

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-05-29

宏观策略

2026年05月29日

宏观深度报告 20260528: 从“惩罚花钱”到“奖励成长”——A股如何重估 Capex?

“海外毛利占比高、成长性 Capex 支出强度大”的上市公司最受投资人青睐，这在机械、电子 2 大行业体现尤为明显。“AI 出海”的前景今年大概率不会逆转，但美国科技巨头的“Capex 通胀”正在引发市场越来越多的担忧。

宏观深度报告 20260528: STAR 核“星”资产——穿越周期的长期主线
我们提出 STAR (Strategic Treasures Always Robust) 资产的概念，即核“星”资产，代指战略安全类资产，具备战略价值、运行稳健、抗风险能力突出等特征，将传统安全资产的内涵与外延全面拓展。符合 STAR 资产范围的是指能为长期战略发展提供安全保障基础，同时在面临军事、宏观经济、产业等环节冲突时能为国家提供战略保护的，具备稀缺性、战略必需性、自主可控性三大核心属性的，能够稳定保值、支撑产业韧性、保障国家战略安全的资产类别。STAR 资产的核心价值并非短期高收益，而是长期确定性与抗脆弱性。在市场波动中提供稳定现金流，在极端危机中成为“压舱石”，同时契合国家战略导向和产业升级需求。 STAR 资产核心范围包括科技类 Tech-STAR、资源类 Res-STAR 和基建与供应链类 Infra-STAR。其中，Tech-STAR 包括半导体集成电路产业、高端装备制造产业、数字信息产业、生物医药产业、航空航天产业、人工智能新兴产业等尖端科技战略行业，Res-STAR 包括传统及新能源资源、战略性矿产、关键新材料，Infra-STAR 包括物流航运、国防军工、电网与算电协同等。

风险提示：全球流动性宽松幅度不及预期，美国经济数据不支持大幅降息，市场交易显示美国加息概率提升；AI 产业叙事泡沫化程度加剧，AI 商业化推进节奏偏慢，AI 产业资本开支增速不及预期；地缘政治风险加剧，军事开支增加部分地区爆发地缘政治冲突影响全球风险偏好；资金流入不及预期，外资长线资金决策偏慢难以大幅流回中国。

固收金工

固收周报 20260524: 弱复苏的基本面数据能带动利率下行吗?

本周债券市场在经济数据偏弱和资金面边际收紧的博弈下，保持窄幅震荡。

固收周报 20260524: 转债建议关注主线背景下中低价平衡标的

建议从“全面防御”切换至“中性仓位、结构进攻、回撤约束”，优先等待分歧回落后的右侧确认，关注正股具备产业趋势或订单兑现。

固收点评 20260522: 绿色债券周度数据跟踪 (20260518-20260522)

一级市场发行情况：本周 (20260518-20260522) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 22 只，合计发行规模约 270.29 亿元，较上周增加 140.49 亿元。二级市场成交情况：本周 (20260518-20260522) 绿色债券周成交额合计 617 亿元，较上周减少 79 亿元。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

行业

推荐个股及其他点评

名创优品 (09896.HK): 名创优品 2026 年一季报点评: 26Q1 收入同比+29%, “腾笼换鸟” 小店战略成效显著

盈利预测与投资评级: 管理层全年指引: 收入保持高双位数增长(三年复合不低于 22%), 全年净增门店 450-500 家, 扣汇兑的经调整净利润较 2025 年加速增长; 上半年指引收入同比+20%-22%, 净增门店 210-230 家。我们微调公司 2026-2028 年 Non-IFRS 归母净利润预期至 32.2/35.1/37.3 亿元(前值 32.1/34.8/36.8 亿元), 对应同比+11%/+9%/+6%, 当前股价对应 Non-IFRS PE 为 9/8/8 倍(截至 2026-05-27), 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观深度报告 20260528: 从“惩罚花钱”到“奖励成长”——A 股如何重估 Capex?

上市公司的资本开支 (Capex) 可被分为 3 类——维持性、成长性与内卷性。通常认为,“成长性 Capex”更有助于提高上市公司生产效率。如果以上市公司的折旧和摊销 (D&A) 作为“维持性 Capex”的近似代替,那么我们可以参考“Capex/ D&A”即“成长性资本开支率”(GCR),衡量上市公司开展“成长性 Capex”的相对强度。参考 GCR 对上市公司分组进而对比股价表现不难看出,自 2024 年“924”至今,A 股由“惩罚”转向“奖励”高“成长性 Capex”。结合 EPS、ROIC 分析,A 股“惩罚或奖励”高“成长性 Capex”与上市公司的盈利表现关联度不高;真正重要的 2 大影响因素分别是投资人情绪、产业趋势。

虽然近期 A 股投资人情绪尚未进入“悲观区间”,但情绪改善并不意味着市场“平等奖励”每一家高“成长性 Capex”公司。

结合近年产业趋势看,“海外毛利占比高、成长性 Capex 支出强度大”的上市公司最受投资人青睐,这在机械、电子 2 大行业体现尤为明显。近期,争议最多的产业趋势主线是“AI 出海”能否持续?本质上,国内上市公司“AI 出海”前景依托于海外尤其是美国科技巨头的 Capex 预期。

OpenAI、Anthropic 通过战略合作形式,将大量 Capex 压力转移至云服务商合作伙伴,因此两家公司的计算费用是美股科技巨头 Capex 的领先指标。2026 年伴随两家公司“货币化”能力的提高、持续斥巨资投入计算费用,美股科技巨头基本完成全年 Capex 计划的概率相对较高,这也符合近期“部分超大规模云服务商上调 Capex→公司股价暴跌”的市场定价现实。综合“AI 对宏观经济的负面影响尚未明确体现”分析,“AI 出海”的前景今年大概率不会逆转。

但是,美国科技巨头的“Capex 通胀”正在引发市场越来越多的担忧。参考 AI 硬件的折旧年限测算,如果只依赖“AI 工具订阅”,那么自 2024 年至 2033 年,美国 4 大云服务商每年需要额外获得超过 908 亿美元的营收才能实现 10% 的 IRR 水平,相当于每名 Netflix 订阅用户 (3.25 亿人) 均订阅“AI 工具”且付费标准是当前“Netflix 含广告标准版”的 2.59 倍,这可能是相当难以实现的。

综上所述,如果无法获得本文表 3 测算的增量收入,即使不在 2026 年,美国科技巨头的 Capex 增速也有可能 在 2028 年底之前迎来拐点。因此从中期关注方向看,一些已经被“爆炒”的“AI 铲子股”可能已经充分计价了行业增长预期,AI 应用场景拓展与技术进步带来的其他细分领域“小而美”主体反而更值得关注,例如 AI 的下游应用场景公司、另类数据公司、英伟达下一代芯片的供应链主体等。理论上,盈利表现决定了上市公司进行资本开支的能力,而“当前 WACC 与未来预期 ROIC”的权衡决定了进行资本开支的意愿。(1) 针对“能力”,实证检验表明,A 股上市公司的“当年 EBITDA”对“下年 Capex”有较强的因果关系。(2) 针对“意愿”,“自下而上”的产业调研必不可少。从“东吴证券 5 月十大金股”中,我们结合 GCR 指标筛选出一些短期尤其值得关注的个股,例如长川科技、锦浪科技、芯碁微装等。

风险提示:(1) 对三类 Capex 的区分及测算方法可能不够准确。(2) 受制于上市公司财务数据披露详细程度不同,对 ROIC、EBITDA、D&A 等数据的测算可能不够准确。(3) 海外 GFCF 与国内上市公司“Capex + R&D”统计口径并不完全一致,同比实际增速并非完全可比。(4) 对 A 股投资人情绪的刻画方法可能有误;对美国科技巨头 Capex 趋势

可能分析有误。(5)对美国超大规模云服务商的 Capex “边际效用”的测算方法可能不够准确。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 刘子博)

宏观深度报告 20260528: STAR 核“星”资产——穿越周期的长期主线

当下,全球经济与市场正经历一场变革:效率优先的全球化时代落幕,安全优先的“战略冗余”时代全面开启。“战略冗余”原本指企业在资源、人员、技术或资金等方面预留一定的冗余,即使短期内未必产生直接收益,也能在危机或不确定环境下提供缓冲和灵活性。地缘冲突频发、产业链加速重构与全球宏观经济波动三大因素共振,让“战略冗余”的涵义进一步扩展为国家安全战略布局与大类资产定价的核心因子。传统安全资产的叙事局限于传统黄金、国债等金融避险资产,当下,从长期战略视角出发,安全资产的叙事既需要在实体层面包含抵御外部军事威慑与地缘干预,又需要在经济层面包含供应链运转、防范断供冲击与贸易壁垒;还需要关注科技领域攻坚核心技术、实现关键环节自主可控;更需要在资源领域强调保障能源、粮食、战略矿产稳定供给与储备兜底,总而言之,新的安全资产叙事需要在维护国家核心利益与构筑长期发展根基的基础上展开。因此,我们提出 STAR (Strategic Treasures Always Robust) 资产的概念,即核“星”资产,代指战略安全类资产,具备战略价值、运行稳健、抗风险能力突出等特征,将传统安全资产的内涵与外延全面拓展。符合 STAR 资产范围的是指能为长期战略发展提供安全保障基础,同时在面临军事、宏观经济、产业等环节冲突时能为国家提供战略保护的,具备稀缺性、战略必需性、自主可控性三大核心属性的,能够稳定保值、支撑产业韧性、保障国家战略安全的资产类别。STAR 资产的核心价值并非短期高收益,而是长期确定性与抗脆弱性。在市场波动中提供稳定现金流,在极端危机中成为“压舱石”,同时契合国家战略导向和产业升级需求。STAR 资产核心范围包括科技类 Tech-STAR、资源类 Res-STAR 和基建与供应链类 Infra-STAR。其中, Tech-STAR 包括半导体集成电路产业、高端装备制造产业、数字信息产业、生物医药产业、航空航天产业、人工智能新兴产业等尖端科技战略行业, Res-STAR 包括传统及新能源资源、战略性矿产、关键新材料, Infra-STAR 包括物流航运、国防军工、电网与算电协同等。“安全”不是短期避险的权宜之计,而是逆全球化时代的生存方式; STAR 资产不是阶段性炒作主题,而是未来长期确定、核心、具有价值的投资主线。它兼具短期防御性、中期弹性、长期成长性,有望穿越周期、对冲不确定性、实现长期价值增长。过去被视为“浪费”的冗余产能、储备库存、备份基地,如今成为国家与企业生存必需,带来持续的资本开支与需求扩张。关键产业备份基地建设、战略资源储备扩容、多元产能布局,均会带动相关产业链需求增长,为 STAR 资产提供长期业绩支撑。关键矿产、能源、芯片等战略稀缺品,从传统周期品转向“类永续”资产。传统周期品受供需周期波动影响,估值波动大;而战略稀缺品因供给刚性、战略必需、政策保护,需求长期稳定增长,周期属性弱化、永续属性强化,估值中枢有望持续上修。STAR 资产从阶段性主题投资升级为长期核心配置主线。过去,避险资产仅在危机期间短期走强;而在“战略冗余”时代,“安全”是长期主题,“安全溢价”是长期趋势,STAR 资产将贯穿经济周期、市场周期、地缘周期,成为投资者穿越波动、把握长期价值的核心抓手。风险提示:全球流动性宽松幅度不及预期,美国经济数据不支持大幅降息,市场交易显示美国加息概率提升;AI 产业叙事泡沫化程度加剧, AI 商业化推进节奏偏慢, AI 产业资本

开支增速不及预期；地缘政治风险加剧，军事开支增加部分地区爆发地缘政治冲突影响全球风险偏好；资金流入不及预期，外资长线资金决策偏慢难以大幅流回中国。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京)

固收金工

固收周报 20260524：弱复苏的基本面数据能带动利率下行吗？

观点 弱复苏的基本面数据能带动利率下行吗？本周（2026.5.18-2026.5.22），10年期国债活跃券 260005 收益率从上周五的 1.753% 下行 0.7bp 至本周五的 1.746%。周度复盘：周一（5.18），上午国家统计局公布 4 月经济数据，各分项均不同程度转弱，4 月工业增加值和社零当月同比较前月下行，1-4 月固定资产投资累计同比转负，债市对此定价，利率下行。午后股市下跌，带动利率进一步下行，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率下行 0.65bp。周二（5.19），早盘市场延续昨日偏强情绪，资金面仍然维持宽松。午后交易盘持续火热，利率持续下行，临近尾盘出现小幅止盈情绪，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率下行 0.75bp。周三（5.20），上午 4 月 LPR 报价公布，保持不变。临近午间，市场对于即将增发 30Y 国债发行结果略有担忧，利率上行，午后结果符合预期，利率转而下行。今日债市整体保持小幅震荡，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 0.2bp。周四（5.21），资金有所收紧，在宽松的流动性环境已经保持数月的情况下，这一边际变化成为主导债市的主要力量，令利率明显上行。午后股市跌幅扩大，债市情绪缓和，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 0.35bp。周五（5.22），资金面在税期扰动下进一步收紧，加之股市有所修复，债市偏弱震荡。尾盘央行公告 5 月 MLF 增量续作后，利率有所下行，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 0.15bp。周度思考：本周债券市场在经济数据偏弱和资金面边际收紧的博弈下，保持窄幅震荡。基本面方面，本周公布 4 月经济数据，在一季度“开门红”后，出现了较为明显的调整。2026 年 4 月规模以上工业增加值当月同比 4.1%，上月为 5.7%；1-4 月固定资产投资累计同比为 -1.6%，前值为 1.7%，其中房地产投资仍然是主要拖累，1-4 月房地产开发投资累计同比 -13.7%，前值为 -11.2%；4 月社会消费品零售总额当月同比为 0.2%，3 月为 1.7%。在上周已经公布弱势金融数据之后，市场对于 4 月投资和消费数据下滑有所预期。投资方面，尽管房地产销售端数据出现了积极信号，30 大中城市的一二三线城市商品房成交面积月度同比 2026 年 3-4 月连续回升，但投资端情绪依然谨慎。消费方面，通讯器材、汽车和家电等前期受益于补贴政策的品类零售额下滑明显，造成主要拖累，表明消费内生修复动力较弱，主要依靠补贴“脉冲式”增长。债券市场方面，尽管经济数据低于预期，但利率并未出现明显下行，当前相比弱于预期，持续强于预期的数据更值得关注。“一季度”开门红后的修复斜率并未保持，因此利率缺乏上行基础，但同时受制于银行净息差以及资金空转等问题的担忧，弱于预期的数据并不会立即带来降准降息政策的落地，利率中枢的下移也缺乏进一步的刺激。当前维持 10 年期国债收益率在 1.7-1.8% 箱体区间内震荡的判断，当上行至区间上沿时可进行配置。前期收益率曲线陡峭化后，短端利率进一步下行的空间有限，超长债也具有配置价值，我们预计 30 年期国债收益率或将下行至 2.1%，当上行至 2.25% 以上时，可择机配置。美国 2026 年 4 月成屋销售指数、5 月消费者信心指数，通胀预期以及失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（5.18-

5.22) 海外方面, 市场从“地缘冲击扩散”逐步切换至“原油风险溢价回落+货币政策重新定价”。美股延续修复, 标普 500、道指、纳指分别上涨约 0.9%、2.1%、0.5%; 美债曲线表现分化, 10 年期美债收益率周内小幅下行约 3-4bp, 2 年期收益率上行约 5bp; 现货黄金周内小幅回落约 0.7%。原油方面, 在美伊谈判消息、海湾地区斡旋表态以及 OPEC+增产预期扰动下, 近月连续合约价格明显回落, WTI 由周初约 109 美元/桶降至周五约 97 美元/桶, 布油由周初约 112 美元/桶降至周五约 104 美元/桶。我们认为, 海外市场短期仍会受到伊朗局势和霍尔木兹海峡风险扰动, 但定价逻辑需要进一步拆分: 冲突本身的延续, 主要影响避险情绪和风险偏好; 只有当海峡通行受阻、实际供应出现中断时, 才会更直接地抬升原油供需溢价。同样, 谈判释放缓和信号, 并不等同于供应风险完全解除, 后续仍需观察地缘局势是否真正传导至能源供给端。随着油价高位回落、美联储鹰派表态重新推升短端利率, 海外资产的交易主线可能从此前的地缘供给冲击, 逐步转向通胀回落斜率、利率中枢重估以及前期涨幅较大的科技板块估值消化。我们在延续上周观点的基础上, 结合增量数据, 思考如下: (1) 美国 4 月成屋销售指数同比上升, 结合最新失业金数据, 显示劳动力市场仍具韧性、房地产活动有所回暖, 经济增长动能暂未明显走弱。最新数据显示, 美国 5 月 11 日当周续请失业救济金人数维持在 178.2 万人, 略低于预期的 178.6 万。5 月 18 日当周首次申请失业救济金人数小幅下降至 20.9 万, 基本符合预期的 21 万, 劳动力市场整体仍具韧性。失业金数据表明企业裁员压力有限、就业市场尚未明显降温。4 月份成屋销售指数同比大幅上升, 达到 3.3, 远高于 3 月的 1.8。4 月份成屋销售指数环比维持在 1.4, 与过去两个月基本持平。反映在高利率环境下房地产需求并未受到明显压制。整体来看, 美国经济与内需表现强于此前市场预期, 叠加近期通胀压力回升, 进一步强化了市场对于美联储维持高利率甚至再次加息可能性的担忧。(2) 美国密歇根大学公布了 5 月份的消费者预期, 现况以及信心指数以及 1 年和 5-10 年通胀预期。美国消费者信心持续恶化而长期通胀预期明显升温, 反映经济放缓与通胀黏性并存, 美联储维持高利率甚至重新加息的压力正在上升。数据显示, 5 月份的消费者信心指数从 4 月的 49.8 大幅下降至 44.8, 且已经是连续第三个月下降, 显著低于预期的 48.2。消费者现况指数则大幅下降至 45.8, 达到近三年以来的最低点。数据反映出居民对美国经济前景、就业与通胀环境的担忧有所加剧, 消费者情绪持续走弱。5 月份 1 年通胀预期终值录得 4.8, 与 4 月份数据和预期值接近。5 月份 5-10 年通胀预期从 4 月份的 3.5 大幅上涨至 3.9, 显著高于预期的 3.4 且达到近半年以来的最高值。数据显示市场对未来通胀黏性的担忧有所增强, 也进一步加剧了市场对美联储维持高利率甚至重新加息的预期。整体来看, 美国消费者信心与现况指数持续走弱, 显示高利率与通胀压力正在逐步压制居民消费预期与经济信心; 但与此同时, 长期通胀预期明显上升, 反映市场对未来通胀黏性的担忧再度增强。在经济增长预期放缓与通胀压力回升并存的背景下, 美联储后续货币政策面临的两难局面进一步加剧, 市场对于高利率维持更长时间甚至重新加息的预期有所升温。(3) 美联储态度整体依旧偏鹰, 市场对“高利率维持更久”甚至重新加息的预期进一步升温。Christopher Waller 在 5 月 22 日讲话中表示, 当前通胀风险上升, 美联储“不应再继续释放降息信号”, 如果通胀持续高于目标, 甚至可能需要重新加息。市场对这次讲话反应明显偏鹰。利率期货显示, 交易员对“年内再次加息”的押注有所升温。截至 5 月 23 日, Fedwatch 预期短期内维持利率不变的概率较高但加息概率快速上升。6 月与 7 月

维持在 3.50% - 3.75% 区间的概率分别为 96.0% 和 81.6%；10 月有超过 50% 的概率加息，至 2026 年 12 月有 67.8% 的概率利率会上升至 3.75%-4.00% 区间甚至更高。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；经济基本面变化超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶)

固收周报 20260524：转债建议关注主线背景下中低价平衡标的

本周 (5.18-5.22) 海外方面，市场从“地缘冲击扩散”逐步切换至“原油风险溢价回落+货币政策重新定价”。美股延续修复，标普 500、道指、纳指分别上涨约 0.9%、2.1%、0.5%；美债曲线表现分化，10 年期美债收益率周内小幅下行约 3-4bp，2 年期收益率上行约 5bp；现货黄金周内小幅回落约 0.7%。原油方面，在美伊谈判消息、海湾地区斡旋表态以及 OPEC+ 增产预期扰动下，近月连续合约价格明显回落，WTI 由周初约 109 美元/桶降至周五约 97 美元/桶，布油由周初约 112 美元/桶降至周五约 104 美元/桶。国内方面，权益市场表现并未简单同构海外，整体呈现“科技主线修复一周中风险释放一周五算力链回补”的结构特征。5 月 22 日 A 股主要指数震荡上扬，上证指数、深成指、创业板指分别上涨约 0.9%、2.3%、2.8%；盘面上，PCB、元器件、CPO、光通信、超级电容、玻璃基板等算力硬件与 AI 基础设施方向表现占优，酿酒、证券、酒店餐饮相对偏弱。这一结构与国内政策叙事形成呼应：发改委 5 月发布会回应“六张网”“人工智能+”等方向，正在谋划出台加快“人工智能+”落地配套文件，并强调推动央企开放高价值应用场景。但同时，跨境证券期货基金非法经营整治强化了金融监管约束，证监会等八部门明确设置 2 年集中整治期，并引导境内投资者通过合法渠道开展境外投资，短期对部分跨境交易风险偏好或有扰动。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：润达转债、蓝帆转债、宏川转债、上银转债、大参转债、华阳转债、齐翔转 2、南航转债、万孚转债、盛虹转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20260522：绿色债券周度数据跟踪 (20260518-20260522)

观点 一级市场发行情况：本周 (20260518-20260522) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 22 只，合计发行规模约 270.29 亿元，较上周增加 140.49 亿元。发行年限为 5 年以下中短期为主；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、民营企业、部委企业；主体评级以 AAA 和 AA+ 级为主；发行人地域为北京市、广东省、上海市、云南省、天津市、安徽省、河北省和江苏省；发行债券种类为超短期融资券、短期融资券、企业 ABS、私募公司债、交易商协会 ABN、政府支持机构债、其他金融机构债和中期票据。二级市场成交情况：本周 (20260518-20260522) 绿色债券周成交额合计 617 亿元，较上周减少 79 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 282 亿元、231 亿元和 86 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 81.04%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 253 亿元、123 亿元和 25 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 203 亿元、99 亿元和 44 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20260518-20260522) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，溢价成交幅度大于折价

成交，折价成交比例大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为粤环 GK01 (-5.7380%)、25 霍煤 EB (-1.0206%)、乌轨 GCY1 (-0.4806%)，其余折价率均在-0.40%以内。主体行业以交运设备、房地产、公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA+评级为主，地域分布以广东省、江苏省、北京市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 26 蔚能电池 ABN001BC 优先 A1(绿色) (20.6895%)、25 水能 G1 (1.0105%)、25 濮阳 G1 (0.4002%)，其余溢价率均在 0.33% 以内。主体行业以金融、公用事业、房地产为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以北京市、湖北省、湖南省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

名创优品 (09896.HK): 名创优品 2026 年一季报点评: 26Q1 收入同比+29%， “腾笼换鸟” 大店战略成效显著

投资要点 业绩简评: 26Q1 业绩符合此前预告。公司实现收入 56.88 亿元 (预告 56.78-57.28 亿元)，同比+28.5%；经营利润 15.21 亿元 (预告 15.11-15.31 亿元)，同比+114%；剔除汇兑的经调整净利润 6.33 亿元 (预告 6.24-6.44 亿元)，同比+8%。经调整净利润为 5.51 亿元，同比-6%。经调整剔除项除以往的 SBC 外，主要包含对一间人工智能企业投资的公允变动收益 8.75 亿元。毛利率小幅回落，直营扩张及品牌投入推动费用率上升: 2026Q1 毛利率 43.3%，同比-0.9pct，主因高毛利的海外业务收入占比下降以及国内货盘性价比提升等。公司剔除股份支付的销售/管理费用率为 24.5%/4.7%，同比分别+1.6/-0.4pct，销售费用率提升主因直营店相关开支、推广广告费以及 IP 授权费用增长 42.0%。财务成本净额 1.04 亿元 (去年同期 0.49 亿元)，主因存款利息收入下降、租赁负债/可转债/永辉贷款利息增加。

国内 MINISO 腾笼换鸟战略成效显著: 2026Q1 国内 MINISO 收入 32.32 亿元，同比+29.6%， 同店同比实现高个位数增长。 门店数 4,593 家，本季度净增 25 家，其中合伙人门店 4,552 家、代理门店 26 家；公司持续推进 “腾笼换鸟” 战略，Q1 完成约 80 家门店调改，调改后日销提升超 50%，全年计划调改超 300 家，盈利加盟商比例达近几个季度高点；会员销售占比提升至 73%，复购贡献超 60%；自有 IP “悠悠” 上线半年销售额破 1 亿元，标志自有 IP 战略进入收获期。海外门店持续扩张: 2026Q1 海外 MINISO 收入 19.41 亿元，同比+21.9%，同店实现低个位数正增长。海外 MINISO 门店本季度净增 34 家至 3,617 家，其中直营店 745 家 (本季度净增 45 家)、第三方门店 2,872 家。美国 2.0 版门店模型显著改善，可复制性大幅增强；印尼管理层判断最难时刻已过。TOPTOY 保持强劲增长势头: 2026Q1，TOP TOY 实现营收 5.14 亿元，同比+51.4%；Q1 净增 21 家门店至 355 家 (其中海外 39 家)。

盈利预测与投资评级: 管理层全年指引: 收入保持 high-teens 增长 (2023-26 年复合不低于 22%)，全年净增门店 450-500 家；上半年指引收入同比+20%-22%，净增门店 210-230 家。 我们微调公司 2026-2028 年 Non-IFRS 归母净利润预期至 32.2/35.1/37.3 亿元 (前值 32.1/34.8/36.8 亿元)，对应同比 +11%/+9%/+6%，当前股价对应 Non-IFRS PE 为 8/7/7 倍 (截至 2026-

05-27), 维持“买入”评级。 风险提示: 消费需求不及预期; 海外门店扩张及汇兑波动风险等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

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>