



中诚信国际  
CCXI

# 新希望乳业股份有限公司 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1105 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 24 日

本次跟踪发行人及评级结果	新希望乳业股份有限公司	AA/稳定
--------------	-------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“新乳转债”	AA
-------------	--------	----

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。	
--------	--	--

评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于新希望乳业股份有限公司（以下简称“新乳业”或“公司”）保持在优势区域及低温乳制品领域的较高市场地位；业绩稳步增长及公司股东在业务、融资和资金方面能够提供一定支持等方面的优势。同时中诚信国际也关注到乳制品行业竞争激烈，新拓展的区域市场经营情况值得关注；债务规模及财务杠杆水平处于较高水平；商誉减值风险等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
------	--	--

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。	
------	--	--

调级因素	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>市场占有率显著提升，区域拓展取得显著成效，优势区域明显增加；营业收入大幅增长且具有持续性；债务稳步下降且资本实力增强带动财务杠杆水平明显降低。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>出现食品安全问题导致市场地位及品牌影响力显著下降；业务规模大幅萎缩，盈利及获现能力大幅弱化；财务杠杆攀升；股东实力明显弱化，对公司支持力度大幅降低。</p>	
------	--	--

正面	
■	跟踪期内公司持续推出新产品，保持在优势区域及低温乳制品领域较高的市场地位
■	行业发展放缓背景下，公司业绩稳步增长
■	公司股东在业务、融资和资金方面能够提供一定支持
关注	
■	乳制品行业竞争激烈，新拓展的区域市场经营情况值得关注
■	前期投资并购积累的债务仍有待消化，财务杠杆水平处于行业较高水平
■	商誉占资产比重仍较高，需对其减值风险保持关注

项目负责人：余 璐 lyu@ccxi.com.cn  
 项目组成员：凌 丽 lling@ccxi.com.cn  
 梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn

评级总监：  
 电话：(027)87339288

## 财务概况

新乳业（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	95.04	94.90	89.38	89.91
所有者权益合计（亿元）	28.69	26.65	26.39	26.63
负债合计（亿元）	66.35	68.25	62.99	63.28
总债务（亿元）	42.63	44.17	37.60	40.65
营业总收入（亿元）	89.67	100.06	109.87	26.14
净利润（亿元）	3.41	3.62	4.38	0.93
EBIT（亿元）	4.20	4.77	6.88	--
EBITDA（亿元）	8.33	9.59	12.06	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	10.35	10.34	15.57	-0.08
营业毛利率（%）	24.56	24.04	26.87	29.38
总资产收益率（%）	4.64	5.02	7.47	--
EBIT 利润率（%）	4.68	4.77	6.26	--
资产负债率（%）	69.81	71.91	70.47	70.38
总资本化比率（%）	59.77	62.37	58.76	60.42
总债务/EBITDA（X）	5.12	4.61	3.12	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.02	5.77	6.87	--
FFO/总债务（X）	0.17	0.19	0.28	--

注：1、中诚信国际根据新乳业提供的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 2022~2023 年度审计报告及未经审计 2024 年度一季报整理；其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

## 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	液体乳产能（万吨）	营业总收入（亿元）	存货周转率（X）	EBIT 利润率（%）	总资本化比率（%）	总债务/EBITDA（X）
中国蒙牛	1,404	986.24	8.75	8.01	43.74	3.64
新乳业	118	109.87	10.63	6.26	58.76	3.12

中诚信国际认为，公司在西南、西北等区域渠道布局完善，在区域低温鲜奶领域市场地位较高，但其品牌影响力、产能布局、产品多元化等方面仍有较大提升空间。因前期持续收购，公司财务杠杆处于较高水平，偿债指标表现一般。

注：中国蒙牛是“中国蒙牛乳业有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

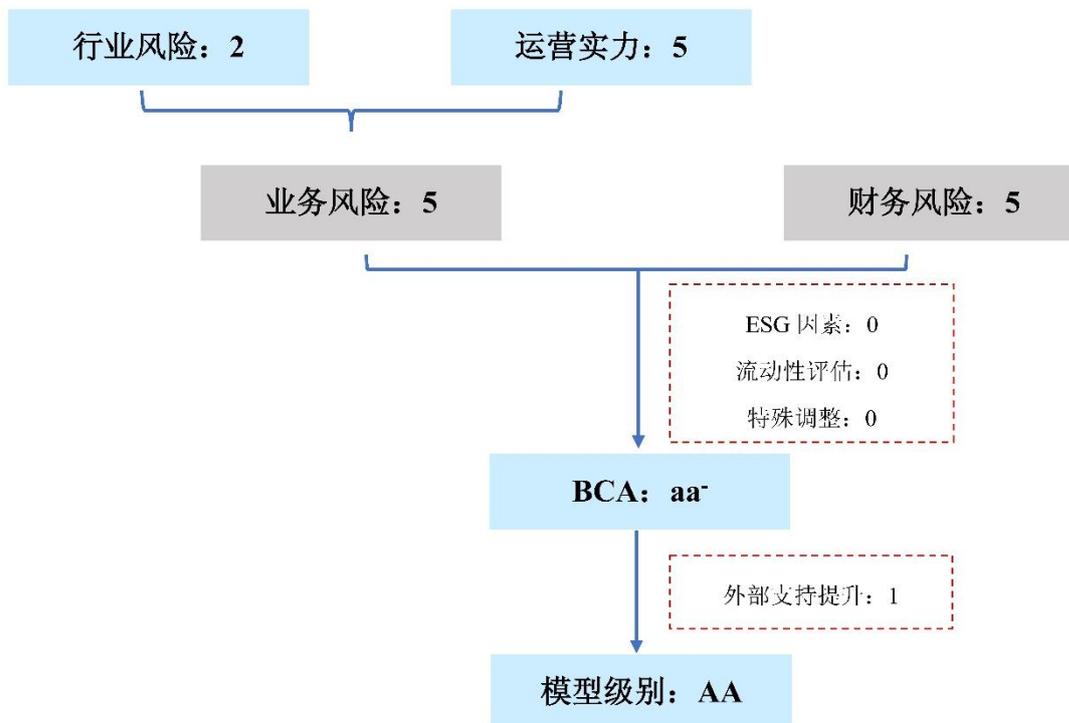
## 本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
新乳转债	AA	AA	2023/6/21 至本报告出具日	7.18/7.18	2020/12/18~2026/12/17	回售、赎回、转股

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
新乳业	AA/稳定	AA/稳定	2023/6/21 至本报告出具日

## ● 评级模型

### 新希望乳业股份有限公司评级模型打分(C090402\_2024\_04\_2024\_01)



**注:**

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司实际控制人之一刘永好先生同时还为新希望集团实际控制人，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，公司作为其产业内的重要上市公司和乳制品业务的主要运营板块，实控人对其支持意愿较强，可在融资、客户资源、业务协同、资金等方面提供给公司较大支持，外部支持调升 1 个子级。

**方法论:** 中诚信国际饮料乳品行业评级方法与模型 C090402\_2024\_04

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

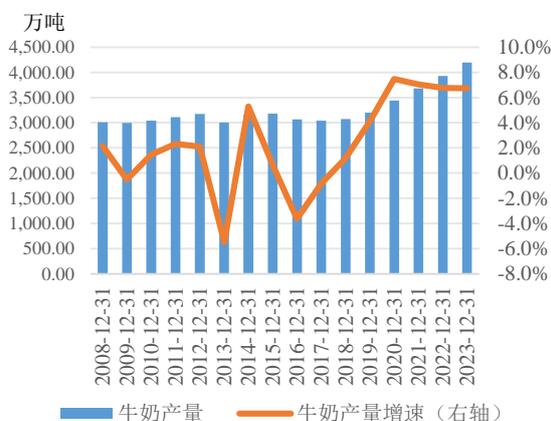
详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，短期奶源阶段性过剩及乳品消费放缓将制约乳制品行业发展，但随着国民消费水平提升及健康饮食理念普及，未来乳制品行业发展空间较大，其中下沉市场增长潜力更大；近年来行业收并购放缓，短期行业仍将呈现“两超多强”的竞争格局。

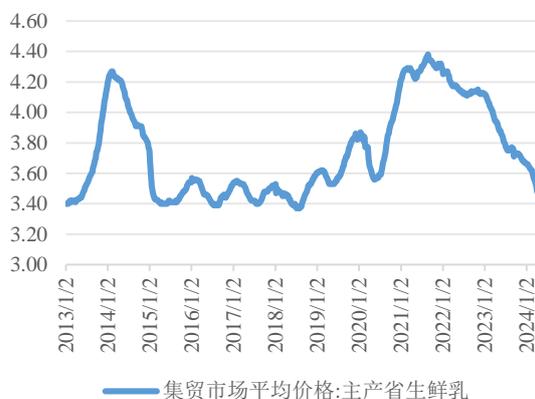
2023 年中国经济温和复苏，乳制品消费整体继续放缓。国家乳业工程技术研究中心数据显示，2023 年液态乳销售额仍呈回落态势，其中常温乳品消费相对稳定，而低温乳品消费则进一步下降。与此同时，受奶牛存栏量回升、单产水平提高等因素影响，牛奶产量保持增长态势。2023 年，我国牛奶产量 4,197 万吨，同比增长 6.7%，原奶市场仍呈现供给过剩状态，价格持续回落。农业农村部数据显示，截至 2024 年 5 月中旬，主产省生鲜乳价格已降至 3.38 元/公斤。原奶价格下降或可部分缓解主要依赖外购奶源的乳企成本压力，但对于自有牧场奶源占比较高的乳企而言，受养殖成本仍处较高水平，仍将受到一定负面影响。

图 1：近年来牛奶产量情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

图 2：近年来原奶价格走势（元/公斤）



资料来源：choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，短期奶源阶段性过剩及乳品消费恢复不及预期仍将制约乳企经营发展。但从人均消费量看，我国奶类消费处于较低水平。2023 年，人均奶类消费量 41.3 公斤，约占全球平均水平的 40%。随着国民消费水平的提升以及健康饮食理念的普及，未来乳制品行业仍有较大增长空间，其中低能级城市及乡村等下沉市场未来发展潜力更大。

从终端竞争格局来看，我国乳制品市场参与者众多，行业竞争尤为激烈。然而，受奶源分布、物流配送能力等条件限制，中国乳制品行业呈现出少数全国性大乳企以及众多区域性中小乳企两级

分化但又二者并存的状态。部分乳企通过加大对地方性乳企收购拓展业务范围，但随着行业发展放缓，收并购节奏趋缓。**中诚信国际认为**，乳制品行业短期仍将呈现“两超多强”的竞争格局：蒙牛和伊利作为我国液态奶市场上的两大全国性龙头企业市场占有率及营业收入远超其他乳企；以新乳业、君乐宝、三元乳业、光明乳业等为代表的腰部企业则需在产品创新、渠道控制等方面直面来自头部厂商和新兴品牌的双重挑战。

**中诚信国际认为，跟踪期内公司进一步聚焦主业，剥离部分非乳业务，公司保持低温鲜奶领域及优势区域的较高市场地位，但新拓展区域仍面临激烈的市场竞争；奶源供应稳定，仍需关注原奶供给过剩对公司的影响。**

**2023 年以来公司股权结构无较大变化；通过处置非乳业相关子公司股权，并增持乳业子公司股权，业务更加聚焦乳品主业；同时将持续实施多年的“鲜”战略进行迭代精进，战略方向明确。**

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化。截至 2024 年 3 月末，公司总股本为 8.66 亿元，自然人 Liu Chang 通过 Universal Dairy Limited（以下简称“UDL”）持有公司股权比例为 64.69%；刘永好先生通过新希望投资集团有限公司持有公司 15.52% 的股份。Liu Chang 系刘永好先生之女，根据双方一致行动协议的约定，刘永好及 Liu Chang 父女为公司的共同实际控制人。

跟踪期内，公司注销了杭州新希望乳品销售有限公司，并对福州澳牛收购项目有所调整<sup>1</sup>。2023 年 10 月公司增持福建新希望澳牛乳业有限公司（以下简称“新澳乳业”，从事乳品生产及销售业务）31.5% 股权至 86.5%，11 月转让持有的福建新澳牧业有限公司（以下简称“新澳牧业”，从事奶牛养殖业务）55% 股权，转让后公司不再持有新澳牧业的股权。此外，公司于 2023 年 12 月向关联方草根知本集团有限公司转让重庆新牛瀚虹实业有限公司（以下简称“重庆瀚虹”，从事食品经营业务）45% 股权，转让后公司对重庆瀚虹的持股比例变为 15%，按联营企业进行核算。总体来看，上述对持股公司的股权变动事项对公司报表影响较小，同时涉及的资金体量不大。中诚信国际认为，通过转让新澳牧业、重庆瀚虹股权，并增持新澳乳业股权，公司业务将更加聚焦乳品主业。

跟踪期内，公司发布了《2023-2027 年战略规划》，将持续实施多年的“鲜”战略进行了迭代精进：公司将以低温鲜奶和低温特色酸奶作为核心重点品类，以“DTC”为渠道增长的重要引擎，通过科技加持、区域深耕，以内生增长为主的方式，做大做强核心业务，战略方向较为明确。

**2023 年以来，公司产销保持扩张态势，在低温奶及优势区域竞争优势得以巩固，公司加大华东、广东等区域拓展力度，但激烈市场竞争下新拓展区域的经营状况有待持续关注。**

公司主要从事乳制品的生产、研发和销售业务，产品以常温奶、低温鲜奶和低温酸奶为主。跟踪期内公司产能布局较为稳定。截至 2023 年末，公司拥有 16 家乳制品加工厂，分布于四川、云南、浙江、山东、宁夏等区域，形成了立足西南，辐射华东、华北、西北等主要区域的产能布局。

<sup>1</sup> 2019 年 8 月 12 日，新乳业与叶松景签署了《关于“福州澳牛”之投资合作协议》（以下简称“《投资合作协议》”）。公司根据《投资合作协议》约定收购福建新希望澳牛乳业有限公司（简称“新澳乳业”）、福建新希望澳牛乳业有限公司（简称“新澳乳业”）各 55% 的股权，并于 2020 年 6 月初完成了相关工商变更登记。因《投资合作协议》签署时的客观环境在履行期间发生较大变化，在综合考虑了客观经营环境变化的情况下，2023 年 10 月 27 日公司第三届董事会第四次会议审议通过了《关于签订〈关于“福州澳牛”之投资合作协议〉的补充协议的议案》，公司与相关方签订了《〈“福州澳牛”之投资合作协议〉的补充协议》（以下称“《补充协议》”），对《投资合作协议》及相关协议关于交易对价的定价机制、交易对价的调整 and 支付、人事提名权、退出机制、转让限制、回购、税务等条款进行了修改，根据补充协议此交易各方一致确认收购新澳乳业及新澳牧业 55% 股权的交易对价为 111,443,750.00 元。

年内公司产能扩张放缓，其中低温产品产能变动不大，常温产品产能有所扩张，整体产能维持在行业中等水平。

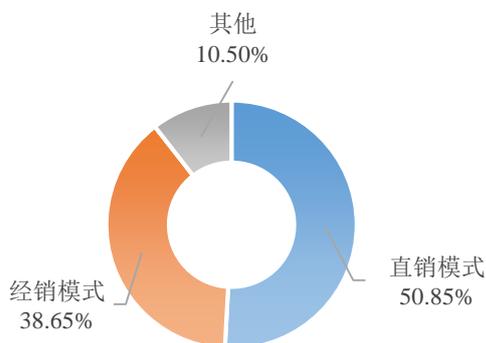
2023 年，公司继续加强产品研发，对“24 小时”品类结构升级，同时基于不同消费场景和香浓口味推出“浓”系列新品，当期新品的收入贡献占比 12%，成为拉动增长的重要引擎。随产品升级，低温产品销售均价保持增长态势，常温产品价格随原奶价格回落而有所回落。在以销定产模式下，公司产销率处于较高水平。公司的销售模式包括直销和经销。跟踪期内，公司继续发展线上渠道，2023 年公司实现电商渠道销售收入 8.80 亿元，对销售额贡献上升至接近 9%。销售区域方面，西南地区仍为公司核心销售区域，2023 年西南地区销售收入占比维持在 37%左右；公司在华北地区的销售收入基数较低，但增幅较快。**中诚信国际观察到**，跟踪期内公司保持在低温乳品领域较高的市场地位，其中低温鲜奶全国市场率超过 10%，同时在四川、宁夏、云南等区域市场均具有领先地位。此外，公司持续开拓广东地区市场，但乳制品市场竞争激烈，公司在广州等新拓展区域市场经营情况有待观察。

表 1：公司主要产品产能及产销情况（万吨/年、万吨、%、千元/吨）

年份	指标	低温产品	常温产品
2021	产能	35.64	68.52
	产量	34.37	59.26
	销量	35.11	60.77
	产销率	102.15	102.55
	销售价格	11.42	7.06
2022	产能	46.55	66.56
	产量	37.29	60.80
	销量	35.51	64.42
	产销率	95.23	105.95
	销售价格	11.77	7.13
2023	产能	46.98	70.71
	产量	40.93	67.78
	销量	39.62	68.87
	产销率	96.80	101.61
	销售价格	11.89	6.97

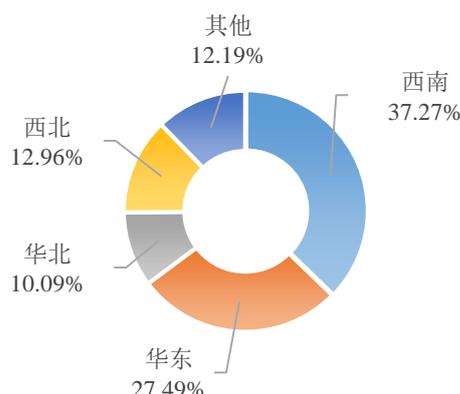
资料来源：公司提供

图 3：2023 年不同销售模式收入分布情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 4：2023 年各区域销售分布情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

结算方面，公司对商超客户和教育局等单位的结算账期仍分别为 30~60 天和 30~90 天，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，整体回款风险不大。客户集中度方面，2023 年公司前五大客户销售收入占营业总收入的比重为 10.89%，同比小幅下降，客户仍较为分散。

**跟踪期内，公司自有奶源供应占比持续提升，并与供应商保持稳定良好的合作关系。**

公司主要原材料包括原料奶、其他原辅料和包材。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。跟踪期内，塞上牧场竣工，并关闭靖远及吴忠牧场，截至 2023 年末，公司在全国范围内总共拥有 12 个规模化与标准化牧场，奶牛总存栏数 48,292 头。随着公司持续优化饲喂工作，成母牛平均单产同比增加 0.10 吨/头年，乳脂、蛋白等原奶指标稳定保持在较好水平。同时大部分自有牧场距离加工厂在 150 公里以内，奶源的新鲜度得到有效保证。

跟踪期内，在原奶阶段性过剩的市场格局下，公司优先使用自有牧场奶源，自有奶源供应占比有所提升。同时公司继续从 AUSTASIA INVESTMENT HOLDINGS PTE.LTD（以下简称“澳亚集团”）、中国现代牧业控股有限公司（以下简称“现代牧业”）等合作大型奶源基地采购原料奶，2023 年通过控股、参股的牧场所提供的稳定奶源达到总需求量的 50%左右，供应较为稳定，奶源品质可靠，为公司业务发展提供了有力保障，仍需关注奶源过剩对公司经营的影响。

表 2：公司不同采购模式下原奶采购金额及占比（亿元、%）

	2021		2022		2023	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有牧场	9.89	25.88	11.63	30.07	12.43	31.04
社会牧场	28.33	74.12	27.05	69.93	27.61	68.96
<b>合计</b>	<b>38.22</b>	<b>100.00</b>	<b>38.68</b>	<b>100.00</b>	<b>40.04</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他材料采购方面，跟踪期内公司仍沿用集采和分采结合的模式，且与供应商保持稳定良好的合作关系。公司辅料供应商较为分散；而包材供应商较为集中，主要为山东新巨丰科技包装股份有限公司和上海紫江企业集团股份有限公司。结算方面，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；公司与包材和辅料的供应商采取先货后款的结算方式，按月进行结算。

公司已建立完善的供应商管理和考核体系，每季度对供应商进行动态考核。供应商集中度方面，2023 年公司前五大采购商采购金额占比为 23.07%，同比下降 2.08 个百分点，集中度有所下降。

**在建项目投资规模不大，资本支出压力较小。**

截至 2023 年末，公司主要在建项目为福州澳牛新厂建设项目，该项目将于 2024 年投产，建成后公司产能将进一步提升。该项目总投资额为 0.87 亿元，2024 年计划投资 0.67 亿元，资本支出压力较小。

