

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

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5462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

二〇二四年六月二十六日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。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。

三、本报告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。

四、该评级结果自 2024 年 6 月 26 日至 2025 年 6 月 25 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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、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。

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

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2024/06/26

主体概况 内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“公司”）截至 2023 年底注册资本为 63.66 亿元，公司无控股股东和实际控制人；公司主营业务包括各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售等，适用联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）一般工商企业信用评级方法。

评级观点 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综合竞争优势。2021—2023 年，公司主要产品产销规模持续扩大，营业总收入持续增长，盈利能力指标表现良好；融资渠道畅通，财务弹性良好。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。整体上，公司货币资金充裕，资产结构相对均衡，受限资产规模小，资产质量良好；虽然公司债务规模有所扩大，但考虑到公司 EBITDA、经营活动现金流等表现良好，货币资金充裕，整体偿债指标表现很强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 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。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：食品污染、食品安全等问题严重影响公司产品产能或计提大额资产减值，导致生产经营规模急剧下滑；其他对公司经营和财务等方面产生的重大不利影响。

优势

- **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。2023 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乳业榜首。根据凯度消费者指数《2023 年品牌足迹》中国市场报告，“伊利”凭借近 13 亿的消费者触及数，连续 8 年位列中国市场消费者首选品牌榜榜首。
- **公司盈利能力较为稳健。**2021—2023 年，公司营业总收入和利润总额均呈增长态势；公司营业利润率持续提高，净资产收益率波动提高，盈利能力较为稳健。
- **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。**2021—2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，货币资金充裕，对债务形成良好保障；公司为上市公司，具备直接融资渠道，尚未使用银行授信额度充足。
- **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，增强了公司的资本实力。
- **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

- **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。
- **公司债务规模增大，短期债务占比较高。**2021—2023 年，公司全部债务中，短期债务所占比例分别为 60.34%、68.63%和 73.63%。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	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	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：				--
评级结果				AAA

：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

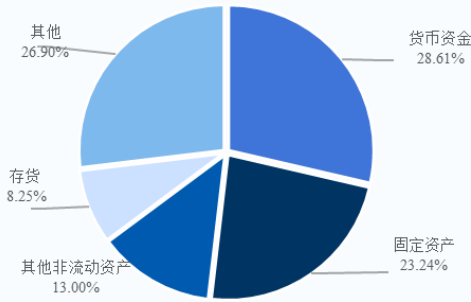
主要财务数据

合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	319.28	340.45	436.03	557.71
资产总额（亿元）	1019.62	1309.65	1516.20	1610.45
所有者权益（亿元）	487.91	541.43	573.20	628.96
短期债务（亿元）	136.67	286.63	432.31	536.60
长期债务（亿元）	89.84	131.04	154.84	150.87
全部债务（亿元）	226.51	417.67	587.15	687.47
营业总收入（亿元）	1105.95	1231.71	1261.79	325.77
利润总额（亿元）	101.12	106.30	117.21	69.24
EBITDA（亿元）	143.43	161.00	183.45	--
经营性净现金流（亿元）	155.28	134.20	182.90	22.68
营业利润率（%）	30.30	31.92	32.22	35.46
净资产收益率（%）	17.90	17.21	17.94	--
资产负债率（%）	52.15	58.66	62.19	60.95
全部债务资本化比率（%）	31.71	43.55	50.60	52.22
流动比率（%）	115.84	98.86	90.24	98.14
经营现金流动负债比（%）	35.86	21.59	23.80	--
现金短期债务比（倍）	2.34	1.19	1.01	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	17.72	11.48	8.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.58	2.59	3.20	--

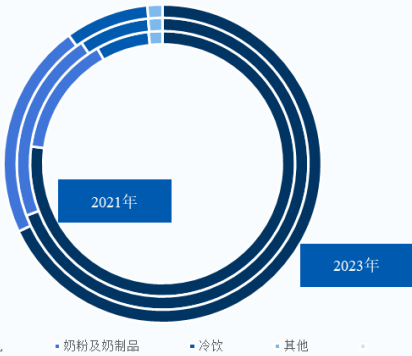
公司本部口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	798.42	964.45	1175.13	1290.05
所有者权益（亿元）	385.93	420.65	434.60	514.28
全部债务（亿元）	157.37	298.87	471.43	561.26
营业总收入（亿元）	1053.49	1100.88	1122.47	293.29
利润总额（亿元）	90.67	103.36	88.46	82.68
资产负债率（%）	51.66	56.38	63.02	60.13
全部债务资本化比率（%）	28.97	41.54	52.03	52.18
流动比率（%）	90.60	79.70	69.24	82.30
经营现金流动负债比（%）	53.73	68.12	13.42	--

注：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
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

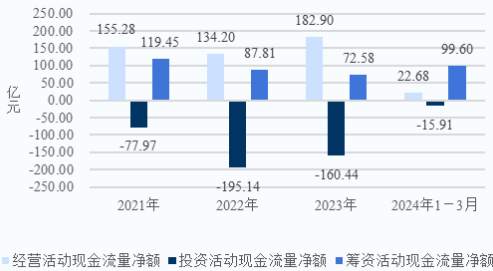
2023 年底公司资产构成



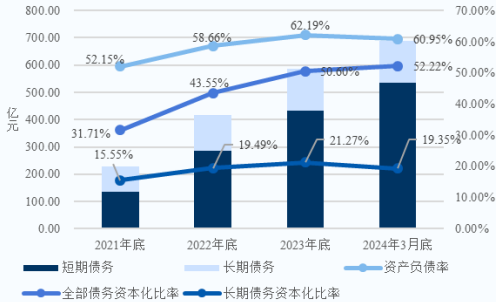
2021—2023 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



