

《蒙智观察》系列

上市公司分析研究报告

——骑士乳业（832786）

编制单位：内蒙古蒙智资本运营研究有限公司

编制日期：2024年6月

目 录

第一章、基本情况	3
一、历史沿革.....	3
二、股权结构.....	8
2.1 股本结构及其变动情况	8
2.2 前十名股东及其持股情况.....	9
2.3 控股股东及实际控制人情况	10
第二章、业务与盈利模式	11
一、业务模式.....	11
1.1 主营业务	11
1.2 主要产品.....	11
1.3 营收分析.....	13
二、采购模式.....	16
三、生产模式.....	18
四、销售模式.....	20
第三章、行业分析	22
一、政策背景.....	22
二、行业概况.....	26
2.1 生鲜乳产业	26
2.1 制糖产业.....	29
第四章、财务分析	33
一、2023 年财报数据与关键指标	33
二、经营情况分析与未来盈利展望	35
2.1 经营情况分析.....	35
2.2 盈利预测.....	37

第一章、基本情况

一、历史沿革

内蒙古骑士乳业集团股份有限公司（内蒙古骑士乳业集团股份有限公司以下简称“公司”或“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，公司历年变更历程如下。

2007 年 5 月公司设立申请登记的注册资本为人民币 500.00 万元，分二次缴足。首次缴纳 100.00 万元，其余部分由发起人自公司成立之日起两年内缴足。首次出资由包头金鹿会计师事务所出具《验资报告》（包金会验字[2007]第 383 号）验证，截至 2007 年 5 月 18 日止，公司已收到包头骑士乳业有限责任公司、党涌涛、潘玉玺、乔世荣、田胜利首次缴纳的实收资本合计人民币 100.00 万元。

2014 年 3 月 24 日，为整合公司股权结构，公司召开临时股东大会，同意包头骑士乳业有限责任公司将其持有的公司 60%的股份转让给党涌涛。同日，党涌涛与包头骑士乳业有限责任公司签订《股权转让协议》，包头骑士乳业有限责任公司将其持有的公司 60%的股份

以人民币 300.00 万的价格转让给党涌涛，并到工商部门办理了变更手续。

2015 年 3 月 8 日，根据 2014 年度股东大会，注册资本由 6,881.336 万元增加至 7,350.00 万元，新增部分由九位股东缴足：刘红乐认缴 100.00 万元，袁诚文认缴 100.00 万元，费玲妹认缴 58.664 万元，徐冰认缴 10.00 万元，中山证券有限责任公司认缴 50.00 万元，东吴证券股份有限公司认缴 50.00 万元，国泰君安证券有限公司认缴 50.00 万元，中通银莱（北京）投资管理股份有限公司认缴 30.00 万元，上海旭为投资管理有限公司认缴 20.00 万元。该次增资由中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）《验资报告》（CHW 京验字[2015]第 0008 号）加以验证，截至 2015 年 6 月 11 日，公司已收到上述新增股东认缴新增注册资本 468.664 万元。公司已就上述事项进行了工商变更。

根据公司 2016 年 2 月 16 日召开的 2016 年第三次临时股东大会决议，公司名称由“内蒙古骑士乳业股份有限公司”变更为“内蒙古骑士乳业集团股份有限公司”，公司于 2016 年 3 月 2 日完成了公司名称变更的工商备案登记手续。同时在此次股东大会上审议通过《关于内蒙古骑士乳业股份有限公司 2016 年第一次股票发行方案的议案》，决定发行股票总额为 300.00 万股，每股价格为人民币 9.00 元，募集资金总额为 2,700.00 万元。

2016 年 9 月 19 日，公司 2016 年第七次临时股东大会审议通过《关于内蒙古骑士乳业股份有限公司 2016 年第二次股票发行方案的

议案》，拟以发行股份同时支付现金的方式收购银川东君乳业有限公司 60%的股权，公司拟以向郭秀花、赵祥、李浩及李建宏四名自然人以 9 元/股的价格发行 330.00 万股并同时支付现金 1,030.00 万元人民币，合计 4,000.00 万元，收购银川东君乳业 60%的股权（即对应 600.00 万元的注册资本），实现对银川东君乳业的控股。

2017 年 4 月 25 日内蒙古骑士乳业集团股份有限公司经第三届董事会第二十五次会议决议和 2017 年 5 月 27 日召开的 2016 年年度股东大会审议通过了《关于〈2016 年度资本公积金转增股本预案〉的议案》，2017 年 6 月 27 日完成权益登记，股份到账日为 2017 年 6 月 28 日，2017 年 7 月 12 日完成工商变更登记，变更后累计注册资本为人民币 15,960.00 万元，股本人民币 15,960.00 万元。

2018 年 2 月 21 日，公司 2018 年第一次临时股东大会审议通过了《关于〈出让子公司：银川东君乳业有限公司全部 60%股权〉的议案》，拟将公司持有的银川东君乳业有限公司 600 万股（占该公司股份的 60%）以 6,000.00 万元的价格按相应比例全部转让给该 4 名自然人，受让人以现金方式支付转让价款；转让完成后公司将解除 2016 年签订的《内蒙古骑士乳业集团股份有限公司之股票认购协议》中的同业竞争及竞业禁止条款、业绩补偿条款和公司治理条款；协议解除《品牌、商标及专利授权许可协议》、《销售及经营区域划分协议》中赋予公司的权利。本次转让完成后，公司丧失对银川东君乳业有限公司持有的全部 60%的股权。

2020年1月17日，公司第四届董事会第三十六次会议审议通过《关于出售子公司内蒙古敕勒川糖业有限责任公司股权》，根据公司发展需要，拟出售内蒙古骑士乳业集团股份有限公司（以下简称“公司”）全资子公司内蒙古敕勒川糖业有限责任公司（以下简称“子公司”）25%的股份，出售价格为人民币6,666.5万元，出售形式为增加子公司注册资本，即子公司注册资本增加为人民币26,666.5万元，购买方为杭实国贸投资（杭州）有限公司、浙江杭实善成实业有限公司、善成资源有限公司，分别出资1,813.288万元、1,759.956万元、3,093.256万元。公司与子公司、新引入股东杭实国贸投资（杭州）有限公司、浙江杭实善成实业有限公司、善成资源有限公司就此次增资签署编号为HZ-GQXY-20200117001的《关于内蒙古敕勒川糖业有限责任公司之增资及股东协议》及其相关文件。

2020年12月7日，公司通过做市方式实际回购的股份数为2,817,000.00股，全部2,817,000.00股已按照全国中小企业股份转让系统和中国证券登记结算有限责任公司北京分公司相关规定办理了股份注销，并于2020年12月07日收到了中国证券登记结算有限责任公司北京分公司出具的股份回购注销确认书。

2023年10月13日，公司依据中国证监会管理委员会证监许可[2023]2142号《关于同意内蒙古骑士乳业集团股份有限公司向不特定合格投资者公开发行股票注册的批复》，公司发行股票每股面值人民币1.00元，发行数量52,270,000股，发行价格为每股人民币5.00

元，募集资金总额为人民币 261,350,000.00 元，该事项经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审验通过，并出具了天职业字[2023]47105 号验资报告，截至 2023 年 12 月 31 日，公司总股数合计 209,053,000 股，其中限售流通股 129,179,280 股，无限售流通股 79,873,720 股。

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。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。

二、股权结构

2.1 股本结构及其变动情况

截至 2024 年 4 月 30 日，骑士乳业总股本为 20905.30 万股，其中流通 A 股为 9555.37 万股，占总股本的 45.71%，限售股为 11349.93 万股，占总股本的 54.29%。

表 1 骑士乳业股本近五次股本结构表

	2024-04-30	2023-10-13	2022-09-28	2022-06-11
总股本	20,905.30	20,905.30	15,678.30	15,678.30
流通股	9,555.37	7,987.37	4,328.37	4,628.37
流通 A 股	9,555.37	7,987.37	--	--
流通 B 股	--	--	--	--
流通 H 股	--	--	--	--
境外流通股	--	--	--	--
三板 A 股	--	--	4,328.37	4,628.37
三板 B 股	--	--	--	--
限售股	11,349.93	12,917.93	--	--
限售 A 股	11,349.93	12,917.93	--	--
国家持股	--	--	--	--
国有法人持股	--	320.00	--	--
其他内资持股合计	11,349.93	12,597.93	--	--
境内法人持股	--	1,248.00	--	--
机构配售股份	--	--	--	--
高管持股	8,913.41	--	--	--
其他境内自然人持股	2,436.52	11,349.93	--	--
外资持股合计	--	--	--	--
境外法人持股	--	--	--	--
境外自然人持股	--	--	--	--
限售 B 股	--	--	--	--
限售 H 股	--	--	--	--
其他未流通股份	--	--	--	--
(以下为股改或上市前的非流通股明细)	--	--	--	--
非流通股本	--	--	11,349.93	11,049.93
国有股	--	--	--	--
国家股	--	--	--	--
国有法人持股	--	--	--	--
境内法人股	--	--	--	--
境内发起人股	--	--	--	--
募集法人股	--	--	--	--
一般法人股	--	--	--	--
战略投资者持股	--	--	--	--
基金持有获配股余额	--	--	--	--
自然人发起人股	--	--	2,436.52	1,085.40
转配股	--	--	--	--
高管股	--	--	--	--
内部职工股	--	--	8,913.41	9,964.53
优先股	--	--	--	--
非上市外资股	--	--	--	--
原 STAQ 流通股	--	--	--	--
原 NET 流通股	--	--	--	--
股本变动原因	限售股份上市	A 股上市, 配售股份上市, 超额配售上市	其他	其他
公告日期	2024-04-25	2023-10-16	2022-09-30	2022-06-14
变动日期	2024-04-30	2023-10-13	2022-09-28	2022-06-11

数据来源：同花顺 iFinD

2.2 前十名股东及其持股情况

表 2 骑士乳业前十名股东汇总表

股东名称	持股数量(股)	参考市值(亿元)	占总股本比例	变动方向	变动股数(股)	变动比例	限售股(股)	股本性质	股东性质
党涌涛	54,405,060	3.20	26.02%	不变	0	0.00%	54,405,060	受限流通股	境内自然人
田胜利	13,207,250	0.78	6.32%	不变	0	0.00%	13,207,250	受限流通股	境内自然人
乔世荣	11,000,000	0.65	5.26%	不变	0	0.00%	11,000,000	受限流通股	境内自然人
薛虎	8,000,000	0.47	3.83%	不变	0	0.00%	8,000,000	受限流通股	境内自然人
黄立刚	6,000,000	0.35	2.87%	不变	0	0.00%	6,000,000	受限流通股	境内自然人
陈勇	5,580,000	0.33	2.67%	不变	0	0.00%	5,580,000	受限流通股	境内自然人
杜旭林	4,854,000	0.29	2.32%	不变	0	0.00%	4,854,000	受限流通股	境内自然人
高智利	4,107,000	0.24	1.96%	不变	0	0.00%	4,107,000	受限流通股	境内自然人
包头国运国有资本投资有限公司	3,200,000	0.19	1.53%	不变	0	0.00%	3,200,000	受限流通股	境内非国有法人
赵祥	3,089,491	0.18	1.48%	减少	-90,607	-0.04%	0	流通A股	境内自然人
合计	113,442,801	6.68	54.26%	--	--	--	110,353,310	--	--

数据来源：骑士乳业 2023 年年报

2.3 控股股东及实际控制人情况

骑士乳业公司的控股股东及实际控制人为党涌涛，截至 2024 年 4 月 30 日，党涌涛持有骑士乳业 26.02%股份。基于亲属关系，党晓超、黄立刚、杜旭林与党涌涛存在法定一致行动关系。

控股股东及实际控制人披露信息：党涌涛，男，中国国籍，大专学历，无国外永久居留权。1988 年 9 月-1992 年 7 月在包头轻工职业技术学院上学，毕业后到包头奶酪厂工作，历任车间主任、销售部长，2000 年自主创业，先后租赁达旗、土右工厂做代加工服务，2004 年租赁大华乳业并购买骑士品牌创办包头骑士乳业有限责任公司，主要生产、销售酸奶、奶粉；2008 年在达拉特旗创办骑士牧场，2009 年成立骑士农场，2012 年创办牧场二期，初步形成规模匹配的全产业链发展模式。2014 年筹备公司在新三板挂牌，2015 年 7 月成功登陆新三板，2023 年 10 月 13 日在北交所上市，现为公司第一大股东，2023 年末股份占比 26.02%。

第二章、业务与盈利模式

一、业务模式

1.1 主营业务

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。公司的主要产品为生鲜乳、各类奶制品、白砂糖及其副产品。

公司业务经营范围：乳制品、乳粉（全脂乳粉、调制乳粉）、其他乳制品（干酪）、液体乳、冷冻饮品、食糖、糖类产品及附属产品的生产及销售；原糖提炼、加工、销售；食品销售、食品用塑料容器的加工；种植、养殖；农产品收购、加工、销售，生鲜乳购销；农业机械销售、租赁、作业服务；甜菜种籽、化肥销售；普通货运；总部管理、营销策划、技术服务、租赁管理；进出口贸易；商务信息咨询，信息技术咨询服务，社会经济咨询（不含限制类项目），供应链管理服务，财税咨询服务，经济信息咨询，对外投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

1.2 主要产品

（1）生鲜乳

“生鲜奶”通常也叫生鲜乳（RawMilk），是未经杀菌、均质等工艺处理的原奶的俗称。市场上有少量“生鲜奶”以散装形式出售，消费者购买后一般煮沸饮用。而市售的盒装、袋装等预包装的纯奶，

则是将“生鲜奶”经过冷却、原料奶检验、除杂、标准化、均质、杀菌（巴氏杀菌或超高温灭菌）等工艺制成的，是符合国家有关标准要求的产品。

公司现在有大量集约化、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2万2000余头，其中成母牛近万头，日产鲜奶300吨左右。

（2）各类奶制品

指的是使用牛乳或羊乳及其加工制品为主要原料，加入或不加入适量的维生素、矿物质和其他辅料，使用法律法规及标准规定所要求的条件，经加工制成的各种食品，也叫奶油制品。

公司现有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。

（3）白砂糖及其副产品

GB13104-2014 中将白砂糖定义为以甘蔗或甜菜为原料，经提取糖汁、清净处理、煮炼结晶和分蜜等工艺加工制成的蔗糖结晶。绵白糖为粉末状，适合于烹调之用，甜度与白砂糖差不多。绵白糖有精制绵白糖和土法制的绵白糖两种。前者色泽洁白，晶粒细软，质量较好；后者色泽微黄稍暗，质量较差。公司现有的现代化制糖工厂可日处理甜菜5000吨，可年产10万吨白砂糖。

1.3 营收分析

(1) 按产品分类

表3 骑士乳业营收表（按产品分类）

单位：万元

	2023 年报	2022 年报	2021 年报	2020 年报
数据类型	指标数值	指标数值	指标数值	指标数值
营业收入	125,626.90	94,775.01	87,638.53	70,745.62
生鲜乳	45,750.70	--	--	--
白砂糖	39,902.49	23,775.32	31,568.77	24,563.46
酸奶制品	15,665.12	13,768.43	12,961.90	12,571.32
代加工奶粉	6,412.43	5,727.41	2,316.46	1,783.11
糖蜜	4,309.18	2,585.63	2,733.88	1,387.96
奶粉制品	3,736.95	3,616.84	2,807.00	2,795.03
常温奶	3,092.27	1,864.52	1,411.84	298.60
售牛收入	2,700.43	2,643.56	1,544.89	1,020.09
甜菜粕	1,224.35	3,190.22	3,267.67	4,378.07
消毒鲜奶	1,036.34	1,104.26	1,487.12	1,238.37
其他业务	974.95	1,338.14	1,522.71	1,159.63
经营租赁	607.47	--	--	--
原材料销售	310.36	--	--	--
劳务收入	25.37	--	--	--
仓储收入	19.96	--	--	--
特许权使用收入	11.79	--	--	--
含乳饮料	536.64	618.14	535.52	475.94
其他	192.77	15.88	3.60	0.81
农作物销售	92.27	87.79	473.32	561.63
牛奶(原奶)	--	33,992.07	25,003.85	18,511.60
普通生鲜乳	--	446.81	--	--
乳饮料制品	--	--	--	--
小包糖	--	--	--	--
合计	125,626.90	94,775.01	87,638.53	70,745.62
营业成本	101,805.06	74,522.56	69,708.43	59,867.27
生鲜乳	36,312.98	--	--	--
白砂糖	35,791.64	24,099.18	28,819.43	23,996.06
酸奶制品	11,541.73	10,949.36	10,822.35	10,659.66
代加工奶粉	3,356.53	2,880.20	1,799.36	738.68
糖蜜	2,039.34	1,051.22	1,668.19	1,161.95
奶粉制品	2,810.36	3,245.69	2,611.91	2,451.64
常温奶	2,654.56	1,658.85	1,367.98	362.90
售牛收入	3,859.38	2,699.02	1,335.85	757.17
甜菜粕	756.72	1,993.80	1,860.21	3,736.58
消毒鲜奶	713.15	755.10	1,036.77	1,066.77
其他业务	1,122.04	1,144.79	1,426.85	1,443.46
经营租赁	648.85	--	--	--
原材料销售	420.54	--	--	--
劳务收入	52.64	--	--	--
含乳饮料	466.99	478.53	305.41	234.55
其他	242.82	12.94	2.42	0.74
农作物销售	136.81	105.32	425.37	766.01
牛奶(原奶)	--	22,991.60	16,226.33	12,491.08
普通生鲜乳	--	456.96	--	--
乳饮料制品	--	--	--	--
小包糖	--	--	--	--
合计	101,805.06	74,522.56	69,708.43	59,867.27
毛利	23,821.83	20,252.45	17,930.10	10,878.35
生鲜乳	9,437.71	--	--	--
白砂糖	4,110.86	-323.86	2,749.34	567.40
酸奶制品	4,123.39	2,819.07	2,139.55	1,911.65

续上表 3

代加工奶粉	3,055.90	2,847.21	517.10	1,044.42
糖蜜	2,269.84	1,534.40	1,065.69	226.02
奶粉制品	926.59	371.16	195.09	343.39
常温奶	437.71	205.68	43.87	-64.30
售牛收入	-1,158.95	-55.46	209.04	262.92
甜菜粕	467.63	1,196.42	1,407.47	641.50
消毒鲜奶	323.18	349.15	450.35	171.60
其他业务	-147.08	193.35	95.85	-283.84
经营租赁	-41.37	--	--	--
原材料销售	-110.19	--	--	--
劳务收入	-27.27	--	--	--
含乳饮料	69.65	139.60	230.11	241.39
其他	-50.05	2.94	1.18	0.06
农作物销售	-44.54	-17.53	47.94	-204.38
牛奶(原奶)	--	11,000.47	8,777.52	6,020.53
普通生鲜乳	--	-10.15	--	--
乳饮料制品	--	--	--	--
小包糖	--	--	--	--
合计	23,821.83	20,252.45	17,930.10	10,878.35
毛利率	18.96%	21.37%	20.46%	15.38%
生鲜乳	20.63%	--	--	--
白砂糖	10.30%	-1.36%	8.71%	2.31%
酸奶制品	26.32%	20.47%	16.51%	15.21%
代加工奶粉	47.66%	49.71%	22.32%	58.57%
糖蜜	52.67%	59.34%	38.98%	16.28%
奶粉制品	24.80%	10.26%	6.95%	12.29%
常温奶	14.15%	11.03%	3.11%	-21.54%
售牛收入	-42.92%	-2.10%	13.53%	25.77%
甜菜粕	38.19%	37.50%	43.07%	14.65%
消毒鲜奶	31.19%	31.62%	30.28%	13.86%
其他业务	-15.09%	14.45%	6.29%	-24.48%
经营租赁	-6.81%	--	--	--
原材料销售	-35.50%	--	--	--
劳务收入	-107.49%	--	--	--
含乳饮料	12.98%	22.58%	42.97%	50.72%
其他	-25.96%	18.52%	32.69%	7.81%
农作物销售	-48.27%	-19.97%	10.13%	-36.39%
牛奶(原奶)	--	32.36%	35.10%	32.52%
普通生鲜乳	--	-2.27%	--	--
乳饮料制品	--	--	--	--
小包糖	--	--	--	--

数据来源：同花顺 iFinD

（2）按地区分类

表 4 骑士乳业营收表（按地区分类）

单位：万元

	2023 年报	2022 年报	2021 年报	2020 年报
数据类型	指标数值	指标数值	指标数值	指标数值
营业收入	125,626.90	94,775.01	87,638.53	70,745.62
内蒙地区	79,425.48	69,583.26	59,801.41	45,256.67
内蒙以外地区	46,201.42	23,853.61	26,314.41	24,329.32
包头市内	--	--	--	--
包头市外	--	--	--	--
其他业务收入	--	1,338.14	1,522.71	1,159.63
合计	125,626.90	94,775.01	87,638.53	70,745.62
营业成本	101,805.06	74,522.56	69,708.43	59,867.27
内蒙地区	61,815.34	--	--	--
内蒙以外地区	39,989.72	--	--	--
其他业务收入	--	1,144.79	1,426.85	1,443.46
合计	101,805.06	1,144.79	1,426.85	1,443.46
毛利	23,821.83	20,252.45	17,930.10	10,878.35
内蒙地区	17,610.13	--	--	--
内蒙以外地区	6,211.70	--	--	--
其他业务收入	--	193.35	95.85	-283.84
合计	23,821.83	193.35	95.85	-283.84
毛利率	18.96%	21.37%	20.46%	15.38%
内蒙地区	22.17%	--	--	--
内蒙以外地区	13.44%	--	--	--
其他业务收入	--	14.45%	6.29%	-24.48%

数据来源：同花顺 iFinD

二、采购模式

公司基本采购模式为“以销定产、以产定购，兼顾库存和采购周期，满足生产计划所需”，公司采购的生产用主要原材料包括种子、玉米、精饲料、生鲜乳、甜菜以及生产辅料和包装物等，除了原材料公司还会引进奶牛，原材料和奶牛引进全部由公司自主采购，没有委托及代理采购的情况。公司根据各事业部需求设立了集团采购部以及各子公司采购部，并根据实际需要划分了各自的采购范围，例如：公司乳业工厂根据原材料种类及采购特点设置了奶源部和乳业事业部采购部，其中奶源部主要负责原料奶的采购，乳业事业部采购部负责除原料奶之外的其他原辅材料的采购。公司优先选择已通过无公害和有机认证企业，对签约供应商录入合格供应商名录进行动态管理。基于完善的《采购管理制度》、《合格供应商管理制度》等采购内控制度，公司每年对供应商进行评估，对原材料进行索证、验证，确保原材料符合各项标准要求，保证产品质量安全，在公司采购流程控制、授权审批等严格的控制方式下，根据不同的原材料供应状况和公司实际生产的需求，形成了多种有针对性的采购模式：

（1）种子及农场原材料采购模式：农场根据流转的土地面积、有机转换的要求及每年年初公司制定的种植计划，由采购部门根据公司制定的计划会同财务、质量和生产部门从公司合格供应商名录中选取合作伙伴进行比价和质量分析，并于播种前 1 个月左右的时候分品种采购符合公司和国家标准的农资，在牧草、玉米和甜菜的生长早期、中期和晚期进行有计划的施用，另外平时主要使用的符

合有机标准的生物有机肥由自有牧场提供，不足部分从有相关资质的企业中购买。该采购模式能满足农场实际种植的需求，也满足了自有牧场对饲草的要求，和部分籽实玉米的需求，同时充分利用了自有牧场的副产品，实现了循环经济。公司采购的甜菜种子为国际上普遍认可的进口品种，产出的甜菜全部供给内蒙古敕勒川糖业有限责任公司进行白砂糖精加工。

（2）玉米、精饲料采购模式：公司旗下牧场每年根据自身饲养的奶牛数量、结构并结合农业的种植计划制定整体采购计划。对外采购的玉米和精饲料由采购部门根据公司制定的采购计划会同财务、质量和生产部门从公司合格供应商名录中选取合作伙伴进行比价和质量分析，并根据公司相关原材料的库存情况批准对外采购。

（3）生鲜乳采购模式：公司生鲜乳来源于公司自有牧场和合作牧场。公司自有牧场产出的生鲜乳50%以上销售给蒙牛乳业等大客户，自用比例在逐渐增加，主要在高端产品上优先使用。公司的合作牧场均为规模化养殖牧场，随着整体养殖水平的提高和合作牧场多年来公司的督管，合作牧场公司原料奶供应在质量和数量上均有充分保证。目前，公司与10多家牧场建立了稳定的合作关系。合作牧场奶牛数量保持在8000头以上，每年可为公司稳定提供近2万吨的生鲜牛乳。公司则长期为合作牧场在改良优化奶牛品种、提高养殖水平、扩大养殖规模、提高单产水平、改良牧场设施、疫病防治等诸多方面提供全面的技术指导。一般情况下，由于合作牧场的原料奶产量和公司产品市场预计销售量可以大致预计，公司不会出现原料

奶大幅供过于求或供应缺口的情况。若由于各种原因，公司年度中间出现原料奶供过于求时，公司将通过调整产品结构，多生产奶粉的方式予以消化；在原料奶供不应求时，公司自有牧场将增加自有牧场对包头骑士的生鲜乳供应，避免因奶源不足造成的生产停滞。公司现有奶制品生产能力与自有牧场的产能基本匹配，故公司在应对奶价大幅波动、奶源不足等方面有较强的抗风险能力。

三、生产模式

(1) 牧草及玉米种植

公司的牧草及玉米种植全部由公司农场完成。农场根据流转土地的面积，按照有机转换的要求，根据自有牧场的需求，种植青贮玉米、籽实玉米、燕麦、苜蓿等饲草料。农场的饲草产量能匹配自有牧场的基本需求，这样保证了公司在粗饲料方面的质量、数量。

(2) 甜菜种植

公司的甜菜种植由农场以及订单户组织实施。农场+订单户按照公司对于甜菜产量、糖分的要求，根据流转土地的不同，种植不同的品种的甜菜，严格按照近年公司技术人员种植得出的种植流程进行种植管理，为制糖项目的原料供应提供了保障。

(3) 奶牛养殖和繁育模式

公司根据本场牛群结构进行合理的分群管理，不同阶段奶牛配比日粮配方，采用 TMR 全混合日粮饲喂。奶牛繁殖是奶牛泌乳开始和延续的启动阀。奶牛繁育技术管理是奶牛生产的关键技术之一，而规范的技术操作流程是奶牛繁殖技术管理的重要组成部分。公司

有专门的繁育技术人员通过监控软件、喷漆及目视观察等方式对奶牛发情、优质冻精的取用、保证 95%的奶牛在产后 85 天以内完成配种等环节进行检测及流程控制完成奶牛的繁育环节，并保证每头奶牛有 2 个月的待产期（停奶期）。

（4）生鲜乳生产

生鲜乳生产过程中挤奶是最重要的生产环节。为保护奶牛健康，提高牛奶质量，提高挤奶工作整体业务能力，公司配置了国内最大的利拉伐 80 位重型转盘挤奶机，并根据挤奶台生产流程严格进行生鲜乳的生产活动。

（5）奶制品

公司乳制品生产主要由子公司包头骑士乳业有限责任公司负责，包头骑士总经理负责，下设四个生产车间，生产车间根据生产计划开展生产。公司保质期较短的为巴氏杀菌奶产品、酸奶产品，这两种产品由于保质期限短、需要冷链配送，采取严格的“以销定产”生产模式，包头骑士根据销售计划编制生产计划并组织生产，销售部门每月根据具体销售情况对月初制定的销售计划进行调整，生产车间也据此做相应调整。公司保质期较长的为常温奶、奶粉、奶茶粉等产品，采取“以销定产为主，适当调节库存为辅”的生产模式，销售部根据上月末销售订单及当期市场需求变化趋势制定销售计划，生产车间根据销售计划编制生产计划组织生产，同时，公司根据市场情况结合销售计划保持合理的库存水平，并相应调整每月的生产数量。

（6）白砂糖及其副产品

公司制糖工厂由公司副总经理直接负责、管理，根据计划进行生产，产出的白砂糖，经过机器自动码垛，按照批次、品质分别入库。销售部门根据市场需求出售相关产品。

四、销售模式

（1）生鲜乳销售

2023 年公司生鲜乳销售最重要的客户是蒙牛乳业等高端客户，2023 年和 2022 年生鲜乳销售收入占主营业务收入的比例分别为 36.67%和 36.86%。公司产品的销售方式和定价政策为：在挤奶环节生产出生鲜乳降温后，直接用运奶罐运输至收购厂家，检验脂肪、蛋白、乳糖、干物质、微生物、冰点、抗生素等指标，检验合格后入库低温储存。公司销售的生鲜乳价格，实际执行中根据蛋白质、脂肪、干物质、微生物指标和“随行就市”原则进行浮动。公司与蒙牛乳业的销售款结算方式为月结模式。

（2）奶制品销售

公司奶制品主要通过经销商的销售模式，公司的销售模式全部为买断式销售。2023 年和 2022 年乳制品销售收入占主营业务收入的比例分别为 24.43%和 28.59%。销售结算方式一般先款后货的模式。公司现金销售主要系直销中向个人客户销售的酸奶、巴氏奶等产品，年销售量较小。

（3）白砂糖及其副产品销售

2023 年公司制糖工厂生产的白砂糖，一方面通过公司的销售人员直接销往各个客户，一般采用现货现结的方式；另一方面由于白砂糖是大宗商品也采用期货方式进行点价出售；制糖副产品甜菜粕、糖蜜等一般采用现货现结方式进行销售。2023 年和 2022 年白砂糖及其副产品销售收入占主营业务收入的比例分别为 36.42%和 31.63%。

第三章、行业分析

一、政策背景

作为食品饮料行业的重要细分领域，现阶段我国乳制品行业已经形成政府主导监管与行业协会自律监管的双监管格局，国家卫健委、市场监管总局、农业农村部等部门依据具体职责分别行使对乳制品行业相关主体的政策监管，以期整体提升我国奶制品行业的发展质量，保障居民基本消费安全。与此同时，随着居民健康意识的增强和城乡居民消费力的提升，乳品作为改善国民身体素质、打造健康生活方式的重要构成，消费规模将继续扩大，乳品行业和以乳为原料的相关食品行业发展空间良好。

2008 年，三聚氰胺事件震动了整个乳制品行业，作为回应，当年 10 月，国务院颁布了《乳品质量安全监督管理条例》，这是行业的第一部法规，旨在保障乳制品行业的健康稳定发展。这一法规的实施显著提升了行业的安全标准，重建了消费者对国内乳制品的信任。

“十二五”期间，《食品工业“十二五”发展规划》提出，要加快乳制品产业结构调整，积极引导企业通过跨地区兼并、重组，淘汰落后生产能力，同时培育技术先进、具有国际竞争力的大型企业集团，改变乳制品工业企业布局不合理、重复建设严重的局面，推动乳制品工业结构升级。

“十三五”期间，《全国奶业发展规划（2016-2020年）》首次明确了奶业发展的战略定位，确定了奶业发展的主要任务，并以此促进了奶业的全面振兴。此次发布的奶业规划，在关键问题、关键环节等方面为行业发展指明了方向，这一规划的实施标志着对乳制品行业的更系统和长远的考量。

“十四五”期间，中国进一步加强对乳制品行业的支持。通过《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》，鼓励乳企实现全产业链一体化建设，强调本土品牌的建设和品质提升。政策还特别强调了奶酪等细分品类的发展，并通过加强消费宣传引导，提出了到2025年实现全国奶类产量达到4100万吨左右的目标。

2022年，国家卫生健康委员会指导发布《中国居民膳食指南（2022）》，将奶及奶制品的推荐摄入量由每天的300克增加到每天300克至500克，倡导国民通过乳制品获取优质蛋白质、钙等重要营养成分，改善膳食结构，增强身体素质。

此外，随着工作生活节奏的加快，近场化消费趋势明显，越来越多的消费者通过线上电商平台以及新零售渠道满足日常购物需求。通过渠道拓展和数字化转型，也为乳企带来了更多业务增长机会。在国务院办公厅2018年《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》、国家农业农村部2022年《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》等多项奶业发展保障政策实施推动下，国内奶业进入高速发展新时期，奶源供应相对充足。

表 5 2020 年以来乳制品产业主要政策统计

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容解读
2013年6月	食品药品监管总局、工信部等9部门	《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》	通过强化监管、综合施策，全面提高我国婴幼儿配方乳粉质量安全水平，维护人民群众切身利益，提振消费信心，促进乳制品产业振兴和健康持续发展。
2013年9月	国家质量监督检验检疫总局	《关于加强进口婴幼儿配方乳粉管理的公告》	对华出口婴幼儿配方乳粉的境外生产企业应按照《进出口乳品检验检疫监督管理办法》、《进口食品境外生产企业注册管理规定》等规定，办理注册自2014年5月1日起，未经注册的境外生产企业的婴幼儿配方乳粉不允许进口。
2013年12月	国家食品药品监督管理总局	《婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则》	本审查细则适用于企业申请使用牛乳或者羊乳及其加工制品为主要原料，加入适量的维生素、矿物质和其他辅料，使用法律法规及标准所要求的条件，加工制作供婴幼儿食用的婴幼儿配方乳粉、较大婴幼儿配方乳粉、幼儿配方乳粉，对企业生产条件的审查及其许可生产产品的检验。
2016年6月	国家市场监督管理总局	《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》	为严格婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理，保证婴幼儿配方乳粉质量安全，根据《中华人民共和国食品安全法》等法律法规制定。
2016年12月	农业部、国家发展改革委等5部门	《全国奶业发展规划（2016-2020年）》	规划提出十一大主要任务，分别为：优化区域布局发展奶牛标准化规模养殖；提升婴幼儿配方乳粉竞争力；推动乳制品加工业发展；加强乳品质量安全监管；加快推进产业一体化；打造国产乳品品牌加强良种繁育及推广；促进优质饲草料生产；推进奶牛粪污综合利用；加强奶牛疫病防控。
2017年1月	国家发改委工信部	《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	在强化企业质量安全主体责任，食品全产业链质量安全管理的的基础上，支持骨干食品企业延伸产业链条，推进原料生产、加工物流、市场营销等环节融合发展，推动食品工业转型升级。
2017年4月	国务院	《2017年食品安全重点工作安排》	强调用“最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责”，严把从农田到餐桌的每道防线，着力解决人民群众普遍关心的突出问题不断提高食品安全保障水平。
2018年1月	农业农村部	《2018年畜牧业工作要点》	通过贯彻落实国家奶业发展政策措施、做大做强民族奶业品牌、引导培育乳制品消费等方式持续推进奶业振兴。开展马、驴、兔、奶山羊等特色产业研究，并深入推进畜牧业扶贫工作。
2018年6月	国务院	《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	加快构建现代奶业产业体系、生产体系、经营体系和质量安全体系，不断提高奶业发展质量效益和竞争力，大力推进奶业现代化，为决胜全面建成小康社会提供有力支撑。
2018年12月	农业农村部等9部委	《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》	要以实现奶业全面振兴为目标，优化奶业生产布局，创新奶业发展方式，建立完善以奶农规模化养殖为基础的生产经营体系密切产业链各环节利益联结，提振乳制品消费信心。
2019年1月	国务院	《中共中央、国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	聚力精准施策，决战脱贫攻坚。实施奶业振兴行动加强优质奶源基地建设。
2019年2月	国务院	《关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	文件提出要实施奶业振兴行动，加强优质奶源基地建设，升级改造中小奶牛养殖场，实施婴幼儿配方奶粉提升行动。
2019年3月	农业农村部	《奶业品牌提升实施方案》	将奶业品牌建设与奶业振兴发展紧密结合，形成创品牌、推品牌、护品牌的品牌发展机制，培育出一批具有影响力的产品品牌、企业品牌和区域公用品牌，使国产奶业品牌深入人心，强大在投融资、生产要素供给、政策扶持等方面的优惠力度；加强技术指导，开展品牌创建技术咨询和现场指导等工作，提高奶业企业品牌化经营水平。
2019年5月	国务院	《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	实施国产婴幼儿配方乳粉提升行动，在婴幼儿配方乳粉生产企业全面实施良好生产规范、危害分析和关键控制点体系，自查报告率要达到100%。
2019年6月	国家发改委等7部门	《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》	《方案》提出，要大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上。
2020年11月	国务院	《关于印发全国深化“放管服”改革优化营商环境电视电话会议重点任务分工方案的通知》	完善食品工业企业质量安全追溯平台功能，扩大婴幼儿配方乳粉质量安全追溯试点，便利消费者查规范类询。

续上表 5

2020年12月	国家市场监督管理总局	《乳制品质量安全提升行动方案》	到2023年，乳制品质量安全监管法规标准体系更加完善，质量安全监管能力大幅提升，监督检查发现问题整改率达到100%，乳制品监督抽检合格率保持在99%以上。
2021年8月	国家市场监督管理总局	《乳制品生产许可审查细则(征求意见稿)》	本细则适用于企业申请乳制品生产条件的审查。维则中所称乳制品是指使用乳类及其加工制品为主要原料，使用法律法规及标准规定所要求的条件加入或不加入适量的维生素、矿物质和其他原料加工制作的产品。
2021年9月	国家市场监督管理总局	《婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则(2021版、征求意见稿)》	在原料控制方面要求，生乳应来自自建(全资或控股)或自控(指与企业签订生乳供给合同，企业能够采取派员监管、定期对养殖情况进行审核，确保生乳质量安全可控)的奶源基地。婴幼儿配方乳粉生产企业应当符合粉状婴幼儿配方食品良好生产规范要求，实施危害分析与关键控制点体系。仅有包装场地、工序、设备，没有相应生产工艺所需完整生产工艺条件的，不予生产许可。不得使用已经符合婴幼儿配方食品安全国家标准的复合配料作为原料生产婴幼儿配方乳粉。
2021年10月	国家市场监督管理总局	《关于鼓励企业标注乳制品食用期暖的公告》	《公告》规定乳制品生产企业应当按照《食品安全法》规定，在生产的乳制品包装上标注生产日期、保质期鼓励乳制品生产企业率先在需冷藏保存的鲜奶、酸奶等短保质期乳制品上明确标注保质期的到期日，让消费者更直观地辨别所购食品何时过期。
2021年11月	国务院	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	加强奶源基地建设，优化乳制品产品结构。奶业振兴工程：改造升级一批适度规模奶牛养殖场，推动重点奶牛养殖大县整县推进生产数字化管理建设批重点区域生鲜乳质量检测中心，建设一批优质饲草料基地。
2022年2月	农业农村部	《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》	优化奶源区域布局，提升自主育种能力。实施振兴奶业首槽发展行动，支持内蒙古、甘肃、宁夏建设批高产优质首槽基地，提高国产首槽品质，推广青贮首槽饲喂技术提升国产首槽自给率。支持标准化、数字化规模养殖。培育壮大家庭牧场、奶农合作社等适度规模养殖主体，支持养殖场开展“智慧牧场”建设。
2022年3月	农业农村部	《关于落实党中央国务院2022年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》	启动奶业生产能力提升整县推进行动，开展奶农发展乳制品加工试点。
2022年6月	工信部等5部门	《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	编制家用电器、塑料制品、化妆品、乳制品等领域产业链图谱，建立风险技术和产品清单，推动补链固链强链。建立监测预警机制，加强风险评估，提供信息服务。发挥工业互联网平台和标识解析体系作用，推动产业链上下游加强合作。支持乳制品、罐头、酿酒、粮油等行业建设优质原料基地。
2022年6月	财政部、农业农村部	《关于实施奶业生产能力提升整县推进项目的通知》	通过支持奶业大县发展草畜配套、适度规模养殖促进奶业一二三产业融合，提效率、降成本，力争用3-4年时间进一步提升奶业大县饲草料供应水平和养殖设施装备水平奶牛年均单产水平达到9吨以上，进一步提高奶业生产效率和奶农自我发展能力、完善区域化全产业链奶业生产经营模式，增强奶返供给保障能力。
2022年9月	农业农村部	《畜牧业“三品一标”提升行动实施方案(2022-2025年)》	《方案》要求到2025年，畜禽种业发展实现全面提升，畜禽核心种返自给率达到78%。畜产品品质保障达到更高水平，全国饲料质量安全抽检合格率98%以上；肉蛋奶等畜禽产品的兽药残留监督抽检合格率保持在98%以上，全国畜禽规模养殖比重达到78%左右。
2023年2月	农业农村部	《关于落实党中央国务院2023年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》	提出“兴奶业”、“加强奶源基地建设”，助力奶业高质量发展。

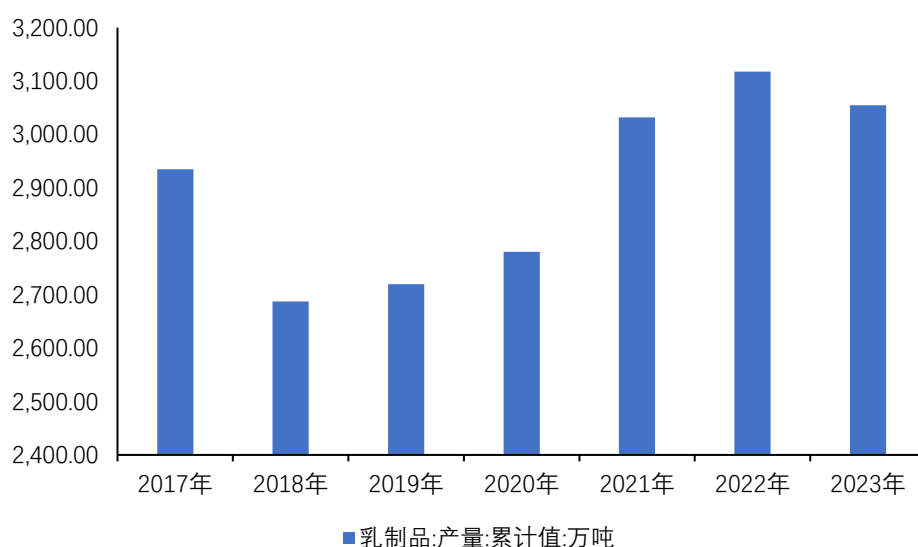
二、行业概况

2.1 生鲜乳产业

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。

在供给方面，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，2022-2023年我国乳制品产量为 3031.7 万吨、3117.7 万吨、3054.6 万吨。国内原料奶供应充足，近几年增长率稳定在 5%左右。但受海外经济增速放缓和地缘政治影响，国际贸易政策法规、汇率波动等因素的不确定性增强，给乳企发展带来挑战。

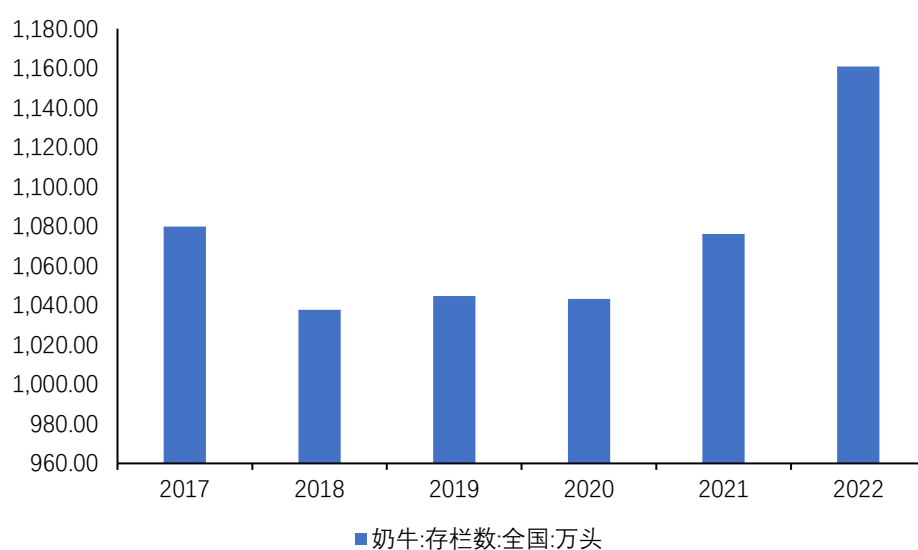
图1 2017年以来乳制品产量及增速示意图



数据来源：同花顺 iFinD

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，随后又逐渐恢复，于 2022 年达到 1160.8 万头，产量得到了进一步恢复。

图 2 2017 年以来奶牛存栏数示意图



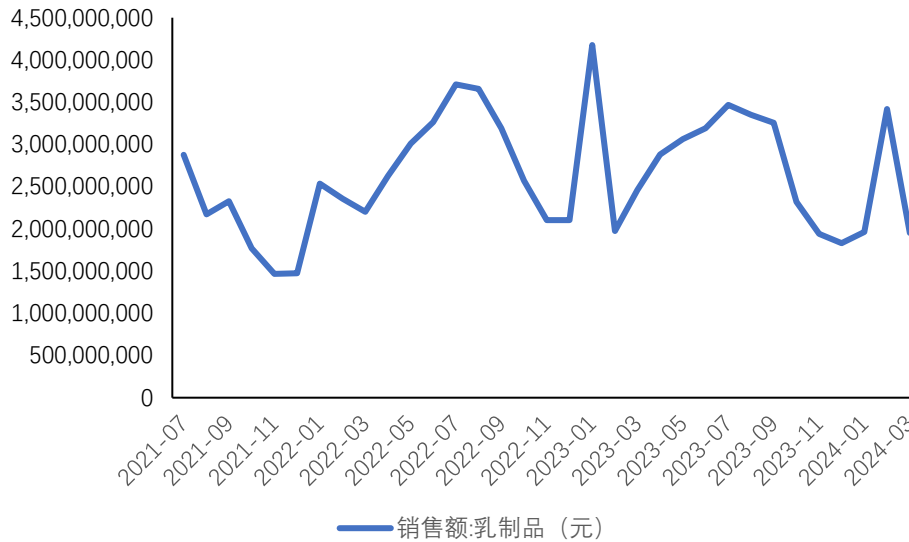
数据来源：同花顺 iFinD

在需求方面，当前，国内经济处于复苏期，消费品行业面临着消费信心不足、需求增长乏力、新生儿数量减少等挑战，短期内乳品消费规模较上年同期有缩减。与此同时，我们也看到，国民健康意识在不断增强，消费者对高品质、高营养乳制品的需求继续保持增长态势，当前部分乳品细分市场的零售额同比呈上涨趋势。

根据同花顺数据显示，纯奶品类的市场零售额，同比继续保持增长态势，2023 年乳制品销售额达到 33,895,298,266 元，较上一年

增长 1.72%。其中，有机纯奶（常、低温）的市场零售额同比增长了 17.1%。

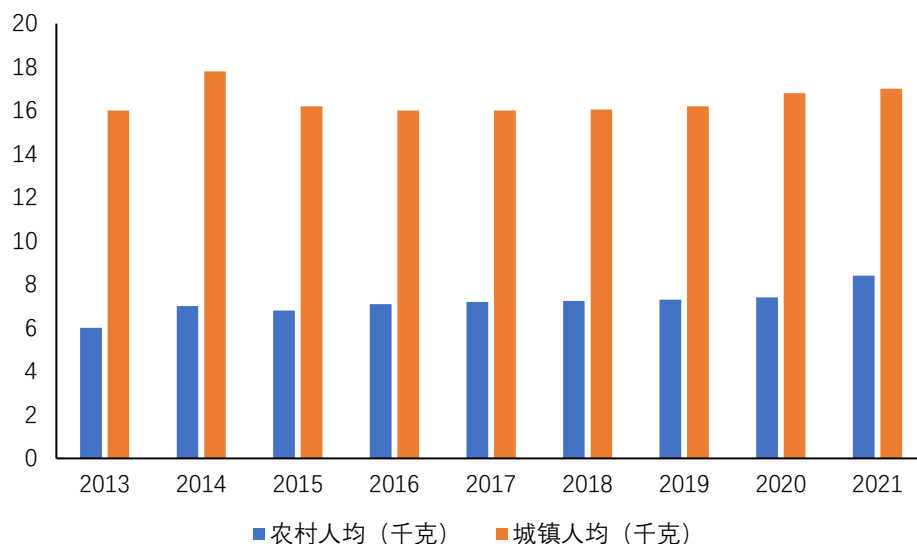
图 3 2021 年以来乳制品每月销售额



数据来源：同花顺 iFinD

此外，拥有 2.5 亿人口、占全国城镇常住人口近 30%的县城及县级市城区，已成为乳品市场增量的重要贡献者。县城及县级市城区购买常温液态乳品的家庭户数，较上年同期增长了 2.1%。未来受益于农村居民消费水平增长以及对健康关注度提升，乳制品将在下沉市场实现较快增长。

图 4 2013 年以来农村及城镇人均消费水平



数据来源：同花顺 iFinD

在需求方面，渠道发展呈多元化趋势，为消费者提供了更加便捷的服务和多种选择。通过渠道拓展和产品交付模式的升级转型，能够为乳企带来更多业务增长机会。

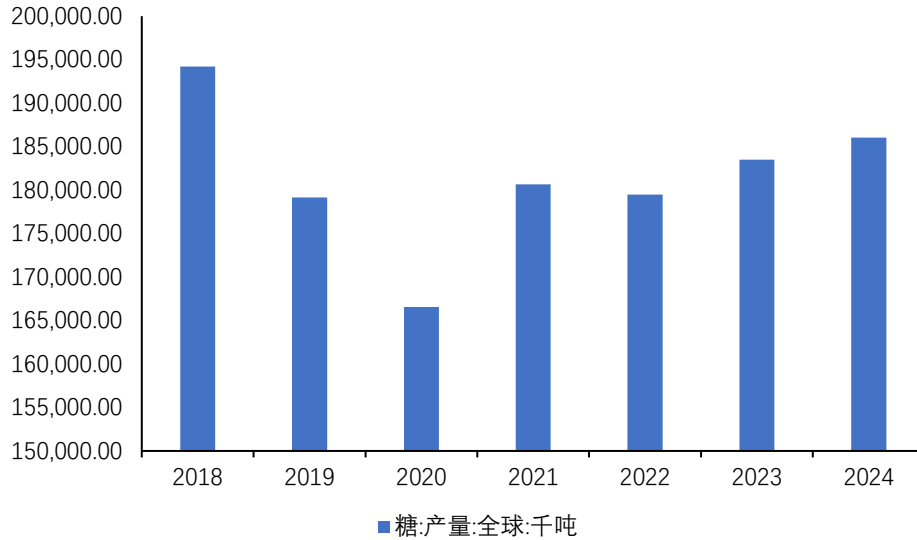
2022 年末，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，倡导改善居民健康饮食结构、增加健康、营养农产品和食品供给，落实扩大内需、刺激经济发展等系列举措。当前，国家扩大内需、提振信心、防范风险等一系列宏观经济调控政策正在贯彻落实中，乳品作为平衡膳食的重要组成部分，是改善国民身体素质、打造健康生活方式的重要构成，随着经济的复苏，乳品市场消费规模将持续扩大，行业发展趋势逐步向好。

2.1 制糖产业

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。

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。21 世纪以来，全球糖总供应量整体呈增长趋势，2022 榨季全球糖总供应量为 186024 千吨，较上一年度增长 1.38%。

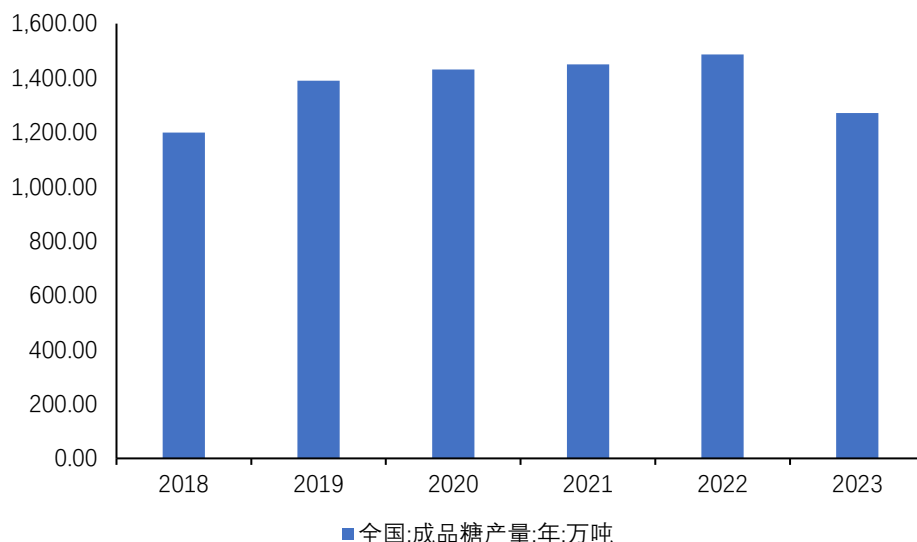
图 5 2018 年以来全球糖产量示意图



数据来源：同花顺 iFinD

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。2023 年我国食糖总产量为 1270.6 万吨，较上一年度略微下降，整体产量保持稳定。

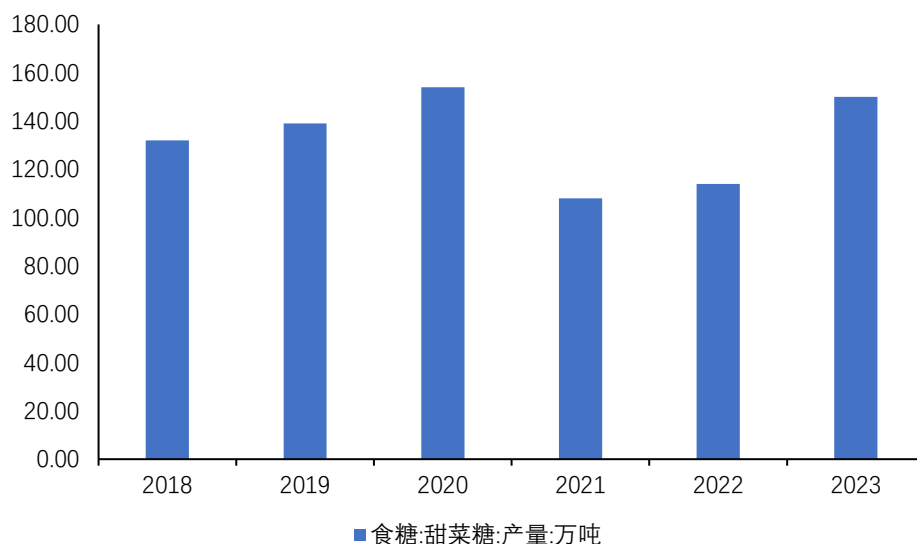
图 6 2018 年以来中国糖产量示意图



数据来源：同花顺 iFinD

我国甜菜糖产量在 2013/14 榨季至 2020/21 榨季呈上涨趋势，2022 年榨季我国甜菜糖总产量为 114 万吨，2023 年榨季甜菜糖总产量为 150 万吨，增长速度较快，主要原因为糖料甜菜播种面积有所恢复。

图 7 2018 年以来甜菜糖产量示意图

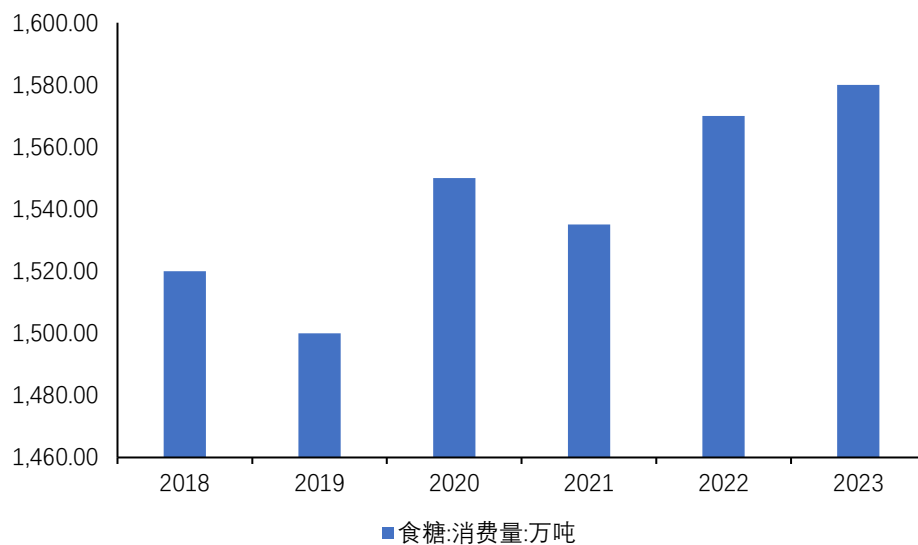


数据来源：同花顺 iFinD

在消费方面，我国食糖消费量大于食糖产量，需依靠进口补足空缺。2022 年榨季我国食糖总消费量为 1,570 万吨，2023 年榨季总

消费量为 1580 万吨，增长趋势较为稳定，同时食堂消费也大于我国食堂产量约 310 万吨。

图 8 2018 年以来食糖消费量示意图



数据来源：同花顺 iFinD

第四章、财务分析

一、2023 年财报数据与关键指标

骑士乳业于 2024 年 4 月 3 日发布 2023 年年报，2023 年度公司实现营业总收入 125626.9 万元，同比增长 32.55%；实现归母净利润 7216.3 万元，同比增长 5.63%；关键比率中，2023 年度公司资产负债率为 58.6%、总资产周转率为 0.62 次、销售毛利率为 18.96%、销售净利率为 8.07%。

表 6 骑士乳业财务报表汇总

单位：万元

	2024 一季报	2023 年报	2022 年报	2021 年报
利润表摘要				
营业总收入	23,710.13	125,626.90	94,775.01	87,638.53
营业总收入同比增长率(%)	7.23	32.55	8.14	23.88
营业收入	23,710.13	125,626.90	94,775.01	87,638.53
营业收入同比增长率(%)	7.23	32.55	8.14	23.88
营业总成本	20,174.64	116,846.77	87,727.33	81,808.83
营业利润	2,679.64	10,562.60	8,576.84	6,032.66
营业利润同比增长率(%)	14.28	23.15	42.17	129.41
利润总额	2,284.49	11,344.52	7,594.87	5,880.10
净利润	1,826.02	10,136.26	7,162.39	5,572.72
归属母公司股东的净利润	1,737.74	9,385.19	7,162.39	5,572.72
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	-4.18	31.03	28.53	143.55
扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润	3,290.95	7,216.30	6,831.93	5,156.77
扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润同比增长率(%)	82.84	5.63	32.48	236.35
非经常性损益	-1,553.21	2,168.89	330.46	415.95
研发费用总额	141.77	671.16	596.35	196.41
资产负债表摘要				
流动资产	68,259.82	79,829.79	58,709.32	42,419.82
固定资产	73,866.72	76,270.53	67,228.77	61,098.26
长期股权投资	20.00	20.00	--	--
资产合计	210,944.45	221,542.55	186,392.24	149,168.47
流动负债	76,424.81	89,651.71	96,727.09	68,825.95
非流动负债	40,975.73	40,172.95	33,424.41	34,795.01
负债合计	117,400.54	129,824.66	130,151.50	103,620.96
股东权益	93,543.91	91,717.89	56,240.74	45,547.51
归属母公司股东的权益	83,036.52	81,298.78	49,481.35	45,547.51
资本公积	22,963.11	22,963.11	5,757.87	5,850.76
盈余公积	3,098.49	3,098.49	3,030.06	3,030.06
未分配利润	36,069.62	34,331.87	25,015.12	20,988.39

续上表 6

现金流量表摘要				
经营活动产生的现金流量	-8,075.41	22,769.00	21,827.69	17,572.99
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	-0.39	1.09	1.39	1.12
投资活动产生的现金流量	-6,171.87	-25,574.04	-25,457.27	-21,089.27
筹资活动产生的现金流量	1,612.86	26,777.74	8,775.81	1,859.85
现金及现金等价物净增加	-12,634.43	23,972.71	5,146.23	-1,656.43
每股现金流量净额(元)	-0.60	1.15	0.33	-0.11
期末现金及现金等价物余额	30,462.76	42,773.44	18,800.73	13,654.50
销售商品、提供劳务收到的现金	34,184.71	125,598.00	90,309.95	92,107.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,816.82	27,840.31	26,231.98	22,314.80
投资支付的现金	722.08	22,518.91	561.29	3,080.07
吸收投资收到的现金	--	26,804.52	--	--
取得借款收到的现金	18,546.51	38,400.00	60,750.75	38,129.45
折旧与摊销	--	13,944.71	12,607.02	9,234.17
关键比率				
EBIT	3,638.62	16,070.08	11,976.49	10,755.92
EBITDA	--	30,014.79	24,583.51	19,990.09
EBITMargin(%)	15.35	12.79	12.64	12.27
EBITDAMargin(%)	--	23.89	25.94	22.81
资产负债率(%)	55.65	58.60	69.83	69.47
总资产周转率(次)	0.11	0.62	0.56	0.63
净资产收益率-摊薄(%)	2.09	11.54	14.47	12.24
净资产收益率-加权(%)	2.11	16.21	14.66	12.21
净资产收益率-扣除/加权(%)	4.01	12.46	13.98	11.30
销售毛利率(%)	29.78	18.96	21.37	20.46
销售净利率(%)	7.70	8.07	7.56	6.36
净资产收益率-平均(%)	2.11	14.35	15.07	12.57
总资产净利率-平均(%)	0.84	4.97	4.27	3.99
投入资本回报率 ROIC(%)	1.80	10.22	10.26	11.30
销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入(%)	144.18	99.98	95.29	105.10
企业自由现金流量	-4,565.35	-27,732.94	9,281.19	20,062.77
股权自由现金流量	-250.61	-29,129.70	36,934.67	36,192.22
每股指标				
每股收益-基本(元)	0.08	0.57	0.46	0.36
每股收益-稀释(元)	0.08	0.57	0.46	0.36
每股收益-扣除/基本(元)	0.15	0.44	0.44	0.33
每股收益-扣除/稀释(元)	0.15	0.44	0.44	0.33
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.08	0.45	0.46	0.36
PE(TTM)	13.20	17.93	10.49	11.03
PE(LYR)	13.10	17.93	10.49	11.03
PB(MRQ)	1.48	2.07	1.52	1.35
PB(LYR)	1.51	2.07	1.52	1.35
PS(TTM)	0.97	1.34	0.79	0.70
PS(LYR)	0.98	1.34	0.79	0.70
PCF(TTM)	8.51	7.39	3.44	3.50
PCF(LYR)	5.40	7.39	3.44	3.50
每股净资产 BPS(元)	3.97	3.89	3.16	2.91
每股销售额 SPS(元)	1.13	6.01	6.04	5.59

数据来源：同花顺 iFind

二、经营情况分析 with 未来盈利展望

2.1 经营情况分析

骑士集团经过 10 余年的规划和建设，公司全产业链不断转型升级，2018 年形成的农、牧、乳、糖全产业链逐渐趋于稳定，公司农、牧、乳、糖各产业的相互协同效应逐渐增强，完善产业链发展中出现的不足，降低产业发展中的市场竞争风险，增强产业集群发展的互补优势。未来公司仍会保持全产业链模式发展，实现产业协同、人才协同、资源协同，探索实践国家一二三产业融合发展的战略思路。农、牧、乳、糖产业集群发展模式有利于区域调整种植结构、优化产业结构，促进一二三产业健康发展。内蒙地区土地资源丰富，气候条件适宜，很适合发展甜菜种植；通过增加农业种植品种：甜菜，实现后山地区与燕麦、油菜籽的科学轮作，甜菜可以提高土地的可持续利用率；通过建设制糖工厂，需要大面积土地种植甜菜，很大程度上缓解农牧民种植传统农副产品“卖难”的问题，保障和增加农民的收入。

2023 年农业精细化管理、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。2023 年公司购入进口奶牛近 3000 头，同时，公司 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，2023 生鲜乳销售量随奶牛数量增长而增加，市场价格较去年同期略有下降，总体毛利率下降。2023 年公司乳业工厂原料奶价格下降，低温酸奶、奶粉、常温奶毛利上升，代加工业

务与常温奶业务量增加，致使乳业工厂净利润较上年增长。2023 年公司制糖工厂由于原料增加，工厂产品产量较去年上涨，截至 2023 年末已按计划完成生产任务，同时公司已经进行了 2024 年生产计划，2024 年公司将以提高种植原料单产为目标，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。

公司将致力于农、牧、乳、糖的产业一体化布局，全面整合资源，搭建更大的平台，进而吸引、培养各方面人才参与到骑士产业化建设当中。公司 2024 年将在努力保有 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。

公司计划随着业绩的稳定增长，未来 3-5 年将注意力主要放在资本市场升级，并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；届时将实现产业规模的大幅扩张和结构的进一步优化。

2.2 盈利预测

根据当前同花顺 iFinD 有关数据，能够预计公司 2024-2025 年营业总收入为 1519.50/1815.00 百万元，同比增速为 20.95%/19.45%；归母净利润为 117.00/143.00 百万元，同比增速为 24.66%/143.00%。实现 EPS 为 0.56/0.69 元。

表 7 骑士乳业未来三年财务预测

关键指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	876.39	947.75	1,256.27	1,519.50	1,815.00	--
营业总收入增长率	23.88%	8.14%	32.55%	20.95%	19.45%	--
归母净利润	55.73	71.62	93.85	117.00	143.00	--
归母净利润增长率	143.55%	28.53%	31.03%	24.66%	22.22%	--
基准股本(百万股)	156.78	156.78	209.05	209.05	209.05	--
EPS 摊薄(元)	0.36	0.46	0.45	0.56	0.69	--
ROE	12.24%	14.47%	11.54%	14.05%	14.55%	--
ROA	3.99%	4.27%	4.97%	5.00%	5.80%	--
PE	11.03	10.49	17.93	9.11	7.46	--
PEG	0.08	0.37	0.58	0.37	0.34	--

数据来源：同花顺 iFinD