

高 ROE 的印度 API 公司给我们的启示

—特色原料药行业系列研究

深度研究报告/医药

2020 年 05 月 25 日

报告摘要:

● 特色原料药生态重构，高ROE的印度Divi's成为我们对标研究的公司

特色原料药产业进入生态重构期，产业趋势和估值中枢成为投资新课题。2017 年以来，中国特色原料药公司基于国内产业链的重构，进入发展的新阶段，中游 API 环节因环保、DMF 备案等因素产业进入集中度加速提升的阶段，下游制剂基于集采的影响集中度提升也是未来重要的趋势，这为整个产业链的加速重构提供了难得的窗口期（我们在历次报告中称之为“前向一体化窗口期”），而特色原料药板块的估值中枢成为投资者面临的困惑，为了探讨这个发展阶段产业的趋势和生态演绎，我们开展了海外系列研究，以期对国内特色原料药的研究、投资提供参考。

高 ROE 的 Divi's 进入我们研究的视野。在特色原料药的研究中，周期性还是成长性是当前困扰投资者的课题，而规模性和技术壁垒作为两个核心变量成为我们关注的重点，基于此，我们关注到高 ROE 的 Divi's，该公司成立于 1990 年，前身为研发中心，为药物活性成分设计新生产工艺。经过三十年的发展，Divi's 逐步形成了核心通用 APIs 业务、高附加值定制合成服务以及高增速保健营养品的产品结构，发展成为印度第三大 APIs-制剂一体化公司，ROE 和净利率在行业领先。

● Divi's十年业绩复盘：对于高壁垒公司，高ROE是可持续性的

公司 2010-2015 年营收和净利润均保持稳步增长，营收年复合增速达 23.14%。2016 年起公司业绩出现波动，2016-2018 年公司营收复合增速 9.14%，增速较前放缓。考虑到过去三年导致业绩不佳的阶段因素已消除，未来公司通过产能释放和新产品放量，我们认为公司未来业绩增速有望重新维持在历史较高水平并具备上升空间。

● Divi's业绩增量驱动因素：可持续高盈利水平叠加内外双向驱动

我们认为，公司高盈利能力（ROE、净利率）主要是公司通过自身生产工艺优势，利用低成本策略获取高市场份额的结果，具有可持续性。在此背景下，全球原料药市场需求的逐年上升（外部驱动）可为公司带来部分业绩增量，未来公司依靠产品结构调整和产能释放带来的内生增长（内部驱动）可为公司带来最大的贡献力量。中长期来看，高盈利能力叠加内外双向驱动成就公司巨大发展潜力，推动估值上升。

● 印度视角看中国：我们一定是前向一体化，而不是相反

从整个印度仿制药行业层面看，我们认为中国仿制药企业应努力提升后端仿制药实力，努力跻身市场大、条件佳的欧美高端市场；但这验证了我们持续强调的“前向一体化”逻辑，国内仿制药产业链的重塑是由上游启动的，而不是下游，下游的规模性和全球竞争力均不及中间体、原料药环节，因此，在国内产业环境急速变化下，API、制剂环节的集中度提升，为上游中间体、API 环节有竞争力的公司提供了难得的产业升级窗口期。从 Divi's 的企业案例看，质量体系的建设和良好的资金储备对于公司良性发展和产能建设方面的意义重大。

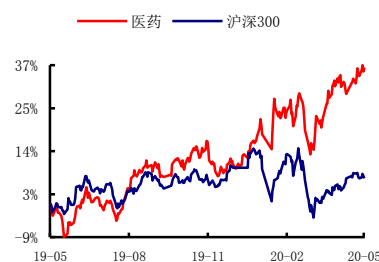
● 投资建议

我们持续推荐产业升级逻辑主线，在产业链加速重构的窗口期，中间体、API 环节有竞争力的企业有望脱颖而出，取得规模性优势。建议关注天宇股份、普洛药业、仙琚制药、九州药业等。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

相关研究

1. 行业事件点评：WHO 重视中国 API 供应链背后反映了什么？
2. 行业专题报告：特色原料药行业：从向一体化和洼地红利角度看 API 投资窗口
3. 行业专题报告：化学原料药生产企业专题研究：从不同视角看待产品型和外包型小分子 API 公司
4. 行业专题报告：关注原料药业绩模型，挖掘量价和梯队秘密

● 风险提示

新产品获批不及预期风险、产能释放不及预期、汇率波动风险

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 5月22日	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
000739	普洛药业	17.3	0.47	0.61	0.79	37	28	22	推荐
300702	天宇股份	74.6	3.26	4.03	5.08	23	19	15	推荐
002332	仙琚制药	14.0	0.45	0.58	0.75	31	24	19	推荐
603456	九洲药业	24.8	0.30	0.42	0.67	83	59	37	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

一、特色原料药生态重构，高 ROE 的印度 DIVI'S 值得关注.....	4
(一) 行业定位：Divi's 是印度第三大 APIs-制剂一体化公司，盈利能力优秀.....	4
1、收入端分析，Divi's 总规模中等，APIs 收入体量排名印度第三.....	4
2、Divi's 盈利能力优秀，ROE、利润率居前.....	5
(二) 发展历程：从研发到制造，基础深厚.....	5
(三) 公司股权集中，核心管理层为创始人家族成员.....	6
二、DIVI'S 公司业务：对于高壁垒公司，高 ROE 是可持续性的.....	9
(一) Divi's 十年业绩复盘：继高速增长后近年业绩增长放缓.....	9
(二) Divi's 业务拆分：通用+定制，面向规范市场.....	10
(三) Divi's 高 ROE 背后的逻辑链.....	12
1、高 ROE 的原因？——高净利率.....	12
2、高净利率的原因？——高市场份额+低制造成本.....	13
3、高市场份额的原因？——关键在于产品选择，发挥低成本优势.....	13
(四) Divi's 公司总市值增长迅速，估值处于历史高位.....	15
三、内外双向驱动助力 DIVI'S 业绩增量.....	18
(一) 全球化高端市场布局优质“赛道”，外部因素驱动明显.....	18
(二) Divi's 内生增长强劲，产能扩张迅速.....	19
四、启示：我们一定是前向一体化，而不是相反.....	20
(一) 印度仿制药行业启示：中印 ANDA 数量悬殊，国内下游制剂端能力不足.....	20
(二) “合规”成为立足市场的重要条件.....	21
(三) 资金储备保证产能建设释放.....	21
五、投资建议.....	23
六、风险提示.....	24
七、附录.....	25
插图目录.....	26
表格目录.....	26

一、特色原料药生态重构，高 ROE 的印度 Divi's 值得关注

（一）行业定位：Divi's 是印度第三大 APIs-制剂一体化公司，盈利能力优秀

特色原料药产业进入生态重构期，产业趋势和估值中枢成为投资新课题。2017 年以来，中国特色原料药公司基于国内产业链的重构，进入发展的新阶段，中游 API 环节因环保、DMF 备案等因素产业进入加速集中度提升的阶段公司，下游制剂基于集采的影响集中度提升也是未来重要的趋势，这为整个产业链的加速重构提供了难得的窗口期（我们在历次报告中称之为“前向一体化窗口期”），而特色原料药板块的估值中枢成为投资者面临的困惑，为了探讨这个发展阶段产业的趋势和生态演绎，我们开展了海外系列研究，以期对国内特色原料药的研究、投资提供参考。

印度作为“世界药房”，在全球仿制药行业的地位首屈一指，据安永统计，2018 年印度占有全球 20% 的仿制药市场份额。而仿制药产业链自上而下可以分为：精细化学-中间体-原料药(API)-仿制药。原料药作为仿制药产业链的重要一环，参考 HDFC 的列表，我们纳入了 18 家印度 APIs-制剂一体化上市公司，通过对它们 2018 年营收、利润率、ROE 等关键数据进行整理和排名后，我们发现：

1、收入端分析，Divi's 总规模中等，APIs 收入体量排名印度第三

按总营收排序，Divi's 以 7.07 亿美元排列中部，不及印度头部综合型药企。按 APIs 业务营收排序，公司以 3.55 亿美元排列第三，业务占比 50.25%。由此我们发现，Divi's 业务范围集中，专业深耕原料药业务，是印度第三大 APIs-制剂一体化公司。

表 1：印度原料药制剂一体化公司（按 2018 年（FY2019）总营收排序，亿美元）

	公司	总营收 (亿美元)	APIs 营收	APIs 占比	净利率	资产周转率	近三年 ROEs 均值
1	Mylan	112.69	11.65	10.34%	2.72%	0.34	3.93%
2	Sun	41.55	2.47	5.95%	11.04%	0.45	9.44%
3	Lupin	23.40	1.92	8.23%	5.78%	0.59	8.44%
4	Cipla	23.39	1.01	4.32%	9.12%	0.89	9.14%
5	Dr. Reddy's Lab	21.99	3.43	15.60%	12.22%	0.70	10.66%
6	Zydus Cadila	18.82	0.61	3.22%	14.42%	0.98	19.28%
7	Aurobindo	17.52	4.86	27.73%	12.48%	0.68	20.77%
8	Glenmark	14.89	1.36	9.13%	8.56%	0.76	18.92%
9	Jubilant	13.02	0.98	7.53%	6.33%	0.79	10.53%
10	Divi's lab	7.07	3.55	50.25%	27.35%	0.62	18.01%
11	Alembic	5.63	1.10	19.54%	14.85%	0.82	20.42%
12	Ipca	5.39	1.26	23.44%	11.72%	0.83	10.31%
13	Laurus	3.28	2.75	84%	4.09%	0.69	10.54%
14	Granules India	3.00	1.17	39.00%	7.71%	0.74	13.49%
15	Natco	2.99	0.39	13.04%	30.67%	0.49	23.44%
16	J B Chemicals & Pharmaceuticals	2.35	0.12	5.11%	11.80%	0.92	11.71%
17	Solara Active Pharma Science	1.98	1.98	100.00%	4.29%	0.71	3.12%

18	Neuland Labs	0.95	0.76	80.00%	2.47%	0.59	4.63%
----	--------------	------	------	--------	-------	------	-------

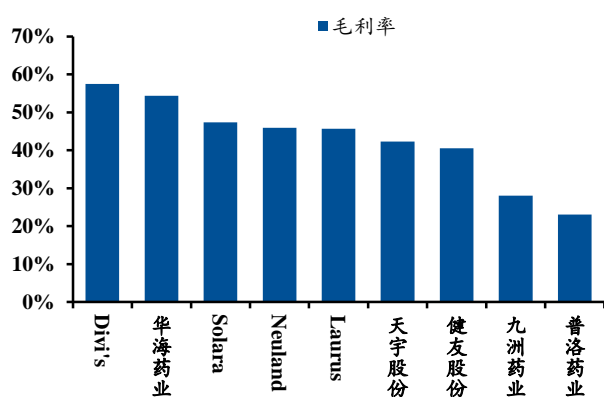
资料来源：各公司 2018 年（FY2019）年报，民生证券研究院

注：HDFC：印度第四大私营银行

2、Divi's 盈利能力优秀，ROE、利润率居前

列表内大部分印度公司的 API 业务毛利率不单独披露，所以我们比较整体毛利率时，只将 Divi's 与印度三家以 API 业务为主的公司进行比较（Solara、Laurus、Neuland，API 业务分别占比 80%、84%、100%），并加入了中国部分原料药企 API 业务的毛利率进行参考，我们发现 Divi's 毛利率处于行业很高的水平，且长期保持平稳，净利率以 27.35% 排名榜单第 2，公司具有很强的议价和成本控制能力；资产周转率 0.62 排名下游；2016-2018 三年平均 ROE 为 18.01% 位列第 6，但除去 2017 年因特殊进口警告事件造成过低 ROE 的影响，公司 2015、2016、2018 三年平均 ROE 为 21.82%，位列第 2。

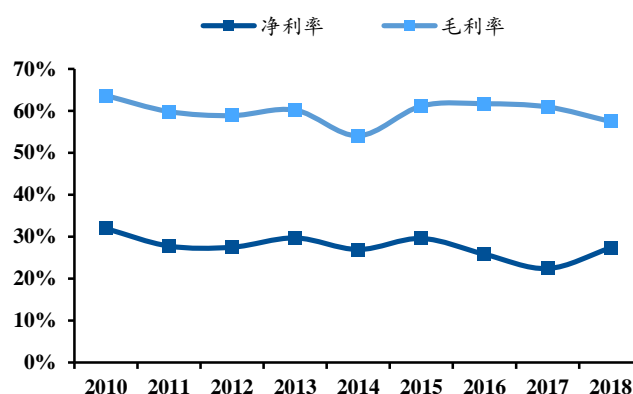
图 1：Divi's 与可比公司毛利率比较



资料来源：各公司 2018 年年报，民生证券研究院

注：四家印度药企为整体毛利率，五家中国药企为 API 业务毛利率

图 2：Divi's 2010-2018 毛利率与净利率变化

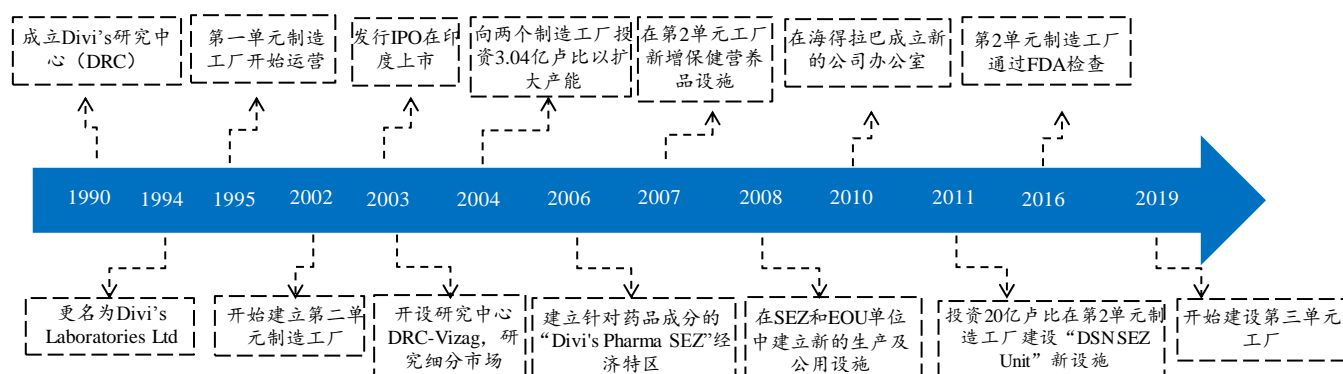


资料来源：Divi's 公司年报，民生证券研究院

（二）发展历程：从研发到制造，基础深厚

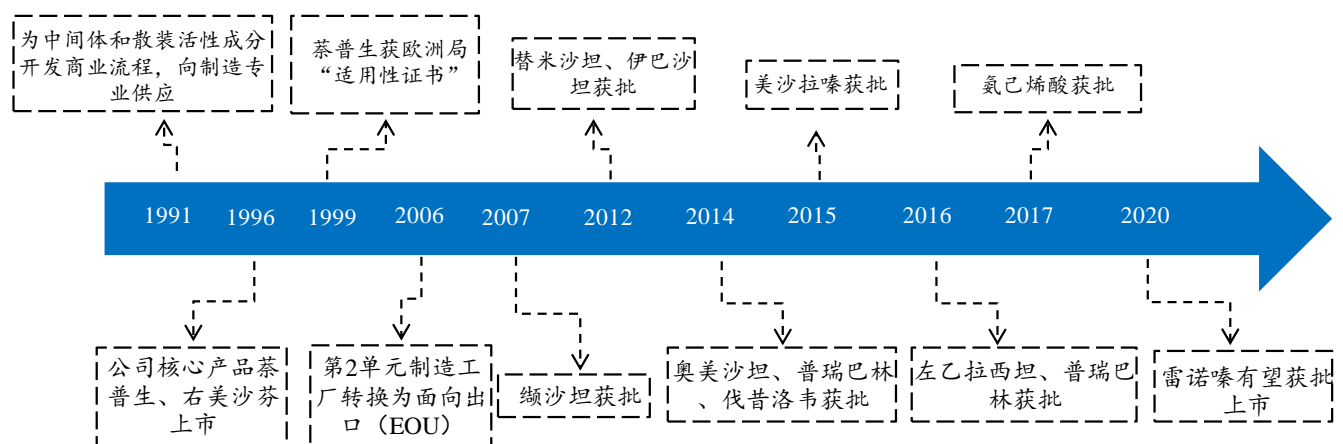
Divi's 成立于 1990 年，设立之初为 ，专注于为药物活性成分涉及新的更高效的生产工艺；1994 年，随着研发成果的显现，公司将发展方向转移至原料药制造业，正式改名为 Divi's Laboratories；1996 年公司核心产品茶普生获批上市，1999 年获欧洲 CoS 证书，出口业务蓬勃发展；随后几年，公司先后建设了 2 家制造工厂，并不断扩张产能；2003 年正式发行 IPO，在孟买证券交易所和印度国家证券交易所上市。2007 年公司新增营养食品业务并于次年开始供应类胡萝卜素产品，之后公司各旗舰产品陆续获批。2015 年公司以 1:1 送红股的形式扩大总股本（从 1.3 亿股到 2.6 亿股）。目前公司业务范围涵盖北美、欧洲及亚太市场。

图 3: Divi's 公司发展历程



资料来源: Divi's 公司官网, Divi's 公司公告, 民生证券研究院

图 4: Divi's 公司旗舰产品上市历程

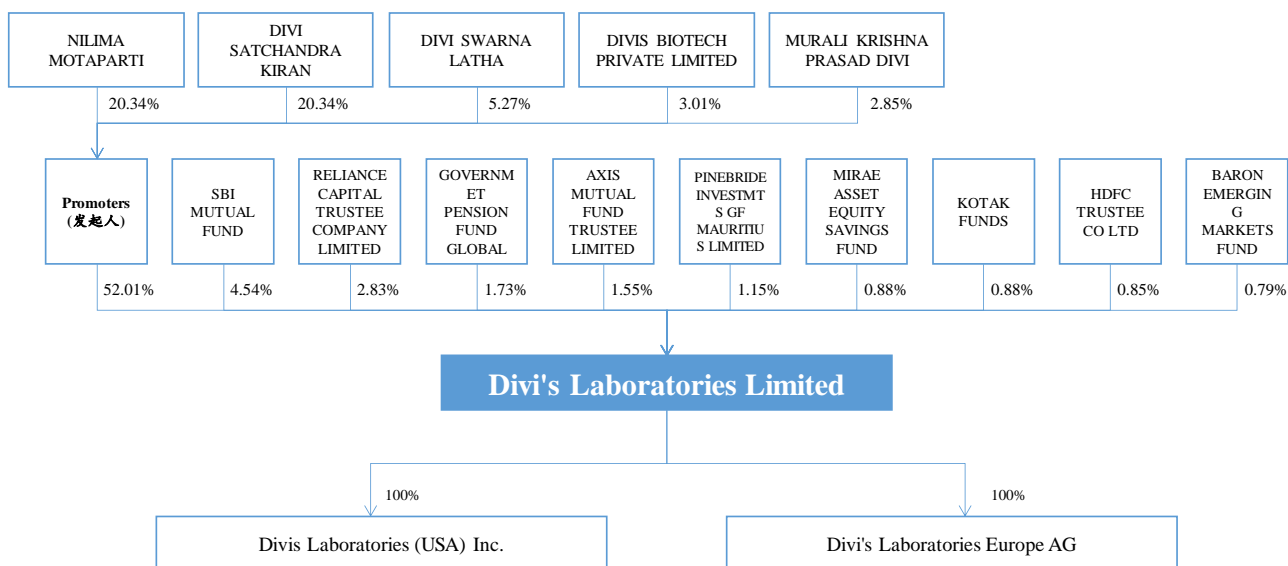


资料来源: Divi's 公司官网, Divi's 公司公告, 民生证券研究院

(三) 公司股权集中, 核心管理层为创始人家族成员

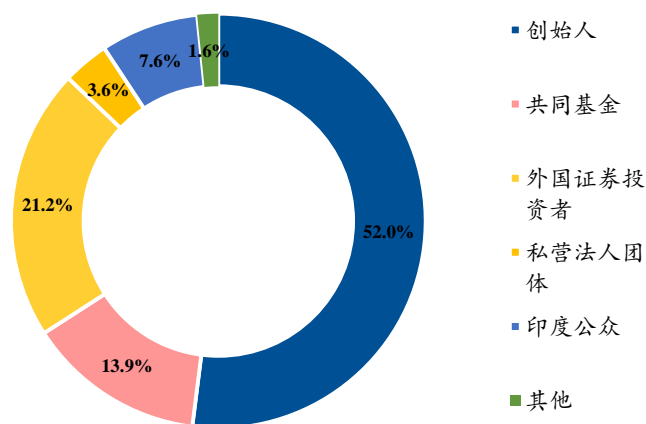
公司股权结构较集中, 创始人持股比例合计超 52%, 其中 Nilimal Motaparti 和 Divi Satchandra Kiran 二人均持股 20.34%, 为公司最大股东。其他投资人主要为共同基金及外国投资人, 其中包括软银、印度最大的企业集团——信实集团及挪威政府全球养老基金等机构。公司拥有两家 100% 子公司, 分别在美国新泽西州及瑞士, 专门负责保健食品业务的开发和销售。

图 5: Divi's 公司整体股权结构



资料来源: Divi's 公司公告, 民生证券研究院

图 6: Divi's 公司持股比例结构



资料来源: Divi's 公司公告, 民生证券研究院

公司核心管理层主要为创始人 Dr.Murali.K.Divi 及其家族成员, 对公司有绝对的控制权。Divi 在相关领域从业多年, 曾任职于印度大型药企 Dr.Reddys, 研发经验丰富。公司整体管理层网络简单, 我们认为其在战略制定、命令执行及权力继承等方面效率较高。

表 2: Divi's 公司管理层概览

姓名	职务	简介
Dr.Murali.K.Divi	董事长兼总经理	公司创始人，印度卡卡蒂亚大学药学博士，在制药行业拥有超过 15 年的丰富经验，曾在 Fike Chemical、Reddy's Laboratories 及 Cheminor 任研发及管理职位，于 1990 年创立 Divi's Laboratories，负责技术和财务运营。
N.V.Ramana	执行董事	有机化学专家，印度奥斯曼尼亚大学化学专业毕业，美国化学学会会员。自 Cheminor 时期加入 Dr.Murali.K.Divi 的研发团队，在过去的 25 年里一直在 Divi 公司工作，负责战略规划、销售和市场营销、定制制造、合同研究和营养成分开发。
Madhusudana Rao Divi	董事、项目总监	印度迈索尔大学结构工程专业硕士，负责生产、可持续性和环境管理及新项目建设。
Kiran S.Divi	董事、CEO	创始人的儿子，印度 JNTU 药学硕士，主管质检、法律及人事管理等，下任公司领导人。
Nilima Motaparti	董事	创始人的女儿，英国格拉斯哥大学国际金融硕士，负责采购及金融业务。

资料来源：Divi's 公司公告，民生证券研究院

二、Divi's 公司业务：对于高壁垒公司，高 ROE 是可持续性的

（一）Divi's 十年业绩复盘：继高速增长后近年业绩增长放缓

2010-2015 年公司营收和净利润均保持稳步增长，营收年复合增速达 23.14%。2016 年起公司业绩出现波动，2016-2018 年公司营收年复合增速 9.14%，增速较前变迟缓，主要受几个主要事件的影响：2016 年公司核心产品茶普生销量增长放缓，我们推测是某大客户的流失导致；净利润出现首次负增长，原因是在低增速的营收基础上叠加员工工资的上涨、递延所得税开支以及汇率波动的影响；2017 年 3 月受 FDA 进口限制令影响，Divi's 出口北美的业务受到巨大打击，导致 2017 全年营收和净利润双重下滑；随着限制令的解除，2018 年公司业绩出现快速反弹，营收同比增长 26%，净利润在低基数上实现快速增长，同比增长 54%；截至 2019 年 Q3，公司实现营收 400.47 亿卢比，同比增长 8.85%，在高基数上增速有所放缓。净利润 98.93 亿卢比，同比下降 6.83%，原因系 2018 年下半年来自中国的关键原材料因环保问题供应中断，公司原材料成本大幅上涨。

图 7：Divi's 2011-2019 财年营业收入及增速（亿卢比）



资料来源：Divi's 公司年报，民生证券研究院

图 8：Divi's 2011-2019 财年净利润及增速（亿卢比）

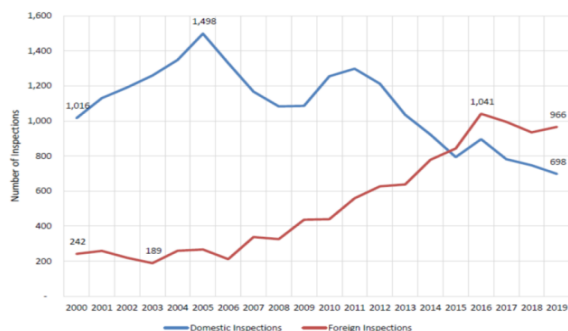


资料来源：Divi's 公司年报，民生证券研究院

注：根据印度年报披露方式，每财年指从当年 4.1 至次年 3.31，例如 2018 指 2018.4.1-2019.3.31；2019Q3 指 2019.4.1-2019.12.31

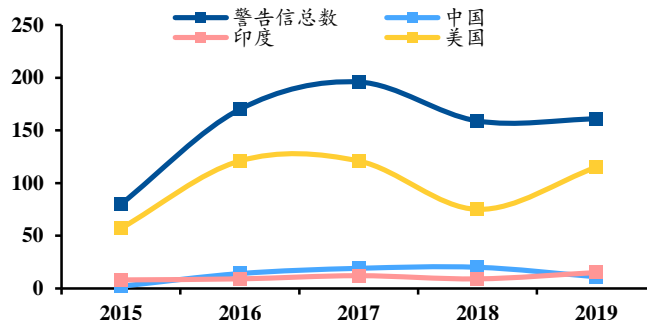
我们认为上述事件中影响最大的进口警告事件未来仍存在再次出现的风险。原因 1) 自 2006 年以来 FDA 对外国药品生产设施的检查增加，2015 年起超过了对国内药品设施的检查；2) 从 FDA 公布的数据来看，2015-2019 年印度警告信数量没有回落的迹象，2019 年超过中国的数量，且有四分之一涉及原料药企业；3) 从 FDA cGMP 引用条款来看，FDA 越来越重视“质量系统”和“记录与报告”的合规性，而这正是印度警告信中涉及最多的缺陷项；4) 中国通过不断强化质量管理体系建设和 cGMP 认证，已大大提升合规性（警告信：2019 年 11 个 vs 2018 年 20 个），使得印度面临更大的压力。但是我们也同样可以看到，2017 年 Divi's 仅用了 10 个月解决了进口警告事件，打破了记录（平均 1-2 年），说明公司处理突发事件的能力强，运营效率高。加上前次事件积累的经验，我们认为如果未来再次发生类似的事件，或可更乐观的估计损失。

图 9：FDA 2000-2019 国内和国外检查数量（单位：个）



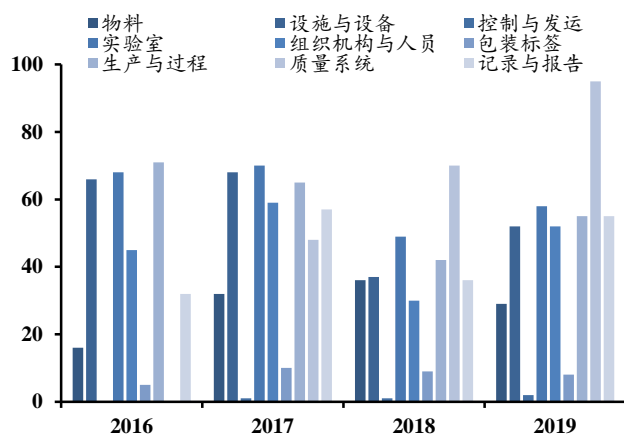
资料来源：FDA，科睿唯安，民生证券研究院

图 10：FDA 2015-2019 警告信趋势（单位：个）



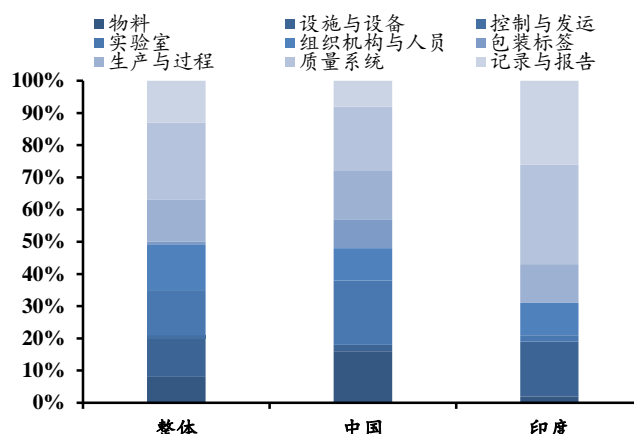
资料来源：FDA，科睿唯安，民生证券研究院

图 11：2016-2019 FDA cGMP 引用条款分析（单位：个）



资料来源：科睿唯安、民生证券研究院

图 12：2019FDA 中国、印度警告信涉及缺陷项对比



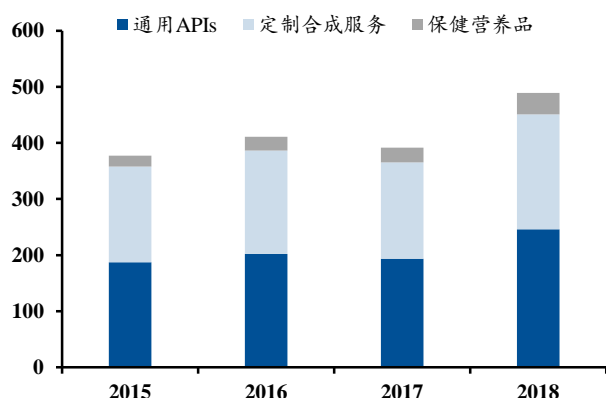
资料来源：科睿唯安、民生证券研究院

（二）Divi's 业务拆分：通用+定制，面向规范市场

通用 APIs 为核心业务，营收占比超 50%，定制服务业务附加值高。Divi's 目前的业务种类包括 (i) 通用 APIs (ii) 定制合成服务 (iii) 保健营养品。通用+定制的产品组合实现完美互补，客户群体扩大。定制合成服务包括 APIs、中间体以及特殊成分，主要面向创新型的跨国药企，相对高壁垒。由于公司没有披露该拆分板块的毛利率，我们参考了情况相似的两家国内原料药企业（从传统的 API 业务积极向 CMO 转型）的 API 业务和 CMO 业务毛利率，我们发现，CMO 业务可以为其带来更高的毛利率，附加值更高。我们同样参考了国内几家龙头 CMO 企业的毛利率，我们发现 Divi's 定制合成服务毛利率也处于行业较高水平（CMO 业务毛利率比整体毛利率更高）。

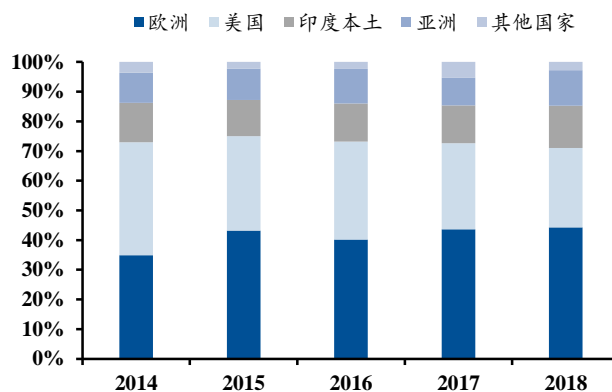
保健营养品业务成为新的业绩增长点，高毛利的 CMO 业务业绩提升不明显。从业务占比变化来看，最小的业务保健营养品通过十年的发展开始发力，占比逐步提升。现公司两家公司专门该业务的开发和销售，业务占比从 2014 年的 5.12% 到 2018 年的 7.79%；通用 APIs 业务占比保持稳定；高毛利的定制合成服务占比小幅下滑，说明公司整体业务结构的进一步优化受阻，原因可能较依赖创新导向的大客户，受限因素较多。

图 13: Divi's 公司三大业务营收占比 (单位: 亿卢比)



资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

图 14: Divi's 公司营收区域拆分



资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

表 3: 国内部分原料药企 API 业务 vs CMO 业务毛利率

公司	API 业务	CMO 业务
普洛药业	23%	37.29%
九洲药业	28%	42.61%

资料来源: 各公司 2019 年年报, 民生证券研究院

表 4: Divi's vs 中国 CMO 企业毛利率

公司	毛利率
Divi's	57%
凯莱英	44%
合全药业	43%
博腾股份	34%

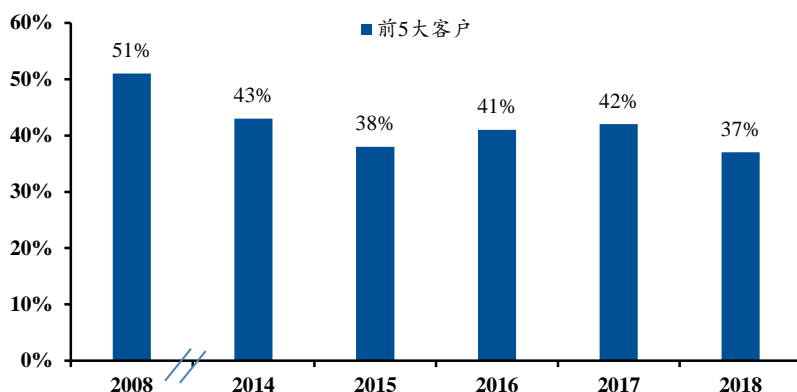
资料来源: 合全药业 2017 年年报, 其余公司为 2018 年年报, 民生证券研究院

注: Divi's 为整体毛利率, 其余为 CMO 业务毛利率

从地区拆分来看, 公司 80% 以上的业务面向出口, 欧美为最大的两个市场。2017 年起受 FDA 进口警报影响, 其在北美的销售及占比出现下滑, 导致当年欧洲及其他国家占比提升。2018 年即使业绩得到恢复, 其在北美的销售占比仍继续下滑, 考虑近年因发达国家对印度的药监审批趋严, 北美客户继进口警报事件后订单仍较为谨慎。公司 84% 的出口以美元计价, 业绩受汇率影响波动, 但影响较小, 历年平均不足 1%。

核心客户稳定, 客户种类趋多样化。公司前五大客户近年平均贡献约 40% 销售, 占比变化平稳, 核心客户需求稳定。在 APIs-制剂一体化行业深耕三十年, 公司不仅累积了全球前 10 大药企的客户资源, 也积极开发中小客户群体, 分散风险。对比 2008 年上市初期前 5 大客户占比达一半以上, 公司的客户群体现已趋于多样化。2018 年公司总体营收上升明显, 而前 5 大客户占比小幅下降, 表示公司客户结构优化, 对大客户的依赖程度下降。

图 15: Divi's 公司前五大客户营收贡献



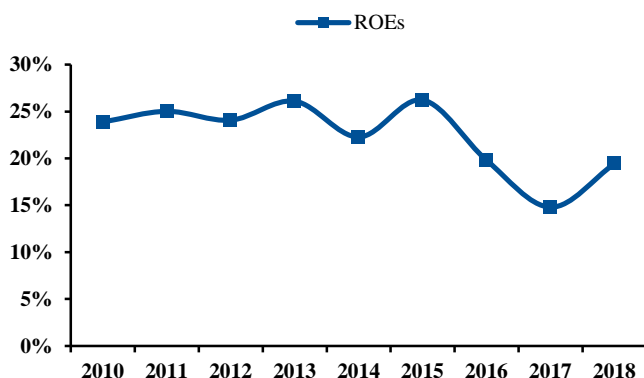
资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

(三) Divi's 高 ROE 背后的逻辑链

1、高 ROE 的原因? ——高净利率

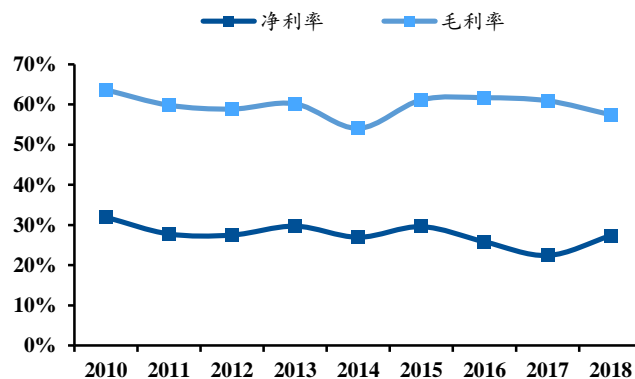
在第一部分我们提到公司的 ROE 在行业中处于领先水平, 为了分析公司高 ROE 的原因, 我们拉长时间维度, 从近十年观察, 我们发现其始终处于高位, 2010-2015 年平均 ROE 达 24.6%, 远高于同行, 且净资产也在逐年递增, 经营性现金流和净利润比例长期良好, 不存在激进的杠杆或扩张行为, 我们认为公司的高 ROE 完全来自自身潜能的挖掘, 处于优质成长阶段。我们认为, 公司高 ROE 的核心依靠其高净利率, 原因 1) 公司资产周转率并不出色, 即使 2010-2015 年均值也只有 0.69, 不足以支撑当年如此高的 ROE; 2) ROE 的变化趋势和净利率变化趋势一致, 从关键节点来看, 2017 年 3 月公司收到 FDA 进口警告, 为解决 FDA 提出的问题而采取的补救措施花费了大量的开支, 公司净利率滑至历史低点 22%, ROE 也随之降至 15% 以下。所以, 高利润率为该公司高投资回报的核心逻辑。

图 16: Divi's 2010-2018 年 ROE 变化



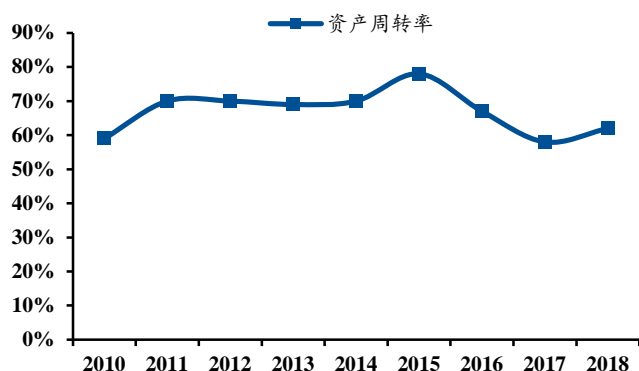
资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

图 17: Divi's 2010-2018 毛利率与净利率变化



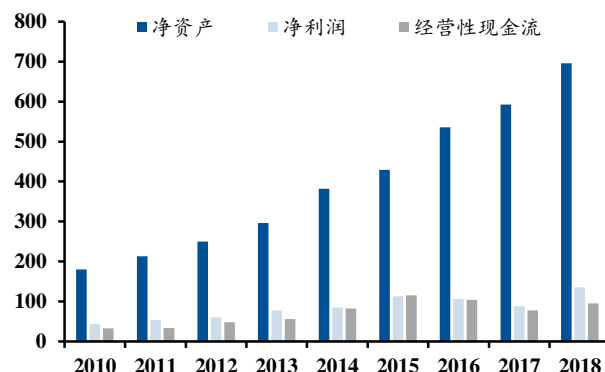
资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

图 18: Divi's 2010-2018 年资产周转率变化



资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

图 19: Divi's 净资产、经营性现金流/净利润变化 (亿卢比)

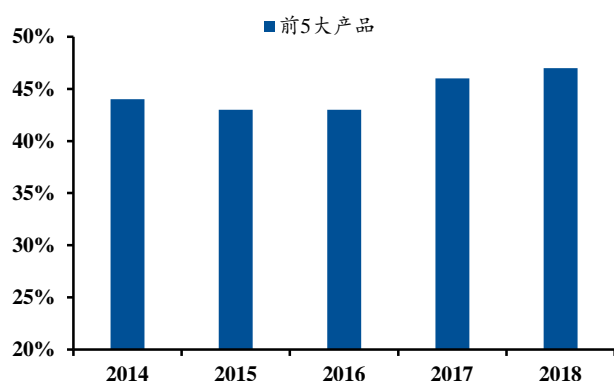


资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

2、高净利率的原因? ——高市场份额+低制造成本

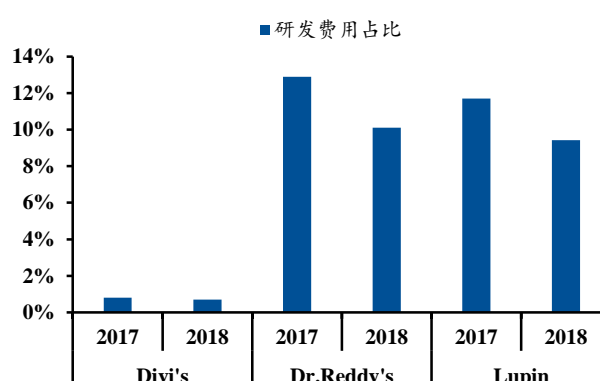
公司目前在售通用 API 产品种类仅 28 种, 远远少于相似体量公司 (Dr.Reddy's 130+, Lupin 100+), 但有 11 种产品已经占据市场绝对领先地位, 公司致力于将每一种产品都做到最大的市场份额。例如, 公司的前五大产品就占其 2018 年销售额的 47%, 两大核心产品茶普生 (镇痛药) 和右美沙芬 (止咳药) 占总营收约 30%, 均占有全球约 70% 的市场份额, 在市场上鲜有竞争者。更换原料药供应商流程复杂, 不确定性强, 制剂企业和原料药企业黏性强。所以, 1) 高市场份额+高转换成本筑起更宽的护城河, 一方面可为其带来持续稳定的营业收入, 另一方面为公司带来更强的议价能力, 提升毛利率; 2) 较少的产品意味着相对简单的生产线, 单产品产量大, 产能相对集中, 资源利用率高, 规模效应显现; 3) 从支出端来看, 公司研发投入很低, 低于同行约 10%; 4) 公司从未进行任何并购, 所有制造单位均在印度, 制造成本低, 故在高毛利的基础上进一步实现高净利率。

图 20: Divi's 前五大产品营收贡献



资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

图 21: Divi's 与可比公司研发费用占比



资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

3、高市场份额的原因? ——关键在于产品选择, 发挥低成本优势

公司如此高的市场份额是如何做到的呢? 我们认为关键在于产品选择。第一部分我们提到, 公司前身是一个研发中心, 专门为药物活性成分设计新的更有效的方法。所以, 我们认为前期

的长期铺垫成就了公司成熟优秀的生工艺经验。我们发现，公司在产品选择上通常选择那些涉及复杂化学成分的、成本高、有工艺流程改进空间的高产量产品，然后通过改进它的生产工艺来降低生产成本。客户的成本也因此降低，最后**依靠低成本优势获取市场份额**。例如，最典型的例子是他们的核心产品**萘普生**。当时市场上的萘普生主要利用化学催化法生产，污染严重，生产效能较低下，公司研究发明了一种更加绿色高效的酶催化法来替代化学催化法，极大降低了生产成本。Divi's 是第 22 家进入萘普生市场竞争的公司，但是利用低成本优势公司抢夺了大部分的市场份额，如今全球市场份额已经达到了 70%。高市场份额带来规模效应，进一步降低成本，进入良性循环。此外，它的产品管线中选择了很多沙坦类的大吨位产品，仿制难度不算很高，但是存在生产工艺改良的空间，这样的产品选择可以帮助公司发挥自己的优势，降低成本。当产品已经占据很高的市场份额，外来的竞争者就难以进入，除非他们能够研发出更有效的生产工艺，但是已经被优化过的产品再次优化的空间已非常小，所以我们认为这样的高市场份额是有延续性的。

表 5: Divi's 产品管线 (截至 2020/5/10)

	产品	治疗领域
1	卡培他滨	抗肿瘤
2	卡比多巴	安帕金森
3	盐酸地尔硫卓	抗过敏
4	右美沙芬碱	抗痛药, 止痛药
5	右美沙芬 HBr	抗痛药, 止痛药
6	苯妥英钠	抗惊厥药
7	加巴喷丁	抗惊厥, 神经性疼痛
8	碘帕	对比介质
9	厄贝沙坦	降压药
10	左乙拉西坦	抗惊厥药
11	左旋多巴	安帕金森
12	美沙拉敏	消炎药
13	萘丁美酮	消炎药
14	萘普生	抗炎、止痛、解热药
15	萘普生钠	抗炎、止痛、解热药
16	烟酸	抗高血脂
17	奥美沙坦	降压药
18	盐酸去氧肾上腺素	镇咳药
19	普瑞巴林	抗癫痫药
20	盐酸盐酸胍	预防性抗疟
21	富马酸喹硫平	抗精神病药
22	盐酸坦洛新	良性前列腺肥大
23	替米沙坦	抗高血压
24	盐酸三氢吡啶	抗组胺药
25	盐酸伐昔洛韦	抗病毒物质
26	缬沙坦	降压药
27	盐酸文拉法辛	抗抑郁药
28	维加巴特林	抗惊厥药

资料来源: Divi's 公司官网, 民生证券研究院

(四) Divi's 公司总市值增长迅速，估值处于历史高位

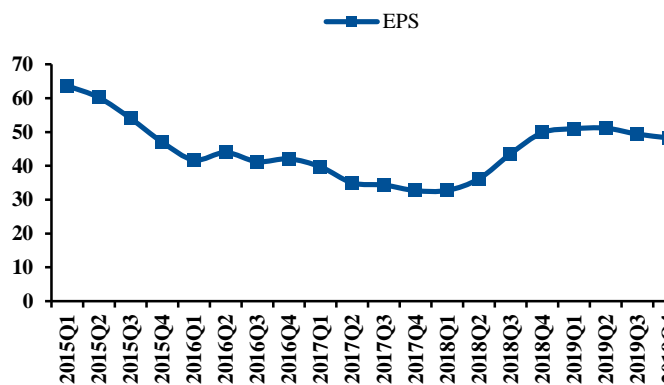
公司 2015 年至今总市值翻 5 倍，增长迅速。截至目前，总市值已超 6000 亿卢比（约合 80 亿美金）。公司 2015 至 2018 财年净利润累计增长 20%，EPS 不足以支撑市值 6 倍的增长，所以我们认为公司市值的持续增长主要来源于市场估值的提升。公司估值从 2017 年历史最低点 13 倍增至目前 46 倍（增长约 3.6 倍），处于偏高的位置。对比可比公司，Divi's 的估值位列行业第一。我们认为高估值的原因有 1) 2016、2017、2018 三年导致业绩增长不佳的因素（分别是茶普生放量缓慢、进口警报、来自中国的原材料涨价）现阶段已消除：①从 2018 年茶普生销量迅速回弹至历史高位来看，2016 年导致其销量不佳的因素已得到解决；②进口警报事件的影响在 2017 年底已消除，未来虽有再次发生的风险，但是该风险其实面向所有存在“不合规”行为的药企，并不单单针对 Divi's；③公司原材料成本在 2018 年底已恢复至涨价前水平；2) 公司一贯以来资本支出保守，产能扩张平稳谨慎，2019 年决定投资新建第三单元制造工厂，并积极进行逆向整合，意味着公司当前需求端旺盛，产能利用率已处于较高水平。我们预计第三单元在 2021-2022 年可以投产，实现 25% 的总产能提升，旗舰产品产能扩大 30%-300%，公司业绩有望快速增长。3) 公司在研产品雷诺嗪已完成检查，计划提交 DMF，预计 2020 年可以完成上市。2019 年雷诺嗪美国市场销售额为 4.8 亿美元，该产品放量带来的业绩进一步增长；4) 2017 年底公司仅花 10 个月解决进口警告事件，以及 2018 年业绩的快速反弹给予了市场强大的信心，显示出公司很高的管理及经营效率，2018 年起至今也是估值上升最快的阶段；5) 公司经营现金流良好，有息负债少，投资风险较低。

图 22: Divi's 2015-至今总市值变化（截至 2020/5/8，亿卢比）



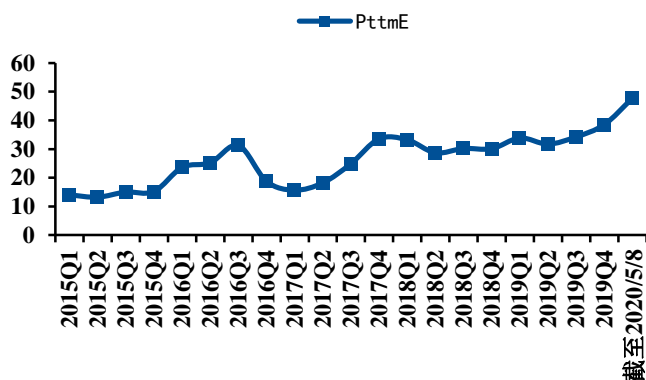
资料来源: bloomberg、Divi's 公司年报、民生证券研究院

图 23: Divi's 2015-2019EPS 变化（单位：卢比）



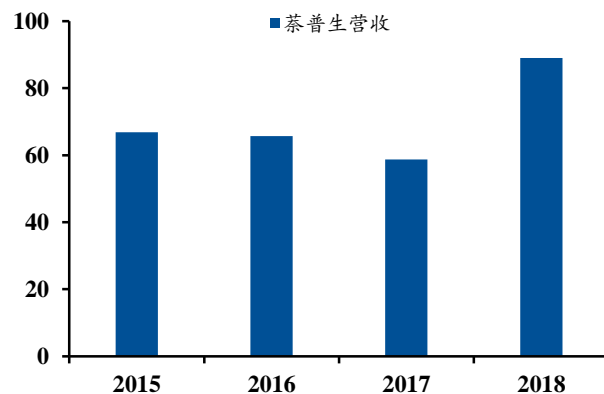
资料来源: Divi's 公司年报、民生证券研究院

图 24: Divi's 2015-2019PE 变化 (截至 2020/5/8)



资料来源: bloomberg、Divi's 公司年报, 民生证券研究院

图 25: Divi's 核心产品茶普生营收变化 (单位: 亿卢比)



资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

表 6: Divi's 与可比公司估值对比 (2019A)

公司	股价	EPS	PE	
	截至 2020/5/8	2019	ttm	
1	Divi's lab	2300.80	48.23	47.70
2	Dr. Reddy's Lab	3978.00	102.38	38.86
3	Ipc	1552.30	49.11	31.61
4	Mylan	17.57	0.59	29.78
5	Cipla	591.90	20.67	28.64
6	Sun	469.00	19.49	24.06
7	Natco	614.60	26.69	23.03
8	Aurobindo	652.65	29.58	22.06
9	J B Chemicals & Pharmaceuticals	648.00	33.34	19.44
10	Laurus	440.75	23.93	18.42
11	Zydus Cadila	321.25	18.06	17.79
12	Neuland Labs	417.3	25.13	16.61
13	Glenmark	333.75	25.42	13.13
14	Granules India	157.85	12.04	13.11
15	Jubilant	388.60	33.66	11.54
16	Solara Active Pharma Science	469.15	46.76	10.03
17	Alembic	48.75	38.63	1.26
18	Lupin	835.00	(8.18)	(102.08)

资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

注: Mylan 股价和 EPS 单位为 USD, 其余均为 INR

表 7: Divi's 产品预计产能提升情况

	产品	产能提升
1	萘普生/萘普生钠	30%
2	普瑞巴林	100%
3	左乙拉西坦	50%
4	加巴喷丁	30%
5	缬沙坦	300%
6	迈萨拉明	150%
7	利伐塞班	100% 逆向整合
8	蒂卡格斯	100% 逆向整合

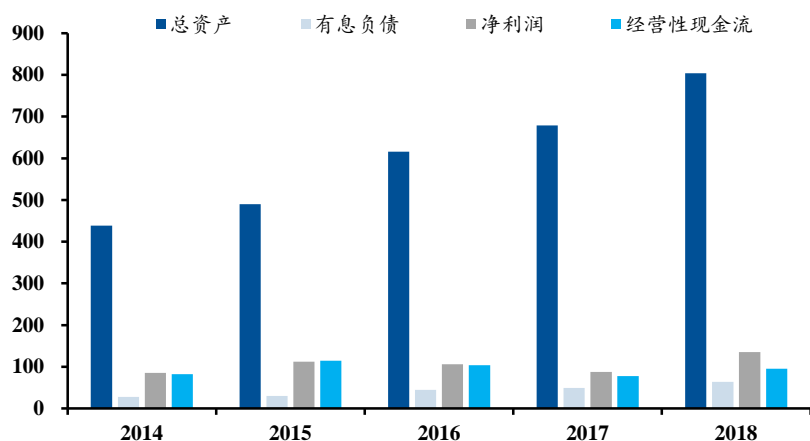
资料来源: Divi's 公司官网, 民生证券研究院

表 8: Divi's 在研管线

	研发进程	治疗类别	产品
1	验证已完成, 并计划提交 DMF	反心绞痛	雷诺嗪
2	验证中	抗凝物	替卡格雷洛
3	验证中	抗惊厥药/抗癫痫药	拉考酰胺
4	验证中	对比介质	碘海醇
5	可提供样品	抗糖尿病	维格列汀
6	可提供样品	用于治疗活动性膀胱	米拉贝格隆
7	可提供样品	戒烟援助	尼古丁
8	可提供样品	抗艾滋病毒	杜鲁格韦
9	可提供样品	消炎药	伊布地司特
10	可提供样品	抗凝物	利伐沙班
11	可提供样品	抗艾滋病毒	替诺福韦阿芬酰胺

资料来源: Divi's 公司官网, 民生证券研究院

图 26: Divi's 2014-2018 负债、现金流情况 (单位: 亿卢比)



资料来源: IQVIA, Solara 年报, 民生证券研究院

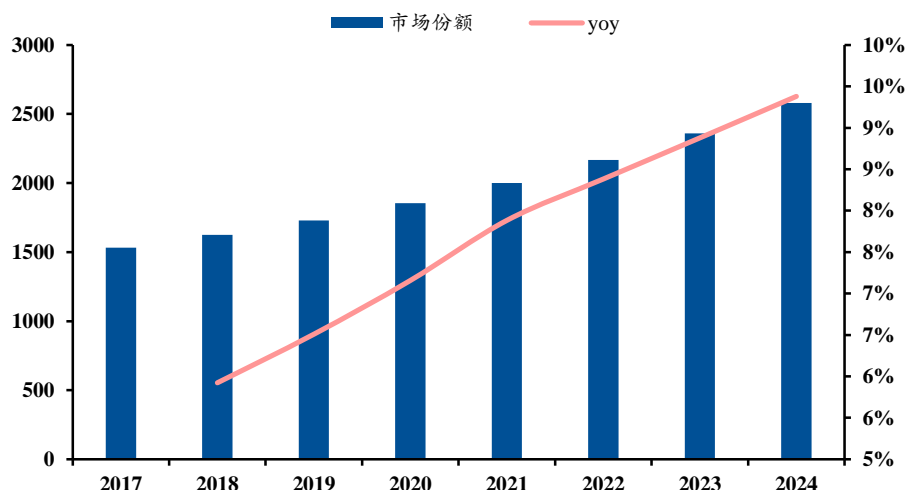
三、内外双向驱动助力 Divi's 业绩增量

(一) 全球化高端市场布局优质“赛道”，外部因素驱动明显

全球原料药市场需求加速上升。据 IQVIA 统计，2018 年全球原料药市场的规模为 1623.9 亿美元；2024 年预计超过 2,250 亿美元，年复合增长率 6%，且每年同比增长 0.5%。其中，美国占据市场最大的份额（42%），其次是欧洲。

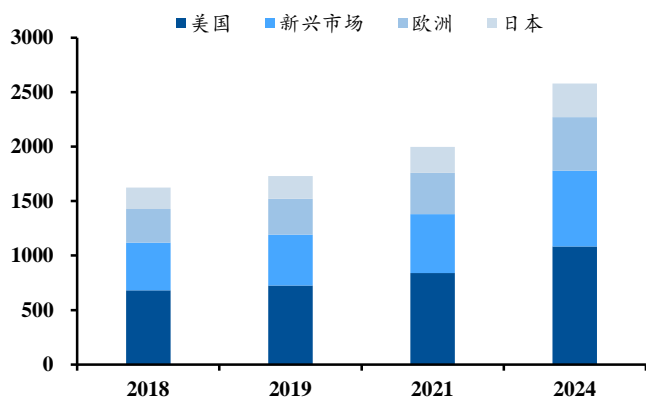
公司创立初期的全球化策略为其布局了良好的发展轨道。公司目前为全球超过 95 个国家/地区出口产品，和全球原料药市场份额划分一致，Divi's 同样瞄准了最大的两个市场，欧洲和美国。2018 年公司出口销售占比达 86%，其中欧美市场占 71%。受益于全球原料药市场（尤其是欧美市场）总需求的逐年上升，为公司带来部分营收增量。

图 27：全球原料药市场份额（单位：亿美元）



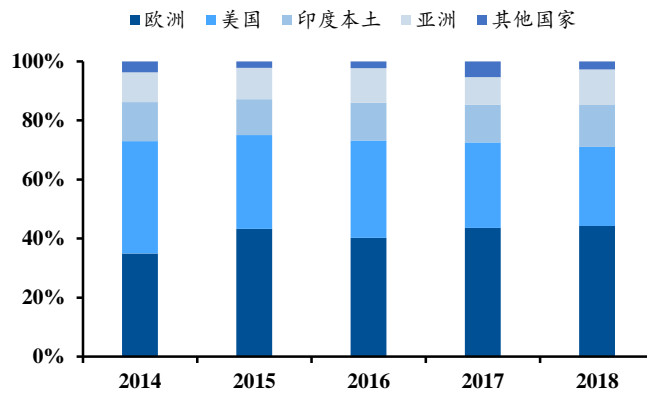
资料来源：IQVIA, Solara 年报, 民生证券研究院

图 28：全球原料药市场份额按地区划分（单位：亿美元）



资料来源：Solara 年报, 民生证券研究院

图 29：Divi's 营收区域拆分



资料来源：Divi's 公司年报, 民生证券研究院

(二) Divi's 内生增长强劲，产能扩张迅速

公司创立至今，从未通过并购或收购方式实现扩张，内生增长为公司的营收提供了最大的贡献力量。内生增长来源于：

1) 业务结构优化。公司在核心业务通用 APIs 的基础上，积极推进以创新型大客户为目标的定制合成服务和保健营养品业务，丰富了公司的产品结构，满足不同客户的需求。保健营养品业务为公司贡献了新的营收增长点，2018 年营收增速达 47%；定制合成服务作为第二大业务，虽然营收增长缓慢，但其紧密了公司和全球大客户的业务往来。通过该业务，公司与全球前 10 大制药公司中的 6 家保持了超 10 年的稳定合作关系，为其他业务的开展奠定了基础。

2) 产能扩大。公司先后筹备了三家制造工厂，都位于印度国内，其中两个已投入运营，一个尚在建设中，两家工厂都获 FDA、欧盟检查通过。期间，公司不断扩张产能来满足不断增长的需求，需求-产能的匹配和产能的良好释放为公司带来营收增长。

公司扩大产能的活动包括：

2004 年向两个制造工厂投资 3.04 亿卢比安装新机器设备。

2006 年投资 20 亿卢比在维沙卡帕特南建立针对药品成分的“Divi's Pharma SEZ”经济特区。

2008 年在 SEZ 和 EOU 单位中建立新的生产及公用设施，提高第一单元的产能。

2011 年投资 20 亿卢比在第 2 单元制造工厂建设“DSN SEZ Unit”新设施。

2016 年在第一单元新建两个生产区。

公司 2019 年计划建设新的工厂，反映了需求端的进一步增长，预计新工厂的投入运营可以为其带来进一步的营收增量。

表 9: Divi's 三家制造工厂

建设时间	位置	名称	模块	简介
1995	海德拉巴	第一单元	12 个	占地 500 英亩，主要为 API 和中间体生产基地
2002	维沙卡帕特南	第二单元	23 个	占地 490 英亩，包括 8 个生产模块，9 个 SEZ 模块和 6 个 DSN SEZ 模块
2019	卡基纳达 (在建)			占地 425 英亩

资料来源：Divi's 公司官网，民生证券研究院

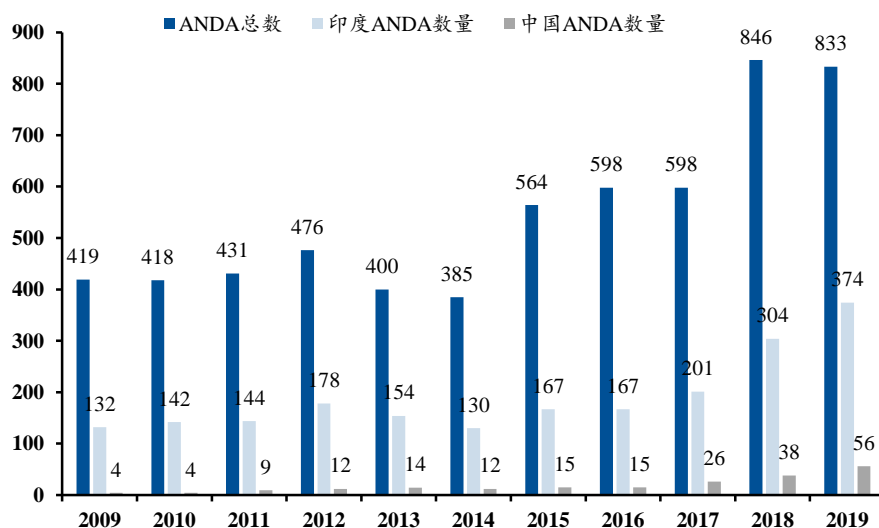
四、启示：我们一定是前向一体化，而不是相反

（一）印度仿制药行业启示：中印 ANDA 数量悬殊，国内下游制剂端能力不足

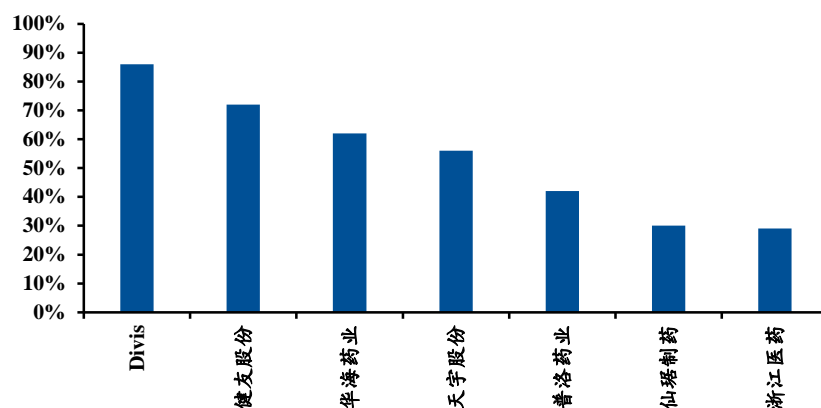
从地区来看，印度的 ANDA 数量长期排名全球第一。2019 年印度获批 374 个，占总获批数的 44%，中国获批 56 个（7%）。过去，中国原料药企长期处于产业链的上游，为印度提供精细化学及中间体。印度依靠中国的原料，不断向下游延伸，垄断欧美仿制药市场。近三年，中国 ANDA 数量上升趋势明显，我们认为中国企业已向印度发起了挑战，积极进行产业升级和全球化布局。

对比国内可比公司，印度仿制药企业海外营收占比高，且大部分来自欧美地区。我们认为国内原料药企业可借鉴印度药企的发展模式，努力提升后端仿制药实力，进行迭代更新。成功跻身市场大、条件佳的欧美高端市场是中国原料药企未来发展的关键。

图 30：2009—2019 年 FDA 批准 ANDA 数量（单位：个）



资料来源：FDA，民生证券研究院

图 31：2018 年 Divi's 与国内可比公司海外营收占比对比


资料来源：各公司 2018 年年报，民生证券研究院

（二）“合规”成为立足市场的重要条件

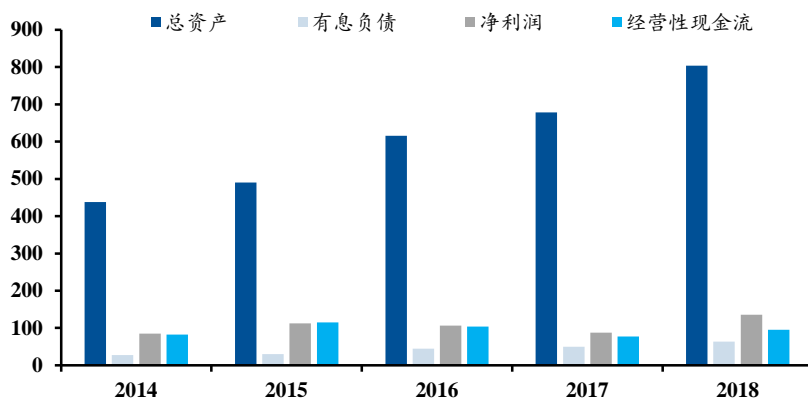
从 Divi's 的案例中我们可以看到进口警告事件对公司造成的严重负面影响。FDA 对国外生产药品的检查趋紧，审查压力变大，进口警告不是一过性的事件，而将在未来长期存在。结合国内近年环保趋严，审查趋紧的形式，这对中国原料药企的“合规性”提出了更高的要求。在产业迭代的背景下，中国企业若想真正进军欧美规范市场，则**应更重视 EHS、质量管控，以及 cGMP 的体系建设**，扫清发展路上的隐患。

（三）资金储备保证产能建设释放

原料药企作为医药制造业，前期设备投入、产能建设需要大量资金储备，供给端产能更会因为环保、审批等因素难以短时间大幅提升，具备产能优势的企业规模效应显著，带来更低的生产成本；需求端格局相对分散，当行业供小于需时，公司可凭借议价能力的提高实现量价齐升。Divi's 商业策略保守，严格控制资本支出，并且能将利润转化为现金累积。**长期以来产能不断建设的背后是充足的资金储备和良好现金流的支持，保证公司高效、及时、合理提升公司的供货能力。**

国内的原料药企现正处于产业升级的关键阶段，产能建设的加速期。我们认为公司应时刻关注资金的调配，保持良好的现金流水平，切忌盲目扩张，保证企业未来的良性、可持续的发展。

图 32: Divi's 2014-2018 负债、现金流情况 (单位: 亿卢比)



资料来源: Divi's 公司年报, 民生证券研究院

五、投资建议

我们持续推荐产业升级逻辑主线，国内仿制药产业链的重塑是由上游启动的而不是下游。因此，在国内产业环境急速变化下 API、制剂环节的集中度提升，上游中间体、API 环节有竞争力的公司将脱颖而出，取得规模性优势。建议关注天宇股份、普洛药业、仙琚制药、九洲药业等。

表 10：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 5月22日	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
000739	普洛药业	17.3	0.47	0.61	0.79	37	28	22	推荐
300702	天宇股份	74.6	3.26	4.03	5.08	23	19	15	推荐
002332	仙琚制药	14.0	0.45	0.58	0.75	31	24	19	推荐
603456	九洲药业	24.8	0.30	0.42	0.67	83	59	37	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

六、风险提示

新品获批不及预期风险：公司的商业模式为产品研发、销售，虽然公司已经初步形成了产品梯队，但药品研发需要资金、人力和时间的积累，药品能否顺利研发成功并上市对公司未来业绩增长和股票的投资情绪均会有较大的影响。

产能释放不及预期风险：原料药企业作为医药制造业，产能建设为其最快变量。产能是否充足释放对公司未来业绩存在较大影响。

汇率波动影响风险：公司产品主要面向出口，80%以上以美元计价。汇率波动可能会带来业绩负面影响。

七、附录

《WHO 重视中国 API 供应链背后反映了什么?》

《特色原料药行业：从向前一体化和洼地红利角度看 API 投资窗口》

《化学原料药生产企业专题研究：从不同视角看待产品型和外包型小分子 API 公司》

《原料药行业专题：关注原料药业绩模型，挖掘量价和梯队秘密》

插图目录

图 1: Divi's 与可比公司毛利率比较	5
图 2: Divi's 2010-2018 毛利率与净利率变化	5
图 3: Divi's 公司发展历程	6
图 4: Divi's 公司旗舰产品上市历程	6
图 5: Divi's 公司整体股权结构	7
图 6: Divi's 公司持股比例结构	7
图 7: Divi's 2011-2019 财年营业收入及增速 (亿卢比)	9
图 8: Divi's 2011-2019 财年净利润及增速 (亿卢比)	9
图 9: FDA 2000-2019 国内和国外检查数量 (单位: 个)	10
图 10: FDA 2015-2019 警告信趋势 (单位: 个)	10
图 11: 2016-2019 FDA cGMP 引用条款分析 (单位: 个)	10
图 12: 2019FDA 中国、印度警告信涉及缺陷项对比	10
图 13: Divi's 公司三大业务营收占比 (单位: 亿卢比)	11
图 14: Divi's 公司营收区域拆分	11
图 15: Divi's 公司前五大客户营收贡献	12
图 16: Divi's 2010-2018 年 ROE 变化	12
图 17: Divi's 2010-2018 毛利率与净利率变化	12
图 18: Divi's 2010-2018 年资产周转率变化	13
图 19: Divi's 净资产、经营性现金流/净利润变化 (亿卢比)	13
图 20: Divi's 前五大产品营收贡献	13
图 21: Divi's 与可比公司研发费用占比	13
图 22: Divi's 2015-至今总市值变化 (截至 2020/5/8, 亿卢比)	15
图 23: Divi's 2015-2019EPS 变化 (单位: 卢比)	15
图 24: Divi's 2015-2019PE 变化 (截至 2020/5/8)	16
图 25: Divi's 核心产品茶普生营收变化 (单位: 亿卢比)	16
图 26: Divi's 2014-2018 负债、现金流情况 (单位: 亿卢比)	17
图 27: 全球原料药市场份额 (单位: 亿美元)	18
图 28: 全球原料药市场份额按地区划分 (单位: 亿美元)	18
图 29: Divi's 营收区域拆分	18
图 30: 2009—2019 年 FDA 批准 ANDA 数量 (单位: 个)	20
图 31: 2018 年 Divi's 与国内可比公司海外营收占比对比	21
图 32: Divi's 2014-2018 负债、现金流情况 (单位: 亿卢比)	22

表格目录

表 1: 印度原料药制剂一体化公司 (按 2018 年 (FY2019) 总营收排序, 亿美元)	4
表 2: Divi's 公司管理层概览	8
表 3: 国内部分原料药企 API 业务 vs CMO 业务毛利率	11
表 4: Divi's vs 中国 CMO 企业毛利率	11
表 5: Divi's 产品管线 (截至 2020/5/10)	14
表 6: Divi's 与可比公司估值对比 (2019A)	16
表 7: Divi's 产品预计产能提升情况	17
表 8: Divi's 在研管线	17
表 9: Divi's 三家制造工厂	19
表 10: 盈利预测与财务指标	23

分析师简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。