

桑乐金 (300247)

公司研究/简评报告

业绩基本触底 基本面向好 想象空间仍在

—桑乐金 (300247) 年报点评

民生精品---简评报告/家电行业

2014年03月13日

一、事件概述

桑乐金 (300247) 公布 13 年年报, 收入同比增长 8%, 利润同比下降 16%, 扣非后利润同比下降 3%。

二、分析与判断

➤ 亮点: 外销收入同比增长 18%; 销售费用率同比下降 4 个点

13 年公司外销收入增长 18%, 内销收入增加 2%, 欧美经济开始缓复苏, 海外订单有所增加。公司销售费用率同比下降 >4 个点至 16%, 系募投项目 13 年摊销计入销售费用有大幅减少。14 年公司将在巩固海外市场原有客户的基础上, 积极开发欧美市场新客户, 稳步开拓亚洲, 美洲、俄罗斯等新兴市场, 我们预计外销收入有望延续较好增长; 内销收入将结合 Saunlux 品牌向国内导入的速度, 酒店等专业化渠道布局加快切入蓝海市场。

➤ 综合毛利下降, 财务费用拖累业绩, 并表德国公司尚未贡献业绩

尽管高端产品收入贡献增多, 产品均价同比提升 20% 至万元以上, 但便携式产品收入减少及毛利降低, 使得公司 13 年综合毛利下降超过 2 个点; 并表德国公司 13 年仅盈利 8.8 万元未贡献业绩, 使得公司 13 年营业利润同比下降 3.5%; 募集资金账户利息收入大幅减少, 新增短期借款利息费用增加, 公司 13 年全年财务费用近 250 万拖累公司业绩。我们判断 13 年公司业绩基本触底, 尽管费用难以短期控制, 但预计产品均价、毛利、子公司盈利等均将迎来实质改善。

➤ 外延式扩张: 横向及纵向想象空间仍在

公司回顾了 13 年收购荣泰科技失败事项, 并重申将借助自主研发、委托开发、外协 ODM 等各种方式, 纵横延伸丰富产品品类, 横向如家庭健康相关的健身器材、按摩器械、空气净化、水处理等产品, 纵向如大众健身、运动康复、助老助残与社会康复等产业及其增值服务相关领域的应用产品, 探索新的商业机会。截止 13 年底公司账面现金约 1.9 亿, 我们判断, 公司仍将继续借助自身资金优势和资本运作平台, 外延式扩张想象空间仍在。

➤ 渠道拓展: 直营店销售态势转好, 酒店渠道开发得力, 海外市场恢复

公司于 13 年下半年开设高端品牌直营店, 结合前期门店参观, 我们判断 14 年直营店有望通过定位精致潜在客户而获得较好销售, 14 年预计贡献更多收入和利润。公司提出将结合国内新业态、新方式, 探索并创新营销模式, 加强电子商务营销、微营销等营销平台的建设, 并提出重点推动对五星级酒店及四星级精品酒店的以租代售“黄金睡眠理疗房”之体验式营销模式在全国的布局与落实工作。我们判断 14 年公司在直营店、经销商、酒店等专业渠道及海外市场均将有加速改善。

➤ 前期公布利润分配方案, 1 季报业绩预告显示业绩尚未出现拐点

公司前期公布利润分配方案, 以截至 13 年底股份总数为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 2 元 (含税), 同时以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股, 转增股本后公司总股本变更为 2.45 亿股, 公司股票的流动性显著增强。同时公司发布 14 年 1 季报业绩预告显示, 业绩与去年同期基本持平, 非经常性损益对净利润的影响金额预计为 49.64 万元。尽管 1 季度业绩拐点尚未显现, 但我们判断公司基本面正处于持续加快好转中。

三、盈利预测与投资建议

我们认为公司将最大程度受益于健康服务产业及养老产业的发展机会, 公司使用超募资金的研发中心综合科研项目和 13 年的收购经验已体现了公司对于产业的精深理解, 我们维持公司至“强烈推荐”评级, 合理估值 20 元, 业绩改善仍需持续跟踪。我们预计 2014~2016 年 EPS 分别为 0.20 元、0.32 元与 0.43 元, 对应当前股价 PE 为 80、50 与 37 倍。

四、风险提示

国内市场开发不及预期, 竞争加剧, 市场培育期费用透支。

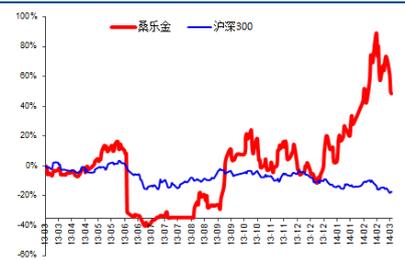
强烈推荐 维持评级

合理估值: 20 元

交易数据 (2014-03-12)

收盘价 (元)	15.90
总股本 (百万股)	123
流通股本 (百万股)	57
流通股比例 (%)	47
总市值 (亿元)	20
流通市值 (亿元)	9

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

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	265	316	404	513
增长率(%)	8.04%	19.19%	27.86%	27.10%
归属母公司股东净利润(百万元)	16	24	39	53
增长率(%)	-15.88%	50.77%	60.88%	34.18%
每股收益(元)	0.13	0.20	0.32	0.43
PE	122.31	79.78	49.59	36.96
PB	3.33	3.19	3.00	2.77

资料来源:民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	265	316	404	513
减：营业成本	170	201	252	317
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	43	51	61	77
管理费用	32	35	45	57
财务费用	2	2	2	2
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	25	42	58
加：营业外收支净额	2	3	3	3
三、利润总额	19	28	46	61
减：所得税费用	2	4	6	8
四、净利润	16	25	40	53
归属于母公司的利润	16	24	39	53
五、基本每股收益 (元)	0.13	0.20	0.32	0.43
主要财务指标				
项目	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	51.18	41.16	29.98	24.03
成长能力:				
营业收入同比	8.04%	19.19%	27.86%	27.10%
营业利润同比	-3.5%	51.5%	68.8%	36.8%
净利润同比	-15.9%	50.8%	60.9%	34.2%
营运能力:				
应收账款周转率	4.06	4.39	4.53	4.52
存货周转率	3.49	3.49	3.65	3.69
总资产周转率	0.41	0.45	0.52	0.57
盈利能力与收益质量:				
毛利率	35.9%	36.4%	37.6%	38.2%
净利率	6.1%	7.7%	9.7%	10.3%
总资产净利率 ROA	2.5%	3.6%	5.1%	6.0%
净资产收益率 ROE	2.8%	4.1%	6.3%	7.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	4.41	3.96	3.14	2.76
资产负债率	12.5%	15.3%	21.4%	26.5%
长期借款/总负债	3.5%	2.7%	1.7%	1.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.20	0.32	0.43
每股经营现金流量	0.23	0.14	0.09	0.10
每股净资产	4.78	4.98	5.31	5.74

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	187	223	286	363
应收票据	14	16	21	27
应收账款	66	78	100	127
预付账款	14	16	21	27
其他应收款	3	3	4	5
存货	83	98	123	155
其他流动资产	(9)	(9)	(9)	(9)
流动资产合计	357	426	545	694
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	268	253	239	225
在建工程	0	0	0	0
无形资产	38	35	31	27
其他非流动资产	7	7	12	12
非流动资产合计	313	295	282	264
资产总计	670	722	828	958
短期借款	47	68	126	193
应付票据	0	0	0	0
应付账款	21	24	30	38
预收账款	3	4	5	6
其他应付款	1	1	1	2
应交税费	4	4	5	5
其他流动负债	5	5	6	7
流动负债合计	81	108	174	251
长期借款	3	3	3	3
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	3	3	3	3
负债合计	84	111	177	254
股本	123	123	123	123
资本公积	289	289	289	289
留存收益	171	195	234	287
少数股东权益	0	0	1	2
所有者权益合计	586	611	651	704
负债和股东权益合计	670	722	828	958
现金流量表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	28	17	12	12
投资活动现金流量	(44)	0	(5)	0
筹资活动现金流量	4	19	56	65
现金及等价物净增加	(14)	36	62	77

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指数涨跌幅为基准。	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		
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指数涨跌幅为基准。	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资目标、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。