

2023年12月06日

迈威生物 (688062.SH)

后期管线品种丰富, Nectin-4 ADC 展现积极疗效

投资要点

- ◆ **Q3 亏损小幅缩窄, 商业化进程进一步拓展。**2023 年前三季度, 公司实现营收 99.51 百万元 (+387.22%, 同增, 下同), 主要系子公司迈威 (美国) 就 9MW3011 项目与美国 DISC MEDICINE, INC. 达成独家许可协议于本期确认收入金额较高, 以及迈利舒于 2023 年 3 月底上市以来实现药品销售收入 23.43 百万元; 归母净利润亏损 673.29 百万元, 亏损同比缩窄 2.76%; 扣非归母净利润亏损 677.69 百万元, 亏损同比缩窄 3.23%。单 Q3 来看, 公司实现营收 9.55 百万元 (+1.92%); 归母净利润亏损 259.76 百万元, 亏损同比缩窄 3.48%; 扣非归母净利润亏损 262.16 百万元, 亏损同比缩窄 3.63%。费用方面, Q3 销售费用 74.10 百万元 (+167.02%), 主要系商业化进程进一步拓展; Q3 研发费用 153.68 百万元 (-30.03%), 主要系随着研发项目进度推进投入金额阶段性变化所致。
- ◆ **生物类似药销售预期良好, 新兴市场注入增量。**(1) 君迈康 (阿达木单抗): 由公司与君实生物合作开发, 公司负责全球市场推广, 已在国内获批 8 项适应症, 2023 年前三季度实现销售收入约 99.40 百万元。国内商业化方面, 截至 2023Q3, 2023 年新准入医院 87 家, 累计准入医院 192 家, 销售支数 12.26 万支; 海外商业化方面, 已与巴基斯坦、摩洛哥、菲律宾 3 个国家签署正式协议, 并于印尼提交上市申请、埃及提交预注册。(2) 迈利舒 (地舒单抗, 骨质疏松): 于 2023 年 3 月底上市。国内商业化方面, 截至 2023Q3 准入医院数量 327 家, 销售支数 4.70 万支; 海外商业化方面, 已与巴基斯坦、埃及 2 个国家签署正式协议。根据 2018 年国家卫健委发布的骨质疏松症流行病学调查结果数据, 我国 50 岁以上人群骨质疏松症患病率为 19.2%, 其中女性为 32.1%, 男性为 6.9%; 根据流行病学资料估算, 目前我国骨质疏松症患病人数约为 9000 万, 其中女性约 7000 万。骨质疏松症患者基数大, 需长期用药, 迈利舒作为全球第 2 款获批上市的普罗力®生物类似药, 一年用药两支, 患者依从性良好; 叠加医生对地舒单抗认可度较高, 期待该产品后续市场表现。
- ◆ **Nectin-4 ADC 展现积极疗效, 临床高效推进。**9MW2821 作为研发进度国内第一、全球第二的 Nectin-4 ADC, 与全球首款上市的 Nectin-4 ADC 药物 Padcev 相比, 组分更均一、结构更稳定、肿瘤递送能力更优, 已在多个癌种中观察到具有前景的抗肿瘤活性。尿路上皮癌方面, 2023 年 10 月 17 日披露的最新 I/II 期临床数据显示, 115 例实体瘤患者的 ORR 及 DCR 分别为 43.5% 及 81.7%, 37 例尿路上皮癌患者的 ORR 和 DCR 分别为 62.2% 及 91.9%, 其二三线疗法的 III 期注册性临床方案正与 CDE 积极沟通中, 与 PD-1 联用一线疗法已进入 I/II 期临床; 宫颈癌方面, 9MW2821 为全球同靶点药物中首个在宫颈癌适应症中读出初步临床数据的品种, 2023 年 4 月 6 日披露的初步 II 期临床数据显示, 6 例宫颈癌患者的 ORR 及 DCR 分别为 50% 及 100%, 目前该项临床积极推进中。
- ◆ **产品管线陆续收获, 创新靶点在研进度靠前。**公司临床后期品种丰富, 增长动能充

医药 | 生物医药III

投资评级

买入-A(维持)

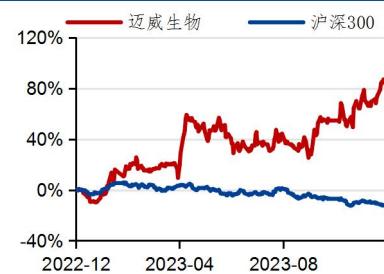
股价(2023-12-05)

29.65 元

交易数据

总市值 (百万元)	11,848.14
流通市值 (百万元)	5,990.85
总股本 (百万股)	399.60
流通股本 (百万股)	202.05
12 个月价格区间	29.37/14.49

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.55	53.02	95.35
绝对收益	13.25	41.87	81.35

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号: S0910523060001
 zhaoningda@huajinsec.cn

相关报告

迈威生物: 获批产品开启放量进程, 创新靶点在研进度靠前-华金证券-医药-迈威生物-公司快报 2023.8.30



足。9MW0321（迈卫健，肿瘤骨转移领域）有望2023年获批上市，预计为国内第一梯队上市的安加维生物类似药；8MW0511（新一代长效G-CSF）国内商业化已授权至圣森生物，预计2023年内申报NDA；9MW0813（Eylea®生物类似物）III期入组已完成；9MW0211（VEGF）进入III期入组阶段。公司创新品种差异化优势明显，早期研发顺利推进。6MW3211（CD47/PD-L1）中美国际多中心I/II期研究推进至II期临床入组阶段；9MW1411（ α -toxin）进入II期入组阶段；9MW1911（ST2，国内首家临床，全球第二梯队）正开展COPD适应症Ib/IIa期临床；9MW3011（TMPRSS6，国内首家临床，全球第一梯队）国内进入I期入组阶段，美国处于启动临床阶段，有望未来获得孤儿药资格，其中大中华区及东南亚以外的权利已于2023年1月授权给DISC；9MW3811（IL-11）先后于澳大利亚、中国及美国获批临床，处于全球研发第一梯队。此外，基于新一代定点偶联技术平台IDDC™，公司除了布局Nectin-4 ADC外，9MW2921（Trop-2 ADC）及7MW3711（B7-H3 ADC）已推进至I期临床，期待后续数据读出。

- ◆ **投资建议：**公司商业化进程进一步拓展，生物类似药销售预期良好，有望快速放量；后期管线品种丰富，长期动能充足；前瞻布局创新靶点，ADC领域差异化布局，研发实力雄厚。我们调整原有盈利预测，预计公司2023-2025年营业收入分别为2.37/8.38/15.17亿元，同比增长754%/254%/81%。维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**尚未盈利风险、产品研发进展不及预期风险、产品上市申请审批不确定性风险、产品销售不及预期风险、生物类似药竞争加剧风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16	28	237	838	1,517
YoY(%)	206.0	70.9	754.1	253.9	81.0
净利润(百万元)	-770	-955	-853	-722	-337
YoY(%)	-19.8	-24.1	10.7	15.4	53.3
毛利率(%)	81.0	99.7	85.0	86.0	87.0
EPS(摊薄/元)	-1.93	-2.39	-2.13	-1.81	-0.84
ROE(%)	-76.6	-27.3	-32.2	-37.5	-21.2
P/E(倍)	-15.4	-12.4	-13.9	-16.4	-35.1
P/B(倍)	11.7	3.4	4.4	6.1	7.4
净利率(%)	-4742.9	-3445.0	-360.2	-86.1	-22.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	245	2778	1809	948	1341	营业收入	16	28	237	838	1517
现金	97	2491	1484	42	76	营业成本	3	0	36	117	197
应收票据及应收账款	0	0	12	55	96	营业税金及附加	1	2	14	53	93
预付账款	27	40	54	185	248	营业费用	21	79	225	293	379
存货	40	79	99	237	421	管理费用	168	189	189	251	303
其他流动资产	81	168	160	429	500	研发费用	623	759	663	754	683
非流动资产	1351	1841	2059	2560	2950	财务费用	3	-35	-28	37	115
长期投资	19	20	21	22	23	资产减值损失	1	-4	-11	-74	-101
固定资产	309	285	541	928	1253	公允价值变动收益	-0	1	1	0	1
无形资产	179	161	138	112	88	投资净收益	4	1	2	2	2
其他非流动资产	843	1375	1359	1498	1586	营业利润	-773	-958	-855	-724	-338
资产总计	1595	4619	3868	3508	4291	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	270	445	635	1065	2264	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	11	100	54	94	876	利润总额	-773	-958	-855	-724	-338
应付票据及应付账款	40	45	97	196	367	所得税	0	0	0	0	0
其他流动负债	220	300	484	775	1021	税后利润	-773	-958	-855	-724	-338
非流动负债	316	664	578	512	435	少数股东损益	-3	-3	-2	-2	-1
长期借款	132	492	406	340	263	归属母公司净利润	-770	-955	-853	-722	-337
其他非流动负债	184	172	172	172	172	EBITDA	-697	-923	-832	-626	-148
负债合计	587	1109	1213	1577	2698						
少数股东权益	-2	-5	-7	-9	-10						
股本	300	400	400	400	400						
资本公积	2456	5812	5812	5812	5812						
留存收益	-1743	-2698	-3553	-4277	-4615						
归属母公司股东权益	1011	3516	2663	1941	1603						
负债和股东权益	1595	4619	3868	3508	4291						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率					
经营活动现金流	-422	-719	-705	-785	-25	成长能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-773	-958	-855	-724	-338	营业收入(%)	206.0	70.9	754.1	253.9	81.0
折旧摊销	69	71	63	104	153	营业利润(%)	-20.0	-24.0	10.8	15.3	53.3
财务费用	3	-35	-28	37	115	归属于母公司净利润(%)	-19.8	-24.1	10.7	15.4	53.3
投资损失	-4	-1	-2	-2	-2	盈利能力					
营运资金变动	78	-19	118	-200	49	毛利率(%)	81.0	99.7	85.0	86.0	87.0
其他经营现金流	204	223	-1	-1	-1	净利率(%)	-4742.9	-3445.0	-360.2	-86.1	-22.2
投资活动现金流	13	-603	-277	-603	-539	ROE(%)	-76.6	-27.3	-32.2	-37.5	-21.2
筹资活动现金流	199	3716	-24	-93	-170	ROIC(%)	-56.5	-23.1	-26.4	-27.5	-9.9
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	-1.93	-2.39	-2.13	-1.81	-0.84	偿债能力					
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.06	-1.80	-1.76	-1.97	-0.06	资产负债率(%)	36.8	24.0	31.4	44.9	62.9
每股净资产(最新摊薄)	2.53	8.80	6.66	4.86	4.01	流动比率	0.9	6.2	2.9	0.9	0.6
						速动比率	0.5	5.9	2.6	0.5	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4
						应收账款周转率	88.7	257.5	40.0	25.0	20.0
						应付账款周转率	0.1	0.0	0.5	0.8	0.7
						估值比率					
						P/E	-15.4	-12.4	-13.9	-16.4	-35.1
						P/B	11.7	3.4	4.4	6.1	7.4
						EV/EBITDA	-17.3	-10.9	-13.3	-19.9	-88.8

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn