

欧印中 CDMO 业态比较，挖掘拐点和平台型投资机会

——全球龙头系列报告之一

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 联系人: 毛雅婷、郭双喜
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

行业评级

医药生物 看好

报告导读

无论仿制药 API 转型 C(D)MO 还是本土 CDMO 的快速崛起，都让我们不能忽视 CDMO (医药生产外包) 这个细分赛道的讨论，本文试图从欧印中三国 CDMO 龙头出发，全球视角看不同类型 CDMO 商业路径差异、规模效应、API 转型 CDMO 的变化、国内发展阶段，推荐国内拐点和平台型公司这两类投资机会。

投资要点

□ CDMO：什么奠定了 CDMO 成长稀缺性？

市场特征：大空间、快增长，分散市场下头部效应突出。 Frost and Sullivan 预计 2020 年全球中间体和 API 的 CDMO 市场空间为 830 亿美元，制剂 CDMO 市场空间为约为 260 亿美元。我们认为，CDMO 业务商业模式的核心是强监管和慢周期，这导致生产转移具有较强的时间和投资壁垒，进而导致公司业绩存在阶段性差异。同时，我们认为随着国内供给端工艺、工程化的完善，国内 CDMO 及仿制药 API 公司成为海外中低端订单加速转移及国内创新红利需求的重要承接方。

□ 欧洲：从 Lonza 看阶段性、规模经济和平台整合

看发展阶段：从单一平台到全球龙头，需要什么？ 复盘 Lonza 的发展历史，我们认为阶段性和爆发性是 CDMO 业务商业模式的显著特点，①产能及技术平台搭建周期；②产品认证&转移周期；③商业化项目培育上市周期等三个周期叠加，有且仅当公司的客户结构、项目梯队、产能布局达到一定的规模后，才有望分散投资和产品周期带来的业绩波动性；而商业化项目贡献的业绩增量显著高于临床期项目，漏斗作用+项目储备下，后期收入增长有望持续加速。

看规模经济：CDMO 业务模式有没有规模经济效应？ 复盘 Lonza 的发展历程，我们关注到固定资产产能和无形资产（技术平台）投资前置，后期产能利用率上升、技术授权加速显著带来规模经济效应；当公司的收入和产能进入发展新阶段后，我们有望看到 EBIT Margin 的持续提升。

看平台整合：全产业链布局有没有协同效应、会不会导致强者恒强？ Lonza 之外，我们研究了全球 CDMO 龙头的业务构成、发展路径和产业链分工，我们认为，切入产业链的不同方面是耗时、耗力（整合难度）和费钱的，平台型公司具有一定的壁垒和优势。

总结：阶段性、规模经济和平台整合的商业模式下，平台型公司具有高壁垒的稳定性，盈利能力有望持续提升；强监管、慢周期的前提下，拐点型公司具有确定性较高的业绩弹性，成长属性更突出。

□ 印度：仿制药 API 向 CDMO “转型”，打开成长天花板

从商业模式出发探讨产品型和服务型公司：我们一直定义仿制药 API 和创新药 CDMO 公司分属不同的业态（前者产品型、后者定制型），在固定资产灵活性、订单的波动性、工艺技术平台方面都存在比较大的差异，但是 2018-2020 年越

相关报告

- 1《【浙商医药】医药行业周报 20210102：如何看待医保谈判常规化下创新药行业投资策略？》2021.01.02
- 2《医药行业周报 20201225：CXO 龙头新高下的思考：空间、趋势和供需》2020.12.26
- 3《医药行业周报 20201219：如何选股？创新赋能、制造升级和降本增效》2020.12.20
- 4《医药行业周报 20201211：把握中国优势，就是把握明年行情》2020.12.12
- 5《2021 年度医药行业投资策略：中国优势，核心主线》2020.12.10

来越多的仿制药 API 公司“转型”CDMO 业务，但多数单列事业部或者实际是 CMO 而非强调工艺开发的 CDMO 业务，这其中的模式拓展一直是资本市场讨论的热点。从产能投资周期和产品放量周期的维度看差异，我们认为，产品型公司 ROE 的持续提升主要依靠扩产→产能利用率提升→净利率提升，核心在于①扩产节奏（是否前瞻）、②产品（是否具有竞争力），前瞻性产能投资是未来 2-3 年收入增长的先导指标，产能利用率是 ROE 的前瞻指标。从印度 Laurus、Jubilant、Divi's Lab 等公司的发展历程看，产品型（API 业务）向服务型（CDMO 业务）转换的过程中，净利率不一定提高，但打开了成长天花板、平滑了投资周期。

□ 中国：平台拓展，加速增长的前夜

①从投资水平看发展阶段和潜力：国内仍处在产能加速投入期，龙头公司资产回报走在全球前列；

②从人效看边际变化：与 Lonza 有差距，但已处于全球前列，我们预期持续提升；

③从 ROE 和回报率看中国优势：工程师红利和工业基础带来的行业 α ，我们认为，在中国系统性的成本优势+公司 α 的作用下，我们有望见证国内龙头公司盈利能力持续提升。

□ 投资建议：寻找平台和拐点型公司

寻找平台：我们认为，已在全产业链布局的平台型 CDMO 公司业绩增长具有更高的确定性，CDMO 业务的商业模式决定了新成长阶段中盈利能力有望持续提升，叠加中国系统性成本优势和国内创新药陆续上市带来的投资机遇，我们推荐投资者关注行业龙头药明康德，以及产业链扩展加速、国内外项目储备丰富、技术平台认可度较高的凯莱英、康龙化成；

寻找拐点：我们认为，CDMO 业务的商业模式决定了较高的新入局壁垒，处在业绩拐点期的 CDMO 公司成长属性更突出，从这个角度出发，我们推荐关注国内外项目进入业绩兑现期的九洲药业和博腾股份，从分子砌块出发、以规模换空间的药石科技，以及从产品型公司转型 CDMO 业务且技术平台积淀较久、项目储备丰富的原料药公司，如普洛药业、天宇股份。

□ 风险提示

生产安全事故风险；环保事件导致停产风险；CDMO 业务订单波动性风险；新药上市审评进度不及预期风险；重大客户流失风险等。

正文目录

1. 从全球龙头，看 CDMO 的发展路径及业态特点	7
2. 印度：仿制药 API 向 CDMO“转型”，打开成长天花板	11
3. 中国：技术平台拓展，加速增长前夜	14
4. 投资建议：寻找平台和拐点型公司	16
5. 风险提示	16

图表目录

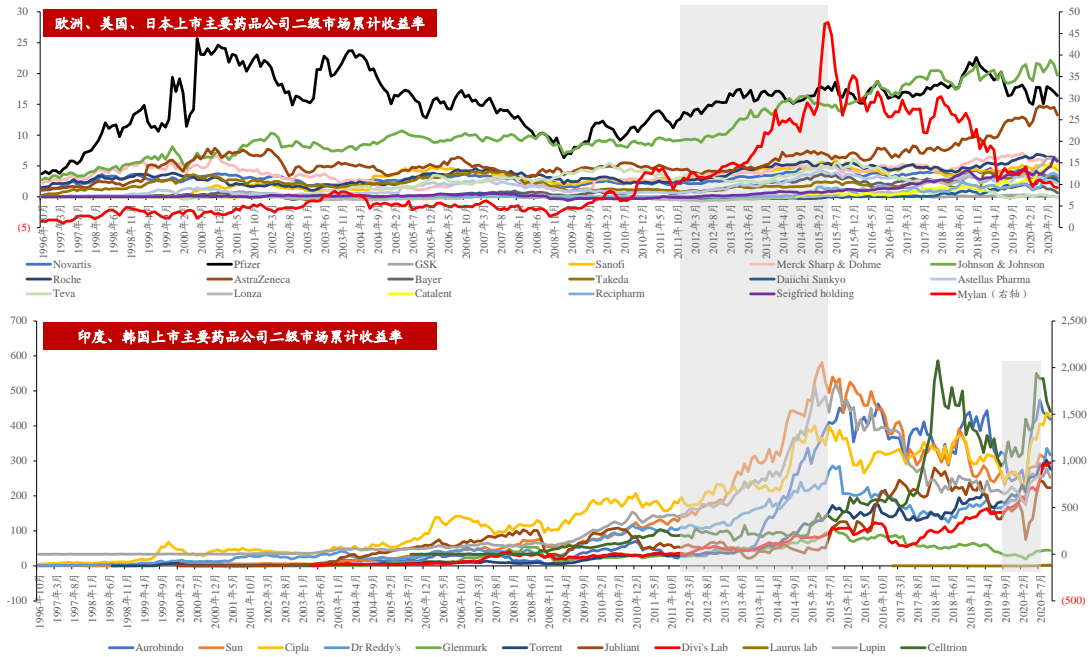
图 1: 1996-2020 年主要医药龙头股价累计收益	5
图 2: CDMO 龙头市值、累计收益率和收入：2017 年后开启的系统性行情	6
图 3: 系统性行情的背后：R&D 平稳增长、FDA 及欧盟新药加速上市、CDMO 平台固定资产创利能力提升	6
图 4: 全球中间体和 API 的 CDMO 市场空间及区域分布	7
图 5: 全球制剂 CDMO 市场空间及剂型分布	7
图 6: 2019 年全球主要 CDMO 项目的区域分布	7
图 7: 2019 年全球主要 CDMO 项目收入按金额分布	7
图 8: 海外 big pharma 资本开支/总资产比重趋于下降	8
图 9: 美国 TOP 10 药企研发管线占比持续下降	8
图 10: 从 Lonza 发展看商业模式：阶段性、规模经济和平台整合	8
图 11: Lonza 不同业务板块增速预测	9
图 12: Ibex 技术平台有望显著降低药品上时间（月）	10
图 13: Lonza 生物药产能建设：持续投入才有高速增长	10
图 14: 全球 CDMO 龙头：商业模式和产业链分工差异	10
图 15: 服务型公司资本开支和 2 年后收入相关性	11
图 16: 产品型公司资本开支和 2 年后收入相关性	11
图 17: Divi's lab 收入构成：兼具产品型和服务型特点	12
图 18: Divi's lab 净利润率的相对水平	12
图 19: 从 Divi's Lab 看转型期的盈利能力变化：并没有显著提高净利率，但打开了成长天花板、平滑了投资周期	12
图 20: 产品型的 Laurus 收入构成：CDMO 业务只是变现方式	12
图 21: Laurus 的 EBIT margin 和资产周转率变化趋势	12
图 22: 产品型的 Jubilant 收入构成：沿产业链拓展天花板	13
图 23: Jubilant 的 EBIT margin 和资产周转率变化趋势	13
图 24: 中国通过欧洲 GMP 的数量：持续上升	13
图 25: 国内产品型 API 公司的商业模式拓展	13
图 26: 国内外 CDMO 公司资本开支/当年收入	14
图 27: 国内外 CDMO 公司资本开支/PP&E	14
图 28: 国内外 CDMO 公司资产周转率	14
图 29: 国内外 CDMO 公司 EBIT/PP&E	14
图 30: 国内外 CDMO 公司人均创收（万元/人/年）	15
图 31: 国内外 CDMO 公司人均创 EBIT（万元/人/年）	15

图 32: 国内外 CDMO 公司 2000-2019 年 CDMO 收入 CAGR.....	15
图 33: 国内外 CDMO 公司 2000-2019 年 CDMO 净利润 CAGR.....	15
图 34: 国内外 CDMO 公司 ROE	15
图 35: 国内外 CDMO 公司 EBIT Margin.....	15
表 1: 盈利预测与财务指标.....	16

系列篇前言：寻找超越周期、跨越牛熊的医药制造龙头。

在 2020 年中期策略中，我们提出了“市场化、全球化”的核心选股思路，这背后隐含的是全球化视野下，我们需要寻找中国具有全球市场竞争力的医药制造业，即聚焦中国优势；而拉长时间周期，公司短期的订单、产品对长期业绩的影响会逐步摊薄，赛道、商业模式、治理体制、迭代能力才能构筑公司的长期竞争力。而正是在这样的思考下，我们开启了全球龙头复盘系列，从不同景气赛道出发，试图探讨不同赛道商业模式、产业环境的差异，以及行业龙头在不同产业环境和发展阶段下，所做的选择、投资、迭代，希望能对中国朝气蓬勃的医药制造投资带来有益的启示。

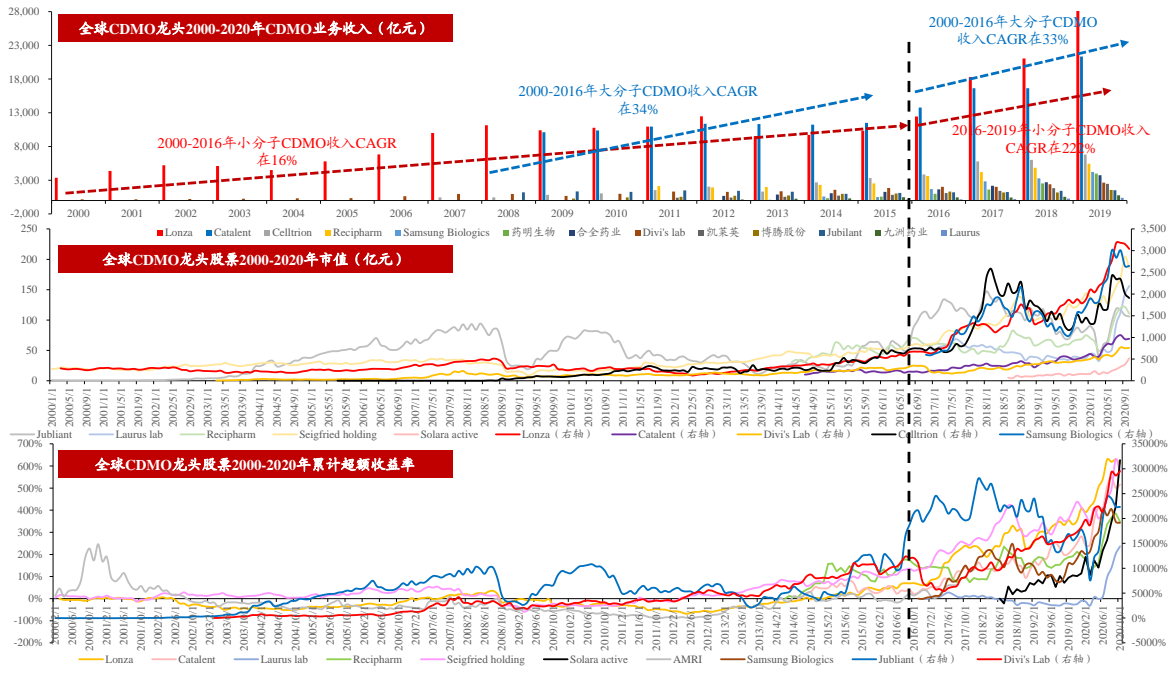
图 1：1996-2020 年主要医药龙头股价累计收益



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

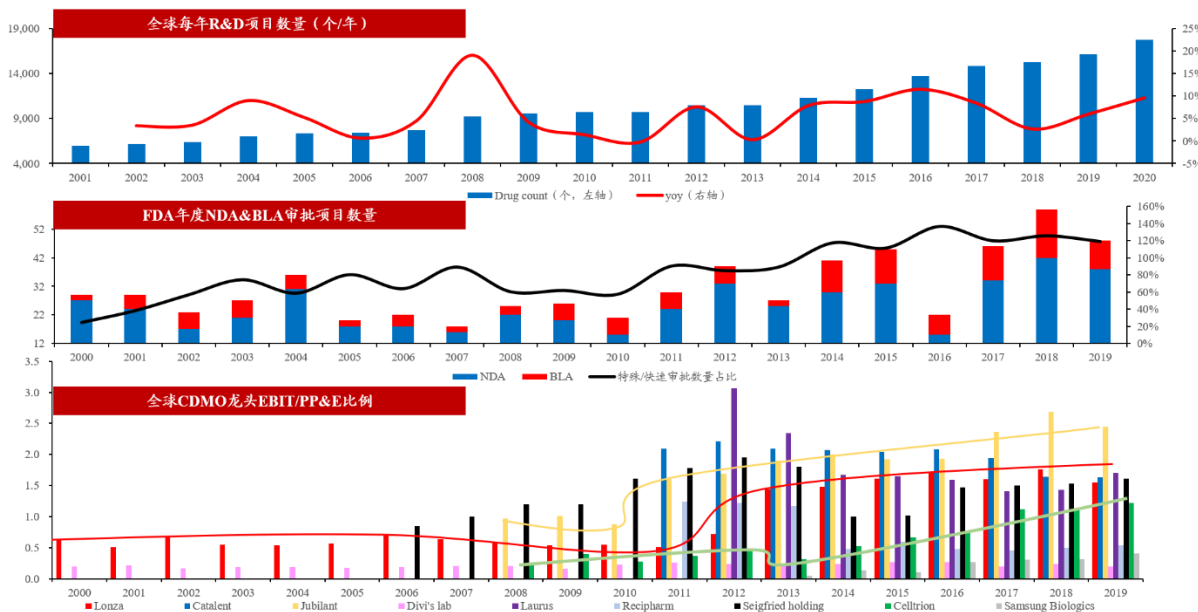
2017年以来，全球CDMO标的普涨；但拉长周期，我们关注到板块的β行情并非一蹴而就，背后既有全球R&D项目平稳增长、药审加速带来的市场空间增长加速，又有头部公司α因素积累带来的业绩加速兑现。在国内CDMO龙头业绩靓丽、全球竞争格局变化的背景下，本文试图从全球CDMO龙头出发，探讨API转型CDMO公司的ROE比较差异、CDMO公司本身的规模效应、海内外对标分析，推荐国内拐点性和平台型公司这两类投资机会。

图 2：CDMO 龙头市值、累计收益率和收入：2017 年后开启的系统性行情



资料来源：Bloomberg，公司年报，浙商证券研究所

图 3：系统性行情的背后：R&D 平稳增长、FDA 及欧盟新药加速上市、CDMO 平台固定资产创利能力提升

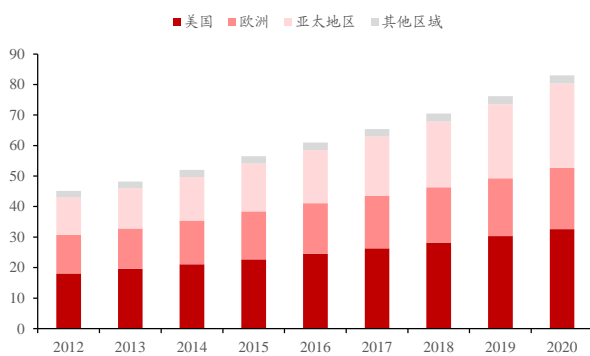


资料来源：FDA，公司年报，浙商证券研究所

1. 从全球龙头，看 CDMO 的发展路径及业态特点

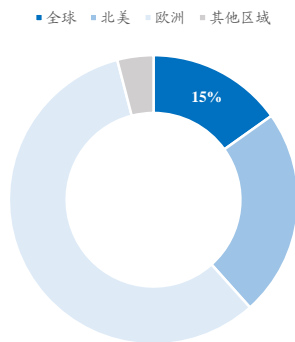
CDMO 市场特征：大空间、快增长，分散市场下头部效应突出。①从空间看，根据 Frost and Sullivan 分析，2020 年预计全球中间体和 API 的 CDMO 市场空间为 830 亿美元，其中约 1/3 市场由亚太地区订单构成；制剂的 CDMO 市场空间约为 260 亿美元，整体市场规模和渗透率均小于中间体及 API 市场；整体 CDMO 市场增速（6%）高于药品销售增速（4%），表明整体外包渗透率仍在提升。②从区域分布看，2019 年全球供应的 CDMO 项目（注：全球化项目指项目的各个部分由全球不同地区的参与者分工完成）仅占总项目数量的 15%，大部分项目仍由本土机构执行。③从项目金额看，2019 年全球 12% 的 CDMO 项目贡献全球 65% 的 CDMO 市场收入，分散市场下头部效应突出。

图 4：全球中间体和 API 的 CDMO 市场空间及区域分布



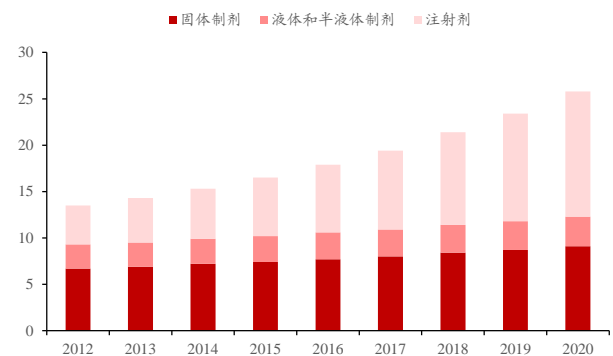
资料来源：Frost and Sullivan，浙商证券研究所

图 6：2019 年全球主要 CDMO 项目的区域分布



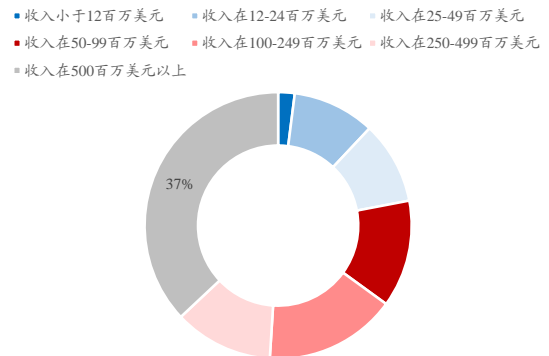
资料来源：Pharma source，浙商证券研究所

图 5：全球制剂 CDMO 市场空间及剂型分布



资料来源：Frost and Sullivan，浙商证券研究所

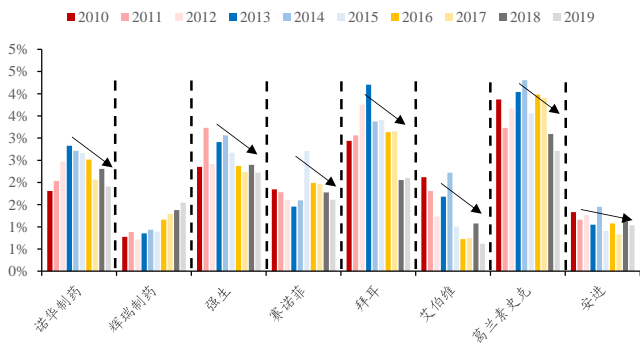
图 7：2019 年全球主要 CDMO 项目收入按金额分布



资料来源：Pharma source，浙商证券研究所

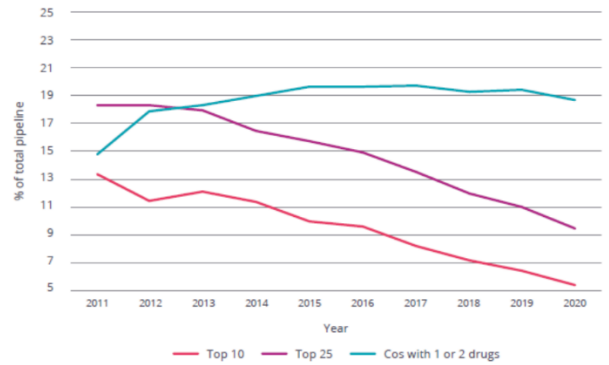
商业模式：作为 ToB 合作业务，慢就是快。①与其他行业生产外包不同，药品生产、流通过程受到严监管，制剂厂商对终端质量直接负责，进而导致药品生产外包考察和服务周期长；全球专利药毛利率在 80-90%，成本优势只是药厂考察的方面之一，合规、灵活、稳定供应是考察的核心（技术含量的体现）。②与 CRO 不同，CDMO/CMO 在最近 5 年才出现产能转移、外包加速的趋势，本质上源于 big pharma 战略调整（大前提）、技术平台/合规产能建设周期，以及服务信任关系积累到兑现的拐点；与依赖人力数量和成本的商业模式不同，生产端转移具有较强的时间和投资壁垒，进而导致公司业绩同样存在阶段性差异。

图 8：海外 big pharma 资本开支/总资产比重趋于下降



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

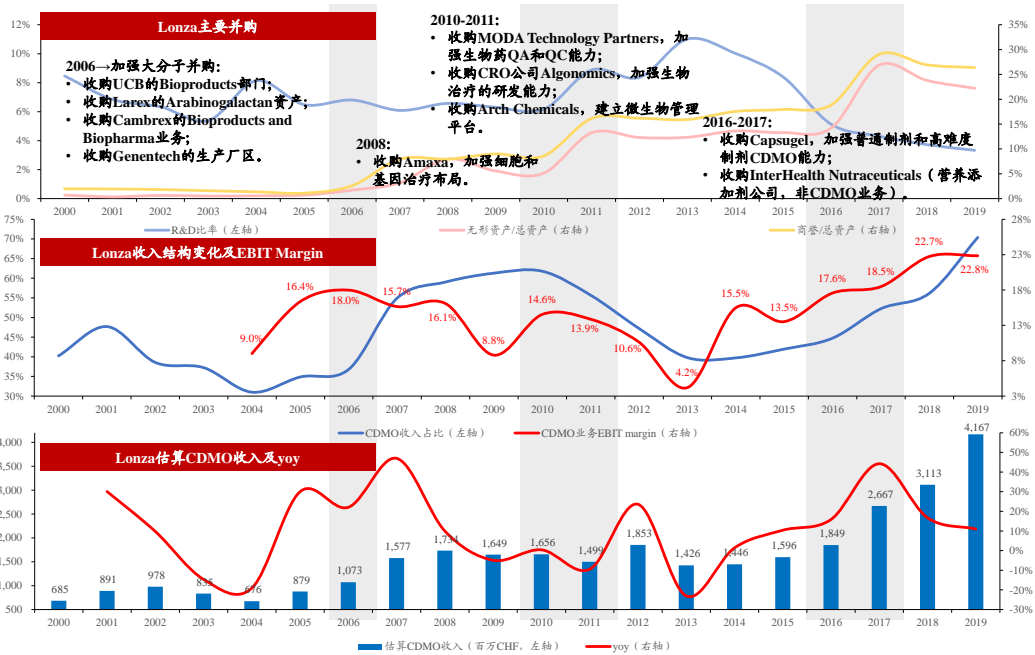
图 9：美国 TOP 10 药企研发管线占比持续下降



资料来源：Pharmaprojects，浙商证券研究所

从 Lonza 的发展看商业模式：阶段性、规模经济和平台整合。我们认为，CDMO 业务本质上是先进工艺的商业化运用，一方面连接着制造业放大生产、成本控制，一方面连接着研发端技术迭代、工艺优化。我们复盘研究了 CDMO 龙头的发展历史、财务表现等因素，其中 Lonza 作为全球龙头，上市时间长、产业链布局完整，是我们研究的重点。

图 10：从 Lonza 发展看商业模式：阶段性、规模经济和平台整合



资料来源：Lonza 年报，公司官网，浙商证券研究所

看发展阶段：从单一平台到全球龙头，需要对全球新药相关生产技术的的前瞻性把握。根据公司业绩表现和战略选择，我们把 Lonza 发展划分为三个阶段：





- 2000-2005 年间，估算 CDMO 收入 CAGR 为 5.1%，以内生增长为主，2003 年获得了 Genentech 的美罗华和 BMS 的阿巴西普长期生产订单，同期加强细胞反应器产能建设；但受制于订单结构和合作药品上市进度，收入增幅具有明显波动性。
- 2006-2012 年间，估算 CDMO 收入 CAGR 为 9.5%，明显加强大分子领域产能、技术和公司并购，收购 Arch Chemicals 和 Amaxa 增强了公司在微生物和细胞治

疗领域的布局；前期投资产能在该时期利用率明显提高（部分达到 70-90%），新增生物药长期战略合作客户包括诺华、Teva、GSK 等，并生产 Abbott 的修美乐、Glaxo 的奥法木单抗、默沙东的拉替拉韦、阿斯利康凡德他尼等原料药，客户结构和产品结构明显丰富。

- 2013-2019 年间，估算 CDMO 收入 CAGR 为 14.5%，并购侧重于早期项目研发、特殊制剂（收购 Capsugel 和诺华无菌灌装工厂）等领域，技术平台 licensed-out 协议越来越多，2016 年 FDA 批准的生物药中有 32% 使用了公司自研的 GS Gene Expression System™ 技术平台；公司负责前期研发的重磅新药如 Ibrutinib、Rucaparib、Voclosporin、Remsima 等陆续上市，商业化生产项目持续贡献业绩增量，从客户结构、项目梯队、产业链布局看，公司大分子、小分子和细胞治疗业务进入新阶段，净利率持续提升。

复盘 Lonza 的发展历史，我们认为阶段性和爆发性是 CDMO 业务商业模式的显著特点，① 产能及技术平台搭建周期；② 产品认证 & 转移周期；③ 商业化项目培育上市周期等三个周期叠加，有且仅当公司的客户结构、项目梯队、产能布局达到一定的规模后，才有望分散投资和产品周期带来的业绩波动性；而商业化项目贡献的业绩增量显著高于临床期项目，漏斗作用+项目储备下，后期收入增长有望持续加速。

图 11: Lonza 不同业务板块增速预测

	Capsules & Health Ingredients	Small Molecules	Biologics ¹	Cell & Gene, and Bioscience
Sales CAGR 2020 - 2023 (CER)	Low-to-mid single-digit	High-single-digit to Low-double-digit	Low double-digit	Double-digit
CORE EBITDA margin 2023 trajectory ambition				

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

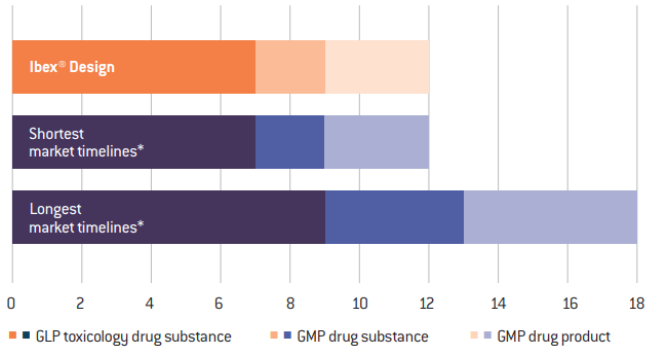
看规模经济：CDMO 业务模式有没有规模经济效应？ 复盘 Lonza 的发展历程，我们关注到固定资产产能和无形资产（技术平台）投资前置，后期产能利用率上升、技术授权加速显著带来规模经济效应；当公司的收入和产能进入发展新阶段后，我们有望看到 EBIT Margin 的持续提升。

① 固定资产投资方面，公司 2006-2009 年资本开支/总资产比率（平均 10.6%）显著高于 2016-2019 年（平均 4.4%），2006-2009 年 EBIT/PP&E 平均为 7.8%，而 2016-2019 年平均为 23.7%，固定资产投资幅度降低但单资产创利能力明显提升。

② 无形资产投资方面，技术平台变现方式多样，自主设计并迭代的 GS Gene Expression System（注：GS 指 glutamine synthetase）推广应用并推出客户定制版（如罗氏的 Zenapax®、Medimmune 的 Synagis® 和 Alexion 的 Solaris®），将细胞构造时间从最初的 105 周降低至 19 周，并把临床阶段的技术平台优势拓展到了商业化生产阶段；此外，Cocoon® 平台、XS Microbial Expression™ 平台、Nucleofactor™ 平台、Ibex™ 平台等在细胞治疗、生物药研

发领域具有较强的影响力。从研发费用率看，2000-2013年的积累期公司加强了技术平台等领域的研发投资，而随着技术平台日臻成熟、变现方式愈发多样后，研发费用率明显下降，进而带来净利率显著提升。

图 12: Ibex 技术平台有望显著降低药品上市时间 (月)



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

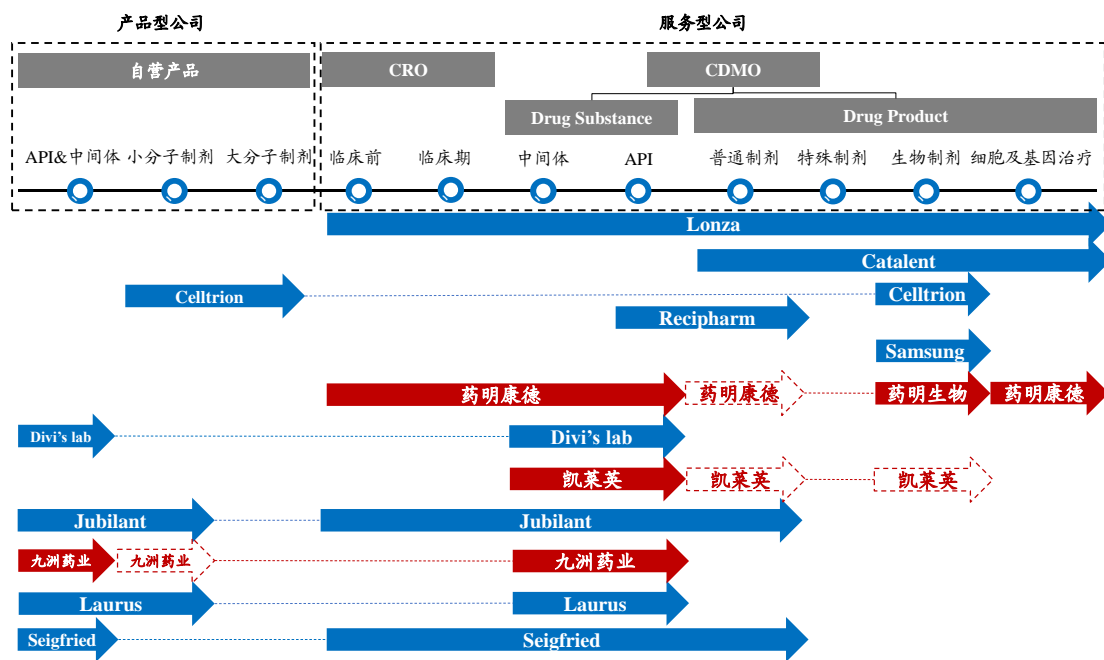
图 13: Lonza 生物药产能建设: 持续投入才有高速增长



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

看平台整合: 欧美沿技术丰富化拓展服务平台、中印多混合产品和服务型平台。 Lonza 之外，我们研究了全球 CDMO 龙头的业务构成、发展路径和产业链分工，我们认为，接近全产业链布局的公司主要有 Lonza 和药明康德及其关联公司，欧洲传统 CDMO 龙头更多聚焦于某几个擅长的领域或采用并购的方式快速切入产业链的其他方面，印度和中国的 CDMO 平台多带有产品型公司的特征。以 Lonza 为例，其从精细化工领域出发，发展初期注重大分子和小分子 API 和中间体的产能投资和项目储备，后期通过并购的方式逐步加强细胞和基因治疗领域的早期研发和后期生产，最后一步切入制剂领域，全产业链布局后较好地分摊了各项目天然的周期波动，系统性技术平台的整合作用下，各业务、阶段之间项目具有一定的协同效应。对于行业其他竞争对手，切入产业链的不同方面是耗时、耗力（整合难度）和费钱的，平台型公司具有一定的壁垒和优势。

图 14: 全球 CDMO 龙头: 商业模式和产业链分工差异



资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

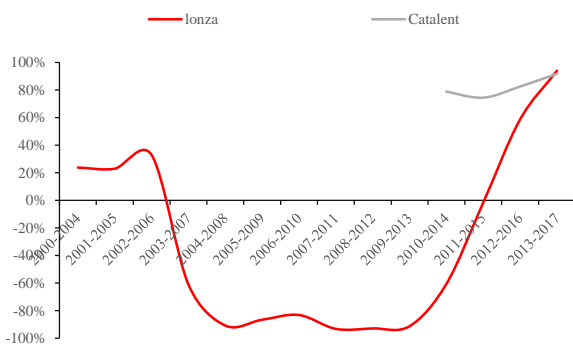
总结：阶段性、规模经济和平台整合的商业模式下，平台型公司具有高壁垒的稳定性，盈利能力有望持续提升；强监管、慢周期的前提下，拐点型公司具有确定性较高的业绩弹性，成长属性更突出。近年来，国内 CDMO 公司陆续从能力建设期走向业绩兑现期，同时产品型公司（如原料药公司）转型节奏较快；在复盘的过程中，我们关注到印度同样具有工程师红利背景和较好的制药基础，接下来我们将结合印度典型 CDMO 平台的发展，讨论产品型公司的突围路径。

2. 印度：仿制药 API 向 CDMO “转型”，打开成长天花板

从商业模式出发探讨产品型和服务型公司：产能投资周期和产品放量周期的维度看差异。我们认为，产品型公司 ROE 的持续提升主要依靠扩产→产能利用率提升→净利率提升，核心在于①扩产节奏（是否前瞻）、②产品（是否具有竞争力），表现看即体现为短期的产能利用率和中长期的投资回报率。我们从数据的角度分析了中国、印度主要原料药和仿制药公司及 CDMO 公司当期资本开支和两年后收入的相关系数，我们发现部分国内原料药公司的相关系数在 80%以上，既表明部分原料药公司仍处于投资积累期，也从一定程度上体现出头部原料药公司在立项、运营效率方面的优势。但如果我们滚动看原料药-制剂公司资本开支和两年后收入相关性，我们发现原料药-制剂公司的投资带有周期性，产能投资周期和产品放量周期往往错位，对于立项和管理能力较强的产品型公司，前瞻性产能投资是未来 2-3 年收入增长的先导指标；而对于典型的制造业，持续不断的收入增长自然带来产能利用率提升，进而带来 ROE 的上升。

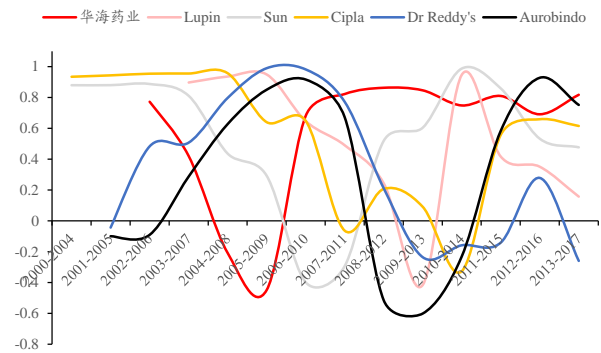
但对于既有产品属性、又有服务属性的 CDMO 公司而言，商业模式（阶段性、规模经济和平台整合）导致平台积累期到业绩兑现期是有拐点的，在拐点后的新平台阶段，产品周期和产能周期更匹配，产能投资回报率更稳定、更高。

图 15：服务型公司资本开支和 2 年后收入相关性



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

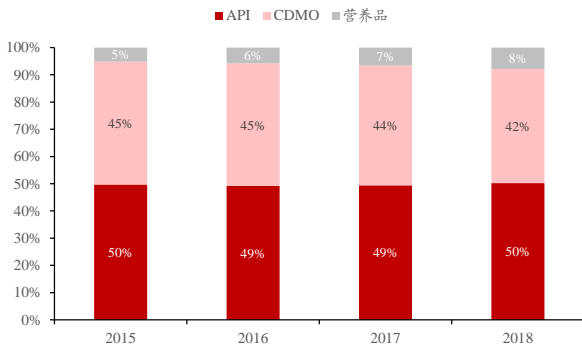
图 16：产品型公司资本开支和 2 年后收入相关性



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

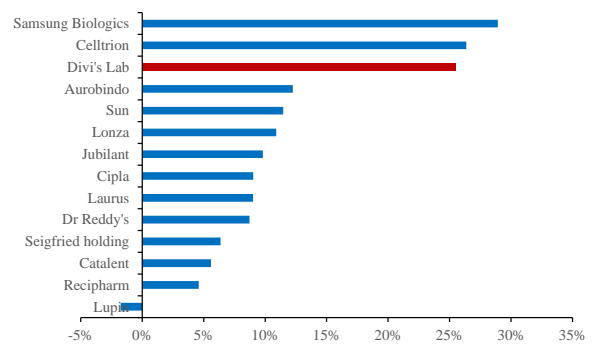
产品型向服务型的转换：从产品的竞争力向外包竞争力的跨越，盈利能力依然非常高。我们认为，优秀的产品型公司的盈利能力可以长期维持在非常高的水平，这背后体现的是前瞻的立项和投资能力，以及基于成本和质量优势的全球竞争力，大吨位品种、规范市场出口的原料药的成长空间和盈利能力好于市场预期。以印度 Divi's Lab 为例，公司 2020 财年 CDMO 收入占比 41%，从收入体量看是印度第二大的 CDMO 公司，而公司优势 API 品种包括茶普生、卡培他滨等老品种，第一大品种贡献收入比重稳定在 15-20%，2015 年后有新增的 DMF 申请但没有新增激活。公司作为优秀的产品型公司，税后净利率持续稳定在 25%以上，2007-2019 年平均值达到 29.3%，净利润 CAGR 为 12%，以稳定的增长和显著高于行业平均的净利率为股东创造了价值。

图 17: Divi's lab 收入构成: 兼具产品型和服务型特点



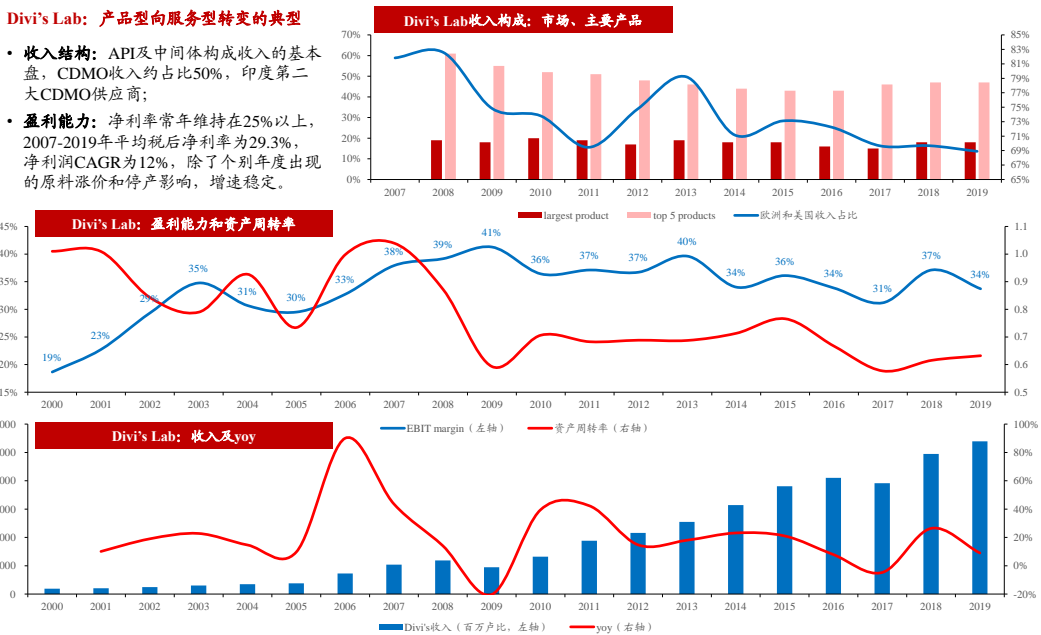
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 18: Divi's lab 净利润率的相对水平



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

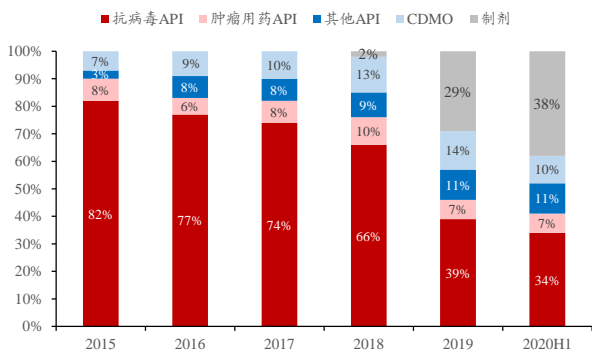
图 19: 从 Divi's Lab 看转型期的盈利能力变化: 并没有显著提高净利率, 但打开了成长天花板、平滑了投资周期



资料来源: Divi's Lab 年报, 公司官网, 浙商证券研究所

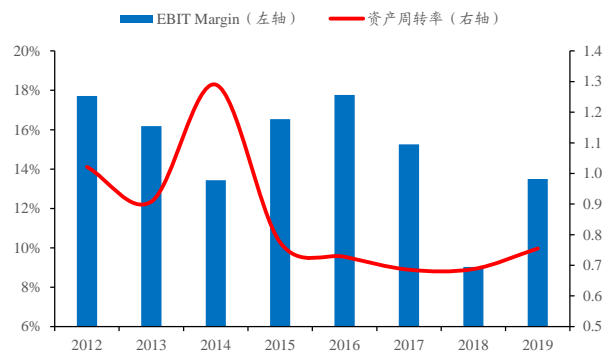
产品型向服务型的转换: 打开成长天花板。我们认为, 产品型公司的业务拓展本质上源于合规产能变现, 单 API 的销售情况受制于下游制剂, 服务型公司的转型贡献了净收入增量、平滑了产品周期和产能周期的波动性, 从 Laurus、Jubilant、Divi's Lab 等公司的情况看, 如果分部门管理, CDMO 业务并未提升公司净利润率, 但支撑了业绩增长。

图 20: 产品型的 Laurus 收入构成: CDMO 业务只是变现方式



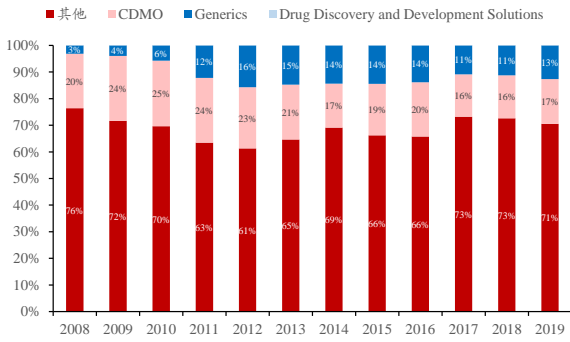
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 21: Laurus 的 EBIT margin 和资产周转率变化趋势



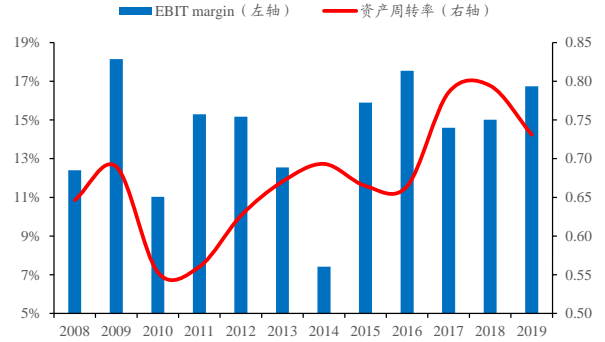
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 22：产品型的 Jubilant 收入构成：沿产业链拓展天花板



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

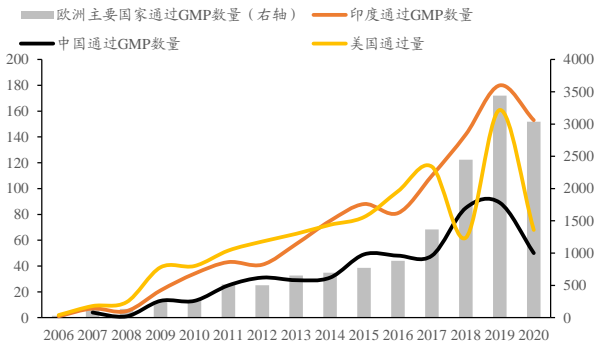
图 23：Jubilant 的 EBIT margin 和资产周转率变化趋势



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

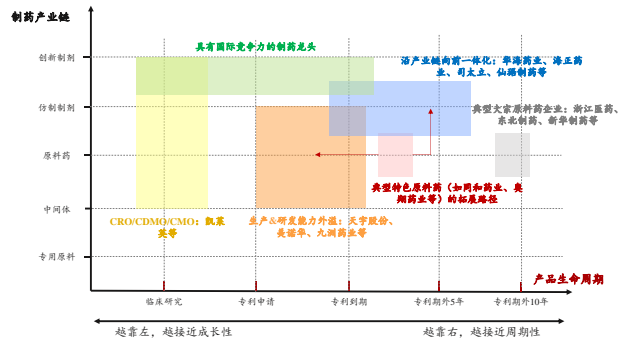
国内的转型：M 端突破走到业绩兑现节点。我们认为，国内原料药公司的优势在于工艺放大、成本控制和稳定供应，而这正是商业化项目所关注的；对于技术平台清晰、客户服务时间较长的原料药公司，随着主要产品转移注册和下游制剂的上市，陆续进入业绩兑现期，我们认为这本质上是合规产能的变现，提升了发展天花板，但同时我们也强调 CDMO 业务从积累到业绩兑现需要一定的时间，需要潜在订单波动性的影响。

图 24：中国通过欧洲 GMP 的数量：持续上升



资料来源：EMA，浙商证券研究所

图 25：国内产品型 API 公司的商业模式拓展



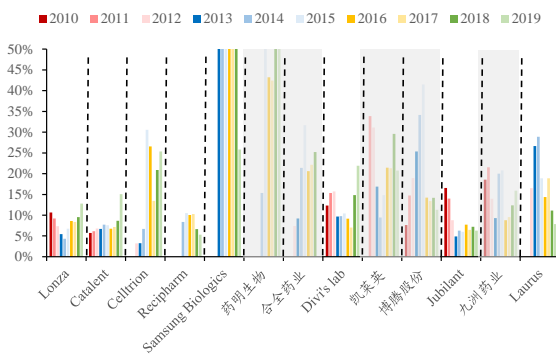
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3. 中国：技术平台拓展，加速增长前夜

我们从近 10 年财务数据的角度出发，将全球主要 CDMO 公司横向比较，全球化竞争需要全球化竞争力，在全球 CDMO 产业蓬勃发展的新阶段中，我们要重新理解中国公司的特点和比较竞争力。

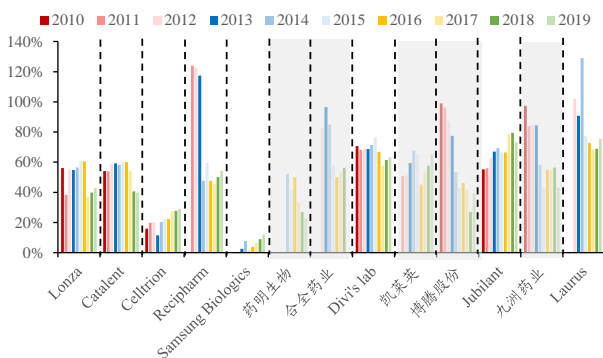
从投资水平看发展阶段和潜力：国内仍处在产能投资期，龙头公司资产回报走在全球前列。①从资本开支（注：含固定资产和无形资产）占收入和 PP&E 比例上看，国内 CDMO 公司投资力度大，2019 年国内资本开支/PP&E 平均值为 48%，显著高于国外平均值 15%，表明国内平台仍处在能力建设期和产能投资期；②从资产回报情况看，国内公司平均资产周转率为 0.45、海外公司平均为 0.49，两者差异不大，但国内龙头公司如合全药业（此处用 2018 年数据）、凯莱英资产创利能力远超海外龙头，证明了公司较好的投资效率和管理能力；九洲药业和博腾股份资产创利能力相对较低，我们认为这和公司所处的发展阶段有关。正如我们在上文的分析，CDMO 业务的盈利是阶段性、爆发性的，随着产能投资、客户储备和项目梯队的变化，我们关注到国内 CDMO 公司的业绩弹性正在发生变化。

图 26：国内外 CDMO 公司资本开支/当年收入



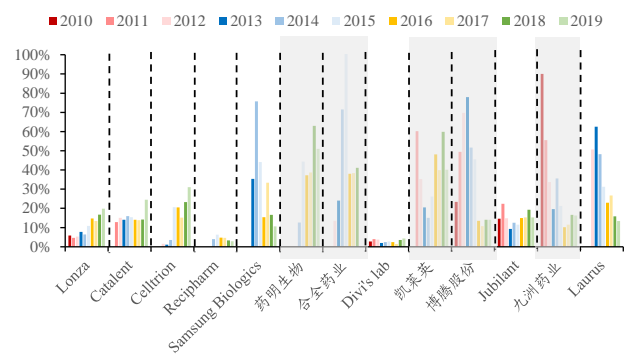
资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

图 28：国内外 CDMO 公司资产周转率



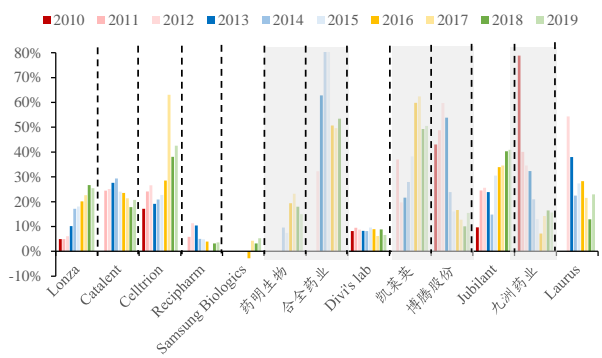
资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

图 27：国内外 CDMO 公司资本开支/PP&E



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

图 29：国内外 CDMO 公司 EBIT/PP&E

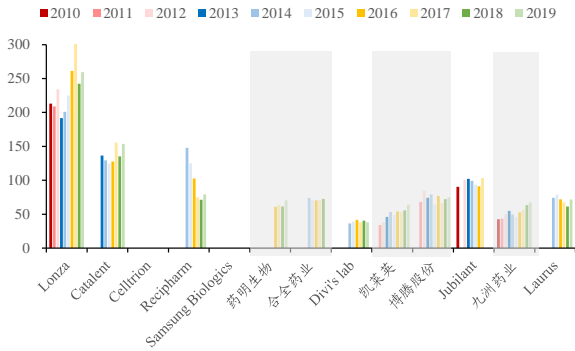


资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

从人效看边际变化：与 Lonza 有差距，但已处于全球前列，我们预期持续提升。①人均创收方面，国内龙头公司平均约为 70 万元/人/年，海外 Lonza 和 Catalent 平均为 206 万元/人/年，除了 Lonza 和 Catalent 以外的龙头公司平均为 73 万元/人/年，国内龙头与全球第一梯队仍有很大的差异，但已于其他公司差异不大。②人均创利（此处为 EBIT），国内龙头公司平均约为 15 万元/人/年，其中合全药业 2018 年人均创利约 24 万元/人/年，在

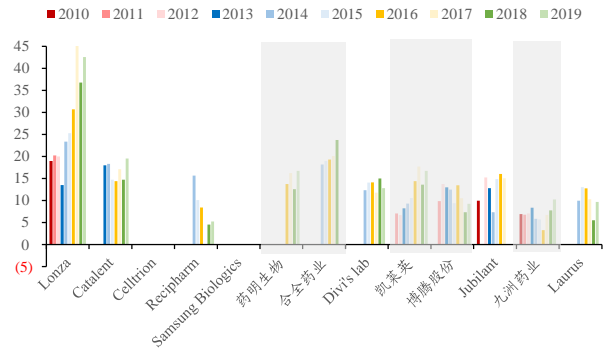
我们的样本中仅低于 Lonza（其 2019 年人均创利约 43 万元/人/年），海外除了 Lonza 和 Catalent 以外的龙头公司平均为 11 万元/人/年。人均创收和创利的数据表明，国内 CDMO 公司的经营效率和盈利能力已处在全球前列，配合产能投资和国内项目储备，我们预期人均创收和人均创利持续提升。

图 30：国内外 CDMO 公司人均创收（万元/人/年）



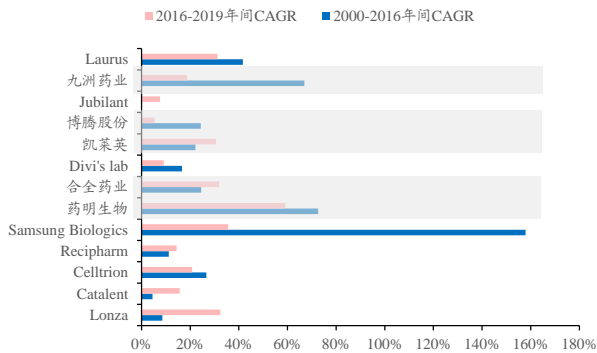
资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

图 31：国内外 CDMO 公司人均创 EBIT（万元/人/年）



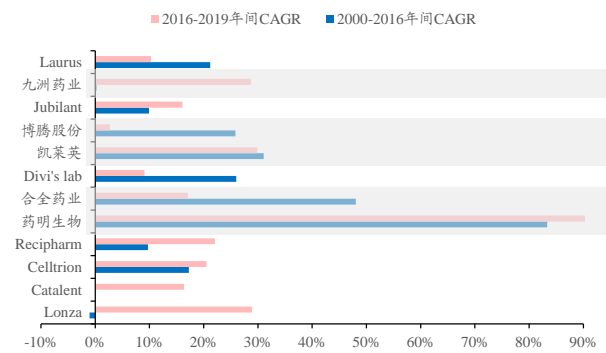
资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

图 32：国内外 CDMO 公司 2000-2019 年 CDMO 收入 CAGR



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

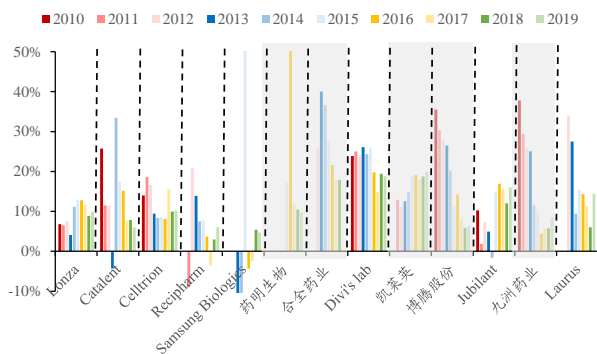
图 33：国内外 CDMO 公司 2000-2019 年 CDMO 净利润 CAGR



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

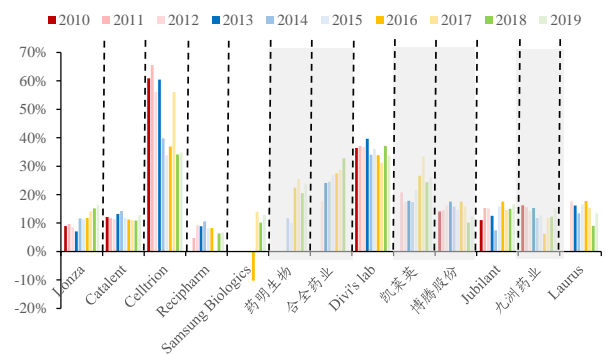
从 ROE 和回报率看中国优势：工程师红利和工业基础带来的行业 α 。正如上文的分析，国内 CDMO 平台盈利能力相对较高，2019 年样本中国内公司平均 EBIT Margin 为 22%，海外龙头平均为 18%，我们认为，这部分源于中国系统性的成本优势，既来自于工程师红利下的高效低成本的人力资源，又来自于规模化生产所需要的工业基础和产业配套，行业 α & 公司 α 作用下，我们有望见证国内龙头公司盈利能力持续提升。

图 34：国内外 CDMO 公司 ROE



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

图 35：国内外 CDMO 公司 EBIT Margin



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

4. 投资建议：寻找平台和拐点型公司

综上所述，我们建议从两个维度把握国内 CDMO 公司的投资机会：

寻找平台：我们认为，已在全产业链布局的平台型 CDMO 公司业绩增长具有更高的确定性，CDMO 业务的商业模式决定了新成长阶段中盈利能力有望持续提升，叠加中国系统性成本优势和国内创新药陆续上市带来的投资机遇，我们推荐投资者关注行业龙头药明康德，以及产业链扩展加速、国内外项目储备丰富、技术平台认可度较高的凯莱英。

寻找拐点：我们认为，CDMO 业务的商业模式决定了较高的新入局壁垒，处在业绩拐点期的 CDMO 公司成长属性更突出，从这个角度出发，我们推荐关注国内外项目进入业绩兑现期的九洲药业和博腾股份，从分子砌块出发、以规模换空间的药石科技，以及从产品型公司转型 CDMO 业务且技术平台积淀较久、项目储备丰富的原料药公司，如普洛药业、天宇股份。

表 1：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价		EPS			PE		评级
		1月12日	2019A	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	
603259.SH	药明康德	150.0	0.8	1.2	1.5	149.0	121.9	98.7	买入
002821.SZ	凯莱英	302.9	2.3	3.1	4.1	105.9	98.5	74.3	无评级
603456.SH	九洲药业	33.6	0.3	0.5	0.7	79.3	73.6	47.1	无评级
300363.SZ	博腾股份	36.8	0.3	0.5	0.8	69.1	69.3	45.4	买入
300725.SZ	药石科技	155.7	1.0	1.3	2.6	135.1	120.7	59.7	买入
300759.SZ	康龙化成	129.5	0.7	1.2	1.5	102.1	106.4	84.3	无评级
000739.SZ	普洛药业	22.3	0.5	0.7	1.0	34.9	33.8	23.3	买入
平均						96.5	89.2	61.8	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：药明康德、博腾股份、药石科技和普洛药业 2020-2021 年 EPS 为浙商证券研究所估计值，剩余公司 2020-2021 年 EPS 为 Wind 一致预期。

5. 风险提示

生产安全事故风险；环保事件导致停产风险；CDMO 业务订单波动性风险；新药上市审评进度不及预期风险；重大客户流失风险等。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>