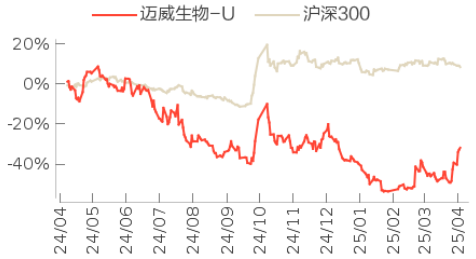
商业化&临床进展顺利，TCE 平台首亮相

——迈威生物 24 年报点评

投资评级	增持 （维持）
股价（2025年04月03日）	22.91 元
目标价格	31.76 元
52 周最高价/最低价	36.99/15.36 元
总股本/流通 A 股（万股）	39,960/20,417
A 股市值（百万元）	9,155
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 04 月 06 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	18.77	22.32	19.32	-31.9
相对表现%	20.57	23.01	17.03	-40.13
沪深 300%	-1.8	-0.69	2.29	8.23



核心观点

- **地舒单抗快速放量，亏损有望缩窄。**公司发布 24 年报，实现营业收入 2.00 亿元（同比+56.28%），归母净利润-10.44 亿元（同比+0.90%），扣非归母净利润-10.70 亿元（同比-0.91%）。药品销售收入 1.45 亿元（同比+243.53%），其中地舒单抗销售收入 1.39 亿元（同比+230.17%）。费用控制良好：24 年销售费用 1.92 亿元（同比+34.12%），管理费用 2.14 亿元（同比-5.29%），研发费用 7.83 亿元（同比-6.33%，若剔除 23 年与圣森终止合作产生的结算款影响则同比+6.30%）。
- **Nectin-4 ADC 展现 BIC 潜力，临床迅速推进。**公司 Nectin-4 ADC 在多适应症中取得同类最佳（BIC）数据或同靶点进度领先，具备大单品潜力：1）尿路上皮癌：一线（联用 IO）和二线及以后（单药）均处于临床 III 期阶段，其中一线 I/II 期临床试验中 cORR 为 80%，显著高于 Padcev（EV-302 的 cORR 为 67.7%），并被 NMPA 纳入突破性治疗品种名单；2）宫颈癌：二/三线（单药）处于临床 III 期阶段，一线（联合其他抗肿瘤药物）处于临床 I/II 期阶段；3）三阴性乳腺癌：一线（联合 IO）和 TOPi ADC 经治患者（单药）处于临床 II 期阶段；4）食管癌：二线及以后（单药）处于临床 II 期阶段，一线（联合其他抗肿瘤药物）处于 IND 阶段。
- **ADC+TCE 双轮驱动，积极拓展其他领域。**公司将在 AACR 2025 大会上公布 4 项 ADC 和 2 项 TCE 相关研究，包含 3 条临床前管线（CDH17 ADC，CLDN1 ADC 和 LILRB4 x CD3 TCE）。公司新开发 TCE 平台，在肿瘤联合治疗的趋势下有望占据优势。2025 年 4 月 2 日，公司宣布 B7-H3 ADC 获批准开展联合 PD-1 抑制剂、联合/不联合抗肿瘤治疗用于晚期实体瘤患者的 Ib/II 期临床试验，自研 Mtoxin™ 载荷 ADC 迈出重要一步。此外，公司在免疫、骨疾病和血液等领域布局有 ST2 单抗、OA 新药 1MW5011 和 TMPRSS6 单抗等具有潜力的品种，均处于早期临床阶段。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 24 年报，我们下调公司营收、费用及毛利率预测，预测公司 25-27 年归母净利润为-8.16/-3.93/-0.59 亿元（原 25-26 年预测为-9.18/-5.59 亿元），对公司自由现金流进行绝对估值，预测公司合理市值为 126.90 亿元，对应目标价为 31.76 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 创新药研发进度不及预期、生物类似药品种进入集采、产品竞争加剧或者销售不及预期、公司中长期盈利能力下降的风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	128	200	704	1,477	2,290
同比增长(%)	*361.0%*	*56.3%*	*252.3%*	*109.9%*	*55.1%*
营业利润(百万元)	(1,053)	(1,043)	(816)	(392)	(56)
同比增长(%)	*-9.9%*	*0.9%*	*21.8%*	*52.0%*	*85.6%*
归属母公司净利润(百万元)	(1,053)	(1,044)	(816)	(393)	(59)
同比增长(%)	*-10.3%*	*0.9%*	*21.9%*	*51.8%*	*84.9%*
每股收益（元）	(2.64)	(2.61)	(2.04)	(0.98)	(0.15)
毛利率(%)	98.9%	85.5%	85.4%	85.2%	84.6%
净利率(%)	-824.1%	-522.5%	-115.9%	-26.6%	-2.6%
净资产收益率(%)	-34.5%	-50.3%	-70.4%	-66.4%	-13.9%
市盈率	(8.6)	(8.7)	(11.1)	(23.0)	(152.5)
市净率	3.5	5.8	12.1	20.7	21.7

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

傅肖依 fuxiaoyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524080006

联系人

胡俊涛 hujuntao@orientsec.com.cn

相关报告

迈利舒放量显著，Nectin-4 ADC 进展迅速：——迈威生物 2024 年中报点评 2024-09-06

全链条渐进式创新，即将收获差异化成果：——迈威生物首次覆盖报告 2024-07-12

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：估值假设主要参数

所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	2.00%
无风险利率 Rf	1.88%
无杠杆影响的 β 系数	1.07
考虑杠杆因素的 β 系数	1.28
市场收益率 Rm	8.91%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本（Ke）	10.88%
债务比率 D/(D+E)	18.67%
债务利率 rd	3.60%
WACC	9.42%

数据来源：iFinD，东方证券研究所

表 2：绝对估值

终值折现（百万元）	6,703.50
企业价值（百万元）	13,553.69
权益价值（百万元）	12,689.97
每股价值（元）	31.76
预测市值（亿元）	126.90

数据来源：东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析（元）

		永续增长率 Gn(%)				
WACC(%)	31.76	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
	7.42%	39.79	43.37	48.26	55.37	66.63
	7.92%	36.24	39.16	43.07	48.57	56.87
	8.42%	33.12	35.54	38.70	43.03	49.32
	8.92%	30.38	32.38	34.97	38.43	43.30
	9.42%	27.94	29.62	31.76	34.56	38.39
	9.92%	25.76	27.18	28.96	31.25	34.32
	10.42%	23.80	25.01	26.50	28.39	30.88
	10.92%	22.03	23.06	24.32	25.90	27.93
	11.42%	20.43	21.32	22.39	23.71	25.39

数据来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,651	1,193	704	738	916
应收票据、账款及款项融资	18	38	78	216	343
预付账款	27	72	70	74	69
存货	159	212	257	285	317
其他	193	190	226	381	201
流动资产合计	**2,048**	**1,705**	**1,335**	**1,694**	**1,846**
长期股权投资	42	47	47	47	47
固定资产	623	1,653	1,631	1,618	1,604
在建工程	1,131	241	332	397	447
无形资产	140	153	139	124	110
其他	472	477	491	469	476
非流动资产合计	**2,407**	**2,570**	**2,640**	**2,656**	**2,685**
资产总计	**4,455**	**4,276**	**3,975**	**4,350**	**4,530**
短期借款	209	922	1,605	2,184	2,337
应付票据及应付账款	62	100	41	88	141
其他	545	520	431	492	484
流动负债合计	**816**	**1,542**	**2,077**	**2,764**	**2,962**
长期借款	888	1,006	1,006	1,006	1,006
应付债券	0	0	0	0	0
其他	178	172	159	161	163
非流动负债合计	**1,065**	**1,178**	**1,166**	**1,167**	**1,170**
负债合计	**1,882**	**2,720**	**3,243**	**3,931**	**4,131**
少数股东权益	(10)	(13)	(16)	(17)	(18)
实收资本（或股本）	400	400	400	400	400
资本公积	5,931	5,959	5,959	5,959	5,959
留存收益	(3,751)	(4,795)	(5,611)	(5,922)	(5,942)
其他	5	5	0	0	0
股东权益合计	**2,573**	**1,556**	**732**	**419**	**399**
负债和股东权益总计	**4,455**	**4,276**	**3,975**	**4,350**	**4,530**

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(1,059)	(1,047)	(818)	(395)	(59)
折旧摊销	79	113	193	207	223
财务费用	(33)	37	85	109	122
投资损失	2	4	(1)	(0)	0
营运资金变动	95	(219)	(165)	(242)	54
其它	134	155	(36)	23	(4)
经营活动现金流	**(783)**	**(956)**	**(742)**	**(298)**	**335**
资本支出	(692)	(252)	(243)	(243)	(245)
长期投资	(22)	(5)	0	0	0
其他	204	(35)	(22)	10	(1)
投资活动现金流	**(510)**	**(292)**	**(265)**	**(233)**	**(245)**
债权融资	403	235	(80)	14	17
股权融资	118	29	0	0	0
其他	(76)	568	598	551	71
筹资活动现金流	**445**	**832**	**518**	**566**	**88**
汇率变动影响	1	0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(846)**	**(416)**	**(489)**	**35**	**178**

利润表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**128**	**200**	**704**	**1,477**	**2,290**
营业成本	1	29	103	219	352
销售费用	143	192	252	389	649
管理费用	225	214	231	246	260
研发费用	836	783	848	886	927
财务费用	(33)	37	85	109	122
资产、信用减值损失	11	8	0	0	0
公允价值变动收益	(3)	0	(0)	(1)	(0)
投资净收益	(2)	(4)	1	0	(0)
其他	8	22	(1)	(18)	(36)
营业利润	**(1,053)**	**(1,043)**	**(816)**	**(392)**	**(56)**
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	4	2	3	3
利润总额	**(1,055)**	**(1,047)**	**(818)**	**(395)**	**(59)**
所得税	4	(1)	0	0	0
净利润	**(1,059)**	**(1,047)**	**(818)**	**(395)**	**(59)**
少数股东损益	(5)	(3)	(3)	(1)	(0)
归属于母公司净利润	**(1,053)**	**(1,044)**	**(816)**	**(393)**	**(59)**
每股收益（元）	-2.64	-2.61	-2.04	-0.98	-0.15

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	361.0%	56.3%	252.3%	109.9%	55.1%
营业利润	-9.9%	0.9%	21.8%	52.0%	85.6%
归属于母公司净利润	-10.3%	0.9%	21.9%	51.8%	84.9%
获利能力					
毛利率	98.9%	85.5%	85.4%	85.2%	84.6%
净利率	-824.1%	-522.5%	-115.9%	-26.6%	-2.6%
ROE	-34.5%	-50.3%	-70.4%	-66.4%	-13.9%
ROIC	-27.9%	-27.5%	-20.8%	-8.0%	1.7%
偿债能力					
资产负债率	42.2%	63.6%	81.6%	90.4%	91.2%
净负债率	0.0%	56.6%	269.4%	603.8%	632.4%
流动比率	2.51	1.11	0.64	0.61	0.62
速动比率	2.30	0.97	0.52	0.51	0.52
营运能力					
应收账款周转率	14.5	7.2	12.1	10.0	8.2
存货周转率	0.0	0.2	0.4	0.8	1.2
总资产周转率	0.0	0.0	0.2	0.4	0.5
每股指标（元）					
每股收益	-2.64	-2.61	-2.04	-0.98	-0.15
每股经营现金流	-1.96	-2.39	-1.86	-0.75	0.84
每股净资产	6.47	3.93	1.87	1.09	1.04
估值比率					
市盈率	-8.6	-8.7	-11.1	-23.0	-152.5
市净率	3.5	5.8	12.1	20.7	21.7
EV/EBITDA	-9.8	-11.1	-18.4	-130.1	34.3
EV/EBIT	-9.1	-9.8	-13.6	-35.0	151.7

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。