

2024年03月30日

证券研究报告·2023年年报点评

前沿生物 (688221) 医药生物

当前价: 6.85元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

艾可宁年销售破亿元，优化管线策略创新与成本并重

投资要点

- **事件:** 公司 2023 年度实现营业收入 1.14 亿元(+34.82%)，实现归母净利润-3.29 亿元(同比减亏 0.28 亿元)；扣非归母净利润-3.55 亿元(同比减亏 0.44 亿元)。
- **艾可宁用药人数+用药时长双增长，为首个实现年销售破亿元大关的国产抗 HIV 创新药。** 公司 2023 年营业收入增长主要为艾可宁销售收入的增长。基于艾可宁“巩固前期治疗成果+改善后续免疫恢复”的显著临床获益，积累了良好产品口碑，更多住院患者出院后选择基于艾可宁的序贯治疗方案，长期用药人数增加，用药粘性提高，平均用药时长延长。此外，艾可宁静脉推注在门诊场景逐步应用，相比静脉滴注给药时间显著缩短，便利性大幅提高。截至 2023 年底，公司已实现全国 28 个省及直辖市的 280 余家 HIV 定点治疗医院及 180 余家 DTP 药房的覆盖，已被 29 个省份及直辖市纳入医保“双通道”及门慢门特目录。
- **坚持多元化策略，同步推进 HIV 检测服务和 CDMO 业务。** 公司坚持多元化的经营策略，通过布局 HIV 病毒载量及耐药检测业务、取得缙更昔洛韦中国区域的商业化权益、代理美适亚等方式开展多元化业务，并均已实现销售收入；全资子公司南京康得生物已为全国 80 余个城市的 HIV 定点治疗医院提供 HIV 病毒载量及耐药检测服务，并与部分重点医院达成科研检测项目合作，进一步助力公司 HIV 检测业务在目标人群中的渗透；另外，公司积极提升公司生产资源运行效能，基于在多肽和注射用制剂产品开发方面的优势提供 CDMO 相关业务。
- **优化升级管线策略，创新属性与成本优势并重。** 2023 年度，公司对现有管线进行了升级与调整，旨在提高资金使用效率，未来将围绕现有 HIV 产品持续进行技术迭代及创新，包括已有产品更多适应症的探索及延伸，更多长效注射、完整配方的抗 HIV 新药组合的开发；多肽及新型经皮给药贴剂领域，公司将积极关注人口老龄化带来的临床需求，稳步推进在研及早期项目的开发。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2024-2026 年归母净利润分别为-3 亿元、-2.6 亿元、-1.9 亿元。考虑艾可宁纳入医保渗透率持续提升，在研管线市场潜力大，建议投资者积极关注。
- **风险提示:** 艾可宁市场推广或不及预期；研发进展或不及预期。

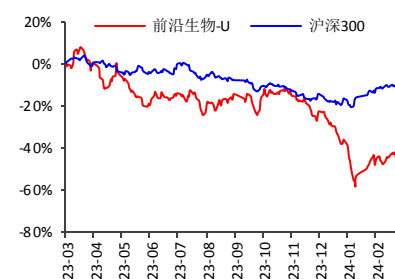
| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 114.25 | 302.32 | 596.06 | 795.12 |
| 增长率 | 34.82% | 164.61% | 97.16% | 33.40% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -328.96 | -294.95 | -261.07 | -190.02 |
| 增长率 | 7.79% | 10.34% | 11.48% | 27.22% |
| 每股收益 EPS(元) | -0.88 | -0.79 | -0.70 | -0.51 |
| 净资产收益率 ROE | -24.50% | -26.49% | -28.64% | -24.56% |
| PE | — | — | — | — |
| PB | 1.91 | 2.30 | 2.82 | 3.32 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股) | 3.75 |
| 流通 A 股(亿股) | 2.15 |
| 52 周内股价区间(元) | 5.09-14.14 |
| 总市值(亿元) | 26 |
| 总资产(亿元) | 21.4 |
| 每股净资产(元) | 3.58 |

相关研究

1. 前沿生物 (688221): 艾可宁营收同比增超 25%，生产质量体系零缺陷通过 FDA 检查 (2023-11-02)
2. 前沿生物 (688221): 独家品种艾可宁营收快速增长，“学术+渠道+准入”三轮驱动抗 HIV 业务发展 (2023-09-02)
3. 前沿生物 (688221): 艾可宁收入翻倍增长，抗 HIV 新药市场值得期待 (2023-04-04)

盈利预测

关键假设：

假设 1：艾可宁长期用药人数增加，用药粘性提高，平均用药时长延长，此外艾可宁静脉推注在门诊场景逐步应用，相比静脉滴注给药时间显著缩短，便利性大幅提高。假设艾可宁 2024-2026 年销量增速分别为 159%、90.6%、26.7%，随着收入规模增加，毛利率分别为 26%、30%、33%。

假设 2：HIV 检测服务和多肽 CDMO 业务逐步贡献收入，假设服务/订单数量增速为 300%、200%、100%，客平均单价和毛利率维持稳定。

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 药品销售 | 收入 | 109.7 | 284.2 | 541.7 | 686.4 |
| | 增速 | 31.6% | 159.0% | 90.6% | 26.7% |
| | 成本 | 80.9 | 210.3 | 379.2 | 459.9 |
| | 毛利率 | 26.3% | 26.0% | 30.0% | 33.0% |
| 其他业务 | 收入 | 4.5 | 18.1 | 54.4 | 108.7 |
| | 增速 | 238.1% | 300.0% | 200.0% | 100.0% |
| | 成本 | 0.3 | 1.1 | 3.3 | 6.5 |
| | 毛利率 | 94.0% | 94.0% | 94.0% | 94.0% |
| 合计 | 收入 | 114.2 | 302.3 | 596.1 | 795.1 |
| | 增速 | 34.8% | 164.6% | 97.2% | 33.4% |
| | 成本 | 81.1 | 211.4 | 382.5 | 466.4 |
| | 毛利率 | 29.0% | 30.1% | 35.8% | 41.3% |

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 114.25 | 302.32 | 596.06 | 795.12 | 净利润 | -328.96 | -294.95 | -261.07 | -190.02 |
| 营业成本 | 81.12 | 211.40 | 382.45 | 466.41 | 折旧与摊销 | 44.25 | 51.38 | 51.38 | 51.38 |
| 营业税金及附加 | 3.17 | 9.14 | 17.53 | 23.60 | 财务费用 | 7.63 | 28.50 | 50.83 | 72.65 |
| 销售费用 | 64.77 | 136.04 | 166.90 | 159.02 | 资产减值损失 | -3.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 94.75 | 120.93 | 143.05 | 159.02 | 经营营运资本变动 | -19.46 | -175.69 | -245.60 | -168.76 |
| 财务费用 | 7.63 | 28.50 | 50.83 | 72.65 | 其他 | 32.60 | 15.52 | -0.63 | 4.72 |
| 资产减值损失 | -3.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | -267.17 | -375.23 | -405.08 | -230.03 |
| 投资收益 | 17.72 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -101.37 | -86.00 | -94.00 | -103.00 |
| 公允价值变动损益 | -1.06 | -0.49 | -0.64 | -0.66 | 其他 | 274.06 | -0.49 | -0.64 | -0.66 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 172.70 | -86.49 | -94.64 | -103.66 |
| 营业利润 | -327.73 | -294.87 | -260.71 | -189.61 | 短期借款 | 91.66 | 39.20 | 520.94 | 374.03 |
| 其他非经营损益 | -1.23 | -0.07 | -0.36 | -0.41 | 长期借款 | -45.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | -328.96 | -294.95 | -261.07 | -190.02 | 股权融资 | 0.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 支付股利 | 0.00 | 65.79 | 58.99 | 52.21 |
| 净利润 | -328.96 | -294.95 | -261.07 | -190.02 | 其他 | 24.11 | -139.70 | -50.83 | -72.65 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 70.29 | -34.71 | 529.09 | 353.60 |
| 归属母公司股东净利润 | -328.96 | -294.95 | -261.07 | -190.02 | 现金流量净额 | -24.23 | -496.43 | 29.37 | 19.91 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务分析指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 526.66 | 30.23 | 59.61 | 79.51 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 88.86 | 257.23 | 477.44 | 628.10 | 销售收入增长率 | 34.82% | 164.61% | 97.16% | 33.40% |
| 存货 | 59.00 | 145.86 | 276.17 | 335.60 | 营业利润增长率 | 8.27% | 10.03% | 11.59% | 27.27% |
| 其他流动资产 | 428.26 | 450.00 | 483.94 | 506.95 | 净利润增长率 | 7.79% | 10.34% | 11.48% | 27.22% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 10.95% | 22.06% | 26.28% | 58.62% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 790.05 | 837.49 | 889.93 | 947.37 | 毛利率 | 29.00% | 30.08% | 35.84% | 41.34% |
| 无形资产和开发支出 | 229.18 | 216.45 | 206.72 | 200.99 | 三费率 | 146.30% | 94.43% | 60.53% | 49.14% |
| 其他非流动资产 | 18.12 | 18.02 | 17.93 | 17.84 | 净利率 | -287.93% | -97.56% | -43.80% | -23.90% |
| 资产总计 | 2140.13 | 1955.28 | 2411.73 | 2716.36 | ROE | -24.50% | -26.49% | -28.64% | -24.56% |
| 短期借款 | 202.30 | 241.50 | 762.44 | 1136.46 | ROA | -15.37% | -15.08% | -10.83% | -7.00% |
| 应付和预收款项 | 37.70 | 122.69 | 211.51 | 255.97 | ROIC | -43.05% | -30.02% | -18.19% | -8.17% |
| 长期借款 | 71.42 | 71.42 | 71.42 | 71.42 | EBITDA/销售收入 | -241.45% | -71.11% | -26.59% | -8.25% |
| 其他负债 | 486.02 | 406.15 | 454.93 | 478.88 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 797.44 | 841.76 | 1500.30 | 1942.72 | 总资产周转率 | 0.05 | 0.15 | 0.27 | 0.31 |
| 股本 | 374.58 | 374.58 | 374.58 | 374.58 | 固定资产周转率 | 1.17 | 3.31 | 6.95 | 9.92 |
| 资本公积 | 2723.19 | 2723.19 | 2723.19 | 2723.19 | 应收账款周转率 | 2.22 | 2.70 | 2.51 | 2.15 |
| 留存收益 | -1755.10 | -1984.25 | -2186.33 | -2324.14 | 存货周转率 | 1.30 | 1.99 | 1.77 | 1.51 |
| 归属母公司股东权益 | 1342.68 | 1113.52 | 911.44 | 773.63 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 94.56% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1342.68 | 1113.52 | 911.44 | 773.63 | 资产负债率 | 37.26% | 43.05% | 62.21% | 71.52% |
| 负债和股东权益合计 | 2140.13 | 1955.28 | 2411.73 | 2716.36 | 带息债务/总负债 | 34.32% | 37.17% | 55.58% | 62.17% |
| | | | | | 流动比率 | 2.90 | 2.08 | 1.20 | 1.02 |
| | | | | | 速动比率 | 2.75 | 1.74 | 0.94 | 0.80 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 22.31% | 22.59% | 27.48% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | -0.88 | -0.79 | -0.70 | -0.51 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.58 | 2.97 | 2.43 | 2.07 |
| | | | | | 每股经营现金 | -0.71 | -1.00 | -1.08 | -0.61 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | -0.18 | -0.16 | -0.14 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | |
| EBITDA | -275.85 | -214.99 | -158.50 | -65.58 | | | | | |
| PE | — | — | — | — | | | | | |
| PB | 1.91 | 2.30 | 2.82 | 3.32 | | | | | |
| PS | 22.46 | 8.49 | 4.30 | 3.23 | | | | | |
| EV/EBITDA | -7.22 | -11.24 | -18.35 | -49.74 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | — | — | — | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|--------------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 高级销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 高级销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| 广深 | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
