

# 多喜爱 (002761) 公司点评报告

## 家纺新秀再度起航，强势挺进 IP 授权领域

买入 (维持)

2016 年 9 月 6 日

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入 (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

■ 多喜爱积极推进转型，储备 IP，从事 IP 消费类衍生品授权以及生产制造。打造 HBDIY 平台，提供个性化定制相关产品。同时，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。公司的 IP 储备资源包括明星、动漫、动画、形象、影视等类别，已经在明星 IP 的衍生品/粉丝经济应援商品制造上取得一定的先发优势。

■ 在充分利用 IP 开发生性质质的家纺、服装、相关消费品的基础上，公司有望成为第三方 IP 授权运营服务商。中国 IP 授权市场增速在 30% 左右，千亿元级别。公司有望在 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。

■ 轻资产运营，深挖 IP 流量的二次变现，掘金娱乐营销活动策划。IP 背后有巨大的粉丝流量，公司有望将流量二次分发，发掘 IP 的广告营销价值。以明星 IP 为例，如今越来越多明星的走红过程亦是粉丝见证偶像成长的过程，粉丝渴望从中获取参与感以及互动感。而粉丝的高度参与为流量变现提供了基础，从而可以引入广告主，策划相关营销活动。促进各类 IP 与品牌商品的整合营销活动，除了扩大 IP 影响力，同时也提升了品牌商品的知名度及销量，达到共赢的状态。

除了明星 IP 之外，相关游戏、动漫、形象、动漫、动画、影视等 IP 所蕴含的流量价值也为公司业务增长提供了新的想象空间。

### 投资建议

公司积极推进转型，自营生产设计销售 IP 衍生消费品，有望成为 IP 授权运营服务商，涉足娱乐营销。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，维持买入评级。

### 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

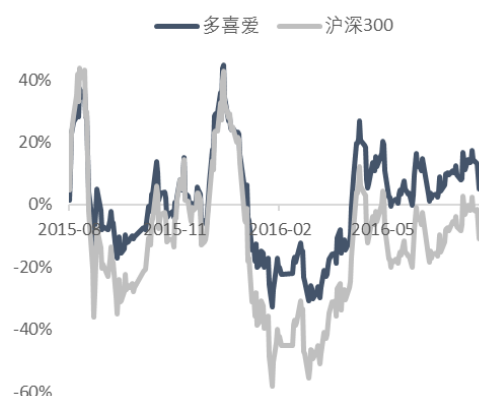
首席证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0600516070001  
zhanglw@dwzq.com.cn  
021-60199740

研究助理 唐思思

执业资格证书号码: S0600116070033  
tangss@dwzq.com.cn  
021-60199792

### 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
资本负债率 (%)	27.13
总股本 (百万股)	120
流通 A 股 (百万股)	55

### 相关研究

1. 2016 年 8 月 18 日《获知名 IP 授权进军儿童家纺，掘金 IP 衍生品打造整合运营服务商》

## 目录

<b>1. 定位二三线城市的家纺新秀，欲再度起航 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 定位二三线城市中高端时尚家纺品牌.....	4
1.2. 差异化定位，家纺主业稳定增长.....	4
1.3. 锐意进取，不断开拓创新 .....	5
<b>2. 初试 HBDIY 平台，同时推进 IP 衍生消费品开 发生产销售 .....</b>	<b>5</b>
2.1. 顺应个性化消费潮流，打造 HBDIY 互联网电商平台 .....	5
2.2. 明星 IP 衍生品制造销售取得先发优势 .....	7
2.3. 从明星 IP 到泛娱乐 IP，公司业务想象空间进一步打开 ..	9
2.4. 获得知名动漫 IP 授权，进军儿童家纺 .....	9
2.4.1. 儿童家纺市场或迎拐点，百亿市场尚待开发 .....	9
2.4.2. 儿童家纺广阔蓝海尚待开发，多喜爱有先发优势 .....	11
<b>3. 致力于成为第三方 IP 授权运营服务商 .....</b>	<b>12</b>
3.1. IP 授权市场千亿级，拥有广阔发展空间 .....	12
3.2. 多喜爱成为第三授权服务商，具有竞争优势 .....	13
3.3. 第三方 IP 授权服务商——红纺文化商业模式介绍 .....	14
3.3.1. IP 积累阶段：多品牌运营管理 .....	14
3.3.2. IP 运营及放大 .....	15
3.3.3. IP 变现，打造泛娱乐 IP 是商业转化平台 .....	16
<b>4. 轻资产运营，以 IP 为流量入口的娱乐营销活动 策划 .....</b>	<b>16</b>
4.1. 链接 IP 资源及品牌商品，综合营销活动策划 .....	16
4.2. IP 营销活动策划，掘金粉丝经济 .....	18
4.3. 挖掘流量二次分发价值，看好娱乐营销策划未来前景 ..	19
<b>5. IP 进阶之路，从 1.0 版本到 3.0 版本，无限想 象空间 .....</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图表 1: 多喜爱聚划算团购活动.....	4
图表 2: 多喜爱创立医用纺织品牌“乐倍康”.....	4
图表 3: 多喜爱营业收入及增速.....	5
图表 4: 多喜爱净利润及增速.....	5
图表 5: HBDIY 官网可定制各类周边产品.....	6
图表 6: 微博上发起的“给总统送 T 恤”的活动.....	7
图表 7: 中国粉丝经济的逐步崛起.....	8
图表 8: 鹿晗粉丝应援活动.....	9
图表 9: 多喜爱各类型 IP 储备及举例.....	9
图表 10: 2006—2014 年中国 0—14 岁人口数量及增长率.....	10
图表 11: 2015 年中国青年人口分布.....	10
图表 12: 中国儿童家纺市场在百亿级.....	10
图表 13: 宜家有专门的儿童部, 专门针对儿童的家居产品种类丰富.....	11
图表 14: 中国市面上部分儿童家纺产品示例.....	11
图表 15: 多喜爱正版卡通授权产品相关儿童家纺产品.....	12
图表 16: 多喜爱樱桃小丸子相关授权产品.....	12
图表 17: 2015 年全球授权品类分布.....	13
图表 18: 以 IP 为核心的第三方授权运营服务商——红纺文化.....	14
图表 18: 红纺文化现有主要 IP.....	15
图表 20: 红纺文化 Paul Frank 20 周年庆生活动.....	15
图表 21: 红纺文化淘奇多奇品牌与中国女排的合作.....	16
图表 22: 诛仙与康师傅合作款青云瓶.....	17
图表 23: 青云志与康师傅深度合作.....	17
图表 24: BIGBANG 粉丝见面会, 引入第三方广告主百威.....	18
图表 25: 《假如我是罗大佑》演唱会引入第三方营销策划商.....	19
图表 26: 内容娱乐营销市场规模大致测算.....	20

## 1. 定位二三线城市的家纺新秀，欲再度起航

### 1.1. 定位二三线城市中高端时尚家纺品牌

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。

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。

公司坚持时尚床品的品牌定位和高性价比产品定位，在营销渠道方面，结合募投项目的快速实施，加快网点的拓展以及内部管理系统的逐步完善，逐步提升电子商务渠道的建设与拓展；在生产建设方面，公司将逐步推进产业园区的建设计划，通过引进自动化程度较高的生产设备有效控制生产成本，消除劳动力资源成本上升造成的不利影响，保持并巩固公司产品的成本优势；在品牌及研发设计方面，通过加强产品设计和功能性面料的不断开发，强化多喜爱品牌的时尚定位并提升品牌含金量，继续巩固和扩大多喜爱品牌的品牌优势，争取更多的市场份额，在人才建设及管理效率上，不断完善人才建设并通过信息化建设项目逐步提高公司管理效率。

公司积极开展各类团购等营销活动，有效提升了销量。同时与多家医院、幼儿园、学校等单位建立了合作关系。在医院团购业务方面，公司创立了专业的医用纺织品牌“乐倍康”，为医院提供高品质的医院床品、医护服装、手术室产品、母婴产品等。

图表 1：多喜爱聚划算团购活动



资料来源：网络资料，东吴证券研究所

图表 2：多喜爱创立医用纺织品牌“乐倍康”



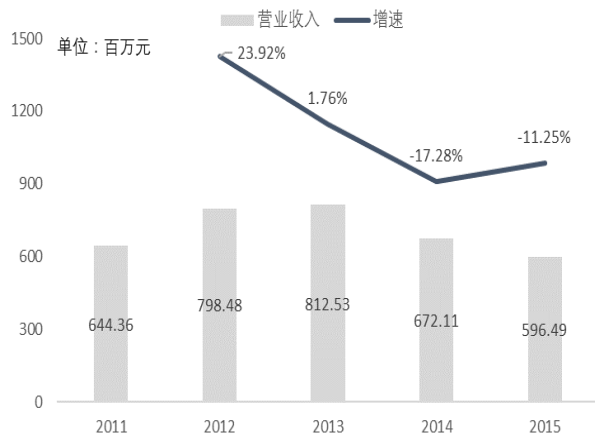
资料来源：天猫网站，东吴证券研究所

### 1.2. 差异化定位，家纺主业稳定增长



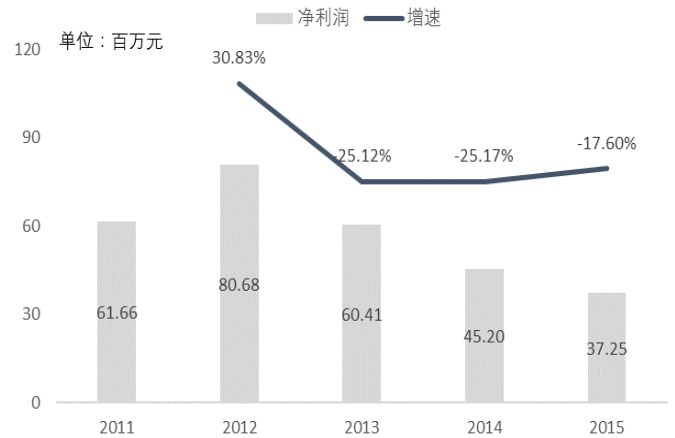
2016 年上半年,公司实现营业收入 28,937.61 万元,同比增加 3,545.43 万元;归属于上市公司股东的净利润 989.48 万元,同比增加 58.92 万元。

图表 3: 多喜爱营业收入及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 多喜爱净利润及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

就家用纺织品行业而言,二、三线城市虽然在人均消费能力上较一、二线城市略低,但由于二、三线城市地域辽阔且人口基数巨大,其实际消费能力和市场规模均高于一、二线城市。目前,我国家用纺织品的消费呈现快速扩张,且以刚性消费需求为主,如新婚、迁入新居和装修后添置或更换家用纺织品。物美价平的中高档家用纺织品是大多数该类消费者的选择,能够消费高档家用纺织品的消费者仍然占比较低。公司在战略布局上经过多年整合,已经形成了清晰明确的市场定位。

公司的销售区域侧重于国内二、三线城市,定位于该区域的中高端市场,将消费群体主要锁定为该区域市场的年轻人群体。发行人基于细分市场定位大力实施“渠道下沉”的网点建设策略,在二、三线城市乃至县、乡、镇一级区域广泛设立销售网点,并据此塑造品牌形象、打造相应的产品线,以质优价平的产品取得了良好的市场知名度。

### 1.3. 锐意进取, 不断开拓创新

除了原有主业以外,公司目前在积极探索第二主业的布局,互联网垂直电商业务正在有序推进,HBDIY 互联网平台已经开始上线运行;知名 IP 衍生品业务方面,公司继续推进与互联网各大知名 IP、明星艺人、音乐平台、视频平台、游戏平台、二次元平台等知名 IP 进行衍生品运营服务方面的合作,并已经与部分知名 IP 开展相关衍生品业务。

## 2. 初试 HBDIY 平台, 同时推进 IP 衍生消费品开发生产销售

### 2.1. 顺应个性化消费潮流, 打造 HBDIY 互联网电商平台

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。

HBDIY 平台以年轻个性群体为定位，秉承“自由随性、玩出个性、秀出自己”的产品理念，打造符合小众群体的品牌商品。在这里每个用户都可以变身设计师，创造出自己独一无二的个性商品。

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 5：HBDIY 官网可定制各类周边产品

HBDIY.COM			图库	定制	活动
按品类浏览			按主题浏览		
T 恤	明星合作款	亲子	新锐插画师孙佳艺	插画师刘苏铁	
抱枕	情侣	图形文字	国家	插画师石榴	
POLO 衫	影视音乐	游戏动漫	插画师 Lonely mei	动画师乔天娇	
床品	幽默	创意	清新	艺术家司玮	
帆布袋	可爱	动物	艺术家 Lesha Limonov	插画师小保伟	
	人物	艺术家合作款	明星张蕾	漫威	
	其它		生肖	星座	
			萌宠	情趣	
			脑洞	面具	
			传说	秀恩爱	
			摇滚	创意	
			颜文字	同人	
			可爱	人物	
			图形文字	影视音乐	
			幽默	游戏动漫	
			新裤子乐队彭磊		

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

个性化定制符合未来大趋势，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。

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、个性化的品牌/商品可以借助社交网络接触到自己的受众。HBDIY 平台的引流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 的平台完成销售。

图表 6：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

个性化定制并不新鲜，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。

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。未来有望基于 IP 介入供应链环节（自建或者第三方），提供衍生品设计、开发、生产、销售一条龙服务。

实物产品的供应链介入可形成一定壁垒，但资产较重，且容易有库存的压力，公司目前整体战略相对谨慎。

## 2.2. 明星 IP 衍生品制造销售取得先发优势

公司持续推进与互联网各大知名 IP、明星艺人、音乐平台、视频平台、游戏平台、二次元平台等知名 IP 进行衍生品运营服务方面的合作，并已经与部分知名 IP 开展相关衍生品业务。

目前明星 IP 主要的衍生产品仍然是荧光棒、T 恤、抱枕等明星周边。

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,实际也是热门 IP 的一种,背后拥有巨大的粉丝流量。走红的方式早已超越传统的出专辑、拍电影电视剧,而是通过新浪微博、直播平台等社交网络应用与粉丝线上互动,迅速蹿红并吸附大量粉丝。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,展现了强烈的粉丝效应,而互联网吸粉模式使得粉丝应援团体有效的凝结在一起,成为一个稳固牢靠的粉丝帝国。

韩国粉丝经济早已成熟,应援文化高度普及。应援文化可分为 3 个层面。应援色:偶像出道后公司为其确定代表色,用于应援。在中国本土偶像中,偶像团体成员通常拥有明确应援色,从而和其他成员区隔;应援物,应援工具,通常包括手幅、灯牌、丝带、发箍、荧光棒等易于携带的小物。绝大部分站子会自制应援物免费发放;应援活动:演唱会应援、剧组应援、生日应援、公益应援等等多种形式。绝大部分粉丝向偶像表示支持、“安利”偶像的行为都可被称为应援。

伴随着 90 后、00 后等的逐渐崛起以及日韩文化的影响,中国粉丝经济也逐步崛起,日益受到关注。

图表 7: 中国粉丝经济的逐步崛起



资料来源:艺恩咨询,东吴证券研究所



图表 8: 鹿晗粉丝应援活动



资料来源：智族 GQ 杂志，东吴证券研究所

### 2.3. 从明星 IP 到泛娱乐 IP，公司业务想象空间进一步打开

公司目前拥有的 IP 资源中，明星 IP 是主要一大类，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，制造良好的口碑效应和传导效应，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。

除了明星 IP 之外，公司还储备了游戏、动漫、形象、动漫、动画、影视等 IP。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 IP 所蕴含的情感价值属性，方便定位消费者群体，为产品销售提供新的增量。同时，IP 所蕴含的巨大流量也为后续的变现提供了基础。

图表 9: 多喜爱各类型 IP 储备及举例

IP 类别	IP 举例
明星	鹿晗等
游戏	捕鱼达人（波克城市）
形象	颜文字君（十二栋工作室）
动漫	樱桃小丸子
动画	猪猪侠（咏声动画）
品牌类	美图衍生品
渠道类	音悦台
影视	青云志（欢瑞影视）

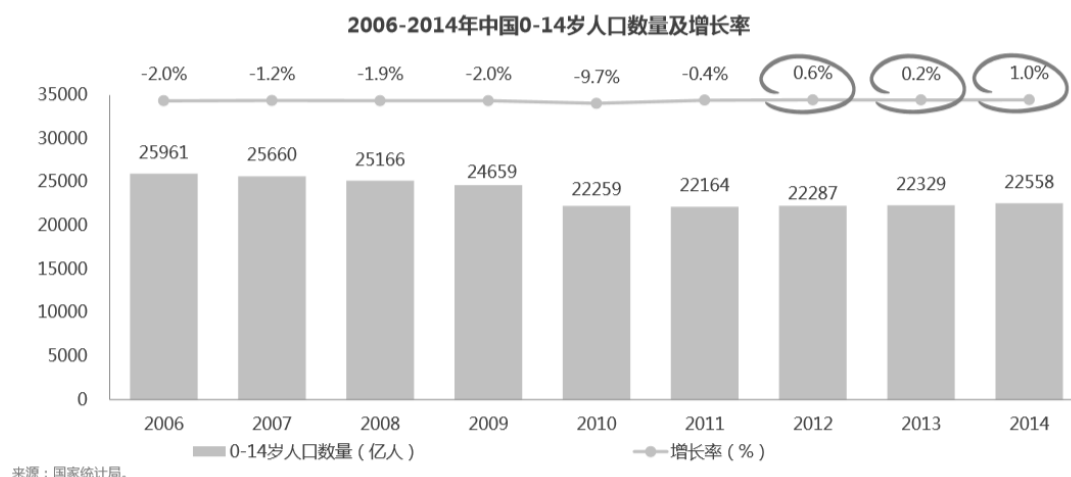
资料来源：东吴证券研究所

### 2.4. 获得知名动漫 IP 授权，进军儿童家纺

#### 2.4.1. 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 10：2006—2014 年中国 0—14 岁人口数量及增长率

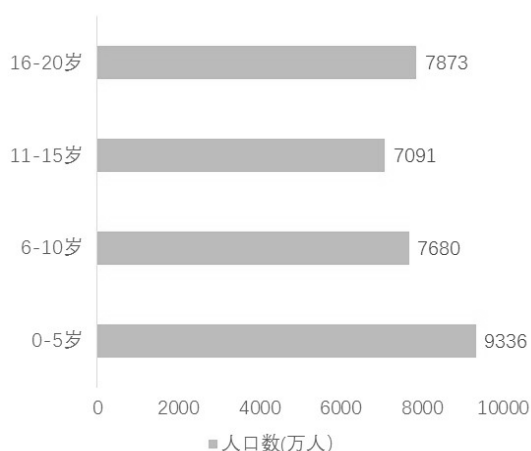


资料来源：国家统计局

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。

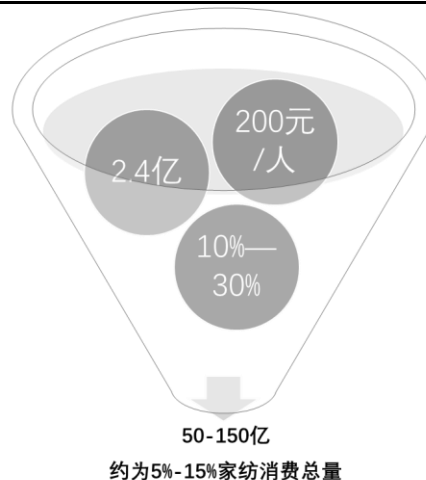
2015 年中国家纺整体市场为 1043 亿，参考主流儿童家纺产品的相关售价，儿童家纺的市场约为 50-150 亿，占整体家纺市场的 5%—15%，未来占比有望提升。

图表 11：2015 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 12：中国儿童家纺市场在百亿级



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.4.2. 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 13：宜家有专门的儿童部，专门针对儿童的家居产品种类丰富



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 14：中国市面上部分儿童家纺产品示例



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》、加菲猫等相关授权。



图表 15: 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 16: 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. 致力于成为第三方 IP 授权运营服务商

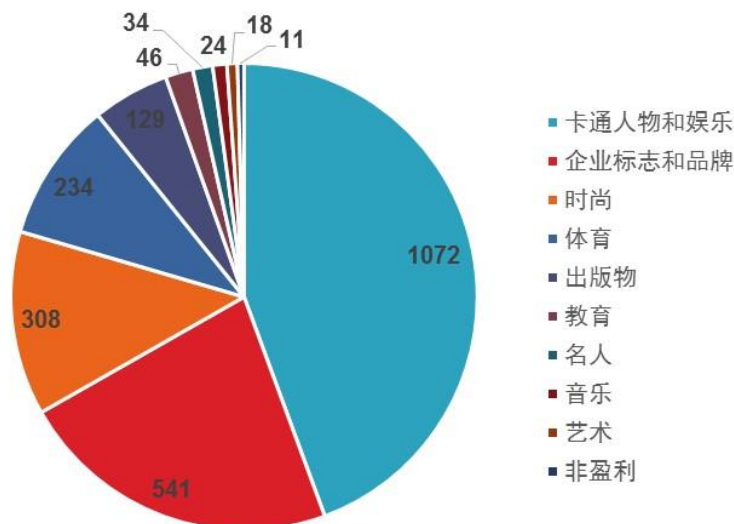
#### 3.1. IP 授权市场千亿级, 拥有广阔发展空间

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 17: 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。

### 3.2. 多喜爱成为第三授权服务商，具有竞争优势

在充分利用知名 IP 开发生家纺、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。

“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。

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。

相对于自营 IP 衍生品的生产销售来讲，第三方授权服务商的模式为轻资产运营。对于 IP 授权商来讲，可以获取一定的许可费用，更重要的是，相关授权商品的展示、销售可以强化 IP 形象，提高 IP 影响力。

对于被授权商来讲，通过获取动漫、明星、影视剧等 IP 的授权，可以获取消费者关注，带来营销效益。从头到尾打造一个品牌可能要花费大量的时间精力被消费者认知，通过 IP 授权可以拥有品牌形象建设的优势。

### 3.3. 第三方 IP 授权服务商——红纺文化商业模式介绍

红纺文化，是目前国内最大的 IP 商业转化集团。红纺集团以 IP 运营为核心，搭建内容、商品、营销、媒体、应用、渠道为产业生态链的品牌文化投资管理集团。公司以 IP 运营为核心，紧密连接着服装、授权、渠道、餐饮、供应链、跨界合作等业务。

旗下拥有品牌包括 Paul Frank、Pancoat、The Simpsons, Tokidoki, Pucca, Yeh!, Ca VANGAN 7 个品牌。红纺集团的品牌中心坐落在上海赢华国际广场，生产供应链总部设在山东青岛，并在北京、武汉、杭州等地设有分公司。拥有超过 900 家门店，年销售额 21.6 亿，超过 7000 名员工，在 2500 个城市运营 7 个品牌。

图表 18: 以 IP 为核心的第三方授权运营服务商——红纺文化



资料来源：红纺文化官网，东吴证券研究所

#### 3.3.1. IP 积累阶段：多品牌运营管理

2013 年开始，红纺文化开始了多品牌管理战略，启动韩国品牌 Pancoat 项目，取得了该品牌 99 年的商品类授权，在知识产权意义上公司拥有了该品牌永久的授权；2014 年，又先后取得了美国著名动画片 THE SIMPSONS（辛普森一家）以及美国品牌 tokidoki 的授权。这进一步标志着，公司从单纯的运营“品牌形象”升级成为多维度的运营“品牌故事”。

2015 年，“红纺文化”正式获得 Paul Frank（大嘴猴）大中华区品牌权益独家授权，全权负责在上述市场内维护品牌形象、进行市场推广、并负责品牌的维权事宜。这意味着红纺文化开始了在多品牌运营及管理之外的品牌授权业务，围绕着 IP 授权开拓全新的业务方向。

公司现行主要模式是收购国外成熟优质 IP，包括有美国的 Paul Frank、SIMPSONS、tokidoki 和韩国的 Pancoat 等。国外成熟 IP 具有强大粉丝基础和国际影响力，收购后的运营成本也较低，是公司现有 IP 的主要来源模式。除开跨国收购外，公司现在也积极与国内企业合作，有意收购国内优质 IP 以满足本土化的需求。公司未来还准备自主创造新的 IP 形象，通过自主培育实现对 IP DNA 的自主定义和内容把控，同时也能节省 IP 的采购成本。

图表 19：红纺文化现有主要 IP



资料来源：红纺文化官网，东吴证券研究所

### 3.3.2. IP 运营及放大

对于 IP 的运营的核心是通过多种方式，放大 IP 影响力，通过跨界合作、线下活动、社交媒体粉丝运营等方式推广 IP。

以 Paul Frank 为例，通过生日派对并发布 2016 年春季新品、大嘴猴卡通公仔 JULIUS 每年感恩节大游行、全国路演活动、马拉松、6 场路演（其中 2 场为明星场，4 场日常路演平均销售环比上升 234%、2 场明星场路演平均销售环比上升 532%）

图表 20：红纺文化 Paul Frank 20 周年庆生活动



资料来源：红纺文化官网，东吴证券研究所

在里约奥运会期间，红纺文化携手中国女排，tokidoki X 淘奇多奇推出了“我爱女排”系列产品，融入里约特有的南美风情，传达阳光、充



满正能量的品牌精神，引起了广泛的关注，收到良好的市场反馈。

图表 21：红纺文化淘奇多奇品牌与中国女排的合作



资料来源：红方文化官网，东吴证券研究所

### 3.3.3. IP 变现，打造泛娱乐 IP 是商业转化平台

公司 IP 的变现包括多种方式，围绕 IP 实现商业转化。常见的 IP 变现方式有两大类，一类是内容衍生，对 IP 的内涵进行加工与丰富，一般涉及大量的创意工作；另一类则是实物商品衍生，这类衍生主要包括针对日常消费的涵盖吃穿住行的日常消费品以及针对 IP 粉丝的不具备实用功能的衍生商品。通过对 IP、社群、网红的不断运营，以明星艺人、网络红人、影视文化等 IP 作为切入点，从粉丝的热爱和需求出发，从而缔造鞋包、服饰、护肤品等多品类时尚产品，打造全渠道的 IP 商业转化平台。

红纺文化围绕着 IP 运营为核心，紧密连接着研发、设计、生产、物流、仓储、品牌管理及 IP 生态一体化，正在一步步构建起自己独特的商业模式。

## 4. 轻资产运营，以 IP 为流量入口的娱乐营销活动策划

### 4.1. 链接 IP 资源及品牌商品，综合营销活动策划

将 IP 资源与品牌商品链接，对于 IP 内容方来说，借助品牌商品的销售渠道、营销活动等扩大知名度，扩大影响力，增加变现途径；对于品牌方来说，则通过与 IP 的结合为产品注入了新的活力与内涵，增加产品曝光度，吸引消费者。

基于 IP 与品牌商品的合作，可以开展泛娱乐营销。有别于 IP 娱乐



营销活动策划，授权合作相对简单，更基于产品而非活动。如诛仙与康师傅合作款青云瓶，突出了品牌健康活力的特性，借力青云志 IP、明星热度；绿茶的线下活动、营销等促进了诛仙青云志 IP 的宣传。

图表 22：诛仙与康师傅合作款青云瓶



资料来源：康师傅官网，东吴证券研究所

明星李易峰同为《青云志》及康师傅绿茶代言人，预计《青云志》联合康师傅将推出 10 亿瓶绿茶“青云瓶”，联手合作举办 5 万余场活动。，第一场活动已于 7 月 2 日在广州进行。《青云志》手游与康师傅绿茶的双品牌代言人李易峰出现在活动中，并邀请现场来自全国各地的 5 万名粉丝和玩家在这个夏季与他一同加入健康活力的仙侠之旅。《青云志》手游特此推出“广州典藏版”游戏海报，在活动现场引发粉丝和玩家们的疯狂追捧。

同时，康师傅品牌植入青云志电视剧、手游品牌、并且推出线上番外篇、微电影，喝康师傅绿茶的同时有望赢取手游、电视剧、现实世界的活力装备。

图表 23：青云志与康师傅深度合作



资料来源：网络资料，东吴证券研究所

## 4.2. IP 营销活动策划，掘金粉丝经济

粉丝经济以明星 IP 为例，粉丝经济如日中天，新生代偶像走红过程亦是粉丝见证偶像成长的过程，粉丝渴望从中获取参与感和互动感。而粉丝的高度参与为流量变现提供了基础。

明星粉丝经济的变现方式包括：明星专辑、演唱会门票售卖、衍生商品售卖、以及粉丝线上线下活动组织等（线上活动多指明星通过视频直播软件和粉丝互动）。在这一系列的变现方式里，长期处于仅有明星和粉丝两个参与者的状态，而没有第三方广告商的介入。这一切正在悄然发生变化。

例如 BIGBANG 在广州最新举办的粉丝见面会里，就引入了广告主，粉丝见面会不再是单纯的卖票给粉丝，而是通过一系列营销活动的策划，让广告主能参与到粉丝见面会里，带动品牌形象的提升或者销量的增长。而对于广告主而言，普通的单一商品营销方式缺少 IP 流量的附加，不但引流成本大幅提升，并且营销效果因为缺乏娱乐属性而大打折扣。

图表 24: BIGBANG 粉丝见面会，引入第三方广告主百威



资料来源：网络资料，东吴证券研究所

罗大佑的演唱会《假如我是罗大佑》则引入了第三方营销策划服务商：合润传媒，负责招商策划相关总冠名、线上线下赞助、广告软性植入等。该演唱会国庆档位于北京体育场，双十一场位于上海虹口体育场，有望为品牌商带来超千万次的传播量，相关的演唱会素材可以授权品牌商使用，同时，在线上线下全场景接触中，让品牌与高品质粉丝群体实现深度互动。



图表 25:《假如我是罗大佑》演唱会引入第三方营销策划商



资料来源：网络资料，东吴证券研究所

### 4.3. 挖掘流量二次分发价值，看好娱乐营销策划未来前景

移动互联网红利逐渐退去，流量日益昂贵，如何利用现有流量精耕细作、拓展变现渠道，值得思考。娱乐营销利用 IP 本身聚集起来的流量进行广告营销，开展一系列全方位整合营销服务，对于品牌商以及 IP 拥有者都显得日益重要。

娱乐营销以客户品牌建设和营销需求为导向，将娱乐内容与品牌商需求深入结合，促进品牌的全生命周期营销，促进社交媒体二次传播，发挥持续影响力。

从营销趋势上来看，就品牌方的预算分配而言，传统营销受让于数字营销，数字营销受让于内容营销；从营销目的上来看，品牌建设与销售效果兼重，深度互动变得更加重要；从营销的效果上来看，曝光与转化并重，需要关注到达率以及关注度。

从广义上讲，内容营销意味着广告营销思路的变革。生硬的广告很难打动人心，在消费者时间注意力分散、选择多样化的时代，效果逐渐变弱，消费者对广告的内容及创意有更高的要求。数字营销的大数据可以精准触达用户，创意性的内容对于提升转化率极有帮助。我们估计未来 3 年左右，内容营销有望占据整个广告营销市场的半壁江山。

图表 26: 内容娱乐营销市场规模大致测算

广告媒介	2015年			2018年预测		
	全部广告规模	内容营销占全部广告的比重	内容营销规模	全部广告规模	内容营销占全部广告的比重	内容营销规模
电视广告	1222亿	20%	244亿	1167亿	50%	584亿
电影广告	票房440亿	占票房比重7%	31亿	票房估计700亿	占票房比重15%	105亿
在线视频广告	234亿	30%	70亿	549.1	80%	439亿
社会化媒体广告	175亿	100%	175亿	483	100%	483亿
其他 (社群营销等)	社群经济等其他内容营销约90亿			社群经济等其他内容营销估计值为200亿		
合计			610亿			1811亿

资料来源: 东吴证券, 参考艾瑞咨询、易观智库、行业调研结果大致估算, 仅作参考

## 5. IP 进阶之路, 从 1.0 版本到 3.0 版本, 无限想象空间

综合来讲, 多喜爱的战略可以分为三个阶段:

**1.0 版本:** 储备 IP, 自营生产设计、开发销售相关实物 IP 消费品。此阶段业务仍然偏向纺织服装行业, 与原有家纺业务有一定结合, IP 对于传统的纺织服装业务是锦上添花的作用, 对 IP 的开发利用也尚处于初级阶段。公司打造了 HBDIY 平台, 可以个性化定制相关产品, 同时将加菲猫、樱桃小丸子等 IP 与家纺业务结合, 开发生产销售极具创意的儿童家纺产品。

**2.0 版本:** IP 授权运营服务商, 掘金 IP 授权服务市场。公司作为第三方运营服务商, 与大知名 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。不同于直接生产销售, 此阶段公司更多是扮演服务商的角色, 挖掘 IP 价值, 利用强 IP 的粉丝群体为商品品牌导流。

**3.0 版本:** 以 IP 流量为入口开展娱乐营销活动策划, 轻资产运营, 更偏向传媒互联网营销行业。公司对 IP 的理解及运营到了一个新的高度, 不单单是简单提供某种商品或服务, 而更多是对 IP 内核、影响力的建设, 深挖 IP 流量的价值, 进行整合营销活动策划。

多喜爱作为传统行业的公司, 虽然第二主业的具体内容在过去 3 个月以来不断的调整, 但是显示了公司布局第二主业的决心以及锐意进取的态度。第二主业固然不能一蹴而就, 公司在强化原有主业的基础上, 有效的控制成本, 与此同时摸索出来一条可行的道路。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, 维持买入评级。



## 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
预付账款	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>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
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
归属母公司股东	632.53	677.74	725.37	776.37
<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>

## 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
其他	-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
其他	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>

## 利润表 (百万)

会计年度	2015	2016	2017E	2018
<b>营业收入</b>	<b>596.49</b>	<b>630.0</b>	<b>660.00</b>	<b>710.0</b>
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>				
营业收入	-0.11	0.06	0.05	0.08
营业利润	-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>				
获利能力	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
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.56	0.49	0.51
每股经营现金流	5.27	5.65	6.04	6.47
每股净资产				
<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

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>

