

医药	收盘价 美元 25.58	目标价 美元 60.40	潜在涨幅 +136.1%	2026年5月13日
----	-----------------	-----------------	-----------------	------------

## 传奇生物 (LEGN US)

### 1Q26 Carvykti 销售强劲放量驱动减亏，in vivo CAR-T 布局渐入佳境

① **1Q26 Carvykti 放量势头不改，亏损显著收窄**：1Q26 Carvykti 销售额同/环比增长 62%/8%至 5.97 亿元（美元，下同），其中美国延续强劲增长势头（同/环比+36%/+3%），高增长主要得益于：**1）**前线治疗市场份额快速提升，1Q26 接受治疗的美国患者中，2-3L 占 41%，相比 1Q25 的 29%由显著提升；**2）**生产效率优化，1Q26 生产成功率达到 99%，中位生产周期缩短至 29 天；**3）**治疗中心网络扩大至 148 家，已覆盖全美 1/3 的社区医院。美国以外地区销售额同比大增 222%至 1.64 亿元，得益于欧洲、澳大利亚等地的商业化启动，美国以外治疗中心数量达到 170 家。1Q26 产品毛利率环比下降 16ppts 至 41%，主因比利时和美国新产能落地和爬坡产生的折旧及一次性费用。剔除折摊、股权支付等非现金项目后，经调净亏损同比大幅缩窄至 1,050 万元。管理层维持 2026 年经调利润转正的指引，预计 2Q26 起 Carvykti 销售逐季提升、毛利率将回升至 50%以上，而随着 III 期研究数据逐步成熟，研发费用短期内将显著下降。

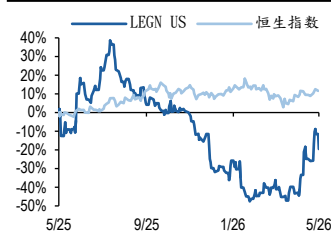
② **下一代细胞疗法产品矩阵快速成型，催化剂丰富**：公司计划于 2026 年提交 1-2 项美国 IND 申请，14 项临床早期细胞疗法管线涵盖自体、异体、in vivo 等多种技术路径。其中，首款 in vivo CAR-T 候选药物 LB2501（CD19 x CD20）的 I 期 IIT 研究的初步数据有望于年中的学术大会上公布，值得重点关注。公司还有靶向 GPRC5D 和 BCMA 的 in vivo CAR-T 项目，血液瘤和自免领域产品矩阵有望进一步夯实。此外，Carvykti 的两项一线 III 期研究正在患者随访中，其中 CARTITUDE-5 有望于 2026-27 年读出初步数据。

③ **维持目标价**：我们基于 1Q26 业绩下调 2026-28 年净利润预测，但看好 Carvykti 现有产能爬坡及下一代细胞疗法开发对盈利能力的长期提升潜力、上调长期利润率预测。截至 5 月 12 日收盘，公司股价已从 3 月底的低点反弹 68%，反映市场正逐步走出对 Carvykti 竞争格局过度担忧的悲观情绪，后续 Carvykti 继续兑现销售高增长、新管线磅数据读出有望催化估值进一步修复。我们维持**买入**评级及 60.4 美元的目标价。

#### 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)	44.32
52周低位 (美元)	16.65
市值 (百万美元)	4,730.77
日均成交量 (百万)	0.00
年初至今变化 (%)	17.66
200天平均价 (美元)	22.66

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

#### 财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万美元)	627	1,029	1,436	1,756	2,093
同比增长 (%)	120.0	64.0	39.6	22.3	19.2
净利润 (百万美元)	(177)	(297)	5	213	405
每股盈利 (美元)	(0.48)	(0.81)	0.01	0.58	1.10
同比增长 (%)	-67.1	66.3	-101.8	3,819.8	90.1
前EPS预测值 (美元)			0.17	0.71	1.28
调整幅度 (%)			-91.1	-18.8	-13.8
市盈率 (倍)	ns	ns	1,733.3	44.2	23.3

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：传奇生物：财务预测变动

百万人民币	2026E			2027E			2028E		
	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	1,436	1,436	0.0%	1,756	1,756	0.0%	2,093	2,093	0.0%
毛利润	813	896	-9.3%	1,082	1,141	-5.2%	1,345	1,405	-4.3%
毛利率	56.6%	62.4%	-5.8ppts	61.6%	65.0%	-3.4ppts	64.2%	67.1%	-2.9ppts
归母净利润	5	61	-91.1%	213	263	-18.8%	405	470	-13.8%
归母净利率	0.4%	4.3%	-3.9ppts	12.1%	15.0%	-2.8ppts	19.4%	22.5%	-3.1ppts

资料来源：交银国际预测

图表 2：传奇生物：DCF 估值模型

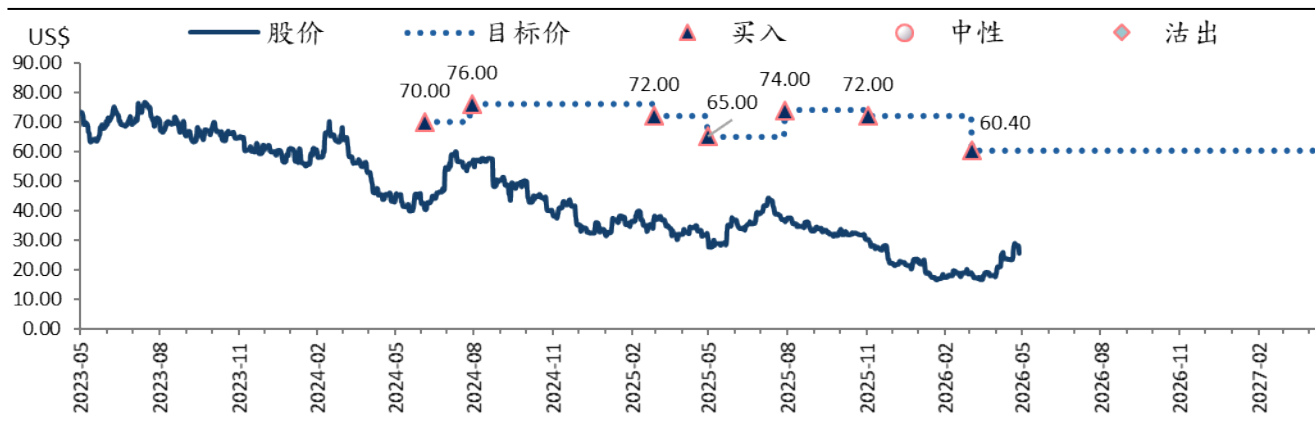
百万人民币	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	1,436	1,756	2,093	2,400	2,683	2,905	3,079	3,130	3,138	3,167
EBIT	29	246	448	635	839	1,021	1,173	1,255	1,282	1,323
EBIT * (1-t)	24	209	381	540	713	868	997	1,067	1,090	1,124
加：折旧摊销	12	13	15	17	18	19	21	22	23	24
减：营运资金增加/（减少）	(32)	(40)	(39)	(38)	(47)	(51)	(52)	(40)	(43)	(48)
减：资本开支	(29)	(30)	(30)	(31)	(32)	(32)	(33)	(34)	(34)	(35)
自由现金流	(25)	152	326	487	653	804	933	1,015	1,035	1,065
永续增长率	3%									
自由现金流现值	3,667									
终值现值	6,574									
企业价值	10,241									
净现金	930									
少数股东权益	-									
股权价值（百万美元）	11,171									
已发行股数（ADS, 百万）	185									
每股价值（美元）	60.40									

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%
<b>WACC</b>	<b>10.1%</b>

资料来源：交银国际预测

图表 3：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 4：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
1530 HK	三生制药	买入	21.60	32.40	50.0%	2026 年 04 月 01 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	130.00	175.00	34.6%	2026 年 03 月 30 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	460.80	530.00	15.0%	2026 年 03 月 25 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.07	10.00	97.3%	2026 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	25.58	60.40	136.1%	2026 年 03 月 18 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	20.10	36.60	82.1%	2026 年 03 月 10 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	189.90	229.20	20.7%	2026 年 03 月 02 日	生物科技
2595 HK	劲方医药	买入	38.42	51.00	32.7%	2026 年 01 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	94.90	136.00	43.3%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	9.57	13.00	35.8%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	32.12	84.00	161.5%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	88.70	105.00	18.4%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	72.65	78.00	7.4%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
6821 HK	凯莱英	买入	102.80	136.60	32.9%	2026 年 04 月 28 日	医药研发服务外包
3759 HK	康龙化成	买入	19.00	32.50	71.1%	2026 年 03 月 20 日	医药研发服务外包
2268 HK	药明合联	买入	56.65	91.00	60.6%	2026 年 01 月 19 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	14.50	28.75	98.3%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	33.70	35.80	6.2%	2026 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	184.54	93.30	-49.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	56.45	33.10	-41.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
600867 CH	通化东宝	买入	9.06	11.20	23.6%	2026 年 05 月 11 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	36.44	44.50	22.1%	2026 年 04 月 01 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	5.78	7.70	33.3%	2026 年 03 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	11.59	17.70	52.7%	2026 年 03 月 27 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	69.25	74.00	6.9%	2026 年 04 月 24 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	8.11	8.70	7.3%	2026 年 03 月 27 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	33.50	40.20	20.0%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	28.34	34.20	20.7%	2026 年 04 月 02 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 5 月 13 日

## 财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	627	1,029	1,436	1,756	2,093
主营业务成本	(235)	(408)	(624)	(675)	(749)
<b>毛利</b>	<b>393</b>	<b>621</b>	<b>813</b>	<b>1,082</b>	<b>1,345</b>
销售及管理费用	(284)	(342)	(401)	(435)	(476)
研发费用	(414)	(415)	(382)	(401)	(421)
其他经营净收入/费用	173	(126)	(1)	0	0
<b>经营利润</b>	<b>(132)</b>	<b>(261)</b>	<b>29</b>	<b>246</b>	<b>448</b>
财务成本净额	(22)	(21)	(21)	(21)	(21)
其他非经营净收入/费用	(4)	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>(158)</b>	<b>(283)</b>	<b>7</b>	<b>224</b>	<b>427</b>
税费	(19)	(14)	(2)	(11)	(21)
<b>净利润</b>	<b>(177)</b>	<b>(297)</b>	<b>5</b>	<b>213</b>	<b>405</b>
作每股收益计算的净利润	(177)	(297)	5	213	405

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	287	902	930	1,159	1,585
应收账款及票据	6	13	59	101	143
存货	24	32	51	59	70
其他流动资产	967	300	300	300	300
<b>总流动资产</b>	<b>1,284</b>	<b>1,247</b>	<b>1,340</b>	<b>1,619</b>	<b>2,098</b>
物业、厂房及设备	99	116	134	150	166
无形资产	2	0	0	0	0
其他长期资产	285	370	370	370	370
<b>总长期资产</b>	<b>386</b>	<b>487</b>	<b>504</b>	<b>521</b>	<b>536</b>
<b>总资产</b>	<b>1,670</b>	<b>1,734</b>	<b>1,844</b>	<b>2,140</b>	<b>2,634</b>
应付账款	39	83	116	126	139
其他短期负债	239	553	553	553	553
<b>总流动负债</b>	<b>278</b>	<b>636</b>	<b>670</b>	<b>679</b>	<b>693</b>
其他长期负债	352	95	95	95	95
<b>总长期负债</b>	<b>352</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>
<b>总负债</b>	<b>630</b>	<b>732</b>	<b>765</b>	<b>774</b>	<b>788</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,041	1,002	1,079	1,366	1,845
<b>股东权益</b>	<b>1,041</b>	<b>1,002</b>	<b>1,079</b>	<b>1,366</b>	<b>1,846</b>
<b>总权益</b>	<b>1,041</b>	<b>1,002</b>	<b>1,079</b>	<b>1,366</b>	<b>1,846</b>

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	(158)	(283)	7	224	427
折旧及摊销	11	10	12	13	15
营运资本变动	108	(58)	(32)	(40)	(39)
税费	(19)	(4)	(2)	(11)	(21)
其他经营活动现金流	(85)	228	72	73	75
<b>经营活动现金流</b>	<b>(144)</b>	<b>(106)</b>	<b>57</b>	<b>259</b>	<b>456</b>
资本开支	(14)	(23)	(29)	(30)	(30)
其他投资活动现金流	(836)	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(851)</b>	<b>(23)</b>	<b>(29)</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>
权益净变动	6	0	0	0	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	(2)	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>1,278</b>	<b>287</b>	<b>902</b>	<b>930</b>	<b>1,159</b>
<b>年末现金</b>	<b>287</b>	<b>902</b>	<b>930</b>	<b>1,159</b>	<b>1,585</b>

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	(0.484)	(0.805)	0.015	0.578	1.099
全面摊薄每股收益	(0.484)	(0.805)	0.015	0.578	1.099
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	62.6	60.3	56.6	61.6	64.2
EBITDA利润率	(19.4)	(22.6)	2.8	14.8	22.1
EBIT利润率	(21.1)	(25.4)	2.0	14.0	21.4
净利率	(28.2)	(28.8)	0.4	12.1	19.4
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(10.6)	(17.1)	0.3	10.0	15.4
ROE	(17.0)	(29.6)	0.5	15.6	22.0
ROIC	(17.0)	(29.6)	0.5	15.6	22.0
<b>其他</b>					
流动比率	4.6	2.0	2.0	2.4	3.0
存货周转天数	37.2	28.6	30.0	32.0	34.0
应收账款周转天数	3.7	4.6	15.0	21.0	25.0
应付账款周转天数	60.1	74.2	68.0	68.0	68.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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**

2026年5月13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期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期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有拥有于本报告期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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、武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、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司及驭势科技（北京）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及光大证券股份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，委任其认为必要的法律、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。**