

买入

2025 年 11 月 25 日

CARVYKTI 销售持续放量，26 年公司将实现盈利

➤ **25 年 Q3 CARVYKTI 收入同比增长 84%：** CARVYKTI 25 年 Q3 收入同比+84%至 5.24 亿美元（环比+19%），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 3 季度合作收入为 2.62 亿美元，另有 0.1 亿美元的诺华许可收入，故 3 季度的收入为 2.72 亿美元，同比增长 70%，毛利率为 57.7%。25 年 3 季度公司经营利润亏损 0.43 亿美元，减亏 38%。公司净利润亏损 0.4 亿美元。如果刨除一次性影响，公司调整后亏损 0.19 亿美元，公司维持 CARVYKTI 单药 25 年底盈利，公司 26 年盈利（不包括未实现的外汇损益）的预期。3 季度末净现金 10 亿美元。

➤ **疗效具有优势，安全性正在努力改善：** 欧盟委员会与美国 FDA 已更新西达基奥仑赛® 的药品说明书，新增该疗法相较于标准疗法具有总生存期获益这一标注。同时，依据临床试验数据及上市后报告，药品说明书也新增了免疫效应细胞相关结肠炎的风险提示内容。目前西达基奥仑赛® 已登陆全球 14 个市场。公司启动 2 期多队列 CARTITUDE - 10 临床试验，探索无氟达拉滨的清淋方案，以进一步降低神经毒性。“患者在选择新治疗方案时最看重的价值因素”的调研显示总生存期（OS）仍是医患是首要关注点，最新的国际骨髓瘤工作组（IMWG）指南认为在首次复发时尽早接受 CAR-T 治疗非常重要。当患者在更早线接受治疗时，T 细胞适应性更好，不合格率更低，且 pfs 更好。疗效上 carvykti 仍有优势，Anito-cel 一期临床中位 4 线病人的 pfs 是 30.2 个月，而 carvykti 中位 6.5 线病人的 mPFS 为 34.9 个月。针对竞品目前优异神经毒性数据，公司也在积极通过监测和桥接方案应对，最近《Blood》杂志上一篇关于 20 个中心有效桥接策略的论文发现，在 119 名接受 Tecvayli（强生的 bcma/CD3 双抗）治疗后进行 CAR-T 治疗的患者中（包括 98 名接受 Carvykti 治疗的患者），不仅这些深度缓解得以维持，而且未报告周围神经病变、帕金森症或结肠炎病例。提醒医师们关注关键生物标志物绝对淋巴细胞计数（ALC）监测和桥接治疗（降低肿瘤负荷）的重要性。

➤ **目标价 40.31 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，只计算二至末线 carvykti 的价值，不计入 carvykti 一线和其他管线价值，测算得出合理目标价 40.31 美元，较收市价有 48.5%的上升空间，评级为买入。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要资料

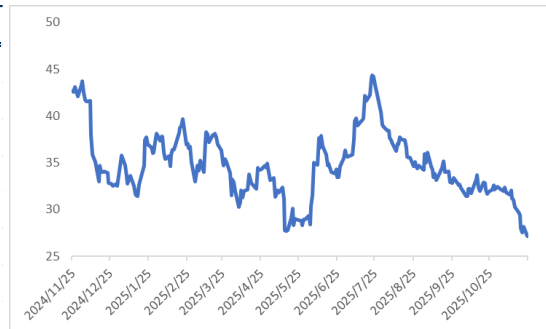
行业	医药行业
股价	27.15 美元
目标价	40.31 美元 (+48.5%)
股票代码	LEGN
股数	1.85 亿股
总市值	50.14 亿美元
52 周高/低	45.297 美元/25.71 美元
每股净资产	5.5 美元
主要股东	金斯瑞生物科技股份有限公司 (47.56%)

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	1,015	1,369	1,799
变动	143.7%	120.0%	61.8%	34.9%	31.4%
股东应占溢利（百万美元）	-518	-177	-307	37	245
每股盈利（美元）	(1.47)	(0.48)	(0.83)	0.10	0.66
市盈率@27.15美元（倍）	/	/	/	135.6	20.4
PS	17.6	8.0	4.9	3.7	2.8
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

<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	1,015	1,369	1,799
毛利	141	393	606	848	1,138
销售及管理费用	-201	-284	-340	-398	-456
研发费用	-382	-414	-427	-427	-414
营业利润	-442	-305	-161	23	268
其他收入及开支	-78	151	-142	21	21
税前利润	-520	-158	-303	43	288
所得税	2	-19	-4	-7	-43
净利润	-518	-177	-307	37	245
股东应占利润	-518	-177	-307	37	245
折旧及摊销	23	20	29	48	69
EBITDA	-475	-116	-253	113	379
增长	/	/	/	/	/
收入增速	144%	120%	62%	35%	31%

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%	60%	62%	63%
SG&A费率	70%	45%	34%	29%	25%
研发费率	134%	66%	42%	31%	23%
净利润率	-182%	-28%	-30%	3%	14%
营运表现					
应收账款周转天数	64	31	1	1	1
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%	40%	40%	37%
收入/净资产	23%	60%	102%	126%	131%
经营性现金流/收入	-138%	-23%	-28%	7%	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	203	219	472
定期存款	30	836	714	714	714
应收账款	100	6	3	4	5
流动资产	1,278	1,284	1,167	1,209	1,478
物业厂房设备	109	99	129	166	199
合作预付租赁	151	172	206	206	206
使用权资产	81	102	142	142	142
固定资产	351	386	500	532	543
总资产	1,629	1,670	1,667	1,741	2,021
贸易及其他应付账款	153	205	250	284	324
流动负债	216	278	310	342	387
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	999	1,086	1,370

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)	(303)	43	288
财务收入	(33)	22	(21)	(21)	(21)
折旧摊销	23	20	29	48	69
运营资本变动	(71)	151	11	32	39
经营现金流变动	(393)	(144)	(288)	97	333
资本支出	(122)	(280)	(70)	(80)	(80)
其他	205	-	274	-	-
投资现金流变动	93	(851)	204	(80)	(80)
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)	(84)	17	253
期初现金流	786	1,278	287	203	219
期末现金流	1,278	287	203	219	472

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。