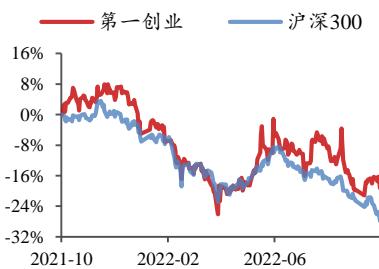


第一创业 (002797.SZ)

2022 年 10 月 30 日

自营投资拖累业绩表现，公募基金业务线支撑盈利
——第一创业 2022 年 3 季报点评
投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/28
当前股价(元)	5.48
一年最高最低(元)	7.56/5.03
总市值(亿元)	230.29
流通市值(亿元)	226.46
总股本(亿股)	42.02
流通股本(亿股)	41.32
近 3 个月换手率(%)	80.0

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《公募基金业务线高增长，资管业务支撑未来成长性—第一创业 2021 年年报点评》-2022.3.30

 《投资收益较好，资管业务驱动盈利成长性—公司信息更新报告》
-2021.10.30

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号: S0790122030100

● 自营投资拖累业绩表现，公募基金业务线支撑盈利，维持“买入”评级

2022 前三季度公司营业收入/归母净利润分别为 19.1/3.4 亿元，同比-21%/-46%，年化 ROE 2.34 %，同比-2.08pct，单 Q3 净利润 0.53 亿，环比-75%。期末杠杆率（扣客户保证金）2.62 倍，较年初+10%，环比+4%。前 3 季度资管、投行与利息净收入同比增长，投资收益拖累业绩。考虑到交易量萎缩和市场下跌，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预测至 4.8/7.0/9.1 亿元（调前 7.6/9.1/10.6 亿），同比-36%/+47%/+30%，2022-2024 年 EPS 0.11/0.17/0.22 元。公司旗下创金合信及银华基金公募业务利润贡献较高（2022H1 合计利润贡献 117%），未来持续受益于居民财富向权益资产迁移的长逻辑。预计当前股价对应 2022-2024 年 PB 为 1.5/1.5/1.5 倍，维持“买入”评级。

● 预计创金合信和银华基金利润贡献相对稳定

(1) 前三季度公司资管业务收入 7.4 亿元，同比+12.2%，预计主要为创金合信贡献，Q3 单季 2.45 亿，同比+5%，环比-2%。期末创金合信（公司持股 51.07%）非货/偏股 AUM (Wind 口径) 863/241 亿，环比-0.5%/-14%。(2) 前三季度公司对联营和合营企业的投资收益 1.6 亿元，同比-13.3%，Q3 单季 0.55 亿，同比+2%，环比+3.8%，预计主要来自银华基金贡献。2022Q3 末银华基金非货/偏股 AUM (Wind 口径) 2324/1354 亿元，环比-6%/-15%。

● 交易量下降影响经纪业务，自营投资表现不佳

(1) 2022 年前 3 季度市场日均股票成交额 9546 亿元，同比-8.7%，公司经纪业务收入 2.95 亿，同比-16.9%。前三季度利息净收入 1.58 亿元，同比+19.7%，期末公司融出资金 62 亿元，较年初-17%，市占率 0.43%，较年初-0.1bp。(2) 前三季度公司自营投资收益 1.9 亿，同比-76%，单 Q3 自营投资收益 0.7 亿，环比-93%。2022Q1/Q2/Q3 自营投资收益率分别为 -0.14%/1.06%/0.07%，预计受股市影响较大(2022Q3 沪深 300 下跌 15%，恒生指数下跌 21%)。期末金融资产规模 205.7 亿，较年初+21%，环比+9%。

● 风险提示：市场波动风险；旗下公募保有规模增长不及预期。
财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,120	3,255	2,607	3,134	3,774
YOY(%)	20.8	4.3	-19.9	20.2	20.4
归母净利润(百万元)	813	745	476	701	908
YOY(%)	58.4	-8.3	-36.1	47.3	29.6
毛利率(%)	32.0	30.0	23.8	29.1	31.4
净利率(%)	26.0	22.9	18.3	22.4	24.1
ROE(%)	7.1	5.3	3.2	4.7	6.0
EPS(摊薄/元)	0.19	0.18	0.11	0.17	0.22
P/E(倍)	28.3	30.9	48.4	32.9	25.4
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	32,652	36,188	39,983	44,294	49,721	营业收入	3,120	3,255	2,607	3,134	3,774
现金	7,857	8,937	11,350	12,181	14,390	营业成本	2,123	2,277	1,986	2,221	2,589
应收票据及应收账款	269	286	171	344	276	营业税金及附加	23	25	22	25	30
其他应收款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	营业费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
预付账款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	管理费用	1,867	2,164	1,877	2,100	2,453
存货	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0	研发费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他流动资产	24,526	26,965	28,463	31,769	35,055	财务费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
非流动资产	7,984	6,959	6,956	7,278	7,636	资产减值损失	217	78	86	94	104
长期投资	1,545	1,773	1,950	2,145	2,360	其他收益	45	47	182	200	220
固定资产	165	181	181	181	181	公允价值变动收益	72	(158)	- 0	- 0	- 0
无形资产	299	908	908	908	908	投资净收益	1,109	1,340	412	887	1,302
其他非流动资产	5,975	4,097	3,917	4,044	4,187	资产处置收益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资产总计	40,636	43,147	46,939	51,572	57,358	营业利润	997	978	621	913	1,185
流动负债	20,289	21,891	24,918	28,885	33,559	营业外收入	53	6	5	6	8
短期借款	9,888	11,544	13,853	16,623	19,948	营业外支出	4	11	2	- 0	1
应付票据及应付账款	266	21	121	221	321	利润总额	1,046	973	624	919	1,192
其他流动负债	10,135	10,326	10,944	12,040	13,290	所得税	167	149	96	141	182
非流动负债	5,912	6,267	6,505	7,072	7,696	净利润	879	824	529	779	1,009
长期借款	5,332	5,157	5,673	6,240	6,864	少数股东损益	66	79	53	78	101
其他非流动负债	580	1,110	832	832	832	归属母公司净利润	813	745	476	701	908
负债合计	26,201	28,158	31,423	35,957	41,255	EBITDA	1141	1091	793	1138	1460
少数股东权益	508	570	590	594	612	EPS(元)	0.19	0.18	0.11	0.17	0.22
股本	4,202	4,202	4,202	4,202	4,202	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	6,067	6,066	6,066	6,066	6,066	成长能力					
留存收益	2,463	2,871	3,259	3,354	3,822	营业收入(%)	20.8	4.3	-19.9	20.2	20.4
归属母公司股东权益	13,928	14,419	14,927	15,022	15,490	营业利润(%)	45.1	-1.9	-36.5	47.0	29.8
负债和股东权益	40,636	43,147	46,939	51,572	57,358	归属于母公司净利润(%)	58.4	-8.3	-36.1	47.3	29.6
						盈利能力					
						毛利率(%)	32.0	30.0	23.8	29.1	31.4
						净利率(%)	26.0	22.9	18.3	22.4	24.1
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	7.1	5.3	3.2	4.7	6.0
经营活动现金流	-190	1231	1136	1586	2017	ROIC(%)	3.0	2.6	1.5	2.0	2.4
净利润	879	824	529	779	1009	偿债能力					
折旧摊销	95	118	168	218	268	资产负债率(%)	64.5	65.3	66.9	69.7	71.9
财务费用	1	2	1	1	1	净负债比率(%)	105.4	111.4	125.8	146.4	166.5
投资损失	-331	-90	-140	-190	-240	流动比率	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5
营运资金变动	-1568	1554	1654	1754	1854	速动比率	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5
其他经营现金流	735	-1176	-1076	-976	-876	营运能力					
投资活动现金流	-642	-502	-482	-462	-442	总资产周转率	8.2	7.8	5.8	6.4	6.9
资本支出	1	1	1	1	1	应收账款周转率	1,042	1,173	1,141	1,217	1,217
长期投资	3	42	62	82	102	应付账款周转率	1,392	1,587	2,797	1,299	955
其他投资现金流	87	135	145	155	165	每股指标(元)					
筹资活动现金流	2217	-103	-1096	-1237	-404	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.18	0.11	0.17	0.22
短期借款	988	890	910	930	950	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.29	0.27	0.38	0.48
长期借款	800	2000	2100	2200	2300	每股净资产(最新摊薄)	3.31	3.43	3.55	3.57	3.69
普通股增加	700	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	4158	0	0	0	0	P/E	28.3	30.9	48.4	32.9	25.4
其他筹资现金流	615	665	1	1	1	P/B	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
现金净增加额	1383	624	-442	-113	1171	EV/EBITDA	8.8	7.1	10.3	7.5	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn