

雪球专刊 244 期——一位专注医药行业的 女性私募经理成长之路

第 244 期

2020/10/26

出品人：方三文

策划：冯冬杰 徐梓豪

封面设计：卢宛莹

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

1. 青侨阳光夫妻搭档：专注医药赛道，吃透整个行业
2. 投资上无处不在的“伴生”现象
3. 把握中长逻辑共振：区分“应该怎样”与“事实怎样”
4. 逆全球化不见得是坏事：不利于水平进步但利于垂直进步
5. 下半年医药投资策略：投“息差”修复，投爆发式前沿创新
6. 关于创新药投资方法的一些思考
7. 医药行业，富矿区里的新矿脉埋在哪？
8. 倾听不同的声音，尊重当下的自己 - 和 linjia510 对话的文字实录
9. 纳斯达克生物科技指数，第三次平台期背后的机会
10. 青侨阳光：选股、风控和业绩归因……
11. 欢迎青侨新成员，兼论个体与团队
12. 青侨阳光三周年：对于投资和认知进阶的一些思考

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生，按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由，想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友，提供最好的阅读体验。

关于雪球：

雪球公司成立于 2010 年，是国内领先的投资交流交易平台。雪球致力于为中国投资者提供跨市场（沪深、港、美），跨品种（股票、基金、债券等）的免费实时行情资讯，专业优质的互动交流和便捷高效的交易服务。雪球集团肩负「连接投资的一切」的使命，旗下拥有雪球股票、雪盈证券、蛋卷基金等三款移动应用和雪球网站。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

卢桂凤，@青侨阳光 雪球私募基金经理，清华医学院结构生物学硕士，先后在两家500强外企工作5年。她投资医药股11年，聚焦专注投医药5年，目前管理\$青侨阳光(P000385)\$基金，聚焦医药健康，定位专业专注的医药新私募，希望能深度参与未来20年中国医药的产业机遇期。

多年来，她在网络持续进行投资理念分享，在投资者中有较强的影响力。她为何看好医药行业？投资医药行业有哪些策略？她是如何做到高收益的？

本期雪球专刊整理选编@青侨阳光 近一两年在雪球公开发表过的12篇文章，详细介绍她的投资风格，以及她对医药医疗行业的投资策略和投资感悟。

章节介绍

1. 青侨阳光夫妻搭档：专注医药赛道，吃透整个行业

雪球邀请到@青侨阳光 @青侨阳光-林伟 来聊了聊他们对医药板块投资的看法，他们表示因为对医药赛道的专业和兴趣，多年来一直聚焦在医药赛道。他们对于医药赛道的未来也非常看好，希望通过自身的深入研究在整个行业内做好投资。

2. 投资上无处不在的“伴生”现象

如果只是停留在根据要素变化推导直观现象判断上，认知会有很大的局限与风险。我们需要理解直观背后的伴生以及伴生的伴生这些现象，可能才会更好的接近真相。不仅仅是第一层思维，我们可能需要第二层思维，甚至第三层思维。

3. 把握中长逻辑共振：区分“应该怎样”与“事实怎样”

长逻辑更接近于这个公司“应该”是怎么样，这个行业“应该”是怎么样，这是一个“应该怎么样”的长逻辑问题。中逻辑更接近于这个公司“事实”是怎样，这个行业“事实”是怎样。这是一个“事实是怎么样的”中逻辑问题。要做一个活在真相中的人，去区分应该是怎样和事实是怎样。首先要理解中逻辑，然后去把握长逻辑。

4. 逆全球化不见得是坏事：不利于水平进步但利于垂直进步

进步可以呈两种形式。第一个是水平进步，也称广泛进步，意思是照搬已取得的成就经验--直接从1跨到n。第二个是垂直进步，也称深入进步，意思是要探索新的道路--从0到1的进步。如果你根据一台打字机造出（复制）了100台打字机，那就是水平进步。而如果你有一台打字机，又造出（创新）了一台文字处理器，那你就取得了垂直进步。

5. 下半年医药投资策略：投“息差”修复，投爆发式前沿创新

本文为青侨阳光下半年医药行业投资策略路演的文字精简版。这里面除了重新探讨了对中国的三大医改的理解与看法之外，也探讨了我们对下半年医药投资策略的一些思考——实际上，题目标题已经表达了我们的核心观点：布局新洼地。为什么要换仓？为什么不离场？哪里还有新洼地？怎么去布局？

6. 关于创新药投资方法的一些思考

一个新的生物科技的突破，从初验证到广认可之间，它有点类似于hypercycle曲线。它有典型对应的三个阶段，也就是三个投资点。第一个投资阶段，是赛道刚打开的时候。第二个投资阶段，产业化前景逐渐清晰，但产品还在开发阶段，这在投资上是个甜区，尤其是之前高昂的热情退去之后。第三个投资阶段，是产品已经上市的阶段。

7. 医药行业，富矿区里的新矿脉埋在哪？

投创新本质是投浪潮。生物科技和中国创新崛起都是大的浪潮，那两者交汇处的中国生物科技的创新崛起又意味着什么？这里应该会有新的矿脉

8. 倾听不同的声音，尊重当下的自己 - 和linjia510对话的文字实录

倾听不同的声音对我们保持头脑的极度开放很必要，如此坦诚而直白的交流非常难得。青侨的投资理念中有一条就是“谦逊而坚韧”，与之类似，“倾听不同的声音，尊重当下的自己”是交流完之后的第一感受。

9. 纳斯达克生物科技指数，第三次平台期背后的机会

因为生物科技的光明前景，市场积极的预期，导致这个行业经常处于一种“充能与消化”的一个高估与回归合理的节奏里面，不太容易出现系统性低估。震荡上行期就是这个行业在充能期。横盘震荡期就是一个消化预期，整体向合理预期回归的过程。

10. 青侨阳光：选股、风控和业绩归因.....

这是雪球私募访谈的汇总，整理了关于青侨阳光的理念、对医药行业和潜在机会的看法、选股思路、业绩归因和风险控制等。本文结合之前两次路演的内容，可以相对立体的了解青侨阳光的产品及日常操作思路。

11. 欢迎青侨新成员，兼论个体与团队

6月份，林伟全职加入了青侨阳光，负责深度研究相关的工作。之后就是我们两个一起搭档，共同深耕医药行业，会把青侨阳光做得更好。

12. 青侨阳光三周年：对于投资和认知进阶的一些思考

青侨阳光成立三周年，我们在进化过程中，贯穿四个话题：低估逆向、专业前瞻、辨时用势、知人互进。这四个话题其实是阶段递进的，代表了四个不同阶段。

1. 青侨阳光夫妻搭档：专注医药赛道，吃透整个行业

作者：@雪球路演

发表时间：2020-06-22

雪球上有一位基金经理 @青侨阳光，她是学生物出身，清华医学院硕士毕业之后，在外企工作了5年多，17年5月份成立了\$青侨阳光(P000385)\$，她对自己的定位是聚焦医药的新私募。她的研究搭档 @青侨阳光-林伟，一个同样专注医药研究和投资的生

物硕士，6月份正式全职加入青侨阳光，林伟之前在恒瑞做过两年多的研发，后来又做过4年多二级市场的医药研究和一年半一级市场医药项目的科研工作。

6月19日，雪球邀请到两位来聊了聊他们对医药板块投资的看法，他们表示因为对医药赛道的专业和兴趣，多年来一直聚焦在医药赛道。他们对于医药赛道的未来也非常看好，希望通过自身的深入研究在整个行业内做好投资。

他们将从以下几个角度阐述自己的投资体会：

- 一、过去的投资经历
- 二、为什么选择聚焦医药赛道
- 三、对港股、美股和A股三个市场里医药的机会是怎么看的
- 四、为什么做私募
- 五、从原公司离职加入青侨的感受
- 六、医药整体估值不便宜，还能不能投

一、过去的投资经历：专注医药赛道，吃透整个行业

林伟：大家晚上好，接下来我来介绍一下我自己的投资经历，可以分成几个阶段，第一个阶段是在2011年之前，当时处在探索的阶段，也没有成型特别固定的模式，回报也特别不好，所以那个阶段的痛点是非常明显的，我们其实不知道投资到底是怎么回事，也不知道怎样才能去获得确定的回报。所以那个时候我们实际上心里有一股不服气，想去琢磨清楚投资到底是什么东西，所以我们学习了很多投资理论，也思考了很多东西，最后就慢慢确定了底部逆向的投资思路。从2012年之后，我们自己的投资基本上能保证每年都能跑赢市场，总体回报还算可观，也算是赚到了第一桶金。

第二个阶段，但当我们赚到第一桶金的时候，又碰见了一个新的问题，虽然14、15年那波牛市我们是吃到的，但实际上我们投的很多是低估蓝筹，就是我们是冲着它低估去投的，你要让我说它的业务到底是什么，到底这个公司3年后、5年后会变成什么，心里非常地没底。所以从那时候我们就开始琢磨，与其泛泛而谈地投所谓的低估，不如找一两个领域，我们把它穿透地研究，然后在这些个别的个股上，如果我能看得到行业10年后的情况，我也能算得出这个公司三五年后的业绩的话，实际上我觉得是非常有意义的，所以这是我们14、15年之后一直在努力的主要的方向。

我们选择医药，因为这个领域我觉得我们能够获得一个比较优势，刚开始还是比较辛苦的，大家也知道医药行业很碎，后面的知识点非常多，所以我们刚开始研究医药的时候，经常熬夜，花了很多时间。如果不花时间，其实很多东西都搞不懂，因为一个问题，会衍生出一大串问题。这也和我的性格有关系，我就是碰到问题，如果不把这个问题搞清楚，特别不舒服。所以在那时候，比如说我要看一家骨科公司，看一家麻药的公司，就会特别想知道，这个行业里面到底都有谁、都什么样、整个行业什么样、它整个历史是怎么变的等等，所以这是一个比较辛苦的过程，但我们也还是比较清晰坚持下来了。坚持下来之后，就会慢慢地发现，随着挖的公司、行业越来越多之后，从一个点点慢慢地

穿成一个面，再慢慢地变成一个立体的概念，你会发现整个行业在你面前相对会有一个图景的概念，而且随着你研究多了之后，你会发现自己推理其实是动的，似乎能感觉到这个行业变化的脉搏，所以如果雪球上的球友，觉得我们在医药上的专业性还过得去的话，它其实是 14、15 年之后的开始的积淀。

第三个阶段，随着我们专业性、积淀又有一些提升之后，在我们进入收获期之后，其实我们又发现了新的问题。首先，我们看好的方向是新、特、强，原来更注重有特别强壁垒的投资，但实际上创新里面有更多的机会，这块我们涉足比较少，机会也抓的不是特别好。其次第二个问题，我们原来投的是长逻辑，力求三年翻倍，但买完了就不管它了，就是我关心的是我的票能否三年翻倍，然后不去关心市场怎么想，也不去关心公司的业绩结构会怎么变，所以有时候也很难受。最终即使大部分证明我们是对的，但是中间先跌个 30%，然后再翻三倍，那个过程还是很难受的。所以从 2019 年之后，我们就开始有一个新的思考，主要两个思考方向，一个是说我们对创新的把握，我们的主要精力都是在创新药这边；第二是长逻辑之外怎么去理解中国问题，实际上这就是一个知己知彼的问题，但是光知己不知彼的情况下，你这个仗打得很累，而且有时候胜率没那么高，如果我知己又知彼，这个仗的胜率会提高，而且打的相对更轻松。

卢桂凤：刚才林伟说的，我自己也是有比较多的感触，第一点它其实跟医改的历史也非常像，比如说每个阶段医改的逻辑主线，其实都是上一个阶段的痛点，然后下一个阶段它又会有一些新的痛点，其实也不仅仅是医改，这应该是相对普适的一个社会规律。

比如说达利欧（桥水基金创始人）在《原则》这本书中提了一个概念，痛点加努力就等于计划。其实有的时候痛点和挑战，我们应该把它看成是好事，因为这里面可能会蕴含一些新的进化点，我们要去拥抱这种痛点，只要不是把我们啪一下打死了，他会让我们将变得更好，让我们更强大。假设两三年之后，大家能够看到青侨在某些方面有了一些跳跃的进化，实际上有可能是现在我们正在经历的一些痛点，这个是第一个有关投资经历的这么一个话题。

二、我为什么会选择聚焦医药赛道，初衷是什么？

林伟：为什么聚焦医药，第一点医药行业是一个特别好的赛道，第二点我们也可以在里面做的好。如果它是一个很好的赛道，我们又能做的好，我们选择医药其实是水到渠成的。医药为什么是一个好的赛道？我觉得可以从两个角度去考虑，一方面是从量的角度，规模总量、营收的角度去考虑，另一方面是从价格角度，利润率、回报率的角度。

医药行业是一个几万亿的大行业，我们知道医药行业有几个经典的驱动力，第一是经济发展，越有钱，大家越愿意在健康上做投资。第二点是科技进步，很多原来是治不了的病，现在有办法治，这实际上会带来新的需求。第三点是人口老龄化，老年人的人口占比越高，跟老年人高度相关的医药产业权重更高，本来就是一个应该发生的事情。所以实际上随着经济增速变缓之后，医药行业的增速还是相对确定的，所以从量的情况来说，医药未来的超额增速会特别有吸引力。这是第一点，它的量很大，趋势比较好。

当然一个好的行业，不能只是量大，必须有利润率水平高，回报率高。医药的行业有个特点，我们去看那些创新药特别贵，这背后实际上是一种焦虑，大家对疾病状态的焦虑，对恢复健康的渴望，这里有普遍的深度焦虑，这种焦虑会带来很强的支付意愿。举个例子，治疗多发性骨髓瘤，沙利度胺是几毛钱一片，来那度胺刚开始是几千块钱一片，一盒要 5 万块钱。再比如说治疗类风湿关节炎，原来指南里推的一个药甲氨蝶呤几毛钱一片，花不了多少钱可以买很大一盒，但阿达木单抗刚开始是 8000 块钱一针，现在降价那么多，还要 1000 多。实际上我们说新药疗效确实会好一点，但他这个好可能是 40% 跟 60% 的一个差异，但这种差异大家愿意为他支付的可能是几百倍甚至上万倍的价格。为什么医药行业它的利润率、回报率这么高，是因为大家愿意为这种焦虑支付的支付意愿是非常强的，也非常普遍，比如说老的化疗药物，可能几百块钱一个疗程，但新的靶向药可能几万块钱一个疗程，照样那个药会供不应求，卖脱销。

这是一件很有意思的一个事情，也是对医药行业来说非常关键的一个点，它带来一个很强定量能力。当然我们来看医药行业，第一个规模很大，增长很好，利润率很高，这么好的一个行业，想来投的肯定不是一个两个，现在一整批的人都想转到医药这个行业来。对我们来说，这么多人想投医药，我们凭什么能投的好，我们凭什么能走出来？最终肯定是要用业绩说话，肯定是要用一个长期的一个事实说话。我们这里还是提两点，它是一个相关因素，不是一个因果关系。第一点，我们的性格特别是我的性格可能偏沉静一点，这个跟医药行业我觉得还是相对比较匹配的，因为医药知识体系太庞大，如果你没有一套专业的知识库，很难去对整个行业融会贯通。在医药里面这种拥有自主可控的这种长期的自主把握的这种知识库还是有意义的。第二点，我们两个都是生物科技的学科背景，现在可能 A 股真正需要懂生物科技的公司不多，但是科技属性变强是医药行业必然的趋势，未来在医药投资里面懂不懂生物其实还是会有一些影响，所以我个人觉得一个我们的性格，一个是我们的知识背景，可能多少还是会带来一定的好处，当然最终还是看未来的业绩。

卢桂凤：认同刚刚林伟说的，其实医药行业它确实是一个非常好的赛道，尤其是往前看 10 年、20 年，它是一个偏朝阳的赛道，而且长期来看我们也相信能在这里面做好。我这里面也提一个不一样的视角，因为刚刚我们说要聚焦医药赛道，为什么是聚焦医药赛道？

因为医药行业它确实像刚刚林伟说的，非常的庞杂，每个人的精力又非常的有限，我们以这么有限的精力去面对这么庞大的一个行业，聚焦其实都不一定能做的好，如果不聚焦的话，可能就更难做了，所以聚合起来能量大，跟放大镜放在阳光下点到一个东西是一个道理。而且如果我们一直是聚焦在医药行业里面，深挖了一个又一个点之后，这些点它最终会练成网、连成一张地图，会慢慢地形成刚刚林伟说的知识库，这个知识库它是有一个正向地逐年地累积性，可能新进入医药行业的一个投资者，它可能从其他行业切换过来，要建立知识库，可能也需要一段相对比较长的时间。

三、对港股、美股和 A 股这三个市场里面医药的机会是怎么看的？

林伟：回到我们前面那个观点，就是说我们看好的方向是新、特、强。从特的角度来说，特药在哪里的逻辑都差不多，主要是在于比如说安全特别敏感，带来一种管制红利，比如说它体系特别独立，它会带来利基的环境，A股港股美股都有这种公司，它的投资逻辑都是相通的。

但强的角度来说其实会有很多不同的地方，还有体系竞争后的规模效应跟天然集中的特性，你需要真正理解背后的那套医疗体系的运行机制，比如说我们去投那种带消费属性的医药股，你在美股投跟在港股或者A股投，其实是不一样的，所以我们是不是真的了解美国消费者的想法，我们是不是真的了解美国的医疗体系，我们是不是真的了解美国行业变化的趋势，这个对我们来说是有难度的。所以我们去投美股的医疗服务，或者说类似的行业我们会比较谨慎比较忌讳，但是投特会好很多。

除了特跟强之外，我们再看第三个就是我们说的新，投新实际上我们觉得投新最重要就是投浪潮，一个浪潮就是技术的浪潮，另一个浪潮是技术之外时代的浪潮，一种社会的浪潮。我们举个例子，比如说技术的浪潮来说，一定是美股在引领创新，比如说RNAi，比如说mRNA，比如说TCR-T，比如说基因疗法、基因编辑，包括我们说的软组织手术机器人这种，美股已经比较成熟了，但A股、港股一个还没有，从这点来说，如果你要投技术浪潮，美股肯定是回避不了的。但是这个问题又说回来了，除了技术浪潮还有没有其他浪潮？我们说投创新是投浪潮，中国崛起会不会是一个大级别的浪潮，比如说我们看到18家A里有一些创新药的公司，可能他的药在国际前沿看也就那样，或者他刚有一个稍微有国际竞争力的产品，为什么我们要给他这么高的一个估值？背后是什么？背后实际上是我们相信中国创新药的需求会觉醒，中国创新药的创新能力会崛起，我们是认同中国高素质人才的一个环境，我们是认同宽松临床资源下的活力下的中国创业的优势，所以实际上我们如果去18家A类的很多创新药公司，一定程度上我们是在看好中国崛起的浪潮。当然中国崛起的浪潮如果叠加了生物科技的技术趋势，它会是一个更大的浪潮，比如说港股里的百济神州，比如说信达生物，你看产品才多少年的时间，已经600亿或者900亿的市值，他背后其实就是两个浪潮的叠加。所以这个是我们的一个观点，就是A股港股美股它有一些相通的点，也有一些不一样的点，其实给我们在研究上，提供更多的选择。

卢桂凤：刚刚林伟是他在研究视角上，港股、美股和A股机会点的差异。那么我再从投资的视角上也来聊一下，为什么会考虑这三个市场，港股、美股、A股都会做。我觉得至少是有两点是意义很大的，第一是视野上的借鉴，举个例子，我们现在医药行业处在一个搅动期的变革，其实有很多的政策对中国来说是全新的，政策一下来大家觉得很震惊。但是对美国来说，它可能是二三十年之前就已经发生的一个政策。再比如说DRG，它已经影响了美国行业差不多是二三十年的一个变量，但是在中国可能还没有发生，过几年可能会全面地这样铺开。其实不仅仅是医药行业这么变，资本市场也是，比如说现在中国开始推科创板，推注册制，放开涨跌幅的限制，开始强化退市，这些意味着什么？可能对中国的投资人来说是一个相对比较新的东西。但是对于美国的投资者来说，也是

一个之前就已经有的东西。所以我们去了解美国，包括了解港股，都会有一个很好的视野开阔上的借鉴。

第二点就是多个市场其实有一个好处，它会有一个组合的平衡的选择性，比如说 A 股现在确实还有一批质地比较一般的公司估值还是比较合理的，但是特别顶部的、优秀的公司估值是真的很贵，要么是只能买一些质地相对一般的公司，要么就必须得接受一个很贵的公司，要么就是仓位相对偏低一点。但是如果我们去美股或者是港股都可以投的话，那么我们就可以去美股淘一些生物科技的公司，去港股找一些要么是估值公允的优质公司或者是质地还不错但是非常低估的一些标的，这样就不会被单一市场的估值水平的高低所约束了。我们可以通过三个市场分配，可以把总体组合的估值水平控制在一个相对比较合理的状态。

四、为什么我们要设立青侨阳光？

卢桂凤：青侨阳光这个产品从成立的初期主要是我来推动的，最开始的时候为什么要成立这个基金？在讨论设立青侨阳光这个私募的时候，我觉得首先要思考的一个更根本的问题就是私募到底它是一个什么东西，当然对于同一个东西可能不同的人会有不同的视角，有的人觉得这是一个理财，有的人觉得是帮人管钱，也有可能觉得是认知变现，这些都是希望规模越大越好。但是我们自己的理解，它其实类似于一次合作，而且是一个偏长期的这种合作，所有的长期合作，如果他和合理的话，一定是一个温润的双赢的状态，对双方都有利，然后价值最大化，这个交易或者说合作才有可能长期合理的存在。那么这里就有两个点，第一是私募应该让投资人的资金的价值更大化，第二点是它也可以让基金经理的投研团队的投研认知价值也更大化。所以从某种程度上这个也就是我们当时最初的想法，我们觉得我们的投研认知还是有价值的，它值得我们去更大化地实现它的价值，第二个就是这种价值在兑现的过程中可以有一个外部的贡献，成立基金的方式可以更大化这种贡献。当然头两年半前都是我们自己的钱，先做一个净值展示，毕竟这种委托是一个比较大额的委托，也需要一个长期的了解，和双方了解之后建立一种逐渐的信任，所以我们在刚开始的时候也没有追求规模，更多的可能是进阶我们对投研认知上可以让它变得更有价值，这个应该会是一个比较长的过程，我会一直走下去，只不过当下的一个变化就是林伟也加入进来帮我一起做。

五、我从原公司离职加入青侨阳光，有一些什么样的感受？

林伟：其实之前最开始在恒瑞的时候是做研发，我们部门负责人还是很 nice 的，我们现在还是好朋友经常联系。然后 2014 年去了二级私募基金，去研究二级市场的医药，公司老大还是很有包容心的，也很强调基础研究，其实对我还是有很多积极影响的。2019 年去了一个做一级的基金，公司的老板个人魅力很强，对我也还比较信任，实际上之前的三个工作都还是比较开心的，是比较愉快，也还是比较怀念的，为什么决定离职一起来做青侨阳光？

我的想法是这样的，第一，任何时候我们的面前一定是有许多的路，但是我们只有两条腿，你只能走在其中的一条路上，所以说白了一定会有取舍，但是你不做取舍，别人就帮你做了，你不做选择，别人就帮你做这个选择。我觉得我们应该要自己去做选择，从这个角度来说，我觉得出来做青侨，特别是我把研究这块做得更好一点，我觉得这是很有意义的一件事情。

这里也提一点，达利欧有一个 Shaper（塑造者）的概念，这是我比较强化的概念，当然不是说我现在能成为 Shaper，我觉得这是一个很好的指引，不同的人会有不同的载体和方式，但是每个人他应该追求的就是都应该以自己的能力去改变一些东西，让这个世界的某一个角落或者某一片地方，因为自己的存在变得更美好。这里面的影响可大可小，刚开始的时候我在公司里面提供一些有价值的研究支持，我觉得公司能从中受益对我来说就有意义。当然对于现在的我来说，如果我能帮青侨把研究做得更好，我觉得这个可以创造一个更大的价值，对我来说这可能更挑战，但是也更有意义。

当然这里也有个问题，青侨这么小的时候我就加入，从旁观者来看，其实是一个很大的冒险，但对我来说是这样的，等到各种事情都准备好了，万事俱备了，那还有我们什么事呢。孔子说是别人问他要不要三思再后行，他说再是可以，你想两遍就行了，不要一遍遍地去想，要大胆一点。以前也听过一句话，就是说对待生命不妨大胆一点，为什么？因为我们终究会失去它，既然生命你终究会失去，你为什么不大胆一点是吧？这其实比较代表我的一个想法。

当然这里有一个分工的问题，我过来之后怎么分工，我觉得是这样。青侨（卢桂凤）应该是负责投资，实际上做投资上她会比我做得好，投资管理上她一定是比我做得好，然后我会负责研究，研究上我比她做的长，这是彼此做擅长的事。这种明确的分工，我觉得是团队协作最起码的一个前提。

卢桂凤：其实我个人也一直倾向于认为投研之间最好的关系是主动研究，独立的买卖。打个比方，我们把瞄准和射击这两个动作独立开，它可以让我们保持一个更加理性的状态，因为自己的情绪不会被市场轻易的带走，更从容一点。再有一点，其实我们两个的性格也比较互补，我们在一起磨合了有 15 年了，长期以来都是处在一种相对分工的状态。回到投研上，我觉得他的性格确实像刚刚提的特别适合做研究，因为比较好奇坚韧，是很适合做研究的，然后我就是目标感可能比较强，执行力相对来说会更好一些，性格上可能偏敏感或敏锐一些，可能会更适合去做投资管理这一块的工作，所以后面我会跟林伟的分工也是比较明确的，就是他负责研究这块多一些，我负责投资这一块的多一些。

林伟：我也有一个感触，以前上学的时候有时候也很喜欢玩 Dota，不知道其他朋友玩的多不多，我觉得这个游戏非常有意思，他会强调团队合作，它有个非常巧妙的设计，它里面的英雄会分成三类，青侨听起来她特别像敏捷型英雄，她作为一个团队的输出核心特别合适。我更多时候像一个智力型英雄，躲在后面憋大招的那种，但是在需要的时候，其实我也可以变成一个力量型英雄，就是皮厚坚定，能扛伤害。

六、当下医药其实整体不便宜了，还能不能投？

卢桂凤：我觉得这里面有两个事实，一个是现在的A股医药股的估值水平其实是不低了，你从哪个角度来看它都是相对不低的，因为特别是有一些头部的优质的公司，它已经进入了上轨，不是说到了上轨之后我就不会再往上了，不会再冲出去了，但是冲出去之后长期的预期回报在哪里是一个值得思考的问题。另一个事实就是其实医药是非常异质化的一个行业，细分行业非常多，不同细分行业之间的节奏、周期都会有些不同，所以差异也非常大，也就是说这么多的医药行业里面，就给了我们一个相对的挑选空间，而且除了A股的医药股现在有点贵之外，但是港股和美股可能还是有一批质地很优秀的公司，他们估值其实还是比较合理的，有一些甚至是质地不错，但是估值很低。

港股通可能有一些受国内资金的影响，但是有一些非通港股，还有一些美股里面的比较前沿的生物科技的小票，这样的机会其实还是比较多的，适合淘宝。事实上我们自己在组合上也做这么一个调整，在通过不同的细分行业和不同的市场之间的切换，来降低整体的估值水位，这是投医药一个相对比较好的地方，到现在为止还没有碰到哪一个时间段，是完全没有特别吸引人的机会，已经全部都上去了，包括现在我们手上还有一些标的，他们的估值其实还远没有达到所谓的合理的估值的水平。

林伟：我觉得可能大家站在当下的节点，可能对医药行业会有想法比如说医药行业怎么走，医药行业会怎么变。我们投什么等等。我觉得有几点，第一点，医药行业是不是贵，A股里面的特别优秀的公司是贵的，但是不等于说质地普通一点的公司它不值得投资，如果我们的理解没错的话，其实有一批医药公司在过去几年的这种预期分化就有点类似于息差，我们每一个公司如果深度研究，我们都会给他拉出某种折现，算成某种必要回报率，这样我们不同的公司是可比的。然后我们会发现一个情况，好的公司跟质地一般的公司它的必要回报率会有差，比如说你说恒瑞跟其他公司，可能他要的必要回报率会更低一点，但这种息差我们就理解成类似于金融里面的息差，在原来的历史上它是处于某一个相对均衡的状态，但是在过去几年息差拉的特别大，大概A股还好一点，特别是港股，港股里面有一个这样的问题，有些非港股通里面的港股，有些股票其实质地不错的，他们估值在创历史新低，而且这里面其实是如果你真要去给他估值评级，可能是b级，可能是c级。所以实际上港股里面特别是一些非港股通的领域，因为它缺乏一个资金的供求的问题，所以实际上这里面有一些公司它其实可能性还是非常好的，当然美股会更多一点，但美股也有它的问题。

美股的这种生物医药公司，你觉得美股在创历史新高的时候，你说一大批的生物科技公司特别公允或者低估，为什么会发生这种事情？因为它有个供给的问题，美股的创新药可能是400家，你说A股有什么？有一个贝达有一个恒瑞，然后你可能科创板上有几家，你能数出10家来吗？美股告诉你有400家创新药公司，假设你有个投创新药的基金，你来回就那么几家都得投，但是你在美股可能你有400家可以挑，这是一种供求的相对失衡状态，它会导致估值压抑，这种估值压抑可能是长期存在的。但如果我们挑的

出这种爆发性的公司来说，你成长特别快的话，如果你的爆发性出来之后，市场不可能长期去压抑你。

当然对国内的人来说，如果只能投A股的话，我觉得除了很贵的这种特别优秀的公司还是可以配，但是如果真要投特别重的话，我觉得像有些相对估值历史低位的票还是可以去找一找，因为这里的息差比较大，所以这种息差比较大的情况下，有批票它的估值回归的一个弹性空间还是有的，这个是我们的一个观点，因为我们一贯的想法，就是喜欢去找逆向低估，当然现在也不特别强调低估，现在喜欢找优质被遗忘的，或者说不是被遗忘，有时候有这样的问题，我们过去几年有一个这样的感受，就是很多特别优秀的公司在它的中逻辑出来之前，市场上主流的人是认中逻辑的，你告诉我那个东西业绩真的翻脸了，你东西真的进临床开始做到数据出来，这时候市场是特别认可，在这些之前市场不一定认可，所以实际上如果有一个成长，如果我们通过提前的研究，提前的判断有个很好的判断，我们觉得它的成长性特别好，但是它的中逻辑还没有显现出来，实际上会带来一种新的机会，就是未被充分入价的潜在大成长。其实这也是一种机会，当然可能找起来会比较困难。

球友提问回答：

球友提问：现在管理规模是几千万，如果之后管几个亿，管理思路和战略会如何调整？

卢桂凤：我觉得我们的思路和战略，包括具体的买卖和组合都不会受太大的影响。因为几个亿和几千万他在最开始我们搭这个组合的时候，我们大头是投一个壁垒型的业务，也就是特和强，特是前置壁垒，强是后置壁垒，壁垒型的业务占70%左右，在这个基础上我们会把剩下20~30%左右的小头更多的投在带有一定不确定性，但是具有高弹特性的创新领域，在这里面它也是会相对的分散，因为它面临的一定的不确定性，但是我们会根据细分赛道进程到了一定程度之后，我们来判断是不是介入，是以打包的形式来进入，还是投某一个具体的公司，更多的前沿创新是在美股。然后大头里面的持仓组合在不高估的情况下，我们会去偏集中，然后小头里面的组合是偏分散，所以包括我们会常态有一定的现金流，包括一些种子池，这些操作其实我们在很小体量的时候，就为未来做了比较多的思考，所以我觉得打的地基还是比较厚的，不是说我现在做了这么一个体系，只能成几千万的基金，应该思路和战略不会发生变化。

球友提问：集采对医药行业的影响？

林伟：集采实际上大家会很关心，因为它对预期的冲击特别的直观。第一个，医保的结余率的压力肯定是存在的，特别是在医药行业进入到提效的阶段里面，控费是一个永恒的话题，所以集采它一定会持续推进，它会不断地出新的东西，不断地去持续推进，我们需要跟他有一种伴生，我们要接受医药行业一直处于一种集采中的状态，我们要去适应这种行业的新常态。

第二个，集采会有什么冲击，这里面有有一部分是不可预知性，另一部分可预知的就是它一定是一个不断扩围的状态。他的仿制药不断扩围，然后它会从口服到化药，它慢慢的是从几个口服的化药要变成更多的口服化药，变成注射剂的一种化药，然后变成生物的一种类似药，然后变到高值耗材，变到 RVD 里面，它当然最终会以 DRG 这种更合理的方式去进行更系统的控费，控费是我们必须要接纳的，但是我们也看到美股在控费之后，医药占全社会的 GDP 比重不断上升，医药的行业整体是一个牛市，只不过它是一个结构性的问题。

然后在集采面前，现在越来越多人也开始接受这个现实，去找所谓的免疫，所谓的受益。它有一个免疫就是什么？你去找特药特写，这种是相对免疫的。所谓的受益就是什么？集采你省下来的钱，就是去扶持创新。有些真的特别好的这种创新，在集采之后有更大的市场空间腾挪出来扶持他们，这是一个集采的问题。

球友提问：DRG 实施的节奏会是怎样的？

林伟：DRG 我觉得应该是这样。第一个，DRG 就是一个重型武器，先给价去集采都是小儿科一点，DRG 的影响会更深远，所以实际上它的推进已经是渐进的非常慢的一个变化，只不过说可能两三年后我们会有个明显的感受，但是真正的完成 DRG 的全面的推行，我觉得应该是十几年的时间，它会逐渐改变这个时代。在这个生态里面，我们用一个词来说，就是部分欧美化，就是欧洲美国发生的事情会中国不再有，比如说美国创新药九死一生，十个会死掉九个，中国创新药是你发现谁做谁都能成，然后慢慢的你会发现中国创新药真的开始出现，你做十个会死掉九个，九个里面不是九个失败了，可能失败的也没多少，但是很多药你做到一期二期就自己放弃了，然后另外死掉的比例也会增加，因为你做的越来越沉，比如说我们看到港股里的亚盛、康宁杰瑞他们做的东西开始已经不是说你从海外找一个对标了，中国已经到了某个阶段，很多药企开始做一些不是只是跟随的一种状态。

第二是在两三年内我们就能看到变化。这种变化的话，我觉得你可以去看媒体，另外思路也很简单，就是一个供求的变化，比如说被打的埃克替尼，你从全球产业的角度来说，它其实没有太强的一个临床价值，但是它的社会意义非常大。为什么鼓吹它是两弹一星？因为它是第一个中国自主的，当然它也是从美国买的，但至少是第一个临幊上把它推成功的替尼药，所以它有一个社会意义。

球友提问：现在基金持有的公司股票，整体估值算是低估非常有吸引力吗？

卢桂凤：现在我们组合中的估值水位跟 19 年 6 月份相比，它肯定是差很大的，因为之前正好经历了 18 年底的集采，后面又泛化到整个医药行业，有很多非常优质的标的也被压到了非常低的估值，现在有一些回复到有的甚至超过了合理估值，甚至到了上区间。但是在这个过程中，我们这个组合也发生了一些变化，除非是一些长期看好的，我们留了一些理想的基础仓，他可能即使已经到了上区间甚至上轨附近，我们也还会拿一部分，其他的我们可能是会相对分散地持有一些我们评级里面的 b 级或者是 c 级中还在下区间

的一些标的，所以总体来说我觉得它会比 A 股港股目前整个医药行业的水位是低的，但是它跟我们之前 19 年 6 月份相比肯定还是要高一些的，因为疫情整个医药行业有一个估值水位平均的上升。总的来说算低估，但是不像是一年前或者是半年前那么有吸引力。

球友提问：不同生物治疗领域的 PE 如何估计？

林伟：如果我们的科技属性越来越强的话，PE 这件事情会变得越来越弱，比如说你说美股 900 家的生物医药的大类里面，你会发现 700 家是亏损的，然后一两百家然后赚钱他会赚很多钱。这样会出现一个问题，有一天你会发现大部分是没有 PE，因为大部分是亏损的，中国会不会到那个阶段可能是需要比较长时间，但是至少来说站在单项你去看 PE 的话，比如说你把绿叶、把华东医药他们的 PE 再去跟恒瑞比 PE，实际上我觉得不具可比性，因为背后的产品他们的生命周期是很不一样的。所以实际上我觉得 PE 可以慢慢淡化了，大家可以用一个现金流折现，现金流折现的话它会更具统一性，因为它更代表一个投资更根本的更本质的一个东西，然后用现金流折现的话，我们会发现所以药物它还在一个相对约束里面。

实际上你会发现大家不会去按行业去算 PE，它都是背后按现金流折现之后的必要回报率，跟它的质地的某种匹配去给他的一个估值。

球友提问：集采对 IVD 的影响。

林伟：我觉得 IVD 是需要小心一点的一个地方，我觉得 IVD 特别要小心的是 DRG，为什么呢？集采它是要同质化，即使国家要说你的支架是一样的，那只能背出一个支架或者一个观点，而且这里面还要它开出好几组来区分这种非标化，那 IVD 更没法弄了，因为 IVD 差异特别大，这个是很难同质化背书的，所以集采对 IVD 其实还好，但是因为你有时候会考虑，你说我 5 连减的，你从 100 块钱建成 20 块钱，我推个 6 连减，然后卖 120，所以这是一个很麻烦的事情。

但是还有一点 DRG 是会影响的，因为 DRG 会对你进行同效化，DRG 要解决的就是你们这些我没法给你同质化背书的东西，我也要把你拉进来竞争，拉进来降价。所以 DRG 是一个对 IVD 未来冲击会比较大的东西。集采我觉得还好。

球友提问：请问这轮集采会对以后器械有什么潜在影响？

林伟：我觉得目前为止的集采，现在分两种，一种是理性一点的相对温和的资产，它会有利于创新龙头，因为它会有质量分层，现在的医疗器械集采的速度，其实就是以前药品的质量分层，以前药品的时候反正要 10 家是吧，老大老二可能百分之九十几的份额，因为他质量分层，同样仿制药他定价 10 块钱，你定价 2 块钱，然后你中间的运通费用可能要 5 块钱，你小的就活不下去，然后大的活的特别好。这个是定价的质量分层力量，我们看到目前为止的医疗器械的集采它还有一个分层定价的问题，所以创新的龙头是很有利的。

对有些小公司不仅是药也不仅是医疗器械，普遍的你去看技术标和商务标，很多的技术标你感觉很不合理，但他就是这么定的，比如说不是中国医药工业 500 强的通通不招标，我上回看到一个省的招标，你觉得这特别不合理，但他不是中国医药 500 强工业的不准进去，商务标你连最低报价都报不出来，没这个资格，所以实际上集采还是有一定的集中效应，因为地方它集采的时候，因为它是按价格去计算，他特别怕资源上出色。我找一个全国的大机场，跟我找一个特别小的公司，对于集采的举办方来说，他的压力是不一样的，他会找一个，跑得了和尚跑不了庙。所以实际上集采对集中真的是有好处，对创新龙头是有更大的好处。但是如果集采恶性的标出来的话，那是谁都跑不掉的。

球友提问：从全球竞争力的角度来考虑，当前中国比较有优势的医药细分行业主要有哪些呢？

林伟：我们所有的的个股，它是行业的烙印，它是行业的投射，然后所有的行业它都是一个时代的投射。原来中国的优势在什么？全球工厂是吧，所以原料药你看 6-APA、7-ACA，还有更多的头孢之类的原料，动不动就是全球 70% 的份额在中国，80% 的份额在中国。你看维 c 也是，你会发现打的国外的要亏 10 个点，然后你这边还有盈利，它活不下去，所以这是一个历史背景，现在慢慢地原料药越来越难了，你已经百分之七八十的份额了，然后你的成本越来越高，这是有影响。

当下 CDMO/CRO 这个故事是可以讲的，有一部分的研究、生产我外包给中国，制造成本还是会低，但是 CRO 里面也是要分化的，它确实有个产业转移的逻辑在里面。我觉得如果站在当下往后看，中国出一个全球竞争力的东西在哪，就是中国创造真的会决策，你说有国际竞争力的产品，你说金斯瑞不小心出了一个传奇生物的 CAR-T 细胞疗法特别好，出来之后，十几二十亿涨到两三百亿，这种真的是个传奇故事，未来会有越来越多的公司会出来，你也难保说诺诚健华、康方、康宁杰瑞亚盛这几个，难保也不会出一个特别有国际号召力的产品，包括百济的 BTK 已经有国际竞争力了，还有百济的 PD-1 也是，还有信达也是，这些新势力里面有些东西变得越来越国际竞争力，包括比如说恒瑞，所以实际上中国创造兴起其实是一个趋势。

第一个，大家常说的，我们看恒瑞，拉了这么长的一个研发线，成本只有辉瑞的十几分之一，这种优势是很大的。第二个，临床成本真的是低很多。原来我在恒瑞的时候，张总是说我临床的成本单位可能是美国 1/20，现在肯定不是这个比例了，肯定你是 1/5 或者 1/8，你做临床成本毕竟还是低那么多，所以这个回报会高很多，所以会有利于大部分一批新的。

这里面也分了，比如说我们说我们是看好 NGB，为什么 CAR-T 出来了，也跟国情有关，因为中国原来医疗服务是可以收费的，做细胞疗法是可以收费了，所以很多医院他在非常规的方式，以各种方式做那种医疗服务，那种细胞疗法。所以社会基础特别大，所以中国做 CAR-T 特别有优势，因为它积累了很多的资源数据，还有中国的临床还是相对宽松一点，有些欧洲伦理是很复杂的，特别是欧洲特别麻烦，美国还好一点。所以实际

上中国有这种临床优势，有这种人才优势还是挺明显的。我觉得中国创造里面应该快要出一批有国际影响力的公司了。

球友提问：目前怎么看 protac 的技术前景，如何解读 ARVN 的 AR degrader 的临床数据呢？

林伟：比如说我们假设有 5000 个靶点，然后现在大家成药是 500 个靶点，然后胞内假设是 2000 个靶点，你原则上说胞内 2000 个靶点，剔除已经成药的 500 个靶点，里面有 1500 个靶点还没成药，这里面很多没成药，是因为大家能找到小分子跟它结合的位点，但找不到靶分子的活性口袋，因为你要一个小分子进去正好把它抑制，是你要把活性口袋给结合掉，但很多时候你可能找到一个小分子结合其它地方，但结合不了活性口袋，这种情况下是不可成药的，但是有了 protac 之后，原则上可以成药，我就不结合活性口袋，我就随便找个结合的位点，然后一头结合这个，中间加个 link 之后另一头结合泛素化酶。

原则上可以，但这个路是没有真正产业化走通的，你随时会碰到你意想不到的事情，比如说一个很简单的例子，你一头接这么一个大集团，另一头接再接这么一个大集团，中间再拉一个很长的 link，你的分子量是多大？比如说你能分子量是 200，你可能过细胞膜这种，你的分子量如果是 600 呢，你为了控制你的生物利用度，你为了控制你的静膜活性，你会牺牲很多东西的，这背后能不能让你找到那个真正特别合适的那种靶点的分子，其实难度还是有的。

protac 我觉得这个技术方向概念是很有意思，但是真正产业化还是要看最终看大家能不能找到特别合适的点，需要保持一定的警惕，因为目前为止还没有真正的全面的验证过它的广泛普适性。

球友提问：现在创新药的格局是怎么样的？

林伟：我个人观点，我自己以前没事的时候拉过中国 1000 多个创新药的申报的情况，你会发现非常有意思的是分成几个代际，第一个阶段是 2000 年之前，可能 97、98 年什么医科院、药科院、上海医工院之类出了一批的新药，这里的新药很多是有中国特色的，比如说三生的特比澳，比如说绿叶的力朴素，这种创新药是什么，你是 1.1 类新药，最终也发现是他的，但是你拉到国际上卖不起来的，你会发现你的力朴素是比白蛋白紫杉醇差的，所以实际上会有一批这样的创新药，当然这个时代没问题，因为他们已经上市很多年了也赚到那个钱了，你说可能临床价值没那么大，已经不需要它来给你支撑营销。

第二个阶段是 03、05 年这个阶段，中国入市之后发生一个很大的变化，中国的有些药开始跟国际对接，我们会发现出来一批有典型意义的，比如说贝达的埃克替尼，比如说康弘的康柏西普，比如说恒瑞的艾瑞昔布，同样类似地这一批药，它会更有一种国际范的研发，当然它们本质上都是弥补，康柏西普可能稍微好一点，但是大差不差，就从国际的标准来看，你说比别人好点没问题，你说埃克替尼跟吉非替尼比，我可能在某些患者上，比如说入脑的那种患者上，可能会有一些优势。但从国际的标准来说，这应该是

一个 Me too，就是 05 年 07 年这中间做的这批，这批药现在进入一个放量期，我觉得放量期可以继续放量，因为不管你认为它的临床价值到底有多大的国际竞争力，从医保的角度一定是扶持的，就是大家所谓的千金市马骨，你大家不用怀疑医保局对埃克替尼的扶持，真正影响埃克替尼的三代 EGFR 的广泛上市，比如说我们会说吉非替尼那么多仿制药上来了，为什么我还要买贵那么多的埃克替尼，为什么医保还要扶持你，这是一种国家的态度，这是一种产品之外的东西。但是真的有一天三代 EGFR 大规模进入一线治疗，现在还是二线治疗，难度会变大，所以这是内批药的一个问题，他们其实有更好的药的替代出来，包括康柏西普是，就是说俞德超为什么说康弘现在去美国晚了，因为美国出来了更好的药，你已经过了你们领先性了。

第三个阶段，就是 10、11 年、12 年那时候出过又一批公司，就是我们看到的君实、百济、信达、恒瑞这种 4 个 pd1，除了他们之外还出过一批其他的公司，有很大一批，这个比较典型。他们就是 fast follow，国外做到一期二期特别好的药，然后我们快速跟随，以中国的优势来跟他们做。这批药确实做的很好，而且它的领先性会比原来的埃克替尼那个时代会更有领先性，更有临床的优势，比如说信达跟百济，特别是百济那批的话，你拿到国际上是有一定竞争力的。

我们再来看这个阶段实际上也已经过去了，过去 10 年中国的创新要迭代特别快，中国现在进入一个新的阶段。15 年前后我们出来了一批公司，比如说你去看诺诚健华、康方、康宁杰瑞，他们真正很多药出来是 15 年前后的，这里出现一批药，他开始做跟国际有一定的差异化，说你们都做 pd1 了，现在双抗的趋势好多人去做双抗了。比如说现在其实也有很多转向了双抗，实际上有更往前走一步，有一点想去参与全球的前沿的引领性的竞争的过程，但是它还是会比国外会晚一点，比如说国外已经证明了双抗这条路走得通，那么多人开始去做双抗，康宁杰瑞、康方还有信达他们都是坐船的，是因为国外有走通了这个基础。

其实这两年我发现一个新的趋势，就是我去接触很多初创企业，他们还没有药出来，我们大家也看不到，有一些初创企业，他们可能是教授，可能是一些顶级的科学家，一些资本真的开始去做扶持科学家们，中国已经有一大批的 First in class 的药在酝酿中，有一天我们会发现 3 年或者 5 年后，我们会看到它，10 年后这批药会上市，也就是说十几年后中国会上一批真正的中国引领全球的 First in class 的这种药，应该是可以预期的，所以这是一个迭代，在迭代背后就是一个格局，因为你每一个生态的变化，你的每个阶段你对应的物种谱是不一样的。所以随着未来的 ME-BETTER 或者 First in class 起来，我们会看到一些新势力，这批新势力是真正在做新技术的，他们是一个跟我们以往完全不同的一种业务模式在运行的，这是我的观点。

球友提问：集采对器械的潜在影响。

林伟：集采会对医疗器械行业产生一种选择，优势物种的这种图谱会慢慢向真正的有国际竞争力的创新公司去倾斜。举一个简单的例子，比如说我们说创新医疗器械特别审批的。第二个是他的公司的产品有没有能够拿到美国拿到欧洲去卖，而且卖出竞争优势，

最好是做大型临床，做出自己的优势，这是一个很重要的点，他们某种程度上可能会更代表未来，因为科技属性变强，销售属性变弱，你靠中国特色靠带金销售，靠把医生扶持的服务得更舒服，让医生更喜欢，这个时代可能慢慢会过去，慢慢地我们是真的需要你的产品是真的拥有更强的临床价值，所以我觉得集采包括 DRG，它对这种效率的提升之后，一定会向创新龙头去集中，不是规模龙头，这是一个选择压力跟选择的一种生态变化的问题。

球友提问：请分析一下港股 B 类医药股里的发展空间。

林伟：这里说的 B 类就是港股开的未盈利的生物公司，当然也包括启明、沛嘉这种医疗器械的公司，我觉得是这么一个回事，第一个他们作为整体空间是很大的，第二个行业在刚开始区分不出来的时候，它一定是一个普涨，普涨完的时候会有一个分化。就像 A 股你 17、18 年的时候讲创新药的时候，怎么恒瑞、复星、科伦一起涨，涨完之后你会发现两年后大家的走势不一样，刚开始你区分不出来谁是谁飞的时候就一起涨完之后再进行分化。

我觉得应该会有一个类似的情况，刚开始大家预期可能拉的不是特别开，前面几家有这种明星相的公司，可能都会一起受到市场的推崇，慢慢的会分化，这是一个理解，然后这里面分化出来有一批公司，他们是会不断创新的，百济已经 900 亿了，信达已经 600 亿了，过千亿其实不难的。问题是后面还会出一批的这样，百济、信达可能是说 10、11 年前后成立的，还有一些 15 年前后开始的，这里面应该会出新的 500 亿、600 亿的一个公司，这里一定会有分化的问题，但具体是哪家，就看大家的火眼金睛了。

球友提问：医疗器械公司的子行业都有较明显的天花板，能谈谈乐普和微创的成长路径？

林伟：首先，所有的医疗器械，他有一个体系竞争，它带来后置壁垒这个问题，实际上是一体两面的。壁垒这个东西你限制了别人进来，也限制了你出去，你在一个领域做得特别好，你出去其实挺难的，因为你做一个 CT 机跟你做一个支架，它是完全不同的体系，所以它确实会有个单领域的一个天花板。

但是这里有几个其他因素，第一个很多行业所谓的天花板是理论的，很多时候你可能空间还很大，比如说骨科他其实你要真要去算的话，它的天花板真的打顶的话其实还是比较漫长的。

第二个，到了一定阶段之后，它是会出现一个整合的问题，你看国外的医疗器械一定会出现，某种程度上当然也不一定非得是收购，你像微创这种模式，乐普是一种收购的模式，我觉得做得非常漂亮，它的好几个收购都很漂亮，微创走向另一种，它不是收购，它不是整合别人，他是自己去生产这种公司，他也是一种思路，我觉得两种思路都可以，他们做好都是很高的天花板，所以这个可以不用给他们贴上光板支架这么简单的一个标签。

球友提问：仿制药的前途如何？

林伟：举个例子，美国可能百分之八九十是仿制药，然后他们收入占比 10%-12% 是吧？然后创新药量是 10%-12%，然后他已经是占百分之八十几，所以你一看一上一下，价格差个十几倍，你会发现仿制药特别亏，占了绝大部分的量，中国可能现在至少还有百分之八九十是应该被归入仿制药的，但是这个过程会很漫长，有一定可能在我们现在可预期的 5 年、10 年或者 20 年内，仿制药整个板块变成一个 0 涨幅的状态，然后行业的所有增量都走向创新药，这是一个比较可能状态，而不是说仿制药你现在 80%，然后 5 年后中国仿制药占比 20%，这是这是不会发生，这是一个很慢变的一个过程。

美国本土的仿制药其实非常惨的，但不等于说中国仿制药也会那么惨，因为美国有个问题，它需要跟印度的 Sun Pharm 竞争，需要去跟印度的 Dr. Reddy's 去竞争，需要跟华海去竞争，它是一个全球开放的，所以它比较尴尬，本土会特别累。但是有一点，中国即使没有放开的话，第一个我们确实看到印度仿制药在进入中国，它成本跟中国比至少是不相上下，第二个就是说中国的仿制药未来的毛利率下行，这件事情我觉得大家需要思考一下，70-80% 的毛利率掉到 30-40% 意味着什么？30-40% 的毛利率意味着你 100 块钱的成本定价到 130 块钱，70% 的毛利率意味着什么，比如说 75% 毛利率意味着 100 块钱定价到 400 块钱，你 100 块钱成本的东西从 400 块钱定价掉到 130~140 的定价空间是对整个行业的冲击是比较大的，所以仿制药未来慢慢的大家压力会不断地压进来，所以我觉得反正要这种长期风险还是要注意的，特别是那种非特药，没有强的技术门槛的那种药还是要小心的。

球友提问：如何看待爱尔眼科的扩张方式？

林伟：对于爱尔眼科，我的观点可能和别人有些不一样。第一点是说医疗服务分化特别剧烈，美股有 20 年涨 80 倍的有跌的非常惨的，医疗服务背后的模式差异会非常大。这点来说我们首先是认同爱尔眼科的这种专科，特别是眼科它是一个黄金赛道，专科会比综合好，专科里面眼科又是一个黄金赛道，所以按照这点来说没问题。但是回过头来说，我觉得有一点就是说为什么国外没有出这么大的一个类似的医疗服务机构，我建议大家看看一下行业的一个数据，我们去看医疗服务有一个什么问题，就是你的合格的供给的增速是有限的，比如说你的合格的供给增速 15 点，然后你发现你的需求可能 15 个点 20 个点是吧？

你的行业会特别的激情，但如果有一天你的需求增速掉到 5 个点，8 个点的时候，你的供给增速还是十几个点位，为什么你会发现国内还是有不断的地一些新的眼科公司出来，然后他们还在慢慢地壮大的过程中，只不过说需求太旺盛了，感觉不到，我觉得建议大家去比较一下爱尔眼科跟希玛眼科，希玛眼科非常有兴趣，去看深圳的医院跟香港的医院，深圳的医院他可以做到比香港医院高 10 个点，因为供求的相对供不应求，香港是供求相对充分的。

第二个希玛眼科深圳的毛利率可以做到比爱眼科更高的一个毛利率，因为这个就是医疗服务的一个特殊性，有一天慢慢的当供给不再是供不应求，变成供给过剩的时候，大家有的挑的余地的时候，大家会有一个选择，这种选择他会选那种医生特别好的，服务是

连锁化会很难回避的问题。有名医的，然后它的服务特别好的这种小而美的这些眼科公司会活得特别好。所以我们说爱尔花了一点点钱去收购了欧洲最大的眼科连锁，这是一个非常有意思的事情，大家可以多想想。

2. 投资上无处不在的“伴生”现象

作者：@ 青侨阳光

发表时间：2020-10-06

在整理月度更新、感受中国创新崛起过程的时候脑子里突然冒出一个词儿叫“伴生”。

一方面我们感觉中国创新在高速崛起很厉害，国际化的征程也在大踏步往前。但另一方面我们感觉到这里面供给泛滥、泡沫化也有些严重，大部分都是注定要死掉的那种项目。两者叠加在一起，冲击力就比较强。本文摘自青侨阳光9月份月报内容。

投资上有很多基础要素的变化，这些基础要素的变化可以让我们很容易推导出一个直观的现象的判断。但是如果只是停留在根据要素变化推导直观现象判断上，认知会有很大的局限与风险。我们需要进一步去思考这些基础要素的变化，它们带来的直观现象会有一些自己的伴生现象。这些伴生现象可能会给我们很不一样的认识。而且这种伴生现象本身可能还会有自己的伴生现象。

如果只盯着第一个直观的理解，可能有很大偏差。我们需要理解直观背后的伴生以及伴生的伴生这些现象，可能才会更好的接近真相。不仅仅是第一层思维，我们可能需要第二层思维，甚至第三层思维。



举一个例子，过去几年来医药行业有个很大的共识就是中国的创新大潮的崛起。这个共识是非常强烈的。这背后有一个非常坚实的要素基础就是扶持创新的很多要素的齐

备。第一个是政策。政策的扶持力度非常大；特别是 15 年药审改革之后政策是全面扶持，现在是医保也在扶持。第二个是技术。中国技术发展的速度是极快的，当然这背后很重要的一点是人才，很多海归人士回来，包括中国自己的人才培养，都有一个很快的提升。在这人才的背后有个资本要素。一方面是国家对科研的投入资金不断的在增加，更重要的是，大量的股权资本的出现。在 11 年之前，我们听不到多少正儿八经的本土的股权资本，但现在到处都是本土股权资本。这是一个很大的基础，因为创新药要烧钱。还有一个要素就是创新需求的觉醒，背后就是医疗需求的升级。中国人对美好生活的向往也是存在的，总是希望过得更好。这些要素在过去几年有个强的共振，这种共振之下创新带来大潮，这是一个非常合乎逻辑的一种直观的推演。这里会形成第一层思维：要素共振大利好，这是一个大的趋势，这里会有“系统性”大机会。

但这只是第一层思维。

我们再来这个创新大潮共识的伴生现象：中国的 1 类新药受理文号，原来是 40 来个，现在有 700 多个。如果按现在趋势，未来两年超过 1000 个是很大概率的事情。问题是当下的医药行业能不能撑起 1 年 1000 个 1.1 类新药，很难。这里面有很多新药注定是要死掉的。但是市场对这块还没有入价。

我们每月对行业会全梳理一遍，在这个过程中，我们很深刻的一个感受就是创新供给端的泡沫是很严重的。比如 CD19 CART，已经有更好的二代技术出来的情况下，一代老技术还有如此多的企业涌进来，大部分最终注定是一地鸡毛。

这种创新供给泡沫的背后一方面是传统企业有个创新焦虑，它觉得仿制药那套不行了，必须要搞创新；另一方面是新兴企业有个创新幻念，看到了机会但没有来得及看到其中的风险。新兴和传统这里面都有很多非理性。

当下的状态是创新的预期打起来了，但是真正的证伪期还没有到来。这个时间窗口会容易催生非理性，预期逻辑已经明确，但是证伪逻辑尚未展现的时候，在这个窗口期容易催生非理性泡沫。

从行业跟踪方面，我们已经感觉到一些先知先觉的企业的一种变化，有些企业刚开始都是 me too 的那种。因为供给太多了。越来越多的企业开始重视差异化。一个是去做更前沿的，别人不会去做，也不敢去做，你去做了就有个差异化，另一个就是大家都有但我比你做的更好。确实有这个苗头出来，但是还没有形成行业共识，还是有很多低质量的东西在。

资本市场也在分化，比如说港股 18 章 A 大家上市的时候都是 100 亿左右，现在有的跌成 30 亿，有的涨成 900 亿了。但也还没有形成足够广泛的共识，特别是 A 股，A 股里面很多 me too 药企，依然给了一个夸张的估值体系。就是刚刚提到的，预期明朗但证伪期还没到来的窗口期。

这个是第二层思维。就是你看好我也看好，特定的窗口期阶段会带来过度泡沫化，这是一个需要警惕的风险。

但是如果我们再往前看一层，也就是第三层思维：创新共识系统性大机会，伴生了供给泡沫，但这种供给泡沫还有其伴生之伴生的现象：一方面，越来越多的同质化竞争压力，会给很多相对靠谱的企业和企业家会形成他们的外部选择压（进化压），这种选择压会倒逼着这批人走向一种差异化走向更前沿或者更好的阶段，我们已经看到很多企业在这么做了。

另一方面是监管层。原来中国的创新太稀缺，监管层是希望扶持，回头看它会有一些不合理，但站在当时是非常合理的。它会在 2000 年前后批出来一批 me worse 的一类创新药，国家需要扶持他们，即使是 me worse 的；然后到了 2010 年前后，批了很多 me too 的药物，而且以非常扶持的态度去推动了一批 me too 药物的上市。站在当时也是合理的，因为当时 me too 也很稀缺。但是站在 2020 年，中国的 me too 药物一点都不稀缺了，当下 3 代 EGFR 遍地十几家，监管层要不要给国家进步一等奖来鼓励下，完全不需要。所以实际上，监管的要求和态度也是水涨船高的。

前一阵子 CDE 推了一个突破性疗法的新的通道。这是一个非常重要的信号，国家开始追求 me better 和 first in class 了；Me too 变成一个正常东西了，不会额外鼓励了，现在鼓励的是 me better。

所以第三层思维就是供给泡沫也有积极面，它或主动或被动的推动和加速行业的升级。这种升级会让中国的医药企业出现世界级的公司和引领性的技术。

中国的创新大潮像是一颗糖。它外表包着的是糖衣，但如果我们只是看到外表，是无法真正的全面认识它的。外表包着的是个糖衣，感觉是个系统性机会。但是如果再往里品，它其实是苦涩的。因为有过量供给，而且这里面有些泡沫。但是如果再往细里品，又能品到“苦尽甘来”的感觉，它是一个夹心糖。

最终我们会发现创新大潮下，更接近真相的描述是：它是伴生风险压力的局部性大机会。它真正的投资点就是在相对主流的方向中国一定会出来世界级的公司，在没那么主流的地方会出现一些引领世界潮流的一些方向。最终机会在这里。不是系统性的大潮流，它一定是局部性的大机会。

对我们投资的影响，就是从简单的赛道思维走向精挑细选的思维。

当然这种伴生是普遍性的。比如说医药行业系统性上涨，对我们来说是受益的，但这种收益伴生的一个问题就是组合的内生回报率是下降的，能找到的好机会是变少的。这是其伴生的过程。当然这种伴生还会有它的伴生。

伴生之伴生会倒逼有一些其他的影响：它会让我们有更大的意愿跟精力去拓展美股这样的前沿创新，它会打开我们的世界。另一方面它会督促我们去升级。因为市场机会越来越少的时候，对机会的把握要求会提高。它会倒逼我们去升级我们的投资体系。

前期医药股的整体上涨，是个糖衣，但是往里一看是个苦的，机会变少了。但是再往里一舔又苦尽甘来，它推动了我们的进化……

3. 把握中长逻辑共振：区分“应该怎样”与“事实怎样”

作者：@青侨阳光

发表时间：2020-09-10

谢谢雪球的邀请，我是中航证券的张超，谢谢主办方雪球社区、机构间市场投资者教育最近都在研究美股的前沿创新药，但还没形成系统性认知结论，所以最近在雪球上聊得比较少。平时与林伟会就各种话题进行辩论探讨，后面也会看着摘录一些，代表我们对于某些问题的初步观点，欢迎探论和指正。

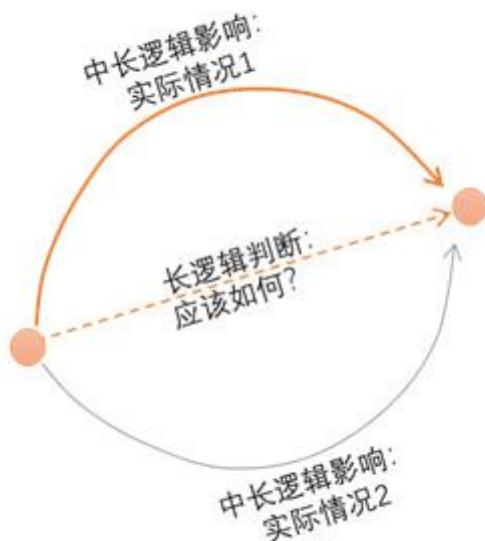
之前有提过我们当下阶段的进化方向，一个是构筑对创新的专业性把握，一个是提升辨时用势的能力。我们以前在投资判断过程中几乎是完全基于长逻辑的，经常会碰到一类情况：我们对某个行业或某个公司的判断最终在2-3年后被验证，但在被验证之前却经历了长时程大幅度的反向背离，要么因为不认同长逻辑而过早回避、错过了巨大幅度的阶段性中逻辑机会，要么因为认同长逻辑看好而过早参与、承受了大幅度的阶段性中逻辑压力。这是有明确痛点的，因为事实不只有起点和终点，事物发生的路径也是事实的关键组成。

对于这个，我们理解的关键问题，出在没能很好地处理“应该怎么样的长逻辑”VS“事实怎么样的中逻辑”这对矛盾上。足够长期看，该发生的可能迟早要发生；但在这个“迟早会发生”之前，我们拥有足够的理由去认识当下的趋势、去理解中尺度上事实会发生的情况。

这也是我们提“中长逻辑共振”、提“辨时用势”的缘由所在：我们要想更好地坚持“应该怎么样”的必要前提，是我们也明白“事实怎么样”；我们要想更好地把握长逻辑的必要前提，是我们能理解中逻辑的形、势与必然。

我们在讨论的时候画了一张这样的草图来示意。中逻辑和长逻辑之间不仅是一个时间长短的差异，它其实是一个视角的差异。比如说，一个行业或者公司，它的业务现在是在 A 点，基于我们的研究判断，假设它未来会进入到 B 点。长逻辑对我们来说就是最终结果是从 A 到 B，就是这么一个结果。这是一个长逻辑，就是它是点与点之间的某种变化，它可能比如说自身价值花了 3 年时间抬上去了 50% 或 100%。这是一个点与点的势能差，但是是不是说它一定是以这种匀速的方式过去的，不是的。

真相或者现实的过程是：它可能是 1 曲线过去，也可能是 2 曲线过去。我们都经历过，代表了我们之前错过机会（从 1 曲线过去）和挨坑（从 2 曲线过去）的经历。



往上这条曲线，举个例子：一直以来我们有个观点待验证，就是 CRO 这个行业等到创新药的焦虑进入证伪期之后，未来这个行业景气度会有个剧烈的下滑。这个观点我们可以先放在这里，不是说某个公司不行，特别优秀的公司可以，但是作为行业本身来说，我们觉得它的景气度跟市场预期在未来某个时点会有个剧烈下滑的需求。

现在的国内的 CRO 是欧美比我们营收大好多倍的 CRO 公司，市值还高很多。那是不是说几年前的 CRO 是不是就不能参与了？几年前的 CRO 就比国外贵好多了，能不能参与？现在回过头去看还真不一定，因为它有可能有个阶段性的剧烈上升在里面，到一定程度之后再回归。

在这个过程中，它是阶段性的供求决定的。它就是阶段性需求特别旺盛导致一种供不应求，它景气度就是上去了。但也许这个上去最终会回来，因为行业的门槛也没那么巨大，最终供给会不断释放出来，把这个行业重新拉回到均衡。但这个过程中，我们是可以看得到，需求是 30-40% 的增长，但有效供给只有 15-20% 的增长，它就是可以阶段性的

很景气。这种行业阶段性的供不应求，这个过程不能简单说它是一个泡沫，它就是一个实际发生的轨迹。

往下这条曲线，例子就更多了，一般代表了我们之前长期看好的东西，在中期受到压抑后挨坑的过程……虽然随着长时间的推移，观点被证实，但中间的过程是一言难尽的。

在经历痛点之后，进化调整的一个方向就是由之前单纯判断长逻辑、无视中逻辑转为寻找中长逻辑共振的机会。也就是在理解中逻辑的基础上去把握长逻辑。

长逻辑更多是点与点的位置差、势能差；中逻辑不是说按 2 个点之间的均匀走向，它是个实际发生的“过程”，是一条“事实”曲线，它可能先向上再向下，也可能先向下再向下。

长逻辑更接近于这个公司“应该”是怎么样，这个行业“应该”是怎么样，我们有一定前瞻判断，3 年 5 年来看它应该是怎么样，（比如 3 年这个公司要翻倍，5 年后这个行业应该会不好）这是一个“应该怎么样”的长逻辑问题。

中逻辑更接近于这个公司“事实”是咋样，这个行业“事实”是怎样。比如，我们判断某些行业未来 3 年后“应该”很好，但现在“事实”就很差，怎么办？我们认为 5 年后某些行业会变差，但现在它就是很好，非常景气，怎么办？

我们的想法是要承认、理解并接纳这个事实。不过度执着于“应该”怎么样，而是承认“事实”是怎么样，基于事实的真相，来做出自己的决策判断。

比如说，有人觉得美国人“不应该”选出特朗普这样的总统，但“事实”是美国选出了特朗普。比如说来了个股灾，股价“不应该”这么跌，科创板“应该”理性点，创业板“应该”理性点，这个公司不好你“应该”别炒，但“事实”是它就在炒。“事实”就是当市场不好的时候，大家就是羊群效应暴跌，好的时候大家就是羊群效应暴涨。

要做一个活在真相中的人，去区分应该是怎样和事实是怎样。

对于青侨阳光来说也是一样：首先是承认事实是怎样，然后去做我们觉的应该怎样的事情。这个和“一开始就觉得应该是这样，不能接受事实，一直跟事实拧着干”是不一样的。首先理解中逻辑，然后去把握长逻辑。

4.逆全球化不见得是坏事：不利于水平进步但利于垂直进步

作者：@青侨阳光

发表时间：2020-09-12

各位雪球的朋友大家好，我是湘财证券的郑韬，感谢雪球社区、机构间市场投资者教育逆全球化不见得是坏事，它是原创创新的良机。垂直进步的科技更有影响力，在逆全球化背景下科技力量终将崛起。本文为重读“从零到一”后的部分摘录和思考。

进步可以呈两种形式。第一个是水平进步，也称广泛进步，意思是照搬已取得的成就经验 --- 直接从 1 跨到 n。水平进步很容易想象，因为我们已经知道了它是什么样。

第二个是垂直进步，也称深入进步，意思是探索新的道路 --- 从 0 到 1 的进步。垂直进步较难想象，人们需要尝试从未做过的事情。如果你根据一台打字机造出了 100 台打字机，那就是水平进步。而如果你有一台打字机，又造出了一台文字处理器，那你就取得了垂直进步。

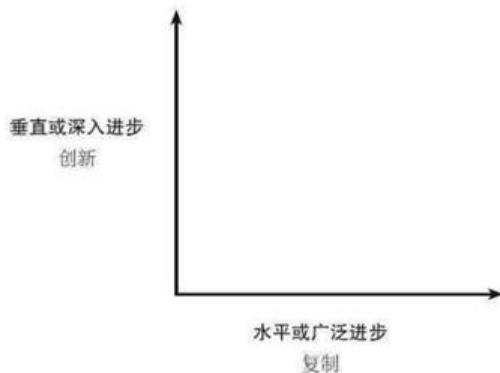


图1-1两种进步

从宏观层次看，可以用一个词替代水平进步，即全球化 --- 把某地的有用之物推广到世界各地。中国是全球化的范例。（中国过去 40 年取得的是水平进步，很容易想象，因为我们已经知道它是什么样。很多时候是直接 *copy to China* 式的复制发达国家的有用之物，而且更具有“后发优势”）。19 世纪的铁路、20 世纪的空调，甚至整个城市。也许这种复制可以是中国在建设道路上少走几步，但这依然是在复制。（过去 40 年，*copy to china* 的企业都活得非常好。自己吭哧吭哧做原创研发类的垂直进步则更加辛苦。）

垂直进步也可以用一个词来概括，即科技。近数十年 [信息技术](#) 的迅猛发展，已经给硅谷冠上了“科技之都”之名，但科技不仅限于计算机技术。任何新方法，任何可以使事情更容易完成的方法都是科技，这才是对科技的正确理解。因为全球化和科技是不同方式的进步，它们可能同时存在，也可能存在其中之一。从 1971 年开始，全球化加快，而科技发展只局限于信息技术领域。（未来几十年就不会仅仅局限与信息技术领域，生命健康领域的科技创新将会是一股无法忽视的科技创新力量。）

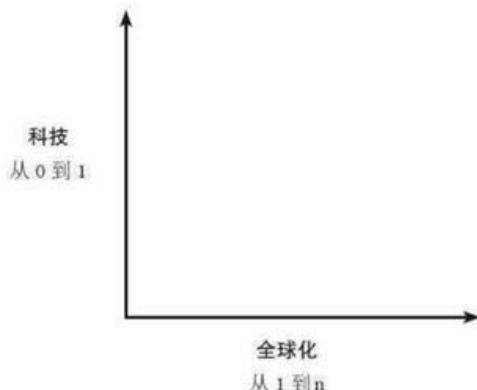


图 1-2 科技与全球化

图1-2科技与全球化

在全球化的时代，不难预见，在未来数十年中世界会更加一体化，更加趋同。甚至连日常用语都显示出我们在某种程度上是哪个认为科技时代已经结束，例如所谓的发达国家与发展中国家的划分，表明发达国家已经获得了能够获得的一切成就，而落后的发展中国家只需要奋力赶上。

但我并不认同。**大部分人认为世界的未来由全球化决定，但事实是 --- 科技更有影响力。**没有科技创新，也许中国能源产量在未来 20 年会加倍，但造成的空气污染同样也加倍。如果印度的亿万家庭也都想现在的美国家庭那样生活 --- 只用现代工具，结果也将是对环境造成毁灭性的破坏。如果全世界都用同一种旧方法去创造财富，那么创造的就不是财富，而是灾难。在资源稀缺的今天，丢掉科技创新的全球化不会长久。

历史进程中从不会自然出现科技。我们的祖先生活在一成不变的零和社会，在哪个社会中，成功意味着从别人手中掠夺财务占为己有。他们极少去创造新的财富来源，长远来说会导致物资匮乏，人们生活艰难。

从原始农业生活开始，到中世纪有了风车，16 世纪发明了天体观测仪，人类社会上万年的时间仅有零星的进步，直到 18 世纪 60 年代蒸汽机出现再一直到 1970 年左右，现代世界才突然经历了一连串的科技进步。最后的结果是，我们继承的社会比之前任一代人所能想象到的都更富足。

没有一个世代像 20 世纪 60 年代的美国那样希望这种进步可以持续，他们希望一周只工作 4 天，能源便宜到不需要计量，度假可以去月球，但这些只是想象。智能手机是我们忽略了周围，也是我们忽视了周围的事物有多“陈旧”：只有电脑和通信是 20 世纪中叶取得了巨大发展。但这并不是说 60 年代那一代美国人对未来的美好期待是错的 --- 他们只是**错误的认为这种美好的未来会自己到来。**今天我们面对的挑战是创造出新科技，使 21 世纪比 20 世纪更和谐、更繁荣。”

.....

看完这一段，让人联想到医改政策。在医保大扩围红利的阶段，很难有真正原创性的创新药物：因为医保扩围背景下，药企只要保持“水平进步”就可以赚足够多的钱。

新医改之后，创新崛起、腾笼换鸟，整个医药行业的关系逐渐趋于理顺。为什么会发生这种情况？因为扩围红利结束了，整个医药行业进入到了 10% 左右的稳步增长，这种增速不利于扩张式的水平进步，倒逼“垂直进步”。医药行业在“扩围结束”的背景下欣欣向荣了起来。

同理，很多人担心逆全球化，担心经济增速受到压制，但这只是进步的一个方面。水平进步受到压制，是不是一定是不好的呢？我觉得也未必。就像医药行业进入到创新药和老药之间的存量争夺一样，逆全球化可能会倒逼真正的垂直进步，这种背景是原创创新的良机。在未来数十年的时间里，**我们可能会看到在增速不大的存量池里面，结构性科技力量的崛起。**

5. 下半年医药投资策略：投“息差”修复，投爆发式前沿创新

作者：@青侨阳光

发表时间：2020-07-18

大家下午好，感谢受邀由雪球社区、机构间市场投资者教育基地、证券食堂社区主办的“本文为青侨阳光下半年医药行业投资策略路演的文字精简版，《下半年医药投资策略：换仓不离场，布局新洼地》视频回看链接：[网页链接](#)这里面除了重新探讨了对中国的三大医改的理解与看法之外，也探讨了我们对下半年医药投资策略的一些思考——实际上，题目标题已经表达了我们的核心观点：布局新洼地。为什么要换仓？为什么不离场？哪里还有新洼地？怎么去布局？……下面是一些简单的思考，欢迎一起探讨。

一、大涨之后，医药还能不能投？怎么投？

上半年的医药股很猛，这个已经是既成事实了。对医药股的投资人而言，这就提出了一个很现实的问题：大涨之后，医药还能不能投？

我们的观点很明确：能投。

医药行业的特点是细碎，投射到资本市场上就是细分行业的业务本质与逻辑节奏的高度异质化，这种异质化也带来医药股在股价表现上的常态化的节奏错位。这为我们换仓提

供了基本的市场基础。对我们而言，价值对价格的回归吸引是股市的第一性原则。只要市场上还有显著的价值洼地，我们就没有必要离场。

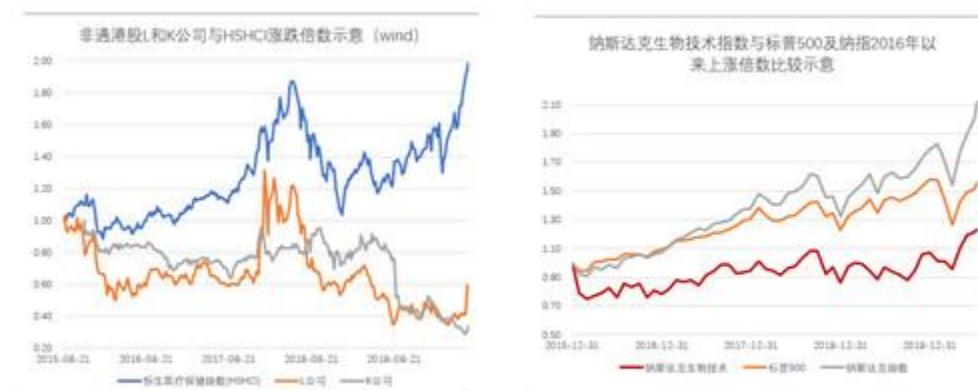
因此，回答“医药还能不能投”的问题的关键，就变成了：大涨之后，医药股还有没有明显的价值洼地？

对于这个问题，我们的观点同样明确：有。当然，这里可能需要一些逆向的视角，**一些好的逆向投资机会，往往出现在一些系统性承压或者整体性相对偏冷的市场里。按我们的理解，站在当下的非通港股里的医药股和纳斯达克里的生物科技，就是可能存在批量逆向投资机会的市场。**

我们对核心覆盖的标的都会在现金流折现后纳入我们的估值通道，这样不同业务不同市场的医药股就可以按一套可比的估值方式进行比较。我们可以发现不同业务特性不同市场不同阶段，估值上会有系统性偏差，但拉长时间看，还是能明显感受得到会受某些模糊规律的约束回归。从我们的覆盖标的估值通道看，非通港股和纳斯达克中小生物科技股里有一批标的，存在着一定程度上的“自身型的低估”（现金流折现后明显处于估值通道下区间）和“比较型的低估”（和历史估值或可比同行比也处于相对低位）。说得有点绕，简单说，就是非通港股和纳斯达克里，有一批有明显反弹基础的低估标的。

下面左图是两家不在沪深港通里的港股医药股，质地上看算不上顶级优质，但也还可以。过去5年恒生医疗保健指数已经接近翻倍，而这两家公司在比较长的时间里屡创新低。但事实上，这两家公司的业务价值层面是有明确价值累积，而且在可预见的几年内，价值也仍会有一定的支撑与累积。一上一下之间，可以看到两家公司在过去5年经历了剧烈的杀估值，以K公司为例，从上市初期的10倍多的PS跌到最低只有1倍多的PS，用我们的估值解释通道去表述的话，就是直接从估值解释通道上轨附近跌到了估值解释通道下轨附近。

医药还能不能投？——能投，投分化后的逆向、与未被充分入价的潜力大成长



这个过程中，有自身的原因：比如 2015 年上市融资后跨省扩张不利，导致过去 2-3 年业绩压力增大，然后公司在 2019 年又顺水推舟洗了一把业绩；比如公司原来讲回 A 股的故事引发过市场遐想的估值支撑，但 A 股 IPO 失败反而加速了股价下行。

但除此之外，也有一个系统性的外部因素：沪深港通的开通，在拉高了港股中大市值医药股的估值体系（受南下资金支撑）的同时，反而集体压抑了不在[港股通](#)里的小市值港股医药股——这点很有意思，我们觉得可以理解成一种“抽水”的资金效应。类似的，18 章 A 开通后，对那些缺乏诱人创新故事的非通港股又造成了一轮新的抽水效应。但抽水毕竟是一种资金行为，并不改变公司业务实质；当这种“冰火两重天”的抽水效应达到一定程度，就像钟摆的摆锤往两端摆动到一定程度的时候，看上去它只是往外的速度在减缓而已，但实际上它可能已经在积蓄越来越强的反向运行的势能。毕竟公司股价迭创新低的同时，业务价值是仍在不断正向累积的。这不是一家公司的特殊现象，这在非通港股里是一个相对普遍的现象。

上图右边是 2016 年以来纳斯达克生物技术指数 (NBI) 与[标普 500](#)、纳斯达克指数的上涨倍数示意：在纳斯达克指数 4 年半已经翻倍，但 NBI 只有不到 30% 涨幅。我们拉了美国几百家生物医药领域的公司的历史股价，在过去几年出现了一个非常有意思的现象：一批过去几年没有明显价值累积的大药企股价翻了 2-3 倍，而另有一批过去几年价值增量凸显的标的中，只有一部分得到了价值的体现，还很一大批价值持续增长股价却不断下杀。然后就是我们在港股医药股里看到的，一批大药企估值冲向估值解释通道上轨的同时，一批还不错的中小科技股的估值却压到了估值解释通道的下区间。简单说，美股医药股也有剧烈的分化。这种分化达到一定程度之后，有可能也在埋下反向运动的价值基础。

谈到这里，下一个问题的答案也就自然地浮现了：下半年医药，投什么？怎么投？**我们的观点是：1. 在非通港股里投“息差”修复，或者说“收益率差异”修复；2. 在纳斯达克里投潜在爆发动力。**

什么是“必要回报率”差异修复？前面提到，我们有一套基于现金流折现的估值解释体系，不同公司的估值都可以转化成横向可比的“必要回报率”，这就像有了统一的度量衡，不同业务不同节奏基础的公司就有了比较的基础。

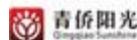
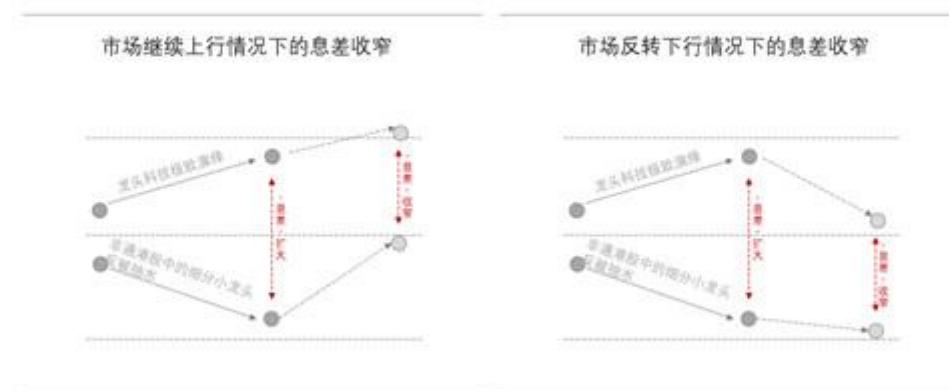
当然，质地评级是 A 级标的公司，与质地评级是 B 级 C 级的公司，它们的必要回报率应该是有差异的——这就有点像债券，AAA 级债券与 AA 级 A 级债券，它们的到期收益率是有差异的。这里的收益率差异可能会随着市场环境变化而扩大或缩小。

现在的情况是，对于港股医药股，[港股通](#)里的[科技龙头](#)的估值明显极致演绎，集体冲向或冲破我们的估值解释体系的上轨，而不在港股通里的缺乏核心科技概念的医药股，却有一批公司估值接近了我们估值解释体系的下轨。这种极致的反向分化演绎，导致两类公司间“必要回报率”差异的剧烈扩大。

当这里的“必要回报”达到一定程度之后，天然积累修复动能：1. 如果市场情绪继续大幅上行，必要回报率差异收窄，可能是以估值下轨的非通医药股的大幅修复来实现，质地还可以的非常低估的非通医药港股可能会有补涨机会；2. 如果市场情绪迅速逆转冷却，必要回报率差异收窄，可能是以[科技龙头](#)的回调来实现，那这些非通医药股可以有防御抗跌的效果。

当然，也不排除进一步极致演绎，或者就是现状的维持。但站在当下风险收益比的角度说，这些质地还可以的非常低估的非通医药港股，是值得考虑和配置的。

医药投什么？ 1) 投“息差”修复-非通港股



19

第二个思路相对简单：在纳斯达克生物技术指数多年滞涨之后，纳斯达克有一大批估值公允甚至低估的有潜在爆发动能的前沿科技标的。美股科技股供应非常多，加上这几年美股的小大差异，带来我们看到的：一边是美股指数不断新高，一边是有一批的生物医药公司相对估值和绝对估值都只是公允甚至部分标的明显定价不足。这为我们去挖掘布局潜在爆发创新机会，提供了比较好的市场基础。

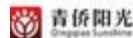
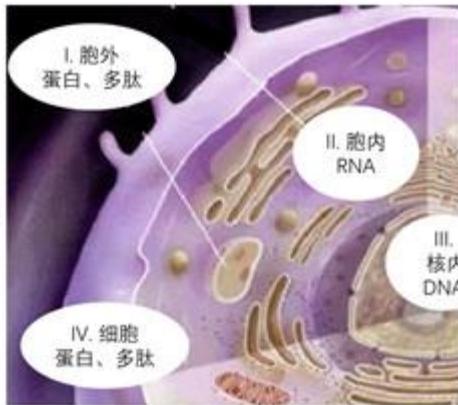
美股医药的前沿创新机会有很多。下面是其中一个思路：生物科技进入“入胞时代”的投资机遇示意。现代意义的生物科技，源起于 1950s 年代的 DNA 双螺旋开启的分子生物学领域；到了 1970s 分子生物学工具逐渐完善后，开始具备产业化基础。相对最简单的多肽药物最先成熟，1980s 生长激素、胰岛素等多肽药物最先开启了多肽的爆发成长期；抗体药物分子量比多肽大得多，这会带来免疫原性的问题，为了解决这个问题，科学家又多倒腾了 10 多年，随着人源化技术的逐渐成熟，1990s 末期的利妥昔单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗，开启了单抗的爆发成长期。

但从生物学角度来说，现有的多肽药物和单抗药物有一个极大局限：都只在胞外起作用，只能通过结合细胞膜上的受体非常间接地影响胞内的生物学过程，而绝大部分分子层面

的生命活动却都是在胞内进行的。随着过去 20 年尤其是过去 10 年入胞技术的不断突破，以入胞为特征的新一代生物技术逐渐成潮，包括 RNAi 和 mRNA，包括基因疗法和基因编辑，包括基于基因修饰的细胞疗法，这些新技术已经在局部显示出了颠覆性疗效，相信未来 5 年 10 年，这里会涌现出更多的投资机会。

医药投什么？ 2) 投潜在爆发-美股前沿创新

I. 胞外	多肽——胰岛素等（壮年） 抗体——PD1单抗等（青年）
II. 胞质	dsRNA——Inclisiran等（少年） mRNA——新冠疫苗等（少年）
III. 核内	Gene Replacement——Zolgensma等（少年） Gene Editing——探索初期（幼年）
IV. 细胞	基于基因修饰的细胞疗法，CART等 非基因修饰的细胞疗法，TILs等



23

二、逆向新解

如果用一句话形容我们的风格，我觉得是：在相对冷静的市场，释放深度研究的价值。我们希望能够深度研究，但深度研究需要平和的心态。所以我们喜欢冷静的市场，因为冷静可以带来心境的从容。所以往往与逆向相伴，在逆向里可以相对从容地做着深度研究，然后基于深度研究去布局价值的释放。

对我们而言，“逆向”是个好东西：我们知道价格的本质是供求，相对而言，供给是个慢变量，而需求是个快变量，因此边际需求变化短期对价格影响更大，逆向造成的需求不足，天然导致定价不足。但逆向相对孤独，少了同伴与市场的参考，对我们的判断有着更高的挑战。

逆向的核心，不是基于过去视角的简单地站在趋势的对立面，而是基于未来视角的站在趋势的前端。很多掉下去的，可能再也上不来；而未来会爆发的，即使逆向也未必一定非得跌到多么低估。

逆向投资不应该和低 PE 低 PB 划等号，也不应该只是从高点下来跌了多少。逆向投资，应该是未来视角，而非历史视角。应该不是盯着过往，而是基于前瞻。

因为企业是个经营的连续体，价值更大的来自远端预期。仅是基于历史低估，有潜在价值陷阱风险的，因为历史的盈利可能只是时代的红利，在医改面前，可能脆弱不堪，即使是净资产的大比例破净，只要不能破产精算，资产价值依然可以不断被耗损。

而一家拥有广阔未来的企业，它们在生存逆境之时，虽然没有那么低估，但相比它们要去的星辰大海，仍然是远为更吸引的机会。



6. 关于创新药投资方法的一些思考

作者：@ 青侨阳光

发表时间：2020-05-23

各位投资人下午好，我是海通证券的房地产分析师谢盐，首先要感谢中证机构间市场投超额收益。我们把医药里面最看好的方向概括为“新、特、强”。之前把握的机会，包括三方诊断，高耗龙头，管制麻药等都属于要么“强”要么“特”，一个是后置壁垒，一个是前置壁垒，本质上投的是业务本质上的不变。现在我们在积淀对前沿创新药的理解和把握。前沿创新药的本质是投变。它不是一种壁垒，更多是从初验证到广认可的技术周期。投特投强背后的业务本质想明白了，这里的认知是很容易复制的；相对简单。但创新药高度迭代且分支庞杂，投变比投不变更难把握，但这也是医药投资最有魅力的一块，我们不会回避。本文简单探讨下我们对创新药投资方法或策略的理解。

聊创新药投资方法之前，首先可能得理解下：创新药它的特性是什么？

一个是，药品是个单一明确成分的标准品，而且有 to B 的属性，卖给医生和医保的，所以性能是关键，这里就会有个强科技属性的问题。

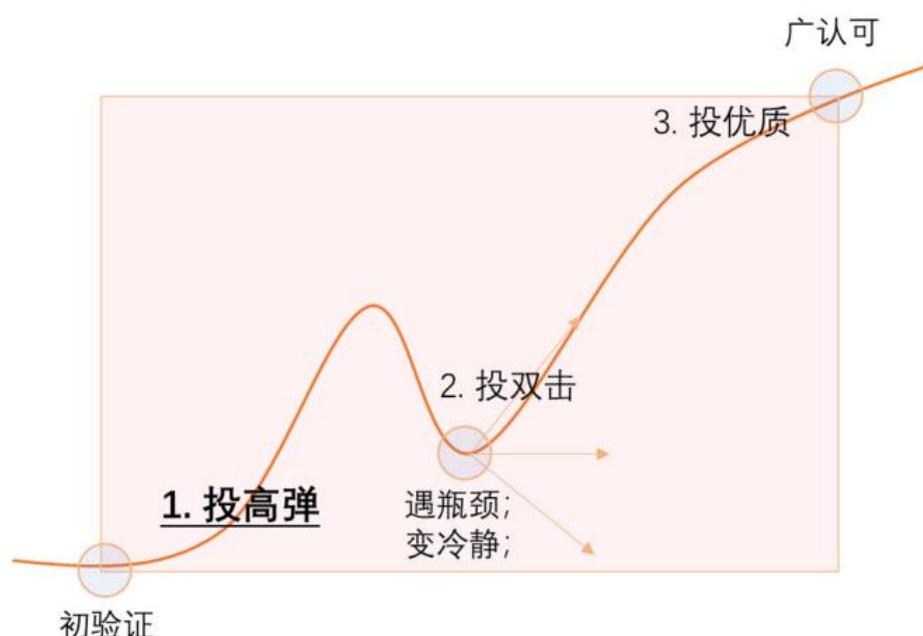
另一个是，所有的创新药在推动研发的时候，背后的生物学机理往往是一知半解的，不可能说还没进临床，我就一定能猜得到它疗效怎么样，未来的风险会是什么……**不确定性不可能完全消除。**

两者结合在一起就会有个“提前辨识+与不确定性共舞”的特性在里面：虽然比拼认知，但是前期临床又面临一定的不确定性，有大量的未知。

所以对创新药的投资，看生物学机理和临床数据是一个很重要的核心。当然除此之外也有很多其他因素也很重要，比如说销售能力，比如说临床的设计，还有比如说背后的资本有没有足够的扶持，包括专利保护的怎么样，包括它的 pipeline 的一个结构怎么样，这个都比较重要。但最核心的还是生物学机理和临床数据。

那具体用什么思路来投呢？

一个新的生物科技的突破，从初验证到广认可之间，它有点类似于 hypercycle 曲线。它有典型对应的三个阶段，也就是三个投资点。



第一个投资阶段，是赛道刚打开的时候。 学术原理已经在实验室里实现突破，不过产业化应用前景还不清晰。但因为技术够颠覆，前景够诱人，会在早期阶段吸引大批量的资金进来。在初验证之后，也就是在证明学术原理可行之后，在市场还没有充分入价的时候，是一个很好的第一买点。这个阶段我们可能会去分散的投，因为我们也不知道谁会出来，或者说，**以小球的心态，去投一些很具有颠覆潜力的一个很初期的一个东西。**

比如说，合成生物学，比如说基因编辑。合成生物学是更接近产业化的人工合成蛋白，基于[计算机](#)辅助对蛋白质的从头设计，通过计算机的辅助去进行全新蛋白质的设计，我想要什么形状的蛋白我就可以通过计算机模拟并人工合成出这个蛋白。你可以用电脑设

计模拟你想要的任何结构的蛋白，这其实是很颠覆的，在纳斯达克已经有上市公司了。再比如基因编辑，原来基因敲除和基因导入都是非常粗放的整条进整条出，现在的基因剪辑可以对单个碱基进行操作，这在精度上是极大的提升，未来会改写很多遗传疾病的治疗格局。这两个的产业化前景都还非常不清晰，可以去当成一个小球去投潜在的高弹。

当然这样的机会更多在美股，国内真正的颠覆性前沿创新太少。这块投资有难度但也可能是最精彩的，我们不会回避。

第二个投资阶段，产业化前景逐渐清晰，但产品还在开发阶段，这在投资上是个甜区，尤其是之前高昂的热情退去之后。很多创新的行业，预期上去之后发现有很多问题需要解决，然后这个行业会重新冷却，等待行业突破那些核心障碍。比如说，我们熟知的单抗产业，在大家热情退去之后，为了解决抗体免疫原性的问题，折腾了几年出现人源化后，抗体才真正重启。RNAi 也是，前期吸引了巨量的资金进入这个细分在靶向递送频频失败之后，热情褪去，之后几年靶向递送解锁，后 RNAi 行业才真正重启……

当每一个前景广阔的细分行业障碍被突破之后，行业可能重新进入快速发展期，而这时候估值又消化的差不多了，比较合理，这是比较舒服的第二买点。比如说，现在去看，双抗、adc 这样的工程抗体，比如说 RNAi 和 2 代 Cart 这样的新领域。他们可能产业化前景清晰了，但产品还在临床推进。后面临床进度顺利的话，估值也会上的很快，这里很容易孕育大双击的机会。

第三个投资阶段，是产品已经上市的阶段。随着一个领域逐渐成熟，大量的药品上市之后，行业会进入到一个新的阶段，就是它会进入到实打实的商业上的竞争的阶段。这个阶段投资，大家会相对熟悉，是典型的合理买优质的买点。它就不再只是产品性能的比拼，政府事务能力，溢价能力，销售能力，学术推广能力，质量稳定体系等都会有影响，是一个体系的竞争。所以**不仅产品要好，执行力也很重要**。PD-1 正在进入这样的阶段。这个是第三个投资阶段，可以在估值合理的时候买其中的优质公司。

当创新进入后面阶段的时候，产品之外的销售等执行力也很重要，但创新药毕竟是一个产品性竞争的强科技属性的业务，产品性能和临床价值肯定是第一位的，在创新的投资中，这块是最核心的，这也是大家为什么如此重视临床价值的原因。

最后小结下，投资方法论是按创新的不同阶段有不同的思路和策略。第一阶段，投一些很颠覆的但还产业前景不清晰的，会当成小球去布局一点它的动能。最主要的关注点是在第二阶段，已经产业化前景很清晰了，但大规模上市还在研发过程中，是一个黄金投资区。到了创新的第三阶段我们也会在“大球-投确定”里囊括了一些，包括经营能力及赛道的持续成长性。

7. 医药行业，富矿区里的新矿脉埋在哪？

作者：@青侨阳光

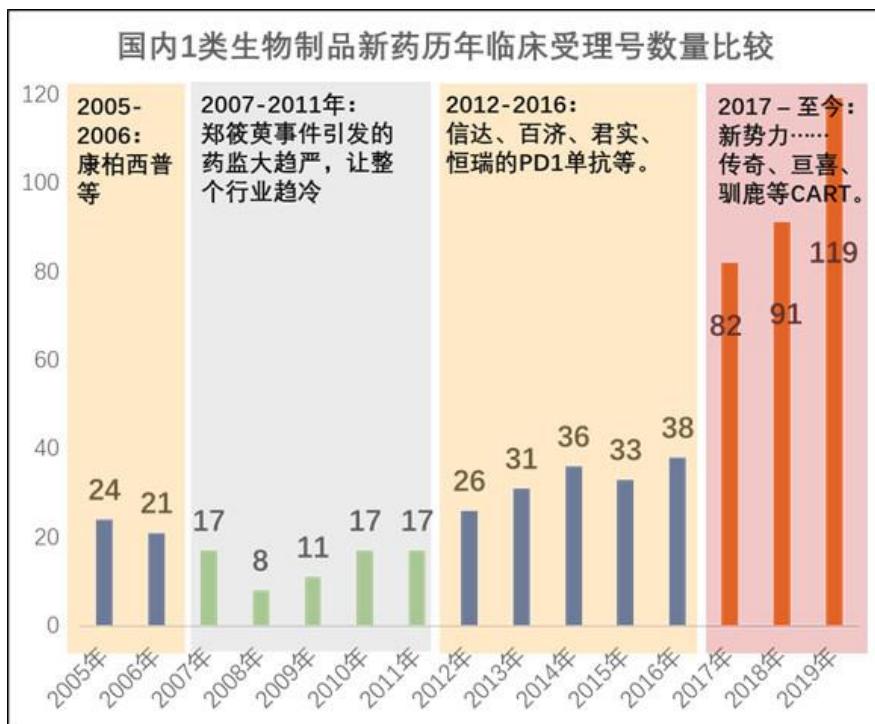
发表时间：2020-05-08

各位投资者大家下午好，欢迎大家参加由雪球社区、机构间市场投资者教育基地以及证券投创新本质是投浪潮。生物科技和中国创新崛起都是大的浪潮，那两者交汇处的[中国生物科技](#)的创新崛起又意味着什么？这里应该会有新的矿脉。

我们现在看到的正当青壮年的药其实是几年甚至十几年前的药，我们现在看到的刚孕育或出生的药，可能几年甚至十几年后才到舞台中央。药的长时程的问题，对投资是好事情，可以保证中逻辑的稳定性。如果一个产品的生命周期太短，并不容易形成相对长期的稳定预期。

创新药，从初验证到广认可的时间跨度比较大，给投资者好好考虑的时间窗口。一可以好好挑，二可以放心买，确实是一个可以好好淘宝的地方。生物药门槛比化药高，未来生物医药里面的机会可能更多一些，这里面供给上的技术突破点也会更多。

前阵子简单梳理了两张表，都是国内一类新药临床申报受理号数量的变化，上面一张是生物药，下面一张是化药。





2005-2006 年期间的临床申报里孕育了贝达埃克替尼、微芯西达苯胺、康弘康柏西普、恒瑞阿帕替尼，十几年后的今天正好是放量期。

2005-2006 年期间的临床申报里孕育了贝达埃克替尼、微芯西达苯胺、康弘康柏西普、恒瑞阿帕替尼，十几年后的今天正好是放量期，事后看的角度其实算一批很好的机会。

2007-2011 年，因为郑筱萸事件，药审政策一下子变得过于保守，很多新药文号挤压，形成药审堰塞，对整个行业的创新积极性有个很大挫伤。有些已经批出来的老的“所谓新药”反而在医保包围的背景下更加受益，铸就了一批红利性牛股。当然这两年因为供给通道全面畅通，这批公司出现相当程度的负向回归。

2012-2016 年，行业有所回暖。在那一批的 1 类临床申报里面已经诞生了大批机会，其中典型的比如 PD-1 四强：信达、百济、恒瑞、君实，在过去几年的回报很高。

再然后，我们看下新医改之后的 1 类临床申报数量。**2017-2019 年，化药明显上升，生物药几乎是飙升。**在这里面已经有一批的苗头出现，比如传奇、驯鹿、亘喜、科济 4 家的 CART 已经有一定的国际竞争力。其它的还远未清晰呈现在每个人的视野中……

可以想象一下：**12-16 年只是行业回暖事后看就已经这么多机会，17-19 年飙升的新药申报背后，会不会出现成批的新矿脉？这里面几乎是确信无疑的。**

现在能做的就是积淀能力去辨识，好好甄选，希望几年后不会惊叹于现在错过了那么多机会

8. 倾听不同的声音，尊重当下的自己 - 和 linjia510 对话的文字实录

作者：@青侨阳光

发表时间：2020-07-27

各位投资者大家下午好，我是华西证券非银金融组组长罗惠洲，今天我们的主题是大金上周五跟林佳总有了一个 1 个半小时的线上沟通，于我们自己而言收获很多。感谢雪球的同事帮忙实录整理，这确实是一个不小的工作量，感谢感谢~

在探讨过程中，我们双方在很多个细节方面都有看法的不同，但倾听不同的声音对我们保持头脑的极度开放很必要，如此坦诚而直白的交流非常难得。青侨的投资理念中有一条就是“谦逊而坚韧”，与之类似，“倾听不同的声音，尊重当下的自己”是交流完之后的第一感受。

当一个人意愿足够坚定的时候，这种意愿往往回倾向于自我实现——不能低估了现实的困难与改变的挑战，但也不要低估了一个人想做成某一件事时的能量！

期间探讨了三个“有疑虑的”问题：

Q1：为何不满仓？

A1：现金也是种投资，等待也是种风格。我们相信冗余的意义，效率最大化不是青侨的目标，持币待购的背后是对体系反脆弱的追求。愿与“更强调体系长期确定性而非中期效率最大化”的投资人同行，一起分享医药行业的广阔前景。

Q2：回撤控制有欠缺？

A2：青侨偏逆向风格，逆向意味着不能享受市场趋势和羊群效应的保护，对风控有着天然的高要求，事实上风控意识也深嵌整个投研体系。投前，坚持穿透式的深度研究，只有明确超额认知优势的标的才会上重仓；投中，以多元组合应对多变市场，冗余心态为各种意外留出可能；投后，持续跟踪与高频 check，重仓标的会去反思每一个偏离预期的点，只是市场偏差能勇于坚持，但逻辑破坏也能勇于认错。但对青侨来说，“风险控制”不等同于“回撤控制”——市场波动不是风险，本金的永久损失和机会成本的永久沉没才是风险，青侨非常重视逻辑错误带来的风险，但不会刻意强调对市场波动带来的回撤。

Q3：为何组合里有二三流公司？

A3：我们会对深度覆盖后的公司进行分级分档，不同质地公司会被归入从 A 到 F 的不同评级，C 级是能赶上或略好于行业的公司，原则上不投低于 C 级的公司，但也不会说只投 A 级标的。当下就是个例子，我们跟踪的几个 A 级医药标的的估值平均比合理公允贵 150%-200%，但很多 C 级标的只是公允甚至还有明显折价。在市场演绎多年的龙头白马行情之后，我们是否应该 100% 重仓那些整体泡沫化的顶级优质公司？我们的组合思路，核心是“多元应多变”，之前展示过我们组合思路的飞机模型，最重视的是寻找大双击机会，同时，“合理买优质”+“低估买普通”+“小球布动能”都会有考虑。青侨希望未来在“优质”上的权重可以进一步提高，但不会贴标签“只投最顶级优质公司”，这个既不充分、也没必要。

以下为文字实录 [@linjia510](#) :

linjia510：大家好，很高兴与青侨阳光基金经理对话。我是广东人，普通话比较差，我尽量说慢一点，让大家能听清楚。我主业是做房地产开发的，副业是做投资，投资主要分两块，一块是投资基金，这十来年我投资私募基金，做的成绩还可以，背后年化收益大概 25% 左右，我选择私募资金的标准实际上很简单，只有两点：一个是要长期稳定的增长，净值一定要长期稳定增长；第二是回报至少比消费指数增长要高，或者是比美股的生物科技指数要高，美股生物指数据我看的数据应该是年化 18.8%。因为投资私募我就是靠常识投资、靠复利赚钱，所以不希望一年赚几倍那种，我不会投资那种私募的。

另一个投资是做一级市场 PE 投资，主要投资的方向是生物医疗。实际上我在投资已经上市的公司，举个例子，就是[安图生物](#)，青侨应该知道这个公司，是做发光检测的，我投资是在 2012 年，后来安图生物上市我们退出盈利超过 10 倍。

青侨阳光：那确实挺不错的。

linjia510：我的投资对医药比较感兴趣，因为我在投资 PE 的时候很多企业家、专家或行业分析师都跟我说这个行业回报率非常高，美股生物科技指数年化达到 18% 以上，这个数据说明行业投资是比较好的行业，如果在这方面我投资找私募基金经理，有可能他做的比指数还好，或者年化比较 20%、30% 都是有希望的，这是第一。

第二，医药的周期非常长，是确定性非常高的行业，它还不是起起伏伏的周期行业，而是一直稳定的长期增长。是回报率很高的行业，可以产生复利，所以我比较看重这点。

第三，创新药在国内的发展属于起步阶段，中国的人数基数市场空间非常大，还有政策支持，以前看过《我不是药神》的电影，把治疗肿瘤的药都纳入医保了，对企业帮助会很大，中国人口红利已经过去了，但工程师红利正在到来，因为前十年中国搞扩招，产生了很多工程师红利，所以医药是天时地利人和都有，所以我比较喜欢投资这个行业。

2018年我投资医药的时候在雪球上找了很多私募，青侨当时也在我的关注范围里，小丰私募、远航私募这三个都在我的关注范围内。实际上我当时最感兴趣的还是青侨的，因为她的投资创新药也有，医疗也有，因为当时我PE做医疗，对医疗比较了解，当时我只投了小丰和建平，没投青侨，原因我会通过后面的问答环节告诉你。

投小丰是因为看中了他的深度研究能力，他的投资非常稳健，跟他交流时他说只投20个公司，要保持确定性、容错率，这就是一个稳健的基金经理，可能他达不到超额收益，但先保证确定性再说。

投远航我主要是因为看它的深度研究能力可以，最主要它投的是早期生物医药，这类公司跟我的PE是一样的，我也想看看建平在这方面跟我们对PE方面有没有共同之处，因为他的研究在国外，我们的投资在国内，关于前沿技术分析的很有道理，对不对我不知道，因为我没有专业判断能力，但我觉得他关注的问题比较超前，我介绍的大概投资是这样的。

下面是青侨基金经理自己的投资经历和你的产品情况，后面我们再以问答形式进行下一个环节吧。

青侨阳光：好的，谢谢林佳总。大家好，我是青侨阳光的卢桂凤，青侨阳光产品的基金经理。青侨阳光是聚焦医药行业的私募产品，我们当时的定位是聚焦医药的私募，希望能够深度参与医药未来十几二十年创新崛起的行业机会。

青侨的定位就是深度垂直医药行业的私募基金。我们的组合是兼有大球和小球的非对称策略：大球更多是投确定。有前置壁垒的，比如管制红利；还有一些是后置壁垒，包括竞争优势收敛的三方服务、医疗器械等；小球会投一些非常前沿的生物科技，更多是在美股。投非常前沿的生物科技，不管我们研究得多么透，它都伴随着一定的不确定性，所以在仓位比例和分散度上都有一定的控制。简单来说就是小球是投变、大球是投不变。

为什么要在不变的基础上一定要投变呢？因为如果一旦证明我们的判断是对的，它就不是一个相对较好的收益，而是爆发式的收益，所以创新生物医药对青侨来说是一个不可回避的选项，我们把它作为小球。不会把所有东西都放在非常前沿的生物科技，也不会把所有的东西都放在投确定的大球里。组合里有大球也有小球，比例差不多是7-3左右。

在大球里我们可能会买低估的机会，也会合理价格买优质机会，当然最希望布局的是一些大双击的机会，它非常优质，兼具高弹，又很低估。当然大双击机会可遇不可求，如果我们碰到，我们的仓位会非常集中，集中到大双击的标的上去，如果它不再那么低估了，我们就分散到优质、低估和高弹这三类里面。

还有是我们常态留了一定的冗余，常态会在8到85成仓左右，会有15%左右的现金，但在极端的市场情况下，我们会把仓位打满。比如2019年下半年，整个医药行业因为

医药控费情绪泛化，所有不管对集采政策免疫不免疫的都受到波及，我们就会把冗余仓位释放出来，以非常低的价格买一些非常优质的双击的机会。

因为我们只垂直在医药行业，所以医药行业里每一个细分我们都会覆盖，组合里不管是哪个细分如果觉得有合适的机会也会买进去。比如生物科技，目前里组合有的 RNA、基因修饰的细胞疗法，包括一些工程抗体之类的；也会投医疗器械，不管是耗材还是手术机器人；未来可能会纳入一部分 NGS 的标的；还包括一些管制红利的特药，包括核药、麻药之类的我们都会涉及。医药行业有很多不同的细分，在这个细分里因为节奏不同，反而在任何时候都可以找到一些机会。

linjia510：再介绍一下你的投资经历。

青侨阳光：我们正儿八经的投资是从 2012 年 1 月之后开始，其实之前也摸索过很多，但从 2012 年开始我们确立了低估逆向为主的策略，当时还没有完全聚焦医药，我们当时投了一些低估的其它行业的标的，相当于在 2014 年第一次赚到比我们的工资多好多倍的一笔钱。

从 2015 年开始我们觉得光低估逆向还不够，需要知其然知其所以然，在某个领域做到专业性。所以定位聚焦医药，当时定位医药是我提出的，一是因为我们的生物背景，有很多时候很多看医药的人会问我们很多生物医药的东西，我们理解起来也会比较容易，别人都拼命的想学想进这个行业，为什么我们还要去分散到其它行业呢？所以当时就想定位在医药行业里做专业性。

因为有了专业性，有时候对一些公司的发展路径就会做出一定的前瞻判断。这样我们在市场里就不仅仅是可以生存了，而且是可以立足了。专业前瞻是可以立足的一个保障。

在专业前瞻的阶段，我们经历了两个小的阶段，算是两个不同的迭代进化：我们首先立足是始于先“投不变”的，投特、投强。在投特、投强、理解不变的业务本质，做得足够深度之后，我们从 2018、2019 年开始花更多研究精力试图“研究变”，也就是前沿创新。我们并没有一开始决定聚焦医药行业的时候就马上去找最前沿的东西，而是先去把不变的东西理解透。看它不变的后置壁垒的“强”和前置壁垒的“特”上有没有非常确定的机会，我们之前也确实抓住了这样一些机会，从 2018 年雪球嘉年华聊的机会，2019 年在雪球上聊的机会，这些机会都全部属于“投不变”一类的。业务本质具有可理解、可复制、可延展性，当它极度低估时它的赔率和概率确定性就会非常高。所以，我们最初并不是在光鲜亮丽的前沿创新中立足。

但为什么后来我们慢慢把专业前瞻迭代到由“投不变”到“投变”呢？因为医药行业越发展到前面，尤其是从 2015 年新医改政策之后，它的科技属性是越来越强的。虽然我们现在看 A 股没有什么特别优质的前沿创新医药公司，可能港股现在有一些，但我们去看美股里有很多很大量的前沿创新。现在 A 股和港股没有特别多前沿创新，但未来一定会特

别多。我们走前沿创新投变的过程是一个必经之路，是我们专注投资医药是一个绕不开的东西，而且这个东西对我们来说学科背景上会相对更有优势一些。

现在我们分享的案例、写的文章里“新”的涉及不是特别多，但相信未来两到三年之内会有一批投新的机会或案例来聊一下。

除了专业前瞻的研究之外，未来我们会加强对市场的理解。坦白说我们对市场的理解力还在相对初期的阶段，很多时候是通过一定组合的方式来做到“以不变应万变”的过程。对市场的理解是我们需要进化的一个点，现在在考虑长逻辑的基础上开始考虑中逻辑，中长逻辑共振的机会能更好的均衡动能与势能。

Linjia: 孔子说了，道不同不以为谋，投资也需要找投资价值一致的投资者或基金经理，这方面我们都有共同的战略目标，所以我希望你说说青侨基金对投资者是怎么定位的。

青侨阳光：我们的[医药基金](#)，包括其它的医药基金，适合什么样的投资者。对这个问题我想跳出来谈一个更基础的话题，因为有时候我们把一些更基础的问题想清楚之后后面很多问题的答案自己就会出来。

比如说在选[医药基金](#)这个事儿上，投资人跟私募基金的管理人到底是什么样的关系。有人可能觉得是选择和被选择的关系，有的人觉得是投资人的钱在挑管理人，有的人觉得是管理人在挑钱。如果觉得是钱在挑管理人/基金经理，可能管理人在一定程度上会迎合客户的需求，他可能对钱是来者不拒，甚至希望自己管理的规模在自己当下阶段越来越好；另一面，如果是管理人挑钱，他可能会对投资人做一个筛选，他觉得我要挑深度认同我的投资理念的基金，而不是所有投资人的钱都愿意帮着管。

我觉得这两种思路都很正常，也都是可以理解的，但对于我们来说，我觉得这个问题可以跳出来，不仅仅是管理人在挑钱，不仅仅是钱在挑管理人，而是投资人和基金经理两个人一起做某件事。这件事是什么呢？比如以我们青侨阳光为例，我们觉得医药行业有一个时代的机遇和浪潮。当然这个机遇和时代浪潮不是前半年疯狂演绎一把就结束，它是一个非常绵延不绝的朝阳行业，我们是一起做这个时代浪潮的看客呢？还是深度参与？如果是深度参与，自己是以一种投资的形式、以一种做实业的形式还是以一种做科研的形式参与这个浪潮？当然还有一种方式就是通过购买基金的方式，和基金经理、基金管理人一起参与这个时代的机遇，角度的不同会带来态度和问题的不同。

比如说我们一起参与医药这个时代机遇。这里至少有两个问题：机遇，存不存在？是不是相信？想不想参与？……投资人有多大的意愿去参与这个时代的机遇，我觉得这个是非常关键的，为什么呢？因为如果参与的意愿很强，那么[医药基金](#)（不仅仅青侨）可能是一个很好的选择。当然这里可以说我只参与这个浪潮，只投医药基金，或者像林总说的，我想更全面地参与社会更多的浪潮，医药基金只是其中一方面，是配置思路，这些都没问题。要么配一点，要么就全投医药，有一个共同前提是心里得认同未来十年二十

年医药行业的浪潮机遇是存在的，而且特别想参与，这是一个非常重要的前提点。不是说因为这半年医药表现好所以我就投医药，我觉得这不具有一定的可持续性，放到长长时间来看可能只是一个非常初启的小浪花。这是第一点，其实跟钱多一点少一点没有特别大的关系，跟投资人自己内心的想法有关。

第二是我们一起参与医药时代的机遇。“我们一起参与”这也很关键。因为有“我们”，首先应该有信任，管理人应该尽量透明，沟通自己的投资策略；另一点就是投资人需要信任基金经理，不管选择哪位医药基金经理，有很多非常优秀的[医药基金](#)经理在那里。为什么呢？有时候市场难免有风格，每一个个体的管理人难免有起有落，在不好的时候如果没有信任可能很难坚持，如果是将医药基金买在管理人最逆风或是市场风格最差的时候卖出去，对投资人来说是损失，管理人内心其实也是非常希望帮投资人获得回报的。所以如果投资人有了实质损失，对管理人也是挫折，这对双方都是不利的，是双输。

所以我觉得就这两点：相信（这个时代机遇）和信任（认可的管理人）。

linjia510：投资基金的目的是赚钱，怎样赚钱他还是想知道的，想问一下青侨在创新医药在投资占的比例应该是比较高的，我对创新医药了解过，觉得是门槛非常高的投资行业，比如对政策的要求、对技术发展的趋势、对英文、对医学都有很多要求，所以我想问一下青侨基金，你们在这方面的优势都是什么？

青侨阳光：现在我们的创新药占比不是特别高，可能有 20%-30% 左右。我们的主要大头还是在特和强里面，真正的前沿创新我们把它放在相对小的地方。原因是现在创新已经演绎到一定程度了，但凡沾点优质创新国内是不便宜了。美股从今年 3 月份确实是非常好的一些机会，但现在从 3 月份到 7 月份也有非常巨大的修复，有的是两倍三倍的修复，所以我们的仓位不是大部分都是创新药。

另外看创新，我们的优势可能更多在学科背景这类的基础上，毕竟我在实验室里做了四年时间，林伟也做了差不多四年时间，从大三就一直在实验室里做，看很多文献，我自己发过一些国际期刊的文章。林伟在医药行业里做的更深一点，毕业之后到恒瑞研发中心做研发，做 PD-1 的项目，包括后面他在医药行业里做二级市场的研究员、又到一级市场的看项目，相当于从大一开始都是泡在生物/医药行业里面的。我觉得这算是一些积淀吧，这些积淀不太容易复制，学科背景和医药行业是一个可以正向积累的东西，不是很快就能被通过将逻辑就可以简单的了解，很难在一年两年就能对医药行业了解得比较深。

linjia510：刚才我说对英文、医学和政策方面都需要有一定的了解，麻烦说一下政策方面的了解。

青侨阳光：实际上如果是在做非常前沿的科研的话，确实英文是必备的，因为所有中文的文献基本不太会看。这个是从研究生开始就有大量的文献阅读和讨论，语言的限制在我看来不是特别大的问题。

对于政策是这样的：我们自己梳理过从美国六七十年代到当下的医药行业发展的整个路径，看它每一步的发展都经历了些什么，相应的企业回报率有什么样的变化。然后对应的看[中国医药](#)行业发展的历史。我们觉得：中国医药行业的医改政策几乎完全重演了美国医药行业的政策。我们会非常明显地看到美国从60年代到80年代美国也有医保扩围；然后就是提质增效后的龙头集中；再然后不管是拜度法案的出台还是纳斯达克市场的成熟，美国医药行业的创新经历了一个非常明显的范式切换，创新崛起。

所有政策的理解应该放在更大、更宏观的历史背景下，当我们看过去60年美国发生的政策和在此引导下的医药股票的涨跌收益，我们就会发现政策在真实的塑造整个医药行业。

我们觉得国内也正在发生这个事情，大药企现在是正在龙头集中，可能到了中后段了。但是在2020年之后的十年二十年，一定是小的会起来，这是我们对政策的看法。所以它不是研究某一个政策，而是研究历史，看美国的产业和中国的产业有什么不同，这是我们理解医药行业的非常重要的一个方式之一，鉴往知来。

linjia510：你分享一个选股方面的成功案例或失败案例吧，成功在哪或失败在哪，当然要以合规的形式来说，就是你告诉我选股逻辑是什么，你看好的未来还是看好它的团队，说一个选股的例子，好让我们了解你是怎样选股的，因为回报一定是来源于选股，看对公司，因为你们就是深耕医药行业，基金是否有持久赚钱的能力就必须有持久选股的能力，不断找到好公司、好股票，所以我希望你能举例说明一下，需要把逻辑说清楚。

青侨阳光：林佳总说选股很重要，选股真的是非常、极其重要，对超额收益来说。尤其是对我们这种长期在八成仓左右，要取得超额收益，对于选股的要求更要高。

我们最希望选的就是大双击的机会，过去几年碰到的不多，一年一个也就三个。雪球这个平台就非常好，因为雪球上可以有过去发表过观点的“各种留痕”。我们会去回看，站在当下判断2年3年4年前的想法或逻辑是不是对的。

我说三个比较简单的例子，先说可以归为成功的案例：

在2018年雪球嘉年华的时候，当时提了一个标的，它是一家三方诊断的公司，它刚上市时我们一直在关注它，但那时候它非常贵，40多块钱，我们就仅放在种子池里面瞄准它，等待估值低的时候介入，所以它很长一段时间都是以观察仓的形式在组合里。但在2018年底，整个医药行业因为集采的原因，不仅仅是那些受影响的标的下挫，有一些对政策免疫的标的也受到了波及。这个标的因为受到政策波及，估值就变得非常低。

它符合我们大双击的逻辑，长逻辑上它是非常好的公司，从质地评级来说是 A 级（我们的质地评级是通过分析一家公司的业务本质、产业趋势、竞争格局、企业家和企业文化五个方面来评估它的质地）。在中逻辑上，因为之前这个行业有很多小的冒出来，但经过了一轮拼杀，之后格局变得极其清晰。当时我们对行业有一个判断，行业慢慢拼杀出清之后，它很可能会在半年内迎来行业景气度的拐点，行业景气度由原来极度恶性竞争的下行（大家毛利率都很差），慢慢毛利率、净利率开始拐头向上，包括增速。当时觉得是个非常优质的大双击机会，就在 18 年 11 月份的雪球嘉年华提了这个机会。之后两年不到的时间涨了 4 倍左右，还可以。但其实我们没有拿到 4 倍，在相对高估的时候就开始卖，超出我们的上限我们就把它清仓了，但清仓之后它又往上涨了百分之三四十。这是第一个案例。

第二个案例是 2019 年的雪球嘉年华，当时我们提了两个。优先提的一个标的，关注我们的人应该都有一点了解，它是一家港股的高值耗材公司，这家高值耗材的质地评级也是 A 级，但它因为特别前置性的投入，而那时候的港股市场非常看重业绩，它的利润出不来，再加上它之前的海外收购，整合的时候也花了很多的力气和资源。但我们觉得这个公司从质地本身和长期发展来说，不管是从高弹的角度还是从低估的角度、还是从质地是不是非常优质的角度，都是非常契合了“三者协同”的大双击机会。所以我们在 2019 年砸第二个坑的时候一直在加仓。所有的基金可能都会有一个单股持仓比例限制，成本占净值的不能超过 30%，我们当时加到接近上限的位置，不能再加是因为也不能触发这根红线，它是我们非常集中的一个标的。

从嘉年华算起，一年不到的时间有 5 到 6 倍左右，这期间其实也没有发生特别大的基本面变化，因为公司还是那个公司优点缺点都还在那，只不过市场开始认，有一些前置性的投入未来是有价值的，仅仅是这么一个认知的变化，它就会导致估值的变化，当然估值变化的幅度也非常超预期，这也是为什么我们的净值在短期看感觉像暴发户一样的原因之一。这是第二个机会。

还有一个机会是我们在雪球发的文里唯一一个标的是连续发了三篇深度研究的文章来分析过一家公司。其实我们的三家公司都是投不变，投壁垒。第三家公司是前置壁垒，是一家特药，国家给的牌照非常少，原研药两三家，制剂也是两三家，ROE、增速都非常漂亮，但这家公司因为之前所谓的多元恶化拖累了很多，市场对它非常唾弃，又加上商誉爆雷，估值压得非常低。但在一大堆资产里有一块非常优质的资产，只有这一部分的资产可以撑起来比当时市值更高的市值，其它的相当于白送，其它虽然有一些差劲的资产，但也有一些资产质地也不错。所以当时我们也觉得这是集中仓位的机会，虽然它给我们的评级是 AB 级标的，但它依然我们历史上持仓位最大的第二大持仓。这个公司的相对表现差了一点，一年多的时间涨了两到三倍左右。

这三大案例都是我们的大双击案例，大双击案例是我们最喜欢的标的。如果在整个运行产品的过程中碰到了大双击，我们的仓位一定是往大双击集中的。

雪球的一个好处是留痕，可以回头去看当时的判断，哪怕现在回头去看 2016 年的长文，我们看看当时的逻辑，判断以当时的角度，前瞻性够不够、判断力够不够，逻辑是否合理等等。就可以得出到底净值的上升是暴发户式的撞大运，还是之前做判断的时候就已经锁定了这个超额收益。只是它以非常不均匀的形式释放出来。

对于失败的案例，我觉得要做一个定义，因为有时候我们是偏左侧，尤其在市场低迷时买入，上了比较大的仓位，它会又跌 20%甚至 25%，当然过后又会涨上去。所以，如果是深度研究之后再跌了这么多，我们可能会继续加仓而不是剁仓。现在给我们产生正收益越多的往往是买入之后下跌挖坑的，这会给我们更多加仓的机会。因为我们有一些冗余，冗余会在挖坑的时候被释放，释放之后就可以以极低的价格继续买入。短期来看拿着冗余的现金是效率浪费，但如果把这个现金想象成一个期权，能够在挖坑之后再加仓，它就不是浪费。在市场极度低估时有冗余可以买入，长期来看并不一定是浪费。我觉得“满仓”和“阶段性不满仓”不是好或不好的事情，它是中性的。留存的现金，只要有可能用的那一天，（市场波动到一定程度它肯定会给一些机会用），我觉得这就不是效率浪费。

前面说的这些，如果我们建了仓位之后它再下跌，这种浮亏不能算失败，它可能是一个痛点，节奏把握不好是痛点，但不算失败，我理解的选股失败案例是产生实质性亏损的标的。

在选股上，从青侨阳光运营以来，仓位在 2%-3%以上的标的到目前为止还没有碰到过造成实质性亏损的案例，当然我说的这两个例子是在种子池里，仓位不到 2%的情况是有的。

美股的一家创新药 Biotech 公司，当时买了一部分种子仓位是觉得它的弹性空间比较大，因为我们看好他们技术的稀缺性，管理团队也都是做事情的人，比如他们的首席科学家是丙肝核心药物的发明人 Michael Sofia 博士。但是当时她有一个乙肝 RNAi 药物的一期临床数据出来之后，我们发现看上去同样机理的 Galnac 技术在一些核酸修饰上有一些差异，导致一期临床数据出来之后跟我们的预期差距还是有点大，它的一期数据出来之后股价迅速腰斩。当时我们觉得持有它的主要逻辑变了，就把它卖了。这时候得出一个非常深刻的教训，就是坏消息出来之后再走就没有意义了，因为它很难更坏了，反而是不应该卖。

linjia510：我听懂你的意思了，关于仓位的问题，我结识过很多基金经理，你留现金的问题我还是挺关注的。我问你为什么不能通过换股的形式把握机会，为什么一定要留现金？留现金，假如牛市来了，那个现金就白白浪费了，比如留 30%的现金，这样我投

资的钱在多数时候可能只有 70% 用上了，30% 多数时候没有用上，因为股市跌的时候还是少的，我自己做过统计，这十年来股市跌幅超过 20% 左右只有 6 次，我觉得这是中国的情况。后来我又看了一下美股，美股这 100 多年来，跌幅超过 20% 的也不超过 10 次。所以现金的问题是我对你们最大的问题，因为我来投资肯定是希望收益越高越好，如果有一部分现金不能发挥作用，我觉得那个投资就要打个问号了。好的基金经理都告诉我，他们是通过换股的方式来做，而不是通过留现金的模式。

青侨阳光：是的，我们是认同这个想法的。但为什么我们还留了一定冗余呢，我觉得这跟每个人当下的阶段和风格都有关系，追求收益无可厚非，但不能让我们自己变得更脆弱为前提。

linjia510：如果你对选股足够有信心，我为什么对这个问题非常关注呢？如果能预判它会跌，那现在就不应该买，而不是留着现金等它跌，这个问题我是挺关注的，因为在我所有投资的基金经理里，要不就是像徐翔那种空仓，等到它跌了我一把抄底；要不是冯柳那种，我就满仓，有机会就换。很少有像你这种的，所以我当时很难理解这点，当时我不投资你最大原因就是这块，因为这个问题，雪球当时推荐过好多次，实际上有两个人推荐你了，但这是一个否定的原因，后面会说到下一条。

另外很多投资者都问我一个问题，青侨阳光前三年业绩一般，但今年突然做到了 70%，很多人说一句话，对青侨阳光这种三年不开张，开张吃三年的模式非常担心，万一买入以后它三年不开张，我的时间是有限的。

青侨阳光：有时候直觉其实不等于真相。比如我们看过去一年的业绩特别好，再看三年的业绩好像前两年不行，感觉今年是撞了大运，涨是意外，像暴发户一样。但仅仅从净值表现来看我们很难辨别出暴发户和厚积薄发两者的差别，因为净值曲线也不会说话。

看一年还可以，看三年感觉像暴发户，但如果我们再往前推八年来看，比如刚刚我们提了经历，从 2012 年底刚结婚时我们家净资产只有几万块钱，在当下我们投了 1000 多万，里面绝大部分不是我们的工资赚的，我们也没赚到多少的工资钱，我自己当时离职出来的时候是三四十万块钱一年，大部分是投资赚的。当往前推一年、三年、八年时，可能直觉又会倒过来，也许前两年的坑是个意外，现在的表现可能更像是长期收益回归的过程。

而且这三年前后主要仓位组合的变化，其实变动最大的就是过去两到三年的时间，因为有一些重仓标的确实涨太多了，我们需要做一定的调整，但在这之前给我们贡献超额收益净值和之前给我们贡献那两个大坑的是同样类型的仓位组合，前后变化不大。带给我们坑的组合也同样带给了我们超额收益。因为这个事情是无法预期的，有时候确实是不均匀，不能主动平滑到每年都稳定的涨一部分。

linjia510：是这样的，很多人是每周看收益，我是每月看，但至少投资人每年都要看到有一定收益，所以如果从投资组合的理解来说，我认为你在投资组合里还存在一定的问题，虽然我不能说三年不开张，开张吃三年，如果选股都是这种模式，虽然你的专业水平、选股没问题，等到价值回归肯定能赚到钱，但很多投资者他等不到，比如我有钱投三两年，但我二十多岁要结婚买房子，等不及你的钱了，那就白投了。

青侨阳光：那样的确实不太适合投，这种可能更适合投比较稳健的、每年都会有收益的这种产品。青侨的产品确实在收集在大双击仓位的过程中容易受到净值压抑。说实话，很多时候市场啥时候认双击的机会，能把超额压抑的收益给释放出来，不在我们的控制范围之内。它确实有不均匀性在这里。

linjia510：但你的组合里应该有，比如有部分是今年可以贡献业绩的，有部分是明年可以贡献业绩的，有些是三年贡献业绩，哪怕五年，我投资的 PE 你应该知道，PE 不会低于五年回报的，七年都很正常，有些合同都是签七年。但我要投私募，为什么我不把所有的钱都投 PE？因为私募是我需要用钱时随时可以赎回，所以我要知道我的收益，比如投私募最低标准是 20%，如果私募保证不了 20% 的收益，那我 100% 是赎回的，但你要我等两三年，等一两年我可能愿意等，等三年我不一定愿意，因为我不知道能等不能等了，说不定以后整个市场环境变了、产业趋势变了，所以我认为你的组合在结构方面还存在可以优化的空间。

另外还有一个问题，现在国家已经多次发文件要推荐高耗材集采，我想问集采对这个领域的影响有多大，你有什么看法？

青侨阳光：高耗材集采是必然会发生的事情，只是跟药物集采之后有先后。大家控费都要先控好控的，控费先控药，之前不管是 4+7 还是 4+7 的扩围都是控药，集采是一定会来的，我们无法避免。

第二，集采对于医疗器械的集采会不会像仿制药集采一样价格崩塌得那么厉害，我觉得也很难。因为药和械的本质非常不一样，什么意思呢？药可能是一个标准的分子式，只要生产出来大家都完全一样，就可以完全竞争。但械更多是非标产品，有很多不同的术式、规格，非常庞杂，结构也不一样，高度的非标。在这个集采过程中如果它有质量分层的话，对优秀的高值耗材企业反而是有益的，这跟药不一样，因为跟药的本质有很大的差别。

比如之前的支架集采，就非常明显地感受到它是把那些消费小的、质量偏弱的一些筛出去的，更多集中到优质头部龙头，而且在降价的过程中更多是降中间厂商的价格空间，出厂的空间降幅不是特别大，所以对于优质高耗未必完全是坏事，这是它跟医药集采非常大的不同。

国家为什么要做集采呢？它就是希望优化医药行业，把以前医药体系里面的水分挤一挤，挤出来之后扶持更有临床价值的创新，不管是药方面的创新还是医疗器械方面的创新。因为医药创新是很贵的，需要挤效率才有钱扶持。最开始挤辅助用药、之后挤老药，现在挤仿制药还有一些是用量比较大的高耗。这些都会在预期范围之内，它会是常态化的。

因为之前医保扩围 15%上升到 25%的增速不一样，慢慢从增速 25%到了常态 10%的过程，有一个增速下降，在这个增速下降的过程中我需要扶持那么大量的创新，一定要挤压体系内效率，所以控费是常态化的，但控械和控药本质不一样，如果做分母，对于械的优质龙头可能是有益的。

linjia510：你在组合方面做了什么样的应对？

青侨阳光：我们纳入了两家高值耗材企业，它们都是未来前景、质量非常好的两个标的。其中一个标的我们在仓位上有一个下降是因为之前估值大幅提升的过程中卸掉了一部分弹性仓位；另外一个标的，因为它一直没有特别高的高估过，所以我们还有一些加仓的动作。不管医药行业的政策如何，它的导向性是临床价值导向，如果这个公司的质地、创新性足够优质，那么集采对它来说不是特别大的问题。

linjia510：行，我再问一个双抗的问题，因为双矿投资比较热门，国内康宁杰瑞、信达、康方这些都布局了很多双抗，国外也布置了很多双抗，但很多业内人士告诉我，他说国内和国外的双抗研发方向不同，大概意思是说国外的双抗一头连接肿瘤，一头连接 T 细胞，但国内连接的是 PD-1，好多人都告诉我，国内双抗不一定能像单抗那样抄国外的作业，国外投资单抗有目标、有“作业”可以抄，投资双抗的话，因为国外现在也开始了两三年，没有作业抄，所以这方面他认为这方面的投资机会不是很明朗。所以我想问一下你怎么看双抗的成功率？它能不能落地？如果真正落地的话市场空间大不大，我问的是国内企业，不是问国外企业。

青侨阳光-林伟：如果出现一个全新技术，成不成，走通之前概率是很低的。双抗技术上没有问题，只是能不能证明它能否迭代。我们假设把双抗看成传统单抗的替代品（2.0 版本），只有一个问题，2.0 对 1.0 是不是巨大的颠覆技术，能否替代掉它，目前为止我们觉得是可以的。也就是说双抗可以看成 PD-1 单抗的一种替代品，这种技术是可行的，它的空间多大呢？双抗这个大类会比我们现在看到的 PD-1 的空间更大。

对于双抗，存在于替代掉现在单抗所有打下来的市场，它把你替代掉，它是一个 better 版的升级技术。简单说就是，它是单抗的升级技术。

刚才林佳总的问题我也简单补充几句：林嘉总说的收益率平滑的问题，其实这对于投资人来说非常关键。第一，我们从 2012 年以后每年基本上跑赢指数的，可能多一点少一点，只不过有的年份好一点，有的年份差一点；第二，我们原来特别强调长逻辑，保证

三年翻倍，现在我们更多去考虑，或者说更多纳入中逻辑思考，但现在这方面表现还不会很突出，我们希望我们未来每年的超额收益会更平滑。这是收益平滑的问题，很重要。

linjia510：现金问题。

青侨阳光：净值为什么突然爆发，还有一个留现金的问题。原来我们自己其实是满仓风格，为什么青侨之后现金多一点，应该说一定程度上我们在试图适应公开之后的产品运营。当然 2018 年底和 2019 年初有点超我们的预期，回撤有点大。我们非常认同孙子兵法的先胜后战，我要保证仗一定打赢，然后再考虑怎么把仗打得更漂亮。所以我们原来的思路是路走得更稳，稳了之后再逐渐把路走得更漂亮。但确实 2018 年底和 2019 年初，净值回撤有些大。投资有运气问题，我们几个重仓一起受压抑。

以后的现金流存续肯定不会是现在这么多的现金率，但在这之前我们需要有信心，我们比较认同冯柳说的，就是你做这个事情要让自己舒服。

第二，我们如果要每年保证超额收益，这是我们的目标，我们是逐渐实现的过程，但过程有一个先后顺序，我们一定要保证长期确定高回报的基础上再逐渐提高效率。保证把仗打赢，以后慢慢保证把仗打得更漂亮。

刚才您说单抗双抗，我们简单理解它是单抗的替代，未来它一定会大规模替代简单筛选的抗体，所以技术可行性比较高，思路不同。

linjia510：但在国外有教授跟我说他非常不看好国内这种模式，因为国内是替代 PD-1 的模式，但国外是补充的模式，他说这两个思路决定你能替代它吗？很难证明你能替代它，他说作为一个耐用性的问题，一个补充的问题来做可能成功率更大，就是进一步和进很多步的意思。

青侨阳光：只要是在抗体的大类里，这种替代是拥有逻辑必然性的。工程抗体对原来筛的抗体的替代拥有必然性，一个原理一个数据。

简单点说，数据是真的很颠覆，如果数据这么颠覆，为什么我们不能替代它呢？如果智能手机比功能手机好那么多，为什么不能替代？这是第一个，数据真的好很多。

第二原理上也是，工程抗体是什么？工程抗体就是二代胰岛素，然后出来三代胰岛素，因为工程抗体可以各种改造，改造之后各种超越，没有理由说三代胰岛素替代不了二代胰岛素，没有理由说二代胰岛素替代不了一代胰岛素，这个逻辑不存在。因为筛出来是天然的，工程抗体改造有各种改造，改造之后有新加的功能，替代的逻辑一定存在，跟三代胰岛素一样。

linjia510：替代是可以存在，但我做投资讲究时效，比如如果三五年替代成功，这个投资就是有价值的，十年二十年再替代成功，那投资价值何在？在我们的投资里我们对这块很谨慎，几乎不投这个行业，就是害怕（时间）。

青侨阳光：双抗的替代快来了，之所以没有看到替代，是因为产品还没批出来。信达和康方现在为什么全押注？因为双抗出来以后替代是必然的。我们投生物医药有一个前瞻性，因为你看到的现在的药，十年后的市场是现在决定的，但现在的药已经决定十年后的市场了。当双抗大规模出来时一定是大规模替代的，这是跑不掉的，这是有必然性的，所以我们比较认同信达、康方全押在双抗上，包括 ADC 也是，工程抗体对于原始的筛选式抗体一定是碾压式的替代。原理上没有问题，只不过最终谁做成了需要判断，这个方向是一定成的。

linjia510：这个问题因为太专业了，我们探讨到此吧，因为很多投资者是听不懂的，我只是把这个问题探讨一下，看看你们的投研能力深度到哪，因为你本身在恒瑞干过，而且也干一级市场，对这方面你肯定懂的，所以我今天跟青侨说，有个问题要做好准备，我会问很深度的问题。

时间过了比较多，我原来不投青侨的两个原因，一个是留现金，我是非常反对的。另外还有一个不投的原因是我发现你们写文章，包括关注的自选股里都有一部分质地非常差的股票。我想问你们，你们现在的投资，比如二流三流企业是不是也投资？投资这方面你们是什么标准？怎么看的？

青侨阳光林伟：是这样的，我觉得每个人都会有一个渐进的阶段。我们信奉的是孙子兵法的“先胜后战”，首先保证我在市场中活下来，所以我们刚开始的投资非常强调低估，以前我们投的都是大家所谓的“捡烟蒂”，所谓的价投风格。您看到的是有些我们遗留的风格，但其实权重占的非常低，原来是有投捡烟蒂的低估，但现在可能 3 个点、5 个点，有特别低估的我们会投一点。但这个过程是渐进的。有点像国产产品，可能先是从外围包围，慢慢从一个外围市场逐渐走向中心城市。比如我们现在的研究思路，绝大部分时间是放在最好的公司里，但可能我们的组合里还会看到一些质地不算最顶级的，因为我们有些历史研究可能在这里。如果现在的研究精力都在最好的公司上面，那可以想像的是，未来三到五年当我们的权重会越来越往好公司靠。但靠的过程可能会有一个阶段性，现在市场对龙头优质白马的极致演绎可能会减缓我们往好公司迁移的过程，但这个趋势是不可阻挡的，我们一定会往好公司迁移，这是一个必然的过程，但不一定是当下和现在。这个必然过程就像农村包围城市慢慢打到中心城市一样。

并不是我们一下就冲到这些龙头白马里面，而且越大越主流的票对研究的要求越高。虽然看上去信息越充分，因为它的竞争非常充分、维度是非常高的，你要在一个最大、最主流的票里赚到最明显的超额收益，要求是很高的。所以对我们来说先在一些偏冷、偏低估、偏逆向的思路去立足，这样保证我一上来就能赚到超额的钱，能确定的在市场上

立足，这是一个基础。然后在过程中逐渐把标的变得越来越优质、越来越走向主流，其背后实际上就是能力的升级替代吧，随着我们能力的提升，我们会越来越多地走向最好的标的。

linjia510：听明白了。你说能不能投二流企业，说白了，冯柳投什么企业我们从来不会关注，因为我们看中的是他的交易能力而不是他的投研能力。冯柳现在是我最大的仓位，以前我从泽熙的钱全部投到他那里去了，因为我没投你们，我投了张小丰、黄建平，假设张小丰投的企业跟我原来对他的判断不符，举个例子，有一次我看到张晓峰的报表之后买了一点点[房地产](#)，虽然仓位很少，当时我就问他，我买你的时候，我会看你关注的范围，投资什么企业，后来我还专门跟他说，如果你跟我的投资，刚才说了，道不同不以为谋，如果你要往这个方面发展，你现在就告诉我，那我心里就有准备，投还是不投，如果你要在你的专业里继续深耕，那就符合我原来对你的评估。

像我刚开始的第一选择是青侨，但最后我没投，因为张小丰那时候没有投医疗，但我自己对医疗非常看好，我对医疗和创新药这两个非常看好，张小丰当时没有投资医疗，研究范围里就没有多少医疗，但他的操作风格特别好，我特别喜欢，看到他在恒瑞，五十块钱买，八九十卖，连做了三次波段，我翻到了看到了，这和冯柳的风格一样，冯柳所谓的赔率低了他就卖掉，赔率高了他就买，张小丰也是这种模式，我觉得这种风格也可以接受，虽然他不投医疗，但保证稳健，至少能稳健。

下一个问题是问你你们在控制回撤方面是怎么考虑的？

青侨阳光：其实我们控制回撤更多是在事前。在研究的时候，如果发现它还比较高估我们会有个瞄准的过程，一直到我们认为可以买入。要么是特别优质的，我们可能在合理的时候买；如果是特别低估的，到了便宜的时候买。当然在买入的过程中它还是有很大概率会往下跌，那我们可能会加仓，所以也不会刻意的为了平滑收益，下跌就剁仓，更多是事前选股，选择一个比较合适的估值范围来加入。

linjia510：是这样的，说白了我也很佩服你的勇气，因为我当时是比较质问你们公司的，但回撤的问题，比如冯柳说他从来不控制冯柳，张小丰也说他不控制回撤，对于回撤的态度两个人都不一样。

因为你们都是医药公司，我举个张小丰的例子，因为这个问题我专门飞到成都去问他，因为当时我只投 100 万的话，随便他怎么操作，我都不过问，但我追加投资的时候那我就要准备加大了解，要找他问了，因为回撤的问题很关键。说白了，美国那边有个基金经理前 14 年都跑赢大盘很多，第 15 年，2008 年金融危机他一下子（破产了），因为我投资是讲究复利的，如果你的投资里不能保证稳定增长，比如你的青侨可能前 10 年赚了 300%，后来某一年赔了 70%-80%，那等于还是回到了 0，还是回到原始状态。

青侨阳光：70%-80%太多了。

linjia510：我举个例子，有人回撤 30%-40% 很正常，因为仓位分散。比如张小丰那种，我当时不理解，他跟我说了三个：跨市场配置、跨专业配置，包括他从高估到低估，控制回撤，至少不会血本无归，赔可能会赔，但不会赔很多。他说港股、A 股、美股三个市场都配置仓位，这个高了就转到那个去，刚开始我只是听，我也不理解，因为我不懂他的投资，所以我先投了 100 万，看这一年美股掉了你的基金掉不掉，港股掉了你的基金掉不掉，A 股掉了你的基金掉不掉，我还做了一个系数对比，后来觉得他说的有一定道理，还是可以控制的，所以加大投资了。

在你们这边，我第三个没投你们的原因是控制，前置控制，说白了，任何人都会犯错的，容错率在哪里？我们投 PE 最多成功两三个，即使九个失败，只要成功一个我就回本，成功两个我就赚了，所以对于 PE 我愿意冒风险来做，但基金就不同了，就像你说的，我们买的公司，等三年左右它涨上来了，但万一三年它都不涨，公司破产了那我怎么办？说白了，你先生应该知道，三年左右好的企业会不断变好，不好的企业就会一直平庸，医药里平庸的企业很多，最后就是不了了之，投资人血本无归的，所以我对于控制回撤问题还是很看重的，回撤超过 20% 的我一般都不投，比较特殊的一个是黄建平，说白了他就是个 PE 基金，在我眼里他就是 PE 基金，所以回撤大小我基本不关注，因为这是很难说的，所以在控制回撤这方面……当然刚才你也说到，高估你也减仓，这也是控制的手段，但没把这个作为目标控制，我认为这不是好的基金。

青侨阳光：没有刻意的来控制。这里面更加核心的可能是研究深度和前瞻判断的准确度。之前可能考虑长逻辑比较多，最近纳入考虑中逻辑，所以近期一年之内会有非常明显的转化，中长逻辑共振的情况下我们再介入，是往这方面进化。而且 2020 年之前我们没有非通港股和美股的配置，因为当时没有开通收益互换。现在的配置美股差不多 20%，港股 30%-40%，A 股 30%-40%，也是三个市场配置。而且医药行业里每一个细分都会有机会，每一个细分机会出现低估或合理的时间也会不一样。之前优质标的非常高估的时候我出来的钱去了哪里？反而去了一些质地不是那么高的小双击机会。但不会投质地非常差的，我们投到的最差的 C 级标的也是好于行业平均。D 级往下的不论多低估都不会买。

其实最终目的没有特别强调要平滑回撤，只是说我们要控制整个组合的“估值水位”，让组合不是随着整个医药行业估值水位的上升而上升。

linjia510：你有现金，回撤对你来说是优势，但在我看来你们留的现金连打新股都没有做，我觉得就是浪费。每个人的理解不同，这里有一个过程，你认为留现金在你心里更舒服，也能更好地发挥，可以理解，这是可以理解的，因为不能要求每个投资者都能理解你。

还是回到刚才最早说的，道不同不以为谋，我认同你所有的投资理念、所有策略，我都要认同你，因为作为我投基金来说，我希望它是不用赎回的，除了徐翔的意外原因赎回，

我投的私募基金都没赎回过，因为这需要非常强的认同，跟基金经理是长期合作的。如果我现在买青侨的基金，前期牛市涨的那么厉害，我在想你的现金用了没有，会不会浪费呢？换了我也不舒服呀。你觉得这样可能会舒服，留下现金，到跌的时候很舒服，但在牛市的时候现金明明可以赚 100，最后只赚了 70%，就会觉得不舒服，这是一个匹配的问题。为什么第一个问题是问你的基金定位，一定要跟投资者的预设吻合，没吻合的话很难过的。我没投你的基金，如果我投了你的基金，我问你现在还有多少现金，现金连打新股的资格都没有，别说别的，所以这对你来说是影响，投资人一定要找到适合自己的，实际上投资人和基金经理和夫妻一样，两个人三观一致才能过到一块。

刚才说的两个问题，一个是现金问题，一个是投二流公司的问题，我以前不投的原因就是这两个，其实你是最符合我的要求的，创新药也有、医疗器械也有、但就是这两条吓退我了，所以最后我没敢投，按你们目前的情况，还留现金，这个模式我还是不会投，要看你们进化到什么程度。

原来我本来还想如果交流的很好，我会以实际行动买一部分的，但你还是没有……二流公司的问题你老公解释得很好，但现金的问题我不认同，所以我还是不会投。这表明我的态度。

青侨阳光：没关系，其实今天这次沟通也不是为了说服林佳总一定要买，这个是完全理解的，确实是，我觉得一个基金经理也需要一个成长过程，也不是上来就每个地方都很好。但是我觉得对于我们来说可能留有一定的现金是中性的，而不是不好的事情，是浪费，因为有一天它会在某一个时候花出去。

另外，不管我们的阶段到什么程度，一定是没有非常完美的程度阶段的，是一直进化的过程中。但需要对自己诚实并对投资者如实透明地沟通，我自己觉得我们通过选股获得超额收益的能力还可以，但对于市场的理解方面我们还需要再进化，这是一个事实。我们接纳我们这个阶段的一些局限，因为有不只一个投资人问我们是不是可以满仓，我们会试图逐步地加仓，但加仓的速度不是为了迎合，或者是刻意要变成满仓。其实也不是不可以满仓，就是买嘛，买东西很容易。其实与买东西相比，更难的事情是什么都不做……我觉得还是有一个逐渐的过程，有一天我们仓位会高上去，它会在一个合适的阶段、合适的时间点，我们的仓位不会一直这么低的，当然现在我们仓位真的不高。

linjia510：我会说这个问题，在雪球上咨询我私募的人有不少，他们对于“开张吃三年”的问题（有质疑），刚才听完我明白了，因为你们是以长逻辑来选的，你们肯定不会赔钱，肯定是赚钱的，只是时间长短，从投资者心理的角度来说，我会担心，就像丹书铁券一样，我也顺便回答一下吧，他们的投资风格，投的行业和风向，你不在这个风口上，或是没有这个行情上，在它们低迷的时候你必须要接受，因为投这个行业、投这个基金经理他们就是这个范围，它跟你们一样，迟早会赚钱，只是早晚的问题，但很多投资人

之前问我，因为我写过他的点评嘛，你从投资人心理预期的角度也可以理解它是什么过程，所以要找一个吻合的方法，大家都能接受的方法来做。

我是很反对投资人指导基金经理怎么做，因为你水平不够才去找基金经理嘛，但关于现金的问题、二流公司的问题，应该说这是投资理念的问题，而不是指导怎么做的问题，是这个过程，看看你还有什么问题要对投资人或潜在投资人说的，说完以后我们结束吧。

青侨阳光：其实也没有太多要说的。就我自己而言，跟投资人，都是尽量透明的沟通，不管是当下阶段的局限还是一些什么情况。至于未来，其实我们很难判断每一个[医药基金](#)未来三年五年的收益率是多少，我觉得现在我们可能在脑子里或心里有一个答案，但这个答案在三年或五年之后才能看，答案揭晓的时候是多少才是真正的多少。投资人投或不投的一些决定都是基于当下的理解和匹配度的情况，这个我是完全理解的，我们并不是一定要把规模做到非常大。

其实我们就是非常简单的想要在医药行业里深耕下去，不管是现在在二级市场，还是未来在医药行业里面有一些五年十年的规划。医药行业，我们在这里面是耕耘定了。

当然，美股、A股、港股现在都可以投了，包括未来的一些创新，美国发生的事情在中国一定会发生，现在二级市场开科创板，相当于把原来一级市场的部分纳入到了二级市场的过程，这都是一些信号，之前都发展过了，所以我觉得医药行业还是非常值得期待的，至于我们确实在投资过程中有各种各样的瑕疵，确实是存在的，因为不是说我一下子马上就到了非常完美的高度，它确实是出现了问题，反思、优化，再出现了一些问题或痛点，然后再反思、再优化的过程。所以我觉得没有关系，最重要的还是我们好好地积淀、研究和投资的能力，如果有这个能力，规模早晚其实没有太大的影响。

linjia510：只要你们把业绩做好了。

青侨阳光：能力不到的话，来一大堆钱反而也是不负责任的。未来我们也慢慢看，不是说现在我们就发展到了非常完美的状态，确实是没有，我们有自己的局限，投资体系上，包括一些操作上都有，每次一到半年或一年再回复的时候，发现犯的错误也非常多，我们也接纳并在持续进化。

linjia510：应该说我虽然不投，但我认为从你的先生加入以后，发展前途应该还是可以的，他对做PE行业专业医药方面的背景、选公司方面可能对你的提升会很大，所以长期发展会是很好的。

今天先这样吧，比较晚了，再见。

9. 纳斯达克生物科技指数，第三次平台期背后的机会

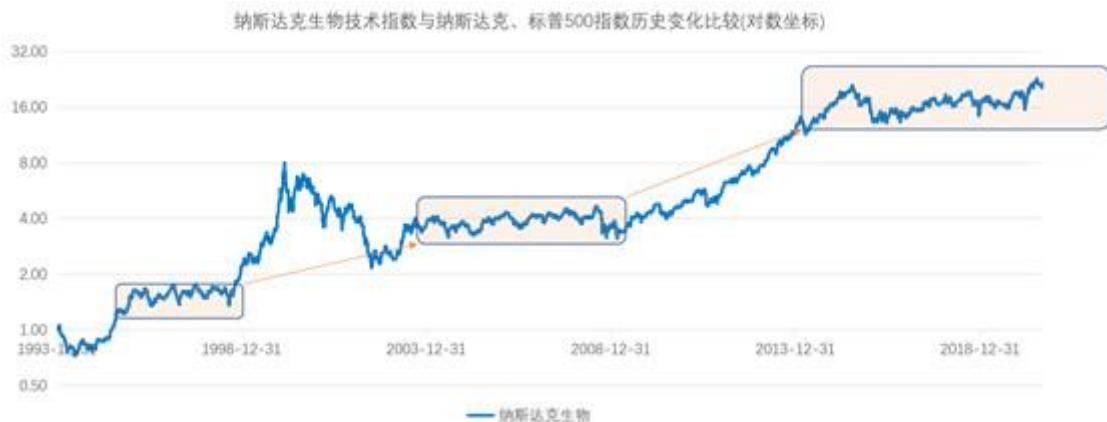
作者: @青侨阳光

发表时间: 2020-09-17

各位投资者下午好，欢迎来到由雪球社区，机构间市场投资者教育，证券食堂共同举办
当下往未来半年一年看，在[美股的前沿创新里找大双击是我们的“第一要事”](#)。

纳斯达克生物医药的几百家标的里面，[找到那为数不多的“极少数”，更为关键](#)。借一位朋友的话就是“[瞄准比扣动扳机重要](#)”。

[纳斯达克生物科技指数](#) (NBI 指数) 很有意思，其他指数一般都是上上下下，不太锚定，但是如果看 NBI 指数，还是比较明显的：有一个平台期-大幅波动上行期-之后再平台期的交错出现。



第一个平台期是 95-98 年三四年的时间。其实这个期间包括纳斯达克指数跟[标普 500 指数](#)很强的，NBI 明显是跑输和受到压抑的。之后开始有一个迅猛的上涨，然后在 04-08 年，NBI 又进入一个新的平台期 (04-08 年)。这个阶段纳指跟标普也是一个上行趋势，06-07 年也是大家熟知的牛市，但是即便在那个阶段，NBI 依然是个平台期。不过在 09-13 年，它又有一个很明显的上升。但是在 14 年之后，NBI 进入了历史上第三个平台期。我们发现过去几年，历史的剧本还是挺相似的。过去几年美股也是个大牛市。纳指和[标普 500](#)都是一路走牛的。但是我们的 NBI，照样又压了 4-5 年，明显跑输。

我们这里面看几个问题。首先，NBI 指数整体没有太强的表现。所以在这个期间进行投资对个体化选股的要求是很高的。很难仅用指数化去投资。第二个，如果一个指数压抑了这么多年，其实里面大概率是蕴含了一批机会的。有些贵的消化了，有些便宜的可能变得更便宜了。过去几年有一批的生物科技公司，估值得到了很明显的消化或者压抑，极有可能在积蓄下一次的动能，找到好的憋不住的高弹机会的概率在上升。比如前一段

时间的工程抗体，其实在持续压抑的阶段内，业务是往上的，但是公司估值就是往下的。这种长时间的压抑为后面的爆发做了很坚实的铺垫。

那怎么理解跟其他指数这种平台与震荡上行的这种交错存在？

我们的理解：因为生物科技的光明前景，市场积极的预期，导致**这个行业经常处于一种“充能与消化”的一个高估与回归合理的节奏里面，不太容易出现系统性低估**。震荡上行期就是这个行业在充能期。横盘震荡期就是一个消化预期，整体向合理预期回归的过程。

如果这个假设存在的话，要让整个行业脱离合理，系统性走向高估，需要有一些技术突破的催化剂与动能来源。我们来看下前两拨的催化剂与动能：

第一波是 98 年到 02-03 年之间这个阶段。虽然是市场整体本来就乐观，还有一个非常重要的点就是：上一代的突破技术包括多肽药物进入收获期，而新一代的前沿技术，抗体的人源化又得到了一个明显的突破迹象。存量业绩很好，增量又有个想象空间。

第二波是到了 09-13 年，正好是我们说的“入胞时代”的瓶颈技术的集中突破期。我们看到的那些工程抗体或者 IO 免疫疗法，基因疗法，RNAi 疗法，还有 CART 都是在那个阶段开始酝酿和冒尖的。所以那个阶段其实是，上一代的人源化的抗体进入收获期，然后新一代的这些新的技术，进入了一个预期的催化期。这个阶段也处于一种上一代技术进入收获期，下一代技术突破进入一种催化阶段。

那我们再往前看，有没有类似的动能，也就是上一代的收获期家下一代的技术突破。第一个我们过去几年看到的上一代这些技术，包括基因疗法，包括 RNAi，包括 CART，都进入了收获期。这点相对确定。第二个，我们看到的基因编辑，包括 CART 之外的其他的一些基于基因修饰的一些细胞疗法，突破新的场景还在不断涌现出来。其中非常重要的一个关键变量就是：基因编辑已经从广义的基因疗法进入到一个全新的、基于基因编辑的一些新场景应用。比如说，同种异体 CART，本质上就是基于基因编辑才发展起来的。我们未来会看到越来越多的用 CART 的历程去改 TCR，改红细胞，改 NK 细胞……后面基因编辑有可能会打开广义基因的一个新的阶段预期。

上一代的布局技术又开始进入收获期，它有一定的催化。这应该是第三个平台期被打破之后看到的景象。只是这个阶段什么时候真正到来无法判断，可以判断的是**一个被系统性压抑了几年的生物科技一定存在高弹的大双击机会**。

很多人觉得美股是历史高位，很担心。其实两者在有很大的不同。我们回过头去看下 08 年美股大崩盘的时候，发现 NBI 其实也没怎么崩。01-02 年纳斯达克泡沫破灭了之后，纳斯达克整体指数是跌回 96 年之前的水平的，但是 NBI 依然比起涨前要高很多，也就是说这个行业天然有一定的抵抗性。它有很强的无中生有的能力，势能就算再差，

动能也够强也有相当程度的抵抗性。就单个标的来说，它们都是独立于指数和美股市场的。



美股，其实跟A股港股一样，到处充斥着偏见。只要充斥着偏见，指数又是没行情的情况下，一定会有许多结构性的机会。没有结构性行情，还想找普通公司，还想均衡着分散的买，很难有超额表现。如果买成类指数，我们去买[纳斯达克生物科技指数](#)，很难有太大的回报。

一定要去挑这其中最好的品种，也就是那**为数不多的“极少数”**。因为创新的异质性很强，这个票跟那个票的异质性很强，它们之前遵循的不是正态分布，而是幂次法则。表现最好的那极少数比其他所有合起来的都多。我们在美股也挑了几个，还要继续，这是一个持续的埋头干活的研究过程。

但除此之外，我们需要跳出来想这个问题：那“极少数”好的不是去挑就可以的。这里面要想明白“充满偏见”意味着什么？充满偏见意味着这个市场充满风险：我们需要更多的安全边际的保护，需要体系去保护。有时候不合理的时间长度跟幅度都是超我们预期的，没有心理预期是会比较难受的。这里面最好的保护就是动能势能都要足够强。

势能最强的意味着它跌不了太多了。它真的已经跌得很惨了，动能最强的就是我即使你继续压抑我，动能也可以估值带上去。即使站在这个点，未来两年估值还下50%，动能要增长80%。即使碰到估值下50%，仍然上去30%。那也行。

这就推导出来极端斯坦效应，也就是冠军主义。我们最终是要走向极端斯坦的，找出那**为数不多的“极少数”**，借用前两天一位朋友的话就是“瞄准比扣动扳机更为重要”。

最后，美股前沿生物科技创新的**极端斯坦表现**并不仅仅表现在**“为数不多的极少数”**上，上涨时间也是一样。很多标的的有效上涨时间可能只有5%，其他95%是平庸时间；但

对于生物科技标的来说，更加的极端斯坦效应，**有效上涨的时间可能不到 1%**。所以，很多时候，不能轻易在其他 99%的时间里质疑某类标的跑输之类，对前沿生物科技企业尤其如此，很可能是还没到那 1%的时间。

10.有关青侨阳光的选股、风控和业绩归因.....

作者：@青侨阳光

发表时间：2020-04-05

各位投资者大家好，欢迎来到由雪球社区、机构间市场投资者教育基地、证券食堂共同之前的雪球私募访谈，借此机会整理了关于青侨阳光的理念、对医药行业和潜在机会的看法、选股思路、业绩归因和风险控制等。本文结合之前两次路演的内容，可以相对立体的了解青侨阳光的产品及日常操作思路。欢迎探讨~

路演回看链接：

- 1) 认清行业，用势而投 (医药行业的特殊性及反脆弱的投资体系) [网页链接](#)
 - 2) 医药进入新周期，积极布局大双击 (巨变中医药行业的发展阶段及潜在的双击机会) [网页链接](#)
-

雪球私募：之前的文章中有提到过认同并践行的投资理念是“谦逊而坚韧，冗余而穿透”，能否再简单的给我们介绍一下。

@青侨阳光：青侨阳光的投资体系，以前在写的文章里面也提到过一些，比如说“二元世界观”，或者说“以特立、以新胜”，或者说“反脆弱的大小球”的体系等。跳出来看，这些思考的背后都是在说一个东西：怎么看待“我”与“世界”的关系；或者说，在投资里面怎么应对“我”与“世界”的关系。

首先，我是“世界”里的我，世界是个大背景。前提我是要尊重这个世界的。所以要“谦逊”，要有“一个大球做保障”，要“以特立”以差异化作为一个立足点。但同时，世界里的“我”，我才是真正的主语。不能为了要在这个世界生存，就只是谦逊而随波逐流、毫无主见。我们是希望能够最终是用谦逊来保护我们的“坚韧”，有明确的诉求，独立的观点。这是一个基础，也就是：谦逊而坚韧，冗余而穿透的理念。

投资思路还是基于“质地”跟“估值”。基于深度研究之后，拉入测算的估值通道。用数量来框主观判断。我们可以“合理买优质”，或者“低估买普通”，当然最希望的是用特别低

估的去买那些特别优质的“大双击”，大双击是组合内真正的核心。在这个基础之上，会以一种多元的配置来保护大双击的布局。世界是多变的，环境是多变的，投资市场也是多变的，所以我们要多元去应对这个多变。

雪球私募：很多投资者会觉得医药比较专业，不好看清楚，怎么看待医药行业的特殊性？

[@青侨阳光](#)：医药行业和其它行业相比，有共性也有特性。共性是都需要了解供求状况和竞争规律；特性是医药行业对“政策”和“科技”高度敏感，要看懂医药需要先明白“政策逻辑”和“科技趋势”，而做到这两点都不太容易。

政策方面以前谈的多，这里就提醒一点，DRG 对医药行业的剧烈重塑的影响，好像还没有得到广泛的重视；过去 2 年已经见证了 4+7 集采对仿制药预期的冲击，未来 3-5 年大概率还会再见证一次 DRG 对医药行业更为剧烈的冲击。对于科技，这里也不详细展开，但建议留意一个趋势；过去几年是国内 me-too 的黄金发展期，但往后看，me-too 新药的价值洪峰应该已经过境，后面应该会进入到要求产品拥有真正国际竞争力的 me-better 时代，这个对专业研究的要求和判断会进一步提升。

雪球私募：未来看好哪些细分行业？A 股、港股、美股医药股，站在当前看机会在哪里？

[@青侨阳光](#)：

我们喜欢把看好的业务，简单概况为 3 个字，“新、特、强”，这背后实际上也是 3 种类型的竞争优势。投新就是投浪潮，颠覆性新技术一定是渐进扩散的，所以先发企业有机会借助近乎垄断或寡占的格局，获得非常高的回报。“特”是前置壁垒，很多业务不是别人想做就能做的，包括很多安全非常敏感的管制型业务，包括因为各种原因形成的利基市场。“强”是后置壁垒，跟特正好相反，“强”的业务刚开始可能百花齐放，但伴随激烈竞争，头部优质企业会不断拉开优势，到一定程度，新人还是可以随时进来，但来了也活不下去，这也是典型的壁垒。

对于几个不同市场，我们会有一些深度研究标的来跟踪市场估值水位，当下的 A 股、港股、美股差异非常大。A 股最明显的是“分化”，一些顶级优质的 A 级标的，估值在我们测算的估值通道上区间的上半部分；同时，又有一大批质地稍微差些的 B 级或 BC 级标的还在低估的估值下区间；对于当下 A 股，可能还是更看好低估修复的机会。港股我们跟踪的一批公司，都在合理的估值中轴附近，给了很多合理估值买好公司的机会。而美股，已经有一批优质的创新医药公司跌到了估值下区间，个别公司之前跌到了我们测算的下轨后有过一波剧烈反弹，但也不排除未来进一步下探。后面一段时间，可能对美股会更多一些关注，因为由可能会跌出大双击的机会。

雪球私募：作为医药行业研究达人和私募基金经理，在选股方面有没有什么标准？

[@青侨阳光](#)：

我们理解的选股应该包括两个步骤：第一步是把外面的股票拉入股票池；第二步是把股票池里的股票拉入组合。这里有两次选股。

第一次选股是看质地，质地是基于深度研究的判断。对于质地的分析，很多人会有自己的框架，我们的框架参考了孙子兵法的道、天、地、将、法。一个企业，“法”-企业文化很重要；但是比文化更重要的是“将”-企业家，因为企业家可以改变或者塑造一个企业的文化；但是静态来说，比企业家更重要的是“地”-行业的格局，形式比人强，很厉害的企业家如果碰到很糟糕的格局也是无能为力的；而有些很一般的企业家，格局很好，盈利也很好；比格局更重要的是“天”，是产业阶段或者说时代背景，比如说，2007-2011年医保扩围红利的时候，中药特别好，现在进入提质增效阶段的时候中药压力就会大很多，同时创新开始越来越受重视……这个背后就是个产业阶段的问题；比天更重要的是“道”-业务本质，有些业务它拥有天然壁垒，它是可以穿越周期的，比如说有些原料药，标准品，它可能就是拼成本，拼效率，拼质量，比如说有些安全特别敏感的领域，它特别容易形成壁垒。

第二次选股就是把股票池选到组合里。这里拉入了另一个维度：估值跟节奏。我们会对深度研究的标的，按我们的估值体系来算出合理的中轴和估值区间的上下轨。如果是特别优质的公司，可以在合理的中轴估值就去配置；如果是普通公司会等跌到显著低估的下区间配置。不过最希望投的是大双击，有些公司其实是质地很优秀的A级标的，但因为自身的业绩不顺，加上外部环境又特别不好，它是可以跌到一个普通公司才会跌到的估值下轨去。这就是我们最希望布局的大双击的机会。这种公司一旦趋势逆转回来，后面的中长逻辑共振的动能是非常强的。

雪球私募：青侨阳光成立快三年了，也获得了很好的收益，如果对超额回报做个业绩归因，主要是那些方面？

@青侨阳光：

在聊业绩归因之前，先简单介绍下青侨阳光的历史表现。青侨阳光是17年5月成立的，17年是一个正收益，但是还是比指数少几个点，18年是跑赢指数十几个点，19年跑赢指数几个点，然后20年跑赢指数也是十几个点。

2017年稍微跑输一些，其实也跟我们左侧逆向的风格有关，青侨成立时市场已经进入右侧，在市场右侧建仓对青侨来说是不小的挑战，所以刚开始仓位很低，在市场的持续上行中出现了落后，其实我们选的标的本身2017年是明显跑赢市场的。然后2018, 2019, 2020年这三年都有跑赢，2018年和2020年市场不好的时候，我们的优势会显得更大一点；2019年在市场好的时候反而优势会弱一点。这个也跟我们的逆向风格有关。

然后，聊一下业绩归因。一个是过去几年青侨有个比较明显的超额收益。其实在成立青侨之前的几年时间里，我们也同样是有持续的超额收益的。这里的超额收益主要还是来

自选股。我们也复盘了过去五六年选的标的，看好的标的如果真可以加权的话，其实可以每年比指数多 20 个点。

举个例子：2018 年雪球嘉年华，我们提到一个三方诊断的龙头机会，2019 年这家公司确实业绩很好，涨幅表现也很强劲。2019 年雪球嘉年华，提到了一个器械的高耗创新龙头，今年的表现也很抢眼。当然我们实际的回报会比这个要小一些，一是青侨会常态留现金，除非极特殊情况才会到 90% 或 95% 以上的仓位，另一个是我们对市场和节奏的把握还做得不够好，这也是事实。简单说，这几年超额回报基本全来自于选股，市场的这块还在磨合，有时甚至是负贡献，希望几年后再总结的时候，选股和配置都有所贡献。

当然净值表现还是有一定的波动性，这个跟整体的超额回报是同源的，都可以归结到相对左侧逆向的风格上。比如说，在 2018 年下半年到 2019 年上半年的几个月时间里还是有些压力的。这背后原因就是：我们认为之前的龙头白马的极致分化已经过了，当时全面转向风格反转，结果风格继续演绎。很多白马继续涨，很多低估的继续跌。当然这也给了我们机会继续布局，继续加仓，也是好事儿。2020 年以来市场风格有所反转，所以青侨相对比较强，而且这种风格反转我们认为还可能有比较强的延续性。上次路演提到的，[300 医药](#)代表大票的大市值医药，16、17、18、19 年连续 4 年跑赢，然后 20 年跑输；[500 医药](#)代表二线小龙头的那种，16、17、18、19 年连续 4 年跑输，20 年是跑赢的。这种趋势我们认为还会持续，所以对后面青侨的表现也还相对有信心。

雪球私募：在投资中是如何做好风控工作的？对于投资中的风险是如何认知的呢？

[@青侨阳光](#)：我们的风控跟别人可能不太一样。我们的风控是相对前置的，在选股的时候就会充分考虑风险的问题，而且经常会把持仓公司拿出来检验逻辑，然后在操作上反而没有什么止损啊，止盈的问题，除非是公司逻辑出现了动摇和改变。

另外对风险的理解，可能也和其他人不太一样。很多人觉得回撤是风险，相应的对节奏就会很关注。这个对青侨不太适用，就像前面提的盈亏同源，如果我们控制了那个波动，也就不会有那样的超额收益。还有些人觉得风险就是本金的永久损失，这个我们认为认同的，但是我们会再延伸一点，大机会的错失也是一种风险。医药未来会有越来越多的创新驱动，那如果还一定要要求确定性，而回避所有的不确定性，那就无法投那种真正前沿的创新，也就无法分享行业中最诱人的那块成长。

所以，对青侨来说，风控不等同于就躲进[同仁堂](#)这样的高确定的业务里面，我们还是愿意承担一定的风险去布局一些前沿的颠覆性的大创新。辜负时代也是一种风险。

雪球私募：青侨阳光这个名字有什么特殊的寓意吗？

[@青侨阳光](#)：青侨阳光，名字里之所以带阳光，是希望世界可以因我们而更好。所以不会只是满足于赚钱，对于自己赚钱我们并不怀疑，事实上青侨阳光里相当部分是自有资金，但我们还是希望能有更大的外部性贡献，这是创立青侨阳光的初衷。这在一定程度上也决定着青侨阳光的风格：青侨不会为了取悦谁的喜好而变得随波逐流，也不会刻意去追求速度、追求规模。对青侨来说，远为更重要的，是在现在的阶段能否打开视野、提升认知维度。“企业的规模超不出经营者的器量”，稻盛和夫先生这句话我打心底里深度认同。对青侨阳光来说，更重要的是如何能够不断地、夯实地、确定地积攒更大的能量，也是希望以后有机会可能承担更大的责任。

当然，这个比较虚，也比较远。还是要一点点地把每天的工作做踏实，多想想医药行业的本质和资本市场的规律，然后认真对待每一份研究和每一次操作，积小成大吧。

11.欢迎青侨新成员，兼论个体与团队

作者：@青侨阳光

发表时间：2020-06-07

6月份，林伟全职加入了青侨阳光，负责深度研究相关的工作。之后就是我们两个一起搭档，共同深耕医药行业，会把青侨阳光做得更好。@青侨阳光-林伟

一、青侨阳光定位：聚焦医药的专业新私募

以前路演的时候讨论过，青侨阳光定位于医药新私募。更确切的说，我们希望成为聚焦医药的专业新私募。这里有两个关键词，一个是专业，一个是新。怎么理解呢？

首先，对医药来说，医药是一个复杂的体系，它需要“专业性”来把握行业政策和科技进展；第二个，医药行业仍在剧烈的搅动中，它需要一些与过去十年不尽相同的“新思路”来深挖价值。

其次，对投资来说，也类似。投资如果要真的要做好，它也需要背后一整套的体系做支撑，这也是需要一定的专业性的，只不过它的专业性不像医药那样的学科专业性，更多是一种认知体系的训练。第二个是，现在资本市场也有很多变化，注册制、科创板等等这些都可能会一定程度上改变这个生态。它不再是依据当下的报表来判断估值高低，更多可能需要能看得懂未来的价值。这种投资环境的变化其实背后也需要一个新思路。

所以，不管是医药还是投资都需要专业与新思路。 我们希望能够积淀这里的专业性，适应这里的新变化。

二、个体与团队：分工和重视自主研究

从个体投资人变成基金经理，在这个过程中会有一个角色转变带来的痛点。

很多的基金经理是由研究型投资者转化而来的。在这个过程中，可能有个明显的痛点就是：原来自己做好就行，可以专心做研究。但转换成为基金经理的角色之后，就不可能只是沉浸做研究，需要有很多对外的交流，还需要处理一些事情，这些对精力都是一个较大的挤占。另外还有一点就是，有些适合做研究的不一定适合做管理。因为研究做的好，很多人是因为他比较好奇，对深度探究事物保持持久的热情。但管理做的好很多时候是需要一种秩序、纪律和认知转化效率的把控。两者并不一定会完美结合在同一个人身上。

怎么解决这个问题，一个好的思路就是分工。大的私募本身就会有分工，有基金经理有研究员，它天然分工。但对于小的基金来说，我们觉得这也是有意义的，各司其职，让适合研究的专心于研究，让管理的活儿交给更适合管理的人来做。

比如说两个圆，两个圆交叠在一起，只要能处理好中间的叠加区的问题。对于团体来说，它的能力价值一定是大于单个个体的。对我们来说，如果能找到三观相似、愿景协同、利益机制顺畅的成员，其实是可以做好这种共振的，这个由个体变成团体的过程实际上对基金来说是一次跳跃。

举个例子，在生物科学历史上，一个标签级的公司-基因泰克，它是伯耶和斯万森一起创立的。如果只有科学家伯耶，他能不能把基因泰克做起来，不能。伯耶的对科学的好奇和专注，那种用实验室通风橱来吹干运动衣的人，很难想象他能把一个初创公司管理好。那如果只有 CEO 斯万森，能不能把基因泰克做好？更不能。最核心的对行业的技术，对生物学机理，对行业方向的一些把控，单凭斯万森一己之力也很难做到。在初创的基因泰克公司，伯耶+斯万森的这种组合和分工是非常有意义的。

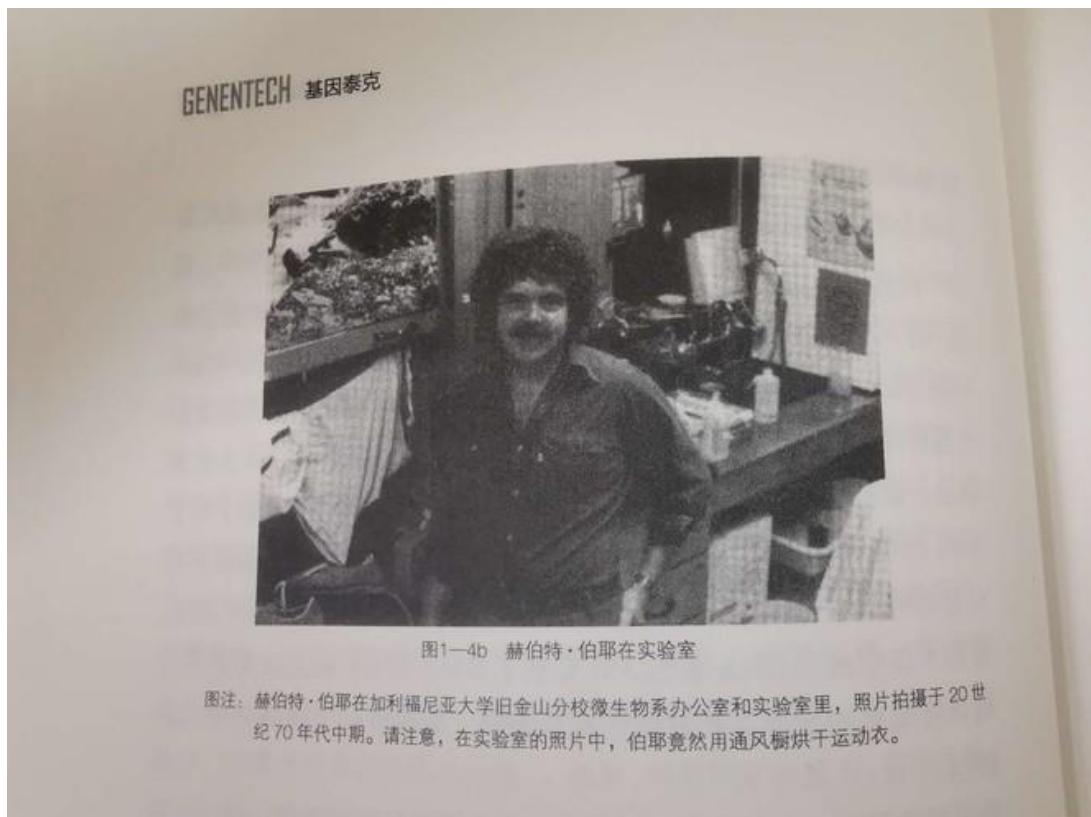


图1—4b 赫伯特·伯耶在实验室

图注：赫伯特·伯耶在加利福尼亚大学旧金山分校微生物系办公室和实验室里，照片拍摄于20世纪70年代中期。请注意，在实验室的照片中，伯耶竟然用通风橱烘干运动衣。

这里延伸一点就是，伯耶之于基因泰克的价值，就有点类似于药企里面的核心原料药。有些原料药是很稀缺的，它不是想找就能找得到的，那这种核心原料药自主把控还是很有意义的。上游原料药的这个比喻回到投资上也可以同样类比。深度研究创造价值，本身也是一种相对稀缺的能力，就像是核心原料药的供应能力。外购原料药，确实是效率更高的。凭借资源整合的优势，搭建一个靠谱的朋友圈，然后从中获取有价值的信息之后去做选择题。它是效率更高成本更低的决策方式。

但是对青侨阳光来说独立研究、自供原料药、自主可控更可带来稳定预期。华为的芯片事件，也是类似的道理。自主可控就不存在哪天被整合者不再产出新的原料药的时候受限，我们可以根据自己的节奏去产出。

还有一个光源的类比。我们可以做一个高效的反光镜，不需要能量也可以有很强的光亮，而且它还可以借好多的光，它可以借不同的光，所以效率非常高。但对我们来说，初期阶段要坚持自主发光。我们自己控制光源的好处就是，我们不怕有一天我们所依赖的那个光源倘若突然灭了，还处在初期阶段的我们该怎么办。

在初期阶段，尤其要把这个基础打好。这个一不是说以后不会去借别人的光，二也不是说当反光镜就不好。但对于初期阶段的我们来说，首先要做好自主发光的光源，这是需要被印到文化和基因里的。自主且独立的在是市场中存活下去才有后来的故事。

三、青侨阳光研究研究负责人介绍

接下来介绍我们的研究负责人林伟，武汉大学的生物学本科，中科院生物物理所生物化学与分子生物学硕士。2012年进上海恒瑞医药生物部做单抗新药研发，2014年加入上海一家二级私募基金从事医药研究，2019年加入的上海的一家一级私募股权基金，负责生物医药领域。之前在二级私募做医药研究的时候，几年下来推票的加权年化回报跑赢指数大约有20%多。之前在一级市场推的项目，有可能明年科创板上市，是一家比较前沿的生物科技公司。

他的性格跟我比较互补，我是目标感很强，做事比较认真，相对条分缕析。他是很好奇的性格，对投资有极大热情，性格上比较坚韧和独立。很喜欢去挖掘一些当下并不受关注但未来潜在价值很大的机会。平时真正做的决定比较少，但做了的决定基本上都会达成。他做选择也很慎重，但是如果选择了的话，会很有毅力去坚持做成。从他的雪球头像玄奘西行里，这种性格也可以窥见一斑。

当然，凡事都是一体两面。好的方面就是好奇、独立且深度，能找出比较多的还不错的逆向机会。也有不好的地方，就是会错过很多的牛股。这种性格其实偏钝，不是那种高度敏捷的，他喜欢宅着做研究，更喜欢在局部冷清的市场挖深度。即使会错过很多的牛股，但是认定的票，目前为止回报率都还是非常不错的。所以，“钝”的这种不敏捷，有时候也不一定都是坏事，类似于无欲则刚，不容易被利益所牵引，也不太容易被市场所牵引。

另外，林伟在医药行业里面的积淀还是比较深的，与其喜欢深挖的性格可能也有一定关系。看他过去这么多年覆盖的二级市场，票数量虽然不多，但是基本上一个标的下去就是翻透一片细分行业。所以对医药行业的积淀还是可以的，这是一个比较难得的知识库，也是一个正向累计库。后面六月中旬，他会有一个线上路演，也欢迎多关注。



四、坚决的前置投入

可能有些朋友会觉得青侨阳光有点不一样。在完全没有外部资金的时候就用自己的钱成立了青侨阳光私募产品，自付平台成本。这是一件别人不太理解的事情，包括我们身边的人刚开始也都不太理解。图啥呢？现在也类似，刚有些外部资金，就开始以小团队的形式俩人全职来做，有性价比吗，能覆盖的了成本吗？

对于这个我们是这样想的，类似于逍遥游里面说的：“适莽苍者，三餐而反，腹犹果然；适百里者，宿舂粮；适千里者，三月聚粮”。现在在哪儿其实不太重要，重要的是去往何方，有些时候不一定都得机会成熟才去做，提前坚持做一些重要而不紧急的事情有它的意义。不仅仅是投资是这样，工作、生活也类似。

实际上也挺有意思，我们看好的行业里面的 A 类公司，都有一点这种风格。比如医药里的恒瑞，器械里的微创。行业成熟是 2011 年创新起来，恒瑞在十年前也就是 2001 年就已经开始坚定的做创新了，这种坚决的前置投入我们是很佩服的。另一家是械里面的微创医疗，15 年底 16 年初饱受市场唾弃当时只有两块多，但我们研究完后依旧对这家公司非常钦佩：很多人质疑它，抛弃它而去追捧其他更注重短期效率的企业，但它还是坚持做它觉得正确的事情，做很多前置性的投入。当时觉得是它们傻，但当时间足够久的时候，有一天大家会发现那些注重眼前效率的人，不一定比那种真正拥有长视角的企业更有后劲儿……

坚决前置投入的背后，其实是小大之辨。

12. 青侨阳光三周年：对于投资和认知进阶的一些思考

作者：@青侨阳光

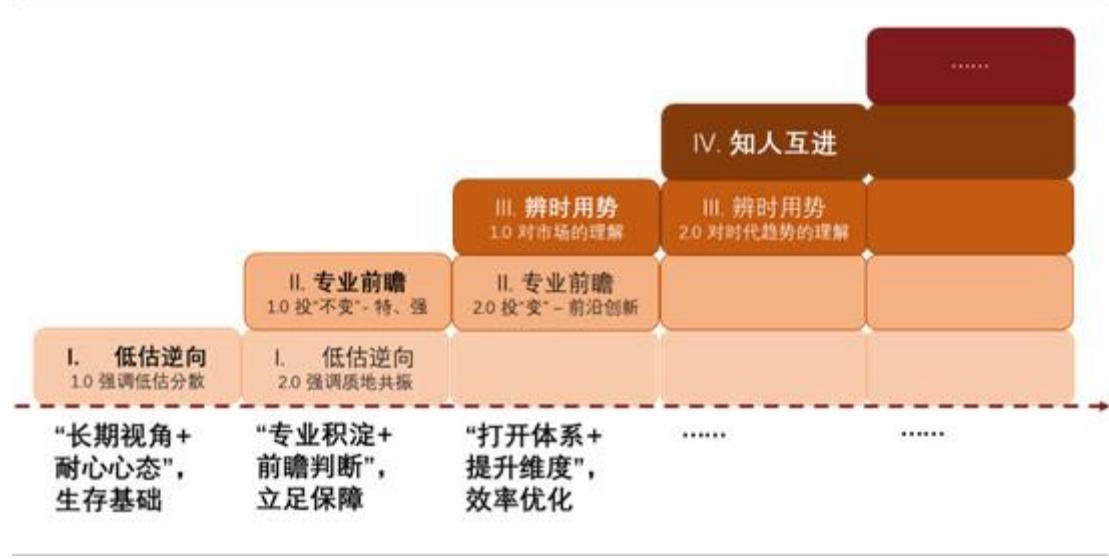
发表时间：2020-05-26

青侨阳光成立三周年了，每一年都会有一些不同的想法和思考。

一周年的时候想的更多是弱小的个体如何在这个大生态中活下来，考虑的更多是慎战、冗余和甄选。

两周年的时候，内外因影响，青侨碰到了比较大的困境，2 周年的净值是 1.0 左右。当时考虑做多的是看到真相和对自己真实。

青侨阳光三周年，聊一个形而上的话题，以我们自己的经历为例，探讨一些对投资和认知进阶的思考。它代表了青侨过去 10 年投研最核心主线，也给出了青侨未来多年会最主要努力提升的方向。之前在雪球路演中有讨论过，在青侨阳光三周年之际重新讨论，对我们自己来说，也是一次再思考的机会。



上图是对过去 10 年我们最核心投研风格主线的总结。

这里有四个话题：低估逆向、专业前瞻、辨时用势、知人互进。这四个话题其实是阶段递进的，代表了我们进化过程中的四个不同阶段。在过程中时，阶段和阶段之间并不清晰，但回过头来看，每一阶段的特性都是特征鲜明，都有其特定的困扰和认知局限。

第一个话题是逆向低估。

原来可能是各种摸索，2012-2015 年开始确立了低估逆向的一个思路，从那之后我们基本上都是相对高确定的显著跑赢市场的。这背后“低估逆向”是一个根基。海外也有大量实证证明了低估逆向是可以高确定跑赢市场的。当然在那时候可能专业性不够，更多强调的是低估和分散。我们称之为低估逆向 1.0。

到了 2015-2018 年，我们对低估逆向策略有过一次大的思路策略上的迭代，我们叫它 2.0 版的逆向低估：开始更多的强调质地，更希望买的是优质的低估。这就是我们一直在着力配置的大双击想法的雏形来源。辨别优质比辨别低估更困难，这是一个正常的递进进化。刚开始强调低估，因为专业性不够；但有专业积淀后更强调优质，因为辨别优质比辨别低估更有意义。其实优质的低估，就算没那么低估也比那些很普通的公司非常低估还要好很多，这是低估逆向的思路。2.0 版的低估逆向，是建立在专业判断基础上的；实际上，也促进了我们对专业前瞻的渴望与积淀。这点跟中国医改颇有几分相似：某一阶段的主要挑战，往往孕育着下一阶段变革与进化的主要方向。

第二个话题是专业前瞻。

在低估逆向 1.0 阶段，只看低估，知其然不知其所以然的感觉让人不舒服。我们希望能在一定领域内，建立一个穿透的有比较优势的专业积淀和能力圈。所以从 2015-2018 年开始我们明确了深度聚焦医药，致力于在医药里构建足够的专业前瞻。如果说在医药上我们还算有些专业的话，那也是过去几年积淀打下的基础。

跟前面的低估逆向类似，专业前瞻这块也有一个“先易后难”的迭代转变，或者说有一个进阶与拓展。在专业前瞻的前半段，也就是**专业前瞻 1.0 阶段，我们主要的投资思路是“投不变”- 投特、投强：要么是投有前置壁垒的特药特械和利基市场，要么是投充分竞争后会形成后置壁垒的强。**之前分享过的，不管是三方诊断还是高值耗材，它其实都有明显的“特/强”属性。

与之前关注“不变”的壁垒型业务不同，2019 年以来我们更多地积淀对前沿技术的原理和周期的理解和把握，**我们现在花更多精力去琢磨“新”与“变”，也就是前沿创新这一块儿。前沿创新不是壁垒，它是一种技术周期。**我们开始更多的去积淀一些对前沿技术原理和周期的理解和把握。

壁垒，源自特定的业务本质，这会带来远端的确定性，所以投壁垒会更关心长逻辑，是否真是成立有无被破坏的可能。对壁垒的认知是有可复制性的，认清了一个细分行业的业务本质，2 年前看和 2 年后看不会有特别大的差别。但创新尤其是创新药，有着根本性区别，虽然创新药的中间壁垒极强（法定垄断-轻易 90%甚至 95%以上的毛利率），但有“前赌”（在早期我们无法真正预测真正新药的临床结果）与“后崩”（有专利悬崖和生命周期问题-需要不断迭代出新的新药 PIPELINE）的特性，这使得创新药极难形成高确定的远端预期。当然，药与械，是完全不同的两种业务本质，这个在之前的《对于药-械业务特性的一些思考》有过探讨，这里的高变更多是指创新药。

美股过去 20-30 年，医械大公司里除了[波士顿科学](#)和几个早筛公司，其它的包括 SYK.N、ISRG.O、BDX.N、BAX.N、ILMN.O、EW.N、EXCM.O 等，年 K 都是非常漂亮的稳步抬升，即使碰到 2008 这样的年份也没有太大回撤，背后与他们业务特性上的后置壁垒息息相关；其它的一些逻辑上也有后置壁垒的服务相关业务，比如 UNH.N、DGX.N、IDEXX.O 等，年 K 也很稳健。但回到创新药尤其是产品相对集中的新兴创新药企，比如 INCY.O、NBIX.O、ARWR.O、SRPT.O 等，年 K 上则是完全不同的景象，经常性暴上暴下，即使是 ALXN.O、REGN.O、ALNY.O 等，历史表现也很不均匀。这与创新药“前赌+后崩”特性带来的临床揭盲的“翻牌效应”（有可能显著好于或差于预期）有关，也与创新药企被迫不断迭代产品线带来的“迭代风险”（有可能未来会做更好的药-也有可能等到大药专利悬崖也出不了新的好药）有关。

因此，创新药的投资主要还是“中逻辑”思维，更强调对技术对产品的数据跟踪：不仅需要对基础原理的深入理解，也需要大量的及时跟踪，一家创新公司 2 年前和 2 年后的变化巨大，变化的技术更难把握的。但是，假设我们能够把握的了技术前沿的一个变动趋

势的话，那么这里的投资机会其实也是更为诱人的，美股创新药企里有大量的颠覆性创新，中国创新药企里也会兴起很多新势力。

这是我们现在精力配置的一个主要的着重点。壁垒型投特投强，更关键的是业务本质层面的把握；而周期型投新，更关键的是对技术和产品周期的把握，而且因为前沿技术创新本身蕴含的高度不确定性，因此在投资层面对投资节奏的把握，什么样的产品在什么样的阶段需要在怎样的情况下以怎样的节奏投资，这对都会带来一个如何把握中逻辑的挑战。也因此，促成了我们对“辨时用势”的更多思考。

第三个话题是辨时用势。

之前的投研决策都是基于长逻辑业务本质的低估逆向投资，经常跟市场反向，坚韧有余谦逊不足。但个人认知难免有局限，在我们不断增加对充斥着不确定性的创新药的投资之际，这一问题开始显得越发突出。一个可行的思路，是“辨时用势”。

这不仅对后面的创新药的中逻辑把握很关键，对以前的低估逆向投资也有现实意义：即便最终证明先前的长逻辑判断是对的，但是在这个过程中，经常挨坑，也比较难受；而且理解不了市场也就不能利用市场来帮助我们解决一些盲点的问题。因此，借助辨时用势来**打开投资体系，是有助于弥补我们仅是基于主动深研做投资可能出现的盲点和不足。**

刚开始我们的努力方向是，争取提高对技术和产品周期的理解、提高对公司业务业绩节奏的把握、以及对股价运行规律的初步理解，通过增加这些中逻辑层面的思考，来改善个人局限问题。未来会在更大层面打开体系，更好的理解整个行业和整个资本场所处的社会和时代的背景与趋势，在更大更宏观的层面上做到“辨时用势”。

当然，在这个阶段之后，我们还是希望能在另一个维度上有新的进步**知人互进。因为，所有的社会现象和经济行为，最终还是要还原到“人”身上。**不管是理解企业，还是以后青侨走向更大天地，都要理解人，理解人性，找到合适的同路人共同进步，对更好的做好投资和青侨未来的发展都至关重要。

后面两个话题比较大，对我们来说也还只是个愿景。站在当下，最明确最优先的工作就是在创新药的把握和理解上，夯实我们的 2.0 版的专业与前瞻。事实上我们现在的主要精力都在这边，相信 2-3 后大家可以看到一批可以分享的案例。

有一个清晰的目标和愿景，可以让自己经常处于一种激活的状态，还是比较幸福的.....

风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。

更多优质内容可以登录雪球免费查看。