

业绩韧性显现，盈利能力持续修复

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2024年年度报告。2024年公司实现营收9.42亿元，同-11.48%；实现归母净利润3.82亿元，同比-3.43%。2025年第一季度，公司实现营业收入2.45亿元，同比增长19.65%；实现归母净利润1.08亿元，同比增长24.08%。
- 点评: 下游周期波动致业绩承压，2024Q4环比改善显韧性。** 2024年，受下游生猪养殖行业周期性波动影响，生猪存栏量下滑，叠加行业竞争加剧，动保产品需求及价格承压，导致公司营收同比下降11.48%。归母净利润降幅小于营收降幅，主要系销售费用有效控制(同比-26.34%)所致。分季度看，Q4营收及归母净利润环比分别增长4.31%和12.74%，显示出边际改善迹象，主要受益于2024年下半年养殖行业盈利状况好转，防疫需求回升以及新品(如圆支二联苗)的逐步放量。
- 研发创新驱动成长，多联疫苗管线值得期待。** 公司坚持创新驱动，2024年研发投入8612万元，研发费用率提升至9.14%。报告期内，公司获得7项新兽药注册证书，包括国家一类新药“猪丁型冠状病毒灭活疫苗”、市场反响良好的“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”(圆支二联苗)等。公司在研管线丰富，尤其在多联多价疫苗领域布局领先。备受市场关注的猪瘟、猪伪狂犬二联活疫苗已获得农业农村部核发的《新兽药注册证书》，上市有望凭借“一针防两病”的优势重塑市场格局。此外，圆环2D亚型苗、腹泻与轮状病毒二联苗、猪传染性胃肠炎-猪流行性腹泻-猪δ冠状病毒三联灭活疫苗等多个潜力品种处于注册或临床阶段，将为公司中长期增长提供强劲动力。公司亦积极布局宠物疫苗(猫三联已上市销售良好)、反刍动物疫苗、非洲猪瘟疫苗等领域，并引入AI辅助疫苗设计，持续巩固技术护城河。
- 养殖企业资金好转，带动动保板块量价齐升。** 2024年全年生猪价格较好，养殖企业资金情况改善，带动动保需求，销量和净利率双向提升。公司通过“直销+经销”模式和专业的技术服务团队，深化与大型养殖集团的合作。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计2025-2027年公司EPS为1.03、1.26、1.44元，对应动态PE16、13、11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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	942	1,108	1,270	1,425
增长率	-11.48%	17.68%	14.55%	12.24%
归属母公司净利润(百万元)	382	480	586	671
增长率	-3.43%	25.63%	22.07%	14.39%
每股收益EPS(元)	0.82	1.03	1.26	1.44
净资产收益率ROE	9.70%	11.48%	13.13%	14.02%
PE	17.43	15.77	12.92	11.29
PB	1.69	1.81	1.70	1.58

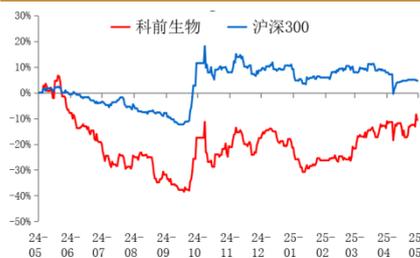
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

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: 010-57758503
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)	11.00-19.56
总市值(亿元)	75.75
总资产(亿元)	46.4
每股净资产(元)	8.72

相关研究

- 科前生物(688526): 营收环比改善, 养殖回温业绩有望增长(2024-11-11)
- 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)

盈利预测

关键假设：

假设 1：兽用生物制品业务。2024 年度全年生猪价格较好，疫苗行业反应有所滞后，公司猪用疫苗业务承压。养殖企业资金好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。预计 2025-2027 销量增速为 10%/10%/10%，销售价格变化为 5%/2%/0%，对应毛利率分别为 70%/73%/73%。

