

# 伊利、蒙牛年报比较：2019年两强计划干什么

## ——行业点评报告

✉ : 申晟 执业证书编号: S1230118090046  
☎ :  
✉ : shensheng@stocke.com.cn

### 行业评级

乳制品 看好

### 投资要点

#### □ 收入端：伊利看品类扩张、蒙牛看短板补齐

伊利/蒙牛 2018 年整体收入分别同比+16.9%/+14.7%，两强上半年收入增速高于下半年，分品类看伊利 2018 年液体乳销量增速同比基本持平，而吨价同比+5.9%。蒙牛得益于母婴店渠道开拓以及高端品占比提升，2018 年奶粉收入同比+48.9%，短板奶粉的差距和伊利大幅缩小。2019 年两强都定下了低双位的收入增速目标，但两者在 2019 年发展路径侧重上略有不同，伊利将目光投向了（1）新品植选豆奶、以及畅意的市场投放；（2）饮料产品品类的试水；（3）海外市场，特别是东南亚液态奶以及新西兰上游奶源；而蒙牛 2019 年的工作重心在于（1）高端常温产品的市场再推广；（2）低温酸奶市场的稳固推进；（3）婴幼儿奶粉、奶酪渠道的再深入投入；（4）品牌建设，继续提高消费者对于品牌的熟悉度。

#### □ 毛利端：产品结构的提升将有助于两强抵消成本的影响

2018 年伊利、蒙牛分别录得毛利率 38.3%、37.6%，相较 2017 年两者（37.8%、35.4%）毛利率差异进一步减少，究其原因我们认为除了奶粉占比提升外，更多还是来源于蒙牛液态奶毛利率的提升，究其原因主要有：（1）蒙牛 2017 年渐渐理顺和现代牧业的关系，喷粉减少以及供应链效率的提升使得成本端压力减少；（2）世界杯营销主要集中在高端品，整体产品结构优化；（3）部分促销产品费用未计入成本端，转至费用端。我们认为今年原奶成本有上升的压力，今年在不出现大量不可控力情况下，原奶价格大概率会出现结构性上涨，即分级高质奶占比提升、北方上游企业主动南下寻奶、以及计划外奶的减少带来的均价的提升，预计涨幅不高，下游乳企可通过产品结构的提升抵消影响。

#### □ 费用端：伊利计划投费用扩份额，而蒙牛计划提高费用的使用效率

伊利在年报预算中支出，2019 年利润总额计划几无增长，将致力于进一步扩大市场份额，以拉开差距；而蒙牛在年报交流会议中提出，计划 2019 年费用率持平，要提升整体费用的使用效率，实际上 2018 年增加 2.6ppt 的销售费用中，1.8ppt 用于了世界杯的投放，这给与蒙牛 2019 相对宽裕的空间来投放实际渠道的建设。这样来看，两强今年年初传达的信号明确，一个侧重份额，一个利润提升空间。

#### □ 这个时间点怎么看两强

**伊利有预期修复的空间：**伊利公布年报之后，市场对于其利润的预期曾达到个位数。在今年蒙牛计划费用投放经济的背景下，伊利 18 年利润的低基数将有望使得其利润增速超过其预期值。我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 894.3 亿/992.9 亿/1,073.5 亿元，分别同比+13.24%/11.02%/8.12%，归母净利润分别为 71.3 亿/81.2 亿/92.1 亿元，分别同比+10.5%/14.0%/13.4%，目前 PE 对应 19/20 年分别为 25X/22X，维持买入评级。**蒙牛有利润的弹性：**蒙牛 2019 年的收入指引为低双位数增速，而费用率为同比持平。2018 年雅士利、现代牧业的业绩已经出现改善，2019 年预计持续向好，蒙牛总体的利润增速将大概率高于收入的增速，利润弹性较高。

#### □ 风险提示：终端竞争加剧，原奶价格上涨超预期

### 相关报告

报告撰写人：申晟  
数据支持者：申晟

## 正文目录

1. 收入端：伊利看品类扩张、蒙牛看短板补齐 .....	3
2. 毛利端：产品结构的提升将有助于两强抵消成本的影响 .....	4
3. 费用端：伊利计划投费用扩份额，而蒙牛计划提高费用的使用效率.....	4
4. 这个时间点怎么看两强 .....	5

## 图表目录

图 1：伊利/蒙牛各品类收入差距 .....	3
图 2：常温液态奶（2017 年以后为线下）市占率 .....	3
图 3：伊利、蒙牛品类毛利率比较 .....	4
图 4：伊利、蒙牛毛利率比较 .....	4
图 5：伊利、蒙牛广告宣传费用率比较 .....	5
图 6：伊利营业成本和广告促销费用率 .....	5
表 1：伊利、蒙牛主要产品收入增速及占比 .....	3

随着上周蒙牛公布 2018 年年报，两强高投入的 2018 年最终完美谢幕。如果说 2017-2018 年两强收入高增速来源于常温酸奶渠道铺货下沉，以及费用投放激进挤压其他乳企份额。那么从伊利、蒙牛的 2018 年年报中两强 2019 年策略看出：（1）收入方面，伊利看品类扩张、蒙牛看短板补齐；（2）毛利方面，产品结构的提升将有助于两强抵消成本的影响；（3）费用方面，伊利计划投费用扩份额，而蒙牛计划提高费用的使用效率。我们认为，股价在这个时间点，伊利有预期修复的空间，而蒙牛有利润估值的弹性。

## 1. 收入端：伊利看品类扩张、蒙牛看短板补齐

**上半年收入增速均高于下半年：**伊利/蒙牛 2018 年整体收入分别同比+16.9%/+14.7%，两强上半年收入增速高于下半年，主要是由于（1）18 年春节错峰影响；（2）费用 Q2 配合世界杯投放较多，提拉了销售；（3）18H2 受奶源紧缺影响，部分产品缺货导致收入增速环比放缓。

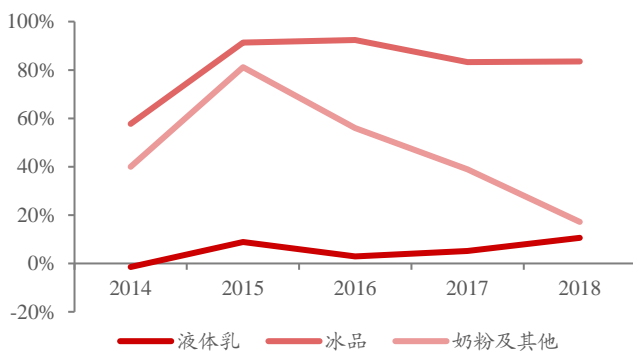
表 1：伊利、蒙牛主要产品收入增速及占比

	伊利				蒙牛			
	18H1 YoY	18H2 YoY	18 年占比	17 年占比	18H1 YoY	18H2 YoY	18 年占比	17 年占比
液体乳	20.5%	15.3%	82.6%	81.9%	14.0%	10.2%	86.1%	88.1%
冷饮	14.9%	-6.7%	6.3%	6.8%	12.8%	-8.4%	3.9%	4.2%
奶粉及其他	27.3%	23.2%	10.1%	9.4%	56.7%	41.4%	8.7%	6.7%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

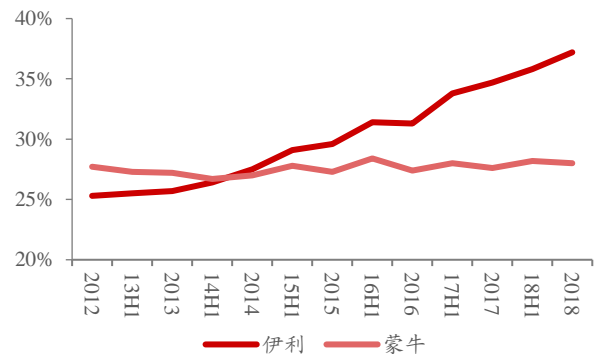
**伊利液体乳结构升级加速，蒙牛奶粉增速喜人：**从报表分类看，伊利 2018 年液体乳销量增速与 2017 年基本持平，而单价增速（包括价格调整、产品升级）提升明显，吨价同比+5.9%。安慕希/金典 2018 年收入分别同比+35%/+25%；蒙牛收入相比伊利更多的差距在于冰品和奶粉，得益于母婴店渠道开拓以及高端品占比提升，2018 年蒙牛的奶粉收入同比+48.9%，其中雅士利+33.6%，君乐宝奶粉估同比+68.2%，蒙牛短板奶粉的差距和伊利大幅缩小。

图 1：伊利/蒙牛各品类收入差距



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：常温液态奶（2017 年以后为线下）市占率



资料来源：公司公告，尼尔森，浙商证券研究所

**19 年伊利看品类扩张、蒙牛看短板补齐：**2019 年两强都定下了低双位的收入增速目标，充分说明了伊利、蒙牛对于今年市场的信心。实际上整个乳制品行业细分分子领域的创新机会逐步减少，也就是说再出现常温酸奶 17-18 年大爆发的可能性降低，2019 年收入增速达成，除了我们老生常谈的（1）再细分品类常温液奶、酸奶的高端化，比如果粒常温酸奶、PET 瓶的推广、有机奶等；（2）渠道的再下沉细化，比如开发乡镇市场，现有市场薄弱地区的强化；（3）品牌继续投入，消费者复购率的提升+渠道的把控力加强后，对于其他小品牌的挤压，等方式外，其实从过去伊利、蒙牛的动作来看，两者在 2019 年发展路径侧重上略有不同，这其实和伊利、蒙牛的所处阶段息息相关：伊利已经足够优秀，需求找到新的快速增长点，而蒙牛在乳制品细分品类和伊利依然有差距，在 2017-2018 年逐步捋顺供应链、奶源、渠道关系后，2019 年主要还是深化推进乳制品业务的发展。

2019 年伊利除了安慕希、金典细分高端产品带动的收入增速外，公司将目光投向了（1）新品植选豆奶、以及畅意的市场投放；（2）饮料产品品类的试水；（3）海外市场，特别是东南亚液态奶以及新西兰上游奶源，这些都指向伊利期望成为综合食品企业以及海外拓展的意图；而蒙牛 2019 年的工作重心在于（1）高端常温产品的市场再推广；（2）低温酸奶市场的稳固推进；（3）婴幼儿奶粉、奶酪渠道的再深入投入；（4）品牌建设，继续提高消费者对于品牌的熟悉度。

## 2. 毛利端：产品结构的提升将有助于两强抵消成本的影响

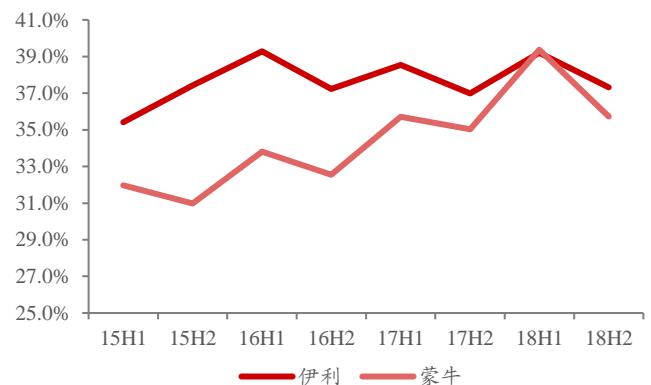
**伊利、蒙牛的毛利率差距缩小：**2018 年伊利、蒙牛分别录得毛利率 38.3%、37.6%，相较 2017 年两者（37.8%、35.4%）毛利率差异进一步减少，究其原因我们认为除了奶粉占比提升外，更多还是来源于蒙牛液态奶毛利率的提升。实际上，蒙牛旗下奶粉雅士利 2018 年的毛利率仅为 39.64%，由于降低非注册产品的库存以及原材料价格上涨，毛利率同比-1.3ppt，君乐宝奶粉由于定位中低端，毛利率不会过高，而蒙牛的奶酪业务尚在开拓中，毛利率超奶粉的可能性不大，我们假设蒙牛的奶粉整体毛利率比雅士利略低，而伊利 2018 年奶粉及其他产品的毛利率达 54.8%。而伊利的冷饮产品历史强势，规模远大于蒙牛，我们假设毛利高出蒙牛 5 个 PPT 左右，则实际上 2018 年蒙牛的液体奶毛利率比伊利略高。究其原因主要有：（1）蒙牛 2017 年渐渐理顺和现代牧业的关系，喷粉减少以及供应链效率的提升使得成本端压力减少；（2）世界杯营销主要集中在高端品，整体产品结构优化；（3）部分促销产品费用未计入成本端，转至费用端。

图 3：伊利、蒙牛品类毛利率比较

	伊利		蒙牛	
	2017	2018	2017	2018
液体奶	35.2%	35.2%	34.9%	37.4%
冰品	43.1%	45.1%	42.6%	44.6%
奶粉及其他	54.0%	54.8%	40.0%	39.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所，蒙牛为估算值

图 4：伊利、蒙牛毛利率比较



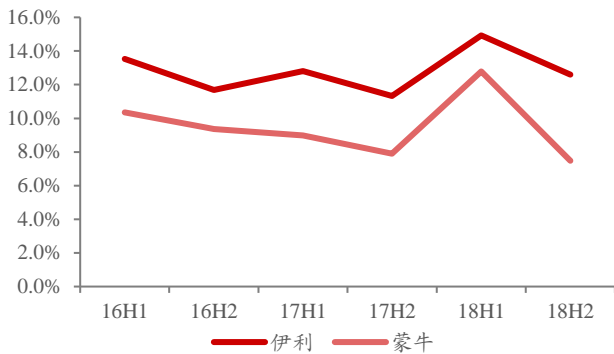
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**关于原奶成本对成本端的影响：**我们认为今年原奶成本有上升的压力，从目前奶价的走势来看，随着春季的到来，2019 年 1-2 月生鲜乳产量同比+4.4%，而 1-2 月的进口大包粉均价同比-7.3%左右，使得目前原奶价格继续大幅上涨的局面有所缓解。今年在不出现大量不可控力情况下，原奶价格大概率会出现结构性上涨，即分级高质奶占比提升、北方上游企业主动南下寻奶、以及计划外奶的减少带来的均价的提升，预计涨幅不高，下游乳企可通过产品结构的提升抵消影响。

## 3. 费用端：伊利计划投费用扩份额，而蒙牛计划提高费用的使用效率

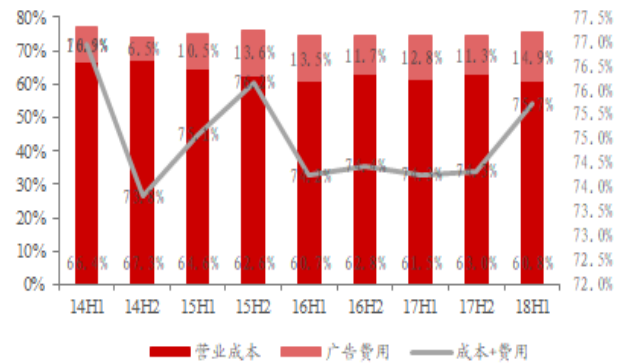
**2018 年广宣费用率均大幅提升：**2018 年伊利、蒙牛的销售费用率成为市场的焦点，两强销售费用率分别达 24.9%/27.3%，分别同比+2.05ppt/2.6ppt，其中广告宣传费用率分别达 13.8%/10.2%，同比+1.7ppt/1.8ppt，基本体现在 2018 年上半年，主要是受世界杯营销的连带影响。

图 5：伊利、蒙牛广告宣传费用率比较



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：伊利营业成本和广告促销费用率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**2019 年两强费用投放计划不一：**伊利在年报预算中支出，2019 年利润总额计划几无增长，将致力于进一步扩大市场份额，以拉开差距；而蒙牛在年报交流会议中提出，计划 2019 年费用率持平，要提升整体费用的使用效率，实际上 2018 年增加 2.6ppt 的销售费用中，1.8ppt 用于了世界杯的投放，这给与蒙牛 2019 相对宽裕的空间来投放实际渠道的建设。这样来看，两强今年年初传达的信号明确，一个侧重份额，一个利润提升空间。

**原奶成本压力是否和费用相关联：**我们分析了 14 年以来伊利的成本和费用趋势，高点分别出现在 14H1、15H2、18H1，除了 14H1 是由于奶价高位以外，15H2 和 18H1 都是因为广告促销费用的投放，而 15H2 和 18H1 属于成本较低的时间段。在整体费用投放有限的情况下，会出现成本和费用相互牵制的情况，但对于利润端的影响还要看成本+费用的总体费用率，更加取决于当时整体行业竞争的局面。

## 4. 这个时间点怎么看两强

**伊利有预期修复的空间：**伊利公布年报之后，市场对于其利润的预期曾达到个位数。但伊利去年 Q2 开始，费用的大幅投放使得利润增速放缓，在今年蒙牛计划费用投放经济的背景下，伊利 18 年利润的低基数将有望使得其利润增速超过其预期值。我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 894.3 亿/992.9 亿/1,073.5 亿元，分别同比 +13.24%/11.02%/8.12%，归母净利分别为 71.3 亿/81.2 亿/92.1 亿元，分别同比 +10.5%/14.0%/13.4%，目前 PE 对应 19/20 年分别为 25X/22X，维持买入评级。

**蒙牛有利润的弹性：**蒙牛 2019 年的收入指引为低双位数增速，而费用率为同比持平。2018 年雅士利、现代牧业的业绩已经出现改善，2019 年预计持续向好，蒙牛总体的利润增速将大概率高于收入的增速，利润弹性较高。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>