

迈威生物-U (688062.SH)

Nectin-4 ADC 多适应症快速推进临床

增持

核心观点

产品销售快速增长。迈威生物 2023 年实现营收 1.28 亿元 (+361%)，营收大幅增长主要是因为公司的 9MW3011 项目对外授权并收到首付款 1000 万美元，同时实现药品销售收入 0.42 亿元；公司全年净亏损 10.53 亿元（上年同期亏损 9.55 亿元）。公司 2023 年度研发费用为 8.36 亿元 (+10.2%)；销售费用为 1.43 亿元 (+82.0%)，管理费用为 2.25 亿元 (+19.2%)

核心产品商业化推进良好。公司 2023 年实现了两款产品的商业化：阿达木单抗（君迈康）和地舒单抗（迈利舒）。其中，君迈康完成发货约 16.7 万支，完成 26 省招标挂网，准入医院 173 家，覆盖药店 1316 家；迈利舒完成发货约 8.4 万支，完成 28 省招标挂网，准入医院 605 家，覆盖药店 2061 家。

Nectin-4 ADC 多适应症快速推进临床。公司的核心产品 9MW2821（Nectin-4 ADC）已在 2023 年底开启 3L UC 适应症的 3 期临床，研发进度全球第二，且在国产同靶点产品中领先优势较大；在 RP2D 下，9MW2821 在末线 UC 的 ORR=62.2%，DCR=91.9%，mPFS=6.7mo，具备 BIC 潜力。另外，9MW2821 单药在后线宫颈癌和食管癌中也取得了优秀的早期临床数据，预计将进行 3 期临床的推进。另一方面，9MW2821 联合 PD1 单抗在一线治疗中的应用也在进行早期的临床探索。

投资建议：维持“增持”评级。

我们维持对于公司营收的预测，预计 2024-26 年营收 4.17/8.87/14.31 亿元，同比增长 226%/113%/61%；由于公司持续的研发投入，我们小幅下调 2024-25 年的利润预测，预计 2024-26 年净利润-7.49/-5.16/-1.26 亿元（24-25 年前值-6.48/-4.35 亿元）。公司的 Nectin-4 ADC 研发进度领先，早期临床数据优秀，且有差异化的适应症布局，维持“增持”评级。

风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；创新药销售不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28	128	417	887	1,431
(+/-%)	70.9%	361.0%	226.4%	112.7%	61.2%
净利润(百万元)	-955	-1053	-749	-516	-126
(+/-%)	24.1%	10.3%	—	—	—
每股收益(元)	-2.39	-2.64	-1.87	-1.29	-0.32
EBIT Margin	-3608.1%	-846.0%	-197.7%	-68.4%	-14.8%
净资产收益率 (ROE)	-27.2%	-40.8%	-40.8%	-39.1%	-10.6%
市盈率 (PE)	-13.0	-11.8	-16.5	-24.0	-98.3
EV/EBITDA	-14.4	-14.2	-19.1	-28.4	-134.1
市净率 (PB)	3.52	4.79	6.75	9.39	10.39

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·化学制药

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
 证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenchenyiling@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980519010002

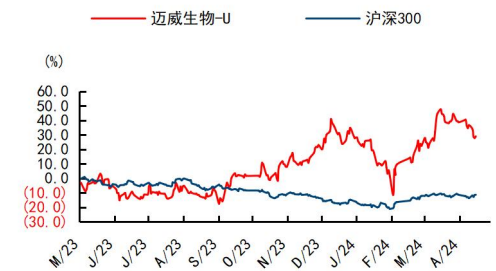
证券分析师：陈曦炳

0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn
 S0980521120001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	31.28 元
总市值/流通市值	12499/6386 百万元
52 周最高价/最低价	37.00/19.44 元
近 3 个月日均成交额	89.29 百万元

市场走势



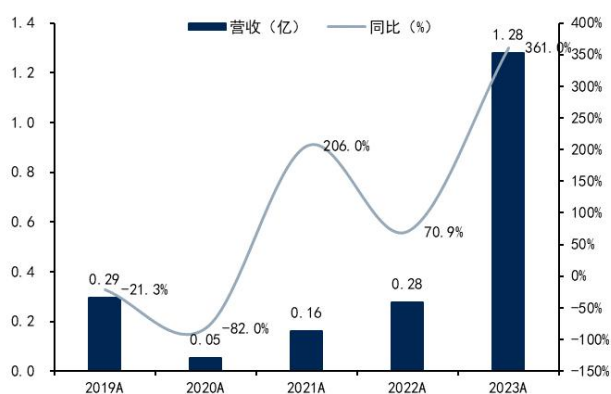
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《迈威生物-U (688062.SH) - 能力全面的创新药公司，Nectin-4 ADC 进度领先》——2024-01-31

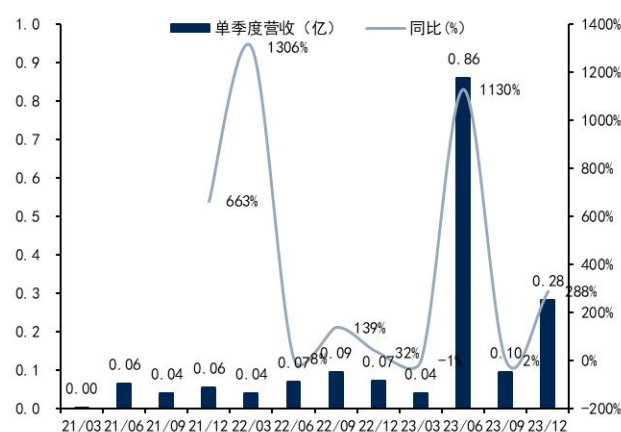
产品销售快速增长。迈威生物 2023 年实现营收 1.28 亿元（+361%），营收大幅增长主要是因为公司的 9MW3011 项目对外授权并收到首付款 1000 万美元，同时实现药品销售收入 0.42 亿元；公司全年净亏损 10.53 亿元（上年同期亏损 9.55 亿元）。公司 2023 年度研发费用为 8.36 亿元（+10.2%）；销售费用为 1.43 亿元（+82.0%），管理费用为 2.25 亿元（+19.2%）。

图1：迈威生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



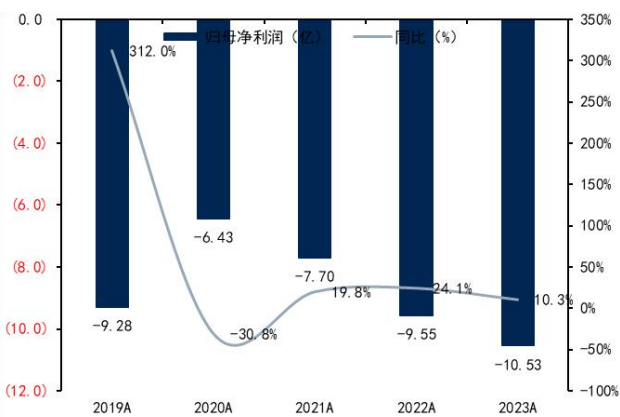
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：迈威生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



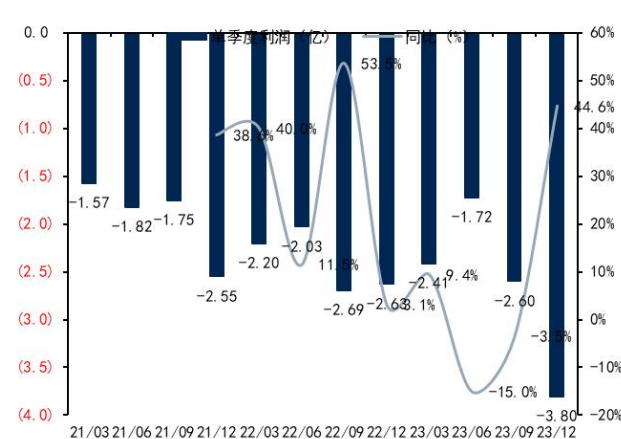
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：迈威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

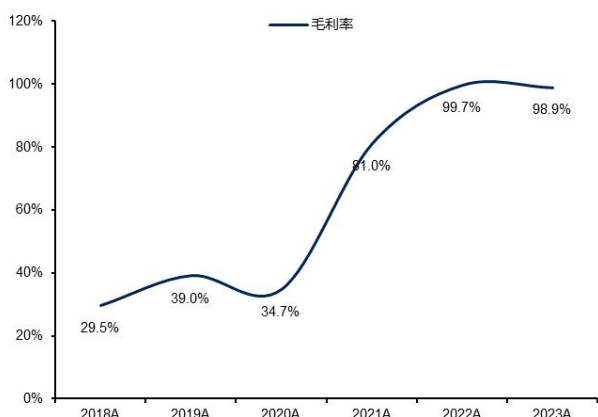
图4：迈威生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

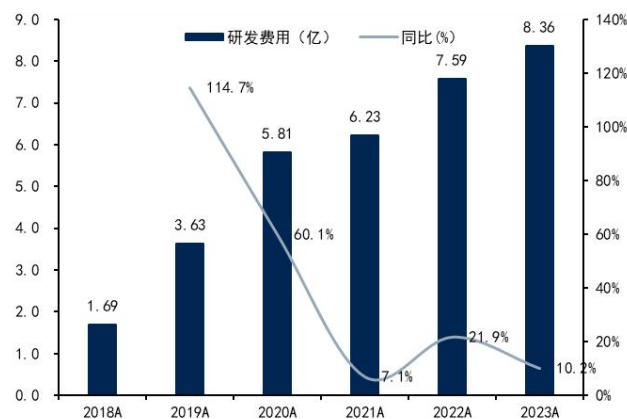
核心产品商业化推进良好。公司 2023 年实现了两款产品的商业化：阿达木单抗（君迈康）和地舒单抗（迈利舒）。其中，君迈康完成发货约 16.7 万支，完成 26 省招标挂网，准入医院 173 家，覆盖药店 1316 家；迈利舒完成发货约 8.4 万支，完成 28 省招标挂网，准入医院 605 家，覆盖药店 2061 家。

图5: 迈威生物毛利率变化情况



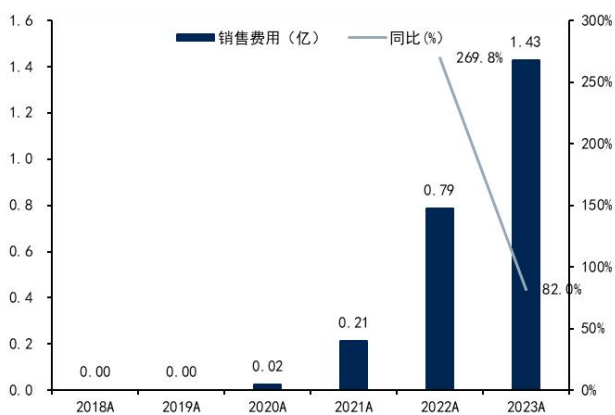
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 迈威生物研发费用及增速



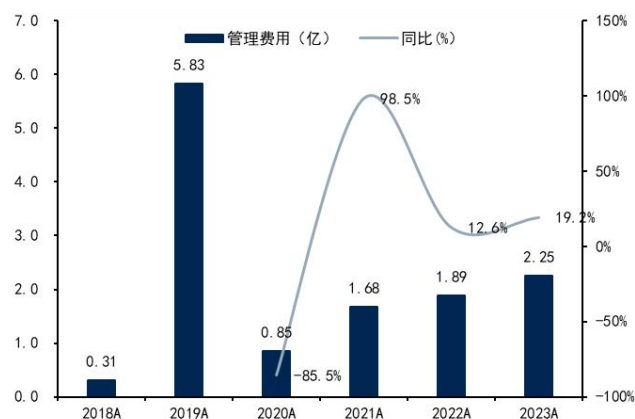
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 迈威生物销售费用及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

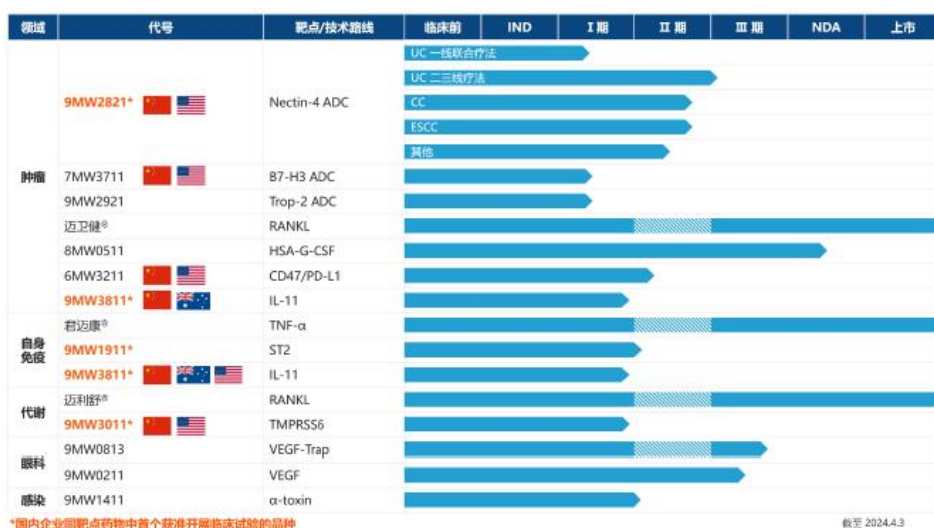
图8: 迈威生物管理费用及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

Nectin-4 ADC 多适应症快速推进临床。公司的核心产品 9MW2821 (Nectin-4 ADC) 已在 2023 年底开启 3L UC 适应症的 3 期临床, 研发进度全球第二, 且在国产同靶点产品中领先优势较大; 在 RP2D 下, 9MW2821 在末线 UC 的 ORR=62.2%, DCR=91.9%, mPFS=6.7mo, 具备 BIC 潜力。另外, 9MW2821 单药在后线宫颈癌和食管癌中也取得了优秀的早期临床数据, 预计将进行 3 期临床的推进。另一方面, 9MW2821 联合 PD1 单抗在一线治疗中的应用也在进行早期的临床探索。

图9：迈威生物核心研发管线（截至 2024/4/3）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“增持”评级。我们维持对于公司营收的预测，预计 2024-26 年营收 4.17/8.87/14.31 亿元，同比增长 226%/113%/61%；由于公司持续的研发投入，我们小幅下调 2024-25 年的利润预测，预计 2024-26 年净利润 -7.49/-5.16/-1.26 亿元（24-25 年前值 -6.48/-4.35 亿元）。公司的 Nectin-4 ADC 研发进度领先，早期临床数据优秀，且有差异化的适应症布局，维持“增持”评级。

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	2491	1651	1223	611	513	营业收入	28	128	417	887	1431
应收款项	83	130	171	292	392	营业成本	0	1	29	93	165
存货净额	79	159	9	18	58	营业税金及附加	2	4	1	3	4
其他流动资产	65	93	125	222	215	销售费用	79	143	197	349	410
流动资产合计	2778	2048	1544	1158	1193	管理费用	189	225	210	220	227
固定资产	1089	1753	1700	1628	1550	研发费用	759	836	805	829	837
无形资产及其他	161	140	135	131	126	财务费用	(35)	(33)	28	42	44
投资性房地产	571	472	472	472	472	投资收益	1	(2)	0	0	0
长期股权投资	20	42	42	42	42	资产减值及公允价值变动	3	6	0	0	0
资产总计	4619	4455	3893	3431	3383	其他收入	(755)	(845)	(805)	(829)	(837)
短期借款及交易性金融负债	122	238	500	300	200	营业利润	(958)	(1053)	(853)	(649)	(257)
应付款项	45	62	27	22	29	营业外净收支	0	(3)	100	130	130
其他流动负债	278	516	480	741	913	利润总额	(958)	(1055)	(753)	(519)	(127)
流动负债合计	445	816	1007	1064	1142	所得税费用	0	4	0	0	0
长期借款及应付债券	492	888	888	888	888	少数股东损益	(3)	(5)	(4)	(3)	(1)
其他长期负债	172	178	178	178	178	归属于母公司净利润	(955)	(1053)	(749)	(516)	(126)
长期负债合计	664	1065	1065	1065	1065	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1109	1882	2072	2129	2208	净利润	(955)	(1053)	(749)	(516)	(126)
少数股东权益	(5)	(10)	(14)	(17)	(18)	资产减值准备	(0)	8	11	3	(0)
股东权益	3516	2584	1835	1319	1193	折旧摊销	64	74	68	95	104
负债和股东权益总计	4619	4455	3893	3431	3383	公允价值变动损失	(3)	(6)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(35)	(33)	28	42	44
每股收益	(2.39)	(2.64)	(1.87)	(1.29)	(0.32)	营运资本变动	(49)	212	16	33	46
每股红利	0.03	0.09	0.00	0.00	0.00	其它	(3)	(13)	(15)	(5)	(1)
每股净资产	8.80	6.47	4.59	3.30	2.98	经营活动现金流	(946)	(779)	(669)	(391)	23
ROIC	-36.41%	-26.83%	-28%	-27%	-11%	资本开支	0	(732)	(21)	(21)	(21)
ROE	-27.17%	-40.77%	-41%	-39%	-11%	其它投资现金流	(60)	45	0	0	0
毛利率	100%	99%	93%	89%	88%	投资活动现金流	(61)	(709)	(21)	(21)	(21)
EBIT Margin	-3608%	-846%	-198%	-68%	-15%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	-3376%	-788%	-181%	-58%	-8%	负债净变化	360	396	0	0	0
收入增长	71%	361%	226%	113%	61%	支付股利、利息	(13)	(34)	0	0	0
净利润增长率	24%	10%	--	--	--	其它融资现金流	2706	(76)	262	(200)	(100)
资产负债率	24%	42%	53%	62%	65%	融资活动现金流	3402	647	262	(200)	(100)
股息率	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	2394	(840)	(428)	(612)	(98)
P/E	(13.0)	(11.8)	(16.5)	(24.0)	(98.3)	货币资金的期初余额	97	2491	1651	1223	611
P/B	3.5	4.8	6.8	9.4	10.4	货币资金的期末余额	2491	1651	1223	611	513
EV/EBITDA	(14.4)	(14.2)	(19.1)	(28.4)	(134.1)	企业自由现金流	0	(1531)	(762)	(500)	(84)
						权益自由现金流	0	(1211)	(528)	(742)	(228)

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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