食饮板块分化强者愈强，养殖板块盈利大增

——食品饮料&农林牧渔 2019 年报&2020Q1 季报综述报告

强于大市（维持）

日期：2020 年 05 月 11 日

行业核心观点：

- **食品饮料**

白酒板块：2019 年及 2020 年业绩再次验证高端白酒增长确定性的逻辑，疫情影响下，20Q1 白酒板块内部业绩加速分化，长期来看高端白酒市场扩容，马太效应的大逻辑不变，疫情将促使市场加速向名酒龙头集中，**我们继续推荐业绩确定性较强的高端白酒板块。**

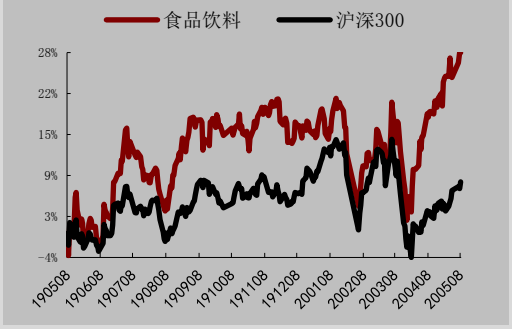
大众食品板块：调味发酵品必选属性凸显，龙头业绩稳健增长；速冻食品一季度 ToB 餐饮端需求受挫，但 C 端需求的快速增长对冲 B 端需求缺失，推动速冻龙头业绩增长，随着我国疫情逐步得到控制，速冻 B 端需求有望随餐饮消费逐步恢复，长期仍有望受益于餐饮业市场扩容及标准化发展；休闲食品方面，以线上及 KA 商超渠道为主的细分龙头受疫情影响较小，疫情下“宅经济”或助力休闲食品消费者培育，行业整体具备长期成长逻辑。**我们建议关注不确定环境下确定性较强的调味消费品子板块以及短期终端动销较好同时具备中长期成长逻辑的速冻食品、休闲零食子板块。**

- **农林牧渔**

养殖板块：猪周期带动养殖板块业绩高速增长，**我们判断，从供给端看，**此前因疫情被迫压栏的大猪逐步出栏，受猪瘟影响的产能恢复预计到下半年；**从需求端看，**我国疫情基本得到控制，复工复产顺利进行，餐饮消费逐渐恢复，随着近期各地复学的有序开展，需求有望拉升。短期由于疫情及天气影响消费，叠加供给端的阶段性恢复，猪价或将继续下跌，但下跌空间有限，下半年初猪价有望回升并维持高位。此外，行业龙头的份额仍有较大提升空间，建议关注生猪养殖板块优质龙头。

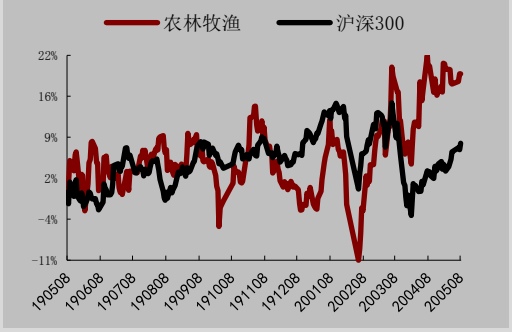
动保板块：2019 年业绩下滑主因猪瘟影响下生猪存栏大幅下降，20Q1 随着生猪存栏逐步恢复，猪苗需求有所回暖，随着能繁母猪补栏，建议关注后猪周期动保板块龙头的投资机会。

食品饮料行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND,万联证券研究所

农林牧渔行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND,万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 05 月 08 日

相关研究

万联证券研究所 20200506_行业周观点_AAA_食品饮料行业周观点报告

万联证券研究所 20200430_行业动态跟踪_AAA_2020Q1 食品饮料基金持仓分析报告

万联证券研究所 20200428_公司季报点评_AAA_贵州茅台（600519）季报点评报告

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 王鹏
电话：15919158497
邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

万联证券

投资要点：

- **食品饮料板块：19 板块利润增速趋缓，20Q1 受疫情影响板块利润下滑。**2019 年，食品饮料板块营业总收入合计 7187 亿元，同比增长 14.66%，归母净利润合计 1189 亿元，同比增长 14.30%。**①白酒：19 年行业稳健增长，20Q1 高端龙头强者恒强。**2019 年白酒板块实现营业总收入 2451 亿元，同比增长 16%，实现归母净利润 822 亿元，同比增长 18%，各线酒企基本完成目标，高端酒企受疫情影响最小，节后动销恢复较快，贵州茅台/五粮液 20Q1 营业总收入分别同增 13%/15%，归母净利分别同增 17%/19%，普飞及普五批价也在短暂下探后快速回暖企稳。次高端及地产龙头短期业绩承压，除山西汾酒收入同比略增 1.7%外，洋河/水井/酒鬼酒/今世缘/古井分别同比下跌 15%/22%/10%/9%/11%。**②调味发酵品：19 年收入及利润实现稳增，20Q1 受疫情影响有限，收入及净利保持增长。**2019 年板块实现营业总收入 428 亿元（YoY+14.74%），实现归母净利润 83 亿元（YoY+26.02%）。20Q1，疫情影响下 B 端需求疲软，物流不畅，板块收入及利润增速有所下滑，但受益于 C 端需求刚性，仍保持正增长，营业总收入/归母净利润分别同增 4%/12%。**③食品综合：疫情下速冻食品龙头受益于 C 端需求激活实现业绩增长，休闲食品因渠道侧重不同受到影响不同。**以三全、安井为代表的速冻食品龙头虽在 B 端餐饮方面受疫情影响严重，但 C 端需求旺盛，带动其营收、净利双升；以三只松鼠、良品铺子为代表的线上龙头受益于“宅经济”下线上需求的增加，拉动收入增长 19%/4%，线上渠道盈利能力较低的特性拉低公司利润，归母净利分别同比下降 25%/19%。以 KA 商超渠道为主的洽洽食品等，受益于渠道受疫情影响相对有限以及销售费用率的下降，收入/利润分别同增 10.29%/30.78%。以线下门店为主的休闲卤制品龙头绝味食品，受疫情打击较为严重，营业总收入/归母净利润分别同比下跌 7.6%/65.3%。

- **农林牧渔板块：**2019 年农林牧渔行业营业总收入达 5414.83 亿元，同比增长 17.28%；总归母净利润达 448.26 亿元，同比增长 207.48%。2020 年 Q1 农林牧渔板块营业总收入同增 17.67%至 1282.30 亿元，归母净利润同增 387.71%至 140.06 亿元。**①养殖板块：猪价同比维持高位，新冠仅在短期内影响禽肉需求，长期看畜禽养殖板块景气有望持续。**2019/2020Q1 板块归母净利润分别为 311.89/71.04 亿元，同增 340.02%/939.60%。**②动保板块：畜禽养殖行业景气推动动物保健板块回温。**2019 年板块营业总收入合计 108.39 亿元（YoY-5.30%），归母净利润 11.90 亿元（YoY-50.22%）；2020Q1 营业收入合计 29.46 亿元（YoY+23.25%），归母净利润 5.57 亿元（YoY+37.47%）。

- **风险因素：**1、政策风险 2、疫情风险 3、经济增速不及预期风险 4、食品安全风险 5、疫病及自然灾害风险

万联证券

目录

1、食品饮料及农林牧渔 2019&2020Q1 业绩表现亮眼 4
2、食品饮料：疫情冲击下，白酒分化加剧，必选抗压能力凸显 8
2.1 2019 年板块收入增长 15%，归母净利增长 14% 8
2.2 白酒板块高端酒确定性如期兑现，肉制品&调味发酵品韧性十足 9
3、农林牧渔：畜禽养殖拉升板块盈利，关注后周期投资机会 11
3.1 收入增速继续上行，利润高速增长 11
3.2 养殖板块利润高增，动保板块需求回暖带动业绩反弹 13
4、投资建议及风险提示 15
4.1 投资建议 15
4.2 风险提示 15

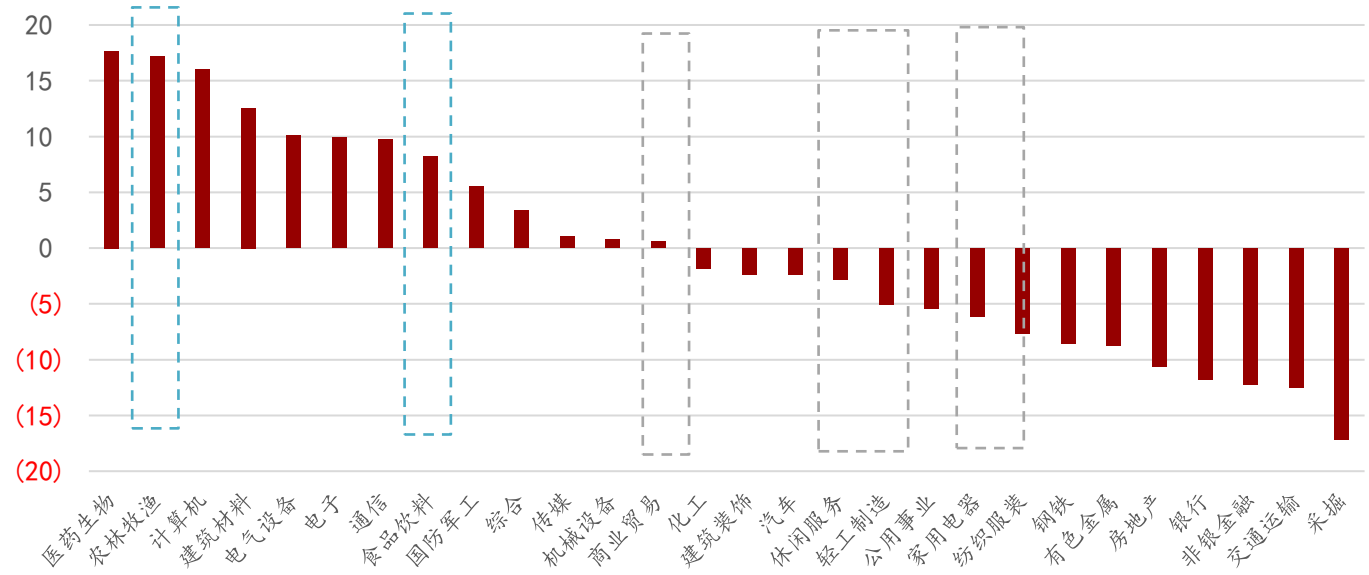
图表 1：截至 5 月 8 日，2020 年申万一级子行业涨跌幅情况 4
图表 2：2019 年报申万一级子行业营收增长率 4
图表 3：2020Q1 申万一级子行业营收增长率 5
图表 4：2019 年年报申万一级子行业归母净利润增长率 5
图表 5：2020Q1 申万一级子行业归母净利润增长率 6
图表 6：2019 年报三级子行业营业总收入和归母净利润增速前 10 名与后 10 名 6
图表 7：2020Q1 三级子行业营收和归母净利润增速前 10 名与后 10 名 7
图表 8：2009-2020Q1 食品饮料板块营业总收入及同比 8
图表 9：2009-2020Q1 食品饮料板块归母净利润及同比 8
图表 10：2009-2019 年食品饮料板块 ROE 8
图表 11：2009-2019 食品饮料板块毛利率&净利率 9
图表 12：2009-2019 食品饮料板块费用率 9
图表 13：食品饮料板块个股 2019&2020Q1 业绩概览 10
图表 14：2009-2020Q1 农林牧渔营业总收入及同比 12
图表 15：2009-2020Q1 农林牧渔归母净利润及同比 12
图表 16：2009-2019 年农林牧渔板块 ROE 12
图表 17：2009-2019 农林牧渔板块毛利率&净利率 12
图表 18：2009-2019 农林牧渔板块费用率 12
图表 19：农林牧渔板块个股 2019&2020Q1 业绩概览 14

万联证券

1、食品饮料及农林牧渔 2019&2020Q1 业绩表现亮眼

年初至今，农林牧渔板块股价涨势排名第2。消费行业中，农林牧渔表现最为亮眼，年初至今涨幅达到17.16%，位居所有申万一级子行业的第一位，其次是食品饮料，位居第八。商业贸易位于中部，排名第13，休闲服务、轻工制造、纺织服装、家用电器表现相对靠后。

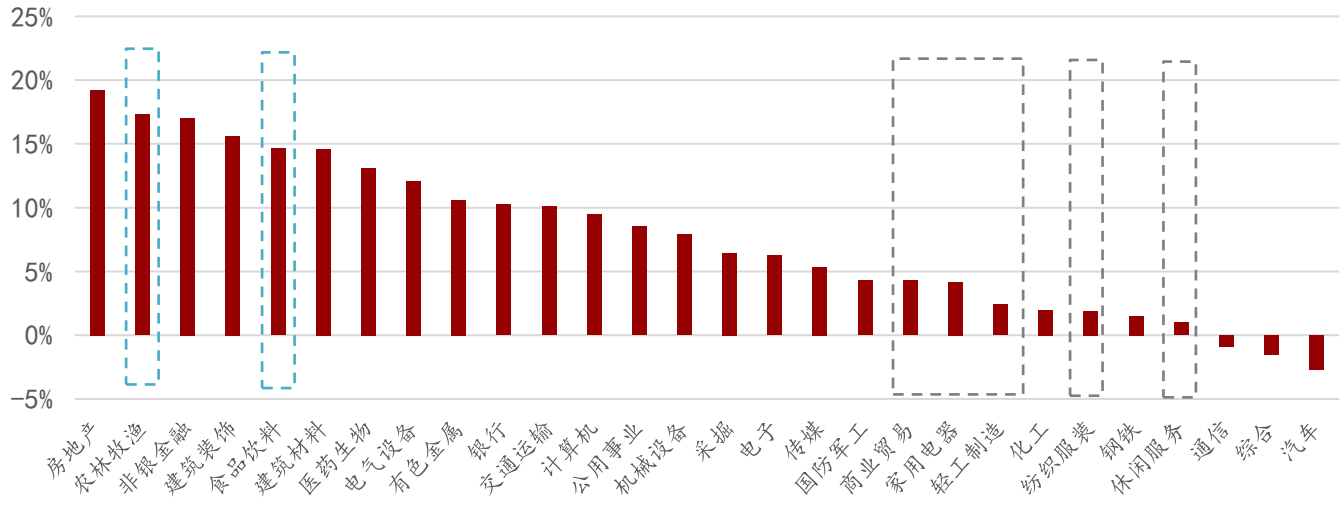
图表 1：截至 5 月 8 日，2020 年申万一级子行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

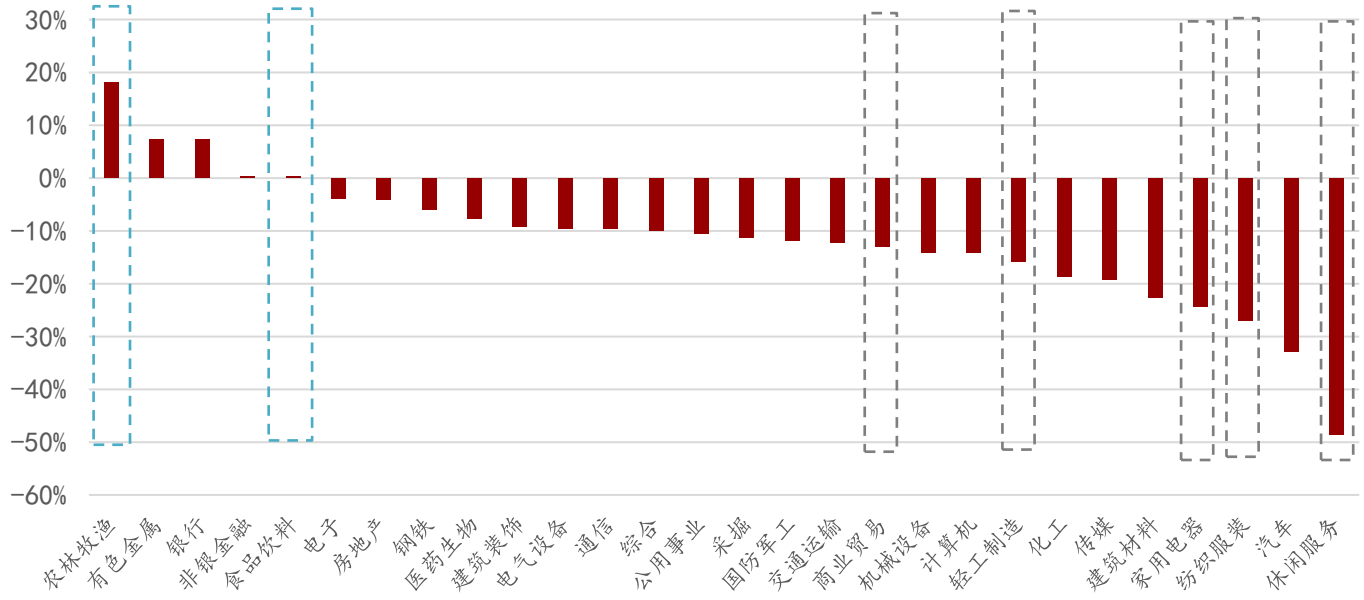
受疫情影响，2020Q1除农林牧渔和食品饮料外，其余消费板块收入及利润均为负增长。农林牧渔营业总收入同比增速保持前列，2019年在28个申万一级子行业中排名第2，2020Q1排名第1；食品饮料2019年排名第5，2020Q1排名第5。归母净利润增速方面，2019年及2020Q1农林牧渔均位列第1，2019年食品饮料排名第8，2020Q1排名第5。

图表 2：2019 年报申万一级子行业营收增长率



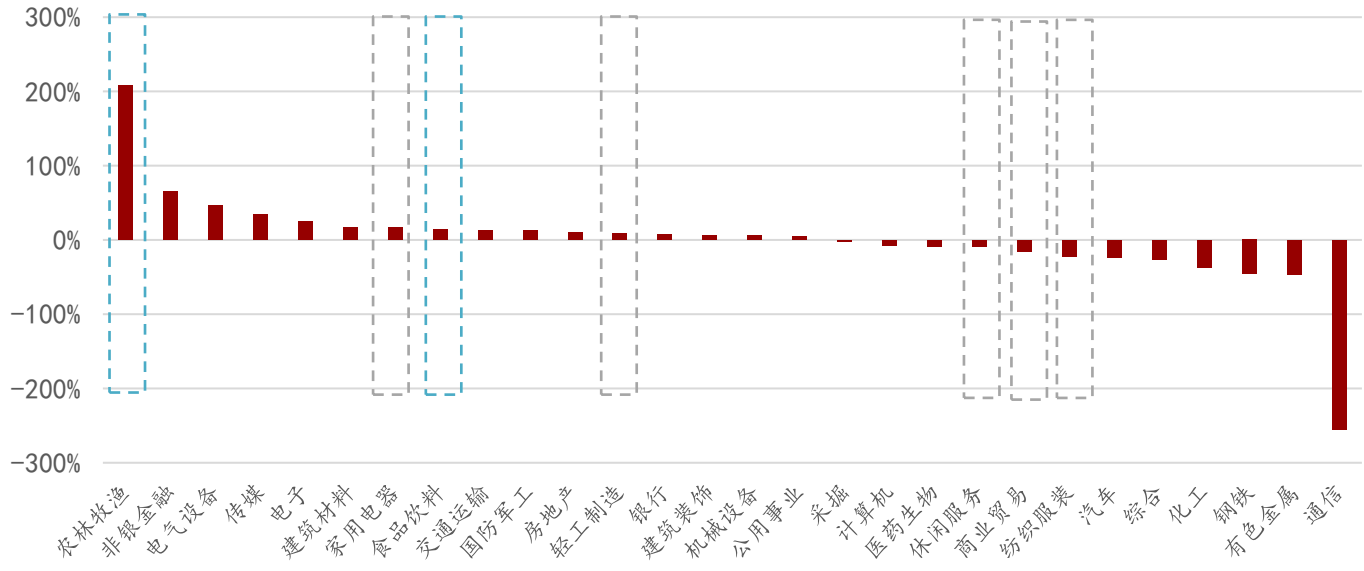
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 3：2020Q1 申万一级子行业营收增长率



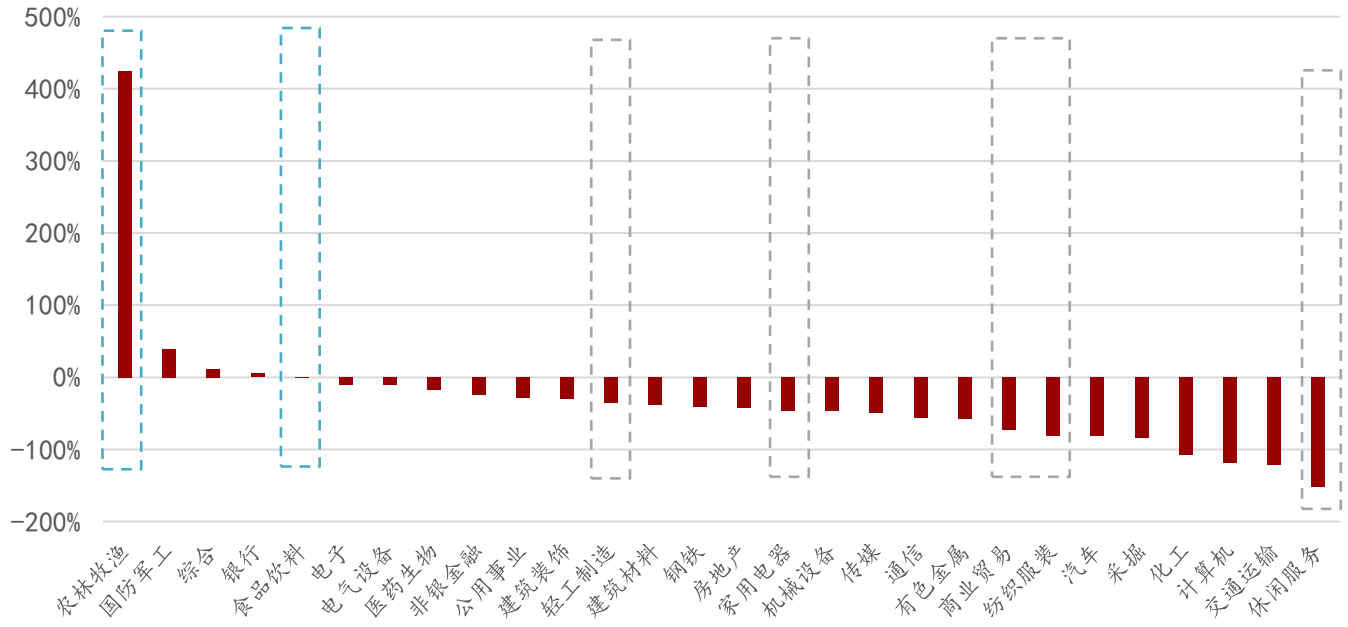
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 4：2019 年年报申万一级子行业归母净利润增长率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 5：2020Q1 申万一级子行业归母净利润增长率



资料来源：Wind，万联证券研究所

2019年报端：从子板块角度看，收入增速TOP10的子板块中农林牧渔占5席，分别是果蔬加工、畜禽养殖、粮食种植、农业综合以及种子生产，食品饮料占3席，分别是肉制品、白酒和调味发酵品；归母净利增速TOP10的子板块中农林牧渔占5席，分别是畜禽养殖、果蔬加工、饲料、其他农产品加工以及其他种植业，食品饮料仅占1席。

2020年一季报端：收入增速TOP10的子板块中农林牧渔包揽6席，分别是畜禽养殖、饲料、动保、粮食种植、粮油加工以及其他农产品加工，食品饮料占3席，分别是肉制品、调味发酵品以及食品综合；归母净利增速TOP10的子板块中，农林牧渔占7席，分别为饲料、畜禽养殖、水产养殖、海洋捕捞、动物保健、其他农产品加工以及粮食种植。

图表6：2019年报三级子行业营业总收入和归母净利润增速前10名与后10名

营业总收入增速前 10 名			营业总收入增速后 10 名		
序号	名称	增速（%）	序号	名称	增速（%）
1	其他休闲服务III（申万）	37.87	1	人工景点（申万）	-17.66
2	果蔬加工（申万）	30.83	2	洗衣机（申万）	-15.97
3	畜禽养殖III（申万）	30.80	3	珠宝首饰（申万）	-12.43
4	粮食种植（申万）	30.56	4	休闲服装（申万）	-9.86
5	文娱用品（申万）	27.52	5	印染（申万）	-9.69
6	肉制品（申万）	26.50	6	百货（申万）	-8.53
7	农业综合III（申万）	21.71	7	女装（申万）	-8.38
8	种子生产（申万）	20.20	8	辅料（申万）	-8.31
9	白酒（申万）	16.27	9	餐饮III（申万）	-8.28
10	调味发酵品（申万）	14.74	10	其他轻工制造III（申万）	-6.98
归母净利润增速前 10 名			归母净利润增速后 10 名		

序号	名称	增速（%）	序号	名称	增速（%）
1	一般物业经营（申万）	916.28	1	水产养殖（申万）	-513.63
2	辅料（申万）	405.16	2	女装（申万）	-308.64
3	畜禽养殖Ⅲ（申万）	340.02	3	洗衣机（申万）	-223.30
4	家电零部件（申万）	206.03	4	餐饮Ⅲ（申万）	-142.26
5	果蔬加工（申万）	179.75	5	种子生产（申万）	-119.00
6	饲料Ⅲ（申万）	160.78	6	粮油加工（申万）	-92.13
7	其它视听器材（申万）	154.08	7	彩电（申万）	-78.54
8	其他农产品加工（申万）	146.42	8	其他酒类（申万）	-74.70
9	其他种植业（申万）	65.62	9	休闲服装（申万）	-71.78
10	啤酒（申万）	53.72	10	林业Ⅲ（申万）	-59.48

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：红底为农林牧渔子板块，蓝底为食品饮料子板块，下同

图表7：2020Q1三级子行业营收和归母净利润增速前10名与后10名

营收增速前 10 名			营收增速后 10 名		
序号	名称	增速（%）	序号	名称	增速（%）
1	肉制品（申万）	42.23	1	人工景点（申万）	-83.26
2	畜禽养殖Ⅲ（申万）	29.81	2	自然景点（申万）	-75.66
3	饲料Ⅲ（申万）	23.35	3	百货（申万）	-58.45
4	动物保健Ⅲ（申万）	23.25	4	农业综合Ⅲ（申万）	-51.99
5	超市（申万）	17.93	5	餐饮Ⅲ（申万）	-51.83
6	粮食种植（申万）	9.78	6	葡萄酒（申万）	-51.49
7	粮油加工（申万）	6.08	7	果蔬加工（申万）	-51.34
8	其他农产品加工（申万）	4.53	8	旅游综合Ⅲ（申万）	-49.79
9	调味发酵品（申万）	3.59	9	一般物业经营（申万）	-45.41
10	食品综合（申万）	2.85	10	酒店Ⅲ（申万）	-43.36
归母净利润增速前 10 名			**归母净利润增速后 10 名**		
序号	名称	增速（%）	序号	名称	增速（%）
1	饲料Ⅲ（申万）	1467.70	1	餐饮Ⅲ（申万）	-2043.56
2	畜禽养殖Ⅲ（申万）	939.60	2	自然景点（申万）	-804.51
3	其他纺织（申万）	321.36	3	洗衣机（申万）	-602.77
4	水产养殖（申万）	139.33	4	其他种植业（申万）	-346.62
5	文娱用品（申万）	92.34	5	一般物业经营（申万）	-344.99
6	海洋捕捞（申万）	44.89	6	酒店Ⅲ（申万）	-272.23
7	动物保健Ⅲ（申万）	37.47	7	彩电（申万）	-212.33
8	其他农产品加工（申万）	33.16	8	休闲服装（申万）	-163.74
9	超市（申万）	21.22	9	专业连锁（申万）	-158.17
10	粮食种植（申万）	20.37	10	旅游综合Ⅲ（申万）	-128.30

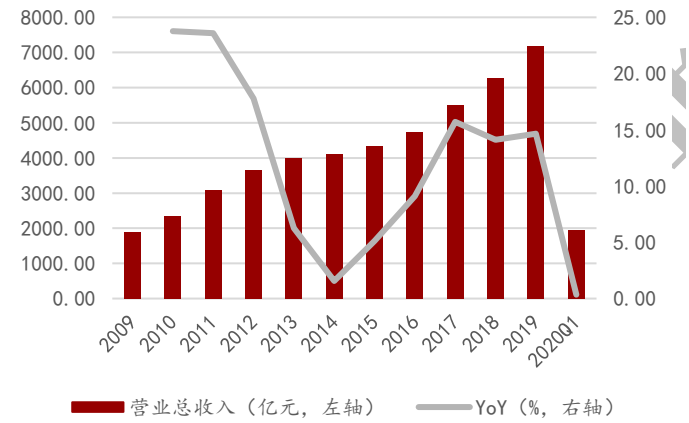
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、食品饮料：疫情冲击下，白酒分化加剧，必选抗压能力凸显

2.1 2019年板块收入增长15%，归母净利增长14%

19板块利润增速趋缓，20Q1受疫情影响板块利润下滑。2019年，食品饮料板块营业总收入合计7187亿元，同比增长14.66%，归母净利润合计1189亿元，同比增长14.30%。2019年板块盈利能力及各项费用率基本保持稳定，板块ROE为20.64%，同比微增0.2pct，毛利率/净利率分别为48%/17%，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为14.26%/5.17%/-0.23%。2020年第一季度，板块整体受COVID-19疫情影响较大，营业总收入同比微增0.35%至1938亿元，归母净利润同比下滑0.49%至394亿元。

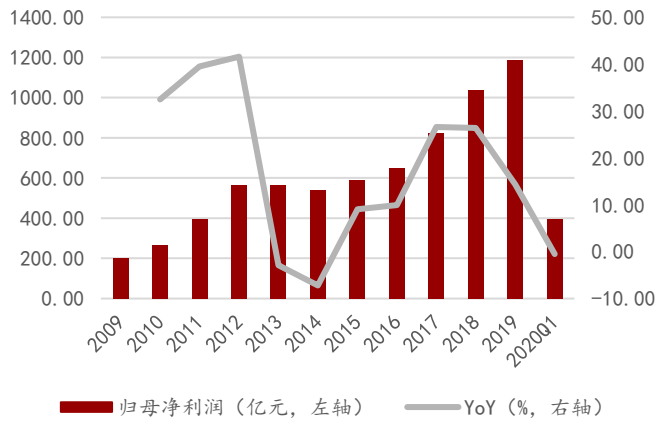
图表8：2009-2020Q1食品饮料板块营业总收入及同比



资料来源：Wind，万联证券研究所

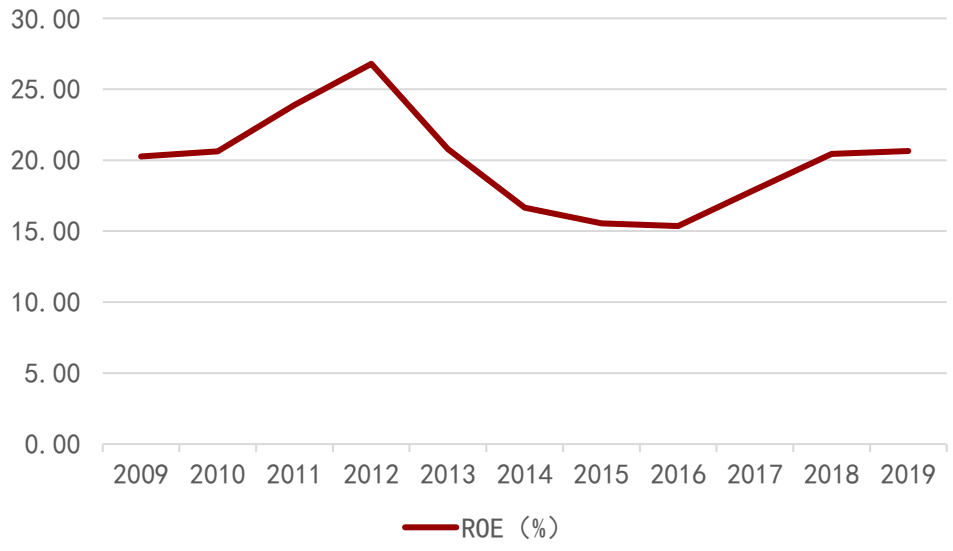
注：板块分类采用申万行业分类，历年同比增速经追溯调整后为可比口径，下同

图表9：2009-2020Q1食品饮料板块归母净利润及同比



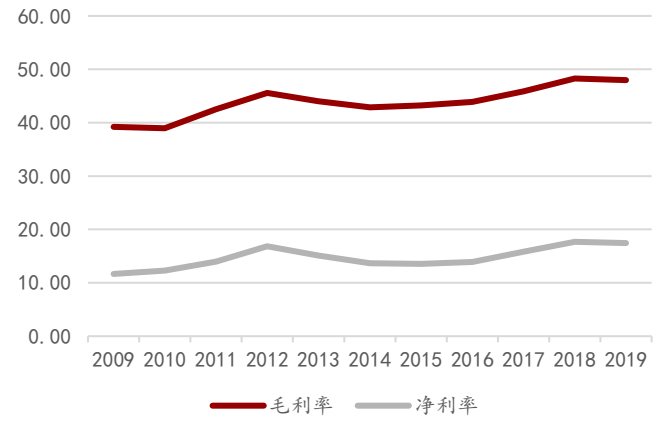
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：2009-2019年食品饮料板块ROE



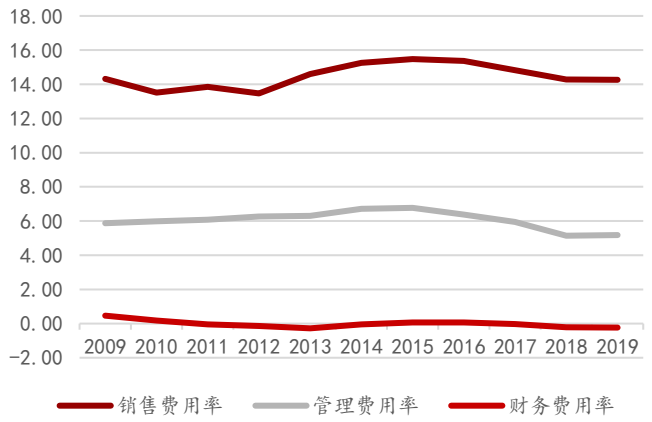
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11：2009-2019食品饮料板块毛利率&净利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：2009-2019食品饮料板块费用率



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 白酒板块高端酒确定性如期兑现，肉制品&调味发酵品韧性十足

肉制品&调味发酵品：肉价上涨助力板块增长，调味品板块刚性十足。受益于猪价上涨，肉制品板块 2019 年营业总收入同比增长 26.50%至 1130 亿元，归母净利同比增长 12.55%至 64.38 亿元，2020 年 Q1 板块继续增长，营业总收入/归母净利分别同增 42%/14%。双汇发展收入端受益于直接提价，结构升级，成本端受益于进口肉及冻肉低成本优势，2019 年及 2020 年 Q1 均表现亮眼。**调味发酵品板块依靠其必需消费属性，19 年收入及利润实现稳增，20Q1 受疫情影响较小，收入及净利保持增长。**2019 年板块实现营业总收入428亿元(YoY+14.74%),实现归母净利润83亿元(YoY+26.02%)。20Q1，疫情影响下 B 端需求疲软，物流不畅，板块收入及利润增速有所下滑，但受益于 C 端需求刚性，板块仍保持正增长，营业总收入/归母净利润分别为 115/25 亿元，同比增速分别为 4%/12%。以海天为例，海天 19 年高端酱油增速上升，营业总收入/归母净利润分别同增 16%/23%至 198/54 亿元，20Q1 依靠其强大的渠道管控能力，春节后加强经销商铺货及渠道下沉力度，以此对冲疫情带来的负面冲击，展现了其作为龙头强大的抗风险能力。

白酒板块：19 年行业稳健增长，20Q1 高端龙头强者恒强。2019 年白酒板块实现营业总收入 2451 亿元，同比增长 16%，实现归母净利润 822 亿元，同比增长 18%，各线酒企基本完成目标,行业结构性驱动大逻辑继续验证,市场份额进一步向名酒龙头集中。2020 年一季度，COVID-19 疫情爆发，各线酒企分化明显，受益于消费场景提前性，疫情期间的积极举措，较强的渠道控制力，高端酒企受疫情影响最小，节后动销恢复较快，贵州茅台/五粮液 20Q1 营业总收入分别同增 13%/15%至 253/202 亿元，归母净利分别同增 17%/19%至 131/77 亿元,普飞及普五批价也在短暂下探后快速回暖企稳。次高端及地产龙头短期业绩承压，除山西汾酒收入同比略增 1.7%外，洋河/水井/酒鬼酒/今世缘/古井分别同比下跌 15%/22%/10%/9%/11%。

食品综合板块：疫情下速冻食品龙头受益于 C 端需求激活实现业绩增长，休闲食品因渠道侧重不同受到影响不同。2019 年食品综合板块整体实现营业总收入963亿元，同增 15%，实现归母净利润 62 亿元，同比下跌 21%。2020 年 Q1，以三全、安井为代表的速冻食品龙头虽在 B 端餐饮方面受疫情影响严重，但 C 端需求旺盛，带动其营

收、净利双升，分别实现营业总收入 22（YoY+16%）/13（YoY+17%）亿元，实现归母净利 2.58（YoY+541%）/0.88（YoY+35%）亿元。以三只松鼠、良品铺子为代表的线上龙头受益于“宅经济”下线上需求的增加，拉动收入增长 19%/4%，线上渠道盈利能力较低的特性拉低公司利润，归母净利分别同比下降 25%/19%。以 KA 商超渠道为主的洽洽食品等，受益于渠道受疫情影响相对有限以及销售费用率的下降，收入/利润分别同增 10.29%/30.78%。以线下门店为主的休闲卤制品龙头绝味食品，受疫情打击较为严重，营业总收入/归母净利润分别同比下跌 7.6%/65.3%。

乳品板块:2019 年龙头收入维持两位数增长，20Q1 受疫情影响明显。2019 年，乳品板块整体发展继续向好，营业总收入/归母净利润分别同增 11.6%/15.0%，龙头伊利地位进一步巩固，收入/利润增速分别达到 13.4%/7.7%，2020Q1，疫情打击送礼、日常等需求，收入同比下滑 10.7%至 206.5 亿元，因加大市场营销力度，归母净利润承压，同比下跌 49.8%至 11.43 亿元。

啤酒板块：19 年产品结构升级及增值税下调促进收入利润增长，20Q1 疫情直接打击主要消费场景，收入利润大幅下跌。2019 年啤酒行业整体销量较为平稳，但各公司通过产品结构升级拉升吨价，同时提高盈利能力，叠加增值税下调，板块整体营业总收入/归母净利润同比增长 3.86%/53.72%至 486/29 亿元。一季度，疫情直接打击餐饮端消费场景，致使板块收入及利润均大幅下滑，以重庆啤酒为例，2020Q1 营业总收入/归母净利润分别同降 33%/60%至 5.55/0.34 亿元。

图表 13：食品饮料板块个股 2019&2020Q1 业绩概览

板块名称	证券简称	2019				2020Q1			
		营业总收入（亿元）	yoy（%）	归母净利（亿元）	yoy（%）	营业总收入（亿元）	yoy（%）	归母净利（亿元）	yoy（%）
肉制品	龙大肉食	168.22	91.63%	2.41	36.04%	59.14	116.31%	1.43	77.83%
	双汇发展	603.48	23.43%	54.38	10.70%	175.92	46.94%	14.65	13.82%
	煌上煌	21.17	11.56%	2.20	27.45%	5.41	8.28%	0.65	2.08%
	板块合计	**1130.25**	**26.50%**	**64.38**	**12.55%**	**338.51**	**42.23%**	**19.33**	**13.66%**
调味发酵品	千禾味业	13.55	27.19%	1.98	-17.40%	3.59	23.65%	0.70	39.33%
	安琪酵母	76.53	14.47%	9.02	5.23%	20.50	12.68%	3.03	28.00%
	海天味业	197.97	16.22%	53.53	22.64%	58.84	7.17%	16.13	9.17%
	中炬高新	46.75	12.20%	7.18	18.19%	11.53	-6.32%	2.06	8.94%
	天味食品	17.27	22.26%	2.97	11.39%	3.36	9.83%	0.77	4.75%
	恒顺醋业	18.32	7.51%	3.25	5.68%	4.66	0.35%	0.76	3.69%
	板块合计	**428.35**	**14.74%**	**83.30**	**26.02%**	**114.79**	**3.59%**	**24.55**	**12.24%**
白酒	山西汾酒	118.80	25.79%	19.39	28.63%	41.40	1.71%	12.25	39.36%
	酒鬼酒	15.12	27.38%	3.00	34.50%	3.13	-9.68%	0.96	32.24%
	五粮液	501.18	25.20%	174.02	30.02%	202.38	15.05%	77.04	18.98%
	贵州茅台	888.54	15.10%	412.06	17.05%	252.98	12.54%	130.94	16.69%
	泸州老窖	158.17	21.15%	46.42	33.17%	35.52	-14.79%	17.07	12.72%
	洋河股份	231.26	-4.28%	73.83	-9.02%	92.68	-14.89%	40.02	-0.46%
	今世缘	48.74	30.28%	14.58	26.71%	17.71	-9.42%	5.80	-9.52%
	水井坊	35.39	25.53%	8.26	42.60%	7.29	-21.63%	1.91	-12.64%

	顺鑫农业	149.00	23.40%	8.09	8.73%	55.24	15.93%	3.53	-17.64%
	古井贡酒	104.17	19.93%	20.98	23.73%	32.81	-10.55%	6.37	-18.71%
	板块合计	**2451.16**	**16.27%**	**822.07**	**17.87%**	**775.22**	**1.27%**	**301.91**	**9.27%**
食品综合	三全食品	59.86	8.06%	2.20	115.91%	22.17	16.14%	2.58	541.13%
	盐津铺子	13.99	26.34%	1.28	81.58%	4.64	35.43%	0.57	100.80%
	克明面业	30.34	6.22%	2.07	11.17%	8.86	12.83%	1.04	69.72%
	安井食品	52.67	23.66%	3.73	38.14%	12.78	16.63%	0.88	35.33%
	洽洽食品	48.37	15.25%	6.04	39.44%	11.47	10.29%	1.49	30.78%
	汤臣倍健	52.62	20.94%	-3.56	-135.51%	14.95	-4.84%	5.35	7.46%
	涪陵榨菜	19.90	3.93%	6.05	-8.55%	4.83	-8.33%	1.66	6.67%
	良品铺子	77.15	20.97%	3.40	42.68%	19.09	4.16%	0.88	-19.43%
	三只松鼠	101.73	45.30%	2.39	-21.43%	34.12	19.00%	1.88	-24.58%
	绝味食品	51.72	18.41%	8.01	25.06%	10.66	-7.59%	0.63	-65.27%
	板块合计	**963.22**	**14.54%**	**61.61**	**-21.49%**	**244.14**	**2.85%**	**25.62**	**2.95%**
乳品	妙可蓝多	17.44	42.32%	0.19	80.72%	3.95	32.66%	0.10	319.11%
	贝因美	27.85	11.83%	-1.03	-350.73%	7.14	12.79%	0.13	45.24%
	伊利股份	902.23	13.41%	69.34	7.67%	206.53	-10.71%	11.43	-49.78%
	板块合计	**1381.19**	**11.64%**	**80.40**	**15.04%**	**306.23**	**-10.61%**	**10.23**	**-60.63%**
啤酒	珠江啤酒	42.44	5.06%	4.97	35.77%	5.53	-26.31%	0.20	-31.06%
	青岛啤酒	279.84	5.30%	18.52	30.23%	62.93	-20.86%	5.37	-33.48%
	重庆啤酒	35.82	3.30%	6.57	62.61%	5.55	-33.36%	0.34	-60.20%
	板块合计	486.15	3.86%	29.38	53.72%	96.23	-27.64%	2.96	-69.80%

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

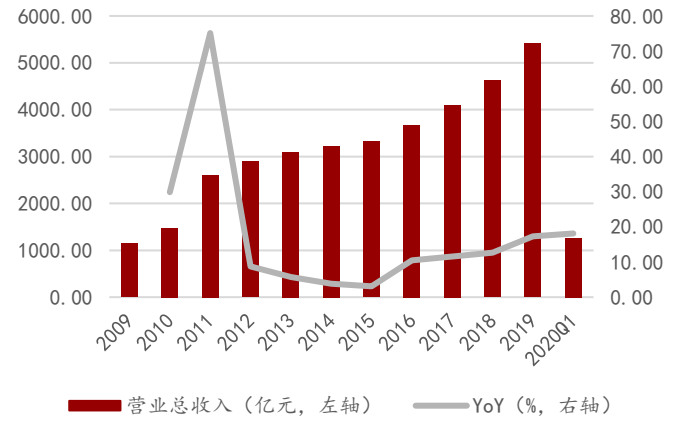
注：本表仅展示重点个股业绩，板块合计数采用对应板块所有成分股（申万）整体法计算所得，下同

3、农林牧渔：畜禽养殖拉升板块盈利，关注后周期投资机会

3.1 收入增速继续上行，利润高速增长

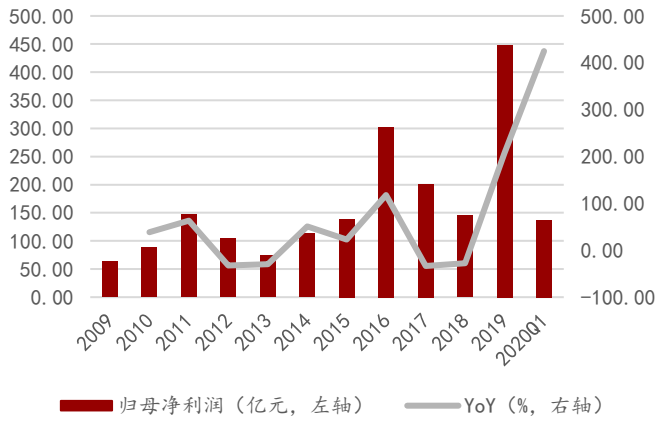
行业增速重回快车道，畜禽养殖行业景气推动行业净利率大幅提升。自2016年起，农林牧渔行业营业总收入同比增速恢复至10%以上，2019年农林牧渔行业营业总收入达5414.83亿元，同比增长17.28%；总归母净利润达448.26亿元，同比增长207.48%。2019年，受非洲猪瘟疫情影响，行业产能收缩，猪肉价格上涨，带动其替代品禽肉等市场需求和价格同步增长，畜禽养殖行业景气拉动农林牧渔板块整体净利率上涨。2019年毛利率、净利率为19.54%、8.83%，分别同比上升3.76pct、6.12pct。净利率上升幅度大于毛利率上升，主要是由于2019年行业期间费用率整体下降。2019年行业整体销售费用率下降0.57pct至3.61%，管理费用率下降0.06pct至4.79%，财务费用率下降0.39pct至1.16%。大幅上涨的净利率拉动ROE上升，2019年行业整体ROE为15.61%，同比上升11.45pct。2020年Q1农林牧渔板块受益生猪养殖业景气，行业营业总收入同增17.67%至1282.30亿元，总归母净利润同增387.71%至140.06亿元。

图表14：2009-2020Q1农林牧渔营业总收入及同比



资料来源：Wind，万联证券研究所

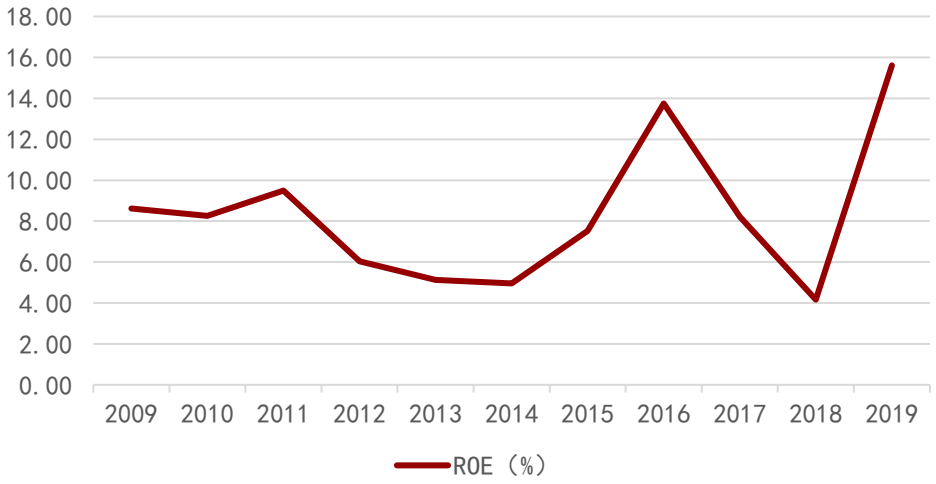
图表15：2009-2020Q1农林牧渔归母净利润及同比



资料来源：Wind，万联证券研究所

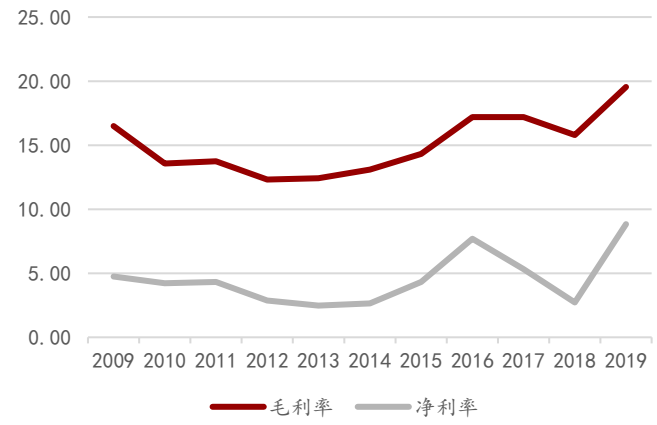
注：历年同比增速经追溯调整后为可比口径，下同

图表16：2009-2019年农林牧渔板块ROE



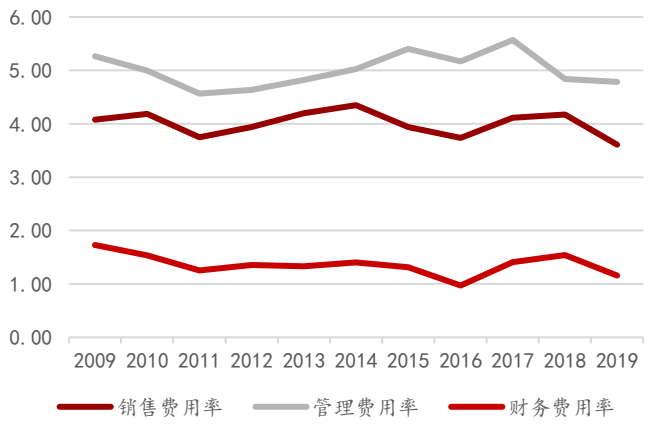
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表17：2009-2019农林牧渔板块毛利率&净利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表18：2009-2019农林牧渔板块费用率



资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2 养殖板块利润高增，动保板块需求回暖带动业绩反弹

饲料板块：头部企业向下游发展，市场占有率有望进一步提升。2019年饲料板块营业总收入合计2367.72亿元，同比增长12.36%，归母净利润合计124.63亿元，同比增长160.78%。2020Q1营业总收入合计585.91亿元，同比增长23.35%，归母净利润49.42亿元，同比增长1467.70%。2020Q1营业总收入增速上升主要是受畜禽养殖行业景气影响，猪料及禽料销量上涨。但从整体看，当前我国饲料行业正步入成熟阶段，行业整体增速有限，而头部企业规模经济下成本优势和原材料采购优势明显，并向下游畜禽养殖业务发展，受益于畜禽养殖行业景气，营业总收入增速高于板块整体水平，行业内部集中度有望进一步提升。以新希望为例，2019年营业总收入为820.51亿元同比增长18.81%，归母净利润50.42亿元，同比增长195.78%；2020Q1营业总收入为205.68亿元，同比增长26.87%，归母净利润16.27亿元，同比增长115.38%。其中猪产业2019年实现营收74.87亿元，同比增长132.16%，营收占比9.12%，同比增加4.45pct；2020Q1新希望生猪销售82.36万头，实现营业收入29.63亿元，营收占比达14.41%。

畜禽养殖板块：猪价维持高位，新冠仅在短期内影响禽肉需求，长期看畜禽养殖板块景气有望持续。2019年，受非洲猪瘟影响，国内生猪产能大幅下降，市场供需失衡，猪肉价格持续上涨，同时带动禽肉等替代品市场行情上升，畜禽养殖板块高速增长，2019年板块营业总收入1387.73亿元，同比增长30.80%，归母净利润311.89亿元，同比增长340.02%。2020Q1板块持续高增长，实现营业总收入340.37亿元，同比增长29.81%，归母净利润71.04亿元，同比增长939.60%。2020年一季度猪价同比仍维持高位，而受新冠疫情影响，叠加猪肉供应的逐步恢复，一季度禽肉消费需求收缩，以禽类养殖为主的企业短期内受新冠疫情影响较大。其中生猪和禽类兼营的牧原股份、温氏股份营业总收入分别同比增长164.75%、24.89%；而主要以禽类养殖为主的圣农发展、仙坛股份、立华股份营业总收入同比减少3.19%、6.71%、7.08%。

动物保健：畜禽养殖行业景气推动动物保健板块回温。2019年受非洲猪瘟影响，国内生猪存栏量大幅下降，猪用疫苗等动物保健产品需求大幅减少，2019年动物保健板块营业总收入合计108.39亿元，同比减少5.30%，归母净利润11.90亿元，同比下降50.22%。龙头企业中牧股份、生物股份业绩下滑严重，2019年中牧股份和生物股份营业收入分别为41.18亿元、11.27亿元，同比下降7.14%、40.59%，归母净利润2.56亿元、2.21亿元，同比下降38.52%、70.70%。2020Q1非瘟影响减弱，生猪存栏量逐渐回暖，猪疫苗需求回升，同时受益当前国内禽类养殖行业景气，动物保健消费需求上升，增速反弹。2020Q1营业收入合计29.46亿元，同比增长23.25%，归母净利润5.57亿元，同比增长37.47%。2020Q1板块内营业总收入增速前三名的为瑞普生物（+47.66%）、中牧股份（+33.23%）、普莱柯（+31.12%）。

粮油加工：2019年粮油加工板块营业总收入合计156.65亿元，同比增长11.73%，归母净利润合计2.75亿元，同比减少92.13%；2020Q1营业总收入合计37.05亿元，同比增加6.08%，归母净利润合计0.77亿元，同比下降41.30%。 京粮控股、道道全、金健米业2019年营业总收入为74.40亿元、41.17亿元、41.08亿元，同比增速为+0.42%、+14.34%、+36.43%，归母净利润为1.33亿元、1.29亿元、0.13亿元，同比增速为-20.61%、-41.32%、+123.94%；2020Q1营业收入为17.19亿元、9.70亿元、10.16亿元，同比增速为+0.69%、+10.54%、+11.94%，归母净利润为0.28亿元、0.42亿元、0.08亿元，同比

增速为+5.11%、-6.00%、-87.42%。

种子生产：2019年种子生产板块营业总收入合计142.18亿元，同比增长20.20%，归母净利润-5.27亿元，同比减少119.00%；2020Q1营业总收入合计23.15亿元，同比下降16.55%，归母净利润0.79亿元，同比下降43.95%。以隆平高科为例，2019年实现营业总收入31.30亿元，同比下降12.58%，归母净利润-2.98亿元，同比下降-137.71%。主要原因是受粮价持续低迷影响，2019年农户种粮意愿下降，稻种销量下降。2020Q1实现营业收入8.07亿元，同比增速9.05%，归母净利润0.24亿元，同比下降82.17%。归母净利润大幅下滑主要由于美元兑人民币汇率上升导致外币汇兑损失增加，财务费用大幅提升。

图表 19：农林牧渔板块个股 2019&2020Q1 业绩概览

板块名称	证券简称	2019				2020Q1			
		营业总收入（亿元）	yoy（%）	归母净利（亿元）	yoy（%）	营业总收入（亿元）	yoy（%）	归母净利（亿元）	yoy（%）
饲料	唐人神	153.55	-0.43%	2.02	47.78%	36.01	7.26%	2.13	3844.97%
	大北农	165.78	-14.11%	5.13	1.26%	40.81	0.58%	4.65	1298.16%
	天康生物	74.76	41.78%	6.44	105.43%	19.84	64.63%	3.35	1056.82%
	正邦科技	245.18	10.88%	16.47	751.53%	71.35	37.37%	9.06	318.63%
	海大集团	476.13	12.94%	16.49	14.71%	104.92	18.22%	3.04	147.93%
	新希望	820.51	18.81%	50.42	195.78%	205.68	26.87%	16.27	144.13%
	禾丰牧业	177.92	12.96%	11.99	117.30%	44.57	26.92%	3.04	115.38%
	板块合计	**2367.72**	**12.36%**	**124.63**	**160.78%**	**585.91**	**23.35%**	**49.42**	**1467.70%**
畜禽养殖	牧原股份	202.21	51.04%	61.14	1075.37%	80.70	164.75%	41.31	863.75%
	温氏股份	731.45	27.78%	139.67	252.94%	174.49	24.89%	18.92	510.93%
	圣农发展	145.58	26.08%	40.93	171.85%	29.86	-3.19%	7.01	7.34%
	仙坛股份	35.33	37.07%	10.01	148.95%	6.86	-6.71%	1.62	3.76%
	立华股份	88.70	22.96%	19.64	51.13%	15.11	-7.08%	-1.97	-284.59%
	板块合计	**1387.73**	**30.80%**	**311.89**	**340.02%**	**340.37**	**29.81%**	**71.04**	**939.60%**
动物保健	普莱柯	6.63	9.07%	1.09	-19.44%	1.93	31.12%	0.59	311.98%
	蔚蓝生物	8.47	4.03%	0.78	-6.75%	1.96	13.23%	0.22	109.76%
	瑞普生物	14.67	23.26%	1.94	63.36%	4.54	47.66%	0.73	68.92%
	中牧股份	41.18	-7.14%	2.56	-38.52%	10.66	33.23%	1.32	49.05%
	生物股份	11.27	-40.59%	2.21	-70.70%	3.66	9.62%	1.51	-5.13%
	板块合计	**108.39**	**-5.30%**	**11.90**	**-50.22%**	**29.46**	**23.25%**	**5.57**	**37.47%**
粮油加工	京粮控股	74.40	0.42%	1.33	-20.61%	17.19	0.69%	0.28	5.11%
	道道全	41.17	14.34%	1.29	-41.32%	9.70	10.54%	0.42	-6.00%
	金健米业	41.08	36.43%	0.13	123.94%	10.16	11.94%	0.08	-87.42%
	板块合计	**156.65**	**11.73%**	**2.75**	**-92.13%**	**37.05**	**6.08%**	**0.77**	**-41.30%**
种子生产	登海种业	8.23	8.16%	0.42	27.83%	1.64	20.39%	0.34	613.09%
	荃银高科	11.54	26.73%	0.95	38.43%	1.77	26.45%	0.09	7.92%
	农发种业	51.36	49.02%	0.18	-42.64%	3.08	-65.76%	-0.10	-30.27%
	丰乐种业	24.04	24.74%	0.57	7.59%	5.48	-3.88%	0.21	-42.69%
	隆平高科	31.30	-12.58%	-2.98	-137.71%	8.07	9.05%	0.24	-82.17%

	板块合计	142.18	20.20%	-5.27	-119.00%	23.15	-16.55%	0.79	-43.95%

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

注：本表仅展示重点个股业绩，板块合计数采用对应板块所有成分股（申万）整体法计算所得，下同

4、投资建议及风险提示

4.1 投资建议

- **食品饮料**

白酒板块：2019 年及 2020 年业绩再次验证高端白酒增长确定性的逻辑，疫情影响下，20Q1 白酒板块内部业绩加速分化，长期来看高端白酒市场扩容，马太效应的大逻辑不变，疫情将促使市场加速向名酒龙头集中，**我们继续推荐业绩确定性较强的高端白酒板块。**

大众食品板块：调味发酵品必选属性凸显，龙头业绩稳健增长；速冻食品一季度 ToB 餐饮端需求受挫，但 C 端需求的快速增长对冲 B 端需求缺失，推动速冻龙头业绩增长，随着我国疫情逐步得到控制，速冻 B 端需求有望随餐饮消费逐步恢复，长期仍有望受益于餐饮业市场扩容及标准化发展；休闲食品方面，以线上及 KA 商超渠道为主的细分龙头受疫情影响较小，疫情下“宅经济”或助力休闲食品消费者培育，行业整体具备长期成长逻辑。**我们建议关注不确定环境下确定性较强的调味消费品子板块以及短期终端动销较好同时具备中长期成长逻辑的速冻食品、休闲零食子板块。**

- **农林牧渔**

养殖板块：猪周期带动养殖板块业绩高速增长，我们判断，**从供给端看，短期，**此前因疫情被迫压栏的大猪逐步出栏，**中期，**受猪瘟影响的产能恢复预计到下半年；**从需求端看，**我国疫情基本得到控制，复工复产顺利进行，餐饮消费逐渐恢复，随着近期各地复学的有序开展，需求有望拉升。**短期由于疫情及天气影响消费，叠加供给端的阶段性恢复，猪价或将继续下跌，但下跌空间有限，下半年初猪价有望回升并维持高位。此外，行业龙头的份额仍有较大提升空间，建议关注生猪养殖板块优质龙头。**

动保板块：2019 年业绩下滑主因猪瘟影响下生猪存栏大幅下降，20Q1 随着生猪存栏逐步恢复，猪苗需求有所回暖，随着能繁母猪补栏，建议关注后猪周期动保板块龙头的投资机会。

4.2 风险提示

1、政策风险

2、疫情风险

3、经济增速不及预期风险

4、食品安全风险

5、疫病及自然灾害风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券