

首程控股 (00697.HK)

资产+运营+基金三轮驱动，抢占具身智能产业先机

买入 (首次)

2025 年 08 月 13 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 钱尧天

执业证书: S0600524120015

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 陶泽

执业证书: S0600125080004

taoz@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	883.84	1,215.12	1,559.81	1,958.53	2,319.28
同比(%)	(44.79)	37.48	28.37	25.56	18.42
归母净利润 (百万元)	403.57	410.20	586.03	774.64	934.33
同比(%)	(56.23)	1.64	42.86	32.19	20.62
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.05	0.05	0.08	0.10	0.12
P/E (现价&最新摊薄)	37.23	36.63	25.64	19.40	16.08

投资要点

■ 停车场营运龙头，深度布局机器人赛道

首程控股是国内领先的智能基础设施资产服务商，公司以停车、园区等资产为核心，以股权投资、REITs 投资为抓手，打造“资产运营+资产融通+基金管理”三位一体的复合型平台。近年来，公司持续强化资产运营主业，并在机器人、城市更新、充电设施等方向拓展新增长极，平台属性与资本效率显著提升。2024 和 2025Q1 公司分别实现营业收入 12.15、3.52 亿港元，同比分别+37.54%、+0.22%；实现归母净利润 4.10、2.13 亿港元，同比分别+1.64%和 80.19%。整体盈利质量改善明显，资产管理业务贡献度持续提升，为中长期业绩上行打下坚实基础。收入恢复主要得益于 REITs 市场回暖叠加停车项目投运加速，其中资产运营业务同比增长近 40%，占比已超过 75%。费用率方面，受益于运营效率改善，公司管理费用率整体呈下降趋势，2024 年管理和财务费用率分别为 24.96%和 9.57%，同比分别-8.99pct 和-2.39pct。

■ 资产运营与资产融通协同发力，夯实可持续增长基础

在资产运营端，公司已有停车场运营+产业空间管理和租赁住房两大业务布局，其中停车场运营业务形成“长期租赁+停车综合体+产权购置+充换电+城市智慧停车+停车产业基金”六大运营模式，深度绑定机场、高铁、市政等高频场景资源。2024 年公司落地广州白云、天津滨海、拉萨贡嘎等多座重点机场停车项目，并积极拓展充电桩与场景增值服务；2025 年公司西安咸阳机场停车项目开始运营。在资产融通端，公司为国内公募 REITs 市场重要产业投资方之一，已设立三支百亿级基础设施基金与平准基金，具备全流程 REITs 证券化能力；同时，基金管理与持有投资贡献稳定高毛利现金流。

■ 抢占人形机器人先机，构建“资本+平台+场景”三重闭环

在新业务拓展方面，公司率先卡位具身智能赛道，投资布局多个具身智能及人形机器人行业核心标的，并通过“基金+平台+场景”三重路径构建生态优势。2023 年，公司受托管理百亿级“北京机器人产业发展基金”，在产业早期阶段即完成对宇树科技、银河通用、云深处、松延动力、星海图等头部企业的投资，后续有望通过股权退出与基金分成获取可观回报。2024 年，公司设立北京首程机器人科技产业有限公司，围绕“销售代理+租赁业务+二次开发”建立盈利模式，依托国企背景与渠道能力增强客户信任与落地效率。公司还充分利用自身在停车场、园区、产业空间、已投 REITs 等方面的运营资源，为机器人提供标准化、高频次应用场景，加速形成“训练—交付—使用—再训练”的数据飞轮，推动模型持续迭代与商业化转化。

■ **盈利预测与投资评级：**公司在停车场管理、充电设施运维及基金管理等多个高毛利轻资产业务中具备一定先发优势。预计公司 2025-2027 归母净利润为 5.9/7.7/9.3 亿港元，对应当前股价下的 PE 分别为 26/19/16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动，REITs 市场回暖不及预期，机器人业务落地不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	1.94
一年最低/最高价	0.92/2.10
市净率(倍)	1.50
港股流通市值(百万港元)	15,026.02

基础数据

每股净资产(港元)	1.29
资产负债率(%)	31.19
总股本(百万股)	7,745.37
流通股本(百万股)	7,745.37

相关研究

内容目录

1. 停车场营运龙头，深度布局机器人赛道	4
1.1. 股东资源雄厚，推动双轮循环战略	4
1.2. 基本盘稳步增长，REITs 回暖叠加布局机器人赛道驱动业绩加速上行	6
2. 资产运营与资产融通协同发力，夯实可持续增长基础	7
2.1. 资产运营业务：深耕资产运营主业，夯实“稳收益”基本盘	7
2.2. 资产融通业务：拓展资产融通路径，构建高效资本循环体系	10
3. 抢占人形机器人先机，构建“资本+平台+场景”三重闭环	12
4. 盈利预测	14
5. 风险提示	16

图表目录

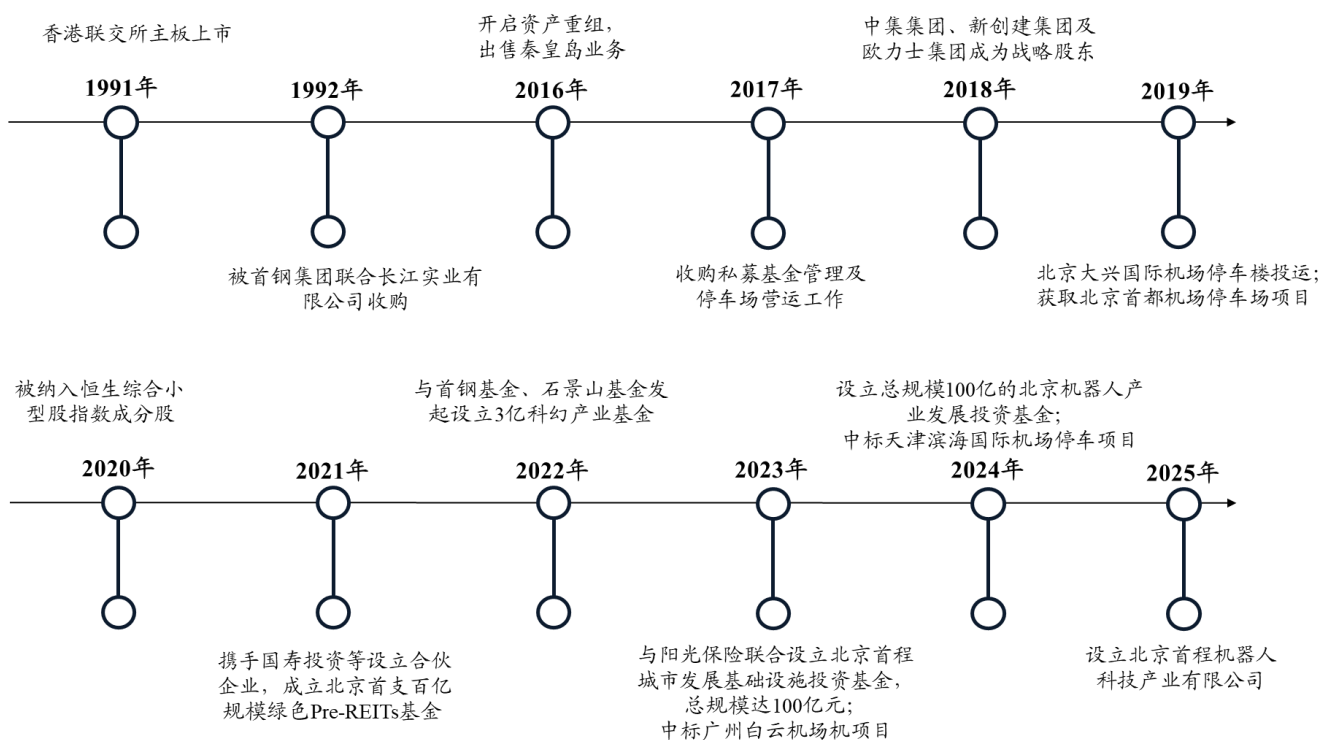
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司业务矩阵.....	5
图 3:	首程控股股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）.....	6
图 4:	2019-2025Q1 公司营业收入情况	6
图 5:	2019-2025Q1 公司归母净利润情况	6
图 6:	公司分业务拆分情况（亿港元）.....	7
图 7:	2019-2025Q1 年公司毛净利率情况	7
图 8:	2019-2025Q1 年公司费用率情况	7
图 9:	公司停车资产六大运营模式.....	8
图 10:	2024 年旅客吞吐量 TOP15 机场中公司已签约 5 座	9
图 11:	公司产业空间管理和租赁住房资产	10
图 12:	首程机器人体验店招募合作伙伴.....	13
图 13:	机器人业务多元变现路径与生态联动机制.....	14
表 1:	公司停车场资产覆盖四大区域、三大业态.....	8
表 2:	公司配置的 REITs 典型产品介绍	10
表 3:	公司部分股权投资项目.....	11
表 4:	公司重点投资的机器人产业链企业.....	12
表 5:	盈利预测（单位：百万港元）.....	15
表 6:	可比公司估值表（截至 2025 年 8 月 12 日收盘价）.....	16

1. 停车场营运龙头，深度布局机器人赛道

1.1. 股东资源雄厚，推动双轮循环战略

资产循环叠加数智化运营，打造基础设施和股权投资的双轮战略。首程控股前身为东荣钢铁，1991 年于香港联交所上市并于次年被首钢集团联合长江实业收购。2016 年公司开启资产重组并出售秦皇岛钢铁相关业务，次年进军私募基金管理和停车场营运工作。2018 年后开始积极融入国内外资本市场并引入包括欧力士集团、新创建集团和中集集团在内的战略投资者。2021 年公司携手国寿投资等设立合伙企业，成立北京首支百亿规模绿色 Pre-REITs 基金。2022 年公司与首钢基金、石景山基金发起设立 3 亿的科幻产业基金 2023 年公司发行市场首支停车场类 REITs 产品。2024 年公司设立总规模 100 亿的北京机器人产业发展投资基金，并于次年进一步加码机器人赛道，成立北京首程机器人科技产业有限公司。当前，公司依托“资产循环+数智化运营”的商业模式，并通过股权投资积极探索前沿产业，同时反哺加快所管理资产的数智化升级进程。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

聚焦四大业务条线，打造“资金·资本·资产”循环体系。公司业务涵盖两大板块，一是资产运营业务，具体分为停车场资产管理和产业空间管理及租赁住房。前者共有长期经营租赁、停车综合体、车位产权购置、充换电、智慧停车、停车产业基金6种商业模式，涉及三类资产，即交通枢纽、市政配套以及商办产权。后者包括和首钢

集团联合打造的各类产业园区以及用于租赁的人才公寓。二是资产融通业务，具体分为 REITs 业务以及股权投资。前者覆盖 REITs 全产业链，包括设立支持基础设施发展的投资基金和平准基金、提供 REITs 相关咨询以及进行战略配售。

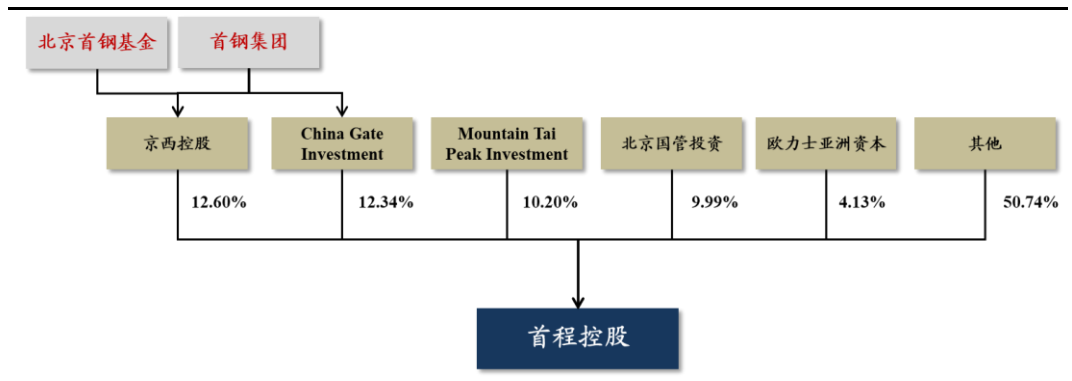
图2: 公司业务矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股东多元化，涵盖产业资本、国有资本和国际资本。截至 2024 年末，产业资本方面，首钢集团通过京西控股、China Gate investment 和琴台管理合计持股接近 25%，为公司提供产业园区相关资源支持。国有资本方面，北京国管持股 9.99%，并与公司深度合作，如联合发起机器人产业基金等。国际资本方面，欧力士通过 Mountain Tai Peak 以及欧力士亚洲资本合计持股 14.33%。多家国际资本为公司提供 REITs 发行和跨境资本运作支持。

图3：首程控股股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）

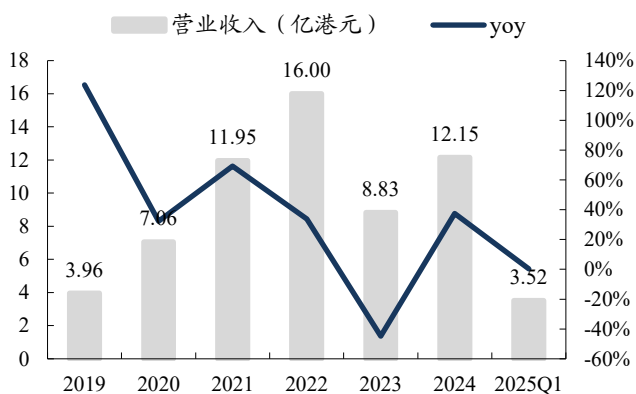


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 基本盘稳步增长，REITs 回暖叠加布局机器人赛道驱动业绩加速上行

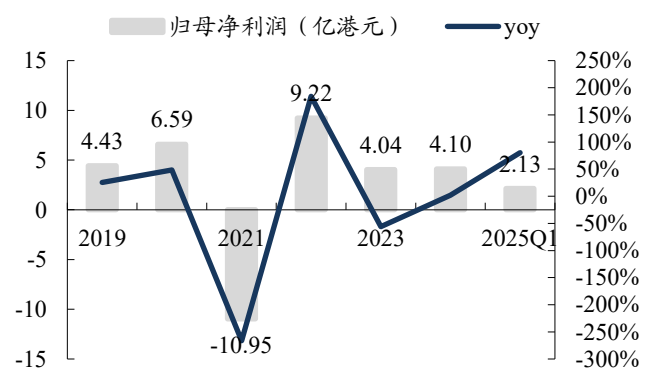
收入端运行平稳，利润端加速上修。收入方面，2024 年和 2025 年 Q1 公司分别实现 12.15 和 3.52 亿港元，同比分别+37.54%和+0.22%，2020-2024 年 CAGR 为 14.54%。复盘过去，2019-2022 年公司收入稳步增长，归母净利润除 2021 年外和收入保持同步上升趋势。其中，2021 年大幅亏损主要系公司推行战略性重组，剥离首钢资源产生的减值亏损 16.15 亿港元所致。2023 年受制于 REITs 二级市场的价格大幅调整，公司按照公允价值计量产生亏损，导致收入和归母净利润大幅下滑。2024 年 REITs 会计准则变化叠加公司停车场运营业务扩张，收入端有所回升。归母净利润方面，2024 和 2025Q1 公司分别实现 4.10 和 2.13 亿港元，同比分别+1.64%和 80.19%。

图4：2019-2025Q1 公司营业收入情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图5：2019-2025Q1 公司归母净利润情况

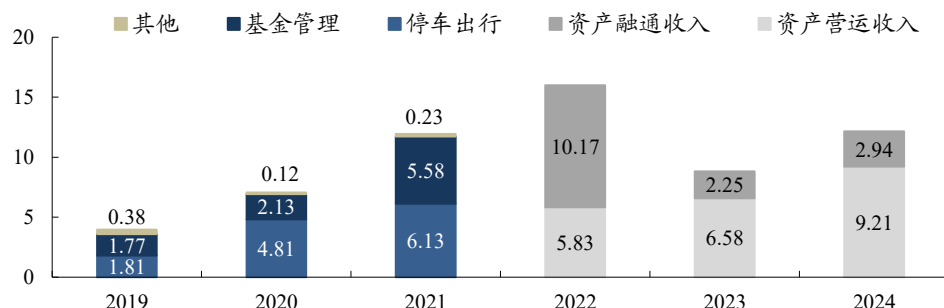


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

资产营运业务整体稳定增长，REITs 市场回暖+加码机器人赛道。2024 年公司资产营运和资产融通业务收入分别为 9.21 和 2.94 亿港元，同比分别+39.97%和+30.67%，收入占比分别为 75.80%和 24.20%。资产营运方面，公司 2024 年新增白云机场、贡嘎机场以及滨海机场三大停车场项目，首都机场、大兴机场等项目于下半年进行提价，广告创新业务取得突破，地平线、云鲸以及金融机构等在机场停车楼投放广告，同时理想汽车

总部二期产业园区投入使用。2025 年公司新增运营西安咸阳机场。资产融通方面，2024 年 REITs 市场有所回暖，并于 2025 年进一步上行，同时公司以其百亿规模的机器人基金为基础，依托新成立的机器人公司，持续加码布局相关赛道。

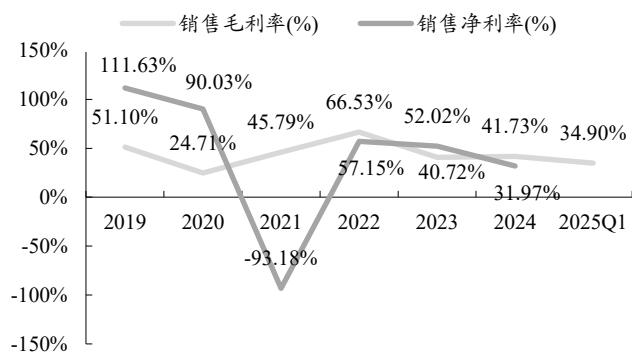
图6：公司分业务拆分情况（亿港元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

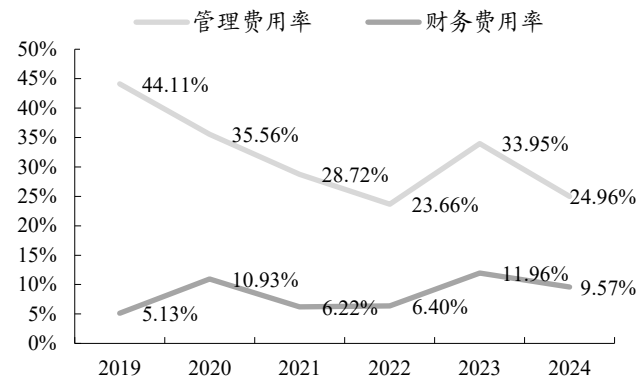
毛净利率波动较大，费用率整体下行。盈利能力方面，2024 年公司分别实现毛利率和净利率 40.72%和 52.02%，同比分别+1.01pct 和-20.05pct。复盘过去，公司盈利能力波动大主要受两大因素影响，一是收入结构即高毛利低费率的资产融通业务占比变化，二是公司运营效率提升带来的资本运营业务毛利率提升。费用率方面，同步受益于运营效率改善，公司管理费用率整体呈下降趋势，2024 年管理和财务费用率分别为 24.96%和 9.57%，同比分别-8.99pct 和-2.39pct。

图7：2019-2025Q1 年公司毛净利率情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图8：2019-2025Q1 年公司费用率情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 资产运营与资产融通协同发力，夯实可持续增长基础

2.1. 资产运营业务：深耕资产运营主业，夯实“稳收益”基本盘

停车场运营业务是公司的核心业务板块，目前覆盖全国核心城市的优质停车资产。项目分布于京津冀、长三角、大湾区、成渝地区四大核心区域，具备显著的区位优势。根据公司分类，停车场资产涵盖交通枢纽类（机场、高铁站等）、市政配套类（医院、路侧、共建景区等）以及商办产权类（园区、写字楼、商业综合体等）三大业态，

广泛服务于城市高频刚需场景。

表1：公司停车场资产覆盖四大区域、三大业态

区域	交通枢纽类	市政配套类	商办产权类
京津冀	北京大兴机场、北京首都机场、天津滨海机场、北京朝阳站、北京清河站等	中日友好医院、北京安贞医院、首钢医院、北京医院等	北京天创大厦、紫玉大厦等
长三角	上海虹桥机场、无锡高铁站等	南京白鹭洲公园等	-
大湾区	广州白云机场等	-	佛山万科尚都荟等
成渝地区	成都大邑高铁站等	大邑路侧项目等	重庆财富中心等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司已构建起多元化的停车场运营模式体系，适应不同资产形态与城市发展的多样需求。在停车场运营模式方面，公司已形成“长期经营租赁”“停车综合体”“商办产权购置”、“充换电”、“城市智慧停车”、“停车产业基金”六大运营模式，具备灵活适配不同资产属性和城市发展阶段的能力。典型项目包括北京大兴机场停车综合体、成都高升桥立体停车站、龙湖重庆时代天街项目等，具备良好的示范效应和复制潜力。

图9：公司停车资产六大运营模式

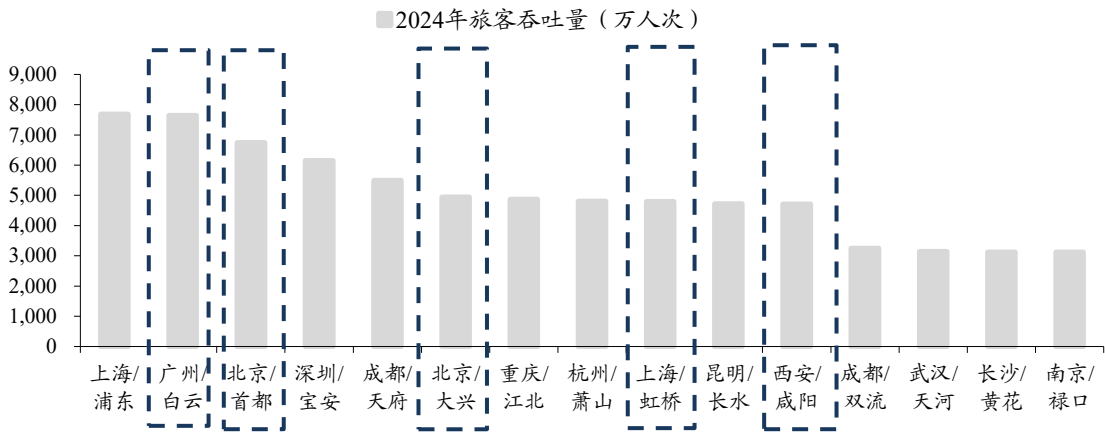
长期经营租赁	停车综合体	车位产权购置	充换电类	城市智慧停车	停车产业基金
与业主签订10年以上长期租约，采用“固定租金+收益分成”模式，锁定优质资源，共享收益。	通过改建或新建方式整合空间资源，提升利用效率，适配立体化、复合型需求。	收购具备经营价值的存量车位，推进资产化与收益化，拓展重点城市布局。	布局“停+充”一体化项目，建设智能充电基础设施，提升车位附加值与运营效率。	自研“速驿客”系统，支持无人值守、自动停车等功能，赋能智慧城市出行治理。	联合政府设立基金，导入优质停车资产，实施投融资退全周期管理
北京大兴机场停车综合楼（28+经营年限）	成都高升桥停车驿站（垂直升降式）	龙湖时代天街三期（重庆市）	大兴机场自建充换电项目	智慧停车、智慧出行	金盾里城市驿站（天津市）
					

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司在停车场运营业务上具备三大核心优势。1）卡位核心枢纽资源：公司握有稀缺的核心交通枢纽资源，截至2025年5月，公司共运营12个优质机场停车场资源，其中包含北京首都机场、北京大兴机场、天津滨海机场、西安咸阳机场、上海虹桥机场、广州白云机场等6个千万级吞吐量机场停车场的运营权，卡位效应显著。2）数字化运

营提效:通过“速驿客 V3 系统”实现对停车场的智能化管理,并在 2025 年初完成 deepseek 搭建,具备自动泊车、自动充电、无人值守等功能,助力提升运营效率与用户体验。3)
REITs 模式盘活资产:公司在资产盘活方面积极探索 REITs 发行路径,作为国内首个停车资产类 REITs 项目的发起方,公司已形成“投-营-退-再投”的良性循环,提前实现资金回笼,有效提升资产运营周转效率。

图10: 2024 年旅客吞吐量 TOP15 机场中公司已签约 5 座



数据来源: Wind, 公司官网, 东吴证券研究所

产业空间管理和租赁住房是公司资产运营业务的另一项重点布局。公司主要面向城市更新背景下的产业园区、创新社区及租赁住房运营,发挥“基础设施服务商+资产管理 者”的双重角色。以首钢园六工汇项目为起点,公司形成了“产业+生活+服务”三位一体 的更新范式,打造集科技创新、文创办公、绿色低碳与生活配套于一体的城市功能新片 区。

目前,公司已在北京核心区域落地六工汇、融石广场、首程时代中心、制氧创新中 心等多个示范项目,具备复合办公空间、高端人才社区、文旅功能场景等多元运营能力, 为首都功能疏解与城市有机更新贡献“首程方案”。

图11：公司产业空间管理和租赁住房资产



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2. 资产融通业务：拓展资产融通路径，构建高效资本循环体系

公司目前是中国公募 REITs 市场中最大的产业投资方，已构建覆盖全链条的 REITs 布局能力。1) **基础设施发展基金及平准基金**：在资金侧，公司联合中国人寿设立国内首支 REITs 平准基金及 pre-REITs 绿色基金，同时与阳光保险设立百亿级基础设施投资基金，三支基金总规模分别达到 100 亿元，构建从资产储备、证券化到二级市场配置的 REITs 全产业链布局能力。2) **资产证券化咨询**：公司通过协同原始权益人筹备、申报发行等全流程服务，助力停车、光伏、绿色环保等基础设施资产实现证券化融资与市场化退出，已成功推动首钢绿能 REIT、京能光伏 REIT、停车类 REITs 等多个项目落地。3) **REITs 战略配售**：公司是中国公募 REITs 市场上最大的产业投资人，加码智算等核心资产。公司已参与投资了目前已发行项目中 27 单 REITs 项目的战略配售投资和扩募投资，重点布局仓储物流、产业园区、清洁能源等方向，形成优质底层资产投资组合。2025 年 6 月，首批两只数据中心 REITs——南方万国数据中心 REIT 与南方润泽科技 REIT 正式获批发行，公司以战略投资者身份包揽核心份额。

表2：公司配置的 REITs 典型产品介绍

名称	代码	上市时间	资产类型	底层资产
中金普洛斯仓储物流 REIT	508056.SH	2021 年 6 月	仓储物流园区	普洛斯为物流产业龙头，REITs 旗下 10 个高标仓资产，覆盖京津冀、长三角等核心物流枢纽
中金印力消费基础设施 REIT	180602.SZ	2024 年 4 月	商业消费基础设施	底层资产为杭州西溪印象城，位于浙江省杭州市余杭区，是杭州城西单体总建筑面积最大的地铁上盖

购物中心，为面向家庭及城市青年的城市级购物中心，辐射人口达百万级。

华夏特变电工 新能源 REIT	508089.SH	2024 年 7 月	新能源基 础设施	新疆哈密 150MWp 光伏发电项目
华夏北京保障 房 REIT	508068.SH	2022 年 8 月	保障性住 房	聚焦北京保障性住房项目，提供长期稳定租金收益
创金合信首农 产业园 REIT	508016.SH	2025 年 8 月	产业园类	首农旗下的位于北京上地的元中心产业园区资产， 依托其独特的产业优势和区位条件，在产业园区领 域形成了差异化竞争力，具备稳定的租金收益和资 产增值空间。
华夏华电清洁 能源 REIT	508016.SH	2025 年 8 月	能源类	底层资产为杭州华电江东天然气热电联产项目
南方万国数据 中心 REIT	508060.SH	2025 年 8 月	数据中心	底层资产为国金数据中心，位于昆山市花桥镇，地 处长三角大数据中心国家枢纽节点
南方润泽科技 数据中心 REIT	180901.SZ	2025 年 8 月	数据中心	底层资产为润泽（廊坊）国际信息港 A-18 数据中 心，位于河北省廊坊经济开发区，地处全国一体化 算力网络京津冀国家枢纽节点核心地带

数据来源：公司官网、Wind、原始权益人官网及公告、基金公告、上海证券交易所官网、东吴证券研究所

股权投资方面，公司聚焦机器人、新能源汽车等关键方向，持续构建多元化、高成长性的投资组合。公司投资覆盖机器人、新能源汽车、智能驾驶等多个赛道，已布局包括宇树科技、银河通用、星海图、理想汽车、图湃医疗、地平线、药明康德等在内的众多优质项目，横跨硬科技、消费科技等相关领域，部分企业已实现上市或完成多轮融资，投资成果丰厚，展现出公司出色的前瞻判断力与产业穿透力。

表3：公司部分股权投资项目

类别	投资项目
具身智能/人形机器人产业链	宇树科技、银河通用、松延动力、星海图、自变量、云深处、加速进化、云鲸、万勋科技、沃兰特、微分智飞、墨现等
工业/医疗机器人	炎凌嘉业、罗森博特、图湃医疗、粤十机器人、未磁科技等
新能源汽车/智能驾驶	理想汽车、地平线、毫末智行、福田汽车、北汽新能源等
芯片/材料/硬科技	中科星图、士兰微、智新电磁、派克新材、八亿时空等
工业软件/产业平台	找钢网、世盟股份等
生物医药	药明康德、艺妙神州等
其他	瓜子二手车、百词斩等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司已构建起“募-投-管-退”全流程闭环，资产运营与资产融通协同推进，商业模式运转良性稳定。在“募”端，公司通过设立 REITs 平准基金、基础设施基金和股权投资基金聚集中长期资本；在“投”端，REITs 投资方面公司聚焦高质量基础设施资产，股权投资方面公司聚焦具身智能、新能源等高成长赛道标的进行系统布局；在“管”端，公司通过产业联动、运营提效、科技赋能等手段持续提升资产价值；在“退”端，则通过 REITs 发行、企业上市、股权退出等多元路径实现资金回笼与再投入。上述模式有效打通了“资

本—资产—运营—退出”正向循环，推动资金循环利用和资产价值提升，构成公司稳健可持续发展的商业根基。

3. 抢占人形机器人先机，构建“资本+平台+场景”三重闭环

投资端，公司以投资为切入口，成功布局多个人形机器人细分赛道核心标的，构建了覆盖产业链各环节的系统化投资格局。自 2023 年起，公司受托管理百亿规模的“北京机器人产业发展投资基金”（简称“北京机器人基金”），围绕“投科技、引链主、强赋能”推动资本与产业深度融合。依托该基金与旗下其他投资平台，公司在机器人投资窗口尚处早期时即完成对一批头部企业的投资，覆盖人形机器人本体、核心零部件、工业/医疗机器人、机器人操作系统等关键方向，所投部分企业已成长为行业领军者或核心参与方，当前准入门槛和投资机会已显著提升。该基金不仅是公司在机器人领域的重要抓手，也构成其搭建机器人生态、推动项目落地的关键引入。

表4：公司重点投资的机器人产业链企业

分类	公司
具身智能/人形机器人	宇树科技、松延动力、银河通用、星海图、加速进化、云深处、自变量、万勋科技、云鲸、粤十机器人等
核心零部件/材料	墨现科技等
工业/医疗机器人	炎凌嘉业、罗森博特、图湃、未磁科技等

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

运营端，公司通过设立机器人子公司，拓展“销售+服务+场景”一体化运营能力，助力实现商业化落地与变现。公司于 2025 年设立“北京首程机器人科技产业有限公司”（简称“机器人公司”），围绕“资本+产业+服务”融合路径，统筹销售代理、租赁服务、行业咨询、供应链管理等多元业务。机器人公司已与 50 余家机器人企业达成合作，有望承担产品渠道输出与应用交付职能，并具备对接客户需求开展二次开发与定制化改造的能力。同时，公司正积极探索将机器人应用场景纳入 REITs 资产体系，未来可望通过资产证券化手段，提升机器人场景的可复制性与收益回报，实现运营资源与资本工具的双向联动。

在此基础上，公司打造的“机器人综合体验店”承担“机器人销售+零部件供应+售后服务+信息反馈”四重职能，该计划依托公司在园区空间、运营管理、资本资源等方面的综合优势，率先构建行业首个服务于产业转化与用户教育双重目标的综合性体验体系，助推机器人产品“从实验室走向应用端”。

图12：首程机器人体验店招募合作伙伴



数据来源：公司官方公众号，东吴证券研究所

公司在机器人业务中已形成“股权投资收益 + 平台运营收益”双轮驱动的盈利模型。一方面，公司通过管理“北京机器人基金”获取管理费与分成收益，旗下其他平台投资项目也有望贡献退出回报；另一方面，公司设立运营平台“机器人公司”，探索代理出货与租赁服务轻资产运营模式，并同时涉及供应链管理、行业咨询服务，在产品交付和产业服务中实现直接变现。

1) 股权投资收益：管理费+退出收益双来源

公司受托管理百亿规模的“北京机器人产业发展基金”，通过管理费形成稳定的中长期现金流；同时，基金投向项目一旦实现股权退出、并购或上市，公司可根据协议按比例获得可观超额收益。公司可控制退出节奏，有序贡献收入和利润。此外，公司也通过旗下其他投资平台参与机器人项目投资，有望在项目退出、并购或上市过程中获取投资收益。该模式为公司在产业早期提供了低风险的参与机制，并通过基金机制实现对机器人行业龙头企业的卡位投资。

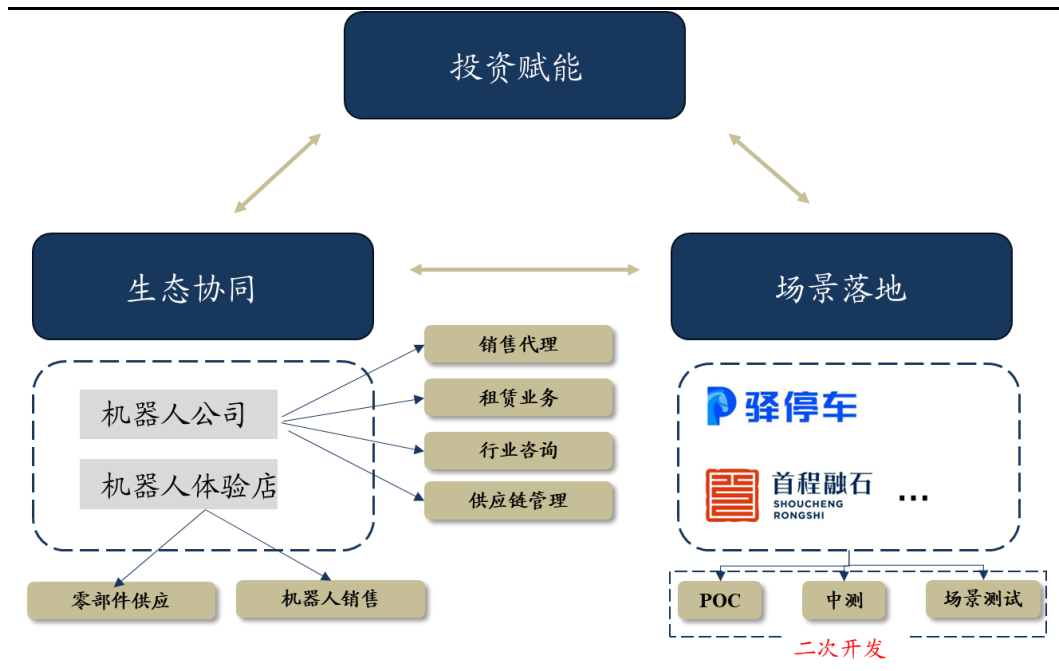
2) 平台运营收益：“代理出货+机器人租赁”双路径，并延伸至类“4S店”服务体系

公司于2024年设立“机器人公司”，围绕“产品交付+场景服务”形成可持续盈利路径。一方面，公司以代理出货模式承接合作机器人企业的产品销售，通过国企背景、品牌背书及渠道能力，提升成交效率与市场信任度，并可根据客户需求提供二次开发与定制化交付；另一方面，公司依托其广泛的停车场、园区等自运营资源以及参投REITs涉及的基础设施资源，除销售代理出货外，同时开展机器人租赁业务，在实际运营场景中推动

低门槛、高频次的应用与租金回收，建立具备复制性与迭代性的商业落地机制；同时，公司业务还包括行业咨询与供应链管理。

此外，公司正构建类“机器人 4S 店”的完整运营体系，未来盈利来源将进一步延伸至零部件供应、机器人销售等服务环节，打造“机器人销售+零部件供应+售后服务+信息反馈”全场景平台，提升客户粘性与服务变现空间。

图13：机器人业务多元变现路径与生态联动机制



数据来源：公司公告、官方公众号，东吴证券研究所

公司产业资源优势显著，有望率先撬动人形机器人“数据飞轮”。当前阶段，人形机器人仍面临模型智能性不足、规模化数据缺失等关键制约，优先落地对价格敏感度低、任务标准化的场景是现实选择。首程控股深耕停车场等基础设施领域，具备丰富且可控的试点场景资源，可快速推动机器人在巡检、引导、收费等环节实现真实应用，打通“预交付—预训练—真实使用—后训练—模型优化”闭环路径。公司通过提供场景与任务，帮助机器人企业积累初始数据并形成能力基础，继而支持交付后在真实场景中进一步采集数据、迭代优化，实现“用中训”、“用中学”。这一机制不仅解决了机器人模型冷启动问题，更加速其向商业化应用的正循环飞轮演进。

4. 盈利预测

我们预计，随着首程控股在停车场运营、充电基础设施等核心业务领域的产品力持续增强，叠加机器人相关项目拓展加速、管理效率不断提升，公司整体营收及盈利能力将在未来三年保持稳健增长。

具体来看：

(1) **资产运营业务**方面，公司依托成熟的运营能力与品牌优势，积极拓展核心区域资源，不断强化车场数字化管理和增值服务能力，同时机器人相关运营业务逐渐释放收入。我们预计该板块 2025–2027 年收入将分别达到 12.21/15.70/18.72 亿元，同比增长 33%/28%/19%。

(2) **资产融通业务**方面，公司聚焦基础设施 REITs 投资、基金管理与权益投资等核心能力，收入结构以稳定的管理费及持有收益为主。考虑到公司持续布局优质资产 REITs、机器人领域投资有望逐渐贡献退出收入，我们预计其 2025–2027 年收入将分别达到 3.38/3.39/4.47 亿元，年均同比增长约 15%。

(3) **盈利能力**方面，随着高毛利的轻资产运营收入占比持续提升，公司整体毛利率预计将稳步上行。我们预计 2025–2027 年公司综合毛利率将分别达到 43%、44%、45%。其中，停车运营和基金管理业务作为毛利支柱板块，将持续拉动公司盈利质量改善。

整体来看，公司正逐步构建“资产+运营+基金”的协同闭环，盈利能力、抗周期能力持续增强，预计将为中长期估值修复和股东回报提供坚实支撑。

表5: 盈利预测 (单位: 百万港元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资产运营业务总收入					
营业收入 (百万元)	605.5	847.1	1221.4	1569.5	1872.1
YOY (%)	13%	40%	33%	28%	19%
运营收入					
营业收入 (百万元)	510.4	757.6	1111.7	1445.1	1734.2
YOY (%)	43%	48%	35%	30%	20%
租赁收入					
营业收入 (百万元)	50.3	46.6	60.7	72.9	83.8
YOY (%)	-24%	-7%	20%	20%	15%
服务特许经营权安排的运营收入					
营业收入 (百万元)	44.8	43.0	49.0	51.5	54.1
YOY (%)	-61%	-4%	5%	5%	5%
资产融通业务总收入					
营业收入 (百万元)	207.3	270.8	338.4	389.0	447.2
YOY (%)	-78%	31%	15%	15%	15%
基金管理					
营业收入 (百万元)	168.4	176.2	220.3	253.3	291.3
YOY (%)	-2%	5%	15%	15%	15%
投资基金					
营业收入 (百万元)	179.3	93.4	116.8	134.3	154.5
YOY (%)	-62%	-48%	15%	15%	15%
按公允价值计入损益之金融 资产之投资收益					
营业收入 (百万元)	-140.4	1.2	1.3	1.4	1.5

YOY (%)	-149%	-	5%	5%	5%
毛利率					
毛利率 (%)	41%	42%	43%	44%	45%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：此处毛利率口径不含存货减值）

预计公司 2025 - 2027 归母净利润为 5.2/7.0/8.6 亿港元，对应当前股价下的 PE 分别为 26/19/16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。我们选取与公司业务模式相近的捷顺科技、华润万象生活作为可比公司进行横向对比。上述可比公司 2025 年 PE 均值为 33 倍，高于首程控股当前 26 倍的估值水平。考虑到公司在停车场管理、充电设施运维及机器人运营和投资业务等多个领域具备一定先发优势，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：可比公司估值表（截至 2025 年 8 月 12 日收盘价）

2025/8/12		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002609.SZ	捷顺科技	CNY	11.11	72	0.3	1.6	2.2	2.8	228	45	33	26
1209.HK	华润万象生活	HKD	39.58	903	36.3	43.5	50.9	58.3	25	21	18	15
平均									127	33	25	127
0697.HK	首程控股	HKD	1.94	150	4.1	5.9	7.7	9.3	37	26	19	16

数据来源：Wind，东吴证券研究所（华润万象生活预测来自东吴证券研究所，港元兑人民币汇率取 0.92：1）

5. 风险提示

- （1）宏观经济波动：宏观经济复苏不及预期或基建政策边际收紧，可能对公司停车场需求及资产证券化进度造成阶段性影响；
- （2）REITs 市场回暖不及预期：若 REITs 二级市场估值承压或募资环境趋紧，将影响公司资产融通业务收入与退出节奏；
- （3）机器人业务落地不及预期：公司布局人形机器人产业尚处早期阶段，产业链培育、场景落地、投资退出存在不确定性；

首程控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,516.88	6,297.87	7,178.08	8,193.18	营业总收入	1,215.12	1,559.81	1,958.53	2,319.28
现金及现金等价物	2,621.73	2,418.85	3,112.99	3,959.74	营业成本	708.03	889.09	1,096.78	1,275.61
应收账款及票据	203.09	259.97	326.42	386.55	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	303.28	343.16	430.88	510.24
其他流动资产	3,692.06	3,619.05	3,738.67	3,846.89	研发费用	15.39	20.28	25.46	30.15
非流动资产	7,312.20	7,299.04	7,284.91	7,269.89	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	153.88	194.93	233.93	270.99	经营利润	203.81	307.28	405.42	503.28
商誉及无形资产	2,710.87	2,656.65	2,603.52	2,551.45	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	624.68	624.68	624.68	624.68	利息支出	116.29	86.52	81.52	76.52
其他长期投资	3,451.50	3,451.50	3,451.50	3,451.50	其他收益	386.58	508.49	640.07	735.92
其他非流动资产	371.28	371.28	371.28	371.28	利润总额	474.10	729.25	963.96	1,162.68
资产总计	13,829.08	13,596.91	14,462.99	15,463.07	所得税	85.58	131.27	173.51	209.28
流动负债	979.93	1,203.64	1,446.60	1,660.62	净利润	388.52	597.99	790.45	953.40
短期借款	204.23	204.23	204.23	204.23	少数股东损益	(21.68)	11.96	15.81	19.07
应付账款及票据	452.75	568.03	700.72	814.97	归属母公司净利润	410.20	586.03	774.64	934.33
其他	322.95	431.38	541.65	641.41	EBIT	590.39	815.78	1,045.49	1,239.21
非流动负债	3,333.31	3,233.31	3,133.31	3,033.31	EBITDA	846.86	878.94	1,109.62	1,304.23
长期借款	1,453.71	1,353.71	1,253.71	1,153.71					
其他	1,879.60	1,879.60	1,879.60	1,879.60					
负债合计	4,313.24	4,436.95	4,579.90	4,693.92					
股本	12,994.85	12,994.85	12,994.85	12,994.85	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	95.16	107.12	122.92	141.99	每股收益(元)	0.05	0.08	0.10	0.12
归属母公司股东权益	9,420.69	9,052.85	9,760.16	10,627.16	每股净资产(元)	1.29	1.17	1.26	1.37
负债和股东权益	13,829.08	13,596.91	14,462.99	15,463.07	发行在外股份(百万股)	7,745.37	7,745.37	7,745.37	7,745.37
					ROIC(%)	4.38	6.11	7.77	8.66
					ROE(%)	4.35	6.47	7.94	8.79
					毛利率(%)	41.73	43.00	44.00	45.00
					销售净利率(%)	33.76	37.57	39.55	40.29
					资产负债率(%)	31.19	32.63	31.67	30.36
					收入增长率(%)	37.48	28.37	25.56	18.42
					净利润增长率(%)	1.64	42.86	32.19	20.62
					P/E	36.63	25.64	19.40	16.08
					P/B	1.50	1.66	1.54	1.41
					EV/EBITDA	7.41	14.75	10.97	8.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元兑人民币汇率为2025年8月11日的0.92:1,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>