

# 基金经理马曼然：今年是黄金赛道医药行业全面复苏元年 估值类似于成长股

原创 2018-04-06 江涛 乐趣投资

据说关注 **乐趣投资** 的人

都能找到 **投资乐趣**

**访谈主持** | 江涛 乐趣投资创始人 对牛人比对牛股更感兴趣

**访谈嘉宾** | 马曼然 北京马曼然资产管理公司董事长

**文字整理** | 乐趣投资 (ID:lequtouzi)

**涛姐有话说**：2018年是我的爷爷和奶奶诞辰100周年，清明假期，我从南宁飞回武汉祭祖。时隔一周没有更文之后，本次一期发布两篇“**乐趣投资下午茶**”的文章，因为马曼然和黄华艳两位不同的私募基金经理讨论的重点都在于对医药板块的解读，访谈的时间分别在3月底最后一周的周三和周四。

文字整理发布的时间晚了一周，不过对于很多乐友来说，却早就通过不同的平台先睹为快了：有的在第一时间就在“和讯财道”上当天看了视频直播；有的第二天在“腾讯视频”上，也可以搜索到最新的视频节目；而从4月1日开始，“喜马拉雅电台”可以上传视频了，我就从200期开始同步更新，音频和视频均可收听。当然，有时候在雪球和新浪微博上，搜索“**江涛的乐趣投资**”也可以看到。

在“**乐趣投资下午茶**”的嘉宾中，基金经理马曼然是最早也是最坚定对医药板块强烈看好的嘉宾，他喜欢独辟蹊径、提前布局；独立投资人木羊观察到今年1月以来，医药板块就成为强势板块，连续数月走势强于大盘；第二次参加节目的新嘉宾、基金经理黄华艳则将他重点关注的行业缩小到两个——医药和保险，因为它们具有高毛利低负债的特性。

而这段时间之所以重点关注医药板块，也是源于在新开的小栏目“**乐友互动**”中，有读者留言点题，希望能尽量将医药股的投资逻辑梳理得更清晰，所以节目中，我们也侧重这方面的问题，希望能对各位乐友有启发。

## 今年是医药行业复苏的第一年 类似2013年的白酒

**江涛**：乐趣投资下午茶，4点一起来喝茶，欢迎各位收看乐趣投资下午茶第201期节目。我是主持人江涛，我们请来的是节目的老朋友北京马曼然资产管理公司董事长马曼然先生。

马总现在基本是两周一次来这边做节目。最近我们也开了一个小栏目叫“**乐友互动**”，大家可以把自己关心的一些话题、关心的嘉宾给我们留言。好多听众就留言点名，希望马总能够讲讲医疗板块的估值，特别有一个听众的意见会比较典型。

因为呼声比较高，所以我们这一期不谈具体的行情，重点来谈谈怎么对医药板块进行估值。**因为我们知道马总对于医药板块、消费板块一直比较看多，最近医药板块也比较活跃，谈谈你的观点吧？**

**马曼然：**我觉得医药从一个行业性的角度来考虑，首先，咱们知道在过去的4-5年里，应该是从2011年、2012年开始，国家出台了关于医保控费、医药价格调整、医院的药品分家等政策，各种政策的叠加导致了医药产业在经历了过去长达10年的黄金周期之后，进入了一个长达3、4年的调整周期。但是这个调整周期是来自于政策性、强势性的调整，并不是我们所谓的老龄化终结。也就是说，**我们在医药需求端并没有发生变化，还在去扩张，但是供给端是强行的调整，所以就造成行业性的调整。**

但是行业性的调整目的是什么呢？就是因为随着老龄化社会的持续加重，社会对医疗、养老方面的负担非常大，比重越来越大了。咱们知道美国医疗消费已经占美国GDP的17%，那你想想，像美国那样，一个行业占到国家GDP消费的17%，那基本上就是最大的行业了，一业独当，而咱们现在才5%点多。

**江涛：为什么中美两国在医疗消费方面的差别有这么大？**

**马曼然：**因为咱们中国可能和美国不一样，美国可以把大部分的钱都用于所谓的养老、医疗，而中国是个发展中国家，它需要发展的地方很多，比如修路等。所以，咱们占5%点多，其实已经不得了。但是这个比例还在持续加速，国家这个时候就需要进行调整，调整目的就是优化，不该浪费的不浪费，把虚高的药价给降下来，把过去的劣币驱逐良币的现象改变，这样就造成行业性长达三四年的调整。

但是，从去年下半年开始，我们判断整个调整周期应该已经结束，进入到一个新的上升周期。所以**我判断医药行业已经完成了长达4年左右的行业性调整，今年是进入行业复苏的第一年。**有人说今年医药行业有可能像去年白酒，我认为可能更像是2013年的白酒，还在刚复苏的第一年。

## **医药板块是三大黄金投资赛道之一 有两个角度供选择**

**江涛：**像医药行业在美国都能一业独大，在中国，医疗板块现在是不是可以作为一个黄金赛道呢？因为你一直在提出“投资要选赛道”，所以**医药板块现在是不是最好的赛道之一？**

**马曼然：**我觉得是的。**投资最重要的事，我认为是赛道一定要选准。你买的股票，尤其是长期性投资的股票，必须选好赛道。**古话说男怕入错行，就是这个道理，你买股票也怕入错行。比如你买钢铁水泥这种周期性的夕阳产业，想从中进行长线投资，找到成长的股票，概率是非常低的。那是一个贫矿，在贫矿里面你想淘金那是很难的，你要找富矿。

富矿就是赛道，长期的行业扩张空间非常大。比如这个行业在GDP里面占的比重，未来是一个长周期的上升。

**江涛：**在中国现在的GDP结构里面，未来有哪几个长周期上升的行业可以成为好的投资赛道？能给大家举例说明吗？

**马曼然：**这几大块其实也很简单。随着社会的发展，你去纵向比较，**首先就是大消费，然后就是大健康医药，另外一块就是新兴产业。**这三块一定是最大的，像美国就是新兴产业、消费和医药在GDP中所占的比重最大。其次才是金融、地产之类。

现在中国是金融、地产、铁路等在GDP中排名靠前。但是消费、医药和新兴产业比重都很低。但是，新兴产业这几年上来也很快，我们看到像**阿里腾讯**已经逐步在和国际接轨。所以，**选赛道你一定会选到这3个赛道去做长线投资。这个就叫事半功倍，能起到事半功倍的效果。**

**江涛：**说到投资要选赛道，尤其对医药股的看好，我知道你是非常坚定的。市场还有也算是比较知名的林园，他最近也有观点，说医药股可能未来20年要赚100倍，口气听起来是比较大。而且他明确说，他觉得现在这个位置，医药股的估值是合理的，是可以买入的。

他的理由除了刚才说的人均医药消费占GDP的比例之外，另外他也说中国最大的医药公司跟欧美比起来差了几十倍，医药股的市值差了100倍，所以他觉得未来20年赚这100倍就够了。我觉得跟你的观点有类似的地方。

**在选赛道的过程中，怎么来选呢？林园说投治疗高血压、心脏病、糖尿病这三类药相关的上市公司，那你会怎么来选择？**

**马曼然：**选择有两种角度，一个就是我的角度，一个就是一些专业的角度。从专业性的角度去选，大赛道就是医药，然后再去选小赛道。说白了就是你选到了动车，但是在动车里面你还想选个头等舱，就是这个道理。

在大赛道里面，细分行业很多，比如治疗高血压、糖尿病、心脑血管、抗肿瘤等，包括治感冒的都特别多，还包括医疗健康、医疗食品、医疗保险等。所以如果你要选小赛道，从一个专业分析师的角度

去考虑这个问题，可以考虑像刚才林园说的高血压、糖尿病、心脑血管等。

**我还多一个抗肿瘤。**因为肿瘤药品的刚需性更强，而且单价高，简单来说就是暴利行业。你看美国只要有治疗类似抗肿瘤药剂这种创新药的股票，都是大牛股。糖尿病、心脑血管病，这些都是中国最大的病种。据统计，中国现在有1亿糖尿病患者，患病人数比欧洲等国家人口的总数还多。如果国外糖尿病最大的药企市值能涨到1000亿美金到2000亿美金，那中国最大的糖尿病药企应该也能往这个方向发展，因为人口数量基数在这里。甭管你是美国人还是中国人，得病后吃药的药量是一样的，中国的市场一定会有这么大，到时候相关的龙头公司的市值也能发展起来。

不过，这是从专业性的角度来考虑，但是我个人可能不是按这个方法投资的。**我个人不是按行业投，而是精挑细选，可能就买4、5只股票**，但是不一定在这三个病种里面，一定有符合我的一些独特的东西在里面。

## 创新药值得长期看好

**江涛：**最近在你的新浪微博里，对于医药板块提的会比较多。**你也提到生物药应该是未来增速最快的领域，那你是最看好生物药吗？**

**马曼然：**那是从另外一个角度去选股。**刚才咱们是按照病种选股，下面咱们可以按医药的药品分类，比如化药、生物药、现代中药等。**目前国际发展速度是生物药比较快，而且也是一个主流，生物药在逐步替代很多化药。

我们也在研究跟踪这一块，目前倒没有太多的布局，因为我们认为这一块还需调研。包括刚才谈到的那几个大病种，国内的上市公司数来数去也就几家。比如心脑血管病应该是慢性病，中药较多，基本上就是像**以岭药业、步长药业、中兴药业、天士力**等这几个。西药里面就**像信立泰**。整个心脑血管的龙头公司基本就这几个。

糖尿病也不多，像**通化东宝、华东医药、贵州百灵**等。贵州百灵是中药治疗糖尿病，华东医药是高仿药，做的不错，包括通化东宝、香港的**联盟国际**等都做的不错。

抗肿瘤的药物一般属于创新药，我这两年比较关心的就是创新药。大概在两年前的时候，我当时聊了两个公司，至少在咱们的“**乐趣投资下午茶**”节目，我说除了**恒瑞医药**作为国内创新药龙头，咱就不说了。我还说了两个，一个叫**科伦药业**，一个叫**海昌药业**。

**江涛：**它们都是创新药的一个代表吧？

**马曼然：**对，创新药的代表。尤其是科伦药业董事长刘革新在这一块布局力度很大，整个研发团队3000多人，不比恒瑞的研发团队小，而且这几年确实股价也涨得不错。所以**创新药一定是中国未来着重发展的地方，这是中国从医药大国走向医药强国的突破口**。所以，我觉得医药行业非常非常复杂，非常非常细化，很多人虽然看好医药股，就是不知道买什么。

## 医药股的估值类似于成长股

**江涛：**对，特别是对医药股的估值，而且你也说买医药股一定要留意估值。**怎么给医药股做估值？我觉得是很复杂的一个工程，因为细分太多了。**

**马曼然：**医药股的估值有点类似于成长股的估值，不同的品种不一样。

比如你要买一些现代中药、或者传统老字号的股票**片仔癀、同仁堂**等，有点像药品又有点像食品这样的消费品，**对于这种公司的估值，其实就按消费股的方法来估值就行**，比如看市盈率、市净率等，因为它的产品比较单一，而且产品消费每年有一个稳定的增长，不存在特大的变化，比如重大的创新等，所以就按照消费股的估值策略去走，就跟看**茅台、伊利**是一样的。

**另外一方面所谓的创新药和生物制药，有高科技成分、有科研成分的这些药品，主要看公司的研发能力和研发投入。**这个就比较复杂，比如它在涉足的治疗细分领域的研发能力，包括产品的梯队、重磅产品在未来两到三年推出的可能性等。所以这一块相对复杂。

**江涛：**说到医药股按照成长股的逻辑来选择，我倒想起来今我也在做一个喜马拉雅电台有声书的节目，叫“**江涛的乐趣投资**”，现在正在朗读的是《价值投资路线图——格雷厄姆智慧家族的致胜之道》这本书的录制，正好也提到费雪对于成长股选股的标准，他一共提到有15条，分成了三个大类，一个就是团队管理的能力和公司的声誉，一个是对产品研发的能力，另外一个就是产品的利润率。如果这几个方面都能符合条件的话，那这样的公司是可以值得长期去投入的。**所以对于医药股，我们可以从管理团队、研发能、产品的利润率等这三个角度来考量吧？**

**马曼然：**对。我觉得**首先要考虑就是毛利率，能体现一个企业的核心竞争力**。简单举个例子，比如同样是治心脑血管的疾病，你会发现毛利率最高的不是中兴，而是步长制药。但是步长制药的股价不是特别好，因为这两年它受到医保控费的影响。但是它的毛利率非常高，高达80%多，这说明公司大多数的产品都是独家的，所以竞争不激烈，有核心竞争力。那为什么都是独家的产品呢？说明它的研发能力强，有自己的独门秘籍，所以毛利率高。

## 根据自己的能力圈做好医药股调研



**江涛：**对于医药板块，我们除了看它的年报、上市公司公告之外，一个普通的投资人想去做调研，是不是会有一些难度？从什么角度能切入？因为也有听众提出来，我们要去看**贵州茅台、恒顺醋业**等这种消费类股票，可以去商场看它们产品的出货量，但是医药行业好像很难能直观地去拿到些数据。

这个听众是一个医务工作者，结果她发现，医药类很多企业的药品品类比较多，而且竞品很多，孤品也很多，估值就更难了。所以她就有比较大的困惑：**对于医药企业怎么来做调研？怎么能增强她的持股信心？有什么好的建议吗？**

**马曼然：**药品的调研还是在你的能力圈范围内。你在选这个公司的时候，一定要对这个领域特别有信心。比如你要对恒瑞不是特别深入了解，不知道它那些高大上的抗肿瘤抗癌药的市场竞争力，和同类企业相比在国际上的竞争力到底处在一个什么状态，如果只是因为大家说恒瑞好你就去买的话，那么你对这个公司其实并不是真正的了解。虽然我们都去过恒瑞好几次，即使这样，有时候你都不一定能完全深入了解，因为它有很大的一个专业壁垒。所以有时候确实要根据每个人的能力圈。

**江涛：**你的能力圈主要在哪里？

**马曼然：**我的能力圈可能说偏中药，因为和我的背景有关系，对中药相对心里更有底。西药也一直在研究，但是存在专业门槛高的问题，有时候你觉得看懂了，实际上不一定。

简单举个例子，**科伦药业**这一波上涨因为啥？好多人说不清楚，它研发出来那么多产品，到市场以后到底效果会怎么样？你要不是特别专业的话，就有一定的赌的成分。但是你刚才说赛道选股选病种，比如选糖尿病、高血压、心脏病、抗肿瘤，**你要是广撒网也行，重点关注一两只也可以，但是必须在你的能力圈范围内。**我可能选一些我认为它肯定会必然如此的股票，而不是可能会如此的股票。

**江涛：**确定性要非常高。我看林园也是非常强烈看好医药股，20年赚100倍，而你在微博里也提到医药股可以拿15年。**我们能看到这么长的时间吗？**

**马曼然：**医药股就是一个长周期的板块。因为老龄化是一个长周期的过程，而且人口的整体年龄在延长，主要就是靠药物来延长的。另外生活水平在提高，药品也是一种消费品，大家有钱了就吃得起很多补品，吃得起很多高端药，大病小病都去医院看。而穷的时候，有点小病就抗着，是吧？像欧美医疗产业占GDP比重那么高，就是大家的命值钱，以后中国人的命也会越来越值钱。过去七老八十有点病说死就死，那真是命贱，现在七老八十活的都是平均年龄。**你说一家好几套房子值几千万，买点药算啥？没命了，要那么多房子干嘛？就是这个道理。**

**多读年报是非常好的基本功**

**江涛：**是，人在了，钱就有了。就像林园说的，药是有成瘾性的。皇帝活到现在这年龄差不多就死了，但是他们现在没死，就是因为药进步了，可以对症治疗，所以药品是全世界成瘾性的商品。像林园自己有糖尿病，他每天在糖尿病上花的钱比他吃的钱还要多很多，这的确是一个很长期的事情。

所以像你说，今年可能还是医药板块刚刚复苏的第一年。如果我们再往未来看的话，其实医药板块还是一个可以看得更长远的赛道，我们可以投入更多的精力来研究。**现在也正好是年报披露期间，对于医药板块上市公司的年报，我们该怎么来看？这方面有没有好的建议？在读年报的过程中，是不是也可以不停地给自己长知识，长学问？**

**马曼然：**我觉得是这样的，年报其实就是很好的学习角度。我最近也读了很多医药上市公司的年报。因为很多医药公司的年报写得确实不错，读年报的同时，可以增加你对这个行业的专业度。我觉得大家没事应该多读读年报，比天天泡在股吧里面强多了。

**江涛：**年报主要的重点看什么？比如你要看年报，会重点选哪几个方面来看？

**马曼然：**其实我对财务指标看得不多，一扫就过去了。我主要还是看那些文字性的、关于行业的讨论、企业的讨论等。因为管理层肯定是最专业的、最权威的，他们能把这个东西白纸黑字写到年报里面，那肯定是很干货的。这样的话，他对这个行业的研判、对所在领域的看法，多看看会增加你的专业性，这是一个非常好的基本功。

**江涛：**你最近应该是看了**天士力**的年报，你就发现公司现在全力聚焦心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大治疗领域，跟你对医药产业的看法也是不谋而合，也得到一个印证。

**马曼然：**对，就是这样，得到印证。你自己想的不一定是对的，所以你还得让业内专家而不是股市专家印证你的看法。当然，我们调研上市公司之前，心里面都是有数的，调研也调研不出来什么，主要是增加一下感情。但是**实际上很多东西你提前都是心里有数了才会再行动。**

## 对新上市的医药股不感兴趣

**江涛：**最近还有一个医药公司的新闻，叫医药界的“华为”**药明康德**，50天火速过会，有可能成为中概股IPO回A股的首单。**你有了解这个新闻吗？**药明康德被视为生物医药领域的潜在独角兽，是国内规模最大的小分子研发服务企业，全球排名第11位，号称医药界的“华为”。

**马曼然：**药明康德我还真不是特别了解，不敢轻易随便说。我只是看过它的新闻，但是对它的公司具体业务我没有去调研。因为**我对这种新上市的公司不是特别感兴趣，特别是医药股，上来都特别贵。**你看**步长制药**我为什么敢关注呢？因为跌破发行价嘛。刚上来也不敢进去，直到跌破发行价了我才

看，但不一定买啊，我就是我举个例子。像步长制药新上市的时候150多元，现在才50多元，这就挺好的。

**江涛：**包括像**华大基因**也是这样吧？也是去年上市的新股。

**马曼然：**我们一直在研究，但是没买。估值太高了，下不了手。

**江涛：**时间很快就过去了，节目的最后你还有什么想来跟大家分享？

**马曼然：**也没啥（笑），反正我觉得今年开局到目前为止，整个市场表现不太好，赚钱效应很差，价值派好像今年整体还是不太好，很多大白马都倒下了。**我觉得医药确实是个亮点，而且从全年看还是少有的几个亮点之一，这是今年的大环境。**

**江涛：**那我们在这个大环境下挑选好的赛道，争取在细分的赛道里面再找几个龙头股，也能在未来的5年10年里在医药股上挣到钱。

**附：**2018年3月28日第201期“乐趣投资下午茶”腾讯视频链接（31分）

**#乐友互动#**

你有想讨论的话题吗？

你有喜欢的访谈嘉宾人选吗？



你有想特别提问嘉宾的问题吗？

欢迎在评论区留言

你喜欢的嘉宾以及你的好问题  
有可能出现在“乐趣投资下午茶”节目中

**- 声明 -**

文中所述为嘉宾独立观点  
所述个股仅为案例讨论，不提供买卖建议