

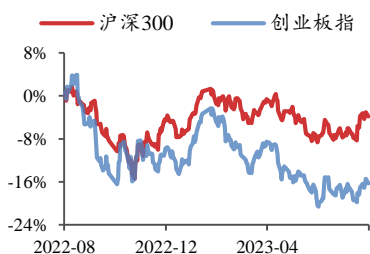
2023年08月08日

## 开源晨会 0808

### 市场快报

——晨会纪要

#### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	1.856
农林牧渔	0.784
公用事业	0.364
计算机	0.275
有色金属	0.167

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
房地产	-3.400
医药生物	-2.841
美容护理	-1.672
建筑材料	-1.517
通信	-1.436

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

### 观点精粹

#### 行业公司

**【银行】规模收缩，低波资产更受青睐——2023H1 理财半年报解读-20230807**

**【传媒】继续聚焦新游戏上线和传媒顺周期方向——行业周报-20230806**

**【钢铁有色】2023H2 钢材供需结构有望改善，成本下行将驱动优势钢企利润修复——行业周报-20230806**

**【机械：长盛轴承(300718.SZ)】国内滑动轴承领头羊，应用拓展构筑第二成长曲线——公司首次覆盖报告-20230807**

**【社服：康冠科技(001308.SZ)】2023H1 业绩短期承压，期待 Q4 及 2024 表现——公司信息更新报告-20230807**

**【地产建筑：越秀地产(00123.HK)】投资方式多元化，完成年度销售目标近七成——公司信息更新报告-20230807**

**【农林牧渔：中宠股份(002891.SZ)】国内外盈利能力迎来修复，自有品牌稳健发展——公司信息更新报告-20230807**

**【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】直营占比持续提升，成长空间清晰从容——公司信息更新报告-20230806**

## 研报摘要

### 行业公司

#### 【银行】规模收缩，低波资产更受青睐——2023H1 理财半年报解读-20230807

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（联系人）证书编号：S0790123060009

资金端：供给持续发力，需求仍待修复

规模收缩：单只产品的存续和新发规模双双下降。理财规模边际下降至 25.34 万亿元，其中理财公司市占率略有上升。一方面目前市场参与者主要是存量机构，另一方面受到赎回潮影响，投资者仍较为偏好流动性较高的存款类、现金管理类产品，理财公司的产品优势仍待进一步体现。如何看待理财市场“元气”尚未恢复？我们拆解发现，在存续和新发产品数量并未减少的背景下，单只产品存续、新发规模均有明显下降，印证了供给端依旧加码发力、但需求端仍较为乏力的现象。6 月新发产品平均期限仅 346 天，同比下降约 100 天，或与增配较多现金和存款类资产有关。下半年随着存款考核边际放松、赎回潮影响边际减弱，再加上经济持续复苏，居民信心有望修复，理财市场规模预计筑底回升。

改善信号：私募产品规模持平，机构投资者占比上升。(1) 私募产品规模并未出现明显收缩，理财公司有望发挥专业化优势。由于私募产品的投资门槛较高，主要面对特定客户发行，对净值波动的敏感性较低，这部分资金与存款的替代关系相对较小，并未受到明显冲击。理财公司不断加码投研能力建设，借力母行的客群基础，其私募产品有望成为泛资管竞争中的差异化优势之一。(2) 机构投资者占比首次超 1%。我们认为随着理财市场的逐渐成熟，实体企业、资管机构配置对公理财产品的需求将日益上升，倒逼理财公司构建更为完善的产品谱系，并与母行联动，共筑财富管理新的版图。

资产端：净值化稳妥推进，资产配置凸显低波稳健

净值化转型如期推进，收益率边际回暖。由于理财公司成立之初便“洁净起步”（净值化率始终为 100%），尚存续的 1 万亿元非净值型产品均为银行机构所有，非净值型产品主要有早年间发行的现金管理类产品、私行专属的预期收益型产品等。若按此速度净值化转型，预计到 2025 年可基本实现全面净值化。收益率来看，上半年供给端不断调整策略，如发行混合估值法产品、抓住债市入场机会等，理财产品平均收益率为 3.39%，较 2022 年全年（2.09%）明显上升，略低于 2022 年同期。

