

双蛋白饮品构筑长期发展动力

——黑牛食品（002387）研究报告

行业分类：食品饮料

2011.09.06

研究员：张绍坤

(执业证书编号：S0640511010008)

联系人：刁志学, 李润平

电话：0755-83520492/83692762

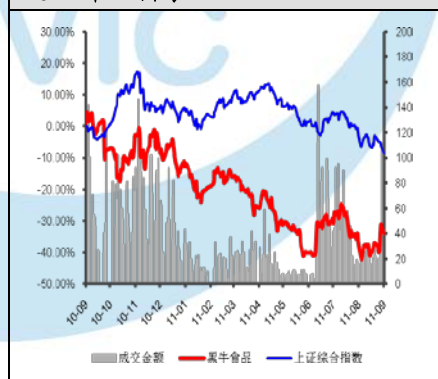
Email: diaozhixue@163.com

6个月目标价	21.70元
当前股价	16.46元
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2470.52
总股本(亿)	2.40
流通A股(亿)	0.60
流通B股	0
流通A股市值(亿)	9.93
总市值(亿)	39.55
ROE(11Q2)	3.84%
资产负债率	6.94%
动态市盈率	38.80
动态市净率	3.12

近一年股价表现



投资要点:

- 公司为家族控股企业，主要从事豆奶粉和麦片的生产、销售，未来主要从事以大豆蛋白为主的双蛋白饮品的生产和销售。
- 从娃哈哈和康师傅的成长经验看，成长中的饮料企业若想获得成功，好的产品是基础，好的营销是关键，好的人则是保障。
- 公司目前在产品上主要采取跟随策略，新投产的双蛋动车和花生牛奶均在市场上取得了良好成果，新的产能投放将使得蛋白饮品成为公司未来成长的支柱。
- 公司的车销模式在发展初期起到了很好的市场推广作用，但随着业务规模的扩张其逐渐退出营销主流，扁平化的经销商体系将是公司未来主要的营销模式，同时与销售人员的配合形成公司自身的渠道精耕策略。
- 创始人林秀浩先生在公司未来的发展中将继续起到举足轻重的作用，而覆盖范围颇广的股权激励机制将有效提升公司全体员工的积极性和凝聚力，有利于公司稳定快速的发展。
- 预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.44 元、0.62 元和 0.76 元，年均复合增长率 32%。鉴于公司较快的增长业绩以及很好的增长潜力，以公司 2012 年 35 倍 PE 估值，每股价格为 21.7 元，相对当前价格，依然有 30%左右的上升空间。
- 首次给予公司买入评级。
- 风险因素：产能释放未达预期；食品安全问题。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	640	816	1299	1719
收入同比(%)	9%	28%	59%	32%
归属母公司净利润	81	106	150	183
净利润同比(%)	20%	31%	41%	22%
毛利率(%)	33.1%	35.1%	34.0%	33.0%
ROE(%)	6.6%	8.0%	10.4%	11.4%
每股收益(元)	0.34	0.44	0.62	0.76
P/E	50.81	38.80	27.42	22.55

目 录

一、 公司简介：大豆蛋白细分行业的新星	4
1、 百折千回，进军蛋白饮品行业	4
2、 家族控股，股权激励分享成长	5
3、 产品聚焦，蛋白饮品砥柱中流	6
4、 资本助力，经营渐进入快车道	7
二、 公司投资逻辑：从娃哈哈和康师傅看公司成长	8
1、 娃哈哈：宗庆后的娃哈哈	8
2、 康师傅：从方便面到饮料	10
3、 做大饮料企业的关键：好的产品+好的营销+好的人	12
4、 黑牛的明天	13
三、 短期产能释放将促进业绩增长	13
1、 双蛋白饮品拥有比豆奶粉更好的市场和成长性	13
2、 扩建研发中心将提升公司的产品创新能力	15
3、 车销模式为基础的扁平化营销渠道提供市场拓展保障	15
4、 创始人的市场敏锐性是公司成长的重要依托	17
5、 股权激励方案将提升员工动力	18
四、 估值与投资建议	18

图表目录

图表 1 公司组织结构图	4
图表 2 公司股权结构	5
图表 3 公司股权激励草案主要内容	5
图表 4 公司主要产品类别	6
图表 5 公司主要产品收入结构变动 (%)	7
图表 7 公司季度收入及营业利润 (单位: 百万元) 图表 8 公司主要产品毛利率变动 (单位: %)	7
图表 9 公司部分盈利指标 (单位: %) 图表 10 公司部分偿债指标 (单位: %)	8
图表 11 娃哈哈销售收入变动图	9
图表 12 娃哈哈产品结构图	9
图表 13 娃哈哈联销体简图	10
图表 14 康师傅销售收入及利润变动变动 (单位: 百万美元)	11
图表 15 康师傅产品结构及毛利率变动图	11
图表 16 康师傅通路精耕典型运作模式 (城市vs外埠市场)	12
图表 17 维维股份豆奶粉收入和毛利率变动情况 (单位: 百万元)	13
图表 18 公司豆奶粉产能变动图 (单位: 吨) 图表 19 固体饮料行业收入累计增长情况	14
图表 20 含乳饮料和植物蛋白饮料行业收入 图表 21 含乳饮料与固体饮料行业销售收入变动..	14
图表 22 公司双蛋白液态饮品产能变动 (单位: 万吨)	15
图表 23 公司的销售流程	16
图表 24 公司招聘经销商的部分内容	16
图表 25 经营情况预测	19
图表 26 公司财务报表预测	20

一、 公司简介：大豆蛋白细分行业的新星

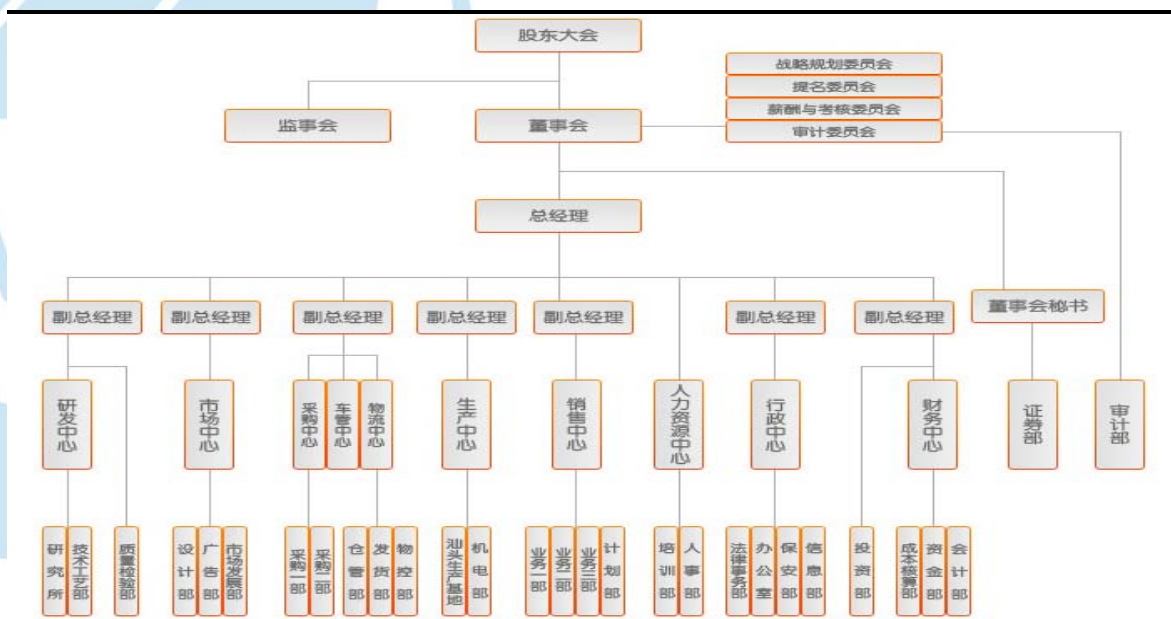
1、 百折千回，进军蛋白饮品行业

黑牛食品公司于 1998 年成立于广东汕头，其最初的股东并不包含当前公司的创始人林秀浩先生，但其子公司揭东黑牛公司可以追溯到林秀浩先生于 1996 年的揭东味味食品公司。公司目前主要从事大豆及谷物类营养饮品的研发、生产和销售，主要产品为豆奶粉、麦片和大豆蛋白饮品，另外还少量生产芝麻糊、核桃粉等其他营养饮品。经过十多年的发展，公司目前的豆奶粉产品市场占有率已经位居全国第二，营养麦片产品市场占有率也位居行业前列，虽然公司进入蛋白饮品市场时间较短，但其发展速度迅速，黑牛双蛋白动车以及黑牛花生牛奶已经成为同类产品中较为知名品类。

