

跌跌不休的医药股，离春天还有多远？

今年3月初，国内某头部券商年度策略会上，闪过一幕似曾相识的画面：军工场参会人数爆满，听众都挤到了门外，而隔壁的医药专场，前排有不少空位。

至于为什么说是“似曾相识”？是因为自2021年中旬开始，这种画面便不断在各个酒店的会议厅上演，只不过热闹的场子之前分别是新能源、半导体、有色金属等等领域。医药作为三大民生之一，被称为“永远增长”的行业，在这一年被资本市场彻底抛弃。

与此同时，这几天，又有几家“胆子大”的券商出来喊“医药估值已经接近于历史最低水平”，每天都在喊低，但每天都能见到新低。

不过，嘴上大家都喊着“医药底部的来临”，但其实大家身体都很诚实，无论是板块交易活跃度还是大家私密圈子里聊的话题，一个是风口上的新冠口服药产业链，另一个是常年低估值的中药板块。

如今，二级市场的低景气度已经传递到一级行业。此前的“一二级市场估值倒挂”，目前已经变成“找不到下一轮的资金”，不少IPO被搁置，也有公司选择折价上市，即使亏掉投资人的钱，也要抓紧最后一根稻草。

在资本的热炒之下，中国整体的医药行业迎来了久违的繁荣。如今本来靠着钱才能推动的行业越来越少有资金关注，那些还没站稳脚跟的制药公司如何挺过这一轮的资本寒冬？

潮起又潮落。行业下行时期，信心比黄金重要，大家都知道爆发总在谷底之后，但是大多数人都撑不过低谷时期。

一、医药行业的底层特点

很多人入这一行都会听到的一个观点就是：医药是一个永续增长的行业。因为人总是会生病，老龄化带来的医疗需求会持续增长。

这是很多业内人士选择扎根医疗行业的最后一道心理底线。不过最近，在一些行业竞争进一步白热化，以及一些行业因为一两个政策的窗口指导而直接消失之后，“永续增长”成了大家开始移步医药的一个核心吸引点。

一位长期接触各种工业信息的人透露：“最近不少圈外的人都开始关注起生物医药赛道。不仅仅是股权投资，很多人甚至都想着自己下场，就是觉得这个行业的确定性最高。”

此前，医药行业因为表内的低利润，很少能收到“大企业家”的青睐，药品终端价格的压制决定了利润天花板很难上去，而治疗领域的分散又决定了规模不太好扩张。

再加上医药又是一个高准入壁垒以及重资产的行业，因此行业里的悲喜大多数时候都只是一直base这个领域里的人的专属。外面的人要么不屑，要么望而却步。

但是这两年，由监管和资本共同掀起的创新药的一波造富运动，直接刷新了整个社会的认知。一级行业融资规模的历史新高不断出现在医药行业，各种天花乱坠的交易，纷纷刷新全行业的认知，而各种财富排行榜里，也不断出现这个行业的身影。

所以，生物医药行业从来没有如此受到“圈外人”的关注；互联网资本除了玩老一套互联网医疗之外，如今进军起了新药研发；制造业巨头除了涉足医疗器械，也开始往生物医药设备转型；就连房地产企业，也在找各种园区谈医药项目。当然，这其中到底是想自己下场，还是在通过生物医药项目拿地，就不得而知了。

而生物医药的“引人注目”，其实从侧面也说明了另一点，那就是国内的制药工业，还远没有到“全面泡沫”的阶段，因为大家都还是刚刚参与进来。这个行业还远没到“全民光伏”“全民新能源”那样火热，我们离“全民医药”还很远。

我们经常会说，中国有100个PD-1、150个ADC、200个Claudin 18.2……但这几个技术路线的药品市场规模加起来，真正能占到整个医药工业的多少比例？

创新才刚刚处于起步阶段，不少上下游产业（比如上游的设备、下游的专利、市场等职能），包括一些细分治疗领域（小众瘤种、罕见病等）产业成熟度仍远不及创新药赛道。整个产业的协同效应，也还没有生成。

大家经常讲的泡沫，其实仅仅聚集在几个靶点和技术通路上。

二、政策的设计思路

医药行业确实是永续增长，但永续增长的行业，速度一定不会太快，否则整个社会会被这一个产业所虹吸，典型如美国的医疗+保险复合体。

所以在中国，医药行业注定是一个被政策严管的行业。

但严管也是两面性的，防止无序扩张的背后，也会防止这个行业因关注度太低而最终死掉。要防止高价药满天飞，更要防止老百姓无药可用。从很多“低价药消失”的例子来看，这种情况的出现，往往不需要太久。

所以，在这两年以医保谈判为代表的创新药控费政策不断推出之后，据深蓝观了解，顶层也一直在探索各种促进创新药的支付机制，“医保支付价”便是其中的一个方向。《政府工作报告》里的“医保支付深化改革”不是“医保控费深化改革”，合理的促进

也是政策的目标，而“控费”和“促进”的平衡，总有一天会从市场的某一个角落里冒出来。

这两年，以集采和医保谈判的控费政策给业内人上了一课：制药产品的买单方只有医保一个角色。这是整个制药经历过市场化和行政化改革后找到的一条最适合当前中国的模式，但这个模式并没有那么“不友好”。

首先，无论是医保谈判还是集采，本质上都是挤压中间流通环节，旨在打破“医生垄断”下的医药流通格局，挤出来的钱并没有消失，而是流到了另一个治疗领域里，比如更新的肿瘤药，再比如罕见病药物。所以总体上，只要医保继续扩容，医疗GDP在涨，整个中国的医药指数就该跟着一起向上。

另外，目前医保作为最大的买单方，给整个制药工业各个环节都划上了估值的天花板：一款药卖1000元，从研发到生产再到流通，每一个子领域，分别能从医保资金里分到多少钱？但是只要买单方出现变化，比如医保支付价的引入，带来商保和个人资金的空间，那么各个环节的规模天花板，则能一下子打开。

放眼历史来看，政策永远会在收与放之间徘徊，医药是一个不能输也不可能输的行业。

三、制药公司的分工

一个很有趣的现象是，很多药企无论是从biotech成长起来的还是传统业务本身有一定规模的，都喜欢自诩为“bigpharma”，仿佛规模庞大的bigpharma就自带光环，能够穿越周期，免疫政策，永远增长，永远向上。大家似乎都忘了曾经如日中天的诺基亚、通用公司、柯达等巨头，倒下其实只花了不到三年。

规模越大，风险也就越大。“大公司”的头衔，其实没太大意义。

其实biotech也好，bigpharma也好，大家在行业里都只是不同的分工。并且高管的收入其实也和公司规模关系不大，不信你看这两年的胡润收入榜里很多排名前几的都是些很小众的公司（身家不算，都是纸面富贵，起来得快，下去得也快）。

二者最大的区别，其实是赚的钱不一样。

创新药企赚的是“大海捞针”的钱，在千万个分子里找到最适合成药的那一个，然后去验证，它的价值在于寻找和发现。这是一个高风险高收益的过程，注定是九死一生，因此大药企很难去规模化寻找创新药。基本是到了临床三期，确定性足够强，剩下的

验证就可以交给大公司来做。

而大公司赚的是经营的钱：利用成熟的准入和销售体系，去在一个个商业化产品上攫取利润，规模越大，利润也就越高。而拿什么品种以及拿多少，则决定了这家Bigpharma的公司属性——是生物药企，还是化药企业，还是中药，还是xxx专科药企。

而目前，像恒瑞这种本身有着成熟管线和规模化销售团队的bigpharma，却还在大量做着biotech的活儿，也来赚“发现”这一块的钱，某种意义上也说明国内的医药行业还没到成熟阶段——要么是创新药的钱实在太多，要么是“中国的创新药”过于容易。

值得玩味的是，如果把这层泡沫戳破了，恒瑞和这批“创新药企”，到底谁会更惨？

至于其他上下游角色，比如高校、孵化机构、CRO、CMO、CSO（合同营销）、配送、培训、咨询、人力……以及其他各个细分环节的供应商，终究是药品行业的β，如果出现了药品行业的收缩而这些领域在扩张，那一定有泡沫存在。

四、长周期下还有机会吗？

创新药的从零到一，带来了中国医药行业资本市场的整体繁荣，创新药的几个细分赛道一度出现大量泡沫。如今，要等到下一次如此级别的“医药大牛市”，要么等待下一个颠覆性治疗技术的爆发，要么等到新一轮支付端革命，带来的整体天花板的提升。

投资要么赚业绩的钱，要么赚估值的钱。

业绩这一块，“健康中国2030”的大背景下，至少中国人民对健康的需求日益上涨，医疗GDP会持续上涨，可以肯定的是，整体医药业务绝不会出现负增长的情况。整体看，业绩的增长是板上钉钉的事。

至于估值的提升，则是一个渗透率变化的过程。

目前整个制药还有不少角色是空缺的，比如因技术不够而没办法大规模应用的肿瘤早筛领域，比如因为行业成熟度不够还没规模化出现的CSO，再比如因为长期受到海外技术和市场垄断的各种设备和耗材供应商……

CRO本来是一个小众领域，在2015年的创新药供给侧改革之后一下子爆发起来，渗透率也随着一波“掘苗助长”从个位数提升到30%以上。而上述赛道，随着医药行业发展进程，注定也会迎来自己的变化临界点：技术的革命，行业的格局改变以及国产化率的提升。

