

医药	收盘价 美元 40.18	目标价 美元 76.00	潜在涨幅 +89.1%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年11月13日

传奇生物 (LEGN US)

3Q24 业绩好于预期，市场对竞争格局变化过度悲观，维持买入评级

⊕ **3Q24 整体好于预期**：公司 3Q24 收入同比增长 67% 至 1.60 亿（美元，下同），主要得益于合作收入的快速增长（1.43 亿，+88%），Carvykti 销售环比增 54%/同比增 88% 至 2.86 亿（此前强生已披露），公司预计产品销售将在 4Q24 保持环比增长态势，得益于强劲二线治疗需求、市场份额扩张和产能爬坡。门诊给药患者比例快速提升至 48%（2Q/1Q24：接近 45%/约 35%），明显高于其他已上市 CAR-T 药物，得益于优异的安全性（CRS 副作用发作时间延后且更易于管理）。授权收入 0.17 亿，主要来自诺华授权协议。产品生产毛利率快速提升，达到 63%（2Q/1Q24：37%/51%），研发/销售/管理费用分别同比-0.3%/+110%/+26%，销售费用大幅增长主因 2-4 线 MM 获批后营销力度加大、团队扩张。剔除未实现汇兑亏损后，税前净亏损约 0.58 亿，好于我们的预期，相比 3Q23 的 0.62 亿有所收窄。

⊕ **无需过分担忧竞争恶化**：Arcellx 近期在 ASH 大会上公布了其 BCMA CAR-T anito-cel 的初步数据，较高的响应率及良好的安全性数据引发了市场对 Carvykti 同类竞争加剧的担忧。但我们认为市场存在过度担忧，不应将该数据与 CARTITUDE-1 研究直接对比，考虑到：1) 患者基线差异，anito-cel I 期及关键 II 期的患者中位前序治疗线数为 4，而 CARTITUDE-1 中这一数值为 6，及 CARTITUDE-1 数据反映更后线、更难治的疾病；2) CARTITUDE-1 最终严格完全缓解率（sCR）达到 83%，高于 anito-cel 的 sCR/CR 率。3) 对于市场关心的神经毒性问题，公司表示随着 CARTITUDE-1 和 CARTITUDE-4 随访延长、受试者数量扩大，不良事件发生率已显著降低，且可通过观察淋巴细胞绝对计数（ALC）、提前使用类固醇预防。4) 随着 Carvykti 快速占据前线治疗市场份额，后续竞品在末线治疗中的机会将越来越有限。

⊕ **维持买入评级**：我们基于 3Q24 业绩对 2024-26 年盈利预测进行调整，主要调高毛利率和销售费用率假设。我们维持 76.0 美元的 DCF 目标价和买入评级，看好 Carvykti 在 2025 年产能扩张密集落地后的逐季销售放量节奏。

盈利预测变动

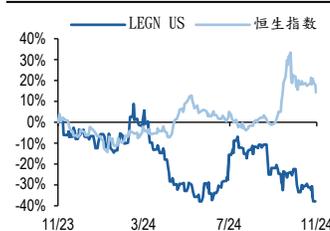
百万美元	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	630	630	0.0%	1,051	1,051	0.0%	1,382	1,382	0.0%
毛利润	408	360	13.3%	671	604	11.0%	889	849	4.7%
毛利率	58.0%	48.0%	10.0ppt	60.0%	53.0%	7.0ppt	63.0%	60.0%	3.0ppt
归母净利润	-276	-264	NA	-98	-122	NA	78	78	0.0%
归母净利率	NA	NA	NA	NA	NA	NA	5.6%	5.6%	0.0ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

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)	69.99
52周低位(美元)	40.01
市值(百万美元)	7,359.77
日均成交量(百万)	0.00
年初至今变化(%)	(33.22)
200天平均价(美元)	48.38

资料来源：FactSet

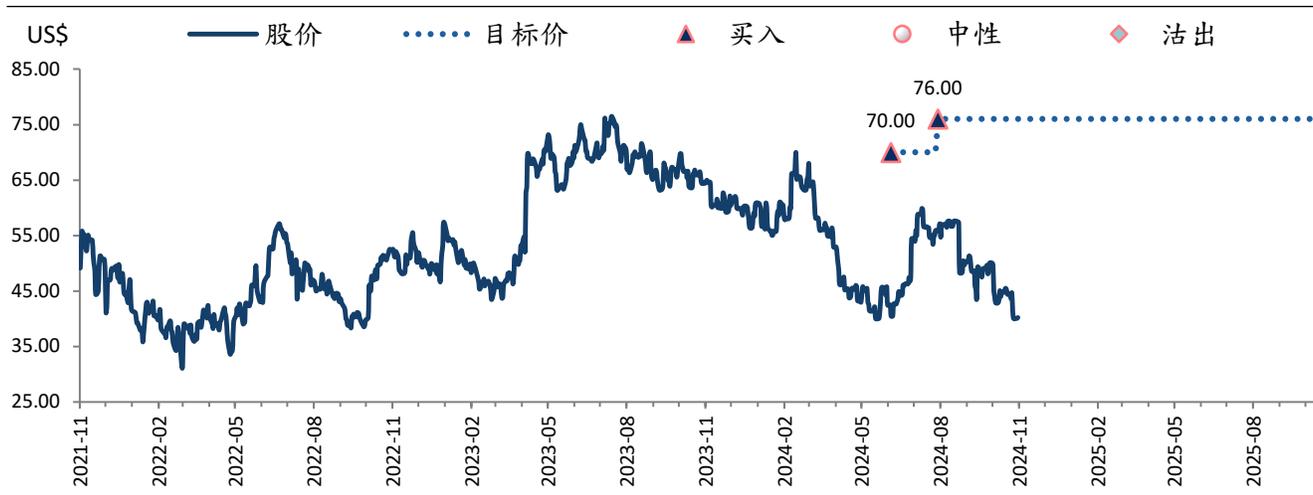
丁政宁

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

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

图表 1: 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 2: 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 发表日期	子行业
9926 HK	康方生物	买入	67.55	87.00	28.8%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	37.15	60.00	61.5%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	35.05	44.00	25.5%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	41.40	66.00	59.4%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	17.68	24.00	35.8%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.92	28.75	163.3%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	40.18	76.00	89.1%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	119.00	156.00	31.1%	2024 年 08 月 08 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	27.00	40.40	49.6%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.75	4.40	487.2%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.50	7.40	64.4%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	26.15	44.00	68.3%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	16.08	12.30	-23.5%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	18.90	24.50	29.6%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	65.19	93.30	43.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	59.02	33.10	-43.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
002422 CH	科伦药业	买入	33.14	42.50	28.2%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	6.22	10.00	60.8%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.34	4.80	43.8%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.93	14.00	56.8%	2024 年 04 月 01 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	49.35	45.00	-8.8%	2024 年 10 月 28 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	17.12	20.40	19.2%	2024 年 08 月 28 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.25	6.30	20.1%	2024 年 08 月 22 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 11 月 13 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)	(222)	(381)	(493)
毛利	52	141	408	671	889
销售及管理费用	(174)	(201)	(285)	(342)	(366)
研发费用	(336)	(382)	(428)	(407)	(419)
其他经营净收入/费用	2	30	48	0	0
经营利润	(456)	(413)	(257)	(78)	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)	(276)	(98)	92
税费	(1)	2	0	0	(14)
净利润	(446)	(518)	(276)	(98)	78
作每股收益计算的净利润	(446)	(518)	(276)	(98)	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	1,117	1,105	1,101
应收账款及票据	0	100	221	369	485
存货	10	19	18	31	41
其他流动资产	303	101	101	101	101
总流动资产	1,099	1,498	1,457	1,606	1,727
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	1,819	1,979	2,110
应付账款	33	20	31	53	69
其他短期负债	265	196	196	196	196
总流动负债	298	216	227	249	265
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	608	630	646
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	744	1,251	1,211	1,349	1,464
股东权益	744	1,251	1,211	1,349	1,464
总权益	744	1,251	1,211	1,349	1,464

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)	(276)	(98)	92
折旧及摊销	18	11	11	12	13
营运资本变动	183	(181)	(109)	(139)	(110)
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)	(339)	(188)	19
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	1,117	1,105
年末现金	786	1,278	1,117	1,105	1,101

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)	(0.757)	(0.269)	0.214
全面摊薄每股收益	(1.403)	(1.472)	(0.757)	(0.269)	0.214
利润率分析(%)					
毛利率	44.1	49.4	64.8	63.8	64.3
EBITDA利润率	(373.9)	(141.0)	(39.0)	(6.3)	8.5
EBIT利润率	(389.6)	(144.7)	(40.7)	(7.5)	7.5
净利率	(381.5)	(181.8)	(43.8)	(9.3)	5.6
盈利能力(%)					
ROA	(33.5)	(28.0)	(15.2)	(5.0)	3.7
ROE	(60.0)	(41.4)	(22.8)	(7.3)	5.3
ROIC	(60.0)	(41.4)	(22.8)	(7.3)	5.3
其他					
流动比率	3.7	6.9	6.4	6.4	6.5
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11月13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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，并可能受送递延误、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。