

骑士乳业 832786.BJ

食品饮料行业

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

联系人：黄燕芝

执业证书编号：S1410123120005

投资评级： 持有（首次）

当前价格： 10.08元

目标价格： 10.25元

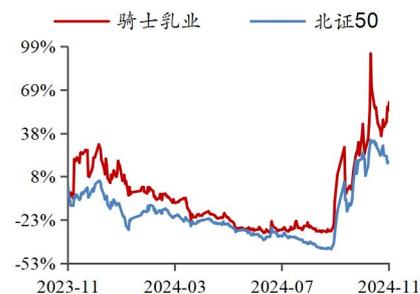
目标期限： 6个月

市场数据

总股本(百万股)	209.05
A股股本(百万股)	209.05
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	52.38
12个月最高/最低(元)	12.71/4.00
第一大股东	党涌涛
第一大股东持股比例(%)	26.02
上证综指/沪深300	3295.70/3872.55

数据来源：聚源 注：2024年11月28日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	31.58	17.55	33.21
绝对收益	30.40	112.21	46.16

数据来源：聚源 注：相对收益与北证50相比

相关研究报告

聚焦乳、糖产业，业务涵盖农、牧、乳、糖四大板块

投资要点：

- ◆公司聚焦乳、糖产业，专门从事饲料和甜菜种植、奶牛养殖和鲜奶供应、乳制品和白砂糖及副产品生产，业务涵盖产业链上下游并形成农、牧、乳、糖四大板块。2023年，公司牧业、乳业和糖业三大业务分别实现收入4.85/3.04/4.54亿元，占比为38.61%/24.20%/36.15%。
- ◆公司自有牧场占比提升，2020年公司乳源渠道中自有牧场占比仅1.79%，2022年这一比例达26.41%。自有牧场采购生鲜乳单价最高，主要是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。
- ◆公司收入主要来自于内蒙地区，2020年度、2021年度以及2022年度，该区域收入占公司全部收入的比例分别为63.97%、68.24%和73.42%，公司的生鲜乳及乳制品产品较少涉足较发达的中、东部地区。2023年省外收入高速增长，增速高达93.69%。
- ◆近年来，我国生鲜乳价格展现出持续下跌的趋势。从2022年2月开始，随着国内一系列大型新建牧场的陆续投入运营，生鲜乳的供应量显著增加，导致主产区的生鲜乳收购价格出现了回落。2024年以来，随着宏观经济走弱，乳制品需求端疲软，导致生鲜乳价格进一步走弱。
- ◆乳制品行业增速放缓，我国乳制品行业市场竞争格局较为稳定，形成了两家全国性龙头企业领军的竞争格局。区域性乳企和地方性乳企市占率均为个位数，主要经营低温乳制品以差异化竞争。
- ◆近年来，我国食糖产量保持平稳发展，年产量在1000万吨左右，国内食糖消费量每年在1500万吨左右，缺口部分通过进口糖进行补充。中国食糖产业正迈向一个以国内大循环为主导，同时促进国际国内相互融合的新发展阶段。
- ◆估值和投资建议：我们预计2024-2026年公司营业收入分别为1316.57/1437.03/1623.55百万元，同比增长4.80%/9.15%/12.98%；2024-2026年公司归母净利润分别为34.28/85.35/111.81百万元，同比增长-63.47%/148.96%/31.01%。当前市值对应2024-2026年PE分别为61.5/24.7/18.9倍。参考同花顺iFinD一致预期，可比公司2024年PE均值为29.71倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“持有”评级。
- ◆风险提示：食品安全风险，奶牛疫病风险，产品价格波动风险，产品需求不及预期。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	947.75	1,256.27	1,316.57	1,437.03	1,623.55
增长率(%)	8.14%	32.55%	4.80%	9.15%	12.98%
归母净利润(百万元)	71.62	93.85	34.28	85.35	111.81
增长率(%)	28.53%	31.03%	-63.47%	148.96%	31.01%
ROE(%)	12.74%	11.05%	3.84%	8.85%	10.57%
EPS最新摊薄(元/股)	0.34	0.45	0.16	0.41	0.53
P/E(倍)	29.42	22.45	61.47	24.69	18.85
P/B(倍)	4.26	2.59	2.62	2.39	2.15

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司概况	1
1.1 公司成立于 2007 年，于 2023 年实现北交所上市	1
1.2 公司聚焦乳、糖产业，业务涵盖农、牧、乳、糖四大板块	2
1.3 管理层从业经验丰富，任职于公司多年	4
1.4 公司自有牧场占比提升，有机生鲜乳供应增加	5
1.5 销售地区以内蒙为主，2023 年省外收入高速增长	6
1.6 财务分析：毛利率维持相对稳定	7
2 行业概况	9
2.1 生鲜乳价格持续下跌，静待价格企稳	9
2.2 乳制品行业增速放缓，竞争格局较为稳定	11
2.3 食糖产业以国内大循环为主导，国际国内相互融合发展	12
3 盈利预测及估值	13
3.1 盈利预测	13
3.2 估值及建议	15
4 风险提示	15

图表目录

图 1、公司业务结构情况	2
图 2、公司业务毛利率情况	2
图 3、乳源渠道占比情况	6
图 4、不同乳源的单价情况（元/吨）	6
图 5、公司分地区收入占比情况	6
图 6、公司分地区收入增速情况	6
图 7、公司直销模式和经销模式收入占比	7
图 8、公司营业收入及增长情况（亿元，%）	8
图 9、公司归母净利润及增长情况（亿元，%）	8
图 10、公司毛利率及变化情况（%）	8
图 11、公司净利率及变化情况（%）	8
图 12、公司费用率变化情况（%）	9
图 13、全球奶牛数量变化	9
图 14、我国生鲜牛乳总产量变化情况	10
图 15、生鲜乳（原奶）主产区平均价变化（元/公斤）	11
图 16、2022 年主要公司生鲜乳供应量（万吨）	11
图 17、2022 年乳制品市场集中度情况（按销售额）（%）	11
图 18、2022 年全球食糖产量占比情况（%）	12
图 19、中国食糖主要进口国（%）	12
图 20、2015-2024 年白砂糖价格走势（元/公斤）	13
表 1、公司发展历史	1
表 2、公司前五大客户情况	3
表 3、公司部分产品情况	3

