

市场价格(人民币): 43.73 元  
 目标价格(人民币): 50.60-57.50 元

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)	438.50
总市值(百万元)	27,658.69
年内股价最高最低(元)	49.84/32.32
沪深 300 指数	3707.58
深证成指	10361.23



### 相关报告

- 《价值为盾，成长为矛，攻守兼备-小天鹅 A 公司深度研究》，2017.5.23
- 《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  
 weili1@gjzq.com.cn

洪吉然 联系人  
 hongjiran@gjzq.com.cn

## 出口增长亮眼，中报略超预期

### 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	2.336	2.866	3.396
每股净资产(元)	8.10	9.46	11.39	13.36	15.61
每股经营性现金流(元)	5.65	6.16	3.04	4.77	5.58
市盈率(倍)	16.51	17.40	18.72	15.26	12.88
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%	25.72%	22.72%	18.48%
净资产收益率(%)	17.94%	19.64%	20.50%	21.45%	21.76%
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

### 业绩简评

- 2017H1 公司实现营收 105.7 亿元 (YoY+32.35%)，归母净利润 7.3 亿元 (YoY+26.0%)，其中第二季度公司的收入和归母净利润增速分别为 30.2% (环比-4.0pct) 和 26.8% (环比+1.5pct)。

### 经营分析

- 内外销双双发力，干衣机翻倍增长：**内销方面，产品优化+营销转型+效率提升助力公司收入快速增长 (实现 75 亿元，同比+29%)，线下销售量额占比分别为 26.6% 和 23.0%，线上市场持续高速增长且市场份额稳居行业第一。出口方面，公司上半年收入 22 亿元 (同比+43%)，1-5 月出口量额占比分别为 20.4% (同比+4.3pct) 以及 17.7% (同比+6.5pct)，双双位居行业第一。新品类方面，上半年干衣产品销售收入实现翻倍增长，未来公司将进一步加大干衣产品研发创新和市场拓展力度。
- 费用率较为平稳，净利率环比改善：**17H1 公司毛利率 25.61% (同比-1.59pct)，其中内销和外销毛利率分别为 31.77% (同比+0.23pct) 以及 11.81% (同比-2.39pct)。均价提升和产品结构改善减缓原材料价格上涨对内销毛利率的冲击，而外销毛利率在汇率和成本的双重压力下有所下滑。公司期间费用率保持平稳 (同比-0.06pct)，其中销售费用率和管理费用率有小幅下降，财务费用率则略有上升。综上所述，公司上半年净利率同比下滑 0.45pct 至 7.88%，其中第二季度净利率有所改善 (环比+0.38pct)。
- 资产质量优异，现金流问题无需过度解读：**17H1 公司自有资金充沛 (119 亿元，同比+19%)，会计结算审慎 (预收账款同比+69%，其他流动负债同比+20%)。上半年公司经营性净现金流-1.4 亿元，主要由于一季度提前采购大量原材料以及今年现金管理政策主动调整 (放宽上下游账期，深化长期共赢关系) 所致，后期现金流大概率将回归到合理水平。

### 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。预计公司 2017-19 年归母净利润 14.8/18.1/21.5 亿元，对应 EPS 分别为 2.3/2.9/3.4 元，PE 分别为 18.7/15.3/12.9 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

- 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)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,804</b>	<b>13,132</b>	<b>16,335</b>	<b>20,300</b>	<b>24,600</b>	<b>29,100</b>
增长率		21.5%	24.4%	24.3%	21.2%	18.3%
主营业务成本	-8,007	-9,646	-12,111	-14,974	-18,104	-21,377
%销售收入	74.1%	73.5%	74.1%	73.8%	73.6%	73.5%
毛利	2,797	3,485	4,224	5,326	6,496	7,723
%销售收入	25.9%	26.5%	25.9%	26.2%	26.4%	26.5%
营业税金及附加	-67	-67	-99	-122	-148	-175
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,519	-1,958	-2,326	-2,944	-3,567	-4,220
%销售收入	14.1%	14.9%	14.2%	14.5%	14.5%	14.5%
管理费用	-441	-540	-505	-629	-763	-902
%销售收入	4.1%	4.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>769</b>	<b>921</b>	<b>1,294</b>	<b>1,632</b>	<b>2,019</b>	<b>2,427</b>
%销售收入	7.1%	7.0%	7.9%	8.0%	8.2%	8.3%
财务费用	15	110	155	88	106	116
%销售收入	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-38	-22	-95	-15	-3	-3
公允价值变动收益	-15	0	0	0	0	0
投资收益	178	202	200	220	220	220
%税前利润	19.1%	16.5%	12.6%	11.3%	9.3%	7.9%
<b>营业利润</b>	<b>908</b>	<b>1,210</b>	<b>1,554</b>	<b>1,925</b>	<b>2,342</b>	<b>2,760</b>
营业利润率	8.4%	9.2%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
营业外收支	26	15	30	30	30	30
税前利润	934	1,225	1,584	1,955	2,372	2,790
利润率	8.6%	9.3%	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%
所得税	-143	-172	-242	-293	-356	-418
所得税率	15.3%	14.1%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	791	1,053	1,343	1,662	2,016	2,371
少数股东损益	93	134	168	184	203	223
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>698</b>	<b>919</b>	<b>1,175</b>	<b>1,477</b>	<b>1,813</b>	<b>2,148</b>
净利率	6.5%	7.0%	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	791	1,053	1,343	1,662	2,016	2,371
少数股东损益	93	134	168	184	203	223
非现金支出	172	147	222	143	148	164
非经营收益	-221	-302	-335	-244	-280	-270
营运资金变动	913	2,674	2,664	360	1,133	1,263
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,654</b>	<b>3,572</b>	<b>3,894</b>	<b>1,920</b>	<b>3,017</b>	<b>3,528</b>
资本开支	-71	-107	-58	-124	-98	-99
投资	-1,605	-2,182	-2,473	-1,000	-2,000	-2,500
其他	171	244	271	220	220	220
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,505</b>	<b>-2,045</b>	<b>-2,259</b>	<b>-904</b>	<b>-1,878</b>	<b>-2,379</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	184	-183	0	0
其他	-193	-278	-441	-268	-569	-727
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-193</b>	<b>-278</b>	<b>-258</b>	<b>-451</b>	<b>-569</b>	<b>-727</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-45</b>	<b>1,249</b>	<b>1,377</b>	<b>565</b>	<b>570</b>	<b>421</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,060	3,043	4,272	4,837	5,407	5,828
应收款项	4,038	3,110	2,787	3,138	3,803	4,499
存货	606	745	1,725	1,518	1,835	2,167
其他流动资产	2,091	5,854	8,544	9,450	11,481	14,014
<b>流动资产</b>	<b>9,795</b>	<b>12,752</b>	<b>17,328</b>	<b>18,943</b>	<b>22,526</b>	<b>26,507</b>
%总资产	86.1%	89.0%	91.7%	92.3%	93.4%	94.4%
长期投资	76	69	65	66	65	65
固定资产	1,066	1,020	971	995	983	955
%总资产	9.4%	7.1%	5.1%	4.8%	4.1%	3.4%
无形资产	205	202	197	193	190	187
非流动资产	1,582	1,575	1,558	1,585	1,598	1,587
%总资产	13.9%	11.0%	8.3%	7.7%	6.6%	5.6%
<b>资产总计</b>	<b>11,377</b>	<b>14,328</b>	<b>18,886</b>	<b>20,528</b>	<b>24,124</b>	<b>28,095</b>
短期借款	0	0	184	0	0	0
应付款项	5,688	6,198	9,170	9,259	11,202	13,234
其他流动负债	528	2,101	2,552	2,782	2,968	3,240
流动负债	6,216	8,298	11,906	12,041	14,170	16,474
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	42	21	120	141	164
<b>负债</b>	<b>6,232</b>	<b>8,340</b>	<b>11,927</b>	<b>12,161</b>	<b>14,311</b>	<b>16,638</b>
普通股股东权益	4,428	5,125	5,984	7,207	8,450	9,871
少数股东权益	717	863	975	1,160	1,363	1,586
<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,377</b>	<b>14,328</b>	<b>18,886</b>	<b>20,528</b>	<b>24,124</b>	<b>28,095</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.104	1.453	1.858	2.336	2.866	3.396
每股净资产	7.001	8.103	9.461	11.394	13.361	15.607
每股经营现金净流	2.615	5.648	6.156	3.036	4.770	5.578
每股股利	0.300	0.450	0.600	0.750	0.900	1.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.77%	17.94%	19.64%	20.50%	21.45%	21.76%
总资产收益率	6.14%	6.42%	6.22%	7.20%	7.52%	7.65%
投入资本收益率	12.65%	13.22%	15.35%	16.58%	17.49%	18.00%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	23.79%	21.54%	24.39%	24.27%	21.18%	18.29%
EBIT增长率	65.38%	19.82%	40.46%	26.15%	23.72%	20.21%
净利润增长率	68.91%	31.65%	27.84%	25.72%	22.72%	18.48%
总资产增长率	23.36%	25.94%	31.81%	8.69%	17.52%	16.46%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	27.6	24.4	26.4	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	32.0	25.6	37.2	37.0	37.0	37.0
应付账款周转天数	145.5	114.2	86.7	87.0	87.0	87.0
固定资产周转天数	36.0	28.3	21.7	17.9	14.6	12.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-59.48%	-50.82%	-58.75%	-69.77%	-85.67%	-98.87%
EBIT利息保障倍数	-51.7	-8.4	-8.4	-18.5	-19.0	-20.9
资产负债率	54.78%	58.21%	63.15%	59.24%	59.32%	59.22%

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	1	1	1	3
增持	0	2	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.67	1.67	1.40

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。

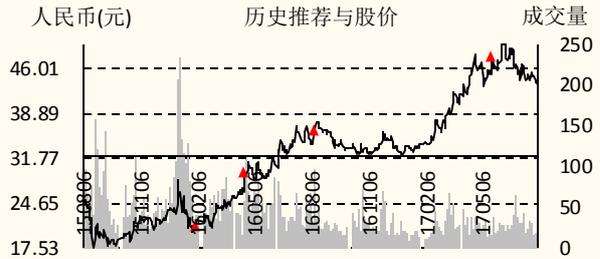
最终评分与平均投资建议对照：

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
4	2017-05-23	买入	45.80	50.74~50.74

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