

证券研究报告 / 公司点评报告

主营表现稳定, 文化产业延伸布局打开成长空间

增持

首次覆盖

事件

公司发布 2019 年年报, 报告期内实现营收 20.5 亿元, 同比增长 4.0%, 实现归母净利润 1.90 亿元, 同比增长 7.7%, 扣非后同比增长 13.5%。分季度看, Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比变化+8.1%/-3.8%/+4.7%/+7.4%, 归母净利润分别同比增长 9.2%/3.0%/6.3%/13.8%。经营活动现金流净额同比增长 65.5%至 2.04 亿元。

点评:

钢琴主业表现平稳, 持续创新经营模式。①从收入端看, 公司积极拓展销售渠道, 钢琴主业营收同比增长 3.78%至 19.7 亿元, 其中, 线上销售钢琴数量同比增长 7.45%至 3807 台(占总销量 2.4%)。教育培训、传媒业务同比增长 2.92%至 0.65 亿元。②从盈利能力看, 主要受原材料&制造费用成本影响, 钢琴业务毛利率同比减少 0.78pct 至 30.7%。期间费用率同比减少 1.7pct 至 20.0% (主要得益于销售费用率同比减少 1.4pct 至 6.9%)。

推进国际化运营, 扩大文化产业及珠江云服务平台建设。①在钢琴主业方面, 公司推进整合利用 Schimmel 钢琴资源, 降低生产成本, 完善国内营销网络, 并将利用 Schimmel 原有渠道出口国际市场, 进一步打开市场空间。同时, 积极开发数码乐器产品, 拓展延伸“传统业务+互联网教育”, 成为钢琴业务新的增长动力来源。②在钢琴后市场建设方面, 打造珠江钢琴艺术教育品牌, 并调整珠江云服务平台业务结构——积极拓展收费调律业务, 收缩云学堂和乐理课等低回报业务。目前, 公司增城基地项目已投入使用, 文化孵化园项目已开展对外招租工作, 有望通过打造乐器文化产业基地加速品牌形象建设。

盈利预测及投资建议: 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.12、0.14、0.15 元, 对应 PE 为 56.7X、48.7X、45.8X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

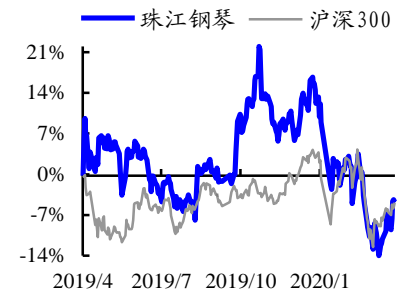
风险提示: 疫情冲击, 行业竞争加剧, 原材料成本波动。

股票数据

2020/4/17

6个月目标价(元)	8.50
收盘价(元)	7.03
12个月股价区间(元)	6.11~9.27
总市值(百万元)	9,549
总股本(百万股)	1,358
A股(百万股)	1,358
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	5%	-15%	-4%
相对收益	1%	-8%	2%

相关报告

《2020 年轻工制造投资策略: 精装房带动消费建材高增, 关注确定性投资机会》

20191203

《轻工 2020 年投资策略: 精装房带动消费建材高增, 关注确定性投资机会》

20191126

《轻工制造: 文化办公、日用品社零快速增长, 赛道投资价值凸显》

20190917

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,975	2,053	2,002	2,125	2,235
(+/-)%	10.30%	4.00%	-2.52%	6.14%	5.18%
归属母公司净利润	176	190	168	196	209
(+/-)%	7.01%	7.67%	-11.21%	16.37%	6.45%
每股收益(元)	0.13	0.14	0.12	0.14	0.15
市盈率	44.08	59.63	56.67	48.70	45.75
市净率	2.36	3.33	2.68	2.54	2.41
净资产收益率(%)	5.35%	5.59%	4.73%	5.21%	5.26%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	1,358	1,358	1,358	1,358	1,358

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001
021-20363260 Tang.kai@nesc.cn

联系人: 钟天皓

执业证书编号: S0550120030010
021-20363260 zhongth@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,090	1,324	1,455	1,577	净利润	187	166	193	206
交易性金融资产	462	462	462	462	资产减值准备	17	23	24	21
应收款项	80	87	89	93	折旧及摊销	110	108	115	121
存货	981	940	984	1,045	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	67	80	79	77	财务费用	14	16	17	24
流动资产合计	2,680	2,893	3,070	3,254	投资损失	-29	-29	-32	-33
可供出售金融资产					运营资本变动	-86	42	-27	-29
长期投资净额	89	89	89	89	其他	-10	2	0	0
固定资产	1,075	1,145	1,253	1,392	经营活动净现金流量	204	328	290	310
无形资产	199	178	156	134	投资活动净现金流量	197	-152	-193	-226
商誉	18	18	18	18	融资活动净现金流量	6	59	34	38
非流动资产合计	1,791	1,840	1,926	2,043	企业自由现金流	318	35	92	80
资产总计	4,471	4,733	4,996	5,297					
短期借款	376	451	501	564	财务与估值指标				
应付款项	176	182	188	199		2019A	2020E	2021E	2022E
预收款项	31	27	30	31	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.14	0.12	0.14	0.15
流动负债合计	913	1,010	1,079	1,175	每股净资产 (元)	2.50	2.62	2.77	2.92
长期借款	55	55	55	55	每股经营性现金流量 (元)	0.15	0.24	0.21	0.23
其他长期负债	77	77	77	77	成长性指标				
长期负债合计	132	132	132	132	营业收入增长率	4.0%	-2.5%	6.1%	5.2%
负债合计	1,045	1,142	1,211	1,307	净利润增长率	7.7%	-11.2%	16.4%	6.5%
归属于母公司股东权益合计	3,396	3,564	3,760	3,969	盈利能力指标				
少数股东权益	30	27	25	22	毛利率	30.4%	30.1%	30.6%	30.7%
负债和股东权益总计	4,471	4,733	4,996	5,297	净利率	9.2%	8.4%	9.2%	9.3%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	13.44	15.56	14.95	14.65
					存货周转率 (次)	250.33	245.05	243.65	246.34
					偿债能力指标				
					资产负债率	23.4%	24.1%	24.2%	24.7%
					流动比率	2.93	2.87	2.85	2.77
					速动比率	1.85	1.92	1.92	1.87
					费用率指标				
					销售费用率	6.9%	7.3%	7.0%	6.9%
					管理费用率	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
					财务费用率	0.1%	0.2%	0.1%	0.4%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	59.63	56.67	48.70	45.75
					P/B (倍)	3.33	2.68	2.54	2.41
					P/S (倍)	4.65	4.77	4.49	4.27
					净资产收益率	5.6%	4.7%	5.2%	5.3%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,053	2,002	2,125	2,235
营业成本	1,430	1,400	1,475	1,549
营业税金及附加	25	24	26	27
资产减值损失	-17	-23	-24	-21
销售费用	142	146	149	154
管理费用	169	164	174	183
财务费用	2	4	3	9
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	29	29	32	33
营业利润	216	194	224	238
营业外收支净额	-3	-5	-4	-4
利润总额	213	189	220	234
所得税	26	23	27	28
净利润	187	166	193	206
归属于母公司净利润	190	168	196	209
少数股东损益	-3	-2	-3	-3

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯: 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn