

## 业绩增长稳定，新产品销售爆发

### ——诺和诺德 2019 全年业绩分析

强于大市（维持）

日期：2020 年 02 月 18 日

#### 核心观点：

2019 年诺和诺德实现营业收入 1220.2 亿丹麦克朗（约合 182.94 亿美元），同比增长 9.1%；净利润实现 389.5 亿丹麦克朗（约合 58.4 亿美元），同比增长 0.8%。总体实现了业绩的稳步增长。基本 EPS16.41 丹麦克朗，摊薄 EPS16.38 丹麦克朗，同比上升 3%。

其中公司主要业务线表现良好：GLP-1 业务线、肥胖业务依托重磅产品实现了快速增长；传统胰岛素业务竞争加剧，长效胰岛素业务拉动胰岛素收入企稳；在生长激素等领域，公司通过产品迭代实现了收入的稳定。公司主要新产品专利到期时间较长，专利期预计能够实现快速放量，叠加公司对主要产品的二次开发，预计能保持更长的生命周期，保持业务增长的稳定。

#### 投资要点：

##### ● 新产品拉动收入快速增长，产品迭代保持旧有业务稳定

重磅产品如 Ozempic（索马鲁肽）、Saxenda（主要成分为利拉鲁肽）市场表现惊人，拉动 GLP-1 业务和肥胖业务实现快速增长；Tresiba 等长效基础胰岛素继续保持增长，带动基础胰岛素业务企稳。其他业务如生长激素、血友病通过产品迭代继续保持向好。同时公司口服索马鲁肽已批准上市，同时加强索马鲁肽二次开发，培育新的增长领域，预计随着新产品逐渐放量，业绩增长有望提升。

##### ● 中国市场规模极大，利拉鲁肽开始放量

中国糖尿病患病率高，并且 GLP-1 药物还没有大规模应用。公司的利拉鲁肽作为首个进入医保的 GLP-1 产品，近几年中国销售开始快速提升。

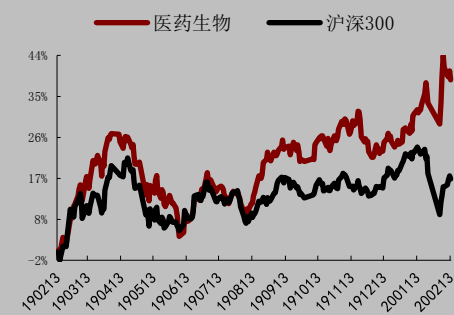
##### ● 专利到期时间较长，销售增长有望维持

公司的主要产品在未来数年没有面临明显的专利悬崖，帮助产品维持更长的生命周期，销售业绩有更强保障。

##### ● 风险因素：

索马鲁肽等产品二次开发进展缓慢的风险、口服索马鲁肽放量不及预期的风险、肺炎疫情导致的慢性病关注下降的风险

#### 医药生物行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 02 月 13 日

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理：王政眸

电话：02160883489

邮箱：wangzm@wlzq.com.cn

## 目录

1、公司整体业绩情况.....	3
1.1 公司业绩稳定提升，中国区贡献显著.....	3
1.1.1 公司营收、净利润稳步增长.....	3
1.1.2 净利率较前显著提升，2019 年小幅回落.....	3
1.1.3 公司业务糖尿病为主，中国区业务贡献提升显著.....	3
1.2 胰岛素竞争加剧，其他业务保持增长.....	4
1.2.1 胰岛素市场放缓，GLP-1 业务快速增长.....	4
1.2.2 生长激素\血友病业务保持稳定，持续贡献现金流.....	4
2、公司主要产品市场表现和研发进展.....	4
2.1 公司重要产品.....	5
2.1.1 Tresiba 增长稳定，带动长效胰岛素销售提升.....	5
2.1.2 GLP-1 重磅产品频出.....	5
2.1.3 肥胖产品 Saxenda 销售持续提升.....	5
2.1.4 主要产品销售表现情况.....	6
2.2 研发进展.....	6
2.2.1 糖尿病和肥胖仍是主要研发领域.....	6
2.2.2 加强生长激素和血友病研发、切入新治疗领域培育增长点.....	7
2.2.3 有望取得进展的主要产品.....	7
2.2.4 主要产品专利时限.....	8
3、风险提示.....	8
图表 1：诺和诺德营业收入情况（亿丹麦克朗）.....	3
图表 2：诺和诺德净利润情况（亿丹麦克朗）.....	3
图表 3：诺和诺德净利率情况.....	3
图表 4：公司收入构成（按项目）.....	4
图表 5：公司收入构成（按地区）.....	4
图表 6：糖尿病业务收入情况（亿丹麦克朗）.....	4
图表 7：糖尿病业务收入情况（亿丹麦克朗）.....	4
图表 8：Tresiba 全球销售情况（亿丹麦克朗）.....	5
图表 9：Victoza 和 Ozempic 全球销售（亿丹麦克朗）.....	5
图表 10：Victoza 国内销售（亿丹麦克朗）.....	5
图表 11：Saxenda 全球销售（亿丹麦克朗）.....	6
图表 12：主要产品销售总览(亿丹麦克朗).....	6
图表 13：糖尿病和肥胖研发管线.....	7
图表 14：其他研发管线.....	7
图表 15：有望取得进展的产品.....	8
图表 16：产品专利期限.....	8

## 1、公司整体业绩情况

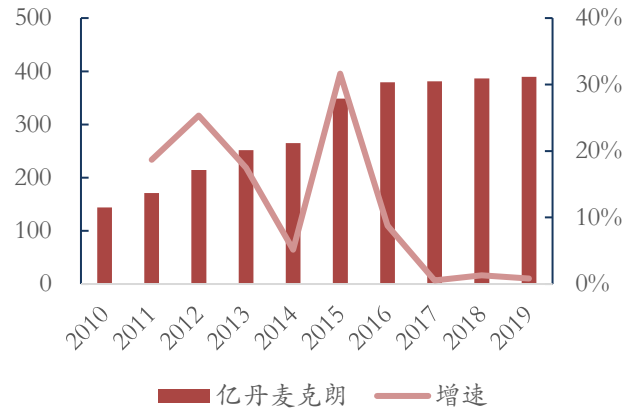
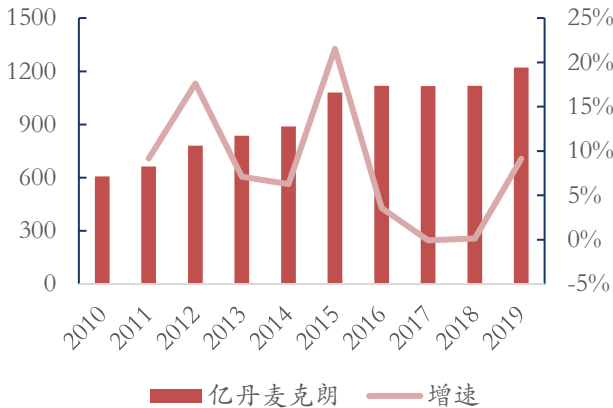
### 1.1 公司业绩稳定提升，中国区贡献显著

#### 1.1.1 公司营收、净利润稳步增长

2019年诺和诺德实现营业收入1220.2亿丹麦克朗(约合182.9亿美元),同比增长9.1%;净利润实现389.5亿丹麦克朗(约合58.4亿美元),同比增长0.8%。从2010年至2019年,公司业务收入复合增长率8.1%,净利润复合增长率达到11.7%。

图表1: 诺和诺德营业收入情况(亿丹麦克朗)

图表2: 诺和诺德净利润情况(亿丹麦克朗)



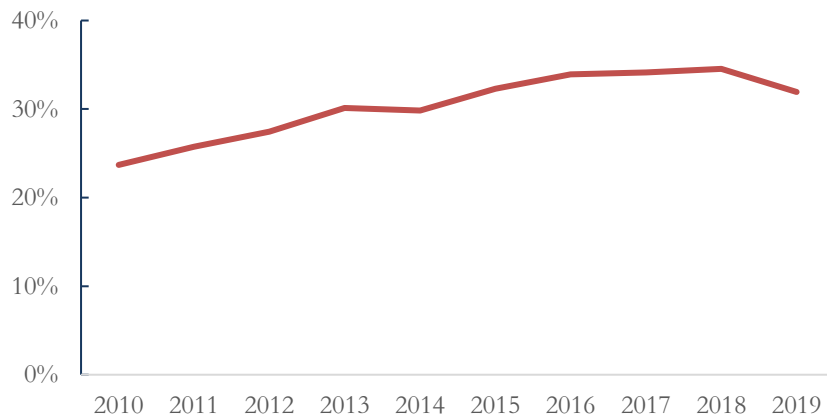
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

#### 1.1.2 净利率较前显著提升, 2019年小幅回落

较2010年, 公司净利率明显提升, 由2010年23.7%升至31.9%, 近年受到胰岛素竞争加剧和价格下滑的影响, 净利率有所下滑。随着公司重磅产品的快速放量, 预计未来胰岛素业务的放缓对净利率影响会逐渐减轻。

图表3: 诺和诺德净利率情况

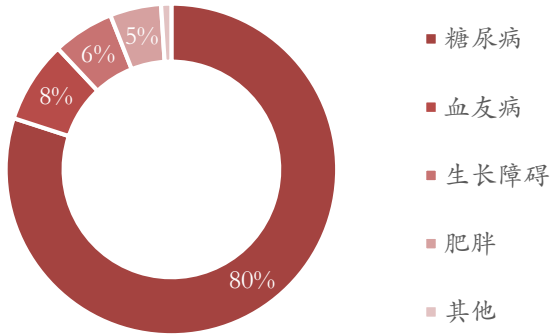


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

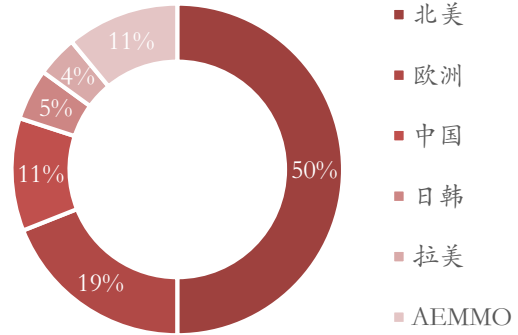
#### 1.1.3 公司业务糖尿病为主, 中国区业务贡献提升显著

在项目构成上, 公司目前的主要业务收入来源于糖尿病治疗, 占比80%; 在地区构成上, 北美地区仍是最大的收入来源。2019年中国区贡献收入128.4亿丹麦克朗, 同比增长13.8%, 占总体收入11%。收入增长率位列第二, 总体市场份额第三。

图表4: 公司收入构成 (按项目)



图表5: 公司收入构成 (按地区)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

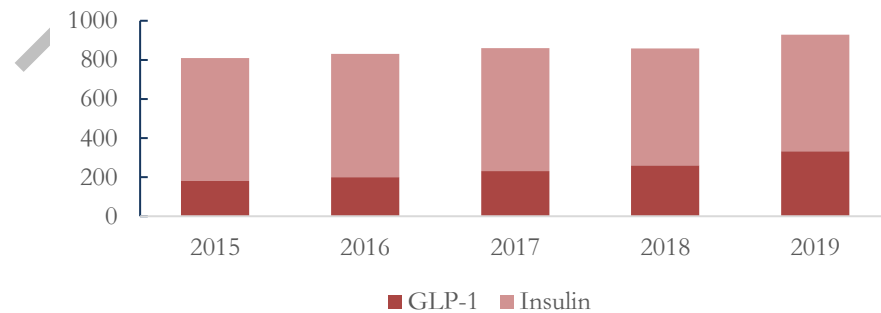
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

## 1.2 胰岛素竞争加剧, 其他业务保持增长

### 1.2.1 胰岛素市场放缓, GLP-1业务快速增长

公司整体糖尿病业务稳步提升, 但近年来随着胰岛素市场竞争的加剧和新型糖尿病药物的应用, 公司胰岛素业务收入较前有所下滑。而GLP-1业务线增长迅猛, 从2015年的180.3亿丹麦克朗增长至332.2亿丹麦克朗, 复合增长率16.5%。

图表6: 糖尿病业务收入情况 (亿丹麦克朗)

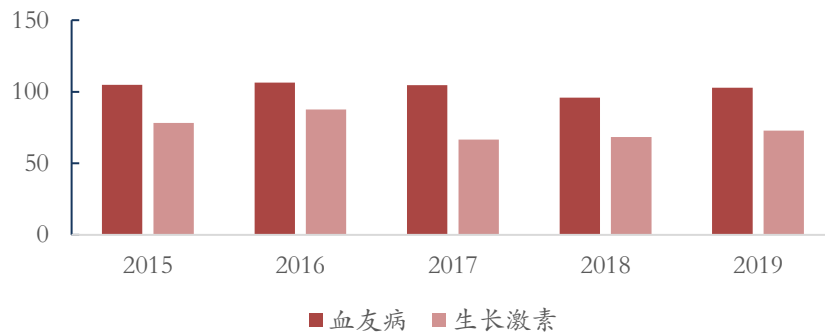


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

### 1.2.2 生长激素\血友病业务保持稳定, 持续贡献现金流

公司长效生长激素Norditropin和血友病产品Novoeight\Novoseven表现平稳。

图表7: 糖尿病业务收入情况 (亿丹麦克朗)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

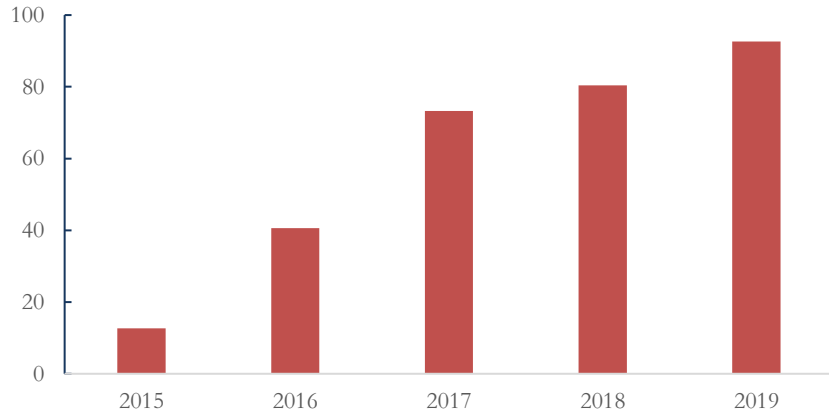
## 2、公司主要产品市场表现和研发进展

## 2.1 公司重要产品

### 2.1.1 Tresiba增长稳定，带动长效胰岛素销售提升

Tresiba（诺和达）该药于2015年9月于FDA获批，2017年9月国内获批。该药是一种新一代、每日皮下注射一次的基础胰岛素，具有超长的药效持续时间，可在全天任何时间给药，赋予了患者日常给药的灵活性。上市后市场反馈良好，保持了稳定的增长。上市后快速放量，至2019年Tresiba全球收入92.6亿丹麦克朗，同比增长15.2%，带动长效胰岛素销售提升。

图表8: Tresiba全球销售情况（亿丹麦克朗）



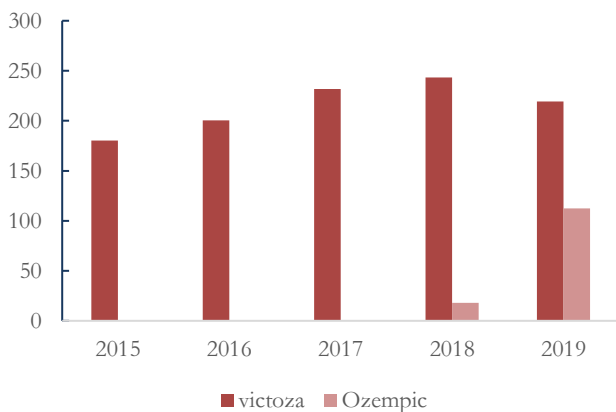
资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 2.1.2 GLP-1 重磅产品频出

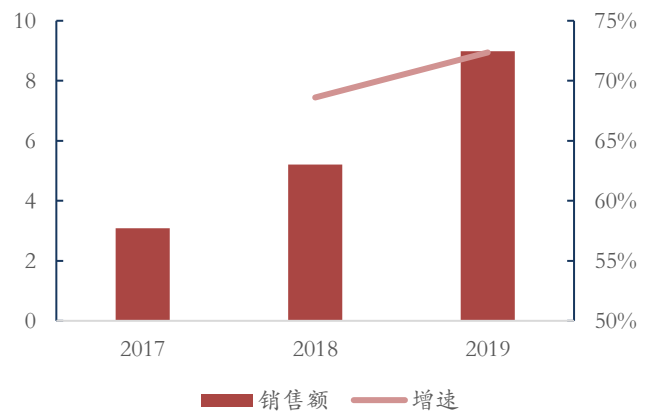
Victoza，是全球首个降低高危2型糖尿病患者心血管死亡风险的GLP-1类降糖药。上市后快速放量，其后于2017年进入国内医保。近几年全球销量在索马鲁肽推出后有所下滑，但是在国内迅速放量。

Ozempic，一周一次注射的GLP-1长效药物。于2017年底FDA获批上市，2019年全球销量112.4亿丹麦克朗了（约合16.9亿美元），较2018年翻倍式提升。

图表9: Victoza和Ozempic全球销售（亿丹麦克朗）



图表10: Victoza国内销售（亿丹麦克朗）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

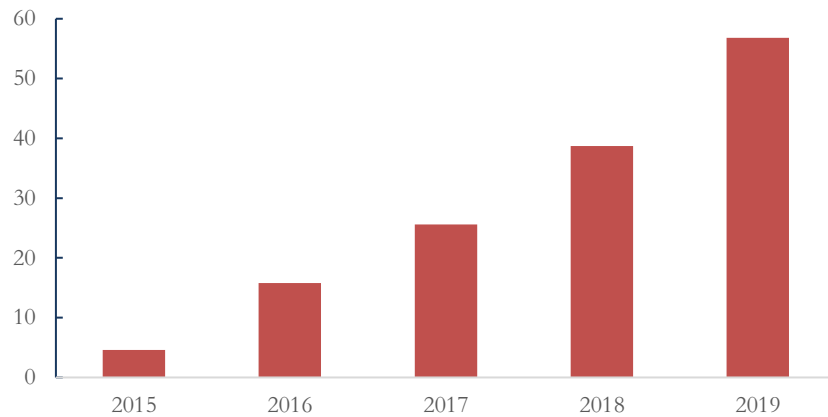
资料来源：公司公告，万联证券研究所

Rybelsus，口服索马鲁肽，于2019年9月FDA获批上市，当年全球销售额5000万丹麦克朗，由于第四季度才上市，考虑到口服索马鲁肽的便捷性和减肥效果，预计2020年销售规模将大幅提升

### 2.1.3 肥胖产品Saxenda销售持续提升

肥胖是全球范围的难题，美国地区肥胖率超过30%，作为首个FDA批准的减肥注射产品，Saxenda自上市后销量持续提升，2019年实现销售56.8亿丹麦克朗，同比增长47%。

图表11: Saxenda全球销售 (亿丹麦克朗)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

#### 2.1.4 主要产品销售表现情况

图表12: 主要产品销售总览 (亿丹麦克朗)

药品	适应症	2019 (全球)	增幅
Tresiba (德谷胰岛素)		92.59	15%
Xultophy (德谷胰岛素/利拉鲁肽)		22.1	37%
Levemir (地特胰岛素)		93.07	-17%
Ryzodeg (德谷胰岛素/门冬胰岛素)		9.93	39%
NovoMix (门冬胰岛素/精蛋白胰岛素)		95.85	1%
Fiasp (超速效门冬胰岛素)	糖尿病	12.43	111%
NovoRapid (门冬胰岛素)		180.6	-4%
人胰岛素		90.36	-2%
Victoza (利拉鲁肽)		219.34	-10%
Ozempic (索马鲁肽)		112.37	-
Rybelsus (口服索马鲁肽)		0.5	-
Saxenda(利拉鲁肽)	肥胖	56.79	47%
NovoSeven (注射用重组人凝血因子VII)	血友病	81.19	3%
NovoEight (注射用重组人凝血因子VIII)	血友病	15.25	13%
Norditropin (人生长激素)	矮小症	72.75	6%

资料来源: 医药魔方, 万联证券研究所

## 2.2 研发进展

### 2.2.1 糖尿病和肥胖仍是主要研发领域

公司未来的主要产品管线仍是热门的糖尿病和肥胖领域, 作为公司的强势业务线, 公司研发管线将继续致力于产品升级和替代, 在未来保持产品结构的优势, 继续覆盖从基础胰岛素到GLP-1领域。

图表13: 糖尿病和肥胖研发管线

Diabetes care			
Project	Indication	Description	Phase
Rybelsus® NN9924	Type 2 diabetes	A long-acting oral GLP-1 analogue intended for once-daily oral treatment.	● ● ● ●
Anti-IL-21 GLP-1 T1D NN9828	Type 1 diabetes	A beta-cell preservation treatment intended for adults who are newly diagnosed with type 1 diabetes.	● ● ○ ○
Insulin icodex (LAI287) NN1436	Type 1 and 2 diabetes	A long-acting basal insulin analogue intended for once-weekly treatment.	● ● ○ ○
Insulin 965 NN1965	Type 1 and 2 diabetes	A novel basal insulin analogue intended for once-daily treatment.	● ○ ○ ○
Icosema (LAI5ema) NN1535	Type 2 diabetes	Combination of the GLP-1 analogue semaglutide and the long-acting basal insulin icodex intended for once-weekly treatment.	● ○ ○ ○
Obesity care			
Semaglutide Obesity NN9536	Obesity	A long-acting GLP-1 analogue intended for once-weekly treatment.	● ● ● ○
AM833 NN9838	Obesity	A novel long-acting amylin analogue intended for once-weekly treatment.	● ● ○ ○
AM833 and semaglutide NN9838	Obesity	A combination of the novel amylin analogue and the GLP-1 analogue semaglutide intended for once-weekly treatment.	● ● ○ ○
LA-GDF15 NN9215	Obesity	A long-acting GDF15 analogue intended for appetite regulation leading to weight loss.	● ○ ○ ○
GG-co-agonist 1177 NN9277	Obesity	A glucagon and GLP-1 receptor co-agonist intended for once-weekly treatment.	● ○ ○ ○
PYY1875 NN9775	Obesity	A novel analogue of the appetite-regulating hormone, PYY, intended for once weekly treatment.	● ○ ○ ○
Tri-agonist 1706 NN9423	Obesity	A novel tri-agonist of the human GIP, GLP-1 and glucagon receptors intended for once-daily treatment.	● ○ ○ ○

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

### 2.2.2 加强生长激素和血友病研发、切入新治疗领域培育增长点

在其他管线上, 公司在血友病和生长激素领域建立了相应管线的研发储备, 并进入心血管非酒精性脂肪型肝炎 (NASH) 等领域, 培育了新的业务增长点。

图表14: 其他研发管线

Haemophilia			
Project	Indication	Description	Phase
Concizumab NN7415	Haemophilia A and B with or without inhibitors	A monoclonal antibody against tissue factor pathway inhibitor intended for subcutaneous prophylaxis treatment.	● ● ● ○
Eclipse NN7533	Sickle cell disease and beta thalassaemia	An oral combination treatment of sickle cell disease. Project is developed in collaboration with EpiDestiny.	● ○ ○ ○
Mim8 NN7769	Haemophilia A with or without inhibitors	A next-generation FVIII mimetic bispecific antibody for subcutaneous prophylaxis of haemophilia A regardless of inhibitor status. Combined phase 1/2.	● ○ ○ ○
Growth disorder			
Sompacitan AGHD NN8640	Adult growth hormone deficiency	A long-acting human growth hormone analogue intended for once-weekly subcutaneous administration in adults.	● ● ● ●
Sompacitan GHD NN8640	Growth hormone deficiency	A long-acting human growth hormone analogue intended for once-weekly subcutaneous administration in children.	● ● ● ○
NASH (non-alcoholic steatohepatitis)			
Semaglutide NN9931	NASH	A long-acting GLP-1 analogue for treatment of NASH.	● ● ○ ○
Gilead:Sema combo NN9931	NASH	A GLP-1 analogue, semaglutide, in combination with an FXR agonist, cilofexor, an ACC inhibitor, firsocostat, or the three in combination. The project is developed in collaboration with Gilead.	● ● ○ ○
Cardiovascular disease			
PCSK9i peptide NN6434	CVD	A long-acting PCSK9 inhibitor for subcutaneous treatment.	● ○ ○ ○

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

### 2.2.3 有望取得进展的主要产品

未来预期取得进展的主要产品包括索马鲁肽注射和口服产品、儿科生长激素新药 Somapacitan, 2019年7月公司向日本提交了口服索马鲁肽的上市申请, 有望于2020年获批。

图表15: 有望取得进展的产品

Oral semaglutide	Regulatory decision in Japan
AM833	Phase 2 results from Amylin in obesity
Semaglutide	Phase 2 results for semaglutide in NASH
Semaglutide	Phase 3 results for semaglutide in obesity
Ozempic®	Phase 3 results for 2 mg Ozempic®
Somapacitan	Regulatory decision for AGHD in the US and the EU

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

#### 2.2.4 主要产品专利时限

公司主要产品专利尚未到期, 新产品如Ozempic、Rybelsus专利到期尚早, 依托公司本身在糖尿病市场的布局和市场地位, 新产品放量可期。

图表16: 产品专利期限

产品	美国	中国	日本	德国
Victoza	2023	Expired	2022	2023
Tresiba	2029	2024	2027	2028
Ryzodeg	2029	2024	2024	2028
Xultophy	2029	2024	2024	2028
Fiasp	2030	2030	2030	2030
Ozempic	2031	2026	2031	2031
Rybelsus	2031	2026	2031	2031
Saxenda	2023	Expired	Expired	2023

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

### 3、风险提示

索马鲁肽等产品二次开发进展缓慢的风险、口服索马鲁肽放量不及预期的风险、肺炎疫情导致的慢性病关注下降的风险。



## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心  
深圳 福田区深南大道2007号金地中心  
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场