

投资评级： 买入（维持）

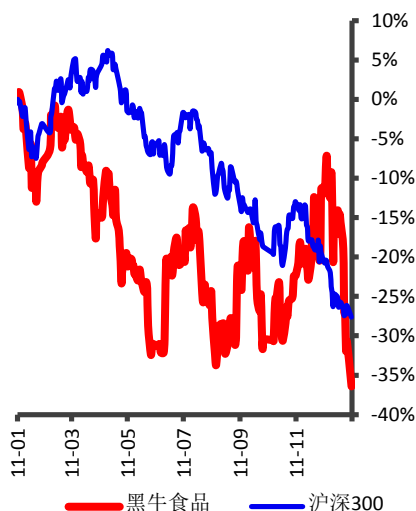
当前价格： 13.80 元
目标价格： 25.00 元
目标期限： 12 个月

市场数据

总股本(百万股)	240.30
A 股股本(百万股)	240.30
B 股股本(百万股)	0
A 股流通比例(%)	25.09
12 个月最高/最低(元)	39.99/13.65
第一大股东	林秀浩
第一大股东持股比例	47.19%
上证综指/沪深 300	2169/2299

注：2012 年 01 月 05 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-19.6	2.5	-8.8
绝对收益	-28.4	-8.5	-36.4

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：赵军

固话：(8621) 68634510-8715

邮箱：zj2890@xcsc.com

执业证书编号：S0500511090001

香浓重定义花生牛奶，黑牛“谋”女郎相得益彰

事件：

2011 年 12 月 28 日，我们参加了公司股东大会期间的投资者交流会，整体感觉是公司战略清晰、产品差异化明显、新的专业化团队、牵手“谋”女郎更是彰显营销潜力。

此外，第二届董事会第九次会议决定 1 月 4 日为限制性股票激励计划的授予日，就此锁定股权激励成本。

点评：

□ 香浓重新定义花生牛奶，黑牛有望成为花生牛奶第一品牌。

重新定义产品具备巨大想象空间。“怕上火喝王老吉”将凉茶从药变成饮料这个主流市场，口味上也只不过是药味转化了一下而已。一个重新定义让凉茶走向全中国，红罐王老吉 2011 年销售额达到 160 亿元，目前王老吉商标价值千亿元。定义的价值在王老吉身上完美体现。当然王老吉的成功背后还有很多的支持体系，但消费者最直接感受到的是“怕上火喝王老吉”，一个功能诉求满足了巨大的市场需求。

“香浓”重新定义花生牛奶。花生牛奶的第一品牌是银鹭，预计其花生牛奶 2011 年有望实现 60 亿元左右的销售额。银鹭花生牛奶最主要的口味是清香型的，细心的消费者在喝过银鹭花生牛奶之后会感觉到涩感。而黑牛创新性地推出“香浓”口味花生牛奶，与银鹭的清香型具有显著的口味差异，而且黑牛“香浓”花生牛奶所表达的“当花生遇上牛奶，你香我浓”让人切实感觉到了花生的烤香味和牛奶的浓稠，也许这才是对花生牛奶最好的表达。除了香浓的差异化外，黑牛还在配方中少了些人工合成甜味剂多了些蔗糖，消除了银鹭花生牛奶的饮后涩感。

包装差异化助推“香浓”差异，成就黑牛花生牛奶。黑牛花生牛奶主推利乐装，以区别银鹭花生牛奶的瓶装。包装差异化的典型成功案例有和其正瓶装凉茶区别红罐王老吉凉茶。银鹭花生牛奶主要以 PET 瓶装为主，其也有利乐砖装的，但占比很小没有形成优势，而黑牛正是抓住这一弱点快速切入，希望分一杯羹。

花生牛奶的差异化，有望走出双蛋动车的阴霾而取得成功。黑牛花生牛奶的差异化依靠口味、口感和包装的差异化来区别竞争对手——银鹭花生牛奶，显得更为感性和直接且更容易被消费者感知。而切割爽歪歪市场的双蛋动车，其双蛋白概念充满学术化，作为一个营收不高、饮料经营经验不足的黑牛，去教育消费者无疑需要太长的时间，难度较高。花生牛奶在差异化程度上的不同正体现了黑牛的进步。

未定型的花生牛奶市场是黑牛难得的发展机遇。银鹭开创了花生牛奶这一品类，其 2011 年销售额有望达到 60 亿元左右。公司定位花生牛奶第二品牌，力求实现 30-50 亿元的市场份额。花生牛奶这一市场因其在农村市场难以和牛奶区分，再加上其独特的风味而较受欢迎，例如银鹭在江西市场可以实现 10 个亿以上的销售收入。目前，花生牛奶市场成长迅速，市场结构还未定型，小品牌林立，第二品牌还未建立，这恰好是黑牛的机会，目前市场上已经有黑牛花生牛奶的假冒产品，这说明黑牛花生牛奶的知名度已开始显现。

宏伟蓝图和业绩能否兑现是资本市场关注的焦点。海军陆战队员出生的林秀浩董事长谈起黑牛的发展，给人的总是一幅广阔的蓝图，是否兑现是资本市场关注的焦点，100 亿元的销售额能够实现吗？近一年多的股价回落、估值回落正是原来高期望落空的表现。然而回落后的股价和市值在释放风险的同时也给了黑牛宝贵的时间，一个积累液态饮品经营经验的时间、组建核心团队的时间。

林秀浩董事长的人才战略、黑牛花生牛奶（液态饮品）团队是我们看好公司未来发展的重要依据。林董事长关于企业最重要的资源是人才，和这一年来到处找人才的论述，向我们展示的是公司高层抓住了企业发展的关键所在。

全面负责液态事业部的文献波副总经理是清华大学毕业，具备数十年的营销经验；此外，2011 年 8 月开始，在统一企业成长起来、并曾担任广药王老吉营销中心食品销售总监张炜带领了一个四五人的团队空降至黑牛，负责液态事业部的企划、市场、销售、研发等领域，有些人曾在知名饮料企业工作十余年，并担任中层以上干部。

市场通常会担心，广药王老吉做的不是很成功、统一也做得也不如康师傅。我们认为，企业之间成败不全是人的问题而是团队和文化的因素，市场千万不可因为广药王老吉和统一的相对弱势而对新团队不太重视，我们认为新团队会在黑牛林董事长的强大企图和黑牛文化下，与广药和统一会明显不同，例如外界看到的黑牛牵手“谋”女郎就是一个开始。

□ 黑牛“谋”女郎相得益彰

陈佩斯的“豆奶，还是黑牛好”成就了黑牛豆奶粉的形象。借助喜剧演员陈佩斯的亲和力和关联性，黑牛品牌被大江南北所熟知。

“谋”女郎带给黑牛品牌新内涵。2011 年下半年，黑牛牵手“中国纯爱象征”、“谋女郎”——周冬雨，以其清纯甜美的特质代言黑牛真醇香浓的健康饮品，与黑牛“做良心品领袖”的核心价值相呼应。当下物欲横流的社会，《山楂树之恋》让人回味了纯美的爱情，一个不是特别精灵的偶尔怯场的小姑娘周冬雨走入了人们的视野，她清纯、温顺、善良的特质带给“豆奶，还是黑牛好”这一品质诉求之外的感性诉求。除了感性诉求外，更意味着，黑牛要抓住年轻消费群体，抓住感性、崇尚自然和淳朴的消费者。总之，“谋”女郎周冬雨带给黑牛品牌的是内涵的丰富和品牌的再定位。

广告语：

黑牛花生牛奶产品篇：“我爱上了香浓黑牛花生牛奶，当花生遇到牛奶，你香我浓，香浓就是这一盒，黑牛花生牛奶。”

黑牛花生牛奶送礼篇：“今年大不同，送礼送香浓，黑牛花生牛奶，香浓就是这一盒，整箱送礼好，香浓一整年。黑牛花生牛奶。”

黑牛花生牛奶关键诉求：

“香浓就是这一盒！”

图 1 黑牛花生牛奶产品篇



资料来源：公司广告，湘财证券研究所

图 2 黑牛花生牛奶送礼篇



资料来源：公司广告，湘财证券研究所

媒体投放：

公司在 2011 年 11 月至 2012 年将在央视、江苏卫视、安徽卫视、四川卫视、山东卫视等各重量级电视媒体及网络、报刊投入巨资宣传，重磅出击，在全国掀起新一轮纯真偶像演绎饮料新贵的热议狂潮。

周冬雨更为辉煌的未来星路将进一步助推黑牛的成功。如果说《山楂树之恋》的完美表现为周冬雨打开了通往星路的大门，那电影《湘江北去》和《倾城之泪》中的上佳表现，则让人们继续期待其更为辉煌的影视力作。2011 年 8 月周冬雨因其业内认可的优秀表演而荣获第十四届华表奖最佳新人女演员奖。周冬雨的每一个成功均是对黑牛品牌的无形加分。

彩虹杯拓展传统袋装豆奶粉、麦片、芝麻糊等的消费人群

传统袋装豆奶粉、麦片、芝麻糊等固体饮料，因其需要备杯和冲调等限制使得其逐步变成了中老年人的饮品。

彩虹杯的推出，通过便利化和时尚化的包装，让固体植物蛋白饮料营养均衡的优秀特质更好地为年轻消费者接受。

目前彩虹杯系列有醇豆浆系列、早餐燕麦系列、姜茶系列、芝麻糊系列、奶茶系列等；其中，醇豆浆系列、早餐燕麦系列、姜茶系列三大产品是主导产品。公司希望把“营养彩虹杯”变为“新一代杯装”的代名词，并聘请了中国十大策划家之一的谢佩伦作为战略外协团队共同打造黑牛的明星产品。目前彩虹杯投放市场的效果不错，有望成为固态饮品新的重要增长极。

表 1 黑牛营养彩虹杯系列

彩虹杯早餐燕麦系列	彩虹杯早餐燕麦系列	彩虹杯姜茶系列	彩虹杯醇豆浆系列

资料来源：公司网站，湘财证券研究所

□ 盈利预测及估值

我们维持原预期，即公司 11-13 年的收入分别是 8.95 亿元、13.85 亿元、19.77 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.63 元、0.87 元。11 年 12 月 12 日报告中提示的**短期投资者可以回避，长期战略投资者仍可适当介入**的判断从股价随大盘调整而回调中得到了印证。我们看好公司的战略、团队、产品规划、营销推广，继续维持 8 月 30 日上调的“买入”评级，给予 2012 年 40 倍的市盈率，12 个月目标价 25 元，近日股价虽回落，但授予日的确定和股权激励成本的锁定使得后期股价具备更大的上涨自由度，重申“买入”评级。

注：公司饮品业务目前处于市场建设期，建议关注费用高增长外更多关注收入增速。

□ 重点关注事项

股价催化剂(正面)：公司产能释放，市场建设效果超预期

风险提示（负面）：市场建设低于预期

表 2 公司主要财务指标盈利预测

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	639.55	895.24	1385.20	1977.24
收入同比(%)	9.10%	39.98%	54.73%	42.74%
归属母公司净利润（百万元）	81.01	101.90	151.76	210.06
净利润同比(%)	20.44%	25.79%	48.94%	38.41%
毛利率(%)	33.10%	36.78%	36.56%	36.55%
每股收益(元)	0.34	0.42	0.63	0.87
P/E	40.94	32.54	21.85	15.79
P/B	2.70	2.52	2.31	2.07

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

附录：相关研究报告：

《专注豆奶和麦片，“双蛋白饮品”寄托未来希望》2010/03/26

《黑牛就是“牛”》2010/09/21

《10 年业绩低于预期，关注 11 年二季度末行情》2011/02/25

《管理层动力提升、产能瓶颈打开，上调评级至“买入”》2011/08/30

《新项目布局珠三角，维持“买入”评级》2011/09/18

《收入增长开始加速，费用投入加大图未来》2011/10/26

《股权激励方案获批，业绩要求微上调》2011/12/13

表 3 2011 年前三季度收入增长 23.19%，归属母公司净利润上涨 16.03%

	1H10	1-3Q10	1H11	1-3Q11	1H10 同比	1-3Q10 同比	1H11 同比	1-3Q11 同比
一、营业总收入	309.59	469.99	363.84	579.00	16.21%	10.22%	17.52%	23.19%
二、营业总成本	257.83	391.14	302.77	488.93	10.94%	6.01%	17.43%	25.00%
营业成本	204.48	310.72	231.94	374.24	11.78%	6.96%	13.43%	20.44%
营业税金及附加	2.09	3.18	2.42	4.02	3.66%	-2.29%	15.63%	26.62%
销售费用	38.53	57.56	58.22	92.97	15.17%	6.81%	51.10%	61.51%
管理费用	12.36	19.63	18.71	28.12	17.92%	23.25%	51.34%	43.24%
财务费用	0.55	-1.00	-8.85	-10.51	-84.17%	-118.54%	-	951.53%
资产减值损失	-0.19	1.04	0.34	0.08				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
四、营业利润	51.76	78.85	61.06	90.07	52.21%	37.21%	17.97%	14.23%
加：营业外收入	2.35	2.76	3.17	6.94				
减：营业外支出	0.68	0.78	0.00	1.00				
五、利润总额	53.43	80.83	64.23	96.02	49.59%	35.86%	20.23%	18.79%
减：所得税	12.95	19.47	16.34	24.81	55.20%	43.98%	26.18%	27.47%
六、净利润	40.47	61.36	47.89	71.20	47.88%	33.47%	18.32%	16.03%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00				
归属于母公司所有者的净利润	40.47	61.36	47.89	71.20	47.88%	33.47%	18.32%	16.03%
每股收益	0.17	0.26	0.20	0.30	47.88%	33.47%	18.32%	16.03%
以上同比为相对数，以下为绝对数								
	1H10	1-3Q10	1H11	1-3Q11	1H10 同比	1-3Q10 同比	1H11 同比	1-3Q11 同比
毛利率	33.95%	33.89%	36.25%	35.36%	2.62%	2.01%	2.30%	1.48%
营业税金及附加率	0.68%	0.68%	0.66%	0.69%	-0.08%	-0.09%	-0.01%	0.02%
营业费用率	12.45%	12.25%	16.00%	16.06%	-0.11%	-0.39%	3.56%	3.81%
管理费用率	3.99%	4.18%	5.14%	4.86%	0.06%	0.44%	1.15%	0.68%
财务费用率	0.18%	-0.21%	-2.43%	-1.81%	-1.13%	-1.48%	-2.61%	-1.60%
三项费用率	16.62%	16.21%	18.71%	19.10%	-1.19%	-1.42%	2.09%	2.89%
利润率	17.26%	17.20%	17.65%	16.58%	3.85%	3.25%	0.40%	-0.62%
实际所得税率	24.24%	24.08%	25.44%	25.84%	0.88%	1.36%	1.20%	1.76%
净利润率	13.07%	13.06%	13.16%	12.30%	2.80%	2.27%	0.09%	-0.76%
归属母公司净利润率	13.07%	13.06%	13.16%	12.30%	2.80%	2.27%	0.09%	-0.76%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4 2011 年第三季度收入增长为 34.14%，归属母公司股东净利润同比增长高达 11.60%

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比	3Q11 同比
一、营业总收入	169.56	182.50	181.34	215.16	6.12%	10.11%	26.06%	34.14%
二、营业总成本	149.13	166.57	136.21	186.15	11.89%	20.12%	14.31%	39.64%
营业成本	117.15	120.77	111.17	142.30	10.91%	9.49%	18.04%	33.94%
营业税金及附加	1.03	1.09	1.32	1.60	7.07%	2.91%	28.77%	47.81%
销售费用	20.29	36.73	21.50	34.74	2.89%	78.38%	19.79%	82.59%
管理费用	17.28	9.25	9.46	9.41	231.08%	72.83%	34.93%	29.45%
财务费用	-5.42	-1.34	-7.51	-1.66	-417.77%	-197.63%	819.40%	6.63%
资产减值损失	-1.20	0.06	0.28	-0.25				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
四、营业利润	20.43	15.93	45.13	29.01	-22.92%	-41.14%	82.77%	7.09%
加：营业外收入	5.53	1.82	1.35	3.77				
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	1.00				
五、利润总额	25.96	17.75	46.48	31.78	-8.40%	-36.56%	82.70%	15.98%
减：所得税	6.31	4.75	11.59	8.47	-10.49%	-30.22%	88.72%	30.01%
六、净利润	19.64	13.00	34.89	23.31	-7.70%	-38.60%	80.79%	11.60%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00				
归属于母公司所有者的净利润	19.64	13.00	34.89	23.31	-7.70%	-38.60%	80.79%	11.60%
每股收益	0.08	0.05	0.15	0.10	-7.70%	-38.60%	80.79%	11.60%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比	3Q11 同比
毛利率	30.91%	33.82%	38.70%	33.86%	-2.98%	0.38%	4.16%	0.10%
营业税金及附加率	0.61%	0.60%	0.73%	0.75%	0.01%	-0.04%	0.02%	0.07%
营业费用率	11.97%	20.12%	11.85%	16.15%	-0.38%	7.70%	-0.62%	4.28%
管理费用率	10.19%	5.07%	5.21%	4.38%	6.92%	1.84%	0.34%	-0.16%
财务费用率	-3.20%	-0.73%	-4.14%	-0.77%	-4.27%	-1.56%	-3.57%	0.20%
三项费用率	18.96%	24.46%	12.93%	19.75%	2.28%	7.98%	-3.85%	4.32%
利润率	15.31%	9.73%	25.63%	14.77%	-2.43%	-7.16%	7.95%	-2.31%
实际所得税率	24.33%	26.76%	24.94%	26.65%	-0.57%	2.43%	0.79%	2.88%
净利润率	11.58%	7.12%	19.24%	10.84%	-1.73%	-5.65%	5.82%	-2.19%
归属母公司净利润率	11.58%	7.12%	19.24%	10.84%	-1.73%	-5.65%	5.82%	-2.19%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5 预测利润表和资产负债表

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	772	581	699	营业收入	640	895	1385	1977
现金	873	593	300	300	营业成本	428	566	879	1255
应收账款	6	13	20	29	营业税金及附加	4	6	9	13
其他应收款	0	1	2	3	营业费用	78	148	222	316
预付账款	65	67	114	158	管理费用	37	58	83	109
存货	78	97	146	210	财务费用	-6	-15	-6	8
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	335	730	1207	1643	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	440	864	1372	营业利润	99	131	198	276
无形资产	81	93	104	100	营业外收入	8	5	5	5
其他非流动资产	46	198	239	171	营业外支出	1	0	0	1
资产总计	1357	1502	1788	2342	利润总额	107	136	202	280
流动负债	119	175	341	730	所得税	26	34	51	70
短期借款	0	0	86	370	净利润	81	102	152	210
应付账款	26	38	57	82	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	93	137	197	278	归属母公司净利润	81	102	152	210
非流动负债	12	12	12	12	EBITDA	111	135	228	347
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.42	0.63	0.87
其他非流动负债	12	12	12	12	获利能力				
负债合计	131	187	352	742	毛利率(%)	33.10%	36.78%	36.56%	36.55%
少数股东权益	0	0	0	0	ROE(%)	6.61%	7.75%	10.57%	13.13%
股本	134	240	240	240	ROIC(%)	19.42%	11.96%	11.67%	12.66%
资本公积	870	763	763	763	估值比率				
留存收益	223	311	432	597	P/E	40.94	32.54	21.85	15.79
归属母公司股东权益					P/B				
益	1226	1315	1436	1600		2.70	2.52	2.31	2.07
负债和股东权益	1357	1502	1788	2342	EV/EBITDA	22.06	18.09	10.73	7.04

数据来源:公司公告,湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。

在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。