

金信期盈证券权益市场周报 (20230206-0210)

海外宏观事件



国内宏观流动性

1.2月10日,央行发布2023年1月金融数据。社融增量5.98万亿元,比上年同期少增1959亿元。社融存量同比增长9.4%,前值9.6%。

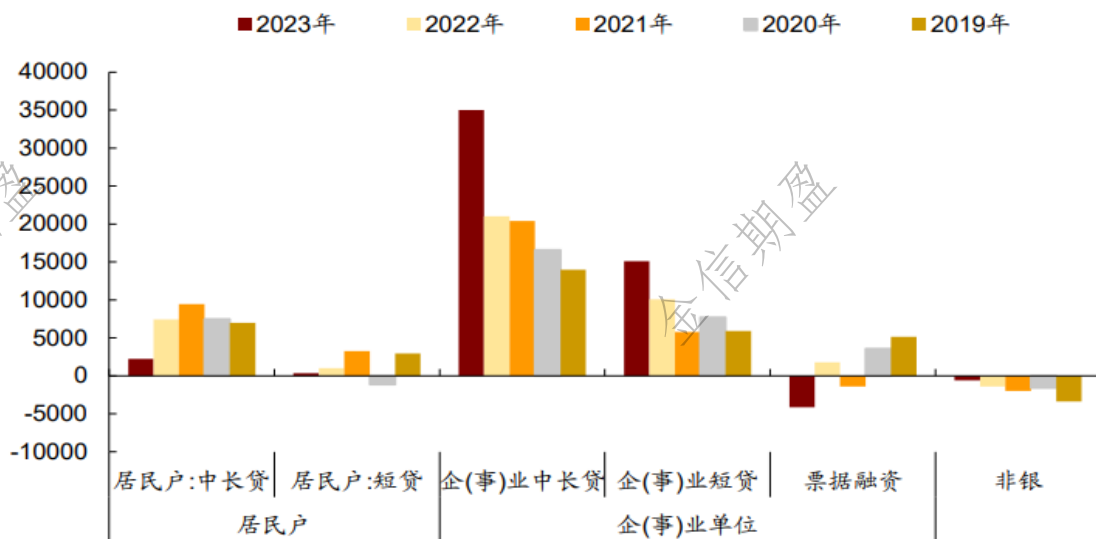
社融增速持续回落,但已触底。以政策性银行为抓手的基建融资需求扩张明显,以“保交楼”为抓手的地产融资需求也在复苏,以结构性货币政策工具作为激励引导出的设备更新需求也在发力。这些支撑对于社融增速,甚至是市场最关心的信贷结构改善都起到了关键的作用。但是,经济内生信用需求仍有待进一步恢复,尤其是居民部门的购房需求对信贷数据拖累明显。

超预期信贷数据中的结构亮点:企业部门中长期贷款增速持续回升。中长期贷款增量,作为反映各主体真实融资需求的指标,一直是市场参与者最关心的数据之一。我们在22年9月首次提出企业中长期贷款增速拐点已至的观点,本月其增速进一步上行至16.26%的水平。在政策的支持下,该趋势有望持续,从历史上看其回升对于权益市场的表现有一定的领先性。在过去3轮企业中长期贷款拐点亦来自于政策引导:2014年房地产开发、建筑;2017年城投、基建、制造业(新型制造业);2020基建、制造业(绿色转型)。

M2 增速重新回升，居民存款再度高增。按照 2020 年的经验来看，在资金市场流动性回归中性前，M2 或将维持上行趋势。2 月以来已明显向中性回归，在年度展望中，我们判断资金市场流动性将在 2023 年回归中性，在这个背景下，我们认为 M2 增速将向社融增速靠拢。近一段时间受市场关注的居民存款当月新增再度录得 6.2 万亿。不过，回顾历史来看，春节当月居民存款与企业存款一直存在此消彼长的关系。后续居民存款走势仍需持续观察。

结构性货币工具的支持重心扩充值得重视。从 2022 年的情况来看，当年社融口径的新增信贷同比多增量几乎完全来自于结构性货币政策工具的支持。预计今年结构性工具依然会成为新增信贷的重要助力。可以观察到从去年 Q4 开始，结构性工具开始转向支持传统经济部门，并着力支持企业中长期贷款。从结果来看，Q4 企业中长期贷款新增 2.4 万亿，远超往年同期水平。本月更是录得新增 3.5 万亿的水平，这一数字接近近几年一季度的新增量。此外，不少结构性工具仍在创设过程中，其对于房地产部门的支持，值得重视。

历年1月新增人民币贷款（亿元）

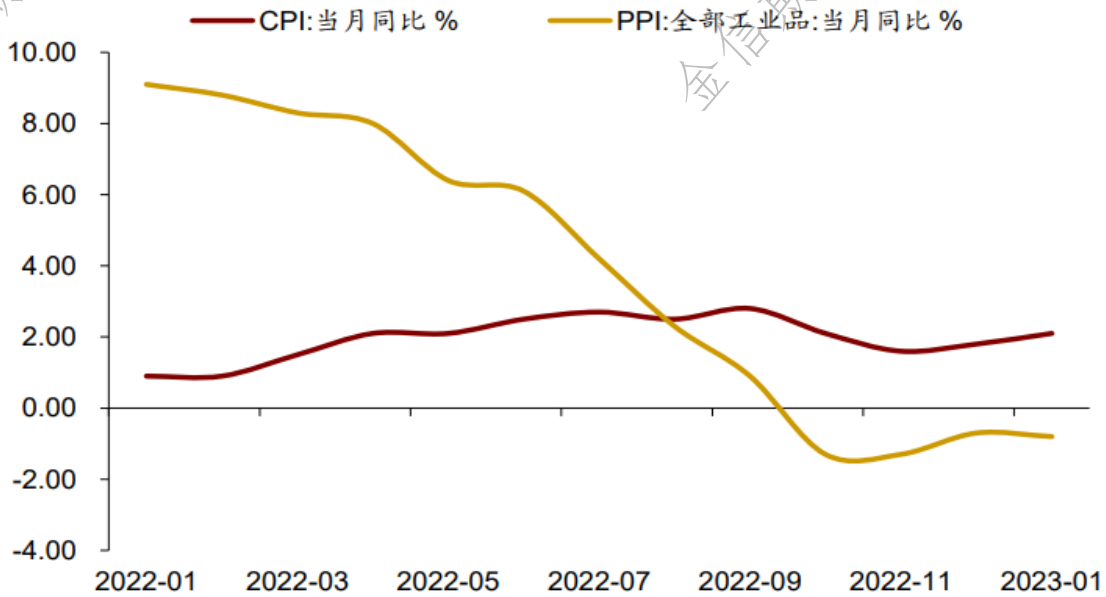


2.1 月 CPI 同比 2.1%，较上月升高 0.3%；环比 0.8%，较上月升高 0.8%；PPI 同比-0.8%，较上月下降 0.1%；环比-0.4%，较上月升高 0.1%。

核心 CPI 环比与季节性相同、服务 CPI 环比高于季节性，说明非食品商品 CPI 环比低于季节性，指向居民服务消费的回暖较快、商品消费的复苏相对滞后，消费整体的回升斜率比较温和。

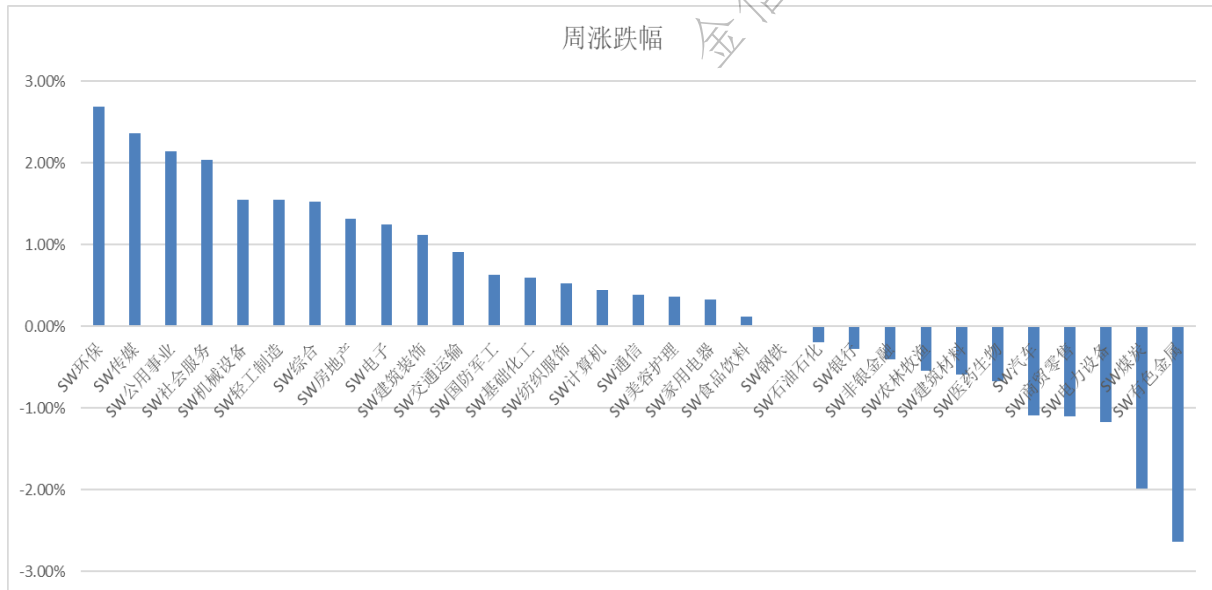
服务 CPI 环比低于 2017-19 年、高于 2020-22 年，可见短时间的需求反弹没有造成明显的价格上涨，表明消费服务业保持了较高的供给弹性。

PPI 方面，由于地产链保持低迷、居民商品需求复苏不强，自上而下和自下而上的价格传导都不通畅，叠加去年俄乌冲突大幅推升油价给 2-4 月留下了高基数，预计上半年 PPI 同比都会运行在负增长区间。



本周市场大盘分析

本周个股中位数涨幅 0.95%，指数中最强的国证 2000 涨 0.98%，最弱的中证 100 跌 -0.74%，偏小盘风格。



本周“成长价值”风格偏价值，上涨的板块除了以 GPT 题材为主的 TMT 板块，还有一些酒店、啤酒等消费股；下跌的板块，以电动车、锂电池为主的新能源板块，还有各种金属煤炭、大飞机、CXO 等。

北向资金流入放缓，食品饮料净买入排名第一。截止 2023 年 2 月 10 日，北向资金累计净买入 18742.4 亿元，2023 年 2 月 6 日到 2 月 10 日净买入 29.3 亿元，前一周 2022 年 1 月 16 日到 1 月 20 日净买入 341.8 亿元。从行业配置来看，食品饮料净买入金额排名第一，净买入 22.75 亿元，前一周净买入 40.10 亿元。

一周市场策略回顾

十家券商普遍认为，海外扰动短期压制全球风险偏好，外资流入边际放缓。国内社融信贷“开门红”，但居民端融资需求依然疲软，同时高频经济数据偏弱，基本面改善仍待数据验证，市场或将仍以结构性行情为主。

券商	观点
兴业证券	信贷“开门红”会改变市场风格吗？至少当下在经济复苏强度被进一步确认、或政策进一步放松的信号出现前，市场仍是阿尔法为主的结构行情，成长风格依然占优：1、尽管 1 月信贷“开门红”，但仍难弥合当前市场在经济复苏上的分歧。2、资金层面，外资流入边际放缓，与此同时国内公募、私募等机构资金尚未“接棒”入场，阶段性市场重新回到存量博弈的状态，加剧行情的结构化。3、从股权风险溢价的维度，上证综指已从去年 11 月的历史高位修复至均值附近。
财通证券	制造业宽信用助力“红二月”。信贷红，政策继续发力，市场不会差；复工弱，复苏仍待验证，指数上行需要基本面信号支撑。“经济要强但不强”，成长是主战场，同时左侧布局顺周期。再次提示重视“制造业宽信用”，去年 Q3 是新一轮宽信用起点，社融数据持续验证，推荐“卖铲人”，既受益于“淘金人”宽信用又相对免疫于终端景气，作为复苏与成长的交叉点容易形成市场合力。
申万宏源证券	春季躁动热度未减。短期市场指数停滞不前，但实际赚钱效应很强。市场活跃度维持高位，讨论 4 个积极因素。1. 美联储紧缩延续的预期发酵，对短期 A 股难免有负面影响。但暂时不构成重大下行风险。2. 外资回流依然能够对经济“中强美弱”的关键信号做出响应。3. 交易性资金活跃度提升。4. 二季度的宏观环境依然有利于成长风格。差别在于一季度主题活跃，赚钱效应扩散；二季度的重点择时可外推的景气方向。
民生证券	新“循环”的开端与“叹息”之墙。如果对信贷数据进行拆分，则会发现当前企业和居民部门的信贷需求存在背离。企业端融资需求旺盛，而居民端融资需求则依然疲软。“好的总量”VS“差的结构”指向地产仍是当前国内经济问题的关键。从需求端来看，居民中长贷同比少增表明当前居民端的购房需求仍然疲软。未来路径要么差的结构最终向好的总量回归，要么就是好的总量向差的结构回归，大概率的是经济低波动的“弱复苏”假设可能会被打破。基于美国通胀走低、衰退前景下利率下行、进而有利于风险资产的市场预期正在发生变化，通胀压力或许正在回摆。

安信证券	<p>山腰处的歇脚。当前市场核心矛盾还在“强预期+弱现实”。历来政策的节奏不以资本市场的主观意志来调整，但后续市场还会存在对于大力全力提振经济的定价过程。</p> <p>“冬日里的小阳春”需要留意“俄乌冲突”当前的形势进展是否改变 A 股定价“以内为主”的格局，从而使得外部扰动上升。若市场仍维持“以内为主”的定价框架，对于“冬日里的小阳春”是否能持续的问题，短期需要确认公募申赎比回升的过程，市场在这个阶段处于“山腰处歇脚”。</p>
德邦证券	<p>战破年线，如何演绎。随着疫情对经济冲击消退，结合普林格高频指标看复苏渐近。1 月同步指标回升验证复苏，社融超市场预期，但仍有隐忧。社融脉冲新低，超额流动性新高，强化风格大切小。寻底反攻破年线，参照历史，年线前后往往切换，坚守小盘、成长。俄对乌发动新攻势，美国实际失业情况或更严峻。普林格周期复苏阶段，权益、中游制造占优，继续看好科技成长。</p>
海通证券	<p>牛市第一波上涨的节奏及行业特征——借鉴 19 年初。①22/10 底以来行情类似 19 年初，即牛市第一波上涨分三小段，价值、成长轮番表现后，或普涨收尾。②借鉴历史，这次牛市第一波上涨未完，最近 2 周是小休整，后续上涨驱动力看基本面改善得到数据验证+内资流入。③短期行业或均衡，着眼全年成长更强，尤其是数字经济代表的 TMT、新能源结构性亮点、医药。</p>
国金证券	<p>二次探底后“短期小牛市”的由来。以史为鉴，本轮反弹是短期“小牛市”还是“中期慢牛”？我们认为大概率是短期“小牛市”，当前并不具备类似 2016-2017 年中期慢牛的宏观基础。当前行情远未结束，仍处在短期小牛市的中段。国内政策红利期，海外紧缩预期缓和期，双期叠加，内外共振，A 股市场或有望重演反转级别的行情。后续交易逻辑需要更侧重基本面一阶拐点，进攻中小成长。</p>
中信建投证券	<p>行情演绎仍有支撑，部分方向过热。国内复常验证中，国内高频数据显示当前经济已经摆脱了之前三年疫情的“枷锁”，关键会议临近，政策预期对市场仍有支撑，海外加息预期短期有所纠偏，外资大幅流入也面临一定成本与均值回归压力，内资有一定接力的迹象，风险偏好仍在，交易性内资占主导主题或继续活跃。部分领域交易出现过热，结构轮动，运动战继续。</p>
东北证券	<p>流动性无忧，成长轮动。短期海外流动性压力不大，国内一季度存在降息的可能。短期外资流入放缓，新发基金和融资流入可能加速。盈利拐点渐近、中长贷延续上行、风险偏好维持中性，春季行情延续。（1）分子端：PPI 数据下行斜率大幅放缓，难再创出新低，显示企业盈利拐点渐近；中长贷内企业强而居民弱，中长贷继续上行动力</p>

仍在。(2)分母端：美联储短期继续加息、“北溪”事件等地缘冲突风险仍不断、土耳其地震推升原油价格加剧全球经济衰退担忧，这些对全球风险偏好有压制，但国内流动性和政策预期宽松仍支撑市场情绪。

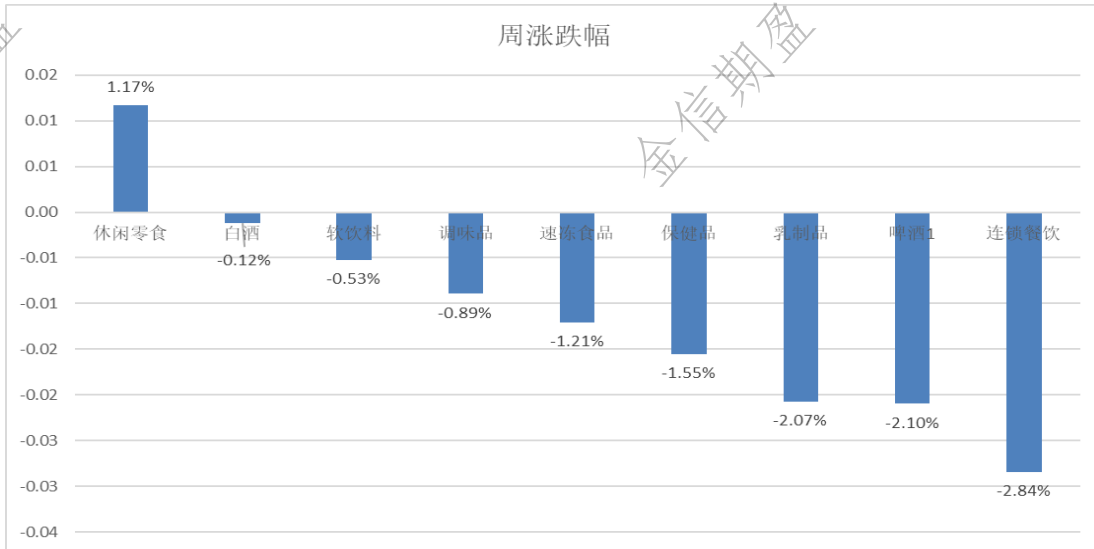
十家券商普遍认为，在经济弱复苏背景下，短期成长风格依然占优，重点关注高端制造、数字经济和新能源板块。

券商	行业配置
兴业证券	<p>成长中找低位补涨机会+战略看多中国复苏、人民币升值趋势下的“大炼化”等周期。阶段性市场回归存量博弈环境、板块轮动加速，建议寻找成长中景气度较高、但当前股价仍处低位、拥挤度相对较低的细分方向，掘金低位补涨机会：储能、传媒、军工、电力；中长期，继续沿高弹性与高增速两条线索布局。一方面，重点关注当前景气仍处于低位、但今年有望困境反转，且估值、持仓均处于中低位的高弹性方向：信创、创新药、半导体、消费电子、5G；另一方面，对于当前景气已处于高位、且已体现在高仓位中的成长板块，重点掘金增速能够持续向上、估值合理的细分行业，把握高增长细分方向、以及个股α机会：风电、光伏、汽车零部件。战略性看多2023年中国复苏+人民币升值的全年宏观主线驱动下，“大炼化”、有色金属、造纸等周期板块机遇。</p>
财通证券	<p>上证 50+科创 50，兔年投资百分百组合，“等待数据兑现期”重点关注以计算机为代表的数字经济软成长和制造业“卖铲人”的硬成长。上证 50 进攻三阶段，当前第二阶段利率 2.9-3.1%徘徊的“等待数据兑现期”，成长接棒二月红行情。1) 经济承压阶段政府逆周期发力，上游通用制造“卖铲人”受益宽信用而顺周期复苏，如检测、机床、工业机器人和核心零部件（刀具、减速机）；2) 数字经济有望引领计算机订单向好，证券 IT 受益全面注册制启动；信创、数据平台运营商等受益数据确权登记政策；3) 新能源景气清晰度提升，光伏排产指引需求增长的光伏设备（HJT 产业链、钙钛矿设备）等。另外，上证 50 关注与基建投资和地产竣工回暖相关的水泥和玻璃。</p>

申万宏源证券	短期小盘成长风格仍将活跃，数字经济和自主可控主题继续享受动量。继续提示，消费和科技核心资产值得回调买入，为 3 月后的市场做准备：消费核心资产(医美、白酒、啤酒、医疗服务、免税)，储能和动力电池，信创和互联网白马。
民生证券	做多新通胀循环，做多宏观波动性。“甜点时刻”或还能短暂延续，中证 1000 或仍将跑赢，标的轮动速度将会加快，但建议且行且珍惜。海外新的通胀叙事循环或在开启，而 12 月以来做空中国经济波动率的交易或告一段落，建议同时配置向上和向下两种做多经济波动率的组合。第一，做多海外环境变化与通胀的粘性带来的反复，建议配置：油、油运、煤炭和部分特种运输；第二：做多经济向上波动性，房地产，保险；第三，做多经济向下波动性，寻找稳定盈利能力或盈利改善依赖于结构调整或者具有逆周期属性板块，央企、国企是线索：电信运营、电力运营、炼厂和建筑。
安信证券	短期超配行业：军工；半导体；地产（链）；消费（餐饮、智能家居、医美、消费建材）；以计算机（信创、人工智能）和传媒为代表的数字经济；储能、汽车零部件、有色（铜、金）。主题投资：关注中国特色估值体系下的国企央企。
德邦证券	行业配置建议：春暖花开，普林格周期复苏阶段，权益、中游制造占优，继续看好科技成长。a .自主可控：军工、半导体、光伏、信创；b. 制造强国：工业母机、工业机器人、新能源车；c. 金融地产：券商、地产。
海通证券	成长板块中重视数字经济。通信方面，关注通信芯片、运营商、工业互联网等。计算机方面，关注人工智能、信创等。电子方面，关注半导体、新型显示。关注新能源板块结构性机会，此外还有券商。全年维度关注消费反转，如医药。
国金证券	行业配置：券商、黄金；计算机、通信、光伏储能。券商：在市场向上阶段有望演绎 beta 性行情。此外，年内主板全面注册制将助力券商基本面保持相对较强。贵金属板：美国经济下行，美元实际利率下行支撑贵金属价格。此外，美联储紧缩预期缓和是大概率事件。计算机：政策持续加码，业绩持续验证。通信：低估值安全垫，业绩在持续改善。光伏储能：板块基本面和政策面均呈现积极向上变化，整体板块业绩仍维持高景气。

<p>中信建投证券</p>	<p>关注“超预期+强预期”方向，部分主题方向交易过热。节后第二周复工依旧不及同期，目前仍是弱复苏环境。短期交易热度虽达到警戒区间，但中期弱复苏逐步验证背景下科技+主题依旧占优。本周机械设备、计算机等板块五日成交额占比五年分位分别到达 85%、99%的警戒区间，或面临一定回调压力，线索有望轮动到部分率先复苏的高端消费+需求环比回暖的地产/竣工链板块。但在政策及基本面高景气支撑下，成长依旧在中期占优。行业关注：信创、芯片设计/MLCC、游戏、医药、新能源车、军工、储能/光伏新技术、食品饮料等。</p>
<p>东北证券</p>	<p>成长轮动是主线，关注低位的新能源（风光储、新能源车）、电子、军工和机械等。</p> <p>（1）复盘来看，春节后两会前流动性宽松的环境下，政策导向、高景气和小市值行业占优，流动性预期边际变化和估值修复程度是决定占优行业轮动的关键。当前来看，政策支持和景气度仍高、流动性宽松预期延续，但计算机和传媒等 TMT 行业的估值修复已较为明显，后续成长中的低位行业可能补涨。（2）建议逢低继续参与：一是业绩高增同时景气预期持续改善的风光储、新能源车、军工、机械等；二是政策导向的券商、半导体、地产链等；三是预期改善的计算机（数字经济、国产化、人工智能）、传媒（元宇宙、游戏）等。</p>

食品饮料板块市场情况



A	B	C	D	L	M	N	O	P	Q	
2023-02-13				2023-02-06	2023-01-30	2023-01-09	2022-12-23	2022-11-11	2021/12/31	
	白酒	公司	代码	总市值 (亿元)	近5日	近10日	近20日 (交易日)	近30日	近60日	年初至今
	全国化高端	贵州茅台	600519.SH	22,737.18	0.84%	-4.13%	-1.56%	3.50%	10.95%	-9.62%
		五粮液	000858.SZ	7,945.65	1.49%	-5.93%	4.50%	13.54%	36.45%	-6.65%
		泸州老窖	000568.SZ	3,635.58	5.54%	-0.89%	3.58%	11.67%	32.59%	-1.25%
	全国化次高端	山西汾酒	600809.SH	3,501.73	2.01%	-3.34%	-1.02%	1.07%	6.90%	-8.60%
		洋河股份	002304.SZ	2,591.57	0.84%	-6.79%	-2.77%	5.71%	21.13%	6.23%
		酒鬼酒	000799.SZ	475.86	1.95%	0.93%	2.27%	1.40%	18.87%	-30.50%
		舍得酒业	600702.SH	657.23	4.96%	8.08%	17.22%	22.66%	37.58%	-12.85%
	地产酒	古井贡酒	000596.SZ	1,275.03	-0.93%	-3.68%	-6.42%	2.56%	22.73%	14.65%
		迎驾贡酒	603198.SH	564.48	2.20%	4.60%	-4.34%	17.56%	47.46%	3.19%
		伊力特	600197.SH	139.13	8.54%	16.52%	11.88%	16.94%	25.71%	10.30%
	啤酒	华润啤酒	0291.HK	1881.62	0.87%	-4.13%	-3.33%	5.26%	18.85%	-8.08%
		青岛啤酒	600600.SH	1,156.15	0.34%	-1.92%	-3.85%	-6.69%	0.93%	4.51%
		重庆啤酒	600132.SH	619.48	6.79%	2.56%	0.95%	1.42%	15.11%	-14.05%
		百威亚太	1876.HK	3,032.74	-4.38%	-8.58%	-15.19%	-7.29%	14.50%	13.33%
	乳制品	妙可蓝多	600882.SH	171.59	2.69%	-1.92%	-1.98%	2.24%	11.28%	-40.63%
		伊利股份	600887.SH	2,013.23	1.09%	-5.38%	-0.44%	1.16%	10.70%	-22.15%
		新乳业	002946.SZ	135.01	17.32%	20.68%	22.00%	17.05%	36.19%	-1.68%
	速冻食品	立高食品	300973.SZ	155.25	0.76%	0.21%	-3.59%	0.00%	0.97%	-30.17%
		安井食品	603345.SH	469.12	-0.82%	-1.57%	-0.33%	-0.56%	1.41%	-5.95%
		千味央厨	001215.SZ	66.70	0.76%	2.65%	13.22%	22.62%	29.38%	32.65%
		味知香	605089.SH	83.50	3.25%	28.34%	21.12%	23.52%	51.46%	-10.46%
	调味品	千禾味业	603027.SH	225.92	3.49%	6.12%	12.66%	11.69%	34.95%	17.15%
		中炬高新	600872.SH	301.43	1.00%	3.84%	3.48%	1.27%	11.57%	1.99%
		海天味业	603288.SH	3,600.49	-1.15%	-3.23%	-3.15%	-3.56%	7.62%	-18.00%
		日辰股份	603755.SH	43.14	-0.68%	9.86%	10.76%	9.65%	14.11%	-22.53%
		安琪酵母	600298.SH	365.14	1.08%	-0.47%	-2.64%	-7.36%	2.99%	-29.55%
		涪陵榨菜	002507.SZ	231.23	-0.84%	-1.03%	0.54%	-0.99%	3.46%	-30.37%
	软饮料	东鹏饮料	605499.SH	790.10	10.22%	10.96%	12.87%	9.47%	16.95%	9.83%
	休闲零食	甘源食品	002991.SZ	79.82	0.02%	8.97%	15.40%	18.09%	21.82%	14.42%
		洽洽食品	002557.SZ	242.14	5.50%	1.88%	-3.67%	-3.34%	-2.53%	-20.94%
		良品铺子	603719.SH	150.58	6.77%	9.99%	2.76%	0.86%	21.09%	-10.81%
		盐津铺子	002847.SZ	149.90	-2.12%	6.58%	11.43%	6.44%	20.08%	38.00%
	卤制品	绝味食品	603517.SH	334.87	-0.21%	-2.62%	-6.80%	-11.03%	-9.53%	-21.43%
	连锁餐饮	海伦司	9869.HK	174.83	-2.40%	-10.30%	-19.39%	-7.75%	21.05%	-26.91%
		九毛九	9922.HK	275.49	-1.76%	-6.00%	-19.40%	-7.83%	14.51%	-39.70%
		奈雪的茶	2150.HK	104.11	-1.62%	-3.34%	-15.10%	-13.90%	12.62%	-29.09%
		颐海国际	1579.HK	273.24	-1.51%	-8.74%	-19.07%	-2.61%	34.40%	-26.73%

【啤酒】

A 股方面，SW 啤酒上涨 2.5%，跑赢行业 2.6pct，周成交金额 77.7 亿元，环比-11.5%。燕京啤酒上涨 10.8%，周成交额环比+13.9%；青岛啤酒下跌 1.7%，周成交额环比-22.0%；重庆啤酒上涨 3.7%，周成交额环比-14.9%。港股方面，华润啤酒下跌 0.7%，周成交额环比-37.0%；青岛啤酒股份上涨 0.1%，周成交额环比-46.6%；百威亚太下跌 6.3%，周成交额环比+56.5%。

餐饮复苏势头良好，成本缓和促利润释放。尽管 1 月疫情初过峰&发货时间较短，导致酒企表现销售数据偏淡，但春节后餐饮复苏势头已然强劲。23 年在现饮复苏、成本下行背景下，酒企进一步加码高端，业绩弹性有望显现。华润高端最后一战打响，喜力目标同增 30%+，成本端预期涨幅收窄至 5 亿元左右，费用优化进一步支撑利润释放。青啤预计 1 月销量同降中低个位数，更多关注 2-3 月餐饮复苏&低基数下的弹性。燕京结合部分渠道反馈，预计 1 月销量微增，其中 U8 同增不到 40%，23 年 U8 放量引领，纯生、V10 等高端加速，改革提效持续推进，业绩弹性可期。重啤 1 月乌苏浙江、福建等地略低于预算，旅游省份表现较好，随着组织架构调整完成 23 年全国化进一步发力，同时纸箱、原油价格下降促进吨成本涨幅收窄。

重啤：上周重啤披露业绩快报，业绩符合预期，预计 22 年乌苏不足 80 万吨，吨成本同比+4.5%，1 月销量下滑，3 月起行业普遍步入低基数（青啤最先）。

【乳制品】

A 股方面，本周 SW 乳品指数下跌 1.3%，跑输行业 1.3pct，成交额 140.6 亿，环比-29.1%。12 只个股上涨，7 只个股下跌，1 只个股持平。其中，贝因美-0.8%，天润乳业-1.5%，伊利股份-1.8%，妙可蓝多-2.9%，嘉必优-4.7%。港股方面，本周 HK 乳业指数下跌 4.0%，成交额 25.2 亿，环比-34.3%。其中，澳优+3.7%，蒙牛乳业-3.9%，中国飞鹤-4.4%。

【休闲制品】

本周休闲食品上涨 0.4%，板块周成交额 131.1 亿元，环比-27.9%，板块情绪有所回落。重点公司中良品铺子上涨 5.6%，门店升级稳步推进，23 年有望开店加速；洽洽食品上涨 4.0%，劲仔食品上涨 1.6%，煌上煌上涨 1.3%，周黑鸭上涨 1.2%，甘源食品略涨 0.9%。桃李面包、盐津铺子、绝味食品分别下降 3.9%、2.9%、1.7%，绝味主要系市场对于后续消费力恢复以及疫情反复的不确定性导致股价有所回落。

【预加工食品】

本周 SW 预加工食品涨跌幅-3.5%，跑输 SW 食品饮料 1.8pct，周成交金额合计 51.4 亿元，环比上周-25.2%。本周板块有所回调，但餐饮供应链复苏趋势不变。立高食品积极推进组织结构变革，人员效率有望提升。周涨跌幅，安井食品、千味央厨、立高食品和味知香分别为-3.5%、-0.4%、-1.9%和 5.6%；成交金额，安井食品、千味央厨、立高食品和味知香分别为 22.2 亿元、3.4 亿元、4.0 亿元和 6.0 亿元，环比上周-25.2%、-36.7%、-14.5%和-13.9%。

【调味品】

本周 SW 调味发酵品涨跌幅-1.0%，跑输 SW 食品饮料 0.9pct，周成交金额合计 116.1 亿元，环比上周-28.5%。本周板块整体表现平淡，随着餐饮场景恢复，日辰股份、宝立食品等定制餐调企业有望受益。周涨跌幅方面，海天味业、千禾味业、安琪酵母、涪陵榨菜、天味食品、日辰股份、宝立食品分别为-1.1%、1.9%、0.6%、-2.9%、1.6%、3.0%和 4.8%；成交金额方面，海天味业、千禾味业、安琪酵母、涪陵榨菜、天味食品、日辰股份、宝立食品分别为 17.3 亿元、12.0 亿元、24.1 亿元、12.1 亿元、6.0 亿元、1.7 亿元和 4.6 亿元，环比上周-37.2%、-48.9%、32.4%、-41.1%、-36.2%、-15.8%和 67.8%。

【白酒跟踪】

贵州茅台	23 年回款进度 20-30%，库存低于 1 个月。 ①茅台散装/箱装/1935 批价分别为 2740/2900/1165，2 月货部分区域已经收到。 ② 2 月 10 日，茅台集团和茅台技术开发公司通过集中竞价交易首次增持 148330/6200 股。 ③渠道反馈预计 1 月非标产品执行较去年同期增长 15%，在茅台全年量预计 4.1 万吨背景下，23 年非标+i 茅台，茅台自营店，团购比例或将持续上升。
五粮液	23 年春节回款当前进度约 35%，库存约 1.5 个月。 ①八代五粮液批价 950-960。 ②预计 2 月底将完成 40%春节回款目标，当前回款比例约 35%，预计春节回款较去年同期增长 35%，23 年业绩目标为双位数增长。

<p>泸州老窖</p>	<p>23 年春节回款当前进度约 30%+, 库存约 2 个月。</p> <p>①国窖 1573/特曲 60 批价约为 910/435 元, 节后批价稳定。</p> <p>②2 月 8 日老窖特曲公司发文实现价格双轨制, 对计划外配额价格做出调整, 52 度结算价格将按照每 500ML 上调 30 元, 38 度结算价按照每 500ML 上调 20 元。</p> <p>③渠道反馈: 四川区域 1 月动销实现小个位数增长, 特曲 60 版动销表现较好。</p> <p>④预计将完成 35%春节回款目标, 当前回款比例约为 30%+。</p> <p>⑤更新: 国窖全年基本按 30%目标执行合同任务签订, 实际内部保底目标增速 15%, 突破目标 25%。年后统计春节动销同比增长 15%, 相应将突破目标上调至 30%。节后国窖尚未追加回款, 预计 3 月将执行低度提价; 高度 40 元补贴或择机退出。</p>
<p>山西汾酒</p>	<p>23 年春节回款进度约 30%+, 库存平均 1 个月内</p> <p>①青花 30 复兴版/青花 20/老白汾 10/老白汾 15/玻汾批价分别为 810/375/120/160/42 元, 汾酒近期因加速发货+经销商回笼资金以打款导致批价略降。</p> <p>②渠道反馈, 基于 1 月动销的优异表现, 公司在预判当前库存 1.5 个月情况下, 公司将停货 20 天消化库存, 库存有望加速下降, 下一步将升级老白汾&推出文创产品, 23 年开始全面铺设献礼版玻汾。</p> <p>③春节回款进度/23 年目标跟踪: 23Q1 回款目标 120-150 亿, 对应目标回款进度 45%, 当前春节回款约 30%+, 市场预期 23 年整体业绩目标增速>20%; 省外整体业绩目标增速>30%。</p>
<p>酒鬼酒</p>	<p>23 年春节回款进度 30%, 发货进度 10%+, 库存平均 2 月+。</p> <p>①本周省内内参酒/老红坛批价稳定在 770-810/285 元左右, 保持稳定。</p> <p>②渠道反馈: 当前全国面发货进度 10%+ (去年同期 20%+), 预计 2-3 月有部分回补需求, 当前透明装和红坛收入占比 16-17%, 传承约 10%, 红坛目前占省外比低于 50%, 23 年红坛目标接近翻翻, 预计达到酒鬼系列的 20%。</p> <p>③春节回款进度/23 年目标跟踪: 渠道反馈 23 年开门红进度要求小商 35%&大商 40%, 当前回款进度 30%, 发货进度 10%+。市场预期 23 年内参收入增速持平, 酒鬼系列增速约为 20%。</p>

舍得酒业	<p>23 年春节回款进度 20%+, 库存平均 2 个月。</p> <p>①本周舍之道/品味舍得/智慧舍得批价分别约 150/350/480 元左右, 环比持平。</p> <p>②渠道反馈, 1 月动销超预期 (扫码增长 100%+) +看好 2-3 月回补消费等积极信号提振信心。</p> <p>③春节回款进度/23 年目标跟踪: 预计将完成 30-35%春节回款目标, 其中 22 年 12 月已完成 15 亿 (实际完成 10+亿), 23 年 1 月再完成 15 亿, 即可成春节 30 亿 (销售口径); 23 年公司预计回款百亿, 业绩增速>30%。</p>
古井贡酒	<p>23 年春节回款当前进度 45%, 节后库存略下降。</p> <p>①本周古 20/古 16/古 8/古 5 批价分别为 550/340/220/120 元, 批价较节前略降。</p> <p>②近日, 天眼查显示, 古井贡酒员工合伙持股平台——亳州古鑫人合企业管理咨询有限公司日前新增投资了 16 家合伙企业, 累计超过 600 位合伙人参与, 注册出资额从几十万到上千万不等。上述合伙企业的成立, 使得参与其中的持股员工能够获得分红权益。</p> <p>③渠道反馈, 春节期间动销预计实现同比正增长, 其中献礼/古 5/古 8 表现优秀。</p> <p>④春节回款进度/23 年目标跟踪: 预计将完成 50%春节回款目标, 当前回款比例约 45%/公司 23 年报表端收入目标 200 亿。22 年预计古 5 增速优异, 古 8/16 增速可达 40-50%, 古 20 增速预计约 30%。</p>
口子窖	<p>23 年春节回款基本完成, 库存平均 1 个月左右。</p> <p>①本周口子 30 年/20 年/10 年/6 年批价分别为 720/310/210/120 元, 春节期间批价稳定。</p> <p>②渠道反馈, 春节公司打款发货情况较好, 节后初七开始发货, 回补情况表现超预期, 库存处于低位; 产品方面, 兼香系列新品目前已发货 10 万箱 (老产品同时发货), 后续 16 个地级市经销商将落地新品品鉴会; 渠道方面, 合肥营销公司目前已有 30+, 同时部分市场已成立二级公司, 通过二批变一批方式直达终端; 费用: 公司掌握费用投放权, 改变投放结构&方式。</p> <p>③春节回款进度/23 年目标跟踪: 12 月 10 日终端预收开始, 截止到 12/25 经销商层面春节预收已完成, 12 月底公司已开新品发布会/预计 23 年收入增速约 15%。</p>

迎驾贡酒	<p>23Q1 回款节前完成，库存平均 1-1.5 个月左右。</p> <p>①本周洞 6/9/16 促销底价 110/200/290 元，节后批价略降。</p> <p>②渠道反馈，预计春节期间迎驾贡酒动销实现双位数同比正增长（洞 6/9 表现突出，预计洞藏系列占比进一步提升），且补库存需求较大，动销趋势向好。公司为解决节中价盘回落问题，将通过动态控制经销商出货等举措以稳价。</p> <p>③春节回款进度/23 年目标跟踪：公司 22Q4 回款已完成（35%），23Q1 回款亦完成（20-30%）/预计 23 年收入增速约 25%</p>
------	--

【更新】
【山西汾酒】

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
收入-亿元		199.71	260.00	323.06	395.38	473.02
YOY			30.19%	24.25%	22.39%	19.64%
汾酒	126.3	179.20	239.92	300.14	369.17	443.00
青花系列	36.5	62.78	101.27	134.96	173.27	209.77
青 20，青 25 及其他	18.3	42.69	66.11	87.50	111.57	129.56
青 30	15.0	20.09	35.16	47.46	61.70	80.21
老白汾+巴拿马	51.9	58.13	74.52	94.65	118.31	147.88
玻汾及其他低价酒	37.9	58.29	64.12	70.53	77.59	85.34
系列酒	5.7	6.38	8.29	9.95	11.94	14.33
配制酒	6.5	12.50	10.00	11.00	12.10	13.31
酒类收入合计	138.5	198.08	258.21	321.09	393.21	470.64
其他收入	1.4	1.63	1.79	1.97	2.17	2.38
总营收	139.9	199.71	260.00	323.06	395.38	473.02

【YOY】

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
汾酒	23%	41.90%	33.88%	25.10%	23.00%	20.00%
青花系列	35%	72.00%	61.31%	33.26%	28.39%	21.06%
青 20·青 25 及其他			54.87%	32.34%	27.52%	16.12%
青 30			75.00%	35.00%	30.00%	30.00%
老白汾+巴 拿马	11%	12.00%	28.20%	27.00%	25.00%	25.00%
玻汾及其他 低价酒	30%	53.86%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
系列酒	-37%	12.71%	30.00%	20.00%	20.00%	20.00%
配制酒	19%	91.43%	-20.00%	10.00%	10.00%	10.00%
酒类合计	18%	43.04%	30.35%	24.35%	22.46%	19.69%
总营收	18%	42.75%	30.19%	24.25%	22.39%	19.64%

【汾酒】

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
青花系列	29%	35.03%	42.21%	44.97%	46.94%	47.35%
老白汾+巴拿马	41%	32.44%	31.06%	31.53%	32.05%	33.38%
玻汾及其他低价酒	30%	32.53%	26.73%	23.50%	21.02%	19.27%

【毛利率】

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
汾酒	74%	76.00%	79.00%	80.50%	82.00%	82.00%
系列酒	53%	55.00%	57.50%	59.00%	60.00%	60.00%
配制酒	67%	67.50%	68.50%	70.00%	71.00%	71.00%
酒类合计	72.3%	74.79%	77.90%	79.47%	80.99%	81.02%
其他收入	58%	57.96%	62.00%	65.00%	67.00%	67.00%
总毛利	101.0	149.08	202.26	256.46	319.92	382.91
毛利率	72.20%	74.65%	77.79%	79.39%	80.92%	80.95%
净利率	22.27%	26.99%	30.38%	32.00%	33.00%	34.00%
归母净利润	31.2	53.9	79.0	103.4	130.5	160.8
归母净利润 YOY		73.01%	46.54%	30.88%	26.21%	23.26%

		20230210 市值				
			3502			
		PE	44.34	33.88	26.84	21.77
		PEG	0.95	1.10	1.02	0.94

【百润股份】

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1134.31	2351.20	925.42	1171.93	1229.99	1468.44	1926.64	2594.36	2597.74	4335.30	5457.69
营收 YOY	783.07%	107.28%	-60.64%	26.64%	4.95%	19.39%	31.20%	34.66%	0.13%	66.89%	25.89%
营业成本	282.46	556.39	251.54	340.18	385.21	465.96	664.62	896.98	983.45	1580.93	1972.09
营业毛利	851.84	1794.81	673.88	831.74	844.78	1002.48	1262.02	1697.37	1614.29	2754.38	3485.61
毛利率	75.10%	76.34%	72.82%	70.97%	68.68%	68.27%	65.50%	65.43%	62.14%	63.53%	63.87%
净利率	36.27%	21.27%	-15.89%	15.59%	10.06%	20.44%	27.79%	25.61%	19%	22%	22%
净利润	411.41	500.10	-147.05	182.70	123.74	300.15	535.41	664.41	493.57	953.77	1200.69

预调鸡尾酒	2021H1	2021H2	2021A	2022H1	2022H2	2022E	2023E	2024E
销售收入 (百万元)	1056.49	1228.91	2285.40	866.46	1401.32	2267.78	3969.66	5056.27
收入 YOY				-18%	14%	-0.77%	75.05%	27.37%
总计 (万箱)	1138.95	1359.62	2498.58	959.38	1595.38	2554.76	4614.62	5905.04
				-15.77%	17.34%	2.25%	80.63%	27.96%
单价 (元/箱)	92.76	90.39	91.47	90.32	87.84	88.77	86.02	85.63
				-2.64%	-2.82%	-2.95%	-3.09%	-0.46%

微醺系列 330ml 罐	633.89	737.35	1371.24	459.23	551.09	1010.32	1262.90	1338.67
YOY				-27.55%	-25.26%	-26.32%	25.00%	6.00%
销量 (万箱)	737.09	857.38	1594.47	513.45	634.46	1147.91	1434.89	1520.98
yoy				-30.34%	-26.00%	-28.01%	25.00%	6.00%
单价 (元/箱)	86.00	86.00	86.00	89.44	86.86	88.01	88.01	88.01
yoy				4.00%	1.00%	2.34%	0.00%	0.00%
占比	60.0%	60.0%	60.0%	53.0%	39.3%	44.55%	31.81%	26.48%
经典系列 275ml 玻瓶	264.12	307.23	571.35	190.62	217.21	407.83	481.24	505.30
YOY				-27.83%	-29.30%	-28.62%	18.00%	5.00%

销量 (万箱)	155.37	180.72	336.09	105.78	126.51	232.29	274.10	287.81
yoy				-31.91%	-30.00%	-30.88%	18.00%	5.00%
单价 (元/箱)	170.00	170.00	170.00	180.20	171.70	175.57	175.57	175.57
yoy				6.00%	1.00%	3.28%	0.00%	0.00%
占比	25.0%	25.0%	25.0%	22.0%	15.5%	17.98%	12.12%	9.99%
清爽系列 500ml 罐	63.39	73.73	137.12	72.78	96.81	169.60	508.79	610.55
YOY				14.82%	31.30%	23.68%	200.00%	20.00%
销量 (万箱)	97.52	113.44	210.96	105.64	147.47	253.11	759.32	911.18
yoy				8.32%	30.00%	19.98%	200.00%	20.00%
单价 (元/箱)	65.00	65.00	65.00	68.90	65.65	67.01	67.01	67.01
yoy				6.00%	1.00%	3.09%	0.00%	0.00%
占比	6.0%	6.0%	6.0%	8.4%	6.9%	7.48%	12.82%	12.08%
强爽系列	52.82	61.45	114.27	103.98	496.48	600.46	1621.23	2496.70
YOY				96.83%	708.00%	425.47%	170.00%	54.00%
销量 (万箱)	62.15	72.29	134.44	115.40	578.31	693.71	1873.02	2884.46
yoy				85.69%	700.00%	416.02%	170.00%	54.00%

单价 (元/箱)	85.00	85.00	85.00	90.10	85.85	86.56	86.56	86.56
yoy				6.00%	1.00%	1.83%	0.00%	0.00%
占比	5.0%	5.0%	5.0%	12.0%	35.4%	26.48%	40.84%	49.38%
其他系列	42.26	49.16	91.42	39.86	39.72	79.58	95.49	105.04
YOY				-5.68%	-19.20%	-12.95%	20.00%	10.00%
销量 (万箱)	86.83	135.79	222.62	119.11	108.63	227.74	273.29	300.62
yoy				37.17%	-20.00%	2.30%	20.00%	10.00%
单价 (元/箱)	48.67	36.20	41.06	51.59	36.56	34.94	34.94	34.94
yoy				6.00%	1.00%	-14.91%	0.00%	0.00%
占比	4.0%	4.0%	4.0%	4.6%	2.8%	3.51%	2.41%	2.08%

上周宏观市场回顾

1. 1月金融数据点评：信贷“开门红”强化复苏预期

上周五，央行发布 2023 年 1 月份金融信贷数据。其中，新增信贷 4.90 万亿元（去年同期 3.98 万亿元）；新增社会融资总额 5.98 万亿元（去年同期 6.18 万亿元）；社融存量同比增长 9.4%（上月 9.6%）；M2 同比增长 12.6%（上月 11.8%）。

信贷开门红：1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，同比大幅多增 9200 亿元，信贷“开门红”含金量很高。1) 9200 亿元的同比多增幅度是 2020 年 4 月以来的最高值，而且这还是在高基数下实现的，即 2022 年 1 月的信贷投放量也很大。2) 今年存在春节错位因素，2022 年春节在 2 月，而 2023 年春节在 1 月，今年 1 月工作日更少。3) 月底的时候票据利率转跌，可能是部分银行为了平滑信贷投放而推迟放贷，如果不干预的话 1 月实际贷款量可能更高。由于近期债市波动较大、企业债发行难度加大，部分企业使用贷款来接替到期的企业债。但是即使考虑到这个替代因素（1 月企业债同比少增 4352 亿元），1 月的贷款增量仍然非常可观。主要的贷款需求方是基建和制造业企业。

信贷结构：企业中长期贷款是信贷增长的主力，不过居民中长期贷款依旧低迷，居民提前还贷意愿仍显著高于贷款意愿，高频数据来看节后楼市也未恢复至往年水平，稳地产政策或将再度加码。1 月新增企业中长期贷款 3.5 万亿元，同比大幅多增 1.4 万亿元。票据融资减少 4127 亿元，同比多减 5915 亿元。企业中长期贷款增长多、票据融资减少表明 1 月的信贷更多用于固定资产投资，在促进经济增长方面的效果应该更好。不过居民扩表意愿仍然很低，居民中长期贷款新增 2231 亿元，同比少增 5193 亿元，这一方面是因为地产销售不佳且提前偿还房贷的规模还很大，另一方面是因为基数较高，2021 年底按揭额度不足，积压的需求在 2022 年 1 月集中释放。

2. 1月通胀的信号：强预期 VS 弱现实

2023 年 1 月 CPI 同比 2.1%，预期 2.3%，前值 1.8%；PPI 同比-0.8%，预期-0.5%，前值-0.7%。

核心观点：1 月 CPI、PPI 均不及预期，核心 CPI 连续 2 个月回升，指向当前经济只是弱修复、需求并未明显改善，与 1 月其他高频数据的信号一致。短期看，CPI 阶段性升破 3% 的可能性下降，PPI 也仍将维持负增，需关注服务价格和核心 CPI 可能持续上行。可以预期，2023 全年通胀压力可控，难以实质制约货币政策，货币宽松仍是大方向。

3. 财政数据：2022 年点评及 2023 年展望

1) 2022 年疫情扰动欠收少支，土地出让收入大幅减少

2022 年，全国一般公共预算收入 203703 亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%，低于 2021 年的 10.50%，未完成年初增速目标（3.80%），少收 6437 亿元；完成预算进度 96.94%，为近 5 年来最低值。其中，中央收入 94885 亿元，同比增长 3.80%；地方收入 108818 亿元，同比下降 2.10%，央地收入增速呈现分化态势。税收收入 166614 亿元，疫情扰动及退税政策影响下，同比下降 3.50%，对一般公共预算收入拖累较大；非税收入累计 27089 亿元，在特定国有金融机构上缴利润、原油价格上涨以及地方多渠道盘活闲置资产等带动下，同比大幅增长 24.40%，是支撑一般公共预算收入正增长的重要力量。

分税种看，大规模退税及土地市场持续低迷影响下，国内增值税、土地和房地产相关税种拖累较大，税收收入占比大幅下降，非税收入贡献较高。受房地产严监管、土地市场持续低迷影响，土地和房地产相关税收表现较弱，契税、土地增值税同比分别下降 22.00%、7.90%。土地出让低迷拖累政府性基金预算收入，地方国有土地使用权出让收入 66854 亿元，同比下降 23.3%，但伴随房地产支持政策发力，特别是“三支箭”相继落地，下半年土地市场迎来一定升温，带动政府性基金预算收入降幅逐月收窄。

2) 2023 年财政将继续靠前发力但整体受限，需注重收支紧平衡下的债务风险防范

一方面，2023 年一季度稳增长压力仍较大，积极财政将继续靠前发力，且今年专项债提前批额度下达时间为历年最早、1 月新增专项债发行规模同比上升等信号也进一步印证了今年财政前置的特点。同时，在各地积极“挖潜”、多渠道盘活存量资产的背景下，非税收入有望延续增长；此外，伴随房地产市场支持政策落地见效，土地市场或逐步企稳，政府性基金预算收入大概率边际改善。

另一方面，财政发力空间整体仍然受到多重制约。受长达三年的疫情冲击，财政结余资金出现大幅下降，2023 年可用于调节预算的资金规模可能锐减，或从 2022 年的 1.5 万亿左右回落至 0.5 万亿以下；同时，特定国有金融机构和专营机构继续上缴利润存在不确定性；此外，地产支持政策传导至房企拿地、销售存在一定时滞，土地出让收入较难大幅改善，财政“两本账”大幅扩表空间仍较为有限。

在土地财政弱化背景下，地方政府综合财力出现较大下滑，叠加稳增长压力下地方政府债务规模快速上升，地方政府债务风险出现较为明显的攀升。截至 2022 年 12 月末，全国地方政府债务余额 350618 亿元，其中一般债务 143896 亿元，专项债务 206722 亿元，地方政府负债率上升 2.33 个百分点至 28.97%，债务率同样出现大幅上升。

4. 国内流动性环境发生变化

在以往同期，春节后随着现金回流，流动性会变得宽松；度过月末，流动性也容易变得宽松。上述两种季节性逻辑应导致 DR001 与 DR007 趋于下行。但今年 2 月上旬资金利率却明显回升，2 月前 8 日 DR001 与 DR007 均值较 1 月分别上移了 57BP 与 11BP。

资金利率中枢的抬升的原因有二。一是融资需求修复。2022 年资金利率处于低位是需求不足、政策效率偏低、流动性淤积在银行体系的结果。今年以来，随着疫情达峰，居民生活半径已开始修复，信贷需求边际回升，淤积在银行体系的流动性会加速向实体传导，从而使银行体系对基础货币的需求边际回升。2 月前 8 日票据利率仍处于高位，指向信贷需求在 2 月上旬仍有持续性。二是银行流动性预期偏谨慎。今年春节央行主要采用公开市场操作，期限短且规模大，随着需求边际修复，银行对未来流动性的预期容易变得不稳定，对流动性的预防性需求会有所提升。

5. 其他宏观关注点

- 1) 提前还房贷引起关注和讨论。
- 2) 气球引发新一轮中美关系博弈。
- 3) 欧美经济下滑好于预期。
- 4) “中国式现代化”。
- 5) ChatGPT 热潮。