

跌跌不休下, 医疗行业依然有四大投资机遇

一、如何投?

面对“跌跌不休”的医疗板块, 一些投资人情绪悲观, 担忧医疗健康产业的投资逻辑已经彻底发生变化。

在我看来, 医疗行业是一个长期成长逻辑非常清晰的行业, 能够穿越经济周期, 在不确定的经济周期中具备一定防御属性。

人们对于健康、疾病诊断以及健康的追求始终不变。当前还有大量尚未被治愈的疾病, 如阿尔兹海默症无药可用、糖尿病仍需终身服药, 以及其它罕见疾病和癌症尚未找到有效的治疗手段, 仍有大量的需求尚未被满足。

不可否认, 目前医疗行业热度有所下降, 医疗整体板块和细分子行业的估值也已处于历史低位。医疗公募整体持仓有所下降, 剔除医疗主题基金后的持仓比例为5.46%, 已降至自2009年以来最低水平。

综合来看, 有两大核心因素导致医疗板块的估值和股价触底:

负向催化剂: 医保谈判对新药价格冲击, 集采范围从药品、器械、IVD扩展到生长激素领域;

筹码结构: 赛道股被基金“抱团”现象严重。

二级市场, 医疗健康板块自2021年下半年开始持续下跌, 目前是不是已经见底了? 我个人判断, 目前A股医疗健康板块整体进入底部区域。3月份医疗板块暴跌时, 尽管医疗指数和恒生指数都创新低, 但是很多A股的个股并没有创新低。

从基本面和资金的流动性来看, 我认为A股医疗健康板块有很强大的支撑力。从资金层面来看, 国内的资金是内循环, 当香港市场下行的时候, 投资人会从港股撤资购买A股的资产。

港股和美股医疗健康板块受诸多因素的影响, 除基本面之外, 筹码结构更为复杂。其中, 港股作为离岸市场, 有大量的海外资金进出。当风险事件出现后, 投资人会将资金撤回自己本国。因此, 港股下跌, 不仅受企业市盈率的影响, 其中还存在资金管理的因素。

近期, 美股尽管没有集采等风险因素, 纳斯达克生物指数仍跌了近一半。但是从道琼斯工业医疗保健指数来看, 很多医疗企业市值再创新高, 如辉瑞、艾伯维等。在充满不确定性的环境下, 一些投资人会投资美股中医疗健康企业, 作为避险资产。

长期来看, 我认为医疗指数将创新高。复盘过去20年医疗健康行业的市盈率和跌幅来看:

2008年金融危机是二战以后最大的一次全球股市调整, 市场连续下跌十个月。当时, 全球资本市场医疗健康板块跌至29倍静态PE; 2015年~2016年股市熔断, 医疗健康板块跌至30多倍静态PE; 2018年, 在中美贸易战、集采等因素综合作用下, 医疗板块跌至24倍静态PE。目前, 医疗行业的估值平均在25倍~30倍静态PE。

2011年, 受医保付费改革、支架集采等因素影响, 医药行业出现暴跌, 2015年医疗指数再创新高。2018年, 在集采因素的影响下出现下跌, 2020年医药板块再创新高。医疗领域在大跌之后, 都会出现强劲反弹。

是否有公司在未来3~5年或更长时间内估值翻5~10倍? 对此, 我的答案是肯定的。当前一些医疗企业的估值足够低, 同时业绩表现良好, 估值未来将会进一步修复。哪些企业未来能够胜出和崛起, 需要投资人深入思考。

二、四大投资方向

医疗行业是一个包罗万象的赛道, 既有消费属性、科技属性, 又有高端制造属性。医药行业板块具有众多不同属性的赛道, 内部不断进行风格轮动和赛道轮动。

近几个月, 在股市全面暴跌的情况下, 医疗行业仍有部分赛道逆势上涨。如1月份的中药、2月份的新冠方向。对于我们而言, 今年核心关注以下四大方向:

1. 创新药

我们关注定位于全球市场, 具有原创能力的First-In-Class 和Best-In-Class的创新药企业。从二级市场来看, 只有20%的创新药企具备这一能力, 但仍值得研究布局。

我们看到一些研发的“me-too”药物的企业, 相比海外同类型企业, 自身缺乏差异化能力、时间落后五年以上, 数据层面也缺乏优势。实际上, 这样的“伪创新药”意义不大。

在投资创新药时, 我们基本不投处于从0-1阶段的企业。在这一时期, 企业的风险极大, 能力尚未被验证。投资这类企业赌中了有很高的倍数, 赌输了则一无所有。我们坚持投资处于从1-10阶段, 已经实现部分产品商业化或平台化的企业。对于创新药, 我们长期坚定看好, 但需要精挑细选进行投资。

2. CXO(生命科学产业链)

CXO是对医药外包赛道的总称, 指通过合同外包的形式, 接受医药公司委托对药物进行研发和生产的外包公司, 类似于台积电做芯片代工。尽管是代工, 但是这类企业的制造工艺壁垒非常高。在CXO生命科学产业链方向, 中国企业是最强的。中国很多大分子、小分子、基因编辑的CXO企业, 位居全球第一梯队。

未来几年CXO行业将进入下半场, 企业将会进一步分化: 国内将出现一些全球化的头部CXO企业, 而二三线CXO企业的订单量则会下滑。只有定位于全球市场, 以及具有高壁垒的CXO企业才有机会胜出。

3. 健康消费品领域及中药瑰宝

在消费品领域, 我们聚焦医药消费品的升级空间, 长期关注不受政策影响的医疗消费品, 以及具有极高护城河的中药瑰宝, 如眼科赛道、医美赛道、口腔赛道、中药消费品。

目前, 很多消费医疗企业在二级市场遭遇“估值杀”。实际上, 原来这些企业实在太贵了。很多医美、眼科、口腔企业PE达到200倍, 现在PE降至80倍左右, 市值趋向于合理。

在种植牙被纳入医保集采范围之后, 很多投资人担心所有的健康消费都会被纳入集采, 我认为不会出现这样的状况。很多消费升级类的领域如医美、隐适美等, 大概率不会被集采。这类企业一旦市值合理, 值得长期投资。

尽管当前消费环境低迷, 医疗消费品仍保持很高的增长速度。很多医美、眼科领域的上市公司一季度报表显示, 同比增长了50%~60%, 足以说明健康消费品领域的前景广阔。以隐适美为例, 国内的渗透率只有千分之几, 还有巨大的增长空间。

4. 困境反转

“困境反转”具体的投资方向包括: 被低估的隐形资产类公司; 拯救“落难公主”类公司; 曾遭严重打压的公司, 政策和发展逻辑边际改善; 跨界行业属性的医疗企业。这些企业的共同特点是, 低估值, 有安全边际, 中短期存在上涨催化剂, 中长期基本面将持续改善。

在2021年第四季度, 我们重仓了一个具有领先技术的口服新冠药公司, 未来的发展甚至有可能超越辉瑞。这一企业的主业是仿制药, 在二级市场被严重低估了, 去年市

盈率跌至10倍、70亿市值。在这一节点, 我们重仓布局。今年随着企业研发产能的推进, 在市场下行的阶段逆势上涨近一倍。基于对企业的深入研究, 在二级市场我们将持续挖掘隐形资产类公司。

医疗健康行业永远都有机会, 作为投资人不要浪费每次危机之后的巨大投资机会。当前, 医疗板块进入底部区域, 是非常好的布局时机。

三、挑战与变化

事实上, 医疗行业一直都很贵, 历史上数次大跌仍有25倍~30倍PE, 银行、煤炭、地产等行业的PE长期在10倍以下。今年受资本市场流动性的影响, 医药健康板块的定价机制出现了很大的变化。

今年股市出现了“困境反转”, 其中低估值企业出现估值修复, 科技、消费、医疗等高估值行业则纷纷遭遇“估值杀”。

相似的事件在美国20世纪70年代也发生过, 即美股的“漂亮50”, 这一现象会持续多久呢? 我个人认为会和流动性拐点有很大的关系。

总体来看, 中国和美国的流动性的节奏不同。随着美联储持续加息, 缩表还在进行, 美股尚未触底。国内预期将会放水, 但尚未看到结果。以社会融资总额为指标来看, 如果连续一两个月大幅回升, 说明放水到位了。届时, A股的流动性将会恢复。

此外, 对于医疗企业如何定价, 也是一大挑战。对于近几年入行的投资人而言, 没有见过创新药能够跌到这么低, 一些明星企业的估值能杀到10倍PE……回顾历史来看, 在流动性差的时候, 美股创新药下跌80%都是正常现象。对于医疗投资人而言, 要加强对定价体系的理解。

长期来看, 中国医疗健康未来十年, 具有三大结构性机会:

1. 在中国创新药政策推动下, 下一代创新药企业将呈超级成长;

2. 新消费升级带来的健康消费品结构性机会;

3. 全球生物医药科技迎来创新奇点。

从产业变化上来看, 投资人一定要学会逆向思考。在流动性特别高的时候, 如2020年在市场处于高位时, 投资人应该对于风险因素保持警惕。现在, 投资人则应该保持乐观心态, 判断企业的市值是否被错杀和低估了, 哪些赛道真正有机会, 持续挖掘优质资产。

欧盟的执着, 苹果的顽固, 对对碰的结局会如何?



众所周知, 欧盟对于数字市场的“管控”是越来越严格了, 不仅仅是针对苹果、谷歌这样的巨头, 包括其他的美国互联网企业在欧盟都会遭受“垄断”的质询。苹果公司在荷兰持续被罚款不仅仅是个例, 在数字保护方面, 欧盟的态度一直很强硬。尤其是对苹果、谷歌这些巨无霸表现出足够的韧劲。

LiOS和Android都面临着监管压力

对于区域市场来说, 这样的做法无可厚非, 而且数字市场的发展无疑是未来的焦点, 也是战略竞争的重要支撑, 欧盟不会拱手让出这个市场, 让自己的本土企业遭受打压或者创新扼杀。对垄断巨头的一种辖制, 其实也是为了本土企业的发展空间。这一点, 无疑是得到本土企业拥护的。

日前, 欧盟的《数字市场法案》再次补充

更新, 对于互联网巨头来说, 面临的需要改变的地方也在增加。有市场研判认为, 苹果公司即将面临将Siri、应用商店、浏览器、Messages和FaceTime等一系列服务进行重大改进的要求。其实, 除了苹果, 谷歌也“逃不脱”, 二者的理念和模式是相似的, 无论是iOS还是Android都是绝对的霸主, 对于市场的影响力, 甚至掌控力都是独一无二的, 如果不进行必要的“管束”, 那么其他企业想要获得更多的竞争机会, 几乎都是枉然。

研究公司StockApps的数据显示, 在过去五年中, Android的市场份额下降了8%, 而iOS的份额增长了6%。2018年, Android的市场份额达到了有史以来的最高水平, 占据了77.32%的市场份额。但截至2022年1月, 该份额已降至69.74%。iOS在2018年7

月至2022年1月期间增长了6%。如今为25.49%。其中, Android在市场上拥有更多手机(类型)。目前市场状态仍是安卓和iOS两大阵营的状态, 其他小系统(如KaiOS)在印度等地占领特定市场, 但看起来已经没有太多机会。遗憾的是没有华为的鸿蒙系统。

2. 欧盟的数字法案一触即发

欧盟希望在自己的市场, 竞争是主旋律, 要鼓励创新意识, 要有不断地创新公司能够参与到市场竞争中, 而不是被一些互联网巨头牢牢掌控着市场。因此, 在会更加鼓励创新意识, 以及对创新企业的保护。欧盟计划实施改革, 《数字市场法案》将对苹果公司实施各种限制, 对苹果公司在管理其产品、应用和服务的方式上造成重大影响。此外, 谷歌、亚马逊、Mate等等都会受到“牵连”, 这是一种必然的约束。

欧盟公布的《数字市场法案》, 其中有一条内容是要允许用户在平台运营商的官方应用商店之外安装软件, 无论是通过侧载还是第三方商店。而这一直是苹果公司拒绝的, 库克多次表示, 如果允许侧载, 那么就会使iOS的安全性大打折扣, 而且也多次游说, 拒绝侧载对于iOS的重要性, 以及对于保护用户数据安全的重要性。不过, 欧盟显然并不认同苹果的这种说法, 数字法案的出台, 就是要打破这种苹果自认为的“安全性”。

“打破”iOS的封闭性, 或许会越来越临近了。虽然苹果公司一直不愿意“开放”iOS, 不希望侧载, 不希望提供第三方商店的存在。不过, 能不能扛住还很难说。在越来越多的市场, 对苹果这种“吃独食”的行为已经忍无可忍的时候, 改变也就会越来越临近了。而一旦欧盟的法案通过之后, 对其他市场就有极大的示范效应, 会有更多的市场要求苹果公司开放侧载或者第三方商店。

对此, 苹果是十万个不愿意, 因此宁愿

被罚款, 也牢牢地守着自己的“底线”, 因为这是苹果公司的摇钱树, 怎么可能轻易妥协? 库克一直想把苹果打造成一家依托服务的公司, 而封闭的iOS就是其中的重要载体。如果苹果公司允许侧载和第三方商店, 那么App Store的独有的地位就不保了, 带来的损失也是巨大的。要知道, 服务收益已经越来越成为苹果的重要一环。

3. 苹果还是“挺”多久?

无论是iPhone还是iPad的市场独有地位, 包括Apple Watch等等终端产品的流行, 在一定程度上, 都是构建在苹果相对安全的iOS之上的, 如果未来服务系统会被打开一个缺口, 那么用户的选择将更加多元, 苹果产品的唯一性也会受到波及。用户在iOS和Android之间的切换就会更加频繁。

不过, 即使苹果再顽固, 面对欧盟的执着, 或许也不得不妥协。欧盟的《数字市场法案》除了要求苹果开放侧载, 使用特定的浏览器引擎也不被允许, 还要求苹果允许应用开发商自由选择应用内的支付系统, 并且能够直接向用户推广产品。此外, 还要求苹果的通信、语音与视频通话应用必须开通协同工作, 包括端到端的加密服务, 并且要求开放使用第三方语音助手, 这势必对iMessage和FaceTime造成影响。

目前法案还没有正式生效, 还需要不断地表决和审议。而苹果公司也一直在加大游说的力度。据悉, 2022年前三个月苹果的游说开支增加到250万美元, 苹果的游说重点主要就是反垄断法。2021年四季度苹果的游说开支为186万美元, 今年一季度环比增加34%。之前苹果季度游说开支最高的是2017年二季度, 当时为220万美元。只是, 苹果的游说努力能否如愿以偿? 欧盟的数字法案会不会最终落地, 一切都需要我们拭目以待。