

计提减值拖累业绩，核心大单品推出在即

2024 年 04 月 02 日

► **事件：**公司于 2024 年 4 月 1 日发布 2023 年年度报告，2023 年全年实现营业收入 10.6 亿元，同比+6.3%；实现归母净利润 4.0 亿元，同比-3.3%。其中，Q4 实现营业收入 2.4 亿元，同比-24.8%，环比-20.0%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比-69.5%，环比-67.4%。

► **养殖行情低迷影响盈利能力，计提减值拖累业绩。**2023 年，公司猪用疫苗实现营收 9.7 亿元，同比+3.9%，其中猪用活疫苗为主要驱动，销量同比+22.6%，猪用灭活苗销量同比-9.2%；禽用疫苗销量增长迅速，其中禽用活疫苗销售同比+17.2%，禽用灭活苗销量同比+57.5%，营收同比大幅增长 44.6%。2023 年生猪养殖行情低迷，行业竞争加剧影响疫苗产品价格，公司毛利率同比下滑 1.2%。2023Q4 公司业绩下滑明显，主要原因是生猪养殖持续亏损导致下游回款不及时，公司计提了资产减值损失 0.1 亿元，同比+589.9%，信用减值损失 0.6 亿元，同比+275.6%。

► **研发创新持续发力，核心大单品推出在即。**2023 年，公司研发投入 8850.5 万元，开展具体研发项目 7 个，有力保障了公司新型疫苗的研发和生产技术的创新。猪用疫苗方面，猪丁型冠状病毒灭活苗、圆支二联苗和支原体副猪二联苗 3 个新品完成新兽药复审，即将获得新兽药证书；伪狂犬 (HB-98 株) 和猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪 δ 冠状病毒三联灭活苗已进入复核检验阶段。禽用疫苗方面，鸡新城疫 (VII)、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗和禽流感 (HB19 株 +DF 株) 已完成临床试验。宠物疫苗方面，猫三联灭活疫苗通过应急评审，并获得临床试验批件。后续新品的推出有望助力公告业绩持续释放。

► **完善工艺技术提升产品质量，深化精准营销策略。**公司通过连续制造等先进工艺逐步取代传统的分段式生产方式，进一步提高了产品质量、降低了成本，减少了交叉污染的风险，实现猪流行性腹泻病毒、猪轮状病毒和猪丁型冠状病毒 2500L 大型反应器全悬浮无血清培养工艺，抗原效价高且稳定。营销方面公司开展差异化定制服务，对于大型养殖集团 (存栏母猪 5000 头以上)，执行 13111 和“三见”工作模式，采取一对一的精准服务；对于中型养猪场 (存栏母猪 500-5000 头)，选择有实力的经销商加强合作，通过组织行业技术论坛、线上交流、猪场团队内训等一系列工作，增强客户粘性；对于小型养殖户 (存栏母猪 500 头以下)，广泛布局渠道经销商，营销和服务工作进一步下沉到乡镇。

► **投资建议：**我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 5.52、6.24、7.15 亿元，EPS 分别为 1.19、1.34、1.53 元，对应 PE 分别为 17、15、13 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,064	1,394	1,519	1,684
增长率 (%)	6.3	31.0	9.0	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	396	552	624	715
增长率 (%)	-3.3	39.5	13.0	14.6
每股收益 (元)	0.85	1.19	1.34	1.53
PE	23	17	15	13
PB	2.4	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 4 月 2 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

19.64 元



分析师 徐菁

执业证书：S0100523120004

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

1.科前生物 (688526.SH) 2023 年三季报点评：生产经营维持稳定，猫三联成功通过应急评价-2023/10/27

2.科前生物 (688526.SH) 2023 年中报点评：猪苗业务逆势大幅增长，多款大单品上市可期-2023/08/30

3.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

4.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

5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,064	1,394	1,519	1,684
营业成本	297	332	361	399
营业税金及附加	7	7	8	8
销售费用	155	202	213	227
管理费用	67	84	91	101
研发费用	89	111	122	135
EBIT	383	644	721	813
财务费用	-66	1	-3	-14
资产减值损失	-16	-8	-7	-6
投资收益	20	0	0	0
营业利润	459	635	717	822
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	458	634	717	821
所得税	62	82	93	107
净利润	396	552	623	714
归属于母公司净利润	396	552	624	715
EBITDA	498	770	861	968

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	582	910	1,837	2,396
应收账款及票据	331	454	444	497
预付款项	8	8	8	9
存货	145	147	161	180
其他流动资产	1,500	1,504	1,037	1,039
流动资产合计	2,566	3,023	3,488	4,121
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	799	809	817	823
无形资产	60	60	60	60
非流动资产合计	2,105	2,115	2,101	2,086
资产合计	4,671	5,138	5,588	6,207
短期借款	207	207	207	207
应付账款及票据	165	171	183	198
其他流动负债	387	404	339	363
流动负债合计	758	782	728	767
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	75	75	75	75
非流动负债合计	75	75	75	75
负债合计	834	857	803	843
股本	466	466	466	466
少数股东权益	2	2	1	0
股东权益合计	3,838	4,281	4,785	5,364
负债和股东权益合计	4,671	5,138	5,588	6,207

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.27	30.97	9.01	10.84
EBIT 增长率	-2.97	67.89	12.00	12.80
净利润增长率	-3.32	39.52	12.96	14.56
盈利能力 (%)				
毛利率	72.09	76.21	76.26	76.32
净利润率	37.21	39.64	41.08	42.46
总资产收益率 ROA	8.48	10.75	11.17	11.52
净资产收益率 ROE	10.32	12.91	13.04	13.33
偿债能力				
流动比率	3.38	3.87	4.79	5.37
速动比率	2.21	2.72	4.18	4.77
现金比率	0.77	1.16	2.52	3.12
资产负债率 (%)	17.85	16.68	14.38	13.58
经营效率				
应收账款周转天数	113.68	110.00	105.00	105.00
存货周转天数	177.99	170.00	170.00	170.00
总资产周转率	0.23	0.28	0.28	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	1.19	1.34	1.53
每股净资产	8.23	9.18	10.26	11.51
每股经营现金流	1.15	1.25	1.70	1.81
每股股利	0.43	0.26	0.29	0.33
估值分析				
PE	23	17	15	13
PB	2.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.81	11.52	10.30	9.16
股息收益率 (%)	2.19	1.31	1.47	1.69

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	396	552	623	714
折旧和摊销	114	126	140	155
营运资金变动	4	-156	-20	-75
经营活动现金流	538	580	794	842
资本开支	-104	-135	-126	-140
投资	-285	0	0	0
投资活动现金流	-329	-135	343	-140
股权募资	0	-23	0	0
债务募资	15	0	-81	0
筹资活动现金流	-102	-117	-209	-144
现金净流量	107	328	927	559

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。	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