

欧林生物 (688319.SH)

研发持续投入，金葡萄疫苗三期临床推进中

增持

核心观点

破伤风疫苗产品销售稳健，利润端短期承压。2023年，公司实现营收4.96亿元（同比-9.4%），归母净利润1756万元（同比-33.9%），扣非归母净利润339万元（同比+370.1%），利润端承压主要系市场竞争激烈，部分产品销售不及预期并导致存货报废减值，政府补助同比减少，研发投入同比大幅增长等原因。2024Q1，公司实现营收7080万元（同比+5.9%），归母净利润-2600万元（同比亏损），扣非归母净利润-2784万元（同比亏损），主要系研发费用中新增四价流感技术转让费2000万元及AC结合疫苗IV期临床费929.5万元，导致当期研发费用同比大幅增长。

分产品看，2023年公司核心品种吸附破伤风疫苗实现销售收入4.63亿元（同比+5.8%），毛利率96.24%（同比+0.6pp）；b型流感嗜血杆菌结合疫苗及A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗分别实现收入2727/388万元，分别同比-50.1%/-95.4%，市场竞争加剧导致两款单苗产品销售有所下滑。

加大研发投入，金葡萄疫苗Ph3临床推进中。2023年，公司研发投入达到1.79亿元，占营收比例达到36.15%，其中费用化研发支出1.15亿元；截至2023年末，公司研发人员数量由上年同期122人增加至140人。围绕WHO公布的“12种最危险的耐药细菌名单”，公司对重组金葡萄疫苗、口服重组幽门螺杆菌疫苗（大肠杆菌）、重组铜绿假单胞菌疫苗及重组鲍曼不动杆菌蛋白疫苗等4个“超级细菌”疫苗进行研究，其中重组金葡萄疫苗正在国内开展Ph3临床研究，进展全球领先。

与科园贸易达成协议，加强AC结合疫苗市场推广。公司与上海医药集团旗下科园贸易签署协议，委托科园贸易2024-2026年在全国范围内进行AC结合疫苗的独家市场推广服务，协议约定科园贸易总推广任务量共计400万剂，疫苗价格以合同履行期间全国各省实际招标/挂网价为准（2022年AC结合疫苗中标价为156元/剂），公司根据约定比例向科园贸易支付推广费。

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，破伤风疫苗市场有望扩容；与上海医药旗下科园贸易达成协议，加强AC结合疫苗市场推广；长期布局“超级细菌”疫苗管线，重组金葡萄疫苗Ph3临床推进中，全球进度领先，有望填补业界空白。根据公司2023年报及2024年一季报情况，我们对盈利预测进行调整，预计2024-2025年公司归母净利润分别为0.79/1.12亿元（前值为1.22/2.03亿元），新增2026年预测值为1.72亿元，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 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 547 | 496 | 658 | 825 | 1,067 |
| (+/-%) | 12.4% | -9.4% | 32.7% | 25.3% | 29.3% |
| 净利润(百万元) | 27 | 18 | 79 | 112 | 172 |
| (+/-%) | -75.4% | -33.9% | 348.0% | 42.0% | 54.4% |
| 每股收益(元) | 0.07 | 0.04 | 0.19 | 0.28 | 0.42 |
| EBIT Margin | 5.6% | 2.0% | 10.4% | 11.8% | 13.7% |
| 净资产收益率(ROE) | 3.0% | 1.9% | 8.0% | 10.5% | 14.4% |
| 市盈率(PE) | 136.3 | 206.8 | 46.2 | 32.5 | 21.1 |
| EV/EBITDA | 75.0 | 116.4 | 48.0 | 35.4 | 26.4 |
| 市净率(PB) | 4.11 | 3.96 | 3.70 | 3.40 | 3.03 |

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

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 | 8.94元 |
| 总市值/流通市值 | 3631/2577百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 25.00/7.06元 |
| 近3个月日均成交额 | 51.09百万元 |

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)-利润端短期承压，研发管线进入收获期》——2023-10-31

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

加大研发投入，利润端有所承压。2023年，公司实现营收4.96亿元（同比-9.4%），归母净利润1756万元（同比-33.9%），扣非归母净利润339万元（同比+370.1%），利润端承压主要系市场竞争激烈，部分产品销售不及预期并导致存货报废减值，政府补助同比减少，研发投入同比大幅增长等原因。

2024Q1，公司实现营收7080万元（同比+5.9%），归母净利润-2600万元（同比亏损），扣非归母净利润-2784万元（同比亏损），主要系研发费用中新增四价流感技术转让费2000万元及AC结合疫苗IV期临床费929.5万元，导致当期研发费用同比大幅增长。

