

# 创新是医药长期发展核心主线

□广发医药健康拟任基金经理 吴兴武

医药生物板块是今年市场中的热门行业，前8个月最高涨幅一度达到67%，疫苗、生长激素、防疫物资、高值耗材等细分板块涨幅居前。从8月中旬开始，医药板块进入调整阶段，最近一段时间板块调整幅度达到14%。

如何看待回调后的医药板块，医药行业的长期发展逻辑是否出现变化，是很多投资者关心的问题。笔者认为，以2016年前后新一轮医改作为起点，在政策指引下，以创新药为主线的细分分子行业的市场需求被激活，是这一轮行情的主线。截至目前，这一主线并没有发生明显变化。

## 医药行业长期逻辑未变

最近市场对医药板块后市表现分歧加大。笔者认为，医疗行业长期发展的驱动力仍在，需求稳定且持续是长期投资医疗行业的信心来源。只要这种需求持续存在，医疗行业总体上升的长期发展趋势就会持续。

首先，从长周期来看，行业总需求随人口老龄化持续增长，无需过多考虑供需变化问题。随着医改和审批政策逐步推进，医药行业对产品质量要求越发严格，研发投入逐步加大，对医保报销要求更严，对国产厂家更多倾斜，多重因素决定医药行业的竞争格局会逐步清晰，份额进一步向龙头集中。对于综合性平台药企而言，无论是创新能力还是渠道平台能力都在加强，成长空间来自原有领域进口替代、新领域创新收获放量以及国际市场开拓。

其次，消费升级持续进行，有望为医药行业带来较稳定的增长需求。中国大量消费医疗需求都处于拐点，如二类自费疫苗、近视防控、口腔正畸、生长激素等，这类产品附加值远高于普通医药产品，最终形成极高的ROE水平。

第三，医药行业的产业发展逻辑没有改变。这一轮医药行情是以2016年前后新一轮



医改作为起点，主要以医药端的鼓励创新升级并接轨国际、限制辅助用药、仿制药一致性评价、带量采购等政策作为代表性政策。一方面，市场将仿制药价格降到较低位置；另一方面，其他以创新药为主线的板块或子行业的市场需求被激活。笔者认为，在消费需求升级、人口老龄化的大背景下，创新是医药行业的主线，长期来看依然是较好的投资机遇。

## 长期看好三条细分赛道

从中周期角度来看，政策周期对医疗产业的投资节奏有显著影响，做投资时一定程度上要顺应政策环境。站在长周期角度分析产业趋势，笔者看好三大方向：一是创新药及产业链，二是医疗服务，三是医疗器械公司。

第一大方向是创新药及产业链。从药品本身而言，创新药能够提升患者在满足基本用药基础上的用药体验。人们的消费能力提

高，对健康也有更高需求，创新药刚好是能满足这一需求的方向。那么，怎样选择创新药企业？笔者认为，可以从三个维度进行挑选。一是具备丰富在研产品管线的企业，用来抵御单个药品失败的风险。如果企业的管线有几十个药品，那么一两个产品失败，不会对公司造成过于沉重的影响。二是综合能力较强的企业。三是做真正创新药的企业。

第二个方向是医疗服务。传统的医院更多是保障人民群众基础的健康需求，而民营医疗服务机构能够提供更为差异化和优质的服务，有较大的需求空间，因此也是笔者看好的方向之一。以医院、体检等为代表的服务机构，跟传统医院相比，重要差异点是“服务”。其中，最有利于实现“服务”属性，能跟传统的综合性医院做出差异化的，就是专科医院。传统大医院作为综合性医院，院内科室布局齐全投资较大，人才需求较全面，学术需求也较重要，所以往往依附院校输送人才，跟院校有着密不可分的联系。这些要素都是民营医院一开始无法企及的。对于一些学术要求不高、更多强调差异化服务的领域或科室，民营企业的基因就有了无可比拟的优势。这个赛道的企业一旦建立优势，就会形成很强的品牌和“护城河”。

第三个方向是高端医疗器械。目前大量的高端医疗器械都被国外公司占据较大市场份额。毕竟国外的医疗器械巨头经历过几十年甚至上百年的发展，具有领先优势。随着国内企业近二十年的发展，陆续在一些产品上缩小与国外的差距。例如，在某些领域取得突破的中小型医疗器械企业，一旦产品和技术得到突破，在中国市场的销售是本土企业的强项。在介入、骨科等领域，相关企业的创新能力、产品研发能力、工艺能力都在提升，具备大规模进口替代的潜力。这类企业由小企业做成在某一个细分领域占据较大市场份额的中型企业，是一类中周期的投资机会，这类投资机会往往能够持续五年甚至更长的时间维度。

# 坚守能力圈 逢低布局优质核心资产

□农银汇理基金投资部总经理  
农银智增定开混合拟任基金经理 张峰

投资到底应该怎么赚钱？每位投资人或许在进入行业之初都会不断追问。随着资本市场不断发展与成熟，笔者在行业管理中管理产品的时间增长，这个问题的答案愈发清晰且明确，投资就是要赚大时代的钱。经过近期的调整，预计10月之后将是逢低布局中国各个领域最优质核心资产的较好时机。

## 与中国经济共成长

投资最重要的基础是国家兴盛，经济能够持续不断发展。从这个角度来看，可以坚定的是，中国目前仍是一个中高速发展的经济体，很多经济领域正迎来快速发展，投资机会涌现。

在这个过程中，投资者如何才能更好地分享到中国权益时代的红利？我的做法和建议是，如果有闲钱就不断投资国内市场，做好家庭长期的财富管理，把钱交给长期业绩优异的基金经理。从公募基金20余年发展成绩来看，这是一条简单有效的路。

股票市场的投资方法很多，各有所长，只要坚持自己的方式方法，都能取得很好的投资收益。笔者的投资方式也很简单，那就是按照中长期投资理念以及自上而下的行业配置思路，积极布局中长期产业趋势明确的行业。在适度承担一定回撤风险的同时，以绝对收益思路来面对市场。

当前，A股投资者结构在不断变化，投资风格并非一成不变。每个投资人都有自己的能力和认知局限性，做投资就是要不断认知自己的局限，不断与自己的错误和解并继续往前。



秉持这样的理念，遇到问题要不断探索和反思，寻找核心问题的关键所在，及时分析是长期方向问题，还是短期阶段性问题，或者是上述两种情况都存在。针对问题产生的不同原因，做出不同的投资策略。

回归投资根本，真正决定市场走势的是经济中长期增长和企业盈利情况，基金经理需要逆流而上，扎实研究经济和企业基本面情况，挖掘优质个股并布局。

## 优质资产迎布局良机

近期市场出现一定程度的调整，投资者在下跌过程中伴随着犹豫与迟疑，是否离场的讨论又开始多起来。作为基金经理，对连续上涨之后的担忧总是远多于下跌中的市

场，可以说经过近期的不断调整，10月之后其实是逢低布局中国各个领域最优质资产的较好时机。

遇到市场调整，可以停下来回归本源去看一看。A股的核心逻辑是中国的体制优势带来经济弹性可能超预期，但也不可否认，可能会受到外部不确定因素等影响，A股市场将处于震荡上行状态，下跌与调整在所难免，但结构性机会同样丰富。

首先，国内经济基本面向上恢复超预期，给企业盈利向好提供基础。其次，全球流动性宽松的大趋势仍在，给股票估值提升提供基础。宽松的流动性叠加“房住不炒”的大背景，股票市场整体估值水平可能继续抬升。再次，A股总体估值不高，结构性低估明显。从股息角度来看，当前国债债券收益率减去沪深300股息率的差值仍在历史底部，这显示A股整体估值仍不高。从PE角度来看，当前A股整体估值水平处于历史中位数，结构差异非常明显，部分行业如科技、消费龙头等估值偏高，但顺周期行业板块估值明显偏低，在经济复苏大背景下，股票市场的结构性机会仍将不断涌现。

股票市场的赚钱效应仍在。2019年以来，再融资新政、科创板和注册制的推出等，不断提升股票市场的活跃度。最近两年，公募基金为投资人提供了较好投资回报，新入市投资者不断增加，社保、养老、保险以及外资等长线资金仍在进场，股票市场赚钱效应明显。

未来，股票市场仍将震荡上行，而在震荡过程中，公募基金的专业投资优势会得到最大的证明。在结构性行情中，市场将非常考验投资者对宏观的把握能力、对投资的理解能力和对持仓的忍耐能力。

# 做时间的朋友 打造资产管理者“护城河”



□银华基金 贾鹏

A股市场的投资文化近几年有很大变化。“做时间的朋友”从一个口号，逐步成为很多金融从业者的人生信条。我们在投资上的时间维度不断拉长，在看待组合业绩、选择上市公司时，都在考虑穿越周期、经历时间的检验。这是资本市场走向成熟的体现。

寻找业绩长期增长的上市公司，把客户的钱交到这些优质上市公司手中，是我们工作的主要内容。当然，长期主义不仅仅是营销的口号，不是时髦的标签，我们对它的理解，也不是机械和教条的。时间的长短，本身也是相对的。如果把时间从1年拉长到5年，再拉长到10年或者20年，具备投资价值的公司名单也在发生变化。产业的变迁、管理层的更替，都有可能改变一个公司的竞争优势。投资上我们希望追求不变，但实际上变化才是大概率事件。高瓴资本创始人张磊在他的新书《价值》里面提到一个观点，企业的“护城河”也是动态变化的，企业家也需要不断创新，才能为股东和客户创造长期价值。同样的逻辑，投资管理人也需要理解这些变化，在组合管理上进行相应的调整。

在投资管理中，我们面临的另一个关于时间的约束，来自于负债久期。投资管理人都希望客户看得长远，但客户的钱是有不同的时间要求的。有些客户用于投资的资金，本身有时间上的安排，他的投资期限就是一个特定的时间段；有些客户，比如一些企业客户，有年度财务计划，他们需要以年度为单位，进行投资安排；有的时候，客户的时间要求还会发生变化。中国资本市场的层次是非常丰富的，投资者的时间纬度差异也是非常大的。

投资管理本质是一个服务行业，需要针对客户需求，提供合适的投资方案。针对不同的时间要求，有不同的产品设计和投资策略。资本市场成熟的标志之一就是投资策略的丰富化，投资工具的多层次化。不过，对于投资管理人来说，要慎重对待这件事情。每个管理人有自己信仰的投资哲学，也有自己擅长的投资方法，这些方法只能满足某些资金的需求。比如，以挖掘长期成长股为基础的投资框架，更适合长周期资金；如果是期限较短的资金需求，在投资策略上就会加入很多资产配置、交易手段等策略。

投资策略本身不存在高低之分，更重要的是匹配客户需求。在金融专业化分工加深的时代，优秀的投资管理需要形成独特、有竞争力的体系，这就意味着要在投资策略上做减法。相应的，也要识别客户需求，接纳跟自己投资框架相匹配的资金，这是对客户、对自己负责任的表现。投资策略和客户需求的 mismatch，往往会带来比较差的客户体验。尤其在资产管理人扩大管理规模时，更要主动约束自己。

笔者从事投资工作以来，接触了很多不同需求的客户，也相应的尝试过不同的投资策略。根据个人经验和看到的一些研究，我越来越相信时间的价值。总体而言，越是着眼于长期的投资策略，更有可能获得好的投资回报。一些常用的在限定时间内获取收益、控制风险的手段，效果并不太好。比如，行业轮动是一个常用的方法，但行业轮动本身没有稳定的方法体系，经济周期波动、行业相对估值变化、资金交易行为等，都会对行业的相对表现产生影响。再比如，很多基于特定期限的绝对收益策略，都会强调回撤控制的重要性，但很多回撤控制方法，会导致在股票价值大幅低估的时候，继续进行减持。

价值投资作为一种投资方法，这些年越来越为大家所接受，这是长期实践的结果，是因为在众多的投资策略中，这种方法提供了较好的长期投资回报。与之相适应的资本市场上的长期资金比例也在逐步提升。随着金融市场的进一步成熟，长期资金会成为市场的主导力量。资产管理者在经营过程中，一方面提高自己的投资能力，另一方面如果主动引导客户拉长投资期限，更有可能让客户获得好的投资体验。强大的投资能力与好的负债久期管理，这会是资产管理者的重要“护城河”。