

公司深度

骑士乳业 (832786.BJ)

食品饮料 | 饮料乳品

内蒙古农牧龙头，扩张持续进行

2024年07月01日

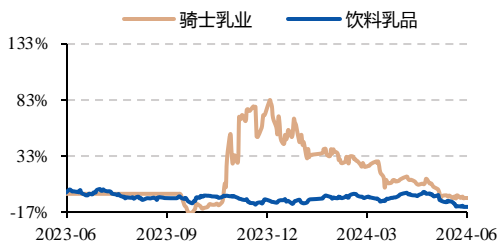
评级 持有

评级变动 首次

交易数据

当前价格 (元)	4.42
52周价格区间 (元)	4.02-8.58
总市值 (百万)	924.10
流通市值 (百万)	422.40
总股本 (万股)	20905.30
流通股 (万股)	9555.40

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
骑士乳业	-11.78	-24.32	--
饮料乳品	-11.39	-8.42	-12.51

黄静

分析师

执业证书编号:S0530524020001
huangjing48@hncasing.com

相关报告

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (亿元)	9.48	12.56	14.36	16.32	18.74
归母净利润 (亿元)	0.72	0.94	1.07	1.17	1.52
每股收益 (元)	0.34	0.45	0.51	0.56	0.73
每股净资产 (元)	2.37	3.89	4.20	4.53	4.97
P/E	12.90	9.85	8.65	7.88	6.09
P/B	1.87	1.14	1.05	0.98	0.89

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **内蒙古农牧龙头企业，过去十年快速发展。**公司成立于2007年，2015年在新三板挂牌，2023年在北交所上市。公司主要聚焦乳、糖两大产业，业务涵盖两个产业链上下游并形成农、牧、乳、糖四大板块，是一家从事牧草、玉米和甜菜种植、奶牛集约化养殖和有机生鲜乳供销、乳制品及含乳饮料供销以及白砂糖及其副产品供销的综合性企业。过去，公司依靠持续资本运作逐步完成全产业链扩张，经历了快速发展的十年。
- **周期性行业下行阶段，静待下游需求回暖。**乳业：上游养殖分散，中游乳制品寡头垄断，行业当前供过于求，生鲜乳价格自22年初开始持续下行至过去十年的底部区域，静待下游需求转暖。糖业：国际大宗商品，消费端相对稳定，供给端因气候等因素呈现周期性，23/24榨季国内产量增加缓解了前两个榨季供给短缺导致糖价高位回落，但当前糖价仍高于本轮周期起点位置，短期仍有一定压力。
- **竞争优势突出，构建公司中长期发展壁垒；产能扩张接连落地，带来业绩增量。**公司主要竞争优势有：1) 公司背靠天然资源属地，为公司发展奠定良好且坚实的基础；2) 公司深度绑定核心大客户，建立长期稳定合作关系，有助于可持续稳健成长；3) 乳、糖全产业链布局+循环经济，提升运营效率，加强抗风险能力。公司北交所上市实际募集资金2.38亿元，用于新建奶牛养殖项目，奶牛产能有望提升约50%；此外，公司奶粉二期车间于2023年下半年投产，产能提升一倍以上，均有望贡献增量业绩。
- **投资建议：**预计公司2024-2026年收入分别为14.36/16.32/18.74亿元，同比增长14.30%/13.63%/14.84%；2024-2026年归母净利润分别为1.07/1.17/1.52亿元，同比增长13.87%/9.76%/29.33%；2024-2026年EPS分别为0.51/0.56/0.73元，当前股价对应的PE分别为8.6/7.9/6.1倍。可比公司2024年预测PE均值为12.7倍。考虑到公司主要业务当前处于行业周期下行阶段，需静待行业景气度回升，且公司作为北交所上市公司，存在一定的流动性估值折价，但公司业务量持续扩张，业绩

弹性较大,我们给予公司 2024 年 8-10 倍 PE,对应的目标价为 4.09-5.11 元,首次覆盖,给予“持有”评级。

- 风险提示：产品价格大幅波动风险；产能投放不及预期；食品安全问题等。

内容目录

1 公司介绍	5
1.1 内蒙农牧业龙头企业.....	5
1.2 十年经营，十倍收入，六倍利润.....	7
2 行业分析	9
2.1 乳业：上游养殖分散，中游乳制品寡头垄断.....	9
2.2 糖业：消费端稳定，生产端有周期性.....	13
3 公司分析	15
3.1 竞争力分析.....	15
3.1.1 背靠资源属地，引入资本带来规模化有序扩张.....	15
3.1.2 深度绑定大客户，可持续稳健成长.....	16
3.1.3 全产业链布局+循环经济，运营效率提升.....	16
3.2 募投项目分析.....	16
3.3 盈利能力分析.....	17
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 投资建议.....	19
5 风险提示	20

图表目录

图 1：公司业务协调循环发展模式.....	5
图 2：公司股权结构图.....	5
图 3：公司业务版图.....	6
图 4：2013-2023 公司营收情况.....	7
图 5：2013-2023 公司利润情况.....	7
图 6：公司发展历程.....	8
图 7：公司各业务板块营收情况（单位：亿元）.....	8
图 8：公司牧业、乳业和糖业板块增速情况.....	8
图 9：乳制品产业链.....	9
图 10：各主要企业 2023 年营收和近两年毛利率.....	10
图 11：全国奶牛存栏量、原奶产量及奶牛单产情况.....	10
图 12：规模化养殖牧场（100 头以上）占比.....	10
图 13：我国原奶产量各省份占比情况.....	11
图 14：五家上市牧业企业产量占比.....	11
图 15：国内生鲜乳现货价格.....	11
图 16：我国乳制品企业数量.....	12
图 17：2023 年乳制品行业竞争格局.....	12
图 18：我国乳制品市场规模.....	12
图 19：中日韩新人均乳制品消费量.....	12
图 20：全球食糖产量和消费量（单位：亿吨）.....	13
图 21：我国甘蔗糖与甜菜糖产量情况.....	13
图 22：2022 年我国甘蔗产量占比.....	14
图 23：2022 年我国甜菜产量占比.....	14

图 24: 主要糖业公司自产糖营收和产量情况.....	14
图 25: 主要糖业公司自产糖毛利率情况.....	14
图 26: 2006 年以来我国白砂糖现货价格走势.....	15
图 27: 公司毛利率和净利率情况.....	17
图 28: 公司各板块毛利率变化情况.....	17
图 29: 公司费用率情况.....	18
图 30: 豆粕、玉米价格情况.....	18
图 31: 奶牛饲养成本情况.....	18
表 1: 公司董事和高级管理人员情况.....	6
表 2: 奶源布局情况.....	12
表 3: 我国食糖供需情况 (单位: 万吨).....	14
表 4: 蒙牛销售情况.....	16
表 5: 杭实善成销售情况.....	16
表 6: 募集资金运用.....	17
表 7: 可比公司估值分析.....	20

1 公司介绍

1.1 内蒙农牧业龙头企业

内蒙古骑士乳业集团股份有限公司成立于 2007 年，2015 年在新三板挂牌，2023 年在北京上市。公司主要聚焦乳、糖两大产业，业务涵盖两个产业链上下游并形成农、牧、乳、糖四大板块，是一家主营业务为牧草、玉米和甜菜种植、奶牛集约化养殖和有机生鲜乳供销、乳制品及含乳饮料供销以及白砂糖及其副产品供销的综合性企业。公司地处北纬 40-50 度“黄金奶源带”和中国最大甜菜产区，是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。

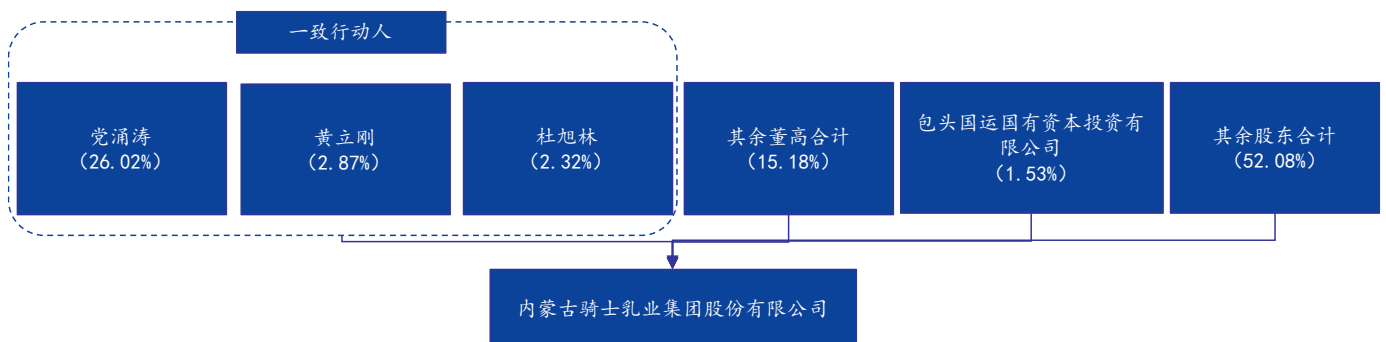
图 1：公司业务协调循环发展模式



资料来源：Wind，财信证券

公司的实际控制人为党涌涛，党涌涛及其一致行动人合计持股比例为 31.21%。党涌涛先生生于 1971 年，毕业于内蒙古轻工业学校乳品工程专业。毕业后，党涌涛被分配到包头奶酪厂（骑士乳业的前身），后与同事一起创立骑士乳业。

图 2：公司股权结构图



资料来源：Wind，财信证券

公司管理团队经验丰富且稳定，利益一致。公司高管均为公司成立之初的主要经营管理人员，经验丰富，且多年来稳定；从利益绑定来看，薪酬较高，且基本均有股份绑定，高管 6 人合计持股比例为 15.18%。

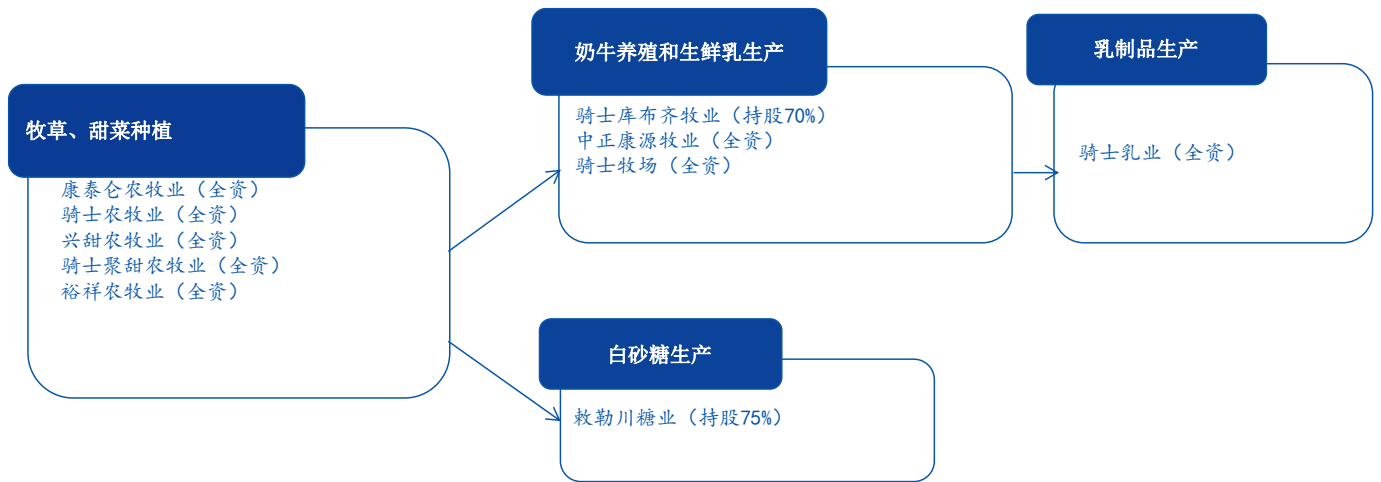
表 1：公司董事和高级管理人员情况

姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	最新薪酬(万元)	最新持股数(万股)
党涌涛	董事长, 总经理	2014-06-01	男	中专	1971	112.18	5440.51
高智利	董事, 副总经理	2014-06-01	男	中专	1978	113.72	410.70
薛虎	副总经理	2014-06-01	男	中专	1971	67.93	800.00
陈勇	董事, 董事会秘书	2014-06-01	男	中专	1972	84.43	558.00
王喜临	董事, 财务总监	2014-06-01	女	大专	1972	78.13	304.20
乔世荣	董事	2014-06-01	男	中专	1971	67.56	1100.00
王雪锋	董事	2022-08-03	女	本科	1990	28.67	0.00

资料来源：Wind，财信证券

公司现有业务聚焦于乳业、糖业两大产业链，母公司不承担具体业务职能，由各个子公司独立负责相应业务的独立管理和运营。

图 3：公司业务版图



资料来源：Wind，财信证券

牧业：主要由子公司康泰仓农牧和骑士牧场运营，主要产品为生鲜乳和活牛，其中，生鲜乳销售收入占比为 94.43%。牧场依靠精细化管理实施集约化养殖，奶牛食物如青贮玉米和紫花苜蓿全部源自企业自耕田，保证饲料纯天然、有机。骑士牧场与康泰仓已获取北京中绿华夏有机产品认证中心及法国 ECOCERT SA 的有机认证，彰显产品符合国际公认有机标准。公司现拥有 5 座行业领先水平的规模化奶牛场（在建 1 座），存栏逾 2.2 万头奶牛，含近万头成年母牛，日产新鲜牛奶约 300 吨。

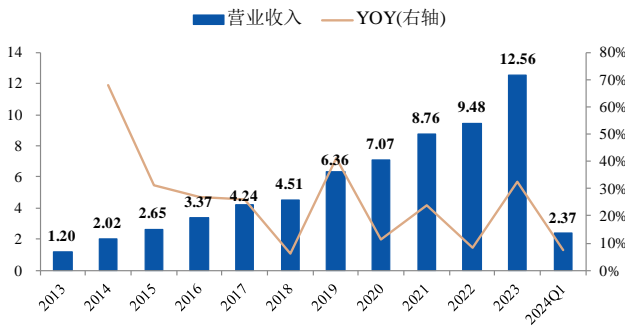
乳业：主要由子公司包头骑士乳业全权负责，主要为自有品牌乳制品和奶粉代加工业务，收入占比分别为 79.02%/20.98%。包头骑士乳业拥有 15 条液态奶生产线和 8 条奶粉生产线，具备每日处理高达 1120 吨鲜奶的生产能力。公司自有品牌为“骑士”，主要产品有低温鲜牛奶（巴氏杀菌奶）、低温酸奶、常温纯牛奶、奶粉、乳饮料以及奶茶粉等。代加工奶粉业务的主要客户为行业内主要企业，如蒙牛集团和伊利乳业。

糖业：主要由子公司敕勒川糖业负责运营，主要产品包括白砂糖、糖蜜和甜菜粕，以白砂糖为主，收入占比为 87.89%。敕勒川糖业生产所用的原材料主要来自公司自营农场种植的甜菜，现已具备日处理 5000 吨甜菜的能力，年产白砂糖量可达约 10 万吨，2023 年产能利用率约七成。公司白砂糖产品为“青山雪”牌，提供大包装、小包装以及有机糖等多种规格，以满足不同客户的需求。下游客户主要为大宗贸易商杭实善成（持有敕勒川糖业股权）等和知名食品加工企业如雀巢、伊利等。

1.2 十年经营，十倍收入，六倍利润

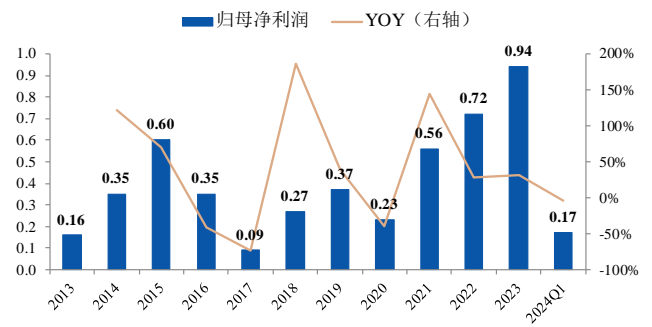
2013-2023 年，公司经历了快速发展的十年。2023 年，公司实现营业收入 12.56 亿元，为 2013 年的 10.46 倍，CAGR 为 26.43%；实现归母净利润 0.94 亿元，为 2013 年的 5.9 倍，CAGR 为 19.37%。2024Q1，公司实现营业收入 2.37 亿，同比增长 7.23%，实现归母净利润 0.17 亿，同比下滑 4.18%，主要因为主要产品价格下降，导致盈利能力下滑。

图 4：2013-2023 公司营收情况



资料来源：Wind，财信证券

图 5：2013-2023 公司利润情况



资料来源：Wind，财信证券

回顾公司发展历程，公司主要通过资本运作（融资扩产和兼并收购）逐步发展壮大。业务方向上，公司发展初期以乳业为主，逐步形成全产业链布局，而后于 2017 年开始涉足甜菜种植及制糖产业，找到新的增长曲线。资本扩张上，上市前多次增资扩股，先后在新三板和北交所上市，通过定增和 IPO 合计募资 3.41 亿元，为公司发展提供了充足动能。

公司前身包头奶酪厂成立于 1992 年，为包头地方国营企业。公司实际控制人党涌涛毕业后分配到包头奶酪厂工作，后逐步从普通员工成长为销售部经理。2000 年，党涌涛走出工厂与 7 位志同道合的同事一起开始自主创业，主营代加工奶粉，并于 2002 年出资购买骑士品牌，于 2007 年收购包头奶粉厂（原包头骑士乳业生产经营场所），踏上新征程。

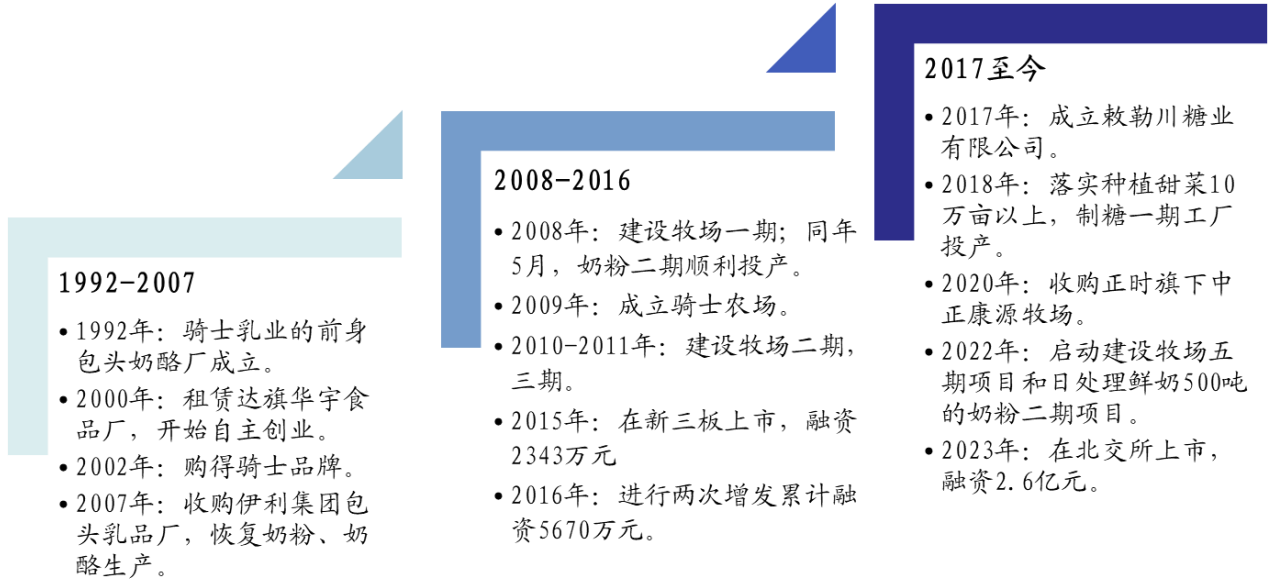
2008 年，受三聚氰胺事件影响，上游奶源和下游销路均受阻，党涌涛开始决心打造奶源基地，走全产业链发展道路。公司建设牧场养殖奶牛，成立农场种植苜蓿、青贮玉米等优质牧草，完成乳业全产业链的布局。

2017 年，公司增加了制糖产业，建设甜菜种植基地，生产白砂糖，实现了甜菜种植和制糖工业相结合的制糖项目自给自足，还实现了公司农、牧、乳、糖全产业链循环，

使骑士乳业涉足的一、二、三产业实现了融合发展。

2023年，公司成功转板北交所，募资2.6亿元用于牧业和乳业扩张，为公司的长足发展蓄积新动能。

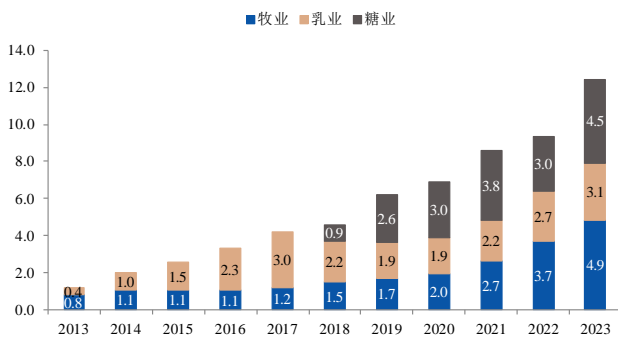
图 6：公司发展历程



资料来源：公司官网，Wind，财信证券

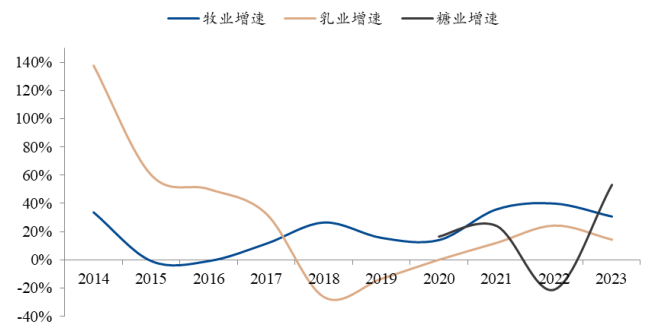
分业务来看，牧业板块稳健增长，2013-2023年CAGR达19.73%；乳业板块前期因产品线的调整等因素收入有所下降，2021年开始恢复增长；糖业板块起步较晚，现已成为公司重要的增量来源。2023年，公司牧业、乳业和糖业三大业务分别实现收入4.85/3.05/4.54亿元，占比为38.57%/24.26%/36.17%。

图 7：公司各业务板块营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 8：公司牧业、乳业和糖业板块增速情况



资料来源：Wind，财信证券

牧业板块的持续增长主要受益于下游大客户蒙牛的持续增长。公司自产优质有机生鲜乳主要向蒙牛供货，蒙牛是公司第一大客户，2023年公司向蒙牛销售金额达5.08亿元（以牧业为主，有部分乳业和糖业业务），占营收比例为40.44%。公司自2009年开始向蒙牛乳业供应生鲜乳，且供应量稳步提高，达成稳定的合作关系。子公司鄂尔多斯市骑士牧场有限责任公司、鄂尔多斯市康泰仓农牧业有限责任公司、内蒙古中正康源牧业有限公司均为蒙牛乳业合格供应商，且与蒙牛签署了一份2029年到期的长期《生鲜乳购

销合同》，中长期业务无忧。

乳业板块为牧业的延伸，为公司起步最初的业务形态，因竞争相对激烈，经历过较大的业务结构调整，现已呈向上趋势。目前，旗下“骑士”乳品以酸奶制品为核心，约占板块业务收入的 50%，整体呈现相对稳定小幅增长态势。公司的自有产品还有常温奶、奶粉制品和其他乳品，体量相对较小。此外，公司也为大型乳企代加工奶粉（2022 年新增主要客户伊利，销售金额为 4106 万元，占当年代加工奶粉业务收入的 72%），约占板块营收的 20%，收入自 2021 年的 2316 万元增长至 2023 年的 6412 万元，该业务为来料加工，收入为加工费，因此毛利率较高，达到 45% 以上。2023 年下半年奶粉二期车间正式投产，产能大幅增长。

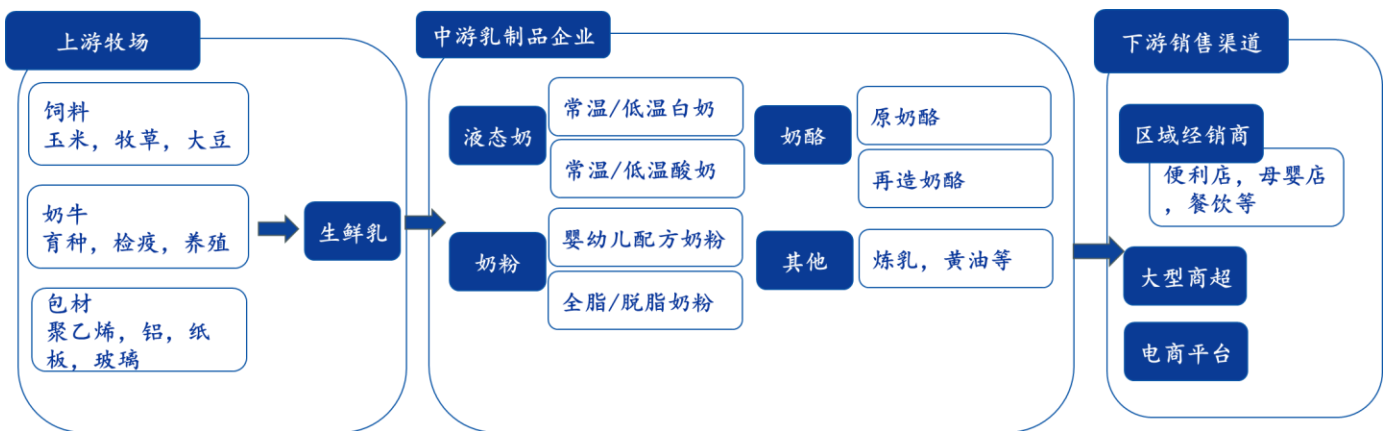
糖业板块从 2018 年开始涉足，而后逐步完成甜菜种植、精制白砂糖的全产业链布局，糖业已成为公司当前收入重要组成部分。2022 年主要因原料甜菜种植土地减少而导致产量下降从而影响公司该板块收入和利润情况，而后在 2023 年增加种植带来增长。糖业主要客户为大宗贸易商（2022 年贸易商销量占比为 65%），导致该业务毛利率低。公司现有产能 10 万吨，2023 年产能利用率约七成，后续随着产能利用率逐步爬坡至满产，业务量和业务收入有望较快增长。

2 行业分析

2.1 乳业：上游养殖分散，中游乳制品寡头垄断

乳制品行业分为三个核心环节：上游奶牛养殖、中游乳制品加工以及下游产品分销。上游，奶牛养殖环节通过饲养奶牛来采集并销售生鲜奶（未经加工处理的原奶）以及大包奶粉（生鲜奶经消毒、脱水、干燥处理后制成的乳粉）。中游乳制品加工环节涉及采购生鲜奶或大包奶粉，并将其加工成液态奶、奶粉、奶酪等多种乳制品。下游产品分销环节则通过区域经销商、大型超市、电商平台等多渠道分销网络将产品销售给终端消费者。

图 9：乳制品产业链



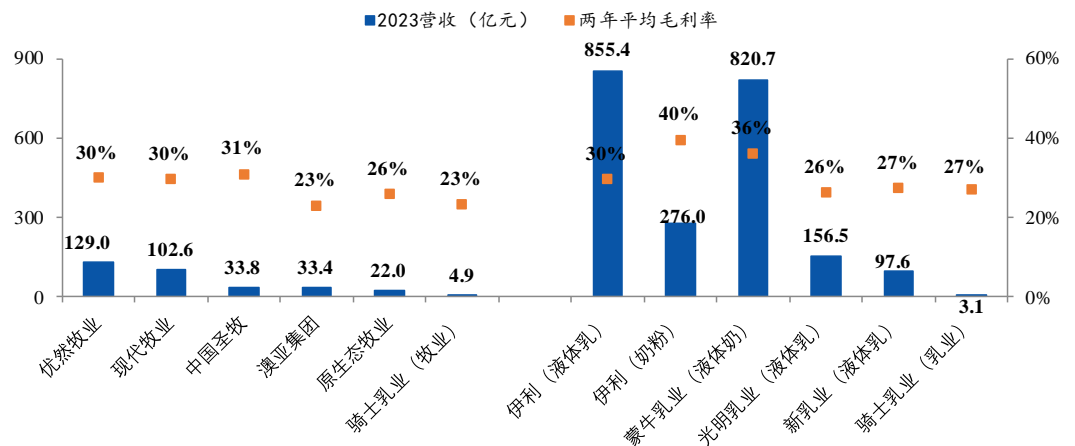
资料来源：财信证券

我国乳制品产业链存在倒 U 型曲线，不同环节企业规模差异大。中游乳制品加工企业整体实力较强，而上游奶牛养殖业和下游分销环节的企业实力相对较弱。具体来看，

上游奶牛养殖业具有明显的地域性分散特点。中游的乳制品加工企业多为知名品牌运营商，掌握品牌营销等高附加值环节，采用规模化自动化生产，规模优势突出。从毛利率角度来看，不同环节企业的差异较小，但同环节体现规模效应，规模体量大的企业毛利率相对较高。

对比产业链上的大型企业，公司体量极小，尚在扩张的起步阶段，毛利率有提升空间。乳业主要产品为有机生鲜乳，该领域的行业龙头为优然牧业（伊利子公司）和中国圣牧，因骑士的体量相对较小，议价能力相对较弱，售价略低于龙头企业，导致毛利率相对较低。乳业主要产品为酸奶和代加工奶粉，行业龙头为伊利和蒙牛。

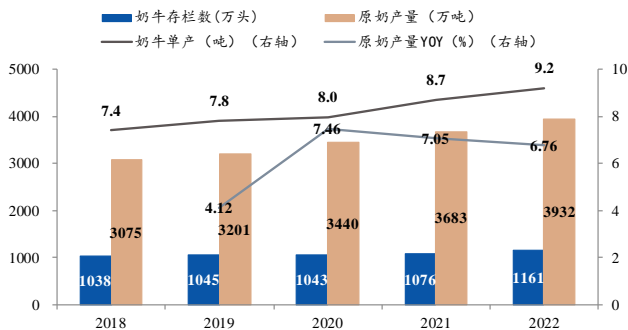
图 10：各主要企业 2023 年营收和近两年毛利率



资料来源：Wind，财信证券（备注：蒙牛乳业的毛利率为综合毛利率）

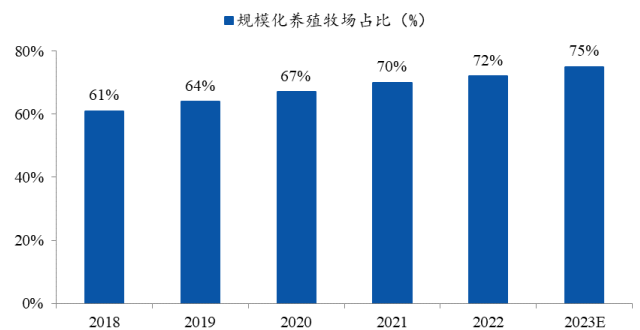
奶牛存栏量稳步小幅上升，奶牛单产逐年提升，带动原奶产量呈大个位数增长。自 2018 年起，得益于国家政策对奶牛良种繁育体系建设的扶持，我国逐步引进荷斯坦牛、娟姗牛及乳肉兼用型品种牛以提升奶源品质。与此同时，规模化养殖水平不断提升，养殖规模在 100 头以上的牧场占比显著提升，大中型牧场的养殖技术和管理水平不断进步，使得奶牛单产水平随之提高。

图 11：全国奶牛存栏量、原奶产量及奶牛单产情况



资料来源：中国奶业年鉴，中国奶业统计资料，财信证券

图 12：规模化养殖牧场（100 头以上）占比



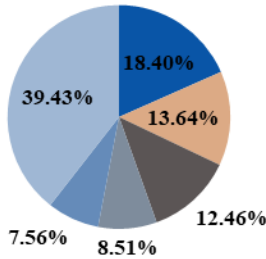
资料来源：中国奶业协会，财信证券

上游养殖行业集中度较低。受奶牛饲养习性、气候条件以及植被分布等多重因素的综合影响，我国牛奶生产区域主要集中在北方，截至 2022 年，国内前五大原奶产区分别

为内蒙古、河北、黑龙江、宁夏和山东，CR5 达 60.57%。因行业特性，奶牛养殖较为分散，尚未孕育出占据市场主导地位的大型企业。截至 2023 年，国内五家规模相对较大的上市牧业公司总产量为 767.92 万吨，在全国总产量中所占比例为 18.30%。

图 13：我国原奶产量各省份占比情况

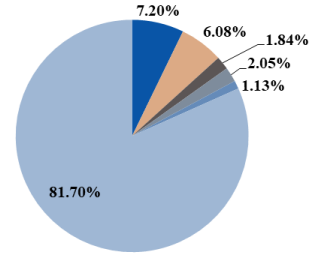
■ 内蒙古 ■ 河北 ■ 黑龙江 ■ 宁夏 ■ 山东 ■ 其余省份合计



资料来源：Wind，财信证券

图 14：五家上市牧业企业产量占比

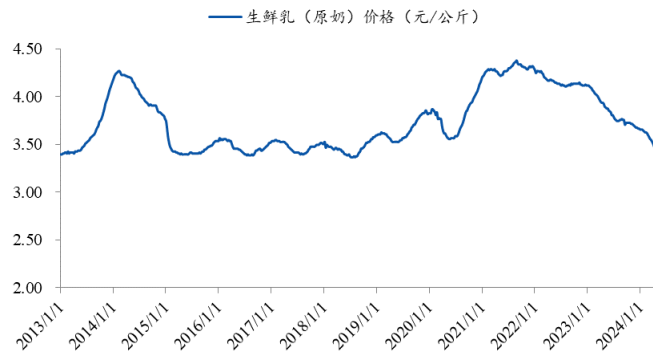
■ 优然牧业 ■ 现代牧业 ■ 中国圣牧 ■ 澳亚集团 ■ 原生态牧业 ■ 其余合计



资料来源：Wind，财信证券

供需两端波动影响原奶价格的周期性波动。上一轮原奶价格大幅波动主要受供给端影响，奶牛疫病导致的供应不足，叠加进口大包粉价格上升，原奶价格快速上升。本轮原奶价格大幅上涨出现在 20 年下半年，因疫情之后居民健康需求快速增长带动，而后市场需求逐渐趋于弱化，供给端的产能却持续稳步增长，从而导致整体供过于求。原奶价格自 22 年年初的 4.2 元/kg 持续下跌至 3.4 元/kg，下跌幅度超 20%，处于十年间的底部区域。

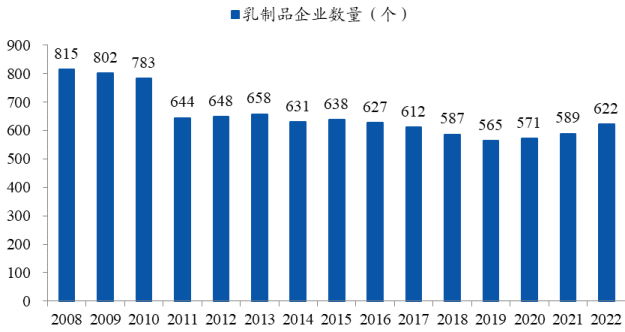
图 15：国内生鲜乳现货价格



资料来源：Wind，财信证券

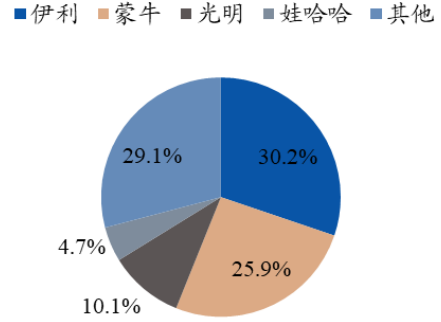
中游乳制品行业监管加严，头部企业寡头垄断。自 2008 年“三聚氰胺”事件以来，中国乳制品行业受到更为严格的监管，行业内落后产能迅速淘汰，乳制品企业数量显著减少。截至 2022 年，中国规模以上乳制品加工企业数量为 622 家。伊利、蒙牛和光明乳业作为行业前三强，地位稳固，CR3 超过 65%。

图 16：我国乳制品企业数量



资料来源：中国奶业年鉴，财信证券

图 17：2023 年乳制品行业竞争格局



资料来源：Euromonitor，财信证券

乳企加快奶源布局，增强对奶源控制力，以应对行业上游养殖的强周期性。近年来，面对奶源自给率较低及质量控制难题，伊利、蒙牛等大型乳企通过并购、自建奶源基地等多种手段，积极推进奶源布局战略，以强化对上游奶源的管控力度，确保原料奶的稳定供应和质量标准。

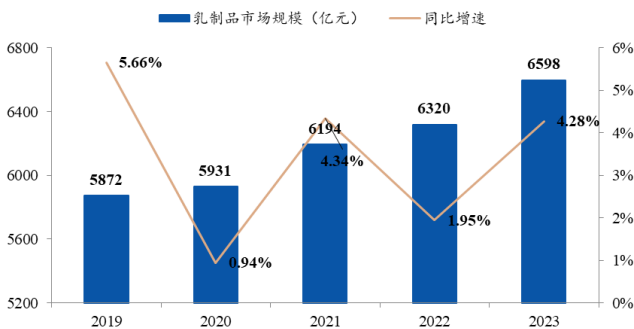
表 2：奶源布局情况

乳企名称	奶源控制情况	奶牛及牧场情况
伊利	直接或通过子公司优然牧业控制多家牧场，包括优然牧业、赛科星、中地乳业，以及新西兰 Westland 合作社。	奶牛存栏约 35 万头，计划在山东投资建设 30 座牧场。
蒙牛	控制现代牧业、富源牧业、中国圣牧，与中鼎牧业和上陵牧业合作。	奶牛存栏约 40 万头。
光明	持有新莱特乳业 51% 股份、荷斯坦牧业 100% 股权，收购江苏辉山乳业及牧业资产。	拥有 30 座自营牧场，奶牛存栏 9 万头。
新乳业	现代牧业第二大股东，计划收购夏进乳业以及福州澳牛 55% 股权。	自有奶源占比将达 40-50%。

资料来源：Wind，财信证券

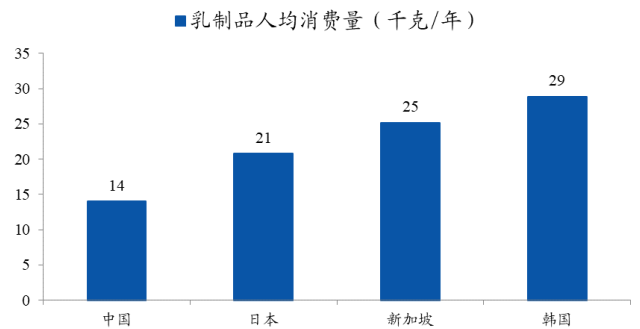
乳制品市场平缓增长，人均消费量仍有空间。2023 年，我国乳制品行业市场规模约 6598 亿，同比增长 4.28%，5 年 CAGR 为 2.96%。乳制品主要受公众营养健康需求增长，以及人口老龄化趋势等多重因素驱动。目前看，我国人均乳制品消费量为 14kg/年，与亚洲其他主要国家相比仍有提高的潜力。

图 18：我国乳制品市场规模



资料来源：Euromonitor，财信证券

图 19：中日韩新人均乳制品消费量



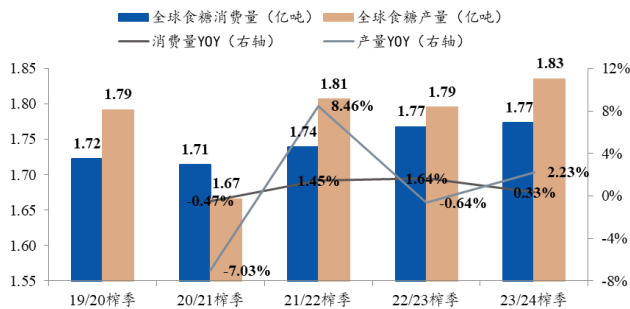
资料来源：Euromonitor，财信证券

2.2 糖业：消费端稳定，生产端有周期性

食糖可依据其制糖原料的不同被划分为甘蔗糖和甜菜糖两大类。两者的化学成分主要为蔗糖，在营养价值上并无显著差异。在制糖工艺中，蔗糖的精炼过程包括清净、提汁、结晶及分蜜等关键步骤，最终产出相对纯度较低的成品糖。相对而言，甜菜糖的生产则需经历清洗、切片等一系列特定的工艺流程，进而加工成高纯度的精制糖。

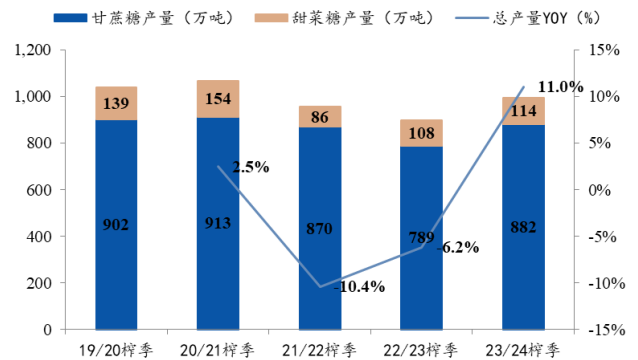
食糖的全球需求相对稳定，但全球生产有周期性。食糖作为全球大宗贸易商品，具有生产国集中、进口国分散的特点。根据美国农业部数据，2023年，全球食糖产量为1.83亿吨，同比增长2.23%，过去五年波动较大。国际主要产糖国为巴西、印度、欧盟、中国、泰国和美国，CR6达到66%。前四大出口国分别是巴西、泰国、澳大利亚和印度，整体贸易量占全球比重超过67%。全球的消费量为1.77亿吨，同比增长0.3%，过去五年维持微增态势。

图 20：全球食糖产量和消费量（单位：亿吨）



资料来源：Wind，财信证券

图 21：我国甘蔗糖与甜菜糖产量情况



资料来源：中国农业信息网，财信证券

我国是重要的食糖生产国和消费国，也是国际上最大的食糖进口国之一，年产量在1000万吨左右，消费量在1500万吨左右，缺口部分通过进口糖补充，国家进行进口配额管理。根据中国农业信息网数据，2022/2023榨季（2022.10-2023.9），我国食糖产量和消费量分别为897万吨和1535万吨，21/22榨季至今减产，而消费量在稳步小幅增长，用于食品加工等行业的工业消费占比约为64%，剩余的为居民和餐饮行业等直接食用领域的食糖民用消费；22/23榨季，进口量为389万吨，较前两年有所下降，过去五年的进口依存度在25-40%区间。分类来看，我国甘蔗制糖与甜菜制糖占比约为9:1，整体产量波动主要受甘蔗糖的影响。

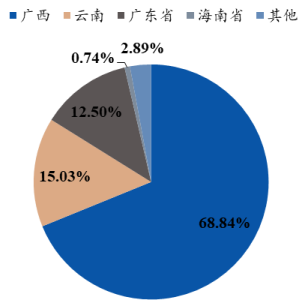
表 3：我国食糖供需情况（单位：万吨）

	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24 (6月估计)
食糖产量	1041	1067	956	897	996
食糖进口量	376	634	533	389	500
食糖出口量	18	13	16	19	14
食糖消费量	1500	1550	1540	1535	1570
供应缺口	(101)	138	(67)	(268)	(88)
进口依存度	25%	41%	35%	25%	32%

资料来源：中国农业信息网，财信证券

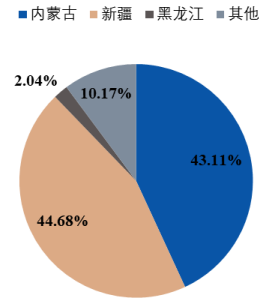
国内食糖生产存在显著的地域性，原料供应与食糖生产高度集中。甘蔗主要集中于气候条件适宜的华南地区，广西是最大甘蔗产区，产量占比近七成。相对而言，甜菜作为一种耐寒性较强的作物，其主要种植区域为气候较为凉爽的内蒙古和新疆，两地的产量合计占比近九成。

