

小天鹅 A (000418.SZ)

白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司深度研究

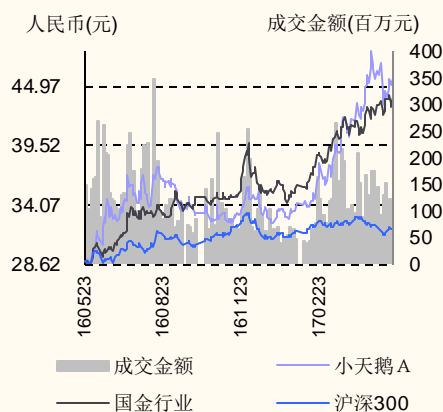
市场价格(人民币): 46.29 元
 目标价格(人民币): 50.74-50.74 元

价值为盾，成长为矛，攻守兼备

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)	438.54
总市值(百万元)	29,277.86
年内股价最高最低(元)	48.15/28.69
沪深 300 指数	3403.85
深证成指	9970.96



相关报告

1. 《产品、效率展翅飞，未来增长动力足——小天鹅 A 公司点评》，2016.8.10

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
 (8621)60230244
 weil1@gjzq.com.cn

洪吉然 联系人
 hongjiran@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.453	1.858	2.416	3.065	3.758
每股净资产(元)	8.10	9.46	11.47	13.64	16.25
每股经营性现金流(元)	5.65	6.16	4.35	4.34	5.62
市盈率(倍)	16.51	17.40	18.96	14.94	12.19
行业优化市盈率(倍)	13.93	13.93	13.93	13.93	13.93
净利润增长率(%)	31.65%	27.84%	30.03%	26.87%	22.61%
净资产收益率(%)	17.94%	19.64%	21.05%	22.47%	23.13%
总股本(百万股)	632.49	632.49	632.49	632.49	632.49

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **专注洗衣机 40 年，牵手美的迎来腾飞：**小天鹅 1978 年开始专注家用洗衣机领域。公司从作为美的的洗衣机事业部开始实行“产品提升+效率提高”战略，基本面因此大幅改观：(a) 业绩企稳回升：净利润增速由 12 年的-25% 跃升至 14 年的 69%，15-16 年维持 30% 左右；(b) 营运效率明显改善：存货、应收账款周转天数分别由 12 年的 59 天和 43 天降至 16 年的 37 天和 26 天；(c) 市占率显著提高：美的系洗衣机零售量市场份额从 2012 年的 20% 持续提升至 2016 年的 27%，已经和海尔并驾齐驱。
- **价值为盾=份额提升+产品升级+效率驱动：**(a) 市场份额提升尚有空间：洗衣机行业 CR3 为 63%，对比空调的 71% 仍有空间；洗衣机中小品牌累计市占率 25%，较空调行业高出 13pct，预计美的系和海尔合计市占率至少仍有 10% 的上升空间；(b) 产品升级有助利润率稳健向好：公司加大研发投入的同时缩减产品型号，滚筒洗衣机占比提升也有助于综合毛利率稳健向上；(c) 效率变革仍在持续：目前公司完成整个 T+3 订单周期约 15 天，预计理想状态整个过程仅需要 12 天或更少，此外公司在 T+3 基础上提出“下线直发”和“渠道共享”，从而进一步提高周转效率。
- **成长为矛=干衣机放量+全球经营：**(a) 全品类布局干衣机蓄势待发：干衣机在北美渗透率超 70%。国内渗透率仅为 0.2%，奥维云网预测 17 年中国干衣机零售量 8.6 万台 (+97%)，2018-20 年零售量增速保持在 30% 以上。小天鹅全品类布局，16 年干衣机和洗干一体机销售额超 12 亿元，同比增长 95%，新业务发展情况良好。(b) 全球经营助力成长：14-16 年小天鹅外销收入增速保持 20% 以上，外销毛利率从 12 年的 5% 升至 16 年的 14%，预计公司将逐步推进制造外移，自有品牌替代贴牌生产的趋势仍将持续。

投资建议

- 借助美的“产品领先+效率提升+全球运营”战略，小天鹅市场份额、盈利水平、运营效率、资产质量大幅提升并有望在未来继续保持。当前市场风险偏好较低叠加监管层倡导价值投资，小天鹅的业绩确定性或将持续受到青睐。预计公司 2017-19 年归母净利润 15.3/19.4/23.8 亿元，对应 EPS 分别为 2.4/3.1/3.8 元，PE 分别为 19.0/14.9/12.2 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 地产销售大幅下滑，行业竞争明显加剧，原材料成本急剧攀升。

内容目录

一、专注洗衣机 40 年，牵手美的迎来腾飞.....	4
1.1 洗衣机行业平稳增长，消费升级大势所趋.....	4
1.2 小天鹅：专注洗衣机领域 40 年.....	5
1.3 美的入主翻开小天鹅腾飞篇章.....	6
二、价值为盾=份额提升+产品升级+效率驱动.....	8
2.1 份额提升尚有空间.....	8
2.2 产品提升+垄断深化=利润率稳健向好.....	9
2.3 效率升级仍将持续.....	10
三、成长为矛=干衣机放量+全球经营.....	11
3.1 干衣机市场方兴未艾，全品类布局蓄势待发.....	11
3.2 全球经营拓宽成长空间.....	13
四、盈利预测 & 投资建议.....	14
五、风险提示.....	15

图表目录

图表 1：洗衣机产量历史变化.....	4
图表 2：洗衣机销量历史变化.....	4
图表 3：城镇主要家电每百户保有量.....	4
图表 4：农村主要家电每百户保有量.....	4
图表 5：2012-16 年滚筒零售量占比逐年提升.....	5
图表 6：2012-16 年洗衣机零售均价趋势.....	5
图表 7：小天鹅滚筒洗衣机.....	5
图表 8：小天鹅全自动波轮洗衣机.....	5
图表 9：洗衣机零售量市占率（2017 年 2 月）.....	6
图表 10：2012-16 年主要洗衣机品牌零售均价.....	6
图表 11：小天鹅股权结构图.....	6
图表 12：小天鹅营收及其同比增速.....	7
图表 13：小天鹅归母净利润及其同比增速.....	7
图表 14：小天鹅盈利能力明显提高.....	7
图表 15：小天鹅运营效率显著改善.....	7
图表 16：2011-15 年洗衣机行业和美的系销量增速.....	8
图表 17：美的系零售量市占率已和海尔并驾齐驱.....	8
图表 18：洗衣机市场零售市占率变化.....	8
图表 19：洗衣机行业零售量市占率（2017 年 2 月）.....	9
图表 20：空调行业零售量市占率（2017 年 2 月）.....	9
图表 21：2015 年家电龙头研发投入占自身营收比重.....	10
图表 22：2016 年小天鹅产品结构.....	10

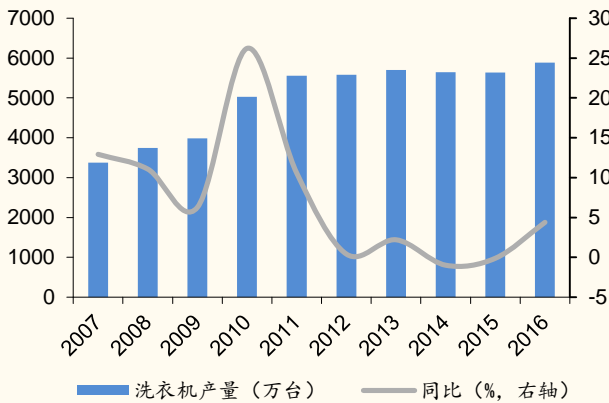
图表 23: 2006-15 年空调行业集中度和龙头毛利率	10
图表 24: 2006-15 年空调行业集中度和龙头净利率	10
图表 25: 小天鹅 T+3 产销模式.....	11
图表 26: 2016 年各国干衣机渗透率.....	11
图表 27: 2016 年各国洗干一体机渗透率.....	11
图表 28: 中国干衣机零售量预测.....	12
图表 29: 2015 年中国干衣机销售占比（按价格段）.....	12
图表 30: 2015 年中国干衣机销售占比（按容量段）.....	12
图表 31: 白色家电出口 CR3.....	13
图表 32: 亚非拉地区全自动洗衣机渗透率.....	13
图表 33: 小天鹅出口以贴牌生产为主.....	13
图表 34: 小天鹅外销毛利率逐年上升.....	13
图表 35: 主要家电公司 2017 年预测估值水平.....	14
图表 36: 2016 年主要家电企业净利率（%）.....	15
图表 37: 2016 年主要家电企业营业周期（天）.....	15
图表 38: 小天鹅经营性净现金快速增长.....	15
图表 39: 2016 年家电企业经营性现金流/营收（%）.....	15

一、专注洗衣机 40 年，牵手美的迎来腾飞

1.1 洗衣机行业平稳增长，消费升级大势所趋

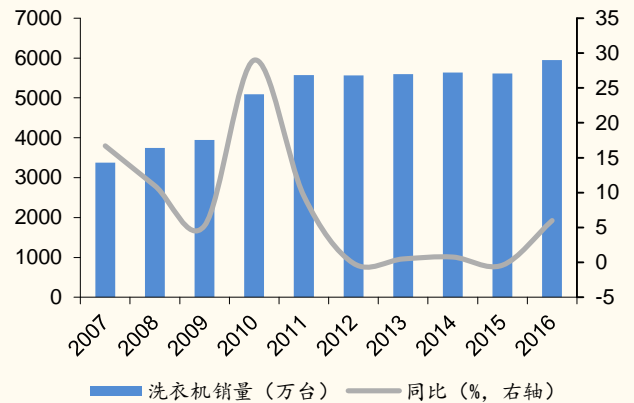
- 行业进入平稳增长期。**回顾中国洗衣机行业的发展历程，2002-2006 年是行业的黄金发展期，销量年均复合增速维持在 20% 左右；2009-2011 年国家推动家电下乡补贴计划，行业增速一度再被拉至 20% 以上；2012 年至今洗衣机行业基本维持个位数增长，行业进入平稳发展期。从每百户保有量的角度，2012 年城镇和农村每百户分别拥有洗衣机 98 台和 67 台，假设每户配置一台洗衣机，则城镇洗衣机保有量基本饱和，农村保有量仍有上升空间。整体上来看，未来洗衣机行业的需求增长将来自农村新增配置和消费升级带动的更新需求。
- 消费升级是行业亮点和主要拉动力。**洗衣机行业消费升级趋势明显，滚筒、变频、大容量为代表的高端产品比重持续上升；以滚筒为例，2012-16 年滚筒洗衣机的零售量占比从 26% 升至 43%，双缸和全自动洗衣机的市占率则有不同程度的下降。高端产品涌现带来产品均价的提升，2012-16 年国内品牌零售均价由 1678 元涨至 1998 元，上升幅度为 19%。

图表 1：洗衣机产量历史变化



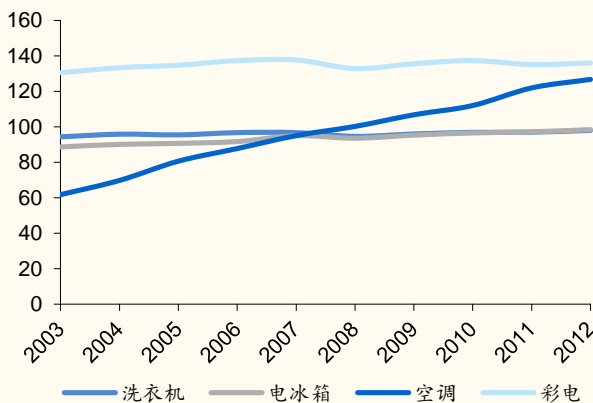
来源：产业在线，国金证券研究所

图表 2：洗衣机销量历史变化



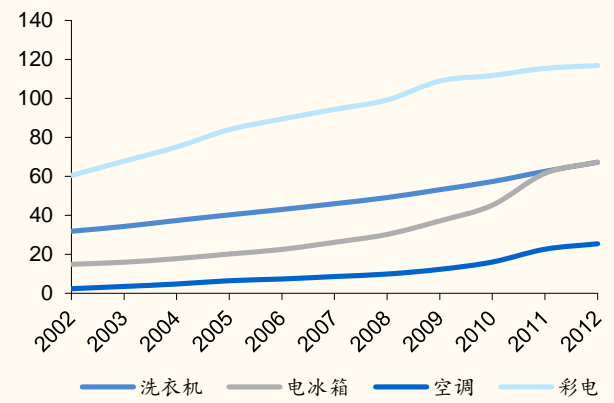
来源：产业在线，国金证券研究所

图表 3：城镇主要家电每百户保有量



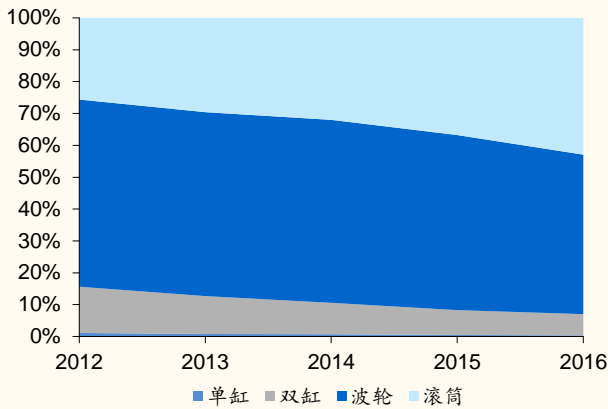
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 4：农村主要家电每百户保有量



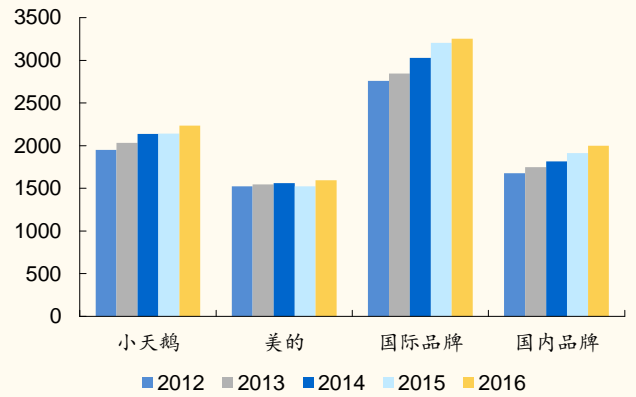
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 5：2012-16 年滚筒零售量占比逐年提升



来源：中怡康，国金证券研究所

图表 6：2012-16 年洗衣机零售均价趋势



来源：中怡康，国金证券研究所

1.2 小天鹅：专注洗衣机领域 40 年

- 40 年专注洗衣机诠释工匠精神：**小天鹅自 1978 年起从事家用洗衣机的研发、生产和销售（中国最早），主要产品包括滚筒洗衣机、波轮洗衣机（波轮又分为全自动和双缸洗衣机）、搅拌式洗衣机、干衣机等。公司目前产能 2200 万台，2016 年产量超过 1800 万台。渠道销售方面，公司内销采用“代理+直营”的营销模式，线上和线下渠道同步发展；外销以 OEM 为主，同时拓展自有品牌。

图表 7：小天鹅滚筒洗衣机



来源：公司官网，国金证券研究所

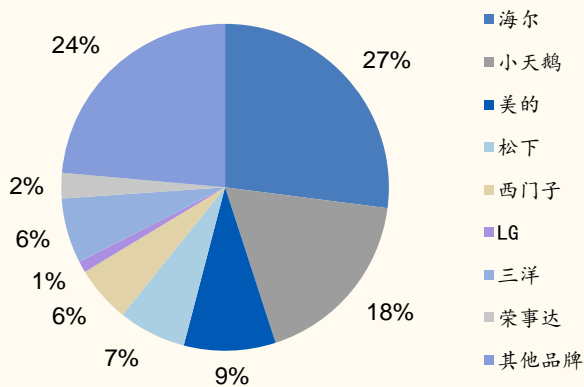
图表 8：小天鹅全自动波轮洗衣机



来源：公司官网，国金证券研究所

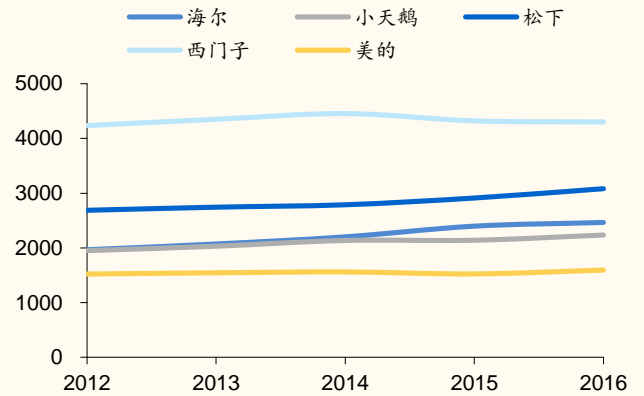
- 双品牌战略满足多层次用户需求。**小天鹅为控股股东美的集团旗下的洗衣机事业部，公司实行“小天鹅”、“美的”双品牌战略，其中小天鹅定位专业路线的中高端市场，美的通过年轻时尚的设计来锁定中端市场，两者通过在外观、性能、渠道、系列化等方面来区分客户群，以差异化的品牌定位满足不同的消费需求。中怡康数据显示，2017 年 2 月小天鹅和美的品牌的零售市占率分别为 18%和 9%，美的系的市场占有率几乎和海尔持平。零售均价方面，2016 年美的、小天鹅、海尔的市场均价分别为 1595、2236、2465 元，美的以及小天鹅的市场层次划分相对明确。

图表 9：洗衣机零售量市占率 (2017 年 2 月)



来源：中怡康，国金证券研究所

图表 10：2012-16 年主要洗衣机品牌零售均价

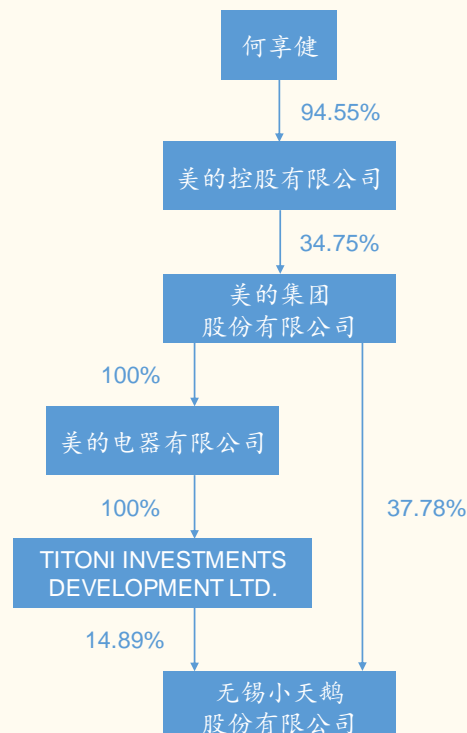


来源：中怡康，国金证券研究所

1.3 美的入主翻开小天鹅腾飞篇章

- 美的收购小天鹅历程：**2008 年 4 月，美的电器受让无锡国联发展持有小天鹅 24.01% 的股份，成为公司第一大股东。早在收购之初，美的就致力将小天鹅打造成洗衣机平台的目标，小天鹅于 2009 年将冰箱等非洗衣机资产转让给美的电器，美的则在 2010 年将旗下的洗衣机资产出售给小天鹅，小天鹅得以全权运营美的的下属洗衣机业务。2013 年，美的集团整体上市，直接和间接所持有小天鹅 40.08% 的股份，承继美的的电器变为公司控股股东，小天鹅成为美的集团旗下洗衣机事业部。2014 年，美的集团进一步增持小天鹅 12.59% 的股份，直接和间接持有公司 52.67% 的股份，控股地位得到巩固。

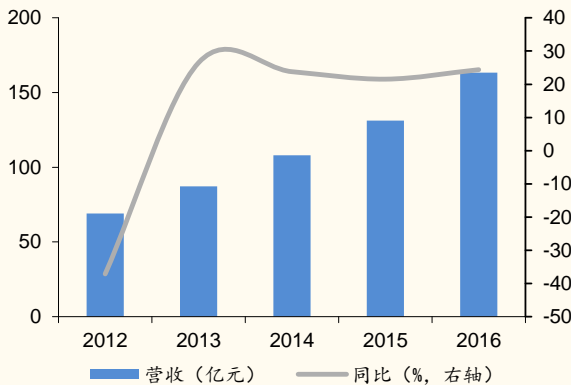
图表 11：小天鹅股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

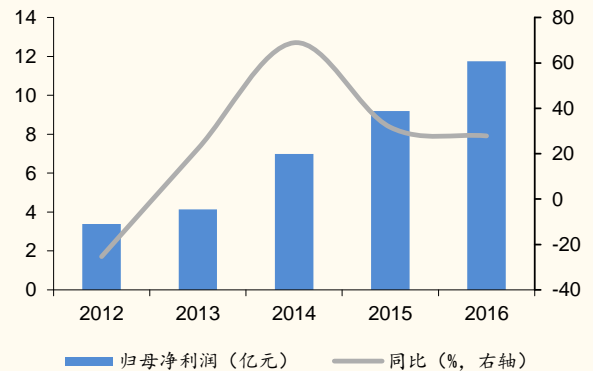
- **深度整合力助小天鹅蜕变。**美的集团从 2012 年起开启从规模转为利润导向的战略，旨在提升产品力和经营效率。作为集团的洗衣机事业部，小天鹅在 2011 年率先运行“产品提升+效率提高”战略，公司的营运情况自 2012 年全面企稳回升。2014 年，小天鹅实验 T+3 订单模式，通过优化制造流程以及产供销联动将接收订单、原料备货、工厂生产、发货销售中的每个周期都压缩至 3 天或更短。这种模式改变了家电大规模制造、压货、分销的传统模式，探索以客户为导向，快速响应市场需求的产销模式。小天鹅加盟美的后的一系列变革对其发展产生了明显的促进作用，公司各项盈利和运营指标都得到显著改善。
- **收入和净利润持续提升。**小天鹅从 2012 年开始减少渠道管理层级，并对公司原有渠道库存进行清理，这影响了公司出货量，造成了公司 2012 年收入和净利润同比下滑，但两项指标自此之后企稳回升。收入增速方面，小天鹅由 2012 年的-37%跃升至 2013 年的 26%并在 2014-16 年均保持 20%-25%的同比增长。净利润增速方面，小天鹅由 2012 年的-25%一度上升至 2014 年的 69%，并于最近两年维持 30%左右的稳定增长。
- **利润率和营运效率明显改善。**2012 年起公司毛利率和净利率上升趋势明显（2012-16 年，毛利率由 22.6%升至 25.9%，净利率由 5.5%升至 8.2%）。运营效率方面，公司的存货、应收账款周转天数均在近五年里显著提高，前者由 2012 年的 59 天降至 2016 年的 37 天，同期应收账款天数从 43 天下降到 2016 年的 26 天。利润率和营运能力的提升直接带动小天鹅 ROE 显著上升，由 2012 年的 9.5%一路上扬至 2016 年的 21.2%。

图表 12：小天鹅营收及其同比增速



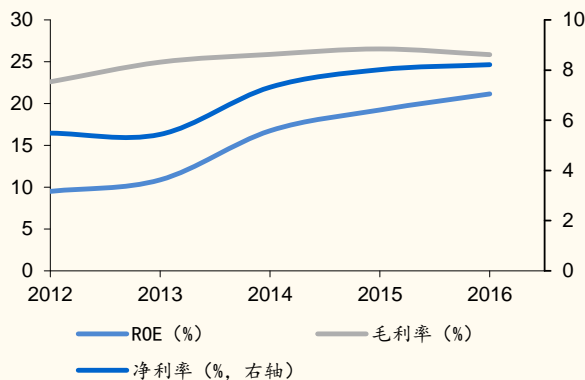
来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：小天鹅归母净利润及其同比增速



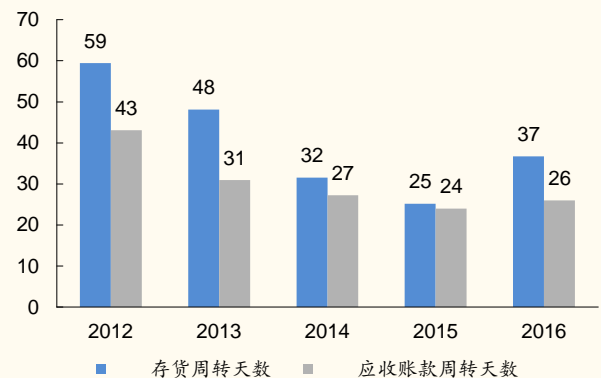
来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：小天鹅盈利能力明显提高



来源：Wind，国金证券研究所

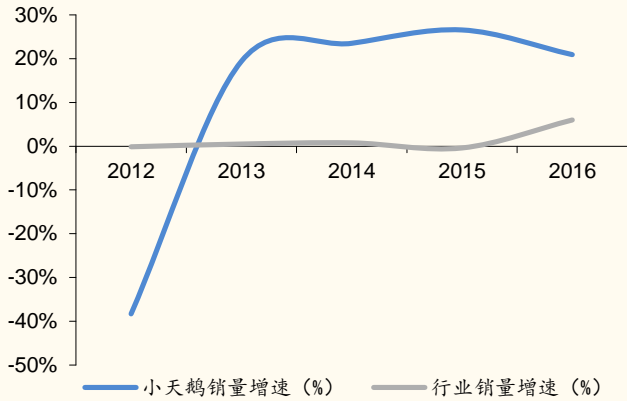
图表 15：小天鹅运营效率显著改善



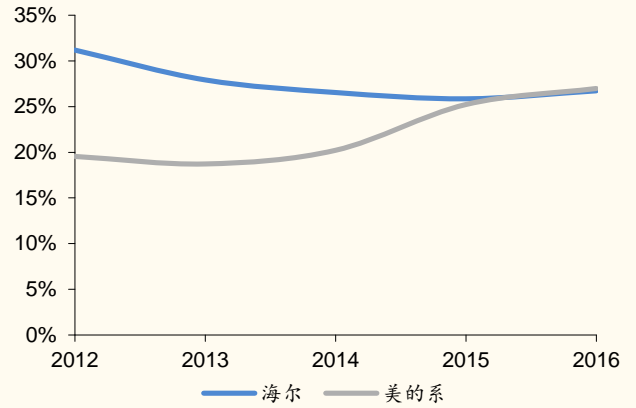
来源：Wind，国金证券研究所

- 美的系洗衣机市场份额逐年抬升。随着产品力的提升以及产品结构的逐步优化，美的系洗衣机自 2013 年起总销量增速大幅高于行业平均（2016 年小天鹅销量增速 21% vs 行业销量增速 6%），零售量市场份额从 2012 年的 19.5%持续提升至 2016 年的 27.0%，已和海尔难分伯仲。

图表 16：2011-15 年洗衣机行业和美的系销量增速



图表 17：美的系零售量市占率已和海尔并驾齐驱



来源：产业在线，国金证券研究所

来源：产业在线，国金证券研究所

二、价值为盾=份额提升+产品升级+效率驱动

2.1 份额提升尚有空间

- 美的系市占率提升巩固双寡头格局。中怡康数据显示，产品提升叠加效率驱动促使美的系洗衣机的零售市占率显著提升，由 2013 年底的 19%升至 2017 年 2 月的 27%。同期海尔的市占率维持在 27%-28%，目前两者合计市占率达到 54%，洗衣机行业双寡头的格局逐步形成。美的市占率提升更多通过侵蚀国外品牌和国内知名度较低品牌的份额，其中伊莱克斯、LG、惠而浦市占率分别下滑 2.1%、1.8%、1.2%，国内小品牌的市场份额合计下滑 2.6%。

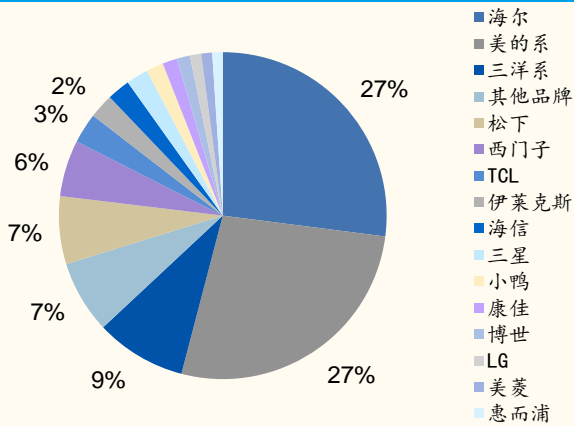
图表 18：洗衣机市场零售市占率变化

	2013 年 12 月	2017 年 2 月	份额变化
海尔	27.64%	27.04%	-0.60%
美的系	19.23%	27.03%	7.80%
松下	6.77%	6.71%	-0.06%
西门子	5.98%	5.58%	-0.40%
LG	2.87%	1.11%	-1.76%
三洋系	9.77%	8.96%	-0.81%
惠而浦	2.26%	1.03%	-1.23%
三星	2.63%	2.18%	-0.45%
TCL	3.27%	2.99%	-0.28%
小鸭	1.59%	1.69%	0.10%
美菱	0.00%	1.08%	1.08%
博世	0.85%	1.29%	0.44%
海信	2.11%	2.27%	0.16%
伊莱克斯	4.52%	2.42%	-2.10%
康佳	0.69%	1.45%	0.76%
其他品牌	9.82%	7.18%	-2.64%

来源：中怡康，国金证券研究所

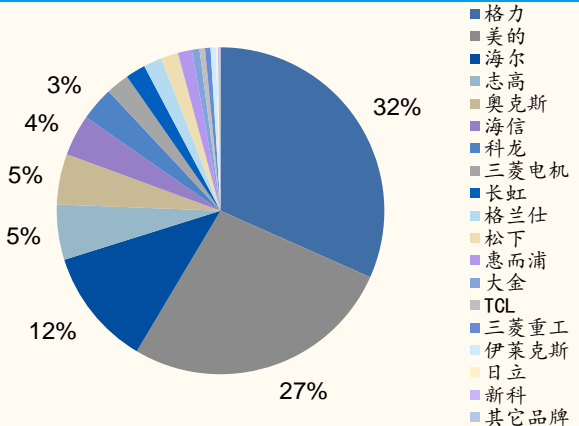
- 对照空调行业，洗衣机行业集中度仍有上升空间。目前洗衣机行业的零售量 CR2 和 CR3 分别为 54%和 63%，相较空调行业的 59%和 71%仍有一定的提高空间。另外，空调行业市场份额小于 3%的中小品牌累计零售市占率仅为 11.8%，而洗衣机行业这一数值高达 24.7%。随着国内洗衣机龙头竞争力提升，众多洗衣机中小品牌或将被逐步整合，预计美的系和海尔的合计市占率至少还有 10%左右的提升空间。

图表 19：洗衣机行业零售量市占率（2017 年 2 月）



来源：中怡康，国金证券研究所

图表 20：空调行业零售量市占率（2017 年 2 月）

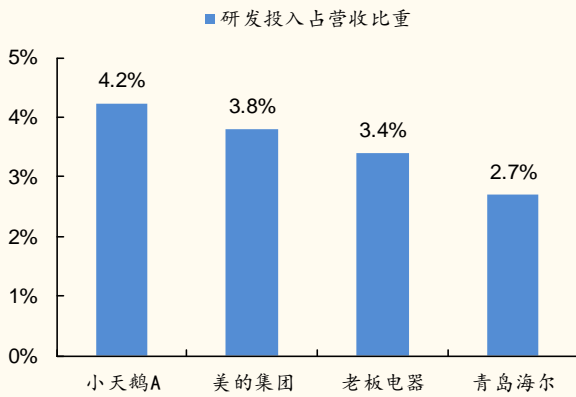


来源：中怡康，国金证券研究所

2.2 产品提升+垄断深化=利润率稳健向好

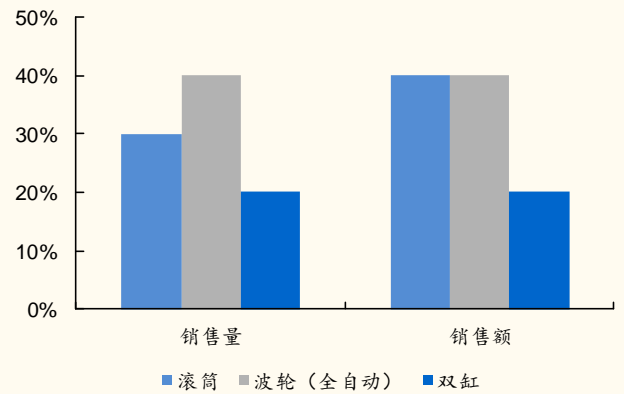
- 2016 年小天鹅屡屡推出爆款新品。2012 年转型以来，公司不仅重视规模，更重视产品质量的提升。公司大幅缩减产品型号（只有以往的 30%），追求打造爆款产品，发掘用户真实需求。2016 年小天鹅上市多款新产品，除以比佛利为代表的高端产品已经实现了规模化销售外，与迪士尼和漫威合作大量新品也呈现在用户面前，每一款产品都力求在外观工艺、品质功能等方面精益求精。
- 研发投入支撑产品力持续升级。公司持续加大研发投入，大力引进高端人才，重视开发智能化、高端化、差异化洗衣机。从白电龙头横向对比的角度，小天鹅对研发的重视首屈一指，2015 年小天鹅研发投入占营收的比例为 4.2%，优于美的集团（3.8%）、老板电器（3.4%）、青岛海尔（2.7%）。2016 年，公司研发支出 6.95 亿元，占营业总收入的 4.3%，较 2015 年再次提升 0.1pct。对研发的重视带来产品结构的优化，目前公司滚筒洗衣机销量占比约 30%，较 2015 年提升 10 个百分点左右。目前内资品牌中掌握滚筒技术的仅有小天鹅和海尔。由于起步相对较晚，小天鹅滚筒洗衣机的毛利率尚未达到理想状态（毛利率约 25%，较波轮低 5pct 左右），预计未来滚筒占比扩大叠加规模效应深化有助于滚筒毛利率大幅提升。

图表 21: 2015 年家电龙头研发投入占自身营收比重



来源: 公司公告, 国金证券研究所

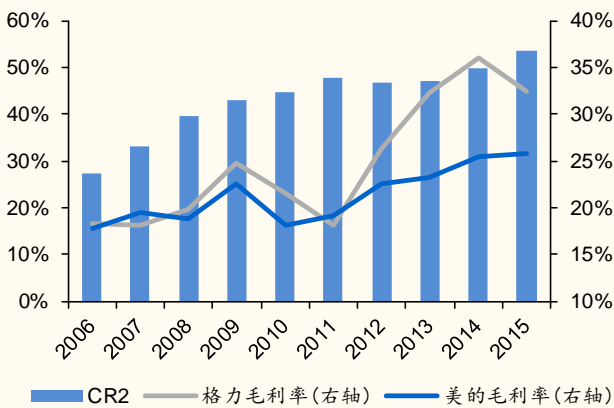
图表 22: 2016 年小天鹅产品结构



来源: 公司调研, 国金证券研究所

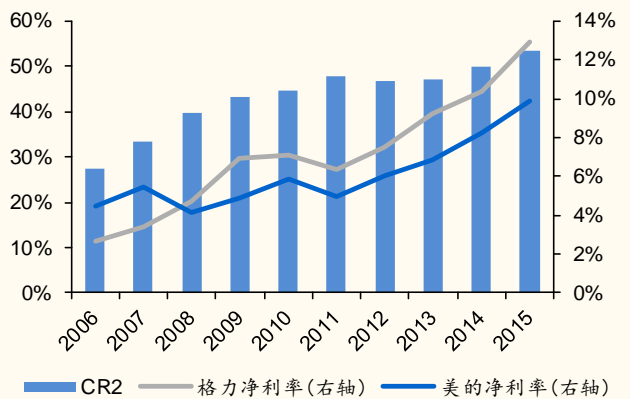
- **寡头垄断格局深化有助净利率进一步提升。**寡头垄断格局的强化有利于龙头企业在定价权和规模效应上的优势愈发明显。以空调行业为例, 2006-15 年格力和美的零售量的合计市场份额由 27% 上升至 53%, 两者的净利率也呈现明显的上升态势 (格力由 2.7% 升至 12.9%, 美的则由 4.5% 到 9.8%)。如前文所述, 我们认为美的系和海尔的合计市占率至少还有 10% 左右的提升空间, 洗衣机寡头垄断局面的进一步强化有助于小天鹅提升上下游议价能力以及扩大规模效应从而降低生产成本, 公司利润率提升尚有充足的空间。

图表 23: 2006-15 年空调行业集中度和龙头毛利率



来源: 中怡康, Wind, 国金证券研究所

图表 24: 2006-15 年空调行业集中度和龙头净利率



来源: 中怡康, Wind, 国金证券研究所

2.3 效率升级仍将持续

- **生产端: T+3 效率提升仍在路上。**“T+3”是小天鹅率先推出的以客户为导向的产销模式, 公司将搜集订单、准备物料、生产、发货每个周期设为 3 天。T+3 模式是从大规模生产销售向个性需求和快速反应的跨越, 小天鹅力求生产标准化、模块化, 以期将超过 20 天的传统供货周期压缩至 12 天, 从而拉动研发、供应链、生产、客户整条价值链的利益。目前, 公司产销 90% 以上使用“T+3”订单制, 完成整个周期的时间缩短至 15 天左右, 随着 T+3 模式愈发成熟, 周转效率有望继续提升, 预计理想情况整个 T+3 过程仅需要 12 天或更短。
- **渠道端: 快周转模式成果显著。**为了配合生产端“以销定产”, 线下渠道代理商逐步从渠道压货模式变身为终端零售商, 其考核方式也从提货返利转变为发货返利。职能转变显著提升了代理商平均周转次数, 同时降低了渠

道库存（4 个月至 1 个月左右）和仓储面积（100 万平至 10 万平），小天鹅的资金占用和仓储成本明显降低。

- “下线直发”和“渠道共享”力助管理效率提升。公司在 T+3 模式的基础上提出“下线直发”的更高要求（目前 30% 的订单采用下线直发），通过将不同生产线的产品与订单完全匹配，实现产品下线后不经过仓库直接装车配送，进一步降低仓储费用和资金占用成本。另外，小天鹅近期提出“渠道共享”概念，公司帮助经销商调配库存，避免某地区出现断货或者库存积压的情况，从而实现整体库存的再平衡。

图表 25：小天鹅 T+3 产销模式



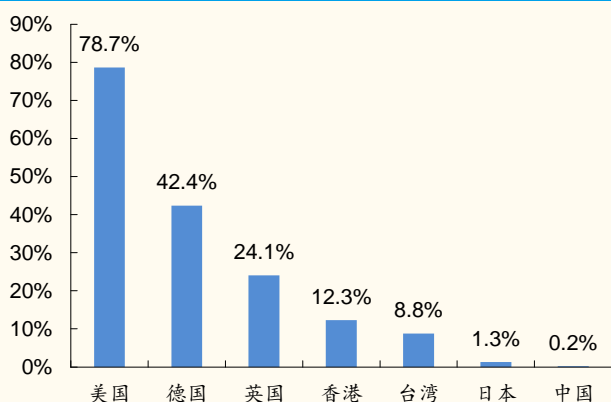
来源：公司公告，国金证券研究所

三、成长为矛=干衣机放量+全球经营

3.1 干衣机市场方兴未艾，全品类布局蓄势待发

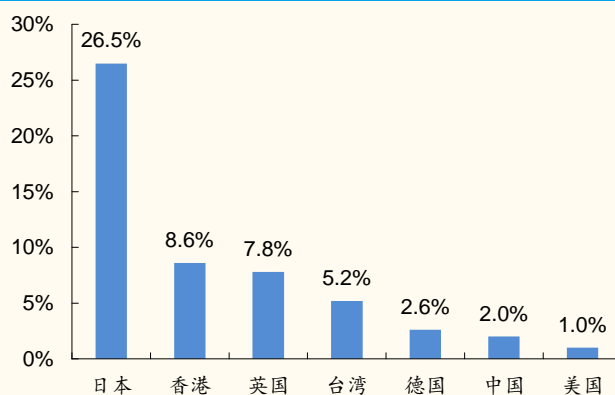
- 干衣机国内外发展冰火两重天。自干衣机在 1930 年代被发明就逐渐成为欧美家庭必备的家用电器，干衣机在北美地区的渗透率超过 70%。相比之下，国内拥有干衣机的消费者相对稀少，干衣机渗透率仅 0.2%。国内外用户的生活习惯以及消费水平是造成干衣机发展差异巨大的主要原因：1) 室外晾晒衣物在欧美不被接受甚至不被允许，而国内习惯于用阳台和院落晒干衣物；2) 欧美人对空气污染极度敏感，烘干机避免了室外晾晒衣物被污染的情况；3) 国内外消费水平和理念差异较大，外资独立式干衣机价格较贵，国内消费者接受度普遍不高。

图表 26：2016 年各国干衣机渗透率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

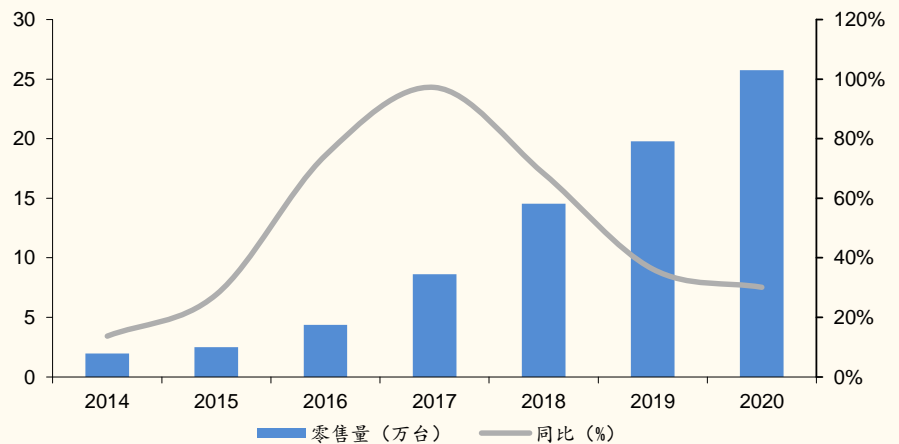
图表 27：2016 年各国洗干一体机渗透率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- **干衣机和洗干一体机在国内发展潜力巨大。**国内干衣机渗透率极低，产业正值导入期，市场空间巨大。四大原因或将催化干衣机市场爆发：1) 90后等年轻人成为消费主力，消费升级利好烘干机需求；2) 国内空气质量不佳将成为烘干机需求改善的催化剂；3) 未来城市环境管理新政或将要求道路两侧建筑物的阳台不得堆放杂物；4) 电热、燃热等加热方式运用到干衣机产品上将提升热交换率同时降低成本。奥维云网预测 2017 年中国独立式干衣机零售量为 8.6 万台，同比增长 97%，2018-20 年零售量增速都保持在 30%以上，2020 年零售量将达到 25.7 万台。类似的，洗干一体机在国内发展空间同样巨大，尽管烘干效果不如干衣机，但洗干一体机少占空间，价格便宜（只需在洗衣机的价格上增加几百元）的特点促使其可能更快地在国内萌芽成长。

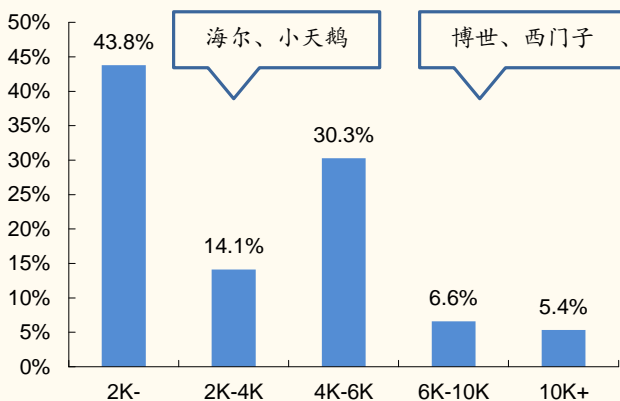
图表 28：中国干衣机零售量预测



来源：奥维云网，国金证券研究所

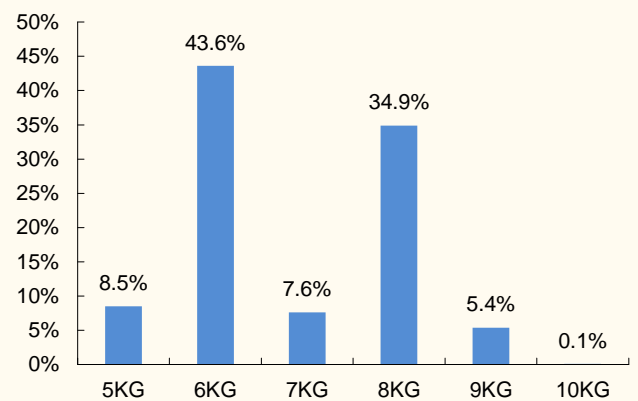
- **小天鹅全品类布局干衣机，新业务发展态势迅猛。**目前干衣机线上市场倾向于价格较为低廉的直排式干衣机，烘干容量 6 公斤以下，价位 1500 元左右，而线下市场则更倾向于空气冷凝和热泵冷凝的干衣机，烘干容量 6 公斤以上，价位在 8000 元左右。小天鹅持续加大干衣机研发创新及业务拓展，目前已具备直排式干衣机、冷凝式干衣机、热泵式干衣机和洗干一体机全品类产品布局，线上线下同时销售，2016 年干衣机和洗干一体机销售额超 12 亿元，同比增长 95%，2017 年一季度两者合计销售 6.5 亿元，同比增速更是高达 160%，公司积极推动新业务布局且发展情况良好。

图表 29：2015 年中国干衣机销售占比（按价格段）



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 30：2015 年中国干衣机销售占比（按容量段）

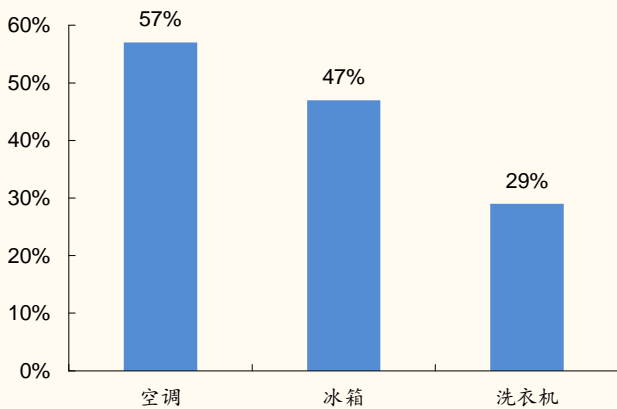


来源：奥维云网，国金证券研究所

3.2 全球经营拓宽成长空间

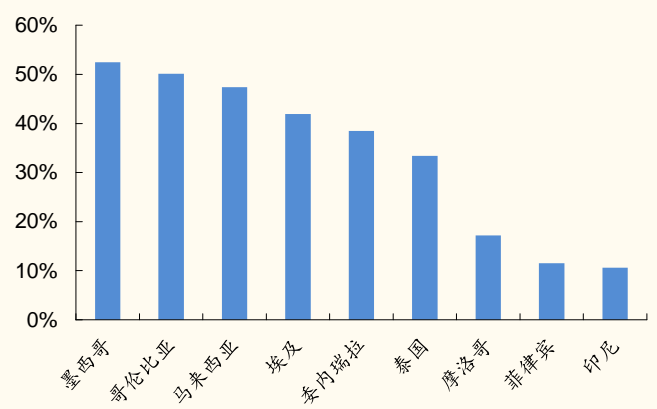
- **洗衣机出口集中度较低，小天鹅外销增长空间较大。**2014-16 年小天鹅的外销收入增速始终保持 20% 以上的增长，全球市场布局持续扩容。我们认为公司在海外拓展方面仍有较大潜力：1) 洗衣机外销集中度较低，相较空调和冰箱 CR3 分别为 57% 和 47%，洗衣机出口 CR3 仅为 29%。小天鹅出口份额领先优势明显，未来有望受益洗衣机外销集中度提升；2) 目前公司主要出口地中东、非洲、拉丁美洲洗衣机保有量较低，存量市场拓展空间巨大 3) 公司尚未有效切入美国、欧洲、日本等大容量家电市场，诸多空白市场可能实现从无到有的突破；4) 2016 年小天鹅海外收入占总收入 20%，对比国际化程度较高的家电巨头（惠而浦海外业务收入占比接近 50%）尚有较大的向上空间。

图表 31：白色家电出口 CR3



来源：产业在线，国金证券研究所

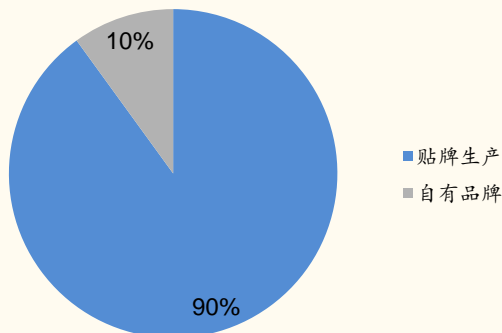
图表 32：亚非拉地区全自动洗衣机渗透率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

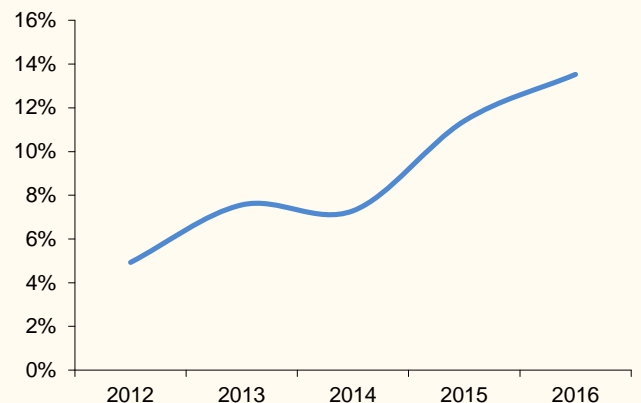
- **自有品牌占比提升改善出口盈利情况。**2016 年小天鹅外销毛利率为 13.5%，远低于内销毛利率 30.9%，其原因是目前公司近 90% 出口主要为伊莱克斯、三星等品牌做贴牌生产，OEM 毛利率与自有品牌差距明显。公司正在逐步提高自有品牌占有率以及加大海外本土化，外销毛利率从 2012 年的 5% 升至 2016 年的 14% 便是佐证。目前小天鹅和当地经销商和制造商合作，公司将逐步推进制造外移，未来对于市场需求比较大的地方，不排除在外国投资建厂的可能。

图表 33：小天鹅出口以贴牌生产为主



来源：公司调研，国金证券研究所

图表 34：小天鹅外销毛利率逐年上升



来源：Wind，国金证券研究所

- **小天鹅或借东芝拓展日本和东南亚市场。**2016年，小天鹅控股股东美的集团获得日本东芝家电业务主体“东芝生活电器株式会社”80.1%的股权，获得了东芝品牌40年的全球授权以及5000多项专利技术。东芝家电业务多在本土以及东南亚地区，未来小天鹅可能会借助东芝的力量拓展日本和东南亚市场，扩大海外市场份额。

四、盈利预测 & 投资建议

- **小天鹅业绩增速和估值水平合理匹配。**尽管年初以来小天鹅A大涨推升估值水平，但万得一致预期显示公司2017年业绩预增24%，预测PEG为0.83，估值水平与业绩增速的匹配度仍然良好。

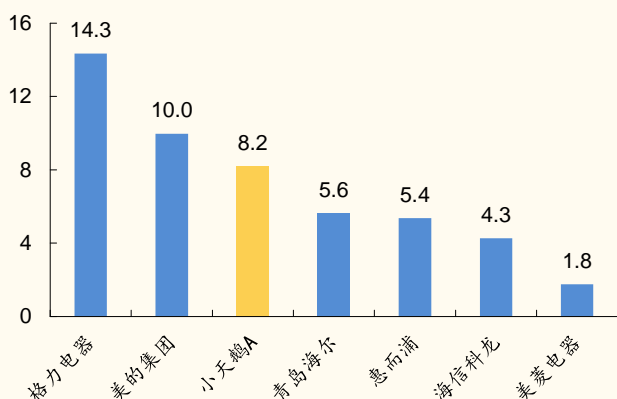
图表 35：主要家电公司2017年预测估值水平

细分行业	公司名称	17年业绩增速	17年预测 PE	17年预测 PEG (5.22 股价)
白电	格力电器	16.03	11.37	0.71
	美的集团	15.96	13.75	0.86
	青岛海尔	24.24	13.15	0.54
	海信科龙	60.13	10.66	0.18
	美的电器	38.80	20.54	0.53
	小天鹅 A	23.96	19.89	0.83
厨电	老板电器	32.98	23.95	0.73
	华帝股份	45.11	27.35	0.61
	浙江美大	39.13	33.68	0.86
	万和电气	20.55	20.54	1.00
小家电	苏泊尔	22.62	22.75	1.01
	九阳股份	14.08	17.22	1.22
	新宝股份	34.27	20.22	0.59
	莱克电气	37.42	31.22	0.83
	飞科电器	30.33	29.29	0.97
黑电	TCL 集团	70.53	15.70	0.22
	海信电器	10.24	9.35	0.91
	创维数字	11.95	21.37	1.79
	兆驰股份	37.92	29.60	0.78

来源：Wind，国金证券研究所；注释：业绩增速、PE、PEG均为万得一致预期

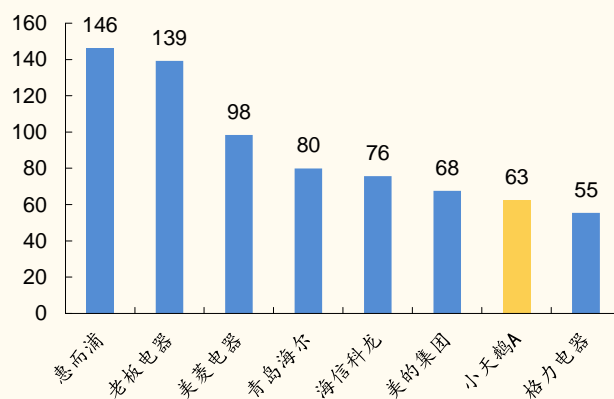
- **盈利能力出众+营运效率顶尖+在手现金充沛。**小天鹅2016年净利率8.2%，紧追白电龙头格力电器（14.3%）和美的集团（10.0%），领先惠而浦（5.4%）、海信科龙（4.3%）等同类二线白电。营运效率方面，公司16年营业周期仅63天，是主流家电企业中的较低水平，仅次于格力电器的55天。小天鹅在手现金相当充裕，2016年公司自有资金（货币资金+银行理财-短期借款）高达122亿元且无有息负债，大量在手现金为公司未来发展提供可靠安全垫和外延扩张可能性。

图表 36：2016 年主要家电企业净利率 (%)



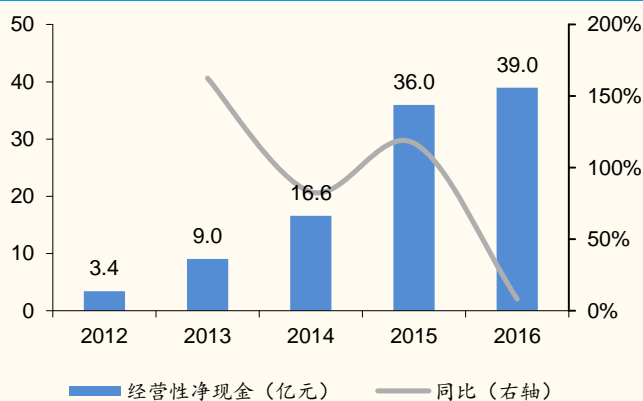
来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：2016 年主要家电企业营业周期 (天)



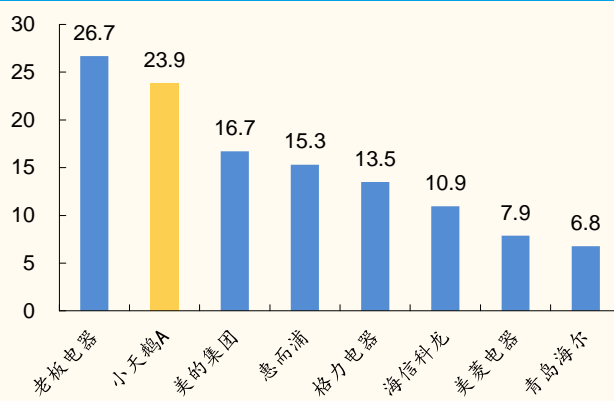
来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：小天鹅经营性净现金快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：2016 年家电企业经营性现金流/营收 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

- 盈利预测 & 投资建议：**我们假设：1) 未来 3 年洗衣机行业实现个位数稳增长，行业集中度继续提升；2) 小天鹅充分受益龙头效应和集中度提升，2017-19 年销量增速 10%-15%，均价增速 5%-10%，毛利率逐年提升（17-19 年分别为 27%、27.5%、28%）。借助美的“产品领先+效率提升+全球运营”战略，小天鹅市场份额、盈利水平、运营效率、资产质量大幅提升并且有望在未来继续保持。目前市场风险偏好较低，监管层倡导价值投资，小天鹅等业绩确定且估值合理的优质白马或将持续受到追捧。预计公司 2017-19 年归母净利润 15.3/19.4/23.8 亿元，对应 EPS 分别为 2.4/3.1/3.8 元，对应 PE 分别为 19.0/14.9/12.2 倍，维持公司“买入”评级。

五、风险提示

- 地产销售大幅下滑，行业竞争明显加剧，原材料成本急剧攀升。**

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	10,804	13,132	16,335	20,014	22,746	26,400	货币资金	3,060	3,043	4,272	6,850	9,255	12,334
增长率		21.5%	24.4%	22.5%	13.7%	16.1%	应收账款	4,038	3,110	2,787	3,386	3,848	4,466
主营业务成本	-8,007	-9,646	-12,111	-14,802	-16,691	-19,242	存货	606	745	1,725	1,217	1,372	1,582
%销售收入	74.1%	73.5%	74.1%	74.0%	73.4%	72.9%	其他流动资产	2,091	5,854	8,544	8,449	8,468	8,493
毛利	2,797	3,485	4,224	5,212	6,055	7,158	流动资产	9,795	12,752	17,328	19,902	22,943	26,875
%销售收入	25.9%	26.5%	25.9%	26.0%	26.6%	27.1%	%总资产	86.1%	89.0%	91.7%	93.3%	94.3%	95.3%
营业税金及附加	-67	-67	-99	-100	-114	-132	长期投资	76	69	65	66	65	65
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,066	1,020	971	831	770	703
营业费用	-1,519	-1,958	-2,326	-2,842	-3,184	-3,696	%总资产	9.4%	7.1%	5.1%	3.9%	3.2%	2.5%
%销售收入	14.1%	14.9%	14.2%	14.2%	14.0%	14.0%	无形资产	205	202	197	193	190	187
管理费用	-441	-540	-505	-600	-682	-792	非流动资产	1,582	1,575	1,558	1,420	1,385	1,335
%销售收入	4.1%	4.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	13.9%	11.0%	8.3%	6.7%	5.7%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	769	921	1,294	1,669	2,075	2,538	资产总计	11,377	14,328	18,886	21,322	24,328	28,210
%销售收入	7.1%	7.0%	7.9%	8.3%	9.1%	9.6%	短期借款	0	0	184	0	0	0
财务费用	15	110	155	109	167	223	应付款项	5,688	6,198	9,170	10,016	11,320	13,078
%销售收入	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	528	2,101	2,552	2,770	2,886	3,119
资产减值损失	-38	-22	-95	-14	-2	-3	流动负债	6,216	8,298	11,906	12,786	14,206	16,197
公允价值变动收益	-15	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	178	202	200	220	250	270	其他长期负债	16	42	21	118	132	150
%税前利润	19.1%	16.5%	12.6%	10.9%	9.9%	8.8%	负债	6,232	8,340	11,927	12,905	14,338	16,348
营业利润	908	1,210	1,554	1,985	2,489	3,029	普通股股东权益	4,428	5,125	5,984	7,257	8,627	10,276
营业利润率	8.4%	9.2%	9.5%	9.9%	10.9%	11.5%	少数股东权益	717	863	975	1,160	1,363	1,586
营业外收支	26	15	30	30	30	30	负债股东权益合计	11,377	14,328	18,886	21,322	24,328	28,210
税前利润	934	1,225	1,584	2,015	2,519	3,059							
利润率	8.6%	9.3%	9.7%	10.1%	11.1%	11.6%	比率分析						
所得税	-143	-172	-242	-302	-378	-459		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	15.3%	14.1%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	791	1,053	1,343	1,712	2,142	2,600	每股收益	1.104	1.453	1.858	2.416	3.065	3.758
少数股东损益	93	134	168	184	203	223	每股净资产	7.001	8.103	9.461	11.474	13.639	16.247
归属于母公司的净利润	698	919	1,175	1,528	1,939	2,377	每股经营现金净流	2.615	5.648	6.156	4.355	4.336	5.620
净利率	6.5%	7.0%	7.2%	7.6%	8.5%	9.0%	每股股利	0.300	0.450	0.600	0.750	0.900	1.150
							回报率						
							净资产收益率	15.77%	17.94%	19.64%	21.05%	22.47%	23.13%
							总资产收益率	6.14%	6.42%	6.22%	7.17%	7.97%	8.43%
							投入资本收益率	12.65%	13.22%	15.35%	16.86%	17.65%	18.18%
							增长率						
							主营业务收入增长率	23.79%	21.54%	24.39%	22.52%	13.65%	16.06%
							EBIT增长率	65.38%	19.82%	40.46%	29.05%	24.28%	22.34%
							净利润增长率	68.91%	31.65%	27.84%	30.03%	26.87%	22.61%
							总资产增长率	23.36%	25.94%	31.81%	12.90%	14.10%	15.96%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	27.6	24.4	26.4	25.0	25.0	25.0
							存货周转天数	32.0	25.6	37.2	30.0	30.0	30.0
							应付账款周转天数	145.5	114.2	86.7	90.0	90.0	90.0
							固定资产周转天数	36.0	28.3	21.7	15.2	12.4	9.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-59.48%	-50.82%	-58.75%	-81.38%	-92.65%	-103.97%
							EBIT利息保障倍数	-51.7	-8.4	-8.4	-15.3	-12.4	-11.4
							资产负债率	54.78%	58.21%	63.15%	60.52%	58.94%	57.95%

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	1	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

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)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-02-02	买入	20.69	25.28~25.62
2	2016-04-22	买入	27.38	31.92~32.26
3	2016-08-10	买入	34.45	36.77~38.70

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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方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作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD