

桑乐金(300247.SZ)**白色家电行业**

评级：中性 维持评级

公司研究简报

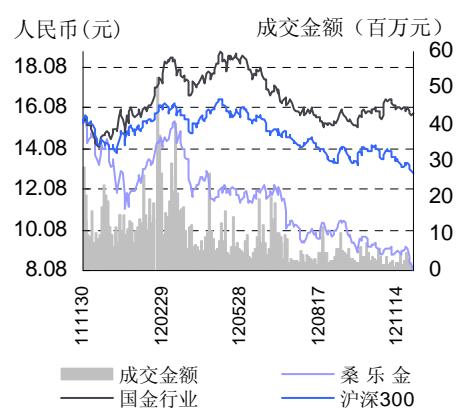
市价（人民币）：8.08元

多管齐下，向健康养生领域领导者进军

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)	34.50
总市值(百万元)	6.61
年内股价最高最低(元)	15.56/8.08
沪深300指数	2115.68



内容目录

公司愿景是成为健康养生领域的领导者	3
公司通过渠道拓展及宣传教育开拓家用桑拿设备市场	3
公司将整合自有品牌与德国 Saunalux 品牌的产品和渠道资源	3
公司开发新产品作为便携式桑拿设备的补充	4
今年 1-3Q 子公司并表影响毛利率，费用投入侵蚀利润	4
盈利预测及估值	4
关键假设	4
盈利预测及估值	5
附录：三张报表预测摘要	7

图表目录

图表 1：1H12 Saunalux 品牌毛利率为 44%	4
图表 2：今年第三季度母公司毛利率下降幅度较小	4
图表 3：公司远红外桑拿房收入测算	5
图表 4：公司收入分拆	6

公司愿景是成为健康养生领域的领导者

- 公司的愿景是成为健康养生领域的领导者，希望在 3-5 年内将产品线拓宽至家用桑拿设备以外的健康睡眠、家用按摩、家用净水等家庭健康相关设备。
- 为此，公司可能寻找产品有关联、渠道有优势的伙伴，采用并购、参股等形式进行合作，以实现产品、渠道的互相渗透。公司现有一些储备和规划，但尚未开始实质性接触。
- 我们认为，尽管此举或可快速扩大公司收入规模，但将对公司的产品推广能力、人才及资金储备提出挑战，因此能否发挥协同效应尚有待观察。

公司通过渠道拓展及宣传教育开拓家用桑拿设备市场

- 公司的业务重点是目前尚处于导入期的远红外桑拿房。公司将通过终端推广、组织高端论坛、进行新闻发布等方式来推动该产品不断成熟。
 - 零售渠道方面，公司现有 160 多家经销商，200 多家门店，计划在 2013 年底前通过扶持经销商将门店数增加到 500 家左右，以增加消费者现场感受实物的机会，扩大销售。
 - 公司可能从明年起进入国内知名家电连锁渠道。
 - 公司重视工程渠道，计划在明后年将 Saunaking 远红外桑拿房导入国内四星级以上连锁酒店的行政套房以及高端会所。
 - 公司投资建设的研发中心综合科研楼项目进展顺利，主体已经封顶，预计明年下半年可投入使用。科研楼集研发、培训及展示接待等多种功能于一体，将成为公司在芜湖基地的运营管理中枢。公司计划在此基础上组建“桑乐金家庭健康研究院”，聘请远红外线应用、体育、营养学、中医等方面的专家进驻，完成相关应用：（1）增加与桑拿保健相关的理论研究，（2）组织高端论坛并通过新闻发布，促进公众对远红外线桑拿房的认识，（3）进行新技术、新产品的开发，（4）未来可向顾客提供家庭健康解决方案的定制和健康顾问服务。
- 我们认为，门店数量增加带来的铺货可令公司自有品牌 Saunaking 在明年获得较快增长，但是收入的持续增长将视公司的宣传推广效果能否与门店扩张相互配合而定。由于消费者已对传统桑拿形成认知，公司需要做较多教育工作以扭转公众对远红外桑拿的理解和认识。

公司将整合自有品牌与德国 Saunalux 品牌的产品和渠道资源

- 历史上，德国 Saunalux 品牌仅生产手工定制桑拿房，不生产标准化产品，曾为俄罗斯普京总统的别墅设计制造过一台产品，其设计实力和工艺水平均为一流。
- 公司收购德国 Saunalux 品牌后，保留了原有的管理团队、生产人员，计划从明年开始将其定制产品逐步引入国内，在此过程中将优先保证品质优良，不追求数量的盲目增长。
- 另一方面，公司将生产由德国设计师进行设计、指定原材料、监督制造的远红外家用桑拿房标准款系产品（区别于原有的定制产品），以 Saunalux 品牌铺入 Saunalux 原有渠道，开发德国的中档市场。
- 同时，公司目前在海外主要通过经销商逐级销售，未来有望通过 Saunalux 平台搭建公司的直销体系，视市场开拓情况引入 Saunaking 品牌。
- 由于 Saunalux 品牌拥有高美誉度及海外成熟渠道，加之公司对该品牌原有团队的保护，我们看好其在国内外的发展前景。

公司开发新产品作为便携式桑拿设备的补充

- 对于便携式产品，由于低端产品市场竞争激烈，毛利率下降较快，公司计划于明年推出两款价格在 2000-4000 元的中高端便携式新品，以改善毛利率下滑的趋势。
- 另一方面，公司今年开发出了一款新产品：远红外足部养生舱，无需用水即可温暖足部及膝盖，与传统足浴盆相比具有使用方便、温暖范围大、节能等优点。今年该产品已经销售约 8000 台，市场零售价在 1000-2000 元不等，未来有望持续增长。

今年 1-3Q 子公司并表影响毛利率，费用投入侵蚀利润

- 今年从中报开始，子公司上海宇森、德国 Saunalux 均已并入合并报表，由于公司本无子公司，因此原有业务可从母公司报表中得以反映。
- 根据上半年数据测算，Saunalux 品牌的毛利率低于公司自有品牌桑拿房的，同时上海宇森从事的木材贸易毛利率仅为 5%左右，因而拉低了综合毛利率。

图表1：1H12 Saunalux 品牌毛利率为 44%

1H 12	收入	成本	毛利率
合并	94.8	47.8	49.6%
母公司	83.7	39.4	52.9%
上海宇森（即木材）	5.3	5.1	4.6%
Saunalux 品牌	5.8	3.3	44.0%
远红外桑拿房合并	64.7	29.7	54.1%
Saunaking 桑拿房	58.9	26.5	55.1%

单位：百万元

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：今年第三季度母公司毛利率下降幅度较小

母公司	3Q 11单季度	3Q 12单季度
收入	48.5	42.1
成本	25.1	22.4
毛利率	48.4%	46.9%

单位：百万元

- 公司今年的品牌推广费用较高，包括：（1）通过纸媒、区域性活动、网络等进行产品推广，（2）拓展经销商、新开及升级门店产生费用，（3）营销队伍扩充、成本上升；因此导致业绩明显下滑。预计明年仍将持续该趋势。
- 募投项目的大部分工段已经投入试运营，明年将可逐步释放产能。

盈利预测及估值

关键假设

- 远红外桑拿房收入由 Saunalux 定制产品、Saunalux 标准款系产品和 Saunaking 品牌组成。
 - 2011 年 Saunalux 收入为 697 万欧元，折合人民币约 7000 万元。Saunalux 定制产品从今年 6 月开始并表，由于产能提升困难，预计收入增长缓慢。
 - Saunalux 标准款产品从明年开始销售，据公司预计可达千台以上规模，由于基数较小，预计可较快增长。
 - Saunaking 品牌在 2013 年由于门店铺货可较快增长，后续同店增长则较为稳定。

图表3：公司远红外桑拿房收入测算

		2011年	2012年 E	2013年 E	2014年 E
Saunalux 标准产品	Saunalux 定制产品（百万元）		25	60	70
	销量（台）			1000	2000
	价格（万元）			1.0	1.1
	收入（百万元）			10	22
Saunaking 品牌	收入 YoY				120%
	收入（百万元）	146	153	214	257
	收入 YoY	1.0%	5.0%	40.0%	20.0%
远红外桑拿房合计收入（百万元）		146	178	284	349
远红外桑拿房收入 YoY			22.2%	59.7%	22.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 虽然公司的业务重点并不是便携式产品，但因推出中高端新品及新增远红外足部养生舱产品，预计明后年便携式桑拿产品的收入小幅增长。
- 由于明年毛利率较低的 Saunalux 定制产品收入提高，以及研发中心增加折旧，预计明后年毛利率将下降。
- 因公司仍处于推广期，营销推广及终端建设投入较高，预计明后年费用率仍将维持较高水平。

盈利预测及估值

- 预计公司 2012-2014 年收入为 2.44、3.58 和 4.31 亿元，同比增速分别为 17.7%、46.5% 和 20.4%；净利润分别为 0.223、0.278 和 0.335 亿元，同比增速为 -52.0%、24.5% 和 20.5%；EPS 为 0.273、0.340 和 0.410 元。
- 公司现价 8.08 元对应于 $29.6 \times 12\text{EPS}/23.8 \times 13\text{EPS}$ ，估值水平合理，考虑到工程渠道和可能的资本运作带来的发展前景，维持“中性”评级。

图表4：公司收入分析

项 目	2010	1H11	2011	1H12	2012E	2013E	2014E
远红外桑拿房							
销售收入 (百万元)	144.33	55.48	145.72	64.75	178.01	284.22	349.06
增长率 (YOY)	82.64%		0.97%	16.70%	22.16%	59.66%	22.81%
毛利率	62.39%	57.63%	52.77%	54.06%	53.00%	51.50%	51.20%
毛利 (百万元)	90.05	31.97	76.90	35.00	94.35	146.37	178.72
增长率 (YOY)	95.59%		-14.60%	9.48%	22.69%	55.14%	22.10%
占总销售额比重	69.74%	64.97%	70.87%	68.46%	72.92%	79.46%	81.04%
占主营业务利润比重	76.05%	69.69%	71.96%	74.79%	78.89%	84.04%	85.37%
便携式桑拿设备							
销售收入 (百万元)	62.62	29.63	59.90	24.42	50.91	56.00	61.60
增长率 (YOY)	-19.71%		-4.35%	-17.57%	-15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	45.29%	46.71%	50.02%	47.20%	48.00%	48.00%	48.00%
毛利 (百万元)	28.36	13.84	29.96	11.53	24.44	26.88	29.57
增长率 (YOY)	-35.98%		5.64%	-16.70%	-18.43%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	30.26%	34.69%	29.13%	25.82%	20.86%	15.66%	14.30%
占主营业务利润比重	23.95%	30.16%	28.04%	24.63%	20.43%	15.43%	14.12%
木材							
销售收入 (百万元)				5.32	15.00	17.25	19.84
增长率 (YOY)						15.00%	15.00%
毛利率				4.65%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)				0.25	0.75	0.86	0.99
增长率 (YOY)						15.00%	15.00%
占总销售额比重				5.63%	6.14%	4.82%	4.61%
占主营业务利润比重				0.53%	0.63%	0.50%	0.47%
其他							
销售收入 (百万元)	0.29		0.08	0.20	0.22	0.24	
增长率 (YOY)			-71.47%			10.00%	10.00%
毛利率	24.22%		28.52%	28.00%	28.00%	28.00%	
毛利 (百万元)	0.07		0.02	0.06	0.06	0.07	
增长率 (YOY)			-66.40%			10.00%	10.00%
占总销售额比重	0.34%		0.09%	0.08%	0.06%	0.06%	
占主营业务利润比重	0.15%		0.05%	0.05%	0.04%	0.03%	
销售总收入 (百万元)	206.95	85.40	205.62	94.57	244.12	357.69	430.74
销售总成本 (百万元)	88.54	39.52	98.76	47.77	124.53	183.51	221.39
毛利 (百万元)	118.41	45.88	106.86	46.80	119.59	174.18	209.35
平均毛利率	57.22%	53.73%	51.97%	49.49%	48.99%	48.70%	48.60%

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）							资产负债表（人民币百万元）						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	171	197	207	244	358	431							
增长率	15.3%	5.5%	17.7%	46.5%	20.4%		货币资金	60	60	293	192	145	174
主营业务成本	-69	-85	-100	-125	-184	-221	应收款项	37	37	59	54	76	88
%销售收入	40.5%	43.0%	48.1%	51.0%	51.3%	51.4%	存货	23	32	32	43	63	76
毛利	102	112	108	120	174	209	其他流动资产	10	20	44	31	44	51
%销售收入	59.5%	57.0%	51.9%	49.0%	48.7%	48.6%	流动资产	130	149	429	319	327	389
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-1	-1	%总资产	68.7%	55.8%	72.0%	50.9%	49.5%	56.0%
%销售收入	0.6%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	长期投资	0	0	0	1	0	0
营业费用	-44	-40	-30	-62	-92	-112	固定资产	33	81	130	243	270	243
%销售收入	25.8%	20.3%	14.7%	25.5%	25.8%	25.9%	%总资产	17.6%	30.4%	21.8%	38.7%	40.8%	35.0%
管理费用	-15	-18	-24	-37	-52	-61	无形资产	25	37	36	63	62	60
%销售收入	8.8%	9.1%	11.5%	15.0%	14.5%	14.2%	非流动资产	59	118	166	308	333	306
息税前利润(EBIT)	42	54	52	20	29	35	%总资产	31.3%	44.2%	28.0%	49.1%	50.5%	44.0%
%销售收入	24.4%	27.2%	25.3%	8.2%	8.1%	8.2%	资产总计	189	267	595	627	660	695
财务费用	-1	-1	0	3	2	2	短期借款	10	11	0	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.6%	0.0%	-1.2%	-0.5%	-0.4%	应付款项	16	20	16	23	34	41
资产减值损失	-1	0	-1	0	-1	-1	其他流动负债	10	9	9	22	27	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	37	39	24	45	61	71
投资收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	37	39	24	45	61	72
营业利润	40	52	51	23	30	36	普通股股东权益	153	228	571	582	600	623
营业利润率	23.7%	26.5%	24.6%	9.5%	8.3%	8.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	1	3	3	3	3	负债股东权益合计	189	267	595	627	660	695
税前利润	41	53	54	26	33	39							
利润率	24.3%	27.2%	25.9%	10.8%	9.1%	9.1%							
所得税	-6	-8	-7	-4	-5	-6							
所得税率	13.7%	15.0%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	36	45	46	22	28	33							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	36	45	46	22	28	33							
净利率	21.0%	23.1%	22.4%	9.1%	7.8%	7.8%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	36	45	46	22	28	33	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.637	0.807	0.759	0.273	0.340	0.410
非现金支出	4	5	8	9	15	18	每股净资产	2.712	3.722	6.982	7.125	7.335	7.615
非经营收益	0	1	0	-3	-3	-3	每股经营现金流	0.937	0.797	0.364	0.561	-0.005	0.323
营运资金变动	13	-3	-24	18	-40	-22	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
经营活动现金净流	53	49	30	46	0	26							
资本开支	-13	-74	-79	-148	-36	13	回报率						
投资	0	0	0	0	0	0	净资产收益率	23.47%	19.92%	8.14%	3.83%	4.63%	5.38%
其他	0	0	2	0	0	0	总资产收益率	18.93%	16.98%	7.81%	3.56%	4.21%	4.82%
投资活动现金净流	-13	-73	-77	-148	-36	13	投入资本收益率	22.06%	19.04%	7.95%	2.92%	4.10%	4.82%
股权募资	0	30	296	0	0	0							
债权募资	0	1	-11	0	0	1	增长率						
其他	-1	-6	-5	0	-11	-11	主营业务收入增长率	18.31%	15.29%	5.46%	17.73%	46.52%	20.42%
筹资活动现金净流	-1	25	280	0	-11	-10	EBIT增长率	24.45%	28.84%	-2.11%	-61.85%	44.87%	22.01%
现金净流量	39	0	233	-102	-47	30	净利润增长率	35.40%	26.80%	2.34%	-51.98%	24.50%	20.54%
							总资产增长率	25.84%	41.32%	122.63%	5.40%	5.29%	5.17%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	81.5	65.1	77.1	78.0	76.0	74.0
							存货周转天数	160.4	118.1	117.5	125.0	125.0	125.0
							应付账款周转天数	55.9	57.0	56.2	56.0	56.0	56.0
							固定资产周转天数	45.3	144.7	127.6	200.4	174.7	173.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-32.53%	-21.54%	-51.40%	-32.90%	-24.12%	-27.85%
							EBIT利息保障倍数	80.0	42.3	-705.7	-6.9	-15.7	-20.5
							资产负债率	19.36%	14.73%	4.11%	7.13%	9.20%	10.37%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	1	1	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-07-29	减持	25.65	N/A
2	2011-10-26	中性	16.55	N/A
3	2012-01-19	增持	11.80	N/A
4	2012-04-20	增持	12.66	N/A
5	2012-04-25	增持	11.60	N/A

来源：国金证券研究所


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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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形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)-61038271
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：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B