

# 海伦钢琴 (300329.SZ) 家用轻工行业

评级：增持 维持评级

公司点评

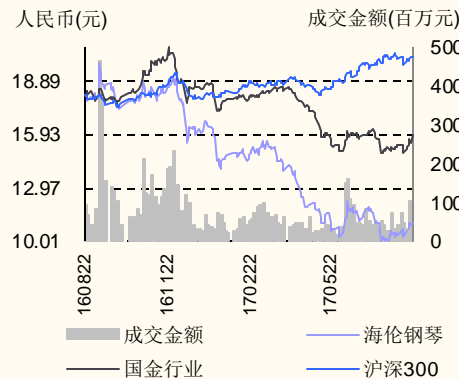
市场价格 (人民币): 11.01 元

## 乐器业务不断优化, 艺术教育稳健推行

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)	2,766.70
年内股价最高最低(元)	19.83/10.01
沪深 300 指数	3740.99



### 相关报告

- 《海伦钢琴 2016 年年报点评-产能到位, 一体化服务体系成型, 业...》, 2017.4.11
- 《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
- 《海伦钢琴 2016 年半年报点评-品牌提升, 艺术教育推进》, 2016.8.26

揭力 分析师 SAC 执业编号: S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

袁艺博 联系人  
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳 联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

### 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	0.26
每股净资产(元)	3.08	3.18	3.31	4.04	4.25
每股经营性现金流(元)	0.18	0.17	1.07	0.11	0.11
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	261.42	261.42

来源: Wind、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 2017 年上半年, 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 2.08 亿元、1,986.45 万元和 2,022.50 万元, 同比分别增长 15.95%、2.17%和 13.34%。实现全面摊薄 EPS0.08 元/股, 基本符合我们的预期。经营活动净现金流为-954.24 万元, 低于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 10.92%/20.27%, 归母净利润同比增速分别为 11.62%/15.07%。

### 经营分析

- 收入稳增长, 盈利保持稳定。上半年, 公司营收继续保持稳定增长 (+15.95%), 毛利率略降至 26.74% (-0.25pct.)。期间费用率下降 0.14pct.。其中, 销售费用率和财务费用率分别增加 0.35pct.和 0.48pct., 销售费用率的增加主要系运费、宣传推广费和电商费增加所致, 财务费用率的增加主要系由于利息收入减少和汇兑收益减少所致; 管理费用率减少 0.96pct.。归母净利润率为 9.76% (-0.13pct.), 盈利能力基本保持稳定。
- 乐器业务不断优化, 收入实现较快增长。上半年, 公司积极参与国内外乐器展, 国际公益赛事、公益栏目和音乐之旅等活动, 有效提升了品牌知名度, 扩大了品牌影响力。在传统钢琴制造与销售的基础上, 公司增加了电声钢琴、吉他、小提琴等产品的销售, 整体产品结构不断优化。同时, 公司顺应互联网销售潮流, 积极推进线上电商平台同步运作, 拓展销售渠道。伴随公司对乐器业务的三重优化, 上半年相关销售收入实现 16.60%的增长。
- 艺术教育推进有条不紊, 配套项目建设顺利, 未来业务将持续升级。艺术教育是公司近年来持续推进发展的重要业务, 目前智能钢琴项目已推出“6+1”智能钢琴教室产品, 并已进入推广期, 已完成对黑龙江、山西、陕西和江苏等省份的覆盖。公司智能钢琴项目, 结合统一自编教材, 能够实现多人线上签到教学授课, 现阶段课程主要针对幼儿初学者, 后续还会增设中青年、老年学习者课程。另一方面, 公司通过非公开发行的方式, 募集资金对智慧钢琴以及互联网配套系统进行建设, 不仅将提升智能钢琴的制造能力, 同时也将大幅改善相关业务配套服务能力。我们认为, 公司艺术教育业务将随着新课程覆盖年阶段范围的扩大, 以及渠道的加速布局, 实现业务的快速放量, 配合智能钢琴产能释放以及配套服务能力的增长, 将成为新的收入增长点。

### 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。我们维持公司 2017-2019 年 EPS 预测为 0.16/0.20/0.26 元（三年 CAGR26.4%），对应 PE 分为 87/67/51 倍，维持公司“增持”评级。

### 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。

**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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>353</b>	<b>369</b>	<b>389</b>	<b>411</b>	<b>487</b>	<b>603</b>	货币资金	164	335	149	402	589	592
增长率	4.5%	5.5%	5.5%	18.5%	23.9%		应收款项	94	106	105	106	126	156
<b>主营业务成本</b>	<b>-259</b>	<b>-264</b>	<b>-287</b>	<b>-298</b>	<b>-355</b>	<b>-438</b>	存货	163	178	174	174	207	256
%销售收入	73.3%	71.7%	73.7%	72.7%	73.0%	72.7%	其他流动资产	16	19	242	20	23	28
毛利	94	105	102	112	131	164	流动资产	437	637	670	702	946	1,032
%销售收入	26.7%	28.3%	26.3%	27.3%	27.0%	27.3%	%总资产	65.3%	71.6%	72.1%	73.5%	78.6%	79.8%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-3	-3	-4	长期投资	0	13	20	21	20	20
%销售收入	0.6%	0.7%	1.2%	0.7%	0.7%	0.6%	固定资产	205	200	199	197	193	188
营业费用	-19	-21	-29	-25	-28	-33	%总资产	30.7%	22.5%	21.5%	20.7%	16.1%	14.5%
%销售收入	5.4%	5.6%	7.4%	6.0%	5.7%	5.4%	无形资产	25	37	36	33	42	51
管理费用	-45	-51	-50	-53	-59	-70	非流动资产	232	252	259	254	258	261
%销售收入	12.7%	13.9%	12.9%	12.8%	12.2%	11.6%	%总资产	34.7%	28.4%	27.9%	26.5%	21.4%	20.2%
息税前利润 (EBIT)	29	30	19	32	41	58	<b>资产总计</b>	<b>668</b>	<b>890</b>	<b>929</b>	<b>956</b>	<b>1,203</b>	<b>1,293</b>
%销售收入	8.2%	8.1%	4.8%	7.8%	8.5%	9.6%	短期借款	37	6	9	0	0	0
财务费用	-1	1	4	5	10	12	应付款项	74	91	98	98	117	145
%销售收入	0.4%	-0.3%	-1.1%	-1.3%	-2.1%	-2.0%	其他流动负债	10	14	14	21	26	32
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0	流动负债	121	112	121	119	143	177
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	9	2	2	2	其他长期负债	0	0	4	0	0	0
%税前利润	0.0%	1.1%	23.5%	4.1%	3.1%	2.4%	<b>负债</b>	<b>121</b>	<b>112</b>	<b>125</b>	<b>119</b>	<b>143</b>	<b>178</b>
营业利润	27	30	31	39	53	72	<b>普通股股东权益</b>	<b>540</b>	<b>773</b>	<b>800</b>	<b>833</b>	<b>1,056</b>	<b>1,112</b>
营业利润率	7.6%	8.2%	7.9%	9.6%	10.9%	12.0%	少数股东权益	7	4	4	4	4	4
营业外收支	3	6	7	6	6	6	<b>负债股东权益合计</b>	<b>668</b>	<b>890</b>	<b>929</b>	<b>956</b>	<b>1,203</b>	<b>1,293</b>
税前利润	30	36	37	45	59	78	<b>比率分析</b>						
利润率	8.4%	9.9%	9.6%	11.0%	12.2%	13.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-4	-5	-4	-5	-8	-11	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.7%	14.2%	11.5%	12.0%	13.0%	14.0%	每股收益	0.19	0.12	0.13	0.16	0.20	0.26
净利润	26	31	33	40	52	67	每股净资产	4.03	3.08	3.18	3.31	4.04	4.25
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.04	0.18	0.17	1.07	0.11	0.11
归属于母公司的净利润	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>33</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>67</b>	每股股利	0.04	0.03	0.02	0.03	0.04	0.05
净利率	7.3%	8.4%	8.6%	9.7%	10.6%	11.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	4.76%	4.01%	4.16%	4.78%	4.88%	6.05%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	3.84%	3.48%	3.58%	4.17%	4.28%	5.20%
净利润	26	31	33	40	52	67	投入资本收益率	4.30%	3.26%	2.02%	3.38%	3.38%	4.48%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	18	19	21	17	19	22	主营业务收入增长率	4.27%	4.53%	5.45%	5.52%	18.49%	23.86%
非经营收益	3	1	-12	-9	-8	-8	EBIT增长率	-5.17%	3.44%	-37.29%	72.33%	28.14%	41.00%
营运资金变动	-41	-5	1	222	-35	-52	净利润增长率	-20.40%	20.66%	7.39%	19.73%	29.24%	30.48%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>5</b>	<b>46</b>	<b>42</b>	<b>270</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	总资产增长率	-0.59%	33.08%	4.44%	2.93%	25.82%	7.50%
资本开支	-25	-27	-17	-8	-17	-19	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-17	-8	-1	0	0	应收账款周转天数	86	88	85	86	86	86
其他	0	0	-251	2	2	2	存货周转天数	216	235	224	213	213	213
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-25</b>	<b>-44</b>	<b>-276</b>	<b>-7</b>	<b>-15</b>	<b>-17</b>	应付账款周转天数	70	63	60	66	66	66
股权募资	0	207	0	0	181	0	固定资产周转天数	203	194	172	168	146	120
债权募资	-13	-31	0	-9	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-9	-6	14	0	-7	-9	净负债/股东权益	-23.26%	-42.31%	-17.40%	-48.04%	-55.54%	-53.00%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-22</b>	<b>170</b>	<b>14</b>	<b>-9</b>	<b>174</b>	<b>-8</b>	EBIT利息保障倍数	23.1	-28.7	-4.2	-5.9	-4.1	-4.8
<b>现金净流量</b>	<b>-42</b>	<b>172</b>	<b>-221</b>	<b>253</b>	<b>187</b>	<b>3</b>	资产负债率	18.14%	12.60%	13.42%	12.47%	11.85%	13.74%

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
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
5	2017-04-11	增持	13.74	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为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。

本报告仅限于中国大陆使用。

**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