礼来（LLY）

首发报告

买入

2024 年 12 月 9 日

替尔泊肽将继续拉动公司收入快速增长

- **24 年 Q3 收入+20%至 114.4 亿美元：**24 年 Q1 收入同比+20%至 114.4 亿美元，2023 年 Q3 出售奥氮平产品组合（Zyprexa）权利带来的 14.2 亿美元收入，如果不包括奥氮平收入，则 Q3 总收入增长 42%，全球销量增长 36%,销量增长主要得益于 Mounjaro 和 Zepbound 的增长,但是非 GLP-1 产品的收入也增长了 17%（包括肿瘤学、免疫学和神经科学产品组合）。有利的产品组合和价格致使毛利率同比+0.6 个百分点至 81.0%，研发费用同比+14%至 27.3 亿美元，研发费率同比-1.5 个百分点至 23.9%，因收购 Morphic 公司（α4β7 整合素小分子）导致收购在研项目研发费用达 28.3 亿美元。销售管理费用同比增长 16.4%至 21.0 亿美元，S&GA 费率同比下降 0.6 个百分点至 18.4 %。综上所述，公司 GAAP 净利润同为 9.7 亿美元，EPS 为 1.07 美元，24 年 1 季度公司分红 10 亿美元。
- **各版块表现情况：**1、代谢板块：24 年 Q3 收入同比增长 57%至 74.1 亿美元，其中替尔泊肽 Tirzepatide 收入增长 210%至 43.7 亿美元，其中降糖版 Mounjaro 在美国总处方市场份额（TRx SOM）为 34%，减肥版 Zepbound 总处方市场份额 43%。FDA 已将替而泊肽从药物短缺数据库中删除，为期 176 周的 SURMOUNT-1 研究显示 tirzepatide 将患有糖尿病前期、肥胖或超重的成年人罹患 2 型糖尿病的风险降低了 94%。另 Zepbound 在头对头试验中优于 Wegovy® (semaglutide)，平均减重 20.2% vs. 13.7%。2、神经科学板块： 因去年同期出售奥氮平的影响，Q3 收入同比-80%至 3.5 亿美元，Q3 美国、日本和英国批准公司阿尔兹海默症药物 Kisunla，Kisunla 通过改良滴定法将 ARIA-E（脑水肿）的发生率从 24%降低至 14%。3、免疫板块：Q3 收入同比增长 20%至 11.9 亿美元,其中 Taltz（IL-17A）由于价格和需求增加，其 Q3 收入+18%至 8.8 亿美元，FDA 本季度批准 Ebglyss(IL-13)的中重度特应性皮炎适应症上市。4、肿瘤板块： Q3 收入同比增长 28%至 22.3 亿美元,其中 Verzenio（CDK4/6）受早期乳腺癌指征的推动，其收入+32%至 13.7 亿美元。5、其他板块 Q3 收入-5%至 2.6 亿美元。
- **目标价 981.8 美元，买入评级：** 公司预计 Q4 收入增长达 50%，全年收入 454-460 亿美元，EPS 12.1-12.6 美元。我们假设 WACC 为 7%，永续增长为 3.0%进行 DCF 估值，测算得出合理估值为 9320 亿美元，对应目标价 981.8 美元，较现有价格有 18.8%上升空间，给予买入评级。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

主要资料

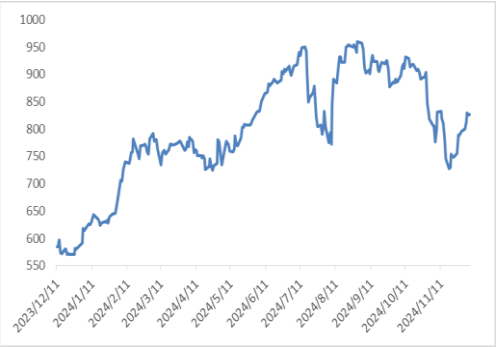
行业	医药行业
股价	827 美元
目标价	981.8 元
	(+18.8%)
股票代码	LLY
已发行股本	9.49 亿股
总市值	7848 亿美元
52 周高/低	970.9 美元/563.3 美元
每股净资产	11.3 美元
主要股东	Lilly endowment 10.98%

表：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	45,777	60,649	72,387
增长	0.8%	19.6%	34.1%	32.5%	19.4%
净利润	6,245	5,240	11,029	19,548	24,337
增长	-7.3%	-16.1%	110.5%	77.2%	24.5%
净利润率	21.9%	15.4%	24.1%	32.2%	33.6%
每股盈利(美元）	6.90	5.80	12.20	21.62	26.91
市盈率@826.71美元	119.8	142.5	67.8	38.2	30.7
每股派息	4.1	4.7	5.5	9.7	12.1
派息率	0.5%	0.6%	0.7%	1.2%	1.5%

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
营业收入	28,541	34,124	45,777	60,649	72,387
营业成本	6,630	7,082	9,155	11,826	13,754
毛利润	21,912	27,042	36,622	48,822	58,634
销售行政费用	6,440	7,403	8,469	10,917	12,668
研发开支	7,191	9,313	11,215	14,556	17,011
已收购在研项目研发费用	909	3,800	3,091	-	-
其他损益	245	68	-	-	-
经营盈利	7,127	6,458	13,330	23,350	28,955
其他收入及收益	(52)	409	375	497	593
财务费用	(269)	(312)	(575)	(575)	(575)
税前盈利	6,806	6,555	13,130	23,272	28,973
所得税	562	1,314	2,101	3,723	4,636
利润总额	6,245	5,240	11,029	19,548	24,337
折旧及摊销	1,523	1,527	1,870	1,995	2,112
EBITDA	8,598	7,985	15,200	25,345	31,067
每股盈利(元)	6.90	5.80	12.20	21.62	26.91
增长					
营业收入 (%)	0.8%	19.6%	34.1%	32.5%	19.4%
EBITDA (%)	30.1%	23.4%	33.2%	41.8%	42.9%
每股收益 (%)	12.7%	-15.9%	110.3%	77.2%	24.5%

财务分析	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	25.0%	18.9%	29.1%	38.5%	40.0%
EBITDA 利润率(%)	30.1%	23.4%	33.2%	41.8%	42.9%
净利率(%)	21.9%	15.4%	24.1%	32.2%	33.6%
营运表现					
研发费率 (%)	25.2%	27.3%	24.5%	24.0%	23.5%
SG&A/收入(%)	22.6%	21.7%	18.5%	18.0%	17.5%
实际税率 (%)	8.3%	20.1%	16.0%	16.0%	16.0%
股息支付率 (%)					
应付账款天数	83	106	121	125	134
应收账款天数	81	87	83	81	83
存货周转天数	224	247	264	264	277
财务状况					
负债/权益	3.6	4.9	3.3	2.2	1.6
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
息税前保障倍数	26.5	22.0	23.8	41.5	51.4
净资产收益率	58.0%	48.2%	61.3%	66.6%	56.1%

资产负债表	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
现金	2,067	2,819	5,391	12,879	23,959
应收账款和票据	8,559	11,336	14,655	18,930	22,015
存货	4,310	5,773	7,463	9,640	11,211
其他流动资产	3,099	5,799	7,692	10,106	12,012
总流动资产	18,035	25,727	35,200	51,555	69,197
非流动资产					
固定资产	10,144	12,914	15,732	17,424	18,998
无形资产	11,280	11,846	12,124	12,404	12,685
其他非流动资产	10,032	13,519	13,519	13,519	13,519
总资产	49,490	64,006	76,576	94,902	114,399
流动负债					
短期借款	1,501	6,905	6,905	6,905	6,905
应付账款和其他应付款	11,775	15,938	21,381	28,327	33,810
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	32,736	39,682	45,165
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	58,585	65,531	71,014
股东权益	10,775	10,864	17,990	29,371	43,385
负债权益合计	49,490	64,006	76,576	94,902	114,399

现金流量表	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
净利润	6,245	5,240	11,029	19,548	24,337
营运资金变化	(1)	(3,055)	(1,458)	(1,921)	(1,079)
折旧摊销	1,523	1,527	1,870	1,995	2,112
其他营运资金变化	(181)	527	4,152	629	629
营运现金流	7,586	4,240	15,594	20,251	25,999
资本开支	(1,854)	(3,448)	(4,967)	(3,967)	(3,967)
其他投资活动	(1,909)	(3,705)	(3,091)	-	-
投资活动现金流	(3,763)	(7,153)	(8,058)	(3,967)	(3,967)
派息	(3,536)	(4,069)	(4,963)	(8,797)	(10,952)
债权变化	-62.00	8,649.90	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(1,809)	(1,085)	-	-	-
融资活动现金流	(5,407)	3,496	(4,963)	(8,797)	(10,952)
现金变化	(1,752)	752	2,573	7,487	11,081
汇兑损益	-168	169	-	-	-
期初持有现金	3,819	2,067	2,819	5,391	12,879
期末持有现金	2,067	2,819	5,391	12,879	23,959

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

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。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。