

纺织服装行业

日本工匠精神的代表，全球拉链生产制造龙头 YKK 的发展历史及启示

分析师： 糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师： 赵颖婕



SAC 执证号: S0260518070004



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● YKK：销售收入高达 470 亿元的全球拉链生产制造龙头

YKK 加工销售拉链起家，1980 年代已成为全球最大的拉链制造销售企业。据《The Economist》统计，2017 年 YKK 在全球拉链市场占有率达 40%。公司目前业务主要包括链扣业务、建材业务、机械业务。2018 年集团收入 7657.81 亿日元（约 470.79 亿元人民币），净利润 458.24 亿日元（约 28.17 亿元人民币），来自链扣业务收入占比 40.61%。链扣业务营业利润率约为集团整体营业利润率的两倍，历年营业利润均占整体利润的 60% 以上。

● YKK 发展历史：从本土小作坊到全球跨国集团公司

1934-1946: 1934 年吉田忠雄创立 YKK 的前身 3S 商会开始加工销售拉链。通过改造显著提升拉链质量并于二战期间成功制造了铝制拉链。公司战后正式采用“YKK”商标，为品牌声誉奠定基础。1946-1976: 战后 YKK 开始推进拉链的自动化生产，依次历经：从美国进口拉链机器—与日本国内工厂合作研制机器—自主生产设备的过程。YKK 还通过投产铜材轧制车间及建立织布带车间和纺纱车间实现产业链一体化。1976-1992: YKK 业务范围从单纯拉链生产销售向机械设备生产以及建材生产销售领域扩张进行业务多元化发展，同时顺应制造业转移趋势在海外多个国家建立了多业务生产销售基地。1992-2018: 1992 年 YKK 借助中国改革开放契机开始在大陆投资设立生产基地，2010-2017 对亚洲地区（除日本）的计划投资均占整体计划投资的 50% 以上，以中国为代表的亚洲新兴市场成为 YKK 重要的海外市场之一，YKK 依靠海外市场深耕顺利成为多元化业务布局的全球拉链龙头。

● YKK 发展启示：增强研发实力、产业链一体化优势以及海外扩张

YKK 不是拉链最早的发明者，但是后期做到全球拉链产业龙头，主要原因来自不断增强研发实力、一体化优势打造核心竞争力以及海外扩张。**研发：**成立初期，YKK 依靠优化产品形成品牌口碑的原始积累；成为行业龙头后依旧在研发方面保持高额投入以保持研发优势，夯实护城河。**产业链一体化：**竞争力不仅体现在产品端，核心是包括上游机械设备在内的生产体系的竞争，对产业链的掌控有效降低了公司经营风险提升了公司盈利能力。**海外扩张：**选择在全球各地区建厂而本国生产出口海外，一方面可以充分了解当地的市场需求另一方面也可以规避贸易环境变化带来的风险。海外市场深耕打开成长空间，是成为全球龙头的必经之路。

● 投资建议

建议关注国内拉链龙头上市公司伟星股份。伟星股份是国内规模最大、品种最齐全的服装辅料企业，现拥有年产纽扣 100 多亿粒、拉链 5 亿多亿米，主要客户是全球各类中高档服装品牌。与 YKK 的成功经验相似，伟星股份在产研发和海外扩张等方面有不错布局。从研发来看，公司有 700 多位研发人员，建有省级企业研究院、CNAS 实验室、博士后工作站，主编、参编了 11 项国家和行业标准，拥有专利 472 项。从海外布局来看，公司 2016 年开始建设孟加拉工业园，2018 年下半年开始逐步释放产能，截至 2019 年上半年，公司国际营收同比增长 9.85%。

● 风险提示

宏观经济景气度持续下行风险；海外产能生产不及预期风险；原材料价格持续上涨风险；

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 胡幸 huxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘 价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
伟星股份	002003.SZ	人民币	6.31	2019/8/17	增持	6.72	0.42	0.47	14.89	13.44	8.06	7.42	13.28%	14.09%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、YKK：多元化业务布局的全球拉链行业龙头	6
1. 业务情况：生产销售拉链起家，目前主要产品包括链扣、建材、机械设备等	6
2. 财务情况：受经济危机影响集团业绩 2008 年触底，现已复苏并趋于稳定	8
二、YKK 发展历史：从本土拉链销售小作坊到全球布局的拉链行业龙头	12
1. 1934-1946：拉链事业起步，高质量、新产品奠定品牌声誉	12
2. 1946-1976：二战后持续推进生产自动化及产业链一体化，YKK 成为国际拉链领先品牌	13
3. 1976-1992：打造多元化业务集团，加速海外扩张	15
4. 1992-2007：发展以中国为代表的亚洲新兴市场，业务规模持续扩张	16
5. 2007-2018：金融危机后历经调整，稳居全球拉链行业首位	18
三、YKK 发展启示	22
1. 增强研发实力，产品优化升级树立品牌口碑	22
2. 发展机械制造业务，推进一体化打造核心竞争力	24
3. 顺应产业转移趋势，坚持海外扩张战略	25
4. 坚持“善之循环”理念，深度绑定员工利益和公司利益	27
四、投资建议	28
五、风险提示	29
1. 宏观经济景气度持续下行风险	29
2. 海外产能生产不及预期风险	29
3. 原材料价格持续上涨风险	29

图表索引

图 1: YKK 集团业务结构.....	6
图 2: 2018 年 YKK 集团三大业务销售额占比.....	6
图 3: YKK 集团三大业务净销售收入 (单位: 十亿日元).....	7
图 4: YKK 集团六大区全球管理结构.....	7
图 5: YKK 集团六大区销售额占比.....	7
图 6: 2001-2018 年日本区销售 (单位: 十亿日元) 及占比.....	8
图 7: 1995-2018 年 YKK 净销售收入.....	9
图 8: 1995-2018 年 YKK 年净利润.....	9
图 9: 2003-2019 年美元兑日元中间价.....	9
图 10: 美日服装销售增速.....	9
图 11: 1998-2018 年 YKK 集团利润率.....	10
图 12: 1998-2018 年 YKK 集团期间费用率.....	10
图 13: 1999-2018 年 YKK 集团周转情况.....	10
图 14: YKK 链扣产品.....	11
图 15: YKK 链扣 CSR 委员会.....	11
图 16: 1998-2018 年链扣销售额及增速.....	11
图 17: 1998-2018 年链扣销售额占比.....	11
图 18: 1998-2018 年链扣营业利润.....	12
图 19: 1999-2018 链扣营业利润占比.....	12
图 20: 链扣业务和集团整体营业利润率对比.....	12
图 21: YKK 集团初创阶段时间轴.....	13
图 22: 1953-1970 年日本实际 GDP 增速.....	13
图 23: YKK 集团实现工业自动化时间轴.....	14
图 24: YKK 集团工业一体化时间轴.....	15
图 25: YKK 集团全球扩张阶段时间轴.....	16
图 26: 1961-1979 年日本出口增速.....	16
图 27: YKK 东亚地区销售增速领先.....	17
图 28: YKK 东亚地区销售额占比稳步提高.....	17
图 29: 东亚地区 (除日本) 业绩增长对总业绩增长贡献.....	18
图 30: YKK 集团六区净销售收入增长率 (2013 开始新分类).....	18
图 31: YKK 集团六区净销售收入占比 (2013 开始新分类).....	18
图 32: YKK 链扣业务销售额自 2008 年起连续四年下滑 (十亿日元).....	19
图 33: 欧盟及中国 GDP 增速.....	19
图 34: 铜铝全球实际市场价格 (美元/吨).....	19
图 35: YKK 亚洲投资建设时间表.....	20
图 36: YKK 集团在亚洲 (除日本) 计划投资占比.....	21
图 37: YKK 集团在亚洲 (除日本) 销售额占比.....	21
图 38: 亚洲 (除日本) 销售额增长率.....	21
图 39: 亚洲 (除日本) 销售额占比.....	21

图 40: YKK 链扣业务销售额增速 2012 年开始转正 (十亿日元)	22
图 41: YKK 集团研发费用及研发费用率	23
图 42: 拉链企业专利数量对比	23
图 43: 1998-2018 年机械事业集团间销售和转让额及占比	25
图 44: 1998-2018 年 YKK 海外销售额占总销售额比例	26
图 45: 海外销售增长对总销售增长的贡献	26
图 46: YKK 经营理念	27
图 47: 员工在公司的储蓄存款金额	28
表 1: YKK 集团拉链产品	14
表 2: YKK 集团创新设计产品	20
表 3: YKK 集团 TFM 产品	24

一、YKK：多元化业务布局的全球拉链行业龙头

1. 业务情况：生产销售拉链起家，目前主要产品包括链扣、建材、机械设备等

YKK全称Yoshida Kogyo Kabushikigaisha, 公司前身3S商会在1934年成立于东京都日本桥，以加工销售拉链起家。自1980年代起，YKK就已经成为全球最大的拉链制造销售企业。据《The Economist》杂志统计，2017年YKK在全球拉链市场的占有率已达到40%。

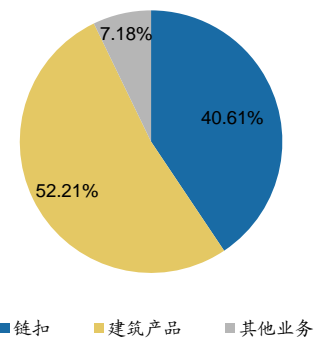
公司目前业务主要包括三部分：生产和销售拉链、纽扣等产品的链扣业务（Fastening）、生产多样化建筑产品的建材业务（AP）、开发制造机械设备的机械业务（M&E）。根据最新年报数据，YKK集团来自链扣业务、建材业务和其他业务的收入占比分别达40.61%、52.21%、7.18%，其他业务的范围包括链扣生产机械设备、建材相关机械设备、模具、机械零部件、房地产及冶铝等。

图 1：YKK集团业务结构



资料来源：YKK公司官网；广发证券发展研究中心

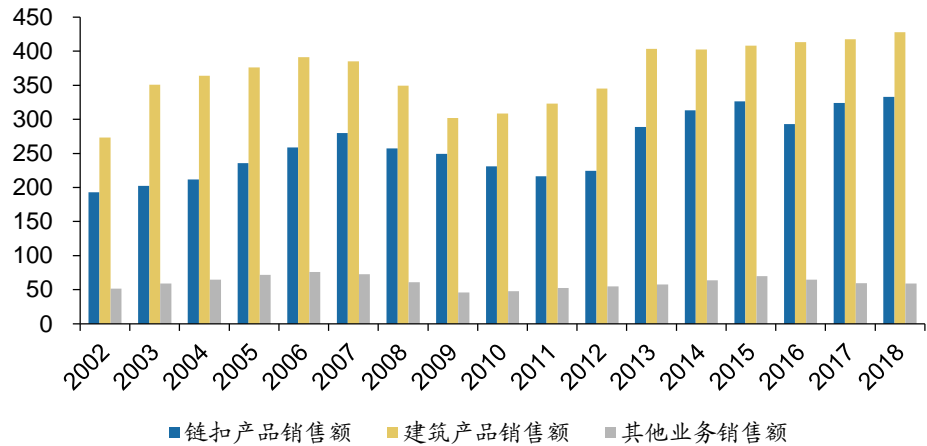
图 2：2018年YKK集团三大业务销售额占比



数据来源：YKK公司年报；广发证券发展研究中心

YKK集团依靠链扣业务起家，后期涉足机械设备制造、建材等多元化业务。1953年公司实施设备自制战略，富山县黑部工厂开始生产拉链制造设备，1959年开始生产销售铝合金建材。自2002年YKK AP Inc.成为集团全资子公司后，建材业务成为公司收入规模最大的业务。机械工程业务主要为通过原材料研究、机械设备和零部件的开发以及制造，为YKK集团的全球工厂提供链扣业务和建材业务的专用机械设备，另有少部分机械设备对外销售。

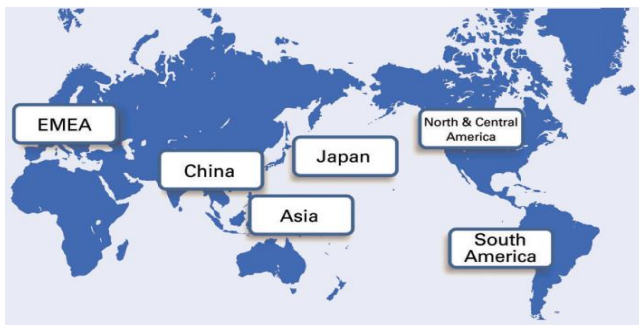
图 3: YKK集团三大业务净销售收入 (单位: 十亿日元)



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

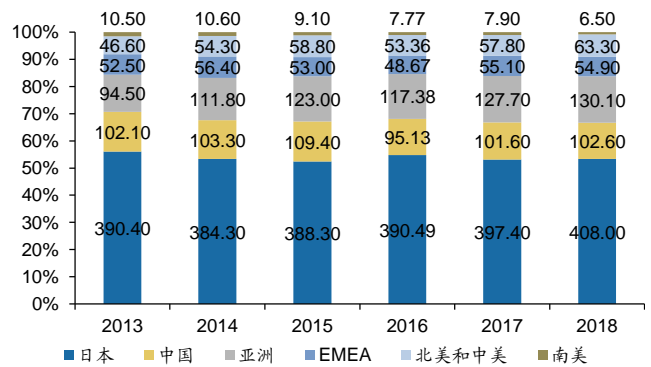
YKK集团目前在全球72个国家和地区开展业务, 主要划分为日本、中国、其他亚洲地区、EMEA (欧洲、中东和非洲)、北美和中美洲、南美洲六大区域。亚洲为公司业务主要开展地区, 近5年占集团整体收入比例约85%, 来自日本国内销售收入占比均达50%以上, 但呈现缓慢下降趋势, 来自中国和其他亚洲地区收入占比30%左右。

图 4: YKK集团六大区全球管理结构



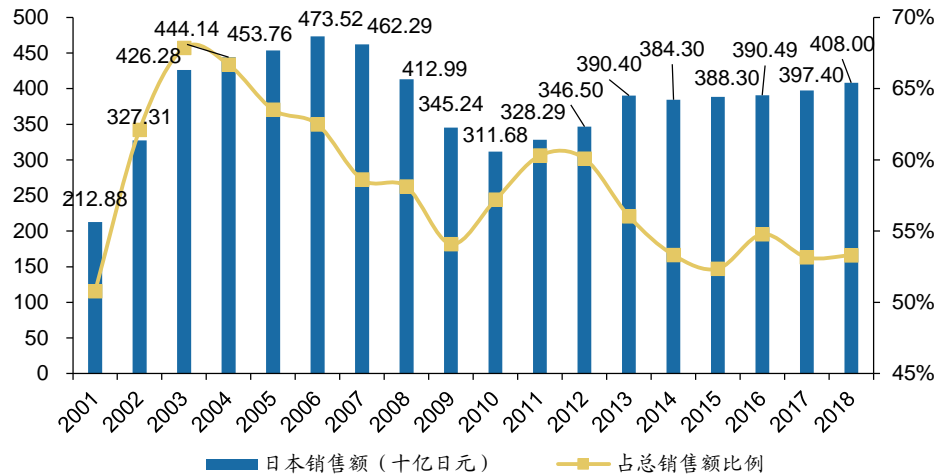
资料来源: YKK公司官网; 广发证券发展研究中心

图 5: YKK集团六大区销售额占比



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

图 6: 2001-2018年日本区销售 (单位: 十亿日元) 及占比



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

2. 财务情况: 受经济危机影响集团业绩 2008 年触底, 现已复苏并趋于稳定

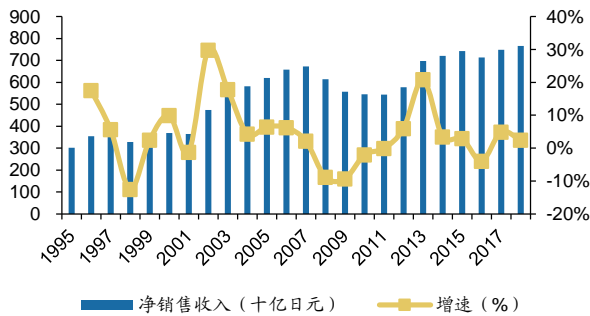
(1) 集团整体业绩

1995-2007年, 受益于全球化扩张特别是中国地区业务的高增长, 公司业绩快速增长。从1995年到2007年, 净销售收入由3018.00亿日元提升至6726.40亿日元, CAGR为6.91%。净利润规模稳中有升, 从1995年的115.10亿日元稳步提升至2006年的240.70亿日元, CAGR为6.94%。2007年欧洲议会认为公司存在操纵价格等垄断行为, 对公司处以罚款245.67亿日元, 导致2007年出现亏损69.25亿日元。

2008年由于全球范围内的金融危机爆发, 市场需求疲软, 且日元持续升值, 公司销售收入出现下滑。2008-2011, 公司净销售收入连续4年负增长, 由6134.40亿日元降至5444.30亿日元。净利润方面, 2008年公司出现大幅亏损, 净亏损达427.90亿日元, 2009年扭亏为盈, 之后净利润逐步恢复。

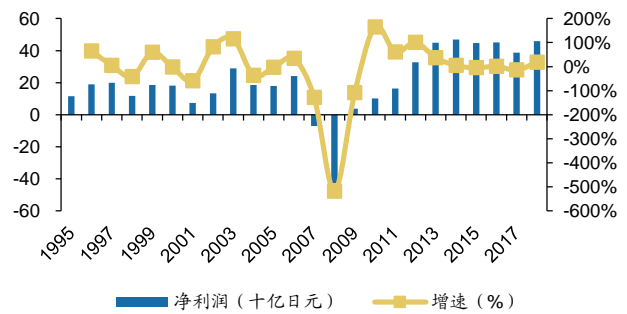
公司净销售收入自2012年开始企稳回升, 2011-2018, 收入从5448.90亿日元增长到7657.81亿日元, CAGR为4.98%, 净利润从101.30亿元增长到458.24亿元, 盈利情况明显改善。

图 7：1995-2018年YKK净销售收入



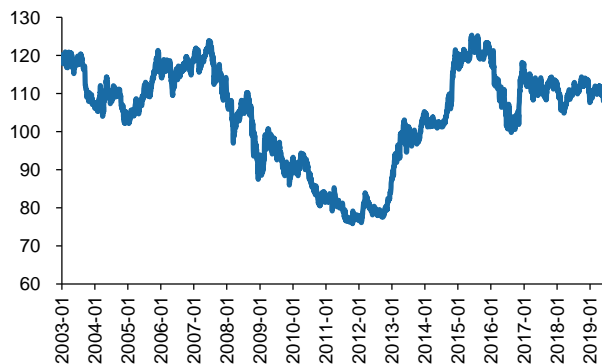
数据来源：YKK公司年报；广发证券发展研究中心

图 8：1995-2018年YKK年净利润



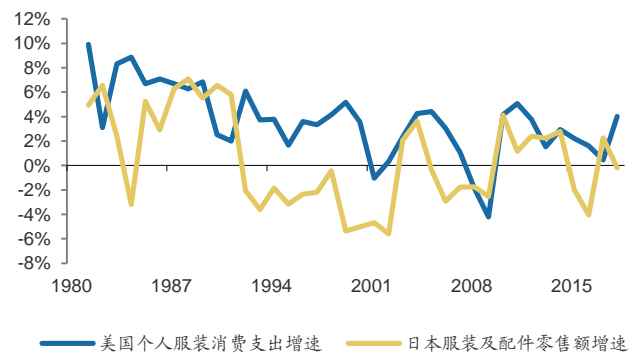
数据来源：YKK公司年报；广发证券发展研究中心

图 9：2003-2019年美元兑日元中间价



数据来源：YKK公司年报；广发证券发展研究中心

图 10：美日服装销售增速



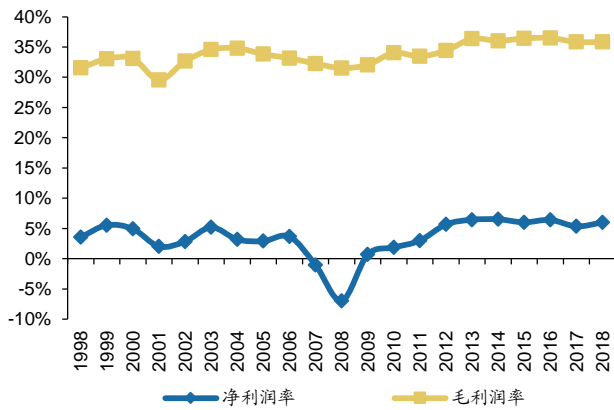
数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

1998年以来，公司毛利率基本在30%-36%区间，近年有小幅上升趋势。净利率在2008年业绩触底后逐步恢复，2018年达到5.98%。

费用率方面，由于公司持续不断地全球化扩张战略，公司期间费用率呈小幅增长趋势，2018年期间费用率为27.77%。

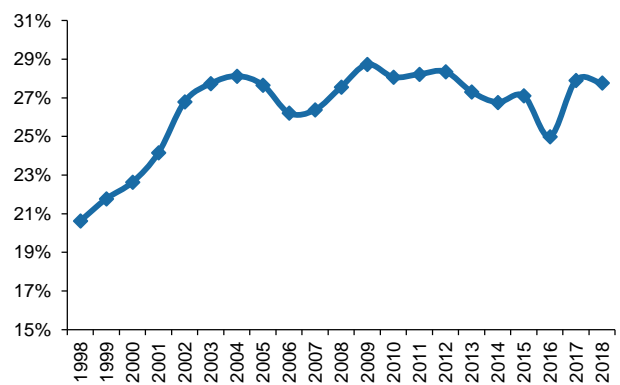
周转率方面，公司存货周转率在2001年大幅下降，主要由于公司2002年将原AP division 和YKK AP group 合并成 YKK AP Inc纳入报表范围，导致当期存货金额大幅增加。后存货周转率逐步趋稳，公司近年应收账款周转率基本维持在4.00上下。

图 11: 1998-2018 年 YKK 集团利润率



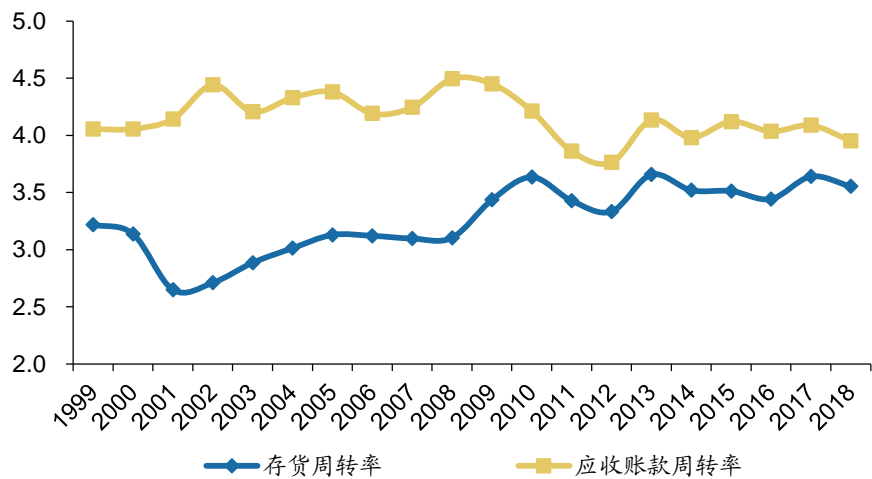
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图 12: 1998-2018年YKK集团期间费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图 13: 1999-2018年YKK集团周转情况



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

(2) 链扣业务业绩

链扣业务主要包括制造和销售拉链、按扣纽扣、尼龙粘扣带、纤维布带等多个品类商品。

图 14: YKK 链扣产品



资料来源: YKK公司官网; 广发证券发展研究中心

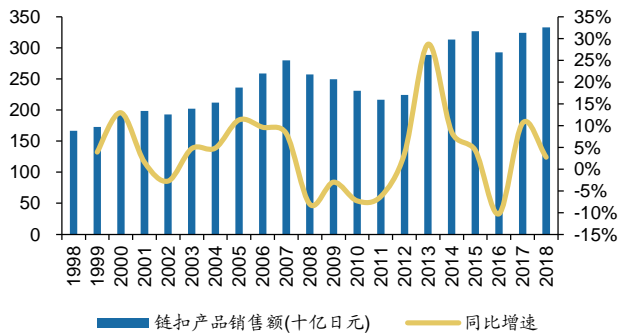
图 15: YKK链扣CSR委员会



资料来源: YKK官网; 广发证券发展研究中心

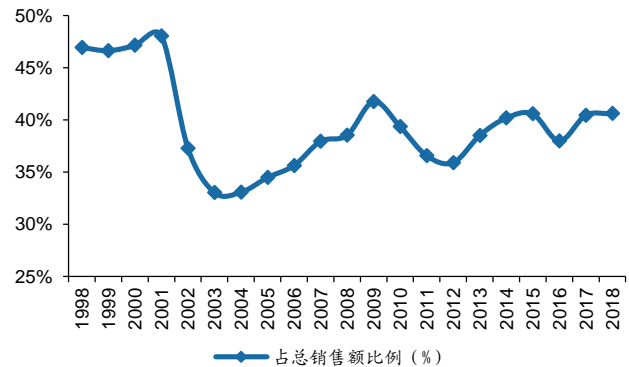
自2002年起, 链扣业务销售额占YKK集团整体销售额比例呈上升趋势。2018年链扣销售额达到3328.57亿日元, 同比增长2.73%, 占集团总销售额的40.61%。

图 16: 1998-2018 年链扣销售额及增速



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

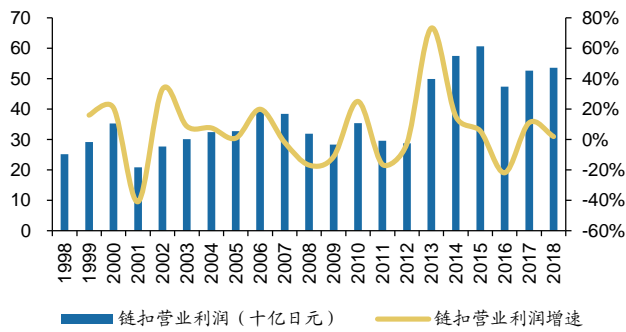
图 17: 1998-2018年链扣销售额占比



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

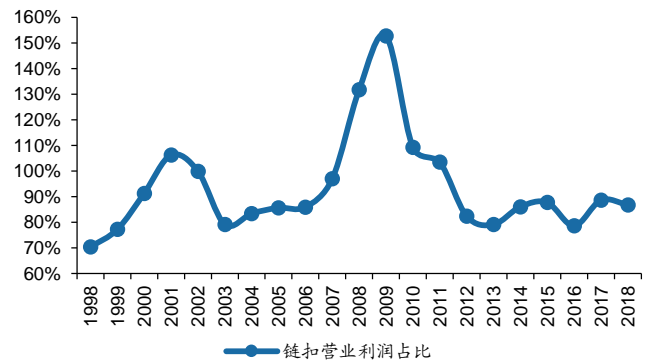
公司链扣业务营业利润率约为集团整体营业利润率的两倍, 链扣业务为公司主要盈利业务, 历年营业利润均占整体利润的60%以上, 2018年占比86.81% (2008-2011年营业利润占比超过100%主要由于其他业务出现营业亏损)。

图 18: 1998-2018 年链扣营业利润



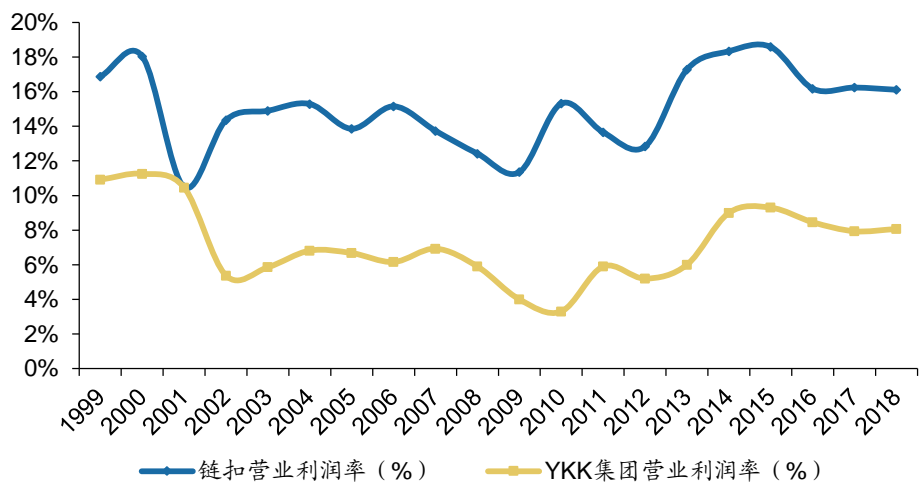
数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

图 19: 1999-2018链扣营业利润占比



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

图 20: 链扣业务和集团整体营业利润率对比



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

二、YKK 发展历史: 从本土拉链销售小作坊到全球布局的拉链行业龙头

1. 1934-1946: 拉链事业起步, 高质量、新产品奠定品牌声誉

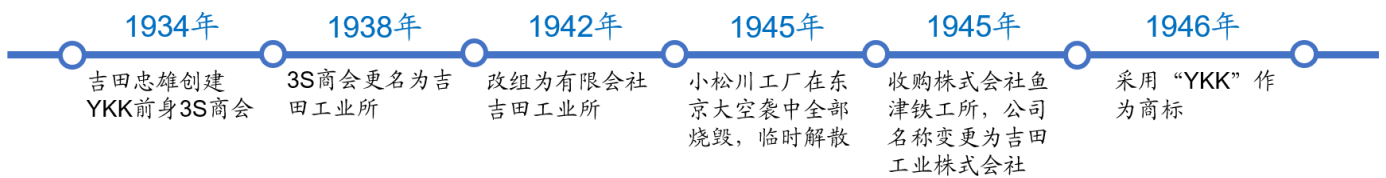
拉链于1893年由美国人发明, 1910年代传入日本, 1927年开始日本有人开始生产拉链并在服装箱包等产业推广应用。但是初代拉链生产方式原始, 完全依赖人工, 产品故障率高, 很多商店拉链存货堆积。

1934年，吉田忠雄在东京都日本桥创立YKK的前身3S商会，开始加工销售拉链。针对拉链故障率高的问题，吉田忠雄利用订货会机会了解拉链的制造过程并开始研究改进办法，通过画图分析拉链工作原理和故障原因、研制修理工具以改进拉链工艺。经过改造后售出的三S牌拉链坚固耐用、润滑易拉，拉链质量显著提高，甚至经得起铁锤的打击，被冠以“金锤拉链”称号。三S公司也逐步开始生产拉链的部分零件。

二战期间由于日本实施战时经济体制，拉链的主要原料铜成为战时管制品，吉田忠雄经过反复试验成功改用铝作为替代品，因此成为铝制拉链的鼻祖。此后，他还研制成功硬度强而重量轻的铝合金拉链，为世界拉链发展史写下了崭新的一页。

1945年太平洋战争时，拉链工厂曾被美军炸毁，吉田忠雄利用已有办厂经验和技術重新建立了工厂，将公司名称变更为吉田工业株式会社，迅速东山再起。随后公司正式采用“YKK”商标，为YKK的品牌声誉奠定了基础。

图 21: YKK 集团初创阶段时间轴

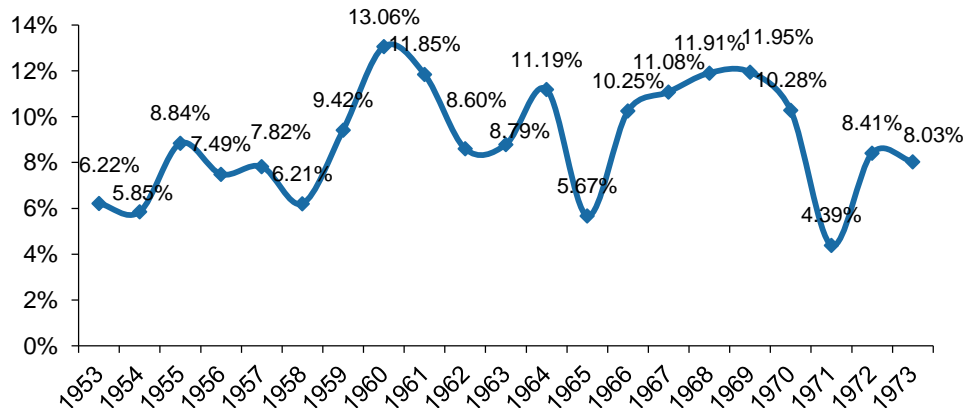


资料来源: YKK公司官网; 广发证券发展研究中心

2. 1946-1976: 二战后持续推进生产自动化及产业链一体化, YKK 成为国际拉链领先品牌

二战后美国将传统制造业如钢铁业、纺织业等向日本转移，工业产业的快速发展推动了日本经济的高速增长。1956年到1973年，日本平均实际GDP年增速达到9.79%。YKK也利用战后日本工业飞速发展的良好契机快速扩大生产规模，推进拉链生产自动化，打造核心竞争力。

图 22: 1953-1970年日本实际GDP增速



数据来源: 日本内阁府; 广发证券发展研究中心

需求方面，战后经济逐步恢复，全球纺织服装的产业中心逐步转移到日本，美军大量进驻常住人口显著增加，拉链市场需求激增。

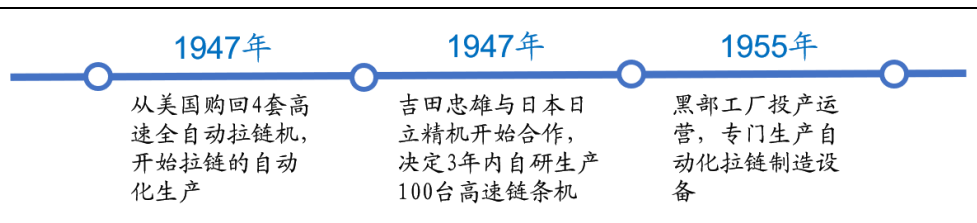
战后YKK开始逐步推进拉链的自动化生产，提升本土市场和国际市场的竞争力。依次历经：购买美国进口拉链机器——与日本国内工厂合作研制拉链机器——自主生产设备的過程。

战后吉田忠雄发现美国已经开始使用机器化设备生产拉链，无论从性能还是成本来看，机器生产的拉链都远远优于YKK当时的产品。为了防止美国制造拉链进入日本市场对本土拉链制造业带来毁灭性冲击，吉田忠雄倡议日本拉链公司集资购买进口机器设备成立共同经营的拉链公司。但该倡议并未得到日本拉链制造业的认同，吉田忠雄在1947年独自斥资1200万日元购买了4台美国先进的全自动链牙机，开始进行拉链的自动化生产。

此后，吉田忠雄开始与日本日立精机寻求合作，决定3年内研制100台高速链条机。其中的三三型拉链机的生产效率是旧机型的40倍。

1953年，YKK开始实施设备自制战略，由公司黑部工厂生产拉链制造设备。YKK成为日本拉链制造业第一家机械化生产厂家，也成为国际上生产技术领先的厂家，成功开拓集团机械自主研发的道路。

图 23: YKK集团实现工业自动化时间轴



资料来源：YKK公司官网；广发证券发展研究中心

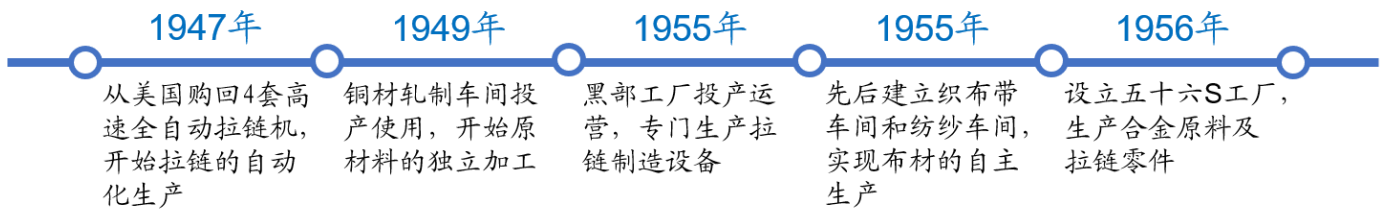
表 1: YKK集团拉链产品

产品	金属拉链	尼龙拉链	树脂拉链	拉头
图片展示				

资料来源：YKK公司官网；广发证券发展研究中心

除了生产设备的自动化改造，YKK也在推进产业链一体化进程。1949年成功投产钢材轧制车间以进行原材料的独立加工，1955年先后建立织布带车间和纺纱车间实现了布材的自主生产。1956年设立五十六S工厂，专门生产铝合金原料及拉链零件。YKK集团逐步实现了生产链的一体化。

图 24: YKK 集团工业一体化时间轴



资料来源: YKK公司官网; 广发证券发展研究中心

生产设备的自动化以及产业链的一体化使得公司生产效率和产品质量有了飞跃式的提升，YKK成为全球领先的拉链品牌。1958年，YKK年产拉链的长度已能绕地球一圈。1969年，美国登月宇航员所穿的宇航服使用的拉链即为YKK制造，YKK已成为国际领先的拉链品牌。

3. 1976-1992: 打造多元化业务集团，加速海外扩张

1950年代，自动化设备的使用和升级推进YKK拉链业务逐步走向成熟，并达到世界领先水平。YKK开始扩展业务范围，向机械设备生产以及建材生产销售领域扩张，打造多元化业务集团，业务经营区域向日本本土以外的全球多国家和地区拓展。

YKK从制造拉链生产设备起步，向机械设备研发及生产领域延伸。YKK生产的机械设备不仅供集团内部使用，也出售给外部企业，保证产品竞争力的前提下可以扩大销售市场提高研发利用率。

在进行拉链材料研发时，YKK发现铝合金材料性能优越，也可应用于建筑产品，所以1959年开始经营建材业务，主要产品为铝合金门窗等建材产品。

1960-1980年代，战后日本工业的高速发展以及出口导向型的经济特征使得美日关系矛盾逐步显现，两国在多个行业领域出现不同程度的贸易摩擦。由于贸易顺差过高，在美国压力下日本签订了多项协议主动减少产品出口，同时后布雷顿森林体系下日元持续升值，出口贸易发展遭遇多重困境。由于工业技术发展成熟且日元持续升值，日本具备向海外进行产业转移的条件，日本企业开始加速向海外投资设厂以减少贸易壁垒限制。

YKK在1950年代末期开始在海外投资，在1960-1980年代实施全球化战略，为集团业务的增长提供充足空间。全球扩张首先从较为成熟的拉链业务开始，1960年YKK首次向美国市场销售拉链产品，由于原料和技术研发方面的长期积累，产品质量优异，而美国本土拉链制造商Talon在二战时由于原料不足停产，直至1960年才恢复经营。YKK产品质量足以媲美Talon，但由于技术先进YKK产品价格更为低廉，因此YKK迅速超越Talon占领了美国市场。1959年在新西兰成立了第一家制造和销售拉链的海外公司，1960年代开始在马来西亚、泰国等亚太地区投资设厂。1976年，建材业务也开始发展海外工厂，第一家海外建材事业公司于新加坡成立。1980年代末期相

继在美国、印度尼西亚、台湾、巴西等地区建立了建材生产销售工厂或建材事业部开展业务。YKK采取当地投资设厂的战略，利用当地廉价劳动力，就地销售产品，以避开关税壁垒实现业务扩张

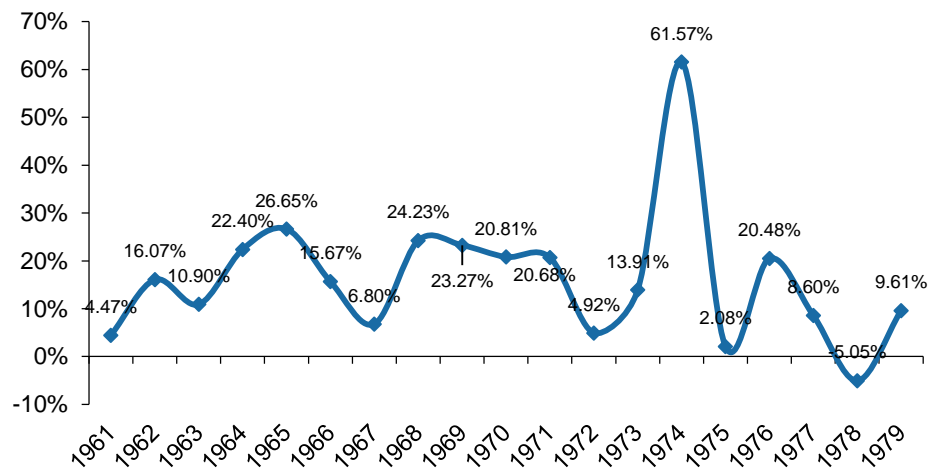
通过扩大业务范围至机械设备和建材生产销售，推进全球化战略，YKK由本土拉链龙头逐步成为布局全球的多元化业务集团。

图 25: YKK 集团全球扩张阶段时间轴



资料来源：YKK公司官网；广发证券发展研究中心

图 26: 1961-1979年日本出口增速



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

4. 1992-2007: 发展以中国为代表的亚洲新兴市场，业务规模持续扩张

1990年代以来，以中国为代表的亚洲国家新兴市场经济快速发展，YKK在这一时期加速在亚洲国家的产能布局，快速开拓亚洲市场。

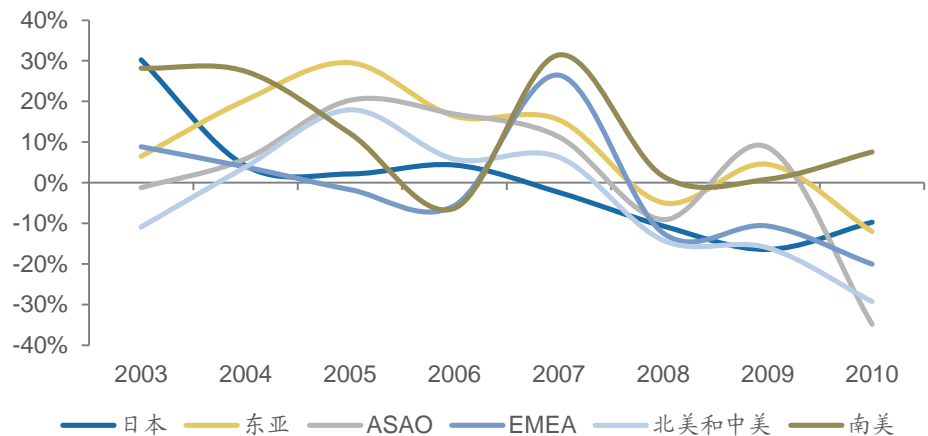
1992年中国确立了发展社会主义市场经济的目标，对外开放程度提高。由于市场潜力巨大、劳动力人口丰富、投资环境开放，中国内地吸引了大量外资企业的投资。YKK也趁此契机在上海建立了中国内地的第一个生产基地——上海吉田拉链有限公司，开始将业务拓展至中国大陆地区。

YKK在中国的投资规模和业务范围持续扩大，产业链也延伸至上游机械制造领域。

1995年，YKK又在大连和深圳分别建立了拉链生产销售公司，扩大在中国大陆地区的生产规模，至此YKK链扣业务经营区域已涵盖中国大陆北部、南部和中部。2004年，无锡成为中国大陆地区第四个链扣生产基地。除此以外，2001年YKK在深圳成立了建材公司，2002年在苏州成立了建材公司以及模具和机械公司。

2002-2007年，东亚地区（除日本）销售额从559亿日元上升到1246亿日元，CAGR达到17.39%。东亚地区占YKK整体收入的比例也从2002年的10.60%上升到2007年的15.80%，并在2010年达到了19.98%。

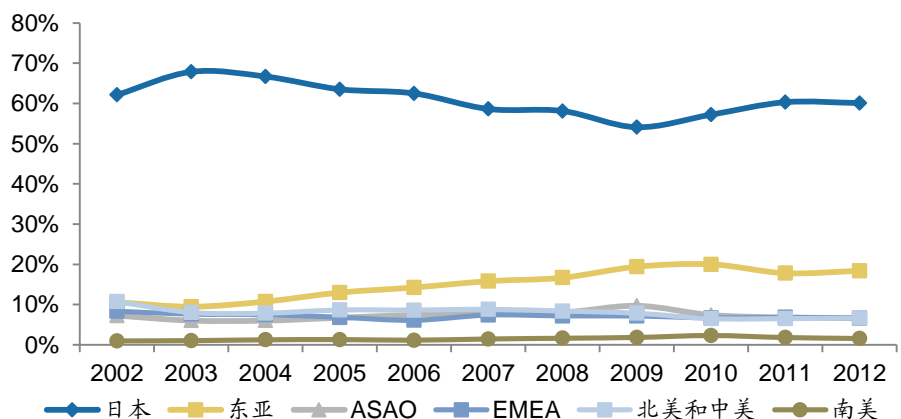
图 27: YKK东亚地区销售增速领先



数据来源：YKK年报；广发证券发展研究中心

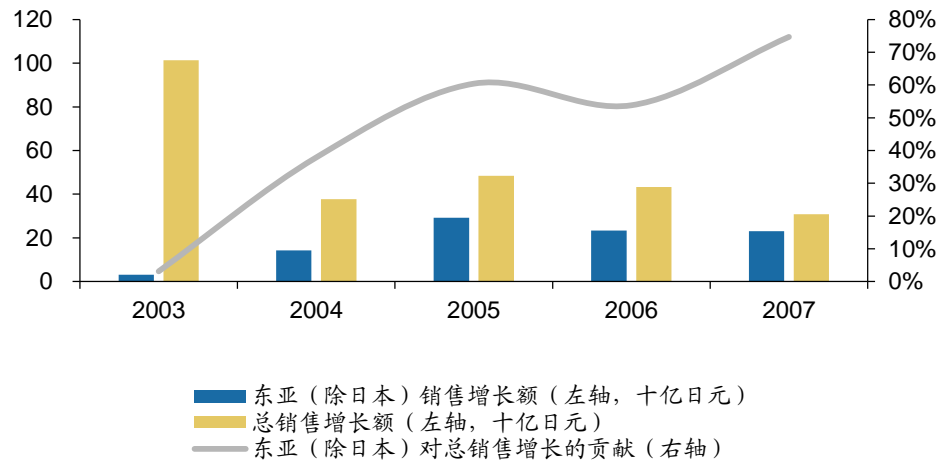
注：ASAO代表东盟、南亚和大洋洲，EMEA代表欧洲、中东和非洲

图 28: YKK东亚地区销售额占比稳步提高



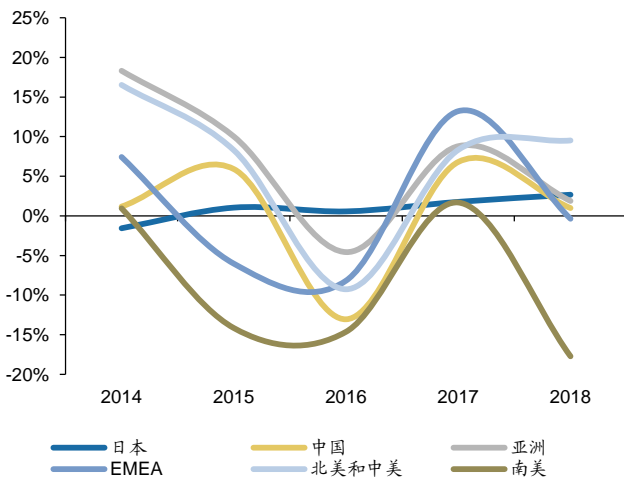
数据来源：YKK年报；广发证券发展研究中心

图 29: 东亚地区 (除日本) 业绩增长对总业绩增长贡献



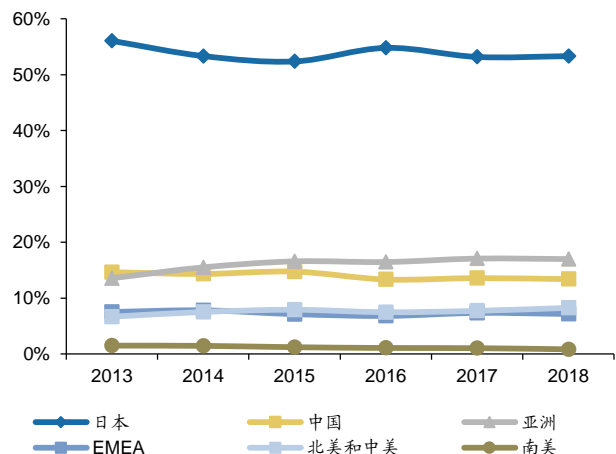
数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

图 30: YKK集团六区净销售收入增长率 (2013开始新分类)



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

图 31: YKK集团六区净销售收入占比 (2013开始新分类)

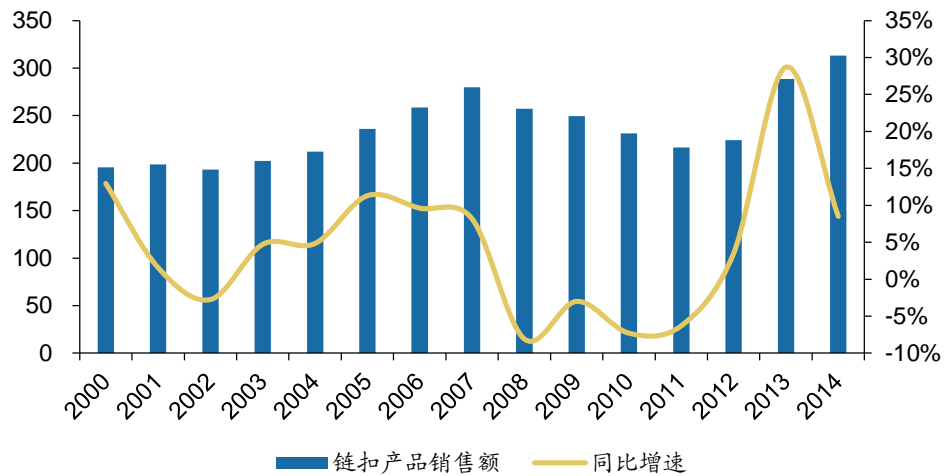


数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

5. 2007-2018: 金融危机后历经调整, 稳居全球拉链行业首位

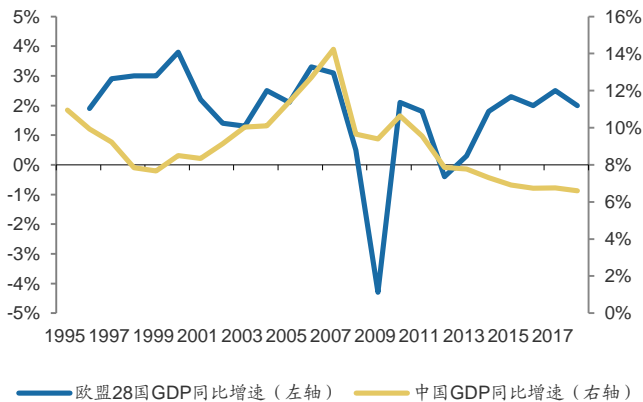
2008年起YKK链扣业务销售额连续四年出现下滑, 一方面由于2008经济危机爆发导致全球经济增速放缓, 2009-2010年金融危机延续深化导致欧洲部分国家爆发主权债务危机, 经济环境动荡对服装销售造成较大影响; 另一方面自2007年起链扣产品主要原材料全球市场价格持续维持高位, 同时部分业务区域劳动力价格出现较大幅度上升, 公司成本端面临较大压力。

图 32: YKK链扣业务销售额自2008年起连续四年下滑 (十亿日元)



数据来源: YKK年报; 广发证券发展研究中心

图 33: 欧盟及中国 GDP 增速



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

图 34: 铜铝全球实际市场价格 (美元/吨)



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

为应对全球经济环境带来的市场需求变化以及成本上升压力, YKK主要通过在产品端以及市场端发力减少市场环境变化带来影响。

产品: 通过推进研发打造优质产品、优化产品组合、彻底推行成本效益增加高性价比产品生产, 强化已有优势使得产品和价格更具竞争力以应对严峻的市场环境。在拉链新材料应用方面, YKK目前已经发布纯植物材料拉链“GreenRise”和塑料瓶回收材料拉链“NATULON”等数款环境友好型产品。YKK研发的全新“click-TRAK”拉链摒弃了传统的拉头方案, 采用按钮的形式, 易于开合, 方便老年人及行动不便人士使用, 也可应用于运动服饰, 使拉链更加轻盈易用。同时YKK多次在年报中提及将研发和生产高性价比产品作为链扣业务发展重点, 提高在发展中国家的市场竞争力和占有率。

表 2: YKK 集团创新设计产品

产品	QuickFree	Click-TRAK	GreenRise	NATULON
图片展示				

资料来源: YKK公司官网; 广发证券发展研究中心

市场: 加快在纺织产业新兴地区例如越南、印尼、孟加拉等地的产能布局。随着全球纺织产业链的转移, 亚洲欠发达地区纺织产业的兴起, 除日本中国以外亚洲其他地区目前已成为YKK集团重要市场, 来自亚洲其他地区收入增长长期成为公司业务增长的主要驱动力。

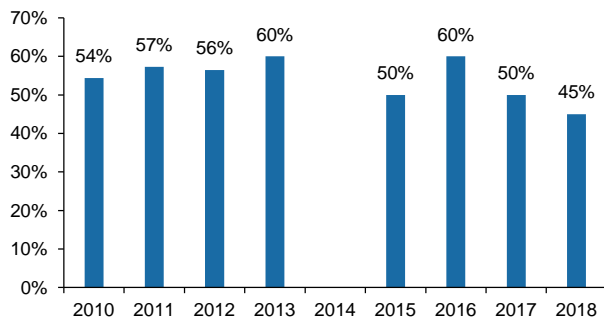
图 35: YKK 亚洲投资建设时间表



资料来源: YKK公司官网; 广发证券发展研究中心

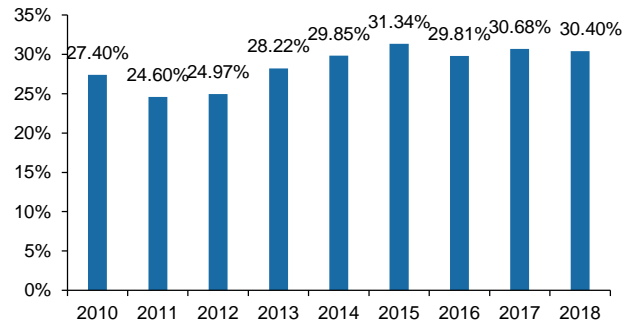
2010年以来YKK长期将亚洲地区新兴市场作为首要投资目标, 2010-2017对亚洲地区(除日本)的计划投资占比均占整体计划投资的50%以上。2018年, YKK宣布其在亚洲(除日本)的计划投资额达到234.00亿日元, 占全年计划投资总额的45%。随着对亚洲的持续重点投资, YKK集团在亚洲的销售额也稳步上升, 2018年达到总销售额的30.40%。

图 36: YKK 集团在亚洲 (除日本) 计划投资占比



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

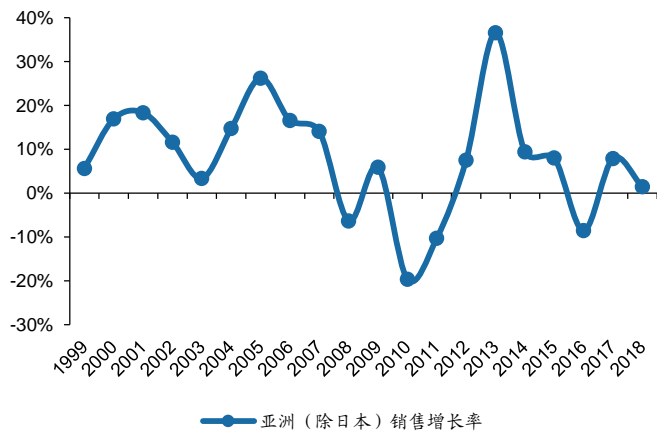
图 37: YKK集团在亚洲 (除日本) 销售额占比



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

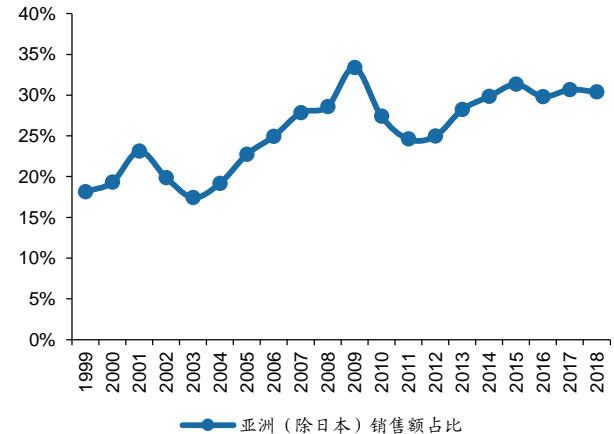
注: 由于列报口径, 2013年以前亚洲数据不包括南亚区域

图 38: 亚洲 (除日本) 销售额增长率



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

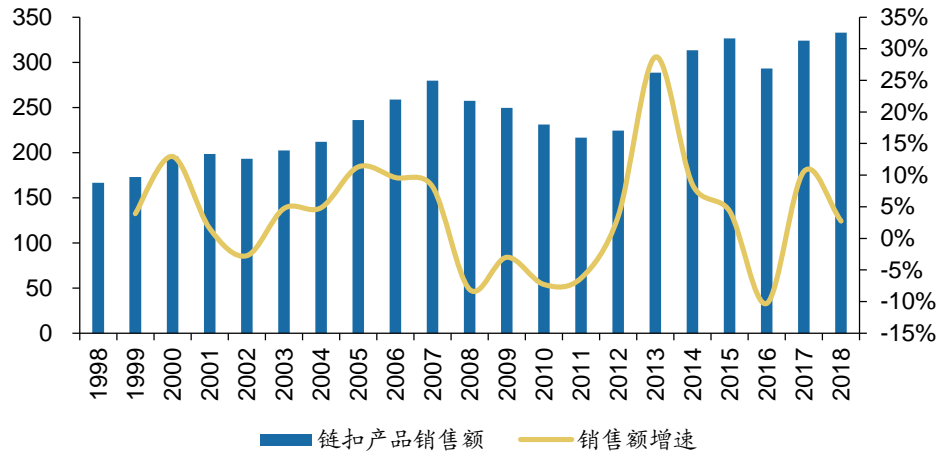
图 39: 亚洲 (除日本) 销售额占比



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

产品端和市场端多项措施有效推进, 2012年YKK链扣业务销售额增速转正。2012-2018, 链扣业务销售额从2242.30亿日元上升到3328.57亿日元, CAGR为6.80%。

图 40: YKK链扣业务销售额增速2012年开始转正 (十亿日元)



数据来源: YKK年报; 广发证券发展研究中心

三、YKK 发展启示

YKK不是拉链最早的发明者,但是后期做到全球拉链产业龙头,主要原因来自不断增强研发实力、一体化优势打造核心竞争力以及海外扩张。

1. 增强研发实力, 产品优化升级树立品牌口碑

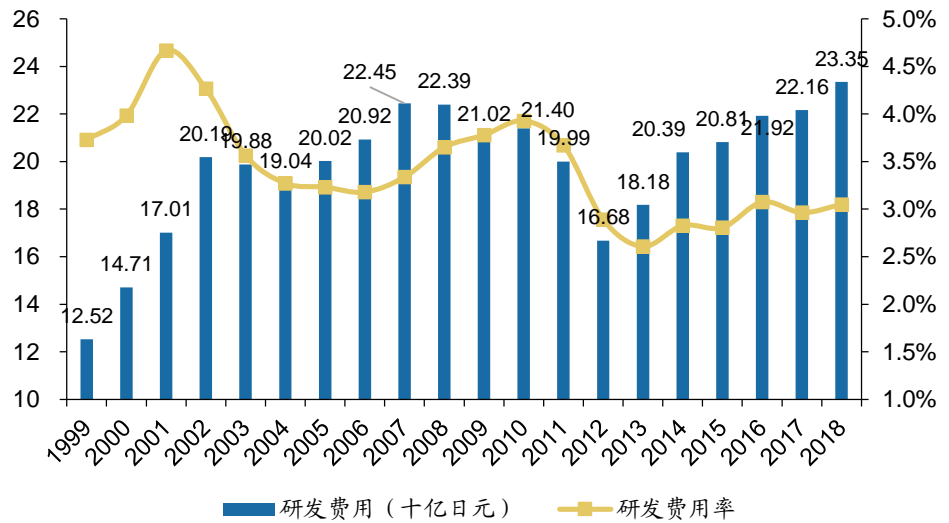
持续投入研发,提升产品质量是YKK成为全球拉链行业龙头的关键原因。

成立初期(1934-1946):依靠技术优化大幅提升拉链质量,形成品牌口碑的原始积累;成功研发铝制拉链、革新铝合金拉链技术,打开拉链制造新篇章。

发展期(1946-1976):持续推进产品创新,同时投入原材料、机械设备、零部件研发,通过开发新型拉链制造材料、集团自行生产拉链制造机器设备、开办辅料生产工厂将业务涉入产业链上下游,打造一体化产业链优势。

成熟期(1976-2018):行业龙头保持研发优势,夯实护城河。YKK已成为全球拉链行业的绝对龙头,依旧在研发方面保持较大规模投入,近年研发费用年投入超过200亿日元,研发费用率约3%。

图 41: YKK集团研发费用及研发费用率

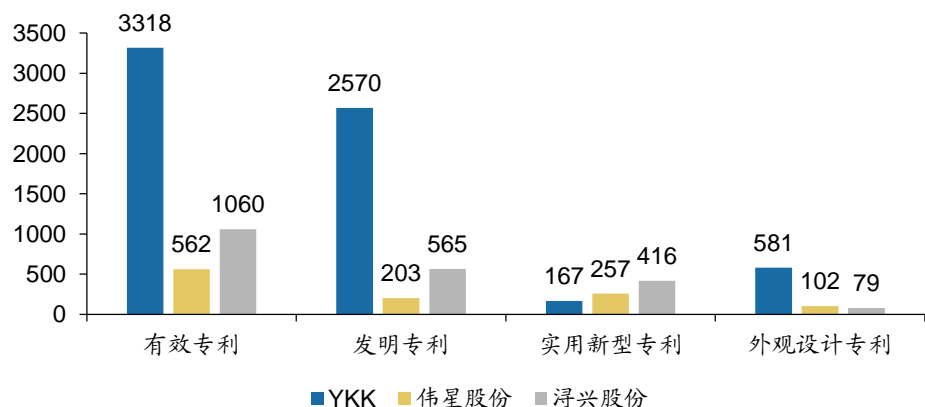


数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

YKK在包括日本在内的全球五个地区建立了链扣研发中心, 对相关技术进行长期研究。意大利研发中心专注于服装相关的链扣产品, 印尼研发中心专注于原材料研究, 以及为价格敏感的市场开发链扣产品, 位于美国和台湾的研发中心专注于为汽车, 航空航天, 军事, 医疗和工业安全市场等多种市场开发高性能链扣产品。

公司研发实力不断增强, 拥有大量专利。截至2019年8月21日, YKK集团在中国的有效专利共计3318件, 其中发明专利2570件, 实用新型专利167件, 外观设计专利581件, 远高于国内的链扣制造企业伟星股份和浔兴股份。

图 42: 拉链企业专利数量对比


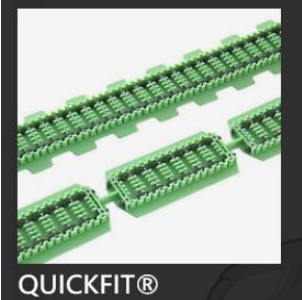
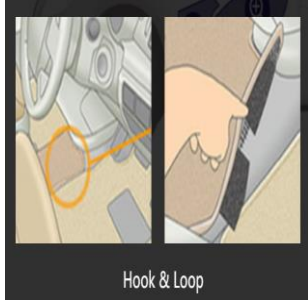



数据来源: 专利检索网; 广发证券发展研究中心

注: 图表中专利数目为企业在中国境内申请的专利数量

公司对传统应用领域的链扣产品推陈出新同时开发新用途产品，以提升竞争力扩大产品应用范围。公司推出了用于裤装的低成本L型新拉链、重新设计的薄拉链、弧形豪华金属紧固件、双色铝拉链、树脂涂层夹克滑块、防水注塑拉链等一系列新型产品。塑料制品方面，公司推出了适用于背包和各种卡扣的扣环；按扣和纽扣方面，公司研发了应用于牛仔裤的新款纽扣，并推出标准化模具、组装机和贴合机。在TFM（用于交通工具的紧固件材料）方面，公司开发专门用于汽车市场的产品，推出了适用于汽车座椅的隐形拉链和“POWER HOOK”。

表 3: YKK 集团 TFM 产品

产品	座椅（正面）	座椅（背面）	内饰（地面）	内饰（后备箱）
图片展示				

资料来源：YKK公司官网；广发证券发展研究中心

由于产品设计新颖、性能卓越，YKK拉链多次获奖。“Quick Free”拉链荣获“2018年度优良设计奖”优良设计百佳奖、“第十二届儿童设计奖”最优秀奖“内阁总理大臣奖”，“EXCELLA Fin”拉链荣获“2019德国设计大奖”。

2. 发展机械制造业务，推进一体化打造核心竞争力

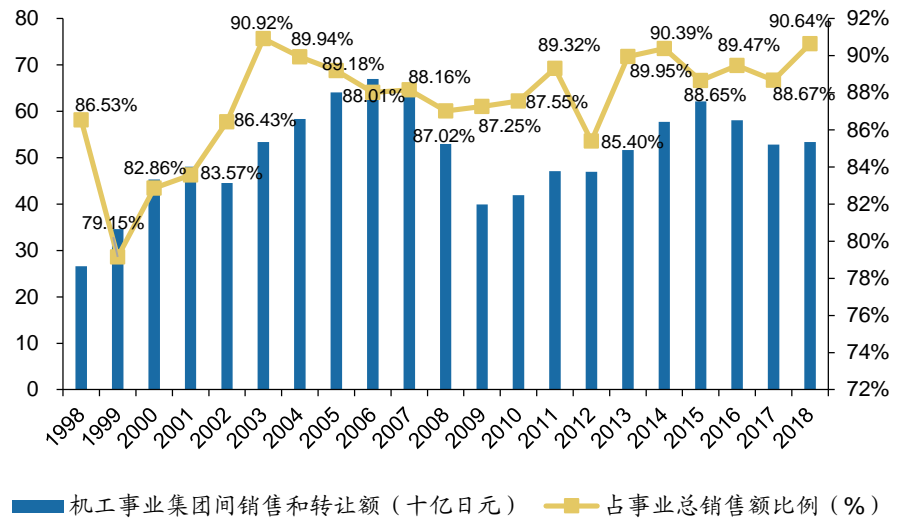
从原材料研发到机械设备生产再到产品制造的一体化产业链是YKK稳居全球拉链龙头宝座的另一重要原因。

二战后吉田忠雄意识到YKK的拉链与美国机器制拉链质量和成本均存在较大差距，斥巨资进口拉链生产设备开始进行拉链的机器化制造。后通过和机械设备厂商合作以及自主研发的方式生产专用拉链制造设备，YKK逐步将机械制造设备、模具、原料都纳入了集团生产体系，实现产业链的垂直整合和一体化。通过对产业链中各环节进行研发创新，极大提升集团的整体实力，拉开了与竞争对手间的差距。

机械工程集团（M&E）是YKK的核心技术和业务部门，业务包括机械设备研发和制造，在2009年由集团研发中心和机械集团整合组建形成。机械工程集团通过原材料的开发、设备的开发以及机械零部件的制造，为YKK集团的海内外工厂提供链扣业务和建材业务的专用机械。

机械工程集团产品绝大部分供内部链扣业务和建材业务部门使用，销售额主要来自内部，同时有少部分机械设备产品对外出售。来自内部的销售额近年达数百亿日元，基本占机械工程集团总销售额的80%-90%。

图 43: 1998-2018年机械事业集团间销售和转让额及占比



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

打造一体化产业链对于YKK的意义主要体现在3个方面:

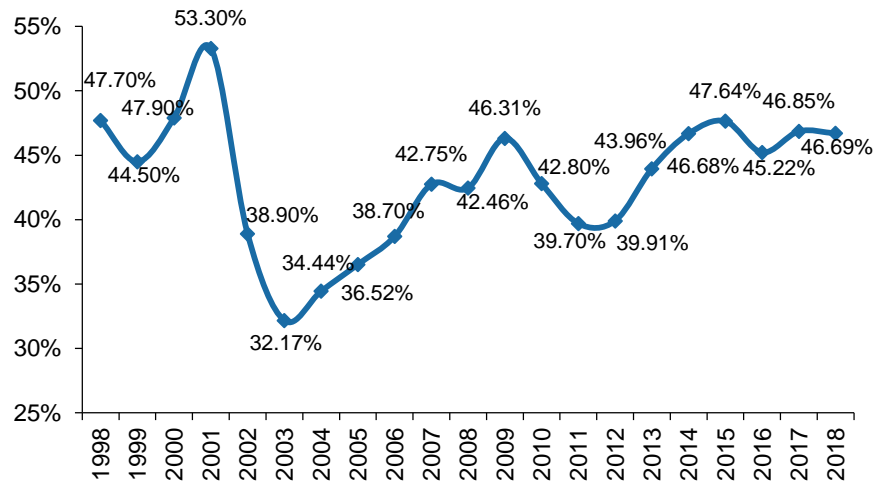
- (1) 形成了一体化产业链后, 企业间的竞争不再仅仅是产品端的竞争, 核心是包括上游机械设备在内的生产体系的竞争, 对产业链的掌控有效降低了公司经营风险, 拓宽了公司护城河;
- (2) 自产机械设备将企业利润环节延伸至上游, 降低了总体成本, 提升了YKK的盈利能力;
- (3) 原材料研发实力和机械设备自产能力均为企业发展多元化业务奠定了良好的基础。

3. 顺应产业转移趋势, 坚持海外扩张战略

进行海外扩张, 拓展全球市场是YKK成为全球拉链龙头的另一关键原因。

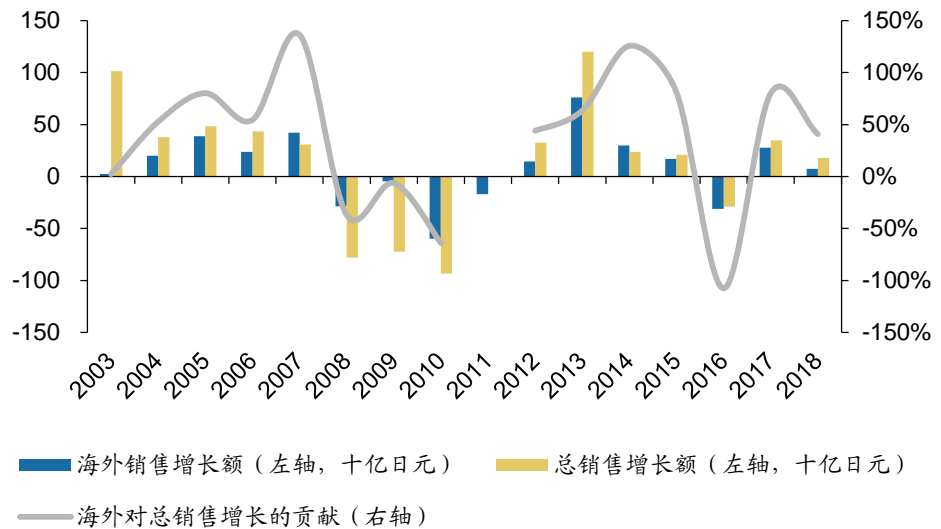
1959年YKK即开始进入海外市场, 目前已在全球72个国家开展业务。进入21世纪, 来自海外市场销售额占YKK整体销售比例均超过30%, 近年来占比持续提升目前已接近50%, 自有公开财务数据记录来看, 绝大部分年份收入增长海外部分贡献占比较高。

图 44: 1998-2018年YKK海外销售额占总销售额比例



资料来源: YKK公司官网; 广发证券发展研究中心

图 45: 海外销售增长对总销售增长的贡献



资料来源: YKK公司官网; 广发证券发展研究中心

YKK通过将有竞争力的产品向海外市场推广, 深化品牌在当地的影响力, 实现海外市场深耕, 打开了公司的成长空间。同时, 选择在全球各地区直接建厂进行生产销售而不是本国生产出口海外, 一方面可以充分了解需求, 迅速开拓当地市场, 另一方面也可以规避由于贸易环境变化带来的风险。

4. 坚持“善之循环”理念，深度绑定员工利益和公司利益

公司创始人吉田忠雄认为“不为他人利益着想，则企业自身也不可能发展繁荣”，这就是“善之循环”理念。YKK在经营活动中，将这一自创业开始传承下来的理念作为企业精神，具体体现为：在企业经营活动中高度重视产品创新，为社会带来新价值，并将经营活动中获得的利润与社会、员工和事业伙伴进行分享。

图 46: YKK经营理念

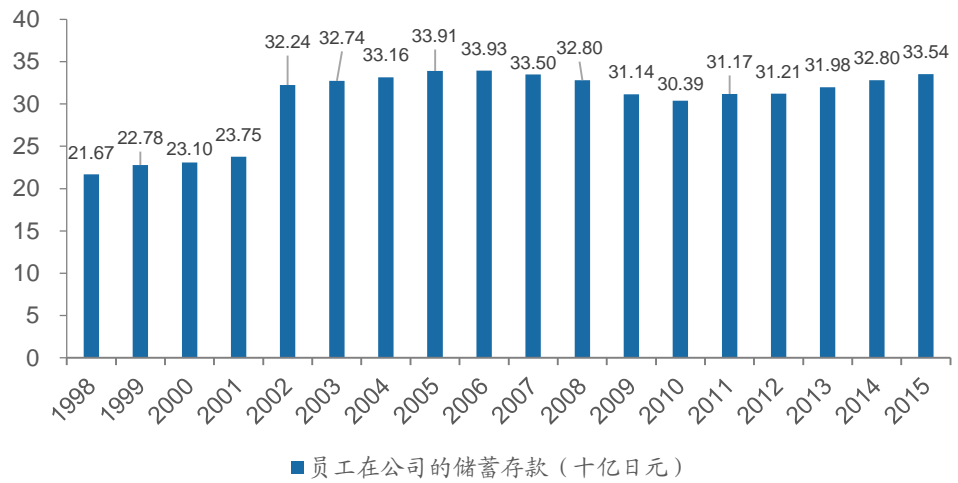


YKK在以上七个领域不断追求更高质量，以实现更高的企业价值。

资料来源：YKK公司官网；广发证券发展研究中心

YKK通过践行“善之循环”理念，实现员工和公司利益的深度绑定。在企业的生存发展和利益分配方面，YKK将“善之循环”理念演化为“利润三分法”的经营方针，即主张办企业必须尽可能多的实现利润，这些利润不是仅属于公司，而要三等分：三分之一以质量较好的产品及低廉的价格交给消费者，三分之一交给经销商及代理商，三分之一用在自己的工厂。在企业内部，为了实现“善之循环”，YKK准许公司员工购买公司的股票，持股者每年可获得18%的股息。21世纪初，YKK公司的职工拥有公司股份占比50%以上。同时，YKK限定公司职工把工资及津贴的10%和奖金的50%存放在公司，用以改善和扩大公司规模，公司每月以比银行定期存款利率高的利率来支付利息。在企业的经营理念上，“善之循环”则演变成“追求更高企业价值”。公司这一从创业开始就传承下来的企业精神经过不断演化，指引着YKK不断发展。

图 47: 员工在公司的储蓄存款金额



数据来源: YKK公司年报; 广发证券发展研究中心

四、投资建议

A股上市公司中的伟星股份经过多年的成长, 目前已经成为中国拉链龙头公司, 值得关注。伟星股份是一家品类全、响应快的服装辅料企业, 也是中国纽扣和拉链行业首家上市公司, 公司专业从事纽扣、拉链、金属制品等服装辅料的研发、制造与销售, 目前是国内规模最大、品种最齐全的服装辅料企业, 现拥有年产纽扣100多亿粒、拉链5亿多米的产能, 主要客户是全球各类中高档服装品牌。从上文中YKK的发展历史和成功经验总结可以看出, YKK成为国际拉链龙头公司主要原因来自不断增强研发实力、一体化优势打造核心竞争力以及海外扩张。伟星股份在产品研发和海外扩张等方面也有不错的布局。首先, 伟星股份具有较强的研发实力, 公司有700多位研发人员, 建有省级企业研究院、CNAS实验室、博士后工作站, 主编、参编了11项国家和行业标准, 拥有专利472项。其次, 伟星股份已经开始国际化战略在海外布局产能。公司从2016年开始建设孟加拉工业园, 完全达产后将形成年产拉链9240万条、金属扣8400万套的规模, 将显著扩大公司生产基地的服务保障辐射圈, 便于公司对东南亚市场的就近开拓和服务, 大大提升海外综合服务保障能力和水平, 推动公司国际化战略的布局和实施。从投产进度来看, 2018年下半年建成一期, 开始逐步释放产能, 截至2019年上半年, 国际营收同比增长9.85%, 海外布局战略成效渐显。与国内另一家拉链上市公司浔兴股份相比, 伟星股份专注辅料领域, 而浔兴股份在2017年收购跨境电商价之链, 开始了辅料+跨境电商双主业发展, 但是2018年价之链公司业绩大幅低于承诺, 并且价之链管理团队核心人物长期不在公司履职, 导致浔兴股份在2018年对此收购形成的7.48亿商誉计提了减值损失, 公司大幅亏损, 公司原拉链业务的核心管理团队也逐步退出了上市公司。与国际拉链巨头YKK相比, 伟星股份在产品交期和服务方面具有竞争优势。伟星股份产品交期短且重视与品牌客户的服务, 在服装消费市场终端变化加速的情况下, 供应商的对订单快速反应能

力逐渐成为品牌较为重视的考量维度。另外，拉链市场之前几乎是YKK一家独大，对于品牌客户来说，希望打破YKK对拉链订单的垄断，引入其他供应商与YKK共同竞争，也为伟星股份提供了很好的发展机会。

五、风险提示

1. 宏观经济景气度持续下行风险

公司业务区域涵盖全球多地区市场，如果未来全球市场消费景气度下行，公司终端产品需求将受到显著影响，订单将受到波及。

2. 海外产能生产不及预期风险

公司在全球数十个国家建立有生产基地，如果由于政治、经济环境等原因海外产能生产不达预期，将对公司的生产和销售产生负面效应。

3. 原材料价格持续上涨风险

公司所需原材料包括大量铜铝等商品，如果原材料持续大幅涨价会压制公司的利润增长。

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

赵颖婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。