民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 07 月 02 日

● 客户观点反馈

疫情的二次冲击对于经济带来的冲击将呈现边际递减的态势，宽松的货币和财政政策力度会根据疫情反复而调整，国内经济关键变量在于消费能力的释放；长期的经济结构将呈现消费和科技的周期波动代替地产和基建投资的周期波动。除必选消费外，关注新能源车、5G 消费电子、地产产业链等可选消费和拖底经济板块的工程机械、化工、建筑等。

● 行业观点

【民生医药】行业专题研究：从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展

—CXO行业专题报告（孙建，分析师：S0100519020002，13641894103）

本文从人效（人均创收和人均创利）及资产周转率角度，切入分析国内外医药外包（CXO）行业，判断国内外领先企业所处的发展阶段，进而对国内两个主要CXO细分“赛道”（CRO、CDMO）提出盈利能力分析的思路。最后从竞争战略角度分析国内医药外包公司商业拓展模式，并提出我们的观点：**技术驱动、可持续差异化战略是企业更优的选择。**

一、就资产周转率而言，国内CXO头部企业运营质量已接近海外同行

1）海外同行进入发展成熟阶段，CRO和CDMO因为资产属性的差异造成资产周转率差异。海内外样本CXO企业总资产周转率差距不明显：2019年，选取的7家海外CXO企业平均总资产周转率为0.56（次）；同期，选取9家国内头部CXO企业的平均总资产周转率为0.51（次）。此外，对比固定资产占比数据，我们发现海外企业固定资产占比与周转率呈反向相关，（重资产的CDMO企业周转率低于轻资产的CRO企业），而国内企业则不存在明显的相关性。这也从侧面说明国内CXO行业目前正处于产业链延伸、产能兑现的阶段。2）国内CXO处于产能快速扩张期，技术属性较高的CDMO公司资产周转率较高。从细分行业看，2019年，提供差异化业务的特色合成服务提供商药石科技及以后期和商业化项目为主的凯莱英拥有较高的周转率。3）我们更加关注新业务布局、合规性产能搭建节奏。我们认为，国内公司大多处于产能、新业务布局快速拓展期，在这个阶段，我们更加关注相关公司新业务模式拓展的兑现、新合规性产能的技术特点（比如药石科技、康龙化成、维亚生物等在CDMO领域布局、药明康德、博腾股份在基因、细胞治疗领域的布局节奏），这更加影响这一全球化产业分工的细分领域，国内公司竞争力或差异化竞争力。

二、国内CXO企业人均创收持续提高，创利能力则有望在短期内赶超海外同行

国内企业人均盈利能力目前仍落后于国外同行，但近年来较大的增速优势反映了国内企业的成长性好于国外。1）海外CXO企业人均创收能力反映了CDMO和CRO资产属性的差异。2019年，7家海外样本CXO企业平均人均创收21.8万美元，重资产属性的CDMO公司，人均创收相对高于CRO行业；同期国内行业平均人均创收66.3万元，近5年CAGR8.4%。我们认为，国内CXO行业人均创收持续提高，正处于全球渗透率提升、新商业路径突破的阶段。2）就创利能力而言，海外同

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生医药】行业专题研究:从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展—CXO 行业专题报告

【民生建材】民生建材 2020 中期投资策略报告：地产韧性，基建政策加码，水泥或持续景气

行也领先国内企业。海外CDMO公司相比CRO公司仍然处于较高的水平；国内企业创利能力增速可观，2015-2019年间CAGR18.4%，并有望在3-4年内赶超国外同行，我们认为，工程师红利正助力国内企业创利水平加速提升。

三、布局全球产业链高利润环节，“溢出”效应赋能国内药企

2016年以来，国内龙头企业如药明康德（合全药业）、凯莱英等已开始积极布局附加值更高的制剂业务，并着重发展订单量更大的临床后期及商业化生产服务。这也验证我们一直强调的观点：CDMO/CMO是供给决定需求（创造需求）的细分领域，特别是国内API和制剂环节，全球范围内面对强有力的竞争对手（欧美、日韩、印度等区域公司），提升供给端技术、质量、成本控制优势，是决定该领域能否持续提升人效的关键。同时，国内医药市场新药研发的浪潮也在引起以海外订单为主的CXO企业的重视，在提升全球竞争力的同时也开始分享国内市场红利，而在国内下游研发注册全球接轨的背景下，离岸外包公司对国内客户的赋能，类似降维切入，在其中势必享受高溢价的产业地位。

四、技术驱动可持续比较优势，α能力助力搭建优势“赛道”

深度参与全球竞争下，如何让比较优势可持续？我们认为，相比国外拥有成熟商业模式的竞争对手，国内相关公司凭借在国际竞争中工程师红利等比较优势，正处在全球产业渗透率快速提升、新商业路径快速突破的阶段。医药外包行业可持续的核心竞争力源于不断迭代的差异化能力，要素的低成本优势无法为医药外包行业建立长期优势。我们欣喜看到，国内的CXO企业中，除已经具备国际竞争力企业（如药明康德、康龙化成等），一批凸显α能力的企业正在涌现，并逐步搭建起属于自己优势“赛道”（如药石科技、成都先导、维亚生物等）。国内的CXO企业正以更多的技术可能性悄然刻画着药物从研发到生产的各个环节，技术变革引领的医药外包服务行业已从的药企需求简单供给者向赋能者转变。

投资建议：推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英。从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的CDMO产业，推荐凯莱英。

风险提示：行业政策变动、创新药研发景气度下滑、订单短期波动性、人员流失风险等。

● 个股观点

【民生电子】春秋电子（603890）公司点评：与华勤开展合作，进一步拓展业务（王芳，分析师：S0100519090004，18916064780）

6月30日，公司发布公告：与上海摩勤智能技术有限公司签署《投资合作框架协议》，拟共同出资设立目标公司；目标公司拟注册资本为2亿元，春秋电子出资占比65%，上海摩勤出资占比为35%；目标公司投资总规模为6亿元，其中3亿元来自双方出资，3亿元以目标公司实际经营情况进行再投资。

一、联合华勤开展战略合作，发挥优势协同效应

1、上海摩勤属于华勤旗下子公司，主营业务为模具精密制造、集成电路板设计及制造、智能制造，致力于手机、平板电脑、笔电、智能穿戴、IOT等技术开发和产业链整合。华勤是全球领先的多品类智能通讯终端研发设计公司（智能通讯终端ODM）。2、目标公司注册地为南昌高新区，经营范围为主要为电子电器装配、塑胶件、金属件、模具、汽车配件、五金冲压件生产、加工与销售。上海摩勤在同等条件下将给予目标公司更多订单支持，目标公司给予上海摩勤最佳商务条件。本次合作将有助于公司更好的拓展笔电、平板电脑等下游终端客户，扩大业务规模，同时协助上海摩勤整合上游产业链，共同发挥优势协同效应。

二、受益笔电外壳材料从塑料升级为金属，产品升级提升单机价值量

1、随着笔电朝轻薄化发展，笔电外壳材料从塑胶向金属材料转变。相对塑胶机壳，金属结构件散热能力更强、重量更轻、减震功能，抗冲击能力更优、容易成型、成本低于碳纤结构件。

2、戴尔、惠普等全球笔电品牌厂商积极对笔电外壳进行升级，在笔电ABCD面搭载镁铝合金等材质外壳来提升产品外观、综合强度，外壳结构件单价和毛利率随着材料升级和加工难度增加而提升。公司主要客户为联想、三星电子等企业，随着PC行业市场向联想、戴尔、惠普、三星等头部企业集中，公司具备精密模具设计、制造到消费电子结构件（塑胶、金属）的一体化服务能力，将受益外壳结构件升级趋势、PC行业复苏和笔电行业集中度提升。

三、可转债项目加码主业，产能瓶颈有望进一步缓解

本次募投项目投产后，将形成年产笔记本电脑精密结构件1260万件、汽车消费电子精密结构件140万件及200套精密模具的生产能力。本项目建设期约为18个月，由子公司合肥博大精密实施，达产后预计实现收入5.56亿元。2019年1-9月公司PC及智能终端结构件产能利用率为81.5%（新产能处于爬坡阶段，以往同期产能利用率为95.4%）、产销率为95.4%，模具产能利用率为92%、产销率为95.6%。随着可转债项目实施，产能瓶颈有望解除。

投资建议：预计公司2020~2022年实现归母净利润2.3亿、3.1亿、4.1亿元，对应PE分别为30、22、17倍。参考2020年SW电子制造行业市盈率（TTM、整体法）为38倍，公司2020年PE估值低于行业平均水平，维持公司“推荐”评级。

风险提示： 行业景气度下滑、产能投产进度不及预期、合作不及预期、汇率波动等。

【民生计算机】用友网络（600588）非公开发行预案点评：募资助力技术进步，受益云化+国产化机遇（应瑛，分析师：S0100119010012，13671899361 ）

公司公告 2020 年度非公开发行 A 股股票预案，公司拟向不超过 35 名的特定投资者非公开发行 A 股股票不超过 4.87 亿股，募集资金总额不超过 64.3 亿元，用于投资用友商业创新平台 YonBIP 项目、用友产业园(南昌)三期研发中心项目、补充流动资金。

一、定增资金投入平台研发，持续提升技术领先性

拟投入 45.9 亿于 YonBIP 平台建设，基于技术平台+中台为核心打造企业云平台。随着企业上云和业务转云的趋势越发明显，公司在明确云优先战略的同时也希望利用自身技术构建社会化商业的应用级基础设施和企业服务产业的共创共享平台，提升企业服务产业效率，增强产业整体竞争力，即 YonBIP。公司希望通过业务、数据、技术三大中台，帮助大型企业构建平台化商业运营模式，打通跨行业、通用、完整的领域云应用，并基于 PaaS 开放平台融合和伙伴的产品和服务，实现自身和产业的共同进步。

二、定增不影响实控人地位，并优化公司财务结构

用友科技定增后仍为控股股东，定增补充资金 12 亿优化财务结构。本次非公开发行完成后，按照发行上限 4.87 亿股测算，用友科技持股比例为 24.66%，仍为公司控股股东；王文京合计控制公司权益的 38.59%，仍为公司实际控制人。2017-2020 年一季度末，公司资产负债率分别为 51.97%、49.73%、52.71%和 51.76%，与同行业公司相比处于较高水平。本次定增完成后可为公司补充 12 亿现金，有望优化资产负债结构，降低财务成本，提升持续盈利能力。

三、持续看好企业数智化转型带来的上云需求，国产化替代的市场新机遇

我国企业上云需求有望持续释放，国产化给予高端市场机遇。IDC 预测我国

2020 年公有云保持 56.3%的高增速。另一方面，2018 年我国企业上云比例为 43.9%，较 17 年提升 3.6%，仍有一半以上的市场待开发，因而看好国内上云需求的持续释放，也正符合公司云优先策略。此外，2018 的高端 ERP 市场，SAP 和 Oracle 占比超过 50%，而面对国产化浪潮，用友作为国内 ERP 领军企业，将迎来新机遇。

投资建议：基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.56、0.82 和 1.09 元，对应 PE 分别为 25.1 倍，17.3 倍，13.1 倍，考虑到公司未来三年业绩高增速，PEG<1，给予“推荐”评级。

风险提示：产品价格下跌风险、产能投放进度拖后。

风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

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。