

# 利空突袭引药明康德闪崩！中欧基金最受伤

■青岛财经日报/首页新闻记者 李冬明

## 财经老狼财经

1月26日,有消息称美国拟出台《生物安全法案》,确保外国生物技术公司无法获得美国纳税人的资金。午后,药明系股价大跌,A股药明康德闪崩跌停,港股药明生物大跌18.17%,盘中跌幅最大一度超过30%。1月29日临近午盘,药明康德再次跌停。

针对这则利空,药明生物CEO陈智胜回复:“这只是一个反华议员的提议,到变成法律是极小概率事件,而且要几年时间。”

从提议到法律,之间可能有几年的距离;从上涨到跌停,只需要几秒。面对巨大不确定性,市场当然会用脚投票先跌为敬,但不少公募基金似乎还停留在药明生物“医药茅”的旧梦中无法自拔。

## 五大基金公司最爱“药茅”

药明康德素有“药茅”之称,是公募基金重点持仓标的。根据东方财富Choice数据(下同),截至2023年年末,有386只基金持有药明康德,持仓股数达到4.84亿股,占流通股18.84%,占总股本16.29%。

持有药明康德最多的前五大基金公司,分别是中欧、交银施罗德、景顺长城、工银瑞信和易方达。

因为药明康德属于超千亿美元的大盘股,在相关指数中占有较高权重,剔除因为权重原因重仓该股的指数型基金后,持有药明康德最多的前十大主动型基金,集中在中欧、景顺长城、工银瑞信、广发、交银施罗德、汇添富等基金公司。

持仓最多的基金是中欧医疗健康,基金经理是葛兰。没错,就是那个“家中有钱花不完,中欧基金找葛兰”的葛兰。

葛兰去年四季度对药明康德进行了减仓,其管理的中欧医疗健康减仓291万股,中欧医疗创新减仓77万股。减仓后,药明康德依然是中流砥柱的存在,名列中欧医疗健康第一重仓股,占比9.24%;名列中欧医疗创新第二大重仓股,占比9.61%。

从绝对占比来看,葛兰去年四季度的减仓更像是一种应对赎回需要的被动减仓,并不是基金经理多空观点的根本性变化。

## CXO 基本面充满未知数“X”

“兰兰们”赔钱,其实已经不是槽点,因为兰粉

们早就已经跌麻了。记者认为,更有意义的是研究药明康德所在的CXO赛道,究竟还有没有机会?短期问题,可以等待;长期问题,需要规避。

CXO即医药研发服务行业,是制药产业高度分工的产物,起源于上世纪的美国。1938年—1962年,美国新药申报体系陆续引入安全性测试、临床试验要求,创新药研发难度、研发周期和投资额倍数增长。这时候,药企觉得很多事情自己搞很不划算,于是开始寻求外包服务,CXO企业由此兴起。

这几年,CXO产业向中国和印度等国家转移,药明康德等企业的快速成长,反映的就是这个产业趋势。虽然A股给CXO企业的定位是科技创新,但给药企新药研发做配套,这才是CXO的本质。也就是说,CXO再牛,也是抱医药研发企业大腿。

创新药研发是一个很好理解,又很动听的故事。就像葛兰在2023年四季报中所写:创新药投资的底层逻辑是需求总量的不断增加和疾病谱的变迁,主要从“做好药”和“卖好药”两条线判断企业成长价值。“做好药”是创新药投资的科学属性;“卖好药”是创新药投资的商业属性,企业若能实现“创新研发—商业化—盈利反哺研发”的完整商业模式,则创新药标的具备长期成长价值。

但是葛兰不会告诉投资者,一款新药从立项到研发成功一般需要10—15年,成本花费20亿美元以上,从数以万计先导化合物到最终成药上市的概率约0.01%。你可以把这个过程理解成一套非常贵的盲盒,款式非常多,花费了巨资想开出隐藏款,但最后只开了一个普通款,而且还有残。



看懂这个比喻,也就不难理解创新药产业链的波动为何如此巨大了。

讲完创新药的长期问题,接下来谈中短期问题。因为研发成本昂贵,因此美元利率周期对创新药周期具有很大的影响。从2022年3月份开始,美元持续加息,药企特别是小型药企、初创药企融资成本和难度抬升,产品线收缩,对下游CXO需求减弱。

在这种行业背景下,药明康德基本面滑坡并不意外。根据公开信息,2017—2021年药明康德来自全球TOP20药企的收入占比由40.4%降至29.4%,2022年收到辉瑞新冠药大订单后,大客户收入占比曾短暂上升,但并未持续。

药明康德公告,预计2023年收入在剔除特定商业化生产项目后预计将增长25%—26%,整体收入将首次突破人民币400亿元。由于去年第四季度早期药物研发阶段需求不及预期,部分相关实验室业务收入预计将低于最初预期,因此,公司调整2023年收入增长区间,从同比增长5%—7%,调整至同比增长2%—3%;剔除特定商业化生产项目后,从同比

增长29%—32%,调整至同比增长25%—26%。

显而易见,药明康德的营收增速和收入结构并不乐观。

更需要注意的是,创新药企业融资数据表现,并没有随着美元加息压力的缓解而明显转强。根据BioWorld统计,2023年三季度全球生物医药投融资总额187.29亿美元,环比增长7.81%,同比下降2.32%。

与创新药企业融资数据相符,海外CXO行业数据表现平平。根据招银国际数据,截至2023年三季度,上调2023年全年收入指引的海外CXO公司数量多于下调的数量,环比好于去年二季度,但业绩上调幅度小于下调幅度。此外,海外CXO管理层的远期(2024年及之后)业绩指引也偏谨慎。

整体看,CXO赛道上充满未知数“X”,狼叔的经验是:当一个行业的底层逻辑出现瑕疵,而市场情绪又相对低迷时,瑕疵容易被放大,从而对股价产生巨大冲击。此时抄底或被动持有,往往容易很受伤。想投资CXO和创新药产业链,不妨等待“X”进一步明确。

# 中小公募规模逆袭“马太效应”下寻求突围之道

最新披露的公募基金2023年四季报显示,规模排名增长最快的5家基金公司均为中小型公司。与此同时,头部公募规模集中度有所下降,前20位公募管理人的非货规模近3年来呈现逐年下降的趋势,2023年底占比已降至60%以下。

不过,在行业发展马太效应下,中小基金公司普遍面临资本金不足、人才缺乏、品牌知名度不高、渠道议价能力不足等困境。多位业内人士看来,中小型基金公司突围的关键最主要还是靠业绩,根据自身的优势走差异化道路,从投研体系搭建、人才队伍培养、企业文化建设等综合方面持续发力,才可能实现可持续的跃升。

## 中小基金公司逆市出圈

2023年,公募基金总规模围绕27万亿元上下波动,以往全行业规模齐头并进的场面已不存在,各基金公司之间竞争日趋激烈。尤其是近年来,公募基金产品布局同质化严重,先发优势明显,行业形成较强的马太效应,中小型基金公司弯道超车难上加难。

一个有意思的现象是,近2年来,在权益类产品整体表现不佳的背景下,业绩排名靠前的产品基本被中小基金公司“承包”,传统公募巨头旗下产品基本无缘。

以刚刚过去的2023年为例,2023年债市上演“小牛市”,A股结构化行情再次演绎,主动权益基金业绩排名居前的产品主要来自东方基金、泰信基金、东吴基金、金鹰基金等中小基金公司。

在业绩“加持”之下,部分中小基金公司产品逐步“出圈”,受到投资者追捧,由此带动公司规模逆市增长。

以国金量化多因子为例,截至2023年四季度末,该基金的总份额为48.75亿份,管理规模超百亿元。与2022年末相比,该基金的基金份额与管理规模增长幅度均超300%。从公司层面来看,相比2022年末,国金量化多因子、国金量化多策略、国金量化精选已为国金基金带来了130多亿元的规模增量。

天相投研数据显示,如果将规模排名后50%的基金管理人视为中小型基金公司,根据基金公司提供的2023年四季报所披露的数据,规模排名增长最快的5家基金公司分别是国金基金、东兴基金、德邦基金、泰信基金和华润元大金基金,均为中小型基金公司。以40家2023年非货规模增速超百亿元的基金公司来看,超半数基金公司2022年底非货规模低于1000亿元,部分公司2023年底非货规模突破1000亿元,如长信基金、国联基金和鑫元基金等。

与此同时,头部公募集中度呈现下滑态势。

2023年底,前20位公募管理人的非货规模合计占比从2022年底的60.17%下降至57.8%。拉长长时间来看,这一比重近3年来呈现逐年下降的趋势。

## 差异化发展成逆袭秘诀

对中小基金公司来说,拼渠道、拼基金经理的号召力等并非易事,通过差异化发展推动规模提升,既是基金公司自身的先天禀赋,也是特定市场环境下的发展机遇,两者缺一不可。

天相投研基金评价中心分析,2023年规模增长最快的中小基金公司中,国金基金主要依靠混合基金和股票基金提升规模,而其他基金公司主要依靠债券基金来提升规模。

不难发现,中小基金公司想要突围,一方面可以通过增强投研能力,走差异化竞争路线,通过在某一领域取得优秀的业绩表现来促进规模的提升;另一方面,也可以利用市场机遇进行战略调整,比如2023年权益市场表现不佳,几家中小基金公司通过布局债券基金同样获得了较好的规模提升。

差异化发展是近年来很多中小基金管理公司在寻求突破中谈得最多的理念之一,但究竟如何做呢?

一家规模10年翻10倍的中型基金公司向记者表示,近年来,公司积极拥抱市场变化、深化发展特色业务优势,是寻求差异化发展的核心。一方面,公司不断深化投研一体化改革,鼓励基金经理个人风格充分展现,强化产品投资风格的稳定性;另一方面在人才储备方面发力,通过不断引进行业精英、自主培养优秀人才,结合多种激励制度留住人才的良性发展机制,不断充实团队力量,凝聚和培养出一批有着相同价值观和文化认同感的员工,形成了良好的人才梯队建设和有底蕴的投研文化,构成了公司最具价值的核心资本。

## 面临诸多困境

如今,公募基金行业经过25年的发展,已经呈现出强者恒强的马太效应。对于中小型基金管理公司来说,想要突出重围仍面临着很多现实压力。

不少业内人士表示,资本金不足、人才缺乏、品牌知名度不足等是当下中小基金公司所面临的共同困境。

上述规模10年翻10倍的中型基金公司表示,首先,头部公司往往具备行业较好的口碑和品牌影响力,更容易吸引行业人才的加入;其次,在强大的品牌效应和顶流基金经理号召力的加持下,新产品更容易获得投资者的关注。

结合自身的实际情况,另一家华南某百亿基金公司表示,部分中小基金公司存在组织架构不完善、激励制度不完善、基金经理的薪酬偏低缺乏竞争力、人才流失等;此外,中小基金公司营销费用有限,知名度提升较慢,较难获得各渠道、线

上平台的流量,即使部分产品业绩优秀,仍然难以获得投资者的关注等自身发展的问题,但同时也有行业的问题。

“由于原有产品同质化严重,中小基金公司受限于公司实力较难获批或参与创新类产品。此外,公募行业马太效应继续增强,头部基金公司整体运作处在产品知名度高易于销售、对代销渠道议价能力强的良性循环中。”上述华南某百亿基金公司进一步补充。

从渠道方面来看,对于中小型基金公司来说,由于受到市场影响力有限、销售渠道门槛较高等因素影响,难以获得重点营销支持。

“这是一个悖论。”一位基金资深人士表示,渠道要求基金公司达到一定规模门槛准入,但没渠道支持规模就很难上来。

## 需不断夯实内功

公募基金是凭借专业实力和资源禀赋开展业务的行业,长期以来行业发展马太效应显著,首尾分化大。相比头部基金公司,众多中小型基金生存维艰,但不乏佼佼者抓住机遇实现突围,规模大幅增长。

上述规模10年翻10倍的中型基金公司表示,专业的主动投资管理能力和匹配市场需求的产品储备,是实现快速发展的核心竞争力。中小基金公司突围需依靠自身持续创新能力,深入挖掘公司特色,走好差异化竞争路线,打造属于自身的核心竞争力。

公司近年来在延续绝对收益特色业务领域投资优势的同时,大力推动主动权益类投资发展。通过不断提升投资管理能力和深度价值研究导向,密切投研互动,强化研究成果转化;通过投研一体化改革,形成互信、互促的扁平化投资管理平台。

上述基金资深人士认为,中小型基金公司突围的话,最主要还是业绩,良好的业绩给投资者赚到钱是最主要的发展途径。

回顾中国公募基金行业的发展历史,每一家公司发展过程中的快速飞跃阶段,都与旗下基金的业绩表现正相关。因此,无论什么样的公司,尤其是中小公司必须要全力以赴地做好主动策略型产品的业绩。其次,就是根据自己的优势走差异化道路,这个优势主要是人才优势,根据人才不同的特长布局特色产品。

天相投研基金评价中心表示,中小基金公司除了需要采取如加强资本运作、引进优秀人才、提高品牌知名度、加强监管合规、提高服务水平等,还可以采取差异化的竞争措施,如把有限的资源投入某一个细分领域,通过细分领域的优势带动整个公司的发展。此外,中小基金公司还可以利用“船小好调头”的优势,及时调整公司战略,不断适应市场需要,这样或可以在激烈的竞争中不断发展壮大。

据《证券时报》吴琦 陈静/文

# 分散持仓控制仓位 私募积极应对波动

今年以来,资本市场波动明显,追求绝对收益的私募如何应对受到关注。据了解,主动管理私募主要通过仓位和品种的调整来控制风险,偏好成长的私募也会在市场波动时关注并配置低波动资产。

追求绝对收益的私募如何应对市场波动?翼虎投资董事长余定恒表示,主动管理的私募主要通过仓位和品种的选择来控制风险。

鹤禧投资董事长霍东杰表示,私募主要是通过单一市场的持仓比例限制、个股和行业持仓比例限制、个股最大亏损比例等风控措施来控制风险;此外,它还有预警线和止损线的风控要求。

除了分散持仓和控制结构,也有主观私募采用量化手段。玄元投资权益投资总监杨夏表示,第一,从制度和机制上进行事前保护和控制,不会单押某一个行业或赛道;第二,避免在行业生命周期的中后段大量买入,不断寻找生命周期向上的行业和个股,兼顾稳健性和进攻性;第三,玄元的量化团队会协助主观投研团队对产业链高频数据进行处理分析,同时对股票市场的交易结构和筹码分布进行测算和分析。近期市场波动率显著上升,量化分析有益于平滑净值波动。

相聚资本表示,第一,关注更多资产,对比不同资产的目标收益率和性价比,根据情况进行及时灵活地切换和平衡。这意味着能力圈的扩展。相聚资本之前偏重成长,当市场出现波动,机会不太容易把握时,会选择相对低风险、更具保本特征的资产。第二,稳定持续超额回报的策略并不存在,因此要不断迭代。

也有私募采取自购、开放募集、加仓、加强客户沟通等举措。格上基金研究员遇馨表示,私募自购的行为,很多时候来自对后市的信心。

朝阳永续基金研究院研究总监尹田园也表示,私募自购有助于提振投资人信心,加强管理人与投资者的利益一致性。同时,随着股指期货贴水扩大,机构增加股指期货替代现货仓位的操作,获取基差收益。

排排网财富管理合伙人姚旭升表示,经过较长时间的震荡调整,无论从历史维度还是从全球维度来看,A股都已具备较高的中长期配置价值。今年以来,九坤投资、星石投资、卓识投资等多家头部私募均在渠道开放募集,募集产品的策略以股票量化多头策略为主,原因在于当前市场正处于底部区间,投资者出现了增配优质量化多头产品的需求。

投资者的交流和情绪疏导也很重要。霍东杰表示,虽然公司产品近期赎回和加仓不明显,但会更加重视与投资者的交流工作。相聚资本也表示,目前市场环境下,投资者情绪波动在所难免。面对市场的大幅震荡,会始终与投资者站在一起,通过专业、贴心、温暖的服务,全方位做好投资者陪伴。

据《中国基金报》江石/文