

目录

一、全面卓越铸就伊利，多元化拓展奠定优势	5
1.1 管理趋向精细，利润诉求提升	5
1.2 高管持股绑定利益，三轮股权激励提升内部积极性	8
1.3 液奶为基本盘，打造奶粉冷饮多元增长曲线	9
二、轻装上阵叠加政策支持，预计收入增速环比向好	11
2.1 伊利白奶相对刚需且结构提升，去库后有望轻装上阵	11
2.1.1 液体乳双雄格局稳固，白奶刚需属性仍在	11
2.1.2 库存低位+政策支持，Q3 业绩环比改善	12
2.1.3 伊利渠道基础扎实，话语权强+深度分销，构筑运营护城河	14
2.2 奶粉：市占率持续提升，婴配粉环比改善，羊奶粉海外高增	16
2.3 冷饮国内库存低位轻装上阵，海外拓张打造第二增长曲线	17
2.4 奶酪：积极布局多元化产品渠道，发掘 ToB 业务潜力	19
三、伊利或受益上游去产能，关注高股息低估值乳品龙头	21
3.1 牧场去产能将促进原奶供需平衡，伊利净利率有望受益奶价回升	21
3.1.1 奶牛产能去化大势所趋，原奶供需平衡终会到来	21
3.1.2 若奶价步入回升阶段，伊利净利率有望进一步提升	21
3.2 股息率位于行业前列，乳品龙头被明显低估	25
四、盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 投资建议	26
五、风险提示	27

图表目录

图 1: 伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业收入（亿元）及历史复盘.....	5
图 2: 23 年伊利、蒙牛分业务营收（亿元）.....	6
图 3: 伊利、蒙牛分业务 16-23 年收入复合增速.....	6
图 4: 伊利股份股权结构图（截至 2024/6/30）.....	8
图 5: 伊利股份分业务收入占比.....	10
图 6: 伊利股份分业务毛利率（%）.....	10
图 7: 伊利、蒙牛液体乳收入及增速复盘.....	12
图 8: 2016-2023 年伊利液体乳量价增速.....	12
图 9: 伊利液体乳单季收入及同比增速.....	12
图 10: 马上赢统计的伊利常温纯牛奶单月销售额及同比增速.....	13
图 11: 马上赢统计的蒙牛常温纯牛奶单月销售额及同比增速.....	13
图 12: 木丁商品信息统计的金典线下单月销售额及同比增速.....	13
图 13: 木丁商品信息统计的特仑苏线下单月销售额及同比增速.....	13
图 14: 马上赢统计的伊利常温酸奶单月销售额及同比增速.....	14
图 15: 马上赢统计的蒙牛常温酸奶单月销售额及同比增速.....	14
图 16: 预付款占营收比重对比.....	14
图 17: 合同负债占营收比重对比.....	14
图 18: 伊利销售人员数量庞大.....	15
图 19: 伊利经销商总数.....	15
图 20: 伊利经销商平均创收.....	15
图 21: 总资产周转率（次）对比.....	15
图 22: ROE（%）对比.....	15
图 23: 伊利奶粉收入及同比增速.....	16
图 24: 伊利奶粉销量、吨价同比增速.....	16
图 25: 伊利奶粉在天猫淘宝的月度收入及同比增速.....	16
图 26: 澳优羊奶粉收入（百万元）及同比增速.....	17
图 27: 澳优 2018-2023 年羊奶粉分地区收入 CAGR.....	17
图 28: 伊利冷饮业务重要事件.....	18
图 29: 伊利冷饮业务收入（亿元）及同比增速.....	19
图 30: 伊利奶酪业务发展历史.....	19
图 31: 部分牧业上市公司净利率（%）和生鲜乳均价.....	21
图 32: 现代牧业、中国圣牧生物资产公允价值变动减乳牛出售成本产生的亏损（百万元）.....	21
图 33: 伊利毛利率和奶价负相关.....	22
图 34: 蒙牛毛利率和奶价负相关.....	22

图 35: 伊利销售费用率和奶价负相关.....	22
图 36: 蒙牛销售费用率和奶价.....	22
图 37: 伊利、蒙牛销售费用（亿元）对比.....	22
图 38: 伊利毛销差和原奶价格对比.....	23
图 39: 蒙牛毛销差和原奶价格对比.....	24
图 40: 伊利股份资产减值损失及对净利率的影响.....	24
图 41: 伊利股份信用减值损失及对净利率的影响.....	24
图 42: 伊利股份年度现金分红总额及股利支付率.....	25
图 43: 乳制品行业股息率（%）一览.....	25
表 1: 头部乳企公布的 2024 年度利润目标	6
表 2: 伊利、蒙牛牧场收购历程.....	6
表 3: 伊利、蒙牛多元化业务收购历程.....	7
表 4: 伊利股份三轮股权激励计划细节.....	9
表 5: 伊利、蒙牛液体乳核心大单品.....	11
表 6: 伊利冷饮品牌创新.....	18
表 7: Canary Foods 优势	20
表 8: 近一轮奶价周期中伊利、蒙牛的毛利率、销售费用率变化幅度对比.....	23
表 9: 乳制品公司动态估值 PE（TTM）水平	25
表 10: 可比公司估值表.....	27

一、全面卓越铸就伊利，多元化拓展奠定优势

1.1 管理趋向精细，利润诉求提升

内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利”）为我国千亿级规模乳制品巨头，旗下涵盖液态奶、冷饮、奶粉、奶酪等多元生态业务，并在上下游产业链具备深入布局。复盘伊利历史也是对我国乳制品行业进行回顾：

2001年前：光明为首，伊利蒙牛仍处萌芽期。伊利前身是成立于1956年的呼和浩特市回民区养牛合作小组，于1993年正式改制成立伊利实业集团，并于1996年在上交所上市。1999年，公司创立液态奶事业部，并于2000年调整战略结构，由单一冰淇淋经营上升为乳产品经营。2002年前，光明收入达50亿，规模居首；蒙牛于1999年由牛根生等创立，规模尚小。

2003-2007年：消费者触达半径、营销决定增速。伊利、蒙牛凭借利乐包装打破保质期桎梏，延长销售半径，迈向全国市场，收入规模也快速提升。2005年后，伊蒙之间营销竞争趋于激烈，费用投入大；蒙牛酸酸乳在2005年冠名“超级女声”大爆，伊利成功牵手2008年北京奥运会组委会。光明专注低温领域，市场空间相对受限，收入规模被伊蒙迅速超越。

2008-2009年：三聚氰胺事件导致蒙牛易主，乳企粗放式成长告一段落。震惊全国的三聚氰胺事件爆发，导致乳制品信任危机。蒙牛资金周转遇到困难，中粮入驻。

图 1：伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业收入（亿元）及历史复盘

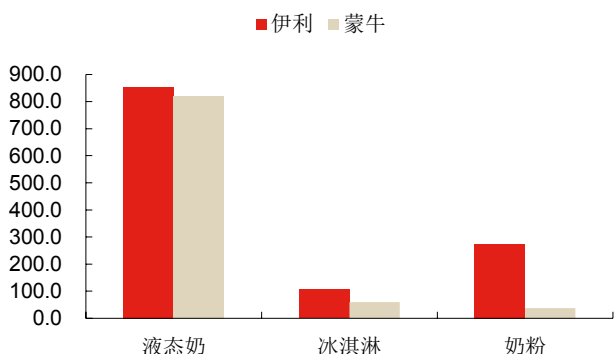


数据来源：新浪财经、简易财经、人民网、新京报、公司公告、公司官网、

2010-2015年：头部乳企管理趋于精细，常温酸奶充分利用既有渠道优势。乳企吸取教训，更加注重上游奶源布局以保障产品质量（标志性事件是蒙牛收购现代牧业），同时随着常温领域双雄格局趋于稳定，双方价格战减少，费效提升，象征着头部乳企管理趋于精细化。此外，由光明莫斯利安引领的常温酸奶时代开启，安慕希、纯甄凭借伊蒙既有渠道优势后来居上，创造规模收入。

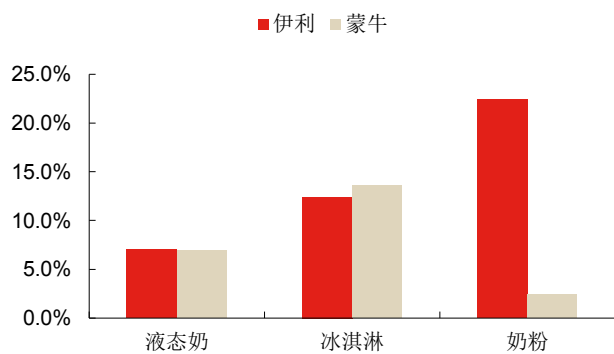
2016-2019年：液奶基本盘稳固，加强多元业务布局。液奶格局稳定，渗透率也较高，伊蒙加强多元化业务探索，通过奶粉、奶酪、冰淇淋等领域收购拓展业务范围或规模。蒙牛逐步收购多美滋、贝拉米、艾雪、妙可蓝多等，伊利收购CHOMTHANA、威仕兰乳品等。总体来看，伊利冰淇淋、奶粉业务成长较快，16-23年CAGR分别为12%、23%，在多元化业务拓展端具备优势。

图 2：23 年伊利、蒙牛分业务营收（亿元）



数据来源：公司年报、

图 3：伊利、蒙牛分业务 16-23 年收入复合增速



数据来源：公司年报、

2020-至今：伊蒙业绩与宏观经济关联度高，消费疲软下乳企加强利润诉求。先是新冠疫情爆发，乳品销售受到多维度影响；后是地产行业低迷、宏观经济疲软，乳品需求承压。乳企收入端扩展空间受限，进一步重视利润提升。

综合，我们认为头部乳企的发展历程可分为三个大阶段：1) 2009 年以前：粗放扩张时代。乳企受益乳制品行业规模快速提升，彼时消费者触达半径、渠道推力、营销决定增速，乳企管理相对粗放；**2) 2010-2015：管理趋于精细。**乳企愈发注重上下游产业链布局，同时有意识地提升费效；**3) 2016-至今：头部乳企业绩与宏观经济关联度提升。**双雄格局稳定，液奶渗透率较高，上升空间狭窄，乳企收入增速与宏观经济关联度提升，例如 2016-2020 年乳品结构受益居民消费升级，2023 年至今受制于消费疲软。当前阶段，随着收入端增长有限，乳企对利润的诉求提升。

表 1：头部乳企公布的 2024 年度利润目标

利润目标	
伊利股份	2025 年净利率至少达到 9%
蒙牛乳业	2024 年全年经营利润率预估增长 0.3-0.5 个百分点
光明乳业	2024 年归母净利润达到 5.67 亿，归属于上市公司股东的净资产收益率大于 6.26%
新乳业	2023-2027 年净利率倍增
三元股份	2024 年扣非归母净利润同比 23 年大幅改善

数据来源：南方都市报、雷达财经、公司公告、

表 2：伊利、蒙牛牧场收购历程

牧场名称	优然牧业	赛科星	恒天然牧场（中国）	中地乳业
收购年份	2000	2019	2020	2020
收购历程、股权占比	伊利乳业收购了优然牧业的前身呼和浩特市配合饲料厂。直到 2015 年，伊利将优然牧业从其业务中拆分出来独立运营，并于 2021 年 6 月在港交所上市	2019 年 7 月，伊利通过优然牧业以 22.78 亿元收购赛科星 58.36% 股权	通过优然牧业以 5.13 亿新西兰元（折合约 23 亿人民币）收购恒天然位于山西省应县、河北省玉田的两个牧场群	收购中地乳业股权案通过了反垄断审查，收购后伊利持有中地乳业约 31.87% 股权

		市。伊利仍为优然第一大			
--	--	-------------	--	--	--

		股东			
	牧场简介	截至 24H1 末，共运营 96 座现代化牧场，奶牛存栏量超 60 万头，成母牛（不含娟珊牛）年化单产达 12.6 吨	截至 24H1 末，公司运营 25 座现代化牧场，奶牛存栏量超 15 万头，成母牛年化单产 12.3 吨	截至 21 年 6 月，奶牛存栏量 5.5 万头	截至 22 年初，共有 9 座万头牧场，主要位于华北、西北地区，奶牛存栏量约 7.5 万头，奶牛年化单产 11.96 吨
	牧场名称	现代牧业	富源牧业	中国圣牧	
	收购年份	2013、2017	2020	2020-2021	
蒙牛乳业	收购历程、股权占比	2013 年，收购现代牧业 27.9% 股份；2017 年两次收购后，持股比例提高至 57.9%，为第一大股东	现代牧业与卖方（即内蒙古蒙牛、高盛、尚心及个别股东等）就收购富源牧业订立买卖协议，以 34.8 亿元人民币收购富源牧业全部股份。	2020 收购 11.97 亿股，占比约 17.8% 2021 约 10.5 亿股 占比约 29.99%	
	牧场简介	截至 24H1 末，奶牛存栏量近 45 万吨，成乳牛单产 13.0 吨	截至 2020 年末，奶牛存栏量 6 万头左右，牛奶产量 36 万吨左右	截至 24H1 末，共运营 34 座牧场（含 2 座育肥牛牧场）。牛存栏 14.8 万头（成乳牛 5.8 万头），成乳牛年化单产 12.07 吨。	

数据来源：公司年报、金融界、证券日报、新浪财经、

表 3：伊利、蒙牛多元化业务收购历程

收购公司	收购年份	被收购对象	持有份额（截至 23 年末）	收购对象简介	收购细节
伊利	2018	CHOMTHANA	96.46%	泰国本土最大的冰淇淋和冷冻食品分销企业，旗下拥有“Crema”品牌，还向周边 13 个国家出口冰淇淋。	2018 年 11 月，伊利与泰国 Chomthana 签署战略合作协议，通过其全资子公司金港控股收购泰国 Chomthana 96.46% 的股份。
	2019	Westland Dairy	100%	生产多种牛奶制品，包含商品奶粉、婴儿营养品等。	2019 年 8 月，通过香港金港收购 Westland Co-Operative Dairy Company Limited 共计 100% 的股权。
	2021	肆玖（上海）	100%	主营新食机饮品、奶片、燕麦、酸奶块	公司与其他少数股东共同设立内蒙古三森田企业管理有限公司，收购肆玖（上海）贸易有限公司股权，收购完成后间接持有肆玖（上海）贸易有限公司 93.33% 股权。
	2022	澳优乳业	59.45%	第一家在香港上市的婴儿配方奶粉公司，已成为一家全球性的乳制品公司，拥有 10 家工厂，销售遍及 60 多个国家。	2022 年 3 月，公司通过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，占澳优乳业已发行总股份的 59.17%。
	2022	菲仕兰	100%	荷兰皇家菲仕兰集团的子公司，自 1938 年起长期在香港发展，主营美素孕妇、婴幼儿奶粉及乳饮料等	通过金港控股本年度收购 Friesland Campina HongKong（现已更名为“辽宁金鸿伊利乳业有限责任公司”）100% 股权。
	2022	Canary	100%	Canary Foods 位于新西兰汉密尔顿，拥有乳脂、奶酪等世界级品质的乳制品加工产能，在航空、酒店、餐饮等渠道渗透率较高。	2022 年 10 月，子公司 Westland Dairy Company Limited 收购新西兰乳品公司 Canary Enterprises Limited 100% 股权。
蒙牛	2010	君乐宝	/	君乐宝主要从事生产及分销液体乳、奶粉等	2010 年 11 月，本集团向独立第三方收购君乐宝 51% 股

			产品。	权。
2014	达能上海及达能北京	100%	达能上海及达能北京主要从事低温奶制品的生产及销售。	2014年，本集团自达能收购达能上海及达能北京的100%权益。
2016	多美滋中国	99.97%	多美滋中国主要从事制造及销售多美滋品牌的婴幼儿配方奶粉。	2016年5月，本公司间接拥有51.01%股权的子公司雅士利向Danone收购多美滋中国全部股权。
2018	旗帜乳品	/	旗帜乳品主要在中国生产、销售婴幼儿配方奶粉	2018年7月，君乐宝收购旗帜乳品额外43.41%权益。于收购后，君乐宝持有旗帜乳品65.16%的股权，并取得旗帜乳品控制权。（2019年，蒙牛卖出君乐宝）
2019	贝拉米	100%	于澳洲证券交易所上市的全球认可澳洲有机婴儿配方及婴儿食品供应商。贝拉米快速布局中国线下渠道，积极开拓高端有机市场。	2019年12月，本集团收购贝拉米合共100%的股权，并取得贝拉米的控制权。
2019、2021	艾雪	42.25%	东南亚领先冰淇淋品牌艾雪，收购艾雪有利于加速提升公司在东南亚的冰淇淋市场份额。	2019年12月、2021年3月两次收购后，本集团之子公司GoldenStage持有AICE36.68%权益，并取得对AICE的控制权。
2022	妙可蓝多	36.43%	国内领先的奶酪企业，其儿童奶酪棒单品已成为全国市占率第一的品牌。	2022年11月，收购妙可蓝多股份约1.81亿股，占妙可蓝多当时股份总数的35.01%，纳入蒙牛并表范围。
2023	雅士利	99.97%		2023年7月，本公司通过间接控股子公司进一步收购雅士利23.96%股权，并撤销雅士利股份在联交所的上市地位。完成后，本集团持有雅士利约99.95%股权。

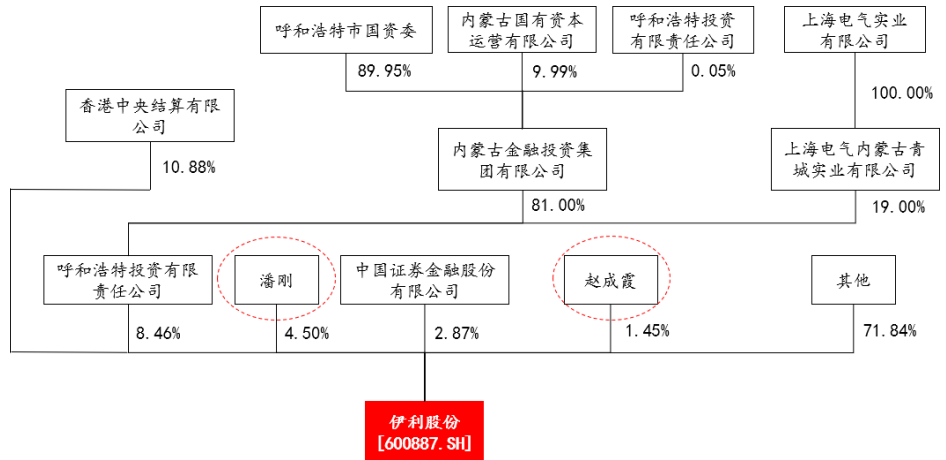
数据来源：公司年报、万评、

1.1 高管持股绑定利益，三轮股权激励提升内部积极性

高管持股比例高于5%，和公司利益紧密绑定。截至24H1末，公司大股东主要包括香港中央结算有限公司（持股比例10.88%）、呼和浩特投资有限公司（持股比例8.46%）、潘刚（占比4.50%）、中国证券金融股份有限公司（占比2.87%）、赵成霞（占比1.45%）等，公司无实际控制人，股东背景兼具国有资本、公司高管。伊利现任董事长潘刚自2013年起进入前十大股东行列，十余年间持股比例呈上升趋势，从未减持；伊利现任执行董事兼财务负责人赵成霞自2013年起进入前十大股东行列，当前持股比例1.45%；高管持股体现其对公司长期发展的信心，与公司利益紧密绑定。

潘刚掌舵伊利二十余年，战略连贯、执行力强。潘总在二十余年间做的一系列战略举措推动了伊利成为乳业龙头，包括早期即开展多元化产业布局、力排众议与2008年奥运组委会合作、坚定推行国际化战略等，展现了前瞻眼光和强大执行力。

图 4：伊利股份股权结构图（截至 2024/6/30）



数据来源： 、

实施三轮员工股权激励计划，强化公司长期发展动力。伊利高度重视对核心管理层和员工的激励，是 A 股市场较早实施股权激励的上市公司之一。自 2006 年以来，公司先后推出了三次股权激励计划，通过多层次、多轮次的激励机制，涵盖公司董事、高级管理人员及核心业务与技术骨干，深度绑定管理层和员工的利益，增强了公司的长期发展动力。

表 4：伊利股份三轮股权激励计划细节

时间	激励对象	激励数量	考核目标
2006 年	公司总裁、3 名总裁助理和其他 29 名核心业务骨干	5000 万股，占股本总额 9.681%	首期行权时，上一年度净利润增长率不低于 17%，主营业务收入增长率不低于 20%
2016 年	核心业务人员及董事会认为需要进行激励的员工共 294 人	4500 万股，占股本总额 0.74%	以 2015 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 30%，净资产收益率不低于 12%。以 2015 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 45%，净资产收益率不低于 12%
2019 年	高管、其他核心人员共 475 人	1.5 亿股，占股本总额 2.5%	考核目标主要涉及 2019-2023 年净利润增长率、净资产收益率、分红率

数据来源：公司公告、

1.1 液奶为基本盘，打造奶粉冷饮多元增长曲线

产品端，伊利、蒙牛均以液态奶为基本盘，以冷饮、奶酪、奶粉等作为多元化业务拓展方向。

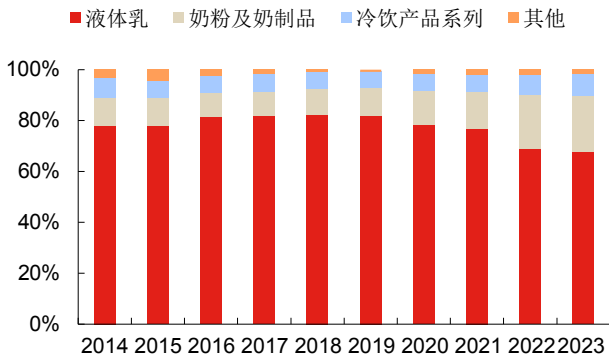
伊利和蒙牛在液态奶领域差距较小，双方都拥有核心大单品基本盘、丰富的产品线和充足的研发储备。两家公司在液态奶市场的核心产品都表现强劲，伊利的营收基本盘包括伊利纯牛奶、金典和安慕希，而蒙牛则涵盖蒙牛纯牛奶、特仑苏以及纯甄，二企业液体乳核心产品一一对应，均展现较强的竞争力。

在多元化业务拓展上，伊蒙展现出不同的战略和侧重点。伊利的冷饮、奶粉业务布局较早，发展较快。蒙牛通过控股雅士利拓展奶粉业务，并投资“妙可蓝多”加速布局奶酪市场。**相对而言，液体乳以外，伊利强在冷饮、奶粉，蒙牛强在奶酪。**

拆分业务收入占比，2014-2023 年，公司液体乳收入占比由 78%降至 68%，奶粉及奶制品收入占比由 11%升至 22%，冷饮占比由 7.9%升至 8.5%。奶粉、冷饮逐步成为伊利重要收入增长来源。

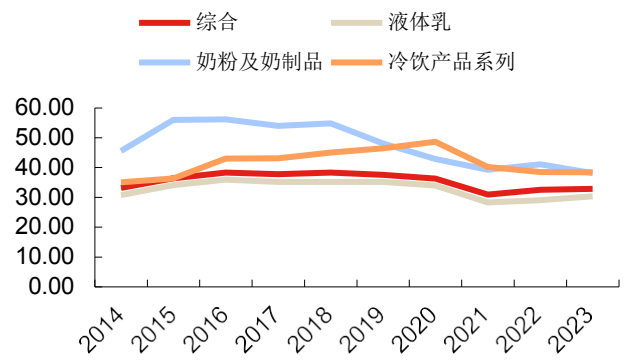
且奶粉、冷饮毛利率高于液体乳（23 年奶粉、冷饮毛利率均为 38%），带动产品结构提升，有助于推升整体毛利率。

图 5：伊利股份分业务收入占比



数据来源： 、

图 6：伊利股份分业务毛利率（%）



数据来源： 、

二、轻装上阵叠加政策支持，预计收入增速环比向好

2.1 伊利白奶相对刚需且结构提升，去库后有望轻装上阵

2.1.1 液体乳双雄格局稳固，白奶刚需属性仍在

乳业双雄格局奠定·常温为优势领域·核心品牌一一对应。伊利、蒙牛以纯牛奶等液体乳产品起家，至今已铸就常温液体乳双雄格局。伊利、蒙牛在常温基础白奶、高端白奶、常温酸奶领域均拥有核心大单品，其中伊利旗下伊利、金典、安慕希均为超 200 亿体量品牌，蒙牛旗下特仑苏体量近 300 亿，蒙牛、纯甄品牌体量近百亿。

表 5：伊利、蒙牛液体乳核心大单品

伊利				蒙牛		
	销售增速	体量	图片		体量	图片
伊利母品牌	预计 24H1 受消费疲软、公司主动去库影响，销售额同比下滑	超 200 亿		蒙牛母品牌	近百亿	
金典	预计 24H1 仍保持较高增速，其中金典有机市场份额逆势增长，金典鲜牛奶零售额同增近 60%	超 200 亿		特仑苏	近 300 亿	
安慕希	常温酸奶以营销、口味为主驱动，需求刚性不如白奶，同时 24H1 受到主动去库影响，预计跌幅大于均值	超 200 亿		纯甄	近百亿	

数据来源：证券日报、BT 财经、澎湃新闻、氢消费、五谷财经、公司研究室、环球网、公司公告、

复盘伊利蒙牛液体乳发展历史·双雄胜出主要受益于多重优势：管理层眼光前瞻（以常温品布局全国化市场、提前布局高端品牌等）、持续且精准的营销投入、上游奶源布局优势、研发能力强（莫斯利安后快速推出常温酸奶品牌、新品频出）等。延申来讲，伊蒙双雄前期累积资本、规模优势，中后期凭借强品牌力、充沛现金流扩大优势，在常温乳品界的地位难以被撼动，在企业决策没有明显失误的情况下，伊蒙液体乳增速与行业规模（受到宏观经济、消费信心、食品安全事件等影响）关联度提升。当前伊蒙白奶刚需属性仍在，受消费疲软影响动销承压；鲜奶凭借渗透率提升，增速快于白奶。

1) 2002-2005 年·眼界决定空间。伊利、蒙牛凭借利乐包装瞄准全国市场，为乳业双雄格局奠定了重要基础。2002-2005 年，市场开拓助推伊利白奶快速增长。

2) 2005-2007 年·营销为重要抓手。蒙牛冠名“超级女声”大爆，拔高品牌知名度，2006-2007 年收入增速高于伊利。此外，蒙牛、伊利均意识到高端化发展的重要性；蒙牛于 2005 年推出高端品牌特仑苏，伊利于 2006 年推出金典，为把握消费升级趋势做好准备。

3) 2008-2009 年·三聚氰胺事件爆发·乳企加强奶源布局。三聚氰胺事件导致乳制品信任危机，乳企需求承压，伊利、蒙牛收入增速均明显放缓。三聚氰胺事件倒逼乳企加强上游奶源布局，伊利、蒙牛等乳品巨头纷纷加强牧场建设、提升奶源品质，为企业长期发展打下重要基础。奶源布局有助于降低原奶成本波动，并有力保障产品质量。

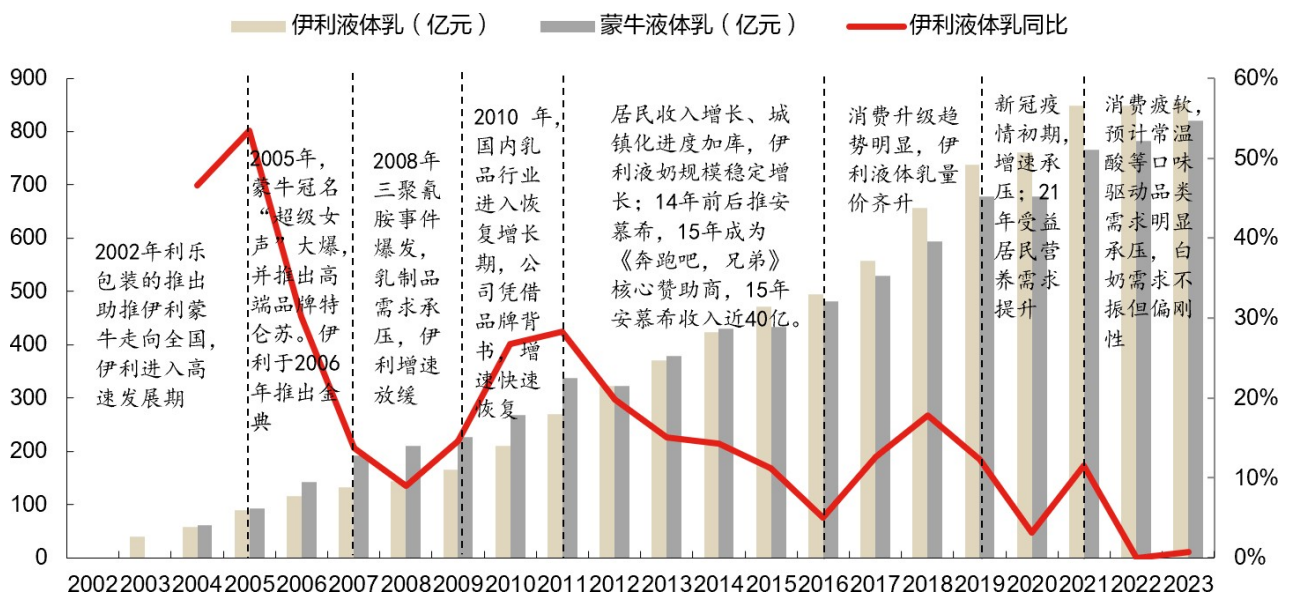
4) 2010-2015 年·乳品行业进入恢复增长长期，高端白奶、常温酸奶步入大众视野。国内纯牛奶逐渐减少价格战，高端品牌特仑苏取得高速增长，率先成为销售额破百亿的纯乳品。以光明莫斯

利安为首的常温酸奶步入大众视野，获得市场欢迎；随后 2014、2015 年前后伊利安慕希、蒙牛纯甄推出，高举高打营销下快速蚕食常温酸奶份额。

5) 2016-2019 年·顺应消费升级趋势·伊利液体乳量价齐升。安慕希在 2017 年销售额达到 129 亿，且年均增速超过 200%；金典品牌快速成长，2018 年达到百亿销售规模。

6) 2020-至今：新冠初期受益营养需求提升，23 年以来消费疲软导致需求承压。2021 年，受益居民营养需求提升，伊蒙液体乳增速反弹。2023 年以来，随着消费疲软影响逐步体现，送礼、自饮等场景受到影响，伊蒙白奶、酸奶需求相对承压，**预计常温白奶需求相对刚性·低温白奶受益于渗透率提升**，常温酸奶增长主要由口味、营销创新驱动，在弱消费环境中下滑较明显。

图 7：伊利、蒙牛液体乳收入及增速复盘



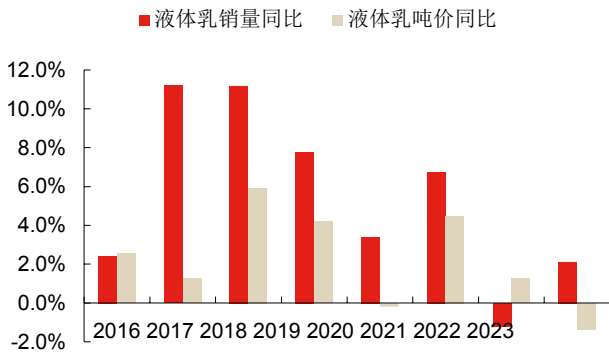
数据来源：澎湃、中金在线、食悟传媒、公司公告、

2.1.1 库存低位+政策支持，Q3 业绩环比改善

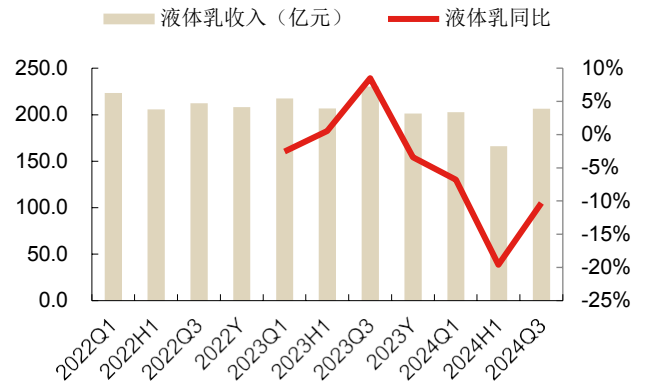
伊利主动去库·提升渠道、产品运营健康度·24Q3 液体乳收入跌幅收窄。23 年下半年以来，消费体感转冷，消费升级难以为继，送礼需求、档次预计也有所降低，终端动销下滑，导致 24 年初库存累积。一方面，公司主动开发综合电商、O2O、社区团购等新兴渠道；针对电商、餐饮、礼赠等渠道和场景需求，开展液体乳渠道定制服务，对收入有一定弥补。另一方面，公司在 24H1 主动优化渠道库存，维护产品价盘，虽然导致报表增速承压（24Q1、Q2 液体乳增速分别同比下滑 7%、20%），但也为有利于下半年轻装上阵，提升渠道信心，24Q3 液体乳同比下滑 10%，跌幅已边际收窄。

图 8：2016-2023 年伊利液体乳量价增速

图 9：伊利液体乳单季收入及同比增速



数据来源：公司年报、

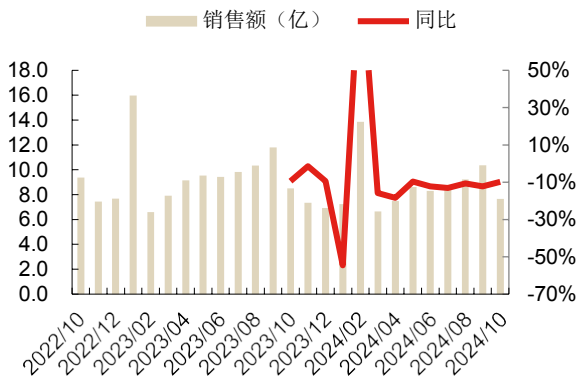


数据来源：公司年报、

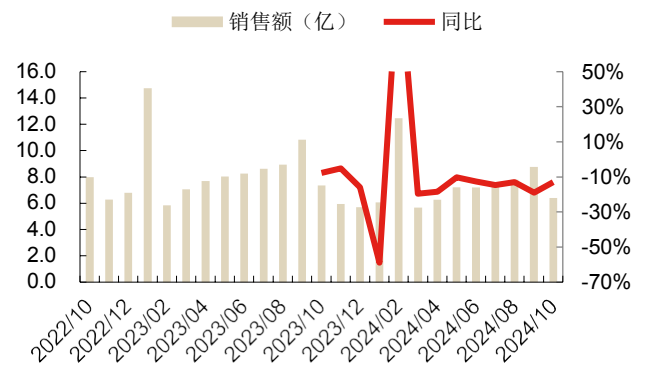
中秋伊蒙常温白奶明显下滑，但10月跌幅收窄。 边际来看，根据马上赢统计的月度数据，伊利常温白奶自23年10月以来进入负增长区间，24年3月以来延续单月双位数下滑趋势；蒙牛常温白奶也呈现相似的表现，24年3月以来延续单月双位数下滑。8、9月，因去年中秋基数较高，蒙牛、伊利常温白奶均呈现明显下滑，其中蒙牛单月分别下滑13%、19%，伊利分别下滑11%、12%，但10月蒙牛伊利跌幅分别收窄至13%、10%，预计因低库状态下发货端环比好转。

据木丁商品信息，金典、特仑苏在24H2线下商超月度销售额也延续双位数下滑。预计电商、团购等新兴渠道表现好于商超。（注：马上赢统计的数据仅针对部分渠道、部分产品，不代表公司整体情况）

图 10：马上赢统计的伊利常温纯牛奶单月销售额及同比增速 图 11：马上赢统计的蒙牛常温纯牛奶单月销售额及同比增速



数据来源：Datayes、马上赢、



数据来源：Datayes、马上赢、

图 12：木丁商品信息统计的金典线下单月销售额及同比增速

图 13：木丁商品信息统计的特仑苏线下单月销售额及同比增速

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/096133213224011002>