

创新管线积极推进，地舒及阿达木单抗放量可期

迈威生物-U(688062)

事件概述：

迈威生物(688062.SH)发布2023年第一季度报告，公司报告期内营业收入403.94万元，同比减少0.7%；归属于上市公司股东的净利润-2.41亿元；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-2.42亿元；基本每股收益-0.60元。

►地舒单抗+阿达木单抗销售双轮驱动，助力公司商业化拓展

公司自主研发品种迈利舒®已于2023年第一季度获批上市，公司预计年内可实现医院准入超过200家，实现销售不低于30万支，销售金额不低于1.8亿，目前公司正积极推进包括定价、准入等营销相关工作。此外，公司预计9MW0321（商品名为迈卫健®，120mg，肿瘤骨转移领域）上市获批时间为2023年第三季度，上市后公司将积极推进入院及销售工作。君迈康®于2023年第一季度获得新增原液的生产车间和生产线的补充申请，一季度末已全面恢复商业供货，公司预计年内将新增医院准入超过200家，实现销售约25万支，达成销售收入约2.5亿元。医院准入数量的增加将为销售快速增长奠定良好基础。

►创新靶点Nectin-4 ADC取得临床积极数据，多个实体瘤正扩展入组

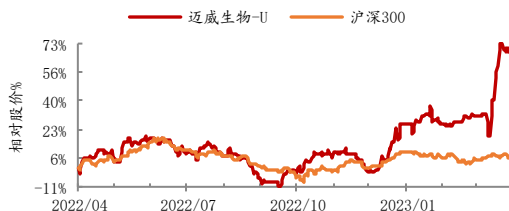
根据公司4月6日公告：9MW2821为迈威生物首款靶向Nectin-4的定点偶联ADC新药。目前正在国内开展多项临床研究，评估9MW2821在晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征及初步疗效。截至目前，在RP2D下：至少完成1次肿瘤评估的尿路上皮癌受试者共12例，其ORR为50%，DCR为100%；此外，至少完成1次肿瘤评估的宫颈癌受试者共6例，ORR为50%，DCR为100%，安全性方面整体良好可控。目前，公司正在积极推进尿路上皮癌、宫颈癌、前列腺癌、HER-2阴性乳腺癌、非小细胞肺癌等多个队列扩展入组。

►新一代ADC技术平台IDDC™助力公司产业化布局，未来多款ADC药物即将申报临床

根据公司4月6日公告：迈威生物在原有ADC平台基础上进一步完善开发了新一代定点偶联技术平台IDDC™（链间二硫键偶联技术）：包括偶联工艺DARfinitivity™，定点连接子接头IDconnect™，新型载荷分子Mtoxin™，以及条件释放结构LysOnly™等多项系统化核心专利技术。目前IDDC™平台已在多

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	32.11
最新收盘价：	24.48
股票代码：	688062
52周最高价/最低价：	25.98/12.96
总市值(亿)	97.82
自由流通市值(亿)	49.28
自由流通股数(百万)	201.30



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

研究助理：孙子豪

邮箱：sunzh@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

1.【华西医药】迈威生物(688062.SH)点评报告：创新型靶点9MW3011海外授权，助力公司全球商业化拓展

2023.02.01

2.【华西医药】迈威生物(688062.SH)深度报告：自研加授权双轮驱动，差异化创新稳步推进

个在研品种中得到验证。其中，靶向 Trop-2 的抗体定点偶联药物 9MW2921 已获得临床试验申请的受理。靶向 B7-H3 的抗体偶联药物 7MW3711 预计于近期递交临床试验申请。后续公司将积极推进多个 ADC 管线的开发工作。公司预计至 2024 年，有 3-5 个 ADC 品种处于临床阶段。目前，公司已建立覆盖 ADC 药物早期开发、临床前开发及中试生产在内的完整的 ADC 药物产业链配套，大规模商业化生产基地公司预计于 2023 年第二季度具备试生产条件。

►投资建议

看好公司强大的研发实力、临床执行力及商业化推进能力。基于 2023 年一季报达成调整盈利预期，我们预测公司 2023 年-2025 年收入为 6.12 亿元、13.77 亿元、23.26 亿元（前值 6.12 亿元、13.77 亿元、/），分别同比增长 2108%、125%、69%；归母净利润为-6.95 亿元、-2.68 亿元、1.03 亿元（前值 -6.28 亿元、-1.86 亿元、/），调整后 EPS 分别为-1.74/-0.67/0.26 元（前值-1.57 元、-0.47 元、/），看好公司产品上市后商业化运营能力，地舒及阿达木产品持续放量，以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新。采用自由现金流折现估值方法，公司估值为 128.32 亿元（前值为 131.38 亿元），对应股价 32.11 元（前值为 32.88 元）；维持“买入”评级。

