

2018-04-24

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

小天鹅 A (000418)

# 百尺竿头，更进一步

## 报告要点

### ■ 事件描述

小天鹅 A 今日披露其 18 年一季度财务报告：公司一季度实现营业收入 68.12 亿元，同比增长 19.71%，实现营业利润 6.92 亿元，同比增长 36.92%，实现归属母公司股东净利润 5.11 亿元，同比增长 28.66%，实现 EPS0.81 元。

### ■ 事件评论

- **内销表现较为优异，营收延续稳健增长：**一季度公司内销在产品量价齐升带动下表现较为优异，预计增速近 25%，一方面公司经营效率改善带动产品销量稳健增长，市场份额持续提升，另一方面产品结构升级带动均价持续上行；出口方面，受人民币升值影响预计一季度出口同比仅个位数增长，后续随着汇率走势企稳，出口增速有望逐步改善；总的来说，一季度公司内销表现较为优异，带动公司营收延续平稳增长态势。
- **产品结构稳步优化，盈利能力持续提升：**一季度公司毛利率同比提升 1.57pct 至 27.26%，改善较为明显，我们判断主因仍在于去年同期基数较低及高端产品占比持续提升；费用率方面，一季度公司财务费用率受益于利息收入大幅增加同比下滑 0.70pct，带动期间费用率同比下滑 0.54pct；综合影响下公司一季度归属净利率同比提升 0.52pct；后续随着公司积极推动产品结构优化，预计整体盈利能力仍将延续上行趋势。
- **周转效率更进一步，整体经营十分健康：**公司在手资金储备极为充沛，报告期末账上资金总额达 141 亿，同比提升 15.75%；且一季度经营现金流量净额同比大幅改善，主要由于公司从去年年初起加大对下游代理商资金支持力度，经销商货款中票据比例有所提升，而随着票据持续兑现，当期经营性现金流有所恢复；此外，一季度公司存货及应收账款周转天数明显缩短，可见公司周转效率仍在稳步改善，整体经营十分健康。
- **维持“买入”评级：**报告期内公司市场份额稳步上行且产品均价持续提升，量价提升背景下公司内销表现较为优异，并带动营收实现稳步增长，此外公司产品结构优化带动盈利能力稳步改善，综合影响下公司一季度业绩表现略超预期；后续考虑到公司经营效率持续改善且产品结构稳步升级，滚筒及洗干一体机等产品占比提升有望带动公司盈利能力持续提升，长期发展空间确定；预计公司 18、19 年 EPS 分别为 2.97 及 3.59 元，对应目前股价 PE 分别为 20.87 及 17.29 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：** 1、原材料价格波动风险；2、汇率波动风险。

分析师 徐春

电话 (8621) 61118737

邮箱 xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

分析师 管泉森

电话 (8621) 61118737

邮箱 guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070002

分析师 孙珊

电话 (8621) 61118737

邮箱 sunshan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020002

联系人 贺本东

电话 (8621) 61118737

邮箱 hebd@cjsc.com.cn

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《天鹅展翅，前程可期》2018-03-13

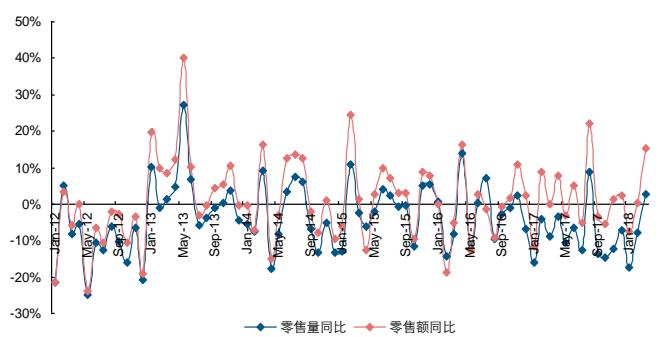
《盈利改善预期较强，长期发展空间确定》  
2018-01-23《营收持续超预期，业绩延续稳健增长》  
2017-10-25

