

黑牛食品 (002387.SZ) 其它饮料行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

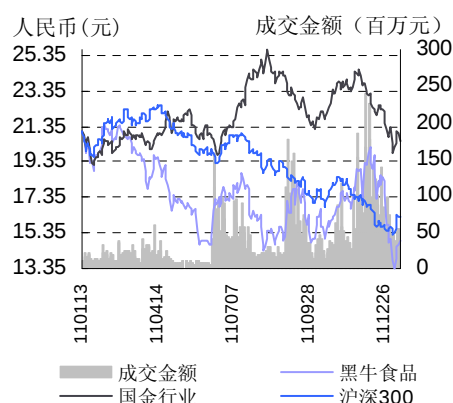
市价 (人民币): 14.88 元

目标 (人民币): 17.60 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	60.30
总市值(百万元)	3,575.66
年内股价最高最低(元)	21.53/13.35
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



顺势得天时, 推新得地利, 稳定得人和

公司基本情况 (人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.673	0.607	0.403	0.587	0.749
每股净资产(元)	2.82	9.18	9.91	10.97	12.32
每股经营性现金流(元)	1.46	0.19	1.37	1.92	1.80
市盈率(倍)	N/A	64.02	36.89	25.36	19.86
行业优化市盈率(倍)	83.05	102.64	100.53	100.53	100.53
净利润增长率(%)	19.39%	20.44%	19.64%	45.46%	27.73%
净资产收益率(%)	23.88%	6.61%	7.33%	9.63%	10.95%
总股本(百万股)	100.00	133.50	240.30	240.30	240.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 液态产品经过了 2 年渠道培育和产品甄选进入发力期, 空中广告和植物蛋白饮料迅猛增长势头推动液态产品向十亿进发。公司以双蛋动车和花生牛奶进军液态植物蛋白饮料市场, 经过 2009、2010 两年的渠道梳理和品类甄选, 目前进入发力期, 配合空中广告攻势和植物蛋白饮料市场十二五期间 30% 的 CAGR, 向十亿量级的冲刺进程会进一步加速。
- 冲调产品消费需求稳中有升, 业务市场和创新领域有爆发增长潜力。全国老龄化加速使冲调产品需求稳中有升, 从永和豆浆进军冲调类产品后增长迅速的案例来看, 冲调产品的发展仍有很大空间。目前的肯德基、麦当劳等连锁食品企业均推出了冲调豆奶饮品, 公司业务市场有可能进一步发力; 公司产品的速溶性极佳, 公司以此为核心推出的以豆奶主打的系列杯装冲调产品以及其他多口味豆奶产品为固态产品的发展创造了新增长点。
- 通过强执行力转化为强渠道力, 布局三四线城市并在重点省份形成基地市场。所有的行业趋势、消费者需求都只是外因, 对渠道的定位以及在深度、广度上的构建才是核心。公司的目标明确, 即增长最快且公司渠道扎根最深的三四线城市重点省份是发展核心, 秉承与经销商共同成长信念、选取具潮汕精神的经销商是构建渠道强执行力和长期成长力的落地之举。
- 2012 和 2013 年新产能消化得到保障, 以销地布局产地向全国化企业进军。2012E、2013E 预计固态饮品产能分别增加 1.6 万吨和 0.7 万吨, 而液态产能分别增加 10 万吨和 13 万吨, 进入产能集中释放的时期。公司目前的重点销售区域为山东\安徽\湖南\江西\河南\四川\陕西、安徽的新增产能主要为配合目前现有市场的进一步挖掘; 而规划的苏州和广东市场则紧盯植物蛋白饮料的潜力消费区域长三角和珠三角地区, 为未来全国化销售做进一步准备。

投资建议和估值

- 预计公司 2011E-2013E 的 EPS 分别为 0.403 元、0.587 和 0.749 元。公司销售基数低、业绩增长确定性强、且依靠现有渠道随时可能推出超市市场预期的新品类, 我们认为应给予公司 30x 2012E EPS, 相当于 0.92x PEG, 目标价 17.60 元, 相对于当前股价有 18.3% 的上升空间, 给予买入评级。

风险

- 产能建设速度低于预期; 经济下滑使可选消费品需求下降。

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

赵晓媛

联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

内容目录

一、冲调类需求稳健，液态奶进入发力期，产能随销售全国落子.....	3
1、冲调产品需求稳定，豆奶粉行业近年亮点颇多	3
2、液态品类增长带动品牌增长，定位于植物蛋白饮料做差异化.....	5
二、地面渠道推进、空中广告造势，保障新增产能消化.....	9
1、城市布点乡村布局，多年渠道+人员拼杀精神最适合推新品	9
2、空中广告集中投放卫视频道，液态产品造势进一步加强	11
三、盈利预测和估值	12
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

图表 1：豆奶粉和液态产品是目前收入的主要来源.....	3
图表 2：豆奶粉和液态产品是目前利润的主要来源.....	3
图表 3：豆奶粉行业内各个公司的市占率（2008）	4
图表 4：维维、黑牛豆奶粉的豆奶粉业务收入对比.....	4
图表 5：黑牛以杯装豆奶为主打的杯装产品是冲调型植物蛋白饮料的创新	4
图表 6：公司冲调产品产能扩张预测	5
图表 7：公司最新产能进展情况	5
图表 8：饮料行业子行业的销售规模和增长（2010）	6
图表 9：主要植物蛋白饮料单品销售规模（亿，2010）	6
图表 10：含乳及植物蛋白饮料近年增速超软饮料（%）	6
图表 11：含乳及植物蛋白饮料在软饮料中占比逐年提高.....	6
图表 12：公司主要豆奶相关产品	8
图表 13：公司液态产品产能扩张预测	8
图表 14：公司最新产能进展情况	8
图表 15：华东、华中、东北的销售占比较高.....	9
图表 16：华东和华中是传统优势市场，增长速度快.....	9
图表 17：公司产能和重点市场分布（橘红色为重点市场）	10
图表 18：液态事业部在成长阶段，对经销商的选择以成长为前提	11
图表 19：周冬雨代言公司的花生牛奶产品符合公司产品的健康定位.....	11
图表 20：公司主要业务预测.....	12
图表 21：以相对估值法确定的 17.6 元目标价相对 FCFE 贴现 27.83 的目标价有 36.0%的折价.....	13

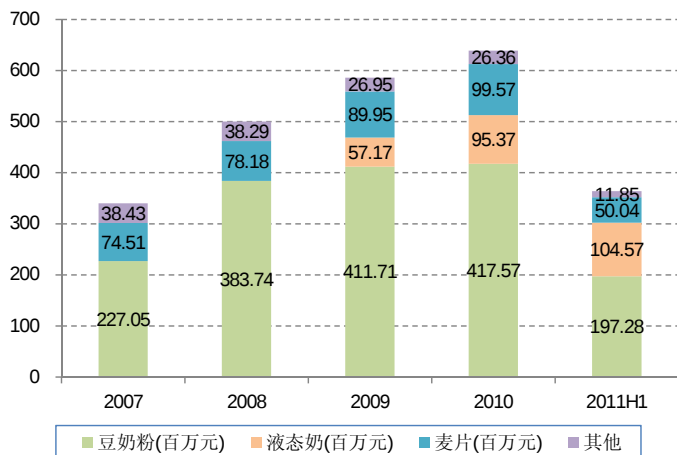
一、冲调类需求稳健，液态奶进入发力期，产能随销售全国落子

1、冲调产品需求稳定，豆奶粉行业近年亮点颇多

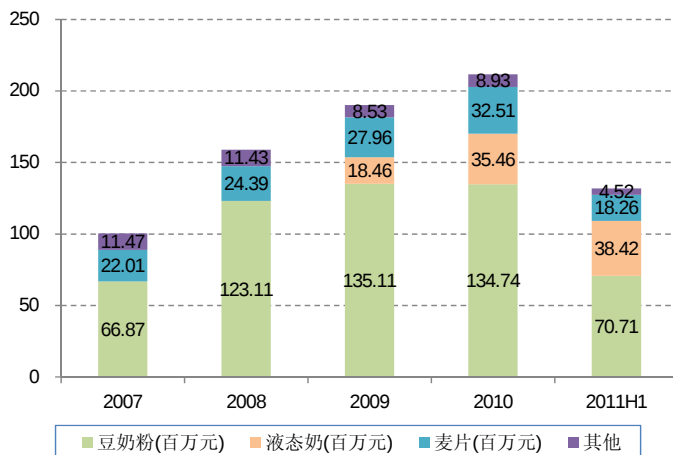
■ 冲调（豆奶粉和麦片）和液态产品（双蛋动车和花生牛奶）收入七三开

- 公司的主营业务分冲调和液态两块，二者七三开。固态/冲调产品包括豆奶粉、麦片以及其他谷物类冲调饮品，2011H1 冲调产品收入占公司营业收入超过 70%，豆奶粉、麦片、芝麻糊、核桃粉，分别占销售收入的 54.22%、13.75%、2.23%和 0.99%；液态产品包括双蛋动车系列和花生牛奶系列，2011H1 液态产品收入占公司营业收入 28.74%。

图表1：豆奶粉和液态产品是目前收入的主要来源



图表2：豆奶粉和液态产品是目前利润的主要来源

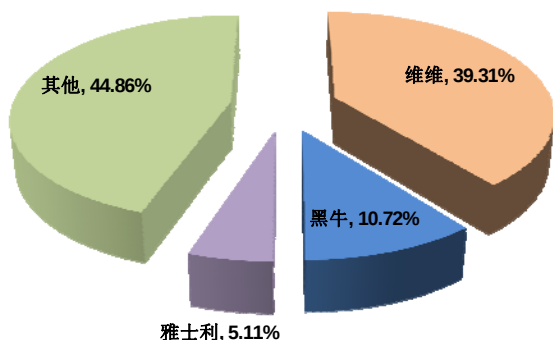


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 全国第二大豆奶粉生产商，豆奶粉行业基础好但缺少触发增长因素

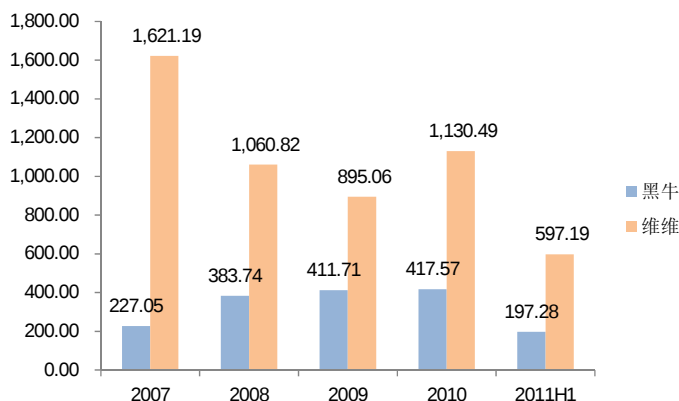
- 中国豆奶粉总市场容量在 35-40 亿，行业整体增速不高，有巨大潜力但缺少引爆条件。目前，由于中国植物蛋白的传统消费习惯以及豆奶的均衡营养，豆奶粉具备良好的群众基础，单个公司易凭借自己的品牌和创意产品突破原有市场并挖掘出新的潜在消费人群。产业资本进入较少实际上使豆奶粉行业缺少将内部优势向外部市场转换的市场声音，需要参与者共同将市场蛋糕做大，我们认为豆奶粉行业具备长期发展的基础，2008 年益海嘉里进入豆奶粉行业，收购东北老牌豆奶粉企业晨星岛即是为未来冲调类植物蛋白饮料产品做铺垫。
- 公司 2010 年豆奶粉产能 3.5 万吨，产量超过 3.8 万吨，是全国第二大豆奶粉生产企业，在 2006-2008 年豆奶粉市场的市占率分别为 4.25%、10.31%和 10.72%（数据来源：公司招股书），仅次于维维豆奶（销售规模~10 亿）且市占率逐年上升。目前豆奶粉行业约有 100 多家企业，市场规模在 30 万吨左右。公司的最大竞争对手维维股份近年来豆奶粉销售收入变动不大，但仍占有~30%的市场份额，继续保持着行业龙头地位。与此同时公司豆奶粉销售收入实现高速增长，2007 年同比增长 182.17%，2008 和 2009 分别实现同比增长 69.01%和 7.29%（2009 年主要受到产能限制增长有限），同期维维豆奶几无增长。
- 定位坚定：黑牛是少见的专注于植物蛋白冲调和即饮产品的上市公司。维维股份采取多元化策略，分别涉及豆奶粉、乳品和商品贸易等行业，导致近三年来豆奶业务增长缓慢。维维股份的多样化经营，使其豆奶粉销售收入增长速度低于豆奶粉行业平均发展水平。相反，公司得益于对豆奶粉主业的专注，在部分区域市场成功蚕食竞争对手市场份额。雅士利近几年专注于奶粉业务，对于豆奶粉业务采取任其自然增长的态度。

图表3：豆奶粉行业内各个公司的市占率（2008）



来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表4：维维、黑牛豆奶粉的豆奶粉业务收入对比



■ 从永和推冲调品看固态饮品发展，创新产品&业务市场或进一步推动增长

- 从永和豆浆进军冲调类产品后增长迅速的案例来看，冲调产品的发展仍有很大空间。永和豆浆原是连锁豆浆企业，从 2008 年起推广冲调类豆浆，通过“永和豆浆”积累的声誉发展迅速，冲调产品 3 年内销售近亿。我们认为这处于两方面的原因，一方面是对纯植物蛋白饮品的需求在中国有扎实的基础，另一方面表明冲调型饮品的需求仍有开发空间。同时，在中国老龄化加速的背景下，由于冲调类产品具有经济性、符合慢生活需求，以及满足中老年人对热饮的偏好，这一品种的需求从大方向上来看仍会是稳步提升的。
- 对于食品企业来讲，创新是十分重要的，以杯装豆奶为代表的彩虹系列是冲调饮品的新卖点，品牌提升效果在当下大于对收入的提升。彩虹杯装豆奶引领固态豆奶消费新潮流，杯装奶茶的消费者正是公司渠道深入的三四线城市。90 年代以来，固态豆奶粉的消费主要在家庭成员有空闲时间完成，对即饮性要求不高。但是近年来，生活速度的提升使传统的冲调豆奶粉受众逐渐转向老年人和喜欢热饮、便捷的女性。但是，黑牛彩虹系列的推出配合了当前快节奏生活中对即饮和便利性的需求，香飘飘奶茶的成功也是迎合了这一需求。香飘飘奶茶目前已经达到 20 亿/年的销售额，豆奶以杯装形式推出或引领新一轮消费潮流。
- 肯德基、麦当劳等连锁餐饮企业均已推出冲调豆浆产品，公司产品或进一步进入业务市场。随着植物蛋白饮料的安全性和营养美味性得到进一步认识，连锁餐饮企业已领先一步推出相关豆奶、豆浆产品，公司产能释放后或能参与业务市场。

图表5：黑牛以杯装豆奶为主打的杯装产品是冲调型植物蛋白饮料的创新

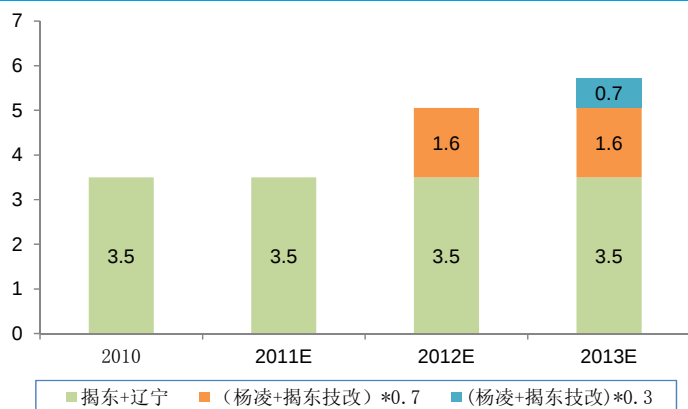


来源：公司网站，国金证券研究所

■ 产能是黑牛冲调产品的瓶颈之一，2012 年产能集中释放。

- 黑牛 2009、2010 年的销售受制于产能。黑牛豆奶粉业务 2008-2010 的增长率分别为 69.2%、7.3%和 1.5%，2009、2010 年没有增长主要是受限于产能，2009-2010 年公司豆奶粉产能都为 3.5 万吨没有增长。预计 2012E 年杨凌 1.5 万吨豆奶粉投产和揭东 0.72 万吨技改都在明年上半年完成，2012E 年底产能会从 3.5 万吨增加到 5.72 万吨。
- 2011 年产能并无明显增长，2012 年产能集中释放。杨凌年产 1.5 万吨豆奶粉项目、揭东增产 0.72 万吨的豆奶粉生产线技改扩产项目都将与 2012 年上半年全部投产（技改不光是产能的扩张，在产品品质上亦有提升）。杨凌的产能总计 1.5 万吨，投产后第一年达产 70%，第二年达产 100%；揭东产能能在原有基础上增加 7200 万吨，投产后第一年达产 70%，第二年达产 100%（2011 年 8 月底已竣工投产）；2011 年全年，因募投项目大范围投产会在 2012 年，且揭东技改影响部门产能使用，使全年固态豆奶粉产能没有明显增加，预计全年固态豆奶粉销量仍为不到 4 万吨。

图表6：公司冲调产品产能扩张预测



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司最新产能进展情况

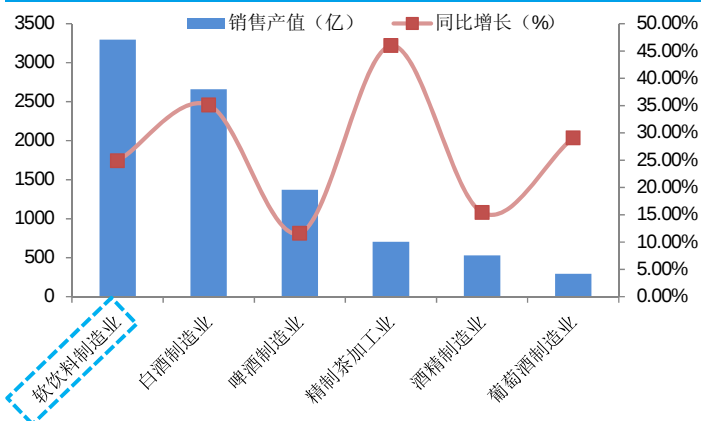
项目名称	预计达产时间	当前
安徽12万吨液态豆奶工程	2012年上半年	已有部分花生牛奶和PET双蛋动车生产
苏州4万吨液态项目饮品	2013年底	奠基
广州9万吨液态豆奶项目	2013年底	--
杨凌1.5万吨豆奶粉项目	2012年上半年	正在调试
揭东0.72万吨豆奶粉技改项目	2012年上半年	正在调试
麦片扩产0.558万吨	2012E中期	
芝麻糊0.45万吨	2012年底	

2、液态品类增长带动品牌增长，定位于植物蛋白饮料做差异化

■ 植物蛋白饮料品类增长确定，本质原因是均衡营养需求和饮料结构调整

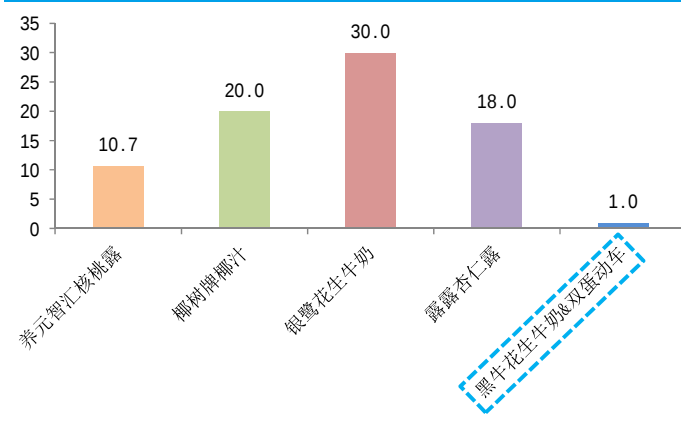
- 软饮料和植物蛋白饮料的高增长趋势确定，植物蛋白饮料在十二五期间的复合增长率预计达到 30%。从豆奶这一品类来看，从价格上看，中国的豆奶高端化还没有起步，从消费上看，香港、新加坡、日本人均包装豆奶的消费量相当于我国的十倍以上。“十一五”饮料年复合增长 24%，饮料协会保守预计“十二五”期间总量仍有 12-15%的年均增速，其中植物蛋白饮料可达 30%。从豆奶产品看，目前全国工业化的液态豆奶类产品产销量 30 万吨，产值约 20 亿元。

图表8：饮料行业子行业的销售规模和增长（2010）



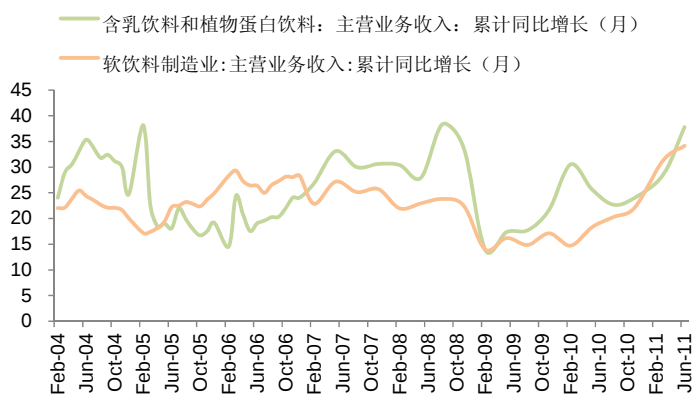
来源：Wind，养元智汇招股书，网络资料，国金证券研究所

图表9：主要植物蛋白饮料单品销售规模（亿，2010）



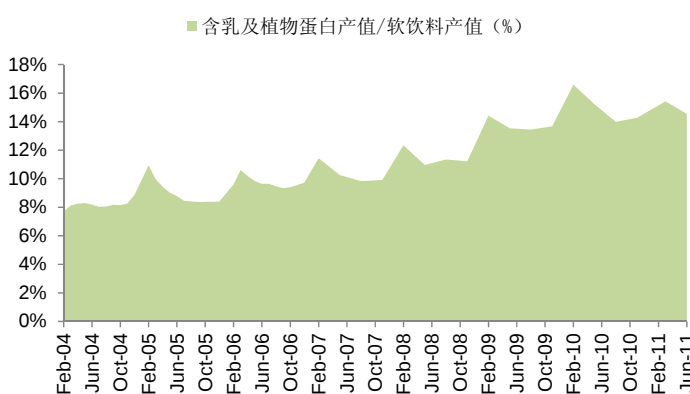
- 牛奶信任度下降带来的不仅仅是事件性机会，植物蛋白饮料和动物蛋白饮料应该寻到它们之间应有的平衡，植物蛋白饮料相比牛奶更适合日常饮用，日本的植物蛋白饮料与牛奶消费之比>1:1。2008年三聚氰胺事件后，维他奶增长被触发，2008年同比增长超过40%，2008-2009H1销量同比增长60%。由于中国豆奶产业之前作为计划经济的产物，与市场接轨能力不够，产业资本参与较少，整体对豆奶和植物蛋白饮料的宣传度也很低，所以豆奶的健康、营养、均衡优点并未得到广泛的认可，随着三聚氰胺、黄曲霉素事件引起人们对其他蛋白型产品的寻找，植物蛋白饮料的优越性会逐步被认识，从趋势上来说，只有健康型饮品才是真正符合长期发展趋势的，这样的增长也才是稳固的，植物蛋白饮料长期发展能力是基于自己的品质核心的，随着行业市场化运营的深化，植物蛋白饮品会成为健康饮品的新发展趋势。

图表10：含乳及植物蛋白饮料近年增速超软饮料（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表11：含乳及植物蛋白饮料在软饮料中占比逐年提高



- 看 1-2 年花生牛奶：优异品类的追随者，顺势而为打造液态经营体系
 - 花生牛奶的行业高增长和银鹭高增长，消费者习惯已经培养完成。花生牛奶这一品类的成长基本可以概括为是由银鹭是引领市场的增长，目前银鹭的花生牛奶销售超过 30 亿，全国有 100-200 个品牌。
 - 花生牛奶已经由单品发展成品类，目前的市场规模在 150 亿左右，公司花生牛奶采取跟随策略，主要在渠道力强的安徽、河南、四川等地进行推广。公司一开始推出的液态饮品双蛋动车主打植物蛋白+动物蛋白，在概念上超前，而消费者教育和市场培育不足，与此同时，在银鹭的带领下，花生牛奶行业发展迅速，已经从单一产品发展成植物蛋白饮料的一个品类。我们认为，花生牛奶这一品类缺少行业第二，公司在 2011 年预计销售规模仅为 3 个亿左右，仅为银鹭的不到十分之一，凭借公司优异的品牌和在重点市场的品牌力，公司有成为花

生牛奶的行业第二，未来收入预计可超过 10 亿。目前公司花生牛奶重点在原有冲调产品的基地市场如安徽、山东、河南进行推广，公司在重点省份进行推广的策略是能够最优最快实现收入和利润的，一方面是因为公司在这些区域的品牌力已经渗透深入，另一方面，从六个核桃来看，2010 年 10 亿的销售收入有 93.7%来自于河北、河南、山东三个省份，攻打重点省份策略符合饮料的发展路径。

- **“又香又浓”和“利乐装”使产品区别于银鹭花生牛奶，在花生牛奶行业消费者需要第二选择。**凭借多年植物蛋白饮料的生产经验，公司在花生牛奶探索出“纳米乳化”技术，使产品口味定位于“又香又浓”，区别于银鹭的清香型产品，这在口味上使消费者对于花生牛奶产品有了第二种选择；另外，由于银鹭主攻的产品是 PET 瓶装，在典型伴餐和礼品市场上缺少相应的利乐装花生牛奶产品，黑牛花生牛奶主打的利乐装走出了差异化的关键一步，填补了市场需求。公司在广告中打出的“香浓就是这一盒”、“花生牛奶还有黑牛”对公司“香浓”、“盒装”以及给消费者新选择的概念表达明确。
- **看 2-5 年，有备之战，豆奶品种和健康营养消费趋势推动总量增长**
 - **预防心血管疾病趋势使发达国家更推崇植物蛋白饮料：豆奶被尊为日本的国家干邑，而欧美地区植物豆奶消费增长更为迅速，且中高档产品占比高，平均单价高于牛奶。**豆奶以其丰富的营养和优质的口感风靡港台、日本、美国和欧洲，其中香港地区人均消费 12 公斤、台湾地区 2.6 公斤、新加坡地区 6.7 公斤、美国 5.3 公斤，而国内人均消费量仅为 0.8 公斤。据日本《食品与科学》杂志报道，2007 年日本人均消费 550g 大豆加工的豆奶，若按照每 25g 大豆可加工 1 升豆奶计算，则日本人均年消费豆奶 22 升左右（中国则仅为 0.3 升）。美国大豆消费从 1992 年的 8.52 亿美元增长到 2005 年的 47 亿美元（中国目前仅约 4 亿美元），2003 年北美市场新开发的大豆蛋白食品品种有 952 个，2004 年增加到 1403 个。
 - **豆奶是升级版豆浆，脱去了豆浆中含有的有害成分，口感更细腻适宜人群更广。**豆奶是在豆浆基础上进行高温加热、脱臭、高压均质等过程制得，普通豆浆存有大量凝血素、胰蛋白酶抑制剂、甲状腺素等抗营养因子，这些抗营养因子影响人体对营养的吸收，煮不熟很容易造成食物中毒。由于普通豆浆加工方法不能有效去除豆浆中的有害物质，所以人体对普通加工方法制成的豆浆吸收率较低，仅为 40%—50%；豆奶因为大量消除抗营养因子使人体营养吸收率相对很高，可以达到 95%以上。目前家用豆奶机的出现就是以更高营养吸收率作为核心功能之一。
 - **豆奶饮品“双蛋动车”概念超前需要时间，但趋势十分有利。**液态豆奶产品的主要生产销售企业有杨协成食品饮料有限公司、维他奶国际集团有限公司、北京二商希杰食品有限公司、杭州豆制食品有限公司、北京豆豆厨食品有限公司等，目前形成全国性主导品牌的有杨协程和维他奶。从口感上说，豆浆对豆奶虽然有替代作用，但是豆浆的口感不适合将其作为日常饮品引用，而豆奶的营养性、受众更广的口味以及植物蛋白饮料的安全性使星巴克也已经引入了液态豆奶品种。

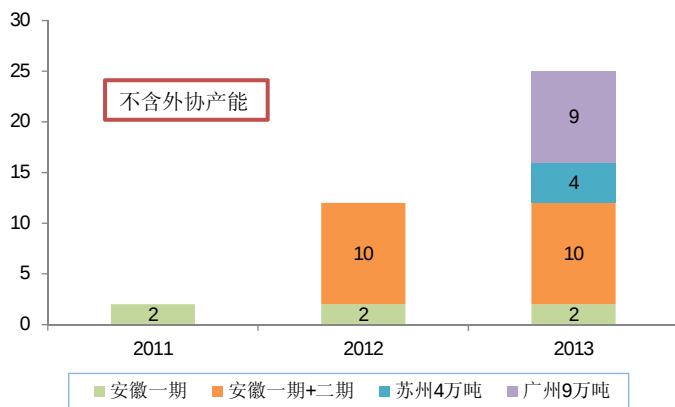
图表12：公司主要豆奶相关产品



来源：公司网站，国金证券研究所

- 豆奶行业有爆发底蕴，公司已经准备好为此一战。公司超募资金专门用来扩大豆奶研发规模，扩大产品类型，不断推出新品。大豆饮品品类丰富，在美国和日本，包括发酵型的大豆酸奶、以及加气的豆奶饮料，目前单价较高的高端品种都在公司的规划之内，为下一个消费潮流的来临做准备。
- 产能：外协和 OEM 搭配，以销地布局
 - 液态饮品具有 500 公里的运输半径，因为花生酱不能远距离配送，以销地布局产地是必然选择。公司基于未来的市场规划布局产能，在消费潜力最大的长三角，公司有安徽 12 万吨的液态生产线和苏州 4 万吨液态生产线谋求未来发展，在广东地区，公司 9 万吨液态产能能够在条件成熟时期与维他奶抢夺市场份额。同时，公司有外协产能，在产能不足的时候做到有力支撑。

图表13：公司液态产品产能扩张预测



来源：公司公告，国金证券研究所 注：不含外协产能

图表14：公司最新产能进展情况

项目名称	预计达产时间	当前
安徽12万吨液态豆奶工程	2012年上半年	已有部分花生牛奶和PET双蛋动车生产
苏州4万吨液态项目饮品	2013年底	奠基
广州9万吨液态豆奶项目	2013年底	--
杨凌1.5万吨豆奶粉项目	2012年上半年	正在调试
揭东0.72万吨豆奶粉技改项目	2012年上半年	正在调试
麦片扩产0.558万吨	2012E中期	
芝麻糊0.45万吨	2012年底	

二、地面渠道推进、空中广告造势，保障新增产能消化

1、城市布点乡村布局，多年渠道+人员拼杀精神最适合推新品

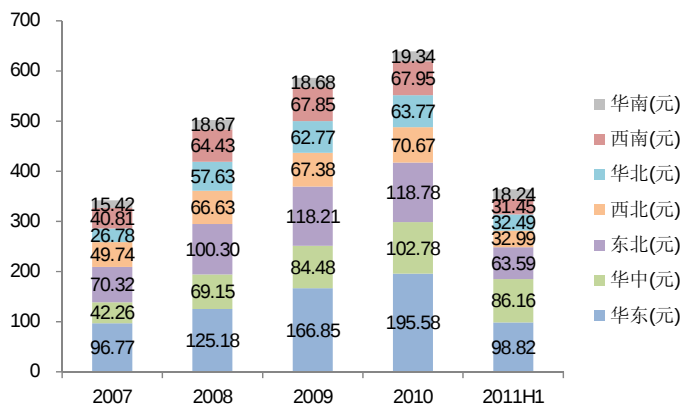
■ 三四线市场是优势是市场，固态产品渠道时间长基础好，液态进入发力期

- 公司共有 600 家左右的固态产品经销商，不到 200 家液态产品经销商，销售人员约 400 人，其中液态事业部 100 人左右，从数目上看经销商和销售人员的比例为 2: 1，渠道还未进入精耕阶段。公司的营销架构分为固态和液态事业部，以省级为中心设省级经理，我们认为公司海陆两栖的战略使渠道划分和管理明晰，能充分区别固态和液态产品的动销特点施行不同的战略规划。
- **固态产品渠道：**公司产品在三四线城市渠道上很受认可，黑牛家族后续产品进入顺利。公司的渠道能力主要由固态产品积累，凭借与经销商共成长的信念对经销商进行管理，在渠道商与经销商实现双赢。公司所谓“车销模式”就是代替经销商进行运输，将产品在县乡市场的终端做到积极配送、有效管理，并为销售人员积累一手资料，为后续的 SKU 管理决策提供基础性数据。凭借与经销商以及终端的良好关系，公司在三四线城市很受认可，为黑牛家族后续产品进入提供了坚实的基础。
- **液态产品渠道：**食品饮料行业的渠道力以执行力为主要胜出要素，已经走过了 1-2 年的渠道培养期。由于液态产品动销快，液态销售团队更需要有拼搏精神，公司的营销模式是沿袭固态与经销商共同成长，加之潮汕人的拼搏精神，液态产品渠道的拓展会走过数个从量变到质变的过程。

■ 跟随王老吉的重点省份突破策略，以重点省份实现收入稳固增长。

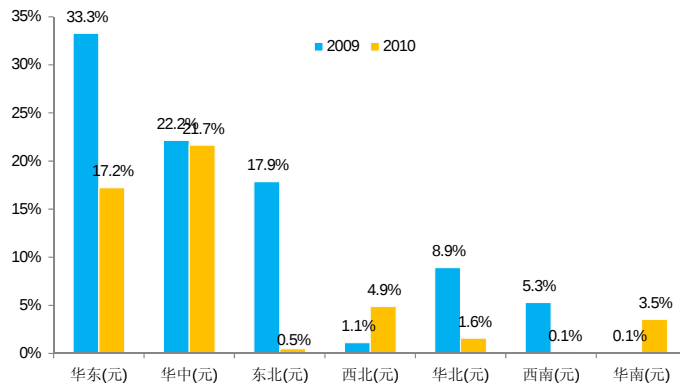
- 公司的重点销售地区是华东和华中地区，同时也是增长最快的地区，重点省份在山东\安徽\湖南\江西\河南\四川。

图表15：华东、华中、东北的销售占比较高



来源：公司公告，国金证券研究所

图表16：华东和华中是传统优势市场，增长速度快



- 增长主要来源于华东地区和华中地区，即仍然来源于公司主要根据地安徽河南和其周边省份。根据 2-8 原则，以优势区域撬动销售，用最小的资源投入获得最大的回报在饮料市场中体现的尤为明显，以王老吉为例，其 160 亿左右的销售大多数由若干个重点省份贡献，只有找好重点区域和基地市场才能实现规模效应，使新进入的饮料品类有长久和稳定的发展。

■ 生产布局结合销售进行，对销售网络有进一步支持。

图表17: 公司产能和重点市场分布 (橘红色为重点市场)



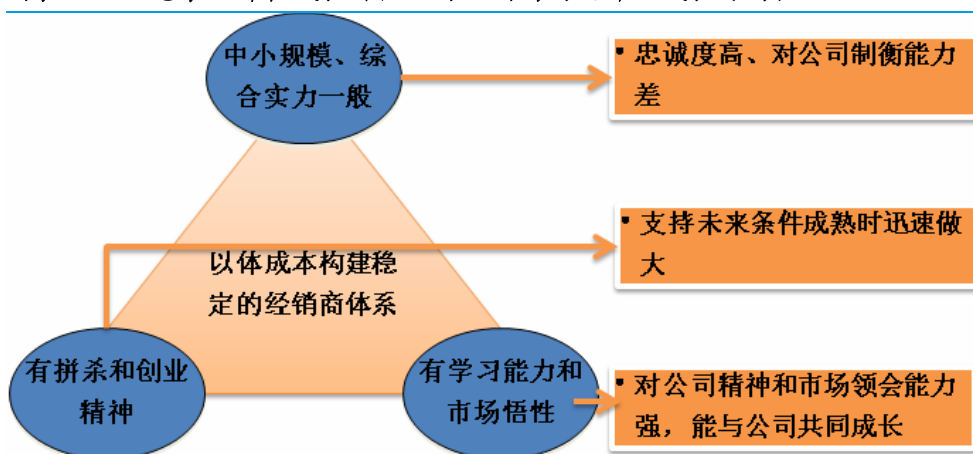
来源: 国金证券研究所, 陕西杨凌、安徽在 2012E 上半年达产, 安徽在 2012E 达产, 江苏在 2013E 达产

- **固态产品: 在产能支持下挖掘已有经销商潜力。**公司目前亿级左右的市场包括安徽、河南、山东, 我们认为, 公司在优势市场的巩固来自于产品品质和多年的渠道经营。随着陕西产能布局的完成, 公司对西南地区辐射会进一步加强 (固态产品的经济运输半径在 1000 公里以内), 且赢利性更加。另外, 四川、陕西、河南的市场增长会得到产能的有效支撑有进一步空间。我们认为, 黑牛的经销渠道还有进一步深化的潜力。目前固态产品有 600 个左右的经销商, 销售额在 4 亿左右, 单个经销商的平均销售规模约 67 万, 这还是包含了十个左右的千万级别经销商拉高了平均数, 我们认为, 公司下一步的增长并不来自于招商范围的扩大, 而是来自已有经销商的深化和挖掘, 按照单个经销商平均 100 万/年的销售规模预测, 公司已有经销商至少能支持 2 万吨产能的消化。
- **液态产品: 动销积极, 注重经销商共同成长, 乘行业迅速发展之势做正确的事。**我们认为植物蛋白饮料行业的高增长来源于低基数、植物蛋白和动物蛋白饮料比例的不匹配、健康意识的提升以及植物蛋白饮料产品的不断开发。由于有多年做冲调饮品的经验, 黑牛做植物蛋白饮料有先天的优势, 产品质量上公司可以做到先胜一筹。在渠道上, 由于冲调饮品和液态饮品的功能性和受众重叠度不高, 所以二条渠道不能共用, 液态渠道需要重新建立。

现有经销商潜力的发掘。公司在 2009、2010 年液态奶刚刚起步的阶段, 需要的是以低成本构建稳定的经营体系, 此时选用的经销商条件就必须是: 规模不大 (忠诚度高、对公司制衡能力差)、有拼劲和创业精神 (支持未来条件成熟时迅速做大)、有学习能力和视察概念五行 (对公司精神和市场领会能力强, 能够与公司共同成长)。我们认为, 有了这样的经销商体系, 液态事业部的成长特点会在 2011 年下半年延续, 目前液态事业部的经销商在接近 200 家, 人均销售额以 2011 年上半年收入 (1.04 亿) 计为 100 万/年, 以行业平均 150 万-200 万/经销商/年的销售规模看, 合理的销售收入在 3-4 亿。

未来经销商数目的扩大。以养元智汇招股书 (申报稿) 进行参考, 养元智汇经销商数目 2008-2010 年 3 年分别为 350 家、591 家和 900 家, 2009-2010 年同比增长分别为 68.9%和 52.3%, 同期销售收入为 2.85 亿、5.25 亿和 10.77 亿, 2009-2010 年增长为 84.5%和 105.2%。而黑牛食品目前的经销商仅有不到 200 家, 预计 2011 年销售收入不到 3 亿, 我们认为, 为了尽快进入 10 亿元饮料俱乐部的行列, 公司会在恰当的时机再扩张经销商。

图表18: 液态事业部在成长阶段, 对经销商的选择以成长为前提



来源: 公司资料, 国金证券研究所

2、空中广告集中投放卫视频道, 液态产品造势进一步加强

- 以周冬雨代言液态产品在卫视频道精准投放, 非诚勿扰等热门节目助力公司产品在三四线城市拓展
 - 公司十分重视广告投入对品牌建设的驱动作用, 定位卫视与公司产品的主要受众一致。曾经在春节央视广告投入上千万。央视投入广告主要服务于招商需要, 实际上对于渠道尚未展开的企业并无必要, 我们认为公司的广告投入向卫视转向是十分正确的。用卫视组成投放网络是区域性产品的高性价比选择, 卫视投入产出好, 农村家庭也可以收看, 公司重点基地市场在三四线城市和县乡, 与卫视的受众一致。目前, 江苏卫视非诚勿扰的广告已于 2010 年 12.1 开播。
 - 空中和地面配合, 液态产品经销商经过 1-2 年的培育期刚好到发力阶段, 广告让经销商更有信心, 同时进一步推动地面渠道的爆发。液态产品渠道经过了 2009、2010 年的摸索, 通过 2011E 上半年销售的爆发表明目前已经进入发力阶段, 此时大举投入空中广告并找到周冬雨对公司的液态产品进行代言无疑是对渠道爆发的进一步巩固, 空中地面拓展的结合为未来液态产品向十亿量级发展打下坚实基础。

图表19: 周冬雨代言公司的花生牛奶产品符合公司产品的健康定位



来源: 公司资料, 国金证券研究所

三、盈利预测和估值

图表20：公司主要业务预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
豆奶粉						
平均售价（元/吨）	11,281.60	10,763.00	10,978.26	11,197.83	11,421.78	11,650.22
增长率（YOY）	12.14%	-5.41%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
销售数量（吨）	34,015.00	38,251.90	38,036.08	39,937.88	47,925.46	50,321.73
增长率（YOY）	50.71%	20.00%	-0.56%	5.00%	20.00%	5.00%
销售收入（百万元）	383.74	411.71	417.57	447.22	547.39	586.26
增长率（YOY）	0.00%	0.00%	1.42%	7.10%	22.40%	7.10%
毛利率	32.08%	32.82%	32.27%	33.00%	33.00%	33.00%
销售成本（百万元）	260.64	296.64	282.83	299.64	366.75	392.79
增长率（YOY）	62.71%	13.81%	-4.66%	5.94%	22.40%	7.10%
毛利（百万元）	123.10	138.95	134.74	147.58	180.64	193.47
增长率（YOY）	84.11%	12.88%	-3.03%	9.53%	22.40%	7.10%
占总销售额比重	76.72%	74.02%	65.36%	51.05%	44.12%	36.97%
占主营业务利润比重	77.46%	75.54%	63.66%	49.25%	42.34%	35.20%
麦片						
平均售价（元/吨）	11,084.79	10,282.00	10,487.64	10,697.39	10,911.34	11,129.57
增长率（YOY）	8.00%	-11.17%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
销售数量（吨）	7,053.34	8,800.00	9,493.64	9,493.64	9,968.32	9,968.32
增长率（YOY）	-2.84%	31.40%	7.88%	0.00%	5.00%	0.00%
销售收入（百万元）	78.18	90.48	99.57	101.56	108.77	110.94
增长率（YOY）	4.94%	16.73%	10.04%	2.00%	7.10%	2.00%
毛利率	31.20%	31.09%	32.65%	34.00%	33.00%	33.00%
销售成本（百万元）	53.79	63.19	67.05	67.03	72.87	74.33
增长率（YOY）	2.46%	17.48%	6.11%	-0.04%	8.72%	2.00%
毛利（百万元）	24.39	28.07	32.51	34.53	35.89	36.61
增长率（YOY）	10.83%	15.08%	15.81%	6.21%	3.95%	2.00%
占总销售额比重	15.63%	15.51%	15.58%	11.59%	8.77%	7.00%
占主营业务利润比重	15.35%	15.26%	15.36%	11.52%	8.41%	6.66%
其他固态产品						
销售收入（百万元）	38.29	26.94	26.36	26.89	27.42	27.97
增长率（YOY）	-0.37%	-28.92%	-2.16%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	29.86%	29.78%	33.89%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本（百万元）	26.86	18.90	17.43	17.48	17.83	18.18
增长率（YOY）	-0.39%	-29.63%	-7.79%	0.29%	2.00%	2.00%
毛利（百万元）	11.43	8.32	8.93	9.41	9.60	9.79
增长率（YOY）	-0.34%	-27.26%	7.43%	5.33%	2.00%	2.00%
占总销售额比重	7.65%	4.62%	4.13%	3.07%	2.21%	1.76%
占主营业务利润比重	7.19%	4.52%	4.22%	3.14%	2.25%	1.78%
液态产品						
平均售价（元/吨）	0.00	5,108.00	5,618.80	5,899.74	6,076.73	6,259.03
增长率（YOY）	0.00%	0.00%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（吨）	0.00	11,191.10	16,973.92	50,921.77	91,659.19	137,488.78
增长率（YOY）	0.00%	0.00%	51.67%	200.00%	80.00%	50.00%
销售收入（百万元）	0.00	57.16	95.37	300.43	556.99	860.55
增长率（YOY）	0.00%	0.00%	66.84%	215.00%	85.40%	54.50%
毛利率	0.00%	33.19%	37.18%	36.00%	36.00%	36.00%
销售成本（百万元）	0.00	25.81	59.91	192.27	356.47	550.75
增长率（YOY）	0.00%	0.00%	132.14%	220.94%	85.40%	54.50%
毛利（百万元）	0.00	8.60	35.46	108.15	200.52	309.80
增长率（YOY）	0.00%	0.00%	312.26%	204.96%	85.40%	54.50%
占总销售额比重	0.00%	5.85%	14.93%	34.29%	44.90%	54.27%
占主营业务利润比重	0.00%	4.68%	16.76%	36.09%	47.00%	56.36%
销售总收入（百万元）	500.22	586.29	638.87	876.09	1240.57	1585.72
销售总成本（百万元）	341.28	404.54	427.22	576.41	813.93	1036.06
毛利（百万元）	158.93	181.76	211.65	299.67	426.65	549.66
平均毛利率	31.77%	31.00%	33.13%	34.21%	34.39%	34.66%

来源：国金证券研究所

盈利预测：预计 2011E-2013E 实现收入 8.76 亿、12.41 亿和 15.86 亿，同比增长 37%、41.6%和 27.8%；净利润 9692 万、1.41 亿和 1.80 亿，同比增长 19.64%、45.46%和 27.73%；每股收益达到 0.403 元、0.587 元和 0.749 元。

增长来源：固态产品产能扩大，缓解供不应求的局面；液态豆奶渠道经过 1-2 年培育进入成长期、配合空中广告投入获得效果保障 2012E 产能顺利消化。

估值：目前的股价相当于 2012E 25.36x EPS，相对目前行业中值 21.1x2012E 的估值有约二成溢价，但由于公司基数低、业绩增长确定性强、且依靠现有渠道随时可能推出超市场预期新品类，我们认为应给予公司 30x 2012E EPS，相当于 0.92x PEG，目标价 17.60 元，相对于当前股价有 18.3% 的上升空间，给予买入评级，目标价相当于 23.49x 2013E PE。

更公允的估值方法：我们认为，对于这种成长空间大的公司来说，用现金流估值的方法更能体现其未来的成长性，但是，由于公司体量较小，对于各种风险的抵御性较差，用现金流贴现方法估值也必须要给一个相应的折价。

图表21：以相对估值法确定的 17.6 元目标价相对 FCFE 贴现 27.83 的目标价有 36.0% 的折价

III、FCFE 贴现

每股价值	27.51												
企业值	3,671.93												
股票价值	3,671.93												
会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合计	
FCFE	63.95	124.59	135.98	143.41	171.49	204.37	242.76	287.46	339.39	399.60	7,212.70	9,325.70	
PV(FCFE)	57.71	101.45	99.92	95.09	102.62	110.35	118.28	126.39	134.66	143.07	2,582.39	3,671.93	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	502	586	640	876	1,241	1,586
增长率		16.8%	9.1%	37.0%	41.6%	27.8%
主营业务成本	-343	-396	-428	-576	-814	-1,036
%销售收入	68.3%	67.6%	66.9%	65.8%	65.6%	65.3%
毛利	159	190	212	300	427	550
%销售收入	31.71%	32.43%	33.10%	34.21%	34.39%	34.66%
营业税金及附加	-4	-4	-4	-5	-7	-10
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-62	-74	-78	-123	-174	-222
%销售收入	12.3%	12.6%	12.2%	14.0%	14.0%	14.0%
管理费用	-20	-21	-37	-70	-87	-111
%销售收入	4.1%	3.6%	5.8%	8.0%	7.0%	7.0%
息税前利润（EBIT）	73	91	93	102	159	207
%销售收入	14.6%	15.5%	14.5%	11.6%	12.8%	13.1%
财务费用	-7	-7	6	22	24	27
%销售收入	1.4%	1.2%	-1.0%	-2.5%	-1.9%	-1.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	67	84	99	123	182	234
营业利润率	13.3%	14.3%	15.5%	14.1%	14.7%	14.8%
营业外收支	6	4	8	6	6	6
税前利润	73	88	107	129	188	240
利润率	14.5%	15.0%	16.7%	14.8%	15.2%	15.2%
所得税	-17	-21	-26	-32	-47	-60
所得税率	22.9%	23.4%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	56	67	81	97	141	180
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	56.33	67.26	81.01	96.92	140.98	180.06
净利率	11.2%	11.5%	12.7%	11.1%	11.4%	11.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	56	67	81	97	141	180
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	17	18	15	20	25
非经营收益	5	8	2	-5	-6	-6
营运资金变动	27	53	-75	75	101	41
经营活动现金净流	100	146	26	183	256	240
资本开支	-113	-35	-102	-102	-109	-80
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	4	0	2	0	0	0
投资活动现金净流	-109	-35	-100	-103	-109	-80
股权募资	0	0	871	0	0	0
债权募资	56	-10	-125	-12	0	1
其他	-7	-8	-8	0	0	0
筹资活动现金净流	49	-18	738	-12	0	1
现金净流量	41	93	664	68	148	161

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	116	208	873	941	1,089	1,249
应收款项	7	7	6	14	20	26
存货	59	49	78	79	111	142
其他流动资产	21	22	65	48	67	85
流动资产	203	287	1,022	1,082	1,287	1,502
%总资产	43.4%	50.8%	75.3%	71.7%	71.2%	72.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	193	192	252	339	430	487
%总资产	41.2%	34.1%	18.5%	22.5%	23.8%	23.4%
无形资产	70	83	81	85	88	93
非流动资产	265	278	335	427	521	582
%总资产	56.6%	49.2%	24.7%	28.3%	28.8%	27.9%
资产总计	468	564	1,357	1,509	1,808	2,084
短期借款	135	50	0	0	0	0
应付款项	102	133	107	171	324	413
其他流动负债	9	13	12	15	21	26
流动负债	246	196	119	186	344	439
长期贷款	0	75	0	0	0	1
其他长期负债	7	11	12	0	0	0
负债	254	283	131	186	344	440
普通股股东权益	214	282	1,226	1,323	1,464	1,644
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	468	564	1,357	1,509	1,808	2,084

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.563	0.673	0.607	0.403	0.587	0.749
每股净资产	2.143	2.816	9.184	9.910	10.966	12.315
每股经营现金净流	1.003	1.456	0.195	1.369	1.919	1.797
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.28%	23.88%	6.61%	7.33%	9.63%	10.95%
总资产收益率	12.03%	11.92%	5.97%	6.42%	7.80%	8.64%
投入资本收益率	16.20%	17.16%	5.74%	5.76%	8.13%	9.44%
增长率						
主营业务收入增长率	46.73%	16.78%	9.10%	36.99%	41.60%	27.82%
EBIT增长率	46.46%	24.17%	1.74%	9.66%	56.07%	30.54%
净利润增长率	52.68%	19.39%	20.44%	19.64%	45.46%	27.73%
总资产增长率	32.29%	20.54%	140.48%	11.20%	19.84%	15.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.5	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	66.4	50.0	54.4	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	38.4	29.4	24.7	37.0	37.0	37.0
固定资产周转天数	138.1	119.4	118.5	114.1	104.6	90.3
偿债能力						
净负债/股东权益	9.06%	-29.58%	-71.18%	-71.10%	-74.34%	-75.91%
EBIT利息保障倍数	10.4	12.8	-14.4	-4.7	-6.7	-7.6
资产负债率	54.21%	50.10%	9.64%	12.31%	19.03%	21.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	4	7	16
买入	0	0	2	4	12
持有	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.22	1.38	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-24	减持		N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B