

2024年9月21日

迈威生物-U (688062.SH)

买入 (首次覆盖)

——ADC 核心管线进展积极，商业化稳步推进

证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



投资要点:

- 公司 2024 半年报成果显著: 迈威生物 2024 年中报业绩显示, 上半年公司实现营业收入 1.16 亿元, 同比增长 28.42%。其中药品销售收入为 6566.5 万元, 较上年同期 1391.65 万元增长 371.85%。同时 9MW3011 项目与美国 DISC MEDICINE, INC. 独家许可协议于本期确认技术授权收入较多。公司 2024 年上半年研发投入为 3.22 亿元, 同比降低 5.38%; 销售费用 1.13 亿元, 同比增长 29.82%, 公司商业化不断推进, 呈现良好态势。
- 核心管线 Nectin-4 ADC (9MW2821) 推进顺利, 多款 ADC 进展迅速。
 - 9MW2821: 公司正在针对尿路上皮癌、宫颈癌、食管癌、乳腺癌等适应症开展多项临床研究, 美国获得 FDA 快速认定通道。尿路上皮癌: 同靶点 ADC 进度全球第二, 目前正在 III 期临床阶段; 宫颈癌: 目前公司正在推进一线联合用药的 CDE 申报、二线及以后单药疗法的探索工作; 食管癌: II 期临床数据显示, 相比于现有疗法及同靶点产品 Padcev® 更有优势, 公司正积极推进一线联合用药的 CDE 申报工作、二线及以后单药疗法的探索工作; 三阴性乳腺癌: II 期临床显示, 相比于现有疗法及同靶点产品 Padcev® 展现出了较大潜力和优势, 目前公司正探索一线联合疗法、二线及以后疗法的有效性。
 - 其他 ADC 管线: 7MW3711 是靶向 B7-H3 ADC, 目前正在开展两项 I/II 期临床试验, 并于 24 年 7 月获 FDA 授予孤儿药资格认定, 用于治疗小细胞肺癌。9MW2921 是靶向 Trop-2 的 ADC, 目前正在开展针对晚期实体瘤的 I/II 期临床试验。
- 生物类似药商业化稳步推进, 夯实公司基本盘。公司三款生物类似药君迈康® (阿达木单抗注射液)、迈利舒® (地舒单抗 60mg 规格)、迈卫健® (地舒单抗 120mg 规格) 商业化稳步推进, 并积极部署海外新兴市场。
- 在研管线推进顺利。1) 8MW0511: HAS-G-CSF 药物, 适应症为抗癌药物引起的中性粒细胞减少症, 已于 23 年 12 月提交 NDA。2) 6MW3211: CD47/PD-L1 双抗药物, 适应症为各种晚期恶性肿瘤, 目前正处于 II 期临床阶段。3) 9MW3811: IL-11 单抗, 用于晚期恶性肿瘤及特发性肺纤维化, 目前处于 I 期临床阶段。4) 9MW1911: ST2-单抗药物, 主要适应症为慢性阻塞性肺病, 目前处于 II 期临床阶段。5) 9WM0211: 重组 VEGF 单克隆抗体, 主要适应症为新生血管性(湿性)年龄相关性黄斑变性, 目前处于 III 期临床阶段。6) 9MW3011: TMPRSS6 单克隆抗体, 主要适应症为 β-地中海贫血患者铁过载相关适应症和真性红细胞增多症, 目前均处于 II 期临床阶段。7) 9MW1411: α-toxin 新型抗体, 主要适应症为金黄色葡萄球菌感染, 目前正处于 II 期临床阶段。
- 盈利预测与估值。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2.59/8.64/20.13 亿元。通过 DCF 方法计算, 假设永续增长率为 2%, WACC 为 8.8%, 公司合理股权价值为 131 亿元。公司核心 ADC 管线进展顺利, 积极拓展海外新兴市场。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。
- 风险提示: 临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

股价数据: 2024年9月19日

收盘价(元)	21.24
年内最高/最低(元)	37.00/20.40
总市值(亿元)	84.88

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	28	128	259	864	2,013
同比增长率(%)	70.9%	361.0%	102.8%	233.2%	133.1%
毛利率(%)	99.7%	98.9%	87.3%	95.9%	93.8%
归母净利润(百万元人民币)	-955	-1,053	-1,065	-673	-175
同比增长率(%)					
每股收益(元人民币/股)	-2.44	-2.64	-2.66	-1.68	-0.44
ROE(%)					
市盈率					

财务报表分析和预测

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-1,053	-1,065	-673	-175
少数股东损益	-5	-4	-3	-1
非现金支出	121	162	182	199
非经营收益	17	60	68	69
营运资金变动	139	185	54	67
经营活动现金净流	-783	-662	-373	159
资本开支	-500	-94	-52	-42
投资	-12	-9	-11	-11
其他	3	-37	-1	3
投资活动现金净流	-510	-140	-64	-50
股权融资	0	29	0	0
债权融资	505	1,315	300	152
其他	-60	-53	-70	-75
筹资活动现金净流	445	741	130	27
现金净流量	-846	-61	-308	135
期初现金	2,490	1,644	1,582	1,274
期末现金	1,644	1,582	1,274	1,410

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,651	1,590	1,282	1,417
应收票据	0	0	72	168
应收账款	18	36	48	56
其他应收款	112	108	120	140
存货	159	137	129	138
其他流动资产	108	104	112	131
流动资产	2,048	1,974	1,763	2,050
长期股权投资	42	41	42	43
固定资产	623	743	795	802
在建工程	1,131	995	871	766
无形资产	140	119	98	76
商誉	119	119	119	119
其他非流动资产	354	356	324	289
非流动资产	2,407	2,373	2,249	2,095
资产总计	4,455	4,347	4,012	4,145
短期借款	209	759	859	909
应付票据	0	0	3	10
应付账款	62	77	75	80
其他应付款	394	492	538	623
其他流动负债	151	223	318	430
流动负债	816	1,551	1,793	2,052
长期借款	888	1,088	1,188	1,238
应付债券	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0
其他长期负债	178	175	174	175
负债	1,882	2,814	3,154	3,464
股本	400	400	400	400
资本公积	5,931	5,959	5,959	5,959
其他综合收益	5	5	5	5
归母所有者权益	2,584	1,548	875	700
少数股东权益	-10	-15	-18	-20
所有者权益合计	2,573	1,534	857	681
负债股东权益合计	4,455	4,347	4,012	4,145

损益表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	128	259	864	2,013
%增长率	361.0%	102.8%	233.2%	133.1%
营业成本	1	33	36	125
%销售收入	1.1%	12.7%	4.1%	6.2%
毛利	126	226	828	1,889
%销售收入	98.9%	87.3%	95.9%	93.8%
税金及附加	4	4	4	6
%销售收入	3.0%	1.5%	0.5%	0.3%
销售费用	143	233	302	604
%销售收入	111.8%	90.0%	35.0%	30.0%
管理费用	225	259	302	403
%销售收入	176.4%	100.0%	35.0%	20.0%
研发费用	836	778	864	1,007
%销售收入	653.8%	300.0%	100.0%	50.0%
财务费用	-33	33	47	56
%销售收入	-26.1%	12.7%	5.4%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	-1,078	-1,032	-623	-105
%销售收入	-843.1%	-398.1%	-72.1%	-5.2%
其他收益	11	18	19	20
投资收益	-2	-3	1	4
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
资产减值损失	-9	0	0	0
资产处置收益	0	3	4	4
营业利润	-1,053	-1,062	-667	-158
%增长率	-9.9%	-0.9%	37.2%	76.3%
营业外收支	-3	-2	-2	-2
利润总额	-1,055	-1,065	-670	-161
%增长率	-10.1%	-0.9%	37.1%	76.0%
所得税	4	4	7	16
所得税率	-0.3%	-0.4%	-1.0%	-10.0%
合并报表的净利润	-1,059	-1,069	-676	-177
少数股东损益	-5	-4	-3	-1
归属于母公司股东的净利	-1,053	-1,065	-673	-175
净利率	-824.1%	-410.8%	-77.9%	-8.7%

资料来源：公司公告，wind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数