



SECURITIES TIMES



券商中国



券中社

2025年6月9日 星期一

A5~A8

把握三大技术趋势 基金看好创新药“中国超市”

证券时报记者 裴利瑞

一面是“电子群开始研究创新药”，一面是知名基金经理喊出“创新药的泡沫远比上轮CXO(医药外包)大”，高歌猛进的“吃药”行情站在了分歧的十字路口。

今年以来，创新药尤其是港股标的强势上涨，带动基金水涨船高，年内收益率最高的汇添富香港优势精选A大涨78.8%，长城医药产业精

选A、永赢医药创新智选A、华安医药生物A等多只医药主题基金年内涨幅超60%，创新药已然成为今年基金业绩的“胜负手”。

面对火热行情，分歧的声音开始出现。在专业投资人眼中，当前创新药投资的逻辑支撑何在？技术脉络和投资主线如何把握？估值泡沫的衡量标尺又是什么？中国创新药在全球产业链中的地位究竟如何？证券时报记者采访了多位医药基金经理，详解创新药的投资主线。

1 价值发现与价格发现“双击”

在多位受访基金经理看来，今年波澜壮阔的创新药行情，源于一场价值发现和价格发现的“戴维斯双击”。

汇丰晋信医疗先锋基金经理李博康认为，近期创新药表现亮眼，主要受到两个方面影响：一方面，年初以来，人形机器人、人工智能等科技领域的进展和讨论度的提高，使得市场的风险偏好上行，以及对于中远期定价的接受度更高；另一方面，创新药行业自身的发展速度在今年以来不断加速验证，包括研发阶段的数据读出，商业化放量的验证，出海合作的密集落地等，让市场愈发清晰地看到了国产创新药的质量和效率的同时，也被国际合作伙伴给予了更加乐观的定价。

华安医药生物股票基金经理桑翔宇进一步详细阐述了中国创新药内部的蝶变，他认为，近期创新药板块表现比较突出，核心在于市场对于被低估的中国优质创新药资产的价值发现：

一是政策的极大支持。此前全链条支持创新药发展文件给予了创新药企业最大力度的支持，首发定价政策打开了创新药定价天花板。

二是中国创新药迎来DeepSeek时刻，工程师红利带来产业能力实质性提升。经过多年孵化，中国在大分子时代已经弯道超车海外，2020年时，全球5000万以上BD(商务拓展，通常指药企之间通过授权、合作开发等方式共享创新药研发管线)中来自中国的产品仅占5%，而这一比例在2024年提高到了30%，今年一季度进一步增至40%。中国创新药特别在ADC(抗体偶联药物)、双抗、TCE(T细胞衔接器)等领域已经具备全球一线竞争力。

三是全球MNC(跨国药企)面临未来十年的专利悬崖，抢购中国资产。2025年开始，全球MNC的核心产品陆续面临专利到期后的专利悬崖问题，同时美国可能要降价药价，对于企业来说，补充管线同时降本增效最好的方式是购买中国创新药资产。

2 把握三大技术脉络选股

不过，创新药产业复杂，不仅内部差异巨大，且热点层出不穷，对普通投资者来说有很高的参与难度。

桑翔宇认为，当前，创新药有三大技术脉络，投资者可以跟着技术趋势去做投资判断：

一是ADC是化疗的升级。近几年，ADC是行业研发热点，它其实是一种精准的化疗，从药物特性上看，耐药和毒性会是ADC药物的短板，那么联合IO疗法(免疫疗法)使用，会是未来的一个趋势之一。另一个趋势是双毒素ADC开发，解决现有ADC耐药的问题。

二是双抗IO是PD1的升级。某港股创新药的PD1/VEGF已经证明了双抗1+1>2的双抗IO的产品特性，PD1/VEGF赛道比较火热，大金额

BD层出不穷，是全球争抢K药500亿美元大市场的盛况；在PD1低表达或PD1耐药这个空白大市场上，PD1/IL系列已经开始有所突破，未来可能是不亚于PD1/VEGF的超级爆款。

三是TCE是CarT的平替：TCE在血液瘤上已经成功，在实体瘤上逐步探索，TCE国内外技术上保持一个水平线，未来看泛用性TCE、自免领域的临床验证。

在把握技术发展脉络的基础上，投资者可以自下而上选股寻找超额收益，但由于创新药壁垒较高，细分行业较多且行业之间差异较大，对于非医药专业的投资者，借助医药基金布局或许能够更好地参与医药板块的投资机会。

李博康表示，创新药自下而上的选股确实

3 超预期验证应享有更高定价

不过，今年以来，创新药已经积累了较大涨幅，三生制药、荣昌生物、科伦博泰生物等多只个股股价翻倍，市场上关于估值泡沫、投资风险的担忧声音越来越多。

比如，融通医疗保健基金基金经理万民远关于“创新药的泡沫远比上轮CXO泡沫大”的言论，便在市场引发了广泛讨论。他随后又更为详细地表达了对创新药的观点：“得益于政策支持、技术突破与国际化布局，中国创新药产业趋势长期向好，这也是国内医药投资最重要、弹性最大的主线之一。但随着越来越多的资金涌入创新药上市公司，部分资金可能会忽略创新药企业背后风险。个别上市公司股价虚高，甚至出现了估值泡沫。”

但永赢医药创新智选基金经理单林却认为，创新药是目前医药所有细分赛道中，中期维度基本面相对更好、逻辑更顺的板块，当下的创

新药或许类似于2018—2019年的CXO，新药行情有望具备中期持续性。

另一位创新药研究人士也向记者表示，创新药行业的投资本质是“高风险、高回报”的科技博弈，其价值实现高度集中于“潜在重磅药物出现→专利期内商业化成功”这一窗口期，是一场捕捉阶段价值爆发的概率游戏。

“我们不否认创新药是现在最肥美的鱼，但高风险高回报的特性使其与传统的买入并长期持有价值投资模式存在差异，对投资的时点把握、风险管理提出了更高要求。所以我们现在的做法是不买管线早期的，只挑有双抗药物进入FDA优先审评的药企，进行分散配置。”上述人士进一步表示。

李博康则相对乐观，他认为，创新药的研发本就具有不确定性、脉冲性和爆发性，即具备“高科技”属性。因此，在验证尤其是超预期的

列，PD1/VEGF双抗是国内开发出来，包括目前比较耀眼的PD1/IL2都是国内公司首创，已经引领了新技术趋势。”

周思聪则认为，国内创新药企已经在过去十年经历了从规则遵守者到规则挑战者，再到规则制定者的三个重要阶段。近年来，国内创新药企开始在原有治疗领域开辟全新赛道，并且集体跨越盈亏平衡线，这与国际成熟药企的发展轨迹相似，一旦突破这个关键节点，有望开启长期上行趋势。

今年以来涨幅居前的医药主题基金			
基金代码	基金简称	年内收益率(%)	基金经理
470888.OF	汇添富香港优势精选A	78.80	张韡
022286.OF	长城医药产业精选A	74.34	梁福睿
015915.OF	永赢医药创新智选A	65.17	储可凡、单林
020397.OF	中银港股通医药A	64.55	郑宁
022690.OF	华安医药生物A	62.76	桑翔宇
001900.OF	诺安精选价值A	62.50	唐晨
009414.OF	中银大健康A	62.01	郑宁、王方舟
022852.OF	中航优选领航A	60.86	王森
011826.OF	汇添富健康生活一年持有A	59.64	张韡
006720.OF	平安核心优势A	58.48	周思聪
006603.OF	嘉实互融精选A	57.79	郝淼
001230.OF	鹏华医药科技A	56.55	金笑非
006881.OF	华宝大健康A	55.82	张金涛、齐震
007718.OF	中银创新医疗A	55.13	郑宁
005689.OF	中银医疗保健A	54.66	郑宁
019916.OF	富国医药创新A	53.88	赵伟、王超
020458.OF	平安医药精选A	53.60	周思聪
003032.OF	平安医疗健康A	52.37	周思聪
014313.OF	鹏华创新增长一年持有A	51.81	金笑非
159570.OF	汇添富国证港股通创新药ETF	51.58	乐无穹

四是今年创新药产业基本面貌现度高。ASCO(美国肿瘤学大会)国产重磅品种较多且数据普遍较好，未来BD预期强烈，金额可能持续超预期。

平安医疗健康基金经理周思聪总结认为，2025年是国内创新药行业的“三个元年”——收入放量元年、盈利跨越元年和估值抬升元年，中国创新药将迎来“戴维斯双击”。

具有一定的专业壁垒。比如在分析的过程中，通常需要考虑靶点的潜在有效性和安全性，跟踪临床的进展，预判、解读每个阶段的临床数据，上市的成功率等；同时，也要考虑针对适应症的市场规模，现有和未来的竞争格局，上市后的放量曲线等；必要的时候，也需要借助产业科学家、医生等多方的反馈，去判断一款产品的潜力。

“自上而下的选股层面，我们会倾向于选择研发实力和执行力‘双强’的公司，尤其是平台型公司。另外，从行业节奏来看，我们倾向于抓住如ASCO等行业催化密集的窗口期进行紧密观察跟踪，当看到某条管线在任何阶段展现出更优潜力的初期，陪伴成长。对于优质管线而言，数据读出也许仅仅是加速成长的拐点，伴随着临床效果的验证，海外的潜在合作，以及相应的股价弹性是可以期待的。”李博康表示。

验证后，理应享有更高的定价。

“以临床的推进为例，通常情况，一起国内的三期临床可能需要3年以上的时间，期间可能发生各种不确定的风险，导致临床进展的延期甚至失败。随着越来越多的公司熬过了不确定性最大的临床二期乃至三期的阶段，交给市场一份优秀的疗效数据时，理应给予更高的定价；尤其是当看到这些优秀的研发成果扎堆出现，并且陆续获得海外合作方的青睐时，我们可以对于中国创新药整体的研发实力、研发效率、研发成功率，乃至行业的爆发力有更高的信心。”李博康表示。

因此，李博康认为，当前时点，创新药的涨幅确实比较可观，伴随ASCO大会的圆满落幕，短期可期待的行业性的剧烈情绪催化相对有限，接下来可能会出现一定的分化，但验证临床效果，尤其是数据超预期的管线，可以期待未来趋势向上的成长曲线，以及附带的出海弹性，“我们依然强调临床数据的超预期是上调市场空间的起点，绝非终点”。

李博康认为，展望未来几年，市场最惊喜，也是最容易理解和看到的现象是，越来越多的创新药公司开始交出业绩答卷，且趋势向好。这既来自于优质管线放量的确定性，也来自于支付体系对于创新产品的支持，本质是患者的未满足临床需求得到了更好的满足。

“立足全球，我们认为国内创新药的国际竞争力不断加强是必然的趋势。由于海外跨国药企在未来3—5年内面临非常多的核心产品专利到期后销售额快速下滑，即‘专利悬崖’的压力，因此与中国创新药的合作也将成为他们重要的、常态化选择，创新药‘中国超市’的概念将会在未来几年持续得到验证。”李博康说。

上周新基发行超310亿元 股基呈现“量多额少”特征

上周公募基金募集规模前十名

基金简称	募集规模(亿元)	认购天数	投资类型
惠升和盛纯债	60.00	3	中长期纯债型基金
中邮同业存单指数7天持有	50.00	1	被动指数型债券基金
东方红核心价值A	19.91	9	偏股混合型基金
富国均衡投资	19.64	19	偏股混合型基金
创金合信文丰A	15.44	12	混合债券型二级基金
鑫元优享30天持有A	14.40	14	中长期纯债型基金
中加智选回报三个月持有A	14.39	19	债券型FOF基金
安信优选价值A	13.12	19	偏股混合型基金
申万菱信行业精选A	12.19	14	偏股混合型基金
国联稳健增益A	9.20	12	混合债券型二级基金

数据来源:Wind 王明弘/制表

证券时报记者 王明弘

6月首周，随着首批26只新型浮动费率基金陆续发行，股票型基金的发行数量略有回暖，当周成立达到22只。

Wind数据显示，公募基金上周新成立基金40只，总发行规模310.13亿元，债券型基金份额占比达51.03%。在权益市场波动加剧的背景下，债券型基金仍是资金的“避风港”。上周债券型基金发行7只，总规模达158.25亿元，占比高达51.03%，平均单只发行规模达22.61亿元，远超其他类型产品。这一表现延续了今年以来债市走牛的势头，反映出投资者对稳健收益资产的需求依然强烈。

■ Wind数据显示，公募基金上周新成立基金40只，总发行规模310.13亿元，债券型基金份额占比达51.03%。

从具体产品来看，惠升和盛纯债和中邮同业存单指数7天持有，分别以3天和1天的时间完成“闪电募集”，募集金额分别达60亿元、50亿元，显示机构资金对债市配置价值的认可。业内人士分析，当前经济复苏预期与流动性宽松环境为债市提供支撑，叠加股市波动加大，债券基金成为资金布局的重要方向。

首批获批的26只新型浮动费率基金产品陆续进入发行期，成为市场关注的焦点。其中，东方红资管公告称，旗下新型浮动费率基金东方红核心价值6月4日提前结束募集，不再接受新的认购申请，该产品募集上限为20

亿元。首批新型浮动费率基金出现提前结募，表明市场对于新型浮动费率产品的认可。

值得一提的是，上周股票型基金成立数量达到22只。不过，股票基金发行还明显存在“量多额少”的特点，总规模仅58.17亿元，占比18.75%，平均单只规模仅2.65亿元，显示投资者对权益类产品的认购热情有限。

另外，混合型基金上周发行8只，总规模73亿元，占比23.54%，成为衔接股债市场的中间力量。部分“固收+”策略基金凭借“债券打底+权益增强”的特点，吸引了一批中低风险偏好投资者。FOF基金上周发行3只，总规模20.72亿元。随着养老第三支柱政策推进，FOF作为资产配置工具的长期价值逐渐显现，机构布局力度持续加大。

记者注意到，在产品设计上，科创板主题基金仍在持续扩容。易方达上证科创板200ETF、汇添富上证科创板新材料ETF等5只产品合计募资13.46亿元，显示资金对硬科技赛道依然较为青睐。此外，中证A500指数增强基金密集发行，华宝基金、国联基金等9家基金公司同台竞技，反映指数化投资向细分领域渗透的趋势。

值得注意的是，上周还有多只基金采取“闪电发行”策略。比如东方阿尔法科技优选A、易方达科智量化选股A等4只基金认购期仅1天，发行份额分别为0.12亿元和0.11亿元。业内人士分析，此类产品多为发起式产品，通过缩短发行周期降低市场波动影响。

展望后市，业内人士认为，若权益市场持续震荡，债券基金仍将是新发市场的主力。但若经济复苏信号增强或有新的政策利好释放，权益类产品发行有望回暖。基金公司需通过差异化策略满足不同风险偏好需求，例如推出“浮动费率”“低波动”“绝对收益”型产品来增强市场吸引力。

主编:陈楚 编辑:汪云鹏 美编:陈锦兴