

第一创业 (002797.SZ)

固收构筑壁垒，资管特色发力

增持

核心观点

公司股权结构多元，大股东北京国管入主带来新空间。2023年5月，北京国有资本运营管理有限公司（简称“北京国管”）以非公开协议转让方式受让首创集团持有的公司11.06%股权，成为公司第一大股东。多元分散的股权结构使公司具有混合所有制企业的优势，有利于公司保持灵活的市场化经营机制。未来，公司通过第一大股东北京国管强化股东赋能与战略协同，夯实业务优势。

“固收+资管”双轮驱动，构建机构客户服务能力。(1)**业务机会：**随着我国债券市场发展，固收资产的多元配置成为券商发展模式的成长点，券商将通过服务银行自营、理财、保险等机构客户拓展多种收入来源。(2)**战略导向：**公司坚持“成为有固定收益特色的、以资产管理业务为核心的证券公司”的战略方向，坚持“以交易为核心，投资与销售为两翼”的定位，以销售业务提升对各类机构的服务深度，具体来看，一是自营投资在市场保持交易活跃度，二是着力发展FICC大固收体系，发力资本中介和代客业务，三是发展资管业务和基金业务，通过科技赋能等方式构建机构客户信任。(3)**业务构建初见成效：**2018-2022年的营业收入中，资管占比接近35%，2022年占比更是高达48%；固定收益业务长期维持在10%以上，2022年的占比为11%。2023年上半年，资管和固收业务占比分别为40%、19%，公司“固收+资管”业务优势突出，显著高于同业。

北交所业务有望实现二次成长。北交所将IPO、做市、交易、直投业务融为一炉，当前全行业竞争格局未定型，中小券商有成长机会。随着公司第一大股东变更为北京国管，一创投行将在股东支持下，强化北交所项目储备和发行，重点布局各类硬科技企业、创新成长企业。

盈利预测：预计公司2023-2025年每股收益为0.11/0.14/0.15元，归母净利润分别为4.59/5.91/6.45亿元，归母净利润增速分别为14.6%/28.6%/9.2%，未来一年合理估值区间6.04-6.58元/股，相对目前股价有9.9%-19.6%的溢价空间，在全面注册制和财富管理的大背景下，我们首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：二级市场大幅波动风险；固定收益业务受宏观因素影响的风险；资产管理业务面临监管政策变动的风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；投资收益大幅波动的风险；境外监管风险。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,255	2,611	2,988	3,830	4,181
(+/-%)	4.3%	-19.8%	14.4%	28.2%	9.2%
归母净利润(百万元)	745	401	459	591	645
(+/-%)	-8.3%	-46.2%	14.6%	28.6%	9.2%
摊薄每股收益(元)	0.2	0.1	0.11	0.14	0.15
净资产收益率(ROE)	5.3%	2.8%	3.1%	3.9%	4.1%
市盈率(PE)	30.9	55.6	50.9	39.6	36.2
市净率(PB)	1.62	1.60	1.56	1.52	1.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

非银金融·证券 II

证券分析师：孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn S0980523060004
证券分析师：陈莉 0755-81981575 chenli@guosen.com.cn S0980522080004
证券分析师：林珊珊 0755-81981576 lins@guosen.com.cn S0980518070001

基础数据

投资评级 增持(首次评级)
 合理估值 6.04 - 6.58元
 收盘价 5.77元
 总市值/流通市值 24248/23844百万元
 52周最高价/最低价 7.13/4.79元
 近3个月日均成交额 224.84百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
基本情况	5
股权结构多元化	6
重要子公司	7
管理层背景	7
行业分析	8
行业格局：“综合性头部券商领先”与“中小券商差异化”发展并行	8
固收成为新赛道	8
总资产规模增长	8
ROE 有望企稳	9
公司分析：“固收+资管”业务双轮驱动	10
行业地位：公司立足固收赛道	10
发展趋势：“固收+资管”双轮驱动业务发展	13
固收业务：销售投资两端发力	13
资管业务：营收占比约 40%，发展稳健	15
投行业务：蓄力开发北交所 IPO 业务	20
股权融资：市场 IPO 发行承压 总承销金额下降	20
债券融资：总承销金额增长超三成	20
北交所业务：蓄力开发北交所 IPO 项目	21
股权投资：一创投资和创新资本差异化发展	21
经纪、信用及自营业务	22
经纪业务：持续向财富管理转型	22
信用业务：业务需持续提升	22
自营业务：积极发展新三板做市业务	23
盈利预测	24
核心假设	24
未来 3 年盈利预测	26
盈利预测的敏感性分析	26
估值与投资建议	27
相对估值	27
相对估值的敏感性分析	28
投资建议	28
风险提示	29
附表：财务预测与估值	30

图表目录

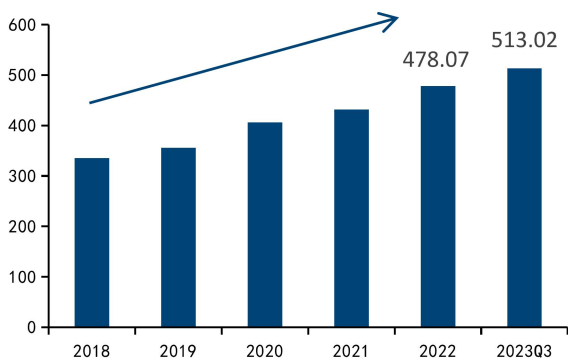
图 1: 第一创业历年总资产 (亿元)	5
图 2: 第一创业历年净资产 (亿元)	5
图 3: 第一创业分支机构 (家)	6
图 4: 第一创业与行业 ROE 对比图	9
图 5: 第一创业与行业杠杆对比图	9
图 6: 第一创业历年营收 (亿元)	12
图 7: 第一创业历年归母净利润 (亿元)	12
图 8: 第一创业历年营收结构 (亿元) (传统分类)	12
图 9: 第一创业历年营收占比 (%) (传统分类)	12
图 10: 第一创业历年营收结构 (亿元) (内部分类)	13
图 11: 第一创业历年营收占比 (%) (内部分类)	13
图 12: 第一创业固收业务收入贡献占比	14
图 13: 第一创业固收业务收入增长趋势	14
图 14: 第一创业资管业务收入贡献占比	15
图 15: 第一创业资管业务收入增长趋势	15
图 16: 第一创业受托管理资产总规模 (亿元)	16
图 17: 创金合信历年总资产 (亿元)	17
图 18: 创金合信历年净资产 (亿元)	17
图 19: 创金合信历年营业收入 (亿元)	17
图 20: 创金合信历年净利润 (亿元)	17
图 21: 创金合信在资管业务中占比超八成	18
图 22: 创金合信受托管理资金总额 (亿元)	18
图 23: 创金合信公募基金管理规模 (亿元) 及同比 (%)	19
图 24: 创金合信私募资产管理规模 (亿元) 及同比 (%)	19
图 25: 创金合信资产配置理念	19
图 26: 第一创业股权总承销金额 (亿元) 及市场份额 (%)	20
图 27: 第一创业债券募集资金 (亿元) 及市场份额 (%)	21
图 28: 第一创业经纪业务收入贡献占比	22
图 29: 第一创业利息收入贡献占比	23
图 30: 第一创业自营收入贡献占比	23
图 31: 第一创业自营权益类及非权益类及其衍生品/净资本 (%)	23
图 32: 第一创业交易性金融资产 (亿元) 及其他债权投资 (亿元)	24

表1: 第一创业前十大股东 (截至 2023 年 9 月末)	6
表2: 第一创业重要子公司	7
表3: 公司高管背景与工作经历	7
表4: 43 家上市券商总资产规模比较	8
表5: 2023 年前三季度上市证券公司营业收入排名 (亿元)	10
表6: 2023 年前三季度上市证券公司归母净利润排名 (亿元)	11
表7: 创金合信股东明细	16
表8: 营业收入预测 (单位: 亿元)	25
表9: 营业支出预测 (单位: 亿元)	26
表10: 第一创业核心财务指标预测	26
表11: 归属母公司净利润增速及 ROE 对资管业务的年复合增长率的敏感性分析	27
表12: 归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析	27
表13: 第一创业核心财务指标预测	27
表14: 第一创业估值对 EPS 和 PB 的敏感性分析	28

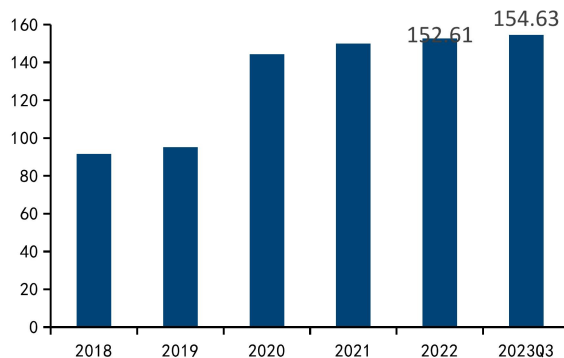
公司概况

基本情况

公司的前身是成立于 1992 年的佛山证券公司。1997 年通过与中国人民银行脱钩改制并增资扩股，更名为“佛山证券有限责任公司”。2002 年 4 月，增资扩股后更名为“第一创业证券有限责任公司”。2008 年 8 月和 2011 年 8 月，实现两次增资扩股。2012 年 2 月，第一创业证券有限责任公司变更为股份有限公司，2016 年 5 月，在深交所 IPO 上市。2017 年 5 月，以 21.89 亿股本为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股，转增完成后，公司股本由 21.89 亿股增至 35.024 亿股。2020 年 7 月，公司非公开发行股票 7 亿股并在深交所上市，公司注册资本由 35.024 亿元增至 42.024 亿元。截至 2023 年 9 月末，公司总资产和净资产分别为 513.02 亿元、154.63 亿元，呈持续增长态势。

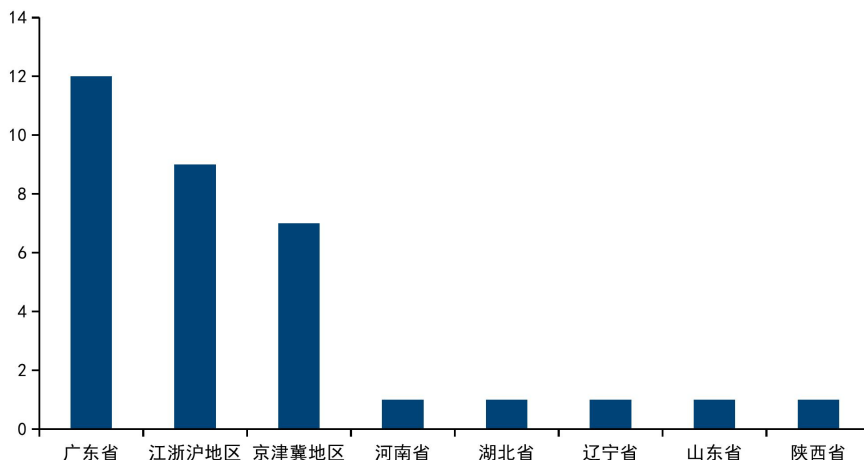
 图1: 第一创业历年**总资产** (亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

 图2: 第一创业历年**净资产** (亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2022 年末，公司共有 57 家分支机构，其中 24 家分公司、33 家证券营业部。从营业部的分布来看，广东省有 12 家，江浙沪地区有 9 家，京津冀地区有 7 家，河南省、湖北省、辽宁省、山东省、陕西省各 1 家。

图3: 第一创业分支机构 (家)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (截至 2022 年末)

股权结构多元化

公司股权结构多元化。2023 年 5 月 30 日, 北京国有资本运营管理有限公司 (简称北京国管) 以非公开协议转让方式受让首创集团持有股份完成过户登记, 成为公司第一大股东。未来, 公司有望通过北京国管强化股东赋能与战略协同, 促进公司价值进一步提升。

截至 2023 年 9 月末, 公司持股比例排名前五的股东为北京国管、北京京国瑞国企改革发展基金 (有限合伙)、北京首农食品集团有限公司、华熙昕宇投资有限公司和浙江航民实业集团有限公司, 企业性质涵盖国有、民营和集体所有制, 仍处于无控股股东, 无实际控制人的情形。多元的股权结构使公司具有混合所有制企业的优势, 为公司形成有效制衡的法人治理结构和灵活的市场化经营机制提供了坚实保障, 有利于公司持续健康发展。

表1: 第一创业前十大股东 (截至 2023 年 9 月末)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	北京国有资本运营管理有限公司	464,686,400	11.06
2	北京京国瑞国企改革发展基金(有限合伙)	210,119,900	4.99
3	北京首农食品集团有限公司	210,119,900	4.99
4	华熙昕宇投资有限公司	209,880,966	4.99
5	浙江航民实业集团有限公司	123,586,269	2.94
6	北京首都创业集团有限公司	70,000,000	1.67
7	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	67,393,724	1.60
8	香港中央结算有限公司	67,261,015	1.60
9	西藏乾宁创业投资有限公司	58,337,938	1.39
10	华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	47,961,917	1.14
	合计	1,529,348,029	36.37

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

重要子公司

公司重要子公司。截至 2023 年 6 月末，公司拥有全资子公司 4 家，即一创期货、一创投行、一创投资、创新资本；拥有控股子公司 1 家，即创金合信（公募基金）。

其中**一创期货**从事期货业务，主要包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询等业务；**一创投行**从事投资银行业务，主要包括股权融资、债权融资、并购重组、结构化融资、新三板推荐挂牌及相关财务顾问等业务；**一创投资**从事私募股权基金管理业务，设立和管理私募股权投资基金；**创新资本**从事另类投资业务，使用自有资金对非上市公司进行股权投资；**创金合信**从事公募基金和私募资产管理等业务。

表2: 第一创业重要子公司

名称	设立时间	注册资本	持股比例	业务性质
第一创业期货有限责任公司	1993 年 3 月 31 日	17,000 万元	100%	期货经纪
第一创业投资管理有限公司	2010 年 4 月 6 日	110,000 万元	100%	私募股权基金管理
第一创业证券承销保荐有限责任公司	2011 年 5 月 26 日	40,000 万元	100%	证券承销与保荐
深圳第一创业创新资本管理有限公司	2014 年 7 月 30 日	300,000 万元	100%	另类投资
创金合信基金管理有限公司	2014 年 7 月 9 日	26,096 万元	51.07%	公募基金及私募资产管理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理层背景

公司新任董事长吴礼顺是北京国管党委书记、董事长，有助于公司同第一大股东保持良好的战略协同。同时，公司董事、总裁王芳在公司任职 19 年，历任公司首席律师、法律合规部总经理、合规总监、副总裁、常务副总裁等，对公司的战略规划、各项业务以及监管法规均非常熟悉。

表3: 公司高管背景与工作经历

姓名	职务	出生年份	从业经历
吴礼顺	董事长	1975 年	现任公司董事长。1997 年 7 月至 2001 年 9 月在毕马威华振会计师事务所任职，2001 年 9 月至 2008 年 6 月在北京大岳咨询有限责任公司任职，2008 年 6 月至 2013 年 2 月任北京市基础设施投资有限公司计划财务部副经理、融资计划部经理，2013 年 2 月至 2017 年 3 月任北京首都创业集团有限公司副总经理，2017 年 3 月至 2021 年 2 月任北京首都创业集团有限公司党委常委，副总经理，2017 年 4 月至 2018 年 4 月任中国人民银行调查统计司副司长（挂职），2019 年 3 月至 2020 年 7 月任河北省住房和城乡建设厅副厅长（挂职），2021 年 2 月至 2022 年 4 月任北京市人民政府国有资产监督管理委员会党委委员，副主任，2022 年 4 月至 2023 年 12 月任北京国有资本运营管理有限公司党委副书记，董事，总经理，2023 年 12 月至今任北京国有资本运营管理有限公司党委书记，董事长，现任公司董事长。
王芳	董事、总裁	1977 年	现任公司董事、总裁。2000 年 6 月至 2004 年 9 月任大鹏证券有限责任公司法律支持部经理，2004 年 10 月至今历任公司首席律师，法律合规部总经理，合规总监，副总裁，常务副总裁，总裁。2016 年 8 月至 2019 年 2 月兼任银华基金管理股份有限公司监事会主席，现任公司第四届董事会董事、总裁，兼任第一创业证券承销保荐有限责任公司执行董事、深圳第一创业创新资本管理有限公司董事、银华基金管理股份有限公司董事、深圳市第一创业公益基金会副理事长。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司多元化的股权结构有利于管理层施展特色战略。公司当前战略定位是“成为有固定收益特色，资产管理业务为核心”的证券公司。

行业分析

行业格局：“综合性头部券商领先”与“中小券商差异化”发展并行

从市场整体情况来看，近二十年来，证券行业由通道手续费业务（如经纪、承销费）转向资本中介（信用做市交易）和资本投资（直投）业务，当前已形成“综合性头部券商领先”“中小券商差异化发展”的行业竞争格局。

固收成为新赛道

随着资本市场改革持续深化，我国金融制度也不断完善，股权融资和债权融资持续发展并日趋成熟，直接融资占比持续提升，金融脱媒是未来经济发展的必然趋势。

在资管产品中，稳健的投资产品对投资者具有较大的吸引力。低风险的固收投资常作为“底仓”叠加其他策略为投资者提供收益。根据中基协数据显示，截至2023年三季度末，我国基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约67.60万亿，其中，证券公司及其子公司私募资产管理业务规模达6.12万亿，固定收益类的投资与资产规模占比较高。相比海外，我国债券产品进一步丰富，如ABS、MBS。未来，在居民财富转移、资管新规实施、理财产品净值化转型等趋势下，固收产品将有更大的市场发展空间，成为新的赛道。

总资产规模增长

截至到2023年前三季度，43家上市券商总资产规模共计115,831亿元，较年初增长3.09%；而第一创业总资产规模为781.03亿元，较年初增长5.70%，超行业平均。

表4: 43家上市券商总资产规模比较

证券公司	2022年	2023年前三季度	较年初增长(%)
中信证券	13,082.89	14,128.21	7.99%
国泰君安	8,606.89	8,793.24	2.17%
中国银河	8,465.67	8,680.56	2.54%
华泰证券	7,536.08	7,361.73	-2.31%
中信建投	6,252.16	6,763.23	8.17%
中金公司	6,172.56	6,689.18	8.37%
海通证券	6,487.64	6,248.74	-3.68%
广发证券	6,116.62	6,240.17	2.02%
申万宏源	6,131.17	6,129.73	-0.02%
招商证券	5,099.55	5,225.42	2.47%
东方证券	3,943.31	4,092.59	3.79%
浙商证券	3,680.67	3,568.78	-3.04%
光大证券	2,458.59	2,776.61	12.93%
中泰证券	2,583.54	2,478.45	-4.07%
方正证券	1,816.12	2,067.35	13.83%
国元证券	1,988.94	2,021.70	1.65%
信达证券	1,589.85	1,597.13	0.46%
东兴证券	1,359.57	1,552.34	14.18%
华安证券	1,369.61	1,469.79	7.31%
国联证券	1,294.81	1,349.50	4.22%
中原证券	1,256.92	1,197.52	-4.73%
华林证券	1,002.41	1,151.47	14.87%

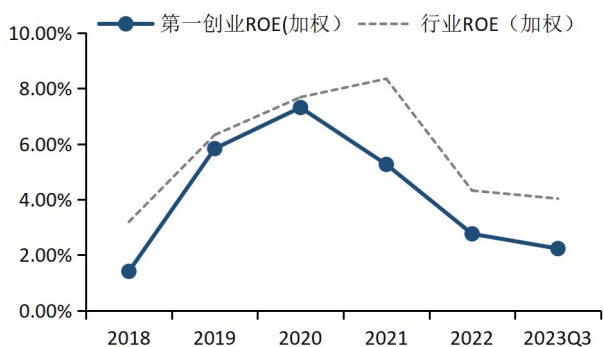
红塔证券	1,021.80	1,055.93	3.34%
东北证券	982.08	985.12	0.31%
长城证券	1,017.53	963.13	-5.35%
国海证券	956.65	959.81	0.33%
长江证券	743.82	898.83	20.84%
山西证券	977.47	892.16	-8.73%
西部证券	809.94	875.91	8.14%
国信证券	788.99	841.19	6.62%
第一创业	738.89	781.03	5.70%
国金证券	829.09	778.81	-6.06%
太平洋	657.50	727.50	10.65%
财通证券	643.31	647.91	0.71%
兴业证券	738.41	646.95	-12.39%
东吴证券	516.61	553.07	7.06%
中银证券	501.83	525.97	4.81%
南京证券	478.07	513.02	7.31%
华西证券	438.43	444.08	1.29%
西南证券	397.32	422.60	6.36%
财达证券	461.44	402.04	-12.87%
首创证券	207.43	180.19	-13.13%
天风证券	153.24	152.71	-0.35%
合计	112,355.44	115,831.39	3.09%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

ROE 有望企稳

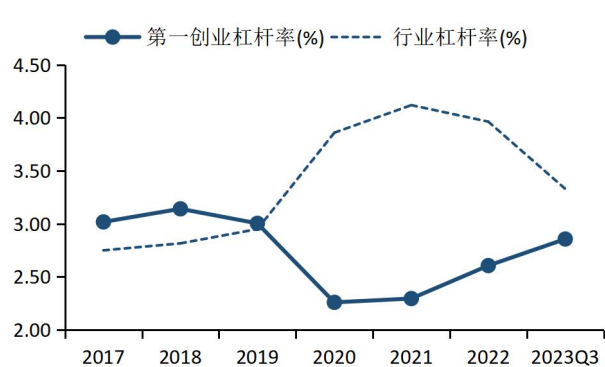
后续杠杆增加有空间，ROE 有望企稳。从 ROE 来看，第一创业 2018 年到 2023 年前三季度，ROE 均低于行业平均水平。从 2019 年到 2023 年前三季度，公司 ROE 分别为：5.83%、7.31%、5.26%、2.76%和 2.23%，可见公司 2022 年和 2023 年前三季度 ROE 仍处于低位位置。从杠杆率来看，2020 年至今，公司杠杆率明显小于行业平均，但从趋势看来，公司杠杆率在持续提升，公司 ROE 水平提升有望依靠后续杠杆水平提高。

图4：第一创业与行业 ROE 对比图



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图5：第一创业与行业杠杆对比图



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

公司分析：“固收+资管”业务双轮驱动

行业地位：公司立足固收赛道

经营资质较为齐全，具有良好的业务发展基础。2023年，公司经营稳健，资产管理业务、固定收益业务、投资银行业务、证券经纪及信用业务等各项业务稳步发展。

2023年前三季度，公司实现营业收入19.13亿元，同比增长0.05%；实现归母净利润3.28亿元，同比下降3.67%。公司实现经纪、投行、资管、信用、投资业务收入2.67/1.53/6.98/0.89/4.30亿元，在营收中的占比为13.95%/8.02%/36.47%/4.65%/22.50%，同比-9.53%/-18.28%/-6.10%/-43.62%/127.37%。

2023年前三季度，公司营业收入位居行业第35位，较2022年末下降1位。

表5: 2023年前三季度上市证券公司营业收入排名（亿元）

排名	证券代码	证券简称	营业收入（亿元）
1	600030.SH	中信证券	458.07
2	601688.SH	华泰证券	272.29
3	601211.SH	国泰君安	270.29
4	601881.SH	中国银河	254.83
5	600837.SH	海通证券	225.74
6	601066.SH	中信建投	183.84
7	000776.SZ	广发证券	180.14
8	601995.SH	中金公司	174.66
9	000166.SZ	申万宏源	162.83
10	600999.SH	招商证券	148.71
11	600958.SH	东方证券	136.95
12	601878.SH	浙商证券	126.22
13	002736.SZ	国信证券	124.43
14	600918.SH	中泰证券	92.76
15	601377.SH	兴业证券	88.56
16	601555.SH	东吴证券	80.36
17	601788.SH	光大证券	77.55
18	002673.SZ	西部证券	57.23
19	601901.SH	方正证券	56.68
20	000783.SZ	长江证券	51.49
21	600109.SH	国金证券	50.28
22	601108.SH	财通证券	49.55
23	000728.SZ	国元证券	49.34
24	000686.SZ	东北证券	48.55
25	002939.SZ	长城证券	31.47
26	000750.SZ	国海证券	30.28
27	601198.SH	东兴证券	30.08
28	601059.SH	信达证券	27.39
29	600909.SH	华安证券	27.20
30	601162.SH	天风证券	25.97
31	002926.SZ	华西证券	25.89
32	601456.SH	国联证券	25.07
33	002500.SZ	山西证券	24.74
34	601696.SH	中银证券	22.04
35	002797.SZ	第一创业	19.13
36	600369.SH	西南证券	18.85
37	601990.SH	南京证券	17.73
38	600906.SH	财达证券	17.61
39	601375.SH	中原证券	14.77
40	601136.SH	首创证券	12.98

41	601099.SH	太平洋	10.35
42	601236.SH	红塔证券	8.76
43	002945.SZ	华林证券	7.53

资料来源：Wind，国信经济研究所整理

2023 年前三季度，公司实现归母净利润 3.28 亿元，同比下降 3.67%，位居行业第 39 位，较 2022 年末下降 4 位。

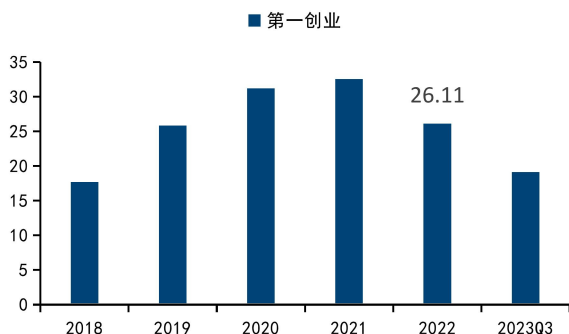
表6: 2023 年前三季度上市证券公司归母净利润排名（亿元）

排名	证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）
1	600030.SH	中信证券	164.14
2	601688.SH	华泰证券	95.86
3	601211.SH	国泰君安	86.27
4	601881.SH	中国银河	66.03
5	600999.SH	招商证券	64.02
6	000776.SZ	广发证券	58.10
7	601066.SH	中信建投	56.91
8	002736.SZ	国信证券	48.74
9	601995.SH	中金公司	46.08
10	600837.SH	海通证券	43.62
11	601788.SH	光大证券	43.58
12	000166.SZ	申万宏源	43.47
13	600958.SH	东方证券	28.57
14	601901.SH	方正证券	19.36
15	600918.SH	中泰证券	18.93
16	601555.SH	东吴证券	17.46
17	601377.SH	兴业证券	15.81
18	601108.SH	财通证券	15.01
19	000728.SZ	国元证券	14.26
20	601878.SH	浙商证券	13.30
21	600109.SH	国金证券	12.36
22	002939.SZ	长城证券	12.13
23	000783.SZ	长江证券	12.00
24	601059.SH	信达证券	10.86
25	600909.SH	华安证券	9.59
26	002673.SZ	西部证券	8.76
27	601696.SH	中银证券	8.10
28	601456.SH	国联证券	7.27
29	000686.SZ	东北证券	5.76
30	600369.SH	西南证券	5.70
31	601990.SH	南京证券	5.68
32	600906.SH	财达证券	5.54
33	601198.SH	东兴证券	4.70
34	601136.SH	首创证券	4.60
35	601162.SH	天风证券	4.24
36	000750.SZ	国海证券	3.92
37	002926.SZ	华西证券	3.73
38	002500.SZ	山西证券	3.38
39	002797.SZ	第一创业	3.28
40	601099.SH	太平洋	2.51
41	601236.SH	红塔证券	2.15
42	601375.SH	中原证券	2.08
43	002945.SZ	华林证券	1.87

资料来源：Wind，国信经济研究所整理

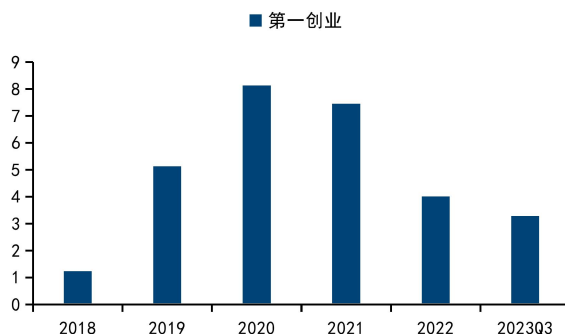
2018 年到 2023 年前三季度营业收入排名分别为：33、34、36、36、34、35 位；归母净利润分别为：36、35、33、38、35、39 位。

图6: 第一创业历年营收 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 第一创业历年归母净利润 (亿元)



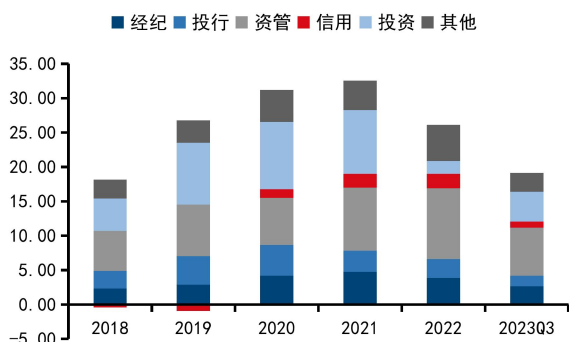
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营业结构情况。从传统分类来看，从公司历年的营收构成来看，资管业务成为公司营收的重要来源。2022 年实现营业收入和归母净利润分别为 26.11 亿元、4.01 亿元，同比分别为-19.77%、-46.22%，主因在于 2022 年 A 股景气度下降。2022 年营业收入构成中：经纪、资管、投行、信用、自营占比分别为 14.72%/39.40%/10.66%/7.99%/7.15%。

2023 年前三季度，公司实现营业收入 19.13 亿元，同比增长 0.05%；实现归母净利润 3.28 亿元，同比下降 3.67%。公司实现经纪、投行、资管、信用、自营收入 2.67/1.53/6.98/0.89/4.30 亿元，在营收中的占比为 13.95%/8.02%/36.47%/4.65%/22.50%，同比-9.53%/-18.28%/-6.10%/-43.62%/127.37%。

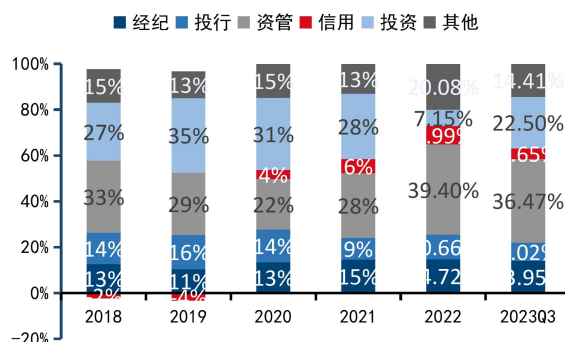
其他业务板块中，投资银行业务通过全资子公司一创投行经营股权融资、债权及结构化融资和财务顾问业务等；证券经纪及信用业务主要包括证券经纪、证券投资咨询、融资融券和期货业务等；私募股权基金管理及其他投资业务通过全资子公司一创投资和信创资本分别从事私募基金管理业务和另类投资业务；自营投资及交易业务主要包括权益类证券投资、权益类衍生品多策略投资和新三板做市业务。

图8: 第一创业历年营收结构 (亿元) (传统分类)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 第一创业历年营收占比 (%) (传统分类)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

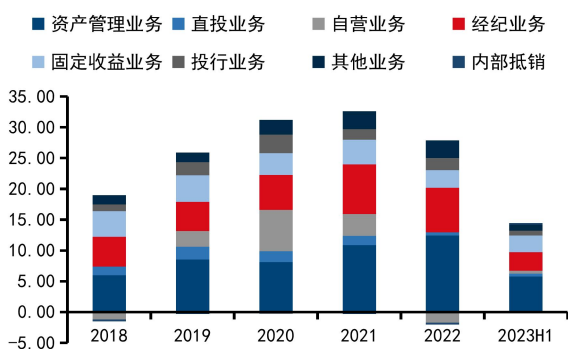
公司内部业务条线划分凸显自身模式。券商的业务条线一般分为经纪业务、资管业务、投行业务、自营业务、信用业务等条线，而第一创业内部则是按照

经纪及信用业务、资管业务、固定收益业务、投行业务、直投业务、自营投资及交易业务等条线来划分。

公司的固定收益业务主要分为销售业务和投资交易业务。销售业务是指固定收益类产品的承销、参团及销售，包括但不限于国债、地方政府债、政策性金融债、同业存单、其他金融债、非金融企业债务融资工具、资产支持证券等；投资交易业务是指通过固定收益及固定收益类衍生品的投资配置和做市交易、以及通过相应交易策略的开发，获取投资交易收益的业务。公司自营投资及交易业务主要为权益类证券投资、权益类衍生品投资以及新三板做市业务。

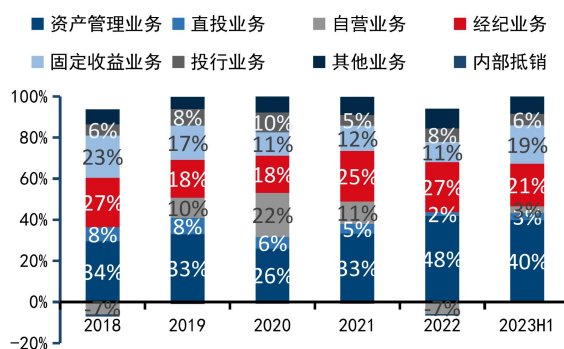
“固收+资管”优势突出。从公司内部业务分类来看，2018-2022 年的营业收入中，资产管理业务占比均在 30%左右，2022 年占比更是高达 48%；经纪业务占比维持在 20%左右，2022 年的占比为 27%；固定收益业务长期维持在 10%以上，2022 年的占比为 11%。2023 年上半年，固收和资管业务占比分别为 19%、40%，数据进一步说明公司“固收+资管”业务优势突出。

图10: 第一创业历年营收结构（亿元）（内部分类）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 第一创业历年营收占比(%)（内部分类）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

发展趋势：“固收+资管”双轮驱动业务发展

证券行业迎来战略性发展机遇。公司坚持“成为有固定收益特色的、以资产管理业务为核心的证券公司”的战略方向，继续贯彻“以客户为中心”的经营理念，强化“一个一创”的协同，持续提升产品能力、服务能力，为客户提供优质金融产品和服务，努力为客户创造价值。固定收益业务继续向交易驱动转型，坚持“以交易为核心，投资与销售为两翼”的定位，销售业务进一步提升对各类机构的服务深度，投资交易业务持续加强投研能力建设，保持交易活跃度。

资产管理业务坚持打造“固收+”主动管理能力，以固定收益为特色，以 FOF 为权益及量化投资突破口，持续完善产品线布局，持续提升投研能力。

投资银行业务坚持“聚焦区域、聚焦产业”的业务发展定位，全力把握全面注册制的改革机遇，蓄力开发北交所 IPO 业务，提升服务北京国资的能力。

经纪及信用业务将继续秉承“客户资产稳健增值”目标，向财富管理转型。

固收业务：销售投资两端发力

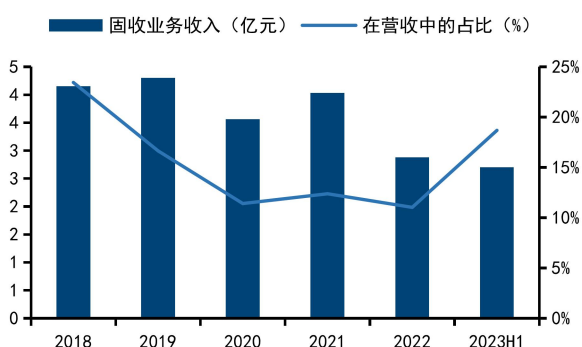
固定收益业务是第一创业的特色业务，主要分为固定收益销售业务和投资交易业

务，这两项业务主要由投行业务中的承销、自营业务中的投资拆分合并组成。

公司的固收销售业务是指固定收益类产品的承销、参团及销售，主要包括但不限于国债、地方政府债、政策性金融债、非金融企业债务融资工具（含中期票据、短期融资券、定向债务融资工具、项目收益票据等）等固定收益产品，深度覆盖银行（含国有大行、股份制银行、外资银行、城商行、农商行等）、基金、保险、信托、私募、财务公司等投资机构；**投资交易业务**是指通过固定收益及固定收益类衍生品的投资配置和做市交易来获得收益。

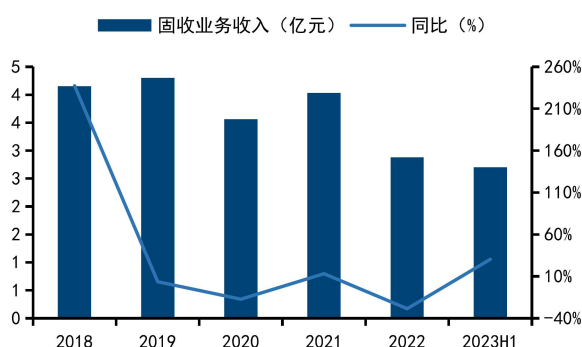
从公司内部业务分类来看，2023年上半年，公司固定收益业务实现收入2.70亿元，同比增长30.17%，在营收中的占比为18.69%，增长的主因在于债券交易投资业务净收入同比增加。

图12: 第一创业固收业务收入贡献占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 第一创业固收业务收入增长趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在销售端，提升对机构客户的服务深度。截至2023年6月底，公司具有33个全国省市地方政府债承销商资格，在团数量在券商中名列前茅。根据中国证券业协会发布的《2023年上半年证券公司债券承销业务专项统计》，公司“地方政府债券实际中标金额”行业排名第20名，“地方政府债券实际中标地区数”行业排名第19名。

2023年上半年，由于各品种债券承销商持续扩容，行业竞争白热化，公司固定收益各品种销售数量合计2,461只，同比下降22.66%；销售金额合计819.75亿元，同比下降10.18%。

2023年，公司在巩固原有销售、交易业务优势的基础上，通过以客户为中心的一级销售、二级交易联动的模式，进一步增强客户的黏性，持续提升活跃度和影响力。公司将提升对各类机构的服务深度，探索以银行间品种分销为主，回转售项目及其他衍生品种销售多线并举的发展路径。

在投资端，提升投研能力、保持交易活跃度。2023年上半年，公司采用利差交易、趋势交易、结构交易和做市交易相结合的灵活策略，在银行间和交易所市场的债券交易量为36,449.69亿元，同比增长39.70%。公司积极参与做市交易，银行间市场做市交易量为12,631.28亿元，同比增长46.54%。公司债券通业务持续开展，为服务境外机构打下良好基础。根据财政部国库司《关于公布2023年上半年记账式国债现货交易量排名的通知》，公司2023年上半年“记账式国债承销团成员国债现货交易量”排名第23名，“记账式国债承销团非银行类成员国债现货交易量”排名第7名。

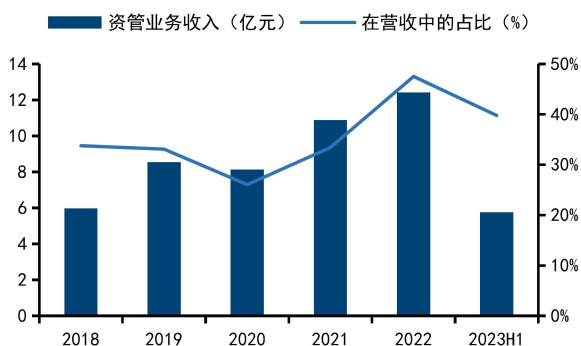
在交易端，公司重视投研能力的建设，致力于持续提升市场研判能力、信用评估能力和交易定价的能力。

资管业务：营收占比约 40%，发展稳健

根据中国证券业协会《证券公司 2023 年上半年度券商经营情况分析》显示，141 家证券公司 2023 年上半年实现营业收入 2245.07 亿元，净利润 850.5 亿元，同比增幅分别为 9%、4.7%；其中，资管业务净收入 109.63 亿元，同比下降 17.7%。

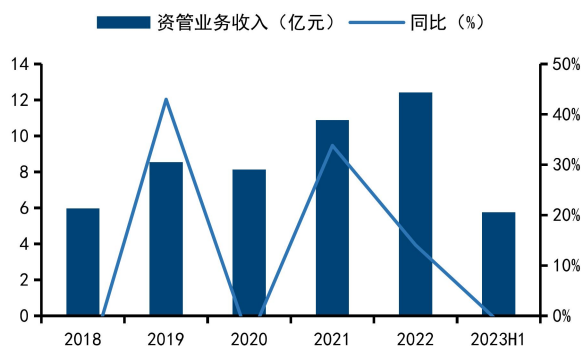
资管业务发展稳健。从公司内部分类来看，截至 2023 年上半年，公司资管业务实现 5.75 亿元，在营收中占比约为 40%，同比下降 1.1%；在上半年证券行业资产业务整体偏弱的背景下，公司资管业务呈现平稳发展的态势，主要得益于公司重要控股子公司创金合信快速发展。

图14：第一创业资管业务收入贡献占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：第一创业资管业务收入增长趋势

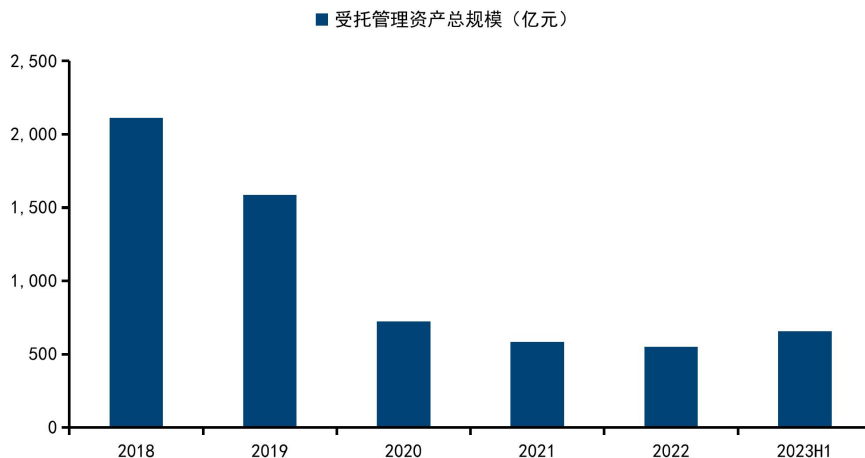


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

第一创业的资产管理业务主要由母公司从事集合资管、单一资管和专项资管业务，通过控股子公司创金合信开展公募基金和私募资产管理等业务。

第一创业持续提升主动管理能力和产品创设能力。2023 年，公司以客户为中心丰富投资品种和产品线，打造 ESG、FOF 投资先发优势和 ABS 业务特色，布局公募 REITs 业务，发行公益资管产品，持续夯实投研和风控能力。

图16: 第一创业受托管理资产总规模（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据基金业协会发布的《证券期货经营机构私募资管产品备案月报》，截至2023年6月末，证券公司及其资管子公司私募资管产品存续规模为56,574.94亿元，较2022年末下降9.98%。从第一创业资管业务受托管理资金总额来看，同期公司资产管理业务受托管理资金总额为656.25亿元，较2022年末增加106.27亿元，增幅为19.32%，远超行业平均。

2023年，第一创业资管将继续以客户为中心，坚持以固定收益为特色，以FOF为权益及量化投资突破口，做强投研，优化产品创新、完善产品线布局，提升定制化能力，形成差异化发展，打造具有核心竞争力的精品资产管理机构。

创金合信公募和专户管理规模增长显著。创金合信成立于2014年7月，是第一家成立时即实现员工持股的基金公司，公司内部倡导合伙人机制，着力打造吸引并留住优秀人才的平台，从成立之初就始终保持灵活有效的机制。

创金合信拥有一支经验丰富的投研团队，权益投资、固定收益投资、量化与指数投资、资产配置投资全部覆盖，不同投资风格并存、多点开花。

表7: 创金合信股东明细

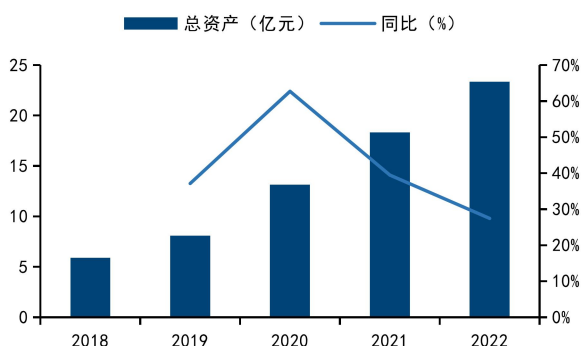
序号	股东名称	持股比例	说明
1	第一创业证券股份有限公司	51.072961%	控股股东
2	深圳市金合信投资合伙企业（有限合伙）	23.287094%	
3	深圳市金合振投资合伙企业（有限合伙）	3.490956%	
4	深圳市金合兴投资合伙企业（有限合伙）	3.969957%	
5	深圳市金合中投资合伙企业（有限合伙）	4.471950%	员工持股平台，合计持股48.927%
6	深圳市金合华投资合伙企业（有限合伙）	4.160791%	
7	深圳市金合同投资合伙企业（有限合伙）	4.910331%	
8	深圳市金合荣投资合伙企业（有限合伙）	4.635960%	
合计		100%	100%

资料来源: 创金合信官网, 国信证券经济研究所整理

创金合信于2019年4月完成第一次增资扩股,2022年12月完成第二次增资扩股。截至2023年6月末,创金合信总资产、净资产分别为24.52亿元、9.59亿元,较年初增长4.98%、15.13%,总资产和净资产均呈持续增长态势。同期,实现营业收入4.94亿元,同比增长3.27%;实现净利润1.26亿元,同比增长50.59%,

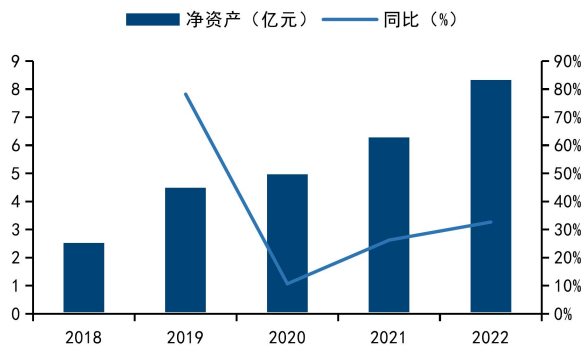
业绩表现亮眼。

图17: 创金合信历年总资产（亿元）



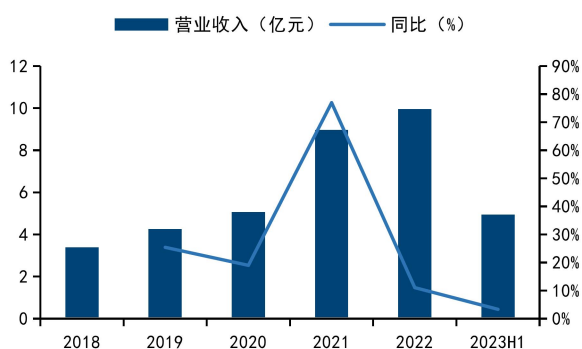
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 创金合信历年净资产（亿元）



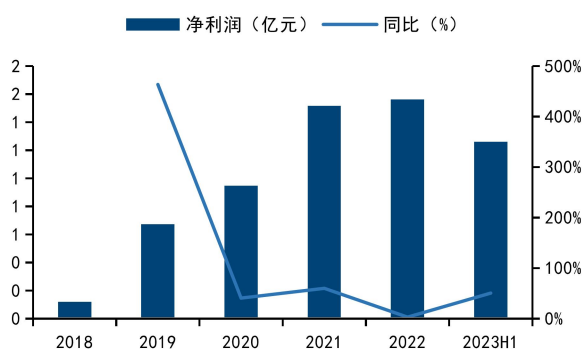
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 创金合信历年营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

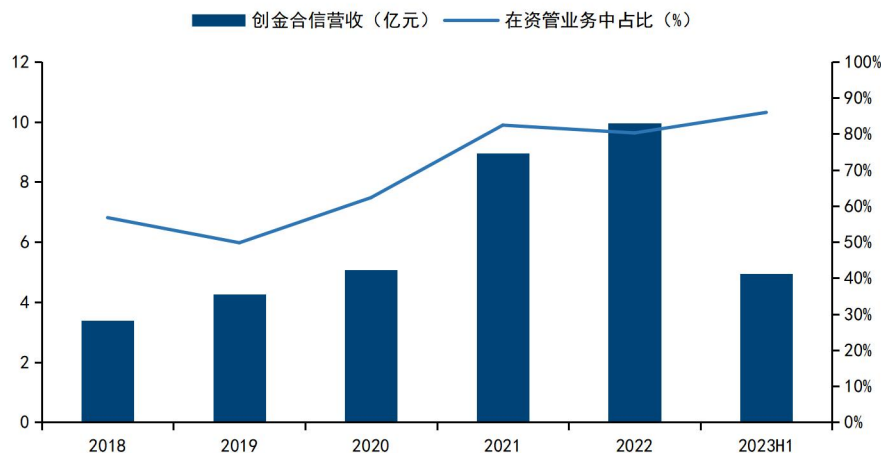
图20: 创金合信历年净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2018年到2023年6月末，创金合信营收在资管业务（内部分类）中的占比分别为57%、50%、62%、82%、80%、86%，2021年至今，占比超80%。

图21: 创金合信在资管业务中占比超八成

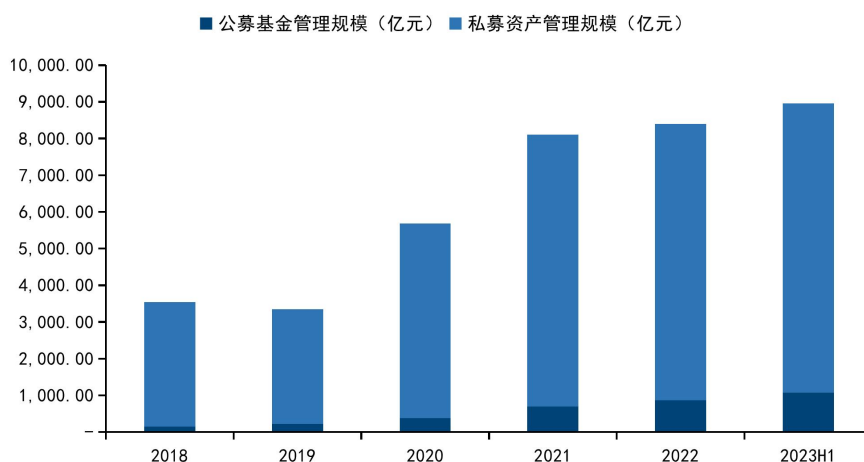


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

创金合信在公募基金管理和私募资产管理业务上全力耕耘, **公募基金管理业务上**, 创金合信已建立固收、权益、量化、指数、MOM、FOF、QDII 等多类型的产品线, 并在周期、新能源、医药、消费、科技、资源主题等行业赛道进行了产品布局, 为客户提供定义清晰、风格多样的产品选择; **私募资产管理业务上**, 创金合信为客户提供个性化的产品解决方案, 加强系统建设, 持续提升客户体验, 增强客户粘性。

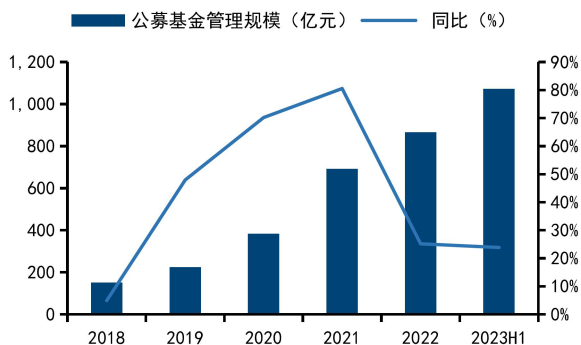
2015 年, 创金合信基金发行了首只公募基金产品, 截至 2023 年 6 月末, 创金合信设立并在存续期的产品 640 只, 其中私募资产管理计划 545 只, 证券投资基金 95 只。经过 8 年发展, 创金合信迅速构建起独特的服务优势和核心竞争力, 在规模上取得快速突破。从管理规模来看, 截至 2023 年 6 月末, 创金合信受托管理资金总额 8,960.26 亿元, 较 2022 年末增加 565.16 亿元, 增幅为 6.73%。其中, 公募基金管理规模 1,072.44 亿元, 较 2022 年末增加 206.68 亿元, 增幅为 23.87%, 私募基金管理规模为 7,887.82 亿元, 较 2022 年末增加 358.48 亿元, 增幅为 4.76%。

图22: 创金合信受托管理资金总额 (亿元)



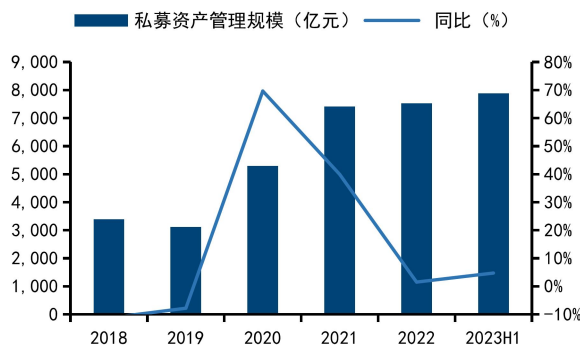
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 创金合信公募基金管理规模（亿元）及同比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24: 创金合信私募资产管理规模（亿元）及同比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

创金合信投研团队主要分为权益投资团队、固收投资团队、量化投资团队、资产配置团队及其他投资团队。以资产配置团队为例，其资产配置理念是以宏观策略为基础的三级配置体系，其中一级资产强调资产轮动，二级和三级资产强调风格轮动、行业轮动以及主题轮动。该体系是团队历经10年以上打造的成熟的策略体系，适合全资产的投资，以配置为主，资产分散化，风险分散化，同时聚焦风险资产、强化择时、提升风险定价能力。创金合信投研团队将持续提升投研能力，完善产品布局，为客户提供优质丰富的精品基金和财富管理服务。

图25: 创金合信资产配置理念



资料来源：创金合信官网，国信证券经济研究所整理

强化科技赋能。创金合信极其重视科技在公司核心竞争力打造方面的重要作用，积极探索金融科技在业务创新中的应用。创金合信持续发力“5+1 科技赋能方向”：1是数据，5分别是营销、服务、投研、运营和风控。创金合信依托科技支撑和赋能，从“以产品为中心”向“以投资者为中心”转化，从输出“专业能力”向输出“金融服务”转化，更便捷、更高效、更精准地为机构和个人投资者提供多元化金融服务。

投资业绩显著。创金合信投资业绩行业居前，根据海通证券发布的《基金公司权益及固定收益类资产业绩排行榜》，截至2022年末，创金合信权益类公募基金近三年收益率为81.79%，行业排名第8名；根据中国银河证券基金研究中心发布的《公募基金管理人长期主动债券投资管理榜单》，截至2022年末，创金合信过去五年主动债券投资管理收益率为24.95%，行业排名第3名；根据晨星中国截

至 2023 年 6 月 30 日的基金业绩排行榜，创金合信 7 只产品入选一年期收益前十榜单，5 只产品入选三年期收益前十榜单，2 只产品入选五年期收益前十榜单。2023 年 11 月，天相投顾 2023 年三季度 5A 级基金管理人评级报告显示，创金合信在“三年期综合评级”、“主动股混三年期评级”、“主动债券三年期评级”三项三年期评级中均获得最高级别 5A 评级。

投行业务：蓄力开发北交所 IPO 业务

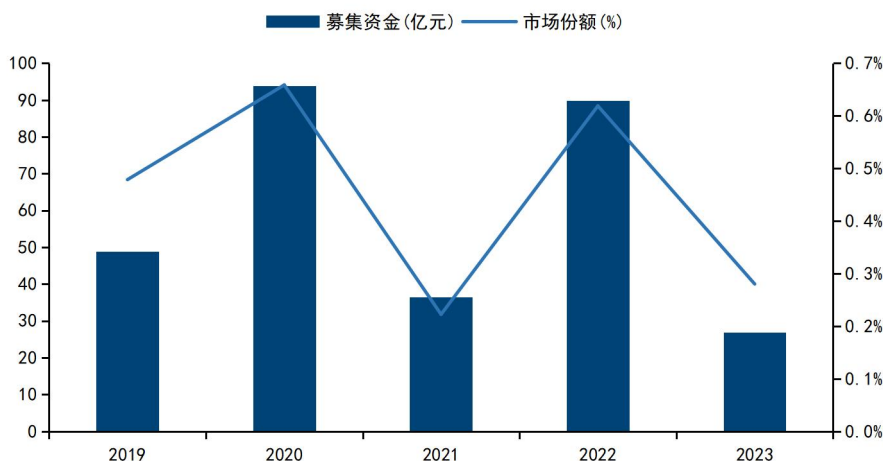
第一创业投资银行业务包括股权融资、债务融资、结构化融资、企业兼并收购、新三板推荐挂牌及相关财务顾问等业务，主要通过全资子公司一创投行经营。

一创投行进一步夯实区域聚焦，新设深圳分公司，初步形成北京、上海和深圳“一体两翼”的布局；坚持行业聚焦，深耕医疗大健康、军工和新材料行业。一创投行继续夯实股权融资、债务融资和并购重组等传统投行业务，同时积极拓展绿色债、乡村振兴债、公募 REITs 等创新业务，为客户提供综合金融服务，在 IPO、企业兼并收购、新三板、资产重组以及资产证券化等领域积累了丰富的项目经验，拥有较强的市场竞争力。

股权融资：市场 IPO 发行承压 总承销金额下降

根据 Wind 股权承销排名数据显示，2023 年一创投行完成定向增发项目 3 单，总承销金额 26.88 亿元，同比下降 70.10%，行业排名第 38 名；市场份额为 0.28%，较 2022 年减少 0.34 个百分点，主因在于受 2023 年市场 IPO 发行承压影响，总承销金额大幅下滑。

图26：第一创业股权总承销金额（亿元）及市场份额（%）

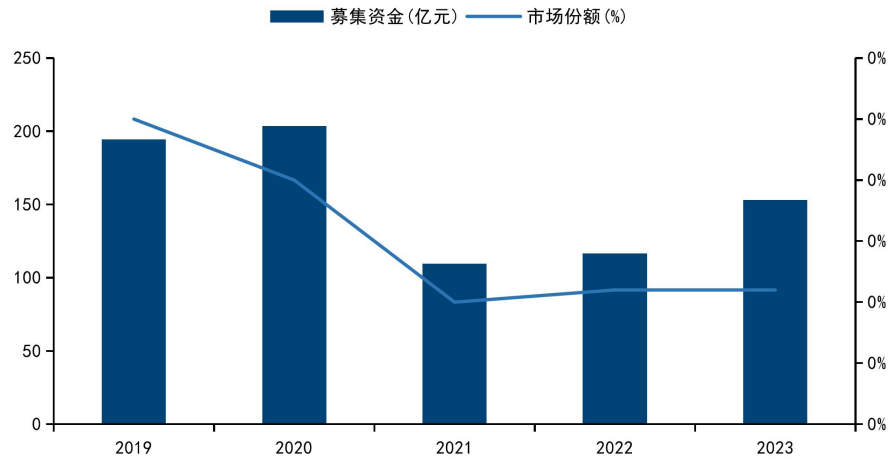


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

债券融资：总承销金额增长超三成

据 Wind 数据显示，2023 年一创投行完成债券融资项目 42 只，总承销金额 153.09 亿元，同比增长 31.45%，与 2022 年相比，市场份额均为 0.11%。

图27: 第一创业债券募集资金（亿元）及市场份额（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

北交所业务：蓄力开发北交所 IPO 项目

2023 年 11 月 15 日，北交所迎来开市两周年，共有 59 家券商为 229 家北交所上市公司提供了 IPO 保荐业务，整体来看，除中信建投等头部券商外，北交所保荐机构数量占优的券商多数为中小型券商，北交所 IPO 业务的竞争格局尚未定型，中小券商通过深耕北交所业务更见差异化优势。

发力新三板及北交所业务。一创投行持续发力新三板推荐挂牌、持续督导业务，据 Wind 数据显示，截至 2023 年 12 月初，一创投行已完成 4 家企业挂牌，另有 3 家已取得同意挂牌函，持续督导新三板挂牌企业 37 家，其中创新层企业 16 家；一创投行蓄力开发北交所 IPO 项目，截至 2023 年 12 月初，一创投行北交所辅导备案企业为 6 家，辅导备案家数行业排名前 10。随着公司第一大股东变更为北京国管，一创投行将在北京国管的大力支持下，紧跟全面注册制推进步伐，蓄力开发北交所 IPO 业务，强化北交所项目储备和发行，为各类硬科技企业、创新成长企业提供便捷高效的融资服务。

股权投资：一创投资和創新资本差异化发展

第一创业通过全资子公司一创投资从事私募基金管理业务，设立和管理私募股权投资基金；通过全资子公司创新资本从事另类投资业务，使用自有资金对非上市公司进行股权投资。

2023 年上半年，**一创投资**重点在新一代信息技术、生命健康、先进制造、能源环保、新材料等领域深耕布局；紧扣国资国企改革发展脉搏，提供综合金融服务，助力国资国企深化改革。截至 2023 年 6 月末，一创投资及其下属子公司在管基金 20 只，实缴规模 38.15 亿元。

2023 年上半年，**创新资本**持续挖掘新一代信息技术、新能源、生物技术等产业内专精特新“小巨人”企业的投资机会，助力智能制造领域的科研成果产业化及存量企业的转型升级，同时发挥业务协同效应，积极为公司综合金融服务提供支持。截至 2023 年 6 月末，创新资本在投金额 10 亿元。

未来，**一创投资**将加大与北京、深圳国资的合作，在战略新兴产业配置优质资产；

创新资本将继续在新能源、环保、科技创新等领域挖掘投资机会。

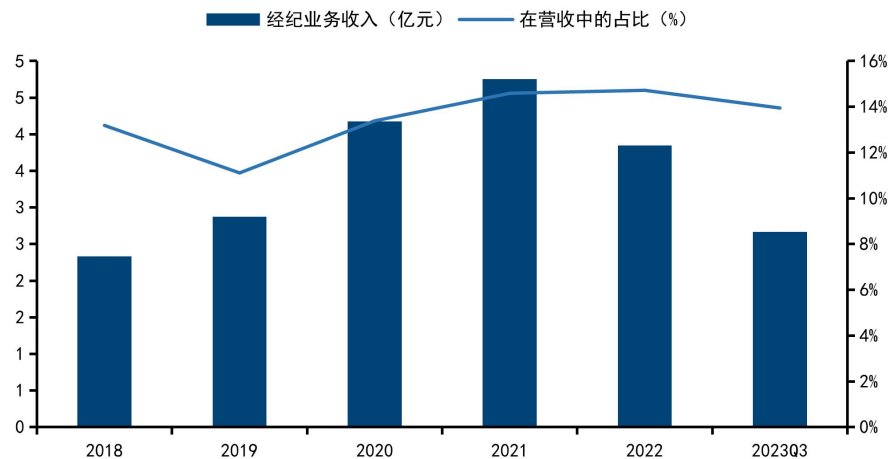
经纪、信用及自营业务

经纪业务：持续向财富管理转型

从传统口径来看，2023 年前三季度，公司实现经纪业务收入 2.67 亿元，营收占比为 13.95%，同比下降 9.53%。在经纪业务领域，第一创业持续推动向财富管理转型，完成经纪业务总部组织架构调整，强化区域经营。

2023 年上半年，公司金融产品销售规模 59.90 亿元，同比增长 30.08%，其中权益类产品销售规模 14.20 亿元，同比增长 67.65%；金融产品日均保有规模 85.62 亿元，同比增长 6.49%，其中权益类产品日均保有规模 63.72 亿元，同比增长 2.24%；“一创智富通”APP 累计注册用户超过 138 万户，同比增长 5%。

图28：第一创业经纪业务收入贡献占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

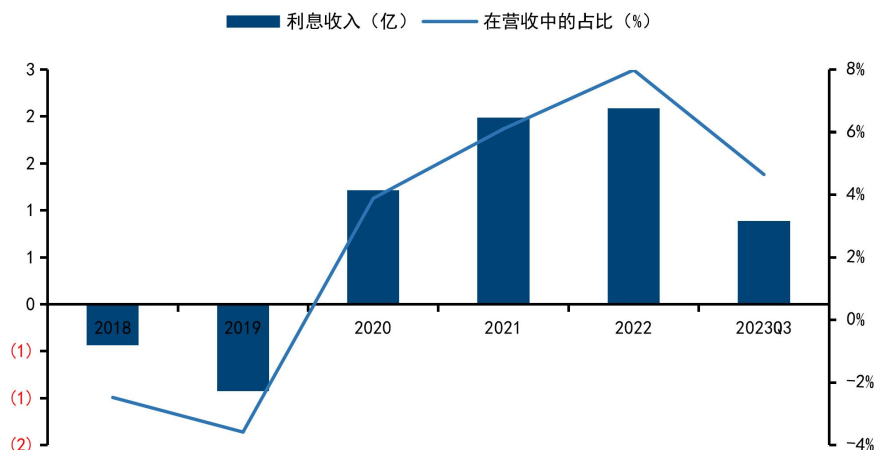
2023 年，第一创业将以提供优质买方投顾服务为核心，以便捷的交易服务为驱动，积极推动财富管理转型。公司将推进落地数字时代的客群经营模式，搭建客群分类的顾问服务体系，推进以“投顾为支点的财富管理服务”模式，从产品销售模式向资产配置服务模式转型。

信用业务：业务需持续提升

融资融券余额小幅回升。2023 年 6 月末两融余额为 15,882.87 亿元，较 2022 年末增长 3.11%。持续震荡的市场环境下，投资者风险偏好持续下移，居民存款余额超预期增长，中国财富管理市场增速放缓。截至 2023 年 6 月末，公司融资融券本金余额 60.84 亿元，较 2022 年末增长 3.26%；公司融资融券客户平均维持担保比例 286.36%，风险控制良好。公司股票质押业务主要满足优质客户的融资需求，积极助力实体经济发展。

从传统口径来看，2022 年公司实现利息收入 2.09 亿元，在营收中占比为 7.99%，同比增长 4.96%。2023 年前三季度，公司实现信用业务收入 0.89 亿元，在营收中的占比为 4.65%，同比下降 43.62%。

图29: 第一创业利息收入贡献占比



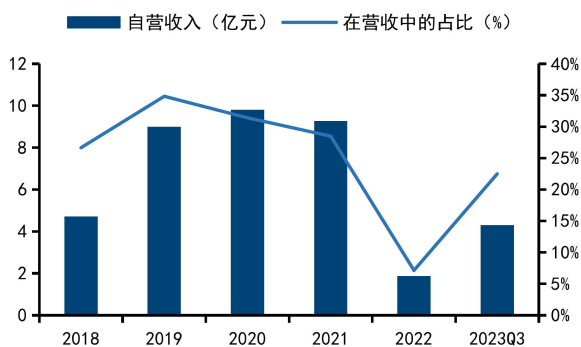
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

自营业务: 积极发展新三板做市业务

公司自营投资及交易业务主要为权益类证券投资、权益类衍生品投资以及新三板做市业务。

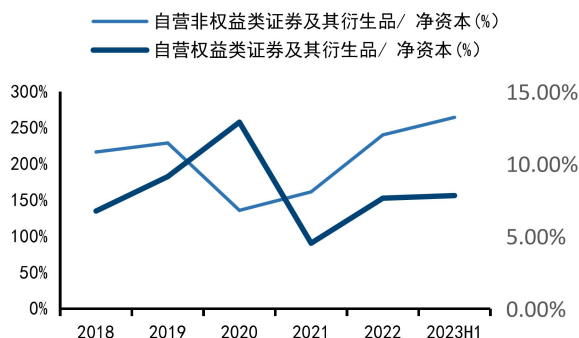
从传统口径来看, 2022年, 公司自营业务实现营收1.87亿元, 同比下降80%, 在营收中占比为7.15%, 较2021年下降超20个百分点, 主要在于2022年, 权益市场全年震荡下行, 总体调整幅度较大, 公司通过运营各类衍生工具增强收益、有效控制了风险。2023年前三季度, 公司实现投资业务收入4.30亿元, 在营收中的占比为22.50%, 同比增长127.37%, 公司自营业务有望进一步挖掘市场潜在投资机会。

图30: 第一创业自营收入贡献占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

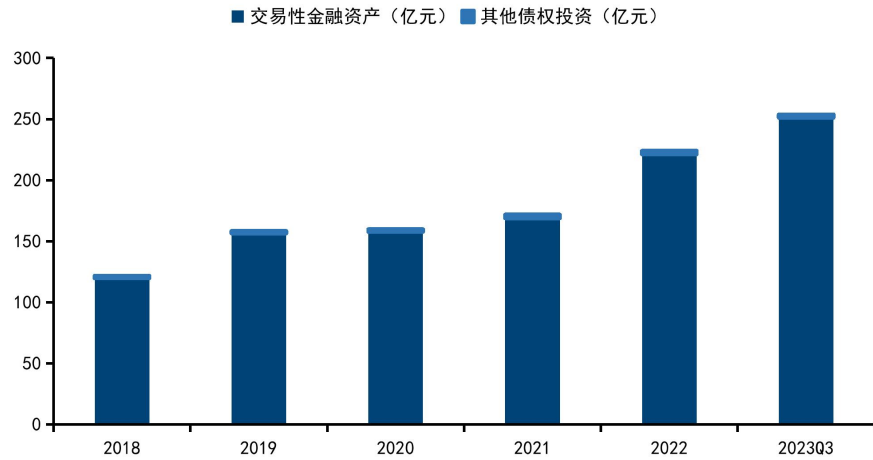
图31: 第一创业自营权益类及非权益类及其衍生品/净资本 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从交易性金融资产来看, 截至2023年前三季度, 公司交易性金融资产为251.13亿元, 较年初增长13.49%, 进一步说明, 公司交易性金融资产规模有所扩大。

图32: 第一创业交易性金融资产（亿元）及其他债权投资（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新三板做市业务方面, 公司坚守“做市+直投”的投资理念, 根据市场阶段性特征调节仓位与组合; 坚守做市业务, 为优质新三板做市企业提供流动性; 发力直投业务, 控制仓位寻求市场机会。2023年上半年, 公司共为28家企业提供专业做市报价服务。

盈利预测

第一创业全面推进“资管+固收”双轮驱动的两大大核心业务体系, 致力于为客户提供专业、精准、高效的综合金融服务。依据当前宏观经济环境和证券市场的未来发展趋势, 我们对第一创业2023年-2025年的盈利预测进行如下假设。

核心假设

(1) **经纪业务手续费净收入**: 股票市场成交额、市占率和佣金率是影响公司经纪业务手续费净收入的三个关键因素。1) 股市成交额的变动, 主要受国内经济市场的影响, 因此我们预计2023-2025年股基交易量分别为480.48万亿, 504.51万亿, 519.64万亿, 对应每年-5.3%/5.0%/3.0%的增速。2) 第一创业经纪业务市场占有率稳定在0.3%左右, 因此假设未来三年公司经纪业务市占率分别为0.300%/0.302%/0.304%。3) 经纪业务手续费率的激烈竞争会导致佣金率进一步下降, 因此假设未来三年公司经纪业务佣金率与行业佣金率基本保持一致, 分别为0.025%/0.025%/0.024%。

(2) **投行业务手续费净收入**: 市场融资规模、市占率和承销费率是影响投行业务手续费净收入的三个关键因素。1) 随着2023年下半年IPO发行速度的放缓, 我们假设2023-2025年股权融资额分别为1.00万亿元、1.15万亿元、1.27万亿元; 债券融资额分别为13.60万亿元、15.64万亿元、17.20万亿元; 2) 考虑到公司在大股东协同下, 投行协同能力和执业能力强劲, 市场占有率将持续提升。因此, 我们假设未来三年公司股权承销金额市占率分为0.28%/0.29%/0.30%, 债券承销金额市占率分别为0.11%/0.11%/0.30%。3) 第一创业赋能实体经济, 并培育孵化未来投行储备项目, 多措并举抢占投资银行业务发展先机。因此, 假设三年公司承销费率为1.046%/1.048%/1.035%。

(3) 资产管理业务手续费净收入：在资产管理方面，资产管理规模和管理费率是影响资产管理业务手续费净收入的两个关键因素。随着竞争和金融科技赋能，管理费率增长幅度减缓。我们假设 2023-2025 年公司资产管理规模分别为 687.48 亿元/756.22 亿元/816.72 亿元，管理费率分别为 0.055%/0.056%/0.056%；鉴于公司创金合信的快速增长，假设 2023-2025 年管理规模分别为 9,108.68 亿元/9,518.57 亿元/9,804.13 亿元，增速分别为 8.50%/4.50%/3.00%，管理费率分别为 0.126%/0.135%/0.141%。

(4) 利息净收入：随着我国两融资金余额的不断提升，券商作为资本中介，预计公司在两融业务方面的利息收入预计将得到进一步提升。市场融资融券余额、市占率、融资融券利率是影响利息净收入的三个关键因素，我们对于上述三个方面的假设如下：1) 考虑到融资融券业务发展空间较大，我们假设未来三年市场融资融券余额分别为 16041.79 亿元/17530.62 亿元/18539.08 亿元。2) 我们假设未来三年公司融资融券业务市占率分别为 0.39%/0.38%/0.37%。3) 我们假设未来三年公司融资融券利率分别为 3.50%/3.55%/3.62%。

(5) 投资收益：自营规模和投资收益率是影响投资收益的两个关键因素。公司主动管理能力持续提升，我们假设未来三年公司金融资产规模分别为 247.83 亿元/267.65 亿元/281.04 亿元，投资收益率分别为 1.73%/3.85%/4.40%。

表8: 营业收入预测 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	31.20	32.55	26.11	29.88	38.30	41.81
YoY	21%	4%	-20%	14.4%	28.2%	9.2%
手续费及佣金净收入	17.69	17.90	17.75	18.76	20.77	22.34
YoY	12%	1%	-1%	5.7%	10.7%	7.6%
其中：经纪业务手续费净收入	4.18	4.75	3.85	3.64	3.82	3.94
YoY	45%	14%	-19%	-5%	5.0%	3.0%
 投资银行业务手续费净收入	4.47	3.06	2.78	2.37	2.72	2.99
YoY	8%	-32%	-9%	-15%	15%	10%
 资产管理业务手续费净收入	6.87	9.20	10.29	11.83	13.25	14.31
YoY	-8%	34%	12%	15.0%	12.0%	8.0%
利息净收入	1.21	1.99	2.09	2.19	2.36	2.48
YoY	-231%	64%	5%	5.0%	8.0%	5.0%
投资收益	9.80	9.27	1.87	4.29	10.30	12.36
YoY	9%	-5%	-80%	130%	140%	20%
其他业务收入	2.49	3.39	4.41	4.63	4.86	4.62
YoY	26%	36%	30%	5.0%	5.0%	-5.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

(6) 费用：包括税金及附加、业务及管理费、资产减值损失、信用减值损失和其他业务成本。结合历史数据和宏观经济发展趋势，我们假设未来三年税金及附加占营业收入比例为 0.82%，业务及管理费占营业收入比例为 79.9%，其他业务成本占营业收入比例为 0.49%/0.41%/0.40%。

表9: 营业支出预测 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业支出	21.23	22.77	21.41	24.49	31.40	34.27
YoY	12%	7%	-6%	14%	28%	9%
税金及附加	0.23	0.25	0.19	0.24	0.31	0.34
YoY	15%	8%	-24%	30%	28%	9%
业务及管理费	18.67	21.64	20.86	23.87	30.60	33.40
YoY	20%	16%	-4%	14%	28%	9%
资产减值损失	-	-	-	-	-	-
YoY	-	-	-	-	-	-
其他业务成本	0.10	0.10	0.14	0.15	0.16	0.17
YoY	-7%	-4%	37%	7%	7%	6%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

根据上述假设, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 29.88 亿元、38.30 亿元、41.81 亿元, 同比增速分别为 14.4%、28.2%、9.2%; 归母净利润分别为 4.59 亿元、5.91 亿元、6.45 亿元, 同比增速分别为 14.6%、28.6%、9.2%。

表10: 第一创业核心财务指标预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	31.20	32.55	26.11	29.88	38.30	41.81
YOY	20.8%	4.3%	-19.8%	14.4%	28.2%	9.2%
归母净利润(亿元)	8.13	7.45	4.01	4.59	5.91	6.45
YoY	58.4%	-8.3%	-46.2%	14.6%	28.6%	9.2%
ROE	7.08%	5.26%	2.76%	3.11%	3.89%	4.13%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.18	0.10	0.11	0.14	0.15
每股净资产 BPS(元)	3.31	3.43	3.48	3.56	3.66	3.77
PE	26.48	30.89	55.60	50.86	39.56	36.21
PB	1.68	1.62	1.60	1.56	1.52	1.47

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

资管业务净收入和投资收益是公司营业收入的重要组成部分, 我们认为资管业务的规模和投资收益率的变动会对公司经营业绩产生较大影响。因此, 我们以 2023 年-2025 年资管业务的年复合增长率以及公司自营业务的年复合投资收益率作为敏感性因子对盈利预测进行敏感性分析。

表11: 归属母公司净利润增速及 ROE 对资管业务的年复合增长率的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
年复合增长 8%	13.73%	26.83%	8.68%	2.92%	3.66%	3.88%
年复合增长 15% (基准)	14.62%	28.57%	9.25%	3.11%	3.89%	4.13%
年复合增长 20%	15.26%	29.81%	9.65%	3.24%	4.06%	4.31%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表12: 归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
年复合投资收益率 3.0%	14.80%	28.93%	9.36%	3.15%	3.94%	4.18%
年复合投资收益率 1.69% (基准)	14.62%	28.57%	9.25%	3.11%	3.89%	4.13%
年复合投资收益率 4.0%	14.95%	29.21%	9.45%	3.18%	3.98%	4.22%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

相对估值

随着资本市场全面深化基础性制度改革和居民多元财富管理需求的持续释放, 证券公司未来具备较强的盈利增长潜力。因此, 我们选取市净率作为参考指标, 采用相对估值法对公司进行估值。进一步地, 我们选取中信证券、中金公司、海通证券、东方证券、兴业证券等作为可比公司。截至 2024 年 2 月 20 日, 从市场一致预期来看, 上述可比公司的 PB (2023E) 估值均值为 1.42x。

上述可比公司的估值, 我们考虑第一创业作为“资管+固收”双轮驱动的特色券商, 给予公司 2023 年估值为 1.70-1.85x, 对应目标价为 6.04-6.58 元/股, 较当前还有 9.9%-19.6% 的增长空间。

表13: 第一创业核心财务指标预测

公司	代码	最新日期	总市值 (亿元)	PB (2023E)	PB (2024E)	PB (2025E)
中信证券	600030.SH	2024/2/20	2,918.93	1.22	1.13	1.03
中金公司	601995.SH	2024/2/20	1,163.73	1.73	1.59	1.46
海通证券	600837.SH	2024/2/20	987.61	0.71	0.69	0.67
东方证券	600958.SH	2024/2/20	669.91	0.96	0.92	0.87
兴业证券	601059.SH	2024/2/20	491.31	3.26	3.01	2.79
财通证券	601108.SH	2024/2/20	354.78	1.05	1.00	0.91
国金证券	600109.SH	2024/2/20	327.37	1.05	1.00	0.95
国联证券	601456.SH	2024/2/20	258.03	1.70	1.62	1.52
平均值				1.42	1.33	1.24

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

相对估值的敏感性分析

相对估值法对每股净资产和市净率（PB）较为敏感，我们以每股净资产和 PB 作为敏感性因子对第一创业的估值水平进行敏感性分析。

表14：第一创业估值对 EPS 和 PB 的敏感性分析

			给予第一创业 PB 估值的溢价水平					
			5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	30.00%	40.00%
			1.64x	1.72x	1.80x	1.88x	2.03x	2.19x
每股净资产	-4.00%	3.41	5.60	5.87	6.14	6.41	6.94	7.47
	-2.00%	3.48	5.72	5.99	6.27	6.54	7.08	7.63
	基准	3.56	5.84	6.12	6.39	6.67	7.23	7.78
	2.00%	3.63	5.95	6.24	6.52	6.81	7.37	7.94
	4.00%	3.70	6.07	6.36	6.65	6.94	7.52	8.10

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述分析，我们预计 2023 年公司 PB 估值为 1.70-1.85x，我们认为公司股票合理估值区间在 6.04-6.58 元之间，较当前还有 9.9%-19.6%的增长空间。考虑到公司业务盈利水平具备较高改善空间，我们给予“增持”评级。

风险提示

盈利预测偏差较大的风险

盈利预测依赖于诸多假设，前提假设的细微变动便会对预测结果产生较大影响。考虑到证券行业未来发展空间、宏观调控政策调整以及公司的头部地位，我们对公司的增长预期寄予了偏乐观的判断，即对各项业务线条给予了较为乐观的增速假设。而未来的市场环境存在较大不确定性，不利事件的发生可能会对公司盈利增长产生较大影响，导致盈利预测与未来的实际盈利出现较大偏差。

二级市场大幅波动风险

我国资本市场尚属于发展中阶段，整体波动较为剧烈，证券交易市场作为资本市场的重要组成部分，存在超预期波动风险。二级市场超预期的周期性波动会引起公司经纪业务收入较大波动，因此不能排除公司业绩增长不达预期的可能性。

资产管理业务面临监管政策变动风险

我国资产管理行业的监管政策尚处于发展完善阶段，因此存在较大变动的可能性。公司资产管理业务的开展严格受到监管政策的框架约束，未来如果监管政策发生重大调整，公司资管产品存在不再符合监管要求的风险，这会对公司资产管理业务产生重大不利影响。

资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险

资本市场改革进展受到市场经济环境、宏观政策调控以及法律制度建设等诸多因素约束，存在基础性制度改革推进不及预期的风险，从而对公司经营业绩产生较为不利的政策影响。以注册制改革为例，若全面注册制改革推进不及预期，公司投资银行业务的营业收入和营业利润增速将会受到不利影响。

投资收益的大幅波动风险

长期股权投资、交易性金融资产和衍生金融工具是公司投资收益的主要来源，易受到投资标的盈利情况和宏观经济环境的影响。若投资标的盈利出现不利波动或者宏观经济环境面临较大扰动，均会对公司投资收益造成不利影响，进而影响公司的营收及利润水平。

境外监管风险

因经济体制、历史文化、法律体系等方面的不同，境外的交易习惯和监管政策与我国存在较大差异，公司开展境外业务面临较大合规风险。若因对当地的文化和法律了解不够充分，触碰监管红线，公司会面临高额罚款甚至失去开展业务的资格，对拓展国际市场产生较大不利影响，导致公司成长不及预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产总计	43147	47807	54978	60476	66523	营业收入	3255	2611	2988	3830	4181
货币资金	8937	8757	9633	10596	11655	手续费及佣金净收入	1790	1775	1876	2077	2234
融出资金	7482	6117	6729	7401	8142	经纪业务净收入	475	385	364	382	394
交易性金融资产	16886	22127	26553	30536	35116	投行业务净收入	306	278	237	272	299
买入返售金融资产	1105	1790	1969	2166	2382	资管业务净收入	920	1029	1183	1325	1431
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	199	209	219	236	248
负债合计	28158	32546	39324	44296	49801	投资收益	927	187	429	1030	1236
卖出回购金融资产款	9897	12369	13605	15646	17993	其他收入	339	441	463	486	462
代理买卖证券款	8743	8033	8836	9720	10692	营业支出	2277	2141	2449	3140	3427
应付债券	4189	6132	6745	7757	8921	营业外收支	-5	-7	-7	-7	-7
所有者权益合计	14989	15261	15654	16180	16723	利润总额	973	464	532	684	747
其他综合收益	-84	-125	-125	-125	-125	所得税费用	149	-1	-1	-2	-2
少数股东权益	570	649	714	786	864	少数股东损益	79	64	74	95	103
归属于母公司所有者权益合计	14419	14611	14940	15394	15858	归属于母公司净利润	745	401	459	591	645
每股净资产(元)	3.43	3.48	3.56	3.66	3.77						
总股本(亿股)	42.02	42.02	42.02	42.02	42.02						
关键财务与估值指标											
每股收益	0.18	0.10	0.11	0.14	0.15						
每股红利											
每股净资产	3.43	3.48	3.56	3.66	3.77						
ROIC											
ROE	5.26%	2.76%	3.11%	3.89%	4.13%						
收入增长	4.32%	-19.77%	14.41%	28.20%	9.15%						
净利润增长率	-8.29%	-46.22%	14.62%	28.57%	9.25%						
资产负债率	65.26%	68.08%	71.53%	73.25%	74.86%						
P/E	30.89	55.60	50.86	39.56	36.21						
P/B	1.62	1.60	1.56	1.52	1.47						
EV/EBITDA											

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032