

金信期盈证券权益市场周报 (20230320-0324)

海外宏观事件



美国东部时间 2023 年 3 月 22 日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，将基准利率上调 25 个基点至 4.75%-5.0% 区间。

美联储加息接近尾声。本次加息幅度维持 25 个 BP，反映美联储在考虑政策对经济、通胀影响的滞后性，以及近期欧美银行风险暴露后，货币政策进一步谨慎。根据 CME FedWatch Tool 测算，2023 年 5 月份美联储停止加息的概率为 59.3%，加息大概率进入尾声

利率短期维持高位，降息时间点或在 2023 年底。本次议息会议公布的点阵图显示，美联储联邦公开市场委员会所有成员对 2023、2024 年末利率水平的预测分别 5-5.25%、4-4.25%，与 2022 年 12 月 FOMC 点阵图大致相同，美联储主席鲍威尔在记者会中也释放了不认为今年会降息的信号。

加息政策对经济及金融体系的影响进一步体现，短期金融风险难消退。当前美国中小银风险暴露以及瑞信银行事件，均反映了紧缩周期末端融资成本抬升的影响，利率倒挂导致天然期限错配的银行业经营极为不利。本次美联储进一步加息 25 个 BP，或进一步抬升短债利率水平，金融风险或迎来暴露期，对经济、就业、通胀的影响需持续观察。

经济增长预期持续放缓，通胀韧性犹存。受美联储加息策略转向“高位停留更久”影响，货币政策对美国冲击加深并后移。根据公布的经济预测概要，美联储调低了 2023、2024 年 GDP 指标预期，同时小幅调高通胀率预期，未来 3 年通胀率预期都将高于 2% 通胀目标。

本周市场大盘分析

本周个股中位涨上涨 1.44%，指数中最强的中证 500 涨 2.05%，最弱的上证 50 涨 0.94%，偏小盘风格，“价值成长”偏成长。

A股市场核心指数			
中小100 4.49%	科创50 4.45%	深创100 4.16%	创业板综 3.61%
中小综指 3.46%	创业板指 3.34%	深证成指 3.16%	深证100 3.11%
创业板50 2.98%	深证A指 2.75%	中证800 1.81%	沪深300 1.72%
中证100 1.64%	东方财富全A 1.45%	上证380 1.00%	上证50 0.94%
上证180 0.67%	A股指数 0.46%	上证指数 0.46%	红利指数 -0.80%

本周市场确实是冰火两重天，上涨的只有一条 AI 线，横跨通信（除运营商）、计算机、传媒和消费电子等所有 TMT 板块，下跌的板块包括运营商为首的中特估，中药、军工、钢铁、机械，等等。

东财概念指数					申万二级行业指数				
CPO概念 20.97%	昨日涨停 含一字 19.01%	ChatGPT 概念 18.59%	昨日涨停 18.43%	EDR概念 17.48%	游戏II 18.85%	消费电子 12.63%	影视院线 11.21%	互联网电 商 10.94%	通信设备 9.44%
AI芯片 16.57%	AIGC概念 15.79%	网络游戏 15.19%	人脑工程 14.99%	云游戏 14.51%	元件II 9.08%	计算机设 备II 8.53%	黑色家电 7.45%	数字媒体 7.29%	出版 6.43%
第四代半 导体 -2.75%	页岩气 -2.75%	流感 -3.01%	油气设服 -3.06%	油价相关 -3.16%	普钢 -2.43%	轨交设备 II -2.79%	基础建设 -3.30%	航天装备 II -3.37%	非金属材 料II -3.84%
独家药品 -3.67%	熊去氧胆 酸 -4.20%	毛发医疗 -4.31%	可燃冰 -4.54%	低碳冶金 -4.94%	房屋建设 II -4.09%	中药II -4.12%	油服工程 -4.81%	通信服务 -5.16%	特钢II -8.21%

一周市场策略回顾

十一家券商本周普遍聚焦强势的 TMT 板块，普遍认为短期成交过热并不意味着行情结束，全年主线可能已经出现。海外金融风险缓和，美联储加息落地，国内经济复苏的趋势明确，叠加公募基金发行逐步回暖，市场风险偏好有望进一步提升。

券商	观点
兴业证券	成交占比的新高，往往是主线地位的确认。“数字经济”+“中特估”主线更清晰、超额收益显著，成为资金聚焦的方向。虽然成交占比新高意味着短期交易过热、出现震荡波动的概率提升。但中期来看，无论是 13-14 年的中小创、16-20 年的核心资产、20-21 年的新能源，都是在成交占比不断创新高的过程中确认其主线地位。本轮数字经济行情或类似当年的核心资产与新能源。基本面和政策环境的双重驱动或支撑“数字经济”其穿越短期的交易拥挤，继续形成市场中的主线聚焦方向。此外，3 月以来市场资金面整体回暖，其中外资配置盘更再次加速流入并重点加仓 TMT 方向，也将为“数字经济”行情的延续提供支撑。

财通证券	<p>科创 50 有望突破。内外双宽松，科创 50 启动携手上证 50。海外金融风险缓和，加息预期下修，美债利率大幅回落，资金重新回流新兴市场；国内经济温和复苏，央行超预期降准。内外流动性双松、高频经济显韧性，都不是行情的阻碍，当下有些类似 2019 年，伴随着产业催化爆发，看好成长股回升。</p>
国泰君安证券	<p>淡化指数，结构至上。指数横盘震荡，股票结构至上。从自上而下的角度看，在相对更中期的逻辑和形势明朗前，上证指数上下的空间并不会太大。结构行情：把握政策和创新系统性变化。由于总体宏观风险的下降、新一轮国内政策周期以及海外创新周期的启动，2023 年投资的机会我们认为是广泛的。现阶段，在海外宏观风险尚且可控（但中期的不确定性在累积）并且美元紧缩周期开始走弱的阶段，国内股票投资仍处于“结构找机会”的甜点期。</p>
申万宏源证券	<p>这个位置如何看数字经济主题？数字经济主题短期性价比确实已经较低，但股价仍能保持强动量。这背后的基础是，中期数字经济主题行情还有演绎空间，中长期掩护短期：数字经济是中国在 AI 时代的竞争优势所在，当前处于概念期到导入期的阶段，主题投资全面活跃符合一般规律。下半年三中全会预期发酵，举国体制、数字经济主题又将迎来密集催化窗口。数字经济主题本身没有业绩验证压力。4 月验证期，市场会集中寻找替代资产：经济复苏验证肯定是重点，也要在一季报验证中，在消费和先进制造方向上寻找景气可外推 + 格局优化的方向。这段时间，数字经济主题继续快速上涨、孤军深入的概率不大。但如果验证期替代资产规模小、弹性弱，则数字经济可能再向上突破。</p>
广发证券	<p>估值沟壑视角解读当下 TMT 交易热度。破晓行情等待“4 月决断”，主线渐明——“思·变”△三重奏。政策反转（“数字经济”+“中特估—央国企重估”将成为宽信用新抓手）、困境反转（复苏强弱等待 4 月决断）、美债反转（美联储加息“强弩之末”）。A 股大底存“估值沟壑”，当前各行业的估值分化程度已有所降低但仍有收敛空间，这意味着本轮指数震荡上移中的“估值填坑”行情并未结束。</p>
民生证券	<p>反高景气，反萧条与反脆弱。“反高景气”的 TMT “交易过热”不是其真正风险。真正的风险其实在于“主线选择”风险，即部分投资者最终在一轮轮切换行情中涌入，但是却错过了年内最重要主线的机会成本。海外风暴之中，抓住“反萧条”的滞胀机遇。这一轮海外银行业的危机很大程度上是由利率风险所引发。对于政府与中央银行来说，利率风险相对来说可妥协的地方更多。当萧条和滞胀的二选一越来越明显，那么“反萧条”的滞胀交易将会最终开启。国内动能匮乏，“反脆弱”或是另类策略。</p>

	部分市场大波动时期的平准力量进入的板块也许是权益市场内部防止海外“黑天鹅”的一种策略。
安信证券	AI+数字经济的 1 浪即将结束了么？当前，3 月美联储加息 25bp 落地，虽然是否转降息定价逻辑依然存在反复，但是全球避险情绪的回落是显而易见的。目前，我们对市场的评估维持此前判断：“山腰处歇脚”，轻指数、重结构。可以明确的是人民币汇率向均衡水平（6.6-6.7，且对美元和非美元货币均呈现升值，目前处于 6.8-7 震荡）的回摆是 A 股市场再次走强的重要条件。“春去花还在”，虽然“小阳春”已经结束，但是投资主线已经明确：大盘价值+小盘成长，呼应我们的核心资产投资和产业主题投资。大盘价值就是白酒+低估值央企蓝筹；小盘成长就是以 TMT 为代表的数字经济。
德邦证券	德银风波扰动，不改春季攻势。AT1 债券减记，欧美银行股仍动荡，德银基本面显著强于瑞信，风波更偏情绪。国内：腾落指数稍有回落，拥堵指数小幅回升，整体来看国内经济运行状况平稳有序。国际：中俄发布联合声明，美联储 3 月加息符合预期。市场：北向净流入积极，杠杆资金净流入加大。普林格周期复苏阶段，权益、中游制造、小盘、成长占优，继续看好大科技，风格以中证 1000、增强、专精特新为矛。
海通证券	历史上公募大调仓要多久？①历史上公募大调仓持续 3-4 个季度，如 15-16 年 TMT 到白酒，20-21 年白酒到新能源，背后逻辑是新板块配置低、业绩增长。②政策+技术双轮驱动支持 TMT 基本面回升，基金对的 TMT 配置不高，基金持仓或逐渐从新能源转向 TMT。③短期雨后彩虹已出现，全年 A 股震荡上行，数字经济望成为第一主线，关注“中特估”的策应线。
国金证券	TMT 具备了成为新主线的所有重要特征。TMT 具备了成为未来 2-3 年投资新主线的所有特征：具体来说，“基本面见底回升、机构配置低位”是必要条件，“产业趋势新变化”是充分条件。当前国企改革在稳步推进，市场普遍关注的变化是央企经营指标考核体系的优化。行情更上一层楼，TMT 崛起。海外紧缩缓和与国内政策红利驱动后市向上逻辑未变。1) 海外出清之年，美国经济周期向下，劳动生产率明显下降，看似紧张劳动力市场在经济持续下行后大概率反转，美联储紧缩缓和趋势明显；2) 国内过渡之年，经济趋势向上，但弹性有限，两会后产业政策或进一步提升市场风险偏好。
东北证券	TMT 行情未见顶，调整就是上车机会。流动宽松和地缘风险缓和，A 股短期延续震荡偏强。（1）分子端改善预期上升：2 月经济数据显示复苏趋势延续，我们推算 4 月份大概率是工业企业盈利增速的低点；一季报来临，分子端改善预期上升。（2）短期流动性预期转松：欧美衰退预期上升，流动性预期转松；3 月新发基金可能超 500 亿，融资

与外资也稳步流入，微观流动性回暖。（3）地缘风险缓和：访俄成果突出、台海缓和、俄乌缓和。

十一家券商普遍认为，“数字经济”和“中特估”将成为全年主线。

券商	行业配置
兴业证券	短期关注出行链和创新药，中期继续聚焦数字经济“五朵金花”+“中特估”两条主线。短期关注业绩确定性强且拥挤度低的方向：出行链+创新药。后续随着一季报业绩陆续披露，维持高景气或业绩显著改善的行业或有阶段性的超额收益。根据 2023 年各行业一致预期增速和利润修复程度，出行链相关的酒店餐饮、免税、航空运输，以及医药生物中的创新药等方向，业绩边际改善明显，且拥挤度均处于历史低位。当前已到了可以重点挖掘、关注的时候。中期，数字经济“五朵金花”+“中特估”仍是主线方向。
财通证券	行业配置方面，科创 50 启动携手上证 50，“数字经济+国企改革”是“最佳拍档”组合。1) 数字经济、GPT-4、半导体政策等 TMT 的主线不断涌现，特别关注科创 50，细分关注运营商、GPT-4、半导体设备材料、传媒（游戏和广告基本面均修复）等方向。2) 关注港股科技成长股，受益于支持民营经济发展，近期业绩公告向好，南向和全球资金大幅回流。3) 国内宽信用下，顺周期关注建筑链和制造业，预计 Q1 业绩向好：地产销售、二手房成交向好，2C 家装需求后置修复。高端制造的检测、机床、工业机器人等受益宽信用和顺周期合力。4) 国企改革关注平台型企业，包括上证 50 和科创 50 方向。
国泰君安证券	投资机会主要在政策可持续与增长逻辑可持续的方向。第一，受益国内数字化政策支持和新一轮创新周期启动（AI、苹果 MR），TMT 仍处成长初期阶段且产业迭代迅速，但过快的拥挤也会使得结构出现分化，推荐基础设施需求高，应用端降本增效、成长空间大的板块，逢低配置：计算机（AI、服务器），传媒（游戏、数字媒体），通信（数据中心、光通信）。第二，重视股价调整充分、盈利预期见底，微观筹码出清，且中期维度受益周期性复苏和技术创新的板块，美元紧缩周期的尾声也有利于长久期资产，积极布局低位成长：电子（半导体、消费电子），医药（创新药）。第三，临近财报季，业绩定价权重回升，经济相关板块受益宏观经济修复，基本面上行明确，优选具有成长属性的方向，低预期下逆向布局：食品饮料（啤酒）、机械（通用设备）。

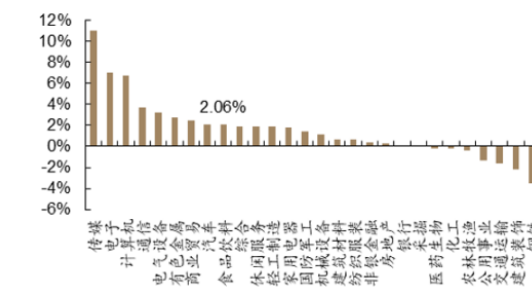
申万宏源证券	短期市场的行业结构特征：一边是，数字经济主题强动量。另一边是，地产链(家电、家居)，消费核心资产(白酒、啤酒、社会服务)，先进制造(电力设备、国防军工)开始小幅反弹，这些都是验证期有看点的方向。主题投资享受动量和布局验证期潜在替代资产，两种力量并存，这样的结构特征将持续一段时间。
广发证券	23 年配置继续聚焦“思·变”的 Δ 三重奏。1、“政策反转”：“中特估值—央国企重估”和“数字经济”有望成为信用扩张新抓手（电力/运营商/交运/超算中心/数据要素）；2.“困境反转”：优选低估值高 Δg （消费建材/中药/创新药/自动化设备）；3.“美债反转”：“港股天亮了，千金难买牛回头”，配置港股“三支箭”（1）扩内需“消费优先”&“消费升级”：医疗保健（医疗服务/器械），消费（啤酒/纺织服装）；（2）海外流动性反转“重建”&“发展”：平台经济；（3）扩大有效需求：地产竣工链（家电/家具）。
民生证券	反高景气，反萧条和反脆弱。第一，仍处于有利的环境中的贵金属（金、银），滞胀与萧条二选一时，布局“反萧条”能源（油、油运、煤炭）和工业金属的（铜）；第二，平准力量接入的上证 50 可以关注，央企国企和部分重资产行业同时契合：炼厂、保险、建筑、电力；第三，数据改善预期放缓，房地产重新可以布局；第四，“反高景气”策略的人工智能、数字经济中的机会仍会加速轮动，但不应高估为“年内主线”。
安信证券	短期超配行业：储能、以计算机（信创、人工智能）、传媒、通信、半导体为代表的数字经济；军工、医药、消费（餐饮、智能家居、医美、消费建材）、有色（铜、金）。主题投资：关注国企改革以及中国特色估值体系下的国企央企。
德邦证券	普林格周期复苏阶段，权益、中游制造占优，寻底反攻，以超跌+政策受益+景气向上的大科技为抓手。重点关注：1、机械设备：通用设备、自动化设备，2、电子：消费电子、光学光电子、半导体，3、计算机：软件开发、IT 服务、计算机设备，4、国防军工：航空装备、航海装备，5、传媒：游戏、数字媒体，6、电力设备：电机、风电设备、电池。
海通证券	行业配置上，数字经济为代表的 TMT 是全年主线，并重视“中特估值体系”。我们一直把数字经济作为第一主线，逻辑在于政策和技术的双轮驱动，TMT 基本面更优，基金增持或正在途中。除了数字经济之外，“中特估值”也值得重视，有望成为今年投资的次主线。目前 A 股央国企的估值依然不高，未来随着政策持续发力以及评估体系

	<p>更加完善，A 股央国企依然有较大的投资机会。消费领域也有结构性机会。结合市场面数据来看，当前估值相对合理的啤酒、酒店、黄金珠宝行业或相对较优。此外，关注黄金的阶段性投资机会。</p>
国金证券	<p>行业配置：TMT 崛起以及“券商、黄金”。布局产业政策和产业趋势共振的机会，以 TMT 为代表，同时重视券商与贵金属板块投资机会。而对于国企改革和中国特色估值等相关主题性机会，仍需以行业和公司的边际变化为核心。主线 1：TMT 崛起，计算机、通信、传媒、半导体。主线 2：券商、黄金。</p>
东北证券	<p>行业配置：短期继续聚焦 TMT 和低估值国企的双主线。（1）TMT 和低估值国企是短期主线：产业周期向上指向 TMT；流动性宽松指向中小盘成长；政策指向卡脖子技术、数字经济和国企改革。（2）继续逢低配置：一是政策导向和预期改善的传媒（AI 在营销、电商、社交、游戏等领域的应用）、通信（算力）、计算机（数字经济、AI 模型）、半导体（算力）、国企（中特估向 1 倍 PB 回归）。二是复苏相关的消费（商贸、停车、社服）和新能源。</p>

食品饮料板块一周大盘

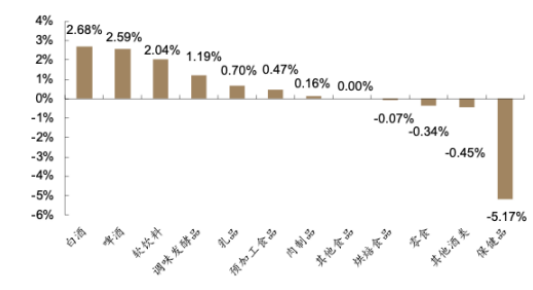
本周食品饮料子行业中多数板块呈现上涨趋势。白酒(+2.68%)板块涨幅最大,啤酒(+2.59%)、软饮料(+2.04%)、调味发酵品(+1.19%)、乳品(+0.70%)、预加工食品(+0.47%)、肉制品(+0.16%)板块呈现上涨趋势;此外,其他食品(0.00%)板块与上周持平,保健品(-5.17%)、其他酒类(-0.45%)、零食(-0.34%)、烘焙食品(-0.07%)板块呈下跌趋势。

图 1: 本周一级行业涨跌幅



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 本周食品饮料子行业涨跌幅



资料来源: Wind, 德邦研究所

【个股表现】

本周饮料板块中,惠泉啤酒(+10.28%)涨幅最大,舍得酒业(+9.02%)、老白干酒(+7.98%)、珠江啤酒(+7.68%)、燕京啤酒(+6.82%)涨幅居前;百润股份(-3.59%)跌幅最大,重庆啤酒(-2.41%)、皇台酒业(-1.33%)、口子窖(-0.90%)、伊力特(-0.19%)跌幅相对居前。

本周食品板块中,莲花健康(+6.49%)涨幅最大,科拓生物(+5.30%)、来伊份(+5.30%)、西麦食品(+5.12%)、华宝股份(+5.00%)涨幅居前;汤臣倍健(-9.30%)、嘉必优(-6.72%)、甘源食品(-5.78%)、*ST 麦趣(-5.37%)、仙乐健康(-5.33%)跌幅相对居前。

表 1: 本周饮料板块个股涨跌幅

周涨幅居前				周跌幅居前			
证券代码	证券简称	收盘价(元)	本周涨跌幅	证券代码	证券简称	收盘价(元)	本周涨跌幅
600573.SH	惠泉啤酒	12.02	10.28%	002568.SZ	百润股份	38.16	-3.59%
600702.SH	舍得酒业	190.9	9.02%	600132.SH	重庆啤酒	116.39	-2.41%
600559.SH	老白干酒	35.44	7.98%	000995.SZ	皇台酒业	17.11	-1.33%
002461.SZ	珠江啤酒	9.11	7.68%	603589.SH	口子窖	68.39	-0.90%
000729.SZ	燕京啤酒	13.32	6.82%	600197.SH	伊力特	26.68	-0.19%

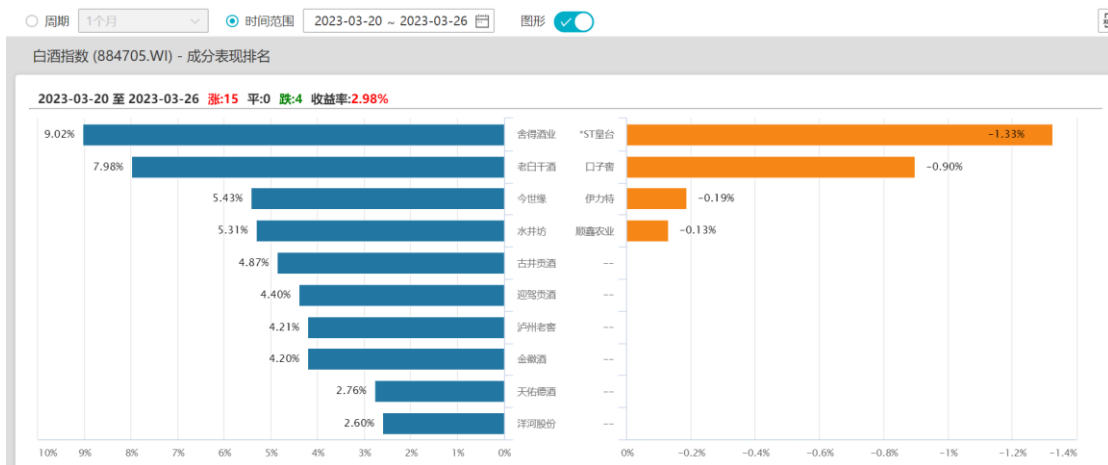
资料来源: Wind, 德邦研究所

表 2：本周食品板块个股涨跌幅

周涨幅居前				周跌幅居前			
证券代码	证券简称	收盘价(元)	本周涨跌幅	证券代码	证券简称	收盘价(元)	本周涨跌幅
600186.SH	莲花健康	2.79	6.49%	300146.SZ	汤臣倍健	20	-9.30%
300858.SZ	科拓生物	34.75	5.30%	688089.SH	嘉必优	41.76	-6.72%
603777.SH	来伊份	17.89	5.30%	002991.SZ	甘源食品	85.6	-5.78%
002956.SZ	西麦食品	14.98	5.12%	002719.SZ	*ST 麦趣	11.45	-5.37%
300741.SZ	华宝股份	25.42	5.00%	300791.SZ	仙乐健康	35.5	-5.33%

资料来源：Wind，德邦研究所

【白酒】



【舍得——年报超预期】

观点：短期板块股价因非基本面因素回调至今，判断个股业绩预期将伴随业绩披露而逐步消化，进入后期预期阶段。舍得 Q4 利润超预期，叠加短期终端价提价，判断 Q1 回款在月底前将加速，达成市场 Q1 预期确定性加强。

22 年公司实现营业总收入 60.6 亿元，同比+21.9%；归母净利润 16.9 亿元，同比+35.3%。其中，22Q4 实现营业总收入 14.4 亿元，同比+5.6%；归母净利润 4.9 亿元，同比+75.9%。自 2023 年 4 月 1 日起，品味舍得（第五代）、品味舍得（第四代）、品味舍得（精华版）和品味舍得（庆典装）终端售价上调 20 元/瓶。

顺利实现股权激励目标，省外扩张仍在持续：

①分产品，22 年中高档/普通酒收入同增+25.9%/+10.9%；Q4 分别同增+8.2%/-3.2%。判断大单品品味舍得持续放量驱动，中高档酒收入高速增长。22 年中高档/普通酒吨价同比-2.6%/+15.7%，认为中高档中偏低价格带（部分沱牌）占比提升所致。

②分区域，22 年省内外收入同增+13.5%/+28.1%；Q4 分别同增-2.3%/+12.8%。判断省外扩张仍在持续，传统优势市场东北、山东稳定增长，华南有望实现空白市场开发和规模突破。

优化费用，利润超预期增长。

22FY/22Q4 毛利率分别同比-2.6/-1.3pct，料结构影响。22FY 管理费用率同比-2.4pct，主因公司费用优化及股权激励费用减少。综上，22FY/22Q4 净利率分别同比+2.5/+13.3pct，公司归母净利润远超股权激励目标，也超市场预期！

Q1 确定性加强+大单品挺价+千元新品预期：

①渠道反馈，2 月控货以来渠道库存已下降至 2 个月+，3 月有望追平同期收入。我们看好 23 消费恢复下后半程次高端接力弹性，全年股权激励收入目标完成难度不大，回款目标也有望冲击百亿。

②终端价提价一方面加强 Q1 回款预期，另外帮助渠道链挺价去化库存，实现良性循环。#糖酒会重点观察公司千元价格带藏品十年上新和模式创新，体现品牌高端化决心同时牵引市场向上预期，建议重点关注！

【白酒跟踪】

【茅台】：本周飞天散瓶批价在 2750-2820、环比基本持平，整箱批价 2940-3080、环比微降。①目前多数区域基本完成 1-3 月份的打款发货，部分区域反馈开启 4 月回款。②茅台保健酒公司即将上市的百元酱酒“台源”创造还未上市即截止招商的成绩，预计产品上市发布会将在 3 月 28 日举行。

【五粮液】：本周普五批价在 935-950，环比微降。①目前部分大商已完成全年回款，其余多区域经销商反馈回款进度在 40%-50%，回款进度基本追平去年、发货进度逐步接近回款进度。②目前公司在部分区域开始控价，开启价格巡查，同时将普五及经典装品鉴用酒从标准装改为大瓶装，防止套费用等。

【国窖】：本周国窖批价在 890-905、环比持平。①目前多区域回款进度 30%-40%，发货略慢于回款，多经销商反馈节后库存环比节前有小幅下降、目前在 1-2 个月左右，预计一季度回款进度达到 35%以上。②部分区域反馈国窖 23 年增长目标 30%左右（业务员考核目标 30%，经销商考核目标 15%）。

【汾酒】：本周青 20 批价 350、复兴版批价 790、环比持平。①目前省外多区域反馈打款进度在 35%，发货与回款进度基本持平，预计一季度整体回款进度达到 40%左右。②山西省内部分渠道反馈预计 2023 年省内增速目标在 20%左右。

【洋河股份】：本周省内市场海之蓝批价 120-125，天之蓝批价 270，水晶 M3 批价 420，M6+约 590，环比持平。①公司开展“百日大会战”专项行动，预计开门红回款比例 50%左右，目前部分经销商反馈回款进度在 40%左右，发货与回款基本一致，预计 Q1 回款进度达到接近 50%。②2.16 起洋河停止接收全国经销商客户梦之蓝 M6+产品订单，恢复开票时间另行通知。

【今世缘】：本周省内国缘四开批价 430，对开批价 255，V3 批价 600 元，环比持平。①省内部分经销商反馈春节回款完成 40%，同时其春节整体销售实现同比正增。②3月6日起国缘四开暂停接收配额销售订单，如有特殊进货需求，按配额外产品价格执行（开票价每瓶上浮 20 元）。

【古井贡酒】：本周省内市场批价献礼版 75-80、5 年 115 左右、8 年 220 左右、16 年 320、20 年 540 左右，环比持平。①目前古井部分经销商反馈其已完成 2023 年春节 40%回款目标、最新库存比接近 10%，整体良性健康。②2023 年是古井集团“改革深化提升年”，目标 200 亿。

【口子窖】：本周批价口子 5 年批价在 78，6 年批价在 105，10 年批价在 220，20 年批价在 330，价格平稳。合肥区域经销商反馈 2023 年春节回款完成 30%+、库存仍在较低水平。公司推出了兼 10、兼 20、兼 30 三款产品，横跨 300 元、500 元、1000 元三个价格带。

【水井坊】：本周湖南地区八号批价 310，井台批价 440，典藏批价 650，环比持平。部分区域反馈总代经销商回款进度 20%+。截至目前，水井坊部分区域总代库存环比节前有一定幅度下降。

【酒鬼酒】：本周湖南内参批价 770 左右，老红坛批价 285，环比持平。省内部分经销商反馈，开门红回款要求大商完成 40%，小商完成 35%，目前内参整体回款进度接近 35%、酒鬼回款进度 30%左右，目前公司整体库存线 30%左右，2023 年公司重心在于费用改革及挺价，目标批价 830-840。

【郎酒】：本周成都青花郎批价 860、红 10 批价 340、红 15 批价 530、环比持平。①预计 22 年销售回款 200 亿左右（21 年回款 150 亿元左右）。②23 年努力推动商家实现 10%-20%的利润。

【剑南春】：本周成都水晶剑批价 405，终端价 453，环比持平。2023 年 1 月 15 日起，剑南春水晶剑出厂价预计提升 20 元/瓶。剑南春老酒首发上市，建议零售价 818 元/瓶，未来将按照瓶贮年份实施梯度定价。

【舍得】：本周湖南市场品味舍得批价 330、环比持平，智慧舍得批价 450，价格走势相对平稳，一季度有望完成回款进度到 30%（基础目标口径）。

【迎驾贡酒】：本周安徽市场品味洞 6 批价 110、洞 9 批价 185、洞 16 批价 285，环比持平。部分省内经销商反馈 2023 年一季度要求完成全年任务 50%、目前已完成，部分经销商反馈库存在一个月左右的良性水平。

【泸州老窖——经销商大会】

1、近年发展史是“五大突围”奋斗史

3 年来，泸州老窖攻坚克难，连续 5 个季度实现营收增速超过 20%、连续 9 个季度实现净利润增速超过 25%。一是销售突围，逆势高速增长。疫情三年，泸州老窖保持良性快速发展 2019—2021 年，泸州老窖营收累计增长 58%，年复合增长率达 16%；净利润累计增长 126%，年复合增长率达 31%，2022 年全年销售业绩将再创历史新高。二是品牌突围，价值持续提升。三是产能突围，生产坚实保障。四是管理突围，治理全面加强。五是形象突围，责任充分担当。

2、2022 年经营指标

1) 产品：2022 年国窖销售贡献占比达 60%以上，特曲品牌窖龄品牌约 80 亿元，头曲二曲品牌终端覆盖超 30 万家。

2) 区域：目前公司华北与西南两大基地市场已经建成，5 亿级省区超过 13 个，全国化步伐正在加快。

3) 团队：持续打造年轻化营销队伍，落地 33 个营销服务中心和 23 个人才培养基地，销售人员大学本科以上人才增至近万人。

3、七大行动和八大坚持，良性发展基础上能多快就多快

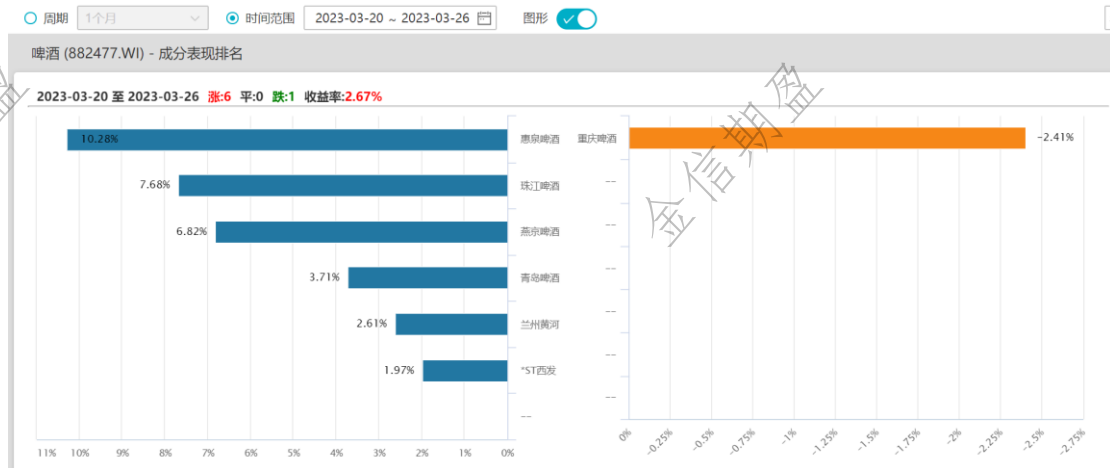
1) 七大行动打赢市场攻坚：一是全面推进流量赋能行动；二是全面推进公关赋能行动；三是全面推进渠道赋能行动；四是全面推进文化赋能行动；五是全面推进数智赋能行动；六是全面推进人才赋能行动；七是全面推进总部赋能行动。

2) 八大坚持助力高质量发展：第一，坚持更上台阶的全过程质量管理，坚持扩充公司优质产能。第二，坚持提升品牌价值与产品市值，聚焦资源实现协同发力。第三，坚持走国际化之路和立体传播，打造更年轻更时尚产品。第四，坚持年轻人为年轻人服务战略，以年轻的营销公司班子为中心，推动全国人才队伍建设。第五，新增经销商客户分级考核，优化客户盈利与控盘能力。第六，坚持以消费者实际需求为导向，靠高质量服务创造价值。第七，坚持推动数字转型与管理赋能，在消费者精细运营中提升效率、减化流程。第八，坚持构建和谐共生的商业生态，维护白酒市场良性健康。

【老白干】

销售转暖，23 年老白干强化石家庄。1) 销售回暖，老白干加速修复：目前省内动销依旧以 100-200 元价位最为良性，草根调研反馈老白干自 2 月以来省内动销环比改善较明显、2 月至今终端动销层面增速在 20%+，预计 3 月销售进度基本完成近 4 成，考虑到新签增量合同，预计 23Q1 老白干系列同比有双位数增幅；2) 22 年从台省内高增、国窖强势对老白干石家庄市场有一定压力，强激励下公司有较强动力稳固省内体量，23 年已抽调部分销售经理重回石家庄市场；唐山模式成功，2023 渠道改革加速。1) 根据调研估测，老白干唐山市场体量近 2.5 亿，次高端及以上占比近 8 成，甲等 20 实体入股、双重分红模式，甲等 15 保证金模式入股、挂销量分红；唐山市场通过渠道模式改革取得突破，经销商享受分红、销售人员薪酬有上升，渠道推力提升显著、驱动甲等、古法系列高速放量，23 年唐山渠道模式在河北其他市场开始推广；2) 强激励下，销售公司人员积极性强，2023 年老白干采取双中心制（石家庄、唐山为双核心），以唐山模式为模板（后续有望推出甲等 30 的渠道模式），以地级市为单位分头发展，衡水地区主推古法 20/30，其他地区主推甲等 15/20。武陵开启全国化，淡季关注招商。武陵酒 23 年 1 月启动全国化战略，目标广东、福建、河南、河北四省，预计将在 10 个省区设立办公机构开启招商；我们预计武陵 2023 年有望通过渠道拓展实现双位数增幅，预计 4 月糖酒会有望开始发力。

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	理估值									
证券代码	行业	公司名称	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	23年净利润率	市值	22年	23年	24年	25年	26年	27年	28年	29年	30年	22年现在PE/PB-1的空间	23年现在PE/PB-1.2	
600519.SH	白酒	贵州茅台	1,462.80	1,682.22	1,901.77	2,121.22	2,340.67	2,560.12	2,779.57	3,000.00	3,220.45	17.0%	856.90	22,243	26	21	26							-44.3%	-33.1%
000858.SZ	白酒	五粮液	852.77	963.63	1,074.49	1,185.35	1,296.21	1,407.07	1,517.93	1,628.79	1,739.65	16.0%	352.96	14,000	28	24	21							-33.7%	-20.4%
000568.SZ	白酒	泸州老窖	307.24	342.04	386.84	431.64	476.44	521.24	566.04	610.84	655.64	25.0%	152.78	20,000	24	24	24							-12.0%	6.0%
600809.SH	白酒	山西汾酒	317.27	352.07	396.87	441.67	486.47	531.27	576.07	620.87	665.67	26.0%	125.07	3,338	42	33	27							-2.2%	-4.2%
002304.SZ	白酒	洋河股份	381.95	426.75	471.55	516.35	561.15	605.95	650.75	695.55	740.35	21.0%	133.92	17,000	26	22	18							-2.5%	17.0%
000799.SZ	白酒	酒鬼酒	43.79	48.29	52.79	57.29	61.79	66.29	70.79	75.29	79.79	14.5%	14.55	27,000	26	23	20							-53.5%	-30.2%
600702.SH	白酒	舍得酒业	76.81	81.31	85.81	90.31	94.81	99.31	103.81	108.31	112.81	20.0%	24.57	20,000	44	34	26							-11.2%	6.5%
000596.SZ	白酒	水井坊酒	203.21	223.21	243.21	263.21	283.21	303.21	323.21	343.21	363.21	28.0%	49.27	25,000	19	16	13							-24.3%	-9.1%
603198.SH	白酒	迎驾贡酒	86.95	91.45	95.95	100.45	104.95	109.45	113.95	118.45	122.95	22.0%	26.00	20,000	32	25	20							-6.8%	12.1%
603269.SH	白酒	今世缘	96.95	101.45	105.95	110.45	114.95	119.45	123.95	128.45	132.95	22.0%	37.15	22,000	31	26	21							-14.8%	2.3%
603589.SH	白酒	口子窖	62.71	67.21	71.71	76.21	80.71	85.21	89.71	94.21	98.71	22.0%	22.90	29,700	410	26	22	18						-9.3%	8.0%
600593.SH	白酒	老白干酒	57.12	61.62	66.12	70.62	75.12	79.62	84.12	88.62	93.12	30.0%	8.87	11,900	324	47	40	37						-102.5%	-103.0%

【啤酒（补充：华润啤酒+1.94%）】

【华润啤酒业绩超预期】

啤酒方面，公司 23 年信心十足，目标 23 年次高端以上实现 25%左右增长，次高端以上目标从 19% 占比提升至 23%，向 25%迈进。Q1 来看情况乐观，大客户合约签订积极。其中，喜力目标实现 30+% 增长，增速快于 22 年。白酒方面，公司目标通过 3-4 年实现百亿目标，通过组织重塑、品牌重塑、产品重塑、渠道重塑等逐步实现。

华润：2022 年因费用收窄使得盈利超预期，2023 年估计费控力度依然较大。今年公司加大对超高端喜力的投入力度，估计今年次高端及以上销量在去年基数较低的情况下增长可达 20%以上。

2023 年目标销量的正增长，收入的单位数的增长，中单位数以上的增长，利润双位数的增长。2023-2025 年利润继续收获的三年，空间来自：1) 区域洼地市场利润提升。2) 产品结构升级及提价。3) 原辅材料和包装物成本下降。4) 销售效率提升，产销分离、产销成本的精益。5) 未来高档酒迅猛发展，盈利能力很大提升。次高以上 2023 年目标 20%以上销量增长，销量占比提升至 23%（2022 年 19%），三年后提升至 30-35%，中期销量目标达到 350 万千升。大单品方面，喜力、纯生、SuperX 在 2023 年增速目标超过 2022 年，1Q23 增长势头良好。行业 8+元及 10+元价格带有望分别诞生 3-4 个以上百万千升大单品。

白酒：公司目标通过 3-4 年的时间争取实现白酒业务百亿利润目标，或通过两三个品牌形成。金种子、金沙、景芝都要往大单品发展，公司认为金沙是最具全国性和高端化的品牌，金种子光瓶酒是最能与啤酒业务进行双向赋能的。白酒业务发展思路：1) 组织重塑，包括组织架构的重新梳理，管理职责的界定，人才的选拔以及部分企业的人员的优化。2) 品牌重塑，目前旗下几个白酒品牌形象、

定义，消费人群尚不清晰，香味香型，历史文化，顶层的品牌架构尚未形成。3) 产品重塑，景芝和金种子产品重塑已经基本进入尾声，下半年金种子就要发布头号种子的上市，金沙摘要品牌要提升优化升级，摘要的价值挖掘有很大的空间。4) 渠道重塑，对大客户培育和发展，金种子、景芝有很大进展，金沙还没开始，目前首要任务是库存管控、价格恢复。

【青岛啤酒利润超预期】

1-2 月销量同增 5%，其中 2 月同增 18%，旺季备货正在提前开始，去年 2Q 为低基数，对于后续 3-6 个月表观销量增速持乐观态度。

事件：2022 年公司实现营业收入 321.72 亿元（+6.65%），归母净利润 37.11 亿元（+17.59%），扣非净利润 32.09 亿元（+45.43%）。22Q4 实现营业收入 30.62 亿元（-9.83%），归母净利润-5.56 亿元（21Q4 为-4.55 亿元），扣非净利润-6.51 亿元（减亏 3.58 亿元）。

点评：

22 年利润超预期，派发特别红利回馈股东。

22 年收入符合预期、利润超预期，主因：1) 资产减值损失同比减少 1.63 亿元，主因长期股权投资减值损失本年度并未计提（20 年韶关公司计提 1.5 亿元，21 年成都公司计提 1.19 亿元）；2) 管理费用同比下降 12.95%，主因股份支付费用减少+职工薪酬减少。

公司公布 2022 年度利润分配预案，除每股拟派现金红利 1.30 元（含税）外，公司拟再派发特别红利每股现金 0.50 元（含税）。

22 年量价齐升，22Q4 疫情影响下量价承压。

1) 量：22 年、22Q4 销量分别为 807（+1.78%）、79.3（-6.49%）万千升，22 年、22Q4 青岛品牌销量分别为 444（+2.61%）、48.7（-10.64%）万千升，22 年中高端以上产品实现销量 293 万千升（+4.99%）；2) 价：2022 年、22Q4 吨价分别为 0.40（+4.80%）、0.39（-3.33%）万元/千升。

山东华北强势市场量价齐升，华东华南弱势市场利润提升。

1) 强势市场量价齐升：2022 年山东地区/华北地区收入分别增长 8.20%、8.07%，销量分别增长 3.16%、3.57%，毛利率分别提升 1.18pct、3.09pct。

2) 弱勢市場利潤提升：2022 年華南市場淨利潤增長 143% 至 2.51 億元，華東市場扭虧為盈同比增長 1 億元至 0.35 億元。

渠道結構優化成效顯著，疫情影響下非現飲占比提升。

2022 年合計大陸經銷商數量為 11826 個（同比減少 1439 家），平均經銷商規模為 307.16 萬元（+19.58%），有效提升經銷商經營質量，渠道結構優化效果顯著。受疫情影響，22 年即飲、非即飲銷量占比分別為 40.6%、59.4%，非即飲銷量占比提升 3.8pct。

22 年費用管控助力盈利提升，關廠提效持續推進。

1) 盈利提升：22 年毛利率/淨利率分別為 36.85%（+0.13pct）/11.83%（+1.03pct），銷售費用率/管理費用率分別為 13.05%（-0.53pct）/4.78%（-0.94pct），管理費用率下降較多主因職工薪酬減少+股份支付費用減少。2) 關廠提效：22 年全資和控股的生產企業自 58 家減少至 57 家。

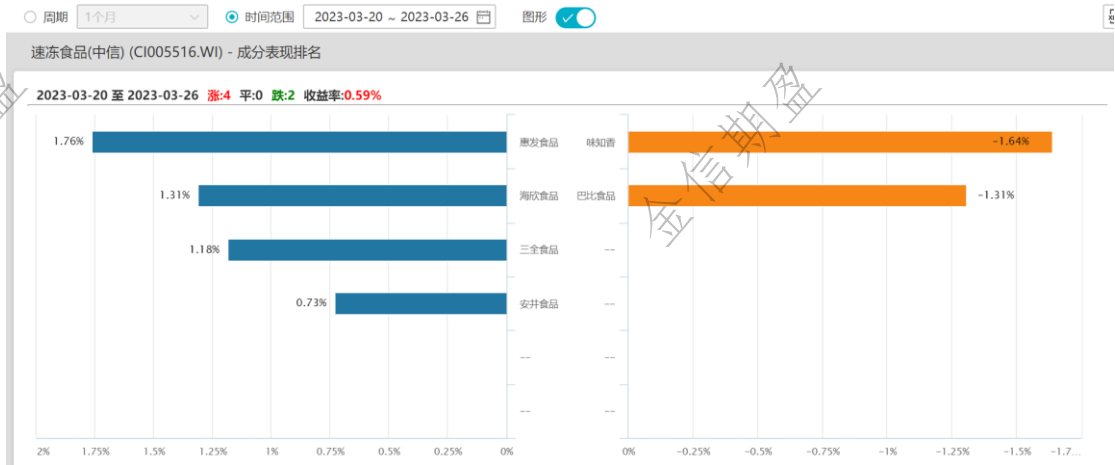
23 年高端化有望加速，23H1 低基數彈性可觀。

1) 22 年、22Q4 噸成本分別為 0.25（+4.58%）、0.29（-1.60%）萬元/千升，考慮到 22H1 噸成本處於高位，當前包材成本同比顯著下行，23H1 成本彈性可觀。2) 青啤在 22H1 低基數下 3-4 月有望迎銷量高增，且現飲場景恢復將加速高端化進程。

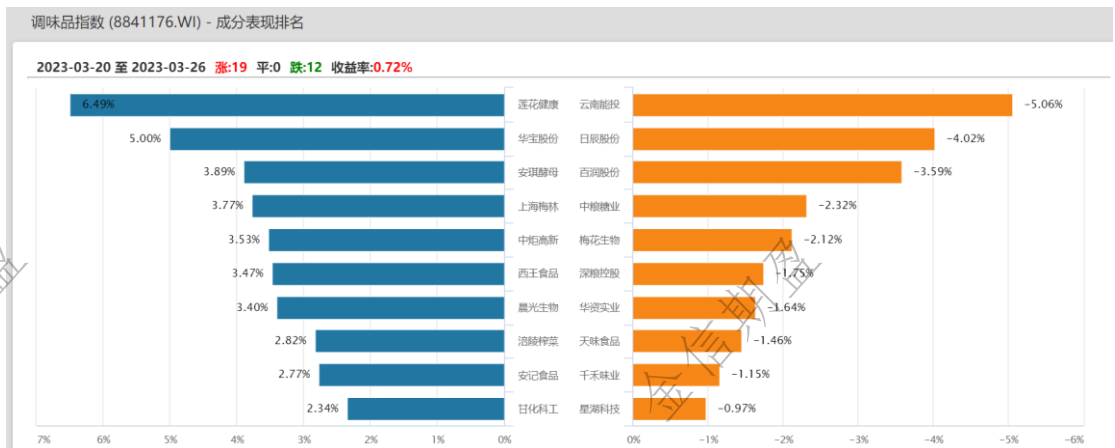
【重慶啤酒】

公司降低烏蘇 23 年銷量預期（從 100 萬噸下降至 90 萬噸，增速從 28% 下降到 15%）。同時 1-2 月銷量持平，弱於青啤華潤（+5% 以上）。市場擔心 bu 渠道調整仍對銷售經營有影響。 【今世緣】：本周省內國緣四開批價 430，對開批價 255，V3 批價 600 元，環比持平。①省內部分經銷商反饋春節回款完成 40%，同時其春節整體銷售實現同比正增。②3 月 6 日起國緣四開暫停接收配額銷售訂單，如有特殊進貨需求，按配額外產品價格執行（開票價每瓶上浮 20 元）。

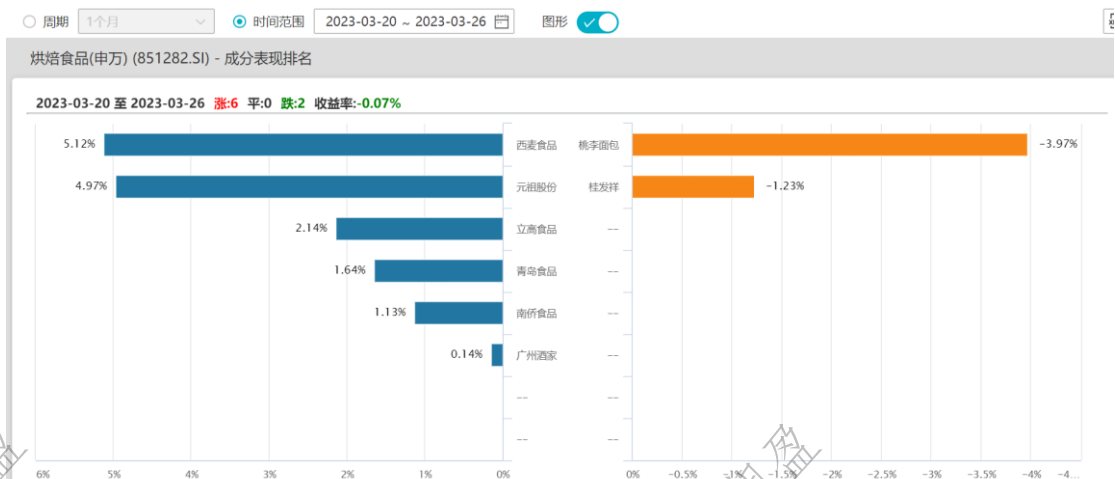
【速冻食品】



【调味品】

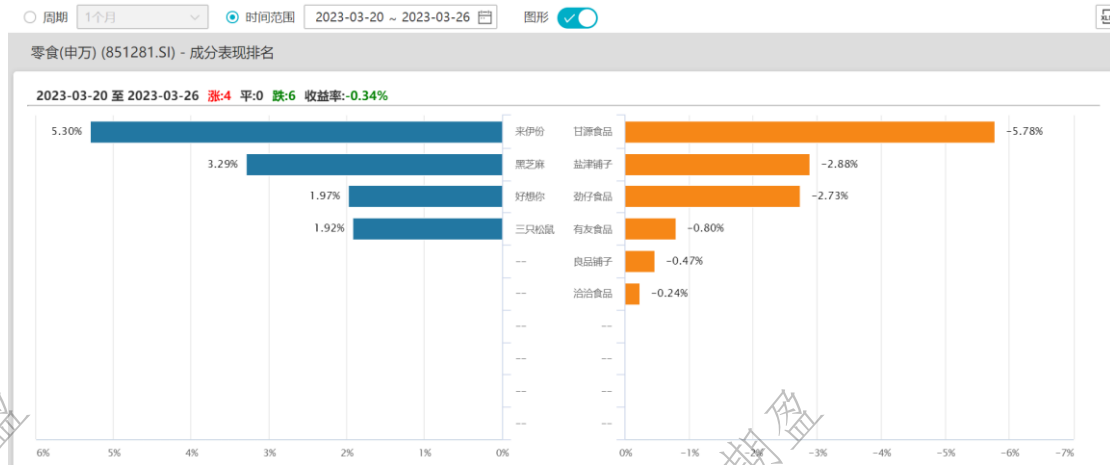


【烘焙食品】



千味央厨：拟定增补充产能，收入加速恢复。公司公告 2023 年度向特定对象发行股票预案，拟定增扩产 9.2 万吨产能，完善全国化产能布局，同时以 0.42 亿收购味宝食品 80%股权，加速拓展茶饮客户。渠道调研反馈，1 月份以来受益于乡宴、社会餐饮的恢复，公司收入保持较快增长，近期团餐渠道恢复较为亮眼，展望 23 年公司品类持续拓新，团餐/早餐/连锁餐饮/乡厨等多场景多渠道发力，未来成长性可期。我们预计 22-24 年收入 15.0 亿/20.3 亿/26.3 亿，预计公司 22-24 年归母净利润 1.02 亿/1.51 亿/2.01 亿，对应 23/24 年 PE41/31 倍，给予 24 年 35x，目标市值 70 亿，维持“增持”评级。

【休闲零食】



上周宏观市场回顾

1、规模以上工业企业利润

国家统计局公布数据：1—2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 8872.1 亿元，同比下降 22.9%。其中，国有控股企业实现利润总额 3449.1 亿元，同比下降 17.5%；股份制企业实现利润总额 6719.0 亿元，下降 19.4%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 1761.3 亿元，下降 35.7%；私营企业实现利润总额 2559.3 亿元，下降 19.9%。

总体看，今年 1-2 月仍受疫情影响，居民需求复苏相对偏慢，企业营收和盈利均面临较大压力，利润增速继续下探。其中，利润率的下落是主要拖累，在企业营收走弱的情况下，单位成本和费用出现明显抬升，对企业利润形成挤压。由于需求端偏弱，企业转向被动补库。上游原材料制造业，通用设备、电子设备等中游装备制造业利润增速较前期走低。下一阶段，需求逐步修复，预计工业企业利润或将见底回升。

2、经济高频数据

海通宏观高频同步指标截至 3 月 26 日，3 月数据：

生产同步指标（HTPI）为 3.08%，1-2 月均值为 2.34%；

出口同步指标（HTEXI）为-6.68%，1-2 月均值为-7.70%；

消费同步指标（HTCI）为 4.68%，1-2 月均值为-0.28%。

3、其他重要关注事件

- 1) 国家领导人访问俄罗斯；
- 2) 3 月 LPR 利率保持不变；
- 3) 中国与洪都拉斯建交；
- 4) Tik Tok CEO 接受美国国会质询；
- 5) 中国发展高层论坛线下年会。