

大北农 (002385)

降费提效重塑ToB生意模式，勤修内功强化价格竞争力

中性（维持）

现价：3.19 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.dbn.com.cn
大股东/持股	邵根伙/41.25%
实际控制人	邵根伙
总股本(百万股)	4,243
流通 A 股(百万股)	2,635
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	135.35
流通 A 股市值(亿元)	84.05
每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	43.60

行情走势图



相关研究报告

《大北农*002385*短期报表压力难减，静待养猪&猪料开花》 2018-10-29
 《大北农*002385*投资收益增厚业绩，预计 3Q 利润增 0-14%》 2018-10-15
 《大北农*002385*猪价冲击业绩有压力，长期成长路径仍清晰》 2018-08-21
 《大北农*002385*猪价快跌致养猪深亏，大幅下修归母净利》 2018-07-15
 《大北农*002385*高基数下猪料增速仍快，归母净利剔除股权费用增 20%》 2018-04-30

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
 S1060511010014
 0755-22627143
 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
 S1060117110064
 0755-33547523
 JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

投资要点

摘要：

大北农自 2H14 转型，人员+资金+高端料抢猪场，战略上以高毛利为导向布局较多业务但未聚焦&协同，猪料打法上仍以 ToC 思路侧重高端料销售端。18 年周期下行、竞争新常态下，公司再转型重塑 2B 生意模式，聚焦研发、采购、制造、销售各环节降费增效，提高供应链效率，构建猪料全产品线合理毛利率，以性价比主动参与价格竞争抢量。短看前端料+猪场服务圈猪带动中大猪料放量，长看构筑猪场综合服务生态。

平安观点：

- **猪料存量博弈预计 CAGR 2%，长期回归 ToB 生意本质。**猪料进入存量博弈时期，13-17 年量增放缓，CAGR 仅 2.7%，预计至 20 年 9400 万吨，年增 1.9%。母猪料放量增、仔猪料快增、中大猪料销量下滑明显。17 年猪料 CR5 约 26%，未来下游养殖快速迭代倒逼饲企份额快速集中。短期因中国养殖水平差异巨大，饲企仍可通过猪场服务提高附加值，但长期随下游集中&低效产能出清，行业将回归 2B 生意本质。
- **反思：战略上以高毛利为导向但未聚焦&协同，猪料打法上 ToC 思路侧重高端料销售端。**为应对行业变化，大北农自 2H14 及时做战略调整，以人员+资金+高端料抢规模猪场，逐步建立猪场用料粘性。但 15-1H18 猪料量增并不明显，反思主因公司战略上以高附加值为导向，业务线条布局过多但未能聚焦和协同；而在猪料打法上，以 ToC 思路侧重前端料的销售端，高费用+赊账支撑产品高毛利，该定价策略本质上是在信息不对称下，以公司+优质客户的部分福利对劣质客户部分风险补偿来获取劣质客户的销量增量。在下游客户快速迭代时难以持续获得“优质&安全”的销量增量。
- **重塑 ToB 生意模式，构建产品包合理毛利率。**在下行周期客户对价格更敏感（需求曲线更平），以直接降价形式补贴客户可避免过多承担下游产业快速迭代的不确定性，并获取更多潜在优质客户的销量增量。其本质上以生产环节的规模效应摊薄获客&转换成本、提高复购率。低价策略要求公

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,841	18,742	20,562	24,811	30,571
YoY(%)	4.6	11.3	9.7	20.7	23.2
净利润(百万元)	883	1,265	402	702	1,354
YoY(%)	25.1	43.3	-68.3	74.7	92.9
毛利率(%)	24.9	24.2	18.9	18.3	18.1
净利率(%)	5.6	7.0	2.0	2.9	4.6
ROE(%)	9.9	13.0	3.9	6.4	11.2
EPS(摊薄/元)	0.21	0.30	0.09	0.17	0.32
P/E(倍)	15.3	10.7	33.7	19.3	10.0
P/B(倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

司由 2C 快消思维转向 2B 思路，用精细化管理方式在“研发-采购-制造-销售”各环节降低成本、提高供应链效率。产品端应将猪料全产品线打包销售，构建整体合理毛利率（当前公司猪料毛利率较高达 23%，前端料 25%、中大猪料 15%），以性价比主动参与竞争。

- **勤修内功降费增效，提高产品价格竞争力。**18 年 6 月公司新设总裁，战略从聚焦销售端“如何卖料”转为生产端制造降费增效，精简管理、销售人力，提高产品价格竞争力。对比海大销售+管理费用率 6.5pct，公司 16pct 有巨大压缩空间，未来成本端降费增效+主动降低加价率或将转为产品折扣提高全产品线的价格竞争力，与对手充分竞争抢量。此外公司内部组织架构调整+股权激励，猪料&养猪管理焕发活力。
- **短看高端料+猪场服务圈猪带动中大猪料放量，长看构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条。**公司利用前期“人+资金”战术积累的优势，以 ToB 生意模式重塑研发-采购-生产-销售各环节，以高技术含量、粘性更大的前端料作为敲门砖+技术服务圈猪场，带动中大猪料放量。长期看在生产端打下坚实基础，内部生产&管理降费、供应链效率做到极致、规模效应下产品极具价格竞争力后，围绕大数据养猪、料、药、苗重塑生猪养殖链条。维持 18-19 EPS 预测 0.09、0.17 元，同比-68%、+75%，对应 18-19 PE 33.7X、19.3X。因精细化管理变革对于公司来说是漫长且痛苦的修行，我们仍需密切观察公司进化的速度和节奏，因此维持“中性”评级。
- **风险提示：1、饲料原料供应及价格风险：**若公司饲料产品主要原料价格大幅上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，将可能对公司未来经营业绩产生不利影响；**2、重大疫情、行情及自然灾害传导给公司的风险：**养殖业中出现的非洲猪瘟、禽流感、蓝耳病等禽畜疫情，以及低迷的猪价行情，对饲料行业的生产销售影响较大。若公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。若全国持续出现低迷的猪价行情，将可能降低养殖的积极性，减少生猪的存栏规模，影响饲料产品的销量；**3、养猪业务规模扩大的风险：**公司推进养猪创业，合伙创业员工参股或控股，未来公司合伙养猪项目的投入将增加，由于养猪业务受猪价行情、动物疫病、管理水平、投资成本等多重因素的综合影响，未来公司养猪业务能否取得预期效益，仍存在一定的不确定性，如果遇极端行情、大规模疫病爆发或成本控制达不到预期目标等，则可能存在盈利水平不及预期，甚至出现亏损的风险。

正文目录

一、猪料短看服务提高附加值，长期回归 2B 生意本质	6
1.1 猪料存量博弈，母猪、仔猪料快增	6
1.2 预计 20 年 9400 万吨，年增 1.9%	7
1.3 猪料集中度仍低，下游快速迭代倒逼份额集中	9
1.4 展望：短期仍可通过服务提高附加值，长期回归 ToB 生意本质	12
二、勿忘初心：重塑 ToB 生意模式，全产品线价格竞争	13
2.1 转型 1.0：聚焦“销售端”，“资金+人员”抢猪场	13
2.2 对转型 1.0 的反思：ToC 思路未及行业演变速度	15
2.3 大北农 VS 海大：孵化器布局高毛利业务线条 VS 以制造为平台支撑三大料	16
2.4 启示：重塑 ToB 生意模式，全产品线价格竞争	20
三、砥砺前行：勤修内功降费增效，布局生态打通产业链	23
3.1 勤修内功降费增效，提高产品价格竞争力	23
3.2 短看高端料+猪场服务圈猪，带动中大猪料放量	24
3.3 远景：构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条	25
四、投资建议	26
五、风险提示	26

图表目录

图表 1	17 年猪料产量 9810 万吨，同比+12%.....	6
图表 2	猪料产量增速与猪肉产量增速趋势整体一致	6
图表 3	17 年母猪料放量增长，中大猪料下滑明显.....	6
图表 4	全国饲料工业“十三五”发展规划	7
图表 5	《全国生猪生产发展规划（2016—2020 年）》	7
图表 6	各类猪群分阶段喂料标准	8
图表 7	万头出栏猪场年耗料量（500 头母猪、10000 头生猪出栏）	8
图表 8	17 年饲料企业猪料销量估计，单位（万吨）	9
图表 9	17 年猪料 CR5 26%，大北农份额 3.8%.....	9
图表 10	17 年饲料上市公司产品结构	9
图表 11	饲料厂由 08 年 1.36 万家降至 17 年 7492 家	9
图表 12	中国生猪饲养规模场户数变化，按年出栏头数划分	10
图表 13	中国不同规模养殖户年出栏比重变化	10
图表 14	17 年大型养殖集团生猪出栏量（万头）	10
图表 15	牧原上市后商品猪出栏量迅速扩张	10
图表 16	猪价（剔除通胀因素）随生猪养殖成本长期压低，低效产能被迫出清	11
图表 17	规模养殖户/集团完全成本更低，赚取超额收益，单位：元/头	11
图表 18	根据下游养殖结构不同，寻找饲料企业机会	12
图表 19	规模猪场与大型饲料集团优劣势分析	12
图表 20	短期仍可通过服务提高附加值，长期回归 ToB 生意本质	13
图表 21	大北农转型 1.0 时期以资金+人员（技术）服务抢占规模猪场，单位：万吨.....	13
图表 22	转型前期人海战术跑马圈地抢猪场	14
图表 23	转型直销后加大对规模猪场资金支持	14
图表 24	转型 1.0 后的大北农饲料业务毛利率仍在提高	15
图表 25	转型后饲料人均销量、饲料毛销差（毛利率-销售费用率）均持续提升	15
图表 26	大北农过去定价策略：难以避免的“逆向选择”	15
图表 27	大北农营收与海大自 14 年猪料转型后拉开差距，单位：亿元	16
图表 28	海大归母净利与大北农差距缩小，单位：亿元	16
图表 29	转型后的大北农聚焦在前端料的销售环节	16
图表 30	海大以制造为平台支撑三大类饲料销售	16
图表 31	从开发支出看海大与大北农的战略布局差异，单位：百万元	17
图表 32	海大采购优势降低生产成本	17
图表 33	大北农 VS 海大单吨饲料运输费用	17
图表 34	大北农 14 年转型后聚焦在猪料业务的销售端，单位：万吨	18
图表 35	海大 13 年后禽、猪料快增上量摊薄成本，单位：万吨	18
图表 36	大北农 14 年转型后聚焦猪场客户前端料，吨利仍在提升	18

图表 37	海大自 14 年后通过扩大销售规模（禽料、猪料规模效应）、压缩成本提高毛利率，单位：元	18
图表 38	海大性价比+上量维持高周转，大北农高费用+应收撑起高利润率	18
图表 39	大北农饲料销量与海大自 14 年猪料转型后拉开差距，单位：万吨	19
图表 40	海大 13 年后通过维持禽、猪料快增熨平周期	19
图表 41	海大 17 年固定资产周转率是大北农 2 倍	19
图表 42	大北农应收账款周转率急降主因转型后高费用+高应收账款对下游客户支持	19
图表 43	猪料处于产业链条前端，应回归 2B 生意本质，核心在于提高供应链效率	20
图表 44	水产高毛利的基础：养殖分散、种类繁多决定服务附加值较高	20
图表 45	猪料因养殖周期长可拆分看：前期料特点似水产料，中大猪料特点似禽料	21
图表 46	海大饲料产品包：水产料为高附加值的利润产品，禽畜料为抢份额摊成本的规模产品，单位：万吨	21
图表 47	海大与大北农毛利率对比的启示：应构建合理毛利率的全产品线饲料包	21
图表 48	大北农 17 年各种类猪料销量占比估计	22
图表 49	大北农饲料吨价、毛利率均为行业最高	22
图表 50	应打造高性价比的全产品线以抢占猪场上	22
图表 51	上市公司饲料产品吨价拆分（吨成本、毛利）	23
图表 52	原材料采购大北农更具优势，单位：元/吨	23
图表 53	2017 年上市公司销售人员（左轴）&人均饲料销量（右轴）对比，	24
图表 54	销售费用率存较大压缩空间	24
图表 55	管理费用率存较大压缩空间	24
图表 56	前端料（以教槽料为代表）技术门槛较高，生产工艺复杂	25
图表 57	构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条	26

