

钢琴高端化做强主业，延伸教育文化产业布局细分市场

——珠江钢琴（002678）2018 年度财报业绩点评

2019 年 04 月 03 日

推荐/首次

珠江钢琴

财报点评

投资要点：

- **事件：**3/30，公司发布 2018 年报。18 年实现营业收入 19.7 亿元，同比增长 10.30%；归属于上市公司股东的净利润 1.8 亿元，同比增长 7.01%。实现基本每股收益 0.13 元，与去年同期持平，拟每 10 股派发现金红利 0.65 元（含税）。
- **主业收入增长稳定，原材料成本上涨小幅拖累盈利能力。**国内外钢琴市场竞争日趋激烈，进口品牌渗透率持续上升，钢琴业务的增长空间收到压制。2018 年公司的钢琴及配件实现营业收入 19.01 亿元（10.53%yoy），占比 96.27%，是公司营收的主要来源。（1）销售方面：公司积极拓展线上销售渠道，大力支持天猫、京东、淘宝企业店经营。18 年钢琴总销量实现 155,993 架（7.74%yoy），其中线上销售钢琴 3,543 架（18.53%yoy）；公司继续推动钢琴产业高端升级，优化营销网络布局，高端产品恺撒堡销量同比增长 13.27%，促进钢琴单价提升 1.6pct。（2）盈利方面：受钢琴制造原材料成本上涨影响，钢琴及配件毛利率同比下降 1.52pct 至 31.48%，进而拖累公司综合毛利率同比下降 1.46pct 至 31.32%。
- **辅业持续多元布局，音乐交易板块盈利向好。**教育服务整体实现营业收入 0.63 亿元（33.34%yoy），占比 3.19%，毛利率提升 19.27pct 至 19.66%。公司积极推进艺术教育网点建设，在北京、广州、佛山等地建立教育直营店，以服务国际、国家高端文化艺术活动，并推出系列在线课程。截至 18 年年底，公司艺术教育加盟商已达 645 家（艺术教室 309 家，课程体系 336 家），同时有序推进广州文化产业创新创业孵化园项目。
- **国际业务有序推进，技术合作加深反哺产品质量。**公司钢琴产品的全球市场占有率 27%以上，受国际钢琴市场低迷影响，报告期内国外业务实现营收 2 亿元（-7.54%yoy），占比 10.13%，毛利率下滑 5.41pct 至 12.61%。为进一步改善国际市场经营绩效，公司加强与 Schimmel 公司技术合作，引进 Schimmel 子品牌在国内生产，2018 年该品牌销量已达 7,671 架。
- **盈利预测与投资评级：**作为行业龙头，公司在钢琴市场低迷的环境下优化主业结构，推进高端业务以抬升客单价；以品牌优势多元布局教育文化产业，寻求细分市场的增长动力。预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 22.11 亿元、24.62 亿元和 27.45 亿元；净利润分别为 1.97 亿元、2.17 亿元、2.38 亿元；EPS 分别为 0.15 元、0.16 元和 0.18 元，对应当前股价的 PE 分别为 52.31x、47.45x 和 43.15x。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**国内外钢琴市场竞争压力加大，原材料价格波动风险

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,790.20	1,974.56	2,211.35	2,462.32	2,745.05
增长率（%）	14.30%	10.30%	11.99%	11.35%	11.48%
净利润（百万元）	164.70	176.25	197.08	217.29	238.90
增长率（%）	5.89%	8.74%	11.97%	10.37%	10.05%
净资产收益率（%）	5.16%	5.35%	5.88%	6.29%	6.71%
每股收益（元）	0.16	0.13	0.15	0.16	0.18
PE	48.15	58.49	52.31	47.45	43.15
PB	2.48	3.13	3.08	2.99	2.89

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

魏鹤坤

010-66554044

研究助理

weihch@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	7.59-10.2
总市值（亿元）	103.1
流通市值（亿元）	103.01
总股本/流通 A 股（万股）	135832/135713
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.11

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2683	2559	3869	3833	4001	营业收入	1790	1975	2211	2462	2745
货币资金	825	693	1907	1795	1880	营业成本	1203	1356	1574	1765	1976
应收账款	85	86	96	107	119	营业税金及附加	26	24	27	30	34
其他应收款	8	7	7	8	9	营业费用	144	164	205	229	255
预付款项	19	25	31	38	46	管理费用	352	155	196	219	243
存货	822	875	1016	1139	1275	财务费用	11	13	1	-12	-18
其他流动资产	921	873	811	745	671	资产减值损失	29	21	21	21	21
非流动资产合计	1487	1818	394	519	484	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	109	101	101	101	101	投资净收益	11	38	38	38	38
固定资产	733	1120	0	55	19	营业利润	187	202	226	249	274
无形资产	210	206	-85	35	-15	营业外收入	4	4	4	4	4
其他非流动资产	5	12	12	12	12	营业外支出	4	5	5	5	5
资产总计	4170	4376	4263	4351	4485	利润总额	187	200	224	248	273
流动负债合计	779	977	775	765	791	所得税	27	26	30	33	36
短期借款	290	260	33	0	0	净利润	160	174	195	215	237
应付账款	162	193	221	248	278	少数股东损益	-5	-2	-2	-2	-2
预收款项	23	20	16	13	9	归属母公司净利润	165	176	197	217	239
一年内到期的	0	70	70	70	70	EBITDA	463	477	227	237	255
非流动负债合计	160	73	73	73	73	EPS (元)	0.16	0.13	0.15	0.16	0.18
长期借款	70	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	939	1050	849	839	864	成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	37	34	31	29	27	营业收入增长	14.30%	10.30%	11.99%	11.35%	11.48%
实收资本(或股	1045	1358	1358	1358	1358	营业利润增长	15.28%	7.57%	11.90%	10.31%	10.00%
资本公积	1295	981	981	981	981	归属于母公司净利	11.82%	10.25%	11.82%	10.25%	9.95%
未分配利润	721	811	779	744	706	获利能力					
归属母公司股	3194	3292	3352	3452	3562	毛利率(%)	32.78%	31.32%	28.82%	28.32%	28.02%
负债和所有者	4170	4376	4263	4351	4485	净利率(%)	8.94%	8.82%	8.81%	8.74%	8.62%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.95%	4.03%	4.62%	4.99%	5.33%
						ROE(%)	5.16%	5.35%	5.88%	6.29%	6.71%
经营活动现金	220	123	400	12	193	偿债能力					
净利润	160	174	195	215	237	资产负债率(%)	23%	24%	20%	19%	19%
折旧摊销	54	57	0	0	0	流动比率	3.44	2.62	4.99	5.01	5.06
财务费用	11	13	1	-12	-18	速动比率	2.39	1.72	3.68	3.52	3.45
应收账款减少	0	0	-10	-11	-12	营运能力					
预收账款增加	0	0	-3	-4	-4	总资产周转率	0.51	0.46	0.51	0.57	0.62
投资活动现金	-927	-161	18	18	18	应收账款周转率	18	23	24	24	24
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.70	11.11	10.66	10.48	10.43
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	11	38	38	38	38	每股收益(最新摊	0.16	5.00	0.15	0.16	0.18
筹资活动现金	931	-125	-334	-138	-110	每股净现金流(最	0.21	-0.12	0.06	-0.08	0.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.06	2.42	2.47	2.54	2.62
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	89	313	0	0	0	P/E	48.15	58.49	52.31	47.45	43.15
资本公积增加	977	-313	0	0	0	P/B	2.48	3.13	3.08	2.99	2.89
现金净增加额	223	-162	83	-108	101	EV/EBITDA	16.11	20.83	37.46	36.22	33.30

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018 年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。