

本报告的主要看点:

1. 对蒙牛 18Q1&Q2 收入和销售费用率、18H1 核心单品增速、及 18H1 各品类毛利率进行了拆分。
2. 从竞争战略角度分析了蒙牛与伊利今年销售费用率提升核心逻辑。
3. 对下半年两强收入和利润端走势进行了预判。

相关报告

1. 《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》，2018.7.21
2. 《补齐短板，全面进入提速期-蒙牛乳业港股公司研究》，2018.3.30

液态奶收入差距扩大，费用投放影响盈利水平——伊利/蒙牛 18 年中报数据对比分析

基本结论

■ 中报分析结论:

- **收入端:** 18H1 由于蒙牛两大明星单品增速低于伊利（预计金典（+30%+）VS 特仑苏（+20%）、安慕希（+30%+）VS 纯甄（+10%）），导致液态奶增速低于伊利（蒙牛 14% VS 伊利 21%），间接导致整体收入增速低于伊利（蒙牛 17% VS 伊利 19%）。而由于蒙牛奶粉（+65%）业务的发力，才弥补了部分增速。
- **毛利率端:** 18H1 蒙牛毛利率（39.2%）高于伊利（38.7%）主因成本改善后提高了液态奶的毛利率（预测+3ppt），进而推升整体毛利率提升（+3.6ppt）；其次是其他各品类毛利率没有拖后腿尤其是高毛利率的奶粉（预测 43%左右）占比有所提升（+2.5ppt）。
- **销售费用率端:** 18H1 蒙牛与伊利均提升了销售费用率（蒙牛+4.7ppt VS 伊利+2.7ppt），从费用使用方向和效率来看，我们认为 18H1 伊利在空中和地面均集中投放费用且费效比应高于蒙牛，才共同推进了 18H1 液态奶增速高于蒙牛。
- **净利率端:** 18H1 蒙牛净利率同比提高 0.7ppt 至 4.5%，主因销售费用率与毛利率提升抵消，但由于投资收益减亏及其他收支费用减少提振净利率，而伊利净利率下降 1.4ppt 主因销售费用率同比提高 2.7ppt。我们认为伊利毛利率相对蒙牛更优秀导致缺乏向上弹性以及无投资收益的历史负担，因此费用率的提升有较大部分转化成了对净利率的负面拖累。

■ 乳业两强下半年竞争形势预判:

- **下半年两强均不会降低对收入端的争夺力度。** 两强收入战略目标是完全相悖的——伊利核心诉求是甩开蒙牛、扩大差距，蒙牛核心诉求是拉近与伊利差距。中报说明会上，蒙牛提升全年收入目标从 2ppt 至+15%，伊利则更高，提升 4-7ppt 至+17%-20%。因此蒙牛下半年增速至少要在+13%，才能确保全年增速+15%，而伊利下半年要确保增速至少在+15%才能完成新指引。
- **收入端争夺加剧便大概率意味着下半年费用战不会显著降温。** 费用同比预计升温，但由于空中费用投放有望环比收缩，费用率有望下半年实现环比降温走势。短期内两强相悖的核心诉求将导致行业在中短期内看不到竞争显著缓和的趋势。
- **预计下半年两强净利率表现将好于二季度但弱于一季度。** 我们判断伴随下半年大概率费用同比升温，预计将持续影响伊利净利率。但考虑到二季度费用投放是全年高点，因此我们判断下半年伊利（也包括蒙牛）的净利率水平将显著好于二季度，但预计将弱于一季度。

■ 风险提示

需求下滑、原材料价格上涨、行业竞争加剧、销售费用投放超预期

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

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

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

内容目录

写在前面	3
一、收入篇	4
二、毛利率篇	6
三、销售费用率篇	9
四、净利率篇	11
五、对行业下半年的展望	13
风险提示	14

图表目录

图表 1: 蒙牛乳业 2011-2018H1 主要财务指标	3
图表 2: 伊利股份 2011-2018H1 主要财务指标	3
图表 3: 蒙牛、伊利 18Q1&Q2 收入和增速对比图 (亿元、%)	4
图表 4: 蒙牛、伊利 18H1 分品类收入和同比增速 (亿元、%)	5
图表 5: 蒙牛、伊利 18H1 分品类收入占比 (%)	5
图表 6: 蒙牛、伊利 18H1 核心单品预估增速对比 (%)	6
图表 7: 近年蒙牛伊利毛利率对比 (%)	6
图表 8: 18Q1&Q2 蒙牛毛利率推测及与伊利的对比 (%)	7
图表 9: 18H1 蒙牛与伊利分品类毛利率对比 (%)	8
图表 10: 18H1VS17H1 蒙牛分品类毛利率推测 (%)	8
图表 11: 18H1VS17H1 伊利分品类毛利率 (%)	8
图表 12: 18H1 蒙牛分品类毛利占比&毛利率贡献度 (%)	8
图表 13: 18Q1&Q2 蒙牛销售费用率推测与伊利费用率的对比 (亿元)	9
图表 14: 2012-2018H1 蒙牛与伊利广宣费用及增速对比 (亿元, %)	9
图表 15: 2012-2018H1 蒙牛与伊利广宣费用占各自销售	9
图表 16: 伊利、蒙牛广告总时长 (小时) 及同比增速	10
图表 17: 伊利、蒙牛重点产品广告时长 (小时) 对比 (%)	10
图表 18: 近年两强广宣同比增加费用占毛利扩张比例 (亿元, %)	10
图表 19: 近十年蒙牛与伊利销售费用率变化 (%)	11
图表 20: 近十年蒙牛与伊利收入变化 (亿元)	11
图表 21: 近十年蒙牛与伊利归母净利润变化 (亿元)	11
图表 22: 近年蒙牛与伊利归母净利润及增速变化 (亿元、%)	12
图表 23: 近年蒙牛与伊利归母净利率率变化 (%)	12
图表 24: 2011-2018H1 蒙牛分品类业务收入占比 (%)	12
图表 25: 2011-2018H1 伊利分品类业务收入占比 (%)	12
图表 26: 18H1 蒙牛归母净利润率同比提升瀑布图 (%)	12
图表 27: 18H1 伊利归母净利润率同比下降瀑布图 (%)	12
图表 28: 18H1 蒙牛伊利归母净利润差距瀑布图 (亿元)	13

写在前面

乳制品板块 18 年中报季落下帷幕，各家表现尽有不同。上游持续维持亏损面，表现最佳的现代牧业由于蒙牛的协同支持减亏明显，但是其他大牧场如圣牧依然没有摆脱奶价低迷对大牧场的持续影响。上半年由于全国十省生鲜乳奶价同比持续下行，及国内大宗奶价格天花板被下游牢牢控制，上游仍然没有显现出向好的基本面，下半年伴随奶价上行预期或略好于上半年。

下游在低奶价背景下表现强劲，两强在激烈竞争中持续拓展份额。两强在常温液态奶领域几乎已无对手，而低温领域各区域奶企仍各领风骚。奶粉企业中渠道转型比较稳定的澳优、飞鹤等有着不错表现，渠道转型较慢的雅士利也开始了首年恢复，其余如贝因美等可能还需要一定时间的调整。

