

# 挖掘高景气度最优龙头 把握医药行业布局黄金时点

□天弘医药创新基金经理 郭相博

从2018年到2020年,连续3年医药板块表现都十分突出,但内部估值分化亦十分明显,且这一趋势仍将延续。在此情况下想要获取超额收益,一方面,要自上而下把握产业景气度和企业成长阶段;另一方面,要自下而上选择公司,在最好的子行业中选出最优秀的龙头公司。笔者认为,目前仍是医药行业中长期布局的黄金时点,尤其看好医药创新领域。

## 医药板块估值分化将延续

提起A股的“喝酒吃药”,很多人习惯将这两个行业都归于防御类板块,但事实上,随着近年来创新类医药公司不断上市,医药行业展现出一定进攻性,有些企业可以看成科技公司。

具体而言,2018年以后医药行业有非常多的创新型公司,如创新药、创新器械、CXO板块企业,这些公司可能刚开始盈利性并不是很好,但是市场发展空间很大,投资者通过现金流折现的方法给相关企业较高市值,导致相关企业市盈率看起来比较高,从而抬高医药板块整体估值中枢。

创新类公司在推高医药板块市盈率的同时,也导致行业内部估值分化严重。核心龙头企业市盈率高,但有些板块如中药流通板块的市盈率非常低,市场对高景气行业给予的估值高,对进入稳定期或者衰退期的行业给出的估值低,这种分化未来还会延续。由于子行业分化非常大,所以看整体估值的意义不大。

面对医药板块内众多细分行业,笔者最看好创新板块,即医药中科技含量较高的品种,如创新药、创新器械、创新生物制药和服务产业链。

## 产业景气度和企业成长阶段至关重要

医药行业专业门槛高,而且内部分化严重,要想获取超额收益需要采取自上而下和自下而上相结合的方法。一是自上而下的维度,前瞻性地看准产业方向和景气度,选出医



药行业中成长最快的子行业。企业的成长通常呈S型曲线发展,因此需要超配处于发展初期或高速发展期的子行业,低配处于稳定期和衰落期的子行业。同时,政策周期也是必须考虑的因素。二是自下而上选择公司,要在最好的子行业中选出最优秀的龙头公司。这些龙头公司的成长性、行业壁垒、竞争格局,都要比其他竞争对手强,长期持有,有望稳定获得成长收益。

需要指出的是,相比于表观估值高等问题,准确把握产业趋势和企业成长阶段更加重要。比如有的公司尽管市占率和利润一直在增长,但并不代表产业的发展方向,这时估值可能是不断压缩的,业绩增长并不能带来股价的上涨。相比于股价便宜或者估值便宜,真正的安全边际是看准产业方向,看公司能否在一直变化的商业环境和政策环境中找到长期发展

之路,管理层能否带领公司发展壮大。这样的公司即使短期估值稍高一些,中长期的成长也是能够消化当前估值的。

同时,虽然政策变化是影响医药板块的重要因素,但从中长期维度而言,类似集采等政策对医药行业整体的长期逻辑影响不大。事实上,医药行业从来就不是提价的行业,很多产品或者服务的上市价格就是最高价,行业的成长主要是靠推出新产品、新服务替代老产品和服务。因此,最终还是要分析行业的景气度,以及产品的生命周期阶段。

## 提前预判 把握投资节奏

医药行业是典型的价值成长性行业,投资需要兼顾价值与成长。稳定利润驱动的股价上涨代表着医药行业的价值属性,人口老龄化、疾病谱的变迁、政府投入增加是医药行业成长的三大驱动力,在投资中选择最优质的公司,并且伴随公司成长,长周期成长投资是医药行业最重要获得收益的手段。

在具体的买点和卖点上,也要依据产业景气度和企业成长阶段判断。大多数医药都是产品型公司,需要从产品生命周期的角度来判断何时配置、何时减仓,如果产品已经进入生命周期的稳定期或衰退期,这种公司就不再具备配置价值。具体而言,产品的成长曲线一般是从平稳到快速增长,然后到稳定期、衰退期,政策的出台有时会加速这个过程。比如部分器材的集采出台后,市场空间可能大幅缩小,一些产品无论怎么以价换量都达不到原来的利润高点,这就导致投资逻辑发生很大变化。

虽然产业趋势有时变化较快,但笔者认为,目前仍是医药行业中长期布局的黄金时点。从持有人的资产布局来看,在未来5-10年的时间维度下,医药行业属于必选行业。尽管影响市场波动的因素众多,资金面、情绪面等微小变化都会对股价产生巨大影响,但医药行业坚实的基本面,长期看会平抑各种中间的短期波动,在投资中需要有更多的耐心和信心。

## 2021科创投资主线: 自主创新+数字经济



□博时基金权益投资主题组投资总监助理  
兼TMT小组负责人 肖瑞瑾

2020年是中国全面建成小康社会的决胜之年,数字经济发展硕果累累。数字经济也将成为2021年经济社会发展的重要主题。对于数字经济的发展趋势,笔者认为,数字经济将推动全社会的数字化转型,要从数据角度寻找中国的新核心资产,关注互联网平台型公司、线上消费新品牌、转型的传统消费品牌及医疗消费创新等方向。

## 科创行业持续向好

站在当前时点,笔者对中国科技创新行业和科创板发展趋势持乐观态度。

具体来看,首先,是科技行业本身,过去两年自上而下的顶层规划在逐步落地,实体经济层面在关键性、原创性的技术环节上取得良好突破,能够获得一定的市场基础。不仅仅是传统的芯片行业,还包括高端装备、技术软件以及一些核心材料都有显著进展。其次,科技创新产业出现了较好迹象,尤其是在需求端,因为疫情的关系,很多海外订单正在逐步回到中国制造业的企业。海外需求和国内需求正在同步恢复,这有利于整个行业的发展。

金融市场其实就是实体经济的镜像和映射,金融市场也开始逐步反映出科技行业一些较大的技术突破,以及市场需求端向好迹象。在市场和技术两方面共同拉动下,科创行业在2021年或会呈现欣欣向荣的局面,中国科技创新行业和双板的发展趋势也将持续向好。

## 科创主题投资两条主线

对于2021年科创主题投资机会,需要和实际产业层面的技术突破相结合。笔者将其总结为两点:一是自主创新;二是数字经济。

在自主创新方面,过去两年在科技自主创新政策驱动下,一些关键性、原创性的自主技术创新取得了突破。中国在核心半导体的关键技术节点,如存储芯片、高端计算机芯片等核心环节都有原创产品的诞生,这将带来值得关注的投资机会。同时,随着自上而下内生性的进口替代需求,也拉动很多过去被国外厂商占据的行业,被国内厂商所替代,这部分进口替代也催生出庞大的市场空间,相关企业利用这个契机开始配套一些大型客户,并且这些企业本身的产品也获得长足进步。

在数字经济方面,疫情加速了数字信息的进展,以及各行各业数字化进程的推进。

首先,是数字信息方面的投资机会,2020年在新冠疫情的影响下,百姓的很多线下生活搬到了线上。一方面,是传统经济带来的新兴投资机会,比如直播带货和线上教学。此外,传统信息搬到线上后,电子产品的需求显著提升,如笔记本电脑从去年开始维持快速增长;另一方面,是数字信息行业的投资机会,其中大型互联网平台企业值得关注。如社区团购在过去半年已经显著改变了人们的生活,以及企业端所使用的云计算语音服务,也因为疫情关系得到快速发展。

其次,是和企业端数字化转型相关的投资机会。很多传统企业的转型速度较慢,它自身没有相关的数字化能力,此时一批企业在对外赋能,那么这些对外企业本身以及它所赋能的企业,也会创造出很好的投资机会。

# 市场波动率显著下降 权益基金或成理财首选

□富国稳健策略拟任基金经理 曹文俊

过去两年,公募权益基金大幅跑赢指数,为持有人赚取了丰厚回报。Wind数据显示,2019年,偏股混合型基金指数上涨45.02%,2020年上涨55.91%,两年收益实现翻番,而全部A股的涨幅中位数仅为21%。

实际上,“炒股不如买基金”的情况自2016年就已经开始。以中证1000指数为代表的中小盘股票,持续跑输公募基金收益率,2016年至2018年跌幅巨大,而2019年至2020年涨幅偏小。“炒股不如买基金”背后的深层次原因在于:其一,2015年牛市带来的中小市值股票估值泡沫通过时间逐步消化;其二,注册制的推出使得小市值股票“壳价值”不复存在;其三,公募基金和外资机构等长期资金不断增长,使得之前相对低估的白马蓝筹股估值水平得以修复,甚至出现一定的稳定性溢价。

当前A股市场机构投资者相对于个人投资者的竞争优势与日俱增,收益率的领先优势也越拉越大。随着资本市场的快速发展和充分竞争,机构投资者的研究力量持续增长,现场调研、电话访谈、产业链专家印证各种手段多管齐下,对于新兴商业模式、新兴科技领域的投资机会能够快速把握。而随着A股上市公司数量不断增加,个人投资者单枪匹马、研究领域狭窄,或许在单一个股上能够把握一些机会,但长远来看,和机构投资者团队作战的研究能力相比依然相去甚远。因此,机构投资者长期相较于个人投资者的超额回报



并不是偶然,随着时间推移,这种马太效应会越来越显著。

公募权益基金的赚钱效应吸引个人投资者资金不断申购,成为市场最核心的增量资金来源。公募基金的研究能力,也为新兴产业领域公司提供定价依据,扩大直接融资比例,促进产业结构升级和转型。这正是监管部门积极引导证券市场发展的正确方向,既促进新兴产业市场化定价机制形成、满足融资需求,又使得个人投资者有机会充分分享到经济转型、产

业结构升级的丰硕成果。公募基金投资具备门槛低、流动性强,以及相对较低的管理费用等优势,是连接个人投资者与新兴产业最合适的投资渠道之一。

回顾过去几年投资理财环境变化,从“房住不炒”的一再坚持到P2P产品的清理、信托类产品萎缩,再到银行理财产品净值化、产品收益率日趋下降,“简单”的投资产品越来越难找到,这也是权益基金重新受到投资者关注的一个重要原因。回溯历史,权益基金的年化回报率超过10%,高于大多数投资工具,但由于以往A股市场波动率大,投资者的“持基”体验不佳。然而,随着机构投资者占比的不断提升,以及杠杆资金的严格受限,市场波动率显著下降,这也是A股市场走向成熟化的标志。

经历了过去两年市场较大幅度的上涨,股票市场估值重心有明显提升,加之2021年面临流动性从极度宽松回归正常化的过程,选股难度也因此显著提升。投资者应当理性预期权益市场的回报率,而非简单将过去两年的收益率线性外推,更要避免盲目追逐热点、追涨杀跌。

A股市场正在经历前所未有的结构性变化,理财市场格局也发生了重大变化。投资者应当对公募权益基金给予更多关注,了解优秀的基金管理公司,跟踪优秀的基金经理,关心他们的从业履历、历史业绩、投资风格等,就像消费者买房买车之前会做大量的案头工作一样,购买基金产品也值得投资者用心花时间研究。未来,公募权益基金或将成为居民理财的中坚力量,相信投资者的用心研究会馈之以更丰厚的回报。