

传奇生物荐股报告-基于价值投资理念

2026/4/20

张之豪

护城河来源：

1. 产品属性和临床数据

- Car-T疗法需要对患者T细胞做基因改造，不同于传统创新药，**具有高度特异性和“产品即过程”的特殊属性**，具有天然护城河
- 与其他Car-T竞品相比，公司产品Carvykti在临床表现上绝对领先

核心指标	Carvykti (LEGN/JNJ)	Abecma (BMS/2seventy)	Anito-cel (Arcellx/Gilead)
ORR (末线)	97.9%	73%	96%
sCR/CR 率	80% (CARTITUDE-1)	33% (KarMMa)	74% (iMMagine-1)
PFS (中位)	未达到/50.4月	8.8个月	趋势向好
帕金森发生率	2.9% - 12%	极低	0 (目前小样本)
商业化进度	1L/2L/5L 布局	3L/5L 布局	关键2期进行中

2. 供应链和产能

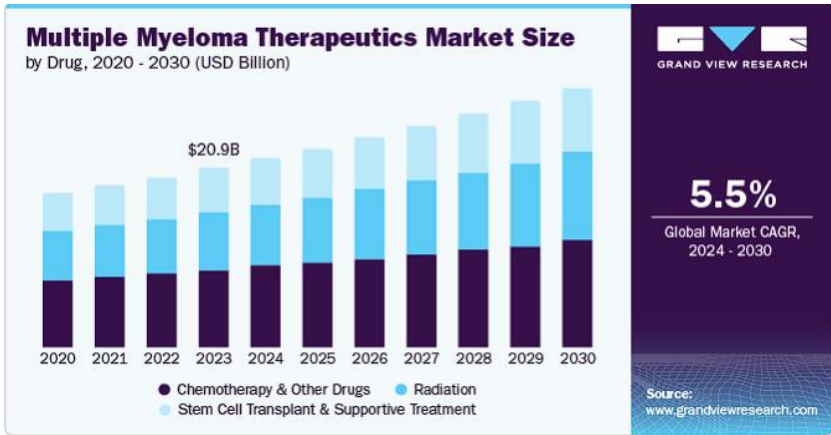
- 制造CAR-T的核心瓶颈之一是病毒载体。传奇生物通过双重布局，既利用了强生的全球供应链，又在Raritan基地实现了载体生产的内部化，**具有难以复制的产能优势**
- Raritan基地目前是美国最大的细胞治疗制造中心，支持每年10,000剂次的产能，且计划扩充至20,000剂次

3. 下沉渠道的先发优势

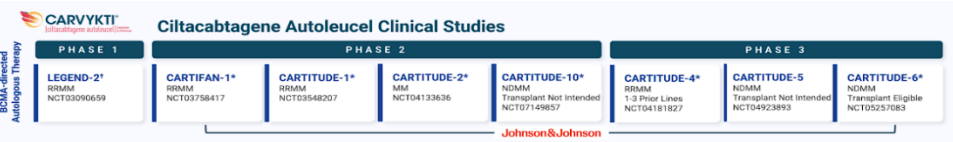
- 强生在全球血液瘤领域的统治力为传奇生物提供了强大的渠道背书。Carvykti目前已覆盖14个国家的294个治疗网点
- 传统CAR-T局限于大型学术中心，目前唯有Carvykti完成下沉市场（美国社区医院）的渗透。先发优势使传奇生物可以**收集真实世界数据并巩固品牌忠诚度**。

市场空间和增长潜力

- 从整体空间容量来看，目前多发性骨髓瘤（下简称MM）的**市场容量正从2023年的200亿美元向2030年的300亿美元跨越**，主要推动力来自诊断能力提升和创新疗法引入



- 最新研究的成功Carvykti获批用于早期复发患者（2-4线），粗略估算这一患者群体数量是**末线患者的3-5倍**。目前产品处在**快速放量期**。
- 正在进行的CARTITUDE-5和CARTITUDE-6研究一旦成功，CAR-T将从一种“补救措施”转变为“首选方案”，其市场空间将彻底打开。



- 目前BCMA靶点疗法在2-4线社区治疗中的份额仅有5%，单纯通过渠道下沉，Carvykti仍有巨大的内生增长动力。
- 公司最新季报显示2025年给药患者突破10,000人次，根据上述预测，**预估30年前可达50,000人次（中性）**

• 公司治理:

- 1. 高管水平

- 包括CEO黄颖、产品总经理Alan Bash、研发总裁方国伟在内的高管团队均具有生物科学和金融双背景。CEO黄颖在多年华尔街分析师经历前兼有哥伦比亚大学化学博士学位，具有过硬专业实力。
- 高管薪酬结构深度挂钩长期商业化里程碑和盈利指标，确保了管理层利益与小股东利益的一致性。此外，董事会引入具有深厚美国药政和资本背景的独立董事，进一步强化了治理结构的国际化。

- 2. 去母公司化

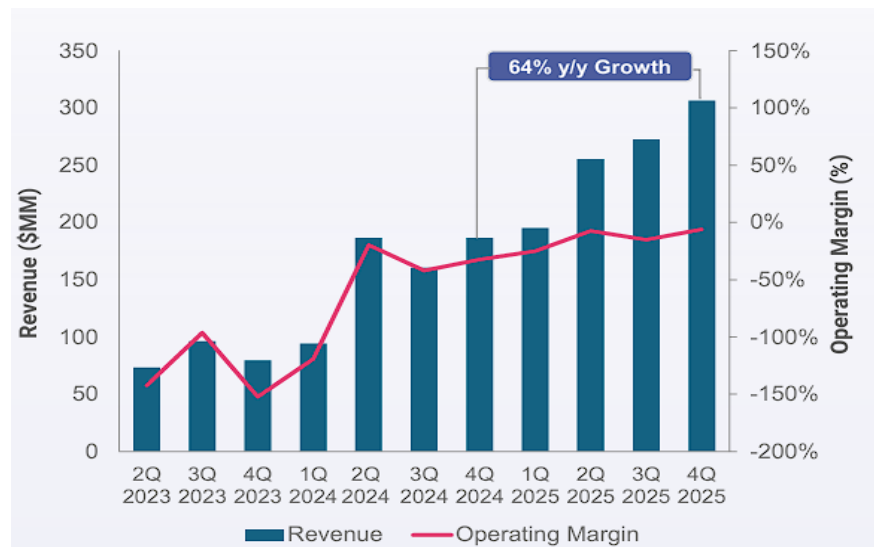
- 长期以来，传奇生物被市场视为有中概股背景，在地缘政治紧张局势下（如BIOSECURE Act）承受了不相称的估值折价
- 事实上，2024年10月，公司终止了母公司金斯瑞（GenScript）的酌情投票代理权。金斯瑞目前的表决权降至约47.6%，不再拥有单方面控制权
- 这种转型使得传奇生物在法律意义上更像一家真正的全球性（美基）生物科技公司，有助于吸引更多对冲合规风险的机构投资者



• 财务表现:

- 1. 收入方面

- 传奇生物当前财务状况稳健，无债务风险，现金储备充足，资本结构极简，符合临床商业化初期企业的典型特征。收入结构高度集中于协作收入，盈利完全依赖外部授权协议，不具备自主销售能力与成本控制能力，盈利可持续性受制于强生商业化表现与适应症扩展进度。
- 尽管如此，参考强生与Genmab类似的合作模式，以及公司25年全年平稳的收入表现，我们对未来现金流有乐观预期。



- 2. 费用方面

- 费用端，研发投入yoy下降3%，SGA上升22%，变化幅度平稳
- 研发费用被更多投入于in vivo体内Car-T实验，该管线无疑是26年潜在增长的最大催化剂，由于是业界开创性的前端研究，其胜率存疑。

• 基本信息

- MM治疗临床指南：一线患者首选自体干细胞移植和CD38单抗；二线患者首选达雷妥尤单抗四联疗法；三线至末线考虑Car-T和双抗，二者的靶点均为BCMA。
- 目前的治疗方案使MM演变为一种不可治愈的慢性病，绝大多数患者最终会经历多次复发，并对现有疗法产生耐药性，演变为复发/难治性多发性骨髓瘤
- 目前Carvykti主要战场仍是三线到末线患者，正在蚕食二线市场

• Car-T竞品对比

核心指标	Carvykti (LEGN/JNJ)	Abecma (BMS/2seventy)	Anito-cel (Arcellx/Gilead)
ORR (末线)	97.9%	73%	96%
sCR/CR 率	80% (CARTITUDE-1)	33% (KarMMa)	74% (iMMagine-1)
PFS (中位)	未达到/50.4月	8.8个月	趋势向好
帕金森发生率	2.9% - 12%	极低	0 (目前小样本)
商业化进度	1L/2L/5L 布局	3L/5L 布局	关键2期进行中

- 在治疗MM的Car-T产品中，Carvykti在治疗率和生存时间上表现最好，最大缺点是存在帕金森神经毒性。其竞品Anito-cel宣称的零帕金森发生率是关键风险因素。考虑到Carvykti在商业化布局 and 渠道下沉上存在先发优势，并且可以通过持续放量摊薄成本，我们认为Carvykti在短期内仍然是MM Car-T疗法的主要选择。

• Car-T与特异性双抗对比（以强生的Tecvayli为例）

	Car-T (Carvykti)	双抗 (Tecvayli)
价格	单次46.5万美元	3.95万美元/月 * 10
给药周期	单次	平均疗程10个月
给药效果	ORR=97%	ORR=70%，联合给药可达90%以上
制备时间	2-3个月	现货供应

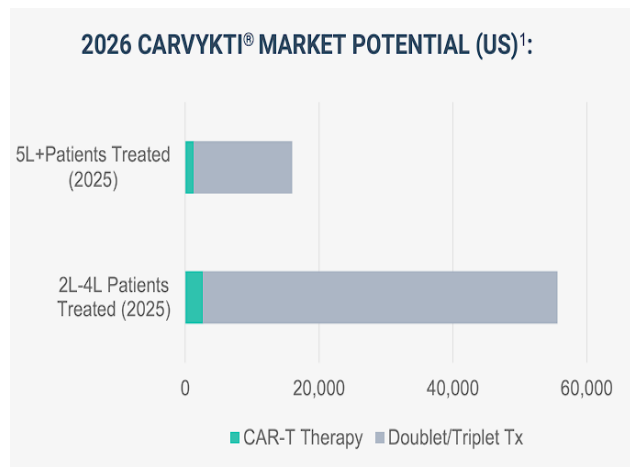
- 对比可知，Car-T的优势在于疗效深度和一劳永逸的特性，而双抗则更类似传统的创新药，二者仅在针对靶点上存在竞争关系，实际上并不服务于同一客群，反而呈现互补的特点。
- 最新的临床研究发现，先使用双抗可能会损害T细胞的“适存性”从而降低后续CAR-T治疗的成功率和制备成功率。因此，最新的临床共识倾向于“先CAR-T，后双抗”。
- 不可否认，二者目前的增长空间都来自于对传统旧方案的替代。2026年初的数据显示，在二线至四线（2L-4L）社区实践中，所有BCMA靶向疗法的合计市场份额仅为5%，意味着未来5年两者共同“做大蛋糕”的空间远大于内部存量博弈。
- 根据上述对比，结合Carvykti的最新管线研究和Car-T早线化的趋势，我们预期5年内Carvykti将占据免疫情况良好的二三四线市场，双抗则占据当前Car-T的生态位，吃掉末线市场的份额。
- 基于上述分析，我们的量化分析以二三四线渗透增长作为短期内的增长驱动，暂不考虑一线治疗拓展和体内in vivo Car-T研究的增长因素，因为它们有较高不确定性

核心预期-基于市场空间和成功先例

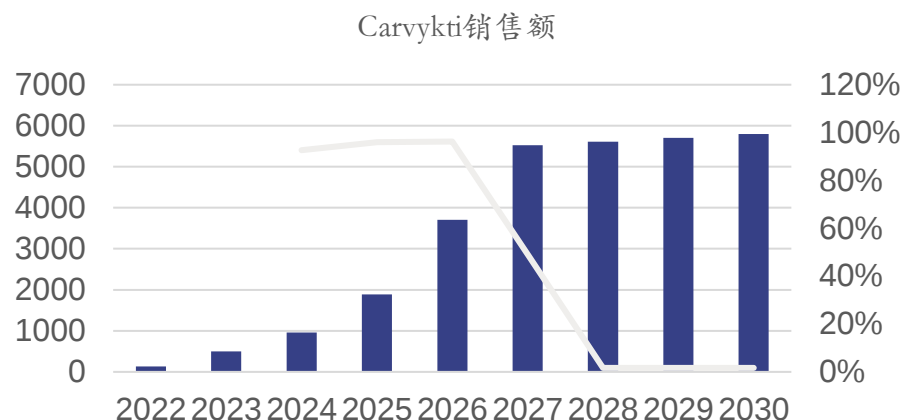
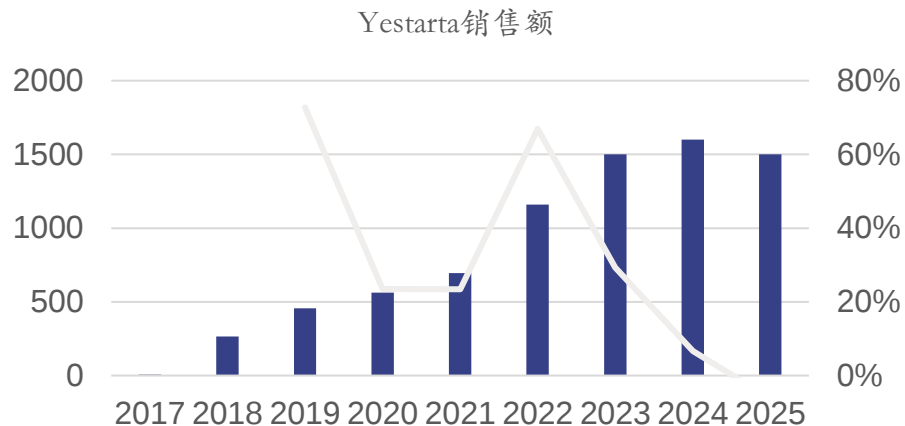


- 市场空间：未来有多少MM患者？多少可以被Car-T治疗？
- 二线获批后的销售额增长（以Yescarta为例）

- 患者结构分析：美国MM发病率稳定，受老龄化和诊断水平上升影响有上升趋势。以2024,2025年新增36,000病例保守估计，未来5年年增病例数36,000；2025年末时点数据一线约87,000人，2-4线约56,000人，末线约18,000人。由于MM慢性病特点，经治患者会在二线之后囤积，加上四线之后患者死亡率明显提升，我们预期二三四线患者基数将不断增加，这与Carvykti的主要客群相符合。



- 然而，Car-T和双抗昂贵的价格限制了渗透率上限，参考治疗淋巴瘤的成熟Car-T产品Yescarta（约15%渗透率），考虑优秀的下沉渠道覆盖，我们设置20%的2-4线渗透率上限，受双抗竞争影响，末线渗透率缩水至5%。若in vivo Car-T进展顺利并于27年获批，我们保守赋予一线市场5%渗透率。
- 这意味着，我们认为市场高估了双抗对Car-T疗法的竞争挤压，而维持对Car-T在早线渗透率的较高预期；此外，我们将理性观望in vivo Car-T研究进展，并就这一点做保守预期。



- 如图所示，模拟Yescarta在2022年二线获批后产能在2年内迅速达峰，而后受到竞品挤压空间。考虑2027年anito-cel FDA获批上市产生的竞争影响，仅考虑二线获批驱动，我们对Carvykti的销售峰值预估为55亿美元。
- 若考虑in-vivo Car-T，则上升至73亿美元

估值与择时-是否好价格?



- 1. 定量分析：相对估值
- 由于DCF估值依赖过多不甚可靠的假设，我们仍使用相对估值。
- 鉴于目前公司仍处在扭亏为盈的节点，我们对当下时点做PS估值，对未来2年做PE估值。
- PS估值的可比标的为：Iovance Biotherapeutics (IOVA.O) (PS=6.03) 和Autolus Therapeutics (AUTL) (PS=5.65) 取均值，二者均为单细胞疗法产品且处在商业化进程中的biotech
- PE估值的可比标的为10家涉及细胞疗法的美股biotech中位值，包括：艾伯维、安进、吉利德科学、福泰制药、再生元制药、ARGENX SE、阿里拉姆制药、INSMED、NATERA、REVOLUTION MEDICINE。

	2025 (PS)	2026E (PE)	2027E (PE)
LEGN	3.81	33.3	8.19
标的	11.68	24.98	21.29

标的盈利预测	2025	2026E	2027E
销售额	1,887	3,703.5	5,520
营业收入	1,029	1,951.8	2,860
毛利率	<0	61%	64%
归母净利润	<0	117.6	477.9

- 2. 定性分析：总结
- 尽管估值结果给出了喜人的数字，我们仍需担忧其中量化假设的可靠性。
- 定性地讲，我们仍认为当下价格（4月20日数据，约19美元）值得买入进行左侧布局，原因如下：
 - 市场错判，夸大了：1) 地缘政治对传奇生物的影响（尤其是25年末的Biosecure ACT）；2) 特异性双抗药物对Car-T疗法市场上限的挤占。
 - 即使不考虑拓展一线治疗市场和in-vivo的潜在价值等风险因子，2-4线市场仍存在高额可转化空间（20%），安全边际可靠
 - 参考成熟产品Yescarta，二线市场一旦获批，若产能跟上，销售额可在短期内迅速增长

