

小天鹅 A (000418)

证券研究报告

2018 年 03 月 13 日

消费升级下结构提升明显，市场份额持续提升

事件：1) 2017 年公司实现收入 213.85 亿元，同比增长 30.91%；实现归母净利润 15.06 亿元，同比增长 28.20%。2) 2017 年 Q4 季度，公司实现收入 54.08 亿元，同比增长 26.37%；实现归母净利润 3.63 亿元，同比增长 38.74%。3) 分红方案：每 10 股派 10 元，分红率约为 42%，对应当前股息率约 1.36%。

Q4 收入端维持稳健增长，内销市场份额持续上升

17Q4 收入增速环比前三季度略有下降，但整体仍保持稳健。Q4 公司内销增速远超前三季度，但出口量有所下滑对于单季度收入增速有所影响。美的品牌加快出货抢占中低端市场份额，而定位中高端的小天鹅品牌持续发力，结构改善、均价提升使得销售额市场份额显著上升。从产品结构比例来看，17 年美的、小天鹅滚筒洗衣机销量占比分别为 35.77%、46.43%，同比上升 0.75、5.05PCT，洗干一体机占滚筒比例接近 10%，成为公司产品结构改善和均价提升的重要动力。

原材料成本、汇兑影响明显，产品结构提升驱动均价提升

17 年洗衣机主要原材料钢材、塑料等价格下半年出现加速上涨，但公司毛利率下滑幅度逐季收窄，Q4 季度在原材料压力越来越大的情况下毛利率同比实现正向提升。洗衣机行业竞争格局相对较好，竞争对手惠而浦份额持续下滑，行业集中度上升。17Q4 三项费用率整体下降 0.18pct。人民币汇率加速升值，对应财务费用明显上升，其中 17 年全年汇兑损失 7073 万元（去年同期为盈利 5758 万元），我们预计 Q4 季度汇兑损益约 2000 万元。若扣除汇兑损益影响，则公司实际业绩增长表现更佳。

在手现金超过百亿，周转加快现金流大幅改善

1) 17 年期末货币资金、其他流动资产合计 143.66 亿元，同比大幅增加 17.08 亿元；我们预计公司在手现金（货币+理财）超过 140 亿元；2) 期末预收款项 30.66 亿元，同比小幅增长 1.7%，体现了公司在 T+3 模式下主动调整营销体系、减少对经销商预先打款的资金占用。3) 存货、应收账款周转天数较上半年分别上升 5.02 天、0.94 天，营业周期有所上升。4) 17 年经营性净现金流 20.16 亿元，同比下滑 48.25%；Q4 季度经营性净现金流 13.27 亿元，同比下降 32.61%。主要因为经营性应收项目和应付项目增加净额同比波动，体现了对于经销商和供应商占款的减少，整体经营生态的改善。

投资建议：公司市场份额上升明显，滚筒、洗烘一体机等新产品投放助力公司产品结构提升。2017 年公司受到汇兑损益影响明显，若排除汇率影响实际业绩增长更加稳健。公司现金+理财在手超过 140 亿元，基于良好市场竞争格局和产品竞争力，我们将 18-19 年净利润增速预测 17.2%、15.6%上调为 23.1%、21.8%。公司当前市值 464 亿元，若扣除约 140 亿在手现金，实际对应 18 年 PE 约 17.5 倍，维持买入评级，上调 6 个月目标价至 82.5 元。

风险提示：房地产市场、原材料价格波动风险。

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	73.32 元
目标价格	82.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	441.45
流通 A 股股本(百万股)	439.36
A 股总市值(百万元)	32,367.25
流通 A 股市值(百万元)	32,214.18
每股净资产(元)	11.14
资产负债率(%)	61.49
一年内最高/最低(元)	75.59/38.13

作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
罗岸阳	联系人
luoanyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《小天鹅 A-季报点评:Q3 汇兑损益影响明显，周转提升促现金流大幅改善》
2017-10-25
- 2 《小天鹅 A-半年报点评:收入增速环比持续提升，费用控制表现优秀》
2017-08-07
- 3 《小天鹅 A-季报点评:收入增速大超预期，内外销份额大幅提升》
2017-04-24

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,334.91	21,384.70	26,416.52	31,932.29	38,219.76
增长率(%)	24.3900	30.9100	23.5300	20.8800	19.6900
EBITDA(百万元)	1,526.87	2,062.10	2,535.88	3,089.13	3,708.84
净利润(百万元)	1,175.05	1,506.41	1,854.17	2,257.37	2,706.73
增长率(%)	27.8400	28.2000	23.0900	21.7500	19.9100
EPS(元/股)	1.86	2.38	2.93	3.57	4.28
市盈率(P/E)	39.47	30.78	25.01	20.54	17.13
市净率(P/B)	7.75	6.58	5.71	4.90	4.18
市销率(P/S)	2.84	2.17	1.76	1.45	1.21
EV/EBITDA	11.09	20.39	18.29	13.52	11.32

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

1. Q4 收入端维持稳健增长，内销市场份额持续上升

17Q4 收入增速环比前三季度略有下降，但整体仍保持稳健。从行业角度看，产业在线 17 年 Q4 洗衣机行业内/外销量同比+7.3%/+3.7%；其中美的系品牌内/外销量同比增长 18.6%、出口量下滑 7.1%。Q4 公司内销端增速远超前三季度，但出口量有所下滑对于单季度收入增速有所影响。

从市场份额来看，根据中怡康数据，17 年小天鹅及美的品牌整体销量合计市占率为 27.44%，同比+0.46pct，其中小天鹅+0.07pct，美的品牌+0.39pct；销售额市占率为 23.82%，同比上升+0.83pct，其中小天鹅品牌+0.63pct、美的品牌+0.20pct。美的品牌加快出货抢占中低端市场份额，而定位中高端的小天鹅品牌持续发力，结构改善、均价提升使得销售额市场份额显著上升。

从产品结构比例来看，17 年美的、小天鹅滚筒洗衣机销量占比分别为 35.77%、46.43%，同比上升 0.75、5.05PCT，洗干一体机占滚筒比例接近 10%，成为公司产品结构改善和均价提升的重要动力。

2. 原材料成本、汇兑影响明显，产品结构提升驱动均价提升

17 年公司毛利率、净利率为 25.26%、7.99%，同比下滑 0.60、0.23pct；其中 17Q4 季度毛利率、净利率分别提升 0.95、0.81pct。17 年洗衣机主要原材料钢材、塑料等价格下半年出现加速上涨，但公司毛利率下滑幅度逐季收窄，Q4 季度在原材料压力越来越大的情况下毛利率同比实现正向提升。洗衣机行业竞争格局相对较好，竞争对手惠而浦份额持续下滑，行业集中度上升。公司作为行业龙头具备较强的议价能力和成本转嫁能力，充分受益于下游消费升级。从单价看，截至 17 年 12 月小天鹅、美的品牌洗衣机均价同比+12.7%、+12.1%，整体均价上升明显。

从费用率看，17Q4 销售、管理、财务费用率为 11.78%、4.59%、-0.84%，同比-2.12、+1.36、+0.58pct，三项费用率整体下降 0.18pct。人民币汇率加速升值，对应财务费用明显上升，其中 17 年全年汇兑损失 7073 万元（去年同期为盈利 5758 万元），我们预计 Q4 季度汇兑损益约 2000 万元。若扣除汇兑损益影响，则公司实际业绩增长表现更佳。

3. 在手现金超过百亿，周转加快现金流大幅改善

1) 17 年期末公司货币资金 15.88 亿元，其他流动资产（主要为结构性存款及银行理财），合计 143.66 亿元，同比大幅增加 17.08 亿元；我们预计公司在手现金（货币+理财）超过 140 亿元。

2) 期末预收款项 30.66 亿元，同比小幅增长 1.7%，体现了公司在 T+3 模式下主动调整营销体系、减少对经销商预先打款的资金占用。应收票据和应收账款合计 30.20 亿元，同比小幅增加 2.56 亿元；存货 19.81 亿元，同比小幅增长 14.8%，体现了公司产品良好的销售及周转情况。应付票据和应付账款合计 66.33 亿元，同比+11.37%。

3) 从周转情况看，公司存货、应收账款周转天数较上半年分别上升 5.02 天、0.94 天，营业周期有所上升。

4) 公司 17 年经营性净现金流 20.16 亿元，同比下滑 48.25%；其中，Q4 季度经营性净现金流 13.27 亿元，同比下降 32.61%。主要因为经营性应收项目和应付项目增加净额同比波动，体现了对于经销商和供应商占款的减少，整体经营生态的改善。

4. 投资建议

公司收入端表现显著好于行业，市场份额上升明显，其中滚筒、洗烘一体机等新产品的投

放助力公司产品结构提升。洗衣机行业内外销整体增速均保持稳健，美的及小天鹅品牌受益于产品结构升级，均价上升明显，对冲了一部分原材料成本上升的影响。2017 年公司受到汇兑损益影响较为明显，财务费用率有所上升，若排除汇率影响实际业绩增长更加稳健。公司现金+理财在手超过 140 亿元，基于良好市场竞争格局和产品竞争力，我们将 18-19 年净利润增速预测 17.2%、15.6%上调为 23.1%、21.8%。公司当前市值 464 亿元，若扣除约 140 亿在手现金，实际对应 18 年 PE 约 17.5 倍，维持买入评级，上调 6 个月目标价至 82.5 元。

5. 风险提示

房地产市场、原材料价格波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,272.08	1,588.26	2,113.32	6,082.76	6,269.61
应收账款	1,489.35	1,783.95	1,738.25	2,430.68	2,516.65
预付账款	131.51	84.35	241.99	152.01	318.73
存货	1,724.84	1,980.77	1,826.44	2,770.12	2,721.84
其他	9,710.09	14,127.65	17,726.33	15,948.10	19,723.54
流动资产合计	17,327.87	19,564.97	23,646.33	27,383.67	31,550.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	970.86	1,029.67	987.58	1,018.95	1,067.15
在建工程	0.00	37.97	37.97	37.97	37.97
无形资产	192.28	187.05	181.88	176.71	171.55
其他	394.98	518.76	315.69	312.02	311.68
非流动资产合计	1,558.12	1,773.45	1,523.12	1,545.65	1,588.35
资产总计	18,885.99	21,338.42	25,169.45	28,929.32	33,138.73
短期借款	183.81	81.39	943.31	0.00	0.00
应付账款	3,535.02	4,048.15	5,089.15	5,942.60	7,238.12
其他	8,187.29	8,973.82	9,508.01	11,705.63	12,589.03
流动负债合计	11,906.12	13,103.36	15,540.47	17,648.23	19,827.15
长期借款	0.00	0.00	41.62	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.77	16.76	20.00	22.00	24.00
非流动负债合计	20.77	16.76	61.62	22.00	24.00
负债合计	11,926.89	13,120.12	15,602.09	17,670.23	19,851.15
少数股东权益	975.25	1,171.21	1,448.27	1,785.58	2,190.03
股本	632.49	632.49	632.49	632.49	632.49
资本公积	1,191.49	1,252.95	1,252.95	1,252.95	1,252.95
留存收益	5,280.60	6,374.11	7,486.61	8,841.03	10,465.07
其他	(1,120.73)	(1,212.45)	(1,252.95)	(1,252.95)	(1,252.95)
股东权益合计	6,959.10	8,218.30	9,567.36	11,259.10	13,287.59
负债和股东权益总	18,885.99	21,338.42	25,169.45	28,929.32	33,138.73

