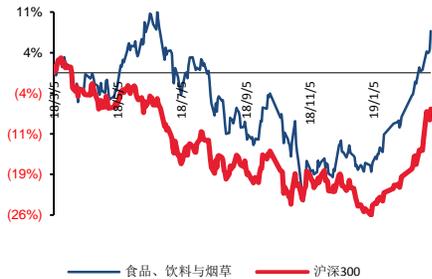


日常消费 食品、饮料与烟草

食品饮料：外资控盘后的推演，易涨难跌，宏观决定走势

■ 走势对比



■ 子行业评级

食品	看好
烟草Ⅲ	看好
饮料	中性

■ 推荐公司及评级

相关研究报告：

《今世缘：增长势头良好，省内市场持续突破》—2019/03/01

《伊利股份年报点评：单四季度略超预期，2019年收入继续高增长》—2019/03/01

《黄付生：白酒未来的景气周期和投资逻辑》—2019/02/15

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

报告摘要

外资主导行情，内资加速抢筹

去年以来市场资金发生很大变化，无论是通过陆股通的北上资金，还是各路 QFII，他们成了唯一的增量资金，且持续买入，催生了去年底到春节的白酒反弹行情。

北上资金一直持续买入的是贵州茅台、伊利股份、洋河股份等龙头股，五粮液发布业绩的大幅预增公告后，也成为被围猎的对象。我们看到，截至 2 月 28 日，这些公司的自由流通股的 20% 之上的持仓都被沪深股通持有。

龙头股的领涨，迫使国内的机构加仓，在基本面的支撑下，古井贡酒、山西汾酒、顺鑫农业、口子窖、泸州老窖等成为国内机构加仓的选择，今年以来涨幅皆不能都在 30% 之上。

近期 MSCI 指数的调整和权重增加，今世缘、口子窖等成为国内资金抢筹的稀缺品种，因为这类公司借基本面好，估值便宜，但北上资金的持仓还很低，此时加速买入，是可以有套利空间的。水井坊的上涨，可以看作外资大股东的不计成本的加仓。

海天味业、安琪酵母和双汇发展等食品股位于持仓中规中矩，国内资金又有所回避，股价表现相对平淡。两只啤酒股由于行业龙头地位的缺失，在百威、华润啤酒和重啤的分流下，表现也一般。

因此，今年一季度的食品饮料行情的特征鲜明。北上资金点燃行情，国内机构被迫加仓，部分品种成为抢筹对象。

外资已控盘，还有加仓空间，控制定价权

我们统计北上资金（QFII）、国内公募基金、国家队（汇金、中证金）三股资本市场主要的机构投资者的持仓，由于国家队基本持仓不动，因此去年三季报的数据也能代表现在。公募选取去年底的数据，北上资金选取 2019 年 2 月 28 日的数据。剔除不减持的主要股东的股权，我们分析真实流通股的持仓占比会发现。贵州茅台、五粮液、海天微页、洋河股份、伊利股份、水井坊、涪陵榨菜、承德露露等公司，北上资金是最大的真实流通股持有者，他们的持仓远远高于基金和国家队，考虑到国家队持股不动，这些优质公司的真正流通的股份，基本被北上资金所持有。北上资金已经控盘这些公司一点不为过。

尽管北上资金对这些个股真实流通股的持仓占比较高，但参照台湾等地区的持仓结构，考虑到未来 A 在海外指数的权重继续增加等情况，QFII 和北上资金还会持续增加持仓，我们认为他们的持仓从现在的占真实流通股的 20%，会增加到 40% 左右，基本还有一倍的加仓空间。

如果是这种局面的话，所有优质消费股的估值都从现在的 20 多倍，上升到接近 30 倍，向海天味业的逻辑靠齐，高溢价和高估值可能会成为常态，这将打破国内的投资和研究逻辑，也是国内的投资难以接受的，这也是外资控盘、掌握他们定价权的原因。

外资和公募的对决：你投你的，我炒我的！

根据上面北上资金和国内机构投资逻辑背离和定价的冲突发生后，在品种的选择上也必将会发生背离。

外资会不停的买茅台、五粮液、伊利等消费龙头股，尽管他们的收入和利润增速慢慢降低，估值较高等都阻止不了北上资金和 QFII 不停买入的节奏，这个过程一定是这些股票持续上涨的过程，他们一定会易涨难跌。但这个过程可能会是国内机构持续卖出的，如果市场风险偏好提升，国内的机构，无论公募、私募或保险一定会减持消费股，追加成长或周期股。

即使在同行业的品种，也会出现，你投你的，我买我的。就像调味品的海天味业和中炬高新，外资会扎堆到海天味业，愿意为他的龙头地位给 40 或 50 倍的估值，国内的机构无法容忍，持仓很少。但他们会集中投资成长性更好、市值更小的行业老二，愿意为他未来广阔的成长性给 40 或 50 倍的 PE。

从数据我们也会看到，北上资金站海天真实流通股比例超过 25%，而基金和国家队合计不足 15%，但在中炬高新的真实流通股持仓占比重，北上资金仅 5%，而公募超过 15%，国家队也有 10%。白酒未来一定也会这样，茅台和五粮液、洋河外资持股越来越多，国内的资金持仓会越来越少，但山西汾酒、古井贡酒、口子窖、今世缘等将成为国内机构集中买入持有的品种。

外资会卖吗？优质消费股是否还会有周期

外资的长期资金属性、低的回报预期和成熟的投资理念，是否就意味着他们可以长期持有，不断买入，将我们优质公司的大部分真实流通股全部吃掉？

我们也知道，任何行业都是由周期的，景气周期高增长高溢价，股价持续上升，而在景气回落期，应该是低增长、股价下跌的。但北上资金打破了这一规律，即使在行业景气度回落的时候，他们也是不停的买入，使相关公司的股价易涨难跌。

是否就意外这些公司就没有了周期，不会调整，外资就不会卖出了？

答案当然是否定的。

尽管短期外资是持续买入的,今年还有各类国家指数将 A 纳入,外资在国内市场的占比会越来越高,成为第一大机构都有可能。但外资也是以营利为目的的,当发生下列情况时,他们也会减持,套现离场的。

风险提示

非洲猪瘟继续恶化、异常天气等因素导致农产品价格大幅波动,对食品饮料企业带来成本大幅增加。政策制定及出台具有不确定性,或经济波动性带来的行业风险。

目录

一、 行业观点及投资建议	5
(一) 外资主导行情，内资加速抢筹	5
(二) 外资已控盘，还有加仓空间，控制定价权	6
(三) 外资和公募的对决：你投你的，我炒我的	7
(四) 外资会卖吗？优质消费股是否还会有周期	8
二、 板块行情	9

一、行业观点及投资建议

(一) 外资主导行情，内资加速抢筹

去年以来市场资金发生很大变化，无论是通过陆股通的北上资金，还是各路QFII，他们成了唯一的增量资金，且持续买入，催生去年底到春节的白酒反弹行情。

北上资金一直持续买入的是贵州茅台、伊利股份、洋河股份等龙头股，五粮液发布业绩的大幅预增公告后，也成为被围猎的对象。我们看到，截至2月28日，这些公司的自由流通股的20%之上的持仓都被沪深股通持有。

我们统计加入A股食品饮料公司纳入MSCI成分股：

图表 1 A股食品饮料公司纳入MSCI成分股

	年初至今涨跌幅	市值（亿元）	沪（深）股通持股占自由流通股比例
古井贡酒	44.18%	391.80	2.06%
今世缘	43.41%	260.69	1.02%
山西汾酒	41.48%	429.37	4.04%
五粮液	40.53%	2775.35	25.90%
顺鑫农业	32.46%	241.02	11.29%
水井坊	31.04%	202.75	16.48%
贵州茅台	27.97%	9484.42	26.54%
口子窖	27.74%	268.80	2.76%
泸州老窖	26.02%	750.54	8.11%
伊利股份	18.18%	1643.53	16.68%
洋河股份	17.24%	1673.51	20.91%
燕京啤酒	13.48%	180.39	3.24%
中炬高新	12.53%	264.09	5.30%
海天味业	11.45%	2070.64	23.11%
青岛啤酒	9.81%	517.16	3.33%
安琪酵母	9.31%	227.28	10.56%
双汇发展	2.37%	796.84	10.45%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

龙头股的领涨，迫使国内的机构加仓，在基本面的支撑下，古井贡酒、山西汾酒、顺鑫农业、口子窖、泸州老窖等成为国内机构加仓的选择，今年以来涨幅皆不能都在30%之上。

近期MSCI指数的调整和权重增加，今世缘、口子窖等成为国内资金抢筹的稀缺品种，因为这类公司借本面好，估值便宜，但北上资金的持仓还很低，此时加速买入，

是可以有套利空间的。水井坊的上涨，可以看作外资大股东的不计成本的加仓。

海天味业、安琪酵母和双汇发展等食品股位子持仓中规中矩，国内资金又有所回避，股价表现相对平淡。两只啤酒股由于行业龙头地位的缺失，在百威、华润啤酒和重啤的分流下，表现也一般。

因此，今年一季度的食品饮料行情的特征鲜明。北上资金点燃行情，国内机构被迫加仓，部分品种成为抢筹对象。

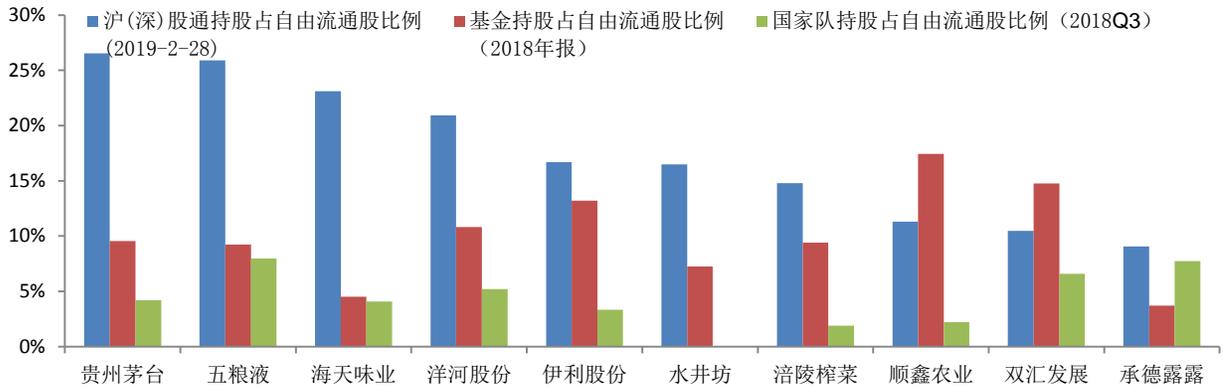
(二) 外资已控盘，还有加仓空间，控制定价权

我们统计北上资金（QFII）、国内公募基金、国家队（汇金、中证金）三股资本市场主要的机构投资者的持仓，由于国家队基本持仓不动，因此去年三季报的数据也能代表现在。公募选取去年底的数据，北上资金选取2月28日的数据。剔除不减持的主要股东的股权，我们分析真实流通股的持仓占比会发现。贵州茅台、五粮液、海天微页、洋河股份、伊利股份、水井坊、涪陵榨菜、承德露露等公司，北上资金是最大的真实流通股持有者，他们的持仓远远高于基金和国家队，考虑到国家队持股不动，这些优质公司的真正流通的股份，基本被北上资金所持有。北上资金已经控盘这些公司一点不为过。

尽管北上资金对这些个股真实流通股的持仓占比较高，但参照台湾等地区的持仓结构，考虑到未来A在海外指数的权重继续增加等情况，QFII和北上资金还会持续增加持仓，我们认为他们的持仓从现在的占真实流通股的20%，会增加到40%左右，基本还有一倍的加仓空间。

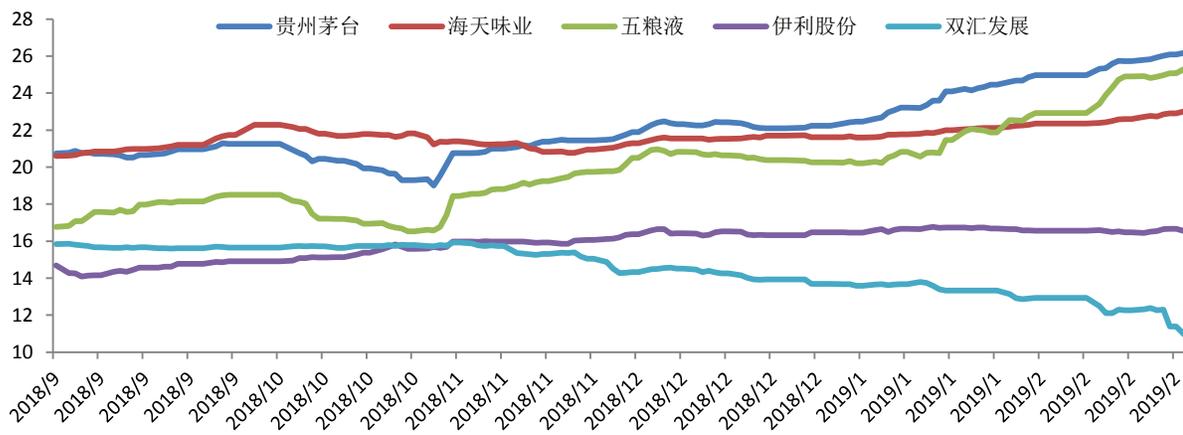
如果是这种局面的话，所有优质消费股的估值都从现在的20多倍，上升到接近30倍，向海天味业的逻辑靠齐，高溢价和高估值可能会成为常态，这将打破国内的投资和研究逻辑，也是国内的投资者难以接受的，这也是外资控盘、掌握他们定价权的原因。

图表 1 陆股通、国家队、国内基金持股占自由流通股的比例



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 3 主流食品饮料公司中陆股通占自由流通股的比例



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(三) 外资和公募的对决：你投你的，我炒我的

根据上面北上资金和国内机构投资逻辑背离和定价的冲突发生后，在品种的选择上也必将会发生背离。

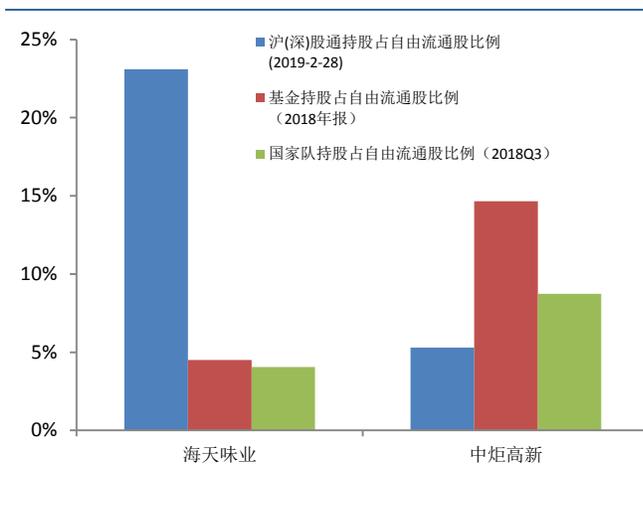
外资会不停的买茅台、五粮液、伊利等消费龙头股，尽管他们的收入和利润增速慢慢降低，估值较高等都阻止不了北上资金和QFII不停买入的节奏，这个过程一定是这些股票持续上涨的过程，他们一定会易涨难跌。但这个过程可能会是国内机构持续卖出的，如果市场风险偏好提升，国内的机构，无论公募、私募或保险一定会减持消费股，追加成长或周期股。

即使在同行业的品种，也会出现，你投你的，我买我的。就像调味品的海天味业

和中炬高新，外资会扎堆到海天味业，愿意为他的龙头地位给40或50倍的估值，国内的机构无法容忍，持仓很少。但他们集中投资成长性更好、市值更小的行业老二，愿意为他未来广阔的成长性给40或50倍的PE。

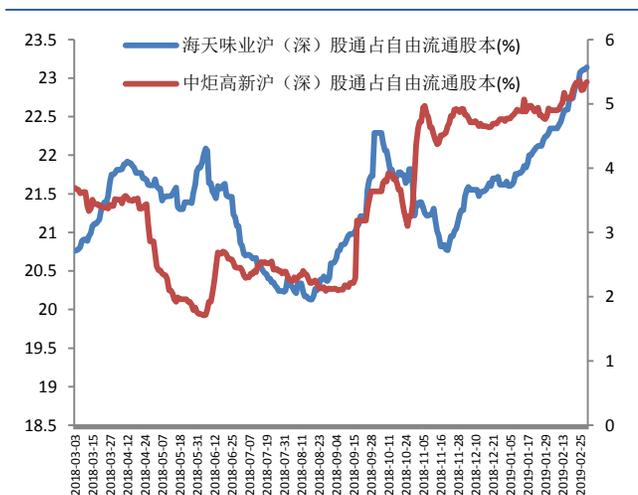
从数据我们也会看到，北上资金站海天真实流通股比例超过25%，而基金和国家队合计不足15%，但在中炬高新的真实流通股持仓占比，北上资金仅5%，而公募超过15%，国家队也有10%。白酒未来一定也会这样，茅台和五粮液、洋河外资持股越来越多，国内的资金持仓会越来越来少，但山西汾酒、古井贡酒、口子窖、今世缘等将成为国内机构集中买入持有的品种。

图表 4 海天味业和中炬高新不同机构持股占比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 5 海天味业和中炬高新陆港通占自由流通股比重



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(四) 外资会卖吗? 优质消费股是否还会有周期

外资的长期资金属性、低的回报预期和成熟的投资理念，是否就意味着他们可以长期持有，不断买入，将我们优质公司的大部分真实流通股全部吃掉？

我们也知道，任何行业都是由周期的，景气周期高增长高溢价，股价持续上升，而在景气回落期，应该是低增长、股价下跌的。但北上资金打破了这一规律，即使在行业景气度回落的时候，他们也是不停的买入，使相关公司的股价易涨难跌。

是否就意外这些公司就没有了周期，不会调整，外资就不会卖出了？

答案当然是否定的。

尽管短期外资是持续买入的，今年还有各类国家指数将A纳入，外资在国内市场的占比会越来越高，成为第一大机构都有可能。但外资也是以营利为目的的，当发生下列情况时，他们也会减持，套现离场的。

- (1) 所持有的公司显著高估，透支了未来多年的利润空间。
- (2) 所持有的行业和公司格局发生巨大变化，行业衰退或者公司经营恶化。
- (3) 对所在国经济前景的不乐观，出现货币贬值、通货膨胀、消费低迷、经济下滑。
- (4) 国际市场出现了更好的投资区域，所在国相对价值减弱，资金流出。

二、板块行情

截至3月1日一周，上证综指收于2994.01，周上涨6.77%；深证成指收于9167.65，周上涨5.97%；同期，食品饮料行业上涨7.77%，跑赢上证综指1pcts，跑赢深成指1.8pcts。当前食品饮料2018年动态PE为28倍，其中白酒为26倍。

分子板块来看，上周食品饮料9个子板块全部实现上涨，涨幅较大的分别是白酒（+9.07%）、调味发酵品（+4.02%）、食品综合（+5.08%）和乳制品（+8.86%）。

图表 6 本周，9 个子行业涨跌幅

指数	收盘价	周涨跌幅%	本月涨跌幅%	全年涨跌幅%	PE (ttm)
啤酒	2781.83	2.67	1.28	13.05	49.75
肉制品	6643.84	2.69	0.50	7.72	20.89
其他酒类	1723.84	2.33	0.36	41.34	124.28
食品综合	2953.08	5.08	0.67	17.99	32.65
调味发酵品	5396.56	4.20	1.29	13.84	45.67
软饮料	2550.52	2.24	0.05	11.05	34.63
葡萄酒	1954.11	5.47	0.61	10.72	44.19
乳品	9137.64	8.86	2.67	21.03	27.93
白酒	28366.91	9.07	4.61	35.59	28.14

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。