

迈威生物-U (688062.SH)

优于大市

Nectin-4 ADC 展现泛瘤种潜力，快速推进注册临床

核心观点

Nectin-4 ADC 在多个适应症中快速推进临床。迈威生物的核心产品 9MW2821 是研发进度最快的国产 Nectin-4 ADC，在尿路上皮癌 (UC)、宫颈癌 (CC) 中已经进入到 3 期注册性临床。此外，9MW2821 在食管癌 (EC)、乳腺癌 (BC) 等适应症中同样开展了多项临床。除了在 UC 适应症外，9MW2821 也披露了在 CC、EC 和 TNBC 的临床数据，希望凭借差异化的适应症与 PADCEV 展开竞争。公司将在海外开展 9MW2821 的临床，结合在国内全面的临床数据支持，有望通过授权出海的方式拓展海外的市场。

后续管线产品取得积极进展。公司的 ST2 单抗 9MW1911 正在进行 COPD 的 2 期临床，进度在国内公司中领先。7MW3711 (B7-H3 ADC)、9MW2921 (TROP2 ADC) 正在进行 1/2 期临床。8MW0511 (长效升白针) 的上市申请已获受理。公司已经具备较好的商业化能力，后续产品的获批上市及临床进展将推动公司的销售进一步增长。

生物类似药商业化进展顺利。迈威生物上半年实现销售 1.16 亿元 (+28.4%)，主要系药品销售收入 0.66 亿元 (+371.9%)；同时，9MW3011 项目确认技术授权收入较多。公司上半年净亏损 4.45 亿元 (+7.6%)，研发费用 3.22 亿元 (-5.4%)，销售费用 1.13 亿元 (+29.8%)，管理费用 1.12 亿元 (+18.3%)。上半年迈利舒新增发货约 11.7 万支，迈卫健获批上市并完成商业发货，君迈康新增发货超 2 万支。

投资建议：维持“优于大市”评级。

公司的核心产品 9MW2821 已经进入到 3 期临床，并在多项适应症中有数据读出；后续管线取得积极进展，现有产品商业化进展顺利。我们维持公司的盈利预测，预计 2024-26 年营收分别为 4.17/8.87/14.31 亿元，同比增长 226%/113%/61%，归母净利润分别为-7.49/-5.16/-1.26 亿元，维持“优于大市”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
S0980523050001

证券分析师：陈益凌 021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.91 元
总市值/流通市值	9155/4678 百万元
52 周最高价/最低价	37.00/20.40 元
近 3 个月日均成交额	78.24 百万元

市场走势



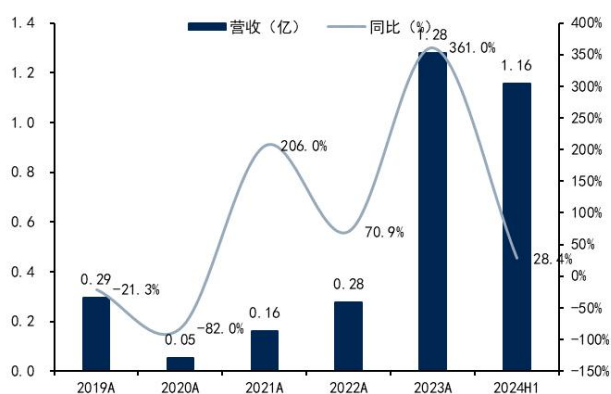
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《迈威生物-U (688062.SH) -Nectin-4 ADC 多适应症快速推进临床》——2024-04-19
《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

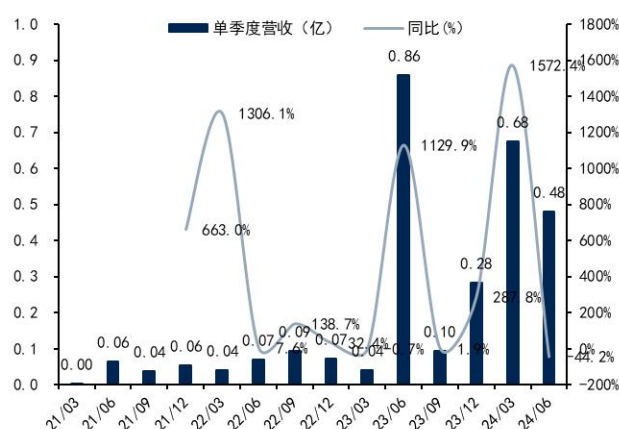
生物类似药商业化进展顺利。迈威生物上半年实现销售 1.16 亿元（+28.4%），主要系药品销售收入 0.66 亿元（+371.9%）；同时，9MW3011 项目确认技术授权收入较多。公司上半年净亏损 4.45 亿元（+7.6%），研发费用 3.22 亿元（-5.4%），销售费用 1.13 亿元（+29.8%），管理费用 1.12 亿元（+18.3%）。上半年迈利舒新增发货约 11.7 万支，迈卫健获批上市并完成商业发货，君迈康新增发货超 2 万支。

图1：迈威生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



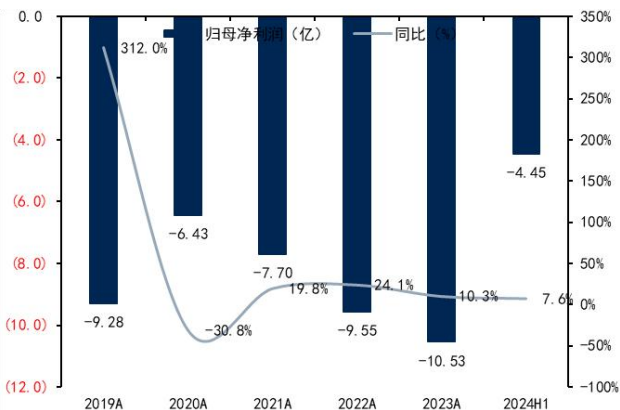
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：迈威生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



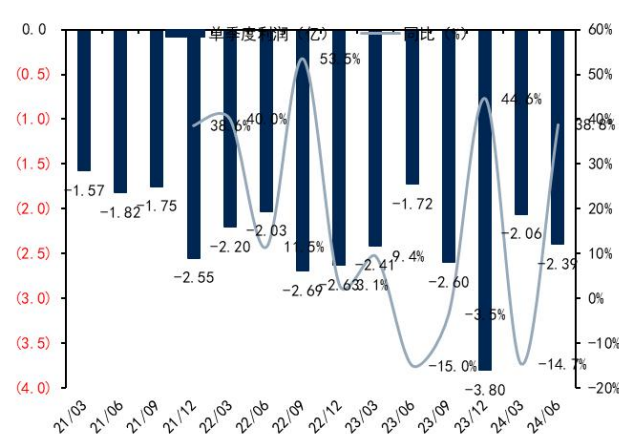
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：迈威生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



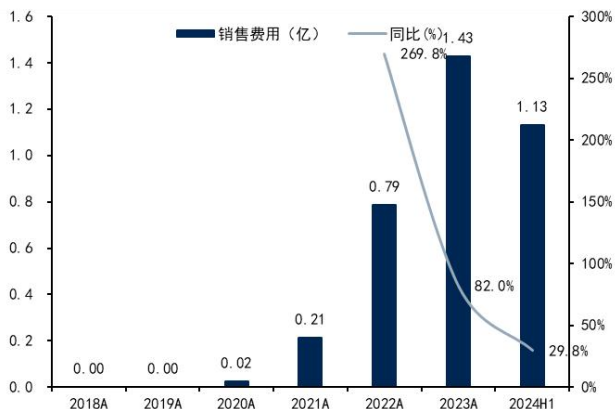
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：迈威生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



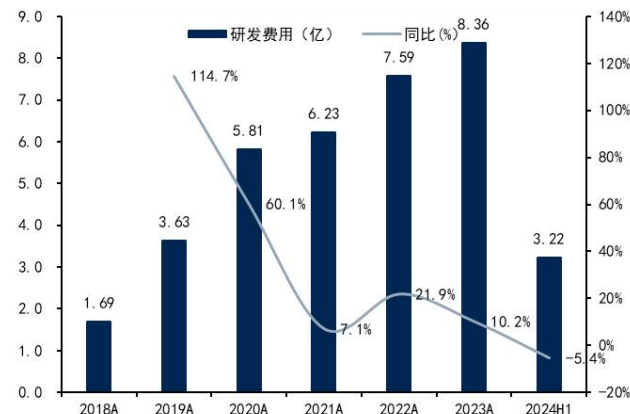
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 迈威生物销售费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 迈威生物研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

Nectin-4 ADC 在多个适应症中快速推进临床。迈威生物的核心产品 9MW2821 是研发进度最快的国产 Nectin-4 ADC，在尿路上皮癌（UC）、宫颈癌（CC）中已经进入 3 期注册性临床。此外，9MW2821 在食管癌（EC）、乳腺癌（BC）等适应症中同样开展了多项临床。除了在 UC 适应症外，9MW2821 也披露了在 CC、EC 和 TNBC 的临床数据，希望凭借差异化的适应症与 PADCEV 展开竞争。公司将在海外开展 9MW2821 的临床，结合在国内全面的临床数据支持，有望通过授权出海的方式拓展海外的市场。

后续管线产品取得积极进展。公司的 ST2 单抗 9MW1911 目前正在进行 COPD 的 2 期临床，进度在国内公司中领先。7MW3711（B7-H3 ADC）、9MW2921（TROP2 ADC）正在进行 1/2 期临床。8MW0511（长效升白针）的上市申请已获受理。公司已经具备较好的商业化能力，后续产品的获批上市及临床进展将推动公司的销售进一步增长。

图7: 迈威生物研发管线

领域	产品	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 二线及以后单药	■	■	■	■	■	■
			CC 二三线单药	■	■	■	■	■	■
			ESCC	■	■	■	■	■	■
			TNBC 一线联合疗法	■	■	■	■	■	■
			TNBC 单药	■	■	■	■	■	■
			其他	■	■	■	■	■	■
免疫	7MW3711	B7-H3 ADC	■	■	■	■	■	■	
	9MW2921	Trop-2 ADC	■	■	■	■	■	■	
	迈卫健*	RANKL	■	■	■	■	■	■	
	8MW0511	HSA-G-CSF	■	■	■	■	■	■	
血液	6MW3211	CD47/PD-L1	■	■	■	■	■	■	
	9MW3811*	IL-11	■	■	■	■	■	■	
	君迈康*	TNF-α	■	■	■	■	■	■	
骨疾病	9MW1911*	ST2	■	■	■	■	■	■	
	9MW3811*	IL-11	■	■	■	■	■	■	
眼科	迈利舒*	RANKL	■	■	■	■	■	■	
	1MW5011 (RP901)	-	■	■	■	■	■	■	
血液	9MW0813	VEGF-Trap	■	■	■	■	■	■	
	9MW0211	VEGF	■	■	■	■	■	■	
感染	9MW3011*	TMPRSS6	■	■	■	■	■	■	
	9MW1411	α-toxin	■	■	■	■	■	■	

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“优于大市”评级。公司的核心产品 9MW2821 已经进入到 3 期临床，并在多项适应症中有数据读出；后续管线取得积极进展，现有产品商业化进展顺利。我们维持公司的盈利预测，预计 2024-26 年营收分别为 4.17/8.87/14.31 亿元，同比

增长 226%/113%/61%，归母净利润分别为-7.49/-5.16/-1.26 亿元，维持 “优于大市” 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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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