

买入

2025 年 8 月 13 日

CARVYKTI 销售放量，26 年公司将实现盈利

➤ **25 年 Q2 CARVYKTI 收入同比增长 136%：** CARVYKTI 25 年 Q2 收入同比+136%至 4.39 亿美元（环比+19%），CARVYKTI 成为当前单季度销售额最高的 CAR - T 产品，按照和强生的海外对半收入分成协议，25 年 2 季度合作收入为 2.2 亿美元，另有 0.35 亿美元的许可收入，故公司 2 季度的收入为 2.55 亿美元，同比增长 37%，毛利率为 61.6%。25 年 2 季度公司经营利润亏损 0.22 亿美元，大幅减亏 48%。但由于本季度有 1.08 亿美元的汇率亏损（而去年同期为 0.29 亿元的汇兑收益），导致 25 年 2 季度公司净利润亏损 1.25 亿美元。如果刨除一次性影响，公司调整后盈利为 0.1 亿元，首次实现盈利，预计 CARVYKTI 单药将在 25 年底实现盈利，公司将在 26 年实现盈利（不包括未实现的外汇损益）。2 季度末公司净现金 10 亿美元。

➤ **唯一显著延长总生存期疗法：** CARVYKTI®在 CARTITUDE-1 研究中显示出积极的长期疗效，1/3 的患者维持≥5 年无进展生存，CARVYKTI 有望重新定义复发和难治性多发性骨髓瘤患者的治疗标准。美国 FDA 取消了目前已获批的针对 BCMA 和 CD19 Car-t（包括 CARVYKTI）的风险评估和缓解策略 (REMS)。CARVYKTI 的 FDA 标签也进行了更新，以减少监测要求，例如指导患者在医疗机构附近停留至少 2 周而不是 4 周，并建议患者在产品给药后至少 2 周内避免驾驶而非之前的 8 周，预计此次标签更新将改善患者体验并增强患者在社区和学术环境中的可及性。在欧洲血液学协会 (EHA) 2025 年大会上，传奇展示了一项针对 CARTITUDE 项目 355 名患者的分析，该分析探讨了关键生物标志物绝对淋巴细胞计数 (ALC) 与治疗部分神经认知治疗相关不良事件之间的关联。分析显示，发生运动和神经认知治疗相关不良事件或脑神经麻痹的患者 ALC 显著高于对照组，这表明 ALC 可能有助于指导更密切的监测和预防性干预。另 D. Coral 博士的研究揭示了 Talvey（强生 GPRC5D/CD3 双抗）桥接可几乎消除 cilta-cel 的延迟神经毒性，使其在“严重神经安全性”上与竞品 anito-cel 达到同等水平。Q2 公司全球有 213 个治疗中心（其中美国 123 个），累计治疗人数 7500 人+，25 年底年化产能 1 万剂。

➤ **目标价 46.92 美元，评级买入：** 我们假设 WACC 为 10%，永续增长 0% 对公司进行 DCF 估值，测算得出合理目标价 46.92 美元，较收市价有 26.9% 的上升空间，评级为买入。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要资料

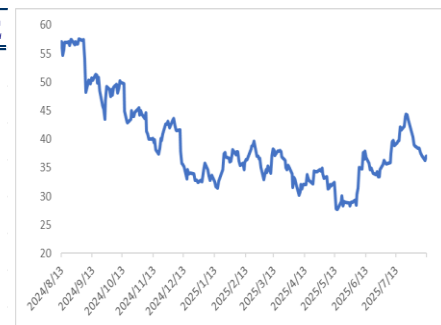
行业	医药行业
股价	36.99 美元
目标价	46.92 美元 (+26.9%)
股票代码	LEGN
股数	1.84 亿股
总市值	68.27 亿美元
52 周高/低	59.62 美元/27.34 美元
每股净资产	5.6 美元
主要股东	金斯瑞生物科技股份有限公司 (47.56%)

表：盈利摘要

截至12月31日止财年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业额 (百万美元)	285	627	1,031	1,386	1,800
变动	143.7%	120.0%	64.4%	34.4%	29.9%
股东应占溢利 (百万美元)	-518	-177	-282	29	219
每股盈利 (美元)	(1.47)	(0.48)	(0.77)	0.08	0.60
市盈率@36.99美元 (倍)	/	/	/	232.3	31.0
PS	23.9	10.9	6.6	4.9	3.8
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						财务分析					
<百万美元>, 财务年度截止至12月31日						<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		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	285	627	1,031	1,386	1,800	盈利能力					
毛利	141	393	629	871	1,174	毛利率	49%	63%	61%	63%	65%
销售及管理费用	-201	-284	-358	-442	-509	SG&A费率	70%	45%	35%	32%	28%
研发费用	-382	-414	-401	-413	-426	研发费率	134%	66%	39%	30%	24%
营业利润	-442	-305	-131	16	239	净利润率	-182%	-28%	-27%	2%	12%
其他收入及开支	-78	151	-144	19	19	营运表现					
税前利润	-520	-158	-275	34	258	应收账款周转天数	64	31	1	1	1
所得税	2	-19	-7	-5	-39	库存周转天数	38	38	38	38	38
净利润	-518	-177	-282	29	219	应付账款周转天数	67	72	77	82	87
股东应占利润	-518	-177	-282	29	219	财务状况					
折旧及摊销	23	20	39	62	75	总负债/总资产	37%	38%	38%	38%	36%
EBITDA	-475	-116	-214	118	355	收入/净资产	23%	60%	101%	126%	132%
增长	/	/	/	/	/	经营性现金流/收入	-138%	-23%	-24%	8%	17%
收入增速	144%	120%	64%	34%	30%						

资产负债表						现金流量表					
<百万美元>, 财务年度截止至12月31日						<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		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	1,278	287	44	(32)	147	税前利润	(520)	(158)	(275)	34	258
定期存款	30	836	564	564	564	财务收入	(33)	22	(19)	(19)	(19)
应收账款	100	6	3	4	5	折旧摊销	23	20	39	62	75
流动资产	1,278	1,284	870	808	999	运营资本变动	(71)	151	9	32	32
物业厂房设备	109	99	547	642	676	经营现金流变动	(393)	(144)	(252)	105	308
合作预付租赁	151	172	172	172	172	资本支出	(122)	(280)	(265)	(180)	(130)
使用权资产	81	102	127	127	127	其他	205	-	274	-	-
固定资产	351	386	884	1,001	1,056	投资现金流变动	93	(851)	9	(180)	(130)
总资产	1,629	1,670	1,754	1,809	2,055	股权融资收益	584	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	153	205	249	282	316	认股权证收益	200	-	-	-	-
流动负债	216	278	309	341	379	融资现金流变动	791	6	-	-	-
合作计息预付资金	281	301	301	301	301	现金流变动	491	(989)	(243)	(75)	178
固定负债	381	352	352	352	352	期初现金流	786	1,278	287	44	(32)
股东权益	1,251	1,041	1,025	1,104	1,362	期末现金流	1,278	287	44	(32)	147

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。