

路博迈基金魏晓雪:

敬畏市场 做情绪稳定的投资者

□本报记者 魏昭宇

走近路博迈基金魏晓雪的工位,中国证券报记者看到桌子上摆放着一幅书法作品,上面写着两个字:不急。

作为第二家在中国展业的新设外商独资公募,路博迈基金近期推出了其首只偏股产品——路博迈中国机遇混合,公司副总经理、权益CIO魏晓雪拟任基金经理。

魏晓雪身上的标签很多:女基金经理、本土机构跳槽到外资公司、公司高管……近期,魏晓雪接受了中国证券报记者的采访,除了与记者分享她的投资理念和投资框架,她还谈到了从业二十年以来对投资工作的深入思考,以及来到外商独资公募工作后的深切感受。

情绪稳定 敬畏市场

“为什么会在桌子上摆上‘不急’二字的书法作品?”记者问。

“我认为投资工作一定要保持情绪的稳定性,只有这样才可以让自己更加理性地做出决断。”魏晓雪笑着对记者说,“慢就是快,别急,一切都可以慢慢来。”

谈到保持情绪稳定的方法,魏晓雪认为,女性专属的思维模式与行为习惯使得女基金经理在情绪管理方面似乎拥有天然优势。“有生物学研究表明,男性和女性的大脑结构和性别激素差异是两性思维模式差异化的主要原因之一,男性更擅长空间思考和单一任务处理,而女性更擅长细节处理和多任务处理。”魏晓雪认为,多任务处理的思维模式是自己情绪较为稳定的重要原因之一。

“我的一天不会只有工作,和闺蜜逛街、养宠物、烹饪美食等等,都是我排遣压力的重要方

式。”魏晓雪说,“在做投资的时候,我认为过分专注很容易陷进去,情绪也较难自控,这时候看问题容易偏离本质,所以我的时间里不能只有工作。”

但情绪的稳定并不意味着麻木,魏晓雪表示,自己始终揣着对市场的敬畏之心。“我对自己的基本面研究胸有成竹,但对市场的表现与反馈永远‘如履薄冰’,因为我认为这个市场还有太多东西需要我学习,尽管我已经从业二十年。”魏晓雪认为,综合来看,作为一名基金经理,有三个特质非常重要:第一,情绪管理能力;第二,对事物认知尽可能客观的能力;第三,容忍和理解波动的能力。

业绩稳健 均衡偏成长

梳理魏晓雪过往管理的产品资料会发现,魏晓雪的研究行业覆盖广泛,是少有的能以全行业视角选股的基金经理之一。

在组合上,魏晓雪格外重视行业和个股的均衡配置,避免持仓过度集中在单一风格、单一行业中,以确保组合收益来源的多样性。虽然分散,但是魏晓雪整体持股的总数并不多,保持在30只左右。根据基金定期报告,其投资涉猎遍布大消费、大健康、大科技、大制造甚至是一部分周期行业。

和情绪上“不着急”的特点类似,魏晓雪的产品业绩也表现出长期稳健的特征。无论是业绩锐度还是回撤控制,都处于行业中上游水平。海通证券数据显示,从近三年、近五年和近七年来看,魏晓雪产品的区间收益均位于同类产品前30%,年化波动均位于同类产品中游。

谈到新发产品的投资风格,魏晓雪表示,会继续坚持均衡偏成长的投资风格,自上而下与自下而上相结合。“相比于行业机会,我更看重



产业周期的内部逻辑。在个股选择层面,产业趋势、商业模式、管理者品行等都是我的重要分析因素。”魏晓雪表示。

一位本土公募出身的基金经理跳槽到外商独资公募后是否会有不适应?针对这一问题,魏晓雪表示,由于路博迈本土化策略执行非常彻底,股东隔离机制也很完善,因此投研体系和框架与自己在本土公募时没有太大差异。“而且路博迈典范式的公司文化、集团独特的员工持股架构等能够让我去做更本质、更纯粹的投资。”魏晓雪表示,“路博迈集团的研究成果也能让我在投资的过程中拥有更多元的视角,例如国际认可的ESG研究能力等。总而言之,这是

一个我认为非常适合做投资的地方,我愿意在这里实践我的投资理念。”

看好市场四大方向

谈到新发产品的布局重点,魏晓雪表示,会重点关注科技创新、高端制造、消费、弱美元周期这四大方向。

科技创新方面,魏晓雪表示,大模型是不可忽视的重要生产力。“尽管短期来看,中国在大模型搭建方面不一定有非常强的优势,但中国的AI应用场景非常丰富,如果能在ChatGPT的基础之上,做一些应用场景的拓展,我认为未来会有更多成果涌现。”

高端制造方面,魏晓雪重点提到了半导体、新能源等领域的投资机会。“数字经济的应用推广将对半导体的去库存周期带来基本面改善,我们认为下半年有望看到这方面的投资机会。”魏晓雪表示,“新能源方面,前期的阶段性回调反而为这一板块带来了更多中长期投资机会,目前很多具有全球竞争力的龙头企业已经具备较高的估值性价比。”

消费方面,魏晓雪特别提到了出行、医药等板块的投资机会,尤其是中药和院内医疗复苏两个细分领域。“对于中药领域,首先,批发性量的提升体现国家支持中药行业发展;其次,中药行业近期创新较多;再次,政策相对友好,集采的影响相对友好;最后,这一板块估值不算太贵。”魏晓雪说道。

弱美元周期方面,魏晓雪表示,目前人民币资产(包括股市)在全球大类资产配置中处于估值洼地。未来随着世界供需格局的重构,中国具备非常强大的优势和潜力。通过观察制造业公司当下和未来的发展,未来将会看到很多制造业公司在出海、产能逐渐外移的过程中受益。

广发言 | 以时间的名义

广发基金王瑞冬:医药研究的独特性 在供需关系之外

供需关系是最基本的经济学规律,也是行业研究和投资中最重要的平衡关系。但医药行业在供需关系上有其特殊性,即除了供给、需求,还存在第三方——支付。正是这个特殊的第三方的存在,让医药行业的研究逻辑与其它行业相比有其独特性,同时未来具备潜力的投资方向也随之受到影响。

从需求来看,人口老龄化,人均GDP往上走,预计很长一段时间内医疗卫生支出增速会快于GDP的增速。供给方面,医药行业在技术层面还有很大的进步空间,并且未来十年工程师的红利和创新有望带来微笑曲线最右端部分的绝佳投资机会。同时,考虑到“支付”端的约束条件,医药部分子行业和个股的表现预计会优于“总盘子”。

特殊的三方关系: 长期需求和支付端天然存在矛盾

众所周知,大部分行业的研究只需要考虑供给和需求两个因素。但对医药而言,除了提供商品和服务的药企,提供需求的消费者,还存在一个第三方——既可以是国家医保,也可以是商业保险,它将C端分散的购买力集中起来,与供给端进行议价。因此,对于医药行业的研究,需要考虑供给、需求、支付的三方关系,而支付端的存在,会直接影响到企业的商业模式。

首先,从需求来看,人口结构周期决定了我们正在经历一个老龄化的过程,对应的长期需求会有一个持续稳定的增长。

从人口周期的变化可以看到,我国在1962-1970年和1987-1990年有两波新生儿高峰,年出生人口数量在2200万人以上。2020年开始后的20年是60后逐步步入退休阶段的20年,而人一生绝大部分的医疗需求都发生在生命的后20年中。这决定了我国医疗端的需求会有一个非常长的向上期。事实上,卫健委公布的医院门诊量、手术量保持着稳定的向上趋势,即便是在2008年金融危机时,国内医院的门诊量和手术量也保持着正增长。

换言之,医药行业可以不必花费大量精力去研究需求端,因为需求端从长期看是相对稳定增长的,和宏观经济的关联性相对较弱,确定性比较高。最近十年,国内医药行业竞争力在快速提升,从人力成本的优势,逐渐升级为产业链集群的效率优势,最终逐渐上升为技术上的领先。随着一批创新药、创新医疗器械的上市,部分国内企业开始赚取微笑曲线最右端的利润,而最右端部分的ROE非常高,能支撑比较大的公司,预计未来会涌现不少投资机会。那么,特殊的影响因素——支付端又将如何影响行业呢?



广发基金价值投资部基金经理 王瑞冬

医药行业很容易产生信息不对称,医疗保险相当于一个集合了C端购买力的第三方,向供给端进行议价和制衡。所以,不同于其他行业的供需关系变化,在医药中经常需要额外增加支付方的考量,并且大部分产品的支付方是医保——这是医药行业特殊的地方。因此,医药行业也是一个对政策比较敏感的行业。

特殊的三方关系,造就了特殊的关系分析模式。其中最为主要的一点是医药行业长期需求和支付端天然存在矛盾。一方面,医保资金来源于劳动人口,参保人数到达瓶颈后,医保长期收入增长可能会趋近于人均收入增长的水平,近似GDP增速;另一方面,我们在2030-2040年进入深度老龄化,即60、70后全部进入70-80岁,国家医保需要覆盖越来越多的需求。而我国绝大部分药品、医疗器械、医疗服务都是医保覆盖的,这意味着大部分产品价格螺旋式下降是常态。

行业或将低速增长 以结构性机会为主

在上述背景下,未来医药行业的投资逻辑会如何演变?我们认为,行业总体增速不会特别快,未来以子行业和个股的结构性机会为主。

我们先来看日本的“前车之鉴”。从历史数据看,日本医药行业绝大部分产品诞生之初就被纳入医保,医保大约两年

议价谈判一次,基本每两年产品就降一次价,平均降幅中枢为-5%。自1993至2014年,日本药品市场在21年间累计增长29%,即年化增长率是千分之四,几乎没有成长性,行业整体机会一般,但剔除每两年5%的价格降幅,可以推算出量的增长大约在3%,这个量的增速仍高于很多行业。

因此,在上述时间段内,日本医药行业指数的涨幅仍然强于日经225指数,走出独立行情的个股不少,比如最近10年,日本有不少创新药企业实现了创新药的国际化授权,涌现一批涨幅达5-10倍的千亿美元公司。

对照产业发展环境来看,中国医药行业的演变及其投资逻辑跟日本或有相似之处。

从行业整体来看,2013年之前的十年是医保广覆盖的十年,医保筹资增速、支出增速大约在20%左右。但2015年后已经逐渐下降到10%以内,长期行业的增速可能会略快于GDP增速水平,但预计长期维持在两位数比较难。我们分析,中国医保支付总体增速长期可能维持在5%-10%之间,但行业新的发展趋势在不断形成,也将孕育丰富的投资机会。

首先,创新和国际化成为行业发展的双引擎,国内医药企业创新升级正不断加快,创新产品针对的是未被满足的需求,自然会有一个较高的定价,虽然在国内最终也会面对医保的谈判降价,但相比仿制药的降幅要缓和很多。国际化是指医药企业通过成本领先或者产品创新参与全球竞争。其中成本领先是中国企业比较擅长的,而在创新驱动这个方向上,这两年也有很多突破,很多创新药向海外大企业授权,获得上亿美金的首付。我们仍以日本为例,日本的GDP相当于中国广东省的2-2.5倍,人口相当于广东省的1.5倍。这样的经济体诞生了一批千亿市值的医药公司,其中大部分是医疗器械和创新药企业。这些公司市值做大的驱动因素主要来自创新和国际化。

其次,医药是一个大而全的行业,除了耳熟能详的白马龙头,行业内部其实还有很多长尾赛道的“冠军”。这些赛道受限于行业本身的容量,未必能支撑很大市值(比如大于千亿)的企业,但会有很多小而美的行业龙头,拉长看也会有不错的收益。这得益于我们有很大的本国市场,可以支撑很多细分行业比较大的利润体量。比如日本一年的新生儿只有80万,本土疫苗临床试验很难做,很少有做儿童疫苗的本土本土上市公司。但中国在这个细分领域有很多上市公司,因为我们的新生儿数量是日本的10倍以上。类似的长尾行业还有很多,比如偏消费属性的保健品、制药上游的关键试剂耗材、管制类药物,甚至宠物医疗等。

目前,申万医药指数在三级行业维度可以细分为十六个左右的子行业,如化药、中药、生物制品、医疗设备、医疗耗材、医药流通、连锁药店、医院等。以最大的细分行业——药品市场为例,其大约有1.5万亿的市场规模,假设每年增长7%,大约对应1000亿的增量,但从内部去看,有的企业可能是下滑的,有的企业增长可能高达30%。我们要做的,就是在

一个整体增速稳定但没那么快的市场中,寻找相对增长较快的企业。

一条底层逻辑 三个细分方向

基于医药行业的结构化,我们认为未来价格压力小的细分方向值得挖掘。从医药行业的30多个细分行业来看,约有10-15个方向不受政策压力,包括医药研发外包、上游仪器和耗材、宠物医疗、科研试剂、保健品、品牌OTC药品、低渗透率的创新药等,这些行业都是充分享受量变的逻辑。

具体来看,我们认为有三个细分方向值得关注:

第一类是制药上游供应链,包括制药装备、药用辅料、药用包材,或者科研端仪器、试剂的公司,它们的下游是药企或高校研发端,不是医保,而没有降价的压力。

第二类是非医保支付消费属性产品,比如保健品、品牌OTC药品。如果企业能做出品牌,形成口碑,差异化竞争,中长期有望保持相对稳定的增长。

第三类是具有国际化优势的公司,受国内政策影响较小。过去20年,医药行业处于产业升级的过程:2001-2010年国内企业在全球供应链扮演的角色是提供利润率最低的维生素、原料药,到了2011-2020年我们已经可以将超声、PET-CT这样的影像设备出口到海外。2021年后,我们有一批创新药开始向海外授权,中国企业在不断的获取微笑曲线右侧的利润。

具体到个股选择环节,我们会重点关注“三低长尾行业龙头”。其中,“三低”是指政策敏感度低、持仓拥挤度低、估值低,即估值分位数比较低或者是绝对估值比较低,满足其中一个要求即可。除了“三低”标准外,我还希望所选企业是细分领域的行业龙头,这种公司的市值体量也许不是很大,但其属于细分赛道竞争优势突出的龙头企业,增长确定性比较高。我们希望选一批这样的细分行业龙头,通过企业的稳定成长来获取Alpha。

总体来说,医药行业是一个受益于老龄化的行业,需求端好于大部分消费品。作为子行业丰富的板块,医药中有不少细分方向不受医保政策的影响,比如偏消费类的产品和服务、科研和工业的上游试剂/耗材、研发外包产业链等,这些方向长期可以享受需求端的增长而不用担心价格的压力,有不少结构性机会可以挖掘。

基金经理简介:王瑞冬,11年证券从业经历,3年投资管理经验,现任广发基金价值投资部基金经理,管理广发均衡价值、广发稳健回报、广发核心竞争力。曾任中国人寿资产管理公司医药研究员、广发基金医药行业研究员。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法,本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎。)