

持有

2024年8月27日

替尔泊肽强劲放量引领惊艳业绩，多条管线突破催生多点开花

► **2024Q2 收入利润大超预期：**2024Q2 公司营收 113 亿美元（同比+36%，下同），毛利 91.3 亿美元（+40%），毛利率 80.8%（+2.2pp）。研发费用 27.1 亿美元，研发费用率 24%（-4.4pp）。营销、销售和管理费用 21.2 亿美元（+10%），费用率 18.7%（-4.5pp）。与预期诉讼付款相关的资产减值、重组及其他专项费用 4.35 亿美元。净利润 29.67 亿美元（+56%）净利率 26.3%（+3.4pp）。每股收益达 3.28 美元。Non-GAAP 每股收益 3.92 美元。收入端与利润端的强劲表现大超预期。

► **替尔泊肽强劲放量，产能扩张持续推进：**2024Q2 代谢板块收入增长 50%至 75.1 亿，最大的贡献来自替尔泊肽的放量。Mounjaro 销售环比增长 71%至 30.9 亿美元。Zepbound 销售环比增长 140%至 12.4 亿美元。市场对 GLP-1 的需求强烈，产能是制约其放量的最主要因素。Mounjaro 自 2022 年底就被列入 FDA 药品短缺名单，Zepbound 也在 2024 年 4 月被列入名单。而 8 月 7 日，FDA 宣布两款药品结束了短缺状态，也充分展现了礼来在产能扩张方面的投入卓有成效。公司预计，2024H2 替尔泊肽的产能将为 2023H2 的 1.5 倍，而位于北卡罗来纳州的新工厂也将在年底开始生产替尔泊肽，并于 2025 年起供应市场。产能与供货改善也将为替尔泊肽下半年的继续放量提供有力的支持。此外胰岛素产品的销售收入意外增长也为代谢板块收入提供了 1.8%的增速。

► **多条管线持续推进，促进公司全面增长：**目前唯一获批早期乳腺癌辅助治疗的 CDK4/6 抑制剂阿贝西利保持高速增长（+44%），第三代 BTK 抑制剂 Pirtobrutinib 也取得了非常可观的放量（+540%）。二者带动肿瘤板块实现了 29%的销售增长。下半年，新一代雌激素受体降解剂 Imlunestrant 将读出乳腺癌三期临床数据，并递交上市申请。自免板块 Q2 收入增长 17%，下半年 IL-13 单抗 Lebrikizumab 有望在美国获批用于特异性皮炎，促进自免板块的进一步增长。公司 7 月收购 Morphic，进一步丰富了其在炎症性肠病的布局，也为未来自免板块的发展提供了新的动力。神经板块 Q2 收入下滑 12%。Donanemab 在美国成功获批上市，为阿尔茨海默病早期患者带来新的希望，也有望逆转失去奥氮平后的神经板块收入颓势。下半年 Donanemab 有望更进一步，在欧洲和日本获批。

► **目标价 959.49 美元，持有评级：**我们采用 DCF 为公司估值，其中 WACC 为 7.3%，永续增长为 3%，测算得出目标价 959.49 美元，较现价有 0.9%上升空间，持有评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	医药
股价	950.53 美元
目标价	959.49, 美元 (+0.9%)
股票代码	LLY
已发行股本	9.504 亿股
市值	9034 亿美元
52 周高/低	972.53/511.54 美元
每股净资产	14.27 美元
主要股东	Lilly Endowment (10.24%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	28,541	34,124	46,037	56,989	67,605
增长	0.8%	19.6%	34.9%	23.8%	18.6%
净利润	6,245	5,240	13,747	18,325	23,850
增长	-7.3%	-16.1%	162.3%	33.3%	30.1%
净利润率	21.9%	15.4%	29.9%	32.2%	35.3%
每股盈利(美元)	6.90	5.80	15.20	20.27	26.38
市盈率@950.53美元	137.8	163.9	62.5	46.9	36.0
每股派息	4.1	4.7	6.8	9.1	11.9
派息率	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%

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

财务报表摘要

百万人民币，财务年度截至12月31日

损益表	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	财务分析	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	
营业收入	28,541	34,124	46,037	56,989	67,605	盈利能力						
营业成本	6,630	7,082	8,655	10,543	12,304	经营利润率 (%)	25.0%	18.9%	33.7%	35.7%	39.1%	
毛利润	21,912	27,042	37,382	46,446	55,301	EBITDA 利润率 (%)	30.1%	23.4%	37.6%	39.1%	42.2%	
销售行政费用	6,440	7,403	9,438	11,398	12,169	净利率 (%)	21.9%	15.4%	29.9%	32.2%	35.3%	
研发开支	7,191	9,313	11,970	14,247	16,225	营运表现						
已收购在研项目研发费用	909	3,800	442	442	442	研发费率 (%)	25.2%	27.3%	26.0%	25.0%	24.0%	
其他损益	245	68	-	-	-	SG&A/收入 (%)	22.6%	21.7%	20.5%	20.0%	18.0%	
经营盈利	7,127	6,458	15,533	20,359	26,465	实际税率 (%)	8.3%	20.1%	14.0%	13.0%	13.0%	
其他收入及收益	(52)	409	1,061	1,313	1,558	股息支付率 (%)						
财务费用	(269)	(312)	(609)	(609)	(609)	应付账款天数		83	106	129	136	141
税前盈利	6,806	6,555	15,985	21,063	27,413	应收账款天数		81	87	80	79	79
所得税	562	1,314	2,238	2,738	3,564	存货周转天数		224	247	270	271	276
利润总额	6,245	5,240	13,747	18,325	23,850	财务状况						
折旧及摊销	1,523	1,527	1,795	1,925	2,046	负债/权益	3.6	4.9	3.0	2.1	1.6	
EBITDA	8,598	7,985	17,328	22,283	28,511	收入/总资产	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	
						总资产/股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
每股盈利(元)	6.90	5.80	15.20	20.27	26.38	息税前保障倍数	26.5	22.0	27.2	35.6	46.0	
增长						净资产收益率	58.0%	48.2%	71.3%	61.1%	54.5%	
营业收入 (%)	0.8%	19.6%	34.9%	23.8%	18.6%	现金流量表						
EBITDA (%)	30.1%	23.4%	37.6%	39.1%	42.2%	净利润	6,245	5,240	13,747	18,325	23,850	
每股收益 (%)	12.7%	-15.9%	162.1%	33.3%	30.1%	营运资金变化	(1)	(3,055)	(170)	(1,224)	(1,020)	
资产负债表	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测	折旧摊销	1,523	1,527	1,795	1,925	2,046	
现金	2,067	2,819	8,889	16,331	27,136	其他营运资金变化	(181)	527	1,293	1,071	1,071	
应收账款和票据	8,559	11,336	13,854	16,876	19,695	营运现金流	7,586	4,240	16,665	20,097	25,947	
存货	4,310	5,773	7,055	8,594	10,029	资本开支	(1,854)	(3,448)	(3,967)	(3,967)	(3,967)	
其他流动资产	3,099	5,799	7,734	9,512	11,236	其他投资活动	(1,909)	(3,705)	(442)	(442)	(442)	
总流动资产	18,035	25,727	37,531	51,312	68,096	投资活动现金流	(3,763)	(7,153)	(4,409)	(4,409)	(4,409)	
非流动资产						派息	(3,536)	(4,069)	(6,186)	(8,246)	(10,732)	
固定资产	10,144	12,914	14,802	16,559	18,193	债权变化	-62.00	8,649.90	0.00	0.00	0.00	
无形资产	11,280	11,846	12,130	12,415	12,702	其他融资活动现金流	(1,809)	(1,085)	-	-	-	
其他非流动资产	10,032	13,519	13,519	13,519	13,519	融资活动现金流	(5,407)	3,496	(6,186)	(8,246)	(10,732)	
总资产	49,490	64,006	77,983	93,805	112,510	现金变化	(1,752)	752	6,070	7,442	10,806	
流动负债						汇兑损益	-168	169	-	-	-	
短期借款	1,501	6,905	6,905	6,905	6,905	期初持有现金	3,819	2,067	2,819	8,889	16,331	
应付账款和其他应付款	11,775	15,938	21,503	26,617	31,576	期末持有现金	2,067	2,819	8,889	16,331	27,136	
其他流动负债	3,863	4,451	4,451	4,451	4,451							
总流动负债	17,138	27,293	32,858	37,972	42,931							
长期借款	14,738	18,321	18,321	18,321	18,321							
其他固定负债	6,839	7,529	7,529	7,529	7,529							
总负债	38,714	53,143	58,707	63,822	68,780							
股东权益	10,775	10,864	19,276	29,984	43,730							
负债权益合计	49,490	64,006	77,983	93,805	112,510							

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。