



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	34.90
总股本/流通股本(亿股)	4.00 / 2.04
总市值/流通市值(亿元)	139 / 71
52周内最高/最低价	37.33 / 15.60
资产负债率(%)	63.6%
市盈率	-13.37
第一大股东	朗润(深圳)股权投资基 金企业(有限合伙)

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com

迈威生物(688062)

BD 落地优化现金流，ADC+TCE 平台产品出海可期

● 商业化快速推进，研发管线持续加码

2024 年度，公司实现营收 2.0 亿元(+56.28%)，主要来自药品销售收入 14459.2 万元和技术服务收入 5503.0 万元。2025Q1 公司实现营收 4478.9 万元(-33.7%)。其中药品销售收入为 4472.1 万元(+149.8%)。截止 2025Q1 季报，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。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。公司商业化正迈入新阶段，重磅研发管线正快速推进。

● 已落地 BD 优化现金流，其他管线授权可期

2025 年 6 月 26 日，公司公布达成 2 项授权交易，合同金额总计超 47 亿元。包括独家许可 Calico 在除大中华区以外的所有区域内独家开发、生产和商业化许可产品的权利。Calico 将向公司支付一次性不可退还的首付款 2500 万美元；此外，迈威生物还可额外获得合计最高达 5.71 亿美元的近端、开发、注册及商业化里程碑付款，以及按许可产品净销售额计算的阶梯式特许权使用费。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。近期通过两笔 BD 公司 25 年可获得 5.6 亿元的现金，再考虑后续港股 IPO 融资，公司现金流将得到极大程度补充，支撑后续研发。Nectin4 ADC、B7H3 ADC、CDH17 ADC、ST2 等多款创新品种均有较大看点，具备海外授权潜力。

● 差异化布局 ADC、TCE 产品，ST2 单抗重磅品种潜力大

公司拥有多款重磅潜在大单品，布局多项差异化 ADC、TCE 产品。9MW2821 是潜在的 BIC Nectin4 ADC，目前已全面布局尿路上皮癌、三阴性乳腺癌、宫颈癌和食管癌的二线和一线治疗，尿路上皮癌单药、联合特瑞普利单抗治疗均被 CDE 纳入突破性治疗品种名单。其中 UC 单药、UC 联合、CC 单药 3 个 III 期注册临床预计 25 年完成全部患者入组。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，25 年下半年有望读出 II 期数据。B7-H3 ADC 推进多中心、开放 Ib/II 期临床研究。CDH17 ADC 采用新 linker 和 MF6 新毒素，在多药耐药消化道肿瘤模型上有显著效果，预计 25 年下半年进行中美双报。此外，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，2026 年有望申报 IND。ST2 单抗针对 COPD 适应症，进度仅次于罗氏 Astegolimab (ST2) COPD 适应症，ST2 II 期数据有望 25 年内读出。COPD 未满足需求大，ST2 单抗靶向针对 2 型炎症上游靶点，具备覆盖更广阔 COPD 群体、重磅品种潜力，一旦 BD 将是 Big Deal。

● 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 8.0/15.5/20.8 亿元，归母净利润-6.0/-2.0/0 亿元。公司差异化 ADC、TCE 管线及 BD 潜力较大，看好后续高成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；平台技术迭代风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	200	804	1,546	2,076
增长率(%)	56.28	302.33	92.33	34.26
EBITDA（百万元）	-857	-250	155	357
归属母公司净利润（百万元）	-1,044	-600	-202	0
增长率(%)	0.90	42.56	66.39	100.20
EPS(元/股)	-2.61	-1.50	-0.50	0.00
市盈率（P/E）	-13.36	-23.26	-69.20	33,885.96
市净率（P/B）	8.89	14.39	18.17	18.16
EV/EBITDA	-10.62	-61.12	97.33	41.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	199.78	803.78	1,545.92	2,075.55	营业收入	56.28%	302.33%	92.33%	34.26%
营业成本	28.95	135.88	269.11	362.15	营业利润	0.86%	42.66%	66.77%	101.84%
税金及附加	6.05	29.24	51.39	70.14	归属于母公	0.90%	42.56%	66.39%	100.20%
销售费用	191.67	200.94	309.18	332.09	获利能力				
管理费用	213.53	241.13	268.99	311.33	毛利率	85.51%	83.10%	82.59%	82.55%
研发费用	782.87	803.78	927.55	1,158.16	净利率	-522.53%	-74.60%	-13.04%	0.02%
财务费用	36.73	108.09	111.84	109.59	ROE	-66.54%	-61.87%	-26.25%	0.05%
资产减值损	-5.53	0.00	0.00	0.00	ROIC	-26.57%	-15.25%	-2.98%	3.63%
营业利润	-1,043.48	-598.37	-198.86	3.66	偿债能力				
营业外收入	0.03	0.04	0.04	0.04	资产负债率	63.61%	78.00%	83.86%	84.27%
营业外支出	4.02	2.94	3.27	3.29	流动比率	1.11	0.94	0.97	1.06
利润总额	-1,047.47	-601.27	-202.09	0.41	营运能力				
所得税	-0.91	0.41	0.12	0.00	应收账款周	7.15	10.54	8.63	7.25
净利润	-1,046.56	-601.68	-202.22	0.41	存货周转率	0.16	0.46	0.72	1.07
归母净利润	-1,043.92	-599.60	-201.52	0.41	总资产周转	0.05	0.19	0.34	0.44
每股收益	-2.61	-1.50	-0.50	0.00	每股指标 (元)				
资产负债表					每股收益	-2.61	-1.50	-0.50	0.00
货币资金	1,192.63	971.93	1,104.07	1,484.72	每股净资产	3.93	2.43	1.92	1.92
交易性金融	3.77	3.77	3.77	3.77	估值比率				
应收票据及	38.34	114.19	244.01	328.49	PE	-13.36	-23.26	-69.20	33,885.96
预付款项	72.42	67.94	134.55	181.08	PB	8.89	14.39	18.17	18.16
存货	211.68	377.43	373.76	301.79	现金流量表				
流动资产合	1,705.18	2,023.45	2,590.60	2,962.68	净利润	-1,046.56	-601.68	-202.22	0.41
固定资产	1,653.43	1,479.31	1,300.72	1,118.11	折旧和摊销	146.22	243.58	245.64	247.49
在建工程	240.87	216.78	195.11	175.60	营运资本变	-126.22	8.89	88.72	132.74
无形资产	152.81	132.03	111.25	90.46	其他	70.12	138.17	152.45	158.86
非流动资产	2,570.33	2,312.46	2,066.83	1,819.33	经营活动现	-956.44	-211.04	284.59	539.51
资产总计	4,275.51	4,335.91	4,657.42	4,782.02	资本开支	-330.07	-1.31	-1.71	-0.86
短期借款	921.60	921.60	921.60	921.60	其他	38.51	5.79	-22.38	-29.64
应付票据及	100.23	377.43	598.02	502.99	投资活动现	-291.55	4.47	-24.09	-30.50
其他流动负	519.88	855.92	1,159.06	1,378.27	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合	1,541.72	2,154.95	2,678.68	2,802.86	债务融资	936.35	116.58	0.00	0.00
其他	1,178.02	1,227.04	1,227.04	1,227.04	其他	-104.65	-130.58	-128.36	-128.36
非流动负债	1,178.02	1,227.04	1,227.04	1,227.04	筹资活动现	831.70	-14.00	-128.36	-128.36
负债合计	2,719.73	3,381.99	3,905.72	4,029.90	现金及现金等价	-416.07	-220.70	132.14	380.65
股本	399.60	399.60	399.60	399.60					
资本公积金	5,959.46	5,959.46	5,959.46	5,959.46					
未分配利润	-4,795.27	-5,395.00	-5,596.53	-5,596.18					
少数股东权	-13.10	-15.18	-15.87	-15.87					
其他	5.08	5.04	5.04	5.10					
所有者权益	1,555.78	953.92	751.70	752.12					
负债和所有	4,275.51	4,335.91	4,657.42	4,782.02					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048