

## 食品饮料

## 内资偏好大众品，外资青睐白酒

## 2018Q4 食品饮料行业基金持仓分析

**评级：增持（维持）**

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

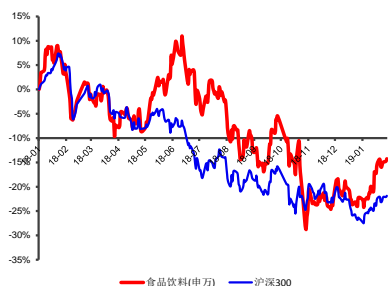
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《周观点 5：12 月社零增速回暖，白酒旺季行情可期》
- 《周观点 4：外资主导板块估值修复，伊利龙头地位不断夯实》
- 《周观点 3：茅台需求强劲，老窖控货挺价》

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
贵州茅台	685	13.3	21.5	26.3	29.5	42.	27.9	25.8	23.0	0.71	买入
青岛啤酒	38.1	0.77	0.94	1.05	1.32	22.	49.5	35.1	27.9	0.76	买入
口子窖	41.7	1.31	1.86	2.26	2.61	24.	20.3	18.0	15.6	0.47	买入
中炬高新	32.1	0.45	0.57	0.77	0.93	31.	49.6	41.1	33.3	1.00	买入
汤臣倍健	18.4	0.36	0.52	0.68	0.89	32.	28.8	31	24	0.83	买入

备注：股价为 2019 年 1 月 29 日收盘价。

**投资要点**

- 板块持仓分析：白酒明显回落，食品稳中有升。**截止 2018 年四季度末，食品饮料的基金持仓比例为 11.58%，环比下降 2.36pct，这与四季度以来行业步入调整期、基金持仓意愿下降密不可分，减仓属于预期之内。受此影响，食品饮料行业超配幅度有所收窄，超配比例环比下降 1.90pct 至 5.86%。分板块来看，白酒板块持仓明显回落，基金持仓比例环比下降 3.02pct 至 6.85%，而食品板块保持相对稳健，调味品、肉质品持仓比例小幅提升，且啤酒持仓比例亦出现翻倍以上增长，反映出市场对于具有刚需属性的大众品以及具有业绩释放预期的啤酒板块相对看好。
- 个股持仓分析：白酒龙头和食品龙头分化明显。**我们从持股数量与持股市值、前 10 大重仓股变动以及持有基金数三个指标进行分析，发现无论从哪个指标来看，均能得出白酒股配置明显下降、食品股配置相对稳健的结论。一方面，基金对白酒股的绝对持股数量有所减少，另一方面，白酒股股价的下跌进一步导致其持仓市值与相对重仓占比明显下降，四季度茅台、五粮液、洋河的重仓比例分别环比下降 0.58、0.26 和 0.16pct；而海天、中炬、双汇、汤臣等大众品龙头的持仓市值以及重仓占比均稳中有升，一方面与其持股数量略有提升有关，另一方面也受益于股价的相对稳定。
- 外资持仓分析：外资持续加大布局，白酒股更受青睐。**从 2018 年全年来看，外资对 A 股食品饮料公司的持股比例基本上处于持续提升状态，且白酒板块更受青睐，茅台、五粮液、洋河的外资持股比例分别同比提升 2.1、5.7、2.4pct。这一现象在 2019 年以来愈发明显，1 月 14 日 QFII 额度翻倍至 3000 亿的政策出台至今，茅台、五粮液、洋河的外资持股比例分别提升 0.50、0.85、0.43pct，而海天、中炬、伊利分别提升 0.09、-0.07、0.01pct，可见白酒板块尤为受益。
- 投资策略：**总结来看，在宏观经济增速放缓的背景下，内资更加偏好大众品板块，外资更加青睐白酒板块，我们认为其核心在于内资从业绩的角度出发，更看重大众品业绩稳健增长的确定性，而外资则从估值的角度出发，认为当前白酒估值仍然偏低。因此，我们认为随着外资对龙头估值的影响逐渐提高，板块估值体系有望迎来重构。分板块来看，白酒短期有反复但中长期看好口子窖、贵州茅台、顺鑫农业、洋河股份、泸州老窖等；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。

- **风险提示：**中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。

## 内容目录

板块持仓分析：白酒明显回落，食品稳中有升 .....	- 4 -
板块持仓下降，但仍处于超配 .....	- 4 -
分板块来看，白酒仓位进一步回落，食品、啤酒仓位略有提升 .....	- 5 -
个股持仓分析：白酒龙头和食品龙头分化明显 .....	- 5 -
持股数量和市值：持仓市值降幅大于持股数量降幅，且白酒股降幅更大....	- 5 -
前十大重仓股：重仓股基本稳定，白酒股配置明显回落，食品股相对平稳	- 6 -
持股基金数：白酒股持有基金数出现下降，食品股则稳中有升 .....	- 6 -
外资持仓分析：外资持续加大布局，白酒股更受青睐 .....	- 7 -
投资建议 .....	- 8 -
风险提示 .....	- 9 -

## 图表目录

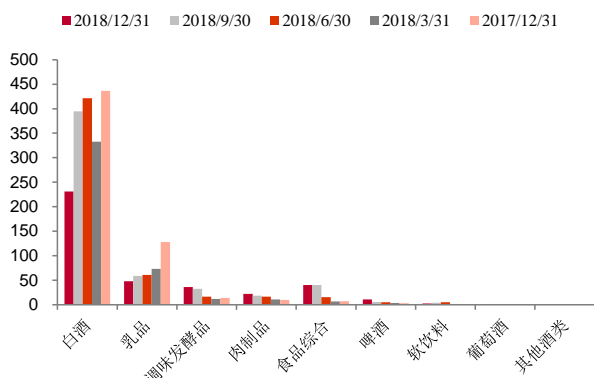
图表 1：食品饮料板块持仓市值下降 .....	- 4 -
图表 2：18Q4 食品饮料持仓比例降至 11.58% .....	- 4 -
图表 18：18Q4 食品饮料超配比例降至 5.86% .....	- 4 -
图表 1：18Q4 白酒板块持仓比例明显回落 .....	- 5 -
图表 2：18Q4 食品、啤酒板块持仓比例略有提升 .....	- 5 -
图表 1：18Q4 白酒股的持股数量下降明显 .....	- 6 -
图表 2：18Q4 白酒股的持股市值大幅下降 .....	- 6 -
图表 5：18Q4 白酒股配置比例回落，食品股配置比例稳中有升 .....	- 6 -
图表 18：18Q4 白酒股持有基金数出现下降 .....	- 7 -
图表 5：2018 年以来食品饮料公司的外资持股比例持续提升 .....	- 7 -
图表 1：2019 年以来白酒外资持股比例加速提升 .....	- 8 -
图表 2：2019 年以来食品外资持股比例稳中有升 .....	- 8 -
图表 19：重点公司盈利预测表 .....	- 9 -

## 板块持仓分析：白酒明显回落，食品稳中有升

板块持仓下降，但仍处于超配

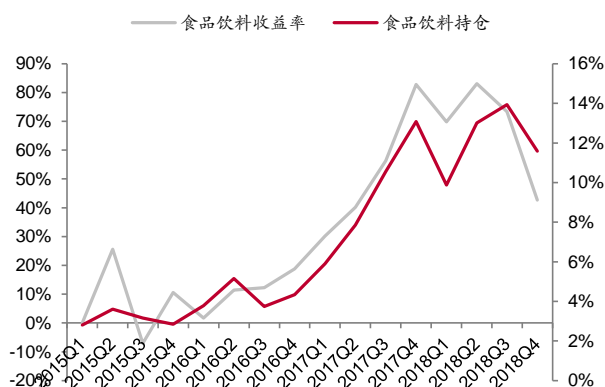
- 四季度行业步入调整期，基金持仓比例回落。**依据我们策略组测算，截止 2018 年四季度末，食品饮料的基金持仓比例为 11.58%，环比下降 2.36pct，同比去年年末下降 1.50pct。全年来看，食品饮料行业基金持仓水平与行业市场表现基本一致，四季度随着行业步入调整期，基金持仓意愿受到影响，减仓属于预期之内。

图表 1：食品饮料板块持仓市值下降



来源：wind、中泰证券研究所

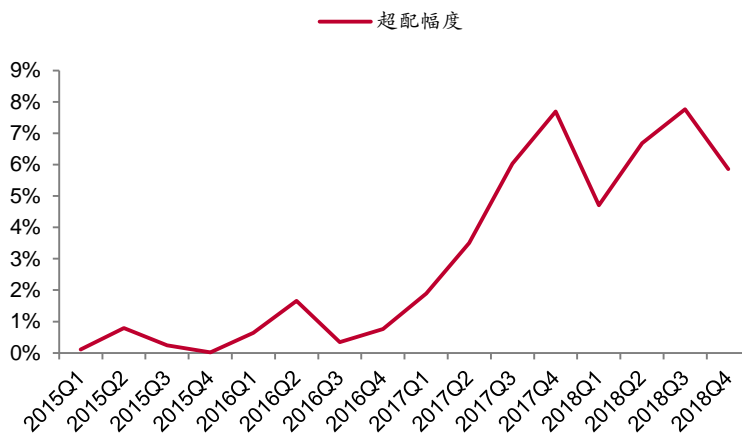
图表 2：18Q4 食品饮料持仓比例降至 11.58%



来源：wind、中泰证券研究所

- 行业仍处于超配状态。**近年来行业始终处于超配水平，虽然四季度行业持仓水平有所回落，但相对于行业市值占总市值的比例而言，行业持仓仍处于超配状态。纵向对比来看，四季度行业超配比例随着持仓比例的下降而下降，超配比例由 7.76% 降至 5.86%，环比下降 1.90pct。

图表 3：18Q4 食品饮料超配比例降至 5.86%

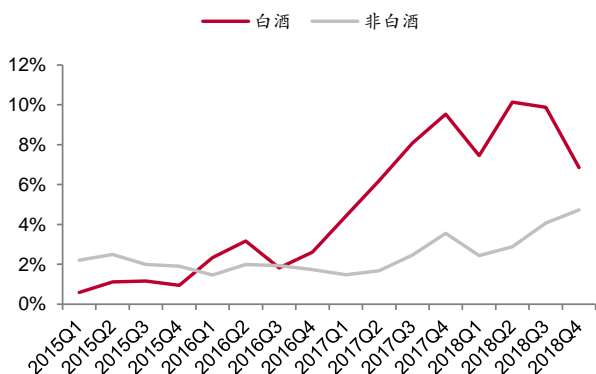


来源：wind、中泰证券研究所

分板块来看，白酒仓位进一步回落，食品、啤酒仓位略有提升

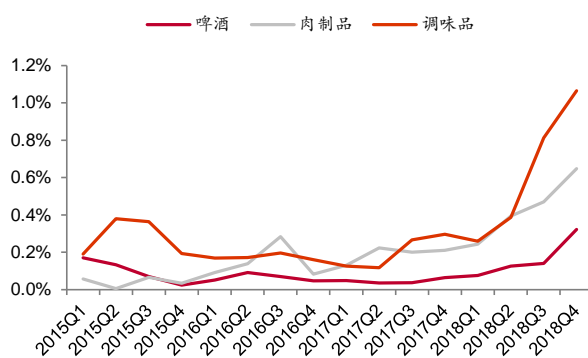
- 分板块来看，四季度白酒板块基金持仓比例由 9.87% 降至 6.85%，环比下降 3.02pct，受龙头业绩不达预期、行业景气度下行的影响，白酒板块减仓较为明显。除白酒以外的其他板块仓位略有提升，其中，调味品和肉制品板块持仓比例分别环比提升 0.25、0.18pct 至 1.06%、0.65%，配置水平均升至历史高位。值得注意的是，啤酒板块持仓比例升至 0.32%，较 Q3 出现翻倍以上增长，反映出在提价滞后效应+包材价格下行+减税的预期下，基金对于啤酒板块前景看好，配置意愿增强。

图表 4: 18Q4 白酒板块持仓比例明显回落



来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 18Q4 食品、啤酒板块持仓比例略有提升

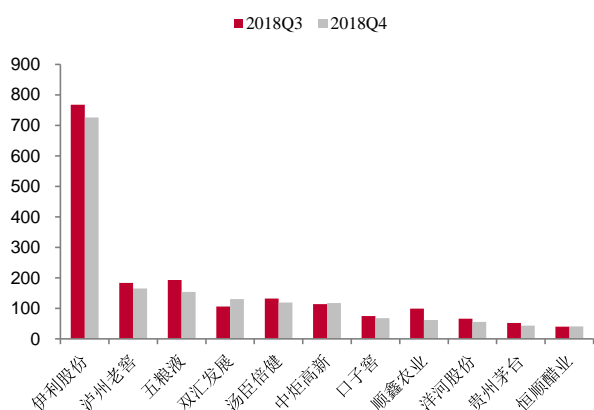


来源: wind、中泰证券研究所

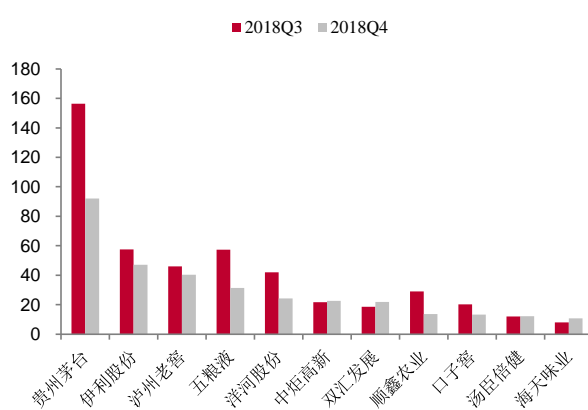
## 个股持仓分析：白酒龙头和食品龙头分化明显

持股数量和市值：持仓市值降幅大于持股数量降幅，且白酒股降幅更大

- 从基金对食品饮料个股的持股数量来看，在四季度排名前十位的股票中，老窖、五粮液、口子窖、顺鑫、洋河、茅台均出现明显下降，环比降幅分别为 10%、20%、10%、38%、17%、17%，而食品龙头则较为平稳，双汇、中炬、恒顺略有增加。从持股市值来看，四季度白酒股持仓市值出现大幅下降，且超过持股数量的下降幅度，茅台、五粮液、洋河降幅均超过 40%，这与四季度白酒股股价回落密切相关，而食品股同样呈现出稳中有升的特征，除伊利外，中炬、双汇、汤臣、海天的持仓市值均有所增加。

**图表 6: 18Q4 白酒股的持股数量下降明显**


来源: wind、中泰证券研究所; 单位: 万股

**图表 7: 18Q4 白酒股的持股市值大幅下降**


来源: wind、中泰证券研究所; 单位: 亿元

**前十大重仓股: 重仓股基本稳定, 白酒股配置明显回落, 食品股相对平稳**

- 从基金前 10 大重仓股来看, 四季度前 5 名未发生变化, 依次为茅台、伊利、五粮液、老窖和洋河, 6-10 名依次为中炬、双汇、口子窖、汤臣和顺鑫, 其中汤臣取代了古井进入前十。从重仓比例来看, 白酒股和食品股分化明显, 四季度基金对白酒股的配置比例明显下降, 茅台、五粮液、洋河环比分别下降 0.58、0.26 和 0.16pct, 顺鑫则从第 6 位跌至第 10 位, 而食品股则相对更受青睐, 中炬环比持平, 汤臣、双汇则稳中有升。

**图表 8: 18Q4 白酒股配置比例回落, 食品股配置比例稳中有升**

排名	2018Q4		2018Q3		2018Q2		2018Q1	
	标的	重仓比例	标的	重仓比例	标的	重仓比例	标的	重仓比例
1	贵州茅台	1.62%	贵州茅台	2.20%	贵州茅台	1.96%	贵州茅台	1.63%
2	伊利股份	1.06%	伊利股份	1.15%	伊利股份	1.22%	伊利股份	1.15%
3	五粮液	0.50%	五粮液	0.76%	五粮液	1.00%	五粮液	0.90%
4	泸州老窖	0.43%	泸州老窖	0.51%	泸州老窖	0.65%	泸州老窖	0.53%
5	洋河股份	0.33%	洋河股份	0.49%	洋河股份	0.36%	洋河股份	0.24%
6	中炬高新	0.22%	顺鑫农业	0.26%	口子窖	0.26%	山西汾酒	0.20%
7	双汇发展	0.20%	口子窖	0.22%	山西汾酒	0.23%	水井坊	0.15%
8	口子窖	0.15%	中炬高新	0.22%	水井坊	0.17%	双汇发展	0.11%
9	汤臣倍健	0.13%	古井贡酒	0.18%	古井贡酒	0.17%	口子窖	0.09%
10	顺鑫农业	0.12%	双汇发展	0.16%	双汇发展	0.15%	舍得酒业	0.09%

来源: wind、中泰证券研究所; 重仓比例=该股票基金持仓市值/基金总持仓市值

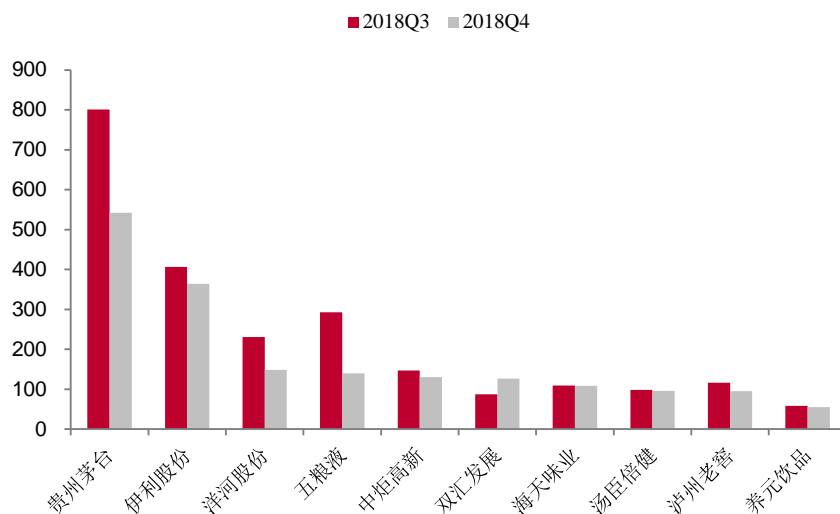
**持股基金数: 白酒股持有基金数出现下降, 食品股则稳中有升**

- 从持有基金数来看, 四季度持有基金数前五位的个股分别为茅台、伊利、洋河、五粮液和中炬, 前十位中双汇、养元取代顺鑫、口子窖。从环比变动来看, 四季度白酒股的持有基金数量环比下降明显, 茅台、洋河、五粮液分别环比下降 32%、36%和 52%, 而食品股的持有基金数则稳中



有升，海天、汤臣、伊利基本持平，而双汇则大幅增长 45%。

**图表 9: 18Q4 白酒股持有基金数出现下降**



来源: wind、中泰证券研究所

### 外资持仓分析: 外资持续加大布局, 白酒股更受青睐

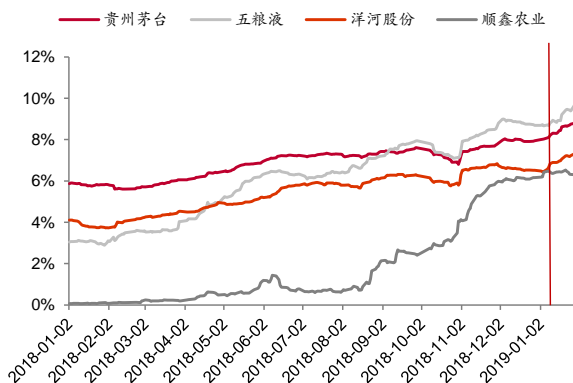
- **2018 年以来北上资金对 A 股食品饮料公司的持股比例持续提升。**从四季度北上资金对 A 股食品饮料上市公司的持股比例来看, 除双汇和海天之外, 排名前十位的其余 8 家公司的持股比例均有所提升, 顺鑫提升最为明显。外资对 A 股食品饮料龙头进一步增持, 与国内公募基金对白酒股的减持形成鲜明对比。从全年来看, 外资对 A 股食品饮料公司的持股比例基本上处于持续提升的状态, 其中对茅台、五粮液、伊利、洋河的持股比例同比分别提升 2.1、5.7、5.7、2.4pct。

**图表 10: 2018 年以来食品饮料公司的外资持股比例持续提升**

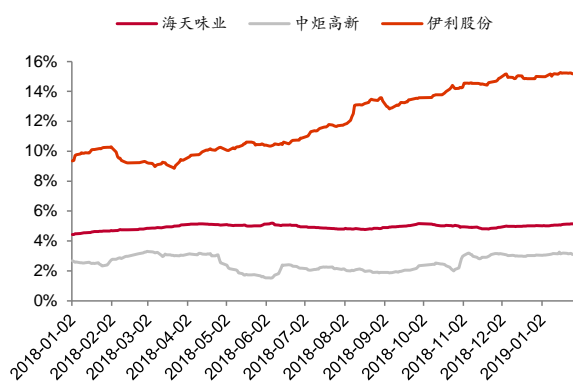
排名	2018Q4		2018Q3		2018Q2		2018Q1	
	标的	持股比例	标的	持股比例	标的	持股比例	标的	持股比例
1	伊利股份	15.00%	伊利股份	13.57%	水井坊	13.70%	伊利股份	9.40%
2	水井坊	8.71%	水井坊	8.18%	伊利股份	10.87%	水井坊	7.31%
3	五粮液	8.69%	五粮液	7.94%	贵州茅台	7.24%	贵州茅台	6.05%
4	贵州茅台	7.95%	贵州茅台	7.60%	五粮液	6.33%	海天味业	5.08%
5	洋河股份	6.51%	洋河股份	6.27%	洋河股份	5.80%	洋河股份	4.53%
6	顺鑫农业	6.16%	海天味业	5.16%	海天味业	4.95%	五粮液	4.03%
7	涪陵榨菜	5.50%	涪陵榨菜	4.41%	承德露露	4.27%	中炬高新	3.04%
8	海天味业	5.03%	双汇发展	4.18%	桃李面包	4.13%	双汇发展	2.68%
9	承德露露	4.90%	承德露露	4.01%	双汇发展	3.85%	泸州老窖	2.49%
10	双汇发展	3.65%	桃李面包	3.15%	涪陵榨菜	3.39%	承德露露	2.16%

来源: wind、中泰证券研究所

- 2019 年以来外资加速布局，白酒股更受青睐。**分板块来看，白酒相对更受外资青睐，相比于食品龙头而言，北上资金对白酒龙头的布局更为积极。这种趋势在今年以来体现的愈发明显，原因在于 1 月 14 日外管局公告 QFII 额度将由 1500 亿提升至 3000 亿，此后北上资金对食品饮料板块的买入明显提升，政策发布至今茅台、五粮液、洋河的外资持股比例分别提升 0.50、0.85、0.43pct，而海天、中炬、伊利分别提升 0.09、-0.07、0.01pct，可见白酒板块尤为受益。

**图表 11: 2019 年以来白酒外资持股比例加速提升**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 12: 2019 年以来食品外资持股比例稳中有升**


来源: wind、中泰证券研究所

## 投资建议

- 总结来看，在宏观经济增速放缓的背景下，内资更加偏好大众品板块，外资更加青睐白酒板块，我们认为其核心在于内资从业绩的角度出发，更看重大众品业绩稳健增长的确定性，而外资则从估值的角度出发，认为当前白酒估值仍然偏低。因此，我们认为随着外资对龙头估值的影响逐渐提高，板块估值体系有望迎来重构。白酒短期有反复但中长期看好口子窖、贵州茅台、顺鑫农业、洋河股份、泸州老窖等；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。



**图表 13: 重点公司盈利预测表**

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
贵州茅台	685.00	8603.6	21.56	26.30	29.54	31.8	26.0	23.2
五粮液	58.58	2223.7	2.55	3.32	3.71	23.0	17.6	15.8
泸州老窖	43.38	608.2	1.75	2.37	2.75	24.8	18.3	15.8
洋河股份	99.00	1491.9	4.40	5.38	6.73	22.5	18.4	14.7
古井贡酒	64.00	322.6	2.28	3.26	3.82	28.1	19.6	16.8
山西汾酒	39.98	346.2	1.09	1.72	2.10	36.7	23.2	19.0
口子窖	41.66	250.0	1.86	2.26	2.61	22.4	18.4	16.0
水井坊	30.22	147.8	0.69	1.22	1.59	43.8	24.8	19.0
沱牌舍得	24.69	83.2	0.43	0.93	1.33	57.4	26.5	18.6
顺鑫农业	40.48	231.1	0.77	1.35	2.03	52.6	30.0	19.9
伊力特	14.66	64.7	0.80	1.07	1.34	18.3	13.7	10.9
老白干酒	13.41	58.7	0.37	0.73	1.04	36.2	18.4	12.9
迎驾贡酒	14.64	117.1	0.83	0.93	1.03	17.6	15.7	14.2
伊利股份	24.30	1489.3	0.99	1.03	1.24	24.5	23.6	19.6
绝味食品	38.63	158.4	1.26	1.58	1.95	30.7	24.4	19.8
元祖股份	18.16	43.6	0.85	1.02	1.22	21.4	17.8	14.9
青岛啤酒	38.13	514.8	0.94	1.05	1.32	1.6	36.3	28.9
重庆啤酒	32.06	155.2	0.68	0.86	1.02	47.1	37.3	31.4
中炬高新	32.13	256.1	0.57	0.77	0.95	56.4	41.7	33.8
海天味业	72.59	1964.3	1.31	1.58	1.92	55.4	45.9	37.8
安琪酵母	24.83	81.9	1.03	1.17	1.41	24.1	21.2	17.6
双汇发展	24.66	813.8	1.31	1.49	1.65	18.8	16.6	14.9
恒顺醋业	11.69	70.5	0.47	0.43	0.44	24.9	27.2	26.6
光明乳业	8.38	102.6	0.50	0.59	0.68	16.8	14.2	12.3

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

- **中高端酒动销不及预期:** 近年来各地白酒消费档次提升明显, 但消费升级是一个相对缓慢的过程, 若宏观经济出现一定程度的波动, 白酒消费可能受存在一定影响, 中高端酒动销存在不及预期的可能。
- **三公消费限制力度持续加大:** 尽管公务消费占比逐年走低, 但是改革依旧进行, 不排除部分区域或者单位继续出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风, 进而影响商务消费和民间消费。
- **食品安全事件风险:** 类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击, 白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言, 更多的是安全事件, 带来的打击也是沉重的。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。