

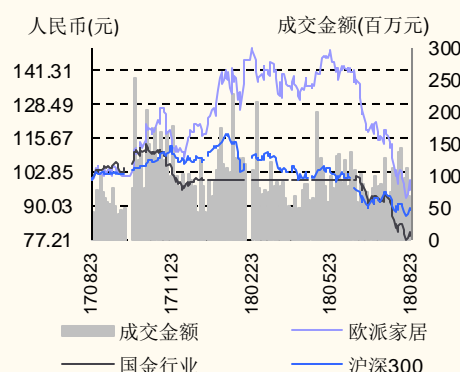
# 海伦钢琴 (300329.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.36 元

## 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)	2,100.78
年内股价最高最低 (元)	11.22/7.17
沪深 300 指数	3406.57



1. 《海伦钢琴 2017 年年报点评-内销需求潜力释放, 文化转型稳步推...》, 2018.4.13

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

## 钢琴销售量价齐升, 文化教育投资提速

### 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	0.24	0.32	0.41
每股净资产(元)	3.18	3.32	3.52	3.66	4.00
每股经营性现金流(元)	0.17	0.25	0.66	0.11	0.15
市盈率(倍)	122	54	35	27	20
净利润增长率(%)	7.39%	23.12%	48.08%	30.53%	31.15%
净资产收益率(%)	4.16%	4.91%	6.86%	8.61%	10.33%
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

■ 1H2018, 公司分别实现营收/归母净利润 2.48 亿元/0.30 亿元, 同比分别增长 19.21%/50.36%, 实现全面摊薄 EPS0.12 元, 收入符合预期, 净利润高于预期。

### 经营分析

- **品牌营销带动钢琴主业收入提升。**上半年, 公司保持品牌营销力度, 销售费用支出 1700.95 万元, 同比增长 29.63%。公司完成钢琴销售 17,665 架, 较上年同期增加 14%。其中立式钢琴取得收入 1.94 亿元, 同比增长 20.48%; 三角钢琴取得营收 0.26 亿元, 同比增长 27.71%。区域上, 公司深入二、三线城市进行品牌推广, 配合巡回音乐会、钢琴大赛等活动, 保障钢琴销量稳步提升。渠道上, 公司一方面在线下举办钢琴经销商推荐会, 另一方面在线上同步拓展销售渠道, 通过天猫、京东等线上旗舰店实现钢琴销售 792 台, 同比增加 65%。
- **提价+高端产品发力推升毛利。**由于运营成本增加, 公司在上半年对产品价格整体调涨约 4%。另一方面, 公司产品销售结构也不断优化, 高毛利的高端产品销量增长明显。如公司迪士尼钢琴, 海伦维也纳系列上半年销售 675 架, 同比增加 176.64%。在此双重因素叠加之下, 上半年公司实现毛利率 29.28%, 比上年同期增加 2.54pct。
- **投资力度加大, 艺术教育布局不断深化。**公司加大艺术教育领域投资力度, 在上半年分别将海伦七彩和海伦育星管理的持股比例提升了 38.89%和 29%。公司从 2014 年开始逐步拓展艺术教育培训业务, 通过与各地教育培训机构合作, 并收购优质艺术教育项目资源, 公司的可持续发展能力进一步增强。未来公司的钢琴制造销售主业可与艺术教育布局积极联动, 从而实现向综合文化企业的转型升级。

### 盈利预测与投资建议

- 公司品牌营销有效推动钢琴销量上涨, 而钢琴制造+艺术教育的发展模式延伸了公司的产业链条, 我们上调公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测为 0.24/0.32/0.41 元 (三年 CAGR36.4%), 对应 PE 分别为 35/27/20 倍, 维持公司“增持”评级。

### 风险因素

- 钢琴行业内竞争加剧; 艺术教育业务推广不及预期; 原材料及人工成本上涨。

**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>573</b>	<b>709</b>	<b>888</b>
增长率		5.5%	20.7%	22.0%	23.7%	25.3%
主营业务成本	-264	-287	-343	-408	-503	-625
%销售收入	71.7%	73.7%	73.0%	71.2%	71.0%	70.4%
毛利	105	102	127	165	206	263
%销售收入	28.3%	26.3%	27.0%	28.8%	29.0%	29.6%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-6	-8	-9
%销售收入	0.7%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-21	-29	-38	-40	-47	-56
%销售收入	5.6%	7.4%	8.0%	7.0%	6.6%	6.3%
管理费用	-51	-50	-55	-65	-76	-91
%销售收入	13.9%	12.9%	11.7%	11.3%	10.7%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	30	19	29	54	75	107
%销售收入	8.1%	4.8%	6.1%	9.4%	10.6%	12.0%
财务费用	1	4	1	5	6	4
%销售收入	-0.3%	-1.1%	-0.3%	-0.9%	-0.8%	-0.4%
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0
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%	6.8%	5.1%	3.8%
营业利润	30	31	43	63	86	115
营业利润率	8.2%	7.9%	9.2%	11.1%	12.1%	13.0%
营业外收支	6	7	3	5	5	5
税前利润	36	37	46	69	91	121
利润率	9.9%	9.6%	9.9%	12.0%	12.8%	13.6%
所得税	-5	-4	-5	-8	-12	-17
所得税率	14.2%	11.5%	11.6%	11.5%	13.0%	14.0%
净利润	31	33	41	61	79	104
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>61</b>	<b>79</b>	<b>104</b>
净利率	8.4%	8.6%	8.7%	10.6%	11.2%	11.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	31	33	41	61	79	104
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	21	21	17	18	20
非经营收益	1	-12	-11	-7	-9	-7
营运资金变动	-5	1	13	95	-60	-79
<b>经营活动现金净流</b>	<b>46</b>	<b>42</b>	<b>64</b>	<b>165</b>	<b>28</b>	<b>38</b>
资本开支	-27	-17	-53	-31	-31	-33
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	35	49
其他	-6	14	-3	0	-12	-17
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>170</b>	<b>14</b>	<b>-3</b>	<b>-13</b>	<b>-6</b>	<b>32</b>
<b>现金净流量</b>	<b>172</b>	<b>-221</b>	<b>50</b>	<b>125</b>	<b>-5</b>	<b>41</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
货币资金	335	149	199	324	319	360
应收款项	106	105	119	148	183	229
存货	178	174	182	243	299	372
其他流动资产	19	242	201	25	30	37
流动资产	637	670	701	739	832	998
%总资产	71.6%	72.1%	69.9%	69.8%	71.1%	73.7%
长期投资	13	20	27	28	27	27
固定资产	200	199	235	247	258	269
%总资产	22.5%	21.5%	23.5%	23.3%	22.1%	19.9%
无形资产	37	36	37	42	51	58
非流动资产	252	259	302	319	337	356
%总资产	28.4%	27.9%	30.1%	30.2%	28.9%	26.3%
<b>资产总计</b>	<b>890</b>	<b>929</b>	<b>1,003</b>	<b>1,058</b>	<b>1,169</b>	<b>1,355</b>
短期借款	6	9	12	0	35	83
应付款项	91	98	133	138	170	212
其他流动负债	14	14	17	30	38	48
流动负债	112	121	163	168	244	343
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>170</b>	<b>245</b>	<b>345</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>773</b>	<b>800</b>	<b>835</b>	<b>885</b>	<b>920</b>	<b>1,005</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>1,058</b>	<b>1,169</b>	<b>1,355</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	0.24	0.32	0.41
每股净资产	3.08	3.18	3.32	3.52	3.66	4.00
每股经营现金净流	0.18	0.17	0.25	0.66	0.11	0.15
每股股利	0.03	0.02	0.03	0.04	0.06	0.07
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.01%	4.16%	4.91%	6.86%	8.61%	10.33%
总资产收益率	3.48%	3.58%	4.09%	5.73%	6.78%	7.67%
投入资本收益率	3.26%	2.03%	2.99%	5.34%	6.84%	8.40%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	4.53%	5.45%	20.68%	21.98%	23.72%	25.30%
EBIT增长率	3.44%	-37.29%	54.33%	86.20%	40.49%	41.68%
净利润增长率	20.66%	7.39%	23.12%	48.08%	30.53%	31.15%
总资产增长率	33.08%	4.44%	7.94%	5.55%	10.43%	15.90%
<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	110	88	69
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-42.31%	-17.40%	-22.28%	-36.44%	-30.75%	-27.34%
EBIT利息保障倍数	-28.7	-4.2	-20.4	-10.6	-13.2	-27.3
资产负债率	12.60%	13.42%	16.34%	16.04%	20.94%	25.50%

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	1	1	6
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.38

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-27	增持	18.86	N/A
2	2017-04-11	增持	13.74	N/A
3	2017-08-22	增持	11.01	N/A
4	2018-04-13	增持	8.31	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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。

此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