►风险提示

产品上市后商业化表现不及预期，创新产品临床不及预期，疫情反复风险

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16	28	612	1,377	2,326
YoY (%)	206.0%	70.9%	2108.2%	124.9%	68.9%
归母净利润(百万元)	-770	-955	-695	-268	103
YoY (%)	-19.8%	-24.1%	27.2%	61.4%	138.2%
毛利率 (%)	81.0%	99.7%	80.0%	80.0%	80.0%
每股收益 (元)	-2.57	-2.44	-1.74	-0.67	0.26
ROE	-76.1%	-27.2%	-24.6%	-10.5%	3.9%
市盈率	-9.53	-10.03	-14.08	-36.43	95.38

资料来源：wind, 华西证券研究所

表 1 迈威生物财务预测及估值（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
EBIT	-995.03	-704.12	-282.26	93.03	551.07	940.10	1,081.84	1,417.25	1,547.65	1,973.17	2,024.17
所得税税率	0.00%	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)	-995.03	-704.12	-282.26	83.73	495.97	846.09	973.66	1,275.52	1,392.89	1,775.86	1,821.75
加：折旧与摊销	95.87	27.99	30.95	33.86	36.73	39.55	42.33	45.08	47.78	50.45	53.09
减：营运资金的增加	53.41	-44.42	-139.81	-4.45	-257.65	-46.34	-180.43	41.06	-183.20	27.11	-143.91
减：资本性投资	-544.95	-33.88	-33.12	-30.70	-30.28	-32.17	-35.67	-40.00	-40.00	-40.00	-40.00
加：其他非现金调整	3.63	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司自由现金流量 FCFE	-1,493.90	-665.59	-144.62	91.35	760.07	899.82	1,160.75	1,239.55	1,583.87	1,759.20	1,978.75

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	28	612	1,377	2,326	净利润	-958	-695	-268	103
YoY (%)	70.9%	2108.2%	124.9%	68.9%	折旧和摊销	96	28	31	34
营业成本	0	122	275	465	营运资金变动	133	44	140	4
营业税金及附加	2	24	48	81	经营活动现金流	-719	-632	-112	120
销售费用	79	184	275	349	资本开支	-545	-34	-33	-31
管理费用	189	196	248	419	投资	-60	0	0	0
财务费用	-35	0	0	0	投资活动现金流	-603	-31	-26	-19
研发费用	759	796	826	930	股权募资	3,323	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	449	0	0	0
投资收益	1	3	7	12	筹资活动现金流	3,716	0	0	0
营业利润	-958	-695	-268	114	现金净流量	2,396	-663	-138	101
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	-958	-695	-268	114	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	0	0	0	11	成长能力				
净利润	-958	-695	-268	103	营业收入增长率	70.9%	2108.2%	124.9%	68.9%
归属于母公司净利润	-955	-695	-268	103	净利润增长率	-24.1%	27.2%	61.4%	138.2%
YoY (%)	-24.1%	27.2%	61.4%	138.2%	盈利能力				
每股收益	-2.44	-1.74	-0.67	0.26	毛利率	99.7%	80.0%	80.0%	80.0%
					净利率	-3445.0%	-113.5%	-19.5%	4.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	-20.7%	-17.1%	-6.8%	2.4%
货币资金	2,491	1,829	1,691	1,792	净资产收益率 ROE	-27.2%	-24.6%	-10.5%	3.9%
预付款项	40	122	110	140	偿债能力				
存货	79	0	0	0	流动比率	6.24	3.80	2.80	2.44
其他流动资产	168	255	297	519	速动比率	5.92	3.55	2.62	2.27
流动资产合计	2,778	2,206	2,098	2,450	现金比率	5.60	3.15	2.25	1.78
长期股权投资	20	20	20	20	资产负债率	24.0%	30.6%	35.7%	38.6%
固定资产	285	318	347	372	经营效率				
无形资产	161	161	161	161	总资产周转率	0.01	0.14	0.34	0.56
非流动资产合计	1,841	1,853	1,862	1,869	每股指标 (元)				
资产合计	4,619	4,059	3,961	4,318	每股收益	-2.44	-1.74	-0.67	0.26
短期借款	100	100	100	100	每股净资产	8.80	7.06	6.39	6.64
应付账款及票据	45	91	215	302	每股经营现金流	-1.80	-1.58	-0.28	0.30
其他流动负债	300	389	435	603	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	445	580	750	1,005	估值分析				
长期借款	492	492	492	492	PE	-10.03	-14.08	-36.43	95.38
其他长期负债	172	172	172	172	PB	1.64	3.47	3.83	3.68
非流动负债合计	664	664	664	664					
负债合计	1,109	1,244	1,414	1,669					
股本	400	400	400	400					
少数股东权益	-5	-5	-5	-5					
股东权益合计	3,511	2,816	2,547	2,650					
负债和股东权益合计	4,619	4,059	3,961	4,318					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

孙子豪：复旦大学博士，生物医学研究背景，4年医药行业实业经历，2021年12月加入华西证券，负责创新药及生命科学相关标的

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。