

猪用疫苗带动营收增长，计提减值影响盈利

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2023年年度报告, 2023年公司实现营收10.64亿元, 同比+6.27%, 实现归母净利润3.96亿元, 同比-3.32%。其中, 2023Q4实现营收2.37亿元, 同比-24.82%; 归母净利润0.39亿元, 同比-69.46%。
- 点评:** 猪用疫苗带动营收增长, 计提减值影响盈利。2023年, 公司猪用疫苗实现营收9.73亿元、同比+3.89%, 主要受猪用活疫苗销量增长23%带动(猪用灭活疫苗销量下滑9%), 禽用疫苗、宠物疫苗同比增速均在17%以上。进入放量增长期。但在猪用疫苗产品价格、成本双承压背景下, 公司2023年毛利率同比下滑了1.33pp至74%, 叠加公司计提减值损失等因素导致归母净利润小幅下滑。23Q4猪价旺季不旺、养殖端信心不足导致公司猪用疫苗产品销量在高基数下出现较为明显的下滑。
- 推动技术创新, 打造公司核心竞争力。** 报告期内, 公司继续加大研发投入, 研发费用8850.53万元, 研发投入占营收比重8.32%。2023年, 公司共获得猪流行性腹泻病毒ELISA(IgA)抗体检测试剂盒和犬冠状病毒胶体金检测试纸条新药注册证书2项; 获得猪瘟、猪伪狂犬病二联亚单位疫苗和猪细小病毒病亚单位疫苗等临床试验批件7项。此外公司持续加大CHO、杆状病毒载体和大肠杆菌高效表达平台的建设, 初步建立了mRNA疫苗和重组腺病毒载体疫苗平台。非瘟疫苗研发方面, 公司病毒活载体非瘟疫苗已于2023年12月提交应急评价, 当前正根据反馈有序推进补充实验。
- 养殖端产能持续去化, 周期反转带动动保板块量价齐升。** 2023年, 生猪价格持续低迷, 下游需求谨慎。农业农村部数据显示, 2024年2月份全国能繁母猪存栏量为4042万头, 环比下滑0.6%, 同比下降6.9%。2024年以来, 猪价淡季不淡, 上行趋势确立。未来生猪均价及板块盈利水平趋势向好带动动保需求, 销量和净利率双向提升。另一方面非瘟疫苗相关研究稳步推进, 若未来顺利实现商业化, 新产品将推动市场扩容。宠物消费市场规模持续增长, 新产品带动我国宠物疫苗国产替代正加速推进中。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计2024~2026年公司EPS为1.26、1.52、1.71元, 对应动态PE 15.6、13、11.5倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 养殖端突发疫病、下游需求不及预期、研发进度不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,064	1,368	1,630	1,851
增长率	6.27%	28.61%	19.09%	13.57%
归属母公司净利润(百万元)	396	589	709	799
增长率	-3.32%	48.82%	20.25%	12.75%
每股收益EPS(元)	0.85	1.26	1.52	1.71
净资产收益率ROE	10.32%	13.39%	13.87%	13.52%
PE	23.98	15.57	12.95	11.48
PB	2.48	2.08	1.80	1.55

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 赵磐
电话: 021-68415832
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.66
流通A股(亿股)	4.66
52周内股价区间(元)	13.92-29.34
总市值(亿元)	93
总资产(亿元)	46.71
每股净资产(元)	8.23

相关研究

- 科前生物(688526): 23H1业绩持续高增, 猪苗板块表现亮眼 (2023-08-30)
- 科前生物(688526): 龙头地位稳固, 研发助力业绩增长 (2023-08-07)
- 科前生物(688526): Q1业绩同比高增, 研发创新推动成长 (2023-04-19)

盈利预测

关键假设：

假设 1：猪用疫苗业务。2023 年度生猪价格处于相对较低水平，下游养殖户养殖意愿和对疫苗的需求下降，公司猪用疫苗业务承压。养殖端产能持续去化，周期反转将带动动保板块量价齐升。公司在研产品储备丰富，若研发进展顺利，各类新品有望在 2 年内上市，推动公司猪用疫苗销量和收入较快增长。销量增速为 22%/15%/10%，销售价格变化为 4%/1%/0%，对应毛利率分别为 77%/78%/78%。

假设 2：禽用疫苗业务。公司禽苗业务收入占比较小，公司新产线投产，产能逐步释放，公司禽用疫苗销量有望快速增长。公司在研项目中，鸡新城疫-禽流感(H9 亚型)-传染性法氏囊病-禽腺病毒病(I 群，4 型)四联灭活疫苗已通过初审，有望在 2 年内上市。销量增速为 50%/55%/20%，对应毛利率分别为 37%/37%/37%。

假设 3：其他产品（微生态试剂、宠物疫苗）。公司已有狂犬病疫苗、犬四联疫苗两大宠物疫苗单品，猫三联疫苗等产品进度符合预期。销量增速为 60%/60%/60%，对应毛利率分别为 55%/55%/55%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
猪用疫苗	收入	973.90	1,236.85	1,434.75	1,578.22
	增速	3.89%	27.00%	16%	10%
	成本	253	279	311	342
	毛利率	73.98%	77.43%	78.31%	78.31%
禽用疫苗	收入	15.29	22.94	35.55	42.66
	增速	44.25%	50.00%	55.00%	20.00%
	成本	10	14	22	27
	毛利率	36.82%	36.82%	36.82%	36.82%
其他产品	收入	37.75	60.40	96.64	154.62
	增速	44.58%	60.00%	60.00%	60.00%
	成本	16.37	27.18	43.49	69.58
	毛利率	56.64%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务	收入	37.14	48.28	62.77	75.32
	增速	36.95%	30.00%	30.00%	20.00%
	成本	17.54	18.28	23.01	27.61
	毛利率	52.77%	62.13%	63.34%	63.34%
合计	收入	1,064.08	1,368.47	1,629.71	1,850.83
	增速	6.27%	28.61%	19.09%	13.57%
	成本	296.96	339.11	400.15	466.46
	毛利率	72.09%	75.22%	75.45%	74.80%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,064	1,368	1,630	1,851	净利润	396	589	708	798
营业成本	297	339	400	466	折旧与摊销	114	161	176	191
营业税金及附加	7	8	11	12	财务费用	-47	2	2	3
销售费用	155	195	243	270	资产减值损失	96	0	0	0
管理费用	67	90	106	120	经营营运资本变动	4	-38	-25	2
财务费用	-66	-27	-57	-97	其他	-25	-6	-7	0
资产减值损失	-16	0	0	0	经营活动现金流净额	538	708	855	994
投资收益	20	6	7	0	资本支出	-104	-135	-105	-107
公允价值变动损益	-10	0	0	0	其他	-225	6	7	0
其他经营损益	30	27	28	0	投资活动现金流净额	-329	-129	-99	-107
营业利润	459	678	814	920	短期借款	75	68	78	74
其他非经营损益	-2	0	0	0	长期借款	-140	0	0	0
利润总额	458	678	814	920	股权融资	0	-24	0	0
所得税	62	89	106	122	支付股利	-97	-2	-2	-3
净利润	396	589	708	798	其他	60	-0	0	-0
少数股东损益	-0	-0	-1	-1	筹资活动现金流净额	-102	42	76	72
归属母公司股东净利润	396	589	709	799	现金流量净额	107	622	832	959
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	582	1,203	2,035	2,994	成长能力				
应收和预付款项	339	466	563	628	销售收入增长率	6.27%	28.61%	19.09%	13.57%
存货	145	183	216	247	营业利润增长率	-1.62%	47.65%	20.04%	13.05%
其他流动资产	271	271	271	271	净利润增长率	-3.32%	48.82%	20.25%	12.75%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	1.03%	63.16%	14.80%	8.73%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	842	806	725	631	毛利率	72.09%	75.22%	75.45%	74.80%
无形资产和开发支出	60	62	63	64	三费率	14.62%	18.85%	17.95%	15.79%
其他非流动资产	1,085	1,085	1,085	1,085	净利率	37.18%	43.03%	43.44%	43.13%
资产总计	4,671	5,431	6,325	7,300	ROE	10.32%	13.39%	13.87%	13.52%
短期借款	207	275	353	428	ROA	8.48%	10.85%	11.20%	10.94%
应付和预收款项	165	253	285	326	ROIC	8.02%	11.87%	11.87%	11.12%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	46.80%	59.37%	57.23%	54.79%
其他负债	462	501	576	639	营运能力				
负债合计	834	1,029	1,215	1,392	总资产周转率	0.23	0.27	0.28	0.27
股本	466	466	466	466	固定资产周转率	1.27	1.64	1.85	2.08
资本公积	1,141	1,141	1,141	1,141	应收账款周转率	3.25	3.66	3.54	3.44
留存收益	2,204	2,793	3,502	4,301	存货周转率	1.89	2.07	2.01	2.01
归属母公司股东权益	3,836	4,401	5,109	5,908	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	2	2	1	0	资本结构				
股东权益合计	3,838	4,402	5,110	5,908	资产负债率	17.85%	18.95%	19.20%	19.07%
负债和股东权益合计	4,671	5,431	6,325	7,300	带息债务/总负债	35.21%	35.16%	36.23%	36.95%
					流动比率	3.38	3.51	3.79	4.08
					速动比率	2.21	2.54	2.94	3.32
					股利支付率	50.47%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.85	1.26	1.52	1.71
					每股净资产	8.23	9.44	10.96	12.67
					每股经营现金	1.15	1.52	1.83	2.13
					每股股利	0.43	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	498	812	933	1,014					
PE	24	16	13	11					
PB	2	2	2	2					
PS	9	7	6	5					
EV/EBITDA	19	10	8	7					
股息率	2.11%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
