

迈威生物-U (688062)

IL-11 单抗全球领先,战略布局抗衰老及病理性瘢痕等【勘误版】

买入 (维持)

2025 年 09 月 06 日

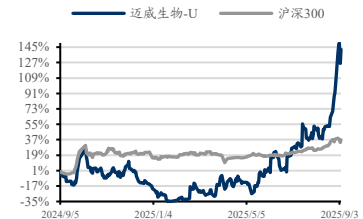
证券分析师 朱国广

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)	(549.06)	(223.29)
同比(%)	(10.28)	0.90	73.92	(101.65)	59.33
EPS-最新摊薄(元/股)	(2.64)	(2.61)	(0.68)	(1.37)	(0.56)
P/E(现价&最新摊薄)	-	-	-	-	-

股价走势



投资要点

■ **9MW3811 为迈威生物自主研发的 IL-11 单抗,全球进展领先且获硅谷巨头布局:** 9MW3811 通过高亲和力结合 IL-11, 阻断 IL-11/IL-11Ra 下游信号通路, 干预相关病理进程, 聚焦抗纤维化与抗衰老领域未满足需求。其临床进度国内第一、全球前二, 已获中美澳三国临床准入, 中国及澳洲 I 期临床已完成且安全性良好。2025 年 6 月, 迈威将该产品除大中华区外全球开发及商业化权利独家许可 Calico Life Sciences (由 Alphabet 及谷歌母公司旗下的抗衰老子公司, 和 Abbvie 深度合作), 获 2500 万美元一次性不可退还首付款、最高 5.71 亿美元里程碑付款及阶梯式特许权使用费。

■ **9MW3811 抗衰老机制明确, 后续有望拓展病理性瘢痕适应症:** 9MW3811 (IL-11 单抗) 的抗衰逻辑清晰且扎实, 它通过精准靶向抑制 IL-11 信号, 可直接阻断其下游 ERK-mTORC1、JAK-STAT3 等衰老通路的异常激活, 进而减少 p16/p21 等关键衰老标志物的表达, 从分子层面改善代谢功能衰退、慢性炎症等核心衰老相关病理表现; 在适应症拓展方面, 9MW3811 同步瞄准临床需求迫切且市场空间广阔 (美国 2030 年预计 186 亿美元, 中国 59 亿美元) 的病理性瘢痕领域, 上海九院研究证实 “CD39 + 成纤维细胞 - IL-11 轴” 是病理性瘢痕形成核心通路, 该产品已申报 II 期临床, 有望年底前启动入组, 临床周期短, 可快速获取人体 POC 数据; 针对 IL-11 介导的肺成纤维细胞活化、胶原异常沉积等核心病理环节, MW3811 也能从源头抑制肺纤维化进展, 精准契合该领域未被满足的治疗需求。

■ **多款重磅管线厚积薄发:** 1) 9MW1911: 国内进度最快、全球第二的 ST2 单抗 COPD 患者的 Ib/IIa 期 80 例患者已全部入组, 预计 2025 年 H2 完成随访, 力争年底前读出有效性数据; 2) 9MW2821: 全球进度领先、具 BIC 潜力的 Nectin-4 ADC, 临床数据优异 —— 1.25mg/kg 推荐剂量下, 对尿路上皮癌、宫颈癌、食管癌、三阴性乳腺癌的疾病控制率分别达 91.9%、81.1%、67.4%、80%, 多个肿瘤适应症 III 期临床推进中, 最早 2026 年有望提交 BLA; 3) 7MW4911 与 7MW3711: 基于 IDDC 平台的 ADC 药物, 分别靶向 CDH17 与 B7-H3, 采用毒素升级的新结构喜树碱衍生物, 具备抗毒素耐药疗效, 更好满足临床需求; 4) TCE 平台管线: 自主搭建 TCE 平台, 2MW7061 (CD3; LILRB4) 为公司首款预计进入临床的 TCE 药物, 适应症为 AML。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们维持对公司 2025-2027 年的营收预测, 分别为 11.08/12.37/20.92 亿元, 在研管线进展顺利, 后续临床开发和商业化等多方面有望兑现, 维持 “买入” 评级。

■ **风险提示:** 研发进度不及预期的风险; 药品审批和上市时间不及预期的风险; 竞争格局加剧的风险。

市场数据

收盘价(元)	58.22
一年最低/最高价	15.36/63.59
市净率(倍)	28.44
流通 A 股市值(百万元)	11,886.78
总市值(百万元)	23,264.71

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.05
资产负债率(%LF)	77.54
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): IL-11 单抗全球领先, 战略布局抗衰老及病理性瘢痕等》

2025-09-02

《迈威生物-U(688062): BD 进入新阶段, 差异化 ADC+TCE 双平台前景可期》

2025-06-30

内容目录

1. 9MW3811: 直击纤维化与抗衰老相关的临床为满足刚需	4
1.1. IL-11 机制清晰, 成药逻辑闭环.....	4
1.2. IL-11 单抗抗衰老机制明确, 临床攻坚破局即立壁垒.....	5
1.3. 9MW3811 治疗病理性瘢痕, 全球首款, 市场空间大.....	8
2. 多款重磅管线厚积薄发	10
2.1. 9MW1911 (ST2), 自免领域/COPD 创新疗法, 展现初步有效性结果.....	10
2.2. 9MW2821: 进度全球领先、具备泛适应症应用潜力的 Nectin-4 ADC.....	11
2.3. 7MW4911 与 7MW3711: 基于升级后 ADC 平台开发.....	13
2.4. 一体化 TCE 创新平台, 差异化管线 BD 可期.....	15
3. 盈利预测与投资评级	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1:	IL-11 诱导通路总结.....	4
图 2:	TAME 临床试验方案设计.....	5
图 3:	IL-11 单抗可减少小鼠与年龄相关的代谢功能障碍、致病信号传导和肌肉减少症.....	6
图 4:	9MW3811 在 SD 大鼠和比格犬中的药代动力学特征.....	7
图 5:	中国增生性瘢痕/瘢痕疙瘩治疗市场规模.....	9
图 6:	美国增生性瘢痕/瘢痕疙瘩治疗市场规模.....	9
图 7:	IL-11 高表达与增生性瘢痕形成相关.....	10
图 8:	IL-11 促进肌成纤维细胞活化, 导致增生性瘢痕.....	10
图 9:	9MW1911 作用机制.....	11
图 10:	靶向 IL33/ST2 抗体药物用于治疗 COPD 的进展.....	11
图 11:	9MW2821 各适应症应用潜力大, 优势明显.....	12
图 12:	9MW2821 相较于 Padcev®(EV)展现更佳的治疗效果及安全性.....	13
图 13:	9MW2821 临床进度: 具备泛适应症应用潜力(截至 2025M4).....	13
图 14:	IDDC 平台拥有系统化的专利技术.....	14
图 15:	7MW4911 的分子结构.....	14
图 16:	7MW4911 所搭载的毒素赋予其差异化的抗肿瘤优势.....	15
图 17:	TCE 药物具有与 ADC 和 IO 治疗协同作用.....	16
图 18:	特殊设计的 CD3 抗体分子让未来管线药效更优.....	16
表 1:	IL-11 单抗竞争格局.....	7
表 2:	增生性瘢痕及特发性肺纤维化市场规模.....	9
表 3:	同类竞品临床情况汇总.....	11
表 4:	迈威生物核心产品销售预测.....	17
表 5:	迈威生物可比公司估值.....	17

1. 9MW3811: 直击纤维化与抗衰老相关的临床为满足刚需

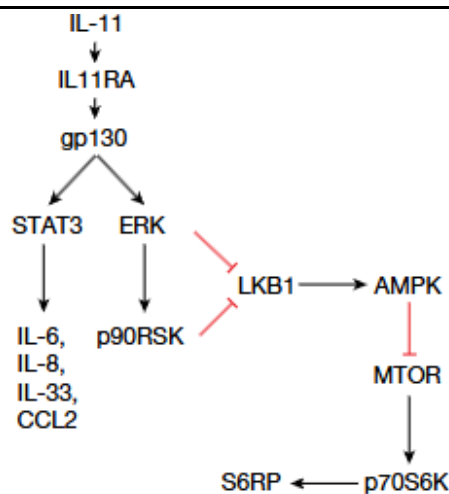
9MW3811 是迈威生物自主研发的 IL-11 单抗，潜在 FIC 产品。该 IL-11 单抗通过亲和力结合 IL-11，有效阻断 IL-11/IL-11Ra 介导的下游信号通路，从而干预相关信号通路异常激活导致的病理进程。9MW3811 临床研发进度为国内第一，全球前二，目前已获中美澳三个国家的临床准入，其中中国和澳洲临床 I 期已经完成，安全性良好。基于优异的临床前和临床数据，迈威于 25 年 6 月将 9MW3811 在除大中华区以外所有区域的开发及商业化权利独家许可给 Calico Life Sciences，获得一次性不可退还首付款 2,500 万美元、合计最高达 5.71 亿美元的里程碑付款，以及阶梯式特许权使用费。

1.1. IL-11 机制清晰，成药逻辑闭环

IL-11 是慢性炎症和纤维化相关疾病的关键细胞因子，也被认为是衰老相关疾病的重要因子。阻断 IL-11 对包括器官纤维化、肿瘤和衰老导致的代谢衰退、多种疾病并发和身体虚弱等具有潜在的临床应用价值。

IL-11 作为 IL-6 家族成员，具有促炎、促纤维化特性，可激活 ERK-mTORC1、JAK-STAT3 通路，导致纤维化同时与衰老标志物“细胞衰老”相关。从促纤维化作用来看，在衰老相关的组织病理进程中，IL-11 是推动纤维化发生发展的关键分子。其通过激活 JAK-STAT3 通路，直接促进成纤维细胞活化并向肌成纤维细胞转化——这一过程是组织纤维化的核心环节，活化后的肌成纤维细胞会大量合成并分泌胶原纤维（如 I 型胶原），同时 IL-11 还能上调胶原合成相关基因（如 Colla1）的表达，最终导致胶原在组织内异常沉积，加重纤维化程度。此外，IL-11 激活的 ERK-mTORC1 通路可增强成纤维细胞的代谢活性，为胶原合成提供充足的物质和能量基础，进一步放大促纤维化效应。

图1: IL-11 诱导通路总结



数据来源：Nature，东吴证券研究所

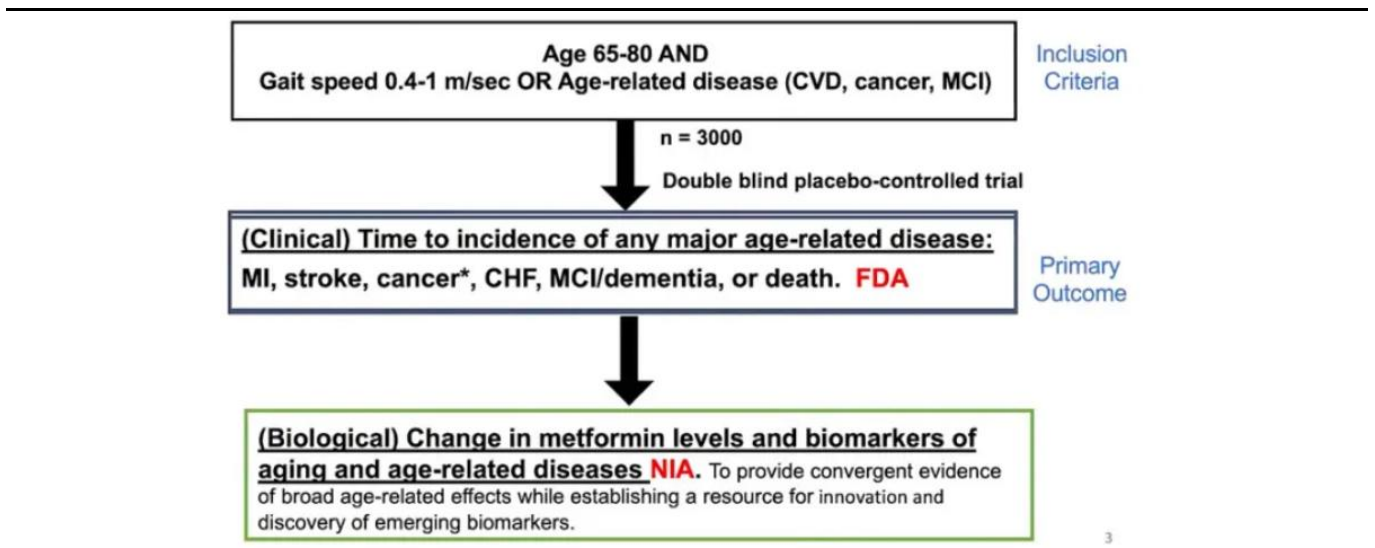
从与细胞衰老的关联来看，IL-11 可通过调控关键 ERK-AMPK-mTORC1 信号轴

推动细胞衰老进程，并与衰老标志物紧密相关。随哺乳动物年龄增长，IL-11 在肝脏、vWAT、骨骼肌等多组织中渐进性上调，其上调后会激活 ERK-p90RSK 信号，同时抑制 LKB1-AMPK 信号——其中 AMPK 是维持细胞代谢稳态的关键激酶，其活性被抑制会导致细胞代谢功能衰退；这一系列信号变化会进一步激活 mTOR-p70S6K-S6RP 通路，而 mTORC1 过度激活是细胞衰老加速的核心因素，最终促使细胞周期停滞，导致衰老标志物 p16 (p16Ink4a) 和 p21 (p21Waf1/Cip1) 的表达水平显著升高。同时，IL-11 还能调控 JAK-STAT3、NF-κB 等促炎信号通路，加剧慢性无菌炎症——这是衰老的核心特征之一，而慢性炎症又会进一步诱导 IL-11 表达，形成“炎症 - 衰老 - IL-11 上调”的恶性循环，使细胞衰老和组织功能衰退不断加重。

1.2. IL-11 单抗抗衰老机制明确，临床攻坚破局即立壁垒

当前人类对抗衰老的探索，整体仍较多停留在概念验证阶段，尚未形成成熟的临床转化体系，而二甲双胍是目前唯一经 FDA 获批抗衰老适应症的药物。从二甲双胍的 TAME (Targeting Ageing with Metformin) 试验来看，其设计思路与 FDA 批准药物的传统试验模式存在显著差异：传统试验通常以单一疾病作为核心终点，而该试验则创新性地设置了复合主要终点，具体涵盖中风、心力衰竭、痴呆、心肌梗死、癌症及死亡六大关键健康事件，以此更全面地评估药物在延缓衰老相关健康风险中的作用。

