

买入

2025 年 3 月 20 日

替尔泊肽增长空间广大，肿瘤板块新秀蓄势待发

► **2024Q4 及全年业绩表现：**2024Q4 公司实现营收 135 亿美元（同比+45%，下同），毛利 111 亿美元（+47.1%），毛利率 82.2%（+1.3pts），研发费用率 22.3%（-5.1pts），销售、一般和管理费用率 17.9%（-2.7pts），净利润 44.1 亿美元（+101.4%），净利率 32.6%（+9.2pts）。整体业绩表现相比 Q3 有较大提升。全年营收 450 亿美元（+32.0%），毛利率 81.3%（+2.1pts），研发费用率 24.4%（-2.9pts）。销售、一般和管理费用率 19.1%（-2.6pts）。净利润 106 亿美元（+102.1%），净利率 23.5%（+8.1pts）。每股收益达 11.76 美元（+102.8%）。

► **替尔泊肽恢复环比增速，引领代谢板块强劲增长：**2024Q4 代谢板块收入同比增长 58.5%至 91.1 亿美元。替尔泊肽恢复增长动力，Mounjaro 和 Zepbound 分别实现了 13.4%和 51.6%的环比增长，证明其需求仍然强劲。但 Mounjaro 主导的实际药品价格下降导致收入仍然略低于预期。业绩期内 Zepbound 获批中重度睡眠呼吸暂停综合征新适应症。公司正积极开发更多适应症应用场景，以支持替尔泊肽成为多种慢性疾病的常规用药。并且随着替尔泊肽被移除出药品短缺名单，以及礼来产能方面的持续扩张，替尔泊肽仍然有非常广阔的增长空间。恩格列净同样取得了强劲的同比（+50.2%）和环比（+74.6%）增长，主要得益于海外市场的贡献。美国市场的销售由于际药品价格下降同比有所下降，但基本被增长的需求所抵消。

► **新药积极数据读出，期待推动肿瘤板块持续增长：**2024Q4 肿瘤板块实现收入 25.5 亿美元，主要得益于 CDK4/6 阿贝西利的持续放量，同比和环比分别达到+35.8%和+13.6%。非共价 BTK 抑制剂 pirtobrutinib 的 3 期 CLL 临床取得积极结果，在 BTK 经治患者中使疾病进展或死亡风险降低了 46%，这将有力支持其获得 FDA 完全批准。CHMP 也给予了积极评价，欧盟委员会将在 1-2 个月内决定是否批准 CLL 新适应症。口服 SERD imlunestrant 也公布了 3 期 EMBER-3 临床研究的数据，无论单药还是与阿贝西利联用，患者都获得了 PFS 获益。两款新药未来将与阿贝西利共同支撑肿瘤板块的增长。免疫、神经、其它板块分别实现收入 12.9 亿（+16.9%）、3.9 亿（+8.4%）、1.9 亿（-25.6%）。

► **目标价 972.42 美元，买入评级：**公司预计 2025 年收入 580-610 亿美元，EPS 22.05-23.55 美元。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 972.42 美元，较现价有 16.2%上升空间，买入评级。

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	837.01 美元
目标价	972.42 美元 (+16.2%)
股票代码	LLY
已发行股本	9.48 亿股
市值	7936.28 亿美元
52 周高/低	969.73/709.90 美元
每股净资产	14.97 美元
主要股东	Lilly Endowment (10.13%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	34,124	45,043	60,528	72,572	86,321
增长	19.6%	32.0%	34.4%	19.9%	18.9%
净利润	5,240	10,590	20,305	24,931	30,471
增长	-16.1%	102.1%	91.7%	22.8%	22.2%
净利率	15.4%	23.5%	33.5%	34.4%	35.3%
每股盈利(美元)	5.80	11.76	22.46	27.58	33.70
市盈率@837.01美元	144.3	71.2	37.3	30.4	24.8
每股派息	4.7	5.4	9.9	12.2	14.9
派息率	0.6%	0.6%	1.2%	1.5%	1.8%

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

百万美元，财务年度截至12月31日

损益表	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测	财务分析	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
营业收入	34,124	45,043	60,528	72,572	86,321	盈利能力					
营业成本	7,082	8,418	11,312	13,346	15,788	经营利润率 (%)	18.9%	28.6%	40.3%	41.1%	42.1%
毛利润	27,042	36,624	49,216	59,226	70,533	EBITDA 利润率 (%)	23.4%	32.6%	43.5%	43.9%	44.6%
销售行政费用	7,403	8,594	10,592	12,700	14,675	净利率 (%)	15.4%	23.5%	33.5%	34.4%	35.3%
研发开支	9,313	10,991	14,224	16,692	19,509	营运表现					
已收购在研项目研发费用	3,800	3,280	-	-	-	研发费率 (%)	27.3%	24.4%	23.5%	23.0%	22.6%
其他损益	68	-	-	-	-	SG&A/ 收入 (%)	21.7%	19.1%	17.5%	17.5%	17.0%
经营盈利	6,458	12,899	24,399	29,835	36,350	实际税率 (%)	20.1%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
其他收入及收益	409	387	520	623	741	股息支付率 (%)					
财务费用	(312)	(605)	(605)	(605)	(605)	应付账款天数	106	126	122	130	132
税前盈利	6,555	12,680	24,314	29,852	36,486	应收账款天数	87	81	78	81	81
所得税	1,314	2,090	4,008	4,921	6,015	存货周转天数	247	290	287	304	304
利润总额	5,240	10,590	20,305	24,931	30,471	财务状况					
折旧及摊销	1,527	1,767	1,945	2,053	2,153	负债/权益	4.9	4.5	2.7	1.8	1.4
EBITDA	7,985	14,666	26,344	31,887	38,503	收入/总资产	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
						总资产/股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
每股盈利 (美元)	5.80	11.76	22.46	27.58	33.70	息税前保障倍数	22.0	21.9	41.2	50.3	61.3
						净资产收益率	48.2%	74.2%	77.4%	61.1%	52.7%
增长						现金流量表	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
营业收入 (%)	19.6%	32.0%	34.4%	19.9%	18.9%	净利润	5,240	10,590	20,305	24,931	30,471
EBITDA (%)	23.4%	32.6%	43.5%	43.9%	44.6%	净利润变化	(3,055)	(5,385)	(4,244)	(2,761)	(3,452)
每股收益 (%)	-15.9%	102.8%	91.0%	22.8%	22.2%	折旧摊销	1,527	1,767	1,945	2,053	2,153
						其他营运资金变化	527	1,846	629	629	-
资产负债表	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测	营运现金流	4,240	8,818	18,636	24,852	29,173
现金	2,819	3,268	9,033	18,968	30,776	资本开支	(3,448)	(5,058)	(3,898)	(3,898)	(3,898)
应收账款和票据	11,336	13,275	17,839	21,046	24,897	其他投资活动	(3,705)	(4,244)	-	-	-
存货	5,773	7,589	10,198	12,031	14,233	投资活动现金流	(7,153)	(9,302)	(3,898)	(3,898)	(3,898)
其他流动资产	5,799	8,607	11,474	13,704	16,250	派息	(4,069)	(4,680)	(8,974)	(11,019)	(13,467)
总流动资产	25,727	32,740	48,544	65,750	86,156	债权变化	8,649.90	8,901.10	0.00	0.00	0.00
非流动资产						其他融资活动现金流	(1,085)	(2,991)	-	-	-
固定资产	12,914	17,102	18,859	20,507	22,052	融资活动现金流	3,496	1,230	(8,974)	(11,019)	(13,467)
无形资产	11,846	11,937	12,133	12,330	12,528	现金变化	752	450	5,764	9,936	11,808
其他非流动资产	13,519	16,936	16,936	16,936	16,936	汇兑损益	169	-297	-	-	-
总资产	64,006	78,715	96,472	115,522	137,673	期初持有现金	2,067	2,819	3,268	9,033	18,968
流动负债						期末持有现金	2,819	3,268	9,033	18,968	30,776
短期借款	6,905	5,117	5,117	5,117	5,117						
应付账款和其他应付款	15,938	16,862	22,659	27,167	32,314						
其他流动负债	4,451	6,398	6,398	6,398	6,398						
总流动负债	27,293	28,377	34,174	38,682	43,829						
长期借款	18,321	28,527	28,527	28,527	28,527						
其他固定负债	7,529	7,539	7,539	7,539	7,539						
总负债	53,143	64,443	70,239	74,748	79,895						
股东权益	10,864	14,272	26,232	40,773	57,777						
负债权益合计	64,006	78,715	96,471	115,521	137,672						

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。