

伟星股份(002003.SZ)

17H1 延续 16 年亮丽表现，下半年关注原材料价格对毛利率影响

增持（首次）

2017 年 08 月 21 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

事件：

公司公布 17H1 业绩，17H1 实现收入 11.75 亿元，同比增长 20.60%；毛利率较去年同期下滑 0.15pp 至 41.91%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 21.71%。

具体到 17Q2，公司实现收入 8.24 亿元，同比增长 23.46%；毛利率较去年同期下降 0.47pp 至 43.88%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 21.39%。

投资要点

- 受益国内外客户合作关系的开拓及深化，17H1 拉链、纽扣收入皆实现快速增长：

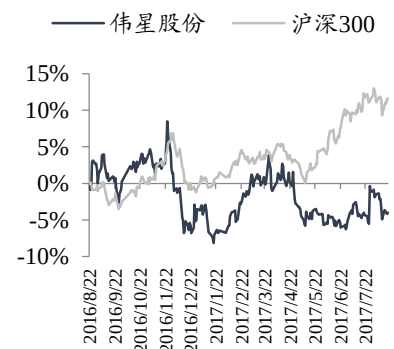
公司拉链业务收入自 16 年以来实现飞速增长，一方面来自国内客户优化下与知名品牌战略合作的深化，另一方面来自于海外营销网络的建设，即与国际品牌进行源头合作，16 年以来量价齐升趋势明显，17H1 收入同比增长 18.76%至 6.40 亿元；纽扣业务长期看来有销售单价下降的趋势，17H1 年在 16 年同期相对低基数下实现 19.23% 的增长水平。

- 打造全球化生产及销售网络，17H1 国内市场增速亮眼：

产能方面，公司拥有年产纽扣 100 亿粒、拉链 4.50 亿米的生产能力，除浙江及深圳四大生产基地外在孟加拉国筹建新工业园，目前为国内规模最大、品种最全服装辅料企业，优秀的一站式服务能力以及 SAB 品牌影响力逐渐建立的背景下，近年国内国际合作伙伴开拓迅速：公司在国内市场设立超过 50 家专业销售分公司及营销网点，国际市场则拥有辐射欧、美、亚、非及大洋洲等 50 个国家和地区的国际化营销和服务体系，在此背景下近年国际市场收入占比迅速提升。17H1 受益持续不断的客户开拓，公司国内/国际收入分别同增 24.42%/10.11%。

- 毛利率较去年同期下滑 0.15pp 至 41.91%：（1）分产品来看，毛利率下滑主要来自纽扣（拉链毛利率同比上升 1.19pp 至 40.58%，纽扣毛利率同比下降 2.78pp 至 42.99%）；（2）分地区来看，毛利率下滑主要来自国内市场（国内销售毛利率同降 0.83pp 至 41.95%；国际销售毛利率同升 3.26pp 至 42.69%）。（3）毛利率下滑来自原材料上升：公司在 2016 年中披露，营业成本构成主要为原材料（占比 53.84%）、人工（占比 22.24%）、制造费用（占比 22.50%），17H1 由于公司上游原材料、尤其是有色金属中铜及锌合金涨幅较大，导致毛利率下滑，预计影响将持续至下半年。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.58
一年最低/最高价	9.78/12.16
市净率（倍）	2.84
流通 A 股市值（百万元）	4,904

基础数据

每股净资产（元）	3.72
资本负债率（%）	24.67
总股本（百万股）	583
流通 A 股（百万股）	470

相关研究

表：伟星股份营业收入拆分

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
营业收入（百万元）	1,855.73	1,772.06	1,848.63	1,873.72	2,173.91	1,175.01
YOY	-4.03%	-4.51%	4.32%	1.36%	16.02%	20.60%
毛利率	35.88%	38.94%	39.66%	40.49%	43.51%	42.13%
其中：拉链收入（百万元）	697.45	788.68	905.15	910.11	1,228.05	640.08
YOY	10.87%	13.08%	14.77%	0.55%	34.93%	18.76%
销量（亿粒）	77.55	73.53	69.98	71.88	72.89	未披露
单价（元/粒）	0.09	0.11	0.13	0.13	0.17	未披露
毛利率	36.74%	37.49%	38.48%	39.78%	40.23%	40.58%
其中：纽扣收入（百万元）	945.97	879.77	851.56	890.04	824.42	479.37
YOY	-8.25%	-7.00%	-3.21%	4.52%	-7.37%	19.23%
销量（亿米）	2.53	2.66	2.86	2.95	3.50	未披露
单价（元/米）	3.74	3.30	2.98	3.02	2.36	未披露
毛利率	38.25%	41.70%	41.65%	41.38%	45.09%	42.99%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表：伟星股份分区域收入情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
国内收入（百万元）	1,540.27	1,446.62	1,461.24	1,470.64	1,638.17	888.54
收入占比	83.00%	81.63%	79.04%	78.49%	75.36%	75.62%
YOY	-4.62%	-6.08%	1.01%	0.64%	11.39%	24.42%
毛利率	37.96%	40.52%	39.37%	40.01%	43.69%	41.95%
国外收入（百万元）	315.47	325.44	387.39	403.08	535.73	286.47
收入占比	17.00%	18.37%	20.96%	21.51%	24.64%	24.38%
YOY	14.44%	3.16%	19.04%	4.05%	32.91%	10.11%
毛利率	24.51%	31.25%	39.54%	40.92%	40.06%	42.69%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ **控费依旧优秀下归母净利润同比上升 21.71%至 1.63 亿元：**本期公司销售费用同比增长 12.71%至 9295 万元，管理费用同比上升 18.05%至 1.50 亿元，财务费用受汇兑损失影响由去年-142 万元增加至 566 万元（本期汇兑净损失 435 万元）。综合看来，本期期间费用率同比下降 0.20pp 至 21.17%，优秀控费背景下公司净利润与收入增速较为一致，归母净利润同比上升 21.71%至 1.63 亿元。

■ **周转整体健康：**17H1 实现经营活动现金流 1.20 亿元，较去年同期增长 57.35%，体现公司主业造血能力持续提升；本期存货周转/应收账款周转分别上升 4.0 日/9.8 日至 86.2/64.3 天，其中应收账款周转率下降主要与并表中捷时代带来应收账款增加有关（本期来自主业及中捷时代业务的应收账款分别为 4.6/0.9 亿元）。

■ **盈利预测及投资建议：**公司作为我国服装辅料龙头 16 年以来国内外业务开拓顺利，产销规模持续增长下，公司预期 1-9 月实现归母净利润 2.36-3.07 亿元，同比增长 0-30%，全年来看，原材料（尤其有色金属）价格上涨会为公司毛利率带来一定的下行压力，但我们仍看好产销放量下公司未来的业绩增长，预计公司 17/18/19 年分别实现归母净利润 3.36/3.82/4.23 亿元，同比增速 14%/14%/11%，对应当前 62 亿市值 PE 分别为 18/16/15 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**客户开拓不及预期、原材料价格意外波动。

伟星股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1292.8	1412.0	1672.6	1967.5	营业收入	2173.9	2546.3	2828.5	3148.8
现金	437.7	452.5	685.9	837.7	营业成本	1243.5	1485.7	1653.1	1843.3
应收款项	420.7	481.1	495.8	568.3	营业税金及附加	29.6	29.9	32.1	38.5
存货	264.7	308.3	314.8	380.0	销售费用	203.5	240.5	268.6	297.1
其他	117.8	117.8	123.7	119.8	管理费用	276.3	325.1	361.2	401.5
非流动资产	1381.9	1436.9	1348.1	1243.3	财务费用	(8.2)	(13.6)	(20.6)	(25.1)
长期股权投资	21.9	21.9	21.9	21.9	投资净收益	(2.0)	0.2	(0.0)	(0.6)
固定资产	913.6	988.8	919.8	833.5	其他	17.7	6.8	0.8	6.5
无形资产	174.3	175.2	169.1	164.0	营业利润	413.5	471.7	533.3	587.6
其他	10.4	0.0	0.0	0.0	营业外净收支	(2.2)	0.0	0.0	0.0
资产总计	2674.7	2848.8	3020.8	3210.9	利润总额	411.2	471.7	533.3	587.6
流动负债	415.0	475.8	532.3	603.1	所得税费用	97.7	117.9	133.3	146.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	18.0	18.0	18.0	18.0
应付账款	207.0	249.9	259.9	305.8	归属母公司净利润	295.5	335.7	381.9	422.7
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT	450.6	494.9	545.5	607.0
非流动负债	0.9	1.1	1.0	1.0	EBITDA	579.0	657.4	724.5	803.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债总计	415.9	476.9	533.3	604.1					
少数股东权益	48.1	48.1	48.1	48.1					
归属母公司股东权益	2210.6	2323.8	2439.3	2558.6					
负债和股东权益总计	2674.7	2848.8	3020.8	3210.9					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	334.7	491.6	633.9	590.3	每股收益 (元)	0.70	0.58	0.65	0.72
投资活动现金流	(205.6)	(266.1)	(152.6)	(158.1)	每股净资产 (元)	5.04	3.99	4.18	4.39
筹资活动现金流	20.3	(210.7)	(248.0)	(280.4)	发行在外股份 (百万股)	448.5	583.1	583.1	583.1
现金净增加额	149.9	14.8	233.4	151.8	ROIC (%)	15.2%	15.6%	16.4%	17.5%
折旧和摊销	128.4	162.5	179.0	196.2	ROE (%)	14.6%	14.8%	16.0%	16.9%
资本开支	160.2	220.0	90.0	90.0	毛利率 (%)	42.8%	41.7%	41.6%	41.5%
营运资本变动	(150.1)	(43.4)	35.0	(76.2)	EBIT Margin (%)	20.7%	19.4%	19.3%	19.3%
企业自由现金流	482.0	710.3	713.1	665.2	销售净利率 (%)	13.6%	13.2%	13.5%	13.4%
					资产负债率 (%)	15.6%	16.7%	17.7%	18.8%
					收入增长率 (%)	16.0%	17.1%	11.1%	11.3%
					净利润增长率 (%)	19.3%	13.6%	13.8%	10.7%
					P/E	20.9	18.4	16.2	14.6
					P/B	2.73	2.65	2.53	2.41
					EV/EBITDA	10.7	9.4	8.5	7.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

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：

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。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

