

2024年09月01日

迈威生物-U (688062.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

生物医药 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

37.87元

股价 (2024-08-30)

22.19元

交易数据

总市值(百万元)	8,867.12
流通市值(百万元)	4,530.53
总股本(百万股)	399.60
流通股本(百万股)	204.17
12个月价格区间	20.0/36.5元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.3	-24.7	10.7
绝对收益	-3.8	-32.3	-1.6

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

连国强

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523020002

liangq@essence.com.cn

相关报告

NECTIN-4 ADC 海外授权值得期待, 长效升白药有望于 2025 年获批上市	2024-04-10
ADC 新星崛起, 看好 Nectin-4 ADC 海外市场潜力	2023-12-05
Nectin-4 ADC 最新数据优异, 未来海外授权值得关注	2023-10-26

NECTIN-4 ADC 临床进展迅速, 长效升白药有望于 2025 年获批上市

事件: 公司公布 2024 年中报, 报告期内实现营业收入 1.16 亿元, 同比增长 28.42%; 实现归母净利润-4.45 亿元; 实现扣非后归母净利润-4.61 亿元。

NECTIN-4 ADC 临床进展迅速, 已开展 3 项 3 期临床。 公司核心品种 NECTIN-4 ADC 目前已开展 3 项 3 期临床, 包括: 1) 治疗经铂类化疗和 PD-(L)1 抑制剂治疗的局部晚期或转移性尿路上皮癌的 3 期关键注册临床研究, 2) 治疗含铂化疗失败的复发或转移性宫颈癌的 3 期临床研究, 3) 联合 PD-1 单抗一线治疗尿路上皮癌的 3 期临床研究, 临床进展迅速。目前该品种已获得美国 FDA 授予的多项审评资质: “快速通道认定”(FTD) 分别用于治疗晚期、复发或转移性食管鳞癌, 既往接受过含铂化疗方案治疗失败的复发或转移性宫颈癌和局部晚期或转移性 Nectin-4 阳性三阴性乳腺癌; “孤儿药资格认定”(ODD) 用于治疗食管癌。并被国家药品监督管理局药品审评中心纳入突破性治疗品种名单, 用于治疗既往铂类化疗和 PD-(L)1 抑制剂治疗失败的局部晚期或转移性尿路上皮癌。

其他创新药方面, 长效升白药有望于 2025 年获批上市, B7H3 ADC、TROP2 ADC 快速推进中。 公司新一代长效升白药 8MW0511 为人血清白蛋白-人粒细胞集落刺激因子融合蛋白, 与目前已获批上市 PEG 长效升白药、Fc 融合蛋白长效升白药具备差异化优异, 该产品已在 2023 年 12 月递交上市申请, 参考其他药物上市审评进度, 我们预计其有望于 2025 年获批上市。ADC 管线方面, 基于公司新一代 ADC 技术开发的 B7H3 ADC、TROP2 ADC 的 2 项 1 期临床顺利开展中; 从新一代 ADC 的结构设计来看, 其接近于阿斯利康自研 ADC, 释放单元 (PEG-VA)、毒素均与阿斯利康自研 ADC 类似, 主要差异在于公司新一代 ADC 接头部分为自研的 IDconnect 接头 (可产出 DAR 4 为主成分的定点偶联药物), 综合来看成药确定性高。

投资建议: 我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 3.00 亿元、11.08 亿元、20.13 亿元, 净利润分别为-9.20 亿元、-6.26 亿元、-0.87 亿元; 考虑到公司已上市/即将上市产品的放量潜力以及丰富的临床研发管线, 我们认为公司未来发展前景可观; 在

不考虑海外预期、不考虑未上市生物类似药的情况下，根据 DCF 模型给与 6 个月目标价 37.87 元，维持买入-A 级投资评级。

风险提示：海外授权进度不及预期的风险，创新药临床试验失败的风险，生物类似药产品销售不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	27.7	127.8	300.0	1,108.2	2,013.1
净利润	-955.2	-1,053.4	-920.0	-626.4	-87.1
每股收益(元)	-2.39	-2.64	-2.30	-1.57	-0.22
每股净资产(元)	8.80	6.47	4.15	2.58	2.37
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-9.3	-8.4	-9.6	-14.2	-101.8
市净率(倍)	2.5	3.4	5.3	8.6	9.4
净利润率	-3,445.0%	-824.1%	-306.7%	-56.5%	-4.3%
净资产收益率	-27.2%	-40.8%	-55.5%	-60.7%	-9.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-149.9%	-97.2%	-55.8%	16.0%	0.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

1. 附录

表1：迈威生物 DCF 模型

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
总收入 (亿元)	3.0	11.1	20.1	35.4	42.3	45.7	47.9	51.0	49.9	48.4
yoy	135%	269%	82%	76%	20%	8%	5%	7%	-2%	-3%
Nectin-4 ADC 9MW2821	0.0	0.0	4.6	14.4	20.0	22.3	26.6	30.2	30.0	29.6
长效升白药 8MW0511	0.0	2.7	4.9	8.8	9.6	10.3	8.9	9.0	8.6	8.2
阿达木单抗生物类似药	0.0	2.9	3.5	3.5	3.3	3.2	3.0	2.9	2.7	2.6
地舒单抗生物类似药	2.5	5.5	7.2	8.6	9.4	9.9	9.4	8.9	8.5	8.1
授权收入	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利率	-307%	-57%	-4%	25%	28%	30%	30%	35%	35%	35%
利润现金流 (亿元)	-9.2	-6.3	-0.9	8.8	11.8	13.7	14.4	17.9	17.5	16.9
WACC	9.5%									
永续增长率	2.5%									
预测期风险调整后 现金流现值 (亿元)	41.8	-9.20	-5.72	-0.73	6.73	8.24	8.70	8.34	9.46	8.45
终值现值 (亿元)	109.6									
市值 (亿元)	151.3									

资料来源：国投证券研究中心，注：该模型未考虑海外预期、未考虑未上市生物类似药

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27.7	127.8	300.0	1,108.2	2,013.1	成长性					
减: 营业成本	0.1	1.4	24.0	88.7	161.0	营业收入增长率	70.9%	361.0%	134.7%	269.4%	81.7%
营业税费	1.9	3.8	15.0	55.4	100.7	营业利润增长率	24.0%	9.9%	-12.3%	-32.0%	-86.3%
销售费用	78.5	142.9	270.0	443.3	603.9	净利润增长率	24.1%	10.3%	-12.7%	-31.9%	-86.1%
管理费用	189.1	225.4	240.0	277.0	241.6	EBITDA 增长率	27.4%	8.3%	-13.5%	-35.8%	-100.5%
研发费用	758.6	835.8	690.0	886.5	1,006.6	EBIT 增长率	25.5%	8.8%	-13.7%	-31.5%	-84.3%
财务费用	-34.8	-33.4	-15.0	-15.0	-15.0	NOPLAT 增长率	29.1%	9.7%	-13.9%	-31.5%	-84.3%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	69.3%	49.8%	-339.3%	208.4%	74.9%
加: 公允价值变动收益	1.1	-3.0	0.1	-	-	净资产增长率	248.1%	-26.7%	-36.1%	-38.2%	-8.6%
投资和汇兑收益	0.7	-1.6	1.0	-	-0.2						
营业利润	-958.1	-1,052.6	-922.8	-627.7	-85.8	利润率					
加: 营业外净收支	-	-2.7	-0.9	-1.2	-1.6	毛利率	99.7%	98.9%	92.0%	92.0%	92.0%
利润总额	-958.1	-1,055.3	-923.7	-628.9	-87.4	营业利润率	-3,455.5%	-823.4%	-307.6%	-56.6%	-4.3%
减: 所得税	-	3.5	-	-	-	净利润率	-3,445.0%	-824.1%	-306.7%	-56.5%	-4.3%
净利润	-955.2	-1,053.4	-920.0	-626.4	-87.1	EBITDA/营业收入	-3,369.3%	-791.4%	-291.8%	-50.7%	0.2%
						EBIT/营业收入	-3,601.6%	-849.7%	-312.6%	-58.0%	-5.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	3,851	1,278	779	232	144
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-1,226	-413	-3,855	-3,451	-3,553
货币资金	2,491.0	1,650.9	5,270.3	13,015.0	22,228.6	流动资产周转天数	19,623	6,795	7,658	6,726	6,805
交易性金融资产	60.1	14.9	15.0	15.0	15.0	应收账款周转天数	752	299	300	300	300
应收账款	82.7	129.8	370.2	1,474.3	1,878.7	存货周转天数	774	336	2,400	2,453	2,426
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	40,344	12,777	10,775	7,700	7,413
预付账款	40.3	26.6	1,173.4	3,206.6	4,798.0	投资资本周转天数	11,579	3,944	-1,404	-2,666	-3,047
存货	79.0	159.3	3,840.7	11,260.0	15,876.6						
其他流动资产	24.9	66.1	46.2	1,723.0	611.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-27.2%	-40.8%	-55.5%	-60.7%	-9.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-20.7%	-23.8%	-6.8%	-1.9%	-0.2%
长期股权投资	20.2	42.0	55.9	68.3	84.3	ROIC	-149.9%	-97.2%	-55.8%	16.0%	0.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	284.6	622.8	676.3	752.0	858.7	销售费用率	283.2%	111.8%	90.0%	40.0%	30.0%
在建工程	804.5	1,130.7	1,443.5	1,820.3	2,158.9	管理费用率	681.9%	176.4%	80.0%	25.0%	12.0%
无形资产	161.3	139.7	105.9	67.9	29.7	研发费用率	2,735.9%	653.8%	230.0%	80.0%	50.0%
其他非流动资产	570.8	472.3	506.2	496.9	468.5	财务费用率	-125.4%	-26.1%	-5.0%	-1.4%	-0.7%
资产总额	4,619.5	4,455.0	13,503.7	33,899.3	49,008.8	四费/营业收入	3,575.7%	915.8%	395.0%	143.6%	91.3%
短期债务	100.1	209.3	-	-	-	偿债能力					
应付账款	216.0	456.0	11,544.1	32,568.8	47,761.0	资产负债率	24.0%	42.2%	87.8%	97.0%	98.1%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	31.6%	73.1%	721.0%	3,237.2%	5,179.1%
其他流动负债	129.0	151.2	137.1	139.1	142.4	流动比率	6.24	2.51	0.92	0.94	0.95
长期借款	492.1	887.7	-	-	-	速动比率	6.06	2.31	0.59	0.59	0.62
其他非流动负债	171.6	177.7	177.8	175.7	177.1	利息保障倍数	28.73	32.51	62.52	42.85	6.72
负债总额	1,108.9	1,881.8	11,859.0	32,883.5	48,080.5	分红指标					
少数股东权益	-5.1	-10.5	-14.2	-16.7	-17.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	399.6	399.6	399.6	399.6	399.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,114.5	2,179.3	1,259.3	632.9	545.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,510.6	2,573.2	1,644.7	1,015.8	928.4						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	-958.1	-1,058.8	-920.0	-626.4	-87.1
						加: 折旧和摊销	71.0	79.6	62.3	81.0	103.9
						资产减值准备	1.9	9.5	-	-	-
						公允价值变动损失	-1.1	3.0	0.1	-	-
						财务费用	8.8	12.2	-15.0	-15.0	-15.0
						投资收益	-0.7	1.6	-1.0	-	0.2
						少数股东损益	-2.9	-5.4	-3.7	-2.5	-0.4
						营运资金的变动	-60.8	94.3	5,983.0	8,786.7	9,707.3
						经营活动产生现金流量	-719.2	-782.7	5,105.7	8,223.9	9,709.0
						投资活动产生现金流量	-602.8	-509.6	-394.0	-495.5	-511.2
						融资活动产生现金流量	3,715.8	444.9	-1,092.3	16.4	15.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	-2.39	-2.64	-2.30	-1.57	-0.22
						BVPS(元)	8.80	6.47	4.15	2.58	2.37
						PE(X)	-9.3	-8.4	-9.6	-14.2	-101.8
						PB(X)	2.5	3.4	5.3	8.6	9.4
						P/FCF	-9.2	-8.1	2.4	1.1	1.0
						P/S	319.8	69.4	29.6	8.0	4.4
						EV/EBITDA	-3.6	-12.0	-3.6	8.1	-4,527.1
						CAGR(%)	-13.1%	-56.5%	6.1%	-13.1%	-56.5%
						PEG	0.7	0.1	-1.6	1.1	1.8
						ROIC/WACC	-14.3	-9.3	-5.3	1.5	0.1
						REP	-0.2	-0.8	0.1	0.2	8.2

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034