

审慎推荐-A (维持)

伟星股份 002003.SZ

目标估值: NA 元
 当前股价: 14.9 元
 2017 年 04 月 20 日

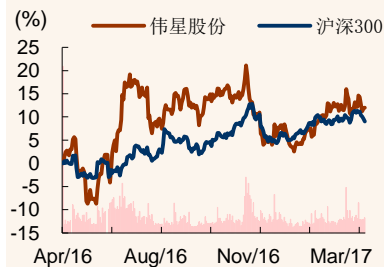
国际化业务加速推进 双主业稳健推进

基础数据

上证综指	3171
总股本(万股)	44853
已上市流通股(万股)	35655
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	13.4
资产负债率	15.6%
主要股东	伟星集团有限公司
主要股东持股比例	29.47%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-3	6
相对表现	-1	-6	-1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《伟星股份(002003)——收入改善略超预期 双主业发展稳步推进》
 2016-04-25

孙好

010-57601717
 sunyu2@cmschina.com.cn
 S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn
 S1090516090006

公司在服饰辅料制造业中基本面综合素质较为领先,在市场较为低迷之际,公司持续进行转型升级和内部挖潜,在保证国内市场稳步发展的同时,积极开拓海外市场,同时积极优化客户结构,增强与知名品牌的合作。同时,公司完成了收购中捷时代 51%的股权,迈出了“高端制造+军工”的双主业发展步伐,将对公司业绩起到一定的增厚作用。第二主业的拓展,使公司仍存在不限于军工领域持续投资并购的预期。根据公司 17 年营收和利润的目标指引,营收同比增长 10.40%,利润同比增长 8.96%。公司当前市值为 67 亿,17 年 PE 为 20X,短期估值优势不明显,鉴于公司业绩增长稳健,震荡市下仍可继续持有,维持“审慎推荐-A”的评级。

- 国际市场加速开拓叠加国内客户结构优化带来营收利润超预期增长。公司发布年报,2016 年收入/营业利润/归属上市公司净利润分别为 21.74/4.13/2.95 亿元,同比增长 16.02%/30.41%/19.34%,基本每股收益为 0.70 元,分红预案为每 10 股派发现金红利 5 元(含税),转增 3 股。销售收入的增长主要来源于拉链业务的增长。分季度来看,16Q4 公司收入/归属上市公司净利润分别为 5.99/0.59 亿元,同比增长 43.80%/27.23%。
- 国际市场开拓成效显著。公司 2016 年生产钮扣 73.62 亿粒,拉链 3.53 亿米,产能利用率分别为 73.62%和 78.44%;销售钮扣 72.89 亿粒,拉链 3.52 亿米,同比分别增长 19.23%和 1.40%,产销率分别达 99.00%和 99.72%。较高的产销率得益于公司以单定产的生产销售计划,使得公司的库存水平较低。
- 1) 分业务:公司拉链业务实现营收 12.29 亿元,同比增长 34.93%,其中,量价分别增长 19.23%和 13.18%,主要是公司在国内市场全面优化客户结构,深化与知名品牌的战略合作,同时加速海外营销网络建设,加强与国际品牌的源头合作;公司钮扣业务实现营收 8.24 亿元,同比下滑 7.37%,其中,销量下滑 8.66%。另外,公司在军工业务的布局实现营收 0.52 亿元,净利润 0.17 亿元,对公司经营业绩的影响不大。
- 2) 分区域:2016 年,公司的国内业务实现营收 16.38 亿元,占比 75.36%;国际业务实现营收 5.36 亿元,占比 24.64%。公司的国际业务同比增长 32.91%,主要得益于公司加速推进国际化战略,加强国际化专业团队建设,大力拓展国际市场,取得了较好的成果。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1874	2174	2401	2660	2956
同比增长	1%	16%	10%	11%	11%
营业利润(百万元)	317	413	448	491	547
同比增长	4%	30%	8%	10%	11%
净利润(百万元)	248	295	321	352	392
同比增长	5%	19%	9%	10%	11%
每股收益(元)	0.61	0.66	0.72	0.78	0.87
PE	23.0	21.2	19.6	17.8	16.0
PB	3.1	2.8	2.7	2.4	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

- **公司控费效果显著，毛利率净利率双双提升，期间费用率有所下降。**得益于公司良好的控费，公司毛利率提升 2.31PCT 至 42.80%，净利率提升 1.16PCT 至 14.42%。公司期间费用率下降 0.86PCT 至 21.69%，其中，销售费用率和管理费用率均有小幅的下降，而财务费用率受益于汇兑净收益为-0.38%
- **库存和应收账款均有不同幅度的提升，经营性现金流有小幅下降。**公司期末的存货为 2.65 亿元，占总资产比例为 9.90%，较去年有小幅上涨；期末应收账款为 3.14 亿元，占总资产比例为 11.72%，较去年提升 3.56%，主要系发货额较大，货款尚在信用期内，同时合并范围增加了中捷时代，相应增加应收账款所致。公司期末经营性现金流为 3.35 亿元，较 15 年有小幅的下滑。
- **盈利预测和投资评级。**公司是国内服装辅料的龙头企业，技术领先，设备先进，市场竞争力及盈利能力较强。在市场较为低迷之际，公司持续进行转型升级和内部挖潜，同时积极优化客户结构，增强与知名品牌的合作。同时，公司完成了收购中捷时代 51%的股权，迈出了“高端制造+军工”的双主业发展步伐，第二主业的拓展，使公司仍存在不限于军工领域持续投资并购的预期。未来公司会继续加强精工制造能力，提升自动化、信息化、规范化水平，以及人效，在保证国内市场优势的同时，将进一步加大海外市场的开发力度。

根据年报情况及公司 17 年营收和利润的目标指引，营收同比增长 10.40%，利润同比增长 8.96%。同时，中捷承诺 17 年净利润不低于 6000 万元，将对业绩起到一定的增厚作用。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.78、0.82、0.87 元，目前公司总市值 67 亿，17PE20X，短期估值优势不明显，鉴于公司业绩增长稳健，震荡市下仍可继续持有，维持“审慎推荐-A”的评级。

- **风险提示：**需求复苏低于预期，汇率波动风险。

参考报告:

1、《网红经济深度报告-从“草根”到“明星” 网红经济崛起》2016/3/23

“Papi” 普获得 1200 万元投资事件又一次引发了大众对于网红的关注，本文将对网红经济的发展情况和目前国内外网红主要的变现模式进行梳理，并着重分析了时尚搭配类网红变现的主要方式—红人电商、网红孵化器与网聚红人平台。目前网红经济市场规模过千亿，短期内行业或将加速扩张，长期而言，实力不同的网红群体将出现内部分层，各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。

2、《医疗美容行业深度报告-“颜值经济”时代来临 医美行业机遇空前》2016/8/7

本文着重分析了医疗美容产业链下游的医疗美容机构和医疗美容 APP 的盈利模式、行业格局和未来发展趋势。需求、技术及政策等因素共同推动医美产业爆发。与医美发达国家相比，我国技术差异不明显，关键在于其精细化的高水平服务、风险管控以及完善的监管制度。当前我国医疗美容机构竞争格局较为分散，政策差异将使大型连锁模式或成为我国未来的发展趋势，而医美 APP 的发展也将推动行业生态重构。

3、《买手行业深度报告-消费升级启动时尚新引擎 买手店将迎个性品味时代新机遇》2016/8/22

在消费再升级大背景下，个性化消费需求爆发。针对该领域巨大的挖掘潜力，本文从买手业态切入，对买手行业、欧美买手业态、国内买手业态的发展历程及趋势进行了深入的案例式分析。我们认为尽管 97 年的老佛爷最终以失败告终，但中国消费时代的变化，或将为买手业态迎来新的机遇。首先买手制可以打破原有传统产品开发的弊端，有效缩短前导期，提升动销率，同时买手业态以消费者需求为导向，以时尚潮流为基准，更加符合消费者的购买心理，购物效率更高，此外，买手店采用集合方式经营，在租金、人员成本方面也具有一定优势。而“轻奢”全民化趋势的形成也将使买手制不仅局限于高端线下，随着本土买手队伍的壮大及线上的发展，未来定位亲民的买手全渠道业态也将陆续出现。

4、《服饰纺织行业 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式”下打造品牌消费的别样市场》2016/11/28

近年来，随着我国人均收入的逐年提高以及 85、90 后逐渐成为消费主力群体，人们的消费观念和消费习惯不断变化，消费结构特征也在不断改变。本文通过类比日本 80 年代消费演变史，发现目前我国消费需求正处于暨按照服装大品类细分化之后的第二阶段，需求正在按照生活场景化细分，消费出现个性化趋势，共享经济兴起。而针对变革的消费环境，国内品牌正进行着迎合“新趋势+新模式”的革新，我们认为在大众品牌集中化发展及个性化品牌兴起的阶段，目前分别在供应链整合和产品独创设计等领域深耕，并通过全渠道生活场景式布局的传统品牌有望成为新的赢家。

5、《健身行业深度报告-热潮之下蓄势待发的中国健身行业》2017/3/13

随着国民消费水平的提高以及对自身健康的关注，健身需求逐渐提升，随之而来的是线下健身房的快速扩张和雨后春笋般崛起的互联网健身企业。而喧闹的背后，行业运营模式与盈利状况究竟如何？行业发展的历史与未来方向何在？新老模式的优劣与未来盈利点是什么？经过大量草根调研，我们利用一手详实数据，详尽梳理目前线下健身房的盈利模式，从品牌、渠道、粘性、格局、收入和成本构成等细节逐一剖析，提供全市场最接近健身房真实运营情况的分析，并对一兆韦德、威尔士，超级猩猩、Liking，乐刻、Fitime 等 12 家不同模式健身业态进行了逐一分析。我们认为，健身行业未来发展空间巨大，不同线城市之间深度服务价值的挖掘与浅层新客户流量的利用将并行发展，资本介入下行业洗牌将加速，并可通过区域内自主扩张和区域外并购方式推进行业集中度的提升与产业链的延伸，与大众健身需求的培育共同进步。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	937	1293	1486	1840	2224
现金	288	438	546	796	1064
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	97	107	118	131	146
应收款项	176	314	346	384	426
其它应收款	25	25	28	31	34
存货	203	265	289	321	357
其他	148	144	160	177	197
非流动资产	1216	1382	1331	1286	1247
长期股权投资	21	22	22	22	22
固定资产	925	914	884	858	835
无形资产	163	174	157	141	127
其他	107	272	268	265	263
资产总计	2153	2675	2817	3126	3471
流动负债	285	415	441	473	508
短期借款	4	0	0	0	0
应付账款	171	207	229	254	283
预收账款	23	45	50	55	61
其他	87	163	163	163	163
长期负债	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	1	1	1	1
负债合计	286	416	442	474	509
股本	408	449	449	449	449
资本公积金	655	891	891	891	891
留存收益	781	871	968	1223	1510
少数股东权益	22	48	68	89	113
归属于母公司所有者权益	1844	2211	2307	2563	2849
负债及权益合计	2153	2675	2817	3126	3471

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	339	335	406	420	445
净利润	248	295	321	352	392
折旧摊销	120	128	129	123	118
财务费用	2	1	(4)	(5)	(7)
投资收益	(2)	2	0	0	0
营运资金变动	(6)	(118)	(59)	(72)	(82)
其它	(23)	26	19	21	24
投资活动现金流	(239)	(206)	(78)	(78)	(78)
资本支出	(116)	(160)	(78)	(78)	(78)
其他投资	(123)	(45)	0	0	0
筹资活动现金流	(225)	20	(220)	(91)	(98)
借款变动	(76)	(58)	0	0	0
普通股增加	68	41	0	0	0
资本公积增加	(54)	236	0	0	0
股利分配	(170)	(204)	(224)	(96)	(106)
其他	7	6	4	5	7
现金净增加额	(125)	149	108	251	268

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1874	2174	2401	2660	2956
营业成本	1115	1244	1373	1527	1699
营业税金及附加	16	30	33	36	40
营业费用	183	203	228	255	284
管理费用	245	276	307	341	378
财务费用	(6)	(8)	(4)	(5)	(7)
资产减值损失	5	14	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	(2)	0	0	0
营业利润	317	413	448	491	547
营业外收入	6	7	7	7	7
营业外支出	6	10	10	10	10
利润总额	317	411	446	489	545
所得税	69	98	105	116	129
净利润	248	314	340	374	416
少数股东损益	1	18	20	21	24
归属于母公司净利润	248	295	321	352	392
EPS (元)	0.61	0.66	0.72	0.78	0.87

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	1%	16%	10%	11%	11%
营业利润	4%	30%	8%	10%	11%
净利润	5%	19%	9%	10%	11%
获利能力					
毛利率	40.5%	42.8%	42.8%	42.6%	42.5%
净利率	13.2%	13.6%	13.4%	13.2%	13.3%
ROE	13.4%	13.4%	13.9%	13.7%	13.8%
ROIC	13.0%	13.7%	14.3%	14.0%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	13.3%	15.6%	15.7%	15.2%	14.7%
净负债比率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.3	3.1	3.4	3.9	4.4
速动比率	2.6	2.5	2.7	3.2	3.7
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	5.5	5.3	5.0	5.0	5.0
应收帐款周转率	10.5	8.9	7.3	7.3	7.3
应付帐款周转率	6.4	6.6	6.3	6.3	6.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.61	0.66	0.72	0.78	0.87
每股经营现金	0.83	0.75	0.91	0.94	0.99
每股净资产	4.52	4.93	5.14	5.71	6.35
每股股利	0.50	0.50	0.21	0.24	0.26
估值比率					
PE	23.0	21.2	19.6	17.8	16.0
PB	3.1	2.8	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	14.5	11.7	10.5	9.9	9.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。