

金信期盈证券权益市场周报 (20230403-0407)

海外流动性



美国上周初请失业金人数为 22.8 万人，创去年 12 月 3 日当周来新高，预期 20 万人，前值自 19.8 万人修正至 24.6 万人；四周均值 23.775 万人，前值自 19.825 万人修正至 24.2 万人；至 3 月 25 日当周续请失业金人数 182.3 万人，预期 169.9 万人，前值自 168.9 万人修正至 181.7 万人。美国 3 月纽约联储全球供应链压力指数（GSCPI）为-1.06，前值由-0.26 修正至-0.28。美国 3 月季调后非农就业人口增 23.6 万人，预期增 23.9 万人，前值增 31.1 万人；失业率为 3.5%，预期维持在 3.6% 不变。

国内流动性

国家统计局发布的数据显示，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%；实现营业收入 19.30 万亿元，同比下降 1.3%；发生营业成本 16.38 万亿元，下降 0.2%；营业收入利润率为 4.60%，同比下降 1.29 个百分点。今年 1—2 月规上数据的同比下降主要是受到高基数、年初新冠感染潮以及成本上涨与产能受限等因素的影响，特别是利润和营业收入的非对称下降反映了单位成本的上涨，而营业成本也同时下降表明产能有所收缩。下阶段，随着销售回升、库存释放以及成本下降对利润形成支撑，预计 3 月之后工业企业利润会有所修复。

一周市场情况

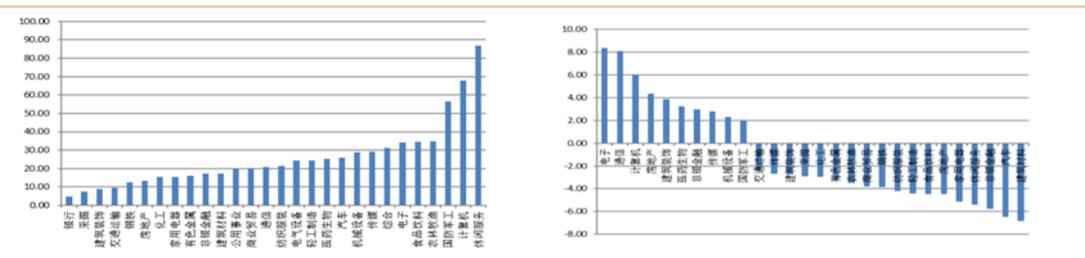
本周上证综指报收 3,327.65 点,周涨幅 1.67%,成交金额 20,120.75 亿元;深圳成指 11,967.74 点,周涨幅 2.06%,成交金额 28,127.58 亿元;上证 50 指数 2,684.86 点,周涨幅 0.86%,成交金额 2,527.26 亿元;沪深 300 指数 4,123.28 点,周涨幅 1.79%,成交金额 13,928.88 亿元;中证 1000 指数 7,042.89 点,周涨幅 2.43%,成交金额 11,048.94 亿元;创业板综指 2,990.08 点,周涨幅 2.22%,成交金额 12,930.42 亿元。本周市场连续回升,中小市值指数上升主力,参与者情绪震荡,基金仓位均值稳定。

图 1 各大指数周表现 (2023.04.03-2023.04.07) (单位:亿元,%) 图 2 每日交易金额及换手率走势 (单位:亿元,%)



市场连续回升,科技主线不变。从个股涨幅看,涨幅较大的个股仍主要以 TMT 板块为主,跌幅较大的主要是风险类个股。从主题指数看,通信、半导体、云计算等 TMT 板块活跃,跌幅前列的概念板块则主要是新能源板块。从行业看电子、通信、计算机等表现活跃,建筑材料、汽车等行业表现较弱。

图 5 行业估值市盈率情况 (TTM) (截至 2023.04.07, 单位:倍) 图 6 行业周涨幅 (2023.04.03-2023.04.07)



一周市场策略

十一家券商本周普遍认为，在经济温和复苏、内外流动性偏宽松的宏观环境下，叠加产业趋势变化和“财报效应”临近，结构性行情有望继续延续。

券商	观点
兴业证券	“数字经济”：如果畏惧高山，哪里还有洼地？“数字经济”内部近期出现局部“过热”迹象，但三个维度判断：“数字经济”仍将是中期主线。（1）基金偏离度高并不意味着行情的终结。（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。经济与政策没有重大超预期，市场难有 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。
财通证券	科创继续突破。经济温和复苏、内外流动性中性偏松、产业政策催化不断，既是今年、也是历史上 13 年、19 年结构性行情的核心因素。短期 3 点核心因素没有变化，中期则关注潜在的、阶段性的事件：复苏交易、外资涌入、TMT 业绩期。科创板资金持续涌入，日成交额、ETF 总规模均破千亿，政策支持、资金流入、业绩拐点推动科创继续突破。内外环境适宜，今年的结构性行情已经不亚于 13 年、19 年。
国泰君安证券	做多窗口期。现阶段国内经济与地缘政治暂无未预期到的风险因素，市场处于结构做多窗口期。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。风险评价下降，行情扩散启动。现阶段宏观环境对股票交易而言是一个有利的窗口期，尤其是对于金融投资者而言持有货币意愿出现了明显降低（私募、两融仓位快速提升），加上新一轮政策周期（国改、数字）和创新周期（AI、苹果 MR）的积极变化，市场处在结构性做多的时期。四月“财报效应”临近，主线决断关键期。往后看，业绩指引的出现，在传统与新兴领域均可关注成长性赛道与一季报超预期个股。
申万宏源证券	一动不如一静。“慢复苏，弱复苏”仍是一致预期，但结构分化线索趋于明确：地产链、出行链、核心消费和服务短期验证有亮点 + 中期改善仍可期。短期 A 股有绝对收益的方向增加。

广发证券	<p>“思·变” Δ 三重奏之 AI 科技牛起点。“破晓”行情主线逐渐明朗—“思·变”的 Δ 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）、美债反转（港股天亮了，千金难买牛回头）。政策反转：重视 AI 科技牛起点：系统论视角+产业化浪潮=科技牛起点。困境反转：经济复苏仍处轨道，优选低估值的 Δg 行业，等待 4 月决断。美债反转：美国劳动力市场供需缺口缓和，美联储加息周期“强弩之末”。</p>
民生证券	<p>直到黎明。国内经济的“低波动”状态造成了成长风格的“内卷”，“内卷”的尽头需要回看 2021 年 8-9 月的周期行情。当下的 TMT 行情并不类似 2013 年，从市场特征看真正可比的是 2021 年 8-9 月时对应碳中和的周期行情。从历史经验上来看，“弱复苏”之后，要么是在外生力量的作用下持续向上进入“强复苏”区间，要么则是重新陷入疲弱当中，表现为 PMI 回落到荣枯线以下。极致的“低波动”交易来自于传统框架对于国内周期性力量的理解，然而可能促使波动回升的因素不在传统框架中。</p>
安信证券	<p>再平衡？还是“AI+”？面向当前，二季度经济同比读数尚可，但是经济的真实体感有可能边际走弱，在“利润”层面的体现仍不明确。同时，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。目前，我们对市场的评估维持此前判断：“山腰处歇脚”，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，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。</p>
德邦证券	<p>春季攻势，其疾如风。23Q1 经济后续修复高度与海外风波扰动成为市场核心矛盾，国内商品房销售有待进一步回稳，海外央行行为处于两难境地，相较 2 月收紧趋势已明显改善。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>关注海外风险的扰动。①23Q1 权益和黄金表现较好，背后是国内经济进入复苏早期，海外银行业风险扰动下美联储加息预期减弱。②23Q2 国内经济延续复苏趋势，但修复斜率有待确认。海外美联储紧缩“后遗症”仍在，警惕部分国家债务风险。③二季度 A 股和港股或处于震荡蓄势阶段。债市资产荒重现，曲线先陡后平。商品中黄金更优。</p>

国金证券	市场主线的长期逻辑和短期验证。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 短期拔估值未结束，继续逢低参与。流动性相对充裕及个股仍有上行空间下 TMT 初期拔估值还未结束。分子端修复预期延续，流动性宽松和风险偏好上升，A 股震荡偏强。

十一家券商仍认为成长占优，除了“数字经济”和“中特估”之外，短期关注出行链、地产链和创新药的阶段性机会，同时大宗商品中看好黄金。

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？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	成长之外，当下国企改革、消费/地产的复苏链条也可以有所布局。1) 国企改革关注专业化重组、“现代化产业链”。2) 啤酒量价齐升，同时关注五一服务消费预期。3) 地产链关注商品房销售和二手房成交改善下的白电、家居、地产龙头和建材等。4) 黄金受益于衰退和金融风险可能增加带动的海外加息预期放缓。
国泰君安证券	低位新兴成长扩散，同时关注传统细分机会。布局低位成长：医药（创新药），电子（半导体/消费电子）。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。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) 国内宏观经济数据预期步入平稳，1-2 月社消零售总额同比增速较 2022 年边际改善，消费者信心和意愿底部回温。步入财报披露期，可关注部分传统赛道估值合理且交易并不拥挤，具备成长性或一季报有望超预期的方向，关注传统成长细分：啤酒/食品/小白酒/黄金珠宝/小家电/家具/消费建材。

申万宏源证券	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”的 Δ 三重奏。行业配置：1. “政策反转”：“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/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”： （1）重估港股优势：数字经济 AI+二次增长曲线（互联网平台经济/半导体）、央国企重估（电力/通信运营商/建筑）；（2）广义流动性敏感：创新药/器械/黄金；（3）扩内需消费（啤酒/纺服）。
民生证券	我们推荐资源+重资产组合作为主线：能源（油、煤炭），有色（铜、金、银、铝）；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）；数字经济+人工智能的“交易拥挤”仍不是问题。
安信证券	短期超配行业：消费（餐饮、智能家居、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；军工、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：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	行业层面，借鉴历史经验，市场有望在调整后明确主线行情。近期阶段性热度过高的数字经济或遭遇波折，但当前仍处在数字经济发展的的大周期中，短期波折或正孕育着布局良机，需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。此外，近期“中特估”整体股价表现较为亮眼，背后更多源于概念炒作带来低估值的国央企估值修复，随着市场情绪逐渐冷静后，未来行情可能出现分化，调整后应关注真正具备中国特色的持续性机会，如盈利韧性强、成长确定性高、现金分红优的领域。

<p>国金证券</p>	<p>行业配置：TMT 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>
<p>东北证券</p>	<p>行业配置：短期继续逢低参与 TMT、建筑、新能源和部分消费等。（1）TMT 依然是配置主线：短期流动性宽松和季报公布下的基本面改善预期是行业配置的主导逻辑，分别指向 TMT、部分消费和新能源。（2）继续逢低参与：一是政策和产业趋势向上的 TMT，主要为国内大模型应用相关的传媒、通信（算力）、计算机（数字经济、AI 模型）、半导体（算力芯片）；二是国企改革和一带一路相关的建筑、军工等；三是业绩改善和相对较强的新能源和消费（商贸、停车等）。</p>

食品饮料一周市场和策略

过去一周一级行业中，食品饮料跌幅为 1.91%，跑输沪深 300 指数（1.79%）3.69 个百分点。本周涨幅榜前三分别为汤臣倍健（7.78%）、顺鑫农业（6.39%）、百润股份（3.06%）。

板块	区间涨跌幅(流通市值加权平均)(中国) [起始交易日期] 2023-04-03 [截止交易日期] 2023-04-09 [单位] %↓
SW保健品	3.3889
SW其他酒类	0.7343
SW肉制品	0.6498
SW啤酒	0.2024
SW熟食	-0.1399
SW乳品	-0.5078
SW调味发酵品Ⅲ	-0.5349
SW零食	-1.1476
SW烘焙食品	-1.8811
SW白酒Ⅲ	-2.5351
SW软饮料	-3.1017
SW预加工食品	-3.9559
SW其他食品	-

【白酒】



【春糖会反馈：白酒不及预期】

咨询专家集中反馈的问题：

1. 糖酒会期间渠道专家反馈情绪较弱；
2. 资深专家（王朝成）发表偏负面言论。

2023 是中国企业的分水岭，从“场景-量价-集中度”看趋势，中短期分析：

1) 短期结果看，恢复最快的两个行业分别是餐饮和旅游；疫情期间，真正的高端消费场景收到的影响不大，而大众消费场景收到的影响很大，所以恢复起来很快；依赖大众消费场景的次高端压力很大，尤其是高线次高端，其次还受到五粮液的价格压制。

2) 疫情恢复后，高端和高线次高端的恢复不尽人意，其消费场景的恢复短期缓慢，而中端和中低端消费场景恢复比较好；大多数企业二季度压力相对于一季度可能会更大，同时分化加剧。

从白酒“供需-库存”看趋势，中长期分析：

1) 存在三个矛盾：第一，产区、运输的矛盾，各大名厂和酒企在疯狂扩大，但产业销量每年都在大幅下滑；第二，民营企业都在疯狂扩增产品线，向下延申，和地方企业深层发展存在矛盾；第三，民营企业渠道中心下移，对地方酒企产生比较大挑战。

2) 今年全年酒销量预计 630 万吨，相较于 2016 年销量减少一半，主要是需求端出现了问题。原因如下：第一，人口的变化，25 岁到 55 岁青壮年男性人口下滑 10%；第二，更主要的是消费场景的变化：城市化进度自 2016 年以来进度加快，大部分人进入城市生活，消费方式随之改变。这意味着尤其是对低端和中低端的消费方式发生了巨大变化，行业里向下游扩展的计划未来可能不尽人意。

3) 目前酱香领域很多企业的拓展计划远远大于行业的拓展计划，结合市场的变化分析来看，天花板茅台最大的问题在于产能，同时次高端面临着可能内卷的情况，未来中国酒行业可能会量价齐跌，但可以通过企业控制产品的量或者政府刺激消费的方法等避免此类情况的发生。

【结论和建议】

1) 酒业整体上长期将进入销量负增长、收入低增长或零增长、利润低增长的环境，行业会更加内卷，对行业的期望可以适当放低。

2) 优势的上市酒企，增长的能力和赋能更好。其一，凭借产品品牌力；其二，走全国化；其三，做中档和低档的升级。

3) 预计 5-10 年内，前十的酒企占中国酒行业利润的 90-95%、销售收入的 80-85%，地方酒厂压力越来越大。下面的增长是分化增长，行业没有全面增长。

4) 淡季批价下滑/库存未明显下降被密集反馈；当前渠道情绪向下与淡季状态有关，同时在挤压式竞争中，经销商/区域发展/品牌发展之间分化明显，因此反馈态度亦分化。

5) 产品展示火爆但招商未超预期（符合此前预期）等。

6) 宏观数据不及预期。

【预计一季度 GDP：3.9%-4.1%】

我们此前预期经济增速在 4.5%，但据今天的 CPI 数据来看，可能高估了服务业生产增速，Q1 服务业 CPI 较 12 月增长仅 0.5%，低于历史均值 0.65%。

经济分项冷热不均，GDP 增速超预期困难。3 月制造业 PMI 增速 51.9%，工业生产仍在复苏，服务业亦随着人员流动而快速修复；需求端，房地产积压需求快速释放，但消费需求仍受限于居民部门资产负债表修复进度，且经济刺激政策乏力；全球 PMI 在 3 月再度转弱，外需压力仍大。

宏观层面看，虽 3 月宏观数据略不及预期，但经济向上发展趋势确定，我们看好后续消费复苏& 升级持续带来的结构升级势能。

微观层面看，考虑到淡季白酒动销/回款占全年比例低+观测指标小幅波动为正常现象，短期波动不影响长期发展趋势，同时，近期多家酒企采取“控货挺价”“加大费用投放/消费者培育”“布局升级版新品”等举措均利于后续旺季蓄力发力，并在挤压式竞争中进一步享受集中化提升红利，优质酒企举措积极向上。

分价格段看，1) 全年消费动能及经济复苏下，高端酒稳健增长表现较优；2) 消费力阶段性承压下，500-800 元次高端价格带库存压力较大，去年场景损失严重下中秋国庆等宴席高峰期弹性有较大释放空间，300-500 价格段为核心机会点；3) 100-300 元动销显著改善，大众价格带结构性升级下望迎放量机遇。

【近期市场反馈】

1) 高端酒：开瓶及回款基本完全恢复且有超预期增长，稳健态势全年具持续性，千元带预计维持 8-10%增速。

2) 次高端: 3 月中旬起宴席回暖、商务启动, 五一及下半年中秋国庆宴席望有超预期表现, 场景复苏在前, 价格端提升空间仍看需关注普五批价走势。

3) 酱酒: 库存水平处合理期间, 经济复苏明确下预计中秋前后迎回暖, 预计①全年价格体系预计不会呈现较高趋势, 量增大于价增; ②增速稳步提升, 但回归理性, 500 元增速较好; ③趋势向头部多家企业集中, 在过渡阶段头部企业中低端产品迎机遇。

企业端, 春糖期间各酒企积极布局动作频繁, 主要动作方向有三: 1) 展位宣传招商引进, 如贵州茅台、今世缘、伊力特、顺鑫农业、老白干、古井贡酒、金徽酒等; 2) 经销商交流及渠道宣讲, 如舍得、汾酒等召开经销商大会; 3) 新品发布, 如国缘六开、洋河大区经典版、洋河敦煌高线光瓶、微分子等。春糖期间市场高关注度、高流量有效提振行业活力, 看好春糖催化、五一宴席高回补下需求端在 Q2 及往后的加速复苏。

【复盘】

现在淡季, 由于经济弱复苏, 行业呈现弱复苏状况, 4 月猜测会有些 Q1 季报行情。

1 月份春节动销较好, 2 月份部分商务和宴席需求回补动销同比改善, 3 月份商务和宴席回补减少, 动销回归平淡, 强势区域安徽江苏相比 21 年仍有增长, 其余区域仍未完全恢复至 21 年动销水平, 需求恢复较弱的原因主要是消费力不足, 消费力的恢复仍需等待时间。

1. 白酒的行情从 22 年 10 月到节前是一波预期先行的低估值修复行情, 但是由于放开后疫情感染人数众多, 所以实际终端动销一般, 行业库存累计 3-4 个月, 基本面承压; 在春节期间动销 100-300 的区域酒以及高端礼赠白酒动销较好, 库存环比下滑 1-2 个月, 节后到现在淡季, 库存基本 2 个月左右, 板块缺乏进一步的边际催化, 预期无锚, 数据真空, 想象空间较大的三四线个股涨幅较好。

2. 现在库存基本在合理水平, 宏观来看 1-2 月信贷较好, 3 月消费投资指标改善, 复苏态势确认, 但是利润增速偏低, PPI 和 CPI 偏弱反映复苏力度不强, 未来展望可能会出利好营商的宏观政策, 固定资产投资动能亦或增强, 核心 CPI 预计环季度可逐步走强, 加强通胀预期。

3. 主要跟踪指标是五粮液的价格, 原因就是五粮液价格代表行业价盘天花板, 五粮液的价格盘能上去, 说明需求旺盛, 商务宴请恢复, 宏观环境向好。

【各品牌情况】

【华北：华北国窖】

1. 华北过了清明后宴席增多，五一后到高峰。现在大部分宴席预定在 9-11 月，预定情况好于去年，但不如 2021 年。

2. 消费场景和情绪已经完全恢复了，但消费能力还是明显薄弱。企业采购量比去年多，商务用酒量有所恢复，但高端酒需求数量略减少。

【安徽】

1. 自饮和朋友聚会喝 100 多元。

2. 宴席以古 8 为主，档次往古 16 升级。

3. 商务宴请用酒基本最低在古 16 和古 20，再往上是五粮液。

4. 19 年疫情前自饮最多喝 200 元，100 多元市场萎缩，古 5 份额被古 8 吃掉。疫情后大家觉得没必要喝那么贵，这几年 100 多元价格又开始增长，20 年后古 5 份额又往上走。古 8 来自自饮，现在基本是宴席。

【安徽古井】

1. 一季度古 5 增速最快，因为用于春节自饮外地返乡人员多，古 5 古 8 都是自然增长，完全靠品牌拉力，已经到了瓶颈，古 5 和古 8 市占率 60%以上。

2. 从 4 月后宴席场景增多，古 16 会起来，预计全年古 16 增速 30%-40%。

3. 古 20 由于外地串货，终端成交价最低在 530，合肥古 20 终端成本价在 540-550，但由于外地货逐渐消化，最近古 20 价格回升，现在业务员也在做价格维护，省外招商主要是古 20。

4. 预计今年古 20 增速 15-20%。

【安徽迎驾】

1. 市场上主要洞 6、洞 9 在放量，洞 9 的增速快于去年，洞 16 也在逐渐放量，洞藏中洞 6 销量占 60%以上。

2. 洞 9 的放量抢了一点古 8 和口子窖的份额。

【安徽口子窖】

1. 口子窖老产品终端有大量库存，因为大家知道不生产了所以惜售。
2. 兼 5 和口子 5 年价格体系差不多，兼 6 提价 20-30，兼 10 提价 100 元左右，终端拿价 338 元。

【江苏】

1. 消费场景修复，但消费力未完全修复。终端动销 2 月表现不错，3 月并没有突出改善，仍会受到消费能力偏弱的影响。
2. 经销商信心：大家仍持观望态度，比去年信心层面恢复，需要建立在动销情况有所改善情况下。一二季度只有在进一步去库存，6 月端午市场和中秋后全年才会有更好体现，才会表现全年情况。
3. 端午宴席情况：比较正常，但不能反映全部，因为五一和端午是宴席集中的消费节点。去年五一市场的预定情况较好，但受到了疫情冲击。

【江苏茅台】

1. 2 月下旬以来商务宴席回补量有限。
2. 3 月底动销恢复正常化，与去年同期相当有些微增。

【江苏五粮液】

动销情况不差但是价格不好，批价 940 元低于或接近大经销商成本，总体上以价换量。1-2 月份价格微升，3 月中下旬回落。

【江苏今世缘】

1. 1-3 月都是次高端去库存阶段。
2. 四开，V3 等主力产品价格均有小幅回落。
3. 如果需要完成 20%以上的增长，洋河和今世缘都面临市场终端压货问题。

【江苏洋河】：库存有所下降。

【展望】

1. Q2 白酒企业低基数

图表 13 Q2 起板块低基数特征明显

酒企	收入增速							利润增速						
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
贵州茅台	11%	11%	10%	14%	18%	16%	15%	7%	13%	12%	18%	24%	17%	16%
五粮液	20%	18%	11%	11%	13%	10%	12%	21%	23%	12%	12%	16%	10%	18%
泸州老窖	41%	6%	21%	29%	26%	24%	22%	27%	36%	28%	41%	33%	29%	31%
洋河股份	14%	21%	17%	56%	24%	17%	18%	-3%	29%	-13%	0%	29%	6%	40%
今世缘	35%	27%	16%	16%	25%	14%	26%	39%	21%	24%	30%	24%	16%	27%
古井贡酒	26%	29%	21%	43%	28%	30%	22%	28%	45%	15%	4%	35%	45%	19%
口子窖	51%	35%	24%	6%	12%	-8%	6%	73%	10%	23%	40%	16%	-5%	0%
迎驾贡酒	49%	57%	27%	14%	37%	0%	23%	58%	120%	87%	0%	49%	4%	14%
山西汾酒	77%	73%	48%	-25%	44%	0%	33%	78%	258%	56%	-30%	70%	-4%	57%
酒鬼酒	190%	97%	129%	11%	86%	5%	2%	179%	174%	43%	8%	94%	-19%	21%
舍得酒业	154%	119%	65%	45%	83%	-16%	31%	1031%	215%	60%	2%	76%	-30%	56%
水井坊	70%	691%	39%	14%	14%	10%	7%	120%	-52%	56%	-13%	-14%	-117%	10%

资料来源: Wind, 华创证券

2. 五一中秋催化

3. 低估值

A	B	C	AG	AH	AI	AJ	AK	AL	AM	AN	BS	BS	BI	BU	BV	BW	BX	BT	BC	LU	LU	LE	LP	LU	PE	LM	
证券代码	行业	公司名称	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
600519.SH	白酒	贵州茅台	394.97	36.0%	1,272.10	18.2%	1,462.80	35.0%	1,682.22	35.0%	201.77	17.0%	626.08	35.0%	732.42	37.0%	856.93	37.0%	55.1%	22,256	36	30	26	1.79	-44.3%	-44.3%	
000858.SZ	白酒	五粮液	311.29	33.0%	741.54	12.0%	882.77	35.0%	963.63	33.0%	125.55	36.0%	287.67	14.5%	310.49	36.0%	393.96	14.0%	26.4%	7,367	27	23	20	1.44	-30.7%	-30.7%	
000568.SZ	白酒	泸州老窖	71.96	14.0%	251.84	22.0%	307.24	22.0%	362.54	35.0%	33.36	36.0%	101.83	20.0%	127.29	25.0%	152.75	20.0%	41.4%	3,643	36	29	24	1.14	-12.7%	-12.7%	
000895.SZ	白酒	山西汾酒	126.35	20.0%	286.80	35.2%	317.27	22.0%	383.95	21.0%	44.52	20.0%	79.00	40.7%	100.64	25.6%	125.87	25.0%	31.5%	2,970	30	30	24	1.12	-10.6%	-10.6%	
002304.SZ	白酒	洋河股份	149.80	35.0%	306.74	21.0%	361.95	35.0%	439.96	35.0%	57.83	36.0%	96.60	26.0%	116.46	21.0%	133.92	37.0%	31.4%	5,346	25	20	18	0.90	2.4%	2.4%	
000799.SZ	白酒	今世缘	12.56	-25.0%	41.31	21.0%	43.79	-1.0%	54.30	24.0%	4.95	-5.0%	10.81	22.0%	11.96	6.0%	14.55	27.0%	26.2%	465	37	35	28	5.59	-82.0%	-82.0%	
000702.SZ	白酒	舍得酒业	20.00	1.0%	55.44	24.0%	76.81	21.0%	96.79	20.0%	5.57	5.0%	14.47	35.2%	13.92	20.0%	24.57	20.4%	24.1%	641	44	34	28	1.14	-11.0%	-11.0%	
000562.SZ	白酒	口子窖	61.71	37.0%	163.88	23.0%	202.23	24.0%	241.00	20.0%	12.18	30.0%	30.79	34.0%	39.41	28.0%	49.27	25.0%	19.4%	1,530	50	39	31	1.39	-25.2%	-25.2%	
002185.SZ	白酒	迎驾贡酒	18.44	37.0%	55.79	21.0%	66.96	30.0%	76.96	14.0%	6.49	35.0%	17.55	27.0%	21.59	30.0%	26.80	20.0%	32.2%	492	28	23	19	1.00	-9.2%	-9.2%	
002389.SZ	白酒	今世缘	35.36	20.0%	78.13	22.0%	96.96	24.0%	122.25	26.0%	12.23	22.0%	24.76	22.0%	30.94	25.0%	35.56	22.0%	31.9%	792	32	26	21	1.02	-2.2%	-2.2%	
002589.SZ	白酒	口子窖	14.69	22.0%	52.24	1.9%	62.71	20.0%	74.12	10.2%	5.58	35.0%	15.50	-10.2%	18.40	30.0%	24.0%	22.3%	29.7%	386	25	21	17	1.04	-3.7%	-3.7%	
002558.SZ	白酒	水井坊	30.62	17.0%	47.20	17.2%	67.12	23.0%	67.81	10.7%	2.12	-20.0%	6.90	77.2%	6.82	-1.0%	6.82	20.0%	11.5%	240	49	50	38	-42.40	-102.4%	-102.4%	

【啤酒】

上半年主推港股华润——下半年多看百威亚太，因为主要渠道依赖夜场。

驱动力：大众餐饮渠道消费复苏。单三月份增速都很高，双位数及以上，四月份开始天气比较热，各家对次高端及以上要求高，喜力去年 30%+，今年 1-3 月估计超过了去年的增速，铺货力度远超前面几年，餐饮复苏对结构升级帮助大，并且本来消费低价格的白酒群体也来买 15 元以上的啤酒，所以升级还在继续。成本下降趋势很可能超预期，23 年各家成本指引比较保守，如果包材还有下降，相对比较确定。



	q1青啤销量
19年	217
20年	169
21年	219
22年	214
23年	237

【2022 年度酒价的影响】：

【华润】：2021 年次高端及以上啤酒销量同比增长 27.8%，整体啤酒销量基本持平；2022 年次高端及以上销量增长 12.6%，喜力两位数增长。

【重庆啤酒】：2022 年公司仍然取得了良好的业绩，本期主营业务维持健康增长，啤酒销量较上年同期增长约 2.41%。公司持续推动产品高端化经营策略及拓展新兴渠道，得益于多元化的品牌组合及有效的提价，营业总收入增长 7.01%。其次，公司持续推进组织结构优化项目并开展运营成本管理项目带来的节约，抵消了大宗商品价格上涨带来的部分不利影响。

【青岛啤酒】：2022 年吨价提升 5%，2023 年高景气及结构升级延续。22 全年销量 807.2 万千升，同比增长 1.8%，吨价 3987 元、同比+4.8%。青岛啤酒主品牌共实现产品销量 444 万千升，同比增长 2.6%；其中，中高端以上产品实现销量 293 万千升，同比增长 4.99%；崂山系类其他品牌销量同比+0.79%，结构升级趋势明显，2023 年或将延续。根据渠道调研，3 月销量有望保持双位数增长，我们预计 1Q23 销量有望实现高单位数增长，吨价提升低单位数。

【乳制品】

【伊利蒙牛】：三月份收入环比改善，因为一二月份基数高，并且转为淡季，三月虽然也是淡季，但是有小幅增长，蒙牛三月份快于伊利，一季度来看，伊利常温液奶持平，蒙牛个位数增长，费用持平微降，库存竞争状况健康，但一季度有基数影响；二季度进入到封控导致的低基数情况，蒙牛 3 月份也说中高个位数增长的收入增长，不包括妙可蓝多并表，去年毛利率下降较多，因为要清理库存。

【妙可蓝多】：三月有好转，但是因为可选消费，三月库存较一二月有所提升，2023 年 60% 收入利润目标，费用率下降，最近上市低温奶酪棒，并且常温奶酪棒会成为增长点。

【飞鹤】：三月底公布全年指引，10% 收入增长目标，希望星飞帆增长，卓瑞告诉增长，卓耀等儿童奶粉双位数增长，成人奶粉 40% 增长。

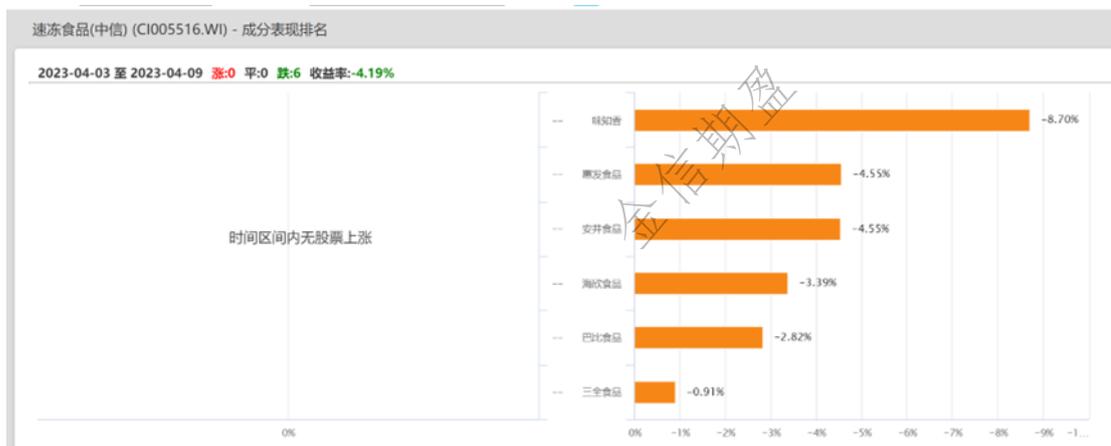
【周黑鸭】：收入 35%-40%，利润 2 亿绝对值指引，去年有良好的成本管控和低价库存，今年吨成本预计上涨 10%，预计九月份成本会放缓，Q1-Q3 毛利率会有压力，一季度中 1, 2 月较好，3 月份有所回落，因为消费迅速转淡，四月初清明节这周不错，一季度交通枢纽店回到 21 年店效，非交通枢纽店恢复到 85% 左右，开店目标 1000 家，500 家社区店，150 家交通枢纽和高氏能商圈。

【卫龙】：10%-20%；18%-20% 利润指引关注还带等大单品放量，一季度个位数增长，销量和过往比有一定缺口，去年二季度开始提价。

【农夫山泉】：今年双位数增长目标，今年希望给经销商营造好环节，小包装水有好恢复，茶饮恢复也有望好；费用率去年下降较多，毛利率去年下半年有一部分下降，公司今年估计会花更多钱在水源。。一季度春节返乡和出行人次带来双位数收入增长。



【速冻食品】



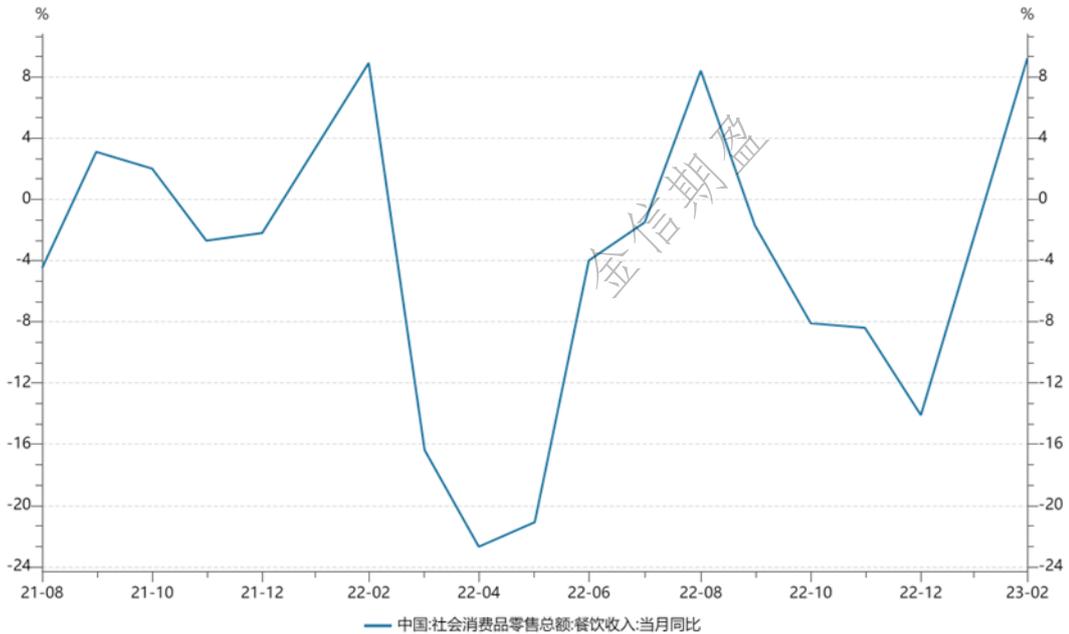
Q1 业绩较好，三月份速冻回调 5~6%，五一之后餐饮复苏旺季，二季度可以期待一波，小吃休闲餐饮在 Q2 可能会迎来更快复苏，排序安井、千味、立高。

【安井】：一季度整体 35%收入，主业 20%出头，三月份主业 20%左右增长，超预期，虽然放缓但还是有不错增长，Q2 一方面餐饮复苏，另外广西工厂上半年投产，小龙虾在三四月份旺季预热，小龙虾大年，并且小龙虾推主品牌进行铺设，利润率会比去年更高，Q2 公司应该会很好。

【千味】：三月份同比 20%左右增长，Q1 20%-25%收入，扣非净利润快于收入增速，二季度估计 35%以上收入增速，因为去年低基数，利润是政府补助落地，二季度可能翻倍增长。

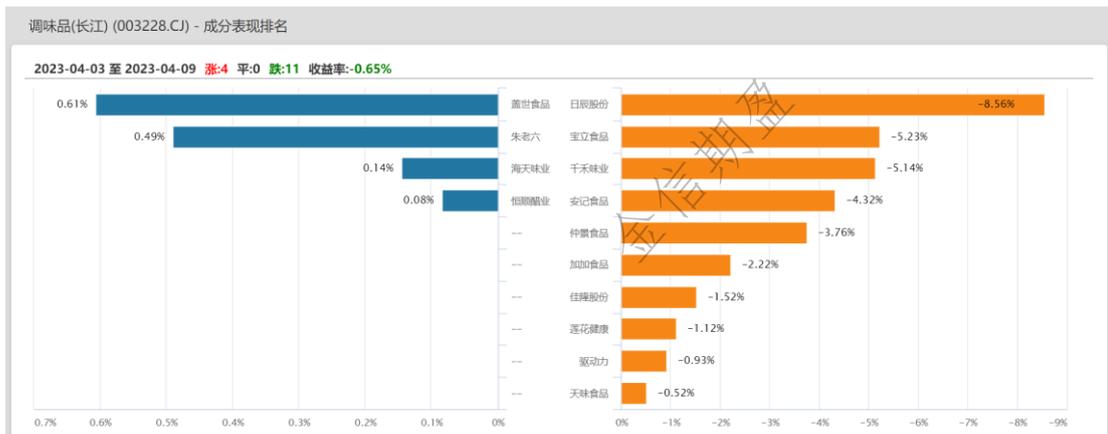
【立高】：三月份后就低基数，去年公司在华东华南受到影响大，烘焙需求恢复，以及公司渠道组织变革在贡献一定影响，尤其三月份山姆八千万出货额，预计公司一季度 25%增长，利润端因为有展会费用，估计利润会低一点。

相较往年，今年五一预订高峰提前到来。美团、大众点评数据显示，截至 4 月 10 日，五一假期国内旅游订单较 2019 年同期增长约 200%，创五年来最高。其中，住宿累计预订量已与 2019 年 4 月 25 日持平，意味着今年五一的住宿预订节奏较 2019 年提前了约两周。



数据来源: Wind

【调味品（餐饮低基数）】



Q1 弱复苏，22 年 3-5 月社零餐饮同比有 15% 下滑。

B 端企业较好成长性，尤其定制餐调类企业，没上市的 20%-30% 增长，宝立 15%，么麻子一季度正增长，C 端龙头靠自己提高市占率。

【天味】：提前铺市；渠道库存：一个半月上下水平，比较良性。

【千禾】：四季度 55%，净利率提升 5%，年末库存低于 1 个月，四季度 终端好于报表端，毛利率 6.3% 的增加，23 年商超渠道提升，BC 类也有大的增长空间，下半年成本端下行，公司商超增速高于行业表现，Q1 商超 66% 增长，Q1 预计 35% 上下。

【海天】：三月发货 7.2% 略低于前期，B 端好于 C 端，库存 2.5 月 公司一二季度高库存，努力实现全年目标状态，海天去年基数前高后低，下半年机会更好。

【榨菜】：三月 6% 下滑，库存持平略增，成本青菜头从去年 800 涨到 1000-1200，23 年榨菜推出 60G 补齐 2 元价格带，关注主业榨菜恢复。

【休闲食品】



底部改善标的。

【绝味】：市场很悲观，Q1 10%-15% 收入增长，一季度开店比较快，今年会加速完成任务，三月底四月初鸭副高位回落成本价格，因为屠宰产能的释放，鸭副行情在改善。

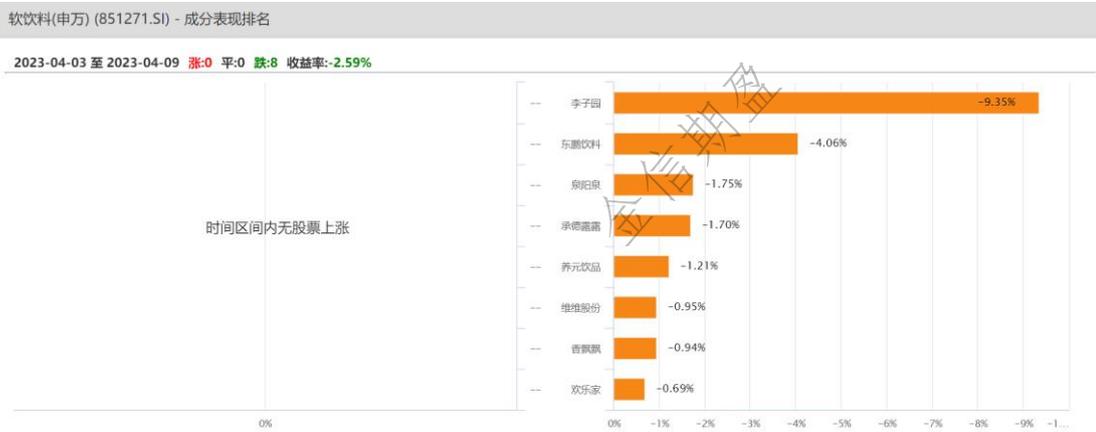
【桃李】：一季度收入增长略低预期，一月份因为疫情影响，一月下滑 20%，但受到北方甲流流行，利润好于收入，利润双位数增长，因为 22 年下半年公司提价。

【洽洽巴比】：基数不低，三季度业绩改善可能更明显，二季度弹性不高。

【紫燕】：去年 Q2 受影响比较大，消费场景影响大，今年公司开店较快，大部分门店会在 Q2 开，利润快于收入增速，四月份提价，Q2 弹性较高。

【甘源】：二季度弹性较大，关注新品推广和招商，23 年利润预期较为乐观，主要看业绩兑现。

【软饮料】



【百润】：商超 1-2 月 20%增长（RIO），去年一二月基数较高，草根调研：三月强爽环比 30%增长，终端渗透率提升，微醺增加陈列，销售占比考核，推山茶花口味，强爽复购高于微醺，男性占比 50%，预计公司 Q1 35%增长，利润 50%增长，23 年 8.2 个亿利润。

【保健品】

2023 年 4 月 3 号发布了 1-3 月经营数据公告。

1-3 月盈利 89,505.98 万元-102,766.12 万元，同比增长 35%-55%。



上周宏观市场回顾

1. 美国 PMI 超预期回落

3 月全球制造业 PMI 指数再次回落 (PMI 49.6)，整体呈现“中国市场复苏，新兴市场扩张，美国市场收缩，欧洲市场疲软”的特征。其中，欧洲经济修复延续分化趋势，美国 PMI 指数超预期滑落至 46.3，就业分项回落明显 (46.9)，关注消费动能放缓、把握美国经济陷入衰退时点和大类资产衰退交易轮动趋势。

美国制造业 PMI 指数超预期滑落至 46.3，关注消费动能放缓、把握衰退交易开启时点。3 月美国 ISM 制造业 PMI 指数录得 46.3，较上月的 47.7 下降了 1.4 个百分点，远低于 47.5 的市场预期。分项方面，就业分项回落明显 (46.9)，2 月份职位空缺超预期降至 990 万人，劳动力需求持续降温；物价分项重回下行区间 (49.2)，关注 3 月 CPI 环比动态和美联储紧缩预期变动；新订单分项继续走弱 (44.3)，读数逐渐接近 2020 年 5 月水平 (43.1)，预计至 2023 年年中读数或将维持下行趋势。此外，美国去库存阶段持续推进，生产回落影响下制造业库存规模增速持续放缓。整体来看，二季度美国制造业 PMI 指数可能仍在 47-49 附近震荡。

2. 3 月美国非农数据好于预期，加息概率仍大

1) 美国非农就业数据好于预期。3 月美国新增非农就业 23.6 万人，好于预期。分行业来看，服务业仍是主要贡献；不过休闲和酒店业缺口仍大。失业率 (3.5%) 小幅回落，劳动参与率 (62.6%) 继续小幅回升。

2) 薪资继续放缓。3 月劳动力平均时薪同比回落至 4.2%，为 2021 年 6 月以来低点；加之，职位空缺超预期跌破 1000 万人，为 2021 年 5 月以来低点，劳动力紧张情况有所缓解，也就意味着除住房外的核心通胀有放缓的趋势。

3) 流动性有所缓解。截至 4 月 5 日，多数流动性指标均有所放缓；VIX 恐慌指数也有所下行；美联储资产负债表连续 2 周放缓，重回收缩趋势，尤其是最新一周收缩 700 多亿美元，为 20 年 7 月以来最大单周降幅。

4) 往前看，本轮海外银行业演变成系统性金融危机的概率相对较低，不过中小银行或仍将面临较大压力，治理通胀仍然是美联储首要目标。截至 4 月 7 日，市场预期 5 月加息 25BP 的概率升至 7 成（非农数据公布前是 4 成多），市场预期年内多次降息大概率有所下降。

3. 拥抱“AI+”，改变生活和工作

以人工智能为核心的新一轮科技革命是中长期经济增长的最主要动能，是我国产业基础再造的重要方向。“AI+”的核心是产业智能化，将带来生产及生活范式的变革，重要影响领域包括汽车、家居、家电、建筑、医疗、养老和教育。

“AI+”的定义：“AI+”是指人工智能与经济社会各领域深度融合，其核心在于产业智能化，即在产业数字化基础上通过人工智能技术推动生产和消费的智能化变革，利用数字技术，将分散或孤立的设备、产品、生产者、企业等以产业链、价值链等方式连接起来形成联动发展，形成让数据要素成为新资源的经济社会发展新形态。

AI+将带来生产及生活范式变革带来的新机遇：一是生产范式变革，数字要素或将成为传统行业的重要资产。二是供给创造需求，产业智能化过程将催生新场景、新需求，带来人们的生活范式变革，并重塑衣食住行、医疗和养老等各种传统生活方式和相关产业赛道。

产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程是我国建设现代化产业体系的两项重点工程。产业基础再造将主要围绕产业智能化（AI+）和产业新能源化（新能源+）开展。产业智能化是产业基础再造的重要方向，在产业数字化基础上由人工智能逐步替代人的过程。

目前产业智能化的革命已初露端倪，2010 年前后，以人工智能、云计算、大数据、物联网等组成元素的新一轮科技革命开始孵化、孕育和成长，人类收集和处理大数据的能力极大地提高，算力大幅提升、算法不断改善，人工智能技术逐渐进入人类生产生活。从政府对发展基于数字技术的智能经济的应用场景支持方向来看，既有智慧销售、无人配送、智能制造、反向定制等新增长点，也有智能楼宇、智能停车场、智能充电桩、智能垃圾箱等公共设施智能化。在此过程中，我国产业智能化转型已具备先决条件，逐步推动形成高质量发展的新范式。

对于制造业，人工智能将从机器替代、赋能应用场景两方面提升企业的降本增效能力。对于以金融、法律、教育、咨询为代表的服务业，AI 将通过减少案头性工作的方式解决服务成本较高，效率低的问题，同时通过对结构化及非结构化数据的深度学习，提供更好满足客户需求的服务。此外，AI 学

习能力持续超预期的背景下，最直接获得 AI+赋能的软件应用行业将持续受益。AI+对 toC 端的赋能也同样显著，这其中智能家居、智能家电以及智能汽车将是本轮 AI 革命的主要受益者。

“AI+”长期会拉动经济增长。以人工智能为核心的新一轮科技革命是中长期经济增长的最主要动能。从供给端看，人工智能将快速替代体力和脑力劳动，对冲人口老龄化趋势带来的增长中枢下移，同时技术的快速迭代也将大幅提升全要素生产率。从需求端看，产业智能化是一个具有高壁垒的宏观慢变量，无论是算力的提升还是能源结构的变迁，都将通过技术改造的形式驱动中上游资本开支偏强。

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 9 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 5.41/5.40%，1-2 月均值为-0.28%。

6. 其他重要关注事件

- 1) 马克龙、冯德莱恩访华；中法签署贸易大单；
- 2) 马英九回大陆，蔡英文过境美国；
- 3) 李蓓看好地产股。