

猪苗业务逆势大幅增长，多款大单品上市可期

2023 年 08 月 30 日

➤ **事件概述：**公司于 8 月 28 日发布 2023 年中期报告，上半年实现营收 5.3 亿元，同比+35.1%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比+50.3%。其中，Q2 实现营收 2.5 亿元，同比+32.1%，环比-9.7%；实现归母净利润 1.0 亿元，同比+51.6%，环比-23.5%。

➤ **猪苗业务逆势大幅增长，控费增效成果显著。**2023H1 公司猪用疫苗实现收入 4.9 亿元，同比+30.7%，占总营收达 91.7%；禽用疫苗收入 0.1 亿元，同比+39.3%。2023H1 公司累计疫苗批签发次数为 313 次，同比-4.3%。尽管上半年猪价持续低迷，但公司抢抓机遇开拓市场，多个产品实现收入大幅上涨。盈利能力方面，2023H1 销售毛利率为 73.58%，同比+0.9PCT；销售净利率为 44.9%，同比+4.5PCT。此外，公司积极进行成本费用管控，2023H1 销售费用率 13.8%，同比-0.4PCT，管理费用率 6.4%，同比-2.5PCT。

➤ **坚持研发创新驱动，多款大单品上市可期。**2023H1 公司研发投入 0.4 亿元，开展在研项目 77 个，获得授权国家发明专利 8 件。猪用疫苗方面，公司多个产品处于新兽药注册阶段，猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒、猪支原体肺炎二联灭活疫苗 (KQ03 株+XJ03 株)，猪支原体肺炎、副猪嗜血杆菌病二联灭活疫苗 (XJ03 株+MD0322 株) 已进入新兽药复核试验阶段。宠物疫苗方面，猫鼻气管炎、猫鼻结膜炎、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗通过应急评审，预计今年底或明年年初可以上市销售。反刍苗方面，公司牛支原体活疫苗 (HB150 株) 目正在进行复核检验，牛鼻气管炎基因缺失疫苗等产品研究进展顺利。非洲猪瘟疫苗方面，公司与华中农大签订“非洲猪瘟疫苗的研究及开发”项目联合开发协议书，并开展非瘟活载体疫苗和亚单位疫苗的研发，两项研究均进展顺利。

➤ **产品矩阵日趋丰富，“直销+经销”优势凸显。**经过多年发展，公司除强免外的猪用疫苗已覆盖生猪生长周期的大多数疫病，能通过多样化产品满足不同类型客户的多样化、差异化需求，提高公司竞争力和产品市占率。公司的销售体系采取“直销+经销”的模式，对于规模较大的养殖企业，由公司直接提供销售服务；对于规模较小或者公司的直销渠道难以覆盖的养殖企业和养殖户，则由公司与经销商一起提供销售服务。2022 年末公司直销占比达 70%，大客户现金流相对充裕，需求稳定，能有效平滑行情波动带来的收入变动。公司已建立了覆盖国内主要养殖市场的营销服务网络，服务全国数百个重点养殖县。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 5.57、6.86、7.82 亿元，EPS 分别为 1.19、1.47、1.68 元，对应 PE 分别为 17、14、12 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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,001	1,286	1,548	1,669
增长率 (%)	-9.2	28.4	20.4	7.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	410	557	686	782
增长率 (%)	-28.2	36.0	23.3	14.0
每股收益 (元)	0.88	1.19	1.47	1.68
PE	24	17	14	12
PB	2.8	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.78 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

研究助理 韩晓飞

执业证书：S0100123050029

邮箱：hanxiaofei@mszq.com

相关研究

1.科前生物 (688526.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：一季度业绩表现亮眼，看好公司未来产研制胜-2023/04/18

2.科前生物 (688526.SH) 2022 年度业绩快报点评：业绩拐点已现，看好未来产研制胜-2023/02/28

3.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

4.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

5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,001	1,286	1,548	1,669
营业成本	264	249	317	328
营业税金及附加	7	6	8	8
销售费用	160	180	201	200
管理费用	67	77	93	100
研发费用	103	129	139	150
EBIT	395	648	793	886
财务费用	-63	3	0	-18
资产减值损失	-7	-3	-4	-5
投资收益	7	0	0	0
营业利润	467	641	789	900
营业外收支	0	-2	-1	-1
利润总额	467	639	788	899
所得税	57	83	102	117
净利润	409	556	686	782
归属于母公司净利润	410	557	686	782
EBITDA	493	755	912	1,023

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	456	560	2,036	2,615
应收账款及票据	406	471	545	616
预付款项	9	10	13	13
存货	169	131	172	185
其他流动资产	1,520	1,669	679	680
流动资产合计	2,561	2,841	3,445	4,109
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	881	879	877	1,000
无形资产	60	60	60	60
非流动资产合计	1,830	1,920	1,930	1,912
资产合计	4,391	4,762	5,375	6,021
短期借款	132	132	132	132
应付账款及票据	244	211	260	260
其他流动负债	248	295	294	307
流动负债合计	624	638	686	699
长期借款	140	30	30	30
其他长期负债	128	127	127	127
非流动负债合计	268	157	157	157
负债合计	892	795	843	856
股本	466	466	466	466
少数股东权益	2	2	1	0
股东权益合计	3,499	3,966	4,532	5,165
负债和股东权益合计	4,391	4,762	5,375	6,021

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.22	28.44	20.40	7.81
EBIT 增长率	-33.15	63.97	22.44	11.72
净利润增长率	-28.25	35.96	23.29	13.99
盈利能力 (%)				
毛利率	73.61	80.61	79.53	80.33
净利润率	40.90	43.29	44.33	46.88
总资产收益率 ROA	9.33	11.69	12.77	13.00
净资产收益率 ROE	11.71	14.04	15.15	15.15
偿债能力				
流动比率	4.11	4.45	5.02	5.88
速动比率	2.47	2.68	4.75	5.60
现金比率	0.73	0.88	2.97	3.74
资产负债率 (%)	20.31	16.71	15.69	14.22
经营效率				
应收账款周转天数	118.00	120.00	125.00	121.00
存货周转天数	234.01	196.99	203.10	211.37
总资产周转率	0.25	0.28	0.31	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	1.19	1.47	1.68
每股净资产	7.50	8.50	9.72	11.08
每股经营现金流	0.91	1.30	1.70	1.83
每股股利	0.19	0.26	0.32	0.36
估值分析				
PE	24	17	14	12
PB	2.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	19.46	12.70	10.52	9.38
股息收益率 (%)	0.91	1.24	1.53	1.75

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	409	556	686	782
折旧和摊销	98	107	118	137
营运资金变动	-74	-90	-51	-106
经营活动现金流	424	607	792	853
资本开支	-103	-240	-128	-118
投资	-591	0	0	0
投资活动现金流	-637	-342	862	-118
股权募资	15	-1	0	0
债务募资	194	-60	-51	0
筹资活动现金流	114	-161	-179	-156
现金净流量	-100	104	1,476	579

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