迈威生物-U（688062）

药品销售快速增长，核心管线推进顺利

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	199.78	662.52	936.80	1,487.52	1,909.55
同比（%）	56.28	231.62	41.40	58.79	28.37
归母净利润（百万元）	(1,043.92)	(969.33)	(774.81)	(380.80)	(197.34)
同比（%）	0.90	7.14	20.07	50.85	48.18
EPS-最新摊薄（元/股）	(2.34)	(2.17)	(1.73)	(0.85)	(0.44)
P/E（现价&最新摊薄）	(8.98)	(9.67)	(12.10)	(24.62)	(47.52)

投资要点

- **公司 2026 年前三季度实现营业收入 6.21 亿元**（同比+9.77%，下同），归母净利润为-6.78 亿元，亏损额较上年同期的 5.98 亿元有所扩大；研发费用 6.88 亿元（-3.44%），持续保持较高研发投入。单三季度实现营业收入 3.08 亿元（-33.61%），归母净利润为-1.57 亿元。其中，药品销售收入 1.23 亿元（+122.13%），技术服务收入 1.84 亿元（-54.87%），单季收入下降主要受到去年同期齐鲁制药、DISC 授权许可收入高基数影响，药品销售仍保持快速增长。

- **9MW2821 持续验证差异化潜力，ADC 经治人群数据进一步丰富：**2026 年 10 月，公司在 ESMO 大会以口头报告形式公布 9MW2821（Nectin-4 ADC）用于拓扑异构酶I抑制剂载荷 ADC 经治三阴性乳腺癌的II期研究结果。截至 2026 年 7 月 19 日，60 例可评估疗效患者的 ORR 为 30.0%，DCR 为 80.0%，中位 PFS 为 3.7 个月，中位 DoR 为 8.8 个月，12 个月 OS 率为 63.5%。相关适应症国内III期研究正在推进，美国亦已开展 Ib 期研究，后续注册临床及海外数据有望进一步验证产品价值。

- **核心管线后续催化密集：**1）9MW2821：关注国内 UC 单药及联合疗法、宫颈癌单药III期期中分析与注册沟通；12 月 6 日及 9 日将分别于 ESMO Asia、SABCS 披露一线宫颈癌联合治疗及 ADC 经治 TNBC 的 Ib 期数据。2）9MW1911：已于 2026 年 8 月完成基于 180 例受试者的 C OPD IIb 期期中分析，有望于 2026 年底前后启动 III 期临床。3）7MW3711：肺鳞癌III期研究已获 CDE 批准。4）6MW5311：已于 9 月完成国内首例入组。

- **商业化持续推进，海外注册与合作网络逐步完善：**公司已形成阿达木单抗、两款地舒单抗及阿格司亭 α 等上市产品组合，阿柏西普生物类似药 9MW0813 已提交上市申请。海外方面，公司已就 9MW0813 在菲律宾、越南、马来西亚达成许可协议，并与 SVAX 就海湾阿拉伯国家的注册、生产及商业化展开合作。我们认为，现有药品销售增长与海外合作网络拓展有望逐步增强商业化基础，为创新管线持续研发提供支持。

- **盈利预测与投资评级：**由于对外授权收入具有不确定性，我们预计公司 2026-2028 年营收 9.37/14.88/19.10 亿元，2026-2028 年归母净利润-7.75/-3.81/-1.97 元，公司差异化创新管线未来有望取得多项突破性进展，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**研发及注册进度不及预期，临床有效性或安全性结果未达预期；同靶点及同适应症竞争加剧，药品价格或销售放量不及预期；对外授权签约、里程碑触发及收入回款存在不确定性；持续亏损和债务到期增加资金安排压力。

2026 年 11 月 13 日

证券分析师 朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.50
一年最低/最高价	19.77/47.80
市净率(倍)	13.41
流通 A 股市值(百万元)	8,591.40
总市值(百万元)	9,604.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.60
资产负债率(%,LF)	83.12
总股本(百万股)	446.73
流通 A 股(百万股)	399.60

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【勘误版】》

2025-09-06

《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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 药品销售快速增长 4
2. 9MW2821 拓展 ADC 经治人群，差异化价值持续验证 4
3. 重点管线同步推进中 6
4. 上市产品稳步放量 8
5. 盈利预测与投资评级 8
6. 风险提示 8

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

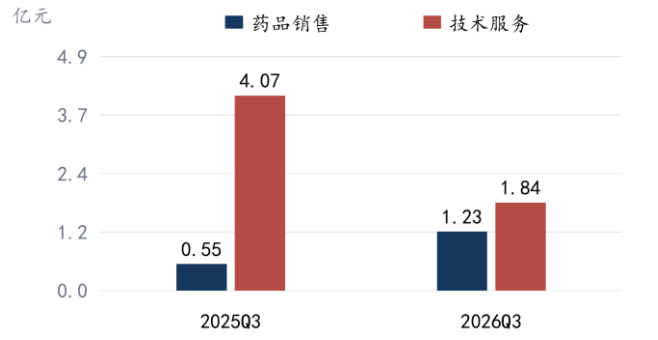
图 1: 单三季度分项收入变化.....4
图 2: 前三季度主要期间费用.....4
图 3: ADC 经治三阴性乳腺癌II期有效性.....5
图 4: ADC 经治三阴性乳腺癌II期安全性.....5
图 5: 9MW2821 各适应症进展.....6
图 6: 7MW3711 结构.....7
图 7: 7MW3711 疗效数据.....7

1. 药品销售快速增长

前三季度收入保持增长，单季波动主要来自授权收入确认。2026 年前三季度，公司实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 9.77%；归母净亏损 6.78 亿元，较上年同期扩大约 0.81 亿元；扣非归母净亏损 6.83 亿元。单三季度收入 3.08 亿元，同比下降 33.61%，归母净亏损 1.57 亿元，技术许可合同收入确认主要受履约进度及里程碑触发条件影响。

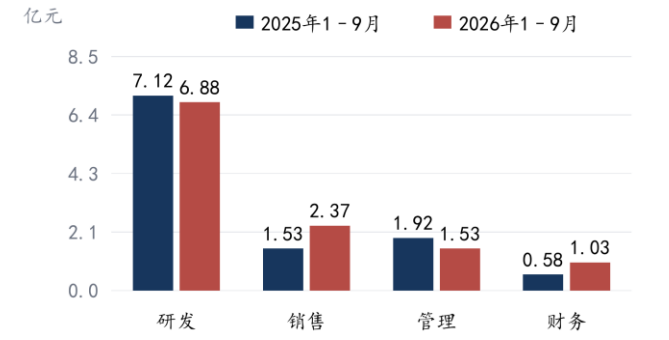
药品销售显著增长，产品商业化进展持续兑现。单三季度药品销售收入 1.23 亿元，同比增长 122.13%，技术服务收入 1.84 亿元，同比下降 54.87%；去年同期齐鲁制药、DISC 授权许可收入基数较高，导致总收入同比有所下降。

图1：单三季度分项收入变化



数据来源：公司 2026 年三季报，东吴证券研究所

图2：前三季度主要期间费用



数据来源：公司 2026 年三季报，东吴证券研究所

26 年前三季度研发费用 6.88 亿元，同比下降 3.44%，研发费用基本稳定；销售、管理及财务费用分别为 2.37 亿元、1.53 亿元和 1.03 亿元。前三季度销售费用同比增长 54.70%，主要系产品放量带动商业推广投入增加。整体来看，公司费用结构呈现研发投入维持高位、商业化投入随产品销售增长而加大的特征。

2. 9MW2821 拓展 ADC 经治人群，差异化价值持续验证

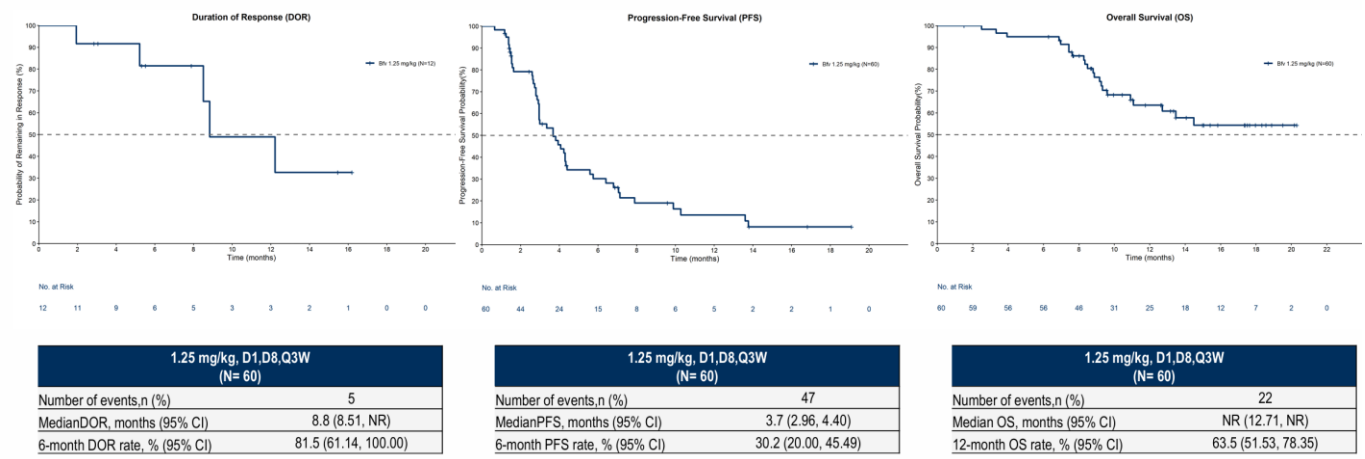
9MW2821 为靶向 Nectin-4 的抗体偶联药物，采用 MMAE 载荷，对于既往接受拓扑异构酶I抑制剂载荷 ADC 后进展的患者，提供了耐药后的换药可能性。2026 年 10 月 ESMO 口头报告公布了该经治人群的II期结果，研究共入组 62 例患者，其中 60 例可评估疗效，83%的患者此前接受过至少两线治疗，属于治疗选择相对有限的后线人群。

疗效信号具备后续验证价值。截至 2026 年 7 月 19 日，60 例可评估患者的客观缓解率（ORR）为 30.0%，疾病控制率（DCR）为 80.0%，中位无进展生存期（mPFS）为 3.7 个月，中位缓解持续时间（mDoR）为 8.8 个月，12 个月总生存率为 63.5%，中位总生存期尚未达到。我们认为，Top1i ADC 经治患者可从 9MW2821 治疗中获得缓解，且

请务必阅读正文之后的免责声明部分

已缓解患者的缓解持续时间值得后续持续跟踪。

图3：ADC 经治三阴性乳腺癌II期有效性



1.25 mg/kg, D1,D8,Q3W (N= 60)	
Number of events,n (%)	5
MedianDOR, months (95% CI)	8.8 (8.51, NR)
6-month DOR rate, % (95% CI)	81.5 (61.14, 100.00)

1.25 mg/kg, D1,D8,Q3W (N= 60)	
Number of events,n (%)	47
MedianPFS, months (95% CI)	3.7 (2.96, 4.40)
6-month PFS rate, % (95% CI)	30.2 (20.00, 45.49)

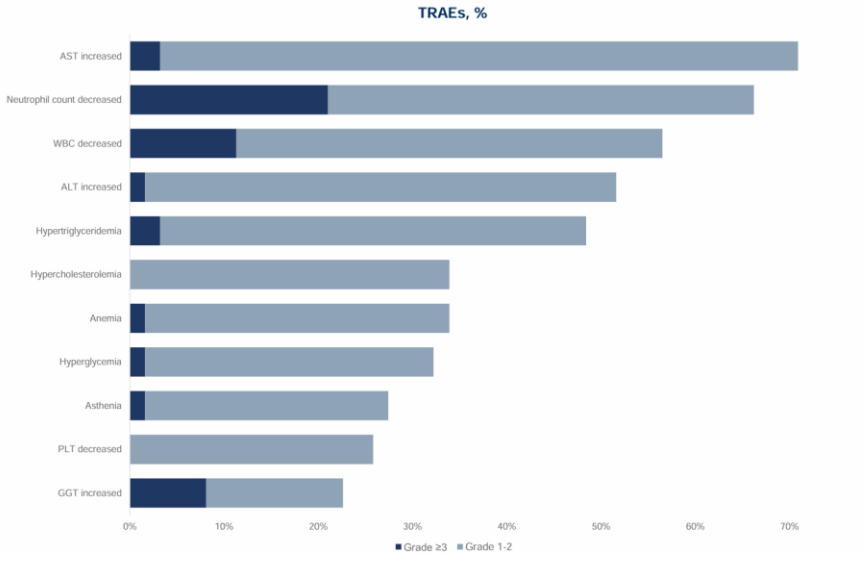
1.25 mg/kg, D1,D8,Q3W (N= 60)	
Number of events,n (%)	22
Median OS, months (95% CI)	NR (12.71, NR)
12-month OS rate, % (95% CI)	63.5 (51.53, 78.35)

