

本报告的主要看点:

1. 对伊利 18Q3 收入端、毛利率端、费用端和净利端进行了分析，对蒙牛 18Q3 业绩进行了推断和预测，从而实现两强的对比分析。
2. 对 18Q4 和 2019 年两强收入端、毛利率端、费用端和净利端走势进行了预判。

收入争夺战持续，原奶成本上升影响凸显 ——对伊利三季报分析兼乳业两强未来展望

基本结论

■ 分析结论:

- **收入端:** 伊利 Q3 收入同比+12.9%，环比下降 0.9ppt，略低于市场 +15-16%的一致预期。根据尼尔森数据，我们预计蒙牛液态奶业务收入增速与上半年相近，在+14%一线，不过预计 Q3 蒙牛奶粉板块和冰淇淋板块呈现环比降速态势，使得蒙牛整体增速有望落于+14-15%一线，相较伊利 Q3 收入增速提高 1-2ppt，预计实现 Q3 收入端的小幅反超。
- **毛利率端:** 伊利 Q3 毛利率为 35.8%，环比下降 2.7ppt，同比下降 1.7ppt。我们认为伊利 Q3 毛利率下降主要因为成本上涨问题，而非产品结构 and 货折问题。伊利 Q3 原奶成本上升 5%，高于农业部公布的全国十省生鲜乳价格涨幅 (2%-3%)。我们判断，对于两强来讲，在原奶供不应求的年份，体现其原奶平均成本更多的是占产品结构较大比重的中高端产品所对应的中高端奶源奶采购价格高低。因此，伊利 Q3 原奶成本大幅提升，或许说明其对中高端价格原奶的价格控制上略显力度不够。而对于其竞争对手蒙牛来讲，由于掌控中高端奶源现代牧业和富源牧业，中高端原奶的价格优势不言而喻。
- **销售费用率端:** 伊利 Q2 达到年内销售费用率高点 28.3%后，Q3 环比下降 4.1ppt 至 24.3%，但仍同比提升 2.2ppt。伊利 Q3 费用率同比上升主要因为其要在蒙牛利润弹性最大的一年制止蒙牛缩小收入差距的步伐。而环比下降主因：(1) 7、8 月淡季费用边际效率下降，尤其是在 Q2 透支了需求后。同时需要给予渠道休养生息机会；(2) 考虑到全年需求的逐步满足而不是过度刺激导致未来需求下滑；(3) 宏观经济下行及原奶价格环比温和上涨影响。
- **净利率端:** 伊利 Q3 净利润增速+1.8%，前三季度增速为+2.2%，利润增速持续维持低位，而净利率 Q3 环比略有回升到 7.5%，不过同比仍下降 0.9ppt。利润端持续承压主要在于毛利率减销管费用率差值在下降 (18Q3 为 8.0%,17Q3 为 9.1%)。我们预期 Q4 伊利的利润增速和净利率率仍然不容乐观，在除毛利率和费用率外的其他指标无大波动情况下，大概率环比下降。

■ 乳业两强 Q4 及 2019 年竞争形势预判:

- 我们判断 18Q4: (1) 两强仍然不会降低对收入端的争夺力度；(2) 两强毛利率仍然承压，预计同比和环比下降；(3) 两强费用率有望呈现环比波动不大、同比上升态势；(4) 预计两强净利率表现将弱于 18Q3。
- 我们对明年做一个前瞻性判断:
 - (1) 明年两强收入争夺战力度预计同比略降温，但并不会显著降温；
 - (2) 收入端争夺略降温意味着明年费用率有一定宽松空间；
 - (3) 预计两强净利率明年上半年有望得到提升。

■ 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

寇星 联系人
kouxing@gjqz.com.cn

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

内容目录

写在前面	3
一、收入篇	3
二、毛利率篇	4
三、销售费用率篇	5
四、净利率篇	8
五、对行业 Q4 和明年的展望	9
风险提示	10

图表目录

图表 1: 伊利股份 2011-2018Q3 主要财务指标	3
图表 2: 伊利&蒙牛 (预估值) 18 年分季度收入和增速对比图 (亿元、%)	4
图表 3: 2015 年至今全国十省生鲜乳单价走势 (元/公斤)	5
图表 4: 伊利&蒙牛 (预估值) 18 年分季度销售费用率对比图 (亿元、%)	6
图表 5: 伊利销售费用增速 vs 广告时长增速 (亿元)	6
图表 6: 伊利&蒙牛主营收入与销售费用比值	7
图表 7: 伊利近年销售费用率走势图 (%)	7
图表 8: 伊利 Q4 毛利率与销管费用率假设 (%)	9
图表 9: 伊利 Q4 毛利率与销管费用率假设图 (%)	9

写在前面

自茅台业绩引发股价下降后，三季报前最受投资者关注的便是乳制品板块中的伊利业绩。如今尘埃落定，伊利股价依然“坚挺”的同时，其实三季报中体现出的很多问题依然需要重新回顾和深度思考，以便对四季度甚至未知的 2019 年做出预判。

图表 1：伊利股份 2011-2018Q3 主要财务指标

伊利股份 2011-2018Q3 主要指标												
单位：亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018Q3	2018Q1-Q3
收入	374.51	419.91	477.79	539.59	598.63	603.12	675.47	195.76	200.13	395.89	212.58	608.46
收入同比		12.1%	13.8%	12.9%	10.9%	0.7%	12.0%	24.6%	13.8%	18.9%	12.9%	16.7%
销售成本	(264.86)	(295.05)	(340.83)	(364.00)	(383.76)	(374.27)	(423.62)	(119.80)	(122.99)	(242.79)	(136.48)	(379.27)
毛利	109.7	124.9	137.0	175.6	214.9	228.8	251.9	76.0	77.1	153.1	76.1	229.2
其他收入及收益				4.77	4.96	2.97	5.11			3.54		
销售及经销费用	(72.91)	(77.78)	(85.46)	(100.75)	(132.58)	(141.14)	(155.22)	(44.97)	(56.73)	(101.70)	(51.64)	(153.34)
销售费用同比		6.7%	9.9%	17.9%	31.6%	6.5%	10.0%	33.9%	32.3%	33.0%	24.0%	29.8%
广告与宣传费用	(36.52)	(37.32)	(39.17)	(46.38)	(72.76)	(76.34)	(82.06)			(59.62)		
广告同比		2.2%	5.0%	18.4%	56.9%	4.9%	7.5%			38.9%		
其他销售与经销费用	(36.39)	(40.46)	(46.29)	(54.37)	(59.83)	(64.80)	(73.15)			(42.08)		
行政费用	(19.71)	(28.10)	(23.92)	(31.63)	(34.56)	(34.57)	(33.17)	(7.52)	(6.46)	(13.98)	(7.45)	(21.43)
归母净利润	18.09	17.17	31.87	41.44	46.32	56.62	60.01	21.00	13.46	34.46	16.02	50.48
归母同比		-5.1%	85.6%	30.0%	11.8%	22.2%	6.0%	21.1%	-17.5%	2.4%	1.8%	2.2%
毛利率	29.3%	29.7%	28.7%	32.5%	35.9%	37.9%	37.3%	38.8%	38.5%	38.7%	35.8%	37.7%
销售费用率	19.5%	18.5%	17.9%	18.7%	22.1%	23.4%	23.0%	23.0%	28.3%	25.7%	24.3%	25.2%
行政费用率	5.3%	6.7%	5.0%	5.9%	5.8%	5.7%	4.9%	3.8%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
净利率	4.8%	4.1%	6.7%	7.7%	7.7%	9.4%	8.9%	10.7%	6.7%	8.7%	7.5%	8.3%

来源：wind，国金证券研究所

近来市场关注的问题主要包括：

(1) 从收入来说，伊利收入 Q3 环比降速的原因究竟是什么？各业务表现如何？Q3 销售费用率环比下行的竞争环境中，竞争对手蒙牛的收入表现如何？Q3 竞争是谁略胜一筹？对 Q4 收入有何指导意义？

(2) 从毛利率来说，Q3 全国十省生鲜乳平均价格同比提升了 1%-2% 时，伊利缘何原奶成本提高了 5% 导致毛利率下降显著？竞争对手毛利率是否有同样的变化呢？

(3) 从费用率来说，在 Q2 费用高点后，Q3 似乎费用率环比下降了高达 4.0ppt 但仍然收获了主营收入增速仅环比下降 0.78ppt 的结果，引申出另外一个问题就是上半年的费用战是否有意？另外，一般来说在原奶价格提升的背景下费用率是趋于下行的，但 Q3 在毛利率下行的情况下，为何销售费用率同比提升了 2.2ppt、仍保持在高位？竞争对手费用率预计会有哪些变化呢？Q4 费用率投入的策略会如何？

(4) 从利润增速来说，Q3 同比增速尽管转正，但是面临 Q4 仍然存在的原奶上涨预期，利润增速能否有所提升？竞争对手 Q3 利润增速预计如何呢？Q4 两强利润增速可能会有哪些变化？同时净利率会有哪些变化？

一、收入篇

伊利收入端 Q3 同比+12.9%，环比下降 0.9ppt，略低于市场+15-16%的一致预期。伊利中报后将全年收入增长目标由+13%提升至+17-20%，在一定程度上提高了市场对伊利下半年的收入预期。

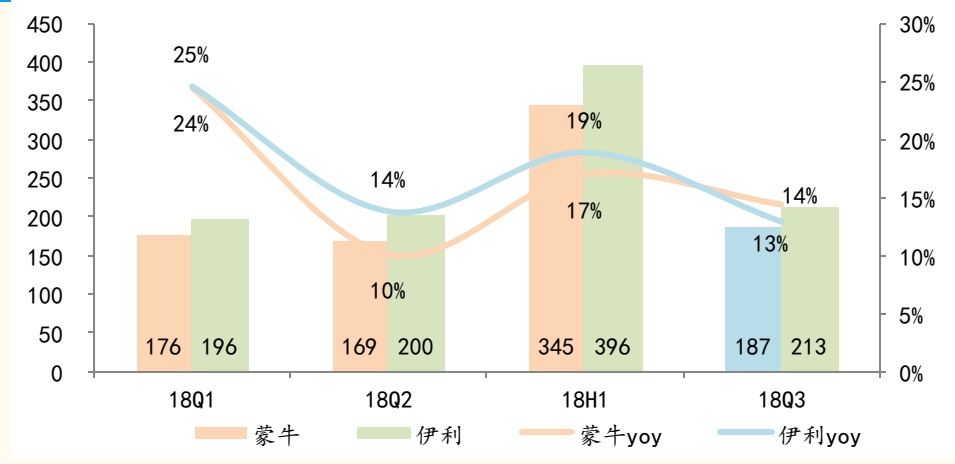
我们从对尼尔森月度数据的监测中也发现，尽管 7、8 月伊利液态奶终端增速环比在放缓，但 9 月增速的反弹使得整体 Q3 液态奶终端增速相较上半年并未有降速。尽管如此，但仍需认识到：(1) 终端增速不等于报表增速，中间有渠道的延迟和调节；(2) 液态奶的增速不等于整体业务的增速，还有其他业务对整体进行扰动。因此，这便解释了三季报后很多投资者不解的问题，比如尼尔森数据与报表数据的背离等。同时也解释了伊利为何液态奶增速不错的背景下，整体增速的放缓。

同样根据尼尔森 Q3 的奶粉数据来看，可以发现 Q3 奶粉行业增速环比下滑较严重（Q1/Q2/Q3 同比增速分别 6.1%/5.3%/1.5%）。从趋势来看，伊利称其奶粉 Q3 的实际增速下滑也是题中之义。另外，尽管针对冰淇淋业务没有权威的第三方数据，不过对冰淇淋业务有所了解的人应该知道，在冰淇淋业务稳定的情况下（气温变化、售点数量、产品结构等），其月度收入曲线实质是一条上半年很陡峭向上、6-7 月达到波峰、而 7 月后瞬间大幅下降的曲线。而真正想实现当年业务的有机增长，最核心在于上半年的努力，同时上半年同比增速的提高相比下半年更加容易（下半年气温下降影响较大），并很大程度上可以确立全年增速的天花板。而下半年则大概率同比增速环比要下滑。

综上所述，我们在认可 Q3 伊利液态奶终端增速并未比上半年有明显降速的前提下，但是 Q3 伊利报表整体增速却环比下滑的反差下，可得出两个结论：（1）伊利 Q3 液态奶的预计报表增速（未公布）不能完全体现 Q3 液态奶实际终端增速，但大概率能够体现出液态奶业务仍保持基本环比未降速的态势；（2）奶粉业务的降速和冰淇淋业务的可能性降速预计进一步加大了 Q3 报表整体增速与液态奶预计报表增速的偏差（18H1 整体增速低于液态奶报表增速 1.6ppt，预计 Q3 这一偏差拉大）。

我们来看伊利竞争对手蒙牛。根据尼尔森增速数据，我们预计蒙牛液态奶业务收入增速与上半年相近，在 14% 左右。但与伊利表现有所不同的是，Q3 蒙牛奶粉板块在三季度终端也是呈现环比降速态势，但是幅度并不大。结合冰淇淋下半年降速的预期，我们可以大胆推断，蒙牛前三季度的增速相较上半年也应是降速的，从上半年蒙牛以 14% 的液态奶增速推动了整体 17% 的增速来看，我们认为前三季度在蒙牛液态奶终端增速并无大幅下降的基础上，预计蒙牛整体增速可能回落到 15%-16% 左右，相较伊利前三季度增速 16.7% 仍落后 1-2ppt，但预计单 Q3 增速有望落于+14-15% 一线，相较伊利 Q3 收入+12.9% 提高 1-2ppt，预计实现了 Q3 收入端的小幅反超。

图表 2：伊利&蒙牛（预估值）18 年分季度收入和增速对比图（亿元、%）



来源：wind，国金证券研究所

展望 Q4，我们仍然维持中报观点，预计两强均不会放松对收入端的争夺力度，主要在于竞争战略的延续导致两强仍然不会减少正面对抗。尽管伊利前三季度同比增速实现 16.7%，距离全年目标 17% 差别并不大，且 Q4 同比是低基数（2017Q4/2016Q4 仅为+7%），但 Q3 增速预计落后于蒙牛将必然力促其 Q4 持续发力，以期扩大与蒙牛的收入差距。而蒙牛尽管可能面临去年 Q4 同比高基数，但在全年目标 15% 的要求下，且在中粮集团新董事长上任的背景下，预期 Q4 务必仍然需要保持 15% 左右的增速，上交一份不错的答卷。因此两强收入争夺战预期仍会维持，尤其是当下处于经济下行通道时，费用投放很难有效减弱。

二、毛利率篇

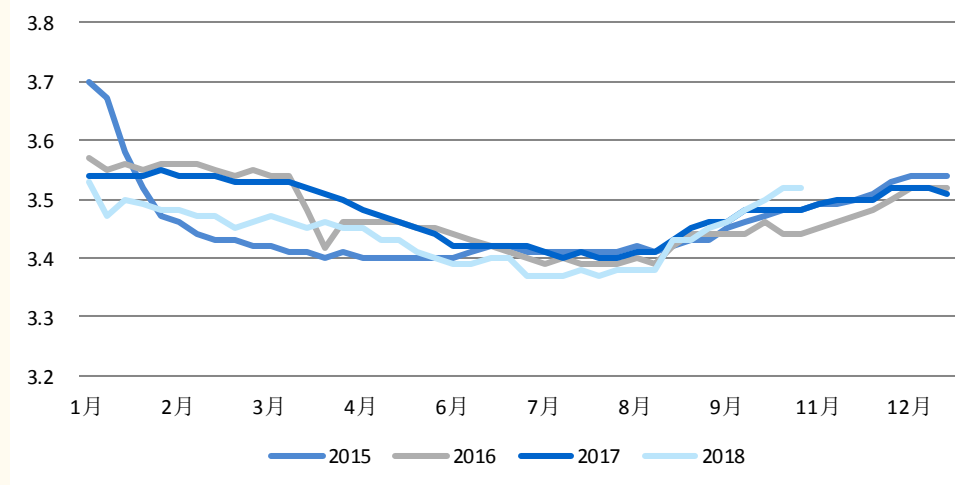
伊利 Q3 毛利率为 35.8%，环比 Q2 下降 2.7ppt，同比下降 1.7ppt。毛利率的下降一般是产品结构或成本问题，对伊利来讲还有部分货折的因素存在。

先来看产品结构，对伊利产品结构影响较大的一般是常温的两大核心单品和奶粉，而低温、冰淇淋等因核心单品占比相对较小，产品结构优化相对常温慢，故暂不考虑。常温两大核心单品和奶粉金领冠 18H1 均保持在 30% 以上增长，三季报交流会议显示金典三季度略降速，导致前三季度维持在 20% 多的增速，安慕希未降速仍然维持在 30% 以上增长，同时奶粉单品金领冠也维持在 30% 以上增速。三大核心单品增速显著高于伊利整体增速，因此理论上伊利产品结构持续优化趋势未改。因此，Q3 毛利率的下降大概率要归咎于成本上升和货折。考虑到 Q3 原奶供需格局，货折因素不太可能高过上半年，因此预计 Q3 毛利率下降更多是成本原因。

成本方面，伊利公布 Q3 原奶成本上升 5%。从农业部公布的全国十省生鲜乳价格来看，进入 8 月后原奶价格环比逐步提升，到 9 月底环比 8 月价格提升约 2-3%，提升幅度低于伊利公布的提升幅度。我们判断，对于两强来讲，在原奶供不应求的年份，体现其原奶平均成本更多的是占产品结构较大比重的中高端产品所对应的中高端奶源奶采购价格高低，是可以借助现代化管理带来牛奶质量提升的上游大牧场所提供的大宗原奶的价格决定。因此，伊利 Q3 的原奶成本大幅提升，或许说明了在中高端原奶阶段性供给不足的背景下，伊利对中高端价格原奶的价格控制上略显力度不够。而对于其竞争对手蒙牛来讲，由于掌控中高端奶源现代牧业和富源牧业，中高端原奶的价格优势不言而喻。

因此，在蒙牛今年将保持毛利率弹性的情况下，尤其是具备合理中高端原奶结构的情况下，我们认为其三季度毛利率压力将显著轻于伊利，虽然环比上半年看蒙牛 Q3 毛利率也不太可能维持 39% 的高位，不过借助产品结构优化，不排除出现同比提升。展望 Q4，两强毛利率的压力均将存在，且大概率将在成本上升基础上进一步环比和同比下降。

图表 3：2015 年至今全国十省生鲜乳单价走势（元/公斤）

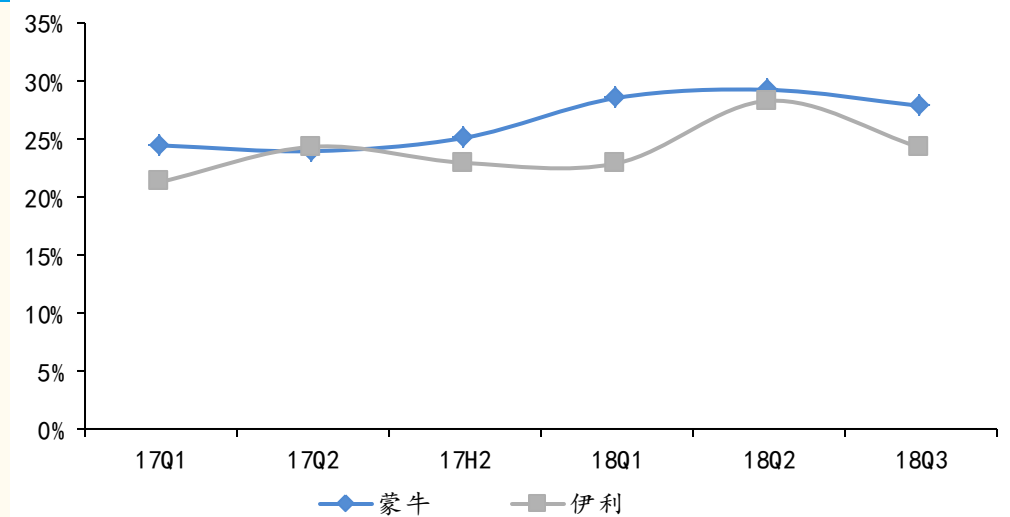


来源：wind，国金证券研究所

三、销售费用率篇

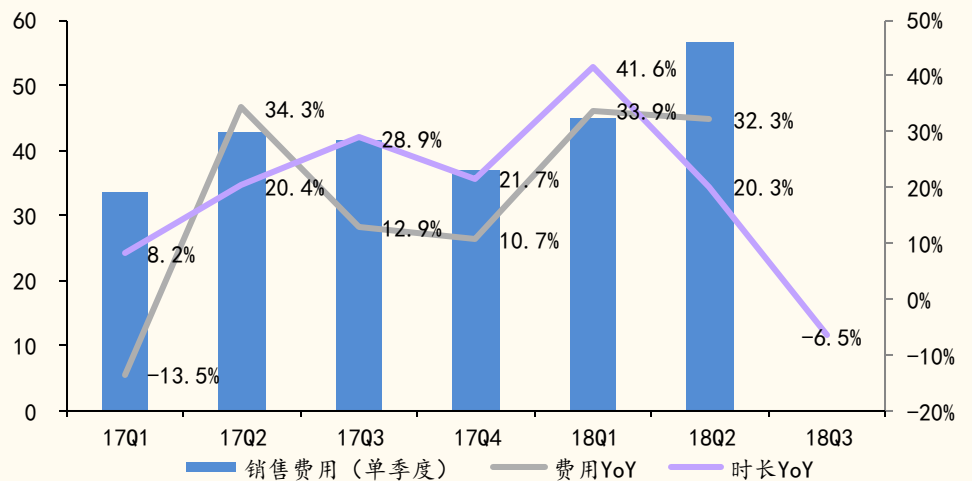
伊利 Q2 达到年内销售费用率高点 28.3% 后，Q3 环比下降了 4.1ppt 至 24.3%，但仍同比提升 2.2ppt。这充分验证了我们中报对两强下半年费用率的判断（可参详报告—伊利/蒙牛 18 年中报数据对比分析），以及三季报前我们的广告费用报告的重要结论（可参详报告—18Q3 乳业两强广告投放力度同比环比均走弱），提前预判了两强销售费用率的环比下行。

图表 4: 伊利&蒙牛 (预估值) 18 年分季度销售费用率对比图 (亿元、%)



来源: wind, 国金证券研究所

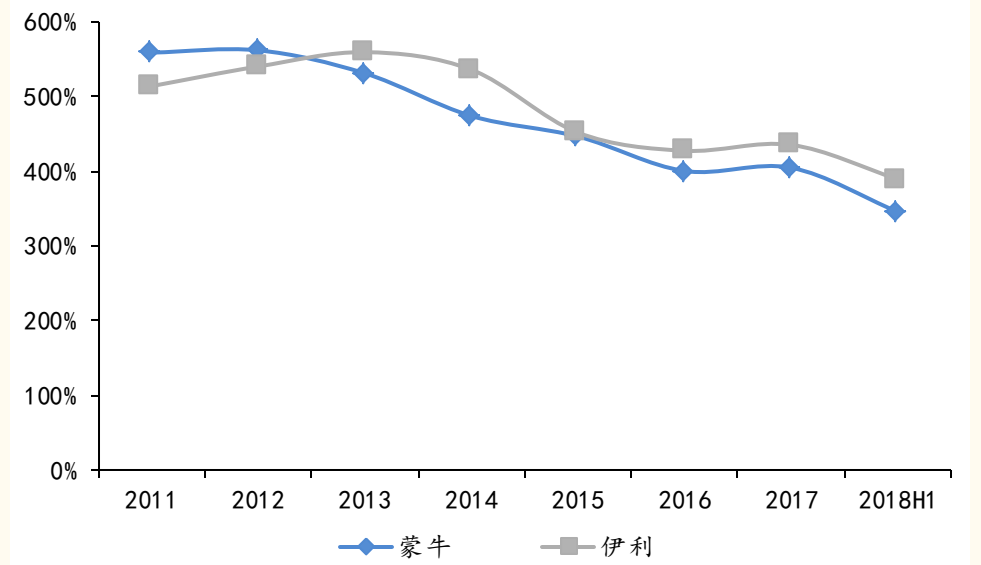
图表 5: 伊利销售费用增速 vs 广告时长增速 (亿元)



来源: wind, CTR, 国金证券研究所

上半年伴随蒙牛 Q2 迅猛的世界杯投放, 伊利跟随并于线上、线下不断迎战, 尤其是线下的地面拦截取得了较大成功。对比蒙牛 18H1 突出的线上费用及相应的收入增速, 实质每一元费用所推动的收入边际效应是较低的, 并且低于伊利 (见图 6)。但正由于这是蒙牛近年最好的一年: 毛利率弹性最大, 有充裕利润空间利用世界杯营销进行品牌宣传投放, 弥补了品牌近年投放较少的问题。所以尽管费用边际效果低于伊利, 但是今年的发力成为必然。

图表 6：伊利&蒙牛主营收入与销售费用比值

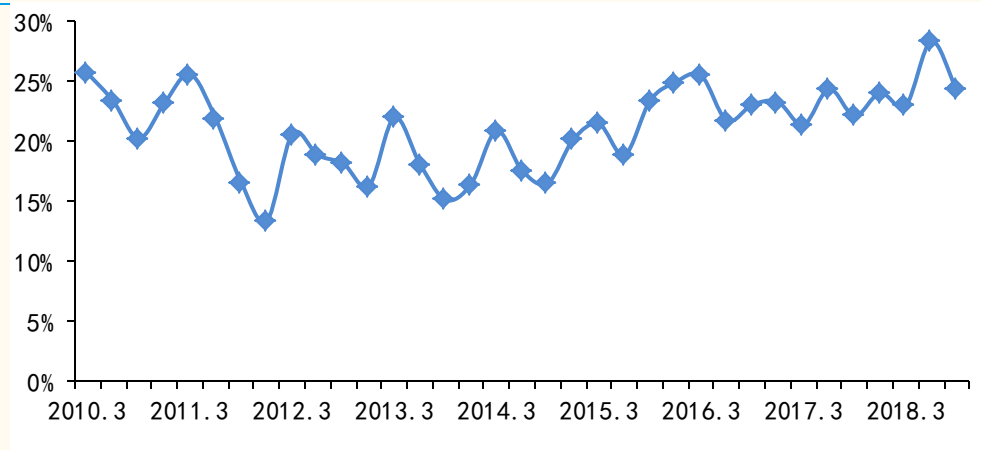


来源：wind，国金证券研究所

对于伊利来说，尽可能制止蒙牛缩小收入差距的步伐将对其未来持续保持龙头地位至关重要。这便是为什么众多投资者疑惑的——两强为何不能减少对抗、抢占其余份额的重要原因。也是伊利发现 18H1 并没有拉开蒙牛太大差距（伊利+19%vs 蒙牛+17%），继而在 18Q3 继续同比投放高费用的原因（伊利由于销售网络趋于健全，更多线下费用应为同店费用，更能体现费用率提升的战略意图）。

参考图 7 可知，伊利销售费用率季度间波动较大，主要因为一方面考虑到渠道休养生息，另外也考虑到全年需求的逐步满足而不是过度刺激导致未来需求下滑，再加上一些内外部因素影响，如宏观经济波动、原奶价格波动等。因此这就解释了伊利在 Q2 费用率高点后 Q3 环比势必下滑的部分原因。另外，7、8 月淡季费用边际效率下降，尤其是在 Q2 透支了需求后。而这些原因对于蒙牛同样适用，因此伊利在 Q3 应不过分担忧蒙牛的费用率环比仍然走高，担忧的仅是如何防守蒙牛费用从线上转为线下后终端争夺加剧，尤其在 9 月双节备货旺季。这也是两强近十几年乳业的纵横征战中早已深谙和相互博弈中获取到的经验。

图表 7：伊利近年销售费用率走势图 (%)



来源：wind，国金证券研究所

展望 Q4，费用率的走势尽管扑朔迷离，但是考虑到如下两点，我们认为 Q4 可能呈现环比持平、波动不大，同比上升的趋势。同比持续上升毋庸置疑，

全年收入争夺战体现的便是费用率的高位。而环比持平、波动不大主要考虑如下两点：

(1) 环比难以明显下降：进入 Q4 后，9 月底渠道低库存推动 10 月份持续补货形成持续库存推力并推动终端促销。11 月份电商线上促销持续形成需求拉动。12 月底元旦前仍然是每年费用投放集中时间段。因此 Q4 对需求的刺激是持续性的，两强费用率相比 Q3 力度预计不会大幅下降。另外，再结合上文分析中提到的竞争战略，费用率预计环比难以明显下降。

(2) 环比难以明显上升：尽管 Q4 费用率可能难以明显下降，但是也同样难以明显上升。第一，Q4 的特殊性在于明年春节相对今年提前，备货可以提前于 12 月份，压货更为容易，则收入增速更容易达成，未必全部依靠费用的推动；第二，此轮费用战的发起者蒙牛尽管 Q3 收入增速可能超过伊利，但是前三季度增速预计仍落后于伊利 1-2ppt。在蒙牛面临 Q4 可能同比高双位数基数情况下，要实现 Q4 收入增速 15%以上，将面临比伊利更大的压力和挑战。第三，蒙牛发展考虑的是收入和利润的协同增长，尽管收入增速非常重要，但是在 Q4 进一步费用率环比显著上行情况下导致主体业务盈利受损（尽管整体业务利润增速由于现代牧业和雅士利减亏仍然预计较高），将不是蒙牛希望看到的，同时这也与公司整体考核相关。第四，可预见的 Q4，中高端奶源奶将会进一步紧平衡，两强毛利率进一步承压，尤其伊利承压程度可能高于蒙牛，将会对促销力度形成一定程度制约。

四、净利率篇

伊利 Q3 净利润增速+1.8%，前三季度增速为+2.2%，利润增速维持低位，净利率 Q3 环比略有回升到 7.5%。整体来看，前三季度因毛利率承压和销售费用率同比走高，导致利润增速和净利率下降。而 Q4 的利润增速和净利率将仍然受制于毛利率和销售费用率的走向。

从图 8 可知，18Q3 伊利净利率为 7.5%，同比下降 0.9ppt，净利增速为 1.8%，同比也下降 31.7ppt。主要在于毛利率减销管费用率差值在下降（18Q3 为 8.0%，17Q3 为 9.1%）。根据上文判断，我们假设 Q4 管理费用率变动不大，继续维持 3.5%；假设毛利率同比下降 0.3ppt（假设伊利管控成本有力，Q4 同比下降程度低于 Q3 的 1.7ppt）、环比下降 0.3ppt（预期原奶成本持续环比上升）至 34.8%；销售费用率环比持平、同比提升 0.2ppt 至 24.3%。则根据假设，可计算出毛利率减销管费用率差值为 7%，小于 Q3 的差值 8.0%。对比历史各季度差值和净利增速及净利率变动趋势来看，我们预期 Q4 伊利的利润率仍然不容乐观，在除毛利率和费用率外的其他指标无大波动情况下，大概率出现环比下降。

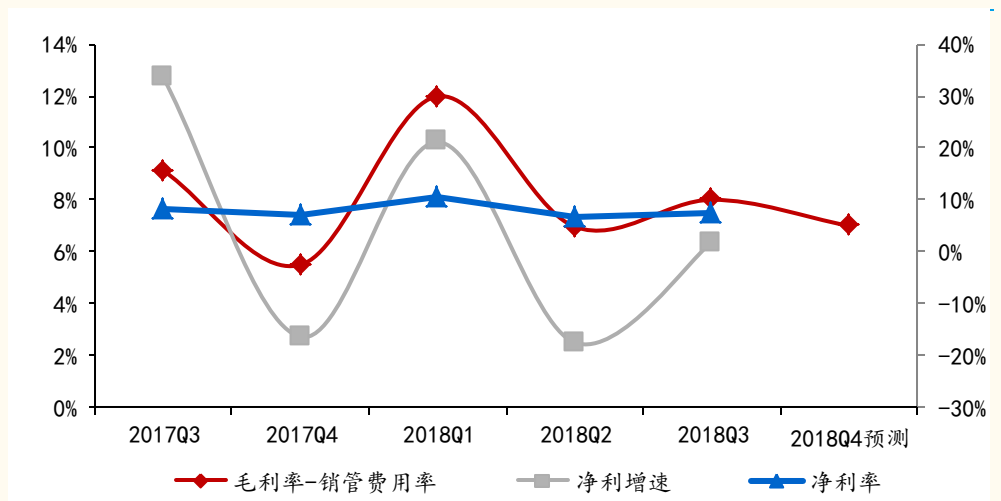
整体来看，尽管我们预测净利率和净利增速有环比下降可能，不过我们仍然保持乐观，相信伊利在 Q4 可以实现更好的成本控制和更高效的费效比来替代费用的持续上升，最终期待 Q4 利润增速可以仍然维持低个位数增长。

图表 8：伊利 Q4 毛利率与销管费用率假设 (%)

指标	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4 预测
毛利率	37.4%	35.1%	38.8%	38.5%	35.8%	34.8%
销售费用率	22.1%	24.1%	23.0%	28.3%	24.3%	24.3%
管理费用率	6.2%	5.6%	3.8%	3.2%	3.5%	3.5%
毛利率-销管费用率	9.1%	5.5%	12.0%	7.0%	8.0%	7.0%
净利增速	33.5%	-16.4%	21.1%	-17.5%	1.8%	
净利率	8.4%	6.9%	10.7%	6.7%	7.5%	

来源：wind，国金证券研究所

图表 9：伊利 Q4 毛利率与销管费用率假设图 (%)



来源：wind，国金证券研究所

五、对行业 Q4 和明年的展望

伊利三季报和管理层交流会内容全部验证了我们中报对于下半年行业以及两强的三大核心判断，主要包括：(1) 下半年两强均不会降低对收入端的争夺力度；(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；(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。

对于 Q4，我们仍然维持以上观点的同时，结合上文分析给出进一步判断：(1) 18Q4 两强仍然不会降低对收入端的争夺力度；(2) 18Q4 两强毛利率仍然承压，预计同比和环比下降；(3) 18Q4 两强费用率有望呈现环比波动不大，同比上升的态势；(4) 预计两强 18Q4 净利率表现将弱于 18Q3。

在此，我们将对乳业明年趋势做一个前瞻性判断：

(1) 明年两强收入争夺战力度预计同比略降温，但并不会显著降温。由于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，而从今年两强预期增速来看，蒙牛大概率仍然会落后于伊利，竞争战略将仍然持续。不过由于今年收入争夺战存在的基础之一在于蒙牛毛利率端的大幅改善，而明年这一改善弹性将显著降低（甚至不排除

跟随原奶周期上行而走弱)，因此收入端争夺预期将难以如今年这般激烈，但是显著降温也绝非一日之功，需要一个过程，这一过程的快慢将受宏观经济环境、原奶成本、并购等多重因素影响。

(2) 收入端争夺略降温意味着明年费用率有一定宽松空间。在多方面因素主导下，如蒙牛毛利率弹性、世界杯营销、上半年需求提振等，预计今年将成为近年来的费用率高点。明年伴随收入争夺战的略降温以及原奶成本端大概率走高，费用率有望得以同比下降。不过尽管明年有望同比下降，但是预计费用率仍难以期望快速修复至 2017 年水平。三季度我们判断费用率将呈现环比降温、同比升温走势这一观点已被验证。未来我们将依仗我们独家的 CTR 数据源持续进行跟踪。

(3) 预计两强净利率明年上半年有望得到提升。预计在无“奶业黑天鹅事件”前提下奶价将仍然呈现季节性走势，预计明年上半年总体供需平衡格局下原奶价格将有望出现温和走高局面。结合费用率的预期宽松，上半年净利率预计有望得到提升，是值得期待的一个半年。

整体来看，尽管两强今年收入争夺显著加剧，费用率全年高企、毛利率下半年开始承压，导致利润率有所承压。不过分别来看各有不同：伊利全年利润增速低于收入增速已是确定性事件，而蒙牛由于毛利率具备向上弹性，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，因此全年仍将保持相对可观的盈利弹性，净利率也有望持续修复向上（但扣除投资收益项后，蒙牛利润率提升幅度会显著下降）。短期我们仍然强调蒙牛盈利端快速修复的逻辑，而短期伊利弹性仍然主要体现在收入端。总体来看，我们认为 Q4 乳业仍然处于竞争态势复杂化和白热化兼具的局面，而明年则预期有所放缓。

风险提示

- **需求下滑。**2018 年 Q4 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 Q4 原奶价格因季节性供需波动有持续上涨动力，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 Q4 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