

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

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5278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

二〇二五年六月二十五日

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。

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 2025 年 6 月 25 日至 2026 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。

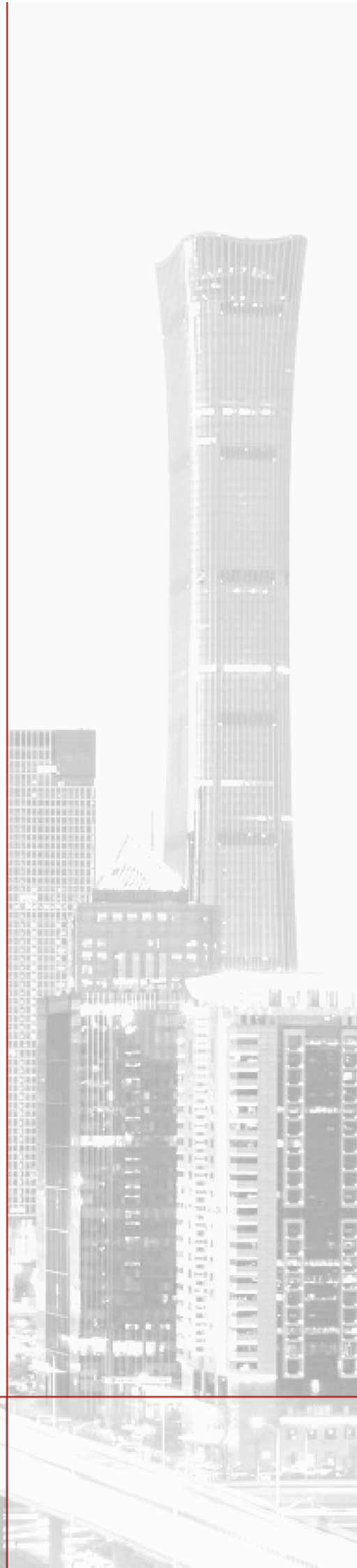
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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	2025/06/25

主体概况 截至 2025 年 3 月底，内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“公司”）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，按照联合资信评估股份有限公司行业分类标准划分为食品饮料企业，适用于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。2022—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。2024 年，受经济增速放缓、消费者信心低迷、短期内原奶供需不平衡等因素影响，乳品消费需求受到一定的抑制，公司营业总收入有所下降。综合毛利率持续增长，盈利能力指标表现良好。财务方面，公司现金类资产充裕，资产结构相对均衡，受限资产规模小，资产质量良好；债务规模波动增长；经营获现能力及偿债指标表现良好。

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生产经营；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。**品牌知名度方面，2024 年，公司连续多年蝉联凯度 BrandZ 全球乳业品牌价值榜首，连续五年位居 Brand Finance 全球乳品品牌冠军；凯度消费者指数显示其消费者触及数、渗透率及选择次数均列中国首选品牌首位。市场地位方面，2024 年，公司液态奶零售额市场份额稳居市场第一；婴幼儿奶粉占 17.3%，成人奶粉以 24% 份额连续十年第一；冷饮业务市场份额保持市场第一，连续 30 年稳居全国冷饮行业龙头地位；奶酪 2C 业务线下份额达 19.1%。
- **专利储备与核心技术领先，全球供应链高效协同。**技术创新方面，截至 2024 年底，公司累计获国内外发明专利授权数量 973 件，母乳免疫营养素应用、益生菌包埋技术等成果获国家级技术一等奖，包装创新斩获国际金奖等。全球供应链方面，公司完善海内外市场及生产基地联动机制，充分发挥“全球供应链网络”的高效协同优势，截至 2024 年底，公司在全球拥有 81 个生产基地，产品销往 60 余个国家和地区，综合产能 1600 余万吨/年。
- **直接融资渠道，尚未使用银行授信额度充足。**截至 2024 年底，公司尚可使用授信额度 682.50 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。

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发展环境。**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。**2022—2024 年底，公司全部债务年均复合增长 11.04%，其中短期债务占比分别为 68.63%、73.63% 和 90.39%。
- **经营性利润波动下降，减值损失对利润造成影响。**2022—2024 年，公司毛利润年均复合下降 0.72%；各类减值合计分别为 9.29 亿元、16.86 亿元和 52.31 亿元，增长较快，对利润造成影响。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	3
		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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

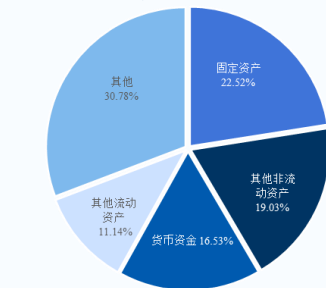
主要财务数据

合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	340.45	436.03	256.61	271.87
资产总额（亿元）	1309.65	1516.20	1537.18	1548.47
所有者权益（亿元）	541.43	573.20	570.08	623.10
短期债务（亿元）	286.63	432.31	465.54	516.61
长期债务（亿元）	131.04	154.84	49.49	25.44
全部债务（亿元）	417.67	587.15	515.03	542.05
营业总收入（亿元）	1231.71	1261.79	1157.80	330.18
利润总额（亿元）	106.30	117.21	101.27	57.54
EBITDA（亿元）	161.00	183.45	165.58	--
经营性净现金流（亿元）	134.20	182.90	217.40	9.48
营业利润率（%）	31.92	32.22	33.47	37.25
净资产收益率（%）	17.21	17.94	14.85	--
资产负债率（%）	58.66	62.19	62.91	59.76
全部债务资本化比率（%）	43.55	50.60	47.46	46.52
流动比率（%）	98.86	90.24	74.08	80.10
经营现金流动负债比（%）	21.59	23.80	24.18	--
现金短期债务比（倍）	1.19	1.01	0.55	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	11.48	8.35	8.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.59	3.20	3.11	--

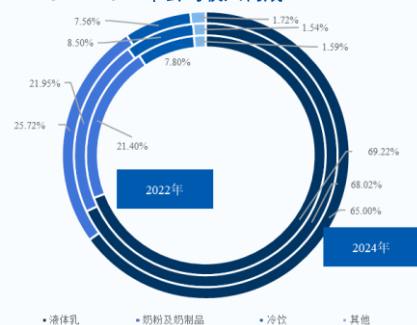
公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	964.45	1175.13	1333.70	1397.33
所有者权益（亿元）	420.65	434.60	487.22	558.87
全部债务（亿元）	298.87	471.43	432.26	469.25
营业总收入（亿元）	1100.88	1122.47	1023.95	293.98
利润总额（亿元）	103.36	88.46	139.35	76.84
资产负债率（%）	56.38	63.02	63.47	60.00
全部债务资本化比率（%）	41.54	52.03	47.01	45.64
流动比率（%）	79.70	69.24	54.06	64.34
经营现金流动负债比（%）	68.12	13.42	22.30	--

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. 2025 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；3. “--”表示指标不适用
资料来源：联合资信根据公司资料整理

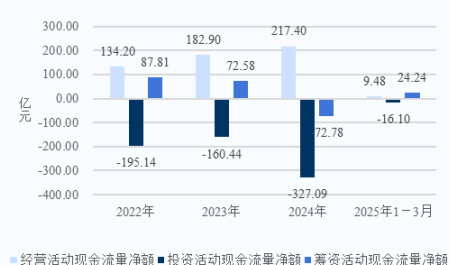
2024 年底公司资产构成



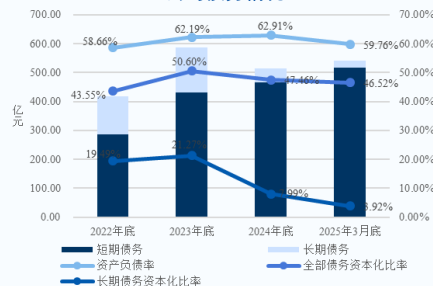
2022—2024 年公司收入构成



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	2024/06/26	华艾嘉 肖怀玉	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	阅读全文
AAA	稳定	2021/07/21	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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨 恒 yangheng@lhratings.com

项目组成员：李 上 lishang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

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

传真：010-85679228



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 2025 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（前十大股东持股情况详见附件 1-1）。

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，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为食品饮料企业，适用于一般工商企业信用评级方法。

截至 2025 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 2024 年底，公司合并资产总额 1537.18 亿元，所有者权益 570.08 亿元（含少数股东权益 38.28 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1157.80 亿元，利润总额 101.27 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 1548.47 亿元，所有者权益 623.10 亿元（含少数股东权益 39.73 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 330.18 亿元，利润总额 57.54 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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

三、行业分析

2024 年，受消费信心不足等因素影响，食品饮料行业需求较为疲弱，但在扩内需、促消费等政策措施助力下，行业总体保持了平稳发展。

从主要细分领域看，白酒行业总需求继续下降，消费结构优化、行业集中度提高使得规模以上企业收入、利润增长，但经营者两级分化加剧，未来行业仍将延续调整和分化的趋势。肉类加工行业整体运行基本平稳，头部企业加强品牌建设、提高深加工比例，收入整体略有下降但利润水平有所改善；行业发展的方向是规模化、集约化，具备资本实力和品牌优势的头部企业有望在竞争中获取更多市场份额。乳制品行业景气度有所下行，高端巴氏奶销售增速较高，但常温奶仍是最大的品类，行业竞争格局仍呈“两超多强”的局面；目前中国人均乳品消费量较低，随着经济发展的韧性、居民健康意识的提高，有望对乳制品行业长期的发展提供保障。休闲食品行业受益于产品品类的拓展升级和渠道的完善，2024 年发展情况良好，未来具备多元渠道布局且品牌影响力强的休闲食品企业存在提升市场份额的机会。软饮料行业市场规模大但增长空间有限，行业集中度已达较高水平，存量竞争中，头部企业在产品创新能力、品牌影响力和渠道方面具有较大优势。

展望 2025 年，货币政策的适度宽松以及一系列扩内需措施的执行有望提振食品饮料消费需求，粮食等主要原料价格的基本稳定有利于降低经营者的成本压力，食品饮料行业的景气度有望提升。在政策红利、消费复苏与技术变革的多重驱动下，食品饮料行业有望呈现市场规模扩容与竞争格局重构的特征，头部企业加速整合，通过并购扩张与本土化运营巩固竞争优势；部分中小企业通过专业化、个性化经营，亦有望在局部领域取得竞争优势，获得一定发展空间。完整版行业分析详见[《食品饮料行业观察及 2025 年信用风险展望》](#)。

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，公司拥有“伊利”母品牌及“安慕希”“金典”“金领冠”等子品牌。2024 年，根据凯度 BrandZ 最具价值全球品牌榜，“伊利”品牌价值连续多年蝉联全球乳业第一；根据凯度消费者指数《2024 年品牌足迹报告》，公司以领先的消费者触及数、品牌渗透率和年均选择次数，蝉联“中国消费者十大首选品牌榜单”首位；根据 Brand Finance 发布“2024 年全球最具价值乳品品牌 10 强”榜单，伊利连续五年稳居榜首。市场地位方面，根据尼尔森与星图第三方市场调研数据，2024 年，公司液态类乳品零售额市场份额稳居细分市场第一；婴幼儿配方奶粉零售额市场份额为 17.3%，较上年提升 1.1 个百分点；成人奶粉零售额市场份额为 24%，较上年提升了 0.8 个百分点，稳居细分市场第一；面向终端消费的奶酪 2C 业务，公司线下渠道零售额市场份额为 19.1%，较上年提升 1.5 个百分点；冷饮业务市场份额保持市场第一，连续 30 年稳居全国冷饮行业龙头地位。

产品结构方面，公司按照产品系列及服务划分，以事业部形式，构建了液态奶、婴幼儿营养品、成人营养品、冷冻饮品、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。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，品牌包括“伊利”“金典”“安慕希”“舒化”“畅轻”“宫酪”等；奶粉及奶制品针对婴幼儿、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；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。

供应链及渠道方面，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，全面提升全球供、产、销的统筹规划和运营协同及风险应对能力，充分发挥“全球供应链网络”高效协同优势。在销售渠道方面，公司落实推进线上、线下全渠道数字化转型战略，积极拓展综合电商、内容电商、零食店、会员仓储超市等新兴渠道业务。截至 2024 年底，公司在全球拥有 81 个生产基地，产品销往 60 余个国家和地区，综合产能为 1600 余万吨/年。物流配送方面，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。

技术创新方面，截至 2024 年底，公司累计获得国内外发明专利授权数量为 973 件。2024 年，公司多项产品与科研成果分别获得“新产品开发创新奖”、世界饮用水大奖、再生 PET 环保标签获得陶氏包装创新（PIA）金奖；“母乳中的关键免疫营养素在婴配奶粉中的应用”“益生菌定向筛选及常温包埋稳态化关键技术”等技术成果荣获中国食品科学技术学会科学技术奖-科学技术进步一等奖等。

2 人员素质

公司高级管理人员具有多年的相关行业从业经验；员工岗位及学历分布符合行业情况。

截至 2025 年 5 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。中国企业联合会、中国企业家协会副会长，中国欧盟协会副会长。中国共产党第十七次、第十九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；中华全国青年联合会第十一届、第十二届委员会副主席；中国青年企业家协会第十一届、第十二届会长。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 2024 年底，公司在岗员工总数 63414 人，岗位及学历分布符合所处行业特点。

图表 1 • 截至 2024 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	21108	教育程度类别	博士研究生	71
	销售人员	20759		硕士研究生	2051
	技术人员	13039		本科	25761
	财务人员	1853		专科	20605
	行政人员	6655		高中及以下	14926

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 2025 年 5 月 28 日，公司本部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》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

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，但受国内人口出生率下降、行业竞争加剧等因素影响，澳优乳业经营业绩未达预期，考虑未来市场环境复杂以及审慎预判行业整体趋势，降低澳优乳业未来奶粉业务预期增速，2024 年公司对澳优乳业计提相关商誉减值准备。

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 2024 年底，澳优乳业资产总额为 96.62 亿元，负债总额为 38.79 亿元，股东权益为 57.83 亿元。2024 年，澳优乳业收入 74.02 亿元，净利润为 2.36 亿元。

上述收购完成后，公司通过与澳优乳业在供应链、研发、大健康领域、渠道等方面的协同，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。但受国内人口出生率下降、行业竞争加剧等因素影响，澳优乳业经营业绩未达预期，考虑未来市场环境复杂以及审慎预判行业整体趋势，降低澳优乳业未来奶粉业务预期增速，2024 年公司对澳优乳业计提商誉减值准备 30.37 亿元。

七、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，受宏观经济调整，消费者信心低迷影响，公司营业收入波动下降，综合毛利率持续增长。

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。

2022—2023 年，公司主要产品产销规模持续扩大，营业总收入保持增长。2024 年，受宏观经济调整、消费者信心低迷、短期内原奶供需不平衡等因素影响，乳品消费需求受到一定抑制，公司营业收入有所下降，其中液体乳和冷饮业务收入均有不同程度下降。从收入结构来看，液体乳为公司核心收入来源，占营业总收入比重保持在 65%以上；奶粉及奶制品收入持续增长，收入贡献度持续提升，主要系销量增长及产品结构调整所致。

毛利率方面，2022—2024 年，公司综合毛利率持续增长，主要受益于原材料价格下降、产品结构优化带动液体乳和奶粉及奶制品业务毛利率提高所致；冷饮业务毛利率略有下降。

2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 330.18 亿元，同比增长 1.35%；营业利润率为 37.25%，同比提升 1.79 个百分点。2025 年 1—3 月，实现利润总额 57.54 亿元，同比下降 16.90%，主要系上年同期处置非流动性资产导致投资净收益大幅增加，本期无该事项所致。

图表 2 • 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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	849.26	69.22%	29.11%	855.40	68.02%	30.36%	750.03	65.00%	30.98%
奶粉及奶制品	262.60	21.40%	41.06%	275.98	21.95%	38.14%	296.75	25.72%	41.02%
冷饮	95.67	7.80%	38.48%	106.88	8.50%	38.45%	87.21	7.56%	37.42%
其他	19.45	1.59%	--	19.32	1.54%	--	19.94	1.72%	--
合计	1226.98	100.00%	32.26%	1257.58	100.00%	32.58%	1153.93	100.00%	33.88%

注：其他业务包括担保、销售材料等；“--”表示不适用
资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 业务经营分析

2022—2024 年，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，成本整体呈波动下降态势，原料价格波动对盈利稳定性存在影响，采购集中度提升，供应商稳定度高。受宏观经济调整，消费者信心低迷影响，液体乳和冷饮产品销售规模波动下降，但整体维持在较高规模，液体乳平均产品价格有所下降；奶粉及奶制品生产和销售规模均有所增长。

采购方面，公司主要通过招标方式对主要原辅材料进行集中采购，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。近年来，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，公司与相关供应商款项结算方式为电汇或汇票，账期为 30 天、60 天不等。

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—2024 年，公司主营业务成本本年复合下降 4.19%。2024 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同比分别下降 13.09%、增长 2.53%和下降 17.04%

2022—2024 年，公司上游前五大供应商集中度提升，其中 2024 年，公司向前五名供应商采购额 233.77 亿元，占年度采购总额 40.03%（2023 年为 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 24.79%（2023 年为 19.19%），采购集中度高，供应商稳定度高。

图表 3 • 2024 年公司前五大供应商情况

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	144.79	24.79%
供应商二	否	48.50	8.31%

供应商三	否	17.05	2.92%
供应商四	否	11.88	2.03%
供应商五	否	11.54	1.98%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

生产方面，公司通过实施“全球织网”计划布局生产基地，2022—2024 年底，公司综合产能分别为 1526 万吨/年、1609 万吨/年和 1600 余万吨/年。产量方面，2022—2024 年，公司液体乳产品产量波动下降，冷饮产品产量逐年下降，奶粉及奶制品产量波动增长，其中 2024 年受消费需求影响，液体乳和冷饮产品产量同比分别下降 6.84%和 14.28%。

图表 4 • 公司液体乳及乳制品产销情况

产品	项目	2022 年	2023 年	2024 年
液体乳	产量（万吨）	952.75	969.83	903.48
	销量（万吨）	949.49	969.47	892.67
奶粉及奶制品	产量（万吨）	36.49	34.70	40.65
	销量（万吨）	34.57	35.54	39.52
冷饮产品	产量（万吨）	64.44	62.62	53.68
	销量（万吨）	59.75	66.72	54.20

资料来源：联合资信根据公司资料整理

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，经销渠道为主要销售模式，2024 年经销收入占 95.70%。公司销售收入和经销商分布较为均匀，截至 2024 年底，公司经销商数量合计 17273 个，较上年底减少 2224 个，主要系经销商结构优化所致。销售方面，2022—2024 年，公司液体乳和冷饮产品销售量和销售收入均波动下降，其中 2024 年液体乳产品销售收入下降幅度大于销量下降幅度，平均产品价格有所下降；奶粉及奶制品销量和销售收入均呈逐年增长趋势。

销售集中度方面，2024 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 6.17%，占比变动较小，客户群体相对分散。

3 经营效率

2022—2024 年，公司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，2022—2023 年，公司主要产品产销规模持续扩大；2024 年，受宏观经济调整、消费者信心低迷、短期内原奶供需不平衡等因素影响，乳品消费需求受到一定抑制。2022—2024 年，公司合并口径及本部销售债权周转次数、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等水平，运营效率良好。

图表 5 • 2022—2024 年公司经营效率情况

对比指标	对比指标	2022 年	2023 年	2024 年
公司合并口径	销售债权周转率（次）	45.98	38.50	35.99
	存货周转次数（次）	7.00	6.20	6.56
	总资产周转次数（次）	1.06	0.89	0.76
公司本部	销售债权周转率（次）	70.74	63.09	62.72
	存货周转次数（次）	31.80	26.41	21.07
	总资产周转次数（次）	1.25	1.05	0.82

资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 6 • 2024 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
存货周转率（次）	6.56	5.90	10.52	7.91	9.72	3.17
应收账款周转率（次）	38.70	12.42	17.60	11.17	25.59	50.21
总资产周转率（次）	0.76	1.03	1.20	0.77	0.80	0.58

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，借助数智化和生成式人工智能技术打造全新业务模式；发挥全球供应链协同优势，提升整体运营效率；推动公司全价值链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。

在建项目方面，公司在建项目 200 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 7 • 截至 2024 年底公司在建项目情况

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	17.58	86.22%	自有资金/募集资金
奶粉项目	24.22	84.00%	自有资金/募集资金
冷饮项目	0.45	98.40%	自有资金
酸奶项目	0.11	94.87%	自有资金
其他项目	16.04	64.19%	自有资金/募集资金
合计	58.40	--	--

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 2022—2024 年财务报告，其中 2022、2023 年财务报告由大华会计师事务所（特殊普通合伙）¹进行审计，2024 年财务报告由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2025 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 家一级子公司，纳入合并范围的一级子公司 87 家。2024 年，公司减少 3 家一级子公司，纳入合并范围内一级子公司共计 84 家。整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，资产结构相对均衡，现金类资产充裕，受限资产规模小，资产质量良好。

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，主要来自于非流动资产增长所致，资产结构相对均衡。流动资产方面，公司货币资金波动下降，截至 2024 年底受限货币资金为 8.86 亿元，占货币资金的 3.49%，主要为存放中央银行法定存款准备金。公司应收账款变动较小，截至 2024 年底，计提坏账准备 1.15 亿元，计提比例为 3.84%；公司账龄为一年以内的应收账款账面余额占比 97.79%；前五大欠款方应收账款账面余额占比合计 29.54%。公司存货持续下降，主要系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 2024 年底其账面余额分别占存货的 30.07%、42.36%和 23.51%，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，公司对存货累计计提跌价准备 8.43 亿元。公司其他流动资产快速增长，2024 年底大幅增加 106.87 亿元，为大额存单及定期存款（期末余额 118.26 亿元）；其他流动资产中全资子公司内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司（以下简称“惠商小贷”）²和伊利财务有限公司（以下简称“财务公司”）的短期小额贷款、全资子公司惠商商业保理有限公司（以下简称“惠商保理”）³的应收保理款较去年底变动不大。一年内到期的非流动资产较上年底大幅增加 69.56 亿元，主要系将于一年内到期的大额存单增加所致。非流动资产方面，公司固定资产波动增长，主要由房屋及建筑物和机器设备构成，截至 2024 年底累计计提折旧 253.39 亿元，较上年底增加 27.52 亿元，主要系机器设备折旧增加所致。截至 2024 年底，公司商誉期末价值 23.37 亿

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。

² 惠商小贷主要对公司产业链上下游客户提供小额贷款服务，截至 2024 年底惠商小贷资产总额 29.39 亿元，净资产 18.24 亿元。2024 年惠商小贷实现净利润 0.37 亿元。

³ 惠商保理主要对公司产业链上下游客户提供融资及应收账款管理服务，截至 2024 年底惠商保理资产总额 45.48 亿元，净资产 20.27 亿元。2024 年，惠商保理实现净利润-1.75 亿元，主要系短期原奶供需不平衡，价格持续下降，部分原奶供应商还款能力下降，公司基于审慎性原则计提应收保理款信用减值损失（保理风险准备）增加所致。

元，较上年底有所下降，主要系计提澳优乳业商誉减值准备 30.37 亿元所致。公司其他非流动资产较上年底快速增长，主要系公司购买大额存单及定期存款所致，截至 2024 年底公司持有大额存单及定期存款 279.77 亿元。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	614.63	46.93%	693.55	45.74%	666.19	43.34%	706.32	45.61%
货币资金	338.53	25.85%	433.72	28.61%	254.04	16.53%	270.79	17.49%
应收账款	30.88	2.36%	30.85	2.03%	28.78	1.87%	31.21	2.02%
存货	148.36	11.33%	125.12	8.25%	107.45	6.99%	95.42	6.16%
其他流动资产	52.86	4.04%	64.38	4.25%	171.25	11.14%	112.36	7.26%
非流动资产	695.02	53.07%	822.65	54.26%	870.99	56.66%	842.16	54.39%
固定资产	337.35	25.76%	352.42	23.24%	346.19	22.52%	340.13	21.97%
其他非流动资产	87.21	6.66%	197.13	13.00%	292.59	19.03%	270.87	17.49%
资产总额	1309.65	100.00%	1516.20	100.00%	1537.18	100.00%	1548.47	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 1548.47 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 45.61%，非流动资产占 54.39%，资产结构较上年底变化不大。受限制类资产方面，截至 2025 年 3 月底，公司受限资产账面价值 8.42 亿元，主要为受限制类货币资金，占资产总额的 0.54%，受限比例很低。

2 资本结构

（1）所有者权益

2022—2024 年底，公司所有者权益结构及规模均较为稳定。

2022—2024 年底，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 2.61%。截至 2024 年底，公司所有者权益 570.08 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.29%，少数股东权益占比为 6.71%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 11.17%、23.17%和 56.53%。2022—2024 年，公司现金分红金额分别为 66.31 亿元、76.39 亿元和 77.26 亿元，分别占当期净利润的 71.17%、74.28%和 91.29%。公司截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 623.10 亿元，较上年底增长 9.30%，主要系未分配利润增长所致，结构较上年底变化不大。

（2）负债

2022—2024 年底，公司有息债务波动增长，期限以短期为主，债务负担可控。

2022—2024 年底，公司负债规模有所增长，负债结构以流动负债为主。流动负债中，公司短期借款波动增长，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 2024 年底短期借款主要由信用借款（89.77 亿元）及票据贴现借款（273.78 亿元）构成。公司应付账款持续下降，主要包括原辅材料等货款（70.38 亿元）和营销及运输费（27.73 亿元）；合同负债持续增长，均为货款；截至 2024 年底，公司一年内到期的非流动负债和其他流动负债均大幅增长，主要系将于一年内到期的应付债券、长期借款和短期融资券增加所致。公司非流动负债以长期借款和应付债券为主，2024 年随着转入一年内到期的非流动负债而大幅下降。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额 925.38 亿元，较上年底下降 4.31%。其中，流动负债占 95.29%，非流动负债占 4.71%，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，2022—2024 年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长 11.04%。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 542.05 亿元，较上年底增长 5.25%。债务结构方面，短期债务占 95.31%，长期债务占 4.69%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 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 59.76%、46.52%和 3.92%，较上年底分别下降 3.15 个百分点、0.94 个百分点和 4.07 个百分点。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	621.70	80.93%	768.60	81.51%	899.25	92.98%	881.84	95.29%
短期借款	267.99	34.89%	397.55	42.16%	363.55	37.59%	400.87	43.32%
应付账款	159.26	20.73%	137.99	14.63%	123.13	12.73%	124.98	13.51%
合同负债	89.13	11.60%	86.96	9.22%	120.73	12.48%	57.74	6.24%
一年内到期的非流动负债	9.83	1.28%	24.35	2.58%	92.30	9.54%	107.98	11.67%
其他流动负债	9.96	1.30%	10.70	1.13%	114.29	11.82%	109.11	11.79%
非流动负债	146.53	19.07%	174.40	18.49%	67.86	7.02%	43.54	4.71%
长期借款	92.98	12.10%	117.05	12.41%	46.87	4.85%	22.90	2.47%
应付债券	34.82	4.53%	35.41	3.76%	0.00	--	0.00	--
负债总额	768.22	100.00%	943.00	100.00%	967.10	100.00%	925.38	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 10 • 公司债务及相关指标情况

指标	2022 年底	2023 年底	2024 年底	2025 年 3 月底
全部债务（亿元）	417.67	587.15	515.03	542.05
短期债务占全部债务比重	68.63%	73.63%	90.39%	95.31%
资产负债率	58.66%	62.19%	62.91%	59.76%
全部债务资本化比率	43.55%	50.60%	47.46%	46.52%
长期债务资本化比率	19.49%	21.27%	7.99%	3.92%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入及毛利润均波动下降，期间费用持续压降，计提的各类减值损失规模增加，非经常性损益对利润总额的贡献度有所提升，但部分收益不具备持续性；利润总额波动下降，盈利能力指标仍处于极强水平。

2022—2024 年，公司营业总收入年均复合下降 3.05%，综合毛利率持续增长，毛利润年均复合下降 0.72%；费用总额持续下降，占营业总收入比重分别为 23.40%、22.53%和 23.08%，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；各类减值合计计提规模增长较快，其中 2024 年计提规模增至 52.31 亿元，主要为新增对澳优乳业的商誉损失（30.37 亿元）所致。受毛利润波动下降，期间费用压降以及计提各类减值损失规模增加综合影响，公司经营性利润波动下降。

非经常性损益方面，2022—2024 年，公司非经常性损益规模持续提升。其中，其他收益波动增长，主要由政府补助构成；投资收益波动增长，2024 年同比大幅增加，主要系转让子公司昌吉盛新实业有限责任公司股权获得处置收益增加所致，不具备可持续性。同期，公司利润总额波动下降。

2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 330.18 亿元，同比增长 1.35%；营业利润率为 37.25%，同比提升 1.79 个百分点。2025 年 1—3 月，实现利润总额 57.54 亿元，同比下降 16.90%。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	1231.71	1261.79	1157.80
营业成本	831.19	847.89	762.99
费用总额	288.18	284.23	267.26
其他收益	9.64	10.98	10.16
投资收益	2.44	-0.31	24.17
资产减值损失	-7.92	-15.26	-46.76
利润总额	106.30	117.21	101.27
营业利润率	31.92%	32.22%	33.47%
总资本收益率	11.18%	10.75%	9.48%
净资产收益率	17.21%	17.94%	14.85%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

盈利指标方面，2022—2024 年，公司总资本收益率有所下降，净资产收益率波动下降，营业利润率持续增长。与同行业其他企业相比，公司盈利能力指标表现处于行业头部水平。

图表 13 • 2024 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）	1157.80	242.78	106.65	70.12	886.75	207.49
销售毛利率（%）	33.88	19.23	28.36	22.93	39.57	66.34
总资产报酬率（%）	7.77	2.89	8.44	1.86	--	--
净资产收益率（%）	14.85	4.35	17.49	1.10	--	--

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

2022—2024 年，公司经营获现能力良好，投资活动以购建固定资产、无形资产和其他长期资产投资支付的现金为主，对外筹资压力一般。

从经营活动来看，2022—2024 年，公司经营活动现金流入和流出量均波动下降；预收经销商货款增加使得经营活动现金净额持续净流入，且净流入规模持续增长。2022—2024 年，公司现金收入比持续增长，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2022—2024 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以及投资支付的现金，投资活动现金净额持续净流出，2024 年净流出规模大幅增长主要系购买定期存款及大额存单增加所致。

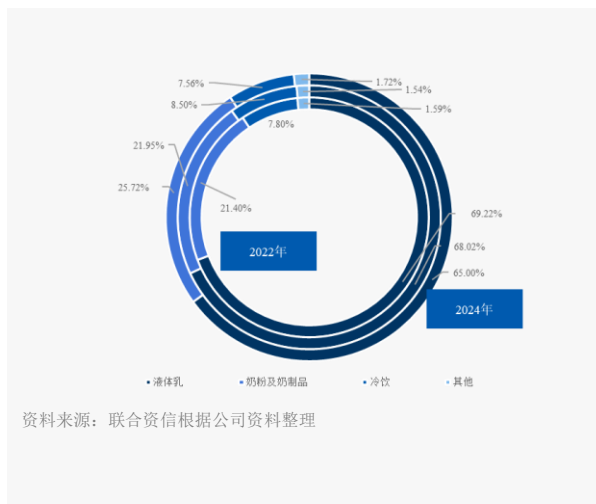
从筹资活动来看，2022—2024 年，公司筹资活动现金流入量和流出量均波动下降，2024 年筹资活动现金流转为净流出，主要系公司借款净增加额减少所致。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金持续净流入，但规模有所收窄；投资活动现金净流出规模同比变动不大；筹资活动现金净流入规模同比有所下降。

图表 14 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1378.18	1432.05	1352.77	299.73
经营活动现金流出小计	1243.98	1249.14	1135.37	290.25
经营活动现金流量净额	134.20	182.90	217.40	9.48
投资活动现金流入小计	14.86	59.33	57.28	207.91
投资活动现金流出小计	210.00	219.77	384.37	224.01
投资活动现金流量净额	-195.14	-160.44	-327.09	-16.10

图表 12 • 2022—2024 年公司营业收入构成



筹资活动前现金流量净额	-60.93	22.46	-109.69	-6.62
筹资活动现金流入小计	2457.32	2855.87	2190.77	346.22
筹资活动现金流出小计	2369.51	2783.29	2263.55	321.98
筹资活动现金流量净额	87.81	72.58	-72.78	24.24
现金收入比	108.46%	108.77%	112.85%	88.57%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5 偿债指标

2022—2024 年，公司偿债能力指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	98.86	90.24	74.08
	速动比率（%）	75.00	73.96	62.14
	经营现金/流动负债（%）	21.59	23.80	24.18
	经营现金/短期债务（倍）	0.47	0.42	0.47
	现金类资产/短期债务（倍）	1.19	1.01	0.55
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	161.00	183.45	165.58
	全部债务/EBITDA（倍）	2.59	3.20	3.11
	经营现金/全部债务（倍）	0.32	0.31	0.42
	EBITDA/利息支出（倍）	11.48	8.35	8.87
	经营现金/利息支出（倍）	9.57	8.32	11.65

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，2022—2024 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，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持续增长，经营现金/短期债务有所波动；现金类资产/短期债务指标表现有所下降，且 2024 年下降较为明显，主要系一年内到期的应付债券、长期借款和短期融资券增加所致，公司短期偿债能力指标表现有所下降。考虑到公司持有的大额存单及定期存款较为充裕，实际短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 波动增长，对利息和全部债务覆盖程度很高；公司经营活动现金净流入规模持续增长，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 2024 年底，公司对外担保余额合计 25.35 亿元（不含对子公司的担保），其中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”）对供应商及客户担保余额 24.95 亿元，公司本部对联营企业呼和浩特市伊兴奶业投资管理有限公司担保 0.40 亿元，担保比率极低。

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 2025 年 3 月底，惠商担保对外担保在保户数为 2325 户，其中上游供应商在保户数为 26 户，下游经销商在保户数为 2299 户；担保责任余额为 24.39 亿元，其中上游供应商在保余额 1.51 亿元。截至 2024 年底，惠商担保的担保逾期金额为 0.26 亿元，占其净资产比例很低。

图表 16 • 截至 2025 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
下游经销商	3728.67	购买公司产品	是
下游经销商	1701.00	购买公司产品	是
上游供应商	1664.58	购买青贮	是
下游经销商	1499.63	购买公司产品	是
上游供应商	1458.33	购买青贮	是

资料来源：联合资信根据公司资料整理

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司无重大的未决诉讼（涉案金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10%以上）。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司尚可使用授信额度 682.50 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，货币资金较为充裕且具有良好的经营获现能力，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，此外，公司下属财务公司可以作为成员单位的财务和融资顾问，协助成员单位实现交易款项的收付，办理成员单位内部转账结算，吸收成员单位的存款等。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 1333.70 亿元，较上年底增长 13.49%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 32.57%，主要由货币资金（占 19.50%）、存货（占 8.77%）、一年内到期的非流动资产（17.13%）和其他流动资产（占 49.83%）构成；非流动资产占 67.43%，主要由长期股权投资（占 62.16%）和其他非流动资产（占 30.71%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 84.72 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 846.48 亿元，较上年底增长 14.31%。其中，流动负债 803.43 亿元（占比 94.91%），非流动负债 43.05 亿元（占比 5.09%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占 36.59%）、应付账款（占 15.37%）、其他流动负债（占 13.94%）、合同负债（占 14.56%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 98.16%）构成。截至 2024 年底，公司本部全部债务 432.26 亿元。其中，短期债务占 90.18%、长期债务占 9.82%。截至 2024 年底，公司本部短期债务为 389.80 亿元，资产负债率为 63.47%，全部债务资本化比率 47.01%。截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 487.22 亿元，较上年底增长 12.11%。在所有者权益中，实收资本为 63.66 亿元（占 13.07%）、资本公积合计 122.89 亿元（占 25.22%）、未分配利润合计 275.53 亿元（占 56.55%）、盈余公积合计 32.00 亿元（占 6.57%）。所有者权益稳定性较高。

2024 年，公司本部营业总收入为 1023.95 亿元，利润总额为 139.35 亿元。同期，公司本部投资收益为 82.82 亿元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 179.17 亿元，投资活动现金流净额-267.11 亿元，筹资活动现金流净额-62.48 亿元。

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，2024 年投入环保资金 2.05 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，2024 年，公司未发生环境污染事件，未受到生态环境部门处罚。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，2024 年，公司披露了年度[《可持续发展报告》](#)。2024 年，公司作为农业产业化国家重点龙头企业，深入贯彻 2024 年中央一号文件《中共中央国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》。

十、评级结论

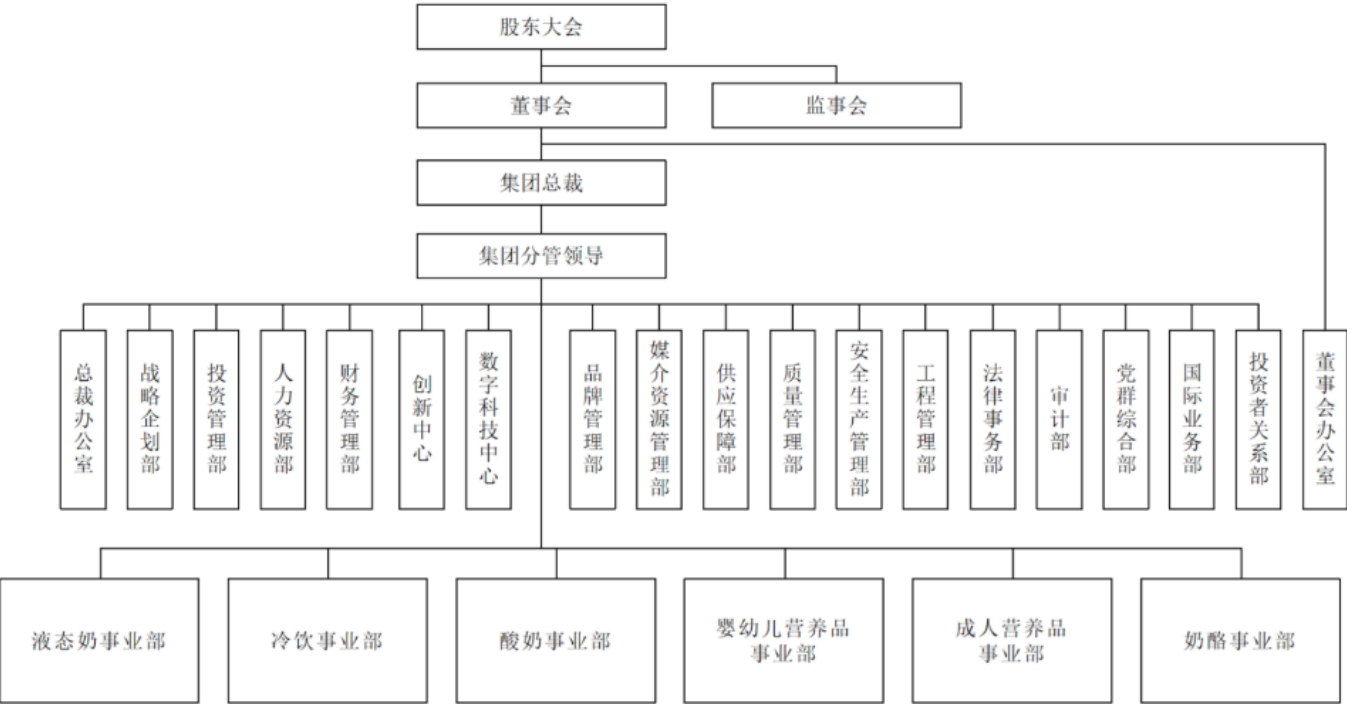
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司前十名股东持股情况（截至 2025 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	10.23%	未知	--
呼和浩特投资有限责任公司	8.46%	质押	18329.00
潘刚	4.50%	质押	20060.89
中国证券金融股份有限公司	2.87%	未知	--
国丰兴华（北京）私募基金管理有限公司－鸿鹄志远（上海）私募投资基金有限公司	2.40%	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	1.83%	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	1.64%	未知	--
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	1.64%	未知	--
赵成霞	1.45%	质押	6468.30
中国建设银行股份有限公司－易方达沪深 300 交易型开放式指数发起式证券投资基金	1.14%	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 2025 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 2024 年底）

子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
香港金港商贸控股有限公司	贸易、投资	247944 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
大庆伊利乳品有限责任公司	乳制品的生产及销售	159734	100.00
伊利国际发展有限公司	咨询服务、进出口贸易	18408 万美元	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
Boyuan Investment Holding Limited	投资	2.85	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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	340.45	436.03	256.61	271.87
应收账款（亿元）	30.88	30.85	28.78	31.21
其他应收款（亿元）	2.00	1.95	1.26	0.84
存货（亿元）	148.36	125.12	107.45	95.42
长期股权投资（亿元）	45.63	44.08	39.92	39.89
固定资产（亿元）	337.35	352.42	346.19	340.13
在建工程（合计）（亿元）	34.43	43.37	29.55	27.98
资产总额（亿元）	1309.65	1516.20	1537.18	1548.47
实收资本（亿元）	63.99	63.66	63.66	63.66
少数股东权益（亿元）	38.75	37.81	38.28	39.73
所有者权益（亿元）	541.43	573.20	570.08	623.10
短期债务（亿元）	286.63	432.31	465.54	516.61
长期债务（亿元）	131.04	154.84	49.49	25.44
全部债务（亿元）	417.67	587.15	515.03	542.05
营业总收入（亿元）	1231.71	1261.79	1157.80	330.18
营业成本（亿元）	831.19	847.89	762.99	205.31
其他收益（亿元）	9.64	10.98	10.16	2.77
利润总额（亿元）	106.30	117.21	101.27	57.54
EBITDA（亿元）	161.00	183.45	165.58	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1335.94	1372.39	1306.52	292.44
经营活动现金流入小计（亿元）	1378.18	1432.05	1352.77	299.73
经营活动现金流量净额（亿元）	134.20	182.90	217.40	9.48
投资活动现金流量净额（亿元）	-195.14	-160.44	-327.09	-16.10
筹资活动现金流量净额（亿元）	87.81	72.58	-72.78	24.24
财务指标				
销售债权周转次数（次）	45.98	38.50	35.99	--
存货周转次数（次）	7.00	6.20	6.56	--
总资产周转次数（次）	1.06	0.89	0.76	--
现金收入比（%）	108.46	108.77	112.85	88.57
营业利润率（%）	31.92	32.22	33.47	37.25
总资本收益率（%）	11.18	10.75	9.48	--
净资产收益率（%）	17.21	17.94	14.85	--
长期债务资本化比率（%）	19.49	21.27	7.99	3.92
全部债务资本化比率（%）	43.55	50.60	47.46	46.52
资产负债率（%）	58.66	62.19	62.91	59.76
流动比率（%）	98.86	90.24	74.08	80.10
速动比率（%）	75.00	73.96	62.14	69.27
经营现金流动负债比（%）	21.59	23.80	24.18	--
现金短期债务比（倍）	1.19	1.01	0.55	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	11.48	8.35	8.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.59	3.20	3.11	--

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. 2025 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；3. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	177.26	242.24	87.17	132.92
应收账款（亿元）	16.05	16.18	11.87	15.44
其他应收款（亿元）	0.41	0.44	0.25	0.27
存货（亿元）	30.29	32.66	38.10	26.61
长期股权投资（亿元）	461.75	507.72	559.04	559.31
固定资产（亿元）	38.68	36.69	35.46	35.09
在建工程（亿元）	0.61	0.46	3.13	3.35
资产总额（亿元）	964.45	1175.13	1333.70	1397.33
实收资本（亿元）	63.99	63.66	63.66	63.66
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	420.65	434.60	487.22	558.87
短期债务（亿元）	218.87	360.32	389.80	448.45
长期债务（亿元）	80.00	111.11	42.47	20.80
全部债务（亿元）	298.87	471.43	432.26	469.25
营业总收入（亿元）	1100.88	1122.47	1023.95	293.98
营业成本（亿元）	809.78	831.20	745.47	202.94
其他收益（亿元）	6.29	6.27	6.26	2.32
利润总额（亿元）	103.36	88.46	139.35	76.84
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1208.10	1244.27	1177.48	252.99
经营活动现金流入小计（亿元）	1229.00	1266.91	1198.81	256.86
经营活动现金流量净额（亿元）	315.35	84.35	179.17	12.64
投资活动现金流量净额（亿元）	-157.35	-121.79	-267.11	23.41
筹资活动现金流量净额（亿元）	-229.48	99.85	-62.48	11.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	70.74	63.09	62.72	--
存货周转次数（次）	31.80	26.41	21.07	--
总资产周转次数（次）	1.25	1.05	0.82	--
现金收入比（%）	109.74	110.85	114.99	86.06
营业利润率（%）	26.07	25.63	26.85	30.62
总资本收益率（%）	14.65	10.84	15.91	--
净资产收益率（%）	22.65	19.04	27.35	--
长期债务资本化比率（%）	15.98	20.36	8.02	3.59
全部债务资本化比率（%）	41.54	52.03	47.01	45.64
资产负债率（%）	56.38	63.02	63.47	60.00
流动比率（%）	79.70	69.24	54.06	64.34
速动比率（%）	73.16	64.04	49.32	61.08
经营现金流动负债比（%）	68.12	13.42	22.30	--
现金短期债务比（倍）	0.81	0.67	0.22	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1.本报告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；2.2025 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；3. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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

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。