数据来源：ESMO 2026，东吴证券研究所

安全性较好，在入组的 62 例患者中， 3 级及以上治疗相关不良事件（TRAE）发生率为 40.3%，严重 TRAE 发生率为 12.9%，导致暂停用药的 TRAE 发生率为 45.2%，导致减小剂量的 TRAE 为 8.1%，未发生导致永久停药的 TRAE，也未发生导致死亡的 TRAE。

图4：ADC 经治三阴性乳腺癌II期安全性

TRAEs	N=62
	n (%)
TRAEs	62 (100)
Grade ≥3 TRAEs	25(40.3)
Serious TRAEs	8(12.9)
TRAEs leading to treatment interruption	28(45.2)
TRAEs leading to dose reduction	5(8.1)
TRAEs leading to discontinuation	0
TRAEs leading to death	0



数据来源：ESMO 2026，东吴证券研究所

注册研究与年末会议数据形成连续观察窗口。公司正在推进尿路上皮癌单药与联合疗法、宫颈癌单药及 Top1i ADC 经治三阴性乳腺癌四项III期关键注册试验，公司预计 26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年能将 UC 一线/后线、CC 后线推进至 pre-NDA 阶段。同时，26 年 12 月 6 日 ESMO Asia 将更新 9MW2821 联合特瑞普利单抗、联合或不联合贝伐珠单抗用于一线宫颈癌的 Ib/II期数据；SABCS 将报告美国 ADC 经治晚期三阴性乳腺癌 Ib 期剂量优化数据。

图5：9MW2821 各适应症进展

2026年下半年推进三项III期临床的期中分析，并向 CDE 提交新药上市申请前会议暨Pre-NDA

适应症	试验类型	开始时间	预计入组	主要终点	2026年预期进展	全球进度
UC	单药III期	2023年12月	432	PFS和OS	期中分析，Pre-NDA	国产第一
	联合III期	2024年8月	460	PFS和OS	期中分析，Pre-NDA	国产第一
	联合围手术期II期	2025年8月	90	pCR率/cCR率		
TNBC	中国-Topi-ADC经治单药III期	2026年4月	356	OS	III期临床已启动	全球第一
	美国-拓扑异构酶ADC经治单药Ib期	2025年8月	52	ORR		
CC	单药III期	2024年9月	420	OS	期中分析，Pre-NDA	全球第一
	联合Ib/II期	2025年4月	215-260	安全性/ORR	完成，计划启动III期	
EC	联合Ib/II期	2025年6月	152-188	安全性/ORR	完成，计划启动III期	

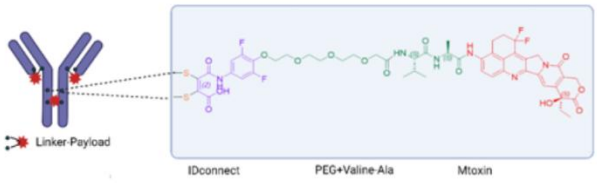
数据来源：公司投关材料，东吴证券研究所

3. 重点管线同步推进中

7MW3711（B7-H3 ADC）多瘤种疗效得到持续验证，肺鳞癌进入III期开发。2025 ESMO 大会披露的数据显示，截至 25 年 9 月 15 日，4.0mg/kg 及以上剂量组中，食管癌患者 ORR 为 42.9%、DCR 为 100%; 4.0mg/kg 剂量组中，小细胞肺癌和肺鳞癌患者 ORR 分别为 50.0%和 38.5%，DCR 分别为 90.0%和 92.3%。此前 2025 ASCO 大会数据亦显示，4.5mg/kg 及以上剂量组中，卵巢癌、前列腺癌及食管癌 ORR 分别为 60.0%、50.0%和 33.3%，DCR 均为 100%，体现出较广谱的抗肿瘤活性。安全性方面，主要≥3 级不良反应为中性粒细胞、白细胞及血小板计数减少、贫血等。公司已获 CDE 同意开展 7MW3711 对比多西他赛治疗既往含铂化疗及免疫治疗经治肺鳞癌的III期研究。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图6：7MW3711 结构



数据来源：公司投关材料，东吴证券研究所

图7：7MW3711 疗效数据

截至2025年9月15日，4.0mg/kg或以上剂量组的可肿评患者中：

	食管癌 (n=7)	小细胞肺癌 (n=10)	肺鳞癌 (n=13)
ORR	42.9%	50.0%	38.5%
DCR	100%	90.0%	92.3%

数据来源：公司投关材料，东吴证券研究所

7MW4911（CDH17 ADC）进入中美临床，布局晚期消化道肿瘤。CDH17 在结直肠癌等消化道肿瘤中阳性率及表达水平较高，且 7MW4911 结合的抗原表位在正常组织中不易暴露，有望兼顾疗效与安全性。该产品搭载公司自研拓扑异构酶I抑制剂 MF-6，不易受 P-gp 介导的耐药机制影响；临床前研究显示，其在结直肠癌、胰腺癌和胃癌模型，以及 MMAE 耐药和多种 RAS/BRAF 突变结直肠癌模型中均展现抗肿瘤活性，部分模型疗效优于 MMAE 及 DXd 载荷 ADC。7MW4911 已获中美临床试验许可，并分别于 2025 年 11 月和 2026 年 1 月完成首例患者给药。

TCE 管线进入独立平台化运营阶段。公司新设联威创元承接 TCE 相关资产，并拟引入 5 名投资人完成 1.6 亿元 Pre-A 轮融资；全部增资完成后，迈威生物预计持有联威创元 71.21%股权，仍保持并表和控股地位。核心管线 LILRB4/CD3 双抗 6MW5311 已获中美临床许可，针对 AML、CMML 及多发性骨髓瘤等血液肿瘤，2026 年 9 月完成国内首例入组。

抗 ST2 单抗 9MW1911 加快向Ⅲ期推进。国内中重度 COPD Ib/Ⅱa 期研究共入组 80 例受试者，采用随机、双盲、安慰剂对照及多剂量递增设计。ERS 披露数据显示，600mg 和 900mg 组中重度急性加重年化发生率较安慰剂分别下降 24%和 81%，重度急性加重年化发生率分别下降 47%和 100%，显示出降低 COPD 急性加重风险的潜力。公司已完成基于 180 例受试者末次访视数据的Ⅱb 期期中分析，计划于四季度申请Ⅲ期研究方案沟通交流。

IL-11 单抗 9MW3811 进入临床验证阶段。IL-11 是慢性炎症、纤维化及衰老相关疾病的重要驱动因子，9MW3811 可高亲和力结合 IL-11 并阻断 IL-11/IL-11Rα 下游信号，在人体来源瘢痕模型中已初步验证抗纤维化活性。国内病理性瘢痕 Ib 期研究已获 CDE 批准，并于 2025 年 12 月完成首例患者给药，后续有望逐步拓展至更多纤维化相关适应症。2025 年 6 月，公司将 9MW3811 大中华区以外权益授权予 Alphabet 旗下抗衰老公司 Calico，获得 2500 万美元首付款、最高 5.71 亿美元里程碑付款及阶梯式销售分成；Calico 正就海外抗衰老相关临床方案与 FDA 沟通，进一步打开该管线在纤维化及抗衰老领域的开发空间。

早期创新管线梯队逐步形成。截至三季报披露日，公司共有 16 个处于临床研究或

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上市阶段的重点品种，包括 12 个创新药和 4 个生物类似药，创新储备已覆盖肿瘤、呼吸及自身免疫等领域。9MW5211 是公司自主研发的一种高度特异性的清除型创新抗体，其靶向的分子在致病性免疫细胞表面特异性表达，9MW5211 通过选择性识别并清除这群致病 T 细胞，可有效阻断免疫级联反应，进而缓解疾病进展并改善临床症状。已在 IBD、MS、1 型糖尿病、白癜风及 PBC 等多个自身免疫疾病适应症取得临床试验许可，后续将进入机制向临床疗效转化的关键验证阶段。

4. 上市产品稳步放量

现有上市组合为药品收入增长提供基础。公司已形成阿达木单抗、两款地舒单抗及阿格司亭α等上市产品组合。三季度药品销售增长超过一倍，说明商业化收入正在扩大；随着医院准入、渠道覆盖及终端推广推进，现有品种有望继续贡献收入。

9MW0813 处于国内上市审评阶段，海外授权布局持续扩展。2026 年 7 月，公司就阿柏西普生物类似药 9MW0813 在菲律宾、越南、马来西亚达成许可合作，并与沙特阿拉伯 SVAX 开展海湾阿拉伯国家的注册、生产和商业化合作，合作方的本地注册及渠道能力有助于拓展市场覆盖。

5. 盈利预测与投资评级

由于对外授权收入具有不确定性，我们预计公司 2026-2028 年营收 9.37/14.88/19.10 亿元，2026-2028 年归母净利润-7.75/-3.81/-1.97 元，公司差异化创新管线未来有望取得多项突破性进展，预计亏损逐步收窄，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

研发及注册进度不及预期，临床有效性或安全性结果未达预期；同靶点及同适应症竞争加剧，药品价格或销售放量不及预期；对外授权签约、里程碑触发及收入回款存在不确定性；持续亏损和债务到期增加资金安排压力。

迈威生物-U 三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**2,039**	**2,784**	**2,589**	**2,614**
货币资金及交易性金融资产	1,528	2,191	1,900	1,828
经营性应收款项	121	165	247	291
存货	188	192	203	252
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	201	236	239	244
非流动资产	**2,517**	**2,413**	**2,285**	**2,158**
长期股权投资	91	91	91	91
固定资产及使用权资产	1,622	1,511	1,400	1,289
在建工程	348	348	348	348
无形资产	146	129	113	96
商誉	119	119	119	119
长期待摊费用	6	7	7	7
其他非流动资产	185	208	208	208
资产总计	**4,556**	**5,197**	**4,874**	**4,771**
流动负债	**2,259**	**1,905**	**1,969**	**2,071**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,465	1,442	1,442	1,442
经营性应付款项	197	104	113	151
合同负债	289	75	104	146
其他流动负债	308	285	311	332
非流动负债	**1,764**	**2,513**	**2,513**	**2,513**
长期借款	948	1,619	1,619	1,619
应付债券	393	480	480	480
租赁负债	114	81	81	81
其他非流动负债	309	333	333	333
负债合计	**4,023**	**4,418**	**4,482**	**4,583**
归属母公司股东权益	350	602	221	24
少数股东权益	183	177	171	164
所有者权益合计	**533**	**779**	**392**	**188**
负债和股东权益	**4,556**	**5,197**	**4,874**	**4,771**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**663**	**937**	**1,488**	**1,910**
营业成本(含金融类)	64	138	162	226
税金及附加	12	14	22	29
销售费用	225	335	446	573
管理费用	269	204	253	286
研发费用	977	894	903	912
财务费用	87	131	112	113
加:其他收益	34	18	18	18
投资净收益	(10)	(9)	7	10
公允价值变动	1	0	0	0
减值损失	(9)	0	0	0
资产处置收益	0	1	2	2
营业利润	**(955)**	**(770)**	**(383)**	**(200)**
营业外净收支	(1)	(11)	(3)	(3)
利润总额	**(956)**	**(781)**	**(387)**	**(203)**
减:所得税	16	1	1	1
净利润	**(972)**	**(781)**	**(387)**	**(204)**
减:少数股东损益	(3)	(6)	(6)	(6)
归属母公司净利润	**(969)**	**(775)**	**(381)**	**(197)**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.17)	(1.73)	(0.85)	(0.44)
EBIT	(860)	(650)	(275)	(90)
EBITDA	(641)	(522)	(147)	38
毛利率(%)	90.27	85.22	89.10	88.14
归母净利率(%)	(146.31)	(82.71)	(25.60)	(10.33)
收入增长率(%)	231.62	41.40	58.79	28.37
归母净利润增长率(%)	7.14	20.07	50.85	48.18

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(290)	(923)	(174)	42
投资活动现金流	(199)	(60)	6	9
筹资活动现金流	792	1,646	(123)	(123)
现金净增加额	299	645	(291)	(73)
折旧和摊销	219	128	128	128
资本开支	(158)	(10)	(2)	(1)
营运资本变动	350	(412)	(32)	4

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	0.87	1.35	0.50	0.05
最新发行在外股份（百万股）	447	447	447	447
ROIC(%)	(24.20)	(16.56)	(6.54)	(2.30)
ROE-摊薄(%)	(277.34)	(128.68)	(172.08)	(823.51)
资产负债率(%)	88.30	85.01	91.96	96.06
P/E（现价&最新股本摊薄）	(9.67)	(12.10)	(24.62)	(47.52)
P/B（现价）	24.00	15.57	42.37	391.31

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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