

从 ROE 看医药外包中报：景气、集聚

—医药外包行业中期动态报告

动态研究报告/医药

2019 年 09 月 12 日

报告摘要：

● 医药外包行业景气度结构性改善，集聚效应或加速

2019H1 医药研发/生产外包（简称：CXO）行业景气度整体呈现改善趋势，与生物科技投融资趋势相似。从 CXO 行业整体的盈利能力来看，2018Q4 和 2019Q1 行业整体的扣非后 ROE 达到自 2018 年来的低点，2019Q2 呈现底部改善的趋势。这也和中国制药、生物科技投融资的趋势相似，投融资景气度于 2018Q4 达到低点，2019H1 整体呈恢复趋势。

收入端环比增速同样改善，波动晚于投融资变化一个季度，同时叠加部分季节性影响。从营收单季度环比增速来看，行业于 2019Q1 负增长，2019Q2 环比改善。纵观 2017-2019 年，投融资波动整体先于行业营收环比增速波动一个季度，呈同向变化。另一方面，我们发现，2017-2019Q1 医药外包行业的环比营收均为负增长，收入端可能因为订单排期等影响具有一定的季节性波动性

景气度环比提升，自下而上看是头部公司带来的，而不是中小公司，行业集聚效应或许加速。CXO 行业中，我们对比细分领域头部企业和中小型企业，发现头部企业的 ROE 和中小型企业的 ROE 出现较大的进一步分化。2019Q2，头部 CXO 企业 ROE 出现较大程度改善，而中小型企业 ROE 持续下滑。

营业收入单季度环比增速同样分化，2019H1，CXO 行业头部企业环比增速显著快于中小型企业。

头部公司和二线公司 ROE 的进一步分化主要归因于净利率的进一步分化，表现在头部公司呈现较低的销售费用率和管理费用率，是规模性的逐步体现导致的。自 2018Q1 后，中小企业的净利率呈下行趋势，而头部企业的净利率在 2019Q2 环比改善。而净利率的分化主要表现在头部企业的销售/管理费用率方面，相比中小企业逐渐具有优势，我们认为这也是具备国际竞争力的头部企业其品牌效应、规模性的逐步体现。

● 投资建议

我们认为医药外包行业景气度结构性改善，产业集中度提升，药明康德、泰格医药、凯莱英、昭衍新药更具竞争力，盈利能力更具优势，业绩确定性强，持续推荐。

● 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。

盈利预测与财务指标

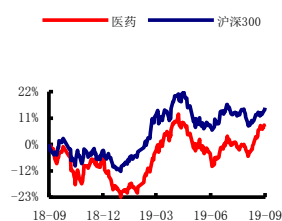
重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2019/9/11	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
药明康德	80.85	2.23	1.39	1.70	36.26	58.17	47.56	推荐
康龙化成	41.42	0.57	0.70	0.93	72.12	59.28	44.76	谨慎推荐
昭衍新药	60.04	0.94	0.94	1.3	63.73	63.87	46.18	推荐
泰格医药	58.60	0.94	0.92	1.27	62.08	63.70	46.14	推荐
凯莱英	107.10	1.86	2.44	3.16	57.69	43.98	33.93	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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

研究助理：徐默凡

执业证号：S0100119060009

电话：021-60876706

邮箱：xumofan@mszq.com

相关研究

1. 医药板块 2019 年中报总结：增长的韧劲足，逐步加仓二线龙头
2. 行业动态报告：佰仁等 3 家过会，提交注册企业增至 5 家

目录

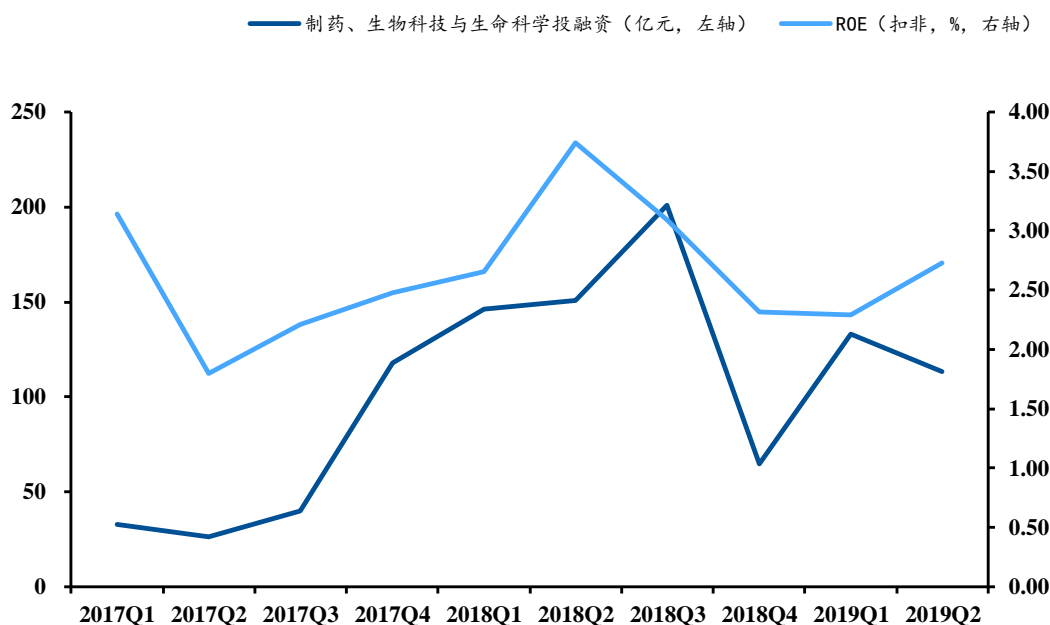
一、从中报看 CXO：行业景气度结构性改善，集聚效应或加速.....	3
二、投资建议	7
三、风险提示	7
插图目录	8

一、从中报看 CXO：行业景气度结构性改善，集聚效应或加速

2019H1 医药研发/生产外包（简称：CXO）行业景气度整体呈现改善趋势，与生物科技投融资趋势相似。我们认为国内医药外包公司的产能、订单、订单结构的改善、产能利用率情况等，一定程度上反映了国内医药外包产业整体的景气度情况，为了评估以上变量的趋势，我们借助医药外包公司的 ROE 数据，希望借此自下而上看目前行业景气度的情况，2018 年以来的数据显示 ROE 的变化和投融资景气度呈现较好的相关性，而投融资的持续景气也奠定了 ROE 的基础。

从 CXO 行业整体的盈利能力来看，2018Q4 和 2019Q1 行业整体的扣非后 ROE 达到自 2018 年来的低点，2019Q2 呈现底部改善的趋势。这也和中国制药、生物科技投融资的趋势相似，投融资景气度于 2018Q4 达到低点，2019H1 整体呈恢复趋势。我们认为，考虑到中国制药、生物科技投融资占医药研发投入重要比例，投融资的短期波动对医药外包行业的景气度具有较大影响。而 2019Q2，科创板的推进，也进一步助推了这种景气度趋势，从而使得 CXO 的需求更先于投融资的金额增加，驱动行业景气度持续。

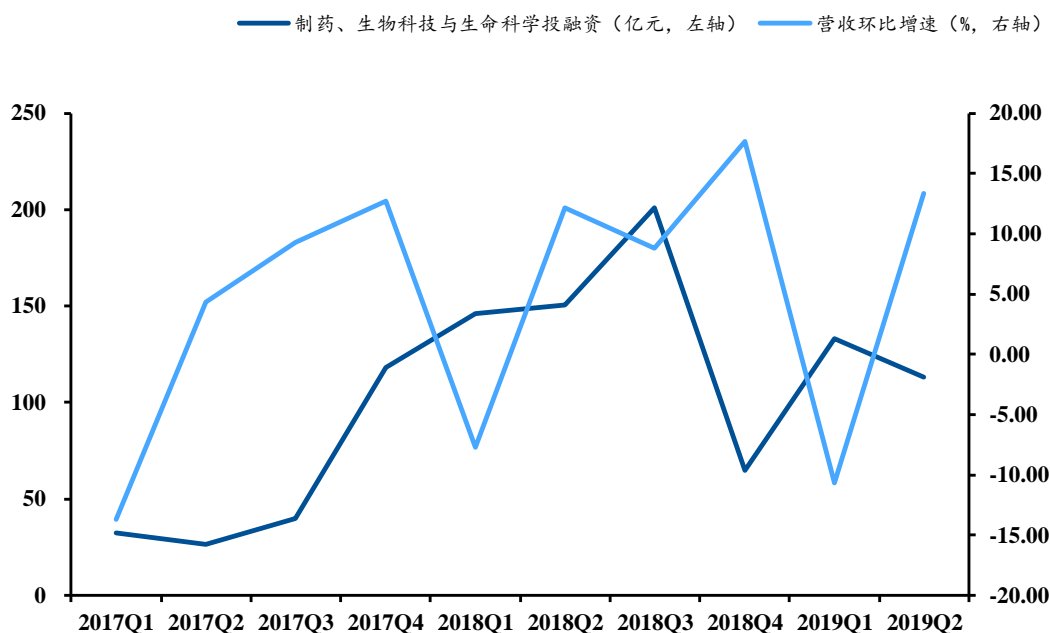
图 1：2017-2019 医药外包行业 ROE（扣非）和中国制药、生物科技投融资



资料来源：WIND，民生证券研究院（CXO 行业样本公司包括：药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、凯莱英、药石科技、博济医药、博腾股份、量子生物、亚太药业、九洲药业）

2017 年以来行业景气度季度持续环比改善。我们发现：行业收入端环比增速同样改善，波动晚于投融资变化一个季度，同时叠加部分季节性影响。从营业收入单季度环比增速来看，行业于 2019Q1 负增长，2019Q2 环比改善。纵观 2017-2019 年，投融资波动整体先于行业营收环比增速波动一个季度，呈同向变化。另一方面，我们发现，2017Q1/2018Q1/2019Q1 医药外包行业的环比营收均为负增长，我们估计收入端可能因为订单排期等影响具有一定的季节性波动性。

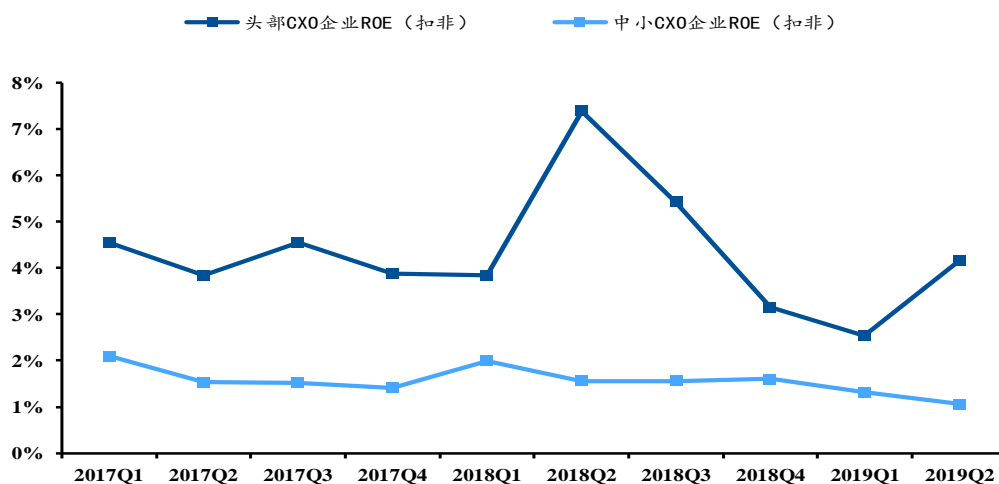
图 2： 2017-2019 医药外包行业单季度营收环比增速和中国制药、生物科技投融资



资料来源：WIND，民生证券研究院

景气度环比提升，自下而上看是头部公司带来的，而不是中小公司，行业集聚效应或许加速。为了方便评估产业集中度/分化的变化情况，我们根据公司利润体量大小将国内 CXO 公司做粗略的分类，我们对比细分领域头部企业（药明康德、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、凯莱英）和中小型企业（博济医药、博腾股份、量子生物、亚太药业、九洲药业），发现头部企业的 ROE 和中小型企业的 ROE 出现较大的进一步分化。2019Q2，头部 CXO 企业 ROE 出现较大程度改善，而中小型企业 ROE 持续下滑。因此我们认为，2019 年至今的行业景气度改善为结构性改善，盈利能力的分化或许驱动行业集聚效应进一步加速。

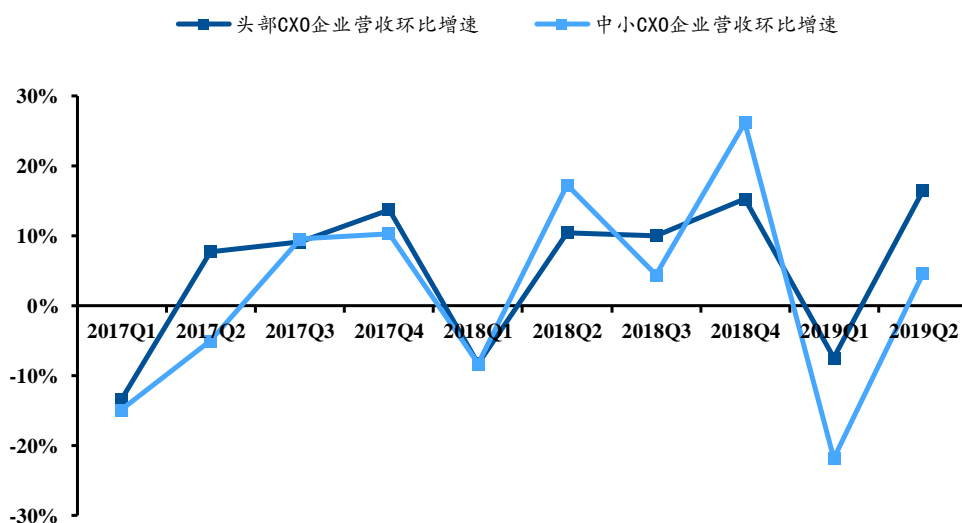
图 3： 2017-2019 医药外包行业头部企业和中小企业 ROE (扣非)



资料来源：WIND，民生证券研究院

营业收入单季度环比增速同样分化，2019H1，CXO 行业头部企业环比增速显著快于中小型企业。考虑到之前中国 CXO 行业较为分散，中小企业众多，我们认为这是一个大浪淘沙的过程，目前处于集中度持续提升的阶段。未来头部企业品牌、质量带来的订单承接能力、议价能力或许会进一步上升。

图 4： 2017-2019 医药外包行业头部企业和中小企业营收单季度环比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

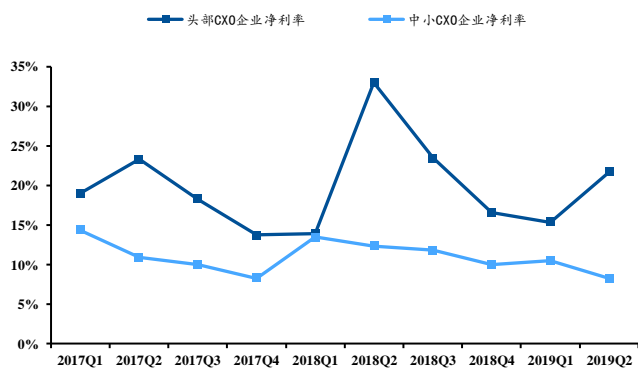
头部公司和二线公司 ROE 的进一步分化主要归因于净利率的进一步分化，表现在头部公司呈现较低的销售费用率和管理费用率，是规模性的逐步体现导致的。

自 2018 年 Q1 后，中小企业的净利率呈下行趋势，而头部企业的净利率在 2019Q2 环比改善。而净利率的分化主要表现在头部企业的销售/管理费用率方面，相比中小企业逐渐具有优势，我们认为这也是具备国际竞争力的头部企业其品牌效应、规模性的逐步体现：

- 1) 管理费用：比如自 2018Q1 起，泰格医药单季度管理费用率环比持续改善（方达上市费用有部分影响），主要归因于管理人员薪酬增加较慢，管理人员数量增长较慢。基于 CXO 行业属于高监管性行业，成熟合规的管理体系是企业发展的基石，在这方面头部企业相对更成熟，也有更多的订单收入分摊严监管带来的管理成本，因此我们认为头部企业管理费用率的降低中短期内具备持续性。可以预期，鉴于管理费用方面的优势，头部企业和中小企业的净利率差距会进一步拉大。
- 2) 销售费用：比如 2019Q1 和 2019Q2，凯莱英单季度销售费用率环比持续改善。我们发现其销售人员薪酬增加较少，而广告宣传费大幅减少。意味着随着头部 CXO 企业的国际竞争力、影响力持续增强，品牌效应放大，头部企业的订单获取更多依赖于自身品牌、质量带来的业务导流（尤其 CXO 为全球产业链，下游的客户群体又趋于分散）。

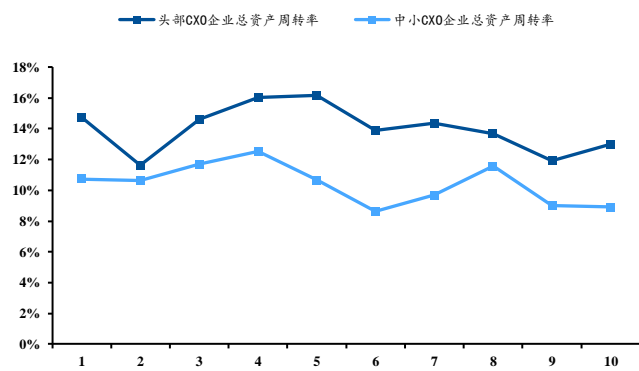
反之，对于中小型 CXO 企业，其业务拓展是一个事倍功半的过程。因此可以预期，头部企业会在商务拓展、销售上持续具备明显优势，长期来看也会进一步表现在净利率上。

图 5：2017-2019 CXO 头部企业和中小企业净利率



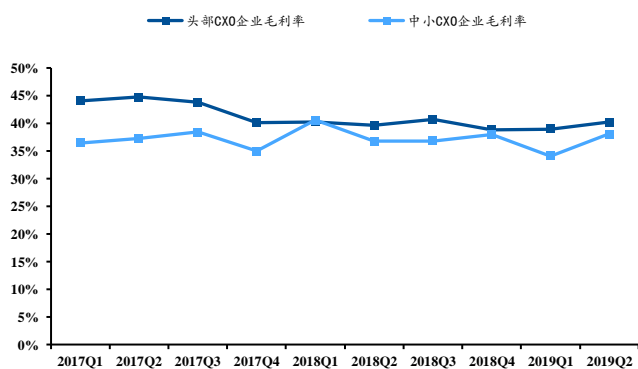
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：2017-2019 CXO 头部企业和中小企业总资产周转率



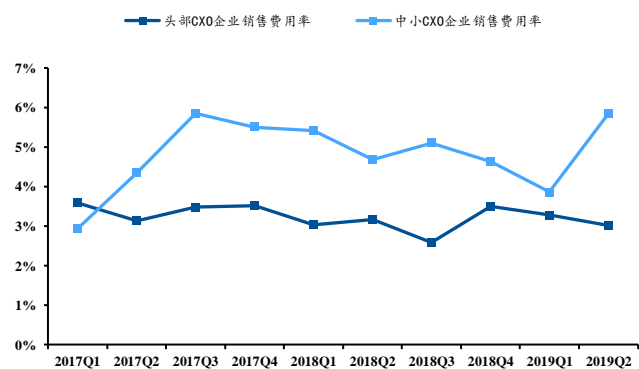
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：2017-2019 CXO 头部企业和中小企业毛利率



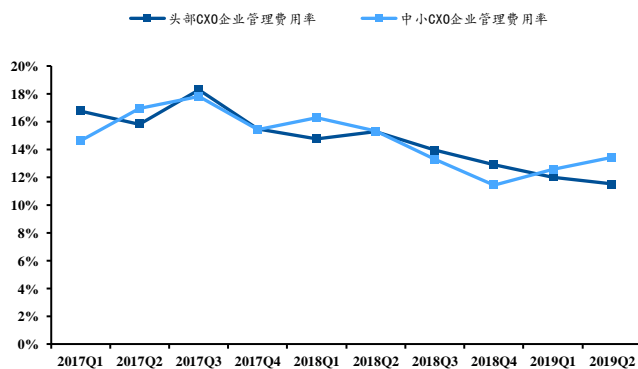
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：2017-2019 CXO 头部企业和中小企业销售费用率



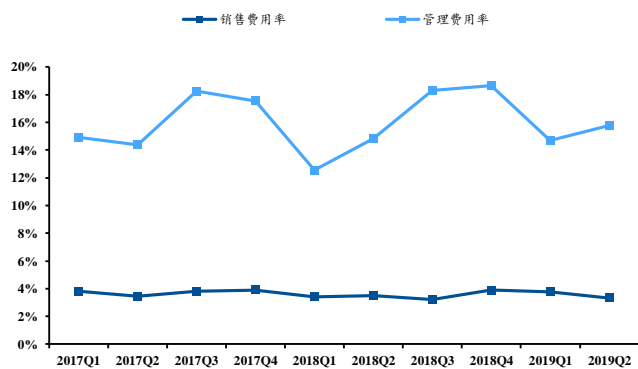
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：2017-2019 CXO 头部企业和中小企业管理费用率

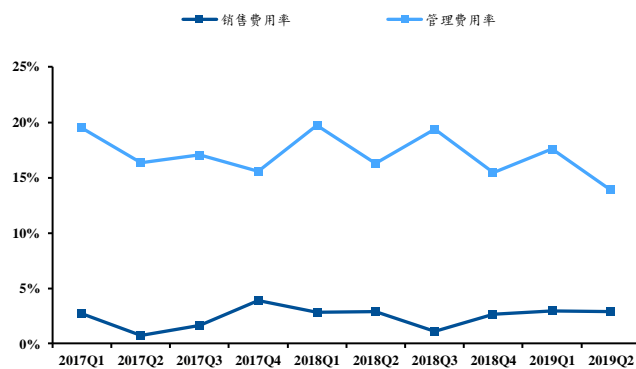


资料来源：WIND，民生证券研究院

综合来看,以药明康德为例,其国际竞争力较强,品牌知名度较高,一体化平台优势明显,长期来看,其订单会越来越来源于公司不同业务间的导流,从而在商务拓展、订单承接上更具优势。我们也认为,从管理的角度,CXO 公司的发展是职业经理人化的过程,而药明康德相对是更为成熟的职业经理人化的公司,从效率具有相对竞争优势。从这两方面,长期来看,CXO 头部企业的规模性会持续放大,盈利能力更具优势。

图 10: 药明康德销售费用率和管理费用率


资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 11: 泰格医药销售费用率和管理费用率


资料来源: WIND, 民生证券研究院

二、投资建议

我们认为医药外包行业景气度结构性改善,产业集中度提升,药明康德、泰格医药、凯莱英、昭衍新药更具竞争力,盈利能力更具优势,业绩确定性强,持续推荐。

三、风险提示

药品审批政策变动带来的不确定性风险: 医药外包行业的景气度直接以来下游药品研发市场,而药品研发作为高监管的行业,药品审批政策是其中重要的影响,国内处于药品审批政策国际化接轨过程中,药品审批政策变动或许会给行业带来短期波动性风险;

创新药研发景气度下滑的风险: 药品研发受多方面因素的影响,除了审批政策,还有投融资的情况及具体企业的研发项目的成功与否的风险,直接会影响相关外包公司合同执行过程中的收入确认等的变动。

订单短期波动性导致业绩短期波动性增加的风险: 作为合同制的公司,订单的短期波动或收入确认节奏的变化,会影响相关公司的短期业绩的波动性,导致业绩也预期性不强的风险。

插图目录

图 1: 2017-2019 医药外包行业 ROE (扣非) 和中国制药、生物科技投融资	3
图 2: 2017-2019 医药外包行业单季度营收环比增速和中国制药、生物科技投融资	4
图 3: 2017-2019 医药外包行业头部企业和中小企业 ROE (扣非)	4
图 4: 2017-2019 医药外包行业头部企业和中小企业营收单季度环比增速	5
图 5: 2017-2019 CXO 头部企业和中小企业净利率	6
图 6: 2017-2019 CXO 头部企业和中小企业总资产周转率	6
图 7: 2017-2019 CXO 头部企业和中小企业毛利率	6
图 8: 2017-2019 CXO 头部企业和中小企业销售费用率	6
图 9: 2017-2019 CXO 头部企业和中小企业管理费用率	6
图 10: 药明康德销售费用率和管理费用率	7
图 11: 泰格医药销售费用率和管理费用率	7

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

徐默凡，研究助理，复旦大学药学学士，格拉斯哥大学国际金融硕士，2019年5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。