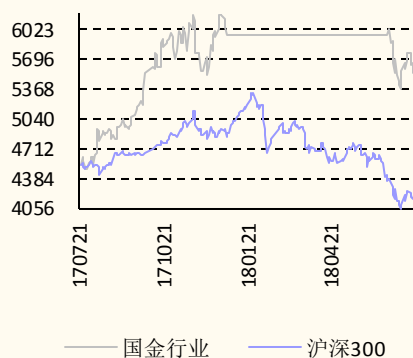


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金乳业指数	5623.72
沪深300指数	3492.89
上证指数	2829.27
深证成指	9251.48
中小板综指	9429.19



相关报告

- 1.《美国大包粉进口占比小，乳清粉、苜蓿草关税增加部分成本-中国加...》，2018.6.18
- 2.《伊利 18Q1 广告投入恢复，蒙牛转战地面-乳制品行业费用研究报告...》，2018.5.1
- 3.《费用篇：从伊利、蒙牛的广告投放看到了什么-乳制品行业报告费用...》，2018.3.6
- 4.《成本篇：2018 年奶价怎么走-乳业行业研究成本篇：2018 年...》，2018.3.5
- 5.《行业竞争进一步趋缓，乳企开启局部提价节奏-乳业行业行业点评》，2018.1.17

申晟 分析师 SAC 执业编号：S1130517080003 (8621)60230204 shensheng@gjzq.com.cn

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001 yujie@gjzq.com.cn

寇星 联系人 kouxing@gjzq.com.cn

18Q2 广告投放力度未减弱，乳业 18H1 销售费用率大概率持续上行

行业观点

- **Q2 伊利电视广告投放增速回复平稳，蒙牛 H1 整体时长同比小幅下滑：**伊利/蒙牛 18Q2 的电视广告投放总时长分别为 267 小时/113 小时，分别同比 +20%/+10%。今年上半年伊利/蒙牛电视广告总时长为 474 小时/253 小时，同比 +29%/-2%。伊利在 18Q1 配合春节销售放量，电视广告投放出现了同比较大的增幅，18Q2 恢复到较为平稳的投放增速。而蒙牛因为 17Q2 的低基数以及世界杯营销影响，18Q2 出现了同比的增速，虽然 H1 总体下滑，但蒙牛 Q2 单季近 26% 的广告投在了央视广告，叠加世界杯冠军+梅西代言的影响，预计 Q2 蒙牛的整体销售费用率同比仍大概率上行显著。
- **伊利广告时长 Q2 环比增长，2 季度销售费用或环比向上。**18Q2 伊利环比 +29%，蒙牛环比 -20%。伊利在 18Q1 高基数之上依然保持着环比的正增长。由于今年 Q1 春节因素，18Q2 收入大幅超 Q1 可能性不大（预计收入基本接近），预计 Q2 销售费用率或环比上升。从报表看伊利 18Q1 广告时长和销售费用同比 +42%/+34%，从 2017 年的趋势看，销售费用与广告时长同比变动趋于一致，伊利 18Q2 销售费用绝对值大概率同比向上。
- **伊利夏季饮品占比提升，新品植选广告力度快速提升。**随着 Q3 冷饮及饮料消费旺季的临近，伊利 Q2 的冰淇淋以及含乳饮料的电视广告投放市场占比显著高于 Q1。Q2 单季冰淇淋/含乳饮料的广告投放时长占比分别为 13.4%/21.2%，分别同比 +34.0%/7.9%。但酸奶依然是 Q2 同比增长最快的品类，同比 +59.6%，而占比分别同比 +5ppt/环比 +2ppt。新品方面，植选 Q2 广告时长绝对值相比 Q1 翻倍，广告占比迅速增加至 11%，环比 +4ppt，成为伊利电视广告主推产品之一。**爆品方面**，伊利基础白奶、安慕希、优酸乳和畅轻广告时长增加，而金典、畅意、金领冠广告时长减少，同比分别略下滑。除去基数较低的基础白奶，伊利在 Q2 的电视广告投放集中在常温、低温酸奶以及高端优酸乳品类。
- **蒙牛费用投放重点突出，酸奶、白奶依然高增长，含乳饮料显著减少。**白奶和酸奶是蒙牛核心的 2 个品类，合计电视广告时长占比 >60%，从增速看，Q2 酸奶电视广告同比 +16%，而白奶同比 +61%。去年 Q2 广告长度占比 37% 的含乳饮料 18Q2 占比 15.5%，同比 -54%，蒙牛含乳饮料电视广告投入显著减少，费用投放重点更为突出。**爆品方面**，蒙牛特仑苏、纯甄广告时长增加，同比分别 +85%/23%，真果粒和基础白奶广告时长减少，同比分别 -26% 和 -98%。蒙牛在 Q2 电视广告投放集中在高端白奶、常温酸奶品类。
- **伊利华东占比稳固，蒙牛华南、央视品牌投放增速最快：**18Q2 伊利电视广告投放的主要区域是华东/华中/华南/西南，占比分别是 39%/17%/17%/16%，同比 +22%/-4%/+41%/+59%，华南和西南的占比提升。而受夏季季节性影响，整体南部市场的投放占比环比提升。18Q2 蒙牛电视广告投放的主要区域是华南/央视/华东/华中，占比分别是 27%/26%/24%/12%。其中华南地区占比同比 +5ppt/环比 +19ppt，华南超过华东成为广告力度最强的区域。央视投放比重同样显著增加，增速 +264%，占比同比 +18ppt/+16ppt，料主要是世界杯营销以及蒙牛策略重点转向品牌有关。除了华南、央视之外的区域广告投入均同比减少，占比出现不同程度下降，费用集中投放策略明显。

风险提示

- 市场竞争加剧，费用投放超预算；费用投放效果边际效用递减。

内容目录

1. Q2 电视广告投放增速回复平稳，网络广告投放下滑	3
2. 伊利华东占比稳固，蒙牛华南、央视品牌投放增速最快	4
3. 酸奶维持高增长，传统爆品广告占比下降	6
风险提示	9

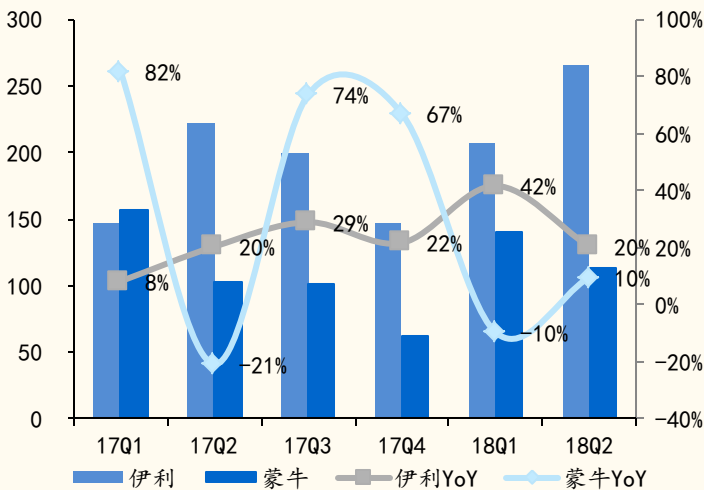
图表目录

图表 1: 伊利、蒙牛广告总时长（小时）及同比增速	3
图表 2: 伊利、蒙牛广告时长环比	3
图表 3: 伊利销售费用增速 vs 广告时长增速（亿元）	3
图表 4: 伊利广告宣传费用 vs 广告时长增速（亿元）	3
图表 5: 伊利销售费用环比及时长环比	4
图表 6: 伊利、蒙牛的网络广告指数（含 PC 端和移动端）	4
图表 7: 各地区划分标准	4
图表 8: 伊利广告时长各区域投放占比	5
图表 9: 伊利广告时长各区域同比增速	5
图表 10: 蒙牛广告时长各区域投放占比	5
图表 11: 蒙牛广告时长各区域同比增速	5
图表 12: 伊利、蒙牛产品分类	6
图表 13: 伊利大类品种广告时长占比	6
图表 14: 伊利各大品类时长同比增速%	7
图表 15: 伊利爆品广告增速	7
图表 16: 蒙牛大类品种广告时长占比	7
图表 17: 蒙牛各大品类时长同比增速	8
图表 18: 蒙牛爆品广告增速	8
图表 19: 伊利、蒙牛主要产品广告投入时长比较（小时）	8
图表 20: 伊利各爆品品类广告占比	9
图表 21: 蒙牛各爆品品类广告占比	9
图表 22: 伊利爆品总体广告占比	9
图表 23: 蒙牛爆品总体广告占比	9

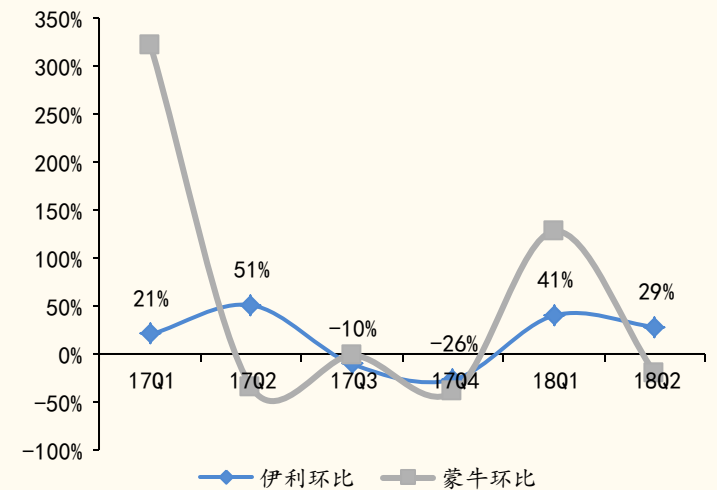
1. Q2 电视广告投放增速回复平稳，网络广告投放下滑

Q2 伊利电视广告投放同比增速回复平稳，蒙牛 H1 整体广告时长同比小幅下滑：伊利/蒙牛 18Q2 的电视广告投放总时长分别为 267 小时/113 小时，分别同比 +20%/+10%。今年上半年，伊利/蒙牛电视广告总时长为 474 小时/253 小时，同比+29%/-2%。伊利在 18Q1 配合春节销售放量，电视广告投放出现了同比 +42% 的较大增幅，18Q2 恢复到较为平稳的投放增速（20%）。而蒙牛因为 17Q2 的低基数以及世界杯营销影响，18Q2 有 10% 的同比增速。虽然 H1 总体广告时长下滑，但蒙牛 Q2 单季近 26% 的广告投在了央视广告（vsQ1 的 10.5%），叠加世界杯冠名+梅西代言的影响，Q2 蒙牛的整体销售费用下滑的可能性很小，大概率仍同比显著上行。

图表 1：伊利、蒙牛广告总时长（小时）及同比增速



图表 2：伊利、蒙牛广告时长环比

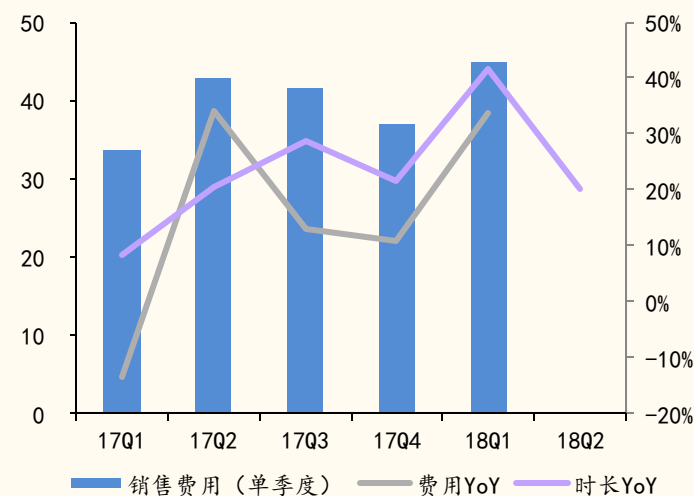


来源：CTR，国金证券研究所

来源：CTR，国金证券研究所

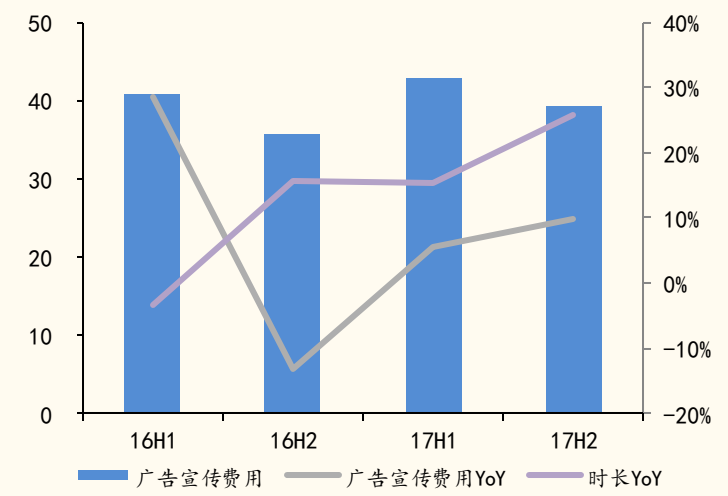
伊利广告时长 Q2 环比增长，2 季度销售费用大概率环比向上。18Q2 伊利环比 +29%，蒙牛环比-20%。伊利在 18Q1 高基数之上依然保持着环比的增速。由于今年 Q1 春节因素，18Q2 收入超 Q1 可能性不大（预计两个季度收入基本接近），因此我们判断伊利 Q2 销售费用率可能出现环比上升。从报表看伊利 18Q1 广告时长和销售费用同比+42%/+34%，从 2017 年的趋势看，销售费用与广告时长同比变动也基本趋于一致，伊利 18Q2 销售费用绝对值大概率环比向上。

图表 3：伊利销售费用增速 vs 广告时长增速（亿元）



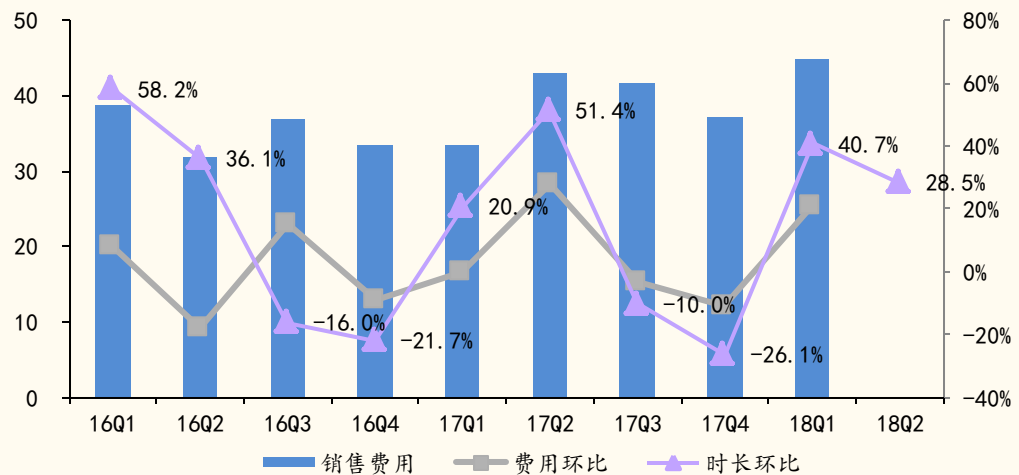
来源：Wind, CTR, 国金证券研究所

图表 4：伊利广告宣传费用 vs 广告时长增速（亿元）



来源：Wind, CTR, 国金证券研究所

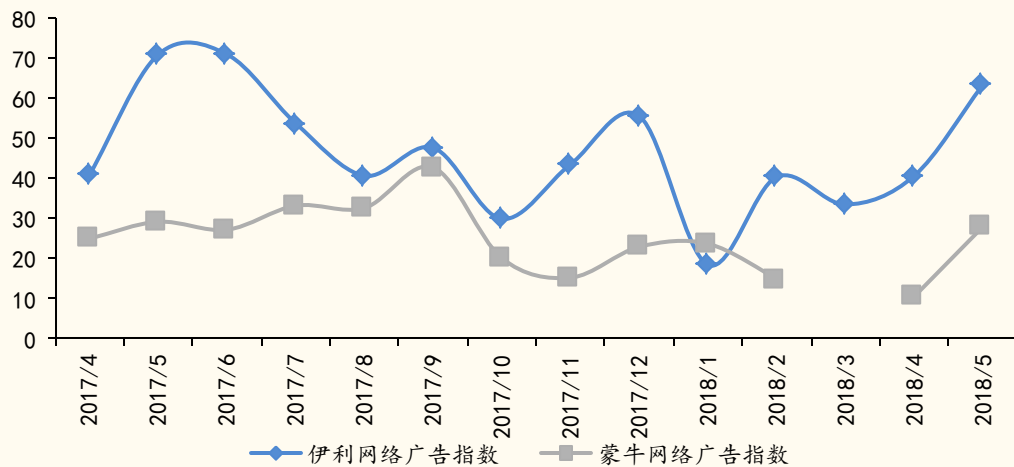
图表 5：伊利销售费用环比及时长环比



来源：Wind, CTR, 国金证券研究所

伊利、蒙牛网络广告投放同比下滑：2018 年 4 月和 5 月，伊利的网络广告指数（含 PC 端和移动端）同比分别-0.7%/-10.7%，而蒙牛网络广告指数同比-57.9%/-4.3%，整体线上网络广告投放力度放缓。

图表 6：伊利、蒙牛的网络广告指数（含 PC 端和移动端）



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所。注：费用指数是 ADTRACKER 中预估的费用除以该月内全体广告主的平均投放

2. 伊利华东占比稳固，蒙牛华南、央视品牌投放增速最快

从 18Q2 的区域投放重点看，华北、东北和西北的占比进一步缩小，而华中、华南、西南依然保持增速，华东地区占比优势继续稳固。

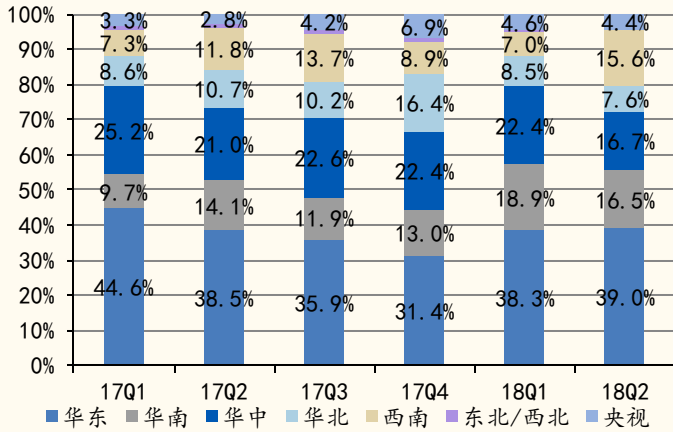
图表 7：各地区划分标准

地区	省份及直辖市
华东	上海市、安徽省、福建省、江苏省、山东省、浙江省
华南	广东省、广西省、海南省
华中	河南省、湖北省、湖南省
华北	北京市、天津市、河北省、内蒙古、陕西省
东北/西北	黑龙江省、吉林省、辽宁省、陕西省、甘肃省、宁夏、青海省、新疆
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏

来源：CTR，国金证券研究所

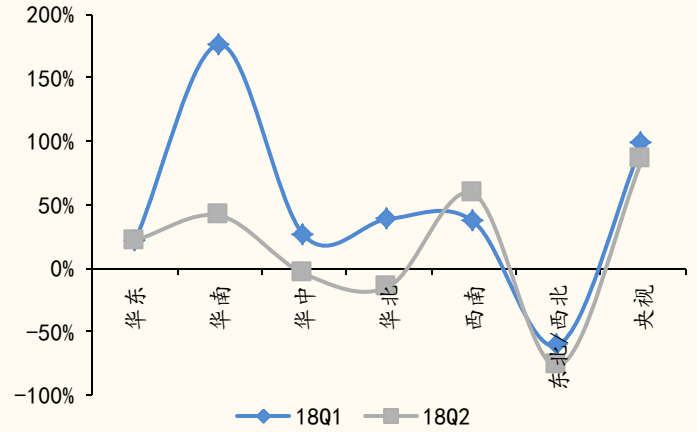
伊利：华东占比稳固，南部地区增速稳定。18Q2 伊利电视广告投放的主要区域是华东/华中/华南/西南，占比分别是 39%/17%/17%/16%，同比+22%/-4%/+41%/+59%，华南和西南的占比提升。而受夏季季节性影响，整体南部市场的投放占比环比提升。

图表 8：伊利广告时长各区域投放占比



来源：CTR，国金证券研究所

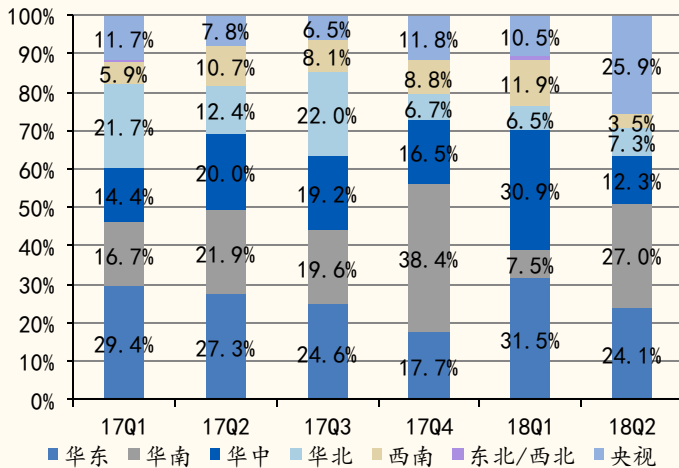
图表 9：伊利广告时长各区域同比增速



来源：CTR，国金证券研究所

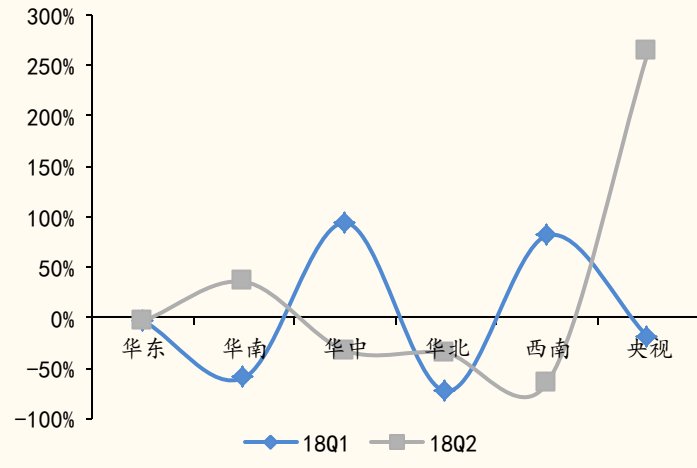
蒙牛：受夏季及世界杯影响，华南市场和央视品牌投放比重上升。18Q2 蒙牛电视广告投放的主要区域是华南/央视/华东/华中，占比分别是 27%/26%/24%/12%。其中华南地区占比同比+5ppt/环比+19ppt，华南超过华东成为广告力度最强的区域。央视投放比重同样显著增加，增速+264%，占比同比+18ppt/+16ppt，主要是世界杯营销以及蒙牛策略重点转向品牌有关。除了华南、央视之外的区域广告投入均同比减少，占比出现不同程度下降。

图表 10：蒙牛广告时长各区域投放占比



来源：CTR，国金证券研究所

图表 11：蒙牛广告时长各区域同比增速



来源：CTR，国金证券研究所

3. 酸奶维持高增长，传统爆品广告占比下降

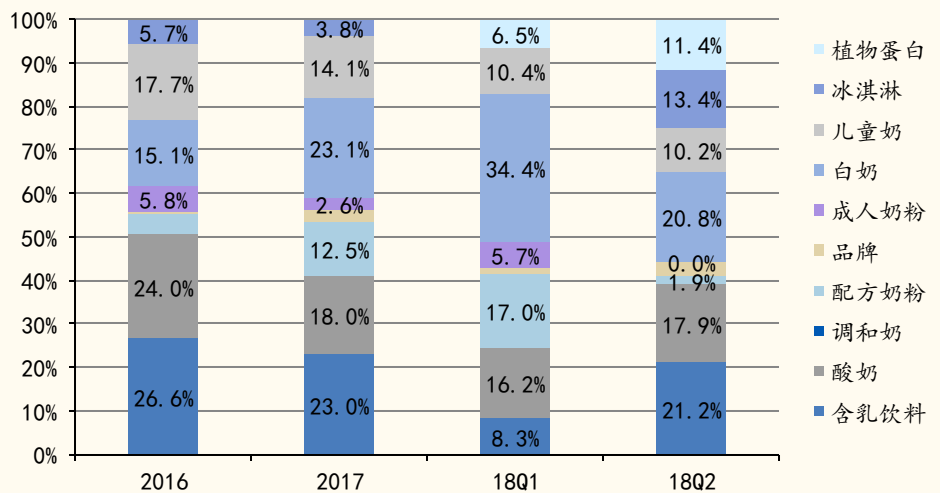
图表 12：伊利、蒙牛产品分类

	伊利	蒙牛
白奶	纯牛奶、金典、舒化奶	纯白奶、特仑苏、新养道
酸奶	安慕希、畅轻	纯甄、冠益乳
含乳饮料	畅意、优酸乳、味可滋	优益 C、真果粒、酸酸乳
调和奶	谷粒多	学生奶
成人奶粉	欣活奶粉	焕轻舒活奶粉
儿童奶	QQ 星牛奶和酸牛奶	未来星牛奶和酸牛奶
品牌宣传	公益活动、品牌广告等	公益活动及节目预告

