

金信期盈证券权益市场周报 (20230327-0331)

海外宏观事件



美联储表态或接近加息尾声，各国去美元化步伐加快。

1) 鲍威尔暗示还有一次加息。3 月 29 日，美国共和党众议员凯文·赫恩称，美联储主席鲍威尔在私人会议中透露美联储将在今年再加息一次。3 月 30 日三名地方联储共同表态，尽管银行业面临压力，但决策者不会放松维护物价稳定的职责。

2) 美国房价仍在下行，通胀压力将进一步缓解。美国 1 月标普/CS20 大中城市房价指数环比-0.58%，为连续 7 个月环比负增长。2 月 PCE 同比 5.0%、核心 PCE 同比 4.6%，均低于预期，随着房价持续负增，美国通胀有望进一步加速回落。

3) 人民币国际化加速或成为人民币升值催化剂。继俄罗斯、伊朗、沙特纷纷加速推动用人民币替代美元等传统国际货币进行贸易结算/清算后，3 月 30 日巴西政府表示已与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是以本币进行贸易。我们认为此类事件有望推动人民币迎来年内第二波升值。

国内流动性

1) PMI 数据显示复苏依然稳健。3 月制造业 PMI 降至 51.9，前值 52.6；其中 PMI 新订单在 1、2 月快速回升的基础上小幅回落，反映疫后快速脉冲式复苏阶段已过，内生复苏收敛在情理之中；服务业 PMI 小幅升至 56.9，前值 55.6；建筑业 PMI 大幅升至 65.6，前值 60.2。

2) 工业企业利润处探底阶段。1-2 月规模以上工业企业利润累计同比大幅降至-22.9%，前值-4.0%；营业收入累计同比-1.3%，前值 5.9%。1-2 月工业生产受疫情和季节性因素影响恢复偏慢影响“量”，PPI 走弱又拖累“价”，叠加营收增速下滑，工业企业利润增速大幅下滑。

3) 高频数据无明显预期差。延续上周走势，工业品开工率和产能利用率环比放缓，地产销售环比上升但幅度亦较此前下降。

【跨季资金需求旺盛】

1) 总理讲话释放营商环境和走出去的积极信号。3 月 30 日李强总理在博鳌同出席博鳌亚洲论坛 2023 年年会的中外企业家代表座谈，指出将持续为各类企业发展提供更优的环境和服务，将进一步放宽市场准入，支持各类开放平台加快形成与国际通行规则相衔接的制度体系和监管模式，扎实推动共建“一带一路”高质量发展。

2) 旅游消费的金融支持正在路上。3 月 27 日，文旅部发布《关于推动在线旅游市场高质量发展的意见》，提到要创新旅游金融服务方式，为旅游者提供便利的产品分期付款、小额消费信贷、先游后付等消费金融服务。我们认为央行可能会创设新的结构性政策工具，继续加大对旅游消费的金融支持。

3) 跨季资金保持宽松。本周央行逆回购净投放 8110 亿元。为维护流动性平稳，本周央行持续大幅净投放使 DR001 下行，但跨季因素使 DR007 进一步上升。

本周市场大盘分析

本周个股中位数下跌 -1.35%，指数中，最强的沪深 300 涨 0.59%，最弱的国证 200 跌 -0.18%，大小盘风格偏大盘，“成长价值”偏成长。

A股市场核心指数			
创价值 2.57%	创成长 2.12%	科创50 1.94%	创业板指 1.23%
中小100 1.22%	深证100 1.14%	深创100 1.12%	科创创业 50 1.04%
创业板50 0.81%	深证成指 0.79%	深证综指 0.38%	东方财富 全A 0.35%
上证180 0.35%	上证50 0.33%	A股指数 0.22%	上证指数 0.22%
红利指数 0.18%	中证1000 0.11%	上证380 0.00%	国证2000 -0.18%

本周下跌的行业包括：

1. 地产基建产业链；
2. 部分 AI 方向的硬件，计算机通信和消费电子；
3. 军工、锂矿等方向。

一周市场策略回顾

十家券商普遍认为，海外金融风险扰动，国内经济复苏放缓，主题行情极致演绎，数字经济逐渐成为市场共识与主线。但当前仍是存量博弈市场，4月进入一季报业绩披露期，资金可能转向业绩确定性高的方向，市场仍以结构性行情为主。

券商	观点
兴业证券	三个维度思考：“数字经济”行情的时间与空间。在产业趋势浪潮及政策加持的双轮驱动下，短期交易拥挤度并不构成行情终结的充分条件。我们更需要思考的是，从中长期视角，如何判断行情的时间与空间？这里我们从三个维度出发，试图给出一些信号与指标：1、经济与政策没有重大超预期、市场没有β行情，这是本轮数字经济逐渐成为市场共识与主线的宏观背景。至少二、三季度，这种宏观组合大概率将延续。2、从我们独家构建的【广义拥挤度】视角，数字经济尚处于底部区域。3、从行情级别、产业趋势上，过去10年两轮行情可以提供参考与借鉴。
财通证券	“科创牛”的突破之路。科创50+上证50或为最优选项，“央企牛”+“科创牛”是结构性牛市的重要方向。内外流动性的边际转松是市场二季度的重要催化，国内信贷脉冲继续发酵，海外联储即将结束加息、缓和金融风险；大势上，行情没有“大破大立”，结构上，呈现牛市特征，类似13年、19年。对于投资者而言，需要关注市场主流赛道是否有所切换，核心信号是老赛道“单季度大幅减仓+业绩见到未来4个季度高点”。目前新的共识已经形成，“数字经济+国企改革”、“科创50+上证50”是市场组合的最优解之一，市场寻找“一季报有业绩”的方向，一方面，上证50为代表的经济顺周期板块、龙头国企有望迎来复苏，另一方面，投资者需要重视科创板。
国泰君安证券	结构至上，成长扩散。指数横盘震荡，股票策略的重点仍在于结构至上。四月重视成长扩散，关注TMT+医药的轮动，以及传统领域中的细分成长方向。从自上而下的角度看，当前阶段股票策略的大逻辑不论国内还是国外的经济增长和宏观政策“预期的好没有更好”，但同时“预期的差也没有更糟糕”。因此，在相对更中期的逻辑和形势明朗前，尤其是4月中下旬重要会议对于总量经济政策是否有新的变化前，上证指数上下的空间并不会太大。成长风格占优，四月重视扩散。

申万宏源证券	<p>4 月替代资产会有表现，但数字经济还有新高。3 月 A 股窄幅震荡，数字经济一枝独秀。回顾行情的核心线索：数字经济比央企改革催化剂密度更高。主题行情极致演绎，虹吸了制造和消费核心资产的配置资金。国内复苏放缓，海外银行业风险扰动，“弱复苏交易”愈演愈烈，甚至演绎出了“衰退交易”的模样。</p>
广发证券	<p>主线抓牢——“思·变”的 Δ 三重奏。政策反转（数字经济+央企重估是宽信用新抓手）、困境反转（地产及疫情拐点）、美债反转（港股天亮了，千金难买牛回头）。本周市场“思·变”的 Δ 三重奏共鸣。基于“技术革新引发场景革命、内外催化剂加持、海外宏观环境、国内宏观环境、股市流动性”五大相似点，本轮“AI+”类似 13 年的“移动互联网+”：（1）本轮“AI+”的第一波上涨波动加大但趋势未变；（2）类似行情下，行情首次回调幅度并不大；（3）中长期来看，行情空间较大，时间跨度较长，且“盈利印证”重要但并非行情持续性的决定性条件。我们认为本轮“AI+”行情可能小荷才露尖尖角！困境反转：经济仍处复苏轨道，优选低估值的 Δg 行业，等待 4 月决断。美债反转：美联储加息周期将结束，“港股天亮了、千金难买牛回头”。</p>
民生证券	<p>“内战”不止，变化将至。当下新旧成长之间的“内战”并不会结束，投资者要参与需趁早。但别忘了，下一个宏观场景的变化即将到来，一股成长之外的新的力量正在积蓄，风格大切换将势不可挡。大盘成长反攻，新旧成长的“内战”。相较于 2022 年，市场原有稳态结构打破已成定局，宏观环境变化一旦确认，大的风格切换将势不可挡。当下，主流赛道的股价走势会是比交易拥挤度更好的用于指示 TMT 行情的指标。数字经济板块在 2023 年一季报和中报之间仍有窗口期，往后看反而业绩的要求可能会变高。值得关注的是当前主要宽基指数期权的隐含波动率处于历史低位，（1）美国经济正在重返“滞胀”。（2）商品即货币。（3）人民币国际化带来的资产重估。</p>
安信证券	<p>存量的博弈：只要经济弱复苏，TMT 就不会输！当前一个阶段以创业板为代表的大盘成长出现反抽在我们的预期之内，人工智能 AI+数字经济（TMT）火热场景验证我们反复强调的以小盘成长为代表的“产业主题投资”。当前，5 月美联储加息维持 25bp 预判，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。内部环境中，可以明确市场在此前修正过高预期后依然处于“强预期、弱现实”的环境中。目前，可以明确的是人民币汇率向均衡水平的回摆是 A 股市场再次走强的重要条件。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。</p>

德邦证券	4 月，春暖花开。中美共振释放流动性，货币-信用周期钟摆回摆，强化中国宽信用复苏周期。春来大科技验证，成为市场主线，市场关注情绪指标触及阈值，更多表明大科技的相对收益进入高波动阶段，并不意味着趋势走弱，且绝对收益仍有望继续表现。另外，大科技走强阶段往往景气触底回升初期，1-2 月利润或已完成探底。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	好事多磨。①牛市可以分为孕育期、爆发期和泡沫期三阶段，22/10 底市场进入牛市孕育期，Q2 可能阶段性休整蓄势。②二季度的扰动变量：海外美联储加息引发的债务风险。国内基本面回升仍需数据验证。③预计全年第一主线是数字经济，Q2 波折是去伪存真的布局时机，关注黄金阶段性机会、消费结构性亮点。
东北证券	四月震荡偏强，继续聚焦 TMT。4 月非制造业修复弹性较高，流动性宽松，A 股震荡偏强。（1）分子端：供给端回落快于需求端，4 月基建、地产和消费修复弹性较高；建筑建材、食品饮料、新能源、农林牧渔、计算机等行业一季报增速可能较高或改善。（2）流动性：4 月海外流动性紧缩压力缓解，国内流动性维持宽松；外资、融资和新发基金 4 月或将加速流入。（3）风险偏好：中美摩擦风险仍在，情绪指标相对低位有利于风险偏好提升。

十家券商普遍认为成长占优，“数字经济”有望成为全年主线，可能和“国企改革”形成“跷跷板效应”，短期出行链、医药和地产链关注度有所提升。

券商	行业配置
兴业证券	中期主线延续 VS 短期情绪过热，如何应对？建议沿着三条线索应对波动：1）“数字经济”五朵金花【信创、人工智能、金融科技、半导体、运营商】、60 大细分行业的内部轮动；2）“中特估”、“一带一路”下的能源产业链；3）关注业绩确定性强且拥挤度低的方向：出行链+创新药
财通证券	1）四维行业比较策略（景气、流动性、估值、拥挤度的四维筛选模型）：周期（轮胎、民爆），消费（出行链、教育、药店），高端制造（汽车零部件、锂电池、光伏），科技（计算机、通信）2）外资策略：一级行业选择电新、食饮、电子；二级行业选择酒、新能源动力、保险。

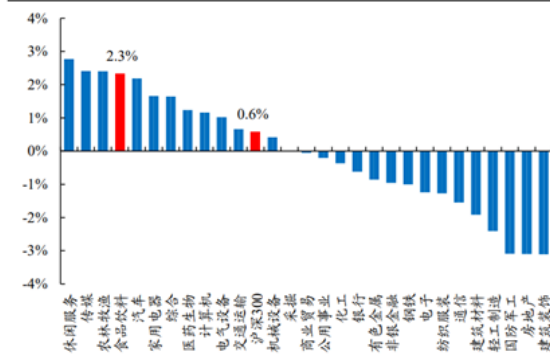
国泰君安证券	强势股有空间，布局低位扩散。重视股价调整充分、盈利预期见底，微观筹码出清，且中期维度受益周期性复苏和技术创新的板块，美元紧缩周期的尾声也有利于长久期资产，积极布局低位成长：电子（半导体、消费电子），医药（创新药）。2）国内数字化政策+海外创新大周期，公募整体低配，中期产业大主题。需要关注的是，当前看空者没有筹码，而踏空投资者较多，高风险偏好投资者主导强势股行情。强势板块与强势股仍有一定空间，但由于市场缺乏增量资金，要注意风险控制。关注轮动：计算机（“AI+”应用）、通信（电力信息化）、传媒（影视院线/游戏）。3）部分传统赛道估值合理且交易并不拥挤，其中具备成长性或一季报有望超预期的细分方向将受益成长扩散，关注传统成长细分：啤酒/食品/小白酒/小家电/中药/零售药店。
申万宏源证券	四月展望：替代资产会有所表现，但数字经济还有新高。再次提示，验证期市场将集中寻找替代资产：1. 复苏验证“不温不火”是大概率；2. 一季报期景气可外推的消费核心资产有望“闷声发财”；3. 真正有弹性的替代资产还是央企改革。此消彼长：复苏验证弱，就是数字经济的机会。
广发证券	23 年配置继续聚焦“思·变”的 Δ 三重奏。我们维持“港股走牛市、A 股走修复市”的判断。市场核心逻辑仍是“思·变”的 Δ 三重奏。行业配置：1. “政策反转”：“央企重估”和“数字经济 AI+”有望成为信用扩张新抓手（电力/通信运营商/交运/数字基建、AI+传媒等）；2. “困境反转”：优选低估值高 Δg （消费建材/自动化设备/创新药/中药）；3. “美债反转”：港股“天亮了，千金难买牛回头”三支箭：（1）扩内需“消费优先”&“消费升级”：医疗保健；（2）海外流动性反转“重建”&“发展”：互联网；（3）扩大有效需求：地产竣工链（家电/家具）。
民生证券	更多地站在下一个场景的一边。市场不会永远处在低波动震荡的状态，原有稳态结构已经松动，未来宏观与外力的变化或将会导致市场出现较大的风格切换。我们推荐：能源（油、煤炭），有色（铜、金、银、铝、小金属），重资产+国企央企（炼厂、建筑、钢铁），运输（油运、干散、化学品运输、港口）；人工智能+数字经济要参与的话，应趁早。
安信证券	短期超配行业：消费（餐饮、智能家居、医美、消费建材）、医药、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；汽车、军工、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	<p>行业配置建议：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。</p>
海通证券	<p>布局：全年重视数字经济、中特估。未来行情或将聚焦基本面有望提振的细分领域，具体关注以政策为主导的数字基建、数据安全领域，和技术驱动下企业或加大资本开支的人工智能领域。“中特估”可能短期休整，关注真正具备中国特色的持续性机会。二季度关注黄金阶段性机会。此外，关注消费的数据验证情况。</p>
东北证券	<p>4 月建议继续关注 TMT、建筑、新能源和部分消费等。（1）4 月份盈利大概率迎来拐点，同时一季报披露，政策导向、产业趋势上行和受益于经济修复的行业景气预期将上行，是配置主线。（2）行业配置上，建议继续关注：一是政策和人工智能导向的 TMT，主要为传媒（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）；二是国企改革和一带一路相关的建筑、军工等；三是复苏相关及一季度盈利表现较好的消费和新能源；四是日历效应关注食品饮料、汽车、美容、家电等消费和金融。</p>

食品饮料板块一周大盘

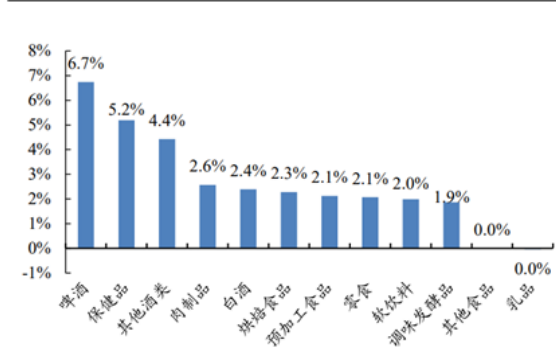
3月27日-3月31日，食品饮料指数涨幅为2.3%，一级子行业排名第4，跑赢沪深300约1.7pct，子行业中啤酒（+6.7%）、保健品（+5.2%）、其他酒类（+4.4%）表现相对领先。个股方面顺鑫农业、华统股份、惠泉啤酒涨幅领先；元祖股份、嘉必优、良品铺子跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅为2.3%，排名4/29



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：啤酒、保健品、其他酒类表现相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

【白酒】

1. 4月春糖会发布新品+招商

- 1.1 今世缘发布6K 定价800-1000，挑战洋河价位带；
- 1.2 舍得发布藏品十年新包装，定位1000；
- 1.3 山西汾酒文创产品600-700；
- 1.4 五粮液经典20。

2. 4月Q1披露业绩

白酒跟踪数据

贵州茅台	散瓶/整箱飞天 2750 元/2950 元左右，非标的兔茅，以及茅台 1935 批价有所下滑；从库存来看，茅台库存小于1个月。
------	---

五粮液	普飞批价 940-950 元；库存 1 月+。
泸州老窖	高度国窖 895-915 元，低度国窖 630-640 元；库存 1 月+。
山西汾酒	汾酒青花 20 批价约 345-350 元，复兴版 790-800 元，库存 1 个月多。
舍得	舍得品味批价 340 元左右，舍之道批价 135 元，舍得库存 2 个月多。
酒鬼酒	酒鬼 3 个月左右（省内低于省外）；酒鬼红坛批价 310 元。
古井贡酒	<p>1. 古 16、古 20：古 16 在终端陈列和渠道推力上较竞品存一定优势，在该价位带消费者认可度明显高于省内其他次高端产品。受益于省内消费升级，古 16/20 动销较好；从价盘来看，两者成交价分别为 360 元/560 元，终端价较春节前持平，价盘稳定；从货龄来看，古 16/20 终端陈列产品出厂日期多数为 2022 年 11 月之后，其中古 16 货龄更新，多数终端门店有 2023 年 1 月之后的新货。</p> <p>2. 古 5 终端成交价在 115 元左右，古 8 终端成交价约 215 元，这两款单品运作模式已经成熟，价格体系相对稳定。另外，两款单品动销较快，其中古 5 和古 8 的终端陈列日期普遍在 2023 年初，其中古 8 在部分终端存卖断现象。</p>
迎驾贡酒	<p>1. 至 Q1 迎驾在合肥地区回款 50%左右，同比增长 30%+，其中流通市场回款 55%左右，酒店回款 3 月底有望达到 50%</p> <p>2. 洞 16 目前终端成交价在 360 元左右，洞 20 为 480 元，与节前相比价盘变化不大。另外根据草根调研情况，洞藏系列在终端门店中的陈列力度进一步加强，当前已基本完成在合肥市内终端门店的铺货。</p> <p>3. 洞藏 6/9 年终端成交价分别为 120 元/210 元，其中洞 6 由于春节期间大规模放量，终端成交价有 10 元/瓶左右下滑。并且多数产品出厂日期为 2022 年 12 月以后，当前洞 9 终端动销更加旺盛，多家门店（4/15）出现卖断所造成的缺货现象</p>
口子窖	<p>1. 口子 20 终端成交价为 360 元，与古 16 保持一致，在陈列和终端推力上弱于古井，多数产品出厂日期在 2022 年 9-10 月期间</p> <p>2. 股权激励以 22 年为基数，23/24/25 年营业收入/扣非净利润（剔除股权激励）的增长率不低于 15%/30%/50%（计算同比增速不低于 15%/13%/15%）。公司已打出组合拳：1）合肥营销中心组建、人员招聘及职能界定已完成，与用友网络签署数字化营销体系合作协议，渠道管理能力边际改善；2）多地已成立合资平台公司绑定大、小商利益，提升二批商地位，降低大商反抗；3. 新品兼 10/20/30 上市，价格带为 300/500/1000 元，终端价上涨 90 元左右。</p>
金种子	<p>1. 本周召开头号种子发布会（头号种子是 40%馥合香、20%浓香、40%清香勾调，3 年恒温贮存），定价 68 元，优先进入安徽及环安徽的餐饮终端（华润雪花适合头号种子的终端全国 223 万家，安徽 69 万家），头号种子是一体两翼中的战略大单品。金种子将通过对头号种子三价齐管、对经销商安全库存管理、保持良性厂商关系解决过去白酒行业的顽疾。头号种子将优先选择具备餐饮渠道能力、具备专业团队能力、服从标准化市场操作的经销商合作。</p>
洋河	内部会议反馈，公司整体节奏稳定，Q1 按全年计划正常经营，并在积极推动激励。我们预计 Q1 收入增速小双位数，3 月底回款到 50%+，库存环比持续改善。南京批价已上升 5-10 元至 600 元，

	高度提价函下发（出厂价、终端最低零售价同比提升 20+元），低度提价将在 4 月落地（提价 20+元），梦 6+自 2 月 16 日停货以后，预计发货将逐步恢复。23 年改革持续推进，看好 Q2 场景恢复、苏南政商资源对接带动梦 6+增速加快。
今世缘	1. 1-2 月收入增速 27%，预计 Q1 收入增速在 25-30%（增速 V 系列>K 系列≈今世缘系列） 2. 3 月 6 日起，4K 停货，配额外开票价提升 20 元/瓶，库存 2 个月； 3. 春糖 6K 有望亮相（成交价 800+），定位高端战略新品。

A	B	C	BT	BU	BV	BW	BX	BY	BZ	CA	CB	CC	CD	CE	CF	CG
证券代码	行业	公司简称	2022E	yoy	2023E	yoy	2024E	yoy	23年利润率	23PEG=1的PE年PEG=1.2的	市值	22年	23年	24年	PEG	
600519.SH	白酒	贵州茅台	626.00	19.3%	732.42	17.0%	856.93	17.0%	50.1%	17	20	22,863	37	31	27	1.84
000858.SZ		五粮液	267.67	14.5%	310.49	16.0%	353.96	14.0%	36.4%	16	19	7,647	29	25	22	1.54
000568.SZ		泸州老窖	101.83	28.0%	127.29	25.0%	152.75	20.0%	41.4%	25	30	3,750	37	29	25	1.18
600809.SH		山西汾酒	79.00	48.7%	100.04	26.6%	125.07	25.0%	31.5%	27	32	3,323	42	33	27	1.25
002304.SZ		洋河股份	94.60	26.0%	114.46	21.0%	133.92	17.0%	31.6%	21	25	2,493	26	22	19	1.04
000799.SZ		酒鬼酒	10.81	21.0%	11.46	6.0%	14.55	27.0%	26.2%	6	7	420	39	37	29	6.11
600702.SH		舍得酒业	14.47	16.2%	18.82	30.0%	24.57	30.6%	24.5%	30	36	656	45	35	27	1.16
000596.SZ		古井贡酒	30.79	34.0%	39.41	28.0%	49.27	25.0%	19.4%	28	34	1,565	51	40	32	1.42
603198.SH		迎驾贡酒	17.55	27.0%	21.59	23.0%	26.00	20.5%	32.2%	23	28	533	30	25	20	1.07
603369.SH		今世缘	24.76	22.0%	30.94	25.0%	38.06	23.0%	31.9%	25	30	814	33	26	21	1.05
603589.SH		口子窖	15.50	-10.3%	18.60	20.0%	22.90	23.1%	29.7%	20	24	422	27	23	18	1.14
600559.SH		老白干酒	6.90	77.3%	6.82	-1.2%	8.87	30.0%	11.94%	-1	-1	339	49	50	38	-42.25

【啤酒涨幅第一的原因：三月销量数据好】

青啤：3 月销量同比+21%（对比 21 年下滑 7%），此前预期双位数（2 月提前备货、3 月控节奏），实际好于预期。Q1 销量同比+11%（对比 21 年增长 8%）。

重啤：3 月销量增长双位数以上（22 年 3 月持平），环比持续改善，主要系基数低+需求复苏+2 月渠道调整降低提货要求而库存变低。我们判断 Q1 销量同增中个位数左右（此前预期低个位数），实际好于预期。

乌苏：

苏前期发展透支了部分品牌力，渠道利润在变薄，但是经销商留存度、终端自点率尚可，后续需要看嘉士伯能否匹配更多销售人员和市场费用。嘉士伯新的闽赣大区经理为前喜力的高层，管理经验丰富。

Q：乌苏渠道利润优势还明显吗？

A: 不明显了，因为电商的冲击和渠道网点增长，网点进货一般会问业务员建议价格，开始网点会按照建议价执行，后面了解到其他同行的价格，会进行零售价下调，没有办法按照公司指引的价格去执行，随行就市。

Q: 乌苏下滑的原因？

A: 百威和喜力针对优质终端网点加大了投入。终端有促销人员在，产品陈列和推荐都是比较好的，能够更改消费者的酒水选择。

Q: 乌苏扁平化怎么看？

A: 扁平化每家都会存在，因为要做产品物流缩短。目前乌苏在福建由 20 多个一批，21 年 1 个一批，22 年 4 个一批。乌苏没有团队人员服务终端市场，完全寄托于经销商，对终端信息了解的不透彻，目前一个人员负责一个一批商，但只有方向性的指导，无法落到实处。同时，乌苏和互动者的互动不多，乌苏透支了品牌力，消费者该喝已经喝过了。经销商不会像厂家一样不惜代价去投入人员和费用，经销商的销售人员也更看重销量，所以以压货为主，不太在意价盘。之前乌苏也投过费用，但是费用都被经销商截留，没有办法真正投入终端。

百威中国：1 月销量下滑，2 月增长 20%+，Q1 预计量增高个位数（对比 21 年增长中低个位数）。

华润：1-2 月量增中个位数左右（次高端两位数增长，好于同行）。3 月低基数下（22 年下滑小双位数），有望实现更快增长，开门红可期。

我们认为，对比其他消费品，啤酒一直彰显出更强的复苏弹性和确定性（22 年已有体现，23 年正持续应验），核心原因在于：价格低（与场景相关性强、经济相关性偏弱）、保质期短（库存水位低、囤货少）。4 月仍是低基数（去年青啤-17%、华润-19%、重啤下滑中个位数），现饮恢复也将加快升级，具备 β 性机会。

渠道 2022 年 4 月数据

	销量（万吨）	销量同比增速	吨价同比增速
青岛啤酒	61	下滑 17%（山东下滑 9%）	0%（山东吨价下滑 3%），纯生、经典占比降低
华润啤酒		销量下滑 15-20%	增幅环比变小
重庆啤酒		中个位数下滑	

【速冻食品】

整体感受：1）今年会展现场火爆，第一天人流就达到 16 万（创历史记录，去年 3 天一共约 17 万人流），市场信心明显恢复。2）预制菜产品明显增加，但存在同质化趋势，比如龙大今年主推肥肠系列新品，不少其他未上市品牌也推出这类产品。

千味交流反馈：1）今年大 B 较有信心，预计增速在 25-30%（包括味宝），百胜春卷、宝宝蛋挞转为长线产品，蛋挞、红豆派切了其他企业 15% 份额，百胜自己开店也比较积极；2）小 B 预计增速在 27% 左右，四款新品，主要针对早餐场景：米糕（含益生菌）、春卷（机械化生产解决封口问题）、大包子（皮松软、不粘纸）、烧卖（主打北方市场，不油腻、不粘皮、不夹生）。3）御知菜品牌主打宴席场景，目前推出 10 款左右 SKU，定位偏中高端（狮子头、酸汤鱼等），预计还会陆续推出 8-10 款 SKU。

立高新品和 3 月经销商大会展示的相差不大，数量和质量相较去年显著提升。安井展会上未出现明显新品，安井小厨有款新品酿豆腐。

其他：1）绝味旗下的绝洽主打卤味预制菜，合作客户包括松鼠、盒马、王小卤、美宜佳、蒸浏记等，2）盐津旗下的津为供应链公司主打魔芋素食产品（素毛肚、素百叶等），针对火锅、冒菜、钵钵鸡等场景，公司已经打通魔芋原材料供应链。

四月为淡季

立高食品：3月延续2月强势表现，收入端持续改善，1-2月公司整体增长预计15-20%（1月约10%，2月整体增长近50%）。立高在重点大客户的新品持续放量，2-3款新品已年化过亿，4月还将上新蛋糕类产品。Q1整体预期收入25%+，利润35%+。

安井食品：3月延续稳健表现，略有降速但不影响Q1整体稳健表现，预计3月主业同比+20-30%（1月+8%，2月+50%-60%）。主业1-2月预期接近+30%，冻品先生同比+35%。Q1预期收入+35%，利润+40%。

安井新增——安仔（用于出售新宏业和新柳伍的鱼糜给B端）。

千味央厨：3月预计20-25%，1-2月合计同比接近25%（1月接近+20%，2月整体+30%）。Q1预期收入+25%，利润略高于收入。

观点总结

调研总结

- 1) 展会热度高，餐饮人信心充足，餐饮复苏逐步兑现。
- 2) 预制菜渗透率在上游食材链已经有明显提升，尤其在水产板块。
- 3) 预制菜板块空间大，呈现品类、渠道场景分化趋势，参与者众多但尚未直面竞争。

板块观点

- 短期：展望2023餐饮复苏逐步兑现，主要源于：新店开出+消费意愿回升。叠加低基数，餐饮供应链速冻预制菜受益。
- 中长期：疫情催化B、C端预制菜渗透率提升，且上游速冻食材企业头部品牌集中度提升，推荐安井食品、千味央厨、立高食品。

推荐标的

- 安井食品：主业受益B端餐饮复苏+集中度提升，预制菜聚焦鸡肉、水产类持续放量。我们预计2022-2024年收入121.75/161.67/196.47亿元，基本维持2022-2024年归母净利润10.85/14.49/18.06亿元。当前股价交易于2023/2024年33.2/26.6倍P/E估值。
- 千味央厨：2023年快餐场景百胜率先复苏，小B保持25-30%增长具有韧性，中长期可展望60亿收入体量。我们预计2022-2024年公司收入14.95/19.43/24.80亿元，归母净利润为0.99/1.47/1.88亿元，当前股价交易于2023/2024年44.0/36.1倍P/E估值。
- 立高食品：2023年烘焙行业需求复苏、渠道场景多元化背景下，公司通过2022年内部变革有望抓住行业发展机遇快速成长。我们预计2022-2024年收入29.11/39.02/48.37亿元，归母净利润1.64/3.54/4.67亿元。当前股价交易于50.3/38.1倍2023/2024年P/E。

- 风险提示：餐饮消费不及预期；原材料成本上涨；竞争格局恶化；食品安全问题。

从上游供应链看餐饮复苏水平

□ 从上游供应链看，当前餐饮消费尚未完全复苏，需要过程，3-4月份或最小低谷，淡季增速环比放缓。

- 2022年12月-2023年2月速冻食品库存低、周转快，12月是备货旺季。今年春节提前，经销商备货意愿积极。1-2月餐饮供应链企业在低基数+放开复苏下，具有弹性，2月渠道补货需求明显。
- 3月步入淡季增速环比放缓，餐饮需求复苏需要过程，不同餐饮品类表现分化，快餐小吃表现好于火锅自助餐，面点好于火锅料。预期4月仍为消费淡季，5月份之后餐饮迎来开店高峰。

□ 但不必悲观，餐饮行业下半年有望迎来明显改善，万事俱备，只欠东风。

□ B端餐饮疫情后洗牌，对降本增效诉求更加强烈，速冻半成品渗透率提升。C端消费者或养成速冻半成品囤货习惯，人均消费量提升。B端弹性大于C端，C端或略有降温。

- 2022年疫情+成本上行，行业格局分化，龙头市场份额提升。龙头经销商实力强大、多元化渠道布局，抗风险能力强。“金税四期”推行后，更加规范严格，小厂压力更大。

	春节后反馈	春节后反馈	1-2月增速
安井食品	12月前置促销、提价、低基数+春节备货，供不应求，渠道缺货，增长30%左右。	春节补货社往年更多，家庭消费1月增速40%+，公司经销商发货开工、渠道缺货、库存低，补货积极。	37%
千味央厨	12月收入增长恢复至20%+，乡村餐门店活动增多，供不应求。	多厨家需求增长，经销商反馈增长40%多；1-2月合并预计30%+，节后团餐渠道备货积极。	30%左右
立高食品	12月增加促销力度，订单增长较快。渠道订单金额4.5亿，接近3个亿出头。	经销商需求节后补库，比去年要好一些。	两位数增长
三全食品	12月增速20%+，C端备货积极，出现缺货。	春节动销旺盛，但疫情影响缺货情况较为明显，正加紧生产备货。	10%左右

资料来源：公司公告，中金公司研究部



刘常青



沈畅@中金食品



嘉宾用户*0628



刘常青



沈畅@中金食品



嘉宾用户*0628

千味央厨：速冻面点人气王

- 主推四大单品：烧卖、大包子、米糕、春卷；四大场景：早餐、团餐、宴席、外卖
- 今年大单品战略发生变化，去年是蒸煎饺一个单品做到1个亿，今年是群狼战略，每个单品3-4千万。
- 烧卖的卖点：不粘皮、不夹生、不油腻，主要在北方进行售卖。
- 春卷的卖点：解决了春卷露馅不适合餐饮企业的问题，且增加了鲜虾、鸡肉香菇的口味，公司与设备企业共同研发，有一年的专利期。
- 预制菜新品：藕合、蒙古肉、狮子头。



资料来源：中金公司研究部



资料来源：中金公司研究部

● 未直播

千味央厨：白沙洲重点客户投放

- 白沙洲市场中可以看到千味投放的大幅广告
- 门店内可以看到公司对重点经销商的扶持力度，冰柜数量、广告牌铺满，专门设立“千味体验餐厅”。
- 千味春季活动，满15件送油一桶，主要推广产品为蒸煎饺、米糕、糍粑、大包子、油条、烧卖。



资料来源：中金公司研究部

● 未直播

立高食品：首次参加良之隆，发力餐饮

- 立高食品首次参加良之隆，积极发力餐饮渠道，是此次来参展的唯一大型冷冻烘焙企业。
- 新品较多、更加丰富，产品场景更加细分。甜甜圈产品小组2023年上新柏林娜、丹麦甜甜圈两款新品。重要变化是，在产品研发之处对场景客户进行细分，比如柏林娜目标客户是单店5000元/天起。销售渠道：烘焙、餐饮、商超。可颂甜甜圈已经在山姆上市，目标客户是50家连锁店以上或单店1万/天，销售渠道是烘焙KA、餐饮KA。
- 餐饮场景主推意式薄底披萨。并增加上新主食产品。公司拥抱500亿披萨增量新蓝海，已经与乐凯撒披萨达成合作。公司可以提供饼底、冷冻面团以及零售端披萨成品。同时公司推出汉堡系列、熟点面包系列、冷冻慕斯系列，发力连锁餐饮场景。



资料来源：中金公司研究部



资料来源：中金公司研究部

● 未直播

【休闲零食】

【甘源食品】1月订单-20%，2月+50%，预计3月+35%~40%，考虑到部分12月订单确认在1月，预计Q1报表收入同比+20%~25%。棕榈油价格下降及规模效应释放带动Q1净利率提升至12%+。

【劲仔食品】1+2月实现55%+增长，预计3月达成情况良好，预期Q1实现35%~45%增长。

【盐津铺子】1+2月实现20%以上增长，预计Q1收入+25%~30%，2月零食店月销接近4000w，电商接近5000w。

【天润乳业】1+2月接近15%增长，3月情况向好，预计Q1整体实现15%+增长。22Q1利润低基数，预计23Q1利润增速可观。

2022 年报线上交流要点（2023-3-31）

景气趋势：22Q4 乌昌地区，尤其商超渠道受影响较大，而南疆还是有接近15%的增长。23Q1 目前整体恢复的情况符合预期。对外公告的目标：27 万吨，26 亿收入，向上级报备的预算，不构成增长的限制；公司人员激励充分（考核超额利润），优秀的销售人员，月工资可能超过高管，在当期、季度和年度，及时激励。

渠道建设&费用投放：

1) 专卖店，12 月末达到 764 家（覆盖福建、江苏、山东、广东、川渝等地近百个市县），预计全年保持增长，远期破千可期，会是公司重点发力的销售渠道；

2) 线上：电商+新媒体运营，品牌曝光和销量均有很可喜表现，2022 年销售达 1.67 亿元（增幅 >40%）；电商不以盈利为核心目标，兼顾品牌宣传，赋能线上线下销售，2022 年销售费用中促销费方面增加，主要投向新媒体，公司认为这是适合自身发展的投放方式。

产品分布&变化：常温占比>50%，低温产品约 35%，奶啤约 8%，较之前 10%占比有所下降。

常温：毛利率水平较高；大单品包括：UHT（小白袋）、利乐砖、利乐枕，占比依次从高到低，都在 1/3 左右。

低温：大单品有①巴氏奶：大鲜奶；②发酵类：爱克林（占比高一些）、纸杯酸；公司也在重点推广桶装酸奶。

奶啤：去年受疫情的影响较大，公司加强场景结合：川渝火锅店、两湖小龙虾等，强化目标客群和消费场景，疆内市场也加强了渠道的流通铺货；今年储备了奶啤的新品，4 月会有新风味的奶啤（解决老品偏甜的问题）上市。

新品：2022 年储备 39 款新品，包括产品（0 蔗糖等定位）、包装形象升级等；部分产品系列化：冰激凌系列、PET 瓶等，加强产品的终端陈列。

产能投建：现存产能，天润科技 15~16 万吨，疆内二厂 5~6 万吨，塘朗城工厂远期会达到 10 万吨，去年开始做技术改造。面向十五五，存在产能压力，所以需要提前扩产布局。

1) 天润齐源（15 万吨山东工厂）也是在持续推进，预计今年 10 月如期试产，增强周边 500km 的销售覆盖；目前山东工厂的选品、经销商招募已在同步进行，预计 4 月中下旬，区域销售先行，将以代工方式面市。

2) 疆内 20 万吨新厂，通过转债募资，正在进行可研项目、施工设计、招标，预计 2024 年底初步达产。

牧业板块：18 个牧场，4.4 万头牛只，生鲜乳供给 17.4 万吨，奶源自给率维持在目标值（60~65%），奶牛的单产水平、微量元素的指标，都排到行业前列。目前原奶价格较低（3 月价格较 1~2 月仍有略降），牛只饲养成本仍在增加，目前这个价格对上游牧业很不友好，今年出现不少（牧业）企业，春节前就开始喷粉，这在历史上很少见。

【南侨食品】

股权激励+棕榈油成本下行，流通盘较小的标的，但是收入 80%来自冷冻面团+山姆为主要客户。

收入达到股权激励目标可能性较大，内部冲刺目标 40%，努力做到。利润端，棕榈油价格回落+产能利用率提升带动毛利率修复，净利润有望大幅增长。

南侨食品重大推荐（4 月金股）：行业恢复+冷冻面团新品放量，叠加成本下行，23 年利润弹性确定性高，目标市值 150 亿，建议重点关注！

1. 公司股权激励解锁条件对应今年收入考核要求约 35.3 亿-38.3 亿（下线为触发值即目标的 80%，超出部分按比例解锁），对应同比增速 23%-34%。

具体看：

1) 烘焙应用油脂去年受成本压力量跌价升，量价分别-15%/+8%，今年有望随着行业需求端复苏，销量恢复至正常水平。

2) 淡奶油去年受益于疫情下国产替代，表现量价齐升，今年公司将加大蛋糕专用淡奶油新品推广力度，预计有望实现 20-30%+增速。

3) 进口品受益于米勒稀奶油及欧洲 oem 代工的自有产品快速增长，疫情之下表现亮眼 22 年增长 18%，今年有望延续较高增长态势。

4) 冷冻面团，公司产能规划积极，考虑 22 年底设计产能 1.3w 吨加 23 年 1.2w 吨在建产能，今年有望实现翻倍以上增长。公司去年 Q4 和山姆合作供应贝果新品，目前仅导入蔓越莓口味，后期公司有望开发更多口味以巩固山姆的贝果需求，公司目前冷冻面团收入 80%+来自山姆，后续公司有望拓展饼店等其他渠道优化结构。

棕榈油成本下行，盈利能力改善确定性高。

目前棕榈油市场价已回落至 8000 元以下，22 年棕榈油高点约 1.6 万元，均价约 1.03 万元，较前期高点回落明显，公司 1-2 月仍在消化去年高价原材料库存，3 月已消化完毕轻装上阵，目前公司采购成本价与市场价接近，展望全年预计棕榈油将维持在 8000 元左右，公司去年已进行提价传导，预计今年油脂业务毛利率有望同比改善 10pct+。冷冻面团业务去年在新产线投产下产能利用率低，毛利率下滑较多，预计冷冻面团常规毛利率为 33%-36%，贝果毛利率 22%-25%，贝果占比提升或稀释整体毛利率，但随着产能提升，毛利率仍有上行空间。公司去年净利率 5.6%，中性测算下公司今年净利率有望提升至 8-9%，乐观恢复下有望实现 9%+。

预计公司 23-24 年利润分别为 3.5 亿、4.8 亿元，同比增长 116%、40%，对应估值分别为 30x、21x，复盘历史，公司在 18 年成本下行下兑现不错的利润弹性，今年在股权激励加持，冷冻面团产能释放，山姆渠道放量等催化下，公司实现收入及业绩大幅增长的确性较高，建议重点关注。

【千味央厨】1-2 月合计实现近 30%增长，3 月基数较高，预计 Q1 实现 20-25%左右增长。

【宝立食品】空刻 2 月下旬受到天猫大盘的影响销售略有承压，3 月实施促销等活动后有所改善，B 端随着餐饮复苏有超预期表现，预计 Q1 实现 25%左右增长。

餐饮板块分析

1. 周黑鸭 0403 业绩会

2023 年发展目标；

2023 年新开店目标 1000 家；

持续拓展社区市场，社区店总数突破 1300 家；

增补交通枢纽店，加强高视能渠道行业领先能力；

2023 年将面临史无前例的成本压力。

Q：2023 年指引是否有更新？收入、利润情况？

A：23 年肯定是回暖的，但是消费信心恢复也需要时间。1-2 月消费恢复不错，3 月份有点回归理性，最近随着清明假期，又有一些恢复。23 年新开 1000 家店，继续延续改革，外卖、社区店、营销、供应链等促进收入增长。今年努力带领团队，同比 22 年收入可以增长 30%以上（问题不大），同比 21 年两位数增长。今年对利润压力最大的是原材料，正如年初跟大家反馈过的，年初对原材料有比较全面的预测，假设我们成都新工厂投产会产生 4000 万的成本费用。尽力做好费控，争取全年做到 2 亿以上利润。

Q: 成本涨幅展望?

A: 全年预计吨成本会有 10% 以上的增长压力。

Q: 成本拐点什么时候到来?

A: 最近一个多月极其异常, 年初预估会涨, 但是 3 月份的这种涨幅也是超过同业预估的, 现在有种说法, 是 9 月份-10 月份可能会出现拐点。

2. 奈雪的茶

奈雪的茶: 上调开店及净利指引, 关注店效趋势及业绩兑现。

2022 年业绩略低于我们预期。公司公布 2022 年业绩: 收入 42.92 亿元, 同比-0.1%; 经调净亏损 4.61 亿元 (vs. 21 年经调净亏损 1.45 亿元), 受疫情影响, 业绩略低于我们预期。22 年底, 奈雪的茶茶饮店共 1068 家, 全年净开店 251 家 (新开 301 家、关停 50 家)。22 年经营活动净现金流 3.07 亿元, 同比-39.4%。

疫情致门店经营利润率承压, 二类店显韧性。22 年疫情影响下利润率承压 (考虑经营去杠杆和外卖费用占比提升), 公司也在人力及租金等成本控制部分抵消负面影响, 22 年门店利润率同比-2.7ppt 至 11.8%。分模型看 (剔除新店开办费影响), 二类店平均单店日销 0.95 万元, 低于一类店 (1.33 万元), 但受益于灵活人力和较低租金, 二类店门店经营利润率 16.1%, 高于一类店 (12.5%)。一线城市同店看, 深圳同店平均日销 1.87 万元/门店经营利润率 17.5%, 依次高于广州 (1.5 万元/12.9%)、北京 (1.4 万元/4.4%) 和上海 (1.27 万元/-0.2%); 一线均较 21 年同比下滑。

发展趋势

公司上调 23 年开店和净利率指引。1) 公司上调 23 年开店指引至 600 家, 主要仍在一二线城市、以现有城市加密为主, 考虑: 品牌对业主及客户吸引力维持、疫情间降本增效举措明显降低门店保本点, 进而拓宽选址空间; 我们估计上调开店指引也有部分应对竞争对手拓店、先发抢占优势点位等因素。2) 公司指引短到中期门店经营利润率目标 20%, 考虑: 数字化和自动化手段缓解人工成本刚性, 单店人工费率目标 19%; 严控门店租金至目标 13-14%; 随着线下人流恢复和外卖占比下降 (公司预计 23 年占比 40% 或以下, 22 年占比 46%), 对应外卖费率降至 7-8%。公司指引 23 年净利率目标不低于 5%, 公司预计 23 年除零售业务外中后台人力绝对值保持稳定 (22 年总部员工成本 4 亿元)、费用率有望逐步摊销、零售业务盈亏平衡。

关注单店日销恢复和业绩兑现。部分由于去年低基数影响, 我们估计 3 月奈雪同店平均店效同比恢复约 115% (平均订单量同比恢复约 130%、客单价同比恢复约 90% 至 33 元); 3 月同店店效环比 2 月呈个位数降幅, 可比口径下恢复至 21 年同期约 80-85% (我们估计恢复水平较 1-2 月环比稳中有升)。建议关注消费力企稳下高端茶饮恢复进程、同业开店恢复下竞争格局变化、开店加速下单店模型质量。我们认为若加速开店下品牌势能稳中有升、加密分流效应可控、单店仍维持较好店效, 则有望兑现长期开店空间。

盈利预测与估值

考虑今年以来店效稳步复苏、降本举措效果显现及开店提速，上调 23 年盈利预测 13%至 3 亿元和 24 年预测 5%至 6.8 亿元。当前股价对应 24 年 18 倍 P/E。维持中性评级，考虑降本增效举措下业绩兑现确定性增强，上调目标价 26%至 9.2 港元，对应 20 倍 24 年 P/E，上行空间 8%。

三月金股反思

金股 1：酒鬼酒，月涨跌幅：-14.91%

年初以来对 23 年行情乐观，景气度从底部抬升，小牛市。一月二月来看呈现震荡，总体消费改善明确，很难有大的回调。

短期来看：酒鬼酒企业和渠道端有变化——元旦以来高端酒先行，商务送礼超预期，其次疫后恢复，宴席，再其次三月份到来的情况下企业端商务活动在修复，跟白酒的恢复节奏类似，从二三月来看，白酒企业明显控货挺价，大家对批价的意愿乐观，酒企开始做费用调整，收缩渠道费用，成本下降可能在三月份会体现

以五粮液老窖，因为需求改善和控货，三月下旬估计景气度会上行，看好五粮液老窖。

次高端恢复慢的情况下，景气度会上行情况下，酒鬼酒跌的最多，市值来看空间大。

酒鬼：大家的质疑——短期业绩不好（确实去年基数高，但是公司报表从一季度看估计小个位数下滑，到二季度百分之二十增长，三季度三四十增长；月度来看会有环比改善，后续积极）。库存高（去年一季度库存压力影响全年预测，最近调研来看最近动销改善，回到良性水平，酒厂去库存）。估值和市场预期低，舍得汾酒相对更高一点，所以酒鬼估计五粮液老窖价格上行后酒鬼也会上行。四月份糖酒会开启会开启新一轮白酒周期。

反思：

1. 0309CPI 和 PPI 数据表明跟预期相比斜率放缓，商务宴席和大众的恢复缓于预期。

2. 公司董秘在三月底后出来说公司不发货，以及如果公司 Q1 能做到-10%，三月份发货就要翻倍，但公司现在比较注意经销商库存，所以选择不发货。

3. 公司去年 Q1 基数太高，营收 86.04%，归母净利润 94.46%。

4. 400 亿是市场上会是合适价位。

金股 2：山西汾酒，月涨跌幅：-3.63%

推荐理由：价增；23 年 34X

反思：

1. 价盘确实有增长，但不是上涨的理由。
2. 反腐。
3. 报表未落地，利润增速相比前些年下行，估值中枢下行。

金股 3：华润啤酒，月涨跌幅：8.71%

推荐理由：低基数以及相比青岛啤酒更便宜

月度板块区间涨跌幅：

板块	月涨跌幅(算术平均) [交易日期] 2023-03-31 [单位] %
SW啤酒	1.0378
SW肉制品	-1.2549
SW烘焙食品	-2.2160
SW白酒Ⅲ	-2.7065
SW其他酒类	-3.1318
SW零食	-3.2242
SW软饮料	-3.2645
SW预加工食品	-4.0871
SW保健品	-4.4816
SW调味发酵品Ⅲ	-4.6329
SW乳品	-6.9434
SW熟食	-11.1364
SW其他食品	-

序号	证券代码	证券简称	月涨跌幅 [交易日期] 2023-03-31 [单位] %↓	序号	证券代码	证券简称	月涨跌幅 [交易日期] 2023-03-31 [单位] %↓
1	600573.SH	惠泉啤酒	13.4341	1	603517.SH	绝味食品	-16.3931
2	605339.SH	南侨食品	10.4572	2	600882.SH	妙可蓝多	-16.2364
3	003000.SZ	劲仔食品	10.0364	3	000799.SZ	酒鬼酒	-14.9089
4	603156.SH	养元饮品	8.6077	4	002329.SZ	皇氏集团	-14.8055
5	600600.SH	青岛啤酒	8.1808	5	603170.SH	宝立食品	-13.4122
6	000596.SZ	古井贡酒	8.1002	6	002719.SZ	麦趣尔	-12.7466
7	002847.SZ	盐津铺子	7.7003	7	000995.SZ	*ST皇台	-12.7461
8	002461.SZ	珠江啤酒	6.2851	8	600381.SH	青海春天	-12.2740
9	300973.SZ	立高食品	6.2024	9	001318.SZ	阳光乳业	-11.9637
10	603102.SH	百合股份	6.0005	10	002820.SZ	桂发祥	-11.6835
11	603043.SH	广州酒家	5.6684	11	000716.SZ	黑芝麻	-11.6615
12	000860.SZ	顺鑫农业	5.4038	12	603866.SH	桃李面包	-11.6345
13	000729.SZ	燕京啤酒	3.8547	13	836826.BJ	盖世食品	-10.9071
14	200596.SZ	古井贡B	3.7778	14	600189.SH	泉阳泉	-10.1429
15	002840.SZ	华统股份	3.2676	15	605388.SH	均瑶健康	-9.9246
16	600298.SH	安琪酵母	3.2394	16	603057.SH	紫燕食品	-9.5254
17	605567.SH	春雪食品	3.0263	17	603779.SH	威龙股份	-9.4994
18	000869.SZ	张裕A	2.3869	18	603719.SH	良品铺子	-9.4889
19	603589.SH	口子窖	2.1771	19	000752.SZ	*ST西发	-9.3394
20	002991.SZ	甘源食品	2.0953	20	603317.SH	天味食品	-9.3023
21	000568.SZ	泸州老窖	1.9160	21	600132.SH	重庆啤酒	-9.0578
22	002626.SZ	金达威	1.5442	22	600779.SH	水井坊	-9.0217
23	603369.SH	今世缘	1.1700	23	600543.SH	莫高股份	-8.7780
24	001215.SZ	千味央厨	1.1176	24	603777.SH	来伊份	-8.7002
25	002515.SZ	金字火腿	0.9029	25	300791.SZ	仙乐健康	-8.0563

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，利润率的下跌是主要拖累，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. 3 月国内 PMI 数据

2023 年 3 月份，制造业 PMI 为 51.9%，比上月下降 0.7 个百分点。建筑业、服务业的商务活动指数分别为 65.6%、56.9%，比上月上升 5.4 个、1.3 个百分点。分项来看：PMI 生产指数为 54.6%，前值为 56.7%，回落 2.1 个百分点。PMI 新订单指数为 53.6%，前值为 54.1%，回落 0.5 个百分点。PMI 新出口订单指数为 50.4%，前值为 52.4%。PMI 从业人员指数为 49.7%，前值为 50.2%。

1) 3 月制造业 PMI 处于扩张区间，位于较高位路，反映经济复苏仍在继续。但是 PMI 逆季节性回落，除了上个月基数较高的因素，也反映经济恢复基础仍不稳固。虽然环比下降、景气度扩张放缓，但在历年同比中仍处较高水平，供需在历年同期中也都处于高位。各类型企业景气水平均处扩张区间，总的来说 3 月中国经济延续恢复趋势。

2) 复苏动能有所切换，外需拖累生产，内需支撑增强。3 月制造业景气度环比回落，其中生产是主要拖累，受需求端的传导，其中外需放缓影响较大。一是，新出口订单指数降幅超过新订单指数的降幅，也超过进口指数降幅。二是，中、小型企业景气度回落幅度更高，出口多为中、小型企业。三是，制造业就业回落，而服务业就业回升。制造业企业预期走弱，或也预示出口承压，未来可能向制

制造业投资传导。终端需求偏弱的情况下，价格指数明显回落，预计 3 月 PPI 环比依然负增，同比降幅扩大。

3) 非制造业景气度创新高。服务业靠新订单带动，商旅出行行业景气度高，一方面受文旅部陆续恢复两批出境游“机+酒”业务提振。二季度节假日相对较多，预计服务业景气度特别是餐饮、文旅、出行等仍具支撑。建筑业景气度同步创新高，但新订单及就业指数大幅回落，原因是今年的重大项目开工时点较早。

4) 房地产行业指数稳定在景气区间。3 月以来，商品房成交面积持续回升，尤其是一、二线城市更为明显。除了前期地产积压需求集中释放，还与地区层面的房地产托底政策推进有关。另外，全面推进房产“带押过户”。但是房地产趋势性回暖可期。

5) 后续预期：一是整体经济下行风险较小，经济仍有望在服务消费、外部环境和需求改善、资源聚集区地产回暖等因素驱动下继续上行。二是 1 季度的经济整体表现降低了 5% 的目标的实现难度，政策或将更多聚焦经济的结构问题、经济的中长期发展方向以及改革与创新。

3. 中国式现代化的内涵与影响

1) 内涵在不断演化

中国式现代化是：人口规模巨大的现代化；全体人民共同富裕的现代化；物质文明和精神文明相协调的现代化；人与自然和谐共生的现代化；走和平发展道路的现代化。

2) “两点三段”

2000-2012 年：“经济增长”是一个核心概念，宏观经济政策主要围绕需求端的增长，逆周期政策也是围绕增长调整，在上行阶段防止过热，在下行阶段防止下滑过快。

2012 年前后为第一分界点

2012 年-2021 年：政策重心逐步从强调经济增长过渡向更多强调经济发展。在这十年中，宏观经济政策主要围绕供给端的调结构，先后处理影子银行、融资平台、两高一剩、房地产等领域的结构性问题。

第二分界点为 2021 年前后

2021 年开始，“现代化”理念逐步走向前台，政策重心进一步转向高水平科技自立自强和自主创新，构建新发展格局，实现高质量发展。

3) 现代化的模式

“先发内源性现代化”：欧美经济体大多属于这一类型，通过历次工业革命，大约 200 多年走完现代化这一缓慢过程。

“后发外源性现代化”：具体的代表性模式又包括拉美的进口替代模式和东亚的出口导向模式。拉美采用的是进口替代战略，因违背自身比较优势，城市化走在工业化之前，且过度依赖跨国公司投资，导致经济发展演变为不可持续的“依附性”发展模式，并出现中等收入陷阱；而东亚日韩等案例则采取出口导向战略，逐级实现技术进步与产业升级，从而实现了从低收入国家到高收入国家的两级跨越，顺利完成现代化。

4) 中国式现代化“既有各国现代化的共同特征，更有基于自己国情的中国特色”

“并联式”发展过程是其主要特征之一，即在并联的特征下推动工业化、信息化、城镇化、农业现代化四化合一，打破线性模式，跨越式发展。

起步于转型经济，且属于大国模型，因此存在发展不平衡、不充分的现实情况；由于其全产业链的特征，更深的国际分工参与，以及自主发展的产业战略，面临着“修昔底德陷阱”；同时作为社会主义的现代化，存在可持续发展和共同富裕的要求。

5) 政策框架：要实现不同于既有现代化模式的“并联式”发展，有效市场与有为政府的有机结合是一个重要手段。

6) 内生优势：存量人口和全产业链（“超大规模经济体”）、工程师红利（“人才红利”）。全产业链特征、区域和产业进步的异步性及发展纵深、规模巨大的内需市场；工程师红利提升的人力资本不断释放；新型举国体制可以一定程度上突破企业盈利曲线约束。

7) 高质量发展：

外延过程是推动经济增长驱动转向技术进步和产业升级，提升高技术产业占比；内涵过程是推动增长模式从传统东亚模式的土地信用体系向产业信用体系的转变，即从“地方政府城建-居民和商业半径扩张-经济活跃度上升-土地增值-通过第二本账实现投资回收”，转向“产业投资及升级-企业价值提升-通过第一本账、第三本账实现投资回收”。

融资平台公司市场化转型；土地转为数据；科技攻关；融资方式；央企的“价值创造行动”。

4. 经济高频数据

海通宏观高频同步指标截至 4 月 1 日数据：

生产同步指标（HTPI）为 3.18%/3.08，1-2 月均值为 2.34%；

出口同步指标（HTEXI）为-8.00%/6.68，1-2 月均值为-7.70%；

消费同步指标（HTCI）为 5.40%/4.68，1-2 月均值为-0.28%。

上游：3 月布伦特原油现货均价月环比下降 4.77%，阴极铜期货结算价月环比下降 0.19%，铁矿石期货结算价月环比上升 2.93%；

中游：3 月 PTA 产业链负荷率均值较 2 月上升 1.02 个百分点，螺纹钢、水泥、动力煤价格月环比分别上升 1.00%、2.86%、0.21%；

下游：房地产销售 3 月环比上升 29.89%，汽车零售需求偏弱；

物价：蔬菜价格月环比下降 8.59%，猪肉价格月环比下降 2.37%。

5. 其他重要关注事件

- 1) 中国高层发展论坛年会和博鳌论坛；
- 2) 国外政要、跨国高管陆续访华；
- 3) 人民币国际化新进展：道达尔能源交易，中国巴西贸易；
- 4) 一季度地方债发行 2.11 万亿。