

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-06-16

## 宏观策略

2023年06月16日

## 宏观点评 20230615: 刺激来了, 5月经济最后一跌?

5月经济数据持续疲软意味着二季度GDP增速可能跌破7%。根据我们的估算, 由于工业的放缓和地产投资拖累, 二季度GDP有可能环比零增长, 同比6.7%对应两年复合增速仅为3.5%。因此, 我们将2023年GDP增速预测由此前的5.6%下调至5.2%。随着复苏动能的衰减, 一些结构性的矛盾也被放大, 尤其是5月民间投资增速的转负和青年人失业率继续攀升, 这些都影响了当前市场信心的恢复。风险提示: 东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期, 对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期, 对于中国出口的拖累不足。

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

## 固收金工

## 固收点评 20230614: 星帅转2: 家电零部件优质企业

事件: 星帅转2 (127087.SZ) 于2023年6月14日开始网上申购: 总发行规模为4.63亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于年产2GW高效太阳能光伏组件建设项目和补充流动资金。我们预计星帅转2上市首日价格在113.32~126.50元之间, 我们预计中签率为0.0017%。观点: 我们预计星帅转2上市首日价格在113.32~126.50元之间, 我们预计中签率为0.0017%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到星帅转2的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在20%左右, 对应的上市价格在113.32~126.50元之间。我们预计网上中签率为0.0017%, 建议积极申购。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。

## 行业

## 光伏设备行业点评报告: 罗博特科单体GW级光伏铜电镀设备顺利出货, 电镀铜产业化进程加速

事件: 2023年6月14日据罗博特科微信公众号, 公司单体GW级光伏铜电镀设备顺利出货。2023年1月罗博特科与国电投就铜栅线异质结电池VDI电镀技术的解决方案达成战略合作, 2月双方技术团队完成第一阶段的设备可行性验证, 结果超出预期; 3月双方技术团队进行第二阶段验证; 6月罗博特科向头部客户出货了RTA-CPH-4000/24000型号太阳能电池铜电镀设备, 我们判断2月交付验证的设备为VDI方案即静态花篮, 此次出货到头部客户的设备为HDI方案即动态花篮, 有两方面特点, (1) 产能变大: 铜电镀设备单台产能从600MW到1GW提升, 减少了20%的占地面积; (2) 兼容不同技术路线: 适用于HJT, 还适用于XBC等高效电池工艺路径。投资建议: 图形化环节推荐迈为股份, 建议关注芯碁微装、苏大维格, 金属化环节推荐迈为股份(启威星)、东威科技, 建议关注罗博特科。风险提示: 研发进展不及预期, 下游扩产不及预期。

**汽车行业点评报告：乘用车终端跟踪：6月新能源渗透率有望提升**

投资建议：2023 是汽车切换之年，破旧立新，拥抱【出海+AI 智能化】两条核心主线！【汽车出海投资主线】选股：首选客车板块：天时地利人和开启技术输出大周期。【宇通客车+金龙汽车】。其次重卡板块：高性价比+一带一路驱动中国制造崛起。【中集车辆 A/H+中国重汽 H/A】其次零部件板块：紧跟特斯拉实现中国制造全球扩散。优选特斯拉墨西哥产业链标的。【爱柯迪/嵘泰股份/岱美股份】/【拓普集团/旭升集团/新泉股份】等。乘用车板块：2023 年国内价格战是主矛盾。纯出海维度看重点关注【新能源出口-比亚迪】。【AI 智能化投资主线】选股：AI 大模型新一轮技术创新对汽车智能化将形成深远影响。中国 L3 智能化法规标准如果能落地或具备里程碑意义，加速本轮 AI 创新在汽车端的应用，带动产业链新的机会。乘用车板块：智能化有先发优势且新车周期有所改善【小鹏汽车】，电动化头部优势建立且加速智能化【理想汽车/比亚迪】，智能技术储备好且下半年有望新车加速【华为合作伙伴（赛力斯/江淮汽车等）】。零部件板块：智能驾驶域控制器【德赛西威/经纬恒润】等，关注【均胜电子/光庭信息】等。风险提示：全球经济复苏低于预期；乘用车价格战超出预期。

**推荐个股及其他点评**

**三一重工（600031）：拟推出员工持股计划，彰显成长信心**

事件：公司于 2023 年 6 月 14 日发布公告，拟推出员工持股计划，设立规模不超过 5.9 亿元，覆盖董监高在内的 7313 名员工。本计划不对持有人设置业绩考核指标。盈利预测与投资评级：我们维持三一重工 2023-2025 年归母净利润预测 68/94/130 亿元，当前市值对应 PE 21/15/11。工程机械基本面有望改善，建议重点关注。风险提示：行业周期波动，竞争格局恶化，地缘政治冲突

**贵州茅台（600519）：2022 年股东大会点评：让美更融，稳健前行**

事件：近期我们参加了贵州茅台 2022 年的股东大会，会上丁雄军董事长详细阐释了茅台美的“五线”生态体系，同时，公司对针对白酒行业发展趋势、价格市场化体系、产品创新、发展目标、研发投入以及国际化思考等问题解答。盈利预测与投资评级：公司全年增长目标坚定，发展动能充足。我们维持 2023-25 年归母净利润 730.5/844.8/970.5 亿元，同比 +16%/+16%/15%，当前市值对应 PE 分别为 30/26/22X，维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期、动销复苏不及预期、食品安全问题

## 宏观策略

### 宏观点评 20230615: 刺激来了, 5月经济最后一跌?

5月经济数据持续疲软意味着二季度GDP增速可能跌破7%。根据我们的估算, 由于工业的放缓和地产投资拖累, 二季度GDP有可能环比零增长, 同比6.7%对应两年复合增速仅为3.5%。因此, 我们将2023年GDP增速预测由此前的5.6%下调至5.2%。随着复苏动能的衰减, 一些结构性的矛盾也被放大, 尤其是5月民间投资增速的转负和青年人失业率继续攀升, 这些都影响了当前市场信心的恢复。因此需要有政策端的持续和协同发力, 才能有效对冲经济下行和通缩的双重风险。好的消息是6月央行已率先降息, 并且以地产和基建为抓手的一揽子宽松措施也有望近期出台。我们认为这仅是一个开始, 因为经济的下行仍需要更多扩需求的政策形成合力, 这也是为什么我们预期未来的政策宽松有两轮, 即7月政治局会议会有进一步的政策加码。这也意味着从环比增长来看, 二季度有望成为全年经济的底部。从5月具体数据来看:

**工业生产:** 第二季度开局偏弱。由于基数的原因, 5月工业增加值同比增速放缓在市场预期之内, 0.63%的环比增速也不低(至少符合疫情前的同期平均水平), 但是考虑到4月环比增速-0.34%创下同期历史最低, 0.63%要大打折扣, 我们用4、5月环比平均增速来衡量第二季度以来工业的动能, 2023年可能是近年来第二季度动能放缓最明显的年份。从行业来看, 汽车和电气机械无论从单月同比还是两年复合同比增速来看都是名列前茅, 这与相关行业出口的稳健、以及政策的支持相对应。而计算机电子和食品制造等行业则主要是2022年保供下稳健增长带来的高基数, 加上2023年需求上的不足, 导致单月同比增速明显下滑, 凸显出当前部分行业去库存的压力仍然较大。

**制造业投资:** 拐点已至, 内生动力不足是主要问题。2021年至2022年制造业成为稳经济的重要支撑, 但2023年以来制造业投资增速持续放缓, 5月5.1%的同比增速意味着制造业的拐点已来临。从结构上来看, 大多行业存在生产动能不足、投资意愿较弱的情况, 包括此前一直是“压舱石”的电气机械行业, 其5月投资增速放缓十分明显。而且值得注意的是, 截至5月民间固定资产投资完成额累计增速由正转负, 这说明在财政政策相对不那么积极的情况下, 市场内生的投资需求依旧是偏弱的, 这是当前解决就业、收入等重要问题的重要难点。

**基建:** 增速的“加快”但结构分化的“加剧”。2023年以来基建发力明显, 5月广义基建投资同比增速录得10.3%(4月为7.9%), 基建投资势头仍保持强劲。分细项来看, 5月基建投资加速的“主力军”是电热水供应, 而交通运输和公共设施投资对基建的发力并不显著。稳定基建的增速对于稳住经济复苏的逻辑至关重要。目前地方政府新增专项债发行放量虽不如2022年, 但发行进度较历史同期仍然偏快。不过随着下半年专项债发行空间变窄, 后续政策端将如何为基建投资加“弹药”是一大关注点, 我们预计届时会有政策性开发性金融工具或者特别国债(或长期建设国债)来加以辅助。地产投资分化已至“临界值”? 竣工与开工的增速差走阔至历史高位, 投资可能难以稳定; 一是参考2015年的竣工-开工高度分化后, 货币双降+棚改+下调首付比“接踵而至”, 地产投资才企稳反弹; 二是向竣工的倾斜对投资复苏意义不大, “保交楼”推动的或更多是已售期房的完工, 今年地产开发资金中的预付款及按揭较去年略增, 其中更多可能是来源于一季度销售端的需求释放。地产销售“爬坡”动力略显不足, 内部差异也值得注意。根据30城商品房销售面积口径, 以积压



刚需为代表的三线城市地产销售面积增长在一季度“昙花一现”，而二季度后以一线城市为主的地产销售的相对稳健背后反映的可能不是经济复苏的逻辑。随着6月高基数压力到来，地产需求的提振压力有所上升。从分项数据看，5月主要地产指标未见回暖，当月地产投资同比下探至-10.5%，地产新开工依旧未见起色，同比萎缩27.4%，竣工同比增幅收窄至24.4%；销售回落趋势明显，同比转负；房企到位资金不稳。消费方面，线下消费受节日因素影响持续活跃，通讯、娱乐及燃油消费复合增速居前；4月的噪音消退后，汽车两年复合增速提升了。不过地产链消费继续拖累，建筑装潢增速与竣工相比并不理想。往后看，消费的“潜力”存在一定的不确定性。从整体上看，与疫情放开后的发达经济体相比，我国居民消费占经济比重偏低、居民信心和消费倾向不足；从重要组成部分看，以汽车为主促消费政策已有部分落地，但其中大宗消费下乡需关注财政后续支持情况，新能源购置税减免延期对于短期稳需求的影响存在不确定性，有可能带来观望效应。下半年汽车消费好于2022年的难度不小，保守估计若按照2019-2021年同期（6至12月）汽车销售的均值计算，则汽车端可能会拖累全年社零增速0.8个百分点。降息和金融数据之后，市场对于5月偏弱的经济数据已有较为充分的心理准备。我们预计1至2月内，以基建和地产为抓手的稳增长的一揽子政策会陆续出台，根据以往的经验，经济在之后往往会出现脉冲式的反弹，因此第二季度会是今年经济同比的高点和环比的低点。风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收点评 20230614：星帅转2：家电零部件优质企业

**事件** 星帅转2（127087.SZ）于2023年6月14日开始网上申购：总发行规模为4.63亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产2GW高效太阳能光伏组件建设项目和补充流动资金。当前债底估值为73.7元，YTM为3.26%。星帅转2存续期为6年，上海新世纪资信评估投资服务有限公司资信评级为A+/A+，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.75%（2023-06-12）计算，纯债价值为73.70元，纯债对应的YTM为3.26%，债底保护一般。当前转换平价为99.85元，平价溢价率为0.15%。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2023年12月20日至2029年06月13日。初始转股价13.35元/股，正股星帅尔6月12日的收盘价为13.33元，对应的转换平价为99.85元，平价溢价率为0.15%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为10.16%。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13.35元计算，转债发行4.63亿元对总股本稀释率为10.16%，对流通盘的稀释率为13.77%，对股本有一定的摊薄压力。**观点** 我们预计星帅转2上市首日价格在113.32~126.50元之间，我们预计中签率为0.0017%。综合可比标的以及实证结果，考虑到星帅转2的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在

113.32~126.50 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%，建议积极申购。星帅尔公司是国内电动机热保护器、起动机行业的著名企业之一，是国内冰箱与冷柜压缩机热保护器、起动机和密封接线柱的骨干生产企业。公司的主要产品为各种类型的热保护器、起动机和密封接线柱，主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冰饮水机等领域的制冷压缩机以及洗衣机烘干机上。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 47.74%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“W 型”波动，2018-2022 年复合增速为 47.74%。2022 年，公司实现营业收入 19.49 亿元，同比增加 42.43%。与此同时，归母净利润不断浮动，2020、2022 年均出现负增长，2018-2022 年复合增速为 5.70%。2022 年实现归母净利润 1.19 亿元，同比减少 17.21%。公司的主要营收构成变动较大，近两年光伏组件取代家电零部件贡献主要营收。公司于 2021 年收购了富乐新能源，主营业务中新增光伏组件产品，2021、2022 年度，公司光伏组件销售及代工收入占主营业务收入的比例分别为 19.47%和 58.48%。公司销售净利率与毛利率整体下降；销售费用率趋稳、财务费用率波动、管理费用率下降。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 24.71%、27.34%、11.90%、11.07%和 6.33%，销售毛利率分别为 39.68%、31.21%、26.15%、21.53%和 14.94%。。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

### 光伏设备行业点评报告：罗博特科单体 GW 级光伏铜电镀设备顺利出货，电镀铜产业化进程加速

事件：2023 年 6 月 14 日据罗博特科微信公众号，公司单体 GW 级光伏铜电镀设备顺利出货。投资要点 电镀铜设备持续优化，产能由 600MW 提升至 1GW。2023 年 1 月罗博特科与国电投就铜栅线异质结电池 VDI 电镀技术的解决方案达成战略合作，2 月双方技术团队完成第一阶段的设备可行性验证，结果超出预期；3 月双方技术团队进行第二阶段验证；6 月罗博特科向头部客户出货了 RTA-CPH-4000/24000 型号太阳能电池铜电镀设备，我们判断 2 月交付验证的设备为 VDI 方案即静态花篮，此次出货到头部客户的设备为 HDI 方案即动态花篮，有两方面特点，(1) 产能变大：铜电镀设备单台产能从 600MW 到 1GW 提升，减少了 20%的占地面积；(2) 兼容不同技术路线：适用于 HJT，还适用于 XBC 等高效电池工艺路径。电镀铜产业化进程加速，助力 HJT 降本增效。电镀铜能够节约 HJT 银耗、提升 0.3-0.5%效率，关键在于提升效率而非降本，未来 HJT+铜电镀组件效率才有可能达到 740W，我们预计电镀铜设备 2023-2024 年以中试线验证测试为主，2025 年有望实现设备定型和稳定量产。目前图形化设备商芯碁微装、苏大维格均在积极验证中；金属化设备商罗博特科、东威科技均与国电投达成战略合作；整线设备商迈为股份有望 Q3 交付华晟中试线。电镀铜的产业化是抑制银浆价格上涨的重要手段。随着光伏装机量提升、银浆耗量增加可能带来银价上涨，存在银包铜成本增加的可能性，电镀铜能够与银包铜路线形成竞争，抑制银价上涨。根据测算银价上涨 43%、银浆含税价格 9295 元/KG 时，30%银包铜的材料+设备折旧成本为 0.051 元/W，电镀铜工艺量产成本约 0.051 元/W，此时电镀铜量产成本与银包铜打平，当银价上涨超过 43%时电镀铜成本低于银包铜。投资建议：图形化环节推荐迈为股份，建议

关注芯碁微装、苏大维格，金属化环节推荐迈为股份（启威星）、东威科技，建议关注罗博特科。 风险提示：研发进展不及预期，下游扩产不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭  
研究助理：李文意）

### 汽车行业点评报告：乘用车终端跟踪：6月新能源渗透率有望提升

**投资要点** 订单方面：部分重磅新车进入上市交付期有望提振销量表现。根据多家终端门店调研反馈，油车方面国六 b 非 RDE 车型延期政策缓解行业去库压力，同时持续改善消费者观望情绪，购车节奏逐步恢复正常；新能源车方面部分新车型上市提升终端关注度。但 5 月在假期/车展等因素共同催化下终端表现较佳，6 月存在少部分订单提前转化现象，影响样本门店订单表现。展望后续部分重磅新车进入上市交付期有望提振订单表现。 终端折扣方面：6 月折扣调整方向分化，无一致性趋势。1) 新能源车：6 月蔚来通过权益分离方式调低全系车型指导价 3 万元；其余品牌车型指导价仍保持稳定，终端层面部分品牌通过加折扣去库老款车型或以礼包等方式温和小幅放折扣。2) 油车：6 月油车整体价格环比企稳。5 月厂家提车任务未有明显增长，同时观望客户转化&五一期间销售基础较好使得终端销售表现较好，多数油车门店回收折扣。6 月上旬部分门店维持 5 月折扣水平，但也有部分门店由于季度末加库压力较大选择小幅放大折扣提升周转表现。展望后续价格：7/8 月为汽车消费淡季，样本门店普遍预期折扣回收平衡盈利。 重点新车方面：已上市新车整体表现符合预期，未上市新车终端关注度较高。未上市新车中深蓝 S7/小鹏 G6 等车型前期反馈依然较佳，进店咨询意向较高。重点新车有望贡献重要销量增量，共同推动增换购需求提升，提升渗透率水平。 渠道方面：新能源门店扩张速度加快。1) 新能源车：部分品牌新能源门店布局持续加速，后续除门店扩张速度外仍需关注门店培训/经营效率情况。2) 油车：经销商经营信心核心跟踪指标为库存水平&单车盈利情况，根据 6 月多家终端门店调研反馈，部分品牌油车经销商盈利能力较差，持续亏损下部分门店存在退网预期，但售后盈利仍是持续经营的重要支撑，同时退网会造成一次性大额损失，目前仍处持续博弈阶段。 投资建议：2023 是汽车切换之年，破旧立新，拥抱【出海+AI 智能化】两条核心主线!【汽车出海投资主线】选股：首选客车板块：天时地利人和开启技术输出大周期。【宇通客车+金龙汽车】。其次重卡板块：高性价比+一带一路驱动中国制造崛起。【中集车辆 A/H+中国重汽 H/A】其次零部件板块：紧跟特斯拉实现中国制造全球扩散。优选特斯拉墨西哥产业链标的。【爱柯迪/嵘泰股份/岱美股份】/【拓普集团/旭升集团/新泉股份】等。乘用车板块：2023 年国内价格战是主矛盾。纯出海维度看重点关注【新能源出口-比亚迪】。【AI 智能化投资主线】选股：AI 大模型新一轮技术创新对汽车智能化将形成深远影响。中国 L3 智能化法规标准如果能落地或具备里程碑意义，加速本轮 AI 创新在汽车端的应用，带动产业链新的机会。乘用车板块：智能化有先发优势且新车周期有所改善【小鹏汽车】，电动化头部优势建立且加速智能化【理想汽车/比亚迪】，智能技术储备好且下半年有望新车加速【华为合作伙伴（赛力斯/江淮汽车等）】。零部件板块：智能驾驶域控制器【德赛西威/经纬恒润】等，关注【均胜电子/光庭信息】等。 风险提示：全球经济复苏低于预期；乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰 研究助理：孟璐）



## 推荐个股及其他点评

### 三一重工（600031）：拟推出员工持股计划，彰显成长信心

事件：公司于2023年6月14日发布公告，拟推出员工持股计划，设立规模不超过5.9亿元，覆盖董监高在内的7313名员工。本计划不对持有人设置业绩考核指标。投资要点 拟实施规模不超过5.9亿元员工持股计划，覆盖27%员工 2023年6月14日公司发布公告，拟实施设立规模不超过5.9亿元的员工持股计划，股票来源于前期回购股份，合计不超过公司当前总股本1%。计划覆盖董监高在内，不超过7313名的核心员工，占当前员工总数27%。其中董监高授予比例4%，其余核心员工授予比例96%，激励覆盖面广，员工利益与公司成长深度绑定。 钢材价格触底，二季度有望开启业绩启航 2023年5月挖机行业销量同比下降19%，降幅收窄，随行业基数下行，预计全年工程机械销量前低后高，企业收入同环比有望持续改善。公司出口增速优于行业，原材料钢材价格触底，利润率逐步修复，二季度有望开启业绩启航。 “一带一路”催化不断，关注工程机械板块机会 2022年工程机械主要企业出口收入占比达30%-50%，其中“一带一路”占比达70%以上，为主要市场。2023年为一带一路倡议十周年，包括但不限于东盟峰会、金砖国家领导人峰会、一带一路高峰论坛等高规格会议会在今年相继举办。2023年1-4月，我国对一带一路相关的65个国家非金融类直接投资75亿美元，同比增长9%，行业分布以能源、交通等基建类项目为主，占比60%以上。工程机械为一带一路核心板块之一，关注一带一路催化下工程机械行情机会。 盈利预测与投资评级：我们维持三一重工2023-2025年归母净利润预测68/94/130亿元，当前市值对应PE21/15/11。工程机械基本面有望改善，建议重点关注。 风险提示：行业周期波动，竞争格局恶化，地缘政治冲突

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

### 贵州茅台（600519）：2022年股东大会点评：让美更融，稳健前行

投资要点 事件：近期我们参加了贵州茅台2022年的股东大会，会上丁雄军董事长详细阐释了茅台美的“五线”生态体系，同时，公司对针对白酒行业发展趋势、价格市场化体系、产品创新、发展目标、研发投入以及国际化思考等问题解答，总结反馈如下： 全方位构建五线生态体系，高质量发展战略再升级。本次股东大会定董事长将五线发展道路进一步升级至五线生态体系，将“美学”作为企业哲学、生态作为公司发展逻辑。其中蓝线聚焦“增长”，打造美的产业生态、产品生态和渠道生态，坚持产业链横纵延伸、产品端建立完整产品带和价格带、调控收藏老酒量价，渠道端推动各渠道相互协同；绿线聚焦“绿色”，打造美的质量生态和自然生态；白线聚焦聚焦“动力”，通过科技、数字化、改革和开放形成推动可持续发展动力体系，现；紫线聚焦“文化”，打造美的文化生态和共同体生态；红线聚焦“安全”，打造包括安全生产体系、环境治理体系、风险防控体系在内的美的安全生态。公司将“五线”通过美学串联，通过全方位生态体系的构建，有望推动更稳定、可持续、长久发展。 坦诚对话，释放积极信号。 1) 行业发展：白酒产业是长周期、可持续发展产业，公司已成功布局200元到20万之间的价格带，消费者画像愈加精准。2) 产品提价：茅台酒本质属性是商品属性，飞天价格是由市场、供需关系等多方面因素决定，要科学看待，公司相信市场化和法治化，希望通过不同的策略，最终实现回到公司的价值创造和股东的价值创造上来。3) 经销

商扩容：茅台酒、酱香系列酒渠道生态正在逐步走向多样化，全方位布局专卖店、传统商超卖场、新零售、电商等渠道，同时以整个直营体系和团购业务布局 C 端，自主形成 B 端、C 端互相协同、共同服务于消费者的业态，寻找最佳平衡点。截止 6 月 12 日，i 茅台用户突破 4100 万人，交易额达到 270 亿元；巽风用户数为 370 万、日活 50 万人，达成 21 亿元营收。4) 国际化规划清晰：23 年是国际化战略布局年，23 年开始将探索、布局新渠道和产品，25 年力争形成茅台特色国际化路径，工具箱包括管理、人才、金融等多种工具，管理团队咬定迈向世界一流的目标，做好国际化路径。 盈利预测与投资评级：公司全年增长目标坚定，发展动能充足。我们维持 2023-25 年归母净利润 730.5/844.8/970.5 亿元，同比+16%/+16%/15%，当前市值对应 PE 分别为 30/26/22X，维持“买入”评级。 风险提示：经济复苏不及预期、动销复苏不及预期、食品安全问题

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)



## 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)),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>