

# 雪球访谈

全球医药领域的投资机会在哪里？

2019年01月10日

**雪球**

聪明的投资者都在这里

## 免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

## 版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



# 访谈嘉宾



Stevevai1983 V 雪球2018年度十大新锐用户

## 访谈简介

2019新年伊始，在国内还在为4+7集采恐慌之时，全球「广谱抗癌药」领域重磅并购频频发生。1月3日，百时美施贵宝宣布740亿美元收购新基医药；1月7日，礼来宣布将以每股235美元的现金(约合80亿美元)收购LoxoOncology的所有流通股份，交易预计一季度完成。

全球医药领域的投资机会在哪里？新背景下国内医药投资的机会又在哪里？\$小丰基金(P000566)\$目前采用收益互换，已经在全球市场范围内完成了医药相关布局，欢迎小丰基金的主理人张小丰@Stevevai1983和大家交流探讨~

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 料峭春风吹酒醒TT:

对[@Stevevai1983](#) 说: 基因相关的龙头企业?

[答] Stevevai1983:

这些都在美股。比如BMRN, ONCE。大的还有诺华。A股没有什么基因企业。

[问] 布谷99:

对[@Stevevai1983](#) 说: 怎么看现在美股市场上频繁的大额并购行为? 是否存在泡沫? 然后小丰基金目前的A股医药美股医药以及港股医药的配置轮动策略是什么?

[答] Stevevai1983:

美股的IBB和XBI指数在去年Q1的时候估值非常高。下半年开始降温小企业为主的XBI指数从最高点跌幅有30%之多。我关注的大量个股跌幅更大, 腰斩是常态。这个背景下整体估值下降很快, 创造了产业资本并购的条件。

2019年开年就有2个重量级并购。百时美施贵宝740亿收购巨头新基, 礼来80亿收购小公司Loxo。收购带动了版块整体的估值上升。今年才开盘几天XBI已经涨了12.6%。但我也并未看见明显的泡沫情况, 估值还是比去年Q1低很多的。今年说不定还有重磅收购。安进, 吉利德, 艾伯维等企业都是手握巨量现金而且都有增长压力在。

小丰基金并不刻意轮动。只是买全球我认为最好的药企投资机会。会涉及大药企和中小药企, 有中国的也有欧美的企业。有好的投资机会就买。而且持有最优秀的企业是一种很舒服的状态。

美国药企和中国A股的相关性几乎为零。所以同时能增加组合的非相关性。大家可以关注我的基金, 理论上从12月中旬以后因为收益互换的开通波动率会下降。

[问] leaf7:

对[@Stevevai1983](#) 说: 十年后肯定有超过万亿市值的医药公司诞生, 你认为在

哪个新分领域会出现。

[答] Stevevai1983:

不知道你是指中国药企还是全世界？世界范围超过万亿人民币的药企有好几个。中国目前最大的还是恒瑞的2000亿人民币。我并不肯定10年会有万亿级的中国药企。实际上我对这个表示悲观的。

可以做一个简单的推理。股票的估值和增速成正比。万亿企业的体量这么大，那么增速不可能还是高速增长。外加药企天生还有专利悬崖这个阻力。那么就乐观算一个25PE吧。1000亿需要400亿利润。假设20%的净利润率。那就是2000亿的销售。现在恒瑞才多少销售？10年之内有企业能卖高毛利的产品到2000亿规模吗？复合增速要多少？难度相当的大啊。而且万亿级药企大概率是国际化企业，是要卖到全世界的。那么就躲不过临床和药品爬坡的时间。目前中国药企在海外最高的销售预期药物可能也就是10亿美元而已。如果是全新的东西上市都6~7年以后了，销售爬坡还需要几年。。

[问] 狂撸的作手:

对@Stevevai1983 说：S大好，怎么看恒瑞的国际化进程？或者说恒瑞要国际化，必须经过那些考验？

[答] Stevevai1983:

目前看来恒瑞国际化的决心非常大。必须经过的考验主要是3点。

1：临床推进。恒瑞在海外目前是推不动临床的状态，效率极低。说到底还是还没有国际化的团队。对比百济推海外临床就很快，因为百济的团队本身都是来自国际化的大药企。

2：销售。海外销售团队的建立。

3：企业文化。中国大多数企业的企业文化放在美国是做不走的。比如不给美国员工买好的保险，压榨的厉害。这种氛围适合工程师，不适合科学家。、

恒瑞自己也承认在交学费。但是有决心有资源还是有成功的概率。

[问] 投资无限：

对@Stevevai1983 说：授之以渔吧，请问您是去哪里找这些英文的临床试验资料？

[答] Stevevai1983：

SA上有大量资料。<https://seekingalpha.com>

[问] 蛋挞蛋蛋：

对@Stevevai1983 说：1.请问收购新基对恒瑞影响如何？2.如改变商誉计提方法，请问医药并购产生的商誉对医药行业影响如何？

[答] Stevevai1983：

百时美施贵宝对新基的收购和恒瑞没有任何影响啊。。改变商誉计提方法对恒瑞也没影响，因为恒瑞都是内生增长。对大面积并购的企业的账面影响很大。

[问] 我玩游戏：

对@Stevevai1983 说：请问信达现在早期的药物中哪些可以重点观察么

[答] Stevevai1983：

信达早期药物中值得关注的是CD47，虽然我现在对这个靶点表示谨慎悲观。另外就是从INCY买来的3个小分子药物。这3个药物都是很不错的。有希望上市。而且遥遥领先国内对手。

[问] 萌酱荔枝：

对@Stevevai1983 说：集中采购能推行下去吗？

[答] Stevevai1983：

一定会进行下去。这是大方向。只是细则有可能会修正一些bug。仿制药价格下降是长期趋势，千万不要以为是一次性的事件。这会是一个长达10~20年的事件。

[问] 股海一抹红:

对@Stevevai1983 说: 和医药巨头强生战略合作的金斯瑞生物技术前景如何? 谢谢

[答] Stevevai1983:

金斯瑞的BCMA CART目前进度全球第二。我认为最大的压力不是CART的竞争而是来自跨界的双抗。如果双抗能有1代CART 70~80%的功效那么这种一代自体提取CART的商业价值就变得太小了。所以关注CART的人都应该多多关注一下抗体届的发展情况, 还有就是新一代异体CART的研发情况。

[问] Cmon:

对@Stevevai1983 说: 新基和BMY的收购案目前还有14%左右的套利空间, 而\$Loxo Oncology(LOXO)\$ 的收购案只有约1%的套利空间, 请问市场对新基收购案的担忧主要在哪里? (新基收购案需要融资, 耗时较长, 金额也比较大, 可能有关?)

[答] Stevevai1983:

LOXO的收购是直接纯现金。所以股价一波到位。

新基的收购方案是股票+现金。具体是1股新基 = 1股BMY+50刀。

所以这个收购的价值还取决于BMY的股价。

BMY目前是47元。那么新基的价值就是97元。但是股价是浮动的, 这个交易如果顺利预计要到今年Q3才能完成, 那时候BMY多少股价也是未知数啊。自然新基的股价就会留一点“安全边际”。

[问] 回到小时候:

对@Stevevai1983 说: s大专注医药领域, 您的基金资产配置里面股权类除了医药您还有其他哪方面的配置

[答] Stevevai1983:

医药最多, 其他还有金融, 消费, 科技

[问] RabbitRun:

对@Stevevai1983 说: 请问兄台如何看待药明生物? 我觉得一句话定性, 可否说是: 在一个不错的赛道上卖铲子, 公司自身也不错, 但就是不便宜 (甚至太贵)?

[答] Stevevai1983:

生物制药肯定有大发展, 这几乎是100%的确定性。药明作为卖铲子的肯定也会有发展。而且药明的技术实力很强。但药明的估值较高, 而且这个企业很复杂, 集团拆成了3个部分然后到处上市。资本运作的厉害。个人是比较反感资本运作型公司。

[问] 素色长行:

对@Stevevai1983 说: 请问为何中国的生物药研发跟世界勉强同步, 但小分子药物相差好多年呢?

[答] Stevevai1983:

你这个预设结论是错的。中国生物药和小分子药和国外都有巨大的差距。差距主要在中国目前只能借鉴和山寨。别人能first in class原创。

[问] xiaolongbaobaba:

对@Stevevai1983 说: 您好, 2018年医药股如此跌法, 这个究竟是医药股投资逻辑变了, 还是像当年的三聚氰胺对乳业的打击和塑化剂对白酒的打击的逻辑一样么? 是机会还是陷阱? 还有天马行空一点的想法, 需要考虑中国是社会主义, 与国外的医疗体系是有差别的呢? 毕竟中国的政策制定还是不一样的, 谢谢

[答] Stevevai1983:

集采是国家的大方针。这不是一次性的事件。这是一个长期的持续事件。预计10~20年。只是说有可能一些规则会更新。仿制药价格永久性的下降是不可避免的。本身中国仿制药这么贵也是不合理的。

目前的政策很极端, 创造了囚徒困境的局面。我们假设这政策不更新, 推广到全国。那么对仿制药行业打击太大了。大量企业会破产, 大量药品会消失 (或者质量下



降)，大量药品会出现垄断局面。药品垄断也不是什么好事情，出一点问题就全国断药。

我们从最坏的情况预估：政策完全不变。那么就要特别小心靠单品仿制药发展的企业。未来只有产出效率极高，有海量品种的企业能继续发展。

[问] 迷惑的赢家：

对@Stevevai1983 说：以您的判断，带量采购会在药品品种和其它地区推广吗？这种制度所涉及的品种是否先天上就会导致医药企业的激烈降价以抢市场份额的自杀式竞争吗？谢谢

[答] Stevevai1983：

国家是不希望这么快推广的。但是地方政府可能不同意啊。凭什么你们这边6毛钱的药到我这里要6元？而且企业也有串货的风险。因为串货利润太大了。会有人铤而走险的。政策不更新那么自杀式竞争肯定会时不时出现一下。

[问] 爱上走：

对@Stevevai1983 说：请问怎么看中国生物制药的产品管线？目前看是不是有不错的赔率？

[答] Stevevai1983：

中生分2块。仿制药方面中生有全国最大的管线。而且里面也有很多高难度品种。未来中生上市几百个药品也是可以预期的。

创新方面中生目前有安洛替尼已经上市，潜力很大。但是后续产品处于断层的局面。现在已经开始积极布局，但是药品都绕不过时间，这些布局到大规模收获的都是很多年以后。

不谈估值部分。

[问] 日初日落：

对@Stevevai1983 说：觉得麦迪逊医药Mdco怎么样？

[答] Stevevai1983:

麦迪逊医药就看从ALNY买下的RNA PSCK9药物的效果。这属于0/1事件。失败了就是毁灭价值，本金永久损失。成功了那么股价估计会涨很多。

[问] 海安之民:

对@Stevevai1983 说：请张总点评一下海正药业的生物制药研发管线品种，在后面单抗生物类似药的竞争中地位，海正药业有再次腾飞的能力吗？

[答] Stevevai1983:

这个是一个竞争极度激烈，争分夺秒的行业。效率要起决定性作用。那么管理层拖后腿长期来看就会毁灭价值。现在海正管理层也换了，不知道会不会提升企业的效率。

海正是很早就布局生物类似药的。但是现在也没什么明显优势了，就是因为效率低。我们假设一个效率很高的企业在当时一起布局，那么现在应该已经上市首仿赚大钱了。

[问] Duzd:

对@Stevevai1983 说：中国医药从销售流通市场要走向研发、销售齐头并进的市场了吧，后续怎么布局，2019年上市和非上市的药企，哪一类值得去投资，目前主流还是想投资化药市场，中药市场，原料药和生物制药板块好像不看好。嘉宾怎么看

[答] Stevevai1983:

非上市企业我也没渠道买啊。。。那么只能关注上市企业。布局上来说我还是看好创新。真能做出好东西就不愁卖不出去。

[问] 谦谦77:

对@Stevevai1983 说：问下集采对中生的影响，大概占多少利润？预计什么时候影响结束？

[答] Stevevai1983:

中生绝对是中枪的一个。恩替卡韦这个品种直接玩完了啊。更惨的是顺带把未来更好的TAF给灭了。TAF在恩替卡韦6毛钱的情况下根本不可能卖高价啊。第一波影响可能2~3年吧。要靠新品去填坑。

[问] 超声:

对@Stevevai1983 说: 您看好中药的发展前景吗? 您对中药品牌、OTC端有什么看法? 如果您看好中药, 最看好什么股票? 谢谢!

[答] Stevevai1983:

不看中药。。。我个人希望中药不要有好的前景。

[问] Cmon:

对@Stevevai1983 说: 新基和BMY的收购案目前还有14%左右的套利空间, 而\$Loxo Oncology(LOXO)\$ 的收购案只有约1%的套利空间, 请问市场对新基收购案的担忧主要在哪里? (新基收购案需要融资, 耗时较长, 金额也比较大, 可能有关?)

[答] Stevevai1983:

回复@Cmon: 你可以多空组合套利。但是如果交易失败。那么2头打脸。所以预留一点空间也是正常的。//@Cmon:回复@Stevevai1983:S大你的看法不对啦, 看来你没有仔细阅读过公告。这个套利空间的存在, 应该还是有市场担心收购会失败的风险, 和BMY股价的浮动没有关系。想请教一下, 关于收购是否会失败的风险你怎么看呢? 而LOXO收购这个价差基本就是市场认为肯定会成功了~

现在由于1股BMY+50刀的价格大于1股新基的价格, 所以存在套利空间, 至于BMY股价浮动的风险, 通过构建一个做空一股BMY再做多一股新基的组合, 就可以完全规避掉了股价浮动的风险了。美股的融资融券利率很低, 远远低于套利空间的年化收益率~另外完整的方案还包括一个CVR啦, 大概值2-3刀 (SEEKING ALPHA上的结论) ~

[问] 让风吹zz:

对@Stevevai1983 说: 贝达药业怎么看谢谢, 有没有潜力

[答] Stevevai1983:

贝达药业受到4+7打击很大。AZ的药物大幅度降价。那么你艾克替你也要降价才能竞争。未来的管线ALK那个药空间也不大。A股的规则也让贝达不能放手一搏: 要ST退市的。。。

[问] 风中3000:

对@Stevevai1983 说: 是否会有新的大资金认可的医药估值体系, 如果有什么时候可以确定下来?

[答] Stevevai1983:

这个思路是很危险的。不要期待别人给出更高的估值来接盘。应该把精力放在分析企业营收和利润前景上。一个企业如果未来长期快速增长营收和利润, 那么股价也会上来的。除非你买的时候是极度泡沫。但目前是熊市显然没有估值泡沫。

[问] 渔夫浩哥:

对@Stevevai1983 说: 日本排名前五位的制药企业大概市值在1500-2000亿人民币左右, 5年后中国的头部制药企业市值估计能达到怎样的水平呢? 谢谢

[答] Stevevai1983:

变量太多不好说。可能是1000~3000亿的水平。也有可能国际化超预期打开天花板。

[问] 天山Tianshan\_Tech:

对@Stevevai1983 说: 请问您如何看待生物制药管线的成功概率, 相对化药, 是否今年生物制药研发成功率会高很多?

[答] Stevevai1983:

生物药比化药难, 也比化药贵。成功率并不会比化药高啊。目前中国研发效率高是因

为都是搭顺风车借鉴和山寨。。省略了失败率最高的探索阶段。

[问] 学习小菜鸟:

对@Stevevai1983 说: 国内糖尿病研发企业有哪些有优势的在研产品

[答] Stevevai1983:

恒瑞夫妻店豪森的长效GLP申请上市了。豪森也在IPO中。这个品种值得重点关注。

[问] 剑无痕:

对@Stevevai1983 说: 中国的创新生物药企业，哪几家最有望成为国际巨头？

[答] Stevevai1983:

先别谈这么广大的目标，先成为国内巨头吧。目前最有戏的肯定是百济，信达啊。看看君实能不能黑马。

[问] 恒瑞十年:

对@Stevevai1983 说: S大，您好，仅在国内范围，如果将中国的医药股用一超多强概括，一超是恒瑞，那请您说说您认为的多强，谢谢

[答] Stevevai1983:

恒瑞一超+多强这个概念可能有些高估恒瑞了。恒瑞优势没有这么大。一个药企如果开发出一个海外卖20~30亿美元的重磅立马就达到了恒瑞的高度。。。未来中国最大的药企不一定是恒瑞。恒瑞要维持绝对优势必须原研药国际化成功。这个不是100%成立的。

[问] echodomini:

对@Stevevai1983 说: 请问S大，医药小白如何快速了解医药领域，如何发现医药领取的投资机会？

[答] Stevevai1983:

没有速成法。大量阅读国内外药企的各种信息就是最好的方法。把这个领域所有主要企业都了解了，那么你对这个行业也就了解了。

[问] 投资者薛叔:

对@Stevevai1983 说:小丰，你这身形，实在看不出来你哪里小。

[答] Stevevai1983:

名字低调，不求大富大贵。稳扎稳打小小的丰收就够了。

[问] Henman1985:

对@Stevevai1983 说:对Abbvie怎么看？修美乐专利到期以后，他家的几个重磅能填坑不？看现在的股价倒是不贵

[答] Stevevai1983:

ABBV这个公司的销售能力超强。研发能力也强。修美乐在欧洲大幅度降价来对抗生物类似药。在美国和N个企业签订协议2023年类似药开始上市。介于同时上市的企业太多，最后大概率也是降价80%左右来维持市场。。。这肯定是一个大坑。

目前来讲填坑就靠4个药物：BTK，IL23，Jak1，Elagolix。这4个药物前景广阔都是重磅。还有就是ABBV有钱，真压力大了可能分分钟就做一个百亿级的收购来一起填坑。我表示谨慎乐观ABBV能扛过修美乐的史诗级大坑。

[问] Cmon:

对@Stevevai1983 说：新基和BMY的收购案目前还有14%左右的套利空间，而\$Loxo Oncology(LOXO)\$的收购案只有约1%的套利空间，请问市场对新基收购案的担忧主要在哪里？（新基收购案需要融资，耗时较长，金额也比较大，可能有关？）

[答] Stevevai1983:

回复@Cmon: Loxo这边成功率太高了，无限接近100%。礼来投资者不会大费周章否决一个80亿规模的收购。新基这边主要阻力是BMY的股东。这种规模的超级并购很多人是很担心的。另外会不会出现行政干预？因为BMY明说要"协同"要“每年省钱25亿”就是大规模裁员嘛。特朗普不会高兴的。。。往好的地方看，这协议的分手费20亿，很有诚意了。//@Cmon:回复@Stevevai1983:和2头打脸什么的没关系，LOXO的收购一样可能失败，失败的话直接跌30%-40%，更惨。还是想问关于这个收购是否有风险失败，S大你怎么看呢？两家协同性怎么样，有没有可能被股东大会否决了之类的？

[问] 天山Tianshan\_Tech:

对@Stevevai1983 说: 请问您如何看待生物制药管线的成功概率，相对化药，是否今年生物制药研发成功率会高很多？

[答] Stevevai1983:

回复@最菜的: 你现在自己研发出一个全新的吃鸡游戏会侵权么。。。//@最菜的:回复@Stevevai1983:外行有个疑问，你说的这个借鉴山寨顺风车，没有法律保护，不算侵权吗…………

[问] 天山Tianshan\_Tech:

对@Stevevai1983 说: 请问您如何看待生物制药管线的成功概率，相对化药，是否今年生物制药研发成功率会高很多？

[答] Stevevai1983:

回复@最菜的: 不亏，回报大啊。出重磅就是一年几十亿美元的药物，夸张的甚至一年超过100亿美元。而且毛利率85~95%。你跟随的也就是在中国玩玩。或者去美国吃一口剩饭。//@最菜的:回复@Stevevai1983:那第一批探索的人有点亏啊…………

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!



# 没别的 就是比人聪明



**雪球**

聪明的投资者都在这里