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,342.78	1,708.42	1,854.17	2,257.37	2,706.73
折旧摊销	130.05	143.09	147.26	173.79	206.97
财务费用	(80.75)	(76.64)	(88.71)	(107.23)	(128.34)
投资损失	(200.24)	(320.62)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	359.24	(3,458.20)	(1,778.77)	3,288.84	(1,798.60)
其它	2,344.99	4,019.71	271.79	337.31	404.45
经营活动现金流	3,896.07	2,015.75	205.74	5,750.08	1,191.20
资本支出	94.81	233.51	96.76	198.00	248.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,354.24)	(4,374.22)	14.48	(198.00)	(298.00)
投资活动现金流	(2,259.44)	(4,140.71)	111.24	0.00	(50.00)
债权融资	183.81	81.39	984.93	0.00	0.00
股权融资	225.40	110.00	53.21	112.23	133.34
其他	(689.95)	(778.98)	(830.06)	(1,892.88)	(1,087.69)
筹资活动现金流	(280.74)	(587.58)	208.08	(1,780.65)	(954.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,355.90	(2,712.54)	525.06	3,969.43	186.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,334.91	21,384.70	26,416.52	31,932.29	38,219.76
营业成本	12,111.21	15,982.89	19,579.92	23,639.47	28,244.40
营业税金及附加	99.20	131.79	134.72	162.85	202.56
营业费用	2,325.65	2,872.85	3,539.81	4,278.93	5,121.45
管理费用	505.32	728.32	898.16	1,085.70	1,299.47
财务费用	(154.83)	(71.81)	(88.71)	(107.23)	(128.34)
资产减值损失	94.57	70.60	70.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	5.27	(5.27)	0.00	0.00
投资净收益	200.24	320.62	200.00	200.00	200.00
其他	(400.48)	(704.71)	(389.46)	(400.00)	(400.00)
营业利润	1,554.03	2,048.87	2,477.33	3,022.56	3,630.21
营业外收入	38.98	17.45	40.00	40.00	40.00
营业外支出	8.57	1.62	10.00	10.00	10.00
利润总额	1,584.43	2,064.69	2,507.33	3,052.56	3,660.21
所得税	241.65	356.27	376.10	457.88	549.03
净利润	1,342.78	1,708.42	2,131.23	2,594.68	3,111.18
少数股东损益	167.72	202.01	277.06	337.31	404.45
归属于母公司净利润	1,175.05	1,506.41	1,854.17	2,257.37	2,706.73
每股收益（元）	1.86	2.38	2.93	3.57	4.28

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	24.39%	30.91%	23.53%	20.88%	19.69%
营业利润	28.40%	31.84%	20.91%	22.01%	20.10%
归属于母公司净利润	27.84%	28.20%	23.09%	21.75%	19.91%
获利能力					
毛利率	25.86%	25.26%	25.88%	25.97%	26.10%
净利率	7.19%	7.04%	7.02%	7.07%	7.08%
ROE	19.64%	21.38%	22.84%	23.83%	24.39%
ROIC	45.84%	66.07%	32.81%	30.51%	61.19%
偿债能力					
资产负债率	63.15%	61.49%	61.99%	61.08%	59.90%
净负债率	76.12%	90.91%	119.68%	111.06%	87.21%
流动比率	1.46	1.49	1.52	1.55	1.59
速动比率	1.31	1.34	1.40	1.39	1.45
营运能力					
应收账款周转率	13.64	13.07	15.00	15.32	15.45
存货周转率	13.23	11.54	13.88	13.89	13.92
总资产周转率	0.98	1.06	1.14	1.18	1.23
每股指标（元）					
每股收益	1.86	2.38	2.93	3.57	4.28
每股经营现金流	6.16	3.19	0.33	9.09	1.88
每股净资产	9.46	11.14	12.84	14.98	17.55
估值比率					
市盈率	39.47	30.78	25.01	20.54	17.13
市净率	7.75	6.58	5.71	4.90	4.18
EV/EBITDA	11.09	20.39	18.29	13.52	11.32
EV/EBIT	12.10	21.86	19.42	14.33	11.99

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com