

## 消费升级与娱乐研究中心

## 海伦钢琴 (300329.SZ) 增持 (维持评级)

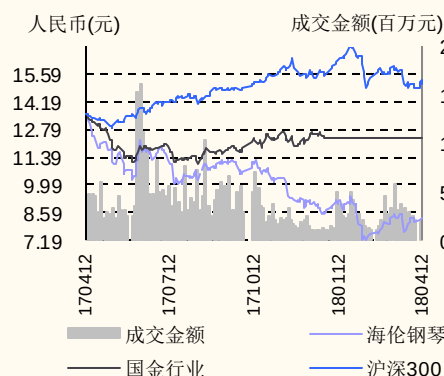
## 公司点评

市场价格 (人民币): 8.31 元

## 内销需求潜力释放, 文化转型稳步推进

## 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)       | 2,088.22   |
| 年内股价最高最低(元)    | 13.58/7.19 |
| 沪深 300 指数      | 3898.64    |



## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.13   | 0.16   | 0.20   | 0.24   | 0.28   |
| 每股净资产(元)    | 3.18   | 3.32   | 3.49   | 3.56   | 3.80   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.17   | 0.25   | 0.65   | 0.10   | 0.11   |
| 市盈率(倍)      | 122    | 54     | 42     | 35     | 29     |
| 行业优化市盈率(倍)  | 105    | 79     | 70     | 70     | 70     |
| 净利润增长率(%)   | 7.39%  | 23.12% | 21.65% | 20.74% | 18.47% |
| 净资产收益率(%)   | 4.16%  | 4.91%  | 5.69%  | 6.72%  | 7.47%  |
| 总股本(百万股)    | 251.29 | 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

- 2017 年, 公司分别实现营业收入、营业利润和净利润 4.70 亿元、0.43 亿元和 0.41 亿元, 同比分别增长 20.68%/40.42%/23.12%, 实现全面摊薄 EPS 0.16 元, 基本符合预期。公司同时预计 2018 年一季度营业收入增长约 22%, 归母净利润增长 30%-60%。

## 经营分析

- **深挖细分渠道, 加强品牌营销, 乐器内需潜力释放。**公司内销业务收入 4.21 亿元, 同比增加 24%, 外销业务收入 0.48 亿元, 同比降低 4%。其中内销端收入增长主要源于: 1) 居民文化意识加强、消费升级等促进国内乐器需求逐步释放, 全年公司钢琴销量 35,117 台, 较上年增加 4,349 台。考虑到国家文化产业政策引导、二孩政策及消费升级持续演进等利好因素, 钢琴内需增长潜力巨大。2) 由于制造成本增加, 公司产品提价 6% 左右, 同时得益于技术升级对整体效率提升, 毛利率提升 0.21pct。3) 深挖细分销售渠道, 积极开拓二三线市场及电商平台销售, 全年电商平台收入增速为 35%, 公司销售网络体系建设进一步完善。4) 通过外延 IP 合作、赛事举办及大师巡演等活动加强品牌推广建设, 公司品牌影响力不断增强。
- **加强智能钢琴研发推广, 艺术教育布局持续深化, 加速向综合文化企业转型步伐。**在稳固传统钢琴产品体系基础上, 公司加大高端智能钢琴的研发力度, 并深入发展艺术教育培训项目, 加速向综合文化企业转型的步伐。公司已推出智能钢琴 I piano1, 全年智能钢琴销售量 137 台, 对应销售收入 540 万元, 智能钢琴产品单价约为传统钢琴 3 倍左右。艺术教育方面, 2014 年 8 月, 公司已成立海伦艺术教育投资子公司, 其通过与各地培训机构签署合作协议开展运营。艺术教育培训业务不仅为公司带来投资收益, 同时也有助于促进钢琴产品销售, 并延伸产业链条, 实现向综合文化企业的转型升级。

## 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。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.20/0.24/0.28 元 (三年 CAGR 20.3%), 对应 PE 分别为 42/35/29 倍, 维持公司“增持”评级。

## 风险因素

- 进口钢琴冲击; 原材料价格和劳动力成本上升; 艺术教育推广不达预期。

## 相关报告

1. 《海伦钢琴 22017 年半年报点评-乐器业务不断优化, 艺术教育稳...》, 2017 8 22

## 揭力

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

## 邱思佳

联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

## 袁艺博

联系人  
yuanyibo@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2015        | 2016        | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>369</b>  | <b>389</b>  | <b>470</b>  | <b>549</b>  | <b>648</b>  | <b>770</b>  |
| 增长率                 |             | 5.5%        | 20.7%       | 17.0%       | 17.9%       | 18.8%       |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-264</b> | <b>-287</b> | <b>-343</b> | <b>-396</b> | <b>-465</b> | <b>-554</b> |
| %销售收入               | 71.7%       | 73.7%       | 73.0%       | 72.0%       | 71.9%       | 71.9%       |
| <b>毛利</b>           | <b>105</b>  | <b>102</b>  | <b>127</b>  | <b>154</b>  | <b>182</b>  | <b>216</b>  |
| %销售收入               | 28.3%       | 26.3%       | 27.0%       | 28.0%       | 28.1%       | 28.1%       |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-3</b>   | <b>-4</b>   | <b>-5</b>   | <b>-6</b>   | <b>-7</b>   | <b>-8</b>   |
| %销售收入               | 0.7%        | 1.2%        | 1.1%        | 1.1%        | 1.1%        | 1.1%        |
| <b>营业费用</b>         | <b>-21</b>  | <b>-29</b>  | <b>-38</b>  | <b>-42</b>  | <b>-50</b>  | <b>-59</b>  |
| %销售收入               | 5.6%        | 7.4%        | 8.0%        | 7.6%        | 7.7%        | 7.6%        |
| <b>管理费用</b>         | <b>-51</b>  | <b>-50</b>  | <b>-55</b>  | <b>-64</b>  | <b>-72</b>  | <b>-81</b>  |
| %销售收入               | 13.9%       | 12.9%       | 11.7%       | 11.7%       | 11.1%       | 10.6%       |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>30</b>   | <b>19</b>   | <b>29</b>   | <b>41</b>   | <b>53</b>   | <b>68</b>   |
| %销售收入               | 8.1%        | 4.8%        | 6.1%        | 7.5%        | 8.2%        | 8.8%        |
| <b>财务费用</b>         | <b>1</b>    | <b>4</b>    | <b>1</b>    | <b>5</b>    | <b>6</b>    | <b>5</b>    |
| %销售收入               | -0.3%       | -1.1%       | -0.3%       | -0.9%       | -0.9%       | -0.6%       |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-1</b>   | <b>-1</b>   | <b>-1</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| 公允价值变动收益            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益                | 0           | 9           | 14          | 5           | 5           | 5           |
| %税前利润               | 1.1%        | 23.5%       | 30.2%       | 8.2%        | 6.7%        | 5.6%        |
| <b>营业利润</b>         | <b>30</b>   | <b>31</b>   | <b>43</b>   | <b>51</b>   | <b>64</b>   | <b>77</b>   |
| 营业利润率               | 8.2%        | 7.9%        | 9.2%        | 9.3%        | 9.9%        | 10.1%       |
| <b>营业外收支</b>        | <b>6</b>    | <b>7</b>    | <b>3</b>    | <b>5</b>    | <b>5</b>    | <b>5</b>    |
| <b>税前利润</b>         | <b>36</b>   | <b>37</b>   | <b>46</b>   | <b>56</b>   | <b>69</b>   | <b>83</b>   |
| 利润率                 | 9.9%        | 9.6%        | 9.9%        | 10.3%       | 10.7%       | 10.8%       |
| <b>所得税</b>          | <b>-5</b>   | <b>-4</b>   | <b>-5</b>   | <b>-6</b>   | <b>-9</b>   | <b>-12</b>  |
| 所得税率                | 14.2%       | 11.5%       | 11.6%       | 11.5%       | 13.0%       | 14.0%       |
| <b>净利润</b>          | <b>31</b>   | <b>33</b>   | <b>41</b>   | <b>50</b>   | <b>60</b>   | <b>71</b>   |
| 少数股东损益              | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>31</b>   | <b>33</b>   | <b>41</b>   | <b>50</b>   | <b>60</b>   | <b>71</b>   |
| 净利率                 | 8.4%        | 8.6%        | 8.7%        | 9.1%        | 9.3%        | 9.3%        |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2015       | 2016        | 2017       | 2018E      | 2019E      | 2020E      |
|-----------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>净利润</b>      | <b>31</b>  | <b>33</b>   | <b>41</b>  | <b>50</b>  | <b>60</b>  | <b>71</b>  |
| 少数股东损益          | 0          | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>非现金支出</b>    | <b>19</b>  | <b>21</b>   | <b>21</b>  | <b>17</b>  | <b>18</b>  | <b>20</b>  |
| 非经营收益           | 1          | -12         | -11        | -7         | -10        | -9         |
| 营运资金变动          | -5         | 1           | 13         | 104        | -44        | -55        |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>46</b>  | <b>42</b>   | <b>64</b>  | <b>163</b> | <b>25</b>  | <b>27</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-27</b> | <b>-17</b>  | <b>-53</b> | <b>-31</b> | <b>-31</b> | <b>-33</b> |
| 投资              | -17        | -8          | -7         | -1         | 0          | 0          |
| 其他              | 0          | -251        | 50         | 5          | 5          | 5          |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-44</b> | <b>-276</b> | <b>-10</b> | <b>-27</b> | <b>-26</b> | <b>-29</b> |
| 股权募资            | 207        | 0           | 0          | 0          | -29        | 0          |
| 债权募资            | -31        | 0           | 0          | -12        | 10         | 34         |
| 其他              | -6         | 14          | -3         | 0          | -9         | -12        |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>170</b> | <b>14</b>   | <b>-3</b>  | <b>-13</b> | <b>-29</b> | <b>22</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>172</b> | <b>-221</b> | <b>50</b>  | <b>123</b> | <b>-30</b> | <b>20</b>  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2015       | 2016       | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>335</b> | <b>149</b> | <b>199</b>   | <b>322</b>   | <b>292</b>   | <b>312</b>   |
| <b>应收款项</b>     | <b>106</b> | <b>105</b> | <b>119</b>   | <b>142</b>   | <b>167</b>   | <b>199</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>178</b> | <b>174</b> | <b>182</b>   | <b>235</b>   | <b>277</b>   | <b>329</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>19</b>  | <b>242</b> | <b>201</b>   | <b>24</b>    | <b>28</b>    | <b>33</b>    |
| <b>流动资产</b>     | <b>637</b> | <b>670</b> | <b>701</b>   | <b>724</b>   | <b>764</b>   | <b>873</b>   |
| %总资产            | 71.6%      | 72.1%      | 69.9%        | 69.4%        | 69.4%        | 71.0%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>13</b>  | <b>20</b>  | <b>27</b>    | <b>28</b>    | <b>27</b>    | <b>27</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>200</b> | <b>199</b> | <b>235</b>   | <b>247</b>   | <b>258</b>   | <b>269</b>   |
| %总资产            | 22.5%      | 21.5%      | 23.5%        | 23.7%        | 23.4%        | 21.9%        |
| <b>无形资产</b>     | <b>37</b>  | <b>36</b>  | <b>37</b>    | <b>42</b>    | <b>51</b>    | <b>58</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>252</b> | <b>259</b> | <b>302</b>   | <b>319</b>   | <b>337</b>   | <b>356</b>   |
| %总资产            | 28.4%      | 27.9%      | 30.1%        | 30.6%        | 30.6%        | 29.0%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>890</b> | <b>929</b> | <b>1,003</b> | <b>1,043</b> | <b>1,101</b> | <b>1,230</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>6</b>   | <b>9</b>   | <b>12</b>    | <b>0</b>     | <b>10</b>    | <b>43</b>    |
| <b>应付款项</b>     | <b>91</b>  | <b>98</b>  | <b>133</b>   | <b>134</b>   | <b>158</b>   | <b>187</b>   |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>14</b>  | <b>14</b>  | <b>17</b>    | <b>28</b>    | <b>33</b>    | <b>39</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>112</b> | <b>121</b> | <b>163</b>   | <b>162</b>   | <b>200</b>   | <b>269</b>   |
| 长期贷款            | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 1            |
| 其他长期负债          | 0          | 4          | 1            | 1            | 1            | 1            |
| <b>负债</b>       | <b>112</b> | <b>125</b> | <b>164</b>   | <b>163</b>   | <b>202</b>   | <b>271</b>   |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>773</b> | <b>800</b> | <b>835</b>   | <b>876</b>   | <b>896</b>   | <b>954</b>   |
| 少数股东权益          | 4          | 4          | 4            | 4            | 4            | 4            |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>890</b> | <b>929</b> | <b>1,003</b> | <b>1,043</b> | <b>1,101</b> | <b>1,230</b> |

**比率分析**

|               | 2015    | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.12    | 0.13    | 0.16    | 0.20    | 0.24    | 0.28    |
| 每股净资产         | 3.08    | 3.18    | 3.32    | 3.49    | 3.56    | 3.80    |
| 每股经营现金净流      | 0.18    | 0.17    | 0.25    | 0.65    | 0.10    | 0.11    |
| 每股股利          | 0.03    | 0.02    | 0.03    | 0.04    | 0.04    | 0.05    |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 4.01%   | 4.16%   | 4.91%   | 5.69%   | 6.72%   | 7.47%   |
| 总资产收益率        | 3.48%   | 3.58%   | 4.09%   | 4.78%   | 5.47%   | 5.80%   |
| 投入资本收益率       | 3.26%   | 2.03%   | 2.99%   | 4.17%   | 5.09%   | 5.84%   |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 4.53%   | 5.45%   | 20.68%  | 16.99%  | 17.89%  | 18.83%  |
| EBIT 增长率      | 3.44%   | -37.29% | 54.33%  | 43.78%  | 28.35%  | 27.94%  |
| 净利润增长率        | 20.66%  | 7.39%   | 23.12%  | 21.65%  | 20.74%  | 18.47%  |
| 总资产增长率        | 33.08%  | 4.44%   | 7.94%   | 3.99%   | 5.62%   | 11.63%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 88      | 85      | 72      | 83      | 83      | 83      |
| 存货周转天数        | 235     | 224     | 190     | 217     | 217     | 217     |
| 应付账款周转天数      | 63      | 60      | 64      | 67      | 67      | 67      |
| 固定资产周转天数      | 194     | 172     | 136     | 115     | 96      | 79      |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -42.31% | -17.40% | -22.28% | -36.63% | -31.33% | -28.00% |
| EBIT 利息保障倍数   | -28.7   | -4.2    | -20.4   | -8.2    | -8.8    | -14.1   |
| 资产负债率         | 12.60%  | 13.42%  | 16.34%  | 15.63%  | 18.31%  | 22.07%  |

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二个月内 | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
|    | 0    | 0    | 1    | 2    | 4    |
|    | 0    | 0    | 1    | 2    | 2    |
|    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
|    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
|    | 0.00 | 0.00 | 1.50 | 1.50 | 1.33 |

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  | 2016-04-26 | 增持 | 23.83 | N/A |
| 2  | 2016-08-26 | 增持 | 17.82 | N/A |
| 3  | 2016-10-27 | 增持 | 18.86 | N/A |
| 4  | 2017-04-11 | 增持 | 13.74 | N/A |
| 5  | 2017-08-22 | 增持 | 11.01 | N/A |

来源：国金证券研究所



### 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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH