

买入

2025 年 3 月 14 日

历史爬坡最快的 Car-T 疗法，25 年继续销售放量

► **24 年 CARVYKTI 收入增长 93%:** CARVYKTI 24 年 4 季度收入同比增长 110%至 3.34 亿美元（环比增长 17%），按照和强生的海外对半收入分成，合作收入为 1.68 亿美元，加上季度许可收入 0.18 亿美元，公司 4 季度收入为 1.87 亿美元，同比增长 135%。公司经营利润亏损 0.75 亿美元，由于汇兑收益影响净利润为 0.26 亿美元。24 年全年 CARVYKTI 销售收入同比+93%至 9.63 亿美元，按照分成+授权许可，传奇收入同比+120%至 6.27 亿美元，利润亏损 1.77 亿美元。

► **产能顺利扩张:** 2025 年下半年美国新泽西 Raritan 工厂的新区域将获批；比利时 Ghent 的 Obelisc 工厂已经满负荷生产，Tech Lane 工厂将于 25 年底商业化生产，同时传奇和强生已经决定共同投资扩建 Tech Lane 工厂，预计 28 年完工。近期诺华的一家生产设施中启动了 CARVYKTI® 的商业化生产，第二季度开始产生显著效益。公司即将在费城设立一个新的研究中心，专注于创新性技术（包括体内细胞治疗方法）。2025 年底达到年产 10000 剂，27 年产能达到 2 万剂。

► **生存获益将写入标签:** CARVYKTI 是首个且唯一在多发性骨髓瘤治疗中，总生存期（OS）优于标准治疗方案（SoC）的 CAR-T 疗法，总生存期等的标签更新预计 25 年 H1 在欧洲完成，H2 在美国完成。国际骨髓瘤工作组（IMWG）建议优先使用 CAR-T 疗法，而非双特异性抗体疗法。目前公司收入中已有一半以上的收入来自 2-4 线，未来该比例将进一步增加。25 年 TANDEM 会议介绍了在多发性骨髓瘤中使用预防性地塞米松挽救 car-t 治疗中不受控制的淋巴细胞扩增，公司将在 CARTITUDE-6（符合移植条件）等临床的新治疗患者中，采用 ACL（淋巴细胞计数）3000/ μ L 为临界阈值进行预防治疗。

► **目标价 56.0 美元，评级买入:** 我们预计公司 25-27 年总收入为 10.7 亿、17.0 亿和 23.5 美元，25-27 年的净利润为-2.1 亿、0.9 亿和 3.9 亿美元。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 56.0 美元，较昨日收市价有 47.2%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

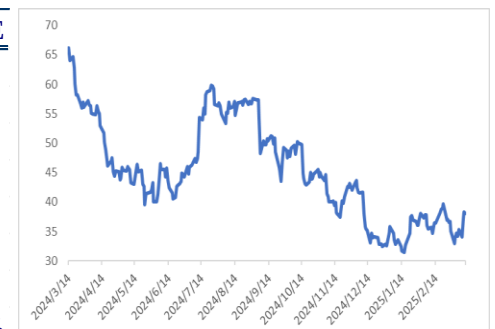
行业	医药行业
股价	38.05 美元
目标价	56.0 美元 (+47.2%)
股票代码	
股数	1.84 亿股
总市值	69.88 亿美元
52 周高/低	65.45 美元/30.17 美元
每股净资产	5.7 美元
主要股东	金斯瑞生物科技股份有限公司 (48.0%)

表：盈利摘要

截至12月31日止财年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业额（百万美元）	285	627	1,068	1,695	2,352
变动	143.7%	120.0%	70.2%	58.7%	38.8%
股东应占溢利（百万美元）	-518	-177	-212	88	392
每股盈利（美元）	(1.47)	(0.48)	(0.58)	0.24	1.07
市盈率@37.87美元（倍）	/	/	/	156.9	35.3
PS	24.5	11.1	6.5	4.1	3.0
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					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	285	627	1,068	1,695	2,352
毛利	141	393	592	971	1,416
销售及管理费用	-201	-284	-381	-465	-541
研发费用	-382	-414	-401	-381	-393
营业利润	-442	-305	-190	125	483
其他收入及开支	-78	151	-22	-22	-22
税前利润	-520	-158	-212	104	461
所得税	2	-19	0	-16	-69
净利润	-518	-177	-212	88	392
股东应占利润	-518	-177	-212	88	392
折旧及摊销	23	20	39	62	75
EBITDA	-475	-116	-151	188	558
增长	/	/	/	/	/
收入增速	144%	120%	70%	59%	39%

财务分析

<百万美元>，财务年度截止至12月31日					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	49%	63%	55%	57%	60%
SG&A费率	70%	45%	36%	27%	23%
研发费率	134%	66%	38%	22%	17%
净利润率	-182%	-28%	-20%	5%	17%
营运表现					
应收账款周转天数	64	59	54	54	54
库存周转天数	38	38	38	38	38
应付账款周转天数	67	72	77	82	87
财务状况					
总负债/总资产	37%	38%	38%	37%	33%
收入/净资产	23%	60%	164%	242%	180%
经营性现金流/收入	-138%	-23%	-27%	9%	19%

资产负债表

<百万美元>，财务年度截止至12月31日					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	1,278	287	(262)	(296)	26
定期存款	30	836	836	836	836
应收账款	100	6	158	251	349
流动资产	1,278	1,284	911	997	1,438
物业厂房设备	109	99	547	642	676
合作预付租赁	151	172	172	172	172
使用权资产	81	102	102	102	102
固定资产	351	386	858	976	1,031
总资产	1,629	1,670	1,769	1,973	2,469
贸易及其他应付账款	153	205	263	329	390
流动负债	216	278	322	388	453
合作计息预付资金	281	301	301	301	301
固定负债	381	352	352	352	352
股东权益	1,251	1,041	651	701	1,309

现金流量表

<百万美元>，财务年度截止至12月31日					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
税前利润	(520)	(158)	(212)	104	461
财务收入	(33)	22	22	22	22
折旧摊销	23	20	39	62	75
运营资本变动	(71)	151	(132)	(27)	(37)
经营现金流变动	(393)	(144)	(283)	145	452
资本支出	(122)	(280)	(265)	(180)	(130)
其他	205	-	-	-	-
投资现金流变动	93	(851)	(265)	(180)	(130)
股权融资收益	584	-	-	-	-
认股权证收益	200	-	-	-	-
融资现金流变动	791	6	-	-	-
现金流变动	491	(989)	(548)	(35)	322
期初现金流	786	1,278	287	(262)	(296)
期末现金流	1,278	287	(262)	(296)	26

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。