



深耕农牧业，营业收入稳定增长

——骑士乳业首次覆盖报告

2024年08月05日

核心观点

- 布局农、牧、乳、糖四大板块：**内蒙古骑士乳业集团股份有限公司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。业务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。公司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。
- 牧场满产，生鲜乳产量提升带动营业收入增长：**公司主营业务为牧草、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，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。公司加大力度养殖奶牛，生鲜乳销售量随奶牛数量同步增长。2023年公司实现营业收入12.56亿元，同比增长32.55%。
- 毛利保持稳定，现金流有所改善：**公司在2021-2023年的销售毛利率分别为20.46%、21.37%和18.96%；销售净利率分别为6.36%、7.56%和8.07%。2024年第一季度，公司毛利率为29.78%，同比增加8.47个百分点；净利率为7.70%，同比减少0.5个百分点。2023年总体毛利率有所下降系市场价格较2022年同期略有下降所致。
- 一体化程度高，市场集中度进一步提升：**乳制品行业涵盖饲草种植、奶牛养殖、乳制品加工与销售等多个环节，未来将朝着一、二、三产融合的发展模式迈进。为实现这一目标，公司致力于全产业链建设，大力发展现代农业和奶牛养殖，通过引进先进设施和技术，提高农业质量和规模效益，实现农业现代化和可持续发展。
- 投资建议：**公司未来将借力资本市场完成制糖项目规模扩大以及完善农、牧、乳、糖全产业链建设，届时有望实现产业规模的大幅扩张和结构的进一步优化。预计公司2024-2026年营收分别为14.94亿元、17.25亿元、18.95亿元，同比分别增长18.92%、15.49%、9.82%，归母净利润分别为1.07亿元、1.16亿元、1.32亿元，同比分别为13.96%、8.16%、14.15%，EPS分别为0.51元/股、0.55元/股、0.63元/股，对应当前股价的PE分别为8.52倍、7.88倍、6.90倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**宏观经济环境的风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争加剧的风险。

骑士乳业 (832786.BJ)

推荐 首次评级

分析师

范想想

☎: 010-8092-7663

✉: fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518090002

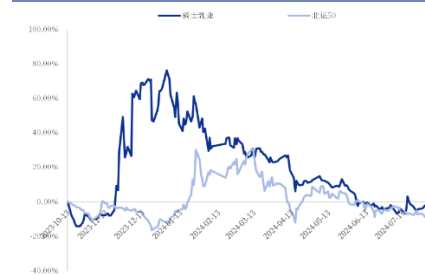
市场数据

2024-08-05

股票代码	832786.BJ
A股收盘价(元)	4.36
上证指数	2860.70
总股本(万股)	20905.30
实际流通A股(万股)	9555.37
流通A股市值(亿元)	4.23

相对北证50表现图

2024-08-05



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河北交所】2024年展望: 政策助力北交所加快发展, 市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024 中期策略_新质生产力赋能北证, 关注央企投资价值

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1256.27	1493.97	1725.44	1894.84
同比(%)	32.55	18.92	15.49	9.82
归母净利润(百万元)	93.85	106.95	115.69	132.06
同比(%)	31.03	13.96	8.16	14.15
摊薄EPS(元)	0.45	0.51	0.55	0.63
PE	9.71	8.52	7.88	6.90

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 内蒙古农牧业龙头，业务涵盖产业链上下游	4
(一) 内蒙古农牧业龙头，业务涵盖产业链上下游	4
(二) 布局农、牧、乳、糖四大板块	4
二、 现金流逐年改善，营业收入稳定增长	5
(一) 牧场满产，生鲜乳产量提升带动营业收入增长	5
(二) 毛利率保持稳定，现金流有所改善	5
三、 全产业链融合，市场集中度进一步提升	7
(一) 一体化程度高，市场集中度进一步提升	7
(二) 全产业链融合，推动乳制品行业可持续发展	7
四、 盈利预测和投资评级	8
五、 风险提示	9

一、内蒙古农牧业龙头，业务涵盖产业链上下游

（一）内蒙古农牧业龙头，业务涵盖产业链上下游

内蒙古骑士乳业集团股份有限公司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。业务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。公司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。

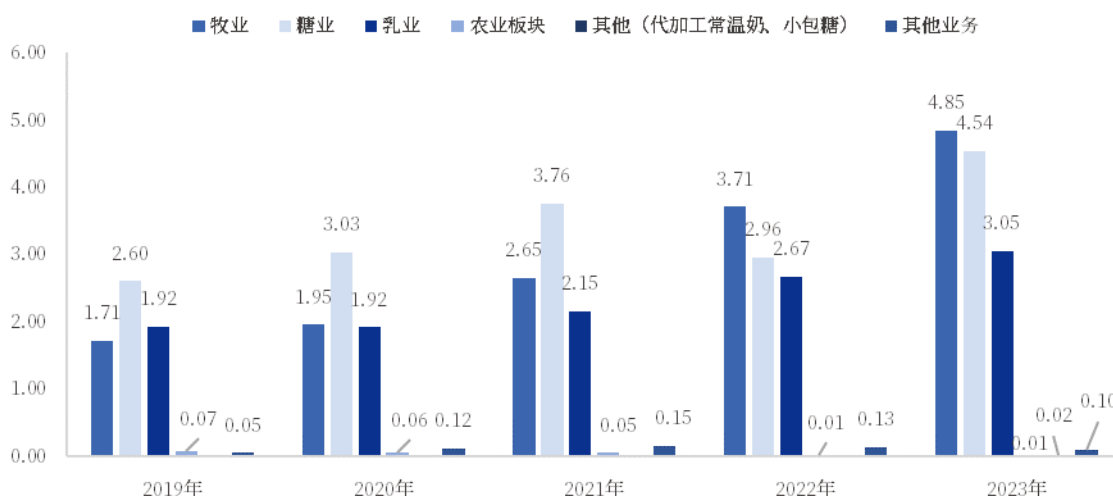
2023年是内蒙古骑士乳业集团股份有限公司农、牧、乳、糖全产业链模式成型后的第6个年头，各产业链间的衔接已日渐成熟，2023年共出产甜菜净菜约46万吨，制糖工厂产出约为满产的70%。公司现在有大型集约化、现代化、标准化奶牛养殖基地（场）5座（1座在建），截止2023年末，养殖奶牛22000余头，其中成母牛近万头，日产鲜奶300吨左右。乳制品工厂拥有奶粉、酸奶、巴氏奶、乳饮等生产线十几条，可日处理鲜奶1000吨。现代化制糖工厂可日处理甜菜5000吨，可年产10万吨白砂糖。

（二）布局农、牧、乳、糖四大板块

公司主营业务为牧草、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，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。

公司主营业务按照板块分为牧业板块、乳业板块、糖业板块和农业板块。分别来看，2023年公司购入进口奶牛近3000头，2022年购入的奶牛进入产犊、泌乳期，公司旗下牧场相继投入运营，达到满产，公司生鲜乳产量提升，生鲜乳销售量随奶牛数量增长而增加，市场价格较上年同期略有下降，总体毛利率下降，2023年牧业板块实现营业收入4.85亿元，占比38.57%，同比增长30.66%；2023年公司加工业务与常温奶业务量增加，乳业板块实现营业收入3.05亿元，占比24.26%，同比增长14.09%；2023年公司制糖工厂原料增加，工厂产品产量较上年上涨，糖业板块实现营业收入4.54亿元，占比36.17%，同比增长53.75%；农业板块中，公司采取精细化管理、大力发展订单，种植甜菜土地面积和单产都较去年上升，2023年共计收入甜菜净菜总产量约46万吨，实现营收0.01亿元，占比0.78%，同比增长5.11%。

图1：2019-2023年公司主要产品和服务营业收入（单位：亿元）



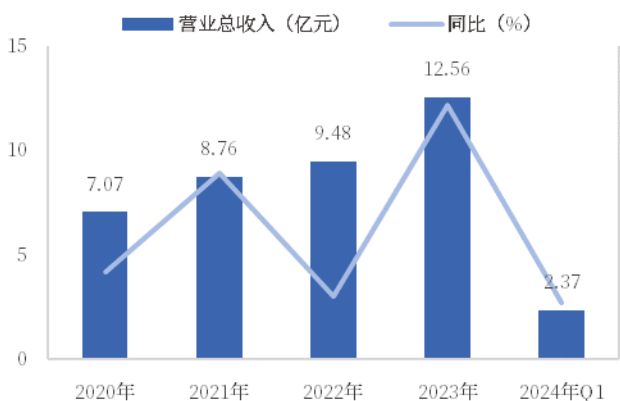
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、现金流逐年改善，营业收入稳定增长

(一) 牧场满产，生鲜乳产量提升带动营业收入增长

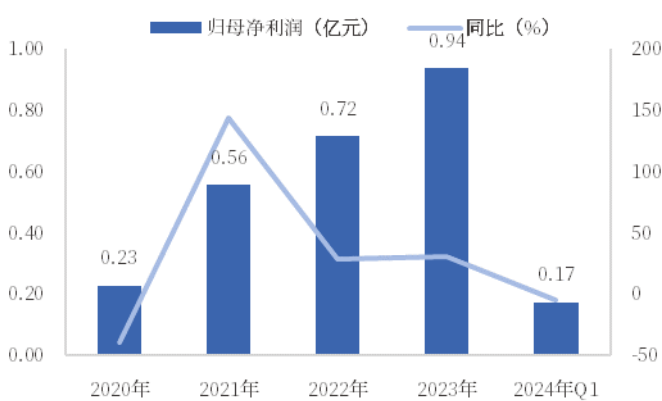
公司加大力度养殖奶牛，生鲜乳销售量随奶牛数量同步增长。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 8.76 亿元/9.48 亿元/12.56 亿元，YOY 依次为 23.88%/8.14%/32.55%，三年营业收入的年复合增速 21.11%；2021-2023 年实现归母净利润 0.56 亿元/0.72 亿元/0.94 亿元，YOY 依次为 143.55%/28.53%/31.03%，三年归母净利润的年复合增速 59.88%。最新报告期，2024Q1 公司实现营业收入 2.37 亿元，同比增长 7.23%；实现归母净利润 0.17 亿元，同比减少 4.18%。

图2：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图3：公司归母净利润及增速变化

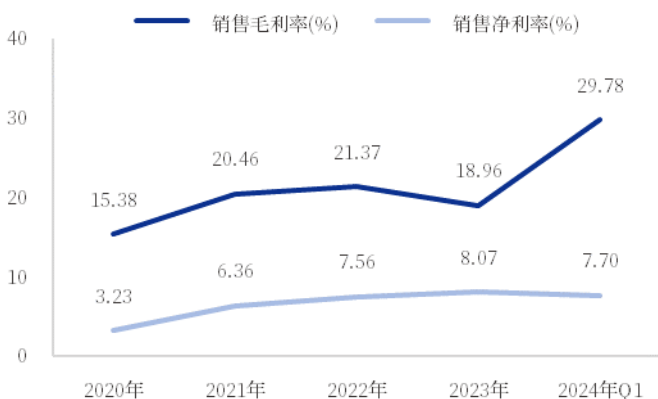


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 毛利率保持稳定，现金流有所改善

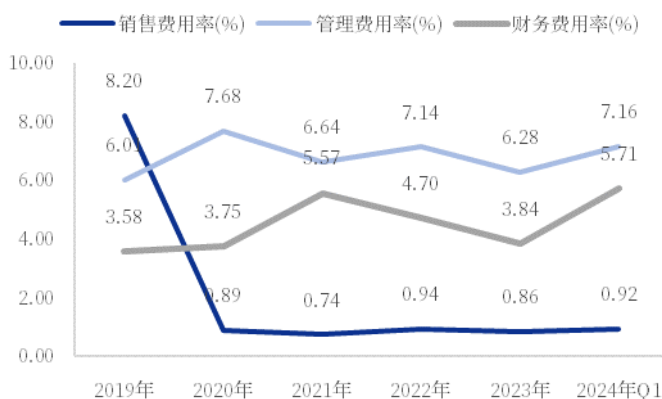
公司在 2021-2023 年的销售毛利率分别为 20.46%、21.37%和 18.96%；销售净利率分别为 6.36%、7.56%和 8.07%。2024 年第一季度，公司毛利率为 29.78%，同比增加 8.47 个百分点；净利率为 7.70%，同比减少 0.5 个百分点。2023 年总体毛利率有所下降系市场价格较 2022 年同期略有下降所致。

图4：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：公司近年费用率情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

公司现金流情况近年来有所改善。2019 年度、2020 年度、2021 年度、2022 年度、2023 年度公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.9 亿元、0.63 亿元、1.76 亿元、2.18 亿元、2.28 亿元。2023 年经营活动现金流量净额较 2022 年同期多流入 941.31 万元。2024 年 Q1 经营活动现金净流入-0.81 亿元，较 2022Q1 多流出 0.83 亿元，原因系主要是应收账款增加代加工费用未收回与本期购买原材料、支付土地租赁款项增加所致。

三、全产业链融合，市场集中度进一步提升

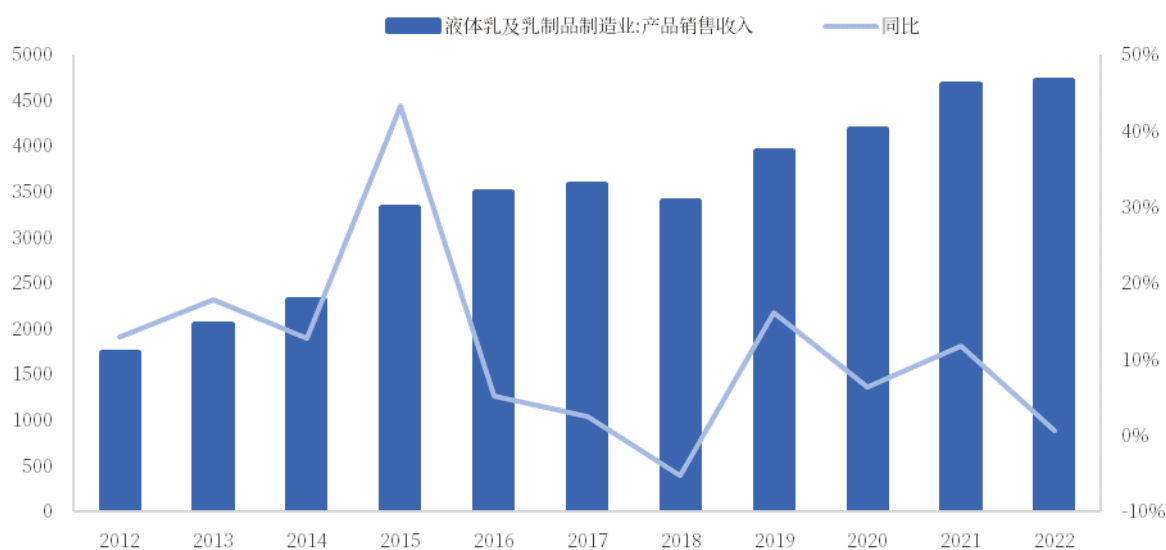
（一）一体化程度高，市场集中度进一步提升

乳制品制造的产业链较长，涵盖饲草饲料、奶牛养殖、乳制品加工和终端销售等多个环节，各环节之间联系紧密，要求高度一体化。随着国家对乳制品加工业市场准入的严格限制以及对现有乳制品加工企业的整顿，我国乳品行业的市场集中度有所提高，市场份额逐渐向品牌知名度高、实力强、规模效益显著的大企业转移。大型乳品企业通过资产重组、兼并收购等方式，扩大规模，强化对奶源和销售渠道的控制，这一趋势在未来将更加明显，全国市场份额将高度集中于一线品牌，区域市场份额集中于区域强势品牌。

与此同时，缺乏产品和渠道竞争优势的中小企业面临被淘汰的风险。从人均乳制品消费量来看，我国与印度、美国和欧洲等乳制品消费大国存在巨大差距，即使与饮食习惯相近的日本和韩国相比，我国的人均消费量也仅为其一半左右；而巴西、南非和墨西哥等发展中国家的人均消费量则是我国的3倍左右。这表明我国乳制品市场尚未饱和，未来发展空间巨大，尤其是在农村市场，农村人均乳制品消费量不到城镇的一半。随着收入倍增计划的实施，农村人均乳制品消费量有望显著提升。

2012年至2022年，我国液体乳及乳制品制造业的产品销售收入稳步提升，从1744亿元的整体规模提升至2022年的4717亿元规模，虽然同比增速有所下滑，但整体规模依然较大。从人均乳制品消费量来看，我国人均消费量仍有较大的提升空间，未来乳业行业整体有较大增长空间。

图6：2012-2022 我国液体乳及乳制品制造业:产品销售收入（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

（二）全产业链融合，推动乳制品行业可持续发展

乳制品行业涵盖饲草种植、奶牛养殖、乳制品加工与销售等多个环节，未来将朝着一、二、三产融合的发展模式迈进。为实现这一目标，公司致力于全产业链建设。首先，大力发展现代农业和奶牛养殖，通过引进先进设施和技术，提高农业质量和规模效益，实现农业现代化和可持续发展。其次，作为公司产业链的核心，乳业不断提升产品品质，开发多样化乳制品，扩大市场销售，并通过严格的质量管理体系保障产品质量。最后，制糖项目通过科学轮作和现代化农业设施的引进，保障了糖业原料供应，提高生产效率，同时副产品用于养殖业，增加奶牛的适口性，形成农牧协同发展的有机循环。

四、盈利预测和投资评级

公司主营业务涉及农、牧、乳、糖等领域及产业链，经过 10 余年的规划和建设，全产业链不断转型升级。未来 3-5 年公司将借力资本市场完成制糖项目规模扩大以及完善农、牧、乳、糖全产业链建设；届时有望实现产业规模的大幅扩张和结构的进一步优化。

1) 牧业板块：牧业板块主要收入来源于为有机生鲜乳，其主要客户为蒙牛乳业，2021-2023 年公司有机生鲜乳收入金额分别为 25,003.85 万元、33,992.07 万元、45,750.70 万元，实现了持续稳定增长，主要是由于公司牧业板块规模扩大，成母牛存栏数量增长。我们预测 2024-2026 年牧业板块的营业收入分别为 5.86 亿元、6.92 亿元、7.82 亿元，增长率分别为 21.00%、18.00%、13.00%。

2) 乳业板块：公司乳业板块收入主要来源于低温酸奶、奶粉、代加工奶粉、巴氏奶、常温灭菌乳、含乳饮料等产品和业务，其中低温酸奶是公司乳业板块的主打产品。我们预测 2024-2026 年乳业板块的营业收入分别为 3.53 亿元、4.02 亿元、4.50 亿元，增长率分别为 15.00%、14.00%、12.00%。

3) 糖业板块：我们预测 2024-2026 年糖业板块的营业收入分别为 5.45 亿元、6.22 亿元、6.53 亿元，增长率分别为 20.00%、14.00%、5.00%。

表1：分业务预测（百万元）

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
牧业板块	营业收入	484.51	586.26	691.79	781.72
	YOY	30.66%	21.00%	18.00%	13.00%
乳业板块	营业收入	306.70	352.71	402.08	450.34
	YOY	14.80%	15.00%	14.00%	12.00%
糖业板块	营业收入	454.38	545.26	621.60	652.68
	YOY	53.76%	20.00%	14.00%	5.00%
农业板块	营业收入	0.92	0.97	1.02	1.07
	YOY	5.11%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	营业收入	9.75	8.77	8.95	9.04
	YOY	-27.14%	-10.00%	2.00%	1.00%
营业收入合计		1,256.27	1,493.97	1,725.44	1,894.84
YOY		32.55%	18.92%	15.49%	9.82%
归母净利润合计		93.85	106.95	115.69	132.06
YOY		31.03%	13.96%	8.16%	14.15%
EPS (元)		0.45	0.51	0.55	0.63
PE (倍)		9.71	8.52	7.88	6.90

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

预计公司 2024-2026 年营收分别为 14.94 亿元、17.25 亿元、18.95 亿元，同比分别增长 18.92%、15.49%、9.82%，归母净利润分别为 1.07 亿元、1.16 亿元、1.32 亿元，同比分别为 13.96%、8.16%、14.15%，EPS 分别为 0.51 元/股、0.55 元/股、0.63 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 8.52 倍、7.88 倍、6.90 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

宏观经济环境的风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争加剧的风险。

图表目录

图 1: 2019-2023 年公司主要产品和服务营业收入 (单位: 亿元)	4
图 2: 公司收入规模及增速变化	5
图 3: 公司归母净利润及增速变化	5
图 4: 公司销售毛利率及净利率变化	5
图 5: 公司近年费用率情况	5
图 6: 2017-2023 我国规模以上乳制品加工企业销售收入 (单位: 亿元)	7
表 1: 分业务预测 (百万元)	8

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	798.30	989.30	1204.04	1397.72
现金	430.97	500.82	645.59	808.61
应收账款	48.89	69.00	79.38	85.05
其它应收款	0.89	2.07	2.36	2.40
预付账款	9.39	12.50	14.63	15.75
存货	301.17	408.96	477.50	513.23
其他	6.99	-4.04	-15.42	-27.32
非流动资产	1417.13	1523.14	1590.64	1644.16
长期投资	0.20	0.20	0.20	0.20
固定资产	762.71	766.68	754.18	731.99
无形资产	41.79	41.45	41.16	40.91
其他	612.44	714.81	795.10	871.06
资产总计	2215.43	2512.44	2794.68	3041.88
流动负债	896.52	1110.26	1296.81	1425.16
短期借款	309.44	389.44	479.44	559.44
应付账款	315.48	456.94	533.18	567.88
其他	271.60	263.87	284.18	297.84
非流动负债	401.73	415.75	435.75	467.75
长期借款	103.15	133.15	153.15	183.15
其他	298.57	282.59	282.59	284.59
负债合计	1298.25	1526.00	1732.55	1892.91
少数股东权益	104.19	108.31	113.53	119.95
归属母公司股东权益	812.99	878.13	948.59	1029.03
负债和股东权益	2215.43	2512.44	2794.68	3041.88

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	227.69	331.74	356.09	381.72
净利润	101.36	111.07	120.91	138.47
折旧摊销	139.45	137.36	147.85	160.88
财务费用	48.54	46.37	55.70	59.63
投资损失	-2.61	-2.36	-2.88	-3.24
营运资金变动	-67.73	31.69	27.49	18.44
其它	8.69	7.61	7.01	7.52
投资活动现金流	-255.74	-249.13	-219.50	-218.71
资本支出	-259.40	-230.34	-219.84	-219.30
长期投资	3.66	-2.26	-2.73	-3.10
其他	0.00	-16.53	3.07	3.69
筹资活动现金流	267.78	-12.76	8.19	0.01
短期借款	-86.98	80.00	90.00	80.00
长期借款	-12.40	30.00	20.00	30.00
其他	367.16	-122.76	-101.81	-109.99
现金净增加额	239.73	69.85	144.77	163.02

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1256.27	1493.97	1725.44	1894.84
营业成本	1018.05	1220.34	1429.56	1564.65
营业税金及附加	5.82	7.66	8.59	9.42
营业费用	10.78	12.92	15.10	16.46
管理费用	78.87	89.64	97.83	108.01
财务费用	48.25	47.21	51.19	55.41
资产减值损失	-4.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.54	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.61	2.36	2.88	3.24
营业利润	105.63	129.88	139.47	159.27
营业外收入	30.22	8.92	7.62	7.81
营业外支出	22.40	14.00	11.23	11.60
利润总额	113.45	124.80	135.86	155.48
所得税	12.08	13.73	14.94	17.01
净利润	101.36	111.07	120.91	138.47
少数股东损益	7.51	4.11	5.23	6.41
归属母公司净利润	93.85	106.95	115.69	132.06
EBITDA	293.33	309.37	334.91	371.77
EPS (元)	0.45	0.51	0.55	0.63

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	32.55%	18.92%	15.49%	9.82%
营业利润增速	23.15%	22.96%	7.38%	14.20%
归属母公司净利润增	31.03%	13.96%	8.16%	14.15%
毛利率	47.86%	47.57%	47.90%	48.20%
净利率	7.47%	7.16%	6.70%	6.97%
ROE	11.54%	12.18%	12.20%	12.83%
ROIC	8.61%	8.67%	8.53%	8.74%
资产负债率	58.60%	60.74%	61.99%	62.23%
净负债比率	27.15%	28.19%	22.91%	16.74%
流动比率	0.89	0.89	0.93	0.98
速动比率	0.54	0.52	0.56	0.63
总资产周转率	0.62	0.63	0.65	0.65
应收账款周转率	23.84	25.35	23.26	23.05
应付账款周转率	2.98	3.16	2.89	2.84
每股收益	0.45	0.51	0.55	0.63
每股经营现金	1.09	1.59	1.70	1.83
每股净资产	3.89	4.20	4.54	4.92
P/E	9.71	8.52	7.88	6.90
P/B	1.12	1.04	0.96	0.89
EV/EBITDA	6.59	3.87	3.47	2.99
P/S	0.73	0.61	0.53	0.48

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

范想想 北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第14届机器人大赛团体第一名，FPM学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn