

战略调整影响业绩表现，资产重组变更控股股东

——多喜爱 (002761.SZ) 2019 年中报点评

公司简报

中性 (维持)

当前价：8.45 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebscn.com

市场数据

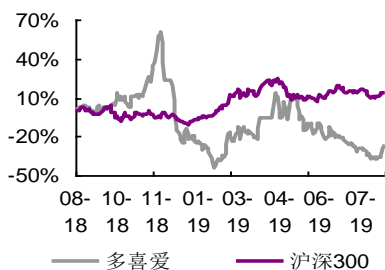
总股本(亿股)：3.47

总市值(亿元)：29.30

一年最低/最高(元)：6.89/20.42

近3月换手率：126.74%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.12	-27.02	-48.43
绝对	-0.81	-22.34	-34.48

资料来源：Wind

相关研报

家纺主业保持增长，拓展互联网业务贡献业绩

..... 2018-10-18
仍处调整期，终止垂直电商投入与智能家居项目..... 2017-11-02
业绩压力仍存，关注 IP 衍生品及智能家居业务进展..... 2017-05-07
毛利率下降、新业务投入拖累业绩，关注 IP 布局推进

..... 2016-10-31

◆互联网相关业务发展停滞，收入降 7.16%、净利降 124%

2019 年上半年公司实现收入 3.64 亿元、同降 7.16%，归母净利-590.88 万元、18H1 为 476.32 万元，扣非净利-745.52 万元、18H1 为 192.96 万元，EPS 为-0.02 元。公司业绩亏损主要由于发展战略调整，互联网业务发展停滞以及公司进行重大资产重组导致管理费用与处置固定资产损失增加。

分季度来看，2018Q1-19Q2 公司收入同增 11.47%、51.31%、45.02%、25.24%、23.09%、-27.77%，归母净利同增 81.03%、552.85%、240.18%、由盈转亏、-38.27%、由盈转亏。19Q2 公司收入同比下滑，主要由于公司暂缓对互联网业务投入、收入同比减少。19Q2 公司亏损主要由于毛利率显著下降、销售及管理费用率同比增长。

◆互联网业务拖累毛利率，费用率同增

毛利率：2019H1 公司毛利率同降 7.18PCT 至 35.28%，其中家纺、互联网业务毛利率为 36.47%、2.13%，同降 2.19PCT、63.43PCT，互联网业务发展处于停滞导致毛利率下滑较多。2018Q1-19Q2 公司毛利率为 39.29% (+0.13PCT)、44.63% (+5.86PCT)、40.15% (+2.51PCT)、33.43% (-5.73PCT)、36.18% (-3.11PCT)、34.24% (-10.39PCT)，19Q1-Q2 互联网业务毛利率显著下滑。

费用率：2019H1 公司期间费用率同增 4.28PCT 至 35.05%，其中销售费用率同增 2.12PCT 至 21.77%，主要由于公司人工成本、租赁费、终端拓展建设费等支出增加；管理费用率同增 2.42PCT 至 12.96%，主要由于公司人工成本、中介费用等同比增长；财务费用率同降 0.26PCT 至 0.32%，主要由于利息支出减少。

◆发展战略调整，重大资产重组更换控股股东

我们认为：1) 公司调整发展战略，集中拓展家纺业务，2019H1 家纺业务收入 3.51 亿元，同增 4.35%，未来公司将暂缓对发展不稳定的互联网业务进行投入，继续拓展二三线城市，带动家纺主业收入增长。2) 互联网业务暂缓投入拖累公司毛利率，家纺业务毛利率相对稳定，未来互联网业务收入占比下降，对毛利率影响减弱。3) 2019 年 4 月 14 日公司公告股东陈军、黄娅妮拟将其持有的 29.83% 的公司股份转让给浙建集团，转让完成后浙建集团成为公司第一大股东，7 月 6 日公司披露拟通过资产置换及发行股份的方式吸收合并浙江省建设投资集团 100% 股权，浙建集团主营建筑投资、设计、建设、运营等，打造国际化建筑投资运营商。

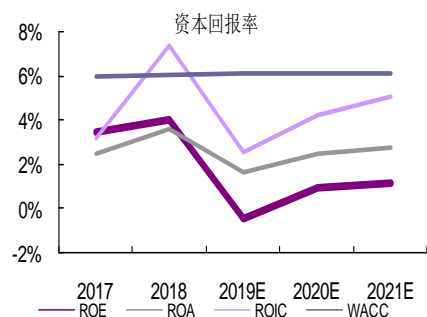
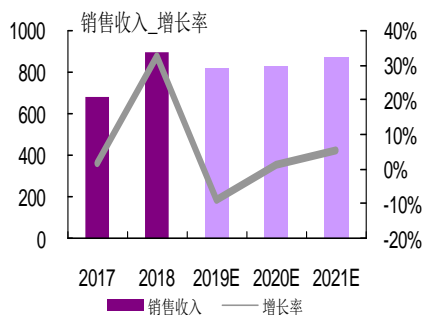
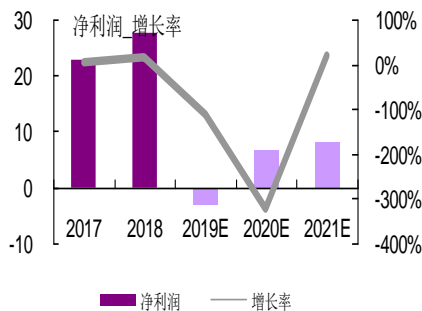
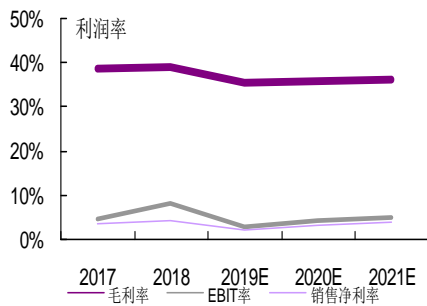
由于利润增长低于预期，我们下调 2019-20 年 EPS 至-0.01/0.02 元（原值为 0.28/0.33 元），预测 2021 年 EPS 为 0.02 元，维持“中性”评级。

◆风险提示：消费疲软、家纺行业竞争激烈、股东减持风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	681	903	822	832	877
营业收入增长率	1.60%	32.61%	-8.95%	1.19%	5.38%
净利润 (百万元)	23	28	-3	7	8
净利润增长率	7.70%	20.09%	-	-	22.68%
EPS (元)	0.08	0.10	-0.01	0.02	0.02
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.46%	4.00%	-0.44%	0.96%	1.16%
P/E	105	88	-	442	361
P/B	3.6	3.5	4.3	4.2	4.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 30 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	681	903	822	832	877
营业成本	417	551	532	534	561
折旧和摊销	28	44	41	38	33
营业税费	7	9	8	8	9
销售费用	145	185	181	171	184
管理费用	79	81	78	77	80
财务费用	4	4	3	3	3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	3	3	3
营业利润	30	49	23	35	42
利润总额	30	49	23	35	42
少数股东损益	0	8	20	20	23
归属母公司净利润	23	28	-3	7	8

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	936	1,008	1,032	1,066	1,114
流动资产	543	610	649	705	776
货币资金	139	180	186	254	319
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	38	42	72	81	94
应收票据	7	0	4	4	4
其他应收款	5	7	11	10	10
存货	246	296	281	262	252
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	3	3	3	3
固定资产	315	317	288	258	233
无形资产	48	39	52	59	61
总负债	267	296	307	314	331
无息负债	174	241	285	290	304
有息负债	93	55	22	24	27
股东权益	669	712	725	752	783
股本	120	204	347	347	347
公积金	274	191	48	49	50
未分配利润	275	299	292	298	305
少数股东权益	0	18	38	58	81

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	52	101	73	81	74
净利润	23	28	-3	7	8
折旧摊销	28	44	41	38	33
净营运资金增加	-35	-7	-23	-14	-3
其他	36	37	58	51	36
投资活动产生现金流	-6	-12	-28	-13	-8
净资本支出	-44	-47	-30	-15	-10
长期投资变化	0	3	0	0	0
其他资产变化	38	33	3	3	3
融资活动现金流	-15	-49	-40	-1	0
股本变化	0	84	84	0	0
债务净变化	-8	-38	-33	3	3
无息负债变化	10	67	44	5	14
净现金流	31	40	5	68	66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.60%	32.61%	-8.95%	1.19%	5.38%
净利润增长率	7.70%	20.09%	-	-	22.68%
EBITDA 增长率	19.81%	100.65%	-44.72%	15.77%	0.34%
EBIT 增长率	8.28%	139.12%	-67.87%	55.97%	15.44%
估值指标					
PE	127	105	-	442	361
PB	4	4	4	4	4
EV/EBITDA	19	15	46	40	39
EV/EBIT	35	24	128	81	70
EV/NOPLAT	46	33	170	108	94
EV/Sales	2	2	4	4	3
EV/IC	1	2	4	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	38.74%	38.96%	35.31%	35.78%	36.02%
EBITDA 率	8.48%	12.83%	7.79%	8.91%	8.49%
EBIT 率	4.43%	7.99%	2.82%	4.35%	4.76%
税前净利润率	4.44%	5.46%	2.76%	4.27%	4.73%
税后净利润率 (归属母公司)	3.40%	3.08%	-0.36%	0.80%	0.93%
ROA	2.47%	3.60%	1.65%	2.50%	2.80%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.46%	4.00%	-0.44%	0.96%	1.16%
经营性 ROIC	3.18%	7.38%	2.55%	4.21%	5.06%
偿债能力					
流动比率	2.56	2.19	2.29	2.44	2.56
速动比率	1.40	1.13	1.29	1.54	1.73
归属母公司权益/有息债务	7.24	12.73	31.95	28.90	26.48
有形资产/有息债务	9.30	17.13	43.92	40.46	38.38
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.07	0.08	-0.01	0.02	0.02
每股红利	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.15	0.29	0.21	0.23	0.21
每股自由现金流(FCFF)	0.13	0.18	0.15	0.20	0.17
每股净资产	1.93	2.00	1.98	2.00	2.02
每股销售收入	1.96	2.60	2.37	2.40	2.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