

医药	收盘价 美元 56.91	目标价 美元 76.00个	潜在涨幅 +33.5%
----	-----------------	------------------	----------------

2024年8月12日

传奇生物 (LEGN US)

2Q24 业绩整体超预期，上调目标价

我们调整了传奇生物 (LEGN US) 的盈利预测及估值。我们认为当前股价尚未完全反映 Carvykti 在各线 MM 治疗中的全球商业化潜力，因此维持公司买入评级。考虑到公司 2Q24 收入和毛利率超我们预期，我们上调公司 2024 全年财务预测，并上调目标价至 76.0 美元。

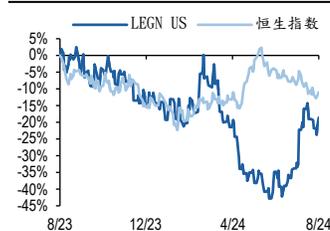
① **2Q24 业绩整体超预期，上调全年财务预测和目标价：**2Q24 总收入同比增长 154%至 1.87 亿（美元，下同）；产品和授权收入分别为 0.93 亿和 0.91 亿；产品生产毛利率首次超过 50%，达到 51.4%。研发、销售、管理费用分别同比增 18%/40%/27%。随着收入快速增长、费用率持续改善、一次性损失影响结束，2Q24 净亏损同比大幅收窄至 0.18 亿（2Q23：1.99 亿），位于此前亏损预告区间的低端。据此，我们上调公司 2024 年收入/净利润预测至 6.30 亿/-2.64 亿，并继续预测公司将于 2026 年实现盈亏平衡。我们将 DCF 模型起始年份往后滚动一年至 2025 年，上调目标价至 76 美元。

② **Carvykti 销售增长势头良好，产能扩张即将集中落地：**Carvykti 2Q24 销售额同比增 60% YoY/环比增 18%至 1.86 亿。据管理层介绍，在美国可提供 Carvykti 治疗的医院数量已达到 77 家（1Q24 末 71 家），到年底有望达到约 100 家；门诊给药患者比例已接近 45%（1Q24 约 35%）。此外，当前 Carvykti 在早期复发患者中供不应求，后续产能扩张落地对销售的推动作用有较高能见度，具体包括：1) 诺华已于 7 月启动临床生产，进一步释放新泽西商业化产能；2) 新增商业化产能方面，比利时一期有望于 2H24 获批，诺华、比利时二期、新泽西扩建产能则有望于 2025 年启动；3) 2-4L MM 适应症获批后，2Q24 OOS 相比 1Q24 已有小幅下降，此后最终有望降低 5-10%，进一步提升生产效率和毛利率。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	71.59
52周低位 (美元)	40.01
市值 (百万美元)	10,373.55
日均成交量 (百万)	0.00
年初至今变化 (%)	(5.42)
200天平均价 (美元)	52.66

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

盈利预测变动

百万美元	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	630	600	5.0%	1,051	1,051	0.0%	1,382	1,382	0.0%
毛利润	360	336	7.3%	604	576	5.0%	849	849	0.0%
毛利率	48.0%	45.0%	3.0ppts	53.0%	50.0%	3.0ppts	60.0%	60.0%	0.0ppt
归母净利润	-264	-366	NA	-122	-128	NA	78	81	-3.9%
归母净利率	NA	NA	NA	NA	NA	NA	5.6%	5.9%	-0.2ppts

资料来源: 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

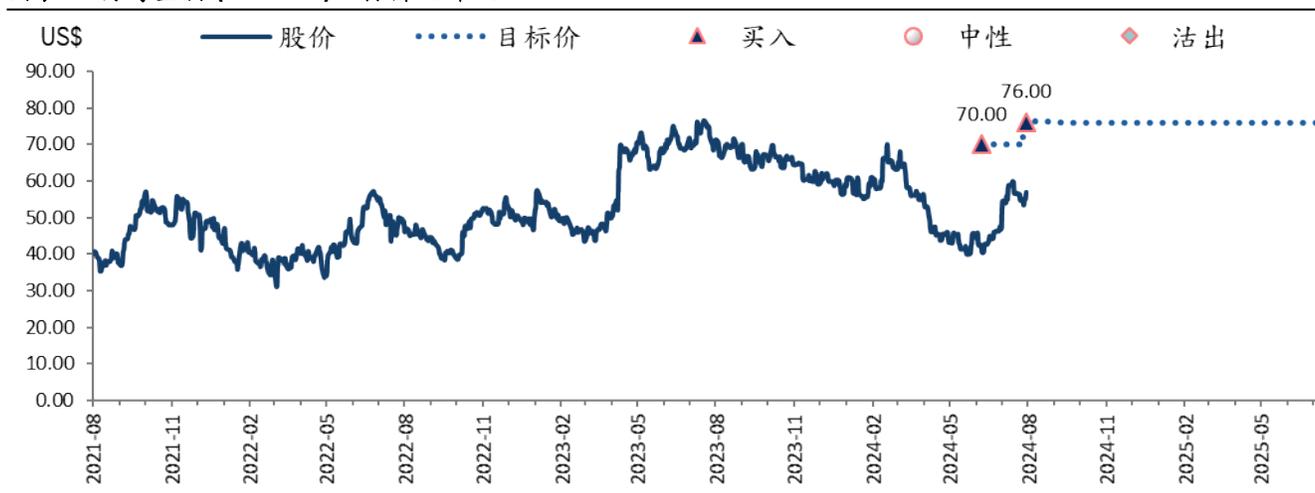
图表 1: 传奇生物：DCF 估值模型

百万美元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	630	1,051	1,382	1,751	2,157	2,576	2,930	3,265	3,530	3,735
EBIT	(245)	-102	104	286	564	839	1,112	1,380	1,604	1,799
EBIT*(1-t)	(245)	(102)	88	243	479	713	946	1,173	1,363	1,529
加：折旧摊销	11	12	13	14	15	16	17	18	19	19
减：营运资金增加/（减少）	(106)	(138)	(111)	(124)	(136)	(141)	(121)	(115)	(112)	(103)
减：资本开支	(22)	(23)	(23)	(24)	(24)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)
自由现金流	(362)	(251)	(33)	110	334	564	816	1,050	1,244	1,419
永续增长率	3%									
自由现金流现值	2,837									
终值现值	9,637									
企业价值	12,475									
净现金	1,379									
少数股东权益	-									
股权价值（百万美元）	13,853									
加权平均股数(ADS, 百万)	182									
每股价值（美元）	76.0									

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.5%
贝塔	1.00
股权成本	11.5%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	10.1%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 传奇生物 (LEGN US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
LEGN US	传奇生物	买入	56.91	76.00	33.5%	2024年08月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	109.90	156.00	41.9%	2024年08月08日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	31.15	40.40	29.7%	2024年08月01日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	19.84	41.00	106.7%	2024年05月17日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	41.65	48.00	15.3%	2024年05月17日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	33.65	72.00	114.0%	2024年05月17日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	14.20	56.00	294.4%	2024年03月28日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	43.80	70.00	59.8%	2024年03月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.34	27.75	108.0%	2024年03月12日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.59	4.40	646.4%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.32	7.40	218.9%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	18.70	42.00	124.6%	2024年02月02日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	11.36	16.20	42.6%	2024年03月27日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	21.95	49.00	123.2%	2024年03月28日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	81.19	93.30	14.9%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	46.72	33.10	-29.2%	2024年07月18日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	2.89	4.80	66.2%	2024年07月11日	制药
1093 HK	石药集团	买入	5.87	11.00	87.4%	2024年05月27日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	30.58	40.00	30.8%	2024年04月29日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.03	14.00	74.4%	2024年04月01日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.37	11.50	114.1%	2024年02月19日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	42.42	45.50	7.3%	2024年04月18日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	18.92	16.00	-15.5%	2024年03月27日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月9日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	117	285	630	1,051	1,382
主营业务成本	(65)	(144)	(270)	(447)	(533)
毛利	52	141	360	604	849
销售及管理费用	(174)	(201)	(271)	(300)	(326)
研发费用	(336)	(382)	(428)	(407)	(419)
其他经营净收入/费用	2	30	94	0	0
经营利润	(456)	(413)	(245)	(102)	104
财务成本净额	(11)	(22)	(20)	(20)	(12)
其他非经营净收入/费用	21	(86)	0	0	0
税前利润	(446)	(520)	(264)	(122)	92
税费	(1)	2	0	0	(14)
净利润	(446)	(518)	(264)	(122)	78
作每股收益计算的净利润	(446)	(518)	(264)	(122)	78

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	786	1,278	1,131	1,098	1,091
应收账款及票据	0	100	221	369	485
存货	10	19	22	37	44
其他流动资产	303	101	101	101	101
总流动资产	1,099	1,498	1,475	1,604	1,721
物业、厂房及设备	105	109	120	131	141
无形资产	3	4	4	4	4
其他长期资产	123	238	238	238	238
总长期资产	232	351	362	373	383
总资产	1,331	1,849	1,838	1,977	2,104
应付账款	33	20	38	63	74
其他短期负债	265	196	196	196	196
总流动负债	298	216	234	259	271
其他长期负债	289	381	381	381	381
总长期负债	289	381	381	381	381
总负债	587	597	615	640	652
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	744	1,251	1,223	1,337	1,452
股东权益	744	1,251	1,223	1,337	1,452
总权益	744	1,251	1,223	1,337	1,452

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(446)	(520)	(264)	(122)	92
折旧及摊销	18	11	11	12	13
营运资本变动	183	(181)	(106)	(138)	(111)
税费	4	2	0	0	(14)
其他经营活动现金流	41	295	36	36	37
经营活动现金流	(200)	(393)	(324)	(211)	17
资本开支	(22)	(22)	(22)	(23)	(23)
其他投资活动现金流	(56)	115	0	0	0
投资活动现金流	(78)	93	(22)	(23)	(23)
权益净变动	381	791	200	200	0
其他融资活动现金流	(3)	0	0	0	0
融资活动现金流	378	791	200	200	0
汇率收益/损失	(2)	1	0	0	0
年初现金	689	786	1,278	1,131	1,098
年末现金	786	1,278	1,131	1,098	1,091

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(1.403)	(1.472)	(0.724)	(0.334)	0.214
全面摊薄每股收益	(1.403)	(1.472)	(0.724)	(0.334)	0.214
利润率分析(%)					
毛利率	44.1	49.4	57.2	57.5	61.4
EBITDA利润率	(373.9)	(141.0)	(37.1)	(8.6)	8.5
EBIT利润率	(389.6)	(144.7)	(38.8)	(9.7)	7.5
净利率	(381.5)	(181.8)	(42.0)	(11.6)	5.6
盈利能力(%)					
ROA	(33.5)	(28.0)	(14.4)	(6.2)	3.7
ROE	(60.0)	(41.4)	(21.6)	(9.1)	5.4
ROIC	(60.0)	(41.4)	(21.6)	(9.1)	5.4
其他					
流动比率	3.7	6.9	6.3	6.2	6.4
存货周转天数	57.8	49.2	30.0	30.0	30.0
应收账款周转天数	0.3	128.1	128.1	128.1	128.1
应付账款周转天数	183.7	51.0	51.0	51.0	51.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月12日

传奇生物 (LEGN US)**分析员披露**

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。