

## 迈威生物-U (688062)

# BD 进入新阶段，差异化 ADC+TCE 双平台前景可期

买入（首次）

2025 年 06 月 30 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A      | 2024A      | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|------------|------------|----------|----------|----------|
| 营业总收入（百万元）    | 127.84     | 199.78     | 1,108.00 | 1,236.80 | 2,091.52 |
| 同比（%）         | 361.03     | 56.28      | 454.61   | 11.62    | 69.11    |
| 归母净利润（百万元）    | (1,053.43) | (1,043.92) | (272.29) | (551.72) | (226.00) |
| 同比（%）         | (10.28)    | 0.90       | 73.92    | (102.62) | 59.04    |
| EPS-最新摊薄（元/股） | (2.64)     | (2.61)     | (0.68)   | (1.38)   | (0.57)   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | (10.86)    | (10.96)    | (42.00)  | (20.73)  | (50.61)  |

### 投资要点

■ **两项重磅授权同步落地，BD 进入新阶段：**①与 Calico Life Sciences 就靶向 IL-11 单抗达成独家许可协议，Calico 获得 9MW3811 海外权益，并向迈威支付首付款 2,500 万美元，里程碑付款最高 5.71 亿美元，以及产品销售分成。9MW3811 是全球首款进入临床阶段的 IL11 单抗，在年龄相关性疾病领域已完成中、澳 I 期临床研究，合作方 Calico 由谷歌母公司 Alphabet 和 Arthur D. Levinson 共同创立，并与艾伯维就衰老和与年龄相关的疾病达成研发合作，共同投资开发。②公司与齐鲁制药签署阿格司亭 α 大中华区授权协议，将获得首付款 3.8 亿元人民币、最高 1.2 亿元销售里程碑付款以及最高两位数百分比特许权使用费。阿格司亭 α 是公司具有自主知识产权的新一代长效升白药，在产品安全性、成本和质量控制等方面优势明显，合作方齐鲁制药是 G-CSF 领域的领军企业之一。通过这两项授权，迈威将获得约 5.6 亿元首付款，有效补充公司现金流。此外，公司 Nectin4 ADC、B7H3 ADC、CDH17 ADC、ST2 等多款创新品种具备海外授权潜力。

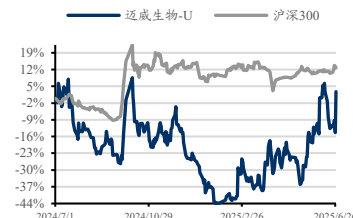
■ **差异化创新持续获得实质性成果，ADC+TCE 双平台前景可期：**9MW2821 是潜在 BIC 的 Nectin4 ADC，全面布局尿路上皮癌（UC）、三阴性乳腺癌（TNBC）、宫颈癌（CC）和食管癌（EC）的二线和一线治疗，其中 UC 单药、UC 联合、CC 单药等 3 个 III 期注册临床预计今年完成全部患者入组；TNBC 差异化布局拓扑异构酶 ADC 耐药适应症，下半年有望读出 II 期数据。B7-H3 ADC 今年 ASCO 数据初步验证了公司下一代 ADC 平台技术。CDH17 ADC 采用新 linker 和 MF6 新毒素，和传统 Dxd 或 MMAE 毒素相比，不受 P-gp 耐药机制干扰，在多药耐药消化道肿瘤模型上有显著效果，预计下半年进行中美双报。除了 ADC 平台，公司还建立了差异化的 TCE 平台，设计了不同活性 CD3 抗体分子，和英矽智能战略合作进行靶点筛选，并通过空间位阻方式实现靶点依赖性的肿瘤杀伤，预计 26 年初进行 IND 申报。

■ **商业化步步为营，新管线持续加码：**地舒单抗骨质疏松适应症去年 1.39 亿收入（同比+230%），院外市场份额排名第一，院内国产品牌市场份额排名第一。地舒单抗更大的骨转移适应症有望 26H1 获批。长效升白药阿格司亭 α 顺利获批，并授权齐鲁制药，有望借助齐鲁制药强大的销售能力实现快速放量。阿柏西普生物类似物 9MW0813 已经处于报产阶段，明年有望获批。此外，地舒单抗与重庆市政府合作，采用独创的营销模式，推进大西部老龄化用药需求，有望获得更大的人群和市场。

■ **盈利预测与投资评级：**不含 BD 里程碑付款，我们将 2025 年的营收从 7.50 亿元上调至 11.08 亿元，预计 2026/2027 年营收分别为 12.37/20.92 亿元。差异化 ADC+TCE 双平台潜力较大，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**研发进度不及预期、竞争格局加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 28.62       |
| 一年最低/最高价      | 15.36/33.00 |
| 市净率(倍)        | 8.95        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,843.35    |
| 总市值(百万元)      | 11,436.55   |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 3.20   |
| 资产负债率(%LF)  | 69.86  |
| 总股本(百万股)    | 399.60 |
| 流通 A 股(百万股) | 204.17 |

### 相关研究

《迈威生物-U(688062)：9MW2821（Nectin-4 ADC）积极拓展泛瘤种，有望成为全球性大单品》

2024-03-19

《迈威生物-U(688062)：2023 年中报点评：正在面向全球推进产品的商业转化，Nectin-4 ADC 数据表现亮眼》

2023-08-29

## 迈威生物-U 三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)        | 2024A          | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>1,705</b> | <b>1,648</b> | <b>1,490</b> | <b>1,609</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>200</b>     | <b>1,108</b> | <b>1,237</b> | <b>2,092</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,196        | 1,032        | 593          | 421          | 营业成本(含金融类)      | 29             | 55           | 148          | 230          |
| 经营性应收款项          | 111          | 180          | 316          | 427          | 税金及附加           | 6              | 16           | 37           | 63           |
| 存货               | 212          | 213          | 289          | 383          | 销售费用            | 192            | 247          | 396          | 627          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 214            | 247          | 309          | 418          |
| 其他流动资产           | 186          | 223          | 292          | 377          | 研发费用            | 783            | 767          | 866          | 941          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,570</b> | <b>2,429</b> | <b>2,302</b> | <b>2,175</b> | 财务费用            | 37             | 91           | 94           | 100          |
| 长期股权投资           | 47           | 47           | 47           | 47           | 加:其他收益          | 28             | 49           | 74           | 84           |
| 固定资产及使用权资产       | 1,812        | 1,702        | 1,592        | 1,481        | 投资净收益           | (4)            | (6)          | (12)         | (21)         |
| 在建工程             | 241          | 241          | 241          | 241          | 公允价值变动          | 0              | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 153          | 136          | 120          | 103          | 减值损失            | (8)            | 0            | 0            | 0            |
| 商誉               | 119          | 119          | 119          | 119          | 资产处置收益          | 0              | 1            | 1            | 2            |
| 长期待摊费用           | 6            | 6            | 6            | 6            | <b>营业利润</b>     | <b>(1,043)</b> | <b>(270)</b> | <b>(550)</b> | <b>(223)</b> |
| 其他非流动资产          | 193          | 178          | 178          | 178          | 营业外净收支          | (4)            | (3)          | (3)          | (3)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,276</b> | <b>4,078</b> | <b>3,792</b> | <b>3,784</b> | <b>利润总额</b>     | <b>(1,047)</b> | <b>(273)</b> | <b>(553)</b> | <b>(227)</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,542</b> | <b>1,568</b> | <b>1,837</b> | <b>2,055</b> | 减:所得税           | (1)            | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,067        | 1,132        | 1,132        | 1,132        | <b>净利润</b>      | <b>(1,047)</b> | <b>(273)</b> | <b>(554)</b> | <b>(227)</b> |
| 经营性应付款项          | 100          | 152          | 247          | 320          | 减:少数股东损益        | (3)            | (1)          | (2)          | (1)          |
| 合同负债             | 36           | 49           | 99           | 146          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>(1,044)</b> | <b>(272)</b> | <b>(552)</b> | <b>(226)</b> |
| 其他流动负债           | 339          | 234          | 358          | 457          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | (2.61)         | (0.68)       | (1.38)       | (0.57)       |
| 非流动负债            | 1,178        | 1,227        | 1,227        | 1,227        | EBIT            | (1,003)        | (182)        | (460)        | (126)        |
| 长期借款             | 1,006        | 1,006        | 1,006        | 1,006        | EBITDA          | (857)          | (55)         | (333)        | 0            |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 85.51          | 90.00        | 88.00        | 89.00        |
| 租赁负债             | 143          | 143          | 143          | 143          | 归母净利率(%)        | (522.53)       | (49.69)      | (44.61)      | (10.81)      |
| 其他非流动负债          | 29           | 78           | 78           | 78           | 收入增长率(%)        | 56.28          | 454.61       | 11.62        | 69.11        |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,720</b> | <b>2,795</b> | <b>3,064</b> | <b>3,282</b> | 归母净利润增长率(%)     | 0.90           | 73.92        | (102.62)     | 59.04        |
| 归属母公司股东权益        | 1,569        | 1,296        | 745          | 519          |                 |                |              |              |              |
| 少数股东权益           | (13)         | (14)         | (16)         | (17)         |                 |                |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,556</b> | <b>1,282</b> | <b>729</b>   | <b>502</b>   |                 |                |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>4,276</b> | <b>4,078</b> | <b>3,792</b> | <b>3,784</b> |                 |                |              |              |              |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 重要财务与估值指标      | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流    | (956) | (177) | (315) | (41)  | 每股净资产(元)       | 3.93    | 3.24    | 1.86    | 1.30    |
| 投资活动现金流    | (292) | 7     | (14)  | (22)  | 最新发行在外股份(百万股)  | 400     | 400     | 400     | 400     |
| 筹资活动现金流    | 832   | 5     | (109) | (109) | ROIC(%)        | (26.24) | (4.96)  | (13.99) | (4.37)  |
| 现金净增加额     | (416) | (165) | (438) | (172) | ROE-摊薄(%)      | (66.54) | (21.00) | (74.09) | (43.57) |
| 折旧和摊销      | 146   | 127   | 127   | 127   | 资产负债率(%)       | 63.61   | 68.55   | 80.78   | 86.73   |
| 资本开支       | (330) | (2)   | (2)   | (1)   | P/E(现价&最新股本摊薄) | (10.96) | (42.00) | (20.73) | (50.61) |
| 营运资本变动     | (126) | (147) | (12)  | (72)  | P/B(现价)        | 7.29    | 8.82    | 15.36   | 22.05   |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>