

# 〔投資研究報告〕

2026/6/2

## 減重藥的通路決戰

### 目錄

- 一、 PBM 門票：減重藥的新稀缺資產
- 二、 CVS 訊號：Foundayo 與 Zepbound 的產品組合價值
- 三、 Medicare 拼圖：商業保險之外的第二條支付曲線
- 四、 雇主保單：放量閘門與預算硬約束
- 五、 複合藥局退場：灰色流量回流與給付壓力
- 六、 GTN Bubble：通路勝利必須轉成淨利潤
- 七、 Lilly 與 Novo：雙寡頭競爭的新分水嶺
- 八、 投資檢驗：從藥效模型轉向支付模型

# GLP-1 的勝負，正從藥效曲線轉向 PBM

## 門票、雇主保單與 Medicare 支付解禁

2026/6/2 新光投顧

GLP-1 減重藥市場過去兩年的主軸，集中在臨床數據、體重下降幅度、心血管保護、產能擴張與股價創高。這套分析框架仍有基礎，因為藥效、安全性與產能直接決定醫師處方、患者需求與短期銷售斜率。資本市場的關注重心，正在自單純的股價動能與臨床比拚，轉向底層支付結構的重塑。

Eli Lilly 近期最值得重估的催化，來自 CVS Caremark 對 Foundayo 與 Zepbound 的處方集更新。CVS Caremark 將自 2026 年 6 月 1 日移除 Foundayo 的新藥上市限制，並於 10 月 1 日擴大 Zepbound 在商業模板處方集中的覆蓋。Caremark 涵蓋約 9,000 萬名計畫會員，這種通路決策的影響力，已足以改變 GLP-1 市占率重分配速度。

這不是單一 PBM 新聞。它顯示 GLP-1 競爭正進入支付端與通路端主導的階段。藥廠擁有好分子只是入場券；處方集地位、雇主保單滲透、Medicare 適應症路徑、階梯療法安排、淨價格與患者自付額，才會決定藥物是否真正轉化為處方量與營收。

市場目前的定價盲點在於：過度折現臨床數據，低估保險通路對銷售斜率的非線性干擾。Lilly 的 Zepbound 與 Foundayo 若能同時打開 PBM、雇主與 Medicare 的支付入口，GLP-1 市場的競爭將從「誰的療效更強」推進到「誰能把高需求轉成可支付、可續用、可盈利的處方量」。

### 目錄

- 一、 PBM 門票：減重藥的新稀缺資產
- 二、 CVS 訊號：Foundayo 與 Zepbound 的產品組合價值
- 三、 Medicare 拼圖：商業保險之外的第二條支付曲線
- 四、 雇主保單：放量閘門與預算硬約束
- 五、 複合藥局退場：灰色流量回流與給付壓力
- 六、 GTN Bubble：通路勝利必須轉成淨利潤
- 七、 Lilly 與 Novo：雙寡頭競爭的新分水嶺
- 八、 投資檢驗：從藥效模型轉向支付模型

## 一、PBM 門票：減重藥的新稀缺資產

美國處方藥市場的實際支付權，高度掌握在藥品福利管理商，也就是 PBM 手中。PBM 透過處方集、事前授權、階梯療法、返利談判與藥房網路，協助雇主、保險公司與政府計畫管理藥品支出。對 GLP-1 這類高需求、高價格、長期使用的慢性藥物而言，PBM 權力尤其強。

GLP-1 對雇主與保險計畫的壓力，來自龐大的可治療人口與長期用藥特性。減重藥不是一次性治療，患者使用週期可能以年計算。當候選患者人數由數百萬擴大至數千萬，單一藥物類別就會成為雇主醫療福利成本的主要變數。PBM 的工作不再只是取得藥品折扣，而是把臨床價值轉化為可控預算。

CVS Caremark 這次重新納入 Zepbound，並移除 Foundayo 新藥限制，等於讓 Lilly 重新取得大型商業保險入口。這不保證所有會員立即可用，因為雇主與計畫贊助人仍需選擇是否採用模板處方集、是否覆蓋肥胖藥、是否設置事前授權條件。但對藥廠而言，處方集准入是必要門檻。沒有 PBM 門票，患者需求會被擋在藥房與保險審核之外。

此為雙寡頭競爭格局的關鍵分水嶺。Novo Nordisk 的 Wegovy 擁有先發優勢、醫師熟悉度與品牌認知；Lilly 則擁有 Zepbound 的強效注射路線、Mounjaro 在糖尿病市場的經驗，以及 Foundayo 的口服入口。當 CVS Caremark 這類大型 PBM 把 Lilly 產品重新納入可覆蓋通道，市占率競爭將更依賴淨價格、處方集排序、患者自付額與續用管理。

GLP-1 的核心稀缺資產，正在由分子本身擴張為支付端入口。藥效仍是基礎，PBM 准入開始決定放量速度。

## 二、CVS 訊號：Foundayo 與 Zepbound 的產品組合價值

CVS Caremark 的政策變化包含兩層訊號。第一層是 Zepbound 回歸商業模板處方集。Zepbound 曾因處方集競爭面臨覆蓋壓力，Novo 的 Wegovy 曾取得較有利位置。Zepbound 回歸顯示 Lilly 在淨價格、返利、患者需求與供應能力之間取得新的談判平衡。

第二層是 Foundayo 放行。Foundayo 是 Lilly 的口服 GLP-1 小分子 orforglipron，每日一次，服用方式相對便利。口服劑型的意義不只在於替代注射，它擴大了治療入口。大量患者對針劑仍有抗拒，口服 GLP-1 能降低啟動治療的心理門檻，也能讓醫師更容易在早期肥胖或維持治療族群中使用。

Lilly 的產品組合因此更完整。Zepbound 可針對高效、強減重、注射接受度較高的患者；Foundayo 可針對口服偏好、早期治療、維持治療或注射疲乏族群；Mounjaro 則保留糖尿病市場的臨床與品牌基礎。這種產品矩陣提高 Lilly 與 PBM、雇主和醫師談判時的彈性。

產品矩陣同時引入產品線自我蠶食風險。PBM 具備將多產品線轉化為階梯療法工具的權力，例如先要求患者使用較低成本、較易管理的 Foundayo，未達標後再授權 Zepbound。這種保單設計雖能擴張 Lilly 的總處方量，卻會結構性壓縮 Zepbound 的高毛利患者池，並拉低 GLP-1 組合的混合平均淨價。

投資模型需要拆分「處方量勝利」與「利潤池勝利」。Foundayo 放量可能推升 Lilly 在 GLP-1 類別中的總處方份額，但若 PBM 利用 Foundayo 壓低整體混合平均淨價，Zepbound 的利潤彈性將被部分抵消。Lilly 的真正優勢，不是產品越多越好，而是能否在產品分層、患者分層與保單分層之間維持最好的淨利潤組合。

### 三、Medicare 拼圖：商業保險之外的第二條支付曲線

商業保險不是 GLP-1 的全部市場。Medicare Part D 覆蓋的人口規模龐大，且肥胖、糖尿病、心血管疾病、睡眠呼吸中止症與老年共病高度重疊。對 Lilly 與 Novo 而言，真正的 TAM 擴張，還需要打開 Medicare 支付路徑。

美國法規長期排除 Medicare 為純減重用途支付藥物。這使得 GLP-1 減重藥在 Medicare 中不能只靠肥胖適應症大規模放量。藥廠要打開這道門，需要透過其他 FDA 核准適應症，例如糖尿病、心血管風險降低、睡眠呼吸中止症、心衰竭或其他共病治療。這些適應症可讓 GLP-1 從「美容或體重管理」轉為「醫療必要性」更強的慢性病治療。

Novo 的 Wegovy 已透過心血管風險降低適應症打開部分 Medicare 覆蓋路徑。Lilly 的 Zepbound 已取得中重度阻塞性睡眠呼吸中止症合併肥胖的 FDA 適應症，這為 Medicare Part D 覆蓋提供另一條臨床與法規路徑。這類適應症的價值不只在臨床標籤，也在支付端。每新增一項共病適應症，GLP-1 都會多一個繞過「純減重藥排除」的支付入口。

Medicare 路徑對估值影響很大。商業保險由雇主與 PBM 主導，覆蓋取決於福利預算與淨價格；Medicare 則由法規、CMS 指引、Part D 計畫設計與適應症範圍共同決定。若 Lilly 能在 OSA、心衰竭、腎臟、脂肪肝或其他共病適應症上持續推進，Zepbound 與 Foundayo 的 TAM 將從商業保險拓展到更廣泛的高風險族群。

這一層是原本 PBM 報告中最需要補強的拼圖。CVS Caremark 是短中期商業保險市占率重分配的催化；Medicare 適應症解禁是中長期市場天花板的催化。兩者合併，才構成 GLP-1 真正的支付端重估框架。

## 四、雇主保單：放量開門與預算硬約束

PBM 准入是第一道門，雇主採用是第二道門。大型 PBM 可以把 Foundayo 或 Zepbound 放入模板處方集，但雇主與計畫贊助人仍可決定是否採用、是否限制、是否需要事前授權、是否設定 BMI 或共病條件。商業保險市場的真實滲透率，取決於雇主願意承擔多少當期成本。

雇主的困境很明確。GLP-1 可能降低長期醫療支出，改善糖尿病、心血管風險、睡眠呼吸中止症與其他共病；但雇主面對的是每年福利預算。員工流動也會削弱長期醫療節省對單一雇主的吸引力。高藥價、高潛在使用人口與長療程，使 GLP-1 成為福利預算中的高敏感項目。

因此，雇主採用率會呈現分層。大型科技、金融、專業服務、工會與高收入雇主，可能較早提供較寬覆蓋；中小企業、低毛利產業與高度成本敏感雇主，可能維持較嚴格限制。PBM 需要設計成本控制工具，包括事前授權、BMI 門檻、共病條件、續用標準、營養與行為管理、停藥後維持策略與階梯療法。

Lilly 的組合策略能提高保單設計彈性。Foundayo 可以作為較低進入門檻或維持治療工具；Zepbound 可以作為高需求患者或階梯治療後升級選項。這樣的分層設計對雇主較有吸引力，因為它允許計畫控制高價注射藥使用，同時保留肥胖治療福利。

PBM 准入與雇主採用之間的漏斗效應，構成 GLP-1 商業市場最核心的滲透率折價參數。處方集位置打開通道，雇主保單採用才形成實際支付。兩者落差越大，市場對可服務患者數與銷售斜率的高估風險越高。

## 五、複合藥局退場：灰色流量回流與給付壓力

GLP-1 市場還存在一個容易被低估的供給端催化：複合藥局退場。過去 Zepbound、Mounjaro、Wegovy 等產品因供應緊張，部分複合藥局利用短缺例外，銷售較低價格的 tirzepatide 或 semaglutide 複合版本。這些產品吸引了大量自費、無保險或保險拒付患者。

隨著 FDA 認定 tirzepatide 短缺結束，複合藥局大規模製造「實質相同」版本的空間受到限制。這會迫使部分患者回到品牌藥、LillyDirect、傳統藥局、保險通道或其他合法支付路徑。對 Lilly 而言，這是灰色需求回流的潛在催化。對 PBM 與雇主而言，這也是給付壓力上升的來源。

複合藥局退場可能造成雙重影響。第一，品牌藥處方量增加，Lilly 與 Novo 的正規通路銷售受益。第二，患者成本上升，保險給付需求增加，PBM 必須承受更多事前授權與成本管理壓力。若原本使用低價複合藥的患者轉向品牌藥，CVS、Express Scripts 與 OptumRx 的處方集政策會面臨更大使用量衝擊。

這批患者也可能形成口服 GLP-1 的天然目標族群。Foundayo 若價格、便利性與覆蓋條件優於注射品牌藥，部分從複合藥局退場的患者可能被導向口服治療。這會加速 Foundayo 放量，但也可能壓縮 Zepbound 的高價注射需求。Lilly 的關鍵任務，是把灰色需求回流轉成有序、可覆蓋、可盈利的產品分層。

複合藥局退場不應只被視為法律勝利。它是正規支付體系的一次壓力測試。需求回流越快，PBM 對階梯療法、淨價格折扣與患者資格限制的要求越強。

## 六、GTN Bubble：通路勝利必須轉成淨利潤

PBM 准入的財務代價，是 GTN Bubble，也就是 gross-to-net 價差。藥廠以高標價維持產品價值與價格錨，PBM 則透過返利、折扣與市場份額承諾，把標價轉成保單可接受的淨成本。處方集地位越重要，返利談判越激烈。

GLP-1 是 GTN 壓力最容易放大的類別之一。需求巨大、標價高、支付方承壓、競品有限，形成 PBM 最喜歡談判的環境。PBM 可以讓 Lilly 與 Novo 競爭 preferred status，用通路位置換取更低淨價格。藥廠則用返利換患者入口，用患者規模抵消單位淨價格下降。

財務模型需要從 gross sales 轉向 net revenue。真正驅動 EPS 的公式是：

**淨收入 = 處方量 × ( 標價 - 返利 - 患者援助 - 通路費用 )**

財務模型必須摒棄以總處方量線性外推 EPS 的粗略做法。GLP-1 的真實獲利彈性取決於淨收入，而淨收入需同時扣除返利、患者援助、通路費用與階梯療法造成的產品組合稀釋。若返利與補貼成本增速高於處方量增速，處方成長將可能進入 GTN 死亡交叉，形成收入擴張與 EPS 彈性下降並存的風險。

Lilly 與 Novo 的通路戰，最終勝負不在處方量單一指標。更精準的指標是「淨收入增速、淨價格穩定性、患者留存率與營業利益率」。Lilly 可以用 Foundayo 放大患者入口，用 Zepbound 維持強效療效定位，但 PBM 可能利用兩者形成階梯療法與價格壓力。產品組合越完整，通路談判能力越強；同時，PBM 控費工具也越多。

## 七、Lilly 與 Novo：雙寡頭競爭的新分水嶺

CVS Caremark 的變化對 Lilly 有利，但 Novo 的防守能力仍強。Wegovy 擁有先發品牌、醫師熟悉度、廣泛臨床資料與既有患者基礎。Novo 透過心血管風險降低適應症打開部分 Medicare 路徑，也在保險與 PBM 通道中建立先發地位。

Lilly 的優勢在於產品組合與臨床競爭力。Zepbound 具備強效減重與多適應症延伸潛力；Foundayo 提供口服入口；Mounjaro 在糖尿病市場提供醫師熟悉

度與品牌信任。Lilly 若能同時提高 PBM 准入、雇主採用與 Medicare 適應症覆蓋，市占率提升速度可能高於市場原本預期。

Novo 的防守工具則包括價格、Wegovy 地位、口服版本、臨床資料與既有保險合約。PBM 讓兩家公司並列，對 PBM 本身最有利，因為競爭能壓低淨成本。對藥廠而言，這將提高處方量，也會壓縮單位淨價。未來 GLP-1 利潤池的擴大，可能同時伴隨淨價格下行。

固守藥效與產能框架，將面臨市占率被 PBM 決策快速重分配的尾部定價風險。這是 Lilly 近期催化值得重視的原因。PBM 一旦調整處方集，醫師開藥流程、患者自付額、藥房可得性與雇主採用都會跟著改變，短期 sales ramp 可能出現非線性變化。

## 八、投資檢驗：從藥效模型轉向支付模型

GLP-1 投資框架需要從藥效模型轉向支付模型。後續追蹤重點應分為七組。

第一，PBM 准入。重點包括 CVS Caremark、Express Scripts、OptumRx 的處方集地位、preferred status、事前授權條件、階梯療法與患者轉換規則。

第二，雇主採用率。模板處方集只代表通道，雇主與計畫贊助人是否採用才代表支付落地。大型雇主覆蓋率、保單限制條件、自付額、續用要求與福利設計，是 GLP-1 商業保險滲透率的核心。

第三，Medicare 適應症覆蓋。純減重藥仍受法規限制；心血管、睡眠呼吸中止症、糖尿病、心衰竭、腎臟與脂肪肝等共病適應症，是打開 Medicare 支付的關鍵。Zepbound 的 OSA 標籤與後續適應症進展，應納入 Lilly 中長期 TAM 模型。

第四，淨價格與 GTN。處方量上升若伴隨返利、患者援助與通路費用大幅上升，EPS 彈性會低於市場想像。投資模型應追蹤 gross-to-net 差距、折扣深度、PBM 返利與現金支付價格。

第五，階梯療法與產品組合。Foundayo 放量可能擴大患者池，也可能成為 PBM 控制 Zepbound 使用的工具。需追蹤 Foundayo 與 Zepbound 的患者重疊、升級率、轉換率、留存率與混合平均淨價。

第六，複合藥局退場後的流量回流。品牌藥處方量、LillyDirect 使用量、商業保險申請量、自費患者轉換率與 PBM 事前授權量，將揭示灰色市場需求回流速度。

第七，產能與供應。PBM 准入與雇主採用若同步改善，供應能力仍需跟上。缺貨會削弱保險准入的實際效果，也會讓患者重新轉向替代方案。

Lilly 的新催化應放在這個支付框架中理解。Foundayo 與 Zepbound 進入 CVS Caremark 商業處方集，代表 GLP-1 市場正式進入 PBM 分配權階段。下一階段的超額報酬，將取決於誰能把臨床需求轉成可負擔、可覆蓋、可續用且可盈利的處方量。

## 結論

減重藥的競爭正在由藥效曲線擴展到支付曲線。Lilly 的 Zepbound 與 Foundayo 獲得 CVS Caremark 更廣泛覆蓋，顯示大型 PBM 開始以處方集競爭與淨價格談判，重新配置 GLP-1 市場的患者入口。這對 Lilly 具有重要意義，因為它把產品組合從需求端推進到支付端。

GLP-1 市場的下一個關鍵問題，是誰替患者付款、誰決定用哪一款、誰能把高標價降成保單可承受的淨成本。PBM、雇主保單與 Medicare 適應症路徑，將共同決定 Lilly 與 Novo 的市占率變化。處方集准入、階梯療法、GTN Bubble、複合藥局退場與 Medicare 支付解禁，將成為比單純體重下降數據更直接的銷售斜率變數。

Lilly 的投資主線應表述為 GLP-1 放量通路權的取得。CVS Caremark 重新納入 Zepbound、放行 Foundayo，將 Lilly 的成長曲線推向「產品組合 × PBM 准入 × 雇主採用 × Medicare 適應症 × 淨價格」的複合模型。市場若仍只用藥效與產能理解 GLP-1，將低估支付端決策對市占率與 EPS 修正的速度。

**[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告**