

**买入**

2026年3月9日

**借助替而泊肽的高增长，礼来 26 年仍将增长迅速**

**► 25 年 Q4 收入+42.6%至 192.9 亿美元：** 公司 25 年 Q4 收入同比 +42.6%至 192.9 亿美元，其中总销量增 46%，但部分收入被售价下降 5%所抵消，收入增长主要由替而泊肽增长驱动。毛利率同比+0.3 个百分点至 82.5%，公司 GAAP 净利润同比+50.5%至 66.4 亿美元，EPS 同比 +51.4%至 7.39 美元，Q4 公司分红+回购 28 亿美元。26 年虽然价格压力加剧（预计-10%-15%），且部分成熟产品如 Trulicity、Taltz、Verzenio 等销售预计持平或下滑，但借助替而泊肽和其他新兴药物的增长，公司仍预计 26 年的营收增长 23%-27%至 800-830 亿美元，EPS+46%-53%至 33.5-35.0 美元。

**► 各板块表现情况：** 1、代谢板块：25 年 Q4 收入同比增长 59.1%至 144.9 亿美元，占公司总收入的 75%，其中替而泊肽收入同比增长 115%至 116.7 亿美元，其中降糖版 Mounjaro 收入同比+110%至 74.1 亿美元，美国总处方市占率 48%；减肥版 Zepbound 收入同比+123%至 42.6 亿美元，美国总处方市占率达 64%。公司预计用于口服 GLP-1 药品 Orforglipron 将于 2026 年第二季度在美国上市，并于 27 年在大多数国际市场上市，Orforglipron 在 ATTAIN-MAINTAIN 临床中证明了其维持效果，从司美格鲁肽换用奥福格列酮的患者在 24 周时体重减轻 0.1 公斤，而安慰剂组患者体重反弹 9.4 公斤。2、神经科学板块收入同比+17%至 4.6 亿美元。得益于人们对阿尔兹海默症的认知提升以及 Kisunla 的临床表现，Kisunla 销售大增至 1.1 亿美元，成为淀粉样蛋白靶向药的市场领导者，占超 50%的处方份额。3、免疫板块收入同比+19.4%至 15.4 亿美元。其中 TALTZ (IL-17A) 收入+10%至 10.5 亿元，销售已接近峰值。4、肿瘤板块收入同比+2.2%至 26.1 亿美元，其中 CDK4/6 抑制剂 Verzenio 收入+3.1%至 16.0 亿美元，美国市占率持续缓慢下滑至约 38%。5、其他板块收入+0.7%至 1.9 亿美元。

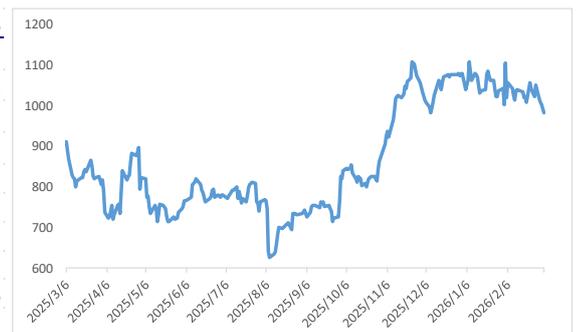
**► 目标价 1184 美元，买入评级：** 公司通过替而泊肽 vs 司美格鲁肽的头对头，以及 Orforglipron vs 司美口服头对头的胜利，已经奠定当代 glp-1 药物绝对领先地位，后面 retatrutide (GIPR/GLP-1R/GCGR 三重激动剂) 27 年领先上市，Eloralintide (Amylin 受体长效激动剂) 更好效果和更低副作用，Brenipatide (GLP-1R/GIPR) 在成瘾性障碍中的探索等，预计公司在下一代 glp-1 中仍有竞争优势。我们以折现率 8.5%，永续增长 3%为公司进行 DCF 估值，得出目标价 1184 美元，较昨日收市价有 20.4%的上升空间，维持买入评级。

**但玉翠**
**852-253219539**
[Tracy.dan@firstshanghai.com.hk](mailto:Tracy.dan@firstshanghai.com.hk)
**主要资料**

|         |                        |
|---------|------------------------|
| 行业      | 医药行业                   |
| 股价      | 983.26 美元              |
| 目标价     | 1184 元<br>(+20.4%)     |
| 股票代码    | LLY                    |
| 已发行股本   | 9.43 亿股                |
| 总市值     | 9275.66 亿美元            |
| 52 周高/低 | 1132.06 美元/620.5 美元    |
| 每股净资产   | 15.1 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 | 2023A  | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万美元)  | 34,124 | 45,043 | 65,179 | 81,603 | 92,751 |
| 增长           | 19.6%  | 32.0%  | 44.7%  | 25.2%  | 13.7%  |
| 净利润          | 5,240  | 10,590 | 20,640 | 30,616 | 35,263 |
| 增长           | -16.1% | 102.1% | 94.9%  | 48.3%  | 15.2%  |
| 净利润率         | 15.4%  | 23.5%  | 31.7%  | 37.5%  | 38.0%  |
| 每股盈利(美元)     | 5.80   | 11.76  | 22.95  | 34.25  | 39.44  |
| 市盈率@983.26美元 | 169.5  | 83.6   | 42.8   | 28.7   | 24.9   |
| 每股派息         | 4.7    | 5.4    | 6.0    | 9.2    | 10.6   |
| 派息率          | 0.5%   | 0.5%   | 0.6%   | 0.9%   | 1.1%   |

**股价表现**


资料来源：公司资料，第一上海预测

## 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 | 65,179 | 81,603  | 92,751  | 盈利能力           |          |          |          |          |         |
| 营业成本        | 7,082  | 8,418  | 11,052 | 14,525  | 16,510  | 经营利润率 (%)      | 18.9%    | 28.6%    | 40.4%    | 47.0%    | 47.5%   |
| 毛利润         | 27,042 | 36,624 | 54,127 | 67,077  | 76,241  | EBITDA 利润率 (%) | 23.4%    | 32.6%    | 43.8%    | 50.3%    | 50.9%   |
| 销售行政费用      | 7,403  | 8,594  | 11,094 | 12,910  | 14,396  | 净利率 (%)        | 15.4%    | 23.5%    | 31.7%    | 37.5%    | 38.0%   |
| 研发开支        | 9,313  | 10,991 | 13,337 | 15,831  | 17,808  | 营运表现           |          |          |          |          |         |
| 已收购在研项目研发费用 | 3,800  | 3,280  | 2,910  | -       | -       | 研发费率 (%)       | 27.3%    | 24.4%    | 20.5%    | 19.4%    | 19.2%   |
| 其他损益        | 68     | -      | -      | -       | -       | SG&A/收入 (%)    | 21.7%    | 19.1%    | 17.0%    | 15.8%    | 15.5%   |
| 经营盈利        | 6,458  | 12,899 | 26,302 | 38,336  | 44,037  | 实际税率 (%)       | 20.1%    | 16.5%    | 19.8%    | 18.5%    | 18.5%   |
| 其他收入及收益     | 409    | 387    | 71     | -       | -       | 股息支付率 (%)      |          |          |          |          |         |
| 财务费用        | (312)  | (605)  | (642)  | (770)   | (770)   | 应付账款天数         | 106      | 126      | 130      | 132      | 138     |
| 税前盈利        | 6,555  | 12,680 | 25,731 | 37,566  | 43,267  | 应收账款天数         | 87       | 81       | 79       | 97       | 113     |
| 所得税         | 1,314  | 2,090  | 5,091  | 6,950   | 8,004   | 存货周转天数         | 247      | 290      | 290      | 290      | 309     |
| 利润总额        | 5,240  | 10,590 | 20,640 | 30,616  | 35,263  | 财务状况           |          |          |          |          |         |
| 折旧及摊销       | 1,527  | 1,767  | 2,271  | 2,710   | 3,150   | 负债/权益          | 4.9      | 4.5      | 2.2      | 1.3      | 0.9     |
| EBITDA      | 7,985  | 14,666 | 28,573 | 41,047  | 47,187  | 收入/总资产         | 0.5      | 0.6      | 0.7      | 0.7      | 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  | 22.95  | 34.25   | 39.44   | 息税前保障倍数        | 22.0     | 21.9     | 41.1     | 49.8     | 57.2    |
| 增长          |        |        |        |         |         | 净资产收益率         | 48.2%    | 74.2%    | 68.5%    | 57.6%    | 44.7%   |
| 营业收入 (%)    | 19.6%  | 32.0%  | 44.7%  | 25.2%   | 13.7%   | 现金流量表          |          |          |          |          |         |
| EBITDA (%)  | 23.4%  | 32.6%  | 43.8%  | 50.3%   | 50.9%   | 净利润            | 5,240    | 10,590   | 20,640   | 30,616   | 35,263  |
| 每股收益 (%)    | -15.9% | 102.8% | 95.2%  | 49.2%   | 15.2%   | 营运资金变化         | (3,055)  | (5,385)  | (11,703) | (14,799) | (8,659) |
| 资产负债表       | 2023实际 | 2024实际 | 2025预测 | 2026预测  | 2027预测  | 折旧摊销           | 1,527    | 1,767    | 2,271    | 2,710    | 3,150   |
| 现金          | 2,819  | 3,268  | 1,008  | 3,201   | 14,736  | 其他营运资金变化       | 527      | 1,846    | 3,539    | 629      | -       |
| 应收账款和票据     | 11,336 | 13,275 | 20,318 | 30,122  | 35,726  | 营运现金流          | 4,240    | 8,818    | 14,747   | 19,157   | 29,754  |
| 存货          | 5,773  | 7,589  | 9,964  | 13,095  | 14,884  | 资本开支           | (3,448)  | (5,058)  | (8,698)  | (8,698)  | (8,698) |
| 其他流动资产      | 5,799  | 8,607  | 12,335 | 15,376  | 17,441  | 其他投资活动         | (3,705)  | (4,244)  | (2,910)  | -        | -       |
| 总流动资产       | 25,727 | 32,740 | 43,625 | 61,794  | 82,787  | 投资活动现金流        | (7,153)  | (9,302)  | (11,608) | (8,698)  | (8,698) |
| 非流动资产       |        |        |        |         |         | 派息             | (4,069)  | (4,680)  | (5,400)  | (8,266)  | (9,521) |
| 固定资产        | 12,914 | 17,102 | 23,362 | 29,600  | 35,836  | 债权变化           | 8,649.90 | 8,901.10 | 0.00     | 0.00     | 0.00    |
| 无形资产        | 11,846 | 11,937 | 12,104 | 12,243  | 12,354  | 其他融资活动现金流      | (1,085)  | (2,991)  | -        | -        | -       |
| 其他非流动资产     | 13,519 | 16,936 | 16,936 | 16,936  | 16,936  | 融资活动现金流        | 3,496    | 1,230    | (5,400)  | (8,266)  | (9,521) |
| 总资产         | 64,006 | 78,715 | 96,027 | 120,573 | 147,914 | 现金变化           | 752      | 450      | (2,260)  | 2,193    | 11,535  |
| 流动负债        |        |        |        |         |         | 汇兑损益           | 169      | -297     | -        | -        | -       |
| 短期借款        | 6,905  | 5,117  | 5,117  | 5,117   | 5,117   | 期初持有现金         | 2,067    | 2,819    | 3,268    | 1,008    | 3,201   |
| 应付账款和其他应付款  | 15,938 | 16,862 | 18,305 | 19,482  | 20,281  | 期末持有现金         | 2,819    | 3,268    | 1,008    | 3,201    | 14,736  |
| 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 | 29,820 | 30,997  | 31,796  |                |          |          |          |          |         |
| 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 | 65,886 | 67,063  | 67,862  |                |          |          |          |          |         |
| 股东权益        | 10,864 | 14,272 | 30,141 | 53,119  | 78,861  |                |          |          |          |          |         |
| 负债权益合计      | 64,006 | 78,715 | 96,026 | 120,182 | 146,723 |                |          |          |          |          |         |

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。