

欧林生物 (688319. SH)

利润端短期承压，研发管线进入收获期

增持

核心观点

前三季度营收同比持平。公司2023Q1-3实现营收3.52亿元(同比-5.0%)，归母净利润3028万元(同比-24.6%)，扣非归母净利润1893万元(同比-45.9%)。

分季度看，2023Q1/Q2/Q3单季度分别实现营收0.67/1.66/1.19亿元，分别同比+24.9%/-7.2%/-13.7%；分别实现归母净利润385万元/2469/174万元，分别同比+156.6%/-34.8%/-81.0%，其中Q3归母净利润下降主要由于收入同比下降及管理费用增加等原因。

毛利率保持稳定，费用率提升。2023年前三季度公司销售毛利率92.9%(同比+0.22pp，与2022年全年水平持平)、净利率10.8%(同比-2.24pp，较2022年全年水平+3.74pp)。

费用率方面，销售费用率45.5%(-0.04pp)、管理费用率16.5%(+4.04pp)、研发费用率22.8%(+3.86pp)、财务费用率0.83%(+0.55pp)，期间费用率合计85.6%(+8.42pp)，主要因股份支付及研发投入强度进一步提升。

金葡菌疫苗三期临床有序推进。耐药金葡菌是WHO认定的“超级细菌”，可导致严重院内感染，国内是高发区域，近几年平均检出率30%左右。耐药性导致现有抗生素治疗方案效果不佳，预防性疫苗是控制其传播的有效手段，目前尚无商业化产品上市，Pfizer和Merck等海外巨头都曾在临床后期失败，公司与陆军军医大合作开发重组金葡菌疫苗，总结海外临床失败经验，采取“多价+多剂次+佐剂”的优化抗原和免疫程序设计，目前已启动Ph3临床，有望于2025年上市，进度全球领先。

投资建议：欧林生物是一家“小而美”的民营疫苗企业，依托老产品破伤风疫苗开辟成人新市场，随着国内政策不断完善，成人破伤风疫苗市场有望进一步扩容；AC-Hib三联苗于2023年初报产，预计获批在即，有望进一步丰富公司儿童疫苗产品管线，贡献业绩增量；长期布局“超级细菌”疫苗管线，重组金葡菌启动Ph3临床，全球进度领先，有望填补业界空白。根据公司三季度报告，我们对盈利预测进行调整，预计2023-2025年公司归母净利润分别为0.62/1.22/2.03亿元(前值为0.71/1.34/2.24亿元)，目前股价对应PE为130/66/40x，维持“增持”评级。

风险提示：产品销售不达预期的风险，在研管线失败的风险等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	487	547	606	833	1,114
(+/-%)	52.2%	12.4%	10.7%	37.5%	33.7%
净利润(百万元)	108	27	62	122	203
(+/-%)	198.8%	-75.4%	133.5%	96.2%	67.1%
每股收益(元)	0.27	0.07	0.15	0.30	0.50
EBIT Margin	20.9%	5.6%	12.9%	17.6%	22.0%
净资产收益率(ROE)	12.8%	3.0%	6.6%	11.6%	16.5%
市盈率(PE)	74.7	303.4	130.0	66.2	39.6
EV/EBITDA	67.6	154.2	85.7	49.3	31.4
市净率(PB)	9.55	9.15	8.58	7.67	6.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师：张佳博	证券分析师：陈益凌
021-60375487	021-60933167
zhangjiabo@guosen.com.cn	chenyiling@guosen.com.cn
S0980523050001	S0980519010002

证券分析师：马千里

010-88005445	maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001	

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	19.90元
总市值/流通市值	8083/5736百万元
52周最高价/最低价	25.00/13.52元
近3个月日均成交额	48.85百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

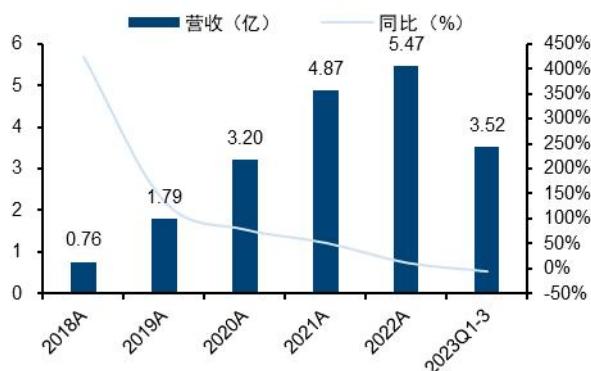
相关研究报告

《欧林生物(688319.SH)-加大研发投入，金葡菌疫苗三期临床有序推进》——2023-08-21

前三季度营收同比持平。公司 2023Q1-3 实现营收 3.52 亿元（同比-5.0%），归母净利润 3028 万元（同比-24.6%），扣非归母净利润 1893 万元（同比-45.9%）。

分季度看，2023Q1/Q2/Q3 单季度分别实现营收 0.67/1.66/1.19 亿元，分别同比+24.9%/-7.2%/-13.7%；分别实现归母净利润 385 万元/2469/174 万元，分别同比+156.6%/-34.8%/-81.0%，其中 Q3 归母净利润下降主要由于收入同比下降及管理费用增加等原因。

图1：欧林生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



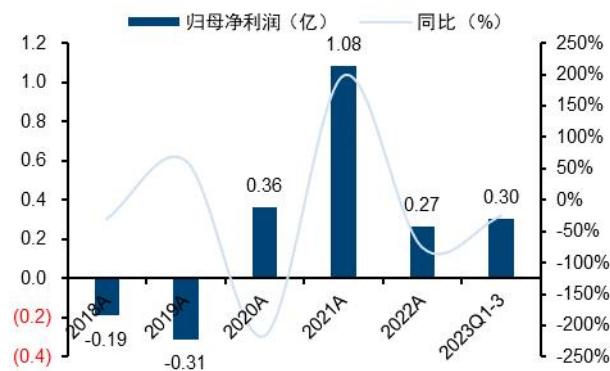
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：欧林生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



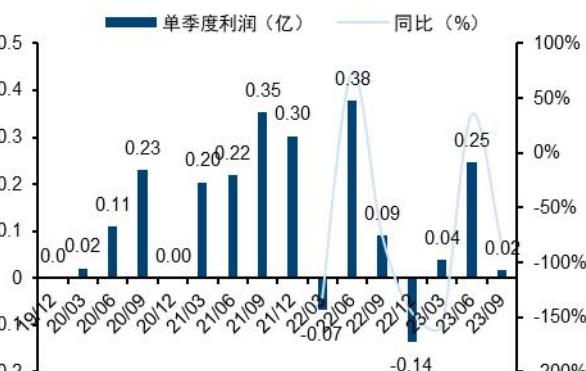
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：欧林生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：欧林生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率保持稳定，费用率提升。2023 年前三季度公司销售毛利率 92.9%（同比+0.22pp，与 2022 年全年水平持平）、净利率 10.8%（同比-2.24pp，较 2022 年全年水平+3.74pp）；销售费用率 45.5%（-0.04pp）、管理费用率 16.5%（+4.04pp）、研发费用率 22.8%（+3.86pp）、财务费用率 0.83%（+0.55pp），期间费用率合计 85.6%（+8.42pp），主要因股份支付及研发投入强度进一步提升。

图5: 欧林生物毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 欧林生物期间费用率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：欧林生物是一家“小而美”的民营疫苗企业，依托老产品破伤风疫苗开辟成人新市场，随着国内政策不断完善，成人破伤风疫苗市场有望进一步扩容；AC-Hib 三联苗于 2023 年初报产，预计获批在即，有望进一步丰富公司儿童疫苗产品管线，贡献业绩增量；长期布局“超级细菌”疫苗管线，重组金葡菌启动 Ph3 临床，全球进度领先，有望填补业界空白。根据公司三季度报告，我们对盈利预测进行调整，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.62/1.22/2.03 亿元（前值为 0.71/1.34/2.24 亿元），目前股价对应 PE 为 130/66/40x，维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值

代码	公司	股价 231031	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)					PE			ROE 22A	PEG 23E
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
688276.SH	百克生物	63.60	263	1.82	4.57	6.95	9.30	157	57	38	28	5.1	0.9
300142.SZ	沃森生物	23.28	374	7.29	10.82	12.49	14.81	89	35	30	25	8.0	1.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

注：百克生物、沃森生物盈利预测为 Wind 一致预测

风险提示

产品销售不达预期的风险，在研管线失败的风险等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	254	269	275	244	241	营业收入	487	547	606	833	1114
应收款项	344	495	447	652	901	营业成本	30	39	44	56	70
存货净额	75	79	54	62	79	营业税金及附加	3	4	4	6	7
其他流动资产	2	3	8	6	10	销售费用	246	288	267	358	468
流动资产合计	875	936	784	965	1231	管理费用	51	64	92	117	146
固定资产	252	369	447	540	642	研发费用	56	122	121	150	178
无形资产及其他	14	18	17	16	15	财务费用	(0)	1	(3)	(4)	(2)
投资性房地产	71	156	156	156	156	投资收益	4	4	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	(4)	(2)	(1)	(2)
资产总计	1212	1479	1405	1677	2044	其他收入	(61)	(110)	(125)	(154)	(181)
短期借款及交易性金融负债	35	95	8	37	66	营业利润	102	42	78	148	245
应付款项	34	81	38	44	56	营业外净收支	6	2	4	4	3
其他流动负债	272	350	340	460	596	利润总额	107	44	82	152	248
流动负债合计	342	525	387	540	718	所得税费用	(1)	17	20	30	45
长期借款及应付债券	0	30	30	30	30	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	32	38	44	51	归属于母公司净利润	108	27	62	122	203
长期负债合计	26	62	68	74	81	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	367	587	455	615	799	净利润	108	27	62	122	203
少数股东权益	0	10	10	10	10	资产减值准备	(4)	5	3	2	2
股东权益	845	882	940	1052	1235	折旧摊销	23	25	21	30	37
负债和股东权益总计	1212	1479	1405	1677	2044	公允价值变动损失	(1)	4	2	1	2
						财务费用	(0)	1	(3)	(4)	(2)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(127)	(106)	25	(78)	(112)
每股收益	0.27	0.07	0.15	0.30	0.50	其它	4	(5)	(3)	(2)	(2)
每股红利	0.00	0.01	0.01	0.02	0.05	经营活动现金流	2	(50)	110	75	130
每股净资产	2.08	2.18	2.32	2.60	3.05	资本开支	0	(143)	(103)	(124)	(143)
ROIC	19.26%	2.29%	7%	12%	16%	其它投资现金流	(190)	110	90	0	0
ROE	12.78%	3.01%	7%	12%	16%	投资活动现金流	(190)	(33)	(13)	(124)	(143)
毛利率	94%	93%	93%	93%	94%	权益性融资	0	18	0	0	0
EBIT Margin	21%	6%	13%	18%	22%	负债净变化	0	30	0	0	0
EBITDA Margin	26%	10%	16%	21%	25%	支付股利、利息	(1)	(4)	(4)	(9)	(20)
收入增长	52%	12%	11%	37%	34%	其它融资现金流	340	29	(87)	28	30
净利润增长率	199%	-75%	134%	96%	67%	融资活动现金流	338	98	(91)	19	9
资产负债率	30%	40%	33%	37%	40%	现金净变动	150	15	6	(31)	(3)
股息率	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	货币资金的期初余额	104	254	269	275	244
P/E	74.7	303.4	130.0	66.2	39.6	货币资金的期末余额	254	269	275	244	241
P/B	9.5	9.1	8.6	7.7	6.5	企业自由现金流	0	(205)	2	(56)	(17)
EV/EBITDA	67.6	154.2	85.7	49.3	31.4	权益自由现金流	0	(146)	(82)	(25)	14

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032