**小天鹅 A 披露其 18 年一季度财务报告：**公司一季度实现营业收入 68.12 亿元，同比增长 19.71%，实现归属净利润 5.11 亿元，同比增长 28.66%，实现 EPS0.81 元，业绩表现略超预期。

### 内销表现较为优异，营收延续稳健增长：

**内销延续量价提升态势：**一季度公司内销表现较为优异，一方面公司经营效率改善背景下产品销量稳健增长，内销市场份额持续提升，另一方面产品结构升级带动均价持续上行，中怡康数据显示 18 年一季度小天鹅及美的品牌洗衣机均价分别同比提升 15.88% 及 18.31%，涨幅均居于行业前列，量价齐升背景下预计公司一季度内销收入增速近 25%；其中线下渠道表现较为优异，而电商渠道受基数提升及公司主动调整线上产品系列影响，短期增速中枢略有回落，预计一季度同比增长约 20%，后续随着产品调整完成，电商增速有望逐步回升。

图 1：18Q1 洗衣机终端累计零售量及额分别下滑 8.16% 及增长 2.57%

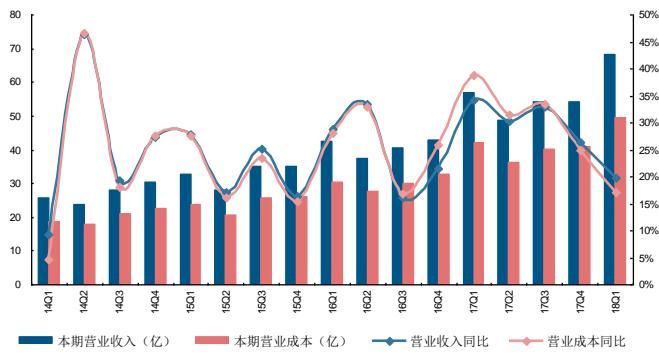


资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

**外销走势相对平稳：**报告期内人民币明显升值对公司出口业务有一定拖累，公司主动放弃了一部分盈利较差的订单，并对部分出口订单重新议价，综合影响下预计一季度公司出口同比实现大个位数增长；后续随着汇率走势企稳，公司出口业务也有望得到改善。

总的来说，一季度公司产品量价齐升带动内销表现较为优异，而出口受汇率拖累表现相对平淡，公司整体营收延续平稳增长态势。

图 3：18 年一季度公司主营增长 19.71% 至 68.12 亿元

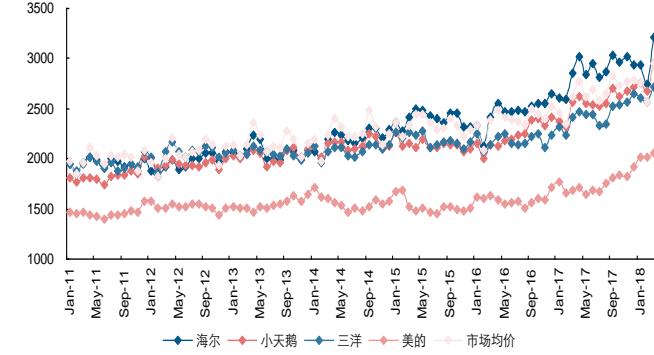


资料来源：Wind，长江证券研究所

**产品结构稳步优化，盈利能力持续提升：**一季度公司毛利率同比提升 1.57pct 至 27.26%，改善较为明显，我们判断主要原因仍在于去年同期基数较低及高端产品占比持续提升，

请阅读最后评级说明和重要声明

图 2：18Q1 小天鹅及美的洗衣机均价分别同比增长 15.88% 及 18.31%

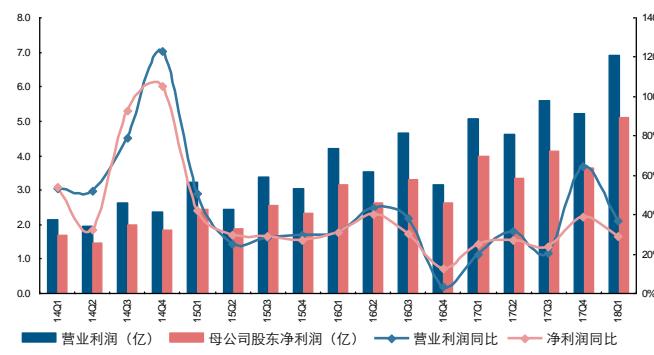


资料来源：Wind，长江证券研究所

产品结构稳步优化，盈利能力持续提升：

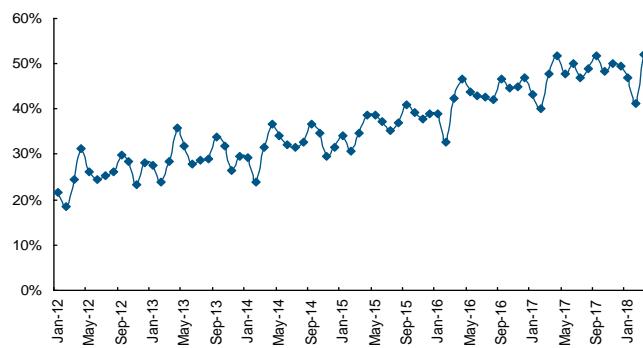
改善较为明显，我们判断主要原因仍在于去年同期基数较低及高端产品占比持续提升，

请阅读最后评级说明和重要声明



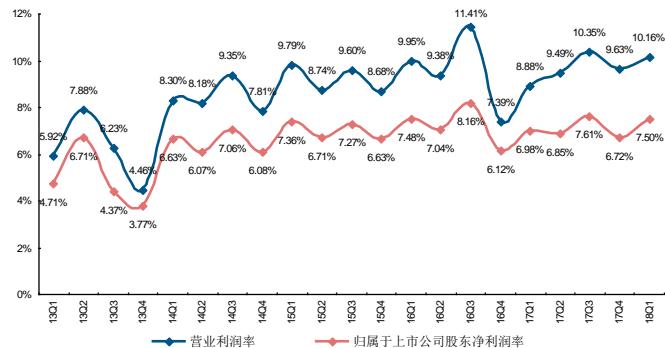
一季度公司滚筒产品销量增速接近 30%，销量占比持续提升；费用率方面，一季度公司管理费用率小幅提升 0.24pct，财务费用率则受益于公司利息收入大幅增加同比下滑 0.70pct，带动整体期间费用率同比下滑 0.54pct；虽然投资收益同比有所下滑，但在毛利率提升及期间费用改善带动下，公司一季度归属净利率仍同比提升 0.52pct 至 7.50%；后续随着公司积极推动产品结构优化，预计毛利仍将延续上行趋势并带动整体盈利能力持续提升。

图 5：18Q1 滚筒洗衣机份额达到 47.34%，同比上升 3.52 个点



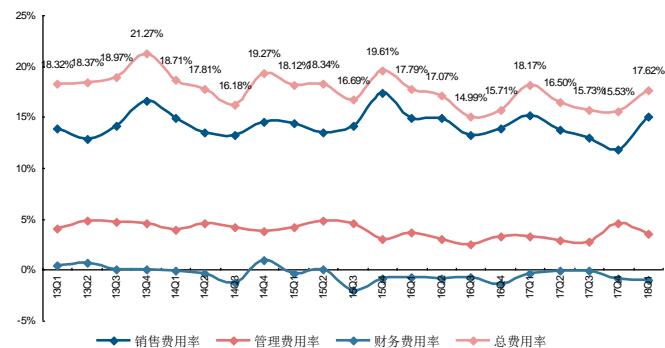
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 7：18Q1 公司归属净利率同比增长 0.52pct 至 7.50%



资料来源：Wind，长江证券研究所

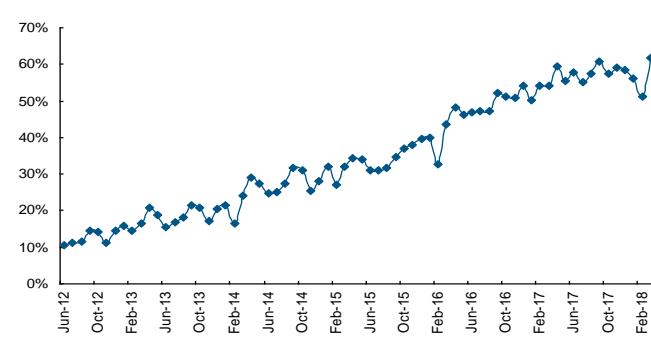
图 9：18Q1 公司期间费用率同比下滑 0.54pct 至 17.62%



资料来源：Wind，长江证券研究所

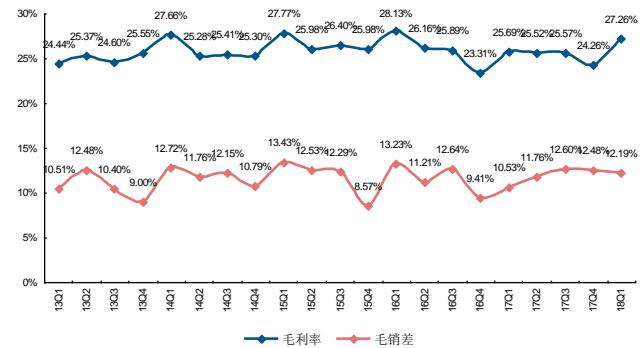
请阅读最后评级说明和重要声明

图 6：18Q1 变频洗衣机份额达到 56.89%，同比上升 6.52 个点



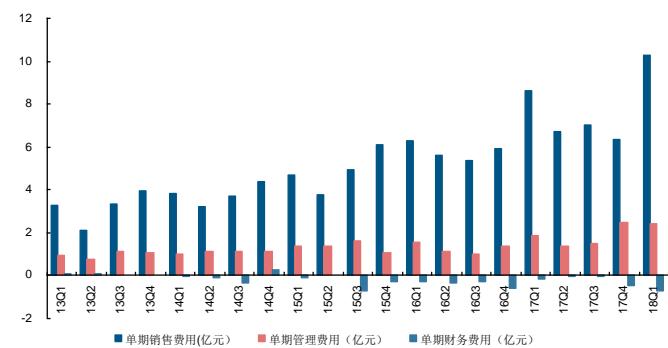
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 8：18Q1 公司毛利率同比增长 1.57pct 至 27.26%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：公司期间费用绝对额一览



资料来源：Wind，长江证券研究所

**周转效率更进一步，整体经营十分健康：**公司在手资金储备极为充沛，报告期末账上资金总额为 141 亿元，同比提升 15.75%；且一季度公司经营现金流量净额为 2.85 亿元，较去年同期大幅改善，我们判断主要原因在于公司从去年年初起开始加大了对下游代理商的资金支持力度，经销商货款中票据比例有所提升，而随着票据持续兑现，当期经营性现金流同比改善也在预期之中；此外，一季度公司存货及应收账款周转天数都明显缩短，彰显公司经营管理精益求精，整体周转效率仍在稳步改善；考虑到公司账面资金充足，资产周转效率也显著优于同类公司，公司整体经营十分健康。

**维持公司“买入”评级：**报告期内公司市场份额稳步上行且产品均价持续提升，量价提升背景下公司内销表现较为优异，并带动营收实现稳步增长，此外公司产品结构优化带动盈利能力稳步改善，综合影响下公司一季度业绩表现略超预期；后续考虑到公司经营效率持续改善且产品结构稳步升级，滚筒及洗干一体机等高端产品占比提升有望带动公司盈利能力持续提升，长期发展空间较为确定；预计公司 18、19 年 EPS 分别为 2.97 及 3.59 元，对应目前股价 PE 分别为 20.87 及 17.29 倍，维持“买入”评级。

表 1：18 年一季度公司利润表各项占营收比重变动一览

	18Q1	17Q1	17Q4	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	72.74%	74.31%	75.74%	-1.57pct	
毛利率	27.26%	25.69%	24.26%	1.57pct	产品结构优化
营业税金及附加	0.47%	0.51%	0.62%	-0.05pct	
销售费用率	15.07%	15.15%	11.78%	-0.08pct	
管理费用率	3.58%	3.34%	4.59%	0.24pct	
财务费用率	-1.02%	-0.32%	-0.84%	-0.70pct	利息收入增加
资产减值损失	-0.15%	-0.07%	0.53%	-0.08pct	
公允价值变动净收益	0.01%	0.00%	-0.04%	0.01pct	
投资净收益	0.57%	1.81%	1.52%	-1.24pct	理财收益减少
其他收益	0.27%	0.00%	0.58%	0.27pct	
营业利润率	10.16%	8.88%	9.63%	1.28pct	毛利率提升及期间费用改善
营业外收入	0.03%	0.22%	-0.12%	-0.19pct	
营业外支出	0.00%	0.01%	-0.03%	0pct	
利润总额	10.19%	9.10%	9.53%	1.09pct	
所得税	1.83%	1.40%	2.23%	0.44pct	
净利润	8.36%	7.70%	7.31%	0.65pct	
少数股东损益	0.86%	0.72%	0.59%	0.13pct	
归属母公司股东净利润	7.50%	6.98%	6.72%	0.52pct	毛利率提升及期间费用改善

资料来源：公司公告，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	25757	31148	37689
增长率(%)	31%	20%	21%	21%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1506.4	1881.3	2270.5	2740.7
增长率(%)	28%	25%	21%	21%
每股收益(元)	2.382	2.974	3.590	4.333
净资产收益率 (%)	21.4%	21.8%	21.5%	21.2%

### 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>21385</b>	<b>25757</b>	<b>31148</b>	<b>37689</b>	货币资金	1588	2576	3115	3769
营业成本	15983	19020	22909	27682	交易性金融资产	5	5	5	5
<b>毛利</b>	<b>5402</b>	<b>6737</b>	<b>8239</b>	<b>10007</b>	应收账款	1784	2149	2598	3144
%营业收入	25.3%	26.2%	26.5%	26.6%	存货	1981	2307	2743	3293
营业税金及附加	132	159	192	232	预付账款	84	100	121	146
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	12839	15428	18657	22575
销售费用	2873	3451	4174	5050	<b>流动资产合计</b>	<b>19565</b>	<b>32945</b>	<b>39822</b>	<b>48151</b>
%营业收入	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	728	876	1059	1281	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	长期股权投资	0	300	570	870
财务费用	-72	-82	-53	-69	投资性房地产	62	62	62	62
%营业收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	1068	1029	1003	997
资产减值损失	71	69	70	70	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	12	12	12
<b>营业利润</b>	<b>1996</b>	<b>2564</b>	<b>3097</b>	<b>3741</b>	其他非流动资产	50	50	50	50
%营业收入	9.3%	10.0%	9.9%	9.9%	<b>资产总计</b>	<b>21338</b>	<b>34575</b>	<b>41688</b>	<b>50302</b>
营业外收支	16	15	15	15	短期贷款	81	9291	11040	13130
<b>利润总额</b>	<b>2065</b>	<b>2579</b>	<b>3112</b>	<b>3756</b>	应付款项	6633	7515	9051	10937
%营业收入	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%	预收账款	3066	3693	4466	5403
所得税费用	356	445	537	648	应付职工薪酬	349	416	501	605
净利润	1708	2134	2575	3108	应交税费	638	789	953	1151
归属于母公司所有者的净利润	<b>1506.4</b>	<b>1881.3</b>	<b>2270.5</b>	<b>2740.7</b>	其他流动负债	2336	2784	3356	4057
少数股东损益	202	252	304	368	<b>流动负债合计</b>	<b>13103</b>	<b>24489</b>	<b>29367</b>	<b>35284</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>2.38</b>	<b>2.97</b>	<b>3.59</b>	<b>4.33</b>	长期借款	0	0	0	0
<b>现金流量表 (百万元)</b>					应付债券	0	0	0	0
	2017A	2018E	2019E	2020E	递延所得税负债	0	0	0	0
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>2016</b>	<b>-7919</b>	<b>-797</b>	<b>-943</b>	其他非流动负债	17	17	17	17
取得投资收益	321	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>13120</b>	<b>24505</b>	<b>29384</b>	<b>35300</b>
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	7047	8646	10576	12906
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1171	1423	1728	2095
固定资产投资	-204	-103	-125	-151	<b>股东权益</b>	<b>8218</b>	<b>10070</b>	<b>12304</b>	<b>15001</b>
其他	-3936	0	0	0	<b>负债及股东权益</b>	<b>21338</b>	<b>34575</b>	<b>41688</b>	<b>50302</b>
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-4141</b>	<b>-103</b>	<b>-125</b>	<b>-151</b>	<b>基本指标</b>				
债券融资	0	0	0	0	2017A	2018E	2019E	2020E	
股权融资	0	0	0	0	EPS	2.382	2.974	3.590	4.333
银行贷款增加 (减少)	-102	9210	1748	2091	BVPS	11.14	13.67	16.72	20.40
筹资成本	-485	-201	-288	-343	PE	26.06	20.87	17.29	14.32
其他	0	0	0	0	PEG	1.18	0.95	0.78	0.65
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-588</b>	<b>9009</b>	<b>1461</b>	<b>1748</b>	PB	5.57	4.54	3.71	3.04
<b>现金净流量</b>	<b>-2713</b>	<b>987</b>	<b>539</b>	<b>654</b>	EV/EBITDA	18.31	17.46	14.73	12.66
					ROE	21.4%	21.8%	21.5%	21.2%

## 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

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

## 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情范围内，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。