



强于大市

乳品行业跟踪

2019年乳品龙头竞争格局改善可期

回顾2018年，行业费用增量主要由龙头投放，下半年费用强度初现边际改善；展望2019年，根据蒙牛业绩会表述判断，公司费用强度可能同比减弱，叠加原奶价格呈现温和上涨趋势，乳品龙头竞争格局改善可期。我们继续看好乳品龙头，未来2年业绩有望持续上调，继续推荐伊利股份，并建议关注蒙牛乳业。

中银观点

- **回顾2018年：行业费用增量主要由龙头投放，下半年费用强度初现边际改善。**（1）伊利和蒙牛继续巩固龙头优势，营收与利润增速皆快于行业水平；（2）此前报告中，我们多次提出2018年行业费用增量主要由伊利和蒙牛两家投放、整体格局并未恶化的判断，2018年数据验证了我们的想法；历史上看，伊利与蒙牛较高强度费用投放挤压杂牌乳企利润空间；（3）2018年伊利与蒙牛较高强度费用投放并未改变两者间竞争格局；从毛销差角度看，2018年下半年费用强度初现边际改善。
- **展望2019年：乳品龙头竞争格局改善可期。**（1）蒙牛维持利润较快增长的边际难度上升，公司既关注收入增长亦关注利润增长，可能通过费用端释放部分利润。我们此前报告提出蒙牛维持2019年利润较快增长的边际难度上升，主要基于以下三点：毛利率进一步提升的边际难度上升；雅士利与现代牧业利润改善的边际效果减弱；收购51%股权的圣牧下游乳制品业务略有亏损。从近期蒙牛业绩发布会的表述来看，我们认为公司2019年既关注收入增长亦关注利润增长，费用投放强度可能同比减弱，从而释放部分利润。（2）原奶价格大概率呈温和上涨趋势，推动格局改善，龙头乳企奶源布局行业领先，最为受益。1Q19生鲜乳价格呈现温和上涨趋势，河北2Q19生鲜乳交易参考价格继续验证温和上涨趋势。奶源偏紧导致买赠促销减少，同时成本压力与缺奶促使杂牌乳企加速退出，因而推动格局改善。龙头乳企奶源布局行业领先，原奶成本把控能力更强且原奶供给有保障。我们此前报告中已经进行过相关测算，原奶价格温和上涨的环境中，受益于竞争格局改善，龙头乳企净利率不降反升，最为受益。
- **国际对比雀巢、达能乳制品，长期看，伊利和蒙牛利润率皆有较大提升空间。**雀巢、达能近5年经营利润率（指operating profit margin，下同）分别为17.8%和9.9%，伊利2018年为7.8%，蒙牛2018年整体经营利润率为5.1%（历史高点5.7%）、液态奶经营利润率为5.9%（历史高点7.2%），国际对比雀巢、达能，皆有较大提升空间。

投资建议

- 回顾2018年，行业费用增量主要由龙头投放，下半年费用强度初现边际改善；展望2019年，根据蒙牛业绩会表述判断，公司费用强度可能同比减弱，叠加原奶价格呈现温和上涨趋势，乳品龙头竞争格局改善可期。我们继续看好乳品龙头，未来2年业绩有望持续上调，继续推荐伊利股份，并建议关注蒙牛乳业。

风险提示

- 行业需求增长大幅放缓，行业竞争大幅加剧，原材料成本大幅上涨。

相关研究报告

- 《蒙牛乳业年报点评：业绩符合预期，竞争格局边际趋缓初步验证》20190329
- 《光明乳业年报点评：液态奶可见边际改善，期待业绩企稳回升》20190329
- 《蒙牛乳业首次覆盖深度：龙头乳企行稳致远，静待竞争格局改善》20190301
- 《伊利股份年报点评：收入较快增长，利润略超预期》20190228
- 《伊利股份调研跟踪：2018年顺利收官，剑指2020年五强千亿目标》20190122
- 《乳品行业跟踪：从近期蒙牛动态看行业，19年龙头间竞争趋缓概率提升》20181226

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

86755-82560506

weiliang.tang@bocichina.com

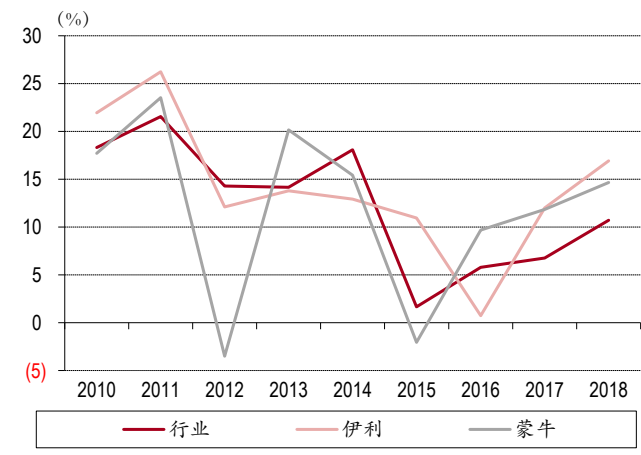
证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

*王兴伟本报告重要贡献者

**回顾 2018 年：行业费用增量主要由龙头投放，下半年费用强度初现边际改善
伊利和蒙牛继续巩固龙头优势，营收与利润增速皆快于行业水平**

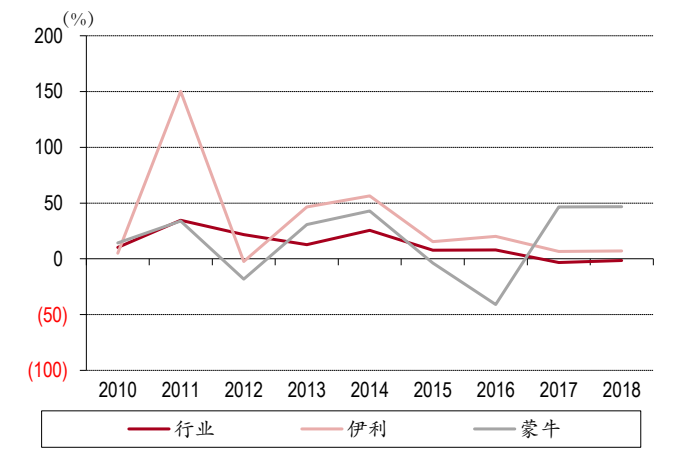
2018 年伊利和蒙牛营收和利润增速继续快于行业水平，自 2017 年以来龙头优势愈发显著。2018 年规模以上乳企营收和利润总额增速分别为 10.7%和-1.4%，伊利营收和利润总额增速分别为 16.9%和 7.1%，蒙牛营收和利润总额增速分别为 14.7%和 46.8%。

图表 1. 乳品行业与伊利蒙牛营收增速对比



资料来源：公司公告，国家统计局，中银国际证券

图表 2. 乳品行业与伊利蒙牛利润总额增速对比



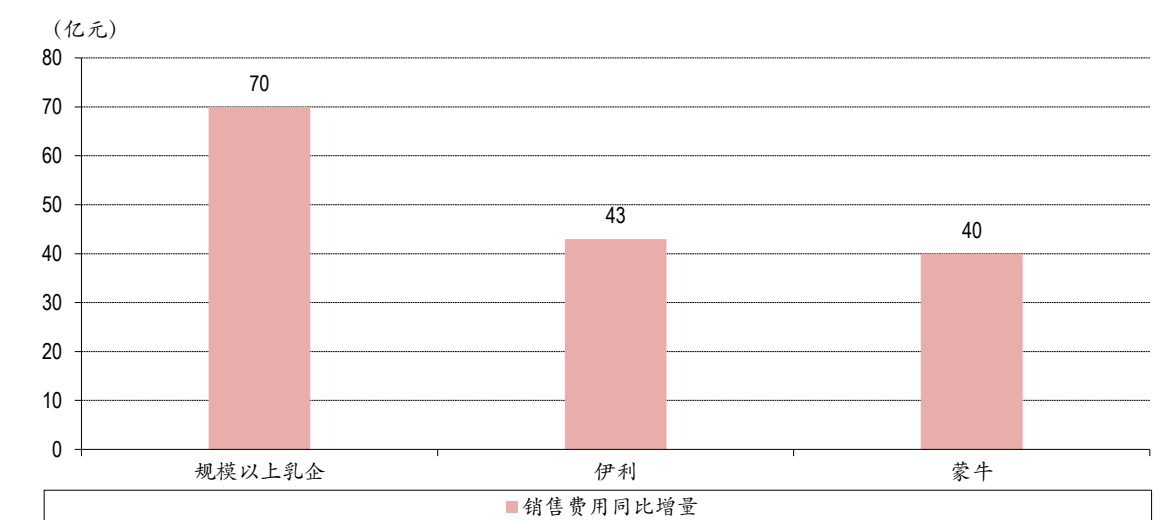
资料来源：公司公告，国家统计局，中银国际证券

注：蒙牛 2016 年利润总额剔除商誉减值影响

竞争加剧，但整体格局并未恶化，费用增量主要由龙头投放，挤压杂牌乳企利润空间

此前报告中，我们多次提出 2018 年行业费用增量主要由伊利和蒙牛两家投放、整体格局并未恶化的判断，2018 年数据验证了我们的想法。根据国家统计局，2018 年乳品行业整体销售费用为 475 亿，同比增 17%，同比增量 70 亿。2018 年伊利销售费用为 198 亿、同比增量为 43 亿，蒙牛销售费用为 188 亿、同比增量 40 亿。这意味着行业销售费用同比增量基本源于伊利和蒙牛，其他乳品公司销售费用整体看有所减少（部分奶粉企业销售费用投放增加），由此可以判断行业整体竞争格局并未恶化。

图表 3. 2018 年销售费用同比增量（可比口径）



资料来源：公司公告，国家统计局，中银国际证券



历史上看，伊利与蒙牛较高强度费用投放挤压杂牌乳企利润空间。龙头乳企较高强度费用投放虽然短期内会导致利润率承压，但有助于提升市占率、挤压杂牌利润空间。如图所示，伊利和蒙牛两者销售费用增量合计占行业增量比例较高的年份，通常两者利润总额合计占行业利润总额比例同样较高，即较高强度费用投放挤压杂牌乳企利润空间。

图表 4. 伊利与蒙牛在费用投放力度较强的年份利润总额合计占行业比例更高



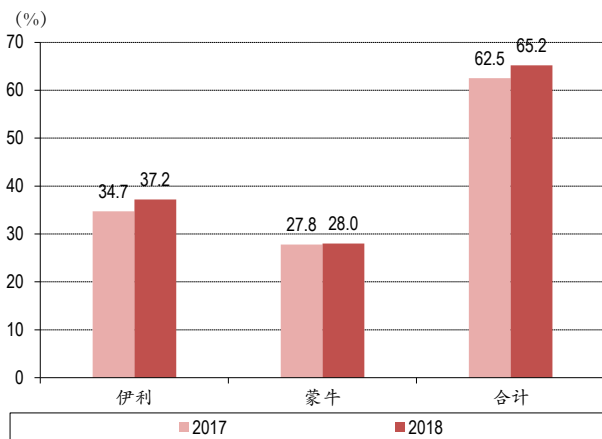
资料来源：国家统计局，万得，公司公告，中银国际证券

注：2008年两者利润总额合计占行业利润总额比例为73%，2014年两者销售费用增量合计占行业增量比例为429%

较高强度费用投放未改变龙头间格局，下半年费用强度初现边际改善

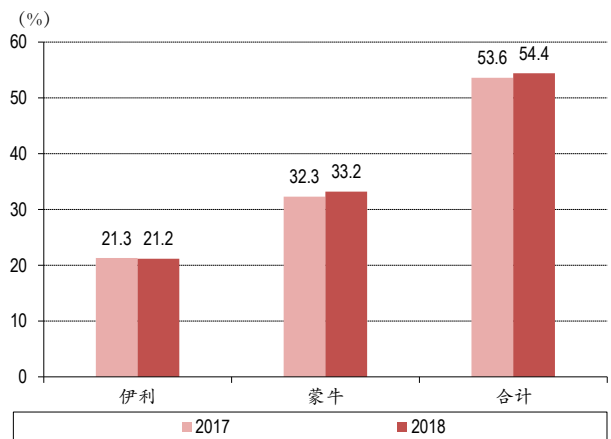
2018年伊利与蒙牛较高强度费用投放并未改变两者间竞争格局。根据尼尔森，2018年线下常温液态奶市场份额伊利\蒙牛分别提升2.5\0.2pct，线下低温酸奶市占率伊利\蒙牛分别-0.1\+0.9pct。从数据上看，伊利常温液态奶提升幅度显著高于蒙牛，而蒙牛在低温酸奶领域占据相对优势，同时考虑到尼尔森数据采样方式或存在一定偏差，我们认为实际上伊利和蒙牛乳品整体市场份额相对变化不大，即较高强度费用投放并未改变两者之间的竞争格局。

图表 5. 线下常温液态奶市场份额



资料来源：尼尔森，中银国际证券

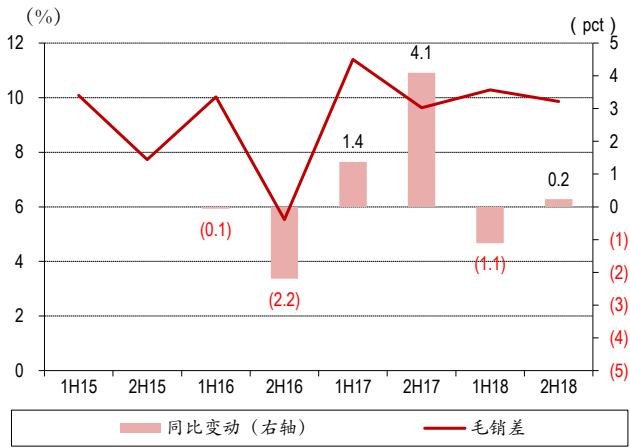
图表 6. 线下低温酸奶市场份额



资料来源：尼尔森，中银国际证券

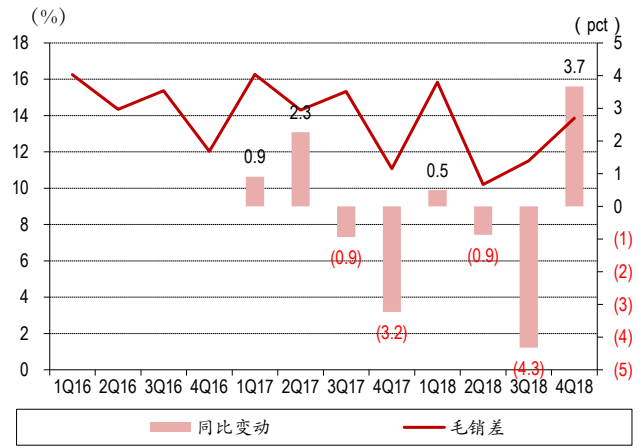
从毛销差角度看，2018 年下半年费用强度初现边际改善。蒙牛 2H18 毛销差同比提升 0.2pct、较 1H18（同比下降 1.1pct）大幅改善。虽然伊利 2H18 毛销差同比仍降 0.8pct，但降幅较 1H18（降 2.2pct）大幅收窄，且伊利 4Q18 毛销差同比提升 2.8pct、较 3Q18（同比下降 3.8pct）大幅改善。

图表 7. 蒙牛分半年度毛销差及同比变动



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 8. 伊利分季度毛销差及同比变动



资料来源：公司公告，中银国际证券

展望 2019 年：乳品龙头竞争格局改善可期

蒙牛利润较快增长的边际难度上升，公司同样关注利润，可能通过费用端释放部分利润

我们此前报告提出蒙牛维持 2019 年利润较快增长的边际难度上升，主要基于以下三点：

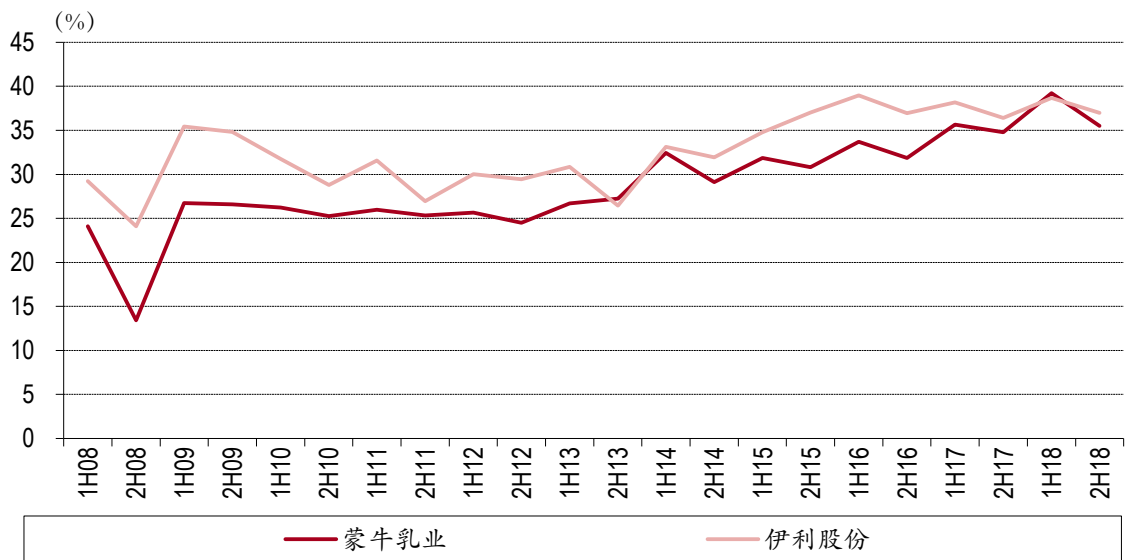
(1) 毛利率进一步提升的边际难度上升。2018 年蒙牛经营利润率同比降 0.5pct，EBITDA 率同比升 0.8pct，销售费用率大幅上升的情况下 (+2.6pct)，主要通过毛利率提升 (+2.2pct) 维持利润率基本稳定，但 2018 年蒙牛毛利率达 37.4%，创蒙牛历史最高水平，其中 1H18 蒙牛毛利率达 39.2%，已经高于伊利历史最高水平。

(2) 雅士利与现代牧业利润改善的边际效果减弱。若剔除雅士利扭亏和现代牧业减亏，2018 年蒙牛归母净利润同比增 21%（未剔除前增速为 47%），2019 年随着基数抬升，两者利润改善的边际效果减弱。

(3) 收购 51% 股权的圣牧下游乳制品业务略有亏损。蒙牛作价 3 亿收购中国圣牧下游乳制品业务链 51% 股权，圣牧液态奶业务主要实体为圣牧奶业和呼和浩特乳品，2017 和 2018 年分别亏损 10.5 亿和 12.6 亿，若剔除减值影响，根据我们测算，2018 年亏损 3.4 亿。我们认为，圣牧液态奶业务重新梳理需要一定时间，蒙牛收购圣牧下游乳制品业务 51% 股权，短期内利润可能略受影响。

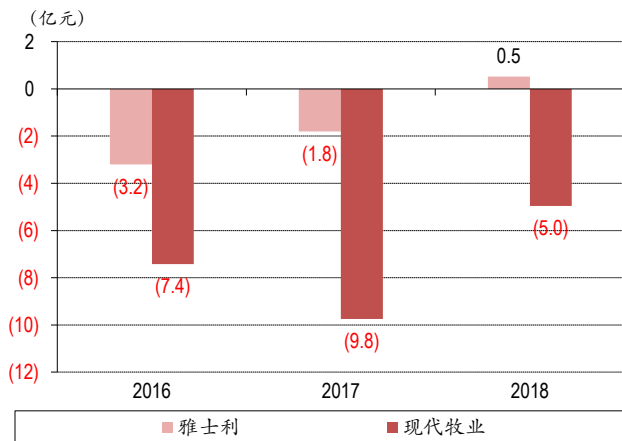
从近期蒙牛业绩发布会的表述来看，我们认为 2019 年蒙牛费用投放强度可能同比减弱。根据蒙牛业绩发布会的表述分析，我们认为公司 2019 年既关注收入增长亦关注利润增长，因蒙牛 2019 年维持 2019 年利润较快增长的边际难度上升，我们判断蒙牛可能通过费用端释放部分利润，2019 年费用投放强度同比可能减弱。乳业双寡头格局下，若蒙牛主动减弱费用投放强度，我们认为伊利的费用强度亦会随之下降，乳品龙头竞争格局改善可期。

图表 9. 伊利与蒙牛毛利率对比



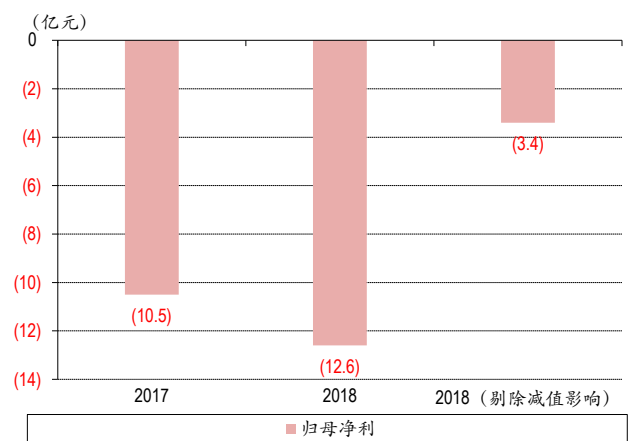
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 10. 雅士利与现代牧业归母净利



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 11. 中国圣牧液态奶分部归母净利



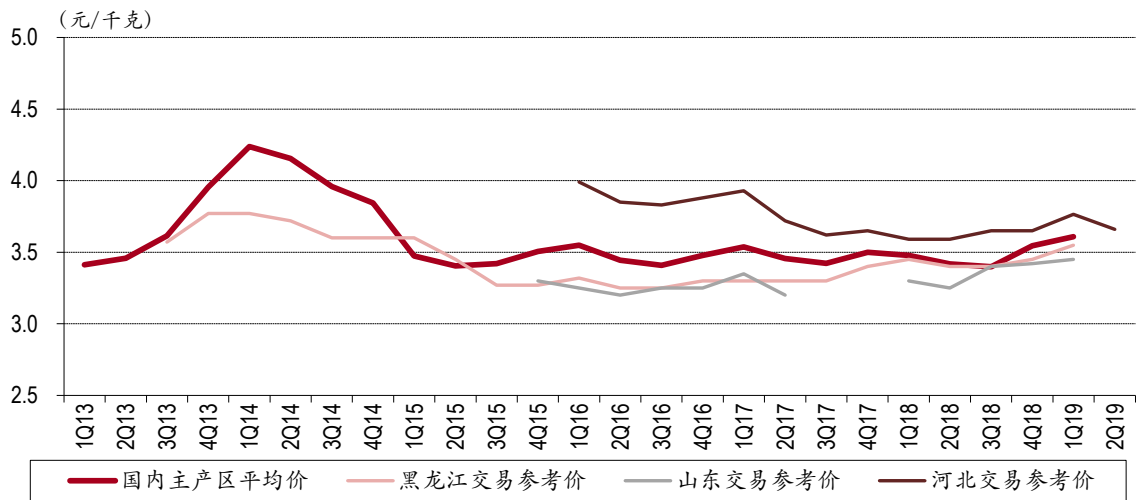
资料来源：公司公告，中银国际证券

原奶价格大概率呈温和上涨趋势，推动格局改善，龙头乳企奶源布局行业领先，最为受益
1Q19 生鲜乳价格呈现温和上涨趋势。根据农业部，1Q19 主产区生鲜乳平均价格为 3.61 元/千克，同比增 3.8%，其中 3 月为 3.59 元/千克，同比增 3.9%，呈现温和上涨趋势。

河北 2Q19 生鲜乳交易参考价格继续验证温和上涨趋势。年初，河北、山东、黑龙江、上海 1Q19 或 1H19 生鲜乳交易参考价同比上涨已经预示着 2019 年奶价的上行趋势，1Q19 河北生鲜乳交易参考价同比涨 4.9%，山东同比涨 4.5%，黑龙江同比涨 2.9%，1H19 上海同比涨 2.7%。近期，河北省发布 2Q19 生鲜乳交易参考价格，价格为 3.66 元/千克，同比涨 1.9%，涨幅环比收窄 3.0pct，据此我们判断 2Q19 奶价延续温和上涨趋势，暴涨亦不会出现。

原奶价格温和上涨推动格局改善。奶源偏紧，导致买赠促销减少，同时成本压力与缺奶导致杂牌乳企加速退出，因而行业竞争格局有望进一步改善。

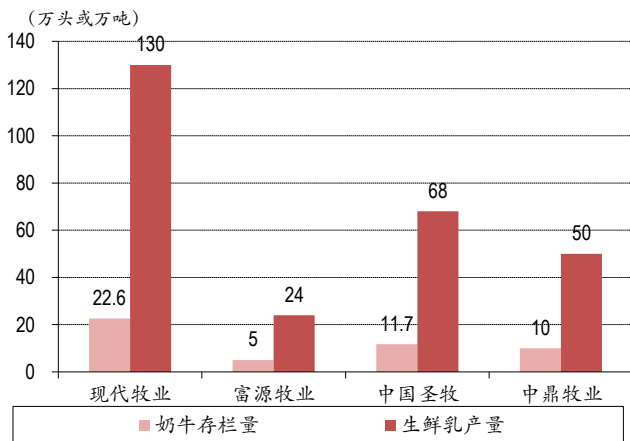
图表 12. 国内生鲜乳主产区平均价与黑龙江、山东、河北生鲜乳交易参考价对比



资料来源：当地农业厅，畜牧兽医局，农村农业部，万得，中银国际证券

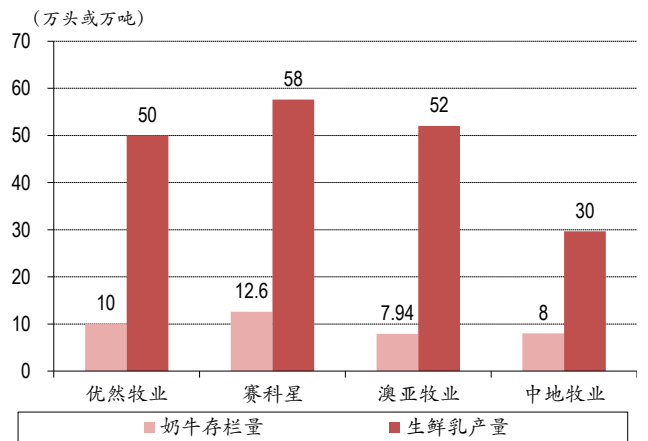
龙头奶源布局行业领先，原奶成本把控能力更强且原奶供给有保障。蒙牛持有现代牧业 61% 股权，持有富源国际实业（前富源牧业）43% 股权，与中国圣牧和中鼎牧业合作紧密，4 家牧企合计奶牛存栏量约 49 万头，生鲜乳产量约 272 万吨。伊利持有优然牧业 40% 股权，与赛科星、澳亚牧业、中地牧业合作紧密，4 家牧企合计奶牛存栏量约 39 万头，生鲜乳产量约 189 万吨。

图表 13. 蒙牛持股或合作紧密规模牧企奶牛存栏和产量



资料来源：公司公告，荷斯坦，中国奶业年鉴，中银国际证券

图表 14. 伊利持股或合作紧密规模牧企奶牛存栏和产量



资料来源：公司公告，荷斯坦，中国奶业年鉴，中银国际证券

我们此前报告中已经进行过相关测算，原奶价格温和上涨的环境中，受益于竞争格局改善，龙头乳企净利率不降反升，最为受益。原奶价格温和上涨的环境中，龙头乳企产品创新能力强，可以通过产品结构升级缓冲成本压力影响，同时奶源布局领先，原奶成本把控能力更强且原奶供给有保障，受益于行业竞争格局进一步改善，龙头乳企包括买赠促销在内的费用投放强度减弱，且幅度可能大于成本压力，从而使得净利率不降反升。



国际对比：长期看，伊利与蒙牛利润率皆有较大提升空间

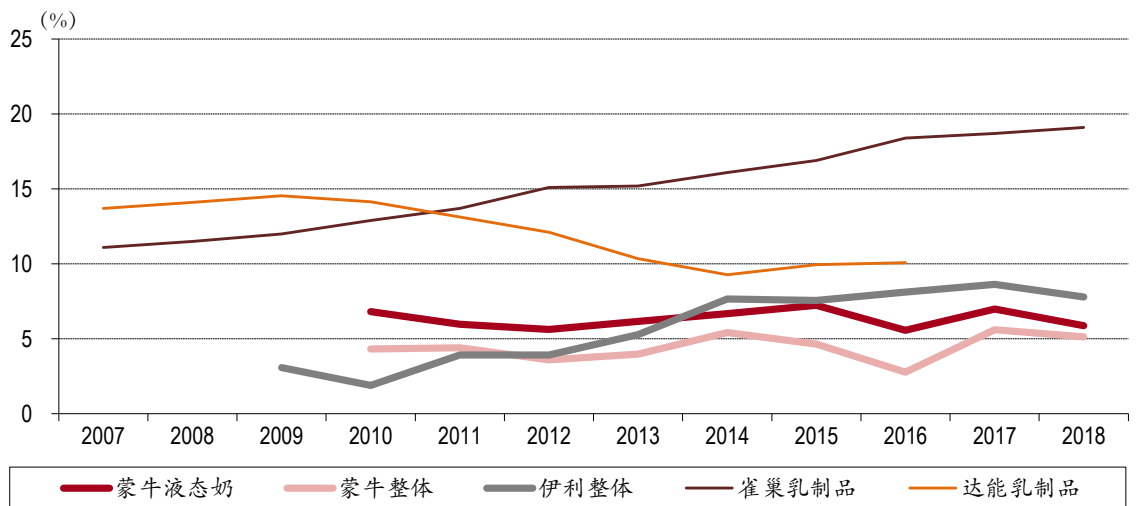
雀巢：雀巢乳制品业务主要包括儿童奶粉（非婴幼儿配方奶粉）、牛奶饮品、发酵乳、咖啡伴侣、冰淇淋等。雀巢乳制品经营利润率自 2007 年（11.1%）以来逐年攀升，2018 年达到 19.1%，近 5 年（2014-2018）平均经营利润率为 17.8%。

达能：达能乳制品业务主要包括发酵乳和发酵乳饮品。达能乳制品经营利润率 2007 年（13.7%）以来先升后降，高点出现在 2009 年（14.5%），13-16 年较为稳定，围绕 10% 波动，2013-2016 平均经营利润率为 9.9%。

伊利：伊利整体经营利润率自 2010 年异常值（1.9%）之后逐年攀升，2017 年达到 8.7%，2018 年为 7.8%。

蒙牛：2018 年蒙牛整体经营利润率为 5.1%（历史高点 5.7%），液态奶经营利润率为 5.9%（历史高点 7.2%）。

图表 15. 蒙牛、伊利、雀巢、达能乳制品经营利润率对比



资料来源：公司公告，中银国际证券

注：1. 蒙牛整体与伊利整体经营利润率=（营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用）/营业收入

2. 蒙牛液态奶经营利润率=液态奶分部利润/液态奶分部总收入

3. 雀巢和达能乳制品经营利润率来自于公司年报中“Trading Operating Margin”项

4. 达能缺少 2017、2018 年数据因报表分部发生较大变化

投资建议

回顾 2018 年，行业费用增量主要由龙头投放，下半年费用强度初现边际改善；展望 2019 年，根据蒙牛业绩会表述判断，公司费用强度可能同比减弱，叠加原奶价格呈现温和上涨趋势，乳品龙头竞争格局改善可期。我们继续看好乳品龙头，未来 2 年业绩有望持续上调，继续推荐伊利股份，并建议关注蒙牛乳业。

风险提示

行业需求增长大幅放缓。经济增长放缓，2019 年乳品需求增长低于我们的预期。

行业竞争大幅加剧。行业整体竞争大幅加剧，竞争格局恶化。

原材料成本大幅上涨。原材料价格大幅上涨，乳企成本压力大幅上升。



附录图表 16. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2018A	2019E	2018A	2019E	资产 (元/股)
600887.SH	伊利股份	买入	29.3	1,781	1.06	1.22	27.7	24.1	4.3
2319.HK	蒙牛乳业	增持	24.5	961	0.77	1.00	31.6	24.6	3.9
600597.SH	光明乳业	增持	10.2	125	0.28	0.44	36.5	23.4	4.4

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价为 2019 年 4 月 2 日收盘价。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371