

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2024-05-20

宏观策略

2024 年 05 月 20 日

宏观点评 20240517：4 月经济：地产“变调”的线索

4 月经济数据描绘了一幅怎样的经济图景？生产强、出口稳、消费软，但核心矛盾还在地产。从量上来看，4 月工业增加值同比增速为历史同期最快（剔除较为特殊的 2020 年），出口也随着全球制造业修复进入回暖通道；从价上来看，消费、工业品涨价偏弱，同时出口也在“以价换量”。而房地产新开工面积同比继续下降，同时统计局 70 城二手房价同比全数下跌已持续第四个月。风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

晨会编辑 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20240516：不同期限国债会有多少供给量？一债券脉搏系列二

2024 年分品种国债供给规模怎样？（1）储蓄国债：从发行节奏来看，我们预计 2024 年 3Y 和 5Y 储蓄国债仍然遵守之前的发行规律，3-11 月每月发行一只。从发行规模来看，3Y 储蓄国债和 5Y 储蓄国债的月度供给规模在 2022 年和 2023 年完全一致，但从今年 3 月和 4 月已发行的储蓄国债规模来看，略有不同。因此我们在预测 2024 年的储蓄国债月度发行规模时，参照 2021 年的情况，6、9、11 月的发行量与 3 月相同，其余月份的发行量与 4 月相同，分别为 300 亿元和 450 亿元。（2）贴现国债：考虑到贴现国债自 2022 年年中才首次发行，以 2023 年国债发行数据为依据，剔除 1-3 月已发行规模的影响，通过计算各期限国债每月发行额占比，进而对各期限附息国债在 4-12 月的供给规模进行预测，发行高峰出现在 10 月和 11 月。（3）超长期附息国债：从发行规模来看，超长期附息国债的月度发行量具有极强的规律性：30 年期国债每月发行量一只，50 年期国债每季度末发行量一只。此外，50Y 国债发行规模还具有一个特点：当月发行规模大多与 30Y 国债发行规模保持一致。过去三年共计发行 12 只 50Y 国债，其中有 11 只 50Y 国债规模与当月 30Y 国债规模保持一致。虽然从今年的情况来看，一季度末的 3 月 50Y 国债发行规模为 230 亿元，而同月 30Y 国债发行规模为 280 亿元，存在不一致。但从往年的基准情形观察，我们仍然假设 50Y 国债规模与当月 30Y 国债规模一致，全年 30Y 和 50Y 国债的发行量分别为 13360 亿元和 1070 亿元。（4）关键期限附息国债：以 2022 年和 2023 年国债发行数据为依据，观察到关键期限附息国债发行量具有两个特点：前低后高、二季度下滑。一方面，年初供给不及后续月份，总体呈现缓慢增加趋势；另一方面，年中 5 月国债发行会出现大幅下滑，随后平稳回升。但财政部对今年国债“拟靠前安排发行”的表述，与过往关键期限国债的发行规模特点存在出入，因此，我们根据 2022 年和 2023 年的关键期限国债规模发行占比，将靠后月份的发行占比适当置换到靠前月份。综合各类国债的情况，我们预计发行高峰将出现在 8-10 月（其中 8 月受 4000 亿元特别国债到期续发影响）。

行业

投资收益率逆市改善，保单盈利能力仍待改善 ——从 1Q24 偿二代二期工程季报看头部寿险公司经营质效

Ø 投资建议：投资收益率逆市改善，保单盈利能力仍待改善。1Q24 权益市场先跌后涨，板块表现分化，但市场风格展现出对长期资金偏好品种的青睐。虽然受益于当前存款利率维持低位，竞品理财表现低迷，保险产品仍有一定吸引力，但保单盈利能力仍有待改善。利率底部上行，季报超预期，首推中国太保。短期估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安、新华保险和中国人寿。Ø 风险提示：1) 二期工程下偿付能力报告为摘要，相关指标解读与实际经营结果和风险水平可能存在偏差；2) 股市波动导致投资收益下滑；3) 偿付能力承压对险企资产负债两端带来负向螺旋影响

再论金价上涨对黄金珠宝业绩的影响

投资建议：金价上涨对于黄金珠宝业绩的渠道整体来看利大于弊，推荐老凤祥，菜百股份，潮宏基，周大生，周大福，中国黄金等。

国防军工行业点评报告：北京发布低空经济产业发展三年规划，地方低空竞赛提速

投资建议：建议关注以下低空经济产业链相关标的：1) eVTOL 厂商：亿航智能、万丰奥威；2) 无人机厂商：纵横股份；3) 直升机厂商：中航股份；4) 基础设施服务商：中科星图、莱斯信息、四创电子、四川九洲；5) 通航运营：中信海直；6) 交通规划：深城交。风险提示：1) 空域开放不及预期；2) 政策推进不及预期；3) 技术发展不及预期。

汽车周观点：5 月第一周交强险同比-12.0%，看好汽车板块！

5 月继续看好汽车板块！本轮商用车板块性周期向上持续性或好于市场预期。不同于历史周期，这轮商用车是【外内需共振】+【国企资产重估】。2023 年是龙头开始兑现业绩，2024 年龙二龙三等紧跟兑现业绩。客车板块：宇通客车+金龙汽车。重卡板块：潍柴动力/中国重汽+一汽解放/福田汽车。乘用车板块：【以旧换新政策+FSD 或入华】双重驱动板块向上。1) 以旧换新政策视角：综合测算下来我们预计补贴政策落地对 2024 年国内乘用车销量新增拉动 78-137 万辆，2024 年乘用车交强险同比增速 3.7%-6.5%，乘用车批发销量同比增速 5.5%-7.8%。拉动乘用车中低端消费，核心受益标的【比亚迪+长安汽车+吉利汽车+长城汽车+上汽集团+广汽集团+零跑汽车等】。2) FSD 或入华视角：加速国内 L3 渗透率提升，加速国内车企淘汰赛进程！优选国内智能化第一梯队标的：华为系（赛力斯+长安汽车+江淮汽车+北汽蓝谷等）+小鹏汽车。零部件板块：业绩确定性好于预期有望持续补涨。以旧换新政策有望缓解 2024 年零部件年降压力增强业绩确定性。FSD 或入华有望增强中期（2025-2026 年）零部件下游需求确定性（特斯拉销量及 L3 智能化渗透率提升）。1) 特斯拉产业链优选【新泉股份+拓普集团+旭升集团+爱柯迪+银轮股份+岱美股份等】。2) 智能化核心增量零部件【德赛西威+华阳集团+耐世特+伯特利+均胜电子+经纬恒润等】。风险提示：政策落地不及预期；全球经济复苏和汽车需求不及预期等。

推荐个股及其他点评

名创优品 (09896.HK): 2024Q1 业绩点评: 归母净利润同比+25%符合预期, 海外表现亮眼

盈利预测与投资评级: 公司是线下品牌连锁零售龙头, 未来海外扩张+国内下沉仍有广阔成长空间。基于公司海外业务和 TOPTOY 表现良好, 我们将公司 FY2024-2026 的 Non-IFRS 归母净利润预测从 25.8/ 32.4/ 37.9 亿元, 上调至 26.0/ 32.7/ 38.3 亿元, 同比+42%/ +26%/ +17%, 对应 5 月 14 日收盘价为 17/ 13/ 11 倍 P/E, 维持“买入”评级。 风险提示: 扩店不及预期, 消费需求不及预期, 海外经营相关风险等

奥比中光-UW (688322): 3D 视觉感知龙头, 新场景落地拉动增长

全球 3D 视觉感知龙头, 新场景应用落地有望拉动业绩增长。奥比中光主要产品包括 3D 视觉传感器、消费级应用设备和工业级应用设备, 已实现六大 3D 视觉感知技术全面布局, 产品主要应用领域为生物识别、AIOT、消费电子、工业等。分产品看, 公司主营业务收入主要来自于销售 3D 视觉传感器。23 年占比总营收 61.6%; 分应用领域看, 生物识别贡献公司超五成营收。公司已实施多期员工激励计划、确认大额股份支付费用, 近五年研发费用率持续高于 50%, 导致净利润尚未转正。未来, 医保核验、AIOT 等新场景的商用落地有望拉动公司营收重返增长, 进而摊薄股份支付、研发费用的影响, 带动公司逐步扭亏。 3D 视觉传感市场空间广阔, 公司技术、产业链资源并重。25 年 3D 视觉传感市场规模将达 150 亿美元, 未来随着消费电子和汽车自动驾驶等主要领域的增长, 结构光、ToF 和 Lidar 技术的市场占比将进一步提升。全球算力算法大提升背景下 AI+ 机器人领域快速迭代更新, 有望在机器人端产生爆发式增量市场。公司构建了“全栈式技术研发能力+全领域技术路线布局”3D 视觉感知技术体系, 开发出结构光、iToF、双目视觉传感器、dToF 单线激光雷达及工业三维测量设备, 同时积极布局了面阵 dToF、面阵 Lidar 等前沿技术。目前公司产品以结构光技术产品为主, 基于 iToF 技术的 3D 视觉传感器在 2020 年末上市推出, dToF、Lidar 技术于 2019 年布局。 3D 视觉感知赋能多行业, 领域景气打开市场空间。生物识别领域伴随刷脸支付、智能门锁、医疗终端设备增长; AIoT 中服务机器人领域为主要增长点, 未来向人形机器人演化趋势明显; 工业三维测量近年来随着国内企业高精度 3D 测量技术的积累, 国产设备开始替代进口设备且在工业领域不断拓展新应用; 消费电子领域呈现自研与外购并存格局, 3D 感知技术多用于高端设备, 未来 MR 等设备放量带动市场增长。 盈利预测与投资评级: 公司是全球 3D 视觉感知龙头, 医保核验、三维扫描、机器人等新场景落地有望拉动公司持续增长。基于此, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 5.4/7.6/10.3 亿元, 当前市值对应 PS 分别为 19.8/14.0/10.4 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 宏观经济环境风险; 下游应用市场发展不及预期的风险; 3D 视觉感知技术迭代创新的风险; 公司业绩连续亏损风险; 客户集中度及关联交易较高带来的风险。

宏观策略

宏观点评 20240517：4 月经济：地产“变调”的线索

4 月经济数据描绘了一幅怎样的经济图景？生产强、出口稳、消费软，但核心矛盾还在地产。从量上来看，4 月工业增加值同比增速为历史同期最快（剔除较为特殊的 2020 年），出口也随着全球制造业修复进入回暖通道；从价上来看，消费、工业品涨价偏弱，同时出口也在“以价换量”。而房地产新开工面积同比继续下降，同时统计局 70 城二手房价同比全数下跌已持续第四个月。虽然解决房地产的下行并非朝夕之功，但就政策应对而言，当前显然已进入到一个更刻不容缓的阶段。正如 4 月政治局会议所预见的，随着拜登政府颁布新一轮对华关税，“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”，越是外部不确定，就越是需要国内防风险和稳经济。央行在中午的快速出手（取消住房商贷利率下限，下调公积金贷款利率、降低首付比）已经印证了“稳地产”的紧迫性，且近期各地住房“以旧换新”、限购放开的种种迹象已经表明中央层面的政府收储“呼之欲出”。不过从各地“试点”的情况来看，政策大多是房企代售和旧房换购，而政府收储从出资的规模、可盈利性以及央地协调的角度来看，其具体细节有不少仍待商榷。4 月经济数据具体来看：工业：科技与出口“勾勒”出工业生产加速的“模样”。若剔除掉情况特殊的 2020 年，今年 4 月环比增速为 0.97% 的工业增加值为历史同期最快。是什么因素促使 4 月工业生产再提速？我们认为科技和出口仍是绕不开的两个话题。科技方面，4 月高技术产业工业增加值同比依旧领先于整体。透过细分行业的工业增加值表现来看，依旧是与科技挂钩的行业生产情况“占上风”，包括汽车、计算机电子、通用设备等行业的工业增加值表现都更好一些。出口方面，4 月工业企业出口交货值同比增速从 3 月的 1.4% 跃升至 4 月的 7.3%，形成了工业生产加速的另一有力支撑。制造业：相较于基建投资的再加速。正如我们之前的报告所说，今年基建投资的重要性正逐渐被制造业投资所取代，4 月的投资同比增速数据再次佐证了这一逻辑。虽然 4 月制造业投资同比增速较 3 月略有降温，但其与基建投资同比增速的差值仍在进一步走阔中，证实了制造业的重要性依旧。同样，在民企信心尚未完全修复的背景下，制造业投资更靠科技政策“充电”。今年以来民间投资相对整体投资同比增速的表现就在持续下滑，因此更靠科技政策为制造业投资“保驾护航”。受 4 月制造业投资边际略有下滑的影响，4 月大部分工业子行业制造业投资表现不如 3 月，但与科技相关的部分行业（如通用设备、专用设备、交通设备等）较去年同期均有提速。基建：重要性继续淡化中。4 月广义基建投资同比增速为 5.9%（3 月为 8.6%），再次延续了之前的放缓态势。其中，4 月基建投资端降温比较明显的包括了公用事业与水利、环境和公共设施两大板块，相比之下交通仓储板块表现略佳。财政刺激下的基建，放缓幅度并不会过大。此轮基建投资增速的逐步放缓，地方政府是主因，这是因为前期两种与基建相关的地方性债券（即专项债和城投债）发行规模都较小。不过，有中央政府“加持”的财政刺激政策将在一定程度上对冲基建放缓的幅度——譬如 2023 年年底的增发国债会在 6 月底前全部用于项目建设，这也解释了为何近期与基建相关的部分高频指标开始出现边际上行态势；再如 2024 年的超长期特别国债也于 5 月开始发行，而超长期特别国债的投向领域也包括基建项目。地产的调整正经历“分水岭”。4 月地产量价弱企稳：一是 4 月商品房销售面积同比-22.8%，绝对值

处于历史底部；二是房价尚未企稳，4月统计局70城口径下一线城市新房价格环比录得2014年以来最低。这些“不寻常”的数据可能是地产政策在4月明显加速的原因，近期“以旧换新”在高线城市加速落地，政策目前以房企代售、旧房换购为主，核心城市的限购也在配合放开。在政治局会议明确住房去库存后，地产政策的“分水岭”已比较清晰，后续的关键在于“钱从哪来”、“多大规模”这些问题的逐一解决。消费离不开“假期叙事”。即便有亮眼的清明假期消费“成绩单”，但4月社零仍低于预期，同比回落至2.3%。虽然受到去年五一假期的跨月错位影响，但不可否认的是消费整体温和下“假期旺，平日淡”的分化。结构上看，出行是4月社零的主要拖累，其中汽车回撤最大，零售额同比降至-5.6%，餐饮收入同比降温至-4.4%，文体商品、首饰及化妆品等可选消费同比增速也有不同程度的回落。风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20240516: 不同期限国债会有多少供给量？——债券脉搏系列二

事件 2021年以来，债券市场进入“低波动”时代，除了传统的基本面、政策面和资金面分析外，债券的供需关系也成为了分析债市的重要视角。前期我们从债券的需求角度切入，发布了从资产负债表情况探析机构配债行为的系列报告，并从供给的角度发布了《2024 利率债存在供给压力吗？——债券脉搏系列一》，本篇报告将进一步从供给的角度预测2024年各期限国债的发行量与发行节奏。

观点 2024年国债总发行量将达到多少规模？根据《政府工作报告》，2024年赤字率按3%安排，全国财政赤字规模40600亿元，其中，中央财政赤字33400亿元，地方财政赤字7200亿元。将中央财政赤字作为2024年的国债净融资额，加上2024年约68500亿元的国债到期量（包括8月到期的4000亿元特别国债）和10000亿元的超长期特别国债，预计国债发行总量约为11.2万亿元。不同品种和期限的国债发行有何规律？按照债券形式分类，我国每年发行的一般国债可以分为记账式国债和储蓄式国债，按照付息方式则可以分为付息国债和贴现国债。财政部定期公布的债券发行计划包括记账式付息国债、记账式贴现国债和储蓄国债。记账式付息国债包含的期限有：1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y、30Y、50Y，记账式贴现国债包含的期限以短期为主，有：1M、2M、3M、6M，储蓄国债包含的期限有：3Y和5Y。从发行节奏来看，财政部每季度公布的国债发行计划及实际发行情况具有较为明显的规律性。记账式付息国债中，除了10Y国债在2022年下半年出现3次一月内发行两只的情况，30Y及以下期限的付息国债基本遵循每月发行一只的规律，50Y期限国债则在每季度最后一个月发行一只。记账式贴现国债中，期限为1M和2M的国债品种自2022年5月开始发行（第三季度开始纳入国债发行计划），每月发行一只；期限为6M的贴现国债遵循上半年每月发行一只、下半年每月发行2只的规律；期限为3M的贴现国债无明显发行规律，每月发行只数基本维持在3-5只之间。储蓄国债中，3Y和5Y国债遵循每年3月-11月各月分别发行一只的规律。2024年分品种国债供给规模怎样？（1）储蓄国债：从发行节奏来看，我们预计2024年3Y和5Y储蓄国债仍然遵守之前

的发行规律，3-11月每月发行一只。从发行规模来看，3Y 储蓄国债和5Y 储蓄国债的月度供给规模在2022年和2023年完全一致，但从今年3月和4月已发行的储蓄国债规模来看，略有不同。因此我们在预测2024年的储蓄国债月度发行规模时，参照2021年的情况，6、9、11月的发行量与3月相同，其余月份的发行量与4月相同，分别为300亿元和450亿元。(2) 贴现国债：考虑到贴现国债自2022年年中才首次发行，以2023年国债发行数据为依据，剔除1-3月已发行规模的影响，通过计算各期限国债每月发行额占比，进而对各期限附息国债在4-12月的供给规模进行预测，发行高峰出现在10月和11月。

(3) 超长期限附息国债：从发行规模来看，超长期附息国债的月度发行量具有极强的规律性：30年期国债每月发行量一只，50年期国债每季度末发行量一只。此外，50Y 国债发行规模还具有一个特点：当月发行规模大多与30Y 国债发行规模保持一致。过去三年共计发行12只50Y 国债，其中有11只50Y 国债规模与当月30Y 国债规模保持一致。虽然从今年的情况来看，一季度末的3月50Y 国债发行规模为230亿元，而同月30Y 国债发行规模为280亿元，存在不一致。但从往年的基准情形观察，我们仍然假设50Y 国债规模与当月30Y 国债规模一致，全年30Y 和50Y 国债的发行量分别为13360亿元和1070亿元。(4) 关键期限附息国债：以2022年和2023年国债发行数据为依据，观察到关键期限附息国债发行量具有两个特点：前低后高、二季度下滑。一方面，年初供给不及后续月份，总体呈现缓慢增加趋势；另一方面，年中5月国债发行会出现大幅下滑，随后平稳回升。但财政部对今年国债“拟靠前安排发行”的表述，与过往关键期限国债的发行规模特点存在出入，因此，我们根据2022年和2023年的关键期限国债规模发行占比，将靠后月份的发行占比适当置换到靠前月份。综合各类国债的情况，我们预计发行高峰将出现在8-10月（其中8月受4000亿元特别国债到期续发影响）。风险提示：特别国债增发风险；财政退坡速度超预期风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

行业

投资收益率逆市改善，保单盈利能力仍待改善 ——从1Q24 偿二代二期工程季报看头部寿险公司经营质效

Ø 头部险企完成披露 1Q24 偿二代二期工程报告摘要，我们根据【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇）】，通过标准化打分加总的形式给样本寿险公司的季度经营、盈利能力、资本效率进行综合评分，标准化得分由高至低为友邦人寿(4.8)、太平人寿(3.5)、泰康人寿(3.0)、平安寿险(2.7)、太保人寿(2.0)、新华人寿(1.9)、中国人寿(1.6)、人民人寿(0.7)。Ø 1Q24 期末核心偿付能力由4Q23的137.76%提升至140.45%，期末综合偿付能力由4Q23的225.42%下降至223.62%。归因来看，1Q24 样本寿险公司期末实际资本较上季度末环比增加2.5%，其中核心资本较上季末环比增加6.0%。但样本寿险公司受资本市场波动及保险合同负债变动影响显现差异。1Q24 人民人寿公告1Q24 偿付能力改善得益于实际资本上升幅度远高于最低资本，得益于持有至到期投资（HTM）核算的债券重分类影响。Ø 寿险公司经营指标分析：投资收益率逆市改善，平安寿险综合盈利能力较强，人民人寿受益于重分类投资表现领跑，太保人寿本期投资表现相对较弱。1Q24 样本寿险公司合计实现保险业务收入8834亿元，期末净资产为1.27万亿元。

1Q24 样本寿险公司净利润 607 亿元，可比样本公司口径下同比下滑 20.1%（未实施新准则的泰康、人民人寿和友邦人寿旧准则下净利润同比增速明显下降主要系准备金增提拖累）；平均 ROE 为 4.81%；平均净资产收益率为 4.81%，平均投资收益率为 0.46%（1Q23：0.30%），平均综合投资收益率为 1.96%（1Q23：1.37%，人民人寿公告 1Q24 将 HTM 核算的债券重分类影响，综合投资收益率达 6.0%）。1Q24 样本寿险公司 ROE 由高至低为平安(7.9%)、太保(7.3%)、新华(4.7%)、国寿(4.2%)、太平(2.3%)、泰康(1.7%)、友邦(1.3%)、人民(-2.9%)。1Q24 综合投资收益率由高至低为人民(6.0%)、友邦(3.6%)、太平(3.1%)、泰康(2.7%)、平安(1.8%)、太保(1.7%)、国寿(1.4%)、新华(1.2%)。Ø 经营效率分析：长期保单盈利能力仍待改善。从存量保单来看，“保单未来盈余/保险合同负债”表征存量保单盈利能力，1Q24 末排名前三甲为友邦人寿、泰康人寿、太平人寿。2023 年 9 月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限 10 年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过 35%提高至不超过 40%，3Q23 末该指标从 2Q23 的 5.5%回升至 6.9%，但受保单盈利能力趋弱拖累，1Q24 样本寿险公司长期保单盈利能力下降至 5.7%。Ø 最低资本分析：样本寿险公司 1Q24 末寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为 26%、1%、57%和 16%（4Q23 末为 27%、1%、57%和 15%）。1Q24 末样本寿险公司中，友邦人寿末寿险业务保险风险最低资本占比最高（达 36%，平均为 26%），表征更加“保险姓保”，友邦人寿信用风险最低资本提升最大（达 18.9%）；人民人寿信用风险最低资本降幅最大（达-2.0%），主要受部分信托计划、债权计划到期等影响。Ø 投资建议：投资收益率逆市改善，保单盈利能力仍待改善。1Q24 权益市场先跌后涨，板块表现分化，但市场风格展现出对长期资金偏好品种的青睐。虽然受益于当前存款利率维持低位，竞品理财表现低迷，保险产品仍有一定吸引力，但保单盈利能力仍有待改善。利率底部上行，季报超预期，首推中国太保。短期估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安、新华保险和中国人寿。Ø 风险提示：1）二期工程下偿付能力报告为摘要，相关指标解读与实际经营结果和风险水平可能存在偏差；2）股市波动导致投资收益下滑；3）偿付能力承压对险企资产负债两端带来负向螺旋影响

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 研究助理：罗宇康）

再论金价上涨对黄金珠宝业绩的影响

2022 年底至今金价已经累计涨幅超 40%，黄金类产品兼具消费和投资属性也为消费者提供了较好的消费支撑：2022 年四季度以来，受地缘政治，央行加大黄金购买，美联储降息预期，以及人民币贬值等多重因素的影响，金价持续上涨。黄金珠宝兼具消费和投资属性，近年来随着工艺的进步，黄金类产品在外观上逐步缩小了与镶嵌，K 金类饰品的差距，1）节假日，纪念日自购，送礼等场景；2）日常悦己类场景的消费比例在逐步提升。此外，其他投资品类的平庸的收益表现，以及避险保值需求等，也给黄金类产品的消费提供了较好的基础。金价上涨对于黄金珠宝公司的业绩弹性也有正向的拉动：金价持续上涨虽然对消费量会有一定的扰动，但对于黄金珠宝公司的利润率会有正面的拉动。同时部分留有一定多头敞口的黄金珠宝品牌更能够享受金价上涨带来的业绩弹性。从行业属性来看，黄金珠宝品牌格局非常稳定，品牌力的势能和壁垒非常高，开店节奏和天花板与品牌能效

高度相关，我们认为，开店本身是释放品牌力的过程，而非品牌力形成的过程。水贝模式兴起多年下，并未有太多强认知的黄金珠宝品牌出现，也反映出黄金珠宝品牌的壁垒之高。而“品牌使用费”的弹性，一定程度上也是取决和反映了该黄金珠宝品牌的品牌力情况。投资建议：金价上涨对于黄金珠宝业绩的渠道整体来看利大于弊，推荐老凤祥，菜百股份，潮宏基，周大生，周大福，中国黄金等。风险提示：金价过高抑制消费量，国际金价大幅波动的风险，消费市场复苏速度不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千）

国防军工行业点评报告：北京发布低空经济产业发展三年规划，地方低空竞赛提速

事件：2024年5月15日，北京市经济和信息化局起草了《北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案（2024-2027年）（征求意见稿）》，《行动方案》提出在确保安全的前提下，力争通过三年时间，低空经济相关企业数量突破5000家，带动全市经济增长超1000亿元。投资要点 发展目标形成全国引领示范，三年带动全市经济增长超1000亿元：北京低空经济产业发展目标旨在三年内，通过确保安全，推动低空经济企业数量超过5000家，实现服务全国覆盖，显著提升国际国内影响力和品牌知名度。目标是形成产业集群，健全产业体系，成为技术创新、政策标准、应用需求和安防反制的全国示范，带动经济增长超1000亿元。到2027年，将建立市级和国家级创新平台，参与国家和国际标准制定，构建智能航空器、网联空域、数字空管、智慧飞服和多元应用的技术创新体系。培育10家10亿元级龙头企业，50家过亿元核心企业，100家技术服务企业，形成国际竞争力的产品和服务。新增10个以上应用场景，开通3条以上低空航线，建立网络化基础设施和应用生态。到2027年，建立高效协同的安防反制体系，确保首都低空安全，成为全国标杆。拟设立由市领导牵头的工作领导小组，以促进解决低空经济发展中的关键问题：北京低空经济保障措施将通过以下四个方面实施：一是成立市领导牵头的领导小组，解决关键问题，统筹推进相关事项；二是创新政策，设立产业基金，提供金融支持，促进国际合作；三是汇聚专家和企业资源，建立协同机制，形成发展合力；四是加强宣传推广和文化培育，打造品牌活动，提升公众意识。这些措施旨在构建健全的组织领导机制，提供政策和资金支持，促进资源整合，以及强化文化建设，共同推动低空经济的繁荣发展。近期各地低空经济政策相继落地，万亿市场画卷徐徐展开：我国多个省市如北京、南京、安徽、深圳等近期纷纷发布低空经济相关的行动方案或征求意见稿，旨在抓住低空经济发展机遇。这些政策普遍强调加强低空经济产业链，支持低空基础设施建设，如空域网络、起降场地等，并完善飞行保障和监管体系，增强创新能力，培育应用场景。此外，多地设立了低空经济产业基金以激励产业发展，规模最大的达到200亿元。虽然各地政策相似，但会根据地区资源有所侧重，核心在于打造低空飞行场景，以飞行为牵引促进产业链发展。目前，低空经济已成为关键的经济增长点，顶层设计不断完善，低空空域的划分与监管逐步优化。我们看好多方合力推动产业快速发展，应用场景试点将在各省市积极推进中逐步落地。投资建议：建议关注以下低空经济产业链相关标的：1）eVTOL厂商：亿航智能、万丰奥威；2）无人机厂商：纵横股份；3）直升机厂商：中直股份；4）基础设施服务商：中科星图、莱斯信息、四创电子、四川九洲；5）通航运营：中信海直；6）交通规划：深城交。风险提示：1）空域开放不及预期；2）政策推进不及预期；3）技术发展不及预期。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 研究助理: 高正泰)

汽车周观点: 5月第一周交强险同比-12.0%, 看好汽车板块!

Ø5月继续看好汽车板块! 本轮商用车板块性周期向上持续性或好于市场预期。不同于历史周期, 这轮商用车是【外内需共振】+【国企资产重估】。2023年是龙头开始兑现业绩, 2024年龙二龙三等紧跟兑现业绩。客车板块: 宇通客车+金龙汽车。重卡板块: 潍柴动力/中国重汽+一汽解放/福田汽车。Ø乘用车板块: 【以旧换新政策+FSD或入华】双重驱动板块向上。1) 以旧换新政策视角: 综合测算下来我们预计补贴政策落地对2024年国内乘用车销量新增拉动78-137万辆, 2024年乘用车交强险同比增速3.7%-6.5%, 乘用车批发销量同比增速5.5%-7.8%。拉动乘用车中低端消费, 核心受益标的【比亚迪+长安汽车+吉利汽车+长城汽车+上汽集团+广汽集团+零跑汽车等】。2) FSD或入华视角: 加速国内L3渗透率提升, 加速国内车企淘汰赛进程! 优选国内智能化第一梯队标的: 华为系(赛力斯+长安汽车+江淮汽车+北汽蓝谷等)+小鹏汽车。Ø零部件板块: 业绩确定性好于预期有望持续补涨。以旧换新政策有望缓解2024年零部件年降压力增强业绩确定性。FSD或入华有望增强中期(2025-2026年)零部件下游需求确定性(特斯拉销量及L3智能化渗透率提升)。1) 特斯拉产业链优选【新泉股份+拓普集团+旭升集团+爱柯迪+银轮股份+岱美股份等】。2) 智能化核心增量零部件【德赛西威+华阳集团+耐世特+伯特利+均胜电子+经纬恒润等】。Ø风险提示: 政策落地不及预期; 全球经济复苏和汽车需求不及预期等。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 杨惠冰 证券分析师: 刘力宇 研究助理: 孟璐)

推荐个股及其他点评

名创优品(09896.HK): 2024Q1业绩点评: 归母净利润同比+25%符合预期, 海外表现亮眼

投资要点 业绩简评: 2024Q1(下称本季度), 公司实现收入37.24亿元(人民币, 下同), 同比+26%; 实现归母净利润5.8亿元, 同比+25%; 扣除股权支付开支等项目后, 扣非净利润为6.2亿元, 同比+28%。公司的收入和利润均小幅超出我们的预期。公司利润率情况良好, 本季度毛利率/经调整净利率为43.4%/16.6%, 同比+4.1pct/+0.2pct。国内同店销售维持稳定, 开店表现良好: 本季度国内MINISO门店实现收入为22.85%, 同比+14.18%。其中门店数同比增长18.7%, 同店销售为去年同期高基数的约98%。Q1作为开店淡季, 公司仍实现国内门店净开108家, 本季度末达4034家, 这对于公司2024自然年900~1100家的全球开店目标而言, 是一个良好的开始。海外市场收入高增, 同店销售快速增长: 本季度公司海外市场收入为12.2亿元, 同比+52.6%, 其中平均门店数增长19.7%, 以及同店销售额同增约21%。海外直营市场(主要包括北美等)表现持续高光, 收入同比增长92%, 达成连续4个季度收入增速超80%。本季度海外净增105家门店, 期末门店数达2596家。其中直营/第三方门店净增43/66家, 门店数达281/2315家。我们认为, 借助供应链优势, 公司在广阔的海外市场大有可为。TOPTOY经营拐点或至, 门店数及同店均快速增长: 本季度公司TOPTOY品牌实现收入2.14亿元, 同比+55%。其中平均门店数同比+32.2%, 同店销售同比+26%。本季度TOPTOY净增

12 家门店，总门店数达 160 家。TOP TOY 的毛利率亦有较好增长，未来 TOP TOY 有望成为公司国内业务的下一个增长引擎。 盈利预测与投资评级：公司是线下品牌连锁零售龙头，未来海外扩张+国内下沉仍有广阔成长空间。基于公司海外业务和 TOP TOY 表现良好，我们将公司 FY2024-2026 的 Non-IFRS 归母净利润预测从 25.8/ 32.4/ 37.9 亿元，上调至 26.0/ 32.7/ 38.3 亿元，同比+42%/ +26%/ +17%，对应 5 月 14 日收盘价为 17/13/11 倍 P/E，维持“买入”评级。 风险提示：扩店不及预期，消费需求不及预期，海外经营相关风险等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

奥比中光-UW（688322）：3D 视觉感知龙头，新场景落地拉动增长

投资要点 全球 3D 视觉感知龙头，新场景应用落地有望拉动业绩增长。奥比中光主要产品包括 3D 视觉传感器、消费级应用设备和工业级应用设备，已实现六大 3D 视觉感知技术全面布局，产品主要应用领域为生物识别、AIOT、消费电子、工业等。分产品看，公司主营业务收入主要来自于销售 3D 视觉传感器。23 年占比总营收 61.6%；分应用领域看，生物识别贡献公司超五成营收。公司已实施多期员工激励计划、确认大额股份支付费用，近五年研发费用率持续高于 50%，导致净利润尚未转正。未来，医保核验、AIOT 等新场景的商用落地有望拉动公司营收重返增长，进而摊薄股份支付、研发费用的影响，带动公司逐步扭亏。 3D 视觉传感市场空间广阔，公司技术、产业链资源并重。25 年 3D 视觉传感市场规模将达 150 亿美元，未来随着消费电子和汽车自动驾驶等主要领域的增长，结构光、ToF 和 Lidar 技术的市场占比将进一步提升。全球算力算法大提升背景下 AI+机器人领域快速迭代更新，有望在机器人端产生爆发式增量市场。公司构建了“全栈式技术研发能力+全领域技术路线布局”3D 视觉感知技术体系，开发出结构光、iToF、双目视觉传感器、dToF 单线激光雷达及工业三维测量设备，同时积极布局了面阵 dToF、面阵 Lidar 等前沿技术。目前公司产品以结构光技术产品为主，其他技术处于产品上市初期或在研阶段，基于 iToF 技术的 3D 视觉传感器在 2020 年末上市推出，dToF、Lidar 技术于 2019 年布局，目前仍处于在研阶段，新技术平均研发周期 2-3 年左右。 3D 视觉感知赋能多行业，领域景气打开市场空间。生物识别领域伴随刷脸支付、智能门锁、医疗终端设备增长；AIoT 中服务机器人领域为主要增长点，未来向人形机器人演化趋势明显；工业三维测量近年来随着国内企业高精度 3D 测量技术的积累，国产设备开始替代进口设备且在工业领域不断拓展新应用；消费电子领域呈现自研与外购并存格局，3D 感知技术多用于高端设备，未来 MR 等设备放量带动市场增长。当前公司在生物识别、AIoT、工业三维测量、消费电子等方面已实现解决方案的多项商业应用，生物识别领域公司积累了百万级商业化经验，AIoT 与工业领域业务贯穿公司各期发展战略，消费电子是中长期方向，汽车领域当前正处于研发阶段、商业化应用有待落地。 盈利预测与投资评级：公司是全球 3D 视觉感知龙头，医保核验、三维扫描、机器人等新场景落地有望拉动公司持续增长。基于此，我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 5.4/7.6/10.3 亿元，当前市值对应 PS 分别为 19.8/14.0/10.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：宏观经济环境风险；下游应用市场发展不及预期的风险；3D 视觉感知技术迭代创新的风险；公司业绩连续亏损风险；客户集中度及关联交易较高带来的风险。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：鲍嫻颖）

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>