跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1521 号

内蒙古伊利实业集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

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，评级展望为“稳定”

内蒙古伊利实业集团股份有限公司公开发行的“19 伊利 01”公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

内蒙古伊利实业集团股份有限公司
公司债券2020年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19伊利01	10.00亿元	3年（1+1+1）	AAA	AAA	2019/11/18

跟踪评级时间：2020年6月23日

主要财务数据：

项　目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
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
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
净利润（亿元）	60.03	64.52	69.51	11.52
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（%）	24.77	24.22	25.60	4.33
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（倍）	1.25	1.28	0.82	0.83
EBITDA全部债务比（倍）	1.07	4.74	1.01	--
EBITDA利息倍数（倍）	41.58	70.80	38.27	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	8.73	9.32	10.42	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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；3. 其他流动负债、长期应付款中债务部分已计入债务及相关指标核算；4. 2020年一季报未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019年，内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“伊利股份”）产品在国内市场的渠道渗透能力继续增强，推动市占份额稳步提升，公司营业总收入和利润水平不断增长，整体盈利能力强且稳定，经营活动现金流状况较佳且获现能力良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到乳制品市场竞争激烈；公司奶源主要来自外部采购，供应渠道和价格稳定性对公司盈利存在影响；在建项目尚需投资规模较大以及营运资金需求带动债务规模快速增长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着全球产业布局的持续推进，公司奶源结构将进一步优化，行业地位和竞争实力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为“稳定”，同时维持“19伊利01”的债项信用等级为AAA。

优势

1．**公司市场渗透率进一步增强，渠道建设不断完善。**据行业调研数据显示，截至2019年末，公司常温液态类乳品市场渗透率为84.3%，较上年提升了1.9个百分点；线下液态奶终端网点已达191万家，比上年末增长9.1%。

2．**公司产能进一步增长，规模优势显著，具备全球产业链协同优势。**截至2019年末，公司综合产能为1,185万吨/年，较上年末增长8.32%。公司通过收购新西兰Westland、泰国Chomthana、建设印尼生产基地、拓展东南亚市场等一系列举措，完善了公司在全球范围内的供、产、销环节以及协同能力，确保全球产业链运转。

3．**公司财务状况良好。**2019年，公司营业总收入和净利润保持增长，分别较上年增长

13.41%和7.73%，整体盈利能力强且稳定，经营活动现金流状况较佳且获现能力良好。

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供应渠道的稳定性、充足性以及公司对物料质量的把控能力均提出了很高要求；且原料奶价格呈周期性波动，对公司盈利稳定性存在一定影响。

3.**公司债务规模增长较快。**持续的投资性支出以及营运资金需求带动债务规模快速增长，截至2019年末，公司全部债务103.38亿元，较上年末增长425.76%，其中短期债务占79.35%。截至2020年3月末，公司全部债务为209.33亿元，较上年末增长102.49%，其中短期债务占90.02%。

4.**新冠肺炎疫情的影响。**2020年1－3月，公司营业总收入较上年同期下降10.71%，净利润较上年同期下降49.47%；公司经营活动现金由上年同期净流入转为净流出26.53亿元。

分析师

宁立杰　登记编号（R0040218030002）
崔濛骁　登记编号（R0040219050004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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并变更为现名；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1,715万股，同年3月在上海证券交易所挂牌，股票简称：“伊利股份”，股票代码：“600887.SH”，成为中国乳制品行业首家A股上市公司。后经过多次增资、配股及资本公积转增股本，截至2020年3月末，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%。

表1　2020年3月末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

跟踪期内，公司营业范围和组织架构未发生变化。

截至2020年3月末，公司直接及间接控股子公司共93家。截至2019年末，公司拥有在职员工59,052人。

截至2019年末，公司合并资产总额604.61亿元，负债合计341.87亿元，所有者权益（含少数股东权益）262.74亿元，其中归属于母公司所有者权益261.31亿元。2019年，公司实现营业总收入902.23亿元，净利润（含少数股东损益）69.51亿元，其中归属于母公司所有者的净利润69.34亿元；经营活动产生的现金流量净额84.55亿元，现金及现金等价物净增加额-24.98亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额701.58亿元，负债合计431.57亿元，所有者权益（含少数股东权益）270.01亿元，其中归属于母公司所有者权益268.49亿元。2020年1－3月，公司实现营业总收入206.53亿元，净利润（含少数股东损益）11.52亿元，其中归属于母公司所有者的净利润11.43亿元；经营活动产生的现金流量净额-26.53亿元，现金及现金等价物净增加额55.43亿元。公司注册地址：内蒙古自治区呼和浩特市金山开发区金山大街1号；法定代表人：潘刚。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准内蒙古伊利实业集团股份有限公司向合格投资者公开发

[1] 截至2020年3月底，公司实收资本为60.66亿元，注册资本正在工商变更过程中，仍为60.78亿元。

行公司债券的批复》（证监许可〔2019〕1723 号）批准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过 80 亿元（含 80 亿元）的公司债券。

公司于 2019 年 11 月 27 日结束“内蒙古伊利实业集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”的发行，并于 2019 年 12 月 06 日在上海证券交易所上市，债券简称“19 伊利 01”，债券代码“163035.SH”，发行规模为 10.00 亿元，发行票面利率为 3.37%。“19 伊利 01”债券期限为 3 年期，附债券存续期第 1 年末、第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“19 伊利 01”采用按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

“19 伊利 01”的付息日为存续期内每年的 11 月 27 日，截至本报告出具日，“19 伊利 01”尚未到第一个付息日。

截至 2019 年末，“19 伊利 01”集资金已全部按照募集说明书中披露的用途使用完毕。

三、行业分析

2015 年以来，我国乳制品加工行业增速放缓，乳品企业布局上游奶源的同时，更加注重产品创新和品类拓展，行业已步入成长后期至成熟初期；此外，我国乳制品结构发生较大变化，酸奶占比大幅提升，2019 年约为 35.6%

2015 年至今，我国乳制品行业增速放缓，行业进入产业升级期，冷链物流等技术和规模化牧场生产普及，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。

发展特征方面，现阶段我国乳制品加工行业具有发展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。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 2009 年的约 16.8%上升至 2019 年的约 35.6%。

2019 年，我国奶牛养殖规模效应显著，散户养殖退出加快，牛奶产量小幅提升，生鲜乳均价呈波动上升态势；目前，我国乳制品对外依存度仍较高，行业所需的原料奶供给受到国内奶牛养殖和国外乳制品供给情况的双重影响。

我国奶牛养殖经营方式主要分为散户养殖、养殖合作社、公司制养殖场三种。规模化养殖能够通过各类生产要素的优化配置实现显著的规模效应。近年来，散户养殖退出加快，奶牛养殖场户数量持续减少，相对应的是，户均奶牛存栏量稳步提升，奶牛规模化养殖进程逐渐加快。截至 2019 年末，全国发证生鲜乳收购站所涉及的养殖场场户数量较上年下降 9.1%。生鲜乳收购站涉及养殖场户户均存栏较上年增长 8.0%。

从产量上看，2019 年，我国牛奶产量为 3,201.00 万吨，较上年增长 4.11%。根据农业部统计的生鲜乳（主产区）均价数据，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 月初价格一度跌破 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 1,708 万吨，较上年增长约 9.5%，其中净进口全脂奶粉折算成原奶约 523.4 万吨，较上年增长约 29%。

2019 年，我国乳制品销售量略有增长，牛奶零售价格持续上升，维持在近年来的价格高位。

我国乳制品消费量占全球乳制品消费总量的 7%左右。2019 年，我国乳制品销售量为 2,710.63

万吨，较上年小幅增长 1.09%。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，市场需求逐步恢复，奶源建设进度推进，拉动了牛奶零售价格的持续性上升，我国牛奶零售价格自 2019 年初进入快速上行阶段，至 2020 年 1 月末达到 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。

行业竞争方面，我国乳制品行业的市场集中度有所提高，市场份额开始转向品牌知名度高、实力强、规模效益显著的大企业。伊利、蒙牛、光明位居中国乳制品品牌前三名，2019 年 CR3 已接近 52%。行业集中度高，消费者品牌意识较强。结合品牌差异与销售半径，我国乳制品加工业属于低集中度寡占型市场，市场竞争激烈。

我国乳制品市场规模巨大，具备成长空间，奶业振兴的步伐将进一步加快；大型规模化养殖场将成为未来发展的主要趋势，受到资金补贴、政策等多方面支持。

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端的建设，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，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。

四、管理分析

跟踪期内，公司完成了董事会、监事会的换届选举，对公司日常管理、生产经营无重大影响；公司经营管理体制无重大变化，管理运作正常。

跟踪期内，公司第九届董事会、监事会任期已届满，公司进行了换届选举。董事长潘刚先生、董事张俊平先生、董事赵成霞女士、董事闫俊荣女士均连选连任，董事吕刚先生由独立董事变更为董事；其他董事均为新任。李建强先生被任命为监事会主席，并选举了高德步先生和张心灵女士为新一任监事，王彩云女士连任公司职工监事。高级管理人员方面，胡利平先生辞去公司副总裁职务。公司的经营管理制度无重大变化，高级管理人员及核心技术人员基本保持稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，随着销售规模的扩大及产品结构的升级，公司营业收入保持增长态势，综合毛利率水平较为稳定，主营业务盈利能力强。2020 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入和净利润同比出现下降。

公司主要业务涉及液体乳及乳制品的加工、制造与销售，具体分为液体乳、冷饮产品、奶粉及奶制品，辅以少量类金融业务。2019 年，公司实现营业收入 900.09 亿元，较上年增长 13.97%，主要系公司经营规模扩大以及产品结构升级所致；公司营业利润 82.80 亿元，较上年增长 7.66%；公司净利润 69.51 亿元，较上年增长 7.73%。

得益于公司各产品销量的增加，以及产品结构的调整、销售价格的上升，公司各产品销售收入均呈现不同程度的增长态势。从营业收入构成来看，液体乳产品为公司收入的主要来源。2019 年，液体乳产品实现收入 737.61 亿元，较上年增长 12.31%；占营业收入的比重为 81.95%，较上年下降 1.21 个百分点；冷饮产品实现收入 56.31 亿元，较上年增长 12.69%；占营业收入的比重为 6.26%，较上年下降 0.07 个百分点；奶粉及奶制品实现收入 100.55 亿元，较上年增长 24.98%；占营业收入的比重为 11.17%，较上年上升 0.98 个百分点。公司其他业务收入规模较小，对公司营业收入影响较小。

表 2　2017－2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块		2017 年			2018 年			2019 年		
		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
	冷饮产品	46.06	6.82	43.08	49.97	6.33	45.06	56.31	6.26	46.51
	奶粉及奶制品	64.28	9.52	53.95	80.45	10.19	54.78	100.55	11.17	48.12
其他业务		7.47	1.11	16.47	2.55	0.32	33.33	5.62	0.62	35.05
合计		**675.47**	**100.00**	**37.29**	**789.76**	**100.00**	**37.82**	**900.09**	**100.00**	**37.35**

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2019年，公司综合毛利率为37.35%，较上年下降0.47个百分点，变化不大。具体来看，公司液体乳毛利率为35.20%，较上年下降0.01个百分点；冷饮产品毛利率为46.51%，较上年上升1.45个百分点，主要系产品结构调整使得高端产品销售占比增加所致；奶粉及奶制品毛利为48.12%，较上年下降6.66个百分点，主要系原材料成本上升所致。其他业务毛利率有所增长，主要系毛利率较高的类金融业务及伊利财务有限公司（以下简称“财务公司”）利息收入规模增长所致。

2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业收入 205.44 亿元，较上年同期下降 10.98%；实现营业利润 16.66 亿元，较上年同期下降 39.17%；实现净利润 11.52 亿元，较上年同期下降 49.47%。

2. 液体乳及乳制品制造业

（1）原材料采购

2019 年，公司原料奶采购渠道仍以 Youran、大型牧业企业和社会奶源为主；原料奶价格周期性波动对公司奶源供应渠道和价格稳定性存在一定影响；公司采购集中度较低。

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。目前原料奶的外部采购渠道包括 China Youran Dairy Holding Limited（以下简称“Youran”）、大型牧业企业和社会奶源等。跟踪期内，公司原料奶结算方式未发生变化，仍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。

国内生鲜乳的价格在 2018 年 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。

其他辅料方面，公司采购规模较大的原辅料为包材、瓦楞包装箱及乳粉。跟踪期内，公司其他辅料结算方式未发生变化，仍以电汇或采取承兑汇票为主，账期有 25 天、30 天、60 天、90 天等。

从采购集中度看，公司供应商体系庞大，采购集中度较低。2019 年，公司前五名供应商采购额占年度采购总额的 19.76%，较上年下降 0.30 个百分点。其中关联方采购额为 28.48 亿元，占年度采购总额的 5.79%，较上年上升 0.22 个百分点。

（2）生产情况

公司产品种类较多，生产模式成熟，生产成本以直接材料为主。2019 年以来，得益于产能的扩张与销售力度的加大，公司主要产品产量均有所增长。

公司主要产品包括：液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列。截至 2019 年末，公司综合产能为 1,185 万吨/年，较上年增长 8.32%。生产模式上，公司依照《乳制品加工行业准入条件》《乳制品工业产业政策》等行业规范，通过实施“全球织网”计划布局生产基地，严格执行产品质量与安全标准，为国内外市场提供产品服务。

从生产成本上看，2019 年液体乳直接材料占成本的 89.11%、直接人工占成本的 2.58%、制造费用占成本的 8.31%。奶粉及奶制品方面，2019 年奶粉及奶制品直接材料占成本的 83.03%、直接人工占成本的 4.16%、制造费用占成本的 12.81%。冷饮方面，公司冷饮产品种类繁多，目前主要产品包括“巧乐兹”“甄稀”“冰工厂”“伊利牧场”“妙趣”等重点品牌和其他基础产品。从生产成本上看，2019 年冷饮产品直接材料占成本的 74.24%、直接人工占成本的 8.69%、制造费用占成本的 17.07%。

从产量来看，随着公司产能的扩张以及市场销量的增加，公司各产品产量均实现不同程度的增长。2019 年，公司液体乳产品产量为 875.83 万吨，较上年增长 8.03%；奶粉及奶制品产量为 18.15 万吨，较上年增长 65.75%；冷饮产品产量为 41.01 万吨，较上年增长 2.91%。

表 3　2017－2019 年公司主要产品产量及销量情况（单位：万吨）

类别	项目	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：公司提供

（3）销售情况

2019 年，公司销售渠道仍以经销为主，液态乳作为公司的核心业务，市场渗透率进一步增强；公司经销网络下沉至村级，客户集中度很低。2019 年以来，公司产品类型不断丰富，产品结构不断升级，主要产品销量均保持增长。

液体乳业务是公司的核心业务，在公司整体生产经营中处于绝对领先地位。2019 年，公司液体乳销量为 870.94 万吨，较上年增长 7.77%。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”“欣活”等子品牌奶粉产品。2019 年，公司奶粉及奶制品销量为 14.34 万吨，较上年增长 31.56%，主要系新西兰 Westland Co-Operative Dairy Company Limited（已更名为 Westland Dairy Company Limited，以下简称“Westland”）纳入合并范围所致。公司冷饮产品在国内市场份额连续多年排名第一。2019 年，公司冷饮产品销量为 40.59 万吨，较上年增长 3.26%。

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，跟踪期内变化不大。2019 年，公司经销模式实现收入 867.63 亿元，占销售总额的 96.93%；直营模式实现收入 27.46 亿元，占销售总额的 3.07%。经销渠道是公司的主要销售渠道，占比保持在 95%以上。

近年来，公司产品在国内市场的渠道渗透能力继续增强，推动市占份额稳步提升。凯度调研数据显示，截至 2019 年末，公司常温液态类乳品的市场渗透率为 84.3%，较上年末提升了 1.9 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 年末，公司服务的线下液态奶终端网点已达 191 万家，比上年末增长 9.1%。

销售区域方面，公司主要销售区域为华北、华南及其他地区。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。

销售结算方式方面，目前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，跟踪期内变化不大。

从客户集中度来看，2019 年，公司前五大客户销售额为 37.10 亿元，占年度销售总额的 4.13%，较上年上升 0.73 个百分点，客户集中度很低。

3. 担保、保理业务及利息收入

2019 年，公司担保、保理业务不断为乳业上下游合作伙伴提供资金支持，推动了健康产业的持续发展。

公司担保、保理业务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、低风险的融资及应收账款管理服务，有效解决客户的资金问题，提高公司产业链竞争力。截至 2019 年末，惠商保理资产总额为 29.82 亿元，净资产为 20.36 亿元；2019 年实现净利润 0.30 亿元。

惠商担保的主要融资用途为上游供应商购买原材料、购置固定资产等，下游经销商全部用于购买公司产品。根据公司公告，截至 2020 年 3 月末，惠商担保累计对外担保总额为 11.60 亿元；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）。截至 2020 年 3 月末，惠商担保对外担保在保户数为 1,287 户。截至 2019 年末，担保逾期金额为 0.12 亿元。

表 4　截至 2020 年 3 月末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	2,833.33	购置固定资产	是
下游经销商	2,487.10	采购公司产品	是
上游供应商	2,250.00	购置固定资产	是
下游经销商	2,149.17	采购公司产品	是
上游供应商	2,141.67	购置固定资产	是

资料来源：公司提供

4. 在建项目

公司在建项目主要是乳品制造相关项目，未来建成投产后，公司生产规模将进一步扩大，综合实力有望进一步提升。此外，公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

截至 2019 年末，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，已累计投入 102.70 亿元，未来尚需投资规模较大；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 5　截至 2019 年末公司在建项目情况（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

5. 重大事项

公司通过股权收购方式获得了新西兰Westland和泰国Chomthana的股权，完成了国际化业务阶段性布局。

（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 Chomthana96.46%股权，交易初始对价为 8,056 万美元，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，Chomthana 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，纳入公司合并范围。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 Westland100%股权，股权总对价为 2.4377 亿新西兰元，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%；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，纳入公司合并范围。购买日至2019年末，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，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。

6. 经营关注

（1）产品质量风险

公司产品面向最终消费者，属于日常消费品，食品质量安全是其生产经营的重中之重。但由于乳制品行业生产链条长、管理环节多，尽管建立了控制流程和管理制度，公司仍无法完全避免因管理疏忽或不可预见因素导致的产品质量问题。如公司产品质量发生问题，将导致公司品牌信誉度下降，进而导致公司收入和净利润下滑，以及可能面临行政处罚或赔偿等情形。

（2）市场竞争风险

公司所在的乳制品行业竞争激烈，一定程度上存在竞品价格战，对公司产品的销售造成影响。未来随着全国性大型企业对区域终端市场的渗透，以及海外品牌不断进入中国市场，竞争可能白热化，将进一步对公司的市场拓展和成本管控能力形成挑战。

（3）原料奶价格波动和供应不足风险

公司原料奶需要外部采购。若原料奶价格在短期内出现剧烈波动特别是大幅上涨时，公司产品销售价格的上涨幅度可能低于采购价格上涨幅度，从而挤压公司盈利空间；并有可能导致原料奶外部供应不足，对公司生产经营造成较大影响。

（4）新冠肺炎疫情影响

2020 年，新冠肺炎疫情爆发，对处于产销旺季的乳制品加工企业运营带来不利影响，行业上下游各个环节均受到影响。对此，公司启动应急机制，采取“帮上游、稳中游、通下游”等举措，共同抗击疫情。2020 年 1－3 月，公司营业总收入较上年同期下降 10.71%，净利润较上年同期下降 49.47%；公司经营活动现金净流出 26.53 亿元。

7. 未来发展

公司未来主营业务方向不会发生变化，发展规划整体定位明确，能够指导公司实现可持续发展。

公司将继续以“成为全球最值得信赖的健康食品提供者”为指导，坚守“伊利即品质”信条，以创新和国家化为驱动，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，提升全球品牌运营能力；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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年审计报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见。公司 2020 年 1－3 月财务数据未经审计。公司根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的规定，编制财务报表。

从合并范围来看，2019 年，公司新设子公司 12 家，收购子公司 11 家，减少子公司 2 家，年末合并范围内子公司共计 93 家。考虑到公司主营业务未发生变化，涉及变动的子公司规模相对较小，会计政策连续，公司财务数据仍具备较强可比性。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 604.61 亿元，负债合计 341.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）262.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益 261.31 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 902.23 亿元，净利润（含少数股东损益）69.51 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 69.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额 84.55 亿元，现金及现金等价物净增加额-24.98 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 701.58 亿元，负债合计 431.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）270.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益 268.49 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 206.53 亿元，净利润（含少数股东损益）11.52 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额-26.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 55.43 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产总额有所增长，资产结构相对均衡；流动资产中货币资金占比较高，非流动资产中固定资产占比较高，符合乳制品加工行业特征。公司受限资产规模小，整体资产质量好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 604.61 亿元，较上年末增长 27.00%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 42.52%，非流动资产占 57.48%，公司资产结构相对均衡。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 257.06 亿元，较上年末增长 5.11%。公司流动资产主要由货币资金（占 44.06%）、应收账款（占 6.28%）、存货（占 30.01%）和其他流动资产（占 10.83%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 113.25 亿元，较上年末增长 2.48%。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，受限比例为 2.28%，主要为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等。

截至 2019 年末，公司应收账款为 16.16 亿元，较上年末增长 46.73%，主要系应收商超、电商的销货款增加以及收购 Westland 增加应收账款所致。公司应收账款账龄以 1 年以内为主（占 99.85%），累计计提坏账准备 1.43 亿元，计提比例 8.11%；按欠款方归集的应收账款期末金额前五名合计金额 7.14 亿元，占应收账款期末总额的 40.62%，集中度较高。

截至 2019 年末，公司存货为 77.15 亿元，较上年末增长 40.09%，主要系采购原材料增加以及收购 Westland 增加存货所致。公司存货主要由原材料（占 52.11%）和库存商品（占 37.78%）构成，累计计提跌价准备 1.57 亿元。

截至 2019 年末，公司其他流动资产为 27.83 亿元，较上年末下降 44.34%，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所致。公司其他流动资产主要包括待抵扣进项税（7.40 亿元）、短期小额贷款[2]（7.69 亿元）和应收保理款（11.73 亿元）。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 347.55 亿元，较上年末增长 50.13%，主要系固定资产和在建工程大幅增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 5.64%）、固定资产（占 52.64%）、在建工程（占 17.74%）和其他非流动资产（占 9.07%）构成。

截至2019年末，公司长期股权投资为19.61亿元，较上年末增长2.70%。公司长期股权投资主要为对联营企业Youran的投资（占96.86%）。2019年，公司长期股权投资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

[2] 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。

值准备。

截至 2019 年末，公司固定资产为 182.96 亿元，较上年末增长 24.57%，主要系部分在建工程完工转入固定资产所致。公司固定资产账面原值主要由房屋及建筑物（占 31.33%）和机器设备（占 60.49%）构成，累计计提折旧 112.41 亿元；固定资产成新率 74.36%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司在建工程为 61.65 亿元，较上年末增长 129.47%，主要系液态奶改扩建项目和北京商务运营中心项目投资增加所致。公司在建工程主要由液态奶项目（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。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 31.51 亿元，较上年末增长 83.36%，主要系预付的工程和设备款增加所致。公司其他非流动资产主要由预付工程设备款（19.18 亿元）、应收保理款（9.76 亿元）和中长期小额贷款（2.57 亿元）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 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产为 9.61 亿元，主要为货币资金和固定资产的使用受限，占期末资产总额的 1.59%，受限比例很低。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额为 701.58 亿元，较上年末增长 16.04%，流动资产和非流动资产分别占 48.11%和 51.89%，货币资金的大幅增加提高了流动资产占比（较上年末上升 5.59 个百分点）。其中，货币资金大幅增长 49.18%至 168.95 亿元，主要系超短期融资券发行和短期借款增加所致；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所致。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债总额大幅增长，以流动负债为主；公司债务规模增长较快，但整体债务负担仍处于合理水平。

截至 2019 年末，公司负债总额为 341.87 亿元，较上年末增长 74.70%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 91.94%，非流动负债占 8.06%，以流动负债为主。

截至 2019 年末，公司流动负债为 314.32 亿元，较上年末增长 63.96%，主要系短期借款、应付账款、其他应付款和其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 14.51%）、应付账款（占 33.41%）、预收款项（占 19.15%）、应付职工薪酬（占 7.70%）、其他应付款（占 12.16%）和其他流动负债（占 9.77%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 45.60 亿元，较上年末增长 199.38%，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，以及合并 Westland 增加短期借款所致。公司短期借款主要由抵押借款（占 15.56%）、信用借款（占 19.75%）和票据贴现借款（占 64.70%）构成。公司应付账款为 105.01 亿元，较上年末增长 18.80%，主要系随着公司业务规模的不断拓展，应付原辅材料等货款和营销及运输费用增加所致。公司预收款项为 60.20 亿元，较上年末增长 36.80%，主要系预收经销商的产品款增加所致。公司应付职工薪酬为 24.20 亿元，较上年末下降 3.70%。公司其他应付款为 38.22 亿元，较上年末增长 212.99%，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。公司其他流动负债 30.69 亿元，较上年末增加 30.59 亿元，主要系公司发行超短期融资券所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 27.55 亿元，较上年末增长 591.82%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 17.10%）、应付债券（占 54.45%）、长期应付款（占

5.95%）和递延所得税负债（占 18.34%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 4.71 亿元，较上年末增加 4.71 亿元，主要是子公司 Westland 以不动产作为抵押物向新西兰亚洲商业银行、西太平洋银行申请的借款，借款年利率为 3.03%~3.14%，借款期限为 87~88 个月。公司新增应付债券 15.00 亿元，主要为公司发行的“19 伊利实业 MTN001”和“19 伊利 01”两期债券。公司长期应付款为 1.64 亿元，较上年末增长 22.71%，主要系应付融资租赁款增加所致。公司递延所得税负债为 5.05 亿元，较上年末增长 376.91%，主要系收购子公司资产增值确认递延所得税负债以及首次执行新金融工具准则影响所致。

截至 2019 年末，公司全部债务为 103.38 亿元，较上年末增长 425.76%，主要系公司加强债务融资力度所致。其中，短期债务占 79.35%，长期债务占 20.65%，以短期债务为主。截至 2019 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 56.54%、28.24%和 7.52%，较上年末分别上升 15.44 个百分点、21.68 个百分点和 7.04 个百分点。公司债务规模增长较快，但整体债务负担仍处于合理水平。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 431.57 亿元，较上年末增长 26.24%，主要系流动负债增加所致。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，主要系银行借款增加和合并范围内企业之间开具银行承兑汇票后向银行贴现，以及发行多期超短期融资券所致。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 209.33 亿元，较上年末增长 102.49%。其中，短期债务占 90.02%，长期债务占 9.98%。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 61.51%、43.67%和 7.18%，较上年末分别上升 4.97 个百分点、上升 15.43 个百分点和下降 0.33 个百分点。

（2）所有者权益

由于回购股份用于股权激励等因素，2019 年末公司所有者权益略有下降；公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 262.74 亿元，较上年末下降 6.29%，主要系作为减项的库存股由上年末的 0.97 亿元大幅增至 33.28 亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.46%，少数股东权益占比为 0.54%。归属于母公司所有者权益 261.31 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 23.33%、3.23%、3.77%和 70.13%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

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）。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 270.01 亿元，较上年末增长 2.77%。公司所有者权益构成较上年末变化不大。其中，由于注销回购库存股，公司资本公积和库存股较上年末分别下降 78.44%和 29.02%至 1.82 亿元和 23.62 亿元；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下降，其他综合收益较上年末下降 54.76%至 4.45 亿元；未分配利润随盈利积累而相应增加 6.24%至 194.70 亿元。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业总收入实现增长，主业盈利能力强且稳定；期间费用占营业总收入比重较高，对利润有一定影响，投资收益和政府补助对公司利润形成一定补充。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入和净利润同比出现下降。

2019 年，公司实现营业总收入 902.23 亿元，较上年增长 13.41%，主要系公司经营规模不断扩大以及产品结构升级所致；公司营业成本为 563.92 亿元，较上年增长 14.84%；公司实现营业利润 82.80 亿元，较上年增长 7.66%；公司实现净利润 69.51 亿元，较上年增长 7.73%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 258.58 亿元，较上年增长 11.85%，主要系销售费用和管理费用增加所致。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 81.48%、16.57%、1.91%和 0.03%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 210.70 亿元，较上年增长 6.56%；管理费用为 42.85 亿元，较上年增长 43.80%，主要系公司业务规模扩大、收购子公司、员工薪资调整以及股权激励费用增加导致职工薪酬增加所致；研发费用为 4.95 亿元，较上年增长 16.00%；财务费用为 0.08 亿元，较上年（-0.60 亿元）有所增加，主要系债务规模扩大导致利息支出增加所致。2019 年，公司费用收入比分别为 28.66%，较上年下降 0.40 个百分点，公司费用控制能力有待提升。

2019 年，公司投资收益和其他收益稳步增长，合计金额为 11.33 亿元，较上年增长 12.43%，对公司利润形成补充（占营业利润的 13.68%）。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[3]等），投资收益主要源于持有及处置投资形成的股利收入或投资收益（2019 年较上年增长明显主要系处置联营企业部分股权以及联营企业 Youran[4]净利润稳步提升）。

2019 年，公司计提减值损失（资产减值+信用减值）3.02 亿元，较上年增加 2.26 亿元，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。公司计提减值损失金额占营业利润的 3.65%，对营业利润影响不大。

2019 年，公司营业利润率为 36.86%，较上年下降 0.75 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 21.69%、15.67%和 25.60%，较上年分别上升 0.92 个百分点、下降 0.24 个百分点和上升 1.38 个百分点。公司盈利能力较为稳定。

2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业总收入 206.53 亿元，较上年同期下降 10.71%；实现营业利润 16.66 亿元，较上年同期下降 39.17%；实现净利润 11.52 亿元，较上年同期下降 49.47%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流状况较佳，收入实现质量良好；公司持续加大资本性投入，投资活动现金净流出规模不断扩大，考虑到公司经营活动现金净流入规模基本可以覆盖投资活动现金需求，且公司现金类资产储备充裕，公司对外筹资压力较小。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 1,031.48 亿元，较上年增长 12.77%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主，与公司营业收入增速趋于一致；经营活动现金流出量为 946.93 亿元，较上年增长 14.30%。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入 84.55 亿元，较上年下降 1.96%。2019 年，公司现金收入比为 112.46%，较上年上升 0.24 个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 10.92 亿元，较上年下降 32.25%，主要系收回投资收到的现金（主要为赎回理财产品、收回可供出售金融资产等）减少所致；投资活动现金流出量为 110.92 亿元，较上年增长 58.76%，主要系公司购建固定资产、无形资产、购买理财产品投资支出较多，以及收购 Westland 等公司所支付对价所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流

[3] 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。
[4] 截至 2019 年末，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）。

出 99.99 亿元，净流出规模较上年增长 86.07%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 191.98 亿元，较上年增长 283.88%，主要系发行债券以及短期借款增加、收到授予股权激励对象限制性股票认购款所致；筹资活动现金流出量为 202.14 亿元，较上年增长 28.34%，主要系公司回购股份所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 10.16 亿元，净流出规模较上年下降 90.54%。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-26.53 亿元，较上年同期下降 296.51%，主要受新型冠状病毒肺炎疫情影响，销售产品收到的现金减少，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的现金同比例下降所致；投资活动产生的现金流量净额-23.51 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 105.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 55.43 亿元。

6. 偿债能力

公司作为中国乳制品行业龙头企业，品牌知名度高、规模优势显著、现金类资产充裕，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 1.28 倍和 0.99 倍分别下降至 0.82 倍和下降至 0.57 倍，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。截至 2019 年末，由于短期借款大幅增长，公司现金短期债务比由上年末的 6.13 倍下降至 1.46 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司具备很强的短期偿债能力。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 104.24 亿元，较上年增长 11.88%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 17.64%）、利润总额（占 78.60%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 70.80 倍下降至 38.27 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度很高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 4.74 倍下降至 1.01 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司具备很强的长期偿债能力。

截至 2019 年末，公司对外担保（不包括对子公司的担保）余额 19.35 亿元，对外担保在保户数 1,020 户，全部为子公司惠商担保（被担保方为公司供应商及客户）对外提供的担保。

截至 2019 年末，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；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年末，公司及其下属重要子公司不存在重大诉讼、仲裁事项。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91150000114124263Y），截至 2020 年 5 月 25 日，公司无未结清的不良信贷记录。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部货币资金充裕，资产以非流动资产为主；非流动资产中长期股权投资占比较高；本部负债增长较快，以流动负债为主，债务水平处于可控范围。2019 年，公司本部作为销售平台，连接客户方与各生产子公司，销售收入及现金流入规模大，为本部债务的偿还提供了良好的保障。

截至2019年末，公司本部资产总额为502.75亿元，较上年末增长31.29%。其中，流动资产为145.11亿元（占28.86%），非流动资产为357.64亿元（占71.14%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占43.89%）、应收账款（占8.96%）、预付款项（占20.08%）、存货（占14.98%）和其他流动资产（占9.76%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占82.22%）和在建工程（占6.61%）构成。截至2019年末，公司本部货币资金为63.68亿元。

截至2019年末，公司本部负债总额为322.16亿元，较上年末增长74.90%。其中，流动负债为306.52亿元（占95.15%），非流动负债为15.64亿元（占4.85%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占9.92%）、应付账款（占32.01%）、其他应付款（占11.34%）、预收款项（占19.53%）和其他流动负债（占9.88%）构成，非流动负债主要由应付债券（占95.91%）构成。截至2019年末，公司本部资产负债率为64.08%，较2018年末上升15.98个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为37.49%和7.75%。

截至2019年末，公司本部所有者权益为180.60亿元，较上年末下降9.13%。其中，实收资本为60.96亿元（占33.76%）、资本公积为7.41亿元（占4.10%）、未分配利润为111.89亿元（占61.95%）、盈余公积为32.07亿元（占17.76%），公司本部所有者权益稳定性一般。

公司本部主要承接客户订单，再交由下属各子公司采购、生产后，按合同约定出售给客户方，故公司本部营业收入和经营活动现金流规模大。2019年，公司本部实现营业收入889.28亿元，投资收益46.61亿元，净利润74.94亿元，营业利润率为26.53%。

2019年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为999.65亿元和930.08亿元，经营活动现金流量净额为69.56亿元；公司投资活动现金流入量和流出量分别为52.33亿元和74.84亿元，投资活动现金流量净额为-22.51亿元；公司筹资活动现金流入量和流出量分别为171.28亿元和184.70亿元，筹资活动现金流量净额为-13.42亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 175.30 亿元，约为“19 伊利 01”待偿本金（10.00 亿元）的 17.53 倍，公司现金类资产对“19 伊利 01”待偿本金的覆盖程度很高；净资产为 270.01 亿元，约为“19 伊利 01”待偿本金（10.00 亿元）的 27.00 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“19 伊利 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 104.24 亿元，约为“19 伊利 01”待偿本金（10.00 亿元）的 10.42 倍，公司 EBITDA 对“19 伊利 01”待偿本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 1,031.48 亿元，约为“19 伊利 01”待偿本金（10.00 亿元）的 103.15 倍，公司经营活动产生的现金流入量对“19 伊利 01”待偿本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，公司对“19 伊利 01”的偿还能力极强。

八、综合评价

2019 年，公司产品在国内市场的渠道渗透能力继续增强，推动市占份额稳步提升，公司营业总收入和利润水平不断增长，整体盈利能力强且稳定，经营活动现金流状况较佳且获现能力良好。同时，联合评级也关注到乳制品市场竞争激烈；公司奶源主要来自外部采购，供应渠道和价格稳定性对公司盈利存在影响；在建项目尚需投资规模较大以及营运资金需求带动债务规模快速增长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着全球产业布局的持续推进，公司奶源结构将进一步优化，行业地位和竞争实力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”，同时维持“19 伊利 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　内蒙古伊利实业集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
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
净利润（亿元）	60.03	64.52	69.51	11.52
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
应收账款周转次数（次）	91.82	77.40	61.06	--
存货周转次数（次）	9.43	9.65	8.42	--
总资产周转次数（次）	1.54	1.64	1.67	0.32
现金收入比率（%）	111.23	112.21	112.46	95.51
总资本收益率（%）	21.75	20.77	21.69	--
总资产报酬率（%）	16.45	15.91	15.67	--
净资产收益率（%）	24.77	24.22	25.60	4.33
营业利润率（%）	37.00	37.61	36.86	37.18
费用收入比（%）	27.85	29.06	28.66	30.35
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
长期债务资本化比率（%）	0.25	0.48	7.52	7.18
EBITDA 利息倍数（倍）	41.58	70.80	38.27	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.07	4.74	1.01	--
流动比率（倍）	1.25	1.28	0.82	0.83
速动比率（倍）	1.06	0.99	0.57	0.63
现金短期债务比（倍）	2.71	6.13	1.46	0.93
经营现金流动负债比率（%）	29.38	44.99	26.90	-6.56
EBITDA/待偿本金合计（倍）	8.73	9.32	10.42	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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；3. 其他流动负债、长期应付款中债务部分已计入债务及相关指标核算；4. 2020 年一季报未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。