

买入

2026年2月25日

CARVYKTI 销售持续放量，26 年公司将实现盈利

► 25 年 CARVYKTI 收入 18.87 亿美元： CARVYKTI 25 年 Q4 收入

5.55 亿美元（环比增长 6%），全年销售额 18.87 亿美元，同比增长 95.9%。4 季度销售收入比市场一致预期略低 4%，引发股价下跌，公司表示销售略低是因为一些早期病人在 12 月底圣诞到新年期间延缓回输。4 季度 Carvykti 单产品已经盈利，26 年预计公司层面将盈利。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

► **产能进展：**公司全球有 4 个生产设施，分别为新泽西州 Raritan 厂房、诺华新泽西州 CDMO 工厂、比利时根特的 Obelisc 工厂（小的单栋楼）和 TechLane 工厂（24 万英尺的生产基地，25 年 10 月拿到欧洲 GMP 生产证书）。目前在等待新泽西州 Raritan 3 期扩增厂房的商业化生产批准，目前已完成基建、设备安装调试和测试，预计 26 年 1 季度末将拿到 FDA 批准。如果拿到该批准，则意味着公司的年产能将达到 1 万剂。25 年底公司和强生联合声明将投资约 2 亿美元扩展比利时根特工厂（2 期项目），预计 26 年动工 28 年投产，投产后产能将达到 2 万剂。

主要资料

行业	医药行业
股价	19.5 美元
目标价	46.41 美元 (+138%)
股票代码	LEGN
股数	1.85 亿股
总市值	36.0 亿美元
52 周高/低	45.297 美元/16.24 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%)

► **竞争格局：**强生 MajesTEC-3 III 期临床试验数据优异，但需要关注其入组条件与传奇生物有差异，如 MajesTEC-3 中只有 5.2% 的病人既往治疗中已经使用过 daratumumab (Dara-Exposed)，且排除了 Dara 复发难治 (Dara-Refractory) 的病人，而 CART-4 中有 24.5% 的病人，且 23.1% 是 Dara 复发难治病。从入组病人情况看，CART-4 临床病人病情更加严重，这也反映到对照组中，同样的三药联用对照组，MajesTEC-3 对照组病人的 PFS 为 18 个月，而 CART-4 对照组病人的 PFS 只有 11.8 个月。Arcellx/吉利德的 Anito-cel 数据仍不成熟，传奇的成熟和长期数据仍是其竞争优势。

► **管线进展：**一线非移植病人的 Cartitude-5 实验所有病人都回输完成，公司计划数据读出后和 FDA 交涉将 MRD 阴性作为 Cartitude-6 临床替代终点的可能性。针对一线移植病人的 Cartitude-6 实验已经入组完成，希望 26 年完成回输。CD19 X CD20 In Vivo Car-t 已进入一期临床，预计今年中有望发布初步数据。

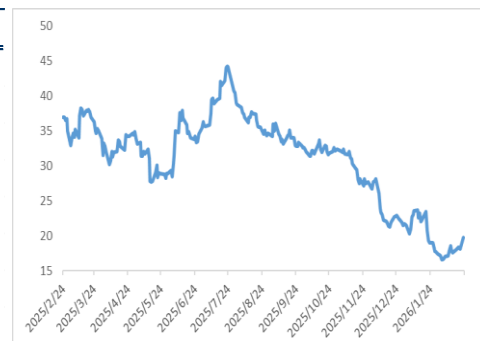
► **目标价 46.41 美元，评级买入：**我们假设 WACC 为 10%，永续增长 0%，对公司进行 DCF 估值，假设 carvykti 销售峰值 50 亿美元，测算得出合理目标价 46.41 美元，较收市价有 138% 的上升空间，评级为买入。

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	1,010	1,412	1,863
变动	143.7%	120.0%	61.1%	39.7%	31.9%
股东应占溢利 (百万美元)	-518	-177	-308	103	418
每股盈利 (美元)	(1.47)	(0.48)	(0.83)	0.28	1.13
市盈率@19.5美元 (倍)	/	/	/	34.8	8.6
PS	12.8	5.8	3.6	2.6	2.0
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

25年 Carvykti 收入 18.87 亿美元

根据强生（Johnson & Johnson）2025年财报及相关季度报告，其与传奇生物合作的CAR-T 细胞疗法 Carvykti（西达基奥仑赛）25年4季度销售收入 5.55 亿美元（环比增长 6%），全年销售额 18.87 亿美元，同比增长 95.9%，其中美国市场 14.92 亿美元，国际市场 3.95 亿美元。

公司4季度销售收入比市场一致预期略低 4%，引发股价下跌，公司表示销售略低是因为一些早期病人在12月底圣诞到新年期间延缓回输，导致一些产品已经生产完成但没送到医院。

4季度 Carvykti 单产品已经盈利，26年预计公司层面将盈利。

产能进展

目前传奇和强生在产能上已投资近 10 亿美元，公司全球有 4 个生产设施，分别为新泽西州 Raritan 厂房、诺华新泽西州 CDMO 工厂、比利时根特的 Obelisc 工厂（小的单栋楼）和 TechLane 工厂（24 万英尺的生产基地，25 年 10 月拿到欧洲 GPM 生产证书）。由于欧洲 TechLane 工厂的投产，预计美国以外销售收入占比将从 25 年的不到 1/4 提升至 26 年的接近 3 成。

目前在等待新泽西州 Raritan 3 期扩增厂房的商业化生产批准，已完成基建、设备安装和测试，预计 26 年 1 季度末将拿到 FDA 批准。如果拿到该批准，则意味着公司的年产能将达到 1 万剂。但也因为很多全新设施投产，前期的招募/培训员工费用、采购/质检机器和产能爬坡等，这将导致很多一次性支出，预计 26 年的 GPM 仍只有 60% 左右。但随着 4 个生产基地进入平稳生产，预计公司毛利率有望在 2 年内提升至 70%-75%。

25 年底公司和强生联合声明将投资约 2 亿美元扩展比利时根特工厂（2 期项目），预计 26 年动工，28 年投产，投产后公司的产能将达到 2 万剂。

随着 Raritan 和 Techlane 工厂的商业化生产批准，因为公司已有了丰富的生产经验，如果有充分的市场需求，则公司的产量将快速上升。公司自 25 年 H2 已没有产能瓶颈，新订单一般可以三天内甚至当天进入生产计划。

强生联合疗法的影响

MajesTEC-3 III 期临床试验，临床方案：teclistamab (BCMA×CD3 双抗)+达雷妥尤单抗 daratumumab (CD38 单抗) s 标准三药 (DPd—达雷妥尤单抗+泊马度胺+地塞米松 /Dvd 达雷妥尤单抗+硼替佐米+地塞米松)，用于 1-3 线治疗后复发多发性骨髓瘤，主要终点：PFS；关键次要：≥CR 率、MRD 阴性率、OS。2025 年 12 月 ASH 发布临床结果：PFS 风险降低 83% (HR=0.17)、36 个月 PFS 率 83.4% vs 36.8%，第 6 个月无进展的患者中，90% 以上在第 3 年仍保持无进展；OS 风险降低 54% (HR=0.46)，3 年 OS 率 83.3% vs 65.0%，获益覆盖所有预设亚组。ORR：89.0% vs 75.3%，≥CR 率：81.8% vs 32.1%，MRD 阴性率 (10^{-5})：58.4% vs 17.1% ($p<0.0001$)。安全性：细胞因子释放综合征 (CRS)：均为 1-2 级，无 3 级及以上；发生率 24.1% (多在首次给药后出现，中位持续 1 天)；血液学 AE：中性粒细胞减少 (78.4% vs 82.8%)；停药率：4.6% vs 5.9%。

如果仔细对比强生的 MajesTEC-3 和传奇生物的 CART-4 临床试验，看到 2 个实验入组病人的情况有明显差异，如 MajesTEC-3 中只有 5.2% 的病人既往治疗中已经使用过 daratumumab (Dara-Exposed)，且排除了 Dara 复发难治 (Dara-Refractory) 的病人，而 CART-4 中有 24.5% 的病人，且 23.1% 是 Dara 复发难治病。MajesTEC-3 中

82.5%是来那度胺复发难治 (Len-Refractory) 的，而 CART-4 为 100%的病人都是来那度胺复发难治。MajesTEC-3 中 36.5%的病人为高风险细胞遗传学异常 (High-risk Cytogenetics)，而 CART-4 为 59.4%。MajesTEC-3 中 14.1%的病人为软组织浆细胞瘤 (Soft-tissue Plasmacytomas)，而 CART-4 为 21.2%。从入组病人情况看，CART-4 临床病人病情更加严重，这也反映到对照组中，同样的三药联用对照组，MajesTEC-3 对照组病人的 PFS 为 18 个月，而 CART-4 对照组病人的 PFS 只有 11.8 个月。

在病人基数更差的情况下，CART-4 和 MajesTEC-3 的各种治疗指标对比，PFS HR:0.26 VS 0.17; 微小残留病灶阴性 (MRD Negativity) : 62.0% VS 58.4%。

安全性上来看，MajesTEC-3 需要长期治疗，在 32.4 个月的治疗中 54.1%的病人有 3/4 级感染，一般 3 级感染就需要住院治疗，而 MajesTEC-3 中，Tec-Dara 组低丙种球蛋白血症发生率 84.5%，IVIg (静脉免疫球蛋白，年治疗费用约 45 万美元) 使用率 87.3%，对照组分别为 60.3%、44.8%。IVIg 核心目标是维持血清 IgG ≥ 400mg/dL，而在高比率使用 IVIg 后仍有 54.1%的 3/4 级感染是因为联用会显著加剧 B 细胞耗竭，这是典型免疫抑制副作用。从费用来看：CART-4 为 55 万美元的一次性回输，而 MajesTEC-3 的 32 个月花费至少在 100 万美元+，开始每周一次，2 个爬坡剂量后每 2 周一次 (3-6 周期)，之后每四周一次。

图表 1：强生 MajesTEC-3 和传奇 CART-4 的比较

MajesTEC-3 Comparison With CART-4		
	MajesTEC-3 (Tec-Dara) ¹	CARTITUDE-4 (Carvykti) ²
Population	<ul style="list-style-type: none"> RRMM, 1-3 prior LOTs 5.2% Dara-Exposed Excluded Dara-Refractory 82.5% Len-Refractory 36.5% High-risk Cytogenetics 14.1% Soft-tissue Plasmacytomas Comparator group PFS: 18 months 	<ul style="list-style-type: none"> RRMM, 1-3 prior LOTs 24.5% Dara-Exposed 23.1% Dara-Refractory 100% Len-Refractory 59.4% High-risk Cytogenetics 21.2% Soft-tissue Plasmacytomas Comparator group PFS: 11.8 months
Primary Endpoint	PFS (HR 0.17; p<0.0001)	PFS (HR 0.26; p<0.0001)
36-mo PFS Rate	83.4% (HR: 0.17)	59% at 30-mo. (HR: 0.29)
≥CR Rate	81.8%	77%
MRD Negativity (10⁻⁵)	58.4% (ITT); 89.3% (evaluable)	62.0% (ITT); 89.0% (evaluable)
OS Benefit	36-mo OS: 83.3% (HR: 0.46)	30-mo OS: 76% (HR: 0.55)
Safety	CRS 60% (Gr1/2), ICANS 1%, Gr5 TEAE: 7.1%, Gr3/4 Infections: 54.1%	CRS 76%, ICANS 4.5%, Death due to TEAE: 5.8%; Gr3/4 Infections: 28.4%
	<i>Note: Infections are leading cause of non-relapse mortality⁴</i>	
Administration	Q4W Dosing (after 2 step-up doses)	One-time CAR-T infusion
Treatment Duration	Continuous (median 32.4 mo. treatment)	One-time, durable response
Estimated Tx Cost (List Price Dec 2025)³	>\$1.0 M (assuming median tx duration)	~\$0.55 M

Source: ¹MajesTEC-3 Abstract (Mateos et al. ASH Presentation 09Dec2025). ²CARTITUDE-4 (San-Miguel, et al. NEJM. 2023; Mateos MV, et al. IMS 2024 Oral Presentation). ³Navin assuming Q4W dosing of Tecvyli + Dariga FASPRO for 32.4 mo. treatment duration. ⁴Tix et al. Molecular Therapy Volume 33, Issue 7 02Jul2025; Santos et al. Nature Medicine 30, 2667-2676 2024.

资料来源：公司资料

美国每年 2-4 线新增病人约 5.7 万人，目前 2-4 线产品中 95%仍是双药联用或者三药联用等旧疗法 (DKd/DVd 等)，病人可以根据年龄、状态、是否高风险、治疗和生活品质诉求等选择疗效更优的 teclistamab 联用或 CAR-T 方案。如果公司可以从 2-4 线病人人群中抢占 15-20%的市场份额，则是每年 1 万例的治疗。Carvykti 的疗效数据依然是最大的护城河，比如末线 1/3 病人 5 年仍无疾病进展，且无需使用其他药物，存在潜在治愈可能。所以 Carvykti 的目标患者是希望采取一次性治疗，尤其是难治病例中期待有长 PFS 和生存期，甚至有治愈可能的患者。

强生多发性骨髓瘤管线

强生的多发性骨髓瘤医学事务 (Medical affairs) 同时负责其 4 个产品：达雷妥尤单

抗 (Daratumumab-CD38 单抗)、特立妥单抗 (Teclistamab- BCMA×CD3 双体)、塔奎妥单抗 (Talquetamab- GPRC5D×CD3 双体) 和 Carvykti® (BCMA CAR-T)。25 年强生这四款多发性骨髓瘤核心产品呈现 “一超三强” 格局，达雷妥单抗稳居超级重磅行列 (143.5 亿美元, +22%)，Carvykti 高速放量 (18.9 亿美元, +96%)，特立妥单抗稳步增长 (6.7 亿美元, +22%，4 季度收入环比下降 1% 至 1.76 亿美元)，塔奎妥单抗快速爬坡 (约 4.5 亿美元, +50%+)。

目前多发性骨髓瘤治疗中强生在美国的一线治疗推荐 DVRd 四联疗法

(Daratumumab/CD38 单抗+硼替佐米+来那度胺+地塞米松)，D-VRd vs VRd 的 PERSEUS III 期研究 (适合移植患者) 显示，48 个月 PFS 率 84.3% vs 67.7%，完全缓解率 (CR+) 87.9% vs 70.1%，MRD 阴性率 (10^{-5}) 75.2% vs 47.5%，高危患者 2 年 OS 率 94% vs 79%，D-VRd 显著改善 PFS、缓解深度与 MRD 清除，高危患者获益更显著。CEPHEUS 研究 (不适合移植患者) III 期临床显示：中位 PFS 未达到 vs 46.7 个月，MRD 阴性率 (10^{-5}) 52.3% vs 34.8%，持续 MRD 阴性 (≥ 12 个月) 42.6% vs 25.3%。因为疗效优秀，预计几年内美国 8 成的病人都会使用该疗法。

2 线及以后疗法有 Carvykti® 和 Tecvayli (teclistamab, BCMA×CD3, 特立妥单抗)，目前 Carvykti® 的病人中约 4 成为 2、3 线病人，2/3 为 2-4 线病人，预计前线比例的病人未来仍将提升。但从临床实验数据来看，Tecvayli 联合疗法临床中只有 5.2% 的病人既往治疗中已经使用过 daratumumab (Dara-Exposed)，且排除了 Dara 复发难治 (Dara-Refractory) 的病人，这与一线未来可能广泛使用 DVRd 疗法进展后的实际情况有所冲突，所以 2 线先用 car-t 的临床证据更足。4 线及以后疗法有 Talvey (talquetamab, GPRC5D×CD3, 塔奎妥单抗) 等，也都在往前线推进。

在研管线有：三特异性抗体 JNJ-79635322 (BCMA×GPRC5D×CD3)，每月皮下给药一次，预计 2026 年 2 月 20 日启动 III 期，2028 年 12 月完成，纳入 400 例，PFS 和 ORR 为双主要终点。

竞品 Car-t 的影响

Arcellx/吉利德联合开发的 BCMA 靶向自体 CAR-T 细胞疗法 Anito-cel 已于 2025 年 12 月基于 iMMagine-1 关键 II 期数据提交上市申请，获快速通道、孤儿药和再生医学先进疗法 (RMAT) 认定，FDA BLA 已受理，PDUFA 为 2026-12-23，初始申请线数为四线及以上治疗 (4L+)。

iMMagine-1 的病人平均治疗 3 线，但目前数据仍不成熟，还没有 mPFS 数据。而 Carvykti® 在末线病人 (平均治疗 6.5 线) 中 mPFS 为 35 个月 (其中 4 线病人更长达 50.4 个月)，中位 OS 为 60.7 个月，1/3 病人有治愈可能，产品获得生存获益标签，这是治疗中明显的竞争优势。

目前 Anito-cel 入组治疗约 150 人，入组要求高，偏头痛即不符合入组标准。治疗中倾向于过度预防性干预，发烧即使用托珠单抗 (IL-6) 和地塞米松，所以其商业化后安全性数据仍需观察。

相较于传奇的 Carvykti®，Anito-cel 重点强调其安全性显著改善，其细胞因子释放综合征 (CRS) 大多轻微而短暂，中位发病时间为 4 天，中位持续时间为 2 天，15% 无 CRS，68% 为一级，16% 为二级，仅 1% 为五级，而 Carvykti® 有 4% 的 3/4 级 CRS 比率。免疫效应细胞相关神经毒性综合征 (ICANS) Anito-cel 中位发病时间为 7 天，中位持续时间为 5 天，92% 无 ICANS，3% 为一级，4% 为二级，1% 为三级，Carvykti® 的 3 级 ICANS 比率为 2%。Anito-cel 声称未观察到延迟或非 ICANS 相关神经毒性，但 Anito-cel 在最新临床数据的注脚中解释有一例一级 ICANS 是在 31 天出现，且患者出现神志

不清（confusion）但很快解决，另一例 2 级 ICANS 持续时间达 29 天，这些病人是否应该被归类为延迟神经毒性值得商榷，而 Carvykti®的 CARTITUDE-1 临床中该比例达 12%。

但 D. Coral 博士在 20 个中心的 98 例接受 Cilta-cel 治疗的多发性骨髓瘤患者（中位治疗线数 5，44% 患有高风险细胞遗传学，41% 患有 EMD 髓外疾病），首次系统性评估 Talvey（靶向 GPRC5D 的双特异性抗体）作为单次桥接治疗的安全性，新的桥接方案使 Carvykti®的安全性大幅提高，无 3 级及以上细胞因子释放综合征，无任何迟发性神经毒性，仅 2% 患者出现 3 级免疫效应细胞相关神经毒性综合征（ICANS），且这 2 例颅神经麻痹经治疗后均痊愈。

22 年 12 月 Arcellx 与吉利德旗下 Kite Pharma 签署 Anito-cel 全球独家合作协议，首付款 12.5 亿美元现金+ 28.75 亿美元（开发+监管+商业化里程碑）+ Kite 以 3.5 亿美元认购 Arcellx 股票约 13%股权，Kite 将获得全球独家开发、制造、商业化权利，Arcellx 保留美国以外地区的共销权（co-promotion）与利润分成。23 年 11 月，Kite 以 5 亿美元首付款 +15 亿美元潜在里程碑获得 Arcellx 下一代 D-Domain CAR-T 管线（如 ACLX-002、ACLX-003）的全球独家选择权。26 年 2 月 23 日，吉利德每股 115 美元现金 + 1 份不可转让 CVR（或有价值权，5 美元/股，触发条件为 Anito-cel 自上市至 2029 年底，全球累计净销售额≥60 亿美元），总股权价值约 78 亿美元收购 Arcellx。此次吉利德对 Arcellx 78 亿美元的评估价，也是对 BCMA car-t 和传奇生物价值的一个好的参考。

销售推广

随着公司产能的提升，未来需要更好刺激需求，目前美国有 143 个医院/诊所可以使用 Carvykti，其中 2/3 是大型类“三甲”医院，70-80%的末线病人聚集于此，所以之前公司对于末线病人的销售可以“守株待兔”。而随着 Carvykti 的使用推向前线，美国大约 80%的 2 线病人是在家附近的社区医院就诊，美国大约有 9 千-1.2 万个血液瘤专家，公司和强生需要去推荐大约 3-5 千个“高价值”诊所的 8-9 千名多发性骨髓瘤专家。公司目前主要推广是位于现有 143 家治疗中心 1 小时车程之内的社区诊所，未来公司需要在产能和需求之间达到新的平衡。

强生内部销售 teclistamab 和 Carvykti 是不同的专门团队，对于 Carvykti 的销售，传奇和强生是合作模式，销售人员配比是 1:1，大家负责不同的区域。

大部分 CAR-T 产品是院内治疗，病人需要住院 10-14 天，这种情况预计医院一半赚钱一半亏钱。因为 65 岁+病人使用美国 Medicare，联邦保险院内治疗是 DRG 打包计费，再根据医院位置、病人社会经济情况上下浮动，如果上浮较高则可能赚钱，否则可能亏钱。但 Medicare part B 的社区/门诊治疗则不同，用药保险是该药品的美国平均售价+4.5%，所以门诊治疗都是盈利的，目前 Carvykti 的治疗中略超一半为门诊治疗。

25 年 Q3 公司销售费用同比+19%至 0.53 亿美元，销售费率（占药品销售收入）-11 个百分点至 20%。

研发管线和研发费用情况

25 年 3 季度公司研发费用同比+18%至 1.13 亿美元，研发费用率同比下降 18 个百分点至 42%，其中约 75%为 Carvykti 项目，另 25%的研发费用用于自体 Car-t、通用 Car-t 和 Invivo Car-T 的研发。

Carvykti 的研发费用将逐步下降，因为针对 2-4 线的 Cartitude-4 临床只有后期随访，针对一线非移植病人的 Cartitude-5 实验所有病人都回输完成，后面只剩下随

访，其数据读出时间是由入组病人进展或死亡的事件驱动，最近看到事件率稍低于预期，所以可能 27 年才数据读出，公司计划数据读出后和 FDA 交涉将 MRD 阴性作为 Cartitude-6 临床替代终点的可能性。针对一线移植病人的 Cartitude-6 实验已经入组完成，希望 26 年完成回输，如果 Cartitude-6 能够将 MRD 阴性作为替代终点，则有望提前 2-3 年获批。Cartitude-6 的对照方案是当前的金标准——标准一线诱导（Dara-VRd, 6 个月）+ ASCT（自体骨髓移植）+ 维持治疗。骨髓移植的疗程复杂，需要做大剂量化疗清髓，因为期间消除病人的自免疫系统，故需要在医院洁净室长时间住院以造血重建，而 CAR-T 的治疗则相对简单很多。如果 CARTITUDE-6 能够成功，将颠覆当前的多发性骨髓瘤一线治疗格局。

目前全球范围内，只有传奇生物的 CARTITUDE-6 是唯一正在进行的、针对适合移植的新诊断多发性骨髓瘤（NDMM）一线 CAR-T 与自体干细胞移植（ASCT）直接头对头的 3 期注册临床试验。CARTITUDE-6 计划入组 750 个病人，最后在全球 30 多个国家 100+ 个治疗中心入组了接近 800 个病人，25 年 8 月完成入组，入组完成时间比预计提前半年。

公司 3、4 年前就开始 Invivo car-t 的研发，目前治疗 NHL（非霍奇金淋巴瘤）的 CD19 X CD20 In Vivo Car-t 在中国已进入一期临床，25 年夏开始回输病人，目前进入剂量爬坡阶段，安全性看起来不错，预计今年中有望发布初步数据。另外今年预计还有 2 个 In Vivo Car-t 进入临床。

预计公司 26 年研发费用较 25 年下降，27 年研发费用将继续大幅下降。

回购和其他

公司现金流优先用于研发，盈利后董事会会考虑回购。

AquaPoint L.P. 基金因范晓虎和传奇生物管理层（章方良）的股权兑现与控制权纠纷而被司法强制清算，目前仍在清算过程中，清算结束后传奇生物股票将以实物分配方式归属给范晓虎和王焯等个人，范晓虎将恢复其对该部分资产的控制权与交易自由。AquaPoint 之前的股权结构为：GP（普通合伙人）章方良 1.06%，LP（有限合伙人）王焯持有 32.98% 合伙权益，LP 范晓虎持有 AquaPoint 65.96% 权益，该基金间接持有传奇生物约 1000 万股 ADR（对应约 10% 股权）。但目前范晓虎和王焯两人都没和公司联系有大宗交易需求。

金斯瑞持有传奇生物 47.3% 的股份，26 年 1 月金斯瑞主席及执行董事孟建革先生接替辞任的朱力博士，加上传奇生物董事会主席章方良和执行董事王焯，金斯瑞在董事会仍为 3 个席位。

传奇生物全球员工总数逾 2,900 人，其中美国员工约一半，中国员工约 500 人，欧洲比利时约 1000 人。所有员工中生产约占 60%，在和强生的生产合作中，传奇的生产人员约占 3/4，强生只占 1/4。公司全球研发近 600 人，其中 400+ 人在南京和上海，尤其是早研团队。

目标价 46.41 美元，评级买入

我们预计 CARVUKTI 26 和 27 年的收入分别为 27.6 亿和 37.0 亿美元，对应公司收入为 14.1 亿和 18.6 亿美元，并预计公司将产生 1.0 亿和 4.2 亿美元盈利。我们以 WACC 为 10%，永续增长 0% 对公司进行 DCF 估值，假设 carvykti 销售峰值为 50 亿美元，测算得出合理目标价 46.41 美元，较收市价有 138% 的上升空间，评级为买入。

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	1,010	1,412	1,863
毛利	141	393	603	860	1,215
销售及管理费用	-201	-284	-339	-396	-454
研发费用	-382	-414	-427	-363	-290
营业利润	-442	-305	-162	101	471
其他收入及开支	-78	151	-142	21	21
税前利润	-520	-158	-304	122	492
所得税	2	-19	-4	-18	-74
净利润	-518	-177	-308	103	418
股东应占利润	-518	-177	-308	103	418
折旧及摊销	23	20	29	69	88
EBITDA	-475	-116	-254	213	602
增长	/	/	/	/	/
收入增速	144%	120%	61%	40%	32%

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%	61%	65%
SG&A费率	70%	45%	34%	28%	24%
研发费率	134%	66%	42%	26%	16%
净利润率	-182%	-28%	-30%	7%	22%
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%	39%	33%
收入/净资产	23%	60%	101%	123%	116%
经营性现金流/收入	-138%	-23%	-29%	14%	28%

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	(9)	103	538
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	956	1,096	1,543
物业厂房设备	109	99	339	355	369
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	710	720	712
总资产	1,629	1,670	1,666	1,817	2,255
贸易及其他应付账款	153	205	250	290	321
流动负债	216	278	310	349	384
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	1,152	1,609

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)	(304)	122	492
财务收入	(33)	22	(21)	(21)	(21)
折旧摊销	23	20	29	69	88
运营资本变动	(71)	151	10	39	29
经营现金流变动	(393)	(144)	(290)	192	515
资本支出	(122)	(280)	(280)	(80)	(80)
其他	205	-	274	-	-
投资现金流变动	93	(851)	(6)	(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)	(296)	112	435
期初现金流	786	1,278	287	(9)	103
期末现金流	1,278	287	(9)	103	538

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。