

小天鹅 A (000418.SZ)

逆市快增长，收入再超预期

● 收入增速超预期，业绩保持高增长

2017H1 公司实现营业收入 105.7 亿元 (YoY+32%)，归母净利 7.3 亿元 (YoY+26%)，毛利率 25.6% (YoY-1.6pct)，净利率 7.9% (YoY-0.4pct)。Q2 单季营业收入 48.8 亿元 (YoY+30%)，归母净利 3.3 亿元 (YoY+27%)，毛利率 25.5% (YoY-0.6pct)，净利率 8.1%，与去年同期持平。收入增速超预期，业绩保持高增长。

盈利能力有所下降，主要原因：1) 原材料价格上升；2) 人民币升值，财务费用增加。2016H1 汇兑收益 1131 万，2017H1 汇兑损失 3078 万元。

● 海外市场，收入增速亮眼；国内市场，电商保持高增长

海外市场，外销收入 22 亿，同比增长 43%，外销加速增长，主要来源于：1) 欧洲、北美、中东亚非区域快速增长；2) 自主品牌收入快速增长。

国内市场，内销收入 75 亿，同比增长 29%，具体来看：1) 2017H1 产品均价提升约 8-10%，销量提升约 17%-19%；2) 滚筒洗衣机收入占比提升，约占总收入的 50%；3) 内销中，电商渠道保持高增长，根据中怡康周度数据，2017H1 线上渠道同比增长 50%。

● 在手现金充沛；市场地位稳固，市场份额有望持续提升

2017H1 自有现金 (货币资金+银行理财-短期借款) 持续增加，约 119 亿元 (YoY+19%)。公司市场地位稳固，根据中怡康数据：1) 线上：2017H1，小天鹅、美的双品牌市场份额合计约 31%，领先第二名约 8pct，优势显著；2) 线下，小天鹅与海尔市场份额并列第一，2017H1 市场份额达 27%。

● 盈利预测和投资建议

我们预计 2017-19 年公司净利润分别为 14.6、17.8、20.8 亿元，同比分别增长 25%、22%、17%，公司作为洗衣机龙头，未来市场份额有望持续提升，现价对应 2017 年 18.9xPE，给予“买入”评级。

● 风险提示：原材料价格上涨；行业竞争环境恶劣；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	13132	16335	20308	24143	27728
增长率 (%)	21.5%	24.4%	24.3%	18.9%	14.8%
EBITDA (百万元)	1046	1421	1550	1899	2224
净利润 (百万元)	919	1175	1464	1784	2079
增长率 (%)	31.7%	27.8%	24.6%	21.8%	16.6%
EPS (元/股)	1.45	1.86	2.31	2.82	3.29
市盈率 (P/E)	30.1	23.5	18.9	15.5	13.3
市净率 (P/B)	5.4	4.6	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	34.4	27.9	26.6	23.1	20.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：EPS 按最新股本摊薄，下同

公司评级

买入

当前价格

43.73 元

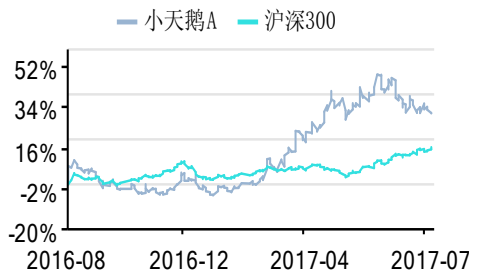
前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-08-07

相对市场表现



分析师：曾 焱 S0260517050002



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

相关研究：

小天鹅 A (000418.SZ)：短 2017-04-23
期毛利率环比回升，关注长期

成长空间

小天鹅 A (000418.SZ)：短 2017-03-09
期成本上涨侵蚀利润，长期升
级转型潜力仍存

小天鹅 A (000418.SZ)：收 2016-10-25
入增速放缓属意料之中，利润
增长仍有潜力

联系人：袁雨辰 021-60750604

yuanyuchen@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	12,752	17,328	20,098	23,890	27,717
货币资金	3,043	4,272	5,638	6,703	7,980
应收及预付	3,110	2,787	3,450	4,101	4,710
存货	745	1,725	1,872	2,222	2,550
其他流动资产	5,854	8,544	9,139	10,864	12,477
非流动资产	1,575	1,558	1,470	1,378	1,283
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,020	971	890	806	719
在建工程	0	0	1	4	6
无形资产	198	192	185	177	169
其他长期资产	358	395	395	395	395
资产总计	14,328	18,886	21,568	25,269	29,000
流动负债	8,298	11,906	13,637	16,178	18,558
短期借款	0	184	0	0	0
应付及预收	4,373	5,956	7,072	8,392	9,632
其他流动负债	3,925	5,767	6,565	7,785	8,926
非流动负债	42	21	21	21	21
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	42	21	21	21	21
负债合计	8,340	11,927	13,658	16,199	18,579
股本	632	632	632	632	632
资本公积	1,164	1,191	1,191	1,191	1,191
留存收益	3,328	4,160	5,111	6,271	7,622
归属母公司股东权益	5,125	5,984	6,935	8,095	9,446
少数股东权益	863	975	975	975	975
负债和股东权益	14,328	18,886	21,568	25,269	29,000

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13132	16335	20308	24143	27728
营业成本	9646	12111	15190	18011	20657
营业税金及附加	67	99	102	121	139
销售费用	1958	2326	2945	3477	3965
管理费用	540	505	637	756	867
财务费用	-110	-155	-145	-185	-220
资产减值损失	-22	-95	-40	-40	-40
公允价值变动收益	0	1	2	3	4
投资净收益	157	10	118	117	116
营业利润	1210	1554	1739	2124	2480
营业外收入	63	39	39	39	39
营业外支出	48	9	9	9	9
利润总额	1225	1584	1764	2149	2505
所得税	172	242	300	365	426
净利润	919	1175	1464	1784	2079
少数股东损益	134	168	0	0	0
归属母公司净利润	919	1175	1464	1784	2079
EBITDA	1046	1421	1550	1899	2224
EPS (元)	1.45	1.86	2.31	2.82	3.29

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	228	1,601	2,122	1,749	2,064
净利润	919	1,175	1,464	1,784	2,079
折旧摊销	125	128	116	120	124
营运资金变动	-931	92	502	-194	-179
其它	115	206	40	40	40
投资活动现金流	3	-51	-60	-60	-60
资本支出	0	-51	-60	-60	-60
投资变动	3	-51	-60	-60	-60
其他	0	51	60	60	60
筹资活动现金流	-248	-320	-696	-624	-728
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	9	0	0	0	0
其他	-257	-320	-696	-624	-728
现金净增加额	-17	1,229	1,366	1,065	1,277
期初现金余额	3,060	3,043	4,272	5,638	6,703
期末现金余额	3,043	4,272	5,638	6,703	7,980

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	21.5%	24.4%	24.3%	18.9%	14.8%
营业利润增长	31.7%	27.8%	24.6%	21.8%	16.6%
归属母公司净利润增长	31.7%	27.8%	24.6%	21.8%	16.6%
获利能力(%)					
毛利率	26.5%	25.9%	25.2%	25.4%	25.5%
净利率	7.0%	7.2%	7.2%	7.4%	7.5%
ROE	17.9%	19.6%	21.1%	22.0%	22.0%
ROIC	14.3%	16.8%	17.4%	22.4%	26.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	58.2%	63.2%	63.3%	64.1%	64.1%
净负债比率	-37.0%	-40.5%	-37.2%	-37.6%	-36.5%
流动比率	1.54	1.46	1.47	1.48	1.49
速动比率	1.45	1.31	1.34	1.34	1.36
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.86	0.94	0.96	0.96
应收账款周转率	4.22	5.86	5.89	5.89	5.89
存货周转率	12.94	7.02	8.11	8.11	8.10
每股指标(元)					
每股收益	1.45	1.86	2.31	2.82	3.29
每股经营现金流	0.36	2.53	3.36	2.77	3.26
每股净资产	8.10	9.46	10.97	12.80	14.93
估值比率					
P/E	30.1	23.5	18.9	15.5	13.3
P/B	5.4	4.6	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	34.4	27.9	26.6	23.1	20.8

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 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。
- 袁雨辰：研究助理，上海社科院经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 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	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。