

**骑士乳业(832786)**
**包头农牧业龙头企业**
**产业链优势带动利润增长**
**基本数据**

2016年9月8日	
收盘价(元)	8.64
总股本(万股)	7650
流通股本(万股)	3675
总市值(亿元)	6.61
每股净资产(元)	2.96
PB(倍)	2.92

**财务指标**

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	202.13	265.48	354.57	459.73	541.85
归母净利润(百万元)	35.20	59.79	87.07	113.63	134.70
毛利率	30.9%	41.2%	41.5%	41.5%	41.6%
净利率	17.4%	22.5%	24.6%	24.7%	24.9%
ROE	26.8%	28.1%	38.5%	50.2%	59.6%
EPS(元)	0.51	0.81	1.18	1.55	1.83

**投资评级：中性(首次)**

**包头农牧业龙头企业。**公司成立于2007年，是一家从事牧草种植、牛场运营、奶牛集约化养殖、优质生鲜乳供应、各类奶制品的研发、生产和销售的全产业链乳制品综合供应商。“骑士”品牌奶制品以酸奶为主，辅以奶粉、奶茶粉、冰淇淋、巴氏奶、乳饮料等。

**地域与产业链优势。**公司位于内蒙古包头市和鄂尔多斯市，坐拥我国黄金奶源带的内蒙古奶源带，旗下种植、养殖基地位于鄂尔多斯市达拉特旗，拥有良好的气候、牧草等资源，没有工业污染，能生产出质量优秀的原料奶。

公司目前拥有一座20000多亩的农场，两座大型集约化、现代化、标准化奶牛养殖基地、两座年产3万吨奶产品的加工厂。公司的养殖牧场及其设施总占地面积近4000亩，拥有高产荷斯坦母牛5000多头。

**2020年争取实现年产值二十亿。**公司的战略目标是2020年实现年产值二十亿，利润2亿元，在区域市场内争第一。保持销售额不低于30%的增长速度，追求市值的持续提升，同时继续夯实内部管控，利用现代化办公软件的OA系统和财务NC系统，做到去中间化、高效、集约、精细，保持质量和成本优势；做好人才梯队的培养和建设，形成成熟的人才培养激励机制，吸纳更多的人才加盟、发展。

**盈利预测**

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司2016、2017、2018年归属于上市公司股东的净利润分别为8707万元、1.14亿元、1.35亿元，每股收益分别为1.18元、1.55元、1.83元。2016年9月7日收盘价对应于公司2016、2017、2018年动态市盈率分别为6.07倍、4.65倍、3.93倍。

**风险提示**

食品安全风险，奶牛疫病风险、销售区域及单一客户依赖风险。

研究员 史朋

[shipeng@wtneeq.com](mailto:shipeng@wtneeq.com)

010-85715117



## 目 录

风险分析 .....	1
包头农牧业龙头企业 .....	2
乳制品行业竞争激烈 .....	3
全产业链优势带动利润增长 .....	5
利润较快增长，2020 年争取年产值达 20 亿 .....	7
盈利预测 .....	9

## 图表目录

图表 1 骑士乳业主要产品.....	2
图表 2 前十大股东持股情况.....	3
图表 3 我国规模以上液体乳及乳制品制造企业数量.....	3
图表 4 2015 年人均奶类消费量国际比较.....	4
图表 5 我国牛奶产量.....	4
图表 6 各大生产基地.....	5
图表 7 收入、净利润与三板同类企业对比.....	6
图表 8 盈利能力与三板同类企业对比.....	6
图表 9 2013-2016 年 H1 骑士乳业收入、利润及增长情况 .....	7
图表 10 2013-2016 年 H1 销售收入构成 .....	7
图表 11 骑士乳业费用率和利润率指标.....	8
图表 12 骑士乳业盈利预测.....	9

## ■ 风险分析

### ● 控制人与管理层

新三板挂牌以来，公司实际控制人，管理层未发生变化。

### ● 行业与公司经营

随着进口乳制品关税的降低，对国内乳制品市场形成很大的冲击。许多中小奶牛养殖场亏损甚至倒闭，行业整合速度加快，奶牛养殖企业正在从单纯资源占用和数量扩张向质量、成本和资源整合能力竞争转变。行业竞争将更加激烈，优胜劣汰也将进一步加剧。乳制品加工企业在市场上激烈的竞争，广大消费者得到了更多实惠。常温奶总量下降，低温产品销量稳定增长，全国品牌与地方品牌形成多元化的竞争格局。

公司以发行股份及支付现金的方式购买银川东君乳业有限公司 60% 的股权。本次交易完成后，公司将利用银川东君现有业务优势进一步拓展公司自主品牌乳酸饮料、低温乳制品业务及销售渠道，扩充产品品项，完善公司的市场扩展布局。本次发行股份购买资产评估增值率较高，评估增值 2,128.26 万元，增值率 227.97%。本次交易对方已作出业绩承诺，若未实现，将向公司履行现金补偿业务。

### ● 财务

公司分别于 2015 年 9 月 7 日、2016 年 6 月 13 日发布公告，公司将使用资金总额不超过 500 万元的闲置资金投资于全国性证券交易所上市或挂牌的股票和股权类公募基金等理财产品。金融市场受宏观经济影响较大，公司这两次投资也会受到市场波动影响，投资收益具有一定的不可预期性。

## ■ 包头农牧业龙头企业

公司成立于 2007 年，是一家从事牧草种植、牛场运营、奶牛集约化养殖、优质生鲜乳供应、各类奶制品的研发、生产和销售的全产业链乳制品综合供应商。“骑士”品牌奶制品以酸奶为主，辅以奶粉、奶茶粉、冰淇淋、巴氏奶、乳饮料等。

图表 1 骑士乳业主要产品

类别	产品介绍
有机生鲜乳	生产有机生鲜乳，主要销售给蒙牛、伊利等知名乳品企业，用于生产高端有机液态奶。公司生产的生鲜乳质量指标均高于国家标准和行业水平。
酸奶	
奶粉、奶茶粉	
其他乳制品	<p>公司还利用现有设备和产能，生产巴氏奶、各类冰淇淋、乳饮料等。</p> 

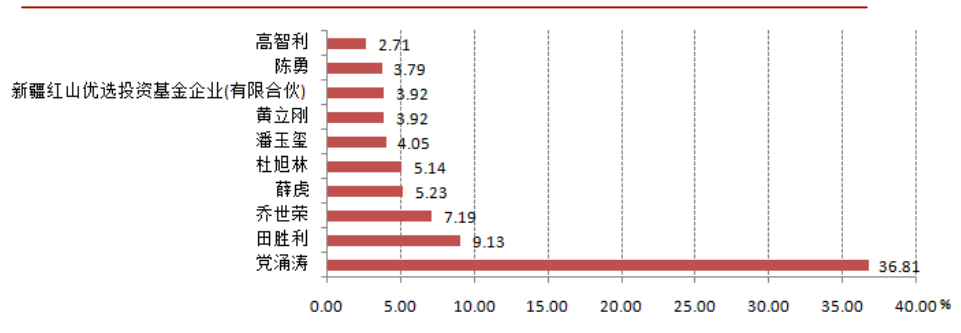
资料来源：公开转让说明书、公司网站

公司生鲜乳主要客户为蒙牛乳业，每季度签订《生鲜乳购销合同》，销售款月结。公司奶制品主要通过直销、送奶服务部、商超和经销四种销售渠道，公司的送奶服务部、商超、经销模式全部为买断式销售。其中直销、送奶服务部销售收入占比较高。

公司控股股东和实际控制人是党涌涛。党涌涛，男，1971 年生，中国国籍，无境外永久居留权，1992 年包头轻工职业技术学院毕业，就业于包头奶酪厂，历任车间调度、主任、销售部长，2000 年自主创业，并于 2002 年购买骑士品牌，组建成立包头骑士乳业有限责任公司，任总经理、董事长，2008 年创建骑士牧场，2009 年创建达拉特旗裕祥农场，2007 年注册成立内蒙古骑士乳业股

