

海伦钢琴 (300329.SZ)

钢琴主业稳定发展, 智能钢琴+艺术教育比翼齐飞

● 钢琴销量稳中有增, 公司业绩增长良好

公司全年实现营业收入 3.89 亿元, 同比增长 5.5%; 归属上市公司股东净利润 3328 万元, 同比增长 7.4%; 归属上市公司股东扣除非经常性损益净利润为 2167 万元, 同比减少 15.1%。其中, 公司第四季度实现营收 1.09 亿元, 同比增长 7.3%; 实现归母净利润 702 万元, 同比增长 9.7%。公司业绩增长良好主要来源于钢琴销量的平稳增长, 2016 年销售钢琴 30768 台, 同比增长 7.4%。其中立式钢琴销售 29278 台, 同比增加 9.9%; 三角钢琴销售 1490 台, 同比减少 6.6%。

● 钢琴产品结构持续优化, 智能钢琴+艺术教育比翼齐飞

公司的传统钢琴及乐器配件主业稳步发展, 2016 年新增加了电声钢琴、吉他、小提琴等产品的销售, 开发了高端维也纳系列钢琴, 目前包括 9 款立式琴、1 款三角琴, 使公司产品结构更加多元化。2016 年公司智能钢琴及艺术教育培训项目稳步进行, 加速了公司向综合文化企业转型的步伐。公司文化艺术产业发展战略明确, 已于 2014 年成立了“海伦艺术教育投资有限公司”和“北京海伦信息网络有限公司”, 拓展智能钢琴和线上线下艺术教育培训市场, 增强持续盈利能力。公司 2015 年非公开发行股票募投项目“智能钢琴及互联网配套系统研发与产业化”稳步推进, 包括智能钢琴生产线、智能操控系统生产线及互联网互动教育平台等。

● 盈利预测与投资建议

预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 3684/4140/4724 万元, 分别对应 94/83/73 倍 PE。我们看好公司在智能钢琴和艺术教育领域的良好进展, 给予“买入”评级。

● 风险提示

钢琴市场景气度受居民消费能力影响; 智能钢琴和钢琴教育业务进展存在不确定性。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	369.06	389.18	413.47	443.33	483.40
增长率(%)	4.53%	5.45%	6.24%	7.22%	9.04%
EBITDA(百万元)	47.99	38.27	42.38	51.16	56.87
净利润(百万元)	30.99	33.28	36.84	41.40	47.24
增长率(%)	20.66%	7.39%	10.68%	12.37%	14.12%
EPS(元/股)	0.123	0.132	0.147	0.165	0.188
市盈率(P/E)	222.80	121.55	93.72	83.41	73.09
市净率(P/B)	8.93	5.06	4.12	3.93	3.73
EV/EBITDA	137.04	102.07	77.57	63.39	55.49

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

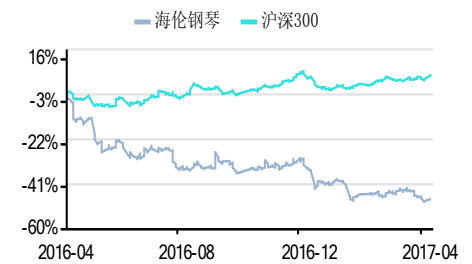
当前价格

13.74 元

报告日期

2017-04-11

相对市场表现



分析师: 赵中平 S0260516070005

0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

分析师: 申 烨 S0260514080002

020-87578446

shenye@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 任尚伟 020-87574791

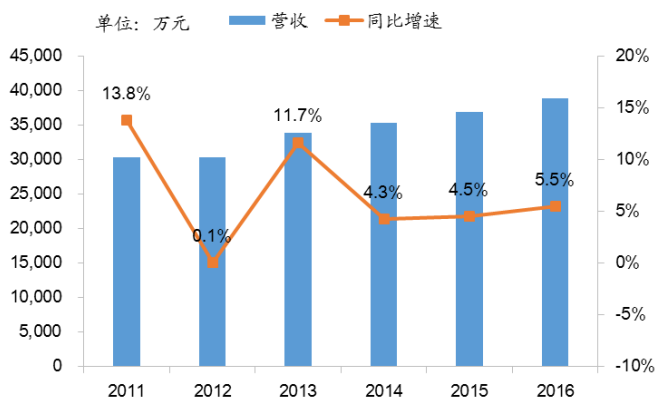
rensw@gf.com.cn

一、钢琴销量稳中有增，公司业绩增长良好

公司全年实现营业收入3.89亿元，同比增长5.5%；归属上市公司股东净利润3328万元，同比增长7.4%；归属上市公司股东扣除非经常性损益净利润为2167万元，同比减少15.1%。其中，公司第四季度实现营收1.09亿元，同比增长7.3%；实现归母净利润702万元，同比增长9.7%。

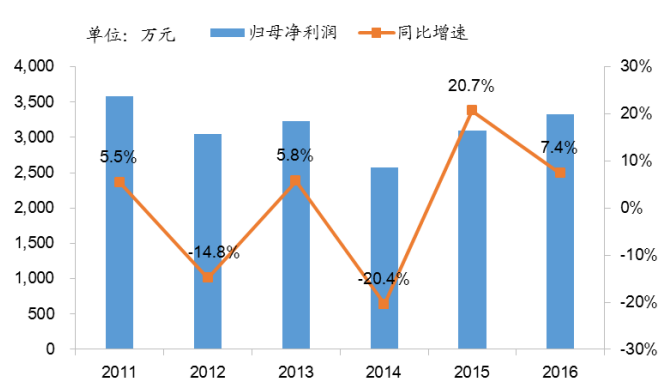
公司业绩增长良好主要来源于钢琴销量的平稳增长，2016年销售钢琴30768台，同比增长7.4%。其中立式钢琴销售29278台，同比增加9.9%；三角钢琴销售1490台，同比减少6.6%。2016年公司内销收入3.31亿元，同比增长10.0%；出口收入0.5亿元，同比减少5.4%。

图1：海伦钢琴近年收入及增速



资料来源：公司年报、广发证券发展研究中心

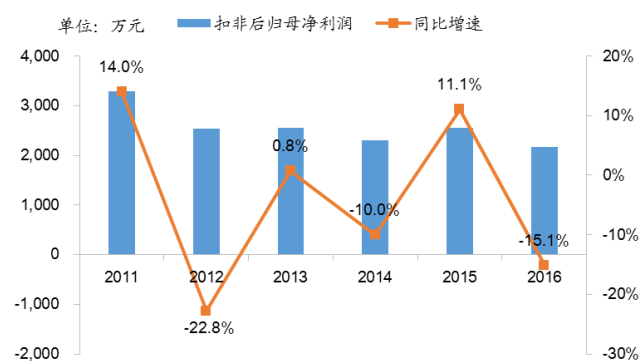
图2：海伦钢琴近年归属上市公司股东净利润及增速



资料来源：公司年报、广发证券发展研究中心

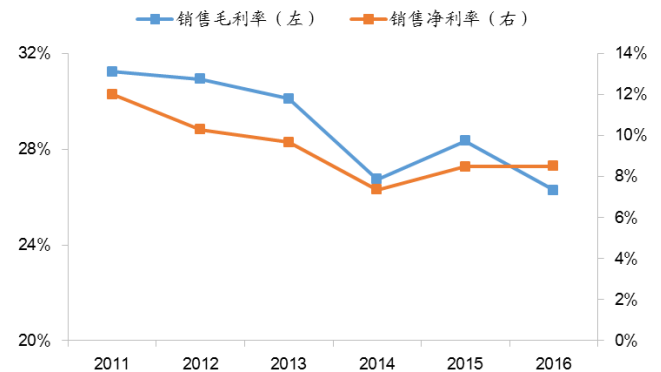
受折旧、人工工资等成本增加影响，产品毛利率呈下降趋势，从2011年的31.2%下降至2016年的26.3%。

图3：扣非后归属上市公司股东净利润及增速



资料来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图4：海伦钢琴近年销售毛利率和净利率

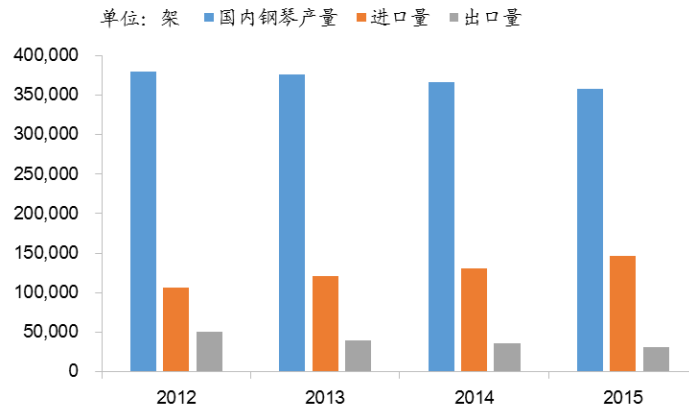


资料来源：公司年报、广发证券发展研究中心

受到国际钢琴市场疲软影响，钢琴出口量近年来有所下滑；与此同时，进口钢琴尤其是二手钢琴对国内钢琴市场冲击越来越大，对国内钢琴制造企业造成一定影

响。

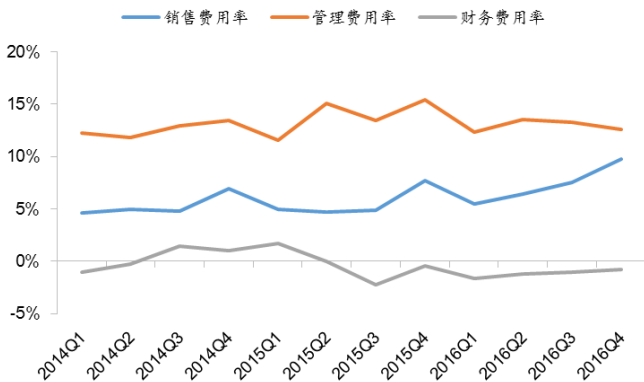
图5：国内钢琴产量及进出口量



资料来源：中国乐器协会、广发证券发展研究中心

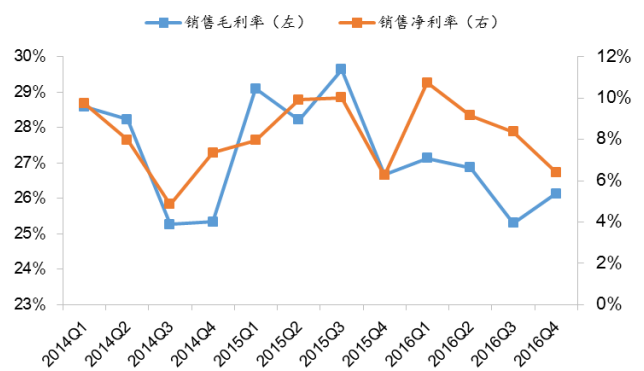
2016年公司继续拓宽营业渠道，加强线下门店与线上电商平台同步运作，销售费用率有所提升，销售费用同比增加明显。受益于利息收入和汇兑收益的增加，2016年财务费用同比下降明显。

图6：公司三项费用率季度变化趋势



资料来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图7：公司销售毛利率和净利率季度变化趋势



资料来源：公司年报、广发证券发展研究中心

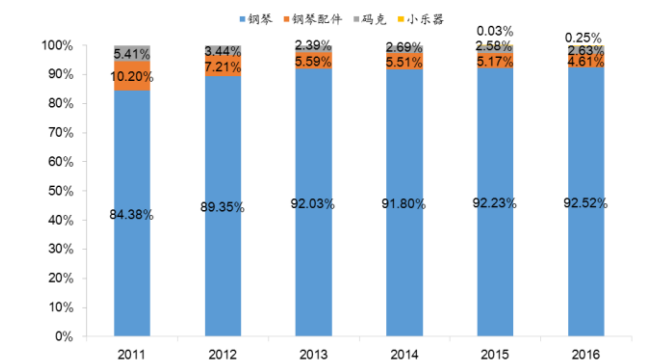
公司2017年第一季度业绩预告表示，随着公司品牌影响力提升及销售市场的进一步拓展，公司产品销售逐年提高，2017年第一季度营业收入较上年同期稳步增长。随着公司投资艺术教育行业，2017年第一季度投资收益较2016年同期增加。预计2017年第一季度归属于上市公司股东的净利润为942万元-1121万元，相比去年同期增长5%-25%。

二、钢琴产品结构持续优化，智能钢琴+艺术教育比翼齐飞

公司的传统钢琴及乐器配件主业稳步发展，2016年新增加了电声钢琴、吉他、小提琴等产品的销售，同时公司启用了电商平台，不仅方便了消费者购买公司产品，而且拓宽了营销渠道，使公司销售额稳步提升。公司开发了高端维也纳系列钢琴，目前包括9款立式琴、1款三角琴，使公司产品结构更加多元化。公司还与华特迪士尼（中国）有限公司签署许可协议，迪士尼许可公司在特定期间内在特定乐器及相关配件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。

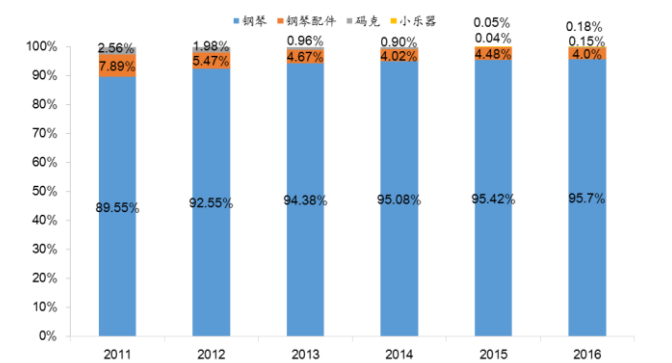
2016年公司智能钢琴及艺术教育培训项目稳步进行，加速了公司向综合文化企业转型的步伐。公司紧随潮流趋势研发出智能钢琴，产品结构和功能得到了改造和拓展，推动了公司产品的结构化升级。钢琴与艺术教育有着紧密的联系，发展艺术教育能促进公司主营业务的发展。目前公司与8家艺术教育的合作方一直处于良好的发展状态，此外“6+1海伦智能钢琴教室”已进入推广阶段，教室统一使用公司的智能电钢、培训教材及教学方法。

图8：公司各项业务收入占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图9：公司各项业务毛利占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司文化艺术产业发展战略明确，已于2014年成立了“海伦艺术教育投资有限公司”和“北京海伦信息网络有限公司”，拓展智能钢琴和线上线下艺术教育培训市场，增强持续盈利能力。公司2015年非公开发行股票募投项目“智能钢琴及互联网配套系统研发与产业化”稳步推进，包括智能钢琴生产线、智能操控系统生产线及互联网互动教育平台等。

表1：海伦钢琴智能钢琴募投项目

募投项目	具体内容
智能钢琴生产线	智能钢琴生产线的产能 27000 台/年，具体包括年产 500 台智能三角钢琴、年产 6000 台智能立式钢琴、年产 500 台智能三角电钢琴、年产 20000 台智能立式电钢琴
智能操控系统生产线	产能为 300000 片/年，其与智能钢琴产能相匹配
互联网互动教育平台	由中心平台、地区平台、地区级终端教室、基础级终端教室等组成

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

预计2017-2019年归属上市公司股东净利润为3684/4140/4724万元，分别对应94/83/73倍PE。我们看好公司在智能钢琴和艺术教育领域的良好进展，给予“买入”评级。

四、风险提示

钢琴市场景气度受居民消费能力影响；智能钢琴和钢琴教育业务进展存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	637	670	682	727	825
货币资金	335	149	165	210	298
应收及预付	123	125	138	148	161
存货	178	174	189	200	217
其他流动资产	1	222	190	170	150
非流动资产	252	259	272	276	236
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	196	183	204	207	168
在建工程	4	16	16	16	16
无形资产	37	36	32	33	31
其他长期资产	9	17	14	14	14
资产总计	890	929	954	1003	1061
流动负债	112	121	113	120	130
短期借款	6	9	0	0	0
应付及预收	106	112	113	120	130
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	4	0	0	0
负债合计	112	125	113	120	130
股本	251	251	251	251	251
资本公积	350	350	350	350	350
留存收益	172	199	236	277	325
归属母公司股东权	773	800	837	878	926
少数股东权益	4	4	5	5	5
负债和股东权益	890	929	954	1003	1061

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	46	42	48	53	52
净利润	31	33	37	42	48
折旧摊销	18	20	17	21	21
营运资金变动	-5	1	5	5	-1
其它	2	-11	-12	-15	-15
投资活动现金流	-44	-276	-19	-9	36
资本支出	-27	-17	-27	-18	25
投资变动	-17	-4	9	10	11
其他	0	-255	0	0	0
筹资活动现金流	170	14	-13	0	0
银行借款	49	0	-9	0	0
债券融资	-80	0	-4	0	0
股权融资	207	0	0	0	0
其他	-6	14	0	0	0
现金净增加额	172	-221	16	45	88
期初现金余额	164	335	149	165	210
期末现金余额	336	114	165	210	298

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	4.5	5.5	6.2	7.2	9.0
营业利润增长	12.5	1.4	18.6	13.8	17.1
归属母公司净利润增长	20.7	7.4	10.7	12.4	14.1
获利能力(%)					
毛利率	28.3	26.3	26.9	27.8	28.3
净利率	8.5	8.5	9.0	9.4	9.8
ROE	4.0	4.2	4.4	4.7	5.1
ROIC	5.9	2.6	3.4	4.1	5.2
偿债能力					
资产负债率(%)	12.6	13.4	11.8	12.0	12.2
净负债比率	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
流动比率	5.71	5.53	6.05	6.06	6.36
速动比率	3.96	3.93	4.19	4.21	4.50
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.43	0.44	0.45	0.47
应收账款周转率	4.14	4.08	4.08	4.08	4.08
存货周转率	1.55	1.60	1.60	1.60	1.60
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.13	0.15	0.16	0.19
每股经营现金流	0.18	0.17	0.19	0.21	0.21
每股净资产	3.08	3.18	3.33	3.50	3.68
估值比率					
P/E	222.8	121.5	93.7	83.4	73.1
P/B	8.9	5.1	4.1	3.9	3.7
EV/EBITDA	137.0	102.1	77.6	63.4	55.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	369	389	413	443	483
营业成本	264	287	302	320	347
营业税金及附加	3	4	3	3	4
销售费用	21	29	27	31	33
管理费用	51	50	56	58	64
财务费用	-1	-4	-2	-3	-3
资产减值损失	1	1	0	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	9	9	10	11
营业利润	30	31	37	42	49
营业外收入	7	7	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	36	37	43	48	54
所得税	5	4	5	6	7
净利润	31	33	37	42	48
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	31	33	37	41	47
EBITDA	48	38	42	51	57
EPS(元)	0.12	0.13	0.15	0.16	0.19

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。