

金信期盈证券权益市场周报 (20230130-0203)

海外宏观事件



美国 1 月新增非农就业人数 51.7 万，好于彭博预期 18.8 万，12 月数据上修为 26 万；1 月失业率 3.4%，彭博预期 3.6%，前值 3.5%；1 月劳动参与率提升至 62.4%，好于彭博预期 62.3% 与前值 62.3%；1 月非农时薪同比 4.4%，预期 4.3%，前值上修为 4.8%；环比 0.3%，预期 0.3%，前值上修为 0.4%。

新增非农大幅超预期增长，失业率创 53 年新低。23 年 1 月美国新增非农就业 51.7 万人，大幅高于预期值 18.9 万人。失业率回落至 3.4%，创 1969 年以来新低；劳动参与率延续回升趋势至 62.4%；小时工资同比回落近 0.4 个百分点，环比回落 0.1 个百分点；22 年 12 月职位空缺-雇佣缺口扩大。

1 月非农大幅超预期的原因是统计口径和季节性调整等因素的扰动：

统计口径调整，基准数据上修。此次 BLS 根据失业保险报税记录重新调整了 22 年 3 月的基准数据，并修订行业分类，对历史数据的影响大于以往的基准调整过程，基准期 22 年 3 月的就业总人数上修 0.3%，本次发布的 23 年 1 月数据在计算时也使用了上修的基准。

1 月数据计算难度大，季调结果的真实性难判断。受节后影响，叠加上年基准上修后的基数升高，每年 1 月新增非农就业人数锐减，季调难度大。另外，BLS 的季调模型以十年为窗口，疫后劳动力市场的数据调整可能在基于更长历史的季调模型下产生较大偏误。本月非季调就业减少 250 万人，去年 1 月减少 280 万人，差距并不明显。

政府罢工结束，新增就业大幅上升。政府就业增加 7.4 万人（10 年以来历史分位的前 6%），一个重要原因可能是罢工活动的结束。22 年 12 月底，加州公立大学工会罢工结束，约有 3.6-4.8 万人参与其中。

但不可否认，服务业复苏下的就业仍强劲，通胀风险依然存在。

尽管科技公司裁员对预期造成扰动，但重头戏是服务业。科技公司裁员无疑对预测造成了一些扰动，但信息部门只构成全美 2% 的非农就业，占到非农就业 85% 以上的服务业才是对就业观察和预测的关键。

服务业为本月新增就业的最大贡献，表明服务业复苏仍在延续。分行业，休闲酒店业新增 12.8 万人（10 年起历史分位前 15%）、教育健康新增 10.5 万人（10 年起历史分位前 5%）。商业服务也增加 8.2 万人。

供需结构有所改善，但劳动力市场韧性仍强。劳动参与率回升，服务业就业人数的大幅上升伴随着工资的显著回落，供需错配格局改善。然而，去年 12 月职位空缺再度回升，休闲酒店业较疫前仍有较大就业缺口，劳动力市场韧性可能比想的更强，工资的下行还需更多观察。

就业数据在支撑软着陆的同时，也增加联储排除“工资通胀螺旋”的难度。大超预期的非农数据一方面体现出强劲的劳动力市场对软着陆形成支撑，另一方面也加大了联储排除通胀粘性风险的难度。本次数据发布后，股债双杀，加息预期上升，紧缩交易切入市场，与软着陆交易分庭抗礼。

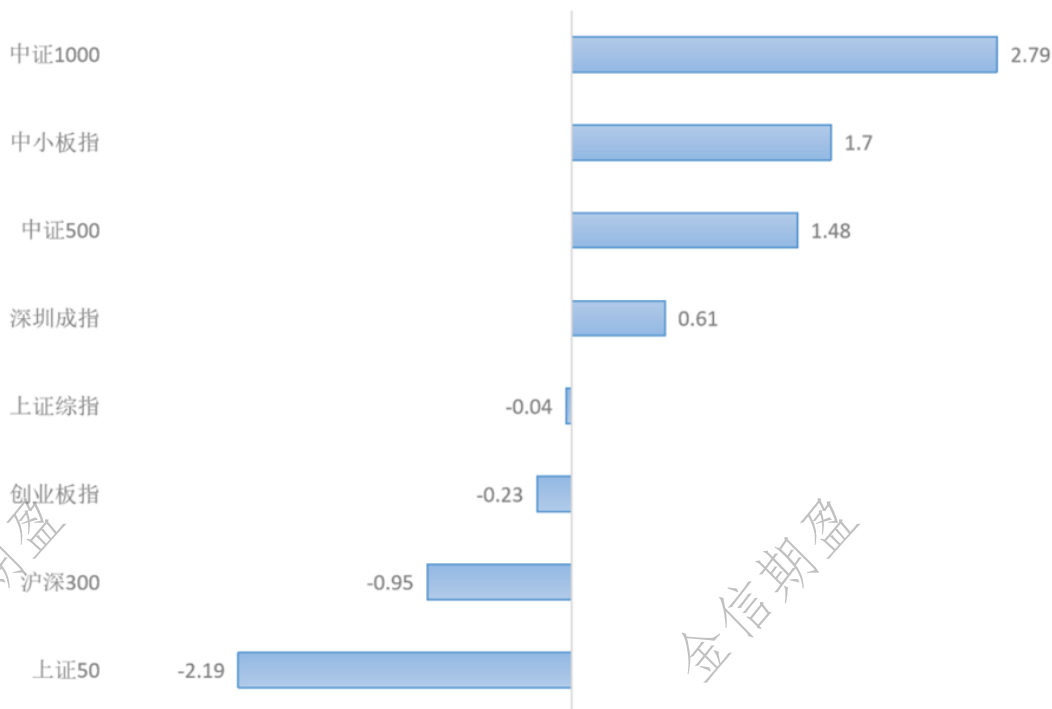
国内宏观流动性

1 月，随着“放开”后社会生产生活秩序逐步恢复正常，制造业景气上升至 50.1%，重新回到扩张区间。综合来看，1 月制造业企业产需两端指标均有明显回暖。制造业 PMI 生产指数为 49.8%，较上月上升 5.2 个百分点；新订单指数为 50.9%，较上月上升 7.0 个百分点。非制造业方面，1 月份非制造业商务活动指数为 54.4%，较上月上升 12.8 个百分点，重返扩张区间。地方两会在春节前集中召开，各地纷纷对发展新经济进行部署，推进产业创新升级，并把恢复和扩大消费摆在优先位置。

本周市场大盘分析

过去一周，市场整体延续震荡上升格局，成交额有所放大，赚钱效应明显，但各宽基指数表现具有一定分化。中证 1000、中证 500 表现较好，其中中证 1000 上涨 2.79%，涨幅居首；创业板指、沪深 300 涨跌幅分别为-0.23%、-0.95%，此外，上证 50 受其权重股拖累跌幅明显，达 2.19%。

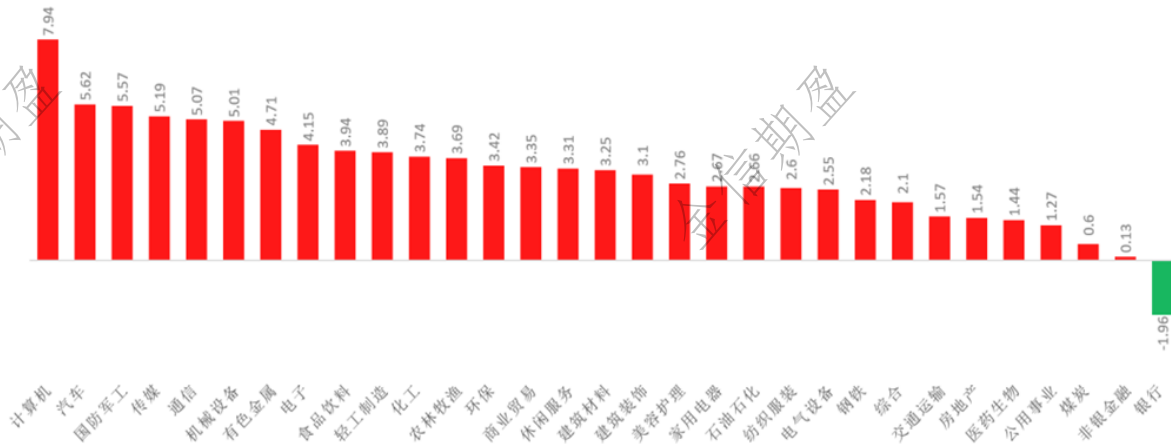
主要指数涨跌幅



过去一周，随着经济回暖，以及市场参与主体的信心回升，各行各业均有不同程度的涨幅，仅银行表现相对疲弱。计算机行业延续了前期的强势，持续领涨，这得益于 ChatGPT、信创、web3.0 等热门概念的推动；另外，受降价刺激及消费复苏影响，车市持续升温，新能源车板块也集体走强。

港股本周下周较多，领跌的板块是地产金融和互联网，同样是受上述因素的影响。但不需要担心白马和港股行情结束，外资大规模流入中国的进度可能还远远没有结束，据说这一波流入资金大部分是亚洲的资金，欧美的主流资金还没有配置到前几年的水平。

■ 行业涨幅



一周市场策略回顾

十家券商普遍认为春季行情仍可持续，短期市场波动可能加大，但随着消费恢复节奏加快，稳增长政策密集催化，海外市场风险偏好逐步修复，A股春季行情仍值得期待。

券商	观点
兴业证券	仍是春好时，留意三个变化。从国内、海外、资金面三个维度看，我们认为做多窗口仍在，市场仍是“春好时”：1、中国经济复苏的主逻辑并未遭到动摇。随着疫情高峰过去，中国经济活力已在释放。2、美联储继续释放鸽派信号，海外市场的风险偏好仍在修复。3、国内机构资金已在、并将继续逐步回来。留意三个变化，驱动行情节奏从贝塔转向阿尔法。整体来看，在去年经济数据明显回落、市场对于 2022 年报业绩较差已有一定心理准备的基础上，后续市场将更多关注上市公司的业绩指引能否符合或者超过市场预期。
财通证券	二月依然红。依然看好“红二月”行情，软硬成长有望占优。疫情防控政策调整、地产全面刺激、联储政策转向，是我们此前看多市场的三大原因，而当前疫后消费复苏已经兑现，地产销售真空期，联储结束加息的预期波折，上证 50 进入行情第二阶段，趋于徘徊震荡，再进攻需等待利率上破 3.1%的信号。随着业绩预告和整体市场情绪回升，类似 2019 年 2 月，成长板块将接棒上证 50，上演二月红行情。

申万宏源证券	乍暖还寒，不误花开。短期市场调整的原因：国内疫后恢复确定，内生复苏不确定；美联储结束加息确定，开始降息不确定。经济“中强美弱”初步验证易，线性外推难，所以，春季行情也出现了“买预期，卖兑现”的特征。另外，外资回流更多出于交易目的，对核心资产的支撑已钝化；美债收益率反弹，小盘成长的短期空间也受限。思考后续行情进一步催化的线索：国内，地方政府积极作为，营造政策密集催化、全面布局的氛围 + 社融信贷改善验证；海外，美国经济延续韧性，欧洲日本经济也有“软着陆”预期。经济实质改善的乐观预期可能提前发酵，这是目前最值得跟踪的后续潜在催化。
广发证券	分歧时刻 AH 股的比较和配置思路。“港股走牛市，A 股走修复市”。A 股低估值 Δg 品种，港股“三支箭”。22 年 11 月“破晓”以来 Δg 因子显著有效，超额收益占优；而自 23 年以来，在不考虑估值下的两大因子占优行业超额收益均有明显弱化，显示市场交易主线朦胧。尤其 Δg 因子超额收益弱化，映射近期市场对于经济复苏前景与政策连贯性存在较大分歧，对应近期板块轮动较快。
民生证券	早春一去又如常。“吃饭”行情进入甜点阶段，但这可能对于部分投资者来说已经结束。当下市场机理类似 7 月后，但是逻辑和板块或有所差异。当某种短期一致预期形成，长期问题开始重要。市场长短周期视角的冲突，可能是投资者未来超额收益和风险的来源。通胀与流动性：回摆时刻或已到来。中国基本面修复：即使路径明确，但波动率将超出市场想象。
德邦证券	开年颠簸：原因与应对。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 PMI、普林格同步指标回升，开年经济延续回升态势，普林格周期确认进入阶段 2 复苏。大类资产联动指标显示市场预期大幅抢跑，需要等弱现实进一步修复，微观主体方面内资或阶段性接管市场定价权，风格大切小。西方继续向乌提供支援，美联储如期加息 25BP，薪资-通胀螺旋结构初步缓解。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。
海通证券	外资已发力，内资望跟上。①借鉴上一轮牛市起点 19/01 资金节奏，外资于 18/11 先进场，而内资后续会接力，公募、杠杆资金从 19/02-03 起加速入市。②22/10 以来是新一轮牛市初期，类似 2019 年，近期外资已发力，预计 23 年全年净流入 3000 亿以上，后续内资望跟上，公募或成为重要增量。③对比历史，本轮牛市第一波上涨未完，行情后半段重视成长，如数字经济、券商、新能源，全年维度关注消费。

中信建投证券	春季行情下半场。节后市场成交放量，风格有所转换，人民币单边升值告一段落，外资流入逐步放缓，市场以补涨小票为主，融资盘触底回升。春季行情仍可持续，内资做多意愿在逐渐增强，也预示着后续行情由充足的增量资金。守住“超预期+强预期”方向，把握“科技+主题”，注意潜在风险。
东北证券	结构性行情延续。自上而下角度，2月（当前至两会前）市场风格：成长>周期>消费>稳定>金融。自下而上角度，从中观景气、估值情绪来看，短期仍是成长风格占优。海外流动性预期收紧且外资流入放缓，风险偏好维持中性，市场短期震荡，但结构性行情依旧。

十家券商普遍认为，市场风格有所转换，短期中小成长或更加占优，看好医药、计算机、高端制造等板块。

券商	行业配置
兴业证券	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。一方面，2023 年人民币升值的宏观背景下，以“大炼化”、有色金属、造纸等为代表的周期板块成本在海外、而收入，将享受到人民币计价的原材料进口成本中枢趋势性下降对利润的增厚。另一方面，中国经济复苏趋势明朗，且海外、国内均未对中国复苏充分定价下，随着疫情冲击过后中国经济迸发出更强动能，宏观需求回暖也将带动这些行业盈利改善。
财通证券	上证 50+科创 50，兔年投资百分百组合。科创成长方向关注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。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 关注受益全面注册制的券商，受益基建投资和地产竣工回暖的水泥和玻璃。
国泰君安证券	行业选择：布局开工旺季与制造升级。开工旺季，推荐关注传统开工链的钢铁、建材、建筑；保交楼、保交付推进的家居、家电；与商务与复工弹性的次高端白酒等。其次，受益于国内高质量发展的导向、各地产业升级优先的政策取向以及新技术（ChatGPT）的出现，加上欧美经济超预期出口降幅预期收窄。制造升级，推荐 TMT 与创新药，看好计算机、通信、电子、机械设备、创新药等。

申万宏源证券	乍暖还寒，不误花开。短期赚钱效应收缩波段开启，市场将着眼于中期布局。我们认为，各个风格中有中期 Alpha 逻辑的方向值得回调买入：1. 消费核心资产(医美、白酒、啤酒、医疗服务、免税)；2. 新能源中的储能、动力电池。3. TMT 中的信创、互联网。4. 价值中最好的 Alpha 是地产，周期中是煤炭、铜铝。继续看好央企改革。守好这些方向，可以从容等待行情进一步催化。
广发证券	当前【强预期】叠加估值分化阶段，继续寻找低估值 Δg 配置：1. 疫后修复链+估值合意（医疗器械/创新药/中药/疫苗/广告营销/一般零售）；2. 地产链普遍估值低位（地产/装修建材/家电），大金融仍在估值底部（保险/证券）；3. 部分成长景气预期 23 年改善（通用自动化/计算机/半导体设计）。
民生证券	中证 1000 的阶段性机会还会延续，未来一段时间或仍将跑赢沪深 300，我们建议可以沿着本轮以来修复的主要大板块中的逻辑扩散进行布局，我们推荐：小金属、汽车、计算机主题和小食品。能源链条将在资源中占优：油运、油和煤炭；关注价值+国企产能价值重估：电信运营+石化+建筑；市场未来 1 月仍将关注基于房地产板块的左侧交易，而不是关注实际销售数据本身；在经历较长调整后，军工板块重新回到我们的推荐之中；我们 2022 年 11 月底部推荐的有色金属中铜、金基于宽松的交易或将告一段落，但基于美元购买力的最终走弱逻辑正在孕育。
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	本轮牛市第一波上涨望继续，行情后半段重视成长。借鉴历史，随着本轮牛市第一波上涨继续，后续行情有望扩散至成长板块。成长中重视数字经济。具体行业配置方面，结合政策、技术和市场三个维度判断，我们认为成长板块中数字经济或更加值得关注。此外关注新能源和券商，全年维度关注消费复苏。除了数字经济外，新能源产业同样是我国建设现代化产业体系的重要一环，中央经济工作会议要求加快新能源、绿色低碳技术的研发和应用，支持新能源汽车消费。消费方面，目前促消费同样是政策的重点，未来疫情扰动渐去叠加政策支持有望推动消费基本面改善。
中信建投证券	科技+主题占优。22 年业绩预告披露完毕，超预期方向集中在新能源、半导体设备和新冠产业链，低预期方向则集中于可选消费、半导体设计及消费电子、电力、地产链、计算机等。年报业绩预告暂告段落，中期配置继续在“困境”中寻找反转弹性居前品种，短期历经前期估值修复后市场对基本面兑现程度的关注度明显提高，关注

	<p>“超预期+强预期”方向，弱复苏背景下预计科技+主题将占优。行业关注：信创、芯片设计/MLCC、游戏、黄金、新能源车、绿电、储能/光伏新技术、医药等。</p>
<p>东北证券</p>	<p>注册制提振市场情绪，但俄乌冲突和中美摩擦风险上升。继续关注 TMT（计算机、传媒、半导体）、新能源、军工等。（1）首先，从宏观、景气及估值来看，成长风格短期占优；其次，政治局学习会议再次强调科技创新和国家安全，指向中小盘成长。（2）建议继续关注：其一，业绩高增同时景气预期持续改善的风光储、新能源车、有色、军工等；其二，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；其三，政策导向的券商、半导体、地产链等。</p>

【个股推荐】

网安行业要用周期视角，可以想象成化工行业，只是成本主要是人力资源，而且要先期投入研发，二三年与产出不成正比，类似化工行业要先建产能。但化工的在建工程在建设期不计入成本，但软件一招人就要算研发成本，所以这段疯狂招人的研发投入期，企业利润下降，甚至亏损。

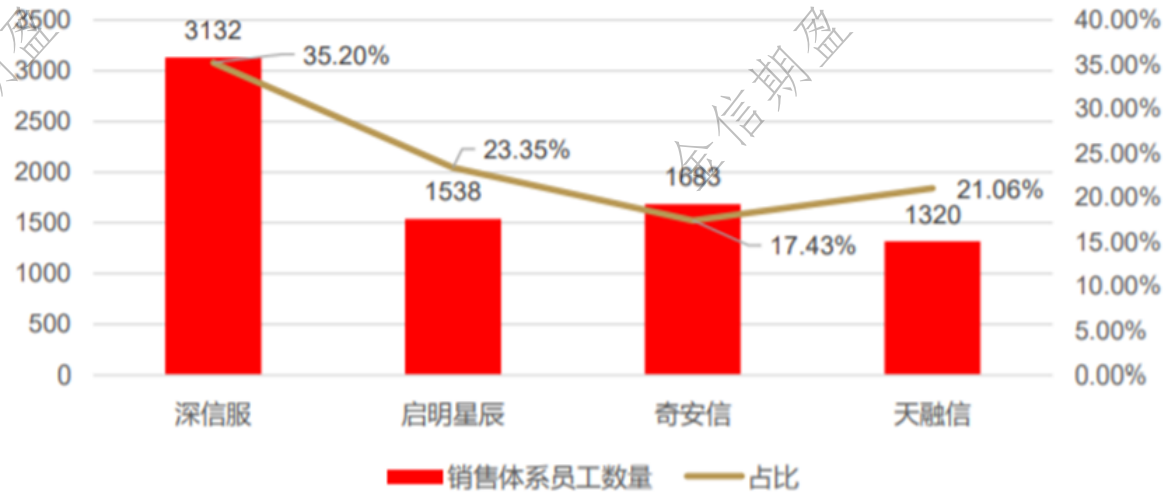
很多网安公司近几年的人员都是爆炸式增长，一旦停止扩展，就会进入 2-3 年的上升周期，而这个人员扩展，刚好是 22 年停止的，利润下降大幅收窄已经体现在四季度的财报中了，所以深信服预告后带动网安股连续大涨。

这是一个行业困境反转的贝塔机会，那么最确定也是最早能起来的就找龙头，网安中的龙头是深信服。

计算机公司的投资价值在于不断突破产品领域，特别是网安产品，是由众多规模不大但有一定壁垒的小产品组合，品类拓展是核心逻辑，产品力和销售力是核心竞争力。深信服相对而言，是产品型的公司，多款产品进入市场前三的位置，从网安向超融合、云桌面等领域的布局，证实管理层的战略眼光，当下的“云化、服务化”转型更具突破意义，从产品公司转向平台化公司。

销售对于计算机行业不仅是销售本身，更重要的是客户服务与支持，网安行业渠道上有直销和分销代理制两种，直销针对大客户，承担客户支持，销售人员比较多，分销是软件厂商把上述职能转给经销商，销售人员相对少。深信服以分销为主，但销售人员占比超过 35%，远超网安同行，公司销售体系的定位不仅仅是渠道管理，更多是通过完善的销售体系为合作伙伴提供支持和赋能。

各网安公司销售体系员工数量及占比（2021年）



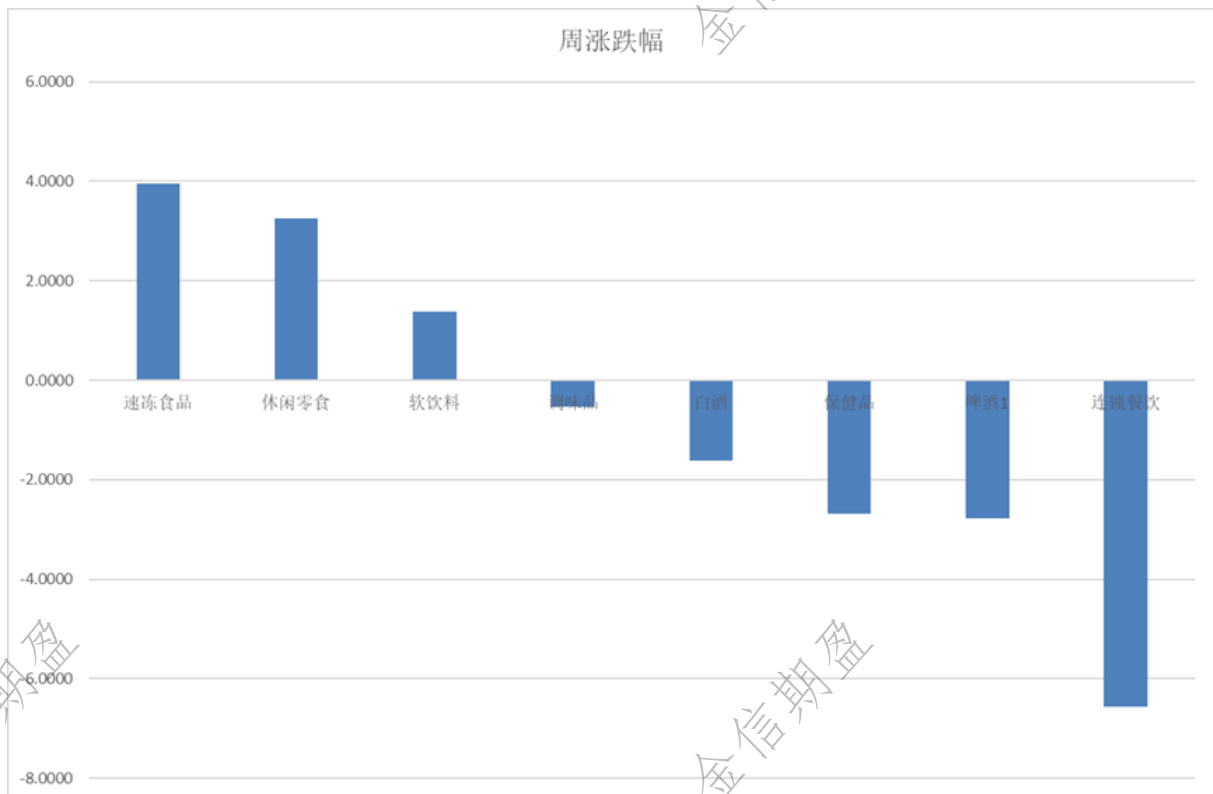
公司研发资本化率一直为 0。由于公司加大研发投入，补齐云计算拼图，公司的净利润表现不佳。随着网安业务恢复增长，云化收入占比的提升，公司重视控费等多重改善，2023 年有望恢复到 10%左右的净利率。

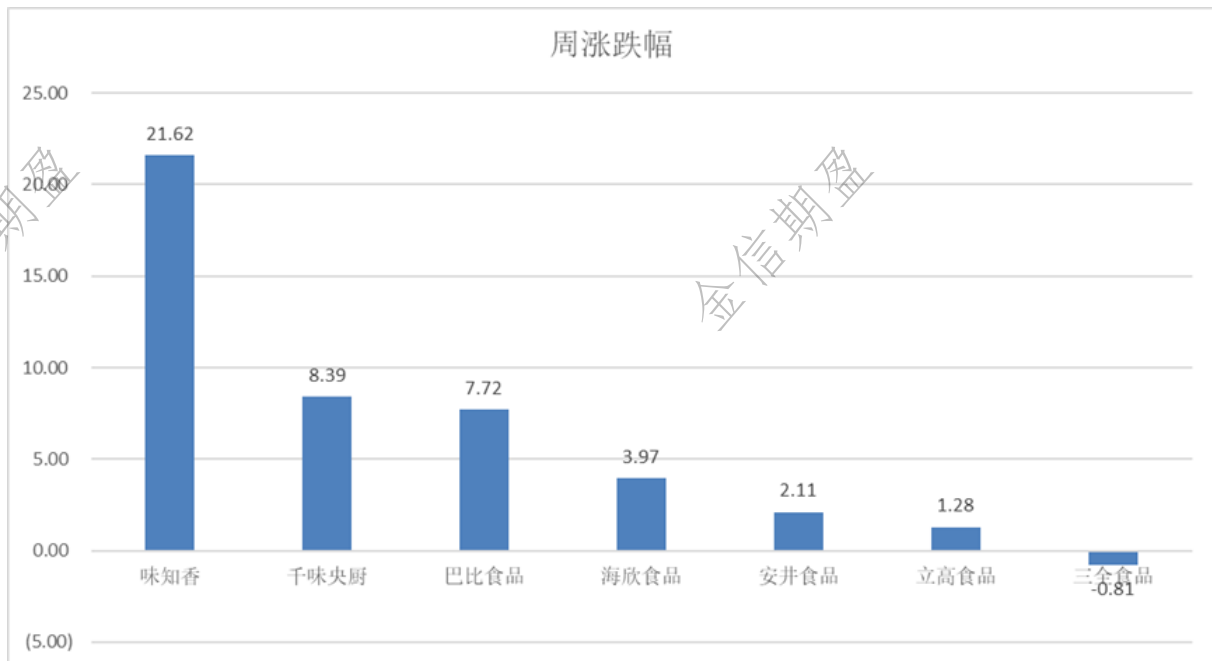
今年最大的变化是毛利率改善及控费效果显现，深信服是星球伙伴 NingandX，某卖方分析师提供，他认为：深信服过去几年，从 18 年上市时的三千多人，到去年差不多就接近一万人，过去几年的人员成本的增速、费用的增速远远大于收入，现在处于华为那个阶段，从安全做到云计算的业务，就大量的招人，人均薪酬每年都是 10% 几的增长，现在一年人均薪酬 40 万。公司从去年觉得，招人已经招的差不多了，从 22 年的下半年开始大幅收缩，他三项费用加起来好像只有个位数了，今年也是，费用控制在可能也就是十来个点，收入端如果恢复到 20 多个点，那利润的弹性就起来了。还有他每年的股权激励都做，每年最多股权激励费用都有三到四个亿，非常吃成本，所以招的人也差不多了，后面做股权激励的成本也少了。

所以，该公司是确定性较高、弹性比较大的困境反转公司，只是分众有消费属性、竞争格局更好。收入还没上来，股价先修复了一波，而深信服直到一月份的计算机板块整体起来，才开始涨。

食品饮料板块市场情况

过去一周一级行业中，食品饮料涨幅为-0.68%，跑赢沪深 300 指数（-0.95%）0.27 个百分点。本周涨幅榜前三个股为劲仔食品（21.48%）、有友食品（14.50%）、盐津铺子（14.24%）。





【白酒跟踪】

2023 年春节白酒有效动销时间缩短，节后消费氛围延续，酒企动销速度不减，宴席、年会用酒需求回补。我们预计婚喜宴将持续回补，且随着产业链逐步恢复，2 月后商务场景也将增加，次高端动销有望改善。

本周我们调研了五粮液、舍得等公司，感受到宴席市场率先迎来复苏，宴席占比较高的舍得进入去库存阶段；五粮液元旦到正月初五期间动销速度较快，冠名春晚和一系列元春营销活动助力动销和品牌提升，春节期间实现量价齐升。

2023 年行业增长来自场景修复（量的恢复），宴席场景恢复将早于商务，因此消费场景中宴席占比高的公司，基本面恢复质量将会更好，如地产酒洋河、今世缘、古井、迎驾贡酒和次高端中的舍得、水井等；2024-2025 年行业增长将来自价位升级，并开启新一轮扩张阶段。我们对白酒板块持乐观态度，建议关注品牌、组织力强，或所在区域经济活跃度高的龙头公司，如茅台、五粮液、洋河、汾酒、老窖、舍得、今世缘、古井等。

茅台	<p>飞天批价略回落，春节整体动销超预期；23 年春节回款进度 20-30%，库存低于 1 个月。</p> <p>①本周飞天茅台散装/箱装/1935 批价分别为 2720/2900/1165 元左右，节后批价略降。</p> <p>②1 日，茅台集团召开 2023 年第四次党委（扩大）会议强调全力确保一季度实现开门红。</p> <p>③渠道反馈，预计 1 月非标产品执行较去年同期增长 15%（主因直营店提货量提升），2 月立春产品即将上市，23 年非标有望持续贡献。</p>
五粮液	<p>23 年春节回款当前进度约 35%，库存平均 1.5 个月左右。</p> <p>①本周八代五粮液批价约 950-960 元，节后批价稳定。</p> <p>②五粮浓香公司召开 2022 年度工作总结大会。公司表示 23 年五粮浓香坚持以产品动销为核心，以市场分类分级打造为抓手，坚持“三性一度”“三个聚焦”和大单品打造。</p> <p>③1 月 28 日，五粮液集团召开收心会。会上提到，延续好一月的良好开局态势，确保“开门红”“开门稳”。</p> <p>④本周公司调研反馈，主品牌动销同比增长 20%（超预期），春晚赞助背景下电商平台表现优异，坚定千元目标不动摇（市场预期：23Q1 收入预期为正增长；23 年收入预期较此前略升）。</p> <p>⑤春节回款进度/23 年目标跟踪：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 15%/公司 23 年业绩目标为双位数增长。</p>
泸州老窖	<p>23 年春节回款当前进度约 30%+，库存平均 2 个月左右。</p> <p>①本周国窖 1573/特曲 60 批价约为 910/435 元，节后批价稳定。</p> <p>②渠道反馈：四川区域 1 月动销预计实现小个位数增长，特曲 60 版动销表现向好（完成 50%全年回款，发货进度 30-35%，库存小于 1 个月，批价约为 425-435 元）。</p> <p>③春节回款进度/23 年目标跟踪：预计将完成 35%春节回款目标，当前回款比例约 30%+。全年看，专营公司口径：23 年国窖回款签约增速>10-15%，特曲&窖龄预计保持>30%增速/市场预计 23 年公司收入增速 20-25%。</p>

<p>洋河股份</p>	<p>23 年春节回款当前进度约 45%，库存平均 2 个月+。</p> <p>①本周 M6+/M3 水晶版/天之蓝/海之蓝省内批价分别为 580/400/270/120 元，节后批价稳定。</p> <p>②30 日，洋河股份向三万酒人发出了“大干六十天，夺取开门红”春潮行动的动员令，坚决实现“大干六十天，夺取开门红”春潮行动的全面胜利！”。</p> <p>③渠道反馈，考虑到现在动销正逐步起来，随着 2 月剩余 10-20%货发了之后，23Q1 末库存还是有望降至 2 个月内。</p> <p>④春节回款进度/23 年目标跟踪：预计将完 50%春节回款目标，当前回款比例约 45%（10.19-1.20 为公司开门红会战阶段）/市场预计 23 年业绩增速目标约 20%。</p>
<p>今世缘</p>	<p>23 年春节回款当前进度约 35%，库存平均 1.5 个月左右。</p> <p>①本周对开/四开批价约为 255/420 元，节后批价稳定。</p> <p>②今世缘召开 23 年工作大会，动员公司上下瞄准百亿目标，誓夺首季开门红，誓拼营收百亿。</p> <p>③28 日，江苏省淮安市人民政府官网发布消息，涟水县 2023 年规划聚焦“小微企业进规模、规模企业冲亿元、亿元企业上台阶”目标，全力推动今世缘酒业向营收超百亿进军。</p> <p>④渠道反馈，近期省内市场库动销表现相对不错，其中原因之一因为今年增加了红包/捆绑等活动。</p> <p>⑤春节回款进度/23 年目标跟踪：预计将完 40%春节回款目标，当前回款比例约 35%/公司预计 23 年收入目标 100 亿。</p>

<p>古井贡酒</p>	<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>②29 日，安徽省亳州市委召开全市“开年第一会”。会议提出，古井集团年产值首次突破 200 亿元，2023 年将做强古井集团、徽酒集团等龙头企业，促进中小酒企产业化发展，努力实现白酒产业产值增长 15%。</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，预计后续或有回补消费，补库存情况要再观测。</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>
<p>口子窖</p>	<p>23 年春节回款基本完成，库存平均 1-1.5 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，兼 10/20 节前团购商有货，节后将开始流通渠道回款发货。</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>
<p>迎驾贡酒</p>	<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>②3 日，迎驾贡酒公告，公司投资设立全资子公司安徽迎驾彩印包装有限公司；设立全资子公司安徽金冠包装容器有限公司。</p> <p>③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>④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>

山西汾酒	<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汾酒销售公司召开 2023 年度营销工作动员会，表示要坚定战略定力，希望全体营销人员在 2023 这一关键之年，更加团结拼搏。</p> <p>③渠道反馈，虽酒企节前密集发货，但压力较大的话可以暂缓提货，同时酒厂在财务方面也做了相应举措缓解经销商资金压力），1 月预计回款可达 30 亿+（厂商目标 30%回款比例，对应约 35 亿），预计 23Q1 汾酒数据将保持亮眼。</p> <p>④春节回款进度/23 年目标跟踪：预计将完 35-40%春节回款目标，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>
酒鬼酒	<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	<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>②31 日，舍得酒业举行“战役聚过程，破圈创爆品”2023 年工作会议，明确 2023 年的工作重点，围绕“战役”“过程”“破圈”“爆品”四大关键词开展重点工作，舍得酒业 2023 年更上新台阶。</p> <p>③公司反馈，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使得涨幅第一（市场预期：23Q1 收入预期由原来的-10~20%提升至微负/正；23 年收入预期已提升至 30%）。</p> <p>④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>

【啤酒】：

疫情影响或对旺季影响有限，随着淡季提价落地、成本压力回落叠加场景复苏催化下高端化，我们预计有望改善行业利润表现。

1) 当前淡季啤酒子板块主要受大盘影响较大，而我们认为今年旺季现饮渠道的恢复或将带动销量提升，同时去年四季度以来的淡季提价稳步推进；而公司端重啤等受疫情冲击较大的标的或在政策优化逻辑中表现出更大弹性。

2) 整体原料价格已迎拐点，成本压力或在去年四季度开始缓解。2022 年全年包材中铝材/纸箱/玻璃瓶成本同比变化 5.5/-5.2/-26.5%；原材料中的进口大麦即正迎来新采购季，考虑到海外大麦价格提升以及人民币汇率贬值，我们预计原材料成本仍有提升，整体成本基本处于可控范围内。3Q22 啤酒公司吨成本同比增速已有放缓，我们预计今年整体成本或有下降趋势，可以改善行业毛利率。

3) 高端化仍在稳步推进中，高端单品表现带来强劲吨价提升势头。百威/华润/青啤 A/青啤 H/重啤当前股价交易于 2023 年 PE 分别为 37/29.2/33.1/20.8/36.2x，EV/EBITDA 分别为 16.8/15.5/16.4/16.4/13.6x，具备中长线布局价值，推荐重啤、青啤（A+H）、华润和百威。

重庆啤酒：春节动销表现好于预期，但受限于物流，较多渠道补库或将计入 2 月。预计 1 月青啤出货量下滑 2-3%，燕京变动不大，重啤表现一般（云南等旅游地较好）。渠道反馈，1 月乌苏预算北京达成 9 成，浙江、福建、山西等达成 8-9 成，测算乌苏仍正增长。下周重啤将发布业绩公告，预计 Q4 销量、收入下滑，利润端略有盈利。22 年乌苏、1664 销量下滑（疆外乌苏正增长），乐堡、重庆品牌中个位数增长，销售费率在 15%左右，税率稍低于前三季度。当前部分投资者对 BU 改革进展尚存疑虑，渠道反馈，新疆 BU 原抽调的 11-12 名业务骨干和 4 名大区经理最早将在 2 月底调回新疆，但交接工作目前尚未开展。此次调整对比 22 年的人员变动较小，属地招的人员工作延续，且 CIB 整体执行力强，预计旺季前仍有望完成较好过渡。展望后续，2 月夜场、餐饮等场景环比改善，3 月起普遍进入低基数，叠加旺季催化、结构升级，行业有望迎来贝塔性机会。

【乳制品】

春节动销良好，我们预计基本面有望逐步回暖。我们草根调研显示目前春节乳品动销反馈良好，受益于春节送礼消费场景复苏，我们预计伊利春节期间销售有望实现较好增长。展望 2023 年，伴随消费需求恢复，我们预计乳制品龙头液奶销售有望改善，同时受益成本下降、结构升级、费率优化等，

料 2023 年利润率有望如期提升。当前伊利交易在 2023 年 P/E 18x，处于历史估值底部区间，长期看估值处于相对低点，维持推荐。奶粉方面，我们看好出生人口数量回暖及新国标推出带动供给改善下奶粉企业的表现，我们推荐奶粉龙头飞鹤，其业绩及估值预期有望修复。此外疫情反复下，偏可选的奶酪棒消费表现有所承压，我们预计若经济较好复苏，奶酪消费或有望受益。

【速冻食品】

安井 2022 年业绩预告略超预期，巴比 2023 年产能释放、加速开店。本周安井发布 2022 年业绩预告，业绩略超市场预期。我们测算，主业收入在 C 端锁鲜装高增、春节前宴席恢复及旺季备货积极影响下实现 17%左右增长，主业归母净利润率在高毛利锁鲜装占比提升、成本下行、旺季提价及费用管控下提高至 10%左右；预制菜板块冻品销售达到 6 亿元目标，安井小厨提前达成 2 亿元销售目标，展望 2023 年复苏下有望延续高增趋势。另外公司公告控股股东 6 个月内拟减持不超过 5%股份，我们认为公司管理团队职业化程度高，减持并不会影响管理团队稳定性。

本周巴比发布 2022 年业绩快报，疫情影响下保持稳健，符合市场预期。我们预计公司 2023 年产能释放、加速开店，有望恢复增长，其中我们预计新开门店有望达 1000 家以上，净开 600-700 家；单店收入在低基数下有望提升 10%左右恢复至 2021 年水平；团餐业务在管理优化、团队提效下有望保持 50%-60%的增速。

根据 Wind，自 2022 年 6 月初至今油脂价格下行，棕榈油、豆油、豆粕现货价格距高点下降 53%、27%、18%；2 月 3 日棕榈油、豆油、豆粕现货价格分别为 7678、9489、4664 元/吨，分别同比-34%、-14%、+15%，环比上周-3%、-2%、-1%，白鲢鱼价格自 4Q21 高位以来下降 25%，相比去年同期下降 15%，以其为原料的淡水鱼浆价格亦处低位。春节消费强劲是对 2023 年消费复苏预期的有力验证，油脂等成本亦处于下行区间，需求、成本双改善下，推荐关注安井食品、千味央厨和立高食品。

【调味品】

防控政策优化背景下，调味品基本面或底部反转。2Q21-3Q22 以来，调味品行业整体收入增速暂未恢复到 2019 年及以前水平。餐饮需求占我国调味品需求的 50%，根据中国调味品协会，调味品行业终端需求主要是餐饮（50%）、家庭（30%）、食品加工（20%）。

2020 年疫情出现，尽管消费场景有所限制，但 2020 年居民消费力受影响程度有限，叠加 2020 年成本压力较小，调味品企业业绩和股价表现较好。2Q21 以来，调味品企业整体收入增速受消费场景限制+居民消费意愿影响，调味品企业收入增长相比 2019 年及以前有所放缓，2022 年前三季度，调味品企业收入增长速度仍有压力。伴随 2022 年 11 月以来“二十条”、“新十条”等防疫政策的优化，我们判断 2023 年调味品企业收入表现将会向好改善，但未来 1-2 个季度国内餐饮场景复苏存在一定波折。

板块内看，海天味业餐饮需求占比较高，2022 年海天味业餐饮占比 5-6 成，我们认为餐饮渠道占比较高的调味品企业收入改善幅度较大。此外，考虑国内大豆、包材、糖蜜成本见顶回落（海天味业 3Q22 毛利率环比 2Q22 有所改善，我们调研显示公司 3Q22 采购成本已低于 2Q22，我们判断调味品行业成本压力不会边际加大），我们判断 2023 年调味品行业利润率将会同比今年有所改善。中长期看，我们看好调味品行业量价齐升、结构升级、复合化、健康化的趋势；短期看，我们调研显示 4Q22 以来零添加调味品销量表现环比有所改善，建议市场关注零添加调味品的销售增长可持续性、竞争格局。推荐千禾味业、海天味业。

【休闲零食】

春节居家休闲食品产销两旺，门店消费场景复苏。根据国家税务总局 1 月 27 日发布的增值税发票数据，春节期间全国消费相关行业销售收入相比去年春节假期期间同比+12.2%，其中生活必需品消费保持稳定增长，粮油食品等基本生活类商品收入同比+31.5%。居家休闲食品适合春节团圆自食及走访送礼场景，12 月中下旬供给端恢复后，均呈现产销两旺的状态。

另外，春节期间交通枢纽及商圈客流均有明显恢复，利好门店经营模式的休闲零食品类，如卤制品门店、综合零食门店等。根据国务院联防联控机制春运工作专班数据，春节假日 7 天全国铁路发送旅客约 5017.4 万人次，日均发送 716.8 万人次，同比+57%，恢复至 2019 年的 83.1%。据万达集团数据，春节期间（初一-初六）全国已开业万达广场客流同比 2019 年增长 15%，销售额同比 2019 年增长 29%。

零食量贩店，劲仔大概 500-600 万月销，盐津 4000 多万，甘源 2000 多万；良品 1 月份发货端挺好的，同比有增长；劲仔的速度也非常快（预计 40%+）；盐津预计至少 30%+。

【软饮料】

关注防疫政策优化下行业消费场景复苏，原材料价格逐步迎接拐点。春节行业整体动销保持良好，且较早春节带来备货前置对各公司 4Q22 业绩或有助益。我们建议密切关注行业春节及后续期间动销态势。同时防疫政策优化下，考虑行业目前尚处于淡季，我们预计对行业当下影响相对较小，但对行业 2023 全年经营情况或有助益（但考虑到口罩等个人防护或仍影响即饮消费，销售节奏或因此仍有波动），尤其值得关注小包装水、能量饮料及运动饮料等户外消费占比较高品种，弹性潜力或更明显。

成本端 PET 价格于 2022 年 10 月中旬以来较快回落至约 7000 元/吨水位，较 3 季度均价约 8600 元/吨已呈较明显回落，虽近日价格略有回升至约 7300 元/吨，我们预计 2023 年整体价格较 2022 年仍将有所下降。我们预计行业于优质产品供给持续丰富下有望延续增势。我们认为，长期看行业健康化、高端化主线趋势不变，且在行业龙头加快推新节奏下有望逐渐提速。

【保健品】

消费者保健意识提升带动保健产品需求旺盛，线下消费场景恢复亦带动药店等渠道动销回暖，行业整体景气度显著提升，1Q23 开门值得期待。防疫政策优化以来，居民保健品消费需求旺盛，终端动销加速下行业渠道库存降至相对较低水位，我们认为行业 1Q23 开门红值得期待。

同时展望 2023 年，随线下渠道客流恢复及线下营销活动顺利开展，我们预计药店等渠道销售有望迎来较显著改善，线上渠道在传统免疫类产品及泛功能食品双重需求提升下亦有望维持高增。中长期看，随消费者保健意识提高及消费力不断恢复，我们预计中国目前仍相对较低的保健品渗透率同样有望稳步提升。建议关注汤臣倍健。

【味知香更新】

按照上周最新消息：味知香 2.5 万吨的新增产能在 3 月会投产，加上之前产能 1.5 万吨，今年产能达到 3.58 万吨，2021 年和 2022 年公司产能利用率分别为 128%，139%，按照 100%的产能利用率，今年产量 3.5 万吨，带来营收 10.39 亿元，以 17%的净利率，2023 年净利润 2.6 亿，净利润同比增长 45%，按照 20230203 的市值，PE 有 31X。

需求端来看，2022 按照 2022 中报的渠道数量*2 得到加盟店/经销店/批发店的数量分别是 1725/718 家，2022 年加盟店/经销店/批发店单店营收（按照 2022H1 单店营收数据*2）分别为 26.8/20/60 万元/年，线性外推预计加盟店/经销店/批发店的数量应为 2300/1200/600，单店营收分别为 33/25/70 万元/年时，产量可达到 3.55 万吨。

但是按照农贸市场数量推断，假设一家农贸市场只开一家加盟店或者经销店，长三角地区农贸市场 2021 年 4795 家，2021 年渗透 38%，七省二市中符合条件的农贸市场有 9557 家，2021 年只有 58 家，渗透率 1%，假设未来长三角地区农贸市场渗透率 100%，华中地区渗透率 25%，则长三角地区能开 4795 家店，华中能开的有 2389 家店，总体 7184 家店；如果华中渗透率 50%，总的店达到 9573 家。

如果 2023 年线性外推后加盟店+经销店有 3900 家，意味着渗透率会非常快，需要进一步确认需求。

味知香策略：

1、C 端 23 年重点规划：1) 大力发展传统农贸市场，提升 CD 类门店形象；2) 重点布局街边店；3) 商超店中店开发；三大渠道分三个团队运作。

2、B 端 23 年规划：核心酒店、乡厨客户恢复，加大对学校、团餐、小 B 客户开拓。

3、街边店：目前浦东几家测试门店数据较好，日均销售额 4000-5000 元，计划一季度开 10-20 家街边店加速测试，效果好的话加速开店。

4、店中店：第一批 4-5 家在福州永辉测试较好，第二批正在装修十几家店，后续测试较好有望在永辉系统全国推广。

【605089.SH】

1. 按照最开始的用需求来算的量，线性外推这家公司 2023 年只能做 2.5 万吨的销量。

2. 2022 年三季报时大家就预期 2023 年会有新增 2.5 个亿，但一直在拖投产时间，之前给的是 12 个亿营收，按照单价，大概是之前预期 2023 年共 2.9 万吨产能。

3. 20230 交流老板给了 10-15 个亿的业绩指引，实际现在 3 月份投产，达产时间较快，如果 23 年产能达到 3.58 万吨，营收给到 15 个亿。

最主要是公司给了 B 端的销售渠道，建立街边店，店中店帮助 C 端销售，以及开拓酒店团餐等渠道帮助 B 端销售，因为如果要销售 3.5 万吨，经销店，加盟店以及批发商都要扩张近千家，之前公司如果没有出来说，需求端需要进一步验证。

产能(万吨)	2021	2022	2023	2023 年满产 满销假设条件	2024	2025
产能合计	1.50	1.50	3.58	3.58	6.50	6.50
产量合计	1.92	2.08	2.9	3.58	3.25	3.9
产能利用率	128%	139%	81%	100%	50%	60%
销量	1.92	2.08	2.90	3.58	3.25	3.90
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
单价(元/千克)	40	41	42	42	43	44
营收	76,465	85,000	120,512	150,360	139,108	171,938
yoy	23%	11%	42%	77%	15%	24%
毛利率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利率	17%	17%	17%	17%		
净利润	13,267	14,450	20,487	25,561		
净利润 YOY	6%	9%	42%	77%	2022 年 10 月 31 日味知香 暴涨前的市值	2022 年 10 月 31 日味知香 暴涨前的市值 与满产满销
		市值	810,000.0000	810000	47930000%	47930000%
		PE	40	32	2340%	1875%

		PEG	0.9	0.4	2023 年 0131 后一周味知香暴涨 20%+前的 0131 的市值(按照当时 12 个亿营收的预期)	2023 年 0206 味知香现在的市值(按照 15 个亿营收的预期)
					642600	808700
	2021	2022H1	2022 (按照 2022H1*2)	2023E	31.36612925	31.63779478

【安井食品更新】

21 年数据来看，安井的速冻火锅料和米面制品的毛利率在 22.7%-25%之间，（毛利率和费用率等可以直接减成净利率）但是由于销售费用率太高（21 年销售费用率 9.2%，管理费用率 3.5%，以及所得税占营业收入 2.1%，粗略毛利率减去三个就差不多在 7.9%-10.2%，管理费用率里基本是股份支付费用摊销和职工薪酬，股份支付费用主要是公司 2019 年 11 月实施了为期三年的股权激励，相关股份支付费用按规定摊销计入管理费用，市场对安井 23H1 仍然有做股权激励的预期），归母净利率只有 7.34%，22 年严格缩减促销，降低销售费用。

安井更新数据：（20230205）

22 年营收高增主要原因是新宏业是 21 年 8 月合并报表，22 年 9 月冻品先生并入报表。

23 年营收同比 25%，总营收 152.2 亿元，其中主业（包括安井小厨）/冻品先生/新宏业/功夫食品/新柳伍 114/11.62/15.012/1/11.54 亿元，同比增长 16%/100%/20%/15.23%/20%，净利率分别为 9%/6.5%/10%/7%/10%，整体净利率为 9.03%，归母净利润 13.74 亿。按照 483 亿元的市值，现在 35X。

上周宏观市场回顾

1. 美联储 2 月议息会议：

1) 加息近尾声，降息需等待

在美联储 2023 年 2 月议息会议中，FOMC 官员投票将联邦基金利率目标区间上调 25bp，至 4.5%-4.75%，符合市场预期，这是自 2022 年 12 月以来第二次推进 25 个 bp 的加息，本次议息会议纪要将在 2 月 22 日公布，鲍威尔暗示纪要内容或将包含对暂停加息所需条件的讨论。

2) 加息近尾声，降息需等待

本次美联储声明较去年 12 月略有变化。第一，通胀表达从仍居高不下，修改为“有所放缓，仍居高不下”；第二，未来加息判断从关注未来加息的“速度”，修改为关注未来加息的“程度”；第三，新增“俄乌冲突加剧了全球不确定性”。美联储主席鲍威尔指出，通胀有所放缓，但现在宣布胜利还为时尚早；终点利率判断需要等到 3 月，正在讨论再加息几次达到适当的限制性水平，不认为 2023 年会降息。

2. 工业企业利润：周期与结构

1 月 31 日国家统计局发布，2022 年 1-12 月全国规模以上工业企业营业收入累计同比+5.9%（1-11 月同比+6.7%），利润累计同比-4.0%（1-11 月同比-3.6%）。

从周期看，工业利润增速早在 2021 年 11 月就开始回落。从出口来看，工业景气度的回落始于 2022 年初，7 月开始加速下行，12 月当月利润负增长已接近底部。规模以上工业企业利润增速为负，在最近 10 年中出现过 4 次（2012、2015、2019、2022）。

从结构看，所有制：2022 年仅国有及国有控股企业实现利润正增长：为+3.0%；而股份制工业企业-2.7%、私营工业企业-7.2%、外资及港澳台工业企业-9.5%。