

让科幻走进现实的领路人

首程控股(0697)

房地产

——首程控股首次覆盖

评级:

增持



谢皓宇(分析师)



010-83939826



xiehaoyu@gtjas.com

登记编号 S0880518010002

黄可意(研究助理)

010-83939815

huangkeyi028691@gtjas.com

S0880123070129

白淑媛(分析师)

021-38675923

baishuyuan@gtjas.com

S0880518010004

当前价格(港元):

1.74

交易数据

52 周内股价区间 (港元)

0.94-1.89

当前股本 (百万股)

7,286

当前市值 (百万港元)

12,678

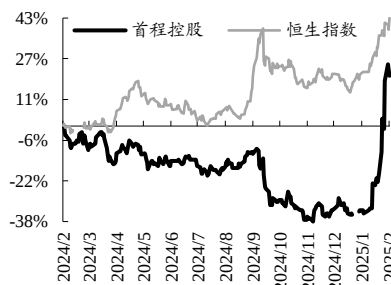
本报告导读:

公司定位中国核心基础设施资产服务商,系成长型公司,目前公司的机器人生态、停车资产管理业务后续潜在的增长空间尚未被市场充分认知,价值有待重估。

投资要点:

- 首次覆盖,给予增持评级。公司 2016 年战略转型以来定位中国核心基础设施资产服务商,以资产运营和资产融通为核心业务板块。我们将公司定义为成长型公司,综合考虑公司战略以及业务发展趋势,预计 2024~2026 年公司 EPS 为 0.07 港元、0.08 港元、0.10 港元,增速为 21.0%、21.5%、25.3%,目标价 2.44 港元,给予增持评级。
- 以机器人产业发展投资基金为起点,依托新成立的机器人公司,综合产业投资、场景落地和产业服务三维度的机器人生态即将建成。1)与北京国管联合成立的百亿机器人基金目前已完成包括宇树科技、银河通用、星海图等在内的数十个项目的投资,后续将继续精选技术领先企业;2)以自身覆盖的场景资源为基础并向外拓展,为机器人产品提供商业化落地的验证场景,助力其技术迭代;3)构建全周期赋能体系,除直接投资外,还提供包括融资租赁、销售代理、行业咨询、供应链管理等深度服务。
- 在运营优质停车资产,已构建多模式、多业态、多区域的停车场矩阵,有望通过规模扩张、增值服务导入迎来可观的业绩增长弹性。1)公司已跻身停车投资运营企业龙头,能够凭借被市场认证的运营实力、充裕的资金储备和初具雏形的资产循环实现资产规模的可持续扩张;2)充分利用场景资源导入充电服务,将有效提升单体车位盈利能力,升级商业模式,公司目前已通过与理想汽车合作、收购、新建等模式布局充电桩领域。
- 前期募投管退全链业务的构建将公司带入“资产循环+强运营”阶段,现已进入“资产循环+数智化运营”初期,关注港股通、资源释放、资金使用等催化剂因素。募投管退业务链条串联公司四大重点业务,对资金使用效率、资产质量提升等带来显著增益;以机器人生态构建为代表,未来公司将逐步从传统基础设施运营商向智能产业服务商做战略转型。
- 风险提示:在运营资产规模扩张速度不及预期,充电服务引入进度不及预期,机器人生态建设不及预期

52周内股价走势图



相关报告

财务摘要 (百万港元)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	707	1207	1601	884	1118	1385	1726
(+/-)%	76.9%	70.8%	32.6%	-44.8%	26.5%	23.8%	24.6%
毛利润	174	547	1064	360	302	360	432
净利润	659	-1095	922	404	488	593	743
(+/-)%	48.7%	-266.3%	184.2%	-56.2%	21.0%	21.5%	25.3%
PE	28.23	-10.20	14.65	28.19	25.97	21.38	17.06
PB	0.78	1.11	1.39	1.17	1.27	1.26	1.25

目录

1. 核心观点和盈利预测	3
2. 转型基础设施资产服务商，资产运营、资产融通为主业	5
3. 募投管退闭环提供稳健性，强大的风投能力成为新亮点	7
3.1. 募投管退链条已成熟，公司资产循环模式落地	7
3.2. 风险投资助力智能化转型，公司将构建完整的机器人大生态	8
3.2.1. 风险投资重点面向高新技术领域，展望业务协同赋能	8
3.2.2. 以百亿机器人产业发展投资基金为起点，新成立机器人公司	8
4. 在运营优质停车及产业空间资产，业绩稳定且增长可观	12
4.1. 跻身停车资产投运龙头，规模扩张、服务拓展正当时	12
4.1.1. 资金、实力、机遇齐备，展望可持续的规模扩张	12
4.1.2. 场景挖掘，充电增值服务拓宽单体车位盈利空间	14
4.2. 产业空间管理聚焦北京，在管百万方、储备千万方	16
5. 港股通调整、潜在资源释放等有望催化公司价值发现	18
6. 风险提示	19

1. 核心观点和盈利预测

市场 2025 年 2 月以来给予公司高度关注，以机器人投资板块切入，落脚于公司稳定的资产运营，对公司价值进行了一轮重估。

然而，我们认为该轮重估并不到位，也即市场对公司成长性的认知尚不充分。公司的第一重成长来自机器人大生态的构建，以机器人产业发展投资基金为起点，依赖新成立的机器人公司，借助已覆盖的场景资源，展开产业投资、场景落地和产业服务三大维度的机器人战略布局。第二重成长来自停车资产运营管理，充裕的资金储备、初具雏形的资产循环、被市场认证的运营实力能够带来运营管理规模的可持续扩张，同时，基于不断提升的充电需求，停车场导入充电服务将带来停车场商业模式的升级，有望扩大单体车位的盈利空间。另外，公司已搭建完毕的募投管退大框架，能够作为稳定的基础，持续为多元业务提供赋能，优化资产质量、提升资金效率。

基于以上核心观点，公司的盈利预测如下：

- 1) 资产运营: 该业务板块中占比最高的是运营服务收入(2023 年占比 84%)，主要来自停车资产运营管理，预期后续公司将继续扩大运营管理规模，并且随着资产质量的提升以及停车费的适当上调实现单次服务营收的增长。同时，占比较小的服务特许经营安排建造收入和租赁收入(2023 年占比分别为 7%和 8%)有望受益于经济环境的逐步向好，出现租赁比例、开工建设规模等的全面提振。另外，考虑公司开始在新能源充电领域布局且将在机器人板块开展新业务，预期自 2025 年起将会开始贡献收入。综合以上分析，预计 2024~2026 年该业务板块营收增速为 26%/31%/31%。
- 2) 资产融通: 该业务板块中基金管理服务收入有望随着管理规模的扩大而增长，投资基金的超额回报与市场表现、投资决策等相关，基于审慎性原则给予每年 1 亿港元的预测，而按公允价值计入损益之金融资产的投资收益部分，考虑到长期持有的 REITs 份额在新会计准则下列为权益工具，同样基于审慎性原则给予每年零收益。综合以上分析，预计 2024~2026 年营收增速为 30%/3%/3%。

综合测算，2024~2026 年公司营业收入为 11.2/13.8/17.3 亿港元，同比增速 27%/24%/25%，对应归母净利润为 4.9/5.9/7.4 亿港元，同比增速为 21%/21%/25%。

表1: 2024~2026 年公司营业收入增速预计为 27%、24%、25%

单位: 亿港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资产运营收入	5.8	6.6	8.3	10.8	14.1
同比增速		13%	26%	31%	31%
运营服务收入	3.9	5.5	7.1	8.7	10.4
服务特许经营安排建造收入	1.2	0.5	0.6	0.6	0.7
租赁收入	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
其他	0.0	0.0	0.0	0.8	2.2
资产融通收入	10.2	2.3	2.9	3.0	3.1
同比增速		-78%	30%	3%	3%
基金管理服务收入	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1
投资基金的超额回报	5.2	1.9	1.0	1.0	1.0
按公允价值计入损益之金融资产之投资收益	3.1	-1.5	0.0	0.0	0.0
营业收入合计	16.0	8.8	11.2	13.8	17.3
同比增速		-45%	27%	24%	25%

数据来源: Wind, 公司年报, 国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分 3 of 21

采用 PE 估值法，选取与公司主营业务相近的中国国贸、捷顺科技作为可比公司，考虑到 1) 公司已达成的资产循环模式在长期看增长空间更优，且优质的在运营资产短期内能够带来稳定、增长可观的业绩；2) 公司以机器人产业发展投资基金为起点，构建机器人大生态，需充分考虑未来的潜在投资收益以及机器人新业务开展的增长空间。参考可比公司估值，并基于机器人板块的整体估值水平，适当调整后给予公司 2025 年 PE 30X，对应每股股价为 2.44 港元。

表2: 参考可比公司估值倍数并进行适当调整，PE 估值法下公司每股股价为 2.44 港元

可比公司		2.27 收盘价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国国贸	600007.SH	23.28	1.3	1.3	1.4	18.2	17.5	17.0
捷顺科技	002609.SZ	8.59	0.3	0.4	0.5	31.8	23.9	18.7
平均			2025 年可比公司 PE 均值为 21X					

注：EPS 数据取自 2025/2/27 Wind 一致预期。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 转型基础设施资产服务商，资产运营、资产融通为主业

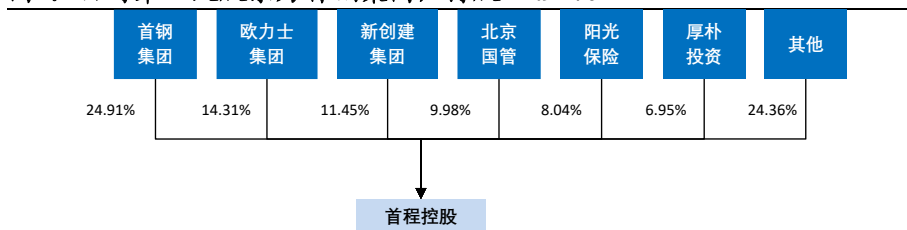
公司是国有港股上市企业，定位中国核心基础设施资产服务商。1991年，公司前身“首长国际”于中国香港上市，2016年开始做战略转型，从原有的钢材制造、矿物开采及加工等传统业务转型至基金管理及停车设施投资运营新业务，并借力C-REITs，进一步构建基础设施资产管理服务闭环，具体业务环节包含设立发展基金、资产运营提质增效、公募REITs发行咨询、REITs战略配售等。从股权结构上，公司第一大股东为首钢集团，根据2024年中报披露的数据，股权占比为24.91%，另有欧力士集团、新创建集团、北京国管、阳光保险、中集集团等作为重要战略股东。

图1：2016年起公司剥离传统业务做战略转型，目前定位中国核心基础设施资产服务商



数据来源：公司年报，公司公告，国泰君安证券研究

图2：公司第一大股东为首钢集团，持股24.91%

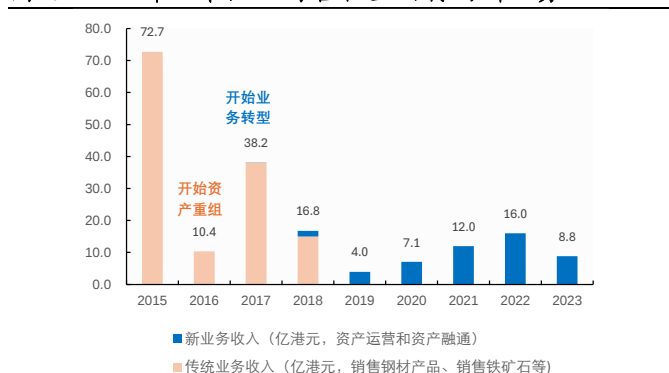


注：数据截至2024年中报。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

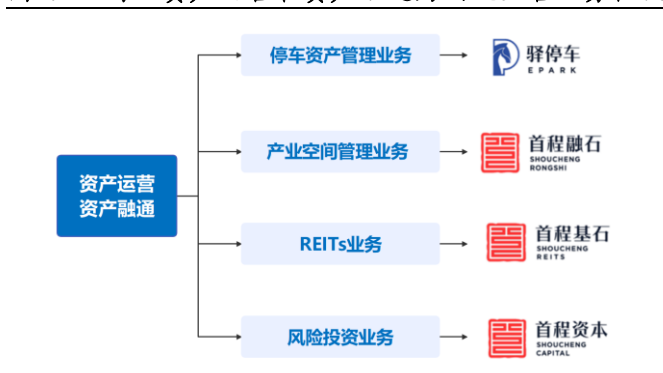
转型后，公司以资产运营和资产融通为主营业务板块，打造“资金-资本-资产”的高效循环。两大业务板块中的四项重点业务包括，1）停车资产管理业务：由“驿停车”运营，通过盘活存量停车资产，获取资产长期经营价值；2）产业空间管理业务：由“首程融石”运营，深耕产业园区、租赁住房等物业资产；3）REITs业务：由“首程基石”运营，围绕REITs全产业链打造基础设施资产投资、资产证券化咨询、公募REITs战略投资等业务；4）风险投资业务：由“首程资本”运作，围绕重点行业、重点领域展开投资，例如机器人产业。

图3：2019年以来，公司营收全面转向新业务



数据来源：Wind，公司年报，国泰君安证券研究

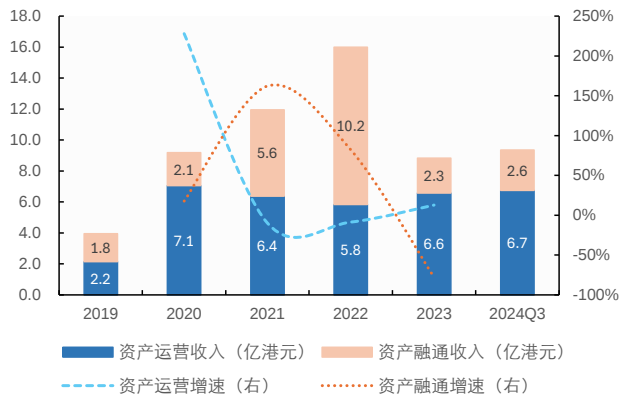
图4：公司以资产运营和资产融通为两大主营业务板块



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

2019 年以来两大板块业绩表现分化，其中资产运营稳中向好，资产融通受投资产品二级市场价格变动等的影响，波动较大。2023 年资产运营、资产融通收入分别为 6.6 亿港元、2.3 亿港元，其中资产融通收入自 2019 年以来整体波动较大，主要因为：1) 公司持有的 REITs 产品会因二级市场价格波动出现公允价值的变动，2) 公司退出部分基金或成熟项目时会有额外收益。考虑到 2024 年 2 月公布的《监管规则适用指引-会计类第 4 号》允许将长期持有的 REITs 份额列为权益工具，也即二级市场的波动对于利润表的影响可以避免，预期后续营收表现将趋于平稳。另外，利润受营收波动的影响，也呈现出较大的起伏，其中 2021 年利润的大幅下滑与公司持有的首钢资源股权计提 16.15 亿港元的减值亏损有关。

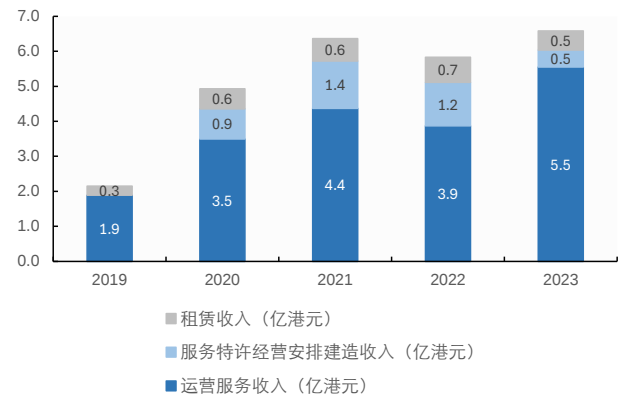
图5：资产运营收入整体平稳，资产融通收入波动较大



注：因披露口径调整，2019~2021 年数据为倒算数据。资产运营收入包括基础运营服务以及各类其他服务的收入；资产融通收入包括公募 REITs 咨询、公募 REITs 发展基金和战略配售基金的管理及投资等产生的收入。

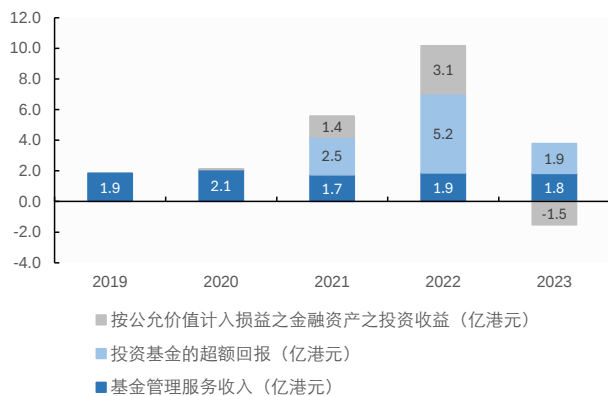
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图6：2023 年资产运营收入约 6.6 亿港元



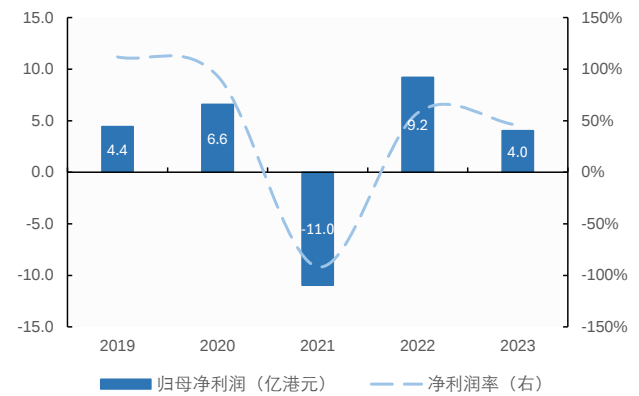
注：因披露口径调整，2019~2021 年数据为倒算数据。
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图7：2023 年资产融通收入约 2.3 亿港元



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图8：公司利润波动较大，受收入波动和特殊事件影响



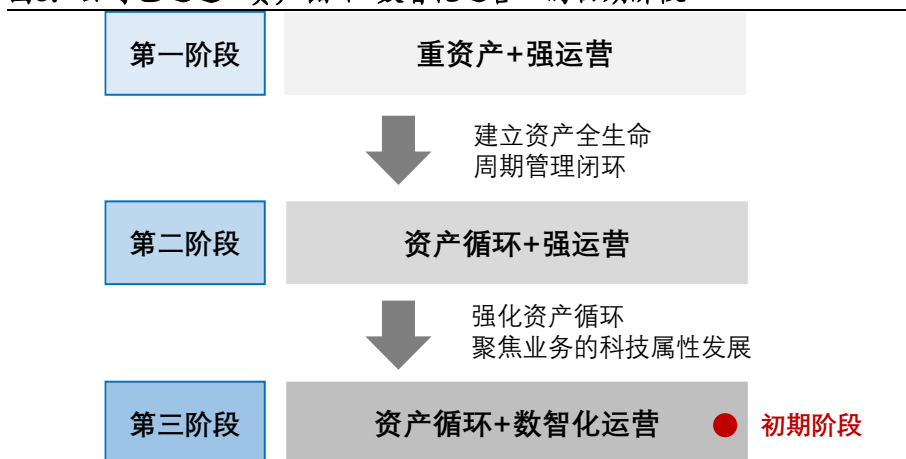
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

综上，整体来看，我们将公司定义为成长型公司，其中 1) 风险投资业务和以其为原点展开延伸的机器人生态业务 2) 停车资产管理业务是两大需要重点关注的成长型业务，而产业空间管理业务和 REITs 业务作为公司基础设施资产运营管理全链的重要组成部分，更多体现为稳定型业务。

3. 募投管退闭环提供稳健性，强大的风投能力成为新亮点

通过构建“资产收并购-运营提升-资产退出-资产再投资-资产规模扩大”的闭环，公司已经成功从早期的“重资产+强运营”模式过渡到“资产循环+强运营”阶段，对应到业务板块上，除资产运营外，其余业务环节均属于 REITs 业务板块。当前，随着业务科技属性的发展，公司已迈进“资产循环+数智化运营”的初期阶段，近期备受市场关注的风险投资业务板块预期将会成为重要的支撑，以机器人基金为代表，有望开发出更多元的业务模块，近期新成立的机器人公司也标志着公司从传统基础设施运营商向智能产业服务商的战略转型。

图9：公司已迈进“资产循环+数智化运营”的初期阶段



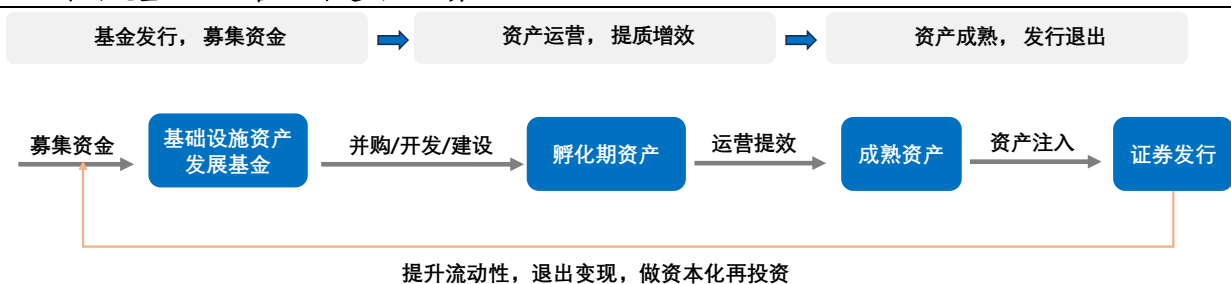
数据来源：首程控股公众号，国泰君安证券研究

3.1. 募投管退链条已成熟，公司资产循环模式落地

当前，公司募投管退链条已经成熟，其中分属 REITs 业务的包括：

- 1) **基础设施资产发展基金培育业务：**通过引入长周期资金设立产业发展基金，对“潜力资产”进行孵化培育，形成优质的项目储备。公司分别携手中国人寿、阳光保险设立了两支规模各 100 亿元的投资基金，分别重点投向污水处理、固废处理等绿色环保领域和长租公寓、消费商业、停车、产业园区等基础设施行业领域。公司通过设立基金为资产和资金的链接搭建桥梁，一方面帮助相关企业缓解资金压力，另一方面先通过资产运营提质增效，后期再以市场化方式如 C-REITs 等实现退出。
- 2) **公募 REITs 发行退出业务：**通过提供资产证券化咨询服务来协助原始权益人推进 REITs 发行。公司通过协助发行有望争取公募 REITs 战投份额、pre-REITs 基金投资、停车充电等业务的协同合作，公司已参与首钢绿能 REIT、中航易商仓储物流 REIT、京能光伏 REIT 等多个已发行或在审项目，且另有超过 30 个 REITs 发行咨询储备项目。
- 3) **REITs 战略配售业务：**公司切实参与 C-REITs 市场的投资，已成为中国公募 REITs 最大的产业投资方。公司参与 REITs 标的的战略配售及扩募投资，重点布局仓储物流、产业园区、清洁能源等领域，例如中金印力消费 REIT、华夏特变电工新能源 REIT 等。

图10: 公司围绕基础设施管理构建闭环业务



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

3.2. 风险投资助力智能化转型, 公司将构建完整的机器人大生态

3.2.1. 风险投资重点面向高新技术领域, 展望业务协同赋能

风险投资业务专注重点产业, 以高新技术领域为主, 有望赋能公司资产管理与循环, 拓宽资产价值提升路径。风险投资业务由首程资本以风险投资、战略投资与母基金投资为主线开展, 方向上, 积极布局机器人、新材料及智能制造、前沿科技等赛道, 典型投资企业包括宇树科技、八亿时空、理想汽车、地平线、未磁科技等。

通过投资, 一方面有望实现业务间的协同, 另一方面, 也有望为公司带来可观的投资收益。1) 公司在风险投资业务上秉持“不赋能不投资”的理念, 被投资企业能在多个维度对公司其他业务带来不同程度的支持; 2) 被投资企业的快速发展将对投资回报带来显著增益, 对应着公司有望获得相应的投资收益和长期的价值增长空间。

图11: 公司风险投资业务方向主要针对高新技术领域



数据来源: 公司官网, 首程控股公众号, 国泰君安证券研究

3.2.2. 以百亿机器人产业发展投资基金为起点, 新成立机器人公司

2024 年公司联合战略股东北京国管成立的百亿机器人产业发展投资基金, 近期备受市场关注。2022 年公司引入北京国管为战略股东, 北京国管由北京市政府设立, 是中国总资产规模最大、效益最好的地方国有资本运营机构之一。2024 年初, 首程资本旗下公司与北京国管旗下公司以及北京市政府投资引导基金共同发起成立北京机器人产业发展基金, 规模为人民币 100 亿元, 重点围绕国家及北京市机器人相关领域战略性布局开展股权投资, 重点投向机器人本体、产业链零部件、产业链创新应用等领域。

图12: 北京机器人产业发展投资基金聚焦具备核心价值的机器人企业



数据来源：首钢基金《北京机器人产业发展投资基金》

该基金重点投向机器人独角兽公司，已完成包括宇数科技在内的数十个项目的投资。根据公司公开信息以及首都建设报的报道，机器人基金已在全国范围内筛选了 400 多个产业链上下游优质项目，已布局投资具身智能、脑机接口、仿生机器人、医疗机器人等多个细分领域，完成了对数十个项目的投资，包括宇树科技（持股 3.96%）、银河通用、星海图、未磁科技、沃兰特航空、万勋科技等。

图13: 机器人基金成立以来已投资数十个项目，覆盖多个细分领域



数据来源：首程控股公众号，国泰君安证券研究

为更好的赋能被投企业，公司充分动用资本、场景、生态来提供个性化的投后支持方案。比较典型的三类赋能方案分别是，1）资本输血：为成长期企业提供亿元级战略投资；2）场景造血：开放首都机场、首钢园等场景资源，帮助企业加速技术验证从而实现产品迭代；3）生态补血：促成 20 项政企合作，促成多家被投企业获得产业客户订单及相关政策支持。例如，公司积极帮助粤十机器人对接冷链行业客户资源，并协助其全球研发总部落户北京顺义；公司帮助万勋科技对接北京市园林局、安贞医院等需求方，助力其产品落地。

相应的，通过将机器人技术红利导入公司核心业务，也能实现价值投资来反哺主业升级。1）停车资产管理业务中，部分交通枢纽停车场已开始测试万勋科技的自动充电机器人，配合自动泊车技术，探索自动充电的全流程智能化，同时，驿停车平台也已基于阿里云的人工智能平台 PAI 搭建了 DeepSeek-R1 模型、DeepSeek-V3 模型以及 Janus-Pro 模型。2）产业空间管理中，六工汇购物广场已经部署松延动力的仿生脸机器人，该机器人能够模

仿人类的口型、情绪和表情，为购物中心带来了很好的引流效果，并且部分园区已开始试点引入安防、清洁机器人来降低人力成本、提升管理效能。3）REITs 领域，预期机器人服务资产的证券化探索能够为基础设施注入科技溢价，拓展资产增值空间。

图14：万勋科技开发柔韧全自动充电机器人



数据来源：万勋公众号

此外，公司新成立、且定位特色化产融服务商的“机器人公司”，将作为公司机器人战略的运营中枢。公司新成立北京首程机器人科技产业有限公司（简称“机器人公司”），致力于构建完整的机器人产业生态。从具体的业务开展上，机器人公司将围绕公司在机器人产业的战略布局，通过销售代理、租赁业务、商业咨询、供应链管理等服务内容，助力推动机器人企业 and 产品落地应用，重点瞄准民生和基建关键领域。基于前期在百亿机器人基金的部署，预期基金被投企业有望成为公司业务开展的首批客户，为公司业务开展提供坚实的客户基础，预期机器人公司也将为公司贡献收入及利润。

表3：机器人公司主营四大核心服务模块，重点瞄准民生和基建关键领域的落地应用

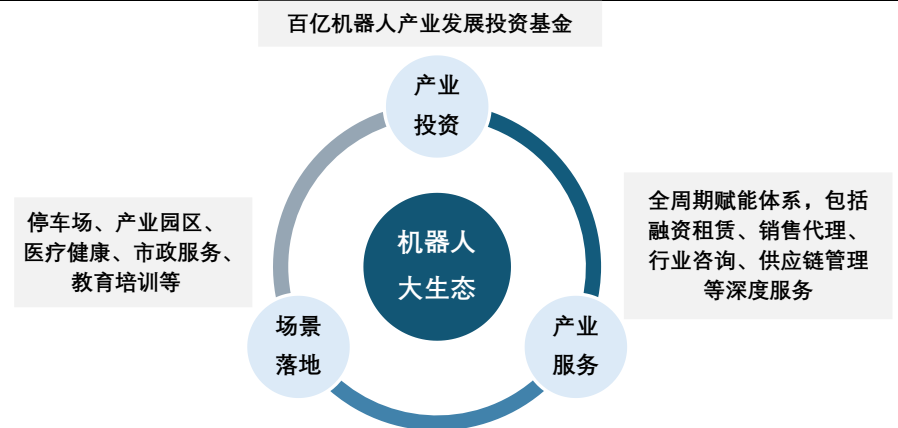
类别	具体内容	
核心服务模块	销售代理	覆盖医疗、教育、市政等场景的垂直分销网络，初期计划成为 40~50 家创新企业的战略级渠道伙伴
	租赁业务	建立智能化设备共享平台，降低中小企业技术应用门槛
	行业咨询	为地方政府和产业园区提供机器人产业规划、技术选型等系统解决方案，同时也协助企业对接战略投资者、设计融资方案
	供应链管理服务	整合核心零部件供应商资源网络，帮助创新企业降低采购成本，缩短产品交付周期
场景落地维度	医疗场景	聚焦手术辅助机器人、康复训练设备的临床验证
	教育领域	推动教学机器人、编程教具的校园普及
	园林水务场景	开展智能巡检、自动化养护设备试点
	养老领域	加速陪护机器人、健康监测设备的应用推广

数据来源：首程控股公众号，国泰君安证券研究

综合来看，公司将从产业投资、场景落地和产业服务三大维度展开战略布局，构建完整的机器人大生态。1）产业投资维度，基金将继续坚持“精准投放、深度赋能”的原则，未来每年精选投资不超过 20 家技术领先企业，重点支持具有自主核心技术的创新主体。2）场景落地维度，公司将以自身覆盖的基础设施场景为资源，为机器人的落地提供技术商业化的全真实验证场景，从而实现对产品的反哺迭代，且后续还有望将落地场景进一步拓展至医疗健康、市政服务、教育培训等领域，打通“技术验证-产品迭代-规模应用”的全链路。3）产业服务维度，公司将构建全周期赋能体系，除了直接投资外，还提供包括融资租赁、销售代理、行业咨询、供应链管理等深度服务。期待机器人板块逐步发展成为公司的强势业务板块，为业绩带来更多

贡献。

图15：公司就机器人大生态的构建从产业投资、场景落地和产业服务三大维度入手



数据来源：首程控股公众号，国泰君安证券研究

4. 在运营优质停车及产业空间资产，业绩稳定且增长可观

公司在运营资产依照业务板块，可以分为停车资产和以产业园区、租赁住房为代表的产业空间资产。1) 停车资产以“驿停车”品牌运营，从2017年运营车位数量不足1万个，到2024年已经实现单日最高服务客户数超过50万，成功打造出多模式、多业态、多区域的停车场矩阵。2) 产业空间资产主要分布在北京城六区，已有多个成熟项目落地。

重点关注停车资产的业绩增长潜力，一方面考虑停车资产管理规模的扩张，尤其是当前部分开发房企面临经营困难，为公司创造了布局更多元停车场类别的行业机遇；另一方面，充电业务导入大趋势下，充电增值服务有望增厚车位盈利空间。

图16：公司停车资产覆盖全国核心区域，种类丰富



数据来源：公司年报，公司公告，公司官网，国泰君安证券研究

图17：公司产业空间管理业务集中布局北京城六区



数据来源：首程控股公众号，国泰君安证券研究

4.1. 跻身停车资产投运龙头，规模扩张、服务拓展正当时

4.1.1. 资金、实力、机遇齐备，展望可持续的规模扩张

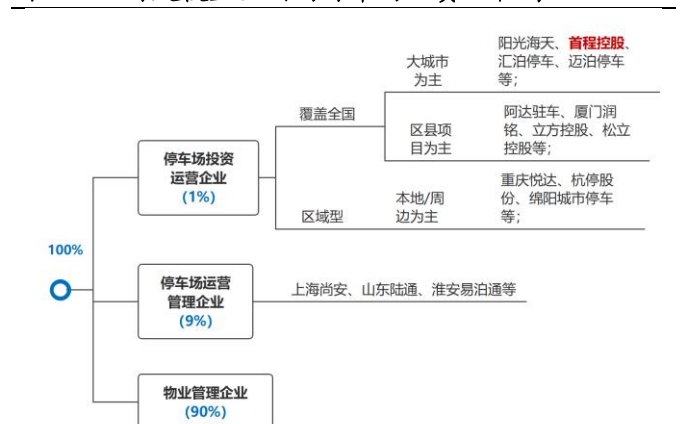
公司重点布局停车万亿市场中占30%的“外出”市场，跻身停车投资运营企业第一梯队。以MRCPO的统计，全国汽车保有量超过3亿辆，按照每辆车每年平均支出3000元的停车费计算，则停车收入市场每年近万亿元，其中小区和办公合计占70%，主要流向开发商和物业，剩余30%属于外出市场，是停车运营企业的核心覆盖范围，主要包括购物、休闲、医院、交通枢纽等的目的地停车场或路边停车。公司属于停车场投资运营企业中覆盖全国的投资运营商（部分参与投资，部分仅做运营），位列《城市停车》2022收入排行停车运营类TOP10。

图18：公司经营模式中既有投资建设也有运营管理

模式	特点
长期经营租赁	与业主方签订长期租约，采用“固定租金+收益分成”的商业模式，与业主达成长期战略合作，共享收益。
停车综合体	拥有优秀的建造、造价控制和增值创新能力，针对项目改建或新建空间利用不足、建设资金短缺等问题进行合作。
车位产权购置	收购具备长期经营价值的车位资产，盘活合作方存量项目，双方互利共赢。
速驿客系统平台	打造城市智慧交通数字化解决方案、单车场全域无人化智能管理解决方案，助推城市绿色转型及可持续发展。

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

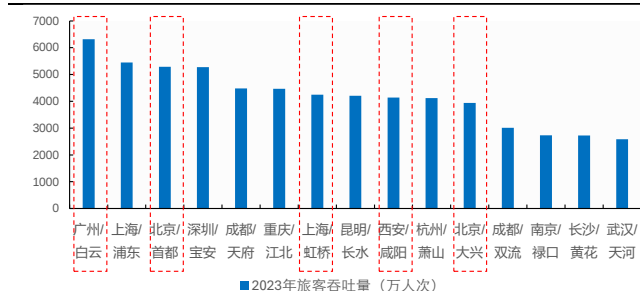
图19：公司是覆盖全国的停车场投资运营商



数据来源：中国停车网市场研究中心MRCPO，国泰君安证券研究

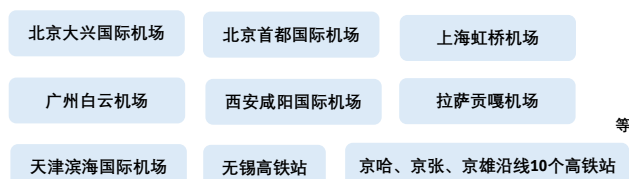
在“外出”赛道做存量+增量扩张的实力也被市场验证，尤其在交通枢纽子类表现突出。除收入排名靠前外，自业务开展以来，公司通过新项目获取实现了规模的不断扩张，其中尤其是大型、重磅项目的获取是业务能力最好的论证。基于公司的经营模式，在原有的子类上，我们认为公司能够继续做存量项目获取和增量项目新建的扩展，实现规模的进一步扩张。尤其是交通枢纽子类，有持续增强的趋势：目前在运营的机场和高铁站项目约二十个，其中规模较大的包括北京大兴国际机场（4228 个车位）、北京首都国际机场（10774 个车位）、广州白云机场（10407 个车位）、上海虹桥机场、西安咸阳国际机场（8245 个车位）等。

图20：公司手握多个头部机场停车场新项目，2023 年旅客吞吐量 TOP15 的机场中已签约其中 5 座



数据来源：中国民用航空局，公司公告，国泰君安证券研究

图21：目前公司在运营的交通枢纽类停车场约 20 个

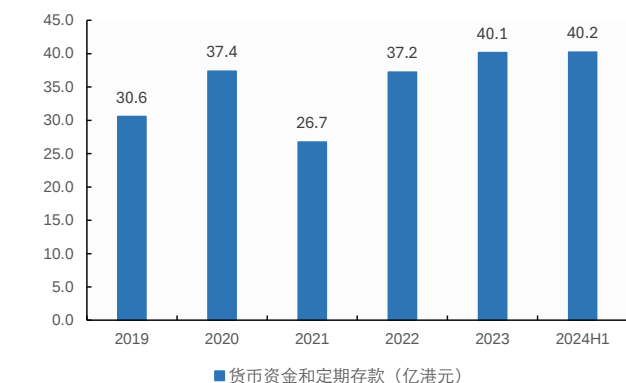


数据来源：公司年报，公司公告，首程控股公众号，国泰君安证券研究

部分房企经营承压，积极去化包括车位资产在内的库存，为公司进入多元停车场景提供机遇，有望实现对潜在市场的开发。2022 年以来，销售下滑、房价承压、融资困难等市场实际情况对房企现金流、利润带来冲击，部分房企选择出售非核心资产加速资金回笼，其中包括车位资产。我们认为，过去租赁住房、写字楼等的停车场经营主要掌握在开发商和物业手中，在行业调整时期，公司有机会切入该赛道。同时，当出售方资金压力较大时，公司有折价购买资产的机会。

最后，从规模扩张的资金可行性上，短期维度可依赖充裕的资金储备，中长期维度展望资产循环下的可持续扩张。1)以货币资金和定期存款的口径看，截至 2024 年中报，公司在手资金达到 40 亿港元，且 2024 年底公司出售首钢资源股权回笼资金约 14.6 亿港元。2)公司在 2023 年和 2024 年连续两年发行停车类 REITs，即“23 驿 01”和“24 驿 01”，合计发行规模近 6 亿元，该模式能够实现有效的资金回流进行再投资，从而形成稳定的资产循环来扩大管理规模。

图22：公司现金储备长期充裕



数据来源：公司年报，公司公告，国泰君安证券研究

图23：公司连续两年成功发行停车资产类 REITs

	国君-首程控股智慧停车资产支持专项计划	国君-首程控股智慧停车第二期资产支持专项计划
发行时间	2023年6月	2024年12月
证券简称	23驿停01	24驿停01
发行规模	2.1亿港元	3.7亿港元
债券评级	AAA	AAA
票面利率	3.80%	2.40%
期限	21年 (3+3+3+3+3+3)	18年 (3+3+3+3+3+3)
底层资产	北京、成都和佛山的4座停车场	北京、重庆和佛山的8座停车场

数据来源：首程控股公众号，国泰君安证券研究

4.1.2. 场景挖掘，充电增值服务拓宽单体车位盈利空间

目前停车运营业务的最核心的收入依然是停车费收入，各停车场的收费模式包含临时停车费和长时间停车费两类。停车费测算模型可归纳为：1）临时停车费=车位数*平均有效计费时长*单价，其中平均有效计费时长=（单次平均停车时长-免费停车时间）*周转次数；2）长时间停车费=车位数*（1-空置率）*单价。由于公司在运营停车场体量大，且各个停车场实际运营规则存在差异，因此我们将测算模型分为交通枢纽类，和以市政配套和商办产权等为主的非交通枢纽类（假设数据与公司实际运营情况无关）。

交通枢纽类：对 1 万个稳定运营的车位进行测算，基于对车位占比、停车费、有效计费时长、周转次数、空置率等的假设，得到 1 万个车位运营 1 年可以带来 19859 万元的停车费收入。做敏感性测试得到，当计时停车区周转次数在 3~6 次、长期停车区空置率在 30%~60%之间波动时，1 万个车位的停车费收入为 13239~24592 万元。

图24：交通枢纽类停车场每 1 万个车位可以带来 19859 万元的停车费收入

交通枢纽类		假设10000个车位				假设重点	
		计时停车区		长期停车区			
类别占比		45%		55%		单价：交通枢纽类停车场 车次均停时间短，停车费 率高。	
		小型车	大型车	小型车	大型车		
车位占比		80%	20%	80%	20%	车位分布：计时停车区的 车位占比略低于长期停车 区，小型车的车位数量占 比大幅高于大型车。	
停车费（元/小时）		10	15	/	/		
首15分钟免费							
平均单次有效计费时长（小时）		1.05	1.05	/	/		
日均周转次数		4.5	4.5	/	/		
停车费（元/天）		/	/	80	150	经营效率：重点城市交通 枢纽类停车场的临停车位 均停车时长为1.3小时， 日均周转次数为4.4次。	
空置率		/	/	40%	40%		
停车费收入（万元）		8537		11322			
合计（万元）		19859					

注：2023 年底，公司获得广州白云国际机场停车位 10407 个，签约的收入基准为 19599 万元。

数据来源：北京首都国际机场官网，广州白云机场小程序，公司公告，CBNDData & ETCP《2017 中国智慧停车行业大数据报告》，国泰君安证券研究

图25：敏感性测试，周转次数和空置率波动时，1 万个车位的停车费收入为 13239~24592 万元

营业收入（万元）		计时停车区：日均周转次数						
长期停车区：空置率		3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
	30%	18901	19849	20798	21746	22695	23643	24592
	35%	17957	18906	19854	20803	21751	22700	23648
	40%	17014	17962	18911	19859	20808	21756	22705
	45%	16070	17019	17967	18916	19864	20813	21761
	50%	15127	16075	17024	17972	18921	19869	20818
	55%	14183	15132	16080	17029	17977	18926	19874
	60%	13239	14188	15137	16085	17034	17982	18931

数据来源：国泰君安证券研究

非交通枢纽类：对 1 万个稳定运营车位进行测算，虽然医院、商业综合体、写字楼、公共场馆等在周转次数、临停车位均停时长、单价等指标上存在差异，但是测算模型一致。基于车位占比、停车费、有效计费时长、周转次数、空置率等的假设，得到 1 万个车位运营 1 年可以带来 10623 万元的停车费收入。做敏感性测试得到，当临停车位单日有效计费时长在 3~8 小时、长租车位空置率在 5%~30%之间波动时，1 万个车位的停车费收入为 5600~14052 万元。

图26：非交通枢纽类停车场每 1 万个车位可以带来 10623 万元的营业收入

非交通枢纽类	假设10000个车位		假设重点
	临停车位	长租车位	
类别占比	90%	10%	日均周转次数：医院/商业综合体/写字楼/公共场馆分别为2.6/2.5/1.8/1.7次；
停车费（元/小时）首半小时免费	5	/	临停车位均停时长：医院/商业综合体/写字楼/公共场馆分别为2.4/2.6/3.2/4.1小时；
平均单次有效计费时长（小时）	2	/	注：道路泊位快停快走性质更强，部分经治理的车位日均周转次数能够达到10次，但存在大量免费订单。
日均周转次数	3		
停车费（元/月）	/	800	
空置率	/	20%	
停车费收入（万元）	9855	768	
合计（万元）	10623		

数据来源：CBNDData & ETCP《2017 中国智慧停车行业大数据报告》，常熟市城市管理局等《常熟市城市级智慧停车平台建设运营白皮书 2023》，国泰君安证券研究

图27：敏感性测试，单日有效计费时长和空置率波动时，1 万个车位的停车费收入为 5600~14052 万元

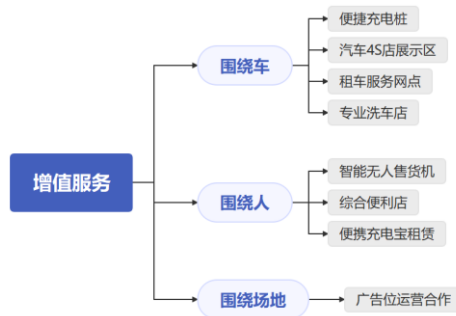
营业收入（万元）		临停车位：单日有效计费时长（小时）						
长租车位：空置率		3	4	5	6	7	8	
	5%	5840	7482	9125	10767	12410	14052	
	10%	5792	7434	9077	10719	12362	14004	
	15%	5744	7386	9029	10671	12314	13956	
	20%	5696	7338	8981	10623	12266	13908	
	25%	5648	7290	8933	10575	12218	13860	
	30%	5600	7242	8885	10527	12170	13812	

数据来源：国泰君安证券研究

停车资产享有天然的场景资源，应充分开发场景价值，引入适配的增值服务，我们认为当前最紧迫且普适性最强的是充电服务。停车场的增值服务

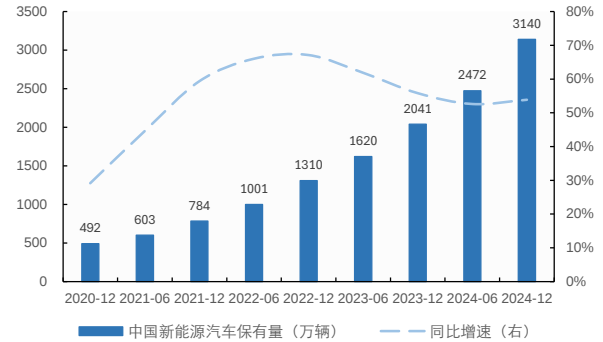
包括三类：1）与车相关的租车、泊车、洗车、充电等，2）与人相关的商超、餐饮、休息室、快递点等，3）与场地相关的广告等。基于汽车行业的发展趋势，即 2024 年底全国新能源汽车的保有量达到 3140 万辆，且 2024 年 7~11 月新能源乘用车单月零售渗透率均超过 50%，我们认为充电需求量大且有继续上涨的趋势，而在众多充电场景中，停车场充电符合车主的行为逻辑且具备高便利性。

图28：停车增值服务围绕车、人、场地三个维度展开



数据来源：停车网，国泰君安证券研究

图29：2024 年底新能源汽车保有量达到 3140 万辆



数据来源：Wind，公安部，国泰君安证券研究

目前公司在充电桩领域已开始开展投资建设和运营业务，且与部分业内龙头企业展开合作，2024 年共投运了 3000 余根充电桩。公司目前已经通过收购或自建的方式布局充电桩业态，在北京、上海等城市的核心区域投入了一批充电桩。此外，2024 年公司与理想汽车共同出资成立北京首程超充能源科技有限公司，后续将基于公司的优质场地资源和电力获取能力，结合理想汽车的优势，批量推进城市内充电基础设施建设与运营。

从财务角度考虑，不同的充电服务的引入方式对单体车位盈利能力的提升效果不同，目前常见的有合伙人模式和自建/收购模式。充电服务能够带来充电服务费作为收入，但会有设备费、维护费、管理费等成本，在不同的运营模式下表现不同。我们继续基于 1 万个稳定运营的停车位做充电服务导入的假设及测算（与公司的实际运营数据无关）。

合伙人模式：该模式是充电服务最简洁的导入方式，公司通过提供充电场景成为场地合伙人获得固定费用或者一定比例的服务费分成。对 1 万个稳定运营的停车位可产生的充电服务收入进行测算，基于对充电桩功率、充电服务费、充电服务费分成比例、其他费用等的假设，并沿用上文对非交通枢纽类停车费的测算，1 万个车位安装 10%/20%/30% 充电桩可以实现 296/591/887 万元的净收入。做敏感性测试得到，以 20% 的安装比例为代表，当充电桩平均时间利用率在 11%~16%，单位充电服务分成费在 0.04~0.1 元/度波动时，1 万个车位的充电服务净收入为 241~1436 万元。

图30：1 万个车位安装 20%的充电桩可带来 591 万元净收入

假设条件		场景1	场景2	场景3
充电桩安装比例		10%	20%	30%
充电桩功率（kW）		60	60	60
充电服务费分成（元/度）	充电服务费（元/度）	0.6	0.6	0.6
	充电桩服务费分成比例	10%	10%	10%
充电桩平均时间利用率		13%	13%	13%
充电服务收入（万元）		410	820	1230
减损的停车费/停车费收入		1%	2%	3%
其他费用/充电服务收入		2%	2%	2%
充电服务净收入（万元）		296	591	887

数据来源：星星充电，中规院《2024 年中国主要城市充电基础设施监测报告》，国泰君安证券研究

图31：敏感性测试，充电服务费分成和时间利用率波动时，1 万个车位的充电服务净收入为 241~1436 万元

充电服务净收入（万元）		充电桩平均时间利用率					
		11%	12%	13%	14%	15%	16%
单位充电服务分成费（元/度）	0.04	241	282	323	364	406	447
	0.05	354	406	457	509	560	612
	0.06	467	529	591	653	715	777
	0.07	581	653	725	797	869	941
	0.08	694	777	859	941	1024	1106
	0.09	807	900	993	1086	1178	1271
	0.10	921	1024	1127	1230	1333	1436

注：以场景 2 即安装比例为 20%做测算。

数据来源：国泰君安证券研究

自建/收购模式：该模式下财务模型构建的重要性大幅提升，收入端主要考虑充电服务费收入，成本端主要考虑初始投资成本、日常运营/维护等费用以及财务费用等，重要的是对充电服务的盈利水平和投资回收期进行把控，其中比较关键的影响指标是单桩单位服务费收入和单桩的时间利用率情况。

表4：自建/收购模式下财务模型的重要性大幅提升

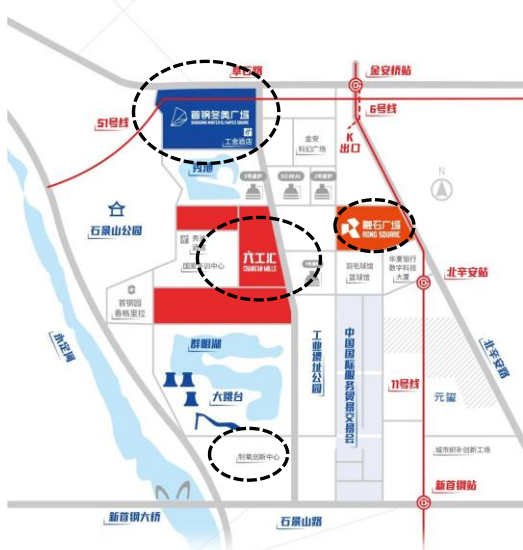
假设条件	假设数值
单桩初始投入（万元）	6
自有资金投入（万元）	3
贷款资金（万元）	3
贷款比例	50%
贷款利率	5%
利息费用（万元）	0.15
折旧年限（年）	10
折旧费用（万元）	0.6
设备维护+人工费用等（10%的初始投入，万元）	0.6
单桩年均成本合计	1.35
单桩服务费收入（元/度）	0.6
单桩时间利用率	13%
单桩服务费收入（万元）	4.10
单桩年均利润（万元）	2.75
年现金流净额（万元）	3.35
静态投资回收期	1.79

数据来源：星星充电，国泰君安证券研究

4.2. 产业空间管理聚焦北京，在管百万方、储备千万方

产业空间管理中占比最大的子类是产业园区，在管面积超过 100 万方，已有多个成熟项目落地。产业园区运营由首程融石负责，采取“基金+基地+产业”的模式，以基金投资辐射产业资源，提高空间开发品质，助力资产增值，截至目前已有六工汇、冬奥广场、融石广场、首程时代中心、翔鹰大厦等在运营或在建项目，部分位于首钢集团打造的“新首钢高端产业综合服务区”内（简称“新首钢园”）。另外，目前还有超过 1000 万方的园区储备面积。

图32：公司运营的部分产业园区项目位于新首钢园内



数据来源：首程融石公众号，国泰君安证券研究

图33：六工汇、融石广场等是代表项目



数据来源：首程融石公众号，国泰君安证券研究

此外，租赁住房子类的在管面积达到 10 万方，已有在运营项目。租赁住房在运营的项目为 37 度公寓，当前运营顺利，截至 2024 年中期的出租率为 99%。另外，新首钢国际人才社区项目预期将于 2025 年投入运营。

表5: 公司产业空间管理业务独具特色，已有多多个在运营的成熟项目

典型项目	总建筑面积 (万方)	特点	状态
产业园区	六工汇	汇聚低密度的现代创业办公空间、复合式商业、多功能活动中心和绿色公共空间的城市综合体项目 2024 年中期商业招商率为 91%，产业招商率为 95%	已投入运营
	首钢冬奥广场	承载业态包含企业独栋、会议楼、展示中心、员工餐厅、商业街区、停车楼等	已投入运营
	融石广场	由超甲级写字楼、轻奢公寓、工业艺术&精致生活理想地共同形成一处多元办公生活场域	2025 年投入运营
	首程时代中心	构建京西产融生态发源地，承载多样化的办公产品	在建
	翔鹰大厦	北京西部建筑高度最高的办公楼宇	已投入运营
	理想汽车总部二期项目	首个定制化服务项目，融合办公与科技研发的产业园区	已投入运营
租赁住房	37 度公寓	2024 年中期出租率达到 99%	已投入运营
	融石广场国际人才社区		2025 年投入运营

数据来源：首程控股公众号，国泰君安证券研究

5. 港股通调整、潜在资源释放等有望催化公司价值发现

公司将于3月回归港股通，迎增量资金。2月21日恒生指数公司公布恒生系列指数半年审议结果，公司重回恒生综合指数，该调整将于3月10日生效。根据港股通筛选标准，结合公司市值表现情况，公司预期将按流程回归港股通，有望迎来更充裕的流动性，作为价值发现的催化剂。

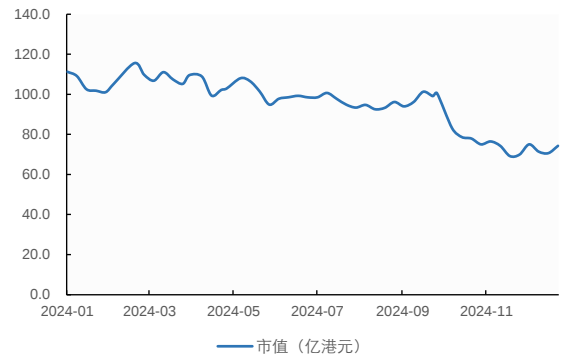
图34：入选恒生综合指数后能否进入港股通主要看市值

调入港股通要求	
(一) 恒生综合大型股指数成分股	大型：恒生综合指数成份股累计市值之首80% (0-80%)
(二) 恒生综合中型股指数成分股	中型：恒生综合指数成份股累计市值次15% (80%-95%)
(三) 恒生综合小型股指数成分股且股票调整考察日前十二个月港股平均月末市值不低于港币50亿元	小型：恒生综合指数成份股累计市值末5% (95%-100%)

注：仅列举部分与公司相关的规则，非全部。

数据来源：Wind，深交所，恒生指数，国泰君安证券研究

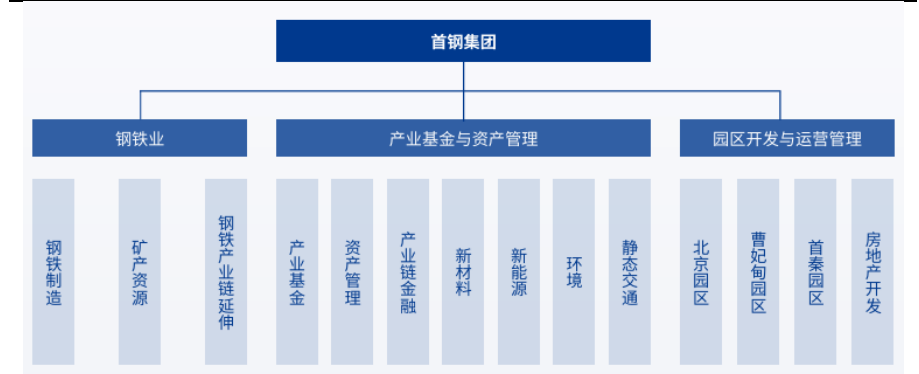
图35：公司2024年市值表现良好预期能够顺利回归



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司已承接母公司首钢集团与基础设施资产相关、且适配公司业务特征的部分“订单”，展望更多的业务导入。母公司首钢集团在钢铁产业、城市综合服务商、金融服务等领域均有布局，总资产超5000亿元，全资、控股、参股企业500余家。公司已对接的集团项目的典型案例包括：助力首钢绿能(180801.SZ)作为国家首批基础设施公募REITs项目之一成功上市，参与集团“新首钢高端产业综合服务区”中部分子项目的运营管理等。

图36：首钢集团是综合性企业集团，旗下业务板块多元



数据来源：首钢集团《2023年度可持续发展报告》

公司与部分地方政府合作关系的加深，有望促进业务拓展加速。以2024年底公司与天津河东区合作打造的合兴里生活会驿站投入使用为例，随着公司与部分地方政府的联系逐步加深，预期对于包括停车资产管理、产业空间管理、产业投资等多元业务都将得到助益。

首钢资源股权已变现带来近15亿港元资金，且还有剩余少量股权有待出售，将为后续业务开展提供充裕的资金支持。2024年底公司共出售近6.1亿股首钢资源股份，14.6亿港元的资金对于各类子业务的开展均能带来重要支持；剩余尚有约1.7亿股暂未出售。

高分红持续兑现注入信心，回购计划执行提振预期。根据公司发布的《2023至2027财政年度股息宣派计划》，2023~2027五个财年派息率不得低于80%，

从当前的执行情况看，2023 年、2024 年上半年派息率分别为 100%、80%，达到计划水平。此外，2024 年公司继续回购股票，充分彰显了管理层对公司长期价值的判断与展望。

6. 风险提示

在运营资产规模扩张速度不及预期。资产运营是公司业绩的基本盘，以管理规模为核心，若后续停车资产规模扩张速度较慢或产业空间储备面积未能如期投入运营，则对业绩增长带来压力。

充电服务引入进度不及预期。公司目前投运的充电桩数量相较公司整体运营的车位数量仍较少，后续还需重点追踪新建/收购充电桩的投运情况，若进度较慢或总量较少，则盈利的增长空间也将受限。

机器人大生态建设不及预期。以机器人产业发展投资基金为起点的机器人大生态的建设，想象空间巨大，现在尚在大生态构建的早期，若后续包括机器人公司在内的各环节开展不及预期，则可能影响公司的业绩增长以及后续的数智化转型进程。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的当地市场指数涨跌幅为基准。	增持	相对当地市场指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对当地市场指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对当地市场指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对当地市场指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于当地市场指数
	中性	基本与当地市场指数持平
	减持	明显弱于当地市场指数

国泰君安证券研究所

上海	深圳	北京
地址 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编 200041	518026	100032
电话 (021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail: gtjaresearch@gtjas.com		

附：海外当地市场指数

亚洲指数名称	美洲指数名称	欧洲指数名称	澳洲指数名称
沪深 300	标普 500	希腊雅典 ASE	澳大利亚标普 200
恒生指数	加拿大 S&P/TSX	奥地利 ATX	新西兰 50
日经 225	墨西哥 BOLSA	冰岛 ICEX	
韩国 KOSPI	巴西 BOVESPA	挪威 OSEBX	
富时新加坡海峡时报		布拉格指数	
台湾加权		西班牙 IBEX35	
印度孟买 SENSEX		俄罗斯 RTS	
印尼雅加达综合		富时意大利 MIB	
越南胡志明		波兰 WIG	
富时马来西亚 KLCI		比利时 BFX	
泰国 SET		英国富时 100	
巴基斯坦卡拉奇		德国 DAX30	
斯里兰卡科伦坡		葡萄牙 PSI20	
		芬兰赫尔辛基	
		瑞士 SMI	
		法国 CAC40	
		英国富时 250	
		欧洲斯托克 50	
		OMX 哥本哈根 20	
		瑞典 OMXSPI	
		爱尔兰综合	
		荷兰 AEX	
		富时 AIM 全股	