

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

海外MNC动态跟踪系列（一）

诺和诺德：司美格鲁肽有望冲击药王，长效胰岛素表现亮眼

医药行业 强于大市

平安证券研究所 医药团队

分析师：叶寅 投资咨询资格编号:S1060514100001 邮箱：YEYIN757@PINGAN.COM.CN

韩盟盟 投资咨询资格编号:S1060519060002 邮箱：HANMENG MENG005@PINGAN.COM.CN

研究助理：张梦鸽 一般证券从业资格编号:S1060124120037 邮箱：ZHANGMENGGE752@PINGAN.COM.CN

2025年02月09日

请务必阅读正文后免责声明

平安证券

行业观点

- **事件：**2月5日，诺和诺德公布2024业绩，总营收2904.03亿丹麦克朗（约合421.49亿美元，按今年平均汇率：1丹麦克朗= 0.14514美元计算，下同），同比增长25.03%（按固定汇率CER计算）。
- **重磅产品司美格鲁肽有望冲击药王，核心产品胰岛素增长稳健。**诺和诺德占据全球GLP-1市场份额为55.1%，三款司美格鲁肽产品2024年合计收入2018.49亿丹麦克朗（292.96亿美元），2024年K药的销售额为294.82亿美元，司美格鲁肽与K药之间仅剩微弱的销售差距，司美格鲁肽有望成为下一届药王。此外诺和诺德胰占据全球胰岛素市场44%，胰岛素类产品收入同比增长17%至达到553.73亿丹麦克朗（80.37亿美元），其中长效胰岛素胰实现收入190.95亿丹麦克朗（27.71亿美元），同比增长30%；预混胰岛素2024年实现收入107.89丹麦克朗（15.66亿美元），同比增长14%；速效胰岛素实现收入185.22亿丹麦克朗（26.88亿美元），同比增长16%；人胰岛素实现收入69.67亿丹麦克朗（10.11亿美元），同比增长6%。
- **2025年管线里程碑梳理：**
 - 1) 糖尿病板块：预计2025H1完成司美格鲁肽1mg治疗CKD的美国监管审批；预计2025H1完成CagriSema（包含长效胰淀素类似物 cagrilintide 2.4 mg 和司美格鲁肽 2.4 mg）临床III期数据读出；预计2025H1提交口服司美格鲁肽14 mg在2型糖尿病（T2D）患者中的心血管获益的欧洲监管申请；2025H2完成Amycretin以及GIP/GLP-1双靶药物的临床II期。
 - 2) 肥胖板块：预计2025H1提交2.4 mg司美格鲁肽治疗射血分数保留型心力衰竭（HFpEF）患者补充申请；预计2025H1提交每日一次口服司美格鲁肽（25 mg）治疗肥胖或超重患者监管申请；预计2025H1完成司美格鲁肽7.2 mg治疗肥胖患者临床III期；预计2025H1完成CagriSema 治疗患有2型糖尿病（T2D）的超重或肥胖患者临床III期，预计2025H1启动CagriSema 治疗无2型糖尿病（T2D）的超重或肥胖患者临床III期，2025H2完成CagriSema 与礼来旗下减重疗法 Zepbound头对头临床III期。
 - 3) 心血管及其他板块：预计2025H2完成司美格鲁肽14 mg治疗阿尔兹海默症临床III期。
- **2025年财务展望：**诺和诺德预计按CER计算的销售额将增长16%-24%，营业利润将增长19%-27%。
- **投资建议：**GLP-1药物市场前景广阔，国内企业纷纷布局，建议关注信达生物、恒瑞医药、博瑞医药、众生药业、甘李药业等。
- **风险提示：**1) **政策风险：**药品降价等政策对行业负面影响较大；2) **研发风险：**医药研发投入大、难度高，存在研发失败或进度慢的可能；3) **市场风险：**市场周期性波动可能会对医药行业产生负面影响。



目录CONTENTS

● Part1. 2024年财务概览及重点事件

● Part2. 核心产品销售分析

● Part3. 2025年管线里程碑整理

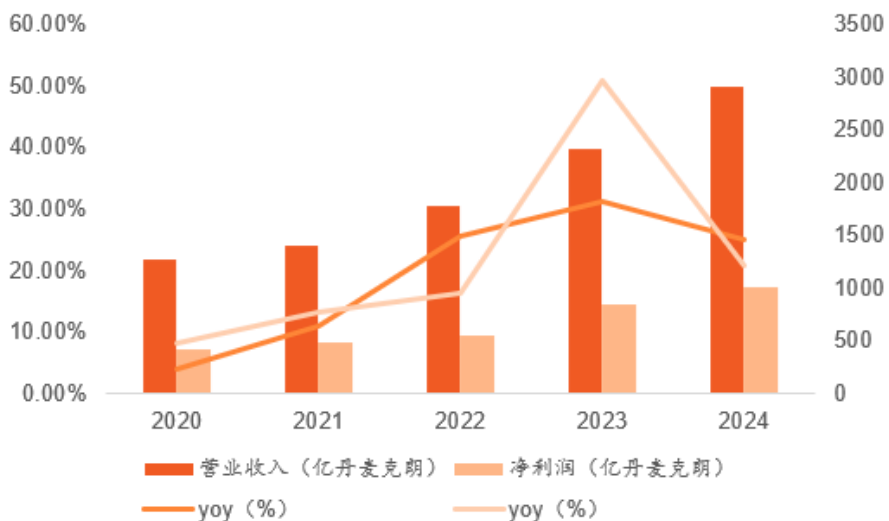
● Part4. 2025年展望

1.1 2024年财报概览

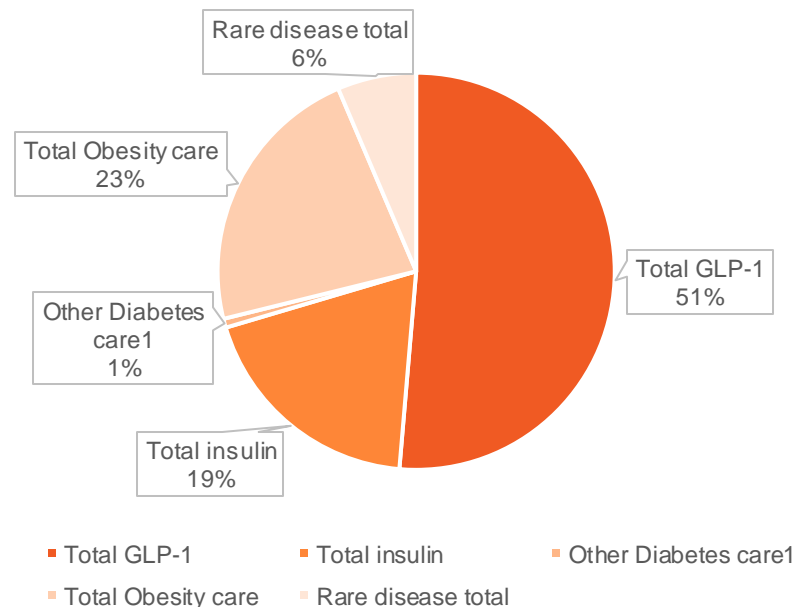
财务概览:

- 诺和诺德公布2024业绩，总营收2904.03亿丹麦克朗（约合421.49亿美元，按今年平均汇率：1丹麦克朗= 0.14514美元计算），同比增长25.03%（按固定汇率CER计算）。自由现金流为147亿丹麦克朗。
- 诺和诺德主营业务主要有三个板块，分别是糖尿病业务板块、肥胖业务板块、罕见病业务版块。诺和诺德占据糖尿病的市场份额为33.7%，糖尿病业务实现营收2066.18亿丹麦克朗，同比增长20%；肥胖护理业务收入为651.46亿丹麦克朗，同比增长57%。罕见病业务收入186亿丹麦克朗，同比增长9%。

图表1 2020-2024年诺和诺德营收、利润及增速



图表2 2024年诺和诺德分版块营业收入情况

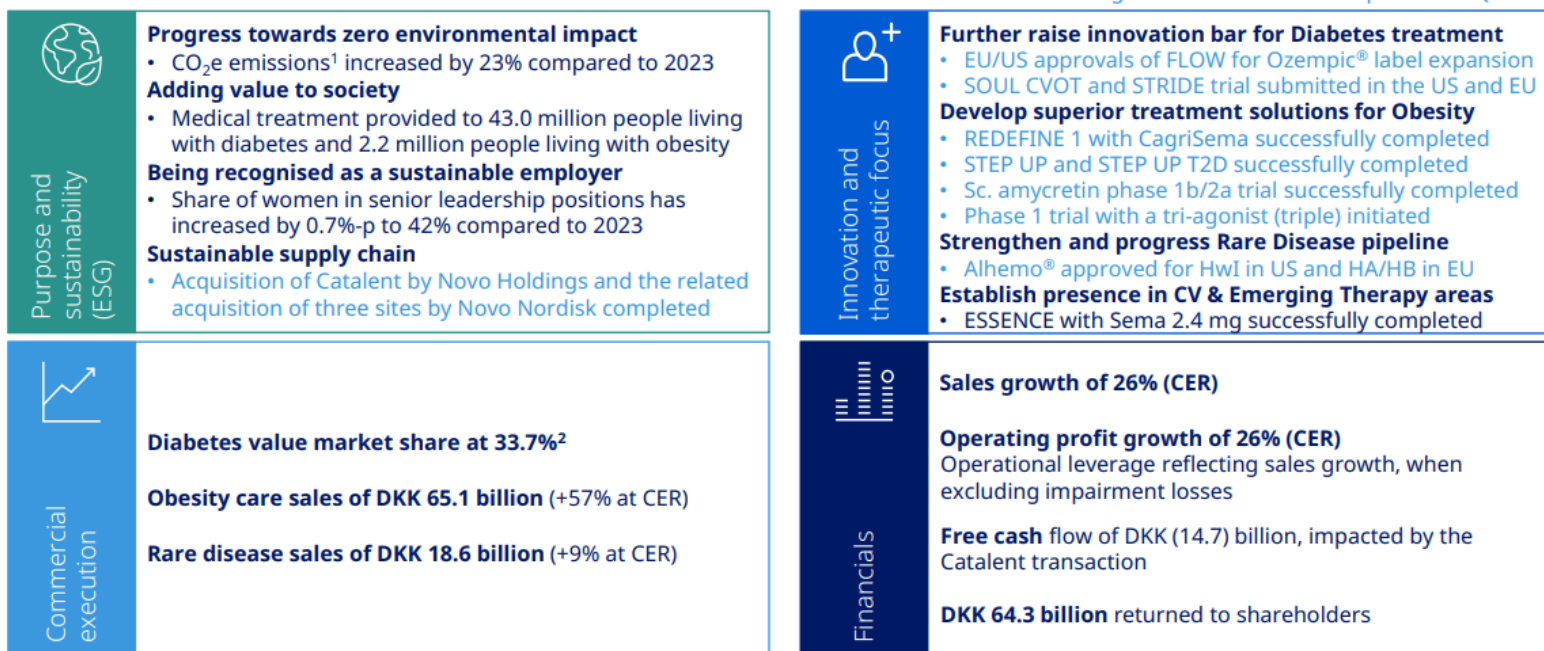


1.2 2024年重点事件

重点事件:

- 糖尿病治疗: 欧盟/美国批准FLOW用于Ozempic标签扩展试验; 在美国和欧盟提交的SOUL CVOT和STRIDE试验。
- 肥胖治疗: CagriSema的REDEFINE 1成功完成; STEP UP和STEP UP T2D成功完成; 皮下注射Amycretin 1b/2a期试验成功完成; 启动三联激动剂 (triple) 的I期临床试验。
- 罕见病治疗: Alhemo在美国批准用于HwI (血友病合并抑制物), 在欧盟批准用于HA/HB (血友病A型/血友病B型)。
- CV&新兴疗法: 使用Sema 2.4 mg治疗有代谢功能障碍相关脂肪性肝炎 (MASH) 和中度至晚期肝纤维化 (2期或3期) 成人患者完成临床III期。

图表3 2024年诺和诺德重点事件及财务情况





目录CONTENTS

◎ Part1. 2024年财务概览及重点事件

◎ Part2. 核心产品销售分析

◎ Part3. 2025年管线里程碑整理

◎ Part4. 2025年展望

2.1 重磅产品：司美格鲁肽

- 司美格鲁肽的销售额是诺和诺德财报中的焦点。具体来看，降糖用司美格鲁肽注射液Ozempic在2024年销售1203.42亿丹麦克朗（174.66亿美元），同比增长26%；口服司美格鲁肽片Rybelsus销售233.01亿丹麦克朗（33.82亿美元），同比增长26%；减肥用司美格鲁肽注射液Wegovy创收582.06亿丹麦克朗（84.48亿美元），同比增长86%。三款司美格鲁肽产品全年合计收入2018.49亿丹麦克朗，即292.96亿美元，2023年司美格鲁肽的销售额为1458.11亿丹麦克朗（212.01亿美元）。司美格鲁肽与K药之间仅剩微弱的销售差距，2024年K药的销售额为294.82亿美元，司美格鲁肽有望成为下一届药王。

图表4 2024年诺和诺德司美格鲁肽销售情况

2024 sales split per area							
DKK million	Total	North America Operations	The US	International Operations	EMEA	Region China	Rest of World
Diabetes and Obesity care segment							
Injectable GLP-1	125,824	93,083	85,900	32,741	17,423	6,737	8,581
% change at CER	21%	27%	29%	6%	6%	13%	3%
Ozempic®	120,342	91,287	84,201	29,055	16,001	5,762	7,292
% change at CER	26%	32%	34%	11%	12%	22%	5%
Victoza®	5,482	1,796	1,699	3,686	1,422	975	1,289
% change at CER	(36%)	(53%)	(54%)	(23%)	(34%)	(21%)	(7%)
Rybelsus®	23,301	11,070	10,795	12,231	7,136	511	4,584
% change at CER	26%	(3%)	(2%)	69%	69%	294%	60%
Total GLP-1	149,125	104,153	96,695	44,972	24,559	7,248	13,165
% change at CER	22%	23%	24%	18%	18%	19%	18%
Wegovy®	58,206	46,781	45,770	11,425	7,513	196	3,716
% change at CER	86%	59%	55%	—	2.91	—	—

2.2 核心产品：胰岛素

➤ **胰岛素板块：**胰岛素类产品收入同比增长17%至达到553.73亿丹麦克朗（80.37亿美元）。这主要靠长效胰岛素销售拉动，长效胰岛素2024年实现收入27.72亿美元，同比增长30%，其中Awiqli（依柯胰岛素，0.19亿丹麦克朗/0.03亿美元）、Tresiba（德谷胰岛素，99.05亿丹麦克朗/14.38亿美元）、Xultophy（德谷胰岛素+利拉鲁肽，45.03亿丹麦克朗/6.54亿美元）、Levemir（地特胰岛素，46.68亿丹麦克朗/6.78亿美元）。Awiqli是全球首个胰岛素周制剂，2024年已相继在欧洲、中国和日本获批。预混胰岛素2024年实现收入107.89丹麦克朗（15.66亿美元），同比增长14%；速效胰岛素实现收入185.22亿丹麦克朗（26.88亿美元），同比增长16%；人胰岛素实现收入69.67亿丹麦克朗（10.11亿美元），同比增长6%。

图表5 2024年诺和诺德胰岛素销售情况

2024 sales split per area							
DKK million	Total	North America Operations	The US	International Operations	EMEA	Region China	Rest of World
Long-acting insulin	19,095	6,211	5,538	12,884	7,686	2,696	2,502
% change at CER	30%	74%	89%	16%	10%	66%	0%
Awiqli®	19	4	—	15	9	6	—
% change at CER	—	—	—	—	—	—	—
Tresiba®	9,905	3,411	2,806	6,494	3,876	978	1,640
% change at CER	29%	81%	110%	13%	15%	17%	7%
Xultophy®	4,503	286	281	4,217	2,185	1,414	618
% change at CER	42%	(14%)	(14%)	49%	20%	251%	0%
Levemir®	4,668	2,510	2,451	2,158	1,616	298	244
% change at CER	19%	86%	92%	(16%)	(11%)	(23%)	(32%)
Premix insulin	10,789	646	632	10,143	2,637	4,784	2,722
% change at CER	14%	178%	192%	10%	3%	10%	18%
Ryzodeg®	4,929	—	—	4,929	701	2,782	1,446
% change at CER	35%	—	—	35%	23%	44%	26%
NovoMix®	5,860	646	632	5,214	1,936	2,002	1,276
% change at CER	0%	178%	192%	(7%)	(3%)	(18%)	10%
Fast-acting insulin	18,522	7,959	7,773	10,563	6,934	1,474	2,155
% change at CER	16%	44%	48%	2%	4%	(3%)	(1%)
Fiasp®	1,869	260	213	1,609	1,289	—	320
% change at CER	(14%)	(61%)	(66%)	7%	2%	—	33%
NovoRapid®	16,653	7,699	7,560	8,954	5,645	1,474	1,835
% change at CER	21%	58%	63%	1%	4%	(3%)	(5%)
Human insulin	6,967	1,579	1,535	5,388	1,762	806	2,820
% change at CER	(6%)	8%	9%	(9%)	(5%)	(33%)	(2%)
Total insulin	55,373	16,395	15,478	38,978	19,019	9,760	10,199
% change at CER	17%	52%	57%	6%	5%	12%	3%

资料来源：诺和诺德官网，平安证券研究所



目录CONTENTS

◎ Part1. 2024年财务概览及重点事件

◎ Part2. 核心产品销售分析

◎ Part3. 2025年管线里程碑整理

◎ Part4. 2025年展望

3. 2025年重要管线催化整理

- 糖尿病板块：** 预计2025H1完成司美格鲁肽1mg治疗CKD的美国监管审批；预计2025H1完成CagriSema（包含长效胰淀素类似物cagrilintide 2.4 mg 和司美格鲁肽 2.4 mg）临床III期数据读出；预计2025H1提交口服司美格鲁肽14 mg在2型糖尿病（T2D）患者中的心血管获益的欧洲监管申请；2025H2完成Amycretin以及GIP/GLP-1双靶药物临床II期。
- 肥胖板块：** 预计2025H1提交2.4 mg司美格鲁肽治疗射血分数保留型心力衰竭（HFpEF）患者补充申请；预计2025H1提交每日一次口服司美格鲁肽（25 mg）治疗肥胖或超重患者监管申请；预计2025H1完成司美格鲁肽7.2 mg治疗肥胖患者临床III期；预计2025H1完成CagriSema 治疗患有2型糖尿病（T2D）的超重或肥胖患者临床III期，启动CagriSema 治疗无2型糖尿病（T2D）的超重或肥胖患者临床III期，2025H2完成CagriSema 与礼来旗下减重疗法 Zepbound头对头临床III期。
- 心血管及其他板块：** 预计2025H2完成司美格鲁肽14 mg治疗阿尔兹海默症临床III期。

图表6 2025年管线里程碑事件

R&D milestones

Project	Clinical milestones ¹			Regulatory milestones ¹
	Q4 2024	H1 2025	H2 2025	
Diabetes care	FLOW (CKD, Sema 1.0 mg)	✓ EU positive opinion	✓ US approval	
	CagriSema (2.4 mg/2.4 mg)			Phase 3 results
	SOUL (CVOT, Oral sema 14 mg)	✓ US submission	✓ EU submission	
	Sc. amycretin			Phase 2 results
	OW GIP/GLP-1			Phase 2 results
Obesity care	STEP HFpEF (Sema 2.4 mg)		✓ US resubmission	
	OASIS (Oral sema 25 mg)		US submission	
	STEP UP incl. T2D (Sema 7.2 mg)		✓ Phase 3 results	
	CagriSema (2.4 mg/2.4 mg)	✓ Phase 3 results (REDEFINE 1)	Phase 3 results (REDEFINE 2) Phase 3 initiation (REDEFINE 11)	Phase 3 results (REDEFINE 4)
	OW GIP/GLP-1		Phase 2 results	
	Triple (tri-agonist)	✓ Phase 1 initiation		
	Sc. amycretin		✓ Phase 1b/2a results	
Rare Disease	Mim8			EU/US submission
CETA	Evoke (AD, Sema 14 mg)			Phase 3 results
	Coramitug (ATTR-CM)			Phase 2 results
	Zalfermin (FGF21)		Phase 2 results	

资料来源：诺和诺德2024年财报，平安证券研究所



目录CONTENTS

① Part1. 2024年财务概览及重点事件

② Part2. 核心产品销售分析

③ Part3. 2025年管线里程碑整理

④ Part4. 2025年展望

4. 2025年财务展望

财务展望：对于2025全年展望，诺和诺德预计按CER计算的销售额将增长16%-24%，营业利润将增长19%-27%。资本支出大约为650亿丹麦克朗，自由现金流为750-850亿丹麦克朗。

图表7 诺和诺德2025年财务展望

Financial outlook for 2025

	Expectations 5 February 2025
Sales growth - at CER	16% to 24%
Sales growth - reported	Around 3 percentage points higher
Operating profit growth - at CER	19% to 27%
Operating profit growth - reported	Around 5 percentage points higher
Financial items (net)	Loss of around DKK 9 billion
Effective tax rate	21% to 23%
Capital Expenditure (CAPEX)	Around DKK 65 billion
Free cash flow ¹	DKK 75 to 85 billion



风险提示

- 政策风险-医药行业受政策影响较大，不排除 IRA等医保控费政策推出节奏超预期；
- 研发风险-医药研发投入大、风险高，同时药物研发周期较长，相关企业存在研发失败风险；
- 市场风险-市场周期性波动可能会对医药行业产生负面影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。