



## Q2 业绩持续承压，研发储备构建竞争力

2024年8月29日

### 核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年中期报告。24H1 公司营收 4.01 亿元，同比-24.69%；归母净利润为 1.53 亿元，同比-36.19%；扣非后归母净利润为 1.33 亿元，同比-41.57%。其中 24Q2 公司营收 1.96 亿元，同比-22.49%；归母净利润 0.65 亿元，同比-36.91%；扣非后归母净利润为 0.57 亿元，同比-42.87%。
- 受下游养殖行情影响，Q2 公司收入&盈利均下滑。**H1 公司业绩下滑的主要原因是公司产品销量受下游生猪价格持续低迷及非瘟疫情影响而有所下滑。24H1 公司综合毛利率 63.24%，同比-10.34pct；期间费用率为 22.87%，同比+0.31pct。其中 24Q2 公司综合毛利率 59.67%，同比-9.74pct；期间费用率为 22.36%，同比-0.76pct。
- H1 公司猪苗量增价跌，收入同比-28%。**公司以猪用疫苗为核心主业，同时在禽用疫苗、宠物疫苗、诊断试剂等领域完成了产品布局。24H1 公司疫苗批签发合计 264 次，同比-15.65%。分业务来看，（1）猪用疫苗：24H1 猪苗销量稳中有增，但受产品价格下降影响，猪苗收入为 3.51 亿元，同比-28.04%；占总营收的比例为 87.59%，同比-4.07pct；毛利率为 66.69%。公司针对不同养殖规模的客户制定了精准开发营销策略，并根据客户的个性化需求进行灵活的产品组合，客户粘性得到进一步增强。（2）禽用疫苗：24H1 实现收入 851.5 万元，同比+13.87%；毛利率为-31.46%。（3）其他业务：公司的猫三联灭活疫苗“科妙优”于 5 月 17 日上市，24H1 公司微生态制剂、诊断试剂、宠物疫苗销量均实现较大幅度增长。我们认为随着后续猪价预期向好，或将带动疫苗销量提升。同时随着新品疫苗上市预期提升，未来业绩增厚可期。
- 构建新型研发平台，筑起核心技术壁垒。**24H1 公司研发投入 4035.94 万元，同比-7.88%；占营收的比例为 10.08%，同比+1.84pct。24 年公司开展具体研发项目 75 个，“副猪嗜血杆菌病、猪支原体肺炎二联灭活疫苗”等多个项目已取得良好阶段性进展，为公司发展提供了有力的产品支撑。24H1 公司获得发明专利 4 件；猪丁型冠状病毒灭活疫苗（CHN-HN-2014 株）和猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒、猪肺炎支原体二联灭活疫苗（KQ 株+XJ03 株）等新兽药注册证书 4 项；猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒、猪链球菌、猪肺炎支原体三联灭活疫苗（CH17 株+HP0526 株+HP1130 株+ES-2 株）等临床批件 5 项。宠物疫苗方面，犬猫通用的高效狂犬病灭活疫苗获得临床批件。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，加快 mRNA 疫苗和重组腺病毒载体疫苗中试平台进展，为公司技术创新及可持续发展提供支撑。
- 投资建议：**公司为国内猪用疫苗市场化销售龙头企业，具备强大的研发实力、完善的产品布局、广泛的营销网络，行业竞争力逐步增强，公司业绩增长可期。我们预计 2024-2025 年 EPS 分别为 1.04 元、1.26 元，对应 PE 为 12、10 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**下游养殖行业的风险；技术创新的风险；与华中农大合作研发的风险；生产安全的风险等。

**科前生物**（股票代码：688526.SH）**推荐** 维持评级

### 分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhijiu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

### 研究助理

陆思源

✉：lusiyuan\_yj@chinastock.com.cn

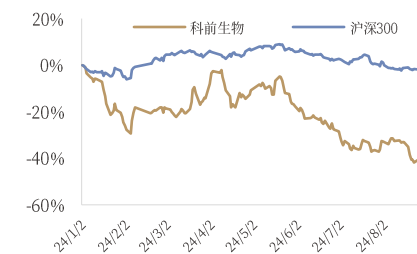
### 市场数据

2024-8-29

股票代码	688526.SH
A 股收盘价(元)	12.59
上证指数	2,823.11
总股本(万股)	46,613
实际流通 A 股(万股)	46,613
流通 A 股市值(亿元)	59

### 相对沪深 300 表现图

2024-8-29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 相关研究

1. 【银河农业谢芝优】公司点评报告\_科前生物(688526.SH): 23 年公司营收实现增长, 关注宠物疫苗发展

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1064.07	1226.03	1468.18	1718.02
增长率	6.27%	15.22%	19.75%	17.02%
归母净利润(百万元)	395.93	483.65	588.34	677.65
增长率	-3.32%	22.15%	21.65%	15.18%
每股收益 EPS(元)	0.85	1.04	1.26	1.45
净资产收益率 ROE	10.31%	11.47%	12.50%	12.86%
PE	15	12	10	9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	581.74	3799.49	7091.46	10515.09
应收和预付款项	342.83	403.00	479.25	562.40
存货	144.80	183.20	205.43	253.06
其他流动资产	1496.71	1057.51	1119.23	1182.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	842.06	718.89	595.73	472.57
无形资产和开发支出	63.34	53.51	43.68	33.86
其他非流动资产	1199.77	1399.53	1549.30	1649.06
资产总计	4671.25	7615.15	11084.08	14668.94
短期借款	206.65	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	272.41	347.03	387.53	471.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	354.53	3051.33	5988.15	8929.20
负债合计	833.59	3398.36	6375.68	9400.56
股本	466.17	466.17	466.17	466.17
资本公积	1140.62	1140.62	1140.62	1140.62
留存收益	2204.08	2608.55	3100.16	3660.14
归属母公司股东权益	3835.63	4214.76	4706.37	5266.35
少数股东权益	2.03	2.03	2.03	2.03
股东权益合计	3837.66	4216.79	4708.40	5268.38
负债和股东权益合计	4671.25	7615.15	11084.08	14668.94

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	395.58	483.65	588.34	677.65
折旧与摊销	113.47	133.22	133.22	133.22
财务费用	-66.35	0.19	0.20	0.22
资产减值损失	-15.79	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-295.64	-187.55	-147.07	-117.42
其他	406.76	-21.71	31.80	15.03
经营活动现金流净额	538.03	407.80	606.50	708.70
资本支出	49.04	0.00	0.00	0.00
其他	-378.03	272.42	-147.61	-97.18
投资活动现金流净额	-329.00	272.42	-147.61	-97.18
短期借款	75.05	-206.65	0.00	0.00
长期借款	-140.11	0.00	0.00	0.00
股权融资	5.45	0.00	0.00	0.00
支付股利	-88.58	-79.19	-96.73	-117.67
其他	45.77	2823.37	2929.80	2929.78
筹资活动现金流净额	-102.43	2537.53	2833.07	2812.11
现金流量净额	106.67	3217.75	3291.96	3423.63

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1064.07	1226.03	1468.18	1718.02
营业成本	296.95	337.46	387.48	468.56
营业税金及附加	6.84	7.80	9.46	11.02
销售费用	154.84	179.27	217.63	252.73
管理费用 (含研发)	155.55	147.12	176.18	206.16
财务费用	-66.35	0.19	0.20	0.22
资产减值损失	-15.79	0.00	0.00	0.00
投资收益	19.53	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	-10.19	-6.32	-7.61	-7.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	459.13	557.87	679.63	782.14
其他非经营损益	-1.55	-1.07	-1.23	-1.18
利润总额	457.58	556.80	678.40	780.96
所得税	62.00	73.15	90.06	103.32
净利润	395.58	483.65	588.34	677.65
少数股东损益	-0.35	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	395.93	483.65	588.34	677.65

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.23	0.20	0.16	0.13
固定资产周转率	1.27	1.66	2.39	3.50
应收账款周转率	2.63	2.61	2.69	2.65
存货周转率	1.80	1.93	1.90	1.96
资产负债率	17.85%	44.63%	57.52%	64.08%
带息债务/总负债	24.79%	83.28%	88.77%	90.31%
流动比率	3.38	13.85	20.20	23.38
速动比率	3.19	13.38	19.73	22.91
股利支付率	22.37%	16.37%	16.44%	17.36%
ROE	10.31%	11.47%	12.50%	12.86%
ROA	8.47%	6.35%	5.31%	4.62%
ROIC	29.96%	39.34%	50.03%	63.07%
EBITDA/销售收入	47.58%	56.38%	55.38%	53.29%
EBITDA	506.26	691.29	813.05	915.59
PE	14.82	12.13	9.97	8.66
PB	1.53	1.39	1.25	1.11
PS	5.52	4.79	4.00	3.42
EV/EBITDA	7.17	3.99	2.64	1.58
股息率	1.51%	1.35%	1.65%	2.01%

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**谢芝优 农业行业首席分析师。**南京大学管理学硕士。2015年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，2018年加入银河证券。曾获2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn