



证券研究报告·上市公司简评

家电

# 产品结构优化升级，费用控制保障盈利

小天鹅 A (000418)

## 事件

公司公布 2016 年报，营业收入 163.3 亿元，同比增 24.4%；归母净利润 11.8 亿元，同比增长 27.84%；基本每股收益为 1.86 元。公司拟每 10 股派发现金红利 7.5 元（含税）。

## 简评

### （1）内外销增速符合预期，大幅超过行业增速

2016 年，营业收入 163.4 亿元，同比增 24.4%。主营业务中，洗衣机收入达 147.6 亿元，同比增 23.7%，其他收入 15.7 亿元，同比增 30.8%。公司主营内销收入占比 77.6%，达到 114.5 亿元，同比增 23.9%。外销收入 33.1 亿元，同比增 23.1%。公司四季度营业收入 42.8 亿，同比增 21.6%。2016 年，洗衣机行业总销量 5,950.5 万台，同比增长 6.0%。公司产品销量同比增长 21.2%，实现超行业的快速增长。同时，根据中怡康数据统计，公司零售量份额 27.0%，同比提升 1.6 个百分点；根据海关数据统计，公司出口量份额 17.8%，同比提升 3.1 个百分点。

### （2）通过产品结构优化，保持毛利率稳定，费用率下降，净利提升

公司毛利率为 25.9%，同比下滑 0.6 个百分点。其中，四季度毛利率 23.3%，同比下滑 2.7 个百分点。主要原材料价格在 16 年下半年大幅提升的背景下，公司产品结构持续优化，滚筒洗衣机销量占比超过 30%，洗衣机产品毛利率达 27.0%，为公司毛利稳定提供较强的助力。销售费用率 14.2%，下降 0.7 个百分点；管理费用率 3.1%，下降 1.0 个百分点，同时人民币贬值对公司业绩提升也有贡献。综上，公司实现归母净利润 11.8 亿元，增长 27.8%，净利率 7.2%，同比提升 0.2 个百分点。四季度归母净利润 2.6 亿元，同比增 12.2%，净利率 6.1%。

### （3）品牌力与产品力均稳步提升，助力收入提振

公司重点加强了线上渠道的营销，扩大品牌线上影响力，实现了电商渠道的快速增长，2016 年公司线上全网零售额 45.8 亿元，同比增长 84.6%。同时，公司通过产品力提升和产品创新升级，不断为公司注入活力，增强竞争力。报告期内，公司不断加大研发投入，研发人员及研发费用投入均有较大比例增长，16 年研发人数达到 707 人，同比增 25.4%，共计研发支出为 7.0 亿元，增长 24.7%，研发费用占营业收入的 4.36%。公司持续推出新品，进行更为全面的产品布局，16 年上线直排式干衣机、冷凝式干衣机、热泵式干衣机和洗干一体机等品类，干衣机及洗干一体机销售收入超 12 亿元。

### （4）继续推动管理优化，提升管理水平，

随着 T+3 战略、渠道库存信息共享的不断深化，预计公司对中间环节将有更强控制，运营管理水平提升，有利于整体效率继续优化。

**投资建议：**预计 2017-19 年 EPS 为 2.25/2.76/3.43 元，对应 PE 分别 17/14/11 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料成本大幅上涨；人民币汇率变化，导致海外收入变化；宏观环境不确定性增加，行业景气度下滑。

调高

买入

林寰宇

linhuanyu@csc.com.cn

0755-23998643

执业证书编号：S1440516070002

发布日期：2017 年 3 月 10 日

当前股价：36.67 元

目标价格 6 个月：45.00 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	8.17/6.60	5.71/5.67	54.96/44.09
12 月最高/最低价 (元)	38.18/22.28		
总股本 (万股)	63248.78		
流通 A 股 (万股)	43853.52		
总市值 (亿元)	231.93		
流通市值 (亿元)	160.81		
近 3 月日均成交量 (万)	186.48		
主要股东			
美的集团股份有限公司	37.78%		

## 股价表现



## 相关研究报告

12.03.02 年报点评：库存消化拖累成长



## 一、收入增长稳定，符合预期

表 1：公司收入端依然增长稳定，大幅超过行业平均

分产品	营业收入（2016A）	收入占比	营业收入（2015A）	同比
洗衣机	147.6	100.0%	119.3	23.74%
合计	147.6	100.0%	119.3	23.74%

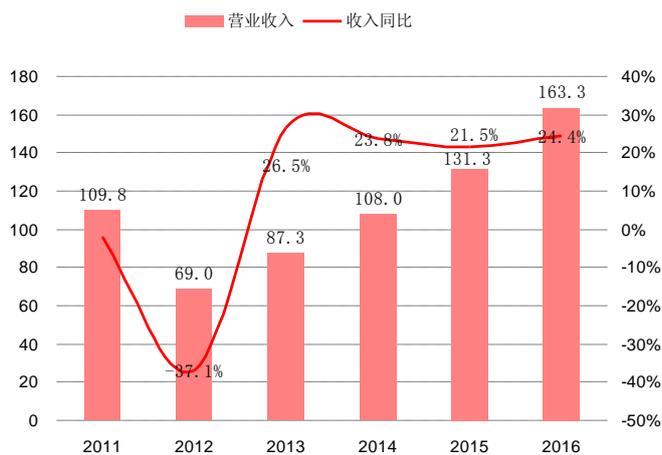
资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