分产品看，2023年公司核心品种吸附破伤风疫苗实现销售收入4.63亿元（同比+5.8%），毛利率96.24%（同比+0.6pp）；b型流感嗜血杆菌结合疫苗及A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗分别实现收入2727/388万元，分别同比-50.1%/-95.4%，市场竞争加剧导致两款单苗产品销售有所下滑。

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

表1: 欧林生物盈利预测 (单位: 亿元)

| 单位: 亿元 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 收入 | 3.20 | 4.87 | 5.48 | 4.96 | 6.58 | 8.25 | 10.67 |
| YOY | 79% | 52% | 13% | -9% | 33% | 25% | 29% |
| 成本 | 0.15 | 0.30 | 0.39 | 0.32 | 0.45 | 0.66 | 0.90 |
| 毛利率 | 95.2% | 93.9% | 92.9% | 93.5% | 93.2% | 92.0% | 91.5% |
| 破伤风疫苗 | | | | | | | |
| 收入 | 2.91 | 3.93 | 4.38 | 4.63 | 5.51 | 6.40 | 7.39 |
| YOY | 124% | 35% | 11% | 6% | 19% | 16% | 15% |
| 成本 | 0.09 | 0.17 | 0.19 | 0.17 | 0.20 | 0.23 | 0.27 |
| 毛利率 | 97% | 96% | 96% | 96% | 96% | 96% | 96% |
| AC 结合疫苗 | | | | | | | |
| 收入 | | 0.60 | 0.54 | 0.04 | 0.78 | 1.56 | 2.34 |
| YOY | | | -10% | -93% | 1910% | 100% | 50% |
| 成本 | | 0.08 | 0.13 | 0.08 | 0.18 | 0.36 | 0.54 |
| 毛利率 | | 86% | 76% | -95% | 77% | 77% | 77% |
| Hib 疫苗 | | | | | | | |
| 收入 | 0.25 | 0.33 | 0.55 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 |
| YOY | -36% | 31% | 68% | -50% | 0% | 0% | 0% |
| 成本 | 0.05 | 0.05 | 0.07 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| 毛利率 | 81% | 86% | 87% | 78% | 78% | 78% | 78% |
| 金葡菌疫苗 | | | | | | | |
| 收入 | | | | | | 0.65 | |
| YOY | | | | | | | |
| 成本 | | | | | | | 0.03 |
| 毛利率 | | | | | | | 95% |
| 管理费用率 | 25.9% | 13.0% | 11.6% | 15.8% | 14.4% | 13.3% | 11.7% |
| 研发费用率 | 13.3% | 12.0% | 22.3% | 23.1% | 16.4% | 14.8% | 12.7% |
| 销售费用率 | 57.4% | 50.4% | 52.7% | 52.0% | 51.3% | 51.4% | 52.8% |
| 财务费用率 | 0.19% | -0.01% | 0.24% | 0.9% | 0.5% | 0.5% | 0.4% |
| 净利润 | 0.36 | 1.08 | 0.27 | 0.18 | 0.79 | 1.12 | 1.72 |
| YoY | | 199% | -75% | -34% | 348% | 42% | 54% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理、预测

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, 破伤风疫苗市场有望扩容; 与上海医药旗下科园贸易达成协议, 加强 AC 结合疫苗市场推广; 长期布局“超级细菌”疫苗管线, 重组金葡菌疫苗 Ph3 临床推进中, 全球进度领先, 有望填补业界空白。根据公司 2023 年报及 2024 年一季报情况, 我们对盈利预测进行调整, 预计 2024-2025 年公司归母净利润分别为 0.79/1.12 亿元 (前值为 1.22/2.03 亿元), 新增 2026 年预测值为 1.72 亿元, 维持“增持”评级。

表2: 可比公司估值

| 代码 | 公司 | 股价 240429 | 总市值 (亿元) | 净利润 (亿元) | | | | PE | | ROE | PEG |
|-----------|------|--------------|-------------|----------|------|------|-------|-----|-----|-----|-----|
| | | | | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E |
| 688276.SH | 百克生物 | 39.99 | 165 | 5.01 | 7.13 | 9.15 | 10.92 | 45 | 23 | 18 | 15 |
| 300841.SZ | 康华生物 | 63.00 | 85 | 5.09 | 7.29 | 8.05 | 9.41 | 21 | 12 | 11 | 9 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及测算

注: 百克生物、康华生物盈利预测为 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) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 269 | 362 | 353 | 317 | 340 | 营业收入 | 547 | 496 | 658 | 825 | 1067 |
| 应收款项 | 495 | 493 | 571 | 761 | 990 | 营业成本 | 39 | 32 | 45 | 66 | 90 |
| 存货净额 | 79 | 72 | 52 | 78 | 121 | 营业税金及附加 | 4 | 3 | 4 | 5 | 7 |
| 其他流动资产 | 3 | 4 | 4 | 5 | 8 | 销售费用 | 288 | 258 | 337 | 424 | 563 |
| 流动资产合计 | 936 | 931 | 980 | 1161 | 1458 | 管理费用 | 64 | 78 | 95 | 111 | 125 |
| 固定资产 | 369 | 421 | 492 | 532 | 543 | 研发费用 | 122 | 115 | 108 | 122 | 136 |
| 无形资产及其他 | 18 | 17 | 16 | 15 | 15 | 财务费用 | 1 | 5 | 3 | 4 | 4 |
| 投资性房地产 | 156 | 244 | 244 | 244 | 244 | 投资收益 | 4 | 1 | 3 | 3 | 2 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (4) | (5) | (2) | (4) | (4) |
| 资产总计 | 1479 | 1613 | 1732 | 1953 | 2260 | 其他收入 | (110) | (113) | (115) | (129) | (144) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 95 | 56 | 62 | 71 | 63 | 营业利润 | 42 | 3 | 59 | 85 | 131 |
| 应付款项 | 81 | 40 | 37 | 56 | 86 | 营业外净收支 | 2 | 13 | 7 | 7 | 9 |
| 其他流动负债 | 350 | 380 | 450 | 581 | 774 | 利润总额 | 44 | 16 | 66 | 92 | 140 |
| 流动负债合计 | 525 | 476 | 549 | 708 | 923 | 所得税费用 | 17 | 4 | 13 | 17 | 22 |
| 长期借款及应付债券 | 30 | 177 | 177 | 177 | 177 | 少数股东损益 | 0 | (6) | (26) | (36) | (55) |
| 其他长期负债 | 32 | 28 | 31 | 34 | 37 | 归属于母公司净利润 | 27 | 18 | 79 | 112 | 172 |
| 长期负债合计 | 62 | 206 | 209 | 212 | 215 | 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 587 | 682 | 757 | 919 | 1138 | 净利润 | 27 | 18 | 79 | 112 | 172 |
| 少数股东权益 | 10 | 14 | (8) | (36) | (77) | 资产减值准备 | 5 | 1 | 4 | 1 | 0 |
| 股东权益 | 882 | 917 | 982 | 1069 | 1199 | 折旧摊销 | 25 | 27 | 23 | 31 | 35 |
| 负债和股东权益总计 | 1479 | 1613 | 1732 | 1953 | 2260 | 公允价值变动损失 | 4 | 5 | 2 | 4 | 4 |
| | | | | | | 财务费用 | 1 | 5 | 3 | 4 | 4 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | (106) | (93) | 15 | (63) | (47) |
| 每股收益 | 0.07 | 0.04 | 0.19 | 0.28 | 0.42 | 其它 | (5) | (5) | (25) | (29) | (42) |
| 每股红利 | 0.01 | 0.01 | 0.03 | 0.06 | 0.10 | 经营活动现金流 | (50) | (48) | 98 | 55 | 123 |
| 每股净资产 | 2.18 | 2.26 | 2.42 | 2.63 | 2.95 | 资本开支 | 0 | (73) | (100) | (75) | (50) |
| ROIC | 2.29% | 0.44% | 4% | 6% | 9% | 其它投资现金流 | 110 | 90 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 3.01% | 1.91% | 8% | 10% | 14% | 投资活动现金流 | 110 | 17 | (100) | (75) | (50) |
| 毛利率 | 93% | 94% | 93% | 92% | 92% | 权益性融资 | 0 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 6% | 2% | 10% | 12% | 14% | 负债净变化 | 30 | 147 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 10% | 7% | 14% | 16% | 17% | 支付股利、利息 | (4) | (6) | (13) | (25) | (42) |
| 收入增长 | 12% | -9% | 33% | 25% | 29% | 其它融资现金流 | (96) | (186) | 6 | 9 | (8) |
| 净利润增长率 | -75% | -34% | 348% | 42% | 54% | 融资活动现金流 | (45) | 124 | (7) | (16) | (50) |
| 资产负债率 | 40% | 43% | 43% | 45% | 47% | 现金净变动 | 15 | 93 | (10) | (36) | 23 |
| 股息率 | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.7% | 1.2% | 货币资金的期初余额 | 254 | 269 | 362 | 353 | 317 |
| P/E | 136.3 | 206.8 | 46.2 | 32.5 | 21.1 | 货币资金的期末余额 | 269 | 362 | 353 | 317 | 340 |
| P/B | 4.1 | 4.0 | 3.7 | 3.4 | 3.0 | 企业自由现金流 | 0 | (132) | (7) | (27) | 61 |
| EV/EBITDA | 75.0 | 116.4 | 48.0 | 35.4 | 26.4 | 权益自由现金流 | 0 | (171) | (3) | (21) | 49 |

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提供。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