

问：站在当前的这个时点，您对下一个阶段医药是怎么看的？您认为哪些领域可能会有比较好的投资机会？

赵蓓：医药行业本轮的好转是有两个驱动因素，那我们下面就来详细谈一谈，我们对这两个驱动因素是怎么看的，以及他们会催生哪些投资机会。

一个是疫情的相关预期。

后面具体的投资机会，还是要根据国家后面的相关政策，我们再来做出相应的推断。

第二点，再来讲一下，医药行业本身的政策变化。

大家知道，现在处在一个新医改的大环境里面。

我们是2009年推出新一轮的医疗体制改革，在2015年的时候，药监局发生了一系列的比较大的变化，对仿制药做了一致性评价，对于创新药做了优先审评审批。

医疗保障局的成立，之后也配套药监局的这些政策，推出了一系列支付方面的政策。

比如说对创新药，是采取集采的方式来进行降价；对于仿制药，是通过价格谈判的形式，纳入医保。

所以，过去几年，我们在准入端和审批端其实都发生了很大的变化。

在卫生总费用的结构里面，也实现了很快的结构上的变化。

所以过去几年，很多的产品因为集采有比较大的价格降幅，很多企业的盈利其实也受到了一定的冲击。

对医药板块部分企业，构成了一定的负面压力。

今年以来，我们观察到，政策还是有向好的变化。

或者说更合理地讲，我们觉得政策是边际上向着更合理、更科学的方式去变化了。

我们知道，国家推行集采和价格谈判以来，其实也是在逐步摸索的。这个政策，在摸索几年之后，它会朝着更加合理、更加科学的方式去演进。

为什么在这个时间点？

其实也是因为，我们知道药品的集采已经进入后期了，很多主要的大品种其实已经集采完了。

器械的集采，从今年进入一个高峰期，但是器械其实跟药品还是有比较大的差别的。

器械，主要指的是高值耗材，它的应用场景主要是在做手术，还是有医生使用习惯方面的差异。

耗材其实它并不是标准品，同质化其实没有那么强，每家企业它的产品都有自己的特色。

医生对于龙头、市场份额高的产品，还是有更好的使用习惯，这类产品还是更贴合实际的需求。

所以国家也并不意味着高值耗材的集采，对市场份额发生很大的变化，因为还是要保证医疗质量。

所以我们看到，高值耗材的集采，国家主要希望能够压缩掉流通环节，希望对于工业企业能保证合理的利润率，并且保证原有的市场份额不要发生大的变化。并且可以在一定范围内，能够提高国内企业的市场占有率，能够一定程度实现进口替代，这个其实是国家它的最终的政策的需求。

几轮高值耗材的集采下来以后，其实工业企业并没有受到很大的颠覆，并没有受到特别大的压力，还是能保证比较合理的一个利润率。

并且，很多的龙头企业其实是受益于集采，实现了市场份额的提升。

所以我们说，高值耗材的集采，其实并没有那么可怕。

集采之后，龙头企业很多还是能实现未来长期不错的增长。

这个跟药品，其实还是有蛮大的区别。

创新药的医保谈判这边，今年，国家也推出了续约谈判的规则，使得这个规则更加清晰，企业有了更为清晰、更为合理的预期。

很多企业在谈判之前，对于它到底应该有多大的降幅，其实心里已经有数了。

这个就给了产业界比较清晰的预期。

我们是觉得，只要有清晰的预期，企业它就知道应该怎么去应对这个事情，以及未来怎么去做市场。

边际上，肯定对企业还是有很好的指引的效果的。

所以我们觉得，国家推行一系列集采和医保谈判的政策，

它其实是希望医保资金能够使用得更加合理有效，也使得工业企业能够享有合理的利润率，能够继续有钱去投研发，继续推出好的产品。

对于流通环节，其实国家主要是想挤掉流通环节不太合理的这部分利润。

所以我们觉得，其实大家不用太担心，这些政策未来会对行业继续产生特别大的压力，会认为这个行业未来都没有成长性了，不太会发生这种情况的。

这个行业依然还是非常有机会的，做的好的企业依然还是会有很好的成长空间。

那么未来看好的主要方向，就是我刚才上面分析的，由于这两个因素发生变化，催生出来的投资机会。

另外，去年，医保局推出了一个以临床价值为导向的抗肿瘤药物的研发指导原则。我们认为，这个原则其实对于创新药的研发还是带来了蛮大的影响的。

它的初衷，其实是希望企业的研发不要扎堆，不要内卷，鼓励企业做真正更加创新的研发。

去年推出以后，今年它对行业开始产生影响，创新药企业开始感受到政策的变化，开始调整它的研发行为。

我们觉得它对行业的影响，就是会使得，比方说同一个靶点不会再像原来一样有20家企业去研发。

因为它现在的指导原则就是说，对于前三个，可能包括一家外企，两家国企，对于前三个是可以单臂二期临床去报批，对于三家以后的可能都要做头对头的大临床，就不能再用二期数据去报批了。

无形之中，它其实是一个供给侧改革，它提高了审批的一个门槛。

那它会使得企业更多去注重一些新的靶点的开发，而不会再去跟风研究一些大家都做的靶点。

这样的话，它对头部的研发企业、做的比较早的、做的比较快的前三家的产品，是非常有利的，因为它会让竞争更加缓和。

它对总量可能会产生影响，因为一个靶点就不会再有那么多人去做了，对研发总量可能会有一定的影响。

所以我们判断有可能会对国内研发的总需求，或者说对于CXO企业的订单可能会出现一些负面的影响。

所以我们整体上也觉得，这个政策是一个好的政策，对于龙头创新药企其实是有利的。

但是，它伴随而生的对于研发总量的需求是有一些影响，对于国内CXO企业会有一些负面的影响。

对于CXO这块，我们觉得国内研发投入确实景气度是在下降的，到底什么时候景气度有所回升，我们还是需要再观察一下。

但是对于海外研发的景气度，其实我们是没有看到很明显的变化的，美国的一级市场投融资其实也还是保持着比较好的增长，也还是比较稳定的。

以海外业务为主的CXO企业，它的景气度会相对高一点。

问：时间拉长，你对医药行业的长期机会怎么看？

赵蓓：很多朋友之前可能也听过我讲行业研究框架，其实我们的研究框架近几年都没有发生特别大的变化，

因为医药行业本质上有两个非常主要的特征。

一个是行业核心，它由创新驱动，它是一个典型的供给创造需求的行业。

创新出什么东西，老百姓就用什么东西；没创新出来之前，老百姓也没有相关的需求，他也不知道相关的需求。

所以它是一个典型的供给创造需求的行业。

创新就是它行业发展最主要的原动力。

所以我们说，投资医药行业，创新是一个永恒的主题。

第二点主要特征，医药行业它是一个典型的第三方支付的行业，

就是老百姓平时就医的需求，它的支付其实主要是靠医保，并不是老百姓自己去买单。

在全球，主要国家应该都是第三方支付，不管是以美国为主的商业保险，还是日本这种国家去管理的保险，其实它都是第三方支付的。

在第三方支付的背景下，行业其实它就是强监管的，它的支付方就会有非常强的话语权，它对于整个行业的增长有非常重要的影响力。

医药行业，过去一直是医保端遵循收支平衡的原则。

过去这么多年，收入端和支出端往往保持在以收定支的状态下，保持着差不多相同的增速。

所以，过去来看，医药行业的成长性，其实跟医保的收入是有非常大的关系的。

那么，在这种背景下，医药行业相关的政策，包括准入，包括支付，

其实就会对行业的结构性的变化，或者说由此衍生出来的投资机会，有非常大的影响。

我们目前的背景，就是处在新医改的整个框架里面，所以整个新医改的思路，其实也对我们医药行业的投资有着非常重要的影响。

所以简单总结起来，我们要去投资政策鼓励的那些方向，回避政策不太鼓励的方向。

因为现在整个我们国家的卫生总费用是在调结构的一个趋势过程中，有保有压。**国家鼓励的方向，主要集中在创新，包括创新药、创新器械，现在有一系列的优先审评审批、谈判纳入医保等这些鼓励政策。**

所以我们看到，这些创新的新兴领域，这几年增速是非常快的。

所以我们依然觉得，这个方向是医药行业永恒的投资主题，我们是非常看好这个行业的。

另外，仿制端，或者说同质性比较强的，比如说创新的后期，它进入了竞争比较激烈的阶段的产品，国家在用集采的方式来进行降价。

主要目的是为了医保资金更为合理高效的使用，这部分，我们就稍微偏谨慎一点。

因为竞争比较激烈，药品有降价的风险。仿制药压力会更大一些。

高值耗材，它会稍微缓和一点，并不是说一集采就没有投资机会了，还是要具体情况再具体看的。

对医疗服务，国家还是非常鼓励的。

医疗服务长期处在一个提价的趋势里面，一方面，国家对产品端在进行降价，**但是对于医疗服务，尤其是跟医生、技师他的劳务相关的医疗服务，其实长期是在一个涨价的趋势当中。**

它希望用更加阳光化的方式来提升医生医疗服务方面的回报，所以这块是一个涨价的趋势。

偏消费方向，跟医保关系不太大的消费医疗，包括医美，这些方向我们也是看好的。

因为这些还是受益于老百姓的生活水平的提高，并且它不受制于医保控费。

还有就是医疗设备这块，其实也不太受医保资金的限制，因为很多是医院它的自有资金在购买的。

这块正好处在一个新基建的周期里面，我们知道，这几年医院的扩建速度是非常快的，也源于疫情以后，在医疗服务这块有一个更加强的投入。

这几年公立医扩建是做得比较多的，也处在基建基本上要完成了，开始要采购设备的阶段。

所以我们说，相应的医疗设备需求是非常旺盛的，这块我们也是非常看好的。

很多朋友会担心医保长期会不会限制医药行业的发展。

我们毕竟在老龄化的趋势当中，我们也知道，医保其实是在用当下年轻人，或者说劳动人口缴纳的医保资金，支付当下老年人的医疗需求。

那么未来的趋势，劳动人口已经很明确开始出现下降，但是我们的老年人口，是在持续提升的。

我们未来长期老龄化的比率肯定是提升的。

所以很多朋友会担心，未来医保资金是不是长期增长是受压制的？是不是某一天就没有增长了？会不会限制行业的长期增长？

其实，我们也做了一些国际比较，我们觉得还不太用担心这个问题。

因为我们最能借鉴的、最相似的国家，就是日本。

日本也经历了老龄化快速提升的阶段，我们未来也会复制日本当时的那个趋势。

在这个阶段的某一个时间点，其实它也出现了医保资金的透支。

目前，日本医保资金的透支比例已经达到了30%，

也就是说，它的医保收入只能实现当年70%的需求的支付，有30%的赤字比率。

那么这部分钱谁来补？

其实是日本财政一直用各种办法或各种的资金来源，来想办法补钱。

这对我们国家是有一定的借鉴意义的，我们现在采取了各种措施，比如说集采降价、医保控费等来延缓这个问题的出现。

其实我们这几年，医保资金结余量还是蛮大的，但是，未来的趋势不可逆，老龄化的趋势不可逆。

我推测，将来我们国家可能也是需要财政这边去补贴的。

所以，我觉得从国际的一些经验来看，这不一定会成为未来限制我们医药行业发展的一个很严重的问题。

因为老年人的需求，它是非常刚性的，我们没有办法去抑制这些相关的需求。

所以总会要想办法去开源，来保证行业的一个正常的支付，一个合理的需求。

所以我觉得医药行业的长期成长性，其实还是不太用担心的，应该是非常好的。

问：未来怎么看中药行业？

赵蓓：中药，分为处方药和OTC。

处方药，我们国家现在也是比较鼓励的，对于中药处方药创新药，包括在审评上，纳入医保上，其实也还是比较鼓励的。

这块，我们主要也是看一些相应个股的机会，这里面其实还是有不错的机会的。

OTC这块，我可能当下配得更多一点，主要原因就是在于OTC它是老百姓日常用药这个场景，跟中药的特点是非常契合的——

一些小的问题，可能用一些中药，毒副作用又小，也有一些疗效，其实还蛮符合这个应用场景的。

那么我们也看到，OTC这个领域，其实它的格局还是相对比较稳定的。

目前，在各种媒体非常发达的背景下，做一个新的品牌现在是非常难的。

因为现在的媒体太分散了，任何一个媒体可能它触达的人群都是有限的，所以要创办一个新的品牌，是需要非常巨大的投入的。

所以我们看到，OTC领域这么多年，都没有诞生什么大的新品牌，都是比较早期的、在只有电视媒体的时候去打广告打得比较好的那些品牌，现在依然还是强势品牌。

所以它这个格局还是非常稳定的，对于这些固有的品牌，其实应该说是非常好的一个竞争格局。

我们也看到，他们的需求也还是蛮旺盛的，很多公司都有10%、20%的增长。

实际上他们的估值相对来说很便宜，很多都十几倍，相对于消费品还是有蛮强的估值性价比的.....

而且，老百姓去药房买药，或者在网上去买一些日常用药的这个场景，有可能会拉动这块的需求。

所以我们还是非常看好这个方向的，

一个是它的估值来看，非常有安全边际，成长性也很好；

另外一个，它有可能有疫情相关需求的拉动。