# 信用等级公告

联合〔2020〕1984号

联合资信评估有限公司通过对内蒙古伊利实业集团股份有限公司主体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，维持“19伊利实业MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月三十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

# 内蒙古伊利实业集团股份有限公司
# 2020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 |
|---|---|---|---|---|
| 内蒙古伊利实业集团股份有限公司 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 19伊利实业MTN001 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |

跟踪评级债券概况：

| 债券简称 | 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 |

评级时间：2020年6月30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；通过矩阵模型得到指示评级结果

## 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”）是中国乳制品行业龙头企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在品牌知名度、市场地位及渗透率、渠道建设、技术研发水平及产品品类等方面具备的综合优势。跟踪期内，公司营业收入和利润规模不断攀升，在液体乳品市场占有率保持领先，整体盈利能力很强且稳健，债务负担可控，充裕的货币资金储备、良好的经营获现能力和顺畅的融资渠道保障了公司可持续的抗风险能力。同时，联合资信也关注到乳制品市场国内外品牌竞争激烈，公司奶源供应以外部采购为主，不断扩大的经营规模对供应渠道的稳定性、充足性以及对物料质量的把控能力均对公司提出了很高要求，持续的建设性投入叠加营运资金需求带动债务规模快速上升，上述因素对公司经营及信用水平可能带来不利影响。

公司现金类资产对一年内到期/行权的债券保障能力强；公司经营活动现金净流量及EBITDA对“19伊利实业MTN001”的保障程度很高。

公司持续投入于产能优化、提升以及全球产业布局，奶源结构将进一步优化，同时加大股权激励力度，未来随着投资效益的逐步释放，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. **行业经营环境良好。**中国人均可支配收入的持续增长将带动乳制品消费，为中国乳制品行业的发展提供了良好的基础。

2. **公司是中国乳品行业龙头企业，在品牌知名度、市场份额和渗透率等方面优势显著。**公司连续7年位列食品和乳品排行榜第一名；据行业调研数据显

分析师：贺苏凝　陈　婷
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

示，截至2019年底，公司常温液态类乳品市场渗透率为84.3%，线下液态奶终端网点已达191万家。

3. **公司整体盈利能力很强，财务弹性良好。**跟踪期内，公司收入、利润稳步攀升，整体盈利能力很强，具备良好的经营获现能力和充裕的货币资金储备，直接、间接融资渠道通畅。

4. **公司EBITDA和经营活动现金净流量对“19伊利实业MTN001”的保障程度很高。**2019年，公司EBITDA和经营活动现金净流量分别是“19伊利实业MTN001”的20.85倍和16.91倍。

关注

1. **市场竞争加剧，食品安全要求不断提升，公司面临严格的外部环境要求。**随着海外品牌不断进入中国市场，乳制品市场竞争有所加剧；食品安全事件对乳品行业的影响始终存在。

2. **公司奶源对外部供应商存在一定依赖。**公司奶源供应（含原料奶粉）以外部采购为主，不断扩大的经营规模对公司供应渠道的稳定性、充足性以及物料质量的把控能力提出了很高要求；且原料奶价格呈周期性波动，对盈利稳定性存在影响。

3. **公司债务规模快速增长。**持续的建设性投入以及人力成本投入推升了公司刚性成本和外部融资规模，2019年以来公司债务规模快速上升，债务期限以短期债务为主。

4. **公司股权结构分散。**公司无实际控制人，股权结构分散，管理层所持公司股票质押率较高。

主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 现金类资产(亿元) | 219.87 | 112.33 | 119.37 | 175.30 |
| 资产总额(亿元) | 493.00 | 476.06 | 604.61 | 701.58 |
| 所有者权益(亿元) | 252.40 | 280.37 | 262.74 | 270.01 |
| 短期债务(亿元) | 80.99 | 18.32 | 82.03 | 188.44 |
| 长期债务(亿元) | 0.64 | 1.34 | 21.35 | 20.89 |
| 全部债务(亿元) | 81.64 | 19.66 | 103.38 | 209.33 |
| 营业总收入(亿元) | 680.58 | 795.53 | 902.23 | 206.53 |
| 利润总额(亿元) | 70.74 | 75.78 | 81.94 | 13.32 |
| EBITDA(亿元) | 87.28 | 93.18 | 104.24 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 70.06 | 86.25 | 84.55 | -26.53 |
| 营业利润率(%) | 37.00 | 37.61 | 36.86 | 37.18 |
| 净资产收益率(%) | 23.78 | 23.01 | 26.45 | -- |
| 资产负债率(%) | 48.80 | 41.11 | 56.54 | 61.51 |
| 全部债务资本化比率(%) | 24.44 | 6.55 | 28.24 | 43.67 |
| 流动比率(%) | 125.14 | 127.57 | 81.78 | 83.43 |
| 经营现金流动负债比(%) | 29.38 | 44.99 | 26.90 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 41.58 | 70.80 | 38.27 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.94 | 0.21 | 0.99 | -- |
| 公司本部（母公司） | | | | |
| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 资产总额(亿元) | 405.96 | 382.94 | 502.75 | 578.45 |
| 所有者权益(亿元) | 177.18 | 198.74 | 180.60 | 181.08 |
| 全部债务(亿元) | 67.55 | 13.05 | 108.32 | 210.25 |
| 营业收入(亿元) | 682.66 | 803.89 | 889.28 | 196.98 |
| 利润总额(亿元) | 57.91 | 65.80 | 79.12 | -1.12 |
| 资产负债率（%） | 56.36 | 48.10 | 64.08 | 68.70 |
| 全部债务资本化比率(%) | 27.60 | 6.16 | 37.49 | 53.73 |
| 流动比率（%） | 67.80 | 52.93 | 47.34 | 53.73 |
| 经营现金流动负债比(%) | 14.62 | 12.40 | 22.70 | -- |

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；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

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 | 2019/5/28 | 贺苏凝 陈婷 虢丰 | 工商企业信用评级方法总论（2018）<br>消费品生产行业企业信用评级模型（2016） | 阅读全文 |
| 19 伊利实业 MTN001 | AAA | AAA | 稳定 | 2018/9/30 | 贺苏凝 陈婷 虢丰 | 工商企业信用评级方法总论（2018）<br>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
# 2020 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于内蒙古伊利实业集团股份有限公司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复审批准，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2020年3月底，公司注册资本为60.78[1]亿元，第一大股东为香港中央结算有限公司（持股11.14%），公司无控股股东及实际控制人。

公司经营范围：乳制品（含婴幼儿配方乳粉）制造，农畜产品及饲料加工等。截至2019年底，公司直接及间接控股子公司共93家；设有液态奶事业部、冷饮事业部、奶粉事业部、酸奶事业部、奶酪事业部和健康饮品事业部6个事业部，以及董事会办公室、战略管理部、投资管理部、市场研究部、媒介部、创新中心、品牌管理部等19个职能部门。

截至2019年底，公司资产总额604.61亿元，所有者权益合计262.74亿元（含少数股东权益1.43亿元）；2019年，公司营业总收入902.23亿元，利润总额81.94亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额701.58亿元，所有者权益合计270.01亿元（含少数股东权益1.52亿元）。2020年1－3月，公司营业总收入206.53亿元，利润总额13.32亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2019年1月发行“19伊利实业MTN001”，发行金额为5亿元，期限为3年。截至本报告出具日，“19伊利实业MTN001”募集资金已按计划使用完毕并在跟踪期内按时足额付息。

## 四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

[1]截至 2020 年 3 月底，公司股本为 60.66 亿元，目前正在办理注册资本工商变更，仍为 60.78 亿元。

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|---|---|---|---|---|---|
| GDP（万亿元） | 73.6 | 78.7 | 84.0 | 89.2 | 20.7 |
| GDP 增速（%） | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.1 | -6.8 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 5.7 | -8.4 |
| 固定资产投资增速（%） | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.4 | -16.1 |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 10.4 | 10.2 | 9.0 | 8.0 | -19.0 |
| 出口增速（%） | -1.9 | 10.8 | 7.1 | 5.0 | -11.4 |
| 进口增速（%） | 0.6 | 18.7 | 12.9 | 1.6 | -0.7 |
| CPI 增幅（%） | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.9 | 4.9 |
| PPI 增幅（%） | -1.4 | 6.3 | 3.5 | -0.3 | -0.6 |
| 城镇失业率（%） | 4.0 | 3.9 | 4.9 | 5.2 | 5.9 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 5.0 | 0.5 |
| 公共财政收入增速（%） | 4.5 | 7.4 | 6.2 | 3.8 | -14.3 |
| 公共财政支出增速（%） | 6.4 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | -5.7 |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
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，GDP 为不变价规模
4.城镇失业率统计中，2016-2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下**

**降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，

并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

**乳品行业经过多年发展已进入全产业链竞争阶段。中国乳品行业对外部奶源及乳粉等原材料的需求持续存在，其价格的波动对乳品企业成本影响较大。国内乳品行业集中度较高，龙头企业具有明显的竞争优势和市场份额。**

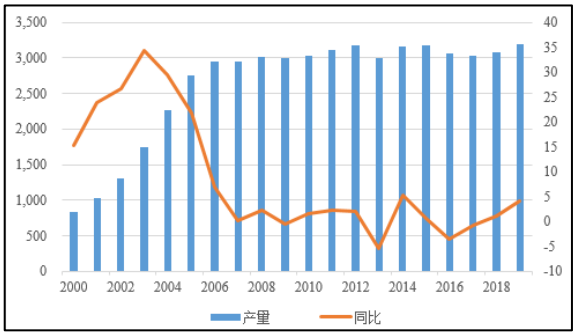
经过近二十年的发展，中国乳品行业度过最初的快速成长期（2008年之前），在经历2008年食品安全“三聚氰胺”事件导致的行业盘整

后逐步进入稳步发展期（2009－2014年），国产乳品占有率回落，养殖散户难以为继、产业向规模化养殖普及，中游企业加速向上游奶源布局；2015年以来，行业增速放缓、始终处于低位波动，行业步入产业升级期，冷链物流等技术和规模化牧场生产普及，低温酸奶、鲜奶快速发展，国产婴幼儿配方奶粉有所回暖，国产乳品占有率呈现回升态势，乳品企业布局上游奶源同时，注重产品创新和品类拓展以优化产品结构，行业进入全产业链竞争阶段。

中国乳品需求结构也在过去十年发生了较大变化，饮用奶（常温奶和低温巴氏奶）仍占主要地位，但占比从2009年超过80%下降近20个百分点至大约62%；酸奶占比上升幅度较大，从最初的约16.8%上升至2019年的约35.6%。现阶段看，中国乳品人均消费量相比美国、韩国、日本仍有差距，随着消费者购买力的持续提升，以及关注健康食品的理念不断普及，以乳品为代表的健康食品产业发展前景良好。

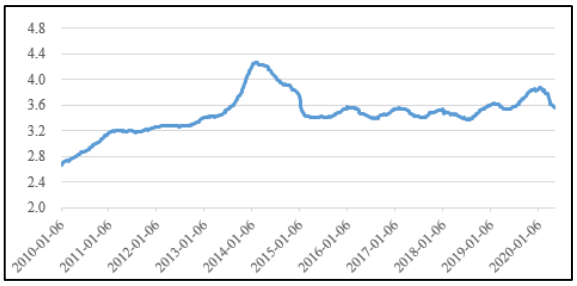
近五年（2015－2019年），中国牛奶产量波动上升，分别为3179.83万吨、3064.03万吨、3038.62万吨、3074.60万吨和3201.00万吨；同期，乳制品销量波动回落，分别为2738.90万吨、2975.37万吨、2905.05万吨、2681.47万吨和2710.63万吨。根据农业部统计的生鲜乳（主产区）均价数据，2015－2018年上半年，生鲜乳均价大致在3.4～3.6元/公斤的区间内波动，至6月底、7月初阶段一度跌破3.40元/公斤，之后进入波动上升态势直至2020年初，之后受新冠肺炎疫情冲击，乳品企业库存高企，生鲜乳价格下跌，2020年5月13日收于3.56元/公斤。目前，国内商品原料奶供应总量存在一定的供给缺口，需要通过进口原料奶粉予以补充，2019年，中国净进口乳品折算成原奶口径约1708万吨，同比增长约9.5%，其中净进口全脂奶粉折算成原奶约523.4万吨，同比增长约29%，占中国原奶总消耗量的比重较上年略有提升；进口原料奶粉主要用于以乳为原料的食品加工和制造（如糖果、烘焙等），原料乳主要用于液态乳品和各类配方奶粉的加工制造。

图1　近年中国牛奶产量及同比（单位：万吨、%）




资料来源：Wind

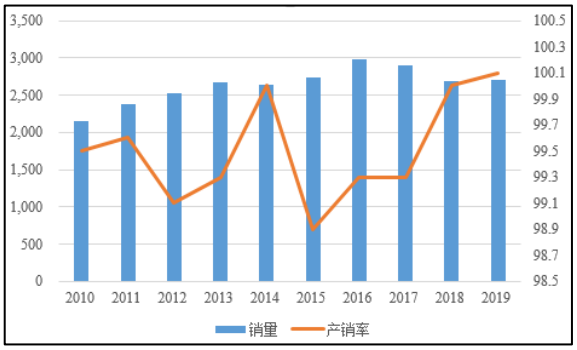
图2　生鲜乳（主产区）均价走势（单位：元/公斤）




注：上表数据的统计频率为周
资料来源：Wind

图3　近年中国乳制品销量及产销率

（单位：万吨、%）

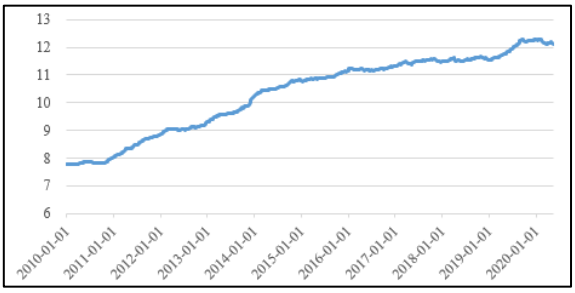



资料来源：Wind

零售终端牛奶价格主要由奶源供应和市场消费需求两方面因素共同主导，但终端价格由于传导效应，可能滞后于上游原料的价格变动。根据商务部统计的牛奶零售价数据，2011年以来，市场需求逐步恢复，奶源建设进度推进，奶牛存栏量有所提升，拉动了牛奶零售价格的持续性上升，由2011年初的8.0元/升一路震荡上行至2017年3月高点的11.48元/升；之后经历为期不到2年的价格在11.50元/升上下波动，自

2019年初进入快速上行阶段，至2020年1月底达到12.29元/升的高位，后受新冠肺炎疫情影响而略有回落，2020年5月15日收于12.12元/升，仍位于近年来的价格高位。

图4　近年牛奶零售价走势（单位：元/升）




资料来源：Wind

竞争格局方面。从品牌来看，中国乳制品市场竞争激烈，伊利、蒙牛、光明位居中国乳制品企业前三名，合计的市场份额不断增长，2019年已接近52%。三元食品、新希望乳业等企业分别在华东及华中、华北、西南等区域性市场拥有较强的品牌优势，处于区域龙头地位，但区域性乳品企业的市场空间始终受到三大乳业企业的挤压。从近年来的发展趋势看，龙头乳业企业的收入增长普遍高于行业的平均增速，行业集中度有进一步提升的趋势。国内乳品企业主要的竞争对手来自新西兰。2008年10月1日起，中国与新西兰的自由贸易协定生效，关税逐步降低至完全取消，促进了新西兰进口乳制品量的迅速上升，对中国奶粉市场产生重大影响，对国产奶粉市场造成冲击。

2. 行业关注

**牧场规模化养殖水平较低。**

由于规模化养殖牧场在牛群管理和饲料安全方面要求较严格，所产原料奶品质较高，因而自“三聚氰胺事件”以来，各大液态奶生产企业加大了自建牧场和从规模化牧场采购的比例，国内奶牛的规模化养殖程度有了一定的提升，但与新西兰、澳大利亚、美国等养殖大国相比仍存在很大差距。但另一方面，随着生鲜乳价格持续下降，奶牛价格也相应下跌，小规模养殖缺乏规模化效益，同时不断提高的牛奶质量标准以及整改要求进一步推高了养殖成本，乳制品企业对原料奶质量要求逐步提高，小规模养殖户面临的经营压力日益增加，促进了规模化养殖的发展。

**进口乳品冲击国内乳品产业。**

价格角度看。2014年，中国国内原奶供给同比提升明显（同比增长约5%），同时国外饲料成本下行叠加恒天然食品安全事件突发，国际进口大包粉价格大幅回落，中国进口奶粉量跃升至高位，国内原奶价格回落。2015－2017年，奶牛存栏数持续减少，中国原奶价格步入小幅回涨，但同期进口大包粉价格仍处较低水平，仍对国内原奶价格形成压力。2018年以来，环保严监管加速行业产能退出、中美贸易摩擦推高中国进口苜蓿成本（牧场成本上涨明显）、消费升级叠加乳品企业渠道下沉带来消费需求增长，中国原奶价格进入新一轮上涨，现阶段中国原奶价格相对国外原奶价格仍有一定溢价（虽然较2015－2017年已大幅收窄），进口乳品在价格方面始终对国内乳品形成竞争和压制。

供需角度看。近年来，中国乳制品进口持续增长，已经成为全球最大的乳制品进口国，对外依存度较大。由于目前国内奶源供给难以覆盖需求，短期内，中国市场对乳品进口的依赖性将不会发生明显改变。

**消费升级推动企业竞争力进一步分化和行业集中度提升。**

中国乳品产品种类丰富，其中常温品类市场占比高，占据主导地位，目前已形成稳定、成熟的市场结构，消费升级推动常温白奶向有机化、高端化发展，常温酸奶快速增长；低温品类发展迅速，集中度相对较低；奶粉市场同样呈现趋向高端化、有机化的态势。

产品升级对乳品企业产品创新、品类多元化提出了较高的要求。

**食品安全监管不断强化。**

2016年10月，《婴幼儿乳粉产品配方注册管理办法》推出注册制，自2018年1月1日正式实施，规定单个企业原则上不得超过3个配方系列

9种产品配方，从而调节行业供给端。目前市场上大量中小品牌和贴牌婴幼儿奶粉将淡出市场，国内婴幼儿奶粉品牌将有明显下降，品牌集中度进一步提升，有利于形成中国婴幼儿配方乳粉行业健康发展的新格局。

2018年2月，由中国农业科学院北京畜牧兽医研究所农业部奶及奶制品质量监督检验测试中心（北京）牵头主持的《食品安全国家标准生乳》《食品安全国家标准巴氏杀菌乳》《食品安全国家标准灭菌乳》及《食品安全国家标准复原乳检验方法》4项国家乳业新标准讨论稿对外公布，是中国目前实施的生乳国家标准制定后的首次修订，在生乳分级、加工工艺规范、奶产品包装标识等关键指标上提出了更高的要求，行业竞争也将集中在原奶供应方面，龙头企业的资源优势将进一步体现。

政策层面上看，2008年三聚氰胺事件后，国家对乳制品行业的健康持续发展高度重视，提高了行业准入条件，对生乳收购生产和相关食品添加剂进一步作出规范，同时加大了针对婴幼儿配方奶粉的安全控制力度。

3. 行业发展

**长期来看，消费者购买力的提升以及对健康食品理念的关注为乳品行业发展提供了良好的基础；同时，国家政策导向为乳品行业健康良性发展提供了动力。**

中国拥有规模巨大的乳制品市场，近年来，居民收入水平和健康意识不断提升，同时，新型城镇化、放开“二孩”等政策实施，乳制品市场需求不断提升。且中国乳品人均消费量相比美国、韩国、日本仍有差距，虽与饮食习惯等因素有关，但整体看，乳品市场仍具备成长空间。

中国政府积极推动原料奶生产的发展，出台鼓励建立和发展大型规模化乳牛养殖场的优惠政策和经济支持手段，对大型奶牛农场的扩展进行补助。随着行业兼并重组发生，国内奶源及进口奶源进一步被龙头企业整合，企业生产效益和安全水平提升，产业结构优化，消费者信心有望逐步建立，但奶源进口依赖性短期内仍将存在。

2019年初，国务院发布《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》相关政策，要求各地加快推进奶业振兴的步伐，有力地支持奶业提质增效，实现高质量发展。与此同时，有关健康中国战略、乡村振兴战略、减税降费等系列关注民生、促进消费的政策实施落地，进一步推动了国内需求潜力释放，为国内乳品消费提供了增长动力。

## 六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底，公司注册资本为60.78亿元。公司前十名股东持股情况如下表所示，第一大股东为香港中央结算有限公司（持有公司11.14%的股份）。前十大股东中潘刚、赵成霞和刘春海均为公司高管（累计质押公司股票分别为1.59亿股、0.63亿股和0.61亿股，分别占其所持股份的55.61%、68.06%和66.94%）；呼和浩特投资有限责任公司累计质押公司股票2.28亿股，占其所持股份的42.34%。公司无控股股东及实际控制人。

表 2　2020 年 3 月底前十名股东持股情况

（单位：%）

| 股东名称 | 持股比例 |
|---|---|
| 香港中央结算有限公司 | 11.14 |
| 呼和浩特投资有限责任公司 | 8.88 |
| 潘刚 | 4.73 |
| 中国证券金融股份有限公司 | 3.01 |
| 阳光人寿保险股份有限公司-分红保险产品 | 1.72 |
| 赵成霞 | 1.52 |
| 刘春海 | 1.51 |
| 上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）－高毅邻山 1 号远望基金 | 1.40 |
| 胡利平 | 1.31 |
| 交通银行－易方达 50 指数证券投资基金 | 0.99 |

资料来源：Wind

2. 企业规模及竞争力

**跟踪期内，公司继续保持全球乳品行业龙头地位，并在品牌价值、产品布局、市场份额、**

**渠道建设及国际化发展等方面保持了既有竞争优势。**

公司是全球乳制品行业的龙头。2019年5月，“BrandZ 2019 最具价值中国品牌100强”榜单中，公司连续7年位列食品和乳品排行榜第一名，并获得Brand Finance 发布的全球最具发展潜力的乳品品牌荣誉。

产品方面，公司拥有“伊利”母品牌及多个子品牌，截至2019年底综合产能为1185万吨/年。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。尼尔森零研数据显示，2019年，金典有机常温液态奶产品零售额市场份额为45.7%，在对应细分市场中位居首位。同时，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2019年底，公司累计获得专利授权2703件。其中，发明专利授权数量为515件，并有4件专利获得中国专利优秀奖。

渠道方面，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。凯度调研数据显示，截至2019年底，公司常温液态类乳品市场渗透率为84.3%，较上年同期提升1.9个百分点。同期，公司所服务的线下液态奶终端网点已达191万家，较上年同期增长9.1%。

国际化发展方面，在“全球健康生态圈”理念引导下，公司坚定走国际化发展道路，通过搭建国际化业务运营管理平台及人才队伍，聚焦并强化国际化业务管理能力，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，加速了公司海外市场的开拓进程；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

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2019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

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1015010100010590U），截至2020年5月25日，公司本部无不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司对《投资管理制度》进行了完善，更新了投资项目的管理决策权限、决策程序和法律审核等。公司投资管理事项由投

资管理部、财务管理部、并购部等部门分类管理。公司投资项目纳入年度投资计划，年度投资计划按照公司发展需求由公司管理投资业务的部门组织公司所属各事业部、总部各部门、分（子）公司等单位或部门制定并提出，公司投资决策委员会讨论，公司总裁审核后根据审批权限报公司董事会、股东大会审议通过后执行。投资额度在人民币3亿元（含）以内的投资项目，董事会授权由公司总裁决策审批；超过3亿元的投资项目由公司总裁审核、董事会审议；需股东大会决策审议的投资项目，在董事会审议通过后，提交股东大会审议。

截至2020年5月20日，公司共有董事11名（其中独立董事4名）、监事5名、高级管理人员4名（其中董事2名）。高级管理人员中，董事长兼总裁1名、副总裁2名（其中1人兼财务负责人）、董事会秘书1名。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**公司主业突出，跟踪期内收入规模保持增长，毛利率水平稳定；2020年一季度受新冠疫情影响收入及毛利率有所波动；主业盈利能力很强。**

公司主要业务涉及各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售活动，旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水几大产品系列，辅以少量类金融业务。

2019年，公司实现营业收入900.09亿元，同比增长13.97%。从细分产品来看，液体乳产品收入贡献占比保持在82%左右；液体乳、冷饮产品、奶粉及奶制品三大系列产品收入规模均保持增长，同比分别增长12.31%、12.69%和24.98%。其他业务收入占比很小。

从毛利率情况来看，2019年，公司综合毛利率保持稳定，为37.35%。其中，收入贡献度最高的液体乳产品毛利率稳定在35%以上；冷饮产品毛利率逐年增长，2019年同比提升1.45个百分点至46.51%，主要系产品结构调整使得高端产品销售占比增加所致；奶粉及奶制品毛利率波动下降，2019年同比减少6.66个百分点至48.12%，毛利率变动主要由于当年海外并购导致该板块产品结构有所调整。

2020 年一季度，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，公司收入及毛利率同比均有所下滑。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 205.44 亿元，同比下降 10.98%。分产品来看，疫情冲击对液体乳销售影响较大，而对于线上渠道占比较高的冷饮及奶粉奶制品影响较小；液体乳营业收入同比下降 18.99%至 153.58 亿元，冷饮产品、奶粉及奶制品收入同比分别增长 20.80%和 27.00%。毛利率方面，2020 年一季度，公司综合毛利率为 37.46%，同比减少 2.49 个百分点，其中液体乳、奶粉及奶制品毛利率同比分别减少 3.31 个百分点和 8.52 个百分点。

表3　公司近年来营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 板块 | | 2017 年 | | | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 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 | 557.66 | 82.56 | 35.17 | 656.79 | 83.16 | 35.21 | 737.61 | 81.95 | 35.20 | 153.58 | 74.76 | 34.26 |
| | 冷饮产品 | 46.06 | 6.82 | 43.08 | 49.97 | 6.33 | 45.06 | 56.31 | 11.17 | 46.51 | 18.12 | 15.77 | 50.93 |
| | 奶粉及奶制品 | 64.28 | 9.52 | 53.95 | 80.45 | 10.19 | 54.78 | 100.55 | 6.26 | 48.12 | 32.41 | 8.82 | 44.65 |
| 其他业务 | | 7.47 | 1.11 | 16.47 | 2.55 | 0.32 | 33.33 | 5.62 | 0.62 | 35.05 | 1.33 | 0.65 | 48.79 |
| **合计** | | **675.47** | **100.00** | **37.29** | **789.76** | **100.00** | **37.82** | **900.09** | **100.00** | **37.35** | **205.44** | **100.00** | **37.46** |

注：其他业务包括担保、保理业务及销售材料等
资料来源：公司提供

2. 液体乳及乳制品制造业

**公司原奶及乳粉等核心原材料供应以外部采购为主，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，在细分领域市占水平突出，各品类产销规模稳定增长；销售渠道广度及深度均不断增长，全球化格局日益完善。**

（1）原料采购

公司原料奶采购由液态奶事业部负责。公司通过招标方式，对主要原辅材料进行集中采购，以提高公司的资金使用效率和议价能力。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）。2019年，公司前五名供应商采购额合计97.18亿元，占年度采购总额的19.76%；其中，前五名供应商采购额中关联方采购额28.48亿元，占年度采购总额的5.79%。

原料奶采购方面，公司主要通过资本或技术合作，以嵌入式服务的方式，发挥农业产业化龙头企业的带动示范作用，与奶源供应商建立利益共同体，稳定并增加奶源供给，满足乳品生产需求。目前，原料奶的外部采购渠道主要来源于社会奶源和联营企业。在原料奶质量管控上，公司建立了一套完整的质量管控和保障体系，通过提升供应商自主管理能力、质量保障能力，稳步提升原料奶质量水平。原料奶的账款结算方式为定期根据购买量进行银行电汇结算，账期一般为15日或30日。

其他原辅料的采购方面，公司其他原辅料中采购规模较大的为包材、瓦楞包装箱和乳粉。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

产品方面，公司液体乳板块主要产品分为常温液体乳以及低温液体乳两大类，分别由液态奶事业部及酸奶事业部负责经营。2019年公司液态类乳品的零售额市占份额为32.4%，较上年同期提升1.2个百分点，品牌地位突出。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。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，冷饮方面，公司冰工厂的品牌市场占有率稳居国内城市包装水冰品类户内消费第一和市场渗透率第一。

截至2019年底，公司综合产能为1185万吨/年。2019年，公司液体乳（包括酸奶类产品）产量为875.83万吨，同比增长8.03%；奶粉及奶制品产量同比增长65.75%至18.15万吨，系当期合并Westland所致；冷饮产品近三年产量小幅增长，2019年为41.01万吨，核心产品产量随销售规模的扩张呈增长态势。

表 4 近年来公司主要产品产销量情况（单位：万吨）

| | | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|---|
| 液体乳 | 产量 | 724.60 | 810.71 | 875.83 |
| | 销量 | 726.89 | 808.13 | 870.94 |
| 奶粉及奶制品 | 产量 | 9.42 | 10.95 | 18.15 |
| | 销量 | 9.41 | 10.90 | 14.34 |
| 冷饮产品 | 产量 | 38.14 | 39.85 | 41.01 |
| | 销量 | 38.28 | 39.31 | 40.59 |

资料来源：公司年报

（3）销售情况

销量方面，液体乳业务是公司的核心业务。近年来，随着公司持续扩大销售规模、升级产品结构，公司液体乳销量持续增长。

2019年实现销量870.94万吨，同比增长7.77%；奶粉及奶制品市场渗透不断加深，同时伴随Westland并入，2019年销量增至14.34万吨；冷饮产品近年销量小幅增长，2019年为40.59万吨。

公司采取经销与直营相结合的销售模式，实现渠道拓展目标和终端门店业务标准化、规范化管理。2019年，公司经销模式实现营业收入867.63亿元，较上年同期增长14.01%；直营模式实现营业收入27.46亿元，较上年同期增长4.90%。经销渠道是公司的主要销售渠道，占比保持在95%以上。

表 5　2019 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 | 867.63 | 14.01 | 96.93 |
| 直营 | 27.46 | 4.90 | 3.07 |
| **合计** | **895.09** | **13.70** | **100.00** |

资料来源：公司提供

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。2019年，公司电商业务收入较上年增长49%。同期，尼尔森零研数据显示，在母婴渠道，公司的零售额较上年增长27.1%；在便利店渠道，公司常温液态奶业务零售额市占份额较上年提升4.2个百分点。

公司采取渠道拓展与市场渗透“双管齐下”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，网点拓展数量和产品覆盖率有所提升。截至2019年底，公司所服务的线下液态奶终端网点数量达到191万家，较上年底增长9.1%。

销售结算方面，公司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。2019年，前五名客户销售额合计37.11亿元，占年度销售总额的4.13%。

物流仓储方面。公司利用大数据技术规划物流发运线路和仓储节点；通过与第三方物流服务商合作，借助信息技术平台和服务，及时为客户提供物流配送服务。

3. 主要收并购

（1）收购泰国冰淇淋公司CHOMTHANA

2019年4月，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”）向THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED（以下简称“CHOMTHANA”）的原股东购买其合计持有的CHOMTHANA 96.46%股权，交易初始对价为8056万美元（截至2020年4月已全部支付完毕），合并成本折合人民币5.42亿元。

泰国是东南亚第二大冰淇淋市场，CHONMTHANA是泰国本土最大的冰淇淋企业，除泰国本土业务外，向周边13个国家出口冰淇淋。本次股权收购后，公司将进入泰国市场，借助泰国在东南亚的地理优势，对周边国家市场形成辐射。

本次收购完成后，金港控股成为CHOMTHANA的控股股东，购买日为2019年4月25日。购买日至2019年底，CHOMTHANA实现收入1.69亿元，净利润为-0.30亿元，略有亏损；公司并购该企业后对其设备进行了更新改造，生产效率得到提升，业绩有望获得改善。

（2）收购新西兰第二大乳企Westland

2019年8月，公司全资子公司金港控股向Westland原股东购买其持有的Westland 100%股权，股权总对价为2.4377亿新西兰元（已于交割日全部支付完毕），合并成本折合人民币为11.02亿元。

Westland是新西兰第二大乳业合作社，原奶供应量占新西兰原奶供应总量约4%，主要产品包括奶粉、黄油、蛋白粉、高温灭菌产品和婴幼儿配方基粉等；Westland产品销往40

多个国家。公司通过收购Westland，将获取优质、稳定的新西兰奶源，巩固乳制品龙头地位；同时，将拓展海外业务、丰富产品组合，提升公司整体品牌竞争力。

本次收购完成后，金港控股成为Westland控股股东，购买日为2019年8月1日。购买日至2019年底，Westland实现收入12.86亿元，由于该企业现有产品结构和生产效率有待优化，目前尚处于亏损阶段（购买日至2019年底净利润为-2.52亿元），公司完成并购后，对该企业生产经营逐步整合，协同效益的释放仍待时日。

4. 担保、保理业务及利息收入

**公司作为乳品产业链核心企业，为上下游合作方提供担保、保理等金融服务，相关业务开展均具备反担保措施，风险相对可控。**

公司该板块的经营主体为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”）和惠商商业保理有限公司（以下简称“惠商保理”），除自有资金以外，2家子公司的资金也部分源于公司提供的委托贷款。

惠商保理为公司产业链上下游合作伙伴提供高效率、低风险的融资，有效解决客户的资金问题，提高公司产业链竞争力。截至2019年底，惠商保理总资产为29.82亿元，净资产为20.36亿元；2019年实现净利润0.30亿元。

惠商担保主要为上游供应商购买原材料、购置固定资产等，为下游经销商全部用于购买公司产品的融资需求提供担保。根据公司公告，截至2020年3月底，惠商担保的担保责任余额为21.41亿元（其中上、下游担保责任余额分别为11.24亿元和10.17亿元），均附反担保措施。截至2020年3月底，惠商担保对外担保在保户数为1287户。截至2019年底担保逾期金额为0.12亿元。

表 6　截至 2020 年 3 月底惠商担保对外担保责任余额前五名情况（单位：万元）

| 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 |
|---|---|---|---|
| 上游供应商 | 2833.33 | 购置固定资产 | 是 |
| 下游经销商 | 2487.10 | 采购公司产品 | 是 |
| 上游供应商 | 2250.00 | 购置固定资产 | 是 |
| 下游经销商 | 2149.17 | 采购公司产品 | 是 |
| 上游供应商 | 2141.67 | 购置固定资产 | 是 |

资料来源：公司公告

5. 经营效率

2019年，公司销售债权周转次数和存货周转次数同比均有所下降，总资产周转次数同比有所提升，上述三项指标分别为57.85次、8.53次和1.67次。整体看，公司经营效率较好。

6. 未来发展

（1）战略计划

公司将继续以“成为全球最值得信赖的健康食品提供者”愿景为指导，坚守“伊利即品质”信条，以创新和国家化为驱动，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全新业务模式；发挥全球供应链协同优势，提升公司整体运营效率；继续以“精益求精、追求卓越、不断超越自我”为要求，夯实公司基业长青的文化根基。

（2）在建项目

截至2019年底，公司主要在建项目计划总投资190.26亿元，主要是乳品制造相关项目（包括原有生产线优化及新产能建设等众多项目），已累计投入102.70亿元，项目建成落地有助于公司产能的优化、提升以及多品类产品布局的强化；公司在建项目数量超过900余项，下表为按产品类型分类的在建工程情况，不存在重大的单项在建工程。

表 7　截至 2019 年底公司主要在建项目情况

（单位：亿元、%）

| 项目 | 项目金额 | 项目进度 | 2019 年投入 | 累计投入 | 资金来源 |
|---|---|---|---|---|---|
| 液态奶项目 | 103.83 | 46.50 | 39.35 | 48.28 | 自有资金 |
| 奶粉项目 | 8.67 | 53.63 | 3.30 | 4.65 | 自有资金 |
| 冷饮项目 | 14.03 | 31.30 | 2.69 | 4.39 | 自有资金 |
| 酸奶项目 | 14.35 | 65.57 | 7.10 | 9.41 | 自有资金 |
| 其他项目 | 49.37 | 72.87 | 21.71 | 35.98 | 自有资金 |
| **合计** | **190.26** | -- | **74.15** | **102.70** | -- |

资料来源：公司年报

（3）疫情防控

2020年初，新冠疫情爆发，对正处于产销旺季的乳业企业运营带来巨大挑战，行业上下游各个环节均受到影响。公司迅速启动应急机制，在公司疫情防控指挥中心的统一领导下，采取“帮上游、稳中游、通下游”等举措，共同抗击疫情。

2020年2月，国家发展和改革委员会办公厅发布《关于提供疫情防控重点保障物资具体范围的函》，将牛奶列为疫情防控重点保障物资之一；此外，随着国家针对减税减负以及支持企业复工复产等系列政策的出台，社会经济秩序将逐步恢复。公司将继续全力以赴满足城乡居民的乳品消费需求，在密切关注疫情变化、保障企业运营安全的同时，主动识别和把握新的市场机会，努力降低疫情带来的影响。

## 九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年合并及母公司财务报表，经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2020年1－3月合并及母公司财务报表未经审计。

合并范围及变动：公司2019年以投资设立形式增加PT.Yili Indonesia Dairy等12户、以收购形式增加Westland[2]等11户，同时减少2户（注销西乌旗泰沁水务有限责任公司等），年内并购的Westland等子公司规模相对小，年底共计93户子公司纳入合并范围；2020年一季度合并范围较上年度未发生重大变动。总体看，合并范围变动对公司财务数据可比性的影响不显著，公司财务数据仍具备较强可比性。

截至2019年底，公司资产总额604.61亿元，所有者权益合计262.74亿元（含少数股东权益1.43亿元）；2019年，公司营业总收入902.23亿元，利润总额81.94亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额701.58亿元，所有者权益合计270.01亿元（含少数股东权益1.52亿元）。2020年1－3月，公司营业总收入206.53亿元，利润总额13.32亿元。

2. 资产质量

**跟踪期内，公司持续投入于在建项目建设，资产规模持续扩张，目前资产结构较为均衡，货币储备充裕，受限资产规模小，整体资产质量良好。**

截至2019年底，公司资产总额604.61亿元，较上年底增长27.00%；流动资产和非流动资产分别占42.52%和57.48%，流动资产比重有所下降，主要系货币资金及固定资产、在建工程规模上升所致。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产为257.06亿元，主要由货币资金（占44.06%）和存货（占30.01%）构成；流动资产较上年底增长5.11%，主要源于存货上升。

截至2019年底，公司货币资金的构成以银行存款（占96.35%）为主，受限资金为2.59亿元（存放中央银行法定存款准备金、保证金、到期前不可支取的银行存款），货币资金中存放在境外的款项合计45.16亿元（主要系

[2]公司 2019 年 8 月 1 日收购 Westland 100%股权，该企业购买日总资产和净资产账面价值分别为 27.19 亿元和 8.00 亿元，购买日至年底的收入和净利润分别为 12.86 亿元和-2.52 亿元。

美元）。

截至2019年底，公司存货账面价值77.15亿元（主要由原材料和库存商品构成），累计计提存货跌价准备1.57亿元（主要针对Westland库存商品计提）；存货账面价值较上年底大幅增长40.09%，主要系采购原材料增加以及收购 Westland增加存货所致。

截至2019年底，公司其他流动资产为27.83亿元，较上年底回落主要系财务公司所持国债逆回购和质押式报价回购到期收回。截至2019年底，公司其他流动资产主要包括待抵扣进项税、短期小额贷款[3]和应收保理款[4]。

（2）非流动资产

随着对在建项目的不断投入，公司非流动资产逐年攀升。截至2019年底，公司非流动资产为347.55亿元（较上年底大幅增长50.13%），主要由固定资产（占52.64%）和在建工程（占17.74%）构成。

由于执行新金融工具准则，公司对部分股权投资进行了科目的重分类。截至2019年底，公司其他权益工具投资11.48亿元（财务性投资为主），2019年确认股利收入1.68亿元，累计利得7.11亿元[5]，累计损失0.06亿元。截至2019年底，公司长期股权投资19.61亿元，主要系对联营企业China Youran Dairy Holding Limited（以下简称“Youran”，公司持股40%）的投资，2019年权益法下确认的投资收益合计2.14亿元（主要源自Youran），宣告发放现金股利或利润360.00万元，公司未对长期股权投资计提减值准备。

截至 2019 年底，公司在建工程账面价值为 61.56 亿元，主要由液态奶项目（22.77 亿元）、酸奶项目（6.21 亿元）、奶粉项目（2.26 亿元）、冷饮项目（2.26 亿元）和其他项目（主要为北京商务运营中心项目）构成；在建工程较上年底大幅增长 130.01%，主要系对液态奶改扩建项目与北京商务运营中心项目的持续投入。

表 8　截至 2019 年底重要在建项目年内变动情况

（单位：%、亿元）

| 项目 | 工程进度 | 当期增加额 | 当期转固 | 期末余额 |
|---|---|---|---|---|
| 液态奶项目 | 46.50 | 39.35 | 24.41 | 22.77 |
| 奶粉项目 | 53.63 | 3.30 | 1.91 | 2.45 |
| 冷饮项目 | 31.30 | 2.69 | 2.05 | 2.26 |
| 酸奶项目 | 65.57 | 7.10 | 2.89 | 6.21 |
| 其他项目 | 72.87 | 21.71 | 2.51 | 28.06 |

资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司固定资产账面原值 296.69 亿元，主要为机器设备（179.46 亿元）和房屋及建筑物（92.97 亿元），固定资产账面原值较上年底增长 21.13%，累计计提折旧 112.41 亿元，累计计提资产减值准备 1.32 亿元，固定资产账面价值 182.96 亿元。截至 2019 年底，使用受限的固定资产为 7.02 亿元（子公司 Westland 以其不动产作为抵押物向新西兰亚洲商业银行、西太平洋银行借款）。

截至2019年底，公司其他非流动资产31.51亿元（较上年底增长83.36%），主要由预付工程设备款、应收保理款和中长期小额贷款等构成；其中，应收保理款系子公司惠商保理为公司供应商提供的远期保理，中长期小额贷款是子公司内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司为公司供应商发放的贷款（贷款期限为2～5年）。

截至2019年底，公司商誉5.28亿元（上年底为0.11亿元），主要系收购CHOMTHANA（2.96亿元）、Westland（1.66亿元）以及阿尔山伊利天然矿泉饮品有限责任公司（0.55亿元）形成商誉所致。

截至2020年3月底，公司资产总额701.58亿元，较2019年底增长16.04%，流动资产和非流动资产分别占48.11%和51.89%，货币资金的大幅增长拉动了流动资产比重的回升

[3]系子公司内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司提供给公司经销商和供应商的短期小额贷款。
[4]系子公司惠商商业保理有限公司提供给公司经销商和供应商的保理业务。
[5]累计利得主要源于国开博裕一期（上海）股权投资合伙企业和中信产业投资基金管理有限公司，两者累计利得分别为 4.73 亿元和 0.97 亿元（2019 年确认的股利收入分别为 0.71 亿元和 0.32 亿元）。

（较上年底上升5.59个百分点）；较2019年底变动较大的科目包括货币资金和长期股权投资，其中货币资金大幅增长49.18%至168.95亿元，主要系发行超短期融资券和短期借款增加，长期股权投资大幅增长51.30%至29.67亿元，主要系对联营企业增资。

3. 所有者权益和负债

**受回购股份用于股权激励等因素影响，公司所有者权益规模有所波动，权益稳定性尚可；2019年以来债务规模快速上升，债务构成以短期债务为主，整体债务负担可控。**

（1）所有者权益

截至2019年底，公司所有者权益合计262.74亿元，构成以实收资本（占23.20%）和未分配利润（占69.75%）为主；所有者权益较上年底下降6.29%，主要由于回购股份导致库存股由上年底的0.97亿元大幅增至33.28亿元。

2019年，公司以现金方式（57.93亿元）回购股份并向股权激励对象授予负有回购义务的限制性股票（共回购股份1.83亿股，其中1.52亿股用于实施股权激励，余下予以注销并减少注册资本），相应导致年末的库存股增长（回购股份）、其他应付款增加（向股权激励对象授予负有回购义务的限制性股票）、资本公积回落（回购股份后用于股权激励冲减资本溢价）。

表 9　近三年公司普通股现金分红

（单位：亿元、%）

| 项目 | 普通股现金分红（含税） | 现金分红占归属于上市公司普通股股东净利润的比率 |
|---|---|---|
| 2017 年 | 42.55 | 70.91 |
| 2018 年 | 42.55 | 66.07 |
| 2019 年 | 49.13 | 70.86 |

资料来源：公司年报

截至2020年3月底，公司所有者权益规模小幅增至270.01亿元。其中，由于注销回购库存股，公司资本公积和库存股较2019年底分别下降78.44%和29.02%；由于新西兰元对人民币汇率下跌（子公司产生外币报表折算差额减少）以及子公司所持套期工具公允价值减少，其他综合收益较2019年底下降54.76%；未分配利润随盈利积累而相应增加11.43亿元至194.70亿元。

（2）负债

截至2019年底，公司负债总额为341.87亿元，较上年底大幅增长74.70%，主要与有息债务、其他应付款（见所有者权益分析）和预收款项的变动相关。公司负债以流动负债为主（占比超过90%），非流动负债规模小。

截至 2019 年底，公司流动负债为 314.32 亿元，主要由短期借款（占 14.51%）、应付账款（占 33.41%）、预收款项（占 19.15%）、其他应付款（占 12.16%）和其他流动负债（占 9.77%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款较上年底大幅增长至 45.60 亿元，主要系合并范围内企业之间开具银行承兑汇票后向银行贴现所致。截至 2019 年底，公司短期借款包括抵押借款、信用借款和票据贴现借款。

公司应付票据规模较小（均为银行承兑汇票）；随着业务规模拓展，应付账款、预收款项均快速增长，截至 2019 年底分别为 105.01 亿元和 60.20 亿元，规模较大，有助于缓解存货等对营运资金形成的占用。截至 2019 年底，公司应付账款主要包括应付原辅材料等货款、应付营销及运输费、应付工程及设备款以及应付其他，账龄主要在 1 年以内；预收款项主要为预收经销商货款，账龄主要在 1 年以内。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 37.05 亿元（上年底为 11.17 亿元），增长显著主要系公司向股权激励对象授予负有回购义务的限制性股票所致；截至 2019 年底，公司其他应付款主要包括押金及保证金、限制性股票回购义务等，账龄主要在 1 年以内。

截至 2019 年底，公司其他流动负债为 30.69 亿元，主要系当期发行多笔超短期融资

券（年内共发行 6 笔，期限以 270 天为主，其中 3 笔在年底前完成兑付）。

公司非流动负债规模较小，截至 2019 年底为 27.55 亿元，主要为长期借款和应付债券。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 431.57 亿元，较 2019 年底增长 26.24%，其中非流动负债保持稳定，流动负债较 2019 年底增长 28.70%，带动流动负债比重进一步上升至 93.74%；流动负债的增长主要源于短期借款和其他流动负债的增长，前者较 2019 年底增长 121.80%至 101.13 亿元（增长系银行借款增加以及合并范围内企业之间开具银行承兑汇票后向银行贴现所致），后者较 2019 年底增长 164.19%至 81.09 亿元（增长系发行多期超短期融资券所致）；同时，由于公司自 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”，如剔除会计准则变更影响，合同负债较 2019 年底下降 36.55%，主要系春节备货导致 2019 年底金额较高。

截至 2019 年底，公司全部债务较上年底大幅增长至 103.38 亿元，主要源于短期借款的新增以及中长期债券的发行，公司债务结构仍以短期债务为主。截至 2019 年底，公司资产负债率为 56.54%，全部债务资本化比率为 28.24%，长期债务资本化比率为 7.52%，债务指标处于较低水平。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务增至 209.33 亿元，主要源于短期债务快速上升；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 61.51%、43.67%和 7.18%。

表 10　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 短期债务 | 80.99 | 18.32 | 82.03 |
| 长期债务 | 0.64 | 1.34 | 21.35 |
| 全部债务 | 81.64 | 19.66 | 103.38 |
| 长期债务资本化比率 | 0.25 | 0.48 | 7.52 |
| 全部债务资本化比率 | 24.44 | 6.55 | 28.24 |
| 资产负债率 | 48.80 | 41.11 | 56.54 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

表 11　截至本报告出具日公司存续债券

（单位：年、亿元、%）

| 证券名称 | 起息日 | 发行期限 | 发行规模 | 票面利率 |
|---|---|---|---|---|
| 20 伊利 S1 | 2020-06-05 | 0.2466 | 5 | 1.95 |
| 20 伊利 S2 | 2020-06-05 | 0.4110 | 5 | 1.98 |
| 19 伊利实业 SCP006 | 2019-12-16 | 0.5738 | 10 | 3.35 |
| 19 伊利 01 | 2019-11-27 | 1+2 | 10 | 3.37 |
| 19 伊利实业 MTN001 | 2019-01-21 | 3.00 | 5 | 3.70 |
| 合计 | -- | -- | 35 | -- |

资料来源：联合资信根据公开信息整理

4. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业总收入稳步攀升，主业盈利稳健，整体盈利能力很强，但持续的建设性投入以及人力成本投入推升了公司刚性成本及费用支出；受2020年初新冠病毒肺炎疫情影响，一季度收入、利润规模有所下滑。**

2019 年，公司营业总收入为 902.23 亿元（同比增长 13.41%）；营业成本为 563.92 亿元（同比增长 14.84%），增速略高于营业收入增速；同期，公司营业利润率为 36.86%，主业盈利能力稳健。

2019 年，公司期间费用率为 28.66%（上年同期为 29.06%），期间费用率较高，对利润形成一定影响。2019 年，公司发生期间费用 258.58 亿元，以销售费用为主（占 81.48%，主要为广告营销费、装卸运输费和职工薪酬），另包含一定规模的管理费用和研发费用（分别占 16.57%和 1.91%）以及极少量财务费用（利息收入可覆盖利息支出）。

2019 年，公司非经营性损益（投资收益及其他收益）为 11.33 亿元（同比变动不大），对公司利润形成补充。其中，其他收益主要源于政府补助（投资建厂时地方政府按承诺扶持条件给予的扶持资金[6]等），投资收益主要

[6]该类补助不是按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助，具有不确定性、各期收到补助金额不均衡的特点

源于持有及处置投资形成的股利收入或投资收益（2019 年同比增长明显主要系处置联营企业部分股权以及联营企业 Youran[7]净利润稳步提升）。

2019 年，公司计提减值损失（资产减值及信用减值）3.02 亿元，同比增加较多，主要系子公司 Westland 因存货成本高于可变现净值计提存货跌价准备以及部分子公司对闲置固定资产计提减值准备所致。

受益于稳步扩张的业务规模和稳健的主业盈利能力，公司利润总额稳定增长，2019 年为 81.94 亿元；总资本收益率和净资产收益率小幅波动上升，2019 年分别为 19.73%和 26.45%，整体盈利能力很强。

2020 年 1－3 月，受疫情影响，公司实现营业总收入 206.53 亿元，同比下降 10.71%，营业利润率为 37.18%，同比减少 2.18 个百分点，期间费用合计占营业总收入的 30.35%，同比上升 2.27 个百分点；经营利润有所下滑叠加当期对外捐赠增加（计入营业外支出），利润总额同比下降 51.20%至 13.32 亿元。

5. 现金流

**跟踪期内，公司保持良好的收入实现质量及经营获现能力；近年来，公司持续加大资本性投入，并基于对资金储备、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，现阶段筹资压力尚不显著。**

公司经营活动现金流入量和流出量均稳步增长，经营活动现金流净额稳定在较大规模，2019 年上述三项分别为 1031.48 亿元、946.93 和 84.55 亿元，同比变动率分别为 12.77%、14.30%和-1.96%。现金收入实现质量方面，公司现金收入比较稳定，2019 年为 112.72%，收入实现质量良好。

表 12　公司分季度归母扣非净利润和经营活动现金流净额情况（单位：亿元）

| 年度 | 项目 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2017 年 | 经营活动现金流净额 | -5.30 | 33.59 | 38.87 | 2.91 |
| | 归母扣非净利润 | 16.56 | 14.63 | 14.44 | 7.66 |
| 2018 年 | 经营活动现金流净额 | 16.70 | 36.13 | 24.93 | 8.49 |
| | 归母扣非净利润 | 19.98 | 12.30 | 14.60 | 11.90 |
| 2019 年 | 经营活动现金流净额 | 13.50 | 24.15 | 24.38 | 22.53 |
| | 归母扣非净利润 | 21.82 | 13.37 | 17.45 | 10.04 |

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2019 年，公司投资活动现金流入规模为 10.92 亿元，流入量波动主要受收回投资收到的现金波动影响（主要为赎回理财产品、收回可供出售金融资产等）；投资活动现金流出规模快速攀升，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（2019 年占 83.33%），以及 2019 年新增的取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 16.17 亿元（主要为收购 Westland 等公司所支付对价）。跟踪期内，公司在产业布局方面的投资规模保持不断增长，投资活动现金流表现为持续的净流出，且缺口不断加大，2019 年为-99.99 亿元。

2019 年，公司筹资活动现金流净额为-10.16 亿元，2019 年缺口有所收缩主要系当期取得借款大幅增加。

表 13　公司现金流量情况（单位：亿元）

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 经营活动现金流入量 | 775.14 | 914.69 | 1031.48 |
| 经营活动现金流出量 | 705.08 | 828.45 | 946.93 |
| 经营活动现金净流量 | 70.06 | 86.25 | 84.55 |
| 投资活动现金净流量 | -31.17 | -53.74 | -99.99 |
| 筹资活动现金净流量 | 40.53 | -107.49 | -10.16 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-26.53 亿元，较上年同期的 13.50 亿元下滑较多，主要由于受新冠病毒肺炎疫情影响，销售产品收到现金减少，但采购材料、职工薪酬等经营性现金支出并未与销售产品收到现金同比例下降所致；投资活动产生的现金流量净额为-23.51 亿元，主要源

[7]截至 2019 年底，Youran 总资产 90.38 亿元，归属于母公司股东权益 47.48 亿元，2019 年营业收入和净利润分别为 80.02 亿元和 4.98 亿元（上年同期分别为 65.85 亿元和 3.27 亿元）。

于购建固定资产以及对联营企业增资的现金支付；筹资活动产生的现金流量净额为105.15亿元，主要由于当期发行超短期融资券以及短期借款增加所致。

6. 偿债能力

**跟踪期内，公司保持极强的偿债能力和通畅的直接、间接融资渠道。**

从短期偿债能力指标看，由于短期融资规模回升以及持续投入资金于在建项目，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为81.78%和57.24%，较上年底分别减少45.78个百分点和41.60个百分点；同期，经营现金流动负债比处于良好水平，为26.90%；公司现金类资产充裕，能够覆盖短期债务。整体看，公司具备极强短期偿债能力。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA保持增长，全部债务/EBITDA位于1倍以内，EBITDA利息倍数充足，2019年上述三项指标分别为104.24亿元、0.99倍和38.27倍。整体看，公司具备极强的长期偿债能力。

截至2019年底，公司对外担保（不包括对子公司的担保）余额为19.35亿元，对外担保在保户数为1020户，全部为全资子公司惠商担保（被担保方为公司供应商及客户）对外提供的担保。

截至2019年底，公司（合并口径）获得银行授信额度合计403.60亿元，未使用授信额度338.27亿元，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

**母公司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。**

截至2019年底，母公司资产总额502.75亿元，其中流动资产145.11亿元（货币资金63.68亿元），非流动资产357.64亿元（长期股权投资294.07亿元）。

截至2019年底，母公司所有者权益合计180.60亿元，主要由实收资本（60.96亿元）和未分配利润（111.89亿元）构成，其中库存股（减项）33.28亿元。

截至2019年底，母公司负债总额322.16亿元，以流动负债为主（306.52亿元），流动负债主要包括短期借款（30.40亿元）、应付票据及应付账款（130.62亿元）、其他流动负债（30.30亿元，主要为发行的超短期融资券）；母公司全部债务108.32亿元，以短期债务为主（93.15亿元），母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.08%、37.49%和7.75%。

公司部分订货是由母公司直接与客户签订，再由母公司向下属子公司采购后按合同约定出售给客户方，故母公司营业收入和经营活动现金流规模较大。2019年，母公司实现营业收入、投资收益和利润总额分别为889.28亿元、46.61亿元和79.12亿元，营业利润率为26.53%；经营活动现金流入和现金流净额分别为999.65亿元和69.56亿元，取得投资收益收到现金和投资活动现金流净额分别为44.02亿元和-22.51亿元；筹资活动现金流净额为-13.42亿元。

## 十、存续债券偿还能力分析

**公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强；公司经营活动现金净流量及EBITDA对存续债券的保障能力强。**

截至本报告出具日，公司存续债券如表11所示，合计金额为35.00亿元；其中将于一年内到期或行权的债券金额合计30.00亿元。截至2019年底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）为116.78亿元，对一年内到期/行权的债券总额保障倍数为3.89倍。2019年，公司EBITDA为104.24亿元，为存续债券的2.98倍；公司经营活动现金流入量为1031.48亿元，为存续债券的29.47倍；公司经营活动现金净流

量为84.55亿元，为存续债券的2.42倍。

表 14　存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

| 项目 | 2019 年 |
|---|---|
| 一年内到期债券余额 | 30.00 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 3.89 |
| 经营活动现金流入量/应付债券余额 | 29.47 |
| 经营活动现金净流量/应付债券余额 | 2.42 |
| EBITDA/应付债券余额 | 2.98 |

资料来源：联合资信整理

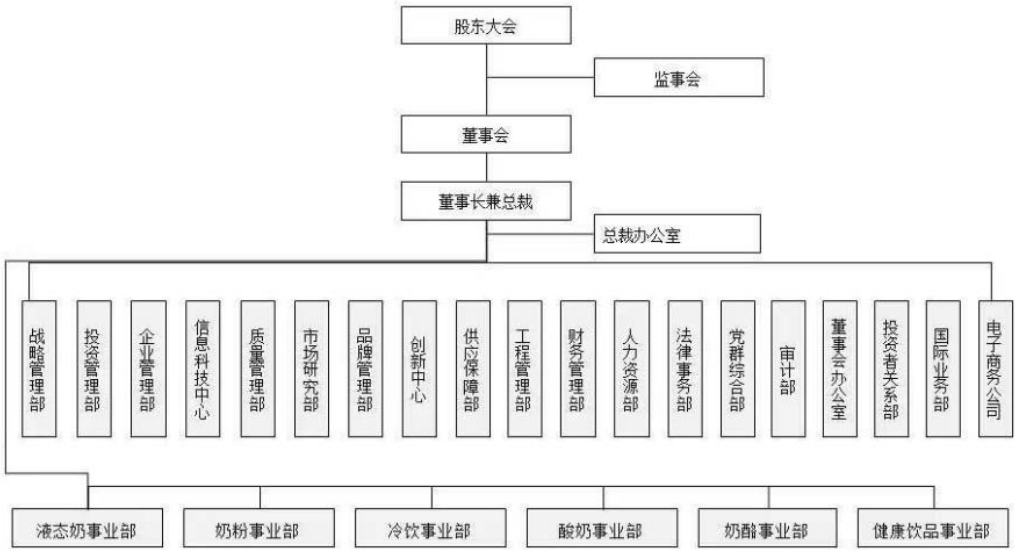
## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的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 2020 年 3 月底公司前十名股东持股情况

| 股东名称 | 持股比例（%） |
|---|---|
| 香港中央结算有限公司 | 11.14 |
| 呼和浩特投资有限责任公司 | 8.88 |
| 潘刚 | 4.73 |
| 中国证券金融股份有限公司 | 3.01 |
| 阳光人寿保险股份有限公司-分红保险产品 | 1.72 |
| 赵成霞 | 1.52 |
| 刘春海 | 1.51 |
| 上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）－高毅邻山 1 号远望基金 | 1.40 |
| 胡利平 | 1.31 |
| 交通银行－易方达 50 指数证券投资基金 | 0.99 |

# 附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



# 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 219.87 | 112.33 | 119.37 | 175.30 |
| 资产总额(亿元) | 493.00 | 476.06 | 604.61 | 701.58 |
| 所有者权益(亿元) | 252.40 | 280.37 | 262.74 | 270.01 |
| 短期债务(亿元) | 80.99 | 18.32 | 82.03 | 188.44 |
| 长期债务(亿元) | 0.64 | 1.34 | 21.35 | 20.89 |
| 全部债务(亿元) | 81.64 | 19.66 | 103.38 | 209.33 |
| 营业总收入(亿元) | 680.58 | 795.53 | 902.23 | 206.53 |
| 利润总额(亿元) | 70.74 | 75.78 | 81.94 | 13.32 |
| EBITDA(亿元) | 87.28 | 93.18 | 104.24 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 70.06 | 86.25 | 84.55 | -26.53 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 83.19 | 71.29 | 57.85 | -- |
| 存货周转次数(次) | 9.45 | 9.68 | 8.53 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 1.54 | 1.64 | 1.67 | -- |
| 现金收入比(%) | 112.07 | 113.03 | 112.72 | 96.01 |
| 营业利润率(%) | 37.00 | 37.61 | 36.86 | 37.18 |
| 总资本收益率(%) | 18.60 | 21.94 | 19.73 | -- |
| 净资产收益率(%) | 23.78 | 23.01 | 26.45 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 0.25 | 0.48 | 7.52 | 7.18 |
| 全部债务资本化比率(%) | 24.44 | 6.55 | 28.24 | 43.67 |
| 资产负债率(%) | 48.80 | 41.11 | 56.54 | 61.51 |
| 流动比率(%) | 125.14 | 127.57 | 81.78 | 83.43 |
| 速动比率(%) | 105.68 | 98.84 | 57.24 | 62.62 |
| 经营现金流动负债比(%) | 29.38 | 44.99 | 26.90 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.94 | 0.21 | 0.99 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 41.58 | 70.80 | 38.27 | -- |

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；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

# 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 108.73 | 31.87 | 65.90 | 120.64 |
| 资产总额(亿元) | 405.96 | 382.94 | 502.75 | 578.45 |
| 所有者权益(亿元) | 177.18 | 198.74 | 180.60 | 181.08 |
| 短期债务(亿元) | 67.50 | 13.05 | 93.15 | 195.07 |
| 长期债务(亿元) | 0.05 | 0.00 | 15.18 | 15.18 |
| 全部债务(亿元) | 67.55 | 13.05 | 108.32 | 210.25 |
| 营业收入(亿元) | 682.66 | 803.89 | 889.28 | 196.98 |
| 利润总额(亿元) | 57.91 | 65.80 | 79.12 | -1.12 |
| EBITDA(亿元) | -- | -- | -- | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 33.36 | 22.77 | 69.56 | 13.98 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 87.60 | 74.98 | 64.42 | -- |
| 存货周转次数(次) | 30.38 | 30.52 | 30.36 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 1.90 | 2.04 | 2.01 | -- |
| 现金收入比(%) | 112.52 | 112.24 | 111.55 | 99.45 |
| 营业利润率(%) | 25.08 | 26.10 | 26.53 | 26.76 |
| 总资本收益率(%) | 22.67 | 29.91 | 26.63 | -- |
| 净资产收益率(%) | 30.29 | 31.35 | 41.49 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 0.03 | 0.00 | 7.75 | 7.74 |
| 全部债务资本化比率(%) | 27.60 | 6.16 | 37.49 | 53.73 |
| 资产负债率(%) | 56.36 | 48.10 | 64.08 | 68.70 |
| 流动比率(%) | 67.80 | 52.93 | 47.34 | 53.73 |
| 速动比率(%) | 60.06 | 41.45 | 40.25 | 49.82 |
| 经营现金流动负债比(%) | 14.62 | 12.40 | 22.70 | -- |
| 全部债务/ EBITDA (倍) | -- | -- | -- | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | -- | -- | -- | -- |

注：母公司 2020 年一季度财务报表未经审计；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

# 附件 3　同行业企业对比数据

| 发行人 | 内蒙古伊利实业集团股份有限公司 | 中国蒙牛乳业有限公司 | 光明食品（集团）有限公司 |
|---|---|---|---|
| 主体信用等级 | AAA | AAA | AAA |
| 企业性质 | 公众企业 | 中央国有企业 | 地方国有企业 |
| 综合毛利率（%） | 37.35 | 37.55 | 19.92 |
| 销售债权周转次数（次）（2019 年） | 57.85 | 24.39 | 15.13 |
| **财务数据时点** | **2019 年** | | |
| 资产总额（亿元） | 604.61 | 785.38 | 2760.45 |
| 所有者权益（亿元） | 262.74 | 333.48 | 965.32 |
| 营业总收入（亿元） | 902.23 | 790.30 | 1555.19 |
| 利润总额（亿元） | 81.94 | 56.05 | 50.78 |
| 经营活动现金流净额（亿元） | 84.55 | 63.07 | -3.67 |
| 资产负债率（%） | 56.54 | 57.54 | 66.13 |

# 附件 4　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%<br>（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 | 营业总收入/（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 | 营业总收入/平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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）/营业总收入×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% |

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 5-1　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 5-2　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 5-3　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 |