

医药

收盘价

美元 32.38

目标价

美元 65.00↓

潜在涨幅

+100.7%

2025 年 5 月 14 日

传奇生物 (LEGN US)

Carvykti 稳步放量，2H25 新产能落地，药价改革影响或可控，维持买入

在新增产能、新适应症渗透、新市场启动商业化等因素的推动下，Carvykti 在 1Q25 录得 10% 的季度环比增长。我们下调目标价至 65 美元，公司当前股价仍被显著低估，未来催化剂丰富（2H25 新产能上线、CARTITUDE-1 E/F 亚组数据读出等），当前市场对竞争格局和药价改革存在过度担忧，维持买入。

① **Carvykti 美国以外地区表现亮眼，2H25 新产能推动进一步放量：**Carvykti 1Q25 全球销售额同/环比增长 135%/10% 至 3.69 亿（美元，下同），其中美国以外地区表现亮眼，销售环比大幅增长 65% 至 0.51 亿，对总销售的贡献快速提升至 14%。增长驱动力包括：1）早期复发 MM 适应症持续发力，在新患中占比 60% 左右，临床医生习得 CARTITUDE-4 研究数据后对 Carvykti 接受程度显著提升；2）比利时一期和诺华 CMO 的商业化生产启动；3）德国、瑞士等欧洲主要国家持续渗透目标市场，并在英国、西班牙、丹麦等地启动上市。对于后续三个季度，管理层预计 2Q25 将录得稳健环比增长，而 Raritan 新产能和比利时二期的上线将推动销售在 2H25 快速放量。1Q25 净亏损 1.01 亿，但扣除未实现汇兑损失等非经营性项目后的经调整净亏损大幅缩窄至 0.27 亿（对比 1Q24 净亏损 0.85 亿）。公司继续指引 2025 年底经营层面盈亏平衡、2026 年净利润层面盈亏平衡。

② **美国药价管控影响或可控：**美国总统特朗普于当地时间 5 月 12 日签署一份行政令，要求 30 天内为某些药品设定最惠国定价、进口更多低价药品、以绕过 PBM 的 DTC 模式向个人直接销售药品等。对于上述监管变化，公司表示：1）此前 IRA 医保价格谈判排除了血浆制品（包括 IVIG 等），Carvykti 属于这一范畴，有被豁免的可能；2）欧洲定价比美国低 30%，考虑 Medicaid、340B、VA 等使用场景下 23.1% 的强制折扣，实际定价差异并不大；3）公司正与欧洲监管机构沟通，力争一定程度上提高欧洲定价。

③ **维持买入：**基于最新业绩及监管变化，我们下调 Carvykti 2025/26/27 年/峰值销售预测至 18 亿/27 亿/34 亿/65 亿，下调目标价至 65 美元。当前股价仅对应 1.7 倍收入达峰时的市销率，投资性价比显著，维持买入评级。

盈利预测变动

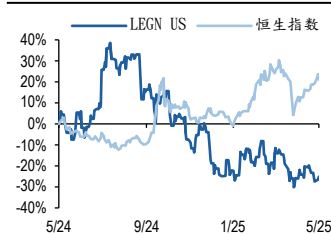
百万美元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	960	1,061	-9.5%	1,400	1,480	-5.4%	1,797	1,830	-1.8%
毛利润	596	676	-11.9%	901	951	-5.3%	1,202	1,223	-1.8%
毛利率	62.1%	63.8%	-1.7ppt	64.3%	64.2%	0.1ppt	66.8%	66.8%	0.0ppt
归母净利润	-160	-55	NA	106	131	-19.1%	309	315	-2.1%
归母净利率	NA	NA	NA	7.6%	8.8%	-1.3ppt	17.2%	17.2%	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)	59.88
52周低位 (美元)	30.25
市值 (百万美元)	5,946.59
日均成交量 (百万)	0.00
年初至今变化 (%)	(0.49)
200天平均价 (美元)	36.35

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

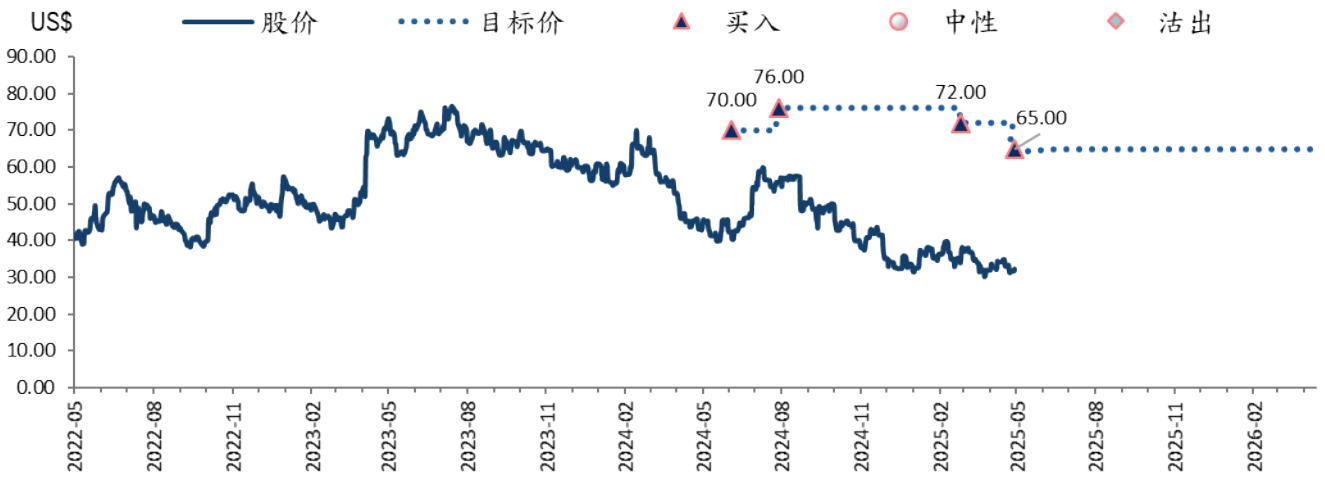
图表 1：传奇生物 DCF 估值模型

百万美元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	960	1,400	1,797	2,165	2,469	2,755	2,980	3,190	3,349
EBIT	(160)	98	337	606	826	1,062	1,264	1,422	1,516
EBIT * (1-t)	(160)	83	286	515	702	903	1,074	1,208	1,289
加: 折旧摊销	10	11	12	14	15	16	17	18	18
减: 营运资金增加/(减少)	(57)	(44)	(30)	(29)	(25)	(25)	(38)	(46)	(41)
减: 资本开支	(23)	(23)	(24)	(24)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)
自由现金流	(230)	27	245	475	667	869	1,028	1,154	1,240
永续增长率	3%								
自由现金流现值	3,091								
终值现值	8,418								
企业价值	11,509								
净现金	428								
少数股东权益	-								
股权价值(百万美元)	11,937								
加权平均股数(ADS, 百万)	184								
每股价值(美元)	65.0								

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 发表日期	子行业
LEGN US	传奇生物	买入	32.38	65.00	100.7%	2025 年 05 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	80.90	115.00	42.2%	2025 年 04 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	39.20	35.20	-10.2%	2025 年 03 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	45.60	65.00	42.5%	2025 年 03 月 27 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	41.10	57.00	38.7%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	2.92	6.60	126.0%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	133.50	208.80	56.4%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	21.20	44.00	107.5%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	50.00	60.00	20.0%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.52	28.75	173.3%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	6.60	5.00	-24.2%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	36.75	51.00	38.8%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	23.15	25.00	8.0%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.84	18.00	21.3%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	67.72	93.30	37.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	46.59	33.10	-29.0%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	8.36	11.20	33.9%	2025 年 03 月 25 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	22.45	24.60	9.6%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	33.86	42.50	25.5%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.84	4.80	25.1%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.49	14.00	87.0%	2024 年 04 月 01 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	51.23	51.00	-0.5%	2025 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.53	5.80	4.8%	2024 年 11 月 18 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.91	3.75	29.0%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	32.85	42.00	27.9%	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 5 月 13 日

2025 年 5 月 14 日

传奇生物 (LEGN US)

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	960	1,400	1,797
主营业务成本	(144)	(235)	(364)	(500)	(596)
毛利	141	393	596	901	1,202
销售及管理费用	(201)	(284)	(321)	(356)	(404)
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)	(160)	98	337
财务成本净额	(22)	(22)	0	27	27
其他非经营净收入/费用	(86)	(4)	0	0	0
税前利润	(520)	(158)	(160)	125	363
税费	2	(19)	0	(19)	(55)
净利润	(518)	(177)	(160)	106	309
作每股收益计算的净利润	(518)	(177)	(160)	106	309

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	127	248	589
应收账款及票据	100	6	79	134	172
存货	19	24	30	41	49
其他流动资产	101	967	967	967	967
总流动资产	1,498	1,284	1,203	1,391	1,777
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	1,602	1,802	2,200
应付账款	20	39	60	82	98
其他短期负债	196	239	239	239	239
总流动负债	216	278	299	321	337
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	651	673	689
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,251	1,041	951	1,129	1,511
股东权益	1,251	1,041	951	1,129	1,511
总权益	1,251	1,041	951	1,129	1,511

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)	(160)	125	363
折旧及摊销	11	11	10	11	12
营运资本变动	(181)	108	(57)	(44)	(30)
税费	2	(19)	0	(19)	(55)
其他经营活动现金流	295	(86)	70	72	73
经营活动现金流	(393)	(144)	(137)	145	364
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	0	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	0	0	0
汇率收益/损失	1	(2)	0	0	0
年初现金	786	1,278	287	127	248
年末现金	1,278	287	127	248	589

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)	(0.437)	0.290	0.845
全面摊薄每股收益	(1.472)	(0.484)	(0.437)	0.290	0.845
利润率分析(%)					
毛利率	49.4	62.6	62.1	64.3	66.8
EBITDA利润率	(141.0)	(19.3)	(15.6)	7.8	19.4
EBIT利润率	(144.7)	(21.1)	(16.7)	7.0	18.7
净利率	(181.8)	(28.2)	(16.7)	7.6	17.2
盈利能力(%)					
ROA	(28.0)	(10.6)	(10.0)	5.9	14.0
ROE	(41.4)	(17.0)	(16.8)	9.4	20.5
ROIC	(41.4)	(17.0)	(16.8)	9.4	20.5
其他					
流动比率	6.9	4.6	4.0	4.3	5.3
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 5 月 14 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、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、北京赛目科技股份有限公司及滴普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。