

## 多喜爱(002761)公司深度报告

获知名动漫IP授权进军儿童家纺  
 掘金IP衍生品打造整合运营服务商  
 买入(首次)

2016年8月17日

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	596.49	630.00	660.00	710.00
(+/-)(%)	-11.25	5.62	4.76	7.58
净利润(百万元)	37.25	45.21	47.63	50.99
(+/-)(%)	-17.60	21.37	5.37	7.05
EPS(元)	0.31	0.38	0.40	0.42
P/E	136.98	121.44	115.25	107.66

## 投资要点

- 多喜爱是纺织服装市场的新秀，打造HBDIY平台，提供个性化定制相关产品，由T恤切入，逐渐扩展至杯子、保证、手机壳、购物袋等标准化程度较高的产品，满足消费者个性化定制需求。在产品的营销及销售渠道上，有望与自带流量的互联网视频节目、开发商等合作提供供应链支持及运营相关服务，拓展变现渠道，实现共赢。
- 公司获得了樱桃小丸子、海底小纵队等知名动漫IP的授权，为国内较早进军儿童家纺的生产商。国内儿童家纺市场有望迎来拐点，百亿市场有待开发，多喜爱有望充分利用相关动漫IP的授权、打造深受广大父母、儿童喜爱的家纺产品。
- 在充分利用知名动漫IP开发衍生家纺、服装产品的基础上，公司有望成为IP授权运营服务商。在IP衍生品产业链上，链接IP版权方、设计开发商、生产商等，提供IP授权运营的整合服务，掘金IP衍生品授权市场。

## 投资建议

儿童家纺、IP衍生消费品市场空间巨大，公司具有先发优势，有望成为IP授权运营服务商，预计16-18年EPS分别为0.38, 0.40, 0.42元，对应PE为121, 115, 108，看好公司长期发展前景，首次覆盖给予买入评级。

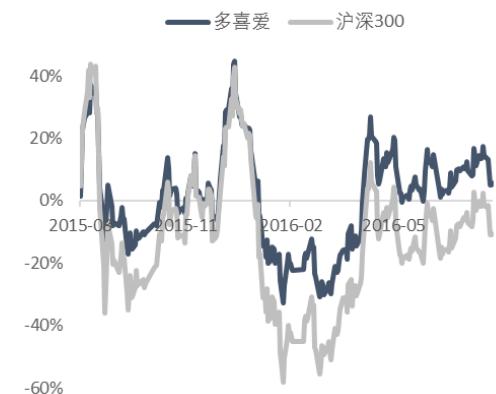
## 风险提示

家纺业务成本不断上升的风险  
 版权保护环境、盗版等影响公司业绩

首席证券分析师 张良卫  
 执业资格证书号码：S0860514040001  
 zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 唐思思  
 执业资格证书号码：S1220116020111  
 tangss@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	45.79
一年最低价/最高价	24.27/54.94
市净率(倍)	7.25
流通A股市值(亿元)	25.22

## 基础数据

每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	27.13
总股本(百万股)	120
流通A股(百万股)	55

## 相关研究

## 目录

1. 定位二三线城市的家纺新秀，转型预期强烈，锐意进取.....	4
1.1. 差异化竞争，行业空间巨大 .....	4
1.2. 家纺行业逐步走向成熟，市场空间较大.....	6
1.3. 渠道充分下沉，在二三线城市具有较强优势 .....	7
2. 布局粉丝经济，打造明星周边产品及 HBDIY 互 联网电商平台 .....	7
2.1. “知名 IP 衍生品”运营服务商计划 .....	8
2.2. 致力于成为 IP 衍生品的运营服务商 .....	8
3. 多喜爱未来发展核心逻辑.....	9
3.1. 基于供应链整合优势、培育网络营销团队打造个性化 定制平台 .....	9
3.2. 获得知名动漫 IP 授权，进军儿童家纺 .....	11
3.2.1. 儿童家纺市场或迎拐点，百亿市场尚待开发 .....	11
3.2.2. 儿童家纺广阔蓝海尚待开发，多喜爱有先发优势 .....	12
3.3. 成为 IP 授权运营商，享 IP 授权市场红利 .....	14

## 图表目录

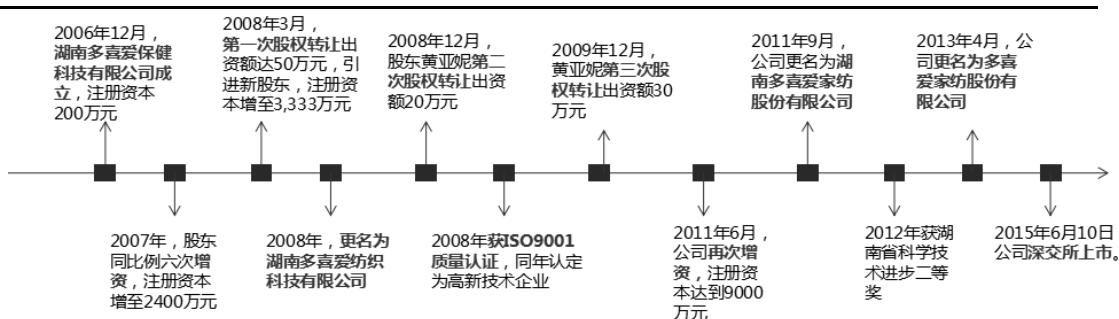
图表 1: 多喜爱公司历程.....	4
图表 2: 多喜爱公司股权结构示意图.....	4
图表 3: 多喜爱 2015 年营收达 5.96 亿元，同比下降 11.25% .....	5
图表 4: 2015 年多喜爱套件类产品占比 5 成以上.....	5
图表 5: 多喜爱各类产品毛利率总体上升.....	6
图表 6: 家用纺织品行业发展四个阶段.....	6
图表 7: 国内家纺企业比较.....	7
图表 8: 多喜爱以整合供应链和连接知名 IP 为基础开发衍生品.....	8
图表 9: HBDIY 官网可定制各类周边产品.....	10
图表 10: 微博上发起的“给总统送 T 恤”的活动.....	11
图表 11: 2006—2014 年中国 0—14 岁人口数量及增长率.....	12
图表 12: 2015 年中国青年人口分布.....	12
图表 13: 中国儿童家纺市场在百亿级.....	12
图表 14: 宜家有专门的儿童部，专门针对儿童的家居产品种类丰富.....	13
图表 15: 中国市面上部分儿童家纺产品示例.....	13
图表 16: 多喜爱正版卡通授权产品相关儿童家纺产品.....	14
图表 17: 多喜爱樱桃小丸子相关授权产品.....	14
图表 18: 2015 年全球授权品类分布 .....	15

## 1. 定位二三线城市的家纺新秀，转型预期强烈，锐意进取

### 1.1. 差异化竞争，行业空间巨大

多喜爱前身为湖南多喜爱保健科技有限公司，于 2006 年 12 月 21 日成立，后来经过多次增资和股权转让，于 2011 年 9 月 5 日正式更名为湖南多喜爱家纺股份有限公司，主营业务为家用纺织。公司于 2015 年 6 月 10 日于深交所上市。

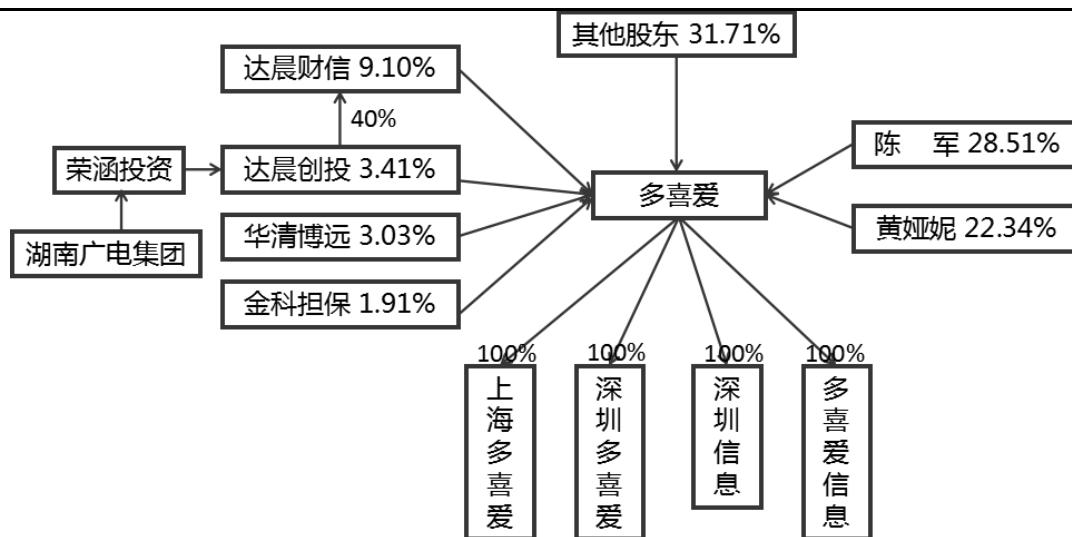
图表 1：多喜爱公司历程



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司的主要控股人为陈军、黄亚妮，而排名前十的其他重要股东中，达晨财信、达晨创投分别以现金 448 万元、168 万元投资多喜爱，其中达晨创投拥有达晨财信 40% 的股权。2015 年，达晨财信作为多喜爱 IPO 主要发起人持股 12.13%，达晨创投持股 4.55%。截至目前，达晨创投和达晨财信分别持有多喜爱 3.41%、9.10% 的股权。达晨创投的股东荣涵投资的控股股东是湖南广电集团，作为国内首屈一指的大型传媒集团，旗下有大量的电视剧、综艺节目、明星资源。

图表 2：多喜爱公司股权结构示意图



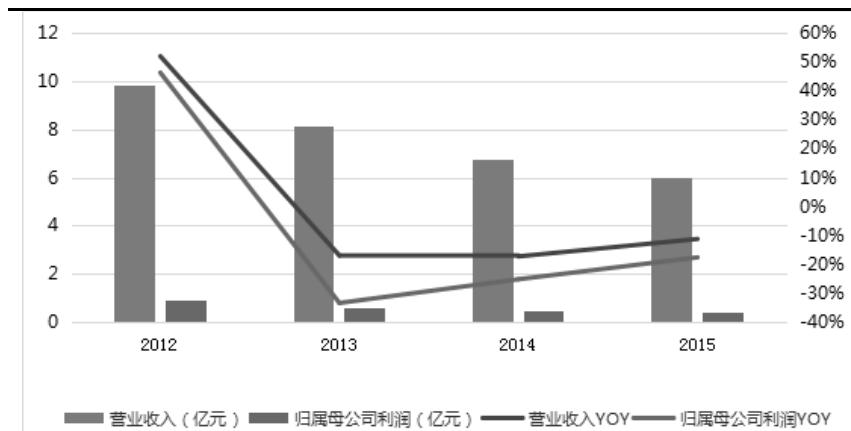
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司近年来主业疲软，转型迫在眉睫

公司主营业务包括以芯类产品和套件类产品为主的家纺用品的设计研发、外包生产、品牌推广、渠道建设和销售业务，主要侧重于品牌的推广、产品的开发设计以及销售渠道的拓展。经过过年的发展，多喜爱已经具备行业领先的自主研发设计能力、拥有严格的供应商筛选机制、完善的生产控制体系、强大的渠道建设能力及健全的销售服务体系。不同于梦洁、富安娜等定位相对高端的家纺公司，多喜爱主要定位二三线城市甚至更低级别的市场，目标人群主要是年轻人，为他们提供性价比高的产品。

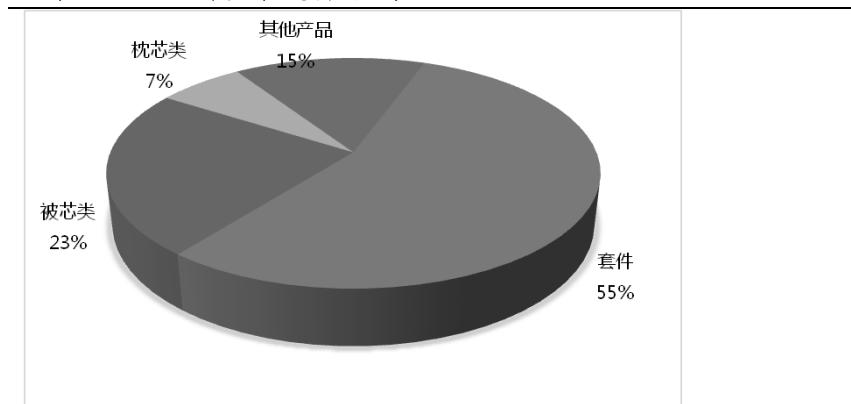
多喜爱 2015 年营业收入达 5.96 亿元，同比减少 11.25%，归属母公司净利润为 0.37 亿元，同比减少 17.60%。从 2013 年开始，多喜爱营收减弱，公司业务一度缩水，盈利能力下降。公司的产品主要包括套件、被芯类、枕芯类和其他产品，其中套件类产品占比 5 成以上，但近几年逐年下滑，而被芯类和枕芯类占比小幅上升。多喜爱整体盈利能力减弱最主要是因为公司的目标客户人群是二三线甚至更低城市的年轻消费群体，随着网购率不断提升并渗透到二三线城市，改变了这个消费群体的消费习惯，他们追求更丰富的款式同时要求更低廉的价格，而网购很好的满足了这个消费特点，从而使得多喜爱的线下渠道受到严重的挑战。

**图表 3：多喜爱 2015 年营收达 5.96 亿元，同比下降 11.25%**



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

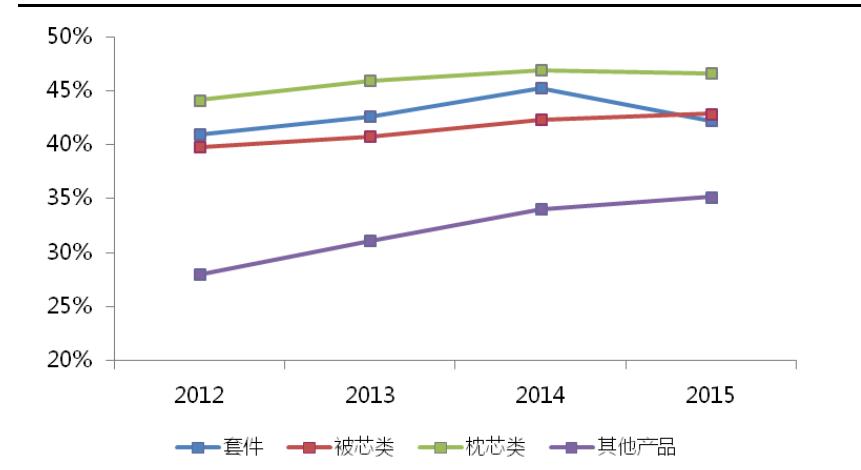
**图表 4：2015 年多喜爱套件类产品占比 5 成以上**



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

从公司毛利率来看，其中套件类毛利率在 2015 年有轻微下降，被芯类、枕芯类和其他产品毛利率一直处于轻微增长状态。

图表 5：多喜爱各类产品毛利率总体上升



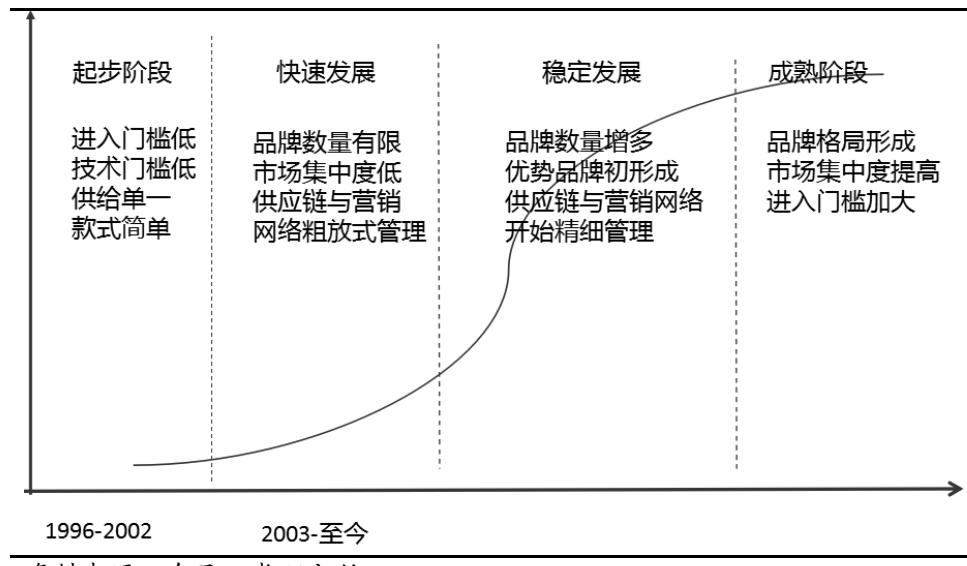
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

目前我国家用纺织品行业仍处于成长阶段，家用纺织企业规模不断扩大，自主品牌不断形成，行业内的龙头企业不断布局，积极寻求自身优势。

## 1.2. 家纺行业逐步走向成熟，市场空间较大

根据中国家用纺织品行业协会调查结果显示，按发达国家的标准，家用纺织品、产业用纺织品、服装三类消费各占市场消费总量的三分之一，而我国的家用纺织品消费仍低于三分之一，根据发达国家家纺用品消费的发展历史以及未来发展趋势来看，我国家用纺织用品行业还存在着巨大的发展空间。

图表 6：家用纺织品行业发展四个阶段



资料来源：东吴证券研究所

目前，我国家用纺织品行业在品牌经营及渠道建设方面仍然有缺陷。家用纺织品行业市场集中度仍然比较低，品牌培育和行业整合处于初始阶段，无品牌仍占据较大的市场（尤其大量知名度较低的电商品牌），主要品牌家纺企业的市场份额仍然较少，虽然国内涌现出一批品牌家用纺织品企业以及家用纺织品行业格局初步显现，如罗莱、富安娜、梦洁、多喜爱等，但在绝对数量上仍显单薄。此外，主要品牌的渠道网点设置具有一定的区域性，如罗莱、富安娜、梦洁等上市企业的渠道数量仍低于国内服装、运动、鞋类等行业的龙头企业，而且罗莱家纺的销售区域主要集中在华东地区，富安娜的销售主要在华南和华东地区，梦洁家纺的销售范围则在华中区域，多喜爱公司则着眼于华中和华东地区的二三线城市，在全国范围内还未出现在地域上占绝对优势的企业。

图表 7：国内家纺企业比较

比较项目	罗莱	富安娜	梦洁	多喜爱
目标客户	一、二线城市中高端消费群体为主	一、二线城市中高端消费群体为主	一、二线城市中高端消费群体为主	二、三线城市中低端消费群体为主
旗下品牌	"罗莱" "LOVO" "雪瑞丹" "乐优家" "尚玛可" "罗莱儿童"	"富安娜" "维莎" "馨而乐" "圣之花" "酷其智"	"梦洁" "寐" "梦洁宝贝" "梦洁床垫" "平实美学" "觅"	"多喜爱" "MMK"
销售渠道	直营与加盟并重，逐步发展网络销售渠道	直营与加盟并重，逐步发展网络销售渠道	直营与加盟并重，逐步发展网络销售渠道	加盟为主，直营、网络销售等其他渠道为辅
销售渠道分布	销售渠道华东地区占比最高，主要分布在一、二线城市	销售渠道华南地区占比最高，主要分布在一、二线城市	销售渠道华中地区占比最高，主要分布在一、二线城市	销售渠道华中地区占比最高，主要分布在二、三线城市
销售渠道	直营与加盟并重，逐步发展网络销售渠道	直营与加盟并重，逐步发展网络销售渠道	直营与加盟并重，逐步发展网络销售渠道	加盟为主，直营、网络销售等其他渠道为辅

资料来源：东吴证券研究所，Wind

### 1.3. 渠道充分下沉，在二三线城市具有较强优势

知名家纺上市企业的销售渠道较多分布在一二线城市，地级市、县级市以及乡镇一级的确仍然存在一定的市场空白，面临外资品牌等的激烈竞争。可以预见，国内家纺行业的行业集中度在未来几年会逐步提高，随着城镇化步伐的加快及人均可支配收入的提高，二三线城市市场区域具有较大的发展潜力。多喜爱在二三线城市的开发和维护上具有优势，坚持渠道下沉，同时在这一领域的渠道建设、品牌塑造上都有明显的先发优势。

## 2. 布局粉丝经济，打造明星周边产品及 HBDIY 互联网电商平台

粉丝经济如日中天，最近大热的新生代偶像鹿晗、杨洋和 TFboys 等明星，实际也可看成热门 IP，他们颠覆了传统偶像明星塑造和走红模式，走红的渠道不仅包括传统的开发布会、出专辑、赶通告模式，更重要的是依托新浪微博等社交网络应用与粉丝线上互动，迅速蹿红并吸附大量忠诚粉丝。鹿晗微博评论数创吉尼斯世界纪录，杨洋和 TFboys 每条微博

也至少十几万量级转发，另一方面则展现出粉丝效应强烈，基于互联网基础的吸粉打破了区域限制，也为粉丝帝国的形成提供了优渥的土壤。

## 2.1. “知名 IP 衍生品”运营服务商计划

在明星粉丝显示出强大的消费能力背景下，多喜爱着眼于粉丝经济，发展互联网垂直电商业务发展计划积极打造“知名 IP 衍生品”运营服务商，并推出 HBDIY 互联网平台计划。

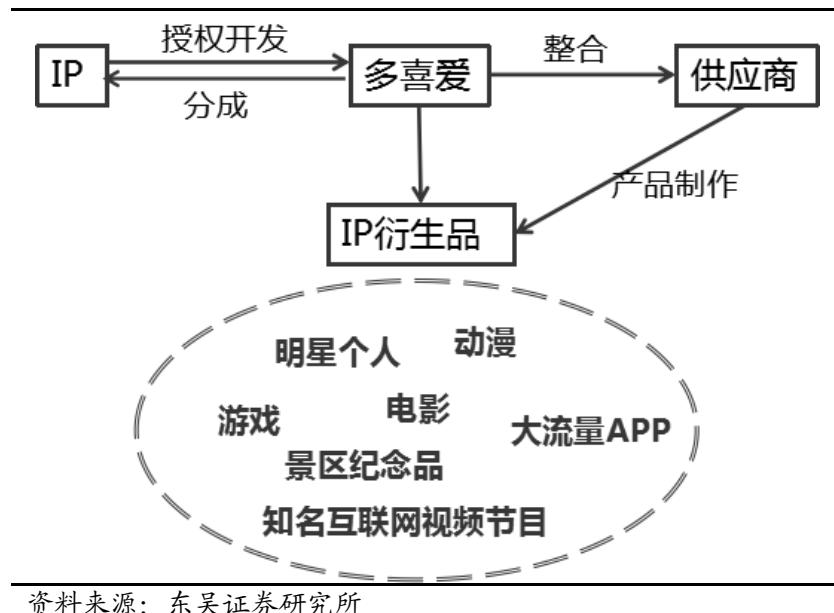
“知名 IP 衍生品”运营服务商计划是公司在 2016 年通过打造知名 IP 联接平台，成为中国从事衍生品服务的上市公司，成为专业的知名 IP 运营商和服务商。公司正在与互联网各大知名 IP 如明星艺人、音乐平台、视频平台、游戏平台、二次元平台、社交平台进行衍生品运营服务方面的合作。

而公司的 HBDIY 互联网平台是国内首创的网络个性化高品质产品订购平台，采用全工艺生产链配合定制化的生产模式，开发以图形为主的相关衍生品，以 T 恤为主要载体，涵盖床品，抱枕，环保袋，手机壳等一些列产品，满足个性化高品质的订购需求。该平台目前已经投入运营。

## 2.2. 致力于成为 IP 衍生品的运营服务商

多喜爱目前着眼于打造知名 IP 连接平台从而实现 IP 资源的变现，IP 涵盖的面极为广泛，包括明星个人、电影、游戏、动漫、大流量 APP、知名互联网视频节目、甚至景区纪念品等等。多喜爱拥有优秀的供应链基础和丰富的明星资源，与已有 IP 深度合作，扮演服务商角色，通过供应链整合和外包生产，开发出质量高、价格合理的周边产品，与 IP 拥有者和平台分成盈利。

图表 8：多喜爱以整合供应链和连接知名 IP 为基础开发衍生品



资料来源：东吴证券研究所

多喜爱为 IP 衍生品的开发模块，包括明星个人品牌的创造或者影视 IP 定制周边的开发，同时多喜爱主要负责供应链的整合，旗下产品均由欧洲设计并外包生产，致力于高品质高性价比的 IP 衍生品，未来有望成为集全 IP 衍生品开发为一体的知名 IP 衍生品运营服务商。

在公司目前拥有的 IP 资源中，明星 IP 是主要大类，包括鹿晗、李易峰、吴亦凡、李宇春等众多一线明星，公司以接手一线明星 IP 为主，目的是为了占领行业制高点，未来特别有潜力的明星也会进入到相关衍生品的设计与开发行列中。

目前主要的衍生产品仍然是荧光棒、T 恤、抱枕等明星周边。其他 IP 则包括动漫、游戏、电影等，其中游戏主要是虚拟产品变现。多喜爱股东之一达晨创投，其大股东荣涵投资的控股股东为湖南广电传媒集团，湖南广电传媒拥有大量的明星、综艺节目、电视剧等 IP 资源，有望实现良好的协同效应。IP 衍生品市场空间广阔，IP 周边产品既拥有普通商品的功能属性，通过与 IP 的结合，又有了情感价值属性，方便定位消费者群体，为产品销售提供新的增量。

### 3. 多喜爱未来发展核心逻辑

#### 3.1. 基于供应链整合优势、培育互联网营销团队打造个性化定制平台

公司于 6 月推出 HBDIY 电商平台，主打标准化程度较高的 DIY 设计（公司将由 T 恤切入，后期会逐渐增加杯子、保证、手机壳、购物袋等等标准化程度较高的产品）。其具体的商业模式如下：用户可以上传自己喜爱的图片，也可以使用平台内海量的第三方图片（图片会按主题/内容分类），或直接选择平台上入驻的设计师作品，还可以使用公司自主开发的 H5 页面/第三方 APP 自己生成个性图片，此外平台还会不定期的发起热门话题，举办创意设计比赛，从而生成或导入新的内容，并起到极好的导流作用。

以 T 恤为例，用户可以登录 HBDIY 的网站，从海量的图片里自己选择合适的、或者上传自己 DIY 的图片，而 HBDIY 网站则会提供完善的服务包括选择合适的 T 恤型号，提供烫画印染工艺，到完善的物流配送，便捷的支付，致力于提供一个让用户能自己 DIY 设计定制的专业平台。

图表 9: HBDIY 官网可定制各类周边产品

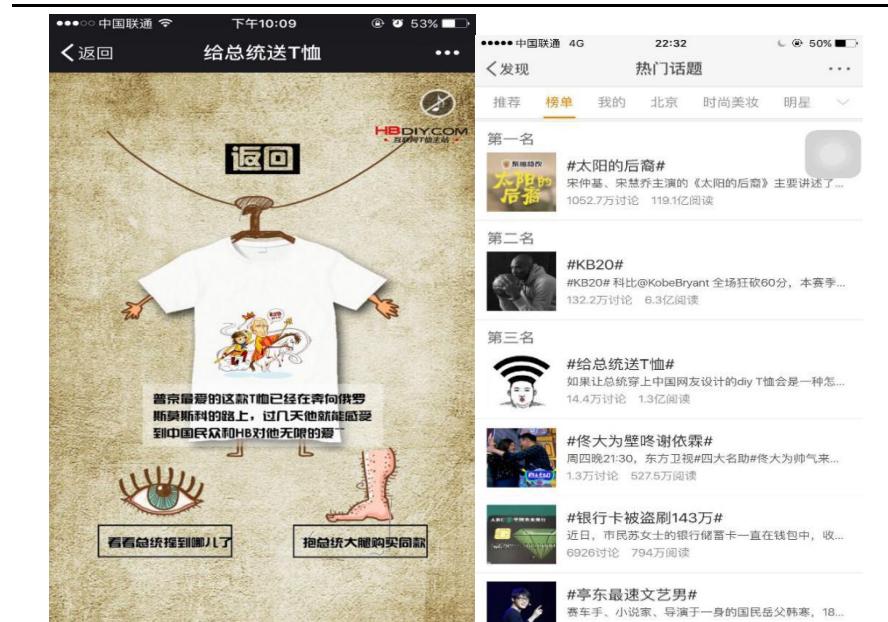


资料来源：公司官网，东吴证券研究所

个性化定制是符合未来的大趋势的，尤其对于 90 后、00 后甚至更年轻的用户群，更加追求多元化、个性化的产品，并且消费不仅仅意味着购买商品实用性，更是一种情感需求的满足，在这个过程中，消费者享受参与的乐趣，体会设计的成就感。以前段极为流行、风靡朋友圈的秘密花园涂鸦为例，用户大部分是成年人，所完成的操作也仅仅是把色彩填入相应的模块，但是通过底稿设计师的精心布局，大概率最终呈现的画面可以达到色彩斑斓，给予人视觉上的美感，也给予用户类设计师创作的自豪感。事实上，整个作品最难的环节是底稿的设计，也是决定最终画面格局的核心，通过解决最核心的底稿痛点（即普通用户无法独立完成的环节），使得用户跨过极低的门槛能参与到整个过程里。

除此以外，随着社交网络的普及以及移动互联网的发展，商品的丰富度大幅提升并且购物的方式越来越多种多样。近年来线下实体被线上电商大幅冲击，而线上传统的中心化搜索式电商也在慢慢被侵蚀，取而代之的是通过社交领域里的意见领袖/网红等角色建立与消费者之间的关系，进而推荐合适的商品给自己的粉丝。现在的社会正在从工业时代转向信息时代/数据时代，过去是“大生产+大零售+大渠道+大品牌+大物流”的概念，现在是各色各样小而美、个性化的产品/商品可以借助社交网络接触到自己的受众。HBDIY 平台的引流正是契合了目前移动互联网发展的方向，平台将通过社交网络引爆话题或者发起比赛，引发用户参与并导流至 HBDIY 的平台完成设计和销售。

图表 10：微博上发起的“给总统送 T 恤”的活动



资料来源：公开资料，东吴证券研究所

个性化定制并不是一个新鲜产物，但是由于过去电商的社交属性偏弱导致营销费用过高，单件定制生产成本过高导致供应链瓶颈明显，因而迟迟得不到大规模的发展。而多喜爱在家纺行业耕耘多年，公司并不自己生产家纺产品，而是侧重产品的设计研发、品牌运营以及渠道拓展，拥有多年整合供应链的经验。因而 HBDIY 平台所要求的互联网运作思维是完全嫁接在多喜爱供应链的优势基础之上的，这也是 HBDIY 平台区别于纯互联网项目的原因。

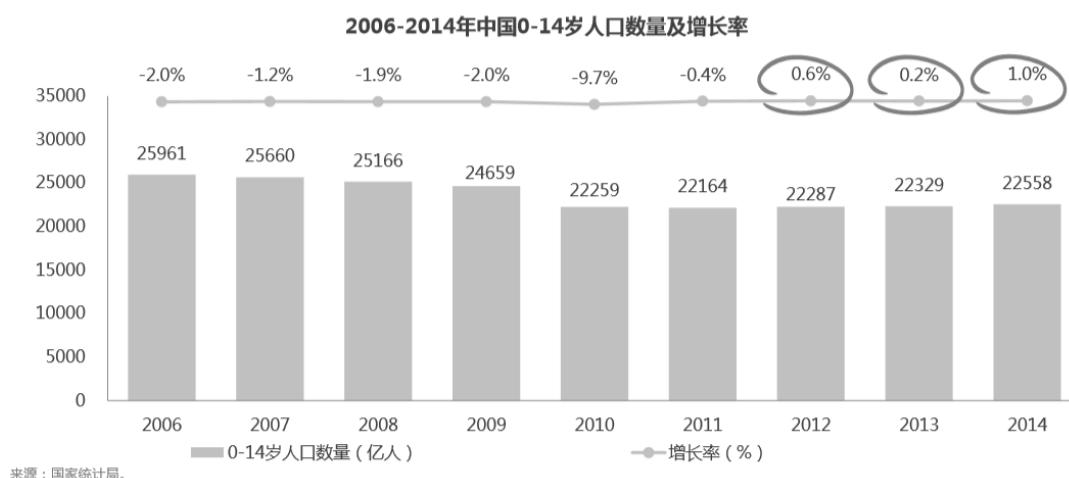
公司自 2015 年起投入了三千多万建设信息化项目，该项目通过对业务数据的集成管理来整合业务体系、优化业务流程，从而降低运营成本、提高运营效率，进一步扩大公司在供应链整合上的优势，未来有望为 HBDIY 的发展提供强有力的支撑。此外，争对新业务，公司将于 2016 年推进柔性供应链园区的建设，园区里将引进国际先进自动化设备，提高产品的品质，有效针对定制化服务所特有的需求变化快，产品款式多、批量少，想成短平快的高弹性生产体系。值得一提的是，公司虽然未来要在 T 恤的基础上开辟新的品类，包括抱枕、杯子、手机壳等等，但是基本全是标准化程度较高的定制，不涉及太多型号，不等同于完全的 DIY，因而生产的难度系数以及成本大幅降低，且东西定价相对便宜，更容易被消费者接受，市场空间巨大。

### 3.2. 获得知名动漫 IP 授权，进军儿童家纺

#### 3.2.1. 儿童家纺市场或迎拐点，百亿市场尚待开发

随着数量庞大的 80 后、90 后进入婚育高峰期，中国逐渐步入第四次婴儿潮。同时，中国 0-14 岁人口数量从 2012 年开始，增长由负转正，预计未来几年将维持正增长趋势。

图表 11：2006—2014 年中国 0—14 岁人口数量及增长率



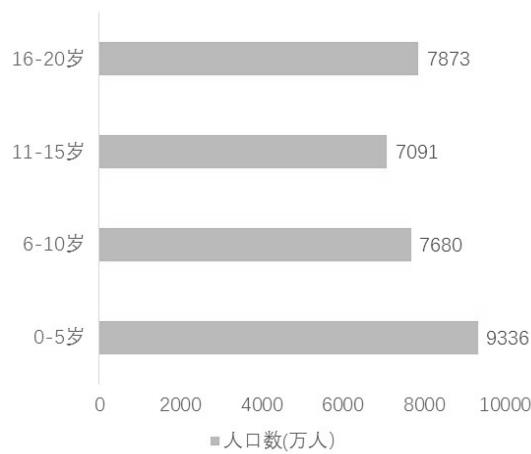
来源：国家统计局。

资料来源：国家统计局

儿童家纺相对成人家纺来讲，对品质要求更高，产品的设计也更为丰富。80、90后群体走向生育高峰，不同于60、70后，他们从小物质生活丰富，对产品个性化、及品质要求较高。中国的传统理念是“一切为了孩子”，海淘婴幼儿奶粉、纸尿裤、护肤品在中国热销便是一个例子，儿童家纺市场有望迎来爆发期。

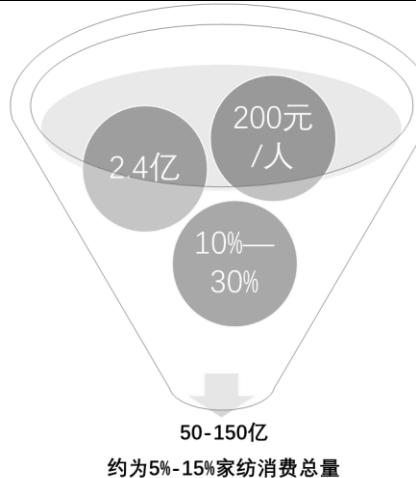
2015年中国家纺整体市场为1043亿，参考主流儿童家纺产品的相关售价，儿童家纺的市场约为50-150亿，占整体家纺市场的5%—15%，未来占比有望提升。

图表 12：2015 年中国青年人口分布



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 13：中国儿童家纺市场在百亿级



约为5%-15%家纺消费总量

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 3.2.2. 儿童家纺广阔蓝海尚待开发，多喜爱有先发优势

如全球知名的家具、家居零售商宜家将儿童家居、家纺作为一个重要的类目，单独列出来，予以开发。在欧美，为孩子选择个性化的服装、家具、家居产品早已是很普遍的事情。

图表 14：宜家有专门的儿童部，专门针对儿童的家居产品种类丰富



The screenshot shows the IKEA China website homepage. A red box highlights the '宜家儿童部' (IKEA Children's Department) link in the top navigation bar. Below the navigation, there are four categories: '幼儿 (325)', '儿童 (471)', '儿童 8-12 (280)', and '所有系列' (All Series). Each category has a corresponding image and a brief description.

- 幼儿 (325)**: 婴儿床, 婴儿床垫, 婴儿纺织品, 婴儿玩具, 储物家具, 婴儿餐具, 储物系列, 小型储物装置, 换衣桌和婴儿护理, 儿童灯具, 高脚椅, 安全。
- 儿童 (471)**: (Image of a teddy bear)
- 儿童 8-12 (280)**: 儿童床8-12, 儿童床垫8-12, 儿童专用纺织品8-12, 储物家具, 儿童用品8-12, 储物系列, 儿童照明8-12, 小型储物装置, 儿童桌椅8-12。
- 所有系列**: (Image of white children's furniture)

资料来源：宜家官网，东吴证券

相比之下，国内的家纺商，对儿童家纺的重视仍然不够，相关产品种类较少，难以满足消费者多样化选择需求，仍然有待开发。

图表 15：中国市面上部分儿童家纺产品示例



The screenshot displays three examples of children's bedding products:

- LOVO 罗莱公司出品 哆啦A梦卡通儿童全棉四件套 1.8米床-精彩的一天** (京东自营): ¥399.00
- 富安娜家纺 酷奇智 儿童四件套 卡通纯棉床单被套 全棉床品 快乐奶爸 蓝色 1.5米** (京东自营): ¥399.00
- 梦洁宝贝 儿童四件套纯棉公主床上用品床单三件套卡通全棉学生被套粉 兔芭蕾 三** (京东自营): ¥439.00

Below the products is the IKEA logo and the text '宜家家居'.

资料来源：京东、天猫、宜家官网

多喜爱作为家纺新秀，走在了同类家纺零售商的前面，获得了大量卡通形象的授权，例如日本的经典卡通形象，樱桃小丸子，BBC热播动画《海底小纵队》等相关授权。

图表 16: 多喜爱正版卡通授权产品相关儿童家纺产品



资料来源:天猫多喜爱旗舰店

图表 17: 多喜爱樱桃小丸子相关授权产品



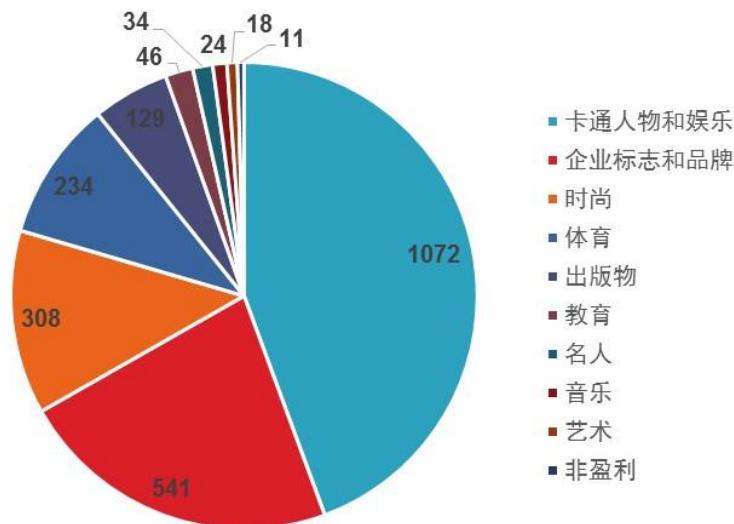
资料来源: 天猫多喜爱旗舰店, 东吴证券研究所

### 3.3. 成为 IP 授权运营商, 享 IP 授权市场红利

参考 LIMA 国际授权协会的数字, 2015 年商标名称、卡通人物、企业标志和品牌、知名的体育运动队等类别的零售总额约为 2517 亿美元, 比 2014 年增长 4.2%, 其中以娱乐、体育、出版和名人增长最为明显。

2015 年全球授权使用费收入增长 7.8%，达到 139 亿美元，而增长的主要因素包括零售额的增长、产品结构的变化和行业平均权利率从 8.2% 增加至 8.5% 等。卡通人物和娱乐处于首位，全球授权总额约 1071 亿美元。

图表 18：2015 年全球授权品类分布



资料来源：国际授权业协会，东吴证券研究所

中国授权行业起步晚，但发展速度惊人。7 年前，中国授权行业规模只有 20~30 亿美元，到了 2014 年，中国授权行业规模激增到 61 亿美元，以年均 20%~30% 的速度增长，远远超过全球整体 8% 的增长率。国际授权业协会(LIMA)主席查尔斯·瑞奥托表示，如果保持这样一个增长速度，预计到 2023 年，中国将跃升为世界第二大授权市场。

在充分利用知名动漫 IP 开发衍生家纺、服装产品的基础上，公司有望成为 IP 授权运营服务商。在 IP 衍生品产业链上，链接 IP 版权方、设计开发商、生产商等，提供 IP 授权运营的整合服务，掘金 IP 衍生品授权市场。

**资产负债表 (百万)**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>624.34</b>	<b>588.88</b>	<b>602.77</b>	<b>623.64</b>
现金	161.45	145.57	141.92	141.03
应收账款	46.25	35.90	40.32	43.78
其它应收款	6.54	8.73	9.14	9.79
预付款项	19.83	19.22	20.03	21.76
存货	222.26	212.50	223.83	239.66
其他	168.02	166.97	167.54	167.62
<b>非流动资产</b>	<b>306.43</b>	<b>375.15</b>	<b>421.21</b>	<b>466.01</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	236.23	325.63	372.97	419.02
无形资产	60.34	39.65	38.37	37.13
其他	9.87	9.87	9.87	9.87
<b>资产总计</b>	<b>930.77</b>	<b>964.03</b>	<b>1023.9</b>	<b>1089.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>198.24</b>	<b>186.29</b>	<b>198.61</b>	<b>213.28</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	77.95	67.52	70.88	76.89
其他	120.30	118.78	127.72	136.40
<b>非流动负债</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>298.24</b>	<b>286.29</b>	<b>298.61</b>	<b>313.28</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
股本	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	240.22	240.22	240.22	240.22
留存收益	272.31	317.52	365.16	416.15
<b>归属母公司股东</b>	<b>632.53</b>	<b>677.74</b>	<b>725.37</b>	<b>776.37</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>930.77</b>	<b>964.03</b>	<b>1023.9</b>	<b>1089.6</b>

**利润表 (百万)**

会计年度	2015	2016	2017E	2018
营业收入	596.49	630.0	660.00	710.0
营业成本	348.32	360.0	375.00	403.0
营业税金及附加	3.25	4.29	4.33	4.59
营业费用	129.09	140.5	145.74	157.3
管理费用	72.20	69.81	75.40	81.10
财务费用	-1.31	-1.65	-1.09	-0.97
资产减值损失	1.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.63	2.00	2.00	2.00
<b>营业利润</b>	<b>46.18</b>	<b>59.05</b>	<b>62.62</b>	<b>66.97</b>
营业外收入	3.40	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.25	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>49.32</b>	<b>59.05</b>	<b>62.62</b>	<b>66.97</b>
所得税	12.08	13.84	14.99	15.98
<b>净利润</b>	<b>37.25</b>	<b>45.21</b>	<b>47.63</b>	<b>50.99</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>37.25</b>	<b>45.21</b>	<b>47.63</b>	<b>50.99</b>
EBITDA	60.64	67.29	73.47	79.20
EPS(元)	0.31	0.38	0.40	0.42

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>	-0.11	0.06	0.05	0.08
营业收入	-0.08	0.28	0.06	0.07
营业利润	-0.18	0.21	0.05	0.07
<b>归属于母公司净利润</b>				
<b>获利能力</b>	0.42	0.43	0.43	0.43
毛利率	0.06	0.07	0.07	0.07
净利率	0.27	0.06	0.07	0.07
ROE(%)	0.06	0.07	0.07	0.07
ROIC(%)				
<b>偿债能力</b>	0.32	0.30	0.29	0.29
资产负债率(%)	0.16	0.15	0.14	0.13
净负债比率(%)	3.15	3.16	3.03	2.92
流动比率	2.03	2.02	1.91	1.80
速动比率				
<b>营运能力</b>	0.74	0.66	0.66	0.67
总资产周转率	13.74	6.07	0.00	0.00
应收账款周转率	8.45	7.37	0.00	0.00
应付账款周转率				
<b>每股指标 (元)</b>	0.31	0.38	0.40	0.42
<b>每股收益 (最新摊薄)</b>	0.27	0.56	0.49	0.51
<b>每股经营现金流</b>	5.27	5.65	6.04	6.47
<b>每股净资产</b>				
<b>估值比率</b>	136.98	121.4	115.25	107.6
P/E	8.07	8.10	7.57	7.07
P/B	83.12	80.92	74.15	68.80
EV/EBITDA	596.49	630.0	660.00	710.0

**现金流量表 (百万)**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>31.86</b>	<b>66.72</b>	<b>58.35</b>	<b>61.12</b>
净利润	37.25	45.21	47.63	50.99
折旧摊销	17.01	11.89	13.94	15.20
财务费用	0.00	4.00	4.00	4.00
投资损失	-2.63	-2.00	-2.00	-2.00
营运资金变动	-20.51	7.63	-5.22	-7.08
其它	0.73	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-263.7</b>	<b>-78.61</b>	<b>-58.00</b>	<b>-58.00</b>
资本支出	-107.7	-80.61	-60.00	-60.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	-156.0	2.00	2.00	2.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>210.02</b>	<b>-4.00</b>	<b>-4.00</b>	<b>-4.00</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	193.40	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	16.62	-4.00	-4.00	-4.00
<b>现金净增加额</b>	<b>-21.83</b>	<b>-15.88</b>	<b>-3.65</b>	<b>-0.88</b>

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 东吴证券投资评级标准：

##### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

##### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>