

科前生物 (688526.SH)

2022 中报点评：上半年净利同比减少 44.49%，猪价上行利好后续业绩表现

买入

核心观点

养殖端需求低迷，短期业绩下滑明显。公司 2022H1 实现营业收入 3.94 亿元，较上年同期减少 27.78%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.59 亿元，较上年同期增加 44.49%，业绩下滑明显主要系上半年下游生猪养殖亏损严重冲击猪用疫苗需求。分季度来看，公司 Q2 营收和归母净利相较 Q1 分别环比减少 5.91%、25.27%，业绩依旧延续下滑趋势但幅度有所收窄。分业务来看，公司猪用疫苗上半年实现收入 3.72 亿元，毛利 2.71 亿元，毛利率为 72.69%，相较 2021 年全年毛利率下滑明显。考虑到近期猪价持续回升且站到 21 元/公斤以上，多数养殖企业已开始盈利，叠加能繁存栏环比增加，我们认为后续动保需求有望回暖，进而推动公司业绩表现持续改善。

近期猪价持续上行，疫苗需求有望持续回暖。从行业角度来看，近期猪价持续回升带来的养殖端利润修复或将缓解养殖户资金紧张情况并改善其对未来养殖利润的预期，养殖户对防疫的要求有望加强，头均防疫费用支出或将随之提升，进而推动上游畜用疫苗需求不断回暖，利好畜用疫苗企业的业绩表现，考虑到板块估值尚处低位，我们认为动保板块的贝塔机会值得关注。从公司角度来看，公司猪用疫苗占比超 95%，以伪狂犬疫苗为代表的核心产品优势明显，考虑到公司疫苗批签发量已从 6 月份开始环比增长，我们认为公司后续业绩有望在本轮猪价上行期获得高弹性修复。

直销占比提升明显，非强免龙头未来可期。自上来看，2021 年以来，虽然生猪行业主要矛盾由非瘟防控转向周期博弈，但规模企业依靠资金和管理优势，在周期底部的出栏量不降反增，市占率不断提升，规模养殖企业市占率加速提升，下游防疫需求未来或将逐步向专业化、一体化、高端化方向转变，优质动保服务商迎来发展机遇。自下来看，公司作为非强免疫苗龙头，在以伪狂犬疫苗为代表的多个细分产品领域市占率领先，目前已依靠产品优势与温氏、正邦、牧原、扬翔等大型养殖集团形成深度合作，2022H1 直销客户销售收入占比已提升至 68%，我们认为公司未来有望充分受益行业养殖规模化进程，看好其业绩增长潜力。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批签发进度不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为国内非强免龙头，短期受益猪价回暖的贝塔行情值得关注，中长期看好随养殖规模化推进下公司的业绩增长潜力。我们预计公司 22-24 年归母净为 4.5/6.8/7.1 亿元，EPS 为 0.97/1.46/1.52，对应当前股价 PE 为 25.5/17.0/16.3X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	843	1,103	1,110	1,427	1,625
(+/-%)	66.1%	30.8%	0.6%	28.5%	13.9%
净利润(百万元)	448	571	451	677	705
(+/-%)	84.6%	27.5%	-21.0%	50.2%	4.2%
每股收益(元)	0.96	1.23	0.97	1.46	1.52
EBIT Margin	56.7%	53.1%	46.0%	54.1%	48.6%
净资产收益率 (ROE)	16.5%	18.1%	13.0%	17.2%	16.0%
市盈率 (PE)	25.7	20.2	25.5	17.0	16.3
EV/EBITDA	23.1	18.6	22.2	14.6	14.3
市净率 (PB)	4.25	3.65	3.32	2.93	2.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002

联系人：江海航
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.75 元
总市值/流通市值	11509/2970 百万元
52 周最高价/最低价	33.28/15.26 元
近 3 个月日均成交额	42.93 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《科前生物 (688526.SH) - 2021 年营收净利双增长，受益养殖规模化稳步扩张》——2022-03-01
 《科前生物-688526-2021 一季报点评：21Q1 业绩表现超预期，受益非瘟或迎飞速发展》——2021-04-27
 《科前生物-688526-2020 年年报点评：业绩稳健增长，动保龙头可期》——2021-04-21
 《科前生物-688526-2020 年业绩快报快评：2020 业绩快报亮眼，黄金发展正当时》——2021-02-28
 《科前生物-688526-深度报告：受益非瘟浪潮，开启黄金成长》——2021-02-25

养殖端需求低迷，短期业绩下滑明显。根据公司发布的 2022 年半年度报告，公司 2022H1 实现营业收入 3.94 亿元，较上年同期减少 27.78%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.59 亿元，较上年同期增加 44.49%，业绩下滑明显主要系上半年下游生猪养殖亏损严重冲击猪用疫苗需求。分季度来看，公司 Q2 营收和归母净利润相较 Q1 分别环比减少 5.91%、25.27%，业绩依旧延续下滑趋势但幅度有所收窄。分业务来看，公司猪用疫苗上半年实现收入 3.72 亿元，毛利 2.71 亿元，毛利率为 72.69%，相较 2021 年全年毛利率下滑明显。考虑到近期猪价持续回升且站到 21 元/公斤以上，多数养殖企业已开始盈利，叠加能繁存栏环比增加，我们认为后续动保需求有望回暖，进而推动公司业绩表现持续改善。

图1：科前生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



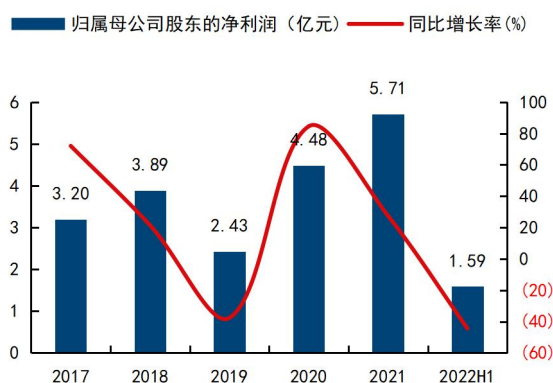
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：科前生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



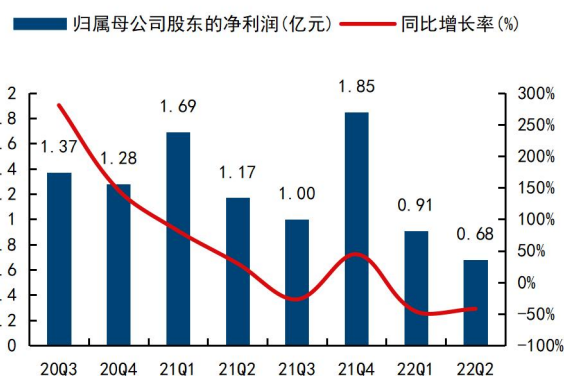
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：科前生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：科前生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 科前生物收入结构情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

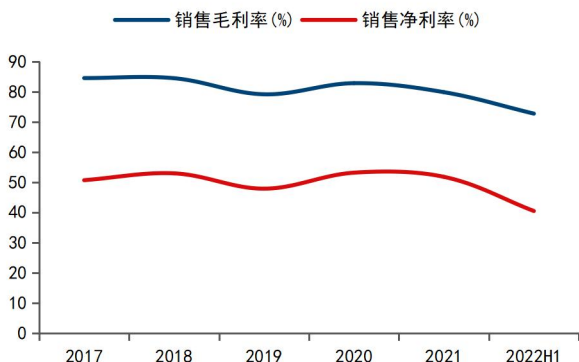
图6: 科前生物猪用疫苗业务收入及毛利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

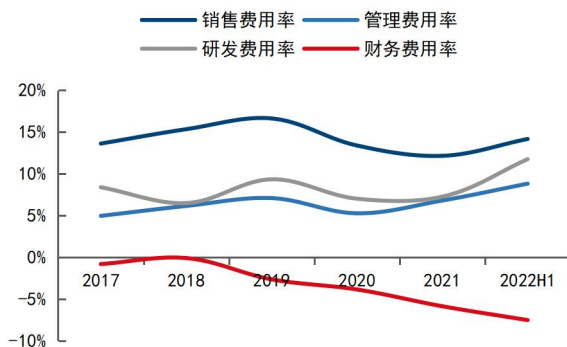
盈利率下滑明显，研发费用增加较多。公司 2022H1 销售毛利率 72.69%，同比减少 9.00pct，销售净利率 40.41%，同比减少 12.09pct，盈利能力下滑明显主要系下游猪价低迷导致下游养殖户资金和成本压力较大，进而冲击公司疫苗销售表现，另一方面，公司上半年在销售费用和研发费用方面的支出水平有所增加。具体来安，公司 2022H1 销售费用率 14.16% (+2.62pct)，管理费用率 8.44% (+0.37pct)，财务费用率-5.37% (-2.16pct)。三项费用率合计 27.18%，同比上升 5.55pct。另外，公司在 2022 年上半年加大研发投入力度，研发费用同比增加 20.82% 至 4623.03 万元，研发费用率同比去年增加 4.72pct 至 11.74%。

图7: 科前生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

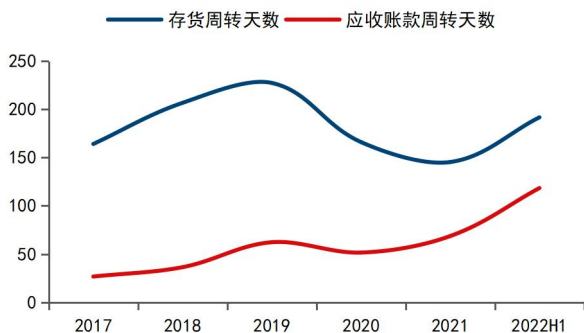
图8: 科前生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

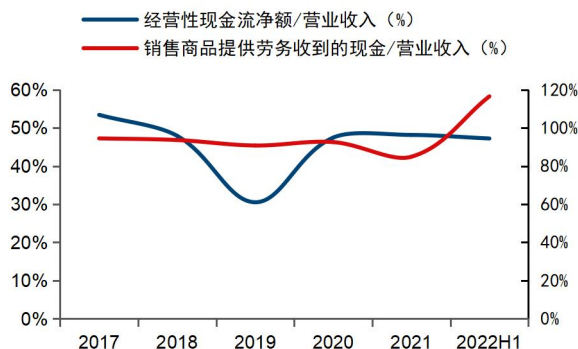
终端销售受阻明显，现金流运作平稳。在主要流动资产周转方面，2022H1 公司存货天数为 191.7 天 (+20.50%)，主要系猪价低迷冲击疫苗需求，公司终端销售受阻；2022H1 公司应收账款周转天数为 118.44 天 (+113.53%)，主要系猪价低迷导致养殖户资金紧张，公司销售回款受阻。在经营现金流方面，公司 2022H1 经营性现金流净额占营业收入比例为 47.21% (-3.80%)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 101.83% (+14.67%)，经营现金流相对平稳。

图9: 科前生物主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 科前生物经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。公司作为国内非强免龙头, 短期受益猪价回暖的贝塔行情值得关注, 中长期看好随养殖规模化推进下公司的业绩增长潜力。我们预计公司22-24年归母净为4.5/6.8/7.1亿元, EPS为0.97/1.46/1.52, 对应当前股价PE为25.5/17.0/16.3X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
600195	中牧股份	13.56	138.47	0.51	0.61	0.71	27	22	19	买入
603566	普莱柯	31.53	101.37	0.76	1.07	1.37	41	29	23	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1914	555	1448	1588	2039	营业收入	843	1103	1110	1427	1625
应收款项	187	278	283	346	406	营业成本	145	223	267	258	366
存货净额	71	109	131	106	171	营业税金及附加	4	6	7	8	10
其他流动资产	19	30	55	70	99	销售费用	113	134	155	192	227
流动资产合计	2462	1761	2707	2900	3505	管理费用	44	75	77	89	107
固定资产	558	904	1185	1221	1212	研发费用	59	80	93	108	125
无形资产及其他	53	57	56	55	53	财务费用	(33)	(65)	(3)	(2)	(16)
投资性房地产	38	1003	1003	1003	1003	投资收益	4	5	10	12	11
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	1	0	1	1
资产总计	3111	3725	4951	5179	5773	其他收入	(51)	(75)	(93)	(108)	(125)
短期借款及交易性金融负债	60	78	500	300	200	营业利润	524	661	525	787	819
应付款项	145	216	256	212	338	营业外净收支	(5)	(1)	(1)	(2)	(1)
其他流动负债	149	198	231	240	319	利润总额	520	660	524	785	818
流动负债合计	354	492	987	752	857	所得税费用	72	89	73	108	112
长期借款及应付债券	0	0	400	400	400	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	48	79	99	102	104	归属于母公司净利润	448	571	451	677	705
长期负债合计	48	79	499	502	504	现金流量表（百万元）					
负债合计	402	571	1486	1254	1361	净利润	448	571	451	677	705
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	(1)	1	0	0
股东权益	2709	3153	3465	3925	4411	折旧摊销	37	63	75	102	113
负债和股东权益总计	3111	3725	4951	5179	5773	公允价值变动损失	(2)	(1)	(0)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	(33)	(65)	(3)	(2)	(16)
每股收益	0.96	1.23	0.97	1.46	1.52	营运资本变动	(5)	(953)	41	(86)	54
每股红利	0.00	0.29	0.30	0.47	0.47	其它	(1)	1	(1)	(0)	(0)
每股净资产	5.82	6.78	7.45	8.44	9.49	经营活动现金流	478	(321)	566	692	871
ROIC	26%	23%	20%	27%	28%	资本开支	0	(406)	(355)	(136)	(101)
ROE	17%	18%	13%	17%	16%	其它投资现金流	(270)	(520)	0	0	0
毛利率	83%	80%	76%	82%	77%	投资活动现金流	(270)	(925)	(355)	(136)	(101)
EBIT Margin	57%	53%	46%	54%	49%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	61%	59%	53%	61%	56%	负债净变化	0	0	200	0	0
收入增长	66%	31%	1%	29%	14%	支付股利、利息	(0)	(137)	(140)	(217)	(219)
净利润增长率	85%	27%	-21%	50%	4%	其它融资现金流	1035	159	422	(200)	(100)
资产负债率	13%	15%	30%	24%	24%	融资活动现金流	1035	(113)	682	(417)	(319)
息率	0.0%	1.2%	1.2%	1.9%	1.9%	现金净变动	1243	(1359)	893	140	451
P/E	25.7	20.2	25.5	17.0	16.3	货币资金的期初余额	671	1914	555	1448	1588
P/B	4.2	3.7	3.3	2.9	2.6	货币资金的期末余额	1914	555	1448	1588	2039
EV/EBITDA	23.1	18.6	22.2	14.6	14.3	企业自由现金流	0	(790)	200	546	747
						权益自由现金流	0	(631)	825	348	661

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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