



非银行金融：资产管理系列专题报告之五：公募基金公司研究框架与估值初探



公募基金规模波动大，利润可预测性低。业务又与净资产规模脱钩。传统 DCF、NPV、PB-ROE 等估值方法难以适用于公募基金公司估值。海外学者研究认为可将公募基金放置于期权估值模型下进行估算。但由于参数假设过多，模型复杂，难以适用于投资实务。不过学者们构建的研究框架及思维方式对公募基金公司研究框架具有指导意义。我们尝试总结海外研究结果，结合国内实际，对公募基金研究框架进行梳理及探讨。

股混基规模主要取决于业绩，债基相对更注重渠道。基金业绩通过申赎及净值波动共同影响股混基规模。债基申赎影响远大于净值波动。申赎上，业绩与净申购成正比，但边际效应递减（呈现凸函数）。短期业绩高速增长对基民申购影响不大，长期维持行业平均以上的增长，可能更有利于基金规模持续性高增。债基申赎对业绩的敏感性弱于股混基。我们估算债基直销占比 75%，股混基为 20%。股混基规模主要取决于业绩，但业绩对债基规模影响弱于股混，债基规模驱动可能更注重渠道布局。

平台赋能是业绩的重要支撑。1、投研赋能：不同基金公司之间持仓、投资风格存在明显差异。平台投研团队及公司内部交流使得基金公司内投资具有共同方向；2、规模效应：基金规模越大，投研资源往往越丰富；3、其他特色：如股东赋能、产品设计及发行策略差异等。

渠道上，代销上可关注与头部代销渠道合作，直销上可关注头部基金公司投顾发展。1、股东赋能：基金公司股东代销优势往往与基金公司基金优势存在相关性。固收类基金在股东渠道赋能上更明显。2、代销签约上，

代销行业二八分化，可重点关注前十代销机构的签约情况。汇总前十代销机构签约覆盖率发现头部基金公司与前十代销机构合作明显更为密切。3、参考海外，基金直销可能会成为基金公司未来布局的重点。但近年来财富管理发力，基金公司直销占比明显下滑。未来凭借基金投顾及直营 APP，可能头部基金公司直销占比会有一定提升。

管理费率上，中短期管理费率难以明显下滑。参考美国，在市场进入高度有效市场前，管理费率变化不大。但市场有效性提升后，管理费率会大幅下滑，成本控制能力卓越的基金公司发展速度更快。越能创造超额收益能力的基金品类，面临价格战的压力越小。目前国内市场有效性仍不足，中短期或不会面临价格战困境，基金业绩、渠道仍是决定性因素。长期机构化程度提升后，价格战可能会明显拉低基金公司平均费率。

净利润率呈现规模效应，基金规模越高，净利润率越高。伴随非货基规模增长，基金公司净利润率往往有所提升。客户维护费上看，基金直销通常不产生对渠道支付客户维护费，对机构客户代销的客户维护费相对更低。债券型基金机构客户及基金直销占比较高；新发基金通常客户维护费占比会较高一些；基金规模较大的公募基金，基金客户维护费率可能相对更低。我们估计债券型基金占比高、新发基金少、基金规模大的基金公司客户维护费可能更低。

相对估值参数选择上，我们建议可以 P/E 为主，参考 P/AUM。P/AUM 可能首先源自学术界讨论，P/AUM 与净利润率×费率正相关，因此提出了

类似于证券行业“PB-ROE”的“P/AUM-净利润率×费率”的估值模式。提出 P/AUM 可能是考虑到基金公司股混基与债基常常相互转化，因此 P/AUM 能够平滑 P/E 波动。但目前国内基金主要以业绩而非费率驱动规模增长，难以形成很好的品牌效应。基民基金赎回后可能不会因集团品牌原因而继续申购集团内其他基金。而 P/E 能够更直接综合的反应基金公司规模、基金结构及净利润率，也有利于投资者跨行业比较投资组合。目前国内 P/E 的参考价值可能高于 P/AUM 估值。

美国公募基金 PE 估值中枢约 14 倍，PE 与净利润率×费率成正比。对 1998~2013 年美国基金公司估值统计，美国公募基金 P/E 基础估值在 14 倍左右，费率×净利润率越高，P/E 估值越低。可能的原因是美国市场高市场有效性，费率、基金净值增长对规模增长的重要性逐渐提升，而高费率可能会影响长期利润增长。国内仍以业绩驱动、基民申赎驱动规模增长为主，可能费率×净利润率越高，可给予更高的 PE 估值。总结近年来基金股权交易案，我们估算公募基金行业平均 PE 估值中枢为 16.4 倍，净利润率×费率越高，PE 估值越高。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47872

