

营收环比改善，养殖回温业绩有望增长

投资要点

- 业绩总结：**公司发布2024年三季度报告。2024年前三季度公司实现营收6.66亿元，同比-19.57%，实现归母净利润为2.61亿元，同比-27.09%；扣非净利润2.24亿元，同比-34.11%。其中，2024Q3实现营收2.65亿元，同比-10.35%，环比增35.2%；归母净利润1.08亿元，同比-8.68%，环比增64.86%；扣非净利润0.91亿元，同比-19.05%。
- 点评：营收环比改善，养殖回温业绩有望增长。**养殖行业周期性波动，存栏量的变化会影响动保产品的需求。2024年生猪存栏量减少，对疫苗等动保产品的采购量相应降低，使公司产品销量降低，收入减少。公司的主营业务收入中，猪用疫苗占比最高。在猪用疫苗产品价格、成本双承压背景下，公司2024年前三季度毛利率为64.01%，同比-9.77pp，Q3环比改善。从前期仔猪出生数据来看，预计2024Q4生猪供给逐步恢复、猪价相对高位，秋冬季节是养殖行业生物防控的重要时期，动保产品需求增加，猪用疫苗有望持续放量，公司业绩有望修复。
- 推动技术创新，打造公司核心竞争力。**2024第三季度，公司继续加大研发投入，研发投入合计2079.32万元，同比+0.5%，研发投入占营收比重7.85%，同比增加0.85pp。截止报告期末，公司已取得49项新兽药注册证书。据国家知识产权局公告，2024年4月6日消息，公司申请一项“一种pcv2、ss、mhp三联疫苗及其制备方法”的专利。公司还大力构建新型研发平台，持续加强重组腺病毒载体疫苗平台、cho高效表达平台、杆状病毒载体表达平台等。公司建立自主研发和产学研合作相结合的科研体系，有利于充分发挥各方的技术优势，推动公司的技术创新。
- 养殖端产能持续去化，周期反转带动动保板块量价齐升。**农业农村部数据显示，2024年9月份全国能繁母猪存栏量为4062万头，环比增长0.64%，同比下降4.2%。2024年三季度，生猪价格整体上涨。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。公司在非洲猪瘟疫苗研发方面持续推进，未来非瘟疫苗商业化将为动保行业带来新的市场增长点，扩大市场规模，增加收入。宠物疫苗的需求不断增加，为公司在宠物消费市场的发展提供良好机遇。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计2024~2026年公司EPS为0.83、1.04、1.28元，对应动态PE18、15、12倍。给予公司2025年18倍PE，对应目标价18.72元，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。

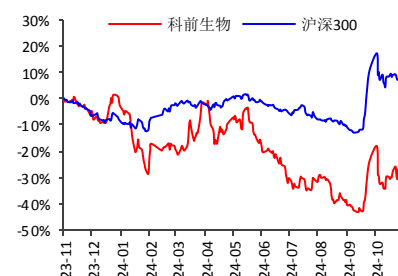
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,064	1,074	1,215	1,383
增长率	6.27%	0.92%	13.19%	13.78%
归属母公司净利润(百万元)	396	389	487	598
增长率	-3.32%	-1.72%	25.04%	22.97%
每股收益EPS(元)	0.85	0.83	1.04	1.28
净资产收益率ROE	10.32%	9.23%	10.35%	11.29%
PE	23.98	18.29	14.63	11.90
PB	2.48	1.69	1.51	1.34

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)	11.00-20.61
总市值(亿元)	70.79
总资产(亿元)	44.32
每股净资产(元)	8.28

相关研究

- 科前生物(688526)：猪用疫苗带动营收增长，计提减值影响盈利(2024-04-10)
- 科前生物(688526)：23H1业绩持续高增，猪苗板块表现亮眼(2023-08-30)

盈利预测

关键假设：

假设 1：猪用疫苗业务。2024 年度生猪价格二季度末进入上行期，疫苗行业反应有所滞后，公司猪用疫苗业务承压。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增长。销量增速为 9%/5%/7%，销售价格变化为-8%/5%/2%，对应毛利率分别为 65%/70%/73%。

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。销量增速为 15%/40%/40%，销售价格稳定，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 10%/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	973.90	1,071.29	1,178.42
	增速	3.89%	0.00%	10%	10%
	成本	253	341	321	318
	毛利率	73.98%	65.00%	70.00%	73.00%
禽用疫苗	收入	15.29	17.58	24.62	34.46
	增速	44.25%	15.00%	40.00%	40.00%
	成本	10	11	16	22
	毛利率	36.82%	36.82%	36.82%	36.82%
其他产品	收入	37.75	41.53	66.44	106.30
	增速	44.58%	10.00%	60.00%	60.00%
	成本	16.37	18.69	29.90	47.84
	毛利率	56.64%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务	收入	37.14	40.85	53.11	63.73
	增速	36.95%	10.00%	30.00%	20.00%
	成本	17.54	16.34	21.24	25.49
	毛利率	52.77%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	1064.08	1073.86	1215.46	1382.92
	增速	6.27%	0.92%	13.19%	13.78%
	成本	296.96	387.00	388.08	413.28
	毛利率	72.09%	63.96%	68.07%	70.12%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取动保行业中的四家主流公司，2025年四家公司平均PE为18倍。给予公司2025年18倍PE，对应目标价18.72元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603566.SH	普莱柯	13.22	0.49	0.50	0.63	0.73	26.98	26.44	20.98	18.11
300119.SH	瑞普生物	18.71	0.97	0.96	1.17	1.35	19.29	19.49	15.99	13.86
600195.SH	中牧股份	7.03	0.39	0.27	0.41	0.50	18.03	26.04	17.15	14.06
600201.SH	生物股份	6.92	0.25	0.30	0.37	0.44	27.68	23.07	18.70	15.73
平均值							22.99	23.76	18.21	15.44
688526.SH	科前生物	15.19	0.85	0.83	1.04	1.28	17.87	18.20	14.55	11.83

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,064	1,074	1,215	1,383	净利润	396	389	486	598
营业成本	297	387	388	413	折旧与摊销	114	143	147	162
营业税金及附加	7	7	8	9	财务费用	-47	0	0	0
销售费用	155	164	181	209	资产减值损失	96	0	0	0
管理费用	67	70	78	89	经营营运资本变动	4	62	-60	-1
财务费用	-66	14	13	0	其他	-25	-64	-65	0
资产减值损失	-16	0	0	0	经营活动现金流净额	538	529	508	760
投资收益	20	17	15	0	资本支出	-104	-76	-70	-72
公允价值变动损益	-10	50	50	0	其他	-225	-253	15	0
其他经营损益	30	47	55	0	投资活动现金流净额	-329	-329	-56	-72
营业利润	459	447	560	688	短期借款	75	49	79	68
其他非经营损益	-2	0	0	0	长期借款	-140	0	0	0
利润总额	458	447	560	688	股权融资	0	-2	0	0
所得税	62	58	74	90	支付股利	-97	0	0	0
净利润	396	389	486	598	其他	60	-77	0	0
少数股东损益	-0	-0	-0	-1	筹资活动现金流净额	-102	-30	79	68
归属母公司股东净利润	396	389	487	598	现金流量净额	107	171	532	755
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	582	752	1,284	2,039	成长能力				
应收和预付款项	339	360	434	465	销售收入增长率	6.27%	0.92%	13.19%	13.78%
存货	145	209	216	218	营业利润增长率	-1.62%	-2.74%	25.49%	22.75%
其他流动资产	271	271	271	271	净利润增长率	-3.32%	-1.72%	25.04%	22.97%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	1.03%	21.13%	19.37%	18.09%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	842	765	678	577	毛利率	72.09%	63.96%	68.07%	70.12%
无形资产和开发支出	60	61	62	62	三费率	14.62%	23.03%	22.34%	21.52%
其他非流动资产	1,085	1,019	1,019	1,019	净利率	37.18%	36.20%	40.00%	43.23%
资产总计	4,671	5,127	5,662	6,365	ROE	10.32%	9.23%	10.35%	11.29%
短期借款	207	256	335	402	ROA	8.48%	7.59%	8.59%	9.40%
应付和预收款项	165	316	297	294	ROIC	8.02%	8.95%	9.85%	10.47%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	46.80%	56.17%	59.24%	61.48%
其他负债	462	339	327	367	营运能力				
负债合计	834	910	959	1,064	总资产周转率	0.23	0.22	0.23	0.23
股本	466	466	466	466	固定资产周转率	1.27	1.32	1.49	1.75
资本公积	1,141	1,140	1,140	1,140	应收账款周转率	3.25	3.33	3.52	3.47
留存收益	2,204	2,593	3,080	3,678	存货周转率	1.89	2.19	1.83	1.91
归属母公司股东权益	3,836	4,215	4,702	5,300	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	1	资本结构				
股东权益合计	3,838	4,217	4,703	5,301	资产负债率	17.85%	17.75%	16.93%	16.72%
负债和股东权益合计	4,671	5,127	5,662	6,365	带息债务/总负债	35.21%	28.85%	35.64%	38.47%
					流动比率	3.38	3.84	4.33	4.67
					速动比率	2.21	2.26	2.83	3.33
					股利支付率	50.47%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	498	603	720	850	每股收益	0.85	0.83	1.04	1.28
PE	24	18	15	12	每股净资产	8.23	9.04	10.09	11.37
PB	2	2	2	1	每股经营现金	1.15	1.14	1.09	1.63
PS	9	7	6	5	每股股利	0.43	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	19	11	9	6					
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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
