

科前生物 (688526.SH)

下游养殖盈利改善, 公司 25H1 业绩持续修复

下游养殖端盈利改善逐步 & 产品矩阵丰富, 公司收入利润边际改善。反内卷或提振 26 年猪价中枢, 公司盈利有望持续修复。维持“强烈推荐”投资评级。

- 下游养殖盈利改善, 公司 25H1 业绩持续修复。公司披露 2025 半年报, 报告期内, 公司实现收入 4.87 亿元 (yoy+22%)、归母净利润 2.20 亿元 (yoy+44%)。单二季度来看, 公司实现收入 2.42 亿元 (yoy+24%)、归母净利润 1.12 亿元 (yoy+71%)。整体来看, 在原料成本下行背景下, 下游养殖端盈利改善, 公司作为猪用疫苗龙头, 盈利水平环比呈现持续修复趋势。
- 需求修复 & 产品矩阵丰富, 毛利率环比改善。一方面, 受饲料原料价格下行影响, 下游养殖端仍实现一定盈利, 现金流改善明显, 传导至上游动保行业景气呈现修复趋势, 25Q2, 公司毛利率环比提升 2.83 个百分点至 68.7%, 连续 2 个季度环比改善。另一方面, 25H1, 公司获得以国家一类新药“牛支原体活疫苗 (HB150 株)”为代表的 4 项新药兽药注册证书, 其中猪用疫苗包含猪瘟/猪伪狂犬病二联活疫苗, 猪传染性胃肠炎/猪流行性腹泻/猪丁型冠状病毒感染三联灭活疫苗。新品的推出在贡献利润增量的同时也有利于推动毛利率修复。
- 反内卷或提振猪价, 动保需求有望修复。反内卷背景下, 政策端基于提振 CPI 的目标着手调控母猪产能, 根据农业农村部数据, 7 月末, 全国能繁母猪存栏 4042 万头, 环比下降 1 万头、降幅 0.02%, 生猪反内卷成效渐现。我们认为, 动保需求和下游养殖端景气度密切相关, 下游养殖端景气改善或提振公司动保需求。
- 维持“强烈推荐”投资评级。下游养殖端盈利改善逐步向上游传导, 驱动公司收入利润边际改善。反内卷或提振 26 年猪价中枢, 公司盈利有望持续修复。考虑到下游养殖端景气改善, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 4.45 亿元、5.09 亿元、5.91 亿元, 对应 PE 分别为 19/17/15 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	1171	1338	1486
同比增长	6%	-11%	24%	14%	11%
营业利润(百万元)	459	439	511	584	679
同比增长	-2%	-4%	16%	14%	16%
归母净利润(百万元)	396	382	445	509	591
同比增长	-3%	-3%	16%	14%	16%
每股收益(元)	0.85	0.82	0.95	1.09	1.27
PE	21.6	22.4	19.3	16.8	14.5
PB	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8

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

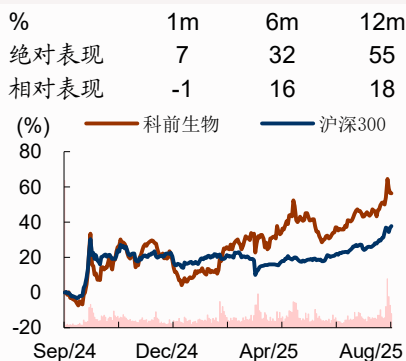
目标估值:

当前股价: 18.38 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)	8.6
流通市值 (十亿元)	8.6
每股净资产 (MRQ)	8.7
ROE (TTM)	11.1
资产负债率	11.4%
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

- 1、《科前生物 (688526) —24 年业绩整体承压, 25Q1 需求边际回暖》2025-05-06
- 2、《科前生物 (688526) —24Q2 业绩承压, 静待需求拐点》2024-08-31
- 3、《科前生物 (688526) —业绩整体承压, 静待后周期需求回暖》2024-05-06

朱卫华 S1090511030001

✉ zhuweihua@cmschina.com.cn

施腾 S1090522080002

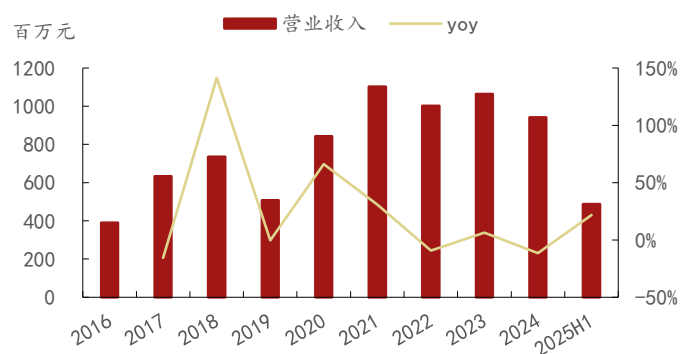
✉ shiteng@cmschina.com.cn

表 1：2023Q1-2025Q2，公司各季度业绩回顾

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
营业收入	280	252	296	237	205	196	265	276	245	242
YOY	38%	32%	0.9%	-25%	-27%	-22%	-10%	17%	20%	24%
营业成本	63	77	76	80	68	79	152	102	84	76
毛利润	216	175	219	157	137	117	113	175	162	166
毛利率	77%	69%	74%	66%	67%	60%	43%	63%	66%	69%
销售费用	42	32	48	34	32	24	37	21	27	24
管理费用	14	20	15	18	11	14	16	21	14	15
研发费用	22	22	21	24	20	21	21	25	21	24
财务费用	-15	-16	-18	-18	-15	-15	-16	-16	-15	-16
营业利润	158	119	136	46	101	73	124	141	126	128
少数股东损	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.2
归母净利润	136	104	118	39	87	65	108	122	108	112

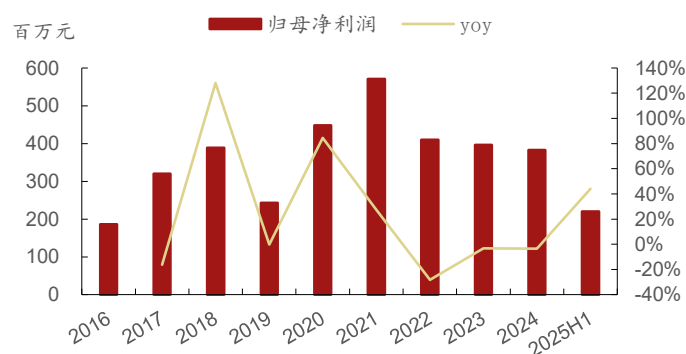
资料来源：公司公告，招商证券

图 1：2016-2025H1，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 2：2016-2025H1，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	2849	3241	3653
现金	582	543	633	816	1050
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	416	476	528
其它应收款	4	5	6	7	8
存货	145	126	149	165	173
其他	759	745	926	1058	1175
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	4798	5126	5482
流动负债	758	463	522	565	585
短期借款	207	0	0	0	0
应付账款	165	178	211	234	245
预收账款	158	149	176	195	204
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	611	654	674
股本	466	466	466	466	466
资本公积金	1140	1105	1105	1105	1105
留存收益	2229	2369	2614	2900	3237
少数股东权益	2	2	1	(0)	(1)
归属于母公司所有者权益	3836	3941	4185	4472	4809
负债及权益合计	4671	4496	4798	5126	5482

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	538	393	275	398	480
净利润	396	381	444	507	590
折旧摊销	113	109	104	94	86
财务费用	(47)	(46)	(5)	(6)	(7)
投资收益	(20)	(7)	(42)	(32)	(32)
营运资金变动	113	(49)	(227)	(166)	(158)
其它	(17)	4	0	0	0
投资活动现金流	(329)	97	12	2	2
资本支出	(105)	(107)	(30)	(30)	(30)
其他投资	(224)	204	42	32	32
筹资活动现金流	(102)	(503)	(197)	(217)	(247)
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)	(222)	(254)
其他	58	71	5	6	7
现金净增加额	107	(14)	89	183	234

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1064	942	1171	1338	1486
营业成本	297	341	404	449	470
营业税金及附加	7	6	8	9	10
营业费用	155	114	123	138	149
管理费用	67	62	73	83	92
研发费用	89	86	100	114	126
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	25	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	511	584	679
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	510	583	678
所得税	62	57	66	76	88
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	396	382	445	509	591

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	-11%	24%	14%	11%
营业利润	-2%	-4%	16%	14%	16%
归母净利润	-3%	-3%	16%	14%	16%
获利能力					
毛利率	72.1%	63.8%	65.5%	66.5%	68.4%
净利率	37.2%	40.6%	38.0%	38.0%	39.8%
ROE	10.8%	9.8%	10.9%	11.7%	12.7%
ROIC	8.5%	8.1%	10.8%	11.6%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	17.8%	12.3%	12.7%	12.8%	12.3%
净负债比率	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.4	5.3	5.5	5.7	6.2
速动比率	3.2	5.1	5.2	5.4	5.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.9	2.5	2.9	2.9	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	0.95	1.09	1.27
每股经营净现金	1.15	0.84	0.59	0.85	1.03
每股净资产	8.23	8.45	8.98	9.59	10.32
每股股利	0.43	0.43	0.48	0.55	0.63
估值比率					
PE	21.6	22.4	19.3	16.8	14.5
PB	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	17.0	17.7	14.0	12.7	11.3

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。