

小天鹅 A (000418.SZ)

业绩取得高质量的快速增长

● 公司公布 2016 年半年报

上半年, 公司实现营业收入 79.85 亿元(YoY 30.9%), 归母净利润 5.81 亿元(YoY 34.9%)。其中, 2Q16 单季公司实现收入 37.5 亿元 (YoY 33.4%), 净利润 2.64 亿元 (YoY 40.0%)。

● 内销收入受益于线上收入翻倍和线下份额提升, 出口竞争力增强

1H16, 公司的内销收入为 58.0 亿元 (YoY 32.1%), 其中线上收入 18.3 亿元 (YoY 101%), 线下收入 39.7 亿元 (YoY 14.0%), 线下收入增长主要来自于份额提升, 据中怡康数据显示, 今年 1-6 月美的系 (小天鹅+美的) 洗衣机零售量份额为 26.5%, 同比上升 2.7pp; 而在此阶段, 小天鹅终端均价同比下降 1.5%, 美的均价同比上升 2.6%。另外, 上半年干衣机收入 1.56 亿元, 同比增长 46%。1H16, 公司的出口收入为 15.3 亿元, 同比增长 24.3%。

● 毛利率稳中有升, 期间费用率下降

上半年公司毛利率为 27.2%, 同比提升 0.25pp, 其中 2Q16 单季毛利率 26.2%, 同比上升 0.2pp。其中, 上半年内销毛利率为 31.5%, 因市场竞争激烈而同比下降 0.6pp。出口毛利率为 14.2%, 因产品结构改善和汇率贬值而同比上升 3pp。上半年公司的销售费用率为 14.9%, 同比提升 1pp, 管理费用率为 3%, 同比下降 1.2pp, 当期财务费用为-6340 万元, 同比下降 5220 万元, 主要原因是汇兑收益和存款利息收入增加。

● 公司的运营效率持续提高

公司坚持推行“T+3”订单制提升运营效率, 目前公司产销中有 90% 以上使用 T+3 订单制, 下线直发比例超过 30%。同时公司推动渠道库存共享, 利用中转仓整合全渠道库存统筹调配, 降低渠道库存。上半年公司的存货周转天数从去年同期的 22 天降至 19 天, 应收账款周转天数从 26 天降至 25 天, 经营性现金流净额为 16.1 亿元, 经营质量较好。

在品牌建设方面, 公司持续优化产品销售结构, 提升中高端产品占比, 并投资建设比佛利专厅和迪士尼专厅。

● 盈利预测和投资建议

公司在高性价比市场的运营效率高, 竞争力强, 下半年虽然会受到来自青岛海尔的竞争压力, 但是有望争夺惠而浦的份额, 同时提升均价, 令收入保持增长。2015 年公司净利率为 7.0%, 考虑到产品结构改善、效率提升, 未来净利率有望继续提升, 令净利润增速高于收入增速。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入为 163.7、190.2 和 215.1 亿元, 同比增速分别为 24.6%、16.2%和 13.1%, 净利润为 12.1、14.8 和 17.6 亿元, 同比增速分别为 31.6%、22.3%和 19.0%, EPS 分别为 1.91、2.34 和 2.78 元。现价对应 2016 年估值 18.0 倍、2017 年 14.7 倍, 给予“谨慎增持”评级。

● 风险提示: 原材料价格大幅上升, 市场竞争超预期。

公司评级

谨慎增持

当前价格

36.82 元

报告日期

2016-08-10

相对市场表现



分析师: 蔡益润 S0260515040001



021-60750652



caiyirun@gf.com.cn

相关研究:

小天鹅 A (000418.SZ): 主 2014-10-22
营业务稳健增长, 业绩增速超预期

小天鹅 A (000418.SZ): 大 2012-01-18
股东增持显信心

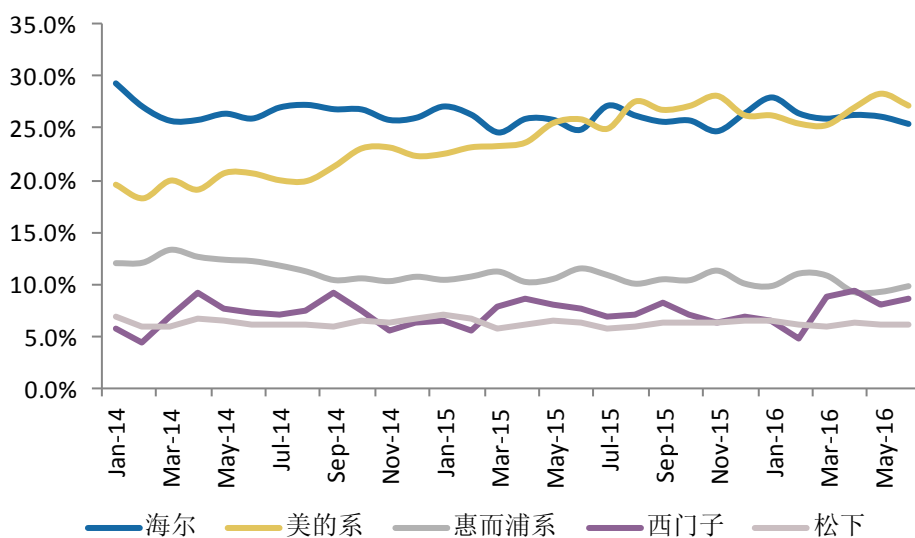
小天鹅 A (000418.SZ): 转 2011-12-30
型将提升运营效率, 更加强调盈利增长

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10,804.22	13,131.63	16,367.30	19,018.21	21,510.68
增长率(%)	23.79%	21.54%	24.64%	16.20%	13.11%
EBITDA(百万元)	905.10	1,048.67	1,467.09	1,772.66	2,113.45
净利润(百万元)	698.20	919.18	1,209.48	1,478.66	1,758.91
增长率(%)	68.91%	31.65%	31.58%	22.26%	18.95%
EPS(元/股)	1.104	1.453	1.912	2.338	2.781
市盈率(P/E)	11.85	16.51	18.02	14.74	12.39
市净率(P/B)	1.87	2.96	3.62	3.06	2.58
EV/EBITDA	5.76	11.57	12.38	9.28	6.91

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

图1: 我国洗衣机市场终端零售量份额, 美的系增长迅速



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 1: 小天鹅主营业务收入分拆

单位: 百万元	1H15	2H15	2015	1H16	2H16E	2016E
内销	43.9	48.5	92.4	58.0	58.1	116.1
YoY				32.1%	19.9%	25.7%
其中: 线上	9.1	15.5	24.6	18.3	21.7	40.0
YoY				101.1%	40.0%	62.6%
其中: 线下	34.8	33.0	67.8	39.7	36.4	76.1
YoY				14.0%	10.4%	12.3%
线上占内销比例	21%	32%	27%	32%	37%	34%
出口	12.3	14.6	26.9	15.3	18.2	33.5
YoY				24.3%	25.0%	24.7%
合计	56.2	63.1	119.3	73.3	76.4	149.6

YoY	30.4%	21.1%	25.4%
-----	-------	-------	-------

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：仅拆分主营收入，未包含非主营收入。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	9795	12752	14201	16558	19045
货币资金	3060	3043	3634	5346	7193
应收及预付	4181	3208	3751	4306	4870
存货	606	745	815	906	981
其他流动资产	1948	5756	6000	6000	6000
非流动资产	1582	1575	1444	1364	1280
长期股权投资	3	0	0	0	0
固定资产	1066	1020	942	862	778
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	205	202	193	188	183
其他长期资产	309	354	309	314	319
资产总计	11377	14328	15645	17922	20324
流动负债	6216	8298	8599	9575	10422
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	6216	6776	8599	9575	10422
其他流动负债	0	1522	0	0	0
非流动负债	16	42	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	42	0	0	0
负债合计	6232	8340	8599	9575	10422
股本	632	632	632	632	632
资本公积	1140	1164	1164	1164	1164
留存收益	2659	3294	4187	5286	6602
归属母公司股东权益	4428	5125	6018	7117	8433
少数股东权益	717	863	1028	1229	1469
负债和股东权益	11377	14328	15645	17922	20324

利润表

单位：百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10804	13132	16367	19018	21511
营业成本	8007	9646	11903	13784	15575
营业税金及附加	67	67	82	95	108
销售费用	1519	1958	2455	2834	3141
管理费用	441	540	589	666	710
财务费用	-15	-110	-80	-112	-141
资产减值损失	38	22	11	11	12
公允价值变动收益	-15	0	0	0	0
投资净收益	178	202	180	210	220
营业利润	908	1210	1587	1952	2326
营业外收入	40	63	30	25	25
营业外支出	14	48	0	0	0
利润总额	934	1225	1617	1977	2351
所得税	143	172	243	297	353
净利润	791	1053	1374	1680	1999
少数股东损益	93	134	165	202	240
归属母公司净利润	698	919	1209	1479	1759
EBITDA	905	1049	1467	1773	2113
EPS (元)	1.10	1.45	1.91	2.34	2.78

现金流量表

单位：百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1657	3599	441	1843	2032
净利润	791	1053	1374	1680	1999
折旧摊销	137	128	129	132	136
营运资金变动	913	2697	-875	259	135
其它	-183	-279	-187	-229	-238
投资活动现金流	-1505	-2045	197	185	195
资本支出	-71	-107	17	-25	-25
投资变动	-1435	-1980	180	210	220
其他	0	42	0	0	0
筹资活动现金流	-193	-278	-47	-316	-379
银行借款	100	216	0	0	0
债券融资	-100	-216	-42	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-193	-278	-5	-316	-379
现金净增加额	-41	1276	591	1712	1847
期初现金余额	1617	3060	3043	3634	5346
期末现金余额	1576	4336	3634	5346	7193

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	23.8	21.5	24.6	16.2	13.1
营业利润增长	74.2	33.2	31.1	23.0	19.2
归属母公司净利润增长	68.9	31.7	31.6	22.3	19.0
获利能力(%)					
毛利率	25.9	26.5	27.3	27.5	27.6
净利率	7.3	8.0	8.4	8.8	9.3
ROE	15.8	17.9	20.1	20.8	20.9
ROIC	32.4	27.5	34.0	47.6	63.7
偿债能力					
资产负债率(%)	54.8	58.2	55.0	53.4	51.3
净负债比率	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7
流动比率	1.58	1.54	1.65	1.73	1.83
速动比率	1.46	1.44	1.53	1.61	1.70
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.02	1.09	1.13	1.12
应收账款周转率	12.34	14.14	15.87	16.59	16.59
存货周转率	10.75	13.44	14.60	15.21	15.87
每股指标(元)					
每股收益	1.10	1.45	1.91	2.34	2.78
每股经营现金流	2.62	5.69	0.70	2.91	3.21
每股净资产	7.00	8.10	9.51	11.25	13.33
估值比率					
P/E	11.8	16.5	18.0	14.7	12.4
P/B	1.9	3.0	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	5.8	11.6	12.4	9.3	6.9

广发家电行业研究小组

蔡益润： 分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。