

科前生物 (688526.SH)

优于大市

2024 中报点评：主业毛利率下滑，上半年归母净利润同比-36%

核心观点

主业盈利下滑，公司业绩承压。公司 2024H1 实现营业收入 4.01 亿元，同比-24.69%，其中 Q2 实现营业收入 1.96 亿元，环比-4.56%，同比-22.49%；2024H1 实现归母净利润 1.53 亿元，同比-36.19%，其中 Q2 实现归母净利润 0.65 亿元，环比-25.05%，同比-36.91%。在养殖行情低迷和行业竞争加剧双重压力下，公司收入利润同环比表现承压。

猪用疫苗收入及毛利率表现均承压。分业务来看，公司猪用疫苗 2024H1 实现营业收入 3.51 亿元，同比-28.04%，毛利率为 66.69%，较 2023 全年水平-7.59pct，主要受下游养殖行情低迷和行业竞争加剧影响，后续随生猪价格回暖，收入和盈利表现有望改善；禽用疫苗 2024H1 实现营业收入 851.48 万元，同比+13.86%，毛利率为-31.46%，较 2023 全年水平-68.28pct；其他业务 2024H1 实现营业收入 2279.63 万元，同比+33.48%，毛利率为 55.80%，较 2023 全年水平-0.85pct，收入增长主要受益猫三联疫苗上市销售带动。

研发成果持续兑现，猫三联疫苗上市销售。2024H1 公司继续加大研发投入，研发费用为 4035.94 万元。在猪用疫苗领域，公司上半年获得猪获得猪丁型冠状病毒灭活疫苗 (CHN-HN-2014 株)、猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒等新兽药注册证书 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；在宠物疫苗领域，公司的猫三联灭活疫苗上市销售，犬猫通用的高效狂犬病灭活疫苗获得临床批件。我们认为公司有望依靠扎实研发基础和稳定研发投入持续兑现成果，产品矩阵和业务规模有望稳步扩张。

看好养殖景气回升，动保需求有望受益修复。从行业角度来看，猪周期已进入右侧，优质猪用疫苗需求有望随下游养殖利润修复而持续回暖。从公司角度来看，科前生物猪用疫苗贡献主要收入，以伪狂犬疫苗为代表的多款核心产品优势明显，市占率领先，后续业绩有望受益猪价景气回暖而实现高弹性增长。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批签发进度不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司作为国内非强免疫龙头，看好猪价回暖驱动业绩增长以及规模养殖需求对接带来的成长潜力。考虑到行业竞争加剧对公司主业收入及毛利率的影响，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 4.2/4.9/5.0 亿元（原为 5.0/6.7/6.4 亿元），对应 EPS 为 0.90/1.05/1.08，对应当前股价 PE 为 14/12/12X。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,001	1,064	1,187	1,343	1,368
(+/-%)	-9.2%	6.3%	11.6%	13.1%	1.8%
净利润(百万元)	410	396	421	491	502
(+/-%)	-28.2%	-3.3%	6.4%	16.4%	2.3%
每股收益(元)	0.88	0.85	0.90	1.05	1.08
EBIT Margin	40.0%	42.3%	39.5%	40.0%	39.8%
净资产收益率 (ROE)	11.7%	10.3%	10.2%	11.0%	10.4%
市盈率 (PE)	14.3	14.8	13.9	12.0	11.7
EV/EBITDA	13.6	11.9	12.4	11.2	11.0
市净率 (PB)	1.68	1.53	1.42	1.32	1.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

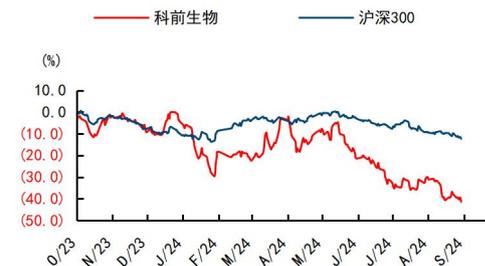
证券分析师：江海航

010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.69 元
总市值/流通市值	5449/5449 百万元
52 周最高价/最低价	20.96/11.69 元
近 3 个月日均成交额	21.58 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《科前生物 (688526.SH) -2023 年报点评：信用减值拖累，Q4 归母净利润同比减少约 70%》——2024-04-08
- 《科前生物 (688526.SH) -2023 年中报点评：信用减值小幅拖累业绩，Q3 归母净利润同比减少-4.88%》——2023-10-31
- 《科前生物 (688526.SH) -2023 年中报点评：逆势加速市场拓展，上半年猪苗收入同比+30.68%》——2023-08-29
- 《科前生物 (688526.SH) -2022 年报及 2023 一季报点评：22 全年业绩承压，23Q1 归母净利润逆势环比增长 8%》——2023-04-22

主业盈利下滑，公司业绩承压。公司 2024H1 实现营业收入 4.01 亿元，同比-24.69%，其中 Q2 实现营业收入 1.96 亿元，环比-4.56%，同比-22.49%；2024H1 实现归母净利润 1.53 亿元，同比-36.19%，其中 Q2 实现归母净利润 0.65 亿元，环比-25.05%，同比-36.91%。在养殖行情低迷和行业竞争加剧双重压力下，公司收入利润同环比表现承压。

图1：科前生物营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：科前生物单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：科前生物归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

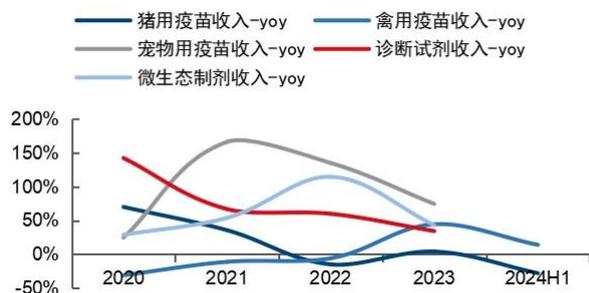
图4：科前生物单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

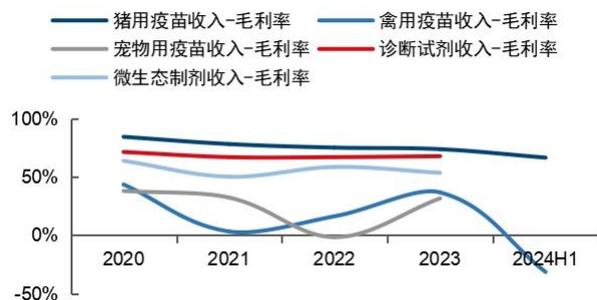
猪用疫苗收入及毛利率表现均承压。分业务来看，公司猪用疫苗 2024H1 实现营业收入 3.51 亿元，同比-28.04%，毛利率为 66.69%，较 2023 全年水平-7.59pct，主要受下游养殖行情低迷和行业竞争加剧影响，后续随生猪价格回暖，收入和盈利表现有望改善；禽用疫苗 2024H1 实现营业收入 851.48 万元，同比+13.86%，毛利率为-31.46%，较 2023 全年水平-68.28pct；其他业务 2024H1 实现营业收入 2279.63 万元，同比+33.48%，毛利率为 55.80%，较 2023 全年水平-0.85pct，收入增长主要受益猫三联疫苗上市销售。

图5: 科前生物各项业务收入增速情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

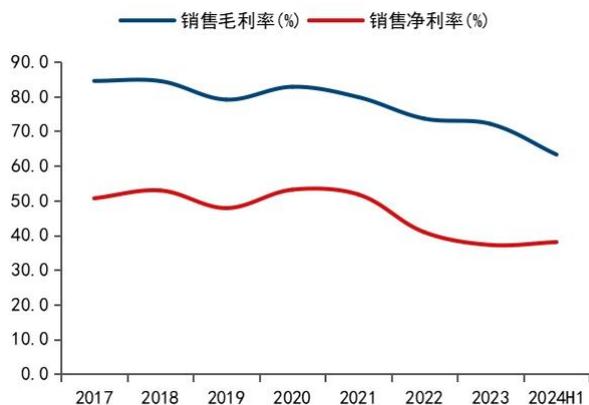
图6: 科前生物各项业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

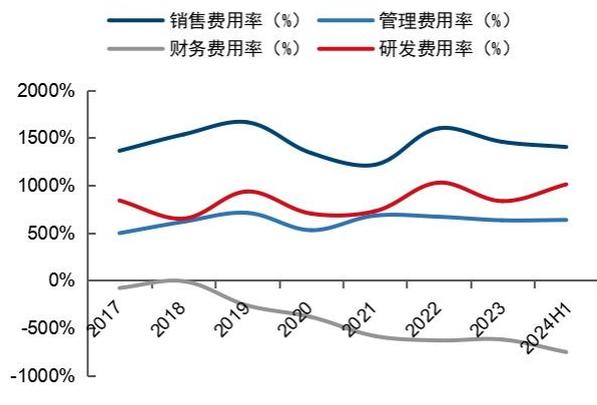
净利率承压, 费用率平稳。公司 2024H1 销售毛利率 63.24%, 相较上年同比 -10.34pct; 销售净利率 38.01%, 相较上年同比 -6.92pct。费用方面, 公司 2024H1 年销售费用率 14.01% (同比+0.23pct); 管理费用率 6.34% (同比-0.02pct); 财务费用率-7.56% (同比-1.74pct); 研发费用率 10.08% (同比+1.84pct)。四项费用率合计 22.87%, 较上年全年水平+0.31pct。

图7: 科前生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 科前生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。公司作为国内非强免龙头, 看好猪价回暖驱动业绩增长以及规模养殖需求对接带来的成长潜力。考虑到行业竞争加剧对公司主业收入及毛利率的影响, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 4.2/4.9/5.0 亿元 (原为 5.0/6.7/6.4 亿元), 对应 EPS 为 0.90/1.05/1.08, 对应当前股价 PE 为 14/12/12X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	23A	24E	25E	23A	24E	25E			
603566	普莱柯	12.04	41.67	0.49	0.47	0.48	25	26	25	优于大市		
600201	生物股份	6.06	67.89	0.25	0.32	0.41	24	19	15	未评级		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 (注: 生物股份盈利预测参考 wind 一致预测)

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	456	582	957	1264	1604	营业收入	1001	1064	1187	1343	1368
应收款项	409	335	325	331	326	营业成本	264	297	368	415	428
存货净额	169	145	201	210	234	营业税金及附加	7	7	8	8	8
其他流动资产	684	1036	1128	1276	1300	销售费用	160	155	172	193	195
流动资产合计	2561	2566	3080	3550	3933	管理费用	67	67	72	80	80
固定资产	898	842	841	835	824	研发费用	103	89	98	110	112
无形资产及其他	60	60	59	57	56	财务费用	(63)	(66)	(9)	(16)	(23)
投资性房地产	872	1203	1203	1203	1203	投资收益	7	20	10	12	11
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	9	6	0	1	1
资产总计	4391	4671	5183	5646	6015	其他收入	(116)	(171)	(98)	(110)	(112)
短期借款及交易性金融负债	132	288	321	363	370	营业利润	467	459	489	567	580
应付款项	244	165	239	272	279	营业外净收支	(0)	(2)	(1)	(2)	(1)
其他流动负债	247	305	399	451	459	利润总额	467	458	488	565	579
流动负债合计	624	758	959	1086	1108	所得税费用	57	62	67	74	78
长期借款及应付债券	140	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	128	75	95	98	100	归属于母公司净利润	410	396	421	491	502
长期负债合计	268	75	95	98	100	现金流量表 (百万元)					
负债合计	892	834	1055	1184	1208	净利润	410	396	421	491	502
少数股东权益	2	2	2	1	1	资产减值准备	7	8	1	(0)	(0)
股东权益	3497	3836	4126	4460	4806	折旧摊销	97	113	88	94	100
负债和股东权益总计	4391	4671	5183	5646	6015	公允价值变动损失	(9)	(6)	(0)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	(63)	(66)	(9)	(16)	(23)
每股收益	0.88	0.85	0.90	1.05	1.08	营运资本变动	(370)	(649)	49	(76)	(25)
每股红利	0.20	0.21	0.28	0.34	0.33	其它	(7)	(9)	(1)	(0)	(0)
每股净资产	7.50	8.23	8.85	9.57	10.31	经营活动现金流	127	(146)	558	507	574
ROIC	14.70%	13.65%	11%	13%	13%	资本开支	0	(68)	(86)	(86)	(86)
ROE	11.71%	10.32%	10.21%	11.00%	10.44%	其它投资现金流	(266)	374	0	0	0
毛利率	74%	72%	69%	69%	69%	投资活动现金流	(266)	306	(86)	(86)	(86)
EBIT Margin	40%	42%	40%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	50%	53%	47%	47%	47%	负债净变化	140	(140)	0	0	0
收入增长	-9%	6%	12%	13%	2%	支付股利、利息	(93)	(97)	(131)	(157)	(156)
净利润增长率	-28%	-3%	6%	16%	2%	其它融资现金流	(54)	440	33	42	7
资产负债率	20%	18%	20%	21%	20%	融资活动现金流	39	(34)	(97)	(115)	(149)
股息率	1.6%	1.7%	2.2%	2.7%	2.6%	现金净变动	(99)	126	375	307	340
P/E	14.3	14.8	13.9	12.0	11.7	货币资金的期初余额	555	456	582	957	1264
P/B	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	456	582	957	1264	1604
EV/EBITDA	13.6	11.9	12.4	11.2	11.0	企业自由现金流	0	(215)	457	399	460
						权益自由现金流	0	85	498	455	487

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032