信用评级公告

联合〔2021〕6412 号

联合资信评估股份有限公司通过对内蒙古伊利实业集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持内蒙古伊利实业集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“19 伊利实业 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

内蒙古伊利实业集团股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
19 伊利实业 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债项简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 伊利实业 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/01/21

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：刘丽红
李敬云

评级观点

内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为中国乳制品行业龙头企业，在品牌知名度、市场地位、产能规模、渠道建设、创新能力及国际化发展等方面保持了很强的竞争优势。跟踪期内，受益于各品类产品的产销规模扩大，公司营业收入同比增长，盈利能力突出。此外，充裕的货币资金、良好的经营获现能力和通畅的融资渠道进一步保障了公司的抗风险能力。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到乳制品市场竞争激烈，公司上游原料奶价格上涨，债务规模上升等因素对公司经营及信用水平可能会有一定影响。

未来随着公司持续进行产能优化、提升以及全球产业布局，公司行业地位和品牌知名度有望得以巩固，综合竞争力得以进一步加强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 伊利实业 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司是中国乳品行业龙头企业，跟踪期内在品牌知名度、市场份额和渗透率等方面仍保持了显著的优势。**根据 BrandZ™发布的“2020 年最具价值中国品牌 100 强”榜单，公司连续 8 年蝉联食品和乳制品行业第一，并被 Brand Finance 评为“全球最具价值乳制品品牌”；据凯度零研数据显示，截至 2020 年末，公司常温液态类乳品市场渗透率为 84.7%，较上年同期提升了 0.4 个百分点。
2. **公司盈利能力仍属很强。**2020 年，公司净利润同比由 69.51 亿元增至 70.99 亿元，净资产收益率为 23.25%，整体盈利能力很强。
3. **跟踪期内，公司经营获现能力强、货币资金充裕、融资渠道畅通，财务弹性良好。**2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 16.51%至 98.52 亿元；期末货币资金余额为 116.95 亿元。截至 2020 年末，公司尚未使用的主要合作银行授信额度 408.01 亿元。同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **市场竞争激烈，食品安全要求不断提升，公司面临严格的外部环境要求。**乳制品市场竞争持续激烈；食品安全事件对乳品行业的影响始终存在。
2. **原料奶价格上涨价带来成本端压力。**公司原料奶外部采购渠道主要来源于社会奶源。2019 年以来，受国内原料奶供给不足和新冠疫情提升了乳制品需求的双重影响，我国主产区生鲜乳平均价上涨趋势十分明显。
3. **公司债务规模增幅大，短期债务占比较大。**截至 2020 年末，公司全部债务同比增长 47.40%至 152.04 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 173.60 亿元，较上年末增长 14.18%，其中短期债务占比为 71.25%。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	112.33	119.37	119.61	180.33
资产总额(亿元)	476.06	604.61	711.54	838.04
所有者权益(亿元)	280.37	262.74	305.33	342.54
短期债务(亿元)	18.32	82.33	100.48	123.70
长期债务(亿元)	0.84	20.82	51.55	49.90
全部债务(亿元)	19.16	103.15	152.04	173.60
营业总收入(亿元)	795.53	902.23	968.86	273.63
利润总额(亿元)	75.78	81.94	81.50	34.02
EBITDA(亿元)	93.18	104.24	110.87	/
经营性净现金流(亿元)	86.25	84.55	98.52	11.22
营业利润率(%)	37.61	36.86	35.64	37.38
净资产收益率(%)	23.01	26.45	23.25	/
资产负债率(%)	41.11	56.54	57.09	59.13
全部债务资本化比率(%)	6.40	28.19	33.24	33.63
流动比率(%)	127.57	81.78	81.63	83.22
经营现金流动负债比(%)	44.99	26.90	28.34	/
现金短期债务比（倍）	6.13	1.45	1.19	1.46
EBITDA 利息倍数(倍)	70.80	38.27	22.35	/
全部债务/EBITDA(倍)	0.21	0.99	1.37	/
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	382.94	502.75	568.04	664.42
所有者权益（亿元）	198.74	180.60	224.37	278.38
全部债务(亿元)	13.05	108.45	104.68	119.32
营业收入(亿元)	803.89	889.28	930.92	261.64
利润总额(亿元)	65.80	79.12	76.32	57.31
资产负债率（%）	48.10	64.08	60.50	58.10
全部债务资本化比率(%)	6.16	37.52	31.81	30.00
流动比率（%）	52.93	47.34	42.03	60.70
经营现金流动负债比(%)	12.40	22.70	51.54	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据均使用期末数，2021 年 1－3 月财务数据未经审计；3. 公

司其他流动负债和长期应付款中的计息部分均纳入上表中的短期债务和长期债务进行计算；4. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 伊利实业 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/30	贺苏凝 陈　婷	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 伊利实业 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/09/30	贺苏凝 陈　婷 虢　丰	工商企业信用评级方法总论（2018） 消费品生产行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

内蒙古伊利实业集团股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利股份”或“公司”）前身为 1956 年成立的“呼和浩特市回民区养牛合作小组”；1993 年经改制，由 21 家发起人发起，吸收其他法人和内部职工入股，以定向募集方式设立；后经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）批准，于 1996 年 1 月向社会首次公开发行人民币普通股 1715 万股，同年 3 月在上海证券交易所挂牌，股票简称为“伊利股份”，股票代码为“600887.SH”，成为中国乳品行业首家 A 股上市公司。经过增资、配股、资本公积转增股本及股份回购，截至 2021 年 3 月末，公司股本为 60.83 亿元。公司无控股股东及实际控制人。

2020 年，公司经营范围较上年无重大变化，期末合并范围共有子公司 109 家。

截至2020年末，公司合并资产总额711.54亿元，所有者权益305.33亿元（含少数股东权益1.49亿元）；2020年，公司实现营业总收入968.86亿元，利润总额81.50亿元。

截至2021年3月末，公司合并资产总额838.04亿元，所有者权益342.54亿元（含少数股东权益8.60亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入273.63亿元，利润总额34.02亿元。

公司注册地址：呼和浩特市金山开发区金山大街 1 号；法定代表人：潘刚。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19 伊利实业 MTN001	5.00	5.00	2019/01/21	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**

1．文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
2．为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至

2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业分析

1、 行业上下游

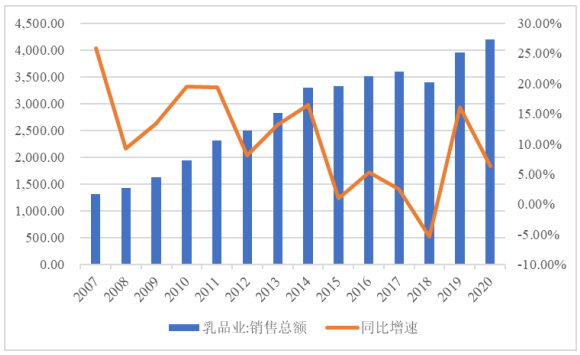
经过多年的发展，我国乳制品加工行业已形成较大规模，近年来行业增速放缓、市场集

中度提高、竞争方式逐步升级，已步入成长后期或成熟初期。

乳制品加工行业是我国食品产业的重要组成部分，其供给依靠奶牛养殖，中间是液体乳、乳粉和其他乳制品的加工制造，下游环节即超市、便利店、自助售货机等网点的终端销售。从产品类别看，2020年，我国乳制品行业产值近6500亿元，主要由饮用奶（约占39%）、婴幼儿配方奶粉（约占27%）、酸奶（约占24%）和冰激凌（约占7.5%）构成，其余为黄油、奶酪等乳制品。

行业的市场规模方面，近年来我国乳制品行业销售总额总体保持增长，2020年达4195.58亿元，同比增长6.30%，增速较上年下降9.83个百分点。

图 1　2007－2020 年我国乳业销售总额及同比增速
（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

发展历程方面，改革开放后，随着我国奶牛养殖、饲料价格和牛奶价格放开，乳制品加工行业大致经历了4个市场化的发展阶段：1.0阶段（1978－1997年）下，受制于技术条件，乳制品消费以奶粉和低温巴氏奶为主；2.0阶段（1997－2007年）下，随着利乐与伊利等中国乳企开展合作，下游需求快速释放，乳制品消费以常温液态奶为主；3.0阶段（2007－2014年）下，常温液态奶市场竞争激烈，国内乳制品消费量总体平稳；4.0阶段（2014年至今）下，消费需求从温饱型向品质型升级，具有新鲜度和营养价值的低温产品成为居民消费升级的重要选择。

发展特征方面，现阶段我国乳制品加工行业具有规模化程度有所提升、质量安全程度较好、对外依存度较高、生产成本较高、消费信心不足等五个特点，近年来行业增速总体有所下降，业内竞争已由“量争”转化为“质争”，市场集中度不断提高，已步入成长后期和成熟初期。

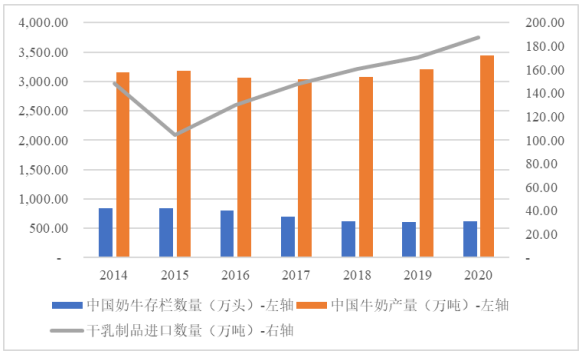
2. 行业上下游

我国乳制品加工行业所需的原奶供给受到国内奶牛养殖和国外乳制品供给情况的影响。近年来，上游原料奶和终端乳制品价格步入上行周期。

我国乳制品行业加工所需原料奶主要来源有二，一是国内奶牛产出的原料奶，二是来自海外牛奶（主要为大包粉），海外牛奶的价格对我国原料奶价格有拉低的作用。

国内奶牛养殖方面，2008年以来，我国奶牛养殖规模化程度不断提高，但与美国、加拿大、澳大利亚等奶业发达国家相比，我国奶牛存栏量100头以下的牧场比重仍偏高。养殖技术方面，2020年，我国荷斯坦奶牛平均单产能力已超7.80吨/年，规模牧场100%实现机械化挤奶，90%以上配备全混合日粮（TMR）搅拌车。奶牛存栏方面，2018－2020年末，我国奶牛存栏量波动下降，分别为620万头、610万头和615万头。2018－2020年，随着牛奶单产能力增加，我国牛奶产量逐年增长。

图 2　2014－2020 年我国奶牛、牛奶和乳制品进口



注：我国奶牛存栏数量来自 Wind 抓取的 USDA 数据，可能与实际情况有所出入，上图列示一是因为数据时效性好，二是为了展现变动趋势

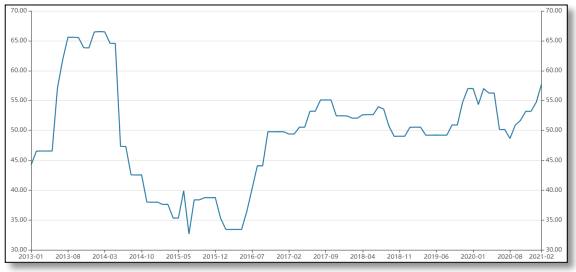
资料来源：Wind

国外乳制品供给方面，由于大量进口乳制品作为原料进入了乳品加工业的再生产，我国乳制品的对外依存度逐渐加大。经中国奶业协会测算，我国乳制品对外依存度2008年为5.20%，2010年达到13.3%，2013年达到23%，近年来更是达到近30%。2018－2020年，我国进口干乳制品（含全脂奶粉、各类脱脂程度奶粉、乳清粉和奶酪等）数量逐年增长，分别为160.78万吨、170.33万吨和187.40万吨。

我国乳制品进口的主要来源国为新西兰。近年来，我国从新西兰进口奶粉、鲜奶、黄油和奶酪数量分别占各类别进口总量的7成、8成、8成和5成左右。上述进口产品的进口量受到新西兰原奶价格的影响较大；新西兰原奶价格以恒天然原奶价格为风向标。

图 3　近年来新西兰恒天然原奶价格

（单位：100 公斤、新西兰元）



资料来源：Wind

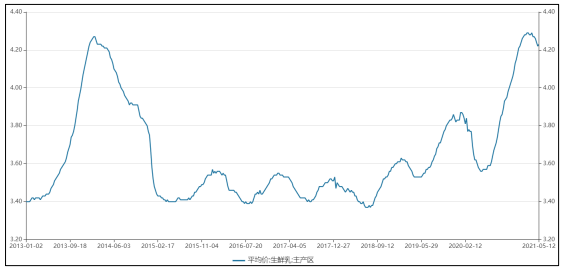
2014年3月，受供过于求影响，恒天然原奶价格高位回落，并带动鲜奶喷粉制成的工业奶粉（以下简称“大包粉”）价格快速跳水，导致同期进口大包粉的到岸价格比国产奶粉的成本要低1万元/吨，形成巨大的价差，因此部分国内乳企和食品企业放弃使用国内原奶，转而使用更便宜的进口大包粉还原生产，并推高了奶粉进口量。恒天然原奶价格低迷持续到2016年上半年，直到新西兰等主产国供给端收缩才有所缓解，导致期间大包粉的价格持续较低直到2016年才开始震荡上涨。

受低价大包粉替代增加影响，我国原料奶价格从2014年起随之大幅下降，持续低迷到2018年末，期间大量牧场经营不善，奶牛存栏数量持续下降并于2019年形成近年来存栏最低点。2019年以来，受国内原料奶供给不足和新冠疫情催化乳制品需求的双重影响，我国主产区生鲜乳平均价上涨趋势十分明显。截至2020年末，我国主产区生鲜乳平均价由上年末的3.83元/公斤上涨至4.21元/公斤，涨幅达9.92%。

需要指出的是，2021年以来，随着奶牛存栏量下降和饲养成本上行，全球原奶步入上行周期，我国原料奶价格上升趋势明显，对乳制品企业的成本控制和盈利能力形成挑战。

图 4　我国主产区生鲜乳平均价

（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

3. 行业竞争

我国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来我国乳制品行业集中度将持续缓慢提升，整体竞争格局较为稳定。

我国乳制品行业竞争激烈，受奶源分布、产品物流配送和储存条件的限制，当前乳制品行业呈现少数全国性大企业与众多地方企业并存的竞争格局。2020 年，我国乳制品行业规上乳企 572 家；龙头企业伊利股份和蒙牛乳业市场占有率合计约达 48%，第 3 到第 10 名市占率差距较小。我国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来我国乳制品行业集中度将持续缓慢提升，整体竞争格局较为稳定。

从参与企业来看，国内参与乳业竞争的企业可分为三大梯队，第一梯队包括伊利、蒙牛两大全国性品牌，市占率均在 20%以上；第二梯队包括光明、三元等区域性品牌，与第一梯队在全国范围内形成互补，市占率在 5%以下；第三梯队包括完达山、贝因美、科迪、燕塘等品牌，有特色主导产品或较高的区域认知度，

市占率在1%以下。国外参与我国乳业竞争的企业较多，多以婴幼儿奶粉为主要竞品。预计未来一段时间内，如无食品安全等重大事件发生，伊利等一线品牌的全国市场份额仍将稳中有增，区域强势品牌的区域市场份额有望保持稳定。

4. 行业政策

乳制品加工行业面临的政策环境良好。

乳制品加工行业的主要监管政策有国务院于2008年发布的《乳品质量安全监督管理条例》（国务院令第536号）；工信部与发改委于2009年发布的《乳制品工业产业政策（2009年修订）》（工联产业〔2009〕第48号）；《中华人民共和国食品安全法》及后期修订本。鉴于我国乳制品加工行业对外依存度较高，与主要奶制品进口来源国（新西兰、澳大利亚）的自由贸易协定也对行业发展造成实质影响。

国家一直把乳制品加工以及广义乳业作为重点鼓励发展行业，以提升其综合竞争能力。近年来颁布的具体政策情况如下表所示。

表3 近年来乳制品加工行业主要相关政策

时间	发布者	政策名称	政策内容
2018.06	国务院办公厅	关于推进奶业振兴、保障乳品质量安全的意见	强化标准规范、科技创新、政策扶持、执法监督和消费培育，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
2018.12	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	要求优化奶业生产布局，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，力争到2025年全国奶类产量达到4500万吨，切实提升我国奶业发展质量、效益和竞争力
2020.02	全国卫生产业企业管理协会、中国营养学会、中国奶业协会、中国乳制品工业协会	中国居民奶及奶制品消费指导	建议国人每人每天摄入300g液态奶或相当于300g液态奶蛋白质含量的其他奶制品
2020.12	内蒙古自治区人民政府办公厅	奶业振兴三年行动方案（2020—2022年）	通过建设奶牛优质种源、优质饲草基地、强化财政资金支持和提供用地政策支持等方式，打造一流加工企业，做强一流产品，创建一流品牌，力争到2022年，奶畜存栏达到215万头只，奶类产量达到720万吨。全产业链产值达到2100亿元，率先在全国实现奶业振兴

资料来源：联合资信搜集整理

国家产业政策主要从上游奶源建设、饲草发展、产业体系构建、质量安全监管和促进国民消费等方面帮助提升乳制品加工行业的综合竞争力。

5. 行业关注

原料奶价格波动风险。受养殖成本高企和缺乏关税保护影响，国际原料奶价格长期低于国内原料奶价格，部分前向一体化的乳制品加工企业面临进口大包粉的冲击。此外，我国原料奶价格易受国际奶价、国内供需平衡等影响，有一定波动，对乳制品加工行业内企业的生产经营形成成本控制压力。

奶牛疫情风险。畜牧业疫情是影响乳制品加工行业的重大风险，疫病防治涉及养殖的各个阶段。如口蹄疫、布氏病等高危、高传染性疫病发生，将对行业内企业的生产经营带来不利影响。一旦发生疫病，除企业直接蒙受经济损失外，在一定时期内也会对下游需求产生不利影响，导致消费市场的萎缩。

环保风险。民众对环保的关注及国家环保标准的提高给乳制品加工行业带来较大的环保压力。“土十条”以及《环境保护法》等环保政策密集出台，乳制品加工行业环保支出和环保压力持续加大，将加速了中小型企业的产能出清，使行业集中度有所提升。

食品安全风险。食品安全是乳制品加工行业稳定发展的关键因素，能够较大程度地影响行业的发展进程与发展格局。食品安全事件的爆发一方面对涉事企业的品牌形象和生产经营形成压力，另一方面将导致对国产乳制品的消费信心和消费需求骤降。

6. 行业发展

我国乳制品需求有望保持稳定增长。具有奶源基地、品牌优势和产品创新能力的企业将

面临较好的发展机遇。

随着乳制品消费结构升级、产业政策监管完善和城镇化发展，未来社会人口对乳制品的需求有望保持稳定增长。未来一段时间内，乳制品加工行业上游，奶牛养殖业生产的规模化与现代化程度将进一步提高，乳业生产布局更加合理与优化；中游加工企业的市场集中度缓慢提升并将成为产业链有效整合主体；下游需求端农村市场将成为乳制品消费的主要增长点，乳制品产品将呈现出高端化、营养化、功能化、社群化和时尚化的消费特征。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生重大变化。截至 2021 年 3 月末，公司股本为 60.83 亿元，股权结构如下图所致。前十大股东中潘刚、赵成霞和刘春海均为公司高管（累计质押公司股份分别占其所持股份的 42.38%、53.03%和 52.33%）；呼和浩特投资有限责任公司累计质押公司股票占其所持股份的 41.84%。公司无控股股东及实际控制人。

表 4 截至 2021 年 3 月末前十名股东持股及质押情况

（单位：%）

排名	股东名称	持股比例	质押比例
1	香港中央结算有限公司（陆股通）	12.34	--
2	呼和浩特投资有限责任公司	8.85	41.84
3	潘刚	4.71	42.38
4	中国证券金融股份有限公司	3.00	--
5	赵成霞	1.52	53.03
6	刘春海	1.51	52.33
7	交通银行-易方达 50 指数证券投资基金	1.05	--
8	天津礼仁投资管理合伙企业（有限合伙）-卓越长青私募证券投资基金	0.74	--
9	中国工商银行股份有限公司-东方红睿玺三年定期开放灵活配置混合型证券投资基金	0.73	--
10	胡利平	0.70	100.00
合计		**35.15**	--

资料来源：Wind

2. 企业规模及竞争力

公司是全球乳制品行业的龙头企业之一，整体业绩稳居行业领导地位，蝉联亚洲第一，并提前进入全球乳业五强，在品牌知名度、市场地位、产能规模、创新发展、渠道铺设和国际化布局等方面具有竞争优势。

品牌优势及市场地位。公司是全球乳制品行业的龙头企业之一，拥有“伊利”母品牌及多个子品牌。根据BrandZ™发布的“2020年最具价值中国品牌100强”榜单，公司连续8年蝉联食品和乳制品行业第一，并被Brand Finance评为“全球最具价值乳制品品牌”。公司旗下多个液体奶、酸奶、冷饮及奶粉产品在细分产品领域零售额排名前列。数据显示，2020年,公司有机液体乳零售额比上年同期增长35.1%，市占份额达50.6%，在对应的细分市场中位居首位。

产能优势。截至2020年末，公司综合产能为1312万吨/年，规模优势在国内和国际范围内均十分突出。

创新优势。近年来，公司在研发、技术和创新方面持续加大投入，积极布局大健康领域，先后推出乳矿饮料、火山低温矿泉水等新产品，以满足消费者追求健康饮品的需求。截至2020年末，公司累计获得国内外专利授权3109件，其中发明专利授权数量为552件，并有5件专利获得中国专利优秀奖。

渠道优势。近年来公司在不断优化现有渠道服务能力的基础上，积极拓展社交电商、O2O到家等新零售销售渠道。此外，公司着力构建全新乡镇村发展模式。凯度零研数据显示，截至2020年末，公司常温液态类乳品的市场渗透率为84.7%，较上年同期提升0.4个百分点。

国际化发展及供应链优势。近年来，公司稳定推进海外业务。2018年，公司大洋洲生产基地生产的“金典”新西兰进口牛奶、“柏菲兰”牛奶在国内相继上市；旗下“Joy Day”冰淇淋已进入印尼市场；2019年4月，公司收购泰国本土最大冰淇淋企业The Chomthana Company Limited。2019年8月，公司并购新西兰 Westland Co-Operative Dairy Company

Limited（已更名为Westland Dairy Company Limited，以下简称“Westland”），将“Westpro”“Westgold”黄油及其他乳类产品正式引入中国市场，加速了公司海外资源获取和市场开拓的进程；同期，公司旗下高端常温酸奶安慕希系列产品正式在东南亚市场上市，在新加坡、缅甸等市场销售情况良好。

3. 外部支持

跟踪期内，公司仍享受所得税优惠等外部支持政策。

依据《财政部、海关总署、国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》和《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》的规定，公司及位于西部大开发政策适用地区的部分子公司在2020年适用15%的优惠税率。

依据《企业所得税法》第二十七条、《企业所得税法实施条例》第八十六条、《财政部、国家税务总局关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》规定，公司及部分子公司农产品初加工项目所得，免征企业所得税。

依据《内蒙古自治区财政厅、国税局、地税局关于新设金融法人机构企业所得税优惠政策的通知》和《内蒙古自治区财政厅、国税局、地税局关于金融法人机构税收政策问题的通知》的有关规定，公司子公司内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司在2017－2021年度，享受免征企业所得税地方分享部分的税收优惠。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91150000114124263Y），截至2021年5月7日，公司无未结清的不良信贷记录；已结清的款项中包含15笔关注类流动资金贷款，合计金额为30.53亿元，均已正常回收。根据中国农业银行股份有限公司呼和浩特青城支行（以下简称“农业银行青城支行”）于2017年7月10日出具的《关于对内蒙古伊利实业集团股份有限公司征信报告相关内容的情况说明》，公司《企业征信报告》中已结清贷款信息中的关注类贷款产生原因主要受2008年三聚氰胺事件影响，导致银行在对公司进行信贷资产分类时，将贷款分类由正常类下调至关注类。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，在液体乳、奶粉及奶制品收入增长带动下，公司营业收入有所增长，利润总额较为稳定，综合毛利率小幅下降但整体仍处于较高水平。

跟踪期内，公司主要业务未发生重大变化，仍主要包括液体乳及乳制品的制造与销售，具体分为液体乳、冷饮产品、奶粉及奶制品，辅以少量金融业务。

2020年，在液体乳、奶粉及奶制品收入增长带动下，公司营业收入同比增长7.24%至965.24亿元，利润总额同比小幅下降0.54%至81.50亿元。2020年，公司净利润同比由69.51亿元增至70.99亿元。

从收入结构来看，2020年，液体乳收入同比增长3.20%，占营业收入的比重小幅下降3.09个百分点至78.86%。冷饮产品收入同比增长9.36%，占营业收入的比重保持在6%以上。奶粉及奶制品收入同比大幅增长28.15%，占营业收入的比重上升至13.35%。其他业务收入占比很小。

毛利率方面，2020年，液体乳毛利率保持34%以上，持续处于较高水平。冷饮产品毛利率同比

上升2.15个百分点至48.66%，主要系产品结构不断优化所致。奶粉及奶制品毛利率同比下降5.22个百分点至42.90%，主要系2019年8月海外子公司并表导致产品结构变化、市场竞争加剧等因素影响所致。受上述因素综合影响，2020年，公司综合毛利率小幅下降但仍处于较高水平。

2021年1－3月，公司实现营业收入272.59亿元，同比增长32.68%，利润总额34.02亿元，同比大幅增长1.56倍。

表5　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别		2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
液体乳及乳制品制造业	液体乳	656.79	83.16	35.21	737.61	81.95	35.20	761.23	78.86	34.05	208.61	76.53	--
	冷饮产品	49.97	6.33	45.06	56.31	6.26	46.51	61.58	6.38	48.66	39.89	14.63	--
	奶粉及奶制品	80.45	10.19	54.78	100.55	11.17	48.12	128.85	13.35	42.90	20.62	7.57	--
其他业务		2.55	0.32	33.33	5.62	0.62	35.05	13.58	1.41	--	3.47	1.27	--
合计		**789.76**	**100.00**	**37.82**	**900.09**	**100.00**	**37.35**	**965.24**	**100.00**	**35.97**	**272.59**	**100.00**	**--**

注：其他业务包括担保、保理业务及销售材料

资料来源：公司提供

1. 液体乳及乳制品制造业务

跟踪期内，公司原奶及乳粉等核心原材料供应仍以外部采购为主，原料价格波动对公司盈利稳定性存在影响；公司产品线多元化发展，在细分领域市占水平突出，各品类产销规模保持增长；销售渠道广度及深度均不断增长。

（1）原料采购

跟踪期内，公司原料采购仍主要通过招标方式，对主要原辅材料进行集中采购。公司主要采购内容为原料奶和其他原辅料（其他原辅料即原料奶之外的重要生产材料）。2020年，公司向前五名供应商采购额合计135.86亿元，占年度采购总额的25.46%；其中，前五名供应商采购额中关联方采购额67.01亿元，占年度采购总额的12.56%。

表6　2020年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

名称	关联方	采购产品	采购金额	占采购总额比重
供应商一	是	原奶	670144.12	12.56
供应商二	否	包装材料	227233.46	4.26
供应商三	否	包装材料	157594.97	2.95
供应商四	否	包装材料	153370.08	2.87
供应商五	否	包装材料	150277.78	2.82
合计	**--**	**--**	**1358620.41**	**25.46**

资料来源：公司提供

跟踪期内，原料奶的外部采购渠道仍主要来源于社会奶源。原料奶的账款结算方式仍为定期根据购买量进行电汇结算，账期一般为15~30日。

跟踪期内，公司其他原辅料中采购规模较大的为包材和乳粉。辅助材料因行业进入壁垒较低，供应商较多，同质化严重，对公司而言供应商选择范围大，更换成本低，因而具有较强的议价能力，保证了采购价格平稳。与供应商款项结算方式为电汇或采取承兑汇票方式，账期有25天、30天、60天、90天等。

（2）产品生产与销售

2020年，公司液态类乳品的零售额市占份额为33.3%，较上年同期提升0.9个百分点，品牌地位突出。公司冷饮事业部组织冷饮产品的生产和销售，产品包括“巧乐兹”“甄稀”“冰工厂”“伊利牧场”和“妙趣”等重点品牌和其他产品。奶粉及奶制品的生产和销售主要由公司奶粉事业部负责，公司针对婴幼儿、中老年人等不同消费群体，推出“金领冠”“托菲尔”“培然”和“欣活”等多个子品牌奶粉产品。

截至2020年12月末，公司综合产能为1312

万吨/年。2020年，随着市场渗透不断加深，公司各大类产品的产量和销量同比均实现不同程度的增长。液体乳的产、销量同比增长1.18%和3.40%。冷饮的产、销量同比增长5.15%和6.38%。奶粉及奶制品的产、销量同比大幅增长23.14%和59.97%，增速较高主要系①2019年8月起合并Westland，②我国实施婴幼儿奶粉配方注册制、放开生育胎次所致。

表 7　公司主要产品产销量情况

类别		2018 年	2019 年	2020 年
液体乳	产量（万吨）	810.71	875.83	886.18
	销量（万吨）	808.13	870.94	900.52
冷饮产品	产量（万吨）	39.85	41.01	43.12
	销量（万吨）	39.31	40.59	43.18
奶粉及奶制品	产量（万吨）	10.95	18.15	22.35
	销量（万吨）	10.90	14.34	22.94

资料来源：公司年报

跟踪期内，公司仍采取经销与直营相结合的销售模式，仍以经销（占比超95%）为主。2020年，公司经销模式实现营业收入922.60亿元，较上年同期增长6.34%；直营模式实现营业收入30.85亿元，较上年同期增长12.32%。

表 8　2020 年公司销售渠道分布情况

（单位：亿元、%）

渠道	销售额	同比变化	占比
经销	922.60	6.34	96.76
直营	30.85	12.32	3.24
合计	**953.45**	**6.52**	**100.00**

资料来源：公司提供

同时，公司持续探索新的渠道合作模式，通过推进电商平台、母婴店、便利店等渠道业务发展，带动销售增长。2020年，公司电商业务收入较上年增长55.0%。同期，星图公司调研数据显示，公司常温液体乳在电商平台的零售额市占份额为28.1%，位居电商平台常温液体乳细分市场首位。

近年来，公司采取渠道拓展与市场渗透“双管齐下”的策略，通过开发空白网点、强化现有网点的维护，逐步提升终端掌控力。公司重点推动乡镇村市场开发，通过搭建乡镇村服务体系，以及构建全新的乡镇村业务发展模式。2020年，公司服务的乡镇村网点近109.6万家，较上年增加了5.5%。同时，公司不断提升渠道渗透水平，凯度零研数据显示，截至2020年12月末，公司常温液态类乳品的市场渗透率为84.7%，较上年同期提升了0.4个百分点。

跟踪期内，公司销售结算模式未发生重大变化，仍主要采用预收货款的方式；按照商务政策规定以现金结算为主，部分使用银行承兑汇票方式结算。2020 年，公司对前五名客户（均非关联方）销售额合计 49.27 亿元，占年度销售总额的 5.10%。

2. 主要收并购

2020 年 8 月以来，公司逐步实现了对中地乳业的控股，近年来，公司实施的多起收并购有利于加强对奶源和渠道的掌控。

近年来，公司实施多起收并购，以加强对奶源的掌控以及产品对下游市场的覆盖。

继公司全资子公司香港金港商贸控股有限公司（以下简称“金港控股”）于2019年4月收购THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED（泰国本土最大的冰淇淋企业）96.46%股权、于2019年8月收购新西兰大型乳业合作社Westland 100%股权后，为进一步增强对原料奶的掌控力，2020年8月以来，公司通过金港控股和新设立的控股子公司Wholesome Harvest Limited，分两步（第一步为参与定增，

第二步为要约收购）实现了对中国中地乳业控股有限公司（简称“中地乳业”）的控股。中地乳业业务为牧场经营和进口贸易。其中牧场经营业务包括原料奶生产及销售，奶牛的饲养、繁育和销售等。

截至 2021 年 6 月 25 日，公司完成了对中地乳业所有剩余要约股份的收购，2021 年 6 月 28 日，中地乳业从香港联合交易所有限公司私有化退市。

3. 担保、保理和小额贷款业务

跟踪期内，公司作为乳品产业链核心企业，继续为上下游合作方提供担保、保理和小额贷款等金融服务，相关业务风险相对可控且有利于提高公司主营业务的开展。

跟踪期内，公司该部分业务的经营主体包括全资子公司内蒙古惠商融资担保有限公司（以下简称“惠商担保”）、惠商商业保理有限公司（以下简称“惠商保理”）和内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司（以下简称“惠商小贷”）。

惠商担保主要为公司上游供应商和下游经销商经营活动中的融资需求提供担保。根据公司公告，截至2021年3月末，惠商担保对外担保在保户数为1215户，担保责任余额为28.56亿元（其中，对公司上游供应商、下游经销商担保责任余额分别为17.05亿元和11.52亿元），均设置了反担保措施。截至2021年3月末，惠商担保的担保逾期金额为0.17亿元，占比很小。

表 9 截至 2021 年 3 月末惠商担保对外担保责任余额前五名情况（单位：亿元、%）

被担保方与公司关系	担保责任余额	融资用途	是否执行反担保措施
上游供应商	0.31	购买奶牛、设备；牧场建设	是
上游供应商	0.31	购买奶牛、设备；牧场建设	是
上游供应商	0.30	购买奶牛、设备；牧场建设	是
上游供应商	0.28	购买奶牛、设备；牧场建设	是
上游供应商	0.25	购买奶牛、设备；牧场建设	是

资料来源：公司公告

跟踪期内，惠商保理和惠商小贷主要围绕公司产业链上下游合作伙伴开展业务，分别对客户提供融资及应收账款管理服务、小额贷款服务，以解决供应商和客户的资金问题，提高公司产业链竞争力。截至2020年末，惠商保理总资产为42.68亿元，净资产为20.93亿元；2020年实现净利润0.57亿元。截至2020年末，惠商小贷资产总额31.63亿元，净资产15.54亿元；2020年实现净利润0.47亿元。

4. 经营效率

2020年，公司经营效率良好，相关指标整体处于行业中上水平。

2020年，公司销售债权周转次数由57.85次小幅下降至53.88次。存货周转次数由8.53次小幅下降至8.10次。总资产周转次数由1.67次小幅下降至1.47次。公司各项经营效率指标整体较为稳定。

与同行业其他企业相比，公司经营效率指标处于行业中上水平，在应收账款和总资产周转水平方面表现较为突出。整体看，公司经营效率良好。

表 10 2020 年同行业企业经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
光明乳业	14.78	7.24	1.33
新乳业	13.99	12.83	0.97
蒙牛乳业	23.13	8.94	0.96
中国飞鹤	61.65	5.19	0.73
三元股份	8.43	10.96	0.55
上述中位值	**14.78**	**8.94**	**0.96**
伊利股份	**59.73**	**8.10**	**1.47**

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

5. 在建项目

截至2020年末，公司主要在建项目数量众多，但不存在重大的单项在建工程，公司投资压力尚可。

截至2020年末，公司主要在建项目数量为400余项，主要为乳品制造相关项目（包括原有生产线优化及新产能建设等众多项目），但不存

在重大的单项在建工程。

截至2020年末，针对上述主要在建项目，公司计划总投资201.54亿元，已累计投入147.11亿元，照此测算未来需投入54.43亿元，资金来源包括自有资金和银行借款。考虑到公司的经营规模优势、现有资金余额等方面，公司投资压力尚可。

表 11　截至 2020 年末公司主要在建项目情况

（单位：亿元、%）

项目名称	项目金额	项目进度	累计投入	资金来源
液态奶项目	114.99	77.41	89.01	自有资金/银行借款
奶粉项目	21.38	36.11	7.72	自有资金
冷饮项目	13.11	51.82	6.79	自有资金
酸奶项目	14.56	79.73	11.61	自有资金
其他项目	37.50	85.25	31.97	自有资金
合计	**201.54**	--	**147.11**	--

资料来源：公司年报

6. 重大事项

公司拟通过非公开发行股票方式募集不超过130亿元资金，用于生产基地建设等项目。如非公开发行股票事项顺利完成，公司的资本实力和竞争优势将进一步提升。

2021年6月，公司发布《2021年非公开发行A股股票预案》，拟向不超过35名特定对象非公开发行股票，募集资金总额不超过130.00亿元（含）。扣除发行费用后，募集资金拟用于液态奶生产基地建设项目（54.80亿元）、婴儿配方奶粉智能制造示范项目（15.50亿元）、长白山天然矿泉水项目（2.70亿元）、数字化转型和信息化升级项目（12.50亿元）、乳业创新基地项目（5.90亿元）和补流还贷（38.60亿元）。

截至2021年6月29日，上述事项已经公司股东大会审议通过，后续需经中国证监会核准后方可实施。如上述非公开发行股票事项顺利完成，公司的资本实力和竞争优势将得到进一步提升。

7. 未来发展

公司计划积极布局大健康领域，成为健康食品行业发展的引领者。未来，公司计划采取的重点战略举措包括：以消费者需求为导向，依托公司全球技术创新和产品研发平台，聚焦健康食品领域加快产品创新；持续推进海外市场开发，提升全球品牌卓越运营能力；积极拓展新兴渠道，借助互联网技术打造新的业务模式；发挥全球供应链协同优势，提升公司整体运营效率。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年1－3月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2020年，公司合并范围内新增子公司16家，期末合并范围共有子公司109家。2021年3月末公司合并范围较上年末未发生重大变动。合并范围变动对公司财务数据可比性的影响不显著，公司财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司合并资产总额711.54亿元，所有者权益305.33亿元（含少数股东权益1.49亿元）；2020年，公司实现营业总收入968.86亿元，利润总额81.50亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额838.04 亿元，所有者权益 342.54 亿元（含少数股东权益 8.60 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 273.63 亿元，利润总额 34.02 亿元。

2. 资产质量

截至2020年末，随着经营规模扩大，公司资产总额有所增长，仍以非流动资产为主。公司货币资金充裕，受限资产规模小。

截至2020年末，公司合并资产总额711.54亿元，较上年末增长17.69%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占39.89%，非流动资产占60.11%。公司资产仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2020年末，公司流动资产283.81亿元，较上年末增长10.41%，主要系一年内到期的非流动资产和其他流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占41.21%）、应收账款（占5.70%）、存货（占26.59%）、一年内到期的非流动资产（占5.50%）和其他流动资产（占14.19%）构成。

截至2020年末，公司货币资金116.95亿元，较上年末增长3.27%。货币资金中有2.03亿元受限资金，受限比例很低，主要为存放中央银行法定存款准备金[3]和各类保证金。

截至2020年末，公司应收账款账面价值16.16亿元，较上年末增长0.05%。应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账0.71亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为6.64亿元，占比为39.37%，集中度略高。

截至2020年末，公司存货75.45亿元，较上年末下降2.20%。存货主要由原材料（占60.60%）和库存商品（占28.69%）构成，累计计提跌价准备1.32亿元，计提比例为1.72%。

截至2020年末，公司一年内到期的非流动资产15.62亿元，较上年末增长415.17%，主要系子公司长期应收保理款及长期小额贷款将于一年内到期的部分增加所致。一年内到期的非流动资产由一年内到期的中长期小额贷款（占42.55%）和一年内到期的中长期保理款（占57.45%）构成。

截至2020年末，公司其他流动资产40.28亿元，较上年末增长44.72%，主要系应收短期小额贷款和应收保理款增加所致。

（2）非流动资产

截至2020年末，公司非流动资产427.74亿元，较上年末增长23.07%，主要系其他权益工具投资和固定资产增加所致。公司非流动资产主要由其他权益工具投资（占8.49%）、长期股权投资（占6.79%）、固定资产（占54.57%）、在建工程（占12.66%）和其他非流动资产（占6.90%）构成。

截至2020年末，公司其他权益工具投资36.30亿元，较上年末增长216.20%，主要系2020年子公司投资PAG Asia Consumer L.P和中地乳业所致。公司其他权益工具投资主要由国开博裕一期（上海）股权投资合伙企业（占13.76%）、PAG Asia Consumer L.P（占53.03%）和中地乳业（占11.35%）构成。

截至2020年末，公司长期股权投资29.03亿元，较上年末增长48.03%，主要系2020年公司增资联营企业China Youran Dairy Group Limited（股票简称“优然牧业”，股票代码“9858.HK”）所致。公司长期股权投资主要为对优然牧业（占92.30%）的投资。

截至2020年末，公司固定资产233.43亿元，较上年末增长27.59%，主要系在建工程转入所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占32.06%）和机器设备（占60.16%）构成，累计计提折旧130.91亿元；固定资产成新率62.90%，成新率一般。

截至2020年末，公司在建工程54.17亿元，较上年末下降12.01%，主要系部分建设项目完工转固所致。

截至2020年末，公司其他非流动资产29.52亿元，较上年末下降6.33%；由预付工程设备款（占30.37%）、中长期小额贷款（占28.38%）和应收保理款（占41.25%）构成。

截至2020年末，公司受限资产仅为2.03亿元货币资金，资产受限比例很低。

截至2021年3月末，公司合并资产总额838.04亿元，较上年末增长17.78%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产占42.75%，非流动资产占57.25%，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2020年末，受股权激励的库存股减少和未分配利润增加影响，公司所有者权益规模有所增长。

[3] 公司设有全资子公司伊利财务有限公司。

截至2020年末，公司所有者权益305.33亿元，较上年末增长16.21%，主要系库存股减少和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.51%，少数股东权益占比为0.49%。在所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占19.92%、4.64%和67.12%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至2021年3月末，公司所有者权益342.54亿元，较上年末增长12.19%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.49%，少数股东权益占比为2.51%。所有者权益结构较上年末变化不大。

（2）负债

截至2020年末，公司负债规模有所增长，构成仍以流动负债为主。公司有息债务规模增幅大，构成以短期债务为主。公司倾向于利用自有资金进行资本开支，利用短期融资作为营运资本，整体债务负担可控。

截至2020年末，公司负债总额406.22亿元，较上年末增长18.82%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占85.59%，非流动负债占14.41%。公司负债仍以流动负债为主。

截至2020年末，公司流动负债347.68亿元，较上年末增长10.61%，主要系短期借款和应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占20.01%）、应付账款（占32.72%）、应付职工薪酬（占7.80%）、其他应付款（占8.61%）、合同负债（占17.42%）和其他流动负债（占8.00%）构成。

截至2020年末，公司短期借款69.57亿元，较上年末增长52.57%，主要系在低利率环境下增加融资所致。

截至2020年末，公司应付账款113.76亿元，较上年末增长8.34%。

截至2020年末，公司应付职工薪酬27.13亿元，较上年末增长12.10%，主要系短期薪酬增加所致。

截至2020年末，公司其他应付款29.94亿元，较上年末下降19.20%，主要系部分限制性股票激励计划解除限售所致。

公司自2020年1月1日执行新收入准则，原计入“预收账款”部分重分类至“合同负债、应缴税款”。截至2020年末，公司合同负债60.56亿元，较年初的53.92亿元增长12.31%，均为预收的货款。

截至2020年末，公司其他流动负债27.82亿元，较上年末下降9.36%，主要系偿还部分超短期融资券所致。

截至2020年末，公司非流动负债58.53亿元，较上年末增长112.48%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占23.49%）、应付债券（占64.28%）和递延所得税负债（占7.95%）构成。

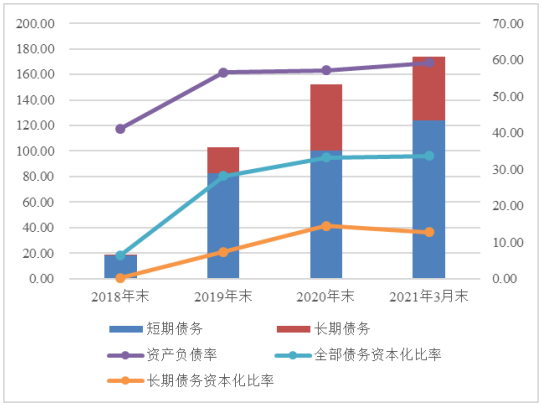
截至2020年末，公司长期借款13.75亿元，较上年末增长191.86%，均为信用借款。由于长期借款余额小，集中偿付压力较小。

截至2020年末，公司应付债券37.62亿元，较上年末增长150.83%，主要系子公司YiLi Holding Investment Limited发行5亿美元债券所致。公司于2020年11月19日发行的5亿美元债券，年末折合人民币余额为32.62亿元，期限为5年，票面利率为1.625%。

截至2020年末，公司递延所得税负债4.66亿元，较上年末下降7.83%。

有息债务方面，截至2020年末，公司全部债务152.04亿元，较上年末大幅增长47.40%。债务结构方面，短期债务占66.09%，长期债务占33.91%，以短期债务为主，其中，短期债务100.48亿元，较上年末增长22.05%，主要系短期借款增加所致；长期债务51.55亿元，较上年末增长147.65%，主要系长期借款和应付债券增加所致。从债务指标来看，截至2020年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为57.09%、33.24%和14.45%，较上年末分别提高了0.55个、5.05个和7.10个百分点。公司债务负担较轻。

图 5　2018 年以来公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额 495.50 亿元，较上年末增长 21.98%，主要系流动负债中的短期借款和其他流动负债（以超短期融资券为主）增加所致。其中，流动负债占 86.88%，非流动负债占 13.12%。公司以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 173.60 亿元，较上年末增长 14.18%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 71.25%，长期债务占 28.75%，以短期债务为主，其中，短期债务 123.70 亿元，较上年末增长 23.10%，主要系短期借款增加所致；长期债务 49.90 亿元，较上年末下降 3.21%。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.13%和 33.63%，较上年末分别提高了 2.04 个和 0.39 个百分点；长期债务资本化比率为 12.72%，较上年末下降了 1.73 个百分点。考虑到融资成本，公司倾向于利用自有资金进行资本开支，利用短期融资作为营运资本，整体债务负担可控。

4.　盈利能力

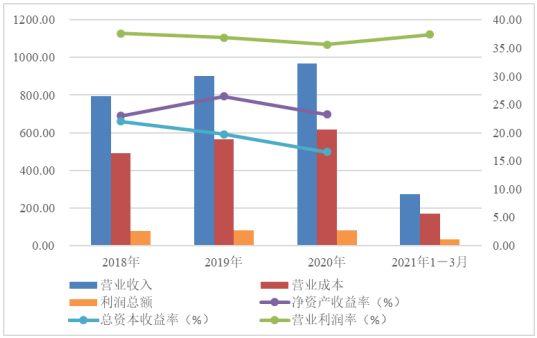
2020年，公司营业收入有所增长。与同行业其他企业对比，公司各项盈利指标均位于行业较高水平，盈利能力突出。

2020 年，在液体乳、奶粉及奶制品收入增长带动下，公司营业收入同比增长 7.24%至 965.24 亿元，营业成本同比增长 9.60%，利润总额同比小幅下降 0.54%至 81.50 亿元。2020 年，公司净利润同比由 69.51 亿元增至 70.99 亿元。

从期间费用看，2020 年，公司费用总额为 270.89 亿元，同比增长 4.76%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 79.51%、18.00%、1.80%和 0.69%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 215.38 亿元，同比增长 2.22%；管理费用为 48.76 亿元，同比增长 13.80%，主要系股权激励下，职工薪酬增加所致；研发费用为 4.87 亿元，同比下降 1.63%；财务费用为 1.88 亿元，同比增长 22.51 倍，主要系债务和汇兑净损失增加所致。2020 年，公司期间费用率为 27.96%，同比下降 0.70 个百分点。对比营业利润率和行业特性，公司期间费用控制能力尚可。

2020 年，公司实现投资收益 6.00 亿元，同比增长 10.07%，占营业利润比重为 7.01%，对营业利润影响不大；其他收益 6.76 亿元，同比增长 15.06%，其他收益占营业利润比重为 7.90%，对营业利润影响不大。2020 年，公司资产减值损失和信用减值损失对营业利润影响较小。整体看，非经常性损益对公司营业利润影响较小。

图 6　2018 年以来公司收入和盈利情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 16.60%和 23.25%，同比分别下降了 3.14 个和 3.20 个百分点。与同行业其他企业对比，公司各项盈利指标均位于行业较高水平，盈利能力突出。

表 12　2020 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率

光明乳业	25.81	6.59	10.13
新乳业	24.49	5.63	11.72
蒙牛乳业	37.65	5.96	11.35
中国飞鹤	72.50	38.77	48.33
三元股份	24.18	1.87	0.44
上述中位值	**25.81**	**5.79**	**11.35**
伊利股份	**35.97**	**12.67**	**25.05**

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 272.59 亿元，同比增长 32.68%，利润总额 34.02 亿元，同比大幅增长 1.56 倍。

5. 现金流分析

2020年，公司仍具备良好的经营获现能力，经营活动现金仍呈较大规模的净流入状态。公司基于对资金储备、营运资金、资本支出等需求的综合考量，相应调节外部融资规模，现阶段筹资压力不显著。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	914.69	1031.48	1080.94
经营活动现金流出量	828.45	946.93	982.43
经营活动现金流量净额	**86.25**	**84.55**	**98.52**
投资活动现金流量净额	**-53.74**	**-99.99**	**-90.43**
筹资活动前现金流量净额	**32.51**	**-15.44**	**8.09**
筹资活动现金流量净额	**-107.49**	**-10.16**	**-0.47**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 1080.94 亿元，同比增长 4.79%；经营活动现金流出 982.43 亿元，同比增长 3.75%。2020 年，公司经营活动现金净流入 98.52 亿元，同比增长 16.51%。2020 年，公司现金收入比为 109.43%，同比下降 3.02 个百分点，收入实现质量仍属较高。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 14.63 亿元，同比增长 33.92%，主要系取得投资收益收到的现金增加所致；投资活动现金流出 105.06 亿元，同比下降 5.28%。2020 年，公司投资活动现金净流出 90.43 亿元，净流出规模同比下降 9.56%。

受上述因素综合影响，2020 年，公司筹资活动前现金流量净额同比由-15.44 亿元转为 8.09 亿元。公司自有资金和主业盈余对资本性支出的保障能力增强。

从筹资活动来看，公司基于资金储备、营运资金、资本支出等方面需求的综合考量，相应确定外部融资规模。2020 年，公司筹资活动现金流入 748.05 亿元，同比增长 289.66%；筹资活动现金流出 748.51 亿元，同比增长 270.29%。2020 年，公司筹资活动现金净流出规模同比由 10.16 亿元缩减至 0.47 亿元。公司现阶段筹资压力不显著。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金净流入 11.22 亿元，投资活动现金净流出 27.69 亿元，筹资活动现金净流入 77.29 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力极强，融资渠道畅通。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率由上年末的 81.78%下降至 81.63%，速动比率由上年末的 57.24%提高至 59.93%。考虑到流动负债中合同负债规模较大，且其他应付款以限制性股票回购义务为主，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。

截至 2020 年末，公司现金短期债务比由上年末的 1.45 倍下降至 1.19 倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍属较高。整体看，公司短期偿债能力指标表现较好。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 110.87 亿元，同比增长 6.35%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 20.05%）和利润总额（占 73.51%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 38.27 倍下降至 22.35 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍属很高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 0.99 倍上升至 1.37 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍属很高。公司长期偿债能力很强。

进一步考虑到公司作为中国乳制品行业龙头企业，在品牌知名度、市场地位、产能规模、渠道建设、创新能力及国际化发展等方面具有

很强的竞争优势，公司整体偿债能力极强。

截至 2020 年末，公司除全资子公司惠商担保（被担保方为公司供应商及客户）的担保业务外，不存在其他对外担保。

截至 2021 年 3 月末，公司累计应诉/仲裁/纠纷金额为 0.33 亿元，对整体经营影响较小。

截至2020年末，公司（合并口径）获得银行授信额度合计492.50亿元，未使用授信额度408.01亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

公司本部是经营和投融资主体。公司本部货币资金较为充裕且具有良好的经营获现能力，债务负担可控，偿债压力适宜。

公司本部是经营和投融资主体。截至2020年末，公司本部资产总额568.04亿元，较上年末增长12.99%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产136.93亿元（占24.11%），非流动资产431.11亿元（占75.89%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占45.38%）、应收账款（占8.29%）、预付款项（占27.65%）、存货（占10.21%）和其他流动资产（占7.17%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占78.19%）、在建工程（合计）（占5.68%）和其他非流动资产（占5.65%）构成。截至2020年末，公司本部货币资金为62.13亿元。

截至2020年末，公司本部负债总额343.67亿元，较上年末增长6.68%。其中，流动负债325.82亿元（占94.81%），非流动负债17.85亿元（占5.19%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占9.12%）、应付票据（占11.56%）、应付账款（占36.34%）、其他应付款（合计）（占8.92%）、其他流动负债（占8.29%）、应付职工薪酬（占6.32%）、合同负债（占18.29%）和其他流动负债（占8.29%）构成；非流动负债主要由长期借款（占67.24%）和应付债券（占28.01%）构成。公司本部2020年末资产负债率为60.50%，较2019年末下降3.58个百分点。

截至2020年末，公司本部全部债务104.68亿元。其中，短期债务占83.76%、长期债务占16.24%。截至2020年末，公司本部短期债务为87.68亿元。截至2020年末，公司本部全部债务资本化比率31.81%，债务负担可控。

截至2020年末，公司本部所有者权益为224.37亿元，较上年末增长24.24%，主要系库存股减少和未分配利润增加所致。在所有者权益中，股本为60.83亿元（占27.11%）、资本公积合计13.15亿元（占5.86%）、未分配利润合计135.39亿元（占60.34%）、盈余公积合计30.48亿元（占13.59%）。

2020年，公司本部营业收入为930.92亿元，营业利润率为26.68%，利润总额为76.32亿元。同期，公司本部投资收益为42.81亿元。

现金流方面，2020年，公司本部经营活动现金流净额为167.93亿元，投资活动现金流净额-25.73亿元，筹资活动现金流净额-144.30亿元。

公司经营逻辑为公司本部直接与客户签订销售合同，再由公司本部向下属子公司采购后按合同约定出售给客户方，故公司本部的营业收入和经营活动现金流规模大，但营业利润率低于合并层面。

十、存续期内债券偿还能力分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力极强。

截至2021年3月末，公司存续债券余额共5.00亿元，未来待偿债券本金峰值为5.00亿元，本年度无剩余应到期债券金额。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对存续债券的保障能力极强。

表 14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	0.00
未来待偿债券本金峰值	5.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	/
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	216.19
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	19.70

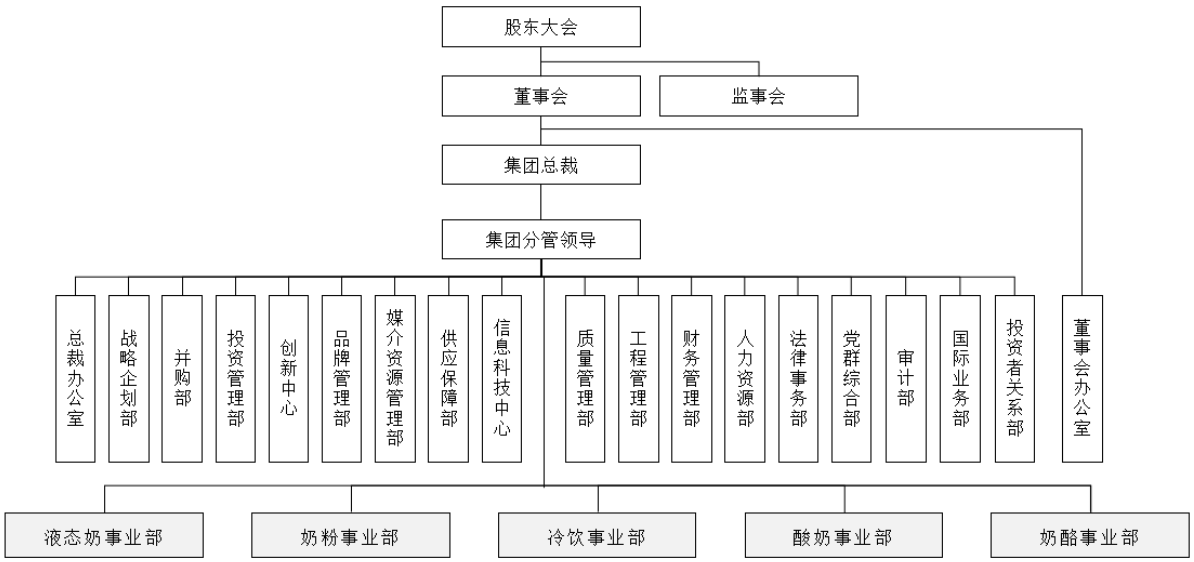
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	22.17

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月末）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“19伊利实业MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末内蒙古伊利实业集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年末内蒙古伊利实业集团股份有限公司子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
1	包头伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
2	杜尔伯特伊利乳业有限责任公司	奶粉生产销售	89.38	--	投资设立
3	廊坊伊利乳品有限公司	乳制品的生产及销售	75.00	--	投资设立
4	内蒙古领鲜食品有限责任公司	农副产品加工、销售	100.00	--	投资设立
5	内蒙古青山乳业有限责任公司	奶粉销售	100.00	--	投资设立
6	天津伊利康业冷冻食品有限公司	冷冻饮品生产销售	55.00	--	投资设立
7	内蒙古伊利福贝尔乳品有限公司	奶粉生产	74.51	--	投资设立
8	肇东市伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
9	内蒙古伊利企业发展有限责任公司	咨询服务	100.00	--	投资设立
10	西安伊利泰普克饮品有限公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
11	林甸伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
12	齐齐哈尔伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
13	赤峰伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
14	定州伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
15	伊利苏州乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
16	济南伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
17	内蒙古金川伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
18	内蒙古金山乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
19	佛山伊利乳业有限责任公司	冷冻饮品生产销售	100.00	--	投资设立
20	合肥伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
21	辽宁伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	70.00	--	投资设立
22	湖北黄冈伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
23	内蒙古盛泰投资有限公司	对外投资	100.00	--	投资设立
24	成都伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
25	乌鲁木齐伊利食品有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
26	河南伊利乳业有限公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
27	阜新伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
28	多伦县伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
29	内蒙古金海伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
30	锡林浩特伊利乳品有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
31	滦州伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
32	兰州伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
33	伊利国际发展有限公司	国际贸易	100.00	--	投资设立
34	天津伊利乳业有限责任公司	奶粉生产销售	100.00	--	投资设立
35	陕西伊利乳业有限责任公司	冷冻饮品生产销售	100.00	--	投资设立
36	巴彦淖尔伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
37	浙江伊利乳业有限公司	冷冻饮品生产销售	100.00	--	投资设立
38	天津伊利乳品有限责任公司	乳制品的生产及销售	98.15	1.85	投资设立
39	阜新伊利乳品有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立

40	潍坊伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
41	宁夏伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
42	黑龙江伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
43	昌吉盛新实业有限责任公司	投资开发	--	95.00	投资设立
44	呼伦贝尔市祥隆矿业能源有限责任公司	矿产品销售	--	100.00	投资设立
45	张北伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
46	广东伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
47	咸阳伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
48	香港金港商贸控股有限公司	商贸	100.00	--	投资设立
49	济源伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
50	广西伊利冷冻食品有限公司	冷冻饮品生产销售	100.00	--	投资设立
51	内蒙古金德瑞贸易有限责任公司	乳制品销售	--	100.00	投资设立
52	云南伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
53	梅州伊利冷冻食品有限责任公司	冷冻产品生产销售	100.00	--	投资设立
54	长春伊利冷冻食品有限责任公司	冷冻产品生产销售	100.00	--	投资设立
55	龙游伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
56	晋中伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
57	内蒙古乳业技术研究院有限责任公司	乳业技术	100.00	--	投资设立
58	SILVER HARBOR LLC.	乳业市场研究	--	100.00	投资设立
59	Yili Innovation Center Europe B.V.	乳业技术	--	100.00	投资设立
60	伊利财务有限公司	金融业	100.00	--	投资设立
61	内蒙古惠商融资担保有限公司	担保	100.00	--	投资设立
62	上海伊利爱贝食品有限公司	冷冻饮品生产销售	--	75.00	收购
63	Oceania Dairy Limited	乳制品加工	--	100.00	收购
64	PT. Green Asia Food Indonesia	商业贸易	--	100.00	投资设立
65	惠商商业保理有限公司	保付代理	100.00	--	投资设立
66	利质美（上海）投资有限公司	实业投资、食品流通	100.00	--	投资设立
67	沈阳伊利乳品有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
68	内蒙古伊利管理咨询有限公司	咨询服务	100.00	--	投资设立
69	内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司	发放小额贷款	100.00	--	投资设立
70	大庆伊利乳品有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
71	PT. Yili Indonesia Dairy	冷冻产品生产销售	--	100.00	投资设立
72	武威伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
73	安图伊利长白山天然矿泉饮品有限责任公司	矿泉水制造及销售	100.00	--	投资设立
74	THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED	冷冻产品生产销售	--	96.46	收购
75	Maxx Drink Co., Ltd.	冷冻产品生产销售	--	97.03	收购
76	Cool train Logistics Co., Ltd.	冷冻产品生产销售	--	96.46	收购
77	BDC SPECIALTY FOOD CO., LTD.	冷冻产品生产销售	--	96.46	收购
78	SAARK FOOD(M） SDN. BHD.	乳制品销售	--	100.00	投资设立
79	北京伊利科技发展有限责任公司	技术开发与服务咨询	--	100.00	投资设立
80	伊利伊诺科技（上海）有限责任公司	技术开发与服务咨询	--	100.00	投资设立
81	伊利创新投资管理（珠海）有限公司	投资咨询、投资管理	100.00	--	投资设立
82	伊利创业投资（苏州）有限公司	创业投资	100.00	--	投资设立
83	珠海健瓴股权投资基金管理合伙企业（有限合伙）	股权投资	--	100.00	投资设立
84	Westland Dairy Company Limited	乳制品的生产及销售	--	100.00	收购
85	Westland Milk Products Investments Limited	投资	--	100.00	收购

86	EasiYo Products(UK) Limited	乳制品的生产及销售	--	100.00	收购
87	EasiYo Products Limited	乳制品的生产及销售	--	100.00	收购
88	EasiYo Products(Aust) Limited	乳制品的生产及销售	--	100.00	收购
89	威士兰乳业（上海）有限公司	乳制品销售	--	100.00	收购
90	阿尔山伊利天然矿泉饮品有限责任公司	矿泉水制造及销售	100.00	--	收购
91	GREEN ASIA FOOD VIETNAM COMPANY LIMITED	乳制品销售	--	100.00	投资设立
92	呼伦贝尔伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
93	内蒙古金泽伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
94	珠海健瓴风险投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资、创业投资	74.63	25.37	投资设立
95	内蒙古金灏伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
96	上海依宝生物技术有限公司	生物技术研发	100.00	--	投资设立
97	IceMaster Opco Co., Ltd	投资	--	49.00	投资设立
98	IceMaster Propco Co., Ltd	租赁	--	73.99	投资设立
99	Golden Asia Food Myanmar Company Limited	乳制品销售	--	100.00	投资设立
100	武汉伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
101	内蒙古兴安伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
102	驻马店伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	100.00	--	投资设立
103	伊利日本投资创造研究开发株式会社	乳业技术	--	100.00	投资设立
104	健瓴（珠海）母基金合伙企业（有限合伙）	投资	99.50	0.50	投资设立
105	北京健瓴管理咨询有限公司	管理咨询	--	100.00	投资设立
106	内蒙古伊知牛牧业有限责任公司	肉类加工、销售	100.00	--	投资设立
107	China Youran Dairy Holding Limited	投资	100.00	--	其他股东减资
108	Yili Holding Investment Limited	投资	--	100.00	投资设立
109	Wholesome Harvest Limited	投资	--	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	112.33	119.37	119.61	180.33
资产总额（亿元）	476.06	604.61	711.54	838.04
所有者权益（亿元）	280.37	262.74	305.33	342.54
短期债务（亿元）	18.32	82.33	100.48	123.70
长期债务（亿元）	0.84	20.82	51.55	49.90
全部债务（亿元）	19.16	103.15	152.04	173.60
营业总收入（亿元）	795.53	902.23	968.86	273.63
利润总额（亿元）	75.78	81.94	81.50	34.02
EBITDA（亿元）	93.18	104.24	110.87	/
经营性净现金流（亿元）	86.25	84.55	98.52	11.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	71.29	57.85	53.88	/
存货周转次数（次）	9.68	8.53	8.10	/
总资产周转次数（次）	1.64	1.67	1.47	/
现金收入比（%）	112.21	112.46	109.43	97.72
营业利润率（%）	37.61	36.86	35.64	37.38
总资本收益率（%）	21.98	19.74	16.60	/
净资产收益率（%）	23.01	26.45	23.25	/
长期债务资本化比率（%）	0.30	7.34	14.45	12.72
全部债务资本化比率（%）	6.40	28.19	33.24	33.63
资产负债率（%）	41.11	56.54	57.09	59.13
流动比率（%）	127.57	81.78	81.63	83.22
速动比率（%）	98.84	57.24	59.93	64.08
经营现金流动负债比（%）	44.99	26.90	28.34	/
现金短期债务比（倍）	6.13	1.45	1.19	1.46
EBITDA 利息倍数（倍）	70.80	38.27	22.35	/
全部债务/EBITDA（倍）	0.21	0.99	1.37	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据均使用期末数，2021 年 1－3 月财务数据未经审计；3. 公司其他流动负债和长期应付款中的计息部分纳入上表中的短期债务和长期债务进行计算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	31.87	65.90	63.56	141.55
资产总额（亿元）	382.94	502.75	568.04	664.42
所有者权益（亿元）	198.74	180.60	224.37	278.38
短期债务（亿元）	13.05	93.44	87.68	107.32
长期债务（亿元）	0.00	15.00	17.00	12.00
全部债务（亿元）	13.05	108.45	104.68	119.32
营业收入（亿元）	803.89	889.28	930.92	261.64
利润总额（亿元）	65.80	79.12	76.32	57.31
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	22.77	69.56	167.93	-6.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	74.98	64.42	66.50	/
存货周转次数（次）	30.52	30.36	38.04	/
总资产周转次数（次）	2.04	2.01	1.74	/
现金收入比（%）	112.24	111.55	110.33	99.01
营业利润率（%）	26.10	26.53	26.68	30.00
总资本收益率（%）	29.42	25.93	22.07	/
净资产收益率（%）	31.35	41.49	32.37	/
长期债务资本化比率（%）	0.00	7.67	7.04	4.13
全部债务资本化比率（%）	6.16	37.52	31.81	30.00
资产负债率（%）	48.10	64.08	60.50	58.10
流动比率（%）	52.93	47.34	42.03	60.70
速动比率（%）	41.45	40.25	37.74	54.98
经营现金流动负债比（%）	12.40	22.70	51.54	--
现金短期债务比（倍）	2.44	0.71	0.72	1.32
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据均使用期末数，2021 年 1－3 月财务数据未经审计；3. 公司本部其他流动负债中的计息部分纳入上表中的短期债务进行计算；4. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。