

金信期盈证券权益市场周报 (20230306-0310)

海外宏观事件



1. 回顾 2020 年以来硅谷银行的资产负债表变化，可以发现新冠疫情以来极低的利率环境促使硅谷银行的负债端大幅扩张，其存款规模从 2019 年的约 600 亿美元升至 2022 年的约 1700 亿美元，增长 180%。在负债端扩张的同时，硅谷银行大举投资了美国国债及 MBS，其持有至到期投资以及可供出售投资资产规模从 2019 年的不到 300 亿美元扩张至近 1200 亿美元，增长超 300%。然而 2022 年以来，随着美联储开启历史性的货币紧缩周期，美国固定收益市场遭遇冲击，硅谷银行持有的资产因此遭遇明显折价，2022 年财报显示其持有到期的资产浮亏已经达到了 150 亿美元，而其同期的净资产规模仅约 160 亿美元。在资产端遭遇明显冲击的同时，硅谷银行的负债端也存在明显的压力。与多数美国传统银行不同，硅谷银行的客户多为美国风险投资机构（VC）。对于风投机构而言，当前美国高利率环境使得风险投资活动规模明显降低，但科技企业对于自身发展的资金需求依然旺盛，因此风投机构的资金用度需求相应增加，进而给硅谷银行带来了负债端压力，22 年硅谷银行的存款相较 21 年已流失 160 亿美元。因此综合而言，2022 年以来美联储加息导致硅谷银行资产和负债两端共同承压，而硅谷银行近期的融资行为引发市场对其流动性的担忧，使其存款流失压力进一步加大，最终引发破产事件。

2. 3 月 10 日，美国劳工统计局发布：2023 年 2 月非农就业人数新增 31.1 万人，前值 51.7 万人；失业率反弹至 3.6%，前值 3.4%。2 月非农仍然强劲且时薪同比略有反弹，但时薪环比降至 0.2%、通过劳动参与率调整后的失业率仍回升 0.1%，说明就业数据暂时不会令市场预期更强的加息预期。

1) 1 月美国劳动力数据反弹为服务行业供给侧修复所支撑，2 月服务业修复的速度有边际放缓或反映了需求降温。

2) 信息、金融等利率敏感型行业的颓势更加明显，但尚未引发就业数据质变。

3) 工资增速环比放缓至 0.2%，同比小幅反弹至 4.6%，会在一定程度上引发服务价格预期分歧。

4) 就短期而言，本期就业数据比较中性，非农不弱、但失业率反弹，给了市场一定想象空间，但只有失业率持续回升（或者金融市场出现流动性危机）才能终结加息，进而该组数据未给市场传递更强加息信号，不过也算不上利好。

5) 再往后看，今年美国财政空间受限，劳动力预计将持续回归，将进一步压低工资增速。此外，随着加息对经济的负面效果后续持续显现，劳动力市场供需结构仍会调整。

国内宏观流动性

我国 2 月新增社融远高于预期，这可能意味着未来几个月我国经济恢复动力较强。2 月份我国社会融资规模新增 31600 亿元，同比多增 19430 亿元；1-2 月份新增社融同比增长 23.7%，增速处于较高水平。从分项数据来看，2 月份企事业单位中长期贷款新增 11100 亿元，同比多增 6048 亿元，表现强劲。一方面今年以来国内经济快速修复，实体经济融资需求有所恢复；另一方面政策仍然鼓励对实体经济中长期贷款的投放。2 月份住户贷款新增 2081 亿元，同比多增 5450 亿元，表现积极，部分因为居民消费及购房信心有所恢复；2 月下旬以来大中城市商品房销售超过去年同期水平。总体来看，1-2 月份较高的社融增速反映我国经济恢复较快，融资需求明显改善；再考虑到社融数据领先经济表现几个月，预计未来几个月国内经济恢复动力仍然较强。

本周市场大盘分析

本周个股个股中位数下跌 -2.67%，指数中，最强的中证 1000 下跌 2.43%，最弱的上证 50 下跌 -4.98%，偏小盘风格，“价值成长”风格偏成长。

| 东财概念指数 | | | | | 申万二级行业指数 | | | | | A股市场核心指数 | | | |
|-----------------|-----------------------|----------------|----------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|------------------|----------------------|-----------------|------------------|
| 昨日连板 25.51% | 昨日连板 含一字 18.62% | 天基互联 4.76% | 昨日涨停 含一字 4.28% | 滨海新区 3.46% | 航天装备 II 3.11% | 贵金属 1.97% | 工程咨询 服务II 1.31% | 电子化学 品II 0.98% | 非金属材 料II 0.92% | 科创50 -0.54% | 科创创业 50 -1.09% | 创成长 -1.25% | 创业板综 -1.40% |
| 昨日涨停 3.30% | 电子车牌 3.07% | 光刻胶 2.54% | 培育钻石 2.35% | 蓝宝石 2.10% | 影视院线 0.80% | 汽车服务 II 0.40% | 环保设备 II 0.31% | 生物制品 II -0.02% | 专业服务 -0.07% | 创价值 -1.84% | 创业板50 -1.90% | 创业板指 -2.15% | 中证1000 -2.43% |
| 鸿蒙概念 -5.63% | 同步磁阻 电机 -5.69% | 华为汽车 -5.71% | 无人驾驶 -5.79% | 刀片电池 -5.89% | 水泥 -6.32% | 商用车 -6.47% | 小家电 -6.61% | 白色家电 -6.65% | 家居用品 -6.85% | 国证2000 -2.49% | 红利指数 -2.50% | 深证成指 -3.45% | 中小综指 -3.60% |
| IPO受益 -6.06% | 环氧丙烷 -6.25% | 托育服务 -6.32% | 净水概念 -6.55% | 汽车一体 化压铸 -8.40% | 乘用车 -7.69% | 教育 -7.96% | 保险II -8.13% | 装修建材 -8.67% | 厨卫电器 -9.40% | 国证1000 -3.62% | 中证800 -3.68% | 中小100 -3.76% | 深证100 -3.76% |
| | | | | | | | | | | 中证100 -3.92% | 沪深300 -3.96% | 上证180 -4.20% | 上证50 -4.98% |

上周唯少数上涨的二级板块包括，航天、黄金、工程咨询、半导体材料、院线、环保，领跌的板块包括两类：

1. 地产基建相关板块：家电、家居、建材、水泥、工程机械。
2. 可选消费类行业：保险、教育、汽车、休闲食品。

上面两个下跌的行业，相比医药、信创、数字中国、半导体、军工、新能源等热点板块，都是与经济增长相强关的行业，体现了市场对经济复苏的怀疑，相信二月社融数据出来后，信心应该有所恢复。

本周恒生指数大跌 6.07%，领跌的是互联网、医疗和消费，都是与美股联动比较大的板块，主要还是受美联储利率政策和硅谷银行挤兑事件的影响，港股由于资金和上市公司两头在外，导致涨跌都比较剧烈，趋势并不一定有持续性，AH 指数已经超过 140。由于硅谷银行事件的发酵，下周可能还是比较剧烈的震荡。

一周市场策略回顾

十家券商普遍认为，市场对经济复苏强度的预期出现波动，叠加海外不确定性增加，美联储再次释放鹰派表态，硅谷银行事件进一步压制风险偏好。国内经济复苏的趋势明确，公募基金发行呈现低位回暖迹象，待外部风险事件冲击释放后，市场仍有向上动能。

| 券商 | 观点 |
|--------|--|
| 兴业证券 | 不惧海外“幺蛾子”，两条主线穿越极致轮动。近期海外美联储再次释放鹰派表态、硅谷银行关闭等事件，导致市场预期在短期内经历了“折返式”的大幅波动，并显著拖累风险偏好。但从目前来看，海外陷入流动性危机的可能性较小，更多是对各类资产短期有负面影响。对于国内，也不必过度悲观。近期市场调整的一个重要原因，是对于经济复苏强度的预期出现波动。但至少目前来看，复苏的趋势依然明确。市场主要板块、赛道拥挤度分布显著回落，多数已处在中等偏低水平。近期基金发行已在回暖，有望市场形成支撑。 |
| 财通证券 | 上证 50 再迎良机。逢低布局，上证 50+科创板是当前攻守兼备的优选。现阶段上证 50+科创板的组合兼具进攻与防守，上证 50 一是美联储紧缩等因素压制风险偏好时，大盘价值风格相对抗跌，二是受益于经济回暖、国企改革。美联储紧缩是本轮全球市场调整的根源，关注硅谷银行事件的潜在影响。向后看，需要重视海外不确定性的增加。社融连续两月飘红，全年国内经济复苏好于预期，市场仍有向上动能，继续关注制造业宽信用。 |
| 申万宏源证券 | 现阶段复苏预期仍较脆弱。现阶段，宏观验证持续提供积极信号，但中观层面同样有不少负面信号。当前宏观验证，需要区分被压制的需求释放 vs. 真实需求改善；而宏观推演，需要区分早周期复苏方向 vs. 后周期复苏方向(中期有改善预期，但短期验证仍偏弱)。这种情况下，复苏预期难免一波三折。短期市场进入针对年初以来行情的调整波段。美联储紧缩加码预期发酵中断：硅谷银行事件使得市场转向反映高利率对经济稳定性的危害。2 月美国非农就业数据不如 1 月，美联储加息预期进一步下修。待海外风险偏好稳定后，外资再次流入 A 股可期。 |
| 广发证券 | SVB 事件的影响与“思·变” Δ 三重奏。“破晓”行情等待“4 月决断”，主线呼之欲出一“思·变”的 Δ 三重奏。我们判断海外风险溢价冲击短期释放后，中资股有望迎来企稳反弹，呈现有惊无险。维持判断：港股走牛市，A 股“修复市”。23 年市场主线呼之欲出——聚焦“思·变”的 Δ 三重奏：政策反转、困境反转、美债反转。政策反 |

| | |
|------|---|
| | <p>转：“央国企重估&数字经济”成为宽信用“再加杠杆”新抓手。困境反转：经济回暖“强预期”短期波折，“复苏现实”仍待 4 月决断。美债反转：SVB 事件显现深度利率倒挂的副作用，美联储将相机抉择。</p> |
| 民生证券 | <p>长期问题的重定价。1-2 月基于短周期的边际交易已经结束，长期问题的定价将浮出水面。新格局下，未来更应关注部分大宗商品供需外的货币属性。随着“两会”信息与经济数据的进一步落地，市场可能正在逐步校准自身预期，交易数据看：投资者之间可能依然存在预期的“裂痕”，而市场可能仍将在“混沌”之中探路。</p> |
| 安信证券 | <p>“春”去，花还在。当前市场存在内部核心矛盾正从“强预期、弱现实”转化为“弱预期、弱现实”的争议（若转化，则是低估值高股息策略占优，目前还不能够明确已经趋势性转入），更重要的是基于美联储 3 月加息 50BP 和硅谷事件的冲击使得外部交易逻辑恶化，A 股市场风险偏好预期将明显回落。目前，硅谷银行事件尚界定为孤立事件，后续演化需要紧密跟踪关注，若美联储 3 月提升加息至 50BP 并未受到影响，这会使得国内机构原有设想的新能源超跌反弹或被延后。“春去花还在”，虽然“小阳春”已经结束，但是当前市场回调之后有望再次恢复上行，同时今年投资主线（花）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。</p> |
| 德邦证券 | <p>无惧倒春寒。大类资产联动指标冲高以后下行，第一波预期修复行情歇脚，酝酿第二波。出口韧性源自何处？机电产品拖累收窄，汽车、资源品维持高增速。通胀全面回落，核心 CPI 大幅下行，普林格高频同步指标也回落，复苏基础仍需夯实，社融脉冲触底反弹。沙伊恢复外交关系，硅谷银行破产，供需结构边际缓和，薪资下降，失业率小幅回升，美债收益率、美股、美元指数均下行。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。</p> |
| 海通证券 | <p>从国务院机构改革看产业亮点。①历史上机构改革对产业发展影响深远，本次国务院机构改革聚焦科技和金融，包括重组科技部、成立国家数据局与国家金管局等。②未来产业重点 1，数字经济：数据局设立将加速数据要素市场化发展，赋能实体经济高质量发展。③未来产业重点 2，科技自立自强：基础研究和科技成果转化更受政策重视，科技、制造等领域自主可控将提速，如半导体、机床等。</p> |
| 国金证券 | <p>抓住本质：调整是短暂的。行情有望更上一层楼，科技成长是主线。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</p> |

| | |
|--------|--|
| | 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 | 还是震荡市，逢低布局成长股。经济和盈利的向上修复、政策预期好转使短期调整幅度有限，还是震荡市。(1) 内外因素共同导致调整。(2) 市场趋势的决定因素是分子、分母端的方向而不是力度。(3) 两会后政策预期可能回升。(4) “强现实”预期已越来越强。(5) 硅谷银行事件可能逆转美国紧缩。 |
| 国泰君安证券 | 春意阑珊留不住。我们认为市场仍需要重新校准此前对经济和政策的预期，行情已从全局性上涨进入到结构性上涨的阶段。“5.0 左右”的经济目标暗示着总量支持政策或相对克制，增量需求的不足也易在开复工旺季和疫后补偿性需求释放后令经济改善动能边际放缓。国内经济活动和经济政策变化趋小，外部风险事件升温，缺乏增量资金流入下，我们预计上证指数仍需时日震荡整理。 |

十家券商重点聚焦主题“数字经济”和“央国企重估”，同时贵金属的关注度有所提升。

| 券商 | 行业配置 |
|------|--|
| 兴业证券 | 行业配置：穿越轮动的两条主线——数字经济+央国企重估。根据 2023 年各行业一致预期增速和利润修复程度，后续可沿“困境反转”和“强者恒强”两条线索进行挖掘、布局：困境反转中，建议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、5G、传媒、创新药、半导体、消费电子；另一方面，在“强者恒强”、景气延续的板块中，关注季报兑现程度高、且估值合理 α 机会：军工、光伏、储能、汽车零部件。 |
| 财通证券 | 行业层面，关注 2 条复苏线索，主题聚焦国企改革。一是制造业受益宽信用，顺周期短期回调主因需求复苏力度弱，弱复苏下政策托底预期提升，2 月社融超预期，后续期待信贷持续验证，关注检测、机床、工业机器人等。二是新基建拉动内需，数字中国等规划明确新基建发展目标，第二波行情等待业绩兑现或需求侧强刺激政策实质落地。短期成长可以关注一季度业绩预期向好、跌幅过多的新能源链条。国企改革关注央企和战略新兴行业结合，以及股权激励相关的方向。 |

| | |
|--------|---|
| 申万宏源证券 | <p>短期结构选择的重点是主题(央企价值重估, 数字经济) + 困境反转(医药生物)。4 月验证期结构选择的重点: 经济内生动力持续恢复仍是重点, 地产和地产链(家电、家居、建材)验证期还有机会。消费从一季报验证中寻找格局优化线索, 也是看点。重点关注, 医药生物 + 出行链(航空、酒店、餐饮旅游)。</p> |
| 广发证券 | <p>SVB 事件有惊无险, 23 年配置聚焦“思·变”的 Δ 三重奏。周末发酵的 SVB (硅谷银行) 事件短期影响则取决于风险溢价和无风险利率谁主导, 中资股特别是港股股债性价比已比较吸引。我们判断海外风险溢价冲击短期释放后, 中资股有望迎来企稳反弹, 呈现有惊无险。23 年最需要重视的因子是“变化”, 建议聚焦“思·变”的 Δ 三重奏: 1. “政策反转”: “央国企重估”和“数字中国”有望成为稳增长“(再)加杠杆”的新抓手(运营商/建筑/半导体/信创); 2. “困境反转”: 优选低估值高 Δg (消费建材/通用设备/创新药/中药); 3. “港股天亮了”: 港股“三支箭”: 医疗保健(医疗服务/器械)、平台经济、地产竣工链(家电/家具)。</p> |
| 民生证券 | <p>在弱复苏交易逐渐降温后, 长期问题的定价将浮出水面。我们维持此前对市场的谨慎判断, 且级别上判断为 1-2 月市场驱动逻辑的结束。配置上推荐: 一、贵金属(金、银)的股票可重新布局, 考虑到复苏预期的褪去, 有色金属的逻辑换挡将逐步完成, 商品通胀的反弹力量正在凝聚: 油运、油, 动力煤; 二、重资产国企重估将和“一带一路”共振: 建筑、炼厂、电力; 三、部分成长领域仍可布局: 国防军工、数据中心; 第四, 经济动能的修复: 房地产。</p> |
| 安信证券 | <p>短期超配行业: 消费(餐饮、智能家居、医美、消费建材)、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; 地产后周期链; 军工; 储能、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。</p> |
| 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>1. 机构改革聚焦科技、金融领域。今年国务院机构改革内容涉及科学技术、金融监管、数据管理、乡村振兴、知识产权、老龄工作等众多重点领域相关机构的职能优化与调整, 其中科技与金融领域是本次改革重点。2. 未来产业政策重点 1: 数字经济。数字经济发展、数据要素市场化有望加速。因数据要素具有部分排他性、非竞争性,</p> |

| | |
|--------|--|
| 金信期盈 | <p>可能会使得数据要素拥有者缺乏生产和交易数据的动力，进而限制数据要素对经济增长的促进作用。3. 未来产业政策重点 2：科技自主可控。基础研究和科技成果转化更受重视，强调科技领域自主可控。政策支持下，科技中半导体、操作系统等软硬件领域国产化将提速。此外，科研成果也将辐射高端制造、生物医药等领域，加速自主可控。</p> |
| 国金证券 | <p>行业配置：计算机、通信、光伏、储能；券商、黄金。布局产业政策和产业趋势共振的机会，重视券商与贵金属板块投资机会。而对于国企改革相关主题性机会，仍需以行业和公司的边际变化为核心。主线 1：计算机、通信、光伏、储能。计算机：政策支持持续加码，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。主线 2：券商、黄金。券商：在市场向上阶段有望演绎 beta 性行情。此外，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。</p> |
| 东北证券 | <p>行业配置：内需修复和政策导向相关的 TMT、建筑、大众消费、新能源、军工等。</p> <p>(1) 短期内需修复和政策导向是主线：“强现实”预期不断增强；科技自主创新是两会政策导向；近 3 周表现相对较弱且内需和政策导向的成长、消费可能是主线。</p> <p>(2) 建议逢低参与：一是政策强导向的计算机（国产化、人工智能、云计算）、通信、传媒和国企改革、一带一路相关的建筑等；二是顺周期的化工、大众消费（商贸、停车）等；三是低估值的成长（新能源、军工等）。</p> |
| 国泰君安证券 | <p>行业比较：短期重防守，中期重布局。我们认为 2023 年是投资机会比较多的一年，与经济高相关的价值板块做逆向（高共识时谨慎，低预期时布局）；与政策可持续、增长逻辑可持续的科技成长板块做趋势。但这并不意味着不需要择时。第一，短期由于市场不确定性的上升以及财报季的临近，我们认为盈利增长确定性较高、竞争格局较优同时股价调整较为充分的板块有望迎来反弹：光伏/储能/风电/医药。第二，对于中期逻辑较清晰，尤其是受益于国内现代化产业体系构建和数字化、智能化政策支持和新一轮海外创新周期启动（苹果 MR、AI）的板块，我们建议逢低布局：电子/计算机/通信/机械设备。第三，国资委对央企考核强调盈利质量，同时启动对标世界一流企业的价值创造行动，重点关注为推进全国统一大市场建设、打造产业链“链主”企业与高质量发展而形成的重组预期以及垄断优势重估：国企改革。</p> |

【行业配置】：内需修复和政策导向相关的 TMT、建筑、大众消费、新能源、军工等。

(1) 短期内需修复和政策导向是主线：“强现实”预期不断增强；科技自主创新是两会政策导向；近 3 周表现相对较弱且内需和政策导向的成长、消费可能是主线。

(2) 建议逢低参与：一是政策强导向的计算机（国产化、人工智能、云计算）、通信、传媒和国企改革、一带一路相关的建筑等；二是顺周期的化工、大众消费（商贸、停车）等；三是低估值的成长（新能源、军工等）。

金信期盈

金信期盈

金信期盈

金信期盈

食品饮料板块一周大盘

3月6日~3月10日，5个交易日沪深300指数下跌3.96%，食品饮料板块下跌4.59%，白酒板块下跌幅度小于食品饮料板块，跌幅为4.52%。具体来看，本周饮料板块口子窖(+2.15%)涨幅较大，酒鬼酒(-8.13%)、舍得酒业(-6.83%)跌幅相对偏大；本周食品板块甘源食品(+4.44%)、科拓生物(+3.37%)涨幅相对居前，绝味食品(-11.28%)、黑芝麻(-9.07%)跌幅相对偏大。

板块涨幅方面：食品加工板块下跌2.76%，其中调味发酵品板块下跌5.04%，乳品板块下跌5.97%，肉制品板块下跌3.97%。

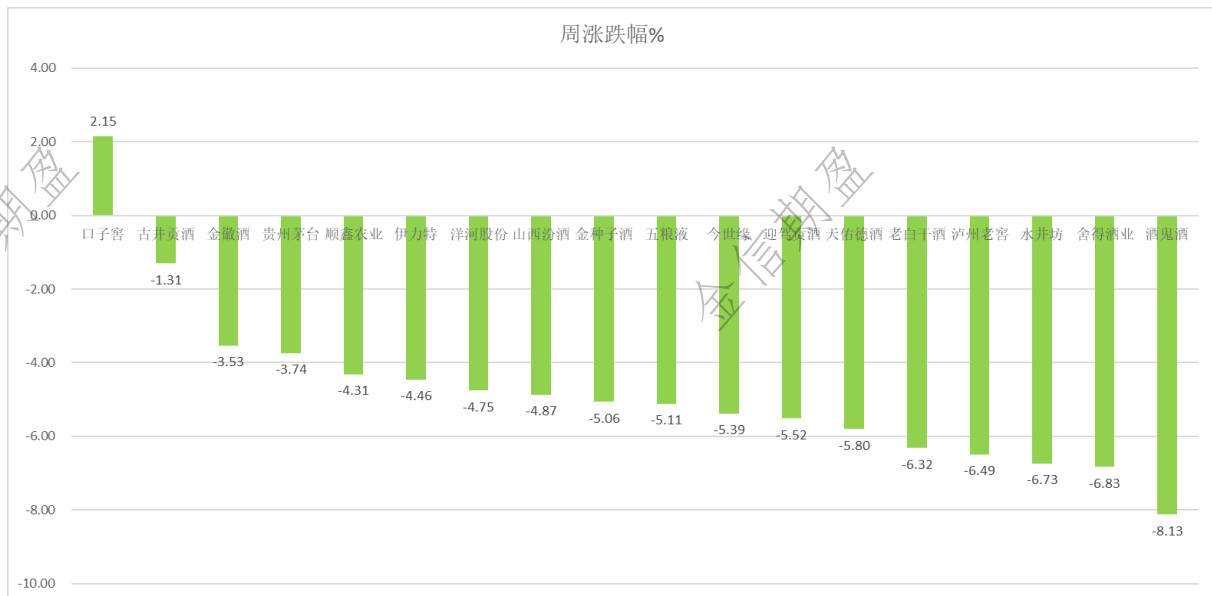
个股涨跌方面：*ST麦趣(+7.74%)、桃李面包(+7.13%)、南侨食品(+5.68%)涨幅居板块前三。

【白酒板块】

上周次高端跌幅较大，舍得受到周四一亿跌停单影响，后续董秘等出来强调信心，动销不错，库存稳定。

【食品饮料市场策略】：酒淡季背景下，推荐关注三大主线

短期看，观察点为：①23Q1季报行情（4月）；②糖酒会（4月）招商催化；③改革上新；④批价等；中长期看，我们看好消费升级提速下行业集中度提升红利持续释放，推荐关注三大主线：①季报季行情+潜在弹性“2+2”投资组合：古井贡酒/洋河股份+舍得酒业/金徽酒；②新品招商线：口子窖/顺鑫农业；③高端酒主线：贵州茅台/五粮液/泸州老窖。



【贵州茅台】：回款至 3 月，Q1 进度 33-35%，3 月配额发货中，库存 10-20 天。散飞批价 2760 元，箱茅批价 2980 元。经统计测算，23 年以来 i 茅台销售额已达 36 亿左右（不含税）。

【五粮液】：回款进度近 50%，发货进度 40-50%，库存 30-40 天。普五批价 940-950，成交价 1000-1020，批价环比下降 5-10 元，主要系淡季动销回归平淡，渠道对提价的预期不高，前期有资金支持的低成本库存尚未消化所致。

【泸州老窖】：国窖整体回款发货进度 35%左右，库存 35-40 天。近期国窖批价稳中略升，达到 900-910 元，成交价 950-960 元。

【山西汾酒】：3 月打款已完成，配额陆续发货中，整体进度 35%左右，预计 Q1 末进度 35-40%，同期 41%。动销理想，库存 40 天较节前降低。青 20 停货以来，批价从 330-335 上涨至 350，恢复到 22 年水平。玻汾价格从 490 回升至 510，复兴版未上涨，批价 790-800。

【舍得酒业】：23 年以来回款 20 亿左右，开票约 18 亿，22Q1 开票 22-23 亿，Q1 收入端有望持平略增。品味批价 345-350，经销商库存 2-2.5M 属于正常水平。23 年结构平稳为主，藏品计划于春糖招商，增速快于全年整体。

【今世缘】：12 月-2 月发货进度 40%+，累计+50%以上，单 2 月进度达 20%，提前达成 3 月底前进度达 40%的目标。春节前后 100-300 元大众消费动销更好，表现为对开、淡雅。经销商库存 25%（节前节后库存 15%），终端库存 10%，四开停货更多系任务完成较好，公司主动控库存行为。

【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 2023 年春节回款目标在 40%左右、已经完成，库存不高于去年同期，动销春节整体略有增长。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%左右。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。

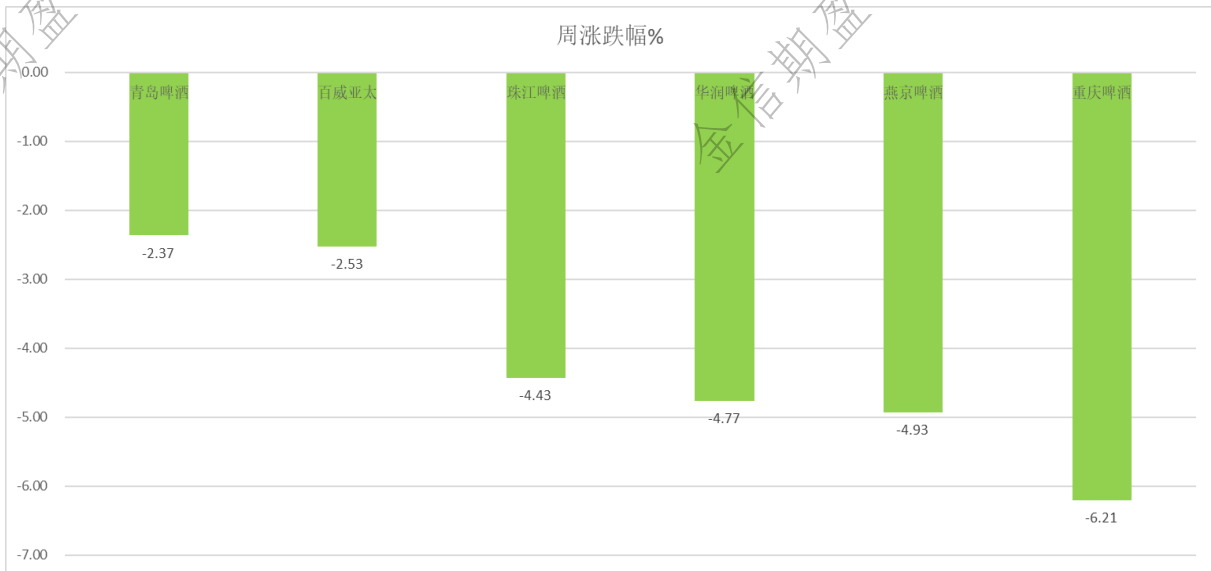
【酒鬼酒】：本周湖南内参批价 770 左右，老红坛批价 285，环比持平。省内部分经销商反馈，开门红回款要求大商完成 40%，小商完成 35%，目前内参整体回款进度接近 35%、酒鬼回款进度 30%左右，目前公司整体库存线 30%左右，2023 年公司重心在于费用改革及挺价，目标批价 830-840。

【伊力特】：Q1 收入预计正增长、业绩高弹性，产品结构以中高端伊力王、小老窖为主。23 年目标 25 亿，其中小老窖恢复 10 亿销量，伊力王目标 5 亿，23 年将针对伊力王加大品鉴赠酒，但考虑伊力王收归自营的提价效应，毛净利率预计影响不大，整体盈利能力保持稳定。

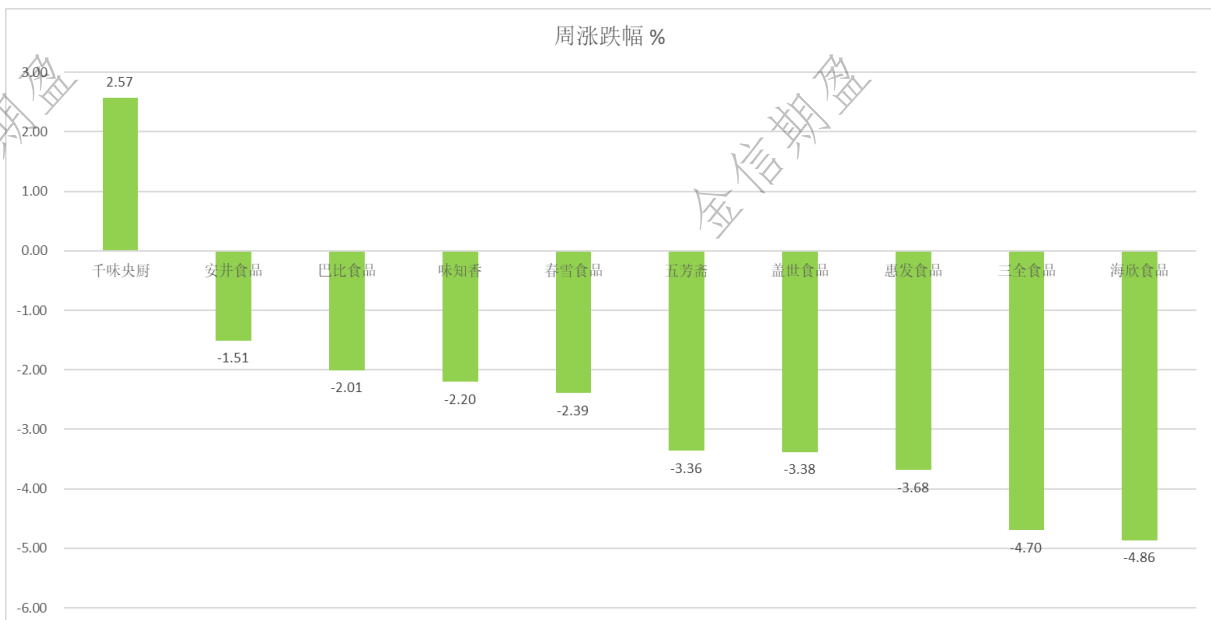
【顺鑫农业】：老产品库存正常。金标由于 22 年底备货充足，上半年将主抓铺市动作，22 年底铺市率已达 40-50%，23 年铺市率保底要求 70%以上，目前已达 60%，预计 4 月底即可达到 70%。目前复购率 30%左右，终端到分销商的回补订单比较高。

【啤酒板块】

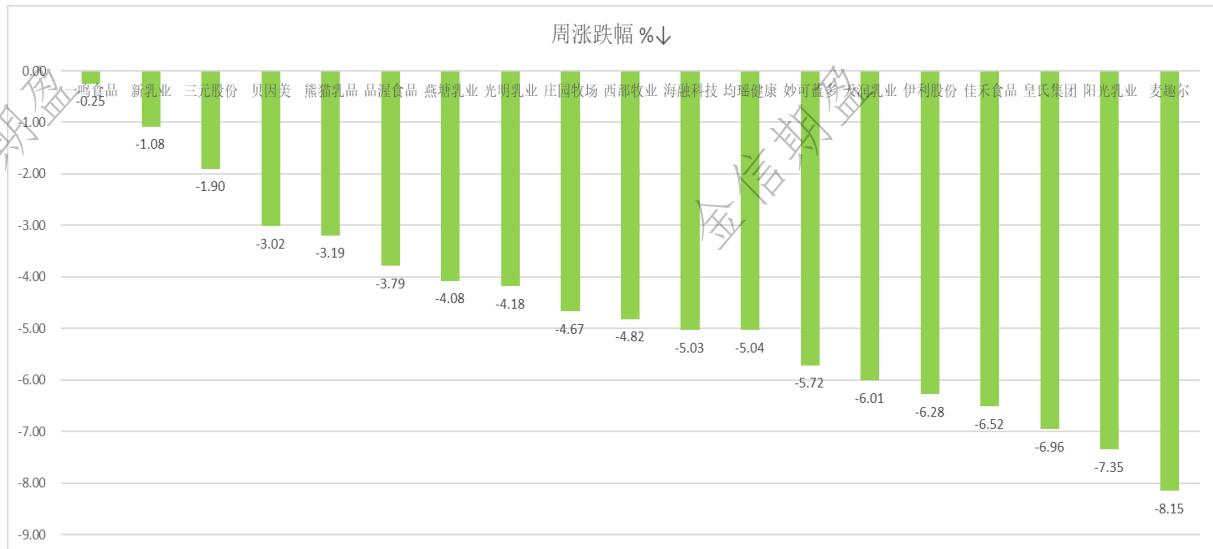
本周啤酒板块跌幅 4.20%，主因 2 月 CPI 和 PPI 同比涨幅回落&资金面影响。



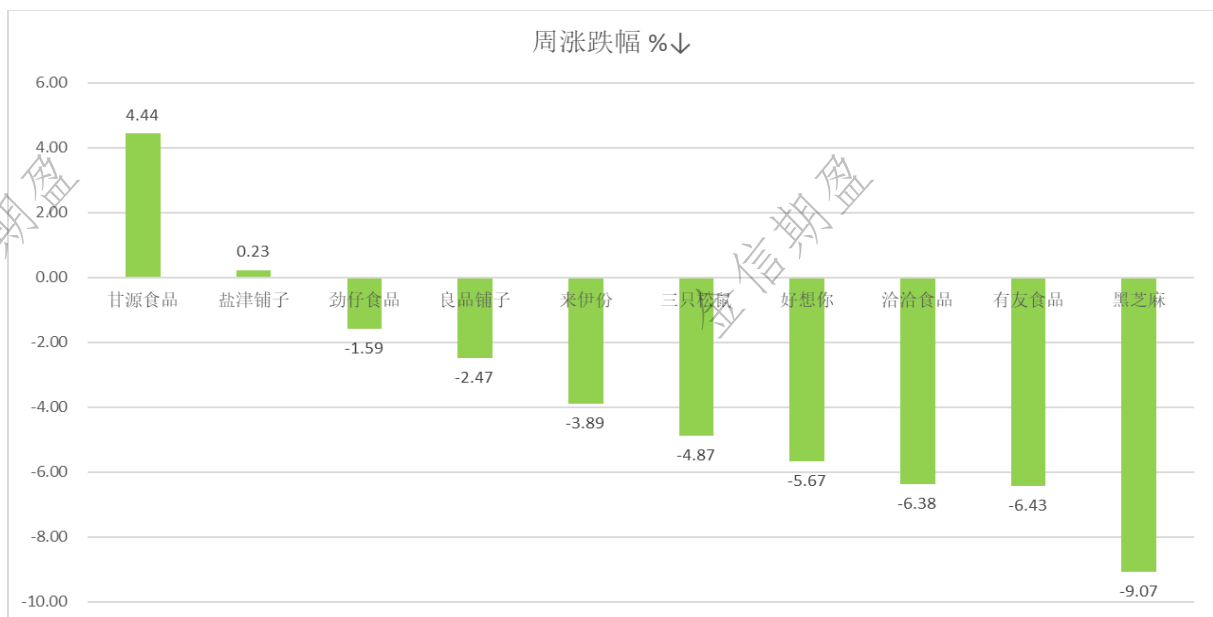
【速冻食品】



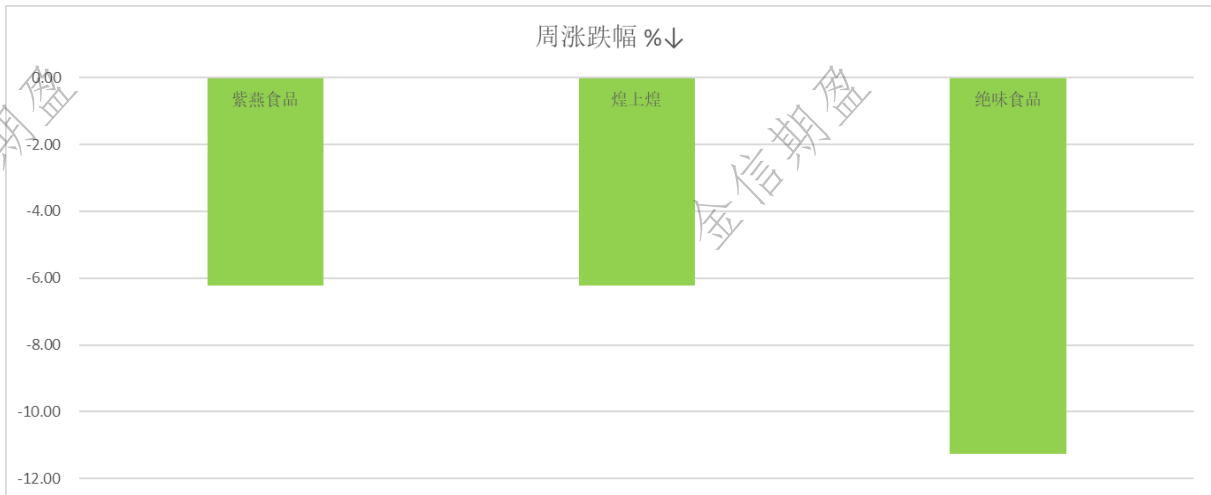
【乳製品】



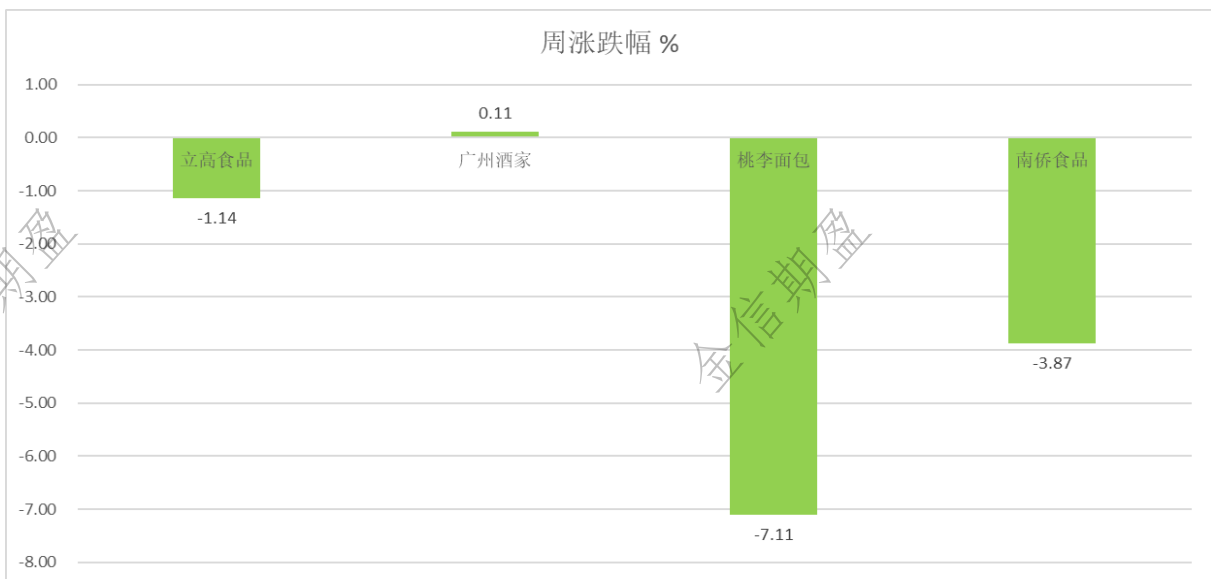
【休闲食品】



【卤制品】



【烘焙食品】



【更新立高食品】

人员整合优化人效，原料冷冻烘焙客户渠道复用，23 年产品项目调整（目前 56 个，研发激励调整，以往围绕新品收入，现在小组制突破关键研发技术，以前是单边作战，对于责任落实比较严，项目公司股权激励有效带动产品实际落地。渠道延申带动收入增长，品类渠道有提升空间，其他消费场景也有空间，餐饮茶饮也能带动行业的渠道变革。

目前单品：甜甜圈，挞皮等。奶油以前是围绕蛋糕做植脂，现在转为优质乳品商，含乳脂植脂奶油，三月稀奶油有上新。

冷冻烘焙在产品配方，研发上的投入 17-21 年研发人员数量有 46% 增长，投入 30% 增长，在生产上有先发优势，带动公司竞争力。

【渠道】：服务饼店超过 6 万家，团队上人员数量领先，加强客户服务，在客群关系维护上竞争力领先，提升产品运营额能力，设计烘焙方案和应用方案，主要是规模优势。

渠道：流通向 KA 渗透，奥昆大单品，性价比策略，在 19 年 KA 渠道再次上量，绑定山姆，再山姆向其他 KA 拓展，未来可能饼店，饼店因为立高有性价比，覆盖面相对经销比较广，还要雇佣很多人做终端服务，先发优势和大单品产品优势高，现有渠道去发展，竞争能力相比对手没那么好。

短期来看 23 年消费复苏，营收能提速，商超渠道，由于大客户共性，去年 11 月之后，公司再山姆推出新品，表现不错，甜甜圈，枸杞，会有明显增量贡献；麻薯单品因为其他渠道分流，销售下降超过 20%，去年十一十二月降价后有销售恢复，去年疫情原因山姆会员店没有增加，但是去年四季度山姆增加 6 家店，山姆开店增速达到 10% 以上，山姆开店数量增长对于业绩也有正向贡献。23 年成立研发小组，山姆现在对产品研发有明显提升。

【立高食品经销商大会及跟踪推荐 20230313】：核心能力再铸就，再看立高战略领先。

1. 渠道力：渠道融合情况乐观，销售团队效能提升

公司去年下半年基本完成渠道融合改革，原有三大事业部和销售团队改革成立统一的营销中心，将全国分为八大区域，销售团队实现同时对接所有产品。人员重编以及周度各产品线培训的效果良好；22Q4 环比 Q3 环比已经可见在餐饮渠道和商超渠道中，立高烘焙原料的增量接近三成。目前公司已储备 1000 多名业务团队和 2000 多支经销商团队，构成行业内主流销售渠道，今年预计继续扩张团队。

2. 产品力：产品中心变革，新品矩阵丰富提供销售新抓手

总裁陈总直接负责产品中心，目前已分为产品组 54 个，产品经理 88 位，研发人员 124 人，并在日本大阪成立日本研发中心。着力老品升级+开拓新品类新品种，从展会效果看，各个产品组均有新品发布，其中依乐斯奶油、稀奶油 360pro、主食代餐（牛肉卷、披萨）等新品想象空间大。

3. 供应链能力：数字化体系建立、产销供应链一体化

公司将各工厂由分公司和事业部管辖，改变为统一的供应链中心统筹，在广东、河南、浙江等地设立了 5 大生产基地，9 个工厂，实现销地产提升、柔性生产，产能更充分利用。同时，建立了专业的冷链物流公司，在全国设立 26 个中转仓。销售端全面推行数字化系统，加快响应能力、提升市场能效。

同时，景气度回升得到验证，下游饼店反馈会员活跃度逐步回升，大型商超恢复情况好于饼店，我们预计 1-2 月收入恢复至双位数增长，全年股权激励目标完成可期。我们看好公司内部改革向好+下游恢复逻辑验证，持续推荐立高食品。

【中信食品】立高食品：改革红利释放，短期&长期看点明确

▲ 上周公司召开战略新品发布会暨经销商大会，详细展示各项改革阶段性成果及发展方向。①研发：成立 56 个产品小组，各组深耕单品类研发，利于新品迭代&渠道拓宽。②营销：整合奶油、冷冻烘焙等多品类协同销售，公司全品类竞争优势更为突出。③数字化：推出信息化系统，可对库存、动销等实时进行检测，赋能日常经营。我们认为公司改革方向清晰、成效明显，经销商信心充足，看好改革红利持续释放。

▲ 产品：①冷冻烘焙：产品储备丰富、推新势能十足，期待产品矩阵不断完善，关注蛋糕胚&冰淇淋蛋糕&商超新品表现。②奶油：预计美蒂雅&牛乳维持稳健；新品依乐斯动销较好，2023 年有望成为百万箱级大单品，贡献显著业绩增量；360pro 定位高性价比稀奶油、精准定位蓄势待发。

▲ 渠道：①饼店：在公司品类延拓&营销融合下，2023 年有望实现较快恢复、收入双位数增长。②商超：继奶酪杂粮包后，可颂甜甜圈、枸杞桂圆磅蛋糕、大列巴面包等核心新品相继上线，期待后续新品持续推进；近期商超渠道动销较好，期待年内势头延续。③餐饮&新零售：目前已有较多潜在客户储备，有望维持高速增长，关注后续大客户开拓进展。

▲ 短期看点：在产品迭新、全渠发力下，2023 年公司有潜力冲击 100%考核目标（收入 39.5 亿元、对应同增 32%~40%），同时成本下行&产能利用率提升望助盈利改善。

▲ 长期看点：冷冻烘焙赛道高景气（22~27CAGR 约 16%~20%），公司兼具产品研发&营销能力，作为烘焙行业中多品类、全渠道的综合供应商，具有较强稀缺性，综合竞争力明显领先同行，看好长期发展。

上周宏观市场回顾

1. 1-2 月进出口数据：好于预期

2023 年 1-2 月出口同比-6.8%，降幅较 2022 年 12 月收窄 3.1 个百分点，但仍为 2020 年 6 月以来次低水平；进口同比-10.2%，降幅较 2022 年 12 月份扩大 2.7 个百分点。进口低迷下，1-2 月实现贸易顺差值为 1168.9 亿美元，较上月扩大 388.77 亿美元。

(1) 外需边际回暖，对出口有一定支撑。2 月份全球制造业 PMI 跳出收缩区间，且主要经济体预期好转。受此影响，2 月份我国制造业、非制造业新出口订单 PMI 指数时隔近 2 年重返扩张区间。

(2) 对主要贸易伙伴出口分化明显。对美国出口降幅扩大至 20%以上，且对香港出口也取得 20%以上的高降幅，反映发达经济体需求收缩和外部打压遏制不断上升。对东盟出口取得 9%的增长，增速进一步扩大。

(3) 防疫物资和地产相关商品拖累出口。一方面，疫情影响进一步消退，1-2 月纺织纱线织物及制品、医疗仪器及器械出口降幅显著高于整体。另一方面，海外地产周期下行，家电、家具出口金额降幅在两位数水平。

(4) 国内需求修复有望带动进口增速回升。1-2 月进口降幅扩大，很大程度上是受进口商品价格回落拖累。2 月份国内制造业、非制造业 PMI 重返扩张区间，预示着国内经济复苏提速。预计国内制造业、建筑业需求回升，将带动进口降幅收窄。

(5) 2023 年一季度新兴经济体出口继续处于压力位，反映的是 2022 年下半年欧美经济的放缓以及一季度高基数。韩国 1-2 月出口同比为-12.1%，越南 1-2 月出口为-10.4%，特征类似；中国-6.8%的同比数据整体还是呈现出较强韧性的。

2. 2 月物价数据：CPI 超预期回落

2 月 CPI 同比 1.0%（前值 2.1%），PPI 同比-1.4%（前值-0.8%），wind 一致预期的 CPI、PPI 分别为 1.8%、-1.3%。CPI 低于预期，PPI 基本符合预期。

(1) 2 月 CPI、核心 CPI 均大幅低于预期，主要原因：春节错月；猪价大跌；蔬菜、水果价格超预期下行，且与高频数据背离；服务价格超预期回落。

(2) 高基数、供需短期失衡、主要经济体景气度放缓是 PPI 同比回落的主要原因。但工业品价格边际均继续回落，原材料工业品价格受挤压。

(3) 往后看，综合考虑高频数据、经济修复、季节性等，倾向于认为 CPI 短期可能小幅趋降，PPI 延续为负；全年看，CPI 中枢可能小幅回落，PPI 将降至-0.7%左右。

3. 2 月社会融资规模

3 月 10 日，央行发布 2 月社会融资规模数据，2023 年 2 月社会融资规模增量为 3.16 万亿元，比上年同期多 1.95 万亿元。新增信贷 1.81 万亿元（去年同期 1.23 万亿元）；新增社会融资总额 3.16 万亿元（去年同期 1.22 万亿元）；社融存量同比增长 9.9%（上月 9.4%）；M2 同比增长 12.9%（上月 12.6%）。

(1) 信贷继续同比大幅多增，超出市场预期，信贷需求趋势性好转。2 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，高于 Wind 一致预期的 1.43 万亿元；同比多增 5928 亿元，连续第三个月实现同比多增，证明当前的信贷增长具有持续性，信贷需求确实出现了非常明显的好转。资金主要流向基建相关行业和高端制造业。

(2) 从结构上看，企业中长期贷款是最大拉动项，有望带动固定资产投资实现较高增速，居民中长贷也有边际修复。2 月新增企业中长期贷款 1.11 万亿元，同比多增约 6000 亿元。中长期贷款在企业贷款中的占比维持在 70%左右的高位。信贷资源主要投向了和固定资产投资更相关的中长期贷款，对未来的投资增速或许可以更乐观一些，尤其是基建投资。居民中长期贷款也有边际改善，结束了连续 14 个月的同比少增，在 2 月实现了同比多增 1322 亿元。在提前还贷规模依然很大的情况下，这一数据来之不易，与 2 月二手房销售的回暖是匹配的。

(3) 社融其他分项也全面回暖，政府债、企业债和非标均同比多增，社融增速回升 0.5 个百分点。2 月社融增速为 9.9%，比上月提高 0.5 个百分点。政府债方面，2 月新增 8138 亿元，同比多增 5416 亿元；1-2 月合计同比多增 3530 亿元。2022 年已经是政府债发行靠前的年份，今年财政发力节奏比 2022 年还更加靠前。企业债方面，前几个月理财赎回导致债市大幅波动，企业债发行很少，2 月终于恢复常态，净融资额基本与去年同期持平。

(4) 货币金融政策有待畅通融资渠道，激发企业和居民部门的内生活力，以巩固经济回稳向上势头。一方面，稳定企业融资成本，维持合理充裕流动性，必要时或可“降准”提供长期资金；另一方面，加快推进全面注册制、扩展民企债券融资支持工具适用范围，提升直接融资占比。

4. 美国非农就业数据

2023 年 2 月美国非农新增就业人数再超预期，就业岗位普遍增长，休闲和酒店业、教育和保健服务以及零售业是主要贡献行业。就业数据喜忧参半，风险事件继续发酵，极致鹰派预期暂时缓解。我们预计 3 月加息 25bps 概率较大，本轮加息终点或在 5.5% 附近，后续仍需关注 2 月 CPI 数据和硅谷银行风险事件进程。短期而言，美债利率上行空间有限，在不发生系统性风险的情形下美元指数也难大幅上行，外围流动性压力或将暂缓。

5. 硅谷银行事件

(1) 在硅谷银行 2117 亿美元的总资产中，其中商业贷款 584 亿美元占比 27.5%，按揭贷款 131 亿占比 6.2%；而投资证券共 1200 亿美元占比高达 57%，其中按公允价值（AFS）计价的可供出售资产 260 亿美金，以摊余成本计价的持有到期类资产 913 亿（HTM），还有一些无法交易的证券或股权投资 26 亿美金。

(2) 总负债是 2113 亿美元。其中 1892 亿都是客户存款，而再其中，1258 亿都是无息存款，占到了总资产比例的接近 60%，有息存款是 633 亿，占比 30%。

(3) 客户存款发生挤兑，临时融资困难，或者大幅亏损变现。

6. 经济高频数据

海通宏观高频同步指标：受春节错位影响，截至 3 月 12 日，2 月和 1 月

生产同步指标（HTPI）分别为 5.93% 和 -0.27%，2022 年 12 月值为 1.96%；

出口同步指标（HTEXI）分别为 0.15% 和 -12.01%，2022 年 12 月值为 -8.41%；

消费同步指标（HTCI）分别为 8.82% 和 -7.23%，2022 年 12 月值为 -3.08%。

7. 其他宏观关注点

(1) 硅谷银行倒闭事件；

(2) 中国两会闭幕；

(3) 中沙伊北京联合声明。