礼来公司研报

从百年药企到代谢疾病平台

Eli Lilly and Company · NYSE: LLY

资料截止 2026年9月13日

作者: Codex · 独立研究整理

阅读导航

阅读摘要 3
一、从胰岛素到代谢平台：礼来的纵向演进 4
二、财务拆解：增长很快，风险也更集中 8
三、横向竞争：既要比较药物，也要比较交付能力 10
四、产品与管线地图：现金来源与未来选择分开看 13
五、对中国业务与食品医药产业链的意义 14
六、横纵交汇：未来三种情景 15
七、接下来应跟踪什么 16
八、信息来源与口径 17

阅读摘要

礼来已经成为由代谢疾病业务驱动、同时向肿瘤和神经科学再投资的全球创新药公司。对它的判断，需要同时回答三个问题：替尔泊肽能维持多少增长，口服产品能带来多少新增患者，新增现金流能否转化为下一代产品。

这家公司成立于1876年，总部位于美国印第安纳波利斯，股票代码为NYSE：LLY。中文通常称礼来制药，英文为Eli Lilly and Company。网站中的“礼来中国”是其在华业务称谓，不能单独等同于一个拥有全球产品收入的上市主体。[1][2]

2025年礼来收入651.79亿美元，较2024年增长44.7%；2026年上半年收入427.73亿美元，同比增长51.2%。更关键的是结构变化：Mounjaro和Zepbound两个品牌在2026年上半年合计贡献276.93亿美元，占收入64.7%。它们都以tirzepatide（替尔泊肽）为活性成分，因此不能把两个品牌当成完全独立的风险来源。[2][3；比例为本报告计算]

截至本报告资料截止日，口服GLP-1药物Foundayo（orforglipron）已于2026年4月1日获得美国FDA批准，用于符合条件的成人体重管理。retatrutide仍属于在研项目，礼来8月披露拟于2027年第一季度递交美国上市申请。两者的商业化状态必须分开。[3][4]

本报告的核心判断是，礼来的优势已经超出单项减重数据，扩展到临床开发、剂型组合、产能与市场准入。但增长越依赖同一代谢平台，支付政策、净价和供给事故对集团的影响也越大。评价一家好公司与判断某个价格是否值得买入，需要分别完成。

财务截止2026年第二季度，重大事件追踪至9月13日。金额如无另注均为美元，表格使用亿美元。资料与统计口径见末章。

核心数据卡

指标	已核实数据	阅读含义
2025年收入	651.79亿美元	全年已实现值
2026年上半年收入	427.73亿美元	同比增长51.2%
2026年上半年GAAP净利润	144.91亿美元	净利率约33.9%
上半年Mounjaro与Zepbound收入占比	64.7%	两个品牌对应同一活性成分
2026年第二季度研发费用	38.19亿美元	不含单列的收购在研资产费用
公司2026年收入指引	850亿至870亿美元	8月5日更新，属于预测
公司2026年non-GAAP EPS指引	35.50至36.50美元	含已确认收购在研资产费用；口径详见财务章节

资料：[2][3]。同比、占比和利润率为本报告按披露数计算，保留一位小数。

一、从胰岛素到代谢平台：礼来的纵向演进

1. 1876年的起点：药品质量先于品牌规模

礼来的创始人Eli Lilly是一位药剂师，公司于1876年在印第安纳波利斯成立。其早期历史围绕药品生产与质量控制展开。今天回看这一起点，比“百年老店”更有解释力的，是公司从一开始就处在科学知识与可重复生产之间：一种有潜力的成分，只有变成质量稳定、能够运输、可以持续供应的药品，才可能形成持久业务。[1]

这为理解现代礼来提供了一个观察角度。药企并不只是发现分子，也要管理从实验材料到临床样品、从临床样品到商业批次之间的差异。产量越大、患者越多，微小的工艺波动越可能放大为成本、质量或交付问题。这个一般性的产业机制，解释了为什么今天研究礼来不能只看管线表，还要看工厂、装置、验证和供应体系。

不能因此倒推出创始人已经预见了今天的代谢药市场。本报告的判断更克制：长期在受监管的药品生产中积累，使企业有机会把研发结果转化为规模供应；它提供的是一种组织能力基础，而非保证每次研发都会成功的历史宿命。

对一家药企而言，历史最有价值的部分，是那些仍在影响资源配置和工作方式的能力。企业年龄、创始人声望和旧产品荣誉本身，不足以判断新产品在当下是否具有竞争力。礼来的历史需要和现在的销售、临床与制造证据放在一起看。

2. 1923年：胰岛素商业化打开长期疾病管理的入口

礼来在1923年推出商业化胰岛素产品Iletin。FDA关于胰岛素的历史资料记录了多伦多研究团队与礼来在生产和分销上的合作，也记录了研究阶段与更广泛分销之间的协调。这个过程说明，科学发现从来不是一张专利证书就能完成的商业转化。[1][5]

胰岛素业务让公司进入一种特殊的需求场景：患者需要持续治疗，医生需要稳定的药物质量和供应，企业需要把产品做成可长期重复交付的系统。与一次性购买不同，这类业务的价值取决于治疗能否维持、供应是否中断、患者是否负担得起。今天GLP-1类产品面对的商业问题，在结构上与这种长期疾病管理存在相似之处。

相似并不代表两类药物可以混同。胰岛素替代治疗与用于体重管理的肠促胰素药物，在适应证、支付条件及患者选择上有很大差别。历史给礼来的帮助，是它熟悉代谢疾病的临床体系和供应逻辑；具体到新产品，仍必须重新完成临床证明和监管审批。

本报告据此提出一个分析判断：礼来的代谢业务积累，可能降低进入新一代糖尿病治疗市场时的组织学习成本，但无法消除支付方对新增预算的顾虑。临床渠道连续性与商业条件连续性，是两个不同命题。

3. 1982年至精神疾病产品时代：制造技术与疾病领域双向扩展

1982年，礼来推出通过重组DNA技术生产的人胰岛素Humulin。公司历史页随后记录了1986年Prozac在比利时推出，以及1996年Zyprexa等产品的重要节点。这里采用公司历史页明确列示的地区和时间，避免把最早上市与美国上市混为同一年。[1]

这段历史显示，礼来不是一直只沿着“糖尿病专科公司”的路线发展。它曾在精神疾病等领域形成重要产品，同时继续积累生物制造经验。对今天的投资者而言，这一点有两个含义。第一，研究当前的代谢增长，需要承认公司拥有跨治疗领域的研发与商业组织；第二，多领域经历本身也提醒我们，某一个明星产品的优势不会永远持续。

创新药企业的竞争位置受产品生命周期影响。专利保护、仿制药竞争、临床标准变化和新分子的出现，会不断重写旧产品的商业价值。研究礼来时，如果把过去成功简单外推成“持续推出重磅药”的固定能力，就会忽略药物开发的随机性和时间成本。

更有用的问法是，公司有没有在旧产品强势时投入下一代项目；研发预算有没有转化为可核验的中后期资产；当新技术从小分子走向抗体、多肽和基因药物时，组织有没有相应调整。后文对并购与制造的分析，都围绕这些问题展开。

4. 2014年Trulicity：替尔泊肽之前的商业练习

Trulicity（dulaglutide，度拉糖肽）于2014年9月获得FDA批准，用于成人2型糖尿病。对礼来而言，这不仅是增加一个产品，而是参与每周给药GLP-1市场的重要阶段。[6]

从业务逻辑看，较长给药间隔可以改变患者使用体验，也会影响装置设计、医生教育、处方续用与商业推广。一个新药能否进入医生的日常选择，需要疗效证据，也需要清楚的使用流程和可持续获得的产品。礼来后来推进Mounjaro时，已经具备在相邻市场开展临床和商业工作的经验。

但Trulicity的成功与替尔泊肽的成功之间，不存在机械的因果保证。多靶点路线仍然需要在具体临床研究中证明自身价值，较早进入一个类别也不意味着能永久保持领先。我们应把这一阶段理解为能力积累，而不是把今天的结果倒写成一条从未有过不确定性的道路。

这一点也适用于中国企业或其他追赶者。已有糖尿病业务可以提供起点，却不足以替代高质量的减重研究、长期安全性数据和支付谈判。规模化研发公司的优势，体现在把这些环节衔接起来，而不只是拥有一个相似的机制名称。

5. 2019年前后的取舍：退出动物保健，补充精准肿瘤

2019年，礼来完成Elanco剩余持股处置，实现动物保健业务分离；同年完成Loxo Oncology收购，增加了针对特定基因改变肿瘤的研发资产。公司公告的交易总值与财务报表中的净收购金额存在不同口径，本报告不把它们混成一个“投入成本”。[7][8]

这组动作可以从资本配置角度理解：业务分离减少了经营边界，收购则把资金投向更贴近人用创新药的研发机会。它并不是“减少多元化一定更好”的普遍证明，因为聚焦也会带来风险集中。对于礼来，关键在于被释放和新增投入的资源，能否形成具有临床差异的产品。

精准肿瘤学的研发逻辑，与面向广泛人群的代谢病存在明显差别。患者可能需要分子检测才能进入治疗，目标人群规模较小，医生决策更依赖肿瘤类型、治疗线别与耐药背景。药企需要把诊断、临床证据和治疗路径结合起来。这样的能力扩展，有助于形成与代谢业务不同的收入来源。

投资者也应保留另一面：收购在研资产，购买的是研发机会及其附带的不确定性。成交当天的业务叙事，不等于未来的获批收入。判断交易成败，应持续比较支付对价、后续投入、试验结果和最终现金回报，而不是仅统计收购次数。

6. 2022至2023年：同一分子打开两个商业入口

Mounjaro在2022年进入糖尿病治疗市场，Zepbound在2023年获批用于长期体重管理。两个品牌对应同一活性成分tirzepatide，它同时作用于GIP和GLP-1受体。不同市场的品牌与标签安排还存在地区差异，因此美国品牌的适应证不能直接照搬到所有国家。[1][9]

这里最重要的商业变化，是同一个研发成果进入了不同的临床需求和支付路径。糖尿病治疗的主要评价目标包括血糖控制及相关疾病管理，体重管理则需要证明在符合条件人群中的体重和健康收益。两个入口拓展了可服务市场，但它们共享药物、安全性、生产工艺和部分供应网络。

所以，本报告会同时展示品牌收入与分子集中度。只看两个品牌，可以看到销售组织如何划分市场；把它们合并，才能看到集团对单一活性成分的依赖。当一个品牌遇到地域支付变化时，另一个品牌未必同步受影响；但如果出现与分子本身有关的问题，风险的相关性就会明显提高。

这一结构也解释了礼来为什么仍需发展口服GLP-1、三重激动剂以及代谢领域之外的项目。延长现有分子的生命周期十分重要，但新分子、新剂型和其他疾病领域，分别承担不同层次的增长与分散任务。不能把所有管线都看作对现有销售的简单加法。

7. 从减重幅度到疾病结局：临床证据改变商业边界

2025年发表的SURMOUNT-5研究，为替尔泊肽与司美格鲁肽提供了直接比较证据。在该72周、随机、开放标签研究中，入组者为不伴糖尿病的肥胖或符合条件的超重成人；按治疗方案估计目标，平均体重变化分别为-20.2%和-13.7%。比较的是研究规定的最大耐受剂量，并非所有剂量和所有人群。[10]

这项证据的价值，在于它减少了跨试验比较的干扰。它不能被延伸为“礼来所有产品均优于诺和诺德”，也不能直接用于尚未上市的剂型或更高剂量竞品。对商业研究来说，最稳妥的使用方式，是把它作为当时两种指定方案之间的有效竞争证据。

2024年12月，FDA批准Zepbound用于伴肥胖的成人中重度阻塞性睡眠呼吸暂停，配合饮食和运动干预。这个节点体现了从体重变化向具体疾病负担延伸的方向。[9]

本报告判断，适应证扩展的潜在价值不只是增加宣传标签。它可能帮助医生在更清晰的疾病场景中识别患者，并为支付谈判提供不同的临床依据。但获得适应证和获得广泛报销不是同一步：支付方仍会考虑预算、既有治疗、使用条件与证据成熟度。

8. 2024年Kisunla：神经科学进入新阶段，也暴露系统约束

Kisunla（donanemab，多奈单抗）于2024年7月获得FDA批准。FDA资料说明，其研究和治疗启动针对阿尔茨海默病所致轻度认知障碍或轻度痴呆阶段，且需确认淀粉样病理；药物存在淀粉样蛋白相关影像异常（ARIA）等风险。[11]

因此，Kisunla的商业放量不能只用“阿尔茨海默病患者总数乘以药价”估算。患者需要被识别并确认是否适合治疗，医疗机构需要具备检测、输注和监测能力，家庭还需要承受时间与经济成本。药物供给增加以后，临床服务能力可能成为约束因素。

这与代谢药形成一个有价值的对照。代谢药的商业扩展大量依赖处方、供应、支付及持续使用；疾病修饰型阿尔茨海默病治疗还高度依赖诊断和监测体系。两者都需要完整服务链条，但限制增长的环节未必相同。

从集团层面看，神经科学可以增加未来选择，却不能被当作立即替代替尔泊肽收入的保障。2026年上半年Kisunla收入2.91亿美元，与集团总收入相比仍小。研究它更适合关注治疗路径是否逐步成熟、启动治疗人数与服务能力是否匹配，而不是用当前高增长百分比直接推算几年后的规模。[3；本报告分析]

9. 2026年口服产品上市：扩张与内部替代同时出现

Foundayo于2026年4月获FDA批准，成为礼来已商业化的口服GLP-1产品。FDA批准的人群范围是成人肥胖，或伴至少一种体重相关合并症的成人超重，并配合饮食和活动干预。FDA同时指出，该口服药不需要空腹服用。[4]

对公司而言，口服剂型增加了一种不同的患者接触方式。它可能吸引不愿注射的人群，也可能用于既有治疗后的维持或转换。后者意味着销售增长未必全部来自市场扩容，一部分可能来自礼来自己其他产品的迁移。

正确的商业问题不是“药片会不会替代针剂”这个二选一命题，而是新增患者与转换患者的比例、每名患者的净收入变化、持续用药时间，以及不同剂型在不同市场的支付条件。若低价口服产品带来更多未治疗患者，集团可能受益；若主要替代高净价既有方案，收入增量可能小于处方增量。

这类判断需要真实商业数据，而非只靠方便性推测。2026年第二季度Foundayo收入0.98亿美元，处于上市早期。当前证据足以确认它已经进入商业化，却不足以给出可靠的长期峰值销售额。[3]

10. 制造投资与新并购：从享受增长到管理增长

礼来在2026年5月宣布，对印第安纳州部分制造基地追加45亿美元投资。公告同时披露当地自2020年以来的资本扩张承诺累计超过210亿美元。投资承诺、工程支出、设备安装完成、获准生产与稳定商业供应，是不同的节点，不能直接互换。[12]

对上游供应商而言，这类项目创造的机会不仅是厂房建设，还包括工艺开发、设备验证、材料、检测、数据系统和持续维护。对礼来而言，产能既是增长条件，也是一项长期固定成本承诺。若需求继续增长，较早投入可能形成供给优势；若价格下降更快或剂型组合变化，工厂利用率与资本回报就会受到考验。

截至9月13日，最新核实的重大事件之一是9月11日完成AtaiBeckley收购，方向涉及难治性抑郁等精神健康领域。[13]　　它与公司的神经科学历史形成联系，但“历史熟悉”不等于“新技术确定成功”。研发范式、试验设计和商业化路径仍需逐项验证。

这些动作支持一个观察：礼来正在用当前强势业务带来的资源，投资更长周期的生产和研发能力。它们也使利润分析变得复杂。某季利润受到收购在研资产费用压低，并不必然意味着产品经营恶化；如果长期依赖反复收购填补管线，则这些费用又不能永远视为完全无关的偶发项。

二、财务拆解：增长很快，风险也更集中

收入规模与分子集中度

项目	2024全年	2025全年	2026上半年
集团收入，亿美元	450.43	651.79	427.73
Mounjaro，亿美元	115.40	229.65	186.05
Zepbound，亿美元	49.26	135.42	90.88
两品牌合计，亿美元	164.66	365.07	276.93
两品牌占集团收入	36.6%	56.0%	64.7%

资料：[2][3]；合计和占比为本报告计算。上半年与全年不是可直接比较的同长期间。

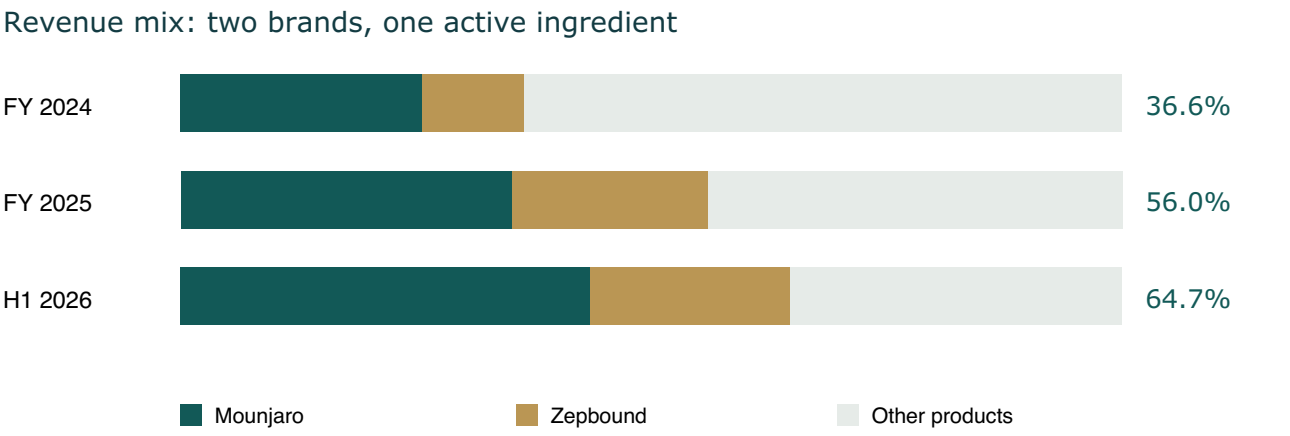


图1 | 替尔泊肽两个品牌的收入占比持续提高。按各期披露收入计算；FY为全年，H1为上半年。资料：[2][3]。

2025年相较2024年新增收入201.36亿美元，Mounjaro与Zepbound合计新增200.41亿美元，约相当于集团收入增量的99.5%。这是增量归因计算，不是说其他业务没有增长；它说明其他业务合计的净增量接近零，内部可能同时存在增长与下降。[2；本报告计算]

这一结果比“代谢业务很强”更具体。它提示我们，分析集团增长弹性时应优先建立替尔泊肽的量价判断；分析集团韧性时，则需要看其他业务能否在未来提供更大净增量。用治疗领域数量衡量分散度，会掩盖实际收入结构。

量价关系：患者更多，不代表每份处方收入更高

礼来披露，2026年第二季度全球销售量增长60%，已实现价格下降13%，集团收入增长48%；美国和海外市场的量价表现又不同。公司把海外价格变化的重要原因归于Mounjaro纳入中国国家医保目录，相关表述反映公司财务归因。[3]

这里的“量”和“价”是财报分解口径，不宜直接视作同一篮子药物的简单单价乘法。产品组合、区域、汇率和调整项目都会影响最终结果。经营研究应关注的是量的持续性、净价的趋势以及不同渠道收入质量。

公司进入更广泛的支付体系，可能以较低单位收入换来更多患者；这在市场渗透早期可能带来总收入增长，但若价格持续下降而患者增长逐步放缓，增长曲线就会改变。对中国市场，不能把全球收入增长和医保可及性直接等同于本地利润贡献，仍需单独核实准入适应证、渠道和实际支付口径。

本报告不提供未核实的中国单盒价格，也不将美国自费渠道价格用于测算中国市场。不同国家、剂量、包装、优惠条件和支付身份之间缺乏可比性时，列出一个“统一药价”反而会误导。

利润质量：把经营表现与收购费用分别看

2026年第二季度GAAP净利润70.95亿美元、稀释每股收益7.94美元；non-GAAP每股收益为8.38美元。两种口径都包含每股3.03美元的收购在研资产费用。2026年上半年研发费用73.29亿美元，另有单列收购在研资产费用33.60亿美元。[3]

这意味着“调整后利润已经去掉所有一次性项目”的习惯性理解，在这里并不成立。研究者必须阅读调节表，而不是只根据指标名称判断口径。研发费用代表持续投入，收购在研资产费用则与交易结构和会计处理有关，两者都与未来产品有关，却不能随意合并后再与其他药企比较。

如果把已确认的收购费用全部加回，得到的数字可能有助于观察经营趋势，但未必适合直接作为可分配现金或长期可持续利润。礼来持续购买新技术时，资本配置成本是真实存在的。尤其在高增长阶段，收入、净利润和现金创造能力应分别核验。

本轮未建立完整现金流量表和资产负债表模型，因此不把会计净利润写成自由现金流，也不提供净债务预测或贴现现金流目标价。这是报告覆盖范围的界限；进一步做证券估值时，应补入最新10-Q、债务到期、资本支出及并购支付信息。

指引与估值：先明确分母，再讨论倍数

8月5日公司给出的2026年收入指引为850亿至870亿美元，non-GAAP　EPS为35.50至36.50美元。该EPS口径不包含6月30日以后新发生的收购在研资产费用。9月完成的新交易，使读者更有必要关注后续财报对口径的更新。[3][13]

以下只是估值敏感性演示，以36美元EPS作为公司指引中点，倍数由本报告自行设置，不是市场一致预期，也不是目标价。

假设市盈率	EPS 36美元对应的每股价格	需要回答的问题
25倍	900美元	增长是否显著回落，风险是否上升
30倍	1,080美元	现有增长可维持多长时间
35倍	1,260美元	新剂型与产能能否带来持续增量
40倍	1,440美元	长期优势是否足够强，预期是否过满

计算仅为EPS乘以倍数。本报告未核验报告日最近收盘价，因此不计算上涨空间。即使利润增长，若市场愿意给予的倍数下降，股价也可能下跌。把业务判断直接翻译成买入结论，缺少的正是这一步预期比较。

三、横向竞争：既要比较药物，也要比较交付能力

竞争图谱

公司	主要竞争位置	截止日已核实状态	对礼来的主要压力
礼来	注射代谢药与口服剂型组合	Mounjaro、Zepbound、Foundayo已商业化；retatrutide在研	自身产品集中度、价格和产能执行
诺和诺德	司美格鲁肽体系与多剂型布局	Wegovy注射及口服商业化；高剂量获批；组合项目推进	现有患者、支付谈判、剂型迭代
安进	低频给药差异化	MariTide处于III期开发	长期使用便利性与维持治疗
罗氏	双靶点及胰淀素组合布局	CT-388的ENITH III期项目推进；petrelintide在研	新机制组合和全球开发能力

资料：[3][4][14][15][16][17][18][19]。表中在研项目均不视为已上市竞争产品；不同项目的试验结果不能直接排名。

1. 诺和诺德：直接竞争者依然拥有反击空间

诺和诺德是理解礼来代谢业务最重要的参照。它的意义不只在于拥有Ozempic与Wegovy，而在于已经建立围绕司美格鲁肽的临床、制造、市场教育和支付体系。与尚在临床开发阶段的竞争者相比，它对礼来的压力直接发生在处方选择与商业渠道中。[14]

2026年3月，FDA批准更高剂量的Wegovy HD。诺和诺德2026年第二季度材料还披露口服Wegovy的商业进展。[14][15] 因此，只拿2025年的标准剂量注射产品描述2026年9月的竞争格局，已经不完整。今天的竞争至少包含不同剂量、不同剂型、不同治疗阶段与不同患者支付能力。

SURMOUNT-5支持的是特定试验条件下替尔泊肽相对指定司美格鲁肽方案的减重优势。这项优势具有商业价值，但不意味着未来所有新剂型都自动落后。评价新剂型，需要重新确认给药条件、疗效、安全性、停药率和可及性。礼来的优势应当通过后续证据维护，而不是由一项历史研究永久锁定。

诺和诺德另一个被关注的方向是CagriSema。公司2026年2月公布的REDEFINE 4直接比较中，按治疗方案估计目标，84周体重降幅为CagriSema组20.2%、tirzepatide组23.6%。研究未达到CagriSema相对tirzepatide体重减轻非劣效的主要终点。这与SURMOUNT-5属于不同试验，不能把两项研究中的数字拼接后推断所有药物之间的差距。[16]

从患者与医生角度看，选择也不只由平均减重幅度决定。能否持续获得药品、用药方式是否适合日常生活、治疗中能否耐受、保险是否覆盖，都会影响最终使用。药企可能在总体疗效上占优，却在某些支付方案或特定患者场景中处于不利位置。没有相应的分层数据，就不应把“临床更强”直接翻译为“每个市场都能拿到更高份额”。

本报告认为，诺和诺德对礼来的最现实压力，是扩大可选方案与维持渠道竞争。这会限制礼来把临床优势完全转化为定价权的空间。即使行业患者数量持续增长，两家企业也可能通过价格、剂型和服务争取相同患者，导致销售量很强、净价却下降。

这种竞争不必然构成零和。口服产品有机会吸引此前未使用注射治疗的人群，医疗体系也可能逐步扩大疾病识别和规范治疗。但新增患者是怎样进入市场的、支付方能承受多少预算，决定了行业扩容能否覆盖价格压力。本报告不给出未经核实的市场份额总排名，也不把诺和诺德单个区域或某一处方口径的数据当作全球收入份额。

跟踪诺和诺德，建议重点看三个变化：新剂型是否形成持续使用，而非仅有上市初期处方；直接比较研究是否改变现有判断；支付与供给条件是否改变患者迁移。对礼来的估值压力，可能先出现在价格预期和市场倍数，而不必等到当季收入出现明显下降。

2. 安进：低频给药可能改变竞争维度

安进的MariTide采用与礼来不同的技术设计，2026年第二季度官方更新确认其慢性体重管理III期项目在推进。公司将其定位为长效方案，并研究更少给药次数的可能性；这仍是开发目标与研究中的使用方式，不能写成已经获批的给药标签。[17]

这条路线的商业挑战，针对的是长期治疗中“反复使用”的成本。患者愿意开始治疗，与患者可以多年维持治疗，是不同的问题。较少给药次数可能降低一部分操作负担，然而长期作用也会改变剂量调整、耐受管理和停药后的处理方式。实际获益需要研究和真实临床使用来证明。

安进还需要跨过几个礼来已经部分完成的门槛：更大规模的III期证据、监管审评、商业供应准备、市场准入，以及上市后长期安全性积累。研发进度领先与药物机理新颖是两个维度，不能因为一条路线差异大，就自动假设它会更早商业化或获取更大市场。

本报告判断，安进更可能在“哪些患者适合怎样的治疗频率”上创造竞争，而不仅是争夺同一张平均减重排行榜。如果低频方案未来在维持治疗、续用或特定患者群中形成明确优势，它有机会切入现有治疗体系的一部分。这种切入不需要立刻赢得整个市场，也可能足以影响龙头的价格与长期增长假设。

对礼来而言，应对方式可能包括更完整的剂型组合、治疗转换研究和服务能力。口服与每周注射覆盖不同偏好，但不能据此断言可以完全覆盖低频方案的需求。每个方向都有自己的临床取舍，最终需要由患者、医生和支付方共同筛选。

从产业链角度看，安进的不同分子结构和长效设计，也提醒设备、耗材和合同生产企业不能把未来产能需求全部按当前产品路线外推。一个候选药的成功，可能改变单位患者的药物用量、生产工艺或给药装置需求。对供应商来说，兼容不同技术平台的能力，通常比只服务一种畅销药的产线更有适应性。

当前不适合把MariTide的潜在收入加入礼来市场规模后，再机械计算固定份额。候选项目的获批概率、上市时间、患者定位与支付条件尚未完全确定。更稳健的做法，是在礼来长期模型中设置一项“竞争方案增加”的压力情景，并根据后续III期数据更新，而非预先填入一个看似精确的销售数字。

3. 罗氏：通过资产组合追赶，考验的是开发速度

罗氏2026年1月披露CT-388的II期结果：在研究最高剂量、48周、疗效估计目标口径下，安慰剂校正体重下降22.5%；治疗方案估计目标下为18.3%。这两组数字的差异本身就提示，判断疗效时必须明确是否包含停药和其他治疗事件的影响。[18]

罗氏6月的投资者材料显示，ENITH 1和ENITH 2两项III期研究正在推进。[19] 因而，截至9月13日，把CT-388只称为“刚完成II期、尚未进入III期”的描述也已不准确。同时，III期推进仍然不等于获批或商业化。

罗氏还通过与Zealand的合作布局petrelintide这一胰淀素方向，试图形成与现有肠促胰素路线可组合的资产。[20] 从策略上看，它并非只复制一个单药，而是在建立可以探索不同患者需求、耐受性和联合方案的组合。此处是本报告对公开布局的解读，不代表公司已经证明所有组合有效。

这类追赶路径具有明确优势：大型药企可以调动临床开发、法规和商业化资源，把外部获得的分子继续推进。但并购和授权并不会自动压缩所有研发时间。剂量筛选、不同人群验证、长期安全性以及生产工艺转移，仍然需要连续证据。

对礼来的压力主要在中长期。若罗氏多个项目顺利推进，市场可能从少数成熟方案扩大到更多机制与组合。这会降低任何一家企业凭借单一试验长期维持独特地位的可能性。即使新进入者没有达到最高平均减重幅度，也可能以耐受性、特定临床场景或商业条件参与竞争。

研究者特别容易在这里犯跨试验比较错误：把罗氏48周的安慰剂校正结果，与礼来72周的未校正体重变化直接放进一张排名表。入组人群、疗程、剂量、停药处理和估计目标不同，这样的排名没有可靠含义。本报告只将这些结果作为各自项目推进的证据，不据此排列绝对优劣。

对于合作伙伴，罗氏路线也提供另一种参照。礼来的现有强项是把已获批产品迅速放量，罗氏的相关机会更多来自研发和未来组合验证。供应商面对两类客户时，项目周期、收入确认和成功概率并不相同。研发服务合同可能较早开始，但不能把潜在商业量产当成确定订单。

4. 患者视角：方便、耐受与费用是同一个使用决策

临床研究回答的是某种方案在规定条件下是否有效、安全性如何；患者长期使用则还受到费用、处方路径和日常负担影响。两者需要结合，但不能用网络口碑替代临床证据。

本轮查阅的公开患者讨论中，有人期待睡眠呼吸暂停新适应证改善保险覆盖，也有人表示自己的具体计划并未随FDA批准立即覆盖。这些属于未经独立验证的个体经历，只能说明审批与支付之间可能存在体验差异，不能据此估计发生比例或总体满意度。[21]

本报告不采用社交媒体中的疗效自述来给药物排名。对于实际使用，应该优先看随机研究、监管标签和有明确方法的真实世界研究；对于商业研究，患者讨论的价值在于提出问题，例如续方困难、给药负担与支付条件，再寻找可量化的资料验证。

需要持续跟踪的用户指标包括开始治疗后仍在使用的比例、转换治疗的原因、因不良反应中断的情况，以及支付方案改变后的续用表现。本轮没有获得覆盖全部产品且可直接比较的一套数据，因此不编造患者留存率，也不把处方总量等同于独立患者数。

四、产品与管线地图：现金来源与未来选择分开看

产品或项目	所属方向	本轮核实的状态与角色	研究重点
Mounjaro / tirzepatide	糖尿病与代谢	已商业化，集团主要收入来源	量、净价、地域组合
Zepbound / tirzepatide	体重管理与OSA	已商业化；美国OSA适应证已获批	支付与续用、供给
Foundayo / orforglipron	口服GLP-1	美国成人体重管理已获批；糖尿病申请另行推进	新患者与转换患者结构
retatrutide	三重受体激动剂	III期数据支持申报准备，公司计划2027年一季度申报	完整数据、监管与供给
Verzenio / abemaciclib	肿瘤	已商业化，2025年收入57.23亿美元	适应证内竞争与生命周期
Jaypirca / pirtobrutinib	血液肿瘤	已商业化，持续扩展临床与地区应用	治疗线别、竞争方案
Taltz / ixekizumab	免疫	已商业化；与Zepbound联合的IIIb期研究有更新	研究结果能否改变实践
Kisunla / donanemab	阿尔茨海默病	已获批；商业化依赖诊断及监测体系	患者筛选、服务能力
AtaiBeckley相关资产	精神健康	2026年9月完成收购	逐项目开发，不按并购即收入处理

资料：[2][3][4][11][13][22]。本表为重点资产梳理，不是公司全部管线清单；适应证及获批范围应按各地区正式标签核实。

8月31日礼来更新了Taltz与Zepbound联合使用的IIIb期一年数据，涉及银屑病或银屑病关节炎伴肥胖等研究人群。[22]　对产业研究，这提示代谢治疗可能与其他疾病管理发生联系。但联合研究结果并不自动生成新的获批联合标签，也不应直接计作新增销售市场。

值得关注的是，礼来的资产来源包括自有研发、收购和授权。orforglipron由中外制药发现、2018年授权给礼来开发，说明一个产品的成功可能横跨不同公司的发现、开发与商业化能力。[23]　　对中国创新药企业，真正值得研究的是这种分工如何分配风险、权利与回报，而不只是观察最终由谁销售。

五、对中国业务与食品医药产业链的意义

中国市场：准入扩大与收入单价可能反向变化

礼来2026年第二季度披露，将中国医保准入与Mounjaro海外销售的量价变化联系起来。[3] 这给出的不是“中国市场一定更赚钱”的结论，而是一个应进一步拆解的商业问题：新增可及患者能否覆盖单价变化，渠道是否顺畅，持续使用能否维持。

以中国为重点做更深入研究时，应继续补齐各产品的NMPA批准记录、现行中文说明书、医保支付范围、执行时间和医院渠道情况。全球品牌、全球临床结果和全球定价，不能替代这些本地文件。本报告避免用美国的产品标签直接描述中国患者可以如何使用。

服贸会参展说明企业参与产业交流，能够提供合作线索，但不能证明某一产品已取得注册、医保或医院准入，也不能证明已经形成订单。本次网站已有礼来中国参展线索，可作为后续访谈或商务研究入口；本报告不将其计入财务增长依据。

上游制造：从“有订单”到“能进入验证体系”

礼来的扩产计划对原料、装备、检测与工程服务具有参考价值。对于希望进入产业链的企业，关键并不是知道某个基地计划花多少钱，而是能否满足具体产品的质量、交付和验证要求。公开资本开支只是需求方向，订单落地还取决于供应商资格与项目阶段。

可优先关注多肽或其他相关工艺能力、无菌灌装与包装装置、稳定性和质量检测、冷链及供应数据管理等环节。这是依据药品制造流程提出的产业观察方向，并非已经核实某家中国供应商取得礼来合同。未有公开文件，不应把“受益概念”写成确定供应关系。

设备交付、验证完成和商业生产的时间可能相隔较长；研发产品与商业产品对生产能力的要求也不同。供应商做经营预测时，应区分项目询价、签约、交付、验收及后续服务收入，避免将药企公开投资额按比例机械分配给自己的行业。

下游营养与慢病服务：寻找真实需求，避免过度外推

代谢药普及可能改变一部分患者的饮食管理需求，使营养咨询、长期随访和体重维持服务受到更多关注。这属于本报告的产业推演，不是已经测量出的食品消费结构变化。

食品和营养企业不能仅凭GLP-1热度，就宣称某类产品可以增强药效或避免不良反应。可验证的机会更适合落在营养成分、食用便利、明确人群需求和规范服务流程上，并通过真实研究判断是否有效。

对于食品医药资讯网站，最有价值的跟踪方式，是把“药企公告”“获批信息”“临床研究”“营养产品营销”分开标注。这样既能发现产业联系，也能避免把商业包装当成医学证据。礼来值得成为长期信源，但不宜成为只收录正面消息的单一叙事中心。

六、横纵交汇：未来三种情景

基准情景：增长延续，净价与组合变化逐渐成为主线

本报告认为，较合理的基准分析应从已存在的业务出发：替尔泊肽继续贡献主要现金来源，口服产品处于扩张阶段，其他治疗领域逐步增加收入。这个情景不需要假设所有在研项目成功，也不把当前高增速无限延长。

在这种路径下，礼来面临的核心任务是把更大处方规模转化为有质量的收入。患者增长、净价下降、产品组合与产能释放共同决定结果。收入增速可能随着基数提高而变化，但只要单位经济性和投入回报稳定，增长放缓本身并不等于竞争力崩塌。

这一情景的观察信号是：季度业绩仍主要由真实销量推动；新上市产品在多个季度内逐步形成收入；价格压力没有持续超过规模和效率改善；并购与扩产没有显著挤压财务灵活性。报告不为这些信号预设未经验证的概率。

乐观情景：多剂型扩容，新平台进入接力阶段

乐观路径需要几项条件同时成立：口服产品主要吸引新增患者而非仅替代现有品牌；在研项目按计划完成监管流程；制造体系能够随需求稳定扩张；非代谢业务形成足以改善集中度的新增收入。

如果这些条件出现，礼来可能从当前两个主要品牌驱动，逐步转向多个分子和治疗领域共同贡献。历史上的制造积累、代谢临床经验和外部资产开发能力，将在这一阶段形成相互支持。对供应链伙伴，项目持续性也可能比单一爆款的短期拉动更强。

这一情景最容易被过早计入估值。产品组合变多，并不自动带来更高净价；新分子成功，也可能分流旧分子。研究者需要核算集团净增量，而不是把每个项目的最大市场空间相加。真正乐观的证据，应是集团收入结构、现金回报与患者覆盖共同改善。

压力情景：净价下降快于扩容，重投入放大经营波动

更危险的情景不一定从研发失败开始。即使药物有效，支付方仍可能要求更大折扣，竞争剂型也可能改变处方流向。若患者增长速度下降而净价继续承压，集团集中于替尔泊肽的结构就会使影响扩大。

同时，已承诺的制造投入和并购开发费用具有时间刚性。市场需求变化很快，建设、验证和研发计划却不容易立即调整。若供给扩张、支付变化和研发投入在不利方向上叠加，利润增长可能落后于收入增长，资本回报的恢复也可能需要多个季度。

安全性、质量或供应问题构成另一类压力，其发生概率和严重程度不能靠主观判断填入。本报告只指出，一旦问题涉及共用分子或关键生产环节，两个品牌之间的相关性将变得重要。这也是为什么需要把品牌分散和分子分散分开研究。

压力情景的预警信号包括：净价下降持续扩大，返利估计调整反复影响比较基数，产能投放与需求不匹配，以及新项目进度连续延后。即便公司仍在增长，市场也可能先下调估值倍数。因此，观察“有没有增长”不如观察“增长是否达到原先预期”。

能力与风险来自同一段历史

礼来的长期优势可以从历史中找到来源：代谢业务积累让它熟悉慢病市场，制造经验帮助它扩大供给，多治疗领域和外部交易使它有能力继续寻找新资产。它当前的风险也与这些选择相连：押注代谢平台提高了收入效率，同时提高集中度；提前建设工厂支持增长，也增加固定投入。

本报告的综合判断是，礼来值得作为全球创新药产业链的重要长期研究对象。评价它的质量，应看证据、交付和资本配置能否持续；评价其证券价格，则应把这些能力与市场已经支付的预期逐项比较。二者相关，但不能用一个结论替代另一个。

七、接下来应跟踪什么

观察项	下一步需要的证据	判断如何变化
Mounjaro与Zepbound	季度收入、量价、地区组合	检查增长来源及集中度
Foundayo	多季度收入、患者来源与续用	判断扩容还是内部转换为主
retatrutide	完整III期数据、实际申报与监管进度	更新商业化时间，不预支获批
非代谢业务	新产品绝对收入与投入回报	判断分散效果，而非只看百分比
产能	工程、验证及稳定供给节点	区分投资承诺与有效产能
支付与净价	各地区准入、返利、真实净收入	更新单位患者经济性
并购	交割、后续研发与会计费用	检查增长投入与盈利口径
竞争	直接比较研究、剂型与长期使用数据	避免沿用过期竞争地图

礼来投资者网站当前列示，下一次季度业绩电话会计划于2026年10月29日举行，9月14日另有投资者会议。[24] 这些是已公布安排，未来仍可能调整。9月13日之后的会议内容不属于本报告资料范围。

八、信息来源与口径

下列来源均于2026年9月13日访问。来源日期采用正文或正式报告日期；未标具体日期的页面属于动态页面。临床数据只用于其研究人群、剂量、疗程和统计口径，不跨试验作直接优劣排名。

1. 礼来公司历史页，动态页面。用于创立、胰岛素及核心历史节点。
2. 礼来2025年第四季度及全年业绩，2026-02-04。全年财务与产品收入。
3. 礼来2026年第二季度业绩原始PDF，2026-08-05。季度、半年财务、指引及管线。表格主要见第2、3、5页，指引见第4页。
4. FDA批准Foundayo，2026-04-01。美国批准状态与范围。
5. FDA：胰岛素百年历史，历史资料。胰岛素合作与商业化背景。
6. Trulicity首次FDA批准公告，2014-09-18。
7. 礼来2019年10-K，2019财年。Loxo收购与Elanco分离。
8. Elanco 2019年第二季度10-Q，2019财年。2019-03-11分离完成。
9. FDA批准Zepbound用于特定OSA患者，2024-12-20。
10. NEJM：Tirzepatide as Compared with Semaglutide for the Treatment of Obesity，2025-05-11在线发表。SURMOUNT-5，研究由礼来资助。
11. FDA：Kisunla批准与安全信息，2024-07-02。
12. 礼来追加印第安纳州制造投资，2026-05-06。投资承诺口径。
13. 礼来完成AtaiBeckley收购，2026-09-11。
14. 诺和诺德2026年第二季度投资者材料，2026年8月。口服及注射产品进展。
15. FDA批准更高剂量Wegovy，2026-03-19。
16. 诺和诺德REDEFINE 4结果，2026-02-23。84周直接比较口径。
17. 安进2026年第二季度业绩及MariTide更新，2026-08-04。
18. 罗氏CT-388 II期结果，2026-01-27。安慰剂校正值及不同估计目标。
19. 罗氏2026年ADA投资者材料，2026-06-08。ENITH III期进展。
20. 罗氏petrelintide II期进展与合作背景，2026-03-05。
21. 患者公开讨论：OSA适应证与保险覆盖，2024年12月起。非代表性个体体验，不作疗效与覆盖比例依据。
22. Taltz与Zepbound联合IIIb期一年数据，2026-08-31。
23. Foundayo美国上市与授权来源说明，2026年4月。中外制药发现与2018年授权。
24. 礼来投资者首页及活动安排，2026-09-13访问。

方法与限制

本报告使用横纵分析法：沿历史观察能力如何形成，再在同一时间截面比较竞争位置。框架参考横纵分析技能所述方法，由本报告独立组织材料与推演；并非礼来或任何券商出具的官方研报。

所有情景均为条件分析，不赋予主观概率。估值表为计算示例，不包含实时股价、折现模型或投资建议。原始资料存在地区、期间、统计和会计口径差异时，保留差异；未取得的现金流与本地准入明细不补写。资料更新截止为2026年9月13日本次采编时。