

医药

收盘价
美元 37.19

目标价
美元 72.00↓

潜在涨幅
+93.6%

2025 年 3 月 12 日

传奇生物 (LEGN US)

Carvykti 逐季放量能见度高，指引 2Q26 经营层面盈亏平衡，维持买入

公司 4Q24 净利润转正，达到 0.26 亿美元，扣除 1.1 亿美元汇兑收益后与我们此前的预期基本一致。管理层指引，账上现金 11 亿美元足以支持公司运营至 2Q26，届时公司有望在经营层面实现盈亏平衡。我们认为公司当前股价远未反映 Carvykti 长期市场潜力，且基本已完全反映对竞争格局变化的预期，重申买入评级，略微下调目标价至 72 美元。

④ **Carvykti 商业化更新**：在新产能落地、2L+ MM 市场份额增长、更多地区商业化启动等因素的驱动下，4Q24 销售延续逐季放量趋势，美国和美国以外销售分别环比 3Q24 增长 17%/15% 达到 3.04 亿/0.31 亿美元。2-4L 患者快速渗透，在该适应症获批仅三个季度后，对产品销售的贡献已达到 60%。截至目前，Carvykti 已治疗超 5,000 名患者，在美国可提供 Carvykti 治疗的医院数量增长至 104 家（对比 2024 年 11 月中旬 82 家）。基层市场渗透依旧是公司和合作伙伴的商业化策略的重心，目前正积极推广基层医生教育，后续将进一步识别有合作潜力的基层医疗机构、将 Carvykti 给药场景下沉至社区层面。综合考虑产能放量和维护节奏，我们预计：1) 2025/26 年产品销售额达到 19.2 亿/28.5 亿美元；2) 2025 年销售逐季增长趋势不改，其中 2Q25 的环比增速将最为显著，其他季度将较为稳健。

④ **2025 年重点关注新产能落地节奏**：公司预计到 2025 年底/2027 年底，商业化年产能有望分别达到 1 万/2 万人份，综合考虑美国及全球定价，我们预计该产能可支持 40 亿/80 亿美元以上的年销售额。我们建议 2025 年重点关注：1) CMO 诺华的商业化产能已获 FDA 批准，有望于 2Q25 正式上线，对当季销售将有较大推动作用；2) 比利时工厂二期（Tech Lane）商业化生产启动和新泽西工厂扩建获批有望于 2H25 落地。

④ **维持买入评级**：我们上调 2025-26 年收入和净利润预测，但略微下调 Carvykti 长期峰值销售预测 4%，至 69 亿美元。基于 DCF 模型，我们得到公司最新目标价 72 美元，维持买入评级。除 Carvykti 销售和产能外，我们还建议关注 DLL-3 和 Claudin 18.2 等实体瘤 CAR-T 的早期数据读出情况。

盈利预测变动

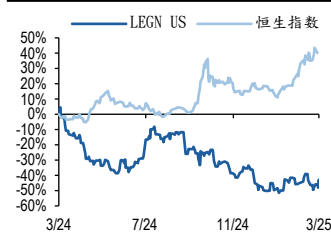
百万美元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	1,061	1,051	0.9%	1,480	1,382	7.1%	1,830		
毛利润	676	671	0.8%	951	889	7.0%	1,223		
毛利率	63.8%	63.8%	0.0ppt	64.2%	64.3%	-0.1ppt	66.8%		
归母净利润	-55	-98	NA	131	78	67.9%	315		
归母净利率	NA	NA	NA	8.8%	5.6%	3.2ppts	17.2%		

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)	68.01
52周低位 (美元)	31.53
市值 (百万美元)	6,822.51
日均成交量 (百万)	0.00
年初至今变化 (%)	14.29
200天平均价 (美元)	41.36

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：DCF 估值模型

百万美元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	1,061	1,480	1,830	2,209	2,588	2,921	3,155	3,376	3,549
EBIT	-98	127	344	621	885	1,154	1,365	1,531	1,635
EBIT * (1-t)	(98)	108	293	528	753	981	1,160	1,302	1,390
加：折旧摊销	10	11	12	14	15	16	17	18	18
减：营运资金增加/（减少）	(64)	(43)	(27)	(30)	(30)	(28)	(39)	(48)	(43)
减：资本开支	(23)	(23)	(24)	(24)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)
自由现金流	(175)	53	254	487	712	943	1,112	1,245	1,339
永续增长率	3%								
自由现金流现值	3,404								
终值现值	9,092								
企业价值	12,496								
净现金	727								
少数股东权益	-								
股权价值（百万美元）	13,223								
加权平均股数(ADS, 百万)	184								
每股价值（美元）	72.0								

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

2025 年 3 月 12 日

传奇生物 (LEGN US)

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 发表日期	子行业
LEGN US	传奇生物	买入	34.03	72.00	111.6%	2025 年 03 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	147.90	208.80	41.2%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	24.90	44.00	76.7%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	53.15	56.20	5.7%	2024 年 12 月 04 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	70.60	87.00	23.2%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	39.80	60.00	50.7%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	35.15	66.00	87.8%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	16.20	24.00	48.2%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.50	28.75	113.0%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.29	4.40	33.9%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	5.18	5.00	-3.4%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	35.45	44.00	24.1%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	24.10	12.30	-49.0%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.36	24.50	70.6%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	74.24	93.30	25.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	61.51	33.10	-46.2%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	18.80	24.00	27.6%	2024 年 12 月 02 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	32.38	42.50	31.3%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.88	10.00	26.9%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.56	4.80	34.9%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.58	14.00	84.7%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.82	5.80	20.3%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	45.34	45.00	-0.7%	2024 年 10 月 28 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	35.35	42.00	18.8%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.61	3.05	16.7%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 11 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	285	627	1,061	1,480	1,830
主营业务成本	(144)	(235)	(384)	(529)	(607)
毛利	141	393	676	951	1,223
销售及管理费用	(201)	(284)	(340)	(377)	(418)
研发费用	(382)	(414)	(434)	(447)	(461)
其他经营净收入/费用	30	173	0	0	0
经营利润	(413)	(132)	(98)	127	344
财务成本净额	(22)	(22)	43	27	27
其他非经营净收入/费用	(86)	(4)	0	0	0
税前利润	(520)	(158)	(55)	154	371
税费	2	(19)	0	(23)	(56)
净利润	(518)	(177)	(55)	131	315
作每股收益计算的净利润	(518)	(177)	(55)	131	315

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,278	287	426	573	924
应收账款及票据	100	6	87	142	176
存货	19	24	32	44	50
其他流动资产	101	967	967	967	967
总流动资产	1,498	1,284	1,511	1,726	2,116
物业、厂房及设备	109	99	112	124	136
无形资产	4	2	2	2	2
其他长期资产	238	285	285	285	285
总长期资产	351	386	399	411	423
总资产	1,849	1,670	1,911	2,137	2,539
应付账款	20	39	63	87	100
其他短期负债	196	239	239	239	239
总流动负债	216	278	302	326	339
其他长期负债	381	352	352	352	352
总长期负债	381	352	352	352	352
总负债	597	630	654	678	691
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,251	1,041	1,256	1,459	1,848
股东权益	1,251	1,041	1,256	1,459	1,848
总权益	1,251	1,041	1,256	1,459	1,848

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(520)	(158)	(55)	154	371
折旧及摊销	11	11	10	11	12
营运资本变动	(181)	108	(64)	(43)	(27)
税费	2	(19)	0	(23)	(56)
其他经营活动现金流	295	(86)	70	72	73
经营活动现金流	(393)	(144)	(38)	171	374
资本开支	(22)	(22)	(23)	(23)	(24)
其他投资活动现金流	115	(828)	0	0	0
投资活动现金流	93	(851)	(23)	(23)	(24)
权益净变动	791	6	200	0	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	791	6	200	0	0
汇率收益/损失	1	(2)	0	0	0
年初现金	786	1,278	287	426	573
年末现金	1,278	287	426	573	924

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(1.472)	(0.484)	(0.149)	0.358	0.863
全面摊薄每股收益	(1.472)	(0.484)	(0.149)	0.358	0.863
利润率分析(%)					
毛利率	49.4	62.6	63.8	64.2	66.8
EBITDA利润率	(141.0)	(19.3)	(8.3)	9.3	19.5
EBIT利润率	(144.7)	(21.1)	(9.2)	8.6	18.8
净利率	(181.8)	(28.2)	(5.1)	8.8	17.2
盈利能力(%)					
ROA	(28.0)	(10.6)	(2.9)	6.1	12.4
ROE	(41.4)	(17.0)	(4.3)	9.0	17.1
ROIC	(41.4)	(17.0)	(4.3)	9.0	17.1
其他					
流动比率	6.9	4.6	5.0	5.3	6.2
存货周转天数	49.2	37.2	30.0	30.0	30.0
应收账款周转天数	128.1	3.7	30.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	51.0	60.1	60.1	60.1	60.1

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**

2025 年 3 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有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、湖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、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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，或可能以受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，而并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。