

买入

2024年11月27日

研发进度领先，销售开始逐步放量

► **24年Q3 CARVYKTI 收入增长 88%:** 西达基奥仑赛 CARVYKTI 3 季度收入同比+88%至 2.86 亿美元 (环比+53%)，按照和强生的海外对半收入分成协议，24 年 3 季度合作收入为 1.43 亿美元，另有诺华 DLL3 Car-t 的 0.17 亿美元的许可收入，公司 3 季度的收入为 1.6 亿美元，同比增长 67%，毛利率达 65.4%。3 季度公司经营利润亏损 0.7 亿美元，净利润亏损 1.25 亿美元。公司现金 12 亿美元，将提供资金支持至 26 年实现营业利润。2025 年底预计将达到年产 10000 剂的目标，并有望在未来 2-3 年继续增加产能。

► **唯一显著延长总生存期疗法:** CARVYKTI 是唯一临床证明与标准疗法相比可显著延长 MM 患者早在二线治疗后的总生存期 (mOS: 未达到 vs 37.75, HR 0.55, 死亡风险降低 45%)，预计到明年底这将反映在美国和欧洲的标签中。竞品 ACLX 的 anito-cel 在 10.3 个月的 II 期 58 人随访数据中，患者平均接受 4 线治疗 (传奇的 CARTITUDE-1 入组 97 人中平均接受 6L 治疗，入组病人基线更差)，其 ORR 为 95% (CARVYKTI 8.8 个月时 ORR 为 95%，12.4 个月时为 97%，33.4 个月时为 98%)，CR 为 62% (CARVYKTI 8.8 个月时为 56%，12.4 个月时为 67%，33.4 个月时为 83%，而 ACLX 的一期临床 38.1 个月的随访时间中 CR 为 79%)。I 期 anito-cel 的 PFS 为 30.2 个月 vs CARVYKTI 34.9 个月，安全性比 4 年前的 CARTITUDE-1 数据确实更好，但是竞品在入组前使用类固醇预处理，且入组排除了 CNS (神经毒性) 病理异常。而 CARVYKTI 通过好的桥接治疗和主动监测，其 CARTITUDE-4 安全性已大幅改善，与竞品 IMAGINE-1 二期临床试验相当，CRS (细胞因子释放综合征) 发生率 CARVYKTI 76.1% vs anito-cel 84%，3 级+CRS 1.1% VS 0%，免疫效应细胞相关神经毒性综合征: 4.5% (0%三级+) vs 9% (2%三级+)，AEs 导致死亡: 4.8% VS 5%，所以我们觉得 CARVYKTI 作为已经治疗过 4000+ 病人，24 年 3 季度美国 48% 病人来自门诊的 Car-T 产品的领先和优势地位很难被竞品颠覆。另 CARVYKTI 的一线疗法 CARTITUDE-5 (不移植) 24 年 7 月已入组完成，CARTITUDE-6 (符合移植条件) 预计明年入组完成。公司的 LCAR-A10 (CD19xCD20xCD22) 自免一期临床也已启动。

► **目标价 56.29 美元，评级买入:** 我们假设 WACC 为 10%，永续增长 1% 对公司进行 DCF 估值，测算得出合理目标价 56.29 美元，较收市价有 32.9% 的上升空间，评级为买入。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

主要资料

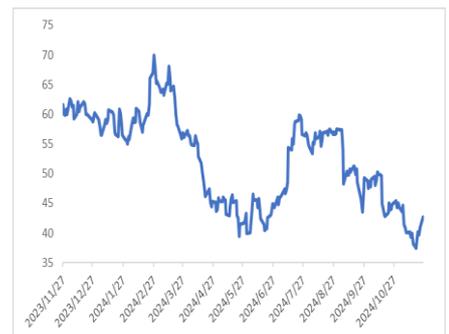
行业	医药行业
股价	42.58 美元
目标价	56.29 美元 (+32.9%)
股票代码	LEGN
股数	1.84 亿股
总市值	78.47 亿美元
52 周高/低	70.13 美元/36.92 美元
每股净资产	6.3 美元
主要股东	金斯瑞生物科技股份有限公司 (47.56%)

表: 盈利摘要

截至12月31日止财年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业额 (百万美元)	117	285	625	1,083	1,539
变动	70.0%	143.7%	119.1%	73.4%	42.1%
股东应占溢利 (百万美元)	-446	-518	-294	-133	62
每股盈利 (美元)	(1.40)	(1.47)	(0.81)	(0.37)	0.17
市盈率@42.58美元 (倍)	/	/	/	/	249.3
PS	67.1	27.5	12.6	7.2	5.1
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



资料来源: 彭博

主要财务报表

损益表

<百万美元>, 财务年度截止至12月31日

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	117	285	632	1,083	1,539
毛利	52	141	371	580	835
销售及管理费用	-174	-201	-284	-370	-456
研发费用	-336	-382	-420	-378	-341
营业利润	-458	-442	-334	-168	39
其他收入及开支	12	-78	43	34	34
税前利润	-446	-520	-291	-134	73
所得税	-1	2	0	0	-11
净利润	-446	-518	-291	-134	62
股东应占利润	-446	-518	-291	-134	62
折旧及摊销	18	20	15	42	67
EBITDA	-417	-478	-254	-70	162
增长	/	/	/	/	/
收入增速	70%	144%	122%	71%	42%

财务分析

<百万美元>, 财务年度截止至12月31日

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率	44%	49%	59%	54%	54%
SG&A费率	149%	70%	45%	34%	30%
研发费率	287%	134%	66%	35%	22%
净利率	-381%	-182%	-46%	-12%	4%
营运表现					
应收账款周转天数	79	64	59	54	54
库存周转天数	34	38	38	38	38
应付账款周转天数	112	67	72	77	82
财务状况					
总负债/总资产	58%	37%	37%	41%	40%
收入/净资产	16%	23%	80%	170%	234%
经营性现金流/收入	-172%	-138%	-36%	-7%	9%

资产负债表

<百万美元>, 财务年度截止至12月31日

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金及现金等价物	786	1,278	770	432	391
定期存款	54	30	30	30	30
应收账款	0	100	102	160	228
流动资产	786	1,278	1,030	774	823
物业厂房设备	105	109	348	547	642
合作预付租赁	65	151	151	151	151
使用权资产	56	81	81	81	81
固定资产	232	351	616	839	952
总资产	1,018	1,629	1,646	1,613	1,775
贸易及其他应付账款	217	153	181	235	291
流动负债	298	216	267	321	376
合作计息预付资金	261	281	281	281	281
固定负债	289	381	336	336	336
股东权益	744	1,251	788	636	659

现金流量表

<百万美元>, 财务年度截止至12月31日

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
税前利润	(446)	(520)	(291)	(134)	73
财务收入	3	(33)	22	22	22
折旧摊销	14	20	15	42	67
运营资本变动	187	(71)	26	(4)	(12)
经营现金流变动	(201)	(393)	(228)	(73)	139
资本支出	(37)	(122)	(280)	(265)	(180)
其他	(40)	205	-	-	-
投资现金流变动	(77)	-	(280)	(265)	(180)
股权融资收益	378	584	-	-	-
认股权证收益	-	200	-	-	-
融资现金流变动	378	791	-	-	-
现金流变动	100	398	(508)	(338)	(41)
期初现金流	689	786	1,278	770	432
期末现金流	786	1,278	770	432	391

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。