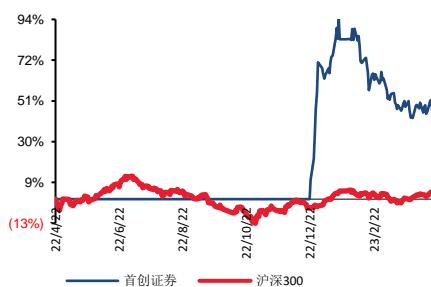




非银金融 证券 II

首创证券：首次覆盖：固收业务稳健发展，资管崛起驱动业绩

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,733/273
总市值/流通(百万元)	36,353/3,635
12个月最高/最低(元)	19.70/10.18

相关研究报告：

《国联证券年报点评：资管业务逆势增长，内生外延双轮驱动》--2023/04/19

《全面注册制下的可转债策略与非银标的》--2023/04/11

《证券业迎“定向降准”，结算备付金比例下调释放流动性》--2023/04/09

证券分析师：夏半年

电话：18600332068

E-MAIL：xiama@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190523030003

核心观点

股东背景雄厚，全牌照优势显著。首创证券是隶属于首创集团的中小型券商，实控人北京国资委，股东背景雄厚，公司立足北京辐射全国。管理团队成熟稳定，行业经验丰富，有利于公司的长远发展。公司具有全经营牌照，近年来公司业绩增长迅速。

前瞻性布局资管业务，业务规模逆势增长。公司较早布局主动管理，积累了较为丰富的净值化管理经验，为后续资产管理业务的快速增长奠定了良好基础，抓住了监管政策调整带来的业务发展窗口期。在行业整体管理规模持续萎缩的背景下，通过加强投资与研究团队建设，完善代销渠道，实现逆势增长。

专注固收业务发展，营收与收益率保持稳定。公司秉持审慎投资原则和稳健的投资风格，加强投研团队建设，拥有较强的自营投资与研究能力，以及卓越的量化投资水平，固定收益投资收益率常年大幅跑赢指数，实现稳步发展，是公司业绩的重要支撑。

盈利预测与投资评级：我们预计首创证券2023-2025年分别实现总营业收入2239.93/2655.87/3073.97万元；分别实现归母净利润829.32/956.18/1104.02万元。预计2023-2025年EPS分别为0.30/0.35/0.40元，对应2023年PE为43.04x。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1587.86	2239.93	2655.87	3073.97
(+/-%)	-24.87%	41.07%	18.57%	15.74%
净利润(百万元)	553.51	829.32	956.18	1104.02
(+/-%)	-35.53%	49.83%	15.30%	15.46%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.30	0.35	0.40
市盈率(PE)	64.49	43.04	37.33	32.33

资料来源：Wind, 太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 国资背景雄厚，业绩增长迅速	4
(一)股东背景强大，区位优势明显	4
(二)管理团队稳定，公司治理完善	5
(三)业绩增长迅速，全牌照优势显著，自营与资管业务稳健发展.....	6
二、 顺应行业发展趋势，资管业务迅速崛起	7
(一)资管规模逆势扩张，业务收入逐年增长	7
(二)投研能力强大，渠道建设完善	8
三、 自营业务为营收重心，专注固收稳健发展	9
(一)固收业务保障业绩，投资规模不断增长	9
(二)投研形成竞争优势，固收收益率超越指数	10
四、 经纪业务压舱石效应明显，积极推进财富管理转型	11
五、 盈利预测及估值	12
六、 风险提示	12

图表目录

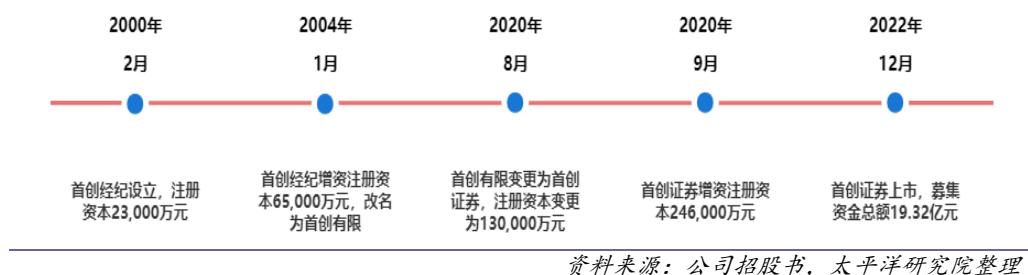
图表 1: 首创证券发展历程	4
图表 2: 首创证券股权结构	4
图表 3: 2022 年各城市人家可支配收入排名与增速	5
图表 4: 各省市上市首发家数与占比情况	5
图表 5: 首创证券组织架构	6
图表 6: 首创证券营业收入与增速情况	6
图表 7: 首创证券净利润与增速情况	6
图表 8: 券商及其子公司私募资管计划只数和规模	7
图表 9: 公司资管业务期末管理资金净值	7
图表 10: 公司资管业务净收入情况	8
图表 11: 公司集合资管计划规模与所占比例	8
图表 12: 首创证券固定收益投资规模	9
图表 13: 首创证券固定收益业务收入	9
图表 14: 公司固定收益投资收益率与中债综合指数总值涨幅对比	10
图表 15: 行业平均净佣金率与公司平均净佣金率对比	11
图表 16: 公司营业网点地域情况	11

一、国资背景雄厚，业绩增长迅速

(一) 股东背景强大，区位优势明显

首创证券系由首创有限于2020年9月以整体变更方式设立，并于2022年12月A股上市，是A股第42家上市证券公司。首创有限的前身为首创经纪于2000年2月设立，于2004年1月更名为首创有限。

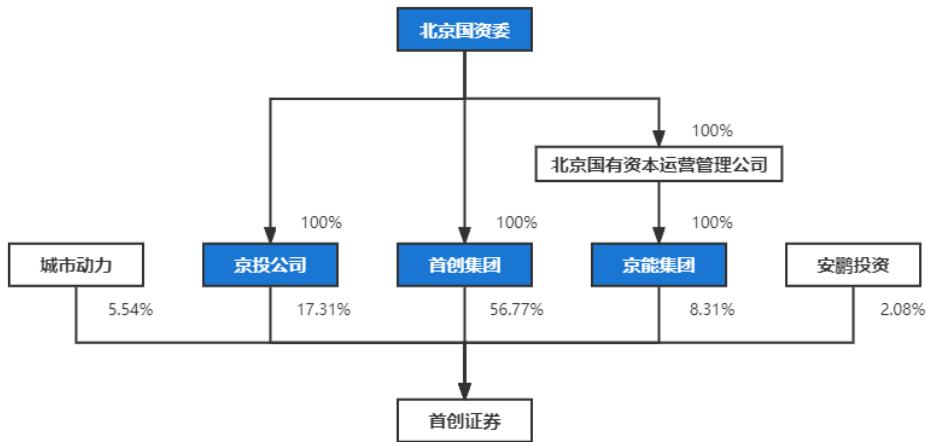
图表1：首创证券发展历程



资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理

实控人为北京国资委，股东实力雄厚。目前首创集团持有首创证券总股本的56.77%，是首创证券的控股股东。第二、三大股东京投公司（17.31%）和京能集团（8.31%）均为北京市国资委控股，因此首创证券实控人为北京国资委。首创证券有望能够享受北京国资委的政策支持和资源配置，提高公司的信誉和竞争力；同时借助北京国资委的平台和渠道，拓展业务范围和合作伙伴，增加市场份额和收入来源，保障公司的稳健发展和长期利益。

图表2：首创证券股权结构



资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理

立足首都北京，区位优势明显。北京是国内经济最为活跃、经济最为发达、人均可支配收入最高的城市之一，2022年北京市实现生产总值4.16万亿元。从人均可支配收入来看，北京市人均

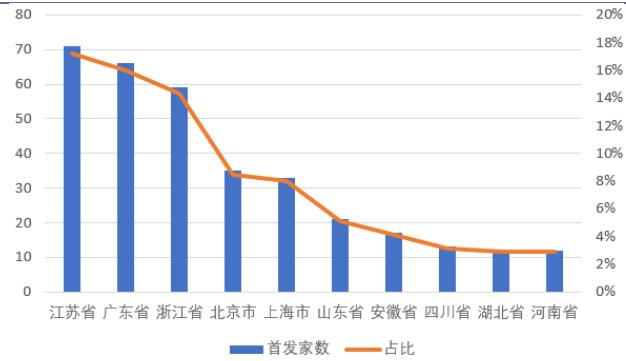
可支配收入达 7.74 万元，排名全国第二，仅次于上海市，具有较强的经济实力和市场潜力。此外，北京作为首都，是国家金融管理中心，是一行一局一会、国家金融企业总部和重要金融基础设施所在地，拥有众多的金融机构及上市公司，为金融服务实体经济提供便利条件；北京市设立北京证券交易所，打造服务中小企业创业投资和股权投资的主平台，为券商提供了更多业务机会。北京地区对于券商财管业务、资管业务与投行业务需求旺盛，利于公司开展业务。

图表 3：2022 年各城市人家可支配收入排名与增速



资料来源：国家统计局，太平洋研究院整理

图表 4：各省市上市首发家数与占比情况



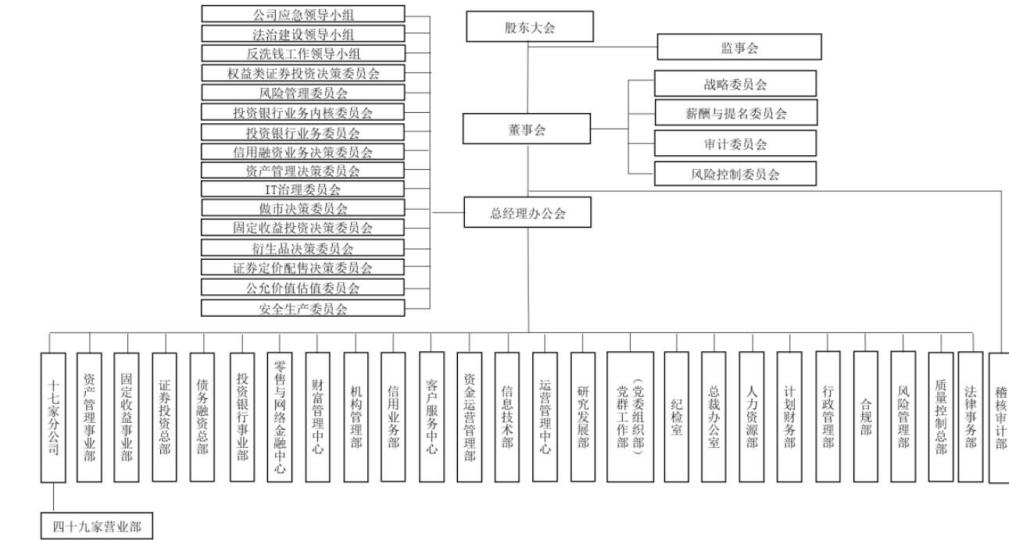
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）管理团队稳定，公司治理完善

管理团队成熟稳定，经验丰富。公司董事长苏朝晖曾任中国黄金集团公司办公室（党委办公室）主任、办公室（党委办公室、法律事务部）主任、法律事务部经理、总法律顾问；首创集团总法律顾问。总经理毕劲松曾任国泰君安证券北京分公司总经理兼党委书记，中富证券有限责任公司董事长兼总裁，民生证券有限公司副总裁，首创有限党委书记、董事、总经理等职务。管理团队经验丰富，有利于公司长远发展。

扁平化组织架构助力业务多元布局。首创证券根据业务发展需要，设立了 25 个职能部门，形成了以总经理办公室为核心的扁平化管理架构，实现了各个业务板块的高效协同和快速响应，形成资产管理类业务、投资类业务、投资银行类业务、零售与财富管理类业务和研究业务等均衡发展的业务结构。公司还持续探索和完善长效激励约束机制，通过股权激励、绩效考核、员工持股等方式，激发员工的积极性和创造性，提升管理能力和水平。

图表 5：首创证券组织架构

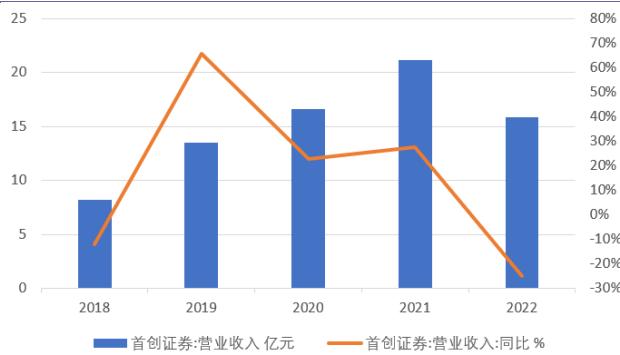


资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理

（三）业绩增长迅速，全牌照优势显著，自营与资管业务稳健发展

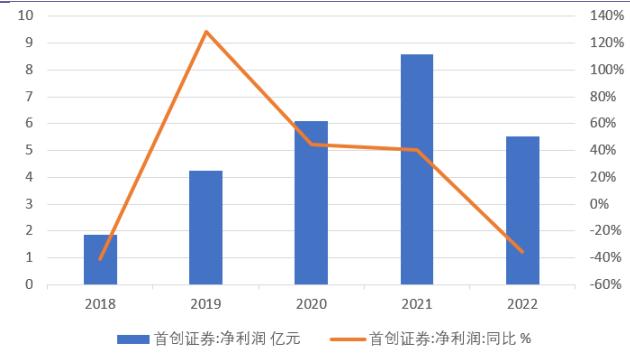
连续三年业绩增长迅速。首创证券在 2019–2021 年间保持了较高的营收和净利润增长，营业收入从 13.40 亿元增长到 21.13 亿元，年均增速达到 37.37%；归母净利润从 4.34 亿元增长到 8.59 亿元，年均增速达到 69.98%。中证协数据显示，2019、2020 年度和 2021 年度，公司净利润和净资产收益率排名均明显高于公司净资产排名，2021 年净资产收益率为 9.21%，行业排名第 26，远高于第 62 位的净资产排名。受市场波动影响，2022 年公司营业收入和归母净利润分别为 15.88 亿元和 5.54 亿元，同比分别下滑 24.87% 和 35.53%。

图表 6：首创证券营业收入与增速情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：首创证券净利润与增速情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

拥有全牌照经营资质。首创证券作为具有全牌照经营资质的综合性证券公司，目前已形成资产管理类业务、投资类业务、投资银行类业务、零售与财富管理类业务和研究业务等均衡发展的

业务结构。首创证券拥有全资子公司首创京都期货子公司、首正德盛私募投资基金子公司、首正泽富另类投资子公司和二级私募投资基金子公司望京私募，并主要参股中邮基金。目前，公司资产管理业务和固定收益业务占公司营业收入的比重较高，债券承销和资产证券化业务稳步发展。

自营业务和资管业务是公司的核心业务和主要收入来源。2022年，公司自营和资管两类业务分别实现收入4.64亿元和6.98亿元，占比分别为29.23%和43.98%；零售与财富管理类业务也有较好的表现，实现收入4.22亿元，占比为26.57%；投资银行类业务则较为低迷，实现收入1.47亿元，占比仅为9.26%。近年来，投资类业务和资产管理类业务的收入占比保持在70%以上的水平，显示出公司在这两个领域的优势和稳定性。

二、顺应行业发展趋势，资管业务迅速崛起

(一) 资管规模逆势扩张，业务收入逐年增长

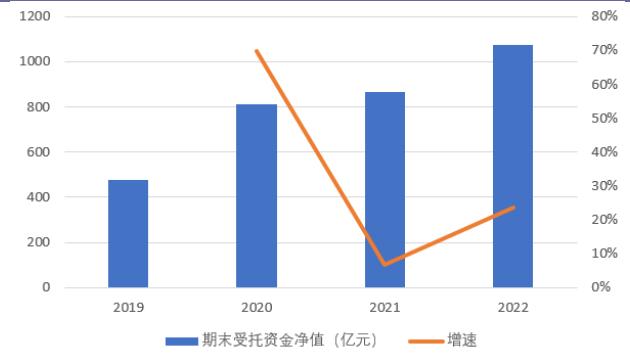
前瞻性布局资管业务，产品规模逆势增长。首创证券在资产管理业务方面具有前瞻性的战略布局和丰富的净值化管理经验。公司顺应监管要求和行业发展趋势，早在2016年就开始对资产管理业务进行全面调整，大力推进资产管理业务的主动管理及净值化转型。首创证券控制通道类业务的规模和风险，发力主动管理业务的发展和创新，提高资产管理业务的质量和效益，在此过程中积累了较为丰富的净值化管理经验，为后续资产管理业务的快速增长奠定了良好基础。公司目前已形成了以固定收益、权益、另类投资为核心的多元化产品体系，满足不同类型客户的投资需求。2019年至2021年，公司存续的资产管理产品只数分别为270只、411只、448只，产品净值规模分别为478.41亿元、812.60亿元、867.34亿元，实现逆势增长。2022年，公司资管产品净值规模为1,072.54亿元，同比增长23.66%，延续高速增长态势。

图表8：券商及其子公司私募资管计划规模与降幅



资料来源：中基协，太平洋研究院整理

图表9：公司资管业务期末管理资金净值

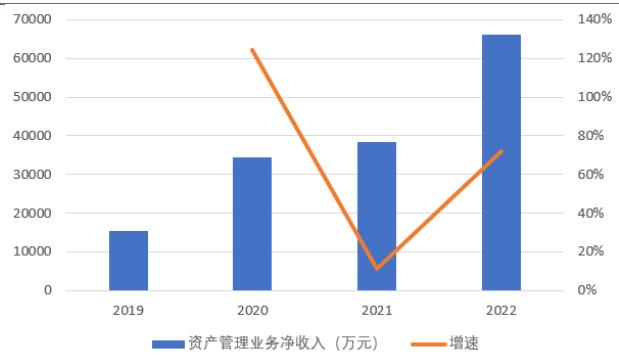


资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

产品业绩长期良好，集合资管占比最大。随着公司资产管理规模上升，公司收取的管理费及业绩报酬收入不断增长，2020年度、2021年度和2022年度，公司资产管理业务收入分别为

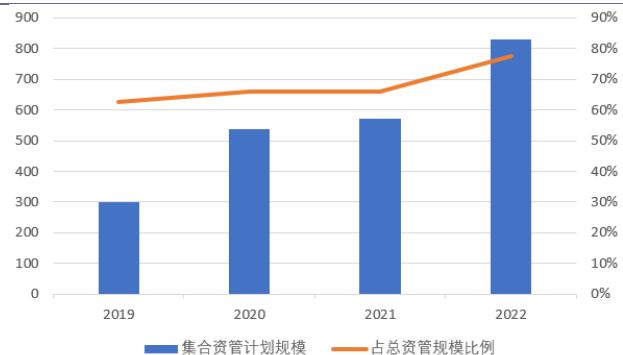
34,521.64万元、38,468.05万元和66,222.37元，同比增长124.18%、11.43%和72.15%。2021年资管收入受平均受托资产管理收益率下滑影响导致增速下降，而公司最新公布的2022年H1平均受托资产管理收益率已由2021年的5.56%上升到6.35%，为近年来最高水平。2022年公司资产管理业务净收入继续逆势大幅增长，业绩表现良好，是公司手续费及佣金净收入上涨的主要原因。

图表 10：公司资管业务净收入情况



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

图表 11：公司集合资管计划规模与所占比



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

首创证券凭借规范的产品运作和优秀的主动管理能力，在2019年至2022年，公司管理的集合资管计划规模迅速增长，尚在存续的集合资管产品数量分别为192只、346只、382只和470只，各期末受托资金净值分别为299.28亿元、537.36亿元、572.83亿元和831.03亿元，占公司总资产产品净值规模比例为62.56%、66.13%、66.04%和77.48%。自2018年4月《资管新规》发布以来，公司累计发行了400多只集合资管产品，位于行业前列。2019年至2022年，公司集合资产管理业务实现的业务收入分别为11,877.47万元、45,305.59万元、54,624.12万元和61,922.24万元，随着公司集合资管产品规模的扩张而不断增加，主要源于公司重视投研体系建设，且建立了较为严格的风控体系，投资对象主要为信用评级较高、收益稳定的债券，确保了投资收益的实现。

(二) 投研能力强大，渠道建设完善

投研团队经验丰富，产品序列日臻完善。首创证券积极培养专业的资产管理业务内部投研团队，通过长期的研究积淀不断提升投资决策的科学性，投资研究团队主要人员拥有资本市场投资经验，90%为金融经济专业硕士以上学历；投资经理经验丰富，风格文件，投资记录优秀；研究人员拥有出色的教育背景，具备扎实的理论基础，具备较强的宏观经济研究与行业发展分析能力。依靠公司经验丰富的投资和研究团队，公司资管产品收益长期保持稳定，历史净值曲线较为平稳。公司通过严格的风控措施和完善的投资策略，持续为客户创造了良好的投资回报，提高了销售渠道和客户的业务粘性。公司结合客户具体需求和市场实际情况，推出了品种丰富的资管产品，通过多样化的产品设计较好地满足了不同风险偏好、不同流动性偏好的投资者需求。

加强代销渠道建设，扩大业务客户规模。首创证券在净值化管理业务方面具有较早的战略布

局和较强的市场竞争力，能够抓住市场机遇和客户需求。公司在 2018 年至 2019 年期间，利用银行理财产品稀缺的窗口期，积极推出符合监管要求和市场需求的净值化管理产品，为客户提供稳健的收益表现。公司历史业绩较为稳定，赢得了以股份制银行和地方城商行为主的代销渠道的广泛认可。公司把握银行代销证券公司资管产品相关政策转变带来的业务机会，迅速在银行代销渠道方面建立了优势，实现资管产品只数、管理规模和业务收入的快速增长。截至 2022 年 6 月末，公司已与 41 家机构签订了代销协议，其中包含 6 家全国性股份制银行、16 家大型城市商业银行及多家互联网销售机构。

三、自营业务为营收重心，专注固收稳健发展

(一) 固收业务保障业绩，投资规模不断增长

自营业务收入占比最大，固收业务抵御市场波动。自营业务是首创证券的主要收入来源之一，其中又以固收业务占比最大。首创证券专注于固定收益投资交易业务，发展多品种资本中介、量化对冲等业务。在自营投资盈利性、量化投资收益率和机构业务客户服务能力等方面，具有较强的竞争力。2019 年至 2021 年，公司自营投资类业务表现出色，收入分别为 5.94 亿元、6.42 亿元和 10.58 亿元，占公司营业收入的比重分别为 44.33%、38.71% 和 50.08%，成为公司主要收入来源之一。2022 年，由于受到资本市场剧烈波动的影响，公司自营业务收入下降，为 4.64 亿元，营收占比 29.23%，但固收业务营收 7.08 亿元，同比增长 24.45%，仍然保持了良好的盈利能力和平风险控制水平。

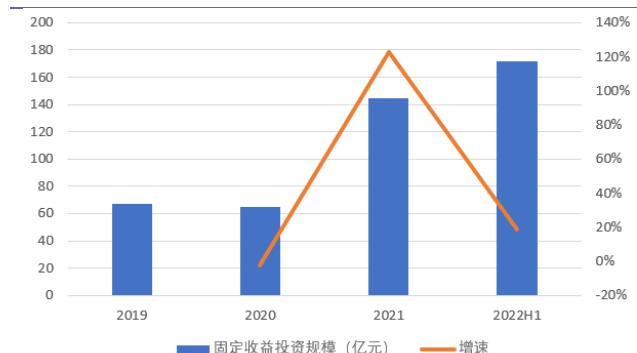
投资规模扩大，收入增长显著。公司固定收益投资交易业务主要通过赚取买卖差价、取得利息等方式获得收益，投资品种主要包括利率债、信用债、公募基金、可转换债券、国债期货和利率互换等。公司固定收益投资交易业务收入的主要驱动因素包括投资规模、投研能力和交易业务能力等。公司固定收益投资交易业务主要投资对象为债券，2019 年至 2022 年 1-6 月，公司固定收益投资规模（按月均投资成本口径）分别为 66.82 亿元、65.03 亿元、144.74 亿元和 171.72 亿元，债券占比均在 95% 以上。随着投资规模的增长，公司固收投资交易业务收入随之快速增长，2019 年至 2022 年公司固收投资交易业务收入分别为 4.68 亿元、2.75 亿元、5.69 亿元和 7.08 亿元。

图表 12：首创证券固定收益投资规模

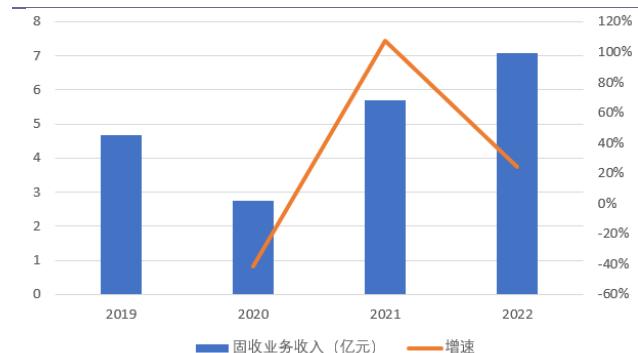
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表 13：首创证券固定收益业务收入

守正 出奇 宁静 致远



资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

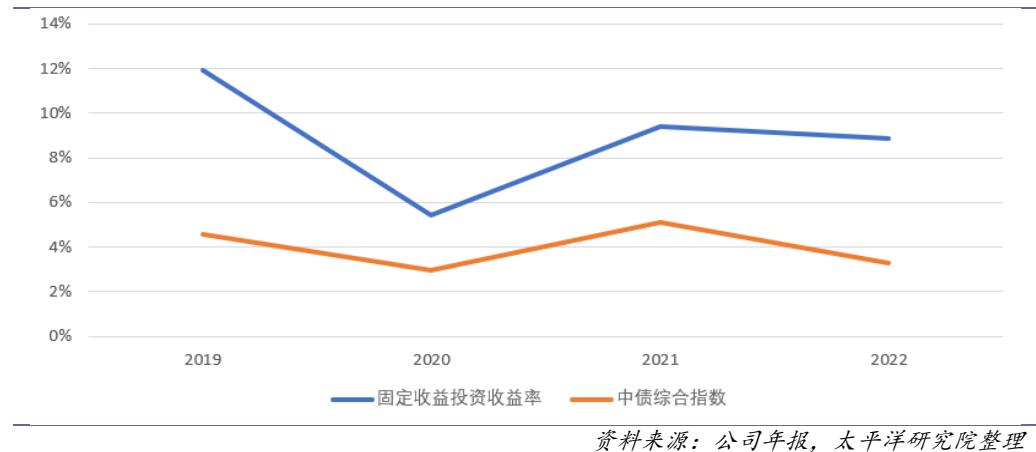
(二) 投研形成竞争优势，固收收益率超越指数

固收投研能力强大，量化投资如虎添翼。首创证券在传统的债券投资领域有着较为丰富的经验和优异的业绩，同时不断拓展新的投资品种和领域，适应市场变化和客户需求。公司在利率债、信用债、公募基金、可转换债券等多个品种上都有着广泛的布局和深入的研究，能够为客户提供多元化的固定收益类产品和服务。公司拥有专业的信用管理和债券研究团队，对各类债券发行人进行全面的评级和监测，及时发现信用风险和信用机会，并根据市场情况对主要信用产品进行主动定价，为交易决策提供参考。

公司还利用量化交易策略，在国债期货和现券市场上实施套利和投机操作，通过精准的模型和高效的执行，实现稳定的超额收益。公司是最早开展国债期货套利业务的机构之一，在期货和现券市场上都有着较高的成交量和影响力。公司较强的固收投研能力和先进的量化投资技术，在固定收益类资产领域展现出了卓越的综合实力和竞争优势。

多样化策略助力固定收益投资交易业务收益率大幅超越指数。通过深入分析市场趋势和风险点，灵活运用多种交易策略，公司固收交易业务部门因此获得较好的息差和资本收益；同时，公司根据业务发展的实际情况和市场利率水平的变化及资金状况的调整，灵活运用卖出回购等工具，合理利用杠杆效应，扩充了债券投资规模，提升了自有资金的投资回报率，使公司固收交易业务一直保持较高的收益率水平，2019年至2022年收益率分别为11.90%、5.41%、9.40%和8.85%，同期中债综合指数总值涨幅分别为4.59%、2.98%、5.09%和3.31%，公司固定收益投资收益率大幅跑赢指数。

图表 14：公司固定收益投资收益率与中债综合指数总值涨幅对比



四、经纪业务压舱石效应明显，积极推进财富管理转型

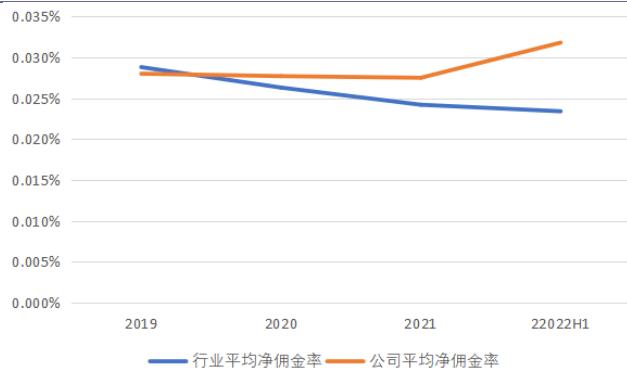
近年来经纪业务营收稳步增长。公司围绕“以客户为核心的财富管理”的目标，积极推进传统经纪业务向财富管理转型，在金融产品代销、投顾业务等方面取得明显进展。2019年至2022年，公司零售与财富管理类业务收入分别为31,087.18万元、34,328.37万元、44,178.75万元和42,184.63万元，占公司收入比例为23.21%、20.70%、20.90%和26.57%，是公司营收业绩重要的压舱石。

佣金率高于行业平均，营业网点布局华东华北。代理买卖证券业务作为券商传统业务，服务和产品同质化严重，行业竞争逐渐白热化，佣金率逐年下降，2019年至2022年年中，行业平均净佣金率分别为0.288‰、0.263‰、0.242‰和0.234‰，但首创证券佣金率平均净佣金率仍高于行业平均水平，分别为0.280‰、0.277‰、0.275‰和0.318‰。2022年1-6月，公司公募基金等机构客户拓展较快，交易单元席位租赁收入快速增长，使得公司平均净佣金率有所上升且高于行业平均净佣金率，剔除该部分收入影响后公司2022年1-6月平均净佣金率为0.229‰，与行业平均净佣金率水平和变动趋势基本一致。

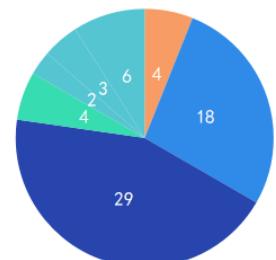
截至2022年11月，公司设有17家分公司、49家营业部，公司证券经营网点主要集中在华东和华北经济较为发达的地区。随着公司上市融资，公司有望在巩固和提升现有分支机构经营效益的基础上，选择经济较为发达的区域设立新的营业网点，逐步形成覆盖全国的网点布局。

图表 15: 行业平均净佣金率与公司平均净佣金率对

图表 16: 公司营业网点地域情况



资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理



资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理

投顾业务与金融产品代销业务增长快速，财富管理转型初见成效。首创证券加强团队建设打造专业营销及投资顾问团队，积极推动营销人员向投顾转化，投顾队伍逐步壮大。2019年至2022年年中，公司投资咨询业务收入实现跨越式增长，分别为428.25万元、721.22万元、2,117.49万元和1,301.84万元。2019年至2022年，公司代销金融产品业务实现的手续费及佣金收入分别为456.06万元、926.53万元、2,041.16万元和1,234.41万元。

公司积极由证券经纪业务向财富管理转型，成立财富管理中心负责财富管理业务发展规划，制定业务流程、标准和规范，组建高质量营销团队、产品团队和售后服务团队，逐步完善业务体系及销售队伍建设。公司加快“番茄财富APP”一站式综合金融服务平台迭代升级，全新发布“番茄财富APP”5.0版本，从技术架构、交互逻辑、界面设计等方面进行全面优化，APP全年注册用户数同比增长45%。2022年公司新增客户6.04万户，较上年增长9.32%，期末客户总数超70万户；全年代理买卖股票基金交易额5,725.58亿元，线上业务办理量占比达83.4%，较上年提高12.56%。

五、盈利预测及估值

随着经济复苏市场回暖，公司自营业务有望修复权益投资收益，扩大固收业务竞争优势，进一步提升业务收入；同时随着对市场信心的恢复，公司资管业务规模有望继续扩张态势。我们预计首创证券2023-2025年分别实现总营业收入2239.93/2655.87/3073.97万元；分别实现归母净利润829.32/956.18/1104.02万元。预计2023-2025年EPS分别为0.30/0.35/0.40元，对应2023年PE为43.04x。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

六、风险提示

经济复苏不及预期、自营业务表现不及预期、资管业务规模增长不及预期、监管政策收紧。



投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。