

信用等级公告

联合〔2019〕1778号

内蒙古伊利实业集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对内蒙古伊利实业集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）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”

内蒙古伊利实业集团股份有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十一月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

内蒙古伊利实业集团股份有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 80 亿元（含 80 亿元）

本期发行规模：不超过 10 亿元（含 10 亿元）

债券期限：3 年，含第 1 年、第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2019 年 11 月 18 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	392.62	493.00	476.06	524.58
所有者权益（亿元）	232.36	252.40	280.37	264.36
长期债务（亿元）	0.00	0.64	1.34	6.32
全部债务（亿元）	4.88	81.64	19.66	39.88
营业总收入（亿元）	606.09	680.58	795.53	231.30
净利润（亿元）	56.69	60.03	64.52	22.80
EBITDA（亿元）	82.85	87.28	93.18	--
经营性净现金流（亿元）	128.17	70.06	86.25	13.50
营业利润率（%）	37.25	36.53	37.15	39.22
净资产收益率（%）	26.14	24.77	24.22	8.37
资产负债率（%）	40.82	48.80	41.11	49.60
全部债务资本化比率（%）	2.06	24.44	6.55	13.11
流动比率（倍）	1.35	1.25	1.28	1.10
EBITDA 全部债务比	16.98	1.07	4.74	--
EBITDA 利息倍数（倍）	201.45	41.58	70.80	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.04	1.09	1.16	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	8.28	8.73	9.32	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债、长期应付款中债务部分已计入债务及相关指标核算；4. 2019 年一季度未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“伊利股份”）的评级反映了公司作为中国乳制品行业龙头企业，在品牌知名度、市场渗透率、渠道建设、技术研发水平及产品品类等方面具备综合竞争优势。近年来，公司资产质量好，营业总收入和利润水平不断攀升，整体盈利能力强且稳定，经营活动现金流状况较佳且获现能力良好，整体债务负担轻。同时，联合评级也关注到乳制品市场竞争激烈；公司奶源供应为外部采购，供应渠道和价格稳定性对公司盈利存在影响以及期间费用增长较快等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来，随着全球产业布局的持续推进，公司奶源结构将进一步优化，行业地位和竞争实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是中国乳品行业龙头企业，在品牌知名度、市场渗透率、渠道建设、技术研发水平及产品品类等方面具备较强的竞争优势。

2. 截至 2018 年底，公司综合产能达 1,094 万吨/年，规模优势显著；公司在大洋洲建立生产基地，并成功进入印度尼西亚、泰国市场，全球产业链布局更加完善。

3. 近年来，公司不断丰富产品类型，调整产品结构，营业总收入和利润水平不断攀升，整体盈利能力强且稳定，经营活动获现能力良好，现金类资产充裕，整体债务负担轻。

关注

1. 随着海外品牌不断进入中国市场，乳制品市场竞争有所加剧；食品安全事件的发生对乳品行业的影响始终存在。
2. 公司原料奶需要外部采购；原料奶价格周期性波动对公司奶源供应渠道和价格稳定性存在一定影响。

分析师

宁立杰

电话：010-85172818

邮箱：ninglj@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

罗山岭
联合信用评级有限公司

一、主体概况

内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利股份”或“公司”）前身为 1956 年成立的呼和浩特市回民区养牛合作小组；1993 年经改制，由 21 家发起人发起，吸收其他法人和内部职工入股，以定向募集方式设立并变更为现名；后经中国证券监督管理委员会复审批准，于 1996 年 1 月向社会首次公开发行人民币普通股 1,715 万股，同年 3 月在上海证券交易所挂牌，股票简称：“伊利股份”，股票代码：“600887.SH”，成为中国乳制品行业首家 A 股上市公司。后经过多次增资、配股及资本公积转增股本，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 60.78 亿元，目前无控股股东及实际控制人。前十大股东中潘刚、赵成霞、刘春海和胡利平均为公司高管（累计质押公司股票分别为 1.91 亿股、0.76 亿股、0.75 亿股和 0.71 亿股，分别占其所持股份的 80.76%、89.90%、89.55%和 89.61%）；呼和浩特投资有限责任公司累计质押公司股票 1.38 亿股，占其所持股份的 25.66%。

表 1 截至 2019 年 3 月底公司前十大股东明细（单位：万股、%）

排名	股东名称	持股数量	占总股本比例
1	香港中央结算有限公司（陆股通）	88,432.40	14.55
2	呼和浩特投资有限责任公司	53,853.58	8.86
3	潘刚	23,608.66	3.88
4	中国证券金融股份有限公司	18,242.15	3.00
5	阳光人寿保险股份有限公司-分红保险产品	10,910.86	1.80
6	赵成霞	8,409.01	1.38
7	刘春海	8,330.83	1.37
8	胡利平	7,934.05	1.31
9	招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	7,266.99	1.20
10	阳光人寿保险股份有限公司-吉利两全保险产品	7,115.95	1.17
合计		234,104.48	38.52

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：乳制品（含婴幼儿配方乳粉）制造，农畜产品及饲料加工等。

公司内设液态奶事业部、奶粉事业部、冷饮事业部、酸奶事业部、奶酪事业部和健康饮品事业部 6 个事业部，以及战略管理部、投资管理部、市场研究部、供应保障部、人力资源部等 19 个职能部门，（见附件 1）。截至 2019 年 3 月底，公司直接及间接控股子公司共 74 家。截至 2018 年底，公司拥有在职员工 56,079 人。

截至 2018 年底，公司资产总额 476.06 亿元，负债总额 195.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）280.37 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 279.16 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 795.53 亿元，净利润 64.52 亿元，其中归属于母公司的净利润 64.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额 86.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-71.91 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 524.58 亿元，负债总额 260.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）264.36 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 263.10 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 231.30 亿元，净利润 22.80 亿元，其中归属于母公司的净利润 22.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.34 亿元。

公司注册地址：内蒙古自治区呼和浩特市金山开发区金山大街 1 号；法定代表人：潘刚。

二、本次及本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本次及本期债券概况

本次债券名称为“内蒙古伊利实业集团股份有限公司公开发行2019年公司债券”，发行规模为不超过人民币80亿元（含80亿元），计划分期发行，本期债券为第一期发行，本期债券发行总额不超过人民币10亿元（含10亿元）。本期债券期限为3年期，含第1年、第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券面值100元，按面值平价发行。本期债券为固定利率，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价后，由公司与簿记管理人确定本期债券的票面利率簿记建档区间，投资者直接向簿记管理人发出申购订单，簿记管理人负责记录申购订单，最终由公司与簿记管理人根据申购情况确定本期债券的最终发行利率。

本期债券为无担保债券。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金。

三、行业分析

公司主要从事乳制品和含乳饮料的生产、加工、销售业务，属于乳制品加工行业。

1. 行业概况

乳制品加工行业是我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、乳粉和其他乳制品的加工制造，下游需求环节即超市、便利店、自助售货机等网点的终端销售。

发展历程方面，改革开放后，随着我国奶牛养殖、饲料价格和牛奶价格放开，乳制品加工行业大致经历了4个市场化的发展阶段：1.0阶段（1978—1997年）下，受制于技术条件，乳制品消费以奶粉和低温巴氏奶为主；2.0阶段（1997—2007年）下，随着利乐与伊利等中国乳企开展合作，下游需求快速释放，乳制品消费以常温液态奶为主；3.0阶段（2007—2014年）下，常温液态奶市场竞争激烈，国内乳制品消费量总体平稳；4.0阶段（2014年至今）下，消费需求从温饱型向品质型升级，具有新鲜度和营养价值的低温产品成为居民消费升级的重要选择。

发展特征方面，现阶段我国乳制品加工行业具有发展规模化程度有所提升、质量安全程度较好、对外依存度较高、生产成本较高、消费信心不足等五个特点。2018年，国内规模以上乳制品企业产量约3,078万吨，同比增长约4.6%，近五年来的复合增长率为2.7%；2018年，乳制品行业销售总额约为3,700亿元，同比增长3%，近五年来复合增长率为5%；行业增速放缓趋势明显。我国乳制品加工行业内竞争由量争转化为质争，市场集中度不断提高，已步入成长后期至成熟初期。

总体看，近年来，我国乳制品加工行业销售增速下滑，市场集中度不断提高，已步入成长后期至成熟初期。

2. 行业供给

我国乳制品加工行业所需的原奶供给受到国内奶牛养殖和国外乳制品供给情况的双重影响。

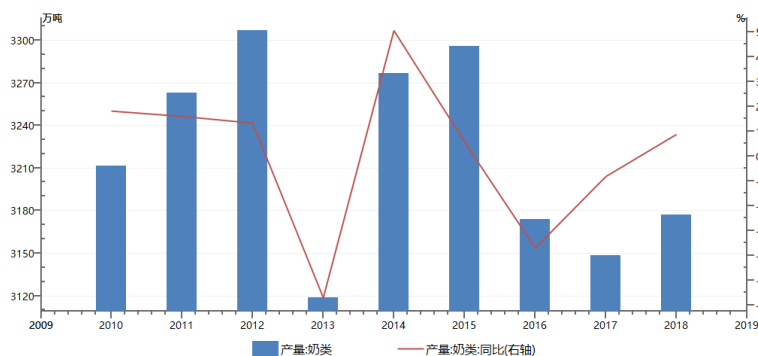
（1）国内牛奶供给情况

从养殖规模来看，2008年以来，我国奶牛养殖规模化程度不断提高；2017年我国存栏100头以

上奶牛规模养殖比重达到 58.30%，较上年提高 6.00 个百分点，较 2008 年 19.5% 上升了 36.5 个百分点；但与美国、加拿大、澳大利亚等奶业发达国家相比，我国 100 头以下奶牛存栏比重仍偏高。我国农业农村部计划到 2020 年，将奶牛规模养殖比重提高到 70% 以上。从养殖技术来看，2017 年，我国荷斯坦奶牛平均单产 7.00 吨，较上年增长 0.60 吨；规模牧场 100% 实现机械化挤奶，90% 以上配备全混合日粮（TMR）搅拌车。

从奶牛存栏来看，近年来我国泌乳牛存栏量下降，牛奶产量的维持基本依靠单产水平的提高。2017 年，我国奶牛存栏量维持为 1,340.40 万头。从产品产量来看，近年来，国内奶类产品总产量在 3,100~3,300 万吨之间波动，国内奶牛养殖行业进入了发展瓶颈期；2018 年，我国奶类产品产量为 3,176.80 万吨，较上年微增 0.90%。

图 1 近年来我国奶类产量及增长率（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

2016—2018 年，生鲜乳的价格相对稳定，大致在 3.4~3.6 元/公斤区间内波动。根据农业农村部畜牧业司监控，2018 年原料奶收购价为 3.46 元/kg，较上年的 3.48 元/kg 基本持平。目前，国内商品原料奶供应总量与市场需求的绝对值相比，存在近 678 万吨的供给缺口，供给缺口需要通过进口原料奶粉予以补充。

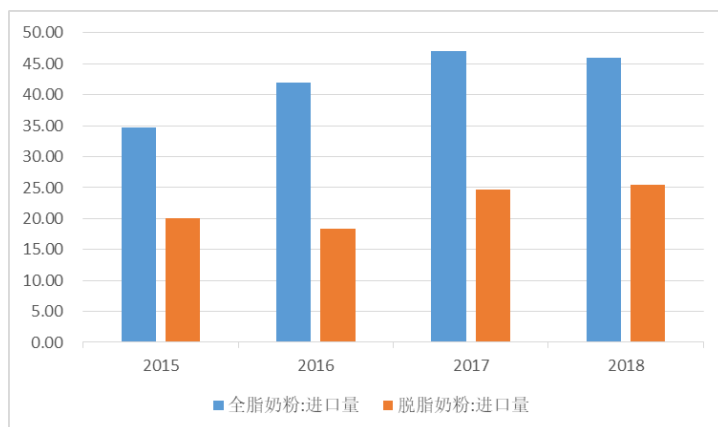
（2）国外乳制品供给情况

由于大量进口乳制品作为原料进入了乳品加工业的再生产，我国乳制品的对外依存度逐渐加大。经中国奶业协会测算，我国乳制品对外依存度 2008 年为 5.20%，2010 年达到 13.3%，2013 年达到 23%，2018 年达到近 30%。

我国乳制品进口的主要来源国为新西兰。据海关统计，2018 年我国共进口大包奶粉（鲜奶喷粉制成的工业奶粉）80.14 万吨，同比增加 11.6%，进口额 24.29 亿美元，同比增长 12%；其中从新西兰进口 58.78 万吨，同比增加 6.9%，占总进口量的 73.3%；欧盟进口 10.09 万吨，同比增加 17%，占总进口量的 12.6%；澳大利亚进口 5.28 万吨，同比增加 14.8%，占总进口量的 6.6%。

价格方面，近年来进口大包粉价格持续增长，2018 年我国进口大包粉平均价格（CIF）为 3,030 美元/吨，同比上涨 0.4%。全脂奶粉是我国进口量最大（2018 进口量 52 万吨，占奶粉进口总量的 65%）、进口量受价格影响最大奶粉产品，也是对中国原料奶市场影响最大的品种。2018 年 1—9 月全脂粉价格（CIF）一路冲高，之后回落，12 月份为 2,919 美元/吨，折合生鲜乳价格为 3.57 元/公斤，比国内同期生鲜乳价格（3.59 元/公斤）低 0.2 元/公斤。脱脂奶粉，因 2018 年全球供应严重过剩，价格一直在低位徘徊，2018 年价格均在 2,000 美元/吨左右波动，超低价格、以及下半年国内原料奶紧缺并没有导致脱脂奶粉大幅增长，说明脱脂奶粉的进口对国内奶源市场的影响相对全脂奶粉更小，12 月我国进口到岸价格为 2,183 美元/吨，折合生鲜乳价格 2.38 元/公斤，明显低于国内生鲜乳价格。

图2 近年来我国进口全脂奶粉和脱脂奶粉进口量（单位：万吨）



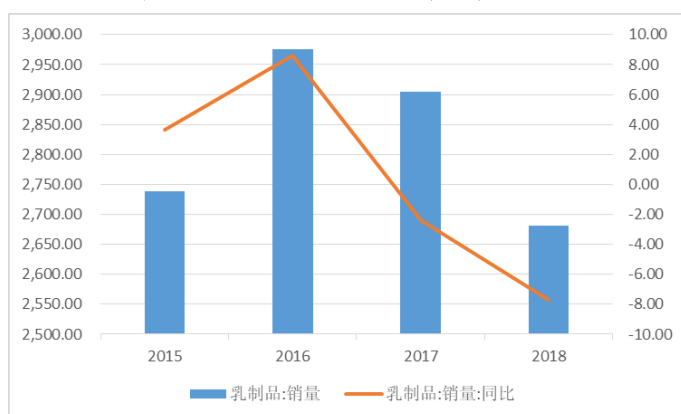
资料来源：Wind

总体看，我国乳制品加工行业所需原奶供给受到国内奶牛养殖和国外乳制品供给情况的综合影响；近年来，我国奶牛养殖规模、技术不断提升，但奶牛存栏量减少；乳制品的对外依存度逐渐提高；未来国外乳制品尤其是大包粉对国内原奶供给仍具有较大替代作用。

3. 行业需求

我国乳制品消费量占全球乳制品消费总量的 7%左右。2014—2015 年，受我国人口出生率出现明显下降及肉毒杆菌、沙门氏菌等问题奶粉事件影响，我国乳制品消费总量陷入增长瓶颈，消费量增速快速下滑至-0.79%和 4.10%；2016 年，受全面开放二胎政策影响，我国奶粉消费量有所回升，在上年度的低基数作用下增速达到 8.34%。2017 年以来，受人口出生率较上年下降影响，乳制品需求增速有所放缓。2017 年，我国乳制品销量约 2,905.05 万吨，较上年下降 2.36%。2018 年，我国乳制品消费量进一步下降至 2,681.47 万吨，较上年下降 7.70%。未来一段时期内，我国乳制品消费仍面临着人均奶类消费量较低与消费习惯培育不足的局面，整体消费量将呈缓速增长趋势。

图3 近年来我国乳制品销量及增长率（单位：万吨、%）

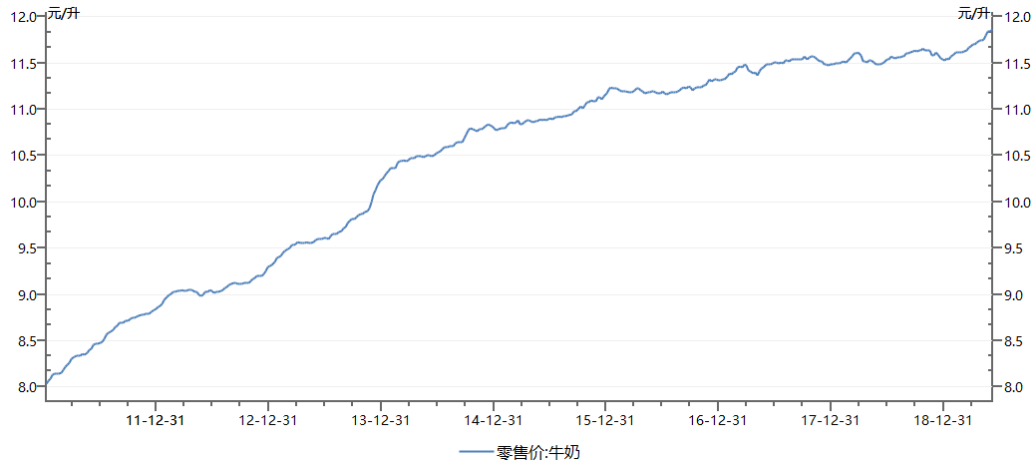


资料来源：Wind

零售终端牛奶价格主要由奶源供应和市场消费需求两方面因素共同主导，但终端价格由于传导效应，可能滞后于上游原料的价格变动。据商务部统计，2011年以来，市场需求逐步恢复，奶源建设进度推进，拉动了牛奶零售价格的持续性上升，由2011年初的8.0元/升增至2015年末的11.14元/升。2016年开始，牛奶零售价格整体呈增长态势，截至2017年3月底，价格升至11.48元/升，4月价格经历

小幅短期下探后重新开始上行，但增速放缓，牛奶价格在11.46~11.62元/升区间内震荡。截至2018年底，我国牛奶零售价格为11.54元/升。

图4 近年来我国牛奶零售价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

总体看，近年来受人口出生率下降影响，我国乳制品销量有所下降；牛奶零售价格持续上升。

4. 行业竞争

近年来，随着国家对乳业监管逐步升级，我国乳制品行业的市场集中度有所提高，市场份额开始转向品牌知名度高、实力强、规模效益显著的大企业。伊利、蒙牛、光明位居中国乳制品品牌前三名，2018年我国乳制品行业集中度CR10保持在65%左右，前两名龙头企业伊利、蒙牛的合计市场占有率在45%左右，第3到第10名市占率差距较小。行业集中度高，消费者品牌意识较强。结合品牌差异与销售半径，我国乳制品加工业属于低集中度寡占型市场，市场竞争激烈。

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、新希望、科迪、燕塘等品牌，有特色主导产品或较高的区域认知度。国外参与我国乳业竞争的企业较多，多以婴幼儿奶粉为主要竞品。预计未来一段时间内，如无食品安全等重大事件发生，伊利等一线品牌的全国市场份额仍将稳中有增，区域强势品牌的区域市场份额有望保持稳定。

图5 国内地方性知名乳企分布图



资料来源：招商证券

从产品种类来看，目前市场主要乳制品包括液体奶、液体奶制品、乳酸制品、奶粉、雪糕、干酪、奶油、炼乳等，并有越来越多的创新品类满足了消费者的需求升级。

总体看，近年来，我国乳制品行业的市场集中度有所提高，属于低集中度寡占型市场，竞争激烈。国内乳制品加工行业已进入品质升级和创新发展阶段。

5. 行业政策

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。鉴于我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。此外，国家一直把乳制品加工以及广义乳业作为重点鼓励发展行业，以提升其综合竞争能力。

表2 近年来乳制品加工行业主要相关政策

时间	发布者	政策名称	政策内容
2008.10	中国政府 新西兰政府	中华人民共和国政府和 新西兰政府 自由贸易协定	自2008年起，中国从新西兰进口的各种乳制品关税逐年降低；从2019年起，从新西兰进口的所有乳制品协定关税均降为0。同时，对于原料奶粉、液态奶（指常温奶和巴氏奶，不包括酸奶）、黄油、奶酪4类产品采用特殊保障措施，一旦进口量达到触发水平，关税恢复至最惠国关税。2019年1月3日，海关总署公告，由于进口量达到触发水平，对原产于新西兰的进口固状和浓缩非固状乳及奶油，恢复按最惠国税率10%征收进口关税
2015.6	中国政府 澳大利亚政府	中华人民共和国政府和 澳大利亚政府 自由贸易协定	自2015年起，澳大利亚乳制品的关税将在4-11年内逐步取消，其中婴幼儿奶粉原本10%-15%的关税将在4年内取消
2016.3	国家食品药品监 管总局	关于加强复原乳标签 标识监管的通知	加强复原乳标签标识管理，规范复原乳标签标识，部署各地开展复原乳标签标识专项检查；意味着复原乳使用监管趋严
2016.6	国家食品药品监 管总局	婴幼儿配方乳粉产品 配方注册管理办法	国家食品药品监督管理总局对申请注册的婴幼儿配方乳粉产品配方进行审评，并决定是否准予注册；意味着婴幼儿配方乳粉审核趋严
2016.12	农业部等五部门	全国奶业发展规划 （2016—2020年）	到2020年，奶业现代化建设取得明显进展，现代奶业质量监管体系、产业体系、生产体系、经营体系、支持保障体系更加健全。奶业供给侧结构

			性改革取得实质性成效，产业结构和产品结构进一步优化，供给和消费需求更加契合，消费信心显著增强。奶业综合生产能力、质量安全水平、产业竞争力、可持续发展能力迈上新台阶，整体进入世界先进行列
2017.2	中共中央 国务院	关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见	提出全面振兴奶业，重点支持适度规模的家庭牧场，引导扩大生鲜乳消费，严格执行复原乳标识制度，培育国产优质品牌
2018.6	国务院办公厅	关于推进奶业振兴、保障乳品质量安全的意见	强化标准规范、科技创新、政策扶持、执法监督和消费培育，加快构建现代奶业产业体系、生产体系、经营体系和质量安全体系，不断提高奶业发展质量效益和竞争力，大力推进奶业现代化
2018.12	农业农村部等 9 部委	关于进一步促进奶业振兴的若干意见	要求优化奶业生产布局，创新奶业发展方式，建立完善以奶农规模化养殖为基础的生产经营体系，密切产业链各环节利益联结，提振乳制品消费信心，力争到 2025 年全国奶类产量达到 4,500 万吨，切实提升我国奶业发展质量、效益和竞争力

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，国家产业政策主要从优质奶源建设、产业体系构建、质量安全监管和产业链利益联结机制优化等方面帮助培养乳制品加工行业的综合竞争力。随着各层面政策的落实，预计未来乳制品加工行业竞争力将有所增强，现已实现上下游协同发展、有较好技术实力的大型乳制品加工企业将得到进一步发展。

6. 行业关注

（1）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，能够较大程度地影响行业的发展进程与发展格局。从 2008 年影响全行业的“三聚氰胺”事件到 2012 年蒙牛乳业黄曲霉素事件、光明乳业烧碱门事件、伊利奶粉汞超标事件，均暴露出我国乳制品加工行业仍存在诸多薄弱环节。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。

（2）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”、“十三五”生态环境保护规划、《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。

（3）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，我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。

7. 行业发展

随着乳制品消费结构升级、产业政策监管完善和城镇化发展，未来社会人口对乳制品的需求有望保持稳定增长。未来一段时间内，乳制品加工行业上游，奶牛养殖业生产的规模化与现代化程度将进一步提高，乳业生产布局更加合理与优化；中游加工企业的市场集中度缓慢提升并将成为产业链有效整合主体；下游需求端农村市场将成为乳制品消费的主要增长点，乳制品产品将呈现出高端化、营养化、功能化、社群化和时尚化的消费特征。

总体看，未来一段时间内，我国乳制品需求有望保持稳定增长；乳制品加工行业的集中度将缓慢提升，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是中国乳制品行业的龙头，根据荷兰合作银行发布的 2018 年度“全球乳业 20 强”榜单显示，公司继续蝉联亚洲第一。

产能方面，截至 2018 年底，公司综合产能为 1,094 万吨/年。公司大洋洲生产基地生产的“金典”新西兰进口牛奶、“柏菲兰”牛奶，在国内相继上市；公司旗下“Joy Day”冰淇淋进入印尼市场；2018 年 11 月，公司收购泰国本土最大冰淇淋企业 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED。

品牌方面，2018 年，“BrandZ™最具价值中国品牌 100 强”榜单显示，“伊利”品牌再度蝉联最具价值中国品牌榜食品和乳品行业第一。近年来，公司结合品牌建设规划，通过品牌升级和精准营销，不断增强品牌与消费者的互动，使伊利品牌更加深入人心。2018 年，公司已拥有“伊利”母品牌及 20 余个子品牌，其中，有 11 个品牌年销售收入在 10 亿元以上。

渠道方面，2018 年，公司产品在国内市场的渠道渗透能力继续增强，推动市占份额稳步提升。凯度调研数据显示，截至 2018 年底，公司常温液态类乳品的市场渗透率为 82.3%，较上年同期提升 2.2 个百分点。2018 年，公司直控村级网点近 60.8 万家，较上年提升 14.7%，市场渗透力逐年增强。

产品创新方面，近年来，公司将创新作为企业发展的动能，并提出“创新孵化未来，智慧链接全球”的发展理念，推动乳业创新发展。2016—2018 年，公司研发投入分别为 1.72 亿元、2.09 亿元和 4.27 亿元，分别占营业收入的 0.29%、0.31%和 0.54%。截至 2018 年底，公司累计获得专利授权 2,383 件，其中，发明专利授权数量为 497 件，并有 4 件专利获得中国专利优秀奖。

总体看，公司在乳制品行业地位显著，在生产规模、品牌知名度、营销网络、市场渗透率、产品研发等方面具备很强的竞争力。

2. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司现任董事 11 名（其中独立董事 4 名）、监事 5 名、高级管理人员 5 名（其中董事 4 名）。公司高管人员从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

潘刚先生，48 岁，籍贯内蒙古，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。内蒙古伊利实业集团股份有限公司党委书记、董事长、总裁，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。

赵成霞女士，48 岁，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 2018 年底，公司职工总数 56,079 人。从学历构成看，博士研究生占 0.07%、硕士研究生占 1.54%、本科占 32.33%、大中专占 54.55%、中专以下占 11.51%；生产人员占 32.81%、销售人员占 30.12%、技术人员占 20.03%、财务人员占 2.99%、行政人员占 14.06%。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业及管理经验，公司员工学历结构及岗位构成符合行业特点，能够满足公司运营及发展需求。

3. 税收优惠

依据《财政部、海关总署、国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2011〕58号）、《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》（国家税务总局公告2012年第12号）的规定，公司及位于西部大开发政策适用地区的部分子公司在2018年适用15%的优惠税率。

依据《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条、《财政部、国家税务总局关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》（财税〔2008〕149号）的规定，公司及部分子公司农产品初加工项目所得，免征企业所得税。

依据《内蒙古自治区财政厅、国税局、地税局关于新设金融法人机构企业所得税优惠政策的通知》（内财税〔2009〕646号）、《内蒙古自治区财政厅、国税局、地税局关于金融法人机构税收政策问题的通知》（内财税〔2013〕204号）的有关规定，子公司伊利财务有限公司（以下简称“财务公司”）和内蒙古惠商融资担保有限公司（以下简称“惠商担保”）在2014—2018年度、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”）在2017—2021年度，享受免征企业所得税地方分享部分的税收优惠。

总体看，公司能够获得较大力度的税收优惠支持，外部发展环境良好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照《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。

公司设董事会，对股东大会负责，公司董事会由11名董事组成，设董事长1人。董事由股东大会选举或更换，任期3年，董事任期届满，可连选连任；董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。董事会行使召集股东大会，并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；制订公司年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设监事会。监事会由5名监事组成，设监事会主席1人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表为3人。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为3年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；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，对违反法律、行政法规、本章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；提议召开临时股东大会，在董事会不履行《公司法》规定的召集和主持股东大会职责时召集和主持股东大会等。

公司设总裁1名，可以设副总裁若干名，由董事会聘任或解聘。总裁对董事会负责，主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；拟订公司内部管理机构设置方案；组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看，公司作为上市公司，法人治理结构完善，可以满足其经营发展所需。

2. 管理体制

公司根据自身情况制定了较为完整的管理和制度体系。公司内设液态奶事业部、奶粉事业部、冷饮事业部、酸奶事业部、奶酪事业部和健康饮品事业部 6 个事业部，以及战略管理部、投资管理部、市场研究部、供应保障部、人力资源部等 19 个职能部门，各个部门分工明确，运作规范。公司按照《公司法》《证券法》有关法律法规的相关要求，结合公司自身情况，逐步完善内部控制体系，规范公司日常运作，提升管理效能。

对外担保方面，公司制定了《内蒙古伊利实业集团股份有限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信息披露义务。

募集资金管理方面，公司制定了《内蒙古伊利实业集团股份有限公司募集资金管理制度》，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》，并于提交董事会审议 2 个交易日内报告上海证券交易所并公告。

投资管理方面，公司制定了《内蒙古伊利实业集团股份有限公司投资管理制度》，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。公司投资项目纳入年度投资计划，年度投资计划由投资管理部组织集团公司所属各事业部、总部各部门、分（子）公司等单位或部门制定提出。投资额度在人民币 5,000 万元（含 5,000 万元）以内的投资项目，董事会授权由公司总裁决策审批；超过 5,000 万元的投资项目由公司总裁审核、董事会审议；需股东大会决策审议的投资项目，在董事会审议通过后，提交股东大会审议。

总体看，公司建立的管理体制对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用，有助于降低经营风险。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务以液体乳及乳制品制造业为主，其他业务主要包括担保、保理业务等类金融业务以及材料销售。2016—2018 年，公司营业总收入逐年增长，分别为 606.09 亿元、680.58 亿元和 795.53 亿元，年均复合增长 14.57%，主要系公司经营规模不断扩大以及产品结构升级所致；公司营业利润分别为 55.24 亿元、71.16 亿元和 76.91 亿元，年均复合增长 17.99%；净利润分别为 56.69 亿元、60.03 亿元和 64.52 亿元，年均复合增长 6.68%。

从收入构成来看，2016—2018 年，公司主营业务收入占营业总收入的比重分别为 98.36%、98.15% 和 98.95%，主营业务十分突出。分产品来看，液体乳产品为公司收入的主要来源，2016—2018 年，液体乳产品收入分别为 495.22 亿元、557.66 亿元和 656.79 亿元，年均复合增长 15.16%，主要系产品市场拓展力度加大所致；占营业收入的比重逐年上升，分别为 82.11%、82.56% 和 83.16%。2016—2018 年，公司冷饮产品收入分别为 41.94 亿元、46.06 亿元和 49.97 亿元，年均复合增长 9.15%，主要系品牌价值提升，产品价格上涨所致；占营业收入的比重分别为 6.95%、6.82% 和 6.33%。2016—2018 年，奶粉及奶制品收入分别为 54.56 亿元、64.28 亿元和 80.45 亿元，年均复合增长 21.43%，主要系销量上升以及产品结构调整所致；占营业收入的比重分别为 9.05%、9.52% 和 10.19%。其他业务

收入规模较小，对公司营业收入影响较小。

表 3 2016—2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块		2016 年			2017 年			2018 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
液体乳及 乳制品制 造业	液体乳	495.22	82.11	35.96	557.66	82.56	35.17	656.79	83.16	35.21
	冷饮产品系列	41.94	6.95	43.05	46.06	6.82	43.08	49.97	6.33	45.06
	奶粉及奶制品	54.56	9.05	56.17	64.28	9.52	53.95	80.45	10.19	54.78
其他业务		11.40	1.89	18.07	7.47	1.11	16.47	2.55	0.32	33.33
合计		603.12	100.00	37.94	675.47	100.00	37.29	789.76	100.00	37.82

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2016—2018年，公司综合毛利率较为稳定，分别为37.94%、37.29%和37.82%。具体来看，2016—2018年，公司液体乳毛利率小幅波动下降，主要系纸类包材等原材料市场价格上涨所致；冷饮产品毛利率逐年提升，主要系公司调整产品结构，高端产品销售占比提升所致；奶粉及奶制品毛利率有所下降，主要系进口乳粉价格上涨所致。其他业务毛利率近年来保持增长，主要系毛利率较高的类金融业务及财务公司利息收入规模增长，占比提升所致。

2019年1—3月，公司实现营业总收入231.30亿元，较上年同期增长17.10%；公司实现利润总额27.28亿元，较上年同期增长9.08%；公司实现净利润22.80亿元，较上年同期增长8.27%。

总体看，近年来，随着销售规模持续扩大及产品结构升级，公司收入规模持续增长，核心业务液体乳产品收入持续攀升，综合毛利率水平较为稳定，公司主业盈利能力强。

2. 液体乳及乳制品制造业

（1）原料采购

原料奶采购

公司原料奶采购由液态奶事业部负责。公司通过招标方式，对主要原辅材料进行集中采购，以提高公司的资金使用效率和议价能力。原料奶供应上，公司主要通过资本或技术合作，以嵌入式服务的方式，充分发挥农业产业化龙头企业的带动示范作用，与奶源供应商建立利益共同体，稳定并增加奶源供给，满足乳品生产需求。目前原料奶的外部采购渠道包括 China Youran Dairy Holding Limited（以下简称“Youran”）、大型牧业企业和社会奶源等。在原料奶质量管控上，公司建立了一套完整的质量管控和保障体系，通过提升供应商自主管理能力、质量保障能力，稳步提升原料奶质量水平。原料奶的账款结算方式为定期根据购买量进行银行电汇结算，账期一般为15日或30日。

原料奶采购价格方面，近年来，国内奶牛养殖行业现代化和集约化水平有所提高，奶牛单产水平及养殖成本日趋稳定，国内原料奶价格从2015年开始处于低位波动。目前，原料奶价格主要受奶牛养殖成本及国际原料奶粉贸易价格的影响。2016—2018年，国内生鲜乳的价格¹相对稳定，大致在3.4~3.6元/公斤区间内波动。

其他原辅料采购

公司采购规模较大的原辅料为包材、瓦楞包装箱及乳粉。辅助材料因行业进入壁垒较低，供应商较多，同质化严重，对公司而言供应商选择范围大，更换成本低，因而具有较强的议价能力，保证了采购价格平稳。供应商款项结算方式为电汇或采取承兑汇票方式，账期有25天、30天、60天、

¹国内生鲜乳的价格来源于农业部。

90 天等。

从采购集中度看，公司供应商体系庞大，采购集中度较低。2016—2018 年，公司前五名供应商采购额占年度采购总额的 16.47%、17.00%和 20.06%；其中关联方采购额 6.05 亿元、9.66 亿元和 23.96 亿元，占年度采购总额的 1.88%、2.64%和 5.57%，主要为通过境外参股公司 Youran 采购的原材料。

总体看，公司原料奶采购渠道以 Youran、大型牧业企业和社会奶源为主；公司注重原料奶质量管理，为供应商提供多环节的技术支持；原料奶价格周期性波动对公司奶源供应渠道和价格稳定性存在一定影响；公司采购集中度较低。

（2）生产情况

公司主要产品包括：液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列。截至 2018 年底，公司综合产能为 1,094 万吨/年。生产模式上，公司依照《乳制品加工行业准入条件》《乳制品工业产业政策》等行业规范，通过实施“全球织网”计划布局生产基地，严格执行产品质量与安全标准，为国内外市场提供产品服务。

液体乳方面，公司产品涵盖白奶、调味奶、乳饮料、常温酸奶、常温乳酸菌几大品类，主要产品系列包括：“安慕希”“金典系列”“QQ 星系列”“畅轻”和“每益添”等。从生产成本上看，2018 年液体乳直接材料占成本 89.29%、直接人工占成本的 2.49%、制造费用占成本的 8.22%。奶粉及奶制品方面，2018 年奶粉及奶制品直接材料占成本 81.43%、直接人工占成本的 4.12%、制造费用占成本的 14.45%。冷饮方面，公司冷饮产品种类繁多，目前主要产品包括“巧乐兹”“甄稀”“冰工厂”“伊利牧场”“妙趣”等重点品牌和其他基础产品。从生产成本上看，2018 年冷饮产品直接材料占成本 74.40%、直接人工占成本的 8.96%、制造费用占成本的 16.64%。

从产量来看，随着公司产能的不断扩张以及市场销量的不断增长，公司各产品产量均实现不同程度的增长。2016—2018 年，公司液体乳产品产量年均复合增长 10.70%，奶粉及奶制品产量年均复合增长 11.23%，冷饮产品产量年均复合增长 1.21%。

表 4 2016—2018 年公司主要产品产量及销量情况（单位：万吨）

类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年
液体乳	产量	661.59	724.60	810.71
	销量	653.63	726.89	808.13
奶粉及奶制品	产量	8.85	9.42	10.95
	销量	8.44	9.41	10.90
冷饮产品	产量	38.90	38.14	39.85
	销量	38.67	38.28	39.31

资料来源：公司提供

总体看，公司产品种类较多，生产模式成熟，生产成本以直接材料为主；近年来，得益于产能的扩张与销售力度的加大，各产品产量均有所增长。

（3）销售情况

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。2018 年，公司经销模式实现营业收入 761.03 亿元，占主营业务收入的 96.67%，直营模式实现营业收入 26.18 亿元，占主营业务收入的 3.33%，公司产品销售以经销模式为主。

近年来，公司产品在国内市场的渠道渗透能力继续增强，推动市占份额稳步提升。凯度调研数据显示，截至 2018 年底，公司常温液态类乳品的市场渗透率为 82.3%，较上年同期提升了 2.2 个百分点。2018 年，公司直控村级网点近 60.8 万家，较上年提升了 14.7%。

销售区域方面，公司主要销售区域为华北、华南及其他地区。公司利用大数据技术规划物流发运线路和仓储节点；通过与第三方物流服务商合作，借助信息技术平台和服务，及时为客户提供物流配送服务。

分产品看，液体乳业务是公司的核心业务，在公司整体生产经营中处于绝对领先地位。2016—2018 年，随着公司持续扩大销售规模，升级产品结构，公司液体乳销量持续增长，年均复合增长 11.19%；2018 年实现液体乳销量 808.13 万吨，同比增长 11.18%。公司针对婴幼儿、中老年人等不同消费群体，推出“金领冠”“托菲尔”“培然”“欣活”等子品牌奶粉产品。2016—2018 年，公司奶粉及奶制品销量持续增长，年均复合增长 13.64%；2018 年实现奶粉及奶制品销量 10.90 万吨，同比增长 15.83%。公司冷饮产品在国内市场份额连续 25 年排名第一。2016—2018 年，公司冷饮产品销量保持在稳定水平，年均复合增长 0.82%；2018 年实现冷饮产品销量 39.31 万吨，同比增长 2.69%。

销售结算方式方面，目前公司主要采用预收货款的方式；按照商务政策规定以现金结算为主，部分使用银行承兑汇票方式结算。

从客户集中度来看，2016—2018 年，公司前五大客户销售额分别为 15.91 亿元、19.97 亿元和 27.01 亿元，占年度销售总额的 2.64%、2.96%和 3.40%，客户集中度很低。

总体看，公司销售以经销为主，液态乳作为公司的核心业务，市场渗透率很高；公司经销网络下沉至村级；客户集中度很低。近年来，公司产品类型不断丰富，产品结构不断升级，各产品销量均保持增长。

3. 担保、保理业务及利息收入

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

惠商保理为公司产业链上下游合作伙伴提供高效率、低风险的融资及应收账款管理服务，有效解决客户的资金问题，提高公司产业链竞争力。截至 2018 年底，惠商保理的总资产为 27.95 亿元，净资产为 20.55 亿元；2018 年营业收入和净利润分别为 0.94 亿元和 0.30 亿元。截至 2019 年 3 月底，惠商保理的应收关联方款项为 8.53 亿元。

惠商担保的主要融资用途为上游供应商购买原材料、购置固定资产等，下游经销商全部用于购买公司产品。截至 2019 年 3 月底，惠商担保代偿率为 0.18%。截至 2019 年 3 月底，惠商担保累计对外担保总额 10.29 亿元（其中下游经销商担保总额为 9.42 亿元）；惠商担保的担保责任余额 10.47 亿元（其中下游担保余额为 9.28 亿元）；对外担保在保户数为 1,150 户。截至 2019 年 3 月底，惠商担保总资产为 3.56 亿元，净资产为 3.43 亿元；2019 年 1—3 月，营业收入和利润总额分别为 0.02 亿元和 0.03 亿元。

总体看，公司担保、保理业务主要为上下游合作伙伴提供金融服务，目前收入及利润规模较小。

4. 在建及拟建工程

公司在建项目计划总投资 153.56 亿元，截至 2018 年底，已累计投资 80.32 亿元，资金来源全部为自有资金。

表 5 截至 2018 年底公司在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预计投入金额	截至 2018 年底累计投入金额	项目进度	资金来源
液态奶项目	104.83	46.92	44.75	自有资金
奶粉项目	7.80	4.88	62.56	自有资金
冷饮项目	4.45	3.03	68.18	自有资金
酸奶项目	12.87	10.42	80.95	自有资金
其他项目	23.61	15.07	63.85	自有资金
合计	153.56	80.32	--	--

资料来源：公司年报

总体看，公司投资主要是乳品制造相关项目，未来投产后，公司生产规模将进一步扩大；公司面临一定的资金支出压力。

5. 重大事项

根据公司于 2019 年 4 月 9 日发布的《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》和公司于 2019 年 4 月 17 日发布的《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》，公司拟使用自有资金，以不超过人民币 35.00 元/股的价格回购公司 A 股股份，回购股份数量不低于 151,953,191 股（占公告发布日公司总股本 2.50%）且不超过 303,906,380 股（占公告发布日公司总股本 5.00%）（均包含本数）（简称“本次回购”）。

2019 年 5 月 6 日，公司首次实施回购股份。截至 2019 年 7 月 24 日，公司已累计回购公司股份数量为 182,920,025 股，占公司总股本的比例为 3.00%，成交的均价为 31.67 元/股，成交的最低价格为 29.02 元/股，成交的最高价格为 33.80 元/股，已支付的总资金为 57.93 亿元（不含交易费用）。2019 年 7 月 25 日，公司召开第九届董事会临时会议，审议并通过了《关于回购公司股份购买完成的议案》，鉴于公司完成的本次回购股份数量已经高于回购方案中回购数量下限，同时满足了回购用途的需求，董事会决定不再回购公司股份。至此，公司本次回购股份方案已实施完毕。

2019 年 9 月 7 日，公司对回购股份的用途进行调整，由原计划“回购股份将全部用于作为后期实施股权激励的股票来源”变更为“累计回购公司股份数量 182,920,025 股，其中 152,428,000 股用于实施股权激励的股票来源，剩余 30,492,025 股将用于注销以减少注册资本”。本次注销完成后，公司注册资本将由 60.97 亿元减至 60.67 亿元。

6. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数逐年下降，分别为 96.54 次、91.13 次和 76.84 次；存货周转次数逐年上升，分别为 8.33 次、9.43 次和 9.65 次；总资产周转次数分别为 1.54 次、1.54 次和 1.64 次，较为稳定。

从同行业上市公司比较情况看，公司整体经营效率处于行业较高水平。

表 6 2018 年同行业上市公司经营效率情况（单位：次）

股票代码	股票简称	总资产周转次数	应收账款周转次数	存货周转次数
002910.SH	庄园牧场	0.34	21.61	5.57
2319.HK	蒙牛乳业	1.11	24.91	11.09
600597.SH	光明乳业	1.22	11.95	7.31
600419.SH	天润乳业	0.90	37.32	7.11

002732.SZ	燕塘乳业	0.98	24.63	9.69
002570.SZ	贝因美	0.49	3.24	1.99
上述平均值		0.84	20.61	7.13
600887.SH	伊利股份	1.64	83.70	9.68

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind，联合评级整理。

总体看，公司整体经营效率较好。

7. 经营关注

（1）产品质量风险

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

（2）市场竞争风险

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

（3）原料奶价格波动和供应不足风险

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

8. 未来发展

公司将继续以“全球乳业 5 强”战略目标为指引，坚守“伊利即品质”信条，在贯彻“质量领先”战略的基础上，落实以下战略举措：①立足乳业核心业务，进军植物蛋白饮品、功能饮料等大健康产业，加速健康食品业务战略布局；②把握“一带一路”、乡村振兴、消费升级等重大发展机遇，聚焦全球优势资源，全力开拓海外市场；③从更好地满足消费者需求出发，升级与业务伙伴的关系，构建企业级生态圈；④紧跟科技发展和创新的趋势，持续推进公司数字化战略升级，系统打造更加智能和高效的运营能力；⑤整合全球优质资源，搭建汇聚全球精英力量的创新平台，打造享誉世界的健康食品品牌，成为具有世界影响力的全球性企业；⑥继续以“精益求精、追求卓越、不断超越自我”为要求，夯实公司基业长青的文化根基。

总体看，公司未来主营业务方向不会发生变化，发展规划整体定位明确。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2019 年 1—3 月财务报表未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会

《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的规定，编制财务报表。2018 年，因执行财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对一般企业财务报表格式进行了修订，公司对财务报表格式进行相应变更，并对可比期间的比较数据进行调整。

从合并范围来看，2017 年，公司新设子公司 2 家，分别为内蒙古伊利管理咨询有限公司和内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司，合并范围子公司 75 家；2018 年，公司新设子公司 1 家，为大庆伊利乳品有限责任公司，减少 4 家子公司，合并范围子公司 72 家。考虑到公司主营业务未发生变化，合并范围变化较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 476.06 亿元，负债总额 195.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）280.37 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 279.16 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 795.53 亿元，净利润 64.52 亿元，其中归属于母公司的净利润 64.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额 86.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-71.91 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 524.58 亿元，负债总额 260.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）264.36 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 263.10 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 231.30 亿元，净利润 22.80 亿元，其中归属于母公司的净利润 22.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.34 亿元。

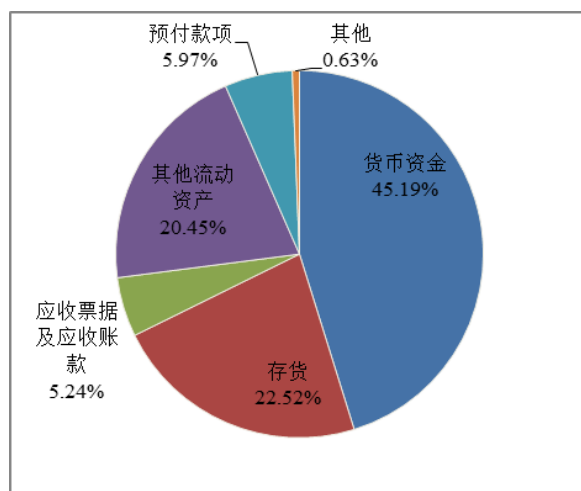
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 10.11%。截至 2018 年底，公司合并资产总额 476.06 亿元，较年初下降 3.44%；其中流动资产占 51.37%，非流动资产占 48.63%，资产结构较为均衡。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 10.14%。截至 2018 年底，公司流动资产 244.55 亿元，较年初下降 18.06%，主要系货币资金减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 45.19%）、应收票据及应收账款（占 5.24%）、预付款项（占 5.97%）、存货（占 22.52%）和其他流动资产（占 20.45%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

2016—2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 10.59%。截至 2017 年底，公司货币资金 218.23 亿元，较年初增长 57.87%，主要系经营活动以及筹资活动产生的现金净流量增加所致。截至 2018 年底，公司货币资金 110.51 亿元，较年初下降 49.36%，主要系公司偿还短期借款以及在建项目投资支出增加所致；公司货币资金的构成以银行存款（占 94.45%）为主；受限资金为 3.46 亿元，包括财务公司存放于中央银行法定存款准备金 2.78 亿元和子公司惠商担保为公司客户向银行贷款提供担保所存入银行的担保保证金 0.68 亿元，受限比例较低。

2016—2018 年，公司应收票据及应收账款逐年增长，年均复合增长 36.66%，主要系应收账款增长所致。截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款总额为 12.82 亿元，较年初增长 35.00%；应收票据和应收账款占比分别为 14.12%和 85.88%，以应收账款为主。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 11.01 亿元，较年初增长 40.05%，主要系公司应收商超及电商的销货款增加所致；从构成看，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 99.98%，均采用余额百分比法计提坏账准备，计提比例为 8.00%；单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占 0.02%，计提比例为 100%；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计 6.81 亿元，占应收账款总额 56.91%，集中度较高。

2016—2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 61.68%，主要系预付的材料款和广告营销款增长所致。截至 2018 年底，公司预付款项 14.60 亿元，较年初增长 22.41%；公司预付款项主要集中在 1 年以内（占 99.43%）；按预付对象归集的期末余额前五名的预付款合计 10.63 亿元，占预付账款总额 72.82%，集中度高。

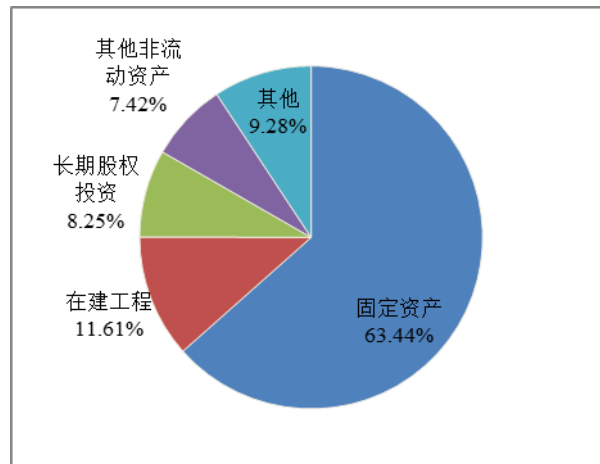
2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 12.83%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 55.07 亿元，较年初增长 18.69%，主要系原材料备货增加所致；存货主要由原材料（占 50.61%）和库存商品（占 36.57%）构成，累计跌价准备 0.13 亿元。

2016—2018 年，公司其他流动资产大幅增长，年均复合增长 169.11%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 50.00 亿元，较年初增长 396.37%，主要系财务公司发生购买国债逆回购和质押式报价回购的同业业务所致；从构成看，主要包括买入返售金融资产（占 62.59%）、子公司惠商保理为公司经销商和供应商提供应收账款保理业务形成的应收保理款（占 13.79%）、待抵扣进项税（占 10.01%）、财务公司和惠商小贷为公司的经销商和供应商发放的短期贷款（占 8.14%）。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 10.09%。截至 2018 年底，公司非流动资产总额 231.51 亿元，较年初增长 19.00%，主要系固定资产、在建工程和其他非流动资产增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 8.25%）、固定资产（占 63.44%）、在建工程（占 11.61%）和其他非流动资产（占 7.42%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司年报

2016—2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 8.19%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 19.09 亿元，较年初增长 8.17%，主要以对 Youran 的投资（占 89.03%）为主。

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 5.74%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 146.88 亿元，较年初增长 10.80%，主要系液态奶项目完工由在建工程转入固定资产所致；其中机器设备在建工程转入固定资产 23.13 亿元，房屋及建筑物在建工程转入固定资产 6.57 亿元；从构成看，公司固定资产主要由厂房及建筑物（占 37.45%）和机器设备（占 57.97%）构成；公司累计计提固定资产折旧 97.78 亿元，计提资产减值准备 0.27 亿元；公司固定资产成新率 60.26%，成新率尚可。

2016—2018 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 38.75%。截至 2018 年底，公司在建工程 26.87 亿元，较年初增长 41.25%，主要系北京商务运营中心在建项目投资增长所致；从构成看，主要由其他项目（占 53.28%）和液态奶项目（占 29.23%）构成，其中其他项目主要为北京商务运营中心项目。

2016—2018 年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 60.97%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 17.18 亿元，较年初增长 137.04%，主要系公司预付的工程和设备款增加，以及子公司惠商保理应收保理款增加所致。

截至 2018 年底，公司使用受限的资产全部为货币资金，受限金额 3.46 亿元，占期末资产总额的 0.73%，受限比例很低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 524.58 亿元，较年初增长 10.19%；其中流动资产占 52.30%，非流动资产占 47.70%，资产结构较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，受会计政策变更影响，公司可供出售金融资产调整至交易性金融资产和其他权益工具投资 2.91 亿元和 11.83 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司应收票据和应收账款分别为 3.43 亿元和 14.06 亿元，较年初分别增长 89.63%和 27.71%，主要系公司应收商超及电商的销货款增加，以及经销商使用银行承兑汇票结算的销售业务增加所致；预付款项为 21.96 亿元，较年初增长 50.43%，主要系预付的材料款和广告营销款增加所致；其他流动资产为 60.89 亿元，较年初增长 21.76%，主要系买入返售金融资产增加所致；其他非流动资产为 32.38 亿元，较年初增长 88.44%，主要系公司预付工程和设备款增加所致；其他资产类项目较 2018 年底变化不大。

总体看，近年来，公司资产规模波动增长，资产结构均衡；流动资产中货币资金占比较高，资产流动性好；非流动资产以固定资产为主，符合乳制品加工行业特征；公司受限资产规模小。整体

资产质量好。

3. 负债及所有者权益

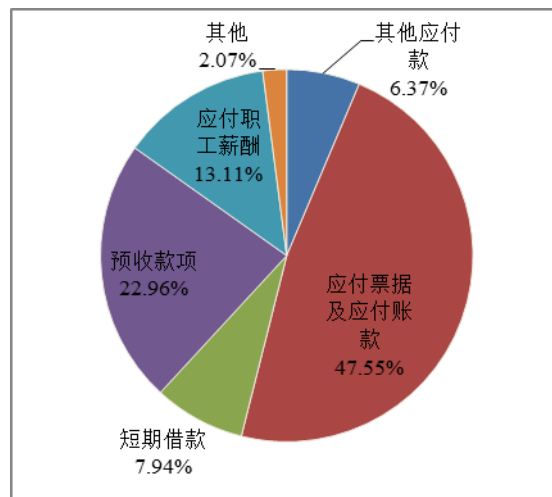
(1) 负债

2016—2018 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 10.50%。截至 2018 年底，公司负债总额 195.69 亿元，较年初下降 18.67%，主要系公司偿还短期借款所致；其中流动负债占 97.97%，非流动负债占 2.03%，以流动负债为主。

流动负债

2016—2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 13.40%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 191.71 亿元，较年初下降 19.62%，主要由短期借款（占 7.94%）、应付票据及应付账款（占 47.55%）、预收款项（占 22.96%）、应付职工薪酬（占 13.11%）和其他应付款（占 6.37%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司年报

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 218.64%。截至 2017 年底，公司短期借款 78.60 亿元，较年初增加 77.10 亿元，主要系采购原材料向银行借款增加所致。截至 2018 年底，公司短期借款 15.23 亿元，较年初下降 80.62%，主要系公司偿还到期银行借款所致；从构成看，公司短期借款主要为信用借款（占 98.49%）。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长 13.39%，主要系应付账款增长所致。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 91.16 亿元，较年初增长 22.04%；应付票据和应付账款占比分别为 3.03%和 96.97%，以应付账款为主。截至 2018 年底，公司应付账款较年初增长 21.86%，主要系随着公司业务规模的不断拓展，应付原辅材料等货款和营销及运输费用增加所致。

2016—2018 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 10.69%。截至 2018 年底，公司预收款项 44.01 亿元，较年初增长 6.67%，主要系预收经销商货款增加所致。

2016—2018 年，公司应付职工薪酬波动增长，年均复合增长 4.19%。截至 2018 年底，公司应付职工薪酬 25.13 亿元，较年初下降 3.47%。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 0.66%，主要系限制性股票回购义务波动所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 12.21 亿元，同比下降 9.65%。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 40.34%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 2.11 亿元，较年初下降 81.19%，主要系公司因执行修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》（财会〔2017〕15 号），将递延收益中与资产相关的政府补助冲减相关资产所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 3.98 亿元，较年初增长 89.16%，主要系长期应付款和递延所得税负债增加所致；公司非流动负债主要由长期应付款（占 33.57%）、递延收益（占 39.76%）和递延所得税负债（占 26.60%）构成。

截至 2017 年底，公司新增长期应付款 0.64 亿元，全部为应付融资租赁款。截至 2018 年底，公司长期应付款 1.34 亿元，同比增长 108.73%，主要系子公司惠商保理新增乳业产业扶贫项目委托资金所致；其中应付融资租赁款 1.17 亿元，乳业产业扶贫项目委托资金 0.50 亿元，一年内到期的长期应付款 0.33 亿元。

2016—2018 年，公司递延收益波动下降，年均复合下降 62.38%。截至 2018 年底，公司递延收益 1.58 亿元，较年初增长 8.31%。公司递延收益全部为与资产及收益相关的政府补助。

截至 2018 年底，公司新增递延所得税负债 1.06 亿元，主要系公司当年一次性税前扣除固定资产以及可供出售金融资产公允价值增加使得计提的递延所得税负债增加所致。

2016—2018 年，公司全部债务波动增长，分别为 4.88 亿元、81.64 亿元、和 19.66 亿元，年均复合增长 100.75%。截至 2018 年底，公司全部债务较年初下降 75.91%，主要系公司偿还短期借款所致；其中短期债务占 93.19%、长期债务占 6.81%，以短期债务为主。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 40.82%、48.48%和 41.11%，全部债务资本化比率分别为 2.06%、24.44%和 6.55%，长期债务资本化比率分别为 0.00%、0.25%和 0.48%。公司债务负担很轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 260.21 亿元，较年初增长 32.97%，主要系应付股利和其他流动负债增加所致；其中流动负债占 96.07%、非流动负债占 3.93%，负债结构较年初变化不大；公

司应付股利 43.47 亿元，较年初大幅增长，主要系公司 2018 年度利润分配预案通过股东大会审批，需派发现金红利 42.55 亿元所致；其他流动负债为 30.13 亿元，较年初增加 30.03 亿元，主要为公司于 2019 年 1 月发行额度为 5.00 亿元的超短期融资券“19 伊利实业 SCP001”以及公司于 2019 年 3 月发行额度为 25.00 亿元的超短期融资券“19 伊利实业 SCP002”所致。债务指标方面，

截至 2019 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 49.60%、13.11%和 2.33%，分别较年初上升 8.50 个百分点、6.55 个百分点和 1.86 个百分点。

总体看，近年来，公司负债规模波动增长，以流动负债为主；公司整体债务负担很轻。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 9.85%。截至 2018 年底，公司所有者权益（含少数股东权益 1.22 亿元）为 280.37 亿元，较年初增长 11.08%，主要系未分配利润、盈余公积和其他综合收益增加所致；从构成看，归属母公司的所有者权益中实收资本占 21.77%、资本公积占 10.18%、其他综合收益占 1.34%、盈余公积占 10.91%、未分配利润占 56.14%；其中其他综合收益为 3.75 亿元，较年初增幅较大（截至 2017 年底为-0.71 亿元）主要系本期人民币对美元汇率下降导致以美元作为记账本位币的子公司产生外币报表折算差额增加所致；盈余公积为 30.46 亿元，较年初增长 25.72%，增长全部来自法定盈余公积；未分配利润为 156.73 亿元，同比增长 11.08%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 1.26 亿元）合计为 264.36 亿元，较年初下降 5.71%；归属于母公司权益为 263.10 亿元，其中实收资本占 23.10%、资本公积占 10.83%、盈余公积占 11.58%、未分配利润占 52.56%，权益结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益规模逐年增长，未分配利润占比较高，权益结构稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入逐年增长，分别为 606.09 亿元、680.58 亿元和 795.53 亿元，年均复合增长 14.57%，主要系公司经营规模的不断扩大以及产品结构升级所致；公司营业成本逐年增长，分别为 374.27 亿元、423.62 亿元和 491.06 亿元，年均复合增长 14.54%；公司营业利润分别为 55.24 亿元、71.16 亿元和 76.91 亿元，年均复合增长 17.99%；净利润分别为 56.69 亿元、60.03 亿元和 64.52 亿元，年均复合增长 6.68%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 14.63%，主要系销售费用增加所致。2018 年，公司费用总额 231.19 亿元，较上年增长 21.98%，其中销售费用 197.73 亿元（占 85.53%），管理费用 29.80 亿元（占 12.89%），研发费用 4.27 亿元（占 1.85%）和财务费用-0.60 亿元（占-0.26%），以销售费用及管理费用为主。2016—2018 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 18.36%，主要系市场竞争激烈，公司投入的广告营销费用以及装卸运输费增加所致；公司管理费用逐年下降，年均复合下降 4.76%；公司财务费用大幅下降，2018 年为负值，主要当期借款减少使得利息支出减少和银行存款利息收入增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司费用收入比分别为 29.17%、28.06%和 29.27%，公司费用控制能力有待提升。

2016—2018 年，公司投资收益分别为 3.99 亿元、1.35 亿元和 2.61 亿元，占营业利润的 7.23%、1.89%和 3.39%，2016 年收益较多主要系公司处置中国辉山乳业控股有限公司（以下简称“辉山乳业”）和内蒙古优然牧业有限责任公司（以下简称“优然牧业”）的股权所致；2018 年，公司投资收益同比增长 93.73%，主要系联营企业 Youran 的净利润增加使得确认投资收益增加所致。

2016—2018 年，公司营业外收入分别为 11.63 亿元、0.86 亿元和 0.35 亿元，2017 年同比大幅下降，主要系公司因执行修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》（财会〔2017〕15 号），将自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助从“营业外收入”项目列报至“其他收益”项目所致。2017—2018 年，公司其他收益分别为 7.88 亿元和 7.47 亿元，占营业利润的 11.07%和 9.71%；公司其他收益对营业利润有一定贡献，考虑到公司获得的政府补助主要为投资建厂时当地政府按承诺扶持条件给予公司的扶持资金，该类补助不是按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助，具有不确定性、各期收到补助金额不均衡的特点，此类补助可持续性一般。

从盈利能力指标看，2016—2018 年，公司盈利能力较为稳定，营业利润率分别为 37.55%、37.00%和 37.61%；总资产收益率分别为 22.56%、21.75%和 20.77%，总资产报酬率分别为 16.92%、16.45%和 15.91%，净资产收益率分别为 26.14%、24.77%和 24.22%。从乳制品加工行业主要上市公司盈利情况来看，公司各项盈利指标均处于行业较高水平。

表 7 2018 年同行业上市公司盈利水平（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
002910.SZ	庄园牧场	32.28	4.42	5.50
2319.HK	蒙牛乳业	37.38	7.05	12.73
600597.SH	光明乳业	33.32	5.62	6.39
600419.SH	天润乳业	27.26	8.19	12.99
002732.SZ	燕塘乳业	31.85	4.48	4.57
002570.SZ	贝因美	52.51	2.44	2.24

上述平均值		35.77	5.37	7.40
600887.SH	伊利股份	37.82	15.50	24.29

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据及其计算公式
资料来源：Wind，联合评级整理

2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 231.30 亿元，同比增长 17.10%；公司实现利润总额 27.28 亿元，同比增长 9.08%；公司实现净利润 22.80 亿元，较上年同期增长 8.27%。

总体看，近年来，公司营业总收入逐年增长，主业盈利能力强；期间费用占营业总收入比重较高，对利润形成一定影响，投资收益和政府补助对公司利润形成一定补充。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量逐年增长，分别为 694.06 亿元、775.14 亿元和 914.69 亿元，年均复合增长 14.80%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主；收到其他与经营活动有关的现金分别为 14.53 亿元、14.37 亿元和 16.33 亿元，年均复合增长 6.02%，主要为收到的政府补助款。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量逐年增长，分别为 565.89 亿元、705.08 亿元和 828.45 亿元，年均复合增长 20.99%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主；支付其他与经营活动有关的现金分别为 10.91 亿元、13.96 亿元和 14.54 亿元，年均复合增长 15.44%，主要为押金、保证金、差旅费和支付给经销商的保理款等。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 128.17 亿元、70.06 亿元和 86.25 亿元。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 112.11%、112.07%和 113.03%，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量波动下降，分别为 18.05 亿元、2.80 亿元和 16.12 亿元，年均复合下降 5.48%；2016 年投资活动现金流入量较多主要是处置辉山乳业股权收回投资收到现金以及处置优然牧业股权收到的现金；2017 年投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金 1.39 亿元，全部为到期前不可支取的定期存款收回；2018 年，公司投资活动现金流入量同比大幅增长，主要系公司收回理财产品和可供出售金融资产的成本增加所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动增长，分别为 50.48 亿元、33.96 亿元和 69.86 亿元，年均复合增长 17.64%；2018 年投资活动流出量同比增长 105.70%，主要系购建固定资产、无形资产、购买理财产品投资支出较多所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-32.43 亿元、-31.17 亿元和-53.74 亿元。

筹资活动现金流方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，分别为 5.50 亿元、86.78 亿元和 50.01 亿元，年均复合增长 201.54%，主要系公司加大债权融资力度所致。2016—2018 年，受到期债务规模变化影响，公司筹资活动现金流出量波动增长，分别为 93.65 亿元、46.25 亿元和 157.50 亿元，年均复合增长 29.69%。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-88.15 亿元、40.53 亿元和-107.49 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 13.50 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -17.33 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 24.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.34 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流状况较佳，收入实现质量好；公司投资活动现金流持续净流出，但公司经营活动产生的现金流量净额能够覆盖公司投资性资本支出，外部融资需求较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.35 倍、1.25 倍和 1.28 倍；速动比率分别为 1.06 倍、1.06 倍和 0.99 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度较高。2016—2018 年，现金

短期债务比分别为 28.58 倍、2.71 倍和 6.13 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度高。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 82.85 亿元、87.28 亿元和 93.18 亿元，年均复合增长 6.05%。2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 81.32%）和折旧（占 16.90%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 201.45 倍、41.58 倍和 70.80 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；公司 EBITDA 全部债务比分别为 16.98 倍、1.07 倍和 4.74 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度高。

截至 2019 年 3 月底，公司及其下属重要子公司不存在单一争议金额占公司最近一期经审计净资产 1%以上的对公司生产经营产生实质性影响的尚未了结的重大诉讼、仲裁事项。

截至 2019 年 3 月底，除惠商担保业务外，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度 333.60 亿元，未使用授信额度 316.88 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1015010100010590U），截至 2019 年 5 月 15 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，合计金额为 30.53 亿元，均已正常回收；根据中国农业银行股份有限公司呼和浩特青城支行（以下简称“农业银行青城支行”）于 2017 年 7 月 10 日出具的《关于对内蒙古伊利实业集团股份有限公司征信报告相关内容的情况说明》，公司《企业征信报告》中已结清贷款信息中的关注类贷款产生原因主要受三聚氰胺事件影响，导致银行在对公司进行信贷资产分类时，将贷款分类由正常类下调至关注类。

总体看，近年来，公司整体偿债能力极强。

八、本次及本期公司债券偿还能力分析

1. 本次及本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 39.88 亿元，本次拟发行公司债额度为 80.00 亿元，相当于公司目前全部债务规模的 2.01 倍，对公司债务水平影响较大。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 80.00 亿元，在其他因素不变的情况下，债券发行后，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由 49.60%、13.11%和 2.33%上升至 56.27%、31.20%和 24.61%。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设本期募集资金净额为 10.00 亿元，在其他因素不变的情况下，债券发行后，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由 49.60%、13.11%和 2.33%上升至 50.55%、15.87%和 5.81%。

2. 本次及本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 93.18 亿元，为本次公司债券发行额度（80.00 亿元）的 1.16 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2018 年经营活动产生的现金流入为 914.69 元，为本次公司债券发行额度（80.00 亿元）的 11.43 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度很高。

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 93.18 亿元，为本期公司债券发行额度（10.00 亿元）的 9.32 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2018 年经营活动产生的现金流入为 914.69 元，为本期公司债券发行额度（10.00 亿元）的 91.47 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为中国乳制品行业龙头，在品牌知名度、市场渗透率、渠道建

设、技术研发水平及产品品类等方面具有明显的优势与竞争力，联合评级认为，本期公司债券到期无法还本付息的风险极低。

九、综合评价

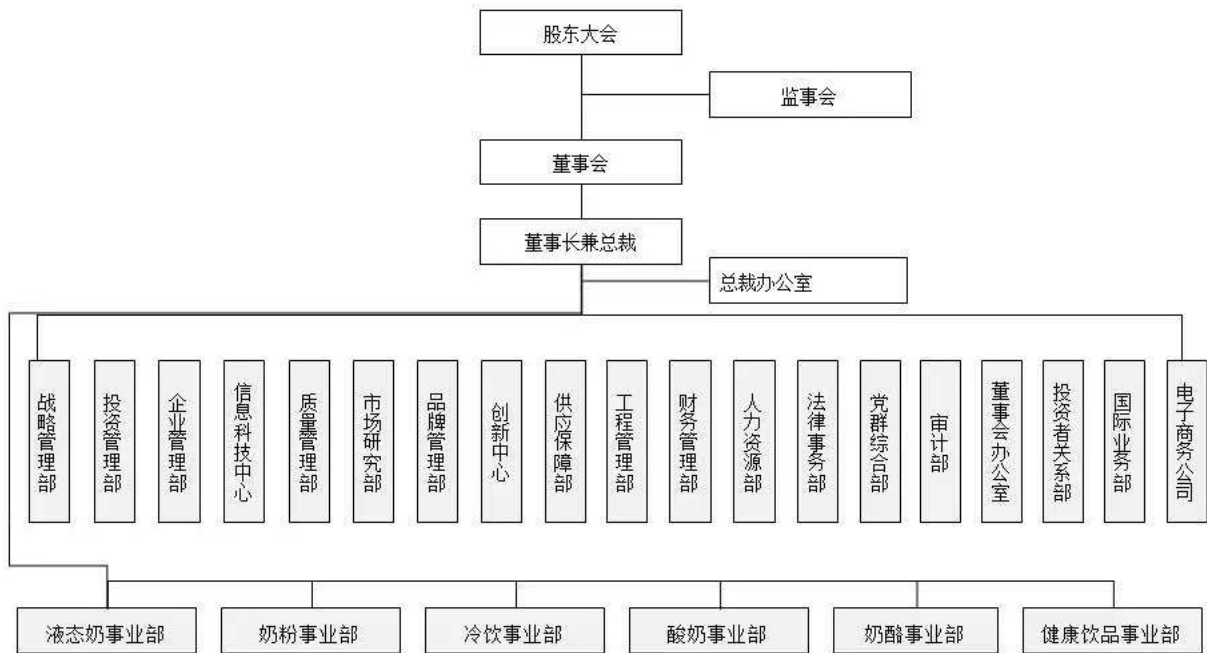
公司作为中国乳制品行业龙头企业，在品牌知名度、市场渗透率、渠道建设、技术研发水平及产品品类等方面具备综合竞争优势。近年来，公司资产质量好，营业总收入和利润水平不断攀升，整体盈利能力强且稳定，经营活动现金流状况较佳且获现能力良好，整体债务负担轻。同时，联合评级也关注到乳制品市场竞争激烈；公司奶源供应为外部采购，供应渠道和价格稳定性对公司盈利存在影响以及期间费用增长较快等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来，随着全球产业布局的持续推进，公司奶源结构将进一步优化，行业地位和竞争实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 内蒙古伊利实业集团股份有限公司

组织结构图



附件 2 内蒙古伊利实业集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	392.62	493.00	476.06	524.58
所有者权益（亿元）	232.36	252.40	280.37	264.36
短期债务（亿元）	4.88	80.99	18.32	33.56
长期债务（亿元）	0.00	0.64	1.34	6.32
全部债务（亿元）	4.88	81.64	19.66	39.88
营业总收入（亿元）	606.09	680.58	795.53	231.30
净利润（亿元）	56.69	60.03	64.52	22.80
EBITDA（亿元）	82.85	87.28	93.18	--
经营性净现金流（亿元）	128.17	70.06	86.25	13.50
应收账款周转次数（次）	96.54	91.13	76.84	--
存货周转次数（次）	8.33	9.43	9.65	--
总资产周转次数（次）	1.54	1.54	1.64	0.46
现金收入比率（%）	112.11	112.07	113.03	105.20
总资本收益率（%）	22.56	21.75	20.77	--
总资产报酬率（%）	16.92	16.45	15.91	--
净资产收益率（%）	26.14	24.77	24.22	8.37
营业利润率（%）	37.25	36.53	37.15	39.22
费用收入比（%）	29.17	28.06	29.27	28.15
资产负债率（%）	40.82	48.80	41.11	49.60
全部债务资本化比率（%）	2.06	24.44	6.55	13.11
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.25	0.48	2.33
EBITDA 利息倍数（倍）	201.45	41.58	70.80	--
EBITDA 全部债务比（倍）	16.98	1.07	4.74	--
流动比率（倍）	1.35	1.25	1.28	1.10
速动比率（倍）	1.06	1.06	0.99	0.89
现金短期债务比（倍）	28.58	2.71	6.13	3.67
经营现金流动负债比率（%）	85.98	29.38	44.99	5.40
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.04	1.09	1.16	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	8.28	8.73	9.32	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债、长期应付款中债务部分已计入债务及相关指标核算；4. 2019 年一季度未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 内蒙古伊利实业集团股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年内蒙古伊利实业集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

内蒙古伊利实业集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。内蒙古伊利实业集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注内蒙古伊利实业集团股份有限公司的相关状况，如发现内蒙古伊利实业集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如内蒙古伊利实业集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至内蒙古伊利实业集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送内蒙古伊利实业集团股份有限公司、监管部门等。