表 2：公司内外销收入增速符合预期

分地区	营业收入（2016A）	收入占比	营业收入（2015A）	同比
国内	114.5	77.6%	92.4	23.9%
国外	33.1	22.4%	26.9	23.1%
合计	147.6	100.0%	119.3	23.7%

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图 1：整体收入规模保持较高扩张速度



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部



## 二、成本提升，公司毛利稳定，净利率温和提升

### （一）滚筒产品结构提升，综合毛利率保持稳定

表 3：洗衣机产品毛利率保持稳定

分产品	毛利率（2016A）	毛利率（2015A）	比上年同期增减
洗衣机	27.0%	27.0%	0.0%

数据来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

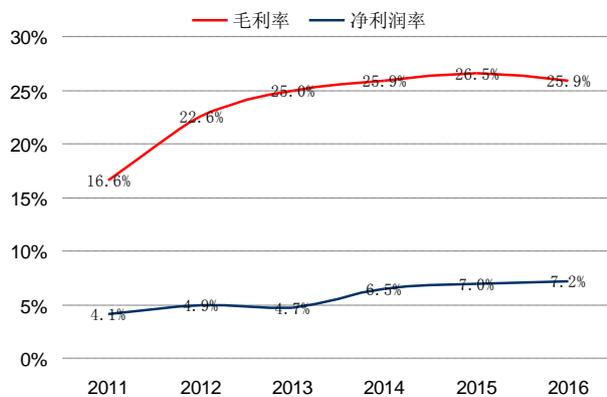
表 4：主营内销毛利率在成本提升背景，保持稳定

分地区	毛利率（2016A）	毛利率（2015A）	比上年同期增减
国内	30.9%	31.5%	-0.6%
国外	13.5%	11.4%	2.1%
整体	27.0%	27.0%	0.0%

数据来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

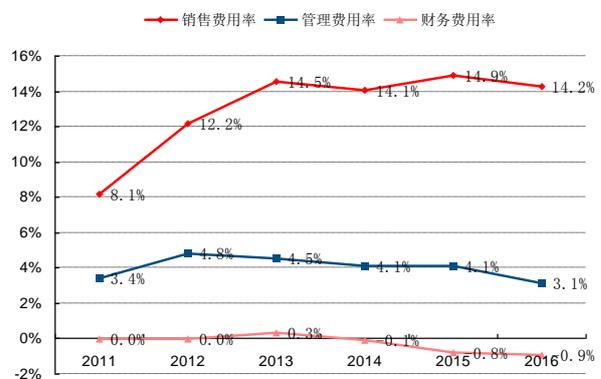
### （二）毛利稳定，费用率下降，净利率温和提升

图 2：毛利率与净利率均稳步提升



资料来源：中怡康、中信建投证券研究发展部

图 3：费用率受销售费用率下滑，净利率温和提升



## 三、公司保持稳定现金分红比例

### （1）分配预案

公司拟以 2016 年末总股本 632,487,764 股为基数，按每 10 股派发现金红利 7.5 元（含税），现金分红比率已连续 3 年超 40%。



盈利预测

科目(单位: 亿)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	131.3	163.3	204.0	257.3	308.7
营业总收入增长率	21.5%	24.4%	24.9%	26.1%	20.0%
二、营业总成本	121.2	149.8	187.0	235.9	281.7
其中: 营业成本	96.5	121.1	150.8	190.0	226.0
毛利率	26.5%	25.9%	26.1%	26.2%	26.8%
营业税金及附加	0.7	1.0	1.0	1.2	2.3
销售费用	19.6	23.3	29.4	37.0	44.3
销售费用率	14.9%	14.2%	14.4%	14.4%	14.3%
管理费用	5.4	5.1	6.5	8.5	9.9
管理费用率	4.1%	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%
财务费用	-1.1	-1.5	-1.2	-1.3	-1.4
资产减值损失	0.2	0.9	0.5	0.6	0.7
加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益及其它	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0
三、营业利润	12.1	15.5	18.9	23.4	29.0
加: 营业外收入	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
减: 营业外支出	0.5	0.1	0.4	0.5	0.3
四、利润总额	12.3	15.8	19.1	23.4	29.1
减: 所得税费用	1.7	2.4	2.8	3.5	4.4
综合所得税率	14.1%	15.3%	14.9%	14.9%	15.0%
五、净利润	10.5	13.4	16.2	19.9	24.8
归属于母公司净利润	9.2	11.8	14.2	17.4	21.7
净利润同比增长	31.7%	27.8%	21.0%	22.6%	24.3%
净利润率	7.0%	7.2%	7.0%	6.8%	7.0%
少数股东损益	1.3	1.7	2.0	2.5	3.1
少数股东损益占比	12.7%	12.5%	12.4%	12.5%	12.5%
六、总股本	6	6	6	6	6
七、按期末股数简单每股收益:	1.45	1.86	2.25	2.76	3.43



## 分析师介绍

**林寰宇：**家电行业首席分析师，英国雷丁大学 ICMA Centre 投资管理硕士，6 年证券从业经历，2016 年 5 月加入中信建投证券。所在团队在新财富分析师评选家电行业 2014 年获第 4 名，2013 年第 2 名，2012 年第 3 名；水晶球分析师评选家电行业 2014 年第 3 名，2013 年第 2 名。

## 报告贡献人

**王森泉** 0755-23952703 wangsenquan@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622