

## 海伦钢琴 (300329.SZ)

## 家用轻工行业

评级：增持 维持评级

公司点评

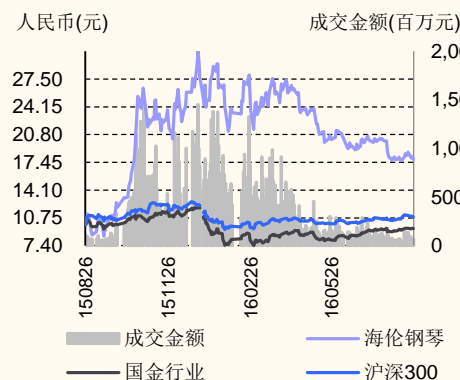
市场价格(人民币)：17.82元

## 品牌提升，艺术教育推进

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	240.76
总市值(百万元)	4,477.99
年内股价最高最低(元)	30.84/8.54
沪深300指数	3308.97



## 相关报告

1. 《海伦钢琴 2015 年年报点评-盈利改善、文化教育落地》，2016.4.26
2. 《线上线下同步发力，期待制造教育双轮驱动-海伦钢琴 2015 年半...》，2015.8.26

## 揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

## 邱思佳

联系人  
qiუსijia@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.19	0.12	0.14	0.17	0.22
每股净资产(元)	4.03	3.08	1.77	2.26	2.36
每股经营性现金流(元)	0.04	0.18	0.21	0.11	0.11
市盈率(倍)	79	223	165	137	110
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	65	65	65
净利润增长率(%)	-20.40%	20.66%	16.92%	20.29%	24.76%
净资产收益率(%)	4.76%	4.01%	4.51%	4.17%	4.99%
总股本(百万股)	133.98	251.29	251.29	251.29	251.29

来源：Wind、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 2016 年上半年，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 1.79 亿元、1,944.34 万元和 1,784.45 万元，同比分别增长 2.32%、32.22%和 14.48%。实现全面摊薄 EPS0.07 元/股，低于预期。经营活动净现金流为-572.52 万元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 -3.5%/7.9%，归母净利润同比增速分别为 31.22%/1.40%。

## 经营分析

- **收入继续保持稳增长，盈利能力大幅提升。**上半年，公司营收继续保持稳定增长 (+2.32%)，毛利率略降至 26.99% (-1.66pct.)。期间费用率下降 1.46pct.。其中，销售费用率增加 1.12pct.，主要系电子商务营运费用增加所致，管理费用率与财务费用率均有所下降 (0.37pct./2.21pct.)，其中财务费用大幅减少主要是由于公司贷款利息支出及汇兑损失减少。此外，上半年公司归母净利润率为 9.94% (+4.95pct.)，公司盈利能力大幅提升。
- **品牌建设再上台阶。**公司一直致力于自主品牌战略实施，自有品牌为“海伦”、“文德隆”，合作品牌有“弗尔里希”、“佩卓夫”、“罗瑟”、“齐默曼”。2015 年，公司获得美国 MRR 终身成就奖，进一步强化了公司品牌定位。5 月，公司与迪士尼签署许可协议，迪士尼许可公司在特定期限内在特定乐器及相关配件类产品上使用迪士尼原型和商标，并授权公司在特定的渠道销售许可产品，海伦品牌影响力进一步巩固提升。此外，公司还荣获由文化部艺术发展中心颁发的“全国音乐教师培训基地”，成立了“全国钢琴考级海伦考级委员会”。设计制造方面，公司吸收欧洲先进理念，生产工艺方面，借鉴了美日等国模式，结合公司个性化技术特点，公司已形成了一整套独立的创新技术体系。上半年，公司已申请实用新型专利 6 项，已受理 3 项，技术优势凸显。
- **艺术教育稳步推进。**公司自上市起即积极布局艺术教育培训业务：2014 年 8 月，公司成立“海伦艺术教育投资有限公司”，主要负责开展艺术教育业务；2015 年，教育公司投资成立合资公司“宁波海伦爱琴教育信息咨询有限公司”，引入周菲教授经独创的幼儿钢琴教育，开展“海伦钢琴教室”项目。截至 2015 年，该项目已经在全国 14 个省份进行推广，目前签约加盟 86 家，签约意向 180 余家。2016 年 6 月，公司与厦门大学艺术学院合作，

召集国内外专家学者组成强大评委阵容，在厦门大学国际钢琴艺术节期间成功举办“‘海伦杯’2016 全国青少年钢琴比赛”，艺术教育布局稳步推进。

- **定增募资已完成，智能钢琴+艺术教育实现线上线下协同发展。**2014 年 12 月，公司成立“北京海伦信息网络有限公司”，主要负责为公司智能钢琴与在线教育提供软硬件与网络支持。艺术与智能钢琴的结合，将为客户提供丰富功能的同时实现线上线下交互式学习模式，实现业务联动发展。2015 年，公司非公开发行募资 2.06 亿元，主要用于智能钢琴生产线、智能操作系统生产线及互联网互动教育平台建设。2016 年 1 月，新增股份于深交所上市。项目完成后，公司现有传统钢琴产品将实现产业升级，与公司已开展的线下艺术培训教育形成优势互补，为用户提供集智能钢琴产品、互联网技术和艺术培训教育系统为一体的产品销售及综合化服务。

#### 风险因素

- 原进口二手钢琴冲击，市场竞争加剧；原材料价格和劳动力成本上升；艺术教育推广不达预期。

#### 盈利预测与投资建议

- 国内艺术教育市场发展空间巨大，我们看好公司钢琴制造+艺术教育模式以及灵活的民营机制在艺术教育市场上的整合发展潜力。我们小幅下调公司 2016-2018 年 EPS 预测至 0.14/0.17/0.22 元/股（三年 CAGR20.6%），对应 PE 分为 165/137/110 倍，维持公司“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>主营业务收入</b>	<b>339</b>	<b>353</b>	<b>369</b>	<b>378</b>	<b>397</b>	<b>454</b>	货币资金	209	164	335	408	637	656	
增长率		4.3%	4.5%	2.4%	5.2%	14.3%	应收款项	82	94	106	89	94	108	
<b>主营业务成本</b>	<b>-237</b>	<b>-259</b>	<b>-264</b>	<b>-272</b>	<b>-287</b>	<b>-327</b>	存货	142	163	178	148	156	178	
%销售收入	69.9%	73.3%	71.7%	72.0%	72.1%	72.0%	其他流动资产	11	16	19	17	17	19	
<b>毛利</b>	<b>102</b>	<b>94</b>	<b>105</b>	<b>106</b>	<b>111</b>	<b>127</b>	流动资产	444	437	637	662	905	960	
%销售收入	30.1%	26.7%	28.3%	28.0%	27.9%	28.0%	%总资产	66.0%	65.3%	71.6%	72.4%	77.7%	78.3%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	长期投资	0	0	13	14	13	13	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	固定资产	202	205	200	202	201	199	
<b>营业费用</b>	<b>-23</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-22</b>	<b>-24</b>	%总资产	30.0%	30.7%	22.5%	22.1%	17.3%	16.2%	
%销售收入	6.8%	5.4%	5.6%	5.9%	5.6%	5.3%	无形资产	26	25	37	34	43	52	
<b>管理费用</b>	<b>-46</b>	<b>-45</b>	<b>-51</b>	<b>-51</b>	<b>-51</b>	<b>-55</b>	非流动资产	229	232	252	252	259	266	
%销售收入	13.7%	12.7%	13.9%	13.5%	12.8%	12.2%	%总资产	34.0%	34.7%	28.4%	27.6%	22.3%	21.7%	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>资产总计</b>	<b>672</b>	<b>668</b>	<b>890</b>	<b>914</b>	<b>1,164</b>	<b>1,227</b>	
%销售收入	9.0%	8.2%	8.1%	7.8%	8.8%	9.8%	短期借款	49	37	6	0	0	0	
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	应付款项	85	74	91	89	93	106	
%销售收入	-0.2%	0.4%	-0.3%	-2.0%	-2.7%	-2.9%	其他流动负债	11	10	14	18	20	24	
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	144	121	112	107	114	130	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0	
%税前利润	0.0%	0.0%	1.1%	0.2%	0.2%	0.1%	<b>负债</b>	<b>145</b>	<b>121</b>	<b>112</b>	<b>107</b>	<b>114</b>	<b>131</b>	
<b>营业利润</b>	<b>30</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>46</b>	<b>58</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>520</b>	<b>540</b>	<b>773</b>	<b>803</b>	<b>1,046</b>	<b>1,091</b>	
营业利润率	8.9%	7.6%	8.2%	9.8%	11.5%	12.8%	少数股东权益	7	7	4	4	4	4	
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>672</b>	<b>668</b>	<b>890</b>	<b>914</b>	<b>1,164</b>	<b>1,227</b>	
<b>税前利润</b>	<b>38</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>63</b>	<b>比率分析</b>		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利润率	11.2%	8.4%	9.9%	11.2%	12.8%	13.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	每股收益	0.24	0.19	0.12	0.14	0.17	0.22	
所得税率	13.6%	12.7%	14.2%	14.2%	14.1%	13.9%	每股净资产	3.88	4.03	3.08	1.77	2.26	2.36	
<b>净利润</b>	<b>33</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	每股经营现金净流	0.21	0.04	0.18	0.21	0.11	0.11	
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	每股股利	0.30	0.04	0.03	0.01	0.02	0.02	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	<b>回报率</b>							
净利率	9.5%	7.3%	8.4%	9.6%	11.0%	12.0%	净资产收益率	6.20%	4.76%	4.01%	4.51%	4.17%	4.99%	
							总资产收益率	4.80%	3.84%	3.48%	3.96%	3.74%	4.43%	
							投入资本收益率	4.55%	4.31%	3.26%	3.15%	2.85%	3.50%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	11.66%	4.27%	4.53%	2.36%	5.20%	14.28%	
							EBIT 增长率	-4.13%	-5.17%	3.44%	-0.40%	17.30%	28.32%	
							净利润增长率	5.75%	-20.40%	20.66%	16.92%	20.29%	24.76%	
							总资产增长率	4.04%	-0.59%	33.08%	2.77%	27.35%	5.36%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	82	86	88	80	80	80	
							存货周转天数	196	216	235	198	198	198	
							应付账款周转天数	69	70	63	66	66	66	
							固定资产周转天数	210	203	194	196	192	171	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-30.19%	-23.26%	-42.31%	-50.55%	-60.68%	-59.78%	
							EBIT 利息保障倍数	-36.6	23.1	-28.7	-4.0	-3.2	-3.4	
							资产负债率	21.55%	18.14%	12.60%	11.70%	9.76%	10.72%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-26	增持	21.58	25.00
2	2016-04-26	增持	23.83	N/A

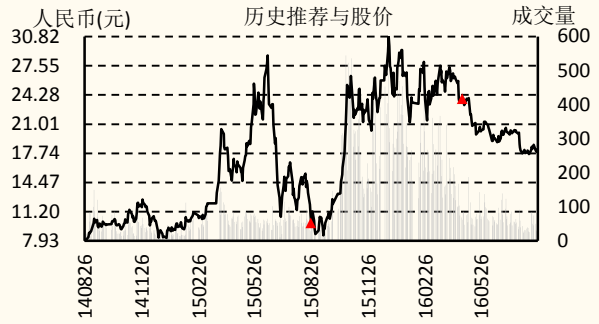
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD