

知音文化 (831767) 2017 年中报点评

收入利润快速增长，深度布局艺术培训

2017 年 8 月 25 日

投资要点

- ❖ **收入利润快速增长。**知音文化 2017 年上半年收入为 2.11 亿元，同比增长 19.75%；归属于挂牌公司股东净利润为 1074 万元，同比增长 48.79%；归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 850 万元，同比增长 53.10%。2017 年上半年毛利率 23.95%，同比增长 1.77pcts；管理费用率 12.27%，同增 3.56pcts；销售费用率 5.92%，同降 2.74pcts。
- ❖ **知音文化是业内领先的艺术教育培训服务提供商。**公司主营业务以第三方品牌的钢琴及其他乐器销售、自有品牌“圣卡罗”的钢琴及其他乐器的制造和销售为主，同时提供艺术教育培训服务。乐器销售业务以经销施坦威、雅马哈、珠江钢琴等第三方品牌乐器制造商的乐器为主，采用直营门店销售以及网络销售相结合的直销模式，并提供后续的质保服务。培训服务业务主体为全资子公司上海天域艺术教育有限公司，自主研发音乐教学课程，面向音乐爱好者开展艺术类培训业务。知音文化 2016 年营业收入为 4 亿元，同比增长 20.29%，归母净利润为 1420 万元，同比下降 18.09%，毛利率为 21.32%，同比增长 1.92pct；2016 年钢琴销售、其他乐器销售、教育培训服务、其他业务收入分别为 2.60 亿元、9925 万元、3487 万元、468 万元，占比分别为 65.27%、24.83%、8.72%、1.17%。
- ❖ **乐器销售业务：线下+线上整合营销优势，销售收入快速增长。**(1) 实体店数量增长，满足中高端消费者线下体验需求：公司实体店主打中高档品牌，与乐器制造行业内著名品牌例如施坦威、雅马哈、珠江等确定了长期、稳定的合作关系。2017 年上半年，公司新开 2 家门店，目前共有 22 个零售门店，分布在上海和江苏。(2) 线上渠道持续建设，扩大销售覆盖范围：公司自 2013 年设立电商部，经过四年多的运行，建立了比较稳定的电商团队，已经在淘宝、天猫、京东、亚马逊等成立线上零售店，主打入门级乐器，线上销售额已经取得快速增长。网络销售弥补了公司实体门店数量以及分布区域上的不足，使得公司销售业绩快速增长。
- ❖ **教育培训业务：积极扩增培训中心，持续加大音乐课程的投入与研发。**(1) 2015 年年底公司成立上海天域艺术教育有限公司，主营艺术培训业务。天域培训成立后，公司逐步将多年经营的民办非盈利性企业上海知音音乐艺术专修学校的业务导入其中，目前新公司发展良好，招生情况稳定。2016 年天域公司实现营业收入 3000 多万元，2017 年上半年实现营业收入 2000 多万元。目前拥有 20 个教学培训中心，预计未来培训中心数量将进一步扩增。(2) 公司持续加大投入研发音乐教学课程，依靠全职课程开发教师，和聘请音乐学院、师范学院的专家、教授共同开发培训开发、完善音乐教育启蒙课程、配套教材，搭建音乐艺术教育网络平台及移动端软件。2017 年上半年投入研发费用 197 万元，同比增长 160.86%。已经研发完成的“知音宝贝课程”已经开始对外招生。
- ❖ **风险因素。**经营地域相对集中的风险、供应商集中度较高的风险。
- ❖ **估值分析。**知音文化目前约 2.29 亿元的市值对应 2016/TTM PE 约为 16X/13X。

项目/年度	2013	2014	2015	2016	2017H1
营业收入(百万元)	276.48	316.49	332.28	399.70	211.46
营业收入增长率 YoY	2.65%	14.47%	4.99%	20.29%	19.75%
归母净利润(百万元)	42.36	11.14	17.33	14.20	10.74
归母净利润增长率 YoY	467.02%	-73.71%	55.63%	-18.09%	48.79%
每股收益 EPS(基本)(元)	5.30	0.27	0.37	0.17	0.13
PE	5	21	13	16	N/A

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 8 月 24 日收盘价



无评级

当前价：2.74 元

目标价：N/A

中信证券研究部

刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

执业证书编号：S1010516050001

相对指数表现



主要数据

公司成立日期	1997-01-17
新三板挂牌日期	2015-01-21
新三板做市日期	2015-05-20
总股本/流通股本	83.68/34.53 百万股
近 12 月最高/最低价	3.72 元/2.58 元
近 1 月绝对涨幅	-1.79%
近 6 月绝对涨幅	-3.29%
今年以来绝对涨幅	-22.21%
12 个月日均成交额	0.02 百万元

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业知音文化（831767），按照企业公告信息，知音文化的股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。