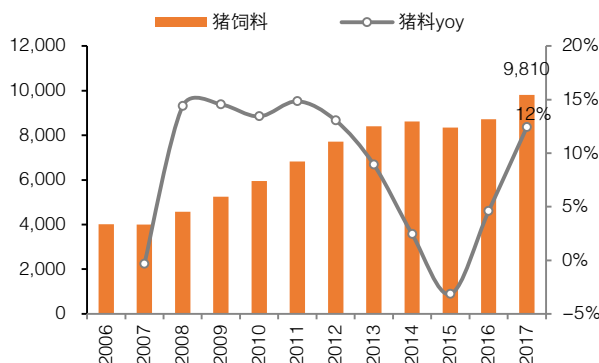
一、猪料短看服务提高附加值，长期回归 2B 生意本质

1.1 猪料存量博弈，母猪、仔猪料快增

猪料进入存量博弈时期。猪料产量由 06 年 4015 万吨增至 17 年 9810 万吨，在经历 06-13 年高增，CAGR 11.1% 后，13-16 年增长缓慢，CAGR 仅 1.2%，17 年同比+12%。猪料增速主要受近年猪肉产量&消费量增速放缓、饲料转化率提升、普及率提高影响。

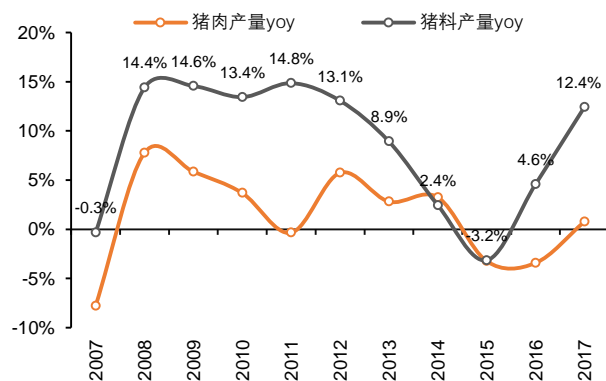
母猪料、仔猪料较快增长，中大猪料销量下滑明显。猪料中母猪料放量增长，17 年销量同比增 66%，其中母猪预混料增长 66%、母猪配合料增 73%。仔猪料较快增长，17 年销量 4454 万吨，同比增 17%，其中仔猪配合料增速最快达 19%。而中大猪料 17 年销量明显下滑，预混料和配合料同比分别降 29%、13%。

图表1 17 年猪料产量 9810 万吨，同比+12%



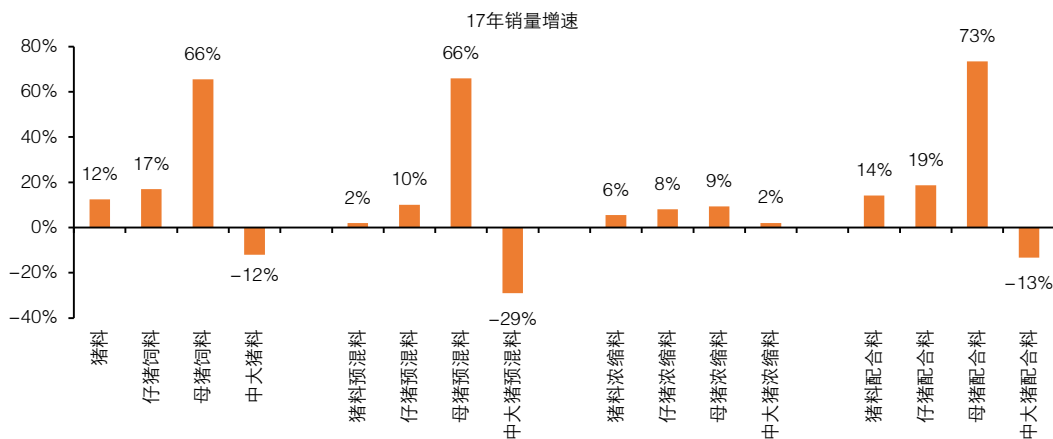
资料来源：农业部、饲料工业年鉴、平安证券研究所

图表2 猪料产量增速与猪肉产量增速趋势整体一致



资料来源：农业部、饲料工业年鉴、平安证券研究所

图表3 17 年母猪料放量增长，中大猪料下滑明显



资料来源：饲料工业年鉴、平安证券研究所

1.2 预计 20 年 9400 万吨，年增 1.9%

■ 1.2.1 预计至 20 年猪料总量或维持较低增速，年增 1.9%。

预计至 20 年猪肉产量增 5%、育肥猪饲料利用效率提高 3%、工业饲料在养殖业普及率提高，猪料总量或将维持较低增速，每年约 1.9%。农业部《全国饲料工业“十三五”发展规划》中指引至 2020 年工业饲料总产量 2.2 亿吨，其中猪料 9400 万吨，较 16 年 8726 万吨年均增长约 169 万吨，CAGR 约 1.9%。

考虑猪料产量与猪肉产量&工业饲料在养殖业中的普及率正相关，与育肥猪饲料利用效率成反比：1) 从猪肉产量看，在农业部《全国生猪生产发展规划(2016—2020 年)》中提出 2020 年猪肉产量 5760 万吨，较“十二五”末增 5%。2) 饲料利用效率提高约 3%；3) 猪料在生猪养殖业中的普及率有望进一步提高，目前该比例约为 75%

图表4 全国饲料工业“十三五”发展规划

饲料工业“十三五”发展目标	
产量	工业饲料总产量 2.2 亿吨
	按产品类别划分，配合饲料 2 亿吨，浓缩饲料 1200 万吨，添加剂预混合饲料 800 万吨
质量	按动物品种划分，猪饲料 9400 万吨，肉禽饲料 6000 万吨，蛋禽饲料 3100 万吨，水产饲料 2000 万吨，反刍饲料 1000 万吨
	全国饲料产品抽检合格率稳定在 96%以上
效率	猪生长育肥阶段饲料转化率平均达到 2.7:1
	年产 100 万吨以上的饲料企业集团达到 40 个，其饲料产量占全国总产量的比例达到 60%以上
饲料企业与养殖业融合发展程度明显提高，散装饲料使用比例达到 30%	

资料来源：农业部、平安证券研究所

图表5 《全国生猪生产发展规划(2016—2020 年)》

	2010	2014	2020
生产目标			
猪肉产量(万吨)	5071	5671	5760
出栏 500 头以上规模养殖比重(%)	38	42	52
规模企业屠宰量占比(%)	66	68	75
效率目标			
出栏率(%)	144	155	160
规模养殖场 MSY	13	15	19
劳动生产率(头/人)	500	650	1000
育肥猪饲料转化率	2.9:1	2.8:1	2.7:1
生态目标			
粪便综合利用率(%)	—	50	>75

资料来源：农业部、平安证券研究所

■ 1.2.2 各类猪料 2020 年空间测算

根据各类猪群分阶段喂料标准、及自繁自养猪场存栏结构(以 500 头母猪、年生猪出栏万头出场为例)，测算各阶段猪料所占比例，从而估算各类猪料空间：

- 根据各类猪群分阶段喂料标准，结合饲喂天数及日均喂料量，估算各类猪平均每年消耗饲料量：种公猪 900kg、后备母猪 240kg、妊娠母猪 615kg、哺乳母猪 255kg、空怀母猪 80kg、哺乳仔猪 4kg(教槽料)、保育仔猪 12kg(保育料)、小猪 33kg、中猪 88kg、大猪 154kg。

图表6 各类猪群分阶段喂料标准

	阶段	饲料类型	饲喂时间	喂料量 (kg/头*天)	年消耗量 (kg)
种公猪	种公猪	公猪料	配种期	2.5-3.0	900
后备母猪	后备猪	后备料	90kg-配种	2.3-2.5	240
妊娠母猪	妊娠前期	妊前料	0-28 天	1.8-2.5	140
	妊娠后期	妊中料	29-85 天	2.0-3.0	315
	妊娠中期	妊后料	86-107 天	2.8-4.0	160
哺乳母猪	产前 7 天	哺乳料	108-114 天	3.0-3.5	45
	哺乳期	哺乳料	0-21 天	4.5 以上	210
空怀母猪	空怀期	哺乳料	断奶-配种	2.5-3.0	80
生猪	哺乳仔猪	母猪乳	出生-7 天	-	-
		教槽料	8-28 天	0.1-0.4	4
	保育仔猪	保育料	29-50 天	0.4-0.8	12
	小猪	小猪料	51-80 天	0.8-1.5	33
	中猪	中猪料	81-120 天	1.9-2.5	88
	大猪	大猪料	121-175 天	2.55-3.2	154

备注：其中母猪（妊娠母猪、哺乳母猪、空怀母猪）年消耗量按一年两胎次测算

资料来源：调研、平安证券研究所

- **出场存栏结构：**以 500 头母猪、万头生猪（假设 $MSY=20$ ）出栏猪场为例，其猪场存栏结构一般为：种公猪 20、后备猪 160、能繁母猪 500、生猪 10000 头（考虑死淘情况，哺乳仔猪 10700 头、出栏商品猪 10000 头）。
- **估算万头出栏猪场年耗料量 3460 吨：**其中种公猪 18、后备猪 38.4、妊娠母猪 307.5、哺乳母猪 127.5、空怀母猪 40、哺乳仔猪 42.8、保育仔猪 123.6、小猪 333.3、中猪 888.8、大猪 1540 吨。其中母猪料占比 14.8%、教槽料 1.2%、保育料 3.6%、小猪料 9.6%、中大猪料 70.2%。

图表7 万头出栏猪场年耗料量（500 头母猪、10000 头生猪出栏）

猪别	每头耗料量 (kg)	头数	耗料量 (吨)	所占比例 (%)
种公猪	900	20	18	0.5%
后备母猪	240	160	38.4	1.1%
妊娠母猪	615	500	307.5	8.9%
哺乳母猪	255	500	127.5	3.7%
空怀母猪	80	500	40	1.2%
哺乳仔猪	4	10700	42.8	1.2%
保育仔猪	12	10300	123.6	3.6%
小猪	33	10100	333.3	9.6%
中猪	88	10100	888.8	25.7%
大猪	154	10000	1540	44.5%
合计			3459.9	100%

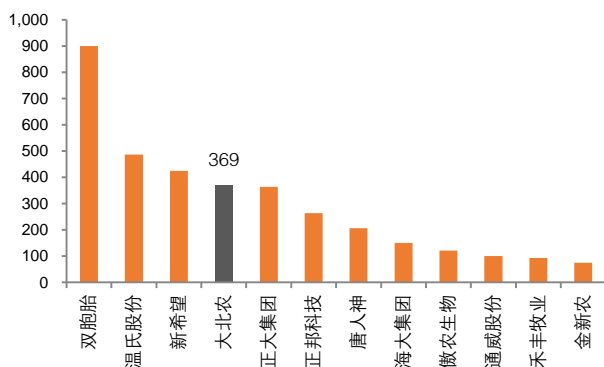
资料来源：调研、平安证券研究所

假定至 2020 年猪饲料产量为 9400 万吨，由于预混料占比较小且产量增长较为平稳、浓缩料随养猪规模化程度提升而萎缩，在此暂合理假定猪料均为配合料。各种类猪料消耗量比重取上文计算值，经计算估计母猪料、教槽料、保育料、小猪料、中大猪料至 2020 年空间约为 1395、116、336、906、6599 万吨。

1.3 猪料集中度仍低，下游快速迭代倒逼份额集中

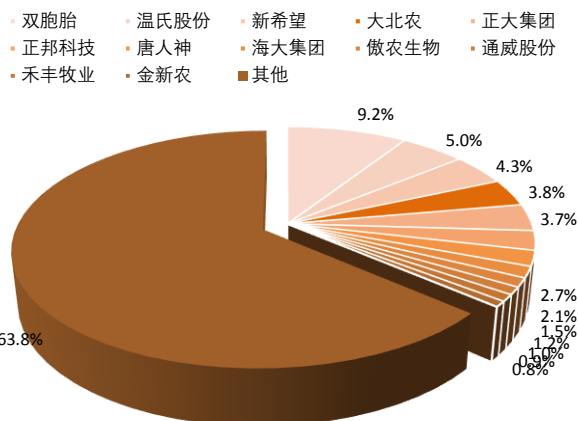
17年猪料CR5约26%，近年行业集中度提升较快。17年大北农猪料销量369万吨，市占率约3.8%，双胞胎份额9.2%、温氏5%、新希望4.3%、正大3.7%。饲料上市公司中，大北农、傲农、金新农、正邦猪料占比较高均超50%，新希望、唐人神禽料占比较大。海大以水产料起家，取得绝对龙头地位后，将其模式复制到禽料，16年开始切入猪料领域，17年猪料销量达150万吨。从饲料厂数量看，近年行业集中度提升较快，饲料厂由08年1.36万家降至17年7492家。

图表8 17年饲料企业猪料销量估计，单位（万吨）



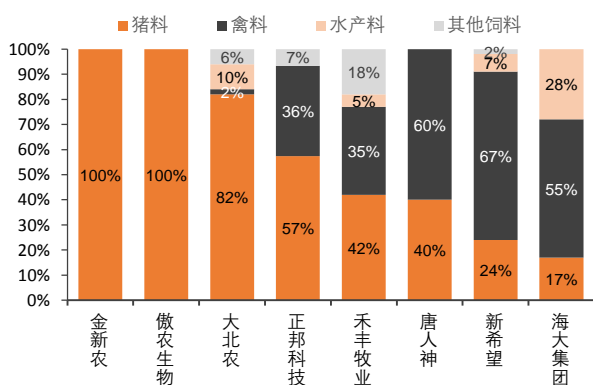
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 17年猪料CR5 26%，大北农份额 3.8%



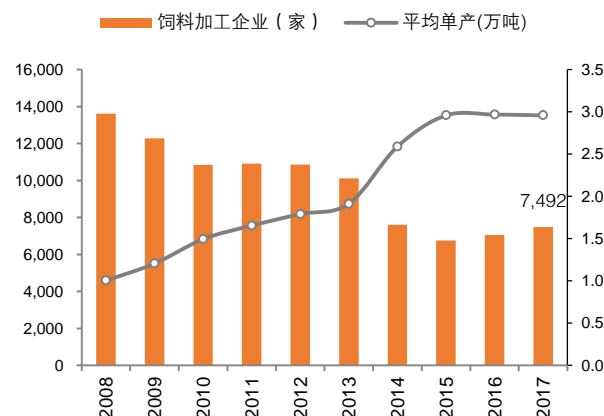
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 17年饲料上市公司产品结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 饲料厂由08年1.36万家降至17年7492家

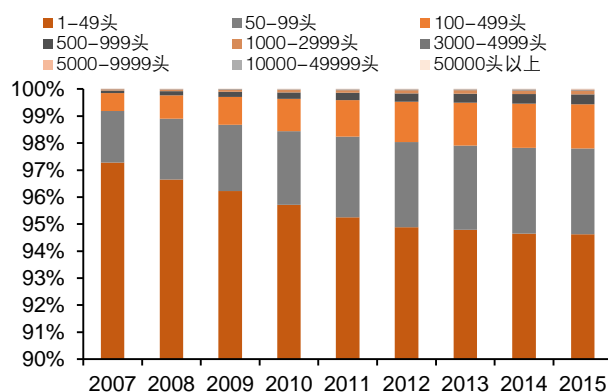


资料来源：公司公告、平安证券研究所

我们认为自 17 年生猪养殖行业在环保去产能、非洲猪瘟双重影响下，猪场正经历快速迭代，即散养户迅速退出，这倒逼上游猪料企业份额集中。

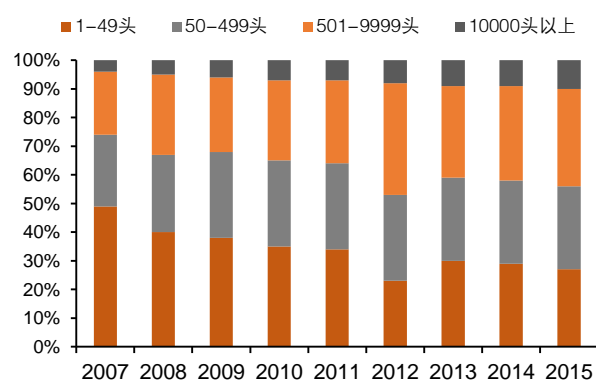
下游散养户快速退出，养殖规模化水平提升。1) 从生猪养殖场户数看，年出栏数 1-49 头的散养户由 07 年 8010 万户降至 15 年 4406 户，而年出栏 500 头以上户数由 07 年 12.5 万户增至 15 年 26.5 万户，其中年出栏 5 万头以上户数由 50 家增至 261 家；2) 从不同规模养殖户年出栏比重看，1-49 头出栏比重由 07 年 49% 降至 27%，年出栏 500 头以上比重由 26% 提升至 44%，其中年出栏万头以上比重由 4% 升至 10%。

图表12 中国生猪饲养规模场户数变化，按年出栏头数划分



资料来源：中国畜牧业年鉴、平安证券研究所

图表13 中国不同规模养殖户年出栏比重变化



资料来源：中国畜牧业年鉴、平安证券研究所

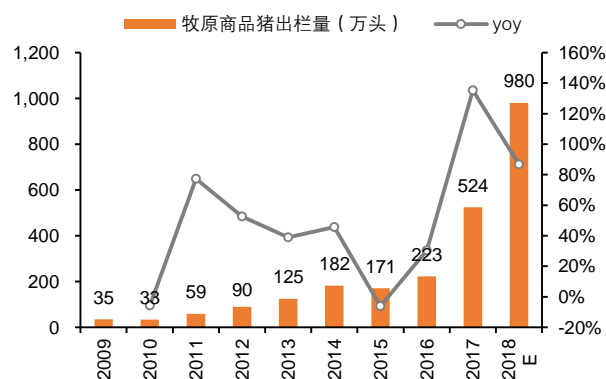
近年生猪养殖行业进入加速集中时期，大型养殖集团/户利用资本、技术等优势迅速扩张。

图表14 17年大型养殖集团生猪出栏量（万头）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

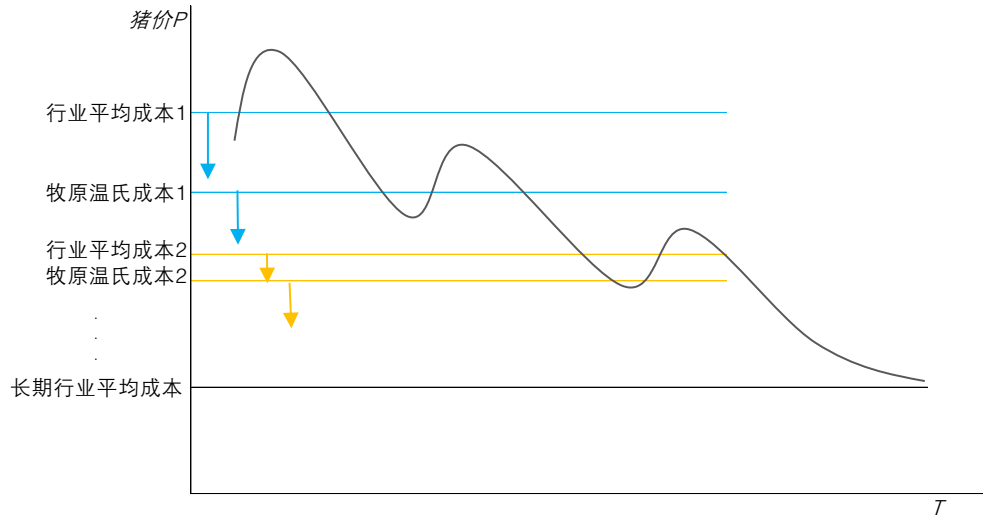
图表15 牧原上市后商品猪出栏量迅速扩张



资料来源：牧原股份、平安证券研究所

生猪养殖行业的核心竞争力在于成本管控能力。长期来看，行业平均成本必将随养殖效率不断提高而压低，理论上猪价（剔除通胀因素）也将不断下降，在此过程中，养殖效率较低、成本管控能力较差的散养户、中小规模养殖场将被迫退出行业，而牧原、温氏等一体化养殖集团凭借强大的成本管控能力不断攫取超额利润、享行业集中度提升红利。

图表16 猪价（剔除通胀因素）随生猪养殖成本长期压低，低效产能被迫出清



资料来源：平安证券研究所

如牧原成本优势主要体现在较低的原材料成本及人工成本，而背后核心原因在于公司领先的育种技术、源于对行业深刻理解的猪舍建设技术、大规模原材料采购、精细化饲料配方等各高效率环节集成的一体化养殖模式。

图表17 规模养殖户/集团完全成本更低，赚取超额收益，单位：元/头

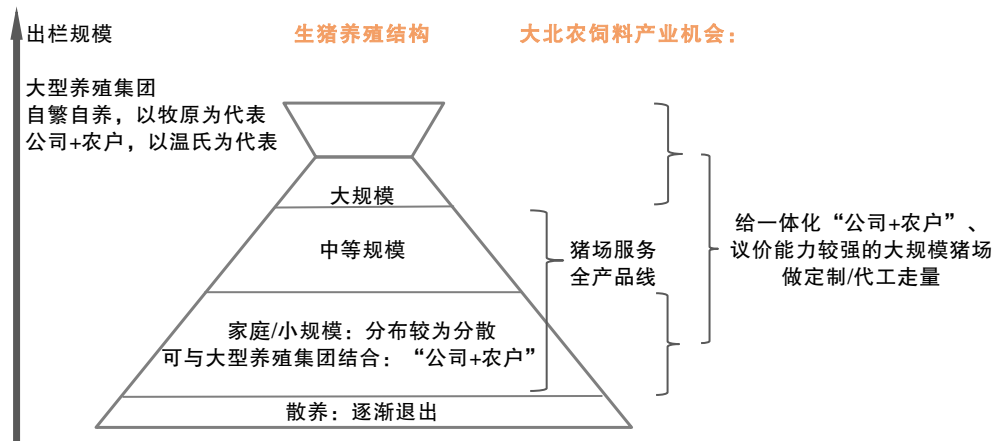
牧原商品猪		大规模生猪	中规模生猪	小规模生猪	散养生猪	
完全成本	1319	行业平均完全成本	1750	1814	1859	2050
主营业务成本合计	1188	一、每单位物质与服务费	1640	1646	1598	1544
原材料	704	（一）直接费用	1610	1627	1583	1534
其中：小麦	102	1.仔猪费	718	694	651	640
玉米	320	2.精饲料费	835	879	875	819
次粉	106	3.青粗饲料费	0	3	8	26
豆粕	5	4.饲料加工费	1	2	4	6
折旧	111	5.水费	3	3	3	2
职工薪酬	76	6.燃料动力费	8	6	4	6
药品及疫苗费用	129	7.医疗防疫费	24	19	17	15
其他费用	167	8.死亡损失费	15	14	13	12
		9.技术服务费	1	0	0	0
三项费用合计	131	10.工具材料费	3	3	3	3
销售费用	5	11.修理维护费	3	3	2	2
管理费用	58	12.其他直接费用	1	1	1	1
财务费用	67	（二）间接费用	30	19	15	11
		1.固定资产折旧	15	12	10	8
		2.保险费	6	3	1	1
		3.管理费	6	1	0	0
		4.财务费	2	1	0	0
		5.销售费	1	2	2	2
		二、每单位人工成本	109	168	261	506
		1.家庭用工折价	10	119	252	506
		2.雇工费用	99	49	9	0

资料来源：全国农产品收益资料汇编、牧原股份、平安证券研究所

1.4 展望：短期仍可通过服务提高附加值，长期回归 ToB 生意本质

由上文分析，我们判断未来根据下游养殖结构的不同，饲料企业机会在于：1、为大型养殖集团代工走量；2、中大规模猪场全产品线定制走量；3、家庭/中小猪场服务赚取附加值。

