



证券研究报告·上市公司简评

家电

产品力增强份额持续提升， 洗衣机高增长延续

事件

公司公布 2017 年三季报，Q1-Q3 实现营业收入 159.77 亿元，+32.53%；归母净利润 11.43 亿元，+25.18%；基本每股收益为 1.81 元。Q3 单季收入 54.09 亿元，+32.87%，归母净利润 4.11 亿元，+23.83%。

简评

(1) 洗衣机保持高速增长，产品力增强、份额持续提升

2017 年 Q1-Q3，公司实现营业收入 159.77 亿元，+32.53%；Q3 单季收入 54.09 亿元，+32.87%。公司主营业务继续保持高速增长，报告期内，洗衣机产品保持较强竞争力，“小天鹅”+“美的”战略份额持续提升，根据中怡康数据，截止 2017 年 9 月，双品牌零售量份额 27.01%，+0.22 个百分点，零售额份额 23.35%，+0.80 个百分点。集团海外渠道布局初见成效，同时东芝品牌合作提升较为明显，公司海外销售提速。

综上，Q1-Q3 公司实现归母净利润 11.43 亿元，+25.18%。Q3 实现归母净利润 4.11 亿元，+23.83%。

(2) 毛利率压力逐步缓解，产品升级或改善盈利水平

原材料压力逐步缓解，洗衣机均价提升超过 13%，预计全年影响趋于平缓。公司毛利率下降环比持续收窄，2017Q1-Q3 公司整体毛利率为 25.60%，同比下滑 1.16 个百分点。其中，Q3 毛利率 25.57%，同比下滑 0.32 个百分点。洗衣机产品结构升级延续，均价促进明显。根据中怡康数据，截止 9 月底，公司洗衣机均价提升超过 13%，或带动洗衣机产品毛利率回升。

同时，公司费用控制力度提升，费用率稍有下降，销售费用率 13.99%，-0.36 个百分点，管理费用率 3.00%，基本持平。综上，公司 Q1-Q3 净利润率 7.15%，-0.42 个百分点。其中，Q3 净利润率 7.61%。

(3) 加大产品差异化力度，强化 T+3 执行

公司持续加大研发投入，集中推动滚筒化、洗干一体化等具备较高技术要求，以及变频、智能等差异化产品创新。洗衣机品类已达到较高保有量，用户需求集中在创新性产品。根据中怡康数据，1-9 月洗衣机销量-8.19%/销售额+1.16%，但滚筒销量+3.21%/销售额+8.70%，差异化产品增长大幅领先。

公司深化执行 T+3 模式的制造升级，提升制造专业化、经营精细化，实现市场需求的快速反馈，依托运营效率展开竞争。

投资建议：我们认为，公司聚焦提升洗衣机产品创新与差异化，有益于长期产品溢价上行。同时，内销双品牌与渠道改革的稳步推进，以及海外布局深化，整体品牌贡献增强。我们预计公司深化 T+3 战略，经营效率提升有利于缓解成本压力，全年业绩有望保持较高增长。

预计 2017-19 年 EPS 为 2.35/2.94/3.62 元，对应 PE 分别 21/17/14 倍，给予“买入”评级。

风险提示：海外市场不确定性增加，行业需求下滑；原材料价格不利波动；行业竞争加剧，市场景气度下滑。

请参阅最后一页的重要声明

小天鹅 A (000418)

维持

买入

林寰宇

linhuanyu@csc.com.cn

0755-23998643

执业证书编号：S1440516070002

发布日期：2017 年 10 月 25 日

当前股价：48.99 元

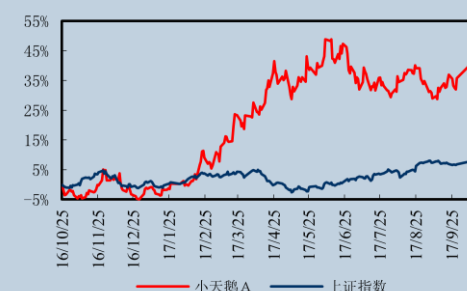
目标价格 6 个月：54.12 元

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
8.46/7.33	8.1/3.39	47.09/37.40
12 月最高/最低价 (元)		50.5/31.58
总股本 (万股)		63248.78
流通 A 股 (万股)		43850.01
总市值 (亿元)		311.44
流通市值 (亿元)		215.92
近 3 月日均成交量 (万)		165.54
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

17.03.09	产品结构优化升级，费用控制保障盈利
12.03.02	年报点评：库存消化拖累成长



盈利预测

资产负债表 (单位:亿元)					利润表 (单位:亿元)				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	173.28	171.38	240.51	251.08	营业收入	163.35	215.46	267.38	320.86
现金	42.72	30.10	107.97	69.69	营业成本	121.11	160.86	198.61	237.47
应收账款	14.66	16.09	21.36	24.34	营业税金及附加	0.99	1.17	1.32	1.51
其它应收款	0.24	0.43	0.29	0.52	营业费用	23.26	30.14	37.29	44.31
预付账款	1.32	2.63	1.82	3.36	管理费用	5.05	6.46	8.10	9.76
存货	17.25	9.94	23.23	19.16	财务费用	-1.55	-0.60	-1.08	-1.13
其他	97.10	112.19	85.83	134.02	资产减值损失	0.95	0.52	0.56	0.71
非流动资产	15.58	18.54	21.23	23.43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	2.00	2.80	2.27	2.36
固定资产	9.71	12.37	14.29	15.83	营业利润	15.54	19.71	24.85	30.60
无形资产	1.92	2.64	3.28	3.89	营业外收入	0.39	0.30	0.44	0.38
其他	3.95	3.52	3.67	3.71	营业外支出	0.09	0.10	0.36	0.18
资产总计	188.86	189.92	261.74	274.51	利润总额	15.84	19.91	24.94	30.79
流动负债	119.06	107.83	164.47	158.73	所得税	2.42	2.96	3.71	4.62
短期借款	1.84	0.61	0.82	1.09	净利润	13.43	16.95	21.23	26.18
应付账款	33.35	49.42	47.45	69.37	少数股东损益	1.68	2.10	2.65	3.27
其他	83.87	57.80	116.20	88.26	归属母公司净利润	11.75	14.85	18.57	22.90
非流动负债	0.21	0.29	0.31	0.22	EPS (摊薄)	1.86	2.35	2.94	3.62
长期借款	0.00	0.21	0.24	0.17					
其他	0.21	0.08	0.07	0.05					
负债合计	119.27	108.12	164.77	158.95	主要财务比率				
少数股东权益	9.75	11.85	14.51	17.78	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	59.84	69.94	82.46	97.78	成长能力				
负债和股东权益	188.86	189.92	261.74	274.51	营业收入增长率	24.39%	31.90%	24.10%	20.00%
现金流量表 (单位:亿元)					营业利润增长率	28.40%	26.82%	26.10%	23.12%
经营活动现金流	11.48	-5.30	84.85	-29.92	归母净利润增长率	27.84%	26.36%	25.10%	23.31%
净利润	13.43	16.95	21.23	26.18	营运能力				
折旧摊销	1.30	1.55	1.92	2.33	总资产周转率	0.98	1.14	1.18	1.20
财务费用	-1.55	-0.60	-1.08	-1.13	应收账款周转率	13.83	14.01	14.28	14.04
投资损失	-2.00	-2.80	-2.27	-2.36	应付账款周转率	4.21	3.89	4.10	4.07
营运资金变动	0.78	-20.78	65.15	-54.87	每股指标 (元)				
投资活动现金流	1.35	-2.08	-2.25	-2.10	每股收益(最新摊薄)	1.86	2.35	2.94	3.62
资本支出	-0.33	3.48	2.57	2.17	每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	-0.84	13.42	-4.73
其他	1.03	1.40	0.32	0.07	每股净资产(最新摊薄)	11.00	12.93	15.33	18.27
筹资活动现金流	0.02	-5.23	-4.73	-6.26	估值比率				
短期借款	1.84	-1.23	0.20	0.27	P/E	4.11	20.98	16.77	13.60
长期借款	0.00	0.21	0.03	-0.07	P/B	0.81	4.45	3.78	3.19
现金净增加额	12.85	-12.62	77.87	-38.28	EV/EBITDA	1.00	13.71	8.16	7.88



分析师介绍

林寰宇：家电、社会服务行业首席分析师，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

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@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

罗刚 15810539988 luogang@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

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@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

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@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