表 4、公司股权结构	4
表 5、骑士乳业高管履历	5
表 6、销售收入结构预测	14
表 7、可比公司估值	15

1 公司概况

1.1 公司成立于 2007 年，于 2023 年实现北交所上市

公司成立于 2007 年，随后于 2015 年成功登陆新三板市场，并在 2023 年进一步实现了在北交所的上市。

在公司的发展初期，主要以乳业为核心业务，并逐步构建起覆盖全产业链的布局。随后，在 2017 年公司开始涉足甜菜种植及制糖产业，开辟了新的增长途径。

表 1、公司发展历史

年份	事件
1992 年	包头奶酪厂成立 (骑士前身)
2000 年	租赁达旗华宇食品厂 (开始自主创业)
2001 年	购买土右富美乳品厂
2002 年	购买骑士品牌
2004 年	租赁包头大华乳业
2007 年	购买伊利集团包头乳品厂 (原包头骑士乳品集团公司)，同时恢复了奶粉、奶酪生产。
2008 年	在达拉特旗展旦召苏木建设牧场一期；同年 5 月，奶粉二期顺利投产。
2009 年	成立骑士农场，初步形成农场-牧场-工厂-市场的“全产业链发展模式”。
2010 年	在达拉特旗展旦召苏木建设牧场二期
2011 年	在达拉特旗展旦召苏木规划建设牧场三期
2013 年	骑士牧场鲜牛奶被认证为有机牛奶并通过欧盟有机标准认证
2014 年	新三板上市工作正式启动
2015 年	成功登陆新三板
2016 年	借助搬迁实现产能、质量、管理的全面升级，并通过定增直接融资 3000 多万元；同年 12 月成功收购银川东君乳业有限公司。
2017 年	决定实施产业链延伸和产业结构调整战略，成立内蒙古敕勒川糖业有限责任公司。
2018 年	落实种植甜菜 10 万亩以上；制糖一期工厂投产。至此，骑士集团农、牧、乳、糖全产业链发展模式初具规模。
2020 年	收购正时旗下中正康源牧场，夯实全产业链基础，实现了产业集群。
2021 年	牧场三期项目投产，规划设计五期智慧化牧场项目。
2022 年	牧场五期项目、日处理鲜奶 500 吨的奶粉二期项目启动建设。

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

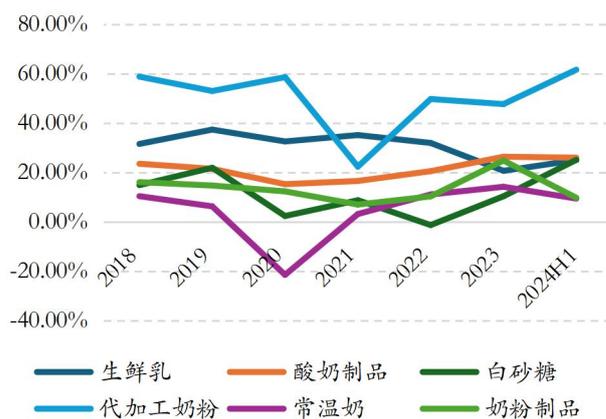
1.2 公司聚焦乳、糖产业，业务涵盖农、牧、乳、糖四大板块

公司聚焦乳、糖产业，专门从事饲料和甜菜种植、奶牛养殖和鲜奶供应、乳制品和白砂糖及副产品生产，业务涵盖产业链上下游并形成农、牧、乳、糖四大板块。2023年，公司牧业、乳业和糖业三大业务分别实现收入4.85/3.04/4.54亿元，占比为38.61%/24.20%/36.15%。截至2023年底，公司有大型集约化、现代化、标准化奶牛养殖基地（场）5座（1座在建），养殖奶牛2万2000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。

图 1、公司业务结构情况



图 2、公司业务毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

在有机生鲜乳方面，公司主要供应对象为蒙牛，蒙牛是公司最大的客户，且蒙牛占公司收入比例持续提升，2020-2022年占比分别为33.53%、36.42%和44.27%，公司牧业板块来自蒙牛的收入占公司牧业板块收入超90%，由蒙牛进一步加工为高端有机液态奶产品。公司旗下牧场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与蒙牛乳业签署了2029年到期的长期《生鲜乳购销合同》，根据双方签署的相关协议，蒙牛乳业将长期从公司所属的牧场采购有机生鲜乳，并在种植、养殖、乳制品加工以及大宗原辅料采购等多个业务领域与公司展开合作。这一合作框架确保了公司与蒙牛乳业的业务关系稳定且可持续。

此外，公司原奶小部分供给包头骑士，主要运用于高端产品的生产。

表 2、公司前五大客户情况

	2020	2021	2022
中国蒙牛乳业有限公司	33.53%	36.42%	44.27%
浙江杭实善成实业有限公司	15.82%	19.03%	8.70%
东方先导糖酒有限公司	4.58%	3.21%	8.08%
内蒙古伊利实业集团股份有限公司		6.94%	5.91%
包头市兴旭海商贸有限公司		2.68%	2.42%

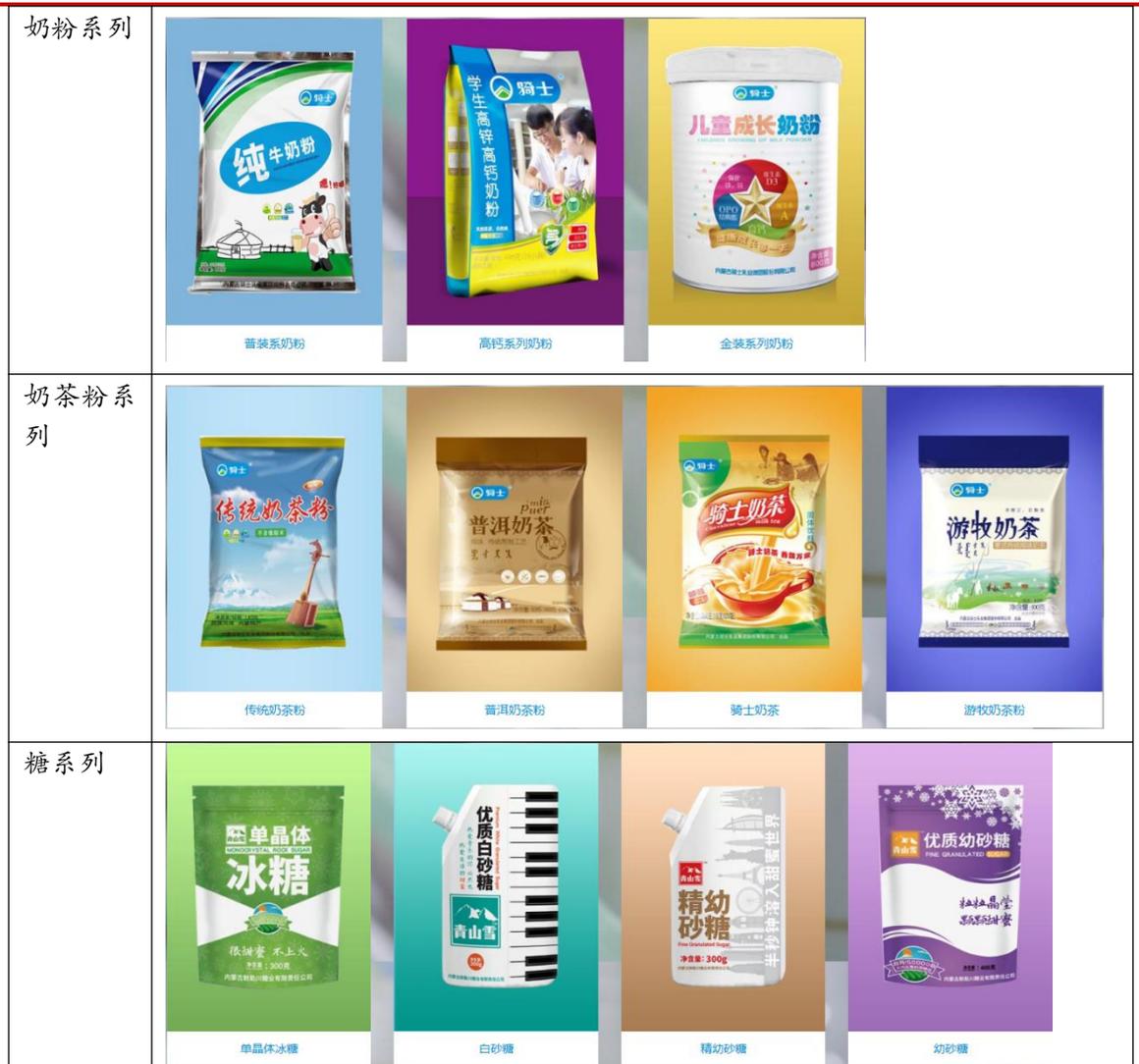
数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

公司乳制品及含乳饮料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、乳饮料和奶茶粉等品类，其中旗下的乳制品和含乳饮料以低温酸奶业务为主，2023 年低温酸奶业务收入占该板块收入比例为 51.64%，常温奶、奶粉制品和含乳饮料收入体量较小。除了自有品牌以外，公司也为蒙牛和伊利等大型乳企代加工奶粉产品。2022 年公司新增伊利客户，销售收入 4106 万元，占 2022 年公司整体代加工奶粉业务收入的 71.69%。

公司白砂糖及其副产品业务通过子公司敕勒川糖业进行，公司白砂糖及其副产品业务主要产品为白砂糖、糖蜜、甜菜粕。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。尽管糖业起步较晚，但它现已发展成为公司一个重要的收入来源。

表 3、公司部分产品情况

产品系列	产品图片
酸奶系列	
鲜奶系列	



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.3 管理层从业经验丰富，任职于公司多年

公司实际控制人为党涌涛，持股比例为 26.02%，一致行动人为杜旭林、黄立刚和党晓超。

表 4、公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	参考市值(亿元)	占总股本比例
党涌涛	54,405,060	3.74	26.02%
田胜利	13,207,250	0.91	6.32%
乔世荣	11,000,000	0.76	5.26%
薛虎	8,000,000	0.55	3.83%
黄立刚	6,000,000	0.41	2.87%
陈勇	5,580,000	0.38	2.67%
杜旭林	4,854,000	0.33	2.32%
高智利	4,107,000	0.28	1.96%
郭秀花	3,305,881	0.23	1.58%

李欣	3,090,000	0.21	1.48%
合计	113,549,191	7.80	54.31%

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司管理层从业经验丰富，董事长党涌涛先生任职于公司多年。副总经理薛虎先生、副总经理高智利先生、财务总监王喜临先生和董事会秘书陈勇先生，均在公司从业至少 10 年以上，行业和公司管理经验丰富。

表 5、骑士乳业高管履历

姓名	职位	出生年份	学历	履历
党涌涛	董事长/董事/总经理	1971 年	大专	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 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。
薛虎	副总经理	1971 年	本科	1992 年从包头轻工职业技术学院毕业后就业于包头奶酪厂工作，从事奶源管理工作，2000 年在包头蒙牛奶源工作，历任奶源管理处处长，2004 年调任蒙牛唐山事业部奶源总经理，2008 年调任蒙牛眉山事业部奶源总经理；2011 年 1 月在骑士牧场负责全面生产经营管理至今。
高智利	副总经理	1978 年	本科	1996 年包头轻工职业技术学院毕业，就业于包头奶酪厂，2000 年在伊利包头分公司任车间主任，2003 年在磴口蒙牛任车间主任，2004 年起担任包头骑士乳业有限责任公司任常务副总经理，负责生产技术工作，2010 年任内蒙古骑士乳业副总经理，具体负责骑士乳业的经营管理工作。
王喜临	财务总监	1972 年	大专	1994 年 11 月至 2002 年 10 月就职于包头奶酪厂，担任财务部出纳职务；2002 年 10 月至 2012 年 6 月就职于包头骑士乳业有限责任公司，2012 年开始担任包头骑士乳业有限责任公司财务部长；2014 年 6 月至今任内蒙骑士财务总监、董事。
陈勇	董事会秘书	1972 年	中专	1992 年包头轻工职业技术学院毕业后就业于巴彦淖尔市杭锦后旗乳品厂，历任车间主任，副总经理；2003 年在伊利巴彦淖尔分公司任生产主任；2005 年起历任包头骑士乳业股份有限公司品保部长，企管部长，总裁办主任。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

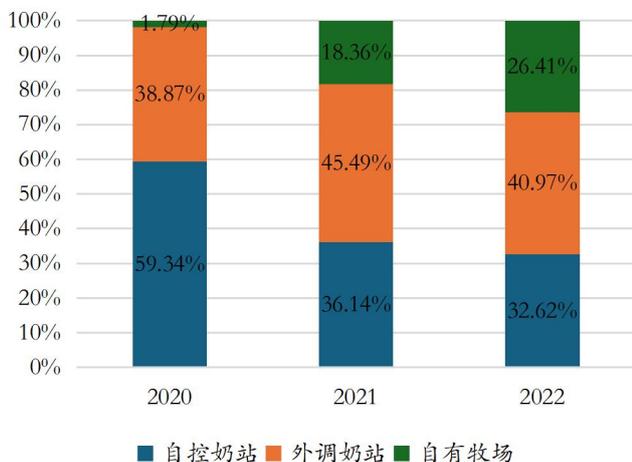
1.4 公司自有牧场占比提升，有机生鲜乳供应增加

自控奶站是指向公司稳定供应生鲜乳的奶站，生鲜乳供应数量、质量较为稳定。外调奶站是指没有和公司建立稳定供应合作关系的奶站，公司当自控奶站奶源供应不足时，可以向此类奶站收购生鲜乳，以满足生产需要。

公司自有牧场占比提升，2020 年公司乳源渠道中自有牧场占比仅 1.79%，2022 年这一比例达 26.41%。自有牧场采购生鲜乳单价最高，主要是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

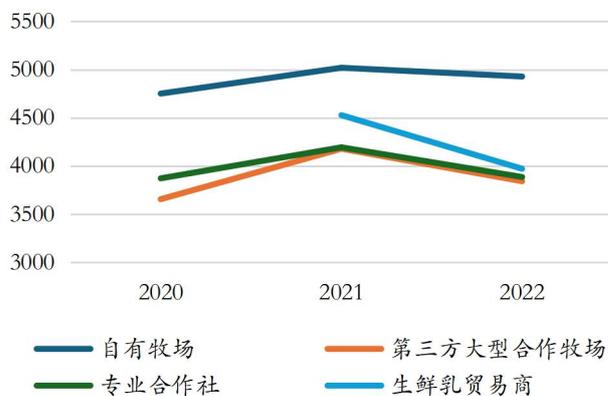
低于外调奶站，自控奶站与公司生鲜乳供应关系稳定，价格较为稳定，自控奶站奶源供应商不足的情况下，才向外调奶站临时采购生鲜乳，因此向外调奶站采购价格相对较高。

图 3、乳源渠道占比情况



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

图 4、不同乳源的单价情况（元/吨）



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

1.5 销售地区以内蒙为主，2023 年省外收入高速增长

公司收入主要来自于内蒙地区，2020 年度、2021 年度以及 2022 年度，该区域收入占公司全部收入的比例分别为 63.97%、68.24%和 73.42%，公司的生鲜乳及乳制品产品较少涉足较发达的中、东部地区。2023 年省外收入高速增长，增速高达 93.69%。

奶牛养殖受气候的影响较大，北纬 40 度至 50 度的纬度带是“黄金奶源带”，通常被认为是理想的奶牛养殖区。许多全球领先的乳业巨头将牧场设在黄金奶源带附近，以利用良好的气候环境和丰富的自然资源。我国内蒙古、黑龙江等大部分地域等都在这一区域内。

图 5、公司分地区收入占比情况



图 6、公司分地区收入增速情况

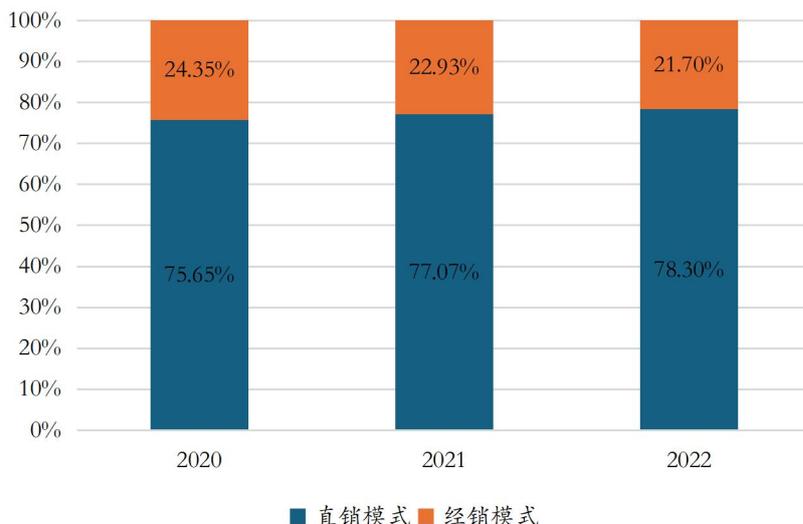


资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司的销售体系涵盖直销与经销两大模式，其中，核心业务主要依托于直销渠道。直销渠道涉及的产品有生鲜乳、白砂糖等，这类产品的客户群体特征为数量有限但单次采购量大。至于经销模式，它主要覆盖低温酸奶、奶粉（不包括代加工奶粉）等乳制品，此模式下的经销商网络广泛，分布地域零散，且各经销商的采购金额相对较小。

图 7、公司直销模式和经销模式收入占比



数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

1.6 财务分析：毛利率维持相对稳定

2017-2023 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别实现 19.84%和 47.85%的增速。2023 年实现营业收入 12.56 亿元，同比增长 32.55%，2023 年归母净利润为 0.94 亿元，同比增长 31.03%。

图 8、公司营业收入及增长情况 (亿元, %)



数据来源: 同花顺 iFinD, 江海证券研究发展部

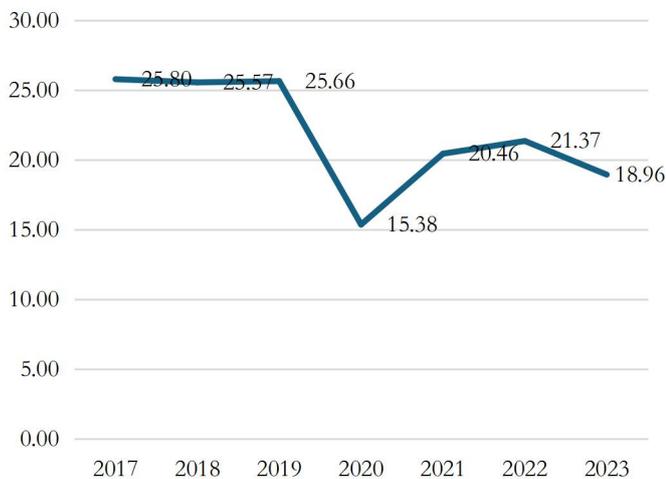
图 9、公司归母净利润及增长情况 (亿元, %)



数据来源: 同花顺 iFinD, 江海证券研究发展部

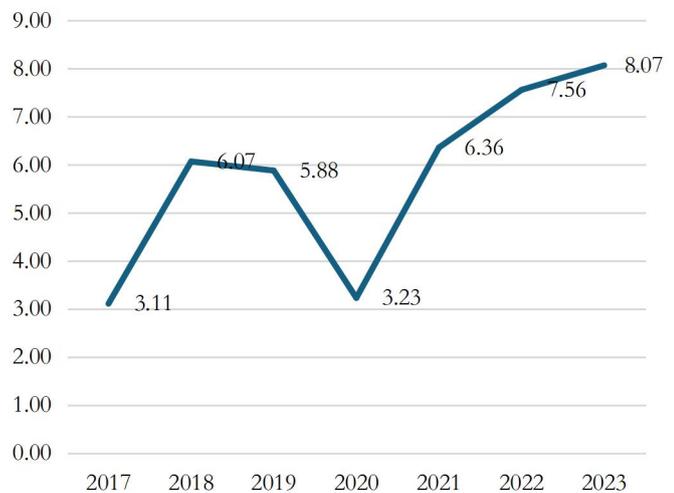
2023 年公司毛利率 18.96%，同比下滑 2.41pct，2023 年生鲜乳销售量随奶牛数量增长而增加，市场价格较 2022 年同期略有下降，导致毛利率下降。2023 年公司净利率 8.07%，同比提升 0.51pct。自 2020 年以来，公司净利率持续提升。

图 10、公司毛利率及变化情况 (%)



数据来源: 同花顺 iFinD, 江海证券研究发展部

图 11、公司净利率及变化情况 (%)



数据来源: 同花顺 iFinD, 江海证券研究发展部

2020 年，公司销售费用率出现断崖式下滑，主要系因收入准则调整，运输作为销售商品的履约义务的一部分，调整至合同履行成本中，不再计入销售费用导致销售费用下降。

近年公司管理费用率呈现震荡下滑态势，2023 年管理费用率 6.28%，同比下滑 0.86pct。

图 12、公司费用率变化情况 (%)



数据来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

2 行业概况

2.1 生鲜乳价格持续下跌，静待价格企稳

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维持相对稳定，总体数量在 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%。

图 13、全球奶牛数量变化



数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

2010-2019 年，我国生鲜牛乳总产量处于 3000-3200 万吨之间。由于生鲜乳收购价格降低、奶牛存栏数下降，2016-2017 年生鲜乳总产量出现下滑。2022 年，受益于需求端的增长，我国生鲜乳总产量达到 3932 万吨，创历史新高。

图 14、我国生鲜牛乳总产量变化情况



数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

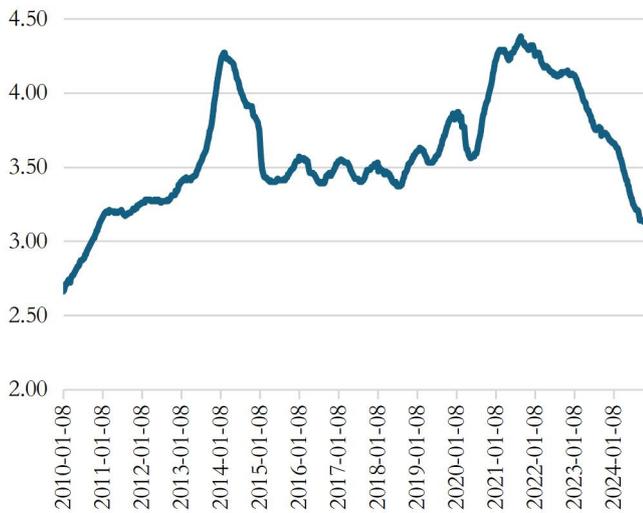
2009年后，乳制品销量实现了快速增长，带动了生鲜乳需求的激增，价格随之节节攀升。至2014年初，生鲜乳的价格相较于2009年已飙升超过80%。然而，2014年下半年，全球宏观经济环境的变化对乳制品市场产生了深远影响。欧美、印度、中东等地的乳制品需求显著下滑，与此同时，新西兰、澳大利亚等主要奶源供应国因过度扩张导致全球生鲜乳供应过剩，新西兰和欧盟等地的生鲜乳价格大幅下滑，跌幅介于30%至40%之间。我国奶粉进口价格也遭遇了重创，同比下跌超过50%，出现了复原乳价格高于生鲜乳的异常情况，给国内生鲜乳价格带来了不小的压力。在2015年至2018年期间，我国生鲜乳价格大多维持在3.4至3.5元/公斤的区间内。

2018年，国务院办公厅发布了《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，该意见积极倡导使用生鲜乳来生产灭菌乳、发酵乳和调制乳等乳制品。受此政策推动，自2018年8月起，生鲜乳价格开始逐渐回升。2020年12月30日，国家市场监督管理总局推出了《乳制品质量安全提升行动方案》，旨在到2023年构建更加完善的乳制品质量安全监管法规标准体系，并大幅提升监管能力，确保监督检查中发现的问题能够得到100%的整改，同时保持乳制品监督抽检合格率稳定在99%以上。

近年来，我国生鲜乳价格展现出持续下跌的趋势。进入2021年，我国主要产区的生鲜乳价格突破了4.30元/公斤的历史高点。然而，从2022年2月开始，随着国内一系列大型新建牧场的陆续投入运营，生鲜乳的供应量显著增加，导致主产区的生鲜乳收购价格出现了回落。2024年以来，随着宏观经济走弱，乳制品需求端疲软，导致生鲜乳价格进一步走弱。

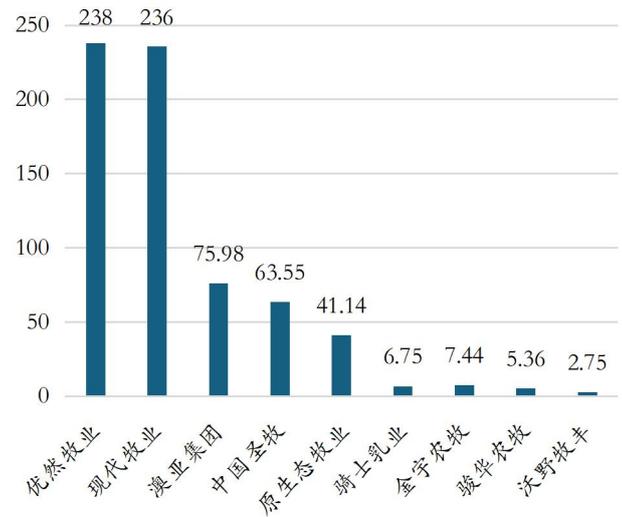
我国的奶牛养殖业分布较为零散，而主要的生鲜乳供应商与乳制品行业的领军企业，如伊利、蒙牛、光明等，保持着紧密的合作关系，它们或是这些巨头的战略合作伙伴，或是其旗下的子公司。

图 15、生鲜乳（原奶）主产区平均价变化（元/公斤）



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 16、2022 年主要公司生鲜乳供应量（万吨）



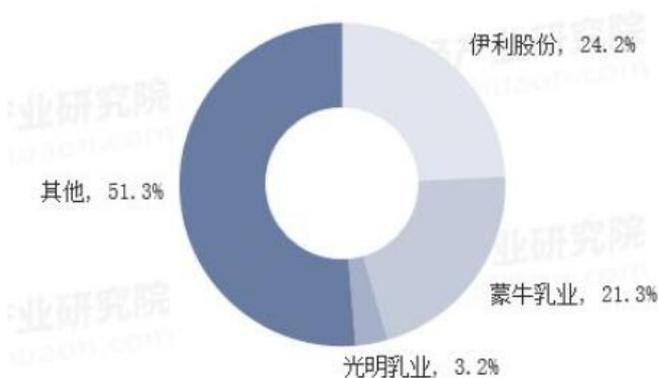
数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

2.2 乳制品行业增速放缓，竞争格局较为稳定

2020 年我国乳制品销售规模达到了 6385 亿，较 2019 年增长 0.9%，近 14 年年均复合增长率为 10% 左右。尽管我国乳制品行业展现出了迅猛的发展势头，但我国在人均乳制品消费量方面仍与世界平均水平存在较大差距。发展中国家在乳制品消费上的一个显著特征便是人均年度消费水平偏低，而这一现象在中国尤为明显，同时也预示着我国乳制品消费市场蕴含着巨大的发展潜力。据预估，至 2025 年，中国乳制品市场的总体规模有望达到 8100 亿元人民币。

我国乳制品行业市场竞争格局较为稳定，形成了两家全国性龙头企业领军竞争格局。2022 年，伊利、蒙牛和光明乳业分列市占率前三，CR3 为 48.7%，其中伊利和蒙牛的市占率均在 20% 以上，CR2 为 45.5%。区域性乳企和地方性乳企市占率均为个位数，主要经营低温乳制品以差异化竞争。

图 17、2022 年乳制品市场集中度情况（按销售额）（%）



数据来源：华经产业研究院，江海证券研究发展部

2.3 食糖产业以国内大循环为主导，国际国内相互融合发展

中国食糖产业正迈向一个以国内大循环为主导，同时促进国际国内相互融合的新发展阶段。

从国内食糖生产的地理分布来看，国内形成了“南甘北甜”的特色布局：甘蔗制糖产业主要集中在广西、广东等南方省份，而甜菜制糖则主要布局在内蒙古、新疆、黑龙江等北方地区。从食糖生产的构成来分析，国内已具备三大加工体系：即以甘蔗为原材料的甘蔗糖加工、以甜菜为原材料的甜菜糖加工，以及利用进口原糖进行精炼的精炼糖加工产业。

近年来，我国食糖产量保持平稳发展，年产量在 1000 万吨左右，国内食糖消费量每年在 1500 万吨左右，缺口部分通过进口糖进行补充。

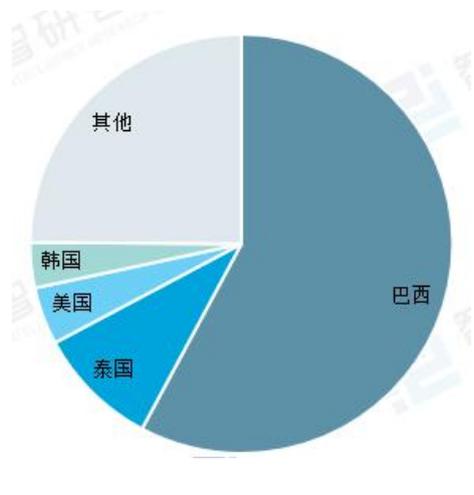
从全球食糖生产的地理分布来看，根据智研咨询，甘蔗糖主要产地为巴西、印度、中国南部、泰国、美国南部、澳大利亚、巴基斯坦等；甜菜耐寒性较强，可以在不适宜甘蔗生长的偏寒冷地区种植，全球主要甜菜糖产地为欧盟、俄罗斯、美国北部、加拿大、中国北部、日本等。全球仅有中国、美国、日本、俄罗斯、阿根廷等 8 个国家既生产甘蔗糖又生产甜菜糖。中国食糖主要从巴西进口，占比 57.82%，其次是泰国，占比 9.39%；第三是美国，占比 4.44%。

图 18、2022 年全球食糖产量占比情况 (%)

图 19、中国食糖主要进口国 (%)

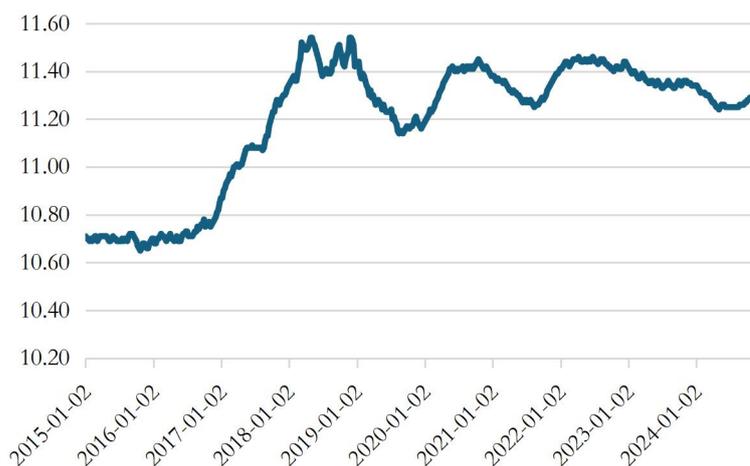


数据来源：智研咨询，江海证券研究发展部



数据来源：智研咨询，江海证券研究发展部

图 20、2015-2024 年白砂糖价格走势（元/公斤）



数据来源：Wind，江海证券研究发展部

3 盈利预测及估值

3.1 盈利预测

我们对公司分业务板块类别进行盈利预测：

牧业板块：2024 年生鲜乳市场价格偏低，公司牧业板块利润减少。预计 2024-2026 年牧业板块收入增速分别为 5.00%/8.00%/10.00%。

乳业板块：2024 年生鲜乳市场价格走低，乳制品加工原料成本降低，板块毛利率有所提升，乳业板块利润增加。预计 2024-2026 年乳业板块收入增速分别为 5.00%/10.00%/15.00%。

糖业板块：公司按照 2024 年生产计划对糖业设备进行了技改，积极协助农业提高单产，在自种土地面积不扩大的基础上增加原料供应，为制糖项目 2024-2025 榨季打好基础。预计 2024-2026 年糖业板块收入增速分别为 5.00%/10.00%/15.00%。

农业板块：预计 2024-2026 年农业板块收入增速分别为 5.00%/5.00%/5.00%。

综合毛利率：随着生鲜乳价格逐步企稳，预计 2025 年将迎来拐点，毛利率将逐步提升。预计 2024-2026 年公司综合毛利率分别为 12.59%/16.25%/17.40%。

期间费用率：预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 1.00%/1.00%/1.00%；预计公司 2024-2026 年研发费用率分别为 0.40%/0.45%/0.50%；预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 6.93%/6.75%/6.77%。

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 1316.57/1437.03/1623.55 百万元，同比增长 4.80%/9.15%/12.98%；2024-2026 年公司归母净利润分别为 34.28/85.35/111.81 百万元，同比增长-63.47%/148.96%/31.01%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 61.5/24.7/18.9 倍。

表 6、销售收入结构预测

收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计营收	947.75	1,256.27	1,316.57	1,437.03	1,623.55
YOY	8.14%	32.55%	4.80%	9.15%	12.98%
牧业板块	370.83	484.51	508.74	549.44	604.38
YOY	39.68%	30.66%	5.00%	8.00%	10.00%
乳业板块	267.00	304.80	320.04	352.04	404.85
YOY	24.07%	14.16%	5.00%	10.00%	15.00%
糖业板块	295.51	454.36	477.08	524.79	603.50
YOY	-21.34%	53.75%	5.00%	10.00%	15.00%
农业板块	0.88	0.92	0.97	1.02	1.07
YOY	-81.45%	5.11%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体	21.37%	18.96%	12.59%	16.25%	17.40%

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

3.2 估值及建议

公司聚焦乳、糖产业，专门从事饲料和甜菜种植、奶牛养殖和鲜奶供应、乳制品和白砂糖及副产品生产，业务涵盖产业链上下游并形成农、牧、乳、糖四大板块。我们选取光明乳业、天润乳业和中粮糖业作为可比公司。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 29.71 倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“持有”评级。

表 7、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS					PE				
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600419.SH	天润乳业	0.61	0.44	0.19	0.35	0.54	15.77	21.82	51.54	27.36	18.09
600597.SH	光明乳业	0.26	0.70	0.33	0.39	0.43	33.52	12.50	26.43	22.60	20.24
600737.SH	中粮糖业	0.35	0.97	0.85	1.01	1.29	27.44	9.84	11.17	9.41	7.39
	算术平均值						25.57	14.72	29.71	19.79	15.24
832786.BJ	骑士乳业	0.34	0.45	0.16	0.41	0.53	29.4	22.5	61.5	24.7	18.8

资料来源：同花顺 iFinD，数据截至 2024 年 11 月 28 日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺 iFinD 一致预期）

4 风险提示

食品安全风险。公司构建了一套全面的产品质量控制体系，实现了从采购源头至生产加工直至销售终端的全链条质量监控，鉴于乳制品生产流程复杂、管理环节繁多的特性，公司仍面临因管理上的微小疏忽或不可抗力因素引发食品安全风险的可能性。一旦发生食品安全质量问题，不仅将严重损害公司的品牌形象，更会对公司的日常运营产生不利的影响。

奶牛疫病风险。公司目前运营着四家专注于奶牛养殖的子公司，这些子公司均受益于公司健全的疫病预防与控制体系，且各自配备了专业的兽医团队。然而，一旦公司周边区域或自有牧场遭遇疫病侵袭，公司的原奶产量将面临显著减少的风险。疫情的出现还可能引发消费者对乳制品安全性的担忧，进而直接影响原奶的市场需求，导致销售量下滑，对公司的运营造成不利影响。

产品价格波动风险。白砂糖及其副产品成为公司主要产品。作为大宗商品的白砂糖，其售价的波动受到多种因素的共同作用。据统计数据显示，在全球市场的 15 种主要农产品中，白糖的价格波动性位居首位。相应地，公司产品的毛利率也会随着白糖价格的起伏而发生变动。

产品需求不及预期。社会和经济发展的状况将在很大程度上影响乳制品市场的需求。若能持续保持经济的增长以及收入的稳步增长，那么乳制品市场的需求预计将会进一步扩大。若经济增长不及预期，可能会给乳制品产品

需求带来负面影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	587	798	913	904	1120
现金	192	431	452	493	557
应收票据及应收账款	57	51	62	62	79
其他应收款	3	1	3	1	3
预付账款	9	9	10	11	13
存货	303	301	382	332	464
其他流动资产	23	4	4	4	4
非流动资产	1277	1417	1412	1459	1562
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	980	1148	1148	1203	1312
无形资产	42	42	40	38	36
其他非流动资产	255	227	223	218	214
资产总计	1864	2215	2325	2363	2682
流动负债	967	897	1034	1013	1245
短期借款	396	309	460	541	571
应付票据及应付账款	369	315	458	351	550
其他流动负债	202	272	116	121	123
非流动负债	334	402	381	363	348
长期借款	116	103	82	64	49
其他非流动负债	219	299	299	299	299
负债合计	1302	1298	1415	1376	1593
少数股东权益	68	104	105	107	110
股本	157	209	209	209	209
资本公积	58	230	230	230	230
留存收益	280	374	405	481	576
归属母公司股东权益	495	813	805	880	979
负债和股东权益	1864	2215	2325	2363	2682

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	218	228	168	133	270
净利润	72	101	35	87	115
折旧摊销	72	94	66	71	80
财务费用	45	48	21	26	28
投资损失	-1	-3	0	-1	-1
营运资金变动	-62	-81	44	-51	47
其他经营现金流	93	67	1	1	2
投资活动现金流	-255	-256	-61	-119	-182
资本支出	262	278	61	119	183
长期投资	-4	4	0	0	0
其他投资现金流	12	19	-0	0	0
筹资活动现金流	88	268	-236	-54	-54
短期借款	141	-87	151	81	30
长期借款	79	-12	-21	-18	-15
普通股增加	0	52	0	0	0
资本公积增加	-1	172	0	0	0
其他筹资现金流	-131	143	-366	-117	-69
现金净增加额	51	240	-130	-39	34

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	948	1256	1317	1437	1624
营业成本	745	1018	1151	1204	1341
营业税金及附加	5	6	8	8	9
销售费用	9	11	13	14	16
管理费用	68	79	91	97	110
研发费用	6	7	5	6	8
财务费用	45	48	21	26	28
资产和信用减值损失	1	-4	-1	0	-1
其他收益	12	22	13	14	15
公允价值变动收益	2	1	0	0	1
投资净收益	1	3	-0	1	1
资产处置收益	-2	-3	-0	-1	-1
营业利润	86	106	39	96	126
营业外收入	7	30	14	15	17
营业外支出	17	22	15	16	18
利润总额	76	113	38	94	125
所得税	4	12	3	7	10
净利润	72	101	35	87	115
少数股东损益	0	8	1	2	3
归属母公司净利润	72	94	34	85	112
EBITDA	192	255	125	191	232
EPS (元/股)	0.34	0.45	0.16	0.41	0.53

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	8.1	32.6	4.8	9.1	13.0
营业利润 (%)	42.2	23.2	-63.0	144.6	32.1
归属母公司净利润 (%)	28.5	31.0	-63.5	149.0	31.0
获利能力					
毛利率 (%)	21.4	19.0	12.6	16.2	17.4
净利率 (%)	7.6	8.1	2.7	6.1	7.1
ROE (%)	12.7	11.1	3.8	8.9	10.6
ROIC (%)	9.0	9.0	3.4	6.5	7.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.8	58.6	60.8	58.2	59.4
净负债比率 (%)	101.9	38.8	34.2	33.8	26.3
流动比率	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
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	20.5	23.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.5	3.0	7.3	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.45	0.16	0.41	0.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.04	1.09	0.80	0.64	1.29
每股净资产 (最新摊薄)	2.37	3.89	3.85	4.21	4.68
估值比率					
P/E	29.4	22.5	61.5	24.7	18.8
P/B	4.3	2.6	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	14.3	10.1	20.3	13.3	10.8

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：吴春红

从业经历：中南民族大学金融管理学硕士，16 年证券从业经验，2009 年入职江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。