



凱基睿策系列

Eli Lilly : 全球最大, 成長最快, 利潤最高, GLP-1龍頭

股權策略諮詢部

Equity Advisory, IPS, KGI IWM

2026.9.14

Executive Summary

投資禮來公司的三個理由

禮來公司概述

- **全球市值最高**(達 US\$1,058bn)，**成長最快，利潤最高**的跨國製藥巨擘。主要GLP-1減重及糖尿產品佔公司2026總收入的67%。
- **全球 GLP-1 市場龍頭 (2Q26全球/美國市佔 55%/61%)**: 憑藉突破性的 GIP/GLP-1 雙受體促效劑替爾泊肽 (Tirzepatide = 降糖藥 Mounjaro + 減重藥 Zepbound)在臨床療效上實現對傳統單靶點藥物的代差壓制，並配合逾 200 億美元的製造端產能擴建與直營管道策略(如 LillyDirect)，成功登頂全球 GLP-1 市場龍頭。
- **構建高毛利，多元化，高護城河與長期可持續性的全球商業帝國**：下一代重磅管線佈局包括: Donanemab (腦部神經退化阿茲海默症), Orforglipron (口服小分子 GLP-1), 及 Retatrutide (三靶點GLP-1); 將業務從單純的降糖減重升維至涵蓋心血管、呼吸與神經退行性疾病的預防醫學體系。

投資禮來的三大原因

- **LLY是穩健並快速成長的全球GLP-1行業之是龍頭**：全球GLP-1市場規模未來5年複合增長12.4%；消費人群數未來5年翻倍；直接受惠于美國醫保Bridge計畫（已於2026.7.1生效）
- **GLP-1 3.0 是下一個成長引擎/催化劑**：**Mounjaro + Zepbound** (當前最核心的現金牛, 佔公司2026總收入65%) + **Orforglipron** (2026.4 上市, 小分子, 極低成本, 口服便利, 下沉市場) + **Retatrutide** (GLP- 3.0, 最強療效, 高毛利；目前stage-3 trial, 2027-28上市)；以上幫助LLY在Trulicity 專利於2027 年到期時，實現無縫的Patient Migration。
- **財務表現在全球醫療行業中最強勁可見度高，且估值合理**：製藥業龍頭之中，成長最快(2027年盈利按年增長33%，預估25-30年CAGR 23.5%)，利潤率及ROE最高，淨現金，健康現金流。目前交易在23.8x 2027 P/E及1.9x PEG（仍遠低於全球AI龍頭企業的2.4x）。

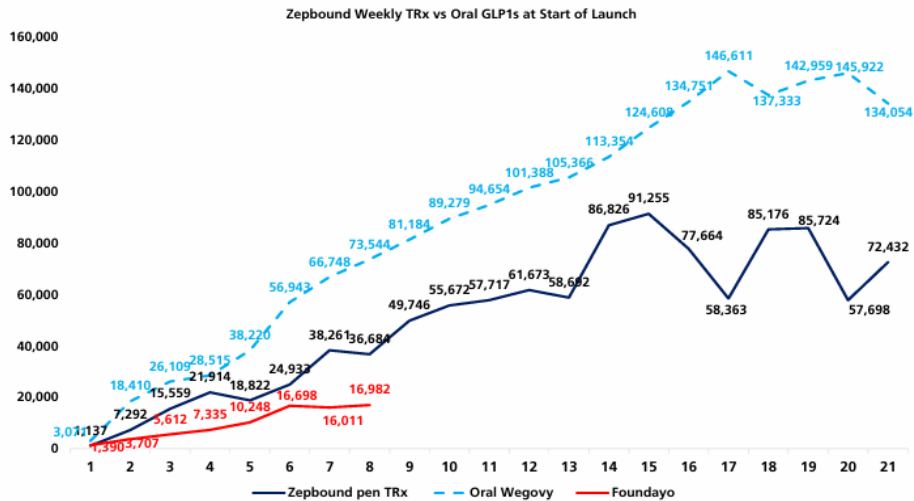
GLP-1是什麼？從注射到口服，從1.0 到3.0

NVO and LLY are the GLP1 market leaders with Wegovy/Ozempic and Mounjaro/Zepbound – which are weekly injections

NVO has an oral version of Wegovy approved as of Dec 2025 and LLY also now recently launched Foundayo as of April 2026



Orals are off to a decent start but not expected to be game changing in the near term in the US as injectables are likely to be used more given superior efficacy



GLP-1是什麼？工作機制

通過作用於大腦中樞神經與消化系統，從源頭切斷大腦對食物的渴求，又在物理上拉長胃部的飽和感

GLP-1 (腸促胰素-1) 原本是人體進食後由腸道自然分泌的一種激素，而 **GLP-1 類藥物** 則是透過模擬這種天然激素，同時達成「精準控糖」與「顯著減重」的雙重效果。

1. 中樞神經調節：消除食物噪與抑制食慾

- **下視丘食慾中樞：**GLP-1 穿過血腦屏障，直接作用於大腦下視丘，激活抑制食慾的神經元（POMC/CART），同時阻斷引發飢餓感的神經元（NPY/AgRP），讓大腦主動發出「已吃飽」的信號。
- **中腦邊緣獎勵系統：**作用於多巴胺獎勵迴路，顯著降低對高油、高糖等高熱量食物的心理渴求（即臨床上常說的消除「食物噪音」），抑制情緒化進食或對零食的衝動。

2. 胃腸道動力學：延緩胃排空

- **拉長物理飽足感：**GLP-1 會抑制胃部蠕動，使食物在胃內停留與消化的時間大幅延長。
- **降低單餐進食量：**由於胃部持續保持充盈，患者在吃下遠少於平時的食物量時，即會觸發強烈的胃部飽脹感，進而自然減少每日卡路里攝入。

3. 代謝與血糖穩態：阻斷「假性飢餓」

- **平抑血糖波動：**以葡萄糖依賴的方式促進胰島素分泌並抑制胰高血糖素，避免餐後血糖驟升驟降。平穩的血糖能有效防止因血糖快速下跌引起的「假性飢餓感」與甜食衝動。

4. 多靶點的機理進階

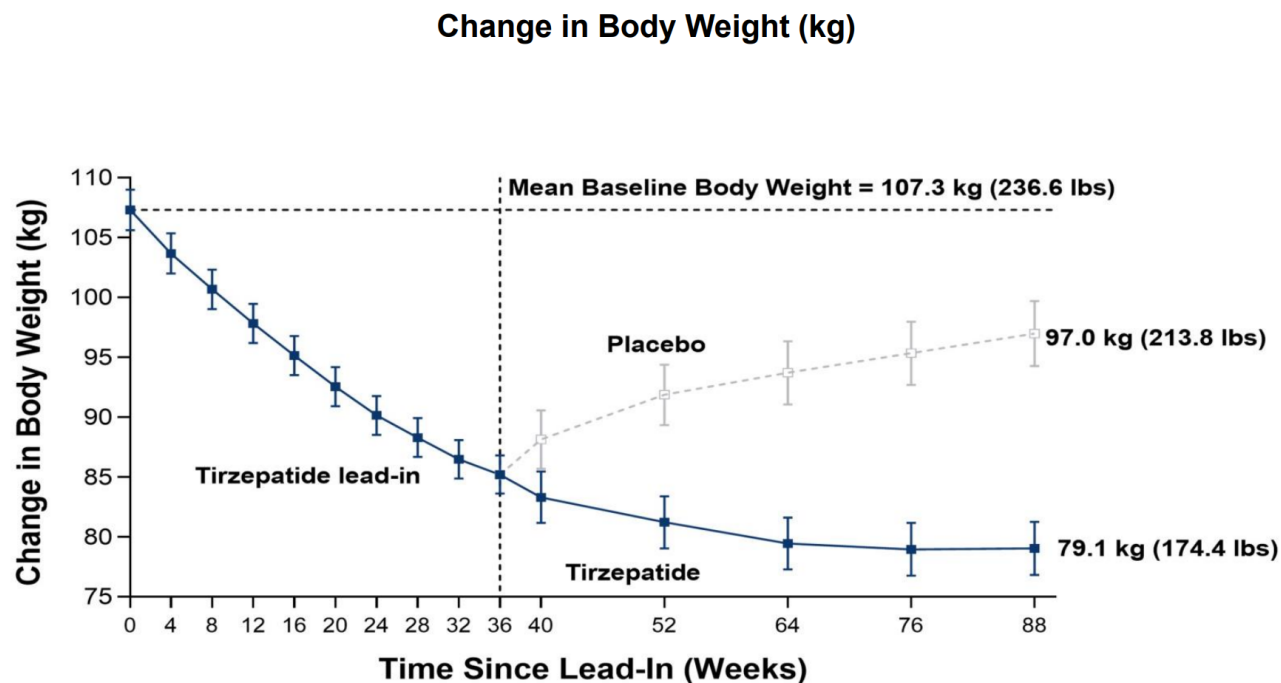
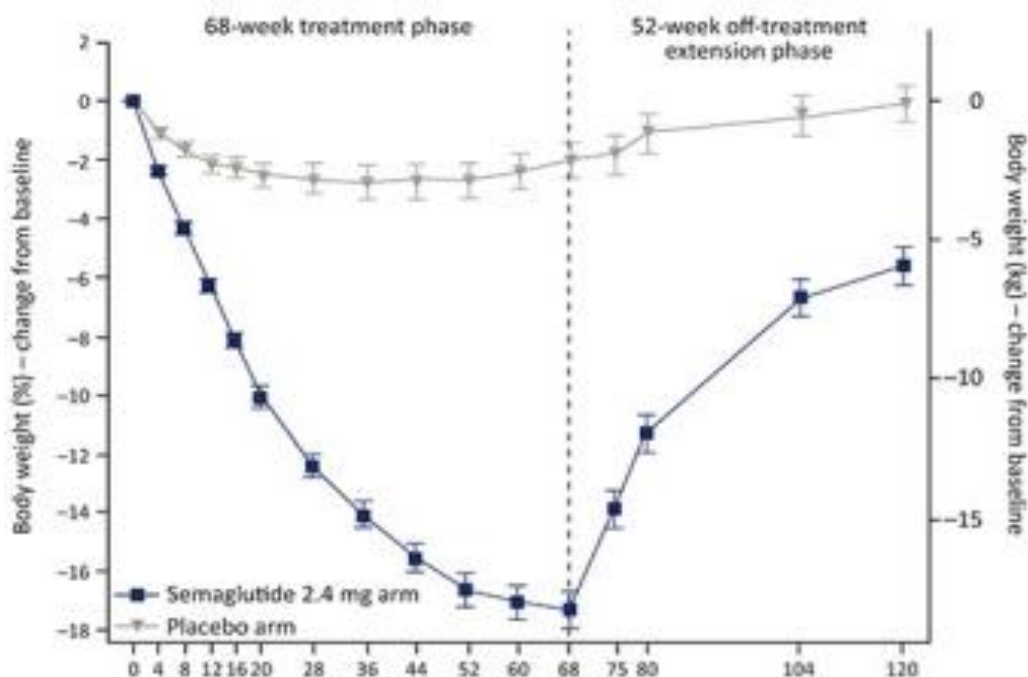
- **+ GIP 靶點（雙靶點）：**GIP 能改善脂肪組織的脂質儲存與胰島素敏感性，並與 GLP-1 在大腦中樞產生協同作用，進一步放大人類對食慾的抑制效果。
- **+ Glucagon 靶點（三靶點 GGG）：**胰高血糖素（Glucagon）靶點能直接激活肝臟脂肪分解（ β -氧化），並提高基礎代謝率（Energy Expenditure），打破單純依靠「少吃」帶來的代謝補償與減重瓶頸。

GLP-1是什麼？藥不可停！

持續治療及生活習慣成為長期控制的關鍵

GLP-1/Incretin 藥物戒斷後體重明顯反彈：

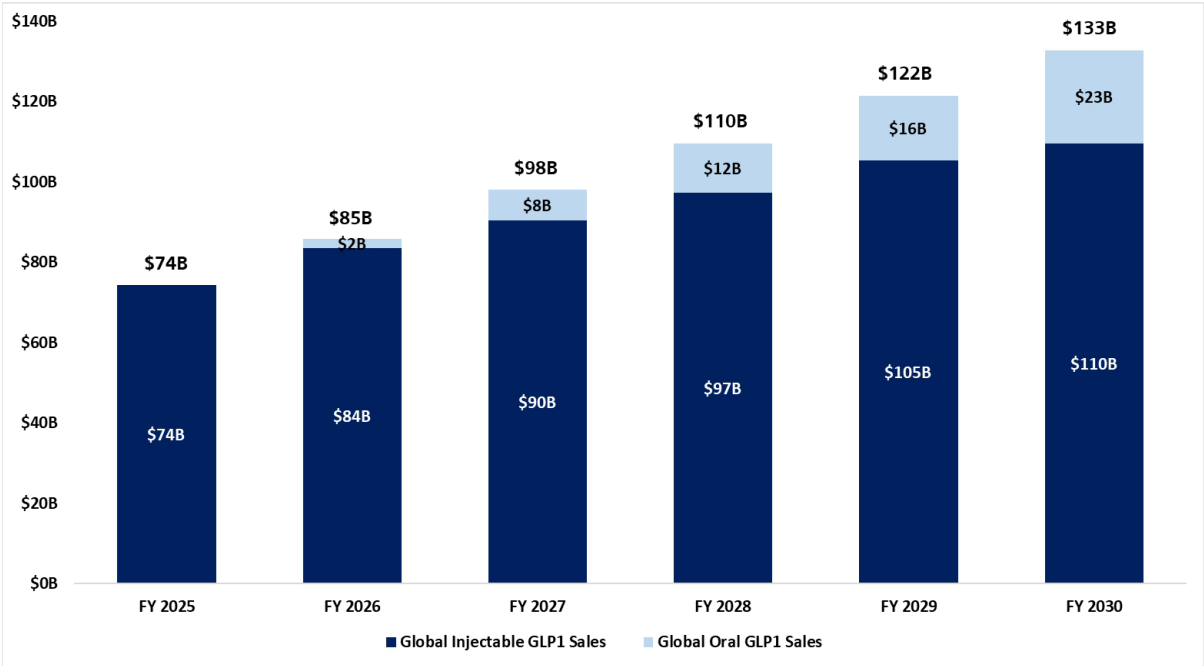
- Semaglutide (Wegovy) 停藥後，病人平均回升約 12 個百分點，約為先前減重成果的2/3；
- Tirzepatide(Zepbound/Mounjaro)病人在改用安慰劑後的 52 週內，平均體重回升約 14%，且僅約 17% 能維持至少 80% 的原先減重成果，相比之下持續使用 tirzepatide 者為 90%。
- 現實應用上，未患第二型糖尿病者的 1 年停藥率約 65%，患第二型糖尿病者約 45%，減肥藥的商業與臨床關鍵不只是初始減重幅度，也包括病人能否長期負擔、耐受並持續治療。



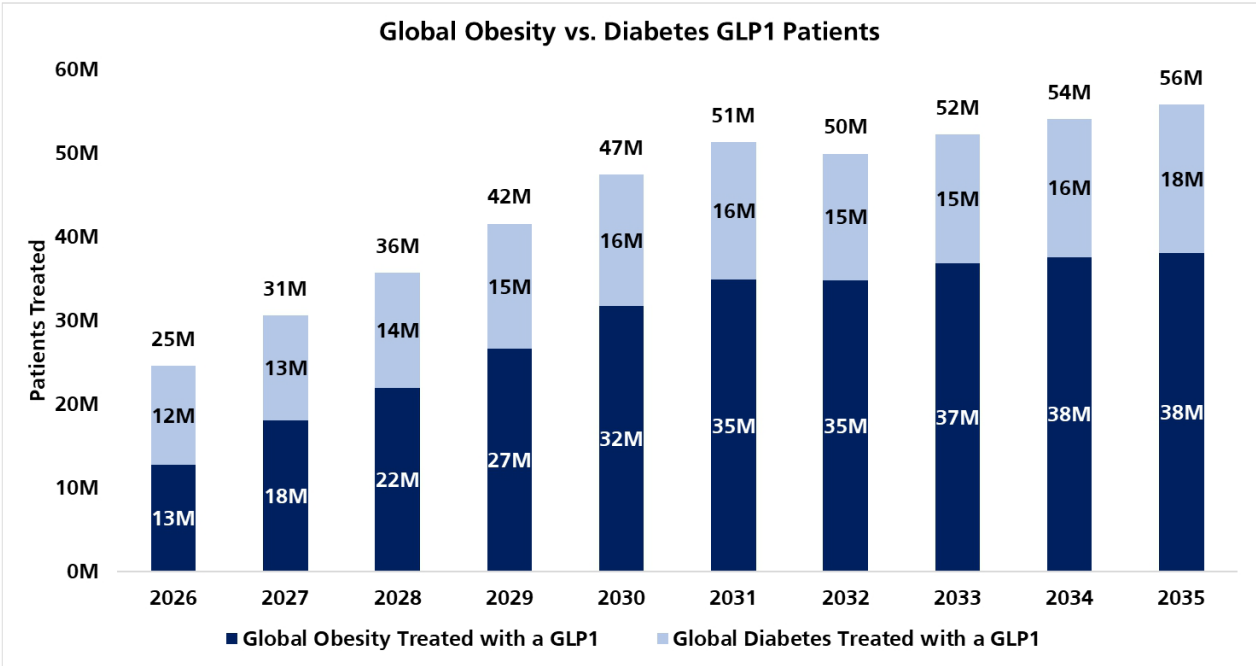
GLP-1市場未來5年複合成長12%，消費人群數翻倍

肥胖症治療推動GLP-1市場增長

目前市場以注射型主導，口服預計於2030年佔約20%
屆時GLP-1全球市場達1330億美元
(高於全球能量飲料或冰淇淋市場)



受肥胖症治療推動，
全球接受治療者人數將翻倍至超過5,600萬

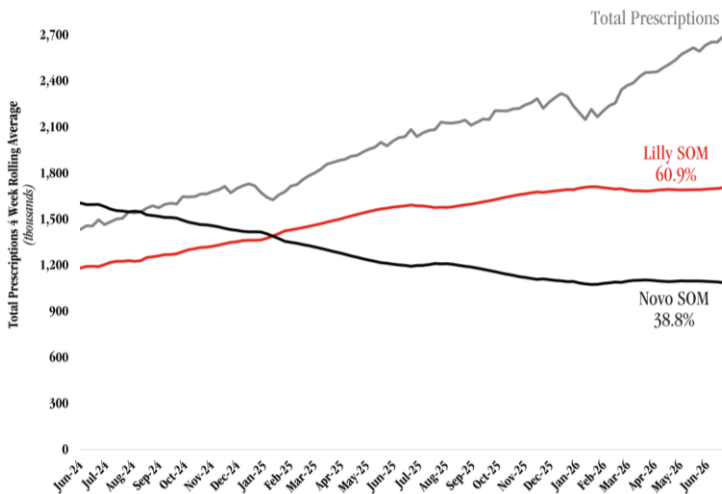


禮來 vs 諾和諾德: 全球GLP-1減重藥市場的雙寡頭

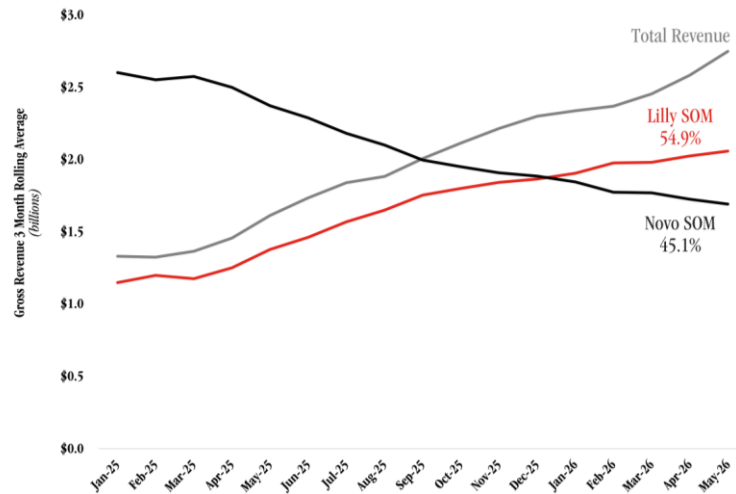
諾和諾德NOVO 是開拓者(2014第一代, 比禮來LLY早 9 年); 禮來已成為當前的全球第一

地區 / 期間	市佔率計算基準	禮來	諾和諾德	重要定義
美國 2026 年第二季	處方量(TRx); 四週滾動平均, 截至2026 年 6 月 26 日的每週數據	60.9%	38.8%	腸促胰島素類似物包括注射型 GLP-1、口服 GLP-1, 以及 GLP-1/GIP 雙重促效劑
國際市場 2026 年第二季	銷售額; IQVIA 於 2026 年 4 至 5 月的每月數據	54.9%	45.1%	全球市場, 不包括美國及波多黎各; 統計範圍涵蓋主要的傳統、口服、注射及雙重促效劑腸促胰島素產品

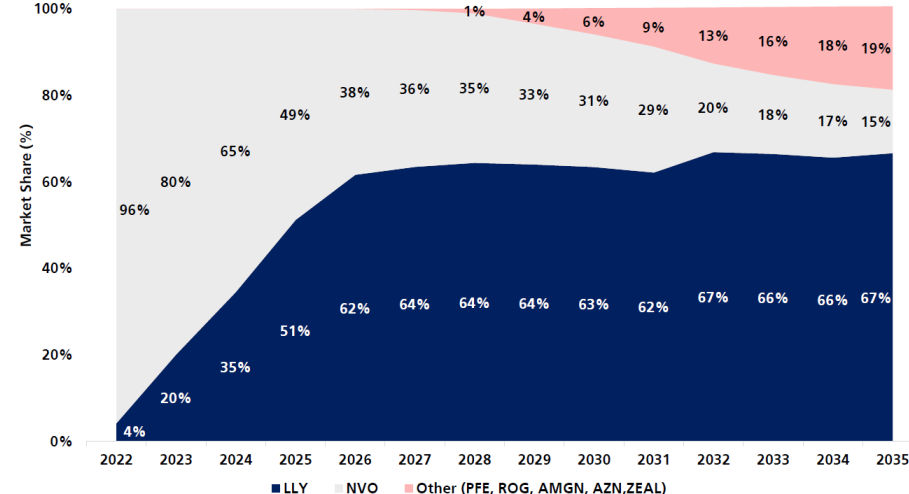
美國腸促胰島素(Incretin)類似物市場



國際腸促胰島素(Incretin)類似物市場



預期禮來(LLY)的市佔率溫和上升



Name			Mkt Cap (USD mil)	Price Changes (%)				Last BBG Price Tgt Px Upside			Sales YoY (%)		EPS YoY (%)		Gross Margin		Net Margin		ROE		P/E		P/B	
				1M	3M	YTD	1YR				2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
LLY US Equity	ELI LILLY & CO	禮來	1,058,283	-8.7	-1.1	4.6	49.0	1,124	1,335	19%	35.5	15.4	51.4	28.5	84.1	84.0	37.0	41.3	82.1	65.7	30.7	23.9	19.9	12.7
NVO US Equity	NOVO NORDISK	諾和諾德	198,960	-6.6	4.1	-12.4	-18.0	45	47	5%	-2.1	1.3	N/A	0.3	80.3	80.4	33.0	31.0	46.7	37.9	13.1	13.1	5.5	4.9

禮來 vs 諾和諾德: 禮來如何反超諾和諾德，並迅速拉開差距

商業閉環：療效吸引患者 -> 產能支撐放量 -> 瓶裝打通自費 -> 醫保鎖定長尾

1. 療效吸引患者：雙靶點 GIP/GLP-1 vs 單靶點

- **靶點突破**：諾和諾德的司美格魯肽（Semaglutide）僅作用於 GLP-1 單一受體；而禮來的替爾泊肽（Tirzepatide）是 **GLP-1/GIP 葡萄糖依賴性促胰島素多肽雙重受體促效劑**。
- **減重更快更猛**：三期頭對頭臨床（SURPASS / SURMOUNT 系列）顯示，替爾泊肽展現出平均 **20%–25%** 的減重幅度與更強勁的降糖能力（對比司美格魯肽約 **15%–17%** 的減重幅度）。在臨床端，“減重更快、幅度更大”的直接資料促使大量內分泌科與肥胖專科醫生將禮來產品作為首選新開方（NBRx）藥物。

2. 產能支撐放量：激進的 Capex，率先走出缺貨陰霾

- GLP-1 藥物的商業化瓶頸不在於需求，而在於無菌自動注射筆的**充填與封口（Fill-Finish）**產能。
- 諾和諾德早期因 CMO 代工廠（如 Catalent）產能受限導致嚴重缺貨；
- 而禮來採取了極激進的自建與並購策略，累計投入超 **200 億美元** 在美國印第安那州、北卡羅來納州及德國擴建 API 原料藥與自動化封裝基地，並並購 Nexus Pharmaceuticals 工廠。產能落地速度直接轉化為了市場銷量的淨增長。

3. 管道定價創新: LillyDirect 與單劑量小瓶

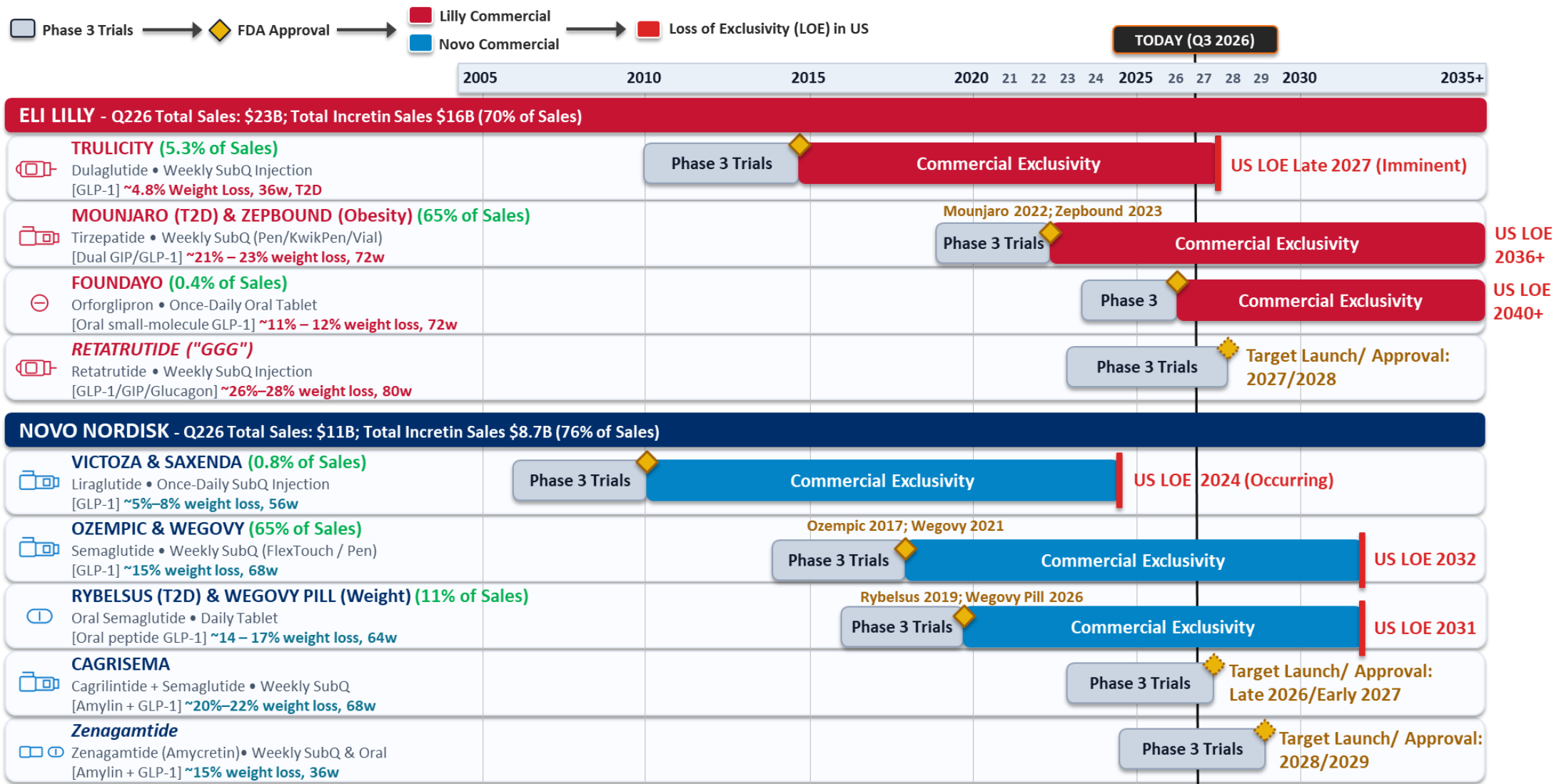
- 針對未獲得醫保報銷（Medicare/商業保險）的自費群體，禮來推出了 **LillyDirect 直營平臺**，並提供 \$399（2.5mg）和 \$549（5.0mg）的單劑量小瓶裝（Single-Dose Vials）。
- 瓶裝不僅降低了 50% 以上的生產線封裝成本（避開注射筆元件瓶頸），還**大幅降低了患者的初次嘗試門檻**，將大量原本因價格昂貴而被排除在外自費患者轉化為穩定複購客戶。

4. 醫保鎖定長尾: PBM 處 方集談判與合併症擴展

- 禮來在 PBM（如 CVS Caremark、Express Scripts）處方集談判中展現出極高的商業靈活性
- 配合 Zepbound 在阻塞性睡眠呼吸暫停（OSA）與心血管合併症（CVD）上的 FDA 標籤拓展，率先敲開了 Medicare Part D 在 \$2,000 封頂政策下的報銷大門，搶佔了最優質的法規醫保增量。

禮來 vs 諾和諾德: 同類藥物療效全面領先、旗艦產品專利到期更晚

從臨床三期(Phase 3)到美國專利到期(LOE)



資料來源: JPM, UBS, KGI, 1 USD = 6.85 DKK.

內部參考文件請勿外流

1. 美國醫保Medicare改革: 2026 年歷史上首度執行「政府直接議價」

大藥企對上首批 10 藥品大幅降價，以換取關稅豁免與政策確定性，部分GLP-1 減重藥納入報銷範疇

1. Medicare 史上首批 10 款談判藥物「最高公平價格」(MFP) 正式2026.1.1生效

- **覆蓋重磅藥物：**包含 Eliquis(艾力雅)、**Jardiance** (恩格列淨)、Xarelto (拜瑞妥)、Januvia(捷諾維)等 10 款每年消耗 Medicare 數十億美元的明星處方藥，**談判降價幅度高達 38% - 79%。**
- **實質影響：**這是 Medicare 成立近 60 年來首次不再被動接受藥企定價。2026 年起，Medicare Part D 受益人將直接按談判後的降價購買這些藥物，**預計首年為 Medicare 體系節省約 60 億美元。**

2. MFN(最惠國待遇)協議的落實與關稅博弈出清

- **從行政命令到自願協議：**過去強制將美國藥價錨定至 OECD 最低國價格的 MFN 行政命令曾遭法院阻撓。近期採取的最新模式是「MFN 框架談判」——大藥企(如輝瑞、禮來等)在特定管道(如 Medicare、Medicaid 及 DTC 直銷平臺)承諾降價或提供透明折扣，**使美國實質定價貼近國際最優惠水準。**
- **換取政策豁免：**作為回饋，美國政府給予相關藥企**原料藥(API)及製劑進口的關稅豁免**，並加速部分管線的監管審評。這一協議的落實使長期困擾製藥行業的監管政策陰霾基本出清。

3. CMS 2026 年全面啟動肥胖症與 GLP-1 藥物醫保報銷

- **破冰之舉：**法律原本禁止 Medicare 報銷純粹以「減重」為目的的藥物。CMS 自 2026 年起更新了報銷指導方針，正式將具備合併症(如心血管疾病、2 型糖尿病、睡眠呼吸暫停)的**GLP-1 減肥藥**(如 Zepbound、Wegovy)納入 Medicare 及 Medicaid 報銷範疇。
- **市場效益：**此舉為數千萬名高齡及低收入受益人打開了門檻，**患者的月均藥費自付額從上千美元降至數十美元**，推動 GLP-1 商業化放量進入全新階段。

4. Part D 自付額上限(\$2,000 Cap)配套實施

- **自付額封頂：**自 2025/2026 年起，Medicare Part D 門診藥品受益人的年度自付費用上限被鎖定在 2,000 美元。(2024 前，強制支付 5% 的自付費 Coinsurance，且上不封頂; 過渡階段 2024 年實際自付上限被隱性設定在約 \$3,200 – \$3,300 美元)
- **結構性影響：**搭配 2026 年生效的 MFP 談判價格，重病及慢性病高齡患者的藥費負擔得到根本性減輕；但同時也促使藥房福利管理公司 (PBM) 重新調整處方集 (Formulary)，剔除高溢價但缺乏臨床優勢的藥品。

1. 美國醫保Medicare改革: 涉及禮來公司旗下的哪些核心藥品？

一個成熟聯合開發產品須降價66%，更多減重降糖產品將納入醫保報銷體系

1. 成熟/聯合開發藥品 (主要受損)

- **Jardiance (恩格列淨 - 2型糖尿病/心衰)**：由禮來與勃林格殷格翰 (BI) 聯合銷售，被列入 Medicare 第一批 10 款 IRA 強制降價談判名單，其最高公平價格 (MFP) 於 2026 年 1 月 1 日正式生效，降價幅度約為 66%。
- **Trulicity (度拉糖肽 - 傳統 GLP-1)**：面臨專利到期 (LOE) 及後續 Medicare 談判視窗的潛壓力，但目前銷售重心已順暢轉移至 Mounjaro。

2. 減肥與降糖產品線 (最核心受益)

- **Zepbound (替爾泊肽 - 減肥適應症)**：受益於 CMS 新規，2026 年 (預計 4-7 月起) 正式納入 Medicare 及 Medicaid 醫保報銷範疇。
- **Mounjaro (替爾泊肽 - 2型糖尿病適應症)**：進一步理順在 Medicare 體系內的報銷路徑，同時通過 MFN 協議鎖定合理的管道定價。
- **Orforglipron (Orfo - 在研口服 GLP-1)**：作為於2026.4剛上市的新藥，可直接套用已理順的 MFN 和醫保准入框架，結合 LillyDirect (直銷平臺) 加速放量。

3. 其他重磅管線 (受益)

- **Donanemab (阿爾茨海默病新藥)**：受益於 CMS 對澱粉樣蛋白靶向藥物 Medicare Part B 報銷規則的明確化。

1. 美國醫保Medicare改革: 對禮來利大於弊

以價換量 + 去除政策不確定性 > Jardiance降價帶來的損失(生命週期中後期，降價與夥伴共同分擔)

1. 開啟約 2,500 萬人的新增市場，實現巨大的“以價換量”

- **打破政策禁區**：此前聯邦法律禁止 Medicare 報銷單純的減肥藥。CMS 改變政策後，只要伴有心血管或代謝等合併症，即可獲得 Medicare Part D 報銷。
- **釋放龐大需求**：此舉直接向約 2,500 萬額外受惠人群（Medicare 和 Medicaid 覆蓋者）打開了准入大門。
- **商業保險跟進效應**：Medicare 定價鎖定在約 \$245 美元/月（遠低於原先單月近千美元的掛牌價），符合甚至優於市場預期。有了這一國家級基準，商業保險公司（Commercial Payors）也將加速跟進給予報銷，徹底推開自費以外的商業走量空間。

2. 徹底出清“政策不確定性”，推高估值倍數（Re-rating）

- **消除關稅與懲罰性降價風險**：禮來通過與政府達成 MFN 相關協定及承諾美國本土製造，獲得了關稅豁免，將 DC（華盛頓）政策風險徹底搬離。
- **業績能見度提升**：投資者此前最大的擔憂是政府會無底線壓低減肥藥價格。如今定價框架明確，禮來在 2026–2030 年的營收增長路徑清晰（市場預計其 PEG 僅 1.7 倍，估值遠低於科技七巨頭的 2.5 倍）。

3. 強力對沖老藥（Jardiance）降價帶來的損失

- 雖然 **Jardiance** 在 2026 年面臨 66% 的 Medicare 降價壓力，但該藥已進入生命週期中後期，且降價損失由禮來與勃林格殷格翰共同分擔。
- **Zepbound、Mounjaro 以及 Orfo 的增量體量，將遠遠蓋過 Jardiance 的降價缺口**。例如，僅 Orfo 一款口服藥在 2026 年的預估銷售額即達 15–16 億美元，長期峰值被模型預測為 250 億美元。

2.禮來 GLP-1 全系列產品戰略對比表

Retatrutide三重受體促效劑為後續市場焦點

比較維度	Trulicity 第一代 GLP-1度拉糖肽	Zepbound/Mounjaro GLP-1 第二代 (當前主力) 替爾泊肽	Foundayo 口服小分子 <i>Orforglipron</i>	<i>Retatrutide</i> GLP-1 第三代 GGG 瑞他魯肽
分子類型與機制	胜肽融合蛋白，單重 GLP-1 受體促效劑	胜肽類，GIP / GLP-1 雙重受體促效劑	非胜肽類，小分子單受 GLP-1 體促效劑	胜肽類，GIP / GLP-1 / Glucagon 三重受體促效劑
上市時間	2014 年(已上市)	2023 年底(Zepbound 上市；降糖版 Mounjaro 為 2022 年)	2026年4月	預計 2027-2028 年(三期進行中)
LOE 時間 (專利到期)	~2027 - 2029 年(專利到期在即)	~2036 年(當前營收與專利防禦主力)	~2040+ 年(全新小分子專利)	~2040+ 年(全新三靶點專利)
給藥途徑	每週一次皮下注射(需冷鏈保存)	每週一次皮下注射(需冷鏈保存，自費直營渠道提供小瓶裝)	每日一次口服(無嚴格禁食/禁水限制)	每週一次皮下注射(需冷鏈保存)
目前每月藥費	~\$970 - \$1,000 美元 WAC 標價	~\$1,060 美元 WAC 標價； 直營瓶裝 Vials \$399-\$549 美元	~\$558 美元 WAC 標價； LillyDirect 自費 \$149-\$399 美元	尚未上市 (預估旗艦定價 \$1,100 - \$1,300 美元)
減重療效(平均)	3% - 5%(屬溫和減重，非減重專用藥)	20% - 22.5% (SURMOUNT 試驗高劑量)	14% - 15%(36 週)	24%+ (48 週，目前業界減重天花板)
降糖療效 (A1c)	降低 1.2% - 1.5%	降低 2.0% - 2.5%(控糖強勁)	降低 1.3% - 1.8%	降低 1.4% - 2.1%(伴糖尿病患者減重亦達 20%+)
臨床特色與優勢	控糖穩定、具備成熟心血管(CVOT)安全性數據	雙靶點代差壓制司美格魯肽，率先取得睡眠呼吸暫停(OSA)等多項標籤擴展	無針頭恐懼、服藥依從性極高、擺脫冷鏈依賴	引入 Glucagon 提升基礎代謝率、快速清除肝臟脂肪
主要目標適應症	二型糖尿病(T2D)、降低糖尿病心血管風險	二型糖尿病、肥胖/超重、OSA、心血管併發症	輕中度肥胖、二型糖尿病、減重後長期維持	重度肥胖、MASH(脂肪肝炎)、複合型代謝障礙
供應鏈與成本	大分子生物製劑，需專用注射筆，產能擴充受限	複合胜肽合成，受限於填充產能，投入超 \$200B CapEx 擴建	標準小分子化學合成，COGS 極低，無冷鏈與無菌灌裝限制，可高產能規模化	複合胜肽合成，需自動注射筆，定位於高毛利高端市場

2. 下一個成長引擎/股價催化劑: Retatrutide/瑞他魯肽 (GLP-1 3.0, GGG)

GGG 對禮來的四大戰略重要性

產品線交替的商業戰略

- **Mounjaro + Zepbound**是禮來當前**最核心的現金牛與市佔率收割機(2026總收入65%)**，它成功在 2023–2026 年間超越諾和諾德的司美格魯肽，建立了全球第一的放量優勢。然而，它受限於高昂的胜肽製造成本與注射筆產能瓶頸。
- 禮來同步推進 **Orforglipron** (憑藉小分子**極低的製造成本與口服便利性**，在基層醫療、新興市場及自費市場發揮**體量優勢**，極大化禮來在整體 GLP-1 賽道的**市佔率與生命週期價值**) 與 **Retatrutide**(**極限最強療效+高毛利**；防守並碾壓競品的升級組合)，以在 Trulicity 于2027 年專利到期時，實現無縫的患者管線轉移(Patient Migration)。

1. 刷新醫學減重效能天花板

- 現有Tirzepatide的減重效果約為 13%–16%。
- 作為三靶點 (GIP / GLP-1 / Glucagon) 促效劑，GGG 在糖尿病患者中實現了 20%–21% 的減重，在單純肥胖患者中更實現了高達 24%+ 的減重幅度，大幅刷新了非手術治療的減重極限。

2. 2030+ 防守與產品線遷移

- 隨著司美格魯肽與替爾泊肽在 2030 年後逐步面臨專利崖 (LOE) 及低價仿製藥衝擊，禮來需要全新的專利壁壘產品。
- GGG (GLP-1 2.0) 與口服小分子/Amylin 藥物 (GLP-1 3.0) 將成為禮來引導患者向「更高療效、更低副作用」升級的核心載體。

3. 解鎖 Glucagon胰高血糖素的獨特代謝獲益

- Glucagon 靶點能提高基礎代謝率並促進肝臟脂肪分解。這使 GGG 在 MASH (非酒精性脂肪肝炎)、嚴重高甘油三酯血症及代謝綜合症上，展現出傳統單/雙靶點藥物無法比擬的器官保護優勢。

4. 商業化靈活度 (低劑量與高劑量的雙重選擇)

- GGG 在低劑量 (如 4mg) 下即可達成 ~19% 的顯著減重，且消化道副作用 (惡心/嘔吐) 極低；高劑量則用來衝擊極限療效。這種寬廣的劑量窗口給了醫生極高的臨床開方靈活性。

2. 下一個成長引擎/股價催化劑: Retatrutide/瑞他魯肽 (GLP-1 3.0, GGG)

目前正進行 TRIUMPH 三期臨床驗證；預期在 2026-2027 年全球遞交 NDA

肥胖人群 (TRIUMPH-1):

已公佈的三期數據證實，高劑量下減重高達 24%+，低劑量 4mg 下減重 19% 且耐受性極佳。

II 型糖尿病人群 (T2D 相關三期):

最新數據顯示 T2D 患者減重達 20%–21%，糖化血紅蛋白 (A1c) 顯著降低 1.4%–1.6% (將絕大多數患者 A1c 拉低至 7% 安全線以下)。2030+ 年代防守與產品線遷移

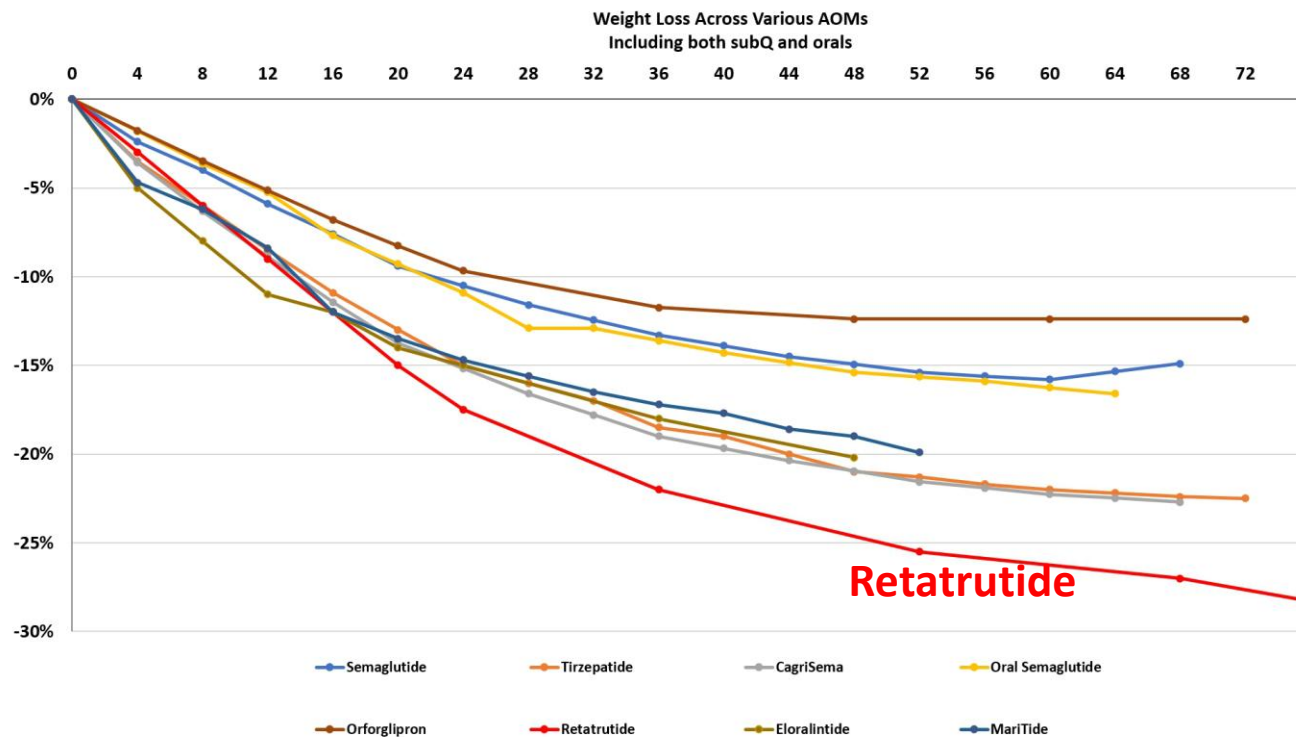
心血管與代謝指標 (TRIUMPH-3):

在伴有心血管疾病的患者中，展示出 MACE-5 (HR 0.82) 的降低趨勢，並顯著改善血壓、甘油三酯及血糖控制。解鎖 Glucagon 胰高血糖素的獨特代謝獲益

專門心血管預後試驗 (TRIUMPH-Outcomes):

旨在驗證長期心血管獲益 (CVOT) 的大型硬終點試驗正在進行中，預計主要完成時間在 2029 年。

Retatrutide - 72週減重接近30%



3. 禮來 - 財務表現強勁+可見度高

Name			Mkt Cap (USD mil)	Price Changes (%)				Last Price	BBG Tgt Px	Upside	Sales YoY (%)		EPS YoY (%)		Gross Margin		Net Margin		ROE		P/E		P/B	
				1M	3M	YTD	1YR				2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
1. Life Sciences Tools & Diagnostics 生命科學工具與診斷																								
TMO US Equity	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	賽默飛世爾	223,952	1.0	25.7	4.5	27.1	606	652	8%	7.4	5.2	9.8	9.6	41.9	42.3	19.5	20.2	16.6	16.7	24.1	22.0	4.0	3.6
DHR US Equity	DANAHER CORP	丹納赫集團	144,007	-2.2	11.6	-10.5	6.4	205	226	10%	6.8	8.0	9.1	9.3	59.0	59.6	23.0	23.2	11.4	11.7	24.1	22.0	2.7	2.5
2359 HK Equity	WUXI APPTCCO LTD-H	無錫藥明康德	69,899	-3.5	58.6	93.5	65.9	191	224	18%	32.1	21.1	16.6	17.3	53.1	53.0	38.1	36.9	26.6	25.8	20.8	17.8	5.1	4.2
A US Equity	AGILENT TECHNOLOGIES INC	安捷倫	40,809	-2.7	10.0	6.4	16.6	145	176	22%	8.0	6.5	10.9	8.8	55.0	55.1	23.4	23.8	23.1	21.5	23.3	21.4	5.1	4.4
2269 HK Equity	WUXI BIOLOGICS CAYMAN INC	藥明生物	25,175	3.0	59.9	51.1	26.3	48	58	22%	17.7	19.8	16.8	20.4	46.1	46.9	25.1	25.4	11.2	12.2	26.2	21.7	3.0	2.7
TEM US Equity	TEMPUS AI INC-CLA	Tempus AI	11,057	11.3	23.8	3.8	-21.6	61	66	8%	25.5	23.3	62.0	122.8	65.2	65.6	-2.6	-0.2	-5.5	0.4	N/A	1,156	24.4	22.9
Simple Average			85,817	1.2	31.6	24.8	20.1			15%	16.3	14.0	20.9	31.4	53.4	53.7	21.1	21.6	13.9	14.7	23.7	210.2	7.4	6.7
Market Cap Weighted Average				-0.5	26.6	14.8	24.7			12%	11.5	9.3	12.1	13.5	50.0	50.3	23.1	23.4	16.3	16.4	23.2	45.7	4.3	3.8
2. Pharmaceuticals & Biotechnology 製藥與生物科技																								
LLY US Equity	ELI LILLY & CO	禮來	1,058,283	-8.7	-1.1	4.6	49.0	1,124	1,335	19%	35.5	15.4	51.4	28.5	84.1	84.0	37.0	41.3	82.1	65.7	30.7	23.9	19.9	12.7
JNJ US Equity	JOHNSON & JOHNSON	嬌生	643,636	2.0	12.0	29.1	51.9	267	282	6%	7.5	7.3	7.1	10.0	73.0	73.2	27.9	28.4	32.8	33.2	23.1	21.0	7.3	6.4
ABBV US Equity	ABBVIE INC	艾伯維	443,387	1.2	11.5	9.8	18.6	251	280	12%	10.6	8.9	40.4	15.8	84.3	84.6	36.9	39.2	-640	-1,625	17.9	15.4	N/A	N/A
MRK US Equity	MERCK & CO. INC.	默克藥廠	363,982	12.7	23.9	40.2	75.6	148	151	2%	3.3	4.8	-69.4	247.7	81.1	82.3	10.1	33.4	13.9	42.8	53.7	15.4	7.5	6.0
RHHBY US Equity	ROCHE HOLDINGS LTD-SPONS ADR	羅氏控股	346,996	-7.1	5.9	3.5	27.6	53	61	13%	1.7	5.0	N/A	7.3	75.6	76.0	25.6	26.4	42.3	38.0	17.0	15.8	6.8	5.8
NVS US Equity	NOVARTIS AG-SPONSORED ADR	諾華	279,747	-12.3	-7.2	-0.3	8.6	137	159	16%	4.4	6.2	N/A	10.6	80.6	80.4	29.7	30.5	35.4	36.5	15.4	13.9	5.6	5.1
AZN LN Equity	ASTRAZENECA PLC	阿斯捷利康	244,952	-2.8	-13.5	-15.5	-2.2	11,650	15,655	34%	7.8	6.3	12.3	11.2	82.3	82.3	25.2	25.9	26.6	26.5	15.4	13.8	4.5	3.9
NVO US Equity	NOVO NORDISK	諾和諾德	198,960	-6.6	4.1	-12.4	-18.0	45	47	5%	-2.1	1.3	N/A	0.3	80.3	80.4	33.0	31.0	46.7	37.9	13.1	13.1	5.5	4.9
PFE US Equity	PFIZER INC	輝瑞	158,337	2.7	8.5	11.6	13.1	28	29	4%	-0.4	-3.8	-7.5	-2.6	75.1	75.7	27.3	27.5	18.1	18.3	9.3	9.6	1.8	1.7
VRTX US Equity	VERTEX PHARMACEUTICALS INC	福泰製藥	132,084	-0.5	19.6	14.9	34.1	521	573	10%	10.2	10.4	2.9	11.3	86.1	87.3	36.6	36.7	22.6	23.1	27.5	24.7	5.9	4.9
REGN US Equity	REGENERON PHARMACEUTICALS	Regeneron Pharm	83,152	-0.0	34.2	4.6	45.3	808	857	6%	18.5	9.5	22.1	11.9	84.7	85.0	34.7	35.5	17.0	15.7	14.9	13.3	2.4	2.2
1276 HK Equity	JIANGSU HENGGUI PHARMACEUT-H	江蘇恆瑞醫藥	42,553	-23.4	-17.6	-37.7	-48.2	44	75	70%	7.9	14.2	15.0	12.0	86.4	86.4	26.7	26.1	13.9	13.5	27.8	24.8	3.7	3.3
SDZ SW Equity	SANDOZ GROUP AG	山德士	36,234	-7.7	1.1	15.4	38.4	67	75	13%	9.0	5.0	11.6	11.8	49.2	50.2	14.7	15.7	14.3	16.5	20.3	18.1	3.6	3.1
Simple Average			310,177	-3.9	6.3	5.2	22.6			16%	8.8	6.9	8.6	28.9	78.7	79.1	28.1	30.6	-21.1	-96.7	22.0	17.1	6.2	5.0
Market Cap Weighted Average				-2.9	6.0	10.1	34.4			13%	13.6	8.5	14.1	36.0	80.2	80.5	30.0	33.6	-30.2	-140.9	24.7	18.4	9.0	6.6
3. Medical Devices 醫療器械與醫療科技																								
ABT US Equity	ABBOTT LABORATORIES	亞培	182,088	-3.1	18.0	-16.0	-18.7	105	121	15%	13.5	8.7	7.2	9.8	57.8	58.1	19.2	19.3	18.5	19.9	19.1	17.4	3.6	3.4
ISRG US Equity	INTUITIVE SURGICAL INC	直覺外科公司	124,792	-10.2	-14.3	-37.6	-21.5	353	476	35%	16.8	12.7	20.6	10.8	68.4	68.5	32.8	32.5	19.0	18.5	32.8	29.6	6.1	5.1
MDT US Equity	MEDTRONIC PLC	美敦力公司	117,540	2.8	14.5	-4.3	-0.5	92	104	13%	8.4	7.3	0.7	8.1	65.4	65.0	19.7	19.7	14.6	15.2	16.6	15.4	2.5	2.3
SYK US Equity	STRYKER CORP	史賽克公司	105,632	-20.4	-10.8	-21.6	-28.1	275	378	37%	8.6	8.4	10.2	11.5	65.2	65.5	21.3	21.9	22.2	21.1	18.3	16.4	4.1	3.7
Simple Average			132,513	-7.7	1.9	-19.9	-17.2			25%	11.8	9.3	9.7	10.1	64.2	64.3	23.3	23.4	18.6	18.7	21.7	19.7	4.1	3.6
Market Cap Weighted Average				-6.9	3.9	-19.6	-17.2			24%	12.2	9.3	9.5	10.0	63.4	63.6	22.9	23.0	18.5	18.8	21.6	19.6	4.0	3.6
4. Healthcare IT & Digital Health 醫療 IT 與數位醫療																								
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS INC-CLASS A	Veeva 系統公司	42,226	11.1	59.3	16.8	-5.0	261	297	14%	16.3	15.4	22.7	14.0	78.0	76.8	42.1	41.4	19.4	18.0	32.8	28.2	6.0	5.4
HIMS US Equity	HIMS & HERS HEALTH INC	他和她的健康公司	6,509	-12.2	0.4	-14.1	-41.6	28	32	15%	36.7	25.0	-92.0	9,688	65.0	64.7	3.2	5.6	-14.5	25.0	3,488	35.6	4.2	3.5
Simple Average			24,368	-0.5	29.8	1.4	-23.3			15%	26.5	20.2	-34.6	4,851	71.5	70.8	22.6	23.5	2.5	21.5	1,760	31.9	5.1	4.5
Market Cap Weighted Average				8.0	51.4	12.7	-9.9			14%	19.1	16.7	7.4	1,306	76.2	75.2	36.9	36.6	14.9	18.9	494.3	29.2	5.7	5.2
5. Healthcare Services & Providers 醫療服務機構																								
HCA US Equity	HCA HEALTHCARE INC	HCA 醫療保健	91,327	1.9	13.0	-9.6	7.0	422	453	7%	3.9	3.8	4.5	8.7	N/A	N/A	8.3	8.1	-92.9	-72.3	14.3	13.2	N/A	N/A
ALCSW Equity	ALCON INC	愛爾康公司	33,634	-6.5	1.6	-13.8	-13.7	55	73	33%	7.1	6.0	15.2	14.1	63.5	63.3	15.5	16.3	5.6	7.2	19.0	16.7	1.4	1.4
Simple Average			62,480	-2.3	7.3	-11.7	-3.4			20%	5.5	4.9	9.8	11.4	63.5	63.3	11.9	12.2	-43.7	-32.6	16.7	14.9	1.4	1.4
Market Cap Weighted Average				-0.4	9.9	-10.8	1.4			14%	4.8	4.4	7.4	10.2	17.1	17.0	10.2	10.3	-66.4	-50.9	15.6	14.1	0.4	0.4
6. Healthcare Payer 醫療保險與支付方																								
UNH US Equity	UNITEDHEALTH GROUP INC	聯合健康	352,809	-3.8	-3.5	19.1	13.3	393	481	22%	-0.4	3.1	21.5	13.7	19.8	19.6	4.0	4.4	17.3	19.0	19.8	17.4	3.5	3.2
1299 HK Equity	AIA GROUP LTD	友邦保險	99,359	1.1	7.2	-5.8	-1.1	75	103	36%	10.6	9.6	14.4	10.1	N/A	54.0	33.2	33.4	17.7	18.1	12.4	11.3	2.2	2.0
ELV US Equity	ELEVANCE HEALTH INC	Elevance 健康	86,075	-0.2	-1.9	13.2	29.4	397	446	12%	-0.5	2.3	-10.3	8.7	19.1	19.9	3.0	3.1	11.6	12.8	14.6	13.4	1.9	1.7
CI US Equity	THE CIGNA GROUP	信諾集團	73,504	-0.1	-6.0	1.1	-8.0	278	339	22%	4.7	4.4	2.2	9.8	9.2	9.2	2.8	2.8	17.5	17.6	9.1	8.3	1.7	1.5
Simple Average			152,937	-0.8	-1.1	6.9	8.4			23%	3.6	4.8	6.9	10.6	16.0	25.7	10.8	11.0	16.0	16.9	14.0	12.6	2.3	2.1
Market Cap Weighted Average				-2.1	-1.9	12.1	10.7			23%	2.0	4.2	13.5	11.9	15.2	24.0	8.5	8.8	16.5	17.8	16.6	14.8	2.8	2.6
Health Care - Simple Average			189,119	-2.7	11.2	4.6	10.5			18%	10.9	9.1	8.1	334.5	63.9	63.8	22.5	23.7	-4.3	-33.8	136.7	55.1	5.4	4.6
Health Care - Market Cap Weighted Average				-2.8	7.2	7.6	25.3			15%	12.0	8.2	13.2	39.1	67.9	69.0	26.1	28.7	-17.2	-92.8	27.2	20.5	7.3	5.5

全球製藥龍頭之中 禮來(LLY)

- 收入/盈利增速最快
- 利潤率最高
- ROE 最高
- PEG 合理

3. 財務表現強勁+可見度高: 全球醫療龍頭企業中收入/利潤成長最快；利潤率/ROE 最高

禮來 (LLY) in USD million	2022		2023		2024		2025		2026F		2027F		2028F		2029F		2030F		25-30 CAGR
Revenue	28,541	100%	34,124	100%	45,043	100%	65,179	100%	89,832	100%	101,404	100%	112,013	100%	120,856	100%	127,656	100%	14%
YoY(%)				20%		32%		45%		38%		13%		10%		8%		6%	
Diabetes & Metabolic	14,465	51%	19,667	58%	29,521	66%	48,222	74%	71,143	79%	80,808	80%	89,645	80%	96,939	80%	103,384	81%	16%
YoY(%)				36%		50%		63%		48%		14%		11%		8%		7%	
Immunology	3,345	12%	3,798	11%	4,393	10%	5,248	8%	5,969	7%	6,598	7%	7,190	6%	7,723	6%	6,975	5%	6%
Neuroscience	1,546	5%	2,879	8%	1,474	3%	1,390	2%	1,794	2%	2,391	2%	3,088	3%	3,795	3%	4,477	4%	26%
Oncology	5,666	20%	6,658	20%	8,753	19%	9,377	14%	10,091	11%	10,854	11%	11,407	10%	11,745	10%	12,194	10%	5%
Other	3,520	12%	1,122	3%	903	2%	942	1%	834	1%	753	1%	683	1%	654	1%	626	0%	-8%
Gross Profit	22,486		27,548		37,178		54,615		75,010		84,470		93,979		102,305		108,125		
YoY(%)	2.7%		22.5%		35.0%		46.9%		37.3%		12.6%		11.3%		8.9%		5.7%		
Gross Margin (%)	78.8%		80.7%		82.5%		83.8%		83.5%		83.3%		83.9%		84.7%		84.7%		
Operating expenses	(14,540)		(20,516)		(22,865)		(27,342)		(32,621)		(29,898)		(31,447)		(33,078)		(34,796)		
R&D	(7,191)		(9,313)		(10,991)		(13,338)		(16,058)		(16,299)		(17,033)		(17,799)		(18,600)		
% of Revenue	25.2%		27.3%		24.4%		20.5%		17.9%		16.1%		15.2%		14.7%		14.6%		
Operating Income	7,946		7,031		14,313		27,273		42,389		54,572		62,532		69,226		73,329		
YoY(%)	-5.9%		-11.5%		103.6%		90.5%		55.4%		28.7%		14.6%		10.7%		5.9%		
Operating Margin (%)	27.8%		20.6%		31.8%		41.8%		50.9%		53.8%		55.8%		57.3%		57.4%		
Cash conversion	89.2%		60.3%		61.6%		61.6%		108.9%		84.6%		86.7%		88.1%		88.4%		
Net Income (Non GAAP)	7,186		5,712		11,747		21,768		33,430		44,558		51,819		57,582		61,112		23%
YoY(%)	-3.2%		-20.5%		105.6%		85.3%		53.6%		33.3%		16.3%		11.1%		6.1%		
Net Income Margin (%)	25.2%		16.7%		26.1%		33.4%		37.2%		43.9%		46.3%		47.6%		47.9%		
Dividend Payout ratio (%)	56.6%		77.7%		44.2%		26.1%		14.3%		12.6%		11.4%		10.7%		10.5%		

最大預測風險點:

整體收入 - 禮來2025收入的56%來源Mounjaro 及 Zepbound; 收入增長最快的階段基本上已過; - 後續增長來源自治療肥胖的口服Foundayo及三靶點Retatrutide，屬主要預測風險點。 - 主要競爭對手（如諾和諾德）減肥藥海外專利到期，需要面臨仿製藥低價挑戰	口服Foundayo (肥胖症) - 口服藥轉化率 (目前銷售的大部分產品以注射為主，因其功效顯著) - 口服市場佔有率 (Foundayo 服藥限制較少，但同時藥效略遜競爭者，轉化率成關鍵) 2026-2030 收入CAGR為91%，貢獻2030年總收入的8.4%	三靶點Retatrutide (肥胖症) - 雖然關鍵三期試驗已達標，但遞交 BLA及實際美國FDA審查期日程將成關鍵。 - 市場預期最快2027年第四季才有望上市 2028-2030 收入CAGR為83%，貢獻2030年總收入的4.4%
--	---	---

3. 財務表現強勁+可見度高：健康現金流，高淨現金位

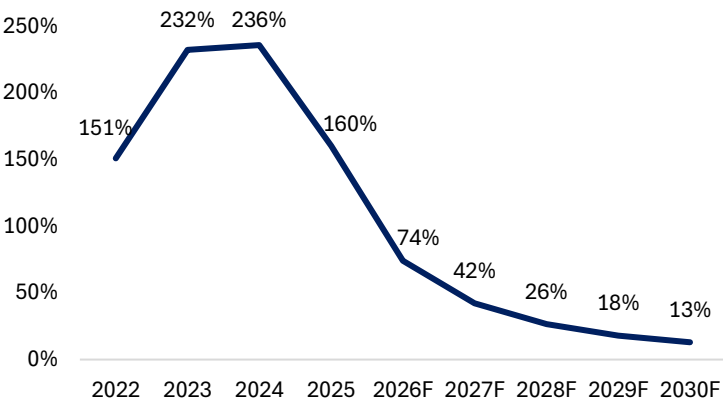
禮來 (LLY US Stock)										
Balance Sheet (USD Millions)		2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Key Metric	Net Debt	14,172	22,407	30,376	35,235	5,363	(23,897)	(62,640)	(108,865)	(160,130)
Assets (Key Element)	Cash & Equivalents	2,067	2,819	3,268	7,268	35,847	62,591	98,078	141,226	190,359
	Inventories	4,310	5,773	7,589	13,744	9,264	10,584	11,271	11,595	12,207
	Accounts receivable	6,896	9,091	11,006	17,760	21,389	24,144	26,670	28,775	30,394
	Total assets	49,490	64,006	78,715	112,476	148,575	185,700	227,433	274,590	326,519
Liabilities (Key Element)	Short term debt	1,501	6,905	5,117	1,635	2,516	3,256	3,077	2,132	-
	Long term debt	14,738	18,321	28,527	40,868	38,694	35,438	32,361	30,229	30,229
	Accounts payable	1,931	2,599	3,229	5,379	7,726	8,721	9,633	10,394	10,978
	Total liabilities	38,714	53,143	64,443	85,941	92,983	93,835	93,666	93,162	93,009
Equity (Key Element)	Retained earnings	10,043	10,312	13,545	24,470	57,878	98,481	145,689	198,631	254,970
	Additional paid-in capital	6,921	7,250	7,439	7,346	2,994	(1,336)	(6,641)	(11,923)	(16,180)
	Total Equity	10,775	10,864	14,272	26,535	55,592	91,865	133,767	181,428	233,510
Cash Flow Statement (USD Millions)		2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Operating CF (Key Element)	Net income	6,245	5,240	10,590	20,640	38,992	46,433	53,291	59,292	62,977
	Depreciation and amortization	1,523	1,527	1,767	1,997	2,583	3,120	3,399	3,401	3,322
	Accounts payable and other liabilities	1,332	4,274	2,609	10,187	8,335	3,367	3,087	2,573	1,979
	Net cash from operations	7,084	4,240	8,818	16,813	49,438	46,174	54,186	60,992	64,817
Investing CF (Key Element)	PPE	(1,854)	(3,448)	(5,058)	(7,841)	(8,983)	(6,084)	(3,360)	(2,417)	(1,915)
	Purchases of in-process R&D	(630)	(3,945)	(3,346)	(3,008)	-	-	-	-	-
	Net cash from investing activities	(3,262)	(7,153)	(9,302)	(10,972)	(8,983)	(6,084)	(3,360)	(2,417)	(1,915)
Financing CF (Key Element)	Dividend paid	(3,536)	(4,069)	(4,680)	(5,384)	(5,583)	(5,830)	(6,083)	(6,350)	(6,638)
	Repayments of long-term debt	(1,560)	-	(664)	(778)	(1,293)	(2,516)	(3,256)	(3,077)	(2,132)
	Purchases of common stock	(1,500)	(750)	(2,500)	(4,108)	(5,000)	(5,000)	(6,000)	(6,000)	(5,000)
	Proceeds from issuance of long-term debt	-	3,959	11,417	13,167	-	-	-	-	-
	Net cash from financing activities	(5,407)	3,496	1,230	(2,213)	(11,876)	(13,346)	(15,339)	(15,427)	(13,770)
Cash and cash equivalents at end of year		2,032	2,783	3,233	7,268	35,847	62,591	98,078	141,226	190,359

禮來資產負債表

- 債務結構大部分以長債為主，公司有足夠現金支付短期債務
- 預期2027年將轉為淨現金公司

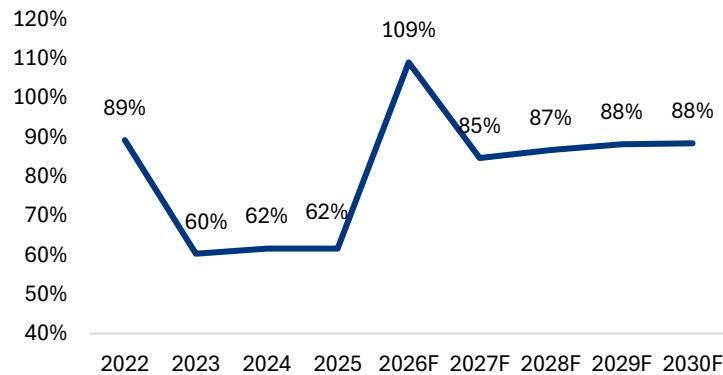
總債務 / 權益比 (Debt / Equity)

- 重磅藥物商業化變現，帶動資產負債表快速修復



現金轉換率 (CFO / Operating income)

- 重磅藥物商業化後，預期現金轉化改善



3. 估值在全球醫療行業屬合理位，比全球AI更有競爭力

DCF and P/E

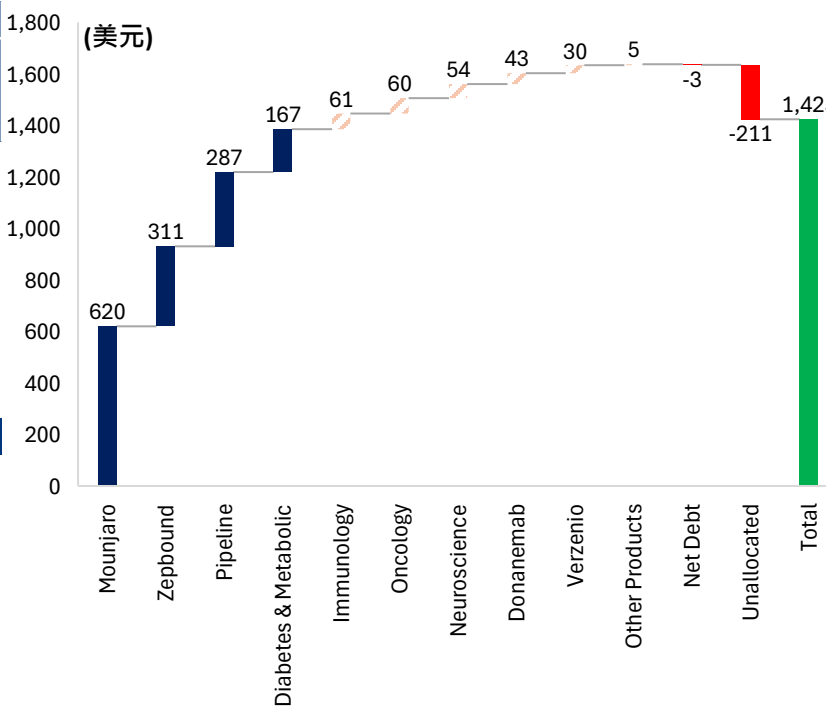
	Fair Value	Valuation Methodology			Fair Value Implied P/E Multiple			
	HK\$/Share	估值方式	Benchmark Multiple (2026E)	Rationale	2027E	2028E	2029E	2030E

分析師平均	1,332	DCF	35.7x	1. 主要藥物在2036年前沒有專利懸崖風險，提供現金流穩定性及預測性，適合利用折現現金流作估值	~26x	~23x	~20x	~19x
		P/E		2. 2026-2030年盈利CAGR為15.7%，PEG處於1.9，同比同業NVO(2.0)及對比AI龍頭平均(2.4)仍有具上行空間				

賣方機構		目標價	場景分析	2027E	
				收入 (百萬 美元)	Non GAAP - EPS (美元)
Citi		1,600	Bull Case (HK\$1,600/shr) Base Case (HK\$1,332/shr) Bear Case (HK\$850/shr) 2025 status	120,062	59.2
DBS Bank		1,550			
Jefferies		1,440			
UBS		1,425		101,404	50.0
JP Morgan		1,400		63,885	31.5
Goldman Sachs		1,367		65,179	24.21
彭博平均		1,332	Implied CAGR in Revenue (2025 - 2027)		
Well Fargo		1,330	Bull Case (HK\$1,600/shr) Base Case (HK\$1,332/shr) Bear Case (HK\$850/shr)	收入	EPS
China Merchants Securities		1,252			
Morningstar (Sell)		980		36%	56%
HSBC (Sell)		850		25%	44%
				-1%	14%
買入		持有	沽售		
29		5	1		

*利潤率改善帶動盈利增長高於收入增長

大部分估值源自減肥藥



*藍色部分為減肥藥相關，上圖資料來源自UBS

內部參考文件請勿外流

主要投資風險

競爭，定價，政策，研發，利潤率，產品

1. 核心產品銷售放緩與市場競爭風險

- GLP-1 藥物 (Mounjaro/Zepbound) 成長可能放緩並面臨同業競爭。
- 短期面臨遠距醫療平台的非原廠「複合型」藥物搶市，預估 2031 年後則有仿製藥削價競爭的威脅。

2. 藥物定價壓力與政策監管風險

- PBM 與醫療機構整合提升議價力，持續施加定價壓力。
- 美國《降低通膨法案》(IRA) 的藥價談判與回扣結構改革的不確定性，加劇監管風險。

3. 研發產品線失敗風險

- 高度依賴次世代 GLP-1 等研發，若臨床試驗失敗將重創未來成長潛力與市場估值。

4. 利潤率壓縮風險

- 高毛利產品銷售放緩、藥價下調或研發挫敗，將直接導致整體利潤率受壓。

5. 病患持續用藥性與藥物副作用挑戰

- 患者一年內停藥率高 (非糖尿病患約 65%、糖尿病患約 45%)，且停藥後體重易反彈。
- 高劑量新藥 (如 Retatrutide) 可能引發較高的腸胃道副作用及心率上升等心血管指標變化。

附件：未來 8 年內將有高達 4,000 億美元的 LOE 專利到期

輝瑞PFE, 默沙東MRK, 百時美施貴寶 BMJ 等公司需要在未來十年通過收購來填補管線缺口

什麼是LOE？

- LOE 是 Loss of Exclusivity 的縮寫，通常被稱為“專利到期”或“獨佔期屆滿”。
- 它指的是某款原研藥/創新藥的專利保護期或法規保護期結束，其他製藥公司可以合法地推出其仿製藥 Generics 或生物類似藥Biosimilars。

常見的 LOE 案例與示例：

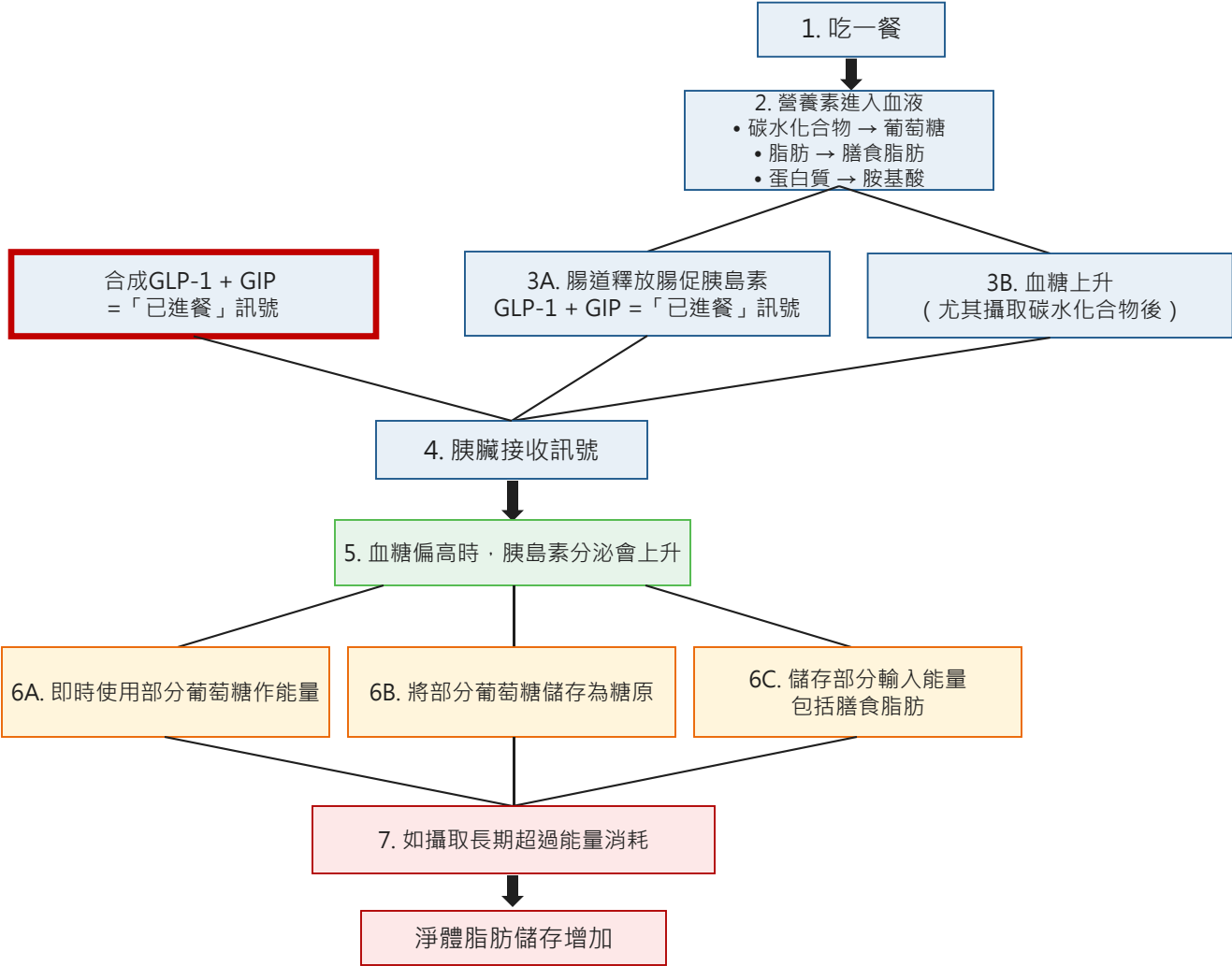
- 默沙東 (MRK) 的 Keytruda (K 藥)：面臨 2028–2029 年左右的 LOE 風險，因此默沙東正在積極通過收購及研發新管線來抵消這一“核心藥物專利到期”帶來的業績壓力。
- 艾伯維 (ABBV) 的 Humira (修美樂)：過去幾年經歷了 LOE (生物類似藥上市)，通過推出 Skyrizi 和 Rinvoq 等新一代藥物，成功跨越了業績低谷。

LOE 對藥企和市場意味著什麼？

- 未來 8 年內將有高達 4,000 億美元的 LOE 收入面臨風險，輝瑞 (PFE)、默沙東 (MRK)、百時美施貴寶 (BMJ) 等公司需要在未來十年通過收購來填補管線缺口。
- “專利崖” (Patent Cliff) 現象：原研藥在獨佔期內享有市場壟斷定價權，利潤極高。一旦發生 LOE，大量的廉價仿製藥或生物類似藥會迅速湧入市場，導致原研藥的價格和銷量在短時間內暴跌 (有時銷量或收入會在一年內驟降 70%-90%)。
- 對大藥企 (Big Pharma) 的影響：LOE 是大型藥企面臨的最大風險之一。為了防止 LOE 導致公司業績斷崖式下滑，大藥企必須在現有重磅藥物專利到期前，通過自行研發新藥或收購/並購 (M&A) 中小盤生物科技公司來填補未來的收入缺口。

附件：「美食」演變為「脂肪儲存」的過程

人工「GLP1」療法 = 製造「已進餐」訊號



註：胰島素有助在餐後調節及儲存燃料。儲存的脂肪並非永久鎖定；當能量攝取低於能量消耗時，日後仍可動用。

附件：減重藥物的機理 - 模擬釋放GLP-1

多階段營造一種生理「假象」

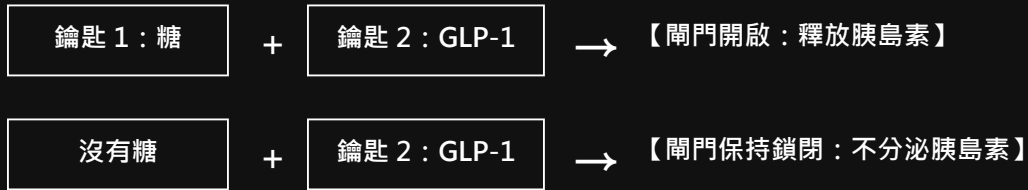
「腸促胰島素」(Incretin) 一詞源自腸道分泌胰島素。每當進食，腸道便會產生這些天然代謝荷爾蒙，讓身體準備處理所攝取的營養素

服用 GLP-1 藥物後，患者 24 小時平均胰島素水平較治療前更低，全天胰島素總量實際下降，而非上升

原因：腸促胰島素只會在血糖偏高時刺激胰島素
由於進食量大幅減少，血糖很少急升；一天大部分時間（包括睡眠的整晚）均處於較低的空腹基線。在此水平，GLP-1 不會刺激胰島素，胰臟毋須整天維持高胰島素輸出，因而得以「休息」

右圖示說明：
合成藥物存在於體內時，「鑰匙 2」會持續啟動；但若未有進食，血糖處於正常基線（約 70–90 mg/dL），「鑰匙 1」便完全不存在。沒有「鑰匙 1」（血液中的實際葡萄糖），無論循環中的 GLP-1 藥物有多少，胰臟都幾乎不會額外分泌胰島素

鑰匙 1：高血糖（葡萄糖升高）
鑰匙 2：GLP-1 荷爾蒙



階段	變化	為何有助體重管理
1. 持續的進餐訊號	藥物啟動 GLP-1 路徑的時間，遠長於人體餐後短暫的自然脈衝	毋須只依賴兩餐之間的意志力；整日或整週的食慾環境均被改變
2. 食慾與飽足感	飢餓感可能下降；較少食量已感足夠；食物的吸引力可能降低	這是降低熱量攝取的最重要途徑
3. 胃排空	食物可較慢離開胃部	進食後飽足感可能維持更久
4. 能量平衡	平均攝取能量可低於平均消耗能量	身體須從儲存的能量補足差額
5. 身體組成變化	體重下降；研究認為 GLP-1 帶動的減重主要來自脂肪減少，而非不成比例地流失肌肉體重	此類藥物針對的是過多脂肪組織，而非短暫的水分體重變動

附件：不吃藥的減重方法

減少流入、燃燒儲存脂肪

第一步：源頭控制與調節食慾（乾淨飲食層面）

肥胖本質上是能量失衡與飲食結構劣化的結果：高度加工食品與精製糖容易刺激大腦獎賞路徑引發持續渴求（「食物噪音」）。

- **原型食物增加飽足感**：乾淨飲食富含優質蛋白質與膳食纖維，能自然延緩胃排空並刺激體內天然飽足訊號釋放。
- **平穩血糖與食慾**：戒除高升糖精製碳水，避免血糖驟升驟降引發的假性飢餓與暴飲暴食。

第二步：動員與燃燒儲存脂肪（運動與細胞代謝層面）

1. 總胰島素水平下降與敏感度提升

- **解除鎖脂狀態**：胰島素是儲存脂肪並抑制燃脂的荷爾蒙；透過乾淨飲食，全天血糖平穩，胰臟分泌的總胰島素大幅減少。
- **運動提升胰島素敏感度**：肌力訓練與有氧運動能促使肌肉細胞直接吸收利用血糖，降低胰島素阻抗，讓身體全天處於更容易分解脂肪的低胰島素環境。

2. 肌肉粒線體加速氧化（燃燒燃料）

- **主動抽取燃料**：運動劇烈消耗能量，驅使骨骼肌、心臟等組織大量攝取血液中的游離脂肪酸，並送入細胞發電廠——粒線體進行氧化。
- **產出能量與代謝**：脂肪酸在粒線體內轉化為 ATP（能量）供應身體活動；最終代謝副產物同樣轉化為水（經由排汗與尿液排出）與二氧化碳（經由運動呼吸呼出）。
- **長期代謝紅利**：持續運動能增加肌肉量與粒線體密度，提升靜息基礎代謝率，使身體轉變為不易復胖的高效燃脂體質。



附件：人體代謝的主要元素; 荷爾蒙和酵素的區別

傳遞者和催化劑的區別

名稱	是荷爾蒙(激素) 還是酵素(酶)? 體內產生位置	自然釋放時機	主要生理作用	在現代減重 / 糖尿病藥物中的角色	
GLP-1	是荷爾蒙 (腸促胰島素)	下段小腸 / 結腸 ; L 細胞	進食後立即	向大腦傳遞飽足感 ; 減慢胃排空 ; 促進胰島素分泌。	所有 GLP-1 藥物 (Wegovy, Ozempic) 的基礎。經改造後可維持 7 日, 而非 2 分鐘, 以大幅抑制食慾。
GIP	是荷爾蒙 (腸促胰島素)	上段小腸 ; K 細胞	進食後立即	與 GLP-1 協同刺激胰島素 ; 促進脂肪細胞儲存脂質 ; 減輕噁心。	加入雙重促效劑 (Mounjaro 、 Zepbound) ; 改善脂肪處理 , 並可在較少嘔吐下使用較高劑量。
升糖素 Glucagon	是荷爾蒙 (胰臟荷爾蒙)	胰臟 ; α 細胞	空腹、睡眠或血糖下降時	「胰島素的相反面」 : 促使肝臟燃燒 / 釋放儲存的糖分及脂肪以供能。	加入三重促效劑 (「GGG」 ; Retatrutide) , 提高代謝率 , 並於休息時燃燒肝臟脂肪。
胰島素 Insulin	是荷爾蒙 (胰臟荷爾蒙)	胰臟 ; β 細胞	進食後血糖上升時	「儲存鑰匙」 : 把血糖送入肌肉 , 並把多餘能量鎖進脂肪細胞。	目標是讓腸促胰島素藥物恢復身體按需要分泌胰島素的能力 , 而不致血糖過低。
DPP-4	否 (屬酵素)	全身血液及細胞表面	持續存在	「化學剪刀」 : 在1-2分鐘內切割 並破壞天然 GLP-1 及 GIP。	現代藥物經化學修飾 , 使 DPP-4 無法將其分解。

荷爾蒙和酵素的區別？

荷爾蒙 (激素) 是身體的「化學訊息傳遞者」, 負責協調與指示器官運作 ;

酵素 (酶) 則是「生物催化劑」, 負責加速體內化學反應的進行。

比較維度	荷爾蒙 (Hormone / 激素)	酵素 (Enzyme / 酶)
核心角色	訊號傳遞者 (發送指令)	化學催化劑 (執行反應)
比喻	信件 / 指令	機器 / 剪刀
主要功能	調節生長、代謝、情緒、生殖等生理平衡	加速特定化學反應 (如消化分解、DNA 複製)
化學成分	種類多樣 (胺基酸衍生物、胜肽/蛋白質、類固醇脂質)	絕大多數為蛋白質 (極少數為 RNA/核酶)
作用地點與傳送	由內分泌腺分泌 , 經血液循環輸送到遠端目標器官	在細胞內或特定部位 (如腸胃道內腔) 局部作用
反應前後變化	作用後會被細胞接收並逐漸代謝分解	催化反應前後分子本身不改變 , 可重複使用
腸促胰島素例子	GLP-1、GIP、胰島素、升糖素。	DPP-4、脂肪酶。

附件：主要行業術語

藥理機制與靶點

中文名稱	英文術語	簡單解釋
GLP-1 受體 促效劑	GLP-1RA (GLP-1 Receptor Agonist)	模擬天然 GLP-1 腸促胰素， 促進胰島素分泌、抑制食慾與 延緩胃排空的藥物類別。
GIP	GIP (Glucose- dependent Insulinotropic Polypeptide)	抑胃胜肽，另一種腸促胰素； 與 GLP-1 結合（如替爾泊肽） 可產生協同減重與控糖效果。
胰高血糖素	Glucagon / GCGR	促進肝脂肪分解並提高基礎代 謝率的靶點（如三靶點瑞他魯 肽 Retatrutide 的第三個靶 點）。
胰淀素	Amylin / Amylin Analogues	胰臟分泌的另一種飽足感激素 為下一代 GLP-1 聯合療法 （如 CagriSema）的核心靶點
多靶點促效劑	Dual / Triple Agonist	同時激活兩個（雙靶點）或三 個（三靶點）受體的單一藥物 分子。
勝肽 vs. 小分 子	Peptide vs. Small Molecule	勝肽（大分子）多需注射且成 本高；小分子（非勝肽）可直 接口服且化學合成成本極低。

臨床與患者體驗指標

中文名稱	英文術語	簡單解釋
食物噪音	Food Noise	大腦中對食物強烈、持續的心理 渴望與衝動念頭，GLP-1 藥 物可顯著消除此現象。
體重設定點	Set Point / Metabolic Setpoint	大腦下視丘所設定的體重平衡 點，GLP-1 能重新將此設定點 調低。
延緩胃排空	Delayed Gastric Emptying	減慢食物離開胃部的速度，大 幅拉長物理飽足感並防止餐後 血糖暴衝。
劑量爬坡	Titration / Dose Escalation	初始用藥時由低劑量逐週/逐月 增加，以降低嘔吐噁心等腸胃 道副作用的過程。
心血管預後試 驗	CVOT (Cardiovascular Outcomes Trial)	旨在驗證藥物除減重降糖外， 是否能降低心臟病、中風等硬 終點風險的大型試驗。
主要不良心血 管事件	MACE (Major Adverse Cardiovascular Events)	臨床試驗中用於統計心肌梗塞 中風及心血管死亡等嚴重事件 的綜合指標。
代謝相關脂肪 肝炎	MASH / NASH	由脂肪肝演變的肝臟發炎與纖 維化；為 GLP-1/三靶點藥物 極力攻堅的新專科適應症。

商業、供應鏈與藥企術語

中文名稱	英文術語	簡單解釋
新患者處方量	NBRx (New-to- Brand Prescriptions)	衡量新開方患者市佔率與放量 動能的核心商業指標，反映競 品間的搶客能力。
無菌充填封裝	Fill-Finish	將藥液充填至自動注射筆或小 瓶中的最後工序，為當前全球 GLP-1 供應鏈最大瓶頸。
藥品批發標價	WAC (Wholesale Acquisition Cost)	藥廠公佈的批發採購價（未扣 除給 PBM 的折扣與折讓前的 原價）。
患者自付費用	OOP (Out-of- Pocket Cost)	患者扣除醫療保險給付後，實 際需要自行承擔並支付的金額。
藥品福利管理 局	PBM (Pharmacy Benefit Manager)	美國醫保體系中代表保險公司 進行藥價談判、制定保險報銷 目錄（Formulary）的中介機 構。
專利到期 / 專 利產	LOE (Loss of Exclusivity)	藥物專利與獨佔權到期的時間 點，屆時低價仿製藥 （Generics）將進場衝擊營收。

Q & A

投資產品與服務部



尹賀
Kevin Yin
Equity Advisory
kevin.h.yin@kgi.com
+852 2878 6798
SFC CE: AJM689



莫偉民
Raymond Mok, CFA
Equity Advisory
raymond.mok@kgi.com
+852 2878 4663
SFC CE: BHJ465



葉晉宜
Derek Yip, CFA
Equity Advisory
derek.yip@kgi.com
+852 2878 4263
SFC CE: BSQ196



梁啟棠
Cusson Leung, CFA
CIO
cusson.kt.leung@kgi.com
+852 2878 6998
SFC CE: ADU276

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。