资产配置：凸显低波稳健，获取绝对收益

(1) 增配现金和存款类资产较多。产品类型：固收类产品占比进一步提升；底层资产：截至 2023Q2 末，现金及存款类资产占比大幅上升至 24%，主要由于理财投资风格更追求绝对收益而非相对收益，其高流动性和高安全性为主要优势，也与居民端存款高增的趋势吻合。

(2) 减配信用债和利率债，非标平稳。流动性相对较好的利率债减配幅度大于信用债，信用债作为理财产品增厚收益的利器，规模和占比短期下降幅度有限。非标资产占比相对平稳，或得益于其收益较高、与债市关联度较小等特点。

风险提示：经济下行压力加大；理财监管政策趋严；市场改革进度不及预期等。

#### 【传媒】继续聚焦新游戏上线和传媒顺周期方向——行业周报-20230806

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

继续聚焦新游戏上线，加码配置游戏板块

近期已获版号的上市公司核心储备游戏陆续上线，包括 8 月 2 日开启公测的由恺英网络和贪玩游戏共同推出

的 IP 手游《全民江湖》(七麦数据显示 iOS 游戏免费榜排名 2-14, 畅销榜排名 74-87) 以及 8 月 3 日不删档上线的创梦天地自研二次元战术竞技射击类 PC 游戏《卡拉比丘》, 另外由星辉娱乐自研、腾讯独家代理的三国题材 SLG 手游《战地无疆》也宣布定档 8 月 24 日上线。我们认为, 上市公司储备的核心新游戏陆续上线, 一方面或给相关公司带来业绩增量, 另一方面也将驱动游戏行业收入增速继续回升, 叠加游戏版号的稳定持续发放, 提振行业发展信心, 在近期游戏板块调整较多之后, 或对估值带来提振。另外, AIGC 技术和大模型在游戏美术、创意、玩法设计等环节的应用仍在持续落地, 一方面或降本提效, 另一方面或衍生全新玩法并打开增量市场。我们建议继续加大对游戏板块的配置力度, 重点推荐姚记科技、心动公司、创梦天地、盛天网络、吉比特、网易-S、腾讯控股、完美世界, 受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、掌趣科技、顺网科技、三七互娱、宝通科技等。

传媒顺周期优选电影、直播电商、户外媒体板块

根据猫眼专业版数据, 截至 8 月 5 日, 2023 年暑期档已实现电影票房 141.64 亿元, 较 2018、2019 年同期分别多出 21% 和 18%, 8 月 4 日上映的《巨齿鲨 2》(猫眼预测最终票房 9.84 亿元)、8 月 11 日将公映的《孤注一掷》(点映及预售总票房已超过 3.3 亿元) 及仍处于上映黄金期的《封神第一部》(7 月 20 日上映, 累计票房超过 16.3 亿, 猫眼预测最终票房 24.24 亿元)、《热烈》(7 月 28 日上映, 累计票房超过 7 亿, 猫眼预测票房 12.12 亿元)、8 月 18 日将上映的《暗杀风暴》《学爸》(猫眼想看人数分别为 35 万+、20 万+), 或继续驱动暑期档票房高增长。我们假设 8 月 7-31 日能维持 7 月以来工作日日均 2.08 亿、周末日均 4.39 亿元票房的水平, 那么 2023 年暑期档最终票房或达 211.89 亿元, 较 2018、2019 年暑期档分别增长 22% 和 19%。我们认为暑期档票房大增或助力国产电影质量提升及更多优质电影定档后续重要档期, 并拉动影院映前广告需求, 给影投、院线、出品、发行及映前广告代理公司带来较大业绩弹性。直播电商方面, 快手于 7 月 31 日公告“2023 年上半年预期录得净利润不低于 5.6 亿元, 较上年同期的亏损 94.3 亿元实现扭亏为盈”, 显示出降本措施和组织架构优化落地后的积极成效, 以及直播电商行业增长随消费复苏有所恢复; 户外媒体方面, 梯媒刊挂率及广告收入或随消费复苏及重要购物节临近而回升, 高铁媒体广告收入或随出行人次的恢复和消费复苏而持续修复, 兆讯传媒微信公众号显示近期其重庆、成都户外裸眼 3D 大屏陆续投入运营, 或带来业绩增量。我们建议继续关注与消费复苏强相关的传媒顺周期方向, 布局电影、直播电商、户外媒体板块; 电影板块受益标的包括猫眼娱乐、万达电影、中国电影、幸福蓝海、北京文化、百纳千成、光线传媒、横店影视等; 直播电商板块重点推荐东方甄选、快手-W; 户外媒体重点推荐兆讯传媒, 受益标的包括分众传媒等。

风险提示: 新电影上映延期或票房低于预期, AIGC 应用进展不及预期。

## 【钢铁有色】2023H2 钢材供需结构有望改善, 成本下行将驱动优势钢企利润修复——行业周报-20230806

李怡然(分析师) 证书编号: S0790523050002

本周(2023.7.31-2023.8.4, 下同)观点: 2023H2 钢材供需结构有望改善, 成本下行将驱动钢企利润修复

供给端, 粗钢平控政策落地预期逐渐增强+钢企并购重组, 供给侧结构性改革力度加大, 对粗钢产量形成有效控制。如落实“平控”政策, 预计 2023 年 8-12 月全国粗钢产量需要压减量约为 1964.7 万吨, 同比减少 4.88%, 日均粗钢产量将由目前 300 万吨左右降至 260 万吨。

需求端, 地产利好政策频出叠加供给侧结构性改革, 或将出现钢材实质性需求增量+结构性需求增量, 钢材需求或将底部修复。我们预计随着城中村改造政策的落实, 商品房销售额将逐步回升, 从而带动房屋新开工面积回升, 用钢需求前景好转。

成本端, 欧美持续加息下, 全球经济面临下行风险, 预期铁矿石或面临需求不足, 贸易商议价能力变弱, 铁矿石价格将承压下行, 进而带动钢材成本端回落。

我们预计在需求向好的情况下, 随着粗钢“平控”政策落地和铁矿石价格逐步回落, 有望驱动优势钢企修复利润。建议关注地产政策转向带来的板块预期重建带来的投资机会。受益标的: (1) 普钢: 宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份、南钢股份; (2) 特钢: 甬金股份、中信特钢、方大特钢、广大特材; (3) 管材: 友发集团、新兴铸管。

周跟踪：本周钢价下跌，社会库存上升

钢价：Mysteel 钢材现货指数环比下跌 1.19%，其中长材下跌 1.30%，板材下跌 1.06%；上海 20mm 螺纹钢 3720 元/吨，环比下跌 1.85%；上海 6.5mm 线材 4,120 元/吨，环比下跌 1.67%。

原料：Mysteel 矿石现货指数环比下跌 2.72%，其中进口矿环比下跌 4.52%，国产矿环比上涨 0.28%。唐山二级冶金焦到厂含税价 2110 元/吨，环比上涨 4.98%。上海废钢(6-8mm)不含税市场价 2,540 元/吨，环比下跌 0.78%。

供给：Mysteel 调查的 247 家钢铁企业高炉开工率环比上涨 1.49%，同比上涨 14.66%；钢材周度总产量环比下跌 0.68%，同比上涨 2.79%；螺纹钢周度产量 269.78 万吨，环比下跌 1.58%，线材周度产量 111.34 万吨，环比下跌 1.08%，热轧周度产量 222.41 万吨，环比下跌 0.72%。

需求：全国建筑钢材成交量滚动 15 天均值环比下跌 10.81%，同比下跌 21.55%；扣除库存和进出口的表观消费量环比下跌 6.39%，同比下跌 15.41%

库存：钢材社会库存 1196.30 万吨，环比上升 2.15%，其中长材上升 2.62%，板材上升 1.54%；螺纹钢社会库存 597.58 万吨，环比上升 3.35%，线材社会库存 86.24 万吨，环比下跌 2.20%，热轧社会库存 286.73 万吨，环比上升 1.47%。

风险提示：政策调控不及预期，需求修复不及预期、宏观经济波动等。

**【机械：长盛轴承(300718.SZ)】国内滑动轴承领头羊，应用拓展构筑第二成长曲线——公司首次覆盖报告-20230807**

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004

滑动轴承头部企业，发展空间较大，未来业绩具备弹性

公司是国内滑动轴承头部企业，技术实力雄厚。公司在下游工程机械市场经营稳健，有望通过国产替代逐步提高汽车市占率。新能源汽车、机器人与风电市场有望为公司带来增量空间。我们预测公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.50/3.18/3.96 亿元，EPS 为 0.84/1.07/1.32 元/股，当前股价对应 PE 为 23.3/18.3/14.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

滑动轴承下游市场景气度有望回升，国产化给予公司市占率提升机会

工程机械业务：国外市场率先恢复，卡特彼勒与小松营收已从 2020 年年中增长至今，截至 2023 年 5 月地方政府专项债年内发行累计达 2.34 万亿元，达到全年计划的 61.59%，国内工程机械市场有望在政策支持下逐渐恢复。汽车业务：公司汽车轴承产品成熟，与特斯拉合作紧密。2021 年全球汽车自润滑轴承市场规模达 163.3 亿元，公司市占率仅 2.23%，具有较大成长空间。机器人业务：公司有望为特斯拉机器人关节供应滑动轴承，我们预计 2030 年市场空间达 85.4 亿元。

滚珠丝杠与滚柱丝杠技术储备有望开启公司第二成长曲线

公司参股子公司滁州华纳滚珠丝杠年产量达 50 万套，产值约 1.5 亿元，并通过募投项目进一步扩充产能。公司拥有行星滚柱丝杠相关技术储备，其用于机器人线性关节，技术壁垒较高。我们预计 2030 年机器人滚珠丝杠与行星滚柱丝杠市场空间将达到 165.2 亿元，公司为潜在受益方。

风电“以滑替滚”趋势明确，公司积极布局迎接增量市场

风电大型化趋势与降低成本需求推动“以滑替滚”，目前滑动轴承替代风力发电电机齿轮箱轴承确定性渐强，2025 年有望为公司带来 36.9 亿元增量市场。公司已通过募投项目布局年产 1.3 万套风力发电自润滑轴承项目，预计 2023 年即可获取批量订单并对业绩做出贡献。

风险提示：(1) 工程机械需求修复不及预期；(2) 汽车产销不及预期；(3) 原材料价格上涨；(4) 募投项目



建设进度不及预期。

## 【社服:康冠科技(001308.SZ)】2023H1 业绩短期承压,期待 Q4 及 2024 表现——公司信息更新报告-20230807

初敏(分析师)证书编号: S0790522080008

原材料处于历史低位+上行周期提价节奏略滞后, 营收净利润均有所下滑

公司公告 2023H1 实现营收 49.72 亿元/yoy-13.3%, 归母净利 5.44 亿元/yoy-21%, 扣非归母净利 5.31 亿元/yoy-11.6%。2023Q2 营收 28.05 亿元/yoy-6.8%, 归母净利 2.91 亿元/yoy-36.8%, 扣非归母净利 3.11 亿元/yoy-22.4%。营收净利润下滑系原材料液晶面板价格低于 2022 年同期, 但处于上行周期, 而公司产品价格传导滞后, 售价低于 2022 年同期, 且核心品类智能交互平板阶段性需求承压。我们下调盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利 13.5/17/21.1 (前值为 16.3/21/26.8) 亿元, yoy-10.9%/+26.1%/+23.6%, 对应 EPS 为 1.99/2.5/3.1 元, 当前股价对应 PE14.1/11.2/9.0 倍, 海外需求前景仍广阔, 业绩修复可期, 维持“买入”评级。

智能交互平板海外需求短期收缩, 专业和创新类产品快速放量

(1) 智能电视: 2023H1 智能电视营收 24.95 亿元/yoy+0.13%, 占比 50.18%, 毛利率 15.68%/yoy-0.21pct, 出货量 yoy+14.41%。(2) 交互显示: 2023H1 交互显示产品营收 20.29 亿元/yoy-19.89%, 占比 40.81%, 毛利率 24.21%/yoy-1.12pct。交互显示类总出货量 yoy+44.34%, 其中交互平板出货量 yoy-32.33%, 专业显示类出货量 yoy+117.37%, 创新显示类出货量 yoy+127.12%。交互平板出货量下降系 2022H1 高基数及欧美市场受俄乌冲突、通货膨胀影响需求暂时收缩, 但海外教育信息化政策下此项支出为专项支出, 需求前景仍广阔。2023 年上半年, 公司智能交互平板出货量全球排名第一。智能电视在出货量全球排名第五。分区域: 2023H1 境内外营收 8.34/41.38 亿元, yoy-8.99%/-14.15%, 占比 16.8%/83.2%。

盈利能力整体稳定, 加大研发投入助力产品矩阵拓宽和规模扩容

2023H1 毛利率 18.7%/yoy-0.89pct, 净利率 10.97%/yoy-1.07pct, 2023Q2 毛利率 18.4%/yoy-2.07pct, 净利率 10.41%/yoy-4.97pct。费用端: 2023H1 销售/管理/研发/财务费用为 1.22/1.48/2.76/-0.78 亿元, yoy+6.3%/+21.3%/+9.8%/-0.5%, 对应费用率为 2.5%/3%/5.6%/-1.6%, yoy+0.45pct/+0.85pct/+1.17pct/-0.2pct。公司加大研发费用投放, 开发出更多创新产品, 如直播机、VR 眼镜、投影仪等。

风险提示: 原材料价格大幅上行, 汇率波动风险, 创新品类拓展不及预期。

## 【地产建筑:越秀地产(00123.HK)】投资方式多元化, 完成年度销售目标近七成——公司信息更新报告-20230807

齐东(分析师)证书编号: S0790522010002

投资方式多元化, 完成年度销售目标近七成

越秀地产发布 1-7 月经营数据。公司销售数据保持高增, 完成年度销售目标近七成, 投资拿地多元化方式且聚焦高能级城市。6 月以来销售市场回暖不及预期, 我们略微下调盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 43.1、51.5、59.6 亿元(原值为 43.6、52.7、62.3 亿元), 对应 EPS 分别为 1.07、1.28、1.48 元, 当前股价对应 PE 估值分别为 9.0、7.5、6.5 倍, 我们认为伴随在市场企稳及行业竞争格局优化, 公司凭借丰富的可售资源、稳健的经营和良好的信用优势, 业绩有望持续释放, 维持“买入”评级。

销售金额保持高增长, 完成年度销售目标近 7 成

公司 7 月实现销售金额 84.73 亿元, 同比增长 42.4%; 实现销售面积 21.02 万方, 同比下降 2.4%。公司 1-7 月累计实现销售金额 921.01 亿元, 同比增长 67.9%; 累计实现销售面积 268.46 万方, 同比增长 34.7%。公司累计销售金额已完成年度销售目标 1320 亿元的近 70%, 有望提前完成销售业绩。

拿地倾向高能级城市，7月获取5宗地块

公司7月在二线城市获取5宗地块，拿地金额41.8亿元，其中在郑州金水区通过勾地获取2宗共54.5万方的土地，展现了公司较强的多元化拓储能力。公司1-7月共获取土地14宗，拿地总建面255.3万方，对应土地款213.1亿元，拿地金额权益比达81.6%，一二线城市拿地金额占比分别为69.3%和30.7%，投资聚焦高能级城市，土储结构优质。

融资渠道畅通，供股融资增强资金实力

公司1-7月公开市场发债达66.6亿元，三笔公司债票面利率均不超过3.63%，融资成本优势显著。公司于6月2日公告供股结果，已接获合共约10.66亿股供股股份，相当于供股项下可供认购的合共约9.29亿股供股股份的约1.15倍，供股所得款项净额估计约为82.99亿港元。我们认为本次供股融资将有效增强公司资金实力，在下半年把握投资机会，充分获取优质土储。

风险提示：政策调控风险、销售回款不及预期、TOD项目开发进程不及预期。

**【农林牧渔：中宠股份(002891.SZ)】国内外盈利能力迎来修复，自有品牌稳健发展——公司信息更新报告-20230807**

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

国内外盈利能力迎来修复，自有品牌稳健发展，维持“买入”评级

公司2023年上半年实现营收17.15亿元（+7.89%），归母净利润0.96亿元（+40.71%）；销售/管理/研发/财务费用占比分别同比变动+1.13%/+0.69%/-0.07%/+0.91%。得益于美元升值，财务费用中汇兑收益分项贡献775万元。单Q2公司实现营收10.09亿元（+26.68%），归母净利润0.81亿元（+79.11%），主要系出口订单恢复及美元汇率升值。基于海外订单逐渐回暖，我们上调2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为1.88（1.79）/2.87（2.60）/3.40（3.30）亿元，EPS分别为0.64/0.98/1.16元，当前股价对应PE分别为40.1/26.2/22.1倍。公司国内外盈利能力迎来同步修复，利润增速稳健，维持“买入”评级。

境外业务成本显著下降，盈利能力迎来修复

2023H1公司境外收入同比增长1.01%至11.5亿元，毛利率为22.30%，同比提升+6.98pct。基于美国鸡肉成本逐渐回落及美元汇率升值，公司境外业务毛利率得到显著修复。海外重要子公司方面，北美American Jerky（持股比例59.5%）/HAO's Holdings（全资控股）/Canadian Jerky（持股94.97%）分别实现净利润6947（+206%）/2711（+53%）/617（+1088%），新西兰NPTC（全资控股）/PFNZ（持股70%）分别实现净利润74万元/871万元（+3915%），同比实现显著改善。

主粮收入延续高增，国内品牌体系日趋完善支撑内销增长

报告期内公司零食/罐头/主粮分别实现收入10.9/3.1/2.3亿元，yoy-1.51%/+20.57%/+58.60%，毛利率分别为23.38%/32.94%/27.66%，yoy+5.87/+7.96/+2.65pct，主粮收入高增，罐头毛利率改善。公司聚焦主粮、聚焦国内战略明晰，Wanpy/ZEAL/领先三大品牌支撑国内收入稳健提升，内销同比增长30.17%至5.0亿元，其中领先子公司（持股90%）大幅减亏至-331万元（2022H1亏损530万元），实现收入5403万元（+139%）。开年以来签约分众传媒等营销动作均瞄准Wanpy品牌及主粮鲜系列产品宣传，品牌知名度及用户心智进一步提升成长。

风险提示：原材料（鸡胸肉）价格波动，产能扩张不及预期等。

**【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】直营占比持续提升，成长空间清晰从容——公司信息更新报告-20230806**

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002 | 张恒玮（联系人）证书编号：S0790122020008

产品动销韧性十足，全年目标增长确定性强，维持“买入”评级

2023H1 营业总收入 709.9 亿元，同比+19.4%；归母净利润 359.8 亿元同比+20.8%。Q2 营业总收入 316.1 亿元，同比+20.4%；归母净利润 151.9 亿元同比+21.0%。公司不断完善超高端产品结构，i 茅台投放日渐成熟，直营占比持续提升，我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 745.0 (+5.9) 亿元、881.7 (+9.3) 亿元、1033.8 (17.8) 亿元，同比分别+18.8%、+18.3%、+17.3%，EPS 分别为 59.31 (+0.47) 元、70.19 (+0.75) 元、82.30 (+1.42) 元，当前股价对应 PE 分别为 31.9、27.0、23.0 倍，维持“买入”评级。

茅台酒环比提速，系列酒维持高增

2023H1 茅台酒收入 592.8 亿元，同比+18.6%，Q2 同比+21.1%，环比 Q1 增速+16.8%有所提速，预计主要是经销渠道收入确认节奏提前。2023H1 系列酒收入 100.7 亿元，同比+32.6%，Q2 同比+21.3%，环比 Q1 增速+46.3%有放缓，系列酒考虑一季度节奏较快，二季度主动控制节奏，积极进行市场拉动，提升开瓶率。

直营占比持续提升，i 茅台 Q2 增速放缓

2023H1 直销渠道实现收入 314.2 亿元，同比+50.0%，2023Q2 同比+35.3%，Q2 直营占比同比提升 4.65pct 达到 44.5%。上半年 i 茅台数字营销平台实现销售收入 93.4 亿元，同比+111.5%，Q2 该渠道收入规模 44.2 亿，与 2022Q2 基本持平。2023H1 批发渠道实现收入 379.3 亿元，同比+3.6%，Q2 同比+11.8%，提速明显，我们预计是 Q2 报表确认节奏加快导致，实际发货节奏基本保持稳定。

毛利率略有下行，现金流表现良好，渠道结构变化导致合同负债减少

2023Q2 毛利率-0.98pct 至 90.80%，预计生产成本是主要阶段性扰动因素，上半年看毛利率波动不大。Q2 期间费用率-0.57pct 至 7.74%，归母净利率+0.25pct 至 48.04%。Q2 销售收现 333.1 亿元，同比+12.3%。Q2 营业收入+△合同负债为 306.1 亿元，同比+10.9%。直营渠道占比提升，带来预收款增速下降。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn