

雪球专刊 330 期——2023 股东大会调研见 闻录（上）

第 330 期

2023/06/06

出品人：方三文

策划：冯冬杰

封面设计：贺永桢

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

- 1、2022 年美的集团股东会见闻——领略领导层风采
- 2、万华化学 2022 股东大会见闻——少有的优秀制造业企业
- 3、“语重心长-初心不改”平安银行 2022 年年度股东大会有感！
- 4、恒瑞医药 2022 年股东大会纪要——恒瑞做事一贯严谨
- 5、2023 股东大会调研见闻——信立泰股东大会要点
- 6、2023 年舍得股东大会见闻——股价波动并不影响心情
- 7、汤臣倍健的“回炉重造”：股东大会深处分析
- 8、2022 年海大集团股东大会纪录——市场竞争不是“激烈”是“惨烈”
- 9、东阿阿胶股东大会连载第七年：2022
- 10、泡泡玛特 23 年股东大会见闻——春暖花已开，夏天尚未来

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，起步于投资社区，现已经成为国内领先的集投资交流交易一体的综合财富管理平台。

经过十年的发展，雪球已拥有超过 4300 万注册用户，聚集了中国对投资最感兴趣、最有见解、对权益类资产接纳度最高的人群。

雪球在市场上的独特品牌、用户和商业模式，获得了顶级资本的青睐和加持，公司先后获得包括红杉、五源、干橡、蚂蚁、兰馨等机构总金额数亿美元的融资。

雪球公募基金代销业务依托雪球旗下雪球基金开展。雪球基金拥有证监会核发的第三方基金销售牌照，接受证监会监管，由浦发银行全程监管资金，是合规开展业务的持牌机构。

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。

若需要将作品用于商业目的，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

各家上市公司的 2022 年度股东大会陆续召开，公司经营状况、分红方案、发展规划等讯息也逐一发布，这又是一次调研上市公司的绝佳机会！

与前几年相比，今年的出行更加自由了。面向广大球友，话题哥联合@雪球调研团发起【2023 股东大会调研见闻】征集活动。鼓励去现场和线上参加股东大会的球友写下参会见闻，给没能去现场的球友们带来一手信息！

我们从参加现场股东大会的见闻帖中精选了其中 10 篇优秀文章汇编成“2023 股东大会调研见闻录（上）”，希望对大家参加股东大会、了解上市公司经营状况有所帮助。

章节介绍

1、2022 年美的集团股东会见闻——领略领导层风采

摘要：持有美的多年，今年终于有机会来到北滘参加美的股东会了。终于可以近距离的看一看美的，领略一下方洪波为首领导层的风采，同时也可以享受一下广州、顺德各种美食（广式茶点、粥底火锅、煲仔饭等等）。

2、万华化学 2022 股东大会见闻——少有的优秀制造业企业

摘要：如期参加了万华化学的股东大会，作为从大学就买入万华并持有至今的个人投资者，对于万华也是第一次参加股东大会，之前不参加是因为可能觉得自己已经相对比较了解这个公司。

3、“语重心长-初心不改”平安银行 2022 年年度股东大会有感

摘要：2023 年 5 月 31 日下午，我和往年一样参加了平安银行的年度股东大会！今年来的人还比较多，相比于去年股价表现不好，整个会场来的人比较少，但是虽然今年行情依旧惨淡，但是来的人反而挺多的！

4、恒瑞医药 2022 年股东大会纪要

摘要：恒瑞做事一贯严谨，从进入园区登记到会场接待，都安排的井井有条，如公园一般干净整洁大气，还安排了家属休息区，很贴心。精美的年报和 ESG 手册、股东大会文件，音响、远程设备，会议所需一切准备妥妥当当。孙飘扬董市长极其讲究时间和效率，多次打断股东的啰嗦提问，建议股东多研究公司公告，特别提醒要逐字逐句的研究，说大家关心的问题都在都在公告里面，仔细研究一下就会发现公告里面隐藏着很多的信息和答案。

5、2023 股东大会调研见闻——信立泰股东大会要点

摘要：小叶总说从仿制药转型创新药，是一个漫长而且困难的事情，公司前年的定增也是为了极端情况下创新药的研发也能够持续推进，希望大家还是要有足够的耐心，当下要想有利润其实很简单，研发和市场推广少投入一点利润就会多很多，但是这并非长久之计。

6、2023 年舍得股东大会见闻——股价波动并不影响心情

摘要：管理层非常热情，对舍得发展也非常有信心。特别是在问答环节，有证券研究员提问舍得一季度在某些市场份额下滑，老总回答称看一个季度不能反映中长期，真实市场不是单纯的数据，市场中长期是在增长的，并明确指出二季度某些市场经过几年的培育已经到达了临界点开始突破这也对应了开头讲的经营计划里的“破圈”。

7、汤臣倍健的“回炉重造”：股东大会深处分析

摘要：本次股东大会在公司的珠海总部召开，距离机场不远，这也是我们第一次参加上市公司的现场股东大会与投资者交流会，与管理层面对面的沟通能够更加立体的感受企业的文化、管理层的气质。全场的交流持续了3个半小时，过程中我们对行业的变化，以及公司的竞争策略有了一些新的体会，分享给各位朋友。

8、2022年海大集团股东大会纪录——市场竞争不是“激烈”是“惨烈”

摘要：相比之前，董事长在本次交流过程中说话还是谨慎了很多，不再给明确的增长预期，而且明显反思的内容比较多，也承认过往在内部管理上一些疏忽的地方，对国内未来整体经济形势比较悲观，不过董事长依然对海大很有信心。在这个行业去产能的过程中，海大依然能够保持增长，我们还是能够看出海大在行业里还是有很强的竞争优势。

9、东阿阿胶股东大会连载第七年：2022

摘要：七年之痒，痒了吗？没有，我还是很高兴地去参加了东阿阿胶的股东大会，即使是过去三年的疫情，我也没有中断参加。这次去的股东人数大概只有50多人，不多，没有机构标配的漂亮小姐姐和帅气小哥哥，可以说，今天是个人的股东专场。

10、泡泡玛特23年股东大会见闻——春暖花已开，夏天尚未来

摘要：泡泡玛特围绕IP做多形式的全球运营品牌，空间宏大，并且会非常长远。不过，业绩反馈可能是非线性的，也不可能持续高增长，但整体会有相当出色的表现。我会持续跟踪，逢低买入，多些耐心。——冬天之后是春天，不是夏天。

1、2022年美的集团股东会见闻——领略领导层风采

作者：@黄沐晨

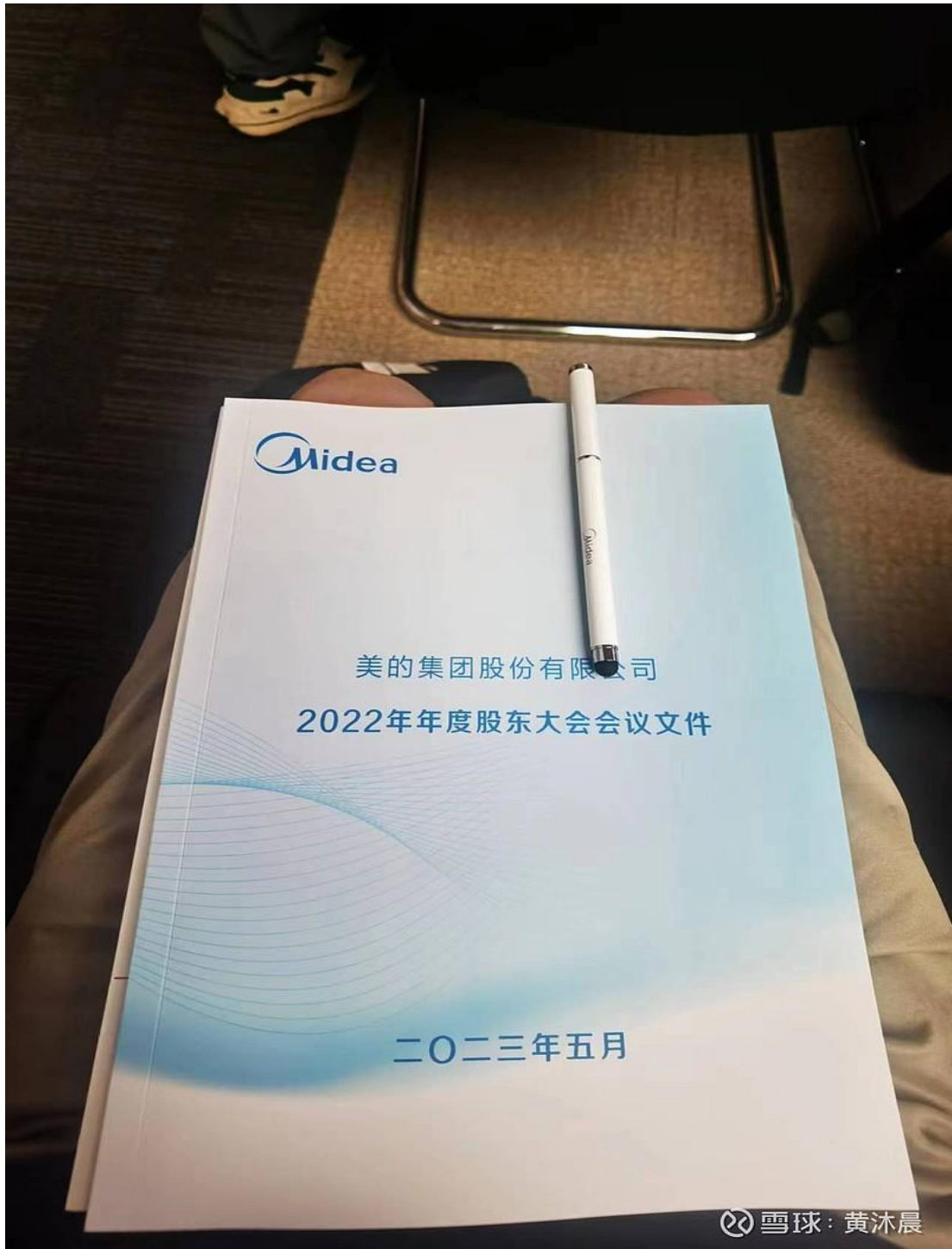
时间：2023-05-20

持有美的多年，今年终于有机会来到北滘参加美的股东会了。终于可以近距离的看一看美的，领略一下方洪波为首领导层的风采，同时也可以享受一下广州、顺德各种美食（广式茶点、粥底火锅、煲仔饭等等）。美的总部所在地北滘更接近广州，从广州坐地铁7号线过去非常方便。



股东会现场大约 120 个法人与个人股东出席，出席的管理层有董事长方洪波、副总裁王建国、财务总监钟铮、董秘江鹏、监事梁惠铭等，领导们还是很接地气的，与股东并排区域落座，给人亲切的感觉。在投票流程结束后就开始了自由提问环节，对于股东的提问也是有问必答，涉及到大的方向与新业务问题由方总回答，家电业务由建国总回答，财务问题由钟铮总回答，股东会结束后公司安排了参观环节。







股东会问答精要

关于 TOB 转型。家电产业已经是存量市场的成熟产业了，要想做百年企业，美的必须坚定的向 TOB 推进，穿越周期。三大 TOB 主要为楼宇科技、新能源（新能源零部件、储能）、机器人及其自动化，去年 TOB 收入已达到 900 亿元，三大方向是未来的重要增长点。

关于楼宇科技。在国外楼宇科技已经是成熟产业，各家营收基本在 80-130 亿美金，美的要做的是硬件整合（强电、弱电、电梯），类似操作系统，可以由人员操作。

关于小家电关停并转。美的去年初及时反思并调整，对一些品类小家电（如出现泡沫、创新过快、周期过短难以持久的品类）关停并转（减少营业收入约 12-13 亿元）。美的本身更加注重风险，管控严格，对于可持续性的家电会加大力度投入与布局如咖啡机，今年一季度已恢复增长。

关于威灵汽车。威灵汽车前期需要大量的研发的投入，定点了许多厂家包括华为、大众等，去年是亏损的，去年基数低营收增长 5 倍，未来会有大的增长，规模增长后会带来利润。

关于库卡私有化。库卡私有化后，发展方向已经理顺了，会推进供应链协同，自动化一定是未来趋势，接下来将开发更多针对中国市场需求的机器人（低成本、需求大）和综合方案。

关于东芝。去年全球营收 200 亿元，税前盈利能力约 10%，去年下半年确立东芝和 COLMO 双高端品牌战略。东芝在并购前已连续亏损 15 年，16 年并购后 18 年已经扭亏为盈，今年一季度国内有 100%以上的增长。

关于海外收入目标。对于原 2025 年实现海外 10%市场份额，400 亿元美金的目标，结合现阶段实际看过于乐观了，我们已将目标推迟到 2027 年，10%市场份额对应的营收可能不到 400 亿美金，大概在 350 亿美金左右。现阶段海外产品的差异化也开始出现成效，海外线上在通过 tik tok，但是 tik tok 过于强势，基本上需要他给予流量。海外并购机会我们会关注。

关于家电线上线下。线上的增长比线下快，今年线上的增长在 20%，但是传统的线上渠道流量越来越贵了，增长也开始放缓了。新型电商（拼、抖、快）增长速度快，我们也要求线下运营商运营新型的电商渠道。线上线下现在对半开，以后应该会 64 开。

关于房地产的影响。房地产低迷对家电肯定会有影响，主要表现在数量上，但是美的仍然有机会，美的通过在产品结构上提质向上走，通过全屋的智能化、套系化，从卖硬件到硬件+软件+服务的结合，高端产品会区别美的产品有更严格的要求，也在改进。在国内美的通过与各互联网协议兼容，国外加入相关组织，产业的马太效应也会有利于头部企业的发展。

关于今年的出口。出口订单，从去年 4 月份出现下滑到今年春节，3 月份订单开始恢复增长，按年度 15%-18%增长，下半年订单保持 10%的增长有信心。发货端，订单到发货大约 3 个月的时间，今年 q1 发货是不理想的因为去年的订单下滑，4 月发货开始增长，全年预计保持增长。现阶段原材料和汇率都有优势，公司也在积极抢单，客户存货恢复到 6 周左右也可以良性滚动下单，海外差异化也开始初现成效，U 型窗今年目标是 50 万台。

关于财务费用。海外主要是库卡并购的置换，融资成本在 1.3%，国内成本在 3%之内。

关于并购。会关注并购机会，对于伊莱克斯的并购传闻没有更多信息。

股东会结束



建国总与江鹏总留下继续与股东私下交流，建国总给人的感觉非常亲和，江鹏总与股东一一添加了微信。

组织参观





2、万华化学 2022 股东大会见闻——少有的优秀制造业企业

作者：@九千七进阶之路

如期参加了万华化学的股东大会，作为从大学就买入万华并持有至今的个人投资者，对于万华也是第一次参加股东大会，之前不参加是因为可能觉得自己已经相对比较了解这个公司。今天雪球上的很多朋友问在股东会见闻，我也简单分享一下。大家多多批评，欢迎互相交流



管理层很有效率，早上九点正式开始，十几分钟走完流程后直接进入交流环节。

1.对于万华目前的 MDI 处于周期的哪个阶段？MDI 的竞争格局怎么样？

寇总：一方面目前 MDI 的价格处于 10 年历史最低位，（廖总补充，可能处于 15 年最低价）；目前全球有 8 家公司 34 套 MDI 装置，总产能约 990 万吨，其中有 15 套装置小于 20 万吨，20 年以上的装置有 20 套产能约 400 万吨，这些“小、久”装置在可见的未来将会因为没有竞争力而淘汰。而只有万华在未来扩产计划，万华规划的扩产计划全部投产后，将占全球产能的 47%。

2.公司收购巨力，有哪些考虑？

寇总：目前的 TDI 格局：三菱、东曹等均有减产预期，全球玩家将由 15 家减到 11 家，由 31 套装置减到 25 套，产能由 344 万吨减到 311 万吨。而目前日韩一些装置产能只有 3-5 万吨，装置小而分散，众多原因造成 TDI 价格波动大，也不利于下游产业的发展。万华的收购将会重塑产业格局，利用低成本的优势，实现产业链的共赢。另外，对于开

拓西北市场，一带一路也需要考虑。（在周期的低点进行收购兼并是万华一贯的作风，寇总财务出身，本身也是资本运作的高手）

3.对于石化业务毛利低，周期波动大怎么看？对于蓬莱产业园的发展定位怎么看？

廖总：2021年石化的市场到达了一个顶点，本身就是不可持续的，目前在低点震荡企稳；蓬莱和烟台一体化发展，可以理解为烟台产业园的延伸，主要原料（丙烷，乙烯，合成气等）由长输管线直供蓬莱园区，蓬莱基地承担着公司研发结果的落地，石化业务主要是为下游新材料提供长远的发展空间。

4.公司的人才引进和流失，研发和管理岗位的离职率？

廖总：离职主要是集中在入职一年的校招员工，入职三年以内离职的大约有80%，入职五年以内的大约有95%。人才的流动本身也是正常现象，万华通过薪资，股权，发展等引才，育才，留才。

5.公司有没有维护二级市场股价的想法，对于合成国际的减持怎么看？

寇总：股价影响因素是多方面的，公司没有想法也没有能力去维护二级市场的股价。重点还是用公司的发展回报股东，自上市也取得了120倍的投资回报。对于合成国际，寇总和廖总都表示是早期的财务投资，公司无法左右，也不认识合成国际的人，不然帮你问问看要减持多少，哈哈。

6.公司短期的还债压力如何？

李总：公司的融资渠道是多样的，发展也是在负债绝对安全的前提下进行，对于公司的盈利能力很有信心，现金流比较充足，因此短期的借款相对较多。今年的长短期借款利率在比差在收窄，公司可能也会适当考虑增加长期借款

问答环节很多朋友都提了很多有意思的问题，比如巴斯夫的营收是万华的四倍，市值却几乎和万华相当，廖总一顿分析，也很有格局表示巴斯夫确实是低估了，但是万华也不贵也有点低估；比如化工安全形势严峻，廖总寇总每天能睡着觉吗？管理层年纪也不小了，接班人有没有选好？

万华化学集团股份有限公司
2022 年度股东大会会议资料



2023 年 5 月 12 日

烟 台

雪球：高位满仓满融没害我

整个股东会给我的感受还是，管理层还是很优秀，公司是中国少有的优秀制造业企业，至于目前的投资价值，以后和大家交流分享。

3、“语重心长-初心不改”平安银行 2022 年年度股东大会有感！

作者：@问鼎资本-张佳男

时间：2023-06-01



2023年5月31日下午，我和往年一样参加了平安银行的年度股东大会！今年来的人还比较多，相比于去年股价表现不好，整个会场来的人比较少，但是虽然今年行情依旧惨淡，但是来的人反而挺多的！会议召开之前，我在各大平台也看到了一些参会的股东再发关于股东大会提问的问题，这其中几乎90%以上都是关心，不良率、分红率，净息差这些指标的问题，当然还包括股价为啥表现不好...

说实话，聊这些真的没有意义，每年都是这些问题，有些问题最后更多的因素是宏观层面的问题，行业普遍问题！我历来股东大会，发言的内容，都是站在战略层面去看待的！大约一年前之前，股东大会上我们讨论交流过零售业务转型大财富管理的大战略，包括新银保战略的推出。我当时高度关注这个战略规划，于是乎当我自己深入研究之后，就明白了，为什么要提出“新银保”战略，新银保战略这样干最后能有什么结果？所以当时市场普遍不认可，预期特别低落，而只有我信心满怀！当时我也经受了股价下跌带来的各种舆论指责和谩骂，我知道“夏虫不可语冰”而我依旧坚信这个战略的发展潜力！一直到了一年多以后的今天，新银保队伍的成绩展现，让整个行业包括帮助中国平安（集团）寿险业务的企稳立下汗马功劳的同时，我也逐渐洗刷掉了过去一年多的误解，说实话挺难的.....

今天股东大会，我没有特别的问题，主要是过去一年多，我也在国内某些机构，平台进行路演，甚至由于股价大幅度下跌，我融资担保比例一度跌破130%（平仓线）我卖房抄底，到处借钱加仓，我觉得我也已经拼尽全力了。我可以说不几个人会如我一般如此坚定的看好平安银行的未来发展！当然后来也被某报社作为典型案例来讨论过.....所以，我今天发言虽然时间长了点，大约10分钟吧！但是主要是想交流分享过去我在一年的时间和市场、机构、投资者等路演交流的时候发现存在一些引导偏差的现象，比如新银保之前的招收（4万-5万）人的规模吓坏了市场！毕竟这个战略还没有见到效果，人数规模带来的营运成本是必须要考虑的。但是走到现在，全国总共招收人数为1800人，且目前带来的产能和成绩是显而易见的！预计2023年招收人数为（3000人-4000人）以目前的效果看，是不错的，虽然队伍整体人数不多，但是质量产能是增长强劲的，我觉得拉长时间这支“懂财富管理的保险队伍”必然颠覆传统保险代理人和传统银行理财投顾的行业现状！

其次我聊到了对公业务的全新战略“2341”以及核心战略打法的“三张地图”战略。在目前中国式现代化建设的大背景下，在目前宏观经济发展的过程中，平安银行的对公业务与以往传统的商业银行对公业务的战略和打法是完全不一样的！这是因为平安银行依托行业事业部与金融科技（星云物联网）的技术打造了全新供应链金融3.0模式，聚焦两大赛道（交易银行+产业金融）从而能够自零售转型之后，在传统对公业务的发展脉络上，提出颠覆性创新发展模式！在“共同富裕”的背景下，在中国式现代化建设的过程中，平安银行如何更好的始终践行服务实体经济发展的全局？这是使命也是选择！则成为了管理层和各位中小股东所必须共同思考的问题！

我自己也在做这方面思考和研究。因为对于平安银行零售业务的成果，已经得到了验证。同时依靠集团综合金融的优势，立足于未来发展（科技+医疗健康）的产业布局这个大生态圈这个战略是无比清晰明了的！所谓的过程中出现的不良率波动？分红较低？股价不好？真的很重要吗？很多股东打着“价值投资、长期投资”的由头，不分时机，不考虑总体战略发展的重要性，一味地要求满足自己的那一点“小心思”我是极其不认同的！什么是价值投资？什么是长期主义？分红率高了，就是价值投资？可以啊！你不要买平安银行啊，大把银行分红率很高的啊！某些银行连续几年高分红，一个再融资（配股）把你这些年所谓的高分红全部吐回去，这就是你们要的高分红？这就是你们理念当中的好公司？求你们了，不要侮辱价值投资了.....拜托了！

哎，可惜啊...可惜...能够站在全局角度考虑问题，能够真的深入了解一家银行各条线业务的人，所谓的价值投资，所谓的长期主义真的太少了.....我也很无奈，因为，我觉得两年内不要去考虑分红率的问题，至少目前时机不合适！成大事者要懂得“顺势而为”！而不是愚昧的要求短期利益！

当然每个人的角度和层次是不一样的，我的想法也必然会让其他中小股东不乐意，不开心吧。但是，我自己是问心无愧的！毕竟，如果说短期利益关系，我卖房加杠杆，过去一年一天四五通券商银行的电话，我不想多点分红？拿来付一下融资利息？拜托！我是职业投资！我连工作都没有！要说靠股息率生活？我比你们都需要！但我如此需要的人，却为什么提出了不一样的想法？我投资银行业 18 个年头了！从来没有过失败的案例！而我过去买过的银行，股息率永远排不上名！但为什么最后的市场表现是出色的？而你们追求的高股息率在过去数年内呈现的结果是，你要股息率，人家要你本金啊！

多少银行打肿脸充胖子高分红，结果导致历史包袱无法快速出清？错过零售转型？错过大财富管理？我说过，今天的中国银行业和未来的中国银行业格局是一步赶不上步步赶不上！以前大家说平安银行有再融资的风险，这个鬼故事喊了几年了呢？你们诟病平安银行核心资本踩线！现在核心资本正在不断提高，内生性资质正在不断体现！而又再说分红率起不来.....真是想要的太多，什么都想要！又想业务发展的好！又想核心资本出现如招商银行一样的成绩，又要分红高！又要不良率低！又要这个又要那个.....我真的有时候不能理解的！

试想一下，如果过去几年，平安银行像其他的一些银行一样，打肿脸充胖子，哪来的零售转型快速成功？哪来的今天基本面大幅度改善？哪来的各业务不断成为行业第一梯队？

鱼和熊掌不可兼得！我研究平安银行的深度远超市场大众的认知，加上我的仓位处境，你们知道的人很清楚我面临着什么样的挑战。但我依旧坚信，风雨困境，终会度过！给平安银行一点时间，等新战略发展成熟，“中特估”风口起来，你们今天想要的很多东西，都可以事半功倍！

最后我想说，作为股东，不要老是要这个，要那个，如果你真的深入研究，如果你真的是价值投资，如果你真的秉承长期主义！你就会明白，我所表达的内容，投资短视

是非常可怕的，我不指望大家和我拥有一样的认知，但是我相信，有很多的人同我一样有着远大的理想和期许！我们在中国资本市场浴血拼搏了 30 多年，什么没见过？什么没有经历过？今天我是语重心长的和大家聊这些内容！我也是股东！你们想要的！我也想要！但是格局大一些，立足于长远发展的核心目标...眼下存在的问题给予更多的包容和理解吧！

这就是我股东大会有感...也许行情还会下跌...但人在阵地在！所以不要用你们业余爱好，来挑战我赖以生存的职业投资（饭碗）！

4、恒瑞医药 2022 年股东大会纪要——恒瑞做事一贯严谨

作者：@自身规律

时间：2023-05-16

今年的股东大会安排在连云港原总部，而不是上海的新总部，说是为了方便投资者参观展厅，很有心。

恒瑞做事一贯严谨，从进入园区登记到会场接待，都安排的井井有条，如公园一般干净整洁大气，还安排了家属休息区，很贴心。精美的年报和 ESG 手册、股东大会文件，音响、远程设备，会议所需一切准备妥妥当当。

孙飘扬董市长极其讲究时间和效率，多次打断股东的啰嗦提问，建议股东多研究公司公告，特别提醒要逐字逐句的研究，说大家关心的问题都在公告里面，仔细研究一下就会发现公告里面隐藏着很多的信息和答案。

参会人员：孙飘扬董事长 戴洪斌 总经理 袁开红 监事会主席 刘健俊 财务总监 曾庆生 独董 董秘刘笑含 田飞 证代

孙董在述职报告中特别强调了研发，在一些新的技术平台构建方面取得比较大的进步，比如 mi 平台和小核酸平台等，为未来发展打基础。天津放射性药物有 4 个核药已经申请临床，广州的建设也为 MI 的申请奠定了基础。企业办的好不好，关键是人的问题，对人的培养始终比产品更重要。

1、章程中增加对中小投资者单独计票的条款？答：章程虽然没改，但是我们事实上股东大会都是专门这一块专门披露的，随后会跟律师研究怎么修改。

2、一类新药达尔西利片已获批，相较同类药优势？预计今年获批，这是恒瑞为乳腺癌患者带来的一个福音。中国乳腺癌患者比海外患者要提前 10 年，更年轻。吃了这

个药肿瘤不长的时间可以达到 30 个月，这是全球最好数字，而且全是中国人的数据。这个药比以前延长了 18 个月。

3、国际化双癌组合申报？答：今年内申报，大概这两个月内按计划申报。

4、国际化成果？答：有待于产品获批上市，新药不是百分百批准。要对恒瑞有一个正确的认知。再好的药 FBI 也可以因为生产设施问题拒批。一旦批准就可以销售，但真正的产生规模效应还要一段时间。

5、对标？答：中外体制不同，不具可比性。国外只要上市以后，第二天所有药房都可以卖。中国得要进医保，还有进医院得有工作。我国首先要进入医保，然后进医院，进入医院后还要做学术推广，要教育医生怎么用，才能上规模。国外比我们快得多，而且他自主定价，我们的价格是要和国家谈判的，卖两年以后医保就要砍价格，创新药也要降价。国外则是每年涨价。所以中外没有可比性，政策不一样。国际化面临一个很大的问题，就是要到国外做实验，像我们这点收入就做不了这个事，做个临床就要 10 亿 20 亿！还有政治问题也会有影响。中国的临床试验和外国人的不一样，所以在那边获得监管机构的批准也面临着很大的挑战，除非全部在海外做，但是投入又太大，我们目前不具备条件，就得承担不批准的风险。

6、中心工作 答：今年最重要的任务，就是通过国产以后进入医保，现在快速的转入到医院，发挥出 12 个创新药市场潜能，这也是未来几年的中心工作。未来几年还有七八或者十来个品种，应当说整个产品结构才基本调整到位。所以我们需要一支好的销售队伍，才能够把这件事情完成好。

7、如何应对挑战？答：现在国家要大力发展生物医药，造成整个行业内卷比较厉害，同一个靶点，很多厂家在做，确实给创新药带来很多挑战，怎么走过这个春秋战国时代，未来怎么走好，是一个值得我们每天研究的问题，我们也每天都在思考这个问题。十几年前我们比其他公司早走了一些，我们才有 12 个新药，那么现在我们就应该把早走几步的潜力充分发挥出来，为我们以后增加力量，是吧？面对这个竞争激励的环境，我们也有一些政策和策略的调整来适应外部环境，我们积极呼吁国家对创新药能够有一些扶持和支持的政策，当然国家各个方面也会作出一些政策调整。我们做事情首先考虑最坏的情形。

7、存量仿制药风险 答：公司还有 7 种没集采，有的产品没有集采的空间，因为全国只有两家在做。对恒瑞来说集采不叫带量采购，是量价齐跌！比如说奥沙利普全国 60%是我们的市场，集采以后只有 6%的市场，然后价格又掉下来。对小企业是以价换量，对我们是没有了。只有通过转型，通过仿制药转专利药来转型。

8、裁员 集采影响很多药没了，只能裁员。

会后参观，了解其创新体系：恒瑞在美国、日本和中国多地建有研发中心和临床医学中心，形成分工明确、统一协作的创新体系。包括：济南、广州、成都、厦门、南京、连云港、苏州、日本研发中心，美国新泽西研发中心、上海研发中心和上海全球创新总部 临床研究总部。

肿瘤在研创新管线 42 项，其中 I 期 22 项（10 个生物制剂+12 个化药）、II 期 5 项（1 个化药 4 个生物制剂）、III 期/关键注册 5 项（3 个化药 2 个生物制剂）、申请上市 2 个（化药-前列腺癌和胰腺癌）、已上市 8 个（5 个化药 3 个生物制剂）。非肿瘤在研创新管线 51 项，其中 I 期 13 项、II 期 13 项、III 期 12 项、申报上市 8 项、已上市 5 项。

9 大生产基地 连云港原料药生产基地、连云港国际化制剂生产基地、连云港生物医药生产基地、连云港新医药产业园、成都医药生产基地、济南生产基地、苏州生物医药研发生产基地、上海制剂生产基地、厦门生产基地。

5、2023 股东大会调研见闻——信立泰股东大会要点

作者：@晓来雨过_yh

时间：2023-05-25

2023 终于没有了疫情的阻挠，得以顺利参加股东大会，参会的股东大约 30 多人吧（不算公司管理层）。

后面公司公告现场+网络的中小投资者一共 132 人，2137 万股，人均 16 万股，600 万的持仓，厉害啊。现场没看到王国华、罗欢笑、林会明这些大佬的名字，不知道大佬是不是在网上投票拉高人均持股数。

现场出席的 27 人（不含叶家），183.5 万股，人均 6.8 万股，估计有不少人有多个账户或者是股份在信用账户。

今年没有了研发管线的 PPT 介绍，相关信息零零散散记录如下：

一、信立坦

1、信立坦及复方临床效果显著，联合用药、复方制剂以及未来的 086+CCB 科学减压增效，使得信立坦能够覆盖更多的高血压患者。

2、信立坦药店和网上的销量占比都不高，但目前增长很快，今年信立坦继续加大渠道推广，注重细分市场，偏远地区考虑采用引入代理，零售渠道的推广也是重要工作。

3、107 预计今年年底-明年年初获批，108 下半年提交 NDA

二、951

1、保守估计 5 月底获得生产批件

2、951 的进院应该会比信立坦快，一个是肾性贫血的药本来就少，二是目前暂时没有疫情的影响

3、23-24 年主要是上市导入期，工作重心在患者用药培育、品牌宣传和医院准入上，重点覆盖三甲医院。前期不能只看销量，这么好的产品（小叶总认为比罗沙司他更好），前期市场推广工作做到位了，后面才有可能迎来爆发式的增长。

25-26 年 快速增长期，覆盖重点城市医院

27-28 年 巩固领导地位，覆盖县医院、争取进入基药目录

29-30 年 规范诊疗期，做大市场蛋糕，提升患者知晓率、治疗达标率

二、086

1、预计上半年提交 NDA，目前跟 CDE 召开了沟通会，相关事项稳步推进中。

2、086 虽然是国家重大新药创新专项，但优先审评希望不大，与 CDE 沟通都比较顺利，CDE 审评一切顺利的话还是有望能赶上 24 年的医保谈判（个人觉得不要太乐观）。

三、JK07

1、5 月会参加欧洲心脏病学会相关会议，有个突破性临床专场，到时候有个报告会。

2、7 月份会和 FDA 沟通 2 期临床方案，下半年启动，预计三季度会出 1 期临床报告。

3、射血分数保留预计下半年会有临床数据出来，公司及专家认为 3 个剂量组就已经能够完全满足临床安全性的要求了，没必要冒风险上更大的剂量。

4、ALS 有进行相关临床前研究，从药物作用原理上来讲应该会有效果，但目前数据还没出来，没太多可以讲的。如果有效果，公司认为 ALS 的临床推进会比心衰更快。

5、1 期临床比较慢的原因，一方面 07 是新产品，在人员筛选上比较严格，要确保有效果。另一方面是从拿到临床许可开始就一直饱受新冠疫情的影响。公司对 2 期有信心，有可能比 1 期更快。

四、JK08:

现在已经完成了第 4 个剂量组，下半年会有数据出来。

五、125 (DD01) :

前段时间拿到了美国那边的数据，会结合美国临床的数据，来申报国内 IND。

六：研发

1、目前 3 期临床的有 6 个，1/2 期临床的有 9 个，临床前的有 30 多个，去年专利申请 103 项，比前两年的总数还多。

2、小核酸，基因编辑目前有 6 个药在临床前，明年开始陆续申请 IND，ADC 药物也正在研发。

七、人才：

人员上从瑞士引进了薛博士（是不是姓薛没听清楚、有诺华等药企的研发经历）、计算机辅助设计药物也引进了人才，CMO、肿瘤负责人都有引进。

八：其他

器械、欣复泰明年应该都会有比较大的增长，器械 IPO 后可以有资金进行并购，扩充产品线。

133 新冠药，不需要联用，对比辉瑞的 P 药在用药限制上还是有一定的优势的，如果未来新冠流感化，还是有一定市场的。不过研发这药类赚钱不是目的，公司也不会在这上面赚钱。

最后，小叶总说从仿制药转型创新药，是一个漫长而且困难的事情，公司前年的定增也是为了极端情况下创新药的研发也能够持续推进，希望大家还是要有足够的耐心，当下要想有利润其实很简单，研发和市场推广少投入一点利润就会多很多，但是这不是长久之计。信立泰虽然转型创新的有了一点成果，但是还不够牢固，还需要持续不断地投入，使得公司可以更加健康的发展。有了好的产品，前期市场推广是会积累信任度的，当市场信任你了，后面的推广就会顺利很多。满足了人民对于健康的需求，利润自然而然就有了。

6、2023 年舍得股东大会见闻——股价波动并不影响心情

作者：@一棵小韭菜呢

时间：2023-05-24

先说结论，相比于两年前股价高位时热闹非凡的股东大会，这次股东大会冷清不少，但是这挤出泡沫后的股东大会大家反而信心十足。



签到时就发现这次来的个人股东和机构都很少，本想着管理层应该也提不起兴致招待各位，然而事实却是管理层非常热情，对舍得发展也非常有信心。特别是在问答环节，有证券研究员提问舍得一季度在某些市场份额下滑，老总回答称看一个季度不能反映中长期，真实市场不是单纯的数据，市场中长期是在增长的，并明确指出二季度某些市场经过几年的培育已经到达了临界点开始突破这也对应了开头讲的经营计划里的“破圈”。



小插曲——会议结束后开始介绍股东酒并给大家几分钟时间扫码买股东酒，蒲总也要买现场砍价，要求市场部再优惠一点老总这买酒砍价的样子是不是像极了各位买酒的消费者，股东酒现在也改称 2023 尊享纪念酒，在 618 时也会在电商平台销售，电商平台审批价是 4500。



会议结束后就是午宴了。没想到和副总饶总一桌，倪总蒲总就在隔壁桌，饶总一来就给大家倒酒，太热情了。饶总是管一线生产的，对于舍得的老酒战略也是信心十足，同桌的券商研究员也在咨询舍得的酿酒技术。说着说着老总唱起来了。



酒过三巡，蒲总倪总挨桌敬酒，这也体现了公司管理层非常重视各位股东，没有一点架子。午宴结束后就是参观酒厂环节。在等参观车时听到几个券商白酒组的在交流，在华东市场舍得也卖得很不错，大家都知道白酒没问题，但公募对于食品饮料持仓还在

16%，也就是没增量资金买反而因为市场热点在 AI 和中特估，导致机构还在卖出白酒去追市场热点。这也解释了为什么白酒板块天天“跌跌不休”。

不说股价还是开心的，参观酒厂时有股东直接花了 1.2 万封坛给他女儿做喜酒。



当然也看到了舍得的老酒。全是陶罐存储，这些也是舍得最值钱的东西。



看看 1979 年批次



大家很认真的在看批次



最后参观了泰安作坊遗址,看到了修建于1563年且至今仍在使用的两口明代窖池。



对于真正喜欢舍得的股东来说，股价波动并不影响大家的心情，跟股东交流时也看到大家还在现场买买买所以也就是开头的结论，虽然股东大会不如在股价高位泡沫时的热闹，但现在仍持有舍得的一定是看好舍得长期发展的，短期的股价波动就由他去吧。

最后作为舍得股东，必然买一套 2023 年舍得股东酒，拿实际行动支持舍得业绩，当然现场参会的股东也有伴手礼，三瓶小酒。



7、汤臣倍健的“回炉重造”：股东大会深处分析

作者：@从猿到人 YCX

时间：2023-04-20

2023年4月10日，我们参加了汤臣倍健2022年年度股东大会。

本次股东大会在公司的珠海总部召开，距离机场不远，这也是我们第一次参加上市公司的现场股东大会与投资者交流会，与管理层面对面的沟通能够更加立体的感受企业的文化、管理层的气质。

全场的交流持续了3个半小时，过程中我们对行业的变化，以及公司的竞争策略有了一些新的体会，分享给各位朋友。

抽空再把之前写的完整公司分析文档发出来。



一、重点问题及回复

公司已经披露了本次股东大会的纪要，纪要中的内容在此不过多重复，只挑些重点的内容来聊聊。此次会议的问题大部分都是梁总本人回复的，少部分由林志成总经理回复。

1、公司在传统产品的运营上有所懈怠

近些年，汤臣在前沿科学营养的探索上下了大功夫，但是固有阵地的 VDS 反而有后院起火的迹象，根据我们的观察也发现，包装、营销、渠道、产品形态上，更新都是比较缓慢的。这其中不乏蓝帽子监管严格的掣肘在，但更多的是管理层在市场竞争当中的懈怠。

评：管理层没有展开谈懈怠了什么，但我们会在下文的分析中，结合对市场的理解来谈谈懈怠了什么。

2、匹配未来的老龄化社会，公司作出“重功能”的战略性选择

这是梁总再三强调的一点，过去汤臣从 VDS 向两端出发，向上，触达 OTC 的需求，重功能；向下，触达更为泛化的功能食品，轻功能，重消费。在探索的过程中，公司的禀赋更适合重功能的路线，同时竞争者也更少，而功能食品的禀赋不足，市场的竞争也更为激烈（2021 年有 60 家竞品出现，其中 30 家融资，供给严重过剩但没有实际的差异化），公司将在这个领域适当收缩。

回到本源，汤臣要给用户解决健康问题，能够给用户的健康带来多少增量，汤臣倍健就有多少价值。

3、线上线下载道问题

线上线下的渠道转型是所有消费品都要面临的问题，每家都很头痛。这个过程的本质是价值链上的 B 端向 C 端让利的过程，既然是一种让利，那么必然有人要少赚钱了，大势所趋不可逆。如何在过程中重新平衡价值链才是作为企业要解决的问题，不能良性共生的渠道是有问题的，如果钱都让一家赚走了是不可持续的（这似乎是抖音平台和抖品牌的关系）。

另外公司发现，VDS 市场线上线下交集（既在线上消费，也在线下消费）的人不超过 20%，汤臣是 8%，现在线上的占比到了增速下滑的阶段，药店渠道占比 20%，这已经没有太多下滑空间了，因为这部分的固有人群很稳定，在这个 20% 中，汤臣的优势仍然非常大，汤臣是第一，第 2 名到第 15 名的份额总和都没有汤臣倍健一家大。

4、新平台、新对手

这是我们询问管理层的问题：去年在抖音快手看到了一些新对手（诺特兰德、五个女博士），这些竞品在线上势头凶猛，抢夺了不少份额，公司如何看待此类竞争对手？

公司首先对其他品牌表示了尊重，汤臣把抖音看作是教育场、转化场，代表了增量的蛋糕，这是好事情，并且抖品牌有很多值得学习的地方，比如他们对供应链的反向定制的能力是很强的，有的品牌可以做到 24 小时定制，在快速变化中，年轻人群的喜好，价值链的重塑，这是汤臣要面对的挑战。

评：我想这里林总没有说的是，24 小时定制的供应链，会是什么标准的产品？品控、成分能做到几分呢？

汤臣非常重视抖音，抖音的销售额也从 2021 年 7% 的线上占比提高到了 2022 年 17%，但汤臣不会去学诺特兰德，一款单品打到极致，出来几个月，然后快速迭代下一个产品去，这样的打法让品牌和用户资产的价值都比较低（用户是图便宜，而且这个便宜并非性价比，而是纯低价）

5、每个品牌建立心智都会面临激烈的竞争，汤臣的优势与不足是什么？

这也是我们询问管理层的问题，公司既然要开展多品牌的战略，那么必然将要稀释汤臣倍健本身的影响力，并意味着重新新一轮的投入与品牌塑造。

公司认为现阶段的不足是多品牌带来的分散，中期会有困难，长期来看是优势。这里梁总特别提到了消费者传触点的问题，这并非钱可以解决的问题，公司正在上下梳理每一个消费者的传触点，力求更高效的、高质量的向消费者传递汤臣倍健的品牌价值，公司也坦言，这是一个挺大的挑战。

6、引人才

今年公司要花大量精力在招募人才上，是为了匹配 2028 年及之后的公司发展，人数和范围会比 2012 年那波人才引进更大。

梁总给自己也定了一个面试招人的 KPI，自己要花大精力在 HR 上面，目标 12 个人，主要来自快消、OTC 领域的优秀人才。2012 年大规模招募人才目前留存率有 80% 到 90%，也让公司享受到了人才红利，公司希望未来 10 年能享受到新一波人才的红利。

7、分红

今年的低分红率是偶发性的，汤臣历史上一直保持着 60%-70%的股息支付率，未来也会继续保持。

二、现场见闻

1、梁总回答问题的声音很大！（刚开始讲话的时候我下意识把耳朵捂起来），中气十足，精气神非常好。

2、公司内部不允许提保健品三个字，从上到下反复贯彻 VDS 的概念。

3、梁总坦言自己是一个很有个性的人，这份个性也得益于很好的合作伙伴，让梁总可以“任性”，梁总已经 12 年不现场办公了。

4、梁总认为诚信不仅是重要的，也是简单的，“比如别人叫我吃饭，我不说我没空，我直接说我不想吃。”

5、我们参观了汤臣倍健的透明工厂、营养探索馆，是国家的 AAAA 级景区，真的很漂亮，要知道汤臣倍健珠海工厂坐落在珠海的金湾区，周边是工业区，我想如果是我，很难主动用这样的标准去建设厂房。



6、整个管理层的气质精神干练，身材保持都很好，和万科的管理层气质类似。

7、公司管理层的气氛和谐，相互之间不称呼“X 总”，而是更为亲切的“X 哥”，梁总也称他的同事为合伙人，并非下属。

8、坦诚的文化，管理层在回答问题的过程中，会坦言某些问题对于公司来说的确是挑战；也会讲某些产品仍然处在投入过程中，具体什么时候出成果、会不会有成果并不确定；也会直言目前公司信息化水平的建设还处在消费品行业的中游，仍然有很长的路要走，等等。**这种直面问题、直面不足、不遮掩不吹牛的态度在上市公司中是难得的，也反映出了公司的自信心。**

9、从林志成和梁允超回答问题的搭配来看，二者很有当年乔布斯与库克的搭档感，梁总抓长远战略、抓企业文化、抓人才梯队建设，剩下的都交给了林总，林总上至经营思路、下至最基础的数据了如指掌。

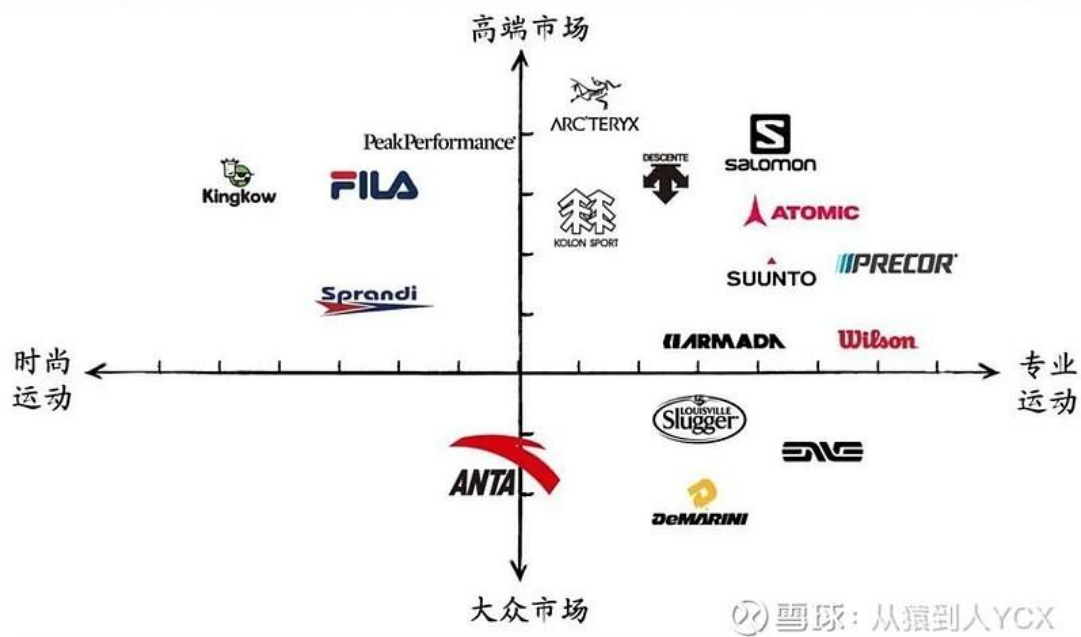
三、VDS 市场的变化是什么？

梁总在股东会上总结了汤臣未来的经营思路，即“多品牌、大单品、全品类、全渠道、单聚焦”。在展开之前，我们先谈谈这两年 VDS 行业发生了什么变化，结合行业的变化，对公司的经营策略会有更好的理解。

1、三年大疫，我们发现传统的 VDS 产品仍然有大量新用户在涌现，对应着新的机会土壤，有增量才有变量，带来差异化的机会。

2、在行业扩容的过程中，每个细分功能逐渐成为垂直门类，不同产品对应着不同的人群，对应着不同的品牌。当 VDS 总市场扩容到一定程度，之前单个品牌通吃行业的规模优势开始弱化。所以企业面临的难题是，如果要维持在行业里的竞争力，必须在多个子品类下塑造影响力。

3、其他消费品行业也存在类似的发展路径



安踏的品牌矩阵



伊利的品牌矩阵

安踏与伊利的早期均是单一品牌策略，随着市场的不断扩容与细分，不同的人群有不同的需求，单一品牌显然没法覆盖全部消费人群的心智，增量的市场是由一个个新需求撑起来的，新需求要有新品牌的填补。

我们认为 VDS 市场发展至今，也到了这个临界点。

四、公司未来的经营思路分析

“多品牌、大单品、全品类、全渠道、单聚焦”。

结合行业的变化，我们试着揣摩公司接下来的经营思路。

汤臣在药店+蓝帽子的打法中一度竞争优势非常强，并且在线上渠道变革的过程中，汤臣也基本将线下积累的品牌优势带到了线上。然而管理层（主要是梁总本人）近些年似乎过度的关注了新品类、新研发等，导致汤臣固有的优势产品出现竞争颓势，比如维生素类、免疫力类、补钙类，这些品类中汤臣的增长乏力，但却不乏增速迅猛的竞争对手崛起。星辰大海固然重要，但基本盘更是不容许有失手的。

行业中有新品牌的快速崛起，可能是因为老品牌满足不了新人群的需求，也可能是老品牌满足不了老人群的新需求。在 VDS 领域，我们认为前者占更多的因素。

首先疫情加速了 VDS 的意识觉醒，后疫情时代，即便是基础产品，消费人群仍然快速扩大，基础产品也有大量新用户，叠加短视频的新渠道，让营养、保健品、VDS 等概念进一步的下沉，催化了消费人群的扩容，使得很多品类都能够支撑一个专门的品牌，诺特兰德的维 C、五个女博士的胶原蛋白肽就是很好的例证。

行业发生了变化，但汤臣的反应确实慢了，梁总讲疫情是面照妖镜，让问题提前暴露，倒逼着公司改革，2022 年 10 月份组织结构大调整、同年推出的维满 C 证实了这一点。

这就引出了梁总提出的多品牌策略，以维满 C 举例，维 C 是个老品类，但汤臣要推出一个新品牌。

往日维生素品类在汤臣倍健的品牌下乘凉（下图上），没有及时应对市场的变革，在原先的组织架构下，想必也没办法应对。如今不同品类往往对应不同需求、不同的用户，而且一些品类空间足够大，因此需要单独的品牌。新品牌会和老品牌共存，也会竞争，但最终的目标是更大的增量。

多品牌与大单品的思路结合，大单品满足的是广泛的需求，如维 C 就是典型的大单品，在此之前，汤臣倍健已经孵化出了健力多、健视佳、LIFE SPACE 等大单品，今后更会贯彻此思路，并且与此前“乘凉”的老产品去竞争。



汤臣倍健品牌矩阵（自制）

梁总讲，单品做到 3 亿利润才算成功，我想这是单聚焦的意思，相当于给了各个子品牌的基本目标，3 亿利润至少要 15 亿的销售收入，单品做到这个规模之前，不要想别的，做到后说明子品牌也有了一定的影响力，再去考虑横向拓展的事情。

这颇有近两年安踏品牌策略的味道，随着人民生活的发展，广泛而垂直的运动需求已经不是安踏一个品牌可以囊括的，安踏收购了诸多垂类品牌，各自匹配不同的人群，开枝散叶。这也对企业的的能力提出了更高的要求，否则不仅没有扩张人群，反而反噬了自身的品牌价值。



多品牌战略是对公司重点的、具备广泛需求的老品类一次回炉重造，是对汤臣即将迈向 100 亿关卡的重要变革。梁总讲，今天汤臣面临的问题可能就是之前一个个成功积累下来的，过往成就的既得利益，更容易堆积成为今天的满身赘肉。“新焗”是今年的主题，指的就是冶炼金属，回炉重造。

全品类和全渠道比较好理解，覆盖全品类，只要是主流的消费需求，汤臣都要覆盖，前瞻性的需求，公司也要积极探索。全渠道，线上线下，淘宝抖音，药店商超，各类渠道全覆盖，哪里都能买到，这里涉及到梁总讲到的价值链问题、消费者传触点的问题，前文都已经提到。

所以才落脚到新人才，这也是梁总亲自抓的事情，梁总在会上提到了要找快消品方向的人才，还提到了宝洁，我想这也是契合公司的多品牌发展战略的。

多品牌战略是难而正确的事情。离开了汤臣倍健母品牌，各自开辟新的天地，未必一定会成功，如果不这么做，母品牌也只会日渐式微，只有迈出这一步，新生才会来临。就目前汤臣已经树立起来的独立品牌来看，我们有理由保持一份乐观，而且目前行业里没看到同样意识和行动的对手，一些声音很大的新品牌和一些其他行业杀入 VDS 的对手，本质上是在做汤臣十年前的事情，我们可以持续观察公司在产品端的表现。

五、一些照片



暗藏玄只因 (坤坤很帅的)



当天比较阴，汤臣的科学营养馆很漂亮



透明工厂中的 Yep 小粉瓶，全喝了脸会变弹吗？



2018 年梁总总结的八大质控理念，语言平实简单。

8、2022 年海大集团股东大会纪录——市场竞争不是“激烈”是“惨烈”

作者：@投资逆行者

时间：2023-05-24

5月15日下午，海大集团在广州集团总部举办了2022年度股东大会，这也是我连续第三次参加海大的股东会，股东大会投票环节结束后，参会者从7楼会议室移步到10楼会议室，大概有60家左右的机构来参加交流环节。

海大集团是国内饲料行业的龙头企业，自上市以来连续十几年营收都是稳步增长，2022年营收已经突破千亿，但近两年来明显的增收不增利了，2020年，海大集团的利润增速达到一个高点，20年也是白马股被机构抱团的高光时刻，20年也是猪价的高点，加上公司又释放了一个25年达到4000万吨销量目标的预期，几个因素叠加股价也推到了个历史高点，现在股价已经连续跌了两年多时间。当然伴随股价下跌背后，其实是整个饲料行业这两年面临的原材料大幅上涨，消费端不振，养殖端亏损，厂家存量博弈，董事长薛华形容当前市场竞争的用词是“惨烈”而不是“激烈”。那到底海大该怎么应对这个外部环境，海大集团未来还有没有看点，看看股东大会上董事长怎么说。以下分享几个主要问题回答。

1 行业内有同行已经接近破产，海大的财务状况如何？

薛总：根据未来的业务目标，公司前两年有比较大的资本开支，而这些新建的产能能够支撑公司未来三五年的发展，因此，接下来主要是夯实发展。公司的各个费用指标，虽然跟同行比有优势，但是公司精细化管理做的不好，所以仍然还有大的改善空间。公司还会聚焦在现有的业务上，不会盲目地介入其他业务。预制菜等业务也只是做尝试，新的东西会关注，为的是理解市场的发展趋势，没有做出优势之前，不会加大投入。

2 国际市场的拓展情况

薛总：疫情三年阻碍了国际市场的拓展，明年后年会持续有一批工厂投产，包括水产种苗和水产养殖。

3 定增为何迟迟没有获批？

董秘：因为集团有一个子公司是涉及金融小贷业务，现在公司在积极地解决此问题。

4 2025年完成4000万吨饲料销量目标是否有信心？

薛总：会尽量去完成，但还是要根据市场的具体情况，如果2023年能够增长400万吨，那大概率在2025年完成4000万吨的目标。

5 对原材料走势的看法？

薛总：目前对豆粕的价格走势是看空的。鱼粉的价格会维持高位，但这对公司是有利的，因为公司比竞争对手的饲料里鱼粉的用量小。能量添加原材料现在全市场也是看空。

6 毛利率是否能够改善？

薛总：行业面临洗牌的阶段，养殖端普遍亏损的情况下，不要寄希望于提高毛利，毛利率可能会维持现状，但净利润率有改善的空间，因为去年产能利用率不高，今年的考核会围绕着降低费用，提升产能利用率。

7 谈一下工厂化养虾？

薛总：今年会再建几个养虾工厂，前几年都是在摸索，但是敢于做这件事，是由于海大在虾苗上的优势。但是也不能发展太快，因为团队也是需要成长的。虾苗这一块业务增长不错，计划 25 年做到 1000 亿尾，销售额二十七八个亿。

8 谈水产饲料竞争格局，怎么看竞争者通威和力源？

薛总：水产饲料竞争格局发展到今天比较清晰了，前两年主营畜禽饲料又介入水产饲料的，发展基本都不太顺利，因此它们不会把水产饲料当主营业务来做，另外一些主业做水产饲料的也呈现出疲态，以守为主了。力源是海大在广西区域的一个很强的竞争对手，追求极致效率，有海大值得学习的地方，力源效率的优势弥补了它专业化的劣势，而海大在广西不仅没体现出专业化的优势，效率还成了拖累，通威主要做普水料，而海大更擅长特水料。海大不担心跟大企业竞争，但碰到力源这种有特点的企业，是比较难搞的对手。

9 对生猪养殖的看法

薛总：生猪养殖业务不会再扩大规模了，公司加农户的模式会比较理想，目前海大在育肥端做的是比较好的，但是还有进一步降成本的空间，未来有信心把成本做到行业靠前的水平。根据母猪存栏数量还有海大的猪料销量看，对今年猪价仍比较悲观。

10 谈一谈动保

薛总：水产动保是海大的优势，这种优势会持续保持，随着现在一些特水鱼和虾进行工厂化养殖，那更加增加对动保的依赖。畜禽动保，海大是属于后进入者，竞争优势不明显，养殖端的亏损也在挤压动保的利润，所以短期不会去以销量作为目标，但长期还是期望把畜禽动保做起来。而没有介入养殖端单纯只做动保的企业，未来越来越没有优势。

个人看法，相比之前，董事长在本次交流过程中说话还是谨慎了很多，不再给明确的增长预期，而且明显反思的内容比较多，也承认过往在内部管理上一些疏忽的地方，对国内未来整体经济形势比较悲观，不过董事长依然对海大很有信心。

在这个行业去产能的过程中，海大依然能够保持增长，我们还是能够看出海大在行业里还是有很强的竞争优势，同体量的竞争对手阿威和阿望快把饲料业务当副业了，所以，大概率若干年后我国饲料行业或者是农牧行业的老大会是海大。当然，现在

无论是股价还是公司基本面，都还是处在冬天，那这个冬天，投资者是去是留，见仁见智。





9、东阿阿胶股东大会连载第七年：2022

作者：@石 stone

时间：2023-05-24

七年之痒，痒了吗？没有，我还是很高兴地去参加了东阿阿胶的股东大会，即使是过去三年的疫情，我也没有中断参加。这次去的股东人数大概只有 50 多人，不多，没有机构标配的漂亮小姐姐和帅气小哥哥，可以说，今天是个人的股东专场，而 3 月 27 日的业绩交流会，更像是百名机构参加的机构专场。

今年的业绩其实挺明朗的，管理层也说过很多次，阿胶块的目标，还是 10% 左右的增长，未来可能也是 10% 的增长，从绝对额上来说，今年大概是 2 亿左右的增长，对于阿胶浆，是有 20%-30% 的增长目标，阿胶浆去年大概有 9 亿不到的销售额，绝对额稍低。即使 30% 增长，也只有 2 亿多，然后阿胶糕，过去 3-4 亿，30% 增长，也就是 1 亿左右，从三个大头来看，也就是 5 亿左右的增长吧。主要关注的还是阿胶浆和阿胶块的，其他的新型业务，很少人去提起了。

所以整体的营收增长率目标，最终大概在 10%-15% 之间，利润目标估计在 10 亿左右，能不能到 10% 的 ROE，是个疑问，为了减少业绩压力，大比例的分红，未来会持续几年的，这是可以期待的。乐观估计，明年有 1.5 的分红。据悉今年的分红，可能会发的比较早，大概在 6 月初，最迟不会超过 6 月 15 日。暂时这是我比较开心的事情。

ROE 达不到 10%，就没办法做股权激励，而且，从 ROE 合规到最终实行，中间也需要一年半载的预沟通和审批过程。所以这个也不是一天两天的事情，今年是不大可能了。等到 ROE 到 10% 的时候再说吧。

目前公司的战略，还是消费和医药双轮驱动。公司对阿胶浆还是很重视的，寄予了厚望，目标 30 亿的营收，实现这个方法，其实主要是公关医院的渠道，增加专业医生的背书，在复方阿胶浆治疗癌因性疲乏临床价值评估研究上，也有比较好的结果，1 期的结果应该是出来了，其他期的结果，有没有出来，我没有听清，我也不懂。但是能不能转化到说明书上，目前看还很遥远。

有女士提到阿胶浆容易破瓶的问题，程总展示了两次阿胶浆瓶子包装的使用步骤和复杂性，希望改造成大家容易接受的条带状，便于携带，但这种改造，其实是挺复杂的，因为涉及到很多药品的程序的变更，就算真的改造了，能不能被消费者所接受，也是个未知数，就算是一种尝试吧，在没有成功之前，先不管他了。

我反复了解，为什么阿胶糕线下不好推？为什么不去做线下？实际这个问题是难解的，一盒 300 克的阿胶糕，出厂价大概是 220 元左右，这对线上线下，都是一致的，受制于体制问题，无法更改。但阿胶糕进超市，就面临 35% 的各种超市费用。也就是成本瞬间拉到了 297 元，如果再加上 40 元的渠道费用，那么就是 340 元左右的成本价，低于这个价格销售，各方的利润空间，都将得不到满足，这是现实的问题。而恰恰症结就在于互联网的比价，阿胶糕的线上价格，是 300 克 300 元，高于这个价格，就不好卖，而且一直都稳定在这个价格上。如果统一到 340，线上就损失了销量，但线上目前还是主流销售渠道。所以线下推广一直很尴尬。

为什么阿胶糕价格上不去？如果价格上去，不就解决了吗？这里核心，又回到了他的阿胶块的原点，也就是阿胶块价格，很难上去。你的原点没上去，衍生品，包括阿胶浆，价格也很难上去。统统卡住了。

所以程总说阿胶块的价格问题，不是一个战术问题，而是一个战略问题。据统计，3月底已知的渠道库存大约为270吨。库存周期为5个月，这也是目前终端价格稳不住的主要原因之一。去年的四季度旺季疫情，即使已经控制了发货的节奏，依然有些库存积压下来了，在短期高库存的影响下，整体的阿胶块的供求关系，还是偏向供大于求的，线上的价格控制还好一些，但线下，终端价格比较混乱，去年春雷行动之后，多数还是回落到800-899之间，想稳住999，是有些困难，如果维持999，就造成纯销不畅，也会加剧渠道库存积压，但与过去的2000多吨的库存问题，还是有本质差别的，目前只是阶段性的小问题。

公司有打算采取春雷行动2.0版本，分步骤的稳住线下价格，务实一点，首先是稳住899的。从高位跌下来容易，再涨上去，很难很难。

控制价格，也不是那么好控制的，中间经销商太多，目前的渠道经销商，大概是100多家，还是太多，目标是精简渠道，减少到50家左右，目标是剔除那些无法掌控的经销商，以稳定价格体系，这是从供给端来思考。

从需求端来说，在去年的“炼行计划”的基础上，再举办中医名家故居炼胶行（比如中医历史八大家老家故里+中医药管理局+中医药大学等），以此和不同的媒体渠道，共同促进中医药产业复兴。别人我不知道，但是东阿阿胶，应该是可以的，这一切，都源于一点，那就是钱，东阿阿胶现在的销售费用高，钱多，可以多花一些的，这是没有问题的。所以东阿阿胶去串联，是比较恰逢其时的。其他企业好像都没有这个实力。

又要稳定价格，又要缩减经销商，短期很难出现高速增长，然后整体的经济也不是很好，这个大家应该都有点心理预期。所以公司能增长10%-15%的营收，其实已经很不错了。期望不高，失望也就不大。

在互联网时代，还是要持续的制造声浪吧，刘广源强调去年的活动，和广告规模也比较大，销售费用花的嗖嗖的，制造了不小的声浪，但我不太理解这次以及背后的数字营销的意义。他们是专业的，让他们去试吧。

阿胶块是个逆人性的产品，纯销，十分依赖于熬胶，但熬胶不仅耗费人力，而且需要客户等待很久，自己熬制也不方便，这和快节奏的现代生活，还是相抵触的，公司打算再举办活动，搜集100种吃法，发掘可能新的销路。

谈到花钱，阿胶公司，也确实在维护企业的形象上，花了血本。程杰还是很会造势的，很重视与股东和经销商的交流，也很重视一些量化的结果，对股东人数5万以下，他也是比较高兴，太多太分散的股东人数，对企业的形象维护不合适。也很注意和机构的沟通。所以这次的股东大会的机构几乎没有来的，因为他们都参加了3月的机构交流，等于开辟了一个机构专场，吃的是济南最好的自助餐，伴手礼都是桃花姬。整体就是忽

悠的不错。程杰对公司的正面形象的维护，不遗余力。算是一个懂得和股东，客户沟通的开明的管理者。

会造势。造有利于自己的势，这种势，是对自己有利的言论和氛围，包括把东阿阿胶的经销商大老板们都请过来，一心堂，益丰，老百姓，漱玉平民等，免费的吃喝和招待，在每个城市的“炼行计划”中，也都是邀请当地经销商和股东等一起，互动交流，这些都是很好的正面形象的宣传。这次给股东大会的人手是两盒阿胶粉。这是对我们个人小股东的造势。对股东以外，对外面的医院，专家，学校等等，这些都是有花费造势的，相信持续的投入下，整体终究会改观过来的。拿人家的手软，吃人家的嘴短。

重视股东，进门的装饰也很好。门口还有签名墙，很有明星走红毯的感觉。



东阿阿胶的人才的问题，也是我常常诟病的问题，总部职能部门去济南后，确实改观了很多，有时候，外面一个人，就能顶阿胶本地三个人，毕竟东阿县地方太小了，人才是比较缺乏的。邓总从 2020 年来到阿胶，我能看到的就是应收款、库存的不断减少，现金流持续的回归，修复了东阿阿胶的资产负债表，避免了阿胶的 ST 的风险。财务控制的非常的优秀，也是伴随阿胶走过了最艰难的时刻。优秀的人才，华润应该会重用吧，如果真有高升的机会，那就祝前程似锦。感谢这些年的努力。



公司账上，70 多亿的现金，是个很大的诱惑，我每年都担心收购的问题，因为我一直反对收购，就像个祥林嫂一样，每年都去问这个问题，目前看，管理层也认识到，收进来容易，管起来难。而且收购的标的是没办法和阿胶公司自己比的。所以程杰还是邓蓉，都比较谨慎。收购 10 亿以上的可能性不大，审批等等，很难，10 亿以下也很难

找，不太好办。想着，是不是可以特别分红，程杰也努力了，想给 70 年庆，来个特别分红，但是有一些国企在制度上的限制，没办法。不是他能说的算。

我总体的感觉，业务，就像一道围墙，限制了管理层的操作边界。阿胶块作为企业的核心，占比太高，短期内东阿阿胶的业绩，受制于阿胶块的发展，管理层也很难逃脱业务的限制去天马行空。该努力的，他们也努力了，只能让事情自己慢慢发展。静观其变吧。毕竟，东阿阿胶已经在路上了。未来只会越来越好。

10、泡泡玛特 23 年股东大会见闻——春暖花已开，夏天尚未来

作者：@长期理性

时间：2023-05-22

5 月 17 日出席了泡泡玛特 (09992) 的年度股东大会。



我是港股通，没有提前预约，公司 IR 已经早早在办公楼一楼大堂等待各位股东了（没门禁没法上楼），打开券商 APP 证明有持仓后，出示身份证登记，就可以入场了。



共 30 位投资者出席股东大会，据说是人数比较多的一次了，很多私募，也有几位美丽时尚的女股东。



会议准时开始，王宁总很帅。公司非常高效务实，10 分钟走完投票流程后就进入问答环节。

问答明细就不简单罗列了，今天讲一下我听到的主要信息和理解。

关于业务进展

一季度数据看，完成业绩会指引的销售额年增长 30%~40%没有问题，利润增速会更快，恢复还是很明显的。

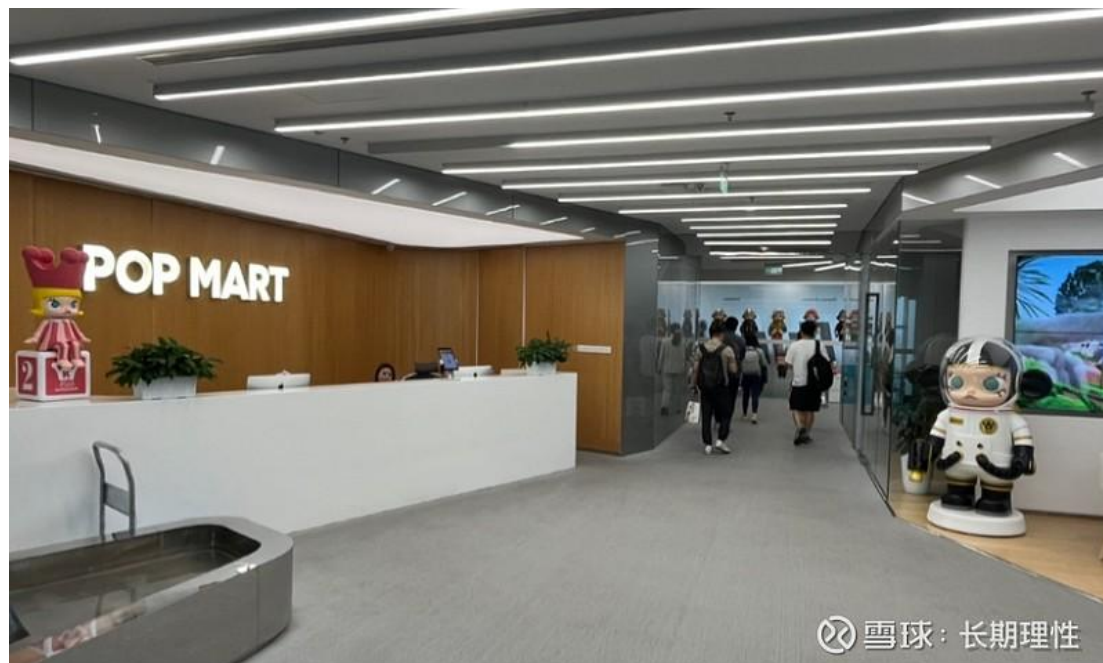
不过这个增长对泡泡玛特来说只能算回血。王宁总说冬天过后是春天不是夏天，病后初愈，还需要时间慢慢增长。尽管如此，目前环境下这个增长速度也已经非常不错了。

今年开店重点还是海外优先，海外去年增长很快，已经证明了可行，现在正是扩张的时候。具体会重点发展亚洲，东南亚然后是美国欧洲澳洲。海外的装修运营成本会比国内高，毛利会略低，但公司也在逐步改良、降本。海外**业务占比 50%是近期努力的目标**。

国内市场会有下沉打算，但不会为了开店而开店，会更在意每个城市的市场容量，比较克制地开店。毕竟泡泡玛特的核心优势是 IP 运营，产品第一，有好的设计和产品，客户会主动上门排队购买。一个城市如果市场容量不大，门店数量不需要太多。

近两年泡泡玛特的门店更多出现在商业中心一楼的黄金位置，效果还是非常不错的，商业广场非常欢迎泡泡玛特，证明了市场对品牌的认可。

线上淘宝京东销售数据下降和平台本身能量下降有关，泡泡玛特抖音上的销售就增长的很好。公司有专门的小组在推进抖音直播销售，在不能降价，不卖主力爆款，不影响品牌形象等等限制下，依然取得了不错的成绩，公司对抖音小组还是很满意的。



核心优势及持续竞争力

关于泡泡玛特到底是家什么公司，肯定不只是盲盒公司。王宁总认为更应该是 IP 运营公司。

过去对泡泡玛特的偏见正在慢慢改变，比如盲盒一开始是个陌生词，后来变成贬义词，现在慢慢又变成了中性词。之前说泡泡玛特只靠 Molly，现在泡泡玛特拥有了一整个系列成功 IP 并且非常均衡，其中 SP 占比 18.4%已超过 Molly，后续还有储备 IP，培育能力也得到了印证。（22 年泡泡玛特自有 ip 销售占比 65%，加上独家 ip13.9%，非独家 ip11.9%，合计自主产品比率高达 90.8%。22 年设计授权成本 1.6 亿，占销售额的 3.5%，健康。）

IP 运营才是泡泡玛特的核心优势，如何让 IP 更加深入人心是关键。做玩偶，乐园，游戏等等无论形式如何，都是围绕着塑造 IP 去做的。

关于重度玩家退坑& 买太多无处安放而弃购问题，王宁总回答得很高级。重度玩家占销量比重并不高，大多数还是普通玩家，如果重度玩家占主流，泡泡玛特的业绩可以翻多少倍？不敢想。

至于没地方放，只要喜欢总会有解决方法的，乐高的销量远超泡泡玛特，他们都不为这个问题烦恼，泡泡玛特也不需要烦恼。

只要对 IP 认可了，哪怕表面退坑了，实际也是退不了的。不买盲盒了，但哪天看到和 ip 关联的任何产品或服务，都会忍不住多花一点钱去消费的，这是核心。迪士尼，华纳都已一百年了，泡泡玛特还年轻，不着急，看长远一点。



大家关心的竞争问题，疫情重锤后，潮水退去，已经没什么有力的竞争对手了，大家也开始清醒认识到这个行业门槛非常高。

22 年半年报存货增加到 9.57 亿，主要是疫情影响，造成销售低于预期导致，（存货周转天数 21 年 128 天，22 年上升到了 156 天。）经过公司及时升级供应链体系和有效去库存，年报存货金额已降为 8.67 亿，比半年报下降 9000 万，恢复到良态。

供应链升级除了更精准预测销量，保证合理库存，更重要在于核心供应商培养。

因为潮玩款式巨多（泡泡玛特就有几千近万个 sku），单款批量小，需要开模具，纯手工制作等特点，新品开发一般需要 8 个月，复制也需要 5 个月，这几就对供应链提出了巨大挑战。22 年行业冷却，采购需求对折下降，泡泡玛特折机重点培养了几个核心供应商，最大供应商占比接近 20%了（该厂家 95%以上的产能用于泡泡玛特），依

赖持续稳定的订单,厂家也可以作出快速反应配合,急单可以做到2个月的超短供货期,这大大提升了泡泡玛特的市场反应能力和库存调节能力。而同行很难做到。



后续新品方向

1、乐园

首个乐园定位属于城市乐园,规模不大,受限制也较多,位于朝阳公园中区,争取8月试营业。虽然不是完美选择,但也算是很好的开始。乐园如果成功未来会是很大的增长,但目前还只是尝试阶段,短期业绩贡献个人不抱过大希望。

施工现场鸟瞰图







2、积木

积木是个大品类，乐高是标杆。\$名创优品 (09896) \$ 的 top toy 也在做好像不成功。泡泡玛特的优势和方向在于自有 ip，结合 ip 用积木打造场景会很有发挥空间，计划今年年底就会推出，个人非常期待。

不仅仅因为积木可以带来业绩，更重要的是泡泡玛特的目标客户是 20 多岁的女生，而她们大多都会带娃，通过积木可以非常自然建立母子的情感链接，有利品牌传承。

乐高是积木之王，但局限也在于乐高很难拓展品类。而泡泡玛特的可塑性更强。当然，这条路很长，需要坚定而长期的心态。

3、IP 授权

目前有很多品牌联系公司要做联名，泡泡玛特当下更注重可提升品牌形象的联名，比如优衣库合作。虽然联名费很便宜，但优衣库为此投入大量设计、推广，并销售到全世界，对泡泡玛特有提升作用。

未来会适当考虑一部分收费高的授权。

目前泡泡玛特更像 90%的万代（卖实体商品）+10%的迪士尼（ip 授权），之后的目标是 70%的万代 +30%的迪士尼。



雪球：长期理性

其他

开拓海外市场的另一个优势在于，能链接到海外优秀设计师，凭借中国强大供应链，和泡泡玛特巨大渠道形成更强的护城河。

AI 等新科技更多解决的是效率问题，无法解决 IP 运营问题，而运营才是核心。目前 AI 设计出的作品可以达到 80 分，可泡泡玛特需要的是 120 分，140 分的作品。

9 月~10 月会举办久违的潮流艺术展记得抢票哦。

22 年虽然分红率只有不到 1%，但公司回购了总股本的接近 3%，并注销。相当于比 4% 分红还要好，毕竟回购不用交税。

无论是王宁总还是整个管理层，接触后感觉是非常务实的，并且对行业认知很深，该想的公司都早已想过了也做到了，是值得股东放心的。

泡泡玛特围绕 IP 做多形式的全球运营品牌，空间宏大，并且会非常长远。不过，业绩反馈可能是非线性的，也不可能持续高增长，但整体会有相当出色的表现。我会持续跟踪，逢低买入，多些耐心。——冬天之后是春天，不是夏天。



**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。**