

股东“见好就收” 中小公募股权转让频现

证券时报记者 安仲文

中小公募的股权投资投资者，已开始感受到公募行业“一荣俱荣”的时代结束了。

证券时报记者注意到，在市场逐渐回暖的当下，中小公募股权转让频现甚至出现股权估值下调的情况，这凸显了行业新的变化。近几年，公募行业马太效应强化以及基金行业从“躺赚”到内卷的急速变化，让中小基金公司最先感受行业变化的信号，这也导致不少中小公募的股权投资方开始“见好就收”，挂牌转让所持基金公司股权。

市场回暖 中小基金股权转让频现

公募行业的股权投资价值正出现微妙变化。证券时报记者注意到，在去年股权转让无人问津后，安信基金5.93%的股权转让第三次挂牌。据深圳联合产权交易所3月17日披露的信息，中广核财务公司日前再次挂牌转让安信基金5.93%的股权，挂牌截至日期为2024年3月22日，此次挂牌转让的估值较2023年下调约10%。

此前2023年6月29日，中广核财务公司转让安信基金5.93%股权对应的价格为8500万元，但在2023年11月28日挂牌期满后，转让仍未完成。业内人士猜测，考虑到这部分基金公司的股权占比只有5.93%，其在挂牌后未能完成转让的主要原因可能与挂牌转让价格、当时公募市场环境以及基金行业马太效应有关。

在当前行业资源主要集中头部的背景下，接盘中小公募基金股权对现在的投资者而言是一大挑战，这使得不少中小公募股权转让面临困难。2023年7月，广东联合产权交易中心发布的消息显示，中航信托拟第二次以1.68亿元的价格清仓转让持有的嘉合基金27.27%股权，但在挂牌期满后仍未有下文，这并非中航信托第一次转让嘉合基金股权。在此前的2022年12月，中航信托也曾挂牌转让这部分股权，价格也是1.68亿元。

显而易见，若不下调转让价格，成交的难度较大。不过，中广核财务公司似乎对转让基金公司股权的态度颇为坚决，在以8500万元转让所持安信基金5.93%股权未果后，在2023年11月21日到2023年12月4日期间进行了第二次挂牌转让，但在超出挂牌截至时间后，该次转让仍未取得实质性进展。到了如今，随着权益市场回暖，中广核财务公司开始了第三次挂牌转让。

趁着市场回暖转让股权的还有国元信托。安徽省产权交易中心日前发布的信息显示，金信基金31%股权在该平台挂牌转让，股权转让价为3720万元，转让方为国元信托，本次转让若顺利实施，意味着国元信托将清仓金信基金。

中小公募获利空间变小

有分析认为，在当下基金业激烈竞争的环境下，股权转让锁定收益远比基金公司股权分红来得实在。

以挂牌转让31%股权的金信基金为例，根据公告披露的信息显示，金信基金2022年度完成的净利润仅有382万元，2023年前11个月的净利润约为419万元。考虑到净利润的规模体量很小，哪怕持有31%的股权，能够得到的分红也极为有限，且中小基金公司在激烈的行业竞争中仍需较大的资金支持。

嘉合基金的情况大致类似，公司2021年度出现2774万元的亏损，此后在2023年前四个月实现盈亏平衡后，股权转让方抓住财务报表较好的时间节点进行挂牌转让。也正是因为中小公募在当前环境中盈利艰难，所以股权分红的意义越来越具有不确定性。去年夏天，新华信托持有的新华基金股权在阿里拍卖平台公开拍卖，尽管本次拍卖有近3900次围观，但无人报名，最终因无人出价以流拍告终。

盈利困难几乎已成为中小公募的普遍现象，国盛金控此前披露的2023年半年报显示，其参股的江信基金上半年实现营业收入904.37万元，较上年同期的957.16万元下降5.5%；而净利润则亏损2229.97万元；南京证券发布的2023年半年度报告显示，其参股公司富安达基金上半年实现营业收入5298.14万元，同比增长35.5%。



在市场逐渐回暖的当下，中小公募股权转让频现甚至出现股权估值下调的情况，这凸显了行业新的变化。近几年，公募行业马太效应强化以及基金行业从“躺赚”到内卷的急速变化，让中小基金公司最先感受行业变化的信号，这也导致不少中小公募的股权投资方开始“见好就收”，挂牌转让所持基金公司股权。

◆根据2023年基金四季报，截至去年底，前20位公募管理人的非货规模合计占比为57.8%。尽管这个反映头部集中度的数据较此前有所下降，但市场人士认为，短期数据的变化不会改变公募行业头部效应长期强化的大趋势。随着人工智能技术的崛起以及国内公募基金对ETF等被动产品加大投入与布局，基金行业马太效应将继续凸显。

净利润也亏损了890.91万元。

公募基金产品的网销龙头天天基金日均活跃度下降的现象，也从侧面凸显出中小公募的艰难生存环境。市场人士称，中小公募对大型基金代销平台的活跃度下降最为敏感。东方财富3月14日发布的公告显示，旗下天天基金实现净利润2.08亿元，同比降幅约为2.8%，截至

2023年底，天天基金的非货币市场公募基金保有规模为5496亿元，较2022年底的5845亿元保有规模小幅缩水。权益类基金保有规模为4029亿元，缩水13.5%。用户活跃度方面，天天基金服务平台日均活跃访问用户数为147.7万户，同比下降30%。其中，交易日日均活跃访问用户数为187.8万户，相比2022年减少了26万户，非

交易日日均活跃访问用户数为68.8万户，同比减少超28万户。

AI技术和ETF强化马太效应

从趋势上看，公募行业的头部效应未来可能进一步凸显，这会进一步挤压中小公募基金

军工股投资难度大 基金经理尝试新策略

证券时报记者 安仲文

随着A股市场风险偏好提升，被主流公募视为另类投资的军工板块可能会再次回归投资视野。

很多知名基金经理依靠白酒、科技、家电、半导体等板块发迹的事实，在一定程度上让更多的基金经理形成了持仓路径依赖，军工板块似乎长期与基金业绩排行榜前列的产品无缘，这也使得主流基金经理对重仓军工股兴趣寥寥，少数坚持在军工板块上的基金业绩也难言乐观。随着近期市场做多情绪逐步修复后，那些仍坚持在军工板块的基金经理，在个股策略上开始修正以往的做法。

对军工板块覆盖较少

军工板块在主流公募基金经理眼中，向来被视为另类投资的一部分。

自公募基金行业初至今，消费、地产、医药、银行、化工以及TMT(科技、媒体和通信)培养了一大批知名公募基金经理，但是军工基金经理寥寥无几，甚至许多基金公司并未设置专职的军工行业研究员。

基金经理对重仓军工股大多提不起兴趣，许多基金经理在投资生涯中甚至从未将军工股纳入核心股票池。公募行业第一只军工主题基金也诞生较晚，从2014年开始，军工向民间资本开放进入实质阶段，并成为军工行业大趋势的起点，这一年公募行业首批军工主题基金也开始问世。但这并不意味着军工股会成为基金经理最为热衷布局的对象，军工主题基金更像是为了满足部分投资者对另类投资的需求和偏好。

“股票的选择都是根据股市的历史经验以及基金经理个人偏好，消费、化工、医药、地产或科技都成就了很多超级大牛股。”深圳一家公募投资负责人在接受证券时报记者采访时认为，他在担任基金经理的早期时也覆盖过军工股，但没有取得较好的业绩，而他较为偏好的白酒则为他带来最多的业绩贡献，此外他在化工股和TMT赛道上也有不少斩获。

甚至有部分基金经理在接受采访时直言“军工股既非成长投资，也非价值投资，更偏题材操作”。这位基金经理认为，他个人的投资风格是偏于业绩成长的驱动逻辑，而军工股的

操作模式更偏事件驱动，而事件驱动并不符合他以基本面投资为核心的策略。

令基金经理印象深刻的是公募基金业绩排名带来的持仓感受。“我注意到，从未有军工主题基金经理进入年度业绩前十，但很多赛道都在业绩排名上轮番表现过。”一位年轻的基金经理表示。

重仓军工股频遭亏损

一些偏好军工的基金经理试图解释主流公募对军工股缺乏兴趣的其他原因，并强调军工股被忽视后可能带来的吸引力。

“公募基金经理如果不是军工研究员出身，是不会看这个行业的，此前这个行业的研究不够透明，所以基金经理对军工股的印象较差。”融通先进制造基金经理王迪早前在接受证券时报记者采访时表示，基金原本没有动力覆盖军工领域，但随着好的行业越来越稀缺，军工股业绩表现越来越突出，行业印象也发生了变化。

王迪是少数从军工行业研究员升为基金经理的公募人士。他此前认为，军工行业的稳定性实际上在明显提高，由原来纯粹主题炒作逐渐变成业绩驱动，这也是为什么他敢重仓军工股的原因。虽然军工股的股价表现还是波动比较大，但随着业绩的释放以及机构投资者的认可度、接受度提高，波动性有望逐渐降低。

不过，结果好像并非如此，王迪对军工股的重度持仓并未持续太久，因2023年A股市场的剧烈变化和军工板块表现低迷，截至去年末，他已将新能源、食品、半导体和医疗作为其核心持仓，甚至还加入了3%的传媒股仓位。

早期从机械装备行业创造过3年4倍业绩的东方阿尔法基金公司总经理刘明，也一度在个人所管的基金产品中偏向军工股，刘明的东方阿尔法基金曾经大量买入军工股，并从2022年第三季度末一直持续到2023年第四季度末，但这一操作也让刘明成为军工板块损失最大的基金经理。Wind数据显示，刘明管理的这只基金过去两年损失达34%，2024年内至今的损失为20.56%。

甚至知名的军工行业分析师冯福章在他所管的基金持仓中，也不得不采取灵活变通的策略，这位有军工背景的基金经理在2023年12月末的持仓中，已经在重仓股组合中降低了

军工股的比重。他的前十大重仓股中调入了企业信息化领域的金蝶国际、机器视觉赛道的矩子科技以及偏民用的自动化股票集智股份，上述调仓使其较大幅度减少了损失，并抓住了人工智能赛道的机会。

军工股投资有两大难点

业绩确定性较难以及客户客户单一，是一些军工股难以受到基金经理偏爱的重要原因。

记者在此前的采访中注意到，军工股过去一段时间的下跌既有市场因素，也有基金经理对部分军工股业绩增长的误判，不少军工股的业绩表现低于机构的预期，而造成业绩波动较大的核心因素在于下游客户集中度问题。

深圳一位公募基金研究部总监接受记者采访时认为，他投资体系中的审美逻辑之一是关注具有核心竞争力的企业，而核心竞争力很大程度上体现为对终端客户的定价权，比如重仓的白酒、医药、化工、半导体所面临的下游客户很分散，客户类型多样化对上市公司带来极高的定价能力，而定价能力则体现为较为稳定的高毛利率。

“当年炒作高铁概念股时，配件公司被炒作的也很多，我没有参与的核心逻辑是高铁配件公司的终端客户在中国只有一家。军工股情况也大致接近，主要体现在客户集中度高，这导致军工股的毛利率和业绩会有周期性波动。”深圳地区一位资深基金经理此前在接受记者专访时认为，军工上市公司如果缺乏民营业务渠道，则其产品订单的数量、毛利率难以维持稳定，需求大、时间急的时候，订单多、订价高、毛利率也高，需求小的时候则相反，不少军工赛道存在大客户单一的问题。

知名基金经理李晓星是少数涉足军工的公募人士，他所管理的银华心怡灵活基金在去年末进入理工导航的前十大流通股股东，理工导航也是因客户集中度过高出现业绩大幅波动。记者注意到，第一大客户占比高达90%的理工导航2022年3月在A股上市，但第二年即出现业绩大幅波动，公司日前发布2023年度业绩快报显示，公司营业收入2175.04万元，同比减少89.37%；净利润为亏损2254.35万元。这只军工概念股上市仅两年时间，已先后两次发布关于公司股票可能被实施退市风险警示提示公告。

投资者的获利空间。

根据2023年基金四季报，截至去年底，前20位公募管理人的非货规模合计占比为57.8%。尽管这个反映头部集中度的数据较此前有所下降，但市场人士认为，短期数据的变化不会改变公募行业头部效应长期强化的大趋势。

广发证券的公募行业研究数据显示，国内公募行业当前集中度数据仅相当于美国90年代的头行业集中度，甚至远低于日本公募基金行业的头部集中度数据，日本仅前3家管理规模占比就高达55%。

随着人工智能技术的崛起以及国内公募基金对ETF(交易型开放式指数基金)等被动产品加大投入与布局，基金行业马太效应将继续强化，目前ETF产品线几乎成为大型公募基金的核心竞争优势。安永的一份研究报告也指出，近年来，全球资产管理行业市场集中度不断提升，头部效应愈加明显，资金加速流入先锋领航等前三大巨头，这主要源于市场盛行的ETF等被动型基金产品所带来的规模效应。同时，头部机构的品牌效应、分销渠道、成本以及数字科技等方面的优势进一步提升了其运营效率，而缺乏产品与技术优势的中小公募竞争空间将被逐步压缩。

业内人士也强调，头部基金公司的人力资本更具优势，基金管理行业是人才密集型行业，头部公司相对具有更广阔的平台、更有吸引力的薪酬待遇，能够吸引更多更优质的人才，从而推动产品业绩及产品销售提升。头部公司的种种差异化竞争优势，也能够为其带来较好的品牌形象，在当前不确定性加剧的情况下，投资者的风险偏好将会降低，会更谨慎地选择管理人及产品，头部机构率先积累起来的品牌效应，更易赢得投资者的信任，形成赢家通吃的局面。

此外，易方达积极成长基金的第一大重仓股为军工芯片股臻镭科技，后者也面临着客户集中度过高的问题，公司发布的2023年业绩预告显示，公司实现营业收入2.84亿元，较上年同期增长16.88%；实现净利润7631.53万元，较上年同期减少29.16%。扣非净利润为6730.77万元，较上年同期减少34.02%。

基金经理调整思路

正因为军工板块的投资存在上述痛点，一些偏好军工的基金经理也在积极调整思路。尤国梁认为，军工股的持仓中应该重点布局数字科技、信息智能相关的品种，尤其是在持仓中体现出军民混用类型品种的覆盖，这或许是基金经理希望能够回避纯粹的军工股可能存在的客户单一问题。比如长城久嘉创新成长基金的核心重仓股景嘉微原来以军工业务为基本盘，如今其GPU产品逐步落地民用市场，受此利好影响，该股在最近一个半月的股价涨幅高达76.7%。

此外，军工股非利华也因其民品半导体业务逐步放量，而逐渐被主流公募接受。在去年末非利华的股价调整后，一度迎来高达93只公募基金的重仓，这也表明民品市场客户分散的商业模式对基金经理的吸引力，民品市场的爆发为军工概念股提供了更多基金持仓的可能。

“何时能够看到军工板块的反转，从基本面角度还需要综合考虑几点因素：第一，前期大订单交付的数量是否达到预期，产能建设进度如何。第二，产品形态是否成熟，是否达到预期使用寿命，是否要做参数的调整或转型。第三，产品价格是否合适，是否还有降本空间。”重仓非利华的南方基金基金经理邹原表示。

综上所述，未来基金经理在军工板块上的个股选择，很可能会将重点倾斜到民品业务逐步放量的投资标的，以回避很大一部分军工相关公司客户集中度过高对产品定价和毛利率的影响。



券商中国
(ID:quanshangcn)