

## 新希望乳业股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：李梓桐 ztli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 27 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1354 号

## 新希望乳业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“新乳转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

**评级观点：**中诚信国际维持新希望乳业股份有限公司（以下简称“新乳业”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“新乳转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司低温乳制品领域持续保有竞争力、业务规模呈稳定增长态势，充足的外部支持为稳健经营提供有力保障对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到市场竞争更为激烈、原奶价格快速上升、面临一定整合管理风险、债务规模与财务杠杆进一步上升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

新乳业（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	53.64	85.79	95.04	92.78
所有者权益合计（亿元）	20.56	28.61	28.69	29.04
总负债（亿元）	33.08	57.18	66.35	63.74
总债务（亿元）	20.67	39.76	42.63	42.84
营业总收入（亿元）	56.75	67.49	89.67	23.17
净利润（亿元）	2.51	2.89	3.41	0.46
EBIT（亿元）	3.32	3.90	4.96	--
EBITDA（亿元）	6.53	7.55	9.10	--
经营活动净现金流（亿元）	6.35	7.19	10.35	1.10
营业毛利率(%)	33.11	24.49	24.56	24.00
总资产收益率(%)	6.19	5.59	5.49	--
资产负债率(%)	61.66	66.65	69.81	68.70
总资本化比率(%)	50.13	58.15	59.77	59.60
总债务/EBITDA(X)	3.16	5.27	4.69	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.84	8.18	6.78	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

- **低温乳制品领域持续保有竞争力。**跟踪期内公司坚持“鲜战略”，保持在低温乳制品领域的竞争力。业务布局向全国化进一步迈进，在四川、宁夏、云南、河北、浙江等地拥有较高的市场占有率和较强的竞争优势。
- **跟踪期内公司业务规模呈增长态势。**受益于合并范围扩大和新增产能释放，2021 年公司收入和利润呈增长态势。
- **充足的外部支持为稳健经营提供有力保障。**公司实际控制人除拥有公司外，还拥有新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）等大型企业，具有较大的产业规模和一定的金融及社会资源，对公司经营发展提供一定支持；国家政策对农牧企业在税收减免、融资等方面的一系列优惠政策有助于公司享受行业发展红利。

### 同行业比较

2021 年部分乳制品企业主要指标对比表

公司名称	产品产量	主要区域布局	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
蒙牛乳业	乳制品 814.00 万吨	全国	981.01	57.19	881.41	49.64	75.45
新乳业	乳制品 93.81 万吨	四川、云南、河北、浙江、宁夏、山东等地	95.04	69.81	89.67	3.41	10.35

注：“蒙牛乳业”为“中国蒙牛乳业有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
新乳转债	AA	AA	2021/6/11	7.18	7.18	2020/12/18-2026/12/18	回售、赎回

### 关注

- **市场竞争更加激烈，原奶价格快速上升。**近年来各乳企在低温乳制品领域加大了资本投入、产品创新和营销推广力度，公司面临更趋激烈的市场竞争。同时，下游乳制品消费需求提升以及饲料价格上涨，导致原奶价格大幅上涨，原材料成本快速上涨对乳企成本控制形成一定压力。
- **面临一定整合管理风险。**跟踪期内，公司继续保持一定的收并购节奏，商誉仍有所增加，尽管公司拥有较好的整合方法与经验，但由于整合项目存在差异性，投后管理情况和商誉减值风险仍值得关注。
- **债务规模和财务杠杆水平进一步上升。**受收并购和建设项目资金支出影响，公司债务规模和杠杆水平升高，截至 2021 年末，公司总债务 42.63 亿元，总资本化比率进一步上升至 59.77%。

### 评级展望

中诚信国际认为，新希望乳业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**市场占有率显著提升，盈利能力大幅提升且具有持续性；资本实力显著增强；财务杠杆水平大幅降低。
- **可能触发评级下调因素。**出现食品安全问题；业务规模大幅萎缩，盈利及获现能力大幅弱化；债务规模大幅攀升，偿债能力下降。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

表 1：公司募集资金使用情况

债项简称	募集资金 (亿元)	已使用资 金(亿 元)	募集用途	募集用途 是否变更
新乳转债	7.18	7.18	收购寰美乳业 40% 股权项目及补充流动资金	否

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，

CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应当适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在

力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**我国乳制品行业产销保持相对稳定态势，“两超多强”的市场格局已基本稳定，行业集中度或将进一步提高；2020年下半年以来，原奶价格的波动对乳制品企业成本控制能力提出更高要求**

我国乳制品行业的发展受到国内供需平衡、产品质量、养殖成本以及国际乳制品市场影响，存在一定波动。2018年以来，受益于国内乳制品产品质量升级和新品持续推出，乳制品产销量逐步回升，供需处于相对稳定态势，行业整体进入成熟阶段。

图 1：近年来中国牛奶产量情况

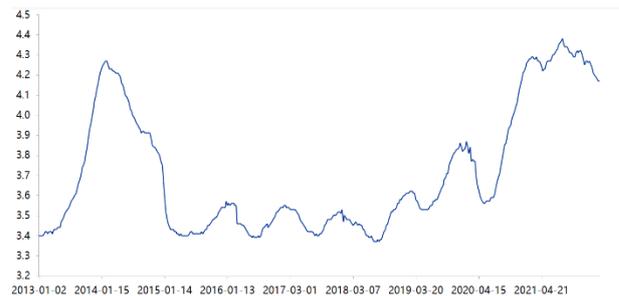


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

原奶是乳制品企业生产成本中重要的一部分，

液态奶成本中原料奶占比 40%左右，而奶粉中原料奶成本占比则达 60%。原奶价格是影响乳制品价格的重要因素，原奶价格主要受养殖成本的影响，其中饲料成本在奶牛养殖总成本中占比较高，约为 70%。受养殖成本、乳牛养殖周期等因素影响，原奶产量及价格存在一定周期性，同时，随着乳制品进口规模逐步增长，国际奶价变动亦对国内原奶价格形成较大冲击。根据农村农业部数据，2020年下半年以来，受益于疫情好转，民众饮奶需求恢复，同时，大豆和苜蓿等饲料成本上升，国际牛奶价格提高，生鲜乳价格保持上涨态势，并于 2021 年 8 月达到最高点 4.3 元/公斤，2021 年第四季度以来，受国内原奶供给增长影响，主产区生鲜乳均价有所下降，但仍处于高位，对下游乳制品企业的成本控制带来一定挑战。

图 2：近年来生鲜乳价格走势（元/公斤）



资料来源：IFCN, Choice

国内上游牧场不断提升牧场规模、机械化和数字化，基本大型牧场已实现数字化管理，机械化挤奶率接近 100%。中诚信国际关注到，疫情后带来的需求端的强劲增长使得乳制品企业关注奶源供给保障及控制权强化，全国及地方乳品龙头加速并购或自建上游牧场，以保障其奶源的稳定性，根据海关总署数据，2021 年全国进口活牛 36.11 万头，同比增长 35.70%，新建牧场及奶牛存栏量的增长或将对原奶价格形成一定冲击。

下游需求方面，乳制品需求主要受居民可支配收入、消费习惯和偏好、人口数量及结构变化以及乳制品价格影响。受疫情后消费者教育提升和消费升级背景下，乳制品消费量或将保持增长态势。同

时，我国乳制品消费区域分化严重，上海市、北京市等经济发达城市人均乳制品消费额达三四线及农村地区的 2 倍左右，近年来低线城市和农村居民收入提升速度更快，居民饮奶意识逐渐增强，饮奶习惯逐渐形成，未来低线城市和农村市场的乳品消费和渗透率仍有很大提升空间。

从产品消费结构来看，目前常温纯奶占主导地位，酸奶增长较快，低温巴氏奶在消费升级和冷链物流快速发展的驱动下，保持较快增长趋势，奶酪、黄油及其他占比较低。近年来乳制品企业持续推出新产品，未来产品高端化趋势将进一步驱动行业增长。

从终端产品的市场格局来看，内蒙古伊利实业集团股份有限公司和中国蒙牛乳业有限公司拥有全国性品牌，销售网络覆盖面广，收入水平和市场占有率处于领先地位，根据前瞻产业研究院的统计，2021 年伊利和蒙牛的乳制品市场份额近 50%，行业已经形成高度集中的双寡头竞争态势。区域性乳制品企业基本通过低温产品、渠道便利性以及区域性品牌认知度进行市场竞争，光明乳业股份有限公司、北京三元食品股份有限公司和新希望乳业股份有限公司等企业分别在华东及华中、华北、西南等区域性市场拥有较强的品牌优势，与全国性乳企形成有效互补。地方性乳制品企业通常仅在单一省市经营，生产经营规模较小，竞争力有限。近年来，由于国家对乳制品加工业市场准入的严格限制以及对现有乳制品企业的整顿，行业龙头企业通过资产重组、兼并收购等方式，扩大自身规模，丰富产品品类，同时不断加强对奶源和销售渠道的控制，其收入增长普遍高于行业的平均增速，2021 年受疫情的冲击，部分中小乳企逐渐退出，行业集中度有进一步提升的趋势。

**中诚信国际认为**，近年来我国乳制品消费市场保持稳定，终端市场“两超多强”的市场格局已基本形成，且未来集中度有望进一步提升。在环保政策趋严等影响下，2020 年以来原奶价格持续上涨，对乳制品企业成本控制能力提出更高要求。

## **食品安全是乳制品行业稳定发展的关键因素，能够在一定程度上影响乳制品行业的整体发展格局，近年来相关制度不断完善**

食品安全是乳制品行业稳定发展的关键因素，行业突发事件倒逼乳制品生产企业加强内部质量安全管控，提升管理质量，也促使行业监管更加规范。2020 年 12 月市场监管总局制定并印发《乳制品质量安全提升行动方案》，该方案明确了总体目标，到 2023 年，乳制品质量安全监管法规标准体系更加完善，乳制品质量安全监管能力大幅提升，监督检查发现问题整改率达到 100%，乳制品监督抽检合格率保持在 99% 以上。2022 年 2 月，为深入贯彻落实《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》《国务院办公厅关于促进畜牧业高质量发展的意见》，提升奶业竞争力，保障奶类供给安全，农业部制定《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》，该方案提出十四五期间要完善乳品质量安全法规标准体系，健全生鲜乳生产、收购、运输等管理制度，提高生鲜乳质量安全监管水平。

根据 2021 年《中国奶业质量报告》数据显示，2020 年我国生鲜乳抽检合格率已达 99.8%，其中三聚氰胺等重点监控违禁添加物抽检合格率连续 12 年保持 100%，乳制品抽检合格率 99.9%，全国 4,241 个生鲜乳收购站和 5,280 辆运输车，实现监管全覆盖，保障生鲜乳质量安全。婴幼儿配方乳粉抽检合格率 99.9%，在食品中保持领先。

## **跟踪期内，公司股权结构较为稳定，大股东持股比例较高**

截至 2022 年 3 月末，公司控股股东为 Universal Dairy Limited，控制股权合计 64.57%，第二大股东新希望投资集团有限公司控股 15.50%。公司实际控制人为刘永好与 Liu Chang。公司股权高度集中且结构保持稳定。

跟踪期内，公司关联方交易主要围绕原材料与劳务采购展开，公司从鲜生活冷链及其附属子公司

<sup>1</sup>（以下简称“鲜生活”）采购冷链物流服务，从新希望六和股份有限公司<sup>2</sup>、四川新希望贸易有限公司<sup>3</sup>等公司采购奶粉、饲料等原材料和劳务服务，2021年，公司从关联方采购规模为6.88亿元，占采购总额比重为9.07%，占比同比增加0.76个百分点。此外，2021年，公司向北京未来星宇电子商务有限公司等关联方销售商品和劳务合计2.64亿元，占销售总额比例较低。公司与关联方交易定价与结算机制均按照市场化定价原则进行，中诚信国际将对此保持关注。

跟踪期内，公司以总股本8.67亿股为基数，向全体股东每10股派0.75元人民币现金（含税），分红总额0.65亿元。

截至2022年3月末，公司股东无股权质押。

**跟踪期内公司并购整合持续发力，进一步完善产业链布局，前期收购的宁夏寰美乳业发展有限公司（以下简称“寰美乳业”）跟踪期内业绩提升；但频繁并购形成较高商誉，未来投后整合情况和商誉减值风险值得关注**

2021年3月，公司以2.31亿元收购重庆新牛瀚虹实业有限公司（以下简称“重庆瀚虹”）60%股权，重庆瀚虹拥有“一只酸奶牛”品牌，“一只酸奶牛”主打“酸奶+”等差异化产品，主要以线下直营以及连锁加盟的方式运营，为消费者提供多种现制饮品，现门店数量近千家，主要集中在成都、重庆、西安等地。

2021年12月，公司以58,400,000美元购买JAPFA LTD.（以下简称“佳发”）持有的AustAsia Investment Holdings Pte. Ltd.（以下简称“澳亚投资”）16,805,598股普通股，占澳亚投资已发行股份的5%，并与澳亚投资之附属控股子公司签署了自2022年开始的5年期为基础、并可滚动续期的奶源供应协议，在对澳亚投资的持股比例不低于约定比

例的前提下，公司将从澳亚投资之附属子公司获得稳定的奶源供应。澳亚投资主要业务为对奶牛及肉牛养殖、原奶生产、乳制品销售等，在中国共经营10家规模化奶牛牧场、2家肉牛牧场，拥有奶牛约10.3万头，2021年，澳亚投资营业收入5.64亿美元，净利润1.05亿美元。**中诚信国际认为**，通过参股澳亚投资，公司锁定了长期优质奶源供应，为上游供应链安全和稳定提供有力保障。

2021年是寰美乳业进入公司体系后的第一个完整会计年度，公司积极发挥投后整合管理能力，2021年寰美乳业营业收入同比增长约18%，净利润提升超过20%。

表 2：近年来寰美乳业主要财务指标情况(亿元)

财务科目	2019	2020	2021
总资产	11.30	16.19	17.07
所有者权益	4.23	9.91	10.39
营业收入	15.04	8.54	17.54
净利润	1.23	0.52	1.30
经营活动净现金流	1.43	--	--

注：寰美乳业于2020年7月纳入公司合并范围，2020年7-12月，寰美乳业收入8.54亿元，净利润0.52亿元。

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

**中诚信国际关注到**，公司收购寰美乳业、重庆瀚虹等公司形成商誉规模较高，未来投后整合情况及商誉减值风险值得持续关注。

**跟踪期内自有奶源产量增加，奶源供应较为稳定，受业务规模扩张影响，采购金额增加，仍需关注原奶价格变动对公司成本控制的压力**

公司主要原材料包括原料奶、其他原辅料和包材，其中原料奶采购金额占比超过50%。公司原料奶来源于自有牧场、合作大型奶源基地及规模化养殖合作社。

自有牧场方面，截至2021年末，公司拥有13个自有牧场<sup>4</sup>，1个在建牧场，受益于海原和永昌牧场一期建设完成，公司奶牛存栏量稳步增长，公司自有奶牛总存栏数43,120头，大部分自有牧场距离

<sup>1</sup>鲜生活冷链物流有限公司为新希望集团下属公司。

<sup>2</sup>新希望六和股份有限公司为新希望集团下属公司，深圳证券交易所主板上市公司，股票代码：000876.SZ。

<sup>3</sup>四川新希望贸易有限公司为新希望集团下属公司。

<sup>4</sup>公司现有的13个自有牧场主要分布在四川、云南、浙江、山东等地区。

加工厂在 150 公里以内，奶源的新鲜度得到有效保证。公司牛只绝大部分从澳大利亚、乌拉圭和新西兰进口。公司持续优化饲喂工作，2021 年母牛单产持续提升约 2%，达到 10.58 吨/头年，同比增加 0.24 吨/头，乳脂、乳蛋白等原奶指标均有所提升。

合作大型奶源基地及规模化养殖合作社方面，公司持续加强与大型奶源基地及规模化养殖合作社合作，有助于公司在业务规模扩大的同时为获得稳定、可靠、优质的奶源供应提供保证。2021 年，公司新增对澳亚投资的战略投资，加强与上游供应商的战略合作，提升奶源供应的稳定性。公司与原奶供应商采取先货后款的结算方式，按月进行结

算。

2021 年，随着公司业务规模的扩张，公司原奶采购量呈增长态势，其中，自有奶源占比稳步提升。公司通过控股、参股公司的牧场所提供的稳定奶源达到总需求量的 50% 左右。2021 年以来，原奶价格上升增加公司采购压力。**中诚信国际认为**，公司具备一定的自有奶源供给能力，同时加强与规模化养殖牧场合作，奶源品质可靠，供应较为稳定，为公司业务发展提供了有力保障，但仍需关注原奶价格变动对公司带来的成本压力，以及原奶产品质量对公司乳制品产品品质的影响。

表 3：公司不同采购模式下原奶采购金额及占比（亿元、%）

	2019		2020		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有牧场	5.24	22.96	6.46	22.38	9.89	25.88
合作大型奶源基地	6.93	30.37	22.39	77.62	28.33	74.12
规模化养殖合作社	10.65	46.67				
<b>合计</b>	<b>22.82</b>	<b>100.00</b>	<b>28.85</b>	<b>100.00</b>	<b>38.22</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他原材料采购方面，跟踪期内公司沿用集采和分采结合的模式。公司原辅料供应商较为分散，包材供应商主要为纷美（北京）贸易有限公司和利乐中国有限公司。公司与供应商仍采取先货后款的结算方式，按月进行结算。

供应商集中度方面，2021 年公司前五大采购商采购金额占比为 21.43%，较 2020 年减少约 3.3 个百分点，尽管集中度略有下降，但第一、第二大供应商采购额占年度采购总额的比例仍然维持较高水平，分别为 8.91% 和 8.89%。目前，公司第一大供应商为关联公司。

### 受益于新产能投产、新品推出和市场拓展，低温和常温产品产销规模均扩张，产品结构有所升级

公司产品分为低温产品和常温产品，跟踪期内

受益于青岛琴牌扩建项目完成和部分生产基地技改完成，公司低温、常温产能规模有所扩大，截至 2021 年末，公司拥有 16 家乳制品加工厂，低温、常温产品年产能分别为 35.64 万吨、68.52 万吨，形成了立足西南、辐射全国的产能布局。

2021 年公司继续坚持鲜战略，发力低温市场，使低温产品为公司的核心产品，并采用“以销定产”的生产模式，低温产品始终保持高毛利水平。受益于产能释放、新品不断推出和市场拓展，低温和常温产品产销量均呈增长态势，产销率水平较高，且公司产品持续升级，平均销售价格有所增加。**中诚信国际关注到**，受低温乳制品特性影响，公司部分低温产品存在一定的退损情况，目前公司退损率处于正常水平，同时公司加大对销售的把控力度，计划进一步降低退损率。

表 4：公司主要产品产能及产销量情况（万吨/年、万吨、%、千元/吨）

年份		低温产品	常温产品	奶粉
2019	产能	32.32	34.17	0.36

	产量	31.91	29.19	0.16
	产能利用率	98.73	85.43	44.44
	销量	30.05	29.14	0.15
	产销率	94.17	99.83	93.75
	销售价格	11.06	7.17	43.32
	2020	产能	33.31	45.88
产量		33.03	41.06	0.20
产能利用率		99.16	89.49	55.56
销量		30.12	42.03	0.15
产销率		91.19	102.36	75.00
销售价格		11.03	7.03	46.67
2021	产能	35.64	68.52	0.36
	产量	34.37	59.26	0.18
	产能利用率	96.44	86.48	50.76
	销量	35.11	60.77	0.16
	产销率	97.89	97.52	115.48
	销售价格	11.42	7.06	44.88

注：表中 2020 年数据仅包含蒙美乳业 2020 年 7~12 月

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产品研发方面，2021 年公司研发投入为 0.91 亿元，占营业收入比例为 1.01%，与 2020 年基本持平。2021 年共获受理专利 63 项，其中发明专利 25 项；获专利授权 41 项，其中发明专利 7 项。公司持续研发新品，跟踪期内，在低温鲜奶领域，推出以“循环农作，自然出美味”为品牌理念的“唯品”有机牛乳和“唯品”娟姗牛乳、口味香浓的国潮鲜奶“今日鲜奶铺”、原生亲和营养更好吸收的纯正“A2”鲜牛乳，上述高端、超高端低温鲜奶产品在跟踪期内实现了约 50% 的增长；在低温酸奶领域，公司相继推出了冰激凌酸奶、布丁酸奶、活润代餐（大杯）酸奶、奶啤等多个产品，在功能型、控糖细分赛道取得突破；常温产品方面，公司推出区域特色牧场奶概念，升级原有产品，并推出塞上牧场枸杞牛奶，2021 年高端白奶收入同比增长近 100%。**中诚信国际认为**，较强的研发实力和投入为公司产品创新奠定了基础，对维持较好的盈利水平形成了一定的保障。

销售渠道方面，2021 年，公司直销渠道<sup>5</sup>和经销渠道销售额占比分别为 50.52% 和 49.48%。经销商

方面，2021 年末，公司经销商增加至 3,969 家。其中，西南、华东地区经销商数量仍位居前二，分别为 1,363 家、1,164 家，跟踪期内公司大力拓展华中市场经销业务，华中地区经销商数量同比增长 30.89% 达 411 家。公司积极发展线上渠道拉动销售增长，线上消费涵盖淘系、京东、拼多多、抖音、小程序、微信、公众号、美团、饿了么、支付宝、有赞、鲜活 Go 门店等，疫情期间，公司还通过直播、短视频、私域社群、社区拼团等新营销方式紧抓用户需求，2021 年公司实现电商渠道销售收入 6.72 亿元，同比增长 80.77%，线上直销渠道毛利率达 23.60%。

公司对商超客户结算账期仍为 30~60 天，教育局等单位结算账期约为 30~90 天；公司对其他直销客户采取货到付款的结算方式；对经销商主要采取先款后货的结算方式，2021 年，公司继续引入外部供应链金融，经销商资金压力得以有效缓解。客户集中度方面，2021 年公司前五大客户销售收入占营业总收入的比重为 11.16%，较 2020 年小幅下降，客户较为分散。

<sup>5</sup> 直销渠道包括大型超市、连锁、直营门店、教育局以及学校等。

**表 5：2021 年公司前五大客户情况（万元、%）**

客户名称	销售收入	占比
客户一	29,965.14	3.34
客户二	22,138.72	2.47
客户三	21,661.76	2.42
客户四	15,207.29	1.70
客户五	11,130.65	1.24
<b>合计</b>	<b>100,103.55</b>	<b>11.16</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，西南地区仍为公司核心销售区域，2021 年西南地区销售收入 36.13 亿元，同比增长 17.25%，占营业收入比重 40.30%；受益于寰美乳业在西北、华东地区的先发优势，跟踪期内，公司西北和华东片区的销售收入同比分别增长 105.45%、29.87%，西北地区超过华北地区跃升成为第三大销售区域。市场占有率方面，公司在四川、宁夏、云南、河北、浙江、山东等区域市场具有领先地位。

**表 6：近年来公司区域销售分布情况（亿元、%）**

区域	2019		2020		2021	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
西南	31.85	56.13	30.82	45.66	36.13	40.30
华北	6.14	10.81	7.12	10.55	8.65	9.65

**表 7：截至 2022 年 3 月末公司在建拟建项目情况（万元）**

项目名称	总投资	已投资	2022 年 4-12 月预计投资	计划投产日期
蝶泉牧业二期扩建工程项目	8,887.00	3,319.25	5,567.75	2022 年 12 月 31 日
塞上牧业	11,768.00	0	8,300.00	2023 年
<b>合计</b>	<b>20,655.00</b>	<b>3,319.25</b>	<b>13,867.75</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司未发生食品安全事故及较大质量事故，期间政府和外部职能部门对公司进行食品生产经营日常监督检查共 50 次，产品及生乳抽检共 2,444 批次，检查合格率均为 100%。

## 财务分析

以下分析基于经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及公司披露的未经审计的 2022 年 1~3 月财务报表。公司财务报表按照新企业会计准则编制，财务数据均采用财务报告期末数。

北						
华东	13.98	24.63	16.87	24.99	21.91	24.43
西北	--	--	6.97	10.32	14.31	15.96
其他	4.78	8.43	5.71	8.47	8.67	9.67
<b>合计</b>	<b>56.75</b>	<b>100.00</b>	<b>67.49</b>	<b>100.00</b>	<b>89.67</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 公司战略稳步推进，2021 年完成业绩目标；在建项目尚需投资规模一般；跟踪期内未发生食品安全事故

公司延续执行“鲜立方战略”和“三年倍增计划”，完成“三年倍增计划”中营业收入和净利润增长率均不低于 25% 的业绩目标。中诚信国际认为，公司未来或将继续依靠并购扩张业务规模，投资进度及其资金平衡情况值得关注。

截至 2021 年末，公司主要在建项目为蝶泉牧业二期扩建工程项目，拟建项目为塞上牧业，公司项目投资压力尚可，项目建成后，公司自有奶源供给比例有望得到进一步提高。

中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”中的国开基金借款和租赁负债调整至长期债务；将计入“其他应付款”的应付关联公司租金和应付第三方借款和往来款计入短期债务。重庆瀚虹于 2021 年 3 月纳入合并报表范围。

## 跟踪期内，受益于市场拓展与收购整合效果较好，公司收入和利润规模呈增长态势，但期间费用对利润侵蚀仍较为突出

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自液体乳。2021 年，受益于产能扩张、市场拓展增强与寰美乳

业收购后良好业绩表现，液体乳销售收入进一步增加，液体乳毛利率水平保持稳定。公司其他收入主要来自原奶销售及代加工乳制品，疫情期间，公司奶源富裕，原奶销售收入有所增加。

2022 年一季度，公司业绩保持稳健增长态势，实现营业收入 23.17 亿元，同比增长 15.02%；营业毛利率为 24.00%，毛利率水平保持稳定。

**表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元，%）**

项目	2019		2020		2021	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
液体乳	54.11	33.54	62.73	24.81	83.01	24.74
奶粉	0.64	37.50	0.70	28.57	0.73	33.27
其他	2.01	20.40	4.06	18.72	5.93	20.98
<b>营业总收入/综合毛利率</b>	<b>56.75</b>	<b>33.11</b>	<b>67.49</b>	<b>24.49</b>	<b>89.67</b>	<b>24.56</b>

注：根据会计准则，2020 年公司将原计入销售费用的运费纳入营业成本核算，2019 年和 2020 年运输费分别为 4.04 亿元和 4.51 亿元。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司期间费用有所扩张，其中，销售费用和管理费用增加主要由于公司业务规模快速扩张，广告及营销费用、人工成本均有所增加；受寰美乳业并表及债务规模增加影响，公司财务费用有所上升。受上述因素影响，公司期间费用率小幅增加，且处于相对较高水平。公司利润总额主要来自经营性业务利润，受益于业务规模扩张，公司经营性业务利润小幅增加。此外，投资收益主要来自对重庆天友<sup>6</sup>的按权益法核算的长期股权投资和现代牧业的股利分配，对利润总额形成一定补充。

跟踪期内，公司 EBIT 和 EBITDA 有所上升，但其利润率呈下降态势，总资产收益率亦小幅下降。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元，%）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	12.50	9.21	12.48	3.38
管理费用	3.20	3.69	4.92	1.22
研发费用	0.28	0.35	0.40	0.09
财务费用	0.64	0.82	1.16	0.33
期间费用合计	16.61	14.07	18.97	5.02
期间费用率(%)	29.28	20.85	21.15	21.68
经营性业务利润	2.53	2.84	3.19	0.50
投资收益	0.37	0.36	0.55	0.01
营业外损益	0.11	0.12	0.09	0.01
利润总额	2.68	3.08	3.77	0.53
EBIT	3.32	3.90	4.96	--
EBITDA	6.53	7.55	9.10	--
EBITDA 利润率	11.51	11.19	10.15	--
EBIT 利润率	5.85	5.78	5.53	--

<sup>6</sup> 重庆天友是一家以生产、销售乳制品作为主营业务的公司，主要业务集中在重庆地区，其 2021 年度营业收入为 25.52 亿元，同比小幅增长 11.64%，实现净利润 0.90 亿元，同比增加 36.20%。

总资产收益率	6.19	5.59	5.49	--
--------	------	------	------	----

注：2020 年起公司将原计入销售费用的运费纳入营业成本核算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司业务规模扩张带动资产和债务规模扩大，财务杠杆水平进一步上升

跟踪期内，公司资产规模进一步扩大，仍主要以非流动性资产为主，2021 年末，非流动资产占总资产比重达 78.16%。受青岛琴牌项目推进和投产转固影响，公司固定资产和在建工程此消彼长，此外，无形资产的增长以“一只酸奶牛”的商标使用权为主。受奶牛养殖规模扩大影响，公司以雌性奶牛为主的生产性生物资产增长 18.85%。公司新增持有澳亚投资股权，其他权益工具投资规模上升。中诚信国际关注到，受收购重庆瀚虹影响，2021 年末公司商誉规模进一步增加，面临一定商誉减值风险。

**表 10：2021 年末公司主要商誉构成情况（亿元，%）**

公司名称	账面价值	占商誉比例
寰美乳业	7.57	63.61
重庆瀚虹	1.70	14.29
宁夏夏进综合牧业开发有限公司	0.74	6.22
福建新澳牧业有限公司和福建新希望澳牛乳业有限公司	0.75	6.30
新希望双喜乳业（苏州）有限公司	0.39	3.28
<b>合计</b>	<b>11.15</b>	<b>93.70</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

流动资产方面，受业务规模扩大影响，2021 年

公司存货与应收账款规模增加，同时，公司为提前锁定上游优质奶源，预付款项有所增加，货币资金小幅下降。

**表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	4.46	5.39	5.15	3.80
交易性金融资产	0.06	1.41	--	--
应收账款	4.31	5.34	6.17	6.22
存货	3.28	4.66	6.85	6.09
<b>流动资产合计</b>	<b>12.99</b>	<b>18.59</b>	<b>20.76</b>	<b>18.29</b>
长期股权投资	4.10	4.31	4.62	4.64
其他权益工具投资	6.13	9.95	10.73	10.50
固定资产	20.19	27.21	28.39	28.04
在建工程	1.58	1.27	0.45	0.59
无形资产	2.26	6.17	7.13	7.07
商誉	1.13	9.92	11.90	11.90
生产性生物资产	3.24	6.63	7.88	8.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>40.65</b>	<b>67.20</b>	<b>74.29</b>	<b>74.49</b>
<b>资产合计</b>	<b>53.64</b>	<b>85.79</b>	<b>95.04</b>	<b>92.78</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债以流动负债为主，跟踪期内负债规模进一步扩大。截至 2021 年末，受业务规模扩大影响，公司应付账款增加。此外，有息债务方面，为完成收并购和推进项目建设，公司借款规模有所扩大，债务结构上，长短期债务规模相当。

所有者权益方面，2021 年末，公司所有者权益规模保持稳定，其中，受益于利润累积，未分配利润增加，但受现代牧业股票价格下降影响，其他综合收益减少。跟踪期内，受债务规模扩张影响，公司财务杠杆水平有所上升。

**表 12：近年来公司主要负债情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
短期债务	16.01	19.10	20.94	17.76
长期债务	4.66	20.66	21.69	25.08
长短期债务比	3.44	0.92	0.97	0.71
总债务	20.67	39.76	42.63	42.84
应付账款	5.26	6.47	8.82	7.92
其他应付款	4.61	7.73	7.63	7.49
<b>总负债</b>	<b>33.08</b>	<b>57.18</b>	<b>66.35</b>	<b>63.74</b>
实收资本	8.54	8.54	8.67	8.67
其他权益工具	0	0.96	0.96	0.96
其他综合收益	-0.88	2.81	0.01	-0.23
未分配利润	6.28	8.41	10.92	11.36

少数股东权益	0.87	2.07	2.32	2.34
<b>所有者权益合计</b>	<b>20.56</b>	<b>28.61</b>	<b>28.69</b>	<b>29.04</b>
资产负债率	61.66	66.65	69.81	68.70
总资本化比率	50.13	58.15	59.77	59.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内公司业务保持良好的收现能力，经营活动现金流实现较快增长，偿债指标表现一般

2021 年，受益于主营业务良好的业绩表现，公司业务规模稳步扩张，经营活动产生的现金流净额同比增长 43.87% 达 10.35 亿元。2021 年，公司对外投资主要为澳亚投资和项目建设，因公司并购活动支付现金有所减少，投资活动产生的现金流出规模下降；同时，2021 年公司新增借款规模下降，公司筹资活动产生的现金流净额同比减少 12.74 亿元。

跟踪期内，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本金的覆盖能力增强，但总体来看，公司偿债指标表现一般。

**表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	6.35	7.19	10.35	1.10
投资活动净现金流	-12.67	-19.45	-11.08	-2.14
筹资活动净现金流	7.71	13.21	0.47	-0.32
经营活动净现金流/短期债务	0.40	0.38	0.49	0.25*
经营活动净现金流/总债务	0.31	0.18	0.24	0.10*
经营活动净现金流/利息支出	9.56	7.79	7.71	--
(CFO-股利)/总债务	24.83	14.25	20.36	--
EBITDA 利息保障倍数	9.84	8.18	6.78	--
总债务/EBITDA	3.16	5.27	4.69	--
EBITDA/短期债务	0.41	0.40	0.43	--
货币资金/短期债务	0.28	0.28	0.25	0.21

注：表中加\*为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内公司受限资产较高，一定程度上影响资产流动性，公司拥有良好的银企关系和直接融资渠道，

## 无对外担保

2021年以来，公司对外质押资产和股权以取得借款，对资产流动性产生一定影响。截至2022年3月末，公司受限资产合计16.19亿元，其中，受限货币资金0.05亿元，受限股权16.14亿元，包括子公司GGG Holdings Limited所持有的5.95亿股现代牧业股权和澳亚投资股权、以及子公司寰美乳业、重庆瀚虹股权质押。

截至2022年3月末，公司授信总额为75.12亿元，其中未使用授信为39.60亿元，备用流动性尚可。此外，公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

截至2022年3月末，公司无对外担保和对公司营运产生影响的重大诉讼。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2022年5月17日，近三年公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**公司可获得国家一定的政策支持；公司实际控制人掌握较强的产业、金融及社会资源，有利于公司经营发展**

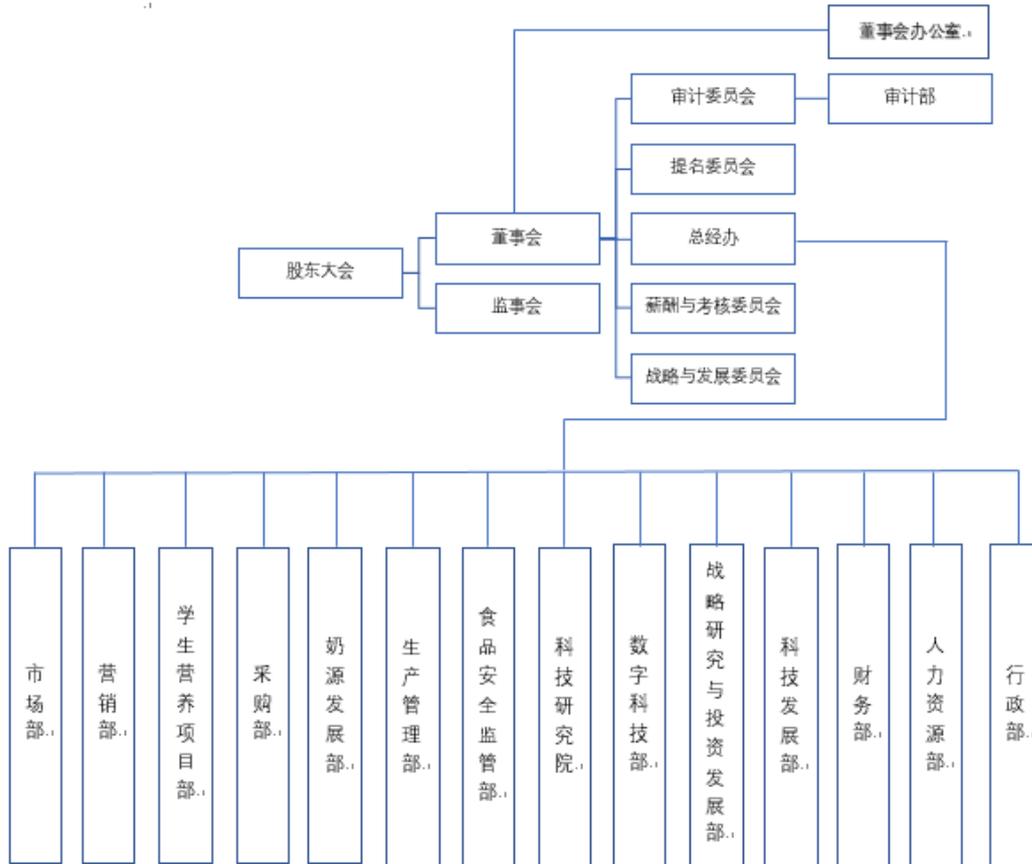
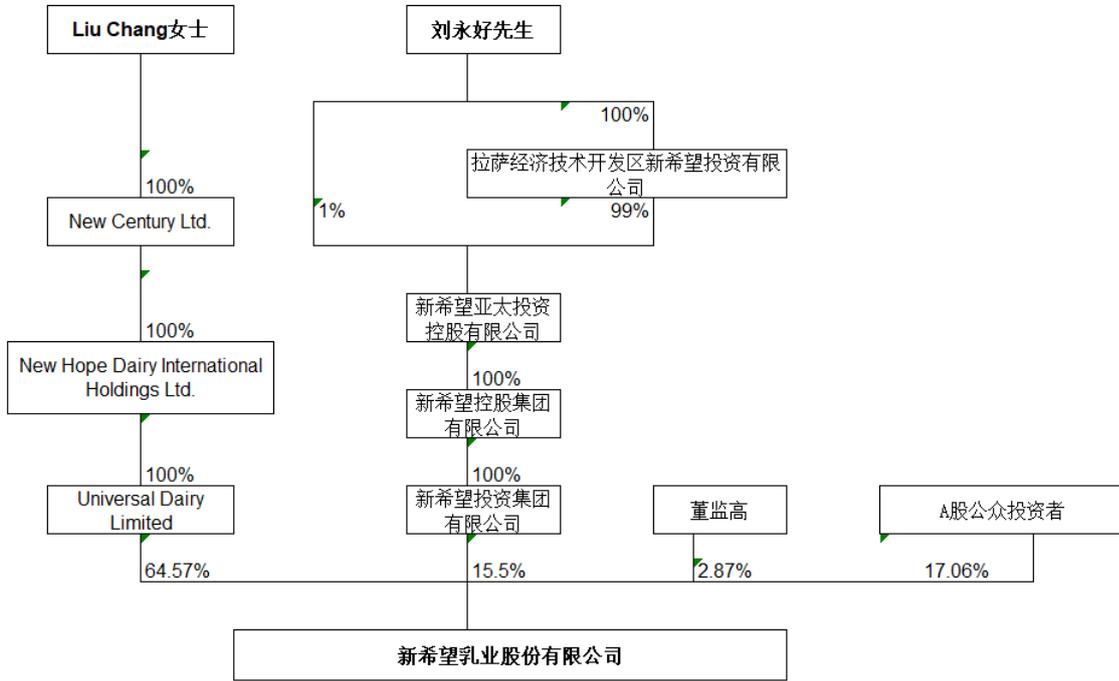
公司享受国家政策规定的在税收减免、融资等方面的一系列优惠政策。2021年，公司获得政府补贴0.58亿元。

公司为新希望集团成员企业，实际控制人之一刘永好先生同时还为新希望集团、新希望投资集团有限公司（以下简称“新希望投资”）等多家大型企业的实际控制人，拥有农业、房地产、环保和投资等多项产业和多家上市公司，产业、金融及社会资源较为丰厚；其中新希望集团为国内第一大、世界第三大饲料生产商。**中诚信国际认为**，公司实际控制人拥有较强的产业、金融及社会资源，公司可共享部分资源，有利于公司的经营发展。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持新希望乳业股份有限公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“新乳转债”的债项信用等级为**AA**。

### 附一：新希望乳业股份有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2022 年 3 月末)



资料来源：公司提供

## 附二：新希望乳业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	44,640.40	53,866.35	51,524.27	37,973.12
应收账款净额	43,112.10	53,388.00	61,681.57	62,172.16
其他应收款	2,908.08	3,323.34	4,383.52	4,515.07
存货净额	32,844.71	46,612.19	68,522.16	60,918.18
长期投资	102,284.86	142,632.38	153,424.73	151,464.93
固定资产	201,930.47	272,128.34	283,941.88	280,359.86
在建工程	15,765.53	12,734.53	4,510.45	5,923.71
无形资产	22,606.01	61,686.55	71,292.68	70,743.65
总资产	536,408.61	857,881.96	950,418.78	927,823.43
其他应付款	46,104.01	77,267.87	76,315.51	74,910.66
短期债务	160,126.65	191,006.48	209,388.33	177,591.08
长期债务	46,589.60	206,558.23	216,941.01	250,839.64
总债务	206,716.25	397,564.71	426,329.35	428,430.73
净债务	162,075.84	343,698.36	374,805.08	390,457.60
总负债	330,772.79	571,805.56	663,490.33	637,392.35
费用化利息支出	6,381.45	8,163.58	11,924.50	--
资本化利息支出	261.46	1,070.22	1,502.11	--
所有者权益合计	205,635.83	286,076.39	286,928.45	290,431.08
营业总收入	567,495.37	674,863.19	896,687.24	231,670.86
经营性业务利润	25,279.54	28,366.49	31,865.32	5,040.29
投资收益	3,662.72	3,643.96	5,499.26	52.01
净利润	25,144.52	28,943.46	34,126.17	4,560.63
EBIT	33,212.08	38,995.50	49,608.41	--
EBITDA	65,345.86	75,498.82	90,969.09	--
经营活动产生现金净流量	63,501.37	71,944.18	103,506.44	10,990.58
投资活动产生现金净流量	-126,651.45	-194,548.81	-110,770.17	-21,359.57
筹资活动产生现金净流量	77,093.74	132,084.89	4,709.21	-3,173.15
资本支出	60,166.43	63,443.60	69,527.68	19,053.48
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	33.11	24.49	24.56	24.00
期间费用率(%)	29.28	20.85	21.15	21.68
EBITDA 利润率(%)	11.51	11.19	10.15	--
总资产收益率(%)	6.19	5.59	5.49	--
净资产收益率(%)	12.23	11.77	11.91	--
流动比率(X)	0.48	0.54	0.48	0.49
速动比率(X)	0.36	0.40	0.32	0.33
存货周转率(X)	11.56	12.83	11.75	10.88*
应收账款周转率(X)	13.16	13.99	15.59	14.96*
资产负债率(%)	61.66	66.65	69.81	68.70
总资本化比率(%)	50.13	58.15	59.77	59.60
短期债务/总债务(%)	77.46	48.04	49.11	41.45
经营活动净现金流/总债务(X)	0.31	0.18	0.24	0.10*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.40	0.38	0.49	0.25*
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.56	7.79	7.71	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	24.83	14.25	20.36	--
总债务/EBITDA(X)	3.16	5.27	4.69	--
EBITDA/短期债务(X)	0.41	0.40	0.43	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.84	8.18	6.78	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.00	4.22	3.69	--

注：1、2022 年一季度报未经审计；2、带\*指标已经年化处理；3、由于缺乏数据，未计算 2022 年 1~3 月部分指标；4、中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”中的国开基金借款和租赁负债调整至长期债务；将计入“其他应付款”的应付关联公司租金和应付第三方借款和往来款计入短期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。