

景顺长城基金乔海英：

追求均衡型配置 看好医药出海投资机会

□本报记者 张韵

近年来,医药板块的行情和调整备受关注。历经约四年的调整后,医药板块行情将如何演绎?该板块是否将迎来投资的机会?

近日,选择逆势发行医疗主题基金的景顺长城基金经理乔海英在接受中国证券报记者专访时表示,医药板块已经经历了相当长时间的调整,中期维度看,该板块估值调整已经较为充分,2025年或是能够看到行业预期开始修复的一年。

展望后市,她认为,在医药板块投资中,结构性机会的把握可能仍占据主导地位。能通过创新实现供给创造需求的领域,如创新药和创新医疗器械;以及医药出海产业链等能够吸引支付端增量资金的领域,是其较为看好的投资方向。

新基金更聚焦成长风格

中国证券报:2024年,医疗主题的主被动基金普遍跌超20%,投资者情绪普遍悲观,您为何选择此时新发医疗主题基金?

乔海英:我们对医药板块的后续行情持乐观态度。2025年或是医药板块预期修复的一年。从中期维度来看,医药行业的估值调整已经较为充分,企业的经营信心和投资者信心都在修复。这也是我们选择此时逆势发行医疗主题基金的主要原因。

具体来看,对商业健康险和支付端改革的探讨有助于修复市场对医药行业的悲观情绪。2025年,很多研发型公司在多年的创新投入后,或将逐渐迎来收获期。随着国内创新品种出海合作不断深化,持续约四年的医药创新板块估值下杀也有望扭转,企业创新能力的提升有望赢得市场正视。过去两年,本该呈现经营韧性的医药板块因行业整顿等因素影响了业绩释放,但医疗需求

持续增长,竞争壁垒高的优质公司的经营业绩或将迎来修复甚至加速增长。

中国证券报:您此前的在管基金里已经有一只医疗主题基金了,此次新发的景顺长城医疗产业股票基金和此前的景顺长城医疗健康混合基金在定位上有什么不同呢?

乔海英:首先,这只新基金是发起式基金,在这个时间点上选择发起式基金,是希望能和投资人风险共担利益共享,传递一些投资信心。其次,新基金在投资上会更偏成长风格,配置上更倾向于优质成长和高壁垒两类标的,对高估值具有一定的容忍度。

不变的是,在这2只医疗主题基金的投资中,我们都希望能顺应产业趋势寻找优质个股,从基本面出发,在细分领域上适度分散,不追细分赛道的轮动行情,专注挖掘细分领域里面更具成长性的标的。

乔海英,曾任博时基金医药研究员,民生加银基金医药研究员,平安基金医药研究员、基金经理,东方阿尔法基金公募投资部副总监、基金经理、投委会成员。2023年12月加入景顺长城基金,2024年6月起担任股票投资部基金经理。

偏好细分赛道均衡配置

中国证券报:您刚刚提到,您的投资更偏好细分领域做适度分散布局,不押注细分赛道的轮动行情。可以再详细介绍一下您的投资框架和买卖决策逻辑吗?

乔海英:我希望投资组合能够有持续的超额收益,更偏好自下而上的个股阿尔法(超额收益)挖掘。当然,这依赖于自上而下产业趋势判断。在对个股挖掘的过程中,可持续性的投资不应执着于追求牛股,寄希望于一两只牛股带动组合收益是难以复制的。因此,我会更淡化对短期市场波动的追逐,不押注细分赛道的轮动,也不试图赚取短期交易的钱,而是思考哪些东西是可以长期把握的。

在投资框架上,我是一个偏均衡型的基金经理,倾向于在医药各个细分赛道均衡配置。不同细分赛道可以相互对冲风险,通过分散投资,组合只承担整个医药行业的贝塔(整体波动),而不承担细分领域的贝塔。基于此,再去每个细分赛道里做个股阿尔法的挖掘。如果能在每个细分领域中都做出阿尔法,那整个组合的阿尔法确定性会更高。由于较少承担细分赛道下注的风险,组合整体性价比也会更高。

中国证券报:您提到医药投资更偏好在各个细分赛道分散投资,那您是如何划分医药这个大行业的细分赛道呢?众多细分赛道都投资的情况下,如何分配仓位?

乔海英:确实,在这个投资框架下,细分赛道如何划分很关键。从整体上来讲,传统意义上的分类可以按照二级、三级子行业区分。但也可以按照不同的属性划分,比如细分为创新属性赛道、周期属性赛道,偏成长赛道、偏稳健赛道等。我们倾向于认为,医药行业市场足够大,投资标的足够多,不一定非要严格按照子行业划分细分市场,而是可以按照投资属性归类。

在配置上,区别于被动基金,主动管理产品胜在基金经理的自主性更高。因此,对于细分赛道投资仓位不会设置太硬性的指标约束,更多是对投资风险的软约束,时刻提醒自己不要太倚重某一个方向。例如,可能会按照子行业、公司市值、持仓久期等多个维度去分析组合的分布情况。

具体到操作上,会在完成自下而上选股后,通过分析组合的细分赛道权重情况,进一步优化调整仓位,最终实现细分赛道投资比例上的均衡配置。

中国证券报:可以详细介绍一下您在自下而上挖掘个股阿尔法时的具体做法吗?

乔海英:在个股挖掘上,我主要依托对竞争壁垒和安全边际的分析,通常根据成长性、确定性、估值匹配度三个维度进行买卖决策。

所谓的成长性,主要是指公司利润的成长性,对于那些经营商业

化品种为主的医药公司,如果未来三年净利润能够实现翻倍或以上的增长,即年化增速远高于行业增速,则可以被视作具有高利润成长性的标的;至于尚未实现商业化的公司,我会通过未来估值的贴现进行研判,若未来几年估值年化增速超过行业增速较大幅度,同样属于高成长性标的。

确定性更多是依托于对业绩兑现度和竞争壁垒持续性的分析,即预判未来利润增速的兑现概率有多大,公司所具有的竞争壁垒有多大可能在未来持续存在,概率越高则意味着投资的确性越大。需要注意的是,确定性的时间维度是要和持仓久期匹配的。比如,预判某企业竞争壁垒在未来一年内不会被打破,那相应的持仓也应该基于一年维度来操作。

在估值匹配度方面,我认为更可靠的是用DCF(现金流折现法)判断。把投资标的分为已实现产品商业化和尚未实现商业化进行分析,对于前者,估值更多通过PE(市盈率)、PS(市销率)判断;对于后者,企业价值的变化可能是非线性的,除现金流折现法之外,PB(市净率)可以用来评估估值向下的安全边际,而商业化兑现的概率与市占率、折现率等都会影响估值向上的成长空间。我认为,估值是一个相对的概念,更多是在同类型标的中做取舍,去做动态性价比的高低切换。

把握结构性机会

中国证券报:医药板块在经历了几年的下跌后,现在很多投资者对医药投资较为悲观。展望后市,您如何看待医药板块的投资价值?

乔海英:我们对后续的医药板块行情是偏乐观的。医药行业经过四年的调整,从中期维度看,估值已调整充分,企业的经营信心和投资者信心都在修复。展望后市的医药板块投资,把握结构性机会可能仍是选股的重点。

中国证券报:可以具体谈谈您看好哪些医药领域的结构性机会吗?

乔海英:我可能更偏好选择能通过创新实现供给创造需求的领域,例如创新药械。此外,医药出海产业链等增量市场也是我们2025年比较看好的投资方向。

出海可能是医药行业支付端增量资金的一个重要来源。出海包括不同形式和不同产品的出海,独立出海或者与合作方一起出海等,其最主要的逻辑是可以跳脱于国内市场,分享新的市场收入来源,为公司营收带来增量。

而且,近年来,国内医药企业出海的附加值也有了较大提升。例如,逐渐从过去单纯的原料药出海,演变为制剂品种出海;从过去的低值耗材出海变成高端医疗器械出海;从创新药产业链过去以CRO(临床研究外包)、CDMO(研发和生产外包)形式出海为主,到现在很多创新药以BD(商务拓展,意为与其他企业联合进行研发或者销售)形式出海……这些对应到上市公司的报表

上面都是收入和盈利质量的重要变化,是竞争力提升、分享产业链价值提升的体现。

我们认为,谁能率先在海外赢得增量业绩,谁就能率先突破既往以国内业务为主的估值体系。海外市场是大有可为的,也更能体现企业的竞争力,我判断市场对此类标的的估值容忍度也会更高。

中国证券报:业内通常认为,创新药存在研发周期长、失败风险高的情况。在创新药企业投资上,您更偏好哪个阶段进场?

乔海英:我更倾向于把创新药标的划分为两类:一类是临近商业化阶段的标的,比如公司拥有在国内已经做到三期临床研究的项目,或者产品已经获批并在准备商业化;另一类是初创企业,这类企业的特点是在产品线布局上可能具有“人无我有,人有我优,人优我快”的特点,但是可能临床研究尚处于早期阶段。

我们认为,前一类标的投资胜率较高,因为对于临床反馈、商业化进展我们都是可以跟踪的,可验证性较高。从资金容量和投资波动性角度来说,这也是我们更为偏好的投资阶段;后一类标的里,如果企业的投入成本足够低、研发效率足够高,对靶点的研究和药物筛选有优势,这其中的投资回报往往也是相当丰厚的,即赔率较高。但这类标的我们会从管理风险的角度控制总体仓位和分散持仓,毕竟热门靶点、新靶点的突破并不是常有的,是存在很大不确定性的,这类投资标的是可遇不可求的。