而本次中报季伊利及蒙牛的表现最为市场所关心。本文中我们将试图分析两强中报的各项指标来寻找答案，也以此验证我们上半年对乳制品市场两强的逻辑判断。

图表 1：蒙牛乳业 2011-2018H1 主要财务指标

蒙牛乳业 2011-2018H1 主要指标										
单位：亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1
收入	373.88	360.80	433.57	500.49	490.27	272.57	537.79	294.66	601.56	344.74
收入同比		-3.5%	20.2%	15.4%	-2.0%		9.7%	8.1%	11.9%	17.0%
销售成本	(277.96)	(270.26)	(316.60)	(346.16)	(336.51)	(180.76)	(361.44)	(189.63)	(389.73)	(209.52)
毛利	95.92	90.55	116.97	154.34	153.75	91.81	176.35	105.03	211.83	135.22
其他收入及收益	2.96	2.57	2.89	4.49	5.21	1.70	7.02	1.27	3.38	2.67
销售及经销费用	(66.95)	(64.26)	(81.68)	(105.64)	(109.85)	(64.49)	(134.35)	(71.44)	(148.69)	(99.75)
销售费用同比		-4.0%	27.1%	29.3%	4.0%		22.3%	10.8%	10.7%	39.6%
广告与宣传费用	(28.41)	(22.58)	(27.10)	(41.77)	(40.85)	(28.26)	(53.34)	(26.48)	(50.82)	(44.18)
广告同比		-20.5%	20.0%	54.1%	-2.2%		30.6%	-6.3%	-4.7%	66.8%
其他销售与经销费用	(38.53)	(41.68)	(54.58)	(63.86)	(69.00)	(36.23)	(81.02)	(44.96)	(97.87)	(55.57)
行政费用	(11.10)	(11.95)	(16.06)	(19.41)	(18.71)	(11.36)	(24.71)	(10.87)	(24.97)	(13.60)
归母净利润	15.89	12.57	16.31	23.51	23.67	10.77	-7.51	11.28	20.48	15.62
归母同比		-20.9%	29.7%	44.1%	0.7%		-131.7%	4.7%	-372.6%	38.5%
毛利率	25.7%	25.1%	27.0%	30.8%	31.4%	33.7%	32.8%	35.6%	35.2%	39.2%
销售费用率	17.9%	17.8%	18.8%	21.1%	22.4%	23.7%	25.0%	24.2%	24.7%	28.9%
行政费用率	3.0%	3.3%	3.7%	3.9%	3.8%	4.2%	4.6%	3.7%	4.2%	3.9%
净利率	4.3%	3.5%	3.8%	4.7%	4.8%	4.0%	-1.4%	3.8%	3.4%	4.5%

来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：伊利股份 2011-2018H1 主要财务指标

伊利股份 2011-2018H1 主要指标										
单位：亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1
收入	374.51	419.91	477.79	539.59	598.63	299.26	603.12	333.02	675.47	395.89
收入同比		12.1%	13.8%	12.9%	10.9%		0.7%	11.3%	12.0%	18.9%
销售成本	(264.86)	(295.05)	(340.83)	(364.00)	(383.76)	(182.68)	(374.27)	(205.83)	(423.62)	(242.79)
毛利	109.7	124.9	137.0	175.6	214.9	116.6	228.8	127.2	251.9	153.1
其他收入及收益				4.77	4.96	1.61	2.97	1.92	5.11	3.54
销售及经销费用	(72.91)	(77.78)	(85.46)	(100.75)	(132.58)	(70.76)	(141.14)	(76.48)	(155.22)	(101.70)
销售费用同比		6.7%	9.9%	17.9%	31.6%		6.5%	8.1%	10.0%	33.0%
广告与宣传费用	(36.52)	(37.32)	(39.17)	(46.38)	(72.76)	(40.70)	(76.34)	(42.91)	(82.06)	(59.62)
广告同比		2.2%	5.0%	18.4%	56.9%		4.9%	5.4%	7.5%	38.9%
其他销售与经销费用	(36.39)	(40.46)	(46.29)	(54.37)	(59.83)	(30.06)	(64.80)	(33.57)	(73.15)	(42.08)
行政费用	(19.71)	(28.10)	(23.92)	(31.63)	(34.56)	(15.58)	(34.57)	(12.90)	(33.17)	(13.98)
归母净利润	18.09	17.17	31.87	41.44	46.32	32.11	56.62	33.64	60.01	34.46
归母同比		-5.1%	85.6%	30.0%	11.8%		22.2%	4.8%	6.0%	2.4%
毛利率	29.3%	29.7%	28.7%	32.5%	35.9%	39.0%	37.9%	38.2%	37.3%	38.7%
销售费用率	19.5%	18.5%	17.9%	18.7%	22.1%	23.6%	23.4%	23.0%	23.0%	25.7%
行政费用率	5.3%	6.7%	5.0%	5.9%	5.8%	5.2%	5.7%	3.9%	4.9%	3.5%
净利率	4.8%	4.1%	6.7%	7.7%	7.7%	10.7%	9.4%	10.1%	8.9%	8.7%

来源：WIND，国金证券研究所

我们从最直观的两强收入增速、毛利率、销售费用率和净利率四个方面来看，很容易发现一些问题：

(1) 从收入增速来看，蒙牛 2015 年陷入收入负增长后，2016-2017 年逐步恢复到 8-12% 左右增长，2018 年上半年做了什么工作使得收入增速迅速提升到 17%？从伊利角度来看，2016 年收入放缓，2017 年增速与蒙牛不相上下，2018 年上半年增速领先蒙牛 1.9ppt，收入领先的原因是什么？分季度、分品类、

分品牌来看又有哪些亮点？

(2) 从毛利率上看，蒙牛近年来毛利率一直低于伊利，但在持续提升，直至 18H1 大幅提高 3.6ppt 并首次超过伊利的 38.5%，如何会有如此亮眼表现？如果说是成本下降原因，那为什么伊利 18H1 毛利率并未有明显提升？下半年两强毛利率还会有什么表现？

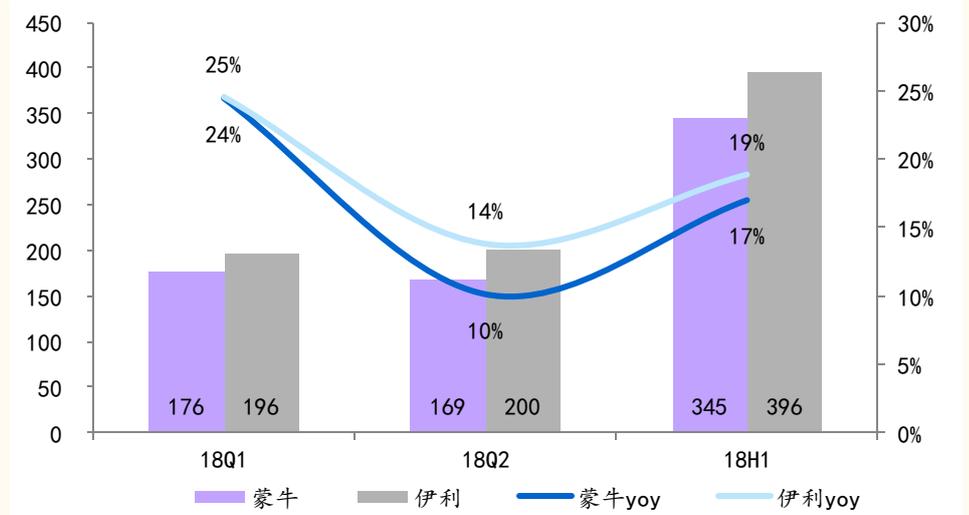
(3) 从费用率上看，蒙牛近年销售费用率持续高于伊利，尤其 18H1 同比大幅提升 4.7ppt，而伊利费用率为何也提升 2.7ppt？两强费用战的核心原则是什么？两强费用率的提升分季度对收入、利润的推动如何？

(4) 从归母净利率看，蒙牛在毛利率弹性的推动下，净利率同比提升了 0.7ppt，而伊利则同比下降了 1.4ppt，可见高费用投放对两强盈利端均有较为显著影响，尤其对伊利最大，那么伊利净利率是否还能回复到之前呢？下半年会有怎样的表现呢？下面我们将结合蒙牛与伊利 18H1 中报数据，就这些问题展开分析。

一、收入篇

蒙牛/伊利上半年收入增速分别落于 17%/19.2%，从草根调研以及终端跟踪来看，我们预测蒙牛一二季度增速分别约为 24%和 10%左右，一二季度增速分别落后伊利 1ppt 和 4ppt，导致上半年增速低于伊利 2ppt 左右。一季度两强的高增长得益于春节需求的推动和蒙牛内生的改善及伊利的营销能力持续加强，但经过测算，综合 2017Q4+2018H1 来看，预计蒙牛增速 18%左右，高于伊利的 15%左右增速，主要得益于蒙牛 2017 年改革释放企业活力，Q4 开启了缩小与伊利差距的费用投放战略并持续至今。

图表 3：蒙牛、伊利 18Q1&Q2 收入和增速对比图（亿元、%）



来源：WIND，国金证券研究所

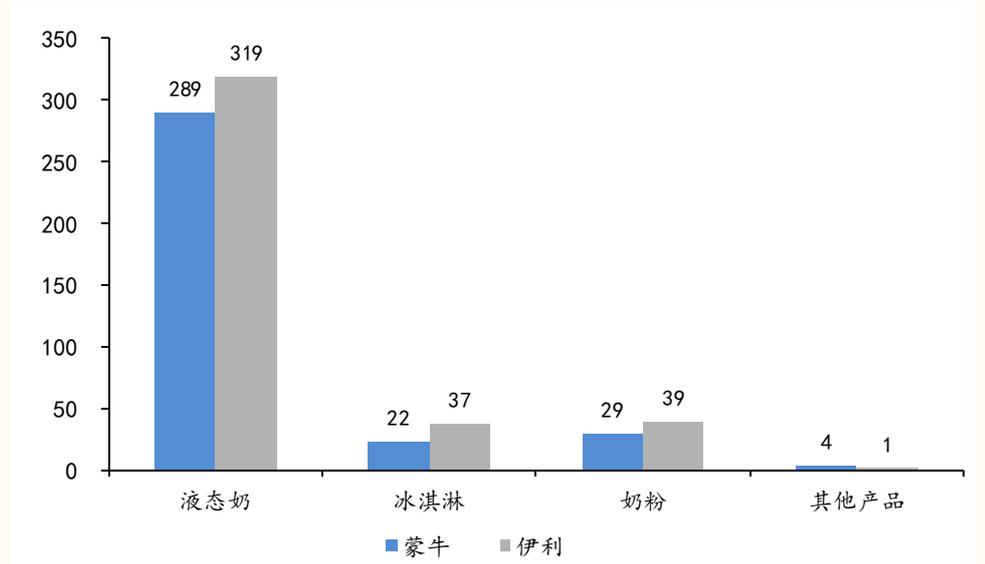
从两强 18H1 分品类收入及增速可以看出，占据两强收入比例较高的液态奶增速实为整体收入增速差距的核心原因。蒙牛液态奶增速 14%落后于伊利的 21%，尽管其他业务增速领先于伊利，但仍无法改变上半年整体增速小幅落后于伊利的局面（蒙牛+17% VS 伊利 19%）。但同时我们也发现，蒙牛液态奶增速 14%的增长推动了整体 17%的增长，而伊利液态奶则是以增速 21%的增长才推动整体 19%的增速，也说明上半年蒙牛在非液态奶业务尤其是奶粉业务的高速增长使得其缩小了与伊利在对应业务上的差距。

非液态奶业务高速增长主要得益于奶粉业务（雅士利+君乐宝奶粉）的高速增长和其他业务（奶酪、低温巴氏奶等）的持续增长。奶粉业务中雅士利由于渠道转型成功，上半年增速达到 56%，而整体奶粉增速为 65%，可见君乐宝奶粉增速更高。其他主营业务的增速也在持续增长，体现了蒙牛可能在培育性业务，包括奶酪、低温巴氏奶等领域的潜力（蒙牛奶酪占据其他业务较大比重，低温巴氏奶借助现代牧业已加大布局），而伊利其他业务的短暂下滑也说明伊利的

品类战略目前仍多集中于液态奶领域、其他业务尚未发力。

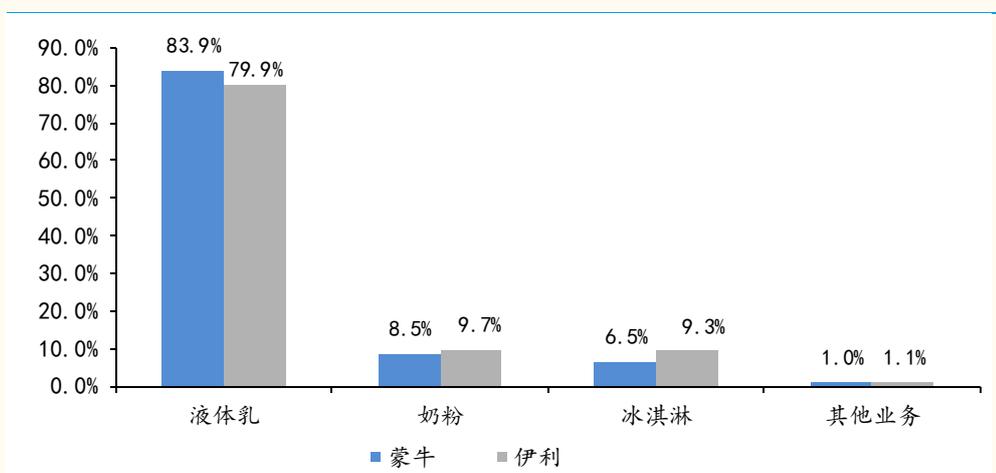
图表 4：蒙牛、伊利 18H1 分品类收入和同比增速（亿元、%）

亿元	液体乳	奶粉	冷饮	其他
蒙牛	289	22	29	4
伊利	319	37	39	1
蒙牛yoy	14%	65%	13%	11%
伊利yoy	21%	27%	15%	-86%



来源：WIND，国金证券研究所

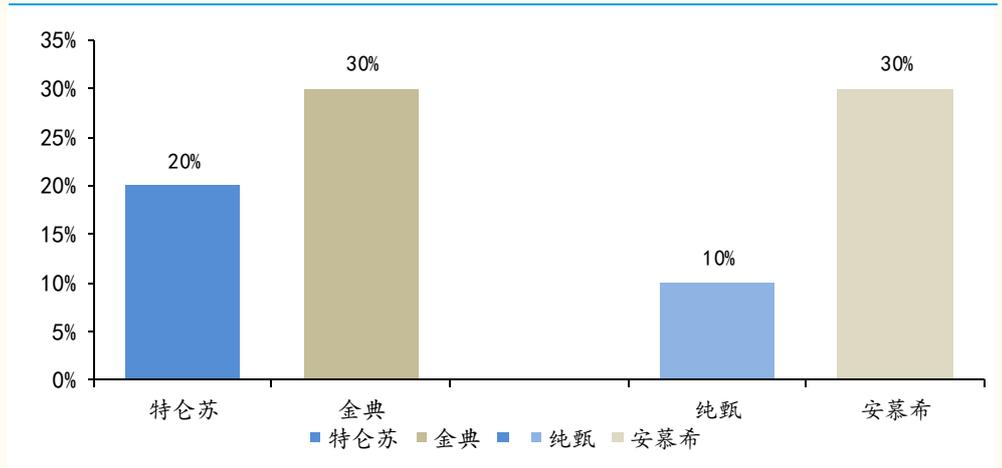
图表 5：蒙牛、伊利 18H1 分品类收入占比（%）



来源：WIND，国金证券研究所

两强液态奶中占比较高的常温产品增速实质在推动液态奶增速方面是核心动力，尤其是在低温增速虽然双位数但是占比仍不突出的背景下。常温产品中两强的两个核心单品收入占比均接近 50%，支撑着各自的常温产品增速。从上半年我们草根调研和终端跟踪来看，我们预计蒙牛两大单品增速均低于伊利对应单品增速：金典（+30%+）VS 特仑苏（+20%）、安慕希（+30%+）VS 纯甄（+10%）。而这一差距也主要体现于 Q2，尤其是常温酸奶领域，纯甄 Q2 预计是完败于安慕希。

图表 6：蒙牛、伊利 18H1 核心单品预估增速对比 (%)



来源：WIND，国金证券研究所

因此，基于草根调研数据我们可以得出结论，18H1 由于蒙牛两大明星单品增速低于伊利，导致液态奶增速低于伊利，间接导致整体收入增速低于伊利，而由于蒙牛其他业务的发力，弥补了部分增速，因此两强增速差距才未体现出像液态奶增速差距如此明显。

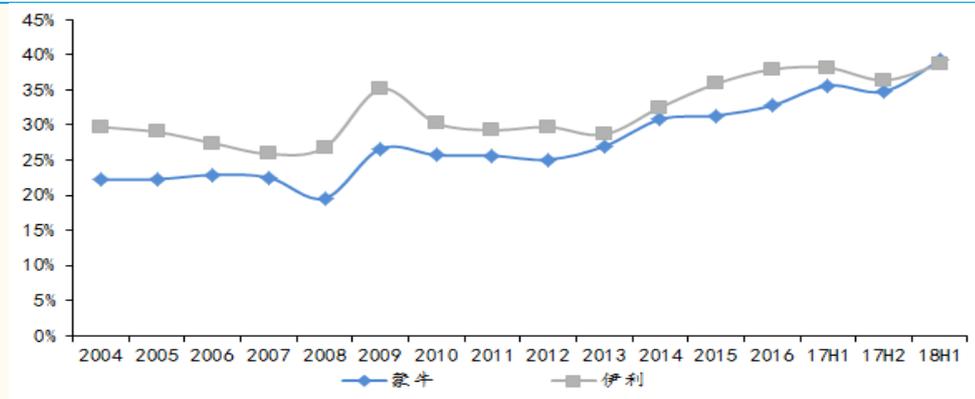
最后，两强在价格上攻势我们认为伊利更猛烈些，尤其是在二季度蒙牛世界杯营销期间，终端明显体现出伊利促销及价格攻势更加猛烈，而蒙牛相比更侧重于线上品牌的营销。量价贡献来看，伊利上半年收入+19%，预计量贡献约 15%，价贡献不到 4%，而蒙牛上半年收入+17%，我们预计量价齐升，量贡献 7%，价贡献超 9%。我们判断货折的差距，也是两强毛利率发生较大差异变化的原因之一。

二、毛利率篇

近十几年来伊利毛利率一直领先于蒙牛，其中原因较多，包括（1）伊利内控优化好于蒙牛，企业综合运行效率高于蒙牛；（2）蒙牛奶源结构导致综合奶价成本偏高；（3）蒙牛高毛利奶粉业务较小，成本柔性调节能力弱于伊利，另外与伊利择机进口低价大包粉做奶源替代比例高于蒙牛也有一定关系。（4）产品结构上，伊利产品结构更加合理、高端产品占比更高也是一个重要原因。

从近年来看，2014-2016 年蒙牛毛利率又被伊利拉开差距，我们认为主要是与自身内部集中采购和公开招标率较低还有各种内部成本控制力弱于伊利有一定关系。2016 年四季度卢敏放出任蒙牛 CEO 至今，经过各种内部成本优化措施，毛利率持续追赶伊利，并于 18H1 成功实现超越。

图表 7：近年蒙牛伊利毛利率对比 (%)



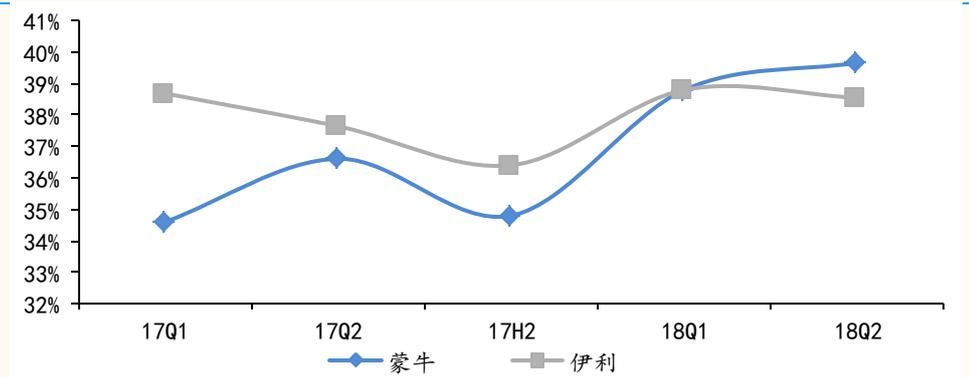
来源：WIND，国金证券研究所

蒙牛 18 年毛利率上升的核心原因我们认为其成本的持续优化和奶粉占比的快速提升。成本持续优化主要是其历史包袱（高价大包粉）的减轻：2013 年国内缺奶期间两强包括行业内其他乳企均从国外进口了大量的大包粉作为库存，但伴随国内奶价的下行，这些大包粉价格优势不在、成为负担。伊利由于成人奶粉板块大于蒙牛，消化大包粉能力强于蒙牛，因此其成本逐步在降低，而蒙牛去化速度较慢，再加上由于与现代牧业的联姻，在行业供过于求的时候较多原奶喷成了大包粉，进一步加重了成本劣势。

伴随卢敏放上任后采取各种措施消化大包粉库存（包括缓和与现代牧业关系、大包粉低价卖给雅士利及卖给蒙牛各供应商和客户食品渠道商），毛利率弹性于 2018 年初步显现。再叠加雅士利复苏帮助消化奶粉、蒙牛销量提振推进现代牧业减少了喷粉量，减轻了蒙牛成本压力，以及奶粉收入占比提升，蒙牛毛利率大幅释放。2018H1 蒙牛毛利率达到 39.2%，同比提升 3.6ppt，且在 18Q1&18Q2 连续两个季度，我们均认为蒙牛毛利率持续同比和环比在提升（图 7 蒙牛季度毛利率推测依据）。而伊利相对来说短板较蒙牛少，18H1 毛利率仅同比增加 0.5ppt，我们认为主要来源于产品结构的持续优化。

上半年伊利毛利率虽总体处于上升通道，但二季度环比出现一定下降。从整个上半年来看，伊利在常温高端产品总体增长较蒙牛更快的背景下毛利率却首次落后于蒙牛，我们认为这主要是因为：（1）18H1 伊利未显著受益于奶价下行，这或许说明之前伊利的综合收奶成本就低于蒙牛，改善空间并不大；（2）依前文所述，上半年伊利在高端产品增长更快的背景下但在量价关系中价的增长贡献远不及量，这大概率说明伊利 18H1 执行了较为激进的终端动作，返利或货抵冲抵收入造成了对毛利率的影响。

图表 8：18Q1&Q2 蒙牛毛利率推测及与伊利的对比（%）



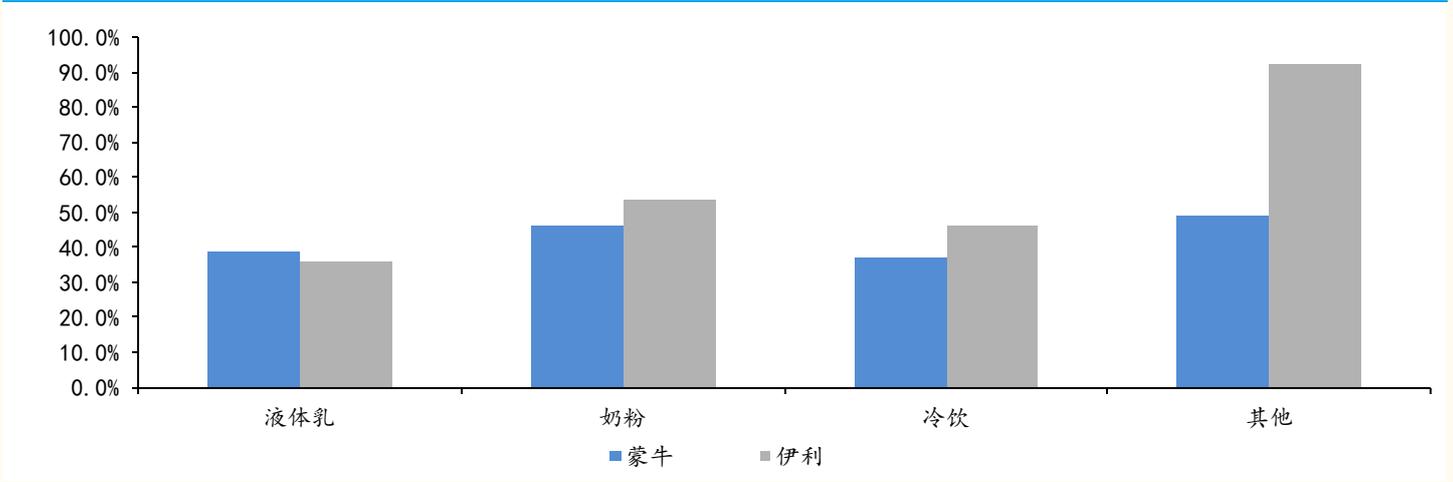
来源：WIND，国金证券研究所

分品类来看，伊利公布了分品类毛利率情况，而蒙牛未予披露。我们结合长期以来对蒙牛的跟踪和理解预估蒙牛相应品类的毛利率。我们认为在蒙牛奶粉收入占整体收入比重低于伊利（蒙牛为 8.4%，伊利为 9.8%，蒙牛低伊利约 1.4ppt）且雅士利毛利率明显低于伊利奶粉情况下（雅士利口径毛利率 43.4%，伊利奶粉及奶制品毛利率为 53.6%，雅士利低 10.2ppt。而我们判断低价策略发展的君乐宝奶粉业务毛利率大概率低于雅士利，但上半年预计君乐宝奶粉收入增速快于雅士利），蒙牛奶粉业务整体毛利率将大概率低于伊利 10ppt 以上。同时蒙牛冷饮（冰淇淋）业务规模以及中高端产品占比也显著低于伊利，因此推测蒙牛冷饮业务毛利率也低于伊利。其他业务中伊利因有多款高毛利率产品包括蛋白饮料、能量饮料等（同时包含金融业务收入），预计毛利率也要显著高于蒙牛发展初期的奶酪和低温巴氏奶业务。因此，我们的核心推论是，蒙牛毛利率能高于伊利的核心原因是蒙牛液态奶业务毛利率高于伊利液态奶业务毛利率。基于以上推测，我们结合测算给出了蒙牛相对应分品类的毛利率。

基于相应品类毛利率，我们进一步测算出了蒙牛 18H1 毛利润提升幅度（30.2 亿元）中各品类毛利提升预计占比，及毛利率提升幅度（3.6ppt）中各品类预计贡献度。可以看出的是，液态奶在 18H1 毛利及毛利率对整体业务贡献上均为最高，毛利占比 71%，而整体毛利率上升 3.6ppt 中液态奶贡献了一半，约为 1.8ppt。其次是奶粉业务，毛利占比和毛利率贡献度分别为 17%和 1.2ppt。冰淇淋业务和其他业务则贡献相对较小。

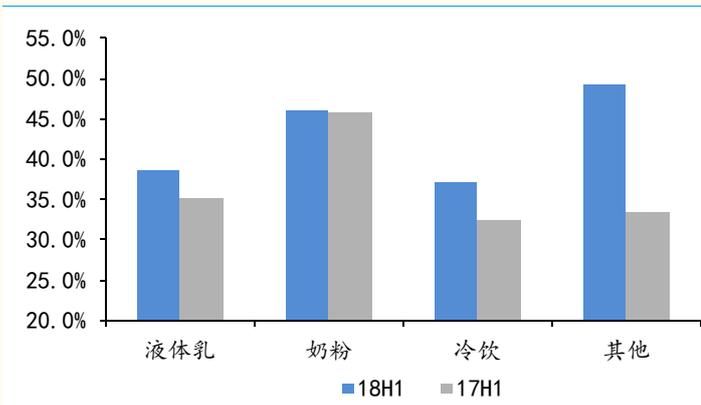
而从伊利分品类毛利率来看，各业务因结构优化对冲成本上升表现各有不同，但整体来看核心品类毛利率变化均较为稳定，没有蒙牛变化幅度大。

图表 9：18H1 蒙牛与伊利分品类毛利率对比 (%)



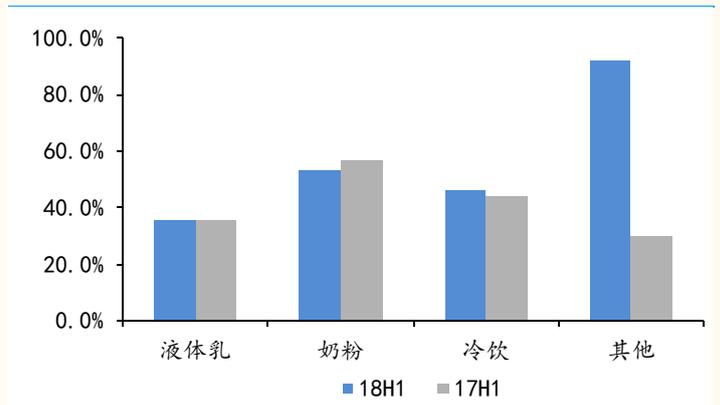
来源：WIND，国金证券研究所

图表 10：18H1VS17H1 蒙牛分品类毛利率推测 (%)



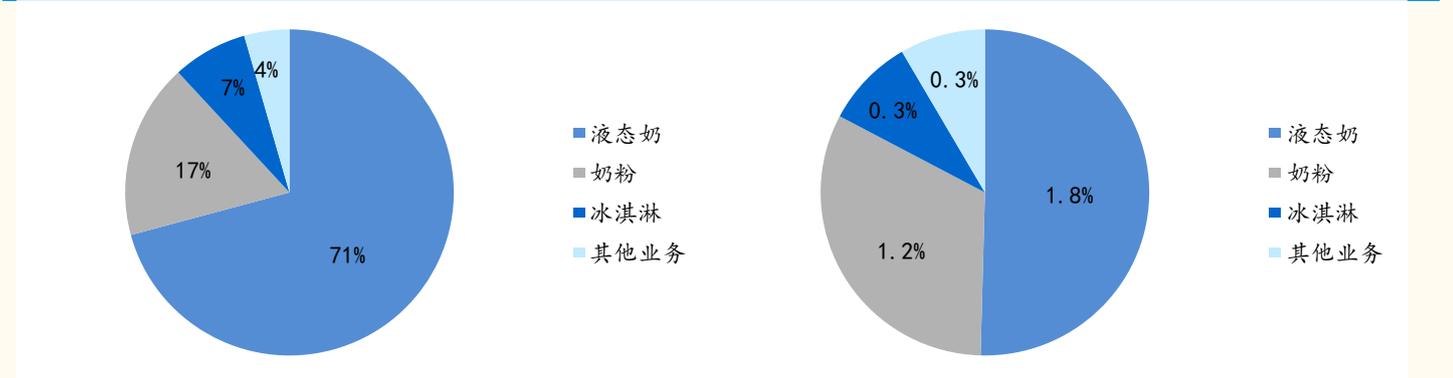
来源：WIND，国金证券研究所

图表 11：18H1VS17H1 伊利分品类毛利率 (%)



来源：WIND，国金证券研究所

图表 12：18H1 蒙牛分品类毛利占比&毛利率贡献度 (%)



来源：WIND，国金证券研究所

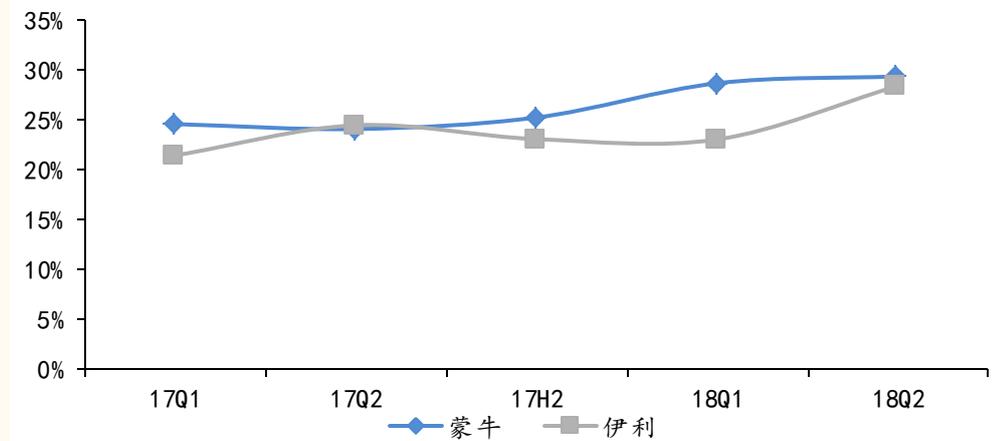
因此，18H1 蒙牛毛利率高于伊利的最大助因应是成本改善后提高了液态奶的毛利率，进而推升整体毛利率提升，其次是其他各品类毛利率没有拖后腿尤其是高毛利率的奶粉占比有所提升。我们认为，相比去年同期略低的毛利率，蒙牛毛利率今年下半年的同比改善也将是大概率事件，不过环比看毛利率可能略

有下降（因奶价下半年进入季节性温和上涨周期，同时不排除下半年终端争夺力度更强导致对毛利率将有所压制）。对于伊利而言，如果伊利下半年仍执行较为激进的终端促销策略，或许产品结构提升带来的毛利率上行态势也会被货折所部分对冲。

三、销售费用率篇

18H1 蒙牛中报显示销售费用率为 28.9%，同比提升 4.7ppt，蒙牛由于 Q1 和 Q2 分别面临春节旺季和世界杯营销，我们预计 Q1 和 Q2 均保持了同比较高的费用率水平，推测 Q2 环比高于 Q1 因世界杯营销费用集中于 Q2 确认。若以此假设与伊利分季度销售费用率作对比，可以明显看出蒙牛在 2017H2 便已开启了费用扩张战略，这也是蒙牛收入端自 17H2 便开始显著提速的重要推力（17H2 蒙牛 VS 伊利收入端增速为+15.7%VS+13.4%）；而伊利则于 2018Q2 大幅提升费用率来应对蒙牛的费用扩张战略。

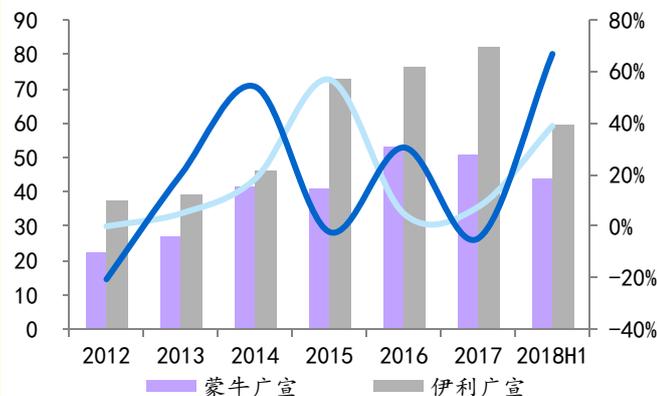
图表 13：18Q1&Q2 蒙牛销售费用率推测与伊利费用率的对比（亿元）



来源：WIND，国金证券研究所

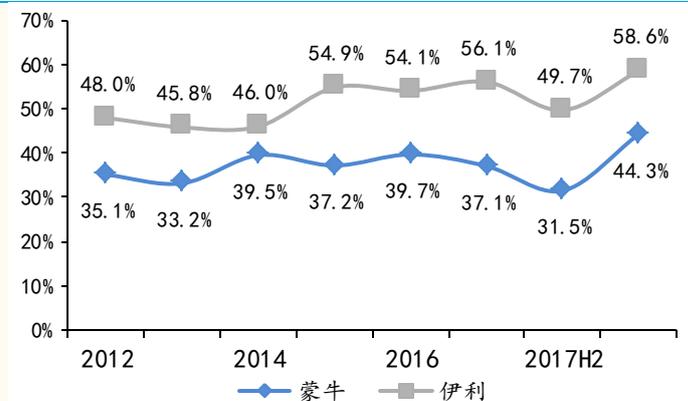
单独来看销售费用中的广宣费用（相应对比则更多体现为线下费用），2012-2018H1 蒙牛广宣费用投入始终落后于伊利，且与伊利交叉分年度提高广宣费用增速，直至 2018H1 两强不约而同的提高了广宣费用增速，不过蒙牛提速更快（蒙牛+66.8%vs 伊利+38.9%），两强广宣费用占各自销售费用比例也达到近年来最高水平。

图表 14：2012-2018H1 蒙牛与伊利广宣费用及增速对比（亿元，%）



来源：WIND，国金证券研究所

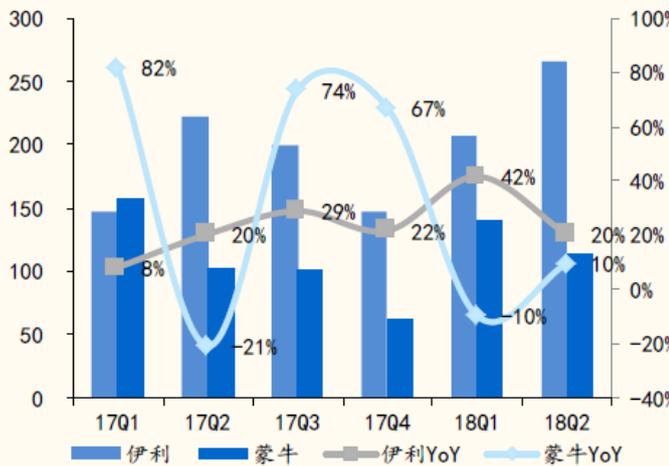
图表 15：2012-2018H1 蒙牛与伊利广宣费用占各自销售费用比例 (%)



来源：WIND，国金证券研究所、

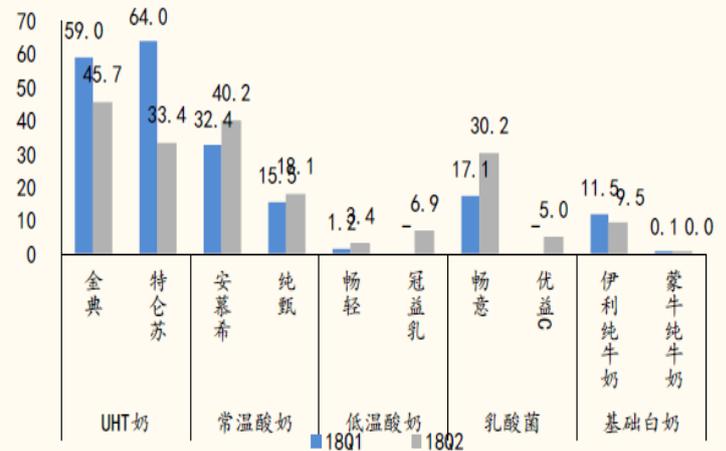
这与我们今年上半年持续监测的独家 CTR 数据趋势基本一致（参见 7 月份报告 -18Q2 广告投放力度未减弱，乳业 18H1 销售费用率大概率持续上行），伊利蒙牛 18H1 均同比提高了广告时长增速。分重点产品来看，蒙牛伊利核心单品特仑苏和金典均为投放时长最长品类，且特仑苏相较金典广告时长投放较多体现在 Q1，而 Q2 则金典广告时长超过了特仑苏。常温酸奶方面两强均在二季度加强了投放，但相对比来看纯甄总体投放力度还是明显小于安慕希。

图表 16：伊利、蒙牛广告总时长（小时）及同比增速



来源：CTR，国金证券研究所

图表 17：伊利、蒙牛重点产品广告时长（小时）对比 (%)



来源：CTR，国金证券研究所

整体来讲，两强均在 18H1 提高了广宣费用投放，虽然蒙牛广宣费用增速略高于伊利，且 18H1 环比 17H2 广宣费用占比销售费用提升幅度显著高于伊利 3.9ppt，但从电视广告时长反映来看，蒙牛在核心两大单品的投放力度均不及伊利（与上文提及单品增速差距呼应），再加上为应对 Q2 蒙牛世界杯营销，伊利加强了地面拦截，所以可以得出的结论是——18H1 伊利在空中和地面均集中投放费用且费效比应高于蒙牛，才共同推进了 18H1 液态奶增速高于蒙牛。

需强调的是，从广宣费用同比增加的费用占据毛利率扩张部分利润的比例来看，18H1 蒙牛占比 143%，而伊利占比 882%，说明两强都在透支毛利增长空间，且伊利收入导向优先的意图更加显著。

图表 18：近年两强广宣同比增加费用占毛利扩张比例（亿元，%）

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	18H1
蒙牛主营收入	433.6	500.5	490.3	537.8	601.6	344.7
伊利主营收入	477.8	539.6	598.6	603.1	675.5	395.9
蒙牛毛利率	27.0%	30.8%	31.4%	32.8%	35.2%	39.2%
伊利毛利率	28.7%	32.5%	35.9%	37.9%	37.3%	38.7%
蒙牛广宣费用	27.1	41.8	40.9	53.3	50.8	44.2
伊利广宣费用	39.2	46.4	72.8	76.3	82.1	59.6
蒙牛广宣同比增加费用	4.5	14.7	-0.9	12.5	-2.5	17.7
伊利广宣同比增加费用	1.9	7.2	26.4	3.6	5.7	16.7
蒙牛毛利率同比提升百分点	1.9%	3.9%	0.5%	1.4%	2.4%	3.6%
伊利毛利率同比提升百分点	-1.1%	3.9%	3.4%	2.0%	-0.7%	0.5%
蒙牛毛利率同比提升增加毛利	8.2	19.3	2.6	7.7	14.6	12.3
伊利毛利率同比提升增加毛利	-5.1	20.9	20.1	12.4	-4.4	1.9
蒙牛广宣同比增加/毛利率提升增加毛利	55%	76%	-36%	162%	-17%	143%
伊利广宣同比增加/毛利率提升增加毛利	-36%	34%	131%	29%	-129%	882%

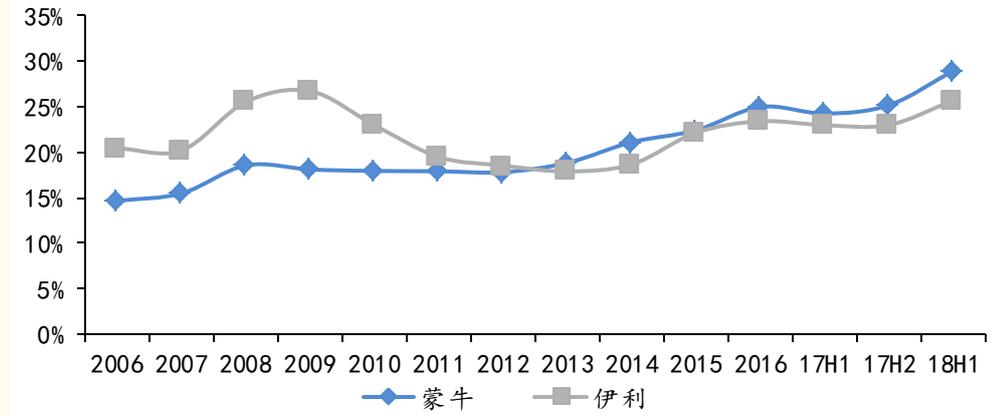
来源：WIND，国金证券研究所

从过往蒙牛与伊利销售费用率变化来看，市场将两强早年费用率差别仅解读为伊利早些年的三四线通路精耕织网行动导致费用率较高，才体现出蒙牛费用率的优势，而实质这与两强的竞争战略有很大关系，因为费用率的变化实质更多体现的是基于竞争对手战略而自身所采取的销售费用投放策略的变化：

彼时因行业处于份额快速扩张阶段，且相对竞争对手伊利来说，蒙牛因收入与利润均保持优势，竞争战略为抢空白份额，而不是更多相互对抗，因此体现在

费用率的提升上动机并不强。因蒙牛错过了通路精耕时期，管理层也决定不发展像伊利一样的深度分销，继续保持大经销商体系，所以费用率相对伊利才较低，当然这仅是次要原因，核心仍在于竞争战略对费用率的影响。

图表 19：近十年蒙牛与伊利销售费用率变化 (%)

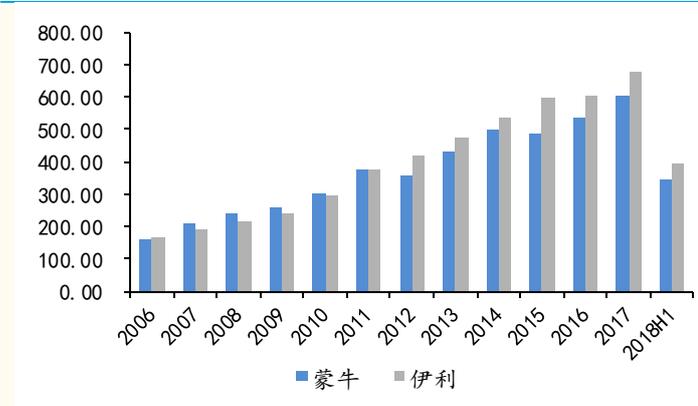


来源：WIND，国金证券研究所

进入孙依萍时代（2012-2016）后，蒙牛竞争战略发生了变化，伴随与伊利收入差距的扩大及两强市占率的提升，竞争战略由抢空白份额到与伊利直面竞争弥补收入差距，这在孙依萍时代不断体现为牺牲短期利润去换收入增长，因此孙依萍时代收入增长平均增速为 10.5%，而净利润平均增速仅为 4.5%（扣除雅士利 2016 年商誉减值）。

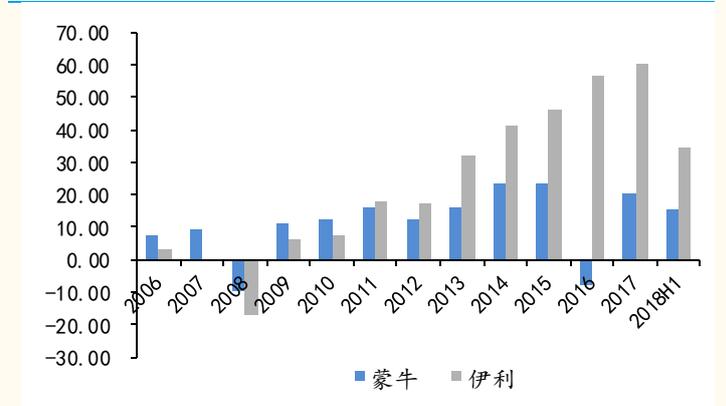
而这种竞争战略在卢总上任后的 2017 年仍然继续执行，因此我们认为费用率的提升是不可避免的，只要蒙牛与伊利之间还存在收入差距，费用率高企现象将不会真正减少，以此为推断，下半年费用率大概率仍将持续同比提升。

图表 20：近十年蒙牛与伊利收入变化 (亿元)



来源：WIND，国金证券研究所

图表 21：近十年蒙牛与伊利归母净利润变化 (亿元)

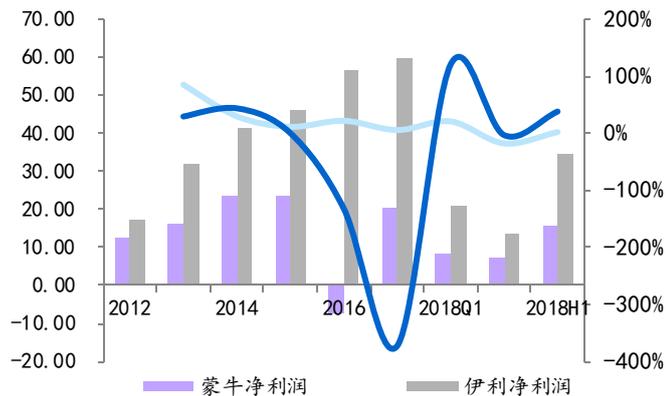


来源：WIND，国金证券研究所

四、净利率篇

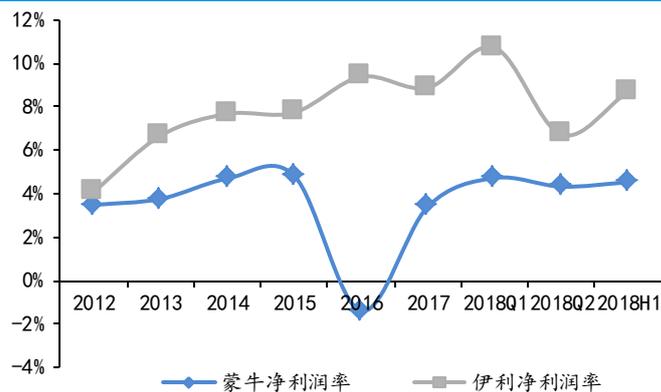
近年来蒙牛与伊利净利润始终有较大差距，除了竞争战略导致费用率提升牺牲利润外，也与蒙牛整体和各品类毛利率低于伊利有关，同时也与各业务自身问题有关（如蒙牛冰淇淋业务 2013 年转为职能制后收入占比持续下降导致毛利大幅减少，而伊利各业务占比相对稳定，见图 22/23），总体来讲蒙牛存在的影响净利润的负面因素较多。不过 18H1 蒙牛净利润增速和净利率有明显提升，分别+38.5%和+0.7ppt 至 4.5%。

图表 22: 近年蒙牛与伊利归母净利润及增速变化 (亿元、%)



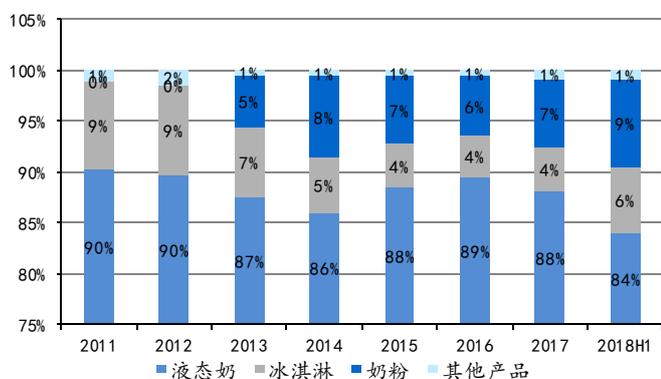
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 23: 近年蒙牛与伊利归母净利润率变化 (%)



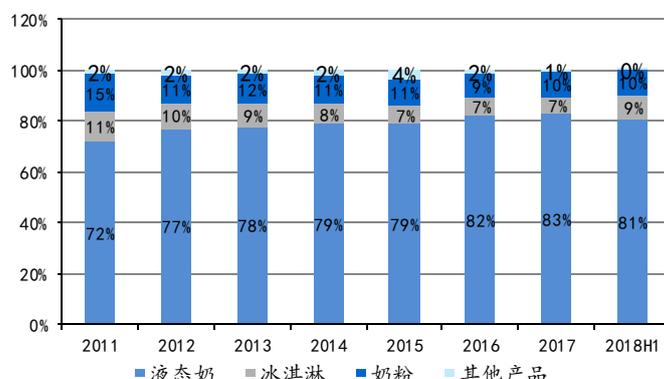
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 24: 2011-2018H1 蒙牛分品类业务收入占比 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

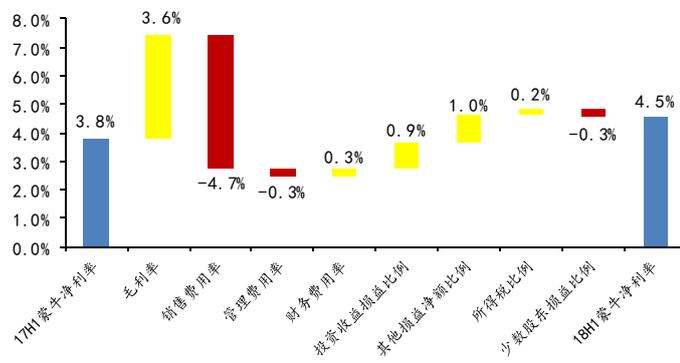
图表 25: 2011-2018H1 伊利分品类业务收入占比 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

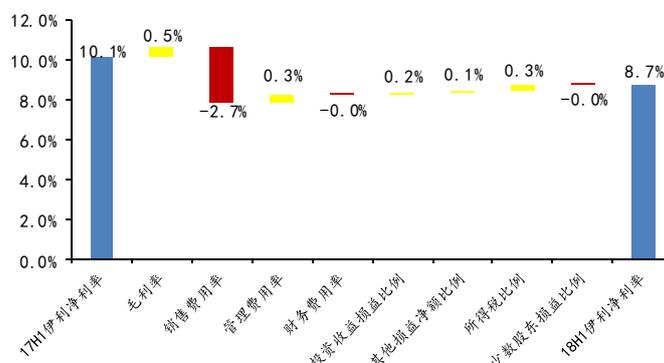
从下图可以看出, 蒙牛 18H1 净利率提升了 0.7ppt 至 4.5%, 其中销售费用率的提高完全抵消了毛利率的上升, 不过由于投资收益的减亏以及其他收费用减少提振了净利率, 而伊利净利率下降了 1.4ppt 则主要因销售费用率同比提高了 2.7ppt。而伊利毛利率相对蒙牛更加优秀导致缺乏向上弹性以及无投资收益的历史负担, 因此其费用率的提升有较大部分转化成了对净利率的负面拖累。

图表 26: 18H1 蒙牛归母净利润率同比提升瀑布图 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

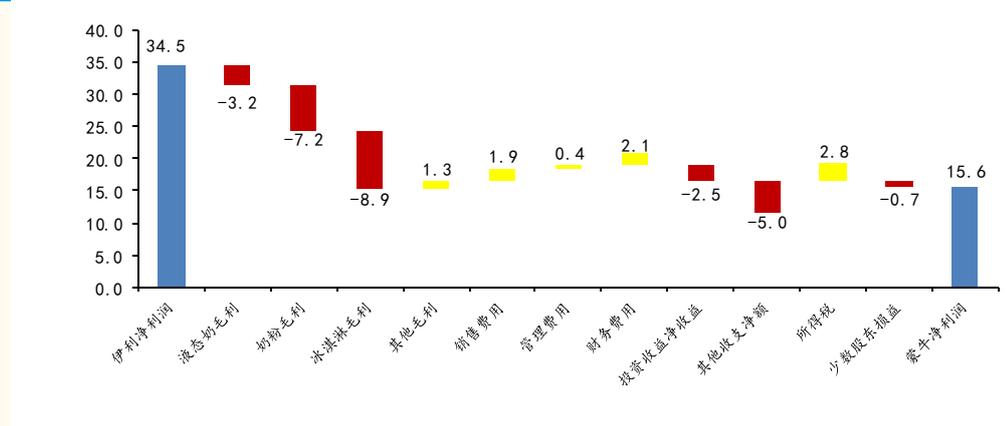
图表 27: 18H1 伊利归母净利润率同比下降瀑布图 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

不过即使伊利 18H1 因缺少毛利率弹性而导致净利润仅增长 2.4%, 同时净利率下降 1.4ppt, 蒙牛与其净利润总额和净利率的差距仍然客观存在, 分别为-18.8 亿元和-4.2ppt, 仍有较大差距。

图表 28：18H1 蒙牛伊利归母净利润差距瀑布图（亿元）



来源：WIND，国金证券研究所

五、对行业下半年的展望

乳业两强近期半年报及管理层的交流内容验证了我们上半年对于行业以及两强的三大核心判断，主要包括：

- (1) 伊利二季度收入增长快于蒙牛，优势主要体现在常温液态奶部门；
- (2) 年初以来行业费用投放加剧导致费用率走高，伊利费用率上行压力更大；
- (3) 蒙牛毛利率弹性快速修复、追上伊利，投资收益减亏推动整体盈利能力显著改善。

在此，我们将对乳业下半年趋势做一个前瞻性判断：

(1) 下半年两强均不会降低对收入端的争夺力度。前文有述，两强收入战略目标是完全相悖的——伊利核心诉求是甩开蒙牛、扩大差距，蒙牛核心诉求是拉近与伊利差距。中报说明会上，两强均提高了全年收入目标预期：蒙牛提升 2ppt 至+15%，伊利则更高，提升 4-7ppt 至+17%-20%。因此蒙牛下半年增速至少要在+13%，才能确保全年增速+15%，伊利下半年要确保增速至少在+15%才能完成新指引。因此，预计下半年两强不会降低对收入端的争夺力度。不过根据我们7月草根调研来看目前两强增速还比较稳健，未有较大幅度下降。

(2) 收入端争夺加剧便大概率意味着下半年费用战不会显著降温。我们前期判断二季度是费用年内高点后，下半年费用率将呈现同比升温、环比降温走势，这一观点已被验证。费用同比升温几乎是确定性的，但由于空中费用投放有望环比收缩，费用率有望下半年实现环比降温走势。未来我们将依仗我们的 CTR 数据源进行跟踪。今年上半年我们的 CTR 数据表现突出，较为前瞻地判断对了二季度伊利的空中投放扩张战略。短期内两强相悖的核心诉求将导致行业在中短期内看不到竞争显著缓和的趋势。

(3) 预计两强净利率下半年表现将好于二季度但弱于一季度。根据今年上半年净利率分析，销售费用率的变动是影响伊利净利率的最大边际变动要素。我们判断下半年大概率费用同比升温，因此预计将持续影响伊利净利率。但考虑到二季度费用投放是全年高点，因此我们判断下半年伊利（也包括蒙牛）的净利率水平将显著好于二季度，但预计将弱于一季度。蒙牛虽然毛利率弹性较高，但是下半年也将面临原奶价格上行对毛利率的负面影响，费用端环比降温或对净利率环比有边际贡献。

整体来看，下半年伊利毛利率和费用率刚性已是大概率事件，因此在收入导向下大概率利润增速仍将低于收入增速。而蒙牛由于有毛利率向上弹性，在费用率环比走弱的环境下有能力进行更好的对冲，同时具备投资收益项减亏的利好（奶价预期上行利好现代牧业利润端），因此预计下半年蒙牛仍将保持相对可观的盈利弹性，总体看净利率修复逻辑将持续（但扣除投资收益项后，预计蒙牛主业利润增速也大概率低于收入增速）。短期我们强调蒙牛盈利端快速修复的

逻辑，而短期伊利弹性主要体现在收入端。总体来看，我们认为下半年乳业将进入竞争态势复杂化和白热化兼具的局面。

风险提示

- **需求下滑。**2018年下半年需警惕乳制品行业受到宏观经济、政策等因素导致需求下滑风险。
- **原材料价格上涨。**2018年下半年原奶价格因季节性供需波动有上涨动力，须警惕成本上涨超预期对利润端的影响。
- **行业竞争加剧，销售费用投放超预期。**2018年下半年两强收入导向可能导致费用战升级，需警惕销售费用投放超预期进而大幅影响企业利润。

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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