

(报告出品方/分析师：中信证券 田良 陆昊 邵子钦)

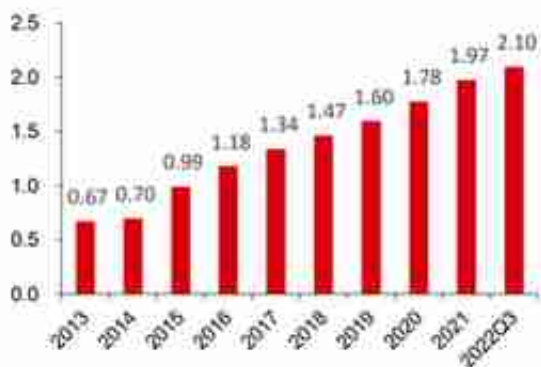
行业分析：革故鼎新，商业模式重定位

传统证券业务从成长期进入饱和期

经纪业务：互联网释放成长潜力，高质量客户占比下滑。

互联网扩大投资者覆盖面，释放增长潜力。2013 末至 2022 年 9 月末，A 股投资者总数从 6669 万户增加到 20965 万户，增长 213%。其中，近 5 年投资者年增长率始终保持在 10%左右，呈现较为稳定的成长势头。

图 1：沪深两市投资者数量（亿户）



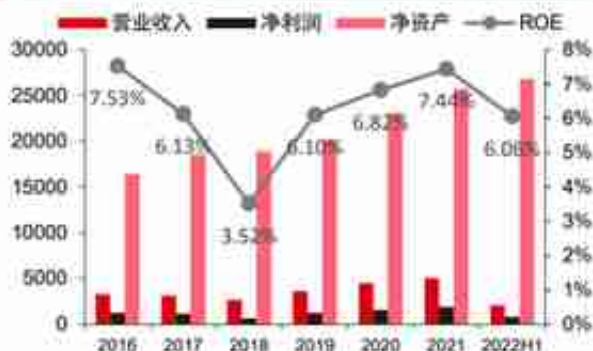
资料来源：中国证券登记结算有限公司，中信证券研究部

图 2：高质量客户占比



资料来源：Wind，中信证券研究部测算（注：2019 年后持仓投资者数据根据对中信证券渠道调研数据测算）头条@远瞻智库

图 7：证券行业整体情况（亿元）



资料来源：中国证券业协会，中信证券研究部（注：2022ROE 为年化数据）

图 8：中外券商在国内市场能力对比



资料来源：中信证券研究部绘制

头条@远瞻智库

创新驱动的新周期已然开启未来几年是对券商创新能力的检验，包括新业务、新产品以及传统业务的新模式。当下证券行业已经在政策、市场、创新机制层面迎来了创新改革的时间窗口。

政策：鼓励创新、扶优限劣的新周期。

2019年9月，证监会提出“深化资本市场改革十二条”，从参与者、市场规则和监管制度三个方面对资本市场改革进行了系统性规划，再加上新《证券法》的落地，一个高质量和高效率的资本市场体系正在建立。

2019年以来出台的证券行业监管政策从纠偏过度从严政策，到延续既定改革，再到寻求新突破，证券行业监管政策已经回到放松约束和鼓励创新的轨道。

市场：机构化大幕开启，业务重心再调整。

2021年末与2007年对比，上交所散户投资者（持股10万以下）持股市值从0.6万亿降至0.4万亿元。同期，专业机构持股市值从2.1万亿增加到6.7万亿元。未来在外资开放、注册制和税收优惠的共同作用下，A股市场有望进入快速机构化的阶段。

在机构化市场中，证券业务将呈现聚焦核心资产、衍生品和场外业务高速发展以及从单一服务到综合服务三个特点。

交易机制：衍生品发展和多空机制完善。

股票衍生品市场进入全面发展期。场内市场，50ETF期权、沪深300ETF和指数期权推出以来始终保持高增长趋势，后续随着中证1000股指期货和期权的推出，市场品类将更加完善。场外市场、场外期权和收益互换规模自2019年起保持稳步提升增长。

交易机制层面，融券制度改革为券商逆周期业务创新提供条件。

科创板试行的融券改革有望近期向主板和创业板推广，险资公募为融券市场提供了更为丰富的券源，更灵活的转融券制度能激发对冲型投资者需求，融券业务将迎来新的发展机遇。

图 13：中日美三国证券行业业务集中度



资料来源：中国证券业协会，日本证券业协会，SIFMA

头条@远瞻智库

公司概况：立足广东，深入推进大资管业务发展

发展历程：立足广东，通过资管业务构筑差异化竞争能力

聚焦广东地区，净资本位于行业第 49 位。2002 年，第一创业证券在佛山证券公司增资扩股的基础上成立。2012 年，公司整体变更为“第一创业证券股份有限公司”，并于 2016 年在深交所 IPO 上市。

图 14：第一创业发展历程



资料来源：公司财报，中信证券研究部

头条@远瞻智库

公司治理：北京国资将成为第一大股东，过半高管来自同业

北京国资将成为第一大股东，无实际控制人。第一创业前五大股东首创集团、华熙昕宇、首农食品、京国瑞国企改革和航民实业分别持有公司股份 12.72%、6.72%、4.99%、4.99%和 3.34%，股东性质涵盖国有、民营和集体所有制。

多元的股权结构赋予公司有效制衡的法人治理结构和灵活的市场经营机制。

根据公司 2022 年 9 月 21

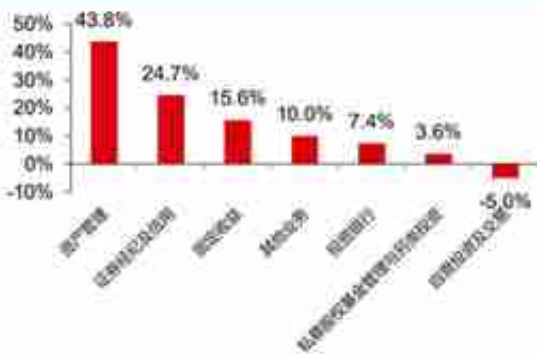
日发布的公告，第一大股东首创集团将向北京国有资本运营管理有限公司转让 11.06% 股权，股份交割完成后，公司第一大股东将成北京国管。后续北京国管可强化股东赋能与战略协同，促进第一创业北京市场拓展。董事会 8 名非独立董事中，5 人来自股东方，2 人来自行政机构，1 人来自公司内部。

过半高管来自同业机构，整体任职时间较长。

公司主要高管团队共 10 人，整体任职时间较长，半数在公司任职 8 年以上。董事长刘学民来自行政机构，曾任佛山证券董事长，后就职于水晶投资，于 2002 年重返第一创业。

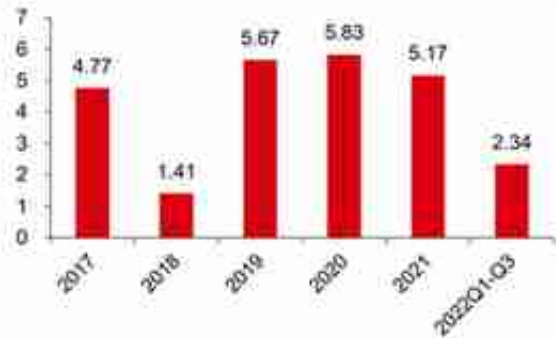
其余高管中，副总裁陈彬霞、朱剑锋、首席风险官王国峰、首席信息官何江和合规总监卢国聪均来自同业机构；总裁王芳、董事会秘书屈姍由公司自主培养；副总裁邱巍来自深圳发展银行；副总裁兼财务总监马东军来自天勤会计师事务所。

图 16: 2022H1 第一创业收入结构



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 17: 第一创业 ROE 情况 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

头条 @ 远瞻智库

行业地位：处于行业中游，深入推进大资管业务发展

行业排名 47 名左右，资本实力和盈利能力较为匹配。

根据证券业协会统计数据，截至 2021 年末，第一创业净资产 140.74 亿元，位居行业第 47；净利润 7.45 亿元，位居行业第 50。从总资产、净资产、营收和净利润指标来看，近三年公司整体排名在 40-55 之间，资本实力和盈利能力较为匹配。

2022 年前三季度，第一创业实现归母净利润 3.41 亿元，排名上市券商第 39

位，较 2021 年提升 3 名。

处于行业中游，深入推进大资管业务发展。

2021 年，11 家券商归母净资产突破 800 亿元且净利润突破 90 亿元，组成第一梯队。

东方证券等 12 家券商净利润突破 20 亿元，归母净资产突破 200 亿元，整体位于行业中上游。在证券行业头部集中的趋势下，中型券商需要寻找自身业务特色和品牌价值，打造市场差异化竞争力。

第一创业以固收业务为特色，着力发展大资管业务，旗下控股子公司创金合信多只产品业绩表现优异。

截至 2021 年末，创金合信基金旗下主动权益类基金近三年绝对收益率为 264.09%，全市场排名 3/123。

公司持续打造 ESG 和 FOF 先发优势和 ABS 业务特色，布局公募 REITs 业务，未来有望打造特色化资管品牌，带动公司业绩发展向上。



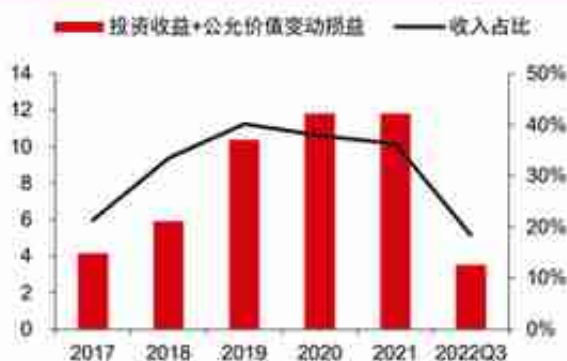
产品方面，第一创业积极拓宽产品类型和投资策略，打造 ESG、FOF 资管先发优势；“天恒住房租赁类 REITs”项目为推进公募 REITs 多元化扩容奠定基础，助力公司形成 ABS 业务特色；以全牌照布局公募 REITs 业务，聚焦生态环保、能源、产业园和物流仓储等重点行业。

展望未来，公司计划坚持以固收为特色、以 FOF 为权益及量化投资为突破口，不断提高投研和产品创新能力，打造有核心竞争力的精品资管机构。

公募业务：控股创金合信、参股银华基金，2022H1 利润贡献率 51.38%。第一创业目前分别持有创金合信和银华基金 51.07%和 26.1%的股份，为银华基金的第二大股东。2021 和 2022H1，创金合信和银华基金合计利润贡献率分别为 42.68%和 51.38%。

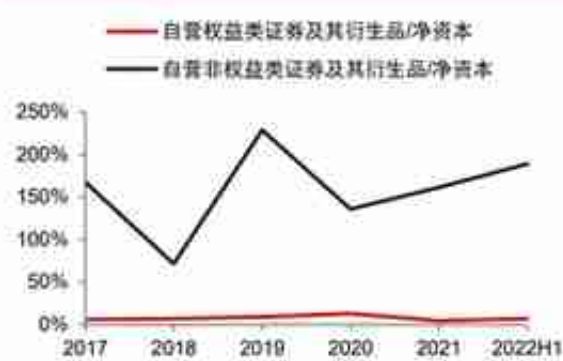
规模层面，创金合信积极探索产品业务链条，为客户提供精品公募产品，2022H1 公募资管规模 888.41 亿元，较 2021 年末增长 28.46%；银华基金新发基金和产品营销共同推进，强化投研平台建设，2022H1 公募资管规模 5732.34 亿元，较 2021 年末增长 11.00%。

图 22：第一创业投资总收益及占比（亿元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 23：第一创业自营相关资产占净资本比重变化



资料来源：公司财报，中信证券研究部 头条@远瞻智库

经纪业务：收入占比稳定，强化区域渠道建设

收入方面，2021 年和 2022Q1-3 第一创业分别实现经纪业务手续费收入 4.75 和 2.95 亿元。受资本市场波动影响，2022Q1-3 经纪业务手续费收入同比下滑 16.99%。近五年经纪业务营收占比维持在 11%-16%之间，其中股票经纪和席位租赁为经纪业务核心，2022H1 代理买卖证券和席位租赁收入分别为 1.47 和 0.36 亿元，合计占经纪业务总收入的 93.64%。

渠道方面，公司重点布局广东，截至 2022H1，公司 56 家营业部中，16 家位于广东，占比达 28.57%。2022 年上半年，为强化区域经营，公司将 9 家绩优营业部升级分公司，强化分支机构管理并完善区域先进经验推广。

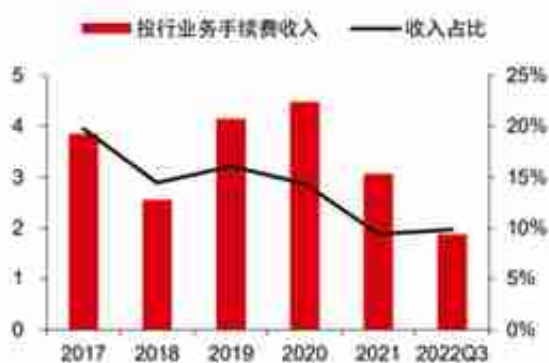
固收产品为销售主力，积极推进财富管理转型。

财富管理方面，2022H1，第一创业实现代销金融产品收入 0.08 亿元，同比下滑 33.90%。第一创业坚持“固收打底、ETF 轮动”策略，完善多元化产品体系。

2022H1 公司金融产品销售规模 46.05 亿元，同比增长 3.62%，其中固定收益类产品销售规模 37.58 亿元，同比增长 79.89%。同时，公司积极推进 ESG 产品销售，截至 2022H1，公司引入 ESG 主题基金 196 只。

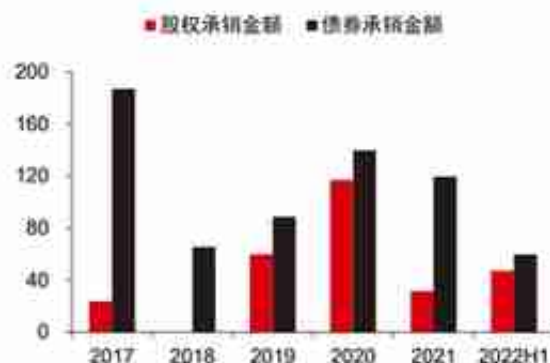
牌照方面，2022 上半年公司已提交基金投顾业务试点申请材料，若审批通过将助力第一创业财富管理业务取得新突破。

图 26：第一创业投行业务收入及占比（亿元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 27：第一创业投行承销规模（亿元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部 头条 @ 远瞻智库

风险因素

公募基金业务发展不及预期：

公募子公司银华基金和创金合信是第一创业重要的利润来源，2022H1 两公募子公司对第一创业的利润贡献率为 51.38%。如公募基金行业管理规模出现下滑，将对第一创业业绩产生不利影响。

投资业务亏损风险：

投资交易业务是第一创业的利润波动点，2022Q1-3 收入 3.52 亿元，收入占比为 18.43%。2022 年，股债市场波动加大，券商投资收益和公允价值变动损益可能变动较大，为公司整体业绩带来不确定性。

代理成交额下滑：

经纪业务是第一创业的另一重要收入来源，2022Q1-3 收入 2.95 亿元，收入占比为 15.43%。成交额下滑将直接降低其证券和期货代理买卖手续费收入，并为席位租赁和代销金融产品收入增长带来压力。

财富管理市场发展低于预期：

财富管理业务是第一创业业绩的潜在增长点。财富管理市场遇冷可能造成基金代销规模下滑，基金管理规模和基金托管规模萎缩，降低第一创业发展潜力，影响公司估值区间。

信用业务风险暴露风险：

2022 年以来，A 股波动加大了市场信用风险，融资融券维持担保比例出现下滑。2022H1，第一创业两融维持担保比例为 290.61%。整体风控水平较高，但个体违约风险仍存。

估值

经纪业务方面，受代理成交额下滑影响，预计 2022 年第一创业经纪业务收入同比下滑 17.83%。

投行业务方面，受股债承销规模萎缩以及费率下行，预计 2022 年公司投行业务收入同比下滑 13.50%。

资管业务方面，得益于资管及公募子公司的管理规模扩容，预计 2022 年公司资管手续费收入同比上升 6.70%。

投资业务方面，受股债市场波动影响，公司投资收益率可能下滑较为明显，预计其投资收益+公允价值变动损益同比下降 35.18%。

基于上述情况我们预测 2022/23/24 公司年营业收入为 29/34/38 亿元，归属母公司净利润为 5.6/7.3/8.6 亿元。

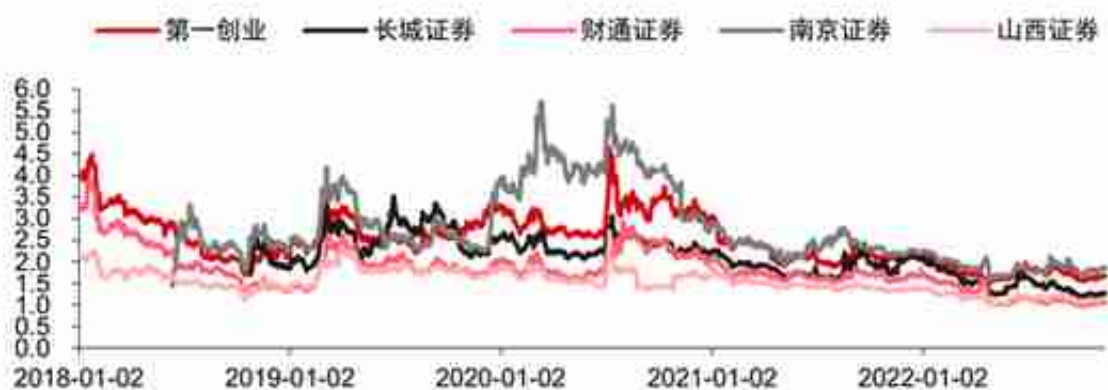
PB-ROE 估值法：ROE

是衡量证券公司股东回报的基准，也是决定证券公司估值的核心因素。2018年以来第一创业的估值高峰出现于 2020Q3。

2020 年，在疫情加剧资本市场不确定性的背景下，第一创业抢抓市场结构性机遇，投资收益大幅增长推动第一创业 ROE 达到高位，2020Q1、Q2 单季度 ROE 分别达 2.56%和 2.01%，推升 2020Q3 估值达到 5 年内高位。

第一创业的估值低位出现于 2022Q3。在市场下行环境下，2022Q3 第一创业单季度 ROE 为 0.37%，处于近 5 年单季度 ROE 较低水平。随着后续投资收益回暖，预计第一创业估值有望实现改善。

图 29：第一创业与可比券商 PB 估值



资料来源：Wind，中信证券研究部

头条@远瞻智库

随着资本市场改革和证券行业业务创新，证券行业集中度有望提升。

第一创业以“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”为战略目标，建立起了固定收益全业务链，重点建设“固收+”资管体系，以大资管业务构筑差异化竞争力。

我们认为当前价格基本反映了第一创业的合理估值，预计未来公司股价将与行业整体变动保持同步。

预计 2022 年第一创业净利润下滑 24%。预计 2022/23 年其 BVPS 分别为 3.53/3.66 元。

报告属于原作者，我们不做任何投资建议！如有侵权，请私信删除，谢谢！

精选报告来自【[远瞻智库](#)】[远瞻智库-为三亿人打造的有用知识平台](#)|[报告下载](#)|[战略报告](#)|[管理报告](#)|[行业报告](#)|[精选报告](#)|[论文参考资料](#)|[远瞻智库](#)