



差异化布局特色产品，创新出海驱动成长

—— 迈威生物公司深度报告

2026 年 02 月 05 日

- 肿瘤慢病双轮驱动，全球商业化价值持续兑现。**迈威生物凭借全球领先技术平台和研发能力，构建包括 11 款创新药和 4 款生物类似药的产品矩阵。肿瘤领域，公司聚焦 ADC、TCE 等前沿技术，核心管线 Nectin4 ADC 凭借二硫键重桥定点偶联技术和连接头优化，展现泛适应症覆盖和全球 BIC 潜力。慢病领域，IL-11 单抗成为全球同靶点首款进入病理性瘢痕 II 期临床的产品，并与谷歌旗下 Calico 公司达成全球合作，成长空间进一步打开。生物类似药领域，公司迈利舒、迈卫健、君迈康三款产品先后在巴基斯坦、印尼获批上市，并向中东和南美的多个国家递交上市申请，加速“一带一路”新兴市场布局，未来将为公司提供稳定增长的现金流。公司采用肿瘤慢病双轮驱动模式，通过差异化管线构筑核心竞争壁垒，长期发展潜力值得期待。
- 核心产品临床有序推进，即将进入关键数据读出期。**1) Nectin4 ADC 全球开发进度领先，覆盖适应症广泛，其中尿路上皮癌展现 BIC 潜质、宫颈癌同靶点首家进入 III 期临床阶段、三阴乳腺癌差异化布局 TOP1 耐药领域，食管癌疗效优于海外竞品，Nectin4 ADC 2L+UC、2L+CCIII 期期中分析数据有望读出。2) 公司利用升级后的新一代平台陆续开发 CDH17 ADC、B7-H3 ADC，采用新型 MF-6 载荷排除 P-gP 耐药机制干扰，形成梯度化创新支撑。3) 抗衰老产品 IL-11 单抗定位抗衰老和病理性瘢痕双赛道，病理性瘢痕适应症同靶点首个进入 II 期临床，海外方面已获得 Alphabet 旗下明星抗衰老公司 Calico 背书，国际化进程加速。4) COPD 创新产品 ST2 单抗可同时覆盖 type2 和 non-type2 类型患者，突破度普利尤单抗仅针对 40% type2 患者局限性，填补 COPD 治疗缺口，开拓慢病领域百亿市场。
- TCE 平台迎来中美双报，双靶点小核酸完成 Newco 出海。**公司打造具备抗体工程化改造、空间位阻构象设计、共刺激信号引入等核心优势的 innov 性 TCE 技术平台，构筑血液瘤和实体瘤领域差异化管线，2026 年即将迎来首个品种 LILRB4 TCE 的中美双报关键节点。另外，公司自主开发集自动化筛选、肝/非肝高效递送、多靶点协同等技术特点为一体的小核酸技术平台，已设计开发首款双靶点 siRNA 产品，并采用 Newco 模式达成出海合作；该产品针对血脂调控、心血管事件预防适应症计划于 2026 年推进至临床阶段，有望成为全球首款采用非 LNP 递送系统的双靶点 siRNA。
- 投资建议：**迈威生物作为一家全产业链布局的生物制药公司，肿瘤领域 Nectin-4 ADC 具备全球 BIC 潜质，多款 ADC 形成梯度化创新支撑，自研 TCE 即将中美同步启动临床。慢病领域 IL-11 单抗获得硅谷明星抗衰老公司背书，ST2 单抗剑指 COPD 百亿市场。我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 7.74、11.84、20.39 亿元；归母净利润分别为 -6.90、-5.14、-2.48 亿元。经过 DCF 估值模型测算，我们认为公司合理市值为 263.77 亿元，敏感性测试合理市值区间为 219.74-326.83 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**研发管线进展不及预期的风险；产品商业化不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；出海进展不及预期的风险。

迈威生物 (688062.SH)

推荐 (首次评级)

分析师

程培

分析师登记编码: S0130522100001

闫晓松

分析师登记编码: S0130525090002

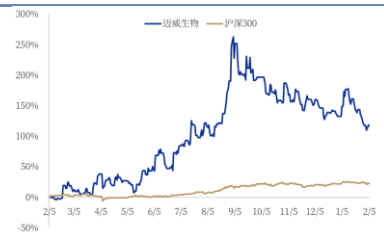
市场数据

2026-02-05

股票代码	688062
A 股收盘价 (元)	36.06
沪深 300	4670.42
总股本 (万股)	39960.00
实际流通 A 股 (万股)	20417.00
流通 A 股市值 (亿元)	73.62

相对沪深 300 表现图

2026-02-05



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	2.00	7.74	11.84	20.39
收入增长率%	56.28	287.62	52.89	72.18
归母净利润(亿元)	-10.44	-6.90	-5.14	-2.48
利润增速%	0.90	33.93	25.42	51.82
毛利率%	85.51	86.00	86.00	86.34
摊薄 EPS(元)	-2.61	-1.73	-1.29	-0.62
PE	—	—	—	—
PB	9.18	22.67	118.75	—
PS	72.13	18.61	12.17	7.07

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 迈威生物：肿瘤慢病双轮驱动，海外 BD 持续兑现	4
二、 肿瘤领域：构建 ADC+TCE 双平台，全球竞争力凸显	7
(一) Nectin-4 ADC：全球开发进度领先，泛适应症应用潜力巨大	7
(二) CDH17 ADC/B7-H3 ADC：新一代平台驱动，支撑梯度化创新	12
(三) 一体化创新性 TCE 平台：构建差异化管线，赋能中美双报	15
(四) G-CSF 长效升白：与升白龙头合作，最大化实现商业化效率	16
三、 慢病领域：填补临床空白，商业化前景明确	17
(一) IL-11：硅谷明星公司背书，布局抗衰老与病理性瘢痕双赛道	17
(二) ST2：突破传统疗法局限，剑指慢病百亿市场	21
(三) Tmprss6：铁稳态领域展现初步疗效	25
(四) 双靶点降脂 siRNA：有望成为全球首款非 LNP 递送的双靶点小核酸	26
三、 生物类似药：海外布局构筑竞争壁垒，打开成长空间	27
四、 盈利预测与投资建议	28
(一) 盈利预测	28
(二) 估值分析	29
(三) 投资建议	30
五、 风险提示	31

一、迈威生物：肿瘤慢病双轮驱动，海外 BD 持续兑现

迈威生物是一家全产业链布局的创新型生物制药公司，自 2017 年成立以来，公司构建以抗体药物靶点与分子发现为起点，覆盖成药性研究、临床前研究临床研究和生产转化等药品研发全周期的创新体系，实现集研发、生产、营销于一体的全产业链布局。公司聚焦肿瘤、自身免疫、骨疾病、眼科、血液、心血管等治疗领域，凭借国际领先的技术平台和研发能力，**构建了 15 款创新产品线，包括 11 款创新药和 4 款生物类似药，其中 4 款药物已上市，1 款药物在上市审评中，2 款药物进入关键注册临床阶段。**

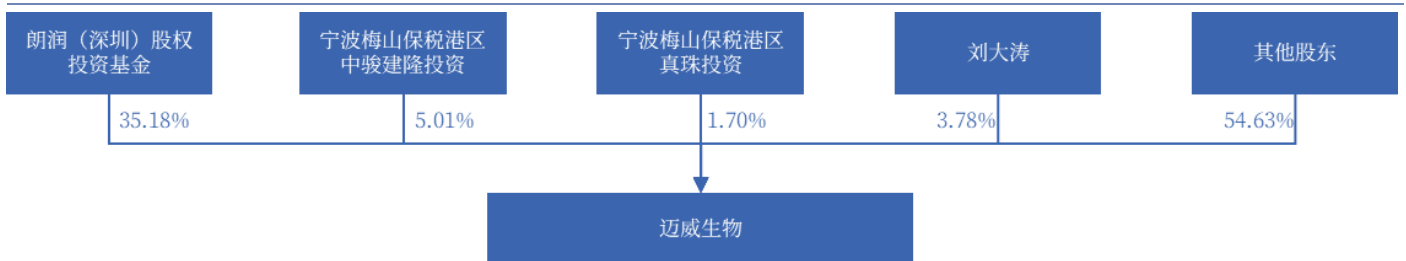
图1：迈威生物发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

截至 2025 年中报，公司创始人唐春山及夫人陈姗姗通过朗润（深圳）股权投资基金企业（有限合伙）、宁波梅山保税港区中骏建隆投资合伙企业（有限合伙）和宁波梅山保税港区真珠投资管理合伙企业（有限合伙）合计持股 41.89%，为公司实际控制人；公司联合创始人、董事长兼 CEO 刘大海持股 3.78%；公司整体股权结构稳定。

图2：公司股权结构（截止 2025 年中报）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

商业化销售领域，公司目前拥有四款上市产品，分别为与君实生物合作开发的阿达木单抗（修美乐）的生物类似药君迈康，用于骨质疏松症的地舒单抗（普罗力）的生物类似药迈利舒、治疗骨巨细胞瘤的地舒单抗（安加维）的生物类似药迈卫健，以及首款 1 类创新药特效升白产品注射用阿格司亭α迈粒生。其中君迈康于 2022 年 3 月获批上市，已累计完成 27 个省份招标挂网，各省份均完成医保对接；累计准入医院 319 家，覆盖药店 1379 家。迈利舒于 2023 年 3 月获批上市，已累计完成 30 个省份招标挂网，各省份均完成医保对接，累计准入医院 1857 家，覆盖药店 3245 家。迈卫健于 2024 年 3 月获批上市，已累计完成 28 个省份招标挂网，各省份均完成医保对接，累计准入医院 75 家，覆盖药店 744 家；迈粒生于 2025 年 5 月获批上市，其大中华区权益授予齐鲁制药。

表1：迈威生物商业化产品信息整理

产品名称	上市日期	性质	靶点	适应症	招标挂网和医保对接	准入医院和覆盖药店
君迈康	2022.3	阿达木单抗（修美乐）生物类似药	TNF-α	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、银屑病等	招标挂网：27 个省份 医保对接：全部省份	准入医院：319 家 覆盖药店：1379 家

迈利舒	2023.3	地舒单抗（普罗力） 生物类似药	RANKL	骨质疏松症	招标挂网：30 个省份 医保对接：全部省份	准入医院：1857 家 覆盖药店：3245 家
迈卫健	2024.3	地舒单抗（安加维） 生物类似药	RANKL	骨巨细胞瘤	招标挂网：28 个省份 医保对接：全部省份	准入医院：75 家 覆盖药店：744 家
迈粒生	2025.5	注射用阿格司亭 α（迈粒生） 1 类创新药	G-CSF	长效升白	/	/

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

创新研发领域，公司构建了聚焦肿瘤与慢病赛道的差异化管线，肿瘤领域 ADC 药物矩阵与慢病领域靶向创新药形成双轮驱动格局，多款产品兼具靶点稀缺性及临床进度优势，临床数据读出及全球化合作落地有望持续打开成长空间。

1) 肿瘤治疗领域，核心产品 Nectin-4 ADC 9MW2821 被纳入 CDE 突破性疗法品种名单，多项适应症获得 FDA 快速通道认定和孤儿药认定，其中单药或联合 IO 治疗尿路上皮癌适应症均已进入 III 期临床，进展国内第一，全球第二；全球 Nectin-4 ADC 中首个在宫颈癌、三阴乳腺癌和食管癌适应症均披露有效性临床数据的治疗药物。另外，两款早期 ADC 产品研发提速，CDH17 ADC 7MW4911 于 2025 年 8 月获得 FDA 许可开展晚期结直肠癌和胃肠道肿瘤的 I / II 期研究，并于同年 10 月获得 NMPA 批准开展晚期实体瘤临床研究，有望成为晚期消化道肿瘤变革性疗法。B7-H3 ADC 7MW3711 联合君实生物 PD-1/VEGF 双抗治疗晚期实体瘤的 IND 申请于 2025 年 10 月获得 NMPA 受理。

2) 慢病治疗领域，两款创新药位于全球第一梯队，ST2 单抗 9MW1911 作为全球进展第二的同靶点药物正在加快推进 II 期研究，并计划 2026 年底启动 III 期临床，角逐 COPD 的广泛市场。IL-11 单抗 9MW3811 用于特发性肺纤维化适应症已在中国和澳洲完成 I 期健康人的安全性临床，II 期临床已完成首例患者入组。鉴于其在纤维化及衰老相关疾病的疗效潜力，公司以 2500 万美元的首付款和最高 5.71 亿美元的里程碑及销售分成将 IL-11 单抗大中华区以外的权益授予 CALICO，临床潜力及商业化价值得到初步认证。

图3：公司在研管线梳理（截至 2025.12）

领域	产品	靶点	适应症	临床前	IND	I 期	II 期	III 期	NDA	上市	商业权利	合作伙伴	
肿瘤	9MW2821* (ADC)	Nectin-4	尿路上皮癌二线及以后单药							BTD	全球		
			尿路上皮癌一线联合特瑞普利单抗							BTD			
			尿路上皮癌围手术期联合特瑞普利单抗										
			三阴性乳腺癌拓扑异构酶 ADC 经治单药	中国						FTD			
			三阴性乳腺癌一线联合特瑞普利单抗										
			宫颈癌二三线单药							FTD			
			宫颈癌一线联合其他抗肿瘤治疗										
			食管癌二线及以后单药							FTD			ODD
			食管癌一线联合其他抗肿瘤治疗										
			其他（单药或联合）										
	7MW3711 (ADC)	B7-H3	小细胞肺癌二线及以后单药								ODD	全球	
			晚期实体瘤联合特瑞普利单抗联合或不联合抗肿瘤治疗										
晚期实体瘤联合 JS207 联合或不联合铂类化疗（顺铂或卡铂）													
晚期恶性实体瘤			中国										
7MW4911 (ADC)	CDH17	晚期实体瘤	中国								全球		
		晚期结直肠癌及其他晚期胃肠道肿瘤	美国										

