

科前生物（688526）

需求延续&产品推陈出新，25H1 业绩亮眼

事件：

公司 25 年半年度实现营收 4.87 亿元，同比+21.7%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比+44.1%。其中，单 Q2 实现营业收入 2.42 亿元，同比+23.8%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比+70.8%。

我们的分析和判断：

1、下游养殖企业盈利持续动保需求有所增量

25H1 养殖端盈利改善，同比实现扭亏为盈，带动动保需求保持良好态势。批签发方面，25H1 同比增长 17%，其中 25Q2 与 Q1 基本持平，25Q2 较 24Q4 增长 9%。从产品结构看，25H1 圆环、腹泻苗批签发量同比增超 50%，伪狂、猪瘟苗增速介于 35%-45%。单 Q2 来看，圆环、伪狂苗环比保持超 10%增长，而口蹄疫疫苗因季节性因素环比下降超 40%。

2、25H1 公司疫苗产品销售情况持续改善

25H1 公司疫苗签发量同比增长 43%，其中猪瘟、腹泻和圆环疫苗增速显著，分别达到 50%、85%和 153%，主要受益于行业需求旺盛以及猪丁型冠状病毒灭活疫苗、圆支二联苗等新产品的迭代推动；25Q2 签发量环比继续增长 19%，猪瘟和腹泻疫苗保持环比上升。盈利方面，随着销量增长带来摊销下降，公司期间费用率在 25Q2 未降至 19.47%，较 25Q1 和 24Q4 分别降低 0.1 和 1.8 个百分点，推动盈利持续改善：25H1 毛利率和净利率分别为 67%与 45%，25Q2 在下游盈利收窄的背景下仍逆势提升至 69%和 46%，环比各增 2.8 和 2.1 个百分点，凸显出公司较强的盈利韧性。

3、强研发能力助力公司新品频出

面对产品同质化竞争加剧，公司盈利更依赖新产品的持续推出。为此，公司持续加大研发投入，25Q2 未研发费用占比升至 9.34%，较 24Q4 未提升 0.2 个百分点，研发增强效果已逐步显现。今年以来，公司陆续推出牛支原体活疫苗、猪瘟-伪狂二联苗、传腹冠状病毒三联灭活苗等多款新产品。其中，大单品猪瘟-伪狂犬二联苗已上市销售，该联苗在减少免疫次数、降低免疫应激的情况下，实现一针防两病的效果。在新赛道方面，公司积极布局宠物和反刍动物疫苗市场，未来均有新产品计划，以突破传统猪用、禽用疫苗市场的激烈竞争，开拓新的增长空间。

4、投资建议

基于：1）行业层面，2024 年动保行业虽因同质化竞争陷入价格战，但随着部分企业退出，价格战或已渐近尾声，行业有望迎来修复；且在政策托底背景下，亦有助于控制养殖亏损，免疫积极性延续将支撑动保需求。2）公司层面，今年多款迭代新品预计陆续上市，核心竞争力与盈利水平有望同步提升。我们预计公司 2025-2027 年收入 12.2/13.1/15.7 亿元，同比+29%/+8%/19%；实现归母净利润 4.5/5.2/6.3 亿元，同比+17%/+15%/+22%，对应当前市值 PE 为 20/17/14 倍。维持“买入”评级。

风险提示：生猪价格变化超出预期；新品推出节奏不达预期；市场竞争进一步加剧；经营资质的行政许可风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,064.07	941.92	1,217.63	1,310.34	1,565.03
增长率(%)	6.27	(11.48)	29.27	7.61	19.44
EBITDA(百万元)	676.78	580.58	633.66	708.09	848.73
归属母公司净利润(百万元)	395.93	382.35	449.04	516.86	632.69
增长率(%)	(3.32)	(3.43)	17.44	15.10	22.41
EPS(元/股)	0.85	0.82	0.96	1.11	1.36
市盈率(P/E)	22.76	23.57	20.07	17.43	14.24
市净率(P/B)	2.35	2.29	2.14	2.02	1.88
市销率(P/S)	8.47	9.57	7.40	6.88	5.76
EV/EBITDA	10.04	6.28	10.92	8.17	8.37

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 08 月 27 日

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	466.13
流通 A 股股本(百万股)	466.13
A 股总市值(百万元)	9,010.26
流通 A 股市值(百万元)	9,010.26
每股净资产(元)	8.70
资产负债率(%)	11.37
一年内最高/最低(元)	20.39/11.00

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	wuli1@tfzq.com
陈潇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002	chenx@tfzq.com
陈炼	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080003	chenlian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《科前生物-半年报点评:抢开市场逆周期实现量利双升，非瘟疫苗/宠物动保打开新市场空间》 2023-08-29
- 2 《科前生物-公司点评:拟与华中农大签订非瘟疫苗合作研发协议，重视非瘟疫苗带来的市场空间！》 2023-06-20
- 3 《科前生物-年报点评报告:利润同比显著修复，重视非瘟疫苗带来的市场空间！》 2023-04-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	581.74	543.48	608.82	987.67	782.51
应收票据及应收账款	331.41	334.76	374.82	497.92	538.67
预付账款	7.69	2.86	16.67	3.29	16.98
存货	144.80	125.60	194.10	157.79	225.12
其他	1,500.44	1,466.39	2,828.32	1,540.75	3,142.96
流动资产合计	2,566.09	2,473.08	4,022.72	3,187.43	4,706.24
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	799.01	734.74	699.33	673.64	621.64
在建工程	43.05	134.51	67.26	187.08	130.96
无形资产	60.03	65.10	61.07	57.03	53.00
其他	1,203.08	1,088.39	1,001.21	1,000.83	1,000.44
非流动资产合计	2,105.16	2,022.74	1,828.87	1,918.57	1,806.04
资产总计	4,671.25	4,495.82	5,851.58	5,106.01	6,512.28
短期借款	206.65	0.00	783.13	0.00	1,112.31
应付票据及应付账款	165.03	178.26	37.27	50.08	55.15
其他	228.97	136.63	690.52	490.69	431.19
流动负债合计	600.65	314.90	1,510.92	540.78	1,598.64
长期借款	0.00	0.00	35.88	0.00	41.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	75.34	89.30	92.87	96.30	88.45
非流动负债合计	75.34	89.30	128.75	96.30	130.32
负债合计	833.59	552.80	1,639.67	637.07	1,728.96
少数股东权益	2.03	2.05	2.05	2.05	2.05
股本	466.17	466.13	466.13	466.13	466.13
资本公积	1,140.62	1,140.13	1,140.13	1,140.13	1,140.13
留存收益	2,204.08	2,386.62	2,611.14	2,869.57	3,185.91
其他	24.76	(51.91)	(7.53)	(8.95)	(10.91)
股东权益合计	3,837.66	3,943.02	4,211.92	4,468.93	4,783.32
负债和股东权益总计	4,671.25	4,495.82	5,851.58	5,106.01	6,512.28

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	395.58	381.49	449.04	516.86	632.69
折旧摊销	113.47	108.56	106.70	109.91	112.15
财务费用	(47.42)	(45.88)	(0.05)	(6.71)	(1.44)
投资损失	(19.53)	(6.62)	(10.93)	(12.36)	(9.97)
营运资金变动	(639.22)	269.03	(1,217.02)	970.20	(1,742.34)
其它	735.15	(313.90)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	538.03	392.68	(672.26)	1,577.90	(1,008.91)
资本支出	110.16	123.23	(3.57)	196.57	7.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(439.16)	(26.64)	23.61	(323.46)	(41.41)
投资活动现金流	(329.00)	96.59	20.04	(126.89)	(33.56)
债权融资	81.75	(224.83)	897.71	(812.30)	1,155.61
股权融资	(168.49)	(276.68)	(180.15)	(259.85)	(318.30)
其他	(15.69)	(1.67)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(102.43)	(503.18)	717.56	(1,072.15)	837.31
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	106.61	(13.91)	65.34	378.86	(205.16)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,064.07	941.92	1,217.63	1,310.34	1,565.03
营业成本	296.95	341.39	377.04	375.24	421.26
营业税金及附加	6.84	6.18	7.98	8.59	10.26
销售费用	154.84	114.05	140.03	150.69	179.98
管理费用	67.04	61.64	73.06	78.62	93.90
研发费用	88.51	86.12	103.50	111.38	133.03
财务费用	(66.35)	(61.58)	(0.05)	(6.71)	(1.44)
资产/信用减值损失	(96.16)	(28.47)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	(10.19)	30.99	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.53	6.62	10.93	12.36	9.97
其他	143.94	(53.85)	0.00	0.00	0.00
营业利润	459.13	438.85	517.01	594.89	728.01
营业外收入	0.13	0.17	0.07	0.12	0.12
营业外支出	1.69	0.88	0.94	0.91	0.91
利润总额	457.58	438.13	516.14	594.10	727.23
所得税	62.00	56.64	67.10	77.23	94.54
净利润	395.58	381.49	449.04	516.86	632.69
少数股东损益	(0.35)	(0.86)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	395.93	382.35	449.04	516.86	632.69
每股收益（元）	0.85	0.82	0.96	1.11	1.36

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.27%	-11.48%	29.27%	7.61%	19.44%
营业利润	-1.62%	-4.42%	17.81%	15.06%	22.38%
归属于母公司净利润	-3.32%	-3.43%	17.44%	15.10%	22.41%
获利能力					
毛利率	72.09%	63.76%	69.04%	71.36%	73.08%
净利率	37.21%	40.59%	36.88%	39.45%	40.43%
ROE	10.32%	9.70%	10.67%	11.57%	13.23%
ROIC	36.54%	29.07%	48.68%	24.12%	50.91%
偿债能力					
资产负债率	17.85%	12.30%	28.02%	12.48%	26.55%
净负债率	-7.66%	-13.75%	6.89%	-20.31%	9.44%
流动比率	3.38	5.34	2.66	5.89	2.94
速动比率	3.19	5.06	2.53	5.60	2.80
营运能力					
应收账款周转率	2.88	2.83	3.43	3.00	3.02
存货周转率	6.77	6.97	7.62	7.45	8.17
总资产周转率	0.23	0.21	0.24	0.24	0.27
每股指标（元）					
每股收益	0.85	0.82	0.96	1.11	1.36
每股经营现金流	1.15	0.84	-1.44	3.39	-2.16
每股净资产	8.23	8.45	9.03	9.58	10.26
估值比率					
市盈率	22.76	23.57	20.07	17.43	14.24
市净率	2.35	2.29	2.14	2.02	1.88
EV/EBITDA	10.04	6.28	10.92	8.17	8.37
EV/EBIT	12.06	7.71	13.14	9.67	9.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com