

欧林生物 (688319.SH)

短期业绩承压，金葡菌疫苗三期临床入组进度过半

优于大市

核心观点

加大研发投入，利润端有所承压。2024H1，公司实现营收 2.26 亿元（同比-3.0%），主要产品吸附破伤风疫苗销售额实现增长；归母净利润-0.28 亿元（同比-197.9%），扣非归母净利润-0.32 亿元（同比-258.8%），利润端承压主要系研发及管理费用同比大幅增长等因素。其中，研发费用同比增长 81.1%，包括与兰州百灵合作的四价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）项目取得药品临床试验受理通知书，确认技术转让费 2000 万元，以及 AC 结合疫苗 Ph4 临床费用 1160.7 万元；管理费用较上年同期增加约 1376 万元，增量费用主要由股权激励计划产生股份支付费用摊销增长 441.7 万元及根据疫苗生产相关法规要求的验证费用增加 608.4 万元贡献。

分季度看，2024Q1/Q2 公司分别实现营收 0.71/1.55 亿元（分别同比+5.9%/-6.5%，环比+119.6%），归母净利润-0.26/-0.02 亿元（亏损环比收窄）。

在研管线临床有序推进。2024H1，公司研发总投入达到 1.31 亿元，占营收比例达到 57.7%，其中费用化研发支出 0.75 亿元；截至 2024 年 6 月 30 日，公司研发人员数量达到 139 人，占全体员工数量的比例为 29.7%。

围绕 WHO 公布的“12 种最危险的耐药细菌名单”，公司对重组金葡菌疫苗、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，重组金葡菌疫苗正在国内开展 Ph3 临床研究，2024H1 在已有入组医院的基础上，增加临床入组医院至 60 家以上，上半年入组进度已实现过半；口服重组幽门螺杆菌疫苗（大肠杆菌）在澳大利亚获得 Ph1 临床试验许可。

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 2024 半年报情况，我们对盈利预测进行调整，预计 2024-2026 年公司营收为 5.83/7.06/9.19 亿元（前值为 6.58/8.25/10.67 亿元），归母净利润分别为 0.48/0.65/1.33 亿元（前值为 0.79/1.12/1.72 亿元），维持“优于大市”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	583	706	919
(+/-%)	12.4%	-9.4%	17.6%	21.1%	30.1%
净利润(百万元)	27	18	48	65	133
(+/-%)	-75.4%	-33.9%	173.5%	35.5%	104.1%
每股收益(元)	0.07	0.04	0.12	0.16	0.33
EBIT Margin	5.6%	2.0%	7.4%	8.4%	12.5%
净资产收益率(ROE)	3.0%	1.9%	5.0%	6.5%	12.0%
市盈率(PE)	133.6	202.7	74.1	54.7	26.8
EV/EBITDA	73.7	114.4	64.5	48.5	30.6
市净率(PB)	4.03	3.88	3.72	3.53	3.21

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

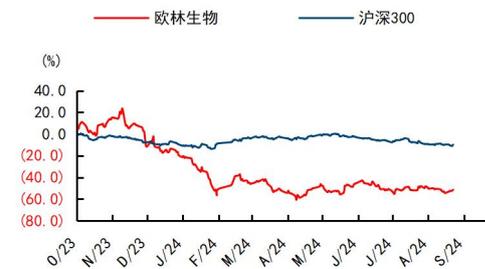
医药生物·生物制品

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
 证券分析师：马千里 010-88005445 cmmaqianli@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980521070001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.85 元
总市值/流通市值	3593/3588 百万元
52 周最高价/最低价	22.88/7.06 元
近 3 个月日均成交额	19.05 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) - 研发持续投入，金葡菌疫苗三期临床推进中》——2024-04-30
- 《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，金葡菌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。2024H1，公司实现营收 2.26 亿元（同比-3.0%），主要产品吸附破伤风疫苗销售额实现增长；归母净利润-0.28 亿元（同比-197.9%），扣非归母净利润-0.32 亿元（同比-258.8%），利润端承压主要系研发及管理费用同比大幅增长等因素。其中，研发费用同比增长 81.1%，包括与兰州百灵合作的四价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）项目取得药品临床试验受理通知书，确认技术转让费 2000 万元，以及 AC 结合疫苗 Ph4 临床费用 1160.7 万元；管理费用较上年同期增加约 1376 万元，增量费用主要由股权激励计划产生股份支付费用摊销增长 441.7 万元及根据疫苗生产相关法规要求的验证费用增加 608.4 万元贡献。

分季度看，2024Q1/Q2 公司分别实现营收 0.71/1.55 亿元（分别同比+5.9%/-6.5%，环比+119.6%），归母净利润-0.26/-0.02 亿元（亏损环比收窄）。

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、%）



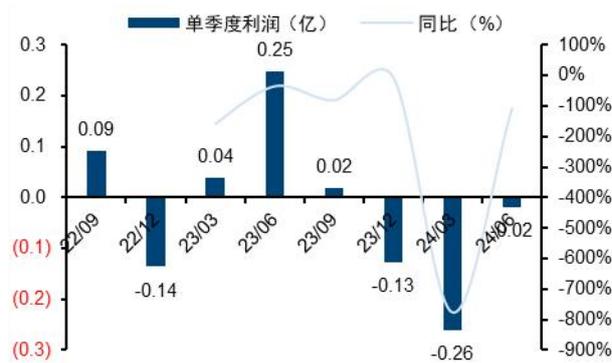
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	5.83	7.06	9.19
	YOY	79%	52%	13%	-9%	18%	21%	30%
成本		0.15	0.30	0.39	0.32	0.39	0.56	0.82
毛利率		95.2%	93.9%	92.9%	93.5%	93.3%	92.0%	91.1%
破伤风疫苗								
收入		2.91	3.93	4.38	4.63	4.91	5.49	6.08
	YOY	124%	35%	11%	6%	6%	12%	11%
成本		0.09	0.17	0.19	0.17	0.18	0.20	0.22
毛利率		97%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
AC 结合疫苗								
收入			0.60	0.54	0.04	0.70	1.40	2.34
	YOY			-10%	-93%	1709%	100%	67%
成本			0.08	0.13	0.08	0.16	0.32	0.54
毛利率			86%	76%	-95%	77%	77%	77%
Hib 疫苗								
收入		0.25	0.33	0.55	0.27	0.20	0.15	0.10
	YOY	-36%	31%	68%	-50%	-27%	-25%	-33%
成本		0.05	0.05	0.07	0.06	0.04	0.03	0.02
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%	15.8%	15.2%	13.3%
研发费用率		13.3%	12.0%	22.3%	23.1%	20.7%	18.4%	15.1%
销售费用率		57.4%	50.4%	52.7%	52.0%	48.6%	49.3%	49.5%
财务费用率		0.19%	-0.01%	0.24%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
净利润		0.36	1.08	0.27	0.18	0.48	0.65	1.33
	YoY		199%	-75%	-34%	173%	36%	104%

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 2024 半年报情况, 我们对盈利预测进行调整, 预计 2024-2026 年公司营收为 5.83/7.06/9.19 亿元 (前值为 6.58/8.25/10.67 亿元), 归母净利润分别为 0.48/0.65/1.33 亿元 (前值为 0.79/1.12/1.72 亿元), 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值

代码	公司	股价 240902	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE	PEG
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E
688276.SH	百克生物	24.35	101	5.01	6.68	8.62	10.54	45	15	12	10	12.5%	0.6
300841.SZ	康华生物	51.97	70	5.09	7.17	7.96	9.02	21	10	9	8	14.5%	0.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注: 百克生物、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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	269	362	343	309	322	营业收入	547	496	583	706	919
应收款项	495	493	506	651	852	营业成本	39	32	39	56	82
存货净额	79	72	40	58	103	营业税金及附加	4	3	4	5	6
其他流动资产	3	4	4	5	7	销售费用	288	258	283	348	455
流动资产合计	936	931	893	1023	1283	管理费用	64	78	93	108	122
固定资产	369	421	492	532	543	研发费用	122	115	121	130	139
无形资产及其他	18	17	16	15	15	财务费用	1	5	3	4	5
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	1645	1814	2085	其他收入	(110)	(113)	(128)	(137)	(147)
短期借款及交易性金融负债	95	56	62	78	87	营业利润	42	3	34	47	99
应付款项	81	40	29	42	73	营业外净收支	2	13	7	7	9
其他流动负债	350	380	389	491	650	利润总额	44	16	40	54	108
流动负债合计	525	476	479	611	810	所得税费用	17	4	8	10	17
长期借款及应付债券	30	177	177	177	177	少数股东损益	0	(6)	(16)	(21)	(42)
其他长期负债	32	28	31	34	37	归属于母公司净利润	27	18	48	65	133
长期负债合计	62	206	209	212	215	现金流量表 (百万元)					
负债合计	587	682	688	822	1025	净利润	27	18	48	65	133
少数股东权益	10	14	1	(16)	(47)	资产减值准备	5	1	4	1	0
股东权益	882	917	957	1007	1107	折旧摊销	25	27	23	31	35
负债和股东权益总计	1479	1613	1645	1814	2085	公允价值变动损失	4	5	2	4	4
关键财务与估值指标						财务费用	1	5	3	4	5
每股收益	0.07	0.04	0.12	0.16	0.33	营运资本变动	(106)	(93)	23	(44)	(53)
每股红利	0.01	0.01	0.02	0.04	0.08	其它	(5)	(5)	(17)	(18)	(32)
每股净资产	2.18	2.26	2.36	2.48	2.73	经营活动现金流	(50)	(48)	83	39	87
ROIC	2.29%	0.44%	3%	4%	7%	资本开支	0	(73)	(100)	(75)	(50)
ROE	3.01%	1.91%	5%	6%	12%	其它投资现金流	110	90	0	0	0
毛利率	93%	94%	93%	92%	91%	投资活动现金流	110	17	(100)	(75)	(50)
EBIT Margin	6%	2%	7%	8%	12%	权益性融资	0	27	0	0	0
EBITDA Margin	10%	7%	11%	13%	16%	负债净变化	30	147	0	0	0
收入增长	12%	-9%	18%	21%	30%	支付股利、利息	(4)	(6)	(8)	(15)	(33)
净利润增长率	-75%	-34%	173%	36%	104%	其它融资现金流	(96)	(186)	6	16	9
资产负债率	40%	43%	42%	44%	47%	融资活动现金流	(45)	124	(2)	1	(23)
股息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.9%	现金净变动	15	93	(19)	(34)	13
P/E	133.6	202.7	74.1	54.7	26.8	货币资金的期初余额	254	269	362	343	309
P/B	4.0	3.9	3.7	3.5	3.2	货币资金的期末余额	269	362	343	309	322
EV/EBITDA	73.7	114.4	64.5	48.5	30.6	企业自由现金流	0	(132)	(20)	(40)	28
						权益自由现金流	0	(171)	(16)	(27)	33

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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所提及的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