假设 2：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。宠物板块增长迅速，宠物疫苗产品毛利率高，结构优化下预计 2025-2027 销量增速为 60%/60%/40%，对应毛利率分别为 55%/55%/55%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
兽用生物制品	收入	895.96	1039.31	1164.03	1280.43
	增速	-12.75%	16.00%	12%	10%
	成本	312.99	312	314	346
	毛利率	65.07%	70.00%	73.00%	73.00%
其他产品	收入	37.09	59.34	94.95	132.93
	增速	-1.75%	60.00%	60.00%	40.00%
	成本	26.12	26.70	42.73	59.82
	毛利率	29.58%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务	收入	8.88	9.77	10.74	11.82
	增速	-76.09%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	2.29	3.91	4.30	4.73
	毛利率	74.21%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	941.92	1108.43	1269.73	1425.18
	增速	-11.48%	17.68%	14.55%	12.24%
	成本	341.40	342.41	361.31	410.26
	毛利率	63.75%	69.11%	71.54%	71.21%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	942	1,108	1,270	1,425	净利润	381	480	585	670
营业成本	341	342	361	410	折旧与摊销	110	4	8	11
营业税金及附加	6	7	8	9	财务费用	-46	0	0	0
销售费用	114	133	140	143	资产减值损失	28	0	0	0
管理费用	62	72	82	93	经营营运资本变动	-48	-24	-11	-16
财务费用	-62	-54	-53	-67	其他	-33	-10	-16	-15
资产减值损失	-16	0	0	0	经营活动现金流净额	393	450	566	650
投资收益	7	12	15	14	资本支出	-104	-130	-129	-129
公允价值变动损益	31	0	0	0	其他	201	-99	15	14
其他经营损益	35	33	40	47	投资活动现金流净额	97	-229	-114	-115
营业利润	439	551	674	770	短期借款	-207	0	0	0
其他非经营损益	-1	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
利润总额	438	551	674	770	股权融资	0	0	0	0
所得税	57	71	89	100	支付股利	-205	-251	-306	-350
净利润	381	480	585	670	其他	-92	12	0	0
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	筹资活动现金流净额	-503	-239	-306	-350
归属母公司股东净利润	382	480	586	671	现金流量净额	-14	-18	146	185
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	543	526	672	857	成长能力				
应收和预付款项	338	404	440	508	销售收入增长率	-11.48%	17.68%	14.55%	12.24%
存货	126	171	163	180	营业利润增长率	-4.42%	25.54%	22.34%	14.19%
其他流动资产	53	53	53	53	净利润增长率	-3.43%	25.63%	22.07%	14.39%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	-9.25%	10.74%	25.71%	13.49%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	869	995	1,118	1,236	毛利率	63.76%	69.11%	71.54%	71.21%
无形资产和开发支出	65	65	65	65	三费率	12.11%	13.60%	13.31%	11.79%
其他非流动资产	1,009	1,020	1,020	1,020	净利率	40.50%	43.28%	46.11%	46.98%
资产总计	4,496	4,818	5,123	5,515	ROE	9.70%	11.48%	13.13%	14.02%
短期借款	0	0	0	0	ROA	8.32%	10.30%	11.78%	12.59%
应付和预收款项	178	229	210	242	ROIC	7.54%	10.31%	12.07%	12.75%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	47.97%	45.14%	49.54%	50.09%
其他负债	375	404	447	488	营运能力				
负债合计	553	632	657	730	总资产周转率	0.21	0.24	0.26	0.27
股本	466	466	466	466	固定资产周转率	1.23	1.47	1.61	1.74
资本公积	1,140	1,140	1,140	1,140	应收账款周转率	2.83	3.16	3.22	3.15
留存收益	2,387	2,616	2,897	3,218	存货周转率	2.53	2.31	2.16	2.39
归属母公司股东权益	3,941	4,184	4,465	4,786	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	2	1	1	-1	资本结构				
股东权益合计	3,943	4,186	4,465	4,785	资产负债率	12.30%	13.13%	12.83%	13.24%
负债和股东权益合计	4,496	4,818	5,123	5,515	带息债务/总负债	1.25%	1.09%	1.05%	0.95%
					流动比率	5.34	4.90	5.00	4.86
					速动比率	3.50	3.05	3.26	3.29
					股利支付率	52.17%	52.17%	52.17%	52.17%
					每股指标				
					每股收益	0.82	1.03	1.26	1.44
					每股净资产	8.45	8.98	9.58	10.27
					每股经营现金	0.84	0.96	1.21	1.39
					每股股利	0.43	0.54	0.66	0.75
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	452	500	629	714					
PE	17	16	13	11					
PB	2	2	2	2					
PS	7	7	6	5					
EV/EBITDA	14	14	11	9					
股息率	3.01%	3.31%	4.04%	4.62%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所
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

西南证券研究院

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	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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	资深销售经理	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
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	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