

科前生物 (688526.SH)

24 年业绩整体承压，25Q1 需求边际回暖

下游养殖端景气度逐步向上游传导驱动公司收入利润边际改善。预计下游养殖端盈利时长或好于市场预期，公司盈利有望持续修复。维持“强烈推荐”投资评级。

- 行业竞争加剧，24 年业绩整体承压。公司披露 2024 年报，报告期内，公司实现收入 9.42 亿元 (yoy-11%)、归母净利润 3.82 亿元 (yoy-3.4%)。单四季度来看，公司实现收入 2.76 亿元 (yoy+17%)、归母净利润 1.22 亿元 (yoy+216%)。整体来看，动保需求滞后于下游养殖端景气度回暖，2024 年，行业竞争依然激烈，公司收入、盈利均有一定压力，毛利率下降 8.3 个百分点至 64%，为上市以来的最低水平。
- 下游景气回暖，25Q1 业绩逐步修复。公司披露 2025 年一季报，报告期内，公司实现收入 2.45 亿元 (yoy+20%)、归母净利润 1.08 亿元 (yoy+24%)，毛利率环比回升 2.7 个百分点至 66%。整体来看，受益于下游养殖端景气度逐步向上游传导以及 24Q1 基数较低，公司 25Q1 业绩呈现逐步修复趋势。
- 需求或迎持续回暖，在研产品矩阵丰富。1) 周期视角来看，24 年母猪产能增幅有限，猪价在行业成本线以上运行时长有望好于市场预期，公司动保需求有望保持持续修复趋势。2) 单品视角来看，公司猪瘟、伪狂犬病二联活疫苗 (C 株+HB2000 株) 为新兽药已获得新兽药注册证书，有望凭借一针多防、降低免疫动物应激反应的优势抢占市场份额。此外，公司研发实力强劲，产品矩阵持续完善，有望巩固公司龙头地位。
- 维持“强烈推荐”投资评级。下游养殖端景气度逐步向上游传导驱动公司收入利润边际改善。预计下游养殖端盈利时长或好于市场预期，公司盈利有望持续修复。考虑到行业竞争加剧，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 4.13 亿元、4.90 亿元、5.70 亿元，对应 PE 分别为 18/16/13 X，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：猪价回暖不及预期、突发不可控疫情、生产经营风险、与华中农大终止合作研发的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1064	942	1149	1306	1451
同比增长	6%	-11%	22%	14%	11%
营业利润(百万元)	459	439	474	562	654
同比增长	-2%	-4%	8%	19%	16%
归母净利润(百万元)	396	382	413	490	570
同比增长	-3%	-3%	8%	19%	16%
每股收益(元)	0.85	0.82	0.89	1.05	1.22
PE	19.1	19.8	18.3	15.5	13.3
PB	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：公司数据，招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/农林牧渔

目标估值:

当前股价: 16.25 元

基础数据

总股本 (百万股)	466
已上市流通股 (百万股)	466
总市值 (十亿元)	7.6
流通市值 (十亿元)	7.6
每股净资产 (MRQ)	8.7
ROE (TTM)	9.9
资产负债率	12.4%
主要股东 武汉华中农大资产经营有限	
主要股东持股比例	16.73%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《科前生物 (688526) — 24Q2 业绩承压，静待需求拐点》 2024-08-31
- 《科前生物 (688526) — 业绩整体承压，静待后周期需求回暖》 2024-05-06
- 《科前生物 (688526) — 信用减值拖累盈利，静待业绩拐点》 2024-04-02

朱卫华 S1090511030001

✉ zhuweihua@cmschina.com.cn

施腾 S1090522080002

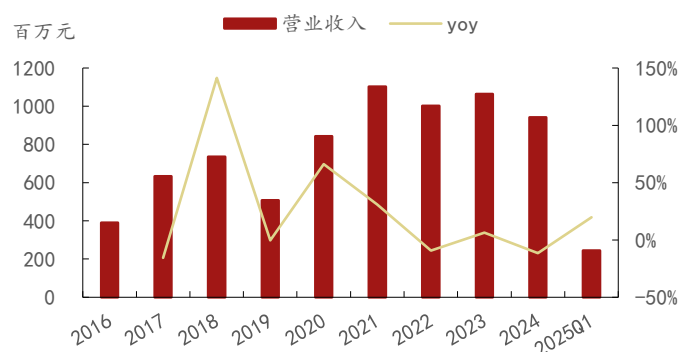
✉ shiteng@cmschina.com.cn

表 1：2022Q4-2025Q1，公司各季度业绩回顾

百万元	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
营业收入	315	280	252	296	237	205	196	265	276	245
YOY	-3.8%	38%	32%	0.9%	-25%	-27%	-22%	-10%	17%	20%
营业成本	78	63	77	76	80	68	79	152	102	84
毛利润	237	216	175	219	157	137	117	113	175	162
毛利率	75%	77%	69%	74%	66%	67%	60%	43%	63%	66%
销售费用	59	42	32	48	34	32	24	37	21	27
管理费用	11	14	20	15	18	11	14	16	21	14
研发费用	36	22	22	21	24	20	21	21	25	21
财务费用	-17	-15	-16	-18	-18	-15	-15	-16	-16	-15
营业利润	144	158	119	136	46	101	73	124	141	126
少数股东损	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5
归母净利润	126	136	104	118	39	87	65	108	122	108

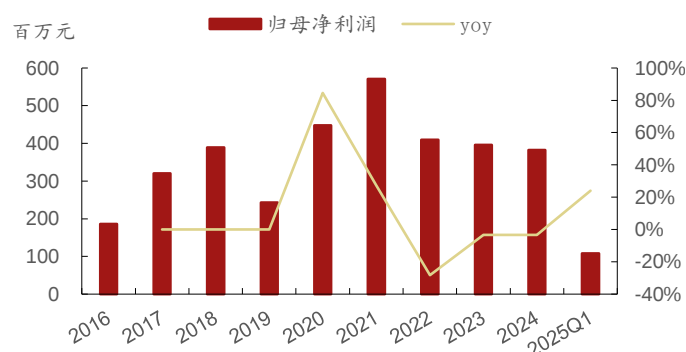
资料来源：公司公告，招商证券

图 1：2016-2025Q1，公司营业收入及其变化情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 2：2016-2025Q1，公司归母净利润及其变化情况



资料来源：公司公告，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2566	2473	2821	3197	3597
现金	582	543	628	812	1038
交易性投资	745	720	720	720	720
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	331	335	408	464	516
其它应收款	4	5	6	7	8
存货	145	126	150	161	169
其他	759	745	909	1033	1147
非流动资产	2105	2023	1949	1884	1828
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	799	735	669	611	562
无形资产商誉	73	76	68	62	55
其他	1233	1212	1212	1211	1211
资产总计	4671	4496	4769	5081	5425
流动负债	758	463	525	555	575
短期借款	207	0	0	0	0
应付账款	165	178	213	229	240
预收账款	158	149	177	191	200
其他	229	137	135	135	135
长期负债	75	89	89	89	89
长期借款	0	0	0	0	0
其他	75	89	89	89	89
负债合计	834	553	615	644	664
股本	466	466	466	466	466
资本公积金	1140	1105	1105	1105	1105
留存收益	2229	2369	2582	2866	3190
少数股东权益	2	2	1	0	(1)
归属于母公司所有者权益	3836	3941	4154	4437	4762
负债及权益合计	4671	4496	4769	5081	5425

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	538	393	280	384	462
净利润	396	381	412	489	569
折旧摊销	113	109	104	94	86
财务费用	(47)	(46)	(5)	(6)	(7)
投资收益	(20)	(7)	(32)	(32)	(32)
营运资金变动	113	(49)	(200)	(162)	(154)
其它	(17)	4	0	0	0
投资活动现金流	(329)	97	2	2	2
资本支出	(105)	(107)	(30)	(30)	(30)
其他投资	(224)	204	32	32	32
筹资活动现金流	(102)	(503)	(197)	(201)	(238)
借款变动	(78)	(339)	(1)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	6	(35)	0	0	0
股利分配	(89)	(200)	(200)	(207)	(245)
其他	58	71	5	6	7
现金净增加额	107	(14)	85	184	226

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1064	942	1149	1306	1451
营业成本	297	341	407	438	459
营业税金及附加	7	6	8	9	10
营业费用	155	114	126	141	152
管理费用	67	62	72	82	91
研发费用	89	86	98	111	123
财务费用	(66)	(62)	(5)	(6)	(7)
资产减值损失	(96)	(28)	0	0	0
公允价值变动收益	(10)	31	15	15	15
其他收益	30	35	10	10	10
投资收益	20	7	7	7	7
营业利润	459	439	474	562	654
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	458	438	473	562	653
所得税	62	57	61	73	85
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	396	382	413	490	570

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	-11%	22%	14%	11%
营业利润	-2%	-4%	8%	19%	16%
归母净利润	-3%	-3%	8%	19%	16%
获利能力					
毛利率	72.1%	63.8%	64.6%	66.4%	68.4%
净利率	37.2%	40.6%	35.9%	37.5%	39.3%
ROE	10.8%	9.8%	10.2%	11.4%	12.4%
ROIC	8.5%	8.1%	10.1%	11.3%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	17.8%	12.3%	12.9%	12.7%	12.2%
净负债比率	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.4	5.3	5.4	5.8	6.3
速动比率	3.2	5.1	5.1	5.5	6.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转率	1.9	2.5	3.0	2.8	2.8
应收账款周转率	2.9	2.8	3.1	3.0	3.0
应付账款周转率	1.5	2.0	2.1	2.0	2.0
每股资料(元)					
EPS	0.85	0.82	0.89	1.05	1.22
每股经营净现金	1.15	0.84	0.60	0.82	0.99
每股净资产	8.23	8.45	8.91	9.52	10.22
每股股利	0.43	0.43	0.44	0.53	0.61
估值比率					
PE	19.1	19.8	18.3	15.5	13.3
PB	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	15.1	15.7	13.2	11.6	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。