



买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药
当前价格(元)：31.2

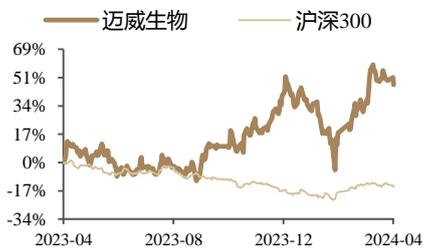
证券分析师

李粟阳

资格编号：S0120523080003

邮箱：lijy7@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.06	24.62	10.31
相对涨幅(%)	11.19	20.47	3.87

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《迈威生物 (688062.SH)：差异化创新加速，Nectin-4 ADC 全球进度领先》，2024.3.12

迈威生物 (688062.SH)：ADC 多个数据发布，国内类似药商业化顺利推进

投资要点

- 业绩：**公司 2024 年 4 月 9 日发布年报，2023 年度营业收入 1.28 亿元，技术服务收入 8559.53 万元，药品销售收入 4209 万元，研发投入为 8.36 亿元，归母净利润为 10.53 亿元，主要原因是君迈康与迈利舒上市时间较短，且公司一直保持较高的研发投入。公司拥有 10 个创新药，4 个生物类似药在临床，已上市品种 3 个，NDA 阶段 1 个，III 期阶段品种 3 个。公司具备抗体、ADC 及重组蛋白药物的研发和产业化能力。截至 23 年底公司在职工 1491 人，其中技术研发人员 398 名。

- ADC 多个数据发表，平台价值凸显。**

9MW2821 (Nectin-4 ADC) 已进入三期，发表多个适应症数据：

a) UC 尿路上皮癌单药二三线 ORR:62.2%，DCR:91.9%，中位 PFS 为 6.7 个月，已完成三期临床首例患者入组；联合 PD-1 治疗晚期或转移性尿路上皮癌患者已完成一期临床首例患者入组。

b) CC 宫颈癌：37 例既往接受过含铂双药化疗联合或不联合贝伐珠单抗治疗的可评估疗效患者 ORR:40.54%，DCR: 89.19%，其中 26 例 Nectin-4 3+ 患者 ORR:50%，DCR:92.31%；

c) EC 食管癌：30 例单药治疗既往接受过含铂化疗和 PD-(L)1 抑制剂治疗的可评估疗效的患者 ORR :30%，DCR :73.3%。

9MW2921 (新型 Trop-2 ADC)、7MW3711 (新型 B7-H3 ADC) 2023 年 7 月开展临床试验，进度处于 I/II 期临床研究入组阶段。

- 创新药管线丰富，多个差异化品种中美双报。**IL-33、IL-11、TMPRSS6 等多个中美双报创新品种处于临床阶段。其中 TMPRSS6 抗体 (9MW3011) 于 2023 年 1 月将大中华区和东南亚以外权益授予 DISC MEDICINE，总交易总额最高可达 4.125 亿美元。后期管线中，三代长效 G-CSF 8MW0511 已申报上市；

- 商业化持续持续推进，9MW0321 获批。**君迈康®于 2023 年一季度末全面恢复商业供货，2023 年发货 166921 支；准入医院 173 家，覆盖药店 1316 家。根据 2024 年 4 月签署的补充协议，君实康将不再作为君迈康®的 MAH，由君实生物直接将君迈康®药品上市许可持有人转让给迈威生物。迈利舒®于 2023 年 3 月底获批上市，4 月 25 日完成首批商业发货，2023 年完成发货 84474 支；完成 28 省招标挂网，29 省完成 省级医保对接；准入医院 605 家，覆盖药店 2061 家。9MW0321 地舒单抗 (120mg) (安加维®的生物类似药) 2024 年 3 月 29 日上市申请获得 CDE 批准，适应症骨巨细胞瘤。

- 盈利预测。**我们认为公司 ADC 平台能力已充分验证，随着适应症的持续开发和海外临床推进价值将进一步凸显。我们预计公司 24-26 年收入为 2.44、10.42、22.44 亿元。维持“买入”评级。

- 风险提示：**销售不及预期、临床开发进度不及预期、政策变化风险等

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	399.60		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	204.17	营业收入(百万元)	28	128	244	1,042	2,244
52 周内股价区间(元):	20.00-35.80	(+/-)YOY(%)	70.9%	361.0%	90.9%	327.0%	115.4%
总市值(百万元):	12,468	净利润(百万元)	-955	-1,053	-900	-633	-160
总资产(百万元):	4,455.05	(+/-)YOY(%)	-24.1%	-10.3%	14.5%	29.7%	74.8%
每股净资产(元):	6.47	全面摊薄 EPS(元)	-2.39	-2.64	-2.25	-1.58	-0.40
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	99.7%	98.9%	80.0%	80.5%	82.4%
		净资产收益率(%)	-27.2%	-40.8%	-53.4%	-60.2%	-17.9%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

1. 创新药管线丰富，ADC 多个核心数据发表

业绩：公司 2024 年 4 月 9 日发布年报，2023 年度营业收入 1.28 亿元，技术服务收入 8559.53 万元，药品销售收入 4209 万元，研发投入为 8.36 亿元，净亏损为 10.53 亿元，主要原因是君迈康®与迈利舒®上市时间较短，且公司一直保持较高的研发投入。公司拥有 10 个创新药，4 个生物类似药在临床，已上市品种 3 个，NDA 阶段 1 个，III 期阶段品种 3 个。

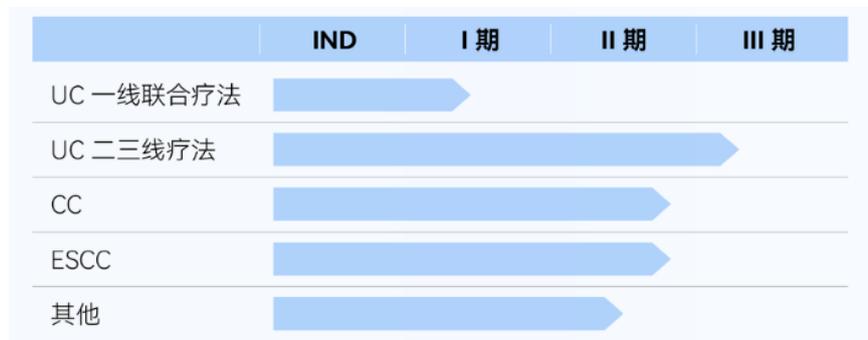
ADC：9MW2821 (Nectin-4 ADC) 已进入三期，发表多个适应症数据

1) CC 宫颈癌 37 例既往接受过含铂双药化疗联合或不联合贝伐珠单抗治疗的可评估疗效患者 ORR:40.54%；DCR: 89.19%；26 例 Nectin-4 3+ 的可评估疗效的患者,ORR:50%；DCR:92.31%；21 例经含铂双药化疗及免疫检验点抑制剂治疗的可评估疗效的患者，ORR:38.10%；DCR:85.71%；

2) UC 尿路上皮癌单药治疗既往接受过含铂化疗和 PD-(L)1 抑制剂治疗的局部晚期或转移性尿路上皮癌患者，ORR :62.2%；DCR :91.9%；中位 PFS 为 6.7 个月，已完成三期临床首例患者入组。联合 PD-1 治疗局部晚期或转移性尿路上皮癌患者已完成首例患者入组；

3) EC 食管癌 (截止 2024 年 2 月)，30 例单药治疗既往接受过含铂化疗和 PD-(L)1 抑制剂治疗的可评估疗效的患者 ORR :30%，DCR :73.3%

图 1：9MW2821：Nectin-4 ADC 各项临床进展



资料来源：迈威生物公众号、德邦研究所

9MW2921 是基于新型抗体偶联技术平台 IDDCTM 开发的一款靶向 Trop-2 的抗体偶联新药，2023 年 7 月开展临床试验，进度处于 I/II 期临床研究入组阶段；

7MW3711 是基于新型抗体偶联技术平台 IDDCTM 开发的一款靶向 B7-H3 的抗体偶联新药，2023 年 7 月开展临床试验，进度处于 I/II 期临床研究入组阶段；

图 2：迈威生物管线

领域	代号	靶点/技术路线	临床前	IND	I 期	II 期	III 期	NDA	上市
肿瘤	9MW2821*	Nectin-4 ADC	UC 一线联合疗法						
			UC 二三线疗法						
			CC						
			ESCC						
			其他						
	7MW3711	B7-H3 ADC							
	9MW2921	Trop-2 ADC							
	迈卫健®	RANKL							
	8MW0511	HSA-G-CSF							
	6MW3211	CD47/PD-L1							
自身免疫	9MW3811*	IL-11							
	君迈康®	TNF-α							
	9MW1911*	ST2							
	9MW3811*	IL-11							
代谢	迈利舒®	RANKL							
	9MW3011*	TMPRSS6							
眼科	9MW0813	VEGF-Trap							
	9MW0211	VEGF							
感染	9MW1411	α-toxin							

*国内企业同靶点药物中首个获准开展临床试验的品种

截至 2024.4.3

资料来源：公司年报、德邦研究所

创新药管线丰富，多个差异化品种中美双报。IL-33、IL11、TMPRSS6 等多个中美双报创新品种处于临床阶段。其中 TMPRSS6 抗体 (9MW3011) 于 2023 年 1 月将大中华区和东南亚以外权益授予 DISC MEDICINE，交易总额 4.125 亿美元。后期管线中，三代长效 G-CSF 已申报上市。

- 8MW0511 新一代长效 G-CSF，NDA 于 2023 年 12 月获得 CDE 受理；可明显抑制 G-CSF 受体介导的清除途径，延长半衰期，在临床使用中可以降低给药频率，提高治疗的依从性。
- 9MW1411 单抗，作用靶点为金黄色葡萄球菌（金葡菌）α-toxin 毒素，适应症：金黄色葡萄球菌感染。目前已启动 II 期临床研究，正处于受试者入组阶段。
- 6MW3211 为一款双特异抗体，作用靶点为 CD47 和 PD-L1，正在进行的中美国际多中心 I/II 期临床研究，血液瘤（AML 和 MDS）单药及联合的 Ib 期和肺癌、淋巴瘤、肾癌适应症的 II 期临床研究均完成了受试者随访，处于数据整理总结阶段。目前全球尚无以 CD47 为靶点的单抗或双抗等药物上市。
- 9MW1911 单抗，作用靶点为 ST2，适应症：哮喘、慢性阻塞性肺疾病和特应性皮炎等。9MW1911 所针对的 IL33/ST2 通路，系赛诺菲已上市药品 Dupilumab（度普利尤单抗注射液，达必妥®）所针对的 IL-4/IL-13 信号传导通路的下游通路，具有更广泛的抗炎反应。目前正在开展慢性阻塞性肺疾病（COPD）适应症 Ib/IIa 期临床试验，现处于受试者入组阶段。

对外授权：2023.1 与 DISC MEDICINE (NASDAQ: IRON) 就 9MW3011 达成独家许可协议，总里程碑 4.125 亿美元

2. 产研销全体系能力建立，类似药出海新兴市场

公司完成了临床前研究到商业化生产的完整产业链布局，具备了抗体、ADC 药物及重组蛋白药物的研发和产业化能力。截至 2023 年 12 月 31 日，公司在职员工 1491 人，其中技术研发人员 398 名，占比 26.69%

- 泰州生产基地设施包括三条原液生产线和两条制剂生产线，拥有抗体药物产能 8,000L，同时拥有重组蛋白药物产能 4,000L。
- 上海金山生产基地（朗润迈威）启动“年产 1,000kg 抗体产业化建设项目”，一期建设规划采用一次性生物反应器及不锈钢生物反应器两种原液生产方式，建成后可形成 27,000L 哺乳动物细胞培养规模。截至 2024 年 1 月，位于上海金山的朗润迈威生产基地的 2 条原液生产线（6 个 2,000L 一次性生物反应器）和 1 条西林瓶制剂生产线的设备已完成安装、调试和验证工作，已具备试生产条件；正在建设的 1 条预充针制剂生产线已完成相关设备的安装工作，目前正在进行设备调试工作，预计在 2024 年上半年完成相关设备的验证工作，2024 年下半年具备试生产条件；
- 泰康抗体药物中试产业化项目，建成后主要用于 ADC 药物、抗体药物和重组蛋白药物的商业化生产，截至报告期末，ADC 车间已完成 9MW2821 的 III 期临床试验样品制备，其中 ADC 原液生产 3 批次，制剂生产 3 批次，所有批次样品均检定合格。标志着迈威生物的 ADC 药物已经实现了从早期研发、药学研究和开发、到商业化规模的关键注册临床样品的生产这一全产业链布局并实践。

类似药销售：

君迈康®于 2023 年第一季度获得新增原液生产车间和生产线补充申请的批准，一季度末全面恢复商业供货。自产品恢复供应后，截至报告期末，君迈康®完成发货 166,921 支；完成 26 省招标挂网，各省均已完成医保对接；准入医院 173 家，覆盖药店 1,316 家。君迈康®目前的药品上市许可持有人为君实生物，公司及子公司负责产品的市场推广并先行垫付推广费用，截至本报告披露日，公司未收到君实生物 2023 年度结算金额。根据公司与君实生物于 2024 年 4 月签署的补充协议，君实康将不再作为君迈康®的 MAH，由君实生物直接将君迈康®药品上市许可持有人转让给迈威生物。迈利舒®于 2023 年 3 月底获批上市，4 月 25 日完成首批商业发货，截至 2023 年 12 月 31 日，完成发货 84,474 支；完成 28 省招标挂网，29 省完成省级医保对接；准入医院 605 家，覆盖药店 2,061 家。

9MW0321（RANKL 单抗（120mg），地舒单抗 XGEVA®（安加维®）的生物类似药）。2024 年 3 月 29 日，9MW0321 地舒单抗注射液（迈卫健®）上市申请获得国家药品监督管理局批准，用于治疗不可手术切除或者手术切除可能导致严重功能障碍的骨巨细胞瘤，包括成人和骨骼发育成熟（定义为至少 1 处成熟长骨且体重≥45 kg）的青少年患者，为中国首款获批上市的安加维®生物类似药。公司亦正在推进迈卫健®其他适应症的上市申请工作。

新兴市场合作

2024.3 - 就阿柏西普在南亚和非洲国家市场达成合作

2024.1 - 就地舒单抗在印尼市场达成合作

2023.11 - 与泰国证券交易所市值最大的国有公司 PTT（原泰国石油管理局）旗下全资子公司 Innobic 就产品在泰国市场达成合作

2023.10 - 与 UPL 就阿达木单抗在阿根廷市场达成战略合作

2023.9 - 与 Legrand 就两款地舒单抗在哥伦比亚和厄瓜多尔市场达成战略合作

2023.8 - 与东盟制药行业位列第一的 UNILAB 就阿达木单抗在菲律宾市场达成许可和供应协议

2023.7 - 与摩洛哥最大制药集团 Sothema 就阿达木单抗在摩洛哥市场达成战略合作

2023.7 - 与巴基斯坦头部制药公司 Searle 就两款地舒单抗在巴基斯坦市场达成许可协议

2023.6 - 就两款地舒单抗签署埃及市场授权许可及商业化协议

3. 风险提示

临床研发风险：创新药研发一期到三期阶段不确定性因素增多，疗效不佳，安全性不佳，市场环境变化均有可能导致临床研发失败

销售不及预期风险：产品销售受到本身特性，竞争格局，销售队伍，行业发展等多方面因素影响，存在销售不及预期风险

行业政策风险：近年来医药政策变化较多，存在受到行业政策或监管政策影响的风险

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-2.64	-2.25	-1.58	-0.40
每股净资产	6.47	4.22	2.63	2.23
每股经营现金流	-1.96	-2.61	0.14	-0.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	—	—	—
P/B	5.06	7.71	12.35	14.56
P/S	101.62	53.24	12.47	5.79
EV/EBITDA	-13.12	-17.40	-28.27	25,048.30
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	98.9%	80.0%	80.5%	82.4%
净利润率	-828.3%	-369.0%	-60.8%	-7.1%
净资产收益率	-40.8%	-53.4%	-60.2%	-17.9%
资产回报率	-23.6%	-27.6%	-20.5%	-5.2%
投资回报率	-28.0%	-29.9%	-25.7%	-5.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	361.0%	90.9%	327.0%	115.4%
EBIT 增长率	-8.3%	17.6%	32.5%	79.0%
净利润增长率	-10.3%	14.5%	29.7%	74.8%
偿债能力指标				
资产负债率	42.2%	48.6%	66.3%	71.1%
流动比率	2.5	1.8	0.9	0.9
速动比率	2.2	1.2	0.8	0.7
现金比率	2.0	1.1	0.6	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	24.8	27.9	18.5	22.0
存货周转天数	31,319.7	1,587.6	300.1	60.8
总资产周转率	0.0	0.1	0.3	0.7
固定资产周转率	0.3	0.4	1.5	3.1

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-1,053	-900	-633	-160
少数股东损益	-5	0	0	0
非现金支出	121	100	114	127
非经营收益	17	45	45	45
营运资金变动	139	-288	528	-118
经营活动现金流	-783	-1,043	54	-106
资产	-500	0	0	0
投资	-12	0	0	0
其他	3	0	0	0
投资活动现金流	-510	0	0	0
债权募资	505	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-60	-45	-45	-45
融资活动现金流	445	-45	-45	-45
现金净流量	-846	-1,087	9	-151

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	128	244	1,042	2,244
营业成本	1	49	203	395
毛利率%	98.9%	80.0%	80.5%	82.4%
营业税金及附加	4	10	31	67
营业税金率%	3.0%	4.0%	3.0%	3.0%
营业费用	143	146	365	785
营业费用率%	111.8%	60.0%	35.0%	35.0%
管理费用	225	195	208	224
管理费用率%	176.4%	80.0%	20.0%	10.0%
研发费用	836	732	833	898
研发费用率%	653.8%	300.0%	80.0%	40.0%
EBIT	-1,078	-888	-599	-126
财务费用	-33	12	34	34
财务费用率%	-26.1%	5.0%	3.2%	1.5%
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	-1,053	-900	-633	-160
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	-1,055	-900	-633	-160
EBITDA	-968	-788	-485	1
所得税	4	0	0	0
有效所得税率%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	-5	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-1,053	-900	-633	-160

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,651	564	574	423
应收账款及应收票据	18	41	174	374
存货	159	271	68	66
其它流动资产	220	75	82	120
流动资产合计	2,048	951	897	983
长期股权投资	42	42	42	42
固定资产	623	693	723	719
在建工程	1,131	961	817	694
无形资产	140	140	140	140
非流动资产合计	2,407	2,308	2,194	2,067
资产总计	4,455	3,259	3,090	3,050
短期借款	209	209	209	209
应付票据及应付账款	62	58	130	143
预收账款	0	12	52	112
其它流动负债	545	239	592	638
流动负债合计	816	519	983	1,102
长期借款	888	888	888	888
其它长期负债	178	178	178	178
非流动负债合计	1,065	1,065	1,065	1,065
负债总计	1,882	1,585	2,049	2,168
实收资本	400	400	400	400
普通股股东权益	2,584	1,685	1,052	892
少数股东权益	-10	-10	-10	-10
负债和所有者权益合计	4,455	3,259	3,090	3,050

信息披露

分析师与研究助理简介

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。拥有三年医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。执业证书编号：S0120523080003

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

1. 投资评级的比较和评级标准： 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；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： 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。	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。
	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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经营范围包括证券投资咨询业务。