图2: TAME 临床试验方案设计

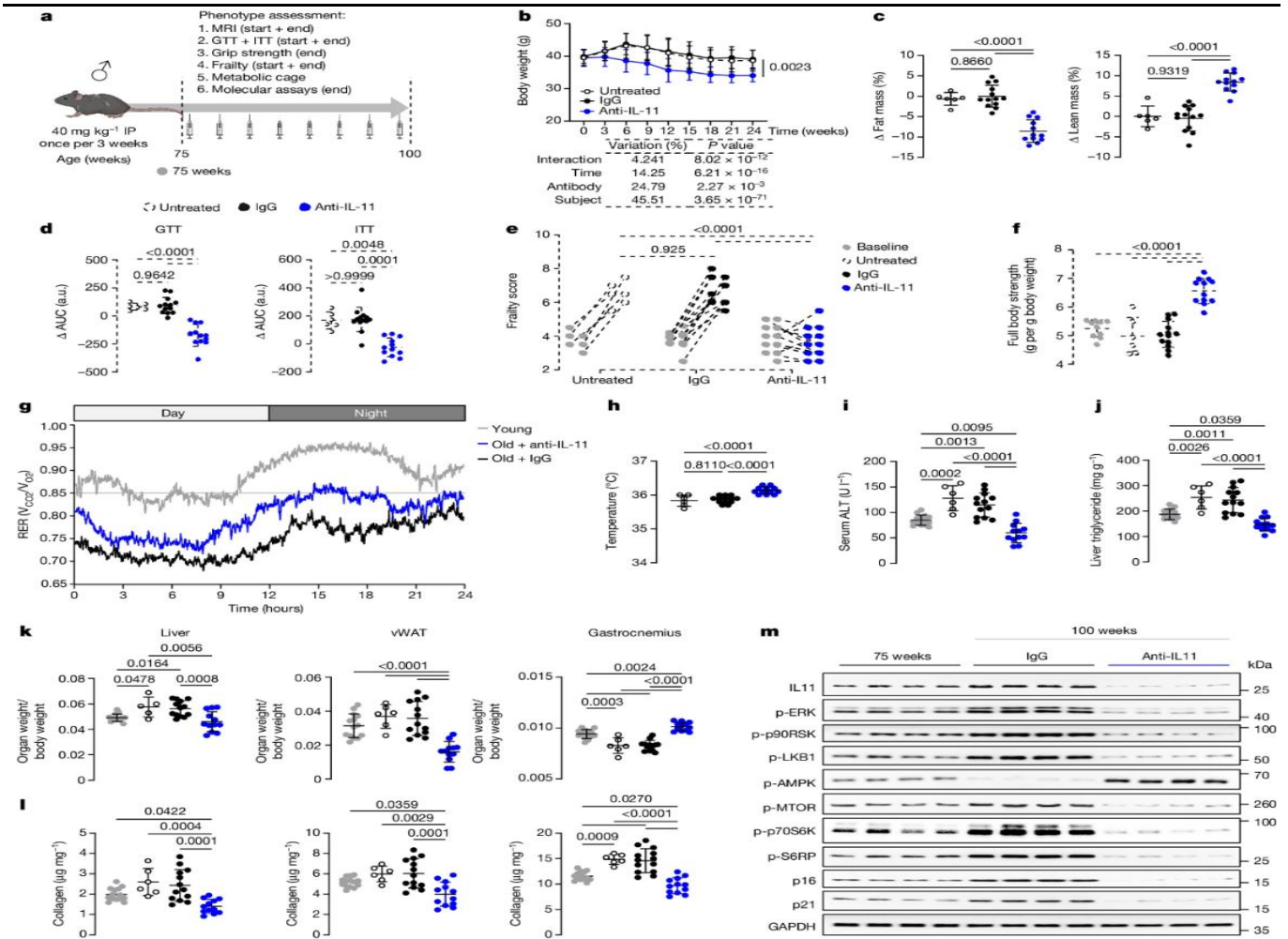


数据来源：Nir Barzilai 演示材料，东吴证券研究所

在抗衰老研究的动物试验层面，IL-11 单抗展现出显著的抗衰潜力：不仅能改善衰老小鼠的代谢与肌肉功能、减少老化生物标志物及身体虚弱状态，更能延长小鼠寿命——其中雄性小鼠中位寿命延长 22.5%，雌性小鼠延长 25%。该试验设计具有明确的靶向性与规范性：实验对象选取 75 周龄（相当于人类 55 岁）的雌雄小鼠，试验周期持续 25 周（直至小鼠 100 周龄），期间每 3 周为小鼠腹腔注射 40mg/kg 的 IL-11 单抗药物（对照组注射 IgG），最终多项关键健康指标呈现明显改善。具体来看，试验结果集中体现在四大核心维度：

- **代谢功能优化:** 用药组小鼠脂肪量显著减少、瘦体重相应增加; 葡萄糖耐量试验 (GTT) 与胰岛素耐量试验 (ITT) 结果改善, 提示血糖调节能力提升; 呼吸交换比 (RER) 升高, 意味着小鼠代谢灵活性增强 (详见图 b、c、d、g)。
- **肌肉功能提升:** 100 周龄时, 用药组小鼠的全身握力不仅高于同期 IgG 对照组, 还超越了 75 周龄时的基线水平, 表明肌肉力量随年龄增长的衰退趋势得到有效遏制 (详见图 f)。
- **组织保护强化:** 小鼠肝脏甘油含量降低, 肝损伤标志物丙氨酸氨基转移酶 (ALT) 水平下降, 同时内脏白色脂肪组织 (vWAT)、肝脏及骨骼肌的纤维化程度均减少, 组织健康状态得到改善 (详见图 h、i、j、k)。
- **衰老信号抑制:** 内脏白色脂肪组织 (vWAT) 中 ERK-mTORC1 信号通路的异常激活受到抑制, 衰老相关标志物 p16 与 p21 的表达水平降低, 且端粒长度与线粒体 DNA (mtDNA) 拷贝数得以较好保留, 延缓了细胞层面的衰老进程 (详见图 m)。

图3: IL-11 单抗可减少小鼠与年龄相关的代谢功能障碍、致病信号传导和肌肉减少症



数据来源: Nature, 东吴证券研究所

目前全球进入临床的 IL-11 单抗仅三家，其中 BI 的 BI 765423 进度最快，于 25 年 6 月进入治疗肺纤维化的 2 期临床阶段，迈威生物紧随其后，1 期中澳临床已顺利结束，结果显示药物安全性良好，预计 25 年年内启动 2 期临床。

表1: IL-11 单抗竞争格局

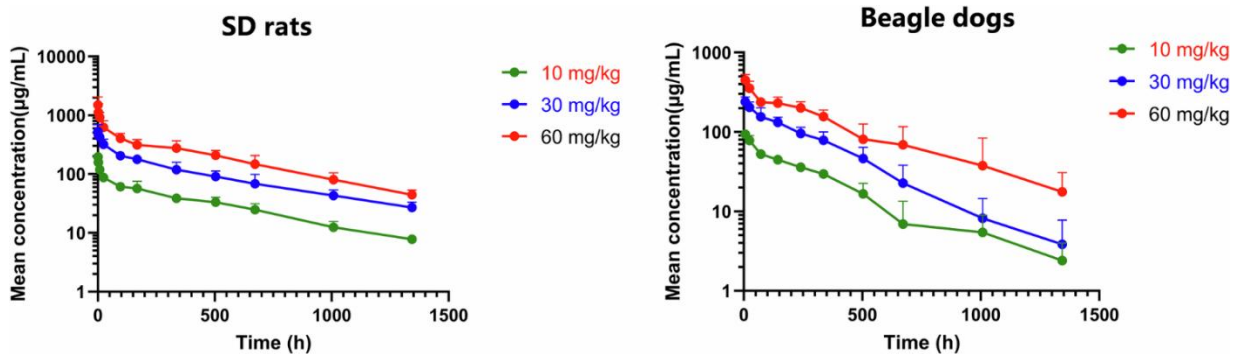
药品名称	研发机构	靶点	疾病	全球最高研发阶段	全球最高研发阶段开始日期	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期	美国最高研发阶段	美国最高研发阶段开始日期
BI 765423	Boehringer Ingelheim	IL-11	特发性肺纤维化;纤维化(未指明)	II期临床	2025-06-25	临床前		II期临床	2025-06-25
9MW3811	Calico Life Sciences;迈威生物	IL-11	肺纤维化;特发性肺纤维化;实体瘤	I期临床	2023-02-23	I期临床	2023-04-12	临床前	
HB0056	华奥泰生物	IL-11;TSLP	哮喘;慢性阻塞性肺病;特发性肺纤维化;特应性皮炎	I/II期临床	2025-04-27	I期临床	2025-04-27	申报临床	2025-01-17
LASN03	Lassen Therapeutics	IL-11	未知/待定	临床前		临床前		临床前	
WO2025108343A1	华奥泰生物	IL-11	炎症(未指明)	临床前		临床前		临床前	
WO2024250838A1	东方百泰精益泰翔	IL-11	纤维化(未指明)	临床前		临床前		临床前	
WO2024225979A1	VVB Bio	IL-11	未知/待定	临床前		临床前		临床前	
WO2022033538A1	东阳光药	IL-11	纤维化(未指明)	临床前		临床前		临床前	
CN118373911A	瑞石生物	IL-11	纤维化(未指明)	临床前		临床前		临床前	

数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

9MW3811 在临床前研究中展现出良好的安全性与突出的药物优势，还在与同类药物的对比中体现出差异化价值。在临床前毒性试验设计上，研究人员分别对 SD 大鼠（设 30、100、300mg/kg 三个剂量组）和比格犬（同设 30、100、300mg/kg 三个剂量组）采用每周静脉给药、持续 3-5 次的方案，观察药物毒性反应：其中 SD 大鼠各剂量组均耐受良好，无观察到有害作用水平（NOAEL）达 300mg/kg；比格犬 300mg/kg 组仅出现轻微贫血（红细胞、血红蛋白降低）及淋巴结淋巴细胞计数变化，NOAEL 为 100mg/kg，最高非严重毒性剂量（HNSTD）为 300mg/kg，整体毒性反应轻微且可逆。

在优势对比层面，相较于 TGF-β 抑制剂，IL-11 的表达更局限于病理状态，靶向 IL-11 的 9MW3811 可有效避免 TGF-β 抑制剂可能引发的心血管毒性，药物特异性更高；相较于其他 IL-11 靶向药物（如 IL-11 突变蛋白），9MW3811 作为单克隆抗体，具有更长的半衰期（大鼠体内半衰期 400-430h，犬体内半衰期 150-248h），能显著提升临床给药的便捷性。

图4: 9MW3811 在 SD 大鼠和比格犬中的药代动力学特征



数据来源: Nature precision oncology, 东吴证券研究所

依托扎实的临床前数据与临床阶段初步人体数据支撑，迈威生物于 2025 年 6 月达成重要合作——将 9MW3811 除大中华区以外所有区域的开发及商业化权利，独家许可给 Calico Life Sciences。根据合作协议，迈威生物将获得 2500 万美元一次性不可退还首付款、合计最高达 5.71 亿美元的里程碑付款，以及阶梯式特许权使用费。

此次授权的合作方 Calico Life Sciences 绝非普通初创生物公司，其行业地位与资源实力决定了此次合作的意义远超出账面约 6 亿美元的授权价值，甚至比与传统跨国药企 (MNC) 合作更具行业标志性。从背景来看，Calico 由谷歌的创始人 Page 于 2013 年发起成立，全球制药巨头 AbbVie 是其早期重要投资方与核心合作伙伴；从团队配置来看，公司管理层实力堪称行业顶尖——CEO 由 Genentech 前 CEO Arthur Levinson (1995-2009 年任职期间，一手推动 Genentech 发展壮大) 担任，首席科学官 (CSO) 为美国国立卫生研究院 (NIH) 免疫系统实验室分子发展科首席研究员、美国国家科学院院士、美国国家医学院院士 Michael Lenardo 教授。

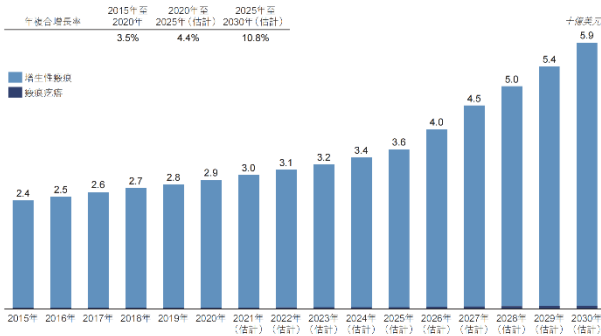
Calico 当前管线布局高度聚焦且精简，仅包含 4 条核心管线：迈威生物的 IL-11 单抗 (9MW3811)、针对渐冻症 (ALS) 的 Fosi 疗法、基于 AI 平台开发的表观遗传重编程机制抗衰老药物，以及与 AbbVie 合作开发的另一款 ALS 疗法。在这 4 条管线中，9MW3811 不仅是核心组成部分，更是目前进展最快、落地前景最明确的管线，后续有望迅速启动二期临床试验，进一步推进研发进程。

1.3. 9MW3811 治疗病理性瘢痕，全球首款，市场空间大

病理性瘢痕主要包括增生性瘢痕、瘢痕疙瘩、挛缩瘢痕等，尚无标准疗法。增生性瘢痕 (HTS) 指疤痕肿胀、浮肿及变红，使疤痕从周围皮肤中凸起，通常由烧伤、外伤及外科手术引起。瘢痕疙瘩指当疤痕组织不规则生长或比伤口愈合更快时形成的凸起胶原蛋白块。瘢痕疙瘩通常由痤疮、烧伤、外伤及外科手术引起。增生性瘢痕及瘢痕疙瘩为每年影响美国及中国超过 1600 万患者的常见皮肤病，可导致永久性功能丧失和毁容的心结。增生性瘢痕/瘢痕疙瘩目前并无标准治疗方法，可用的治疗选择为病灶内注射、冷冻疗法、博莱霉素、激光疗法及手术切除。

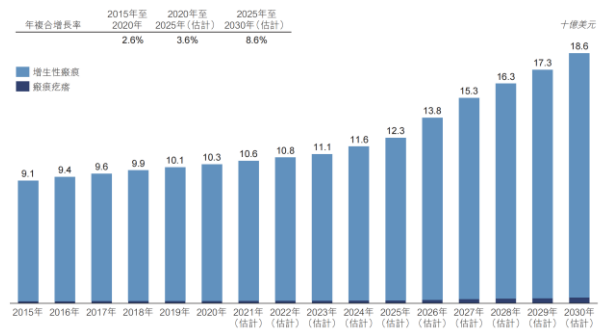
增生性瘢痕/瘢痕疙瘩治疗市场规模市场潜力大。根据圣诺医药招股书数据，美国增生性瘢痕及瘢痕疙瘩治疗的综合市场规模预计在未来数年增长加快，自 2020 年的 103 亿美元增长至 2025 年的 123 亿美元并进一步增长至 2030 年的 186 亿美元，2020 年至 2025 年的年复合增长率为 3.6%，2025 年至 2030 年的年复合增长率为 8.6%。预计中国 HTS 及瘢痕疙瘩治疗的市场规模亦将加快增长，自 2020 年的 29 亿美元增长至 2025 年的 36 亿美元并进一步增长 2030 年的 59 亿美元，2020 年至 2025 年的年复合增长率为 4.4%，2025 年至 2030 年的年复合增长率为 10.8%。

图5：中国增生性瘢痕/瘢痕疙瘩治疗市场规模



数据来源：圣诺医药招股书，东吴证券研究所

图6：美国增生性瘢痕/瘢痕疙瘩治疗市场规模



数据来源：圣诺医药招股书，东吴证券研究所

表2：增生性瘢痕及特发性肺纤维化市场规模

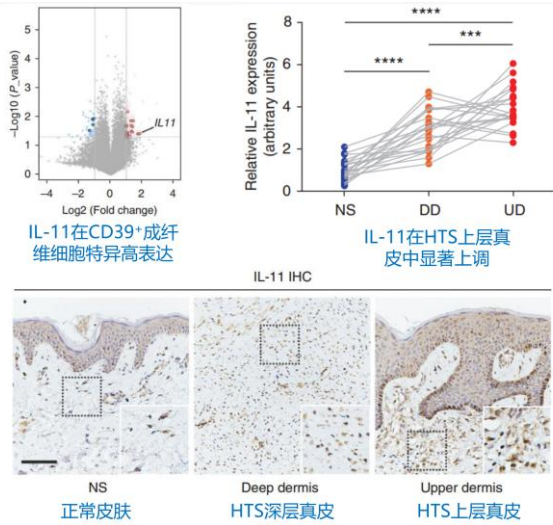
疾病	中国患者人数		中国市场规模预估		现有治疗药物
增生性瘢痕/ 瘢痕疙瘩	2020年	新发：740万	2020年	200亿元	无分子靶向药物，物理治疗、手术治疗为主，药物疗效不理想
	2030年	新发：1060万	2030年	>400亿元	
特发性肺纤维化	2023年	总人数：16.43万	2023年	15亿元	仅有吡非尼酮、尼达尼布两款药物
	2030年	总人数：33.92万	2030年	32亿元	

数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

上海九院李青峰团队发现 IL-11 是治疗瘢痕的潜力靶点，迈威生物 9MW3811 能有效缩小人体来源瘢痕疙瘩。2021 年，上海第九人民医院整复外科主任李青峰教授团队在国际权威期刊《Journal of Investigative Dermatology》发表重要研究成果。该研究首次明确：CD39 + 成纤维细胞是增生性瘢痕形成的核心效应细胞，其分泌的细胞因子 IL-11 表达水平与瘢痕严重程度呈显著正相关；更关键的是，IL-11 是该细胞亚群中上调幅度最大的细胞因子，相较于正常组织，其表达量提升了 5-8 倍。这项研究的核心突破在于，首次证实 IL-11 信号通路在瘢痕增生中发挥关键调控作用，揭示“CD39+ 成纤维细胞 - IL-11 轴”在病理性瘢痕（如增生性瘢痕）形成中的核心驱动地位，为“靶向 IL-11 的瘢痕治疗”提供了直接且坚实的理论依据。基于上述重要发现，李青峰教授团队目前正推进相关转化医学研究，重点验证 IL-11 靶向药物在瘢痕临床治疗中的实际效果。这一探索不仅为瘢痕治疗领域提供了新的技术路径，更直接为 9MW3811 等 IL-11 抑制剂在整形修复领域的应用，开辟了极具潜力的新方向。

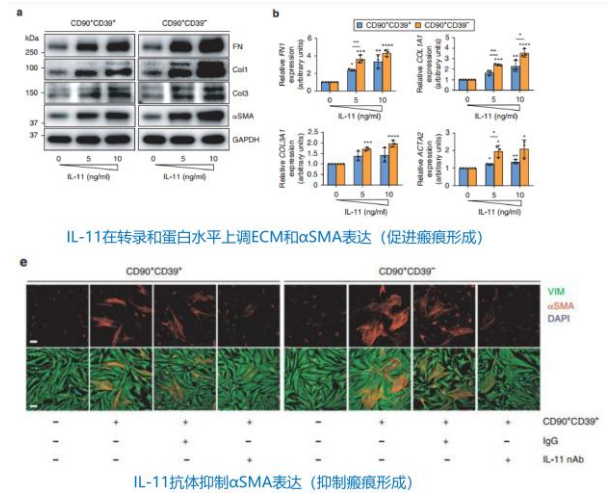
9MW3811 已申报 II 期临床，并于 25 年 8 月获得国家药品监督管理局（NMPA）正式受理，有望年底前启动入组，临床周期短，可快速获取人体 POC 数据，我们期待其在病理性瘢痕适应症上的进一步进展。

图7: IL-11 高表达与增生性瘢痕形成相关



数据来源: Journal of Investigative Dermatology, 东吴证券研究所

图8: IL-11 促进肌成纤维细胞活化, 导致增生性瘢痕



数据来源: Journal of Investigative Dermatology, 东吴证券研究所

2. 多款重磅管线厚积薄发

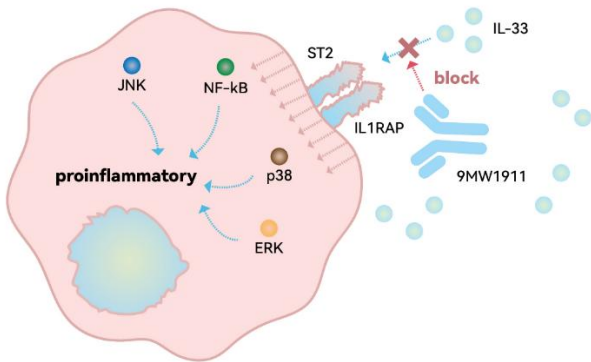
2.1. 9MW1911 (ST2), 自免领域/COPD 创新疗法, 展现初步有效性结果

慢性阻塞性肺病 (COPD) 市场需求大。慢性阻塞性肺疾病已成为与高血压、糖尿病“等量看齐”的慢性疾病、全球第三大疾病死因, 全球患病率为 10.3%, 1) 据“中国肺健康研究”调查数据显示, 目前我国 40 岁以上人群慢阻肺患病率已上升至 13.7%; 2) 2022 年 5 月《柳叶刀》文章显示, 中国慢阻肺患者人数已达 1.058 亿, 患病率高达 12%。2024 年全球患病人数将达到 5.3 亿; 3) 根据 PrecedenceResearch 报告显示, 据估计, 2032 年 COPD 市场规模或将达到 600 亿美元, 其中中国市场也将超过 300 亿元。

现有疗法具有局限性, 急需探索替代治疗策略。当前 COPD 治疗药物主要有 LABA (长效 β2 受体激动剂)、LAMA (长效抗胆碱能抑制剂)、ICS (吸入性糖皮质激素)、PDE3/4 抑制剂 (2024 年 6 月获 FDA 批准), 且需要考虑 EOS 计数 (嗜酸性粒细胞)。据 Verona 披露的调查数据, 约 50% 患者对三联维持治疗感到不满意。吸入制剂在预防 COPD 急性加重方面具有局限性 (支气管扩张和抗炎、改善呼吸功能、时有症状控制不佳、副作用大等)。

9MW1911 注射液是一款由迈威生物自主研发的创新型人源化单克隆抗体药物, 其抗体分子基于 B 淋巴细胞筛选平台获得, 具有亲和力高, 生物活性强的特点。非临床研究显示该品种动物体内作用机制清晰明确, 与 ST2 特异性结合后, 能够阻断细胞因子 IL-33 对 ST2 介导的信号通路的激活, 抑制炎症反应的发生, 从而实现多种自身免疫性疾病的治疗。

图9: 9MW1911 作用机制



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 靶向 IL33/ST2 抗体药物用于治疗 COPD 的进展

在研产品	研发企业	靶点	研发进展
itepekimab	Regeneron, Sanofi	IL-33	Phase III
tozorakimab	MedImmune (AstraZeneca)	IL-33	Phase III
astegolimab	Amgen, Genentech (Roche)	ST2	Phase III
9MW1911	迈威生物	ST2	Phase Ib/IIa

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

9MW1911 有望带来更大患者获益, 未来增加和小分子联用机会。9MW1911 是国内首个应用于人体临床研究的抗 ST2 单抗, 在 COPD 患者中初步体现了疗效, 目前正快速推进临床 II 期研究。临床前研究表明 9MW1911 在分子水平上, 表现出与 ST2 具有高亲和力, 且另有研发发现, 多个疾病如心衰、肾病等, 可溶性 ST2 累积可作为疾病标志物, 为 9MW1911 未来开发其他适应症提供了科学依据及可能, 同时亦体现靶向 ST2 的抗体相较于靶向 IL33 抗体独特优异之处。

表3: 同类竞品临床情况汇总

药品名称	astegolimab	itepekimab	tozorakimab	9MW1911
靶点机制	ST2单抗	IL-33单抗	IL-33单抗	ST2单抗
研发机构	罗氏/安进	再生元/赛诺菲	阿斯利康	迈威生物
II期临床登记号	NCT03615040	NCT03546907	NCT04631016	CTR20230380
II期临床登记时间	2018-10-11	2018-07-16	2020-12-14	2023-02-14
II期临床披露数据时间	2022-03-24	2021-07-21	2024-11-03	
患者情况	GOLD II-IV, N=81	GOLD II-IV, N=343	GOLD II-IV, N=136	GOLD II-IV, N=80
II期临床COPD急性加重改善率	主要终点, 较安慰剂	主要终点, 较安慰剂	次要终点: 28周时, 较安慰剂	
细分人群	ITT人群	-22%, p=0.195	-19%, p=0.13	-21%, p=0.186
	烟民	戒烟者: -20% (N=65) 当前吸烟者: -22% (N=16)	戒烟者: -42%, p<0.01 (N=187) 当前吸烟者: +9%, p=0.65 (N=156)	戒烟者和当前吸烟者中均观察到AER改善 但急性加重人群≥2: -39% (N=59)

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 9MW2821: 进度全球领先、具备泛适应症应用潜力的 Nectin-4 ADC

9MW2821 是迈威生物基于新一代定点偶联技术平台 (IDDC™平台) 自主研发的靶向 Nectin-4ADC 创新药, 是国内同靶点药物中首个开展临床试验的品种, 也是全球同靶点药物中首个在宫颈癌、食管癌以及乳腺癌适应症披露临床有效性数据的品种, 已布局多项 ADC+免疫治疗。尿路上皮癌适应症单药、联合 PD-1 单抗治疗均已进入 III 期临床, 为国内企业首个、全球第二, 并获 CDE 纳入突破性治疗品种名单; 宫颈癌适应症为全球同靶点药物中首个进入 III 期临床的品种。该品种已获 FDA 多项快速通道认定

(包括局部晚期或转移性 Nectin-4 阳性三阴性乳腺癌) 和孤儿药认定。

尿路上皮癌 (UC) 是世界范围内常见的恶性肿瘤。2024 年发布的全球癌症统计报告中显示, 膀胱癌是全球第九大常见诊断的癌症, 每年有新发病例约 61.4 万, 死亡病例约 22.0 万。男性疾病负担和发病率显著高于女性, 膀胱癌是男性第六大常见癌症, 是男性癌症死亡第九大原因。

三阴性乳腺癌约占全球所有乳癌病例的 15%至 20%, 由于缺乏特定的治疗靶点, 通常被认为是恶性程度最高的一种亚型。其全球发病数量从 2019 年的 320,100 例增至 2023 年的 361,200 例, 预计 2032 年将进一步增至 479,400 例。在中国, 三阴性乳腺癌的发病数量从 2019 年的 49,500 例增至 2023 年的 54,800 例, 预计 2032 年将进一步增至 65,400 例。

图 11: 9MW2821 各适应症应用潜力大, 优势明显



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

9MW2821 由人源化抗 Nectin-4 抗体和细胞毒载荷单甲基奥瑞他汀 E(MMAE)通过二硫键偶联组成, 药物抗体比 (DAR) 为 4。在 9MW2821 进入人体后, 可通过人源化抗 Nectin-4 抗体特异性识别并结合肿瘤细胞表面过表达的 Nectin-4 蛋白, 结合后形成的 ADC-Nectin-4 复合物被内吞进入肿瘤细胞, 随后溶酶将连接子酶解并释放 MMAE。MMAE 靶向结合细胞内微管蛋白, 抑制微管聚合, 阻断细胞有丝分裂, 最终诱导肿瘤细胞凋亡。

临床数据显示, 9MW2821 相较于 Padcev® (EV)展现更佳的治疗效果及安全性。2025 年 8 月, 复旦大学附属肿瘤医院张剑教授等于《肿瘤学年鉴》发表了靶 9MW2821

在晚期实体瘤患者应用的开放标签、多中心、I/II期研究成果。该研究确定了 1.25mg/kg 为 II 期推荐剂量 (RP2D)，证实了 9MW2821 在多种实体瘤中耐受性良好且临床疗效显著。在该剂量下，尿路上皮癌 (UC)、宫颈癌 (CC)、食管癌 (EC) 和三阴性乳腺癌 (TNBC) 的疾病控制率 (DCR) 分别为 91.9%、81.1%、67.4%、80%，为晚期实体瘤治疗提供全新的方向。

图 12: 9MW2821 相较于 Padcev®(EV) 展现更佳的治疗效果及安全性

有效性数据的比较								
适应症	尿路上皮癌 (UC)		三阴性乳腺癌 (TNBC)		食管癌 (EC)		宫颈癌 (CC)	
药物名称	9MW2821	EV	9MW2821	EV	9MW2821	EV	9MW2821	EV
登记号	NCT05216965	EV-301	NCT05216965	EV-202	NCT05216965	EV-202	NCT05216965	EV-202
会议	ASCO 2024	NEJM 2021	ASCO 2024	ASCO 2024	ASCO 2024	ASCO 2024	ASCO 2024	ASCO 2024
可评估样本量	37	EV: 301 化疗: 307	20	42	39	44	53	N/A
既往治疗线数	1-4线 (2-4大多数)	1-2线: 87%	1-4线	后线	后线	后线	2-3线	N/A
mPFS (月)	8.8	EV: 5.55 化疗: 3.71	5.9	3.5	3.9	2.1	3.9	N/A
mOS (月)	14.2	EV: 12.88 化疗: 8.97	尚未达到	12.9	8.2	7.4	尚未达到 (12个月的OS率为74.6%)	N/A
ORR	62.2%	EV: 40.6% 化疗: 17.9%	50%	19%	23.1%	18.20%	35.8%	N/A
DCR	91.9%	EV: 71.9% 化疗: 53.4%	80%	57%	69.2%	45.50%	81.1%	N/A

注: 1)EV可引起严重的致命性皮肤不良反应包括Stevens-Johnson syndrome(SJS)和Toxic Epidermal Necrolysis(TEN), 被FDA列为黑框警告; 2)EV-301实验结果显示: 导致死亡的TRAE高达3%, 1.25mg/kg(n=296); 3)EV: Enfortumab vedotin, 商品名PADCEV®, 系辉瑞公司旗下西雅图基因SEAGEN开发的产品。

9MW2821+PD-1: 联合一线, 40例尿路上皮癌可评估受试者中, ORR为87.5%, 经确认的ORR为80%, 疾病控制率(DCR)为92.5%。中位无进展生存期(PFS)和缓解持续时间(DOR)尚未达到。2025年ASCO口头报告, 亚组分析显示: 肝转移、Nectin-4表达阳性ORR分别为83.33%、100%。

安全性数据的比较		
单药		
AEs	9MW2821-CP102 1.25mg/kg (N=254)	EV-301 1.25mg/kg (N=296)
治疗相关SAE	27.6%	47%
导致死亡的TRAE	0.4%	3%
导致停药的TRAE	3.9%	17%
导致减量的TRAE	22%	34%

联合		
AEs	9MW2821-CP104 1.25mg/kg (N=52)	EV-302 1.25mg/kg (N=440)
治疗相关SAE	28.8%	50%
导致死亡的TRAE	0	3.9%
导致停药的TRAE	1.9%	35%
导致减量的TRAE	9.6%	42%

数据来源:
1. 9MW2821-CP102: Annals of Oncology 2025; 2. 9MW2821-CP104: ASCO 2025;
3. EV-301: PADCEV label 2025/02; 4. EV-302: PADCEV label 2025/02

注: 9MW2821数据统计来自公开披露及2024年ASCO发布; EV数据来自公开报道

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 13: 9MW2821 临床进度: 具备泛适应症应用潜力 (截至 2025M4)

适应症	试验类型	开始时间	预计入组	主要终点	重要节点
	单药III期	2023年12月	432	PFS和OS	2026年期中分析 (BTD)
UC	联合III期	2024年8月	460	PFS和OS	2027年期中分析 (BTD)
	联合围手术期II期	2025年8月	90	pCR率/cCR率	
TNBC	中国-拓扑异构酶ADC经治单药II期	2024年7月	100-160	ORR	2026年完成 (FTD)
	中国-联合II期				2024年一季度以后取得的突破性进展
	美国-拓扑异构酶ADC经治单药	拟2025年	52	ORR	
CC	单药III期	2024年9月	420	OS	2026年期中分析 (FTD)
	联合Ib/II期	2025年4月	215-260	安全性/ORR	2026年完成
EC	联合Ib/II期	2025年6月	152-188	安全性/ORR	2026年完成

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 7MW4911 与 7MW3711: 基于升级后 ADC 平台开发

7MW4911 和 7MW3711 是迈威生物基于其自主知识产权的 IDDC 抗体偶联技术平

台开发的创新 ADC 管线。IDDC 技术平台在原有定点偶联和二硫键工艺的基础上，升级了更高效的药物释放结构，辅以新型毒素已达成更强的疗效。两个管线均搭载了新型拓扑异构酶抑制剂，为新结构喜树碱衍生物。

图14: IDDC 平台拥有系统化的专利技术

系统化核心专利技术

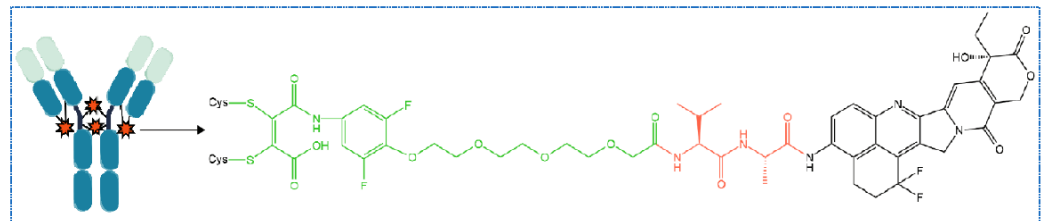


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

7MW4911 是一款 CDH17 靶向的 ADC。 CDH17 是目前较火热的抗肿瘤研究靶点，其在胃肠道癌症中表达率较高，尤其是在肠癌中阳性率很高，是治疗胃肠道肿瘤的潜在理想 ADC 靶点。7MW4911 采用高度工程化的设计，整合三大核心元件：具有快速内化特性及跨物种（人/猴）中等亲和力的 CDH17 高特异性单抗 Mab0727、新型可裂解连接子、以及为克服多药耐药机制设计的专有 DNA 拓扑异构酶 I 抑制剂 MF-6 载荷。其中，MF-6 通过卓越的血浆稳定性、可控的药物释放及强效旁观者效应，显著增强抗肿瘤活性。

该管线具有多种核心优势。 在分子设计方面，载药更加均质化，DAR=4 的比例大于 95%，配合稳定连接子赋予优异血浆稳定性，使得高膜渗透性 MF-6 毒素产生强效旁观者杀伤。抗肿瘤活性方面，在结直肠癌、胃癌及胰腺癌 PDX/CDX 模型中均展现深度抑瘤效应，且对 RAS/BRAF 等多种突变及不同 CMS 分型结直肠癌有效。安全性方面，小鼠研究显示有限组织分布及食蟹猴毒理研究显示可控代谢特征（适中半衰期、无蓄积倾向）和宽治疗窗口，未观察到显著毒性信号。

