

传统钢琴主业稳健增长，后续关注艺术培训布局

暂不评级

投资要点

事件： 季报显示公司前三季度营业收入 2.67 亿元，同比上升 3.85%；公司实现归属母公司净利润 2459.3 万元，同比增长 32.33%，扣非后同比增长 21.42%。3Q 公司营业收入环比上升 2.5%，净利润环比上升 2.9%。

点评：

■ **主营业务增长稳健，业绩符合预期：** 钢琴生产扩建项目投产后，缺货现象得以缓解。此外，公司进一步加强企业形象宣传，提升品牌影响力，2015 年前三季度公司钢琴销量同比增长 4.1%，3Q 毛利率上升 1.4pct。受公司高新技术企业资质认定获批后税率下调，以及汇兑损益上升、政府补助增加等影响，导致 2015 年前三季度业绩增长较快。扣除这些因素后，公司业绩增速在 10% 左右。

■ **中长期消费升级将带动传统钢琴业务稳健增长。** 日欧美百户居民钢琴的保有量为 20 架以上，而我国百户居民钢琴保有量仅为 2.6。居民文化消费逐步提高，国内钢琴行业仍然存在很大的发展空间。公司品牌力持续提升，在 MMR 国际乐器评选中，海伦 HG178 三角钢琴连续三年荣膺年度声学钢琴大奖。目前公司国内销售渠道仅覆盖一二线城市，未来将加大对三四线城市以及电商渠道建设，公司传统钢琴业务市场份额有望提升。

■ **智能钢琴初出茅庐，未来投产可期。** 2014 年底，公司开始布局研发智能钢琴。2015 年 10 月 14 日，公司研发的智能钢琴（一代）产品在“2015 中国（上海）国际乐器展览会”上进行了展示。目前公司已经完成产品化生产的工艺方案设计和生产线规划，下一步将着力在专用产地铺设生产车间及流水线。消费者对钢琴互联网化、数码化的要求逐步增加，智能钢琴的市场前景十分广阔，智能钢琴投产后有望快速增长。

■ **艺术培训业务稳步推进，打造线上线下一体化。** 2014 年 8 月公司成立了全资子公司“海伦艺术教育投资有限公司”，主要从事线下艺术培训教育的投资与运营。新生儿人口进入 80 后高峰的“回声潮”，且中国家庭对于教育投入持续增加，同时 2014 年教育部印发的《关于推进学校艺术教育发展的若干意见》使得艺术教育由专业教育向通识教育转变，中国艺术培训市场空间预计有 2000 亿。但是艺术培训行业目前呈现行业分散、规范化程度低等特点。公司专注于钢琴的研发、生产和销售十余年，在国内建立了 370 家经销商网络，并与部分专业音乐学院和艺术家保持良好的关系。公司通过参股和加盟方式，已经参股 17 家培训机构，签约“海伦钢琴教室”加盟 86 商家。随着智能钢琴的推出，艺术培训业务线上线下软硬件将协同发展，进一步提升公司艺术培训市场竞争力。

■ **盈利预测：** 公司传统钢琴业务稳健增长，智能钢琴着力推进产品生产，艺术培训业务稳步推进。预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.16、0.23、0.36 元，对应 16 年 PE110X。考虑到艺术培训项目推进的不确定性，暂不予评级。

■ **风险提示：** 智能钢琴投产滞后；艺术培训项目扩张不大预期；

2015 年 10 月 24 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

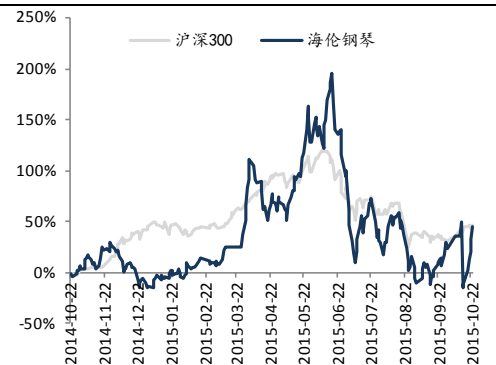
mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

18502518602

yanq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	25.4
一年最低价/最高价	14.84/51.7
市净率	11.12
流通市值（亿）	31.41

基础数据

每股净资产	4.18
资产负债率	15.65
总股本（百万股）	241.16
流通股 A 股（百万股）	123.65

图表 1: 公司分季度经营状况分析 (百万元)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
营业收入	76.52	88.19	92.48	95.89	85.90	89.50	91.70
同比增长率	2.4%	4.2%	3.1%	7.1%	12.3%	1.5%	-0.8%
环比增长率	-14.5%	15.3%	4.9%	3.7%	-10.4%	4.2%	2.5%
营业成本	54.64	63.29	69.12	71.60	60.91	64.25	64.52
毛利率	28.6%	28.2%	25.3%	25.3%	29.1%	28.2%	29.6%
销售费用	3.56	4.37	4.41	6.63	4.28	4.20	4.44
%营业收入	4.7%	5.0%	4.8%	6.9%	5.0%	4.7%	4.8%
管理费用	9.40	10.43	11.98	12.88	9.89	13.49	12.36
%营业收入	12.3%	11.8%	13.0%	13.4%	11.5%	15.1%	13.5%
财务费用	-0.78	-0.27	1.35	0.95	1.49	-0.05	-2.05
%营业收入	-1.0%	-0.3%	1.5%	1.0%	1.7%	-0.1%	-2.2%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	8.50	9.32	5.34	3.84	8.00	6.70	10.67
同比增长率	-6.05%	-5.95%	-30.69%	5.62%	-5.82%	-28.07%	99.62%
环比增长率	133.7%	9.7%	-42.6%	-28.1%	108.4%	-16.2%	59.2%
利润总额	8.99	9.28	6.02	5.51	8.15	10.24	10.83
同比增长率	-15.56%	-13.55%	-29.71%	-30.92%	-9.35%	10.28%	79.93%
环比增长率	12.7%	3.3%	-35.2%	-8.5%	47.9%	25.6%	5.8%
所得税费用	1.53	2.25	1.54	-1.54	1.32	1.35	1.65
实际税率	17.0%	24.2%	25.6%	-27.9%	16.2%	13.2%	15.2%
净利润	7.37	6.74	4.48	7.10	6.84	8.75	9.01
同比增长率	-16.25%	-23.15%	-37.11%	-6.33%	-7.22%	29.81%	101.23%
环比增长率	-2.8%	-8.5%	-33.6%	58.7%	-3.7%	28.0%	2.9%
单季 EPS	0.05	0.05	0.03	0.05	0.05	0.07	0.07

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	436.5	407.1	405.8	593.0	营业收入	353.1	401.0	531.4	830.8
现金	163.8	118.5	24.9	1.6	营业成本	258.6	282.8	372.3	575.2
应收款项	93.5	98.9	131.0	204.9	营业税金及附加	2.0	2.0	2.7	4.2
存货	163.2	170.4	224.4	346.7	营业费用	19.0	25.0	31.9	49.8
其他	16.0	19.2	25.5	39.9	管理费用	45.3	53.3	64.9	100.9
非流动资产	231.9	314.0	395.5	475.1	财务费用	1.2	-1.0	0.6	5.0
长期股权投资	0.0	40.0	80.0	120.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	205.4	248.6	291.4	332.1	其他	0.0	1.2	1.2	1.2
无形资产	23.3	22.1	20.9	19.8	营业利润	27.0	40.0	60.3	96.9
其他	3.2	3.2	3.2	3.2	营业外净收支	2.8	6.0	6.0	6.0
资产总计	668.4	721.1	801.3	1068.1	利润总额	29.8	46.0	66.3	102.9
流动负债	120.9	135.5	165.4	359.5	所得税费用	3.8	6.0	8.6	13.4
短期借款	36.5	40.0	40.0	165.7	少数股东损益	0.3	1.4	2.0	3.1
应付账款	69.7	77.5	102.0	157.6	归属母公司净利润	25.7	38.7	55.6	86.4
其他	14.6	18.0	23.4	36.2	EBIT	28.8	39.0	60.8	101.9
非流动负债	0.4	10.4	20.4	30.4	EBITDA	45.0	55.1	80.5	125.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
其他	0.4	10.4	20.4	30.4	每股收益(元)	0.19	0.16	0.23	0.36
负债总计	121.3	145.9	185.8	389.9	每股净资产(元)	4.03	2.35	2.51	2.76
少数股东权益	7.1	8.1	9.5	11.7	发行在外股份(百万股)	134.0	241.2	241.2	241.2
归属母公司股东权益	540.0	567.1	606.0	666.5	ROIC(%)	4.3%	6.2%	10.3%	13.9%
负债和股东权益总计	668.4	721.1	801.3	1068.1	ROE(%)	4.8%	6.8%	9.2%	13.0%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	26.2%	29.0%	29.4%	30.3%
经营活动现金流	5.2	62.7	24.7	-19.4	EBIT Margin(%)	8.2%	9.7%	11.4%	12.3%
投资活动现金流	-25.2	-99.9	-101.7	-103.7	销售净利率(%)	7.3%	9.6%	10.5%	10.4%
筹资活动现金流	-21.7	-8.1	-16.7	99.8	资产负债率(%)	18.1%	20.2%	23.2%	36.5%
现金净增加额	-42.2	-45.3	-93.7	-23.3	收入增长率(%)	4.3%	13.6%	32.5%	56.3%
折旧和摊销	16.2	16.0	19.7	23.7	净利润增长率(%)	-20.4%	50.5%	44.0%	55.2%
资本开支	-18.3	-59.9	-61.7	-63.7	P/E	132.48	158.46	110.07	70.94
营运资本变动	-48.8	7.1	-52.0	-131.7	P/B	6.30	6.00	5.62	5.11
企业自由现金流	-22.3	-2.8	-41.1	-83.0	EV/EBITDA	78.37	64.47	44.58	30.20

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

