

强烈推荐-A (维持)

海伦钢琴 300329.SZ

目标估值: N.A.
当前股价: 8.23 元
2019年05月28日

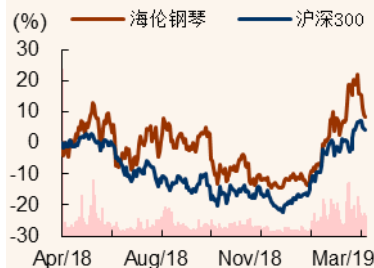
与中央音乐学院双品牌开展智能钢琴教室业务

基础数据

上证综指	2892
总股本(万股)	25363
已上市流通股(万股)	25088
总市值(亿元)	21
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	5.8
资产负债率	21.3%
主要股东	宁波北仑海伦投资有
主要股东持股比例	27.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	15	-8
相对表现	-0	-1	-4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海伦钢琴(300329)—19Q1收入如期增长,利润受研发等费用影响略有下滑》2019-04-25
- 2、《海伦钢琴(300329)—钢琴销量稳步齐升,教育新业务19年或将加速发展》2019-04-16
- 3、《海伦钢琴(300329)—股权激励调动员工积极性,促进钢琴销售及艺术培训业务》2018-07-12

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件:

公司公告与中央音乐学院合作开展“中央音乐学院继续教育学院·海伦智能钢琴教室实验课室”签署合作协议。

评论:

双品牌、专业的课程及师资将有效促进公司智能钢琴教室业务开展。

- 1) 合作方中央音乐学院是一所代表中国专业音乐教育水平,并在国内外享有很高声誉的音乐学府。
- 2) 合作研发全套课程(包括课程设置、教材编写、教学法研发、师资培训等)及师资培训(中央音乐学院指派“央音继教·海伦智能钢琴(初级教材、中、高级教材)”师资培训,并负责教学质量的监督检查与管控)。
- 3) 智能钢琴教室不同于以往传统钢琴教学模式,适应于互联网时代,引入人工智能技术,借助于平板电脑、应用APP,大大增加学习趣味性、生动性。

公司艺术教育业务逐步搭建完成:

- 1) 2014年起公司通过与各地培训机构签署合作协议开展运营,艺术教育培训课程体系定位为艺术启蒙、音乐教育、美术教育与舞蹈教育。
- 2) 维也纳EMP音乐启蒙项目,沿袭欧洲音乐启蒙教育思路,17年开始在宁波试点。
- 3) 公司本次与中央音乐学院合作,提升了品牌影响力、教材&教师专业性、有助于智能钢琴业务的开展。

维持“强烈推荐-A”评级。公司本次中央音乐学院合作,提升了品牌影响力、教材&教师专业性,有助于智能钢琴业务的开展,为公司成为国内艺术培训连锁品牌迈开重要一步。预计2019-2020年EPS分别为:0.28、0.37元,同比分别为:28%、30%,维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 艺术教育培训进展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	470	527	604	698	869
同比增长	21%	12%	15%	16%	24%
营业利润(百万元)	43	59	79	104	153
同比增长	40%	36%	34%	31%	47%
净利润(百万元)	41	54	72	94	136
同比增长	23%	33%	32%	30%	45%
每股收益(元)	0.16	0.21	0.28	0.37	0.54
PE	50.9	38.3	29.0	22.3	15.4
PB	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	470	527	604	698	869
营业成本	343	377	418	470	558
营业税金及附加	5	5	6	7	9
营业费用	38	46	53	61	76
管理费用	55	65	74	85	106
财务费用	(1)	(8)	(7)	(7)	(7)
资产减值损失	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	14	17	20	23	26
营业利润	43	59	79	104	153
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	46	61	81	106	155
所得税	5	6	9	12	18
净利润	41	55	73	94	137
少数股东损益	(0)	0	0	1	1
归属于母公司净利润	41	54	72	94	136
EPS (元)	0.16	0.21	0.28	0.37	0.54

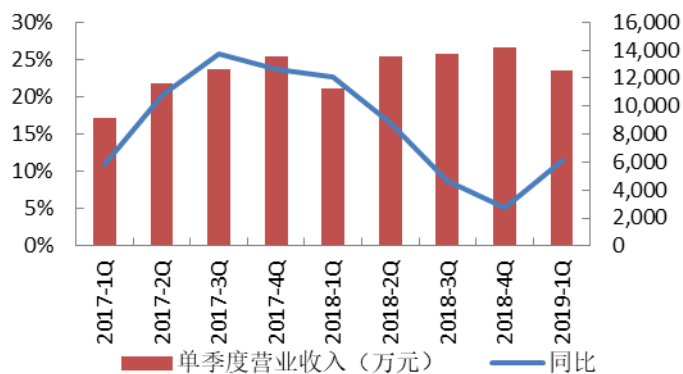
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
营业收入	135	113	135	137	142	126
营业毛利	38	32	40	39	39	36
营业费用	16	7	10	12	17	8
管理费用	17	13	14	11	16	11
财务费用	1	1	-3	-3	-3	0
投资收益	3	6	2	1	3	5
营业利润	7	15	19	18	12	18
归属母公司净利润	10	14	16	11	13	13
EPS (元)	0.04	0.06	0.06	0.04	0.05	0.05
主要比率						
毛利率	27.8%	28.7%	29.7%	28.6%	27.2%	28.4%
营业费用率	11.7%	5.9%	7.7%	9.0%	11.9%	6.3%
管理费用率	12.3%	11.2%	10.6%	8.1%	11.1%	8.8%
营业利润率	5.4%	13.1%	14.0%	13.5%	8.5%	14.6%
有效税率	-9.7%	12.2%	16.7%	12.1%	-8.4%	5.7%
净利率	7.4%	12.7%	11.9%	8.1%	9.1%	10.4%
YoY						
收入	23.7%	22.6%	16.5%	8.7%	5.1%	11.5%
归属母公司净利润	42.6%	42.8%	57.7%	3.3%	29.9%	-8.6%

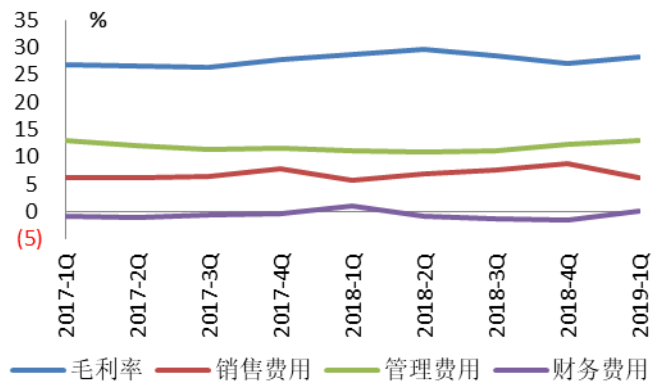
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 19Q1 收入如期增长



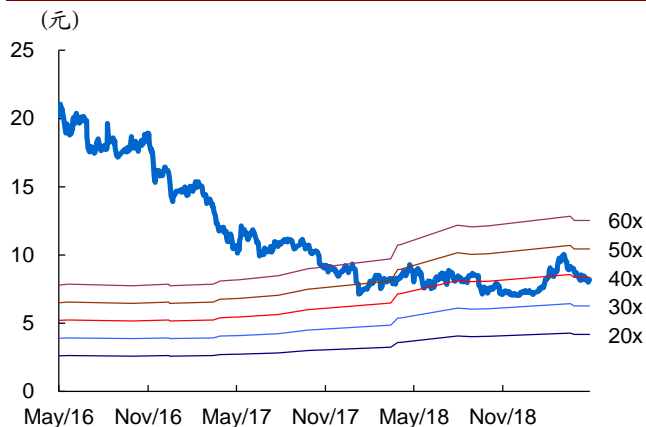
资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 受研发及营销影响, 19Q1 期间费用率有所提升



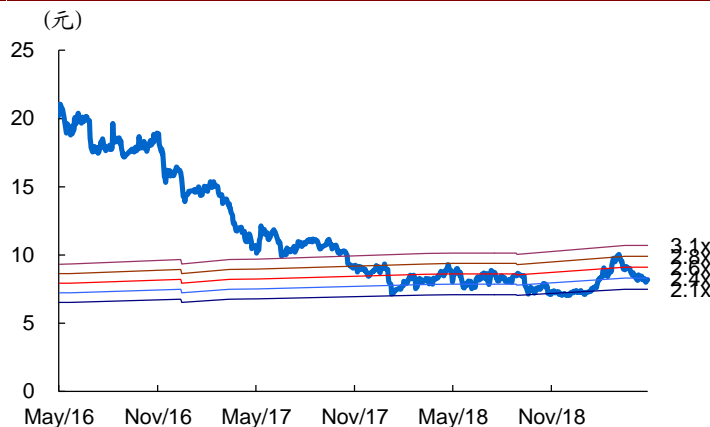
资料来源: Wind, 招商证券

图 3: 海伦钢琴历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 4: 海伦钢琴历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

参考报告:

- 1、《海伦钢琴（300329）—19Q1 收入如期增长，利润受研发等费用影响略有下滑》2019-04-25
- 2、《海伦钢琴（300329）—钢琴价量稳步齐升，教育新业务 19 年或将加速发展》2019-04-16
- 3、《海伦钢琴（300329）—股权激励调动员工积极性，促进钢琴销售及艺术培训业务》2018-07-12
- 4、《海伦钢琴（300329）—品牌积累促进公司产品量价提升》2018-04-13
- 5、《海伦钢琴（300329）—公司艺术培训项目整合再次启动》2018-01-16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	701	721	737	797	912
现金	199	329	297	298	309
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	16	10	11	13	16
应收款项	98	86	98	113	141
其它应收款	5	0	0	0	0
存货	182	234	260	292	347
其他	201	62	70	80	98
非流动资产	302	412	449	481	511
长期股权投资	5	106	106	106	106
固定资产	176	185	225	262	294
无形资产	24	32	29	26	24
其他	97	89	88	87	87
资产总计	1003	1133	1185	1279	1423
流动负债	163	238	227	248	283
短期借款	12	38	10	10	10
应付账款	69	0	0	0	0
预收账款	4	11	12	14	16
其他	77	189	205	224	257
长期负债	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
负债合计	164	238	227	248	283
股本	251	254	254	254	254
资本公积金	350	355	355	355	355
留存收益	234	281	344	416	524
少数股东权益	4	4	5	5	6
归属于母公司所有者权益	835	890	953	1025	1133
负债及权益合计	1003	1133	1185	1279	1423

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	64	50	38	53	65
净利润	41	54	72	94	136
折旧摊销	20	23	23	27	31
财务费用	(1)	(2)	(7)	(7)	(7)
投资收益	(9)	(12)	(20)	(23)	(26)
营运资金变动	13	(12)	(31)	(39)	(68)
其它	(0)	(0)	0	1	1
投资活动现金流	(10)	51	(40)	(37)	(34)
资本支出	(54)	(35)	(60)	(60)	(60)
其他投资	43	86	20	23	26
筹资活动现金流	(3)	27	(29)	(14)	(21)
借款变动	4	20	(28)	0	0
普通股增加	0	2	0	0	0
资本公积增加	0	5	0	0	0
股利分配	(6)	(7)	(9)	(22)	(28)
其他	(1)	7	7	7	7
现金净增加额	50	129	(32)	1	11

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	470	527	604	698	869
营业成本	343	377	418	470	558
营业税金及附加	5	5	6	7	9
营业费用	38	46	53	61	76
管理费用	55	65	74	85	106
财务费用	(1)	(8)	(7)	(7)	(7)
资产减值损失	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	14	17	20	23	26
营业利润	43	59	79	104	153
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	46	61	81	106	155
所得税	5	6	9	12	18
净利润	41	55	73	94	137
少数股东损益	(0)	0	0	1	1
归属于母公司净利润	41	54	72	94	136
EPS (元)	0.16	0.21	0.28	0.37	0.54

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	21%	12%	15%	16%	24%
营业利润	40%	36%	34%	31%	47%
净利润	23%	33%	32%	30%	45%
获利能力					
毛利率	27.0%	28.5%	30.7%	32.7%	35.8%
净利率	8.7%	10.3%	11.9%	13.4%	15.6%
ROE	4.9%	6.1%	7.6%	9.1%	12.0%
ROIC	4.1%	4.7%	6.4%	8.0%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	16.3%	21.0%	19.2%	19.4%	19.9%
净负债比率	1.2%	3.3%	0.8%	0.8%	0.7%
流动比率	4.3	3.0	3.2	3.2	3.2
速动比率	3.2	2.0	2.1	2.0	2.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
应收帐款周转率	5.0	5.8	6.6	6.6	6.8
应付帐款周转率	5.7	10.9			
每股资料 (元)					
每股收益	0.16	0.21	0.28	0.37	0.54
每股经营现金	0.25	0.20	0.15	0.21	0.26
每股净资产	3.32	3.51	3.76	4.04	4.47
每股股利	0.03	0.04	0.09	0.11	0.16
估值比率					
PE	50.9	38.3	29.0	22.3	15.4
PB	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

濮冬燕，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名，2018 天眼行业最佳选股分析师。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。