

广发基金王瑞冬：

挖掘创新药阿尔法机会 CXO业绩能见度占优

□本报记者 万宇

随着科技赛道出现调整，部分资金转而寻找估值合理、基本面边际明显改善的行业。医药板块历经长期调整，叠加创新药出海、产业基本面持续回暖等因素，契合资金对确定性和估值安全垫的双重需求。

Wind数据显示，6月10日至8月25日区间，中证医药指数区间涨幅15.14%，创新药30指数和CXO指数区间涨幅分别达到24.39%和56.08%。前瞻布局相关方向的医药主题基金净值持续走高。其中，王瑞冬管理的广发医药精选净值在8月中旬创下历史新高，截至8月25日的近两年回报率为78.23%，相对业绩比较基准的超额收益率为53.82%。

王瑞冬认为，医药行业整体进入平稳增长阶段，以结构性机会为主，预计创新药及其研发产业链仍是核心主线，但不同企业的兑现度会有较大差异，未来相比平铺行业贝塔，个股阿尔法的挖掘会更加重要。此外，该产业链上的研发外包（CXO）细分板块的业绩可跟踪性和能见度更高，板块贝塔属性更强。

前瞻配置两大板块

王瑞冬拥有生物、材料、经济学三大领域复合教育背景。他于2012年入行，先是做了8年的医药行业研究，后于2020年5月开始担任基金经理，陆续接手管理广发均衡价值、广发医药精选等品种，其投资框架以周期视角精选行业，结合估值和盈利质量精选个股。

资料显示，广发医药精选成立于2023年7月6日。彼时，王瑞冬就预判医药行业的总体增速不会特别快，以子行业 and 个股的结构性机会为主。翻看定期报告可以发现，前瞻配置创新药和CXO方向，是广发医药精选近两年获取显著超额收益的核心因素。

2024年，当创新药还处于震荡磨底阶段时，王瑞冬就配置了部分具有国际化逻辑的创新药



标的。进入2025年，王瑞冬敏锐地捕捉到创新药行业的拐点，于当年一季度开始大幅压缩体外诊断、仿制药等仓位，转而增配A股和港股的创新药以及CXO标的。

“我国创新药企业将在研产品向海外跨国药企授权，首付款与里程碑收入兑现，部分产品商业化放量，带动板块估值修复。”王瑞冬在2025年一季度时曾表示。同年二季报显示，广发医药精选持有信达生物、科伦博泰生物-B等创新药标的，还持有创新药研发侧，即供应链上游相关标的。

2025年三季度，医药板块大幅上行，创新药成为主要驱动力，板块处于阶段性高点。王瑞冬一方面减持了部分中小市值品种，重点保留头部大型创新药标的；另一方面，由于观察到了医药研发产业链（包括科研试剂、模式动物、研发外包等）相关需求的回暖，王瑞冬在当年三、四季度逐步围绕创新药研发相关的耗材及服务展

开布局。

“我们观察到，部分研发服务环节的订单价格触底回升；部分环节的关键物料如实验用动物等开始出现短缺和涨价，这些都是景气度向上的证据。”基于以上基本面研判，王瑞冬在去年四季度大幅增加了创新药研发服务链方向的持仓，组合持仓呈现出“创新药+CXO”双主线特征。

Wind数据显示，CXO指数今年以来涨幅超过30%。王瑞冬也顺势加大了CXO全产业链布局，基金二季报显示，CXO已经成为其第一大配置方向。“作为创新药产业链上的‘卖水人’，CXO面临的风险远低于创新药项目本身。企业大多具有持续的现金流、可跟踪的订单趋势、相对线性的盈利预测曲线，企业估值涉及的假设变量相对更少。”王瑞冬表示。

回顾近两年在医药细分领域的调仓思路，王瑞冬总结：“创新和国际化一直是我所管理的基金投资选股最重要的两个方向。随着国内创新药产品竞争力的不断提升、行业配套政策的大力支持，中国医药产业在国际化上找到了自身的突破口。”

CXO复苏可持续

进入下半年，前期表现强势的科技板块快速回调，部分资金流向创新药及CXO方向。站在当前，王瑞冬仍然看好这两大方向的配置价值。

王瑞冬认为，医药行业整体步入平稳增长阶段，更多呈现为结构性机会。消费医疗、器械、医药商业等板块，受个人及医保支付能力制约，仍处于筑底阶段。在此背景下，创新药及其产业链将是核心投资主线。

不过，他也提醒，创新药资产存在兑现周期长、研发不确定性大、现金流非线性等特点，天然波动较高；加之FDA每年批准上市的新药仅40-50种，即便远期乐观预计三成来自中国企业，国内对外授权的单一项目最终在海外上市

实现商业化销售也是低概率事件。因此，创新药企业的兑现度天然面临较大的不确定性，在这种行业背景下，选股至关重要。

具体而言，王瑞冬偏好三类创新药企业：一是管线布局丰富、适应症覆盖广，不高度依赖单一品种的创新药企业，单一项目受挫对企业价值折损有限；二是已经具备一定商业化收入或利润的创新药企业，这类企业拥有自我造血能力，即便部分创新药研发失利，存量业务仍可提供持续现金流，企业价值回撤的风险可控；三是已有部分品种面向海外大药企完成授权的创新药企业，相当于获得了海外成熟企业的专业背书与后端临床开发和商业化销售的资源支持，大幅降低了海外开发的注册风险和销售风险。这三类企业也契合他控制组合风险、不单纯追逐高赔率的投资思路。

对于CXO板块，王瑞冬判断其确定性更强：“板块景气度取决于甲方现金流，作为海外创新药情绪先行指标的XBI已创出新高；同时，国内创新药企业依靠BD合作叠加商业化销售实现自主造血，资本市场温和回暖。”其判断，对比2021年高度依赖资本市场融资的资金来源结构，本轮创新药企业现金流的复苏节奏更加健康，持续性也将更强。

谈及AI给创新药带来的投资机遇，王瑞冬表示，药品研发流程步骤多、周期长，粗略可分为药物设计、药效评价两大环节。从研发费用和时间投入的占比看，前者大约占两成，后者则占八成，是绝对大头。目前，AI参与药品研发更多集中在药物设计环节，而涉及到动物试验、人体临床试验的药效评价环节，因受药品注册法规严格限制，AI发挥的作用有限。

“从降本提效的角度看，AI只能对占研发成本约20%的环节进行优化，空间不算大；从增收的角度看，即便AI设计出更优药物，由于药品注册法规的保守性，后续漫长的药效评价仍不可避免。”王瑞冬总结，虽然AI会对创新药的研发流程有所促进，但从全流程来看，这种优化并不是颠覆性的。

国海富兰克林基金张志强：

市场震荡期看好港股红利价值

□本报记者 王鹤静

经历了科技成长行情上涨后的回调，市场在平衡风险收益的过程中，红利资产的配置价值再度显现。国海富兰克林基金推出公司旗下首只红利指数产品——国富标普港股通低波红利指数基金，提供一键参与港股高股息资产的便捷投资工具。

日前，国富标普港股通低波红利指数基金拟任基金经理、国海富兰克林基金量化与指数投资总监兼金融工程部总经理张志强在接受中国证券报记者专访时表示，港股金融、地产、公用事业类公司拥有相对悠久的派息传统，并且股息率具有较高吸引力。在市场调整阶段，此类资产或有助于平衡投资风险收益。

红利与低波因子双重筛选

作为国海富兰克林基金旗下首只红利主题指数产品，此次公司选择的标的指数为标普港股通低波红利指数。

据介绍，该指数从港股通标的中筛选50只股息率较高且波动较低的样本。首先，在样本中挑选过去12个月股息率最高的75只股票；其次，进一步筛选出实际波动率最低的50只股票入选指数样本，公用事业、房地产、银行为该指数成分股分布权重较高的行业。

“标普港股通低波红利指数在编制过程中，充分发挥了红利因子与低波因子的叠加作用，这正是该指数两大重要的收益来源。”张志强表示。

张志强进一步介绍，港股市场的上市公司拥有相对悠久的派息分红传统，形成了相应的红利投资文化，金融、地产、公用事业类公司派息相对比较较多，且稳定性、持续性比较好。

“根据标普道琼斯指数公司数据，截至7月末，标普港股通低波红利指数的股息率高达5.39%，优势十分明显。”在张志强看来，港股红利低波类标的在当下具备较强的吸引力和配置价值。

并且，张志强表示，在标普港股通低波红利指数成分股中，还包括了部分A、H两地上市的公司，部分公司A股相比港股有明显的估值溢价，港股标的可以享受折价优势。

看好港股市场战略价值

港股市场在经历了上半年的持续回调后，迎来了企稳反弹。

复盘下来，张志强认为，港股是一个对外部环境变化非常敏感的市场，尤其是美债利率走势对港股影响较大。此前，市场对9月美联储加息概率的预测一度升至高位，预期在港股市场被充分定价，国际资金流动以及南向资金收缩的趋势十分明显。

“从近期监测的数据来看，美联储9月加息概率回落明显，虽然市场的预期不会马上消退，但资金面已有所缓和。这轮港股反弹也打破了之前的下行通道，部分投资日韩市场的资金开始流向港股，同时南向资金也明显回流，港股市场或摆脱下行趋势进入震荡格局。站在当前的估值水位，港股长期来看具备吸引



力。”张志强说。

并且，将视野进一步拓宽，张志强十分看重港股市场承担的战略功能，无论是上市资源、人民币国际化还是国际资本往来，港股市场都发挥着重要作用，“虽然近几年港股IPO十分火热，短期可能会给市场带来一定的冲击，但拉长时间来看，港股市场的标的越来越丰富，资产质量也在逐步提高，我们对于港股市场前景依然乐观。”

红利低波类资产作为港股市场的重要组成部分，整体来看公司规模较大、行业周期性特征不明显、经营风险也相对较低，发挥着“压舱

石”作用。张志强表示，保险机构之所以重点配置这类资产，看重的正是这些公司在派息方面的稳定性与连续性。

震荡期注意平衡风险收益

经历了7月以来成长风格的大幅回调，市场开始重拾对于红利资产的关注。

虽然AI板块的景气度依然存在，但张志强提示，市场行情开始步入“下半场”阶段，不同于“上半场”的稳定上涨、小幅波动，近期行情特征变成震荡上行，并且波动幅度明显放大。

二季报数据显示，公募基金对于电子行业的配置权重水平创下新高，资金抱团的趋势明显加剧，并且高度集中在几个科技细分赛道，很多股票6月的估值已大幅偏离长期趋势，在张志强看来，这些指标都显示当时市场已经处于过热状态。

随后7月，市场开始大幅调整，投资者信心遭受了打击，市场对AI标的的热情也开始下降。在短期内市场主线不够明晰的情况下，张志强建议，组合配置层面纳入一定的红利低波类资产，或有助于平衡风险收益，为未来可能的市场风格变化做好准备。

近年来，国海富兰克林基金主动发力布局港股主题产品，除了此次发行的国富标普港股通低波红利指数基金之外，公司此前还发行了国富国证港股通科技指数基金，上报的国富中证港股通互联网指数基金也已获批。张志强透露，后续公司也考虑在创新药等港股特色板块方面，进一步完善产品线布局。