

骑士乳业 (832786.BJ) 牧、乳、农、糖循环经济模式，长期供应蒙牛生鲜乳

2023 年 12 月 11 日

——北交所首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2023/12/8
当前股价(元)	7.98
一年最高最低(元)	9.27/4.00
总市值(亿元)	16.68
流通市值(亿元)	6.37
总股本(亿股)	2.09
流通股本(亿股)	0.80
近 3 个月换手率(%)	416.39

北交所研究团队

● 公司：业务布局实现协同循环经济模式，2023 年 Q1-Q3 营收同比增加 38.98%

骑士乳业主营有机生鲜乳、乳制品及含乳饮料、白砂糖及其副产品，按营收归为四成牧业、三成乳业、三成糖业和支持业务协同的农业四个板块，形成农牧乳糖副产物内循环。骑士乳业在过去十年内保持稳定增长，2023 年前三季度营收 7.80 亿元，同比增 38.98%；归母净利润 7,411.11 万元，同比增 14.20%。可比公司 PE 2022 均值 33.9X，考虑到公司建设规模化、集约化奶牛养殖牧场，我们预计公司 2023 年-2025 年的归母净利润为 0.97/1.30/1.56 亿元，EPS 为 0.46/0.62/0.75 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 17.2/12.8/10.7 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 行业：我国乳制品零售 2025 年有望达 7385 亿，2023 年糖价涨至高位

奶牛养殖&生鲜乳：2022 年我国鲜牛乳总产量 3932 万吨，同比增长 6.76%。我国生鲜乳价格总体呈上涨趋势，2021 年下半年至今呈现一定程度回落。**乳制品**：我国为全球液态乳第四大产区，2021 年产量占全球 5.77%。2020 年中国零售乳制品销量 31.1 百万吨，人均消费量增至 22.1kg，2025 年有望增至人均 28.9kg。中国乳制品市场零售额达 7,385 亿元，2021 年我国酸奶市场零售规模 1564.7 亿元。**制糖**：周期性较明显。2021/22 榨季我国为全球糖产量第五大产区，占比 5.30%。中国糖业协会预测 2022/23 榨季总产量 1,035 万吨，+8.26%。内蒙古是 2021/22 榨季最大甜菜糖产区，产糖量 49 万吨。

● 与蒙牛建立长期稳定合作，募投项目建成后有望年增收入 2.13 亿元

牧业收入增长率逐渐提升，2022 年营收达 3.71 亿元（+39.68%），其中九成为有机生鲜乳产品。乳业 2022 年营收同比提升 24.12%，其中常温灭菌乳和代加工奶粉 2020-2022 年营收增长最快，CAGR 分别为 149.89%、79.22%。公司白砂糖产能 8-10 万吨/年，为雀巢合格供应商。公司乳制品主要为买断式经销模式，其他采用直销模式。公司与蒙牛集团建立长期合作关系，具有稳定的销售渠道。募投项目建成后年新增鲜奶产能 4 万吨，年新增收入 2.13 亿元。

● 风险提示：主要客户集中度较高风险、糖价格波动风险、行业竞争加剧风险等

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	876	948	1,161	1,477	1,750
YOY(%)	23.9	8.1	22.5	27.2	18.5
归母净利润(百万元)	56	72	97	130	156
YOY(%)	143.5	28.5	35.3	34.5	19.6
毛利率(%)	20.5	21.4	22.3	21.6	22.4
净利率(%)	6.4	7.6	8.3	8.8	8.9
ROE(%)	12.2	12.7	10.5	12.4	12.9
EPS(摊薄/元)	0.27	0.34	0.46	0.62	0.75
P/E(倍)	29.9	23.3	17.2	12.8	10.7
P/B(倍)	3.7	3.4	2.0	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司：农牧乳糖协同循环经济，2023 年 Q1-Q3 营收+ 38.98%.....	4
1.1、 发展历程：地处黄金奶源带，与蒙牛建立长期合作关系.....	4
1.2、 产品梳理：牧业占比提升近四成，牧业与乳业毛利率相对稳定.....	6
1.2.1、 牧业：2022 年营收同比增长 39.68%，九成营收为有机生鲜乳产品.....	7
1.2.2、 乳业：2022 年产量规模提升 40.48%，常温灭菌乳+代加工奶粉扩张较快.....	9
1.2.3、 白砂糖及其副产品：白砂糖营收占比八成，糖蜜产品需求与价格双提升.....	11
1.3、 经营模式：乳制品经销买断式销售，其他产品为直销模式.....	15
1.4、 财务分析：营收保持十年连增，生鲜乳价格下滑短期盈利承压.....	17
1.5、 募投项目：新增鲜奶产能 4 万吨，对应年新增销售收入 2.13 亿元。.....	19
2、 行业：我国 2022 年鲜牛乳产量+7%，乳制品市场增速 8.5%.....	19
2.1、 奶牛养殖&生鲜乳：2022 年我国鲜牛乳产量提高 6.76%，价格略降.....	19
2.2、 乳制品制造行业：2025 年我国乳制品市场零售额有望达 7385 亿元.....	22
2.3、 制糖行业：2022/23 榨季我国总产量或达 1,035 万吨，同比增长 8.26%.....	25
2.4、 竞争格局：骑士乳业营收与归母净利润三年成长性表现位列第一.....	27
3、 盈利预测与估值对比.....	29
4、 风险提示.....	30
附：财务预测摘要.....	31

图表目录

图 1： 骑士乳业践行农、牧、乳、糖业务协同循环经济模式.....	4
图 2： 党涌涛为骑士乳业的控股股东、实际控制人.....	5
图 3： 牧业板块占比提升，乳业基本保持稳定.....	6
图 4： 2022 年牧业营收占比最高，达到 39.13%.....	6
图 5： 牧业和乳业板块的毛利率相对平稳.....	7
图 6： 骑士乳业牧业板块 2022 年营收规模达到 3.71 亿元.....	7
图 7： 牧业产品以有机生鲜乳产品为主，占比超过九成.....	8
图 8： 有机生鲜乳毛利率相比较平稳.....	8
图 9： 2022 年骑士乳业生鲜乳产量达到 7.43 万吨.....	8
图 10： 2022 年有机生鲜乳的直接材料占比接近八成.....	8
图 11： 公司售牛的种类结构变化较大.....	9
图 12： 2022 年各品牛的毛利率相差较大.....	9
图 13： 骑士乳业的乳业板块 2023 年 H1 乳业模块收入同比提升 29.80%.....	9
图 14： 2022 年的乳制品产量达到 3.68 万吨.....	10
图 15： 2022 年乳制品的直接材料在成本中占比约 3/4.....	10
图 16： 产品主要包括低温鲜牛奶（巴氏奶）、低温酸奶、常温纯牛奶、奶粉、乳饮料及奶茶粉等大类.....	10
图 17： 2022 年低温酸奶营收在乳业产品中占比过半.....	11
图 18： 常温灭菌乳和代加工奶粉的营收规模扩张较快.....	11
图 19： 2022 年白砂糖及其副产品板块营收规模 2.96 亿元.....	12
图 20： 2023 年三季度末公司合同负债 1.26 亿元.....	12
图 21： 糖蜜 2020-2022 年营收 CAGR 达到 36.49%.....	13
图 22： 白砂糖营收占比最高，2022 年超过 80%.....	13

图 23: 糖蜜产品的毛利率提升比较明显	14
图 24: 2022 年公司白砂糖产品中直接材料占比 67%	14
图 25: 自有牧场渠道采购生鲜乳占比提升	15
图 26: 自控奶站类型采购商占比减少	15
图 27: 自有牧场采购生鲜乳为有机生鲜乳, 单价最高	16
图 28: 2022 年直销模式营收占比 78.30%	17
图 29: 直销模式毛利率随产品结构变化而变动	17
图 30: 2023 年 Q1-Q3 骑士乳业的营收规模达到 7.80 亿元	17
图 31: 内蒙地区收入来源占比增长	18
图 32: 内蒙地区收入增长较快	18
图 33: 2023 年 Q1-Q3 归母净利润超越 2022 年全年	18
图 34: 2020 年以后毛利率与净利率有缓慢上扬趋势	18
图 35: 2020 年以来的期间费用率基本保持平稳	19
图 36: 我国现代奶牛养殖业基本可以划分为四个阶段	20
图 37: 2018 年我国奶牛存栏数 1037.70 万头	20
图 38: 2022 年我国鲜牛乳总产量达到 3932 万吨	21
图 39: 我国生鲜乳价格总体呈上涨趋势, 2021 年下半年至今呈现一定程度的回落	22
图 40: 乳制品经过加工制成各种产品	23
图 41: 中国味全球液态乳第四大产区	23
图 42: 我国奶业发展可以划分为四个时期	24
图 43: 2022 年我国规模以上乳品企业数量为 622 家	24
图 44: 2025 年预计乳制品人均消费量达到 28.9 千克	25
图 45: 2026 年, 酸奶整体市场规模有望达到 2132.0 亿元	25
图 46: 食糖可以分为甘蔗糖和甜菜糖	26
图 47: 中国为 2021/22 榨季全球糖产量第五大产区	26
图 48: 广西是国内 2021/22 榨季最大的食糖产区	27
图 49: 2023 年下半年白砂糖价格冲高至 7000 元/吨 (元/吨)	27
图 50: 选取光明乳业、天润乳业、庄园牧场、中粮糖业作为可比公司	28
图 51: 骑士乳业 2019-2022 年营收 CAGR 最高	28
图 52: 骑士乳业 2019-2022 年归母净利润 CAGR 最高	28
图 53: 骑士乳业毛利率与可比公司均值基本持平	29
图 54: 骑士乳业近两年净利率略高于可比公司均值	29
图 55: 骑士乳业的期间费用率略高于可比公司均值	29
表 1: 骑士乳业与蒙牛建立了长期合作关系	4
表 2: 骑士乳业下辖 10 家子公司	5
表 3: 白砂糖及其副产品板块主要产品为白砂糖、糖蜜、甜菜粕	12
表 4: 乳制品主要为经销模式, 其余为直销模式	16
表 5: 骑士乳业募投项目为奶牛养殖项目 (万元)	19
表 6: 奶牛养殖方式主要为草地放牧、家庭农牧混合、集约化规模养殖	20
表 7: 可比公司 PE 2022 均值为 33.88X	30

1、公司：农牧乳糖协同循环经济，2023 年 Q1-Q3 营收+ 38.98%

1.1、发展历程：地处黄金奶源带，与蒙牛建立长期合作关系

骑士乳业成立于 2002 年，2015 年在新三板上市，2023 年 10 月 13 日在北交所上市，是一家从事牧草种植、牛场运营、奶牛集约化养殖、有机生鲜乳供销、乳制品及含乳饮料的生产与销售以及白砂糖及其副产品的生产与销售的全产业链乳制品综合供应商。骑士乳业是包头市农牧业产业化重点龙头企业，地处北纬 40 度至 50 度的“黄金奶源带”及甜菜种植优势地区。

业务布局上，公司涵盖产业链上下游并形成农、牧、乳、糖四大板块，践行业务协同循环经济模式。

图1：骑士乳业践行农、牧、乳、糖业务协同循环经济模式



资料来源：公司招股说明书、公司官网、蒙牛官网、开源证券研究所

截至招股书签署日，骑士乳业拥有奶牛 17900 余头，成母牛 9000 余头，日产鲜奶 260 余吨，与大型乳制品加工企业蒙牛集团建立了长期合作关系，自产有机生鲜乳主要销往蒙牛集团进一步加工成高端有机液态奶，具有稳定的销售渠道。

表1：骑士乳业与蒙牛建立了长期合作关系

年份	序号	客户	销售金额 (万元)	年度销售额占 比 (%)	是否存在关联 关系
2022 年	1	中国蒙牛乳业有限公司所属公司	41,955.85	44.27%	否
	2	浙江杭实善成实业有限公司	8,248.74	8.70%	是
	3	东方先导糖酒有限公司	7,661.28	8.08%	否
	4	内蒙古伊利实业集团股份有限公司 所属公司	5,600.17	5.91%	否
	5	包头市兴旭海商贸有限公司	2,291.70	2.42%	否
		合计	65,757.75	69.38%	-
2021 年	1	中国蒙牛乳业有限公司所属公司	31,916.32	36.42%	否

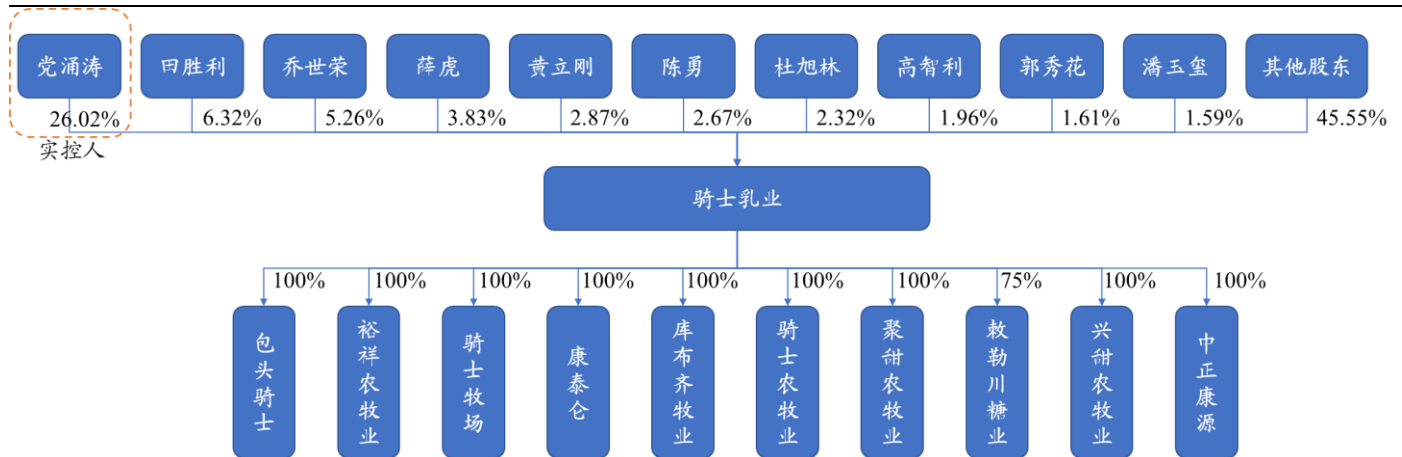
年份	序号	客户	销售金额 (万元)	年度销售额占 比 (%)	是否存在关联 关系
	2	浙江杭实善成实业有限公司	16,675.72	19.03%	是
	3	内蒙古伊利实业集团股份有限公司 所属公司	6,081.05	6.94%	否
	4	东方先导糖酒有限公司所属公司	2,812.39	3.21%	否
	5	包头市兴旭海商贸有限公司	2,349.57	2.68%	否
		合计	59,835.05	68.27%	-

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

股权上，截止 2023 年 11 月 20 日，骑士乳业的控股股东、实际控制人为党涛涌，直接持股 26.02%。基于亲属关系，党晓超、黄立刚、杜旭林与党涛涌存在法定一致行动关系。

党涛涌先生为食品工程专业，1992 年 9 月至 2002 年 10 月在包头奶酪厂工作，任车间主任；2002 年 11 月至 2007 年 5 月任包头骑士总经理，2007 年 5 月至今任骑士乳业董事长，2017 年 12 月至今任骑士乳业总经理。

图2：党涛涌为骑士乳业的控股股东、实际控制人



资料来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 11 月 20 日）

发展至今，骑士乳业已经发展为内蒙古自治区农牧业产业化重点龙头企业、内蒙古自治区农牧业产业化示范联合体，集团下辖 10 家子公司。

表2：骑士乳业下辖 10 家子公司

子公司	成立时间	主要生产经营地	主要产品或服务	与骑士乳业关系
敕勒川糖业	2016 年 11 月 29 日	包头市土默特右旗	白砂糖及其副产品的生产和销售	糖业板块生产主体
康泰仑	2011 年 6 月 14 日	内蒙古自治区鄂尔多斯市达拉特旗	生鲜乳生产及销售、农产品种植与销售	牧业板块生产主体
骑士牧场	2008 年 12 月 18 日	内蒙古自治区鄂尔多斯市达拉特旗	生鲜乳生产与销售	牧业板块生产主体
库布齐牧业	2010 年 10 月 14 日	内蒙古自治区鄂尔多斯市达拉特旗	生鲜乳生产与销售	牧业板块生产主体
中正康源	2014 年 9 月 26 日	内蒙古自治区鄂尔多斯市达拉特旗	生鲜乳生产与销售	牧业板块生产主体

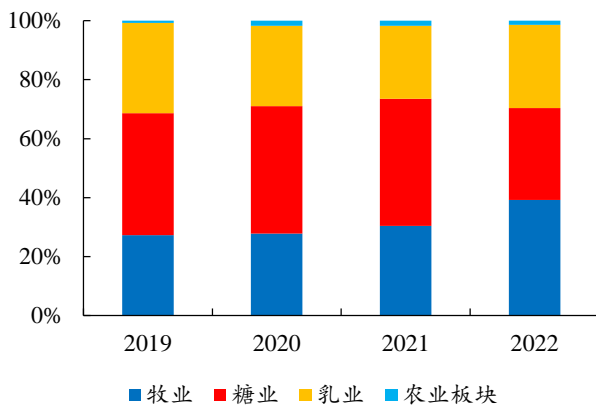
子公司	成立时间	主要生产经营地	主要产品或服务	与骑士乳业关系
骑士农牧业	2018年2月8日	内蒙古自治区包头市土默特右旗	农产品种植与销售	农业板块生产主体
聚甜农牧业	2018年1月18日	包头市达茂旗、呼和浩特市武川县、乌兰察布市四子王旗、察哈尔右翼中旗	甜菜种植与销售	农业板块生产主体
兴甜农牧业	2016年12月9日	固阳县	甜菜种植与销售	农业板块生产主体
裕祥农牧业	2011年2月14日	内蒙古自治区鄂尔多斯市达拉特旗	农作物种植与销售	农业板块生产主体
包头骑士	2002年11月6日	包头市土默特右旗新型工业园区	乳制品生产和销售	乳业板块生产主体

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、产品梳理：牧业占比提升近四成，牧业与乳业毛利率相对稳定

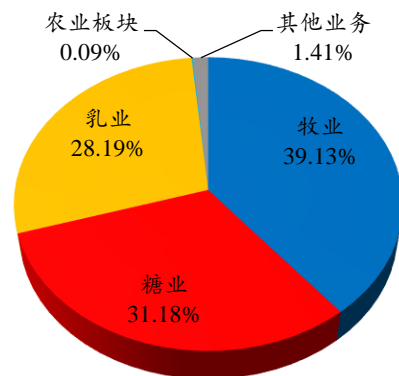
公司主要产品为有机生鲜乳、乳制品及含乳饮料、白砂糖及其副产品。产品分类可以归为牧业、乳业、糖业和农业四个板块。从营收占比分类上来看，牧业的占比提升，2022年达到39.13%，成为营收最多的板块；乳业占比基本稳定于30%左右。

图3：牧业板块占比提升，乳业基本保持稳定



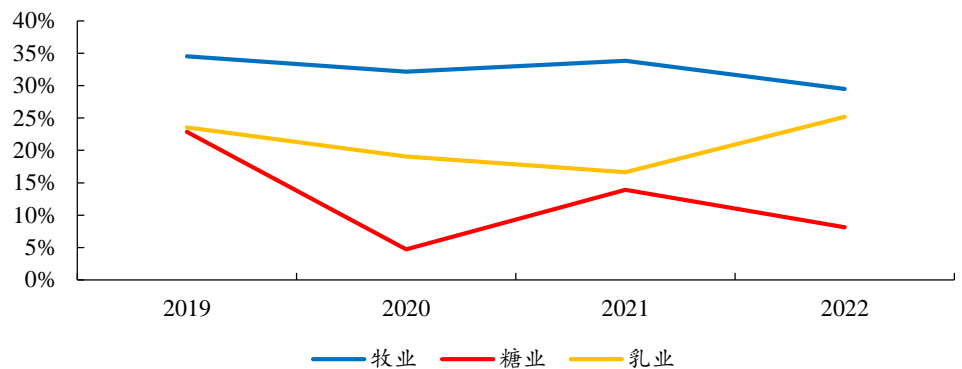
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022年牧业营收占比最高，达到39.13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

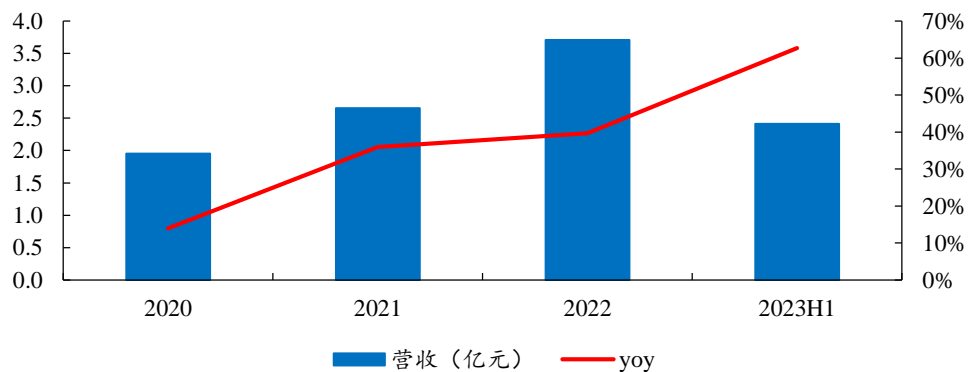
盈利能力上，骑士乳业牧业和乳业板块的毛利率相对稳定，农业板块作为支持糖业、牧业的基础模块，并非主要盈利业务，因此收入规模较小，毛利率存在一定波动。

图5：牧业和乳业板块的毛利率相对平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1、牧业：2022 年营收同比增长 39.68%，九成营收为有机生鲜乳产品

骑士乳业的牧业收入保持增长且逐年增长率逐渐提升，2022 年营收规模达到 3.71 亿元，同比增长 39.68%；2023 年 H1 的牧业营收保持高速增长，规模达到 2.4 亿元，同比增加 62.73%。

图6：骑士乳业牧业板块 2022 年营收规模达到 3.71 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

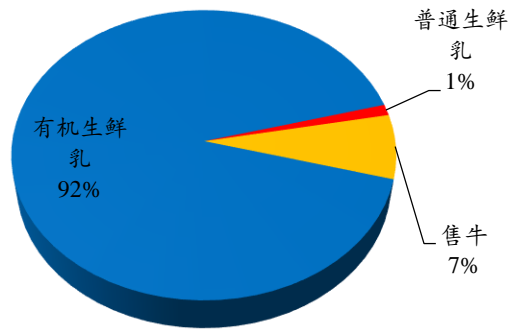
牧业板块主要包括有机生鲜乳、普通生鲜乳、售牛三大部分。骑士乳业的有机生鲜乳产品主要来源于自有牛场的集约化养殖，牛场所用的粗饲料主要源自公司自有农场种植的青贮玉米、苜蓿等。子公司骑士牧场、康泰仓均已获得北京中绿华夏有机产品认证中心出具的有机产品认证证书及法国国际生态认证中心 (ECOCERT SA) 出具的欧盟有机认证证书。

公司现拥有大型集约化、现代化、标准化奶牛养殖基地 (场) 4 座，截至 2023 年 12 月 31 日拥有奶牛 17,900 余头，成母牛 9,000 余头，日产鲜奶 260 余吨。

客户方面，公司与大型乳制品加工企业蒙牛集团建立了长期合作关系，自产有机生鲜乳主要销往蒙牛集团进一步加工成高端有机液态奶，具有稳定的销售渠道。

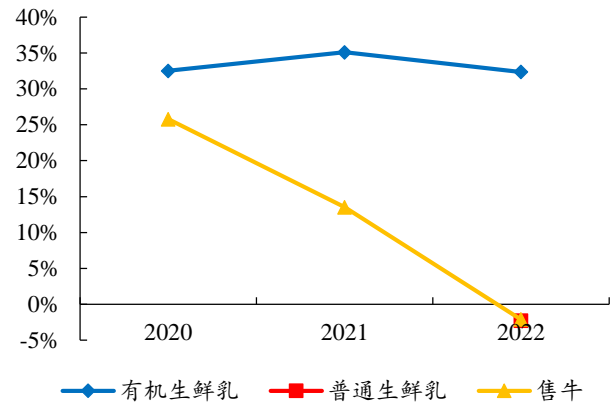
牧业板块产品中有有机生鲜乳营收占比最高，2022 年营收占比超过九成，营收规模达到 3.40 亿元。盈利能力上，规模相对较大的有机生鲜乳毛利率相比较平稳，保持在 32-35% 之间；售牛毛利率变动较大，主要与公司销售品种结构变化有关。

图7：牧业产品以有机生鲜乳产品为主，占比超过九成



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

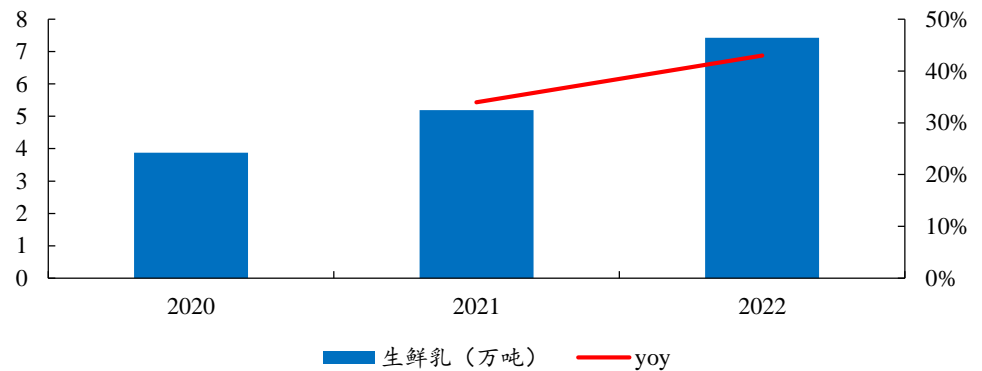
图8：有机生鲜乳毛利率相比较平稳



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

牧业中的占比最大的生鲜乳产量在近年不断提升，2022 年产量达到 7.43 万吨，同比增长速度 42.97%。

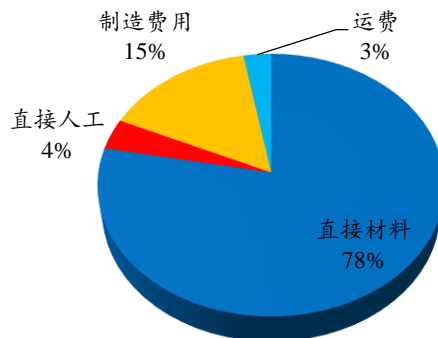
图9：2022 年骑士乳业生鲜乳产量达到 7.43 万吨



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

成本端，有机生鲜乳的直接材料占比接近八成，其次为制造费用占比 15%，直接人工与运费占比较小。

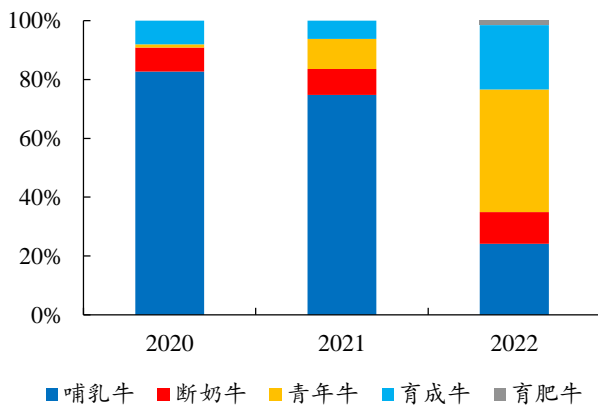
图10：2022 年有机生鲜乳的直接材料占比接近八成



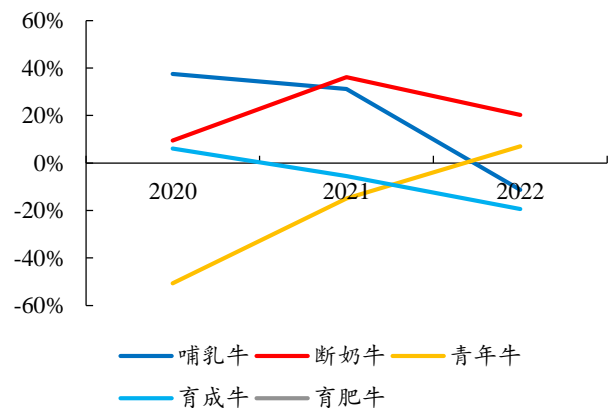
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司售牛种类包括哺乳牛、断奶牛、青年牛、育成年，各品牛的毛利率差异较

大。2022 年售牛毛利率相较于 2021 年下降 15.63%，一方面因为随着内蒙区域新建牧场增多，哺乳牛市场供大于求，公司销售基准价从 5000 元/头下降到 3000-3500 元/头；另一方面因为干奶牛（指生产前 60 天母牛）、围产牛（指生产前 21 天母牛）饲喂成本提高，导致按照干奶牛、围产牛日均饲喂成本计算的哺乳牛落地成本有所上升，上述因素使哺乳牛毛利率大幅下降；此外，销售毛利率较低的青年牛和育成牛销售占比也大幅提高。

图11：公司售牛的种类结构变化较大


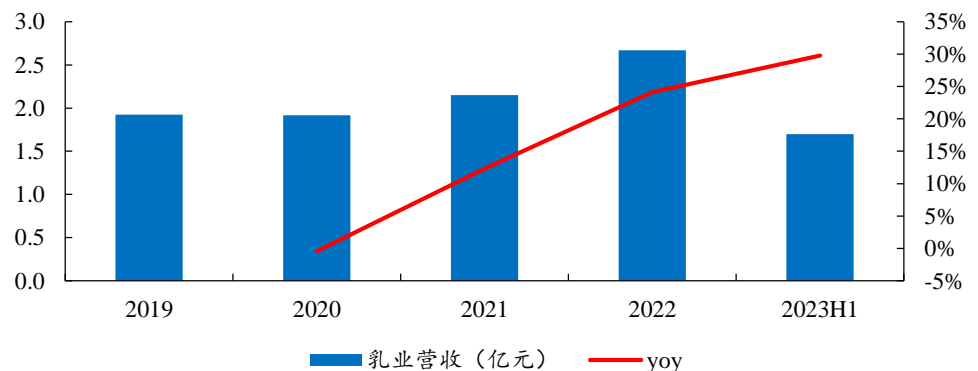
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022 年各品牛的毛利率相差较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、乳业：2022 年产量规模提升 40.48%，常温灭菌乳+代加工奶粉扩张较快

骑士乳业的乳制品及含乳饮料业务通过子公司包头骑士进行。营收规模上，骑士乳业的乳业板块在近年规模提升速度逐渐增加，2022 年营收规模提升到 2.67 亿元，同比提升 24.12%；2023 年 H1 乳业模块收入规模 1.70 亿元，同比提升速度再次提高，达到 29.80%。

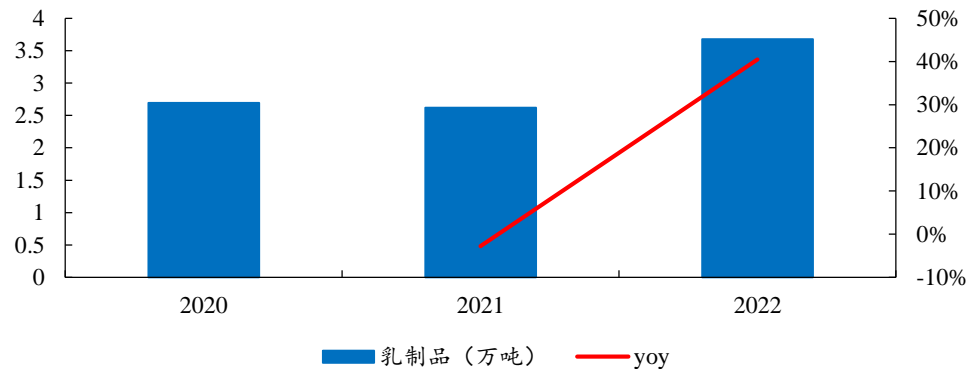
图13：骑士乳业的乳业板块 2023 年 H1 乳业模块收入同比提升 29.80%


数据来源：Wind、开源证券研究所

乳制品产量在 2020-2021 年基本平稳，2022 年提升较大，产量规模达到 3.68 万吨，对比 2021 年水平扩大 40.48%。2023 年 11 月，公司发布公告全资子公司包头骑士乳业有限责任公司拟自筹资金建设乳业三期项目。项目名称“包头骑士乳业有限责任公司日处理鲜奶 500 吨液态奶智能制造项目”，预计建设周期为 12 个月，有利于公司对生产布局进行整合升级，进一步扩大产能，提高生产效率，改善生产经营

环境。

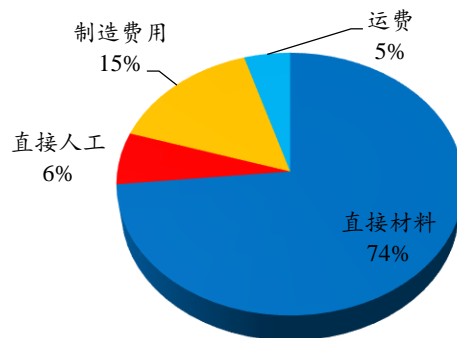
图14：2022 年的乳制品产量达到 3.68 万吨



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

成本端来看，乳制品的成本中直接材料占比约 3/4，其次为 15%的制造费用、6%的直接人工、5%的运费。

图15：2022 年乳制品的直接材料在成本中占比约 3/4



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

骑士乳业的乳制品及含乳饮料业务通过子公司包头骑士进行，产品主要包括低温鲜牛奶（巴氏奶）、低温酸奶、常温纯牛奶、奶粉、乳饮料及奶茶粉等大类。

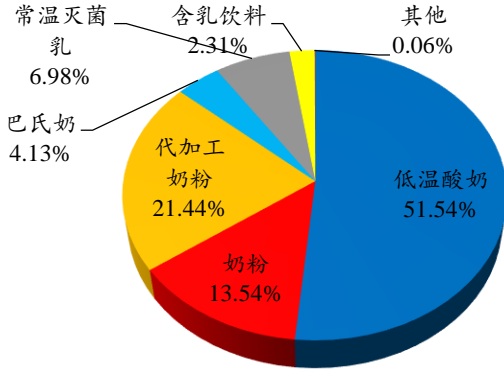
图16：产品主要包括低温鲜牛奶（巴氏奶）、低温酸奶、常温纯牛奶、奶粉、乳饮料及奶茶粉等大类



资料来源：公司官网、公司招股说明书、开源证券研究所

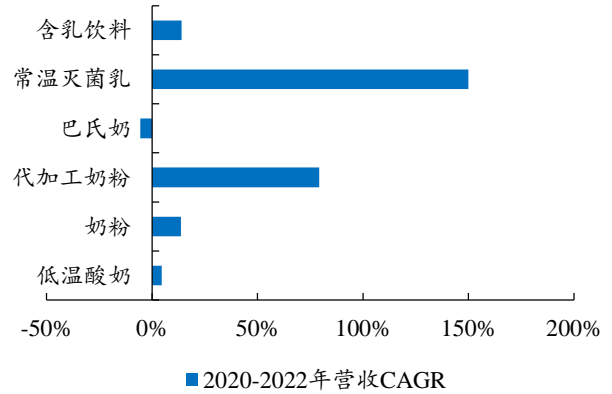
营收上看，低温酸奶的营收规模占比最高，2022 年超过乳业板块营收的一半。常温灭菌乳和代加工奶粉的营收规模扩张较快，2020-2022 年年复合增长速度分别为 149.89%、79.22%。

图17：2022 年低温酸奶营收在乳业产品中占比过半



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图18：常温灭菌乳和代加工奶粉的营收规模扩张较快



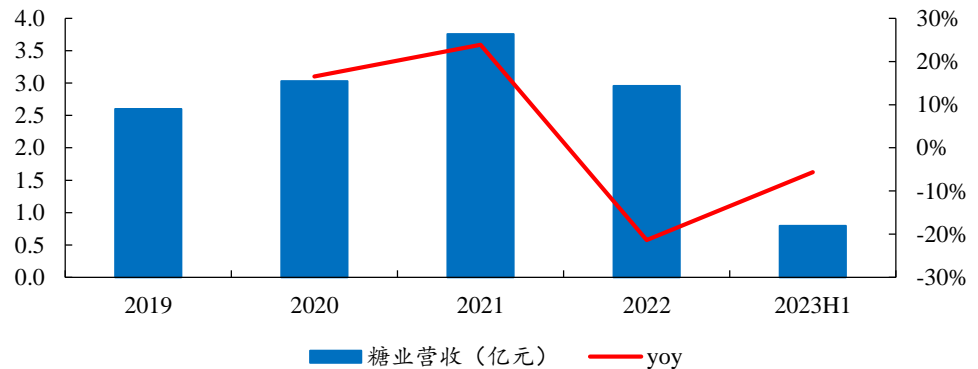
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2.3、白砂糖及其副产品：白砂糖营收占比八成，糖蜜产品需求与价格双提升

骑士乳业白砂糖及其副产品业务通过子公司敕勒川糖业进行。敕勒川糖业一期项目工程于 2018 年正式投产，目前可日处理甜菜 4800 吨，白砂糖产能 8-10 万吨/年，原材料主要源自公司自有农场种植甜菜。敕勒川糖业拥有国内领先的智能化工厂，在智能制造试点示范及传统产业智能化改造项目中获得了 2019 年内蒙古自治区重点产业发展专项资金，并于 2021 年被评为内蒙古自治区绿色工厂及国家绿色制造工厂。

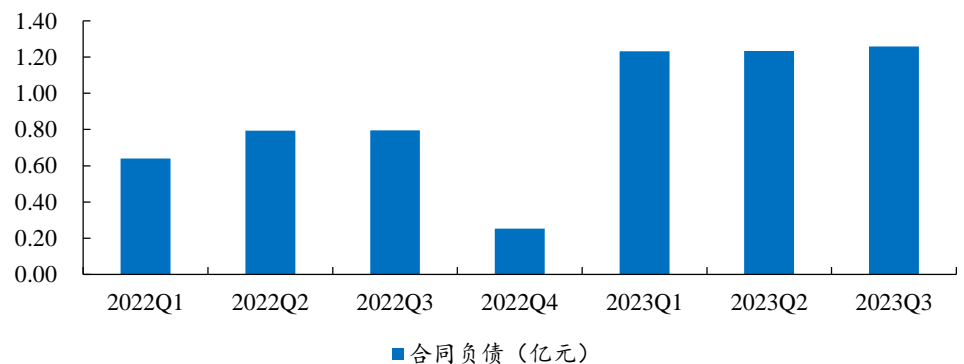
敕勒川糖业为全球最大的食品制造商雀巢公司的合格供应商，共获得了 6 个管理体系认证证书，即 ISO9002 质量管理体系、食品安全管理体系、FSSC22000、能源管理体系、环境管理体系、职业健康安全管理体系，并获得了欧盟有机管理体系认证，国标有机管理体系认证，产品获得国家糖检中心颁发的《中国产品质量优秀奖》，第十三届中国国际有机食品博览会组委会金奖、第二十届中国绿色食品博览会组委会金奖。

白砂糖及其副产品板块的营收规模 2021 年增长较快，规模达到 3.76 亿元，同比提升 23.87%；2022 年规模略有收缩，基本与 2020 年水平持平，营收规模 2.96 亿元。

图19：2022 年白砂糖及其副产品板块营收规模 2.96 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年三季度报中披露，公司 2023 年上半年预售白砂糖及其副产品，收取客户预付白砂糖货款导致公司合同负债为 1.26 亿元，相较于 2022 年末数值提高了 398.83%，随着后续该部分合同负债的逐步确认，糖模块营收或将迎来增长。




图20：2023 年三季度末公司合同负债 1.26 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

敕勒川糖业主营青山雪牌白砂糖，针对客户需求差异，产品类型有大包糖、小包糖及有机糖，副产品有牧甜牌颗粒粕、糖蜜。

表3：白砂糖及其副产品板块主要产品为白砂糖、糖蜜、甜菜粕

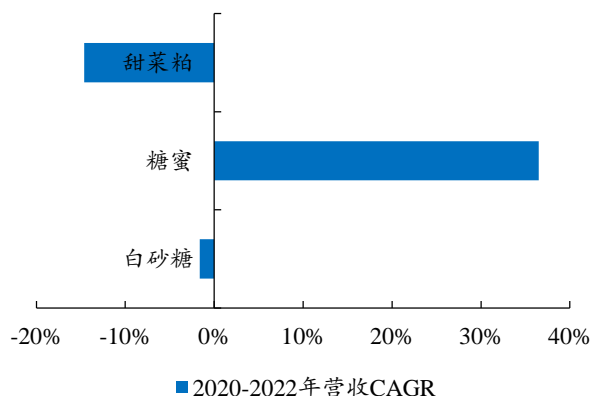
产品	种类	图片	规格	介绍
白砂糖	大包糖		50kg/袋	供应各大食品企业、商超供应商、农批市场等
	小包糖		300g/袋 400g/袋	家用糖类产品，直接销往国内各大超市

产品	种类	图片	规格	介绍
有机白砂糖			-	具有特殊的“无硫漂”生产工艺，其他工艺控制点也略有差异。有机白砂糖的生产原料为有机甜菜，有机甜菜的种植过程只施用有机肥料，不可施用化肥和农药。为避免使用灭菌剂和消泡剂，原料甜菜在切丝前必须完全清洗干净。
甜菜粕		 	-	渗出工序处理后，经过压榨后的甜菜丝，可进一步烘干、造粒制成甜菜粕颗粒。甜菜粕营养价值丰富，每公斤新鲜的甜菜粕相当于1公斤高粱或燕麦的饲料价值，是奶牛、肉用牛及猪、羊的良好饲料。新鲜的甜菜粕可直接喂饲牲畜，也可以青贮喂饲。
糖蜜			-	<p>副产品糖蜜是制糖过程中，糖液经浓缩析出结晶糖后，残留的棕褐色黏稠液体。可应用在：</p> <p>①水产养殖：用作肥水和防病促长，消除水中氨、亚硝酸盐的毒害，实现水产健康养殖和生态平衡。</p> <p>②反刍动物饲养辅料或添加剂：糖蜜富含糖类、蛋白质，可为反刍动物提供能源、维生素等物质；具有香甜味，可改善饲料适口性；降低饲料粉尘，提高颗粒饲料质量。</p> <p>③特种养殖。</p> <p>④用作造粒的粘结剂和抗氧化剂。</p> <p>⑤混凝土缓凝剂。</p> <p>⑥用于生产酒精、味精、柠檬酸、赖氨酸等，也可用作酵母、味精、有机酸等发酵制品的底物或基料。</p>

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

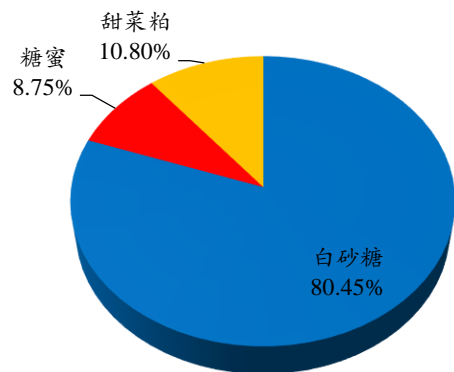
从营收占比上看，白砂糖占比最高，虽然 2020-2022 年 CAGR 来看有轻微下滑，但是营收占比仍然超过八成。糖蜜产品的营收增长较快，2020-2022 年年复合增长速率为 36.49%，2022 年糖蜜营收规模达到 2,586 万元，占比也提升至 8.75%。

图21：糖蜜 2020-2022 年营收 CAGR 达到 36.49%



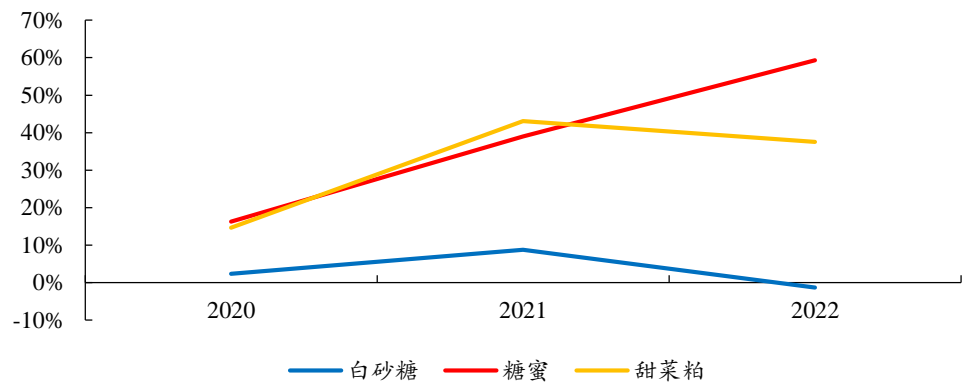
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图22：白砂糖营收占比最高，2022 年超过 80%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

盈利能力上，公司的糖蜜产品毛利率近年提升比较明显，从 2020 年的 16.28% 快速提升至 2022 年的 59.34%。白砂糖和甜菜粕则呈现 2021 年提升，2022 年毛利率有一定程度下滑。

图23：糖蜜产品的毛利率提升比较明显


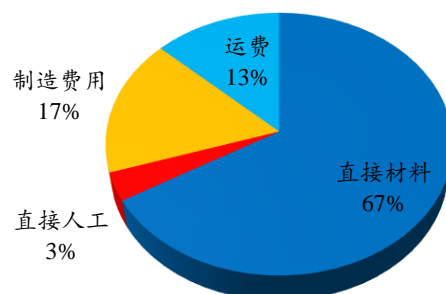
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

糖蜜产品毛利率变动主要是因为产品价格上升，由于作为饲料的玉米、豆粕、小麦等粮食价格大幅上涨，糖蜜可作为部分饲料的替代品，产品市场需求较好，糖蜜产品市场价格大幅上涨。

白砂糖是按照白砂糖期货市场交易价加上一定的升贴水率确定出售价格，2020年我国白糖价格整体处于历史区间偏低位置。2020年初新冠疫情冲击之下人员流动大幅减少，全球食糖消费预期萎缩。2020年第四季度，市场预期国内白糖产量增加、白糖进口量维持高位，白糖价格再次承压下跌。

公司2022年白砂糖单位成本较2021年上涨14.00%，主要由于直接材料、运费及制造费用上涨等因素叠加影响。自产甜菜成本上涨主要因素为每亩种植成本上涨，化肥、农机作业服务采购单价上涨及土地租金上涨等原因导致。此外，甜菜含糖量下降至17.03%，吨糖耗菜量由6.34吨上涨至6.89吨。

成本端来看，白砂糖产品中直接材料占比67%，其次为17%的制造费用、13%的运费和3%的直接人工。

图24：2022年公司白砂糖产品中直接材料占比67%


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司甜菜粕产品主要包括甜菜粕、裹包甜菜粕、甜菜粕颗粒三类。2021年甜菜粕产品毛利率较2020年上升28.42pcts，系各细分产品毛利率均有较大幅度提高所致，

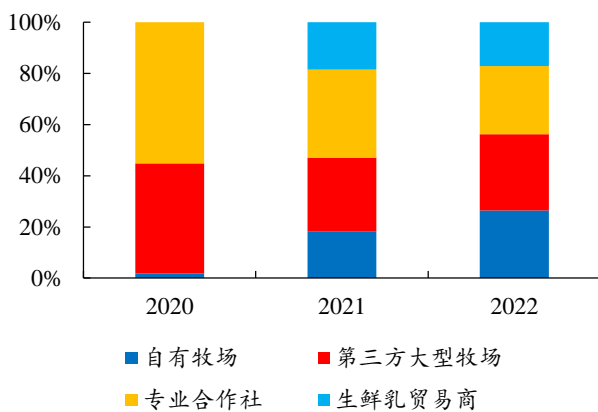
主要是由于作为饲料的玉米、豆粕、小麦等粮食价格大幅上涨，甜菜粕可作为部分饲料的替代品，市场需求快速提升，各细分产品价格均有较大幅度上涨。2022年，受收入占比较高的甜菜粕颗粒毛利率下降影响，甜菜粕产品毛利率较2021年下降5.57pcts。

1.3、经营模式：乳制品经销买断式销售，其他产品为直销模式

采购模式：公司采购的生产用主要原材料包括种子及农场原材料、玉米、精饲料、生鲜乳、甜菜以及生产辅料和包装物等，除了原材料公司生产环节采购内容还涉及奶牛引进及土地租赁。

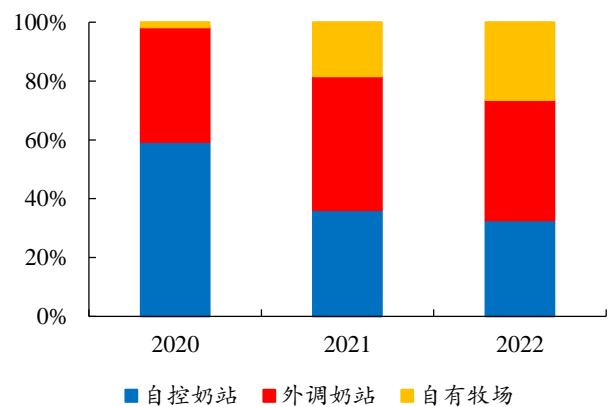
不同采购渠道和采购商类型的生鲜乳采购金额及占比近年有一定变化。渠道方面，自有牧场和生鲜乳贸易商的采购额占比提升，专业合作者和第三方大型牧场的采购额占比则有一定程度压缩。供应商分类上，自有牧场采购商金额占比提升，外调奶站供应商占比基本保持平稳，自控奶站的比例有一定压缩。

图25：自有牧场渠道采购生鲜乳占比提升



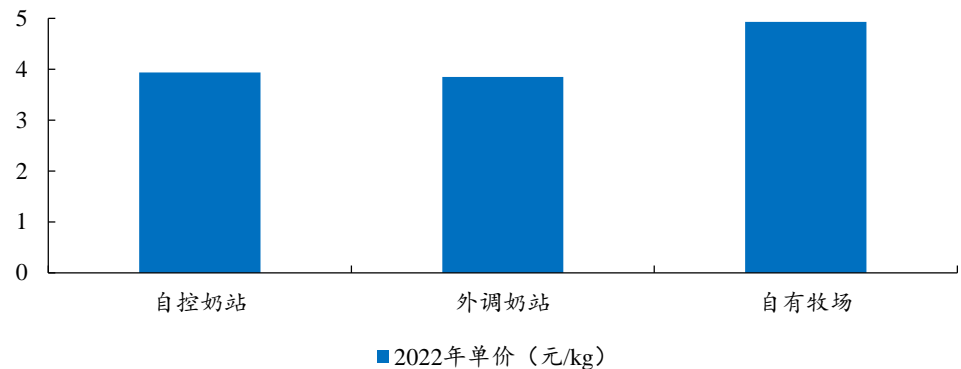
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图26：自控奶站类型采购商占比减少



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司自有牧场采购生鲜乳单价最高，主要因为向自有牧场采购的生鲜乳均为有机生鲜乳，因此价格较高。自控奶站采购单价低于外调奶站，自控奶站与公司生鲜乳供应关系稳定，价格较为稳定，自控奶站奶源供应商不足的情况下，才向外调奶站临时采购生鲜乳，因此向外调奶站采购价格相对较高。2020-2022年生鲜乳价格总体呈上涨趋势，公司部分自控奶站出于自身利益最大化等因素考虑转为外调奶站保持继续合作。

图27：自有牧场采购生鲜乳为有机生鲜乳，单价最高


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

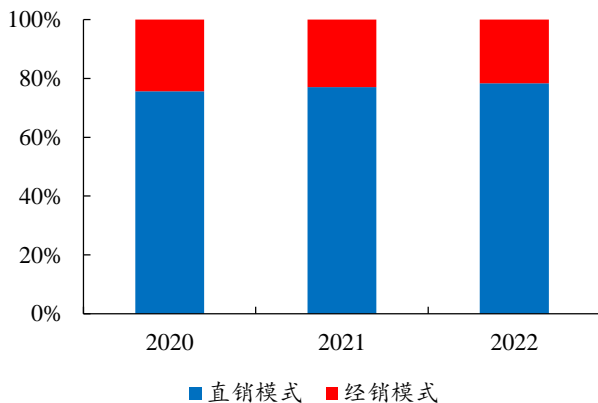
销售模式：公司乳制品销售主要采用经销销售模式，全部为买断式销售，其他各类产品销售业务采用直销模式，主营业务中来源于经销模式下的收入占比相对较小。

表4：乳制品主要为经销模式，其余为直销模式

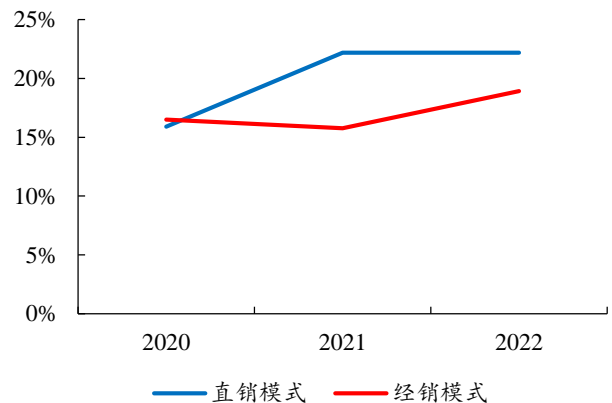
模式	主要产品	重要客户与销售特点
经销	有机生鲜乳	主要客户为蒙牛乳业，子公司鄂尔多斯市骑士牧场有限责任公司、鄂尔多斯市康泰仑农牧业有限责任公司、内蒙古中正康源牧业有限公司均评为蒙牛乳业合格供应商。公司自 2009 年开始向蒙牛乳业供应生鲜乳，供应量稳步提高，达成了稳定的合作关系。骑士乳业于 2012 年被蒙牛乳业评为战略合作伙伴，与蒙牛乳业的业务具有稳定性及可持续性。
	白砂糖及副产品	主要客户类型为大型食品加工企业及大宗商品贸易商。公司为雀巢合格供应商，与蒙牛、伊利等大型食品制造商具有多年的合作基础。白砂糖具有典型的大宗商品属性，存在公开的市场价格，公司白砂糖产品主要根据大宗商品交易公开市场价格定价。在下个榨季开始前，公司当前榨季白砂糖产品均基本销售完毕。 除现货交易外，公司白砂糖产品存在远期定价交易，定价方式为期货点价确定交易价格。
	乳制品及乳饮料的销售	全部为买断式销售。2021 年，公司开始发展京东、天猫等新兴电商方式进行产品直销，目前处于起步探索阶段，销售金额占比较小。
招标比价	售牛	对自产公犊牛不进行留养，在公犊牛出生后即出售，依据市场行情及饲养头日成本进行定价。无价值母牛即存在繁殖障碍或挤奶障碍的母牛，公司依据市场行情进行批量销售。零星病牛，会导致预后效果差，影响其继续生产能力时，视情况选择性零星销售。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

不同渠道的盈利能力方面，直销模式销售由于 2020-2021 年白砂糖毛利贡献较多、2022 年代加工奶粉毛利贡献较多，直销模式下的毛利率随着白砂糖、代加工奶粉业务变动，2021 年直销模式毛利率较 2020 年有所提升，2022 年白砂糖毛利率下降，但毛利率较高的代加工奶粉业务毛利贡献提升，2022 年直销模式毛利率较 2021 年基本持平。

图28：2022 年直销模式营收占比 78.30%


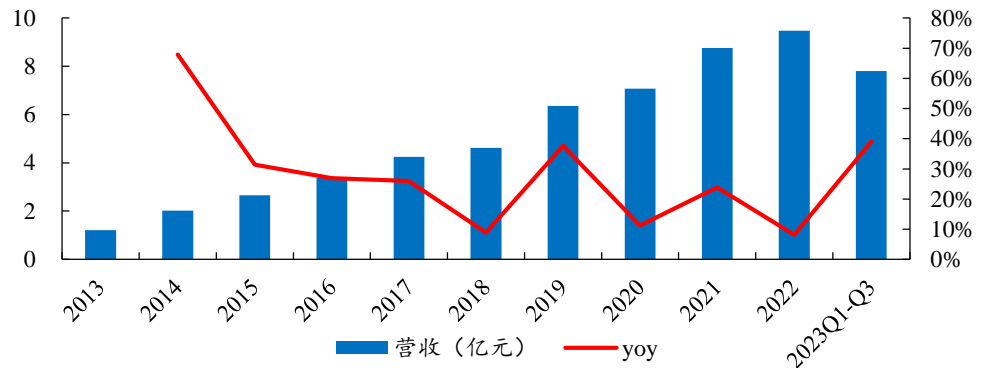
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图29：直销模式毛利率随产品结构变化而变动


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.4、财务分析：营收保持十年连增，生鲜乳价格下滑短期盈利承压

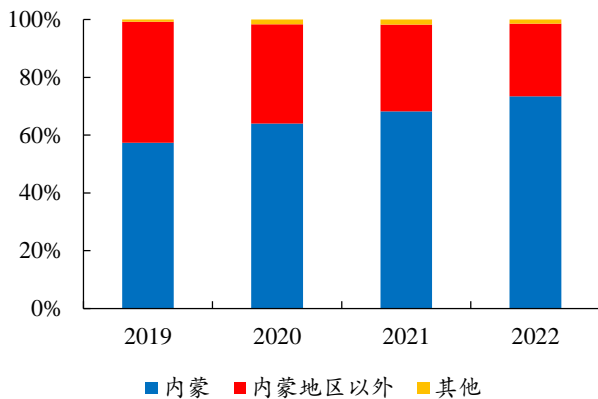
经营能力上，骑士乳业在过去十年内保持逐年增长的态势，2022 年全年营收规模扩张到 9.48 亿元，2023 年 Q1-Q3 实现营收 7.80 亿元，同比提升 38.98%。

图30：2023 年 Q1-Q3 骑士乳业的营收规模达到 7.80 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

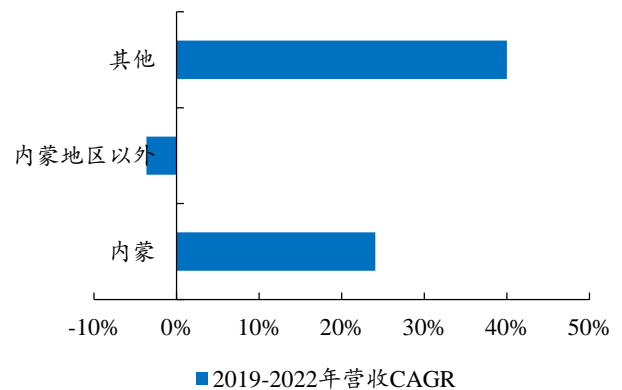
地域上来说，骑士乳业的收入主要来源于内蒙地区，2022 年内蒙地区收入占比接近 3/4，2019-2022 年年复合增长率上，内蒙地区增长较快，达到 24.06%。

图31：内蒙地区收入来源占比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：内蒙地区收入增长较快

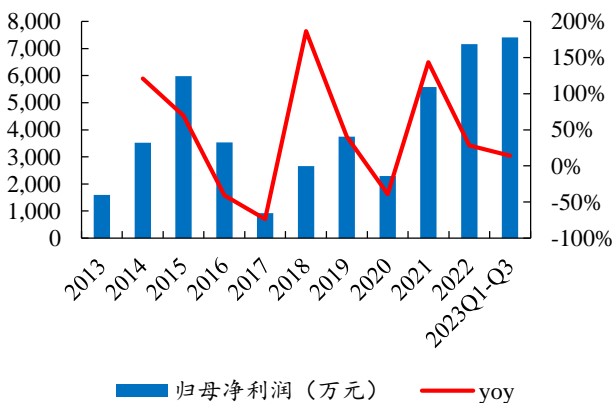


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力方面，骑士乳业的归母净利润呈现波动上升趋势，2022 年归母净利润规模达到 7162.39 万元，同比提升 28.53%。2023 年前三季度归母净利润率达到 7,411.11 亿元，超越 2022 年全年，同比提升 14.20%。

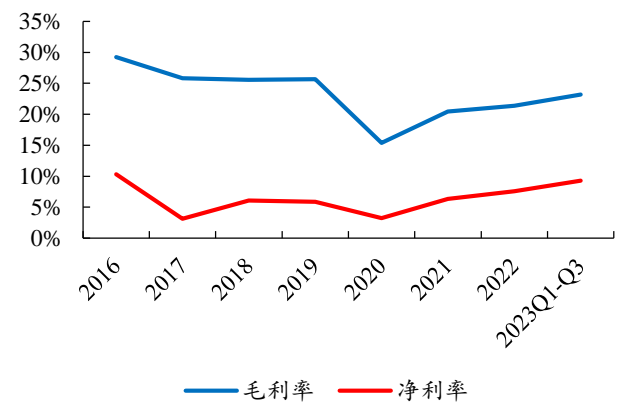
毛利率和净利率的表现上，2020 年以后公司的毛利率和净利率有缓慢提升趋势，2023 年前三季度的毛利率和净利率分别达到 23.20%、9.27%。

图33：2023 年 Q1-Q3 归母净利润超越 2022 年全年



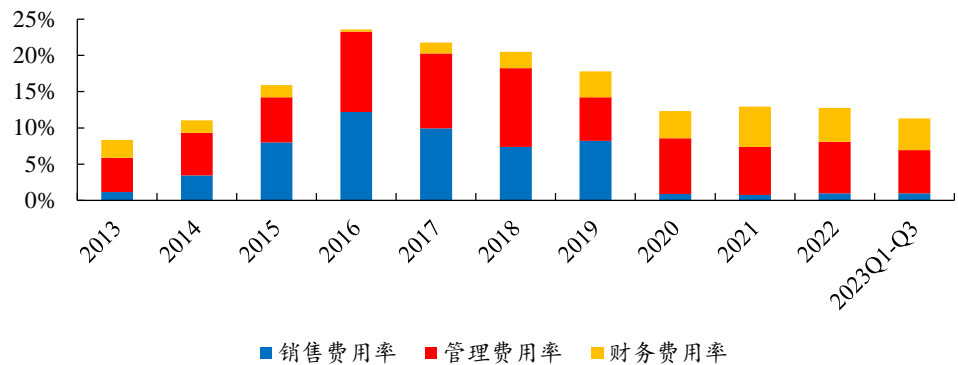
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2020 年以后毛利率与净利率有缓慢上扬趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用方面，2016-2020 年区间，公司期间费用率随着销售费用率和管理费用率的压缩而逐渐减小，2020 年至今，期间费用率基本保持平稳在 12% 上下。

图35：2020 年以来的期间费用率基本保持平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、募投项目：新增鲜奶产能 4 万吨，对应年新增销售收入 2.13 亿元。

骑士乳业本次上市北交所，募集资金净额为 2.23 亿元。本次募集资金将全部用于公司主营业务相关的奶牛养殖项目，截至 2023 年 11 月，项目投入累计投入募集资金 7164.82 万元，投入进度为 32.07%。

表5：骑士乳业募投项目为奶牛养殖项目（万元）

项目名称	项目投资总额	使用募集资金金额	累计投入募集资金金额	投入进度	实施主体	备案部门	备案文号
骑士乳业奶牛养殖项目	40,893.71	22,340.89	71,648,176.45	32.07%	鄂尔多斯市骑士库布齐牧业有限责任公司	达拉特旗农牧局	2111-150621-20-01-272804

资料来源：公司公告、公司招股说明书、开源证券研究所

本项目牧场建设地点位于鄂尔多斯市达拉特旗昭君镇柴登嘎查西小召社。本项目拟购置并养殖泌乳牛 3,500 头，项目建成后，牧场将实现年新增鲜奶产能 40,000 吨，实现年新增销售收入 21,280 万元。

为满足本项目的需求，本项目拟购置硬件设备共计 92 台（套），其中，牧场设备 82 台（套），公辅设备 10 台（套）。新增软件系统共计 57 套。本项目拟新建牧场挤奶设备间、辅助设施间、泌乳牛舍、围产牛舍、青年牛舍、犊牛舍等建筑，占地面积为 647,894.24m²，建筑面积为 173,886.00m²。此外，根据经营需要，配套完善的项目区域总图工程和给排水、供电、消防和环保等公辅设施。

本项目建设期为 3 年，建设投资于建设期全部投入，第 1 年投入 20%，第 2 年投入 40%，第 3 年投入 40%。铺底流动资金根据各年生产负荷的安排投入。

2、行业：我国 2022 年鲜牛乳产量+7%，乳制品市场增速 8.5%

骑士乳业的主营业务为牧草、玉米和甜菜种植、奶牛集约化养殖和有机生鲜乳供销、乳制品及含乳饮料的生产与销售以及白砂糖及其副产品的生产与销售。

2.1、奶牛养殖&生鲜乳：2022 年我国鲜牛乳产量提高 6.76%，价格略降

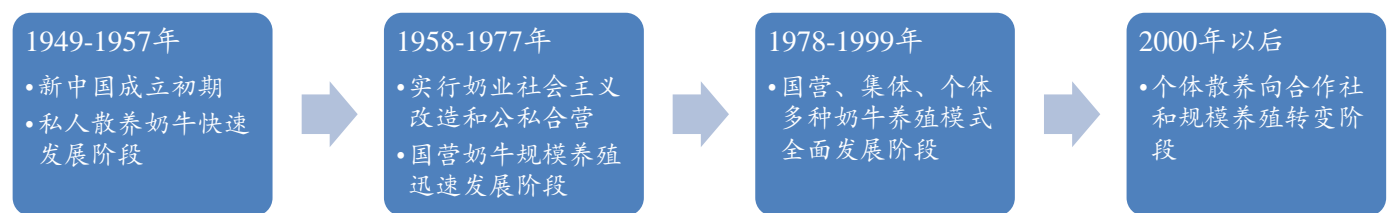
奶牛养殖业是畜牧业的重要组成部分。全球奶牛数量在近年相对维持稳定，在请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

1.3 亿头至 1.5 亿头间波动，2022 年全球奶牛数量约 14,001.60 万头，较 2021 年同期上涨 0.96%。

奶牛主要可分为乳用品种及乳肉兼用品种两大类，其中乳用品种主要有荷斯坦奶牛、娟姗牛、爱尔夏牛、更赛牛、乳用短角牛；乳肉兼用品种有瑞士褐牛、丹麦红牛、西门塔尔牛（德系、中系）和中国的三河牛、草原红牛、新疆褐牛、科尔沁牛等。

我国原始畜牧业兴起于新石器时代，十九世纪中期近代奶牛养殖技术通过多种渠道引入中国，形成了我国延续至今的奶牛养殖业。我国现代奶牛养殖业基本可以划分为四个阶段。

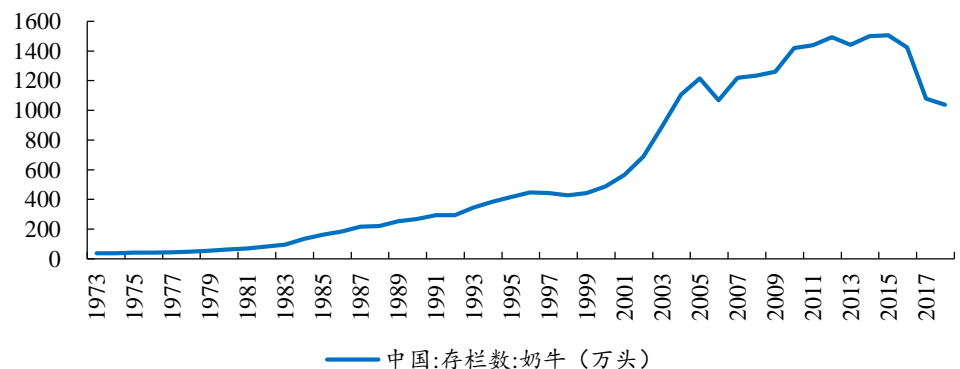
图36：我国现代奶牛养殖业基本可以划分为四个阶段



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

中国加入世贸组织后，国际资本迅速进入中国市场，带来了先进的养殖技术及牛场经营理念，奶牛存栏数迅猛增长。受“三聚氰胺”事件影响，我国奶牛存栏数在 2008 年后放缓，并逐渐恢复。2015 年后，因生鲜乳价格下降，行业整合，我国小规模、散养奶牛养殖户积极性受挫，奶牛存栏数下降。

图37：2018 年我国奶牛存栏数 1037.70 万头



数据来源：Wind、中国奶业年鉴、开源证券研究所

随着消费者对乳制品质量的要求不断提高，个体散养经营牛场缺乏专业水平的简单饲养管理，已经无法供应现代化乳制品加工企业需求的高品质原料奶。头部乳制品生产加工企业纷纷开始加强奶源基地建设，布局高品质牛奶生产、规模化养殖基地。在《奶业整顿和振兴规划纲要》、《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》等国家政策支持下，我国奶牛规模化养殖程度不断提高。

表6：奶牛养殖方式主要为草地放牧、家庭农牧混合、集约化规模养殖

养殖方式	具体介绍
草地放牧	草地放牧方式主要在中国西部和东北部的牧区以及南方草山地区。采用

养殖方式	具体介绍
	草地放牧方式虽然生产成本最低，但依赖自然环境草地资源、气候变化、奶畜单产水平较低。尤其是草地受干旱虫害、雪灾等自然灾害影响很大。围于草场的牧草状况、载畜能力，饲养规模往往受到限制。
家庭农牧混合	家庭农牧混合方式主要在农区或半农半牧区。农户利用家庭劳动力养殖奶畜，种植、养殖兼营，采用自家或当地饲草资源奶畜粪便自有土地消纳，形成自我种养平衡。农户土地较少改养殖规模也较小，大多在自家院落饲养，在我国称之为散户养殖规模稍大的一般进入养殖小区。
集约化规模养殖	集约化规模养殖方式遍布我国各地，尤其是 2008 年以来发展很决。主要是为了满足奶类市场需求并能保证奶类全年均衡供应保障质量和提高生产效率，而采用的高投入、高密度、高产出的养殖方式。采取这种生产方式的一般为大中型规模养殖场。集约化规模养殖方式需要较多的资金、机械装备投入以及先进技术和现代管理方法。

资料来源：智研咨询、开源证券研究所

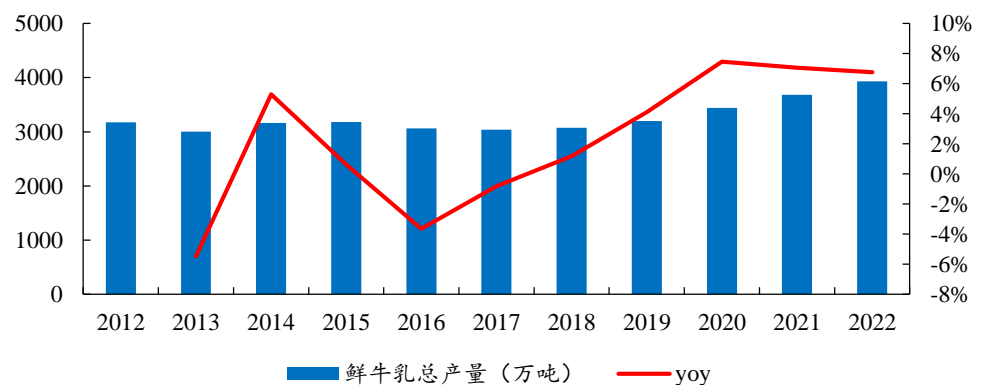
规模养殖是实现奶牛集约化养殖的基础，奶牛的大规模养殖通常由较其他养殖方式更高水平的资本投资，从而占有更先进的良种选育、饲料配比技术及医疗卫生条件，生产出更受头部乳制品制造商青睐的高质量原料奶。

据《全国农产品成本收益资料汇编-2022》，规模养殖奶牛虽饲料成本投入更大，但生鲜乳价格更高、单牛人工成本更低，单牛净利润显著高于散养奶牛。据农业农村部统计，2020 年前三季度规模牧场平均产奶利润为 0.92 元/千克，折合成单产 8.48 吨的产奶利润为 7802 元/头，同比增加约 1,400 元。奶牛养殖规模的扩大仍将是我国未来奶牛养殖业的发展趋势。

生鲜乳又称生乳，根据中国国家标准 GB19301-2010《食品安全国家标准生乳》，生鲜乳被定义为从符合国家有关要求的健康奶畜乳房中挤出的无任何成分改变的常乳。生鲜乳是奶牛养殖业的主产品，也是制造乳制品基础原料。

生鲜乳总产量主要受奶牛存栏数、奶牛单产量影响。根据农业农村部、国家统计局数据，2020-2022 年我国奶牛平均单产为 8.3 吨、8.7 吨、9.2 吨。2022 年我国鲜牛乳总产量达到 3932 万吨，对比 2021 年产量提高 6.76%。

图38：2022 年我国鲜牛乳总产量达到 3932 万吨



数据来源：国家统计局、公司招股说明书、开源证券研究所

根据《2020 中国奶业质量报告》，2019 年全国人均乳制品折合生鲜乳消费量 35.8

公斤，比 2015 年增长 4.9 公斤。据国内原料奶供应量及乳制品净进口量对中国乳制品消费量所需原料奶量进行估算，中国乳制品消费量所需原料奶量稳定增长，由 2015 年的 42.7 百万吨增至 2020 年的 53.0 百万吨，由此可见，我国生产乳仍存在一定的需求缺口。

价格上，我国生鲜乳价格总体呈上涨趋势。2020 年至 2021 年中生鲜乳的价格波动上升，2021 年下半年至今呈现一定程度的回落。

图39：我国生鲜乳价格总体呈上涨趋势，2021 年下半年至今呈现一定程度的回落

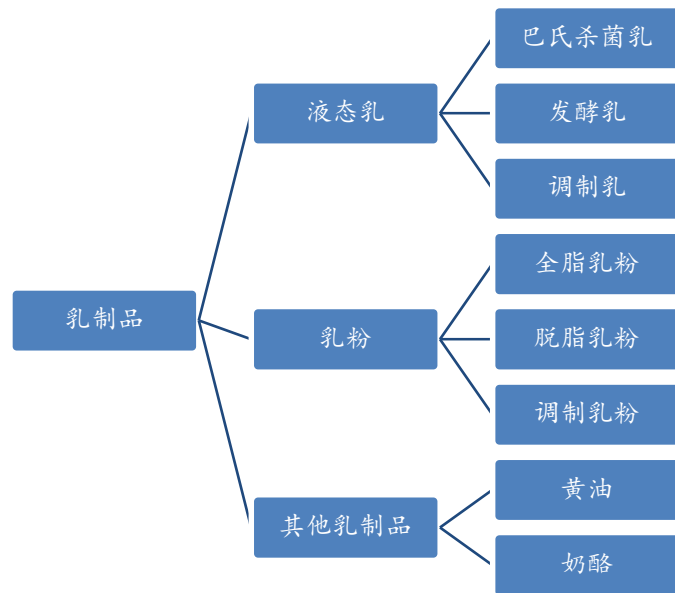


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、乳制品制造行业：2025 年我国乳制品市场零售额有望达 7385 亿元

乳制品在国际上通常被定义为以生鲜牛（羊）乳及其他制品为主要原料，经过加工而制成的各种产品，乳制品在西方膳食中拥有重要地位，约占食物总量的 10%-20%。

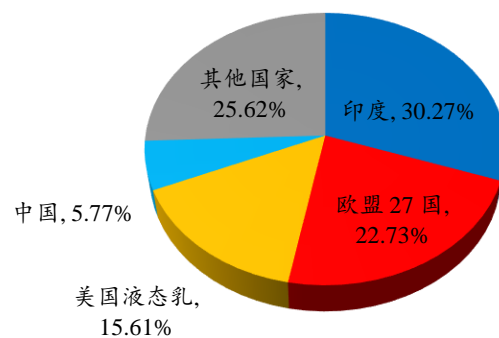
图40：乳制品经过加工制成各种产品



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

全球液态乳生产制造具有明显的区域性，2021 年，以印度、欧盟 27 国、美国构成的前三大液态乳产区，液态乳产量占全球液态乳产量的 68.62%，我国为全球液态乳第四大产区，2021 年液态乳产量占全球比例为 5.77%。

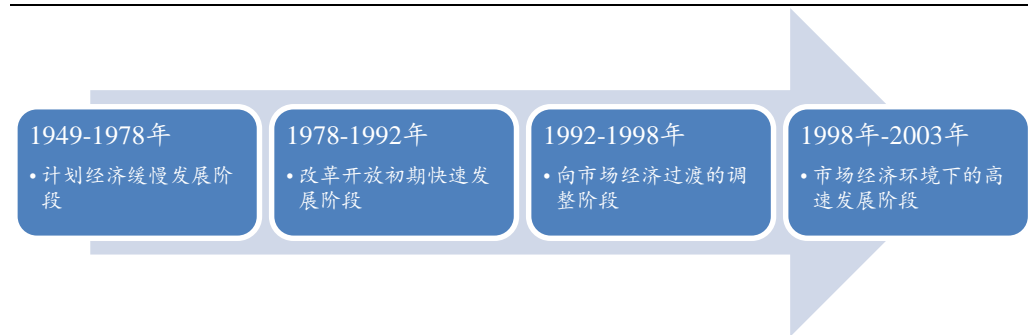
图41：中国为全球液态乳第四大产区



数据来源：USDA 供需报告、Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

《中国奶业发展战略研究》（2005）将我国奶业发展自建国以来至 2003 年划分为四个时期。

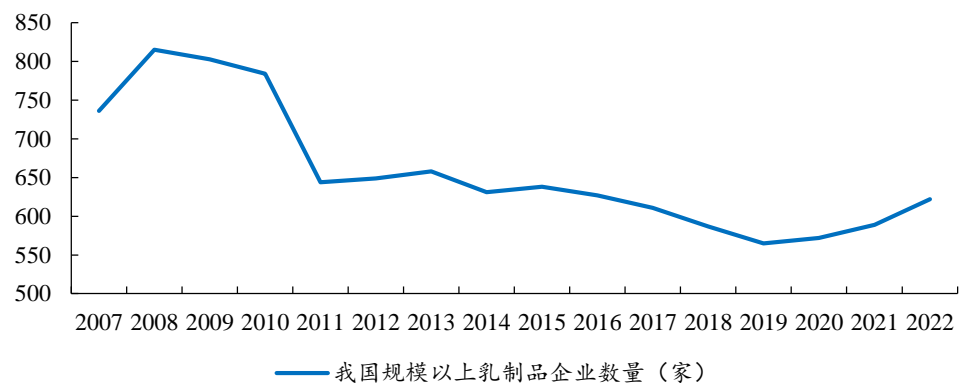
图42：我国奶业发展可以划分为四个时期



资料来源：《中国奶业发展战略研究》、公司招股说明书、开源证券研究所

本世纪初，受益于城镇化不断推进、冷链技术水平的不断提升、城乡居民可支配收入及消费者对乳制品营养认可度的不断增加，我国乳制品行业规模不断扩大。根据中国奶业年鉴，我国规模以上乳品企业（主营业务收入 2,000 万元及以上）数量由 2007 年的 736 家增加到 2008 年的 815 家，达到近年来乳品企业数量峰值。

图43：2022 年我国规模以上乳品企业数量为 622 家

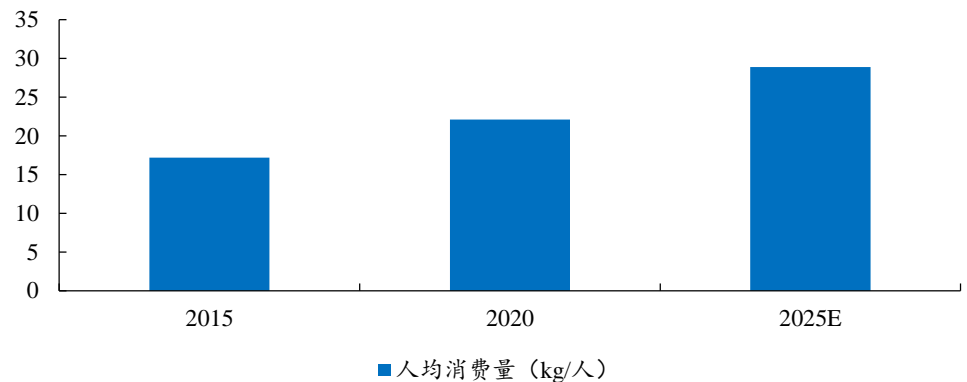


数据来源：中国奶业年鉴、中国乳制品工业协会、公司招股说明书、开源证券研究所

2008 年，中国有史以来影响规模最大的乳制品质量安全事件——“三聚氰胺”事件，居民对国产奶粉及其他乳制品的信任受到严重打击，中国乳制品行业也因此受到重创，行业利润总额由 2007 年的 78 亿元剧减至 2008 年的 40 亿元。随着行业各项法律政策趋于完善、国家标准体系基本建立，乳制品行业在短暂的调整期后逐步复苏，恢复高速增长，并在 2014 年突破 3,000 亿市场规模。我国乳制品行业在 2015-2018 年进入了平稳增长阶段，行业销售总额增长率及利润总额增长率绝对值均在个位数水平。根据中国乳制品工业协会，我国规模以上乳制品企业 2022 年销售总额达 4,717 亿元，同比增长 1%，实现利润总额 385 亿元。

根据公司招股书披露，2020 年中国零售乳制品销量达 31.1 百万吨，人均消费量由 2015 年的人均 17.2 公斤增至 2020 年的人均 22.1 公斤，并预计于 2025 年进一步增至人均 28.9 公斤，中国乳制品市场零售额有望于 2025 年达到人民币 7,385 亿元，2020 年至 2025 年的复合年增长率为 8.5%。

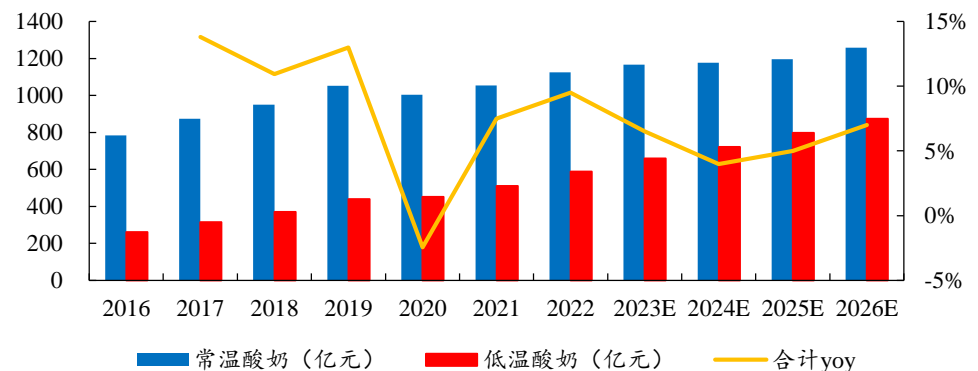
图44：2025 年预计乳制品人均消费量达到 28.9 千克



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2021 年我国酸奶市场零售规模为 1564.7 亿元，其中常温酸奶占绝大多数，市场规模为 1054.3 亿元，低温酸奶为 510.4 亿元；总的来说，2016-2021 年我国酸奶零售市场平均年复合增长率达 8.4%。2026 年，行业整体市场规模有望达到 2132.0 亿元；预计 2021-2026 年市场的平均复合增长率为 6.4%。

图45：2026 年，酸奶整体市场规模有望达到 2132.0 亿元



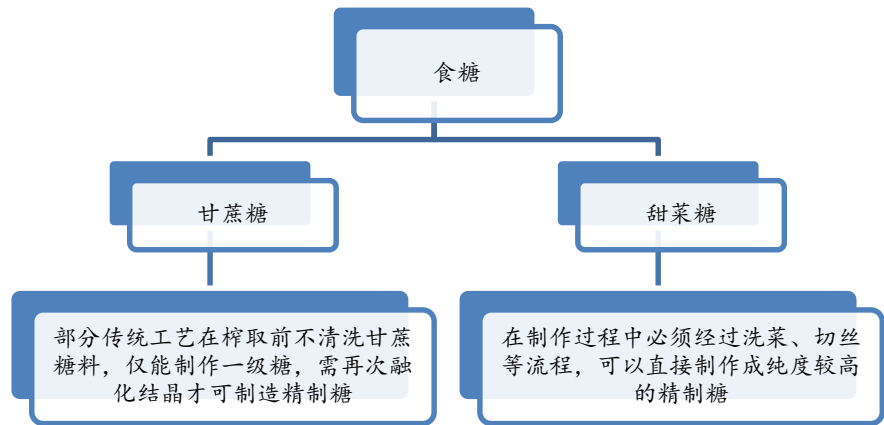
数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

2.3、制糖行业:2022/23 榨季我国总产量或达 1,035 万吨,同比增长 8.26%

制糖业是食品行业的基础工业，又是造纸、化工、发酵、医药、建材、家具等多种产品的原料工业，具有较为明显的周期性。根据公司招股书披露，21 世纪以来，全球糖总供应量整体呈增长趋势，2021/22 榨季全球糖总供应量为 28,954 万吨，USDA 预测 2022/23 榨季总供应量为 28,836 万吨。

食糖根据制糖原材料的不同可以分为甘蔗糖和甜菜糖，两者的化学成分均为蔗糖，在营养价值上没有差异。甜菜糖在制作过程中必须经过洗菜、切丝等流程，可以直接制作成纯度较高的精制糖。

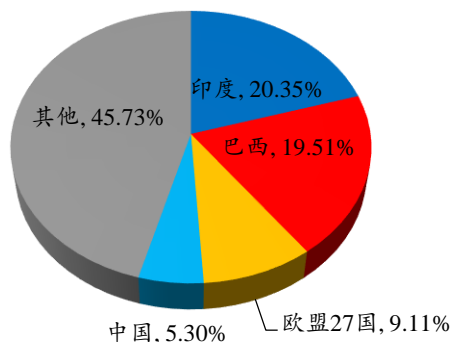
图46：食糖可以分为甘蔗糖和甜菜糖



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

全球糖产量具有明显的区域性，2021/22 榨季，以巴西、印度、欧盟构成的前三大糖产区，糖产量占全球糖产量的 48.98%，我国为 2021/22 榨季全球糖产量第五大产区，2021/22 榨季年糖产量占全球比例为 5.30%。

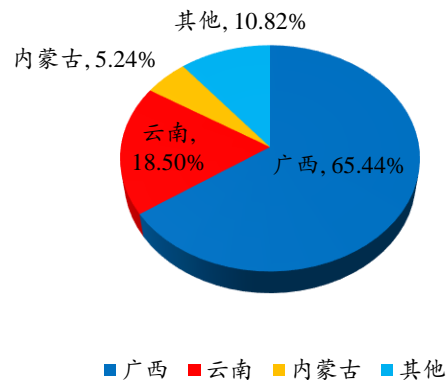
图47：中国为 2021/22 榨季全球糖产量第五大产区



数据来源：USDA 供需报告、Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

我国制糖业在国民经济中占有重要地位，具有明显的周期性。2021/22 榨季我国食糖总产量为 956 万吨，中国糖业协会预测 2022/23 榨季总产量为 1,035 万吨，同比增长 8.26%。

2021/22 榨季，我国主要的食糖产区为广西、云南、内蒙古、新疆、广东、海南及黑龙江。其中广西食糖产量占比 65.44%，云南产量占比 18.50%，内蒙古占比 5.24%。内蒙古是 2021/22 榨季最大的甜菜糖产区，产糖量为 49 万吨，占 2020/21 榨季全国甜菜糖产量比例为 56.98%。

图48：广西是国内 2021/22 榨季最大的食糖产区


数据来源：中国糖业协会、公司招股说明书、开源证券研究所

价格上来看，白砂糖的价格具有较为明显的周期性，甜菜白砂糖的销售均价与白砂糖期货价格趋势基本类似，2011 年、2016 年、2023 年为白砂糖价格的三个 7000 元/吨的高峰期。

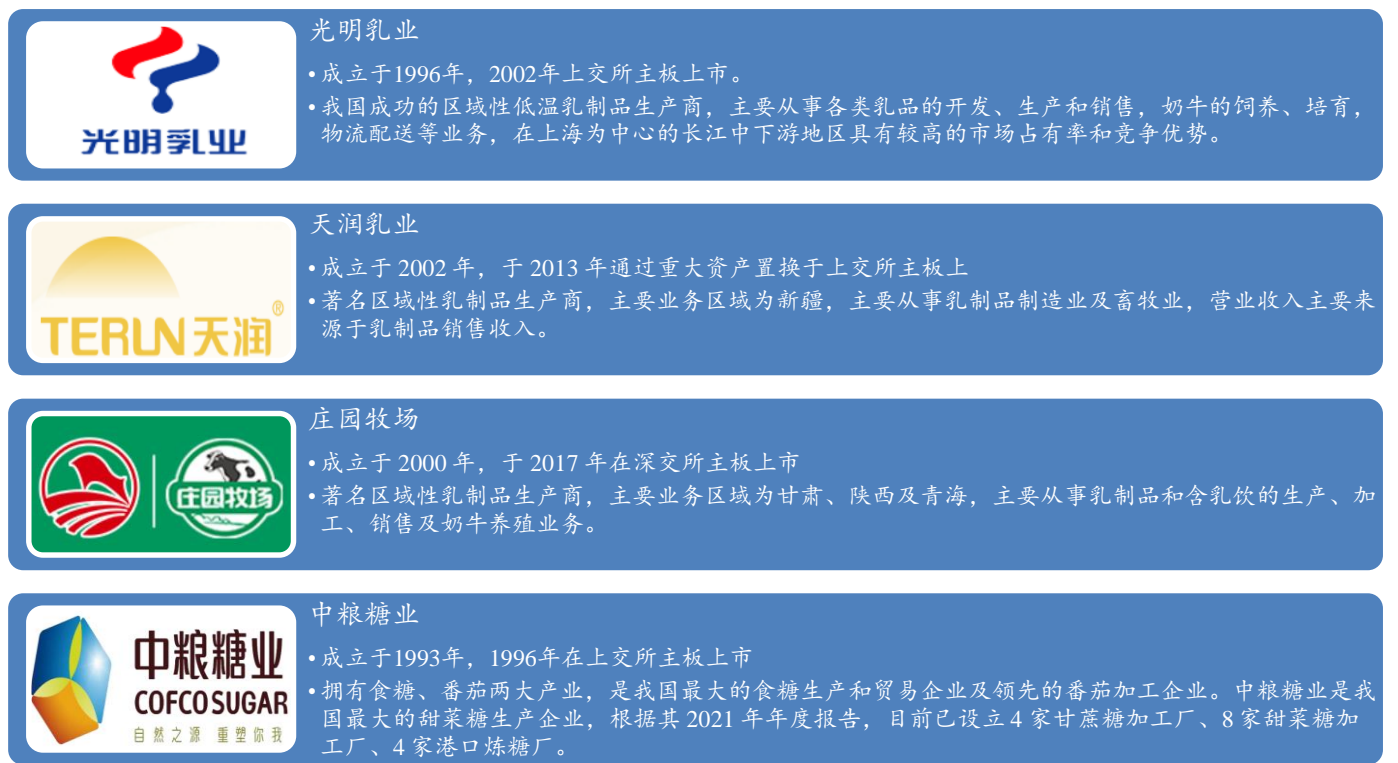
图49：2023 年下半年白砂糖价格冲高至 7000 元/吨（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、竞争格局：骑士乳业营收与归母净利润三年成长性表现位列第一

根据公司牧业、乳业和白砂糖及副产品三块主要业务，选取光明乳业（600597.SH）、天润乳业（600419.SH）、庄园牧场（002910.SZ）、中粮糖业（600737.SH）作为骑士乳业的可比公司。

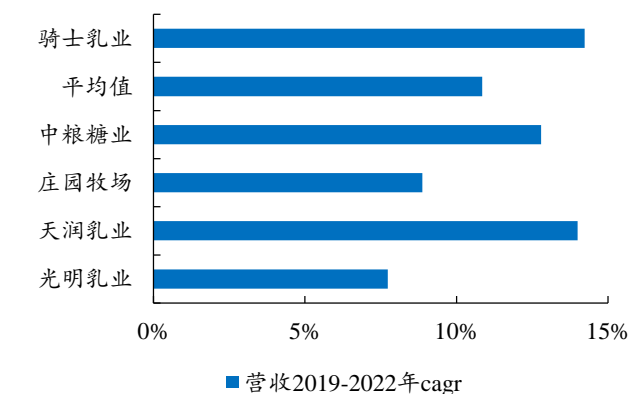
图50：选取光明乳业、天润乳业、庄园牧场、中粮糖业作为可比公司



资料来源：各个公司官网、公司招股说明书、开源证券研究所

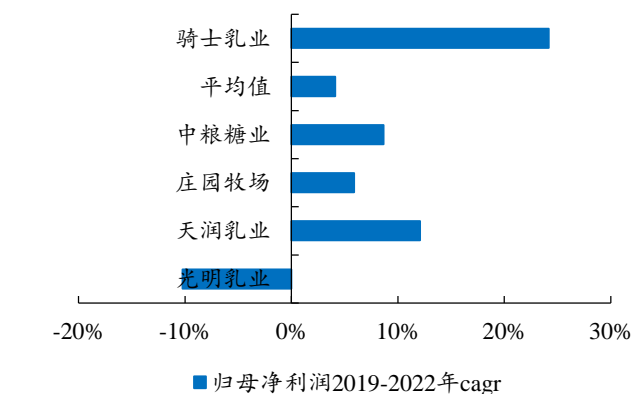
从营收与归母净利润的成长性来看，骑士乳业近三年的年复合增长速度与可比公司相对比都表现最好，2019-2022 年营收和归母净利润 CAGR 分别为 14.22%、24.17%。

图51：骑士乳业 2019-2022 年营收 CAGR 最高



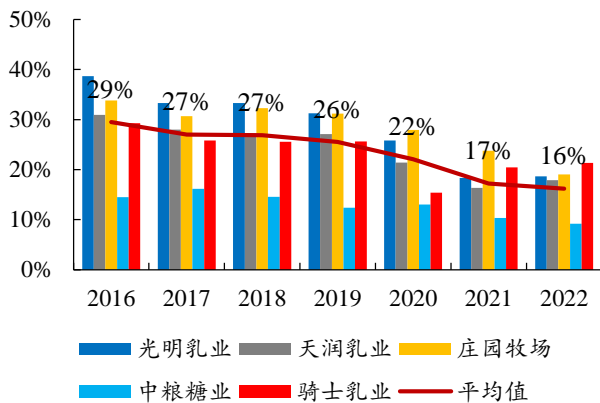
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：骑士乳业 2019-2022 年归母净利润 CAGR 最高

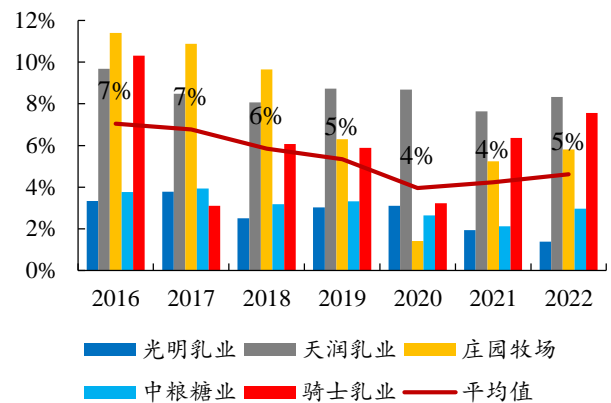


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力方面，骑士乳业的毛利率表现与可比公司均值基本持平，2022 年毛利率为 21.37%，在可比公司中位列第一。净利率上，2021 年和 2022 年骑士乳业净利率有提升趋势，超越保持稳定的可比公司净利率，2022 年达到 7.56%，仅次于天润乳业的 8.33%。

图53：骑士乳业毛利率与可比公司均值基本持平


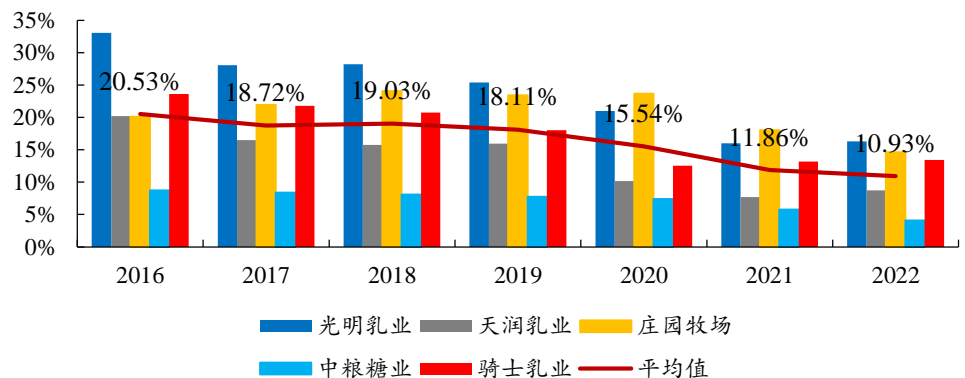
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：骑士乳业近两年净利率略高于可比公司均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

骑士乳业对期间费用的管理相对严格，整体期间费用率与可比公司均值基本持平，销售费用均略低于可比公司均值，管理费用率、财务费用略高于可比公司均值。

公司的财务费用主要由利息收支构成，利息费用主要是金融机构利息费用、企业借款利息费用、融资租赁利息费用及执行新租赁准则确认的使用权资产利息费用，其中，企业借款利息费用中增资分红主要为子公司敕勒川糖业向少数股东进行的收益分配。

图55：骑士乳业的期间费用率略高于可比公司均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与估值对比

骑士乳业实现了从单一的乳制品生产销售到集种植、奶牛养殖、白砂糖及副产品的研发、生产、销售与一体的“农、牧、乳、糖”产业协同循环发展模式，抗周期风险能力得到提升，2012-2022 年保持十年营收稳定增长，2017-2022 年营收与归母净利润 CAGR 分别为 17.43%、50.48%。

随着骑士乳业募投项目逐步建设、自筹资金建设乳业三期项目“包头骑士乳业有限责任公司日处理鲜奶 500 吨液态奶智能制造项目”推进，鲜奶处理量与牧场产

奶量产能逐步释放，有利于公司扩大产品市场覆盖范围，提升市场占有率和盈利能力，从而推动业绩增长。我们预计公司 2023 年-2025 年的归母净利润为 0.97/1.30/1.56 亿元，EPS 为 0.46/0.62/0.75 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 17.2/12.8/10.7 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表7：可比公司 PE 2022 均值为 33.88X

公司名称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
光明乳业	600597.SH	9.25	127.51	0.26	0.44	0.52	0.61	41.13	20.78	17.70	15.13
天润乳业	600419.SH	13.04	41.75	0.61	0.62	0.78	0.94	25.54	20.94	16.79	13.90
庄园牧场	002910.SZ	11.44	22.37	0.31	-	-	-	48.89	-	-	-
中粮糖业	600737.SH	8.53	182.44	0.35	0.72	0.72	0.91	19.96	11.91	11.91	9.42
均值				0.38	0.59	0.67	0.82	33.88	17.88	15.47	12.82
中值				0.33	0.62	0.72	0.91	33.34	20.78	16.79	13.90
骑士乳业	832786.BJ	7.90	16.52	0.34	0.46	0.62	0.75	17.7	13.1	9.7	8.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价截至 2023 年 12 月 5 日，可比公司估值来自 Wind 一致预测）

4、风险提示

主要客户销售集中度较高风险、糖价格波动风险、行业竞争加剧风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	424	587	718	928	1023
现金	138	192	235	300	355
应收票据及应收账款	36	57	113	91	138
其他应收款	1	3	2	4	2
预付账款	6	9	20	29	41
存货	215	303	325	481	464
其他流动资产	28	23	23	23	23
非流动资产	1067	1277	1441	1689	1875
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	824	980	1166	1427	1627
无形资产	43	42	39	36	34
其他非流动资产	201	255	237	226	214
资产总计	1492	1864	2159	2616	2899
流动负债	688	967	916	1255	1399
短期借款	256	396	469	579	778
应付票据及应付账款	228	369	354	573	514
其他流动负债	204	202	93	102	107
非流动负债	348	334	322	311	293
长期借款	37	116	103	92	74
其他非流动负债	311	219	219	219	219
负债合计	1036	1302	1238	1565	1692
少数股东权益	0	68	68	68	68
股本	157	157	209	209	209
资本公积	59	58	267	267	267
留存收益	240	280	377	508	664
归属母公司股东权益	455	495	853	983	1139
负债和股东权益	1492	1864	2159	2616	2899

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	176	218	113	341	230
净利润	56	72	97	130	156
折旧摊销	55	72	58	73	89
财务费用	49	45	53	58	83
投资损失	-1	-1	4	2	1
营运资金变动	-37	-62	-99	77	-97
其他经营现金流	53	93	-1	0	-1
投资活动现金流	-211	-255	-225	-321	-276
资本支出	223	262	223	321	275
长期投资	-0	-4	0	0	0
其他投资现金流	12	12	-2	-1	-1
筹资活动现金流	19	88	83	-66	-97
短期借款	102	141	73	110	198
长期借款	-33	79	-13	-11	-18
普通股增加	0	0	52	0	0
资本公积增加	0	-1	209	0	0
其他筹资现金流	-50	-131	-239	-165	-278
现金净增加额	-17	51	-30	-46	-143

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	876	948	1161	1477	1750
营业成本	697	745	903	1158	1358
营业税金及附加	6	5	8	10	11
营业费用	6	9	10	12	15
管理费用	58	68	84	100	114
研发费用	2	6	4	5	10
财务费用	49	45	53	58	83
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	7	12	10	10	10
公允价值变动收益	-3	2	-0	-0	-0
投资净收益	1	1	-4	-2	-1
资产处置收益	1	-2	2	1	1
营业利润	60	86	106	142	170
营业外收入	9	7	9	9	8
营业外支出	10	17	12	13	13
利润总额	59	76	103	138	165
所得税	3	4	6	8	9
净利润	56	72	97	130	156
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	56	72	97	130	156
EBITDA	121	162	174	225	272
EPS(元)	0.27	0.34	0.46	0.62	0.75

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	23.9	8.1	22.5	27.2	18.5
营业利润(%)	129.4	42.2	23.4	34.1	19.6
归属于母公司净利润(%)	143.5	28.5	35.3	34.5	19.6
获利能力					
毛利率(%)	20.5	21.4	22.3	21.6	22.4
净利率(%)	6.4	7.6	8.3	8.8	8.9
ROE(%)	12.2	12.7	10.5	12.4	12.9
ROIC(%)	5.6	6.8	6.9	8.0	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	69.5	69.8	57.4	59.8	58.4
净负债比率(%)	114.6	101.9	51.8	49.1	53.4
流动比率	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	17.8	20.5	13.9	14.7	15.5
应付账款周转率	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.34	0.46	0.62	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.04	0.54	1.63	1.10
每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.37	4.08	4.70	5.45
估值比率					
P/E	29.9	23.3	17.2	12.8	10.7
P/B	3.7	3.4	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	18.1	14.2	12.8	10.0	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

31 / 33

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn