

海伦钢琴 (300329.SZ)

家用轻工行业

评级：增持 维持评级

公司点评

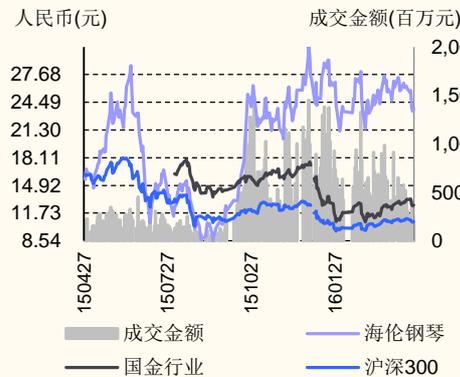
市场价格(人民币)：23.76元

盈利改善、文化教育落地

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)	123.24
总市值(百万元)	5,970.65
年内股价最高最低(元)	30.84/8.54
沪深300指数	3174.90



相关报告

1. 《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

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	0.16	0.21	0.28
每股净资产(元)	4.03	3.08	1.78	2.29	2.41
每股经营性现金流(元)	0.04	0.18	0.20	0.08	0.10
市盈率(倍)	79	223	147	112	86
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	65	65	65
净利润增长率(%)	-20.40%	20.66%	31.76%	31.35%	29.56%
净资产收益率(%)	4.76%	4.01%	5.06%	5.07%	6.23%
总股本(百万股)	133.98	251.29	251.29	251.29	251.29

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2015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3.69亿元、3,038万元和3,099万元，同比分别增长4.53%、12.50%和20.66%。实现全面摊薄EPS0.13元/股，符合我们的预期。公司2015年分配预案为每10股派送0.24元(含税)。
- 2015年1季度，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8,289万元、1,042万元和897万元，同比分别下降3.50%、增长30.18%和31.22%。实现全面摊薄EPS0.0357元/股，

经营分析

- **收入增速回升，盈利能力转好：**2015年，公司综合毛利率在产品结构优化以及人工节省等因素作用下提升1.6pct.至28.35%。销售费用因电商费用、运费及年度经销商会议等因素从5.37%略升至5.63%；管理费用因研发投入增加及管理人工工资增加也小幅提升9.61%；财务费用因汇兑收益增加而下降183.12%。总体上，净利率水平从2014年的历史低点7.37%提高到8.48%。未来，随着公司产品结构继续提升，教育类业务逐步贡献收入，我们相信公司的盈利能力仍然有进一步提升空间。
- **艺术教育体系再扩军，经营规范化、品牌化：**公司将海伦艺术教育培训课程体系定位为艺术启蒙、音乐教育、美术教育与舞蹈教育，目标是打造综合性、品牌性、专业性、全国性的艺术教育培训品牌。2014年，公司已整合10家艺术培训机构，学员总数4.5万人；2015年7月，公司公告投资5,000万元成立海伦艺术教育投资有限公司；8月，公告斥资573.7万元，以5~7倍PE增资获得7家教育机构各18%股权，标的公司将全部纳入海伦教育管理体系，包括：海伦育星管理体系、海伦整体VI视觉系统、海伦规范化管理软件、规范化教学课程及投资。截至2015年底，公司在艺术教育领域已分别投资参股24家教育机构。
- **定增加码智能钢琴，打造在线教育平台，奠定未来增长极。**公司已与北京邮电大学、北京华慧信通科技有限责任公司签署了委托开发合同，旨在研究与开发智能钢琴音源主板、钢琴MOOC网络教育及智能乐谱系统等。2016年1月，公司完成了2015年度非公开发行，募集资金2.06亿元，投向智能钢琴及互联网配套系统研发与产业化。项目完成后，公司的线上、线下艺术教育

揭力

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

育培训将实现有效互补，公司将能够提供集智能钢琴产品、互联网技术、艺术培训教育系统为一体的产品销售及综合性服务。

风险因素

- 原进口二手钢琴冲击，市场竞争加剧；宏观经济不景气影响钢琴消费能力；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。我们提高公司 2016-2017 年 EPS 预测至 0.16/0.21 元/股（原为 0.15/0.19 元/股），预计 2018 年 EPS 为 0.28（三年 CAGR31%），对应 PE 分为 147/112/86 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
主营业务收入	339	353	369	404	486	586	货币资金	209	164	335	402	616	630
增长率		4.3%	4.5%	9.4%	20.3%	20.7%	应收款项	82	94	106	96	115	139
主营业务成本	-237	-259	-264	-291	-350	-422	存货	142	163	178	158	190	229
%销售收入	69.9%	73.3%	71.7%	72.0%	72.0%	71.9%	其他流动资产	11	16	19	18	21	25
毛利	102	94	105	113	136	165	流动资产	444	437	637	673	942	1,022
%销售收入	30.1%	26.7%	28.3%	28.0%	28.0%	28.1%	%总资产	66.0%	65.3%	71.6%	72.8%	78.4%	79.3%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-3	-4	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
营业费用	-23	-19	-21	-24	-27	-31	%总资产	30.0%	30.7%	22.5%	21.8%	16.7%	15.4%
%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
管理费用	-46	-45	-51	-52	-59	-68	非流动资产	229	232	252	252	259	266
%销售收入	13.7%	12.7%	13.9%	12.8%	12.2%	11.6%	%总资产	34.0%	34.7%	28.4%	27.2%	21.6%	20.7%
息税前利润 (EBIT)	30	29	30	35	47	63	资产总计	672	668	890	926	1,201	1,289
%销售收入	9.0%	8.2%	8.1%	8.7%	9.6%	10.7%	短期借款	49	37	6	0	0	0
财务费用	1	-1	1	7	10	13	应付款项	85	74	91	95	114	137
%销售收入	-0.2%	0.4%	-0.3%	-1.8%	-2.1%	-2.2%	其他流动负债	11	10	14	20	25	31
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0	流动负债	144	121	112	115	139	168
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	1.1%	0.2%	0.1%	0.1%	负债	145	121	112	115	139	169
营业利润	30	27	30	43	57	75	普通股股东权益	520	540	773	806	1,058	1,115
营业利润率	8.9%	7.6%	8.2%	10.5%	11.8%	12.9%	少数股东权益	7	7	4	4	4	4
营业外收支	8	3	6	5	5	5	负债股东权益合计	672	668	890	926	1,201	1,289
税前利润	38	30	36	48	62	81	比率分析						
利润率	11.2%	8.4%	9.9%	11.8%	12.8%	13.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-5	-4	-5	-7	-9	-11	每股指标						
所得税率	13.6%	12.7%	14.2%	14.1%	14.0%	13.8%	每股收益	0.24	0.19	0.12	0.16	0.21	0.28
净利润	33	26	31	41	54	69	每股净资产	3.88	4.03	3.08	1.78	2.29	2.41
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.21	0.04	0.18	0.20	0.08	0.10
归属于母公司的净利润	32	26	31	41	54	69	每股股利	0.30	0.04	0.03	0.02	0.02	0.03
净利率	9.5%	7.3%	8.4%	10.1%	11.0%	11.8%	回报率						
							净资产收益率	6.20%	4.76%	4.01%	5.06%	5.07%	6.23%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.80%	3.84%	3.48%	4.41%	4.46%	5.39%
							投入资本收益率	4.55%	4.31%	3.26%	3.71%	3.78%	4.81%
净利润	33	26	31	41	54	69	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.66%	4.27%	4.53%	9.43%	20.30%	20.72%
非现金支出	15	18	19	19	21	24	EBIT 增长率	-4.13%	-5.17%	3.44%	17.62%	33.31%	34.05%
非经营收益	3	3	1	-5	-5	-5	净利润增长率	5.75%	-20.40%	20.66%	31.76%	31.35%	29.56%
营运资金变动	-22	-41	-5	34	-33	-40	总资产增长率	4.04%	-0.59%	33.08%	4.06%	29.79%	7.26%
经营活动现金净流	28	5	46	89	37	48	资产管理能力						
资本开支	-51	-25	-27	-14	-24	-25	应收账款周转天数	82	86	88	80	80	80
投资	0	0	-17	-1	0	0	存货周转天数	196	216	235	198	198	198
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	69	70	63	66	66	66
投资活动现金净流	-51	-25	-44	-15	-23	-25	固定资产周转天数	210	203	194	183	157	133
股权募资	0	0	207	0	208	0	偿债能力						
债权募资	0	-13	-31	-6	0	1	净负债/股东权益	-30.19%	-23.26%	-42.31%	-49.60%	-57.97%	-56.18%
其他	-25	-9	-6	0	-7	-10	EBIT 利息保障倍数	-36.6	23.1	-28.7	-4.7	-4.5	-4.9
筹资活动现金净流	-25	-22	170	-7	200	-9	资产负债率	21.55%	18.14%	12.60%	12.39%	11.55%	13.12%
现金净流量	-47	-42	172	67	214	14							

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

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

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