资料来源：公司投资者交流材料，中国银河证券研究院

图4：公司在研管线梳理（续）（截至 2025.12）

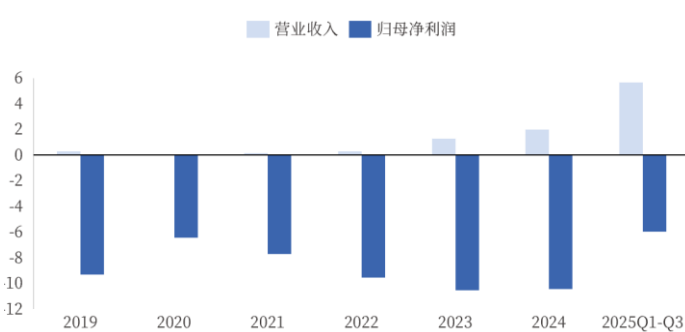
领域	产品	靶点	适应症	临床前	IND	I 期	II 期	III 期	NDA	上市	商业权利	合作伙伴
肿瘤	6MW5311	LILRB4/CD3	复发或难治性急性髓系白血病、慢性粒细胞白血病、复发或难治性多发性骨髓瘤	中国							全球	
	迈粒生®	HSA-G-CSF	中性粒细胞减少症	美国							除大中华区	授权 齐鲁制药
	迈卫健®	RANKL	骨巨细胞瘤 实体瘤骨转移和多发性骨髓瘤								全球	多个合作方
免疫	9MW1911*	ST2	慢性阻塞性肺疾病	中国、美国							全球	
	9MW3811*	IL-11	特发性肺纤维化 病理性瘢痕	中国							大中华区	授权 Calico
	君迈康®	TNF-α	克罗恩病、葡萄膜炎、多关节型幼年特发性关节炎等 8 项适应症								全球	多个合作方
	1MW5011 (RP901)	未披露	骨关节炎								大中华区	引进自 Risen 润佳医药
骨疾病	迈利舒®	RANKL	骨折高风险的绝经后妇女的骨质疏松症								全球	多个合作方
	9MW0211	VEGF	新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性								中国	
眼科	9MW0813	VEGF-Trap	糖尿病性黄斑水肿、新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性								全球	知名印度药企
	9MW3011*	TMPRSS6	真性红细胞增多症 β-地中海贫血患者铁过载相关适应症						FTD ODD		大中华区、东南亚	授权 disc
心血管	4MW5411* (2MW7141, siRNA)	未披露	血脂异常人群的血脂调控以及高危心血管事件的预防									Kalexo (Aditum)

资料来源：公司投资者交流材料，中国银河证券研究院

2021 年以来，随着君迈康、迈利舒、迈卫健三款生物类似药及迈粒生国产 1 类创新药陆续上市销售，公司业绩持续高速增长。2023 年得益于新产品迈利舒商业化放量，公司营收实现 1.28 亿元，同比大幅增长 361.03%；2024 年在迈卫健新上市的销售驱动下，公司营收继续保持增长趋势，全年营收达 2 亿元，同比增长 56.28%。2025 年前三季度受 BD 付款节奏的影响，公司营收实现 5.66 亿元，同比大幅增长 301.03%；收入增长伴随利润端边际改善，前三季度归母净亏损 5.98 亿元，同比收窄 13.89%。

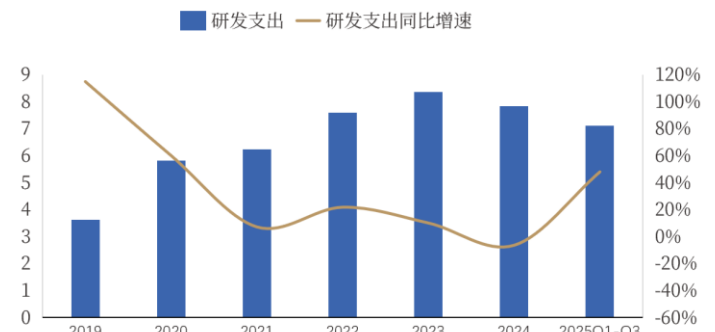
研发方面，随着 Nectin-4 ADC 多项适应症临床同步推进，两款早期 ADC 陆续进入临床阶段，同时慢病领域 ST2、IL-11 单抗等研发提速，公司研发支出呈逐年增加态势，2025 年前三季度公司研发支出 7.12 亿元，接近 2024 年全年水平。

图5：2019-2025Q3 公司营业收入与归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：2019-2025Q3 公司研发投入及增速（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

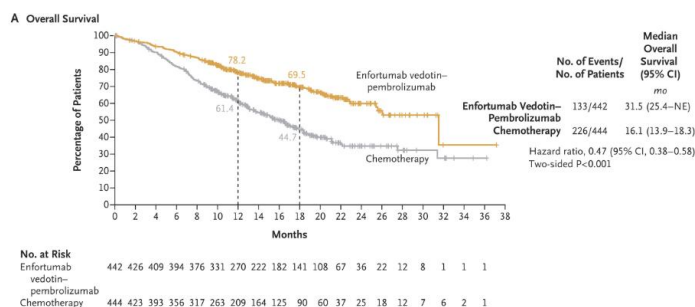
二、肿瘤领域：构建 ADC+TCE 双平台，全球竞争力凸显

(一) Nectin-4 ADC：全球开发进度领先，泛适应症应用潜力巨大

Nectin-4 是一类 I 型跨膜细胞粘附蛋白，在胎盘、胚胎等正常组织中少量表达，在尿路上皮癌、三阴乳腺癌等多种实体瘤中异常高表达，且其表达量与肿瘤的侵袭、转移及不良预后高度相关，是较为理想的 ADC 靶点。目前全球 Nectin-4 ADC 赛道呈现“一款重磅产品上市+多款国产产品冲刺临床后期”的格局。

2019 年 FDA 加速批准首个 Nectin-4 ADC 维恩妥尤单抗 (Padcev) 用于既往接受化疗及 IO 治疗后复发的难治性尿路上皮癌，2023 年再次批准其联合 K 药用于一线尿路上皮癌，正式开启 ADC 联合 IO 一线治疗肿瘤新范式。随着前线适应症获批，维恩妥尤单抗在全球已上市 ADC 产品中排名前五，根据阿斯泰来 2025 财年三季报预测，Padcev 全球销售峰值有望达到 4000-5000 亿日元，约合 25-30 亿美元。维恩妥尤单抗的靶点验证和销售放量持续吸引众多创新药企业开发 Nectin-4 ADC，根据医药魔方数据库，截至 2025 年全球共有 12 款 Nectin-4 ADC 进入临床阶段，研发热情持续高涨。

图7：Padcev 联合 K 药一线治疗 UC 总生存期获益



资料来源：Thomas P, Enfortumab Vedotin and Pembrolizumab in Untreated Advanced Urothelial Cancer, NEJM, 中国银河证券研究院

图8：阿斯泰来预测 Padcev 全球销售峰值 4000-5000 亿日元

Brand	Potential Peak Sales (Global, billions of yen)
PADCEV (enfortumab vedotin)*	400.0 – 500.0
IZERVAY (avacincaptad pegol)	200.0 – 400.0 (US alone)
VEOZAH (fezolinetant)	150.0 – 250.0
VYLOY (zolbetuximab)	100.0 – 200.0
XOSPATA (gilteritinib)	100.0 – 200.0

资料来源：阿斯泰来公司公告，中国银河证券研究院

9MW2821 是公司基于 IDDC™技术平台开发的 Nectin-4 ADC，技术平台由 DARfinitly™定点偶联和 IDconnect™接头两大核心模块协同赋能。

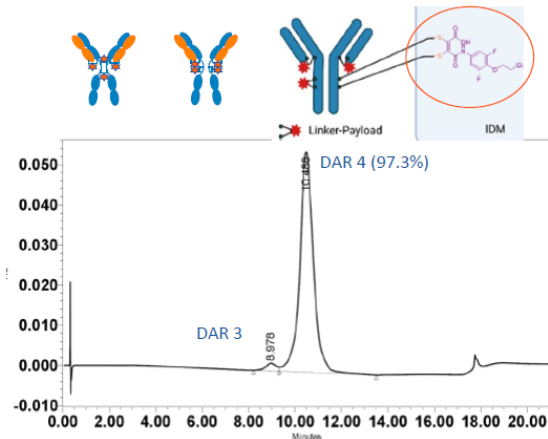
- 1) DARfinitly™定点偶联：采用二硫键重桥定点偶联技术，首先利用还原剂选择性还原抗体内四对链间二硫键并释放半胱氨酸巯基 (-SH)，再利用交联剂将有效载荷与半胱氨酸巯基重新桥接偶联，且每对二硫键仅引入一个有效载荷，以实现 DAR=4 的精确控制。通过该技术获得的产品 DAR=4 组分占比超过 95%，均一稳定且不良反应可控，利于长期给药与联合用药。而传统赖氨酸随机偶联技术获得的产品 DAR 在 0-8 间波动，组分不均且批间差异大，质控难度高，易出现高 DAR 组分引发的毒副作用。

图9：二硫键重桥定点偶联技术示意图



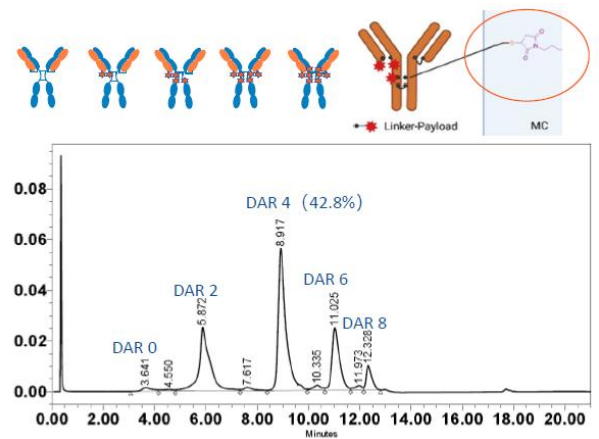
资料来源: Zhiwen F, Antibody drug conjugate: the “biological missile” for targeted cancer therapy, Nature, 中国银河证券研究院

图10：9MW2821 DARfinty™定点偶联将 DAR 值精确控制为 4



资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

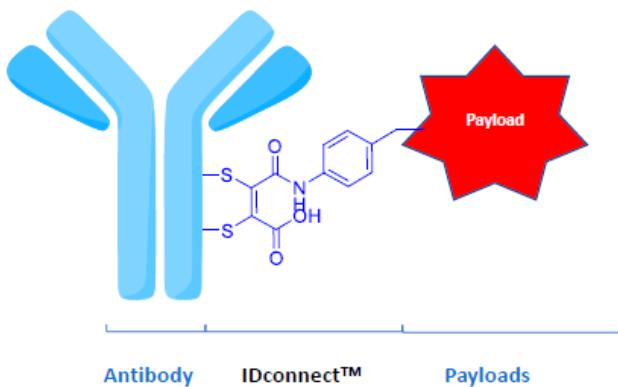
图11：Padcev 随机偶联 DAR 值在 0-8 之间波动



资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

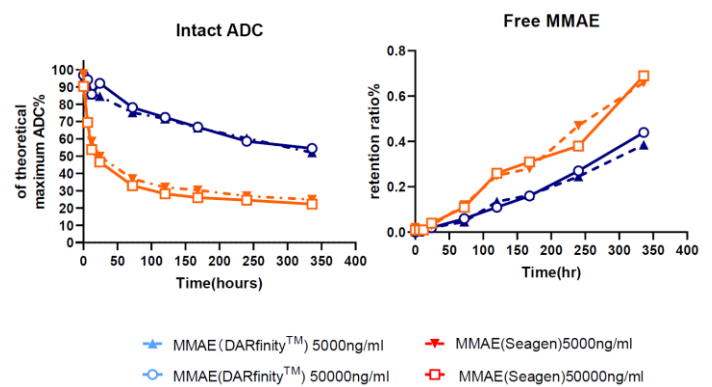
2) IDconnect™连接头：IDconnect™的双反应位点与每对二硫键两端巯基桥连，并引入芳香环修饰的自水解结构，相较于传统的马来酰亚胺连接头（MC），亲电性被消除，从而抑制循环中的硫醚交换，避免载荷提前脱落，产品的血浆稳定性较传统 MC 连接头提升 40%。

图12：IDconnect™连接头促使抗体与 linker 连接更稳定



资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

图13：9MW2821 在血浆中脱靶毒素水平显著降低



资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

作为公司 ADC 管线的核心重磅品种，9MW2821 在尿路上皮癌、宫颈癌、食管癌和三阴乳腺癌等多项适应症开发进度领先且披露数据亮眼，其中食管癌、宫颈癌和三阴乳腺癌获得 FDA 快速通道认定，尿路上皮癌获得 NMPA 突破性疗法认定，具备泛适应症使用的巨大潜力。

表2：9MW2821 全球开发进度领先

适应症	临床研究	开始时间	计划入组	主要终点	重要节点
-----	------	------	------	------	------

UC	单药III期	2023.12	432	PFS、OS	2026 期中分析
	联合III期	2024.8	460	PFS、OS	2027 期中分析
	联合围术期II期	计划 2025	/	/	/
TNBC	中国-TOP1 ADC 经治II期	2024.7	100-160	ORR	/
	中国-联合II期				
	美国-TOP1 ADC 经治单药	计划 2025	/	/	/
CC	单药III期	2024.9	420	OS	2026 期中分析
	联合 I b/II 期	计划 2025	/	/	2026 完成
EC	单药II期		/	/	/
	联合 I b/II 期	计划 2025	/	/	2026 完成

资料来源：公司投资者交流资料，中国银河证券研究院

- 1) **尿路上皮癌 (UC) 单药/联合具备全球 BIC 潜质**：9MW2821 单药二线及以上治疗 UC、联合 PD-1 一线治疗 UC 均已进入临床III期，预计分别于 2026、2027 年读出期中分析结果。当前 37 例 1-4 线 I / II 期肿评患者 ORR 和 DCR 分别为 62.2%和 91.9%，mPFS 和 mOS 分别为 8.8 和 14.2 个月，优于 Padcev 的 5.55 个月 mPFS 和 12.88 个月 mOS，具备全球 BIC 的疗效潜力。

表3: Nectin-4 ADC 分子设计及 UC 适应症临床数据横向比较

	Padcev	9MW2821	SHR-A2102	SYS6002	
公司	Seagen	迈威生物	恒瑞医药	石药集团	
分子设计	抗体	Nectin-4 IgG1	Nectin-4 IgG1	Nectin-4 IgG1	
	连接体	VC	IDconnect™+LysOnly™	GGFG	
	载荷	MMAE	Mtoxin™	TOP1	
	偶联方式	非定点 (DAR=4)	定点 (DAR=4)	定点 (DAR=4)	
适应症	1-2L UC	1-4L UC	2-3 L UC	后线 UC	
当前进展	已上市	III期	III期	I 期	
临床数据	临床研究	III期	I / II 期	I 期	
	ORR	40.6%	62.2%	6mg/kg 41.9% 8mg/kg 50.0%	44%
	DCR	71.9%	91.9%	/	78%
	mPFS (月)	5.55	8.8	5.8	/
	mOS (月)	12.88	14.2	/	/

