太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2023-04-20

公司点评报告

买入/维持

科前生物(688526)

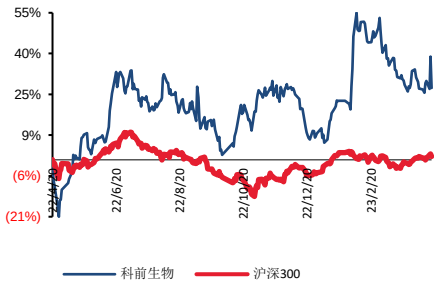
目标价：35.5

昨收盘：25.9

农林牧渔 动物保健 II

年报及一季度点评：业绩持续复苏，未来增长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	466/125
总市值/流通(百万元)	12,075/3,237
12 个月最高/最低(元)	31.68/16.01

相关研究报告：

科前生物（688526）《三季报点评：猪周期反转，业绩快速修复，持续投入研发加宽护城河》--2022/10/31

科前生物（688526）《中报点评：下游产能去化致业绩短期承压，持续投入研发加宽护城河》--2022/09/05

科前生物（688526）《年报及 1 季报点评：产品矩阵扩充，竞争优势增强》--2022/04/22

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL：chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511050002

研究助理：李忠华

电话：15101115046

事件：公司近日发布 2022 年年报及 2023 年一季度业绩，2022 年全年实现营收 10.01 亿，同减 9.22%，归母净利润 4.10 亿，同减 28.25%。2023 年一季度实现营业收入 2.8 亿元，同增 37.92%，归母净利润 1.36 亿元，同增 49.33%。

2022 年业绩受猪价拖累，2023 年猪价回暖带来业绩复苏。2022 上半年，猪价持续低迷，公司下游客户亏损严重，导致猪用疫苗的使用减少。2022 年下半年，猪价上涨，公司下游客户恢复盈利，公司业绩随之出现复苏。2022 年全年，公司猪用疫苗实现销售收入 9.37 亿，同减 11.3%。2023 年一季度的猪价虽然高于 2022 年一季度，但仍然低于全行业的养殖成本，在相对低迷的猪价行情下，公司一季度营收和利润同比大幅增长，凸显出公司超强的盈利水平。

毛利率持续改善，未来仍有空间。公司 2022 年全年毛利率为 73.61%，同减 6.19%，其中猪用疫苗毛利率为 75.31%，同减 6.48%，为历史低位水平，毛利率下降主要受新产能投产导致设备折旧费用增加。2022 年下半年毛利率逐季度提升，环比改善趋势明显，2023 年一季度，公司毛利率为 77.34%，同增 4.39%，预计随着公司产能利用率的提升，以及下游客户盈利水平的改善，公司毛利率提升仍有空间。

研发持续高投入，重磅新产品陆续推出。2022 年公司研发费用投入 1.03 亿，同增 28.43%，占公司营收的 10%，研发费用创历史新高。长期的研发投入，使得公司的新产品储备丰富，2022 年公司已上市三个新产品，2023 年预计会有更多的新产品取得重要进展，如公司自主研发的非洲猪瘟病毒活载体疫苗、猪瘟-伪狂犬二联苗、圆环-支原体二联苗、宠物“猫三联”疫苗、禽新流法腺四联灭活疫苗、鸡滑液囊支原体活疫苗等，新产品的陆续推出为后续业绩持续增长打开空间。

盈利预测与投资建议。公司战略聚焦在猪用疫苗领域，宠物疫苗和禽用疫苗多点发力。随着下游客户盈利修复，预计公司业绩会出现较强的复苏，因此维持“买入”评级。预计公司 23/24 年归母净利润 5.9/6.7 亿元，对应 PE 为 22X/17X。

风险提示：猪价格走势不及预期，新产品上市不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1103	1001	1390	1660
(+/-%)	30.84	(9.2)	38.86	19.42
归母净利(百万元)	571	410	590	670

E-MAIL：lizh@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190122090003

（+/-%）	27.40	(28.2)	43.9	13.56
摊薄每股收益(元)	1.23	0.88	1.26	1.44
市盈率(PE)	17.44	32	22	17

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
货币资金	1914	555	456	691	2116
应收和预付款项	204	286	406	493	545
存货	71	109	169	131	180
其他流动资产	272	812	1520	1524	679
流动资产合计	2462	1761	2561	2849	3533
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	204	515	881	879	877
在建工程	354	389	444	472	486
无形资产开发支出	53	57	60	60	49
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	38	1003	1830	2040	2050
资产总计	3111	3725	4391	4889	5583
短期借款	60	18	132	132	132
应付和预收款项	145	196	244	211	260
长期借款	0	0	140	140	140
其他负债	197	357	129	129	306
负债合计	402	571	892	863	978
股本	465	465	466	465	465
资本公积	1104	1115	1115	1115	1115
留存收益	1140	1576	2075	2761	3569
归母公司股东权益	2709	3153	3655	4341	5148
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2709	3154	3655	4341	5149
负债和股东权益	3111	3725	4391	4889	5583

现金流量表(百万)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
经营性现金流	400	531	424	630	812
投资性现金流	(1190)	(331)	(630)	(320)	717
融资性现金流	1206	(121)	114	(75)	(104)
现金增加额	416	79	100	235	1425

利润表(百万)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	843	1103	1001	1390	1660
营业成本	145	223	264	285	342
营业税金及附加	4	6	7	7	9
销售费用	113	134	160	180	200
管理费用	44	75	67	78	93
财务费用	(33)	(65)	(63)	(99)	(117)
资产减值损失	(2)	(1)	(7)	(2)	(2)
投资收益	4	5	7	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	575	736	467	650	742
其他非经营损益	(5)	(1)	(3)	(4)	(3)
利润总额	520	660	467	650	742
所得税	72	89	57	60	72
净利润	448	571	409	590	670
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
归母股东净利润	448	571	410	590	670

预测指标

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
毛利率	82.8%	79.8%	73.61%	77.0%	76.7%
销售净利率	53.1%	51.7%	49.6%	55.2%	55.0%
销售收入增长率	66.1%	30.8%	(8.7%)	23.2%	18.3%
EBIT 增长率	84%	22.2%	(9.1%)	30.8%	17.7%
净利润增长率	85%	27.4%	(12.4%)	37.2%	17.9%
ROE	23.4%	19.5%	14.7%	17.1%	17.0%
ROA	20.0%	16.7%	12.8%	15.4%	15.4%
ROIC	59.1%	34.6%	24.1%	34.8%	41.0%
EPS	0.96	1.23	1.07	1.47	1.74
PE(X)	22.22	17.44	19.92	14.52	12.32
PB(X)	3.67	3.16	2.72	2.29	1.93
PS(X)	11.80	9.02	9.88	8.02	6.78
EV/EBITDA(X)	16.11	15.15	12.59	9.49	7.31

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数—5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。