来源：CTR，国金证券研究所

伊利：夏季饮品占比提升，新品植选广告力度快速提升。随着 Q3 冷饮及饮料消费旺季的临近，伊利 Q2 的冰淇淋以及含乳饮料的电视广告投放市场占比显著高于 Q1。Q2 单季冰淇淋/含乳饮料的广告投放时长占比分别为 13.4%/21.2%，同比+34.0%/7.9%。但酸奶依然是 Q2 同比增长最快的品类，同比+59.6%，而占比分别同比+5ppt/环比+2ppt。新品方面，植选 Q2 广告时长绝对值相比 Q1 翻倍，广告占比迅速增加至 11%，环比+4ppt，成为伊利电视广告主推产品之一。2018 年上半年，含乳饮料依然是广告投放最多的品类，白奶、酸奶次之。18H1 广告时长占比同比提升最快的品类是植物蛋白饮料 (+9ppt)、白奶 (+4ppt)、酸奶 (+1ppt)、冰淇淋 (+1ppt)，而其他品类出现了不同程度的下滑。

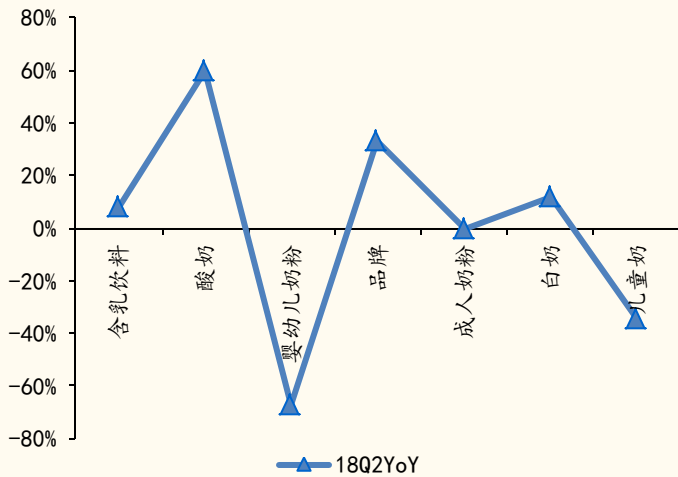
图表 13：伊利大类品种广告时长占比



来源：CTR，国金证券研究所

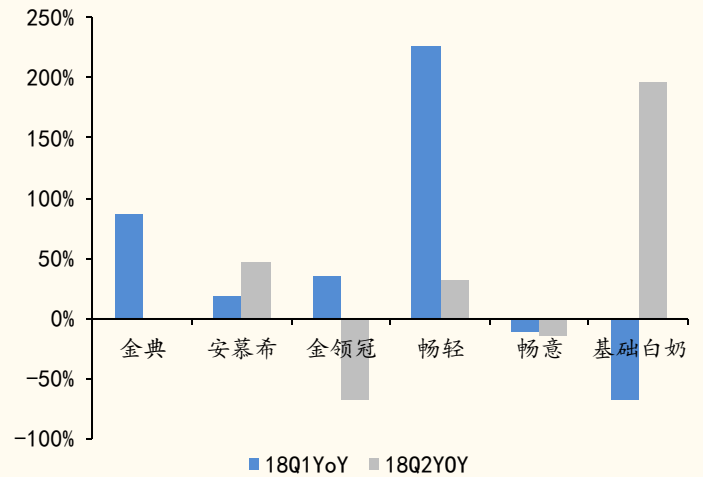
爆品方面，伊利基础白奶、安慕希、优酸乳和畅轻广告时长增加，同比+197%/+47%/+46%/+32%，而金典、畅意、金领冠广告时长减少，同比分别略下滑-1%/-5%/-67%。除去基数较低的基础白奶，伊利在 Q2 的电视广告投放集中在常温、低温酸奶以及高端优酸乳品类。

图表 14: 伊利各大品类时长同比增速%



来源: CTR, 国金证券研究所

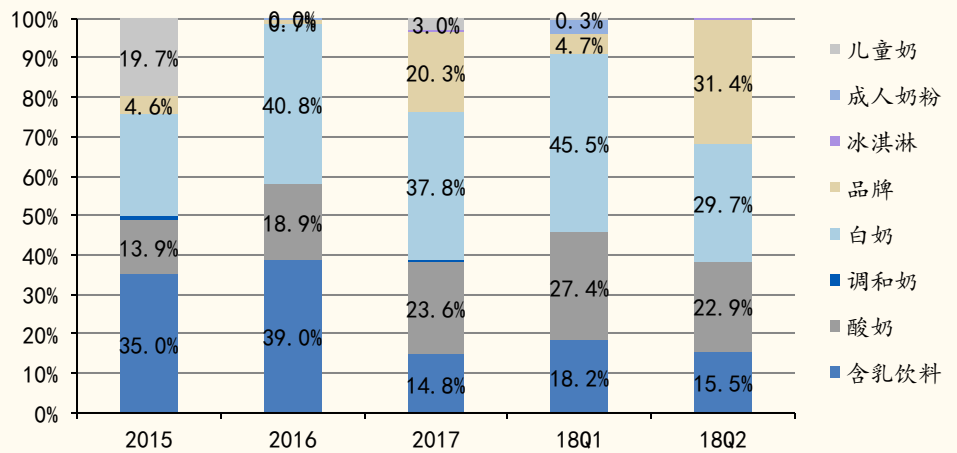
图表 15: 伊利爆品广告增速



来源: CTR, 国金证券研究所

蒙牛: 费用投放重点突出, 酸奶、白奶依然高增长, 含乳饮料显著减少。白奶和酸奶是蒙牛核心的 2 个品类, 合计电视广告时长占比>60%+, 从比重看, 白奶 Q1 广告占比高, 而酸奶 Q2 广告占比高; 从增速看, Q2 酸奶电视广告同比+16%, 而白奶同比+61%。去年 Q2 广告长度占比 37%的含乳饮料 18Q2 占比 15.5%, 同比-54%, 蒙牛含乳饮料电视广告投入显著减少, 费用投放重点更为突出。今年上半年蒙牛酸奶广告连续 2 个季度高增长, 18H1 合计同比+60%, 而儿童奶、调味奶下降较为明显, 同比分别-97%/-93%。

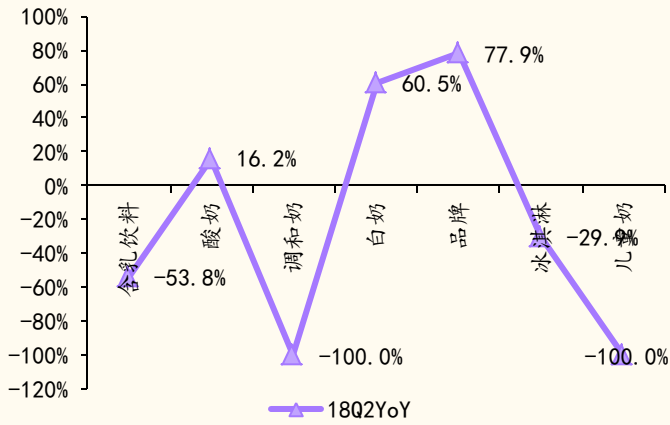
图表 16: 蒙牛大类品种广告时长占比



来源: CTR, 国金证券研究所

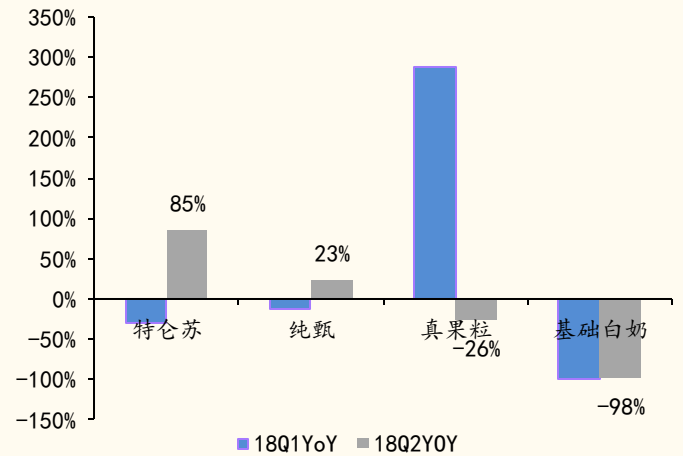
爆品方面, 蒙牛特仑苏、纯甄广告时长增加, 同比分别+85%/23%, 真果粒和基础白奶广告时长减少, 同比分别-26%和-98%。蒙牛 Q2 电视广告投放集中在高端白奶、常温酸奶品类。

图表 17: 蒙牛各大品类时长同比增速



来源: CTR, 国金证券研究所

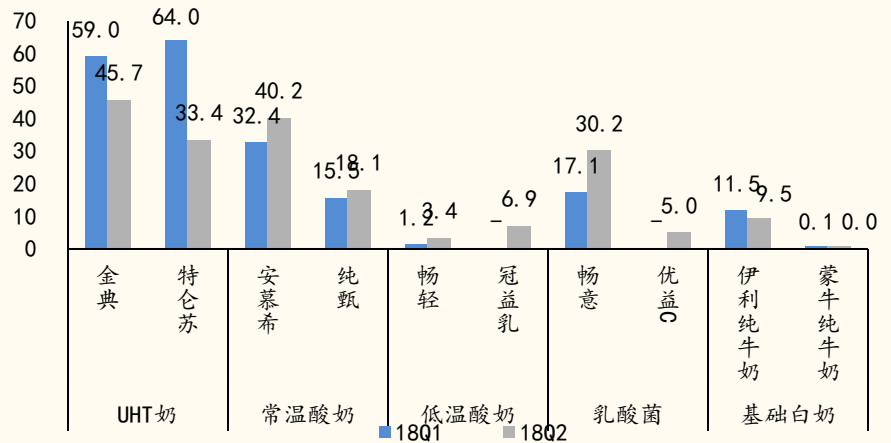
图表 18: 蒙牛爆品广告增速



来源: CTR, 国金证券研究所

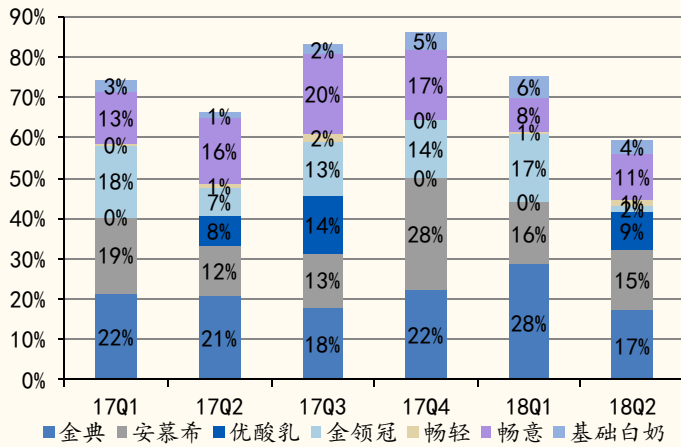
传统爆品广告占比下滑: 从广告时长绝对值看, 18Q2 伊利对各大爆品的广告投入均显著高于蒙牛。18Q2 伊利和蒙牛仍然在 UHT 奶金典和特仑苏上投放了最多的广告。伊利的安慕希广告时长与金典的差距缩小。而目前竞争较为激烈的低温酸奶领域, 蒙牛冠益乳的广告时长高于伊利的畅轻。从占比看, 伊利和蒙牛爆品广告时长占总时长比重下降, 伊利 18Q2 爆款占比 59%, 同比-7ppt, 蒙牛 18Q2 爆款占比 56%, 同比-13ppt, 投放重点向新品和季节产品转移。

图表 19: 伊利、蒙牛主要产品广告投入时长比较 (小时)



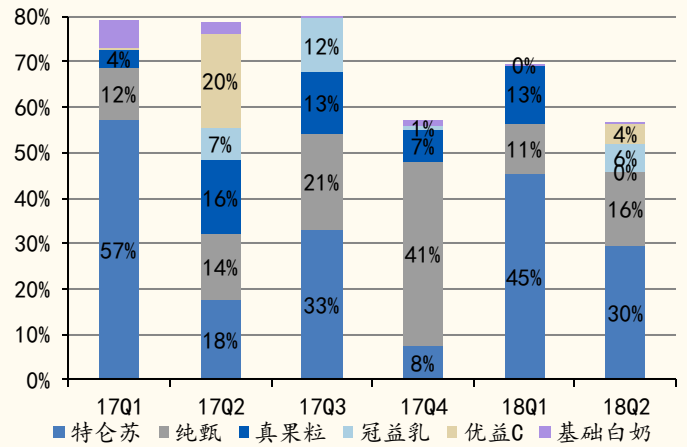
来源: CTR, 国金证券研究所

图表 20: 伊利各爆品品类广告占比



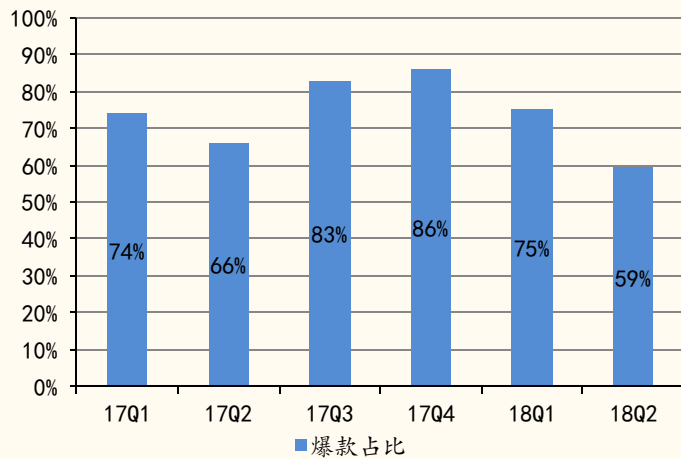
来源: CTR, 国金证券研究所

图表 21: 蒙牛各爆品品类广告占比



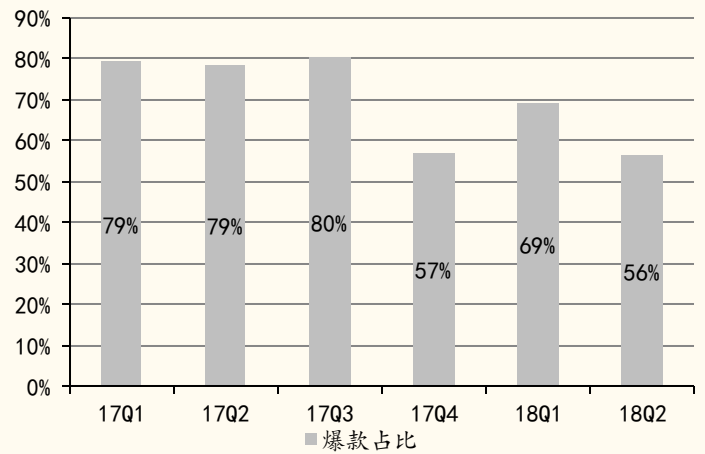
来源: CTR, 国金证券研究所

图表 22: 伊利爆品总体广告占比



来源: CTR, 国金证券研究所

图表 23: 蒙牛爆品总体广告占比



来源: CTR, 国金证券研究所

风险提示

市场竞争加剧, 费用投放超预算; 费用投放效果边际效用递减, 费用率提升

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH