

公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

礼来制药 (LLY US)

口服GLP-1小分子低于预期市场反应到位

- 口服GLP-1小分子Orforglipron 三期临床减重数据低于预期，市场大跌已反应未来商业化前景下修，但我们认为该药依然能获批上市
- 25 年二季度达到收入 156 亿/利润 56 亿，超预期，公司提高 25 年全年收入及盈利指引
- 维持增持评级，但下调目标价至964美元：看好公司各业务产品快速的增长潜力以及在临床执行方面的优势，建议长线资金逢低买入

口服GLP-1小分子数字迷思：减重平台是否是全品类的问题

礼来在二季报财务数据披露的同时，志愿公布了其口服 GLP-1 小分子 Orforglipron (简称OFG) 在减重人群的三期临床 (ATTAIN-1) 数据顶线结果。在针对肥胖成人患者的两项关键3期试验的首项试验中，服用最高剂量36mg的受试者在72周时平均减重27.3磅 (12.4%)，剂量12mg的试验组减重9.3%，剂量6mg的试验组减重7.8%，二安慰剂对照减重为0.9%。最高剂量组对比安慰剂对照，72周减重效果为11.5%，这一数据对比礼来2023年公布的二期36mg在36周的基于安慰剂对照后的减重数据11.4%，仅仅提高了0.3%。同时该数据也显著低于注射类的GLP-1产品及口服司美格鲁肽。市场因此对该数据反应负面，一方面来自之前极高的减重预期 (13-15%)，另一方面在未来中长期OFG药物商业化上，也因其便捷及较低的生产成本，市场已经给与了较高预期。我们认为市场对这一因素的股价回调合理，且对这一从二期到三期数据的迷思，在正文做了分析。

Tirz贡献二季度增速，肿瘤/免疫略低于预期，但全年指引上调

礼来在代谢糖尿病药物及肿瘤/免疫/中枢神经系统领域拥有均衡的产品组合。25年二季度，代谢糖尿病药物贡献收入73%达到历史新高，该业务在拳头产品替尔泊肽 (简称Tirz) 驱动下增长51%，其中糖尿病产品Mounjaro增长68%，减重及睡眠呼吸障碍品牌Zepbound增长172%，Tirz整体在单季度总收入已经达到86亿美元，超过竞争对手诺和诺德的司美格鲁肽历史单季度最高收入。在其它三个治疗领域，在二季度分别贡献了总收入的16%/8%/2%，增速分别为12%/16%/1%。我们看好中长期其免疫业务的强势增长，包括Jak抑制剂以及三款单抗药物，IL17单抗 Taltz，IL13单抗Ebglyss，以及其新推出的IL23单抗Omvoh，我们认为未来将驱动免疫学领域的高增长。

代谢管线的广泛性和深度布局值得投资者重新理解

我们看好礼来在代谢管线的长期布局和升级：除了替尔泊肽本身的适应症拓展，未来三靶点产品Retatrutide在MASH的突破以及小分子GLP-1 Orforglipron未来的上市。Lp(a)小核酸药物Lepodisiran和PCSK9治疗药物在降脂及心血管的推进。近期催化剂事件：替尔泊肽在心衰及心血管保护适应症的数据揭盲等。

维持增持评级，分类加总目标价下调至964美元

我们将分类加总估值目标价从1,072美元下调至964美元，12月目标价分别对应2026/2027年34x/28x P/E。主要风险：临床试验失败风险，销售不及预期风险，政府对其产品施压带来的降价风险。

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	34,124	45,043	62,197	74,585	90,718
同比变化	20%	32%	38%	20%	22%
毛利	27,041	36,624	51,623	62,279	76,203
净利润	5,240	10,590	20,106	24,555	30,389
同比变化	-16%	102%	90%	22%	24%
每股盈利 (美元)	5.8	11.7	22.2	27.2	33.6
市销率 (倍)	17	13	10	8	7
市盈率 (倍)	113	56	30	24	20
净资产收益率	49%	85%	92%	66%	55%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测，基于2025年8月10日收盘价

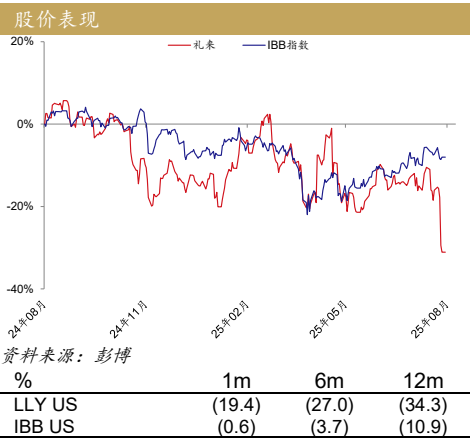
陈铸鸿, PhD
+852 3189 6354
jonahchen@cmschina.com.hk
陈泓道
+852 3189 6142
georgechen@cmschina.com.hk

最新变动

25年二季度业绩更新：盈利预测和目标价调整

增持

前次评级	增持
股价 (2025年8月10日)	626 美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	964 美元 (+54%)
前次目标价	1,072 美元



行业：医药医疗	
纳斯达克 (2024年8月8日)	16,660
IBB (2024年8月8日)	142
重要数据	
52周股价区间 (美元)	624-973
公司市值 (百万美元)	592,151
日均成交额 (百万美元)	3,134
主要股东	
Lilly Endowment, Inc	10.24%
Vanguard Group Inc	7.65%
Blackrock Inc.	6.87%
PNC Financial Services Group, Inc.	6.87%
自由流通量	68.37%

资料来源：公司、彭博

相关报告

- 全球医药、医疗行业 - 免疫与炎症新药研发系列 (二)：炎症性肠病 (推荐) (2025/4/24)
- 全球医药、医疗行业 - 代谢疾病新药研发系列 (二)：心血管/肾脏疾病 (推荐) (2024/7/25)
- 全球医药、医疗行业 - 阿尔兹海默新药开发：礼来多奈单抗获FDA专家委员会全票通过，诊疗手段柳暗花明 (推荐) (2024/6/17)
- 全球医药、医疗行业 - GLP-1药物市场 - 迈向千亿美元市场的征途 (推荐) (2024/5/9)

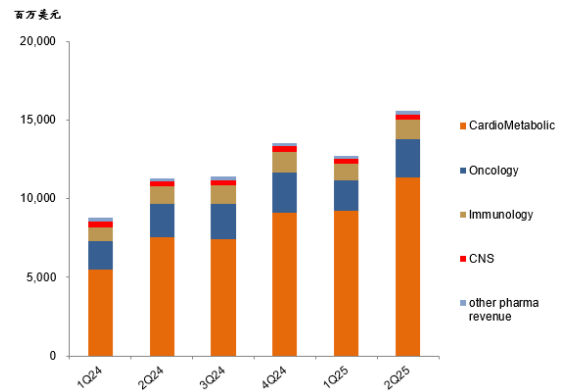
重点图表

图 1: 礼来提高了 2025 年全年收入及盈利指引

	Prior	Updated	Comments
REVENUE	\$58.0 – \$61.0 billion	\$60.0 – \$62.0 billion	Strength of underlying business and updated foreign exchange rate expectations
PERFORMANCE MARGIN ¹			
(GAAP)	40.5% – 42.5%	42.0% – 43.5%	Increased to reflect updated revenue growth expectations
(NON-GAAP)	41.5% – 43.5%	43.0% – 44.5%	
OTHER INCOME/(EXPENSE)			
(GAAP)	\$(850) – \$(750) million	\$(750) – \$(650) million	Decrease in net losses on investments in equity securities
(NON-GAAP)	\$(700) – \$(600) million	Unchanged	
TAX RATE			
(GAAP)	Approx. 17%	Approx. 19%	Reflects anticipated third quarter charge as a result of recently enacted U.S. tax legislation (GAAP)
(NON-GAAP)	Approx. 17%	Unchanged	
EARNINGS PER SHARE ²			
(GAAP)	\$20.17 – \$21.67	\$20.85 – \$22.10	
(NON-GAAP)	\$20.78 – \$22.28	\$21.75 – \$23.00	

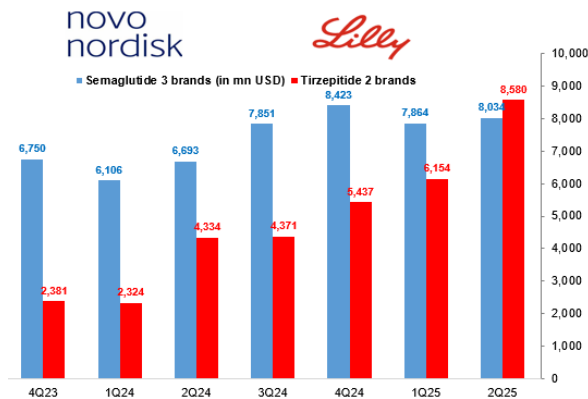
资料来源: 公司资料

图 2: 礼来各治疗领域按季度收入趋势, 糖尿病减重领域依然是 73% 的收入贡献来源



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图 3: 司美格鲁肽及替尔泊肽季度收入对比 (司美按照 USD/DKK 7:1 汇率进行转化), 替尔泊肽已经超过司美



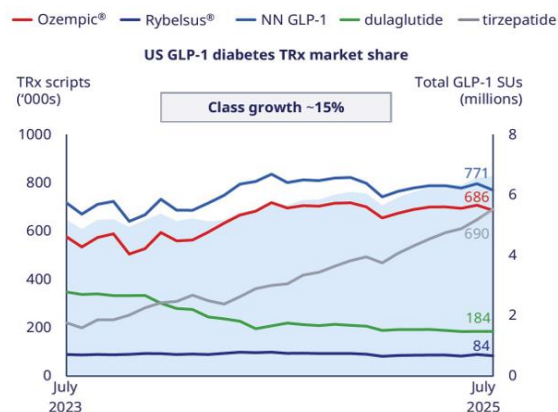
资料来源: 公司披露、招商证券 (香港)

图 4: 礼来 25 年三四季度主要临床及注册催化剂

PHASE 3 INITIATIONS	REGULATORY SUBMISSIONS
- Orforglipron for hypertension and overweight or obesity - Olumerasib for resected adjuvant NSCLC - Muvallapin for ASCVD - Retatrutide for chronic low back pain and overweight or obesity - Olumerasib for unresected NSCLC - Tirzepatide for type 1 diabetes - Orforglipron for OA¹ pain of the knee and overweight or obesity - Retatrutide and Tirzepatide for MASLD²	- Insulin efitora alfa for type 2 diabetes [US / EU ✓ / ✓] - Orforglipron for obesity [US/EU/✓] - Tirzepatide for cardiovascular outcomes [US] - Pirtobrutinib CLL full approval [US ✓] - Pirtobrutinib for 1L CLL [US/EU] - Tirzepatide for Pediatric and Adolescent type 2 diabetes [US ✓ / EU ✓ / ✓]
PHASE 3 DATA DISCLOSURES	REGULATORY ACTIONS
- Orforglipron for obesity [ATTAIN-1 ✓ / ✓ / ✓] - Orforglipron for type 2 diabetes [ACHIEVE-1 ✓ / ✓ / ✓] - Tirzepatide cardiovascular outcomes [SURPASS-CVOT] - Pirtobrutinib 1L CLL vs. BR³ [BRUIN CLL-313] - Pirtobrutinib 1L CLL vs. ibrutinib [BRUIN CLL-314] - Retatrutide for OA¹ pain of the knee and overweight or obesity [TRIUMPH-4]	- Mirikizumab for Crohn's disease [US ✓ / EU ✓ / ✓] - Tirzepatide for HFpEF [US ✓ / EU] - Imlunestrant ER+, HER2- mBC [US/✓] - Pirtobrutinib for CLL full approval [US / EU ✓ / ✓] - Donanemab for early Alzheimer's disease [EU]

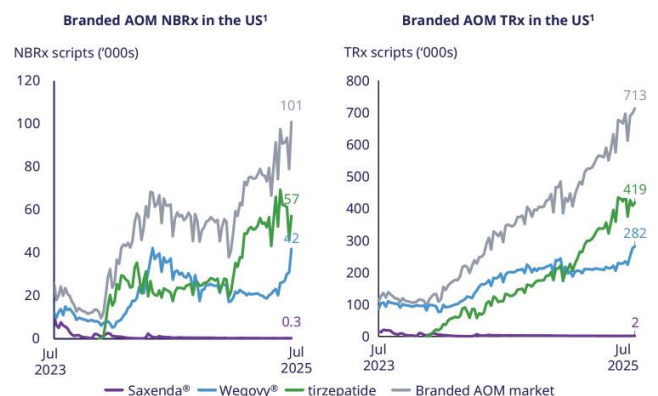
资料来源: 公司披露

图 5: 美国糖尿病市场各处方药物总处方量对比



资料来源: IQVIA 数据库, 诺和诺德 22 季度 PPT, 截至 7 月份

图 6: 美国 AOM 减重药不同 GLP-1 品牌销量

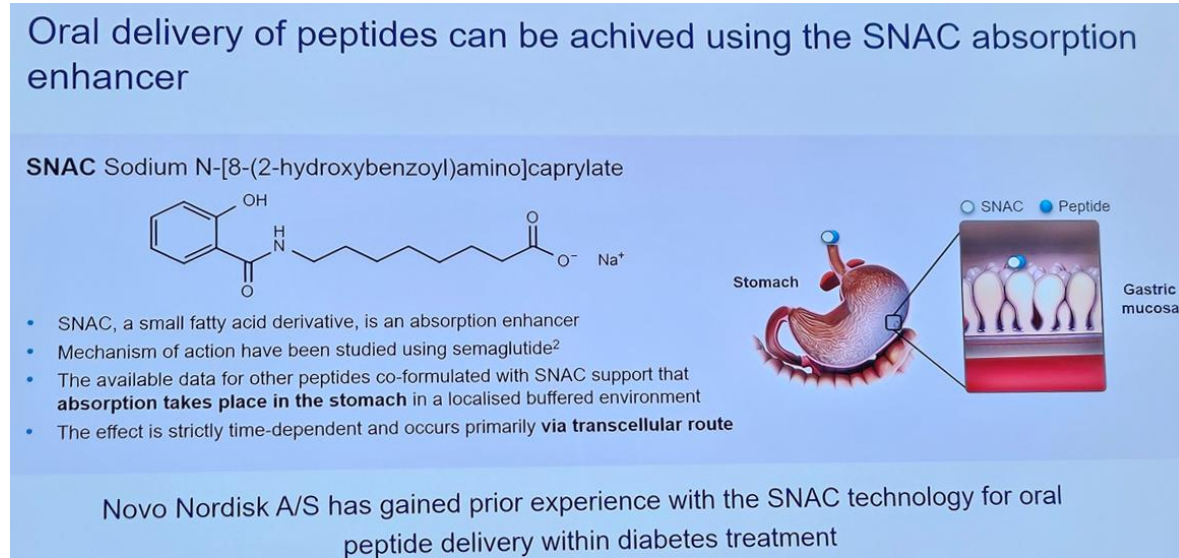


资料来源: IQVIA 数据库, 诺和诺德公司 25 年 2 季度 PPT

口服GLP-1小分子研发历程曲折及过往临床数据整理

司美格鲁肽和替尔泊肽等传统肽类药物，通过模拟人体内正常分泌的激素，增加胰岛素分泌，减缓胃肠道对葡萄糖的吸收，来降低血糖水平。同时通过减缓消化，来抑制食欲。诺和诺德的口服司美格鲁肽Rybelsus®作为首个获FDA批准的口服GLP-1RA，该口服制剂是司美和SNAC一起构成的配方，该药物需要在服用前空腹6小时，并在服用后至少等待30分钟才能进食或饮水，这对一些2型糖尿病患者而言可能不够方便。从吸收效率来看，口服司美格鲁肽仅有大约0.4~1%能够被吸收，其余部分会在胃肠道中降解，这与皮下注射司美格鲁肽89%的生物利用度相比明显较低。

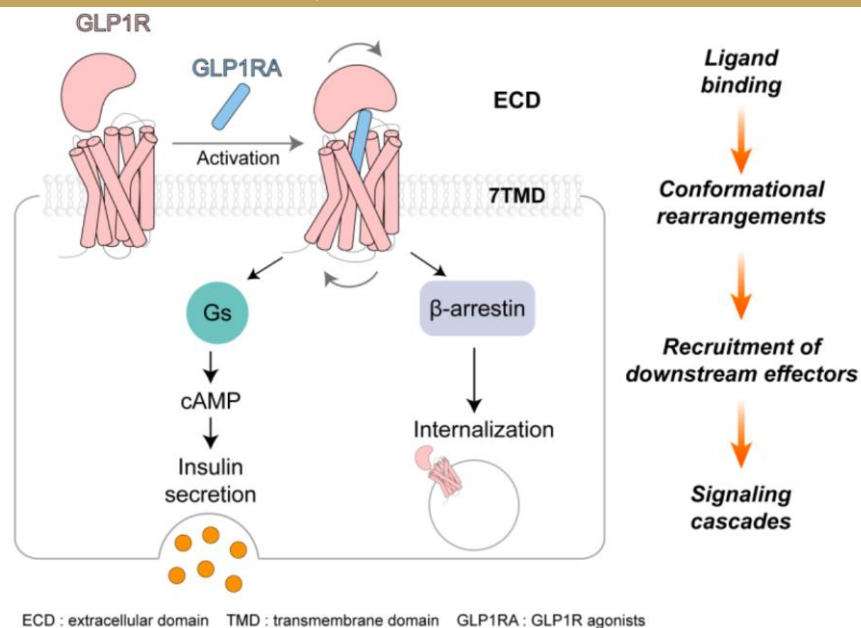
图7：理解口服肽司美格鲁肽/SNAC片剂的吸收机制



资料来源：招商证券（香港），诺和诺德

从传统肽类GLP-1（如诺和诺德Rybelsus）转向到口服小分子的开发，科研人员在寻找非肽类激动剂方面投入了巨大努力。这一挑战主要源于GLP-1作为一种分泌素类GPCRs，其天然配体是肽类激素，它们通过与受体的跨膜区域（TMD，由7个亚单位组成）中的一个大型开放口袋结合，以及与受体的外细胞域（ECD）的高亲和力相互作用来激活受体。不同的研发机构，通过Cryo-EM冷冻电镜的方法，需要能从极微观层面寻找到最合适的结合区域（binding domain），从而尽可能优化GLP-1RA和目标受体的激活效率。

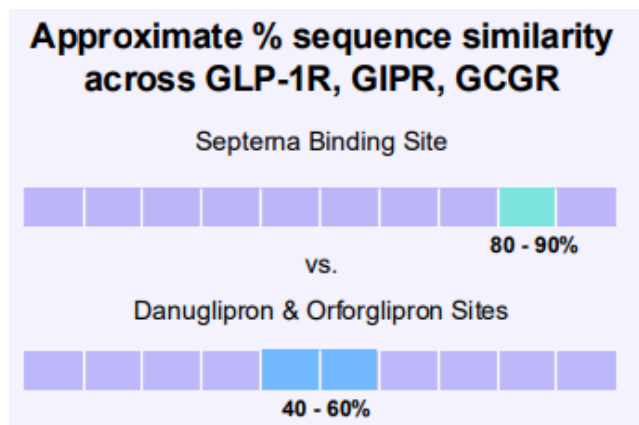
图8：GLP-1RA受体激动剂如何激活GLP-1受体，并在体内发挥作用的机制图



资料来源：招商证券（香港）

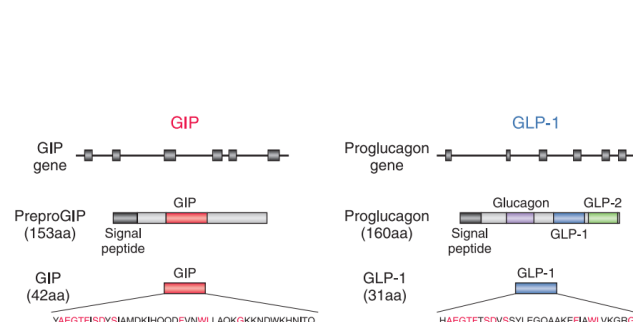
替尔泊肽 (Tirzepatide) 作为礼来研发的首款获批的GIP/GLP-1受体双重激动剂, 是一个39个氨基酸的多肽分子, 经过对天然的GIP上20位的赖氨酸中, 增加了一个20碳的脂肪酸和替换2和13位上的精氨酸为2-氨基异丁酸 (Aib) 修饰而得, 阻碍DPP-4降解以及能更好地和白蛋白结合延长半衰期, 其半衰期大致为5天。GLP-1R (胰高血糖素样肽-1), GIP-R (葡萄糖依赖性胰岛素释放肽)和GCG-R (胰高血糖素)另外两种受体, 和替尔泊肽有80-90%的序列相关性。也有公司尝试类似于做Tirzepatide的口服小分子版本, 希望通过一个小分子直接作用于多个与胰岛素分泌调节有关的受体。

图 9: GLP-1R/GIPR/GCGR 三者之间的序列相似性



资料来源: Septerna PPT

图 10: GIP 与 GLP-1 前体及肽的氨基酸序列



资料来源: Journal of Diabetes Investigation 2010

图11: 诺和诺德和礼来两大巨头的多靶点GLP1药物设计思路

GLP1, GIP和GCG的氨基酸序列同源性

● GIP ● GLP1 ● GCG ● aMeL13 (a-methyl-L-leucine)

○ Common ● Aib ● C-terminal extension of exendin-4

GIP 1 V A E G T F T S D V S S I A U K K I H G C D F V N W L D A C G K K K N S D N I T T

GLP1(7-37) 1 H A E G T F T S D V S S Y L E G C G A A A F E I A N L D R G R G

GCG 1 H S G G T F T S D V S K Y L S R A A D F V D Q L M N T

Semaglutide 1 H A E G T F T S D V S S Y L E G C G A A A F E I A N L D R G R G

Tirzepatide 1 V A E G T F T S D V S I L L K I A C G A F V N W L D A C G C S S G A P P S -NH₂

Retatrutide 1 V A E G T F T S D V S I L L K I A C G A F E V L D E G C P S S G A P P S -NH₂

• 多靶点肽是基于天然的GIP肽的骨架进行设计

• 通过添加一个基于exendin-4的12个氨基酸的C末端尾部来延长。

• Aib2 (α-氨基异丁酸) 增强了对二肽基肽酶IV (DPP-4) 裂解的抵抗力。

• 替尔泊肽中的Aib13被Retatrutide中的aMeL13 (α-甲基-L-亮氨酸) 所替代, 这有助于实现最佳的胰岛素敏感性和GIP活性。

• 替尔泊肽和Retatrutide的肽骨架通过第20位和第17位的赖氨酸

• 残基上的连接器与一个C20脂肪酸基团相连, 通过白蛋白结合策略来延长药代动力学半衰期, 同时赋予所需的药理学特性。

Amycretin

CagriSema

两种独立活性成分的组合
司美格鲁肽+amylin类似物cagrilintide

脂肪酸基团侧链

GLP1

Linker

Amylin

口服多靶点小分子

• Septerna找到了GLP-1R、GIPR和GCGR共有的药物结合口袋

• Septerna的小分子激动剂有望作为高效的多靶点激动剂, 发挥协同作用, 提供了更全面的解决方案。

• 诺和诺德20亿美元买联邦制药GLP-1/GIP/GCG

Approximate % sequence similarity across GLP-1R, GIPR, CGCR

Septerna Binding Site

vs.

Danuglipron & Orforglipron Sites

vs.

80 - 90%

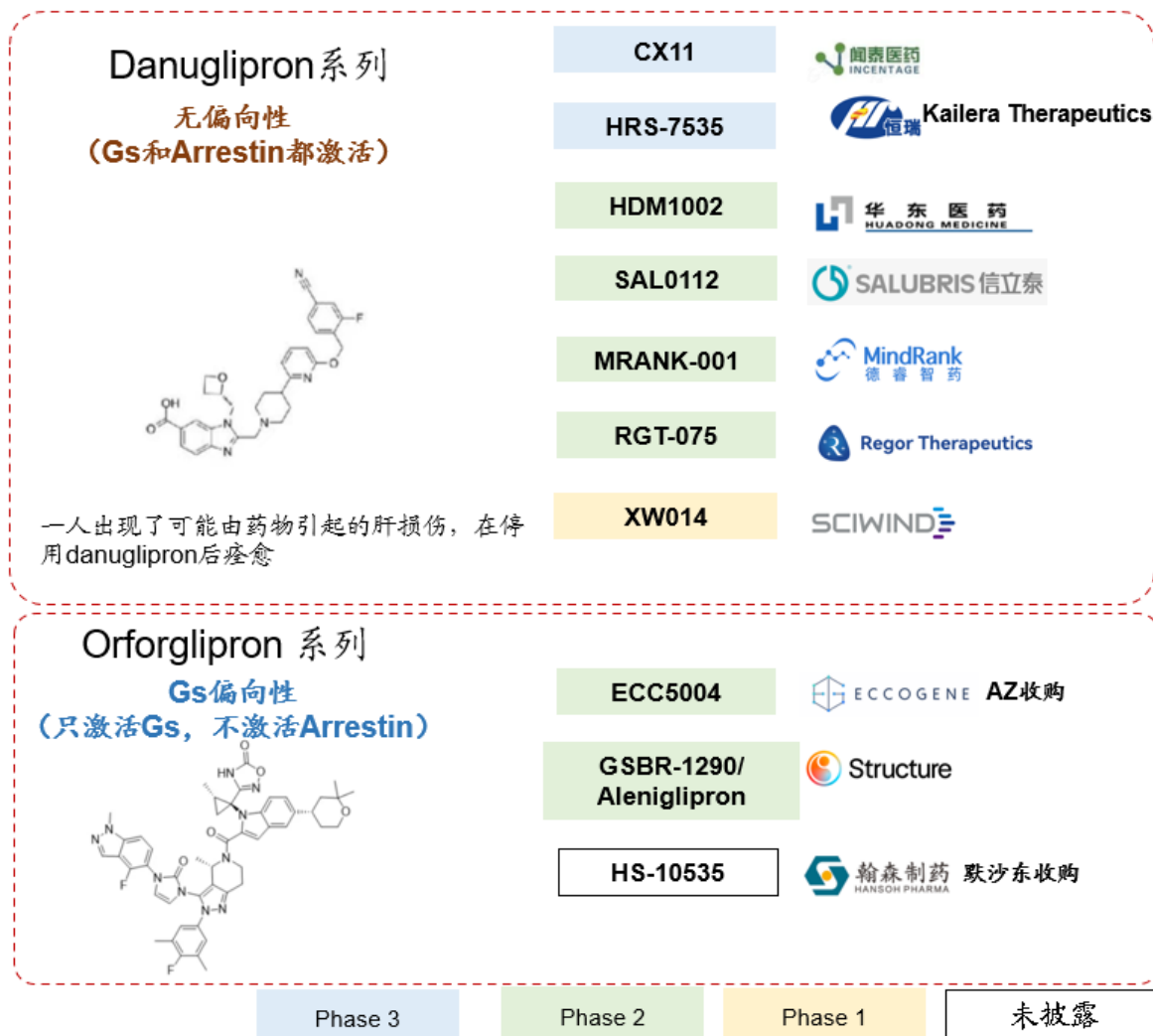
40 - 60%

资料来源：招商证券（香港）整理

礼来，辉瑞是最早尝试口服小分子GLP-1药物开发的企业。我们曾在[2024年的首发报告](#)中，详细介绍了关于针对GLP-1R激动剂设计的两条路线。

- **Gs- cAMP偏向型激动剂**：代表**Orforglipron/LY3502970** 最早由中外制药 (Chugai Pharmaceutical) 发现，倾向于通过GLP-1受体激活G蛋白偶联受体通路 (cAMP)，而非招募 β -抑制蛋白。2018年礼来以5000万美元获得这款产品的开发和商业化权益。Orforglipron 的结构复杂，为保证药效，研发者设计开发的分子量为882.96，已接近小分子药物分子均量的上限 (1000)，从起始物料到制备orforglipron原料药共需要28步反应。
 硕迪生物**Aleniglipron/GSBR-1290**，AstraZeneca/诚益生物**AZD5004/ECC-5004**，Roche/Carmot的**CT-996**，MSD/翰森制药的**HS-10535**都属于偏向型激动剂，杭州先为达XW-003也为偏向型。
- **无偏向/完全激动剂**：辉瑞的**Litoglipron/PF-07081532** (与日本Sosei合作开发，一天一次)和**Danuglipron/PF-06882961** (辉瑞自研，一天两次)，这两款药都是完全激动剂，既能激活G蛋白通路，也能对 β -抑制蛋白带来正向作用。前者**Litoglipron**因为肝损伤止步于临床二期，后者**Danuglipron**也因肝损伤于[2025年4月](#)终止于Ph2b。
 恒瑞的**HRS-7535** (临床三期)，闻泰医药的**VCT220** (临床三期)、华东HDM1002、信立泰**SAL-0112**、锐格**RGT-075**、德睿智药**MDR-001**、杭州先为达XW-014等公司的分子，属于无偏向激动剂。

图12：小分子GLP-1RA药物-两种路线



资料来源：招商证券（香港）整理

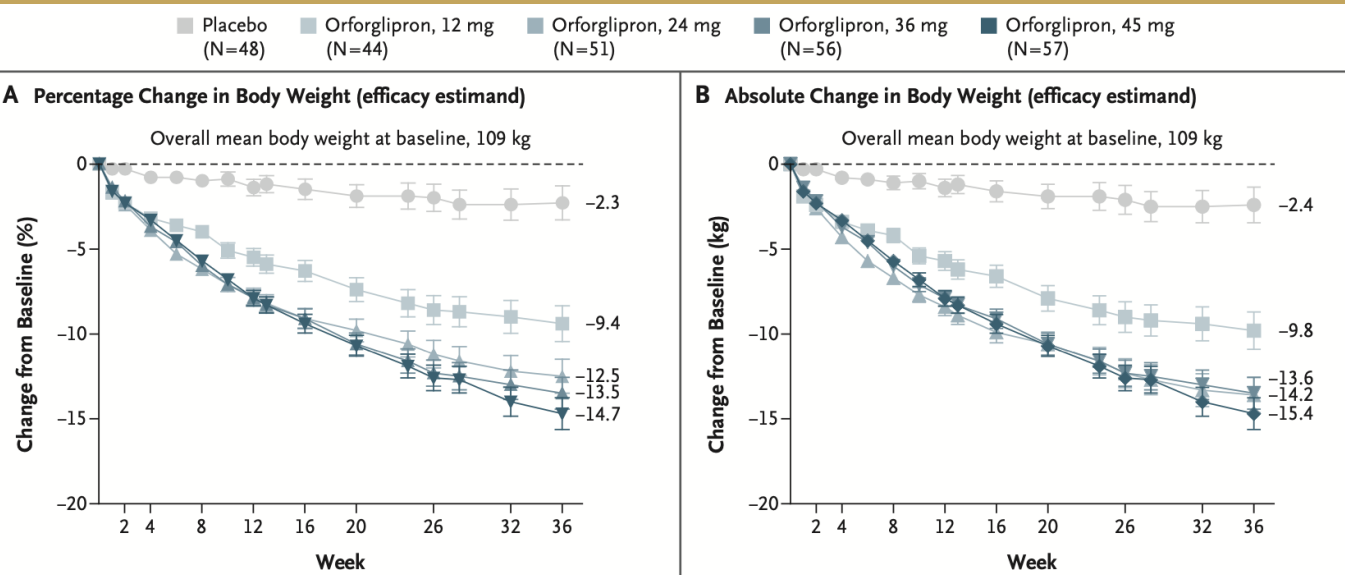
2023年6月，礼来在新英格兰医学期刊上发表了Orforglipron治疗肥胖的二期临床数据，36mg、45mg剂量组治疗36周分别减重11.2%、12.4%。此次三期临床表明36mg治疗72周的减重幅度(安慰剂校正后11.5%)只相当于二期临床36周的效果。

图13: 临床二期结果，在第26周和第36周，礼来Orforglipron在肥胖病人中各个剂量的减重效果

End Point	Orforglipron				Placebo
	12 mg	24 mg	36 mg	45 mg	
Primary end point					
Percentage change from baseline in body weight at week 26 — % (95% CI)	−8.6 (−10.2 to −6.9)	−11.2 (−12.8 to −9.6)	−12.3 (−13.8 to −10.7)	−12.6 (−14.1 to −11.1)	−2.0 (−3.6 to −0.4)
Secondary end points					
Percentage change from baseline in body weight at week 36 — % (95% CI)	−9.4 (−11.5 to −7.4)	−12.5 (−14.5 to −10.5)	−13.5 (−15.3 to −11.6)	−14.7 (−16.5 to −12.8)	−2.3 (−4.3 to −0.4)
Absolute change from baseline in body weight — kg (95% CI)					
Week 26	−9.0 (−10.7 to −7.2)	−12.3 (−14.0 to −10.6)	−12.9 (−14.5 to −11.3)	−13.3 (−14.9 to −11.7)	−2.1 (−3.8 to −0.4)
Week 36	−9.8 (−11.9 to −7.6)	−13.6 (−15.7 to −11.6)	−14.2 (−16.2 to −12.3)	−15.4 (−17.4 to −13.5)	−2.4 (−4.5 to −0.4)

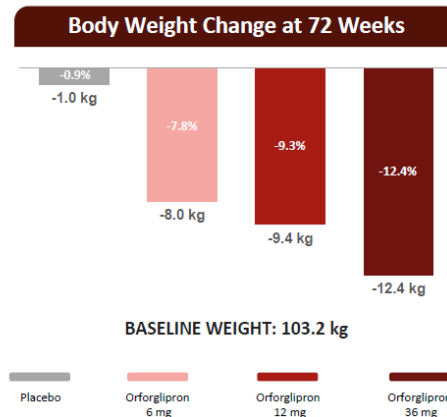
资料来源:《新英格兰医学杂志》，2023年9月

图14: 礼来Orforglipron减重的时间曲线，临床二期结果



资料来源:《新英格兰医学杂志》，2023年9月

图15: 引发市场大跌的在第72周礼来Orforglipron在肥胖病人中各个剂量的减重效果顶线数据



资料来源: 礼来25年2季度PPT

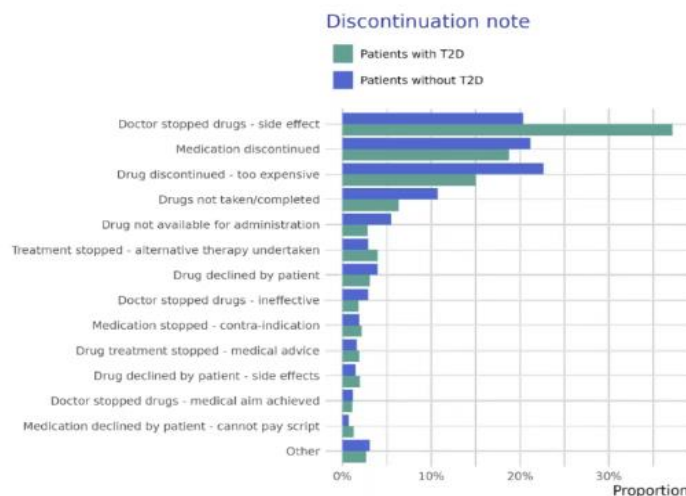
对比以上两组数据, 我们有以下疑问:

1. 礼来此次公布的只有顶线数据及部分受试者停药数据, 不包括此次大三期的整体 AE 及停药原因分析。我们暂时很难将该三期顶线数据和 2023 年 9 月公布的完整二期结果, 做完全的对比。
2. 基于部分数据, 的确我们看到 36mg 剂量组, 从 36 周到 72 周, 有可能对肥胖无糖尿病人群的受试者, 达到了减重平台期。这一结果, 我们曾经在硕迪生物的 Ph1b 到 Ph2a 的延展性试验中, 也看到类似的情况。即, 延长一天一粒的服用, 并未对肥胖人群有额外的减重效果。
3. 礼来曾经在二期中参加尝试了 45mg 剂量组, 但在最终三期的设计中, 并没选择该剂量。有可能也是从安全性的角度考虑, 担心药物长期使用对肝脏或者肾脏等的积累。
4. 该三期, 36mg 剂量组受试者组平均体重(103.2kg)略低于二期 (108.8kg)患者。

以上都有可能对试验结果的解读有影响。因此我们将等待公司今年9月份欧洲糖尿病研究协会EASD的完整详细结构公布, 再做对比。

针对部分投资者提到的停药问题, 我们同时看到, 在真实世界中, 使用 GLP-1 注射剂的用户, 同样存在较大的停药比例, 见下图 JAMA 的研究结果。我们认为该因素, 暂时不是评价 OFG 疗效与安全性的核心因子。

图16: JAMA所整理关于GLP-1类注射药物的退出率的meta分析结果



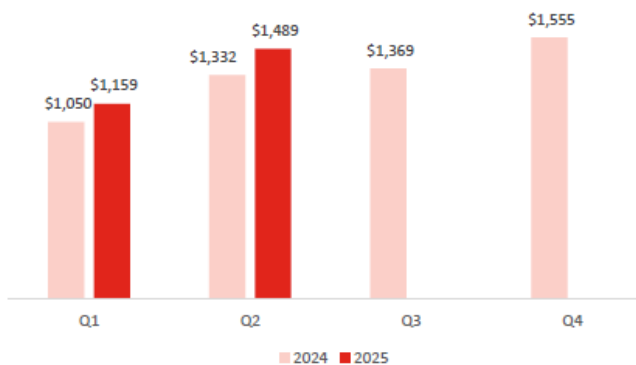
eFigure 5. Discontinuation Reasons Extracted From Clinical Notes, Among the Subpopulation with Both Dispense-Based and Notes-Based Discontinuation Within 365 Days. Proportions represent the proportion of patients in each T2D strata with the discontinuation reason in extracted clinical notes. A single note was used per patient.

资料来源: JAMA Network Open 2025年1月

礼来25年二季度其它疾病领域的销售表现：

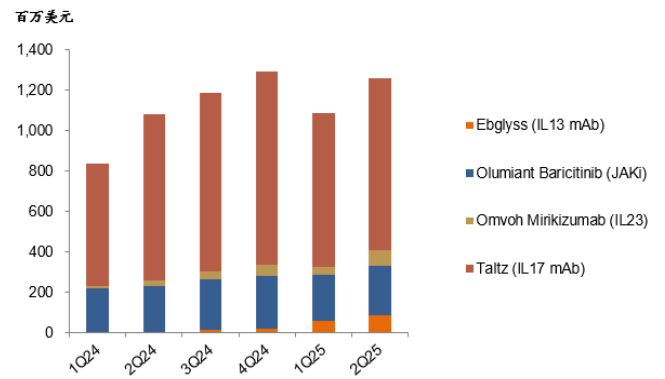
图 17：肿瘤领域最大产品 CDK4/6 抑制剂 Verzenio

U.S. sales increased 8%
International sales increased 19%



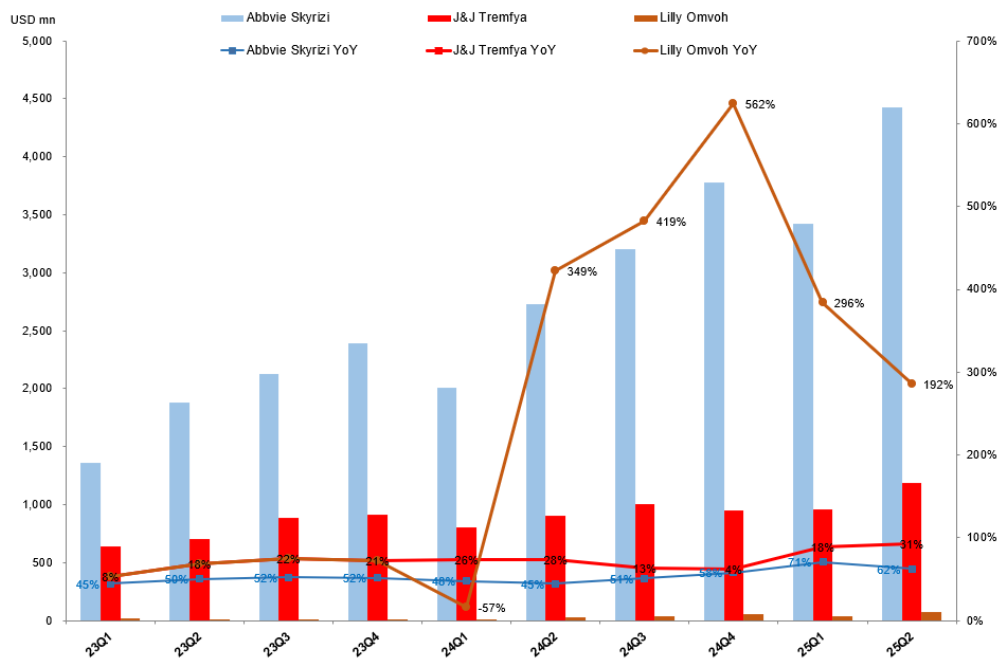
资料来源：礼来25年2季度PPT

图 18：免疫业务线过去 6 季度销售表现



资料来源：招商证券（香港）整理

图19：全球目前上市的三款IL23-p19销售数据对比，礼来Omvoh在高速放量阶段



资料来源：招商证券（香港）整理

图20: 我们对礼来25E/26E/27E的收入和盈利预测调整

	CMSe (\$mn) updated in Aug 2025			old CMS estimate (\$mn) 2025.5.9			Visible Alpha Consensus 2025.8.10		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Total Revenue	62,197	74,585	90,718	60,759	75,623	92,037	61,804	73,948	84,470
<i>Variance versus CMSe</i>				-2%	1%	1%	-1%	-1%	-7%
By Segment:									
Diabetes	43,956	50,997	62,833	40,550	49,301	60,839	44,723	53,517	59,687
Mounjaro	19,241	25,013	30,015	17,542	22,804	27,365	19,675	24,135	27,712
Zepbound	12,793	15,000	22,000	10,812	15,000	22,000	13,689	19,234	22,903
Oncology	10,041	12,262	13,623	11,051	13,578	15,104	9,588	10,710	11,463
Immunology	5,694	8,540	11,103	6,608	9,912	12,886	5,259	6,129	6,700
CNS	1,603	1,883	2,257	1,647	1,930	2,306	1,491	1,859	2,331
Net profit	20,106	24,555	30,389	19,626	24,906	30,841	19,873	26,377	32,223
<i>Variance versus CMSe</i>				-2%	1%	1%	-1%	7%	6%
Net income, Non-GAAP	20,815	25,238	31,037	20,338	25,587	31,486	20,587	27,379	33,370
<i>Variance versus CMSe</i>				-2%	1%	1%	-1%	8%	8%

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图21: 礼来未来12个月主要临床数据读出及大致时间区间

Company	Timing	Drug	Event
LLY	2025	Mazdutide	Phase 2 in obesity data
LLY	2025	Jaypirca	Phase 3 vs BR in 1L CLL/SLL (BRUIN CLL-313) data
LLY	2H25	Eloralintide	Phase 2 in obesity data
LLY	2H25	Orforglipron (Oral GLP-1R)	Phase 3 vs Insulin Glargine in T2D and Obesity (ACHIEVE-4) data
LLY	2H25	Orforglipron (Oral GLP-1R)	Phase 3 in T2D w/ inadequate insulin glargine control (ACHIEVE-5) data
LLY	2H25	Orforglipron (Oral GLP-1R)	Phase 3 vs. sema in T2D w/ inadequate metformin control (ACHIEVE-3) data
LLY	2H25	Orforglipron (Oral GLP-1R)	Phase 3 vs. Farxiga in T2D w/ inadequate metformin control (ACHIEVE-2) data
LLY	3Q25	Orforglipron (Oral GLP-1R)	Phase 3 in T2D and Obesity (ATTAIN-2) data
LLY	3Q25	Emgality	Phase 3 in prevention of chronic migraine (12-17, REBUILD-2) data
LLY	4Q25	Retatrutide (GGG)	Phase 2 in CKD with obesity data
LLY	4Q25	Orforglipron (Oral GLP-1R)	FDA Filing for Obesity
LLY	4Q25	Emgality	Phase 3 in prevention of episodic migraine (6-17, REBUILD-1) data
LLY	4Q25	Mevidalen	Phase 2 in Alzheimer's data
LLY	4Q25	Retatrutide (GGG)	Phase 3 in Obesity and Osteoarthritis of the Knee (TRIUMPH-4) data
REGN/LLY	YE2025	Mibavademab + Tirzepatide	Initial Ph2 data (H2H against Tirzepatide)
LLY	2026	Tirzepatide	Phase 2 high-dose tirzepatide data
LLY	2026	Tirzepatide	Ph2 in patients with obesity and CKD with or without T2D (TREASURE-CKD)
LLY	2026	Retatrutide (GGG)	FDA Filing for Obesity
LLY	1Q26	Retatrutide (GGG)	Phase 3 vs. placebo in T2D (TRANSCEND-T2D-1) data
LLY	1H26	Orforglipron (Oral GLP-1R)	FDA Filing for T2D
LLY	1Q26	Ebglyss	Phase 3 in AD pediatrics (6mo to <18; Adorable-1) data
LLY	1Q26	Remternetug	Phase 3 IV vs SQ in early Alzheimer's disease (TRAILRUNNER-ALZ 1) data
LLY	1Q26	Retatrutide (GGG)	Phase 3 in Obesity and Cardiovascular Disease (TRIUMPH-3) data
LLY	1Q26	Retatrutide (GGG)	Phase 3 in Obesity (TRIUMPH-1) data
LLY	2Q26	Tirzepatide	Phase 3 in obesity weight loss maintenance (SURMOUNT-MAINTAIN) data
LLY	2Q26	Retevmo	Phase 3 in NSCLC (LIBRETTO-432) data
LLY	2Q26	Bimagrumab	Phase 2 + Tirzepatide in obesity data
LLY	2Q26	Eloralintide	Phase 2 in obesity with T2D data
LLY	2Q26	Jaypirca	Phase 3 PVR vs VR in 2L + CLL/SLL (BRUIN CLL-322) data
LLY	2Q26	Retatrutide (GGG)	Phase 3 in Obesity and T2D (TRIUMPH-2) data

资料来源: 招商证券 (香港) 整理

估值方法

基于礼来目前强劲的现金流产生能力（替尔泊肽几乎不需要推广费用）、稳健的收入增长和高效的临床推进能力带来的利润扩张前景，我们认为基于资产的SOPT估值是对处于现阶段的礼来进行估值相对合适的方法。

图 22：分类加总估值

	Previous assumption	Updated Assumption	Diff.
Major Product Portfolio (USD mn)			
Mounjaro	217,169	238,329	9.7%
Zepbound	172,593	189,198	9.6%
Insulin franchise	19,893	20,521	
Trulicity	9,409	9,907	
Jardiance	18,457	19,744	7.0%
Verzenio	66,087	69,642	5.4%
Jaypirca	44,020	46,631	5.9%
Other portfolio			
Diabetes - Others	5,053	4,418	-12.6%
Oncology - Others	33,810	35,840	6.0%
Immunology	43,600	49,933	14.5%
Neuroscience	36,923	39,534	7.1%
Total other pharma	6,642	6,856	3.2%
Pipeline portfolio (bull case)			
Enterprise value	49,347	22,998	-53.4%
Enterprise value	723,002	753,549	4.2%
Add: Net cash	2,928	8,032	174.3%
Less: Minority Interest	-92	-80	-13.4%
Derived equity value	725,838	761,502	4.9%
No of shares (mn)	948	948	0.0%
Derived Valuation per share (USD)	765.7	803.3	4.9%
M&A Premium	306.3	160.7	-47.5%
TP (USD)	1,072	964	-10.1%

资料来源：招商证券（香港）预测

主要目标价调整：

- 我们下调了针对研发管线的base case情形估值，主要是针对OFG产品未来的NPV预期下调。
- 我们下调了针对礼来个股的M&A premium，从之前40%下调到20%，主要反映目前大型市值药企更结构性的宏观压力，包括关税、资本支出的增加、美国对处方药物的价格压制等。

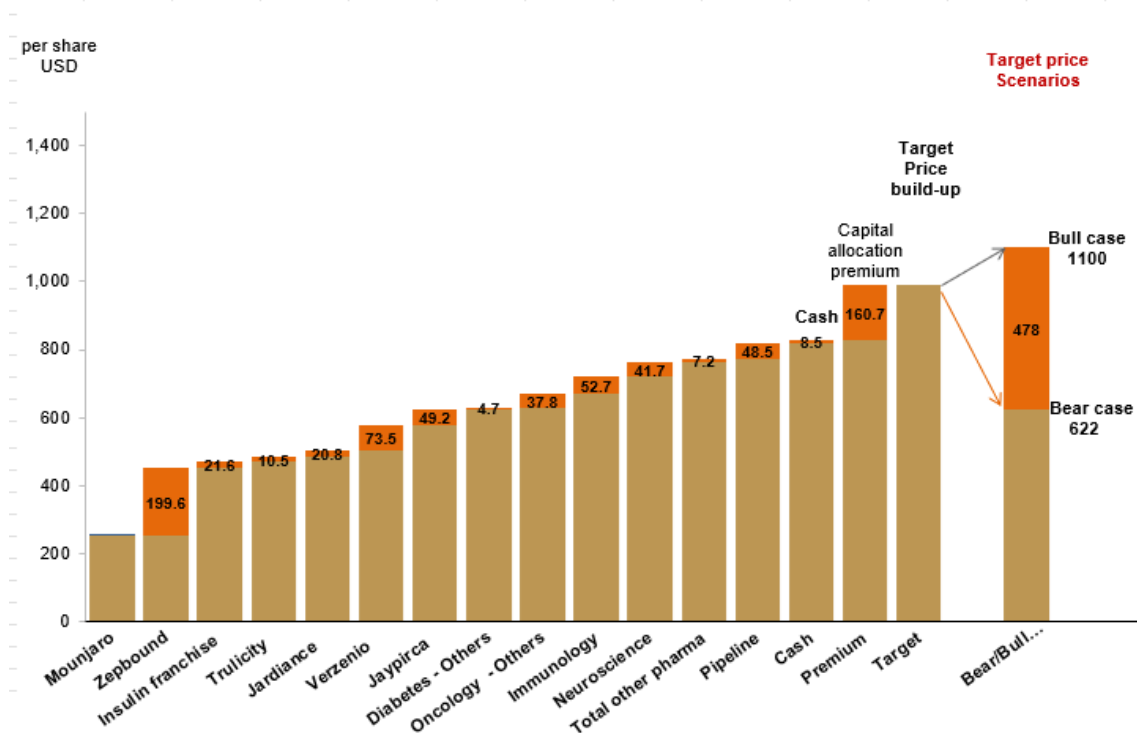
最新的目标价，我们在基础假设上针对礼来目前八款主要管线资产带来的管线估值。这8款产品及其对应的PoS为收入预测见下表：

图23：SOTP主要考虑进估值的8款临床阶段的管线资产

Pipeline	PoS	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Retatutide	60%		100	500	1000	2000	3000	3600	4500	5000
Orforglipron	50%		50	200	500	1000	1500	1800	2500	3000
Bimagrumab	20%			100	300	500	1000	1500	1800	2500
Lepodisiran	50%			50	150	500	1000	1500	1800	2500
Lpa small mol	30%				40	60	100	500	900	1300
ANGPTL3 siRNA	30%				50	100	150	200	250	300
Imlunestrant	50%		100	200	250	300	360	400	480	600
Remternetug	15%			100	300	500	1000	1500	1800	2500
PoS adjusted Rev projection										
Retatutide			60	300	600	1200	1800	2160	2700	3000
Orforglipron			25	100	250	500	750	900	1250	1500
Bimagrumab			0	20	60	100	200	300	360	500
Lepodisiran			0	25	75	250	500	750	900	1250
Lpa small mol					12	18	30	150	270	390
ANGPTL3 siRNA					15	30	45	60	75	90
Imlunestrant			50	100	125	150	180	200	240	300
Remternetug				15	45	75	150	225	270	375
Pipeline revenue projection		0	135	560	1182	2323	3655	4745	6065	7405
Discounted Cash Flow (DCF)		0	40	156	310	587	869	1063	1280	1439

资料来源：招商证券（香港）预测

图24：礼来公司股票估值，上行及下行情景分析

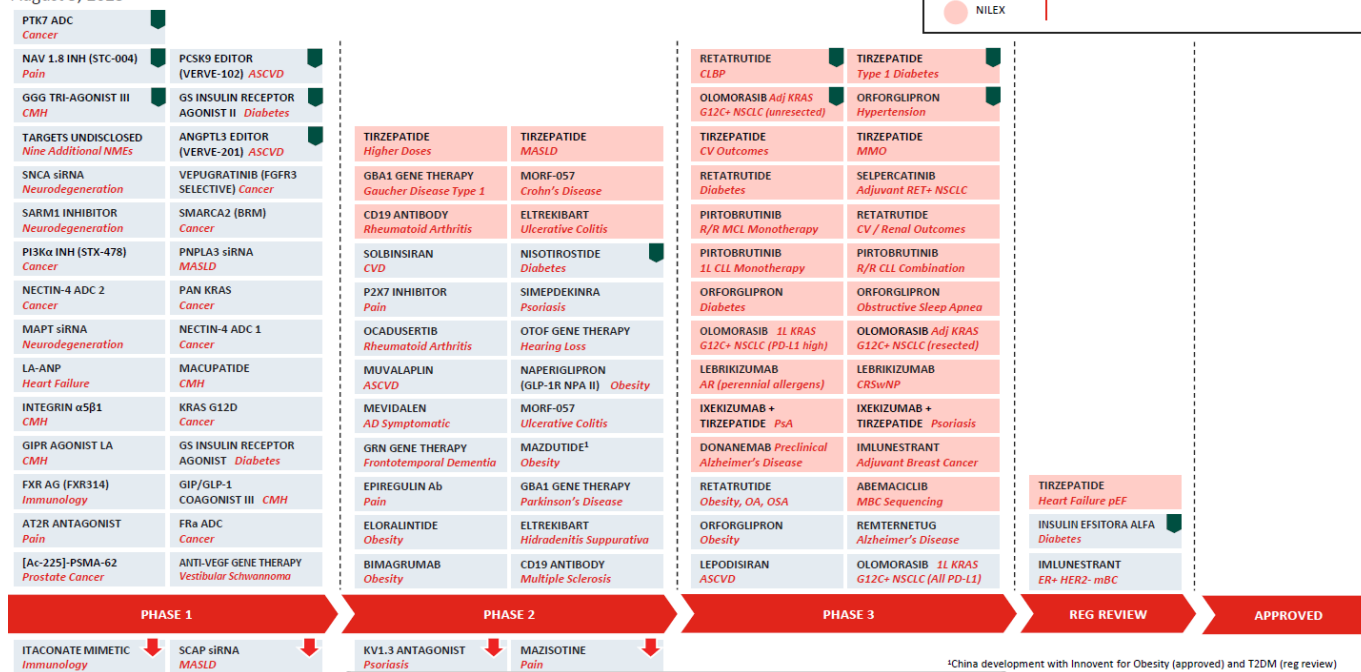


资料来源：招商证券（香港）预测

图25: 礼来最新管线

Lilly Select NME and NILEX Pipeline

August 5, 2025



资料来源：招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金和定期存款总额	2,819	3,268	7,877	13,597	20,762
短期应收款	109	155	155	155	155
存货	11,336	13,275	18,331	21,983	26,737
其他流动资产	5,773	7,589	9,532	11,095	13,085
流动资产总额	5,690	8,452	8,452	8,452	8,452
物业、厂房及设备	25,727	32,740	44,347	55,281	69,192
其他资产	11,846	11,937	11,937	11,937	11,937
其他无形资产	12,914	17,102	21,747	27,147	33,620
递延税资产	3,052	3,216	3,216	3,216	3,216
非流动资产总额	10,467	13,720	13,720	13,720	13,720
总资产	38,279	45,975	50,620	56,020	62,493
应付账款和其他应付款	64,006	78,715	94,967	111,300	131,684
银行贷款	2,599	3,229	4,055	4,720	5,567
应缴税款	6,905	5,117	5,117	5,117	5,117
其他流动负债	17,790	20,031	20,031	20,031	20,031
流动负债合计	27,293	28,377	29,203	29,868	30,715
银行贷款	18,321	28,527	28,527	28,527	28,527
可转债	7,529	7,540	7,540	7,540	7,540
递延收入	25,849	36,067	36,067	36,067	36,067
递延税负债	53,143	64,443	65,270	65,935	66,781
其他负债	7,844	8,032	8,032	8,032	8,032
非流动负债合计	10,312	13,545	28,970	44,639	64,176
负债合计	(44)	(50)	(50)	(50)	(50)
储备	(4,327)	(4,322)	(4,322)	(4,322)	(4,322)
股份溢价	(3,013)	(3,013)	(3,013)	(3,013)	(3,013)
少数股东权益	10,772	14,192	29,617	45,286	64,823
库存股份	92	80	80	80	80
权益合计	10,864	14,272	29,697	45,366	64,903
负债及权益合计	64,006	78,715	94,967	111,300	131,684

现金流量表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	4,240	8,818	16,273	22,981	28,204
投资性现金流	(7,153)	(9,302)	(6,984)	(8,375)	(10,187)
融资性现金流	3,496	1,230	(4,680)	(8,886)	(10,852)
现金净变动	752	450	4,609	5,720	7,165
期初现金	2,067	2,819	3,268	7,877	13,597
期末现金	2,819	3,268	7,877	13,597	20,762

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

利润表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	34,124	45,043	62,197	74,585	90,718
毛利润	27,041	36,624	51,623	62,279	76,203
(减) 销售、一般及行政费用总计	(7,403)	(8,594)	(11,195)	(13,425)	(16,329)
(减) 研发费用	(13,113)	(14,271)	(15,549)	(18,646)	(22,680)
营业收入/亏损	6,525	13,760	24,879	30,207	37,194
(加减) 净财务收入	(312)	(605)	0	0	0
其他非营业收入/费用	341	-474	-800	-800	-800
税前利润	6,554	12,680	24,079	29,407	36,394
所得税费用	(1,314)	(2,090)	(3,973)	(4,852)	(6,005)
净利润	5,240	10,590	20,106	24,555	30,389
稀释每股收益	5.80	11.71	22.24	27.16	33.61

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比					
收入	20%	32%	39%	23%	22%
毛利润	23%	35%	42%	24%	22%
营收	-11%	111%	82%	24%	23%
毛利润	-16%	102%	91%	25%	24%
利润率					
毛利润率	79%	81%	83%	84%	84%
经营利润率	19%	31%	40%	41%	41%
归母净利润率	15%	24%	32%	33%	33%
估值					
市销率 (倍)	17	13	10	8	7
市盈 (倍)	113	56	30	24	20
市净率 (倍)	55	42	20	13	9

资产周转率 (倍)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
杠杆比率 (倍)	5.3	5.7	4.0	2.8	2.2
息税前利润率 (%)	19%	31%	40%	41%	41%
利息负担 (倍)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
税务负担 (倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(招商证券)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828