



买入（维持）

所属行业：医药生物  
当前价格(元)：20.93

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

陈进

资格编号：S0120521110001

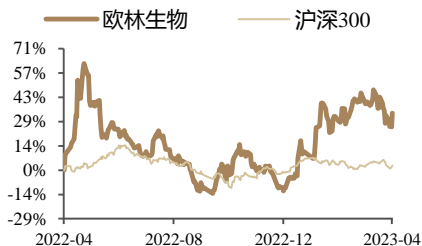
邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.25	-6.16	-23.49
相对涨幅(%)	-6.19	-9.16	-40.39

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《欧林生物(688319.SH)：破伤风持续放量，研发费用提高》，2022.11.2

# 欧林生物(688319.SH)：管线新增重磅品种，更大规模激励方案出台

投资要点

- **事件**：2022年实现收入5.47亿元，同比上升12.4%；实现归母净利润2658万元，同比下滑75.4%；23Q1单季度实现营收6687万元，同比增长24.9%；实现归母净利润385万元，同比增长156.6%；新一轮大规模激励方案出台，总计620万股。
- **22年低点已过，破伤风疫苗23年恢复增长，AC-hib三联苗获受理**。22年公司收入5.47亿元，受疫情影响，同比上升12.4%，核心品种破伤风疫苗销量316万支，同比减少0.9%；b型流感嗜血杆菌结合疫苗(hib)与A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗销量同比增长74%、40%，但基数较小，对营收贡献相对不明显。2023年2月，公司下一个核心现金流品种AC-Hib三联苗报产获得受理，若顺利，23年底有望获批上市，成为该品种国内首个上市产品，有望成为公司继破伤风后的又一个重磅产品，为公司创新疫苗研发提供后续动力。22年破伤风产品毛利率95.7%，维持21年持平水平，产品定价稳定，未来毛利率将保持现有高水平。期间费用率有所上升，销售费用率52.7%，同比增加2.3pct，系破伤风增加推广力度所致；管理费用率为11.6%，同比增加1.2pct；研发费用率为22.3%，同比增加10.7pct，主要系金葡菌进入III期临床，临床投入加大，以及新增研发与合作品种也相应增加较多投入。
- **金葡菌III期临床加速入组，管线新增重磅幽门螺杆菌疫苗**。22年研发费用大幅提升，新款超级重磅品种出炉。金葡菌22年正式进入3期临床，研发费用1.22亿，同比增长116.5%，影响表现业绩与经营现金流。研发管线不断完善，新增四价流感病毒裂解疫苗(MDCK细胞)、A群链球菌疫苗、口服重组幽门螺杆菌疫苗等临床前产品管线，其中幽门螺杆菌疫苗是最重磅品种。目前，世卫组织已经将幽门杆菌列为一类致癌因子，并明确为胃癌危险因子，因此，幽门螺杆菌疫苗未来有望成为媲美HPV疫苗级别的超级重磅品种。公司现有核心研发品种金葡菌疫苗于22年8月31日完成组长单位首例受试者接种，现已加速入组，若进展顺利，有望于2023年获得中期临床数据。公司持续扩大研发团队，逐步搭建病毒类疫苗研发平台，研发人员总人数由2021年年末的85人增加至122人。公司以超级细菌疫苗为核心研发方向，临床前储备品种丰富，预计未来2年内，公司将有更多超级细菌疫苗项目陆续进入临床研究，形成临床用超级耐药菌疫苗矩阵。
- **更大规模新激励方案出台，收入考核目标逐年加速**。本激励计划拟授予的限制性股票数量620万股，远超首次32万股规模，覆盖核心管理与技术、中层管理与技术骨干总计超200人的规模，首次授予527.08万股。以收入为考核目标，23-25年收入分别为6.9/8.86/12亿元，同比增速26%/28%/35%，增速逐年递增。
- **盈利预测与估值建议**：公司聚焦临床超级耐药细菌疫苗研发，具有全球创新属性，解决全球临床痛点，未来将形成多个超级细菌疫苗的研发矩阵；当前公司经营主要依靠破伤风持续放量，推动收入明显增长，由于公司未来将持续加大临床研发投入，势必对短期利润表观数据产生较大影响。我们预计公司2023/2024/2025年实现营业收入7.0/9.1/12.4亿元，实现归母净利润0.9/1.2/1.8亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：在研产品研发失败或进度不及预期风险；现有产品销售不及预期风险；AC结合疫苗和Hib结合疫苗纳入免疫规划风险；市场竞争加剧风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	405.27		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	286.05	营业收入(百万元)	487	547	697	912	1,238
52 周内股价区间(元):	13.36-25.18	(+/-)YOY(%)	52.2%	12.4%	27.3%	30.9%	35.7%
总市值(百万元):	8,380.88	净利润(百万元)	108	27	88	123	178
总资产(百万元):	1,402.27	(+/-)YOY(%)	198.8%	-75.4%	231.0%	40.0%	44.8%
每股净资产(元):	2.18	全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.07	0.20	0.28	0.40
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	93.9%	92.9%	94.4%	95.9%	96.0%
		净资产收益率(%)	12.8%	3.0%	8.7%	10.9%	13.6%
		资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.20	0.28	0.40
每股净资产	2.18	2.27	2.54	2.94
每股经营现金流	-0.06	0.41	-0.08	0.22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	211.43	104.66	74.75	51.64
P/B	6.38	9.12	8.13	7.02
P/S	15.31	13.21	10.09	7.44
EV/EBITDA	80.55	80.46	68.87	49.14
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	92.9%	94.4%	95.9%	96.0%
净利润率	4.9%	12.6%	13.5%	14.4%
净资产收益率	3.0%	8.7%	10.9%	13.6%
资产回报率	1.8%	5.4%	7.2%	8.8%
投资回报率	2.3%	6.7%	6.5%	8.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.4%	27.3%	30.9%	35.7%
EBIT 增长率	-59.7%	96.7%	7.4%	52.9%
净利润增长率	-75.4%	231.0%	40.0%	44.8%
偿债能力指标				
资产负债率	39.7%	37.8%	33.5%	35.1%
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.7
速动比率	1.6	1.5	1.6	1.5
现金比率	0.5	0.6	0.4	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	327.5	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	733.7	1,100.0	1,150.0	1,200.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
固定资产周转率	2.3	1.7	1.9	2.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	27	88	123	178
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	45	34	49	59
非经营收益	-1	6	6	6
营运资金变动	-95	55	-213	-145
经营活动现金流	-25	184	-34	99
资产	-201	-172	-119	-146
投资	140	0	0	0
其他	4	25	30	35
投资活动现金流	-57	-147	-89	-111
债权募资	90	0	1	-1
股权募资	18	40	0	0
其他	-4	-6	-6	-6
融资活动现金流	103	34	-6	-7
现金净流量	22	71	-129	-20

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	547	697	912	1,238
营业成本	39	39	38	49
毛利率%	92.9%	94.4%	95.9%	96.0%
营业税金及附加	4	5	7	9
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
营业费用	288	293	383	520
营业费用率%	52.7%	42.0%	42.0%	42.0%
管理费用	64	91	119	161
管理费用率%	11.6%	13.0%	13.0%	13.0%
研发费用	122	192	283	371
研发费用率%	22.3%	27.5%	31.0%	30.0%
EBIT	39	77	83	127
财务费用	1	6	-18	-20
财务费用率%	0.2%	0.9%	-2.0%	-1.7%
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
营业利润	42	88	123	178
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	44	88	123	178
EBITDA	68	112	133	186
所得税	17	0	0	0
有效所得税率%	39.1%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	27	88	123	178

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	269	340	211	192
应收账款及应收票据	492	385	504	684
存货	79	118	119	162
其它流动资产	96	100	98	102
流动资产合计	936	943	932	1,139
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	234	402	485	574
在建工程	135	105	97	102
无形资产	18	23	27	31
非流动资产合计	543	696	785	897
资产总计	1,479	1,639	1,718	2,037
短期借款	85	85	86	85
应付票据及应付账款	81	70	63	91
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	360	402	364	478
流动负债合计	525	557	513	654
长期借款	30	30	30	30
其它长期负债	32	32	32	32
非流动负债合计	62	62	62	62
负债总计	587	619	575	715
实收资本	405	445	445	445
普通股股东权益	882	1,010	1,133	1,311
少数股东权益	10	10	10	10
负债和所有者权益合计	1,479	1,639	1,718	2,037

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。