## 财务风险

**跟踪期内，公司业务稳步增长，叠加产品结构优化、原奶价格下降及公司降本增效，盈利规模有所提升；经营获现表现较好，随投资扩张放缓，债务规模及财务杠杆比率有所下降，但仍处于较高水平，偿债指标表现一般。**

### 盈利能力

2023 年液体乳收入增幅较大，带动营业总收入同比增长 9.80%，同时受益于产品创新及产品结构优化以及成本端原奶价格下降、公司持续降本增效等因素影响，公司营业毛利率有所提升。受业务规模扩张影响，公司相应增加营销投入，当期期间费用率小幅提升。受行业及宏观市场环境影 响，生物资产处置出现损失，对公司盈利有所侵蚀，但公司利润总额仍保持快速增长。2024 年第一季度，公司经营业绩进一步提升，利润总额同比增长 48.10%。

### 资产质量

跟踪期内，随着在建项目的推进，固定资产和在建工程合计数小幅增长；处置子公司使得商誉和无形资产有所下降，但商誉占资产比重仍较高，需持续关注子公司业绩变化以及存在的商誉减值风险。由于持有的澳亚集团和现代牧业股权股价下跌较多，其他权益工具投资同比减少较多，当期末非流动资产有所下降。流动资产方面，公司货币资金维持一定规模，且受限比例较低；公司销售回款保持良好水平，应收账款周转率有所提升；跟踪期内公司存货规模呈下降态势，存货周转率有所回升，保持在行业较高水平，仍需对产成品库存规模及库存周期变化情况保持关注。此外，由于新增股权转让款，当期其他应收款有所增长。债务方面，当期公司压降债务规模，且债务期限结构有所改善。权益方面，公司利润持续积累，但其他综合收益和少数股东权益下降较多导致公司所有者权益有所减少，其中其他综合收益下降主要是持有的澳亚集团和现代牧业股权在跟踪期内股价下跌导致公允价值下降所致；而少数股东权益减少主要系公司收购子公司新澳乳业 31.5% 的少数股东股权所致。跟踪期内，公司财务杠杆比率有所下降，但仍处于较高水平。

### 现金流及偿债情况

跟踪期内，随业绩增长，公司经营获现增加；公司聚焦内生增长，处置部分子公司股权同时放缓投资，投资活动现金流净流出规模进一步收窄。公司偿还部分有息负债，筹资活动保持净流出态势。2024 年一季度，经营活动产生的现金流量净额由正转负，同期公司新增部分银行借款，筹资

活动净现金流由负转正。随业绩增长及债务偿还,公司 EBITDA 利息保障倍数、总债务/EBITDA、FFO/总债务在跟踪期内均有所提升,整体来看,公司较为充裕的现金流和一定规模的资金储备以及外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑,但较高的债务规模使得整体偿债指标表现一般。截至 2024 年 3 月末,公司合并口径共获得银行授信额度 81.87 亿元,尚未使用额度为 49.09 亿元,备用流动性较好。同时,公司为 A 股上市公司,具有股权融资渠道。

表 3: 近年来公司财务相关指标情况 (亿元、X、%)

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	89.67	100.06	109.87	26.14
营业毛利率	24.56	24.04	26.87	29.38
资产处置收益	-0.14	-0.31	-1.03	-0.15
利润总额	3.77	4.06	5.09	1.17
货币资金	5.15	4.94	4.40	5.43
其他应收款	0.44	0.49	1.01	1.05
存货	6.85	8.00	7.12	6.48
其他权益工具投资	10.73	7.50	4.80	4.12
固定资产	28.39	28.07	28.83	28.45
在建工程	0.45	1.17	0.89	1.14
无形资产	7.13	7.76	6.81	6.68
商誉	11.90	11.90	10.03	10.03
总债务	42.63	44.17	37.60	--
短期债务/总债务	49.11	46.40	42.89	--
所有者权益合计	28.69	26.65	26.39	26.63
经营活动产生的现金流量净额	10.35	10.34	15.57	-0.08
总资产收益率	4.64	5.02	7.47	--
存货周转率	11.75	10.23	10.63	10.87*
EBITDA 利息保障倍数	6.02	5.77	6.87	--
总债务/EBITDA	5.12	4.61	3.12	--
FFO/总债务	0.17	0.19	0.28	--

注:带“\*”指标已经年化处理

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末,公司受限资产主要为货币资金及用于长期借款抵押的在建工程和土地使用权,合计 0.37 亿元,占总资产比重为 0.41%,受限比例较低。

截至 2024 年 3 月末,公司未决诉讼涉案金额不大,对正常经营影响不大,同期末无对外担保。

**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,2021~2024 年 3 月末,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。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

<sup>2</sup> 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时,中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设,可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素,该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响,因此,前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

——2024 年，预计公司产品销量呈增长态势，原奶价格下降推升盈利，同时保持良好获现能力。

——2024 年，预计公司投资支出规模同比小幅下降。

## 预测

表 4: 预测情况表 (%、X)

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	62.37	58.76	52.00~58.00
总债务/EBITDA	4.61	3.12	2.30~2.70

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

**ESG**表现方面，公司高度重视环保工作，严格落实国家法律法规的要求，并通过技术、工艺的改进，管理制度的完善，建设环境友好型企业；公司治理结构较优，内控制度完善，ESG 综合表现水平较高，与前次 ESG 评估无重大变化，潜在 ESG 风险较小。**流动性评估方面**，公司经营获现能力良好，未使用银行授信额度充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。公司资金流出除满足日常经营、项目建设所需外，主要用于债务的还本付息和现金分红，未来一年流动性来源能对流动性需求形成一定覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**公司作为实际控制人所属产业的重要上市公司和乳业品业务的主要运营板块，可在融资、客户资源、业务协同、资金等方面获得较大支持。**

公司实际控制人为刘永好与 Liu Chang，实际控制人之一刘永好先生同时还为新希望集团实际控制人，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，公司作为实控人所属产业的重要上市公司和乳业品业务的主要运营板块，实控人对其支持意愿较强，可在融资、客户资源、业务协同、资金等方面提供给公司较大支持。

## 跟踪债券信用分析

“新乳转债”募集资金 7.18 亿元，用于收购寰美乳业 40%股权项目及补充流动资金，截至报告出具日，均已按用途使用。

截至 2024 年 3 月，“新乳转债”已累计转股金额 3.95 万元，剩余可转债金额 71,796.05 万元。“新乳转债”附价格下修条款，在债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司有权向下修正转股价格。“新乳转债”最新转股价为 18.38 元/股，截至 6 月 12 日前三十个交易日（含 6 月 12 日），新乳业股票平均收盘价为 10.48 元，低于转股价的 80%，公司未进行股价下修。此外，本期转债设置“有条件回售条款”，约定“新乳转债”最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%时，“新乳转债”持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按

<sup>3</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

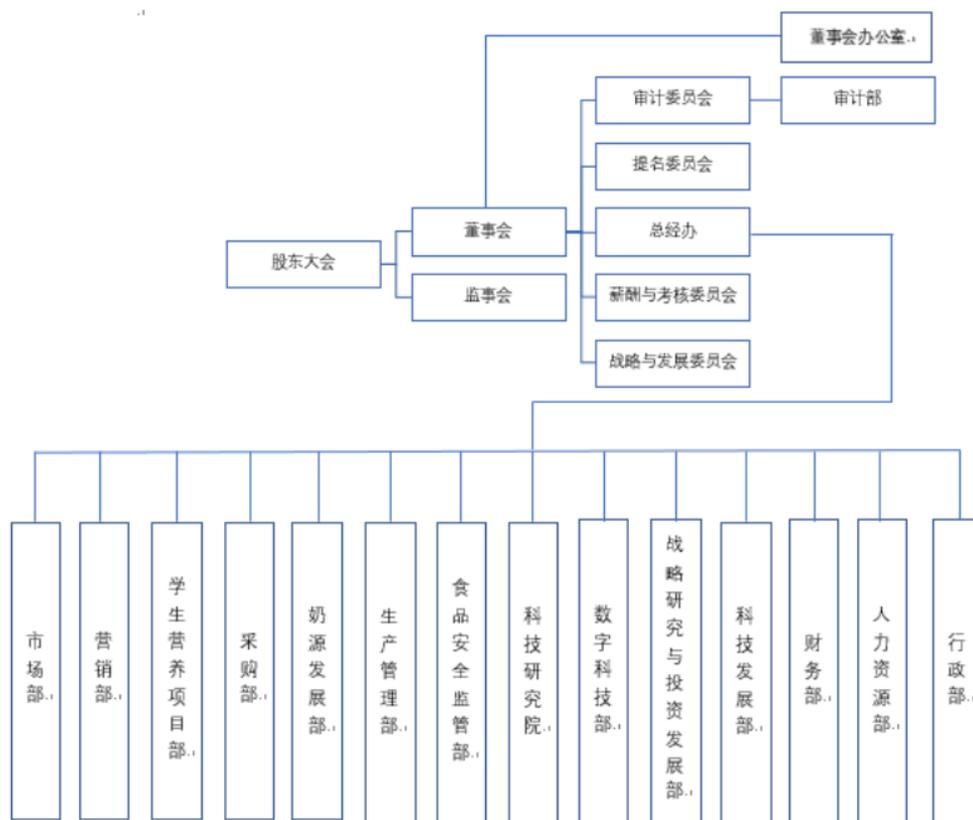
债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。2024 年 12 月将进入“新乳转债”最后两个计息年度，中诚信国际将持续关注公司股价变动及“新乳转债”的回售情况。

“新乳转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司经营获现能力良好，融资渠道畅通，公司信用质量稳定。公司近期股价持续低于转股价格 70%，投资人转股概率较低，同时若股价持续走弱且公司亦未进行转股价格修正，本期可转债面临回售风险，但本期转债剩余期限较长，中诚信国际将持续关注公司股价变动及转股价修正情况。

## 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 2023 年末）



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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	51,524.27	49,409.70	43,954.28	54,324.76
应收账款	61,681.57	57,575.47	60,408.06	65,643.93
其他应收款	4,383.52	4,932.74	10,126.73	10,481.51
存货	68,522.16	80,026.61	71,150.47	64,757.54
长期投资	153,424.73	123,836.45	101,869.84	94,402.99
固定资产	283,941.88	280,700.58	288,260.11	284,513.62
在建工程	4,510.45	11,687.41	8,948.04	11,366.95
无形资产	71,292.68	77,617.72	68,114.86	66,758.82
资产总计	950,418.78	949,006.93	893,800.97	899,054.46
其他应付款	76,315.51	63,847.35	74,854.31	79,998.40
短期债务	209,388.33	204,944.49	161,269.70	--
长期债务	216,941.01	236,764.69	214,776.57	--
总债务	426,329.35	441,709.18	376,046.27	--
净债务	375,299.87	399,310.08	332,159.81	--
负债合计	663,490.33	682,468.31	629,861.15	632,785.49
所有者权益合计	286,928.45	266,538.62	263,939.82	266,268.97
利息支出	13,839.48	16,622.65	17,553.79	--
营业总收入	896,687.24	1,000,649.98	1,098,729.40	261,379.46
经营性业务利润	31,865.32	39,013.43	60,728.95	15,057.10
投资收益	5,499.26	5,178.83	604.84	-604.68
净利润	34,126.17	36,186.34	43,766.04	9,320.93
EBIT	41,959.96	47,698.69	68,791.23	--
EBITDA	83,320.64	95,912.13	120,610.06	--
经营活动产生的现金流量净额	103,506.44	103,371.01	155,711.33	-756.50
投资活动产生的现金流量净额	-110,770.17	-65,303.41	-58,704.18	-15,288.85
筹资活动产生的现金流量净额	4,709.21	-46,851.73	-94,604.65	26,415.83
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率（%）	24.56	24.04	26.87	29.38
期间费用率（%）	21.15	20.20	21.46	23.60
EBIT 利润率（%）	4.68	4.77	6.26	--
总资产收益率（%）	4.64	5.02	7.47	--
流动比率（X）	0.48	0.50	0.50	0.51
速动比率（X）	0.32	0.32	0.32	0.35
存货周转率（X）	11.75	10.23	10.63	10.87*
应收账款周转率（X）	15.59	16.78	18.63	16.59*
资产负债率（%）	69.81	71.91	70.47	70.38
总资本化比率（%）	59.77	62.37	58.76	--
短期债务/总债务（%）	49.11	46.40	42.89	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.22	0.20	0.38	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.45	0.44	0.88	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	7.48	6.22	8.87	--
总债务/EBITDA（X）	5.12	4.61	3.12	--
EBITDA/短期债务（X）	0.40	0.47	0.75	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.02	5.77	6.87	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.03	2.87	3.92	--
FFO/总债务（X）	0.17	0.19	0.28	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带“\*”指标已经年化处理；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务；4、因缺少数据，部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
	现金周转天数	营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn