

## 買入

2026年2月25日

### CARVYKTI 銷售持續放量，26 年公司將實現盈利

#### ➤ 25 年 CARVYKTI 收入 18.87 億美元： CARVYKTI 25 年 Q4 收入 5.55 億美元（環比增長 6%），全年銷售額 18.87 億美元，同比增長 95.9%。4 季度銷售收入比市場一致預期略低 4%，引發股價下跌，公司表示銷售略低是因為一些早期病人在 12 月底聖誕到新年期間延緩回輸。4 季度 Carvykti 單產品已經盈利，26 年預計公司層面將盈利。

➤ **產能進展：**公司全球有 4 個生產設施，分別為新澤西州 Raritan 廠房、諾華新澤西州 CDMO 工廠、比利時根特的 Obelisc 工廠（小的單棟樓）和 TechLane 工廠（24 萬英尺的生產基地，25 年 10 月拿到歐洲 GPM 生產證書）。目前在等待新澤西州 Raritan 3 期擴增廠房的商業化生產批准，目前已完成基建、設備安裝調試和測試，預計 26 年 1 季度末將拿到 FDA 批准。如果拿到該批准，則意味著公司的年產能將達到 1 萬劑。25 年底公司和強生聯合聲明將投資約 2 億美元擴展比利時根特工廠（2 期專案），預計 26 年動工 28 年投產，投產後產能將達到 2 萬劑。

➤ **競爭格局：**強生 MajesTEC-3 III 期臨床試驗資料優異，但需要關注其入組條件與傳奇生物有差異，如 MajesTEC-3 中只有 5.2% 的病人既往治療中已經使用過 daratumumab (Dara-Exposed)，且排除了 Dara 復發難治 (Dara-Refractory) 的病人，而 CART-4 中有 24.5% 的病人，且 23.1% 是 Dara 復發難治病人。從入組病人情況看，CART-4 臨床病人病情更加嚴重，這也反映到對照組中，同樣的三藥聯用對照組，MajesTEC-3 對照組病人的 PFS 為 18 個月，而 CART-4 對照組病人的 PFS 只有 11.8 個月。Arcellx/吉利德的 Anito-cel 資料仍不成熟，傳奇的成熟和長期資料仍是其競爭優勢。

➤ **管線進展：**一線非移植病人的 Cartitude-5 實驗所有病人都回輸完成，公司計畫資料讀出後和 FDA 交涉將 MRD 陰性作為 Cartitude-6 臨床替代終點的可能性。針對一線移植病人的 Cartitude-6 實驗已經入組完成，希望 26 年完成回輸。CD19 X CD20 In Vivo Car-t 已進入一期臨床，預計今年有望發佈初步資料。

➤ **目標價 46.41 美元，評級買入：**我們假設 WACC 為 10%，永續增長 0%，對公司進行 DCF 估值，假設 carvykti 銷售峰值 50 億美元，測算得出合理目標價 46.41 美元，較收市價有 138% 的上升空間，評級為買入。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

#### 主要資料

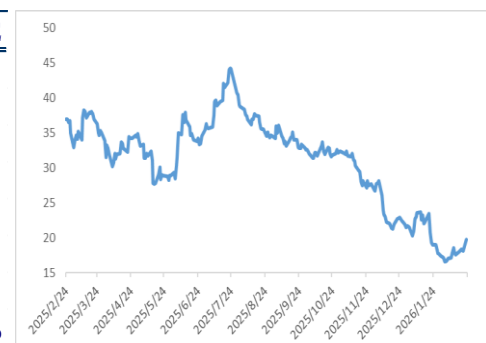
行業	醫藥行業
股價	19.5 美元
目標價	46.41 美元 (+138%)
股票代碼	LEGN
股數	1.85 億股
總市值	36.0 億美元
52 周高/低	45.297 美元/16.24 美元
每股淨資產	5.5 美元
主要股東	金斯瑞生物科技股份有限公司 (47.56%)

#### 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	1,010	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%

資料來源：公司資料，第一上海預測

#### 股價表現



資料來源：彭博

## 25年 Carvykti 收入 18.87 億美元

根據強生（Johnson & Johnson）2025年財報及相關季度報告，其與傳奇生物合作的 CAR-T 細胞療法 Carvykti（西達基奧倫賽）25年4季度銷售收入 5.55 億美元（環比增長 6%），全年銷售額 18.87 億美元，同比增長 95.9%，其中美國市場 14.92 億美元，國際市場 3.95 億美元。

公司4季度銷售收入比市場一致預期略低 4%，引發股價下跌，公司表示銷售略低是因為一些早期病人在 12 月底聖誕到新年期間延緩回輸，導致一些產品已經生產完成但沒送到醫院。

4 季度 Carvykti 單產品已經盈利，26 年預計公司層面將盈利。

## 產能進展

目前傳奇和強生在產能上已投資近 10 億美元，公司全球有 4 個生產設施，分別為新澤西州 Raritan 廠房、諾華新澤西州 CDMO 工廠、比利時根特的 Obelisc 工廠（小的單棟樓）和 TechLane 工廠（24 萬英尺的生產基地，25 年 10 月拿到歐洲 GPM 生產證書）。由於歐洲 TechLane 工廠的投產，預計美國以外銷售收入占比將從 25 年的不到 1/4 提升至 26 年的接近 3 成。

目前在等待新澤西州 Raritan 3 期擴增廠房的商業化生產批准，已完成基建、設備安裝和測試，預計 26 年 1 季度末將拿到 FDA 批准。如果拿到該批准，則意味著公司的年產能將達到 1 萬劑。但也因為很多全新設施投產，前期的招募/培訓員工費用、採購/質檢機器和產能爬坡等，這將導致很多一次性支出，預計 26 年的 GPM 仍只有 60% 左右。但隨著 4 個生產基地進入平穩生產，預計公司毛利率有望在 2 年內提升至 70%-75%。

25 年底公司和強生聯合聲明將投資約 2 億美元擴展比利時根特工廠（2 期專案），預計 26 年動工，28 年投產，投產後公司的產能將達到 2 萬劑。

隨著 Raritan 和 Techlane 工廠的商業化生產批准，因為公司已有了豐富的生產經驗，如果有充分的市場需求，則公司的產量將快速上升。公司自 25 年 H2 已沒有產能瓶頸，新訂單一般可以三天內甚至當天進入生產計畫。

## 強生聯合療法的影響

MajesTEC-3 III 期臨床試驗，臨床方案：teclistamab (BCMA×CD3 雙抗)+達雷妥尤單抗 daratumumab (CD38 單抗) s 標準三藥 (DPd—達雷妥尤單抗+泊馬度胺+地塞米松 /Dvd 達雷妥尤單抗+硼替佐米+地塞米松)，用於 1-3 線治療後復發多發性骨髓瘤，主要終點：PFS；關鍵次要：≥CR 率、MRD 陰性率、OS。2025 年 12 月 ASH 發佈臨床結果：PFS 風險降低 83% (HR=0.17)、36 個月 PFS 率 83.4% vs 36.8%，第 6 個月無進展的患者中，90% 以上在第 3 年仍保持無進展；OS 風險降低 54% (HR=0.46)，3 年 OS 率 83.3% vs 65.0%，獲益覆蓋所有預設亞組。ORR：89.0% vs 75.3%，≥CR 率：81.8% vs 32.1%，MRD 陰性率 (10<sup>-5</sup>)：58.4% vs 17.1% (p<0.0001)。安全性：細胞因數釋放綜合征 (CRS)：均為 1-2 級，無 3 級及以上；發生率 24.1% (多在首次給藥後出現，中位持續 1 天)；血液學 AE：中性粒細胞減少 (78.4% vs 82.8%)；停藥率：4.6% vs 5.9%。

如果仔細對比強生的 MajesTEC-3 和傳奇生物的 CART-4 臨床試驗，看到 2 個實驗入組病人的情況有明顯差異，如 MajesTEC-3 中只有 5.2% 的病人既往治療中已經使用過 daratumumab (Dara-Exposed)，且排除了 Dara 復發難治 (Dara-Refractory) 的病人，而 CART-4 中有 24.5% 的病人，且 23.1% 是 Dara 復發難治病人。MajesTEC-3 中

82.5%是來那度胺復發難治 (Len-Refractory) 的，而 CART-4 為 100% 的病人都是來那度胺復發難治。MajesTEC-3 中 36.5% 的病人為高風險細胞遺傳學異常 (High-risk Cytogenetics)，而 CART-4 為 59.4%。MajesTEC-3 中 14.1% 的病人為軟組織漿細胞瘤 (Soft-tissue Plasmacytomas)，而 CART-4 為 21.2%。從入組病人情況看，CART-4 臨床病人病情更加嚴重，這也反映到對照組中，同樣的三藥聯用對照組，MajesTEC-3 對照組病人的 PFS 為 18 個月，而 CART-4 對照組病人的 PFS 只有 11.8 個月。

在病人基數更差的情況下，CART-4 和 MajesTEC-3 的各種治療指標對比，PFS HR:0.26 VS 0.17；微小殘留病灶陰性 (MRD Negativity)：62.0% VS 58.4%。

安全性上來看，MajesTEC-3 需要長期治療，在 32.4 個月的治療中 54.1% 的病人有 3/4 級感染，一般 3 級感染就需要住院治療，而 MajesTEC-3 中，Tec-Dara 組低丙種球蛋白血症發生率 84.5%，IVIg (靜脈免疫球蛋白，年治療費用約 45 萬美元) 使用率 87.3%，對照組分別為 60.3%、44.8%。IVIg 核心目標是維持血清 IgG ≥ 400mg/dL，而在高比率使用 IVIg 後仍有 54.1% 的 3/4 級感染是因為聯用會顯著加劇 B 細胞耗竭，這是典型免疫抑制副作用。從費用來看：CART-4 為 55 萬美元的一次性回輸，而 MajesTEC-3 的 32 個月花費至少在 100 萬美元+，開始每週一次，2 個爬坡劑量後每 2 週一次 (3-6 週期)，之後每四周一次。

圖表 1：強生 MajesTEC-3 和傳奇 CART-4 的比較

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

Source: <sup>1</sup> MajesTEC-3 Abstract (Mateos et al. ASH Presentation 09Dec2025). <sup>2</sup> CARTITUDE-4 (San-Miguel, et al. NEJM. 2023; Mateos MV, et al. IMS 2024 Oral Presentation). <sup>3</sup> Navlin assuming Q4W dosing on Tecayvli + Dar. <sup>4</sup> FASPRO for 32.4 mo. treatment duration. <sup>5</sup> Tix et al. Molecular Therapy Volume 33, Issue 7 02Jul2025; Santos et al. Nature Medicine 30, 2667-2678 2024.

資料來源：公司資料

美國每年 2-4 線新增病人約 5.7 萬人，目前 2-4 線產品中 95% 仍是雙藥聯用或者三藥聯用等舊療法 (DKd/DVd 等)，病人可以根據年齡、狀態、是否高風險、治療和生活品質訴求等選擇療效更優的 teclistamab 聯用或 CAR-T 方案。如果公司可以從 2-4 線病人群中搶佔 15-20% 的市場份額，則是每年 1 萬例的治療。Carvykti 的療效資料依然是最大的護城河，比如末線 1/3 病人 5 年仍無疾病進展，且無需使用其他藥物，存在潛在治癒可能。所以 Carvykti 的目標患者是希望採取一次性治療，尤其是難治病例中期待有長 PFS 和生存期，甚至有治癒可能的患者。

### 強生多發性骨髓瘤管線

強生的多發性骨髓瘤醫學事務 (Medical affairs) 同時負責其 4 個產品：達雷妥尤單

抗 (Daratumumab-CD38 單抗)、特立妥單抗 (Teclistamab- BCMA×CD3 雙體)、塔奎妥單抗 (Talquetamab- GPRC5D×CD3 雙體) 和 Carvykti® (BCMA CAR-T)。25 年強生這四款多發性骨髓瘤核心產品呈現 “一超三強” 格局，達雷妥尤單抗穩居超級重磅行列 (143.5 億美元, +22%)，Carvykti 高速放量 (18.9 億美元, +96%)，特立妥單抗穩步增長 (6.7 億美元, +22%，4 季度收入環比下降 1% 至 1.76 億美元)，塔奎妥單抗快速爬坡 (約 4.5 億美元, +50%+)。

目前多發性骨髓瘤治療中強生在美國的一線治療推薦 DVRd 四聯療法 (Daratumumab/CD38 單抗+硼替佐米+來那度胺+地塞米松)，D-VRd vs VRd 的 PERSEUS III 期研究 (適合移植患者) 顯示，48 個月 PFS 率 84.3% vs 67.7%，完全緩解率 (CR+) 87.9% vs 70.1%，MRD 陰性率 ( $10^{-5}$ ) 75.2% vs 47.5%，高危患者 2 年 OS 率 94% vs 79%，D-VRd 顯著改善 PFS、緩解深度與 MRD 清除，高危患者獲益更顯著。CEPHEUS 研究 (不適合移植患者) III 期臨床顯示：中位 PFS 未達到 vs 46.7 個月，MRD 陰性率 ( $10^{-5}$ ) 52.3% vs 34.8%，持續 MRD 陰性 ( $\geq 12$  個月) 42.6% vs 25.3%。因為療效優秀，預計幾年內美國 8 成的病人都會使用該療法。

2 線及以後療法有 Carvykti® 和 Tecvayli (teclistamab, BCMA×CD3, 特立妥單抗)，目前 Carvykti® 的病人中約 4 成為 2、3 線病人，2/3 為 2-4 線病人，預計前線比例的病人未來仍將提升。但從臨床實驗資料來看，Tecvayli 聯合療法臨床中只有 5.2% 的病人既往治療中已經使用過 daratumumab (Dara-Exposed)，且排除了 Dara 復發難治 (Dara-Refractory) 的病人，這與一線未來可能廣泛使用 DVRd 療法進展後的實際情況有所衝突，所以 2 線先用 car-t 的臨床證據更足。4 線及以後療法有 Talvey (talquetamab, GPRC5D×CD3, 塔奎妥單抗) 等，也都在往前線推進。

在研管線有：三特異性抗體 JNJ-79635322 (BCMA×GPRC5D×CD3)，每月皮下給藥一次，預計 2026 年 2 月 20 日啟動 III 期，2028 年 12 月完成，納入 400 例，PFS 和 ORR 為雙主要終點。

### 競品 Car-t 的影響

Arcellx/吉利德聯合開發的 BCMA 靶向自體 CAR-T 細胞療法 Anito-cel 已於 2025 年 12 月基於 iMMagine-1 關鍵 II 期資料提交上市申請，獲快速通道、孤兒藥和再生醫學先進療法 (RMAT) 認定，FDA BLA 已受理，PDUFA 為 2026-12-23，初始申請線數為四線及以上治療 (4L+)。

iMMagine-1 的病人平均治療 3 線，但目前資料仍不成熟，還沒有 mPFS 資料。而 Carvykti® 在末線病人 (平均治療 6.5 線) 中 mPFS 為 35 個月 (其中 4 線病人更長達 50.4 個月)，中位 OS 為 60.7 個月，1/3 病人有治癒可能，產品獲得生存獲益標籤，這是治療中明顯的競爭優勢。

目前 Anito-cel 入組治療約 150 人，入組要求高，偏頭痛即不符合入組標準。治療中傾向於過度預防性干預，發燒即使用托珠單抗 (IL-6) 和地塞米松，所以其商業化後安全性資料仍需觀察。

相較於傳奇的 Carvykti®，Anito-cel 重點強調其安全性顯著改善，其細胞因數釋放綜合征 (CRS) 大多輕微而短暫，中位發病時間為 4 天，中位持續時間為 2 天，15% 無 CRS，68% 為一級，16% 為二級，僅 1% 為五級，而 Carvykti® 有 4% 的 3/4 級 CRS 比率。免疫效應細胞相關神經毒性綜合征 (ICANS) Anito-cel 中位發病時間為 7 天，中位持續時間為 5 天，92% 無 ICANS，3% 為一級，4% 為二級，1% 為三級，Carvykti® 的 3 級 ICANS 比率為 2%。Anito-cel 聲稱未觀察到延遲或非 ICANS 相關神經毒性，但 Anito-cel 在最新臨床資料的注腳中解釋有一例一級 ICANS 是在 31 天出現，且患者出現神志

不清 (confusion) 但很快解決，另一例 2 級 ICANS 持續時間達 29 天，這些病人是否應該被歸類為延遲神經毒性值得商榷，而 Carvykti® 的 CARTITUDE-1 臨床中該比例達 12%。

但 D. Coral 博士在 20 個中心的 98 例接受 Cilta-cel 治療的多發性骨髓瘤患者 (中位治療線數 5, 44% 患有高風險細胞遺傳學, 41% 患有 EMD 髓外疾病)，首次系統性評估 Talvey (靶向 GPRC5D 的雙特異性抗體) 作為單次橋接治療的安全性，新的橋接方案使 Carvykti® 的安全性大幅提高，無 3 級及以上細胞因數釋放綜合征，無任何遲發性神經毒性，僅 2% 患者出現 3 級免疫效應細胞相關神經毒性綜合征 (ICANS)，且這 2 例顱神經麻痺經治療後均痊癒。

22 年 12 月 Arcellx 與吉利德旗下 Kite Pharma 簽署 Anito-cel 全球獨家合作協定，首付款 12.5 億美元現金+ 28.75 億美元 (開發+監管+商業化里程碑) + Kite 以 3.5 億美元認購 Arcellx 股票約 13% 股權，Kite 將獲得全球獨家開發、製造、商業化權利，Arcellx 保留美國以外地區的共銷權 (co-promotion) 與利潤分成。23 年 11 月，Kite 以 5 億美元首付款 +15 億美元潛在里程碑獲得 Arcellx 下一代 D-Domain CAR-T 管線 (如 ACLX-002、ACLX-003) 的全球獨家選擇權。26 年 2 月 23 日，吉利德每股 115 美元現金 + 1 份不可轉讓 CVR (或有價值權，5 美元/股，觸發條件為 Anito-cel 自上市至 2029 年底，全球累計淨銷售額 ≥ 60 億美元)，總股權價值約 78 億美元收購 Arcellx。此次吉利德對 Arcellx 78 億美元的評估價，也是對 BCMA car-t 和傳奇生物價值的一個好的參考。

### 銷售推廣

隨著公司產能的提升，未來需要更好刺激需求，目前美國有 143 個醫院/診所可以使用 Carvykti，其中 2/3 是大型類“三甲”醫院，70-80% 的末線病人聚集于此，所以之前公司對於末線病人的銷售可以“守株待兔”。而隨著 Carvykti 的使用推向前線，美國大約 80% 的 2 線病人是在家附近的社區醫院就診，美國大約有 9 千-1.2 萬個血液瘤專家，公司和強生需要去推薦大約 3-5 千個“高價值”診所的 8-9 千名多發性骨髓瘤專家。公司目前主要推廣是位於現有 143 家治療中心 1 小時車程之內的社區診所，未來公司需要在產能和需求之間達到新的平衡。

強生內部銷售 teclistamab 和 Carvykti 是不同的專門團隊，對於 Carvykti 的銷售，傳奇和強生是合作模式，銷售人員配比是 1:1，大家負責不同的區域。

大部分 CAR-T 產品是院內治療，病人需要住院 10-14 天，這種情況預計醫院一半賺錢一半虧錢。因為 65 歲+病人使用美國 Medicare，聯邦保險院內治療是 DRG 打包計費，再根據醫院位置、病人社會經濟情況上下浮動，如果上浮較高則可能賺錢，否則可能虧錢。但 Medicare part B 的社區/門診治療則不同，用藥保險是該藥品的美國平均售價+4.5%，所以門診治療都是盈利的，目前 Carvykti 的治療中略超一半為門診治療。

25 年 Q3 公司銷售費用同比+19%至 0.53 億美元，銷售費率 (占藥品銷售收入) -11 個百分點至 20%。

### 研發管線和研發費用情況

25 年 3 季度公司研發費用同比+18%至 1.13 億美元，研發費用率同比下降 18 個百分點至 42%，其中約 75% 為 Carvykti 專案，另 25% 的研發費用用於自體 Car-t、通用 Car-t 和 Invivo Car-T 的研發。

Carvykti 的研發費用將逐步下降，因為針對 2-4 線的 Cartitude-4 臨床只有後期隨訪，針對一線非移植病人的 Cartitude-5 實驗所有病人都回輸完成，後面只剩下隨

訪，其資料讀出時間是由入組病人進展或死亡的事件驅動，最近看到事件率稍低於預期，所以可能 27 年才資料讀出，公司計畫資料讀出後和 FDA 交涉將 MRD 陰性作為 Cartitude-6 臨床替代終點的可能性。針對一線移植病人的 Cartitude-6 實驗已經入組完成，希望 26 年完成回輸，如果 Cartitude-6 能夠將 MRD 陰性作為替代終點，則有望提前 2-3 年獲批。Cartitude-6 的對照方案是當前的金標準——標準一線誘導（Dara-VRd, 6 個月）+ ASCT（自體骨髓移植）+ 維持治療。骨髓移植的療程複雜，需要做大劑量化療清髓，因為期間消除病人的自免系統，故需要在醫院潔淨室長時間住院以造血重建，而 CAR-T 的治療則相對簡單很多。如果 CARTITUDE-6 能夠成功，將顛覆當前的多發性骨髓瘤一線治療格局。

目前全球範圍內，只有傳奇生物的 CARTITUDE-6 是唯一正在進行的、針對適合移植的新診斷多發性骨髓瘤（NDMM）一線 CAR-T 與自體幹細胞移植（ASCT）直接頭對頭的 3 期註冊臨床試驗。CARTITUDE-6 計畫入組 750 個病人，最後在全球 30 多個國家 100+ 個治療中心入組了接近 800 個病人，25 年 8 月完成入組，入組完成時間比預計提前半年。

公司 3、4 年前就開始 In vivo car-t 的研發，目前治療 NHL（非霍奇金淋巴瘤）的 CD19 X CD20 In Vivo Car-t 在中國已進入一期臨床，25 年夏開始回輸病人，目前進入劑量爬坡階段，安全性看起來不錯，預計今年中有望發佈初步資料。另外今年預計還有 2 個 In Vivo Car-t 進入臨床。

預計公司 26 年研發費用較 25 年下降，27 年研發費用將繼續大幅下降。

### 回購和其他

公司現金流優先用於研發，盈利後董事會會考慮回購。

AquaPoint L.P. 基金因範曉虎和傳奇生物管理層（章方良）的股權兌現與控制權糾紛而被司法強制清算，目前仍在清算過程中，清算結束後傳奇生物股票將以實物分配方式歸屬給範曉虎和王燁等個人，範曉虎將恢復其對該部分資產的控制權與交易自由。AquaPoint 之前的股權結構為：GP（普通合夥人）章方良 1.06%，LP（有限合夥人）王燁持有 32.98% 合夥權益，LP 範曉虎持有 AquaPoint 65.96% 權益，該基金間接持有傳奇生物約 1000 萬股 ADR（對應約 10% 股權）。但目前範曉虎和王燁兩人都沒和公司聯繫有大宗交易需求。

金斯瑞持有傳奇生物 47.3% 的股份，26 年 1 月金斯瑞主席及執行董事孟建革先生接替辭任的朱力博士，加上傳奇生物董事會主席章方良和執行董事王燁，金斯瑞在董事會仍為 3 個席位。

傳奇生物全球員工總數逾 2,900 人，其中美國員工約一半，中國員工約 500 人，歐洲比利時約 1000 人。所有員工中生產約占 60%，在和強生的生產合作中，傳奇的生產人員約占 3/4，強生只占 1/4。公司全球研發近 600 人，其中 400+ 人在南京和上海，尤其是早研團隊。

### 目標價 46.41 美元，評級買入

我們預計 CARVUKTI 26 和 27 年的收入分別為 27.6 億和 37.0 億美元，對應公司收入為 14.1 億和 18.6 億美元，並預計公司將產生 1.0 億和 4.2 億美元盈利。我們以 WACC 為 10%，永續增長 0% 對公司進行 DCF 估值，假設 carvykti 銷售峰值為 50 億美元，測算得出合理目標價 46.41 美元，較收市價有 138% 的上升空間，評級為買入。

# 主要財務報表

## 損益表

<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

資料來源：公司資料，第一上海預測

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。