

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-13

宏观策略

2025 年 10 月 13 日

宏观点评 20251007: 国庆假期海外市场回顾

核心观点: 国庆假期海外市场被美国政府停摆和日本高市早苗意外当选自民党总裁两大事件主导。联邦政府停摆期间, 避险情绪升温, 同时非农就业等重要经济数据暂停发布, 市场交易“没消息就是没消息”, 对美联储“盲降利率”的预期升温, 叠加高市早苗胜选带来的日本“宽财政+宽货币”预期, 共同带动黄金和比特币续创历史新高。向前看, 全球政治右翼化与宽财政、宽货币趋势意味着地缘摩擦更大的不确定性、全球政府债务更大的不可持续性, 经济从软着陆走向温和过热的概率加大。就市场策略而言, 短期美股风险偏好料因政府关门的持续走弱, 中期在右翼+财政和货币双宽松带来的地缘风险+经济过热+法定货币信用走弱的宏观环境组合下, 大类资产表现预计金>铜>股。

宏观量化经济指数周报 20250928: 9 月以来基建实物工作量边际回暖

预计货币政策或延续 9 月 26 日二次操作 14 天期逆回购的“滴灌呵护”基调, 适时呵护资金面以平抑季节性因素的影响

海外周报 20250928: 国庆假期海外市场前瞻

核心观点: 本周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温, 加之美联储官员偏鹰派发言、鲍威尔对于美股“估值过高”的评价, 美股高开低走、美债收益率和美元指数反弹。9 月彭博调查显示分析师显著上调 25Q3-26Q2 美国增长预期, 并预期 10、12 月美联储连续降息、2026 年降息 2 次。国庆假期期间, 海外将迎来美国 9 月就业数据、PMI 和进出口数据, 其中 9 月非农就业将是影响 10 月 FOMC 会议决策的最重要数据。我们预计美国就业延续供需双弱、相对均衡的局面。

固收金工

固收点评 20251010: 福能转债: 中国清洁能源重要力量

我们预计福能转债上市首日价格在 123.06~136.85 元之间, 我们预计中签率为 0.0129%。

行业

推荐个股及其他点评

首程控股 (00697.HK): 全国首家机器人科技体验店落地, 助力机器人 C 端商业化落地

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 5.9/7.7/9.3 亿港元, 当前市值对应 PE 分别为 30/23/19 倍, 考虑到公司主业稳健, 叠加在人形机器人上的深入布局, 维持公司“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。

宏观策略

宏观点评 20251007：国庆假期海外市场回顾

核心观点：国庆假期，海外市场由美国政府停摆和日本高市早苗当选自民党总裁两大事件主导。联邦政府停摆期间，避险情绪升温，同时非农就业等重要经济数据暂停发布，市场交易“没消息就是没消息”，对美联储“盲降利率”的预期升温，叠加高市早苗胜选带来的日本“宽财政+宽货币”预期，共同带动黄金和比特币续创历史新高。向前看，全球政治右翼化与宽财政、宽货币趋势意味着地缘摩擦更大的不确定性、全球政府债务更大的不可持续性，经济从软着陆走向温和过热的概率加大。就市场策略而言，短期美股风险偏好料因政府关门的持续走弱，中期在右翼+财政和货币双宽松带来的地缘风险+经济过热+法定货币信用走弱的宏观环境组合下，大类资产表现预计金>铜>股。大类资产：比特币与黄金再创历史新高，美股连续上涨，全球股市普涨，表现为典型的“宽财政+宽货币”交易。国庆假期前后（9月29日至10月6日），全球大类资产的表现体现为典型的“宽财政+宽货币”组合交易：比特币与黄金为首的大宗商品领涨，全球股市普涨，美债利率震荡，美元指数上涨、欧元与日元下跌。其中，美国政府陷入停摆并引致美国重要数据暂缓发布、高市早苗胜选日本自民党总裁是两大主要驱动事件。具体来看，10月1日，美国联邦政府因未按时通过临时支出法案而停摆，且停摆时间预计将比市场预期更长，避险情绪令黄金和比特币上涨；与此同时，因政府停摆期间9月非农数据暂停发布、9月CPI数据可能继续延后发布，市场对于10月FOMC会议美联储“盲降息”的预期升温；10月4日，高市早苗当选日本自民党总裁，其宽财政和较为温和的宽货币主张进一步推升全球财政宽松预期，黄金与比特币继续大涨，二者分别突破3960美元/盎司、15万美元关口，创下历史新高，伦铜则创下2024年6月以来新高。权益资产方面，美股风险情绪暂未受到政府停摆风险的冲击，而是更多交易经济数据缺席所体现的“没消息就是没消息”，在科技和医药股的领涨下，标普500和纳斯达克指数均创下历史新高，标普500指数录得7连涨；受益于高市早苗胜选的宽财政和宽货币预期，国庆假期（9月29日至10月6日）日经225指数上涨6.4%，创下历史新高。海外经济：美国非农就业数据暂缓发布，ADP就业再度负增长，ISM制造业和服务业指数表现分化。因美国联邦政府自10月1日起停摆，由BLS、BEA、US Census等政府机构发布的美国经济数据暂停发布，迄今已受到影响的数据包括9月美国非农就业、首申失业金、8月工厂订单、建筑开支等数据，而美联储、私营部门发布的数据则不受影响。国庆假期前后，美国公布的职位空缺、ADP就业数据以及PMI、消费者信心等景气数据喜忧参半。景气指数方面，9月美国ISM制造业和服务业PMI分化：ISM制造业PMI改善至49.1，预期49，前值48.7，其中新订单、新出口订单指数显著收缩，生产指数则是环比最大增项，主要来自上月新订单的增长；服务业PMI降至50，预期51.7，前值52，其中商业活动、新订单、库存指数均显著收缩。从ISM报告中调查者评论来看，关税对需求、资本开支和企业成本的压力在9月突显。此外，9月美国咨商会消费者信心指数意外降至94.2，预期96，其中现状和预期指数均下跌。就业数据方面，9月30日公布的职位空缺数基本符合预期，较前值小幅抬升；但10月1日公布的ADP私营就业数据环比减少3.2万，大幅不及预期的增长5.1万，前值由5.4万下修至-0.3万。分行业看，教育医保就业环比+3.3万，仍是就业增长的主

要贡献项，而除自然资源、信息技术、教育医保外的其余 7 大类行业就业均录得负增长。由于非农就业数据的缺席，作为私营就业数据的补充，Revelio Labs 从美国在线就业数据中统计的美国 9 月非农（政府+私营部门）就业+6.1 万，其中就业增长主要来自教育医保和零售业。值得注意的是，从相关性来看，ADP 私营就业与 Revelio Labs 就业与非农就业数据的相关性并不算高，R2 均在 55% 左右。此外，芝加哥联储根据实时数据测算的数据预计 9 月美国失业率为 4.34%，8 月前值为 4.32%。

美国政治：联邦政府再度停摆，持续时间较市场预期或更长，经济数据发布时间延后。美东时间 2025 年 10 月 1 日，因临时支出法案未能在参议院通过，美国联邦政府正式进入关门状态。具体来看，本次联邦政府“停摆”源于两党在医保支出上的分歧：共和党主张通过约 1.5 万亿美元，不含医保补贴的短期拨款，以维持政府运转至 11 月 21 日，并将医保补贴等争议留至 12 月进行协商；而民主党则坚持将延长《平价医疗法案》（ACA）补贴相关条款纳入法案。停摆期间，两党曾于 10 月 3 日在参议院再度就支出法案进行表决，但仍未能通过，双方谈判陷入僵局。从影响来看，①联邦政府停摆对经济的负面作用较为有限：以上次政府停摆（2018 年 12 月 22 日至 2019 年 1 月 25 日）为例，CBO 的研究显示停摆令美国实际 GDP 减少约 0.1%-0.2%，但这一损失在政府恢复运作后大部分得到回补。②特朗普正利用政府停摆推进裁员计划：国会预算办公室（OMB）表示，本次政府关门预计将临时解雇约 75 万人。而特朗普已经指示 OMB 向各个联邦机构发出备忘录，要求将部分符合条件雇员由“临时解雇”转向“永久裁员”。尽管该指示暂不具备强制效力且涉及人数未知，但若特朗普能借本次停摆推进其政府裁员计划，则仍将给美国劳动力市场带来额外压力。③政府停摆的负面影响同样体现在经济数据发布的延后：受停摆影响，BLS 宣布原定于 10 月 3 日公布的 9 月非农就业数据将延期发布，具体发布时间待定。截至最新合约交易网站 Kalshi 预测本轮联邦政府停摆将持续约 18 天，Polymarekt 预测停摆持续至 10 月 15 日及以后的概率为 68%。因此 BLS 原定于 10 月 15 日公布 9 月 CPI 数据也将大概率面临延期。非农就业与 CPI 作为对美联储货币政策决议起决定性作用的关键数据，其延期发布令市场短期内陷入“无消息”状态。但市场对“无消息”的理解偏中性，既未当作“好消息”也未当作“坏消息”进行交易。10 月 1 日以来，联邦基金期货交易员预期全年降息次数由 1.89 次减少至 1.82 次，变化幅度较小。

日本政治：高市早苗胜选自民党总裁，日央行未来加息进程或延后。当地时间 10 月 4 日，高市早苗在日本执政党自民党总裁选举中胜出，成为自民党新总裁。预计其将在 10 月 15 日的新首相指名选举中正式接任石破茂，成为日本历史上首位女性首相。高市早苗作为较为典型的右翼保守主义人物，其在政策上主张对华强硬并希望进一步强化日美安全同盟。同时在关税问题上，高市早苗表示将尊重前任石破茂与美国已经达成的一些谈判协议。由于此前小泉进次郎在民调中处于领先，因此本次高市早苗的胜选一度引起了市场波动：高市早苗在经济政策理念上主张宽财政与宽货币，一定程度上为安倍经济学的延续，这使得日经 225 指数一度涨超 4%，日元对美元汇率大幅走弱至 150 水平附近；此外，对未来财政再度扩张后可持续性的担忧也推动日本长期国债利率大幅走高。但由于自民党目前在国会需要与公明党组成执政联盟，因此高市早苗在政策上显示出了温和保守的态度，以获得盟友支持。早苗经济学也在几点上有别于安倍经济学。具体来看，其承诺“更加负责任的”财政扩张政策，并表示政府将与日本央行更加密切地协调与联系。高市早苗认为当前日本的通胀主要是受成本上行

带来的“输入性通胀”驱动，而非由需求过热或经济增长引起，因此过早加息将存在阻碍经济复苏的风险。市场普遍认为高市早苗在货币政策上的立场或令日央行未来加息进程进一步延后。截至最新交易员预期 10 月日央行加息概率已降至 20.8%，今年年内加息概率仅为 58.6%，到明年 6 月加息 1.49 次。风险提示：美国政府停摆时长超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎
研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250928：9 月以来基建实物工作量边际回暖
 观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 9 月 28 日，本周 ECI 供给指数为 50.03%，较上周环比持平；ECI 需求指数为 49.92%，较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.94%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.24%，较上周回升 0.01 个百分点。月度 ECI 指数：从 9 月前四周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.03%，较 8 月回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较 8 月回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.92%，较 8 月回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.70%，较 8 月环比持平；ECI 出口指数为 50.22%，较 8 月回升 0.02 个百分点。从 ECI 指数来看，9 月份经济整体保持较为平稳的运行态势，8 月份经济数据反映出的供需分化格局没有进一步加剧。供给端方面，在去年同期的高基数下，9 月工业生产景气度同比或小幅走弱，环比来看主要行业开工率较 8 月份大多有所改善；需求端方面，本周监测港口累计完成货物吞吐量和 30 大中城市商品房销售面积仍延续此前的改善态势，截止 9 月前 27 日两个指标的同比增速均较 8 月份有所回暖。9 月以来基建实物工作量的回升则是经济增长的一大亮点，9 月 24 日石油沥青装置开工率录得 40.10% 的年内高点，较去年同比增长 11.9 个百分点。ELI 指数：截至 2025 年 9 月 28 日，本周 ELI 指数为 -0.60%，较上周回升 0.12 个百分点。资金跨季尚未结束、“体感”或边际宽松。本周进入三季度末跨季期，从货币政策操作上看，在重启 14 天期逆回购的加持下，公开市场操作合计净投放 8,223 亿元，其中 14 天期逆回购合计投放 9,000 亿元；本月 MLF 超量续作 3,000 亿元，已是连续第 7 个月加量续作，在流动性投放上货币政策保持了“不紧不溢”的适度宽松，相对应 DR001 和 DR007 分别在 1.32%-1.47% 和 1.48%-1.60% 区间内波动，尽管资金利率波动没有超出当前“利率走廊”框定的范围，但是市场的资金“体感”偏紧，主要源自资金利率的波动率显著抬升，DR007 的全周振幅高达 12.63bps，而从非银机构的拆借利率来看，R007 的振幅达到 27.57bps，周中一度冲高至 1.80%，由于资金利率的波动水平抬升，导致无风险利率也出现显著的上升压力。9 月 28 日至 9 月 30 日资金面仍然处于“跨季期”，跨月末、跨季末以及跨“十一”长假，7 天期等资金利率扰动或边际下行，“体感”或边际宽松，但是隔夜拆借等资金利率仍有季节性脉冲收紧的风险，预计货币政策或延续 9 月 26 日二次操作 14 天期逆回购的“滴灌呵护”基调，适时呵护资金面以平抑季节性因素的影响。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

海外周报 20250928：国庆假期海外市场前瞻

核心观点：本周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温，加之美联储官员偏鹰派发言、鲍威尔对于美股“估值过高”的评价，美股高开

低走、美债收益率和美元指数反弹。9月彭博调查显示分析师显著上调25Q3-26Q2美国增长预期，并预期10、12月美联储连续降息、2026年降息2次。国庆假期期间，海外将迎来美国9月就业数据、PMI和进出口数据，其中9月非农就业将是影响10月FOMC会议决策的最重要数据。我们预计美国就业延续供需双弱、相对均衡的局面。

大类资产：本周主要大类资产走势震荡，美股高开低走，黄金续创新高；后半周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温，美股回调、美债收益率和美元反弹。前半周，英伟达投资OpenAI消息提振科技股情绪，带动美股高开，但随后，鲍威尔在演讲中表示美股“估值过高”，一度重挫市场情绪、引致美股下跌；后半周，美国住宅销售、耐用品订单、首申失业金等数据均显著好于预期，25Q2美国GDP终值大幅上修，强劲的经济数据令降息预期降温，带动美股继续回调，美债收益率和美元指数走高。周五公布的PCE通胀完全符合预期，美股再度上涨。

整体来看，全周（9月22日至9月26日）10年期美债利率升4.8bps至4.176%，2年期美债利率升7bps至3.64%，美元指数微升0.5%至98.15；标普500、纳斯达克指数分别收跌-0.3%、-0.7%；现货黄金价格再度收涨2%至3760美元/盎司的高位。

海外经济：美国经济数据均好于预期，二季度GDP终值大幅上修。本周公布的25Q2美国GDP终值大幅上修，地产、耐用品订单、失业金等数据均显著好于预期，PCE通胀全面符合预期，削弱关税对通胀传导的担忧。增长方面，25Q2美国GDP环比年率终值从3.3%大幅上修至3.8%，其中，消费与投资的上修是主要贡献：消费拉动率由最初的0.98%上修至1.68%，固定资产拉动率由0.08%上修至0.77%。修正后的反映经济内生性增长动能的PDPF增速来到2.9%，为24Q4以来新高。劳务市场方面，9月21日当周美国首申失业金人数录得21.8万，预期23.3万，两周前的意外反弹得到逆转，缓解了市场对就业的担忧情绪；持续申请失业金人数则继续略高于去年。通胀方面，美国8月PCE价格指数环比0.3%，前值0.2%；核心环比0.2%，前值由0.3%下修至0.2%；PCE同比2.7%，前值2.6%，核心同比2.7%，持平前值，上述所有分项均符合预期。

市场预期：海外分析师上调美国增长预期和美联储降息预期。增长方面，分析师显著上修25Q3-26Q2美国增长预期。

①模型：截至9月24日，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q3美国GDP最新预测值为+3.4%；截至9月26日，纽约联储Nowcast模型对25Q3美国GDP预测值为+2.55%。

②分析师：根据彭博在9月19-24日对80名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期25Q3-26Q4美国GDP季环比年率增速分别为1.6→1.2→1.6→1.9→1.9→2.0%，对25Q3-26Q2预期相较上月大幅上修；预期未来1年美国陷入衰退概率34%，较前值32%小幅上修。通胀方面，分析师小幅上修2026年通胀预期。

①分析师：最新分析师一致预期25Q3-26Q4美国PCE同比增速分别为2.8→3.0→2.9→2.9%→2.7%→2.5%，其中对26Q3-26Q4的预测值均小幅上修0.1%；

②交易员：通胀掉期显示交易员预期美国CPI同比在2025年12月将反弹至3.2%，至2026年6月维持在3.3%的高位。货币政策方面，分析师预期美联储10、12月连续降息。

①分析师：最新分析师一致预期25Q4-26Q4美联储政策利率上限分别为3.75→3.75→3.5→3.25→3.25%，即分析师预期年内还有2次各25bps降息，26Q2、26Q3各降息一次。

②交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期2025年10月降息概率为90%，到12月累计降息1.6次/41bps，到2026年底累计降息4次/100bps；

③点阵图：9月美联储FOMC会议点阵图指引年内还有2次降息，2026、2027年分别降息一次。综合来看，分析师与交易员对于今、明年的降息预期较为一致，对2026年的

降息预期比点阵图更为乐观。 国庆假期海外市场前瞻：关注美国就业、PMI 和进出口数据。国庆假期期间，美国经济数据较为密集，主要包括一揽子就业数据和 PMI 数据。就业数据方面，9 月 30 日将公布 8 月美国职位空缺，当前市场预期为 717 万，前值 718 万。2024H2 以来，美国职位空缺数在 2019 年水平附近震荡，反映劳务市场潜在需求维持稳定，但职位空缺/失业人数之比延续回落趋势，反映劳务市场供需关系延续从紧俏到松弛的有序降温。我们预期职位空缺延续温和回落趋势。10 月 3 日将公布 9 月美国非农就业数据，这将是影响 10 月 FOMC 降息与否最关键的数据。截至最新，49 名分析师预期 9 月新增非农为 5 万，预测标准差为 2.2 万，即预计 9 月美国新增就业相较 8 月小幅回升、但仍持续偏低。此外，除 9 月新增非农而言，8 月非农的二次修正或更加重要，因为该数据将得到更多的样本反馈，也将给美联储有关美国就业状况更多和更为准确的信息。综合来看，我们预计 9 月非农就业延续供需双弱、相对均衡的局面。景气指数方面，10 月 1 日、3 日将分别公布 9 月美国 ISM 制造业和服务业 PMI，我们认为在综合指数之外，作为美国 CPI 的前瞻指标，价格分项指数也值得关注。 风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦伟
研究助理：王茁）

固收金工

固收点评 20251010：福能转债：中国清洁能源重要力量

事件 福能转债(110099.SH)于 2025 年 10 月 13 日开始网上申购：总发行规模为 38.02 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于泉惠石化工业 2×660MW 超超临界热电联产项目与福建省仙游木兰抽水蓄能电站项目。 当前债底估值为 95.67 元，YTM 为 1.69%。福能转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA+/AA+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.70%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 106.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA+中债企业债到期收益率 2.45%（2025-09-30）计算，纯债价值为 95.67 元，纯债对应的 YTM 为 1.69%，债底保护较好 当前转换平价为 99.9 元，平价溢价率为 0.10%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即 2026 年 04 月 17 日至 2031 年 10 月 12 日。初始转股价 9.84 元/股，正股福能股份 9 月 30 日的收盘价为 9.83 元，对应的转换平价为 99.90 元，平价溢价率为 0.10%。 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.20%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 9.84 元计算，转债发行 38.02 亿元对总股本稀释率为 12.20%，对流通盘的稀释率为 12.20%，对股本有一定的摊薄压力。

观点 我们预计福能转债上市首日价格在 123.06~136.85 元之间，我们预计中签率为 0.0129%。综合可比标的以及实证结果，考虑到福能转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 123.06~136.85 元之间。我们预计网上中签率为 0.0129%，建议积极申购。 福能股份是以清洁能源发电和高效节能热电联产为主的电力企业，主营业务为电力、热力及产业用纺织品的生产和销售，并以电力、热力产品的生产、销

售为主。目前，公司已储备较多的储能、火电、风电等能源项目；未来，随着电力市场改革逐步深化，公司将依托发电、配电、售电一体化业务发展优势，拓展配售电、综合智慧能源管理，因地制宜探索发展源网荷储及风光储充一体化终端能源系统。2019年以来公司营收波动增长，2019-2024年复合增速为7.93%。自2019年以来，公司营业收入总体呈现波动增长态势，同比增长率拉升至高点后逐步回落。2024年，公司实现营业收入145.63亿元，同比减少0.90%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2024年复合增速为17.56%。2024年实现归母净利润27.93亿元，同比增加6.47%。福能股份营业收入主要来源于供电、纺织品、供热、其他主营业务和其他业务。公司营业收入主要来源于供电，近三年占营业收入的比重分别为80.87%、94.22%和80.85%。公司电力销售收入呈波动增长趋势。福能股份销售净利率和毛利率维稳，高于行业平均水平；销售费用率下降，逐渐低于行业平均水平；财务费用率和管理费用率维持稳定，显著低于行业平均水平。2019-2024年，公司销售净利率分别为13.27%、16.69%、12.63%、22.93%、21.76%和23.91%，销售毛利率分别为20.85%、23.89%、17.13%、23.93%、23.84%和26.55%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

首程控股(00697.HK)：全国首家机器人科技体验店落地，助力机器人C端商业化落地

投资要点 事件：首程控股全国首个常态化运营的机器人科技体验店落地北京 2025年10月1日，首程控股旗下首程机器人科技产业有限公司打造的“陶朱新造局”机器人科技体验店，在京西首钢园融石广场正式亮相。作为国内首家常态化运营的机器人消费场景门店，该店开业即吸引大量市民与科技爱好者前往体验，迅速成为科技消费领域的热点。 依托全链条布局，打造机器人产品矩阵，助力C端商业化落地 依托首程控股在机器人产业的全链条布局，体验店汇聚旗下基金所投资的宇树科技、银河通用、松延动力等企业200余款机器人产品，覆盖人形机器人、四足机器人、外骨骼装备及智能穿戴设备等多个品类。通过“展示-体验-互动-消费”一体化的运营模式，首程控股构建从认知到消费的完整闭环，推动机器人技术在家庭陪伴、教育娱乐、康养护理等多元场景的商业化落地。公司已启动扩张计划，未来一年内将在全国范围内逐步开设20家“陶朱新造局”，旨在将前沿机器人科技带入大众日常生活，助力机器人C端商业化落地。 加速机器人产业布局，构建“资金+场景+产业链”三重闭环 公司坚定推进“投资+运营+生态”一体化发展路径，围绕“资金+场景+产业链”核心能力，为机器人企业提供全周期服务。 从产业投资维度看，公司目前投资版图已覆盖宇树科技、银河通用、星海图、松延动力、图湃医疗、罗森博特、未磁科技、万勋科技、沃兰特、微分智飞、云鲸等机器人产业链核心企业，涵盖人形机器人、医疗机器人、工业机器人、低空经济、家用机器人等多个前沿领域。 从场景落地维度看，本集团充分发挥基础设施管理运营服务商的优势，依

托在管的覆盖京津冀区域、华东区域、成渝区域和大湾区区域的上百个停车场及百万平方米产业园运营实体场景，为机器人企业提供真实运营数据，反哺机器人产品迭代，打通“技术验证-产品迭代-规模应用”全链路，加速机器人优质企业的商业化进程。在产业服务维度，公司通过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，推动优质机器人企业和产品的应用落地。此次，公司打造“陶朱新造局”机器人科技体验店在京西首钢园正式亮相，将公司在机器人领域的B端投资布局进一步向C端客户延伸，实现机器人“技术-产品-市场”闭环路径的全面覆盖。盈利预测与投资评级：我们维持公司2025-2027年归母净利润预测分别为5.9/7.7/9.3亿港元，当前市值对应PE分别为30/23/19倍，考虑到公司主业稳健，叠加在人形机器人上的深入布局，维持公司“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。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽）

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>