

证券研究报告·上市公司简评

白色家电

产业链优势地位明显，实现超行业增长

事件

公司公布 2017 年报

实现营收 213.85 亿元，+30.91%；全年归母净利润 15.06 亿元，+28.20%，基本每股收益 2.38 元。其中，17Q4 单季营收 54.08 亿元，+26.37%；Q4 单季归母净利润 3.63 亿元，同比+38.74%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税）。

简评

(1) 洗衣机业务超行业平均增长，产品升级与电商渠道红利依旧

公司实现营收 213.85 亿元，+30.91%；全年归母净利润 15.06 亿元，+28.20%，基本每股收益 2.38 元。其中，17Q4 单季营收 54.08 亿元，+26.37%。2017 年主营业务中，洗衣机业务实现收入 194.69 亿元，+31.89%。除此之外，公司其他主营实现收入 19.16 亿元，+21.76%。从渠道上看，公司电商增长优异，不断加强与主要平台合作的同时，推动小天鹅商城发展，强化自营电商平台，优化盈利能力。

公司专注于洗衣机与干衣机业务，在洗衣机结构化升级需求不断释放的背景下，一方面，公司销量同比增长 18.37%，份额得到有效提升。产业在线数据显示，2017 年小天鹅（美的系）洗衣机份额达到 26.23%（+1.49 个百分点）；另一方面，整体滚筒化与干衣机结构化升级带动下，公司产品均价提升表现优秀，中怡康数据显示，2017 年，小天鹅品牌零售均价达到 2574 元（+14.55%），大幅领先行业提升幅度（行业均价提升 10.97%）。价量同升，带动整体收入增速表现亮眼。

(2) 毛利率保持相对稳定，执行效率优先战略，销售费用不断优化

公司在 2017 年采取适度提价措施，在外部不利因素（主要原材料价格与汇率波动）影响下，公司毛利率只稍有下滑，全年毛利率为 25.26%，-0.60 个百分点。其中，四季度毛利率 24.36%，+0.95 个百分点。其中，洗衣机产品毛利率为 27.02%，基本稳定；其他业务毛利率为 7.37%，-7.73 个百分点。费用率上，2017 年，公司关注经营效率，推动营销变革，销售费用不断优化，全年公司销售费用率为 13.43%，同比-0.80 个百分点。另一方面，公司加强研发投入，因此管理费用率有所上升，达到 3.41%。

综上，全年公司实现归母净利润 15.06 亿元，+28.20%。四季度归母净利润 3.63 亿元，同比+38.74%。

公司洗衣机产业链强势地位明确，通过提价及内部优化，实现净利润率基本稳定，全年公司净利润率 7.04%，其中，四季度净利润率 6.72%。

(3) 加强产品研发投入，明确效率提升要求

公司专注高端、智能、变频和烘干产品，不断强化在产品端的研发投入，提升行业竞争门槛。2017 年公司研发费用投入达到 9.09 亿元，+30.84%，占营收比例达到 4.25%。在集团实行产品领先、销量驱动、全球经营的整体战略背景下，公司把握行业性发展机会，强化内部效率要求，收入规模与业绩提升有望保持较快增长。

投资建议：预计 2018-20 年 EPS 为 2.87/3.49/4.20 元，对应 PE 分别 26/21/18 倍，给予“买入”评级。

风险提示：洗衣机行业竞争加剧，行业景气度影响，产品均价下滑；原材料成本提升；人民币汇率不利波动增加。

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：2018 年 03 月 13 日

当前股价：73.32 元

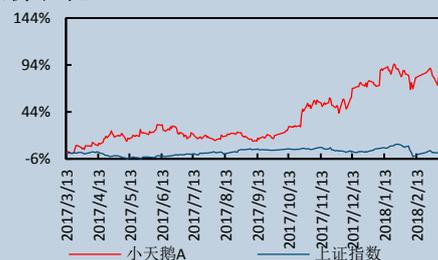
目标价格 6 个月：91.25 元

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
	6.11/0.64	20.2/18.8	94.13/90.58
12 月最高/最低价 (元)			75.59/38.13
总股本 (万股)			63,248.78
流通 A 股 (万股)			43,936.41
总市值 (亿元)			463.74
流通市值 (亿元)			322.14
近 3 月日均成交量 (万)			223.48
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



一、把握行业结构升级东风，收入增长大幅超过行业

表 1：公司洗衣机产品收入增长大幅超过行业（单位：亿元）

分产品	营业收入（2017A）	收入占比	营业收入（2016A）	同比
洗衣机	194.69	91.04%	147.62	31.89%
其他	19.16	8.96%	15.73	21.76%
合计	213.85	100.00%	163.35	30.91%

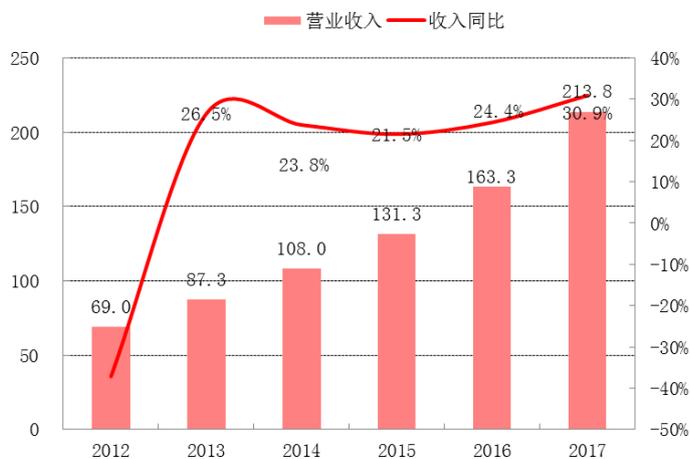
资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

表 2：集团整体全球经营加速成长，洗衣机业务内外销均有优异表现（单位：亿元）

分产品	营业收入（2016A）	收入占比	营业收入（2015A）	同比
国内	151.99	78.07%	114.49	32.76%
国外	42.70	21.93%	33.13	28.89%
合计	194.69	100.00%	147.62	31.89%

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图 1：整体收入规模保持较高增速



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部



二、产业链优势地位明显，推动效率优先，净利率基本稳定

（一）洗衣机毛利率稍升，整体毛利率稍有下滑

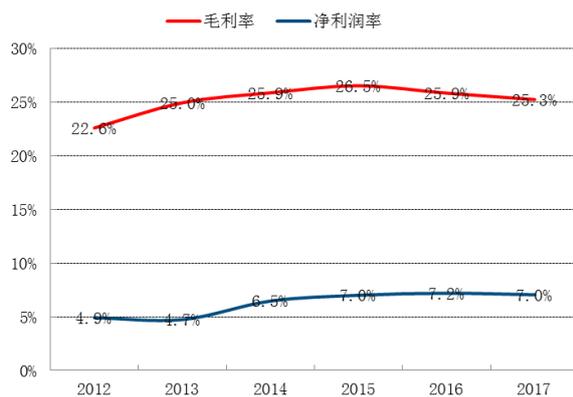
表 3：洗衣机产品毛利率保持稳定

分产品	毛利率（2017A）	毛利率（2016A）	比上年同期增减
洗衣机	27.02%	27.00%	0.02%
其他	7.37%	15.09%	-7.73%
合计	25.26%	25.86%	-0.60%

数据来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

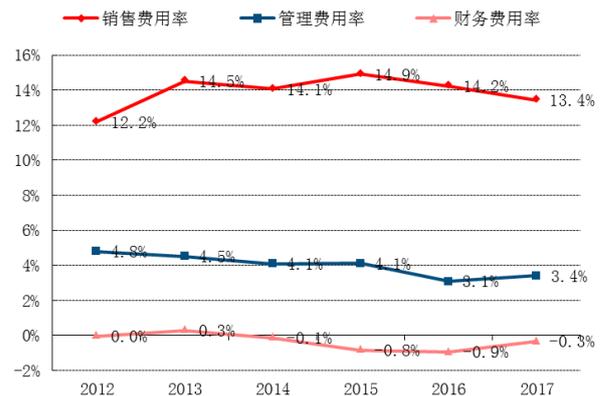
（二）推动经营效率优化，净利率有保持稳定

图 2：毛利率稍有下滑



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图 3：销售费用优化下降



三、公司推出现金分红预案

（1）分配预案

公司拟以总股本 632,487,764 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 10.00 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。



利润表

单位：亿元	2016	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
营业收入	163.3	213.8	265.4	24.1%	318.5	20.0%	378.7	18.9%
减：营业成本	121.1	159.8	197.1	23.3%	235.7	19.6%	279.7	18.7%
营业税金及附加	1.0	1.3	1.7	28.0%	2.0	18.5%	2.3	16.8%
营业费用	23.3	28.7	35.8	24.6%	42.7	19.3%	50.9	19.2%
管理费用	5.1	7.3	8.8	21.3%	10.4	18.1%	12.1	16.1%
财务费用	-1.5	-0.7	-1.1	60.1%	-1.3	14.0%	-1.2	-5.4%
资产减值损失	0.9	0.7	0.6	-11.4%	1.3	107.9%	0.9	-32.5%
加：公允价值变动收益	-	0.1	-0.0	-166.7%	0.0	-116.7%	0.0	33.3%
投资收益	2.0	3.2	2.4	-24.9%	2.5	5.4%	2.7	7.0%
营业利润	15.5	20.5	24.8	21.3%	30.2	21.5%	36.7	21.6%
营业外收入	0.4	0.2	0.4	128.9%	0.3	-19.6%	0.3	-7.1%
营业外支出	0.1	0.0	0.3	1824.1%	0.1	-55.8%	0.2	80.2%
利润总额	15.8	20.6	24.9	20.8%	30.4	21.8%	36.8	21.1%
减：所得税	2.4	3.6	4.2	18.1%	5.0	18.8%	6.2	24.3%
净利润	13.4	17.1	20.7	21.3%	25.4	22.4%	30.6	20.4%
少数股东损益	1.7	2.0	2.6	28.3%	3.2	22.4%	3.8	20.4%
归属母公司净利润	11.8	15.1	18.1	20.4%	22.2	22.4%	26.7	20.4%
EBITDA	15.3	20.6	25.0	21.4%	30.2	20.7%	36.8	21.8%
EPS（摊薄）	1.9	2.4	0.4	-83.2%	0.5	22.4%	0.6	20.4%
资产负债表								
单位：亿元	2016	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
流动资产	173.3	195.6	288.2	47.3%	310.8	7.9%	379.6	22.1%
货币资金	42.7	15.9	103.5	551.9%	142.1	37.2%	150.0	5.6%
应收账款	14.9	17.8	20.8	16.4%	26.5	27.5%	29.9	13.0%
应收票据	13.0	12.8	52.9	312.0%	9.0	-83.0%	62.0	590.1%
预付账款	1.3	0.8	2.9	246.9%	1.1	-61.6%	3.5	213.2%
存货	17.2	19.8	18.0	-9.0%	31.3	73.5%	27.7	-11.4%
其他	84.1	128.4	90.0	-29.9%	100.9	12.0%	106.5	5.5%
非流动资产	15.6	17.7	15.4	-12.9%	14.2	-7.9%	13.0	-8.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	-	-	-
固定资产	9.7	10.3	9.0	-12.5%	7.7	-14.3%	6.4	-16.7%
无形资产	1.9	1.9	1.8	-2.8%	1.8	-2.8%	1.7	-2.9%
其他	3.9	5.6	4.6	-17.0%	4.7	2.7%	4.8	2.0%
资产总计	188.9	213.4	303.6	42.3%	325.1	7.1%	392.6	20.8%
流动负债	119.1	131.0	169.4	29.3%	174.6	3.1%	222.7	27.5%
短期借款	1.8	0.8	-	-100.0%	-	-	-	-
应付账款	33.4	38.3	63.5	65.9%	49.6	-21.9%	85.0	71.5%
其他	83.9	91.9	105.9	15.2%	125.0	18.1%	137.7	10.1%



上市公司简评报告

非流动负债	0.2	0.2	0.3	57.8%	0.2	-19.4%	0.2	0.9%
长期借款	-	-	-		-		-	
其他	0.2	0.2	0.3	57.8%	0.2	-19.4%	0.2	0.9%
负债合计	119.3	131.2	169.7	29.3%	174.8	3.1%	223.0	27.5%
少数股东权益	9.8	11.7	14.3	22.1%	17.5	22.2%	21.3	21.9%
归属母公司股东权益	69.6	82.2	134.0	63.0%	150.2	12.1%	169.7	13.0%
负债和股东权益	188.9	213.4	303.6	42.3%	325.1	7.1%	392.6	20.8%
现金流量表								
单位：亿元	2016	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
经营活动现金流	39.0	20.2	53.8	166.8%	43.8	-18.5%	15.1	-65.6%
净利润	13.4	17.1	18.1	6.2%	22.2	22.4%	26.7	20.4%
折旧摊销	1.3	1.4	1.3	-6.4%	1.3	0.0%	1.3	0.0%
财务费用	-0.8	-0.8	-1.1	50.0%	-1.3	14.0%	-1.2	-5.4%
投资损失	-2.0	-3.2	-2.4	-24.9%	-2.5	5.4%	-2.7	7.0%
营运资金变动	3.6	-34.6	35.3	-202.1%	21.0	-40.7%	-12.9	-161.4%
其它	23.4	40.2	2.6	-93.6%	3.2	24.3%	3.8	20.4%
投资活动现金流	-22.6	-41.4	2.5	-106.0%	2.5	2.0%	2.7	6.9%
可供出售金融资产	-	-	-		-		-	
长期股权投资	-	-	-		-		-	
其他	-22.6	-41.4	2.5	-106.0%	2.5	2.0%	2.7	6.9%
筹资活动现金流	-2.8	-5.9	31.4	-634.3%	-7.8	-124.9%	-9.8	25.7%
短期借款	1.8	-1.0	-0.8	-20.5%	-	-100.0%	-	
长期借款	-	-	-		-		-	
其他	-4.6	-4.9	32.2	-763.9%	-7.8	-124.3%	-9.8	25.7%
现金净增加额	13.6	-27.1	87.7	-423.2%	38.5	-56.1%	7.9	-79.4%



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 2017 年第 5 名, 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 15013491680 wangsenquan@csc.com.cn

肖垚 15889514678 xiaoyao@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

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方祥 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

邓欣 dengxin@csc.com.cn

谈祺阳 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@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，本公司不会仅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。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859