26.36%	26.87%
其他非流动资产	1002.62	1002.62	1002.62	1002.62	净利率	51.73%	46.20%	47.00%	46.62%
资产总计	3725.33	4111.13	4814.55	5648.08	ROE	18.09%	16.17%	17.50%	17.75%
短期借款	18.03	0.00	0.00	0.00	ROA	15.32%	14.27%	15.46%	15.68%
应付和预收款项	318.61	369.85	439.39	527.66	ROIC	51.17%	47.96%	58.38%	65.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	59.74%	56.07%	56.38%	55.45%
其他负债	234.78	114.98	121.84	130.31	营运能力				
负债合计	571.41	484.83	561.23	657.97	总资产周转率	0.32	0.32	0.35	0.36
股本	465.13	465.13	465.13	465.13	固定资产周转率	3.07	2.55	3.41	4.41
资本公积	1114.62	1114.62	1114.62	1114.62	应收账款周转率	5.24	4.87	5.44	5.13
留存收益	1575.58	2048.08	2675.23	3412.19	存货周转率	2.42	2.10	2.18	2.18
归属母公司股东权益	3153.48	3625.97	4253.13	4990.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.86%	—	—	—
少数股东权益	0.44	0.33	0.19	0.03	资本结构				
股东权益合计	3153.92	3626.31	4253.32	4990.11	资产负债率	15.34%	11.79%	11.66%	11.65%
负债和股东权益合计	3725.33	4111.13	4814.55	5648.08	带息债务/总负债	3.16%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.58	5.38	6.06	6.55
					速动比率	3.36	5.08	5.76	6.25
					股利支付率	23.63%	19.46%	15.76%	16.81%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	658.92	711.84	892.93	1053.49	每股收益	1.23	1.26	1.60	1.90
PE	19.61	19.08	15.03	12.63	每股净资产	6.78	7.80	9.14	10.73
PB	3.55	3.09	2.63	2.24	每股经营现金	1.14	1.35	1.62	1.92
PS	10.15	8.81	7.07	5.89	每股股利	0.29	0.25	0.25	0.32
EV/EBITDA	14.41	11.81	8.71	6.67					
股息率	1.20%	1.02%	1.05%	1.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn