

**多喜爱 (002761)**
**推荐**
**行业：家纺**

## 主业企稳，溯游而上积极布局 IP 衍生品

公司是家纺企业后起之秀，定位大众市场突出时尚新潮，以华中二三线城市加盟店为主渠道。行业增速放缓背景下业绩企稳，电商快速成长，逐步配套产能提升供应链管理。解决 IP 变现痛点，以纺织品为载体推出 DIY 定制平台，携手明星 IP 打造周边产品，借力互联网和流行文化顺应消费品升级大趋势。

### 投资要点：

- ✧ **家纺行业保持个位数增长，市场高度分散，区域性明显。**2014 年我国家纺市场规模 2605 亿元，同比增 6%。家纺一方面耐用度高，消费频次低；另一方面功能性需求突出，追求高品质面料，要求产品抗菌防霉保暖透气，设计感和个性化需求弱化，由此形成高度同质化和极度分散化格局。公司以华中地区为核心，未来集中度有望进一步提升。
- ✧ **公司半年收入略超预期实现双位数增长，业绩企稳，电商渠道成长迅猛，自主产能逐步释放。**对直营渠道规模和形象进行升级，加强对加盟渠道管控，积极拓展团购渠道。长沙产业园建设推进顺利，开始贡献自主产能，引入自动化设备降低人工成本，缩短供应周期，维护品牌品质。
- ✧ **公司开拓定制化市场，双管齐下布局 IP 变现。**第一，依托 HBDIY 互联网平台，开发以 T 恤为主要载体，涵盖床品，抱枕，环保袋，手机壳等，以图形为个性化定制内容的相关衍生品。
- ✧ **第二，打造“知名衍生品”运营服务商，以纺织品为主载体，与各大知名 IP（明星/文学/动漫/游戏/电影/电视剧等）合作开发周边产品。**以明星 IP 为切入点，借力粉丝经济，背靠湖南广电传媒丰富 IP 资源，获正版授权设计、生产和营销周边产品。高频次高参与人数的各类明星活动（演出会、电影发布会、签售会、见面会等）和强粉丝羁绊催生高品质周边产品需求。
- ✧ **投资建议：**预测 2016-2018 年净利润 0.43/0.46/0.55 亿元，EPS 为 0.36/0.38/0.46 元，目标价 48.6 元，给予“推荐”评级。
- ✧ **风险提示：**终端销售低迷；转型不及预期；周边产品盗版风险。

### 主要财务指标

| 单位：百万元    | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入      | 596    | 647    | 709    | 791   |
| 收入同比(%)   | -11%   | 8%     | 10%    | 12%   |
| 归属母公司净利润  | 37     | 43     | 46     | 55    |
| 净利润同比(%)  | -18%   | 15%    | 7%     | 20%   |
| 毛利率(%)    | 41.6%  | 40.5%  | 40.0%  | 40.0% |
| ROE(%)    | 5.9%   | 6.4%   | 6.4%   | 7.2%  |
| 每股收益(元)   | 0.31   | 0.36   | 0.38   | 0.46  |
| P/E       | 140.78 | 122.86 | 114.70 | 95.90 |
| P/B       | 8.29   | 7.82   | 7.38   | 6.91  |
| EV/EBITDA | 84     | 95     | 83     | 70    |

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：高驰

S0960116030009

0755-82026810

gaochi@china-invs.cn

**6 - 12 个月目标价：** 48.6

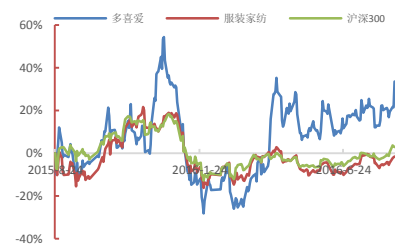
当前股价： 43.70

评级调整： 首次

### 基本资料

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 120   |
| 流通股本(百万股) | 55    |
| 总市值(亿元)   | 52    |
| 流通市值(亿元)  | 24    |
| 成交量(百万股)  | 1.26  |
| 成交额(百万元)  | 55.33 |

### 股价表现

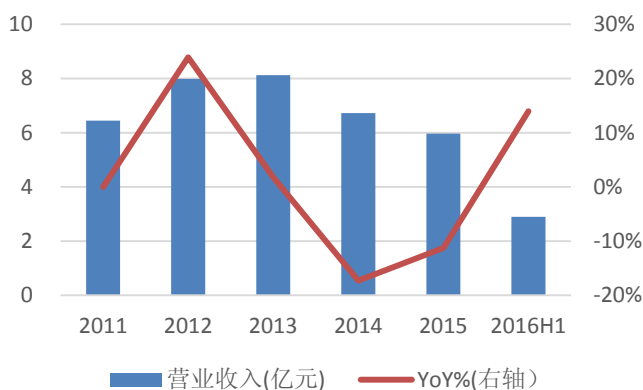


### 相关报告

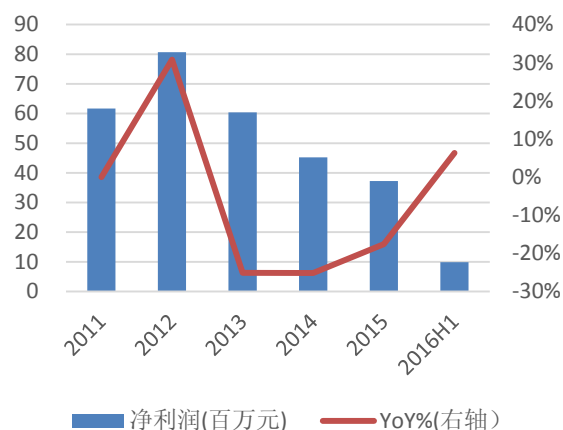
**事件：公司公告 2016 年上半年营业收入 2.89 亿元，同比增长 13.96%；归属上市公司股东的净利润 989.48 万元，同比增长 6.33%；扣非净利润 707 万，同比下降 16.07%。公司预计 2016 年 1-9 月净利润变动幅度在-25%至 10%之间。**

**上半年收入实现双位数增长，略超市场预期，计提存货减值致净利下降。**收入增长主要受益于套件类产品销售增长和电商渠道高速成长，上半年计提资产减值损失 143.95 万，同比增长 89.54%，导致扣非净利润下降。

**图 1 2016H1 营业收入恢复增长**



**图 2 2016H1 净利润略有上涨**

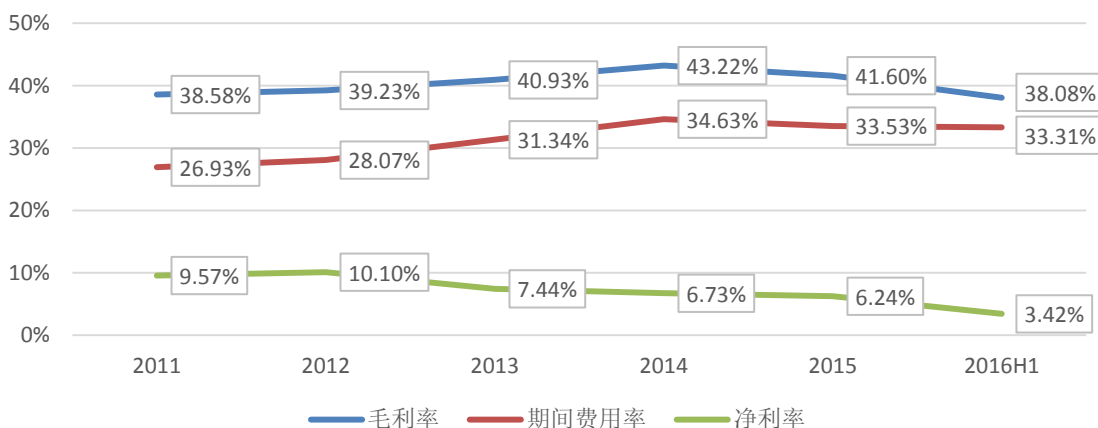


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

上半年毛利率 38.08%，同比下降 4.6%。主要是因为公司促销力度加大，主力产品套件类毛利率下降 7.74%，而销售增长了 19.52%，销售占比达到 56%。

**图 3 2016H1 毛利率下降导致净利率下降**

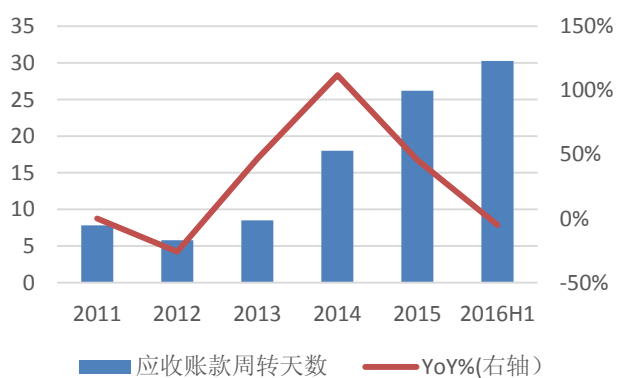


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**费控水平提高**，2016 上半年期间费用率 33.31%，同比下降 4.04%。其中，销售费用率 21.11%，下降 2.56pct，管理费用率 12.20%，下降 1.68pct，财务费用率上涨 0.2pct，主要是因为利息收入减少。

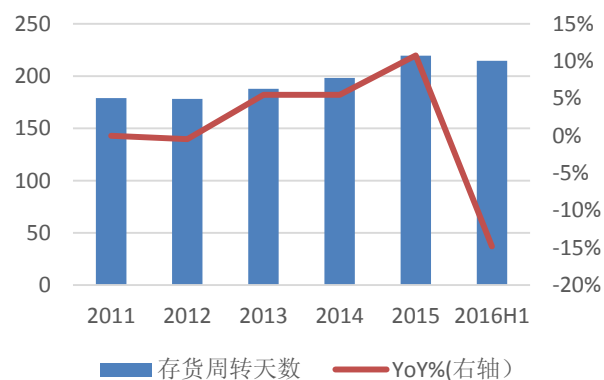
**运营指标稳定**，2016H1 应收账款周转天数 30 天，存货周转天数 215 天。

图 4 应收账款回款速度稳定



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 存货周转水平稳定



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 会计年度           | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 624  | 668   | 727   | 811   |
| 现金             | 161  | 187   | 211   | 256   |
| 应收账款           | 46   | 43    | 52    | 56    |
| 其它应收款          | 7    | 7     | 8     | 9     |
| 预付账款           | 20   | 22    | 24    | 27    |
| 存货             | 222  | 228   | 252   | 282   |
| 其他             | 168  | 180   | 180   | 181   |
| <b>非流动资产</b>   | 306  | 305   | 296   | 286   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 58   | 142   | 178   | 190   |
| 无形资产           | 41   | 41    | 41    | 41    |
| 其他             | 207  | 122   | 77    | 55    |
| <b>资产总计</b>    | 931  | 972   | 1024  | 1097  |
| <b>流动负债</b>    | 198  | 202   | 214   | 238   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 78   | 73    | 76    | 90    |
| 其他             | 120  | 129   | 138   | 149   |
| <b>非流动负债</b>   | 100  | 100   | 100   | 100   |
| 长期借款           | 100  | 100   | 100   | 100   |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 298  | 302   | 314   | 338   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 120  | 120   | 120   | 120   |
| 资本公积           | 240  | 240   | 240   | 240   |
| 留存收益           | 272  | 310   | 350   | 398   |
| 归属母公司股东权益      | 633  | 670   | 710   | 759   |
| <b>负债和股东权益</b> | 931  | 972   | 1024  | 1097  |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 32   | 28    | 27    | 47    |
| 净利润            | 37   | 43    | 46    | 55    |
| 折旧摊销           | 17   | 5     | 8     | 10    |
| 财务费用           | -1   | 1     | -0    | -2    |
| 投资损失           | -3   | -3    | -3    | -3    |
| 营运资金变动         | -21  | -14   | -24   | -14   |
| 其它             | 2    | -3    | -0    | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -264 | 3     | 3     | 3     |
| 资本支出           | 108  | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -156 | 3     | 3     | 3     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 210  | -6    | -5    | -4    |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 30   | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 30   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 155  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -5   | -6    | -5    | -4    |
| <b>现金净增加额</b>  | -22  | 25    | 24    | 45    |

**利润表**

| 会计年度            | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 596  | 647   | 709   | 791   |
| <b>营业成本</b>     | 348  | 385   | 425   | 474   |
| <b>营业税金及附加</b>  | 3    | 4     | 4     | 4     |
| <b>营业费用</b>     | 129  | 129   | 142   | 158   |
| <b>管理费用</b>     | 72   | 81    | 85    | 91    |
| <b>财务费用</b>     | -1   | 1     | -0    | -2    |
| <b>资产减值损失</b>   | 1    | 1     | 2     | 2     |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | 3    | 3     | 3     | 3     |
| <b>营业利润</b>     | 46   | 49    | 54    | 66    |
| <b>营业外收入</b>    | 3    | 8     | 6     | 7     |
| <b>营业外支出</b>    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 49   | 57    | 61    | 72    |
| <b>所得税</b>      | 12   | 14    | 15    | 18    |
| <b>净利润</b>      | 37   | 43    | 46    | 55    |
| <b>少数股东损益</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 37   | 43    | 46    | 55    |
| <b>EBITDA</b>   | 62   | 55    | 62    | 74    |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.31 | 0.36  | 0.38  | 0.46  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | -11.3% | 8.5%   | 9.5%   | 11.6%  |
| 营业利润            | -8.3%  | 5.8%   | 11.0%  | 21.3%  |
| 归属于母公司净利润       | -17.6% | 14.6%  | 7.1%   | 19.6%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率             | 41.6%  | 40.5%  | 40.0%  | 40.0%  |
| 净利率             | 6.2%   | 6.6%   | 6.5%   | 6.9%   |
| ROE             | 5.9%   | 6.4%   | 6.4%   | 7.2%   |
| ROIC            | 5.9%   | 6.4%   | 6.8%   | 8.0%   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 32.0%  | 31.1%  | 30.6%  | 30.8%  |
| 净负债比率           | 33.53% | 33.11% | 31.89% | 29.56% |
| 流动比率            | 3.15   | 3.30   | 3.41   | 3.40   |
| 速动比率            | 2.01   | 2.16   | 2.21   | 2.21   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.74   | 0.68   | 0.71   | 0.75   |
| 应收账款周转率         | 13     | 14     | 14     | 14     |
| 应付账款周转率         | 4.94   | 5.11   | 5.73   | 5.74   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.31   | 0.36   | 0.38   | 0.46   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.27   | 0.24   | 0.22   | 0.39   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 5.27   | 5.58   | 5.92   | 6.32   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 140.78 | 122.86 | 114.70 | 95.90  |
| P/B             | 8.29   | 7.82   | 7.38   | 6.91   |
| EV/EBITDA       | 84     | 95     | 83     | 70     |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**投资评级定义****公司评级**

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上  
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间  
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间  
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

**行业评级**

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上  
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平  
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

**研究团队简介**

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。  
高驰,中投证券纺织服装行业研究助理，香港城市大学应用经济学硕士，中山大学岭南学院金融学学士

**免责条款**

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部**

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

| 深圳市                                                                  | 北京市                                                             | 上海市                                                             |
|----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编：518000<br>传真：( 0755 ) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层<br>邮编：100032<br>传真：( 010 ) 63222939 | 上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼<br>邮编：200082<br>传真：( 021 ) 62171434 |