公司目前有全资子公司五家，包括揭东黑牛公司、辽宁黑牛公司、安徽黑牛公司、陕西黑牛公司和刚成立的苏州黑牛公司，其中股份公司主要从事麦片类产品的生产，揭东、辽宁和陕西公司主要从事豆奶粉的生产，而安徽公司和苏州公司则计划主要从事蛋白饮品的生产。公司从最初生产麦片的小企业逐渐做强，做大了豆奶粉业务，期间还涉足芝麻糊、沙琪玛等产品，最后开始转入大豆蛋白饮品的生产，虽百折千回，但一步步走来，无不展现出了公司敏锐的市场嗅觉和灵活性。祸兮福所依，福兮祸所伏。这种敏锐和灵活一方面是公司成长到今天的重要“法宝”，但随着公司不断成长和壮大，如何取精去粕更好地用好这种能力，则是对公司未来发展的重大课题。

根据公司 2011 年中报，公司创始人林秀浩先生担任公司董事长，吴华东先生为总经理，另设副总经理 9 名（含财务总监）。初闻觉得公司副总职务太多，但结合家族企业自身的一些特点，或许公司的管理层级并不多，实则是采取了职能式组织架构的三层级扁平化组织，有着很强的反应能力和执行能力。

图表 1 公司组织结构图



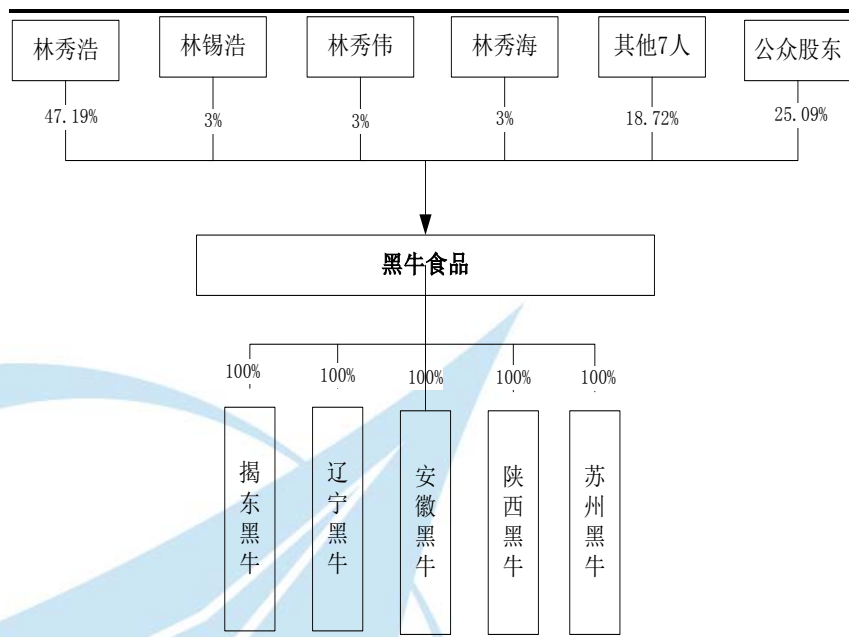
注：此图中的销售中心实则根据业务发展已分成固态和液态两个不同部门。

资料来源：中航证券金融研究所、公司网站

2、家族控股，股权激励分享成长

林秀浩先生目前持有上市公司 47.19% 的股份，是公司的最大股东。公司前 10 名股东均为自然人，其中 4 人为林秀浩家族成员，合计持有公司 56.19% 的股份，公司是名副其实的家族控股企业。作为一个处于发展阶段的饮料企业而言，家族控股并非是坏事，创始人一股独大也并非是坏事，我们将在后文对此作进一步分析，虽然有风险，但短期来看利大于弊。

图表 2 公司股权结构



资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

财散人聚。为了公司持续的发展，提高员工的积极性，公司于 2011 年 6 月提出了股权激励草案。股权激励计划的激励对象包括公司董事、高管、中层管理人员以及核心业务（技术）人员共 185 人，占员工总数的 11.58%，另外还预留部分给公司将要引入的骨干员工，此次股权激励对象的覆盖范围非常广泛，使得公司大部分核心员工能够分享到公司成长收益。股权授予价格参照市场平均价格折价 50%，公司让渡幅度较大。股权实施解锁条件为公司未来 3 年净利润同比增长不低于 20%。参照草案的授予价格，此次股权激励对公司管理费用的影响总额为 2146.50 万元，分摊到 4 年，每年对公司的业绩影响较小。虽然正式的股权激励计划还未正式实施，但该计划无疑将有助于提高公司员工的忠诚度和凝聚力，有利于公司未来几年的快速稳定发展。我们认为公司设定的股权授予目标对于尚处于起步阶段的公司而言较低，实现起来较为容易，但公司应不会满足于此。

图表 3 公司股权激励草案主要内容

项目	内容
激励对象	董事、高管、中层管理人员及核心业务（技术）人员共 185 人，即将引入的骨干员工也将包括在内
授予数量	累计不超过 270 万股，约占当前已发行股份的 1.124%，其中预留 18.72 万股在未来 12 个月内实

行

授予价格	公告日前 20 日均价的 50%，暂定为 7.95 元
解锁期	分 3 年，分别为 30%、30%和 40%
解锁条件	公司净利润未来 3 年同比不低于 20%增长，净资产收益率不低于 6.5%、8%和 9%
管理费用	2011 年 408.69 万元，2012 年 1026.31 万元，2013 年 515.73 万元，2014 年 195.76 万元，合计 2146.50 万元

资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

3、产品聚焦，蛋白饮品砥柱中流

从成立至今，公司先以麦片起家，瞅准机会进入豆奶粉业务，后来介入芝麻糊、沙琪玛、核桃粉等零星业务，再转到大豆牛奶双蛋白饮品、花生牛奶双蛋白饮品等战略性产品，转变虽多但几乎与公司的发展相协调。在成长初期，公司由于体量较小，在市场容量较小的市场即可生存和发展，并可以采取跟随策略享受成熟市场收益。但随着公司规模不断发展，小的细分市场已经很难满足企业的快速增长要求，池小难以养大鱼，因此公司开始转变到蛋白饮品细分市场。受消费习惯及消费群体影响，相比固态豆奶粉市场以及其他小品种冲饮市场，液态饮品的市场容量远远为大，尤其是休闲饮品市场更是体量巨大。在此情况下，公司将蛋白饮品市场作为未来的战略发展方向，实属明智之举。虽然豆奶粉目前依然是公司的主要收入和利润来源，但随着新建产能的不断投产，蛋白饮品必将成为公司业绩支撑的中流砥柱。

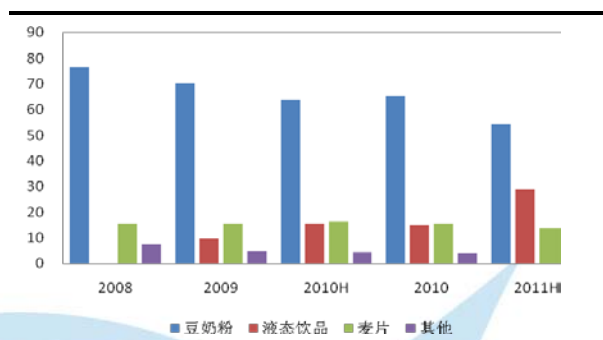
图表 4 公司主要产品类别

产品类别	主要产品
豆奶粉	维他豆奶粉、中老年豆奶粉、高钙豆奶粉、儿童 AD 钙豆奶粉 
营养麦片	牛奶高钙麦片、中老年麦片、黑芝麻营养麦片、红枣营养麦片 
双蛋白系列	双蛋动车、花生牛奶、豆奶、豆谷坊、核桃露 
其他	芝麻糊、核桃粉、沙琪玛、燕麦片、豆浆 

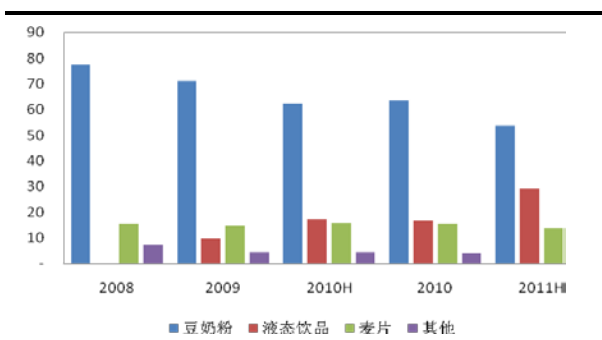
资料来源：中航证券金融研究所、公司网站

公司上市前主要业务为豆奶粉，2010 年上半年豆奶粉业务占公司收入的 63.7%，占主营业务利润的 62.37%，而到 2011 年上半年，豆奶粉业务占公司收入的比重下滑到 54.22%，占主营业务利润的比重下滑到 53.61%；与之相对，公司的液态饮品业务 2011 年上半年占公司的收入比重由去年中报的 15.58% 上升到 28.74%，主营业务利润占比由 17.35% 上升到 29.12%。公司液态饮品的快速发展及其在公司未来业务中的地位可见一斑。

图表 5 公司主要产品收入结构变动 (%)



图表 6 公司主要产品营业利润结构变动 (%)



资料来源：中航证券金融研究所、Wind

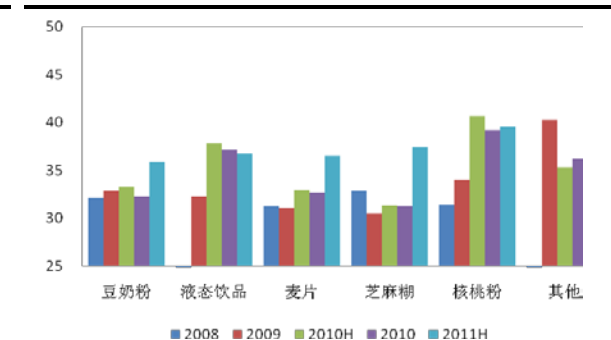
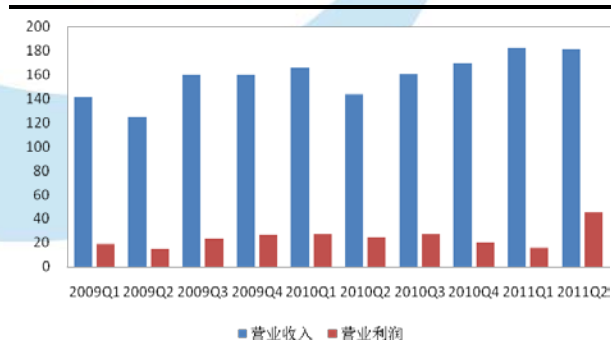
资料来源：中航证券金融研究所、Wind

4、资本助力，经营渐进入快车道

公司在经历了 2008 年的快速增长后，受制于资本因素，公司的产能建设出现了断层，而这使得公司在 2009 年、2010 年的收入增长出现了逐渐下滑的局面。但在正式公开发售后，在资本瓶颈解决后，随着公司新产能建设的不断释放，公司的经营开始逐渐进入快车道，公司的收入和利润增长速度不断提升。

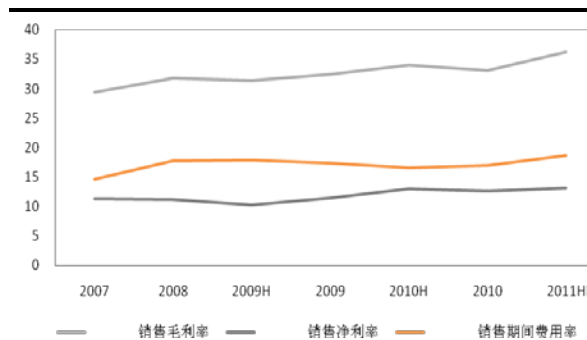
公司 2011 年上半年实现营业收入 3.64 亿元，同比增长 17.52%，尤其二季度收入同比增长 26.06%，公司以往二季度为销售淡季的情况也因液态饮品的收入增长而得到了平复；由于去年四季度支付上市相关费用以及今年一季度单笔销售费用支出较大因此拖累了部分业绩，公司上半年实现营业利润 0.61 亿元，同比增长 17.97%，其中二季度营业利润同比增长 82.77%，取得了较好的业绩。目前公司规模较小，因此业绩的波动风险较大，但公司不断向好的趋势依然不会改变。

图表 7 公司季度收入及营业利润 (单位：百万元) 图表 8 公司主要产品毛利率变动 (单位：%)

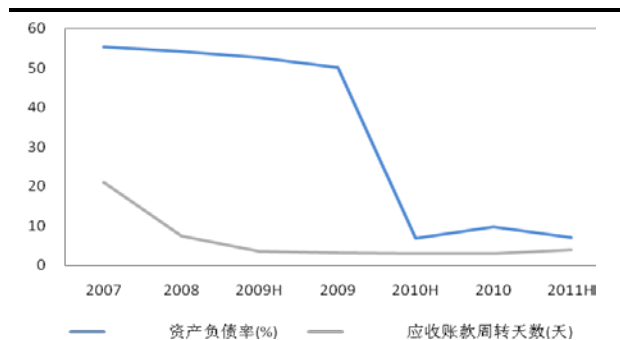


资料来源：中航证券金融研究所、Wind

资料来源：中航证券金融研究所、Wind

图表 9 公司部分盈利指标 (单位: %)


资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

图表 10 公司部分偿债指标 (单位: %)


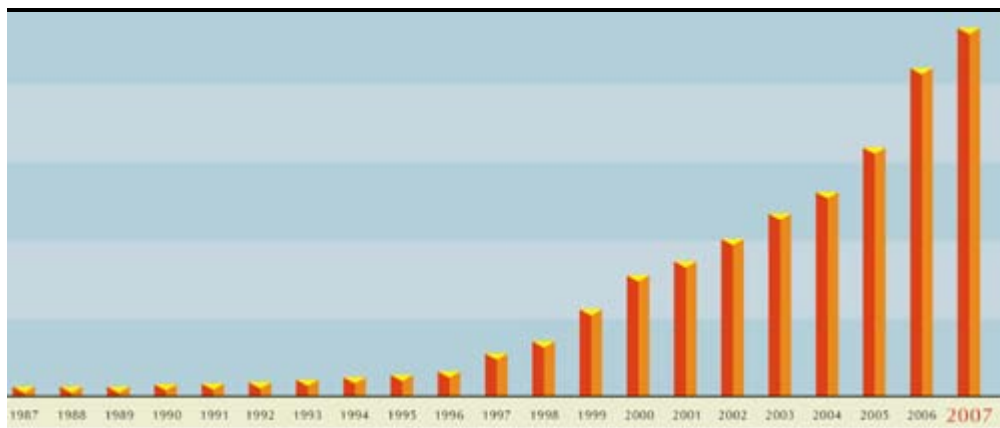
资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

二、 公司投资逻辑: 从娃哈哈和康师傅看公司成长

国内饮料行业近十年来一直保持着 20% 左右的行业增速, 2010 年全国软饮料销量接近 1 亿吨。在这种行业大发展的背景下, 一批国内企业在竞争中脱颖而出成为了行业的佼佼者。按照销量排行, 在剔除可口可乐和百事可乐两大国际饮料巨头外, 娃哈哈和康师傅则稳居国内饮料行业前两名。这两家企业都是在国内土生土长起来的企业, 能够在 10 多年的时间里, 从一个小企业成长为年收入几百亿的大企业, 在市场竞争异常激烈、无数英雄竞折腰的背景下, 它们的成功不会是偶然。由于它们都是在国内成长起来的品牌和企业, 其成功经验对饮料行业中其他公司的发展而言无疑具有较为重要的意义。而对于我们而言, 如何从它们的发展中找到一些饮料企业要想成功所需要的基本因素, 无疑也是非常有意义的。本处只是从成长历史、品牌建立、产品种类、渠道建设以及人力资源几个方面略作概述, 以此来对比黑牛食品, 以探讨公司成长前景。资料均来源他人研究和综述, 因此难免有所错漏。

1、娃哈哈: 宗庆后的娃哈哈

娃哈哈历史。1987 年娃哈哈前身——杭州市上城区校办企业经销部成立, 娃哈哈创始人宗庆后带领两名退休老师, 靠着 14 万元借款, 靠代销人家的汽水、棒冰及文具纸张赚一分一厘钱起家, 开始了创业历程, 此时宗庆后已经 42 岁, 仅是一个平民。1988 年娃哈哈品牌诞生, 凭借儿童营养液单品销售过亿的业绩挖到了第一桶金; 1994 年公司在重庆涪陵兼并三家特困企业走出了省外扩张第一步, 并取得了骄人业绩; 1996 年与达能合作, 引进世界水平先进生产线, 发展再上台阶; 1996 年抓住机遇, 推出娃哈哈纯净水, 很快成为行业翘首, 多年保持行业第一; 1997 年推出 AD 钙奶, 公司销售突破 20 亿元; 1998 年推出非常可乐, 三年后销售过 15 亿元; 1999 年, 国退民进, 企业转变为民营企业, 宗庆后成为单一最大自然人股东, 员工持股比例超过 20%; 2001 年推出茶饮料、果汁饮料; 2002 年进军童装行业, 经营业绩一般; 2005 年推出营养快线、爽歪歪、奶茶等进军城市市场, 如今营养快线单品年销售收入过百亿; 2009 年娃哈哈与达能决裂; 2010 年公司实现收入 550 亿元。

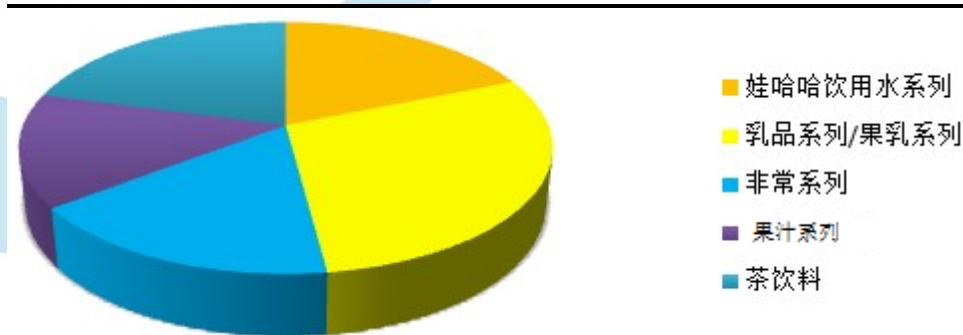
图表 11 娃哈哈销售收入变动图


注：2007 年收入 258 亿元；2008 年收入 328 亿元；2009 年收入 436 亿元；2010 年收入 550 亿元。

资料来源：中航证券金融研究所收集整理

娃哈哈品牌。宗庆后在多个场合表示对于目前国内的饮料企业而言，品牌的重要性并不是第一位的，消费者并没有对某个品牌有着非常好的忠诚度，物美价廉才是消费者选择产品的首要考虑因素。虽然如此，娃哈哈依然每年在各个媒体投入巨资进行广告推广，娃哈哈已经成为国内饮料行业第一品牌，品牌价值达 140 亿元。另外，娃哈哈还拥有众多副品牌产品，比如营养快线、爽歪歪、非常可乐、激活、呦呦奶茶等，其也均具有非常好的市场知名度。

娃哈哈产品。娃哈哈产品包括果乳饮料、瓶装水、碳酸饮料、茶饮料、果汁饮料、咖啡饮料、植物饮料、风味饮料等八大类饮料，还有罐头食品、医药保健品、方便食品、休闲食品、童装、婴幼儿奶粉等 5 大类产品，细分产品可谓数不胜数，其中瓶装水、果乳饮料、八宝粥罐头多年来产销量一直位居全国第一，茶系列、碳酸饮料系列也处于行业领先地位，公司多个单品收入过 10 亿元。娃哈哈成立了企业研究院，从事产品研发和技术创新等工作。研究院下设机电研究所、模具研究所、生物工程研究所、食品饮料研究所和分析中心、食品生物工程重点实验室、综合管理中心、博士后工作站等机构。经过多年发展，研究院逐渐从单纯食品饮料研发，扩展到模具、机电工程等专业领域的技术研发业务，并具备了食品、饮料 5 大系列 200 多个产品的自主研发以及各类产业化实施技术和生产线配套设计、制造、安装、调试的能力。

图表 12 娃哈哈产品结构图


资料来源：中航证券金融研究所收集整理

娃哈哈渠道。娃哈哈产品最初定位于儿童饮品，在推出纯净水后开始进入成人饮品市场；娃哈哈从无到有，为了避免与强大的竞争对手竞争，公司最初定位于二三线乃至农村市场且取得了巨大成功，而随着营养快线的推出，公司开始正式进军城市市场。在娃哈哈快速发展的过程中，其所创立的联销体渠道模式一直为业内人士所赞誉，但宗庆后认为联销体只是市场发展过程中的一种选择，公司已经开始注重终端市场的掌控，更甚的是宗庆后甚至有自己开连锁超市的打算。联销体说白了就是经销商体制，宗庆后曾说公司永远不搞直销，这是给当时参与联销体的经销商一颗定心丸。娃哈哈的销售人员只有几千人，想要支撑公司如此大的销售规模，核心在于依托社会的力量，也就是经销商的力量，公司的销售人员主要负责联系一批经销商、市场营销、信息采集以及拾遗补漏。经销商为正，销售人员为奇，以正合，以奇胜。联销体的特点有三，一是公司只与特约经销商联系，特约经销商在自己范围内自由发展二批经销商；二是经销商需要支付一定保证金给公司，只有如此公司才会发货；三是年终返点，销量越大或订货量越大则可以获得折扣越多。很多企业也在模仿娃哈哈的联销体，但通常貌合神离，核心在于要想实现这个体制须有两个前提，一是产品好卖，二是严控价差，三是利益捆绑，归根结底就是让经销商有钱赚。在广大的农村市场以及二三线市场，联销体很好地实现了娃哈哈的市场意图。

图表 13 娃哈哈联销体简图

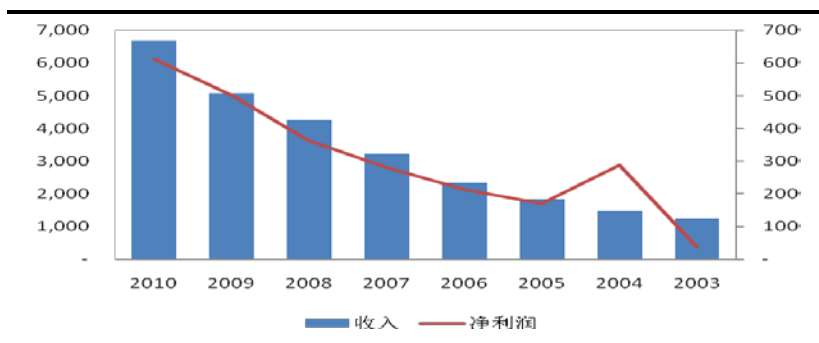


资料来源：中航证券金融研究所收集整理

娃哈哈人力资源。事在人为。很多人认为宗庆后是娃哈哈的核心竞争力之一。长期以来，在娃哈哈宗庆后以下没有设置副总职位，宗庆后一个人管理上百人的中层管理干部队伍，公司事无巨细均需要宗庆后亲自审批，唯一的爱好就是工作，常年出差 200 多天，大多数时间在考察市场，亲自撰写市场研报，其敬业精神常人很难比拟。宗庆后直言娃哈哈没有他可能会有些问题。但除此之外，娃哈哈公司大多数职员均持有公司的股份，可以享受公司的年终分红，更为重要的一点，公司里人员上下调动十分正常，能者上，不论资历，因此员工工作积极性较高。这也就是娃哈哈长期成功的一个重要因素。

2、康师傅：从方便面到饮料

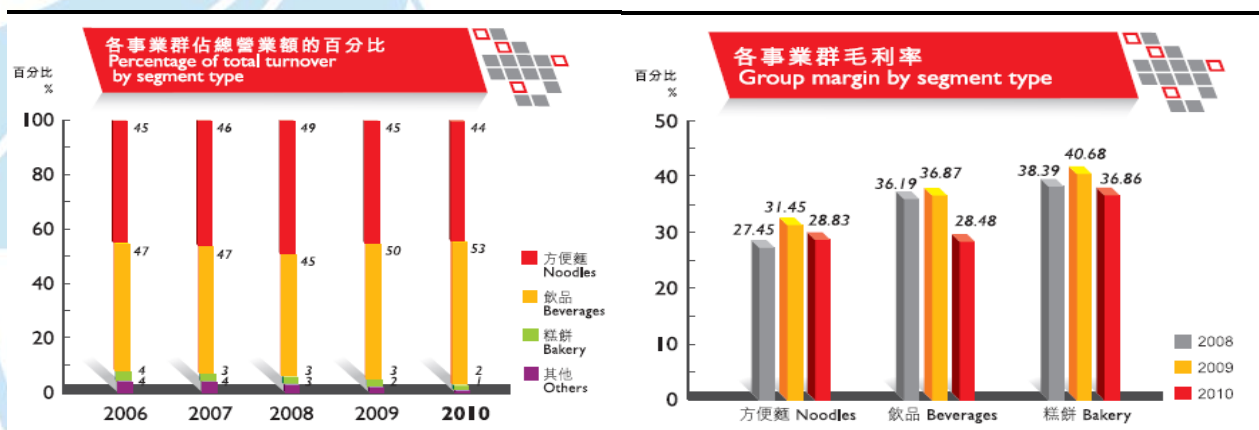
康师傅历史。康师傅的创始人是来自台湾省的魏氏家族，来大陆之前主要经营食用油业务。在大陆首次尝试失败后，1992 公司开始转入方便面行业，一炮打响，短短几年销售收入超几十亿元，俨然国内方便面行业龙头，且这一地位尚未被超越。1994 年公司以康莲品牌开始生产豆奶饮料，首战失败；1996 年公司开始转以“康师傅”品牌推出茶饮料、果汁饮料产品，当年收入超亿元，茶饮料已经是国内第一品牌，市场占有率超过 50%；1996 年公司登录香港联交所；1998 年收购台湾第二大食品集团味全公司，随后陷入困境；1999 年转让康师傅部分股权给日本三洋商社；2004 年公司推出矿物质水，现已成为国内包装水市占率第一名。公司目前主要以事业部形式运作，包括方便面、饮品、糕饼及包括德克士在内的其他新业务四大事业部门，分别由家族四兄弟分别掌管。2010 年公司实现收入 66.8 亿美元，折合人民币约 440 亿元。

图表 14 康师傅销售收入及利润变动变动（单位：百万美元）


资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

康师傅品牌。康师傅一开始只是其方便面品牌，公司虽然有过开拓其他品牌的历史，但均铩羽而归，因此公司目前收缩到康师傅专一品牌，方便面、糕饼、饮品均使用同一品牌，且取得了不错业绩。公司及其注重广告宣传投入，尤其是在有大的销量支撑背景下，公司 2010 年的销售费用达 11.2 亿美元。公司持续推出的“再来一瓶”活动也极大地带动了市场的销量和品牌知名度。

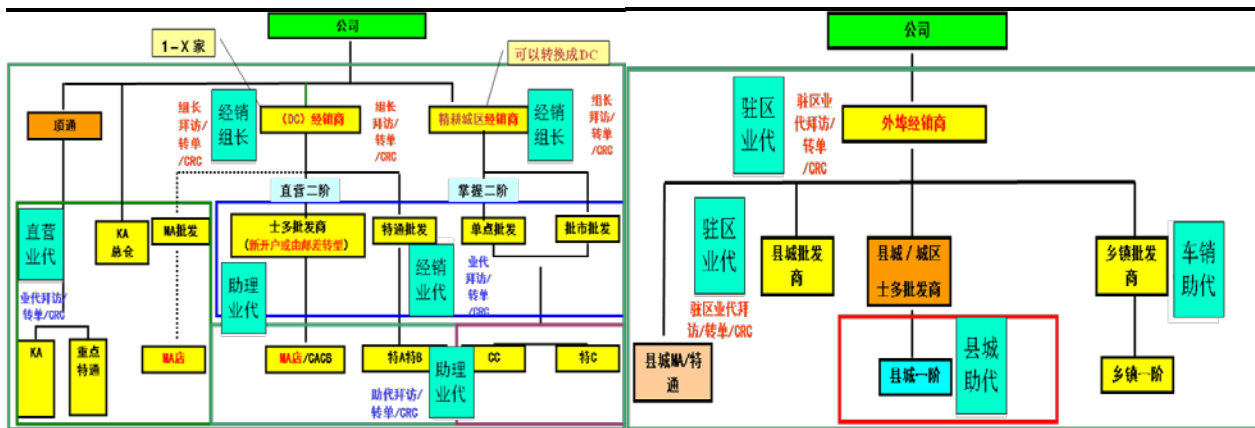
康师傅产品。康师傅饮品主要包括茶、包装水和果汁，2010 年根据 AC 尼尔森统计，公司茶饮品国内市场占有率超过 50%，霸主地位难以撼动；包装水业务市场占有率约 24%，领跑行业；果汁业务以 19.7% 的市场占有率排名稀释果汁市场第二名。公司虽也有运动饮料和乳饮料推出，但目前市场反响一般。

图表 15 康师傅产品结构及毛利率变动图


资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

康师傅渠道。康师傅建立之初所使用的渠道方式与娃哈哈的联销体类似，也主要依靠经销商进行市场的开拓，但随着市场竞争的加剧，公司开始将依靠经销商的渠道模式转变为后来广为人知的通路精耕模式。它尽量削弱经销商对市场的影响，侧重于自身对终端的控制而非通过经销商，因此，康师傅的销售人员数量达到几万人。通路精耕的特点有三：一是界定区域，与联销体的划区不一样，其目的是确定通路的性质以便确定渠道掌握的层级；二是压缩层级，尽量直接掌控终端而调过经销商；三是强化服务，通过销售人员向经销商或零售商提供优质服务，帮助其动销产品。通路精耕的操作比娃哈哈的联销体更难，成本也更高，但一旦掌握则会带来对市场的强力掌控。康师傅通过通路精耕，从城市向乡村发展，获得了良好收益。

图表 16 康师傅通路精耕典型运作模式（城市 vs 外埠市场）



资料来源：中航证券金融研究所整理

康师傅人力资源。不同于娃哈哈的宗庆后，魏氏家族虽然是康师傅的创始人并且在公司的经营中依然有着举足轻重的作用，但其毕竟是上市公司，相对而言有着较为规范的治理结构，其股份与第二大股东三洋商社也相差无几。魏氏家族在康师傅的创始阶段有着非常重要的作用，尤其是其来自台湾省，而且在早期公司的中层以上管理人员都来自于台湾，公司虽在大陆，但由此形成了一种类似于家族企业的氛围，管理层之间的关系较为密切，即使并没有公司的股份，但情感关系使得公司上下一心，也成就了公司不断的成长。这种特殊的人力资源关系虽有弊端，但对于企业的成长依然有着较为重要的关系，即使是在今天。

3、做大饮料企业的关键：好的产品+好的营销+好的人

从娃哈哈和康师傅的发展来看，我们认为一个饮料企业想要有长远的发展，好的产品是生存的基础，好的营销是成长的关键，好的人是发展的根本。我们不能否定品牌、管理、资本、机会等对一个企业发展的重要性，也不能保证有了产品、营销和人就一定能做好一个企业，找到黑天鹅总比证明天鹅都是白的容易，因此，我们此处只是略作探讨。

好的产品。好的产品有两个方面，一是找到一个市场前景广阔而竞争较少的产品，比如娃哈哈最初的儿童营养液细分市场以及 90 年代进入的纯净水市场，康师傅进入的茶饮品市场，其时都是很小的细分市场且缺少竞争对手，这样的市场很容易让企业挖到第一桶金而生存下来，大部分曾经辉煌过的企业大多如此；一是找到一个市场前景广阔而自身具备强大竞争力的产品，比如娃哈哈后来进入的乳饮品，康师傅进入的包装水，它们进入时市场已经竞争很激烈了，但他们有足以凭借的能力而在竞争中获益，则对于企业来说这就是一个好的产品。好的产品是企业生存和发展的基础。

好的营销。好的产品只有被消费才会真正成为有意义的产品，而这依赖于好的营销。即使产品不那么好，有了好的营销也往往可以实现事半功倍，尤其是在快消品行业。而从娃哈哈和康师傅的经验来看，好的营销并没有固定的模式，但其中却有核心的假设，即必须让营销中的参与者都实现“共赢”，尤其是消费者和中间商。对于消费者而言，物美价廉是关键，因此产品的品质、价格、便利性都是非常重要的因素。对于中间商而言，有钱赚且比经销其他产品有更多的钱赚是关键，因此不同层级的价差是非常重要的因素。娃哈哈是通过低成本实现了渠道利润丰厚，即使层级较多也可以实现各个层级较好的利润保障，这是做大

分子；而康师傅则是通过减少层级，即使渠道整体利润较低，但层级少一样可以使得参与的中间商实现较好的利润保障，这是做小分母。两者异曲同工，只是娃哈哈需要在产品创新以及成本控制上下更多功夫，而康师傅则需要在渠道精耕上投入更多资源。企业需要根据自己的情况来选择适合自己的方式。

好的人。好的产品和好的营销都需要人来执行，而是否能够一以贯之同样需要人来坚持。好的人包括两个方面且必不可少，一是有好的领导者，如此才会有好的战略方向、营销策略、组织能力和一致性；一是有好的员工，全力以赴贯彻执行领导者的意图，不断研发新的产品，开拓新的市场并努力改善工作业绩。好的领导可遇而不可求，好的员工则需要有效的激励，比如股权激励或情感激励。一味的苛责并不会给持续的发展带来太多的裨益。娃哈哈和康师傅都有好的领导者，同时也有好的员工，娃哈哈一旦离开了宗庆后必然会大大折扣，康师傅如果没有了来自台湾的中层领导者的支持，恐怕也将受到不小的影响。

4、黑牛的明天

基于我们对饮料企业成长的认识，我们认为黑牛在产品、营销方面虽然现阶段没有显现出特别出众的能力，但其在双蛋白饮品产品方向的选择、过往车销模式的实验以及现在对固态、液态产品营销渠道的分离，这些都反映出公司在产品把握上以及市场敏锐性方面具有良好的潜质。在人力资源方面，公司创始人林秀浩先生正值当年且有着非常丰富的市场经验，公司推出的覆盖范围较广的股权激励制度同样将会提升员工的工作积极性和凝聚力。因此，我们认为公司未来具备成长为大公司的潜力，但在产品创新方面以及营销建设方面依然需要做出更多的努力。

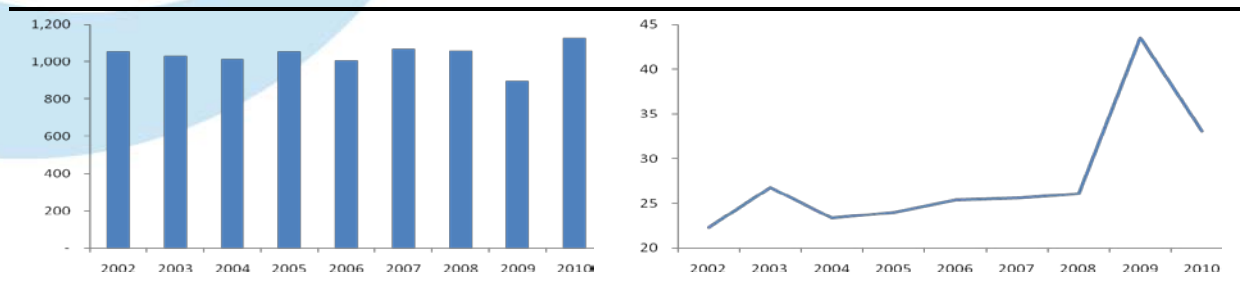
三、短期产能释放将促进业绩增长

1、双蛋白饮品拥有比豆奶粉更好的市场和成长性

“豆奶还是黑牛好”这里面的豆奶是指黑牛生产的豆奶粉。豆奶粉是以大豆为原料，经过磨浆、煮浆、喷雾干燥等工序后得到的固态产品。豆奶粉较好地保持了大豆的营养成分，其蛋白含量与牛奶相近，也可以通过添加一些维生素 A、D 或者钙等弥补相比牛奶的营养不足，从而实现营养均衡，而其中所含的高卵磷脂、维生素 E、异黄酮等更是对调节血脂、防癌等有较大意义。

2008 年公司市场份额约为 10%，仅次于维维股份，从进入豆奶粉这个细分行业到如今做到行业第二的市场份额，公司用了差不多 10 年的时间。2008 年后由于公司筹划上市，没有再建产能，相关产品的销售增长也出现了回落。但作为行业领头羊的维维股份其豆奶粉业务却也是多年没有增长。

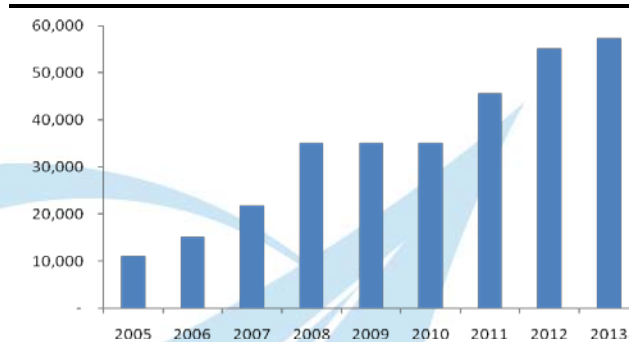
图表 17 维维股份豆奶粉收入和毛利率变动情况（单位：百万元）



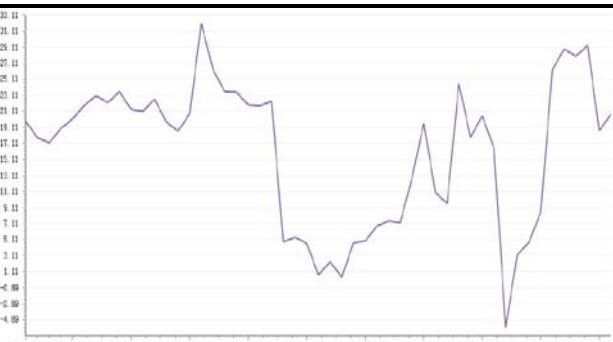
资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

目前公司有豆奶粉产能 3.5 万吨，其中在辽宁沈阳有 2 万吨产能，在广东揭东有 1.5 万吨产能。另外，公司 IPO 时募集新建项目中包括在陕西杨凌 1.5 万吨产能和揭东扩产的 0.7 万吨产能，前者将于 9 月份试车，后者也将于明年初开始试车生产。在全部产能达产后，公司豆奶粉产能将达到 5.7 万吨，将保持行业较为领先的市场地位。

从公司了解到，在此次豆奶粉产能扩产后，公司短期内也没有继续扩大产能的计划。结合维维股份对待豆奶粉的表现，我们认为或因为豆奶粉目前的市场消费群体较小以及消费偏好逐渐转移的原因，豆奶粉整体市场成长空间将较为有限，同时成长速度也会较为局限。虽然豆奶粉市场的竞争并不激烈，前三大厂商维维、黑牛和雅士利占了 50% 以上的市场份额，但有限的空间还是制约了公司长远发展的空间。这也是公司从豆奶粉市场转向液态蛋白饮品市场的重要原因。

图表 18 公司豆奶粉产能变动图（单位：吨）


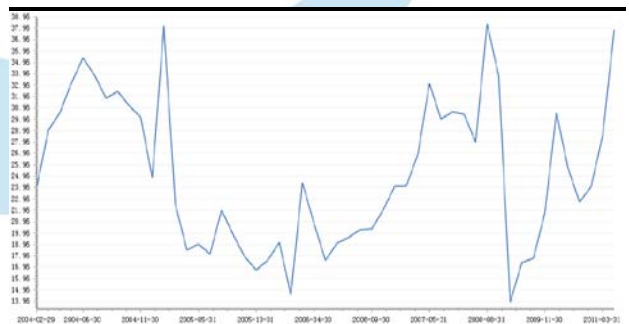
资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

图表 19 固体饮料行业收入累计增长情况


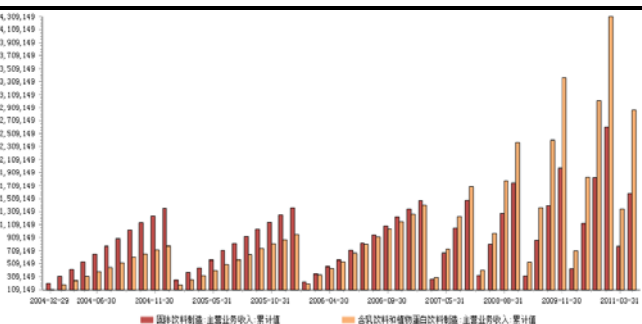
资料来源：中航证券金融研究所、IFIND

基于公司产品的质量、品牌以及市场销售渠道，我们认为公司消化新增的产能不会遇到太多问题，但受制于细分行业空间限制，其想在此市场获得更多的机会可能性也较小。

与固态豆奶粉的消费市场相比，蛋白饮品的市场规模则要远远超出，且多年来一直保持着较快的增长速度，其对固态饮品市场的替代性也是十分明显。这些一方面要归功于收入增长带来的消费升级趋向，一方面与城市化带来的生活节奏的加快有关，使得便捷的液态饮品比固态冲饮类产品更受市场欢迎。因此，公司从豆奶粉、芝麻糊等产品转向双蛋白饮品市场，我们认为此种转变有利于公司向更大的市场规模转变。

图表 20 含乳饮料和植物蛋白饮料行业收入累计同比增长


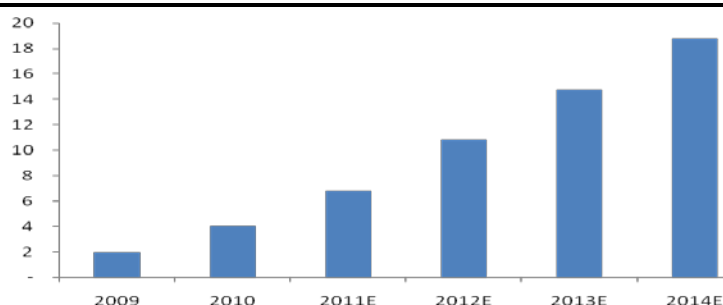
资料来源：中航证券金融研究所、IFIND

图表 21 含乳饮料与固体饮料行业销售收入变动（单位：万元）


资料来源：中航证券金融研究所、IFIND

目前公司募投的项目以及后续规划的项目大多与双蛋白液态饮品有关。公司于 2009 年就在安徽肥东投产了 2 万吨的液态豆奶产品，随后募投资金进一步扩大该一期项目至 8 万吨。而在之后的公告中，公司分别在安徽肥东扩建二期 4 万吨项目以及在江苏苏州新建 4 万吨项目，从公开信息中看到公司在广东广州还有新的项目在洽谈中。因此，未来双蛋白液态饮品将是公司未来业务发展的支柱。

图表 22 公司双蛋白液态饮品产能变动（单位：万吨）



资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

结合我们饮料行业的认识，进入一个好的细分行业对于企业未来的成长而言有着非常重要的意义。公司从固态饮品转入液态饮品为公司未来的快速成长奠定了一个良好的基础。

2、扩建研发中心将提升公司的产品创新能力

正如我们在上文已经提及到的，好的产品对于饮料企业的发展至关重要。黑牛食品进入液态饮品行业是公司战略方向上的一大有利改变，但公司目前的产品却很难说具有我们所说的好产品所应具有的性质，即细分市场的独有性或强大的竞争能力。

公司目前主要三大产品分别为豆奶、双蛋动车（豆奶和牛奶双蛋白乳饮品）和花生牛奶（花生蛋白和牛奶混合的乳饮品），作为一个饮料市场的后入者，可以说公司的产品在市场上均已存在了较为强大的竞品，比如豆奶市场的维他奶、维维豆奶以及杨协成豆奶，双蛋动车从很多方面是对娃哈哈爽歪歪的模仿，只是糅合了动物植物双蛋白的概念，而花生牛奶市场更有单品年销售收入过几十亿元的银鹭花生牛奶。在产品的众多细分市场，公司目前更多的是扮演一个跟随者的角色，所做的产品也大多是已经被市场认可的产品，在公司品牌、渠道、资源都无法与对手相比的情况下，公司虽然依旧可以享受行业的成长，但很难依靠这些产品超越对手并成长为一个令人尊敬的企业。

正式基于这种考虑，我们认为公司扩建研发中心是公司在正确的道路上走出的第二步，虽然其结果我们还无法评估，只是了解到其核心技术人员来自国内某知名企业，团队的组建也还在进行，但我们对其前景依然表示乐观。从公司目前的技术核心来看，大豆蛋白技术以及双蛋白技术应该属于公司已经具备较强实力的强项，如何借鉴娃哈哈、康师傅等业内知名企业的经验，基于现有技术做加法或者减法，创新出新的被市场广为接受的产品，我们认为这或将是公司未来是否能够实现跨越式增长的关键。大豆蛋白的价值正在被越来越多的消费者所认可和接受，在国外也都有着非常好的发展，而国内依然缺少真正的专注于此的有实力的企业，只要公司专注于此，我们还是对公司的发展充满期待。

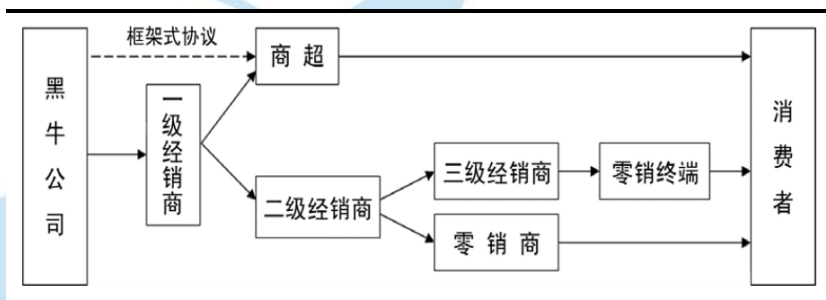
3、车销模式为基础的扁平化营销渠道提供市场拓展保障

好的营销可以事半功倍，即使是作为产品市场的跟随者，如果有好的营销模式和执行力，一样可以后来居上。好的营销对于很多饮料企业而言就是其核心竞争力，而那些饮料市场的领先者也无不具有非常强大的营销能力。

公司创始人林秀浩先生业务出身，从一开始就对市场有着较为敏锐的触觉，也对如何构建渠道有着较为独特的认识。公司产品主要定位于二三线城市和农村市场，创立之初的车销模式就是一种行之有效地渠道建设方式。

车销模式简而言之就是将物流运输与市场推广和市场促销相结合，每辆车配备促销员，在物流配送的过程中不仅可以与经销商和零售终端沟通市场情况，监督和收集市场信息，深入二三线和农村市场，还可以帮助经销商和零售终端进行商品促销，而流动的车体也是一面活广告，附带有市场开拓的意义。在公司实力还不强大的情况下，公司的这种模式是对康师傅的通路精耕的一种折中，将物流配送和人员促销相融合，减少了层级，对终端有一定的控制力，但受制于资本实力而无法达到真正的通路精耕目的。在农村和二三线市场，通过车销降低了渠道层级，从而提高各层经销商的利润，并且可以在最终售价上提供更为有竞争力的价格，这是公司初期市场快速扩张的关键。车销模式符合公司初期的发展需求。

图表 23 公司的销售流程



资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

我们注意到公司的固定资产中运输设备并没有明显的增加，与公司的交流中也印证了车销模式正在逐渐淡出公司营销的主流。我们认为这是符合公司的发展需求的。一方面，从康师傅的通路精耕中我们也看到了车销模式的描述，其主要作用是弥补农村等偏远市场的渠道不足，从这个方面来看车销模式依然有其必要性；一方面，当公司发展壮大后，单纯依靠车销这种较为单薄的力量已经不足以支撑公司市场快速拓展的要求，其必然退化成为一种辅助手段，尤其是在物流越来越专业化运作的背景下，饮料公司并没有继续从事物流配送的必要。公司的营销渠道随着市场的拓展和量的增加，已经从最初的车销模式转变为了扁平化的经销商模式，这种模式同时结合娃哈哈的联销体和康师傅的通路精耕，一方面依靠经销商，一方面也依托自身的销售人员做好市场推广和促销工作。

图表 24 公司招聘经销商的部分内容

经销商资格	公司提供支持
1、行业内人士和正式工商注册的公司或个体商户，具有良好的商业信誉。	1、严格的区域保护：每个区域只设一家代理商，严禁串货。
	2、良好的价格保护：按厂家设计的价格通路进行销售，确保经销商的利

- 2、具有先进的经营理念,对糖酒食品营销具 益。
- 有实际操作经验
- 3、强大的人员支持: 厂家派驻专职业务员帮助代理商开拓市场和维护市
- 3、 具有良好开拓市场的能力,完善的终端网 场, 实行跟踪服务。
- 络和流通网络。
- 4、 有一定的资金实力和配送能力。
- 4、巨大的促销支持: 终端营销产品, 厂方不定时开展多种形式促销活动。
- 5、广告品牌支持: 适时进行广告宣传活 动, 结合促销活动进行媒体宣传、
- 扩大认知度。

资料来源: 中航证券金融研究所整理

从这个方面看,公司的营销模式还在探索中,依然未有成型。公司在用豆奶粉渠道销售液态豆奶不成功 后,迅速将固态和液态产品分离,采取不同的渠道模式来经营并成立两个销售体系,这也可以认为是公 司营销体系在摸索中前行的一种体现。虽然如此,公司目前的这种营销体系设置符合我们判断一个营销体 系是否有效的标准,即让利于渠道和终端,公司通过扁平化的渠道层级实现了这种目的。

根据我们的了解,公司液态奶产品在山东市场一经推出就取得了部分区域销售过千万的业绩,对于公 司目前的销售规模而言,对于公司目前的市场地位而言,尤其是在山东这一竞争较为激烈的市场,取得如 此成绩殊为不易。这也让我们看到了公司未来营销优势的希望。

4、 创始人的市场敏锐性是公司成长的重要依托

人对于企业的重要性不言而喻,而对于一个成长中的企业而言,企业的灵魂人物更是具有无可替代的 作用。通过对国内饮料行业企业的梳理,很容易发现一个特点,就是大部分饮料企业都是民营企业,娃哈 哈、康师傅、汇源果汁、银鹭食品、农夫山泉等等,国有企业鲜有进入并做大的。继续深究还会发现另外 一个特点,就是这些企业的创始人大多信奉强势管理,很多时候企业更是实行军事化管理,娃哈哈的宗庆 后、康师傅的魏应州均是其中的典型。从这两点我们其实可以窥视到饮料行业的一些特点,比如市场竞争 激烈,完全竞争,依赖市场而非资源,产品、市场瞬息万变等等。因为这些都不是机构庞杂、决策链长的 国有企业所擅长的领域,所以我们很少见到国有企业的身影,同时这种激烈的竞争又需要公司稳健而不失 灵活,这就要求企业决策要灵活而迅速,同时执行又要果断而有力,强势的创始人以及军事化管理恰恰符 合这种行业要求。另外,中国的文化影响也是这种情况屡屡出现的一个根源。我们不认为这种“独裁”式 的管理是好的,但对于一个快速成长的企业而言是利大于弊。当某一天企业从初创期转型到成熟期时,这 种管理则会给企业带来较大的风险,这也是很多民营企业“其兴也勃焉、其亡也忽焉”的原因吧。

林秀浩先生今年五十岁不到,正值当打之年,是公司最大股东,还是汕头市青年联合会副主席,汕头 市民营商会副会长,汕头市工商业联合会总商会第十三届执行委员副会长,汕头市经济技术合作交流协会 副主席,潮商大会副主席。

林秀浩先生出身行伍,退伍后任职地方政府基层组织,后离职赴汕头某公司担任业务员,期间结合自 身驾驶特长初尝车销模式之好处。不久,其在汕头创设企业生产麦片业务,在揭东建立企业开展豆奶粉业 务领域,随着业务的扩展在辽宁、安徽、陕西等地设立分公司,并将公司于 2010 年在 A 股上市。

虽然他已经退居董事长职务,但对公司的日常经营和市场开拓情况依然非常关注,多有指导。由于林 秀浩先生从市场基层做起并长期关注市场变动,黑牛食品才会具备非常敏锐的市场触觉,从麦片转到豆奶

粉再转到双蛋白饮品，并将最初的市场定位于二三线城市和农村市场这一大多数竞争对手较为薄弱的市场，并在企业成长后在全国开始布局生产基地，并深耕安徽和山东市场，将固态和液态产品分开营销，这无一不体现了林秀浩先生对行业和市场良好的把握能力。作为一家还处于快速发展以及探索成长中的企业，林秀浩先生将会对公司未来的发展起到非常重要的作用，而从其过往经历看，我们也对公司的未来成长充满信心。

5、股权激励方案将提升员工动力

林秀浩先生虽然有过军旅经历，但公司的管理并没有太多的军事作风，公司整个管理氛围较为和谐融洽，公司也按照多个职能进行了划分，相关经理人员各司其职。从家族企业的特点以及公司目前的规模来看，林秀浩先生依然对公司整体经营有较深涉入，也很难完全放手给下属人员经营，但如何提升员工的凝聚力，提高他们的工作积极性以及执行力，这个我们可以从公司上市一年多就推出的股权激励计划找到一些答案。

公司上市时的股东中就包括了主要的几位核心领导人员，在此次推出的股权激励计划中则将其余的核心管理、技术、生产和营销人员悉数囊括，股权激励计划覆盖范围较广。另外，本次授予的股权价格也按照市价的 50% 给予，行权条件也并非非常苛刻，相当于是对现有员工的一次集体福利计划。股权激励计划的推出将有助提升员工的主动积极性。

四、估值与投资建议

饮料行业是食品饮料行业中为数不多的依然保持着快速增长的行业，但面临的竞争也异常激烈，一个饮料企业若想在这种条件下获得长远的发展，好的产品、好的营销和好的人是其中非常关键的三个因素，尤其是对于像黑牛这样还处于快速发展中的企业而言。黑牛食品在过去的历史中已经证明了自己是一个较为成功的企业，公司从豆奶粉积极转型到蛋白饮品，我们认为公司从产品角度还处于跟随者的地位，从营销角度还在摸索中，从人员的角度则应算是具备较好基础。虽然从短期来看，公司的成长主要来自于募投产能的不断释放，但从长期来看，公司具备成长为一个饮料强势企业的潜力。

我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.44 元、0.62 元和 0.76 元，年均复合增长率约为 32%，对应目前的动态市盈率分别为 37.4、26.5 和 21.6 倍。鉴于公司处于高速成长阶段，并且看好其长远发展潜力，我们给予公司 2012 年 35 倍的估值，则每股价格为 21.7 元，相对于当前的 16.46 元，依然有 32% 左右的上升空间。

我们首次给予公司买入评级。我们将继续跟踪公司未来在产品、营销以及人员方面的变动和发展，并对公司未来的发展充满信心。产品投放超过市场预期及股权激励计划通过或是短期市场催化剂。

图表 25 经营情况预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
分产品收入（百万元）				
豆奶粉	417.57	444.13	638.39	746.32
液体饮品	95.37	243.19	459.64	729.29
麦片	99.57	101.56	158.06	183.70
芝麻糊	16.08	16.40	32.88	49.50
其他	10.28	10.28	10.28	10.28
分产品收入增长率				
豆奶粉	1.42%	6.36%	43.74%	16.91%
液体饮品	66.82%	155.00%	89.00%	58.67%
麦片	10.69%	2.00%	55.63%	16.22%
芝麻糊	3.34%	2.00%	100.45%	50.57%
其他	-9.75%	0.00%	0.00%	0.00%
分产品产销量（吨）				
豆奶粉	35,090.00	36,590.00	50,090.00	57,410.00
液体饮品	16,000.00	40,000.00	72,000.00	112,000.00
麦片	8,100.00	8,100.00	12,006.00	13,680.00
芝麻糊	2,475.00	2,475.00	4,725.00	6,975.00
分产品产销量增长率				
豆奶粉	0.00%	4.27%	36.90%	14.61%
液体饮品	60.00%	150.00%	80.00%	55.56%
麦片	0.00%	0.00%	48.22%	13.94%
芝麻糊	0.00%	0.00%	90.91%	47.62%
主营业务收入（万元）	638.87	815.56	1,299.25	1,719.09
主营收入增长率%	9.1%	27.7%	59.3%	32.3%
分产品成本（百万元）				
豆奶粉	282.83	289.02	427.31	504.45
液体饮品	59.91	157.26	297.23	485.47
麦片	67.05	65.71	105.19	123.45
芝麻糊	11.06	11.06	21.11	31.17
其他	6.37	6.43	6.50	6.56
分产品成本增长率				
豆奶粉	2.25%	2.19%	47.85%	18.05%
液体饮品	54.81%	162.50%	89.00%	63.33%
麦片	8.18%	-2.00%	60.08%	17.36%
芝麻糊	2.22%	2.00%	2.00%	2.00%
其他	-16.07%	1.00%	1.00%	1.00%
主营业务成本	427.22	529.49	857.34	1,151.10
主营业务毛利率	33.13%	35.08%	34.01%	33.04%

资料来源：中航证券金融研究所

图表 26 公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1022	999	1088	1209	营业收入	640	816	1299	1719
现金	873	828	820	941	营业成本	428	529	857	1151
应收账款	6	9	14	17	营业税金及附加	4	5	9	11
其他应收款	0	2	3	3	营业费用	78	122	208	292
预付账款	65	80	80	80	管理费用	37	40	48	45
存货	78	80	172	169	财务费用	-6	-17	-16	-18
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	335	554	647	767	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	208	412	516	635	营业利润	99	135	194	237
无形资产	81	81	80	79	营业外收入	8	7	7	7
其他非流动资产	46	61	51	53	营业外支出	1	0	0	1
资产总计	1357	1553	1735	1976	利润总额	107	141	200	243
流动负债	119	223	279	362	所得税	26	35	50	61
短期借款	0	0	0	0	净利润	81	106	150	183
应付账款	26	55	72	98	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	93	168	207	264	归属母公司净利润	81	106	150	183
非流动负债	12	11	11	11	EBITDA	111	140	211	262
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.44	0.62	0.76
其他非流动负债	12	11	11	11	主要财务比率				
负债合计	131	234	290	373	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	134	240	240	240	营业收入	9.1%	27.5%	59.3%	32.3%
资本公积	870	763	763	763	营业利润	18.2%	36.4%	43.3%	22.2%
留存收益	223	315	441	600	归属于母公司净利润	20.4%	31.0%	41.5%	21.6%
归属母公司股东权益	1226	1319	1445	1603	获利能力				
负债和股东权益	1357	1553	1735	1976	毛利率(%)	33.1%	35.1%	34.0%	33.0%
现金流量表					净利率(%)	12.7%	13.0%	11.6%	10.6%
单位: 百万元					ROE(%)	6.6%	8.0%	10.4%	11.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	19.4%	18.3%	21.2%	24.7%
经营活动现金流	26	177	135	288	偿债能力				
净利润	81	106	150	183	资产负债率(%)	9.6%	15.1%	16.7%	18.9%
折旧摊销	18	22	33	42	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-6	-17	-16	-18	流动比率	8.57	4.48	3.90	3.34
投资损失	0	0	0	0	速动比率	7.91	4.12	3.28	2.88
营运资金变动	-75	82	-41	82	营运能力				
其他经营现金流	9	-15	10	-2	总资产周转率	0.67	0.56	0.79	0.93
投资活动现金流	-100	-226	-136	-161	应收账款周转率	120	106	112	111
资本支出	102	225	135	160	应付账款周转率	14.79	13.12	13.56	13.61
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	2	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.44	0.62	0.76
筹资活动现金流	738	4	-8	-6	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.74	0.56	1.20
短期借款	-31	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.49	6.01	6.67
长期借款	-75	0	0	0	估值比率				
普通股增加	34	107	0	0	P/E	50.81	38.80	27.42	22.55
资本公积增加	830	-107	0	0	P/B	3.36	3.12	2.85	2.57
其他筹资现金流	-19	4	-8	-6	EV/EBITDA	29	23	15	12
现金净增加额	664	-45	-8	121					

资料来源: 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入： 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有： 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出： 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持： 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性： 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持： 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址： www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商人金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。