

雪球访谈

专访余文心：医药股的赛道、护城河与管理层

2020年09月21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



海通余文心

访谈简介

中国的医药产业目前增长的驱动力来自于医保支出增长、商业医疗保险支出增长及民众支付的增长。其中医保基金支出的增长在未来一段时间仍然是主要增长动力。

余文心认为，在疫情影响及经济增长新常态下，医药行业还能维持接近于2倍GDP的增长，是一个不可多得的好行业，这意味着行业总会有很多新的未满足的需求诞生并且被购买，阶段性肯定有能超越或者大幅超越行业增速的公司。

从业11年的医药行业首席如何看医药股影响因素与投资逻辑？又该如何评价医药公司的护城河？本期雪球访谈专访海通证券医药首席余文心，访谈于今天17:00开始后将会看到嘉宾对问题的一一解答，快来发起提问吧！

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：恒瑞医药(SH600276),智飞生物(SZ300122),药明康德(SH603259),迈瑞医疗(SZ300760)

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] 哈尔哈尔:

对@[海通余文心](#)说: 作为从业11年的医药行业首席, 您怎么看医药股影响因素与投资逻辑?

[答] 海通余文心:

影响医药股投资的三个因素为政策、业绩、催化剂。中国的医药产业目前增长的驱动力来自于医保支出增长、商业医疗保险支出增长及民众支付的增长。其中医保基金支出的增长在未来一段时间仍然是主要增长动力。她认为, 在疫情影响及经济增长新常态下, 医药行业还能维持接近于2倍GDP的增长, 是一个不可多得的好行业, 这意味着行业总会有很多新的未满足的需求诞生并且被购买, 阶段性肯定有能超越或者大幅超越行业增速的公司。比如创新药, 一定具有巨大的机会, 只不过放量的速度越来越快, 产品生命周期越来越短, 对创新的要求越来越高。而对于投资而言, 重要的是找到产业腾笼换鸟的过程中, 能够成长为龙头的公司。

这也衍生出来一个问题, 在目前龙头的估值已经很贵的情况下, 未来医药股如何投资? 她认为, 买未来5-10年能成为龙头的公司, 不论它今天是龙头还是二三线。医药股从来买的是成长而不是便宜, 只不过每个历史阶段的成长股不一样。

[问] 哈尔哈尔:

对@[海通余文心](#)说: 您报告中看到医药A+H股医药排名前20的榜单一直在变化, 而且变动很大, 如何抓住未来5-10年还能留在榜单上的公司?

[答] 海通余文心:

成为龙头应该满足三个条件, 赛道好(选择比努力更重要)、核心竞争力强(拥有无可比拟的护城河)、优秀的管理层与治理结构。我在从事卖方行业研究的十年中做了一系列研究, 讲述医药领域各个细分行业包括的制药业、医疗服务、CRO、医疗器械、药店、疫苗、血液制品、中药资源品等等的过去十年, 以及未来十年对这个行业的判断。我提到研究企业好似研究一个人, 深刻地理解过去、理解企业家在每一个历

史大变革时期做的选择、理解十年期的路径选择的差异，才能更好的预判未来。

从以下榜单可以看到，A+H股当前榜单上的前20家公司，有17家都是新面孔。十年前的前20，只有恒瑞、白药、复星医药一直在榜单。新增的17家公司中，有3家big pharma中国生物制药、瀚森和石药，3家CRO公司药明生物、药明康德、泰格医药，4家疫苗智飞、康泰、华兰、沃森，1家医疗服务爱尔眼科，1家医疗器械迈瑞，2家互联网医疗阿里健康平安好医生，2家类消费品公司长春高新、片仔癀，1家biotech百济神州。为什么是他们？未来5年又会是谁？我们总是高估一年的变化，却忽略5年间的变化。用更长的视角去找到明日之星，去审视哪些赛道、哪些维度更容易长出大牛股，是我们每天都在思考的问题。

[问] 哈尔哈尔：

对@海通余文心 说：能否就抓医药股龙头，能否给我们举一些具体的例子？

[答] 海通余文心：

以市场最为认可的几家龙头恒瑞医药、爱尔眼科、药明康德、迈瑞医疗、泰格医药为例，它们都具备以下特点：十年前都是好赛道，但十年前公司的核心竞争力远不如当下。这5家公司过去的十年，就是一部管理层在好赛道中不断夯实自己护城河的历史，也就是拉大与竞争对手差距的十年。

以恒瑞医药、中国生物制药、迈瑞医疗三家公司为例，这三家公司是中国医药企业过去十年研发投入在100亿左右的三家公司。十年前管理层决定把钱和时间花在哪里，极大的决定了企业的未来。当年研发投入铸就的护城河，是当下竞争对手再投100亿，也难以复制和超越的。2018年的集采让所有从业者都意识到唯有创新才有未来，可是时光倒流5年、10年，彼时的中国药政还未改革，当年投研发的不确定性极大，买批文、投销售才是最好的方式。恒瑞2000年登陆A股资本市场募投资金4.7亿元，当年有20家医药企业在A+H股上市，唯有恒瑞在2001年宣布建立研发中心（上海），一期投入1亿元，从事新药和新剂型的研发。最卓越的企业家，在产业方向不明之时提前多年做布局，而这决定了公司长期与竞争对手区隔的护城河。

以药明康德、泰格医药为例，都是各自所处CRO领域的龙头。2000年药明康德成立，同期有多家临床前公司诞生于上海、北京。2007年药明康德美股上市，募集资金1.85

亿美元，其中1.5亿美元用于收购美国临床前CRO公司AppTech，获得生物服务产能及医疗器械服务能力，同时还扩大了美国客户市场。随后经历金融危机的重大冲击，回暖之后坚定进入CDMO、生物药等领域，开拓了CRO公司一体化之先河。泰格医药2004年成立，伴随中国创新药公司的兴起而壮大。泰格并非市场最早的CRO公司，其核心竞争力是管理层极强的对人才的管理能力，得以在这个进入壁垒极低的行业成为龙头。

以爱尔眼科、通策医疗等为例。三家优秀的医疗服务公司，赛道宽、竞争力突出、管理层优秀，在大浪淘沙的医疗服务行业实现十倍以上增长，创始人均有房地产从业经历，却比纯技术出身的医务工作者更理解管理的控制与扩张。

[问] 哈尔哈尔：

对@海通余文心 说：您开始提到了很多怎么看公司的方法，我们理解赛道、护城河是非常重要的，但对于您所处的卖方研究行业，您怎么评价它的护城河？

[答] 海通余文心：

第一，以我们团队为例，十年前我们就选择了一个特别好的赛道：医药。我相信这个赛道会越来越好，有一组数据可以证明，十年前医药股市值占A股总市值仅3%，而今天这个数字变成了10%，机构超配医药会是个常态。

第二，我们每个卖方研究团队都得寻找自己的护城河。

首先谈一下我们的目标，过去十年，我们花了很多时间在研究企业，以及创造历史的人与企业家。研究财报，以及数据背后的赛道、护城河、管理层与治理结构，是医药股投资中最重要的事。我们成功的经验、踩雷的教训、看对看错的反思，使得我们推荐股票非常慎重。找到好赛道中具有护城河的十倍股，让每一个哪怕时点不好时买入的客户都能挣钱，是我们追求的目标。

[问] 哈尔哈尔：

对@海通余文心 说：医药股的火爆使得卖方研究员流动增多，如何保持团队的强大竞争力？

[答] 海通余文心：

医药股的火爆使得卖方研究断层成为必然，业内能保持这样有经验、有梯队团队结构的，海通医药是为数不多的一家。卖方研究团队就像CRO行业一样，没有硬件全都靠人。就像很多CRO公司长到1000人就会有副总裁带200人去开分店一样，是这个行业逃脱不了的规律。怎么突破？怎么留住这些有经验的分析师并不断补充新鲜血液使之成为一个具有强大战斗力的团队？从2家陪伴了十年成长的龙头企业身上我找到了答案：合伙人机制，突破传统研究模式的框架，解决分析师的倦怠感。

传统模式的A股研究会使得分析师团队看起来庞大，但除了首席之外的分析师都面貌模糊。而我们从去年定下的团队目标：无论A股、美股、港股，无论一级还是二级，只要是诞生在中国的好公司，团队愿意付出极大努力去挖掘、去陪伴这些十倍股的成长，哪怕他们今天还不是上市公司，都有助于我们培养对行业的认知。弱水三千只取一瓢，12个人千挑万选出来的好公司，我们陪伴他们经历艰难困苦从0长到1再到100，当公司有朝一日成为十倍股的时候，而我们也会为客户创造最大回报。

我们看港股市场有2位分析师Base香港，将来还会有分析师Base美国、日本，离客户近才能真正理解当地市场的游戏规则；我们看一级就会深入到这条产业链的每一个环节，给公司提供最专业的研究与定价服务。感谢团队品牌与海通平台，过去一年团队完成了近20个优质公司A+H股IPO项目，而我们团队的分析师，凭借各自在细分领域强大的研究实力，被很多企业邀请去内部战略会演讲及业务探讨。在很多创新领域，海通医药团队都是第一个发深度研究报告引领市场关注的，一年之后二级市场标的百花齐放。而团队更年轻的独立分析师也在一次次团队战斗中飞速成长。

(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