图15: 7MW4911 的分子结构

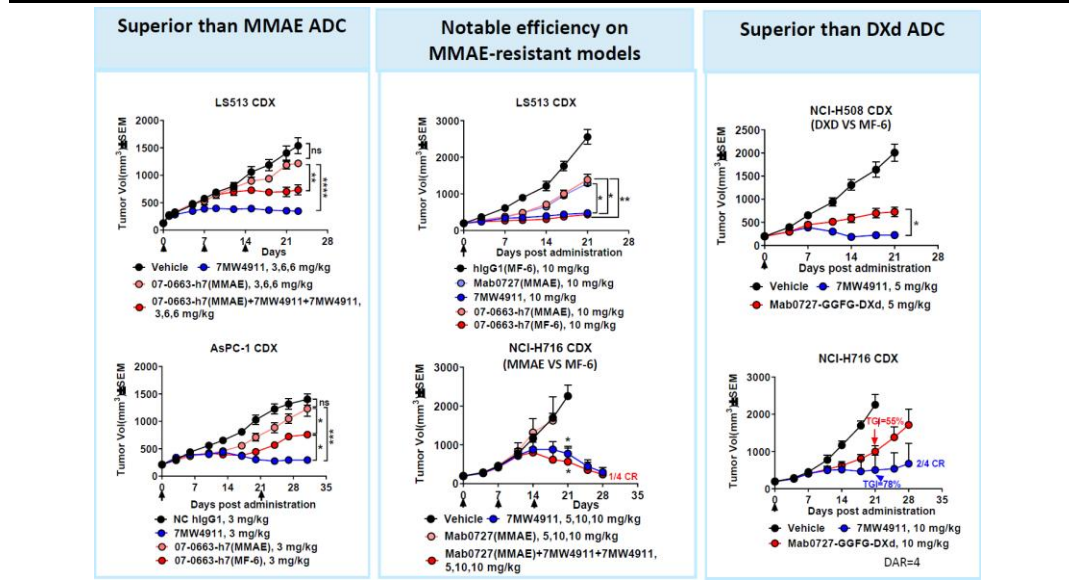


数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

新款毒素让 7MW4911 拥有了差异化的抗肿瘤优势。 对于其他毒素耐药方面，7MW4911 在 ABC 转运蛋白介导的多药耐药模型中疗效显著优于 MMAE/DXd 类 ADC，并能逆转此类 ADC 治疗后的肿瘤进展靶标。在不同的癌种模型中，MF-6 都展现出优于 MMAE 和 DXd 类毒素的优势，在更低剂量下就实现了更优且持久的肿瘤抑制效果，肿

瘤体积控制较好。而对于 MMAE 耐药的模型，MF-6 的效果同样显著，其作用机制的差异让其拥有解决临床上毒素耐药的需求。2025 年 8 月 18 日，公司宣布 7MW4911 的 IND 申请已获得 FDA 批准，将开展用于晚期结直肠癌及其他晚期胃肠道肿瘤安全性、药代动力学和疗效的 I/II 期研究。而国内 IND 此前已经提交 NMPA 并获得受理，我们预计其未来将很快获批并开展临床。

图 16: 7MW4911 所搭载的毒素赋予其差异化的抗肿瘤优势



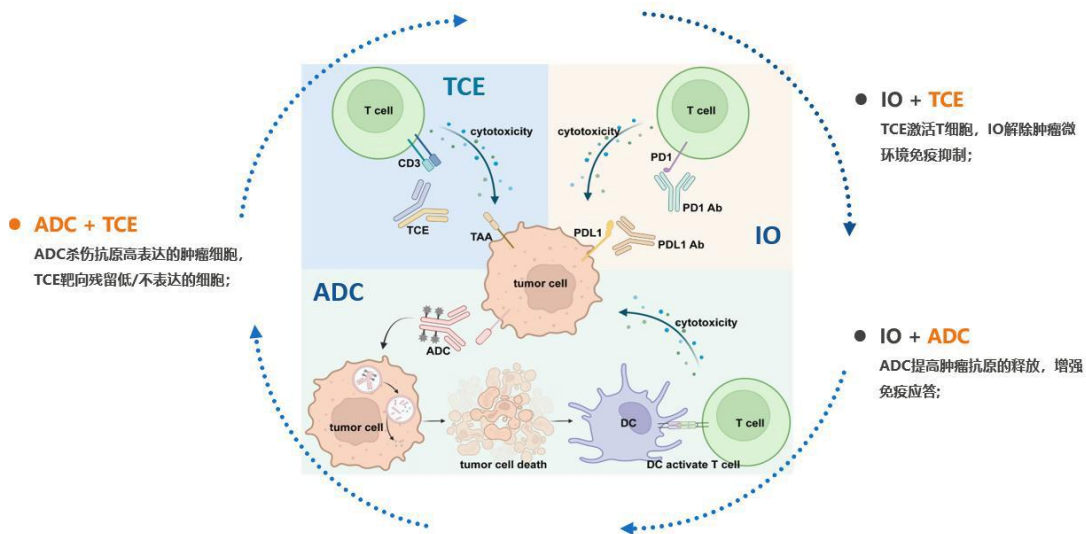
数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

7MW3711 是公司开发的一款靶向 B7-H3 的 ADC。B7-H3 同样是近几年 ADC 研发领域的热门靶点，其在非小细胞肺癌、胰腺癌、原发性肝癌等多种肿瘤组织中都存在过度表达。在 2025 年 ASCO 大会上，公司公布了该管线的 I/II 期临床研究数据，在针对晚期实体瘤患者的研究中，4.5mg/kg 或以上剂量组（每 3 周给药 1 次）可肿评患者中，6 例食管癌（EC）、5 例卵巢癌（OC）和 4 例前列腺癌（CRPC）ORR 分别为 33.3%、60.0% 和 50.0%，DCR 均为 100%。针对肺癌患者的研究中，4.5mg/kg 剂量组（每 3 周给药 1 次）可肿评的 8 例小细胞肺癌患者的 ORR 和 DCR 分别为 62.5% 和 100.0%，4.5mg/kg 或以上剂量可肿评的 8 例 B7-H3 H-score > 5 的肺鳞癌（Sq-NSCLC）患者 ORR 和 DCR 分别为 37.5% 和 87.5%。数据结果提示，7MW3711 在肺癌、食管癌、前列腺癌、卵巢癌等晚期肿瘤患者中具有可耐受的安全性和良好的抗肿瘤活性。我们预计该管线的 I/II 期临床将在 2026 年 H1 完成。

2.4. 一体化 TCE 创新平台，差异化管线 BD 可期

公司基于已有的抗体优势开发创新 TCE 平台，用于双特异性及三特异性抗体的开发。近年来，TCE 疗法在肿瘤治疗领域掀起了热潮，通过同时结合 T 细胞表面的 CD3 分子与肿瘤细胞表面的特异性抗原，TCE 类药物能够高效、精准地激活 T 细胞并杀伤肿瘤细胞。

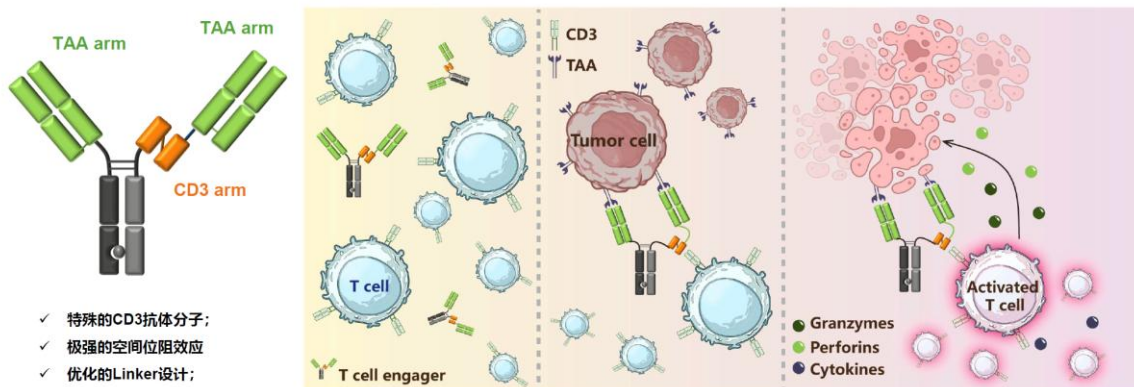
图17: TCE 药物具有与 ADC 和 IO 治疗协同作用



数据来源: 公司业绩材料, 东吴证券研究所

该平台支持广泛的双特异性和三特异性形式, 可精确靶向不同表达水平的肿瘤抗原, 确保靶蛋白的特异性和有效性。该平台的一个显著特点是其差异化设计策略, 可根据每个候选药物的独特结构和功能要求进行抗体开发。这种方法显著简化了从临床前研究到商业化规模生产的整个抗体生命周期中的工艺开发和质量控制阶段。通过利用这种以设计为导向的方法, 该平台可有效应对各种关键挑战, 如提高抗体稳定性、优化表达量和简化整个生产流程。

