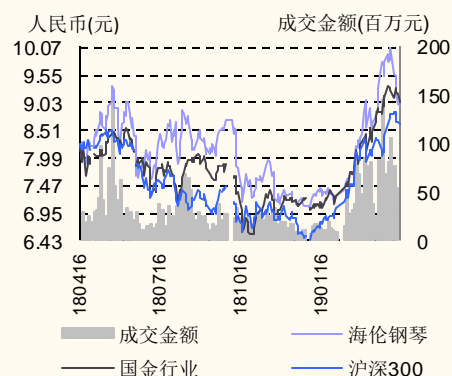


市场价格(人民币): 8.96元

全品类稳健增长, 艺术教育布局优化

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	71.11
总市值(百万元)	8,481.15
年内股价最高最低(元)	28.27/13.30
沪深 300 指数	3728.40
上证指数	2994.94



相关报告

1. 《海伦钢琴 2018 年半年报点评-钢琴销售量价齐升, 文化教育投资...》, 2018.8.28

揭力

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

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.16	0.22	0.26	0.32	0.37
每股净资产(元)	3.32	3.51	4.55	4.76	5.01
每股经营性现金流(元)	0.25	0.19	0.23	0.21	0.24
市盈率(倍)	54	33	35	28	24
净利润增长率(%)	23.12%	33.02%	20.72%	21.66%	17.14%
净资产收益率(%)	4.91%	6.13%	5.70%	6.63%	7.38%
总股本(百万股)	251.29	253.63	253.63	253.63	253.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2018 年, 公司分别实现营收/归母净利润 5.27 亿元/0.55 亿元, 同比分别增长 12.30%/33.02%, 全面摊薄 EPS 为 0.21 元, 基本符合预期。2018 年, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.35 元(含税)。

经营分析

- **品牌宣传助力公司全品类实现稳健增长。**2018 年, 公司通过乐器展、钢琴推荐会加大品牌宣传力度, 积极开拓二三线城市, 不断挖掘销售市场份额, 产量、销量、出口均位居国内第二。公司钢琴销量为 3.82 万台, 较上年同期增加 3,081 台, 钢琴销售收入同比增长 13.52%。2018 年, 公司立式钢琴销量为 3.65 万台, 实现收入 4.20 亿同比增长 13.46%; 三角钢琴销量达到 1,727 台, 实现收入 5,204.22 万元, 同比增长 14.01%。另一方面, 公司顺应互联网销售潮流, 积极拓展销售渠道, 推进线上电商平台发展, 18 年内该渠道实现钢琴销售 2,246 台, 同比增长 68.24%, 创收 3,073.49 万元, 同比上升 56.41%。
- **价格提升与智能产品利好毛利。**由于运营成本加大, 公司对销售产品价格进行了调整, 整体调整单价约上涨 4%。此外, 公司积极拓展钢琴产业架构, 不断推出高端产品, 推广智能钢琴产品。其中, 高毛利的钢琴销量增加明显, 如迪士尼钢琴, 海伦维也纳系列, 18 年销售 1,151 架, 同比增加 76.54%。受益产品提价与高毛利产品销量提升, 公司去年钢琴业务毛利率达到 28.92%, 同比上涨 1.78pct。
- **优化艺术教育布局, 推动投资收益上升。**2014 年起, 公司积极拓展艺术教育培训项目, 主要通过各地培训机构签署合作协议开展运营。18 年, 公司对已合作中的艺术教育标的进行筛选, 选择发展较好的标的公司择优进行增资。公司对海伦七彩和海伦育星管理的持股比例提高至 49%, 投资收益较上年同期增加 165.7%。

盈利预测与投资建议

- 由于钢琴主要原材料成本均有不同程度上涨, 同时公司延伸艺术教育业务进度略低于我们的预期, 我们下调公司 2019/2020 年完全摊薄后 EPS 预测至 0.26/0.32 元(原为 0.32/0.41 元, 下调幅度为 18.9%/23.0%), 预测公司 2021 年 EPS 为 0.37 元, 三年 CAGR19.8%, 对应 PE 分别为 35/28/24 倍, 维持公司“增持”评级。

风险因素

- 钢琴行业内竞争加剧, 智能钢琴与线上线下艺术教育项目风险, 原材料价格和劳动力成本上升。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	389	470	527	601	684	779
增长率		20.7%	12.3%	13.9%	13.8%	13.8%
主营业务成本	-287	-343	-377	-426	-486	-552
%销售收入	73.7%	73.0%	71.5%	71.0%	71.0%	71.0%
毛利	102	127	151	174	198	226
%销售收入	26.3%	27.0%	28.5%	29.0%	29.0%	29.0%
营业税金及附加	-4	-5	-5	-6	-6	-7
%销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-29	-38	-46	-50	-56	-62
%销售收入	7.4%	8.0%	8.8%	8.3%	8.2%	8.0%
管理费用	-50	-55	-65	-70	-80	-90
%销售收入	12.9%	11.7%	12.2%	11.6%	11.7%	11.6%
息税前利润 (EBIT)	19	29	35	49	56	66
%销售收入	4.8%	6.1%	6.5%	8.2%	8.2%	8.5%
财务费用	4	1	8	8	12	12
%销售收入	-1.1%	-0.3%	-1.5%	-1.3%	-1.7%	-1.6%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	14	17	15	20	25
%税前利润	23.5%	30.2%	28.2%	18.7%	20.7%	22.2%
营业利润	31	43	59	71	87	103
营业利润率	7.9%	9.2%	11.2%	11.8%	12.8%	13.3%
营业外收支	7	3	2	9	9	9
税前利润	37	46	61	80	97	113
利润率	9.6%	9.9%	11.6%	13.4%	14.1%	14.5%
所得税	-4	-5	-6	-8	-11	-13
所得税率	11.5%	11.6%	10.2%	10.5%	11.0%	11.5%
净利润	33	41	55	72	86	100
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	33	41	55	66	80	94
净利率	8.6%	8.7%	10.3%	11.0%	11.7%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	33	41	55	72	86	100
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
非现金支出	20	20	22	21	21	22
非经营收益	-12	-11	-15	-23	-29	-34
营运资金变动	1	13	-13	-11	-24	-27
经营活动现金净流	41	63	49	58	54	61
资本开支	-17	-53	-35	-17	-17	-18
投资	-8	-7	-76	0	0	0
其他	-251	50	162	15	20	25
投资活动现金净流	-276	-10	51	-2	3	7
股权募资	0	0	9	0	0	0
债权募资	0	0	30	-38	0	1
其他	14	-3	-11	197	-26	-31
筹资活动现金净流	14	-3	28	159	-26	-30
现金净流量	-222	49	128	216	30	38

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	149	199	329	545	575	613
应收款项	105	119	103	130	148	169
存货	174	182	234	217	247	281
其他流动资产	242	201	55	55	58	62
流动资产	670	701	721	947	1,029	1,125
%总资产	72.1%	69.9%	63.6%	69.4%	70.8%	72.4%
长期投资	20	27	128	128	128	128
固定资产	199	235	244	241	237	233
%总资产	21.5%	23.5%	21.5%	17.6%	16.3%	15.0%
无形资产	36	37	36	46	56	65
非流动资产	259	302	412	418	424	430
%总资产	27.9%	30.1%	36.4%	30.6%	29.2%	27.6%
资产总计	929	1,003	1,133	1,366	1,453	1,555
短期借款	9	12	38	0	0	0
应付款项	98	133	182	179	204	232
其他流动负债	14	17	19	22	25	29
流动负债	121	163	238	201	229	261
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	4	1	0	0	0	0
负债	125	164	238	202	229	262
普通股股东权益	800	835	890	1,154	1,208	1,271
少数股东权益	4	4	4	10	16	22
负债股东权益合计	929	1,003	1,133	1,366	1,453	1,555

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.132	0.163	0.215	0.259	0.316	0.370
每股净资产	3.185	3.323	3.509	4.550	4.762	5.009
每股经营现金净流	0.164	0.249	0.192	0.230	0.212	0.239
每股股利	0.025	0.029	0.000	0.086	0.104	0.122
回报率						
净资产收益率	4.16%	4.91%	6.13%	5.70%	6.63%	7.38%
总资产收益率	3.58%	4.09%	4.81%	4.82%	5.51%	6.03%
投入资本收益率	2.03%	2.99%	3.33%	3.78%	4.07%	4.54%
增长率						
主营业务收入增长率	5.45%	20.68%	12.30%	13.94%	13.83%	13.81%
EBIT增长率	-37.29%	54.33%	19.79%	42.65%	13.64%	18.60%
净利润增长率	7.39%	23.12%	33.02%	20.72%	21.66%	17.14%
总资产增长率	4.44%	7.94%	12.94%	20.61%	6.41%	6.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.7	72.5	63.4	68.0	68.0	68.0
存货周转天数	224.2	189.7	201.7	186.0	186.0	186.0
应付账款周转天数	59.5	64.2	74.2	68.0	68.0	68.0
固定资产周转天数	171.7	136.5	127.8	107.1	89.4	74.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.40%	-22.28%	-32.58%	-46.81%	-47.00%	-47.33%
EBIT利息保障倍数	-4.2	-20.4	-4.3	-6.3	-4.8	-5.4
资产负债率	13.42%	16.34%	21.04%	14.75%	15.78%	16.84%

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	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	2.00

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	2017-08-22	增持	11.01	N/A
2	2018-04-13	增持	8.31	N/A
3	2018-08-28	增持	8.36	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH