

海伦钢琴 (300329.SZ)

家用轻工行业

评级：增持 维持评级

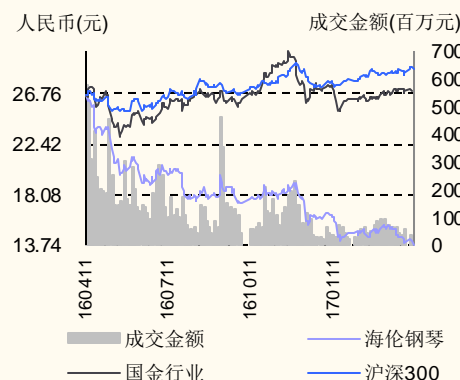
公司点评

市场价格 (人民币): 13.74 元

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)	250.88
总市值(百万元)	3,452.72
年内股价最高最低(元)	26.70/13.74
沪深 300 指数	3505.14



相关报告

1. 《海伦钢琴 2016 年三季报点评-新品系列扩充品牌内涵, 艺术教育...》, 2016.10.27
2. 《海伦钢琴 2016 年半年报点评-品牌提升, 艺术教育推进》, 2016.8.26
3. 《海伦钢琴 2015 年年报点评-盈利改善、文化教育落地》, 2016.4.26

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

产能到位, 一体化服务体系成型, 业绩向上拐点已现

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.12	0.13	0.16	0.20	0.27
每股净资产(元)	3.08	3.18	1.84	2.28	2.40
每股经营性现金流(元)	0.18	0.17	0.60	0.06	0.06
市盈率(倍)	223	122	87	67	51
行业优化市盈率(倍)	N/A	105	109	109	109
净利润增长率(%)	20.66%	7.39%	19.73%	29.24%	30.48%
净资产收益率(%)	4.01%	4.16%	4.78%	4.88%	6.05%
总股本(百万股)	251.29	251.29	251.29	251.29	251.29

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 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 3.89 亿元、3,080.27 万元和 3,328.48 万元, 同比分别增长 5.45%、1.41%和 7.39%。实现全面摊薄 EPS0.13 元/股, 基本符合我们的预期。经营活动净现金流为 4,201.78 万元, 高于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为-3.5%/7.9%/9.36%/7.32%, 归母净利润同比增速分别为 31.22%/1.40%/-6.54%/9.74%。2016 年分配预案为每 10 股派现金红利 0.25 元(含税)。公司同时预计 2017 年一季度盈利增长 5%-25%。

经营分析

- 收入稳增长, 盈利略提升。上半年, 公司营收继续保持稳定增长 (+5.45%), 毛利率略降至 26.31% (-2.04pct.)。期间费用率下降 0.07pct.。其中, 销售费用率增加 1.79pct., 主要系网络营销服务费的增加所致, 管理费用率与财务费用率均有所下降 (-1.00pct./-0.86pct.), 其中财务费用减少主要是由于利息收入的增加和汇兑损益的增加所致。归母净利润率为 8.55% (+0.15pct.), 盈利能力小幅提升。
- 销量增加带动公司收入增长, 成本增加和售价下调拖累毛利增长。2016 年, 公司实现钢琴销售量 30,768 台, 同比增长 7.39%, 而营业成本同比增长 8.44%, 其中核心产品立式钢琴营业成本大幅提高 13.61%。同时, 第二大主营产品三角钢琴 2016 年平均售价为 26,549.78 元, 同比降低 2.33%。以上两个原因叠加, 致使 2016 年公司毛利率水平出现小幅下滑。
- 产品扩展、升级, 一体化服务体系成型。2016 年, 公司推出了高端钢琴维也纳系列。目前, 维也纳系列钢琴共拥有 9 款立式琴和 1 款三角琴。除了推出高端钢琴系列以外, 公司在 2016 年还推出了民谣吉他、古典吉他和小提琴等弦乐产品, 将产品线延伸至非钢琴乐器, 并首次推出迪士尼系列钢琴。与此同时, 公司还推出了第一代智能钢琴产品, 搭载自主智能屏显系统、音源系统和互联网 MOOC 教育平台系统等核心技术, 填补了国内智能钢琴领域技术空白, 也使公司“互联网+智能钢琴+艺术培训”一体化服务体系基本成型。未来, 公司计划开发针对中老年人的智能钢琴产品, 扩大产品受众。

公司募投钢琴机芯制造项目于 2016 年 10 月建设完工，传统声学钢琴产能再上新台阶。定增项目智能钢琴研发，目前进度达 20.18%，预计 2018 年项目将全面达产。在研发方面，2016 年公司成果斐然，共完成 5 项自主研发项目，获得 6 项实用新型专利授权。2016 年 11 月，公司董事长陈海伦夫妇获得了“尚彼得奖”，该奖考量核心为“创新性”，表彰在经济学研究和经济政治领域具有开拓创新精神并发挥引领作用的杰出人物。此次是尚彼得奖首次颁发给音乐文化产品领域的企业家，也是中国企业家首次荣获此项大奖。

- **积极拓展销售渠道，线上线下同步运作。**1) 线下布局：目前公司在欧洲、北美有近 300 家琴行，在日本有 40 多家琴行正在代理销售海伦钢琴，全世界范围内代理经销公司产品的琴行超过 800 家。在本土市场，2016 年，公司品牌推广深入二、三线城市区域，配合音乐会、大师班和钢琴大赛等推广活动，使得品牌影响力和销售量稳步提升。2) 电商平台：公司在天猫及京东等电商平台均设有“海伦乐器旗舰店”，通过“6.18”、“双十一”等线上活动可达到营销造势的效果。综合来看，受惠于新品发布、人民币贬值利好出口及双十一销售带动等，2016 年公司产品销量继续保持增长。
- **艺术教育业务发展顺利，向综合文化企业转型可期。**2016 年，公司深化艺术教育产业链拓展，建立了艺术启蒙、音乐教育、美术教育与舞蹈教育 4 大类型课程体系。同时，海伦艺术教育投资公司成立五大中心以支持各地艺术教育培训日常运营工作。2016 年 4 月至 2017 年 4 月，公司接连增资的方式，持股国内 7 家艺术教育企业，艺术教育外延式发展模式稳步推进。另一方面，2016 年，由公司统一提供智能钢琴、培训教材和教师培训的“6+1 智能钢琴教室”已进入全国推广阶段。该产品能够实现多人同时线上签到教学授课，目前课程主要集中在幼儿初学者，后续公司计划增设中老年学习课程。未来，在艺术教育领域，公司还将引入维也纳 EMP 音乐启蒙项目，推广科学的音乐教育，拓展国内音乐启蒙市场。我们看好，在二三线城市文化消费快速崛起，以及全面二孩政策之下，中国艺术教育市场的未来发展。作为国内少有极具艺术教育基因的企业，公司借助内生和外延的方式积极推进艺术教育业务，未来转型综合文化企业值得期待。

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”模式落实深化以及灵活的民营机制在艺术教育市场上的整合发展潜力。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为预测至 0.16/0.20/0.27 元/股（三年 CAGR26.4%），对应 PE 分为 87/67/51 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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	353	369	389	411	487	603
增长率		4.5%	5.5%	5.5%	18.5%	23.9%
主营业务成本	-259	-264	-287	-298	-355	-438
%销售收入	73.3%	71.7%	73.7%	72.7%	73.0%	72.7%
毛利	94	105	102	112	131	164
%销售收入	26.7%	28.3%	26.3%	27.3%	27.0%	27.3%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-3	-3	-4
%销售收入	0.6%	0.7%	1.2%	0.7%	0.7%	0.6%
营业费用	-19	-21	-29	-25	-28	-33
%销售收入	5.4%	5.6%	7.4%	6.0%	5.7%	5.4%
管理费用	-45	-51	-50	-53	-59	-70
%销售收入	12.7%	13.9%	12.9%	12.8%	12.2%	11.6%
息税前利润 (EBIT)	29	30	19	32	41	58
%销售收入	8.2%	8.1%	4.8%	7.8%	8.5%	9.6%
财务费用	-1	1	4	5	10	12
%销售收入	0.4%	-0.3%	-1.1%	-1.3%	-2.1%	-2.0%
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	9	2	2	2
%税前利润	0.0%	1.1%	23.5%	4.1%	3.1%	2.4%
营业利润	27	30	31	39	53	72
营业利润率	7.6%	8.2%	7.9%	9.6%	10.9%	12.0%
营业外收支	3	6	7	6	6	6
税前利润	30	36	37	45	59	78
利润率	8.4%	9.9%	9.6%	11.0%	12.2%	13.0%
所得税	-4	-5	-4	-5	-8	-11
所得税率	12.7%	14.2%	11.5%	12.0%	13.0%	14.0%
净利润	26	31	33	40	52	67
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	26	31	33	40	52	67
净利率	7.3%	8.4%	8.6%	9.7%	10.6%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	26	31	33	40	52	67
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	19	21	17	19	22
非经营收益	3	1	-12	-9	-8	-8
营运资金变动	-41	-5	1	222	-35	-52
经营活动现金净流	5	46	42	270	28	29
资本开支	-25	-27	-17	-8	-17	-19
投资	0	-17	-8	-1	0	0
其他	0	0	-251	2	2	2
投资活动现金净流	-25	-44	-276	-7	-15	-17
股权募资	0	207	0	0	181	0
债权募资	-13	-31	0	-9	0	1
其他	-9	-6	14	0	-7	-9
筹资活动现金净流	-22	170	14	-9	174	-8
现金净流量	-42	172	-221	253	187	3

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	164	335	149	402	589	592
应收款项	94	106	105	106	126	156
存货	163	178	174	174	207	256
其他流动资产	16	19	242	20	23	28
流动资产	437	637	670	702	946	1,032
%总资产	65.3%	71.6%	72.1%	73.5%	78.6%	79.8%
长期投资	0	13	20	21	20	20
固定资产	205	200	199	197	193	188
%总资产	30.7%	22.5%	21.5%	20.7%	16.1%	14.5%
无形资产	25	37	36	33	42	51
非流动资产	232	252	259	254	258	261
%总资产	34.7%	28.4%	27.9%	26.5%	21.4%	20.2%
资产总计	668	890	929	956	1,203	1,293
短期借款	37	6	9	0	0	0
应付款项	74	91	98	98	117	145
其他流动负债	10	14	14	21	26	32
流动负债	121	112	121	119	143	177
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	4	0	0	0
负债	121	112	125	119	143	178
普通股股东权益	540	773	800	833	1,056	1,112
少数股东权益	7	4	4	4	4	4
负债股东权益合计	668	890	929	956	1,203	1,293

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.19	0.12	0.13	0.16	0.20	0.27
每股净资产	4.03	3.08	3.18	1.84	2.28	2.40
每股经营现金净流	0.04	0.18	0.17	0.60	0.06	0.06
每股股利	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02	0.03
回报率						
净资产收益率	4.76%	4.01%	4.16%	4.78%	4.88%	6.05%
总资产收益率	3.84%	3.48%	3.58%	4.17%	4.28%	5.20%
投入资本收益率	4.30%	3.26%	2.02%	3.38%	3.38%	4.48%
增长率						
主营业务收入增长率	4.27%	4.53%	5.45%	5.52%	18.49%	23.86%
EBIT 增长率	-5.17%	3.44%	-37.29%	72.33%	28.14%	41.00%
净利润增长率	-20.40%	20.66%	7.39%	19.73%	29.24%	30.48%
总资产增长率	-0.59%	33.08%	4.44%	2.93%	25.82%	7.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86	88	85	86	86	86
存货周转天数	216	235	224	213	213	213
应付账款周转天数	70	63	60	66	66	66
固定资产周转天数	203	194	172	168	146	120
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.26%	-42.31%	-17.40%	-48.04%	-55.54%	-53.00%
EBIT 利息保障倍数	23.1	-28.7	-4.2	-5.9	-4.1	-4.8
资产负债率	18.14%	12.60%	13.42%	12.47%	11.85%	13.74%

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	1
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50

来源：朝阳永续

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。

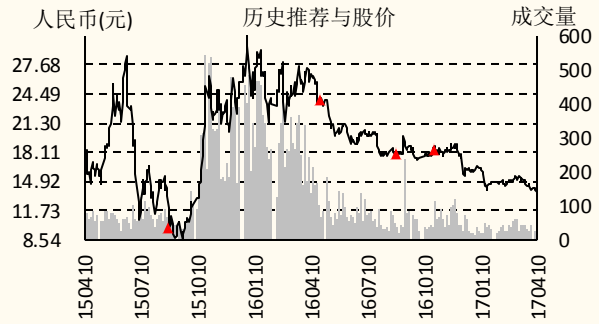
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
3	2016-08-26	增持	17.82	N/A
4	2016-10-27	增持	18.86	N/A

来源：国金证券研究所



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