图表18 根据下游养殖结构不同，寻找饲料企业机会



资料来源：平安证券研究所

中小规模猪场自建饲料厂不具规模效应：自建饲料厂固定资产投入大、生产成本低，除厂房建设费用高昂，还有生产固定、变动成本等一系列繁杂的费用，且在技术、研发、检测水平、制造、损耗等关键数据上，猪场自建饲料厂远远落后于大型饲料集团。因此自建饲料厂不仅成本更高，且耗费了猪场老板大量的时间和精力。

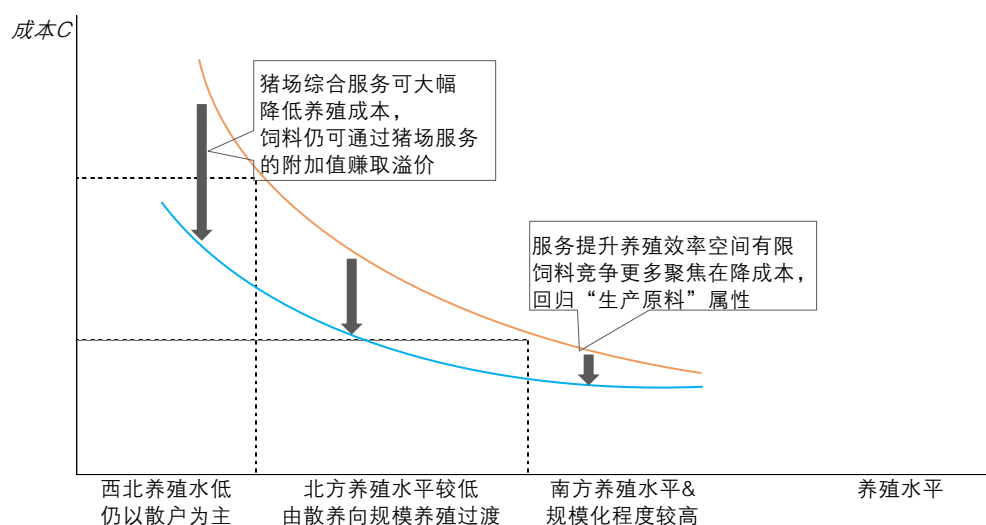
图表19 规模猪场与大型饲料集团优劣势分析

	大型饲料集团	规模猪场
规模	2万吨/月	0.2万吨/月
技术	净能体系	消化能体系（玉米豆粕型配方）
研发	技术储备（大麦、高粱）	无
检测水平	国家级实验室	无
采购	集团化、招标	批量小、议价能力差
制造	专业化设备（膨化机、微料称）、无交叉污染	落后设备、交叉污染
损耗	<=1%	>=2%
资金	现金流充足	资金缺乏、融资渠道有限
物流	大物流	小批量、高成本
人才	专业化团队	不专业
人效	500万/人/年	？

资料来源：双胞胎、平安证券研究所

我们认为短期由于中国养殖水平差异决定饲料企业仍可通过猪场服务提高饲料产品的附加值，但在长期，随着下游整体养殖水平提升、低效产能的出清，客户结构从散养户逐步向议价能力更高的规模猪场转变，服务的附加值、销售毛利率下降是必然趋势，最终行业将回归其 ToB 生意本质，猪料的竞争将聚焦在成本管控、供应链提效。

图表20 短期仍可通过服务提高附加值，长期回归 ToB 生意本质



资料来源：平安证券研究所

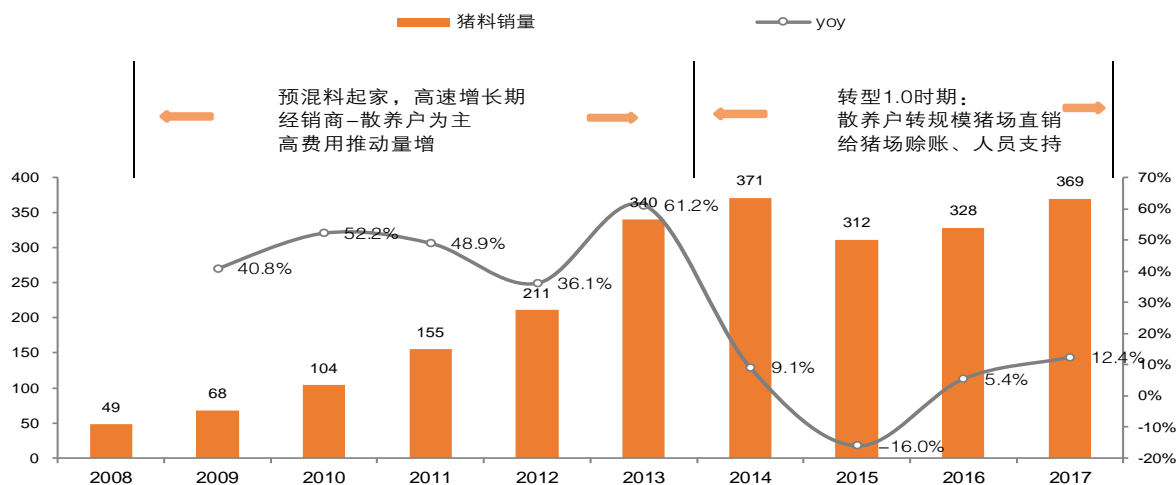
备注：蓝色成本线为通过饲料厂家的猪场综合服务降低现有猪场养殖成本后的成本线

二、勿忘初心：重塑 ToB 生意模式，全产品线价格竞争

2.1 转型 1.0：聚焦“销售端”，“资金+人员”抢猪场

大北农战略转型始于 2H14，以技术人员服务+资金支持开启转型 1.0。大北农以高附加值预混料起家，经销商模式+高费用投放模式下在上市后经历一段高速增长期，09-13 年猪料销量 CAGR 达 49%。而 1H14 下游猪价跌到十年最低谷，叠加饲料主要原料价格轮番上涨，饲料行业普遍面临转型压力。大北农及时做出战略调整，围绕养殖户做技术服务，直销+资金&技术人员支持开启转型 1.0。

图表21 大北农转型 1.0 时期以资金+人员（技术）服务抢占规模猪场，单位：万吨

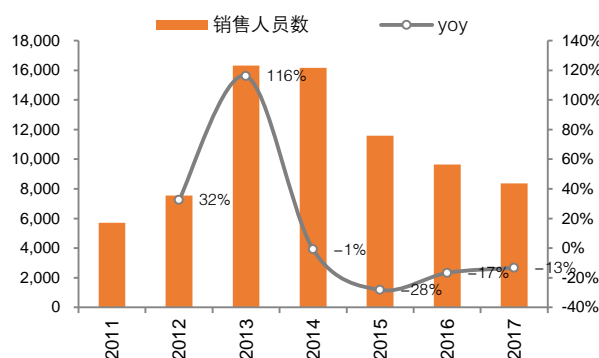


资料来源：平安证券研究所

在下游规模化程度迅速提升，养殖客户结构变化较大的背景下，公司业务体系由传统经销转向规模猪场直销+驻场服务模式，通过派驻养猪专业人员到规模猪场，提供从饲料产品、猪场管理、金融融资到生猪交易、代买种猪等多项服务内容。

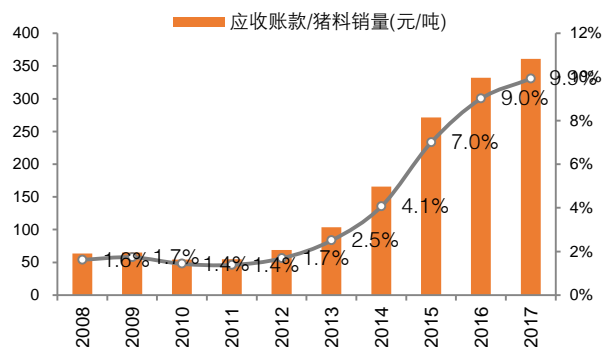
下游普遍养殖水平较低，更关注资金+人员支持。在大北农转型 1.0 时期，下游客户群体逐渐由散户户朝适度规模化演进，整体养殖水平仍较为低下。猪场在使用前端料+服务时的特点：**1) 使用前赊账试用**：因为当各家饲料厂都在上前端料+猪场服务时，猪场使用前无法分辨哪家更好，按惯例需试用 3 个月（赊账）；**2) 使用中有粘性**：一批猪育肥期间不宜更换猪料，且用惯了一批料后不会轻易更换；**3) 使用后难量化效果**：在计算养猪成绩时无法量化猪场综合服务效果。在此背景下，大北农以**人员+资金优势用高端料率先抢占规模猪场，逐步建立猪场用料粘性，并为农信互联大数据养猪积累了前期海量数据。**

图表22 转型前期人海战术跑马圈地抢猪场



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表23 转型直销后加大对规模猪场资金支持

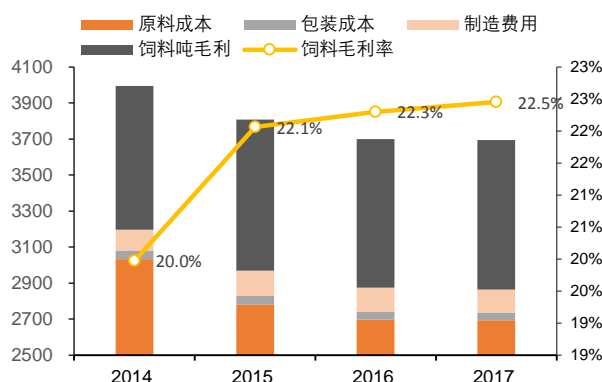


资料来源：WIND、平安证券研究所

我们认为大北农在 14-17 年转型期间主要成果在于**高端料+资金&技术（人员）支持圈起大量猪场客户**。经历转型阵痛期 15 年猪料量-16%、16 年 5.4%后，17 年恢复 12.4%销量增速，规模猪场直销占比已超 60%，部分地区如广东、江西省份达 70%+，下游客户主要以 300-2000 头母猪的规模猪场为主，且在散养户转直销过程中，销售费用率下降较为明显且公司综合毛利率仍有所提升，毛销差（毛利率-销售费用率）从 15 年 11.6%上升至 17 年 15.2%。

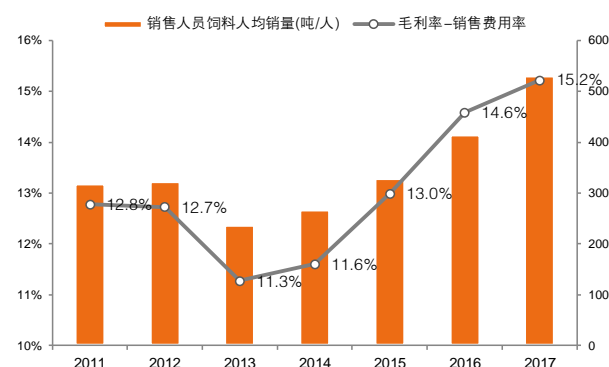
从业务人员总数上看，14 年末至 17 年末分别为 1.61、1.16、0.97、0.8 万人，较高峰时下降一半，未来或将精简至 4000-5000 人；从业务人员占比看，销售人员由过去跑客情转为更注重驻场技术服务，在直销比例较高的省份/地区，技术人员占比可达 60%+。精简业务人员+驻场技术人员占比提高下，人均饲料销量&销售额提升幅度较大，销售费用-薪资、差旅费明显下降。反映在报表，销售费用率曲线 1Q16 见顶后逐季下降。

图表24 转型 1.0 后的大北农饲料业务毛利率仍在提高



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表25 转型后饲料人均销量、饲料毛销差 (毛利率-销售费用率) 均持续提升



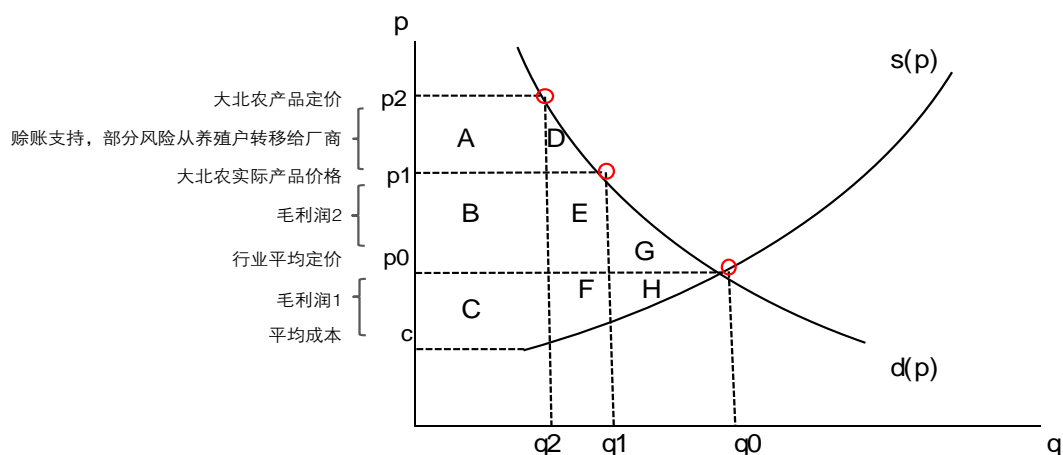
资料来源: WIND、平安证券研究所

2.2 对转型 1.0 的反思: ToC 思路未及行业演变速度

观察大北农自 2H14 开始的转型 1.0 时期, 主要措施仍聚焦在销售端“如何卖料”, 如主动改变销售模式以匹配新的客户结构、资金+人员对猪场支持、销售业务人员转向技术人员。虽取得规模猪场客户占比持续提升至 60%+、猪料增速回升、精简人员&降费增效等显著成果, 但也暴露出应收账款占比较高、管理考核仍较粗放、其他养猪相关线条如兽药疫苗&猪苗&互联网养猪尚待有机结合等问题。18 年来, 饲料企业再次面临下游猪价快跌、原料上涨等困境, 且在环保去产能、非洲猪瘟背景下, 此轮规模化养殖程度较前次提升较快, 主流饲料企业均已重视抢占规模猪场, 行业竞争料更为激烈。

2C 思维的销售模式: 高费用+赊销支撑高产品价格和毛利润。产品定价可表述为 $p_2 = p_1 + \text{risk}$, 其中 risk 为以公司应收账款对下游猪场客户的支持, 即在行业下行周期公司将客户经营风险转移到自身, 因此大北农产品实际价格为 $p_1 = p_2 - \text{risk}$ 。我们理解该定价思路本质上是**以承担下游养殖行业猪场快速迭代的系统性风险(图中 A+D 部分)作为转换成本来提高/维持转换率(即增加销量 $q_1 - q_2$)、从而获得额外毛利润 (E 部分所示)**。

图表26 大北农过去定价策略: 难以避免的“逆向选择”



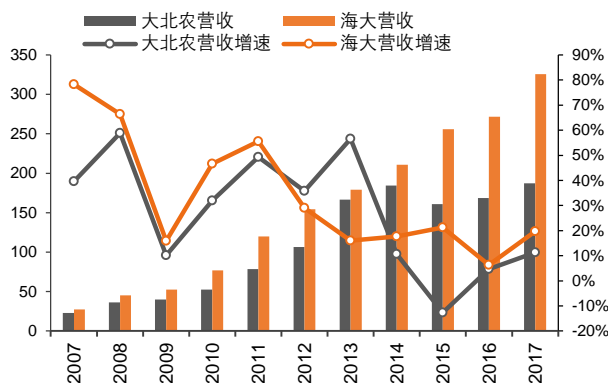
资料来源: 平安证券研究所

下游客户迅速迭代，难以避免的“逆向选择”。我们认为在下游客户逐渐稳定、优质客户经过大浪淘沙可被甄别后，可针对特定客户设置不同赊账额度和期限以维持/提高转换率、维持客户粘性。但当前下游生猪养殖处于下行周期、产能不断出清、客户迅速迭代，由于信息不对称，饲料厂商对猪场客户风险甄别难度较大，难以衡量其真实经营风险，必将产生“逆向选择”问题。另一方面，对于优质客户（当前无法识别），本可以更低的价格获取更多、更“安全”的销量增量。总而言之，该定价策略是在信息不对称的情况下，以公司+优质客户的部分福利对劣质客户部分风险补偿来获取劣质客户的销量增量。

2.3 大北农 VS 海大：孵化器布局高毛利业务线条 VS 以制造为平台支撑三大料

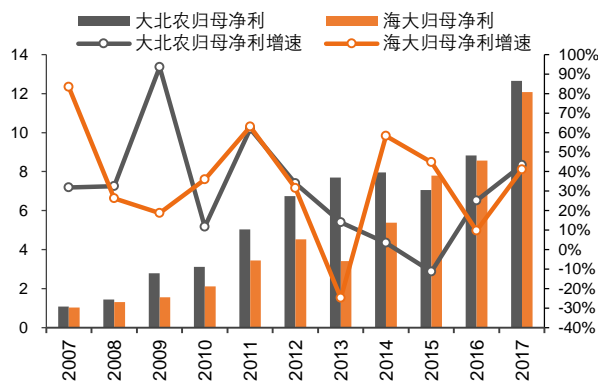
对比近 10 年海大与大北农收入和规模净利润发现，07-14 年海大与大北农收入规模相近并未相差太大，而大北农归母净利润规模几乎为海大 1.5 倍。但自 14 年后，海大在收入规模上逐渐与大北农拉开距离，而利润规模正加速追赶甚至在 16 年超越大北农。

图表27 大北农营收与海大自 14 年猪料转型后拉开差距，单位：亿元



资料来源：WIND、平安证券研究所

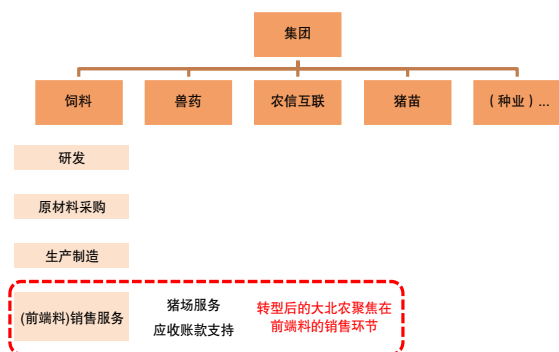
图表28 海大归母净利与大北农差距缩小，单位：亿元



资料来源：WIND、平安证券研究所

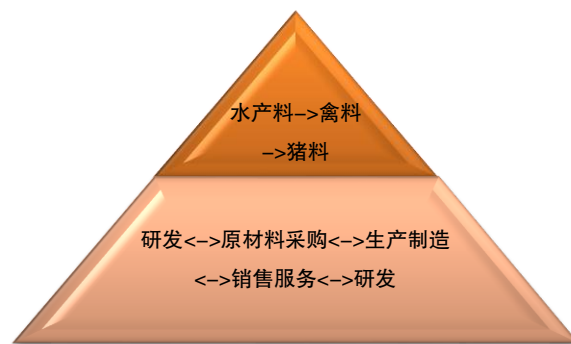
究其因我们认为在两家企业在各自饲料主力品类上遭遇瓶颈后，因自身战略导向不同而选择的路径有很大区别：1、海大围绕饲料主业深耕垂直链条上采购->研发->生产->营销&服务的各环节，以规模+专业为导向，以生产制造为平台支撑三大类饲料销售；2、而大北农则志在打造农业高科技企业，创业孵化器式布局农业相关高附加值产业，如猪料中的前端料、种业、养猪的猪苗、互联网养猪，以高附加值+利润为导向。

图表29 转型后的大北农聚焦在前端料的销售环节



资料来源：平安证券研究所

图表30 海大以制造为平台支撑三大类饲料销售



资料来源：平安证券研究所

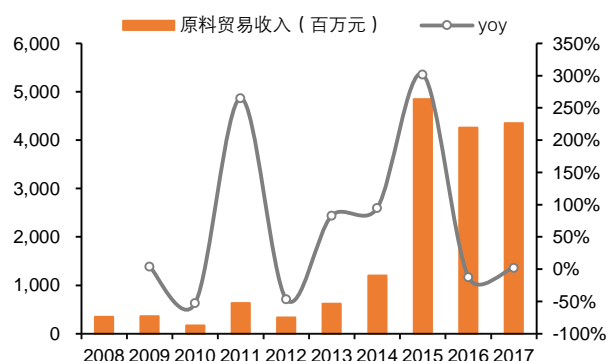
海大战略更加聚焦在饲料底层基础设施的布局：1、海大 17 年饲料业务的开发支出 1.9 亿元，占总开发支出 74%，而大北农开发支出更多分布在种业、疫苗、互联网养猪等业务上；2、海大自 15 年原料贸易收入大增，专业化+规模化采购与配方研发、销售反馈协同，降低生产成本；3、海大 24.3 元/吨的单吨饲料运费明显低于大北农 55 元/吨。

图表31 从开发支出看海大与大北农的战略布局差异，单位：百万元

	具体项目	2014	2015	2016	2017
海大开发支出 -内部研发增加	饲料配制技术应用开发	38.0	66.7	77.3	101.9
	饲料添加剂的应用开发	45.1	44.6	64.7	88.6
	家系选育技术开发	13.4	11.3	9.5	19.1
	动保产品及健康养殖模式开发	60.1	51.4	44.7	48.7
	合计	156.6	174.1	196.1	258.3
大北农开发支出 -内部研发增加	种子品种权	40.7	50.7	47.4	41.8
	生物育种	29.0	16.3	31.8	38.3
	动物疫苗	27.7	15.4	16.5	28.0
	农业互联网与金融生态圈项目	-	13.6	26.8	5.3
	新型肥料研发项目	-	-	-	0.3
	合计	97.4	95.9	122.4	113.8

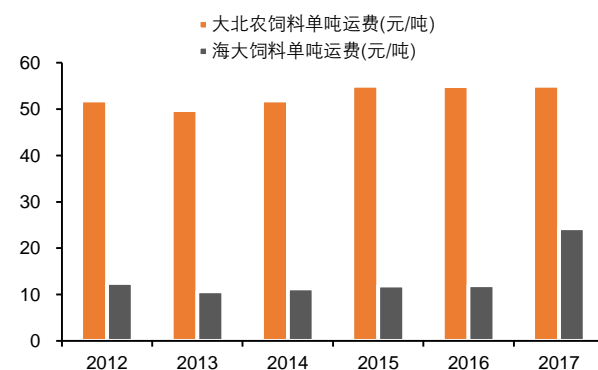
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表32 海大采购优势降低生产成本



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

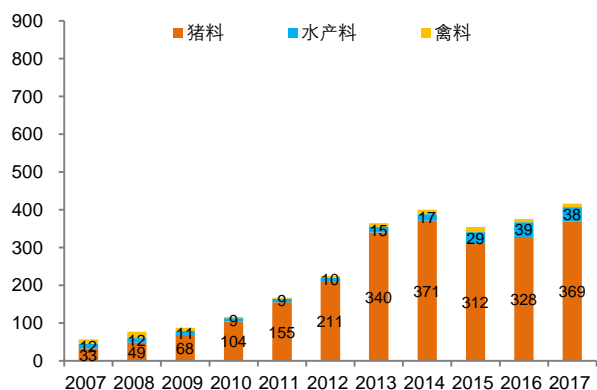
图表33 大北农 VS 海大单吨饲料运输费用



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

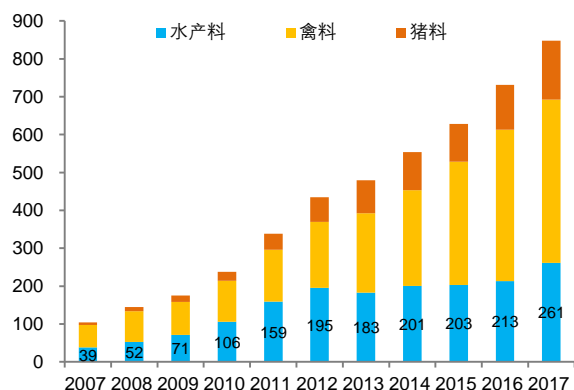
海大生产端降成本是逆势扩张的基石，而大北农转型后更关注销售端。二者同为饲料行业龙头，但收入增速、毛利成本结构却迥然不同。主要因上文所述大北农利润导向和海大规模导向的两种不同模式。2013 年前，两家企业分别在各自主要赛道上较快速增长，但在 13 年海大水产料进入瓶颈期、14 年大北农猪料进入瓶颈后，两家增长模式分化较为明显，海大通过维持禽料、猪料销量快增熨平周期，在行业下游低迷的情况下通过上量摊薄成本，提高产品性价比从而提高价格竞争力拉拢下游客户。而大北农投身于猪料业务转型，通过高销售费用支持猪场服务+赊销支持猪场资金需求拉拢下游猪场客户。

图34 大北农 14 年转型后聚焦在猪料业务的销售端，单位：万吨



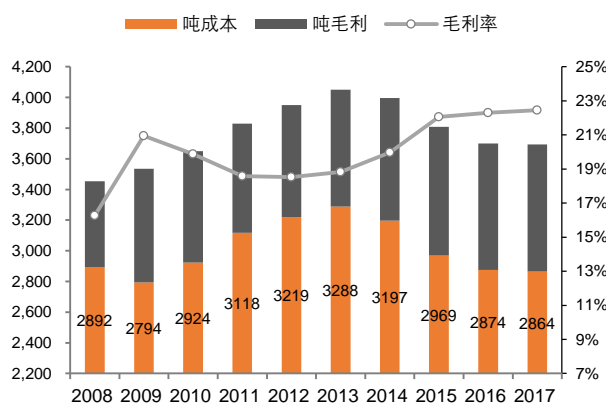
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图35 海大 13 年后禽、猪料快增上量摊薄成本，单位：万吨



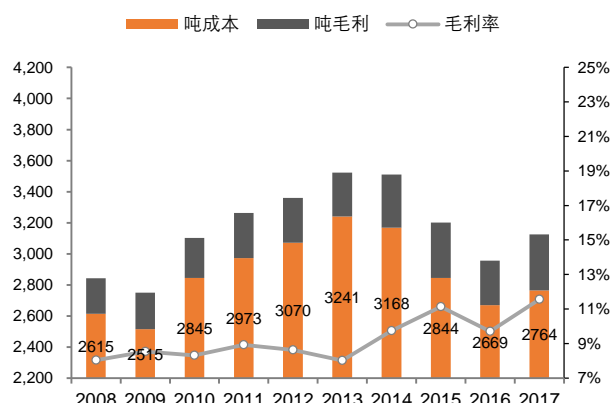
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图36 大北农 14 年转型后聚焦猪场客户前端料，吨利仍在提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图37 海大自 14 年后通过扩大销售规模（禽料、猪料规模效应）、压缩成本提高毛利率，单位：元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

海大性价比+上量维持高周转，大北农高费用+应收撑起高利润率。海大 ROE 在饲料行业中一直独领风骚，17 年 20%，高于大北农 13% 的 ROE 7pct。我们用杜邦分析法，发现除了海大杠杆（权益乘数为 1.93）略高于大北农的 1.77 外，两家企业在利润和周转速度上的选择完全不同：大北农 17 年归母净利润率 6.8%，几乎是海大 3.7% 的两倍；而海大 17 年总资产周转率 2.78 次，是大北农 1.09 次的 2.5 倍。

图38 海大性价比+上量维持高周转，大北农高费用+应收撑起高利润率

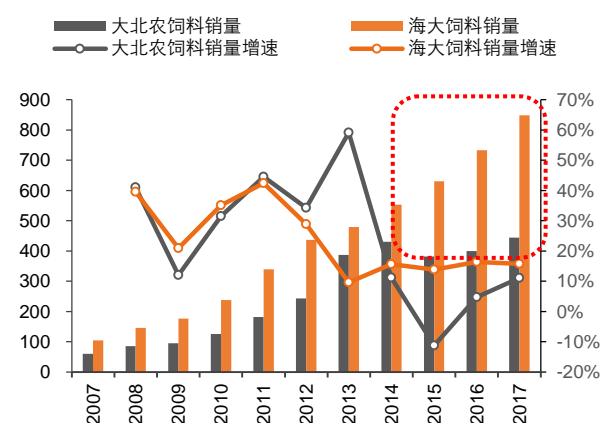
	大北农			海大集团			大北农 VS 海大
	2017	2016	2015	2017	2016	2015	
饲料销量	444	400	382	849	733	630	海大销量规模是大北农近 2 倍
yoy	11.00%	4.70%	-11.20%	15.80%	16.40%	13.80%	
营收	187	168	161	326	272	256	海大收入规模为大北农近 2 倍
yoy	11.30%	4.60%	-12.70%	19.80%	6.30%	21.20%	
归母净利润	12.7	8.8	7.1	12.1	8.6	7.8	归母净利规模相近
yoy	43.30%	25.10%	-11.30%	41.10%	9.70%	44.90%	
毛利率	24.20%	24.90%	24.30%	11.00%	9.40%	9.40%	大北农高毛利
营业税金率	0.30%	0.20%	0.00%	0.10%	0.10%	0.00%	

销售费用率	8.90%	10.30%	11.30%	3.30%	2.80%	2.60%	大北农高费用
管理费用率	7.10%	7.50%	7.80%	3.20%	2.80%	2.60%	
财务费用率	0.80%	0.70%	0.70%	0.20%	0.30%	0.40%	
非经常性损益率	0.90%	0.50%	1.00%	0.30%	0.40%	0.20%	
所得税/收入	1.30%	1.10%	1.00%	0.80%	0.60%	0.80%	
净利率	7.00%	5.60%	4.40%	3.80%	3.20%	3.10%	
少数股东权益/收入	0.30%	0.30%	0.00%	0.10%	0.10%	0.00%	
归母净利润率	6.80%	5.20%	4.40%	3.70%	3.10%	3.10%	大北农归母净利润率高
总资产周转率	1.09	1.16	1.32	2.78	2.94	3.23	海大周转更快
权益乘数	1.77	1.63	1.68	1.93	1.73	1.7	海大杠杆稍高
ROE	13.00%	9.90%	9.70%	19.90%	16.10%	16.70%	

资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

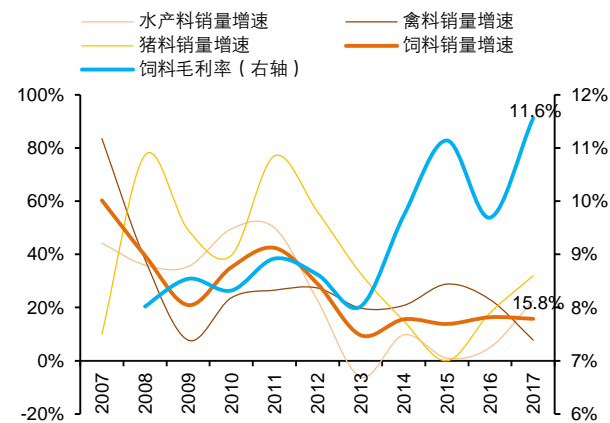
观察饲料销量规模并拆分毛利成本占收入结构后发现：大北农饲料销量自 14 年达到 430 万吨后近年几乎未有增长，而海大 14-17 年饲料销量维持 CAGR 15.3% 较快增长，17 年销量达 849 万吨。而另一方面，海大 17 年综合毛利率 11%、销售费用率 3.3%、归母净利润率 3.7%，对比大北农综合毛利率 24.2%，销售费用率 8.9%、归母净利润率 6.8%。

图表39 大北农饲料销量与海大自 14 年猪料转型后拉开差距，单位：万吨



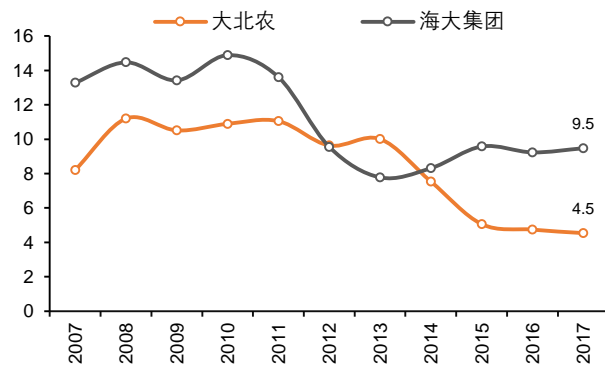
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表40 海大 13 年后通过维持禽、猪料快增熨平周期



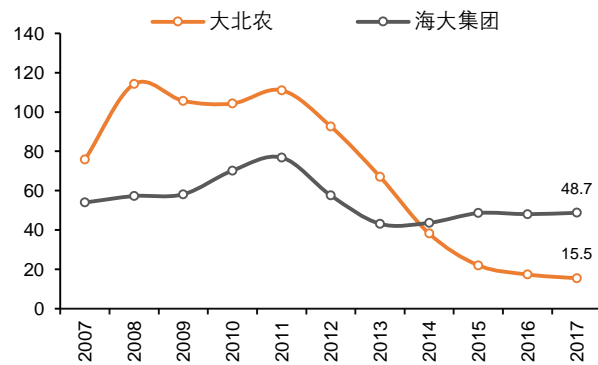
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表41 海大 17 年固定资产周转率是大北农 2 倍



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表42 大北农应收账款周转率急降主因转型后高费用+高应收账款对下游客户支持



资料来源：公司公告、平安证券研究所

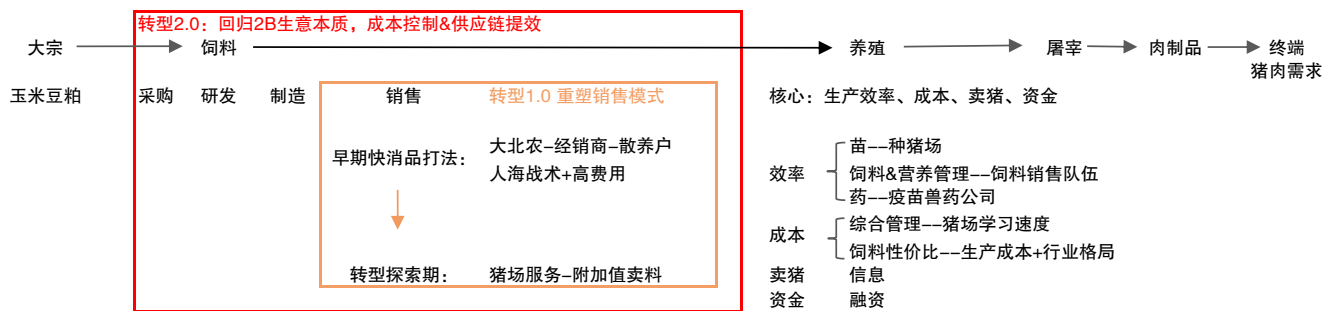
总结海大在 14 年后领先于行业增长主因其围绕饲料主业深耕垂直链条上采购→研发→生产→营销&服务的各环节，降低生产成本、提升链条运营效率，使其饲料产品价格更具竞争力。因此可以高性价比产品在拓展早期迅速抢占下游客户，当销量建立起规模优势后，在平台上叠加高毛利产品。

2.4 启示：重塑 ToB 生意模式，全产品线价格竞争

■ 2.4.1 重塑 ToB 生意模式，聚焦各环节降成本&提高供应链效率

综上，我们认为在当前阶段（下行周期、非洲猪瘟、产能出清），更应提高产品价格竞争力，直接给予下游客户价格折扣与其共渡难关，即降低 $p1=c*(1+r)$ 中的加价率 r 。在下行周期客户对产品价格更为敏感，即需求曲线更平坦，以直接降价形式补贴客户避免过多承担下游产业演变的不确定性，同时提高优质客户的销量增量。本质上是以生产环节的规模效应摊薄获客&转换成本、提高复购率。低价策略要求公司由 2C 快消思维转向 2B 思路，聚焦生产端降成本、提高供应链效率。

图表43 猪料处于产业链条前端，应回归 2B 生意本质，核心在于提高供应链效率



资料来源：平安证券研究所

■ 2.4.2 重视全产品线，以性价比参与价格竞争

应重视全产品线，由过去只注重高毛利的前端料转向从前期料：母猪料、教槽料、保育料、乳猪料到中大猪料组成的产品包，并在采购-研发-生产-销售各环节降低吨成本，以合理的加价率抢占猪场。原因在于未来猪料的竞争是在于对优质猪场客户的抢夺，而随着养殖水平的不断提升，猪场服务所带来的附加值不可避免地降低，而高性价比的全产品线将成为猪场老板选取供应商更重要的考量因素。

图表44 水产高毛利的基础：养殖分散、种类繁多决定服务附加值较高

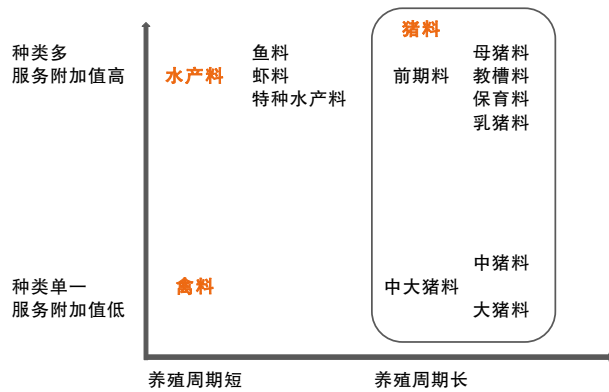
	禽（料）	猪（料）	水产（料）
区域集中度	集中	一般	分散
种类	单一	单一	多
养殖周期	短	长	短
规模养殖户对饲料辨识能力	强	一般	弱
服务附加值（技术门槛）	低	较高	高

资料来源：平安证券研究所

全产品线打包销售，构建整体合理毛利率。将饲料根据种类多寡、服务附加值高低、养殖周期长短、养殖户对饲料辨识的专业能力划分，我们认为生猪养殖长周期特点也将产品线拉的较长，其中前期料具有种类多（可分为母猪料、教槽料、保育料、乳猪料等）、服务附加值高、对养殖户专业辨识能

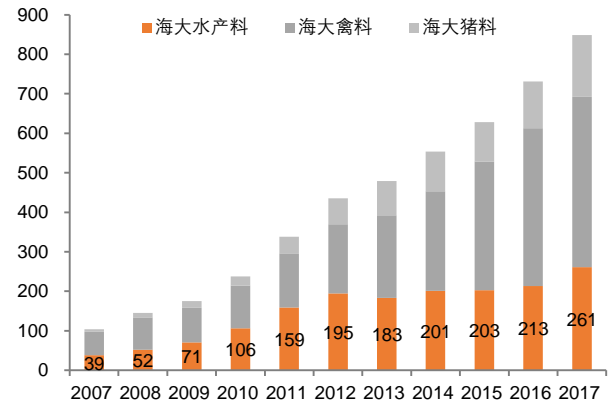
力要求高的特点，可对标水产料作为利润产品给予适当的高加价率；而中大猪料种类较为单一，服务附加值低，应对标禽料作为规模产品以较低加价率参与竞争。

图表45 猪料因养殖周期长可拆分看：前期料特点似水产料，中大猪料特点似禽料



资料来源：平安证券研究所

图表46 海大饲料产品包：水产料为高附加值的利润产品，禽畜料为抢份额摊成本的规模产品，单位：万吨



资料来源：公司公告、平安证券研究所

事实上，若将海大饲料看作产品包，水产料为高附加值的利润产品，17年销量261万吨，毛利率约为17%，禽畜料为抢份额摊薄成本的规模产品，17年销量587万吨，毛利率7-12%，整体产品包（即海大饲料）毛利率为12%。

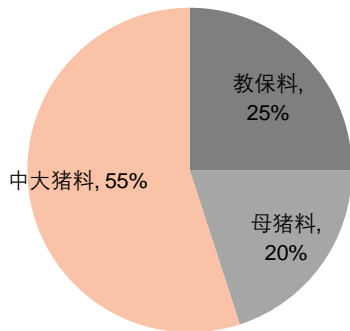
图表47 海大与大北农毛利率对比的启示：应构建合理毛利率的全产品线饲料包

海大饲料毛利率		大北农猪料毛利率	
	12%		23%
水产料	17%	前期料	母猪料 30%
			教槽料 30%
			保育料 25%
			乳猪料 20%
猪料	12%		
禽料	7%	中大猪料	中猪料 15%
			大猪料

资料来源：公司官网、平安证券研究所

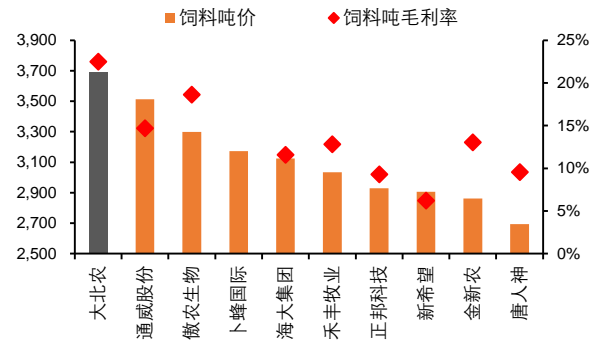
大北农当前毛利空间较高，在未来可预见的激烈竞争中有较大余地。17年大北农饲料吨价3694元，毛利率22.5%，均列行业首位。远高于水产料龙头海大毛利率11.6%、禽料龙头新希望6.2%，及相似产品结构中傲农18.6%、金新农13%。17年教槽料&保育料销量约占25%，母猪料（配合料、浓缩料）约占20%，中大猪料约占55%。而从毛利率看，预混料、教槽料、保育料分别约40%、30%，中大猪配合料毛利率偏低为15%（仍高于其他饲料企业）。

图表48 大北农 17 年各种类猪料销量占比估计



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表49 大北农饲料吨价、毛利率均为行业最高



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表50 应打造高性价比的全产品线以抢占猪场上

各阶段猪料		大北农产品	
公猪料	种公猪配合料		
	后备母猪料	妊娠母猪料	哺乳母猪料
母猪料	教槽料	保育料	
中大猪料	中大猪预混料	中大猪预混料 (规模猪场直销)	
中大猪料	中大猪配合料	中大猪配合料	
中大猪料	20公斤/头	120公斤/头	120公斤/头

资料来源：公司官网、平安证券研究所

三、砥砺前行：勤修内功降费增效，布局生态打通产业链

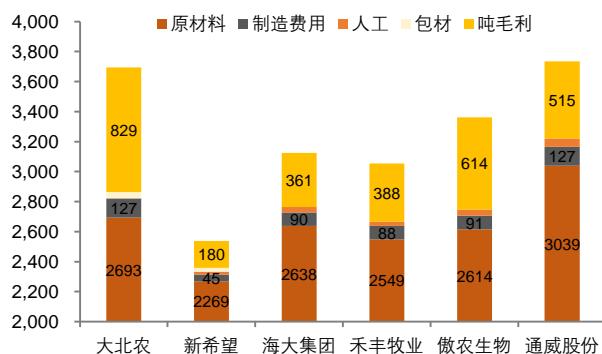
3.1 勤修内功降费增效，提高产品价格竞争力

公司过去转型重点聚焦在销售端，原因或在于近年由于环保拆迁等因素影响，下游适度规模化程度提升较为迅速，公司及时调整战略，先于行业利用人员数量+资金优势，以“高端料+猪场服务”模式抢占规模猪场。在整体养殖水平较为低下的阶段，“资金+人员”支持或为抢占猪场简单粗暴的原始积累手段。而当规模猪场客户数量、猪场数据积累到一定程度时，公司亟待优化客户质量和提高猪场服务内容。18年6月公司新设总裁，战略从聚焦销售端“如何卖料”转为生产端降费增效，提高产品价格竞争力。

■ 3.1.1 聚焦生产降费，提高产品成本优势

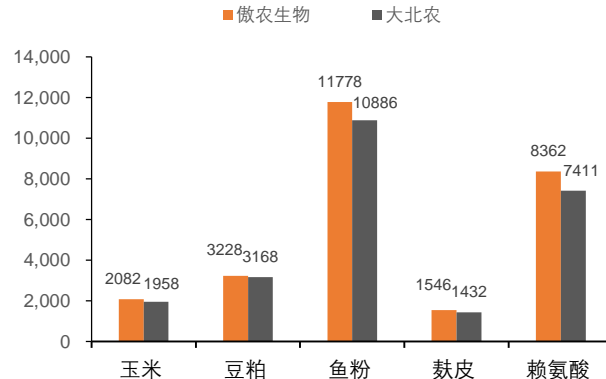
随着主流饲料企业均参与高端料竞争、抢占猪场客户，未来猪料全产品线价格或将持续压低，猪料企业依靠专业采购团队、采购&生产上的规模优势、精细化管理取得产品成本优势，从而提高毛利率和价格竞争能力。**采购端：**公司核心原料一直以来都是全国统一采购，近两年大宗原料和副产品也开始统一领导、集中采购，并成立有专门的采购团队，未来大宗原料的采购规模优势和采购专业程度将提升。**生产和管理：**改革生产制造流程，精简工厂非生产人员，抢量增强制造规模优势。

图表51 上市公司饲料产品吨价拆分（吨成本、毛利）



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表52 原材料采购大北农更具优势，单位：元/吨

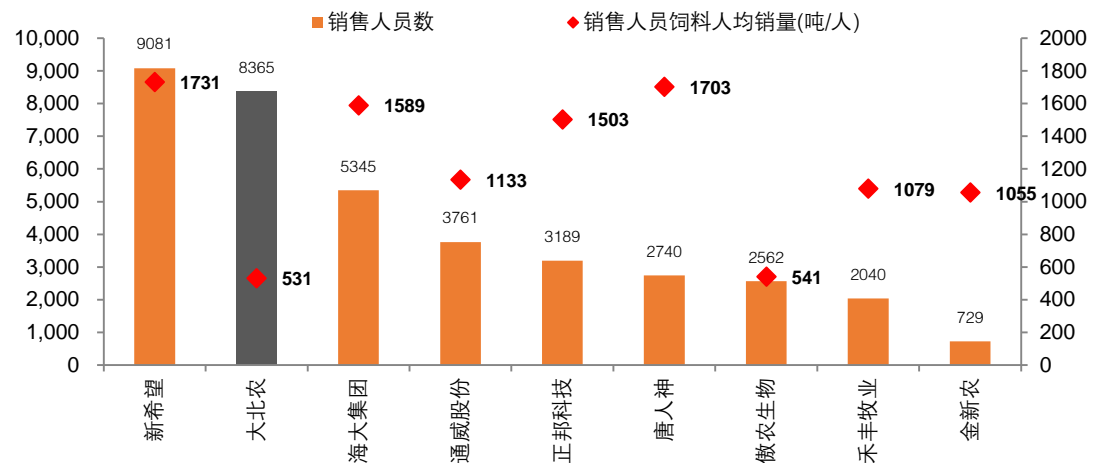


资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 3.1.2 精简销售人力，费率存巨大压缩空间

17年大北农销售人员数量8365人，对比新希望、海大、正邦9081、5345、3189人，而销售人员饲料人均饲料销量仅531吨，对比新希望、海大、正邦人均1731、1589、1503吨。在公司猪料业务在客户结构+销售模式转变的过程中，销售人员数量有望持续精简、转换猪场技术服务人员，估计在当前猪料销售体量下，有望精简至4000人的专业销售团队，未来销售费用的降低将持续贡献利润弹性。

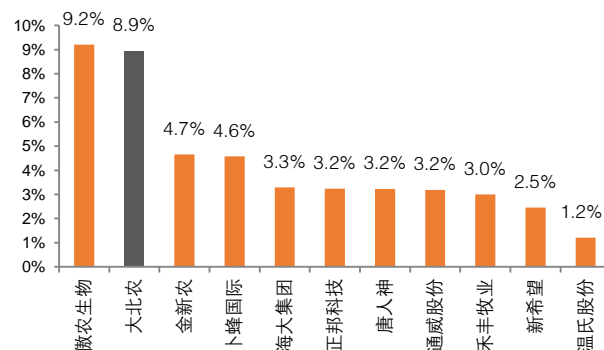
图表53 2017年上市公司销售人员（左轴）&人均饲料销量（右轴）对比，



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

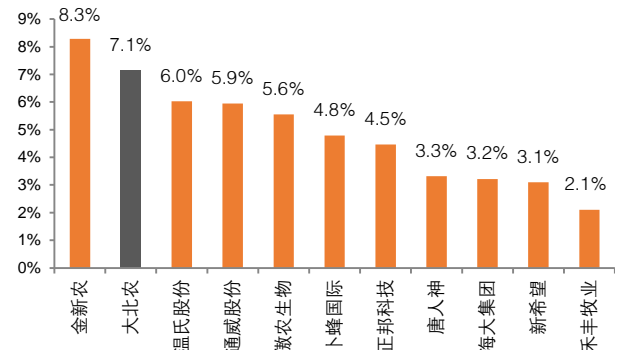
公司销售&管理费用率远高于同业，未来下行潜力巨大。尽管自 2H14 公司转型后费用率一直处于下行通道，但同行业横向比较，费用率仍远高于竞争对手，其销售费用率为 8.9%，远高于海大 3.3%、正邦&唐人神 3.2%、新希望 2.5%；管理费用率 7.1%，远高于正邦 4.5%、唐人神 3.3%、海大 3.2%、新希望 3.1%。我们认为大北农高费用率主因早期高费用&人海战术推动高附加值产品的经销模式所致，且在早年高盈利下公司未着力于精细化管理。往后看，剔除公司种业每年 1-2 亿的研发费用，对比海大 17 年销售+管理费用率 6.5%，公司费用率或存巨大压缩空间。

图表54 销售费用率存较大压缩空间



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表55 管理费用率存较大压缩空间



资料来源：WIND、平安证券研究所

■ 3.1.3 内部组织架构调整+股权激励，猪料&养猪管理焕发活力。

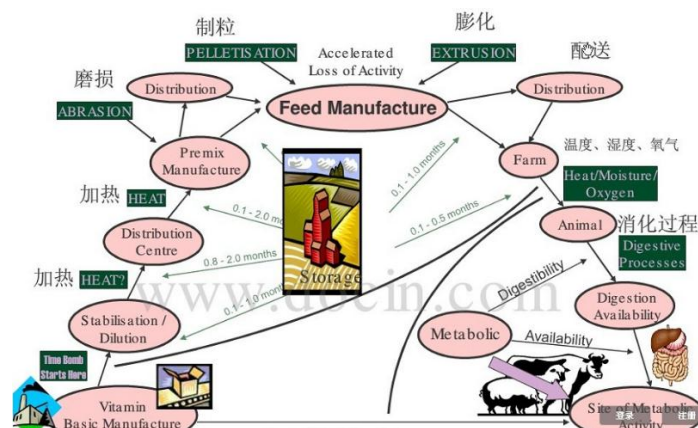
公司为自 17 年下半年进行饲料业务内部组织架构调整，一方面，裁掉大区层级留约 30 个省区，地区负责人 90%为内部提拔的以 85 后为主的年轻人，与公司签订股权激励协议，承诺 17-19 年利润目标。该股权激励计划涉及 1600 人，覆盖当前利润核心业务单元猪饲料的高级管理人员及中层骨干，人均近 10 万股，解禁考核条件是 17-19 年归母净利润分别比 16 年增 40%、68%、90%。另一方面，之前老员工调至养猪板块，财富积累+养猪经验为公司“养猪大创业”提供动力。

3.2 短看高端料+猪场服务圈猪，带动中大猪料放量

高端料+猪场服务圈猪，带动中大猪料放量。中国生猪养殖效率差异巨大，当前尤其在北方家庭农户、中小规模猪场生猪养殖水平仍低，饲料技术人员驻场服务协助养猪成为规模养殖时代饲料企业主要

服务模式之一。前端料（预混料、教保料、母猪料）因其**高技术含量、粘性相对更大的特点**可作为**规模猪场的敲门砖**，以前端料+技术服务圈猪**掌控猪场，带动中期、后期料放量**。以公司 17 年推出改善母猪膳食的怀孕料为例，母猪料饲养管理很严格，需要技术人员跟进，而当公司技术人员进入协管猪场后，其他料一般也会选用公司产品。而在中大猪料、配合料方面，公司建议猪场拿出一批猪专门做数据监测，走成本测算路线。体现大北农配合料采购、品控优势，解决猪场对配合料误解和信任问题，同时圈住更多的猪场，反过来也增强前端料粘性。

图表56 前端料（以教槽料为代表）技术门槛较高，生产工艺复杂



资料来源：中国饲料行业信息网、平安证券研究所

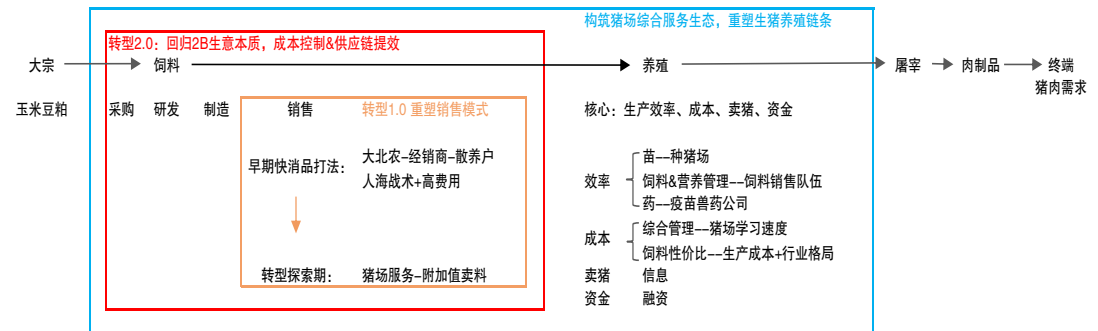
前端料理论空间大+粘性高，规模化时代放量可期。散养户时代养猪人不精于计算成本-效用比，前端料高价格压制需求空间，覆盖率较低。而规模猪场对前端料需求相对刚性，随着下游规模化&精细化程度较快提升，我们认为未来 2-3 年前端料空间将被迅速释放出来。假设未来能繁母猪稳定在 3700 万头左右，PSY 为 20，每头小猪用 4kg 教槽料，32kg 保育料（前期&后期），市场需求巨大。此外母猪料 17 年起步，若每头母猪一年用一吨母猪料，则有 3700 万吨理论空间。

以**服务母猪头数**作为**量化考核指标**，**更快速对市场做出反应**。不同于散户时代以区域划分考核，在规模猪场直销模式下，公司以**服务母猪头数**细化考核指标。在制定猪料销售计划后，结合每头母猪和公司猪料用量比例，计算每个区域需要服务的母猪头数，并以其作为细化考核指标下发给各团队。在抓住服务母猪头数后，教槽料保育料销售量都可量化，并且在日后跟踪时，可通过观察每个月市场部通报上月服务母猪增加/流失头数对市场迅速做出反应。

3.3 远景：构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条

公司围绕生猪养殖链条已在饲料、猪苗、兽药、互联网金融领域布局多年，投入大量人力和研发费用，但在当前组织架构下尚未有机协同。我们憧憬未来公司在生产端打下坚实基础，内部生产&管理降费、供应链效率做到极致、规模效应下产品极具价格竞争力后，围绕大数据养猪、料、药、苗重塑生猪养殖链条。

图表57 构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条



资料来源：平安证券研究所

四、投资建议

短看高端料+猪场服务圈猪带动大猪料放量，长看构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条。公司利用前期“人+资金”战术积累的优势，以 ToB 生意模式重塑研发-采购-生产-销售各环节，以高技术含量、粘性更大的前端料作为敲门砖+技术服务圈猪场，带动中大猪料放量。长期看在生产端打下坚实基础，内部生产&管理降费、供应链效率做到极致、规模效应下产品极具价格竞争力后，围绕大数据养猪、料、药、苗重塑生猪养殖链条。维持 18-19 EPS 预测 0.09、0.17 元，同比-68%、+75%，对应 18-19 PE 33.7X、19.3X。因精细化管理变革对于公司来说是漫长且痛苦的修行，我们仍需密切观察公司进化的速度和节奏，因此维持“中性”评级。

五、风险提示

- 1、饲料原料供应及价格风险。**若公司饲料产品主要原料价格大幅上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，将可能对公司未来经营业绩产生不利影响。
- 2、重大疫情、行情及自然灾害传导给公司的风险。**养殖业中出现的非洲猪瘟、禽流感、蓝耳病等禽畜疫情，以及低迷的猪价行情，对饲料行业的生产销售影响较大。若公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。若全国持续出现低迷的猪价行情，将可能降低养殖的积极性，减少生猪的存栏规模，影响饲料产品的销量。
- 3、养猪业务规模扩大的风险。**公司推进养猪创业，合伙创业员工参股或控股，未来公司合伙养猪项目的投入将增加，由于养猪业务受猪价行情、动物疫病、管理水平、投资成本等多重因素的综合影响，未来公司养猪业务能否取得预期效益，仍存在一定的不确定性，如果遇极端行情、大规模疫病爆发或成本控制达不到预期目标等，则可能存在盈利水平不及预期，甚至出现亏损的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,113	7,256	7,820	9,462
现金	3,788	1,799	1,243	1,784
应收账款	1,333	1,234	1,241	1,223
其他应收款	302	261	358	414
预付账款	310	334	424	513
存货	2,722	2,947	3,733	4,515
其他流动资产	658	682	823	1,014
非流动资产	10,145	11,317	12,587	13,086
长期投资	1,355	1,855	2,355	2,855
固定资产	5,272	5,806	6,402	6,402
无形资产	1,681	1,771	1,866	1,866
其他非流动资产	1,836	1,885	1,964	1,963
资产总计	19,258	18,573	20,408	22,549
流动负债	6,780	5,759	6,782	7,486
短期借款	1,803	1,803	1,803	1,803
应付账款	1,170	1,281	1,613	1,956
其他流动负债	3,808	2,676	3,366	3,727
非流动负债	710	641	641	641
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	710	641	641	641
负债合计	7,491	6,400	7,423	8,127
少数股东权益	1,551	1,555	1,569	1,611
股本	4,243	4,243	4,243	4,243
资本公积	1,412	1,412	1,507	1,549
留存收益	5,096	5,497	6,199	7,553
归属母公司股东权益	10,216	10,618	11,415	12,811
负债和股东权益	19,258	18,573	20,408	22,549

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	715	22	1,511	1,919
净利润	1,265	402	702	1,354
折旧摊销	454	567	635	717
财务费用	157	200	164	160
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	1,270	-1,245	-310	-685
其他经营现金流	-2,432	99	320	372
投资活动现金流	-726	-1,743	-1,903	-1,217
资本支出	-403	-1,243	-1,403	-717
长期投资	0	-500	-500	-500
其他投资现金流	-322	0	0	0
筹资活动现金流	1,879	-269	-164	-160
短期借款	1,152	0	0	0
长期借款	-21	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	748	-269	-164	-160
现金净增加额	1,868	-1,989	-556	541

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18,742	20,562	24,811	30,571
营业成本	14,212	16,683	20,278	25,034
营业税金及附加	48	53	64	79
营业费用	1,676	1,576	1,639	1,753
管理费用	1,337	1,497	1,657	1,745
财务费用	157	200	164	160
资产减值损失	112	112	112	112
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	300	-20	0	0
营业利润	1,577	421	802	1,646
营业外收入	10	91	91	91
营业外支出	20	20	20	20
利润总额	1,567	492	872	1,717
所得税	249	86	156	321
净利润	1,318	406	716	1,396
少数股东损益	53	4	14	42
归属母公司净利润	1,265	402	702	1,354
EBITDA	2,188	1,187	1,601	2,523
EPS (元)	0.30	0.09	0.17	0.32

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	11.3	9.7	20.7	23.2
营业利润(%)	53.2	-73.3	90.4	105.3
归属于母公司净利润(%)	43.3	-68.3	74.7	92.9
获利能力				
毛利率(%)	24.2	18.9	18.3	18.1
净利率(%)	7.0	2.0	2.9	4.6
ROE(%)	13.0	3.9	6.4	11.2
ROIC(%)	12.9	3.9	5.3	9.0
偿债能力				
资产负债率(%)	38.9	34.5	36.4	36.0
净负债比率(%)	-11.4	5.3	9.3	4.6
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.7	0.6	0.7
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.3	1.4
应收账款周转率	15.5	16.0	20.1	24.8
应付账款周转率	13.7	13.6	14.0	14.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.09	0.17	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.01	0.36	0.45
每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.50	2.69	3.02
估值比率				
P/E	10.7	33.7	19.3	10.0
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.9	14.6	10.9	1.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033