

非银金融

2025年07月09日

第一创业 (002797)

——固收资管特色明显，北交所投行业务发力可期

报告原因：首次覆盖

中性 (首次评级)

市场数据： 2025年07月09日

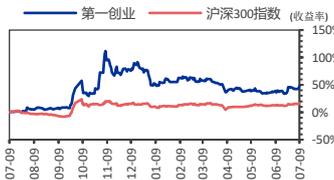
收盘价(元)	7.28
一年内最高/最低(元)	11.38/4.84
市净率	1.8
股息率(分红/股价)	1.46
流通A股市值(百万元)	30,593
上证指数/深证成指	3,493.05/10,581.80

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日

每股净资产(元)	3.97
资产负债率%	68.18
总股本/流通A股(百万)	4,202/4,202
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
冉兆邦 A0230524090003
ranzb@swsresearch.com

联系人

冉兆邦
(8621)23297818x
ranzb@swsresearch.com

投资要点：自2020年起至今，第一创业历史估值两度超越行业表现，固收特色和并购预期是催化公司估值实现阶段性跑赢证券行业核心因素。1) 2020年7月：公司完成42亿元的定增，重资产业务的业绩预期叠加公司并购预期促使公司估值大幅提升。2) 2024年9月末：得益于股票市场行情以及债券市场走强，公司业绩增速较高，估值水平再次大幅跑赢行业。当前我们提示公司投资价值基于：①公司规模效应显著，固收、资管业务核心竞争力强；②公司受益于股东资源优势，投行业务具备增长潜力。

- **自2020年起至今，第一创业历史估值两度超越行业表现，固收特色和并购预期是催化公司估值实现阶段性跑赢行业的核心因素。**1) 2020年7月：公司完成了42亿元的定增，重资产业务的业绩预期叠加公司并购预期促使公司估值大幅提升。2) 2024年9月末：得益于股票市场行情以及债券市场牛市，公司业绩增速较高，估值水平再次大幅跑赢行业。
- **当前公司在业务特色化经营方面优势显著，资产规模具备较大提升空间。**1) 公司以资管及自营业务见长且投行业务2024年取得明显进步，特色化经营优势明显。2) 2024年公司业务规模效应明显，费用率下行，公司ROE与行业差距缩小。3) 相较于公司较高的业绩增速及较强的规模效应，当前资产规模水平处于行业偏后，未来具备较大提升空间。
- **北京国管对公司赋能较强，管理层具备丰富的一线工作经验有利于推动公司战略落地。**公司目前无控股股东、无实际控制人，2023年5月北京国管受让首创集团11.06%股权成为公司第一大股东。当前公司的核心决策层具备多元化背景，现任董事长为北京国管董事长兼任，北京国管对公司赋能较强。公司管理层主要通过外部选聘和公司自主培养，在各自专业条线均具备丰富的一线工作经验，有利于对公司战略的贯彻落实。**公司固收+资管特色突出，投行业务具备增长潜力。**1) 固定收益业务：固收交易为公司业务特色，交易驱动转型、客需业务拓展提升业绩稳定性。2) 资产管理业务：创金合信为主要展业平台，机制优势&科技赋能构筑核心竞争力。3) 投行业务：股东赋能效果显著，发力北交所股债投行业务有望建立差异化优势。
- **投资分析意见：我们给予公司“中性”评级，预计2025年合理估值1.81XPB。**第一创业资管、固收业务具备核心竞争力，股东赋能下公司投行业务具备增长潜力，核心业务稳健或将催化后续公司业绩增长。我们预计第一创业2025-2027年公司归母净利润分别为10.2/12.0/13.8亿元，同比+12.8%/+17.3%/+15.3%。我们以与公司规模相近的三家券商作为对标，考虑公司业务规模效应较强，未来ROE表现有望跑赢可比券商。基于2025年7月9日估值水平，以PB-ROE估值，给予第一创业10%的估值溢价，我们预计2025年合理估值为1.81XPB。首次覆盖我们给予第一创业“中性”评级。
- **风险提示：股票市场交投活跃度下滑、基金市场规模增长不及预期、债券市场大幅波动等。**

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,488.69	3,531.61	3,678.70	4,269.16	4,846.05
收入同比增长率	-4.70	41.91	4.17	16.05	13.51
归属母公司净利润	330.66	903.63	1,019.45	1,195.65	1,379.04
净利润同比增长率	-17.50	173.28	12.82	17.28	15.34
每股收益	0.08	0.22	0.24	0.28	0.33
ROE
P/E	92.52	33.86	30.01	25.59	22.18
P/B	2.06	1.88	1.80	1.71	1.62



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们给予第一创业“中性”评级，预计 2025 年合理估值 1.81PB。我们预计第一创业 2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.2/12.0/13.8/ 亿元，同比 +12.8%/+17.3%/+15.3%。我们以与公司规模相近的三家券商作为对标，考虑公司业务规模效应较强，未来 ROE 表现有望跑赢可比券商。基于 2025 年 7 月 9 日估值水平，以 PB-ROE 估值，给予第一创业 10% 的估值溢价，我们预计 2025 年合理估值为 1.81XPB。首次覆盖我们给予第一创业“中性”评级。

关键假设点

自营投资业务：考虑公司具备较强的固收交易能力，且近年来大力发展非方向性的代客交易业务。假设 2025-2027E 公司自营投资收益率分别为 6.0%、6.0%、6.0%。

资产管理业务：考虑创金合信基金具备管理机制与科技应用方面的相对优势，预计公司资管业务收入增长稳定。假设 2025-2027 年第一创业的资产管理及基金管理业务净收入分别为 9.7、10.0、10.6 亿元。

有别于大众的认识

市场担忧第一创业以固收交易为核心竞争力，若市场利率震荡将对公司业绩造成不利影响。我们认为，公司固收交易的核心竞争力并不完全对应公司方向性债券持仓占比高。公司在长期经营过程中形成了围绕固收业务的品牌、客户、系统、人才优势，这是公司能够长期实现特色化、差异化发展的基础。在当前监管导向支持中小券商差异化发展背景下，公司固收特色成为未来或可实现弯道超车的独特标签。

市场担忧公司管理费率水平较高，不利于公司业绩实现。我们认为，在北京国管成为公司第一大股东后，核心管理层已逐渐明确降本增效、持续构建核心竞争力、提升股东回报的经营方针，管理费率水平也在规模效应下实现明显下降。我们预计公司后续仍将在北京国管的赋能下，充分利用国企股东背景优势，做大特色化固收、资管、投行等业务规模，发挥规模效应优势，稳定控制费率水平。

股价表现的催化剂

若未来债券市场交易活跃，公司固收交易核心竞争力较强，业绩增长有望好于同业。若市场股权融资规模边际改善，公司有望发挥股东赋能优势，提升投行市占率水平；监管鼓励中小券商特色化、差异化发展，公司有望充分受益。

核心假设风险

股票市场交投活跃度下滑、基金市场规模增长不及预期、债券市场大幅波动等。

目录

1、2020 年至今，第一创业 PB 估值两度明显跑赢行业	6
2、无控股股东，北京国管对公司赋能较强	11
3、固收+资管特色突出，投行业务具备增长潜力	13
3.1 固定收益业务：固收交易为公司业务特色，交易驱动转型、客需业务拓展提升业绩稳定性	14
3.2 资产管理业务：创金合信为主要展业平台，机制领先&科技赋能构筑核心竞争力	16
3.3 投行业务：股东赋能效果显著，发力北交所股债投行业务有望实现差异化优势	18
4、盈利预测和估值	19
4.1 盈利预测：预计 2025 年第一创业归母净利润同比+12.8%	19
4.2 估值：预计 2025 年合理估值为 1.81XPB	20
5、风险提示	20

图表目录

图 1: 第一创业 PB 估值与可比券商对比分析	6
图 2: 沪深北市场季度日均成交额	7
图 3: 第一创业半年度营收情况 (单位: 亿元)	8
图 4: 第一创业半年度净利润情况 (单位: 亿元)	8
图 5: 十年期国债到期收益率	8
图 6: 第一创业证券主营业务收入结构	9
图 7: 中信证券证券主营业务收入结构	9
图 8: 第一创业各业务收入在上市券商中排名	10
图 9: 第一创业管理费用及管理费率	10
图 10: 第一创业 ROE 与行业平均情况	10
图 11: 第一创业股权结构 (截至 2025 年 3 月 31 日)	11
图 12: 第一创业业务板块	13
图 13: 第一创业分部业务收入结构 (%)	14
图 14: 第一创业分部营业利润率 (%)	14
图 15: 第一创业固定收益业务营业收入与营业利润	15
图 16: 第一创业债券交易及做市交易情况	15
图 17: 第一创业资产管理业务营业收入与营业利润	16
图 18: 创金合信基金管理规模及结构	17
图 19: 第一创业投行业务营业收入与营业利润	18
图 20: 第一创业股权承销规模 (单位: 亿元)	18
图 21: 第一创业债券承销规模 (单位: 亿元)	18
表 1: 第一创业 2020 年 7 月定增获配情况	7
表 2: 此次定增后公司前十大股东情况	7
表 3: 第一创业总资产、归母净资产、净资本规模及排名	10
表 4: 第一创业董事会及管理层主要成员情况	11
表 5: 创金合信股东情况	16

表 6: 创金合信数字化实践	17
表 7: 第一创业各业务条线核心假设	19
表 8: 第一创业估值对标	20

1、2020 年至今，第一创业 PB 估值两度明显跑赢行业

自 2020 年起至今，第一创业历史估值两度超越行业表现，固收特色和并购预期是催化公司估值实现阶段性跑赢行业的两大标签。我们选取申万券商行业指数（801193.SI）作为对标，对第一创业进行估值复盘。公司历史估值在 2020 年 7 月、2024 年 9 月的两次行情中明显跑赢行业。

图 1：第一创业 PB 估值与可比券商对比分析



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究；注：指数 PB 估值与公司 PB 估值均为 LF 口径

1) 2020 年 7 月：公司完成了 42 亿元的定增，重资产业务的盈利能力提升叠加公司并购预期促使公司估值大幅提升。

公司以固收交易能力见长，顺利完成定增提升重资产业务盈利能力。2020 年 7 月 21 日，第一创业发布公告称其非公开发行股票工作顺利完成，以 6 元/股的发行价格，发行 7 亿股，最终募集资金总额 42 亿元，募资净额为 41.37 亿元。公司以固收交易能力见长，此次融资后，固收业务条线盈利能力亦逐步提升。2021-2024 年，公司固定收益业务实现营业利润分别为 1.87/1.50/3.16/4.21 亿元。

五家头部券商获配 10.5 亿元受市场广泛关注，公司无实际控制人引发并购猜想。公司此次定增的发行对象共有 9 名，其中包括中信证券、国泰君安、中信建投、中金公司、浙商证券五大券商，分别获配 4,500 万股、3,333.33 万股、3,333.33 万股、3,333.33 万股、3,000 万股，获配金额约 2.7 亿元、2 亿元、2 亿元、2 亿元、1.8 亿元。公司历史上股权结构较为分散，无实际控制人。此次定增后中信证券、中信建投进入公司前十大股东，这亦引发市场对公司被头部券商并购的猜想。

2020年6月30日至2020年7月20日，公司PB估值从2.64倍上涨至3.99倍，同期证券指数估值从1.52倍上涨至1.93倍，公司相对估值水平从73%上升至107%。

表 1: 第一创业 2020 年 7 月定增获配情况

发行对象名称	获配股数 (股)	获配金额 (元)	锁定期 (月)
北京首都创业集团有限公司	70,000,000	420,000,000	48
中信证券股份有限公司	45,000,000	270,000,000	6
国泰君安证券股份有限公司	33,333,333	199,999,998	6
中信建投证券股份有限公司	33,333,333	199,999,998	6
中国国际金融股份有限公司	33,333,333	199,999,998	6
浙商证券股份有限公司	30,000,000	180,000,000	6
其他	455,000,001	2,730,000,006	6
合计	700,000,000	4,200,000,000	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2: 此次定增后公司前十大股东情况

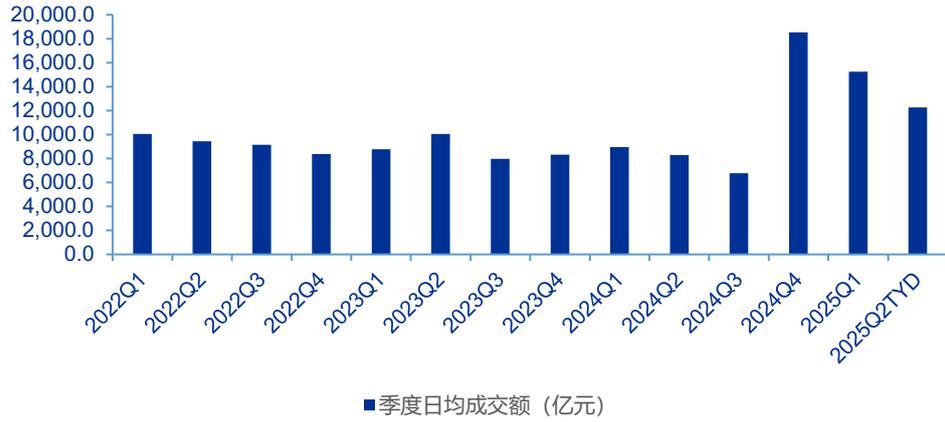
序号	股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1	北京首都创业集团有限公司	534,686,400	12.72
2	华熙昕宇投资有限公司	325,170,966	7.74
3	北京首农食品集团有限公司	210,119,900	4.99
4	北京京国瑞国企改革发展基金 (有限合伙)	210,119,900	4.99
5	浙江航民实业集团有限公司	209,147,866	4.98
6	能兴控股集团有限公司	148,688,659	3.54
7	香港中央结算有限公司	70,307,842	1.67
8	西藏乾宁创业投资有限公司	58,337,938	1.39
9	中信证券股份有限公司	49,634,022	1.18
10	中信建投证券股份有限公司	37,746,879	0.90
	合计	1,853,960,372	44.10

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2) 2024 年 9 月末：得益于股票市场行情以及债券市场牛市，公司业绩增速较高，估值水平再次大幅跑赢行业。

央行公布两项货币政策工具支持股票市场，券商指数估值获明显修复。2024 年 9 月末，央行公布股票增持再贷款及首批首期证券、保险、基金互换便利额度支持股票市场。受此驱动，股票市场指数明显修复，交易量显著提升。4Q24 沪深北市场季度日均成交额 1.85 万亿，环比+173.4%。

图 2: 沪深北市场季度日均成交额

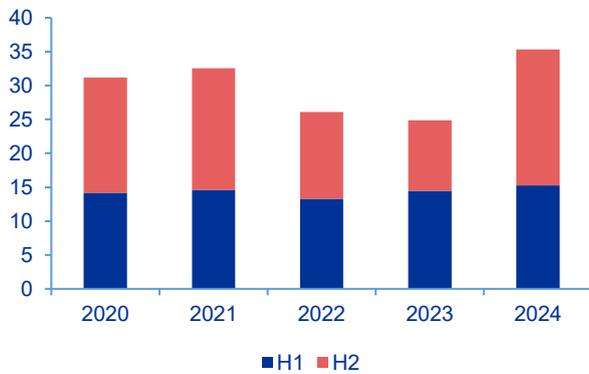


资料来源: wind, 申万宏源研究

彼时第一创业 2024 年中报业绩增速领先, 受债券牛市驱动, 下半年业绩增长预期较强。

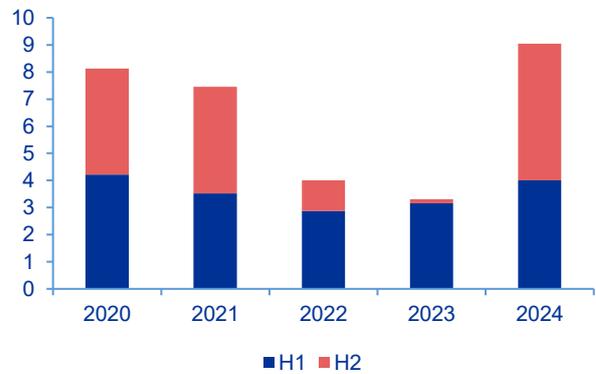
2024 年 8 月 24 日, 第一创业发布 2024 年半年报。公司在上半年实现营业总收入 15.24 亿元, 同比增长 5.47%, 营收增速位列上市券商第 7; 归属于上市公司股东的净利润为 4.00 亿元, 同比增长 26.56%, 归母净利润增速位列上市券商第 4。截至 2024 年 9 月 24 日, 中债国债十年期到期收益率 2.07%, 较 2024 年初下降 0.48pct, 较二季度末下降 0.13pct。债券利率持续下行叠加公司 2023 年下半年业绩低基数, 进一步抬升公司全年业绩增速预期。全年维度看, 2024 年公司实现营业总收入 35.32 亿元, 同比增长 41.91%, 营收增速提升至行业第 3; 归属于上市公司股东的净利润为 9.04 亿元, 同比增长 173.28%, 归母净利润增速提升至行业第 2。

图 3: 第一创业半年度营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 4: 第一创业半年度净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 5: 十年期国债到期收益率

十年期国债到期收益率



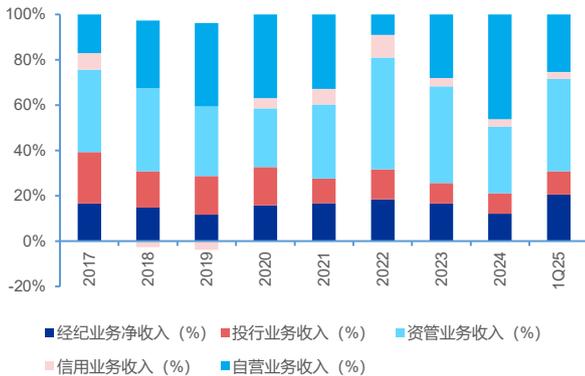
资料来源: wind, 申万宏源研究

2024年9月23日至2024年11月7日, 公司PB估值从1.43倍上涨至2.85倍, 同期证券市场指数估值从1.03倍上涨至1.68倍, 公司相对估值水平从39%上升至70%。

公司以资管及自营业务见长且投行业务2024年取得明显进步, 特色化经营优势明显。

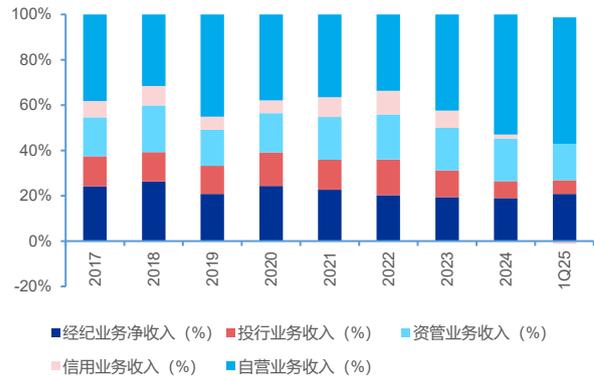
收入及收入结构方面, 2024年公司经纪/投行/资管/信用/自营业务收入分别为3.8/2.8/9.2/1.0/14.4亿元, 占证券主营业务收入占比分别为12.2%/8.9%/29.5%/3.3%/46.1% (VS 中信证券2024年经纪/投行/资管/信用/自营业务收入占比分别为19.1%/7.4%/18.7%/1.9%/52.9%)。由于子公司创金合信收入合并计算入公司资管及基金管理费净收入, 公司资管业务整体收入占比较高。2017至2024年, 公司经纪/投行/资管/信用/自营业务排名分别从40/31/17/32/40名变化至41/27/11/35/26名。投行、资管、自营排名分别提升4/6/14名。

图6: 第一创业证券主营业务收入结构

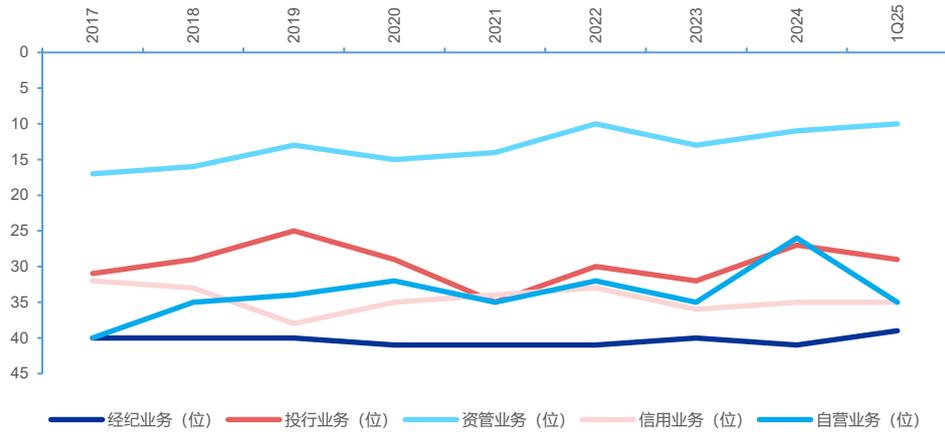


资料来源: wind, 申万宏源研究

图7: 中信证券证券主营业务收入结构



资料来源: wind, 申万宏源研究

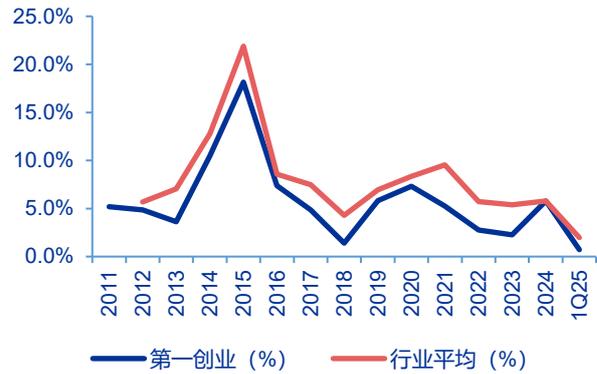
图 8：第一创业各业务收入在上市券商中排名


资料来源：wind，申万宏源研究

图 9：第一创业管理费用及管理费用率


资料来源：wind，申万宏源研究

注：管理费用率=管理费用/证券主营业务收入

图 10：第一创业 ROE 与行业平均情况


资料来源：wind，申万宏源研究

相较于公司较高的业绩增速及较强的规模效应，当前资产规模水平处于行业偏后，未来具备较大提升空间。相较于公司业绩水平提升较快，公司资产规模仍处于行业较低水平，未来向上提升空间较大。截至 2024 年末，第一创业总资产/净资产/净资本规模分别为 527.4/163.1/105.1 亿元，行业排名分别为第 37/37/40 名。

公司历史估值弹性较强，截至 2025 年 7 月 9 日，公司 PB 估值 1.86 倍。考虑二季度市场利率下行，公司业绩表现或较为稳健，因此对估值形成催化。

表 3：第一创业总资产、归母净资产、净资本规模及排名

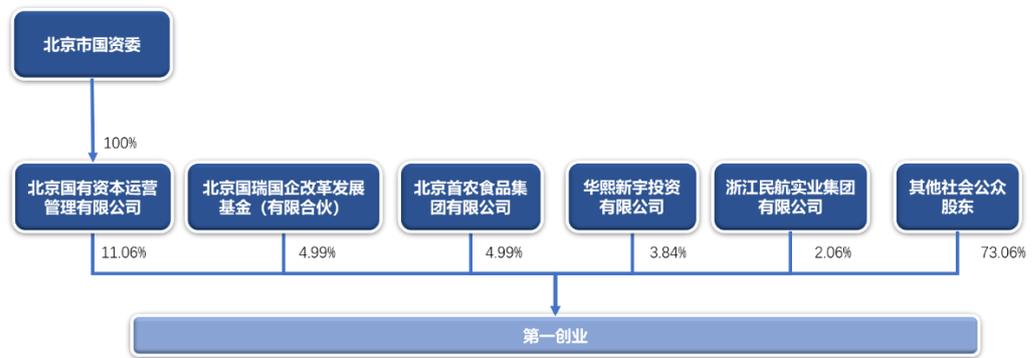
规模/排名 (亿元、位)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总资产	355.7	406.4	431.5	478.1	452.8	527.4
排名	38	38	40	38	40	37
归母净资产	90.4	139.3	144.2	146.1	148.2	163.1
排名	39	36	37	37	38	37
净资本	62.1	101.7	98.8	91.4	89.4	105.1
排名	41	34	38	40	40	40

资料来源：wind，申万宏源研究

2、无控股股东，北京国管对公司赋能较强

第一创业目前无控股股东、无实际控制人，2023年5月北京国管受让首创集团股权成为公司第一大股东。第一创业证券成立于1993年4月，前身为佛山证券公司，首创集团早在1997年即通过全资子公司北京京放经济发展公司收购佛山证券并成为实际控制人。2022年9月8日，首创集团与北京国管签署《股份转让协议》，以非公开协议转让的方式转让其持有的无限售流通股4.6亿股（占总股本的11.06%），转让价格为8.08元/股，总价款37.5亿元。截至2025年3月31日，持股5%以上的股东为北京国管，持股比例11.06%。

图 11：第一创业股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：wind，公司公告，申万宏源研究

当前的核心决策层具备多元化背景，现任董事长为北京国管董事长兼任。董事会方面，当前公司董事长吴礼顺及公司副董事长青美平措、董事梁望南均具备北京国管背景，且董事长为北京国管党委书记兼董事长兼任，因此北京国管对公司影响力较强。2023年北京国管进驻后，通过股东赋能，一创投行对北京市属国企服务力度不断提升。管理层方面，当前公司管理层主要通过外部选聘和公司自主培养，在各自专业条线均具备丰富的一线工作经验，总裁王芳亦在公司合规、管理岗位任职超过20年。公司管理层经验丰富有利于对公司战略的贯彻落实。

表 4：第一创业董事会及管理层主要成员情况

姓名	职务	性别	年龄	学历	主要经历
吴礼顺	董事长,董事	男	51	硕士	吴礼顺先生曾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，首创集团副总经理、首创集团党委常委，中国人民银行调查统计司副司长（挂职），河北省住房和城乡建设厅副厅长（挂职），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，北京国管党委副书记、董事、总经理，北京国管党委书记、董事长。现任公司董事长、北京国管党委书记、董事长，兼任首程控股有限公司董事、中国航空发动机集团有限公司董事、北京股权投资发展管理有限公司董事长、北京国管中心投资控股有限公司董事、北京国管中心投资管理有限公司董事、首都文化科技集团有限公司董事长。
青美平措	副董事长,董事、常务副总	男	38	硕士	青美平措先生曾任西藏银行股份有限公司公司业务部副总经理（主持工作）、拉萨经济技术开发区支行行长等职务，北京国有资本运营管理有限公司综合

	裁				管理部副总经理、投资管理二部副总经理、重大项目投资部副总经理、重大项目投资部总经理、基金管理部总经理，期间曾任大和证券（中国）有限责任公司董事、副董事长，北京京管泰富基金有限责任公司董事。2023年6月至今任第一创业证券股份有限公司董事，并自2024年6月起任公司副董事长，自2024年9月起任深圳第一创业创新资本管理有限公司董事、总经理。
王芳	董事、总裁	女	48	硕士	王芳女士曾任大鹏证券有限责任公司法律支持部经理，2004年10月起历任公司 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 。现任公司董事、总裁，兼任一创投行执行董事、创新资本董事、银华基金董事、深圳市第一创业公益基金会副理事长。
梁望南	董事	男	51	本科	梁望南先生曾任 北京国管综合管理部 副总经理，人力资源部副总经理、总经理，人力资源部总经理兼基金投资部副总经理，基金投资二部总经理，基金管理部总经理，北京京国瑞国企改革发展基金（有限合伙）投资决策委员会委员兼战略指导委员会委员。现任公司董事、 北京京国瑞国企改革发展基金（有限合伙） 投资决策委员会委员兼战略指导委员会委员、北京京国瑞股权投资基金管理有限公司董事兼总经理等。
葛长风	董事	女	46	本科	葛长风女士曾任 北京首都农业集团有限公司 财务管理部业务主管、财务管理部副部长，北京首农食品集团有限公司财务管理部副部长。现任公司董事、北京首农食品集团有限公司财务管理部副部长、中粮资本控股股份有限公司董事等。
高天相	董事	男	67	专科	高天相先生曾任浙江航民实业集团有限公司办公室主任、财务总监、总经理助理、董事、副总经理， 浙江航民股份有限公司 董事、董事会秘书、副总经理，浙江航民实业集团有限公司董事、副总经理。现任公司董事、浙江航民股份有限公司董事、深圳富春成长投资有限公司董事等。
李旭冬	独立董事	男	55	本科	李旭冬先生曾任中天华正会计师事务所合伙人，2011年9月至今任大华会计师事务所（特殊普通合伙）执行合伙人。李旭冬先生现任公司独立董事、大华会计师事务所（特殊普通合伙）执行合伙人、北京金融控股集团有限公司外部董事等。
刘晓华	独立董事	女	43	硕士	刘晓华女士曾任国泰君安创新投资有限责任公司投资业务执行董事、北京中经格隆投资顾问有限公司副总裁，2022年3月至今任海南博浩广汇私募基金管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人委派代表。刘晓华女士现任公司独立董事。
余剑峰	独立董事	男	44	博士	余剑峰先生曾任明尼苏达大学卡尔森管理学院金融学助理教授、副教授（终身教授）、正教授、PiperJaffray 讲席教授，香港中文大学（深圳）经管学院教授、执行副院长，2016年9月至今任清华大学五道口金融学院建树讲席教授。余剑峰先生现任公司独立董事、清华大学五道口金融学院建树讲席教授等。
马东军	副总裁、财务总监	男	58	硕士	马东军先生曾任 深圳发展银行 总行稽核部副总经理（主持工作）。马东军先生于2012年2月加入公司，曾任 计划财务部负责人 ，2013年8月起任公司财务总监，后历任一创投行董事，一创期货监事，一创期货董事，公司董事会秘书，现任公司副总裁兼财务总监，兼任创新资本董事长、一创投资董事、银华基金监事会主席。
邱巍	副总裁	男	57	博士	邱巍先生曾任汕头大学科研处科员，深圳发展银行广州分行公司部和零售部总经理、科韵支行行长、总行贸易融资部副总经理，广东南粤银行总行副行长。邱巍先生于2014年6月加入公司，曾任 企业融资部负责人 ，2021年4月至2021年10月兼任一创投资董事，现任公司副总裁，兼任广东一创恒

					健融资租赁有限公司副董事长。
陈彬霞	副总裁	女	41	硕士	陈彬霞女士曾任华鑫证券有限责任公司自营部投资经理，华英证券有限责任公司债券投资交易部总经理， 华林证券 股份有限公司固定收益部总经理，华林证券股份有限公司副总裁。陈彬霞女士于 2021 年 5 月加入公司，现任公司 副总裁 。
屈嫫	董事会秘书	女	43	硕士	屈嫫女士曾任公司法律合规部合规经理、固收与投资组负责人、法律合规部负责人、公司总裁业务助理，曾兼任一创投资监事，兼任创新资本监事，兼任北京元富源投资管理有限责任公司监事，兼任公司职工代表监事，现任公司董事会秘书，兼任创金合信董事。
卢国聪	合规总监	男	45	硕士	卢国聪先生曾就职于深圳证监局，历任科员、副主任科员、主任科员、副处长；曾就职于广发证券股份有限公司，任合规与法律事务部总经理兼广发证券资产管理（广东）有限公司监事长。卢国聪先生于 2018 年 7 月加入公司，现任公司合规总监，兼任深圳市第一创业公益基金会理事。
王国峰	首席风险官,首席信息官	男	53	硕士	王国峰先生曾任中信证券股份有限公司风险管理部副总裁、高级副总裁；中国银河证券股份有限公司风险管理部副总经理、副总经理（主持工作）； 华兴证券 有限公司副总经理、首席风险官。王国峰先生于 2021 年 1 月加入公司，现任公司首席风险官、首席信息官。
杨维彬	副总裁	男	51	本科	杨维彬先生曾任北京 京放投资管理 顾问有限责任公司高级经理、部门经理、总经理助理、副总经理、总经理，首创集团投资银行部总经理助理，资本运营部副总经理、总经理，金融管理部总经理。杨维彬先生于 2023 年 5 月加入公司，曾任北京分公司总经理，现任公司 副总裁 、一创投资董事长兼总经理、深圳元山私募股权投资管理有限公司董事等。
陈兴珠	副总裁	男	53	硕士	陈兴珠先生曾任中银国际证券有限责任公司投资银行部经理，瑞银证券有限责任公司投资银行部执行总经理， 中银国际证券 有限责任公司投资银行部董事总经理。2013 年 5 月加入第一创业证券承销保荐有限责任公司，历任企业融资主管、投资银行部负责人、总经理办公会委员、副总经理，现任一创投行总经理。

资料来源：wind，申万宏源研究

3、固收+资管特色突出，投行业务具备增长潜力

第一创业具有完备的业务体系，资产管理及固收业务表现出较强的核心竞争力。公司业务主要分为资产管理、固定收益、投资银行、证券经纪及信用业务、私募股权基金管理及其他投资业务、自营投资及交易业务六大业务板块。

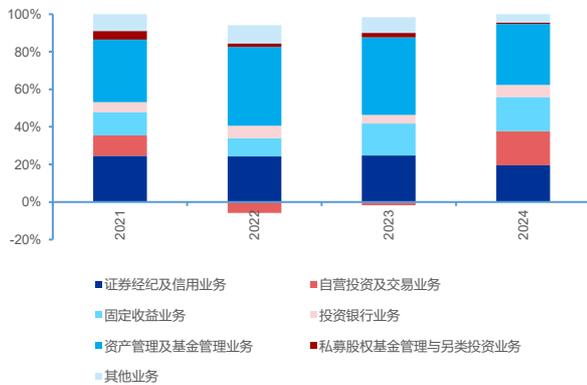
图 12：第一创业业务板块



资料来源：公司报告，申万宏源研究

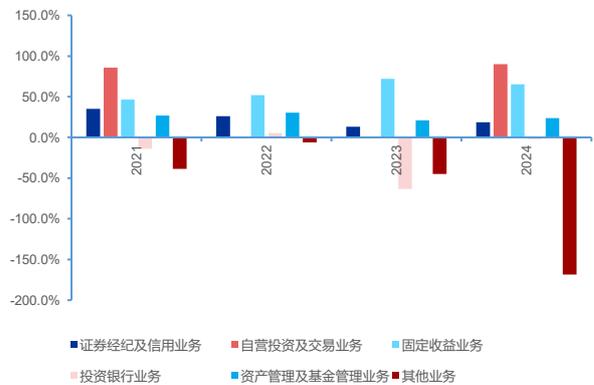
第一创业资产管理及固定收益业务为公司利润的基本盘。从 2024 年分部业绩看，1) 收入方面，证券经纪及信用/自营投资及交易/固定收益/投资银行/资产管理及基金管理/私募股权基金管理与另类投资业务营收分别为 6.86/6.44/6.46/2.25 /11.45/0.27 亿元，其中固定收益+资产管理业务合计占比达 51%。2) 营业利润方面，证券经纪及信用/自营投资及交易/固定收益/投资银行/资产管理及基金管理/私募股权基金管理与另类投资业务营业利润分别为 1.27/5.80/4.21/-0.05/2.71/-0.34 亿元，其中固定收益+资产管理业务合计占比达 63%。3) 营业利润率方面，公司固定收益业务和资产管理业务营业利润率较高且稳定。2021-2024 年固定收益业务/资产管理业务平均营业利润率分别为 58.9%/25.5%。

图 13：第一创业分部业务收入结构（%）



资料来源：公司报告，申万宏源研究

图 14：第一创业分部营业利润率（%）



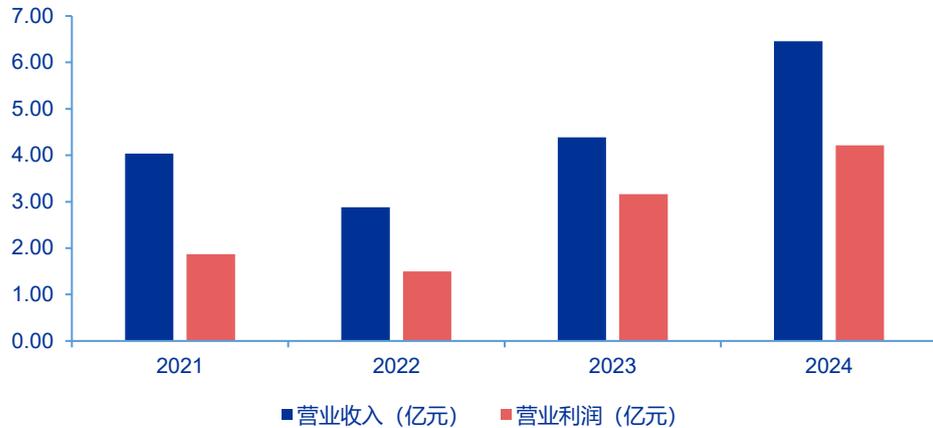
资料来源：公司报告，申万宏源研究

3.1 固定收益业务：固收交易为公司业务特色，交易驱动转型、客需业务拓展提升业绩稳定性

第一创业具备较强的固收交易和专业定价能力，为客户提供全方位服务。在固定收益业务领域，公司一直以成为“中国一流的债券交易服务提供商”为发展目标。公司曾于 2012 年获准成为央行公开市场业务一级交易商，拥有行业领先的市场地位。经过多年的发展，公司建立了遍布全国、包含各类主要投资者的客户群体的客户覆盖网络，并在固定收益业

务领域形成了独特的竞争优势。2024年,第一创业固定收益业务收入/利润分别为6.46/4.21亿元,同比上升47.3%/33.3%,分别占比18.3%/38.6%。

图 15: 第一创业固定收益业务营业收入与营业利润

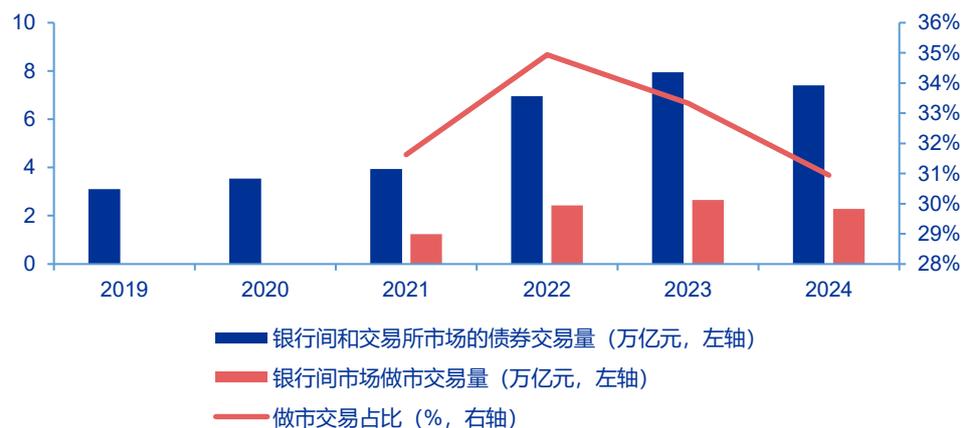


资料来源: 公司报告, 申万宏源研究

公司的固定收益业务包括固定收益投资交易业务及固定收益销售业务:

1) 固定收益投资交易业务方面, 2024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7.40万亿元, 同比下降6.94%, 其中现券交易量为5.74万亿元, 同比增长0.05%, 回购交易量为1.66万亿元, 同比下降25.08%; 公司积极参与做市交易, 拓展客户广度和深度, 提升做市报价质量, 银行间市场做市交易量为2.29万亿元, 同比下降13.57%; 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2024年记账式国债现货交易量排名的通知》, 公司“2024年记账式国债承销团非银行类成员国债现货交易量”行业排名第7名。

图 16: 第一创业债券交易及做市交易情况



资料来源: 公司报告, 申万宏源研究

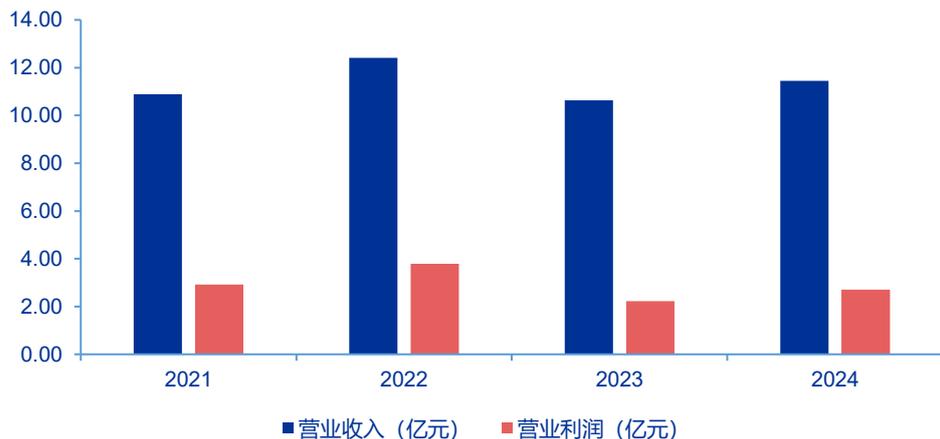
2) 固定收益销售业务方面, 2024年, 固定收益业务继续围绕“以交易为核心, 投资与销售为两翼”的定位持续深化交易驱动转型, 推进协同交易的全链条建设, 加强一级销售、二级交易联动, 推动数字化建设, 打造客户交易全生命周期服务能力, 持续提升客户服务能力和市场影响力。2024年公司继续巩固地方政府债销售优势, 具有32个全国省市地方政府债承销商资格。公司“地方政府债券实际中标金额”为223.10亿元, 行业排名第12名;

“地方政府债券实际中标地区数”为 28 个，行业排名第 8 名。公司“北交所公开招标发行地方政府债券实际中标金额”为 41.20 亿元，行业排名第 1 名。公司固定收益各品种销售数量合计 4,857 只，同比下降 3.46%；销售金额合计 1,984 亿元，同比增长 11.96%。

3.2 资产管理业务：创金合信为主要展业平台，机制领先&科技赋能构筑核心竞争力

第一创业的资产管理业务业绩保持稳健，为公司业绩的重要支点。公司以“以客户为中心，打造具有固定收益特色优势，以资产管理和投行业务驱动综合金融服务能力的一流投资银行”为自身战略。2021-2024 年，公司资管业务收入稳定在 10 亿元以上。2024 年，第一创业的资产管理业务收入/利润分别为 11.45/2.71 亿元，同比上升 7.7%/21.5%，分别占比 32.4%/24.8%。公司资管业绩主要是受公募基金子公司贡献影响。从合并报表口径看，2024 年创金合信（公司持股 51.07%，并表）实现基金管理业务收入为 8.09 亿元，在资产管理及基金管理手续费净收入中占比 87.9%。

图 17：第一创业资产管理业务营业收入与营业利润



资料来源：公司报告，申万宏源研究

创金合信坚持公募基金管理业务与私募资产管理业务双核驱动的发展战略，深入践行“以客户为中心”的经营理念，构筑了其核心竞争力：

1) 机制领先汇集优秀人才。创金合信基金倡导合伙人文化，在投研体系着力打造吸引并留住优秀人才的平台。公司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、另类投资全部覆盖。从创金合信的股权结构看，公司在保证母公司第一创业绝对控股的情况下，成立 7 家有限合伙企业作为员工持股平台，充分调动员工展业积极性。

表 5：创金合信股东情况

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	51.07%	控股股东
2	深圳市金合信投资合伙企业（有限合伙）	23.29%	员工持股平台，合计持股 48.927%

3	深圳市金合振投资合伙企业 (有限合伙)	3.49%	
4	深圳市金合兴投资合伙企业 (有限合伙)	3.97%	
5	深圳市金合中投资合伙企业 (有限合伙)	4.47%	
6	深圳市金合华投资合伙企业 (有限合伙)	4.16%	
7	深圳市金合同投资合伙企业 (有限合伙)	4.91%	
8	深圳市金合荣投资合伙企业 (有限合伙)	4.64%	
	合计	100%	100%

资料来源：创金合信官网，申万宏源研究

2) 高度重视科技在打造公司核心竞争力方面的重要作用。创金合信基金将科技作为公司核心竞争力之一，搭建了一套由服务、风控，交易，产品，策略，运营六大模块共同构成的综合服务平台。公司经营理念亦从“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，使公司能够更便捷、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。

表 6: 创金合信数字化实践

业务方向	数字化实践
交易风控	借助科技手段对 交易风控流程 进行了 线上化、自动化和智能化重塑 ，实现从投资到交易、风控、运营的一体化贯通，提升投资交易人均承载量，尤其是将 风控前置 到投资建议阶段实现 风控试算 ，大幅提升投资指令的下达效率
运营服务	主要围绕 基金运营的精细化管理、交易应急处理、运营估值核算 等方面进行科技赋能，提升运营效率
办公提效	主要通过与外部厂商合作，围绕 办公管理、合规管理、财务管理 等职能模块进行系统建设，以 内部协作效率提升 为目标，以员工协作平台 OA 为核心，连通各业务系统，从而实现员工之间的高效沟通协作和整体协同
网络信息安全	通过建设 威胁情报、性能监控 (APM)、统一监控平台、运维自动化平台 等 运维保障系统 ，提升信息安全预警和应急处置能力，筑牢业务连续性基石，护航公司稳健发展

资料来源：中国基金报，申万宏源研究

尽管创金合信成立至今仅 11 年，公司已凭借独特的服务优势和核心竞争力，在规模和客户数量上取得快速突破。2024 年，公司公募基金管理规模/私募基金管理规模分别为 1457.5/4865.4 亿元，同比+27.8%/-45.0%。

图 18: 创金合信基金管理规模及结构

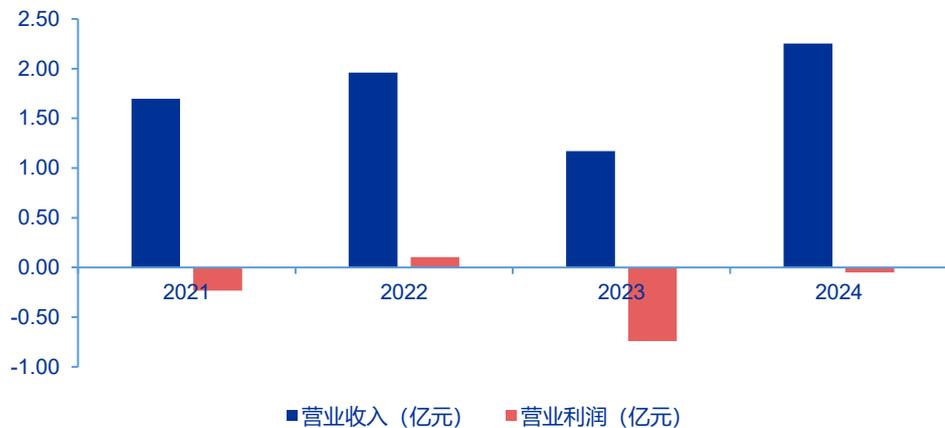


资料来源：公司报告，申万宏源研究

3.3 投行业务：股东赋能效果显著，发力北交所股债投行业务有望实现差异化优势

公司通过全资子公司一创投行从事投资银行业务，股权融资、债权融资、企业并购重组、新三板推荐挂牌及相关财务顾问等业务。尽管 2024 年 A 股股权融资规模受逆周期调节影响大幅下降，2024 年，第一创业投行业务收入/利润分别为 2.25/-0.05 亿元，分别同比上升 92.6%/少亏 0.69 亿元。

图 19：第一创业投行业务营业收入与营业利润



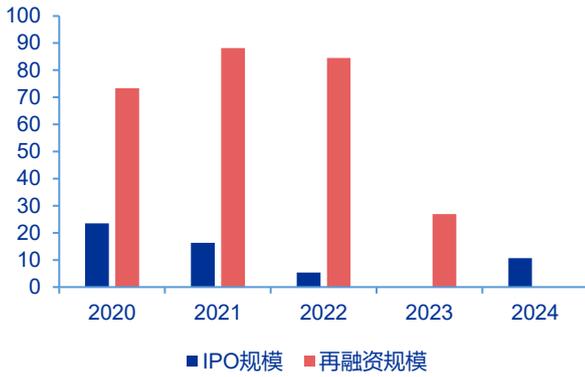
资料来源：wind，申万宏源研究

股权融资方面，通过股东赋能，一创投行不断加大北京市属国企服务力度，北交所投行业务规模领先。从 IPO 规模看，2024 年，由一创投行独家保荐并承销的 2 单北交所 IPO 项目云星宇 (873806.BJ)、康农种业 (837403.BJ) 及 1 单创业板 IPO 项目六九一二 (301592.SZ) 成功发行上市，募集资金总额 10.71 亿元。其中，云星宇为北京市属国企中首家北交所上市公司。据 Wind 数据统计，2024 年，一创投行 IPO 保荐承销规模排名行业第 14 名，其中北交所保荐上市家数及承销规模均排名行业第 2 名。

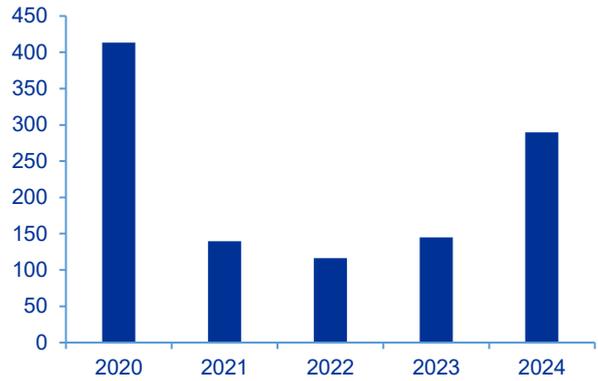
债券融资方面，规模增长好于行业，市占率水平有所提升。2024 年，公司债券承销规模 289.49 亿元 (wind 统计)，同比增长 99.5%，市占率为 0.20%，较去年提升 0.10pct。公司积极服务国家科技创新战略，全年承销科技创新公司债券 62.29 亿元，承销规模排名行业第 14 名，连续两年进入行业前 15；公司聚焦服务北交所债券市场建设，全年承销北交所债券规模 42.42 亿元，排名行业第 1 名。

图 20：第一创业股权承销规模 (单位：亿元)

图 21：第一创业债券承销规模 (单位：亿元)



资料来源：公司报告，申万宏源研究



资料来源：公司报告，申万宏源研究

4、盈利预测和估值

4.1 盈利预测：预计 2025 年第一创业归母净利润同比+12.8%

第一创业业绩弹性较强且充分受益于规模效应，差异化经营优势突出。第一创业资管、固收业务具备核心竞争力，股东赋能下公司投行业务具备增长潜力，核心业务稳健或将催化后续公司业绩增长。我们预计第一创业 2025-2027 年营收分别为 36.8/42.7/48.5 亿元，同比 +4.2%/+16.1%/+13.5%，公司归母净利润分别为 10.2/12.0/13.8/ 亿元，同比 +12.8%/+17.3%/+15.3%。

表 7：第一创业各业务条线核心假设

单位：亿元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经纪业务净收入	4.75	3.85	3.51	3.80	4.56	4.99	5.26
代理买卖证券业务净收入	3.61	2.84	2.62	3.14	3.86	4.29	4.56
市场日均交易额	11,374	10,243	9,947	12,102	15,127	17,396	19,136
经纪业务市场份额	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
佣金率	0.0186%	0.0164%	0.0156%	0.0153%	0.0150%	0.0145%	0.0140%
其他收入 (包括代销金融产品、期货经纪收入等)	1.14	1.01	0.89	0.66	0.70	0.70	0.70
投行业务净收入	3.06	2.78	1.90	2.78	3.84	7.68	10.53
股票融资业务净收入	2.14	1.95	1.33	1.39	2.50	6.24	9.00
市场股票融资额	15,138	13,664	8,804	2,724	5,200	6,500	7,500
股票融资市场份额	0.69%	0.57%	0.31%	0.39%	0.60%	1.20%	1.50%
股票承销业务规模	105	77	27	11	31	78	113
股票承销佣金率	2.1%	2.5%	4.9%	13.0%	8.0%	8.0%	8.0%
债券融资业务净收入	0.66	0.27	0.33	0.98	0.89	0.94	0.98
债券市场融资额	113,932	107,056	135,070	141,379	148,448	155,870	163,664
债券承销市场份额	0.12%	0.11%	0.11%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
债券承销业务规模	140	116	145	289	297	312	327
债券承销佣金率	0.48%	0.23%	0.23%	0.34%	0.30%	0.30%	0.30%
财务顾问业务净收入	0.25	0.57	0.24	0.41	0.45	0.50	0.55
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E

资管业务收入	9.20	10.29	9.05	9.21	9.69	10.00	10.62
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
融资融券利息收入	4.13	3.95	3.76	3.67	3.80	4.15	4.55
融资融券市场总规模	18,322	15,404	16,509	15,671	18,805	21,626	23,788
市场份额	0.41%	0.40%	0.44%	0.48%	0.44%	0.45%	0.46%
融资融券规模	75	61	72	76	83	98	109
融资融券利率	6.24%	5.81%	5.66%	4.97%	4.80%	4.60%	4.40%
买入返售利息收入	0.43	0.61	0.29	0.17	0.17	0.13	0.14
买入返售业务规模	11	18	7	6	5	5	5
平均利差	1.97%	4.23%	2.37%	2.64%	3.08%	2.70%	2.81%
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
自营业务收入	12.67	5.18	8.29	16.02	14.63	15.60	16.80
自营业务规模	171	223	213	238	250	270	290
yoy		30%	-4%	12%	5%	8%	7%
综合投资收益率	6.1%	1.5%	3.1%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%

资料来源：wind，申万宏源研究

4.2 估值：预计 2025 年合理估值为 1.81XPB

沿中小券商特色化发展的行业主线，我们以自营业务收入占比相近、且资产规模相近的三家券商作为对标，考虑公司业务规模效应较强，未来 ROE 表现有望跑赢可比券商。基于 2025 年 7 月 9 日估值水平，以 PB-ROE 估值，给予第一创业 10% 的估值溢价，我们预计 2025 年合理估值为 1.81XPB。

表 8：第一创业估值对标

代码	上市券商	预测来源	预测 2025 年 ROE (%)	预测 2025 年 BVPS (元/股)	2025 年预测/第一创业合理 PB 估值 (倍)	PB/ROE
600109.SH	国金证券	万得一致预测	5.67%	9.51	0.95	16.72
600909.SH	华安证券	万得一致预测	6.52%	4.91	1.21	18.55
601456.SH	国联证券	万得一致预测	2.57%	8.91	1.16	45.22
	可比券商平均		4.92%		1.11	26.83
000776.SZ	第一创业	申万模型预测	6.21%	4.05	1.81	

资料来源：wind，申万宏源研究

注：最新股价截至 2025 年 7 月 9 日

5、风险提示

- 1) 股票市场交投活跃度下滑：**市场股基成交活跃度大幅下降，影响传统经纪业务市场空间、资管规模等业务指标，进而影响公司业绩。
- 2) 基金市场规模增长不及预期：**基金市场新发、保有规模增长缓慢，导致公司公募资管业务盈利能力下降。
- 3) 债券市场大幅波动：**若债券市场出现大幅波动，或将导致公司固收及自营投资业务业绩不及预期。

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,489	3,532	3,679	4,269	4,846
手续费及佣金净收入	1,525	1,624	1,855	2,312	2,687
利息净收入	79	104	191	227	279
投资净收益及公允价值变动	752	1,602	1,433	1,530	1,680
其他业务收入	133	202	200	200	200
营业支出	2,121	2,440	2,398	2,780	3,153
营业税金及附加	17	23	24	27	31
管理费用	2,084	2,314	2,354	2,732	3,101
资产减值损失	5	64	20	20	20
其他业务成本	16	39	0	0	0
营业利润	367	1,091	1,281	1,490	1,694
营业外收支	-3	-3	0	0	0
利润总额	364	1,088	1,281	1,490	1,694
所得税	-23	125	128	149	169
净利润	388	963	1,153	1,341	1,524
少数股东损益	57	60	133	145	145
归属母公司净利润	331	904	1,019	1,196	1,379

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,505	14,695	16,466	18,395	19,875
交易性及衍生金融资产	18,627	18,713	20,000	22,000	24,000
可供出售金融资产	2,674	5,041	5,000	5,000	5,000
存出保证金	601	817	1,544	1,775	1,953
长期股权投资	1,975	1,992	1,992	1,992	1,992
其他资产	10,900	11,485	12,076	13,615	14,734
资产合计	45,281	52,742	57,077	62,778	67,554
代理买卖证券款	7,458	10,971	12,866	14,795	16,275
卖出回购及拆入资金	13,619	13,601	16,000	16,500	16,800
短期融资券、应付债券及长短期借款	6,178	7,544	8,000	8,000	8,000
经营性负债及其他	2,733	3,815	2,558	4,835	6,665
负债合计	29,988	35,930	39,423	44,130	47,740
股本	4,202	4,202	4,202	4,202	4,202
其他所有者权益	10,619	12,103	12,812	13,661	14,681
归属母公司所有者权益	14,821	16,306	17,014	17,863	18,884
少数股东权益	472	506	640	784	930
负债及所有者权益合计	45,281	52,742	57,077	62,778	67,554

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysec.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。