

华商基金张明昕：

# 紧跟时代边际变化 深耕产业趋势景气投资

□本报记者 王宇露

“任何大的产业趋势，一定起源于主题，终结于价值。而真正的产业投资必须契合彼时最大的时代背景，其中的边际变化往往酝酿着最大的投资机会。”华商基金权益投资副总监、华商致远回报混合拟任基金经理张明昕近日接受中国证券报记者采访时表示。

多年的一线投研经历使张明昕深刻体会到，长期稳定的投资范式并不存在，任何一种策略一定要深刻分析背后的经济社会及市场背景，因时而异、因势而异，保持谦虚、敬畏市场，不断地迭代和进化才能长期存活于这个市场。

## 聚焦成长价值，寻找产业“星辰大海”

“能够被广泛认可的投资机会，一定具备鲜明的时代背景，是那一个时期经济社会发展最重要的任务和最主要的特征。”张明昕表示，回顾中国资本市场三十多年的历程，时代的变迁带来过很多系统性的投资机会：2005年的工业化城镇化行情，智能手机发布后开启的2015年移动互联网创新浪潮，2016年到2017年供给侧改革带来的周期股猛涨，2019年到2021年消费升级潮流带来的核心资产“狂飙”，2020年到2022年碳中和背景下波澜壮阔的新能源行情，再到2022年底GPT-3.5发布至今引发的AI浪潮。从近年来张明昕的投资来看，正是基于对时代经济产业背景变迁的敏锐感知，才系统把握住了5G、新能源、AI、人形机器人等多领域的投资机遇。

在多年的市场历练中，张明昕形成了一套系统而务实的投资方法论。他将投资价值划分为三个维度：深度价值、成长价值和博弈价值。他的投资风格更侧重成长价值，专注于行业和企业高速发展阶段带来的投资机会。

其成长价值投资理念，源自于对产业周期的深刻洞察和精准把握。他将产业周期划分为

三个阶段：0到1的突破阶段、1到10的景气成长阶段以及10到N的成熟阶段。不同发展阶段，投资的侧重点也有所区别：对于0到1的初创期，他更关注技术突破的可能性，重点评估产业实现从无到有的概率；对于1到10的成长期，则着重跟踪基本面的兑现情况，观察业绩能否持续验证预期。这两个阶段也是他重点深耕的领域。

在投资框架上，张明昕构建了一个自上而下与自下而上相结合的完整体系。自上而下，他从宏观视角出发，把握时代发展的大趋势和政策导向，通过系统的行业比较，筛选出具有战略意义和广阔前景的产业方向。自下而上，则深入产业链上下游，挖掘景气度持续向上的关键环节，寻找那些在产业周期中处于关键位置、具有核心竞争力和成长潜力的公司。总结来说，就是“基于产业趋势的景气投资”。

“变化是资本市场的永恒主题。A股投资的困难之处，恰恰在于长期稳定的框架可能并不存在，任何一个成功的投资范式都有其适应的时代历史背景与特定环境。”张明昕深有感触地说，“大多所谓的价值投资其实不是交易绝对价值自身，而是在交易边际价值的变化方向，但这种交易成功的前提在于对市场及公司有明确的价值判断，进而形成‘认知锚’，在此基础上根据各类边际信息修正判断。这需要对产业有深入而持续的研究，才能避免被市场情绪左右，否则很容易陷入追涨杀跌的困境。这种认知能力也是区分基金经理投资能力的核心所在。”

## “顺大势逆小势”

“投资的基石一定要稳固，构建投资组合一定是基于可分析、可跟踪、可预测的东西，这是控制风险最重要的方式。”张明昕强调。

在张明昕看来，风险控制的核心在于两点：一是坚守价值底线，即具备安全边际，这是构建投资组合的前提，而安全边际不完全等同于低



估值，合理的股价位置和确定的产业趋势是更重要的安全边际；二是强调投资的把控性，每一笔交易都必须建立在坚实的投资基石上，可以是基于政策导向、消息面，或是基于产业趋势、基本面改善、估值吸引力等，但任何投资决策都要回归投资的本质，确保逻辑的稳固性和可验证性。

张明昕尽量避免通过大规模仓位调整来应对市场波动，这种操作往往会导致追涨杀跌，在他看来，关键时点市场风格和行业的选择比仓位更重要。在经历过多次市场调整后，他形成了“顺大势逆小势”的投资纪律——顺应大的时代背景主线，当产业趋势确立时，敢于在市场恐慌时加仓；当估值脱离地心引力时，又能保持清醒离场。

面对市场波动，张明昕始终保持冷静判断。他认为，短期的市场调整往往是检验投资逻辑的好时机，“真正优质的成长股会在市场恢复时率先反弹，而且涨幅往往会超出预期”。这种定力使他在2021年核心资产泡沫破裂前及时转

向新能源，又在2023年AI概念狂热时精准切换到算力等能兑现业绩的板块。

## 回归专业主义，积极把握结构性机会

5月23日，首批26只新型浮动费率基金获批，华商致远回报混合位列其中。根据公告，华商致远回报混合将于7月1日开始发行，张明昕拟任基金经理。

谈及新型浮动费率基金，张明昕眼中闪现出理想主义者的光芒。“这提醒着我们恪守‘受人之托、忠人之事’的信义义务和为投资者创造价值的目标。”他表示。曾在绝对收益领域历练的他，将浮动费率视为对专业主义的召唤。在他看来，费率改革将有利于机构更加聚焦创造超额收益的能力，更好地实现管理人与投资者利益的绑定，推动资产管理行业回归本源。

展望后市，张明昕认为当前市场已经出现了一系列积极变化。政策面的持续发力有效降低了系统性风险，经济数据出现积极信号，横空出世的DeepSeek在全球引发大模型平权浪潮，整个社会的信心显著回升，科技创新正在成为全社会的广泛共识，这些都为资本市场奠定了良好的发展基础。

“中国资产的价值重估进程才刚刚开始。”张明昕表示，随着经济结构转型升级的持续推进，资本市场将涌现出更多具有长期投资价值的标的。在具体的行业选择上，立足于行业景气的观察维度，从产业进展等角度来看，张明昕认为“AI+万物”就是这个时代最大的历史潮流，AI产业的发展可能有波峰波谷，但产业趋势已不可逆转。预计未来一段时间AI及其衍生的自动驾驶、人形机器人等领域仍为核心方向。此外，新的经济发展时期和人口结构背景下的新消费、政策大力支持下自身发展取得巨大进展的创新药、基本面向上的军贸军工等板块，或也将有系统性的投资机会。

湘财基金张泉：

# 锚定可兑现业绩的成长阶段 践行医药行业基本面投资

□本报记者 王鹤静

在过往十余年的制造业以及医药投研经历中，湘财医药健康基金经理张泉一路以来接触了很多勤奋、踏实、埋头苦干的企业家；耳濡目染下，培养了他更偏向于风格稳健和强调业绩兑现的投资“审美”。虽然管理的是偏成长类的医药主题基金，但在追求成长性的同时，张泉对于回撤也有着严格的把控。

站在当前位置，张泉将目光投向了具备存量市场整合和新兴需求崛起机会的原料药、器械耗材、CDMO等医药先进制造企业。在他看来，很多细分赛道的龙头公司在各自擅长的领域已初步具备全球竞争优势，这类细分龙头有望在未来几年迎来不错的成长期，这将是 he 接下来重点挖掘和配置的方向。

## 挖掘最好成长阶段

在加入公募基金行业之前，张泉曾经有过制造业以及卖方研究的从业经历。现在回过头来看，张泉感慨道，让自己印象最深刻的，就是那些踏踏实实、把公司做大做强的制造业公司。

“医药是一条很宽广的大赛道，既有科技属性很强的创新药械、AI医疗等公司，也有以先进制造为内核的传统药械、原料药、CDMO等公司，还有消费类的院外中药、医疗服务等公司，在投资过程中有很多主题机会。但是一路走来，给我带来更多正反馈的，还是那些踏踏实实创造业绩的公司。所以，我希望能够找到并陪伴一个公司走过最好的成长阶段，享受成长过程中估值和利润增长双击带来的投资机会。”相比急涨急跌的主题投资或者赛道投资，张泉显然更倾向于公司能够兑现利润且利润能够支撑股价上涨的基本面投资范式。



如何兼顾相对较低的买点和业绩可预期的未来，张泉提供了一个可行的思路：当一家公司走完第一增长曲线，第二增长曲线还未兑现，并且已经投入较多资源的时候，这家公司可能会进入一段时间的蛰伏期，叠加资本市场表现较弱，估值和业绩可能都会处于底部位置，这时买入持有并等待新一轮的业绩成长，可能就是一次好的机会。

从做卖方研究开始，张泉的工作就是去了解行业周期、细分赛道景气度以及各家公司的发展阶段，对产业本身的景气度、上下游产业链的竞争格局、公司业务的增长阶段、企业管理运营效率等多个维度进行细致的跟踪。正是这些研究的积累，支撑着张泉挖掘出那些阶段性处于蛰伏期但后续能够兑现业绩成长的公司。如果公司经营周期向上，行业景气度向上，再叠加资本市场周期向上以及流动性支持，这就是可遇而不可求的投资机会。

当看到有较强确定性的投资机会时，张泉坦言自己是敢去出手的。他更加强调在适度分散的基础上，重仓配置自己深度研究过的标的。当然，如果市场阶段性给出基于未来的合理定价，他也会选择果断卖出、兑现盈利。

## 聚焦产业升级阶段的医药先进制造企业

经过持续的市场跟踪，张泉发现，国内的医药制造企业，尤其是很多细分赛道的龙头公司，在各自擅长的领域已经初步具备了全球竞争优势。在行业整合和新需求释放的大背景下，这类细分龙头有望在未来几年迎来一段不错的成长期。

“虽然出海也有关税等因素的持续扰动，但是一大批中国医药制造业企业已经初步具备了全球竞争优势，在行业存量市场整合和新需求持续释放的情况下，未来几年很多公司或将迎来业绩的高增长期，这也是我后续更偏重挖掘的方向。”张泉表示。

相比其他制造行业，张泉介绍，医药制造行业比较特殊。以原料药行业为例，由于药品有生命周期，新产品的不断迭代会催生持续不断的新机会。此外，与普通制造业相比，极高的合规成本和注册壁垒也让头部企业拥有了普通制造业龙头不具备的护城河。虽然部分成熟品种因充分竞争使得利润率水平类似于传统制造业，但在新品和合规壁垒的加持下，长期来看，整个行业的毛利率和净利率水平要优于普通制造业。

“目前中国的原料药企业不仅能做老品种，还有能力第一时间切入到新品种的供应上，具备非常多的新业务增长点，既包括‘专利悬崖’的仿制争夺，也包括给原研企业做CMO、CDMO，甚至通过制剂一体化开拓市场等。”过去几年，张泉注意到，这些公司普遍都进行了大量

的产能建设和研发投入，为未来的新产品放量做好了充分的准备。

张泉测算表示，当前无论是原料药、器械耗材还是CDMO等医药制造赛道的公司，产能投建周期已经基本结束。同时，随着老产品的行业整合结束和新需求的不断涌现，在新订单、新客户的拉动下，这些公司有望迎来经营效率的持续提升以及新一轮的利润爆发式增长。

## 创新药产业利润兑现尚需时日

对于今年行情迅速爆发的创新药板块，张泉坦言，由于投资范式匹配度等原因，他并没有过多参与，创新药距离产业真正的全面利润兑现还需要一段时间。

一方面，此前A股创新药标的相对稀缺，所以市场一直给予一定的溢价，相对较高的估值导致投资性价比不足；另一方面，创新药企业要想大规模兑现利润，即药品在海外真正上市且达到预测销售峰值，还有很长的路要走，较大的不确定性不太符合自己的投资框架。

“但是单纯把这轮创新药行情定义为主题炒作，我也是不认可的。因为行业基本面的确出现了积极的变化，很多创新药企业真金白银地拿到了海外大药企的首付款，这是中国创新被全球认可过程中的一次价值重估。”张泉解释道。

不只是首付款，后续随着临床阶段持续推进，这些创新药企业还能持续兑现“里程碑”付款，有些进展顺利并上市的药品销售峰值可能还会超出现在的预期。张泉认为，随着我国创新药行业持续发展，未来还会有更多更好的机会值得参与其中，“创新药无疑是未来医药行业最为重要的发展方向之一，我也将继续提升自己在创新药领域的产业认知和研究深度，捕捉其中真正具备价值的投资机会”。