图18: 特殊设计的 CD3 抗体分子让未来管线药效更优



数据来源: 公司业绩材料, 东吴证券研究所

2MW7061 是基于迈威生物 TCE 平台开发的靶向 LILRB4 和 CD3 的 TCE 药物, 能够通过选择性激活 T 细胞消除 LILRB4 阳性肿瘤细胞, 减少对正常 T 细胞的非特异性激活, 从而显著降低细胞因子释放综合症(CRS)的风险。在急性单核细胞白血病(AML)的临床前研究中, 2MW7061 展现出强大的抗肿瘤活性。在非人灵长类动物的安全性和耐受性研究中, 2MW7061 表现出良好的安全性, 血清中的细胞因子和 C-反应蛋白仅出现轻微且短暂的升高, 未见显著毒性。该药物有望为 LILRB4 阳性 AML 患者带来新的

治疗选择。

3. 盈利预测与投资评级

我们预计迈威生物核心管线 9MW2821 (Nectin4 ADC) 国内 27 年上市, 销售将在 2034 年左右达 31.6 亿人民币的销售峰值; 预计 9MW3811 (IL-11 单抗)、9MW1911 (ST2 单抗) 国内 29 年上市, 市场竞争格局较好所以前三年快速放量后续维持 20% 稳定增长; 阿达木类似物、地舒类似物、8MW0511 等布局在成熟市场, 我们以药物产品的放量曲线及增长率进行假设和销售预测, 前三年为快速增长期, 此后增速逐步下滑到稳定增速, 我们预计在 2033 年前后, 阿达木类似物、地舒类似物、8MW0511 的销售峰值为 2.7、11.5、15.2 亿元。

表4: 迈威生物核心产品销售预测

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
9MW2821 营收预测 / 亿元			1.6	6.5	11.0	22.2	25.6	28.5	30.9	31.6	29.2
增长率 %				306%	69%	102%	15%	11%	8%	3%	-8%
9MW3811 营收预测 / 亿元					1.0	4.0	10.0	17.5	24.5	29.4	35.3
增长率 %						300%	150%	75%	40%	20%	20%
9MW1911 营收预测 / 亿元					1.0	2.5	4.4	6.6	9.8	11.8	14.2
增长率 %						150%	75%	50%	50%	20%	20%
阿达木类似物 / 亿元	1.1	1.6	2.1	2.3	2.4	2.6	2.7	2.5	2.4	2.3	2.2
增长率 %	80%	50%	30%	10%	5%	5%	5%	-5%	-5%	-5%	-5%
地舒类似物 / 亿元	2.5	3.8	5.6	7.3	9.5	10.5	11.0	11.5	11.0	10.4	9.9
增长率 %	80%	50%	50%	30%	30%	10%	5%	5%	-5%	-5%	-5%
8MW0511	0.5	2.0	5.0	8.8	11.4	12.5	13.8	14.5	15.2	14.4	13.7
增长速率假设 %		300%	150%	75%	30%	10%	10%	5%	5%	-5%	-5%

数据来源: 东吴证券研究所预测

公司上半年对外合作完成 3 项, 预计短期内现金回流合计约 7.6 亿元, 随着新药的研发进度不断推进, 我们期待会有更多对外合作落地。我们预计公司 2025-2027 年的营收分别为 11.08/12.37/20.92 亿元, 公司未来三年仍处于研发投入阶段, 尚无法形成盈利。我们选取创新药研发领域的尚未盈利的 Biotech 作为可比公司, 包括神州细胞、荣昌生物、益方生物作为可比公司, 迈威生物的市销率 (PS) 计算 2025-2027 年分别为 21x, 19x, 11x, 可比公司市销率 (PS) 均值为 56x, 36x, 25x, 在研管线进展顺利, 后续临床开发和商业化等多方面有望兑现, 维持“买入”评级。

表5: 迈威生物可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	公司营业总收入 (亿元)					市销率 (PS x)			
			2025/9/5	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688520.SH	神州细胞	280.56	25.13	28.91	33.27	37.80	11	10	8	7	
688331.SH	荣昌生物	502.91	17.17	23.89	32.55	43.46	29	21	15	12	
688382.SH	益方生物	240.99	1.69	1.75	2.87	4.38	143	138	84	55	
	均值	271.00	14.66	18.18	22.90	28.55	61	56	36	25	
688062.SH	迈威生物	232.65	2.00	11.08	12.37	20.92	116	21	19	11	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (迈威生物为东吴证券内部预测, 可比公司均取 Wind 一致预期值, 2025 年 9 月 5 日)

4. 风险提示

（1）研发进度不及预期的风险：迈威生物当前多项核心管线仍处于临床前或临床研究阶段，未来可能因临床试验结果未达终点或资金投入不足等因素，导致研发进度延迟或终止。若关键候选药物未能按计划完成临床试验或获批上市，可能对长期盈利能力及估值产生影响。

（2）药品审批和上市时间不及预期的风险：在审批过程中，CDE、FDA 等主管机构有可能会在原申报资料基础上补充新的技术资料，甚至有要求补充新的临床试验，因此评审的不确定性将可能会延后公司相关药品上市时间。

（3）竞争格局加剧的风险：全球生物制药领域技术迭代加速，ADC、双抗等热门赛道竞争日趋激烈。行业内其他药企或 Biotech 公司可能通过其他技术平台抢占市场的可能，导致公司候选药物的临床优势或商业潜力被削弱。

迈威生物-U 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,705	1,826	1,671	1,792	营业总收入	200	1,108	1,237	2,092
货币资金及交易性金融资产	1,196	1,210	774	605	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
非流动资产	2,570	2,483	2,356	2,229	财务费用	37	91	91	97
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	营业利润	(1,043)	(270)	(547)	(221)
其他非流动资产	193	232	232	232	营业外净收支	(4)	(3)	(3)	(3)
资产总计	4,276	4,309	4,027	4,022	利润总额	(1,047)	(273)	(551)	(224)
流动负债	1,542	1,585	1,853	2,072	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	1,149	1,149	1,149	净利润	(1,047)	(273)	(551)	(224)
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	归属母公司净利润	(1,044)	(272)	(549)	(223)
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)	(1.37)	(0.56)
非流动负债	1,178	1,442	1,442	1,442	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)	(44.39)	(10.68)
其他非流动负债	29	293	293	293	收入增长率(%)	56.28	454.61	11.62	69.11
负债合计	2,720	3,027	3,295	3,514	归母净利润增长率(%)	0.90	73.92	(101.65)	59.33
归属母公司股东权益	1,569	1,296	747	524					
少数股东权益	(13)	(14)	(16)	(17)					
所有者权益合计	1,556	1,282	731	507					
负债和股东权益	4,276	4,309	4,027	4,022					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(956)	(177)	(312)	(39)	每股净资产(元)	3.93	3.24	1.87	1.31
投资活动现金流	(292)	(47)	(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	237	(109)	(109)	ROIC(%)	(26.24)	(4.95)	(13.92)	(4.34)
现金净增加额	(416)	13	(436)	(170)	ROE-摊薄(%)	(66.54)	(21.00)	(73.47)	(42.61)
折旧和摊销	146	127	127	127	资产负债率(%)	63.61	70.24	81.84	87.38
资本开支	(330)	(2)	(2)	(1)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	-	-
营运资本变动	(126)	(147)	(12)	(72)	P/B (现价)	14.83	17.95	31.13	44.39

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>