

金信期盈证券权益市场周报 (20230410-0414)

海外流动性



2023 年 4 月 12 日美国劳工统计局发布：3 月 CPI 环比 0.1%（前值 0.4%），核心 CPI 环比 0.4%（前值 0.5%）；CPI 同比 5.0%（前值 6.0%），降幅超预期。

3 月美国 CPI 超预期下行主因能源价格，同时仍包含 CPI 房租项统计时滞所导致的高估。3 月美国 CPI 同比 5.0%，市场预期 5.2%，核心 CPI 同比 5.6%符合预期。

1) 3 月国际原油价格大幅调整，叠加高基数作用，3 月能源项同比增速转负-6.4%（前值 5.2%），环比-3.5%（前值-0.6%）。

2) 服务（除能源服务）同比增速放缓，3 月份同比增速 7.1%（前值 7.3%），这是自 2021 年 8 月以来首见拐点。其中收容所同比仍因统计时滞而上行至 8.2%（前值 8.1%）。美国 Zillow 房租指数同比增速在持续回落，预计收容所项的拐点不远。3) 对劳动力成本敏感的服务价格开始降温，反映出劳动力供需匹配进一步改善，运输服务同比 13.9%（前值 14.6%），休闲服务同比 5.9%（前值 6.3%）。3 月服务生产时薪增速降至 4.15%（前值 4.62%）。4) 商品（除食品和能源商品）同环比增速均出现反弹，反映一季度金融条件指数向宽松回落的影响，新车同比 6.1%（前值 5.8%），二手车同比-11.2%（前值-13.6%），Manheim 美国二手车指数同比增速连续 3 个月边际好转。但家具家电同比下降至 5.8%（前值 6.3%）。

由于基数因素将在 5-6 月下台阶、年底转负，美国 CPI 同比后续回落趋势基本确定，具体路径则取决于国际原油价格和房租项的走势。

仍预计 5 月 FOMC 最后一次加息 25BP。资产端，美债、黄金、美股或已 Price-in 美联储下半年转鸽，唯独美元指数仍未充分计入这一前景。通胀下行，但现阶段劳动力市场仍是美联储的核心关切，因此数据发布后，市场预期美联储 5 月最后 25BP 的概率仅小幅回落到 60% 附近。考虑到劳动力市场出现供需均衡调整加速的趋势，以及银行业冲击对美国经济的负面影响（IMF 预计美国银行业在二季度进一步收紧信贷条件对未来一年实际经济增速的影响可能达到 0.44%），预计 5 月为美联储的最后一次加息，同时市场亦在预期，美联储 23 年转向降息的概率并不低。

国内流动性

1. 2023 年 3 月，我国进出口总值 5429.9 亿美元，增长 7.4%。其中，出口 3155.9 亿美元，增长 14.8%；进口 2274.0 亿美元，增长-1.4%；贸易顺差 881.9 亿美元。按人民币计价，我国进出口总值 3.71 万亿元，增长 15.5%。其中，出口 2.15 万亿元，增长 23.4%；进口 1.55 万亿元，增长 6.1%；贸易顺差 6010.1 亿元。

出口增速大幅攀升的必然原因有：一是疫情政策放开后的国内生产端优势进一步凸显，尤其是港口运输效率明显提升；二是欧美等发达国家对我国商品的进口需求明显反弹，且我国对东盟、“一带一路”国家的出口进一步增加；三是出国“抢订单”带来的订单回流效果开始显现。偶然原因有：今年春节后复工复产所需的时间比往年更长，3 月份的出口依然仍有部分来自于 2 月份的订单积压释放。与出口相反的是，3 月份的进口增速依然停留在较低水平，与 1-2 月份的逻辑不同，此次进口增速较低主要是原油等大宗商品价格降幅较大，对进口增速形成拖累。

3 月进口增速处于低位的原因有：一是工业内需恢复斜率较缓，二是原油等大宗商品的价格下降幅度较大。

未来展望：

出口金额的绝对值变化以及出口增速的边际变化逃脱不了三个关键性因素：供给、需求和相对优势。疫情政策放开以后，国内的供应链效率逐渐提升，供给端对出口持续充当拉力的角色；欧美等发达国家对我国商品的进口需求有继续回暖的迹象；疫情期间我国对全球的出口增速保持较高增长，部

分原因是出口份额占比上升，目前我国的出口份额占比呈现回落趋势，但回落速度较慢，我们推测 2023 年我国出口份额会仍高于疫情前。我们维持先前的观点：全年来看，出口增速会演绎和去年相反的趋势，由“前高后低”转为“前低后高”。

2. 4 月 11 日，央行发布 2023 年 3 月金融数据。社融增量 5.38 万亿元，比上年同期多增 0.72 万亿元。社融存量同比增长 10%，前值 9.9%。在高于市场一致预期的信贷中，我们前期提示投资者关注的企业中长期贷款当月新增 2.07 万亿，将企业中长期贷款增速推升至 17.7%左右的水平。

超预期信贷数据的背后：企业部门中长期贷款增速持续回升，居民部门中长期贷款同比多增创近 6 年 3 月最高水平。随着房地产市场销售的回暖，持续同比少增的居民部门信贷终见积极信号。从一季度整个数据来看，居民部门新增信贷量已超过 2022 年，并处于接近 2019 年的水平。假如居民部门信贷需求开始转暖，那么市场参与者会对“宽信用”的分歧减少。当然，这意味着房地产销售的持续回暖。对于这一趋势，仍需持续观察。

M2 增速重新回升，社融与 M2 增速差开始收敛。往往代表了实体部门的融资需求与经济活力最为旺盛的阶段。从最近的历史来看，两者增速差回升的阶段主要在 2016 年 1 月至 2017 年 7 月及 2020 年 5 月至 2021 年 5 月。在这两个时段中，随着国内经济活动回暖，可以观察到资产价格的表现有相似之处：信用风险下降；权益市场上涨、并且顺周期资产性价比更优。

一周市场情况

本周个股中位数下跌 -0.83%，最强的上证 50 跌 -0.22%，最弱的沪深 300 跌 -0.76%，大小盘风格不明显，“价值成长”风格明显偏价值。

A股市场核心指数			
红利指数 1.86%	创成长 0.48%	A股指数 0.32%	上证指数 0.32%
上证180 -0.09%	上证380 -0.13%	创业板50 -0.21%	上证50 -0.22%
东方财富全A -0.24%	中证1000 -0.32%	科创创业50 -0.83%	深证A指 -0.99%
深证综指 -0.99%	中小综指 -1.23%	创价值 -1.40%	深证成指 -1.40%
深创100 -1.47%	中小100 -1.73%	深证100 -1.91%	科创50 -2.14%

本周上涨的板块包括，AI 中的传媒、有色黄金，中特估中的基建；下跌的板块包括，AI 中的通信、计算机，消费中的食品饮料家居建材。

东财概念指数					申万二级行业指数				
昨日连板 12.90%	昨日连板 含一字 11.59%	页岩气 8.68%	油价相关 7.72%	天然气 7.09%	影视院线 10.89%	出版 10.48%	工业金属 6.41%	基础设施建设 5.59%	房屋建设 II 5.53%
基本金属 7.01%	昨日涨停 含一字 7.01%	退税商店 6.96%	昨日涨停 6.79%	知识产权 6.71%	贵金属 5.48%	小金属 5.27%	油服工程 5.07%	能源金属 4.99%	数字媒体 4.39%
啤酒概念 -5.54%	毫米波概念 -5.64%	华为昇腾 -5.79%	6G概念 -6.52%	CPO概念 -6.53%	通信设备 -4.49%	IT服务II -4.62%	饲料II -4.73%	休闲食品 -4.85%	非白酒 -5.03%
AI芯片 -6.58%	DRG/DIP -7.96%	远程办公 -9.30%	EDR概念 -10.11%	MLOps概念 -12.87%	动物保健 II -5.13%	黑色家电 -5.22%	软件开发 -5.41%	厨卫电器 -5.47%	白酒II -5.69%

一周市场策略

十家券商普遍认为，国内出口、社融数据超预期，经济修复预期企稳上行，叠加一季报业绩集中披露，有望继续推动结构性行情。

券商	观点
兴业证券	轮动向何方：聚焦“信运半”+“中特估”。经济预期上修，“中特估”需提升关注度。1、市场对经济的定价有望上修。2、一季报业绩集中披露窗口，阶段性市场风险偏好更加落地，并倾向于给予景气的边际变化以更高的权重。“数字经济”内部轮动中：高山高了，仍有洼地，虽然阶段性会有局部“过热”，但依然可以找到有相对性价比的方向。
财通证券	“科创牛”拾级而上。宏观环境利于股市、尤其成长股表现，产业周期发力，本周在半导体产业的驱动下，科创牛拾级而上，我们认为景气、资金、政策的共振还将继续。出口、社融等高频数据逐一揭开面纱，经济预期有望企稳上行，海外流动性转松概率加大，市场有望再上一台阶。国内经济的预期将企稳，海外流动性转松概率加大，利于股市、尤其成长股表现。

国泰君安证券	大象也能起舞。国内经济与地缘政治暂无未预期到的风险因素，社会利率预期下降，机会成本下降，市场处于结构做多窗口期，2023 年更多的是一个底部抬升、市场中枢上移的过程。继续看好低位成长，以及中特估+类债资产的重估。上证 3400 不会一蹴而就，需要反复和充分换筹的过程。大象也能跳舞，重视中特估+类债资产的重估。社会利率预期的下降与中特估/国改正在令低估值、高分红、具有整合预期的资产具备估值弹性与新的成长性。
申万宏源证券	指数临近年内新高，思考后续突破条件。短期市场环境与 2022 年 7-8 月神似：宏观数据验证向好，但改善外推逻辑不足。结构极端分化，主线板块性价比不足，市场期待新景气方向，并尝试各种替代资产。最终破局依赖：宏观层面(国内经济、政策，海外政策)的关键变化，主线板块产业趋势进一步明确。
广发证券	四月决断期，“思变三重奏”有何变化。“破晓”行情主线明朗，23 年“买变化”——“思·变”三重奏。政策反转（数字经济 AI+、中特估—央国企重估是本轮宽信用新抓手）、困境反转（地产及疫情拐点，复苏强弱等待 4 月决断）、美债反转。政策反转：市场共识最强，“中特估——央国企重估”&“数字经济 AI+”是本轮宽信用再加杠杆的新抓手。困境反转：当前市场上关于中国经济“通缩”论调过于悲观，反而使部分板块估值回调到低位成为类期权，一旦出现积极变化则有不错修复空间。
民生证券	打破“低波动”的力量。打破国内外“低波动”交易的因素可能正在出现，关注海外从“衰退”交易向“滞胀”的回摆，以及我国经济结构转变催生的新机遇。过去的场内资金流动中，市场原有稳态结构已经被打破，基本面主导的风格切换将再无阻拦。新旧“成长”的内战仍在演绎，但分化也开始出现。海外钟摆将再度摆向“滞胀”。国内平淡的经济背后，新的“亮点”正在浮现，这不同于新兴产业的变化。我们的贸易结构已经开始发生明显的变化，我国与部分资源国加强贸易往来+此前的一系列协定，可能催生新的资源国与生产国的产业协同关系。
安信证券	“强现实交易”，开启了吗？当前依然维持“相对的强预期、弱现实”交易环境，围绕 AI 数字经济 TMT 的产业主题投资依然奏效。此前公布的美国 3 月零售和制造业数据也在超预期放缓，美国经济衰退迹象凸显，但加息转降息交易仍无法在短期明确（如果明确，科技成长占优），本周人民币汇率在美元指数进一步回落的过程中并未展示出升值趋势（在 6.87 左右振荡），故我们维持大盘指数处于“山腰处的歇脚”判断，超额收益还是来自于结构上的亮点，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 AI 数字经济。

德邦证券	A 股酝酿突破。3 月金融、PMI、通胀数据显示先行指标强势、同步指标修复、滞后指标较弱，并且央行 Q1 例会显示政策调节目标指向跨周期，验证我们判断——普林格周期处于阶段二复苏，权益、中游制造、小盘、成长占优，继续看好大科技，数字中国围绕产业星图布局，风格以中证 1000、增强、专精特新为矛。
海通证券	如何看待一年新高附近的科创 50？①23 年科创板盈利有望开启向上周期，科创 50 的盈利估值匹配仍较好，维持 22Q4 的观点：科创牛市渐展开。②科创 50 中 TMT 占比近 6 成，科创 50 是中国数字经济产业链的重要代表之一。③全年看好 A 股，海外风险扰动下二季度或有波折，数字经济是全年主线，也会有去伪存真的波折，黄金阶段性较优。
东北证券	找补涨，继续逢低参与 TMT 和低估值国企。信贷和出口超预期，流动性宽松预期上升，A 股短期延续震荡偏强。（1）分子端：一是中长贷同比增速持续超预期上行，且结构上居民信贷明显改善，出口回升超预期，经济超预期修复；二是一季报来看，科技与疫情受损行业增速可能较高。（2）流动性：一是就业和通胀数据显示海外衰退预期上升，但定价充分；国内降息预期有所升。二是外资、融资加速流入；新基金发行有所回落，但储蓄回落后后续回暖趋势不变。（3）风险偏好：对外关系改善短期提振风险偏好。

十家券商认为成长继续占优，普遍看好科创 50，但“数字经济”短期热度偏高，“中特估”有望接力，短期半导体、医药和黄金的关注度较高。

券商	行业配置
兴业证券	轮动向何方：聚焦“信运半”+“中特估”。1) “数字经济”五朵金花、60 大细分行业内部轮动，当前关注信创（网络安全、数据安全、国资云、操作系统）、运营商、半导体；2) “中特估”：能源链、“一带一路”、运营商；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	“科创 50（热门成长）+上证 50（一带一路、国企改革的顺周期）”的 9 个方向配置思路，接下来需要重视：成长看业绩支撑的逻辑、顺周期看需求之外的逻辑。（一）科创 50 方向，关注业绩支撑的逻辑。1) 电子：存储芯片、半导体设备。2) 传媒：游戏、广告。3) 通信：光模块、运营商。4) 计算机：工业软件、网络安全。5) 医药：创新药。（二）上证 50 方向，关注需求之外的逻辑。1) 有色金属：黄金、铜。2) 石油石化：石油减产+美元走弱+国企改革，推升中期行情。3) 建筑：一带一路+

	国企改革+地产复苏，全年行情继续。4) 电力公用事业、钢铁：煤炭价格回落，驱动底部反转。
国泰君安证券	行业比较：继续看好低位成长，关注传统细分扩散。1) 继续看好股价调整充分、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板块，美元紧缩周期的尾声也有利于长久期资产，继续看好低位成长：医药(创新药)，电子(半导体/消费电子)。2) 在传统领域中关注受益于复苏、一季报有望超预期的成长性的细分：啤酒/食品/出行链，以及受益于中特估+类债资产的重估：建筑/化工。3) 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。当前看空者没有筹码，高风险偏好投资者主导强势股行情。强势股仍有空间，但要注意风险控制。关注行情轮动：计算机(数字经济)、通信(数据要素)、传媒(影视/游戏)。
申万宏源证券	结构选择上，继续建议“一动不如一静”：替代资产会有所表现，但数字经济还有新高。地产链、出行链、核心消费服务都有阶段性机会。4 月数字经济可能在让人不舒服的时间和位置再次向上突破。中期真正有弹性的替代资产可能是央企改革。
广发证券	23 年配置继续聚焦“思·变”三重奏。行业配置：(1) 政策反转：“中特估——央国企重估”和“数字经济 AI+”成为本轮信用扩张新抓手(算力整机芯片/传媒/光模块/数据要素/电力/通信运营商/交运等)；(2) 困境反转：优选低估值高 Δg (消费建材/商用车/创新药/中药)；(3) 美债反转：“港股天亮了”三条线索：数字经济 AI+二次增长曲线(互联网平台经济)、央国企重估(电力/通信运营商/建筑)；广义流动性敏感+成长：创新药/器械/黄金；扩内需消费优先&消费升级(啤酒/纺织)。
民生证券	我们推荐资源+重资产组合作为主线：工业金属(铜、铝)、能源(油、煤炭)、贵金属(金、银)；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)。消费的新大陆正在出现。
安信证券	目前可以初步明确，短期 AI 和相对景气的低 PEG 后续核心板块在于半导体和医药两大板块，对此我们鲜明提出：“传媒不倒，半导体接力！”和“2023 年选赛道，千万别轻视医药”两大观点。需要注意的是当前以中特估为代表的低估值央企蓝筹定价正在提升产业属性，正与“数字经济”和“一带一路”作更紧密的结合，通信、建筑和石化三个方向逐渐清晰。短期超配行业：医药、半导体、以计算机(信创、人工智

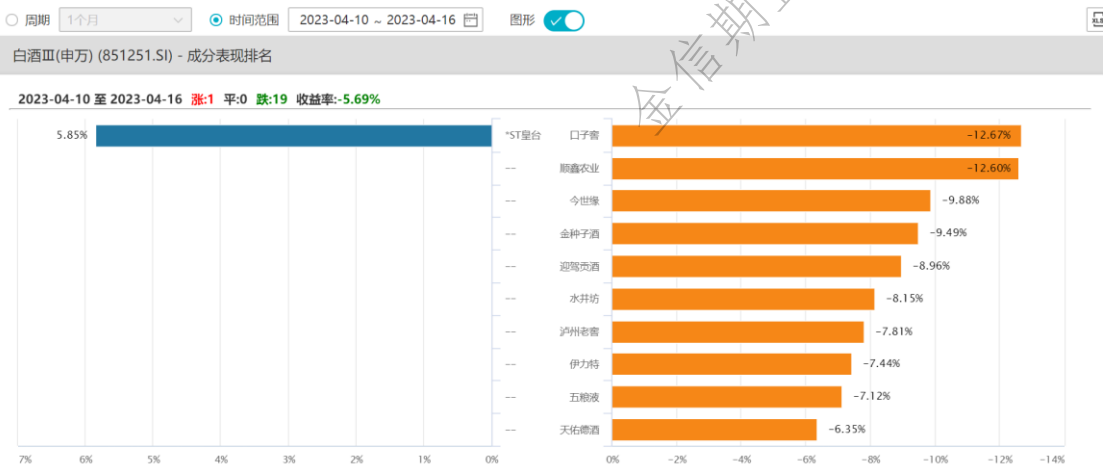
	能)、传媒、通信为代表的数字经济; 地产、消费(餐饮、智能家居、消费建材)、有色(金)。主题投资: 关注国企改革以及中国特色估值体系下的国企央企。
德邦证券	行业配置建议: 普林格周期复苏阶段, 权益、中游制造占优, 寻底反攻, 以超跌+政策受益+景气向上的大科技为抓手。重点关注: 1、机械设备: 通用设备、自动化设备, 2、电子: 半导体、消费电子、光学光电子, 3、计算机: 软件开发、IT 服务、计算机设备, 4、国防军工: 航空装备、航海装备, 5、传媒: 游戏、数字媒体。
海通证券	数字经济短期或有波折, 但依然是全年主线。中特估是今年次线, 短期或有波折, 未来关注三个方向: ①盈利韧性: 国企是维护产业链安全的中坚力量, 其盈利韧性存在重估空间。②成长确定性: 举国体制下战略新兴行业发展或提速。近日科技部宣布重组, 举国体制下将有助于进一步调动国家资源, 相关领域成长确定性或加大。③现金分红: 国企改革推动国企现金流质量和分红比例提升。二季度关注黄金阶段性机会。关注消费的数据验证情况, 啤酒、酒店、黄金珠宝行业或相对较优。
东北证券	行业配置: 短期继续逢低参与 TMT、低估值国企、新能源和部分消费等。(1) TMT 和低估值国企是双主线: 短期经济修复超预期、流动性持续宽松, 对顺周期相关的行业(包括低估值国企)、产业和政策趋势上行的 TMT 都利好。(2) 继续逢低参与: 一是政策和产业趋势向上的 TMT, 关注计算机(数字经济、AI 模型)、半导体(算力芯片)、通信(算力)、传媒(AI 在营销、电商、社交等领域的应用)中的补涨子行业; 二是低估值国企相关的建筑、电力、石化、军工等; 三是复苏相关的消费(商贸、停车、纺服)和新能源。

食品饮料一周市场和策略

过去一周一级行业中，食品饮料涨幅为-5.20%，跑输沪深 300 指数（-0.76%）4.44 个百分点。本周涨幅榜前二分别为好想你（10.66%）、佳禾食品（0.60%）。

板块	周涨跌幅(算术平均) [交易日期] 2023-04-14 [单位] %↓
SW调味发酵品Ⅲ	-1.9629
SW软饮料	-2.0835
SW肉制品	-2.4033
SW零食	-2.4553
SW保健品	-2.4656
SW熟食	-2.8841
SW其他酒类	-3.5042
SW乳品	-3.5663
SW预加工食品	-3.9128
SW啤酒	-5.0677
SW烘焙食品	-5.5988
SW白酒Ⅲ	-6.2194
SW其他食品	-

【白酒】



1	证券代码	行业	公司简称	1Q23	yoy	2022E	yoy	2023E	yoy	2024E	yoy	1Q23	yoy	2022E	yoy	2023E	yoy	2024E	yoy	23年净利润	市值	22年	23年	24年	PEG	2
3	600519.SH		贵州茅台	391.61	18.0%	1,272.00	16.2%	1,462.80	15.0%	1,682.22	15.0%	205.22	19.0%	626.00	19.3%	732.42	17.0%	856.93	17.0%	50.1%	21,524	34	29	25	1.73	
4	000858.SZ		五粮液	311.29	13.0%	741.54	12.0%	852.77	15.0%	963.63	13.0%	125.55	16.0%	267.67	14.5%	310.49	16.0%	353.96	14.0%	36.4%	6,816	25	22	19	1.37	
5	000568.SZ		泸州老窖	71.96	14.0%	251.84	22.0%	307.24	22.0%	362.54	18.0%	33.36	16.0%	101.83	28.0%	127.29	25.0%	152.75	20.0%	41.4%	3,379	33	27	22	1.06	
6	600809.SH		山西汾酒	126.36	20.0%	260.00	30.2%	317.27	22.0%	383.95	21.0%	44.52	20.0%	79.00	45.7%	100.04	26.6%	125.07	25.0%	31.5%	2,969	38	30	24	1.11	
7	002304.SZ		洋河股份	149.80	15.0%	306.74	21.0%	361.95	18.0%	419.86	16.0%	57.83	16.0%	94.60	26.0%	114.46	21.0%	133.92	17.0%	31.6%	2,260	24	20	17	0.94	
8	000799.SZ		酒鬼酒	12.66	-25.0%	41.31	21.0%	43.79	6.0%	54.30	24.0%	4.95	-5.0%	10.81	21.0%	11.46	6.0%	14.55	27.0%	26.2%	387	36	34	27	5.62	
9	600702.SH		舍得酒业	19.03	1.0%	58.64	18.0%	76.81	31.0%	96.79	26.0%	5.57	5.0%	14.47	16.2%	18.82	30.0%	24.57	30.6%	24.5%	605	42	32	25	1.07	
10	000596.SZ		古井贡酒	61.71	17.0%	163.88	23.0%	203.21	24.0%	243.86	20.0%	13.18	20.0%	30.79	34.0%	39.41	28.0%	49.27	25.0%	19.4%	1,466	48	37	30	1.33	
11	603198.SH		迎驾贡酒	18.44	17.0%	55.79	21.0%	66.95	20.0%	76.96	14.0%	6.49	18.0%	17.55	27.0%	21.59	23.0%	26.00	20.5%	32.2%	475	27	22	18	0.96	
12	603269.SH		今世缘	35.86	20.0%	78.18	22.0%	96.95	24.0%	122.15	26.0%	12.23	22.0%	24.76	22.0%	30.94	25.0%	38.06	23.0%	31.9%	737	30	24	19	0.95	
13	603589.SH		口子窖	14.69	12.0%	52.26	3.9%	62.71	20.0%	74.12	18.2%	5.58	15.0%	15.50	-10.3%	18.60	20.0%	22.50	22.0%	29.7%	352	23	19	15	0.95	
14	600559.SH		老白干酒	10.62	17.0%	47.20	17.2%	57.12	21.0%	67.81	15.7%	2.13	-20.0%	6.90	77.3%	6.82	-11.2%	8.37	20.0%	11.94%	317	46	47	36	-39.54	

序号	指标名称 ↓ 指标ID 频率 单位 数据来源	开工小时数:挖掘机:中国:当月 同比 S6018690 月 % 根据新闻整理
1	2023-03	4.00
2	2023-02	58.40
3	2023-01	-39.30
4	2022-12	-14.30
5	2022-11	-11.90
6	2022-10	-6.70
7	2022-09	-0.60
8	2022-08	-7.10
9	2022-07	-4.90
10	2022-06	-12.40
11	2022-05	-16.40
12	2022-04	-16.30
13	2022-03	-15.90
14	2022-02	7.70
15	2022-01	-34.50

一是行业春节前后的复苏成色受到争议。前期市场普遍认为春节动销有明显好转，但部分渠道统计千元及高线次高端价格带销售数据下滑，与前期认知不符，引发市场对实际复苏成色的担忧。

我们认为，春节确有实质复苏，数据严谨度与来源需斟酌。一是五粮液真实动销优秀，近两年新推出的其他品牌动销可能确有所下滑，二是该数据自身代表性有限，而酒企近年营销精细化能力提升，因此数据与酒企实际表现可能背离。二是渠道对3月动销反馈平淡，引发市场对后续复苏持续性的担忧。渠道反馈，春节前后动销和库存确有明显好转，但3月动销转淡，商务宴请恢复一般，库存环比增加半个月，价盘走势偏弱。主要原因一是3月本为淡季，需求向来不强。二是受宏观经济修复节奏及部分地区闰二月观念等影响，商务及婚喜宴排期滞后。三是3月部分酒企推进回款发货进度，库存略有抬升。

我们认为，3月短期趋势不改全年复苏逻辑，无需过度担忧。一方面3月本身即为淡季，全年动销占比仅为低个位数，影响有限。另一方面需求复苏本就是渐进的过程，全年看内需支持政策明确、宴席有望持续回补，复苏逻辑不改，向上方向明确。

表 1: 重点公司动销跟踪反馈

酒企	截至2月底回款	截至3月底回款	截至2月底发货	截至3月底发货	库存变化趋势	批价	3月实际动销	3月动销占全年任务比例推算
贵州茅台	35%	35%	28%	35%	15天	3月底到货批价回落, 4月货还没发最近又涨回2950/2750	环比2月有回落, 但单月动销比例和往年差不多	5%
五粮液	55%	60%+	40%	45-50%	1.5-2个月, 环比上升15天	之前950, 3月发货月底部分区域回落至935-940	上海疫情对华东影响较大, 今年发货量较大库存上升幅度不明显, 动销占全年任务比例预计高于去年	7%
泸州老窖	35%	45%	30%	40%	1.5-2个月, 环比上升15天	900-910	动销比例与去年相近, 发货量增加了部分库存, 预计动销增速与全年目标相近	6%
洋河股份	45%	50%	40%	45%	M6+ 1.5个月; M3 2个月; 海 1.5个月, 天 2.5个月	M6+批价605元, 水晶版420元	自饮、商务宴3月促销力度有加大, M6+和M3库存消化情况依然比较好	5%
今世缘	40%	45%	40%	42%	四开1个月; 对开1.5个月; V3 1.5个月	V3 530~550, 四开410元	3月发货量不大, 动销有降速但不明显, 去年基数不高, 预计还有20%左右增长, 一些宴席订单开始体现	5%
舍得酒业	22%	34%	22%	34%	库存50-60天, 环比多了十几天	刚提价那几天345元, 这几天到340元, 现在稳在345元。希望把批价提到360元, 持续到4月底有可能提到350	动销增长还可以, 宴席肯定是比去年恢复好很多, 舍之道增长最快, 然后是品味舍得	8%
古井贡酒	50%	50%	45%	50%	10%, 跟去年差不多, 环比减少一点, 但不是太多	古20批价530-550元, 成交价最低570-580, 现在往上到580以上了	宴会恢复得还可以, 3月也比较好, 五一一定的很多, 4月20日之后还行。古16增长比较快, 古20在合肥市场增长比较慢	6-7%
山西汾酒	33%	38%	33%	38%	15-20%, 环比有所下降, 3月又开始出货, 玻汾基本上没库存	青20批价360, 复兴版批价820, 价格基本没变化, 涨价、降价都比较难	动销增长很大, 去年多地静默。省内一季度增长40%以上, 省外山东区域青20和玻汾卖的好一点	6-7%
酒鬼酒	28%	33%	28%	33%	30%, 环比持平略降	透明装(低度)成交280-300, 终端供货250左右, 努力维持价格	3月动销还可以, 费用投入加大力度, 货没卖出去就是钱没花出去, 花钱的越走越顺	5-6%
老白干酒	30%+	40%	30%+	40%	库存20%+, 环比基本持平	甲等15: 成交315-325元, 底价295-300元	3月份整体消费环比有所减弱, 但同比去年仍有增长, 古法20年、甲等15年等产品表现较好	8-9%

资料来源: 渠道调研、招商证券
 注: 渠道调研数据可能不准确

第一轮行情回顾: 补偿&修复, 重心在“量”。

去年10月底至春节后为第一轮行情, 板块上涨近50%。先是政策拐点出现改善预期, 进而元旦至春节后补偿式消费恰逢旺季催化, 行业需求快速好转, 库存去化速度及程度均超预期, 压制行业两年的库存问题基本解除, 无碍后续复苏节奏。

第二轮行情或即将启动: 信心&双击, 重心在“价”。

第二轮预计将在春糖至中秋国庆, 核心是“信心”。宏观政策排期/通胀预期、行业旺季/宴席刚需回补、酒企招商推新主动作为, 有望驱动行业步入信心回升式消费, 年中或可期待行业价盘回升, 实际掌握行业定价权的普五是重要观测指标。

图表 5：2023 年酒企推新与招商计划

公司	推出新品/换代	价位	香型	包装	招商计划
贵州茅台	24节气酒 (每月发布一款)	3000元	酱香型	包装依据时节特点改变, 采用双色釉渐变+国风插画。	
茅台保健酒	台源 (春糖)	156元		以“福文化”为产品核心内涵, 复刻了1984年的经典瓶身, 同时结合现代审美, 创造性融入茅台古镇、茅台工艺等传统元素。	目前基本完成大部分地级市招商
五粮液	经典20&30	3000元以上	浓香型		
	尖庄荣光 (2月)	60元	浓香型		
山西汾酒	老白汾计划升级	100-300元	清香型	包装升级并进行省内外区隔。	
酒鬼酒	内参/酒鬼推出11款 文创产品 (2月)	次高端/高端	馥郁香型	融合传统文化, 独特文创包装。	
舍得酒业	藏品十年升级 (春糖)	1499元	浓香型	把汉字融入外包装, 通过凹凸起伏的活字印刷、大气的古老篆书、以及古纸的丰富质感, 呈现中华文明的魅力; 瓶身以中国金色作为唯一色调, 搭配岁月磨砺的质感, 彰显出“历经岁月陈藏的十载佳酿”的珍稀、尊贵。	夜郎古会进行全国招商 (夜郎古销售收入今年起并表舍得)
	夜郎古将推出新品	中端	酱香型		
洋河	洋河大曲·经典版 (春糖)	百元	浓香型	传承天蓝瓶“经典梅瓶+蝶形标”, 瓶身肩部饱满、收段底部增加十二切面, 加强裙摆特征更显优雅; 蝶形标轮廓线优化采用烤花工艺大幅提升质感; 瓶盖凸显结构性线条感, 整体更加时尚精致。	
	洋河敦煌 (春糖)	高线光瓶	浓香型	瓶型借鉴敦煌五边方形窟门造型融入当代美学, 呈现传统与现代审美的和谐。	
今世缘	国缘六开 (春糖)	1099元	柔雅兼香型	酒瓶包装采用深邃而又不失高贵的色彩搭配, 寓意着典雅高贵, 彰显品牌的文化内涵。	推出国缘六开, 进行招商
口子窖	升级推出兼香系列 (2月)	300/500 /1000元	兼香型	延续葫芦瓶身, 兼10岁月金/兼20高粱红/兼30帝王黄。	借新品发布推进渠道改革, 渠道由大商制向扁平化转变
老白干					武陵已进行全国化招商, 布局广东、福建、河南、河北
金种子	光瓶酒“头号种子” (2月)	60元	浓香型	创新三角瓶器型和马尔苏绿, 象征冒尖和生命力。	光瓶酒扩大招商, 嫁接华润啤酒渠道

资料来源: 公司公告, 公司官网, 酒业家, 中金公司研究部

【啤酒：华润啤酒（逻辑没变，4月低基数+现饮场景恢复，吨酒价上升逻辑）】


序号	指标名称 ↓ 指标ID 频率 单位 数据来源	中国:社会消费品零售总额:餐 饮收入:当月同比 M0061660 月 % 国家统计局
1	2023-02	9.20
2	2022-12	-14.10
3	2022-11	-8.40
4	2022-10	-8.10
5	2022-09	-1.70
6	2022-08	8.40
7	2022-07	-1.50
8	2022-06	-4.00
9	2022-05	-21.10
10	2022-04	-22.70
11	2022-03	-16.38
12	2022-02	8.90

【澳麦影响】

4月11日，澳大利亚外交部长表示，欢迎中国同意在3-4个月内对大麦关税进行快速审查。4月14日，商务部发布公告，决定2023年4月15日开始对原产于澳大利亚的进口大麦所适用反倾销措施和反补贴措施进行复审，并应于2024年4月15日前（不含当日）结束。

双反政策促使我国大麦进口转向欧美，但进口澳麦运输成本更低，若政策取消则大概率采购重新转向澳麦。我国于2018年11月对澳麦启动进口反倾销调查，并于2020年5月宣布征收73.6%反倾销税、6.9%反补贴税。国内企业采购需求逐步转向欧美各国，澳麦进口金额占比从2017年的71%下行至21/22年几乎未有进口，而2022年加拿大、法国、阿根廷进口金额分别占31%/18%/41%。但澳大利亚是全球最大的大麦出口国（出口金额占比近30%），且从澳大利亚进口的海运成本明显低于欧美（参考搜航网数据，标准集装箱成本约为加拿大、欧洲、南美东部的50~80%、30~50%、20-30%），因此我们预计，若双反政策取消，中国大麦采购大概率重新转向澳大利亚。

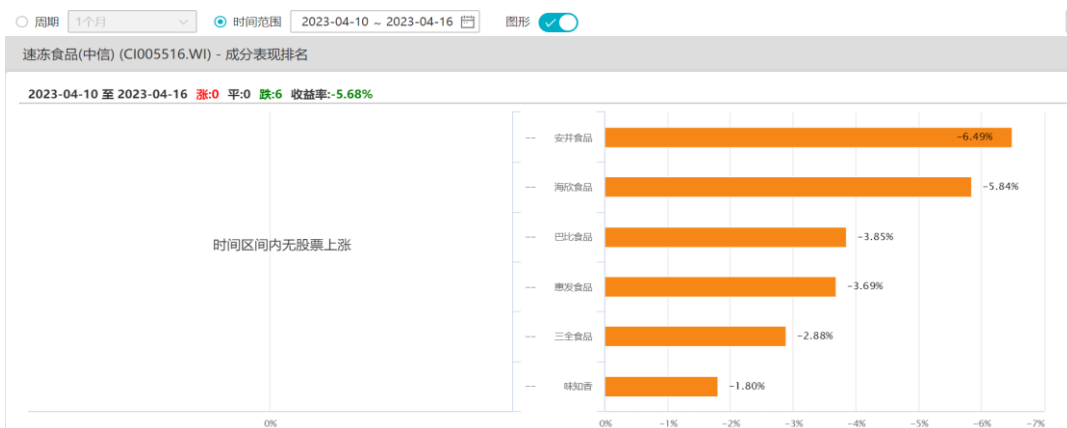
短期看，23年大麦锁价已基本完成，但包材价格下行主导盈利加速释放。啤酒企业通常在每年年底至年初进行大麦锁价，目前大部分酒企已完成23年锁价，预计大麦成本涨幅近20%。故本次事件对23年酒企大麦成本影响有限，但铝材、纸箱等包材价格陆续下行，将主导23年酒企成本压力缓和。

以华润为例，我们预计 23 年公司成本涨幅从约 5-7 亿元，再次下修至基本持平，测算若吨价同增中高个位数，吨成本基本持平，则毛利率有望同增 3pcts 左右，支撑盈利快速释放。

展望 24 年，供给复苏叠加澳麦回归，大麦成本下行有望确定性增加。受恶劣天气及地缘政治影响，21 年来大麦价格持续上行，截至 23 年 3 月我国大麦进口均价较 2019 年以来平均价格高约 40%。展望 23/24 贸易年（对应酒企 24 年成本），根据澳大利亚农业和资源经济科学局预测，随着生产复苏供应紧张缓解，预计全球玉米/大麦价格将分别下降 11%/9%。若以 3-4 个月审查期计算，则 23 年底前靴子落地，新采购季澳麦有望进入酒企采购清单，有利增加酒企大麦成本下行确定性。假设酒企大麦成本占比 15%，毛利率为 40%，测算得大麦采购成本降低 10%可贡献吨成本-1.5%、毛利率+0.6pct，促进 24 年盈利释放。此外，播种、天气仍是影响大麦价格核心因素，4-5 月起澳麦、加麦、欧洲春大麦等陆续进入播种期，5 月 USDA 也将随之公布 23/24 贸易年全球大麦供需预测可供参考，建议持续关注。

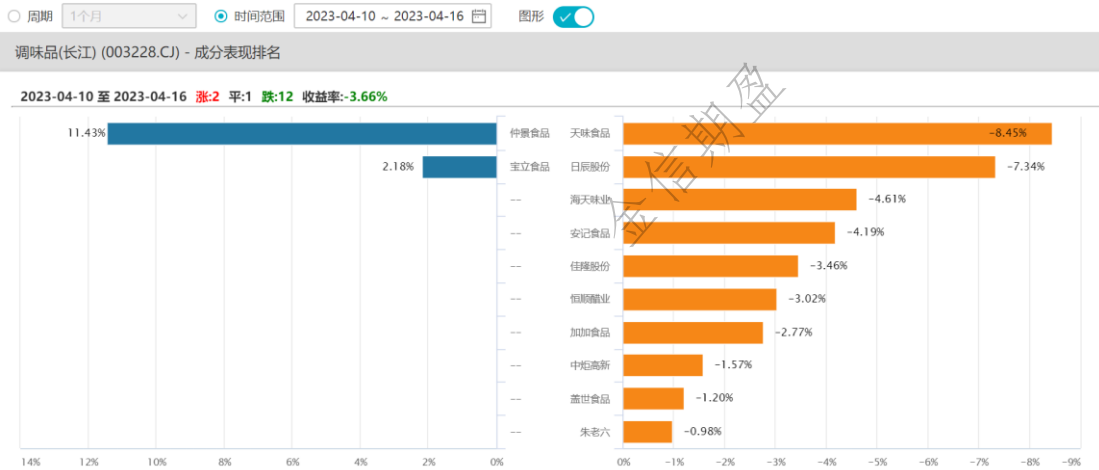
中长期看，双反优化利好酒企采购管理，精益提效助盈利持续提升。中长期看，随着中澳经贸关系企稳，酒企全球采购得到优化，一方面可享受更低的运输成本，另一方面利好酒企进行成本谈判并降低地区性风险。同时，除了高端化带动盈利能力提升外，酒企内部提效与费用精益空间仍足：一是随着百万吨级工厂陆续投产，规模效应增加有望持续摊薄成本；二是对费效比更加重视，开年以来场景复苏，但行业未见报复性费用投放，预计未来进一步收缩中低端产品以及弱势渠道的低效率费用，亦将贡献酒企盈利提升。

【速冻食品】

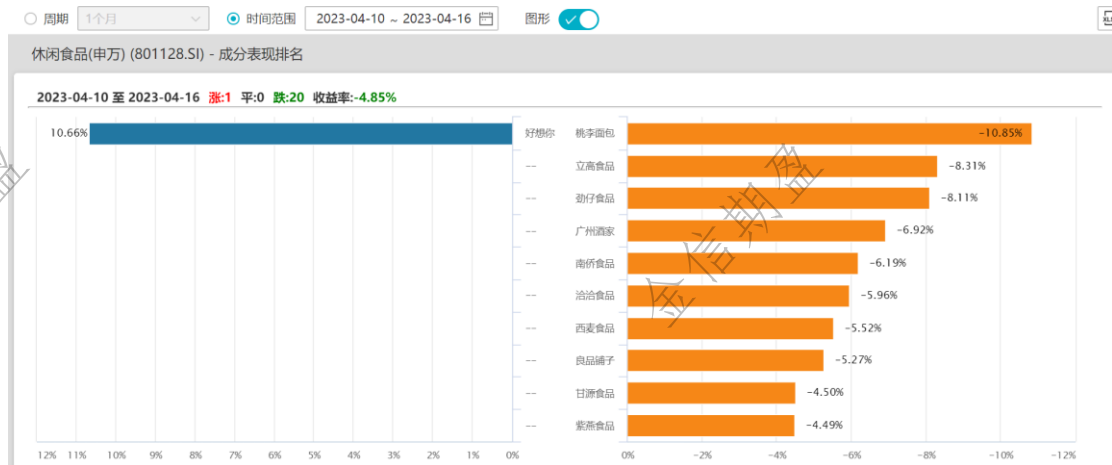


安井/千味/立高当前股价对应 2023 年 P/E 估值 30/39/44 倍，调整后已处于较为合理的估值区间。

【调味品】



【休闲零食】



【绝味】:

【国金食品饮料】绝味食品一季度业绩预告点评

事件：4 月 10 日公司发布业绩预告，预计 23Q1 收入 18-18.5 亿元，同比+6.6~9.6%；归母净利润 1.28-1.38 亿元，同比+44~55%；扣非净利润 1.26-1.36 亿元，同比+53~65%，基本符合预期。

受益于消费场景放开，收入拆分来看，开店数量遵循全年节奏（同比+10%）；单店基本修复至 19 年同期水平，但同比略降（系 22 年春节补贴加盟商就地过年，高基数）。分月度来看，1-2 月收入增速较快，3 月消费情绪逐步回落预计有小幅拖累。

销售补贴退出，鸭副成本高位，二者相抵利润仍有增长。23Q1 净利率预计 7.1%~7.5%，同比 +1.8~2.2pct。1) 随着加盟商补贴和市场投入减少，销售费率预计下降个位数；2) 估算毛利率承压，系 Q1 各项鸭副成本持续上涨，3 月达到峰值（根据水禽养殖网，鸭脖、鸭腿、鸭掌等价格同比+50-70%）。3) 廖记 Q1 同店具备双位数增长，新店数量亦有提升，贡献部分投资收益。

成本拐点初现，主业稳健修复，第二曲线清晰，经营势能向好。进入 4 月，随着鸭苗价格回落，上游养殖补栏量提升，各项鸭副成本逐步回落，拐点初步显现。公司拟 H 股上市加速布局海外市场，扩大品牌影响力。随着国内消费需求逐步回暖，我们亦看好美食生态圈带来的高增长机会。

上周宏观市场回顾

1. 国内矛盾的金融和通胀数据

4月11日，统计局公布物价数据，3月CPI同比上行0.7%，环比下降0.3%；PPI同比下降2.5%，环比持平。同日央行公布金融数据，3月社融规模存量同比+10%，较前值走高0.1个百分点；M2同比+12.7%，M1同比+5.1%，较前值分别走低0.2和0.7个百分点。央行数据显示，3月新增社融5.38万亿元，大幅高于预期的4.4万亿元，同比多增7079亿元，社融存量同比增速10.0%；新增贷款3.9万亿元，大幅高于预期的3.1万亿元，同比多增7600亿元，贷款余额同比增速11.8%。

整体来看，一季度社融整体表现亮眼，其中信贷是主要贡献，或主要和信贷投放节奏前置有关系，再加上疫情期间积累需求的集中释放。从结构看，企业端国企、大型企业仍是加杠杆的主力，居民部门地产销售的拉动效应较为显著。

“通缩”渐行渐近，社融超额放量，这是一对有趣的矛盾组合：1）3月CPI环比下降0.3%，弱于历史季节性；核心CPI同比仍在1%以下。再看PPI，3月同比录得-2.5%，较前值进一步走低1.1个百分点。CPI同比低于1%，PPI同比负值，这样一份物价表现，难怪市场将此判定为“通缩”。2）反观金融数据，开年以来持续给市场带来惊喜。一开始只是新增融资总量超预期扩张，随后总量扩张同时结构逐步优化。直至3月，社融总量同比再上台阶，达到10%，实现双位数增长；融资结构也几乎没有太多可挑剔之处，可以说3月社融数据几乎完美。

3月CPI表现和近期微观高频数据吻合，汽车降价，服务消费放量；同时也与PMI数据相呼应，3月制造业PMI偏弱，然而服务业PMI处于高景气期间。

实体通缩，融资偏热，意味着：1）实体需求通缩苗头说明我们无法回避实体经济活动偏弱的现实。2）信用扩张同时有效需求不足，剩余流动性持续积累，这对流动性驱动的资产价格是一个好消息。3）金融周期和实体周期错位，这决定了国内宏观交易更需要关注金融周期定价因素，即国内剩余流动性带来的投资机会。

2. 3月进出口数据远超预期

2023年3月以美元计价出口同比+14.8%（1-2月为-6.8%）、进口同比-1.4%（1-2月为-10.2%），皆超市场预期（Bloomberg出口、进口市场预期分别为-7.1%、-6.4%）。

分国别来看，主要贡献东盟和俄罗斯，分别拉动出口 5.6 个百分点和 2.9 个百分点，合计可以解释近 6 成的出口增长。分产品来看，主要贡献是机电产品和劳动密集型产品，分别拉动出口 7 个百分点和 5 个百分点，合计可以解释 8 成的出口增长。我国汽车（3 月同比 123.8%）、钢铁（3 月同比 51.8%）以及船舶（3 月同比 82.3%）等出口贡献较大，分别拉动出口 2.1 个百分点、1.4 个百分点以及 0.5 个百分点。

图 中国内地对各贸易对象出口增速对比 (%)

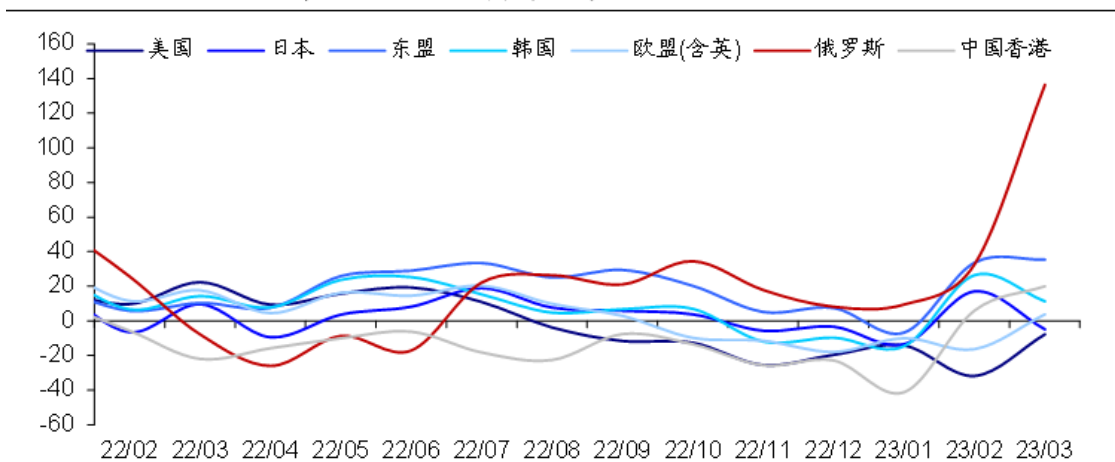
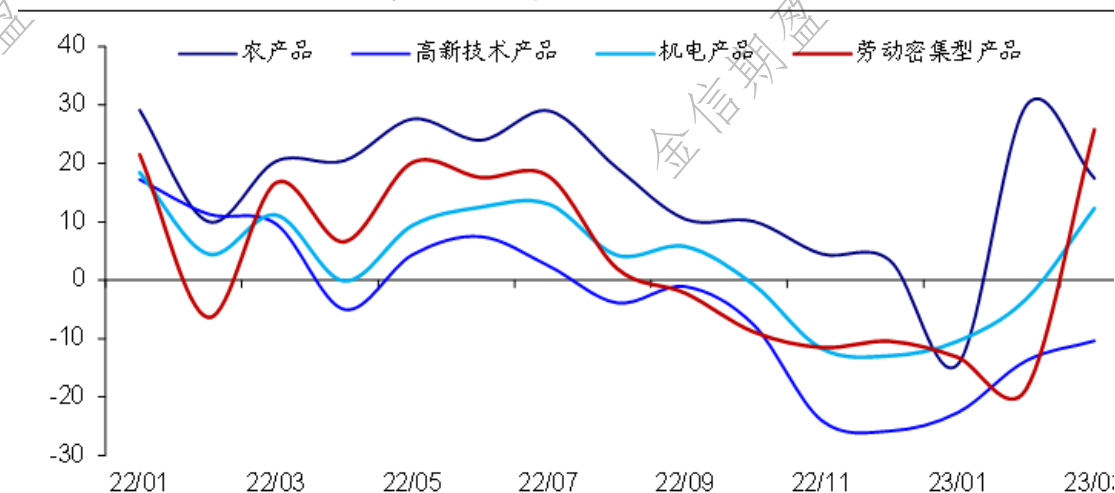


图 中国主要商品出口增速对比 (%)



春节效应对数据的干扰或相对有限。而累计订单的集中释放以及我国积极拓宽贸易对象或是比较合理的解释。往前看，我国出口下行压力仍大。一方面，海外经济放缓是明确的，海外通胀压力仍大，货币政策仍在收紧当中，海外需求降温仍是大概率事件；另一方面，价格效应仍在减弱，价格对于出口的贡献将继续下滑。

3. 3月美国 CPI

3月美国 CPI 同比继续大幅回落至 5.0%，较上一月下行 1.0 个百分点，回落超出市场预期的 5.2%。而环比也大幅放缓至 0.1%。不过核心通胀韧性仍足。3月核心 CPI 同比小幅回升至 5.6%，环比也维持在 0.4% 的高位。

3月整体通胀环比大幅回落至 0.1%，其中，能源通胀环比跌幅扩大至-3.5%；同比更是转负至-6.4%，为 2021 年 1 月以来首次转负，也是 2020 年 12 月以来新低，是整体通胀超预期回落的最关键因素。

3月美国非农数据公布后，市场预期 5 月将再度加息（之前预期暂停）；通胀数据公布后，预期 5 月加息的概率略有回落，仍在 7 成以上。不过，依然预期大概率从 7 月开始降息。整体上市场预期乐观，后续大概率有所调整。第一，在海外银行风险缓解以及 OPEC+减产影响下，4 月能源价格再度大幅回升至 3 月初水平；第二，租金通胀还在寻顶；第三，美国经济还没那么差，亚特兰大联储本周上调一季度 GDP 环比折年率至 2.2%（上一周 1.5%），美国周度经济指数也基本稳定。

4. 从人口视角看未来 20 年房地产需求演变

从人口视角观察住房需求的三个维度：

一是，人口发展模式带来的住房需求，由总人口和城镇化率决定。包括新增城镇人口的购房需求，以及因拆迁重建工作带来的住房更新需求。

二是，人口结构变化带来的住房需求，主要受年龄结构、家庭结构影响。一方面，人口抚养比回升，往往意味着后续购房需求放缓；另一方面，家庭是住房需求的基本单位，家庭结构小型化相应推升住房需求。

三是，居民资产配置偏好驱动的住房需求，主要受房价上涨预期影响。2019 年，我国居民资产中住房资产占比达到 59.1%，显著高于同期美国的 25.2%与日本的 34.7%。

人口驱动下的房地产周期变化：基于人口总量和结构变化，可以将国内房地产周期变化分为前中后期。三者分别对应人口红利上升、人口红利减弱，以及转向人口负债的阶段。

(1) 1999-2010 年，伴随劳动适龄人口持续增加、城镇化率快速提升，人口红利加速释放，推升大量购房需求，住房市场呈现为“供不应求”的特征。

(2) 2011-2030 年，人口周期拐点到来，人口红利支撑转弱，但购房需求依旧维持高位。导致这种现象的原因：一是，我国普遍存在“老年人子女购房”现象，导致老年人口并未真正退出住房市场；二是，房地产投资投机性需求较强；三是，家庭户均人口下降推升住房需求；四是，棚改带动住房更新需求。

(3) 2030 年之后，人口红利期基本结束，逐步过渡至人口负债期，房地产将转向存量市场，以改善性需求为主。因家庭小型化和住房条件改善，带来的人均住房面积提升，将成为带动住房需求的主要变量。

未来 20 年我国房地产潜在需求测算：基于新增城镇人口购房需求、人均居住面积提升带来的改善性住房需求，以及旧房拆迁推动的住房更新需求，可以测算中长期住房购置需求。

短期来看，2023-2025 年间，预计住房潜在新增需求为年均 12.1 亿平，高于 2022 年商品住宅实际销售面积 11.5 亿平，指向今年房地产销售回暖有潜在基础。中长期看，2030 年前我国商品住房需求相对稳健，2021-2030 年潜在新增需求为年均 11.0 亿平，主要受改善性需求支撑。但 2030 年之后，随着城镇化进程放缓和人口年龄结构老化，新增住房需求将加快回落，房地产将逐步转向存量市场。预计 2031-2040 年、2041-2050 年，潜在住房需求分别降至年均 8.5、4.8 亿平，改善性需求将成为结构性亮点。

5. 经济高频数据

海通宏观高频同步指标截至 4 月 16 日数据：

生产同步指标（HTPI）为 3.40/3.18%，1-2 月均值为 2.34%；

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

消费同步指标（HTCI）为 5.41/5.41%，1-2 月均值为-0.28%。

下游需求：新房销售稳中有升，新能源车是亮点。近两周，30 城商品房销售面积达到 731.2 万平方米。2 月底以来，商品房销售基本保持在周均销售 350 万平方米左右。

工业生产：基建修复放缓，生产再度分化。

物价：猪肉价格小幅回落，上游价格延续分化。

6. 其他重要关注事件

- 1) 国外政要继续来华访问；巴西总统卢拉，德国外长贝尔伯克。
- 2) 世行上调中国 GDP 增速至 5%。
- 3) RECP 全面生效。
- 4) 央行一季度会议，删除“三重压力”。