

2025 年 04 月 28 日

产品收入快速增长，多个创新管线积极推进

迈威生物-U(688062)

事件概述：

公司发布 2025 年一季度报告：本报告期营业收入为 4478 万元，同比减少了 33.70%；归属于上市公司股东的净利润：本报告期为-2.91 亿元，上年同期为-2.05 亿元，研发投入合计：本报告期为 2.08 亿元，上年同期为 1.82 亿元，同比增长 14.49%。

分析判断：

营业收入下降主要因为公司上年同期迈威（美国）就 9MW3011 项目与美国 DISCMEDICINE, INC. 达成独家许可协议确认收入金额较高，本期未实现授权许可收入，技术服务收入减少较多；同时本期药品销售收入为 4,472.07 万元，较上年同期 1,790.45 万元增长 2,681.62 万元，同比增长 149.77%。归属于上市公司股东的净利润亏损扩大主要系公司持续投入大量资金用于在研品种的临床试验推进，多项在研品种处于关键注册临床研究阶段导致公司研发费用金额较高。截止一季报披露日，公司拥有 16 个处于临床前、临床或上市阶段的核心品种，包括 12 个创新药，4 个生物类似药，专注于肿瘤和年龄相关疾病，如免疫、眼科、骨疾病等领域。其中，已上市品种 3 个，处于上市许可审评阶段品种 1 个，提交药品上市许可申请前（pre-NDA）沟通交流会议申请阶段的品种 1 个，处于 III 期关键注册临床阶段品种 2 个，处于其他不同临床阶段品种 9 个。

公司核心在研管线 9MW2821 于 2025 年 1 月再度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，适应症为联合 PD-1 单抗用于治疗既往未经系统治疗的、不可手术切除的局部晚期或转移性尿路上皮癌，于 2025 年 2 月获得国家药品监督管理局临床试验批准开展联合注射用 JS207 用于晚期实体瘤的治疗的临床研究。截至目前，9MW2821 涉及的适应症方向主要有尿路上皮癌（UC）、宫颈癌（CC）、三阴性乳腺癌（TNBC）及食管癌（EC）等，累计临床入组超过 800 例患者，其中：有三项 III 期关键性注册临床正在开展（UC 单药 III 期和 UC 联合 III 期均为国产首家，CC 单药 III 期为全球同靶点首家）；TNBC 单药疗法（拓扑异构酶抑制剂 ADC 经治）处于临床 II 期、全球首家，TNBC 联合疗法处于 II 期；EC 单药疗法处于临床 II 期；此外，还有多项联合疗法在多个适应症即将启动 I/II 期临床。9MW2821 的临床安全性和有效性已经得到了充分的验证。

公司研发的重组人源化抗 ST2 单克隆抗体创新药 9MW1911 于 2025 年 1 月完成了针对慢性阻塞性肺疾病（COPD）患者的

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：31.7
最新收盘价：21.29

股票代码：688062
52 周最高价/最低价：36.99/15.36
总市值(亿)：85.07
自由流通市值(亿)：0.00
自由流通股数(百万)：0.00



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：孙子豪
邮箱：sunzh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120003
联系电话：

相关研究

- 【华西医药】迈威生物（688062.SH）三季报点评：创新管线稳步推进，价值洼地积极布局
2024.11.12
- 【华西医药】迈威生物（688062.SH）年报点评：Nectin4ADC 在多个癌种中展现优异数据

Ib/IIa 期临床试验方案规定的全部 80 例入组，处于受试者随访阶段，并预期于 2025 年下半年完成受试者随访。公司目前正在准备的更大样本量患者的有效性和安全性的 II 期临床试验已于 4 月份召开线下研究者会。9MW1911 为国内首家进入临床的同靶点药物，全球同靶点药物进度位于第二，目前在 COPD 患者中初步体现了治疗效果。

公司研发的重组抗 TMPRSS6 单克隆抗体创新药 9MW3011 于 2025 年 1 月完成了“一项评价 9MW3011 注射液多次给药在新诊断和经治真性红细胞增多症患者中的安全性、耐受性、药代动力学、药效学和免疫原性的开放标签 Ib 期临床研究”的首例受试者入组。9MW3011 为国内首家，且是目前全球唯一一款用于真性红细胞增多症（PV）治疗的靶向 TMPRSS6 单抗，大中华区和东南亚以外所有区域的临床开发，由公司的合作伙伴 DISC MEDICINE, INC. 全面推进并已先后获得美国 FDA 授予“快速通道认定”（FTD）和“孤儿药资格认定”（ODD）。

►投资建议

考虑到公司产品销售放量节奏，以及看好公司强大的靶点研发实力、临床执行力及商业化推进能力，调整前期盈利预期：即我们预测公司 2025-2027 年收入为 6.05/12.7/21.7 亿元（前值 8.1/14.3/-亿元），分别同比增长 203%、110%、71%；归母净利润为-10.7/-5.1/0.14 亿元（前值-7.0/-2.8/-亿元），EPS 分别为-2.67/-1.28/-0.03 元（前值-1.75/-0.69/-元），采用自由现金流折现估值方法，公司估值为 127 亿元（前值 148 亿元），对应股价 31.7 元（前值 36.9 元），维持“买入”评级。

►风险提示

产品上市后商业化表现不及预期，创新产品临床不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	128	200	605	1,270	2,169
YoY (%)	361.0%	56.3%	202.8%	109.9%	70.8%
归母净利润(百万元)	-1,053	-1,044	-1,065	-511	14
YoY (%)	-10.3%	0.9%	-2.1%	52.1%	102.7%
毛利率 (%)	98.9%	85.5%	57.0%	68.5%	70.0%
每股收益 (元)	-2.64	-2.61	-2.67	-1.28	0.03
ROE	-40.8%	-66.5%	-197.4%	-1761.3%	32.0%
市盈率	-8.06	-8.16	-7.99	-16.66	624.53

资料来源：wind, 华西证券研究所

表 1 迈威生物财务预测及估值（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
EBIT	-1,003.03	-1,065.36	-567.41	15.14	362.75	1,496.54	2,262.78	3,109.88	3,345.33
所得税税率	0.09%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
息前税后利润 (NOPAT)	-1,002.16	-1,065.36	-510.67	13.62	326.48	1,346.88	2,036.51	2,798.89	3,010.80
加：非现金调整	153.97	103.58	109.11	114.55	119.91	125.19	130.40	135.54	140.61
减：营运资金的增加	102.86	1,258.78	-166.97	383.40	-2,206.54	-121.25	-82.95	-98.95	-55.55
减：资本性投资	330.07	30.70	30.28	32.17	35.67	40.00	40.00	40.00	40.00
公司自由现金流量 FCFE	-1,281.12	-2,251.26	-264.86	-287.40	2,617.25	1,553.33	2,209.86	2,993.37	3,166.96

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	200	605	1,270	2,169	净利润	-1,047	-1,065	-511	14
YoY (%)	56.3%	202.8%	109.9%	70.8%	折旧和摊销	146	104	109	115
营业成本	29	260	400	650	营运资金变动	-126	-1,324	167	-383
营业税金及附加	6	21	44	76	经营活动现金流	-956	-2,307	-261	-283
销售费用	192	242	292	325	资本开支	-330	-31	-30	-32
管理费用	214	212	254	282	投资	36	0	0	0
财务费用	37	0	0	0	投资活动现金流	-292	-5	-14	-13
研发费用	783	968	889	868	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0	债务募资	936	1,717	300	200
投资收益	-4	12	16	20	筹资活动现金流	832	1,714	300	200
营业利润	-1,043	-1,065	-567	15	现金净流量	-416	-597	25	-95
营业外收支	-4	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	-1,047	-1,065	-567	15	成长能力				
所得税	-1	0	-57	2	营业收入增长率	56.3%	202.8%	109.9%	70.8%
净利润	-1,047	-1,065	-511	14	净利润增长率	0.9%	-2.1%	52.1%	102.7%
归属于母公司净利润	-1,044	-1,065	-511	14	盈利能力				
YoY (%)	0.9%	-2.1%	52.1%	102.7%	毛利率	85.5%	57.0%	68.5%	70.0%
每股收益	-2.61	-2.67	-1.28	0.03	净利率	-522.5%	-176.1%	-40.2%	0.6%
资产负债表（百万元）					总资产收益率 ROA	-24.0%	-23.4%	-10.6%	0.3%
货币资金	1,193	632	657	562	净资产收益率 ROE	-66.5%	-197.4%	-1761.3%	32.0%
预付款项	72	78	80	65	偿债能力				
存货	212	1,444	1,389	1,986	流动比率	1.11	1.49	1.28	1.37
其他流动资产	228	174	266	391	速动比率	0.87	0.46	0.45	0.39
流动资产合计	1,705	2,328	2,392	3,004	现金比率	0.77	0.40	0.35	0.26
长期股权投资	47	47	47	47	资产负债率	63.6%	89.1%	99.7%	99.4%
固定资产	1,653	1,609	1,558	1,501	经营效率				
无形资产	153	153	153	153	总资产周转率	0.05	0.13	0.26	0.43
非流动资产合计	2,570	2,492	2,423	2,349	每股指标（元）				
资产合计	4,276	4,821	4,816	5,353	每股收益	-2.61	-2.67	-1.28	0.03
短期借款	922	1,022	1,122	1,122	每股净资产	3.93	1.35	0.07	0.11
应付账款及票据	100	144	222	361	每股经营现金流	-2.39	-5.77	-0.65	-0.71
其他流动负债	520	401	529	714	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,542	1,567	1,873	2,196	估值分析				
长期借款	1,006	2,506	2,706	2,906	PE	-8.16	-7.99	-16.66	624.53
其他长期负债	172	221	221	221	PB	5.15	15.76	293.42	199.63
非流动负债合计	1,178	2,727	2,927	3,127					
负债合计	2,720	4,294	4,800	5,323					
股本	400	400	400	400					
少数股东权益	-13	-13	-13	-13					
股东权益合计	1,556	527	16	30					
负债和股东权益合计	4,276	4,821	4,816	5,353					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。