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	2023/6/25	华艾嘉 李敬云	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

评级项目组

项目负责人：华艾嘉 huaaj@lhratings.com

项目组成员：肖怀玉 xiaohy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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 2024 年 3 月底，公司总股本为 63.66 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，适用联合资信一般工商企业信用评级方法。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设液态奶、婴幼儿营养品、成人营养品、冷饮、酸奶和奶酪等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 2023 年底，公司合并资产总额 1516.20 亿元，所有者权益 573.20 亿元（含少数股东权益 37.81 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 1261.79 亿元，利润总额 117.21 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 1610.45 亿元，所有者权益 628.96 亿元（含少数股东权益 37.99 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 325.77 亿元，利润总额 69.24 亿元。

公司注册地址：内蒙古自治区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

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

三、行业分析

1 行业概况

经过多年的发展，中国乳制品行业已形成较大规模，市场集中度提高。2023 年，乳制品行业整体景气偏弱。

乳制品行业是中国食品产业的重要组成部分，其产业链上游是奶牛养殖，中间是液体乳、乳粉和其他乳制品的加工制造，下游环节即超市、便利店、自助售货机等网点的终端销售。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，2023 年，县城及县级市城区购买常温液态乳品的家庭户数，较 2022 年增长了 2.6%，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。根据国家统计局数据，2023 年，我国牛奶产量和乳制品产量同比均实现增长，增速分别为 6.7% 和 3.1%，产量分别达到 4197 万吨和 3054 万吨，牛奶产量增速高于乳制品产量增速。2023 年以来，我国主产区生鲜乳平均价格呈下降趋势。2023 年以来，中国乳制品制造 PPI 指数波动下行；2023 年液体乳及乳制品 CPI 指数同比下降。乳制品行业整体景气度偏弱。

图表 1 • 中国乳制品制造和消费情况



资料来源: Wind

2 行业竞争

中国乳制品市场已经呈现出高度集中的竞争格局,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。

图表 2 • 港股、A 股乳制品上市公司营业总收入前十名情况 (单位: 亿元)

证券简称	2021 年营业总收入	证券简称	2022 年营业总收入	证券简称	2023 年营业总收入
伊利股份	1105.95	伊利股份	1231.71	伊利股份	1261.79
蒙牛乳业	884.56	蒙牛乳业	929.44	蒙牛乳业	990.95
光明乳业	292.06	光明乳业	282.15	光明乳业	264.85
中国飞鹤	228.59	中国飞鹤	213.36	中国飞鹤	196.49
优然牧业	153.67	优然牧业	180.84	优然牧业	187.40
新乳业	89.67	现代牧业	123.26	现代牧业	134.84
澳优	88.83	新乳业	100.06	新乳业	109.87
三元股份	77.31	三元股份	80.03	三元股份	78.41
现代牧业	70.92	澳优	77.99	澳优	73.86

资料来源: Wind

3 行业政策

乳制品行业面临的政策环境良好。

乳制品行业的主要监管政策有国务院于 2008 年发布的《乳品质量安全监督管理条例》(国务院令第 536 号)、工信部与发改委于 2009 年发布的《乳制品工业产业政策(2009 年修订)》(工联产业(2009)第 48 号)、《中华人民共和国食品安全法》及后期修订本。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。在《扩大内需战略规划纲要(2022—2035 年)》《关于恢复和扩大消费措施的通知》等扩大内需、刺激经济发展政策的推动下,城乡居民的消费能力不断增强,消费市场持续恢复,或将带动乳品行业发展。

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 行业展望

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低于世界平均水平，对比日、韩人均年消费量，中国乳品行业仍有广阔的发展空间。

四、基础素质分析

1 竞争实力

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方面，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。2023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乳业榜首。根据凯度消费者指数《2023年品牌足迹》中国市场报告，“伊利”凭借近13亿的消费者触及数，连续8年位列中国市场消费者首选品牌榜榜首。

供应链方面，在全球战略的指引下，公司持续开拓海外市场，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2023年底，公司在全球拥有81个生产基地，综合产能为1609万吨/年。

技术创新方面，截至2023年底，公司累计获得国内外发明专利授权数量为838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。2023年，公司多项科研成果分别获得神农中华农业科技奖、内蒙古自治区科技进步奖一等奖、中国轻工业联合会科学技术进步奖一等奖、中国轻工业专利成果奖；多款创新产品分别获得中国食品工业协会科学技术奖、中国乳制品工业协会技术发明奖特等奖、塑料回收和再生“金苹果奖”等。

渠道方面，公司落实推进线上、线下全渠道数字化转型战略，拓展社交电商、O2O到家等新零售销售渠道。根据尼尔森与星图第三方市场调研数据，公司液态类乳品零售额市占份额为31.6%，为细分市场第一；婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为16.2%，较上年提升了1.6个百分点；成人奶粉零售额市占份额为23.3%，为细分市场第一；奶酪业务线下（现代）渠道零售额市占份额约16.9%，较上年提升了0.6个百分点；冷饮业务连续29年市场份额保持市场第一。

2 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2024年3月底，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3名）。高级管理人员中董事长兼总裁1名、副总裁2名（兼任公司董事）、董事会秘书1名。

公司董事长兼总裁潘刚先生，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，中华全国工商联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。

截至 2023 年底，公司在岗员工总数 64305 人。其岗位及学历分布符合所处行业特点。

图表 3 • 截至 2023 年底公司人员构成情况

分类		人数	分类		人数
专业构成类别	生产人员	21417	教育程度类别	博士研究生	74
	销售人员	20480		硕士研究生	1912
	技术人员	13312		本科	24832
	财务人员	1891		专科	21562
	行政人员	7205		高中及以下	15925

资料来源：联合资信根据公司年报整理

3 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 2024 年 5 月 13 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，均已正常偿还。

截至报告出具日，公司在公开市场发行过的债务融资工具偿还情况良好；联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家市场监督管理总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法失信案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和“信用中国”网站等主要信用信息平台中的异常记录。

五、管理分析

1 法人治理

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、监事会等构成的法人治理结构。根据《上市公司章程指引》等相关规定，结合公司股份总数、注册资本变动等情况，对《公司章程》进行多次修订，但治理结构、组织架构等情况未有较大变动。

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、产业链金融业务担保管理实施细则、公司关联交易管理制度、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。2023 年以来，公司根据相关规则等修订了部分制度，并制定了《会计师事务所选聘制度》等。

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。

资金管理方面，公司设立了专门的资金管理部门，制定了资金管理办法等制度，在确保资金安全性、流动性的基础上提高运营效率。

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》。

财务管理方面，公司制定了《会计核算管理制度》《应收账款管理办法》《应付账款、预收账款、其他应付款核销管理办法》等制度，形成了严格的财务管理制度，规范了公司筹资、投资和日常核算等各类财务活动，以防范财务风险。此外，公司建立了全面预算管理体系，制定了《预算管理制度》等制度，以明确各项预算指标的审批、分解、落实和考核，确保预算编制依据合理、方法得当，通过实施预算控制实现年度各项预算目标。

内部控制方面，公司制定了《内部控制评价制度》，明确了公司本部对事业部、下属子公司的管理、考核评价方法，并与预算、资金、资产等方面的管理制度共同保障对事业部、下属子公司的控制、管理。

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《关联交易管理制度》，对关联方识别、关联方交易、关联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

2021 年，公司完成非公开发行股票，资本实力得以增强。

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 2023 年底，公司已累计投入募集资金 97.13 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：

图表 4 • 公司非公开发行股票募集资金使用计划

项目名称	项目募集资金承诺投资总额 (亿元)	截至 2023 年底已投入募集资金 (亿元)
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	33.40	21.09
林甸液态奶生产基地项目	2.83	2.84
吴忠奶产业园伊利乳制品绿色智能制造项目	0.50	0.50
呼伦贝尔年产 53 万吨液态奶绿色生产及人工智能新模式示范应用项目	3.60	3.55
兴安盟面向液态奶行业“5G 工业互联网平台”应用智能制造新技术示范项目	9.90	9.23
全球领先 5G+工业互联网婴儿配方奶粉智能制造示范项目	15.50	13.17
长白山天然矿泉水项目	2.10	1.90

数字化转型和信息化升级项目	10.94	4.76
乳业创新基地项目	5.90	4.34
补充流动资金及偿还银行贷款项目	35.74	35.74
合计	120.41	97.13

资料来源：公司公告

2 收购澳优乳业股份有限公司

2022 年，公司完成对澳优乳业的收购，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。

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 2023 年底，澳优乳业资产总额为 100.34 亿元，负债总额为 42.85 亿元，股东权益为 57.49 亿元。2023 年，澳优乳业收入 73.82 亿元，净利润为 1.74 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

2021—2023 年，公司不断拓宽市场渠道、优化产品结构，营业收入和毛利率持续增长，带动利润总额逐年增长，盈利能力较为稳健。

公司主营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、奶粉及奶制品等。

2021—2023 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。2021—2023 年，液体乳为公司核心收入来源，公司通过构建销售渠道、通过有机业务引领产品品质升级并开拓功能性品类产品等方式实现相关业务收入增长。2021—2023 年，奶粉及奶制品业务持续增长，其中 2022 年大幅增长主要系公司于 2022 年合并澳优乳业，并调整产品结构及销售价格所致。2021—2023 年，冷饮业务实现增长，主要系公司持续推出新品、拓宽消费场景所致。

毛利率方面，2021—2023 年，公司综合毛利率小幅增长，主要系受益于原材料价格下降、优化产品结构等，液体乳业务毛利率有所提高所致；奶粉及奶制品和冷饮业务毛利率均略有下降。

2024 年 1—3 月，公司实现营业收入 324.63 亿元，同比下降 2.60%；营业利润率为 35.46%，同比上升 1.95 个百分点，变化不大。2024 年 1—3 月，实现利润总额 69.24 亿元，同比增长 62.46%，主要系公司处置非流动性资产导致投资净收益大幅增加所致。

图表 5 • 2021—2023 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 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	849.11	77.09%	28.33%	849.26	69.22%	29.11%	855.40	68.02%	30.36%
奶粉及奶制品	162.09	14.72%	39.22%	262.60	21.40%	41.06%	275.98	21.95%	38.14%
冷饮	71.61	6.50%	40.27%	95.67	7.80%	38.48%	106.88	8.50%	38.45%
其他	18.63	1.69%	--	19.45	1.59%	--	19.32	1.54%	--
合计	1101.44	100.00%	30.62%	1226.98	100.00%	32.26%	1257.58	100.00%	32.58%

注：其他业务包括担保、销售材料等
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 业务经营分析

(1) 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、婴幼儿营养品、成人营养品、冷饮、酸奶、奶酪六大产品业务群，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。

采购方面，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。公司在国内和新疆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、质量管理信息的系统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。2023 年，公司通过免费提供给合作牧场使用“伊起牛智慧牧业”生态系统带动其数智化转型与升级。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 60 天、90 天不等。

2023 年，公司向前五名供应商采购额 194.56 亿元，占年度采购总额 29.55%；前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额 19.19%。

图表 6 • 2023 年公司前五名供应商情况

供应商	是否为关联方	采购额（亿元）	占年度采购总额比例
供应商一	是	126.38	19.19%
供应商二	否	23.95	3.64%
供应商三	否	16.81	2.55%
供应商四	否	15.39	2.34%
供应商五	否	12.03	1.83%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

生产方面，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，品牌包括“伊利”“金典”“安慕希”“舒化”等。奶粉及奶制品的生产和销售分别由公司婴幼儿营养品、成人营养品事业部负责，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，品牌包括“巧乐兹”“甄稀”“冰工厂”“伊利牧场”“须尽欢”和“妙趣”等。公司通过实施“全球织网”计划布局生产基地，2021—2023 年，公司综合产能分别为 1413 万吨/年、1526 万吨/年和 1609 万吨/年，逐年增长，新建产能陆续释放。2021—2023 年，公司液体乳、奶粉及奶制品和冷饮产品生产规模均波动增长。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。2023 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业务成本较 2022 年分别减少 21.62 亿元、增加 3.05 亿元和减少 1.57 亿元。

图表 7 • 公司液体乳及乳制品产销情况

产品	项目	2021 年	2022 年	2023 年
液体乳	产量（万吨）	967.81	952.75	969.83
	销量（万吨）	961.27	949.49	969.47
奶粉及奶制品	产量（万吨）	24.89	36.49	34.70
	销量（万吨）	25.30	34.57	35.54
冷饮产品	产量（万吨）	47.95	64.44	62.62
	销量（万吨）	47.31	59.75	66.72

资料来源：联合资信根据公司资料整理

销售方面，2021—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，2023 年经销收入占 97.02%。公司销售收入和经销商集中于华北、华南和华中地区，截至 2023 年底，公司经销商数量合计 19497 个，同比减少 426 个，各地区经销商 2023 年平均收入较 2022 年均有所提高。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，2023 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 5.13%，占比变动较小，客户群体相对分散。

（2）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。

图表 8 • 2023 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	59.87	22.02	0.38
惠商小贷	31.53	17.87	0.48

资料来源：联合资信根据公司资料整理

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 2024 年 3 月底，惠商担保对外担保在保户数为 837 户，其中上游供应商在保户数为 88 户，下游经销商在保户数为 749 户；担保责任余额为 12.49 亿元。截至 2023 年底，惠商担保的担保逾期金额为 0.14 亿元，占其净资产比例很低。

图表 9 • 截至 2024 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（万元）	融资用途	执行反担保措施
上游供应商	2294.44	购买青贮	是
上游供应商	1583.33	购买青贮	是
上游供应商	1500.00	购买青贮	是
下游经销商	1499.83	购买公司产品	是
上游供应商	1458.28	购买奶牛、设备、青贮	是

资料来源：联合资信根据公司资料整理

3 经营效率

2021—2023 年，公司整体经营效率指标有所下降，但在所选同行业公司中处于中上水平。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所下降。与同行业上市公司对比，公司经营效率指标处于行业中上水平，运营效率良好。

图表 10 • 2021—2023 年公司经营效率情况

对比指标	对比指标	2021 年	2022 年	2023 年
公司合并口径	销售债权周转率（次）	57.20	45.98	38.50
	存货周转次数（次）	9.28	7.00	6.20
	总资产周转次数（次）	1.28	1.06	0.89
公司本部	销售债权周转率（次）	79.09	70.74	63.09
	存货周转次数（次）	45.58	31.80	26.41
	总资产周转次数（次）	1.54	1.25	1.05

资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 11 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	光明乳业	新乳业	三元股份	蒙牛乳业	中国飞鹤
存货周转次数（次）	6.20	5.48	10.63	4.58	8.75	3.23
应收账款周转率（次）	40.74	12.69	18.63	11.86	26.91	45.33
总资产周转次数（次）	0.89	1.09	1.19	0.67	0.85	0.55

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4 未来发展

公司未来战略重点围绕主业，稳健可行。

公司将以消费者需求为导向，聚焦健康食品领域，成为健康食品行业发展的引领者；推进国际化战略，提升全球品牌卓越运营能力；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，提升集团整体运营效率；推动公司可持续发展战略举措落地，助力实现“全面价值领先”战略目标。

根据行业发展情况，2024 年，公司计划实现营业总收入 1300 亿元，利润总额 147 亿元。前述经营目标受未来经营环境影响，存在一定的不确定性。

重要在建项目方面，公司在建项目 400 余项，不存在重大单项在建工程。考虑到公司的经营规模优势、现有资金余额等方面，公司投资压力尚可。

图表 12 • 截至 2023 年底公司重要在建项目情况

项目	项目预算（亿元）	工程累计投入占预算比例	资金来源
液态奶项目	85.37	78.59%	自有资金/募集资金
奶粉项目	59.81	75.35%	自有资金/募集资金
冷饮项目	18.69	70.16%	自有资金
酸奶项目	2.20	91.25%	自有资金
其他项目	42.55	54.43%	自有资金/募集资金
合计	208.62	--	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）¹对上述财务报告进行了审计，均为标准无保留意见。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2022 年，公司纳入合并范围的一级子公司 83 家。2023 年，公司新增 4 家子公司，纳入合并范围的一级子公司共计 87 家。整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

2021—2023 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，公司资产规模持续增长，货币资金充裕，受限资产规模小，资产质量良好。

2021—2023 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 21.94%，主要系货币资金等资产因经营积累而增长所致。流动资产方面，公司货币资金规模较大，且保持持续增长，截至 2023 年底受限货币资金为 10.50 亿元，占货币资金的 2.42%，主要为存放中央银行法定存款准备金。2021—2023 年底，公司应收账款波动增长，主要系公司经营规模扩大及 2022 年公司合并范围新增澳优乳业所致。截至 2023 年底，公司账龄为一年以内的应收账款账面余额占比 98.43%；前五大欠款方应收账款账面余额占比合计 39.88%。2021—2023 年底，公司存货波动增长，主要系公司合并范围新增澳优乳业及原奶等原材料价格波动所致；公司存货以原材料、库存商品和半成品为主，截至 2023 年底其账面余额分别占存货的 42.91%、30.99%和 22.76%，公司原材料价格受大宗商品波动影响较大，存在一定的存货跌价风险，2023 年公

¹ 2024 年 5 月，江苏证监局披露了《中国证券监督管理委员会江苏监管局行政处罚决定书（大华所）》（（2024）1 号），决定对大华所采取暂停从事证券服务业务 6 个月的行政处罚。

司对存货计提跌价准备 12.75 亿元。2021—2023 年底，公司其他流动资产持续增长，主要系子公司惠商小贷和伊利财务有限公司（以下简称“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。

非流动资产方面，2021—2023 年底，公司长期股权投资略有波动，主要由公司持有的 China Youran Dairy Group Limited 股权构成。2021—2023 年底，公司固定资产持续增长，主要系公司在建工程持续转固投产所致，主要由房屋及建筑物和机器设备构成，截至 2023 年底累计计提折旧 225.86 亿元。2021—2023 年底，公司无形资产和商誉均持续增长，并于 2022 年大幅增长，主要系金港控股收购澳优乳业增加软件资料及开发、商标权等无形资产及确认商誉所致。2021—2023 年底，公司其他非流动资产持续增长，主要系公司购买期限超过一年的大额存单所致，截至 2023 年底公司持有大额存单 176.30 亿元。截至 2023 年底，公司受限资产均为受限货币资金，占资产总额的 0.69%，受限比例很低。

图表 13 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	501.55	49.19%	614.63	46.93%	693.55	45.74%	796.96	49.49%
货币资金	317.42	31.13%	338.53	25.85%	433.72	28.61%	554.81	34.45%
应收账款	19.59	1.92%	30.88	2.36%	30.85	2.03%	30.36	1.89%
存货	89.17	8.75%	148.36	11.33%	125.12	8.25%	120.20	7.46%
其他流动资产	34.14	3.35%	52.86	4.04%	64.38	4.25%	52.39	3.25%
非流动资产	518.07	50.81%	695.02	53.07%	822.65	54.26%	813.49	50.51%
长期股权投资	42.10	4.13%	45.63	3.48%	44.08	2.91%	44.03	2.73%
固定资产	293.79	28.81%	337.35	25.76%	352.42	23.24%	356.16	22.12%
无形资产	16.09	1.58%	46.48	3.55%	47.29	3.12%	46.64	2.90%
商誉	3.06	0.30%	49.54	3.78%	51.60	3.40%	51.67	3.21%
其他非流动资产	35.18	3.45%	87.21	6.66%	197.13	13.00%	195.32	12.13%
资产总额	1019.62	100.00%	1309.65	100.00%	1516.20	100.00%	1610.45	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 6.22%，主要系公司取得借款收到现金到账所致。其中，流动资产占 49.49%，非流动资产占 50.51%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年底，公司所有者权益持续增长，未分配利润占比较高。

2021—2023 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.39%。截至 2023 年底，公司所有者权益 573.20 亿元，较上年底增长 5.87%，主要系公司利润积累所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.40%，少数股东权益占比为 6.60%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 11.89%、24.99%、-0.88%和 58.68%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大。

（2）负债

2021—2023 年底，公司负债和债务均有所增长，债务期限以短期为主。

2021—2023 年底，公司负债规模有所增长，年均复合增长 33.17%，公司负债以流动负债为主。2021—2023 年底，公司短期借款有所增长，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。截至 2023 年底短期借款主要由抵押借款（11.30 亿元）、信用借款（138.85 亿元）及票据贴现借款（247.40 亿元）构成。2021—2023 年底，公司应付账款波动增长，主要包括原辅材料等货款和营销及运输费；公司合同负债波动增长，均为货款；截至 2023 年底，预收款项大幅增加，为公司转让合众创亚（呼和浩特）包装有限公司预收的股权转让款。公司非流动负债以长期借款和应付债券为主，公司长期借款主要对应购建固定资产等长期资产所需资金需求，截至 2023 年底，公司长期借款由信用借款（117.05 亿元）构成。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	432.96	81.43%	621.70	80.93%	768.60	81.51%	812.06	82.74%
短期借款	125.96	23.69%	267.99	34.89%	397.55	42.16%	499.48	50.89%
应付票据	4.02	0.76%	8.81	1.15%	10.41	1.10%	9.37	0.95%
应付账款	136.60	25.69%	159.26	20.73%	137.99	14.63%	136.80	13.94%
预收款项	--	--	--	--	26.47	2.81%	--	--
合同负债	78.91	14.84%	89.13	11.60%	86.96	9.22%	51.16	5.21%
非流动负债	98.75	18.57%	146.53	19.07%	174.40	18.49%	169.43	17.26%
长期借款	53.80	10.12%	92.98	12.10%	117.05	12.41%	113.46	11.56%
应付债券	31.88	6.00%	34.82	4.53%	35.41	3.76%	35.48	3.61%
负债总额	531.71	100.00%	768.22	100.00%	943.00	100.00%	981.49	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

债务方面，2021—2023 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 61.00%，以短期债务为主，主要由短期借款构成。从债务指标来看，2021—2023 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续提高。截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 40.58%，主要系短期借款增加所致。

图表 15 • 公司债务及相关指标情况

指标	2021 年底	2022 年底	2023 年底
全部债务（亿元）	226.51	417.67	587.15
短期债务占全部债务比重	60.34%	68.63%	73.63%
资产负债率	52.15%	58.66%	62.19%
全部债务资本化比率	31.71%	43.55%	50.60%
长期债务资本化比率	15.55%	19.49%	21.27%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额 981.49 亿元，较上年底增长 4.08%，主要系短期借款增加所致。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 687.47 亿元，较上年底增长 17.09%，主要系短期借款增加所致，债务结构以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 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较上年底变动不大。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入和利润总额均持续增长，主要系经营规模持续扩大所致；整体看，公司盈利水平指标表现稳健。

2021—2023 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 6.85%，主要系营业收入增加所致；公司营业利润率持续增长；公司利润总额持续增长，年均复合增长 7.66%，具体分析请见本报告经营分析部分。

2021—2023 年，公司费用总额波动下降。2021—2023 年，公司费用总额分别占营业总收入的 21.80%、23.40%和 22.53%。公司费用主要由销售费用和管理费用构成，公司财务费用持续为负，主要由利息收入构成。2021—2023 年，公司其他收益持续增长，由政府补助构成；资产减值损失规模逐年增加，主要系公司原材料等存货价格波动导致计提跌价损失所致。

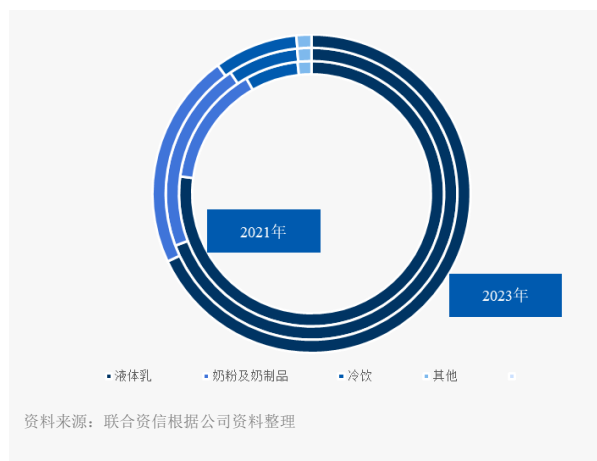
图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	1105.95	1231.71	1261.79
营业成本	764.17	831.19	847.89
费用总额	241.14	288.18	284.23
其他收益	8.09	9.64	10.98
资产减值损失	-4.27	-7.92	-15.26
利润总额	101.12	106.30	117.21
营业利润率	30.30%	31.92%	32.22%
总资本收益率	13.36%	11.18%	10.75%
净资产收益率	17.90%	17.21%	17.94%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

盈利指标方面，2021—2023 年，公司总资本收益率有所下降，净资产收益率略有波动；营业利润率持续增长。公司各盈利指标表现稳健。与同行业其他企业相比，公司盈利能力指标表现较好。

图表 17 • 2021—2023 年公司营业收入构成



图表 18 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	光明乳业	新乳业	三元股份	蒙牛乳业	中国飞鹤
营业收入（亿元）	1257.58	264.85	109.87	78.41	986.24	195.32
销售毛利率（%）	32.58	19.66	26.87	23.04	37.15	64.83
总资产报酬率（%）	9.18	4.21	7.36	3.69	--	--
净资产收益率（%）	17.94	7.27	16.58	4.14	--	--

注：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：联合资信根据公开信息整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金流入规模波动增长，收入实现质量较高；公司存在购置长期资产和对外并购资金支出需求，有序开展权益和债务融资。

从经营活动来看，2021—2023 年，随着业务规模扩大，公司经营活动现金流入和流出量均持续增长；经营活动现金净额持续净流入，且净流入规模波动增长。2021—2023 年，公司现金收入比有所波动，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2021—2023 年，公司投资活动主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产和并购项目支付现金，投资活动现金净额持续净流出。

从筹资活动来看，2021—2023 年，公司筹资活动现金流入量和流出量均持续增长，筹资活动现金流持续净流入，主要系公司开展权益和债务融资所致。

5 偿债指标

2021—2023 年，公司整体偿债能力指标表现良好，融资渠道较畅通。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率（%）	115.84	98.86	90.24
	速动比率（%）	95.25	75.00	73.96
	经营现金/流动负债（%）	35.86	21.59	23.80
	经营现金/短期债务（倍）	1.14	0.47	0.42
	现金类资产/短期债务（倍）	2.34	1.19	1.01

长期偿债指标	EBITDA（亿元）	143.43	161.00	183.45
	全部债务/EBITDA（倍）	1.58	2.59	3.20
	经营现金/全部债务（倍）	0.69	0.32	0.31
	EBITDA/利息支出（倍）	17.72	11.48	8.35
	经营现金/利息支出（倍）	19.18	9.57	8.32

注：经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

从短期偿债指标看，2021—2023 年，公司流动比率和速动比率均有所下降，公司流动资产对流动负债的保障程度有所下降；公司经营现金流动负债比率波动下降、经营现金/短期债务和现金短期债务比均有所下降，公司短期偿债能力指标表现有所下降。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 持续增长，对利息和全部债务覆盖程度很高。2023 年，公司 EBITDA 同比增长 13.94%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 22.09%）、计入财务费用的利息支出（占 11.95%）、利润总额（占 63.89%）构成。2021—2023 年，公司经营活动现金净流入规模波动增长，对全部债务和利息支出保障程度很高。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现很强。

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对外担保余额合计 15.75 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 15.32 亿元，公司本部对关联方呼和浩特市伊兴奶业投资管理有限公司担保 0.43 亿元，担保比率极低。

未决诉讼方面，截至 2023 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 2023 年底，公司尚可使用授信额度 432.76 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。

6 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 2023 年底，公司本部资产总额 1175.13 亿元，较上年底增长 21.85%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 37.04%，主要由货币资金（占 55.16%）、预付款项（占 21.85%）、存货（占 7.50%）和其他流动资产（占 11.18%）构成；非流动资产占 62.96%，主要由长期股权投资（占 68.63%）和其他非流动资产（占 22.73%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 240.10 亿元。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 740.54 亿元，较上年底增长 36.18%，主要由短期借款、应付票据和应付账款等流动负债构成；公司本部全部债务 471.43 亿元，以短期债务（360.32 亿元）为主。截至 2023 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.02% 和 52.03%。截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 434.60 亿元，较上年底增长 3.32%，所有者权益稳定性较高。在所有者权益中，实收资本为 63.66 亿元（占 14.65%）、资本公积合计 122.60 亿元（占 28.21%）、未分配利润合计 218.66 亿元（占 50.31%）、盈余公积合计 32.00 亿元（占 7.36%）。

2023 年，公司本部营业总收入为 1122.47 亿元，利润总额为 88.46 亿元，投资收益为 30.44 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 84.35 亿元，投资活动现金流净额-121.79 亿元，筹资活动现金流净额 99.85 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、ESG 分析

公司较为注重安全生产与环保投入，积极履行社会责任，治理结构和内控制度较完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好。

环境方面，公司建立了环境保护相关机制，2023 年投入环保资金 2.06 亿元。公司重视环境保护工作，严格贯彻落实《中华人民共和国环境保护法》《中华人民共和国水污染防治法》《中华人民共和国大气污染防治法》《中华人民共和国环境噪声污染防治法》及《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》等相关法律法规。根据公司披露信息，2023 年，公司为未发生环境污染事件。公司所有建设项目，按国家环境保护法律法规的要求，履行了环境影响评价及其他环境保护行政许可手续，办理了排污许可证。

社会责任方面，2023 年，公司披露了年度可持续发展报告，公司对外捐赠、公益项目总投入 2.82 亿元。2023 年，公司乡村振兴案例入选国家乡村振兴局《巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接年鉴 2022》、中国上市公司协会《上市公司乡村振兴典型案例》。

十、评级结论

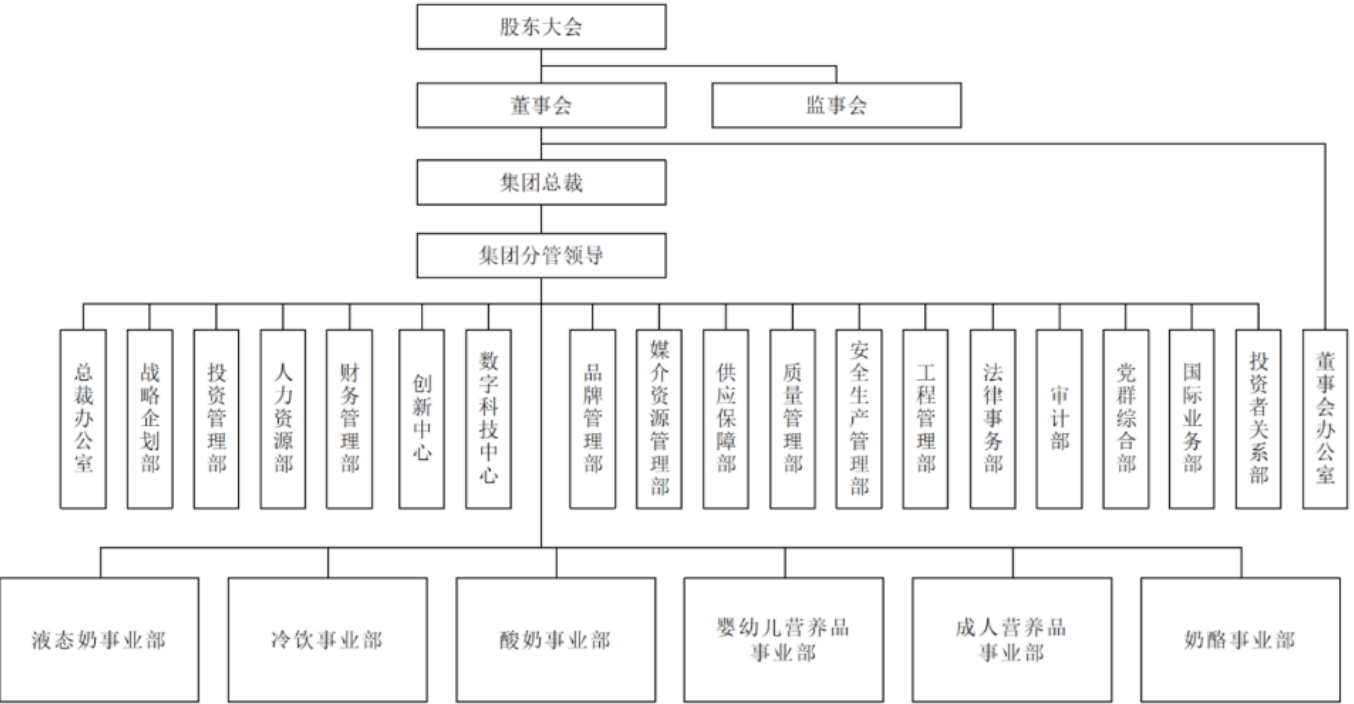
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司前十名股东持股情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	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	13.00%	未知	--
呼和浩特投资有限责任公司	8.46%	质押	19166.44
潘刚	4.50%	质押	19553.75
中国证券金融股份有限公司	2.87%	未知	--
中国人寿保险股份有限公司－传统－普通保险产品－005L－CT001 沪	1.87%	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	1.67%	未知	--
赵成霞	1.45%	质押	5887.00
中国工商银行股份有限公司－华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	1.08%	未知	--
刘春海	0.99%	质押	3856.20
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	0.86%	未知	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供资料

附件 1-3 公司子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	业务性质	注册资本金 (万元)	持股比例 (%)
香港金港商贸控股有限公司	商贸	206183 万美元	100.00
伊利财务有限公司	金融	100000	100.00
惠商商业保理有限公司	保付代理	200000	100.00
内蒙古金源伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	362000	100.00
内蒙古盛泰创业投资有限责任公司	投资	106420	100.00
内蒙古三森田企业管理有限公司	咨询服务、策划	3000	100.00
宁夏伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	81088	100.00
内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司	小额贷款	150000	100.00
China Youran Dairy Holding Limited	投资	2.59	100.00
内蒙古金泽伊利乳业有限责任公司	乳制品的生产及销售	215000	100.00

资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	319.28	340.45	436.03	557.71
应收账款（亿元）	19.59	30.88	30.85	30.36
其他应收款（亿元）	1.26	2.00	1.95	2.22
存货（亿元）	89.17	148.36	125.12	120.20
长期股权投资（亿元）	42.10	45.63	44.08	44.03
固定资产（亿元）	293.79	337.35	352.42	356.16
在建工程（亿元）	37.10	34.17	43.37	34.91
资产总额（亿元）	1019.62	1309.65	1516.20	1610.45
实收资本（亿元）	64.00	63.99	63.66	63.66
少数股东权益（亿元）	10.83	38.75	37.81	37.99
所有者权益（亿元）	487.91	541.43	573.20	628.96
短期债务（亿元）	136.67	286.63	432.31	536.60
长期债务（亿元）	89.84	131.04	154.84	150.87
全部债务（亿元）	226.51	417.67	587.15	687.47
营业总收入（亿元）	1105.95	1231.71	1261.79	325.77
营业成本（亿元）	764.17	831.19	847.89	208.44
其他收益（亿元）	8.09	9.64	10.98	2.33
利润总额（亿元）	101.12	106.30	117.21	69.24
EBITDA（亿元）	143.43	161.00	183.45	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1219.68	1335.94	1372.39	312.38
经营活动现金流入小计（亿元）	1242.52	1378.18	1432.05	325.24
经营活动现金流量净额（亿元）	155.28	134.20	182.90	22.68
投资活动现金流量净额（亿元）	-77.97	-195.14	-160.44	-15.91
筹资活动现金流量净额（亿元）	119.45	87.81	72.58	99.60
财务指标				
销售债权周转次数（次）	57.20	45.98	38.50	--
存货周转次数（次）	9.28	7.00	6.20	--
总资产周转次数（次）	1.28	1.06	0.89	--
现金收入比（%）	110.28	108.46	108.77	95.89
营业利润率（%）	30.30	31.92	32.22	35.46
总资本收益率（%）	13.36	11.18	10.75	--
净资产收益率（%）	17.90	17.21	17.94	--
长期债务资本化比率（%）	15.55	19.49	21.27	19.35
全部债务资本化比率（%）	31.71	43.55	50.60	52.22
资产负债率（%）	52.15	58.66	62.19	60.95
流动比率（%）	115.84	98.86	90.24	98.14
速动比率（%）	95.25	75.00	73.96	83.34
经营现金流动负债比（%）	35.86	21.59	23.80	--
现金短期债务比（倍）	2.34	1.19	1.01	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	17.72	11.48	8.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.58	2.59	3.20	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	247.31	177.26	242.24	363.74
应收账款（亿元）	12.38	16.05	16.18	18.17
其他应收款（亿元）	0.33	0.41	0.44	0.50
存货（亿元）	20.64	30.29	32.66	36.86
长期股权投资（亿元）	369.35	461.75	507.72	510.54
资产总额（亿元）	798.42	964.45	1175.13	1290.05
所有者权益（亿元）	385.93	420.65	434.60	514.28
短期债务（亿元）	114.71	218.87	360.32	455.37
长期债务（亿元）	42.66	80.00	111.11	105.89
全部债务（亿元）	157.37	298.87	471.43	561.26
营业总收入（亿元）	1053.49	1100.88	1122.47	293.29
营业成本（亿元）	788.98	809.78	831.20	209.10
其他收益（亿元）	5.32	6.29	6.27	1.77
利润总额（亿元）	90.67	103.36	88.46	82.68
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1176.59	1208.10	1244.27	283.41
经营活动现金流入小计（亿元）	1188.05	1229.00	1266.91	290.43
经营活动现金流量净额（亿元）	198.33	315.35	84.35	-33.41
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.21	-157.35	-121.79	55.52
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.50	-229.48	99.85	99.43
财务指标				
销售债权周转次数（次）	79.09	70.74	63.09	--
存货周转次数（次）	45.58	31.80	26.41	--
总资产周转次数（次）	1.54	1.25	1.05	--
现金收入比（%）	111.69	109.74	110.85	96.63
营业利润率（%）	24.75	26.07	25.63	28.36
总资本收益率（%）	16.68	14.65	10.84	--
净资产收益率（%）	21.78	22.65	19.04	--
长期债务资本化比率（%）	9.95	15.98	20.36	17.07
全部债务资本化比率（%）	28.97	41.54	52.03	52.18
资产负债率（%）	51.66	56.38	63.02	60.13
流动比率（%）	90.60	79.70	69.24	82.30
速动比率（%）	85.01	73.16	64.04	76.79
经营现金流动负债比（%）	53.73	68.12	13.42	--
现金短期债务比（倍）	2.16	0.81	0.67	0.80
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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

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。