

业绩拐点已现，看好未来产研制胜

2023 年 02 月 28 日

➤ **事件概述：**2023 年 2 月 27 日公司发布 2022 年度业绩快报，预计 2022 年全年实现营业收入 10.01 亿元，同比-9.2%；归母净利润 4.05 亿元，同比-29.1%。其中，Q4 实现营业收入 3.14 亿元，同比-3.9%，环比+7.3%；归母净利润 1.22 亿元，同比-34.1%，环比-1.9%。

➤ **猪价短周期大幅波动影响市场行情，新建产能转固导致利润下滑。**2022 年全年生猪价格波动剧烈，养殖户免疫意愿莫衷一是，无法形成合力导致公司销量下滑。尤其是 2022 年四季度期间猪价大幅下跌，从最高 28.4 元/公斤跌至最低 15.5 元/公斤，打击了养殖户用药积极性。此外，公司动物生物制品产业化建设项目于 2022 年陆续转固并投入使用，固定资产折旧较去年增加较大，加之期间费用上升，导致利润下滑。

➤ **注重提升研发效率，新增二十余项科研项目。**为提高募集资金的使用效率，2022 年 11 月公司拟将原“科研创新项目”数量由 28 项调整至现有的 36 项，若剔除原项目中已结案的 15 项，合计新增科研创新项目 23 项，覆盖范围包括生猪、家禽、宠物等领域，进一步加快公司研发进程。同时，公司发布新的定增计划，用于高级别动物疫苗产业化基地建设项目（P3 实验室），可具备研究开发重大动物疫病和人兽共患病疫苗等产品和防控技术的资质，将极大的拓展公司产品矩阵，推动快速发展。

➤ **新兽药注册证书成功获批，推动公司产品及业务向多元化方向发展。**2022 年 11 月，公司成功获批两个《新兽药注册证书》，分别是与其他单位联合申报的猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联亚单位疫苗和猪传染性胸膜肺炎基因缺失活疫苗（APP-HB-04M 株）。前者用于预防由猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌血清 4 型和血清 5 型感染引起的相关疾病；后者用于预防胸膜肺炎放线杆菌血清 1、2 或 7 型引起的猪传染性胸膜肺炎。两款产品的成功获批丰富了公司产品种类，未来上市后或进一步提升公司市占率。

➤ **投资建议：**预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 4.05、6.30、6.57 亿元，EPS 分别为 0.87、1.35、1.41 元，对应 PE 分别为 36、23、22 倍，考虑到公司作为猪用市场化疫苗龙头企业，猪价上行阶段将收获更大的需求弹性，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新品上市不及预期；养殖业需求不及预期；营销布局不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：

31.30 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

1.科前生物 (688526.SH) 2022 年三季报点评：三季度业绩大超预期，加大研发支撑长期发展-2022/10/30

2.科前生物 (688526.SH) 2022 中报点评：猪价低迷拖累市场化单品销售，下半年需求有望充分释放-2022/08/31

3.科前生物 (688526.SH) 动态报告：重申坚定看好养殖后周期，公司新品放量业绩可期-2022/06/17

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,103	1,001	1,245	1,263
增长率 (%)	30.8	-9.3	24.4	1.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	571	405	630	657
增长率 (%)	27.5	-29.0	55.4	4.3
每股收益 (元)	1.22	0.87	1.35	1.41
PE	26	36	23	22
PB	4.6	4.2	3.7	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 2 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,103	1,001	1,245	1,263
营业成本	223	249	229	205
营业税金及附加	6	7	7	7
销售费用	134	160	162	175
管理费用	75	82	85	78
研发费用	80	100	93	105
EBIT	591	402	669	693
财务费用	-65	-53	-31	-42
资产减值损失	-1	-6	-3	-3
投资收益	5	6	7	6
营业利润	661	460	718	751
营业外收支	-1	-0	-2	-2
利润总额	660	460	716	749
所得税	89	55	86	92
净利润	571	405	630	657
归属于母公司净利润	571	405	630	657
EBITDA	654	507	809	865

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	555	767	1,044	1,404
应收账款及票据	275	226	284	290
预付款项	10	23	19	17
存货	109	120	111	99
其他流动资产	812	819	823	825
流动资产合计	1,761	1,955	2,282	2,634
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	515	621	727	818
无形资产	57	66	76	84
非流动资产合计	1,964	2,153	2,325	2,474
资产合计	3,725	4,108	4,607	5,108
短期借款	18	20	25	30
应付账款及票据	216	245	225	201
其他流动负债	258	283	279	262
流动负债合计	492	548	529	493
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	79	86	86	86
非流动负债合计	79	86	86	86
负债合计	571	634	615	579
股本	465	466	466	466
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,154	3,474	3,992	4,529
负债和股东权益合计	3,725	4,108	4,607	5,108

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.81	-9.28	24.43	1.41
EBIT 增长率	21.20	-31.94	66.21	3.57
净利润增长率	27.45	-28.99	55.39	4.30
盈利能力 (%)				
毛利率	79.80	75.10	81.59	83.76
净利润率	51.73	40.49	50.58	52.02
总资产收益率 ROA	15.32	9.87	13.67	12.86
净资产收益率 ROE	18.10	11.67	15.78	14.50
偿债能力				
流动比率	3.58	3.56	4.32	5.34
速动比率	2.16	2.25	2.98	3.94
现金比率	1.13	1.40	1.97	2.85
资产负债率 (%)	15.34	15.44	13.34	11.33
经营效率				
应收账款周转天数	88.62	77.00	79.07	79.97
存货周转天数	178.30	184.75	181.59	182.09
总资产周转率	0.30	0.24	0.27	0.25
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	0.87	1.35	1.41
每股净资产	6.76	7.45	8.56	9.71
每股经营现金流	1.14	1.28	1.48	1.70
每股股利	0.19	0.19	0.24	0.26
估值分析				
PE	26	36	23	22
PB	4.6	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	21.59	27.42	16.87	15.35
股息收益率 (%)	0.61	0.61	0.76	0.82

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	571	405	630	657
折旧和摊销	63	105	140	173
营运资金变动	-70	79	-86	-44
经营活动现金流	531	599	690	794
资本开支	-374	-294	-313	-324
投资	12	-18	0	0
投资活动现金流	-331	-307	-306	-318
股权募资	2	0	0	0
债务募资	18	9	5	5
筹资活动现金流	-121	-80	-107	-116
现金净流量	79	212	277	360

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026