

## 大北农：站在移动互联浪潮风口的“猪”！

### —农业产业互联网第一股深度研究报告

#### 投资要点：

#### ● 大北农发展战略：打造高科技、互联网化、类金融的现代农业服务商

1、大北农坚持科技服务农业，提倡知识创新农业。2、建立以互联网为工具、培训为手段、服务为内容、产品为载体、服务人才为主体全新的知识型服务网络体系。3、创新互联网服务农户平台，提出智慧大北农战略，集合事业伙伴和猪行业大数据，发展基于（移动）互联网的智慧金融系统，创新农村融资服务体系。

#### ● 时代变革：产业互联网时代来临

1、过往20年为消费互联网时代，互联网以终端用户为中心，以消费为主线，迅速渗透进人们生活的各个领域，已深刻影响着我们的消费习惯。2、产业互联网悄然到来，未来互联网还将以生产者为中心，改变产业生产者行为，体现在互联网对产业的生产、交易、融资、流通等各个环节的改造，以提升生产者运营效率。成为产业互联网BAT的特征：1）具备互联网思维并提供互联网服务能力。2）在产业链中具有优势地位。3）生产者用户资源丰富。

#### ● 大北农：有可能成为农业产业互联网中的BAT！

1、公司倡导的文化理念具备互联网思维：创新、充分授权、平台、去中心化。2、大北农提出事业财富共同体概念，经营由卖产品向卖服务过渡，从融资、技术、产品、财务、管理、信息上为经销商提供创业服务平台。3、提出智慧养猪，打造正能量的养殖行业生态系统，为养殖户提供全方面养殖服务，以改善养殖生态，提升养殖效率。

#### ● 公司盈利预测及估值

我们预计公司2014/15/16年实现销售收入233/330/450亿元，增速为40%、42%、36%。EPS为0.65/0.94/1.27元，增速为35.8%、44.0%、35.8%。随着公司互联网化进程加快，估值水平将大幅提升，给予14年EPS对应30倍PE，给予“推荐”投资评级。

#### ● 主要风险因素：1、公司互联网化产品服务推广不及预期 2、公司业绩不及预期 3、养殖行业景气度下降

#### 主要财务指标

(百万元,元)	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(百万元)	16661	23286	33035	45040
Yoy	56.6%	39.8%	41.9%	36.3%
净利润	769	1045	1504	2043
Yoy	13.9%	35.8%	44.0%	35.8%
摊薄EPS(元)	0.48	0.65	0.94	1.27
PE(X)	23	16	12	9

资料来源：中国银河证券研究部

大北农（002385.SZ）

**推荐** 维持评级

分析师：吴立

☎：010-83574546

✉：wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090001

分析师：张靖

☎：010-66568757

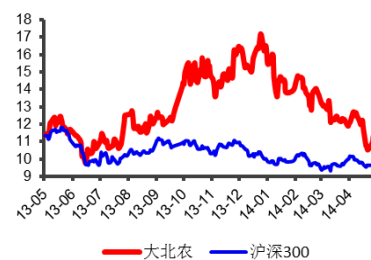
✉：zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513070001

#### 市场数据 时间 2014.05.09

A股收盘价(元)	10.86
A股一年内最高价(元)	17.45
A股一年内最低价(元)	10.38
上证指数	2011.31
市净率	3.42
总股本(万股)	163883
实际流通A股(万股)	916131
限售的流通A股(万股)	722704
流通A股市值(亿元)	99.49

#### 相对上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

#### 相关研究

2014.4.27《2014年Q1季报点评：一季度公司销量仍延续高增长 费用大增吞噬利润》  
2014.4.21《2013年年报点评：13年公司高速扩张，互联网农业创业服务平台雏形乍现》

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

**1、大北农发展战略: 打造高科技、互联网化、类金融的现代农业服务商。** 1) 大北农坚持科技服务农业, 提倡知识创新农业。2) 建立以互联网为工具、培训为手段、服务为内容、产品为载体、服务人才为主体全新的知识型服务网络体系。3) 创新互联网服务农户平台, 提出智慧大北农战略, 集合事业伙伴和猪行业大数据, 发展基于(移动)互联网的智慧金融系统, 创新农村融资服务体系。

**2、时代变革: 产业互联网时代来临。** 1) 过往 20 年为消费互联网时代, 互联网以终端用户为中心, 以消费为主线, 迅速渗透进人们生活的各个领域, 已深刻影响着我们的消费习惯。2) 产业互联网悄然到来, 未来互联网还将以生产者为中心, 改变产业生产者行为, 体现在互联网对产业的生产、交易、融资、流通等各个环节的改造, 以提升生产者运营效率。成为产业互联网 BAT 的特征: (1) 具备互联网思维并提供互联网服务能力。(2) 在产业链中具有优势地位。(3) 生产者用户资源丰富。

**3、大北农: 有可能成为农业产业互联网中的 BAT!** 1、公司倡导的文化理念具备互联网思维: 创新、充分授权、平台、去中心化。2、大北农提出事业财富共同体概念, 经营由卖产品向卖服务过渡, 从融资、技术、产品、财务、管理、信息上为经销商提供创业服务平台。3、提出智慧养猪, 打造正能量的养殖行业生态系统, 为养殖户提供全方面养殖服务, 以提升养殖效率。

**4、业务预测:** (1) 公司主营收入假设: 预计公司 2014/15/16 年实现销售收入 233/330/450 亿元, 增速为 40%、42%、36%。(2) 毛利率假设: 我们预计公司综合毛利率分别为 20%、20%、19%。

### 我们与市场不同的观点:

本篇报告是市场上首次从互联网思维的角度分析大北农的发展战略、经营管理。市场普遍认为大北农仅是一家猪饲料公司, 我们认为大北农是一家具有互联网基因、服务于农业、致力于改善农业经营效率的高科技公司, 估值水平上应给予更高溢价。另外, 在当前大互联网时代, 每个行业、企业均面临着经营转型与变革, 在农业行业中, 大北农无疑是产业应用互联网的领头羊。从公司文化、组织设计、营销管理、渠道建设均全面互联网化。大北农基于互联网开展产业链金融, 改善养殖行业生态系统, 全方面为农户提供创业服务平台, 有可能成为解决农村最后一公里 O2O 新渠道。

### 估值与投资建议:

我们预计公司 2014/15/16 年实现销售收入 233/330/450 亿元, 增速为 40%、42%、36%。EPS 为 0.65/0.94/1.27 元, 增速为 35.8%、44.0%、35.8%。随着公司互联网化进程加快, 估值水平将大幅提升, 给予 14 年 EPS 对应 30 倍 PE, 给予“推荐”投资评级。

### 股价表现的催化剂:

1、公司互联网化产品服务推广顺利。2、公司业绩超预期 3、养殖行业景气度回升

### 主要风险因素:

1、公司互联网化产品服务推广不及预期。2、公司业绩不及预期 3、养殖行业景气度下降

## 目 录

一、大互联时代已到来 .....	1
(一) 时代赌局启示 .....	1
(二) 农村迎来移动互联浪潮 .....	2
(三) 时代变革：消费互联网时代过渡到产业互联网时代 .....	4
二、当前农业企业必须具备互联网思维 .....	5
(一) 什么是互联网思维 .....	6
(二) 互联网思维下的商业逻辑变革 .....	7
三、大北农战略：有可能成为农业产业互联网中的 BAT! .....	8
(一) 公司发展规划：努力打造高科技、互联网化和类金融的现代农业综合服务企业 .....	8
(二) 公司文化：创新、平台、去中心化（互联网思维） .....	10
(三) 大北农事业财富共同体：由卖产品向卖服务过渡（平台思维） .....	12
(四) 智慧养猪：打造正能量的养殖行业生态系统（大数据思维） .....	13
(五) 试水农业智慧金融：创新农户融资新模式（大数据思维） .....	18
(六) 公司渠道价值需重估：打造农村最后一公里 O2O 新渠道（跨界思维） .....	19
四、公司业务分析：未来百亿利润可期 .....	21
(一)、公司主营业务和盈利构成 .....	21
(二)、饲料:服务营销促公司前端料销量大幅增长 .....	22
(三)、种业: 厚积薄发 期待新品种释放 .....	27
(四)、动保: 未来或将成为新的盈利点 .....	29
(五)、植保: 服务种植业，稳定发展 .....	29
五、公司盈利预测和投资评级 .....	30
插图目录 .....	34
表格目录 .....	35

## 一、大互联时代已到来

### (一) 时代赌局启示

互联网是网状结构，不是一个层级结构。互联网没有中心节点，也就意味着没有一个点是绝对的权威的。所以互联网的技术结构决定了它内在的精神：平等、民主、分享。

表 1：大互联时代已到来

阶段	时间段	典型特点	代表公司
Web1.0（门户时代）	1997年-2002年	信息展示，单向互动	新浪、搜狐、网易等门户网站
Web2.0（搜索/社交时代）	2002年-2012年	UGC（用户生产内容），人与人之间双向的互动	博客中国、新浪微博、人人网
Web3.0（大互联时代）	2012年--	移动智能终端为基础，多对多交互，不仅包括人与人，还包括人机交互以及多个终端的交互。	腾讯微信、阿里来往、物联网

资料来源：中关村大数据产业联盟，中国银河证券研究部

当前处大互联时代的初期，真正的 3.0 时代一定是基于物联网、大数据和云计算的智能生活时代，实现“每个个体、时刻联网、各取所需、实时互动”的状态，也是一个“以人为本”的互联网思维指引下的新商业文明时代。

1、赌局 1：2012 年 12 月王健林 VS 马云

筹码：1 亿元

地点：2012 中国经济年度人物颁奖现场

预测：2020 年，电商在中国零售市场是否占 50%(当前 8%)？

王健林：“电商再厉害，但像洗澡、捏脚、掏耳朵这些业务，电商是取代不了的。”

马云：认为电商必胜。称“今天真正创造一万亿的不是马云，创造一万亿的是在大街上我们不曾留意的店小二，小年轻人，‘90 后’、‘80 后’，我们在街上不会点头的快递人员，他们正在改变今天的中国经济，而只有他们才是未来经济的希望。所以我不是取代你，而是帮助他们取代你。”

启示：1) 互联网改变销售渠道

2) 这是一个屌丝逆袭的时代！

2、赌局 2：2013 年 12 月 董明珠 VS 雷军

筹码：10 亿元

地点：2013 中国经济年度人物颁奖现场

图 1: 新旧制造企业的时代赌局



资料来源: 公开信息, 中国银河证券研究部

图 2: 新旧商业企业的时代赌局



资料来源: 公开信息, 中国银河证券研究部

预测: 五年之后小米营业额能否超过格力 (300VS1200)?

雷军: “小米模式能不能战胜格力模式, 我觉得看未来五年。请全国人民作证, 五年之内, 如果我们的营业额击败格力的话, 董明珠董总输我一块钱就行了。”

董明珠: 我告诉你不可能, 为什么? 因为我们有 23 年的基础, 我们有科技创新研发的能力, 而且我们保守了过去传统的模式。

启示: 1、互联网不仅改造销售渠道, 已开始改造研发、生产环节。

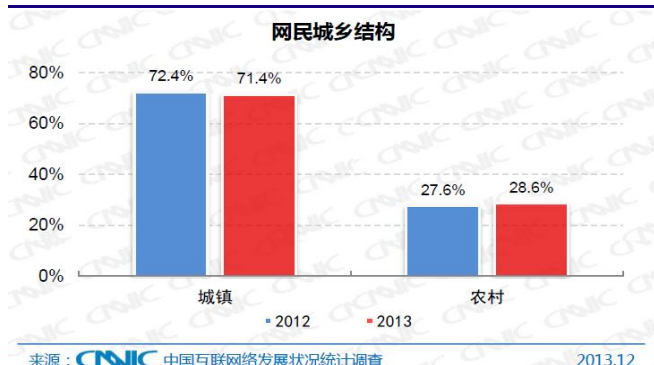
2、互联网思维的重要性。我们不必太关心这个赌局谁输谁赢, 如果格力不向互联网转型, 必然是输家。如果能够基于原有资源优势并成功互联网转型, 则必然是赢家。这不是小米与格力谁输谁赢的问题, 这是一场新商业与旧商业的博弈。

## (二) 农村迎来移动互联浪潮

1、据统计, 截至 2013 年 12 月, 城镇互联网普及率达 62%, 农村互联网普及率 27.5%, 接近于 08 年的城镇水平。我国网民中农村人口占比 28.6%, 规模达 1.77 亿, 相比 2012 年增长 2101 万人。2013 年, 农村网民规模的增长速度为 13.5%, 城镇网民规模的增长速度为 8.0%, 城乡网民规模的差距继续缩小, 农村地区依然是目前中国网民规模增长的重要动力。

2、2013 年我国互联网发展地域性差异仍然存在, 北京、上海、广东等省市的互联网普及率相对较高, 超过 65%, 而江西、云南、贵州等省份的互联网普及率则相对较低, 均不到 33%。

图 3：中国农村网络普及率仍偏低



资料来源：市场公开信息，中国银河证券研究部

图 4：预计未来 5 年农村网民规模仍将高速增长



资料来源：市场公开信息，中国银河证券研究部

未来农村网民，尤其是移动网民将高速增长。增长原因：

1、政策支持。2013 年是中国宽带建设实现跨越性发展的一年，国务院印发《“宽带中国”战略及实施方案》，提出宽带网络成为新时期我国经济社会发展的战略性公共基础设施。推动我国宽带基础设施快速健康发展，加大光纤到户、农村宽带进入乡村。2013 年 12 月，中国政府正式颁发了 TD-LTE 牌照，从此，中国全面进入数据通信（相对于语音通信）的 4G 时代。即标志着“移动通信”与“互联网”两大行业融合为“移动互联网”行业，移动网与固网的边界开始模糊，这是电信运营史上重要的战略转折点。（意义：虚拟经济与实体经济加速融合）。

2、一是 3G 的普及、无线网络的发展和智能手机的价格持续走低，为手机上网奠定使用基础。二是手机应用服务的多样性和深入性，增强手机网民的上网黏性。

由于 3G、4G 网络 and 智能终端的“双轮”快速驱动，使得移动互联网流量的爆发式增长远超预期。根据 2007 年的世界无线电大会（WRC-07）预测，2015 年以前，世界大部分地区的语音流量将持续占主导地位。然而，事实是 2008 年后智能移动终端的爆炸式发展加上 3G、HSPA/HSPA+、LTE 移动宽带网络的相互促进，2010 年移动数据流量即已超过了移动语音流量，比国际电联（ITU）的预测整整提前了 5 年。根据 ITU-R 的预测，2010 年移动数据总流量为 1000PB，而实际是 7000PB，是预测的 7 倍。

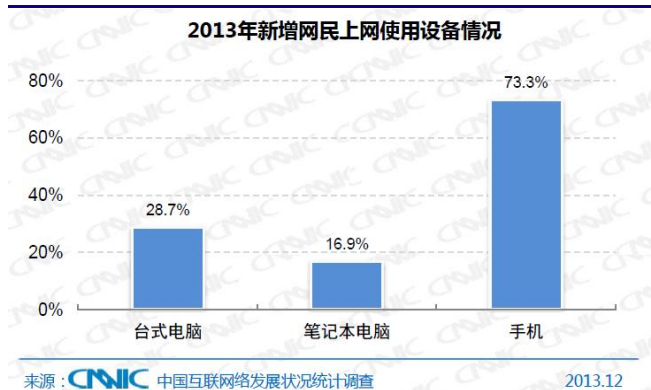
近 4 年来，智能终端与移动数据流量每年均递增 100% 左右，预计未来 5 年移动数据流量还将再增 7 倍。据统计，智能手机产生的流量大约是非智能手机的 60 倍，而平板电脑则是非智能手机的 500 倍！到 2020 年，移动设备的数量将从目前的 50 亿发展到 500 亿（包括物联网终端）。即物终端数：人终端数=10：1。而根据有关标准组织的研究，上述这个比例的极限需求，至少将是 50：1 以上。

图 5: 移动网民规模高速增长



资料来源: 市场公开信息, 中国银河证券研究部

图 6: 新增网民中 73% 使用手机上网



资料来源: 市场公开信息, 中国银河证券研究部

### （三）时代变革：消费互联网时代过渡到产业互联网时代

#### 1、过往 20 年为消费互联网时代。

自从 90 年代中期，互联网商业化以来，互联网以终端用户为中心，以消费为主线，迅速渗透进人们生活的各个领域，如在娱乐、消费、旅行、学习等方面已深刻影响着我们的日常生活，未来随着我国移动网络环境的改善和智能手机的普及，整个社会经济已经很难再离开互联网。

1) 娱乐: 据调研, 77.8% 手机娱乐用户在晚上睡觉前使用手机, 73.2% 手机娱乐用户在家里/宿舍等休息时间使用。说明手机娱乐不仅仅是一种交通工具上的消遣方式还成为一种家庭娱乐方式。可见, 手机娱乐已成为用户一种常态化的生活方式, 成为一种习惯。

2013 年, 中国网络游戏用户规模达到 3.38 亿, 手机网络游戏用户数出现爆发性增长, 手机网络游戏用户数为 2.15 亿 (+54.4%)。大屏手机和 4G 网络助推视频网民向移动端转移。围绕互联网电视的客厅争夺战变得激烈, 娱乐化是我国移动互联网的主要特点。

2) 消费: 手机网络购物成重要消费模式。2013 年我国网络购物用户规模达到 3.02 亿 (+24.7%), 使用率 48.9%。手机网络购物用户规模达到 1.44 亿 (+160.2%), 使用率高达 28.9%。消费者对手机购物的认可程度逐渐加深。

3) 旅行: 在网上预订过机票、酒店、火车票或旅行行程的网民规模达到 1.81 亿 (+61.9%), 使用率提升至 29.3%。有过手机预订经历的用户占 20.3%。

4) 商务: 移动商务彰显巨大潜力, 使用率快速增长。2013 年手机在线支付快速增长, 用户规模达到 1.25 亿, 使用率为 25.1%。(滴滴打车 VS 快的打车)

5) 学习: 手机浏览器碎片化特点明显, 阅读是核心需求, 浏览网页和新闻阅读为主。

#### 2、产业互联网时代的到来。

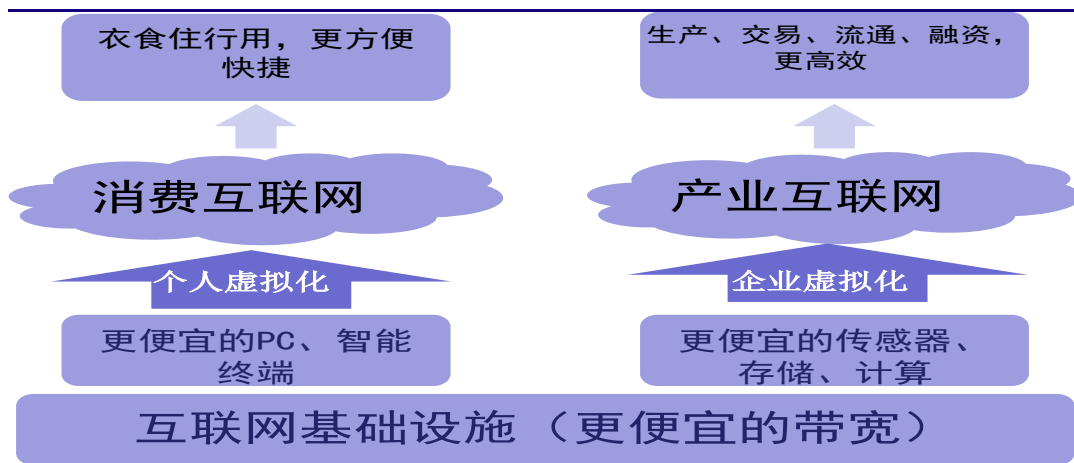
宽带资本总裁田溯宁称, 随着移动终端的多样化, 智能终端的普及以及拥有了后台云计算及大数据的能力, 互联网还将创造从改变消费者个体的行为到改变各个行业、政府乃至社会

的新时代，我们称之为“产业互联网时代”。

未来每个行业都将逐步被互联网所改变。因为就像人在工业革命时要具备知识要有智商一样，未来企业要有企业的智商，这个企业的智商就是能够在整个互联网上可以不断的获得数据，再通过这个数据进行加工和提炼。

产业互联网区别于消费互联网，泛指以生产者为用户，以生产活动为应用场景的互联网应用。体现在互联网对各产业的生产、交易、融资、流通等各个环节的改造。消费互联网得以迅速发展是因为“消费者”体验为中心，借助（移动）互联网得到了极大提升，使消费者的消费、娱乐、学习、旅行等方面因为（移动）互联网的出现变得更加方便、快捷。而产业互联网将以“生产者”用户体验为中心，借助（移动）互联网使生产者生产更高效、资源配置更合理、交易效率更快，从而提升生产者收益。

图 7：消费互联网与产业互联网对比



资料来源：中关村大数据产业联盟，中国银河证券研究部

阿里和腾讯虽然在消费互联网领域势不可当，但是在产业互联网应用的尝试均未取得好的效果。由于 BAT 的客户积累和运营经验主要集中在个人客户，其向产业互联网拓展过程中优势将不再明显。反而是传统行业的生产者服务商，以农业企业为例，比如农产品物流企业（农产品）、养殖服务企业（大北农）在产业链中掌握生产者资源的企业，除了为生产者在线下提供产品/服务外，还可以借助（移动）互联网实现信息平台、融资平台、交易平台等多重功能，进一步增强对产业链的掌控能力。在产业互联网时代能够成为佼佼者的企业应该具备以下特点：

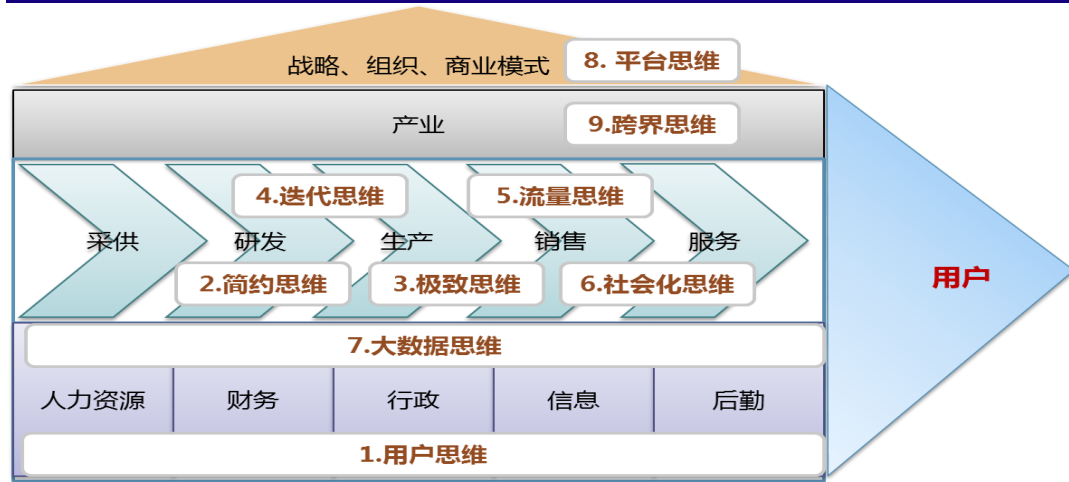
- 1、具备互联网思维并提供互联网服务能力。
- 2、在产业链中具有优势地位。
- 3、生产者用户资源丰富。

## 二、当前农业企业必须具备互联网思维

## （一）什么是互联网思维

什么是互联网思维呢？

图 8：互联网思维逻辑图



资料来源：互联网思维独孤九剑，中国银河证券研究部

1、用户思维。指对经营理念和消费者的理解。用户思维贯穿企业运营的始终。“以厂商为中心”的工业经济背景下，往往是厂商主导，传播方式是厂商自说自话，产品研发消费者也无法参与。在“以用户为中心”的互联网时代，消费者的话语权日益增大，并且影响着企业各环节的决策，以小米为代表的新经济企业，使得用户越来越广泛地参与到产品研发和品牌建设环节之中。这个时候的企业经营，要真的以用户为中心，商业价值一定要建立在用户价值之上。用户思维是所有互联网思维的核心，没有用户思维，也就不可能领悟好其他思维。

2、简约思维。指对品牌和产品规划的理解。在用户思维的指导下，品牌和产品该如何规划？以往品牌厂商多习惯大而全，产品线显得冗长，产品包装也恨不得全列上产品卖点。而苹果、小米这类互联网思维下的企业，给人的感受往往是极简元素。产品的规划能不能做到简约？品牌定位能不能做到专注？这些都值得传统企业重新思考。

3、极致思维。指对产品和服务体验的理解。互联网时代的竞争，只有第一，没有第二，可以说非常残酷。只有产品和服务给消费者带来的体验足够好，才可能真正地抓住消费者，真正赢得人心，这就是一种极致思维的体现。过剩的年代，做不到极致，就很难在市场立足。

4、迭代思维。指对创新流程的理解。传统企业推出新品多有一个长达 2-3 年的新品上市周期，而互联网企业的产品开发采用迭代方式，在与用户不断地碰撞中把握用户需求，进而完善产品，让产品在用户参与中得以完善。传统企业的新品上市能不能做到迭代？怎样做到迭代？

5、流量思维。指对业务运营的理解。互联网企业都有很典型的流量思维，“流量即入口”、“流量就是金钱”等理念推动着互联网企业流量为先的策略。免费又是获取流量的典型方式，传统企业该如何借鉴？如何获取流量？

6、社会化思维。指对传播链、关系链的理解。社会化商业时代已经到来，企业面对的员

工和用户都是以“网”的形式存在，所以企业经营必须要融入社会化思维。除了营销环节的社会化媒体营销，还有众包、众筹、社会化招聘等很多方式值得探索；社会化思维对传统企业的传播链条、关系链条带来深刻影响。

7、大数据思维。指对企业资产、核心竞争力的理解。大数据成为企业的核心资产，数据挖掘与分析成了企业的关键竞争力乃至核心竞争力。大数据思维同样贯穿在企业经营的整个价值链条。大数据核心不在大，而在于数据挖掘和预测。

8、平台思维。指对商业模式、组织形态的理解。互联网三大巨头分别构建了搜索、社交、商务三个领域的生态体系，分别成为各自领域的平台组织。对传统企业而言，如何思考自身企业商业模式的设计？互联网影响下，如何完成组织制度的重新设计？如何做好创新文化的发育？都是这场互联网转型攻坚战中的关键命题。

9、跨界思维。指的是对产业边界、创新的理解。互联网和新科技的发展，纯物理经济与纯虚拟经济开始融合，很多产业的边界变得模糊，互联网企业的触角已经无孔不入。对产业的界定变得困难，很难讲阿里巴巴是一家处于什么产业的企业。掌握了用户和数据资产，就可以参与到跨界竞争，跨界变得越来越普遍。传统企业如何去应对跨界竞争？如何发起跨界挑战？。

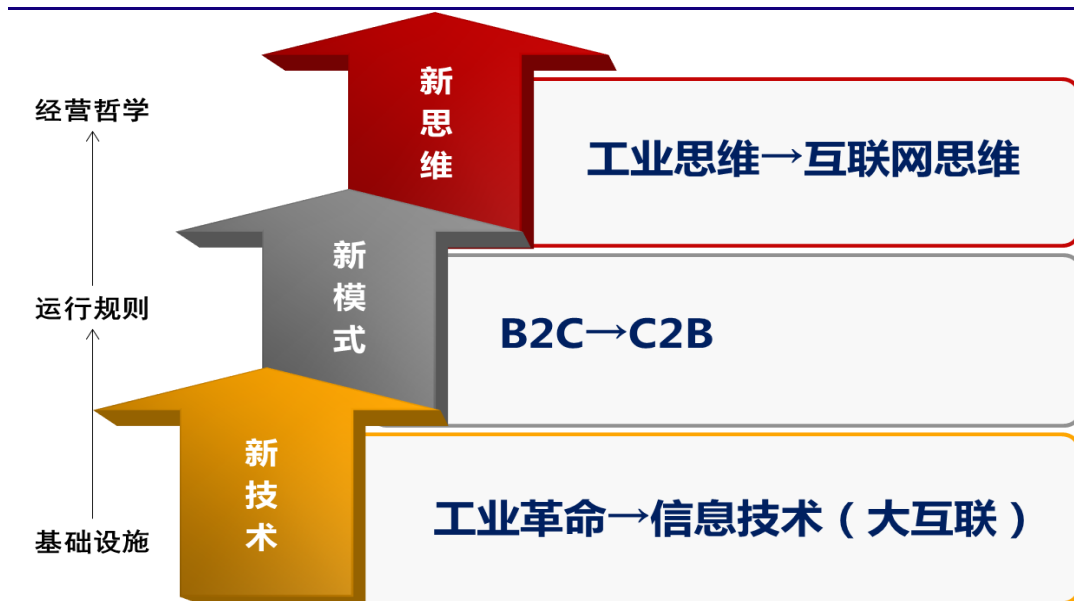
## （二）互联网思维下的商业逻辑变革

在大互联时代，信息成为比物质和能源更为重要的资源，以开发和利用信息资源为目的信息经济活动迅速扩大，逐渐取代工业生产活动而成为国民经济活动的主要内容。在信息社会中，①信息、知识成为重要的生产力要素，和物质、能量一起构成社会赖以生存的三大资源。②劳动者的知识成为基本要求，人的个性将得到极大发展。③工业社会对人类的异化，将被再否定，人类生活不断趋向和谐，社会可持续发展。

随着我们社会网络基础建设达到了一个平台期。在工业社会，信息有效传递、互联互通、复杂的资源协调等事项，个体都很难独立完成，但是现在能源、信息领域的基础设施建设均已达到了一个相当的高度。个体有一台智能设备可以连到互联网上，我就能够建立与全世界的连接，这意味着每一个人，只要有足够的能力，都有机会获得前所未有的话语权。当这样的大互联时代到来的时候，在工业时代产生的传统组织、传统商业逻辑会受到怎样的冲击？真是难以想象。大数据专家称，从近三个世纪的趋势上看，十九世纪是一个“帝国”的时代，那个时候完全是国家和国家之间的竞争；二十世纪是公司的时代，特别是跨国公司的时代，超级英雄已经变成跨国公司，变成摩根斯坦利、变成 GE 这样的公司；二十一世纪是个人的时代。所以当前最流行的是微博、微信、微众传媒.....

在这样的时代，任何行业、企业均要面临转型与变革。因为当前占主流地位的经营管理哲学是建立在工业时代。在大互联时代，商业逻辑就会有变化，一、跨越性发展机会。在传统行业里的处于弱势地位的企业，如农业行业中的农产品深加工企业在产业链各环节博弈中处于弱势地位，他们就有了借助互联网平台实现弯道超车的机会。二、经营跨界的机会。尤其是在产业链具有优势地位的企业，可以借助互联网，凭借集结的产业资源、生产者经营大数据，实现产业跨界经营的目标。比如大北农可以通过互联网为养殖户、种植户提供产品与服务，集聚用户经营数据、信用数据，以发育产业链金融的利润增长点，而公司通过事业财富共同体建立的具有控制力的全国布局的经销商渠道，有可能成为解决农村最后一公里的 O2O 新渠道。

图 9：大互联时代商业逻辑变革图



资料来源：互联网思维独孤九剑，中国银河证券研究部

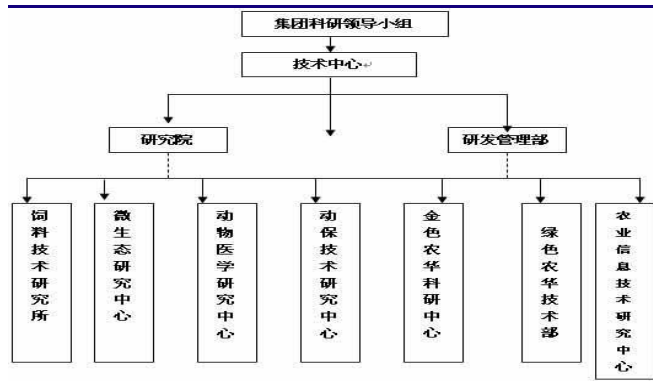
### 三、大北农战略：有可能成为农业产业互联网中的 BAT！

#### （一）公司发展规划：努力打造高科技、互联网化和类金融的现代农业综合服务企业

互联网背景下的**大北农**，战略目标一步步清晰，依托种植业和养殖业两条主线，致力于打造世界一流的**高科技、互联网化和类金融的现代农业综合服务平台**。

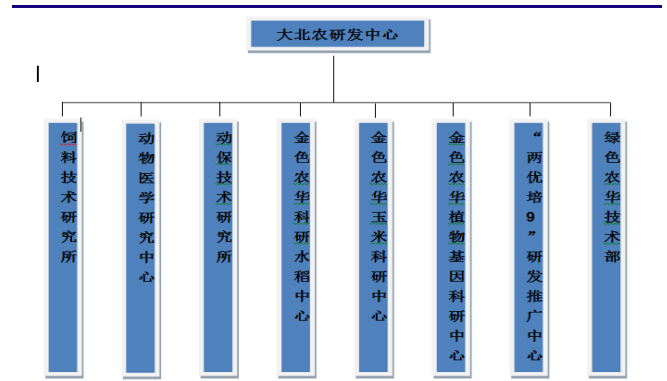
**大北农**成立之初至今，一直延续着科技兴农的理念，成为中国猪饲料行业，乃至整个农业企业其中科研实力最强的企业。公司注重研发能力的培养，注重科技创新。公司研发费用占比很高，且呈上涨趋势。公司以企业文化统领发展，以团队建设为原动力，以科技创新为发展基础，依托中关村优质的科技资源和国家自主创新示范区的优势，在集团范围内共享资源、统筹发展、分步推进，将公司打造成为具备国际竞争力的综合性农业高科技企业。

图 10: 公司全面布局农业科技



资料来源:

图 11: 公司研发中心



资料来源:

表 2: 大北农科技之路

1998 年	在全国建立饲料分公司和组建科技推广网络
2001 年 9 月	集团在怀柔雁栖开发区征地 228 亩，开始建设集示范、生产、科研、培训为一体的大北农科技园
2002 年 10 月	金色农华公司科研课题列入国家“863”计划，成为全国唯一一个承担“863”计划农作物育种重大专项的民营种业企业
2004 年和 2005 年	集团连续两年被评为“中关村经济 20 强企业”
2005 年 9 月	集团当选为中国农业技术推广协会副会长单位
2006 年 10 月	集团被国家发改委、科技部、财政部、海关总署、税务总局联合认定为“国家企业（集团）技术中心”
2007	建成中关村科技园海淀园博士后工作站
2008	联合农科院饲料研究所、农业大学成立“国家发展改革委员会生物饲料开发国家工程研究中心”“生物饲料工程国家重点实验室”
2009	被科技部等三部委认定为“国家创新型企业”

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 大北农科研费用一览表

	2009	2010	2011	2012	2013
研发投入（亿元）	1.3	1.68	1.85	3.44	4.93
收入占比	3.27%	3.20%	2.36%	3.23%	2.96%

资料来源: 财务报表, 中国银河证券研究部

公司全面实施科技创新战略，公司每年研发投入占营业收入的 3% 左右，围绕农业植物新品种选育和绿色投入品开发两大方向，以生物技术和信息技术为手段，加大研发投入力度，加强创新基础能力建设，扩大产学研联盟，以饲料、动保、种业、植保为技术创新产业主体，以“中国农民大学”创业型农民培训、“农博网”综合信息服务为两翼，实施“知识创新农业战略”，走原始创新和集成创新相结合的技术创新之路，已经形成了“开放性研发与成果中试熟化相结合、农民科技知识普及与企业公益微利相结合”的“2+2”技术创新机制。

在互联网的时代背景下，大北农团队紧扣时代新主题，积极投入到互联网浪潮中。运用互联网、物联网、云计算等后互联网时代的先进技术，将公司总部、各单位、所有员工、事业伙伴、行业融合在一张巨大的“网”上，通过智能化、自动化、终端化、网络化的手段颠覆公司、

客户及行业的传统管理、营运及商业模式，推动大北农业务线上线下高度融合，努力将大北农打造成为一个高科技、互联网化和类金融的现代农业综合服务企业。

## （二） 企业文化：创新、平台、去中心化（互联网思维）

### 1、创新文化 VS 互联网思维

公司一直倡导知识创新农业。创新是互联网思维的重要因素。公司围绕创新与变革的发展精髓，通过科技创新、服务创新、人才创新、理念创新真正实现产、学、研相结合，不拘泥于传统农业的发展道路，用创新的“引擎”有效驱动各产业蓬勃发展，用二十年的积淀开辟出一条坚实稳固的自主创新之路。

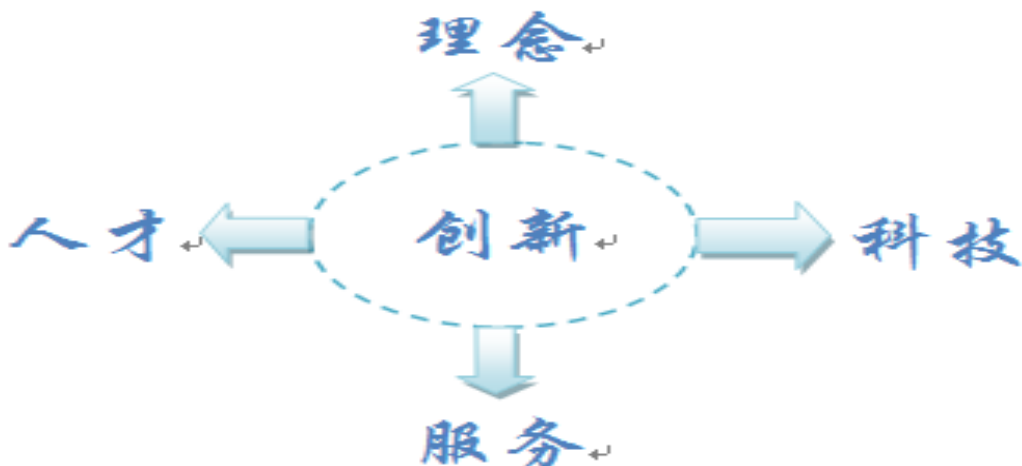
1) 科技创新驱动，夯实道路根基。公司立足农业现代化建设，超前部署，不断强化基础研究、前沿技术研究，重视高端人才培养与引进，抢占科技发展制高点。如“大北农猪圆环病毒疫苗技术”和“猪早期营养技术”均荣获国家科技进步大奖。

2) 服务创新驱动，孕育发展突破。公司创新服务模式，全面推广服务信息化战略，开展“智慧金融”工程，实施“智慧养猪”计划，从金融层面和猪产业链信息服务层面全力打造“智慧大北农”，以高效信息化开创服务全新领域，用电子智能化打造立体服务空间，在信息化建设上实现重大突破，领先行业发展。

3) 人才创新驱动，促进全面提升。公司在人才培养、选拔、引进和奖励机制上不拘一格，坚持推陈出新，与时俱进，以使命共同体、事业共同体、利益共同体为纽带将全体大北农人紧密团结在一起，统一大家的共识，组建高水平创新创业人才队伍，以人才促进科研、服务、品牌、产能等的全面提升。

4) 理念创新驱动，积蓄强大能量。饲料行业进入整合期后，养殖户规模化程度不断提升，公司抓住机遇，适时提出“大北农事业财富共同体”的创新发展理念，重新定位推广服务团队，以“创业辅导员、客户服务员、市场信息员、资金信贷员”的角色，全力帮扶事业伙伴升级转型，在全国范围内布局养猪服务中心。

图 12：公司倡导知识创新农业



资料来源：互联网思维独孤九剑，中国银河证券研究部

## 2、充分授权、去中心化 VS 阿米巴

大北农自成立以来，就非常注重个人在平台中的作用，多年来形成的企业文化就有互联网基因，大北农的内部激励、充分授权、共同发展，倡导人人平等，在大北农公司部，在相互称谓上，并不以公司正式的职务相称，而全部是以老师相称，即使是创始人也不例外，称之为邵博士。公司所形成的文化体系与目前互联网精神主导下的管理文化非常贴近。

图 14：大北农企业文化



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

大北农作为农业企业的龙头，是劳动力密集型产业的代表。公司随着规模的不断状态，业务板块的不断扩张，随即出现职工数量大规模增长的问题。从成立之初的两人团队，到现在拥有 20000 余名员工、1200 多人的核心研发团队、60 多家生产基地和 80 多家子公司和 2500 多家养猪服务中心的农业科技企业集团。同时，农业产品的特殊性决定做到向工业企业那般，流水线生产的标准化管理，也几乎是天方夜谭。那么创造出一个和创业之初那样拥有同甘共苦、共同分担经营重任的经营伙伴，如何有效的管理模式和激励模式来为这家农业企业航母提供源源不断的动力呢？

答案就是**阿米巴经营模式**！

通过建立阿米巴经营模式，将公司分割成一个个小的业务单元。公司建立科学的业务单元划分标准，进一步细分业务单元。将集团的业务规划、财务核算、绩效评估、权限分配等等落实到具体的核算单元中，在统一的理念方针的指导下协调运作，突出核算单元的管理体制。目前公司的现有核算单元 130 余个，在这 130 个业务单元中单独核算，增强各业务单元的可比性，这种模式的作用是让每一个业务单元、经营单位了解自己的经营状况，找出改善问题的方法。这种经营模式的本质是一种阿米巴式的量化的赋权管理模式。

阿米巴经营模式下每一个员工都是公司的主人。被分割的每一个业务单元，每一个小型组织都作为一个独立的利润中心，按照小企业、小商店的方式进行独立经营。每一个员工都是业务单元的主人，都是公司的主人，给予员工充分的尊重。对于员工，这里没有严格考勤制度和工作量要求，没有公司化的业绩提成。对于团队管理者只需要对利润负责，有充分的投入自主权，不考核预算达标与否，业绩与当期收入不挂钩，只与升迁、股权挂钩。在这个过程中激发了员工的荣誉感和主人翁意识。

#### 注：什么是阿米巴模式？

“阿米巴”的原意是变形虫，其形体变化不定，能够随外界环境的变化而变化，不断地进行自我调整来适应所面临的生存环境。阿米巴经营是稻盛和夫在公司规模不断扩大，管理遭遇瓶颈中提出的。所谓的阿米巴模式的本质是将企业分割成众多小的组织体（阿米巴），各个阿米巴独立核算，独立经营，并培养具有经营意识的领导人，让全员参与到企业经营中，打造激情四射的集体，依靠全体智慧努力完成企业经营目标，实现企业的飞速发展。

阿米巴经营模式让稻盛和夫赤手空拳在 40 年间创建了两家世界 500 强企业，并且让这两家企业在数次全球范围内的毁灭性危机中都转危为安，持续走向成功。阿米巴模式目前已誉为“世界上最先进、最有效、最人性化、最值得学习推广的经营管理模式”而广受推崇。而我们也在大北农的经营管理中也发现了阿米巴的影子。

阿米巴经营模式不仅仅是业绩改善的工具，是发现人才的方法，更是激发职工工作热情的催化剂。在这种模式下，奖励是做得好的员工得到提升，承担更大的责任，有更大的事业舞台。在细分业务单元的模式下，每一个业务单元都能够清晰的看到，自己的努力创造出多少价值。这种清晰直观的数据，驱使着职工不断提高工作积极性，从而自主地、有效地提高经营业绩。

表 4：大北农股权大事记

1996 年	公司内部员工模拟持股制度
2009 年初	公司员工股东达到 923 人，股东人数占公司员工总数 1/3
2009 年 12 月 31 日	大北农个人股东 197 人
2012 年 1 月 12 日	大北农授予 102 名中高层核心业务、技术、管理骨干 2380 万份股票期权，占本激励计划签署时股本总额 400,800,000 股的比例为 5.94%。此外，董事长还动用自有资金对员工进行多种形式的激励。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### （三）大北农事业财富共同体：由卖产品向卖服务过渡（平台思维）

公司十分重视客户自身利益，并清楚意识到必须最大限度的实现公司与客户的利益一致化才能挖掘客户的潜能。2012 年，公司提出了“大北农事业财富共同体”的全新发展理念，实现专营专销，建设“以大北农为中心、以事业伙伴为核心，以核心养殖户为重心”的创业创富联盟。

大北农事业财富共同体的三个特性，揭示了创立大北农事业财富共同体的初衷：首先是事业，事业财富共同体要共同完成一项事业，让农民富起来是根本，让农业发展起来是动力。在做事业的同时，要有财富的体现，财是财力，通过努力体现价值。富是富贵，通过大家的工作和事业，让大家在当地得到尊重。共同体共同创造一是事业、二是财、三是富，三个一起叫事业财富。全体大北农人与所有大北农事业伙伴，从事同一项事业，同时为自己的财富加码，也为自己赢得荣誉。这就是公司创立事业财富共同体的原动力，既是集团加快发展的需要，也是行业进入新时期的必然要求。

通过推动“事业财富共同体”计划，各单位逐步将核心客户转变为合作伙伴共同发展，为合作伙伴提供创业理念、公司化运营指导、团队人员、产品技术、经营信息、管理支持、资金扶持、信息化建设等综合服务，进一步提升了客户的竞争力，增强了公司对客户的综合影响力。

经过了 1 年多的实行，目前加入公司财富共同体的成员约 2000 名，预计 2014 年达到 3000 名。

具体来看，公司对事业财富共同体的支持主要有如下两个方面：

1) 资金支持。大北农通过创业扶持金、担保贷款和小额贷款等方式为经销商提供资金支持，特别是一些信誉较好，有潜力的经销商，大北农将扶持他们帮助做大做强。

2) 技术支持。公司会派专职人员协助客户财务正规化，推进客户公司化运营。并在各个养猪服务中心设立推广服务部、财务部、仓储运输部、动保服务部、客服部和生猪调运部，为客户进行全方位的服务。

“事业财富共同体”首先在福建和东北地区进行了推广，取得了良好的效果。许多经销商表示之前在当地区域销量很难增长，通过加入大北农事业财富共同体，在公司的全面扶持下，实现了销量翻番的奇迹。

表 5：大北农事业财富共同体具体内容

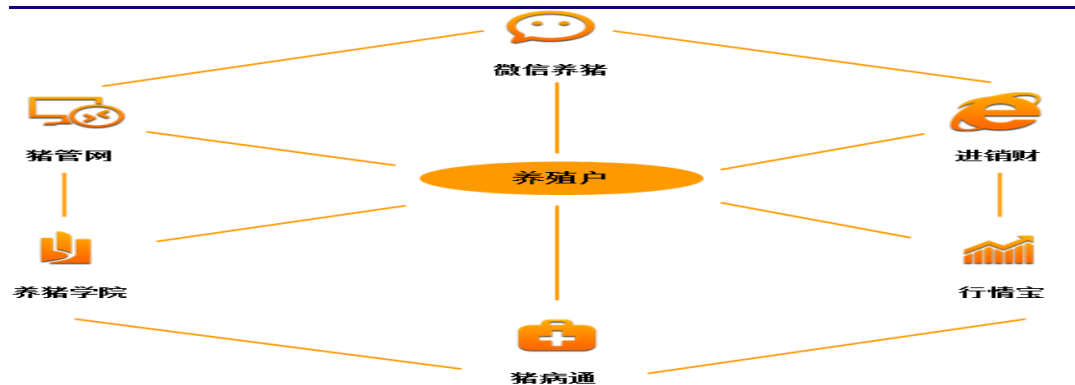
加入条件	得到权益
认同大北农文化及事业财富共同体发展委员会机制	资金支持。通过创业扶持金、担保贷款和小额贷款等方式为经销商提供资金支持。
专营专销	技术支持。公司会派专职人员协助客户财务正规化，推进客户公司化运营。
连续三个月销量达到 100 吨以上	提供委员会职位，形成组织，获得津贴
推动发展委员会工作	

资料来源：中国银河证券研究部

#### （四）智慧养猪：打造正能量的养殖行业生态系统（大数据思维）

为了帮助养殖户提高养殖效率，大北农目前已经基本搭建起国内农牧业最领先的数据系统。一个以大北农为中心，联合猪管网，进销财，养猪学院，行情宝，猪病通，微信养猪，实现大北农与经销商，养殖户，市场通畅的信息沟通系统已经形成，实现信息互动、数据共享、利润共赢的格局。

图 15：大北农养殖行业生态系统建设



资料来源：公司业务介绍，中国银河证券研究部

#### 当前养猪业面临的六大问题

## 1. 养猪企业的“脏乱差”

一头猪每天排粪量可以达到 10 公斤,而我国在 2012 年的生猪存栏量最高时已达到了 4.7 亿头,所产生的粪便极为可观。如果这些粪便得不到妥善处理,就会对环境造成极大危害:粪便散发出的臭气不仅影响百姓生活,更会损害畜禽健康;如果把粪便直接排入农田,不仅不会产生肥田的效果,还会造成土壤板结。粪便的乱排乱放污染水源、毒化空气,影响了人民的正常生活。

## 2. 从个体户模式如何过渡到公司化运营

长期以来,我国生猪养殖模式以散养(即年出栏 1-49 头)为主。除出栏规模 1-49 头的散养户数量仍保持下滑趋势外,年出栏 50-99 头的养殖户数量也开始出现下滑,而年出栏量介于 100-49999 头养殖户的养殖意愿则差异较大。从散户模式过渡到规模经营,是中国养猪业的必经之路。成熟的规模化经营,会最大程度地降低生猪患病的危险。而机械化作业,也会带来用人成本的下降。在饲料方面,大客户收购会让饲料供应商乐意给出更优惠的价格。而现在,中国的猪肉市场正处在过渡的阵痛期。散户还没有完全撤出,而规模经营还远没有成系统。当前现状是散户即没缺乏资金支持也缺乏专业人才发展成公司化运营。

## 3. 养猪人的持续学习问题

现代养殖业与过去传统养殖业最大的区别在于,整个养殖过程中的精细化组织、管理,而这一切的根本在于从业者的科学文化素质和责任心的转变和提高。我国目前养殖业从业者普遍存在着靠天吃饭、素质偏低的问题,为了保障我国养殖业的进一步前进和发展,我们需要向从业者提供不断学习的机会,帮助他们完成从养殖者到专业养殖人员的蜕变。

## 4. 猪病问题持续困扰

我们认为,1993-2014 年中国生猪市场经历了 6 轮周期,除 1999 年 5 月-2003 年 5 月生猪价格围绕均衡水平小幅波动,其余四个周期均出现暴涨暴跌,疫情是关键因素。

中小规模猪场,一般难以吸收人才,养殖和防疫条件相对大型规模化猪场较差,养猪不仅是资金密集型行业,还是技术密集型行业,养猪厂长要懂养殖技术、动物营养、疫情防治、猪场管理等。近几年猪病泛滥,仔猪存活率普遍处于较低水平,中小规模化猪场由于资金实力有限、防疫条件跟不上,中小规模化养殖厂的能繁母猪每年普遍能提供 13-14 头成活仔猪,养殖技术水平、防疫水平的差距直接影响公司的盈利水平。

## 5. 如何提前预判猪价行情

互联网时代,信息就是咽喉,谁人能先人一步掌握最全面、最精确、最及时的信息,成为在当今时代致胜的法宝。而对于猪产业链,价格、产量等信息因素对养猪企业至关重要。如何全面的掌握信息,如何比别人更快地获取信息,成为养猪企业面临的一个大问题。

## 6. 如何随时随地掌握养猪信息

互联网的出现改变了人们的生活方式,它打破了时间和地域的限制,带给人们无限广阔的信息海洋。但随着互联网与无线通信技术的发展,随时随地得到和处理需要的信息的需求日益增长。无线移动互联创造了崭新的商业前景,手机、笔记本、ipad 等终端成为获取信息最便

捷的途径。

面对以上养猪行业六大问题，公司开发了智慧养猪软件系统，以帮助养猪人更好的管理猪场和解决平时养猪遇到的问题，来提高养殖效率。

## 1. 猪管网—提升养殖户生产管理水平

猪场管理网是围绕养殖企业开发的，为养猪企业提供产品、服务、资讯、管理、财务和推广为一体的 360 度客户服务平台，目的是使客户获取大北农最直接的服务。整个猪管网系统包括，猪场生产管理系统，猪场进销财系统，猪场关键指标监控系统、猪场自动饲喂系统等。通过这一平台的养猪户可以实时掌握猪的存栏情况、成长状况、喂养情况、疾病情况等。

图 16: 猪管网操作系统 1



资料来源：公司业务介绍，中国银河证券研究部

图 17: 猪管网操作系统 2



资料来源：公司业务介绍，中国银河证券研究部

比如，在猪管网中，可以通过查找猪的耳号或者批号，准确找到猪的所在的位置，并能看到这头猪从出生至今的一切情况。“简单、高效、快捷、自动化、智能化、卡通化，想玩游戏一样轻松‘玩’猪”就是在互联网大背景下，大北农要为客户提供的养殖综合服务。

图 18: 猪管网操作系统 3



资料来源：公司业务介绍，中国银河证券研究部

图 2. 进销财—提升经销商资金运营效率

进销财是大北农为饲料经销商专门开发的，也是客服网的重要功能模块之一，是专门服务于大北农经销商，集进销存、往来和简单财务核算于一体的管理软件。不用客户自己安装、维护、备份等复杂操作，通过简单的选择录入或点击鼠标操作，帮助客户进行销售、采购和仓库管理，以及往来管理，同时也给客户带来利用信息化工具理财的超前理念。通过进销财系统，可以最高效地获得库存信息，安排采购事宜。通过与客服网的无缝对接，采购信息的自动导入，减少了传递信息的成本。这提高了资金使用效率低这一大问题。

图 19: 进销财业务范围



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 20: 进销财采购单

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 21: 进销财销售单

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 22: 进销财库存汇总表

库存汇总表

开始时间: 2014-2-01 一级汇总: 仓库 商品名称:

结束时间: 2014-02-28 二级汇总: 商品名称 审核: 全部 计量单位: 本地计量 查询

仓库	商品名称	计量单位	期初数量	入库数量	出库数量	结存数量	盘点数量	数量差异
兽药仓库	贝诺康-1000	瓶	16.000	0.000	0.000	16.000	0.0000	16.000
	高扶注射液-10	支	330.000	0.000	0.000	330.000	0.0000	330.000
	康诺克-500	瓶	67.000	0.000	0.000	67.000	0.0000	67.000
	维康-500	瓶	30.000	0.000	0.000	30.000	0.0000	30.000
兽药仓库 小计			443.000	0.000	0.000	443.000	0.0000	443.000
饲料仓库	522-40	袋	615.000	0.000	0.000	615.000	0.0000	615.000
	533-40	袋	165.000	0.000	0.000	165.000	0.0000	165.000
	806A-40	袋	550.000	0.000	0.000	550.000	0.0000	550.000
	880-40	袋	175.000	0.000	0.000	175.000	0.0000	175.000
	950A-40	袋	762.000	0.000	0.000	762.000	0.0000	762.000
	968A-20	袋	22.000	0.000	0.000	22.000	0.0000	22.000
	990-25	袋	34.000	0.000	0.000	34.000	0.0000	34.000
贝诺康-1000			8.000	0.000	0.000	8.000	0.0000	8.000

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

### 3. 养猪学院--为养殖户提供学习交流平台

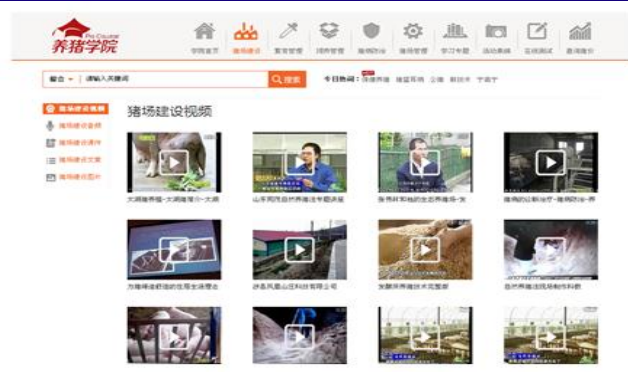
养猪学院为养殖企业提供知识更新、学习的平台。养猪学院利用大北农二十年的养猪经验，整合大量的多媒体资料，音频、视频、图片例如音频、视频、图片，通过电脑、手机等多媒体渠道进行传播，为客户提供全方位的指导和帮助。可以说，养猪学院就是养猪企业的权威的老师，是养猪企业最专业的“百度+优酷”。通过搜索关键字，客户可以迅速查找到现在的问题和解决方案，大大提高了饲养的效率和精度。

图 23: 养猪学院网站 1



资料来源：养猪助手，中国银河证券研究部

图 24: 养猪学院网站 2

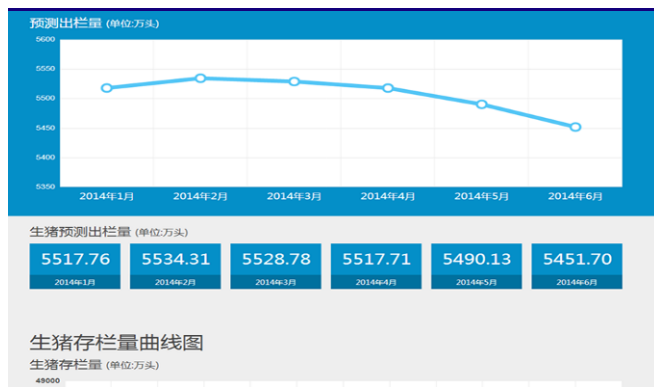


资料来源：养猪助手，中国银河证券研究部

#### 4. 行情宝&微信养猪—提升养殖户猪价行情预判能力

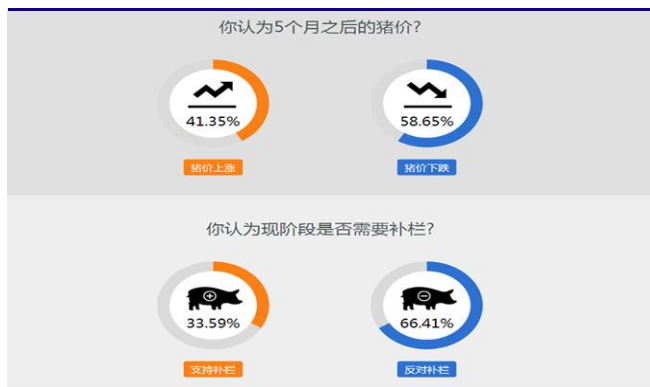
在大数据时代，谁抢占了数据，谁就获取了先行一步的机会。大北农利用散落在全国各地的来自 2 万个核心经销商、2 万名业务一线人员、1000 多家直销养殖场的有效数据汇集起来，形成养殖业大数据，采集包括猪只育种信息，存栏信息，生存状况，疫病情况，价格走势，盈利情况的信息，通过智库分析整理，制成信息库，养猪企业定期通过手机、电脑等终端对这些信息进行查找，为公司决策提供依据和帮助。

图 25: 行情宝网站 1



资料来源：行情宝，中国银河证券研究部

图 26: 行情宝网站 2



资料来源：行情宝，中国银河证券研究部

图 27: 行情宝网站 3



资料来源: 行情宝, 中国银河证券研究部

图 28: 行情宝网站 4



资料来源: 行情宝, 中国银河证券研究部

## 5. 猪病通—提升养殖户防疫水平

猪病通以大北农行情宝为依托, 结合自身经验, 对猪的各类疾病进行病理上的细分, 内对病情进行细致的描述, 构建出一套数据系统提供给养猪企业。当猪遭遇疾病是, 养猪企业可以通过数据库进行快速实时查询, 进行远期诊断, 而这一系列的使用和诊断, 有扩大了猪病通的数据库, 因此猪病通数据库, 是不断更新和流动的。目前, 猪病通数据库共整理出 8 类 302 条猪病数, 接诊 8675 例病理, 日均诊断病例数达到 207 例。

图 29: 猪病通网站



资料来源: 猪病通, 中国银河证券研究部

## (五) 试水农业智慧金融: 创新农户融资新模式 (大数据思维)

当前农村金融面临诸多困局, 农户的融资渠道非常有限, 主要融资方式无非是向亲戚朋友借贷, 或者借高利贷。而银行不愿向农户发放贷款的主要原因有: 1、农户征信体系不健全, 信用数据严重缺失, 很难评级。2、农户经营多为小额贷款, 银行贷款成本高。3、农业资源 (如土地承包经营权) 抵押担保困难。

随着国家对农村金融发展支持力度的加大, 14 年相关利好政策不断出台, 如 14 年 5 月份, 国务院发文深化农村金融体制机制改革, 开始试点开展农村土地承包经营权抵押贷款。并鼓励

丰富农村金融服务主体，拓宽农户融资渠道。大北农在这样的背景下，结合自己在养殖产业链中优势地位，开始拓展业务增长点，发展大数据金融模式。如大北农通过客服网、进销财、猪管网等网络平台积累农户信用、经营数据，并对客户进行资信评级，为客户争取银行融资（13年公司向几家合作银行推荐的600名农户，融资金额3.5亿元，违约率为0！）。另外13年大北农通过与银联商务合作，在客服网平台上第一个引入第三方支付模式，2013年完成了近100亿的结算额，占公司销售收入的60%以上，不仅为客户节约了结算成本，还大大便利了用户结算方式。

金融的核心是风险管理。众所周知，阿里金融战略定位是专注小微企业的融资服务商。大北农呢？是否能成为专注养殖产业链的融资服务商？Why not？

未来大北农的金融业务发展战略目标是基于互联网平台，利用经销商和养殖企业积累的经营、信用数据，形成一个即不同于商业银行也不同于传统资本市场的第三种农村融资模式，建立行业内第一个可持续的农村普惠金融服务体系。

图 30：大北农农业智慧金融模式



资料来源：大北农网站，中国银河证券研究部

## （六）公司渠道价值需重估：打造农村最后一公里 O2O 新渠道（跨界思维）

农村物流作为我国物流发展的重要组成部分，很长的一段时间里，由于农村物流基础设施薄弱、线长、运输成本高等特点让许多专业的物流公司打怵，农村物流一直是物流发展的盲点区。从一二线城市和县域地区的网购发展来看，现有互联网和物流体系的落后在相当程度上限制和抑制了县域地区的网络消费。目前韵达、中通、圆通、申通等国内几家快递公司在县域地区的派送范围也只局限在城区，有些县城甚至无法送达。以 TCL 官网商城的物流配送为例：大件商品原则上全国中心城市城区及县城较发达区域均可配送。配送时限上，中心城市一般 3-5 个工作日内送达；县城城区一般会在 5-8 个工作日内送达，但部分县城可能无法配送。相比中心城市，物流对于县城等消费地区来说，无论是及时性还是投放准确性都存在问题。

随着新农村建设的深入，农村市场化水平的进一步提高，农村的物流量会成倍增加，据阿里研究院称，13年在淘宝平台上，从县域发出的包裹约14亿件，同增133%，发往县域的包裹约18亿件，同增105%，农产品包裹数量达1.26亿件，同增106%。

传统的农村物流模式已经无法适应当前的变化发展，因此亟需向现代化物流模式转型。因此，如何打通农村这最后一公里，成为摆在企业面前的一个迫切需要解决的问题，也是一个商业机会。

据媒体报道，多家电商均强调要渠道下沉，例京东集团14年重要战略之一便是努力做好O2O和渠道下沉。当前大北农有2.7万多家经销网点，13年进入公司事业财富共同体的专营经销商达2500多个，预计14年将达4000家。这些渠道经销商主要布局在我国乡镇及较发达的行政村。结合电商们渠道下沉战略，大北农这些渠道资源有可能成为与电商龙头合作的机会，共同解决农村最后一公里问题，大北农掌控的这些渠道资源价值需重估。

我们认为，如今的大北农经销商通过改造可以成为大北农服务体验中心，其功能设想：

- (1) 产品销售中心，网络生猪交易中心（平台）
- (2) 利用便捷的农村物流网络发展代购商品和快件投送业务（O2O）
- (3) 发展类金融业务：资信调查、投资理财、快捷结算、代缴水电煤、小额贷款等（互联网金融）
- (4) 建立区域农户交流中心、学习中心、动物疾病预防中心等（互联网教育）

图 31：未来大北农服务体验中心设想



资料来源：中国银河证券研究部

图 32：大北农渠道商全国分布图



资料来源：中国银河证券研究部

## 四、公司业务分析：未来百亿利润可期

### (一)、公司主营业务和盈利构成

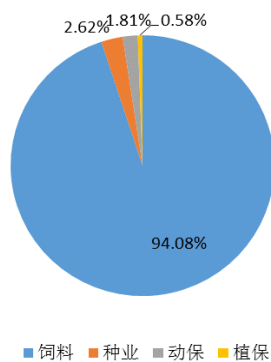
公司产品分为四大板块：饲料、种业、动保和植保，主要目的是“服务农业和农民”，来打造世界级农业科技企业。公司 2013 年实现销售收入 166.61 亿元，其中饲料、种业、动保和植保 2013 年分别贡献公司收入的 94.8%、2.62%、1.81%和 0.58%；毛利占比分别为 85.39%、6.06%、6.10%和 1.10%。公司上市后收入规模快速增长，10-13 年收入复合增长率达到 47%，净利润复合增长率达到 26.82%，远超行业增速。公司业绩增长的主要原因来自于饲料销量的快速增长。

图 33:大北农四大产业



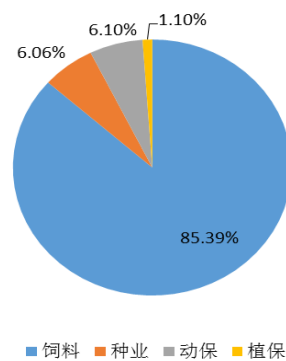
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 34: 公司 2013 年收入构成



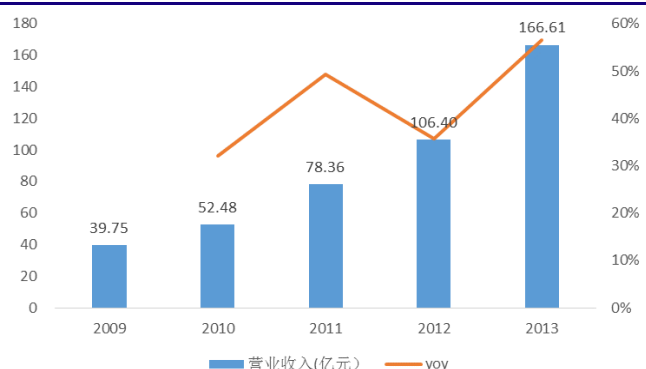
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 35: 公司 2013 年毛利构成



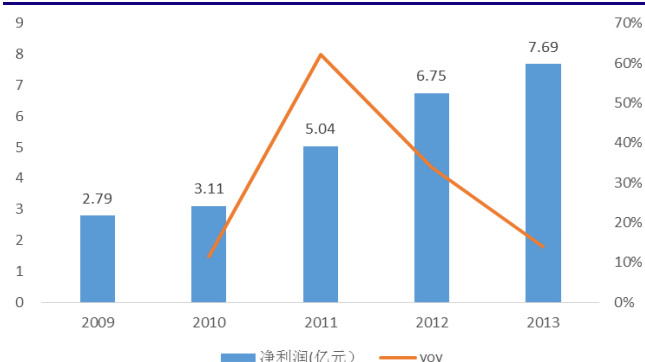
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 36: 公司近几年营业收入持续增长



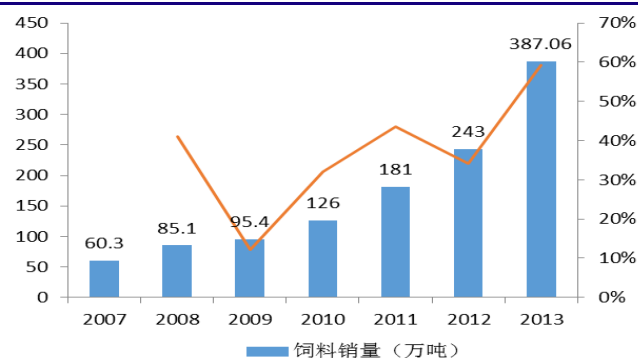
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 37: 净利润逐年增长



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 38: 公司饲料销量快速增长

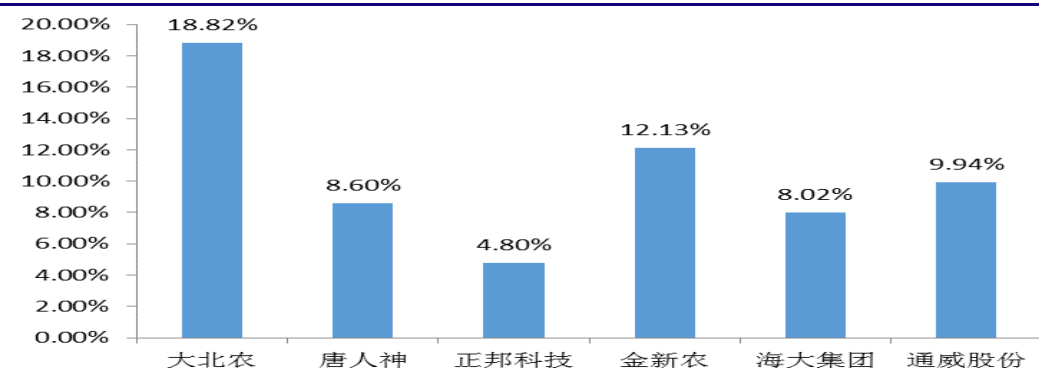


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## (二)、饲料: 服务营销促公司前端料销量大幅增长

饲料行业的主要特征是低毛利、低壁垒、高周转率，行业集中度低。猪饲料按照配合方式分为预混料、浓缩料和全价料；按使用阶段分为乳猪料、母猪料和中大猪料。其中预混料和乳猪料在猪饲料行业里面的技术含量较高，相对应产品的毛利率和价格均高于其他产品。而大北农预混料和乳猪料等高端饲料的销售占比较大，因此饲料产品毛利率远高于同行。

图 39: 大北农饲料毛利率远高于其他企业

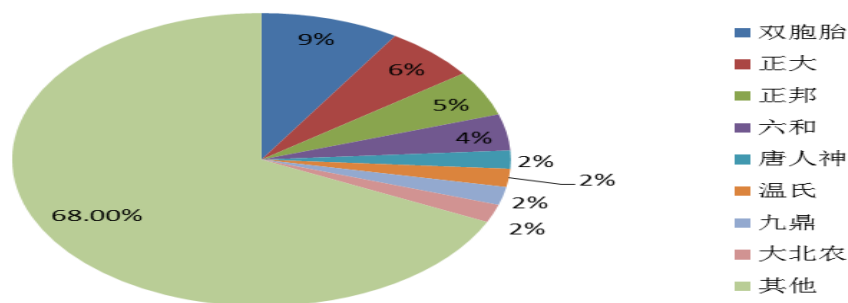


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部 (2012 年年报数据)

## 1、未来目标：服务 1 亿头猪！

根据饲料协会 2012 年数据，我国猪饲料产量达到了 7722 万吨，销量第一的双胞胎大约在 700 万吨，占比为 9%，其次是正大饲料，销售量约为 463 万吨，占比为 6%，第三位是正邦科技，销量约为 380 多万吨，占比在 5%，TOP10 占比仅 35% 左右，行业集中度很低。

图 40：2012 年饲料公司市场占有率



资料来源：饲料协会，中国银河证券研究部

一头猪从出生到出栏一共约消费饲料 260 公斤左右，其中在乳猪阶段（分为教槽料和保育料）消费约需要 20 公斤饲料，育肥阶段约需要 240 公斤饲料。如果简单按照每年出栏 6 亿头猪来计算，我国每年的乳猪料的市场空间约为 1200 万吨，中大猪料的市场空间约为 1.4 亿吨。

大北农 2013 年销售猪饲料 340 万吨，其中乳猪料销售量约为 68 万吨，母猪料销量约 30 万吨，中大猪料销量约为 241 万吨。如果换算成服务生猪头数，那么大北农在 2013 年覆盖了 3000 万头乳猪和 1000 万头肥猪。未来公司覆盖头猪数的空间能有多大？

我们在《2014 年猪价将见周期大底》的报告中指出，未来我国养殖模式将由**金字塔型向哑铃型过渡，以家庭农场和大型养殖集团为主**。近几年的猪价持续下滑，迫使整个行业进行新一轮的洗牌，以前追求的大规模，高出栏量的时代逐渐要转化为追求精细化管理，提高养殖效率的生产经营模式，未来市场竞争将逐渐由养殖数量竞争转化为养殖质量竞争。我们认为未来生猪产业格局将逐渐呈现出哑铃式，一头是大型养殖集团，比如温氏、牧原、正邦、雏鹰等，他们拥有先进的养殖技术和养殖设备，另外还有资金优势；另一头是家庭农户（规模在 50-200 头母猪），他们成本控制能力强，养殖责任心强，具有一定竞争优势。

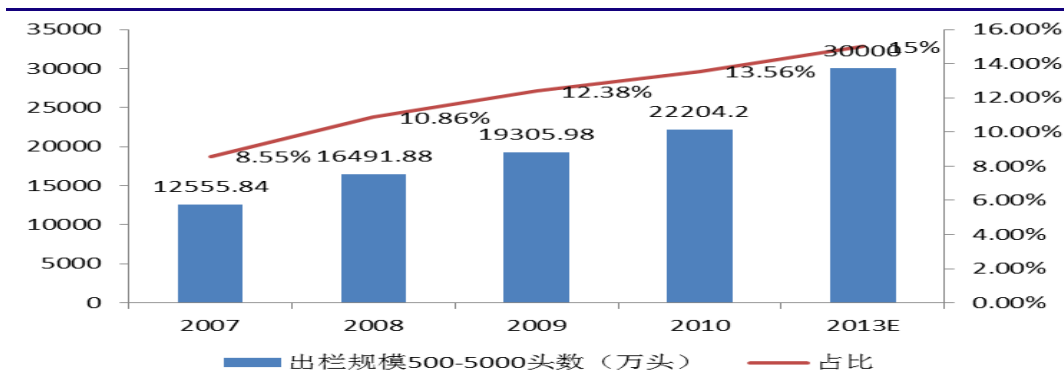
图 41：未来养殖模式：哑铃式



资料来源：中国银河证券研究部

大型养殖集团通常都自己建有饲料厂，因此大北农未来主要服务的客户将是母猪存栏在 50-200 头，年出栏在 500-5000 头肥猪的养殖户。近几年随着散养户的逐渐退出，这部分规模的养殖户占比将会不断增加。

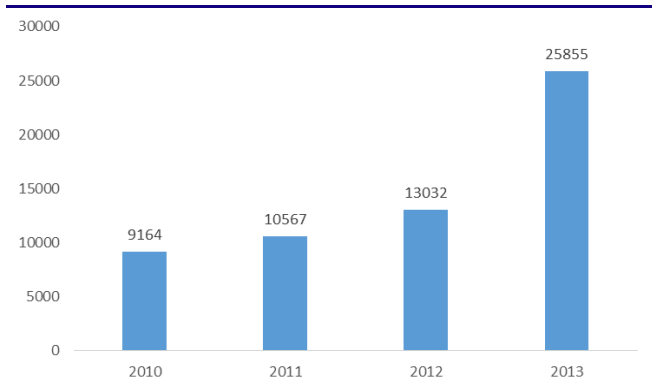
图 41: 出栏规模在 500-5000 头养殖户占比逐年增加



资料来源：畜牧业年鉴，中国银河证券研究部

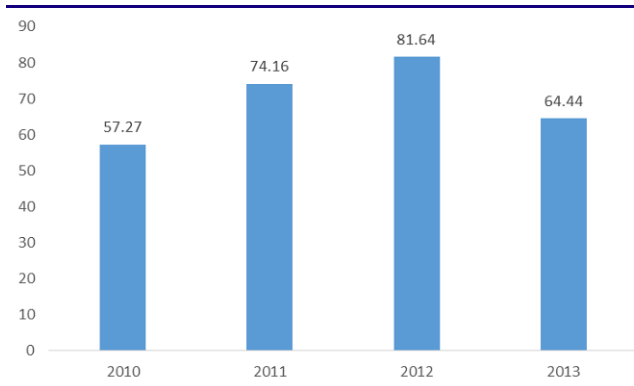
经过几年大规模的人员招聘和对公司内部员工、经销商、养殖户一系列的激励扶持政策（具体政策措施参考第三部分公司战略），目前大北农饲料在福建、东北市场的占有率已经达到 20% 左右，前端料在部分重点县镇已经达到了 50%。公司已经开始进军山东、湖南、湖北等养殖大省，如果能在养殖大省达到 5% 的占有率，其中在 500-5000 头出栏规模养殖户达到 25% 的占有率，在 5000-10000 头出栏规模养殖户达到 10% 的占有率，那么公司覆盖头猪的户数将超过 1 亿头！

图 42: 大北农员工数



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 43: 大北农员工人均创收（2010-2013）单位：万元



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 2、从每头猪将获得 110 元毛利

公司猪料产品包括乳猪料、母猪料和中大猪料，虽然乳猪料用量较少，但是贡献毛利并不低。如果一头猪需要消费乳猪料 20 公斤（其中教槽料约 5 公斤，保育料约 15 公斤），中大猪料 240 公斤，其中教槽料每吨价格为 8000 元，保育料每吨价格约为 6000 元，中大猪料价格 3500 元/吨。按照教槽料、保育料和中大猪料毛利率分别为 30%、25%、8% 来计算，未来大北

农如果实现全覆盖，则从每头猪上饲料获得的毛利大约在 110 元。

**表 6：每头猪饲料可获得毛利**

	教槽料	保育料	中大猪料
每头猪用量 (kg)	5	15	235
价格 (元/kg)	8	6	3.5
毛利率	40%	30%	8%
毛利 (元)	16	27	67.2

资料来源：中国银河证券研究部

要在覆盖的每头猪上从饲料获得 110 元毛利的假设是养殖户按照计算比例来消费教保料，那么公司必须通过一系列的服务和科技手段让养殖户使用饲料后养殖效益能得到一定的提高。因此公司一方面加大了对经销商和养殖户的服务，另一方面，公司每年投入大量的技术研发费用提高产品科技含量。公司还打造“智慧养殖”系统，让养殖户更好的、更科学、更高效的养猪。（此部分可以参考我们上文所述“智慧养猪：打造正能量的养殖行业生态系统”）。

**表 7：大北农销售、管理费用率远高于行业其他公司**

证券简称	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
大北农	8.72	5.34	-0.29
金新农	4.66	4.46	-0.82
唐人神	3.90	3.04	-0.03
通威股份	3.69	3.26	0.63
海大集团	2.41	3.08	0.50

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司目前还拥有动保、微生态和种猪等围绕服务养殖户的业务板块，未来公司将通过目前已有的渠道和客户，这些产品也将陆续推出和完善，我们预计未来公司在每头猪上获得毛利将进一步增加。

公司 2013 年在饲料上的期间费用约为 24 亿，如果我们按照乳猪料销售量约为 40 万吨，覆盖了约 3000 万头乳猪来计算，分摊到每头猪上的费用大约为 80 元，那么销售饲料能获得的净利润约为 30 元。

随着养殖户对疫病防控的重视，目前规模猪场每头猪疫苗的成本大约在 50 元左右，如果按照疫苗 15% 的净利率计算，那么每头猪疫苗获得的净利润约 7.5 元。在加上兽用制剂等成本，我们测算未来大北农在覆盖每头猪上能获得净利润约 40 元。

如果按照服务 1 亿头猪的目标计算，那么大北农的净利润将达到 40 亿元。

### 3、产能逐渐释放，未来高成长可期

公司上市募集资金 20 个亿，超募资金达到 15.4 亿元，主要用于饲料生产基地建设。近几年公司产能扩张迅速，从上市前的 128 万吨逐步增加至 2013 年 700 万吨。公司 2012 年投资额达到了 10 亿，13 年达到了 12 亿，公司计划到 2015 年产能将要达到 1500 万吨（1500 万吨

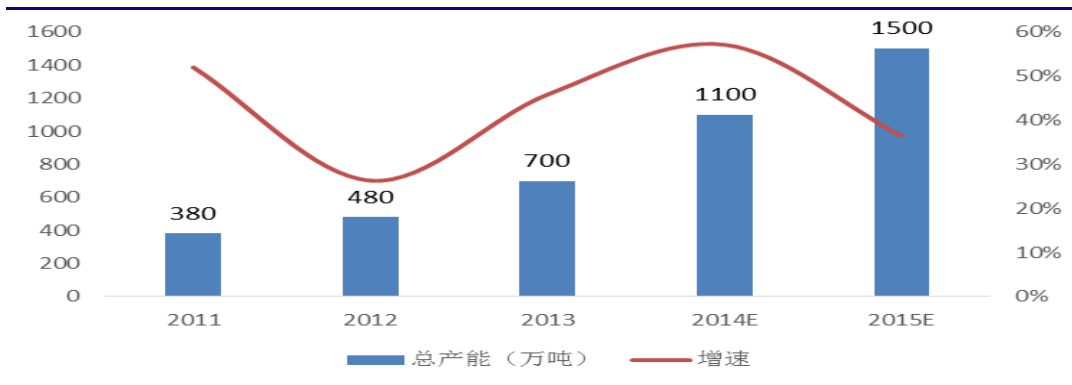
包括大北农体系和合作伙伴体系), 预计大北农体系内的规划产能是 1000 万吨。如果按照 50% 多的产能利用率, 公司 2015 年的销量将会达到 700 多万吨。

**表 8: 公司每年新增饲料产能 (万吨)**

<b>2011 投产项目:</b>	
北京基地高档教槽料及原料处理项目	6.59
吉林大北农猪饲料项目	21.04
山东大北农猪饲料项目	18
南宁大北农猪饲料项目	6.048
漳州大北农猪饲料项目	42
<b>合计</b>	<b>93.7</b>
<b>2012 年投产项目:</b>	
北京基地高档教槽料及原料处理项目	2.36
吉林大北农猪饲料项目	3
南宁大北农猪饲料项目	1.38
茂名大北农猪饲料项目	18
<b>合计</b>	<b>24.71</b>
<b>2013 年上半年投产项目:</b>	
北京基地高档教槽料及原料处理项目	0.04
南宁大北农猪饲料项目	0.81
湖南大北农猪饲料项目	28.71
新疆大北农猪饲料项目	5.31
三明大北农猪饲料项目	17.98
龙岩武平饲料项目	13.00
江西大北农猪饲料项目	23.69
浙江大北农猪饲料项目	22.59
<b>合计</b>	<b>112.14</b>
<b>2013 年下半年预计完成项目:</b>	
湖南大北农猪饲料项目	1.29
新疆大北农猪饲料项目	0.69
三明大北农猪饲料项目	0.01
龙岩武平饲料项目	5
江西大北农猪饲料项目	0.31
常德大北农猪饲料项目	24
浙江大北农猪饲料项目	1.41
云南大北农猪饲料项目	12
<b>合计</b>	<b>44.71</b>
<b>2014 年预计完成项目:</b>	
西安大北农饲料项目	12
商丘大北农猪饲料项目	12
甘肃大北农猪饲料项目	12
<b>合计</b>	<b>36</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部 注：此产能不包括合作伙伴体系产能

图 44：大北农总产能增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### （三）、种业：厚积薄发 期待新品种释放

大北农的核心理念就是服务“农业和农民”，公司进军种业主要是为了服务种植户，实际上，不少家庭农产不但养猪，同时也会种地。公司的种子业务主要是由下属子公司北京金色农华种业经营，主要覆盖玉米种子销售。北京农华下属的湖南金色农华种业、江西先农种业、湖北华占种业以及公司直接控股的南京两优培九主要销售水稻种子。公司 2013 年种业实现销售收入 4.37 亿元，毛利贡献 2.1 亿元，2010-2012 年，公司种业销售收入复合增长达到了 30.4%，但由于 2013 年，玉米和水稻行业库存高企，加之公司除农华 101 后，储备品种不足，导致 2013 年种子业务收入下滑 25%。目前公司水稻业务在全国规模第三，玉米也进入了前十。公司同时十分重视育种业务，在 2010 年底，公司成立了生物技术研发中心，目前有 200-300 人的团队规模，在生物技术研发水平中处于全国前列。

目前公司水稻主要品种是扬两优 6 号、两优培九和天优华占，玉米主要品种是农华 101。其中扬两优 6 号已经进入成熟期，未来推广面积增速将逐渐趋缓，公司未来将稳定现有的成熟品种，储备潜力品种。

农华 101 是国审品种，适种面积能占据全国玉米基地的 2/3。该品种前几年发展迅速，在 2010/11 销售季推广 400 万亩，2011/12 推广了 700 万亩。2012 年东北地区遭遇布达万台风和粘虫灾害，农华 101 表现了较好的抗倒伏和抗病性，且亩产较高，有利于未来的推广，预计农华 101 将继续快速增长，未来推广面积有望到 1000 万亩。

天优华占是公司主推的三系杂交水稻品种，该品种于 2008 年通过国审，适应在广西中北部、广东北部、福建中北部、江西中南部、湖南中南部和浙江南部双季稻区晚稻种植。另外在 2011 年公司“欣荣优 5 号”水稻种子通过国审，适应在江西、湖南、广西北部、福建北部和浙江中南部的双季稻区做早稻种植，成为公司新的水稻品种。

表 9：种子板块业务预测

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水稻种子							
天优华占、扬两优 6 号							

销量(万公斤)	272.87	408.33	420	380	450	500	570
价格	30	30	32	31	33	33	33
销售收入(万元)	8186	12250	13034	11780	14850	16500	18810
单位成本(元/公斤)	15.9	15.3	14.90	15.3	15.5	15.5	15.5
成本(万元)	4338.58	6247.5	6256.32	5814	6975	7750	8835
毛利率	47%	49%	52%	51%	53%	53%	53%

#### 其他水稻种子

销量(万公斤)	900.00	1176.00	1418	1100	1600	2000	2400
价格(元/公斤)	15.02	16	17	16	17	18	18
销售收入(万元)	13514	17650	21266	17600	27200	36000	43200
成本	8040.83	10131.1	11058.32	9328	14280	18720	22464
毛利率	41%	43%	48.00%	47%	47.50%	48.00%	48%

<b>水稻种子收入</b>	<b>21700</b>	<b>29900</b>	<b>34300</b>	<b>29380</b>	<b>42050</b>	<b>52500</b>	<b>62010</b>
yoy		37.79%	14.72%	-14.34%	43.12%	24.85%	18.11%
<b>水稻种子成本</b>	<b>12379.41</b>	<b>16378.6</b>	<b>17314.64</b>	<b>15142</b>	<b>21255</b>	<b>26470</b>	<b>31299</b>
毛利率	42.95%	45.22%	49.52%	48.46%	49.45%	49.58%	49.53%

#### 玉米种子

##### 农华 101

推广面积(万亩)	120	300	360	360	500	700	900
销量(万公斤)	238.10	610.00	710.00	550	1000	1400	1800
价格(元/公斤)	21	21	23	22	23	24	24
销售收入(万元)	5000	12800	15600	12100	23000	33600	43200
单位成本(元/公斤)	9.5	11	10.5	12	12	12.2	12.3
成本(万元)	2261.90	6710.00	7455.00	6600.00	12000.00	17080.00	22140.00
毛利率	54.76%	47.58%	52.21%	45.45%	47.83%	49.17%	48.75%

#### 其他玉米种子

销量(万公斤)	675.70	832.10	690.91	450.00	700	850	1000
价格(元/公斤)	10	10	11	9	11	12	12
销售收入(万元)	6757	8321	7600	4050	7700	10200	12000
yoy		23.15%	-8.66%	-46.71%	90.12%	32.47%	17.65%
单位成本(元/公斤)	6.5	6.6	7.04	5.85	7.2	7.3	7.3
成本(万元)	4392.05	5491.86	4864	2632.5	5040	6205	7300
毛利率	35%	34%	36%	35%	35%	39%	39%
<b>玉米种子收入</b>	<b>11757</b>	<b>21121</b>	<b>23200</b>	<b>16150</b>	<b>30700</b>	<b>43800</b>	<b>55200</b>
yoy		79.65%	9.84%	-30.39%	90.09%	42.67%	26.03%
<b>玉米种子成本</b>	<b>6653.95</b>	<b>12201.86</b>	<b>12319.00</b>	<b>9232.50</b>	<b>17040.00</b>	<b>23285.00</b>	<b>29440.00</b>
毛利率	43.40%	42.23%	46.90%	42.83%	44.50%	46.84%	46.67%

其他种子收入	1035	2122	1099	800	1000	1000	1000
其他种子成本	566	1181	416	400	450	450	450
<b>种子板块收入</b>	<b>34492</b>	<b>53143</b>	<b>58599</b>	<b>46330</b>	<b>73750</b>	<b>97300</b>	<b>118210</b>
yoy		54.07%	10.27%	-20.94%	59.18%	31.93%	21.49%
<b>种子板块成本</b>	<b>19599</b>	<b>29761</b>	<b>30050</b>	<b>24775</b>	<b>38745</b>	<b>50205</b>	<b>61189</b>
毛利率	43.18%	44.00%	48.72%	46.53%	47.46%	48.40%	48.24%

资料来源：中国银河证券研究部

#### (四)、动保：未来或将成为新的盈利点

公司动保业务主要是福州大北农生物技术有限公司和北京大北农动物保健科技公司来运营，并收购了南京天邦生物科技公司 50.98% 的股权。近几年公司动保业务发展并不算迅速。截止到 2013 年底，公司动保板块销售收入为 3.01 亿元，三年的复合增速 17%，其中疫苗占动保板块约 60% 的收入。

从品种来看，大北农以畜用疫苗为主，占比约达到疫苗收入的 80%-90%。福州大北农目前畜用疫苗大品种一共有 4 个：伪狂犬（伪狂静）、猪瘟（诸稳康）、猪蓝耳（蓝定抗）和猪圆环（诸欢泰）；禽用疫苗主要有 3 个：新城疫、支原体、法氏囊。其中公司猪瘟疫苗销售情况较好，在市场中排名前列。猪圆环和猪蓝耳是 2012 年开始推出的疫苗，目前猪圆环反应效果较好。但禽类疫苗目前品种较小，预计仅占收入的 15% 左右。而南京天邦禽类产品品种较多，较好的补充了福州大北农在禽类疫苗产品的不足。

表 10：动保板块盈利预测

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（万元）	16220	18786	20484	30126	37657.50	45189.00	54226.80
yoy		15.82%	9.04%	47.07%	25.00%	20%	20%
毛利率	61.68%	63.99%	69.20%	70%	68%	66%	66%
营业成本（万元）	6215.50	6764.84	6309.07	9031.77	12050.40	15364.26	18437.11
毛利（万元）	10004.50	12021.16	14174.93	21094.23	25607.10	29824.74	35789.69

资料来源：中国银河证券研究部

#### (五)、植保：服务种植业，稳定发展

公司植保业务主要是下属子公司北京绿色农华植保科技有限责任公司、绩溪农华生物科技等四个子公司和孙公司运营，目前公司拥有多个科技实验室及生产基地，已形成集科研、生产、销售服务为一体的业务体系。目前产品线涵盖杀菌剂、杀虫剂、除草剂三大系列产品的原药和制剂 30 多个品种，其中多抗霉素系列、苯醚甲环唑、氟硅唑、戊唑醇、嘧霉胺、咪鲜胺、烯酰吗啉等优秀杀菌剂的组合成就了公司的特色与优势。近几年公司植保业务保持平稳，2013 年收入 9600 万，毛利率约为 38%。

表 11：植保板块盈利预测

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（万元）	9808	8758	9974	9608	10568.8	11625.68	12788.248
yoy		-10.71%	13.88%	-3.67%	10%	10%	10%
毛利率	30.24%	27.83%	30.66%	38.18%	30%	30%	30%
营业成本（万元）	6842.06	6320.65	6915.97	5939.67	7398.16	8137.98	8951.77
毛利（万元）	2965.94	2437.35	3058.03	3668.33	3170.64	3487.70	3836.47

资料来源：中国银河证券研究部

## 五、公司盈利预测和投资评级

我们认为公司未来通过“事业财富共同体”的理念来最大程度激励经销商，实现利益共享；通过股权激励，阿米巴模式经营使每一个员工都是公司的主人，激发员工的工作热情；并通过“智慧大北农”的生态养殖系统，帮助养殖户提高养殖效率。公司长期的战略目标是依托种植业和养殖业两条主线，致力于打造出世界一流的高科技、互联网化和类金融的现代农业综合服务平台。

短期来看，公司增长主要依靠产能扩张，高档前端料销量的高增长来推动。随着公司产品的逐渐完善，公司母猪料和中大猪料也将放量。我们预计公司 2014/2015/2016 年饲料销量约为 540/766/1054 万吨，复合增速为 40%。

表 12：饲料板块业绩预测

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>教槽料</b>							
销量(万吨)	4	7	9	14.85	22.275	32.29875	45.22
yoy		75%	29%	65%	50%	45%	40%
价格（元/吨）	8000	8500	8500	8700	8500	8500	8500
收入（万元）	32000	59500	76500	129195	189337.5	274539.38	384355.13
毛利率	35%	35%	35%	36%	36%	35%	35%
成本	20800	38675	49725	82684.8	121176	178450.59	249830.83
<b>保育料</b>							
销量(万吨)	7	11	14	23.1	34.65	50.2425	67.827375
yoy		57%	27%	65%	50%	45%	35%
价格（元/吨）	7000	7500	7500	7600	7500	7500	7500
收入（万元）	49000	82500	105000	175560	259875	376818.75	508705.31
毛利率	30%	30%	30%	31%	31%	31%	31%
成本	34300	57750	73500	121136.4	179313.75	260004.94	351006.67
<b>其他乳猪料</b>							

销量(万吨)	10	14	18	30	45	65.25	91.35
yoy		40.00%	28.57%	66.67%	50%	45%	40%
价格(元/吨)	3100	3300	3500	3700	3600	3600	3500
收入(万元)	31000	46200	63000	111000	162000	234900	319725
毛利率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
成本	23250	34650	47250	83250	121500	176175	239793.75

#### 乳猪料小计

销量	21	32	41	67.95	101.925	147.79	204.40
价格	5333.33	5881.25	5963.41	6118.54	5996.69	5996.69	5933.52
销售收入(万元)	112000	188200	244500	415755	611212.5	886258.125	1212785.438
毛利率	30.04%	30.35%	30.28%	30.95%	30.96%	30.65%	30.69%
销售成本(万元)	78350	131075	170475	287071.2	421989.75	614630.5313	840631.2469

#### 母猪料

销量(万吨)	10	14	19	30.40	45.60	66.12	89.26
yoy		40.00%	35.71%	60%	50%	45%	35%
价格(元/吨)	4500	4600	4600	4600	4500	4600	4600
收入(万元)	45000	64400	87400	139840	205200	304152	410605.2
毛利率	20%	22%	21%	22%	22%	22%	22%
成本	36000	50232	69046	109075.2	160056	237238.56	320272.056

#### 中大猪料

销量(万吨)	73	109	151	241.6	350.32	507.964	711.1496
yoy		49%	39%	60%	45%	45%	40%
价格(元/吨)	3230	3330	3350	3500	3500	3500	3500
收入(万元)	235790	362970	505850	845600	1226120	1777874	2489023.6
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
成本	212211	326673	455265	761040	1103508	1600086.6	2240121.24

#### 猪料合计

销量(万吨)	104	155	211	339.95	497.85	721.88	1004.81
价格(元/吨)	3776.83	3971.42	3970.38	4121.77	4102.75	4111.91	4092.74
收入(万元)	392790	615570	837750	1401195	2042532.5	2968284.125	4112414.24
毛利率	16.86%	17.48%	17.07%	17.41%	17.48%	17.39%	17.30%
成本	326561	507980	694786	1157186.4	1685553.75	2451955.691	3401024.54

#### 其他饲料

销量(万吨)	21.45	26	32.28	47.11	42	45	50
价格(元/吨)	3030.02	3019.75	3824.58	3532.07	3500	3500	3500
收入(万元)	64993.96	78513.39	123457.36	166396	147000	157500	175000

毛利率	38.04%	27.20%	28.42%	29%	29%	29%	29%
成本	40269.58	57160.77	88375.86	118141.16	104370	111825	124250
<b>饲料合计</b>							
销量(万吨)	125.45	181	243.28	387.06	539.85	766.88	1054.81
yoy		44.28%	34.41%	59.10%	39.47%	42.05%	37.55%
价格(元/吨)	3649.13	3834.71	3951.03	4049.99	4055.85	4076.00	4064.64
收入(万元)	457783.96	694083.39	961207.36	1567591.00	2189532.50	3125784.13	4287414.24
yoy		51.62%	38.49%	63.09%	39.67%	42.76%	37.16%
毛利率	19.87%	18.58%	18.52%	18.64%	18.25%	17.98%	17.78%
成本	366830.58	565140.77	783161.86	1275327.56	1789923.75	2563780.691	3525274.54

资料来源：中国银河证券研究部

我们预计公司 2014/15/16 年实现销售收入 233/330/450 亿元，增速为 40%、42%、36%。EPS 为 0.65/0.94/1.27 元，增速为 35.8%、44.0%、35.8%。我们认为大北农是一家具有互联网基因、服务于农业、致力于改善农业经营效率的高科技公司，从公司文化、组织设计、营销管理、渠道建设均全面互联网化。大北农基于互联网开展产业链金融，改善养殖行业生态系统，全方面为农户提供创业服务平台，有可能成为农业产业互联网中的 BAT！从估值水平来看，随着公司互联网化进程加快，估值水平将大幅提升，给予 14 年 EPS 对应 30 倍 PE，目标位 19 元，给予“推荐”投资评级，建议积极关注。

表 13: 公司财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1560	2578	2416	3520	营业收入	16661	23384	33442	45381
应收款项	466	448	641	1003	营业成本	13206	18716	26888	36604
存货净额	1942	2534	3807	5188	营业税金及附加	3	6	8	11
其他流动资产	341	430	649	881	销售费用	1577	2105	2909	3857
流动资产合计	4308	5990	7513	10592	管理费用	912	1263	1762	2383
固定资产	2410	2775	3082	3246	财务费用	10	28	38	54
无形资产及其他	465	442	420	398	投资收益	3	1	3	2
投资性房地产	826	826	826	826	资产减值	(26)	(20)	(19)	(22)
长期股权投资	198	198	198	198	其他收入	0	0	0	0
资产总计	8206	10232	12039	15260	营业利润	929	1247	1820	2453
短期借款及交易性金融负债	752	1100	623	825	营业外净收支	42	25	10	10
应付款项	816	1166	1716	2299	利润总额	971	1272	1830	2463
其他流动负债	1220	1777	2446	3376	所得税费用	188	203	293	394
流动负债合计	2787	4043	4785	6499	少数股东损益	14	18	26	35
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	769	1050	1511	2034
其他长期负债	127	150	168	184					
长期负债合计	127	150	168	184	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	2914	4193	4953	6683	净利润	769	1050	1511	2034
少数股东权益	259	271	291	316	资产减值准备	14	(13)	2	1
股东权益	5033	5768	6796	8261	折旧摊销	173	250	296	336
负债和股东权益总计	8206	10232	12039	15260	公允价值变动损失	26	20	19	22
					财务费用	10	28	38	54
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(861)	254	(446)	(445)
每股收益	0.48	0.65	0.94	1.27	其它	(3)	25	18	25
每股红利	0.10	0.20	0.30	0.35	经营活动现金流	117	1586	1399	1972
每股净资产	3.13	3.59	4.23	5.14	资本开支	(953)	(601)	(601)	(501)
ROIC	16%	20%	28%	35%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	18%	22%	25%	投资活动现金流	(1103)	(601)	(601)	(501)
毛利率	21%	20%	20%	19%	权益性融资	350	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	6%	6%	支付股利、利息	(168)	(315)	(484)	(569)
收入增长	57%	40%	43%	36%	其它融资现金流	770	348	(477)	202
净利润增长率	14%	37%	44%	35%	融资活动现金流	783	33	(960)	(367)
资产负债率	39%	44%	44%	46%	现金净变动	(203)	1018	(162)	1104
息率	0.9%	1.6%	2.5%	2.9%	货币资金的期初余额	1763	1560	2578	2416
P/E	25.4	18.6	12.9	9.6	货币资金的期末余额	1560	2578	2416	3520
P/B	3.9	3.4	2.9	2.4	企业自由现金流	(866)	989	823	1512
EV/EBITDA	19.8	15.4	11.3	9.2	权益自由现金流	(96)	1314	314	1668

资料来源: 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 新旧制造企业的时代赌局 .....	2
图 2: 新旧商业企业的时代赌局 .....	2
图 3: 中国农村网络普及率仍偏低 .....	3
图 4: 预计未来 5 年农村网民规模仍将高速增长 .....	3
图 5: 移动网民规模高速增长 .....	4
图 6: 新增网民中 73%使用手机上网 .....	4
图 7: 消费互联网与产业互联网对比 .....	5
图 8: 互联网思维逻辑图 .....	6
图 9: 大互联时代商业逻辑变革图 .....	8
图 10: 公司全面布局农业科技 .....	9
图 11: 公司研发中心 .....	9
图 12: 公司倡导知识创新农业 .....	10
图 13: 大北农企业文化之“八大天条” .....	错误!未定义书签。
图 14: 大北农企业文化 .....	11
图 15: 大北农养殖行业生态系统建设 .....	13
图 16: 猪管网操作系统 1 .....	15
图 17: 猪管网操作系统 2 .....	15
图 18: 猪管网操作系统 3 .....	15
图 19: 进销财业务范围 .....	16
图 20: 进销财采购单 .....	16
图 21: 进销财销售单 .....	16
图 22: 进销财库存汇总表 .....	16
图 23: 养猪学院网站 1 .....	17
图 24: 养猪学院网站 2 .....	17
图 25: 行情宝网站 1 .....	17
图 26: 行情宝网站 2 .....	17
图 27: 行情宝网站 3 .....	18
图 28: 行情宝网站 4 .....	18
图 29: 猪病通网站 .....	18
图 31: 大北农四大产业 .....	21
图 32: 公司 2012 年收入构成 .....	21
图 33: 公司 2012 年毛利构成 .....	21
图 34: 公司近几年营业收入持续增长 .....	22
图 35: 净利润逐年增长 .....	22
图 36: 公司饲料销量快速增长 .....	22
图 37: 大北农饲料毛利率远高于其他企业 .....	22
图 38: 2012 年饲料公司市场占有率 .....	23
图 39: 大北农饲料毛利率远高于其他企业 .....	23
图 40: 未来养殖模式: 哑铃式 .....	23

图 41: 出栏规模在 500-5000 头养殖户占比逐年增加 .....	24
图 42: 大北农员工数 (2010-2013E) .....	24
图 43: 大北农员工人均创收 (2010-2013E) 单位: 元 .....	24
图 44: 大北农总产能增长情况 .....	27

## 表格目录

表 1: 大互联时代已到来 .....	1
表 2: 大北农科技之路 .....	9
表 3: 大北农科研费用一览表 .....	9
表 4: 大北农股权大事记 .....	12
表 5: 大北农事业财富共同体具体内容 .....	13
表 6: 每头猪饲料可获得毛利 .....	25
表 7: 大北农销售、管理费用率远高于行业其他公司 .....	25
表 8: 公司每年新增饲料产能 (万吨) .....	26
表 9: 种子板块业务预测 .....	27
表 10: 动保板块盈利预测 .....	29
表 11: 植保板块盈利预测 .....	29
表 12: 饲料板块业绩预测 .....	30
表 13: 公司财务报表预测 .....	33

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**吴立、张婧，农林牧渔行业分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**吴立，农林牧渔行业分析师。**2012 年、2013 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

**2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年 - 2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。**

### 覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
北京地区：高兴 83574017 gaoxing\_jg@chinastock.com.cn  
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn