

强烈推荐-A (维持)

海伦钢琴 300329.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 13.74 元  
 2017年04月11日

艺术培训、音乐启蒙教育业务今年将加速推进

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	25129
已上市流通股(万股)	25088
总市值(亿元)	35
流通市值(亿元)	34
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	4.2
资产负债率	13.4%
主要股东	宁波北仑海伦投资有
主要股东持股比例	27.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-19	-48
相对表现	-10	-27	-57



相关报告

- 1、《海伦钢琴(300329)——公司教育培训业务2017年有望守得云开见月明》2016-11-24
- 2、《海伦钢琴(300329)——智能钢琴研发助推线上、线下双渠道发展美学教育》2016-04-25
- 3、《海伦钢琴(300329)——美学教育引领教育改革 社会美育资源加速整合》2015-09-29

濮冬燕

021-68407301  
 pudy@cmschina.com.cn  
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
 S1090515090001

郑恺

021-68407559  
 zhengkai1@cmschina.com.cn  
 S1090514040003

公司经历了3年的艺术培训业务培育,艺术培训、音乐启蒙教育2017年有望守得云开见月明,我们看好国内尤其是城镇素质教育需求前景,2017-2019年EPS分别为0.14、0.16、0.17元,维持“强烈推荐-A”。

- **2016年净利润同比增长7.5%,符合预期。**公司16年实现销售收入3.89亿元,营业利润3081万元,净利润3330万元,同比分别增长5.5%、1.5%、7.5%。每股收益0.13元。分配预案:每10股派发现金红利0.25元(含税)。
- **技术积累支撑品牌优势。**公司从生产钢琴配件到钢琴精品制造商,不断积累技术,产品研发设计获得国际多项知名奖项(2012-2014年斩获MMR奖项,15年获得MMR终身成就奖),同时董事长陈海伦夫妇获得了16年的“熊彼特奖”,这是中国企业家首次荣获此项大奖,公司品牌价值已获得国际认可。
- **费用先行开辟艺术培训业务。**近年受二手钢琴影响,2015年国内钢琴产量35.73万架,同比减少2.35%。而公司2016年钢琴销量同比增加7.39%,主要受益于品牌积累逐渐得到客户的认可。同时艺术培训新业务也在孵化过程中:公司“6+1”海伦智能钢琴教室去年已进入推广阶段;智能钢琴自14年底开始自主开发已进入加速阶段;17年公司开展维也纳EMP音乐启蒙项目。新业务的展开短期导致公司单季度费用率有所提升(营业费用率+管理费用率 Q1: Q2: Q3: Q4=17.8%: 19.9%: 20.8%: 22.3%)。
- **线下艺术教育培训投资项目稳步整合过程中。**公司自14年开始通过参股方式与国内艺术培训机构合作,从中筛选优质企业未来进行深度整合,致力于打造综合性、品牌性、专业性、全国性的艺术教育培训品牌。目前公司培训项目整合在稳步推进中。
- **维持“强烈推荐-A”。**公司经历了3年的艺术培训业务培育,艺术培训、音乐启蒙教育2017年有望守得云开见月明,我们看好国内尤其是城镇素质教育需求前景,2017-2019年EPS分别为0.14、0.16、0.17元,维持“强烈推荐-A”;
- **风险提示: 艺术培训项目进展低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	369	389	428	468	509
同比增长	5%	5%	10%	9%	9%
营业利润(百万元)	30	31	34	38	42
同比增长	12%	1%	11%	12%	11%
净利润(百万元)	31	33	36	40	43
同比增长	21%	7%	9%	9%	9%
每股收益(元)	0.12	0.13	0.14	0.16	0.17
PE	111.5	103.7	95.4	87.3	80.3
PB	4.5	4.3	4.2	4.0	3.9

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	369	389	428	468	509
营业成本	264	287	310	337	364
营业税金及附加	3	5	5	5	6
营业费用	21	29	32	35	38
管理费用	51	50	55	60	66
财务费用	(1)	(4)	(1)	(0)	1
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	0	9	9	9	9
<b>营业利润</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>42</b>
营业外收入	7	7	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>49</b>
所得税	5	4	5	5	6
净利润	31	33	36	39	43
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>31</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>43</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.13</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>	<b>0.17</b>

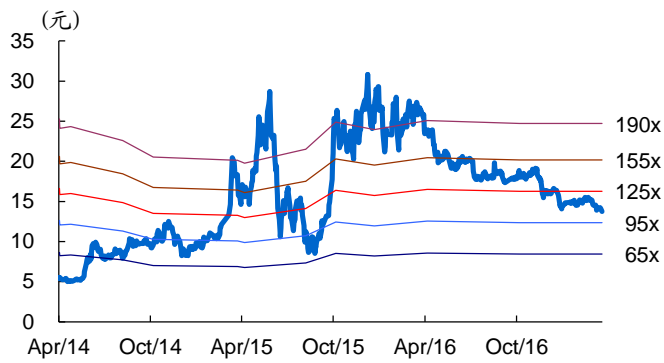
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	92	102	83	97	100	109
营业毛利	27	27	22	26	25	29
营业费用	4	8	5	6	8	11
管理费用	12	16	10	13	13	14
财务费用	-2	0	-1	-1	-1	-1
投资收益	0	0	3	2	2	2
营业利润	11	5	10	9	6	6
归属母公司净利润	9	6	9	9	8	7
<b>EPS (元)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>
<b>主要比率</b>						
毛利率	29.6%	26.7%	27.1%	26.9%	25.3%	26.1%
营业费用率	4.8%	7.7%	5.5%	6.4%	7.5%	9.7%
管理费用率	13.5%	15.4%	12.3%	13.5%	13.3%	12.6%
营业利润率	11.6%	4.9%	12.6%	9.3%	5.6%	5.2%
有效税率	15.2%	11.7%	14.9%	18.4%	17.1%	-16.6%
净利率	9.8%	6.3%	10.8%	9.2%	8.4%	6.4%
<b>YoY</b>						
收入	-0.8%	6.3%	-3.5%	7.9%	9.4%	7.3%
归属母公司净利润	101.2%	-9.9%	31.2%	1.4%	-6.5%	9.7%

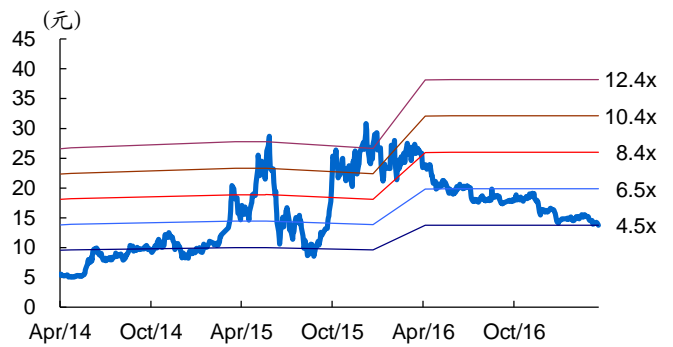
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 海伦钢琴历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 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 )—公司教育培训业务 2017 年有望守得云开见月明》2016-11-24
- 2、《海伦钢琴 ( 300329 ) —智能钢琴研发助推线上、线下双渠道发展美学教育》2016-04-25
- 3、《海伦钢琴( 300329 )—美学教育引领教育改革 社会美育资源加速整合》2015-09-29

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	637	670	678	689	722
现金	335	149	108	68	48
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	12	12	13	14	15
应收款项	92	89	98	107	116
其它应收款	2	4	5	5	5
存货	178	174	189	205	221
其他	19	242	266	290	316
<b>非流动资产</b>	252	259	289	316	340
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	196	183	233	262	288
无形资产	25	24	21	19	17
其他	25	46	29	29	28
<b>资产总计</b>	<b>890</b>	<b>929</b>	<b>968</b>	<b>1005</b>	<b>1062</b>
<b>流动负债</b>	112	121	130	139	165
短期借款	6	9	10	10	27
应付账款	42	52	56	61	66
预收账款	3	4	5	5	5
其他	61	56	59	63	66
<b>长期负债</b>	0	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	<b>112</b>	<b>125</b>	<b>133</b>	<b>142</b>	<b>168</b>
股本	251	251	251	251	251
资本公积金	350	350	350	350	350
留存收益	172	199	229	258	289
少数股东权益	4	4	4	4	4
归属于母公司所有者权益	773	800	830	859	890
<b>负债及权益合计</b>	<b>890</b>	<b>929</b>	<b>968</b>	<b>1005</b>	<b>1062</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	46	42	5	12	16
净利润	31	33	36	40	43
折旧摊销	18	20	19	24	26
财务费用	1	(2)	(1)	(0)	1
投资收益	(0)	(9)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(11)	8	(41)	(42)	(44)
其它	7	(8)	(0)	(0)	(0)
<b>投资活动现金流</b>	(44)	(276)	(41)	(41)	(41)
资本支出	(27)	(18)	(50)	(50)	(50)
其他投资	(17)	(259)	9	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	170	13	(5)	(11)	5
借款变动	(34)	11	1	0	17
普通股增加	117	0	0	0	0
资本公积增加	89	0	0	0	0
股利分配	(4)	(6)	(6)	(11)	(12)
其他	1	8	1	0	(1)
<b>现金净增加额</b>	<b>172</b>	<b>(221)</b>	<b>(41)</b>	<b>(40)</b>	<b>(20)</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	369	389	428	468	509
营业成本	264	287	310	337	364
营业税金及附加	3	5	5	5	6
营业费用	21	29	32	35	38
管理费用	51	50	55	60	66
财务费用	(1)	(4)	(1)	(0)	1
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	0	9	9	9	9
<b>营业利润</b>	30	31	34	38	42
营业外收入	7	7	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	36	37	41	45	49
所得税	5	4	5	5	6
<b>净利润</b>	31	33	36	39	43
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	31	33	36	40	43
<b>EPS (元)</b>	0.12	0.13	0.14	0.16	0.17

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	5%	5%	10%	9%	9%
营业利润	12%	1%	11%	12%	11%
净利润	21%	7%	9%	9%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.3%	26.3%	27.5%	28.0%	28.4%
净利率	8.4%	8.6%	8.5%	8.5%	8.4%
ROE	4.0%	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%
ROIC	3.2%	2.8%	3.4%	3.7%	4.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	12.6%	13.4%	13.8%	14.1%	15.9%
净负债比率	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	2.6%
流动比率	5.7	5.5	5.2	5.0	4.4
速动比率	4.1	4.1	3.8	3.5	3.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
应收帐款周转率	4.1	4.3	4.6	4.6	4.6
应付帐款周转率	5.8	6.1	5.8	5.8	5.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.12	0.13	0.14	0.16	0.17
每股经营现金	0.18	0.17	0.02	0.05	0.06
每股净资产	3.08	3.18	3.30	3.42	3.54
每股股利	0.02	0.03	0.04	0.05	0.05
<b>估值比率</b>					
PE	111.5	103.7	95.4	87.3	80.3
PB	4.5	4.3	4.2	4.0	3.9
EV/EBITDA	3.4	3.5	2.9	2.5	2.2

## 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**，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

**濮冬燕**，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**李宏鹏**，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**郭庆龙**，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

## 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，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见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。