做好提前布局的配置，要远比追逐短期热点所花的精力要少，而收获也会更多。

用户说，外卖封签早就应该实施了？

无论是外卖还是跑腿服务的，都是以服务为主，而服务就涉及到一个评价问题，在客户评价的时候，一般是会综合考虑的，当然也有个别的客户以时间为准绳，对于不能按时送达的外卖或者跑腿服务就颇多微词，结果就造成了评价的“不爽”。这样提供服务的小哥们的辛苦就会白费，甚至还要扣钱，平台始终站在一个冰冷的视角，不去真正关注小哥们的辛苦付出。

当平台不作为或者默许这种评价机制存在的时候，无论是客户还是小哥们都会心存愤懑，于是在有时候，外卖服务或者跑腿服务中就会出现这样那样的问题。事实上，我们看到在一些平台上，有人就截取了一些小哥们在外卖快递包装里“做手脚”的短视频，比如吃几口，恶意损坏，甚至更有不道德的还会吐口水。这样的食品外卖已经不仅仅是卫生的问题，而是职业操守的缺失以及道德的令人谴责。

在很多时候，这样的情况如何杜绝是多方面努力才能避免的。首先是平台的评价机制需要改变，或者不断地完善；其次是提供服务的平台应该做好教育以及职业操守的约束，这是需要长时间的培育，以及纳入黑名单管理联合机制才可以。要不为，就要有“不敢、不能、不想”的举措才可以；第三就是客户在享受服务的时候，也要换位思考小哥们的不易和辛苦，尤其是道路交通如此复杂的今天，需要考虑综合的因素，审慎地给出自己的评价。

对于“不能”的限制，其实就是在外卖包装方面的一种想办法。我们看到，近期，在一些城市出台了给外卖封签的制度约束。

这种举措就是在操作层面的给予“不能”的一种保障，也就是说，封签了的外卖产品就很难再让小哥们“做手脚”了，对于商家和客户都是一种保护，甚至对于小哥们自身也是一种保护，因为食材或者物品的优劣好坏，封签在那里，并不是人为的就可以破坏，除非封签本身出现了破损或者其他的问题。

我们看到，很多点外卖的客户表示：“支持外卖封签，以前看新闻，有外卖半路被偷吃，有封签的话感觉更安全。”作为“包邮地区”经常走在国内电商前面的浙江省近期出台的《浙江省电子商务条例》（以下简称《条例》）规定，外卖商家应使用封签对配送的食品予以封口。假如外卖商家配送的食品不使用“外卖封签”，市场监管部门将责令商家限期改正，逾期不改正的商家将被处二百元以上五百元以下罚款。同时，未使用“外卖封签”的食品，网约配送员有权拒绝配送，消费者也有权拒绝签收。

此前，也有一些外卖平台推广过封签服务，但并没有在大范围进行应用推广。一方面是成本问题，另一方面是没有监督约束。如今有《条例》的出台，相信这种食品封签行为会得到大力的推广和保障。而且，通过强制性的法律制约对于外卖封签规定的落地有更好的效果。其实在更大范围内的推广才是王道，才是对消费者的最大保护，同时也是对于商家和提供配送服务的平台的一种保护。

有客户表示，自疫情以来，居家办公已经成为常态，外卖逐渐成为消费者生活中不可或缺的一部分，但是新闻上屡屡出现的“外卖被偷吃”、“外卖员向外卖中吐口水”等



报道也会让消费者产生顾虑。外卖封签的推广可以有效防止送餐过程中外包装被人为拆启或意外破坏，“这样一来，外卖行业可以和快递行业一样，破损拒收，大大保障了消费者的权益”。抱有这种想法的用户非常多。

有骑手也表示，推广外卖封签等于把商家、骑手的责任划分开来了，中间不会产生不必要的麻烦，对骑手来说也是有好处的。这就是责权利的一种分担，对于大家都有好处的事情，自然适合大力推广。有人担心外卖封签的成本太高，商家会变相地想用户转移这种价格变化。相信在发展初期，这种行为不可避免，但是当市场竞争全面放开之后，提供优质服务以及食品本身的口碑经营

才是吸引回头客的关键所在，外面封签的成本在大量订单面前几乎是可以忽略不计的。

我们也看到，市场监管局的调查显示，外卖封签的成本并不高，商家在打包时加一个封签用时不过几秒钟，所谓的材料成本和人力成本也不高，主要还是意识问题，主动性不够。甚至一些配送平台还免费提供封签，在封签上还可以做自己的广告，这也是一举多得的营销手段，可以双赢。目前市场上的外卖封签主要集中在商场内的店铺，或大型连锁店铺使用，小商铺中还很少见。说明在没有立法监督监管的情况下，依靠自觉是不可能推行的，只有存在着“不能”的机制，才会慢慢地过渡到“不想”的意识，而监管的打击力度就是对“不敢”的切实保护。