

信用评级公告

联合〔2023〕5040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的信用状况进行综合分析和评估，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。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十五日

内蒙古伊利实业集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2023 年 6 月 25 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	2
		资本结构		1
			偿债能力	1
指示评级				aaa
--				--
个体信用等级				aaa
--				--
评级结果				AAA

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国大型乳制品企业，在品牌知名度、市场地位、产能规模、创新能力、渠道建设及国际化发展等方面具备的综合竞争优势。2020—2022 年，公司主要产品产销规模有所扩大，营业总收入持续增长，盈利能力较为稳健；货币资金充裕，融资渠道畅通，财务弹性良好，有效提升了公司的整体抗风险能力。公司于 2021 年完成非公开发行股票，所有者权益规模增加，资本实力得到增强。2022 年，公司完成对澳优乳业股份有限公司（以下简称“澳优乳业”）的收购，有利于强化公司在婴幼儿配方奶粉及营养食品细分领域的市场竞争力。同时，联合资信也关注到公司所处的乳制品加工行业市场竞争激烈、公司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。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是中国乳品行业龙头企业，在品牌知名度、市场份额和渗透率等方面优势显著。2022 年，根据凯度 BrandZ 最具价值全球品牌榜，伊利的品牌价值位居全球食品饮料品牌五强。根据凯度消费者指数《2022 年品牌足迹》中国市场报告，“伊利”凭借 92.4% 的品牌渗透率、13 亿的消费者触及数，连续 7 年位列中国市场消费者首选品牌榜首。
2. 公司盈利能力较为稳健。2020—2022 年，公司营业总收入和利润总额呈增长态势，年均复合增长率分别为 12.75% 和 14.21%；公司营业利润率分别为 29.81%、30.30% 和 31.92%，净资产收益率分别为 23.25%、17.90% 和 17.21%，盈利能力较为稳健。
3. 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—2022 年，公司经营活动产生的现

分析师：华艾嘉 李敬云

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

金流量净额波动增长，货币资金充裕，对有息债务形成良好保障；公司为上市公司，具备直接融资渠道，尚未使用的主要合作银行授信额度充足。

4. 公司完成非公开发行股票。2021年，公司完成非公开发行31795.33万股，募集资金净额120.41亿元。截至2022年底，公司已累计投入募集资金总额81.74亿元。
5. 公司收购澳优乳业。2022年，公司通过全资子公司香港金港商贸控股有限公司收购澳优乳业股权。公司对澳优乳业的收购将有利于强化公司在婴幼儿配方奶粉及营养食品细分领域的市场竞争力，同时通过公司与澳优乳业在供应链、研发、大健康领域、渠道等方面带来协同效应，抓住行业发展契机，实现更好的发展。

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. 公司债务规模增大，债务结构尚需调整。2020—2022年，公司全部债务增大，年均复合增长率为65.75%；全部债务中短期债务所占比例较高，分别为66.09%、60.34%和68.63%，债务结构有待优化。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	119.61	319.28	340.45	446.19
资产总额（亿元）	711.54	1019.62	1309.65	1472.54
所有者权益（亿元）	305.33	487.91	541.43	575.79
短期债务（亿元）	100.48	136.67	286.63	415.69
长期债务（亿元）	51.55	89.84	131.04	172.95
全部债务（亿元）	152.04	226.51	417.67	588.64
营业总收入（亿元）	968.86	1105.95	1231.71	334.41
利润总额（亿元）	81.50	101.12	106.30	42.62
EBITDA（亿元）	110.87	143.43	161.00	--
经营性净现金流（亿元）	98.52	155.28	134.20	12.81
营业利润率（%）	29.81	30.30	31.92	33.51
净资产收益率（%）	23.25	17.90	17.21	--
资产负债率（%）	57.09	52.15	58.66	60.90
全部债务资本化比率	33.24	31.71	43.55	50.55
流动比率（%）	81.63	115.84	98.86	101.62
经营现金流动负债比	28.34	35.86	21.59	--
现金短期债务比（倍）	1.19	2.34	1.19	1.07
EBITDA 利息倍数（倍）	22.35	17.72	11.48	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.37	1.58	2.59	--

公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	568.04	798.42	964.45	1134.15
所有者权益（亿元）	224.37	385.93	420.65	469.11
全部债务（亿元）	104.68	157.37	298.87	454.08
营业收入（亿元）	930.92	1053.49	1100.88	298.46
利润总额（亿元）	76.32	90.67	103.36	55.67
资产负债率（%）	60.50	51.66	56.38	58.64
全部债务资本化比率（%）	31.81	28.97	41.54	49.19
流动比率（%）	42.03	90.60	79.70	89.26
经营现金流动负债比	51.54	53.73	68.12	--

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. 2020 年财务数据使用 2021 年追溯调整数，2023 年一季度财务数据未经审计；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

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/6/15	杨涵 王兴龙	一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202204	阅读全文
AAA	稳定	2021/7/21	刘丽红 李敬云	一般工商企业主体信用评级方法（2019 年） 一般工商企业主体信用评级模型（2019 年）	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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据联合资信控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、该公司信用等级自 2023 年 6 月 25 日至 2024 年 6 月 24 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

内蒙古伊利实业集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

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；后经中国证券监督管理委员会批准，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。经过历次股权结构变动，截至2023年3月底，公司总股本为63.99亿股。公司为公众企业，无控股股东及实际控制人。

公司主营业务主要包括各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售等。

截至2023年3月底，公司本部内设液态奶、奶粉、冷饮、酸奶和奶酪等5个事业部以及投资管理部、战略企划部等职能部门（见附件1-2）。

截至2022年底，公司合并资产总额1309.65亿元，所有者权益541.43亿元（含少数股东权益38.75亿元）；2022年，公司实现营业总收入1231.71亿元，利润总额106.30亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1472.54亿元，所有者权益575.79亿元（含少数股东权益40.69亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入334.41亿元，利润总额42.62亿元。

公司注册地址：呼和浩特市敕勒川乳业开发区伊利大街1号；法定代表人：潘刚。

二、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长

结构调整能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023年一季度）》](#)。

三、行业分析

1. 行业概况

经过多年的发展，中国乳制品加工行业已形成较大规模，市场集中度提高。2022年，受外部因素影响，乳制品加工行业增速有所回落。

乳制品加工行业是中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、奶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。2022年，受外部因素影响，终端客流减少、物流运输受阻，对乳制品加工企业产品交付造成不利影响。根据国家统计局公布数据，2022年全国规模以上乳品企业乳制品产量为3117.7万吨，较2021年上涨2%，行业增速回落。

近年来，随着消费者健康意识的提升，城乡居民的乳品消费需求不断增加。根据凯度消费者调研数据，2022年，消费液态乳品的家庭户数较2021年增幅为3.5%，饮奶习惯的养成和市场渗透率的提升，进一步促进了液体乳市场规模的发展。在此基础上，奶酪和乳脂品类产品的市场规模也保持了较好的增长势头，为乳品行业发展注入了新动能。

2. 行业竞争

中国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来中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。

中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。中国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来中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；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；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。国外参与中国乳业竞争的企业较多，多以婴幼儿奶粉为主要竞品。

3. 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《乳品质量监督管理条例》（国务院令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。国务院发布的《国民营养计划（2017—2030年）》中提出“乳制品是平衡膳食、增强体质不可或缺的营养食品”，鼓励国人多食用各类乳及乳制品。2022年4月，国家卫生健康委员会指导发布《中国居民膳食指南（2022）》，将奶及奶制品的推荐摄入量由每天的300克增加到每天300克至500克，倡导国民通过乳制品获取优质蛋白质、钙等重要营养成分，改善膳食结构，增强身体素质。鉴于中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。未来，随着国民健康意识不断提升，乳品将继续成为城乡居民基础营养的重要食品来源，乳品消费需求将得到进一步释放，乳类产品更加丰富和专业化，国内乳品市场消费规模将持续扩大。

4. 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，中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。

奶牛疫病风险。畜牧业疫病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，能够较大幅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。

5. 行业发展

中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。

乳制品为全球消费者提供了健康、优质的营养来源，乳企通过持续的产品与技术创新，与健康生活方式相融合，不断丰富、拓展乳制品品类，在吸引更多消费者的同时，也将面向每位消费者提供具有不同健康营养功能的专业乳品，乳品行业在当下以及未来有着更为长远的发展前景。在国家奶业振兴战略指导下，中国乳类产品的总体规模和生产技术已达到世界先进水平，但由于中国人口基数大，人均乳制品年消费量不足25kg，远低于世界平均水平113kg，仅占欧美国家人均年消费量220kg的1/10，对比日、韩人均年消费量100kg以上水平，或对比同为发展中国家的印度人均年消费量144kg，中国乳品行业有着广阔的发展空间。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司股本为63.99亿股。公司为公众企业，无控股股东及实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是全球乳制品行业的龙头企业之一，在品牌知名度、市场地位、渠道铺设和全球供应链协同布局等方面具有竞争优势。

品牌优势及市场地位。公司是知名乳制品企业，拥有“伊利”母品牌及“安慕希”“金典”“金领冠”等子品牌。2022年，根据凯度BrandZ最具价值全球品牌榜，“伊利”的品牌价值位居全球食品饮料品牌五强，蝉联全球乳业榜首。根据凯度消费者指数《2022年品牌足迹》中国市场

报告，“伊利”凭借92.4%的品牌渗透率、13亿的消费者触及数，连续7年位列中国市场消费者首选品牌榜榜首。

全球供应链协同优势。在全球战略的指引下，公司开拓海外市场，不断完善海内外市场及生产基地联动机制，强化全球供、产、销的统筹规划和运营协同及风险应对能力，全面提升“全球供应链网络”高效协同优势。截至2022年底，公司综合产能为1526万吨/年，规模优势在国内和国际范围内均十分突出。

创新优势。公司为国家技术创新示范企业，在行业内率先搭建起包括“开放式产学研合作平台、集团创新研发平台、事业部应用创新平台”的三级研发体系。截至2022年底，公司累计获得国内外发明专利授权数量为694件，累计获得中国专利优秀奖8件，是获得“中国专利优秀奖”最多的乳品企业。

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。根据尼尔森零研数据，2022年，公司液态类乳品零售额市占份额为33.4%，位列细分市场第一；婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为12.4%，位列细分市场第二；成人奶粉零售额市占份额为25.3%，位列细分市场第一；奶酪业务的终端市场零售额份额较2021年提升了3.5个百分点；冷饮业务市场份额保持市场第一，连续28年位列全国冷饮行业龙头地位。

3. 人员素质

公司高级管理人员文化素质较高，具有多年的相关行业从业经验；公司员工岗位及学历分布符合行业情况。

截至本报告出具日，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3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1名（兼财务负责人）、董事会秘书1名。

潘刚先生，1970年出生，汉族，中共党员，中欧工商管理硕士，中国人民大学经济学博士，

正高级经济师，中国共产党第十九次全国代表大会代表，中国企业联合会、中国企业家协会副会长，中华全国青年联合会副主席，中国青年企业家协会会长，中国欧盟协会副会长；中国共产党第十七次全国代表大会代表，第十二届全国政协委员，中华全国工商业联合会第十一届执行委员会副主席；享受国务院特殊津贴，“中国青年五四奖章”获得者，“全国五一劳动奖章”获得者，2005年“CCTV中国经济年度人物”，达沃斯全球青年领袖；现任公司董事长兼总裁。

赵成霞女士，1970年出生，汉族，本科学历；历任公司董事、副总裁，现任公司董事、副总裁、财务负责人。

截至2022年底，公司在岗员工总数67199人。其岗位及学历分布符合所处行业特点。

表1 截至2022年底公司员工构成情况

专业构成		教育程度	
类别	人数	类别	人数
生产人员	21940	博士研究生	80
销售人员	21144	硕士研究生	2020
技术人员	13462	本科	25293
财务人员	1919	专科	22951
行政人员	8734	高中及以下	16855
合计	67199	合计	67199

资料来源：公司年度报告

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

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2023年6月1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，均已正常回收。

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。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司治理结构清晰明确，组织结构设置能

够满足公司经营管理的需要。

公司按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》等相关法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会、高级管理人员等构成的法人治理结构。

股东大会是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事会报告；修改公司章程等重大事项。

董事会是公司常设决策机构，对股东大会负责。根据公司《章程》规定，董事任期3年；董事任期届满，可连选连任；董事由股东大会选举或者更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事会行使的职权主要包括召集股东大会、向股东大会报告工作、执行股东大会决议、决定公司经营计划和投资方案，以及制订公司年度财务预算方案、决算方案等。

公司监事会向股东大会负责，职责主要包括检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

2. 管理水平

公司根据生产经营的需要，制定了符合自身实际情况的规章制度，管理体系较为完善。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。公司制定了较为全面的对外担保管理制度、募集资金管理制度、投资管理制度、产业链融资担保管理办法、关联方关系及关联交易管理规定、内部审计管理办法、质量安全风险管理责任划分和资金管理办法，对公司重大事项进行决策和管理。

质量管理方面，公司制定了《质量管理大纲》及《伊利集团质量安全风险管理职责划分》等规章制度，明确食品安全目标、各层级及业务模块的食品安全管理职责、管理要求及责任机制，同时强化了问责和追究机制，强化了各层级人员食品安全风险防范意识，做到从源头到终端每一环节的食品安全和质量控制关键点进行严格的分析和管控，将食品安全工作延伸至全球产

业链条上的所有合作伙伴，系统性构建全球质量管理体系。

募集资金管理方面，公司制定了《募集资金管理制度》，对募集资金的存储与使用、超募资金使用与管理、募集资金投向变更和募集资金使用的监督进行了详尽的规定。公司董事会每半年度应当全面核查募投项目的进展情况，对募集资金的存放与使用情况出具《公司募集资金存放与实际使用情况的专项报告》。

投资管理方面，公司制定了《投资管理制度》，明确规定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。

担保管理方面，公司《对外担保管理制度》明确规定了公司对外担保实行统一管理，非经公司董事会或股东大会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。公司控股子公司的对外担保，视同公司行为，控股子公司应在其董事会或股东大会(股东大会)做出决议后及时通知公司履行有关决策程序和信息披露义务。

关联交易方面，公司制定了关联方关系相关管理规定，对关联方识别、关联方交易、关联交易信息披露等作出了明确的规定。确保公司能够全面掌握关联交易情况并对关联交易进行有效管理。

六、重大事项

1. 非公开发行股票

公司于2021年非公开发行31795.33万股，募集资金净额120.41亿元，总股本变为64.00亿股。本次发行对象为包括巴克莱银行（Barclays Bank PLC）、高盛公司有限责任公司（Goldman Sachs & Co. LLC）、招商证券股份有限公司等22

名特定投资者。此次发行未导致公司控制权发生变化，公司不存在控股股东及实际控制人。截至2022年底，公司已累计投入募集资金81.74亿元。

此次非公开发行股票募集资金在扣除发行费用后用于以下项目：

表2 公司非公开发行股票募集资金使用计划

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
液态奶生产基地建设项目	89.27	50.23
全球领先 5G+工业互联网婴儿配方奶粉智能制造示范项目	21.20	15.50
长白山天然矿泉水项目	7.44	2.10
数字化转型和信息化升级项目	18.33	10.94
乳业创新基地项目	6.22	5.90
补充流动资金及偿还银行贷款项目	38.60	35.74
合计	181.05	120.41

资料来源：公司公告

2. 收购澳优乳业股份有限公司

公司通过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”）以协议转让、认购新股并触发全面要约义务的方式收购澳优乳业股权（以下简称“澳优乳业”）。2022年3月31日，金港控股已完成股权款项的支付，合计持有澳优乳业股份107011.31万股，占澳优乳业当时已发行股本的59.17%。金港控股对澳优乳业的收购属非同一控制下的企业合并，合并成本为87.35亿元，澳优乳业合并日净资产公允价值的可享有份额43.84亿元，公司确认商誉43.51亿元。

澳优乳业于2009年在香港联合交易所有限公司主板上市（股票代码：1717.HK），经营范围为乳制品相关投资。澳优乳业在中国、北美、欧洲、俄罗斯、澳洲、中东等地拥有销售服务网络，产品包括婴幼儿配方奶粉、儿童奶粉、成人奶粉、营养品等。羊奶粉产品方面，澳优乳业在荷兰拥有全球领先的奶源资源优势。截至2022年底，澳优乳业资产总额为97.96亿元，负债总额为42.31亿元，股东权益为55.65亿元人民币。2022年，澳优乳业营业收入77.96亿元，税后利润为1.88亿元。

公司对澳优乳业的收购将有利于强化公司在婴幼儿配方奶粉及营养食品细分领域的市场竞争力,同时通过公司与澳优乳业在供应链、研发、大健康领域、渠道等方面带来协同效应,抓住行业发展契机,实现更好的发展。

七、经营分析

1. 经营概况

2020—2022年,公司不断拓宽市场渠道、优化产品结构,营业收入和综合毛利率持续增长,带动利润总额逐年增长,盈利能力较为稳健。

公司主要业务涉及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—2022年,公司营业收入逐年增长,其中液体乳、奶粉及奶制品和冷饮业务收入均有不同程度增长;受益于经营规模扩大,公司利润总额逐年增长。2020—2022年,液体乳依旧为公司核心收入来源,公司通过构建销售渠道、拓展

地、县级下线市场、优化产品结构等方式实现相关业务收入增长。2020—2022年,奶粉及奶制品业务快速增长,其中,2021年增长主要来源于婴幼儿配方奶粉销售大幅增长以及产品结构调整;2022年增长主要系公司于2022年合并澳优乳业,并调整产品结构及销售价格所致。2020—2022年,冷饮业务实现增长,主要系公司优化产品结构、拓宽消费场景所致。

毛利率方面,2021年,公司采用新会计准则,将为履行销售合同相关的运输费用、与生产产品相关的日常修理费用计入营业成本。剔除相关因素影响后,2021年,公司综合毛利率较2020年小幅增长。2022年,公司综合毛利率较2021年小幅增长,同比上升1.64个百分点,液体乳、奶粉及奶制品和冷饮业务毛利率较2021年均变化不大,分别提高0.78个百分点、提高1.84个百分点和下降1.79个百分点。

2023年1—3月,公司实现营业收入同比增长7.81%;营业利润率为33.51%;实现利润总额42.62亿元,同比增长3.85%。

表3 公司营业收入及毛利率情况

业务	2020年			2021年			2022年			2023年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
液体乳	761.23	78.86	27.92	849.11	77.09	28.33	849.26	69.22	29.11	217.41	65.23	--
奶粉及奶制品	128.85	13.35	39.18	162.09	14.72	39.22	262.60	21.40	41.06	74.43	22.33	--
冷饮	61.58	6.38	40.88	71.61	6.50	40.27	95.67	7.80	38.48	37.94	11.38	--
其他	13.58	1.41	--	18.63	1.69	--	19.45	1.59	--	3.50	1.05	--
合计	965.24	100.00	30.12	1101.44	100.00	30.62	1226.98	100.00	32.26	333.28	100.00	--

注:其他业务包括担保及销售材料;2020年毛利率使用2021年追溯调整后的数据;公司未提供2023年1—3月毛利率数据

资料来源:公司提供

2. 液体乳及乳制品制造业

公司产品线多元化发展,在细分领域市场占有率很高。公司不断扩宽销售渠道,优化产品结构,各产品品类产销规模保持增长。公司生产所需原料奶及乳粉等原材料供应以外部采购为主,原料价格波动对盈利稳定性存在影响。

公司按照产品系列及服务划分,以事业部的形式,构建了液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、奶酪五大产品业务群,在公司的战略统筹和专业管理下,事业部于各自业务领域内开展产、供、销运营活动。

(1) 原料采购

公司原料采购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。公司在国内和新西兰建有双核心奶源基地并建立了产品追溯程序。奶源基地从奶牛出生即为其建立养殖档案,原料奶运输过程实现全程可视化GPS跟踪,原料奶入厂后采用条码扫描,随机编号检测;同时,建立了生产过程的产品批次信息跟踪表、关键环节的电子信息记录系统、质量管理信息的综合集成系统和覆盖全国的ERP网络系统,实现了产

品信息可追溯的全面化、及时化和信息化，并且与国家平台进行对接。

2022年，公司向前五名供应商采购额171.99亿元，占年度采购总额26.51%；前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额16.37%。

表4 2022年公司前五大供应商情况

名称	关联方	占比（%）
供应商一	是	16.37
供应商二	否	3.07
供应商三	否	2.47
供应商四	否	2.32
供应商五	否	2.28
合计	--	26.51

资料来源：公司提供

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，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。原料奶的账款结算方式为定期根据购买量进行电汇结算，账期通常为15~30日。

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，相关领域竞争充分。供应商款项结算方面，公司供应商相对零散，公司与相关供应商款项结算方式为电汇或汇票，账期分为25天、30天、60天、90天不等。

（2）生产与销售

产品方面，公司液体乳产品主要分为常温液体乳以及低温液体乳两大类，分别由液态奶及酸奶事业部负责经营。奶粉及奶制品的生产及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”和“欣活”等多个子品牌奶粉产品。公司冷饮产品主要为各种冰激凌产品，由冷饮事业部组织生产和销售，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。

表5 公司液体乳及乳制品产销情况

产品	项目	2020年	2021年	2022年
液体乳	产量（万吨）	886.18	967.81	952.75
	销量（万吨）	900.52	961.27	949.49
奶粉及奶制品	产量（万吨）	22.35	24.89	36.49
	销量（万吨）	22.94	25.30	34.57

冷饮产品	产量（万吨）	43.12	47.95	64.44
	销量（万吨）	43.18	47.31	59.75

资料来源：公司年度报告

生产方面，公司通过实施“全球织网”计划布局生产基地，2020—2022年，公司综合产能逐年增长，产能利用率维持在很高水平。2020—2022年，公司液体乳生产规模波动增长，奶粉及奶制品和冷饮产品生产规模持续增长。公司产品成本构成主要为直接材料，原料奶等原材料价格波动对公司成本控制有一定影响。2022年，因材料价格变动、产品结构调整，液体乳产品、奶粉及奶制品和冷饮产品较2021年分别增加业务成本7.36亿元、45.67亿元和4.43亿元；受物流运输受阻影响，液体乳产品、奶粉及奶制品和冷饮产品装卸运输成本分别增加1.33亿元、1.69亿元和1.44亿元。

表6 2022年公司液体乳及乳制品成本构成情况

项目	占比（%）
直接材料	79.34
直接人工	3.12
制造费用	10.61
装卸运输费	6.93

资料来源：公司年度报告

销售量和销售收入方面，2020—2022年，公司液体乳销售量和销售收入有所波动、奶粉及奶制品和冷饮产品销售量和销售收入均呈逐年增长趋势。

销售渠道分布方面，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，其中经销业务为公司主要销售模式。公司销售收入和经销商集中于华北、华南和华中地区，截至2022年底，公司经销商数量合计19923个，同比增加4748个。物流配送模式方面，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，满足客户需求。

销售集中度方面，2022年，公司对前五名客户（均非关联方）销售额合计占年度销售总额的5.14%，客户群体相对分散。

表7 公司销售渠道收入构成情况

渠道	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经销 (%)	96.76	96.81	96.98	96.94
直营 (%)	3.24	3.19	3.02	3.06
合计 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司公告

表8 2022年公司主营业务收入区域和经销商分布情况

区域	销售占比 (%)	经销商数量 (个)
华北	27.40	5130
华南	24.63	5729
华中	18.74	4316
华东	17.36	3266
其他	11.87	1482
合计	100.00	19923

资料来源：公司年度报告

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。

3. 担保、保理和小额贷款业务

公司为上下游合作方提供担保、商业保理以及小额贷款等金融服务，有利于公司主营业务的开展。

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id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。

表9 2022年惠商保理和惠商小贷财务情况

公司	资产总额 (亿元)	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)
惠商保理	53.34	21.63	0.62
惠商小贷	30.40	17.39	0.88

资料来源：公司年度报告

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。融资用途方面，上游供应商主要为购买原材料、购置固定资产、购买奶牛及设备、牧场建设等，下游经销商全部用于购买公司产品。截至2023年3月底，惠商担保对外担保在保户数为1311户，其中上

游供应商在保户数为176户，下游经销商在保户数为1135户；担保责任余额为20.61亿元。截至2022年底，惠商担保的担保逾期金额为0.27亿元，所占比例很低。

表10 截至2023年3月底惠商担保对外担保责任余额前五名情况

被担保方	担保责任余额 (亿元)	执行反担保措施
上游供应商	0.44	是
上游供应商	0.38	是
上游供应商	0.38	是
上游供应商	0.32	是
上游供应商	0.30	是

资料来源：公司公告

4. 经营效率

公司经营效率较高，相关指标整体处于行业中上水平。

从经营效率指标看，2020—2022年，公司销售债权周转次数和存货周转次数均波动下降；总资产周转次数持续下降。整体，公司经营效率仍属较高。

表11 公司经营效率指标情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
销售债权周转次数 (次)	53.88	57.20	45.98
存货周转次数 (次)	8.84	9.28	7.00
总资产周转次数 (次)	1.47	1.28	1.06

资料来源：公司财务报告

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，运营效率良好。

表12 2022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	13.49	6.28	1.18
新乳业	16.78	10.23	1.05
三元股份	10.94	5.00	0.60
蒙牛乳业	23.68	8.23	0.86
中国飞鹤	46.94	3.96	0.64
伊利股份	48.62	7.00	1.06

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

公司主要在建项目数量众多，不存在重大的单项在建工程，公司投资压力尚可。

截至2022年底，公司主要在建项目数量为500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2022年底，针对上述主要在建项目，公司计划总投资162.77亿元，已累计投入131.23亿元。在建项目中，呼和浩特液态奶全球领先5G绿色生产人工智能应用示范项目和全球领先5G+工业互联网婴儿配方奶粉智能制造示范项目为非公开发行股票募投项目，募集资金承诺投资总额分别为33.40亿元和15.50亿元，截至2022年底已投入金额分别为16.99亿元和9.88亿元。考虑到公司的经营规模优势、现有资金余额等方面，投资压力尚可。

表13 截至2022年底公司主要在建项目情况

项目	项目预算 (亿元)	累计投入 (亿元)	工程进度 (%)	资金来源
液态奶项目	97.86	80.76	82.53	自有资金/募集资金
奶粉项目	29.09	28.32	97.36	自有资金/募集资金
冷饮项目	7.78	6.74	86.64	自有资金
酸奶项目	2.16	1.97	91.37	自有资金
其他项目	25.88	13.43	51.91	自有资金/募集资金
合计	162.77	131.23	--	--

资料来源：公司年度报告

6. 未来发展

公司未来的经营方针稳健可行，具有自身经营特色。

未来，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，作为发展指引，坚守“伊利即品质”，在以高质量发展为主线，实现消费者价值领先、社会价值领先、员工价值领先、企业价值领先的“全面价值领先”战略目标引领下，继续推动企业健康可持续发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年财务报告，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，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司2023年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2020年，公司纳入合并范围子公司109家。2021年，公司合并范围内新增子公司33家，不再纳入合并范围子公司2家，纳入合并范围子公司140家。2022年，公司纳入合并范围的一级子公司83家。

截至2022年底，公司合并资产总额1309.65亿元，所有者权益541.43亿元（含少数股东权益38.75亿元）；2022年，公司实现营业总收入1231.71亿元，利润总额106.30亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1472.54亿元，所有者权益575.79亿元（含少数股东权益40.69亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入334.41亿元，利润总额42.62亿元。

2. 资产质量

2020—2022年，随着经营规模扩大、非公开发行股票完成、对澳优乳业等收购，公司资产总额持续增长。截至2022年底，公司资产结构相对均衡。公司货币资金充裕，受限资产规模小，资产质量良好。

2020—2022年底，公司资产规模持续增长。截至2022年底，公司资产总额较上年底增长28.44%，主要系公司扩大经营规模及合并澳优乳业等增加所致。公司资产结构相对均衡。

表14 公司资产主要构成

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	283.81	39.89	501.55	49.19	614.63	46.93	713.98	48.49
货币资金	116.95	41.21	317.42	63.29	338.53	55.08	440.90	61.75
应收账款	16.16	5.70	19.59	3.91	30.88	5.02	28.65	4.01
存货	75.45	26.59	89.17	17.78	148.36	24.14	151.79	21.26
其他流动资产	40.28	14.19	34.14	6.81	52.86	8.60	51.16	7.17
非流动资产	427.74	60.11	518.07	50.81	695.02	53.07	758.56	51.51
长期股权投资	29.03	6.79	42.10	8.13	45.63	6.57	45.02	5.93
固定资产（合计）	233.43	54.57	293.79	56.71	337.35	48.54	336.76	44.39
在建工程（合计）	54.25	12.68	37.36	7.21	34.43	4.95	36.98	4.87

无形资产	15.36	3.59	16.09	3.11	46.48	6.69	46.93	6.19
商誉	3.62	0.85	3.06	0.59	49.54	7.13	48.94	6.45
其他非流动资产	29.52	6.90	35.18	6.79	87.21	12.55	150.61	19.86
资产总额	711.54	100.00	1019.62	100.00	1309.65	100.00	1472.54	100.00

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比和非流动资产科目占比分别为占流动资产合计和非流动资产合计的比例
资料来源：公司财务报告

（1）流动资产

2020—2022年底，流动资产规模持续增长。截至2022年底，流动资产较上年底增长22.55%，主要系存货和货币资金增加所致。

2020—2022年底，公司货币资金持续增长。截至2022年底，公司货币资金较上年底增长6.65%。货币资金中有6.95亿元受限资金，受限比例为2.05%，主要为伊利财务有限公司（以下简称“财务公司”）存放于中央银行的法定存款准备金。

2020—2022年底，公司应收账款持续增长。截至2022年底，公司应收账款账面价值较上年底增长57.65%，主要系合并范围新增澳优乳业以及公司对电商的应收账款增加所致。应收账款账龄以一年以内为主（占97.91%），累计计提坏账1.06亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为11.67亿元，占比为36.54%。

2020—2022年底，公司存货持续增长。截至2022年底，公司存货较上年底增长66.38%，主要系合并范围新增澳优乳业以及公司半成品、库存商品增加所致。存货主要由原材料（占44.84%）、库存商品（占29.45%）和半成品（占21.70%）构成，累计计提跌价准备5.37亿元，计提比例为3.49%。

2020—2022年底，公司其他流动资产波动增长。截至2022年底，公司其他流动资产较上年底增长54.81%，主要系子公司惠商小贷和财务公司的短期小额贷款、惠商保理的应收保理款增加所致。

（2）非流动资产

2020—2022年底，公司非流动资产规模持续增长。截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长34.15%，主要系固定资产、无形资产、商誉及其他非流动资产增加所致。

2020—2022年底，公司长期股权投资持续增

长。截至2022年底，公司长期股权投资45.63亿元，较上年底增长8.38%，主要构成为China Youran Dairy Group Limited股权。

2020—2022年底，公司固定资产（合计）持续增长。截至2022年底，公司固定资产（合计）较上年底增长14.83%，主要系在建工程转入固定资产及合并范围新增澳优乳业增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物（169.84亿元）和机器设备（149.74亿元）构成，累计计提折旧196.45亿元；固定资产成新率63.84%，成新率尚可。

2020—2022年底，公司在建工程（合计）持续下降。截至2022年底，公司在建工程（合计）较上年底下降7.84%，主要系公司部分在建工程投产转入固定资产所致。

2020—2022年底，公司无形资产持续增长。截至2022年底，公司无形资产较上年底增长188.85%，主要系合并澳优乳业增加软件资料及开发、商标权等资产所致。公司无形资产主要由商标权（19.80亿元）、土地使用权（11.39亿元）及软件资料及开发（10.63亿元）构成，累计摊销8.22亿元，计提减值准备1.49亿元。

2020—2022年底，公司商誉波动增长。截至2022年底，公司商誉较上年底大幅增长，主要系金港控股收购澳优乳业确认43.51亿元商誉所致。

2020—2022年底，公司其他非流动资产持续增长。截至2022年底，公司其他非流动资产较上年底增长147.89%，主要系公司购买期限超过一年的大额存单（账面价值62.36亿元）所致。

截至2022年底，公司所有权或使用权受限资产占资产总额的2.16%，资产受限比例低。

表 15 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例 (%)	受限原因
货币资金	6.95	0.53	存放中央银行法定存款准备金、担保保证金、期货保证金、信用证保证金、定期存款
存货	9.87	0.75	银行借款质押

固定资产	9.11	0.70	银行借款抵押的房屋建筑物、机器设备等固定资产
无形资产	0.26	0.02	银行借款抵押
投资性房地产	1.17	0.09	银行借款抵押
应收账款	0.89	0.07	银行借款质押
合计	28.25	2.16	

资料来源：公司年度报告

截至2023年3月底，公司合并资产总额较上年底增长12.44%，主要系公司取得借款收到的现金到账导致货币资金增加所致。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

受益于未分配利润增加，2021 年完成股票非公开发行，以及合并范围新增澳优乳业，2020—2022 年底，公司所有者权益持续增加。截至2022 年底，公司所有者权益结构稳定性一般。

2020—2022 年底，公司所有者权益持续增加。截至2021 年底，公司所有者权益487.91 亿元，较上年底增长59.80%，主要系公司利润积累以及完成非公开发行股票所致。截至2022 年

底，公司所有者权益541.43 亿元，较上年底增长10.97%，主要系公司利润积累及非全资合并澳优乳业导致少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为92.84%，少数股东权益占比为7.16%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占11.82%、26.29%、-0.15%和50.95%。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2023 年3 月底，公司所有者权益575.79 亿元，较上年底增长6.35%，主要系公司利润积累所致。所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2020—2022 年底，随着公司短期借款的快速增加，以及合并范围新增澳优乳业，公司负债总额持续增加，负债以流动负债为主；公司债务不断增长，以短期债务为主，债务负担一般。

2020—2022 年底，随着公司经营规模扩大，公司负债规模持续增长。截至2022 年底，公司负债总额较上年底增长44.48%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 16 公司负债主要构成

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	347.68	85.59	432.96	81.43	621.70	80.93	702.59	78.35
短期借款	69.57	20.01	125.96	29.09	267.99	43.11	396.43	56.42
应付账款	113.76	32.72	136.60	31.55	159.26	25.62	147.64	21.01
合同负债	60.56	17.42	78.91	18.23	89.13	14.34	58.09	8.27
非流动负债	58.53	14.41	98.75	18.57	146.53	19.07	194.17	21.65
长期借款	13.75	23.49	53.80	54.48	92.98	63.46	135.90	69.99
应付债券	37.62	64.28	31.88	32.28	34.82	23.77	34.36	17.70
递延所得税负债	4.66	7.95	3.75	3.79	10.04	6.85	10.41	5.36
负债总额	406.22	100.00	531.71	100.00	768.22	100.00	896.75	100.00

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比和非流动负债科目占比分别为占流动负债合计和非流动负债合计的比例
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2020—2022 年底，公司流动负债持续增长。截至2022 年底，公司流动负债较上年底增长43.59%，主要系短期借款增长所致。

2020—2022 年底，公司短期借款持续增长。截至2022 年底，公司短期借款较上年底增长112.76%，主要系随着经营规模扩大，公司营运资金需求增加，票据贴现借款等银行借款增加所

致。短期借款主要由抵押借款（16.20 亿元）、信用借款（139.80 亿元）及票据贴现借款（112.00 亿元）构成。

2020—2022 年底，公司应付账款持续增长。截至2022 年底，公司应付账款较上年底增长16.59%，主要系原辅材料等货款和营销及运输费增加所致。

2020—2022 年底，公司合同负债持续增长。截至 2022 年底，公司合同负债较上年底增长 12.94%，主要系公司扩大经营规模所致。合同负债全部为货款。

2020—2022 年底，公司非流动负债持续增长。截至 2022 年底，公司非流动负债 146.53 亿元，较上年底增长 48.38%，主要系长期借款增加所致。

2020—2022 年底，公司长期借款持续增长。截至 2022 年底，公司长期借款较上年底增长 72.82%，主要对应公司购建固定资产等长期资产所需资金需求；长期借款由信用借款（84.13 亿元）和抵押借款（8.86 亿元）构成。

2020—2022 年底，公司应付债券波动下降。截至 2022 年底，公司应付债券较上年底增长 9.24%，主要系汇率变动所致；公司应付债券全部为发行的高级无抵押定息美元债券。

2020—2022 年底，公司递延所得税负债波动增长。截至 2022 年底，公司递延所得税负债较上年底增长 168.04%，主要系合并澳优乳业所致。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 896.75 亿元，较上年底增长 16.73%，主要系公司短期借款和长期借款增加所致。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2020—2022 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长率为 65.75%；全部债务中短期债务所占比例较高，分别为 66.09%、60.34%和 68.63%。截至 2022 年底，公司全部债务 417.67 亿元，较上年底增长 84.40%；债务结构方面，短期债务占 68.63%，长期债务占 31.37%。从债务指标来看，2020—2022 年，公司资产负债率波动增长，分别为 57.09%、52.15%和 58.66%；全部债务资本化比率波动增长，分别为 33.24%、31.71%和 43.55%；长期债务资本化比率持续增长，分别为 14.45%、15.55%和 19.49%。

截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 588.64 亿元，较上年底增长 40.93%，主要系公司新增短期借款导致短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 70.62%，长期债务占 29.38%，以短

期债务为主。从债务指标来看，截至 2023 年 3 月底，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 60.90%、50.55%和 23.10%，较上年底分别提高 2.24 个百分点、7.00 个百分点和 3.61 个百分点。

4. 盈利能力

2020—2022 年，公司营业总收入逐年增长；公司盈利能力较为稳健。

2020—2022 年，公司营业总收入和利润总额呈增长态势，年均复合增长率分别为 12.75%和 14.21%。具体分析请见本报告“七、经营分析”。

表 17 公司收入和盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	968.86	1105.95	1231.71	334.41
营业成本	674.53	764.17	831.19	220.72
期间费用	214.42	241.14	288.18	71.94
其中：销售费用	168.84	193.15	229.08	57.08
管理费用	38.83	42.27	53.43	14.02
研发费用	4.87	6.01	8.22	1.50
财务费用	1.88	-0.29	-2.55	-0.66
投资收益	6.00	4.61	2.44	-0.25
利润总额	81.50	101.12	106.30	42.62
营业利润率	29.81	30.30	31.92	33.51
总资本收益率	16.60	13.36	11.18	--
净资产收益率	23.25	17.90	17.21	--

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2020—2022 年，公司期间费用总额持续增长。2022 年，公司期间费用总额为 288.18 亿元，同比增长 19.51%，主要系职工薪酬增加及合并范围新增澳优乳业所致。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 79.49%、18.54%、2.85%和 -0.88%。其中，销售费用同比增长 18.60%；管理费用同比增长 26.40%；研发费用同比增长 36.69%；财务费用为 -2.55 亿元，主要系利息收入增加所致。2022 年，公司期间费用占营业总收入的 23.40%，同比上升 1.59 个百分点。

2020—2022 年，公司投资收益持续下降。2022 年，公司投资收益同比下降 47.12%，主要系公司对联营企业的投资收益减少所致；投资收益占营业利润比重为 2.25%。

2020—2022年，公司其他收益持续增长。2022年，公司其他收益同比增长19.15%，主要系公司确认为其他收益的政府补助增加所致，其中投资建厂时地方政府按承诺扶持条件给予的扶持资金为6.61亿元；其他收益占营业利润比重为8.88%。

2020—2022年，公司资产减值损失持续增长。2021年，公司计提资产减值损失4.27亿元，主要系计提存货跌价准备2.11亿元所致。2022年，公司计提资产减值损失7.92亿元，主要系计提存货跌价准备5.92亿元以及对THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED计提商誉减值1.64亿元所致。

盈利指标方面，2020—2022年，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降；营业利润率持续增长。公司各盈利指标表现很强。与同行业其他企业相比，公司经营效率指标表现处于行业较高水平。

表 18 2022 年同行业企业盈利能力指标情况

证券简称	营业收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬 率 (%)	净资产收益 率 (%)
光明乳业	282.15	18.65	2.69	3.71
新乳业	100.06	24.04	5.78	13.58
三元股份	80.03	25.58	1.64	0.32
蒙牛乳业	925.93	35.30	--	--
中国飞鹤	213.11	65.46	--	--
伊利股份	1226.98	32.26	9.19	17.21

注：1.净资产收益率=净利润/所有者权益*100%；2.总资产报酬率=(利润总额+财务费用中的利息费用)/总资产*100
资料来源：Wind

2023年1—3月，公司实现营业总收入同比增长7.71%；营业成本同比增长8.91%；实现利润总额同比增长3.85%。

5. 现金流

2020—2022 年，公司经营活动现金流入规模持续增长，收入实现质量较高，经营活动现金流净流出额波动增长；公司存在购置长期资产和对外并购资金支出需求，并有序开展权益和债务融资。

表 19 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1080.94	1242.52	1378.18	346.27
经营活动现金流出小计	982.43	1087.24	1243.98	333.46
经营现金流量净额	98.52	155.28	134.20	12.81
投资活动现金流入小计	14.63	3.84	14.86	1.09
投资活动现金流出小计	105.06	81.81	210.00	86.76
投资活动现金流量净额	-90.43	-77.97	-195.14	-85.67
筹资活动前现金流量净额	8.09	77.31	-60.93	-72.86
筹资活动现金流入小计	748.05	1398.29	2457.32	798.46
筹资活动现金流出小计	748.51	1278.84	2369.51	633.24
筹资活动现金流量净额	-0.47	119.45	87.81	165.21
现金收入比 (%)	109.43	110.28	108.46	97.84

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020—2022 年，随着公司扩大经营规模及合并范围纳入澳优乳业，公司经营活动现金流入、经营活动现金流出均持续增长；经营活动现金净额波动增长。同期，公司现金收入有所波动，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入波动增长；投资活动现金流出波动增长，2022 年同比大幅增加，主要系公司收购澳优乳业支付的现金以及购买大额存单增加；投资活动现金净流出额波动增长。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入持续增长；筹资活动现金流出持续增长。2021 年和 2022 年，筹资活动现金净额均为净流入，主要系公司开展权益和债务融资所致。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流入同比增长 14.23%；经营活动现金流出同比增长 11.63%；经营活动现金净流入同比增长 190.25%。公司投资活动现金净流出同比增长 14.94%；筹资活动现金净流入同比增长 27.46%。

6. 偿债指标

公司偿债能力指标表现良好，融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2020—2022年，公司流动比率和速动比率有所变动，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2020—2022年，公司现金短期债务比有所变动，现金类资产对短期债务

的保障程度很高。整体看，公司短期偿债能力指标表现良好。

从长期偿债指标看，2020—2022年，公司EBITDA持续增长；EBITDA利息倍数持续下降，EBITDA对利息的覆盖程度很高；全部债务/EBITDA持续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度仍属很高。整体看，公司长期债务偿债表现良好。

表 20 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债能力	流动比率（%）	81.63	115.84	98.86	101.62
	速动比率（%）	59.93	95.25	75.00	80.02
	经营现金/流动负债（%）	28.34	35.86	21.59	1.82
	经营现金/短期债务（倍）	0.98	1.14	0.47	0.03
	现金类资产/短期债务（倍）	1.19	2.34	1.19	1.07
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	110.87	143.43	161.00	--
	全部债务/EBITDA（倍）	1.37	1.58	2.59	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.65	0.69	0.32	--
	EBITDA/利息支出（倍）	22.35	17.72	11.48	--
	经营现金/利息支出（倍）	19.86	19.18	9.57	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

对外担保方面，截至2022年底，公司对外担保余额合计23.40亿元（不含对子公司的担保），其中惠商担保对供应商及客户担保23.00亿元，公司本部对关联方呼和浩特市伊兴乳业投资管理有限公司担保0.40亿元，担保比率极低。

未决诉讼方面，截至2022年底，公司无重大（涉案金额占公司最近一期经审计净资产绝对值10%以上）的未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年底，公司共计获得银行授信额度769.24亿元，已使用授信额度339.59亿元，尚可使用授信额度429.65亿元，融资渠道畅通。公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

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，公司下属财务公司可以在集团内部提供融资便利，对提升本部偿债能力提供良好支撑。

公司本部是经营和投融资主体。截至 2022 年底，公司本部资产总额 964.45 亿元，较上年底增长 20.79%。其中，流动资产占 38.26%，主要由货币资金（占 47.71%）、预付款项（占 28.56%）、存货（占 8.21%）和其他流动资产（占 10.73%）构成；非流动资产占 61.74%，主要由长期股权投资（占 77.54%）、固定资产（占 6.49%）和其他非流动资产（占 11.26%）构成。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 543.80 亿元，较上年底增长 31.83%。其中，流动负债占 85.13%，主要由短期借款（占 12.01%）、应付票据（占 34.70%）、应付账款（占 23.02%）和合同负债（占 16.79%）构成；非流动负债占 14.87%，主要由长期借款（占 98.52%）构成。截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 420.65 亿元，较上年底增长 9.00%。所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和盈余公积分别占 15.21%、31.42%、48.00%和 7.61%。

2022 年，公司本部营业总收入为 1100.88 亿元，利润总额为 103.36 亿元。同期，公司本部投资收益为 39.76 亿元。

2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 315.35 亿元，投资活动现金流净额-157.35 亿元，筹资活动现金流净额-229.48 亿元。

公司下属财务公司可以对成员单位办理财务和融资顾问，信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；经批准的保险代理业务；办理成员单位之间的委托贷款；对成员单位办理票据承兑与贴现；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；从事同业拆借；成员单位产品的买方信贷。

九、结论

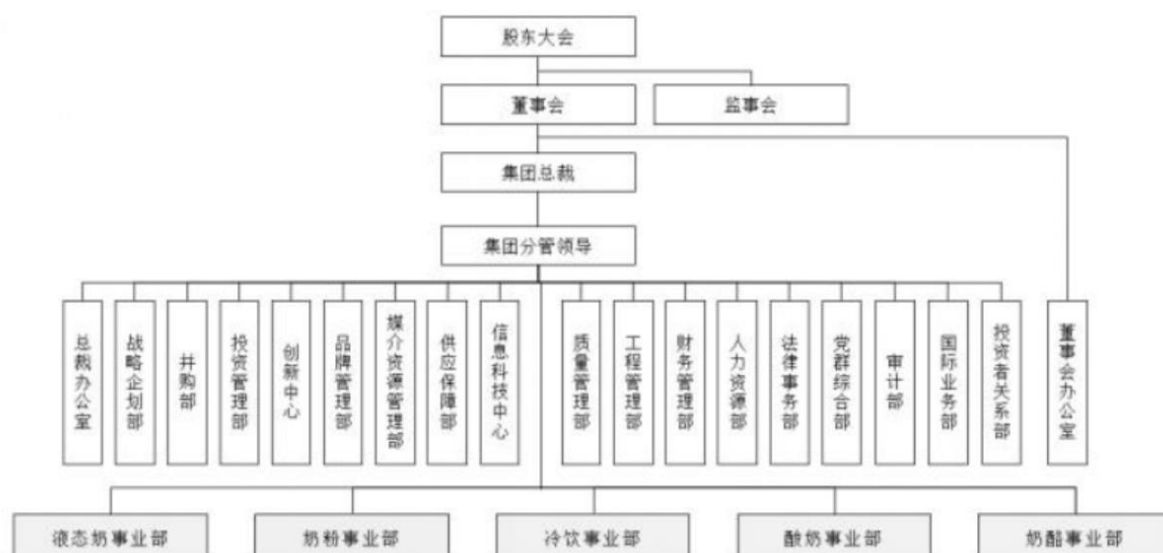
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底内蒙古伊利实业集团股份有限公司前十名股东持股情况

股东名称	持股比例（%）	质押、标记或冻结情况	
		股份状态	数量（万股）
香港中央结算有限公司	16.35	未知	--
呼和浩特投资有限责任公司	8.42	质押	20713.19
潘刚	4.48	质押	21059.76
中国证券金融股份有限公司	2.85	未知	--
中国银行股份有限公司－易方达蓝筹精选混合型证券投资基金	1.81	未知	--
赵成霞	1.44	质押	5661.12
刘春海	1.43	质押	5614.25
交通银行股份有限公司－易方达上证 50 指数增强型证券投资基金	1.06	未知	--
中国工商银行－上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	0.79	未知	--
全国社保基金一零六组合	0.68	未知	--

资料来源：公司公告

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底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 1-3 截至 2022 年底内蒙古伊利实业集团股份有限公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	
			直接	间接
香港金港商贸控股有限公司	154990 万美元	商贸	100.00	--
伊利财务有限公司	100000	金融	100.00	--
惠商商业保理有限公司	200000	保付代理	100.00	--
内蒙古金灏伊利乳业有限责任公司	362000	乳制品的生产及销售	100.00	--
内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司	150000	小额贷款	100.00	--
利质美(上海)投资有限公司	55000	实业投资、食品流通	100.00	--
China Youran Dairy Holding Limited	2.59	投资	100.00	--
宁夏伊利乳业有限责任公司	81088	乳制品的生产及销售	100.00	--
内蒙古金泽伊利乳业有限责任公司	215000	乳制品的生产及销售	100.00	--
伊利国际发展有限公司	18408 万美元	贸易	100.00	--

资料来源：公司年度报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	119.61	319.28	340.45	446.19
资产总额（亿元）	711.54	1019.62	1309.65	1472.54
所有者权益（亿元）	305.33	487.91	541.43	575.79
短期债务（亿元）	100.48	136.67	286.63	415.69
长期债务（亿元）	51.55	89.84	131.04	172.95
全部债务（亿元）	152.04	226.51	417.67	588.64
营业总收入（亿元）	968.86	1105.95	1231.71	334.41
利润总额（亿元）	81.50	101.12	106.30	42.62
EBITDA（亿元）	110.87	143.43	161.00	--
经营性净现金流（亿元）	98.52	155.28	134.20	12.81
财务指标				
销售债权周转次数（次）	53.88	57.20	45.98	--
存货周转次数（次）	8.84	9.28	7.00	--
总资产周转次数（次）	1.47	1.28	1.06	--
现金收入比（%）	109.43	110.28	108.46	97.84
营业利润率（%）	29.81	30.30	31.92	33.51
总资本收益率（%）	16.60	13.36	11.18	--
净资产收益率（%）	23.25	17.90	17.21	--
长期债务资本化比率（%）	14.45	15.55	19.49	23.10
全部债务资本化比率（%）	33.24	31.71	43.55	50.55
资产负债率（%）	57.09	52.15	58.66	60.90
流动比率（%）	81.63	115.84	98.86	101.62
速动比率（%）	59.93	95.25	75.00	80.02
经营现金流动负债比（%）	28.34	35.86	21.59	--
现金短期债务比（倍）	1.19	2.34	1.19	1.07
EBITDA 利息倍数（倍）	22.35	17.72	11.48	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.37	1.58	2.59	--

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. 2020 年财务数据使用 2021 年追溯调整数，2023 年一季度财务数据未经审计；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

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	63.56	247.31	177.26	307.40
资产总额（亿元）	568.04	798.42	964.45	1134.15
所有者权益（亿元）	224.37	385.93	420.65	469.11
短期债务（亿元）	87.68	114.71	218.87	327.06
长期债务（亿元）	17.00	42.66	80.00	127.03
全部债务（亿元）	104.68	157.37	298.87	454.08
营业收入（亿元）	930.92	1053.49	1100.88	298.46
利润总额（亿元）	76.32	90.67	103.36	55.67
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	167.93	198.33	315.35	124.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	66.50	79.09	70.74	--
存货周转次数（次）	39.43	45.58	31.80	--
总资产周转次数（次）	1.74	1.54	1.25	--
现金收入比（%）	110.33	111.69	109.74	99.99
营业利润率（%）	24.01	24.75	26.07	26.46
总资本收益率（%）	23.05	16.68	14.65	--
净资产收益率（%）	32.37	21.78	22.65	--
长期债务资本化比率（%）	7.04	9.95	15.98	21.31
全部债务资本化比率（%）	31.81	28.97	41.54	49.19
资产负债率（%）	60.50	51.66	56.38	58.64
流动比率（%）	42.03	90.60	79.70	89.26
速动比率（%）	37.74	85.01	73.16	84.43
经营现金流流动负债比（%）	51.54	53.73	68.12	--
现金短期债务比（倍）	0.72	2.16	0.81	0.94
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. 2020 年财务数据使用 2021 年追溯调整数；2023 年一季度财务数据未经审计；3. 公司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

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	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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%
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 内蒙古伊利实业集团股份有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。