图 22：2022 年我国甘蔗产量占比



资料来源：Wind，财信证券

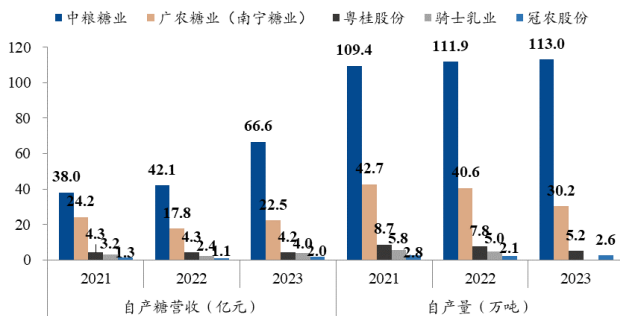
图 23：2022 年我国甜菜产量占比



资料来源：Wind，财信证券

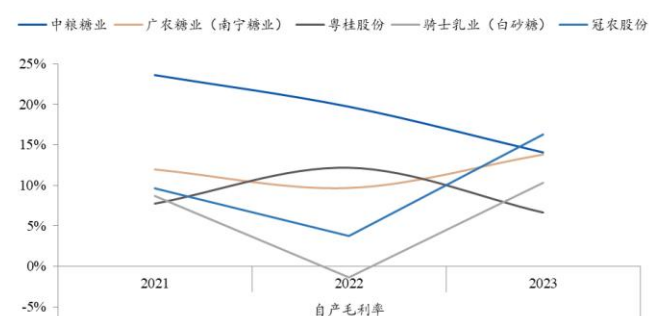
生产端集中度较低，以国企为主，贸易端相对集中。受糖价波动影响，盈利能力波动较大。从上市糖企来看，自产糖规模均较小。行业绝对龙头中粮糖业下属有 13 家甘蔗、甜菜制糖企业，年产量达到 113 万吨，占全国产量的比例约为 7%。公司食糖总经营量约 456 万吨（含贸易糖），占国内消费量的 1/3 左右。各家糖企的自产糖的毛利率波动较大，主要受成本端（天气气候等影响产量）和销售端（糖价）两端共同影响。

图 24：主要糖业公司自产糖营收和产量情况



资料来源：Wind，财信证券

图 25：主要糖业公司自产糖毛利率情况

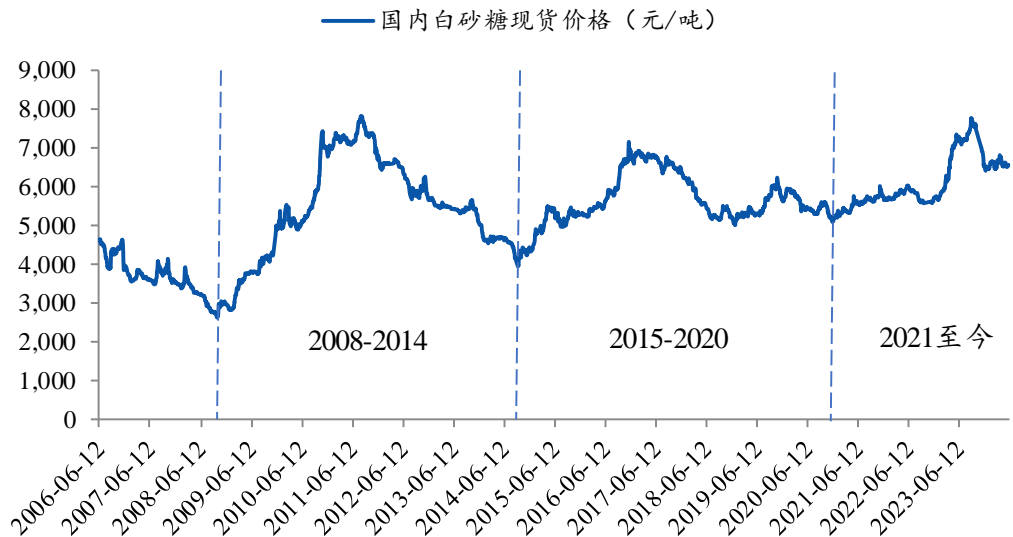


资料来源：Wind，财信证券

历史国内糖价因生产周期性呈现六年一次的周期性波动。食糖生产的主要原材料甘蔗为宿根性作物，在种植后的 2 至 3 年内，其产量将逐渐达到峰值，随后开始步入衰退期。一般而言，至第 5 至 6 年时，甘蔗的产量将出现较显著的下降。除此之外，食糖的价格还受到气候与天气条件、糖料作物播种面积、能源价格、国际供需关系等多重因素影响。

最近一轮糖价的波动主要受以下因素影响：1) 21/22 和 22/23 榨季，国内食糖产量受天气因素及农户收益等多重因素影响，产量出现明显下滑，各家糖企的生产成本提升，但食糖消费量呈现稳步小幅上升态势，导致供需缺口扩大，推高糖价；2) 22/23 榨季，国际主要产糖国受气候条件影响减产，总体生产增长放缓，加剧食糖市场的供应紧张状况。来到 23/24 榨季，随着国内食糖产量恢复性增长到接近 1000 万吨，供需缺口缩小，白砂糖现货价格已经出现明显下跌，较高点价格回落 15%，但仍高于本轮起点 25% 左右。

图 26：2006 年以来我国白砂糖现货价格走势



资料来源：Wind，财信证券

3 公司分析

3.1 竞争力分析

3.1.1 背靠资源属地，引入资本带来规模化有序扩张

公司背靠天然资源属地，为公司发展奠定良好的基础，而农牧业行业分散，公司依靠成熟的管理经验和资本扶持有望持续做大做强。公司位于我国黄金奶源带及甜菜种植优势地区内蒙古自治区，旗下种植、养殖基地拥有良好的气候、牧草等资源，能生产出质量优秀的原料奶、牧草、玉米、甜菜，具备天然的地域资源优势。内蒙古大草原是国家重要的畜牧业生产基地，居全国五大草原之首，肥美的草原，孕育出丰富的畜种资源。此外，内蒙古为国内主要甜菜糖料产区、最大的甜菜糖生产区。行业特有分散属性，标准化规模化为行业难点，公司经过多年现代化科学运营管理，奠定规模化扩张的基础。而持续引入资本，也给公司带来了有序的扩张。本次北交所上市再次募资，为公司再次

扩张提供动能。

3.1.2 深度绑定大客户，可持续稳健成长

公司深度绑定大客户，建立长期稳定合作关系，有利于公司长期可持续成长。公司第一大客户为蒙牛，主要为其提供生鲜乳，用于蒙牛高端有机液态奶的生产。过去几年，公司对蒙牛的销售金额持续增长，2023年，公司对蒙牛的销售金额超过5亿，占当年营业收入的比例超40%，其中，生鲜乳销售占比在八成左右，糖业占比约一到二成，乳业占比较小。公司的第二大客户为杭实善成，为大宗商品贸易商，也是糖业板块种子企业敕勒川糖业的股东之一（持股比例为6.6%），2023年，公司对杭实善成的销售金额为2.16亿，占当年营业收入的17%，占糖业收入的比例为47.62%，其中，2022年比例显著降低主要源于当年公司白砂糖产量下降，白砂糖收入下滑25%。

表 4：蒙牛销售情况

时间	2020	2021	2022	2023
销售金额（万元）	23,721	31,916	41,956	50,804
YOY	41.64%	34.55%	31.46%	21.09%
销售收入占比	33.53%	36.42%	44.27%	40.44%
其中：生鲜乳销售	18410	24772	34380	
占比	77.61%	77.61%	81.94%	
其中：乳业销售	848	0	398	
占比	3.57%	0.00%	0.95%	
其中：糖业销售	4464	7145	7178	
占比	18.82%	22.39%	17.11%	

资料来源：Wind，财信证券

表 5：杭实善成销售情况

时间	2020	2021	2022	2023
销售金额（万元）	11,193	16,676	8,249	21,618
YOY	5.54%	48.98%	-50.53%	162.08%
占糖业收入比例	36.94%	44.35%	27.87%	47.62%

资料来源：Wind，财信证券

3.1.3 全产业链布局+循环经济，运营效率提升

公司在乳业和糖业两大产业链均实现了全产业链布局，且公司独具农、牧、乳、糖四大产业协同循环经济布局，提升运营效率，也使得公司具备较强的抗风险能力。公司通过垂直整合策略，构建了涵盖农业种植、牧业养殖、乳制品加工与销售以及糖类产品生产的全产业链。公司实现了农牧协同、牧乳协同、农牧乳糖协同，而此循环经济模式优化了资源配置，加强了各业务板块间的协同效应，显著提升了整体运营效率。

3.2 募投项目分析

公司北交所上市计划募集资金2.61亿元，实际募集资金2.38亿元，募集资金用于新建奶牛养殖项目，极大提升公司产能。募投项目由子公司骑士库布齐牧业负责实施，计

划在鄂尔多斯市达拉特旗昭君镇建设一个现代化的大型牧场，新增养殖约 3500 头荷斯坦泌乳牛，预计年产鲜奶 4 万吨（较 2022 年底现有产能提升约 50%），年销售收入可达 2.13 亿元。截至 2023 年年底，已使用约 90% 募集资金，新增年产能约 1.2 万吨（同比提升 15%）。

表 6：募集资金运用

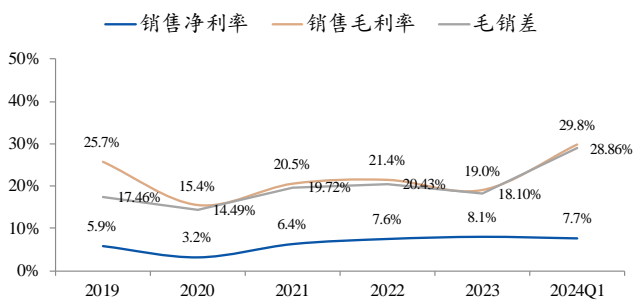
	具体情况
募集资金金额	计划募集资金 2.61 亿元，实际募得资金 2.38 亿元
建设项目	奶牛养殖项目
实施主体和地点	鄂尔多斯骑士库布齐牧业；
新增产能	购置养殖荷斯坦泌乳牛 3500 头，新增鲜奶年产能 4 万吨，预计新增收入 2.13 亿元
现有产能	22 年底养殖奶牛 1.7+ 万头，成母牛 9000 头，日产鲜奶 260 吨（按 300 天产奶期计算，年产能 7.8 万吨）
项目投资概算	投资额 4.05 亿：建筑工程费 1.64 亿，工厂建设及其他费用 1.26 亿，设备及软件购置费 0.96 亿，安装工程费 0.05 亿，预备费 0.14 亿
项目建设期	3 年
项目盈利能力	FIRR 为 11.45%；FNPV 为 2643 万；项目投资回收期 8.83 年
项目实施进展	截至 23 年底，已使用 2.15 亿（占募投资金的 90%），期末养殖奶牛 2.2+ 万头，成母牛近万头，日产鲜奶 300 吨左右

资料来源：Wind，财信证券

3.3 盈利能力分析

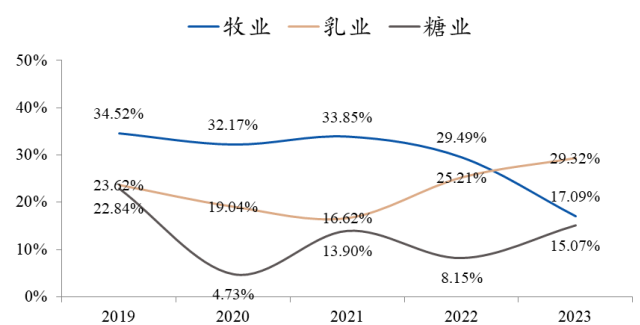
公司毛利率波动较大，受主要产品的市场价格波动以及 2020 年开始运输费用前置影响。公司牧业和乳业板块产品毛利率的波动较大程度上受制于生鲜乳市场价格的波动，呈现出基本反向的相关性，2022-2023 年，生鲜乳价格的下降导致公司牧业板块毛利率显著降低，而采购成本降低则带动乳业板块毛利率提升。糖业板块则受白砂糖价格波动和运输费用前置影响，新一轮周期自 2021 年开始启动，2022 年糖价下跌，2023 年上涨，从而影响到公司糖业的毛利率先降后升。

图 27：公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，财信证券

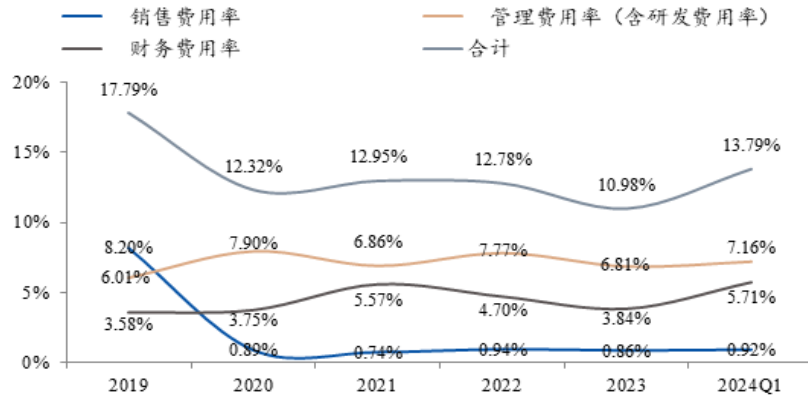
图 28：公司各板块毛利率变化情况



资料来源：Wind，财信证券

公司费用率稳中有降。因产品结构变化和运输费用前置调整等原因，销售费用在 2020 年显著下降后维持在较低水平，管理费用率（含研发费用）稳中有降。2023 年，公司的销售费用率/管理费用率（含研发费用）/财务费用率分别为 0.86%/6.81%/3.84%。

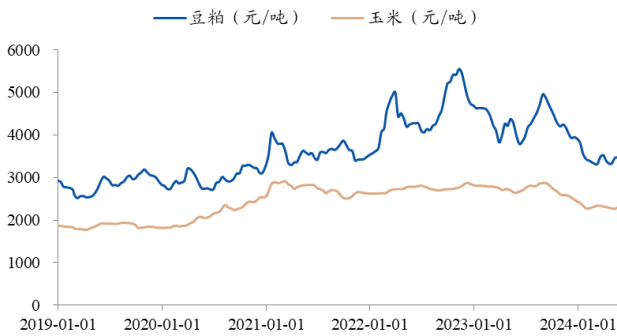
图 29：公司费用率情况



资料来源：Wind，财信证券

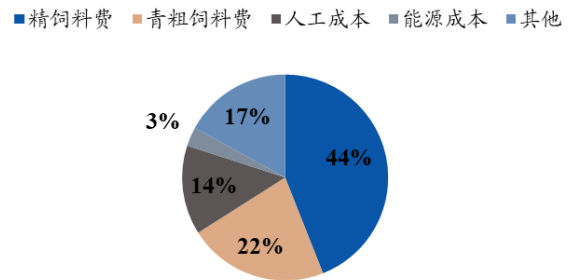
上游饲料价格高位回落，短期缓解牧业业务成本压力。奶牛养殖成本结构中，饲料成本占比超过 60%。豆粕和玉米作为奶牛饲料的主要原料，占饲料比重超过 80%。玉米和豆粕的价格自 2023 年 9 月开始呈高位回落趋势，其中，豆粕价格较高点下降幅度超过 30%，玉米价格较去年高点下降约 18%。饲料成本的下降有望大幅减轻牧业业务的养殖成本压力，盈利能力恶化趋势有所缓解。

图 30：豆粕、玉米价格情况



资料来源：Wind，财信证券

图 31：奶牛饲养成本情况



资料来源：华经产业研究院，财信证券

原奶价格持续低位，乳业业务盈利能力有望继续上行。酸奶业务中，直接材料成本即原奶占比超过 80%，原奶价格近年来持续下行，带动成本端下行，但收入端维持相对稳定状态，2023 年该业务毛利率提升 5.85pct 至 26.32%，展望后续，根据今年原奶价格情况判断，盈利能力有望继续提升。简单测算其弹性，假设吨收入不变的情况下，成本端原奶成本下降 10%，毛利率有望提升 8-9%。代加工奶粉业务，因为来料加工业务模式，主要采取收取加工费的方式进行，故原奶价格波动对其盈利能力影响不大。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

主要业务的收入和毛利率预测及预测依据如下：

- 1) **生鲜乳业务**：2023 年，公司成年母牛数量近万头；按照公司募投项目规划，3 年逐步完成新产能扩建，产能较 2022 年提升 50%，即达到约 1.35 万头成年母牛。叠加成年母牛单产逐年提升，带动生鲜乳收入增长。毛利率方面，饲料成本占比较高，近年玉米和豆粕价格持续下降，预计有望带动成本下降；但因生鲜乳供给仍处于供过于求的状态，销售价格预计两年内继续承压，共同作用维持毛利率窄幅波动上行。
- 2) **白砂糖业务**：根据公司年报披露的 2024 年经营规划，公司将在努力保有 2023 年甜菜种植面积的基础上，大力发展订单，精细化管理，划种植小单元，提高单产、增加制糖原料总量，确保制糖项目原料供应，制糖项目工厂计划于 2024 年底努力实现公司制糖项目产量突破，使得公司产值、利润较大幅增长。预计工厂产能利用率有望持续提升，将从 2023 年的 70% 逐年提升至满产状态，从而带动收入端的增长。毛利率方面，结合白砂糖现货和期货价格，预计 2024 年和 2025 年价格将小幅下降，成本方面预计随着产能利用率提升带来单位折旧摊销成本下降从而稳中略降，毛利率稳中有升。
- 3) **代加工奶粉**：根据公司投资者交流信息，2023 年公司奶粉二期车间正式投产，公司乳业板块原有奶粉车间日处理鲜奶能力 420 吨，奶粉二期新增大包粉生鲜线一条，日处理鲜奶能力 500 吨，相当于产能提升一倍以上，预计将带动板块未来三年收入大幅提升。代加工奶粉业务以加工费确认收入，预计未来微幅上涨，预计成本端也微幅上涨，预计毛利率相对稳定。
- 4) **酸奶业务**：2023 年公司可日处理牛奶约 1000 吨，产能充裕，预计未来三年销量稳定增长。毛利率方面，主要原材料（公司以外购为主）生鲜乳的价格下行带动毛利率先升后降。
- 5) **其他业务**：收入占比较小，按照公司历史经营情况进行预测。
- 6) **费用率**：预计随着公司销售规模的扩大，费用率呈现稳中略降的态势。

综上所述，预计公司 2024-2026 年收入分别为 14.36/16.32/18.74 亿元，同比增长 14.30%/13.63%/14.84%；2024-2026 年归母净利润分别为 1.07/1.17/1.52 亿元，同比增长 13.87%/9.76%/29.33%。

4.2 投资建议

我们按照公司业务构成选取相应的企业进行估值对比分析。牧业，选取有机生鲜乳业务占比较高的现代牧业、优然牧业 2 家企业；乳业，选取光明乳业、天润乳业 2 家乳制品企业；糖业，选取中粮糖业。2024-2026 年 EPS 分别为 0.51/0.56/0.73 元，当前股价对应的 PE 分别为 8.6/7.9/6.1 倍。可比公司 2024 年预测 PE 均值为 12.7 倍，考虑到公司主要业务当前处于行业周期下行阶段，需静待行业景气度回升，且公司作为北交所上市公司，存在一定的流动性估值折价，但公司业务量持续扩张，业绩弹性较大，我们给予公司 2024 年 8-10 倍 PE，对应的目标价为 4.09-5.11 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 7：可比公司估值分析

代码	公司名称	市值 (亿元)	PE (TTM)	2024PE	2025PE	2026PE
1117.HK	现代牧业	50.6	28	13.3	9.0	6.7
9858.HK	优然牧业	41.2	-4	5.7	3.8	3.0
600597.SH	光明乳业	107.9	12	18.3	16.8	16.3
600419.SH	天润乳业	25.8	28	15.8	12.7	10.4
600737.SH	中粮糖业	209.8	9	10.7	8.9	6.0
	均值		14.7	12.7	10.2	8.5
832786.BJ	骑士乳业	9.3	10	8.6	7.9	6.1

资料来源：Wind，财信证券（备注：除骑士外其余公司的盈利预测均采用WIND一致预期）

5 风险提示

产品价格大幅波动风险；产能投放不及预期；食品安全问题等。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	947.75	1256.27	1435.86	1631.62	1873.80	营业收入	947.75	1256.27	1435.86	1631.62	1873.80
减: 营业成本	745.23	1018.05	1151.86	1311.30	1483.18	增长率(%)	8.14%	32.55%	14.30%	13.63%	14.84%
营业税金及附加	4.96	5.82	7.79	8.86	10.17	归属母公司股东净利润	71.62	93.85	106.87	117.29	151.70
营业费用	8.90	10.78	12.13	13.71	15.93	增长率(%)	28.53%	31.03%	13.87%	9.76%	29.33%
管理费用	67.65	78.87	94.77	106.06	121.80	每股收益(EPS)	0.34	0.45	0.51	0.56	0.73
研发费用	5.96	6.71	7.18	7.83	8.43	每股股利(DPS)	0.15	0.20	0.20	0.22	0.29
财务费用	44.58	48.25	57.43	65.26	74.95	每股经营现金流	1.04	1.09	1.34	1.34	1.91
减值损失	-1.19	3.90	3.90	3.90	3.90	销售毛利率	21.37%	18.96%	19.78%	19.63%	20.85%
加: 投资收益	1.06	2.61	0.00	0.00	0.00	销售净利率	7.56%	8.07%	8.14%	7.92%	8.84%
公允价值变动损益	2.27	0.54	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	14.47%	11.54%	12.18%	12.38%	14.61%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	12.24%	9.92%	9.76%	9.87%	11.67%
营业利润	75.00	87.06	104.69	118.60	159.34	市盈率(P/E)	12.90	9.85	8.65	7.88	6.09
加: 其他非经营损益	0.95	26.39	30.00	30.00	30.00	市净率(P/B)	1.87	1.14	1.05	0.98	0.89
利润总额	75.95	113.45	134.69	148.60	189.34	股息率(分红/股价)	3.39%	4.52%	4.63%	5.08%	6.57%
减: 所得税	4.32	12.08	13.93	15.41	19.75	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	71.62	101.36	120.76	133.19	169.59	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	7.51	10.00	12.00	14.00	毛利率	21.37%	18.96%	19.78%	19.63%	20.85%
归属母公司股东净利润	71.62	93.85	106.87	117.29	151.70	三费/销售收入	8.71%	7.67%	7.95%	7.82%	7.80%
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	12.72%	12.87%	13.11%	12.87%	13.90%
货币资金	194.62	430.97	430.76	489.49	562.14	EBITDA/销售收入	20.32%	20.38%	20.73%	21.01%	22.23%
交易性金融资产	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00	销售净利率	7.56%	8.07%	8.14%	7.92%	8.84%
应收和预付款项	68.80	61.71	80.52	81.15	104.06	资产获利率					
其他应收款(合计)	2.51	0.89	3.44	1.48	4.17	ROE	14.47%	11.54%	12.18%	12.38%	14.61%
存货	303.38	301.17	357.04	414.31	458.14	ROA	6.47%	7.30%	7.46%	7.55%	8.60%
其他流动资产	20.29	4.41	10.00	10.00	10.00	ROIC	12.24%	9.92%	9.76%	9.87%	11.67%
长期股权投资	0.00	0.20	0.20	0.20	0.20	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	69.83%	58.60%	56.17%	55.08%	51.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	65.10%	65.42%	64.51%	63.44%	58.75%
固定资产和在建工程	1036.52	1170.21	1371.79	1506.70	1614.95	带息债务/总负债	49.97%	45.15%	44.94%	45.09%	38.39%
无形资产和开发支出	41.75	41.79	40.11	38.43	36.74	流动比率	60.70%	89.04%	83.21%	86.80%	98.71%
其他非流动资产	198.56	205.13	200.00	200.00	200.00	速动比率	27.23%	54.96%	48.44%	49.78%	57.97%
资产总计	1863.92	2215.43	2409.07	2605.47	2739.03	股利支付率	43.78%	44.55%	40.00%	40.00%	40.00%
短期借款	534.84	483.05	533.93	587.54	495.92	收益留存率	56.22%	55.45%	60.00%	60.00%	60.00%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	428.02	405.86	511.58	546.72	638.27	总资产周转率	0.51	0.57	0.57	0.59	0.62
长期借款	115.56	103.15	103.15	103.15	103.15	固定资产周转率	0.97	1.09	1.09	1.12	1.19
其他负债	757.94	789.23	803.03	881.92	818.91	应收账款周转率	16.58	24.43	22.63	24.32	22.63
负债合计	1301.52	1298.25	1417.77	1531.80	1560.34	存货周转率	3.24	2.46	3.38	3.23	3.16
股本	156.78	209.05	209.05	209.05	209.05	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	57.58	229.63	229.63	229.63	229.63	EBIT	120.53	161.69	188.23	209.97	260.40
留存收益	280.45	374.30	438.42	508.80	599.82	EBITDA	192.59	256.01	297.66	342.73	416.49
归属母公司股东权益	494.81	812.99	877.11	947.48	1038.50	NOPLAT	110.50	120.35	141.38	160.80	205.86
少数股东权益	67.59	104.19	114.19	126.19	140.19	归母净利润	71.62	93.85	106.87	117.29	151.70
股东权益合计	562.41	917.18	991.30	1073.67	1178.69	EPS	0.34	0.45	0.51	0.56	0.73
负债和股东权益合计	1863.92	2215.43	2409.07	2605.47	2739.03	BPS	2.37	3.89	4.20	4.53	4.97
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	12.90	9.85	8.65	7.88	6.09
经营性现金净流量	218.28	227.69	279.53	280.64	399.65	PEG	0.72	0.57	0.57	0.74	0.22
投资性现金净流量	-254.57	-255.74	-289.02	-230.00	-178.68	PB	1.87	1.14	1.05	0.98	0.89
筹资性现金净流量	87.76	267.78	9.28	8.08	-148.33	PS	0.97	0.74	0.64	0.57	0.49
现金流量净额	51.46	239.73	-0.21	58.73	72.65	PCF	4.23	4.06	3.31	3.29	2.31

资料来源: Wind, 财信证券,

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438