

食品饮料

 外资超配食品饮料，板块估值修复在路上
论外资对食品饮料板块的影响

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

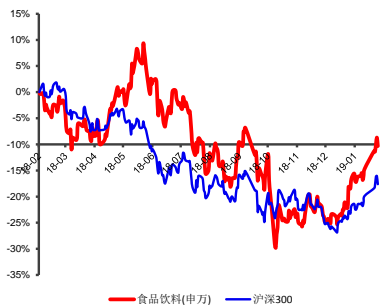
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@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	741	13.3	21.56	27.03	31.64	42.2	27.9	692.6	692.6	0.71	买入
口子窖	44.8	1.31	1.86	2.26	2.61	24.6	20.3	41.56	41.56	0.47	买入
顺鑫农业	42.1	0.72	0.77	1.35	2.03	30.4	25.0	39.78	39.78	0.70	买入
青岛啤酒	38.9	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	38.10	38.10	0.76	买入
元祖股份	21.8	0.69	0.85	1.02	1.22	34.0	23.82	19.85	19.85	0.77	买入
汤臣倍健	20.6	0.36	0.52	0.67	0.82	32.8	28.8	18.26	18.26	0.83	买入

备注：股价为 2019 年 2 月 27 日收盘价。

投资要点

- **为何在当前时点研究外资对食品饮料板块的影响？** 外资流入 A 股一直是我国资本市场热议的话题，然而进入 2019 年以来，我们发现外资对 A 股生态环境的影响日益深刻，食品饮料板块尤为明显，年初至今板块涨幅超 20%，外资无疑是这场春季躁动的重要推动力。那么，外资对板块的配置情况如何？外资为何如此青睐食品饮料板块？外资持续介入又将对板块带来什么影响？本文致力于对以上问题作出全面解答。
- **外资配置表现：2019 年加速流入，食品饮料板块最为受益。** 陆港开通以来外资持续流入 A 股，2019 年布局明显加速，年初至今北上资金净流入已超 1000 亿元，是去年同期的 3.5 倍之多。板块配置方面，外资重仓板块集中于消费和金融行业，食品饮料是外资重仓比例和超配力度最高的板块，重仓占比达 20%，备受外资青睐。个股配置方面，外资持续布局食品饮料上市公司，尤其钟爱白酒板块，2019 年以来对茅台/五粮液/洋河的持股比例分别提升 1.2/2.0/0.7pct。
- **外资为何如此青睐食品饮料板块？** 我们从估值、盈利、市值、股息四个角度分析外资的持股特征，发现外资更青睐低估值、高盈利、大市值、高股息的股票，而食品饮料板块估值较低（30 倍以下公司市值占比 77%）、盈利较好（ROE20%以上占比 83%）、市值较大（千亿以上占比 65%）、股息较高（1%以上占比 87%），因此完美符合外资的审美，基本面优秀、流动性高、回报率佳且价格相对“便宜”使得食品饮料板块受到外资持续追逐。
- **外资对食品饮料板块的影响：估值体系有望持续修复。** 盈利、市值、股息均为客观因素，也广为国内投资者所认可，而估值是内资和外资的核心分歧所在，这从 18Q4 以来内资和外资对白酒板块截然不同的配置上可见一斑。但是我们看到，18Q4 以来外资持股比例与股票走势的相关性逐渐增强，表明外资对板块的话语权提升，我们认为外资的持续流入将主导板块的估值修复，修复动力有三：1) 国内食品饮料龙头相比海外龙头存在估值折价，未来有望向其看齐；2) 过去估值体系只重视高增速，而忽略了稳健增长的“确定性”，未来有望将确定性考虑在内；3) 食品饮料龙头坐拥好行业格局+高公司壁垒，未来有望给予龙头以“护城河”的溢价。
- **投资策略：** 在 A 股国际化持续推进的大背景下，QFII 扩容、MSCI 比例提升、沪伦通等将吸引外资源源不断流入 A 股，受益于此，食品饮料板

块有望凭借良好的行业格局、突出的经营壁垒、出色的现金流以及稳健的成长性而持续享受外资流入红利。我们认为“估值国际化+增速确定性+龙头溢价”将带动板块估值体系重构，当前板块估值仍然不贵，建议持续关注板块估值修复机会。

分板块而言，白酒行业格局稳固、具有自主定价权，且最为受到外资青睐，当前名酒估值对应 19 年 PE 大多在 15-20 倍区间，对外资而言仍极具吸引力，重点推荐贵州茅台、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒等；大众品行业受经济波动影响小，龙头增速依然稳健，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

A 股国际化进程：外资正逐渐成为影响市场的重要力量	5
阶段一：设立 QFII 制度，逐步放宽准入条件.....	5
阶段二：推进互联互通机制，加强资本市场双向互动.....	5
阶段三：积极纳入国际指数，带来显著增量资金.....	6
外资配置表现：2019 年加速流入，食品饮料板块最为受益	7
总体情况：外资持续净流入 A 股，2019 年以来外资流入明显加速.....	7
板块配置：重仓消费和金融，食品饮料板块备受青睐.....	7
个股配置：持续布局食品饮料上市公司，白酒龙头加配明显.....	8
外资为何如此青睐食品饮料板块？	9
估值：偏好低估值，食品饮料公司低估值符合外资“审美”.....	9
盈利：偏好高盈利，食品饮料公司高盈利受到外资追逐.....	10
市值：偏好大市值，食品饮料公司以大盘股居多.....	11
股息：偏好高股息，食品饮料公司股息率普遍较高.....	12
外资对食品饮料板块的影响：估值体系有望持续修复	13
外资对板块行情影响加大，核心在于主导估值修复.....	13
修复动力之一：估值国际化，相比国际龙头存在估值折价.....	14
修复动力之二：过去只注重高增速，而忽视了“增速的确定性”.....	15
修复动力之三：龙头坐拥好赛道+高壁垒，理应享受溢价.....	16
投资建议	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：A 股估值水平在全球市场中处于较低水平	7
图表 2：2019 年以来外资流入明显加速	7
图表 3：食品饮料行业位列外资持仓占比首位	8
图表 4：食品饮料行业位列外资超配比例首位	8
图表 5：2018 年以来食品饮料公司的外资持股比例持续提升	8
图表 6：2019 年以来白酒外资持股比例加速提升	9
图表 7：2019 年以来食品外资持股比例稳中有升	9
图表 8：外资更青睐低估值股票	9
图表 9：食品饮料上市公司估值水平较低	10
图表 10：外资更青睐高盈利股票	10
图表 11：食品饮料上市公司盈利水平较高	11
图表 12：外资更青睐大市值股票	11
图表 13：食品饮料上市公司以大盘股居多	12

图表 14: 外资更青睐高股息股票.....	- 12 -
图表 15: 食品饮料上市公司股息率普遍较高.....	- 13 -
图表 16: 外资持股与茅台股价走势相关性提升.....	- 14 -
图表 17: 外资持股与五粮液股价走势相关性提升.....	- 14 -
图表 18: 2018 年四季度外资和内资配置分歧凸显.....	- 14 -
图表 19: 国内食品饮料龙头相比海外龙头存在估值折价.....	- 15 -
图表 20: 过去几年 A 股食品饮料公司持续稳健增长.....	- 16 -
图表 21: A 股食品饮料龙头 ROE 水平普遍较高.....	- 16 -
图表 22: 重点公司盈利预测表.....	- 17 -

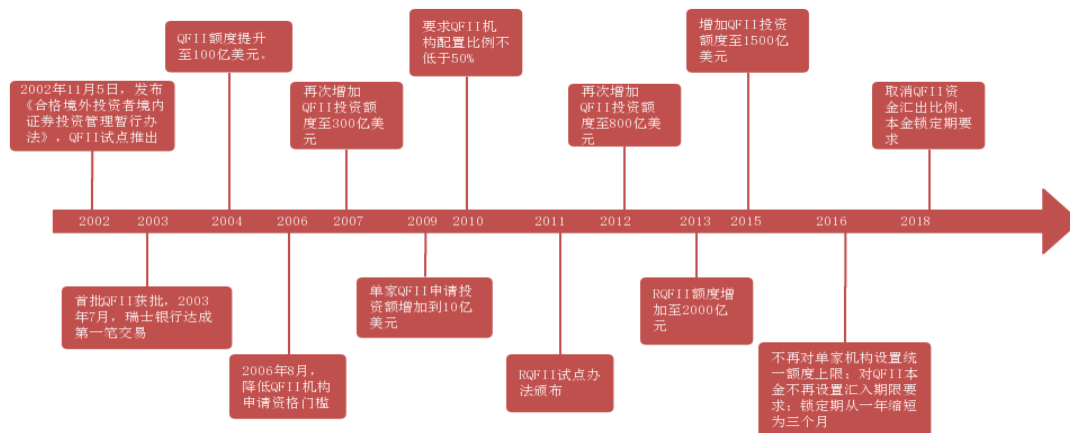
A 股国际化进程：外资正逐渐成为影响市场的重要力量

- A 股的国际化进程主要包含以下几个方面：第一是设立 QFII，开启了 A 股对外开放进程；第二是互联互通机制，其中包括已开通的沪港通、深港通和将要开通的沪伦通，拉开了资本市场双向开放的序幕；第三是纳入国际指数，其中 MSCI 已经按 5% 纳入，后续有望提升至 20%。A 股国际化正有条不紊地向前推进，将源源不断地为 A 股市场带来增量资金，进而逐渐影响 A 股市场的投资生态环境。下面我们首先对 A 股的国际化进程展开梳理。

阶段一：设立 QFII 制度，逐步放宽准入条件

- QFII 制度是我国首次向外资开放的投资 A 股市场的渠道，开启了 A 股对外开放的进程。2002 年 11 月，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》正式出台。此后，证监会和外汇管理局多次调高 QFII 单家额度和总额度，降低 QFII 机构的申请门槛，放松了本金以及资金汇入汇出的相关限制。2019 年 1 月 14 日，国家外管局宣布将 QFII 总额度由 1500 亿美元增加到 3000 亿美元。随后，1 月 31 日证监会又修订制度将 QFII 和 RQFII 两项制度合二为一，进一步放宽准入条件。从最新数据来看，目前共有 316 家境机构获得 QFII 资格，投资额度达到 1013 亿美元。

图表 2：QFII 制度推进进展

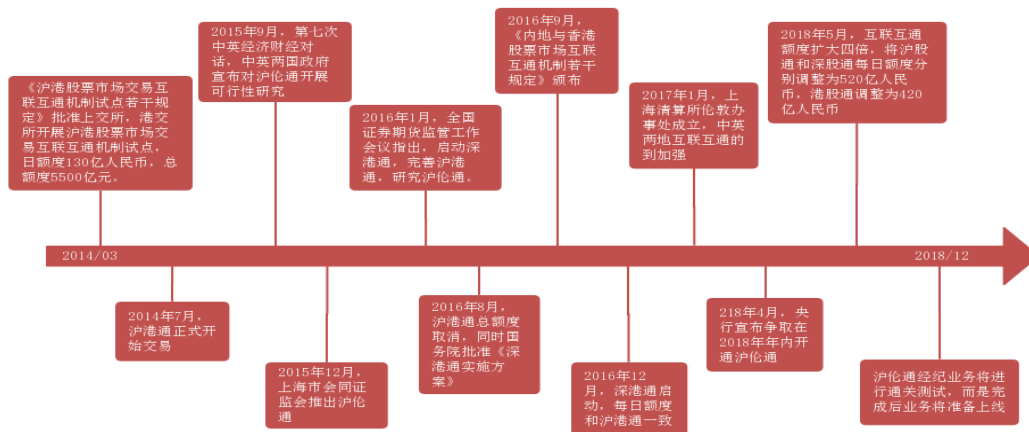


来源：中泰证券研究所

阶段二：推进互联互通机制，加强资本市场双向互动

- 2014 年 11 月，上海和香港股票市场互联互通机制的开通，标志着 A 股对外开放进入双向互动的阶段。相对于 QFII 制度，陆股通对资金双向流动的限制更少，没有主体资格备案、审批要求，额度没有总量的限制，并且对于资金汇入汇出的限制更少。2016 年 12 月，深港通启动，每日额度和沪港通一致。2018 年陆股通累计净流入金额同比增长 47%，2019 年年初至今增速更是高达 352%，截至目前累计净流入金额已超过 7500 亿元，陆股通日渐成为外资进入中国 A 股市场的最主要的渠道。

图表 6: 互联互通机制推进进展

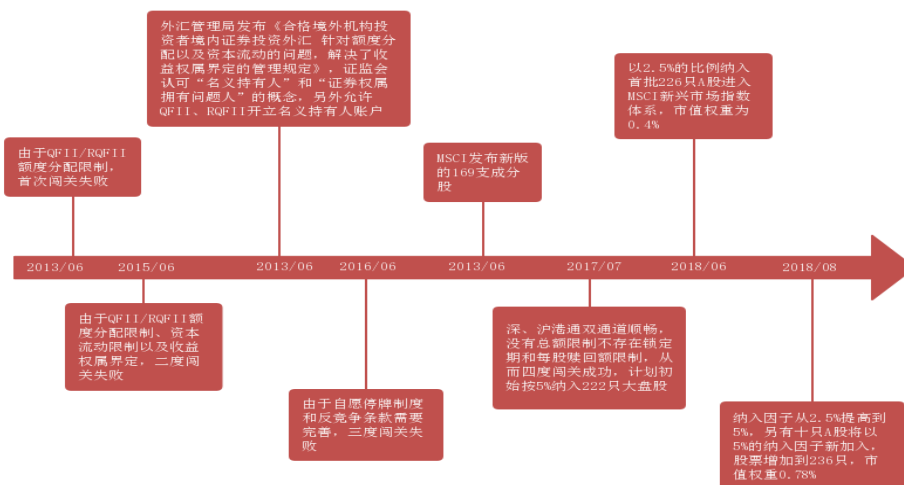


来源：中泰证券研究所

阶段三：积极纳入国际指数，带来显著增量资金

- 除加强自身对外开放之外，A股还积极向国际指数靠拢。A股共四度向MSCI指数发起闯关，并成功分两步纳入：第一步是于2018年6月以2.5%的比例纳入226只A股，市值权重0.4%；第二步是在今年9月将纳入因子提高到5%，并且增加10只股票至236只股票，市值权重增加到0.75%，后续MSCI将于3月之前公布是否将A股纳入因子从5%提升至20%的决议。纳入MSCI指数和富时罗素和道琼斯三大国际指数，其意义不在于为外资增加新的入场渠道，而是为A股带来显著的增量资金，跟踪国际指数的被动型指数基金以及参考国际指数的主动型基金均会对A股展开配置，若后续能成功将MSCI比例升至20%，伴随入市的增量资金有望进一步成为完善A股价值体系的重要力量。

图表 8: A股纳入MSCI指数进展



来源：中泰证券研究所

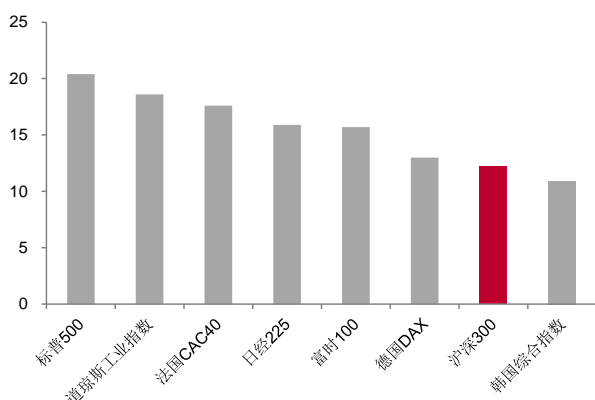
外资配置表现：2019 年加速流入，食品饮料板块最为受益

- A 股市场上的外资主要包括陆港通、QFII、RQFII 和 FDI，由于陆港通资金交易最为活跃、交易信息披露最为频繁，而且陆港通累计流入金额最高（超过 7500 亿），陆港通以逐渐成为外资进入 A 股最主要的渠道，因此本文主要分析陆港通资金对 A 股食品饮料板块的投资偏好以及对板块带来的影响。

总体情况：外资持续净流入 A 股，2019 年以来外资流入明显加速

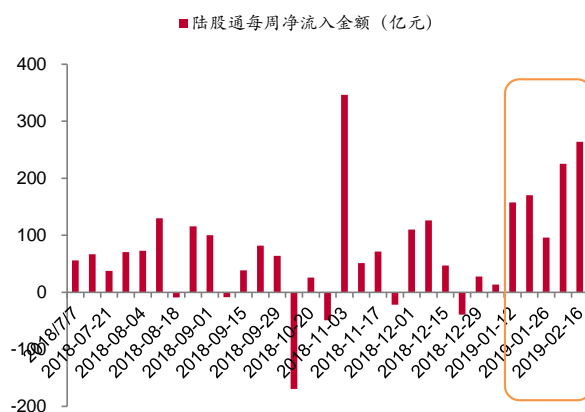
- 陆股通开通以来，外资借道陆股通持续流入 A 股，北上资金净流入金额持续高增长，2018 年净流入金额达到 2942 亿元，同比增长 47%，陆股通开通以来累积净流入金额已超过 7500 亿元。进入 2019 年以来，北上资金买入力度进一步加大，截至 2 月 19 日，净流入金额已超过 1000 亿元，比去年提前约 3 个月时间，且 1 月净流入规模达到 606.88 亿元，创下单月净流入金额的新高，可见今年以来北上资金对 A 股加速布局，成为本轮春季躁动行情的重要推动力。

图表 1：A 股估值水平在全球市场中处于较低水平



来源：wind、中泰证券研究所

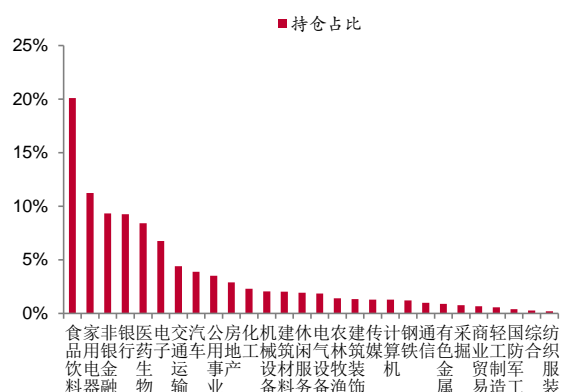
图表 2：2019 年以来外资流入明显加速



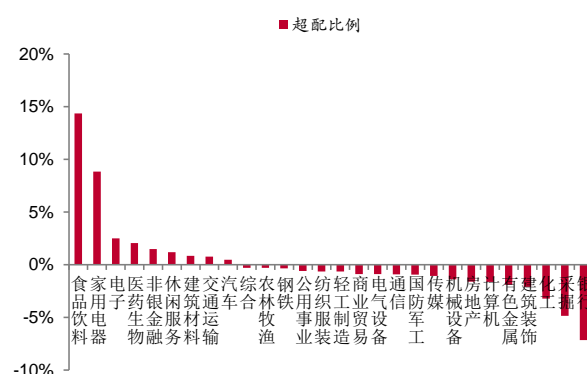
来源：wind、中泰证券研究所

板块配置：重仓消费和金融，食品饮料板块备受青睐

- 首先从外资对于各行业的重仓比例来看，北上资金前五大重仓行业分别为食品饮料、家用电器、非银金融、银行、医药生物，集中于消费和金融行业。从超配比例来看，北上资金前五大超配行业分别为食品饮料、家用电器、电子、医药生物、非银金融，而低配市值占比最大的银行板块。不难发现，不管是从重仓比例还是超配比例来看，食品饮料板块均是外资配置比例最高的行业，板块持仓占比达到 20%，且处于持续加仓状态，同比去年提升约 2pct，可见食品饮料行业尤为受到外资青睐。

图表 3: 食品饮料行业位列外资持仓占比首位


来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 食品饮料行业位列外资超配比例首位


来源: wind、中泰证券研究所

个股配置: 持续布局食品饮料上市公司, 白酒龙头加配明显

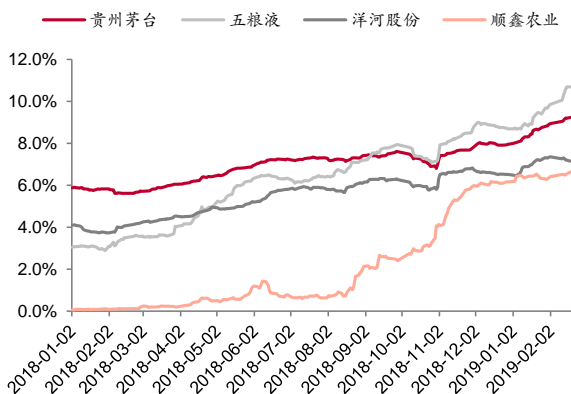
- 从外资持仓标的来看, 前 10 大重仓股中有 3 只个股来自食品饮料行业, 其中贵州茅台占据榜首, 在外资总持仓中占比 9.7%, 五粮液和伊利分列第 6 和第 8 位。2018 年以来北上资金对 A 股食品饮料上市公司持股比例持续提升, 进入 2019 年后受 QFII 额度扩大影响, 外资买入力度进一步加速。从子行业的偏好来看, 外资相对而言更青睐白酒板块, 可以看到 2019 年以来外资对贵州茅台、五粮液、洋河股份的持股比例分别提升 1.2、2.0、0.7pct, 而食品龙头的持股比例则保持相对稳定。

图表 5: 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%

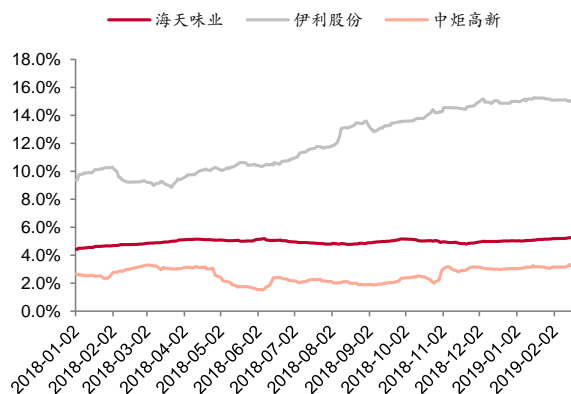
来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 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 7: 2019 年以来食品外资持股比例稳中有升



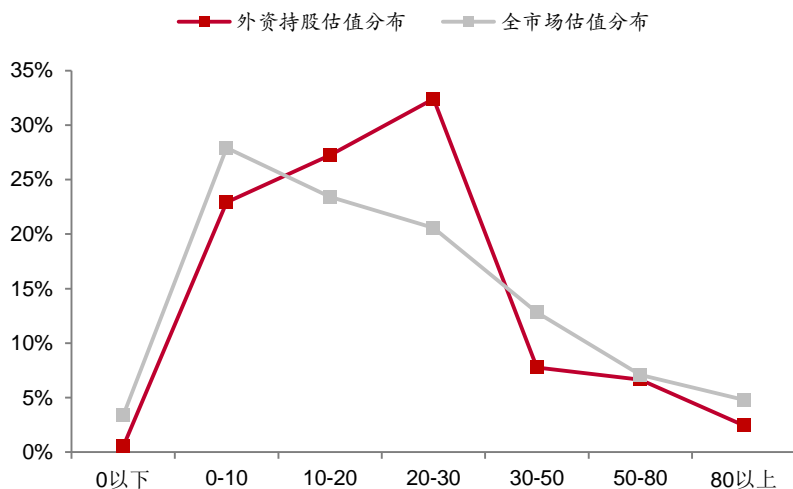
来源: wind、中泰证券研究所

外资为何如此青睐食品饮料板块?

估值: 偏好低估值, 食品饮料公司低估值符合外资“审美”

- **估值层面, 外资更青睐低估值股票。**从估值的角度来看, 外资更青睐低估值股票, 我们以 PE (TTM) 作为估值的代理指标, 发现外资对 30 倍以下公司的持股比例达到约 83%, 而全市场中这一比例约为 72%。再细分来看, 外资对 10-30 倍公司的持股比例显著更高一些, 占比达到 60%, 超出全市场 16pct, 而 10 倍以下公司持股比例相对较低, 我们认为这是由于 10 倍以下标的主要为银行股和周期股, 而 10-30 倍公司集中了大量消费股和非银金融股, 这与我们上文得出的外资配置偏好是一致的, 可见外资并非唯估值论, 而是在低估值板块中优选消费、非银等标的。

图表 8: 外资更青睐低估值股票

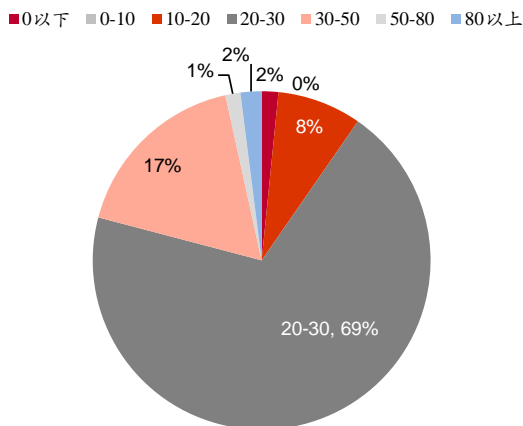


来源: wind、中泰证券研究所

- **A 股食品饮料公司符合低估值特征。**下面我们来看 A 股食品饮料板块是否符合低估值这一特征。经过测算, 食品饮料板块中, 估值在 30 倍以

下的达到 77%，且均集中于 10-30 倍的区间，这与外资对低估值公司的持股比例是相一致的。因此，A 股食品饮料板块估值水平较低，相对“便宜”的价格符合外资的审美。

图表 9: 食品饮料上市公司估值水平较低

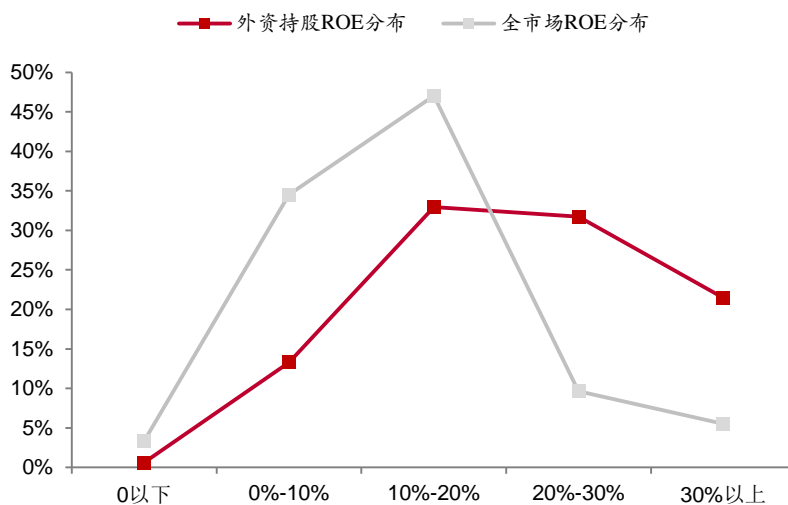


来源: wind、中泰证券研究所

盈利: 偏好高盈利, 食品饮料公司高盈利受到外资追逐

- **盈利层面, 外资更青睐高盈利股票。**从盈利能力的角度来看, 外资更偏好高盈利股票, 我们以 ROE (TTM) 作为盈利能力的代理指标, 发现外资对 ROE 在 20% 以上的标的持股比例达到约 53%, 而全市场中这一比例仅约为 15%, 表明外资对高盈利能力标的的配置明显更高。由此可见, 基本面是外资选择股票的重要考虑因素, 出色的盈利能力往往代表着良好的商业模式以及一定的护城河, 相对更受外资青睐。

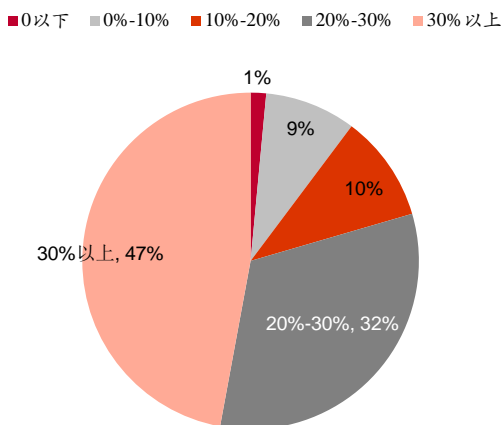
图表 10: 外资更青睐高盈利股票



来源: wind、中泰证券研究所; 注: 分布比例均按总市值统计, 下同。

- **A 股食品饮料公司符合高盈利特征。**A 股食品饮料上市公司盈利能力佳，经过测算，79%的食品饮料上市公司 ROE 在 20%以上，其中 ROE 在 20%-30%区间的占比为 32%，30%以上区间的占比为 47%，这与外资对 ROE20%以上公司的持股比例是相一致的。因此，A 股食品饮料行业盈利能力较高、经营壁垒较强，具备优质的基本面，板块价值白马持续受到外资追逐。

图表 11: 食品饮料上市公司盈利水平较高

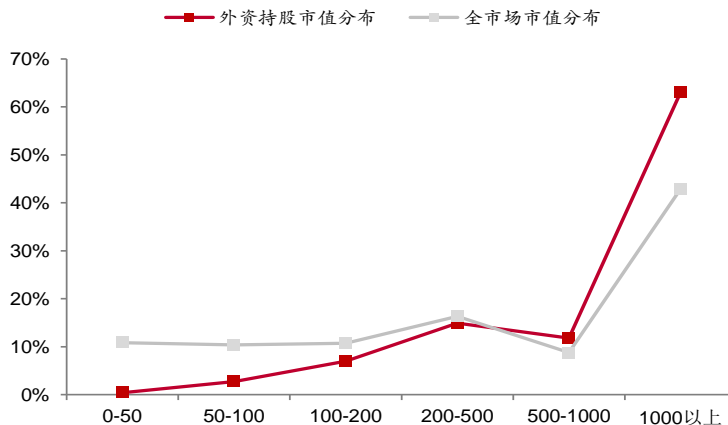


来源: wind、中泰证券研究所

市值: 偏好大市值, 食品饮料公司以大盘股居多

- **市值层面, 外资更青睐大市值股票。**从市值的角度来看, 外资更青睐大市值股票, 外资对 1000 亿市值以上的公司持股比例达到约 63%, 而全市场中这一比例约为 43%, 超出市场 20pct, 表明外资持仓主要集中于大盘股。一方面大市值股票具备良好的流动性, 另一方面大市值股票集中于行业龙头, 业绩与估值均具备一定优势, 与上文的低估值、高盈利特征具有一致性。

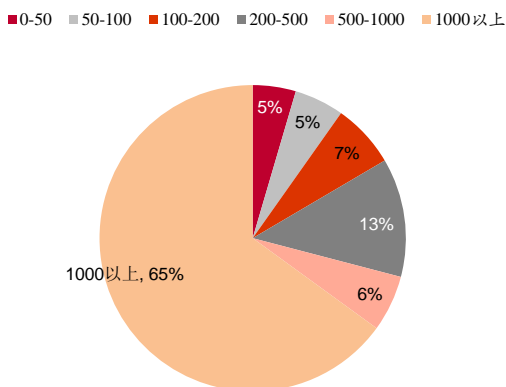
图表 12: 外资更青睐大市值股票



来源: wind、中泰证券研究所

- **A 股食品饮料公司符合大市值特征。**A 股食品饮料上市公司以大盘股居多，经过测算，65%的食品饮料上市公司市值在 1000 亿元以上，84%的食品饮料上市公司市值在 200 亿元以上，这与外资对大市值公司的持股比例是相一致的。A 股食品饮料上市公司中集合了众多子行业的龙头，总市值破千亿的公司包括茅台、五粮液、海天、洋河、伊利，给予外资充足的可持续介入的空间。

图表 13: 食品饮料上市公司以大盘股居多

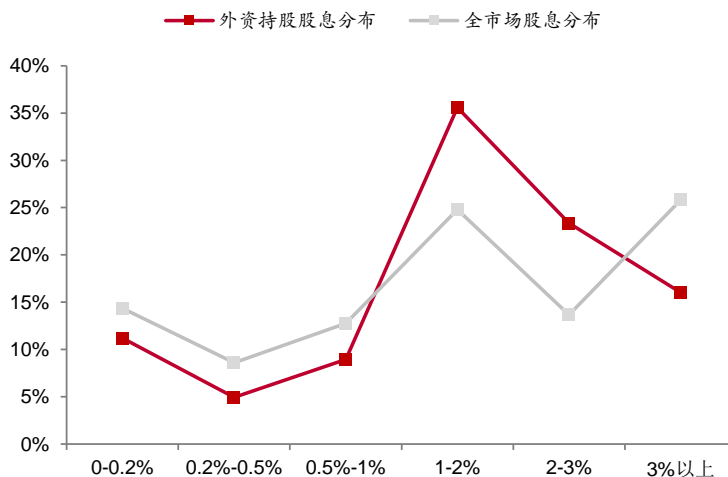


来源: wind、中泰证券研究所

股息: 偏好高股息, 食品饮料公司股息率普遍较高

- **股息层面, 外资更青睐高股息股票。**从股息率的角度来看, 外资更偏好高股息率股票, 外资对股息率 1%以上的公司持股比例达到约 75%, 而全市场中这一比例约为 64%, 超出市场 11pct。一方面, 高股息率意味着股票能为股东带来较为稳定的长线投资回报, 另一方面, 高股息率的背后也与较高的盈利能力、较好的现金流水平相挂钩, 因此高股息率的股票更受外资青睐。

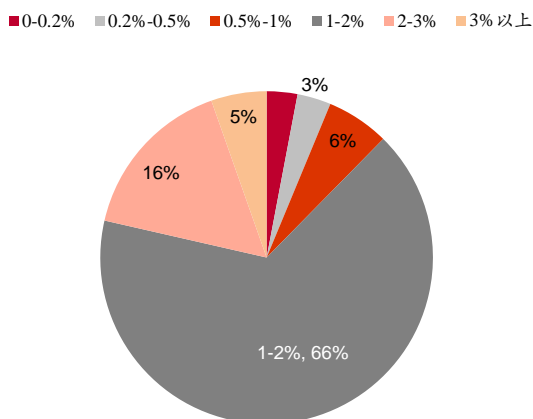
图表 14: 外资更青睐高股息股票



来源: wind、中泰证券研究所

- **A 股食品饮料公司符合高股息特征。**A 股食品饮料上市公司股息率同样能够满足外资对于高股息的要求，股息率超过 1%的食品饮料上市公司占比约为 87%，其中股息率在 1%-2%区间的占比为 66%，2%-3%以及 3%以上区间的占比分别为 16%和 5%，这与外资对高股息率公司的持股比例是一致的。因此，对于风格稳健、追求稳定收益的外资而言，食品饮料板块的高股息特征成为外资大举介入的重要吸引力。

图表 15: 食品饮料上市公司股息率普遍较高



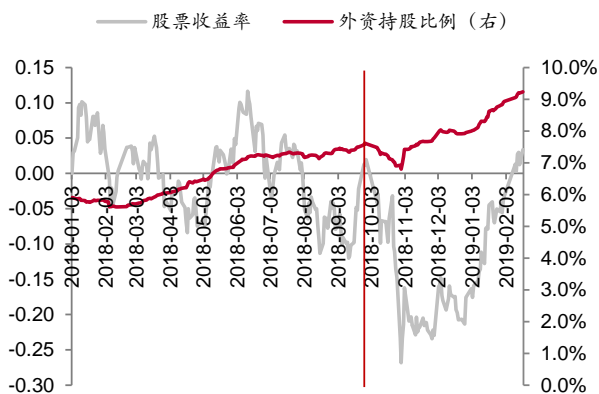
来源：wind、中泰证券研究所

外资对食品饮料板块的影响：估值体系有望持续修复

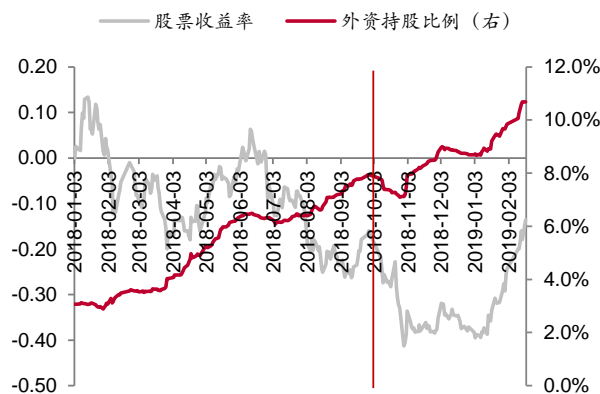
外资对板块行情影响加大，核心在于主导估值修复

- **外资话语权提升，内外资对配置的分歧实际上是对估值的分歧。**关于外资流入对于食品饮料板块的影响，我们首先从两个有意思的现象说起：
 - **现象一：内资与外资的配置分歧逐渐凸显，核心在于内资认为板块估值偏高。**我们可以发现，从 2018 年四季度开始，内资和外资对于食品饮料板块的配置出现明显分歧，尤其对于白酒板块，外资持续增仓，而内资则处于减仓状态，如贵州茅台/五粮液/泸州老窖/顺鑫农业等标的均能够明显体现这一现象，而内资减仓的背后实际上是反映了在三季报业绩逊于预期、白酒由此前高速增长转为稳健增长的情况下，内资对于板块估值的“恐高”。
 - **现象二：外资话语权提升，核心在于认可板块估值。**通过回顾外资买入和板块走势可以发现，外资对于食品饮料板块行情的影响正在逐步提升：如在 2018 年四季度之前，茅台/五粮液的外资持股比例与股票收益率相关性很低，外资以增持为主，而股价基本处于区间震荡；而从四季度开始，两者相关性明显增强，股价随着外资的增持而震荡回升，表明外资对板块行情的影响愈来愈大，而这其中核心即在于外资认为对于具有好格局+高壁垒+高确定性的优质酒企而言，板块估值仍然具有吸引力。
 - **结合两个现象，问题一目了然，即四季度以来内资和外资的配置分**

歧实质为估值的分歧，在这种“较量”之下，外资对板块的话语权逐渐提高，外资的持续流入正在主导板块的估值修复。那么，支撑外资认可板块估值而买入的动力是什么？外资主导的板块估值修复是否有持续性？下面我们对此进行回答。

图表 16：外资持股与茅台股价走势相关性提升


来源：wind、中泰证券研究所

图表 17：外资持股与五粮液股价走势相关性提升


来源：wind、中泰证券研究所

图表 18：2018 年四季度外资和内资配置分歧凸显

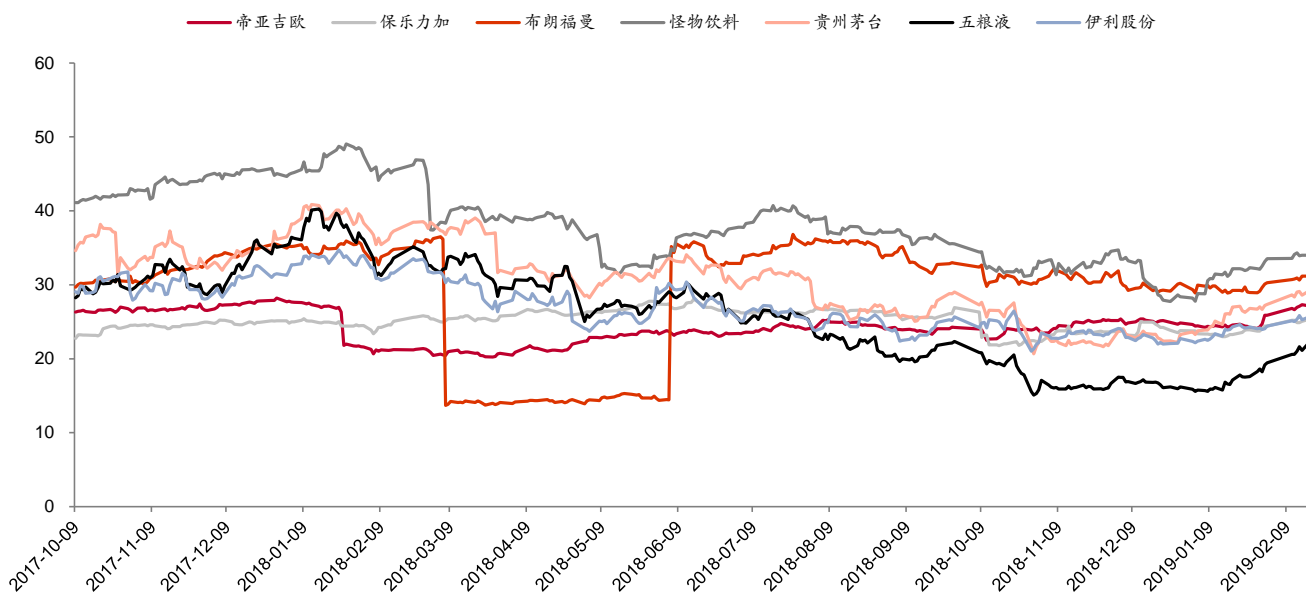
	内资持仓比例变化		外资持仓比例变化		内资持仓比例变化		外资持仓比例变化	
贵州茅台	-0.70%	0.35%	汤臣倍健	-1.51%	0.65%			
伊利股份	-0.69%	1.43%	山西汾酒	-1.98%	0.27%			
五粮液	-1.02%	0.75%	水井坊	-1.32%	0.53%			
泸州老窖	-1.23%	1.25%	口子窖	-1.26%	0.38%			
洋河股份	-0.88%	0.24%	中炬高新	0.43%	0.72%			
顺鑫农业	-6.59%	3.75%	海天味业	0.21%	-0.13%			
古井贡酒	-5.79%	0.43%	双汇发展	0.73%	-0.53%			

来源：wind、中泰证券研究所

修复动力之一：估值国际化，相比国际龙头存在估值折价

- 海外食品饮料板块优质标的较为稀缺，外资往往给予那些格局好、壁垒高且具有成长性的龙头以较高的估值水平。相比而言，A 股食品饮料龙头存在一定的估值折价，如烈酒板块，海外烈酒巨头帝亚吉欧、保乐力加、布朗福曼的 PE (TTM) 分别约为 27、25、31 倍，而 A 股白酒板块对应 19 年的 PE 大多处于 15-20 倍区间。从另一个角度来看，五粮液相比茅台存在折价，因此外资对五粮液的增持力度高于茅台，2018 年对五粮液和茅台的持股比例分别增加 5.7 和 2.1pct，进一步反映出外资对于板块低估值标的的“抄底”。因此，A 股食品饮料龙头估值有望向国际巨头的估值水平看齐，享受由估值折价带来的修复空间。

图表 19: 国内食品饮料龙头相比海外龙头存在估值折价



来源: wind、中泰证券研究所

修复动力之二: 过去只注重高增速, 而忽视了“增速的确定性”

- 经过了 13-14 年调整之后, 过去几年 A 股食品饮料上市公司业绩保持快速增长, 业绩增速中枢在 30% 左右。而从 2018 年三季度开始, 行业业绩增速出现回落, 中枢回到 20% 左右, 而增速的换挡使内资短期内降低了对行业未来的预期, 板块估值水平亦随之下降。而正是此时外资逐渐加大买入力度, 与内资减仓形成鲜明对比。我们认为这体现了二者的**估值理念的差异**: 内资认为只有高增速才能给予高估值, 而外资认为虽然增速换挡, 但只要仍能够保持持续增长, 即只要具有增长的确定性, 就依然能够给予较高的估值水平。事实上, 我们认为后者是未来板块估值体系演化的方向, 因为很多国内食品饮料龙头体量已经很大, 在如此大的体量下仍能保持 15%-20% 左右的持续增长已实属不易, 理应不能只按照成长性给予估值, 而要将确定性也考虑在内, 因此我们认为未来板块估值体系有望给予“增速的确定性”以更高的溢价。

图表 20: 过去几年 A 股食品饮料公司持续稳健增长

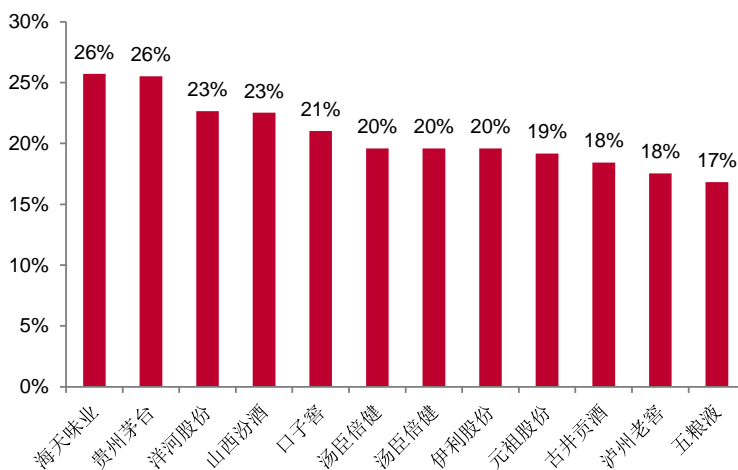
	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
贵州茅台	1.00%	7.84%	61.97%	23.77%
五粮液	5.85%	9.85%	42.58%	36.32%
泸州老窖	67.42%	30.89%	30.69%	37.73%
洋河股份	19.03%	8.61%	13.73%	26.11%
古井贡酒	19.85%	15.94%	38.46%	57.46%
口子窖	43.41%	29.41%	42.15%	26.68%
山西汾酒	46.34%	16.24%	56.02%	56.89%
顺鑫农业	4.68%	9.65%	6.25%	97.03%
伊利股份	11.76%	22.24%	5.99%	2.24%
海天味业	20.06%	13.29%	24.21%	23.33%
中炬高新	-13.78%	46.55%	25.08%	36.95%
汤臣倍健	26.44%	-15.78%	43.17%	31.72%
元祖股份	40.33%	9.18%	62.88%	25.55%
桃李面包	27.11%	25.53%	17.85%	29.27%

来源: wind、中泰证券研究所

修复动力之三: 龙头坐拥好赛道+高壁垒, 理应享受溢价

- 食品饮料上市公司多为各个子行业的龙头, 有的在行业中占据自主定价权 (如茅台), 有的具有很强的品牌优势 (如伊利、海天、中炬), 有的在细分领域快速扩张 (如榨菜、桃李、绝味)。总结来看, 食品饮料龙头一方面坐拥良好的行业格局, 另一方面在各自领域凭借其品牌、渠道壁垒保持稳健的成长性, 理应给予龙头以“护城河”的溢价。而当前市场上尚未充分认识到这一点, 我们认为外资的介入有望修复龙头的估值水平, 进而带动整个板块估值进一步回升, 今年年初以来的行情已经印证了这一点, 行业龙头买入力度明显更高。

图表 21: A 股食品饮料龙头 ROE 水平普遍较高



来源: wind、中泰证券研究所

投资建议

- 在 A 股国际化持续推进的大背景下，QFII 扩容、MSCI 比例提升、沪伦通等将吸引外资源源不断流入 A 股，受益于此，食品饮料板块有望凭借良好的行业格局、突出的经营壁垒、出色的现金流以及稳健的成长性而持续享受外资流入红利。我们认为当前板块估值仍然不贵，“估值国际化+增速确定性+龙头溢价”将带动板块估值体系重构，建议持续关注板块估值修复机会。
- 分板块而言，白酒行业格局稳固、具有自主定价权，且最为受到外资青睐，当前名酒估值对应 19 年 PE 大多在 15-20 倍区间，对外资而言仍极具吸引力，重点推荐贵州茅台、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒等；大众品行业受经济波动影响小，龙头增速依然稳健，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 22: 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	740.70	9303.2	21.56	27.03	31.64	34.4	27.4	23.4
五粮液	70.06	2659.5	2.55	3.32	3.71	27.5	21.1	18.9
泸州老窖	51.28	718.9	1.75	2.37	2.75	29.3	21.6	18.6
洋河股份	109.90	1656.2	4.40	5.38	6.73	25.0	20.4	16.3
古井贡酒	78.25	394.4	2.28	3.26	3.82	34.3	24.0	20.5
山西汾酒	48.31	418.4	1.09	1.72	2.10	44.3	28.1	23.0
口子窖	44.79	268.7	1.86	2.26	2.61	24.1	19.8	17.2
水井坊	41.48	202.8	0.69	1.22	1.59	60.1	34.0	26.1
沱牌舍得	27.80	93.7	0.43	0.93	1.33	64.7	29.9	20.9
顺鑫农业	42.10	240.4	0.77	1.35	2.03	54.7	31.2	20.7
伊力特	16.58	73.1	0.80	1.07	1.34	20.7	15.5	12.4
老白干酒	15.50	67.9	0.37	0.73	1.04	41.9	21.2	14.9
迎驾贡酒	16.13	129.0	0.83	0.93	1.03	19.4	17.3	15.7
伊利股份	26.63	1632.2	0.99	1.03	1.24	26.9	25.9	21.5
绝味食品	39.67	162.6	1.26	1.58	1.95	31.5	25.1	20.3
元祖股份	21.81	52.3	0.85	1.02	1.22	25.7	21.4	17.9
青岛啤酒	38.94	525.7	0.94	1.05	1.32	1.6	37.1	29.5
重庆啤酒	33.81	163.6	0.68	0.86	1.02	49.7	39.3	33.1
中炬高新	32.00	255.0	0.57	0.77	0.95	56.1	41.6	33.7
海天味业	76.34	2065.8	1.31	1.58	1.92	58.3	48.3	39.8
安琪酵母	27.30	90.1	1.03	1.17	1.41	26.5	23.3	19.4
双汇发展	23.94	790.0	1.31	1.49	1.65	18.3	16.1	14.5
恒顺醋业	11.60	69.9	0.47	0.43	0.44	24.7	27.0	26.4
光明乳业	9.32	114.1	0.50	0.59	0.68	18.6	15.8	13.7

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。