

小天鹅 A (000418)

2018-10-31

公司报告 | 点评报告

评级 买入 维持

战略调整影响营收，盈利能力如期改善

报告要点

■ 事件描述

小天鹅 A 发布 18 年三季度财务报告：公司前三季度实现营业收入 174.17 亿元，同比增长 9.01%，实现归母净利润 13.47 亿元，同比增长 17.85%，实现 EPS2.13 元；其中，三季度公司实现营业收入 53.60 亿元，同比下滑 0.91%，实现归母净利润 4.45 亿元，同比增长 8.15%，实现 EPS0.70 元。

■ 事件评论

- **景气下行叠加主动结构调整，内销短期走势承压：**公司三季度营收同比小幅下滑 0.91%，增速环比有所回落，其中预计内销在行业短期景气较为平淡叠加公司持续进行产品结构调整背景下同比有所下滑，对整体营收形成一定拖累；而外销基于较为充足的订单且受益于报告期内人民币汇率波动的有利环境，预计三季度仍延续两位数增长；总的来说，三季度公司营收走势承压，但考虑到公司下半年起陆续推出新品，后续随着新品逐步放量及产品结构调整成效显现，公司营收有望恢复稳健增长。
- **主业毛利率表现平稳，财务费用改善增厚业绩：**公司三季度毛利率同比小幅下滑 0.30pct，预计主要受低毛利出口业务及非主营业务占比有所提升影响；费用层面，虽然在新品推出背景下公司销售费用支出及研发投入有所提升，但受益于报告期内利息收入及汇兑收益同比大幅增加，三季度公司财务费用率下滑 3.31pct，期间费用率则下滑 0.96pct；综合影响下三季度公司归属净利率提升 0.70pct 并带动业绩表现优于营收。
- **经营依然稳健，公司长期价值明确：**三季度末公司自有资金同比提升 7.30%至 138 亿元，资金储备仍极为充沛；此外当期公司存货周转天数同比明显缩短，且预收账款同比虽仍有下滑但趋势环比已有改善，整体来看公司资产周转效率持续优化，整体经营表现较为稳健；长期来看，基于产品力、经营效率持续提升及高端化战略稳步推进，公司成长确定性较高，且在美的加强家电业务协同背景下后续发展空间更值得期待。
- **维持“买入”评级：**年初以来公司产品结构升级节奏有所加速，虽对短期营收有所扰动，但基于丰富产品储备、极强执行力及灵活销售政策，公司发展前景较为确定；此外高端化战略有望带动公司盈利能力持续改善，业绩稳健增长较为确定，且在美的持续加强家电业务协同背景下公司成长确定性进一步加强；预计公司 18、19 年 EPS 分别为 2.85 及 3.29 元，对应目前股价 PE 分别为 15.08 及 13.07 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 1、新品推进不达预期；2、原材料价格持续上涨；3、汇率波动幅度加大。

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 崔甜甜

☎ (8621) 61118737

✉ tiencui@163.com

市场表现对比图（近 12 个月）



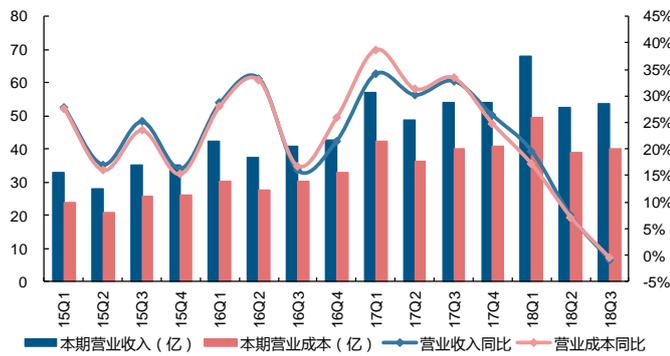
资料来源：Wind

相关研究

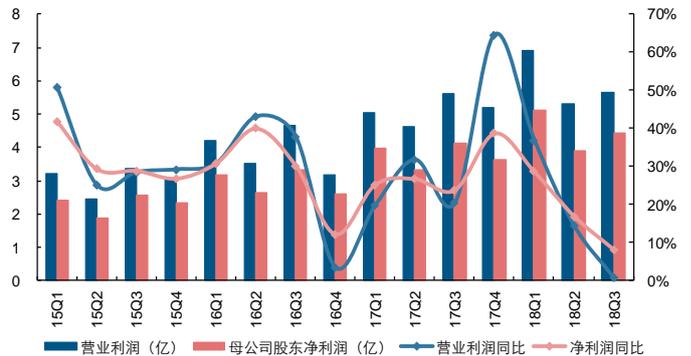
《短期结构调整，矢志破冰前行》2018-08-08

《发力高端战略明确，产品结构加速升级》2018-07-23

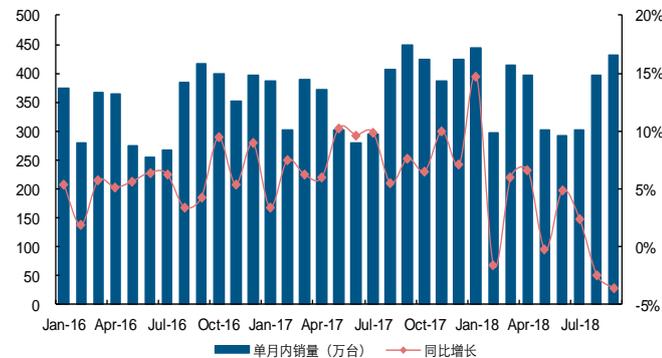
《百尺竿头，更进一步》2018-04-24

图 1：18 年三季度公司营业收入同比下滑 0.91%至 53.60 亿元


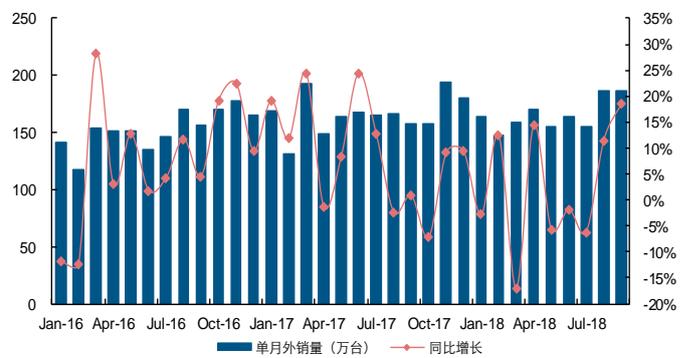
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：18 年三季度公司归属净利润同比增长 8.15%至 4.45 亿元


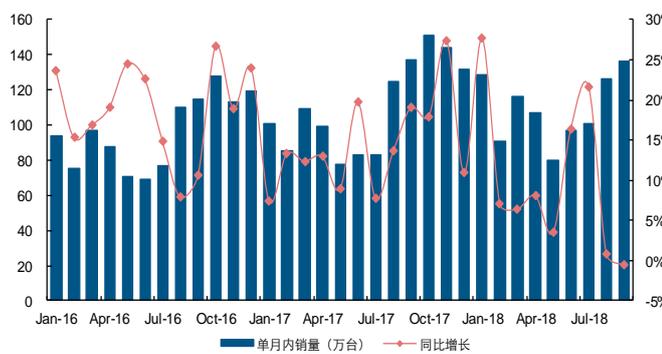
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：18 年三季度洗衣机行业内销同比下滑 1.64%


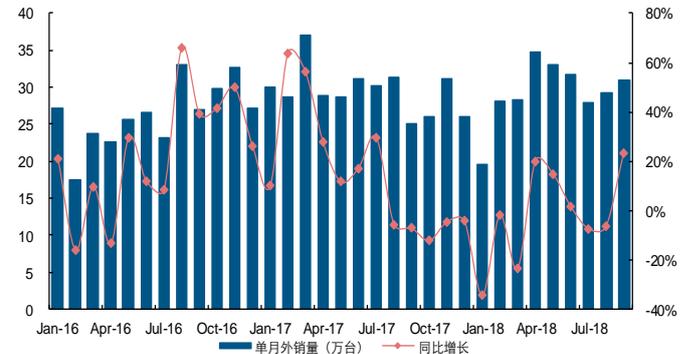
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 4：18 年三季度洗衣机行业出口同比增长 7.76%


资料来源：产业在线，长江证券研究所

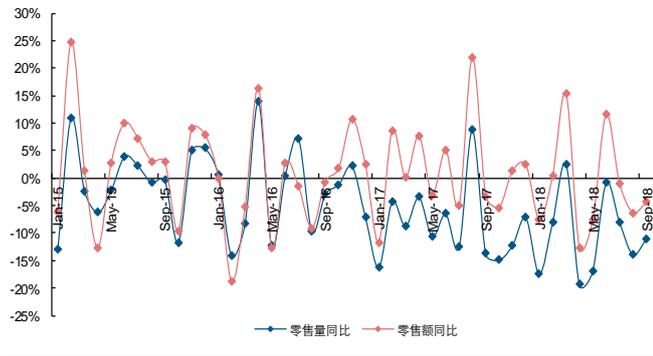
图 5：18 年三季度小天鹅内销出货同比增长 5.30%


资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 6：18 年三季度小天鹅外销出货同比增长 1.89%


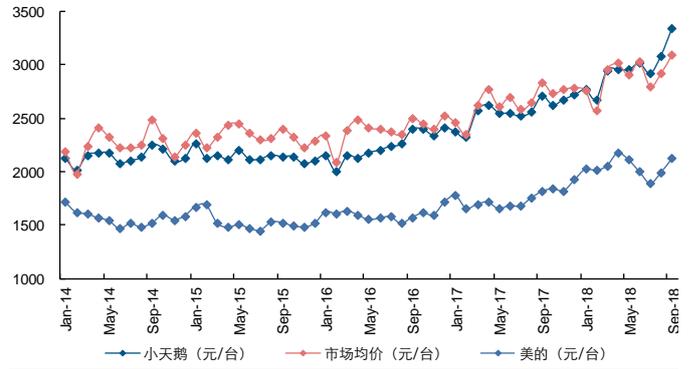
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 7：18 年前三季度洗衣机零售量及零售额分别下滑 10.78%及 1.90%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 8：18 年三季度小天鹅零售均价同比增长 20.01%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

表 1：18 年三季度公司利润表各项指标占营收的比例变动

	18Q3	17Q3	18Q2	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	74.73%	74.43%	74.25%	0.30pct	
毛利率	25.27%	25.57%	25.75%	-0.30pct	低毛利出口业务及非主营业务占比提升
营业税金及附加	0.54%	0.63%	0.67%	-0.08pct	
销售费用率	14.02%	12.98%	14.17%	1.04pct	营销投入加大
管理费用率	0.68%	0.55%	-	0.13pct	
研发费用率	3.43%	2.26%	-	1.18pct	持续加大研发投入
财务费用率	-3.36%	-0.05%	-3.09%	-3.31pct	结构性存款利息增加及汇兑收益改善
资产减值损失	0.43%	0.08%	0.65%	0.34pct	
公允价值变动净收益	-0.04%	0.04%	-0.20%	-0.08pct	
投资净收益	0.69%	1.05%	0.72%	-0.36pct	
其他收益	-0.52%	0.13%	0.18%	-0.65pct	
营业利润率	10.54%	10.35%	10.11%	0.19pct	期间费用率下滑
营业外收入	0.09%	0.15%	0.10%	-0.06pct	
营业外支出	0.01%	0.00%	0.01%	0.01pct	
利润总额	10.62%	10.50%	10.19%	0.11pct	
所得税	1.31%	1.62%	1.91%	-0.31pct	
净利润	9.31%	8.88%	8.28%	0.42pct	
少数股东损益	1.00%	1.28%	0.82%	-0.27pct	
归属母公司股东净利润	8.30%	7.61%	7.46%	0.70pct	期间费用率下滑

资料来源：Wind，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	23833	26372	29191
增长率(%)	31%	11%	11%	11%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1506	1804	2081	2389
增长率(%)	28%	20%	15%	15%
每股收益(元)	2.38	2.85	3.29	3.78
净资产收益率 (%)	21.38%	20.90%	19.84%	18.87%

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	23833	26372	29191	货币资金	1588	3950	5737	8245
营业成本	15983	17557	19345	21343	交易性金融资产	5	5	5	5
毛利	5402	6276	7027	7847	应收账款	1737	1935	2142	2370
%营业收入	25.26%	26.33%	26.65%	26.88%	存货	1981	2035	2243	2474
营业税金及附加	132	148	164	181	预付账款	84	93	102	113
%营业收入	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	其他流动资产	14170	13576	14099	14090
销售费用	2873	3194	3481	3795	流动资产合计	19565	21595	24327	27297
%营业收入	13.43%	13.40%	13.20%	13.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	728	812	897	992	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	-108	-127	投资性房地产	62	62	62	62
%营业收入	-0.34%	-0.41%	-0.41%	-0.44%	固定资产合计	1030	1185	1287	1438
资产减值损失	71	64	57	47	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	2457	2837	3259	其他非流动资产	88	125	163	201
%营业收入	9.58%	10.31%	10.76%	11.16%	资产总计	21338	23497	26361	29511
营业外收支	16	15	15	15	短期贷款	81	0	0	0
利润总额	2065	2472	2852	3274	应付款项	3827	3848	3975	4093
%营业收入	9.66%	10.37%	10.81%	11.22%	预收账款	3066	3098	3165	3211
所得税费用	356	427	492	565	应付职工薪酬	349	384	423	467
净利润	1708	2046	2360	2709	应交税费	638	748	837	937
归属于母公司所有者的净利润	1506	1804	2081	2389	其他流动负债	5142	5360	5763	6118
少数股东损益	202	242	279	320	流动负债合计	13103	13438	14163	14825
EPS (元/股)	2.38	2.85	3.29	3.78	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					其他非流动负债	17	17	17	17
					负债合计	13120	13454	14180	14842
经营活动现金流净额	2016	2409	1929	2714	归属于母公司	7047	8630	10489	12657
取得投资收益	321	300	300	300	少数股东权益	1171	1413	1692	2012
长期股权投资	0	0	0	0	股东权益	8218	10043	12181	14669
无形资产投资	0	0	0	0	负债及股东权益	21338	23497	26361	29511
固定资产投资	-204	-257	-221	-285					
其他	-4257	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4141	43	79	15		2017	2018	2019	2020
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.38	2.85	3.29	3.78
股权融资	0	0	0	0	BVPS	12.99	15.88	19.26	23.19
银行贷款增加 (减少)	-102	0	0	0	PE	28.49	15.08	13.07	11.39
筹资成本	-485	-9	-221	-221	PEG	1.01	0.76	0.85	0.77
其他	0	-81	0	0	PB	6.09	3.15	2.59	2.15
筹资活动现金流净额	-588	-90	-221	-221	EV/EBITDA	28.34	11.43	9.01	6.87
现金净流量	-2713	2362	1787	2508	ROE	21.38%	20.90%	19.84%	18.87%

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相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-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。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

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)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

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。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。