

小天鹅 A (000418)

2018-08-07

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

短期结构调整，矢志破冰前行

报告要点

■ 事件描述

小天鹅 A 发布 18 年半年度财务报告：公司 18 年上半年实现营业收入 120.57 亿元，同比增长 14.09%，实现归属净利润 9.02 亿元，同比增长 23.31%，实现 EPS1.43 元；其中二季度公司实现营业收入 52.45 亿元，同比增长 7.53%，实现归属净利润 3.91 亿元，同比增长 16.96%，实现 EPS0.62 元。

■ 事件评论

- **内销短期略有承压，外销延续改善趋势：**报告期内洗衣机行业需求表现相对平淡，叠加公司主动进行产品结构调整，公司二季度内销走势承压；考虑到后续新品推出及营销策略灵活调整，预计内销增速有望逐步回升；报告期内公司线上渠道仍维持较好增长，且整体产品均价也实现明显提升，带动公司上半年内销仍实现 16.64% 的稳健增长，此外二季度公司出口增速环比有所改善；综合来看，虽然二季度公司线下渠道增速有所放缓，但线上及出口环比均有所改善，整体营收表现仍相对平稳。
- **产品升级拉升毛利，利息收入增厚业绩：**二季度在低毛利外销业务占比提升背景下公司整体毛利率仍有所改善，主要原因在于公司产品结构加速升级带动均价持续上行；后续考虑到公司产品结构升级趋势不改且成本压力有望减缓，预计公司毛利率仍处上行通道；费用率层面，虽然二季度公司加大销售费用支出及研发投入，但受益于利息收入大幅增加带来的财务费用率同比明显下滑，二季度公司盈利能力同比仍延续提升。
- **经营指标依旧优异，长期发展无需过忧：**公司二季度末账上自有资金同比提升 13.16%，且上半年存货及应收账款周转天数也明显缩短；虽然公司持续加大对下游代理商资金支持力度，但上半年经营现金流量净额同比仍有明显改善；考虑到公司账面资金充足，资产周转效率显著优于同类公司，整体经营表现依旧健康；此外公司近年来持续发力高端化战略，考虑到洗衣机行业消费升级趋势确定，公司长期成长空间无需过忧。
- **维持公司“买入”评级：**年初以来公司产品结构调整明显加速，虽然对短期经营带来一定扰动，但基于公司已有的产品储备、极强的执行力及灵活的销售政策，同时结合洗衣机行业大容量化、滚筒化等升级趋势，公司基于品牌高端化战略的主动调整有望形成新的增长驱动力同时带动盈利能力持续改善；我们预计公司 18、19 年 EPS 分别为 2.89 及 3.40 元，对应目前股价 PE 分别为 17.27 及 14.65 倍，维持“买入”评级。

分析师 徐春

☎ (8621) 61118737

✉ xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

分析师 管泉森

☎ (8621) 61118737

✉ guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070002

分析师 孙珊

☎ (8621) 61118737

✉ sunshan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020002

联系人 贺本东

☎ (8621) 61118737

✉ hebdc@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《发力高端战略明确，产品结构加速升级》
2018-07-23

《百尺竿头，更进一步》2018-04-24

《天鹅展翅，前程可期》2018-03-13

风险提示： 1. 原材料价格波动风险；2. 汇率波动风险。

小天鹅 A 发布其 18 年半年度财务报告

公司上半年实现营业收入 120.57 亿元，同比增长 14.09%，实现归属净利润 9.02 亿元，同比增长 23.31%，实现 EPS1.43 元；其中二季度公司实现营业收入 52.45 亿元，同比增长 7.53%，实现归属净利润 3.91 亿元，同比增长 16.96%，实现 EPS0.62 元。

内销短期略有承压，外销延续改善趋势

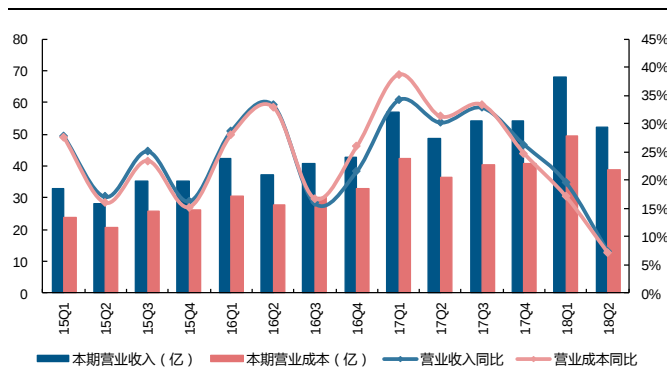
公司二季度营收增速环比有所放缓，我们判断主要原因在于报告期内洗衣机行业整体需求表现相对平淡，同时叠加公司内部在实行“推新卖贵”战略背景下主动进行产品结构调整所致；但考虑到公司将于三季度集中推出新品，并将针对市场需求走势灵活调整营销策略，预计后续内销增速有望逐步回升；此外值得一提的是二季度公司线上渠道仍维持较好增长，且产品均价在结构升级驱动下也实现近双位数涨幅，综合影响下公司上半年整体内销仍实现 16.64% 的稳健增长；出口方面，二季度基于较为充足的订单以及汇率贬值背景公司出口增速环比明显改善，预计单季度增速在 15% 左右，上半年外销累计增长 12.34%；综合来看，二季度内外部因素影响下公司线下渠道增速有所放缓，但线上及出口环比均有所改善，公司整体营收表现仍相对平稳。

表 1：18 年上半年分行业及地区公司营收及毛利率表现

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营收同比	营业成本同比	毛利率同比
家用电器制造	112.14	80.50	28.22%	15.67%	14.14%	0.97%
洗衣机	112.14	80.50	28.22%	15.67%	14.14%	0.97%
内销	87.50	58.81	32.79%	16.64%	14.91%	1.02%
外销	24.64	21.68	11.99%	12.34%	12.11%	0.18%

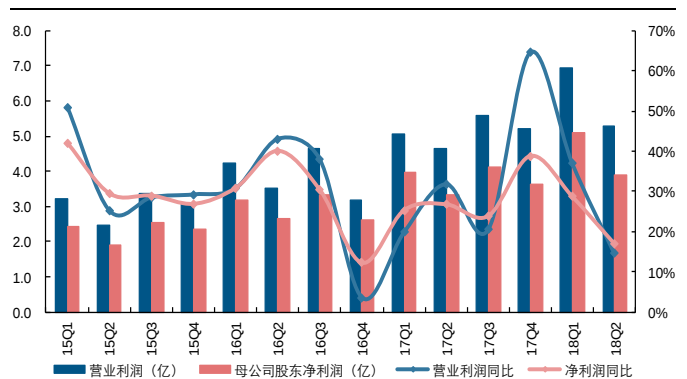
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 1：18 年上半年公司主营增长 14.09%，其中二季度增长 7.53%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：二季度营业利润及归属净利润分别增长 14.51% 及 16.96%



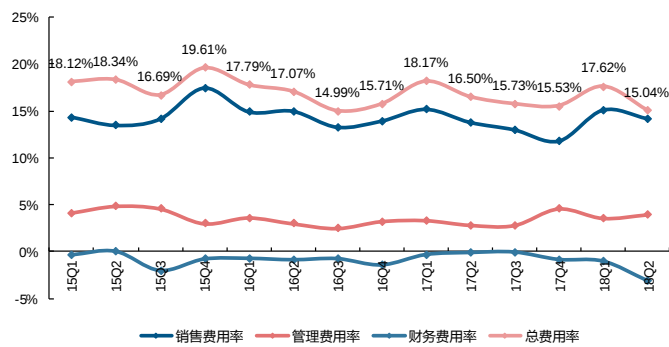
资料来源：Wind，长江证券研究所

产品升级拉升毛利，利息收入增厚业绩

公司上半年毛利率同比提升 0.99pct 至 26.60%，其中二季度同比提升 0.22pct 至 25.75%，二季度在低毛利外销业务占比提升背景下公司整体毛利率仍延续改善趋势，主要原因在于公司产品结构加速升级带动均价大幅上行，报告期内公司滚筒、洗干一体机等高端新品占比稳步上行；后续考虑到公司产品结构升级趋势不改且成本端压力有望逐步缓解，预计毛利率仍将处于上行通道；费用率方面，虽然公司在加大销售费用支出

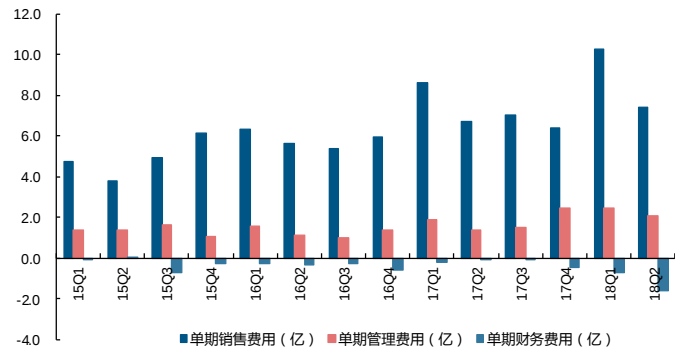
及研发投入背景下二季度销售及管理费用率分别同比提升 0.40 及 1.12pct，但受益于结构性存款明显提升使得利息收入大幅增加，二季度公司财务费用率同比大幅下滑 2.98pct，对当期业绩增厚极为明显，最终整体期间费用率同比下行 1.46pct，叠加毛利率率稳步改善，公司二季度盈利能力有明显提升并带动业绩表现优于营收。

图 3：二季度公司期间费用率为 15.04%，同比下滑 1.46 个百分点



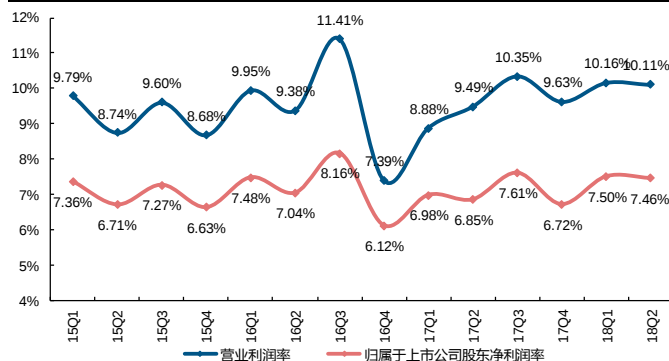
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司期间费用绝对额一览



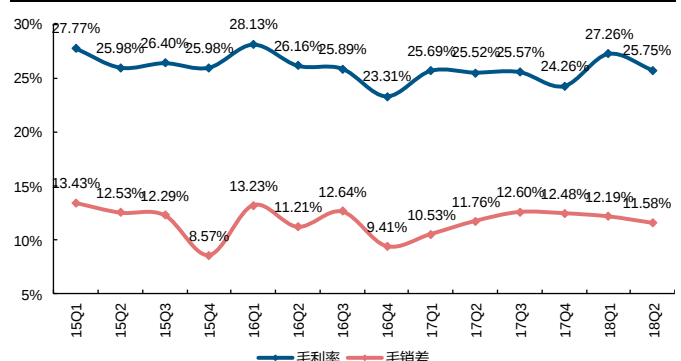
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：二季度营业利润率及归属净利润率分别增长 0.62 及 0.60 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：二季度毛利率为 25.75%，同比增长 0.22 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

经营指标依旧优异，长期发展无需过忧

公司在手资金储备极为充沛，二季度末账上自有资金总额为 135 亿元，同比提升 13.16%，且报告期内公司虽持续加大对下游代理商资金支持力度，但上半年整体经营现金流量净额为 1.73 亿元，较去年同期仍有大幅改善；上半年公司存货及应收账款周转天数均明显缩短，彰显出公司经营管理效率仍在稳步改善，预收账款略有回落，我们判断主要由于经销商在公司三季度集中推新品背景下主动调整打款节奏所致；考虑到公司账面资金充裕，资产周转效率也显著优于同类公司，整体经营表现依旧健康；此外，公司近年来持续发力高端战略，中怡康数据显示上半年“小天鹅”及“美的”品牌洗衣机中滚筒产品占比分别提升 1.23pct 及 13.07pct 至 47.24%及 45.83%，考虑到洗衣机行业在更新需求占据主导地位背景下消费升级趋势延续，公司滚筒及洗干一体机等产品有望持续放量，高端化战略推动下公司长期成长空间更无需过忧。

表 2：18 年二季度公司利润表各项占营收比重变动一览

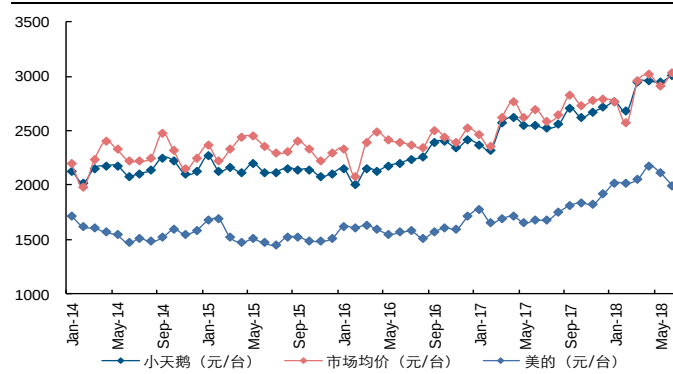
	18Q2	17Q2	18Q1	同比变动	同比变动原因分析
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	-	
营业成本	74.25%	74.48%	72.74%	-0.22pct	
毛利率	25.75%	25.52%	27.26%	0.22pct	均价大幅提升
营业税金及附加	0.67%	0.72%	0.47%	-0.05pct	
销售费用率	14.17%	13.77%	15.07%	0.40pct	
管理费用率	3.96%	2.83%	3.58%	1.12pct	研发投入增加
财务费用率	-3.09%	-0.11%	-1.02%	-2.98pct	结构性存款增加带动利息收入大幅提升
资产减值损失	0.65%	0.85%	-0.15%	-0.20pct	
公允价值变动净收益	-0.20%	0.10%	0.01%	-0.30pct	
投资净收益	0.72%	1.61%	0.57%	-0.89pct	
其他收益	0.18%	0.32%	0.27%	-0.14pct	
营业利润率	10.11%	9.49%	10.16%	0.62pct	毛利率提升且财务费用大幅下滑
营业外收入	0.10%	0.06%	0.03%	0.04pct	
营业外支出	0.01%	0.06%	0.00%	-0.04pct	
利润总额	10.19%	9.49%	10.19%	0.70pct	
所得税	1.91%	1.41%	1.83%	0.51pct	
净利润	8.28%	8.08%	8.36%	0.19pct	
少数股东损益	0.82%	1.23%	0.86%	-0.41pct	
归属母公司股东净利润	7.46%	6.85%	7.50%	0.60pct	毛利率提升且财务费用大幅下滑

资料来源：公司公告，长江证券研究所

维持公司“买入”评级

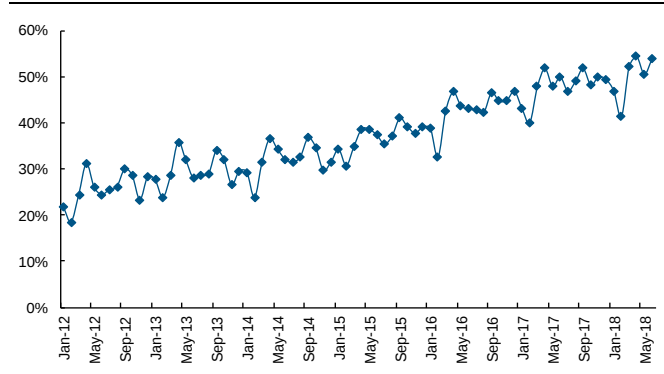
年初以来公司产品结构调整明显加速，虽然对短期经营带来一定扰动，但基于公司已有的产品储备、极强的执行力及灵活的销售政策，同时结合洗衣机行业大容量化、滚筒化等升级趋势，公司基于品牌高端化战略的主动调整有望形成新的增长驱动力同时带动盈利能力持续改善；我们预计公司 18、19 年 EPS 分别为 2.89 及 3.40 元，对应目前股价 PE 分别为 17.27 及 14.65 倍，维持“买入”评级。

图 7：中怡康数据显示二季度小天鹅均价同比增长 15.35%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 8：上半年滚筒洗衣机占比达到 49.95%，同比上升 3.19 个点



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	21385	24222	27900	32137
增长率(%)	31%	13%	15%	15%
归属母公司所有者净利润（百万元）	1506	1826	2153	2544
增长率(%)	28%	21%	18%	18%
每股收益(元)	2.38	2.89	3.40	4.02
净资产收益率(%)	21.38%	21.10%	20.34%	19.71%
每股经营现金流（元）	3.19			

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2017	2018	2019	2020		2017	2018	2019	2020
营业收入	21385	24222	27900	32137	货币资金	1588	4100	6297	9320
营业成本	15983	17839	20450	23471	交易性金融资产	5	5	5	5
毛利	5402	6383	7450	8666	应收账款	1737	1983	2301	2669
%营业收入	25.26%	26.35%	26.70%	26.97%	存货	1981	2068	2371	2721
营业税金及附加	132	150	173	199	预付账款	84	94	108	124
%营业收入	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	其他流动资产	14170	13584	14157	14212
销售费用	2873	3254	3739	4274	流动资产合计	19565	21834	25240	29051
%营业收入	13.43%	13.43%	13.40%	13.30%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	728	825	949	1093	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.41%	3.41%	3.40%	3.40%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-72	-98	-109	-128	投资性房地产	62	62	62	62
%营业收入	-0.34%	-0.41%	-0.39%	-0.40%	固定资产合计	1030	1185	1287	1438
资产减值损失	71	65	63	57	无形资产	187	178	169	160
公允价值变动收益	5	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	321	300	300	300	递延所得税资产	407	354	354	354
营业利润	2049	2487	2936	3471	其他非流动资产	88	125	163	201
%营业收入	9.58%	10.27%	10.52%	10.80%	资产总计	21338	23737	27274	31265
营业外收支	16	15	15	15	短期贷款	81	0	0	0
利润总额	2065	2502	2951	3486	应付款项	3827	3910	4202	4501
%营业收入	9.66%	10.33%	10.58%	10.85%	预收账款	3066	3149	3348	3535
所得税费用	356	432	509	602	应付职工薪酬	349	390	447	513
净利润	1708	2070	2442	2885	应交税费	638	760	886	1031
归属于母公司所有者的净利润	1506	1826	2153	2544	其他流动负债	5142	5443	6086	6717
少数股东损益	202	245	289	341	流动负债合计	13103	13652	14969	16297
EPS（元/股）	2.38	2.89	3.40	4.02	长期借款	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	2016	2559	2340	3229	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	321	300	300	300	其他非流动负债	17	17	17	17
长期股权投资	0	0	0	0	负债合计	13120	13669	14986	16314
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	7047	8652	10583	12905
固定资产投资	-204	-257	-221	-285	少数股东权益	1171	1416	1705	2046
其他	-4257	0	0	0	股东权益	8218	10068	12288	14951
投资活动现金流净额	-4141	43	79	15	负债及股东权益	21338	23737	27274	31265
债券融资	-102	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	0	0	0		2017	2018	2019	2020
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	EPS	2.38	2.89	3.40	4.02
筹资成本	-485	-9	-221	-221	BVPS	12.99	15.92	19.43	23.64
其他	0	-81	0	0	PE	28.49	17.27	14.65	12.40
筹资活动现金流净额	-588	-90	-221	-221	PEG	1.01	0.82	0.82	0.68
现金净流量	-2713	2511	2198	3023	PB	6.09	3.64	2.98	2.44
					EV/EBITDA	28.34	13.29	10.15	7.45
					ROE	21.38%	21.10%	20.34%	19.71%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。