

**桑乐金 (300247)**

公司研究/简评报告

# 合并口径致单季度毛利下降 双品牌战略启动

## —桑乐金 (300247) 中报点评

民生精品---简评报告/家电行业

2013年08月26日

### 一、事件概述

桑乐金 (300247) 公布13年中报，收入和利润增速分别为30%和-13%，对应第二季度收入和利润增速分别为3%和-29%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 二季度合并口径导致毛利水平下降较多，但销售费用率明显改善

公司二季度毛利率同比下降约9个点至37.7%，主要原因系纳入合并口径的两家公司的毛利水平低于公司主业（上海宇森毛利率为4.31%，德国Saunalux22.11%）；此外募集资金使用利息收入减少，银行贷款利息支出及汇兑损益也导致公司财务费用上升。而公司单季度销售费用率降低近15个点成为亮点，与公司调整宣传计划与广告投入计划有关。

#### ➤ 全年收入规划3.25亿，双品牌战略启动，下半年旺季有望达成全年目标

上半年公司已着手对现有产品的重新定位分类及宣传定位调整的各项准备工作，公司未来将分别在“Saunalux，高端个性化家居订制”和“桑乐金，家庭健康理疗专家”两大品牌运作。随着这一规划的逐步执行，我们判断公司对于品牌及产品区分定位更加清晰。上半年收入1.23亿占全年收入规划3.25亿的完成率为38%，随着下半年进入销售旺季全年收入目标有望达成。

#### ➤ 德国公司13年上半年转亏，下半年预计贡献利润

12年公司年报显示德国Saunalux公司亏损47.58万元，截止13年上半年已经实现转亏。公司在北京、上海、广州三地自建的Saunalux旗舰店陆续装修完毕，2013年7月下旬陆续开始营业。公司规划今后将扶持代理商在其他一线城市自建“Saunalux旗舰店”。我们预计13年后期其有望为公司贡献利润。

#### ➤ 出口收入占比四成，积极应对汇率风险

上半年公司出口收入占公司营业收入近四成，公司出口业务以美元或欧元报价及结算，外汇汇率的波动将一定程度影响公司盈利水平。我们了解到，公司加大新品市场推广力度，提高出口产品毛利率，以及与部分客户约定远期附加结算条款等，以降低汇率波动的影响。

#### ➤ 终止筹划重大资产重组不改后续外延式扩张的想象空间

公司前期发布公告，由于交易双方对标的资产的交易估值和盈利补偿等交易实质内容方面存在一定分歧，最终未能就核心交易条款达成一致。交易双方业协商一致同意终止资产重组合作。我们认为终止收购不影响公司现有业务正常生产经营，后续外延式扩张的想象空间仍在。

### 三、盈利预测与投资建议

我们维持对公司“谨慎推荐”评级和合理估值12元，期待业绩改善于13年四季度有所体现。预计2013~2015年EPS分别为0.27元、0.36元与0.46元，对应当前股价PE为31、23与18倍。

### 四、风险提示

全球市场需求低迷，市场培育期费用透支。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2012A   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|------------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 245     | 334    | 401    | 482    |
| 增长率 (%)          | 18.31%  | 36.35% | 20.01% | 20.01% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 19      | 22     | 30     | 38     |
| 增长率 (%)          | -58.54% | 14.82% | 33.53% | 28.09% |
| 每股收益 (元)         | 0.24    | 0.27   | 0.36   | 0.46   |
| PE               | 35.29   | 31.30  | 23.44  | 18.30  |
| PB               | 1.22    | 1.17   | 1.11   | 1.05   |

资料来源：民生证券研究院

**谨慎推荐** 维持评级

合理估值： 12元

### 交易数据 (2013-08-23)

|            |      |
|------------|------|
| 收盘价 (元)    | 8.47 |
| 总股本 (百万股)  | 123  |
| 流通股本 (百万股) | 53   |
| 流通股比例 (%)  | 43   |
| 总市值 (亿元)   | 10   |
| 流通市值 (亿元)  | 4    |

### 该股与沪深300一年走势比较



### 分析师

分析师：刘静

执业证书编号：S0100512030003

电话：(8610) 8512 7528

Email: liujing@mszq.com

研究助理：陈柏儒

执业证书编号：S0100512100003

电话：(8610) 8512 7528

Email: chenbairu@mszq.com

### 相关研究

**公司财务报表数据预测汇总**

| <b>利润表</b>          |             |             |             |             |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 项目 (百万元)            | 2012A       | 2013E       | 2014E       | 2015E       |
| 一、营业收入              | 245         | 334         | 401         | 482         |
| 减：营业成本              | 151         | 200         | 236         | 284         |
| 营业税金及附加             | 0           | 0           | 0           | 1           |
| 销售费用                | 51          | 68          | 78          | 94          |
| 管理费用                | 29          | 40          | 48          | 53          |
| 财务费用                | (4)         | 5           | 9           | 12          |
| 资产减值损失              | 1           | 1           | 1           | 1           |
| 加：投资收益              | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 二、营业利润              | 17          | 21          | 30          | 39          |
| 加：营业外收支净额           | 5           | 5           | 5           | 5           |
| 三、利润总额              | 23          | 26          | 35          | 44          |
| 减：所得税费用             | 3           | 3           | 5           | 6           |
| 四、净利润               | 20          | 22          | 30          | 38          |
| 归属于母公司的利润           | 19          | 22          | 30          | 38          |
| <b>五、基本每股收益 (元)</b> | <b>0.24</b> | <b>0.27</b> | <b>0.36</b> | <b>0.46</b> |

  

| <b>主要财务指标</b>     |             |              |              |             |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| 项目                | 2012A       | 2013E        | 2014E        | 2015E       |
| <b>EV/EBITDA</b>  | <b>0.00</b> | <b>15.32</b> | <b>11.48</b> | <b>9.29</b> |
| <b>成长能力:</b>      |             |              |              |             |
| 营业收入同比            | 18.31%      | 36.35%       | 20.01%       | 20.01%      |
| 营业利润同比            | -66.4%      | 21.5%        | 41.6%        | 32.8%       |
| 净利润同比             | -58.0%      | 14.8%        | 33.5%        | 28.1%       |
| <b>营运能力:</b>      |             |              |              |             |
| 应收账款周转率           | 4.12        | 4.37         | 4.13         | 4.13        |
| 存货周转率             | 4.83        | 4.16         | 4.01         | 4.04        |
| 总资产周转率            | 0.40        | 0.47         | 0.49         | 0.53        |
| <b>盈利能力与收益质量:</b> |             |              |              |             |
| 毛利率               | 38.6%       | 40.3%        | 41.1%        | 41.1%       |
| 净利率               | 7.9%        | 6.6%         | 7.4%         | 7.9%        |
| 总资产净利率 ROA        | 3.2%        | 3.2%         | 3.7%         | 4.2%        |
| 净资产收益率 ROE        | 3.4%        | 3.9%         | 4.9%         | 6.0%        |
| <b>资本结构与偿债能力:</b> |             |              |              |             |
| 流动比率              | 5.55        | 2.78         | 2.57         | 2.36        |
| 资产负债率             | 10.8%       | 23.4%        | 27.2%        | 31.4%       |
| 长期借款/总负债          | 4.2%        | 1.6%         | 1.3%         | 1.0%        |
| <b>每股指标 (元)</b>   |             |              |              |             |
| 每股收益              | 0.24        | 0.27         | 0.36         | 0.46        |
| 每股经营现金流量          | (0.24)      | (0.08)       | 0.22         | 0.25        |
| 每股净资产             | 6.96        | 7.23         | 7.60         | 8.07        |

资料来源：民生证券研究院

| <b>资产负债表</b>     |            |            |            |            |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 项目 (百万元)         | 2012A      | 2013E      | 2014E      | 2015E      |
| 货币资金             | 201        | 274        | 329        | 395        |
| 应收票据             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 应收账款             | 65         | 88         | 106        | 127        |
| 预付账款             | 22         | 30         | 36         | 43         |
| 其他应收款            | 3          | 4          | 5          | 5          |
| 存货               | 69         | 92         | 108        | 130        |
| 其他流动资产           | 5          | 5          | 5          | 5          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>365</b> | <b>493</b> | <b>589</b> | <b>706</b> |
| 长期股权投资           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 固定资产             | 177        | 187        | 176        | 166        |
| 在建工程             | 50         | 50         | 50         | 50         |
| 无形资产             | 40         | 36         | 32         | 29         |
| 其他非流动资产          | 6          | 6          | 6          | 11         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>273</b> | <b>278</b> | <b>264</b> | <b>255</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>637</b> | <b>771</b> | <b>853</b> | <b>961</b> |
| 短期借款             | 38         | 142        | 188        | 250        |
| 应付票据             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 应付账款             | 15         | 20         | 24         | 29         |
| 预收账款             | 3          | 4          | 5          | 6          |
| 其他应付款            | 1          | 1          | 1          | 1          |
| 应交税费             | 4          | 4          | 4          | 5          |
| 其他流动负债           | 5          | 6          | 7          | 8          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>66</b>  | <b>177</b> | <b>229</b> | <b>298</b> |
| 长期借款             | 3          | 3          | 3          | 3          |
| 其他非流动负债          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>3</b>   | <b>3</b>   | <b>3</b>   | <b>3</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>69</b>  | <b>180</b> | <b>232</b> | <b>301</b> |
| 股本               | 82         | 82         | 82         | 82         |
| 资本公积             | 329        | 329        | 329        | 329        |
| 留存收益             | 0          | 22         | 52         | 90         |
| 少数股东权益           | 3          | 4          | 4          | 5          |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>569</b> | <b>591</b> | <b>621</b> | <b>659</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>637</b> | <b>771</b> | <b>853</b> | <b>961</b> |

  

| <b>现金流量表</b> |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)     | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 经营活动现金流量     | (20)  | (7)   | 18    | 21    |
| 投资活动现金流量     | (76)  | (20)  | 0     | (5)   |
| 筹资活动现金流量     | 6     | 100   | 37    | 50    |
| 现金及等价物净增加    | (92)  | 73    | 55    | 66    |

## 分析师简介

刘静，分析师，中国人民大学会计学硕士，2011年加盟民生证券研究所，从事家电行业及上市公司研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                                  | 投资评级 | 说明                      |
|---|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上        |
|   | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间  |
|   | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|   | 回避   | 相对沪深300指数下跌10%以上        |

  

| 行业评级标准                                  | 投资评级 | 说明                    |
|---|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深300指数涨幅5%以上       |
|   | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间 |
|   | 回避   | 相对沪深300指数下跌5%以上       |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；200120

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。