

## 本报告的主要看点:

1. 市场首次从大单品促销角度来深入研究两强竞争关系;
2. 市场首次揭示两强区域细分竞争现状;
3. 以大量渠道调研数据为假设, 对大单品终端促销进行定量测算, 进而分析终端促销背后的报表影响, 为投资者提供定量的结论参考。

## 特仑苏促销动了谁的奶酪? —— 以特仑苏为例, 揭开大单品终端促销的面纱

### 基本结论

- **两强竞争激烈程度不减, 终端促销“你追我赶”。**自2018年下半年以来, 两强竞争越来越激烈, 在奶源、品牌、渠道、价格等各个方面展开了争夺战。当前的竞争态势更多是由两强的竞争战略所决定的, 二季度蒙牛开启追赶之势, 线下促销加强, 伊利也紧跟而上。在此背景下, 当前市场关注的焦点在于: **如何从某一产品的终端促销看到其背后的报表影响?**我们以蒙牛“特仑苏”为例, 对乳制品企业大单品促销进行更为具体的分析与测算。
- **特仑苏促销效果如何? ——“全面覆盖, 大获成功”。**结合我们草根商超调研以及终端定点渠道调研数据来看, 无论是纯牛奶整体、分各线城市还是分各省份来看, 蒙牛特仑苏的强促销对终端销售的拉动效果都是十分显著的, 而这一点在蒙牛的短板区域以及相对弱势省份中也得到了验证。据我们终端定点渠道调研数据显示, 在特仑苏强促销的加持下, 蒙牛纯牛奶二季度收入增速已然超过伊利(+13.2% VS +8.8%), 我们预计在纯牛奶的助推下, 二季度蒙牛有望实现有效追赶, 二季度整体收入增速将有望超过伊利。
- **特仑苏促销对报表端的影响? ——“利润影响小, 收入弹性大”。**分析终端促销对公司报表端的影响的过程, 实质上是由“价格”到“价格体系”的一个反推思考过程。根据我们的测算, 此次特仑苏终端促销加强会使得特仑苏毛利率下降1.1~3.3pct, 中性预估下降2.2pct; 使得特仑苏费用率提升1.8~5.5pct, 中性预估提升3.7pct; 若将此影响反推至整个报表, 会使得2019年蒙牛整体毛利率同比下降0.04~0.50pct, 中性预估下降0.27pct, 使得整体销售费用率上升0.34~0.97pct, 中性预估上升0.66pct, 因此我们认为, 此次特仑苏强促销活动对蒙牛毛利率、费用率影响均在合理范围内, 但对整体收入的拉动效应更明显(0.2~1.3pct, 中性预估拉动收入0.8pct), 若考虑到纯甄的促销以及产品结构的提升, 对收入的提振效应将会更为显著。
- **尽管蒙牛来势汹汹, 但两强份额均在提升, 且由于伊利收入高于蒙牛, 蒙牛尽管大单品增速上升, 但整体收入增速预计与伊利暂时持平, 两强收入差距依然未见缩小, 伊利仍然保持着优秀的收入和份额优势。**所以当前伊利依然处于较为优势的地位, 进可攻退可守, 只不过对蒙牛来说, 若增速不能超过伊利则每年差距都会拉大, 核心矛盾逼迫蒙牛必须去持续做进攻方。究竟鹿死谁手, 我们拭目以待, 或许将要很长时间后才能见分晓, 或许某一方再次重演过去的历史错误, 结果被另一方追上或再次拉大, 这就是两强的宿命。

### 投资建议

- 我们仍然看好伊利优秀的收入增速的同时, 继续看好蒙牛的持续体系改善和净利改善。当前正处于乳业两强中报发布前夕, 在原奶持续温和上涨的背景下, 当前市场情绪的催化更多在于两强中报业绩的表现。我们认为, 蒙牛中报预计超预期, 伊利符合预期, 均建议重点关注。

### 风险提示

- 价格战升级/原奶价格上涨/需求下滑/食品安全问题。

寇星 联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、行业竞争激烈程度不减，终端促销“你追我赶” .....	4
二、特仑苏促销效果如何？——“全面覆盖，大获成功” .....	7
2.1 整体来看：特仑苏增速、份额实现双提升，终端动销加快.....	7
2.2 分各线城市来看：蒙牛短板区域在特仑苏强促销下有显著改善.....	8
2.3 分各省份来看：优势省份与弱势省份均有显著改善 .....	10
三、特仑苏促销对报表端的影响？——“利润影响小，收入弹性大”.....	12
3.1 测算第一步：梳理清楚特仑苏的“价格体系” .....	12
3.2 测算第二步：对特仑苏单品业务影响几何 .....	13
3.3 测算第三步：对蒙牛整体报表端业绩影响几何 .....	14
四、特仑苏促销背后的思考：两强的宿命论.....	15
五、投资建议 .....	16
六、风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 当前两强竞争现状一览图.....	5
图表 2: 蒙牛特仑苏二季度促销力度持续加强.....	5
图表 3: 安慕希与纯甄促销力度也在高位.....	5
图表 4: 2019年6月不同乳制品品牌终端促销情况示例.....	6
图表 5: 特仑苏在上海、北京商超“2提99元”活动汇总.....	7
图表 6: 1-6月纯牛奶行业分品牌收入增速趋势图.....	8
图表 7: 1-6月伊利、蒙牛纯牛奶市占率趋势图.....	8
图表 8: 一、二线城市伊利、蒙牛纯牛奶份额对比.....	9
图表 9: 三、四线城市伊利、蒙牛纯牛奶份额对比.....	9
图表 10: 1-6月伊利纯牛奶各线城市收入增速趋势图.....	9
图表 11: 1-6月蒙牛纯牛奶各线城市收入增速趋势图.....	9
图表 12: 二季度蒙牛纯牛奶在各线城市终端收入增速环比变化情况.....	9
图表 13: 2019年上半年伊利纯牛奶各省份核心终端销售口径占比（非公司实际口径）.....	10
图表 14: 2019年上半年蒙牛纯牛奶各省份核心终端销售口径占比（非公司实际口径）.....	10
图表 15: 上半年伊利纯牛奶份额超过蒙牛的省份.....	11
图表 16: 上半年蒙牛纯牛奶份额超过伊利的省份.....	11
图表 17: 蒙牛纯牛奶在优势省份以及相对弱势省份中分季度收入增速.....	11
图表 18: 特仑苏“价格体系”梳理及相关测算.....	12
图表 19: 特仑苏单品业务的报表端影响路径及相关测算.....	13
图表 20: 特仑苏促销对蒙牛整体报表端重要指标的影响测算.....	14
图表 21: 特仑苏产品升级路径.....	15
图表 22: 伊利、蒙牛市场份额均在持续提升.....	16
图表 23: 蒙牛上半年业绩重点指标预测一览表（亿元）.....	17
图表 24: 伊利上半年业绩重点指标预测一览表（亿元）.....	17

## 一、行业竞争激烈程度不减，终端促销“你追我赶”

■ **两强竞争激烈程度不减，终端促销持续加强是最为直观的体现。**自 2018 年下半年以来，乳制品企业之间的竞争越来越激烈，而两强也在各个方面展开了争夺战：

**(1) 奶源争夺战：**原奶供需矛盾在 18 年下半年变得愈发突出，原奶价格持续上涨。在行业缺奶的大背景下，谁能够获得更多、更优质的奶源，谁就能够在乳制品市场中争取到更多的市场份额。这样的思路转变在伊利身上体现的淋漓尽致，蒙牛也是继续加强自控：伊利自 18 年下半年率先提价锁定赛科星、中地等优质牧场，不断提升奶源结构中的规模牧场比例；蒙牛在拥有国内第一大牧场现代牧业的基础上，18 年底计划收购圣牧高科 51% 的股权。所谓的奶价提升竞争趋缓逻辑早已在当下不适用，当前是奶源为王的时代。龙头企业上游抢奶已成白热化，奶源之争预计仍将持续。

**(2) 品牌之争——“冬奥会争夺战”：**在品牌投放方面，两强也呈现出针锋相对之势，各自发力：蒙牛拿下 2018 年世界杯的赞助权，伊利拿下 2022 年北京冬奥会的乳制品独家赞助权。2019 年 6 月，蒙牛与美国可口可乐合作与国际奥委会签署 Joint TOP（联合全球合作伙伴）协议，伊利对此发声将坚决维护自身合法权益。“冬奥会之争”引发行业内广泛关注，也体现出了两强竞争的异常激烈。之后如何演变，还需拭目以待。

**(3) 渠道争夺战：**与伊利相比，蒙牛的渠道短板主要体现在常温三四线直控比例和常温售点数量上面。2017 年起，蒙牛卢总上任后继续进行渠道改革，致力于提升常温直控比例以及提高售点数量来缩小与伊利之间的差距。而伊利为了保持这一优势，也在不断加强三四线城市的经销商管理与渠道掌控。当前蒙牛进展喜人，渠道发展思路已然确定，渠道短板持续补齐，但距离伊利仍然有距离。但无论如何渠道端的较量也反映出了两强不断争夺市场份额的决心。

**(4) 价格战——终端促销“你追我赶”：**这也是当前行业激烈竞争最为直观的体现。为抢夺市场份额，价格战（表现为直接降价、买赠促销等多种形式）向来是乳制品企业竞争最常见的方式。而据我们渠道跟踪显示，今年 4 月底以来蒙牛特仑苏终端促销力度持续加强，而伊利为应对此态势也相应加强了金典的折扣力度，两强促销力度持续加强，终端竞争紧咬不放，凸显了当前焦灼的竞争态势。

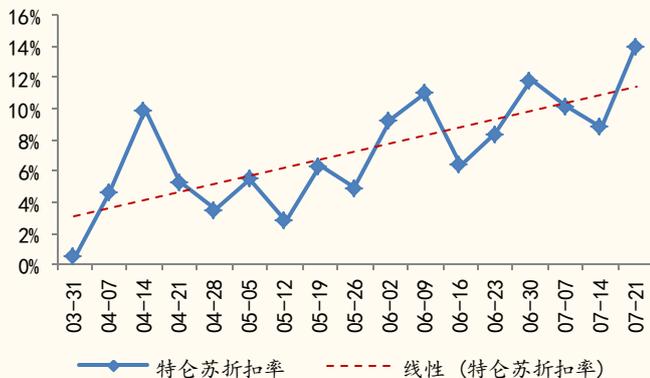
图表 1：当前两强竞争现状一览表



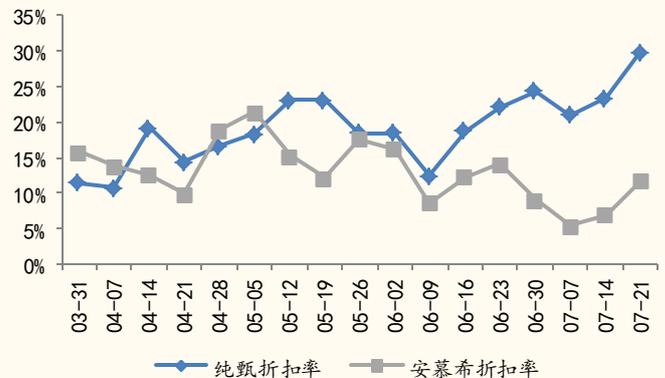
来源：国金证券研究所绘制

- 当前的竞争态势更多的是由两强的竞争战略所决定的，二季度蒙牛开启追赶之势，线下促销加强，伊利也紧跟而上。伴随着两强市占率的不断提升，蒙牛的竞争战略早已由过去的抢占空白份额到与伊利直面竞争弥补收入差距，而对于伊利来说，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。一季度伊利营业收入同比增长 17.89%，而根据我们对渠道的跟踪调研，我们预计蒙牛一季度增速略低于伊利。在这种情况下，为缩小与伊利之间的收入差距，二季度蒙牛开启追赶之势，终端促销持续加强，动销加快，终端收入增速获得有效提升。而伊利为保持自身的差距优势，终端促销也紧跟而上，主要单品折扣力度均在高位。两强价格战愈演愈烈，整个乳制品行业受此影响，终端促销持续增强。通过草根渠道调研也可以发现，几乎所有液体乳品牌都加强了促销力度，买赠促销活动随处可见。

图表 2：蒙牛特仑苏二季度促销力度持续加强



图表 3：安慕希与纯甄促销力度也在高位



来源：渠道草根调研，国金证券研究所；注：折扣率数据为独家草根调研计算而来，根据北京、上海多家商超的商品折扣价，按照一定的比重计算得出，下同

来源：渠道草根调研，国金证券研究所

图表 4：2019 年 6 月不同乳制品品牌终端促销情况示例

品牌	品类	规格	原价	上海						北京											
				价格	沃尔玛促销活动	新鲜度	价格	大润发买赠促销	新鲜度	价格	家乐福买赠促销	新鲜度	价格	沃尔玛买赠促销	新鲜度	价格	大润发买赠促销	新鲜度	价格	家乐福买赠促销	新鲜度
伊利	常温	安慕希原味 205g*12	66	61.2	一箱送6瓶	1个月前	54	-	1个月前	66	-	1个月前	66	-	上个月	54	-	1个月前	66	满六十送二十抵用券(下一次使用)	4月份
		安慕希 PET瓶原味 230g*10	80	80	-	1个月前	73.9	买一箱减12	2个月前	66	-	1个月前	78	-	上个月	88	-	4个月前	80	满六十送二十抵用券(下一次使用)	上个月
		伊利纯牛奶 250ml*16	49.9	36.8	-	1个月前	35.2	-	2个月前	缺货	-	-	48	-	当月	32	-	当月	55.2	满六十送二十抵用券(下一次使用)	上个月
		金典纯牛奶 205ml*12	66	49.5	-	2个月前	52	-	2个月前	54	-	2个月前	49.5	-	当月	52.9	-	1个月前	65	满六十送二十抵用券(下一次使用)	上个月
		金典有机奶 250ml*12	75.9	67.7	-	1个月前	73	-	1个月前	76	-	1个月前	61	-	2个月前	76	-	1个月前	76.5	满六十送二十抵用券(下一次使用)	3个月前
	低温	畅轻 250g	8.9	7.5	买二送一	当月	8.5	-	当月	8.5	买三送一	当月	7.5	满二赠一	当月	8.9	买二赠一	当月	7.4	买二赠一	当月
		Joyday 220g	9.9	8.8	买二送一	当月	9.6	-	当月	9.6	买一送一	当月	8.5	满三赠一	当月	9.9	满两瓶送一个杯子	当月	9.9	15元2瓶	当月
		纯甄原味 200g*12	70.8	48.8	两箱组合88	1个月前	66	香草原味组合88	1个月前	60	两箱组合88	1个月前	66	原味+香草味两箱88	4个月前	66	-	4个月前	66	原味+香草味一共88元	上个月
		纯甄 PET瓶原味 230g*10	80	80	-	1个月前	73	-	3个月前	77	-	1个月前	80	-	2个月前	80	-	2个月前	80	-	当月
		特仑苏纯牛奶 250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	49.5	-	1个月前	59	-	1个月前	59	-	2个月前	59.2	-	2个月前	59	-	上个月
蒙牛	常温	特仑苏有机梦幻盖 250ml*12	80	77.5	-	1个月前	79.2	-	1个月前	81.6	-	1个月前	79.2	-	上个月	77.4	-	2个月前	79.2	-	上个月
		蒙牛纯牛奶 250ml*16	48	44.8	-	1个月前	38.9	-	1个月前	44.8	-	1个月前	55.8	-	2个月前	38.4	-	1个月前	43.8	-	上个月
		冠益乳 250g	8.5	8.5	买二送一	当月	8.5	-	当月	8.5	买二赠一	当月	8	满二赠一	当月	8.2	买二赠一	当月	5.9	满二赠一	当月
		特仑苏高钙酸牛奶 115g*3	36	29	-	当月	28.9	-	当月	28.9	-	当月	29.7	-	当月	28.9	-	当月	22.8	满三十送十元抵用券(下一次使用)	当月
		莫斯利安 200g*12	72	57.5	-	3个月前	60.4	-	2个月前	63.9	-	2个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
	低温	优+ 250ml*12	50	45.3	-	2个月前	41.4	-	2个月前	53.9	-	2个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		畅优 100g*8	20	15.4	2份23.9	当月	15.3	2份22.9	当月	15.3	2份23.9	当月	12.9	-	当月	15.4	-	当月	12.8	-	当月
		优倍 500ml	12	10.7	-	当月	12	-	当月	10.8	-	当月	12.8	-	当月	缺货	-	-	12.9	-	当月
		浓醇酸牛奶 180g	5.5	缺货	-	-	5.5	-	当月	5.5	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		冰淇淋化了 180g	6.5	缺货	-	-	5	-	当月	6	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
君乐宝	低温	纯享 330g	8.9	缺货	-	-	8.6	-	当月	缺货	-	-	8.9	满两瓶减五元	当月	9.9	买二赠二	当月	7.5	买二赠一(抹茶)	当月
		滋芝士 180g	4.5	缺货	-	-	4.3	-	当月	缺货	-	-	3.3	-	当月	3.8	满五赠一	-	3.9	-	当月

来源：渠道草根调研，国金证券研究所

- 在此背景下，当前市场关注的焦点在于：如何从某一产品的终端促销看到其背后的报表影响？我们认为这是从“终端价格”到“价格体系”的思考过程。价格体系是指在特定市场区域内，针对某种产品的不同市场条件、不同业态，结合整体营销计划而制定的一整套价格策略，包括出厂价、批发价、零售价、回扣、返利、运费、促销费、广告费、业务员费用等一系列维度。终端价格是“点”，价格体系是“面”，只有由点及面、点面结合，才能够穿透产品促销的表面看到公司报表端本质的影响。为了能够更为清晰的体现出这一分析过程以及使用一定的指标量化这一结果，我们以蒙牛“特仑苏”为例，对乳制品企业大单品促销进行更为具体的分析与测算。
- 选取“特仑苏促销”案例作为研究对象具有一定的代表性：首先，特仑苏促销活动自今年4月份开始（在北京、上海多家超市体现都较为明显），截至目前8月份仍在进行，持续时间长，与“偶发性”的促销相比更能够体现出终端促销对公司报表端的影响；其次，特仑苏的促销活动相对较为统一，据我们在北京、上海多家商超调研显示，特仑苏的促销活动大多以“2提99元”的形式进行，便于我们之后的假设与测算；此外，特仑苏作为蒙牛的大单品之一，占整体收入的比重相对较高（据我们终端定点渠道调研数据显示，2018年特仑苏收入占比约17%，是占比最高的一个单品），对蒙牛来说其业绩表现较为重要，研究其终端促销的影响也就更有意义。

**图表 5：特仑苏在上海、北京商超“2提99元”活动汇总**

调研日期	产品	规格	原价	上海									北京								
				沃尔玛			大润发			家乐福			沃尔玛			大润发			家乐福		
				价格	促销活动	新鲜度	价格	买赠促销	新鲜度	价格	买赠促销	新鲜度	价格	买赠促销	新鲜度	价格	买赠促销	新鲜度	价格	买赠促销	新鲜度
3月24日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	63	-	1个月前	65	-	当月	62.5	-	1个月前	59.9	2提99	2个月前	59.9	-	1个月前	59.9	原价69	当月
3月31日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	63	-	当月	63	-	当月	62.5	-	1个月前	76.4	2提99	2个月前	59.9	-	1个月前	59.9	原价69	当月
4月7日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	63	-	1个月前	49.5	买二送一	4个月前	62.5	-	2个月前	76.4	2提99	2个月前	59.9	-	1个月前	59.9	原价69	1个月前
5月5日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	64.4	-	1个月前	49.5	-	1个月前	59.2	-	一个月前	59.9	-	2个月前	73	打八折	上个月
5月12日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	65	-	1个月前	64.4	-	1个月前	59.2	-	2个月前	59.9	-	1个月前	74	59.2	2个月前
5月19日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	65	-	1个月前	64.4	-	1个月前	59.9	-	两个月前	59.9	-	1个月前	49.9	打八折	3月份
5月26日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	65	-	1个月前	64.4	-	1个月前	59.9	-	两个月前	59.9	-	1个月前	59	-	3月份
6月2日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	49.5	-	1个月前	64.4	-	1个月前	61.2	-	三个月前	59.9	-	上个月	59	-	三个月前
6月9日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	49.5	-	1个月前	59	-	1个月前	59	-	2个月前	59.2	-	2个月前	59	-	上个月
6月16日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	65	-	1个月前	55	-	2个月前	59.9	-	两个月前	59.3	-	一个月前	59.9	-	上月
6月23日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	58	-	1个月前	55	-	2个月前	59.9	-	两个月前	59.9	-	两个月前	59.9	-	一个月前
6月30日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	55	-	1个月前	55	-	2个月前	55	-	上个月	59.3	-	2个月前	55	-	当月
7月7日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	55	-	1个月前	55	-	2个月前	55	-	上个月	59.3	-	上个月	65.4	-	上个月
7月14日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	64.5	2提99	1个月前	55	促销54.8	1个月前	65	送6瓶真果粒	1个月前	55	-	两个月前	59.9	-	当月	59	-	一个月前
7月21日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	55	折后54.8	1个月前	55	送真果粒6盒	2个月前	52.4	-	两个月前	55	-	上月	54	-	上月
7月28日	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	64.5	-	1个月前	63	立减8元	2个月前	55	-	上月	65.4	-	上月	68	-	本月

来源：渠道草根调研，国金证券研究所

## 二、特仑苏促销效果如何？——“全面覆盖，大获成功”

在分析终端促销对报表端的影响之前，我们首先来回答另一个问题：特仑苏二季度的持续促销究竟效果如何？结合我们草根商超调研以及终端定点渠道调研数据来看，我们认为对终端销售的拉动效果是十分显著的（由于样本数有限，我们的数据不代表公司实际数据，在此仅供参考）。

### 2.1 整体来看：特仑苏增速、份额实现双提升，终端动销加快

- 二季度特仑苏终端收入增速显著提升，终端动销加快。**据我们终端定点渠道调研数据显示，自4月份以来，蒙牛纯牛奶（其中特仑苏贡献较大部分收入）收入增速持续环比提升，6月份蒙牛纯牛奶实现收入同比增长约18%，远超伊利与行业平均增速，预计与特仑苏的强力促销有较大关系。而伊利为应对特仑苏的强促销，在4月底也相应加强了金典的折扣力度，因此可以看到伊利纯牛奶二季度收入增速也呈现出逐月环比提升之势。从份额来看，蒙牛纯牛奶份额也出现环比提升，6月份份额为34.6%，较4月份提升0.6pct。此外，从我们的渠道跟踪来看，二季度特仑苏终端动销加快，库存也处于合理水平（1-2个月）。整体来说，我们认为特仑苏的促销对其终端销售的拉动效果是十分显著的，收入增速与份额均得到提升。

图表 6：1-6 月纯牛奶行业分品牌收入增速趋势图



来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所；注：终端定点渠道调研数据以各省核心商超分品类终端出货收入数据为基础，下同。图中数据为纯牛奶行业伊利、蒙牛的收入增速趋势图，由于蒙牛纯牛奶中特仑苏占比最大，而伊利纯牛奶中金典占比最大，因此我们认为特仑苏、金典相应收入增速与此趋势相同，下同。

图表 7：1-6 月伊利、蒙牛纯牛奶市占率趋势图

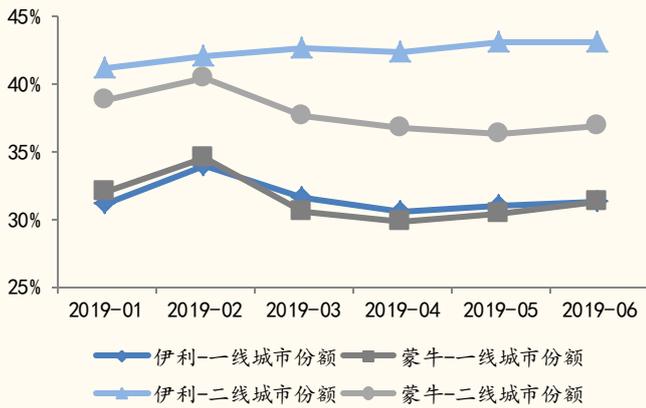


来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所；注：伊利纯牛奶整体高于蒙牛纯牛奶份额，但是特仑苏份额高于金典份额。由于数据无法分拆，我们根据渠道调研预计蒙牛纯牛奶份额提升主要得益于特仑苏份额的提升带动。

## 2.2 分各线城市来看：蒙牛短板区域在特仑苏强促销下有显著改善

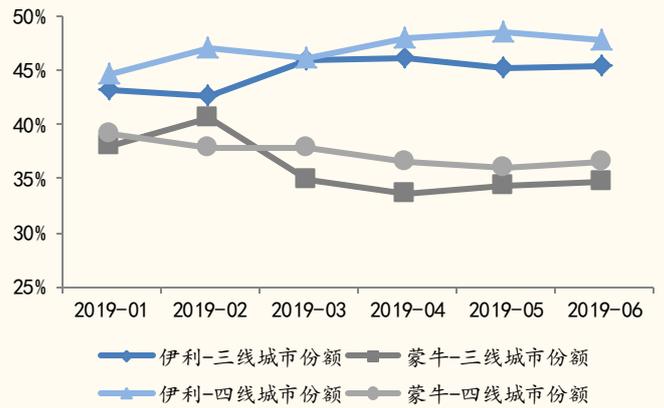
- **蒙牛的渠道短板在于三四线城市，一季度终端收入表现主要受下线城市拖累。**据我们终端定点渠道调研数据，蒙牛一季度纯牛奶收入增速略低于伊利 (+6.1% VS +8.6%)，预计与其三四线城市以及乡镇的渠道短板仍然有关系（蒙牛纯牛奶在县级城市与乡镇市场的负增长拖累了一季度收入增速，同时加剧了与伊利之间增速的差距）。而这种渠道短板实质在各线城市纯牛奶份额差距上面也依然体现：一线城市两强份额基本相差不大（6 月份我们两强一线城市纯牛奶所占份额基本相同），但是越往下份额差距越大（据 6 月份终端数据，伊利纯牛奶份额在二、三、四线城市以及乡镇市场分别领先蒙牛 6.2pct、10.8pct、11.3pct 以及 7.4pct）。蒙牛的三四线渠道短板在于其早期的“大商制”——瞄准大城市的大经销商，将自身品牌的声誉和影响力扩大。这种做法在短时间内能够给蒙牛带来显著的收益和扩张，但弊端也很明显：下沉能力不足，难以精耕细作。为补三四线渠道短板，蒙牛持续进行渠道改革，17 年开始更是大力推进深度分销，提高直控比例，拓展空白区域，增加终端数量，致力于缩短与伊利在三四线渠道端的差距。
- **受特仑苏促销带动，蒙牛纯牛奶在各线城市二季度表现均有环比提升，其中短板城市获得显著改善。**二季度以来，在特仑苏加强终端促销力度之后，蒙牛纯牛奶各线城市收入增速均得到显著环比提升，其中三四线城市以及乡镇市场表现有明显改善。据我们终端定点渠道调研数据，蒙牛纯牛奶二季度终端收入同比增速为 13.2%，环比一季度提升 7.1pct，分各线城市来看：北上广城市 Q2 增速环比提升 10.8pct；一线城市 Q2 增速环比提升 4.9pct；二线城市 Q2 增速环比提升 6.1pct；三线城市 Q2 增速环比提升 5.9pct；四线城市 Q2 增速环比提升 4.8pct；乡镇市场 Q2 增速环比提升 9.9pct。其中北上广二季度纯牛奶收入增速环比提升幅度最大，主要在于特仑苏促销活动在这三个城市中辐射范围广、持续时间长，同时折扣力度也更大（包括 2 提 99 元、单提 49.5 元、55 元一箱特仑苏+一箱真果粒等）。此外，三四线城市与乡镇市场二季度终端表现也获得了明显改善，收入增速显著环比提升，同时三四线城市中与伊利之间的份额差距也有所收窄：6 月份在三线城市份额差距环比缩小 0.1pct，在四线城市中份额差距环比缩小 1.4pct。

图表 8：一、二线城市伊利、蒙牛纯牛奶份额对比



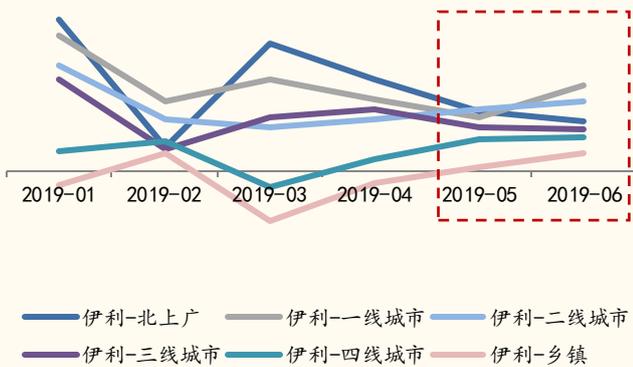
来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所；注：此处一线城市中包括北上广。

图表 9：三、四线城市伊利、蒙牛纯牛奶份额对比



来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所

图表 10：1-6月伊利纯牛奶各线城市收入增速趋势图



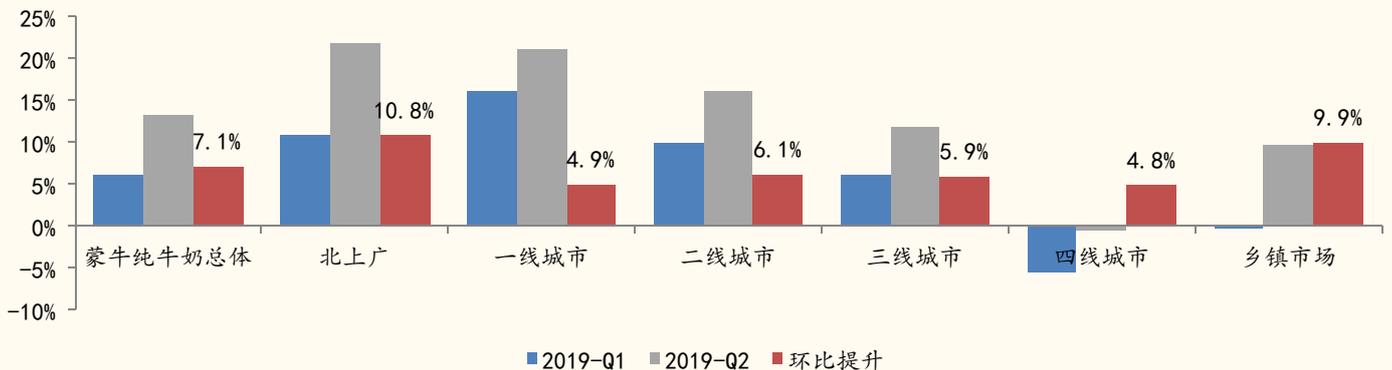
来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所；注：此处一线城市中不含北上广。

图表 11：1-6月蒙牛纯牛奶各线城市收入增速趋势图



来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所

图表 12：二季度蒙牛纯牛奶在各线城市终端收入增速环比变化情况

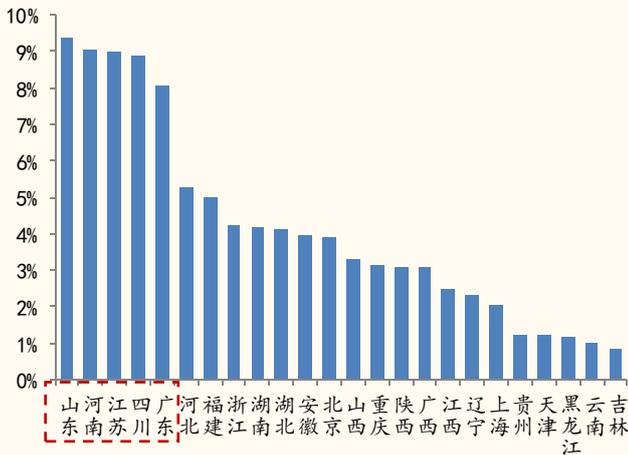


来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所

### 2.3 分各省份来看：优势省份与弱势省份均有显著改善

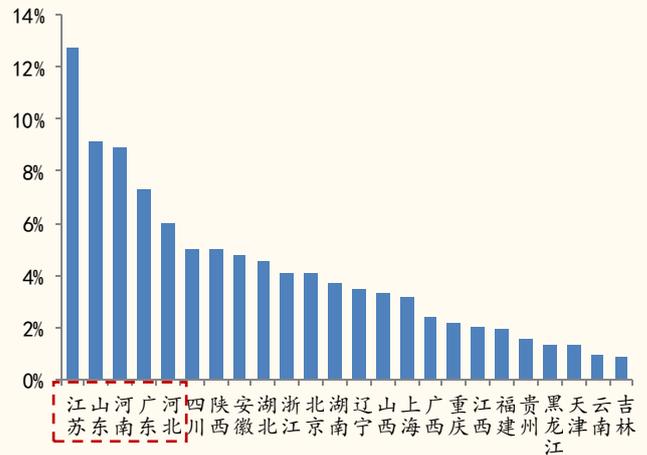
- 从两强各省份收入结构来看，伊利属于相对“集中型”，蒙牛属于“渐变型”，落差较为明显，而这恰好与两者的渠道下沉程度相对应。根据我们所采样的终端渠道两强上半年的纯牛奶线下销售额，对其各自分省份占比进行了计算与排序（各省份采样点整体收入为分母，两强各自终端出货销售额为分子），可以发现两者的分省份收入结构类型不同。伊利属于相对“集中型”，即收入占比前几名的省份较为平均，差距较小（伊利前五大销售省份收入占比均落于 8%~10%之间，第一大销售省份收入占比与第五大销售省份仅相差 1.3pct），其余各省的收入占比也较为平滑（大部分都在 2%~5%之间）。而蒙牛则不同，蒙牛的分省份收入结构呈现出明显的“渐变型”特点，从高到低，落差较为明显（蒙牛第一大销售省份为江苏省，收入占比比较第二大销售省份高出 3.6pct），其余各省份收入占比依次下降。两强分省份收入结构的不同恰好与两者的渠道下沉程度相对应：伊利渠道下沉更深更精细，因此在下线城市中销售份额与上线城市差距相对较小，各省份之间收入占比相对平滑；蒙牛在下线城市渠道略显短板，因此下线城市份额较低，呈现出头部集中的结构，各省份之间落差较为明显。
- 伊利的优势省份大多偏南部，蒙牛的优势省份在于中部地区以及华东（以江苏、上海为主）。此外，我们依据采样点两强上半年的纯牛奶线下销售额，对不同省份中两强纯牛奶的份额进行了对比，试图找出两强纯牛奶各自的“优势省份”（即份额超过对方的省份）。伊利的优势省份主要位于南部地区以及部分中部地区，如浙江、山东、广西、湖南、江西、重庆、四川、广东、福建等，其中在南部省份中伊利与蒙牛纯牛奶份额差距相对更大，如伊利在四川领先蒙牛 26.5pct，在福建领先 38.5pct，在重庆领先 16.6pct，在广西领先 14.6pct，在湖南领先 10.7pct 等。而蒙牛的优势省份更多分布于中部地区以及华东区域，如江苏、上海、贵州、陕西、安徽、辽宁等地，其中蒙牛在江苏领先伊利 7.9pct，在上海领先 6.9pct，在陕西领先 14.2pct，在辽宁领先 10.6pct。而在其他区域诸如北京、天津、河北等省份，两强纯牛奶市场份额相差不大，势均力敌。

图表 13：2019 年上半年伊利纯牛奶各省份核心终端销售口径占比（非公司实际口径）



来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所

图表 14：2019 年上半年蒙牛纯牛奶各省份核心终端销售口径占比（非公司实际口径）



来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所

图表 15：上半年伊利纯牛奶份额超过蒙牛的省份



来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所

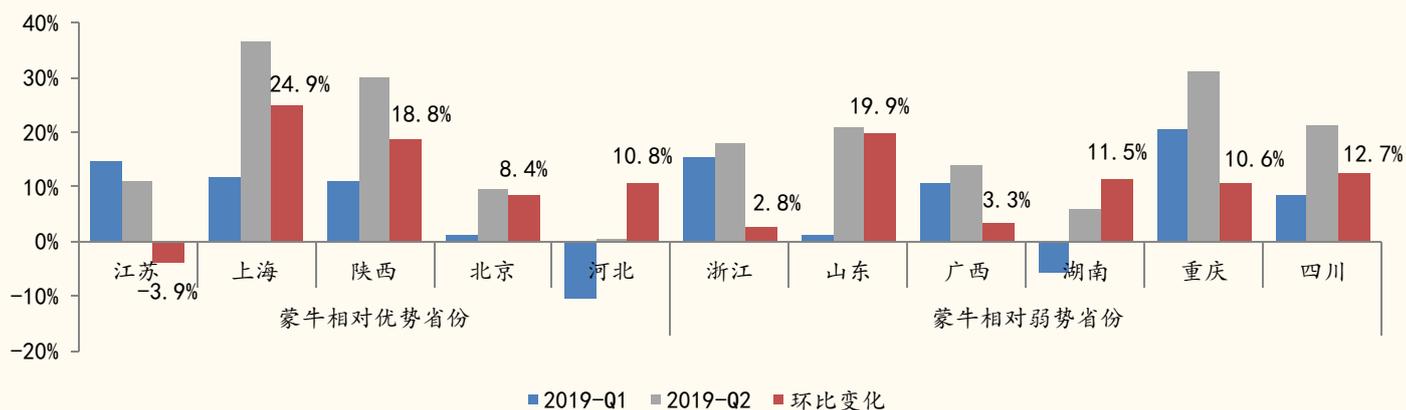
图表 16：上半年蒙牛纯牛奶份额超过伊利的省份



来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所

- **优势省份发力不减，弱势省份也有明显改善。**我们综合考虑蒙牛纯牛奶各省份收入占比、与伊利对比后份额领先的省份以及各个城市终端促销程度三个方面，挑选出蒙牛的相对优势省份（如江苏、上海、陕西、北京以及河北）与相对弱势省份（如浙江、山东、广西、湖南、重庆以及四川等）。根据终端定点渠道调研数据，可以发现在蒙牛纯牛奶的相对优势省份中，二季度收入增速依然表现强劲（除江苏以外，上海、陕西、北京、河北二季度收入增速分别环比提升 24.9pct、18.8pct、8.4pct 以及 10.8pct，而江苏省增速环比下降与去年同期高基数有关，江苏省终端数据中纯牛奶整体二季度收入增速环比下降 1.9pct，伊利纯牛奶在江苏省内二季度收入增速环比下降 9.6pct）；在蒙牛的相对弱势省份中，二季度收入增速在特仑苏强促销带动下实现显著环比提升（浙江、山东、广西、湖南、重庆、四川二季度蒙牛纯牛奶收入增速分别环比提升 2.8pct、19.9pct、3.3pct、11.5pct、10.6pct 以及 12.7pct，其中湖南省直接由一季度的负增长拉成正增长）。

图表 17：蒙牛纯牛奶在优势省份以及相对弱势省份中分季度收入增速



来源：终端定点渠道调研，国金证券研究所

综上所述，无论是纯牛奶整体、分各线城市还是分各省份来看，蒙牛特仑苏的强促销对终端销售的拉动效果都是十分显著的，而这一点在蒙牛的短板区域以及相对弱势省份中也得到了验证。据我们终端定点渠道调研数据显示，在特仑苏强促销的加持下，蒙牛纯牛奶二季度收入增速已然超过伊利（+13.2% VS +8.8%），我们预计在纯牛奶的助推下，二季度蒙牛有望实现有效追赶，二季度整体收入增速将有望超过伊利。

### 三、特仑苏促销对报表端的影响？——“利润影响小，收入弹性大”

#### 3.1 测算第一步：梳理清楚特仑苏的“价格体系”

- 正如前文第一章所述，分析终端促销对公司报表端的影响的过程，实质上是由“价格”到“价格体系”的一个反推思考过程。以特仑苏为例，特仑苏从蒙牛厂家至终端销售并不是简单的“直销”关系，中间或许会经历多层经销商，由经销商将商品发送至零售终端或者商超，而在每一层流通渠道中，还要考虑到渠道间的利润以及费用分摊比例，而渠道间的价格、成本以及费用分摊等便是我们所说的“价格体系”。从终端来看，特仑苏折扣力度加强，促销活动多样，我们认为，只有厂家发货政策出现了调整才能够与终端的强促销相匹配（否则就是单纯压缩经销商利润），也就是说，终端促销的加强必然伴随着厂家发货政策的调整（如买赠折扣、返利等），同时厂家需承担一定比例的终端折扣费用，而这也正是我们接下来进行下一步测算的根本假设。（注：以下所有的测算都是基于很多假设，因此我们的测算结果仅仅是为投资者提供参考，不代表公司真实的数据。）
- 测算第一步：梳理清楚特仑苏的“价格体系”。首先，我们需要将特仑苏的各级渠道以及渠道间利润、费用关系进行一定的梳理，为了简化我们后续的测算以及更好地量化一些指标，我们需要对此做出一定的假设：
  - 1) 促销活动：假设特仑苏所有的活动均为“2提99元”。考虑到特仑苏的终端折扣形式较为多样（如直接降价、买一赠一、2提99元等），而据我们渠道调研来看，“2提99元”活动出现频率较高，覆盖范围也相对较广，因此我们认为以此为基础进行测算具有一定的代表性；
  - 2) 厂家政策：假设发货端实行“买100赠20”优惠政策。通过渠道调研，我们认为买赠形式的优惠发货政策是最为常见的，同时根据渠道常见的优惠发货政策及特仑苏在终端的折扣价格以及折扣率，我们假设厂家统一实行“买100赠20”的优惠发货政策，而经销商对商超发货政策不变；
  - 3) 渠道利润：假设中间只有一层经销商。根据渠道反馈，特仑苏出厂价大概为48元/箱，毛利率我们假设为45%（2018年蒙牛毛利率为37.38%，特仑苏大单品定位高端产品，毛利率要高于公司整体毛利率）；商超特仑苏的原价为65元/箱，渠道反馈商超进货价大概为58元/箱；同时考虑到在此之前商超已有的折扣活动，且通过我们持续的商超调研，假设强促销之前特仑苏平均终端售价统一为60元/箱；
  - 4) 费用分摊：以渠道调研数据为基础，假设此次终端促销活动费用分摊比例为7:2:1（厂家：经销商：商超）。

图表 18：特仑苏“价格体系”梳理及相关测算

	蒙牛（厂家）			经销商			商超（终端）		
	成本	出厂价	毛利率	成本	发货价	毛利率	成本	零售价	毛利率
单提特仑苏（元/箱）	26.4	48	45%	48	58	17.2%	58	60	3.3%
<b>活动 1：厂家 100 赠 20</b>									
特仑苏单价（元/箱）	26.4	48	45%	48	58	17.2%	58	60	3.3%
数量（箱）	120	100		100	120		120	120	
总额（元）	3168	4800	34%	4800	6960	31%	6960	7200	3%
毛利率变化			-11%			14%			0%
<b>活动 2：终端促销 2 提 99</b>									
特仑苏单价（元/箱）	26.4	48	45%	48	58	17.2%	58	49.5	-17.2%
	摊分比例	摊分费用	费用率	摊分比例	摊分费用	费用率	摊分比例	摊分费用	费用率
每提费用边际变化情况	70%	7.35	15.3%	20%	2.1	3.6%	10%	1.05	2.1%

来源：草根渠道调研，国金证券研究所

### 3.2 测算第二步：对特仑苏单品业务影响几何

- 在梳理完特仑苏的“价格体系”之后，首先应该还原特仑苏单品业务的报表端影响路径。对特仑苏单品业务来说，其报表端表现同时受到两个活动的影响：出厂政策影响毛利率，终端促销影响费用率，而这两个指标如何变化以及变化幅度如何还会受到促销持续时间等因素的影响。2018年蒙牛共实现营业收入690亿元，其中特仑苏业务收入根据渠道调研预计为115亿元左右，我们以此为基础，同时按照促销持续时间的不同分为三个情景（依次为每月1/4、1/2、3/4的时间实行“2提99元”促销活动），并做出以下假设：
  - 1) 假设两项活动均于2019年5月开始在全国所有区域广泛执行（最大化影响），1-4月模式与18年一致，即单箱成本变化与单箱费用变化均发生在5-12月，同时假设每月发货量相对较为均衡；
  - 2) 假设每月促销活动销售量与每月促销时间成正比，同时假设仅在促销活动持续期间内进货政策才有相应改变，且促销时间内销售商品均为优惠进货政策下采购商品，赠品全部用来促销；
  - 3) 假设发货量=销售量，供销平衡；
  - 4) 假设本次促销活动仅发生在商超渠道，同时假设蒙牛液态奶商超渠道占比约为60%；
  - 5) 假设2019年特仑苏商超终端销量同比增长30%；
  - 6) 计算依据为含税价（税率17%），最终转换至报表收入为不含税价格、不含税成本以及不含税费用；

图表 19：特仑苏单品业务的报表端影响路径及相关测算

特仑苏测算（含税情况）	情景 1：每月 1/4 时间促销			情景 2：每月 1/2 时间促销			情景 3：每月 3/4 时间促销		
	蒙牛	经销商	商超	蒙牛	经销商	商超	蒙牛	经销商	商超
<b>2018 年收入（亿元）</b>	134.55	97.55	100.91	134.55	97.55	100.91	134.55	97.55	100.91
-销售单价（元/箱）	48	58	60	48	58	60	48	58	60
-销售量（万箱）	28031	16819	16819	28031	16819	16819	28031	16819	16819
-单箱成本（元/箱）	26.4	48	58	26.4	48	58	26.4	48	58
-总成本（亿元）	74.00	80.73	97.55	74.00	80.73	97.55	74.00	80.73	97.55
-毛利率	45.0%	17.2%	3.3%	45.0%	17.2%	3.3%	45.0%	17.2%	3.3%
<b>2019 年收入（亿元）</b>	169.27	126.81	131.19	163.98	126.81	131.19	159.01	126.81	131.19
-销售单价（元/箱）	48	58	60	48	58	60	48	58	60
-销售量 YOY	28%	30%	30%	27%	30%	30%	25%	30%	30%
-销售量（万箱）	35970	21864	21864	35530	21864	21864	35116	21864	21864
-购买量（万箱）	35265	21159	21864	34163	20498	21864	33128	19877	21864
-赠送量（万箱）	705	705	-	1367	1367	-	1988	1988	-
-单箱成本（元/箱）	26.4	48	58	26.4	48	58	26.4	48	58
-总成本（亿元）	94.96	101.56	126.81	93.80	98.39	126.81	92.70	95.41	126.81
-毛利率	43.9%	19.9%	3.3%	42.8%	22.4%	3.3%	41.7%	24.8%	3.3%
<b>-毛利率变动</b>	<b>-1.1%</b>	<b>2.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>5.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>7.5%</b>	<b>0.0%</b>
-单箱边际增加费用（元）	7.35	2.1	1.05	7.35	2.1	1.05	7.35	2.1	1.05
-边际增加总费用（亿元）	3.11	0.89	0.44	6.03	1.72	0.86	8.77	2.50	1.25
<b>-边际增加费用率</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>5.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>不含税情况：</b>	<b>蒙牛</b>	<b>经销商</b>	<b>商超</b>	<b>蒙牛</b>	<b>经销商</b>	<b>商超</b>	<b>蒙牛</b>	<b>经销商</b>	<b>商超</b>
2018 年特仑苏收入（亿元）	115.00	83.38	86.25	115.00	83.38	86.25	115.00	83.38	86.25
2018 年特仑苏成本（亿元）	63.25	69.00	83.38	63.25	69.00	83.38	63.25	69.00	83.38
2019 年特仑苏收入（亿元）	144.68	108.39	112.13	140.16	108.39	112.13	135.91	108.39	112.13
2019 年特仑苏成本（亿元）	81.16	86.81	108.39	80.17	84.09	108.39	79.24	81.55	108.39
2019 年增量费用（亿元）	2.66	0.76	0.38	5.15	1.47	0.74	7.49	2.14	1.07

来源：草根渠道调研，国金证券研究所

### 3.3 测算第三步：对蒙牛整体报表端业绩影响几何

- 最后，我们需要在特仑苏单品业务的基础上，测算促销活动对公司整体报表重要指标的影响。假设 2019 年蒙牛除特仑苏以外其他营业收入全年实现+11%的同比增长，除特仑苏以外其他营业成本全年也实现+11%的同比增长，同时假设若不考虑特仑苏促销，销售费用与总体收入增长趋势相同。依据上述假设，我们测算结果如下：

图表 20：特仑苏促销对蒙牛整体报表端重要指标的影响测算

	情景 1：每月 1/4 时间促销			情景 2：每月 1/2 时间促销			情景 3：每月 3/4 时间促销		
	2018	2019	变动	2018	2019	变动	2018	2019	变动
<b>整体毛利率、费用率测算：</b>									
营业收入（亿元）	689.77	782.67	13.5%	689.77	778.15	13%	689.77	773.90	12%
-特仑苏(亿元)	115.00	144.68	26%	115.00	140.16	22%	115.00	135.91	18%
-除特仑苏(亿元)	574.77	637.99	11%	574.77	637.99	11%	574.77	637.99	11%
营业成本（亿元）	431.93	490.40	13.5%	431.93	489.40	13%	431.93	488.47	13%
-特仑苏(亿元)	63.25	81.16	28%	63.25	80.17	27%	63.25	79.24	25%
-除特仑苏(亿元)	368.68	409.23	11%	368.68	409.23	11%	368.68	409.23	11%
<b>毛利率</b>	<b>37.38%</b>	<b>37.34%</b>	<b>-0.04%</b>	<b>37.38%</b>	<b>37.11%</b>	<b>-0.27%</b>	<b>37.38%</b>	<b>36.88%</b>	<b>-0.50%</b>
销售费用（亿元）	188.33	216.35	15%	188.33	217.61	16%	188.33	218.79	16%
-原有模式费用(亿元)	188.33	213.70	13.5%	188.33	212.46	12.8%	188.33	211.30	12%
-边际增加费用(亿元)		2.66	2.66		5.15	5.15		7.49	7.49
<b>销售费用率</b>	<b>27.30%</b>	<b>27.64%</b>	<b>0.34%</b>	<b>27.30%</b>	<b>27.97%</b>	<b>0.66%</b>	<b>27.30%</b>	<b>28.27%</b>	<b>0.97%</b>

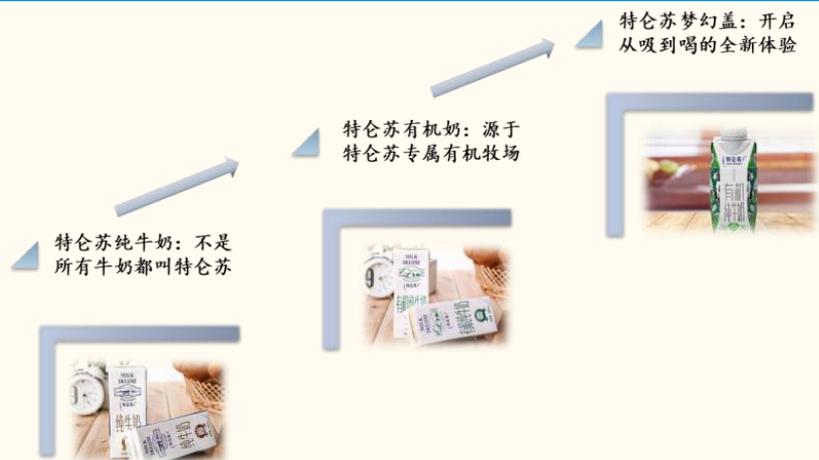
来源：公司公告，草根渠道调研，国金证券研究所

- 最终结论：一项多方受益、性价比较高的促销活动。**根据我们的测算结果，对蒙牛来说，此次特仑苏终端促销加强会使得特仑苏毛利率下降 1.1~3.3pct，中性预估下降 2.2pct（中性情景为情景 2，即假设在 5-12 月中有一半的时间执行“2 提 99 元”促销活动），使得特仑苏费用率提升 1.8~5.5pct，中性预估提升 3.7pct；若将此影响反推至整个报表，会使得 2019 年蒙牛整体毛利率同比下降 0.04~0.50pct，中性预估下降 0.27pct，使得整体销售费用率上升 0.34~0.97pct，中性预估上升 0.66pct，因此我们认为，此次特仑苏强促销活动对蒙牛毛利率、费用率影响均在合理范围内，但对收入的拉动效应更明显（假设强促销前特仑苏年平均增速约 18%，根据上述测算，本次促销对整体收入预计拉动 0.2~1.3pct，中性预估拉动收入约 0.8pct），若考虑到产品结构的提升，对利润的影响还将进一步减小。对经销商与商超来说，此次强促销活动可以使经销商毛利率提升 2.7~7.5pct（中性预估提升 5.2pct），费用率提升 0.7~2.0pct（中性预估提升 1.4pct）；而商超在假设进货政策不变的情况下，费用率提升 0.3~1.0pct（中性预估提升 0.7pct），但销售量却有 30% 的增长，考虑到经销商对商超可能还有一定的折扣价，我们认为此次强促销事件对经销商以及商超来说都是回报较高的行为，因此渠道端铺货积极性也有所提升。综合来看，我们认为这次特仑苏强促销是一项多方受益、性价比较高的促销活动。
- 以上测算仅仅分析了特仑苏的促销影响，但实际上根据我们跟踪，纯甄所在的常温酸奶增速也伴随纯牛奶增速向上而向上，所以我们可以下的结论是，这一次蒙牛的大单品促销其实不仅仅针对特仑苏，而在不知不觉中已经弥补了更大的单品短板——纯甄的短板。由于篇幅有限，我们仅在本文中分析特仑苏对报表的影响，但我们不能忽视的是纯甄对报表增速一样有较大的提振，因此投资者参考结论时应考虑到这一点，从而理解特仑苏对报表收入增速提振仅超过 1pct 的原因。对于纯甄的分析，如有需要，我们可以在下一篇进行分析。

#### 四、特仑苏促销背后的思考：两强的宿命论

- 为何特仑苏一打价格战就有如此明显的效果？主要在于两个方面：1) 品牌力降维打击；2) 渠道补短板已有成效。
  - 品牌力降维打击。特仑苏在刚推出时定位高端白奶，与当时市场上其他常温纯牛奶拉开价格差距，之后伊利推出金典系列，同样定位高端白奶，成为特仑苏的直接对标竞品。与其他品牌纯牛奶相比，特仑苏具有更强的品牌力，当特仑苏降价时会直接侵占其他品牌的市场份额；与金典相比，特仑苏的强促销也会因为更有价格优势从而实现更好的销量增长。但我们认为特仑苏在促销过程中品牌力并未受损太多。与中小企业相比，两强能够应对持续价格战的关键在于品类的持续创新升级。以特仑苏为例，在进行持续促销的同时，特仑苏也在持续进行产品的优化升级：由特仑苏纯牛奶升级为特仑苏有机奶，由利乐包方盒升级为梦幻盖即饮瓶，每一次升级都伴随着价格的提升。我们认为，只要产品持续升级不断拉开价格带，有更高端支撑，则对品牌力影响有限。
  - 渠道补短板已有成效。与伊利相比，蒙牛的渠道短板主要体现在常温三四线直控比例和常温售点数量上面。蒙牛 17 年开始进行大力渠道改革，推行深度分销，提高直控比例，拓展空白区域，增加终端数量，致力于缩短与伊利在三四线渠道端的差距。我们认为，渠道补短板为特仑苏提供了爆发基础——只有在短板区域有所弥补的基础上，特仑苏的促销才能发挥更好的效果，这一点也在蒙牛短板区域以及相对弱势省份二季度收入表现中得以验证。

图表 21：特仑苏产品升级路径



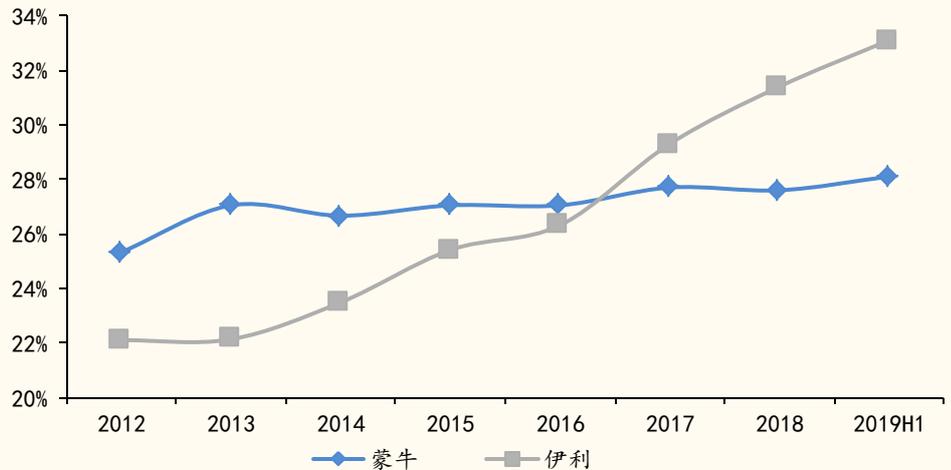
来源：国金证券研究所绘制

- 特仑苏强促销是蒙牛补短板的必经之路，其中补的是大单品短板。蒙牛新任总裁卢敏放于 2016 年 9 月正式上任，卢总上台后开启了蒙牛的全新改革，连续补短板，打出一系列组合拳：修复毛利率、提升品牌力、加强渠道下沉、弥补大单品短板（大单品短板主要体现在收入的差距上面），其中大单品短板的弥补需要建立在前面短板弥补的基础上才能发挥效果。17 年以来蒙牛毛利率持续修复，品牌力不断加强，渠道补短板也已有成效，在此基础上叠加今年一季度落后于伊利，追赶战略势在必行，其中大单品短板的弥补成为重中之重。所以说这是历史的必经之路，也是必由之路，直至短板补齐，收入差距弥补，因此这也可能是一场旷日之战。而伊利如果跟进价格战可能会影响利润，不跟的话单品收入差距可能会被弥补。从二季度来看，特仑苏打价格战期间伊利明显已经做出了应对，但两者份额均有所提升，被蚕食的是剩余中小乳企的份额。从我们测算结果来看，当前特仑苏的促销力度对蒙牛成本、费用端的影响尚处于合理的水平，若伊利

三季度加强应对，价格战继续升级，那么蒙牛为了缩小差距势必也会继续加大折扣力度，对两强来说，利润端都将必然承压。

- 不过当前来看，尽管蒙牛来势汹汹，但是两强份额均在提升，且由于伊利收入高于蒙牛，蒙牛尽管大单品增速起来，但是整体收入增速预计与伊利暂时持平，两强收入差距依然未见缩小，伊利仍然保持着优秀的收入和份额优势。而对于蒙牛来说，想要缩小收入差距，与伊利保持相同的增速是不行的，必须增速要超过较多，尤其是卖出君乐宝之后（暂不考虑并购）。所以当前伊利依然处于较为优势的地位，进可攻退可守，只不过对于蒙牛来说，时间已经不多，若增速不能超过伊利则每年差距都会拉大，核心矛盾逼迫蒙牛必须去持续做进攻方。究竟鹿死谁手，我们拭目以待，或许将要很长时间后才能见分晓，或许某一方再次重演过去的历史错误，结果被另一方追上或再次拉大，这就是两强的宿命。

图表 22：伊利、蒙牛市场份额均在持续提升



来源：尼尔森数据，国金证券研究所

## 五、投资建议

- 对于这两家均已在国内深深扎根的品牌企业来讲，两个巨无霸的竞争其实很难短期分出高下，也很难一家吃掉另一家，从过往历史即可看出这一点。因此，我们仍然看好伊利优秀的收入增速的同时，继续看好蒙牛的持续体系改善和净利改善。当前正处于乳业两强中报发布前夕，在原奶持续温和上涨的背景下，当前市场情绪的催化更多在于两强中报业绩的表现。我们认为，蒙牛中报预计超预期，伊利符合预期，均建议重点关注。
- 蒙牛利润有望符合预期，而收入端有望超预期。收入超预期来源于二季度在特仑苏大单品促销战略下的收入增速急速上升，拉动上半年增速预计落于 16% 一线。从利润端来看，预计大概率符合预期，预计增速在 25-30% 一线，主要得益于费用率的边际下降，叠加现代牧业和雅士利的预计双双扭亏。不过需要强调的是，毛利率上升程度和费用率下降程度预计均为极小边际变化。港股符合预期即上涨，建议买入。
- 伊利中报业绩大概率符合预期，建议重点关注。据我们调研跟踪来看，伊利收入增速大概率符合预期（预计位于 16-17% 一线的中双位数）。由于从 19 年股权激励利润目标 8% 来看，再考虑到下半年趋于激烈的竞争和持续上涨的成本压力，大概率中报业绩增速需要高于此目标方能完成全年目标，因此中报业绩增速大概率将是符合预期的，股价有望超跌反弹，预计有 10-20% 空间。如果三季度在费用的帮助下收入增速环比回升，将有助于估值的回暖，空间持续会打开。前提是还需要进一步跟踪。无论明年业绩是否有较低的可能，当前估值已经显示出初步的优势，建议重点关注。

**图表 23：蒙牛上半年业绩重点指标预测一览表（亿元）**

	2018Q1-E	2018Q2	2018H1	2019Q1-E	2019Q2-E	2019H1-E
营业收入（亿元）	178	167	345	202	198	400
营业收入 YOY			17.0%	13.5%	18.5%	16.0%
毛利率	39.0%	39.5%	39.2%	39.1%	38.8%	39.0%
销售费用率	28.6%	29.3%	28.9%	28.0%	29.1%	28.5%
净利率	5.4%	4.2%	4.8%	6.0%	4.3%	5.2%
归母净利润（亿元）	9.1	6.5	15.6	11.5	8.1	19.6
归母净利润 YOY			38.5%	26.4%	24.2%	25.5%

来源：wind，国金证券研究所；注：由于蒙牛不披露分季度业绩，因此 2018Q1 为预测数

**图表 24：伊利上半年业绩重点指标预测一览表（亿元）**

	2018Q1	2018Q2	2018H1	2019Q1	2019Q2-E	2019H1-E
营业总收入（亿元）	198	202	399	231	234	465
营业总收入 YOY	25.1%	14.1%	19.3%	17.1%	15.8%	16.4%
营业收入（亿元）	196	200	396	231	232	463
营业收入 YOY	24.6%	13.8%	18.9%	17.9%	16.0%	16.9%
毛利率	38.8%	38.5%	38.7%	39.9%	39.0%	39.4%
销售费用率	23.0%	28.3%	25.7%	24.1%	27.5%	25.8%
净利率	10.8%	6.8%	8.8%	9.9%	6.7%	8.3%
归母净利润（亿元）	21.0	13.5	34.5	22.8	15.5	38.3
归母净利润 YOY	21.2%	-17.5%	2.4%	8.4%	15.2%	11.0%

来源：wind，国金证券研究所

## 六、风险提示

- **价格战升级的风险：**若价格战持续时间过长，且价格战进一步加剧的话，两强成本端、费用端压力都将会加大，会对公司利润造成不利影响；
- **原奶价格上涨的风险：**若原奶价格上涨过快，两强成本端承压，在费用高企的状态下，公司利润端将受到不利影响；
- **需求下滑的风险：**若产品需求受宏观、政策等因素影响出现下滑，则会对公司收入端产生较大严重影响；
- **食品安全问题。**

**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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