资料来源：医药魔方，中国银河证券研究院

- 2) **宫颈癌 (CC) 全球同靶点首家进III期临床**：9MW2821 单药治疗二线及以上 CC 已进入临床III期，预计 2026 年读出期中分析结果，Padcev 暂未开展相关适应症。当前 53 例 2-3 线 I / II 期肿评患者 ORR 和 DCR 分别为 35.8%和 81.1%，mPFS 为 3.9 个月，mOS 未达到。
- 3) **三阴乳腺癌 (TNBC) 针对 TOP1 ADC 耐药有效**：9MW2821 单药治疗 TOP1 ADC 耐药 TNBC 已进入临床II期，为全球同靶点首家。当前 20 例 1-4 线 I / II 期肿评患者 ORR 和 DCR 分别为 50.0%和 80.0%，mPFS 为 5.9 个月，mOS 未达到。
- 4) **食管癌 (EC) 疗效优于海外竞品 Padcev**：9MW2821 单药治疗二线及以上 EC 已经进入临床II期，39 例后线 I / II 期肿评患者 ORR 和 DCR 分别为 23.1%和 69.2%，mPFS 和 mOS 分别为 3.9 和 8.2 个月，优于 Padcev 的 2.1 个月 mPFS 和 7.4 个月 mOS。

表4: 9MW2821 在 TNBC、EC、CC 适应症对标海外竞品 Padcev 优势明显

	TNBC		EC		CC	
产品名称	9MW2821	Padcev	9MW2821	Padcev	9MW2821	Padcev
临床试验	NCT05216965	EV-202	NCT05216965	EV-202	NCT05216965	
临床阶段	I / II 期	II 期	I / II 期	II 期	I / II 期	
肿评数量	20	42	39	44	53	
治疗线数	1-4	后线	后线	后线	2-3	
mPFS (月)	5.9	3.5	3.9	2.1	3.9	/
mOS (月)	未达到	12.9	8.2	7.4	12 个月 OS 率 74.6%	
ORR	50%	19%	23.1%	18.2%	35.8%	
DCR	80%	57%	69.2%	45.5%	81.1%	

资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

9MW2821 销售峰值有望达 40 亿元, 具体测算逻辑如下:

- (1) 肿瘤流行病学: 根据 2024 年国家癌症中心发布的最新全国癌症统计数据预测, 假设 UC、CC、TNBC、EC 新发患者数量每年增长率为 2.0%。
- (2) Nectin-4 ADC 渗透率: 假设 Nectin-4 ADC 在 UC、CC、TNBC、EC 等治疗领域的渗透率峰值可达 30-35%。
- (3) 9MW2821 市占率:
 - ① 在 UC 治疗领域, 安斯泰来 Padcev 单药治疗二线及以上 UC 已获批, 联合 IO 一线治疗 UC 已在海外获批、国内已递交上市申请; 9MW2821 两项适应症均已进入 III 期临床, 假设其作为第二款上市的 Nectin-4 ADC 于 2027-2028 年获批, 初始市占率为 50%, 至 2035 年逐步调整至 35% 左右。
 - ② 在 CC、TNBC、EC 治疗领域尚未有 Nectin-4 ADC 产品获批, 其中 9MW2821 进展最快, 假设 9MW2821 的三款适应症于 2028-2030 年获批, 初始市占率为 100%, 至 2035 年逐步调整至 40-50%。
- (4) 9MW2821 治疗费用: 参考安斯泰来 Padcev 国内年治疗费用约 20 万元, 考虑 9MW2821 的成本优势及医保谈判降价, 假设 2027 年首款适应症上市的年治疗费用为 18 万元, 至 2035 年逐步调整至 12 万元。

表5: 9MW2821 销售峰值有望达 40 亿元

公司	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<i>2L+ 尿路上皮癌</i>										
中国尿路上皮癌新发患者数 (万人)	11.2	11.4	11.6	11.9	12.1	12.3	12.5	12.8	13.0	13.3
Yoy	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
局部晚期或转移性患者占比	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
局部晚期或转移性患者数 (万人)	8.4	8.6	8.7	8.9	9.1	9.2	9.4	9.6	9.8	10.0
二线诊疗率	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
三线及以上诊疗率	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
二线及以上患者人数 (万人)	4.2	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0
Nectin-4 ADC 的渗透率	/	10%	12%	14%	18%	20%	20%	24%	28%	34%

9MW2821 的市占率	/	50%	46%	43%	38%	38%	38%	38%	36%	34%
9MW2821 治疗的患者数 (万人)	/	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
9MW2821 的治疗费用 (万元)	/	18.0	18.0	16.2	16.2	14.6	14.6	13.1	13.1	11.8
9MW2821 该适应症的销售额 (亿元)	/	3.9	4.3	4.3	5.0	5.1	5.2	5.7	6.5	6.8
上市风险调整	/	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
风险调整后的销售额 (亿元)	/	3.5	3.9	3.9	4.5	4.6	4.7	5.2	5.8	6.1
<i>1L 尿路上皮癌</i>										
中国尿路上皮癌新发患者数 (万人)	11.2	11.4	11.6	11.9	12.1	12.3	12.5	12.8	13.0	13.3
Yoy	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
局部晚期或转移性患者占比	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
局部晚期或转移性患者数 (万人)	8.4	8.6	8.7	8.9	9.1	9.2	9.4	9.6	9.8	10.0
一线诊疗率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
一线患者人数 (万人)	8.4	8.6	8.7	8.9	9.1	9.2	9.4	9.6	9.8	10.0
Nectin-4 ADC 的渗透率	/	/	8%	10%	12%	16%	20%	24%	28%	32%
9MW2821 的市占率	/	/	50%	48%	46%	44%	40%	40%	38%	36%
9MW2821 治疗的患者数 (万人)	/	/	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1
9MW2821 的治疗费用 (万元)	/	/	18.0	16.2	16.2	14.6	14.6	13.1	13.1	11.8
9MW2821 该适应症的销售额 (亿元)	/	/	6.3	6.9	8.1	9.5	11.0	12.1	13.6	13.5
上市风险调整	/	/	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
风险调整后的销售额 (亿元)	/	/	5.3	5.9	6.9	8.1	9.3	10.3	11.6	11.5
<i>2L+ 宫颈癌</i>										
中国宫颈癌新发患者数 (万人)	10.5	10.7	10.9	11.1	11.4	11.6	11.8	12.1	12.3	12.5
Yoy	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
局部晚期或转移性患者占比	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
局部晚期或转移性患者数 (万人)	8.4	8.6	8.7	8.9	9.1	9.3	9.5	9.6	9.8	10.0
二线诊疗率	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
三线及以上诊疗率	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
二线及以上患者人数 (万人)	3.8	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.4	4.5
Nectin-4 ADC 的渗透率	/	/	8%	10%	12%	16%	20%	24%	26%	30%
9MW2821 的市占率	/	/	100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%	40%
9MW2821 治疗的患者数 (万人)	/	/	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
9MW2821 的治疗费用 (万元)	/	/	18.0	16.2	16.2	14.6	14.6	13.1	13.1	11.8
9MW2821 该适应症的销售额 (亿元)	/	/	5.7	5.8	6.4	6.8	7.4	6.8	6.0	6.4
上市风险调整	/	/	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
风险调整后的销售额 (亿元)	/	/	4.8	5.0	5.4	5.8	6.3	5.8	5.1	5.4
<i>TOP1 ADC 耐药 三阴乳腺癌</i>										
中国三阴乳腺癌新发患者数 (万人)	12.0	12.2	12.5	12.7	12.9	13.2	13.4	13.7	14.0	14.2
yoy	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
局部晚期或转移性患者占比	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%

局部晚期或转移性患者人数 (万人)	9.6	9.8	10.0	10.2	10.4	10.5	10.7	11.0	11.2	11.4
TOP1 ADC 耐药患者占比	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
TOP1 ADC 耐药患者人数 (万人)	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.5
Nectin-4 ADC 的渗透率	/	/	/	/	12%	18%	20%	24%	27%	32%
9MW2821 的市占率	/	/	/	/	100%	90%	80%	70%	60%	50%
9MW2821 治疗的患者数 (万人)	/	/	/	/	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
9MW2821 的年治疗费用 (万元)	/	/	/	/	16.2	14.6	14.6	13.1	13.1	11.8
9MW2821 该适应症销售额(亿元)	/	/	/	/	8.0	10.0	10.0	9.7	9.5	8.6
上市风险调整	/	/	/	/	50%	50%	50%	50%	50%	50%
风险调整后销售额(亿元)	/	/	/	/	4.0	5.0	5.0	4.8	4.7	4.3
<i>2L+ 食管癌</i>										
中国食管癌新发患者数 (万人)	28.0	28.5	29.1	29.6	30.2	30.8	31.3	31.9	32.6	33.2
yoy	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
鳞癌占比	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
局部晚期或转移性患者占比	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
局部晚期或转移性患者人数 (万人)	18.1	18.4	18.8	19.1	19.5	19.8	20.2	20.6	21.0	21.4
二线诊疗率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
三线及以上诊疗率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
二线及以上患者人数 (万人)	7.2	7.4	7.5	7.6	7.8	7.9	8.1	8.2	8.4	8.6
Nectin-4 ADC 的渗透率	/	/	/	10%	12%	14%	18%	22%	28%	30%
9MW2821 的市占率	/	/	/	100%	90%	80%	70%	60%	50%	50%
9MW2821 治疗的患者数 (万人)	/	/	/	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
9MW2821 的年治疗费用 (万元)	/	/	/	16.2	16.2	14.6	14.6	13.1	13.1	11.8
9MW2821 该适应症销售额(亿元)	/	/	/	12.4	13.6	13.0	14.9	14.3	15.4	15.2
上市风险调整	/	/	/	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
风险调整后销售额(亿元)	/	/	/	9.3	10.2	9.7	11.1	10.7	11.6	11.4
9MW2821 总销售额 (亿元)	/	3.47	14.05	24.03	31.05	33.15	36.50	36.77	38.85	38.73

资料来源: 国家癌症中心, 中国银河证券研究院

(二) CDH17 ADC/B7-H3 ADC: 新一代平台驱动, 支撑梯度化创新

新一代 IDDC™技术平台在原有 DARfinit™定点偶联、IDconnect™连接头两大模块的基础上, 新增 LysOnly™条件释放、Mtoxin™新型载荷形成四大核心模块。公司利用新一代 IDDC™技术平台相继开发 7MW4911 (CDH17 ADC) 和 7MW3711 (B7-H3 ADC) 两款产品, 均正在推进针对晚期实体瘤的 I / II 期临床。

- 1) LysOnly™条件释放: 位于 linker 的载荷近端, 采用赖氨酸酶特异性识别改造传统的酶切序列位点, 促使载荷仅在肿瘤内容酶体高表达赖氨酸酶的环境下释放, 显著降低在血浆或正常组织中的非特异性释放。
- 2) Mtoxin™新型载荷: 为喜树碱衍生物, 经结构改造优化膜渗透性与转运蛋白抗性, 避免被

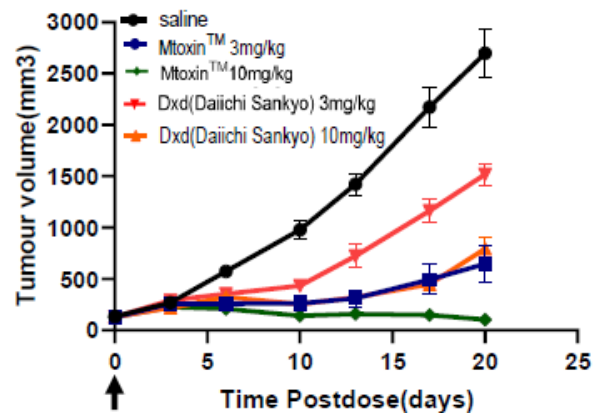
P-gp 等转运蛋白外排，在 Dxd 耐药模型中仍保持抑瘤活性。同时肿瘤组织渗透率较传统载荷提升约 40%，且保障旁观者效应，增强药效。

图14：新一代 IDDC™技术平台四大核心模块



资料来源：公司投资者交流资料，中国银河证券研究院

图15：Mtoxin™新型载荷增强抑瘤活性与耐药抗性

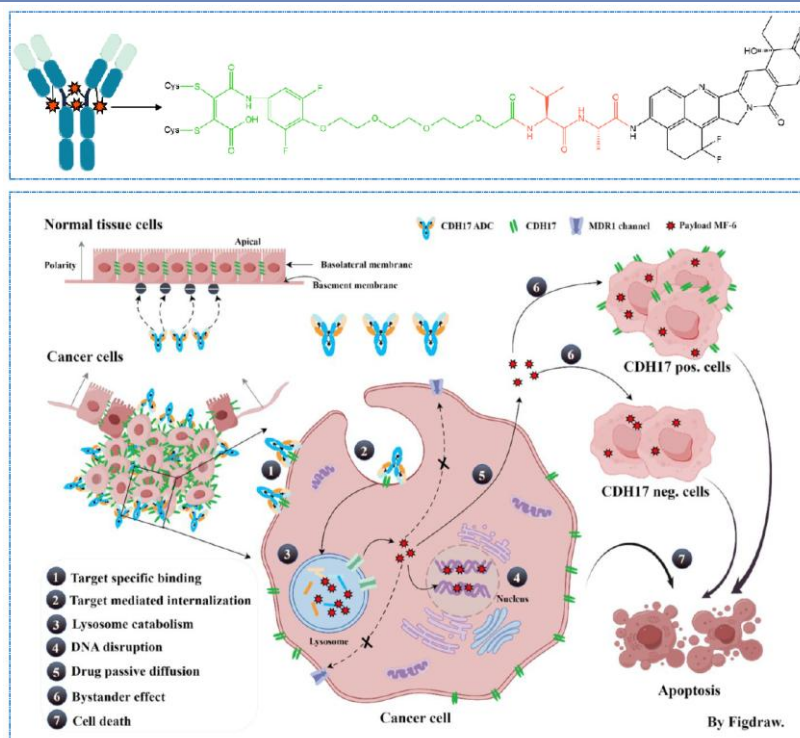


资料来源：公司投资者交流资料，中国银河证券研究院

1. CDH17 ADC

钙黏蛋白 17(CDH17)是钙黏蛋白超家族的非经典成员，为单次跨膜糖蛋白，其在细胞间黏附、组织完整性、肠道肽转运和钙依赖性水吸收中发挥重要作用。CDH17 异常表达与多种胃肠道肿瘤的发生密切相关。根据公司在《Cell Reports Medicine》发表的研究，**CDH17 在结直肠癌临床样本中表达率接近 100%，在其他胃肠道肿瘤中表达率达 23%-88%**，较高的表达水平凸显了靶向 CDH17 在胃肠道肿瘤治疗领域的潜力。

图16：7MW4911 的差异化分子设计与胃肠道肿瘤内的作用机制



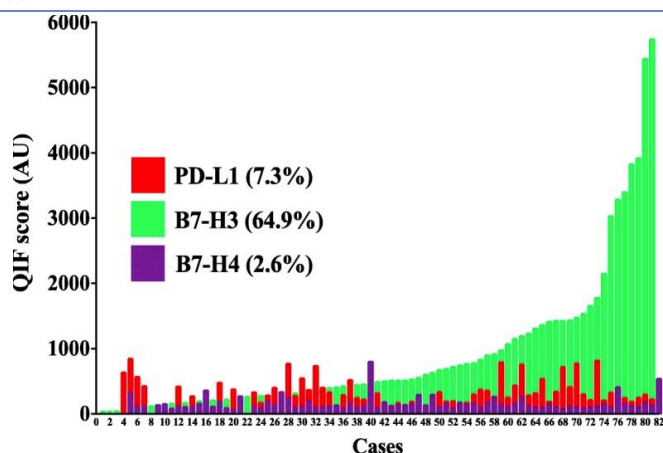
资料来源：Rui W., Overcoming multidrug resistance in gastrointestinal cancers with a CDH17-targeted ADC conjugated to a DNA topoisomerase inhibitor, Cell Reports Medicine, 中国银河证券研究院

7MW4911 是公司基于 IDDC™平台开发的 CDH17 ADC，由高度特异性的 CDH17 单抗，通过链间二硫键连接均质化载荷（DAR=4 比例>95%），血浆稳定性优异；同时载荷的 MF-6 毒素具备高膜渗透性，可产生强效旁观者效应杀伤肿瘤。临床前研究显示，7MW4911 在结直肠癌、胃癌及胰腺癌的 CDX/PDX 模型中展现出深度抑瘤效应，且对 RAS/BRAF 等多种突变及不同 CMS 分型的结直肠癌有效，在多药耐药、靶标普适、药物安全性等方面具备差异化创新优势。①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，且能逆转此类 ADC 治疗后的肿瘤进展。②普适性方面：7MW4911 对 CDH17 中低表达肿瘤仍保持显著活性。③安全性方面：7MW4911 在小鼠研究显示出有限的组织分布，在食蟹猴毒理显示可控代谢特征和宽治疗窗口，暂未观察到显著毒性信号。基于上述优势，7MW4911 已展现出成为晚期胃肠道肿瘤变革性疗法的潜力。

2. B7-H3 ADC

B7-H3 又称为 CD276，是免疫调节蛋白 B7-CD28 家族的膜蛋白成员，在肿瘤免疫逃逸和肿瘤细胞代谢中发挥重要作用。根据 Yale 学术统计，B7-H3 在 SCLC 样本中表达率近 65%，而在正常组织中表达水平较低，其表达通常与肿瘤的侵袭性，T 淋巴细胞浸润密度低和预后不良相关。

图17: B7-H3 在 SCLC 样本中高表达



资料来源: Daniel C. (2019). Expression and clinical significance of PD-L1, B7-H3, B7-H4 and TILs in human small cell lung Cancer, 中国银河证券研究院

与 7MW4911 类似，7MW3711 是公司基于 IDDC™平台开发的 B7H3 ADC，在 2025 年 ESMO 大会上，7MW3711 公布针对多种晚期实体瘤的 I / II 期临床数据：54 例肿瘤患者中 19 例达到 PR 或 CR，其中食管癌（EC）患者的 ORR 为 42.9%，DCR 为 100.0%；小细胞肺癌（SCLC）和肺鳞癌（Sq-NSCLC）患者的 ORR 分别为 50.0%和 38.5%，DCR 分别为 90.0%和 92.3%。在剂量递增阶段尚未观察到 DLT，MTD 尚未达到；常见的三级以上不良反应为白细胞减少、中性粒细胞减少、贫血、淋巴细胞减少、血小板减少等血液学毒性。早期临床数据显示，7MW3711 在肺癌、食管癌等晚期实体瘤患者中具备良好的抗肿瘤活性和可耐受的安全性。

目前全球多款 B7-H3 ADC 进入关键性临床阶段，其中第一三共与默沙东合作的 I-Dxd、翰森制药与 GSK 合作的 HS-20093、宜联生物与罗氏合作的 YL-201 位于第一梯队，三款产品均已进入 III 期临床；迈威生物针对实体瘤的 B7-H3 ADC 7MW3711 已获中美 IND 双批件，目前正在国内沟通鳞状 NSCLC 的 III 期临床，打造差异化竞争优势；另外信达生物的 B7-H3/EGFR 双抗 ADC

IBI3001 和百济神州的 B7-H3 ADC BGB-C354 已启动 I 期临床。

表6: 全球 B7-H3 ADC 分子结构和临床进展

	I-Dxd	HS-20093	YL-201	7MW3711	IBI3001	BGB-C354
公司名称	第一三共/默沙东	翰森制药/GSK	宜联生物/罗氏	迈威生物	信达生物	百济神州
DAR	4	4	8	未公开	4	8
Linker	GGFG 四肽	多肽	多肽	二硫键	多肽	多肽
Payload	TOP I 抑制剂	TOP I 抑制剂	TOP I 抑制剂	TOP I 抑制剂	TOP I 抑制剂	TOP I 抑制剂
靶点	B7-H3	B7-H3	B7-H3	B7-H3	B7-H3/EGFR	B7-H3
适应症	晚期 SCLC	晚期 SCLC	晚期 SCLC	晚期实体瘤	晚期实体瘤	晚期实体瘤
国内进展	III期 (暂停)	III期	III期	I/II期	I/II期	I期
海外进展	III期 (暂停)	III期	I/II期	IND	I/II期	I期

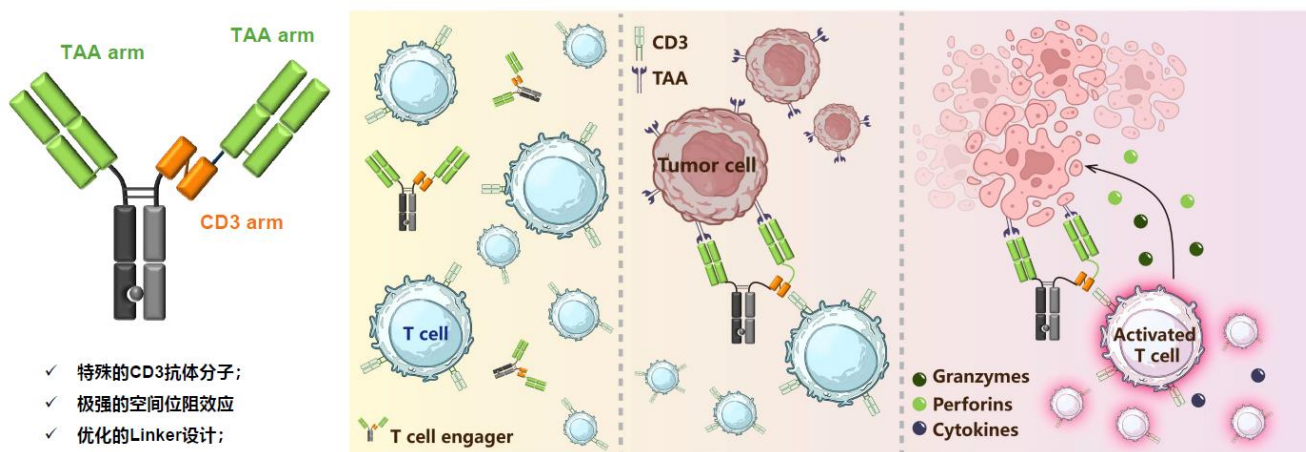
资料来源: 2024CSCO, 中国银河证券研究院

(三) 一体化创新性 TCE 平台: 构建差异化管线, 赋能中美双报

T 细胞衔接器 (TCE) 通过同时结合 T 细胞表面的 CD3 与肿瘤细胞表面的 TAA, 形成免疫突触激活 T 细胞定向杀伤肿瘤。目前临床已验证 TCE 在血液瘤治疗中的显著疗效, 但在实体瘤中的临床获益仍需进一步探索。迈威生物的 TCE 双特异性及三特异性抗体开发平台是公司在肿瘤免疫治疗领域的重点布局, 通过多方位精细设计与技术优化, **打造具备抗体工程化改造、空间位阻构象设计、共刺激信号引入等核心优势的创新性技术平台, 构筑血液瘤和实体瘤领域差异化管线, 预计 2026 年将迎来首个品种的中美双报关键节点。**

- 1) **抗体工程化改造:** 开发多组不同亲和力与活化特性的 CD3 抗体, 交叉食蟹猴 CD3 表位, 以支持临床前非人灵长类动物实验的毒理与药效评估, 降低临床转化风险。
- 2) **空间位阻构象设计:** 在人体正常组织内形成空间位阻构象, 与 T 细胞结合活性极低; 仅在肿瘤微环境中变构活化 T 细胞, 显著降低脱靶毒性, 减少 CRS 发生率, 扩大治疗窗口。
- 3) **共刺激信号引入:** 新一代 TCE 开发引入 CD28、4-1BB 等 T 细胞共刺激信号, 双信号协同激活显著提升 T 细胞杀伤能力, 对实体瘤和免疫抑制微环境具有突破性潜力。

图18: TCE 分子设计与肿瘤杀伤作用机制

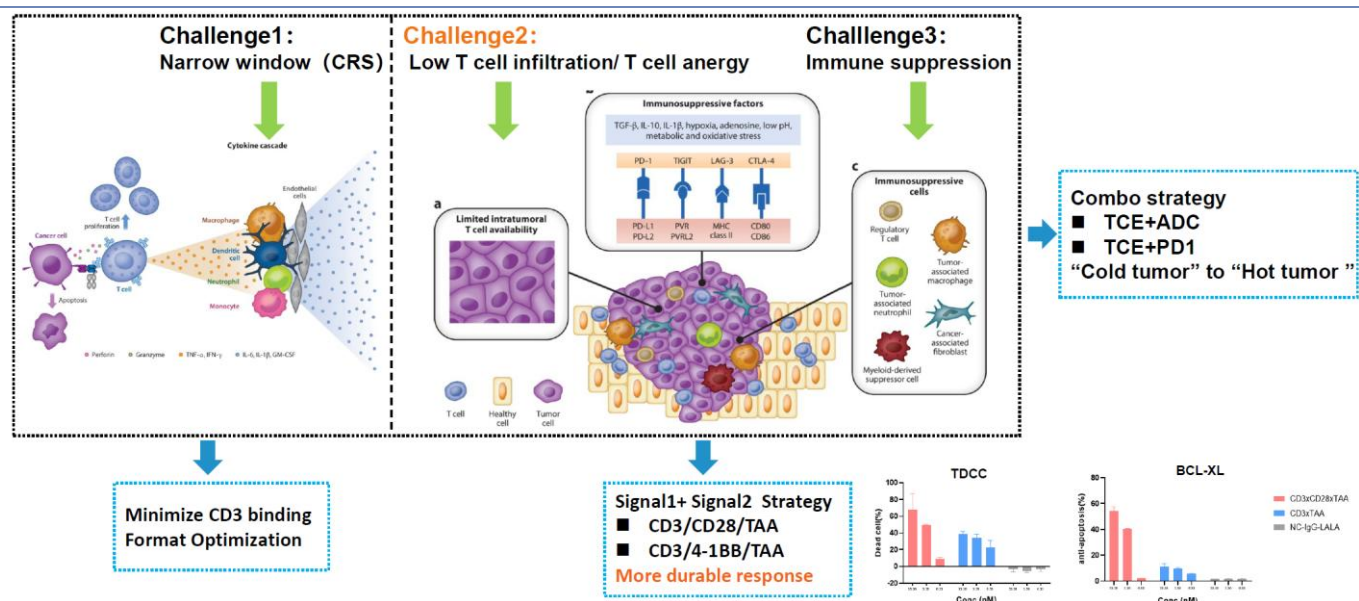


资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

2MW7061 (LILRB4/CD3 双抗) 是一款基于该技术平台开发的靶向 LILRB4 TCE, 通过对 T 细胞极低水平的结合即可达到强效杀伤肿瘤的效果, 在保证疗效的前提下大幅提升分子的安全性。**2MW7061 目前在临床前多个急性髓系白血病 (AML) 药效模型中展现出强大的抗肿瘤活性, 同时非灵长类预毒理研究显示其具有良好的安全性, 在血液瘤治疗领域具备较大潜力。**

在实体瘤领域, TCE 疗法面临肿瘤异质性、免疫抑制微环境与脱靶毒性等挑战, 公司在该领域同步布局 TAA/CD3/CD28 or 4-1BB 三抗管线, 通过设计空间位阻构象降低脱靶毒性, 并引入共刺激信号提升 T 细胞杀伤活性, 突破实体瘤免疫抑制微环境的限制, 目前该技术正在临床前优化阶段。

图19: TCE 在实体瘤领域治疗限制与应对开发策略



资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

(四) G-CSF 长效升白: 与升白龙头合作, 最大化实现商业化效率

G-CSF 被称为粒细胞集落刺激因子, 可刺激骨髓造血干细胞增殖分化, 加速中性粒细胞的生成和成熟, 从而快速提升外周血中的中性粒细胞数量, 增强机体抗感染能力, 帮助患者安全度过治疗相关的骨髓抑制期。据统计, **全球范围内超过 50% 的癌症新发病例需要化疗, 65.5% 的患者在接受紫杉醇、阿霉素和环磷酰胺等化疗药物治疗时会发生 3-4 级中性粒细胞计数降低, 部分患者会出现发热性中性粒细胞减少症 (FN), 严重者可导致脓毒症综合征、感染性休克甚至死亡, 因此 G-CSF 升白在肿瘤化疗时被广泛应用, 另外在骨髓移植后、再生障碍性贫血、先天性中性粒细胞减少症等领域也可通过 G-CSF 进行升白治疗。**

G-CSF 按半衰期可分为短效制剂 (rhG-CSF) 与长效制剂 (PEG-rhG-CSF) 两大类, 其中长效制剂市场占比超过 70%。2025 年中国长效升白市场已有 9 位生产商, 市场竞争呈现白热化且头部效应显著; 近年来在集采与医保谈判压力下, 长效升白市场集中度进一步提升, 目前石药的津优力、齐鲁的新瑞白、恒瑞的艾多形成“三足鼎立”的局面, 三家市场份额合计占比接近 80%。2021 年, 亿帆医药以 3000 万元首付款和 1.8 亿元里程碑付款将长效升白产品艾贝格司亭α中国权益授予正大天晴, 利用后者的商业化网络跻身长效升白市场。

表7: 2025 年中国长效升白产品生产商已聚集 9 家

商品名	药物名称	公司	长效技术	国内进展	首批年份
-----	------	----	------	------	------

津优力	培非格司亭	石药集团	PEG	上市	2011
新瑞白	培非格司亭	齐鲁制药	PEG	上市	2015
艾多	硫培非格司亭	恒瑞医药	PEG	上市	2018
申力达	培非格司亭	鲁南制药	PEG	上市	2021
久立	培非格司亭	双鹭药业	PEG	上市	2023
珮金	拓培非格司亭	特宝生物	PEG	上市	2023
亿立舒	艾贝格司亭α	亿帆医药	Fc 融合蛋白	上市	2023
吉新芬	培非格司亭	九源基因	PEG	上市	2025
迈粒生	阿格司亭α	迈威生物	白蛋白融合	上市	2025

资料来源：药智网，中国银河证券研究院

迈粒生是公司自主研发的新一代长效 G-CSF，应用基因融合技术将高活性改构 G-CSF 与人血清白蛋白 (HSA) 融合，在增加分子量的同时抑制 G-CSF 受体介导的清除途径，显著延长药物体内半衰期，在临床使用中可降低给药频率，提高药物依从性。由于 HSA 是人体中的天然成分，利用其作为载体蛋白具有较高安全性。生产工艺上，该产品采用毕赤酵母表达系统，相较于 PEG 长效产品，制备过程避免了复杂的化学修饰反应，生产工艺更加简单且产品均一性更好。

公司在 2023ESMO 上展示了长效 G-CSF 的 III 期临床结果，该研究共纳入 496 例乳腺癌患者，其中试验组 331 例，阳性对照组 165 例。结果显示试验组在化疗第 1-4 周期对 4 级中性粒细胞减少的相对风险分别降低了 15.6%、68.4%、58.3%、42.0%，同时显著缩短 4 级中性粒细胞减少持续时间；另外 FN 的相对风险降低了 41.7%，较阳性对照药物津优力具备临床优势。另外，迈粒生在 III 期临床纳入了 FN 风险较高的 TAC（多西他赛+多柔比星+环磷酰胺）三药联合方案，分层结果显示 4 级中性粒细胞减少的发生率同样低于阳性对照组。安全性方面，迈粒生采用人体中天然蛋白作为长效化技术手段，促使人体用药安全可控且耐受性较好，整体安全性与阳性对照组类似。

2025 年 6 月，公司与齐鲁制药达成合作协议，以合计最高 5 亿元的首付款和里程碑将迈粒生在大中华区内开发、生产和商业化的权益授予齐鲁制药，并将获得最高两位数百分比净销售额分成，借助齐鲁制药在长效升白领域的龙头地位实现商业化效率的最大化。

三、慢病领域：填补临床空白，商业化前景明确

(一) IL-11：硅谷明星公司背书，布局抗衰老与病理性瘢痕双赛道

根据联合国预测，2050 年全球 60 岁以上人口将达到 21 亿，占人口总数的 22%。截至 2023 年底，中国 60 岁以上人口已达到 2.97 亿，占人口总数的 21.1%。预计 2035 年该比例将超过 30%，并进入重度老龄化社会，庞大的老龄化人口将促进抗衰产业快速发展；同时与抗衰领域相关的病理性瘢痕、特发性纤维化等治疗药物也将迎来广阔的市场空间。预计 2030 年中国新发病理性瘢痕的患者人数每年将超过 1000 万，市场规模超过 400 亿元，且目前仅有手术等物理治疗方式，药物治疗效果并不理想。2023 年中国特发性肺纤维化患者总数为 16.43 万人，预计 2030 年将翻倍达到 33.92 万人，目前仅有吡非尼酮、尼达尼布两款药物，存在较大未被满足的临床需求。

表8: 病理性瘢痕和特发性肺纤维化等抗衰领域存在较大市场空间

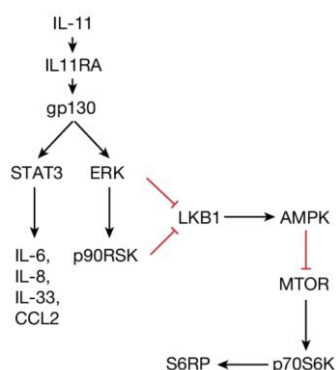
疾病	中国患者数量		中国市场规模		当前治疗手段
	2020年	新发 740 万	2020年	200 亿元	
病理性瘢痕	2030年	新发 1060 万	2030年	>400 亿元	以物理治疗、手术治疗为主
	2023年	总人数 16.43 万	2023年	15 亿元	
特发性肺纤维化	2030年	总人数 33.92 万	2030年	32 亿元	仅吡非尼酮、尼达尼布两款药物

资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

IL-11 作为 IL-6 家族细胞因子, 随着年龄增长在多类组织中持续高表达, **通过促炎、促纤维化、驱动细胞衰老三条核心路径加速机体老化**, 三条路径相互串联形成“炎症-纤维化-衰老”循环, 最终导致器官功能衰退与寿命缩短。

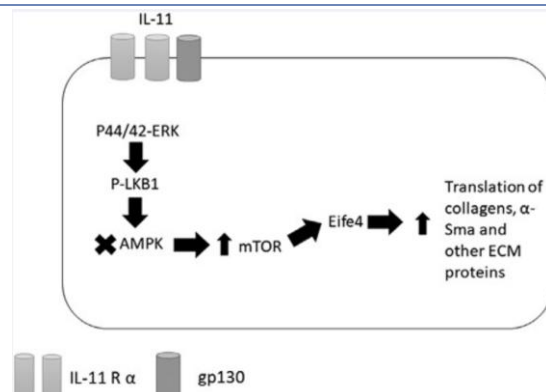
具体机制方面。IL-11 与细胞表面 IL-11Rα 结合, 招募 gp130 形成同源二聚体, 触发受体构象改变并激活下游两条关键信号通路。①JAK/STAT3 通路: gp130 胞内段结合并激活 JAK 激酶, 促使 STAT3 短暂磷酸化并启动炎症与纤维化相关基因表达, 该信号通路相对较弱且短暂。② ERK/AMPK/mTORC1 通路: gp130 激活 ERK 后导致 LKB1 的磷酸化, 促使 AMPK 失活和 mTOR 激活, 后者驱动成纤维细胞活化与细胞外基质沉积, 其促炎与促纤维化活性强于 JAK/STAT3 通路, 是 IL-11 驱动细胞衰老的核心机制。

图20: IL-11 通过两条关键信号通路促进炎症与纤维化



资料来源: Anissa A., Inhibition of IL-11 signalling extends mammalian healthspan and lifespan, Nature, 中国银河证券研究院

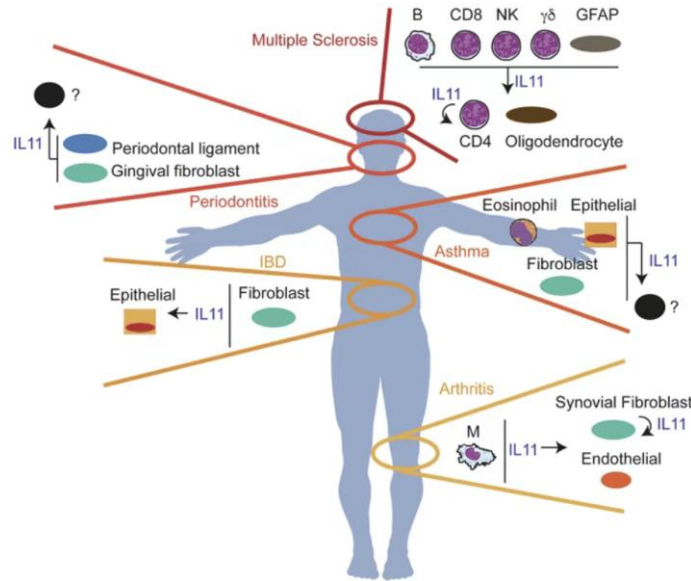
图21: ERK/AMPK/mTORC1 通路是 IL-11 驱动衰老的核心



资料来源: Steven O., Interleukin-11 and its eminent role in tissue fibrosis: a possible therapeutic target, Clinical & Experimental Immunology, 中国银河证券研究院

根据杜克-新加坡国立大学医学院等机构的研究, **IL-11 在哺乳动物各类组织中随年龄增长表达上调**。在小鼠模型中, IL-11 表达从“中年阶段”(40-50 周龄)开始逐步上升, 到“老年阶段”(75 周龄后)达到峰值, 且持续维持高表达状态, 并与脂肪堆积、肌肉流失等衰老相关病理表现的发生时间高度重合, 证明 IL-11 可作为机体衰老的分子标志物及核心驱动因素。**IL-11 表达上调可启动促炎促纤维化信号通路, 导致体内多器官出现纤维化倾向, 从而加速代谢紊乱, 组织功能进行性衰退, 免疫功能下降, 推动机体衰老进程与年龄相关性疾病的发生。同时, 衰老机体呈现炎症微环境, 可正反馈促进体内 IL-11 表达, 最终形成“炎症-纤维化-衰老”的循环。**

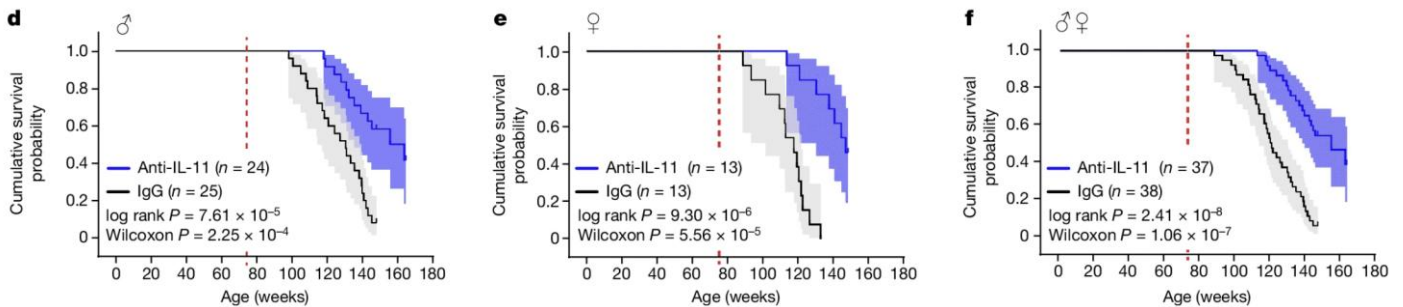
图22: IL-11 表达上调与体内一系列疾病相关



资料来源: Fung, K.Y., et al., Emerging roles for IL-11 in inflammatory diseases. Cytokine, 中国银河证券研究院

因此抑制 IL-11 信号成为抗衰老及年龄相关疾病治疗的关键方向, 上述研究人员分别通过基因敲除与药物干预开展探索并观察到积极的响应结果, ①IL-11/IL-11Rα基因敲除: 敲除小鼠的平均寿命延长 24.9%, 且血糖异常、血脂异常等年龄相关性代谢紊乱、器官纤维化及机体功能均显著改善。②IL-11 中和抗体: 对 75 周龄的“老年小鼠”给予 IL-11 抗体治疗 25 周, 可使雄性和雌性小鼠的中位寿命分别延长 22.5%、25%, 同时肌肉功能与衰老标志物显著改善。

图23: 从 75 周龄开始每月接受 IL-11 抗体治疗的小鼠寿命显著提升



资料来源: Fung, K.Y., et al., Emerging roles for IL-11 in inflammatory diseases. Cytokine, 中国银河证券研究院

IL-11 单抗已在临床前动物模型中实现健康寿命延长, 相关药物已进入临床阶段, 并以纤维化疾病为基础向衰老相关多疾病延伸覆盖。目前全球进入临床阶段的 IL-11 单抗有四家, 其中 BI 的 765423 进展最快, 已于 2025 年 6 月开展针对特发性肺纤维化的 II 期临床。迈威生物的 9MW3811 紧随其后, 于 2025 年 11 月获 NMPA 批准开展针对病理性瘢痕的 II 期临床, 也是全球首款在病理性瘢痕领域获准开展临床的 IL-11 单抗; 另外其针对特发性肺纤维化和晚期恶性肿瘤的 I / II 期临床正在中国和澳洲推进。

表9: 全球 IL-11 单抗临床研究进展

产品	公司	靶点	适应症	当前进展	日期
BI-765423	勃林格殷格翰	IL-11	特发性肺纤维化、肺纤维化	II 期	2025/6/17

LASN01	Lassen Therapeutics	IL-11R	特发性肺纤维化、甲状腺相关眼病、肺纤维化、进行性纤维化性间质性肺病	II期	2023/12/14
9MW3811	迈威生物	IL-11	病理性瘢痕、特发性肺纤维化、肺纤维化、晚期实体瘤	II期 I期(中、澳)	2025/11/10
HB0056	华奥泰	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	2024/9/23

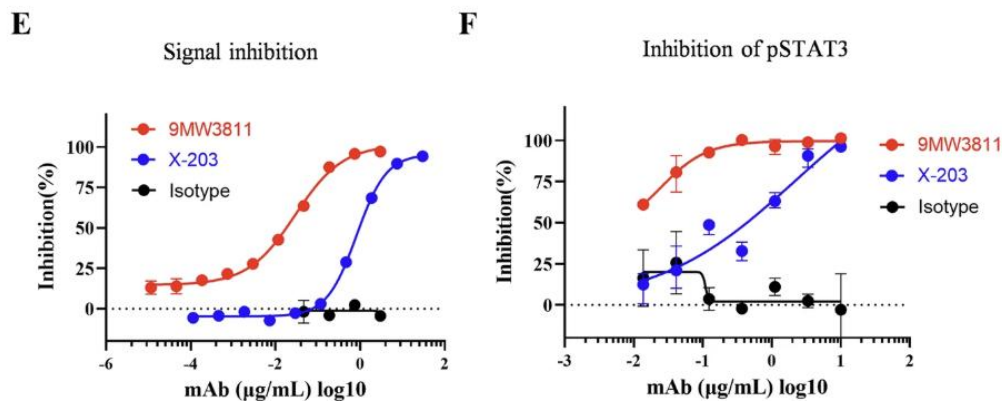
资料来源：医药魔方，中国银河证券研究院

9MW3811 是迈威生物自主研发的 IL-11 单抗，为全球同靶点药物第一梯队，定位抗衰老与病理性瘢痕双赛道。9MW3811 核心优势包括高靶点亲和力和长半衰期，在临床前多种疾病模型中展现出显著疗效。

1) 高靶点亲和力与信号通路阻断能力, 奠定“First-in-class”的基础: 临床前研究显示, 9MW3811 对下游 STAT3 信号通路的阻断效率超过 90%, 且呈剂量依赖性, 优于同靶点 IL-11 的科研抗体 X-203; 在小鼠肺纤维化模型、人源瘢痕疙瘩移植模型均显著减少成纤维细胞活性和细胞外基质沉积。9MW3811 的高亲和力和信号通路阻断能力预示产品可以低浓度达到高效抑制, 提升药物作用效率同时降低非靶向毒副作用。

2) 超过一个月的长半衰期, 适合慢病长期给药: 在中国和澳洲开展的 I 期临床中人体药代动力学数据显示, 9MW3811 的半衰期超过 30 天, 可将给药频率降低至每 4 周给药一次, 对于特发性肺纤维化等需长期用药的慢病患者, 可极大提高依从性, 降低治疗成本。

图24: 9MW381 对下游信号通路的抑制效率显著高于同靶点 IL-11 科研抗体 X-203



资料来源: Chang Z., IL-11/IL-11R signal inhibition by 9MW3811 remodels immune tumor microenvironment and enhances anti-tumor efficacy of PD-1 blockade, NPJ, 中国银河证券研究院

2025 年 6 月, 公司将 9MW3811 大中华区以外的独家开发、生产和商业化权益授予 Calico, 获得一次性不可退还的 2500 万美元首付款, 最高可达 5.71 亿美元的里程碑付款, 以及按净销售额计算的阶梯式特许权使用费。Calico 是 Alphabet 旗下专注衰老与年龄相关性疾病的生物科技公司, 由谷歌联合创始人 Page 于 2013 年创立; Calico 背靠 Alphabet 的 AI、大数据与计算生物学模型, 解析衰老的生物学机制, 聚焦肿瘤、纤维化、神经退行性疾病等领域, 以延长健康寿命为目标。2025 年 6 月, Calico 从迈威生物引进 9MW3811 以实现抗衰老领域管线快速补位。

该项合作帮助迈威生物实现全维度战略跃升, 首先在资金层面, 公司获得 2500 万美元的一次性付款, 叠加后续里程碑付款, 交易对价近 6 亿美元; 该笔资金可显著缓解公司的研发投入压力, 用以支持后续 ADC、慢病长效生物药等核心管线推进, 减少公司对外部融资依赖, 优化资金结构。研发管线层面, IL-11 单抗获 Alphabet 旗下抗衰老明星公司背书, 临床潜力取得国际顶尖团队认可,

管线价值大幅提升；借助 Calico 的 AI 算力技术与全球临床资源，加快 9MW3811 的国际化进程，实现“中国团队研发+海外团队商业化”模式的高效落地。

9MW3811 上市后销售测算逻辑如下：

- (1) 流行病学：根据弗若斯特沙利文数据，2025 年中国病理性瘢痕患者为 740 万人，至 2030 年将达到 1000 万人，按发病率持续提升趋势，假设 2035 年患者数超过 1200 万人。
- (2) IL-11 单抗渗透率：目前病理性瘢痕主要通过物理治疗和手术治疗，暂无靶向药物，IL-11 单抗获批该适应症后渗透率开始逐步提升。
- (3) 9MW3811 市占率：9MW3811 是全球首个病理性瘢痕适应症进入 II 期临床的 IL-11 单抗，假设 2029 年获批后初始市占率为 100%，至 2035 年逐步调整至 40%。
- (4) 9MW3811 治疗费用：参考阿达木单抗修美乐国内售价，假设 9MW3811 治疗病理性瘢痕年费用为 3.2 万元。

表10：9MW3811 上市后销售测算

公司	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<i>病理性瘢痕</i>							
中国病理性瘢痕患者数 (万人)	900.0	1,000.0	1,050.0	1,100.0	1,150.0	1,200.0	1,240.0
yoy	4.7%	11.1%	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%	3.3%
IL-11 单抗的渗透率	0%	0%	1%	1%	1%	1%	2%
9MW3811 的市占率	100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%
9MW3811 治疗的患者数 (万人)	1.8	3.6	5.0	6.2	6.9	7.2	7.4
9MW3811 的年治疗费用 (万元)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
9MW3811 该适应症销售额(亿元)	5.8	11.5	16.1	19.7	22.1	23.0	23.8
上市风险调整	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
风险调整后销售额(亿元)	2.9	5.8	8.1	9.9	11.0	11.5	11.9
9MW3811 总销售额 (亿元)	2.9	5.8	8.1	9.9	11.0	11.5	11.9

资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

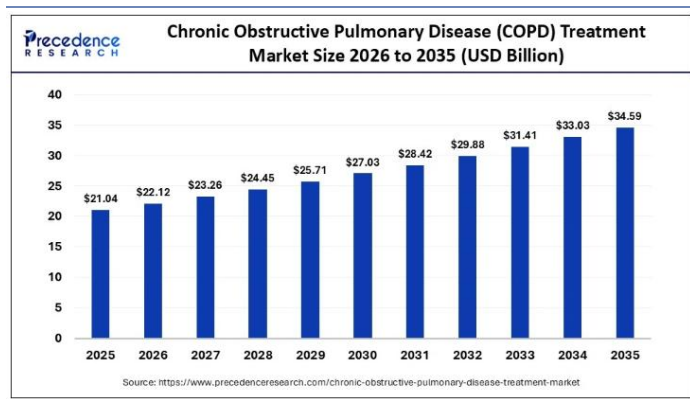
(二) ST2：突破传统疗法局限，剑指慢病百亿市场

慢性阻塞性肺病 (COPD) 是一种以持续性气流受限为核心，呈进行性且不完全可逆的慢性气道疾病，主要临床表现为慢性咳嗽、咳痰和进行性呼吸困难。根据中日友好医院王辰院士团队发布的《中国肺健康研究》调查数据显示，中国 COPD 患者人数已达 1.058 亿，患病率高达 12%，其中 40 岁以上人群患病率为 13.7%，超过全球平均的 10.3%。COPD 具备“三高三低”的特点，即高发病率、高致残率、高死亡率，以及低知晓率，低诊断率、低控制率，绝大部分患者并不知道自己患病，导致 COPD 治疗市场潜力远未被释放。

根据 Precedence Research 报告，2025 年全球 COPD 市场规模约为 210 亿美元，其中北美市场占 42%，其次为欧洲 28%和亚洲 23%。2035 年全球 COPD 市场规模有望达 346 亿美元，年复合增长率 5.1%，中国市场也将超过 300 亿元。2025 年 7 月，默沙东以 100 亿美元对价收购 Verona Pharma，获得全球首款商业化 PED3/4 双靶点吸入剂 Ohtuvayre，该产品于 2024 年 6 月获 FDA 批准上市，用于 COPD 维持治疗，2025 年上半年销售额 1.74 亿美元。在美国，Ohtuvayre 平均月治疗费用为 2950 美元，而传统吸入剂一般不超过 500 美元；**尽管价格接近传统疗法的 4 倍，**

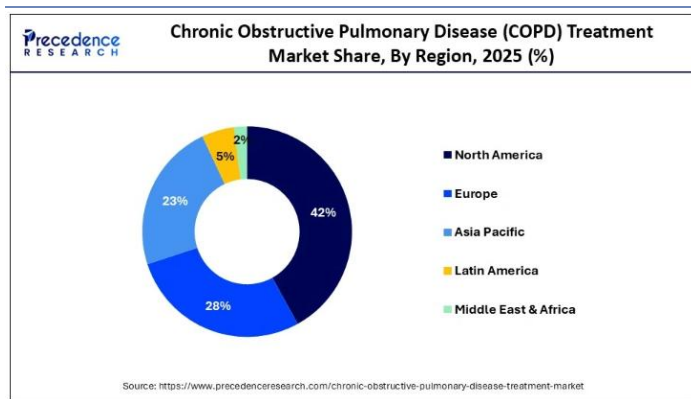
但 Ohtuvayre 上市后销售仍快速增长，侧面印证 COPD 治疗领域存在明显的缺口。

图25: 2026-2035 年全球 COPD 市场规模预测



资料来源: Precedence Research, 中国银河证券研究院

图26: 9MW3811 与 PD-1 联用有望突破免疫耐药限制



资料来源: Precedence Research, 中国银河证券研究院

过去十年间，COPD 治疗领域主要由β2 受体激动剂（SABA/LABA）、抗胆碱能药物（SAMA/LAMA）、吸入性糖皮质激素（ICS）三类药物主导，其中 GSK 的 ICS/LAMA/LABA 三联疗法一度被视为 COPD 的治疗终点。随着上述产品专利到期，仿制药大量涌入导致 COPD 市场成为与高血压、糖尿病类似的慢病红海市场。但根据 Verona 的调查，约 50% 患者在使用三联疗法维持治疗后仍然存在症状控制不佳或发生急性加重，临床急需替代治疗策略。

表11: GOLD2025 COPD 诊疗路径推荐

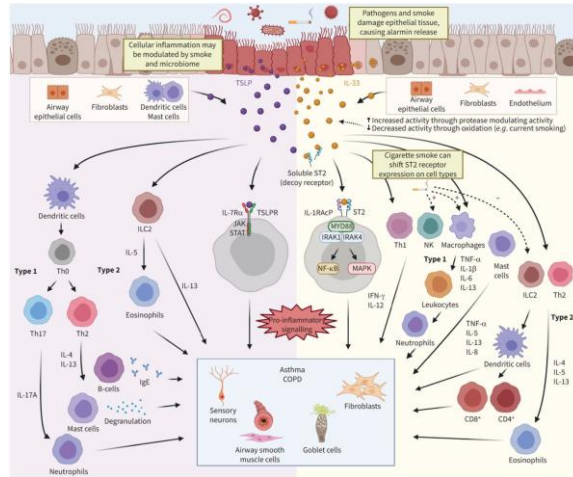
COPD 分级	一线治疗推荐	二线治疗推荐	新增精准治疗
A	SABA/SAMA 按需使用	LABA/LAMA	暂无
B	LABA+LAMA 二联	LABA/LAMA	PED3/4 抑制剂
C	LABA+LAMA 二联±ICS (EOS≥100 cells/μL)	LABA+ICS 二联	度普利尤单抗/美泊利珠单抗 (EOS≥300 cells/μL)
D	LABA+LAMA+ICS 三联	三联+罗氟司特/PED3/4 抑制剂	PED3/4 抑制剂+度普利尤单抗/美泊利珠单抗

资料来源: GOLD2025, 中国银河证券研究院

近年来对 COPD 的研究显示约 20-40% 的患者表现出 2 型炎症特征，标志为血液嗜酸性粒细胞水平升高 (EOS≥300μL)。当机体受到过敏原或病毒感染等信号刺激后，中性粒细胞和嗜酸性粒细胞募集活化，并释放细胞因子损伤肺部气道上皮细胞，加剧气道黏液分泌、平滑肌收缩和组织重塑，导致气道狭窄阻塞，引发 COPD 急性加重，是患者住院和死亡的重要原因。该发现为 COPD 靶向治疗开辟全新路径，2024 年 7 月 FDA 批准度普利尤单抗 (IL-4Rα) 用于治疗 EOS 升高且症状控制不佳的 COPD，并被纳入 GLOD 2025 指南推荐。

但度普利尤单抗仅针对 20-40% 具有 2 型炎症表型的 COPD 患者有效，对非 2 型炎症的 COPD 治疗选择仍存在局限性。作为炎症上游信号通路，IL-33/ST2 路径成为 COPD 新型治疗策略之一，其在促进 2 型炎症反应的同时，也与非 2 型炎症密切相关。IL-33 作为 IL-1 “警报素” 家族成员，与 ST2 结合可激活 2 型与非 2 型炎症，介导肺部组织持续的免疫反应，导致疾病不断恶化。临床诊疗数据显示，中重度 COPD 患者的肺组织中 IL-33 表达显著增加，且其表达水平与 COPD 急性加重风险和疾病严重程度呈正相关。

图27: ST2/IL-33 通路参与 COPD 发生、发展和急性加重密切相关



资料来源: Ariel C., *Targeting interleukin-33 and thymic stromal lymphopoietin pathways for novel pulmonary therapeutics in asthma and COPD*, *European Respiratory Review*, 中国银河证券研究院

目前在 IL-33/ST2 治疗布局中，罗氏的 Astegolimab、赛诺菲的 Itepekimab 和阿斯利康的 Tozorakimab 进展最快，均进入 III 期临床，但 2025 年 5 月再生元和赛诺菲共同宣布 Itepekimab 的两项全球 III 期临床“一成一败”，同年 7 月，罗氏公布 Astegolimab 的 II b 期临床和 III 期临床亦“一成一败”。迈威生物的 9MW1911 和正大天晴的 TQC-2938 紧随其后，位于 II 期临床。

表12: 全球 IL-33/ST2 治疗竞争格局

产品	公司	靶点	COPD 患者选择	当前进展
Astegolimab	罗氏/安进	ST2	吸烟+戒烟	III 期
Itepekimab	再生元/赛诺菲	IL-33	吸烟+戒烟 (重点关注戒烟人群)	III 期
Tozorakimab	阿斯利康	IL-33	吸烟+戒烟	III 期
9MW1911	迈威生物	ST2	吸烟+戒烟	II 期
TQC-2938	正大天晴	ST2	吸烟+戒烟	II 期
QX-007N	荃信生物	IL-33	/	I 期
SSGJ-621	三生国健	IL-33	/	I 期
AK139	康方生物	IL-4R/ST2	/	I 期

资料来源: 药渡数据, 中国银河证券研究院

9MW1911 是迈威基于高效 B 淋巴细胞筛选平台自主开发的 ST2 单抗, 可高亲和力结合 ST2 受体阻断 IL-33/ST2 信号通路。该产品是目前唯一披露有效性数据的国产 ST2, 且目前临床研究入组的大部分受试者 EOS < 300/μL, 预示其可覆盖更广泛的 COPD 人群。9MW1911 目前已在国内完成针对中重度 COPD 患者的 II a 期临床, 针对更大样本量的 II b 期临床已于 2025 年 7 月实现首例患者给药, 正在积极入组中, 计划在获得至少 120 例患者的末次访视数据后开展期中分析, 并有望在 2026 年底启动 III 期临床。在海外临床方面, 9MW1911 已获得 FDA 许可开展针对中重度 COPD 的 II a 期临床。

临床疗效方面, 9MW1911 的 II a 期临床研究共入组患者 80 例, 随机接受 100mg、300mg、600mg、900mg 四个剂量组或安慰剂, 每四周给药一次。与安慰剂相比, 9MW1911 在各剂量组安

全且耐受性良好，总体不良事件发生率为 70%，较安慰剂组的 85%降低，且所有受试者免疫原性均为阴性，未发现新的安全信号。有效性数据显示中重度 COPD 急性加重年化发生率随剂量升高呈现下降趋势，30 例患者在 II b 期研究推荐剂量下，中重度和重度 COPD 年化急性加重率(AER)较安慰剂组分别降低超 30%、40%；与同靶点产品横向比较，疗效均优于海外进展最快的三款产品，为 IL-33/ST2 通路在 COPD 领域的治疗探索增强信心。

表13：全球 ST2/IL-33 通路针对 COPD 临床进展及疗效数据

		Astegolimab	Itepekimab	Tozorakimab	9MW1911
公司		罗氏/安进	再生元/赛诺菲	阿斯利康	迈威生物
靶点		ST2	IL-33	IL-33	ST2
当前进展		III期	III期	III期	II b 期
患者基线		有吸烟史：吸烟史≥10包/年，包括戒烟者和当前吸烟者，血 EOS 未作要求	有吸烟史：吸烟史≥10包/年，包括戒烟者和当前吸烟者，血 EOS 未作要求	有吸烟史：吸烟史≥10包/年，包括戒烟者和当前吸烟者，血 EOS 未作要求	有吸烟史：吸烟史≥10包/年，包括戒烟者和当前吸烟者，血 EOS 未作要求
III期临床	登记号	NCT05595642	NCT04701983 NCT04751487	NCT05166889 NCT05158387 NCT06040086	/
	全球入组人数	1290	960 1210	1156 1454 1099	/
	预计完成时间	2027/6/30	2025/11/28	2026/5/1	/
II 期临床	登记号	NCT03615040	NCT03546907	NCT04631016	CTR20230380
	数据披露时间	2022/03/24	2021/07/21	2024/11/03	2025/12/01
	患者情况	GOLD II-IV N=81	GOLD II-IV N=343	GOLD II-IV N=136	GOLD II-IV N=80
	中重度 COPD 急性加重年化发生率 (AER)	较安慰剂组 -22% (p=0.195)	较安慰剂组 -19% (p=0.13)	较安慰剂组 -21% (p=0.186)	中重度较安慰剂组 -30% 重度较安慰剂组 -40%
TRAE 发生率		与安慰剂组类似	78%(vs 安慰剂 80%)	与安慰剂组类似	70%(vs 安慰剂 85%)

资料来源：药渡数据、公司投资者交流资料，中国银河证券研究院

9MW1911 上市后销售测算逻辑如下：

- (1) 流行病学：根据国家呼吸系统疾病临床医学研究中心数据，2025 年中国 COPD 患者约 1 亿人，按发病率持续提升趋势，假设 2035 年患者数超过 1.2 亿人，其中中重度患者占比接近 40%。
- (2) ST2 单抗渗透率：目前 COPD 治疗以β2 受体激动剂、抗胆碱能药物、吸入性糖皮质激素为主导，假设 ST2 单抗获批该适应症后渗透率开始逐步提升。
- (3) 9MW1911 市占率：目前海外三款同靶点竞品已进入III期临床，假设 9MW1911 于 2028 年获批后市占率逐步提升。
- (4) 9MW1911 治疗费用：参考度普利尤单抗 COPD 适应症国内年治疗费用 3.9 万元。

表14: 9MW1911 上市后销售测算

公司	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
慢性阻塞性肺病								
中国 COPD 患者数 (万人)	10,519	10,779	11,039	11,299	11,558	11,818	12,078	12,338
yoy		2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
中重度 COPD 患者占比	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%
中重度 COPD 患者人数 (万人)	4,050	4,150	4,250	4,350	4,450	4,550	4,650	4,750
ST2 单抗的渗透率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
9MW1911 的市占率	2%	3%	4%	5%	5%	6%	6%	7%
9MW1911 治疗的患者数 (万人)	1.1	1.6	2.2	2.8	5.8	7.1	8.7	10.4
9MW1911 的年治疗费用 (万元)	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
9MW1911 该适应症销售额(亿元)	4.1	6.3	8.6	11.0	22.5	27.7	33.9	40.4
上市成功率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
风险调整后销售额(亿元)	2.1	3.2	4.3	5.5	11.3	13.8	17.0	20.2
9MW1911 总销售额 (亿元)	2.1	3.2	4.3	5.5	11.3	13.8	17.0	20.2

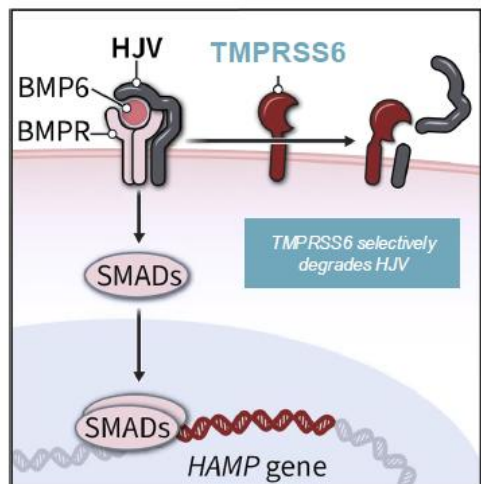
资料来源: 国家呼吸系统疾病临床医学研究中心, 中国银河证券研究院

(三) TMPRSS6: 铁稳态领域展现初步疗效

铁是血红蛋白的重要组成部分,也是红细胞生成所必需的元素。铁调素 (Hepcidin) 是维持铁稳态的主要调节激素,在正常机体内起到铁的吸收、储存和利用等作用。TMPRSS6 是抑制铁调素的负调控因子,通过抑制 TMPRSS6 可持续诱导铁调素的生理性生成;升高的铁调素可抑制肠道铁吸收并促进铁在网状内皮系统中储存,从而降低血清铁含量,该机制为治疗铁过载或红细胞过度增殖的疾病提供新的治疗思路。

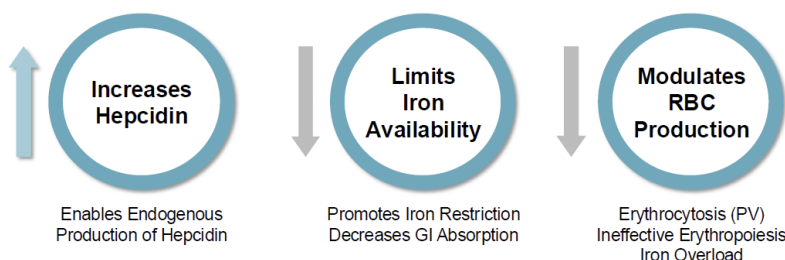
9MW3011 是公司自主研发的 TMPRSS6 单抗,在真红细胞增多症 (PV) 和地中海贫血适应症具备治疗潜力。①**真红细胞增多症**:由于骨髓造血干细胞异常克隆增殖,导致红细胞不受控制过度增多,伴随白细胞和血小板的继发性升高,进而引发血液粘稠度增加、血栓风险升高等一系列病征。9MW3011 通过上调肝细胞铁调素表达,降低体内铁储备,减少红细胞生成的原料供应,达到控制真红细胞增多症患者红细胞数量的目的。②**地中海贫血**:因珠蛋白基因缺陷导致珠蛋白链合成减少,血红蛋白缺乏,引起遗传性溶血性贫血;患者长期贫血状态造成机体代偿性无氧造血和肠道铁吸收亢进,即使未接受输血也易发生铁过载,而长期输血会进一步加重铁过载,因此祛铁治疗是地中海贫血的关键需求之一。9MW3011 通过上调铁调素减少肠道铁吸收、抑制巨噬细胞铁释放,从而降低体内铁储备,改善地贫患者的铁过载状态。

图28: TMPRSS6 单抗可诱导铁调素生成



资料来源: Disc Medicine, 中国银河证券研究院

图29: 9MW3011 通过铁调素降低体内铁储备, 控制红细胞生成数量



资料来源: Disc Medicine, 中国银河证券研究院

9MW3011 作为全球首个针对真红细胞增多症的 TMPRSS6 单抗, 直接作用于 PV 的病理核心机制, 有望与放血、羟基脲、JAK 抑制剂等现有疗法形成互补或替代。目前 9MW3011 已获得 FDA 授予快速通道认定和孤儿药认定, 正在国内推进三项 I b 期临床, 在 2025EHA 大会上, 9MW3011 展示的 I 期临床数据显示其可显著降低血清铁水平, 并支持每月一次皮下给药方案, 安全性良好。2023 年 1 月, 迈威将 9MW3011 除大中华地区和东南亚之外的全球权益授予 Disc Medicine, 获得 1000 万美元首付款, 最高 4.125 亿美元的里程碑付款, 以及两位数销售分成。2025 年 9 月, Disc Medicine 宣布 TMPRSS6 单抗已完成美国 II 期临床首例患者给药。

表15: 全球 TMPRSS6 治疗竞争格局

产品	公司	靶点	类型	适应症	当前进展
sapablursen	Ionis Pharmaceuticals	TMPRSS6	反义疗法	真红细胞增多症、地中海贫血	II 期
exerenibart	再生元	TMPRSS6	单抗	铁负荷过载、地中海贫血	II 期
divesiran	Silence Therapeutics	TMPRSS6	siRNA	真红细胞增多症	II 期
9MW3011	迈威生物	TMPRSS6	单抗	真红细胞增多症、镰状细胞病、铁负荷过载、地中海贫血	II 期
BEET-507	必贝特	TMPRSS6	siRNA	真红细胞增多症	I 期

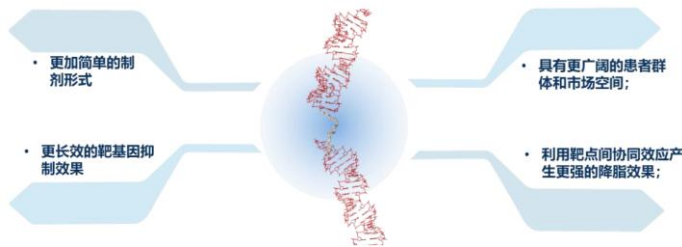
资料来源: 医药魔方, 中国银河证券研究院

(四) 双靶点降脂 siRNA: 有望成为全球首款非 LNP 递送的双靶点小核酸

2MW7141 是公司自主研发的临床前双靶点小核酸药物, 主要针对血脂异常人群的血脂调控及高危心血管事件的预防。该产品利用公司开发的 siRNA 技术平台, 深度融合人工智能与高通量自动化筛选体系, 从立项到候选化合物确定仅用时数月。2MW7141 在临床前研究中展现出明确的双靶点协同效应, 对靶基因抑制效果强效且持久, 同时脱靶风险较低, 有望成为全球首款采用非 LNP 递送系统的双靶点 siRNA 药物。2025 年 9 月, 公司与 Aditum Bio 合作成立 Kalexo Bio, 并许可其 2MW7141 全球独家开发、生产和商业化权益; 迈威获得 1200 万美元首付款, 最高 10 亿美元里程碑付款和低个位数特许权使用费, 同时还获得 Kalexo Bio 总计双位数的 A 轮优先股, 实现

Newco 模式出海。

图30: 2MW7141 有望成为全球首款非 LNP 递送的双靶点 siRNA



资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

图31: 迈威 siRNA 技术平台赋能差异化小核酸管线设计



资料来源: 公司投资者交流资料, 中国银河证券研究院

三、生物类似药：海外布局构筑竞争壁垒，打开成长空间

公司在生物类似药领域拥有三款已上市的产品及一款正在上市申请的产品，覆盖自免、骨科、眼科等领域，是公司商业化现金流核心来源，并通过差异化规格与国际化拓展构筑竞争壁垒，目前君迈康、迈利舒、迈卫健三款已上市产品均已进入国家医保目录；2024 年迈利舒和迈卫健产品收入 1.39 亿元，占公司药品销售收入的 96%。

1. 迈利舒

迈利舒为 60mg 规格的重组全人源 RANKL 单抗，是地舒单抗普罗力的生物类似药，2023 年 3 月，迈利舒获得 NMPA 批准用于治疗骨折高风险的绝经后妇女骨质疏松适应症，可显著降低椎体、非椎体和髌部骨折的风险，后续计划递交补充申请，增加骨折高风险的男性骨质疏松及糖皮质激素诱导的骨质疏松适应症。根据沙利文数据，治疗骨质疏松的 RANKL 单抗产品 2024 年市场规模达 13.17 亿美元。

2. 迈卫健

迈卫健同为重组全人源 RANKL 单抗，是地舒单抗安加维的生物类似药；迈卫健以 120mg 规格切入肿瘤领域，与迈利舒形成同靶点双产品的格局。2024 年 3 月，迈卫健获得 NMPA 批准用于不可手术切除或手术切除可能导致严重功能障碍的骨巨细胞瘤，包括成人和骨骼发育成熟的青少年患者，目前正在推进肿瘤骨转移相关适应症得补充申请。根据安进和百济神州报告，2024 年安加维全球销售 22.25 亿美元，中国销售 15.98 亿元；2025 年上半年全球销售 10.98 亿美元，中国销售 10.9 亿元，增长主要源于中国及新兴市场。

2025 年 9 月迈卫健和迈利舒获得巴基斯坦药监局批准上市，并与巴基斯坦头部制药公司 Searle 共同在当地实现灌装与商业化，已于年底前完成首批商业化供货。目前两款产品已在 30 多个国家签署正式合作协议，并分别向约旦、埃及、巴西等国家递交上市申请。2025 年 12 月，公司的阿达木单抗君迈康获印度尼西亚药监局注册批准，为公司年内收到的第三个海外上市批件。君迈康目前已在十余个国家签署正式合作协议，并分别向约旦、秘鲁等国家递交上市申请。未来公司生物类似药将在“一带一路”等国家新兴市场重点布局，基于新兴市场庞大的人口基数和未满足的临

床需求，生物类似药海外布局将为公司提供稳定增长的现金流。

表16：公司生物类似药产品信息整理

产品名	药品名	靶点	获批情况	适应症	海外布局
君迈康	阿达木单抗	TNF- α	2022.03 (NMPA) 2025.12 (印尼 BPOM)	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、银屑病等 8 项适应症	印尼获批，10 余个国家签署合作协议，约旦、秘鲁等国家上市申请
迈利舒	地舒单抗	RANKL	2023.03 (NMPA) 2025.09 (巴基斯坦 DRAP)	绝经后妇女骨质疏松 男性骨质疏松（补充申请）、糖皮质激素诱导的骨质疏松（补充申请）	巴基斯坦获批，30 余个国家签署合作协议，约旦、埃及、巴西等国家上市申请
迈卫健	地舒单抗	RANKL	2024.03 (NMPA) 2025.09 (巴基斯坦 DRAP)	骨巨细胞瘤 肿瘤骨转移（补充申请）	巴基斯坦获批，30 余个国家签署合作协议，约旦、埃及、巴西等国家上市申请
9MW0813	阿柏西普	VEGF-Trap	上市申请 (NMPA)	糖尿病性黄斑水肿、新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性	与印度制药公司达成供货和商业协议

资料来源：医药魔方，中国银河证券研究院

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 7.74/11.84/20.39 亿元，同比增长 287.6%/52.9%/72.2%。假设创新药产品毛利率在 85-90%，公司销售、管理费用每年增长 10-20%，研发费用每年增长 20-30%，2025-2027 年归母净利润分别为 6.90/5.14/2.48 亿元，亏损同比收窄 33.9%/25.4%/51.8%。具体测算模型如下：

表17：公司业务拆分与盈利预测（单位：亿元）

药品名称	适应症	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
9MW3811 (Nectin-4 ADC)	2L+尿路上皮癌	/	/	3.47	3.90	3.90	4.52	4.60	4.69	5.16	5.81
	1L 尿路上皮癌	/	/	0.00	5.34	5.87	6.88	8.05	9.32	10.26	11.59
	2L+宫颈癌	/	/	0.00	4.81	4.97	5.41	5.79	6.33	5.81	5.14
	TOP1 ADC 耐药三阴乳腺癌	/	/	0.00	0.00	0.00	4.02	4.98	5.01	4.83	4.74
	2L+食管癌	/	/	0.00	0.00	9.29	10.22	9.72	11.14	10.71	11.57
9MW3811 (IL-11)	病理性瘢痕	/	/	/	/	2.88	5.76	8.06	9.86	11.04	11.52
9MW1911 (ST2)	慢性阻塞性肺病	/	/	/	2.05	3.15	4.31	5.51	11.27	13.83	16.96
生物类似药 (君迈康、迈利舒、迈卫健等)	自身免疫病、骨质疏松、肿瘤骨转移等	7.74	11.84	16.92	17.09	17.77	19.53	20.15	20.21	20.44	20.52
收入总计		7.74	11.84	20.39	33.19	47.83	60.65	66.87	77.84	82.07	87.85

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 估值分析

由于公司尚未实现盈亏平衡，且多项创新管线仍处于临床研究阶段，我们采用 DCF 绝对估值法，将上市产品及中后期在研管线的未来现金流折现，预估公司的合理市值空间。核心参数假设及 DCF 估值模型如下：

表18: 核心参数假设

参数	数值
所得税税率（考虑科创企业税收优惠、研发费用税前加计扣除）	10.0%
债务资本比（参考历史资本结构、考虑未来加大研发投入）	20%
β系数（公司相对于 A 股市场的风险系数）	1.1
Rf（无风险收益率，参考 10 年期国债的平均收益率）	1.8%
Rm-Rf（风险溢价，Rm 参考沪深 300 综合收益率）	6.5%
Ke（权益资本成本，根据 CAPM 模型计算得出）	9.0%
Kd（债务资本成本，参考贷款基准利率）	8.0%
WACC（根据上述参数计算得出）	8.6%
g（永续增长率，在研管线即将密集兑现）	3.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表19: DCF 估值模型

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	-5.85	-4.01	-1.53	6.33	12.56	15.90	20.18	23.63	25.94	28.65
所得税税率	0.00%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
息前税后利润(NOPAT)	-5.85	-4.01	-1.38	5.70	11.30	14.31	18.16	21.27	23.35	25.79
加: 折旧与摊销	1.63	1.65	1.68	1.70	1.73	1.76	1.77	1.72	1.75	1.75
减: 营运资金的增加	-0.63	0.21	0.42	1.78	2.43	0.66	0.26	0.93	0.33	0.49
减: 资本性投资	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
公司自由现金流量 FCFE	-4.10	-3.06	-0.62	5.12	10.10	14.91	19.17	21.56	24.27	26.55
永续增长率	3.0%									
折现率	8.6%									
公司估值	263.77 CNY									

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表20: 每股权益价值敏感性分析

WACC		7.10%	7.60%	8.10%	8.60%	9.10%	9.60%	10.10%
永续增长率	1.50%	298.94	266.33	238.85	215.40	195.20	177.63	162.23
	2.00%	324.33	286.69	255.43	229.08	206.61	187.23	170.38
	2.50%	355.23	311.06	274.98	245.01	219.74	198.19	179.60
	3.00%	393.68	340.72	298.36	263.77	235.03	210.80	190.13
	3.50%	442.82	377.61	326.83	286.22	253.05	225.49	202.24
	4.00%	507.81	424.77	362.25	313.56	274.61	242.80	216.35

	4.50%	597.19	486.50	406.87	346.92	300.22	262.87	232.35
--	-------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

根据以上 DCF 估值模型, 我们测算公司的合理市值为 263.77 亿元, 敏感性测试结果显示合理市值区间为 219.74-326.83 亿元。

表21: 公司按管线相对估值

产品名称	靶点	当前进展	销售峰值 (亿元)	估值方法	管线价值
9MW2821	Nectin-4 ADC	III期	40	3PS, 0.9 风险系数	108
7MW3711	B7-H3 ADC	I/II期	20	3PS, 0.5 风险系数	30
9MW3811	IL-11	II期	国内 20 海外 10 USD	国内 3PS, 海外 1PS, 0.5 风险系数	65
9MW1911	ST2	II期	20	3PS, 0.5 风险系数	30
阿达木单抗、地舒单抗等生物类似药	TNF-α、RANKL 等	已上市	20	1.5PS	30
合计					263

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相对估值方面, 我们采用 PS 估值法进行测算, 按照创新药国内销售 3 倍峰值、海外销售 1 倍峰值 (考虑 BD 合作分成), III期临床和 I/II期临床阶段管线分别给予 0.9 倍、0.5 倍风险调整; 生物类似药国内销售 1.5 倍峰值。根据以上相对估值模型, 我们测算公司的合理市值为 263 亿元, 与 DCF 绝对估值测算结果一致。

(三) 投资建议

迈威生物作为一家全产业链布局的生物制药公司, 肿瘤领域 Nectin-4 ADC 具备全球 BIC 潜质, 多款 ADC 形成梯度化创新支撑, 自研 TCE 即将中美同步启动临床。慢病领域 IL-11 单抗获得硅谷明星抗衰公司背书, ST2 单抗剑指 COPD 百亿市场。我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 7.74、11.84、20.39 亿元; 归母净利润分别为 -6.90、-5.14、-2.48 亿元。经过 DCF 估值模型测算, 我们认为公司合理市值为 263.77 亿元, 敏感性测试合理市值区间为 219.74-326.83 亿元。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

五、风险提示

研发管线进展不及预期的风险：创新药研发受靶点选择、临床数据、监管政策、资金及人才多重因素影响，可能出现临床研究暂停、研发周期延长等情况。

产品商业化不及预期的风险：创新药上市后受市场需求分流、医患接受度不足、销售能力薄弱等因素影响，可能出现销量不及预期，无法实现预设营收目标情况。

市场竞争加剧的风险：创新药行业全球竞争日趋激烈，同靶点药物扎堆、跨领域疗法替代以及企业格局分化，可能压缩公司产品市场份额与利润空间。

出海进展不及预期的风险：创新药出海受海外监管审批标准差异、合作方退出以及地缘政治等多重复杂因素影响，可能导致出海周期延长、营收不及预期。

图表目录

图 1: 迈威生物发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截止 2025 年中报)	4
图 3: 公司在研管线梳理 (截至 2025.12)	5
图 4: 公司在研管线梳理 (续) (截至 2025.12)	6
图 5: 2019-2025Q3 公司营业收入与归母净利润 (亿元)	6
图 6: 2019-2025Q3 公司研发投入及增速 (亿元)	6
图 7: Padcev 联合 K 药一线治疗 UC 总生存期获益	7
图 8: 安斯泰来预测 Padcev 全球销售峰值 4000-5000 亿日元	7
图 9: 二硫键重桥定点偶联技术示意图	8
图 10: 9MW2821 DARfinity™ 定点偶联将 DAR 值精确控制为 4	8
图 11: Padcev 随机偶联 DAR 值在 0-8 之间波动	8
图 12: IDconnect™ 连接头促使抗体与 linker 连接更稳定	8
图 13: 9MW2821 在血浆中脱靶毒素水平显著降低	8
图 14: 新一代 IDDC™ 技术平台四大核心模块	13
图 15: Mtoxin™ 新型载荷增强抑瘤活性与耐药抗性	13
图 16: 7MW4911 的差异化分子设计与胃肠道肿瘤内的作用机制	13
图 17: B7-H3 在 SCLC 样本中高表达	14
图 18: TCE 分子设计与肿瘤杀伤作用机制	15
图 19: TCE 在实体瘤领域治疗限制与应对开发策略	16
图 20: IL-11 通过两条关键信号通路促进炎症与纤维化	18
图 21: ERK/AMPK/mTORC1 通路是 IL-11 驱动衰老的核心	18
图 22: IL-11 表达上调与体内一系列疾病相关	19
图 23: 从 75 周龄开始每月接受 IL-11 抗体治疗的小鼠寿命显著提升	19
图 24: 9MW381 对下游信号通路的抑制效率显著高于同靶点 IL-11 科研抗体 X-203	20
图 25: 2026-2035 年全球 COPD 市场规模预测	22
图 26: 9MW3811 与 PD-1 联用有望突破免疫耐药限制	22
图 27: ST2/IL-33 通路 COPD 发生、发展和急性加重密切相关	23
图 28: Tmprss6 单抗可诱导铁调素生成	26
图 29: 9MW3011 通过铁调素降低体内铁储备, 控制红细胞生成数量	26
图 30: 2MW7141 有望成为全球首款非 LNP 递送的双靶点 siRNA	27
图 31: 迈威 siRNA 技术平台赋能差异化小核酸管线设计	27

表 1: 迈威生物商业化产品信息整理	4
表 2: 9MW2821 全球开发进度领先	8
表 3: Nectin-4 ADC 分子设计及 UC 适应症临床数据横向比较	9
表 4: 9MW2821 在 TNBC、EC、CC 适应症对标海外竞品 Padcev 优势明显	10
表 5: 9MW2821 销售峰值有望达 40 亿元	10
表 6: 全球 B7-H3 ADC 分子结构和临床进展	15
表 7: 2025 年中国长效升白产品生产厂商已聚集 9 家	16
表 8: 病理性瘢痕和特发性肺纤维化等抗衰领域存在较大市场空间	18
表 9: 全球 IL-11 单抗临床研究进展	19
表 10: 9MW3811 上市后销售测算	21
表 11: GOLD2025 COPD 诊疗路径推荐	22
表 12: 全球 IL-33/ST2 治疗竞争格局	23
表 13: 全球 ST2/IL-33 通路针对 COPD 临床进展及疗效数据	24
表 14: 9MW1911 上市后销售测算	25
表 15: 全球 Tmprss6 治疗竞争格局	26
表 16: 公司生物类似药产品信息整理	28
表 17: 公司业务拆分与盈利预测 (单位: 亿元)	28
表 18: 核心参数假设	29
表 19: DCF 估值模型	29
表 20: 每股权益价值敏感性分析	29
表 21: 公司按管线相对估值	30

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17.05	12.43	8.81	8.97
现金	11.93	7.46	3.26	1.54
应收账款	0.38	0.43	0.66	1.13
其它应收款	1.00	1.08	0.99	1.13
预付账款	0.72	0.76	1.16	1.95
存货	2.12	1.81	1.84	2.32
其他	0.90	0.90	0.90	0.90
非流动资产	25.70	24.75	23.60	22.42
长期投资	0.47	0.47	0.47	0.47
固定资产	16.53	15.47	14.39	13.29
无形资产	1.53	1.57	1.60	1.61
其他	7.17	7.24	7.15	7.06
资产总计	42.76	37.19	32.41	31.40
流动负债	15.42	15.89	16.26	17.72
短期借款	9.22	9.22	9.22	9.22
应付账款	1.00	0.90	0.92	1.16
其他	5.20	5.77	6.12	7.35
非流动负债	11.78	15.07	15.07	15.07
长期借款	10.06	10.06	10.06	10.06
其他	1.72	5.00	5.00	5.00
负债合计	27.20	30.96	31.33	32.79
少数股东权益	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13
归属母公司股东权益	15.69	6.36	1.21	-1.26
负债和股东权益	42.76	37.19	32.41	31.40

现金流量表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-9.56	-4.55	-2.41	0.07
净利润	-10.47	-6.90	-5.14	-2.48
折旧摊销	1.46	1.63	1.65	1.68
财务费用	0.59	1.29	1.29	1.29
投资损失	0.04	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-1.26	-0.57	-0.21	-0.42
其它	0.07	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-2.92	-0.68	-0.50	-0.50
资本支出	-3.30	-0.50	-0.50	-0.50
长期投资	0.36	0.00	0.00	0.00
其他	0.03	-0.18	0.00	0.00
筹资活动现金流	8.32	0.77	-1.29	-1.29
短期借款	7.12	0.00	0.00	0.00
长期借款	1.19	0.00	0.00	0.00
其他	0.01	0.77	-1.29	-1.29
现金净增加额	-4.16	-4.47	-4.20	-1.72

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2.00	7.74	11.84	20.39
营业成本	0.29	1.08	1.66	2.78
营业税金及附加	0.06	0.05	0.06	0.08
营业费用	1.92	2.32	3.55	5.91
管理费用	2.14	2.32	2.60	3.87
财务费用	0.37	1.05	1.14	1.22
资产减值损失	-0.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	-10.43	-6.90	-5.14	-2.75
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	-10.47	-6.90	-5.14	-2.75
所得税	-0.01	0.00	0.00	-0.28
净利润	-10.47	-6.90	-5.14	-2.48
少数股东损益	-0.03	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-10.44	-6.90	-5.14	-2.48
EBITDA	-8.57	-4.22	-2.35	0.15
EPS (元)	-2.61	-1.73	-1.29	-0.62

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56.28%	287.62%	52.89%	72.18%
营业利润	0.86%	33.90%	25.42%	46.47%
归属母公司净利润	0.90%	33.93%	25.42%	51.82%
毛利率	85.51%	86.00%	86.00%	86.34%
净利率	-522.53%	-89.07%	-43.45%	-12.16%
ROE	-66.54%	-108.49%	-423.95%	195.93%
ROIC	-26.57%	-19.77%	-16.39%	-6.27%
资产负债率	63.61%	83.26%	96.66%	104.45%
净负债比率	65.79%	255.30%	1856.42%	-1562.98%
流动比率	1.11	0.78	0.54	0.51
速动比率	0.87	0.57	0.30	0.22
总资产周转率	0.05	0.19	0.34	0.64
应收账款周转率	7.15	19.04	21.76	22.77
应付账款周转率	0.36	1.14	1.82	2.68
每股收益	-2.61	-1.73	-1.29	-0.62
每股经营现金	-2.39	-1.14	-0.60	0.02
每股净资产	3.93	1.59	0.30	-0.32
P/E	—	—	—	—
P/B	9.18	22.67	118.75	—
EV/EBITDA	-10.62	-37.90	-69.79	1122.58
P/S	72.13	18.61	12.17	7.07

资料来源：公司数据，中国银河证券研究

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

闫晓松，复旦大学临床医学学士，悉尼大学金融学硕士，2023年加入中国银河证券研究院，主要从事创新药研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn