

# 雪球访谈

闪崩背后，药茅恒瑞究竟怎么了？

2021年04月15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

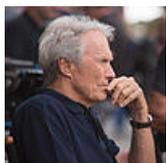
除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



# 访谈嘉宾



小北读财报



齐恒辉 V 医药生物行业达人

# 访谈简介

最新被“杀”的白马股是被称为“药中茅台”、A股“医药一哥”的恒瑞医药。4月14日早盘，恒瑞医药盘中急速杀跌，一度大跌超过7%，午后有所拉回，最终报收85.52元/股，跌3.89%，总市值4560亿元。

财政部处罚，卡瑞利珠单抗一季度销售将低于预期等等，市场上猜测重重。除了消息面外，涨幅太多透支业绩预期，估值较高被机构抛弃等，近期杀白马的原因也可能是导火索。

那么，恒瑞医药到底怎么了？你怎么看恒瑞医药的未来？当下是机会还是陷阱？本期我们邀请到@小北读财报@齐恒辉做客雪球访谈，与大家共同探讨！访谈将于今天16:00准时开始，快发起提问吧！

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：恒瑞医药(SH600276)

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] 术zz:

对[@小北读财报](#) [@齐恒辉](#) 说：前有中标国家集采，后有行贿贿赂，都是为了增加销售收入，作为国内一哥的恒瑞，看似同时做着这两件矛盾的事情，特点都是压榨着自己的利润空间，它能改变吗？

[答] 小北读财报:

第一，中标国家集采与行贿之间并没有强相关关系，正如天气下雨了，老王中新股了，他们有何强相关关系？第二，行贿是药企的普遍现象，恒瑞只是被曝光了而已，要是查下去，没有哪家药企能洁白无瑕。正如当初海底捞被曝光后厨有老鼠。换成其他餐饮企业的后厨，你试下？第三，药企普遍销售费用高，受下游大型医疗压榨应收账款多，这是整个行业的顽疾。有历史的原因，各方面的原因都有，要谈改革不只是医疗行业的改革，社会其他方便也要改，涉及到多个阶层的利益群体。任重道远吧。

[问] 恒瑞十年:

对 [@小北读财报](#)，[@齐恒辉](#) 说：网传通风创新药暂停是否为真，另外询问二位对于恒瑞今年的业绩预期，谢谢

[答] 小北读财报:

第一，关于消息的来源，一切以官方消息为准。第二，企业的内在价值来自于三个方面：资产价值、获利能力价值以及成长空间价值。在自己对恒瑞医药的成长性不确定的情况下，建议不要考虑成长空间价值，给自己留出安全边际。

[问] 帆船007:

对 [@小北读财报](#)，[@齐恒辉](#) 说：1, 为什么市场一直给予国内体量这么大的恒瑞平均50倍市盈率？而它大部分收入也是仿制药。 2, 很多人看好恒瑞，认为还能翻一两倍，对于几乎没有国际业务的恒瑞，市值再翻一两倍，市值可以比肩国际一流药企了，而它的营收，利润，研发投入能比肩吗？如果可能，需要多少年？ 3,

过去一些年，恒瑞业绩每年较快增长，这个较快增长预计还能保持多久？

[答] 小北读财报：

第一，在A股恒瑞医药具有稀缺性，主要体现在创新药的研发实力强，其它药企太弱了。虽然从当前的收入结构看，恒瑞医药仍以仿制药为主；但是从创新药看，A股哪家药企自我研发出来了至少7种创新药？A股有哪家药企能够保证每年都至少有一个创新药通过审批？在其他药企还过着靠仿制药生活的日子的时候，恒瑞医药从2000年就开始以研发为工作重心了。第二，风物长宜放眼量，谁都不能预测未来，巴菲特在给公司估值的时候，从不考虑成长。

[问] 连夜调仓：

对 @小北读财报，@齐恒辉 说：罚款，反垄断(预期)，集采，销售不及预期，年报季报恐雷，是这些吗？CRO,医疗服务的动辄120-150倍pe,恒瑞也阴跌这么久了~到底错在哪

[答] 齐恒辉：

问题1：基本就这些，还有传4640项目停掉的；问题2：恒瑞没有错，从去年中算起，它只是没有涨，也没跌多少。

[问] 特立独行W-Y：

对@小北读财报 @齐恒辉 说：

- 1，恒瑞医药的核心竞争力是什么？
- 2，恒瑞未来的增长空间还有多大？

[答] 小北读财报：

研发实力是恒瑞医药最重要的竞争力。不过以药明康德为代表的医药研发外包模式以及以再鼎医药为代表的从国外引进创新药的模式，个人觉得会给恒瑞医药带来一定的影响。但是究竟是自己搞研发好还是靠别人的研发好，仁者见仁智者见智。[\\$恒瑞医药\(SH600276\)\\$](#)

[问] 100200kp:

对 @小北读财报, @齐恒辉 说: 恒瑞医药一季报是否可能不及预期

[答] 齐恒辉:

我回答不了, 因为不知道大家预期是多少

[问] 斛芸贞谈医论股:

对 @小北读财报, @齐恒辉 说: 苯磺顺阿曲库铵、碘克沙醇、奥利沙铂、多西他赛四个品种纳入了#第五批全国仿制药带量采购#。恒瑞医药2020年营业收入大约是260亿元, 恒瑞医药四个集采注射剂品种大约是55亿元。(碘克沙醇20亿元、多西他赛15亿元、苯磺顺阿曲库铵15亿元、奥利沙铂5亿元) 恒瑞医药根本没有获得奥利沙铂、碘克沙醇一致性评价认定, 连集采的汤也喝不到。如此重大利空, 会不会导致2021年营收利润负增长? 由于恒瑞医药80PE估值的合理性在于——业绩持续高增长, 现在负增长了。请问, 是不是40PE才是恒瑞医药的合理估值?

[答] 小北读财报:

很好的问题, 先点个赞。其实对恒瑞医药来说, 除了研发, 销售能力也是相当重要的一个方面, 而国家集采政策是关乎公司销售的大事, 恒瑞医药在每年的年报提到最多的就是国家集采政策。有一点一定要拎得清: 进不进集采, 都改变不了恒瑞医药在抗肿瘤、麻醉剂、造影剂等多个领域都有研发实力的事实。正如2020年恒瑞医药的盐酸右美托咪定没有进入集采, 被扬子江抢占了市场; 但是2021年一月份, 恒瑞医药的盐酸右美托咪定就通过了一致性评价, 从而具备了再次进入集采的条件。\$恒瑞医药(SH600276)\$

[问] 100200kp:

对 @小北读财报, @齐恒辉 说: 恒瑞医药一季报是否可能不及预期

[答] 小北读财报:

我本人更关心恒瑞医药在研发和销售上有哪些新的突破。一季度只是数字符号而已,

是恒瑞医药所做的事情在报表上的反映。只要恒瑞医药在经营层面有进步，季度业绩本人并不关心。[\\$恒瑞医药\(SH600276\)\\$](#)

[问] 斛芸贞谈医论股：

对 [@小北读财报](#)，[@齐恒辉](#) 说：苯磺顺阿曲库铵、碘克沙醇、奥利沙铂、多西他赛四个品种纳入了#[第五批全国仿制药带量采购](#)#。恒瑞医药2020年营业收入大约是260亿元，恒瑞医药四个集采注射剂品种大约是55亿元。（碘克沙醇20亿元、多西他赛15亿元、苯磺顺阿曲库铵15亿元、奥利沙铂5亿元）恒瑞医药根本没有获得奥利沙铂、碘克沙醇一致性评价认定，连集采的汤也喝不到。如此重大利空，会不会导致2021年营收利润负增长？由于恒瑞医药80PE估值的合理性在于——业绩持续高增长，现在负增长了。请问，是不是40PE才是恒瑞医药的合理估值？

[答] 齐恒辉：

21年营收铁定不会负增长；估值仁者见仁智者见智了，只能说不便宜

[问] 连夜调仓：

对 [@小北读财报](#)，[@齐恒辉](#) 说：罚款，反垄断(预期)，集采，销售不及预期，年报季报恐雷，是这些吗？CRO,医疗服务的动辄120-150倍pe,恒瑞也阴跌这么久了~到底错在哪

[答] 小北读财报：

我们要考虑的是把“罚款，反垄断(预期)，集采，销售不及预期，年报季报恐雷”这些事情做分类，哪些关于恒瑞医药本身的经营状况，哪些是市场情绪和预期是噪音。如果确实是因为恒瑞医药本身出了问题，那确实就是问题。

[问] 人生需要投资：

对 [@小北读财报](#)，[@齐恒辉](#) 说：恒瑞医药会不会暴雷

[答] 小北读财报：

在我的价投体系里，您这个问题属于风险衡量，也就是说恒瑞医药的风险来自于哪里。但是爆雷是企业风险爆发的形式和结果，而不是原因。恒瑞医药的风险可能来自于政策变动、药品安全或者研发实力变弱，或者其他企业的竞争。那么，当前恒瑞医药是否存在上述风险呢？

[问] 特立独行W-Y:

对@小北读财报 @齐恒辉 说:

- 1, 恒瑞医药的核心竞争力是什么?
- 2, 恒瑞未来的增长空间还有多大?

[答] 齐恒辉:

- 1.拉到全球市场看，恒瑞的核心竞争力是熟悉中国市场，优势比较微弱。在国内市场，恒瑞研发临床推进和市场推广方面都不错。
- 2.增长空间很大

[问] 青卓:

对 @小北读财报, @齐恒辉 说: 二位老师，恒瑞这种自主研发模式，有的说是很土鳖，是否会被licence in模式或者药明康德这种CRO颠覆？请二位专家说说你们的评价或预期，不管是否正确，都是给我们业外人一个远期指引和参考。

[答] 小北读财报:

很好的问题。前段时间去过再鼎药业，个人觉得再鼎药业、药明康德赢在商业模式，没必要自己动手做研发，整合资源就可以了。这两种模式可能会冲击到恒瑞医药，但是个人认为“颠覆”说不上。换个角度想，如果现在自己开始做研发也能追的上恒瑞医药的话，大家还会去引进药品吗？风险来自于不确定性。自己具有研发实力的确定性大，还是那两种模式的确定性大？

[问] 黑夜给我黑色的眼睛:

对 @小北读财报, @齐恒辉 说: 老师好！恒瑞目前价格是否可以介入？

[答] 小北读财报:

投资只涉及到两个方面，市场价格和企业的内在价值。在自己不知道如何判定企业的内在价值之前，建议哪怕1%的精力都不要投入到市场价格上。为什么呢？因为你可能会被我这样的“伪大师”给忽悠了。

[问] 修身养股齐家：

对@小北读财报 @齐恒辉 说：现在国内很多中小药企创新能力也凸显起来了，比如贝达药业，海思科等，中小药企成功一款新药对市值的贡献很大。恒瑞体量大，市值要增长，需要研发成功更多的新药，相对来说，难度加大了，效率也降低了，这种观点认同吗？

[答] 小北读财报：

这个观点我完全不认同。恒瑞体量大，需要研发成功更多的新药，相对来说，难度加大了，效率也降低了。这种说法本身就是错误的违背常识的。创新药的研发要靠经验，经验是怎么来的？是长期积累的结果。积累的越久经验越丰富，研发效率越高。另外，贝达药业在引进国外的药品。

[问] 术zz：

对@小北读财报 @齐恒辉 说：前有中标国家集采，后有行贿贿赂，都是为了增加销售收入，作为国内一哥的恒瑞，看似同时做着这两件矛盾的事情，特点都是压榨着自己的利润空间，它能改变吗？

[答] 齐恒辉：

利润压榨空间的本质原因是：在需求端，由原来的崽花爷钱不心疼，到医保局出来作为唯一大买方要把钱花到刀刃上；在供给端国内药企没有老子天下第一谁都做不了的产品。所以产品的生命周期收缩，还是得小步快跑，增加管线厚度才行。另外行贿医生不是核心矛盾了，企业自己也整顿过了

[问] 帆船007：

对 @小北读财报， @齐恒辉 说：1, 为什么市场一直给予国内体量这么大的

恒瑞平均50倍市盈率？而它大部分收入也是仿制药。2, 很多人看好恒瑞，认为还能翻一两倍，对于几乎没有国际业务的恒瑞，市值再翻一两倍，市值可以比肩国际一流药企了，而它的营收，利润，研发投入能比肩吗？如果可能，需要多少年？3,过去一些年，恒瑞业绩每年较快增长，这个较快增长预计还能保持多久？

[答] 齐恒辉：

1.没有一直给予50倍，而重点是16/17以后才给这么高的，因为17年两办发文件支持创新药械，市场从原来的市盈率估值转到了对管线DCF估值，原来不怎么看的产品管线给了市值后，市盈率自然比以前高了，但是DCF估值从一个角度讲就是情绪的借口，市场情绪不好的时候它也会往下调整；2.它的收入利润研发投入不能比肩，但是一定能比肩，当然这不是科学测算得到的结论，是对中国一定会出现牛逼药企的自信下拍的，至少5年内达不到国际一线药企的程度；3；PD-1是个不世出的产品，目前还看不到可以比肩的产品，这个产品带来的增速后面会回归到合理水平，但是增长是能看到的，不必悲观。

[问] 恒瑞十年：

对 @小北读财报，@齐恒辉 说：网传通风创新药暂停是否为真，另外询问二位对于恒瑞今年的业绩预期，谢谢

[答] 齐恒辉：

听到过有人这么说，没有确凿信息，个人觉得恒瑞创新药停一两个不奇怪；今年毛估估80-90亿利润？

[问] 旧日T神：

对@小北读财报 @齐恒辉 说：第五轮医药采集影响多少？

[答] 齐恒辉：

涉及4个产品，占恒瑞收入大概20%（不十分精确，大数应该差不多）。

[问] 西风的故乡：

对 @小北读财报, @齐恒辉 说: 恒瑞这么跌, 到底怎么了?

[答] 齐恒辉:

@连夜调仓 问题里提到“罚款, 反垄断(预期), 集采” 再加一个4640项目可能因副作用停掉的传言。核心原因可能是这个[网页链接](#)

[问] dragonliao:

对 @小北读财报, @齐恒辉 说: 是不是CXO对于他的一些影响呢

[答] 齐恒辉:

没有直接影响。在CXO支持下越来越多小企业能很快做出有可能跟恒瑞竞争的产品角度看, 是有些影响的。

[问] 迷局终结者:

对 @小北读财报, @齐恒辉 说: 感觉行贿是药企销售普遍现象这个说法怪怪的, 作为中国的龙头药企难道也要同流合污吗?

[答] 齐恒辉:

我记得好像在这里讨论过, 龙头药企给医生提回扣是个囚徒困境, 这个事情这几年明确在好转, 不是主要矛盾。

[问] 大国小韭:

对 @小北读财报, @齐恒辉 说: 恒瑞医药在研创新药又多少个? 能否列表说明一下, 以及各药分别处在一二三期临床的哪一期?

[答] 齐恒辉:

@恭贺新禧 之前列出来过, 供参考[网页链接](#)

[问] 修身养股齐家:

对 @小北读财报 @齐恒辉 说: 现在国内很多中小药企创新能力也凸显起来了,

比如贝达药业，海思科等，中小药企成功一款新药对市值的贡献很大。恒瑞体量大，市值要增长，需要研发成功更多的新药，相对来说，难度加大了，效率也降低了，这种观点认同吗？

[答] 齐恒辉：

这是问题一方面，另一方面是不依赖于单一产品的成功，风险比贝达和海思科小

[问] 黑夜给我黑色的眼睛：

对 @小北读财报，@齐恒辉 说：老师好！恒瑞目前价格是否可以介入？

[答] 齐恒辉：

你准备持有几年？

[问] 忘八端：

对 @小北读财报，@齐恒辉 说：两位认同链接中说的恒瑞大而不强吗？[网页链接](#)

[答] 齐恒辉：

不全认同

[问] zwj2020：

对@小北读财报 @齐恒辉 说：来晚了，最近的下跌市场逻辑是什么？有多大概率市场错了？谢谢！

[答] 齐恒辉：

因为对很多概念没有你和我都认同的清晰定义，我其实一直没有搞清楚大家说的“市场错了”是啥意思，谁是市场，我理解你说的是现在跌了还能涨回来吗？我觉得会，需要些时间。

[问] 财富北京：

对@小北读财报 @齐恒辉 说：恒瑞医药最大的风险是什么？未来十年最坏的情况，企业会变成什么样？

[答] 齐恒辉：

最坏的情况是让管理层不好好搞，停滞不前，让信达这些新生代吊打，目前看还好。

(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