

海伦钢琴（300329）

公司研究/简评报告

钢琴主业稳步发展，积极关注艺术教育进展

—海伦钢琴（300329）2016 年年报点评

简评报告/轻工制造

2017 年 04 月 11 日

一、事件概述

公司发布 2016 年年报。报告期内，公司实现营业收入 3.89 亿元，同比增长 5.45%；归属于上市公司股东的净利润 3328.48 万元，同比增长 7.39%。实现基本每股收益 0.13 元。拟每 10 股派发现金红利 0.25 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 传统钢琴销量提高、品类扩充、线上线下协同销售促业绩稳步增长

公司 2016 年全年营收同比增长 5.45%，归母净利同比增长 7.39%，业绩稳步增长。营业收入增长主要是钢琴销售量提升所致，同时销售乐器品类增多、以及发展线上线下渠道同步销售进一步促进销售收入增加。

报告期内，材料及人工成本的上涨影响产品毛利率，综合毛利率同比下降 2.04pct 至 26.31%，外币汇率的上升、投资艺术教育行业及购买保本型理财产品的投资收益大幅增加、政府补助增长使得净利润进一步增长，净利率提升 0.04pct 至 8.52%。

➤ 网络营销投入使销售费用大幅上涨，期间费用率整体略降

报告期内，公司费用控制良好，销售费用率同比上升 1.79pct 至 7.42%，管理费用率下降 1.00pct 至 12.94%，财务费用率下降 0.86pct 至 -1.14%，期间费用率整体下降 0.07pct 至 19.22%。销售费用的增长主要是网络营销服务费大幅增加所致；管理费用的下降主要是研发费用的减少以及税金的会计处理变化所致。

➤ 线下艺术教育投资初见成效，模式复制值得期待

公司以钢琴制造为基础延伸至文化产业链，于 2014 年开始布局艺术教育培训产业，成立了海伦艺术教育投资负责线下艺术教育培训业务。艺术教育业务主要通过各地培训机构签署合作协议开展运营，参股比例约为 10%-18% 左右，课程体系定位为艺术启蒙、音乐教育、美术教育与舞蹈教育。报告期内多家参股公司为公司贡献的投资收益逾十万元，我们认为目前公司线下艺术教育投资模式已较为成熟，未来可期待通过复制模式快速扩大艺术教育业务规模。

➤ 探索发展新方向，发展智能钢琴及线上教育平台

公司积极探索企业发展新方向，努力推进智能钢琴及在线教育平台等研发工作，继续深化与北京邮电大学的战略合作，通过应用现代科技改造和拓展智能钢琴的产品结构和使用功能，开展在线教育平台研究项目，力求智能钢琴与网络结合，以更好地服务于现代音乐教育和生活。目前智能钢琴产品一代新品以及“6+1”智能钢琴教室产品已推出，未来课程受众将逐步从幼儿初学者拓展至中青年、老年学习者，推动线上教育的发展。

三、盈利预测与投资建议

我们看好公司未来公司钢琴产品向智能化升级、以及线上线下艺术教育共同发展将带来的业绩增长空间，预计公司 2017、18 年能够实现基本每股收益 0.15、0.18 元/股，对应 2017、18 年 PE 分别为 89X、75X。维持公司“强烈推荐”评级。

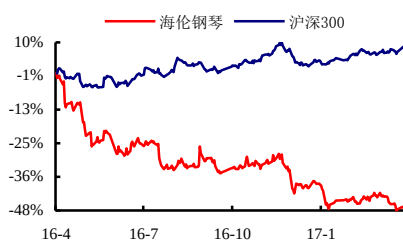
强烈推荐 维持评级

合理估值：15.0—16.5 元

交易数据 2017-4-10

收盘价（元）	13.74
近 12 个月最高/最低	26.7/13.74
总股本（百万股）	251
流通股本（百万股）	251
流通股比例（%）	99.84
总市值（亿元）	35
流通市值（亿元）	34

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

研究助理：方方

执业证号：S0100116080010

电话：010-85127656

邮箱：fangfang_yjy@mszq.com

相关研究

- 1.《海伦钢琴（300329）2016 年半年报点评：业绩稳步增长，大力发展艺术教育+智能钢琴》20160825

四、风险提示：

1、市场拓展不及预期；2、艺术教育领域投资回报低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	389	421	454	491
增长率（%）	5.5%	8.2%	8.0%	8.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	33	39	46	55
增长率（%）	7.4%	16.7%	17.8%	19.8%
每股收益（元）	0.13	0.15	0.18	0.22
PE（现价）	103.7	88.9	75.4	63.0
PB	4.3	4.1	3.9	3.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	389	421	454	491
营业成本	287	310	333	359
营业税金及附加	4	3	4	5
销售费用	29	26	29	33
管理费用	50	55	61	65
EBIT	19	26	27	30
财务费用	(4)	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	9	14	20	27
营业利润	31	40	47	57
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	37	45	53	63
所得税	4	6	7	8
净利润	33	39	46	55
归属于母公司净利润	33	39	46	55
EBITDA	38	43	44	46

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	149	188	226	282
应收账款及票据	101	110	121	129
预付款项	20	19	22	24
存货	174	191	208	222
其他流动资产	222	222	222	222
流动资产合计	670	733	803	882
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	183	179	173	166
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	259	238	222	204
资产合计	929	971	1025	1086
短期借款	9	9	9	9
应付账款及票据	90	93	104	109
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	121	130	138	144
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债合计	125	134	141	148
股本	251	251	251	251
少数股东权益	4	4	5	5
股东权益合计	804	837	883	938
负债和股东权益合计	929	971	1025	1086

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	5.5%	8.2%	8.0%	8.0%
EBIT 增长率	-37.3%	40.9%	4.1%	11.0%
净利润增长率	7.4%	16.7%	17.8%	19.8%
盈利能力				
毛利率	26.3%	26.4%	26.7%	27.0%
净利率	8.6%	9.2%	10.1%	11.2%
总资产收益率 ROA	3.6%	4.0%	4.5%	5.0%
净资产收益率 ROE	4.2%	4.7%	5.2%	5.9%
偿债能力				
流动比率	5.5	5.6	5.8	6.1
速动比率	4.1	4.2	4.3	4.6
现金比率	1.2	1.4	1.6	2.0
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	84.7	86.1	86.3	85.7
存货周转天数	224.2	225.1	228.2	225.8
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.2	0.2	0.2
每股净资产	3.2	3.3	3.5	3.7
每股经营现金流	0.2	0.1	0.1	0.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	103.7	88.9	75.4	63.0
PB	4.3	4.1	3.9	3.7
EV/EBITDA	86.6	76.7	73.9	68.6
股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	33	39	46	55
折旧和摊销	21	16	16	16
营运资金变动	1	(21)	(17)	(17)
经营活动现金流	42	16	20	21
资本开支	17	(9)	(6)	(8)
投资	(8)	0	0	0
投资活动现金流	(276)	23	26	35
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	13	(0)	(6)	(0)
现金净流量	(221)	39	39	55

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

方方，外交学院世界经济硕士，2016年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。