

行情回顾

2020年以来，计算机（11.5%）、电子（10%）、传媒（8%）、汽车（6%）、通信（5%）行业涨幅前5，交通运输（-2%）、房地产（-2%）、银行（-1%）、钢铁（-1%）等行业表现较差，至今仍为负收益。涨幅居前的板块主要受益5G大逻辑以及特斯拉销量超预期驱动，涨幅靠后的多为周期性板块。云溪较为关注的医药生物、食品饮料涨幅分别为4.3%、0.5%，在申万28个一级行业中排名第8、第21。

目前，公司产品整体收益7%，跑赢沪深300指数5.6个pct。

医药消费板块

1. 消费行情回顾

1.1 茅台不提价导致白酒板块震荡。1月2日，茅台股份公司披露经营情况，2019年营收、归母净利分别增长15%左右。收入符合预期，略超年初14%的指引，净利润增速略低于市场预期。预计业绩低于预期的主要原因是高基数（18年4季度投放了大量的精品酒）和19Q4费用投放较高，是健康的业绩放缓。另外，公司还公告2020年营业总收入规划增长10%左右，我们认为有望超额实现，历史情况也是如此，17-19年公司收入指引分别为15%以上、15%左右、14%左右，实际增速52.07%/26.43%/15%。2019年，茅台集团实现“营业收入上千亿、股票超千元、市值过万亿”的历史性突破，未来增速下台阶，也属正常。茅台集团收入已过千亿，增速下台阶，是健康调整，护城河牢固，仍看好公司未来发展，只是未来收益预期要下调。

1.2 酒鬼酒出“甜蜜素”事件。很多人担心会拖累白酒板块。去年“长生事件”确实拖累了疫苗股，引发监管层的对行业的政策监管，但今年以来，以康泰生物为代表的国内疫苗龙头报复式上涨2倍。充分说明长生是长生，康泰是康泰，好公司因为黑天鹅跌多了，是黄金布局机会，只要企业的投资价值未变，第二年会加倍涨回来。行业龙头不是那么容易会毁灭的，除非这个行业要毁灭。酒鬼酒有没有添加“甜蜜素”和茅台并没有任何关系？白酒行业可以没有酒鬼酒，但不能没有茅台。也就是说，即使酒鬼酒和长生一样倒闭，市场份额会被龙头公司吃掉，反而利好茅台。况且，含有甜蜜素的那批酒鬼酒是2012年所产，2014年底酒鬼酒的大股东变更为央企中粮集团旗下子公司中糖集团，经过5年，公司企业治理也已经逐步改善了。

2. 医药行情回顾

2.1CX0、疫苗、长春高新等高成长企业纷纷发布业绩预告，超预期或者兑现预期，带动医药板块补涨，部分标的纷纷创出新高。第二批带量采购的招标结果也在今日落地，悬在医药板块头上的不确定性兑现。此外，恒瑞昨日公告原董事长孙飘扬卸任，总经理周云曙升任董事长，此举是恒瑞吸取海外大型药企的经验，开始试行管理人制度，目的是将恒瑞打造成更加开放的国际化创新药企，是重大利好。受此利好，今日医药板块涨幅第一。

本报告为内部资料，具有保密性，仅限收件人阅读使用。未经本公司书面许可，收件人不得以任何方式转载或转发第三方。本报告所载信息和资料来源为本公司认为可靠，但本公司对其准确性和完整性以及其使用的适当性不做任何担保。产品过往业绩不代表未来业绩承诺，市场有风险，投资需谨慎。

2.2 第二轮集采落地。记者在第二轮药品集中采购现场了解到，在此轮集采中，阿卡波糖的竞标企业有华东医药旗下子公司中美华东、绿叶制药以及拜耳，三家报价分别是 13.96 元，9.6 元和 5.42 元，规格都是 50mg/30 片。拜耳出手，华东出局。悲哉！以后的医药行情一定是结构性分化行情。恒瑞在本轮集采中全部中标，价低质优，充分体现了大企业的风范。

2.3 爱尔眼科年会召开。爱尔眼科集团年会上陈邦董事长郑重承诺：爱尔全球四万员工如遇变故，其子女（不论几个）将由爱尔眼科抚养直到大学毕业；工作三年以上员工，如果罹患大病，其医疗费全由爱尔眼科报销；员工关爱计划将是爱尔员工后顾之忧的坚强保障，全场泪目。有人说，中国非正常死亡率是 0.002%，10 万分之 2，3 万员工大约 2 年 1 个，10 年算 5 个（除非出现群死群伤），这 5 个的费用完全可以由保险覆盖，每人花费 100 万，每年开销 100-200 万。有了这样的政策，员工归属感更强，不会轻易跳槽，效率还会提升，这部分开支对爱尔这么大体量来说占比很小，但公司美誉度提升，是公司、员工、股东共赢局面，而不是利益对立的零和游戏。中国讲良心老板不多，我们要坚定相信陈邦先生的格局！

市场展望

消费行业与宏观经济周期关系较弱，受外部环境影响较小，成长确定性和稳定性均比较好，估值体系正在从 PE 模型向 DDM 模型转变，行业内已经具备较为明确竞争优势的细分龙头企业有望长期保持确定性溢价。

每年 1 月份，大多数情况下，都是医药消费股的低点，大家可以往前翻茅台、恒瑞等代表性个股历年走势。2020 年开春后，春季攻势就会叠加资金放水、春节红包行情、两会利好、年报季报利好高分红高送转等行情，一般会有一波较大的涨幅。这也是一年最好的行情，希望大家都能把握。最近电子周期行情，涨幅非常大，很多都是按美国对标公司的市值来炒作，和 2015 年的全通教育有点类似，虽然确实半导体业绩很好，很是掩藏风险不少，后市演绎的很可能也是结构性行情，需要小心甄别。最近医药消费女神股回调，也是良好上车机会，有时一周即把一个月的下跌补回来。

云溪基金投资理念

追涨穷三代，长线富一生，与伟大企业为伍；
聚焦医药、消费超级品牌钻石女神股，做时间的朋友；
以创投与产业思维，瞄准核心资产的圆心；
选股苛刻，坚持“只买第一且唯一”；
创新系统分析、女神选股、四击投资理论；
学习巴菲特、复制巴菲特、做最优秀的自己。
成为基金中的爱玛仕，茅台，恒瑞，
谱写一段私募江湖投资新传奇。
相约十年，中国伯克希尔之路，感谢有你！

本报告为内部资料，具有保密性，仅限收件人阅读使用。未经本公司书面许可，收件人不得以任何方式转载或转发第三方。本报告所载信息和资料来源为本公司认为可靠，但本公司对其准确性和完整性以及其使用的适当性不做任何担保。产品过往业绩不代表未来业绩承诺，市场有风险，投资需谨慎。

云溪成长之路，我们一直在努力！
2020，我们相信是收获的一年，
未来十年，我们相信将是硕果累累的十年。

投资者关注问题提问

提问 1、2020 年是科技股大大年，医药消费还有行情吗？

回答：最近一个多月以来，市场风格从医药消费股转向周期股、低估值股、长期没有上涨的周期股和题材股方向偏移，我们认为主要原因是：

1) 很多资金踏空了医药消费白马股，或医药消费股获利丰厚，耐不住寂寞，往周期、科技方向偏移。并不是医药消费白马股不好，而是资金耐不住寂寞，所以炒主题，炒补涨。在电子科技主题大涨和周期股补涨之后，医药消费又会开始上涨。

2) 最近云溪也调研了数家 TMT 公司和市场风口，我们认为风格发生偏移的时间不会如历史那样长。北上资金源源不断，毕竟是非常聪明的，这些都是长线资金，他们会在内地机构卖出医药消费的时候，慢慢加仓。从上周的数据可以看出，资金流入最大的是银行股，第二大是医药。

3) 最近医药主要受到第三批集采的影响，股价有压制。今天中标结果已经出来，利空落地。

4) 决定一个板块行不行，股价涨不涨，主要还是看业绩。去年疫苗股康泰生物经历那么大的利空，暴跌之后反转上涨 2 倍。说明利空如果出现暴跌，只要业绩没有影响，之后就是暴涨。我们认为业绩才是核心，现在的时刻一定要拿住，做时间的朋友。

5) 长春高新、智飞生物等股票开始走强。业绩，业绩，还是业绩！大家可以看看长春高新最近 5 年涨了多少倍，医药是不是牛股集中营？只要你认可了这个逻辑，就不要担心，我们拿的是女神股组合。吸收之前的经验教训，高位没有出的仓位一定要拿住，现在大盘点位不高，而且已经进入年报业绩窗口，我们买的都是业绩顶呱呱的股票，一定要有信心。

6) 此外，医药消费中具备定价权的企业有很多，这是我们布局的重点，而科技或者新能源行业具备定价权的企业寥寥。隆基股份老板在新财富大会上表示，近十年行业量增长了十倍，但价跌了九成，行业销售额没增长，说明没有定价权的制造业企业业绩干得比较辛苦。

提问 2、药品集采是不是意味恒瑞这种高估值白马股股票，今年股价没有机会了？

回答：恒瑞医药才是真正的科技股，有研发投入，有基础团队，有丰富的产品梯队。芯片股、5G、高端制造只不过是血战人力成本的工厂。消费行业与宏观经济周期关系较弱，受外部环境影响较小，成长确定性和稳定性均比较好，估值体系正在从 PE 模型向 DDM 模型转变，行业内已经具备较为明确竞争优势的细分龙头企业有望长期保持确定性溢价。

我们应该珍惜医药股调整中的布局机会。很多投资者认为，恒瑞估值太高了，而且相对于后发的竞争对手，它并不具备竞争优势，护城河不够宽，在创新药方面它仅仅领先了一小步。实际上，十五年前，十年前，五年前，三年前，一年前，太多的基金经理都认为恒瑞估值很高，性价比不如复星，华东医药，通化东宝，海正药业。结果呢，看看的股价便知，只有产业链背景的人才明白其中的道理，而我们基金经理阳勇老师就具有这样的背景，中国药科大学毕业，在国药一致干了八年销售工作。

今年三季度公募基金恒瑞医药持仓从四百多只产品，增加到九百多个，说明了基金经理在外资的提前布局下，被迫加仓优质股。这也说明了阳勇老师在2011年《我的第一本股市赢利书》提出的雨山女神选股法越来越流行。

提问3：近期是否适合申购云溪基金？

回答：我们最近因为医药消费龙头股的整体回调有一些回撤，很多人想以后是不是消费股没有行情了，绝对错！我非常担心好股票被源源不断的北上资金全买走了，根据我们的计算，有的白马股已经被外资控盘了30%。

关于回撤，我们也是想做差价，11月份高位出了一些，但是对政策性集采事件没有调研好，所以很快把仓位补回了，虽然做了点差价，但是差价不大。随着资源的丰富，团队投研实力的加强，我相信2020年我们对医药政策和大盘、板块、个股节奏的把握更上一层楼。

我们预计，医药集采今日已经落地，医药消费将面临一个股票一个股票的业绩利好，不少医药股和消费股新高不断了。现在大盘点位不高，千万别下车。电子科技股票，业绩增长也不错，但是短期涨幅非常大，能否驾驭得了，看每个人的造化了。

不畏浮云遮望眼，2018年的疫苗事件，集采事件，大的利空造就了误杀，结果2019年很多医药白马翻倍行情。决定股价上涨就是业绩，事件给估值的扰动只是中短期的，一旦事件落地，估值就会修复，毕竟医药消费的女神股，和电子科技周期股不一样，一个是永恒的主题，一个是阶段性的炒作。我们相信集采事件利空已经释放完毕，后市将进入年报季报行情，大盘在春季攻势下渐入佳境，一季度医药消费白马股有望补涨，估计有20-30%的涨幅。

展望未来半年，我认为大盘在估值切换的情况下，很有可能运行到3300-3500点一线，2020年电子，周期可能还会炒作，但是毕竟是炒作，什么时候曲终人散，很难说，至少我们不会轻易参与。从历史的角度，医药消费才是永恒的主题。

感谢您对云溪基金的信任和支持！

扫描右方二维码关注

云溪基金公众号

yunxijijin