份有限公司。现任公司董事长。

图表 2 前十大股东持股情况

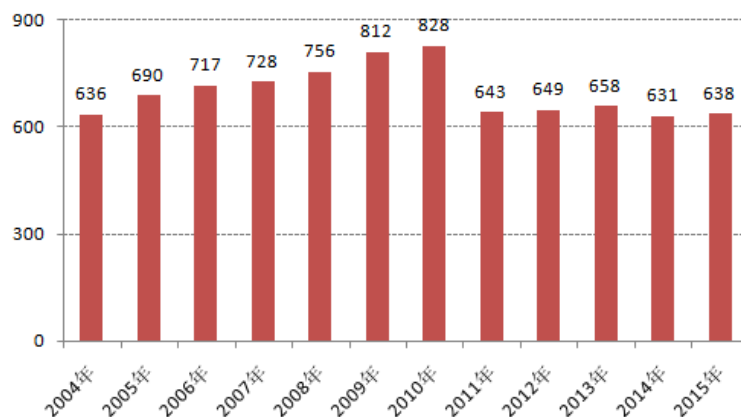


数据来源: choice

## ■ 乳制品行业竞争激烈

### ● 全国一线品牌和区域性龙头乳企共同发展

图表 3 我国规模以上液体乳及乳制品制造企业数量

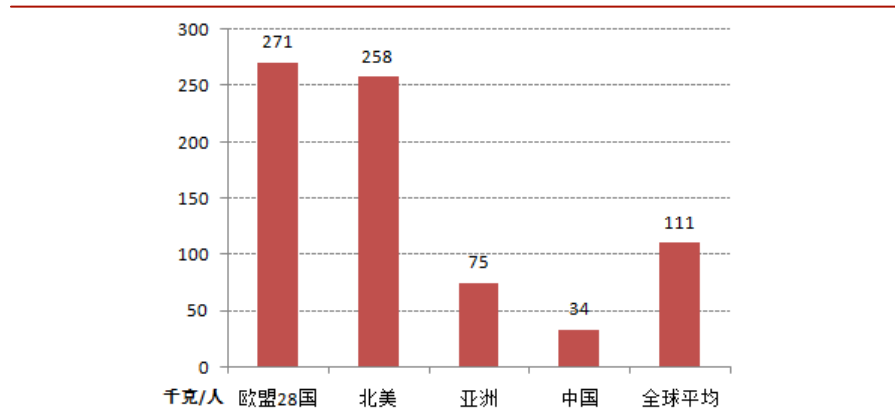


数据来源: 国家统计局 (其中 2007 年-2010 年均为 11 月的统计数据)

截至 2015 年 12 月,我国液体乳及乳制品制造业规模以上企业共有 638 个,与 2011 年-2014 年相比,基本保持稳定。主营业务收入 3328.52 亿元,同比增长 1.66%;利润总额为 241.65 亿元,同比增长 7.68%;销售利润率为 7.26%;亏损总额 18.76 亿元,同比下跌 23.06%。我国乳制品行业已形成全国一线品牌和区域性龙头乳企共同发展的竞争格局。基地型乳企凭借其奶源优势、超高温无菌灌装技术的广泛应用等支持,将常温奶不断做大做强,通过 10 多年快速发展现已形成规模经济并成为全国一线品牌,竞争优势较为突出。而城市型乳企则在区域市场精耕细作,通过低温奶产品不断发展壮大,品牌影响力不断提升,建立了区域性龙头企业优势地位,其在特色产品创新、营销网络建设方面取得了显著成效。

### ● 乳制品需求空间巨大

图表 4 2015 年人均奶类消费量国际比较

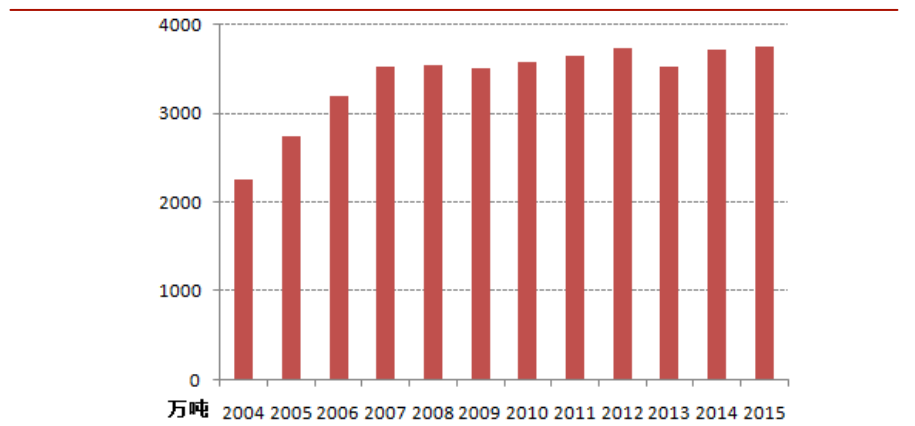


数据来源：中国产业信息网

从人均奶类消费量国际比较来看，亚洲人均奶类消费量较低，我国人均奶类消费量不足全球平均的三分之一。虽然我国现在是世界第二大牛奶消费国，但人均奶类消费量明显偏低。随着国民经济的发展和人民生活水平的提高，越来越多的人把乳制品特别是液态奶作为日常生活的一种必需品。未来我国乳制品消费量还有巨大的提升空间。

### ● 国内乳制品质量安全达到历史最好水平

图表 5 我国牛奶产量



数据来源：choice

近几年我国牛奶产量变化不大，逐渐趋于平稳。2015 年全国牛奶产量为 3,755 万吨，同时 2015 年全年进口乳制品合计 161.1 万吨，较 2014 年下降 11.1%。随着国内产量增长而进口乳制品数量下降，我国乳制品自给率提高至 83.8%，这是自 2008 年三聚氰胺毒奶粉事件爆发以来，我国乳制品自给率第一次上升。根据《中国奶业质量报告 2016》，2015 年全国乳制品抽检合格率达到 99.5%，三聚氰胺等违禁添加物检测合格率连续 7 年保持 100%；生鲜乳中乳蛋白、乳脂肪两大营养成分平均值都已高于国家标准，也高于美国标准，规模养殖场生鲜乳中体细胞平均值低于欧盟限量值、菌落总数平均值低于澳大利亚限量值。随着奶业法规政策和标准制度的完善，我国消费者对国内乳企品牌的信心也有所提升。未来国内乳企还需进一步确保乳制品质量安全，提升自身品牌竞争力。

## ■ 全产业链优势带动利润增长

### ● 地域与产业链优势

公司位于内蒙古包头市和鄂尔多斯市，坐拥我国黄金奶源带的内蒙古奶源带，旗下种植、养殖基地位于鄂尔多斯市达拉特旗，拥有良好的气候、牧草等资源，没有工业污染，能生产出质量优秀的原料奶。内蒙古大草原日照充分，有利于植物的光合作用，丰富自然的植被食物链，尤其是独特的饲草饲料资源，富含奶牛所需的粗蛋白、粗脂肪、钙、磷等多种营养素，为奶牛提供了最优质的营养；内蒙古大草原的气温年际变化显著，大部地区的气温的极差普遍为 65°C-85°C，气温日较差为 13°C-16°C，为我国气温极差与日较差全国最大的地区，这非常有利于草原植物糖分的储存，干物质的凝结；内蒙古大草原昼夜温差大，海拔高以及高寒的气候，最大程度上减少了牲畜的传染病流行。

公司于 2008 年建立了骑士牧场(鄂尔多斯骑士)，主要负责奶牛养殖繁育，并于 2011 年建立了骑士牧场二期(康泰仓)，现奶牛存栏近 5000 头，年产奶近 2 万吨。2009 年建立骑士农场(裕祥农牧)，经营流转土地近 20000 亩，种植青贮玉米、籽实玉米和苜蓿等优质牧草，现每年为骑士牧场提供优质牧草近 5 万吨。公司目前拥有一座 20000 多亩的农场，两座大型集约化、现代化、标准化奶牛养殖基地、两座年产 3 万吨奶产品的加工厂。公司的养殖牧场及其设施总占地面积近 4000 亩，拥有高产荷斯坦母牛 5000 多头。

图表 6 各大生产基地



农牧业基地

养殖业基地

加工基地

资料来源：公司网站

### ● 技术与质量优势

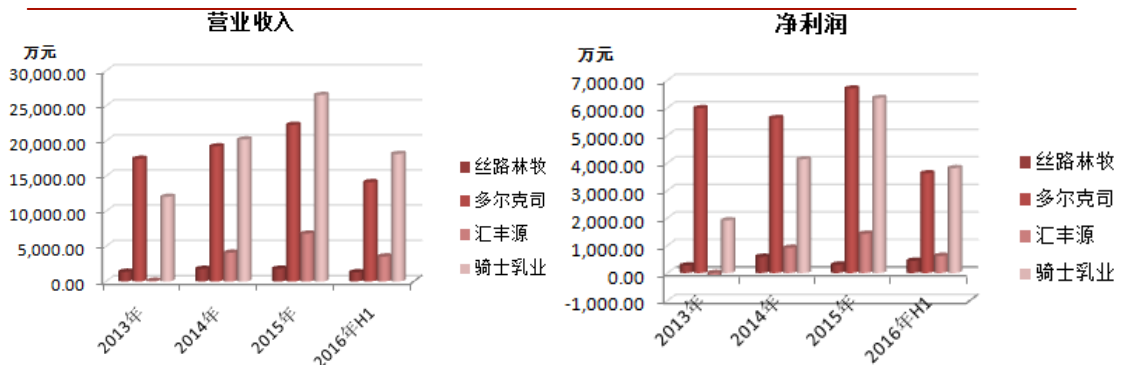
国内主要的乳制品特别是液态乳(鲜奶、酸奶等)一般多为高温乳，其保质期较长，便于全国销售，但其维生素活性低、酸奶的活菌数量少、稳定剂添加量大等，在产品的营养价值上大打折扣。公司通过多年的探索，在国内较早的研发出了“零添加”系列酸奶和巴氏奶，快速占领了包头地区的酸奶和巴氏奶市场。通过进一步研发，延长公司低温奶产品的保质期，现公司“零添加”系列酸奶保质期已达到 21 天，实现了销售半径的大幅度扩张，现公司“零添加”系列酸奶的销售半径可以达到 800 公里。

公司通过 ISO9001 质量体系认证，同时还被包头市政府命名为农牧业产业化龙头重点企业，2015 年被内蒙古自治区消费者协会和内蒙古商会评为“内蒙古百姓放心食品品牌及放心食品示范企业”称号。公司原料奶各项指标均高于国家标准，牧草、原料奶和乳制品均获得了有机认证，进一步巩固了公司在业内的质量优势。

公司先进的牛场管理从源头保证了原料奶的质量。在奶牛养殖中采用最先进的 TMR 即全混合日粮饲喂技术，根据奶牛不同的生长发育及泌乳阶段的营养需求，选择适宜的饲草与精料，按照设计合理的日粮配方均匀的混合在一起配制成搭配科学、营养均衡的日粮。同时应用国内最优秀的牧场智能管理系统“奶业之星”，做到了牧场牛群管理工作程序化、制度化、日常化；在奶质量和产量监测上应用 DHI 体系，对奶牛进行生产性能测定，并制定了繁育组、犊牛组、饲喂组、清理组、兽医组、饲养组标准化操作流程。

## ● 公司利润持续增长

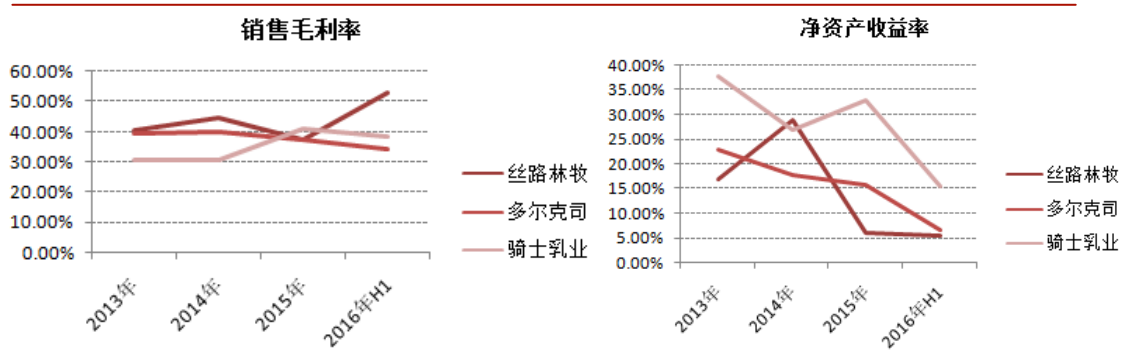
图表 7 收入、净利润与三板同类企业对比



数据来源: choice

新三板上市的奶企还有丝路林牧、多尔克司、汇丰源等。这三家公司的主营业务均为奶牛养殖和生鲜乳生产销售。汇丰源成立于2012年8月，成立时间较短，前期资产投入较多，2014年刚实现盈利。多尔克司是河南省大型现代化奶牛养殖企业，目前奶牛存栏数目超过1.9万头，成母牛年平均单产量8吨，生产规模较大。丝路林牧位于甘肃，目前拥有1241头奶牛，生产规模较多尔克司和骑士乳业小，营收和利润也较少。

图表 8 盈利能力与三板同类企业对比



数据来源: choice

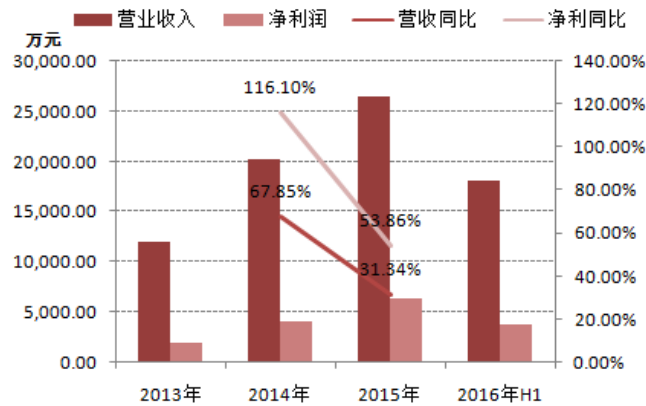
汇丰源 2013 年亏损，2014 年刚实现盈利，毛利率和净资产收益率波动较大，因此盈利能力只比较了另外三家企业。

多尔克司和丝路林牧营业收入来源单一，只有生鲜乳的销售，生鲜乳销售毛利率较高，单独比较三家的生鲜乳毛利率水平，较为一致，均为 40% 左右。同时，丝路林牧地处甘肃，人力成本和饲料成本较低，毛利率略高。骑士乳业 2015 年毛利率有所上升主要原因是，公司自营农场产值进一步提升规模效应带来了相对成本下降，同时公司酸奶、奶制品等产品的结构优化，高利润率的零添加酸奶系列和冰淇淋大板、甜筒等产品的销售提高了毛利率。

## ■ 利润较快增长，2020 年争取年产值达 20 亿

### ● 净利润较快增长

图表 9 2013-2016 年 H1 骑士乳业收入、利润及增长情况

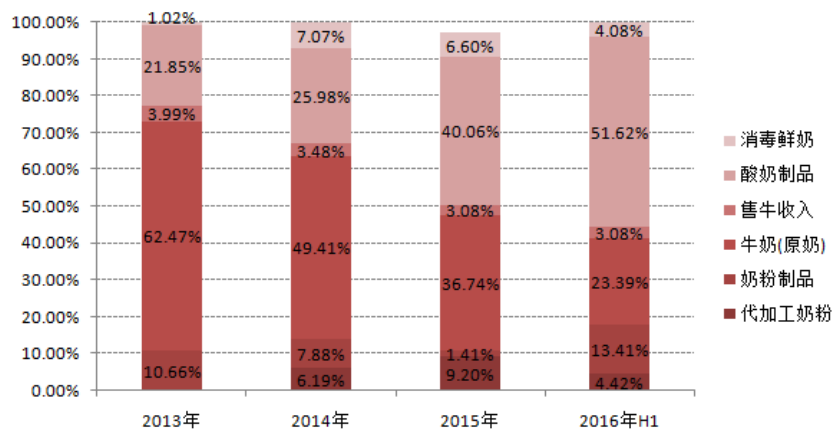


数据来源: choice

公司 2015 年实现营业收入 2.65 亿元，同比增长 31.34%，净利润 6,352.00 万元，同比增长 53.86%。2016 年上半年，实现营业收入 1.81 亿元，较 2015 年同期增长 46.63%，净利润 3,806.84 万元，较 2015 年同期增长 46.98%。

公司 2015 年成功开发了银川、西安、天津、陕西等市场，酸奶产品销售收入增长了 102.53%。代加工奶粉业务也开拓了新客户，收入增长 95.37%。2016 年上半年，公司在销售上继续开拓，实现了营业收入快速增长。

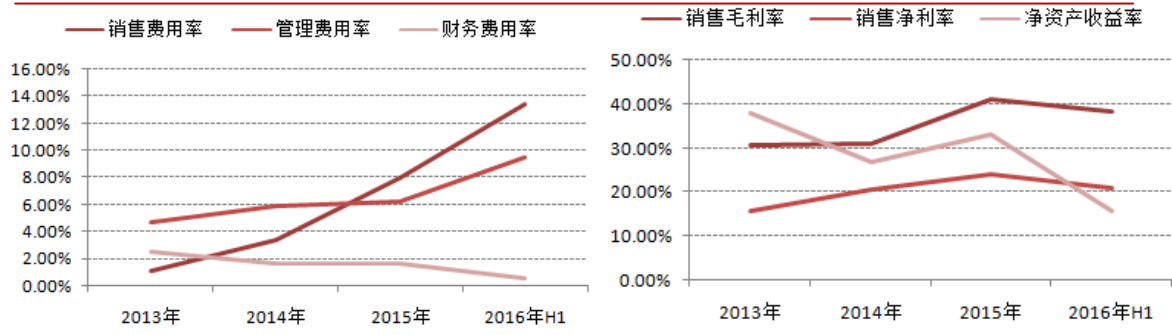
图表 10 2013-2016 年 H1 销售收入构成



数据来源: choice

公司收入构成近两年有所变化，原奶比重逐渐下降，公司自主品牌酸奶比重上升。公司原奶主要销售给内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司，2015 年度销售占比为 40.51%。公司酸奶主要通过直销、送奶服务部、商超和经销四种渠道销售，客户较为分散，目前包头市为主要经销地点。公司自主品牌销售量的提升有助于公司避免单一客户依赖风险，能更灵活的消耗自产原料奶，节约成本。2015 年营业收入还有 2.91%来自于农作物销售，即公司种植牧草的销售。

图表 11 骑士乳业费用率和利润率指标



数据来源: choice

公司近三年销售费用率大幅增加, 主要原因是市场投入加大, 公司加大品牌、产品的推广力度, 向外省市发展, 目前公司有三家分公司包头分公司、华北分公司(位于天津)和山东分公司负责各地区的销售情况。

2014年公司注册资本由500万元增加至6,881.336万元, 虽然净利润有所上升, 但净资产收益率仍然下降。

### ● 2020年争取实现年产值20亿

公司的战略目标是2020年实现年产值二十亿, 利润2亿元, 在区域市场内争第一。保持销售额不低于30%的增长速度, 追求市值的持续提升, 同时继续夯实内部管控, 利用现代化办公软件的OA系统和财务NC系统, 做到去中间化、高效、集约、精细, 保持质量和成本优势; 做好人才梯队的培养和建设, 形成成熟的人才培养激励机制, 吸纳更多的人才加盟、发展。

公司目前是内蒙及周边地区较大的奶制品生产企业, 拥有完整的产业链, 是蒙牛乳业战略合作伙伴, 公司产品已在呼和浩特、包头、鄂尔多斯地区树立了较高的品牌知名度和信誉度, 未来力争发展成为国内大型的乳业集团。近年来, 随着人们对乳制品安全和营养健康的重视, 公司的“零添加”系列酸奶、巴氏奶获得了人们的广泛认可, 销售量持续上升, 在包头地区已经能与蒙牛、伊利分庭抗礼。通过不断研发和现代冷链物流的快速发展, 公司将相关产品的销售半径扩大到800公里, 可以覆盖到青海、宁夏、陕西、山西、河北、北京、天津等区域, 未来公司计划通过收购各地优势地方品牌, 进行模式输入, 采取多品牌运作, 以求与蒙牛、伊利、光明的全国性品牌形成差异化竞争, 从而获得更大发展。

## ■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析,对公司进行盈利预测,预测公司 2016、2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 8707 万元、1.14 亿元、1.35 亿元,每股收益分别为 1.18 元、1.55 元、1.83 元。2016 年 9 月 7 日收盘价对应于公司 2016、2017、2018 年动态市盈率分别为 6.07 倍、4.65 倍、3.93 倍。

图表 12 骑士乳业盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	202.13	265.48	354.57	459.73	541.85
归母净利润(百万元)	35.20	59.79	87.07	113.63	134.70
毛利率	30.9%	41.2%	41.5%	41.5%	41.6%
净利率	17.4%	22.5%	24.6%	24.7%	24.9%
ROE	26.8%	28.1%	38.5%	50.2%	59.6%
EPS(元)	0.51	0.81	1.18	1.55	1.83

## 【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

## 【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,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询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: [wtlx@wtneeq.com](mailto:wtlx@wtneeq.com)

