



厚积薄发，笃行致远：德福资本创始合伙人李振福谈健康医疗价值投资





过去十年，中国的健康医疗行业经历了波澜壮阔的发展与变革。医保改革、原研创新、国产替代……重重巨浪之下，一个今非昔比的“大医疗、大健康”格局已然成型，而资本作为“造雨人”，在这场浪潮中扮演着不可或缺的角色。德福资本，自2009年李振福先生创办至今，一直坚守“专注医疗，价值投资”，并始终践行“人在资本，心在产业”的投资理念，深耕十二载，已成为国内举足轻重的健康医疗投资机构。我们有幸邀请李振福先生接受专访，分享他关于中国健康医疗行业发展和投资机遇的真知灼见。



李振福 (Jeffrey Li)

联合创始人兼首席执行官

德福资本

李振福是德福资本的创始人兼首席执行官。2004-2010 年间，他曾担任诺华中国区总裁。在此之前，他曾在美国贝思佳集团公司工作长达 11 年，担当投资、咨询和管理等数项职务。在贝思佳集团的最后五年，他在美国吉时公司就任商务公司总裁。李振福是中国企业家俱乐部理事成员、美国百人会会员、美国伊利诺伊理工学院国际董事会成员、中华慈善总会荣誉副会长、大自然保护协会中国理事会理事成员。

李振福在北京航空航天大学获得理学学士学位，在美国伊利诺斯技术研究院获得理学硕士学位。

上篇：“中国健康医疗投资正站在一个重要拐点上，前景看好，挑战艰巨。”

麦肯锡：您认为中国健康医疗行业过去十年最大的变化是什么？

李振福：我看到两个非常显著的变化，都源于供给端，且对中国健康医疗行业具有颠覆和重塑意义。

第一大变化是中国健康医疗行业与全球正式接轨。过去十年，随着药监审批制度接轨国际，以及医疗政策大力鼓励创新，无论是国际新产品进入中国市场，还是本土创新产品加速研发，都获得了巨大的助推力。例如，过去几年创新药械在中国呈现爆发态势，本土创新从过去的全面跟随、追

赶全球，到目前在部分领域和产品上已与国际同步。从发展速度看，中国过去五年创新药械的发展成果，近似于国外市场 20 年的成就。从结果看，创新药械发展为患者创造了巨大的社会价值，患者有了更多先进、有效的产品用于治疗。同时，从整个体系看，创新药械有可能也会逐步像欧美市场一样，成为医保的重要支付部分。

第二大变化是具有颠覆意义的控费政策、集采政策落地。医保压力促使支付端大力度“砍价”，逼迫传统药械企业寻求商业模式转型或面临淘汰，这样的产业格局“洗牌”仍在继续。过去 30 年，仿制药、仿制器械是本土主流产品。集采之前，做这类产品的企业投资回报率很高。集采政策的落地打破了这个逻辑，仿制药、仿制器械高利润的历史正式结束了，例如，集采后支架产品面临近 90% 的降价，这对一些传统企业是毁灭性打击。现在，大部分仿制药、仿制器械企业要思考非常严峻的、未来何去何从的生存问题。有的企业下决心进入创新领域，从我个人的职业经验来看，这种转型风险很大，过程也会很痛苦和漫长，因为做仿制药的企业和创新型企业的基因差别很大，需要在有魄力的领导带领下，在整个公司的战略和文化层面进行转型。从投资者看，大家普遍对这样的转型能否完成心存质疑。许多投资人对仿制药、仿制器械放弃了投资意愿，过去几年投到这些领域的资金份额越来越小。这个趋势将延续下去，趋同于欧美资本市场。

麦肯锡：这样的变化对于投资者来说意味着什么？

李振福：这两大变化对于投资者意义深远。首先，我们要了解近期中

国健康医疗行业投资端的两大特征：

第一大特征，是近几年投创新的钱多得惊人。从数据来看，过去五年，中国每年有近 1500 亿元人民币的资本涌入本土创新药械领域，资本规模即便在全球也令人瞩目，占全球创新医疗投资的 30% 以上。这样大体量的资本，好处是快速推动了行业发展；坏处也很明显，就是影响了行业健康有序的发展。我在讲第二点时会详述。

第二大特征，是过去一段时间“浮躁的钱”很多。不论是创新药还是创新器械，因为投资人的“热捧”，都出现了明显的“资本造泡沫”现象。风口效应之下，中国创新医疗相关项目的估值远高于全球其他地区的同类型项目。而这些项目本身并不都“货真价实”，也有很多“重复创新”。譬如 PD-1/PD-L1 等创新药，相似的项目在中国有几十个，这些趋于雷同的项目并没有创造更多真实价值，但受到资本追捧，我认为是一种社会资源的浪费。虽然早期投创新的先行者收获了较好的回报，但从去年开始，资本市场的泡沫逐渐破灭，在约 7 个月内指数下滑了 50%，部分创新企业市值下滑 70%-80%，这是对不理性投资者的一个惩罚。我们将中国创新药的资本市场数据和“互联网泡沫”数据做比较，整体态势非常相似，不同之处是“造泡沫”和“泡沫破灭”的速度更快。这印证了资本在新科技出现早期，容易出现盲目乐观情绪和“投机”“炒作”等行为。但风口过后，投资者回归理性，自身和行业才能进入良性发展。

结合前面提到供给端的两大变化，我们观察到两大行业趋势在逐步显

现。这两大趋势，对于投资者既是机遇，也是挑战。

第一大趋势是细分领域的加速整合。从仿制药械企业看，他们面临生存问题，且未来的选择不多。做创新，对于股东来说风险很高，走这条路等于将过去积累的财富再次投入，有可能血本无归；当然也可以选择退出，无论对于上市公司还是私营企业，这都是一个相对保险和体面的做法，至少大股东可以较为有效地保护所积累的财富。从创新企业看，也面临生存的难题，泡沫破灭后直接的影响就是融资越来越难。从港股“18A”的一些企业来看，排队或破发，使得企业很快会面临“无米之炊”，将有相当数量的创新企业要被迫退出，只有产品和业务更为出色的少数企业能继续获得发展资金支持。因此，供给端已经变得供大于求，由供给侧政策驱动的综合趋势，条件已非常成熟，我们过去也观察到很多符合这一判断的案例，未来还会加速涌现。一些现金流较好的公司，会很乐意并购这些创新型资产，以强化企业的创新活力。

第二大趋势是“国际化”“全球化”双向机遇的显现。原因在于宏观上我们进一步与国际接轨；微观上我们的产品、创新能力进一步提升，无论是企业还是资本，都已经具备实力进行全球互动。

以上两个趋势，首先对医疗投资者是很好的机会，可能是过去30年未遇的好机会。但从另一个角度看，未来具体投什么子领域、子赛道，尤其是找到集采免疫、控费免疫或控费有利的赛道和标的，对于投资人是一次大考。投资人必须答对，必须做艰难的战略选择，因为答错了后果会很

严重。

麦肯锡：您也曾经谈到健康医疗是一个生态，那么这个生态的特征是什么？对于投资者又意味着什么？

李振福：复杂性是健康医疗生态最大的特征。

从需求端看，主要包括患者（消费者）、医院/机构（服务者）这两种身份，他们同时又互为供需方。患者和医疗服务者双方本来就有非常复杂的关系；同时，健康医疗是所有行业中监管性最强的行业之一，在产品审批、应用场合、费用支出等方面，都受到强监管。

从供给端看更为复杂：一是行业门类很多、链条很长，二是门类之间差异很大。以药为例，从产业角度看，与药关联度最高的是化工行业、生物行业，一些国际知名药企的源头就是化工企业，今天生产 API（活性原料药）企业的本质也是化工企业。而如果看药械，跟药并无关系，反而跟器械制造相关。同时，供给端的技术复杂性很高，汇集了最尖端、最前沿的技术，像生物科技、先进制造、人工智能等，在健康医疗行业被广泛应用。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46984

