

伟星股份 (002003)

证券研究报告

2021 年 07 月 28 日

匠心积淀成就辅料龙头，产能优化拓展助力长期成长

A 股首家服装辅料上市公司，厚积薄发，行业优势稳固且显著

公司主营拉链、金属制品、钮扣等服饰辅料的生产与销售，是中国钮扣和拉链行业首家上市公司。现已形成年产钮扣 101 亿多粒、拉链 6.5 亿多米的产能，是一家品类全、响应快的服饰辅料生产公司。旗下“SAB”品牌在业内享有盛誉，是中国服饰辅料的知名品牌。公司以“传承服饰文化，提升时尚品位”为使命，致力于为客户提供快捷、贴心的“一站式（全程）”服务，为客户“量身定制”一体化辅料解决方案，现已成为全球众多知名服装品牌企业的战略合作伙伴。

多年聚焦辅料主业，历经多年成长孵化，持续迸发成长动能

公司前身追溯到 1988 年成立的临海市伟星塑胶制品有限公司，2001 年正式提出“大辅料战略”，正式进军拉链、金属制品领域，筹划布局深圳工业园。2006 年公司率先提出“一站式（全程）服饰辅料供应”模式，正式启动 SAB 品牌战略；2009 年公司获 CNAS 实验室认证，成为国内服装辅料行业首个国家级实验室；2018 年以来公司全球化产能优化布局策略持续推进，孟加拉工业园正式开工投产；2020 年，公司完成孟加拉工业园二期项目，顺利推动三期扩产项目并拓展越南产能，海外产能拓展优化助力巩固行业龙头优势地位。

立足现有竞争优势，拓展产能+优化客户深化品牌护城河

经过三十多年发展，公司行业内已积淀形成综合竞争优势，具体来看：

研发与技术优势，坚持“时尚设计”理念，根据传统品牌的风格以及流行趋势为客户“量身定制”一体化辅料解决方案。**智造与规模优势**，成为国内规模最大、品种最齐全的服饰辅料企业，能够为客户提供高效快捷的生产服务。**营销与服务优势**，公司已建立遍及全球立体销售网络，完善的营销网助公司为客户提供高效、优质一站式服务。**品质与品牌优势**，旗下“SAB”品牌在业内享有盛誉，成为 Adidas、NIKE、ARMANI 等全球众多知名服装品牌战略合作伙伴。**企业文化与管理团队优势**，公司坚持可持续发展、稳中求进的经营理念，管理团队勤勉务实，行业研判团队协作能力出色，推动公司长期持续健康发展。

首次覆盖给予“买入”评级，我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 3.88、4.61、5.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.50、0.59、0.66 元，对应 P/E 分别为 14.26、12.00、10.55X。我们选取地素时尚、欣贺股份、金春股份、稳健医疗作为同行可比标的，采用相对估值法，给予公司 2022 年 15 倍 P/E，对应目标价 8.85 元，对应目标市值 68.68 亿元。

风险提示：原材料价格波动提升；海外人工成本上升，人均生产效率不及预期；产能拓展及后续释放不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,732.48	2,496.12	3,108.23	3,615.45	3,900.99
增长率(%)	0.77	(8.65)	24.52	16.32	7.90
EBITDA(百万元)	626.57	736.49	573.34	654.83	721.04
净利润(百万元)	290.64	396.27	387.87	461.03	509.65
增长率(%)	(6.33)	36.34	(2.12)	18.86	10.55
EPS(元/股)	0.37	0.51	0.50	0.59	0.66
市盈率(P/E)	19.03	13.96	14.26	12.00	10.85
市净率(P/B)	2.29	2.20	2.12	2.09	2.03
市销率(P/S)	2.02	2.22	1.78	1.53	1.42
EV/EBITDA	7.56	6.63	9.45	7.86	7.15

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.13 元
目标价格	8.85 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	775.85
流通 A 股股本(百万股)	646.58
A 股总市值(百万元)	5,531.81
流通 A 股市值(百万元)	4,610.08
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	25.05
一年内最高/最低(元)	8.08/5.47

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	sunhaiyang@tfzq.com
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 终端业绩持续改善，厚积薄发成就辅料细分龙头	4
1.1. 持续完善创新逐步实现突破，已成为国内外服装辅料行业龙头	4
1.2. 核心管理层稳定，持续优化激励体系	5
1.3. 经营持续改善，全面聚焦辅料核心主业	6
1.3.1. 20Q2 逐渐复苏，持续领先同行	6
1.3.2. 聚焦辅料主业，毛利、产销率维持较高水平	6
2. 行业规模较为分散，公司业内优势逐步积淀	8
2.1. 国内服装辅料行业市场集中度较低、竞争激烈	8
2.2. 于“散装”服装辅料市场厚积薄发，快速成长比肩 YKK 集团	9
2.3. 国内服装辅料市占率有所提升，伟星行业内表现优异	11
3. 立足现有优势，拓产能+优化客户深化产业壁垒	12
3.1. 服装辅料业内优势显著，品牌壁垒稳固	12
3.2. 全球产能布局持续优化，长期成长空间广阔	15
4. 盈利预测及估值	15
5. 风险提示	17

图表目录

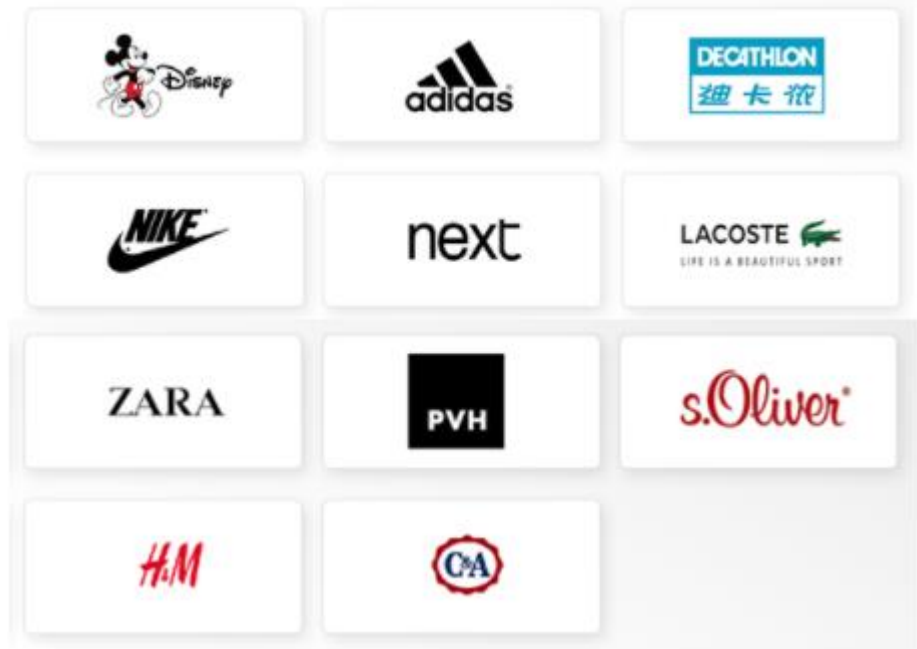
图 1：公司国内外长期合作品牌举例	4
图 2：伟星股份与其实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2020 年 12 月 31 日）	5
图 3：2016-2020 年伟星股份营收及增速	6
图 4：19Q2-21Q1 伟星股份单季度营收及增速	6
图 5：2016-2020 年伟星股份期间费用率	6
图 6：2016-2020 年伟星股份分产品营收（亿元）	7
图 7：19Q2-21Q1 伟星股份分产品收入增速	7
图 8：2016-2020 年伟星股份分产品销售量	7
图 9：2016~2020 伟星股份主要产品产销率	7
图 10：2016-2020 年伟星股份分产品毛利率	8
图 11：18H1-20H2 伟星股份分产品毛利率	8
图 12：国内服装辅料收入规模及增长率	8
图 13：我国拉链进出口额	9
图 14：YKK 集团净销售额、营业收入及归母净利润	10
图 15：YKK 集团发斯宁事业净销售额和营业收入	10
图 16：YKK 集团研发费用及 YoY	10
图 17：公司国内、国际营业收入及 YoY	11
图 18：公司国内、国际营业收入占比（%）	11
图 19：伟星与浔兴营业收入（亿元）及 YoY 对比	11
图 20：伟星与浔兴归母净利（亿元）及 YoY 对比	11

图 21: 伟星与浔兴拉链业务营业收入（亿元）及 YoY 对比.....	12
图 22: 伟星与浔兴拉链毛利率及 YoY 对比.....	12
图 23: 公司红点奖获奖拉链产品示例.....	13
图 24: 伟星股份产品部分使用场景.....	13
图 25: 伟星 2020 年上海设计中心时尚周活动.....	13
图 26: 公司荣获 Skechers 2019 年度、波司登 2020 年度优质供应商奖.....	14
图 28: 公司旗下 SAB 品牌秉持绿色可持续发展原则.....	15
图 29: 公司国内海外产能布局数据.....	15
图 30: 公司孟加拉工业园开业纪念及内部规划.....	15
图 31: 伟星股份盈利预测.....	16
 表 1: 伟星股份成立后发展历程.....	 4
表 2: 公司相对估值法.....	17

1. 终端业绩持续改善，厚积薄发成就辅料细分龙头

公司主营拉链、金属制品、钮扣等服饰辅料的生产与销售，是中国钮扣和拉链行业首家上市公司。现已形成年产钮扣 101 亿多粒、拉链 6.5 亿多米的生产能力，是一家品类全、响应快的服饰辅料企业。旗下“SAB”品牌在业内享有盛誉，是中国服饰辅料的知名品牌。公司以“传承服饰文化，提升时尚品位”为使命，致力于为客户提供快捷、贴心的“一站式（全程）”服务，为客户“量身定制”一体化辅料解决方案，现已成为全球众多知名服装品牌企业的战略合作伙伴。

图 1：公司国内外长期合作品牌举例



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 持续完善创新逐步实现突破，已成为国内外服装辅料行业龙头

上市前（1978-2003 年）：1978 年，伟星集团前身临海市有机玻璃厂成立，而后于 1984 年引进意大利先进钮扣生产设备，一举成为全国钮扣行业的龙头企业；1988 年，伟星股份前身——伟星塑胶制品有限公司成立，是公司第一家合资企业，标志着伟星集团开始走向外向型经济；2001 年伟星股份正式实施“大辅料战略”，开始涉足拉链、金属制品等，并于同年在深圳建立工业园。

上市后（2004-至今）：2004 年，公司在深交所成功上市，成为国内首家钮扣、拉链行业的上市公司；2006 年，公司率先提出“一站式（全程）服饰辅料供应”模式，正式启动 SAB 品牌战略；2007 年，大洋工业园正式投产，成为公司主要的拉链生产基地；2009 年公司获 CNAS 实验室认证，成为国内服装辅料行业首个国家级实验室；2018 年公司开始向国际化经营，孟加拉工业园正式开工投产；2019 年公司制定下一个五年战略目标，规划新的发展蓝图。

表 1：伟星股份成立后发展历程

时间	事件
1976 年	伟星开始了艰苦创业的历程。
1978 年	伟星集团前身——临海市有机玻璃厂成立。

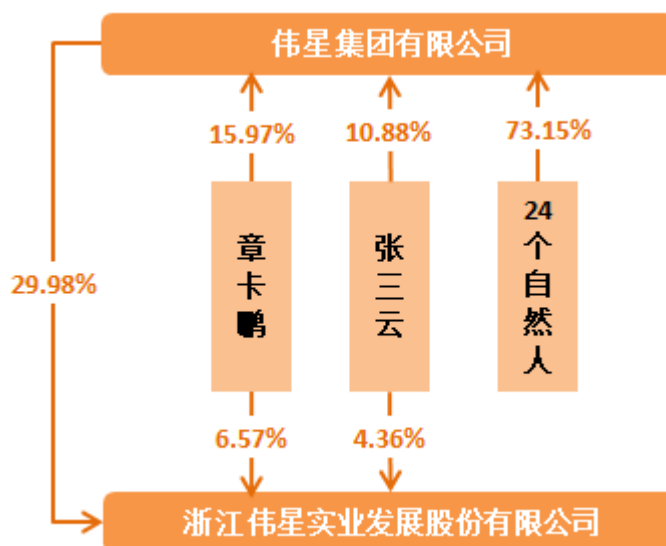
1984 年	引进意大利先进生产设备，成功研发出不饱和聚酯树脂纽扣，一举成为全国纽扣行业中的龙头企业。
1988 年	开始走外向型经济道路，创办了公司第一家合资企业——伟星塑胶制品有限公司（伟星股份前身）。
1990 年	深圳联达纽扣公司成立，外向型经济得到进一步发展。
1994 年	进行企业经营体制改革，从一家乡镇集体企业转变为股份制企业。
2000 年	因势设立浙江伟星实业发展股份有限公司，开始走产业经营与资本经营结合道路。
2001 年	实施“大辅料”战略，涉足拉链、金属制品等。同年，在深圳建立工业园。
2004 年	通过努力培育，成功登陆深交所，成为国内纽扣、拉链行业首家上市公司。
2005 年	为进一步做大做强金属制品，建立伟星股份第三家工业园——江南工业园。
2006 年	业内率先提出“一站式（全程）服饰辅料供应”模式，正式启动 SAB 品牌战略。
2007 年	大洋工业园正式投产，成为拉链的主要生产基地。
2009 年	获得 CNAS 实验室认证，成为国内服装辅料行业首个国家级实验室。
2011 年	获“省级企业研究院”称号。
2012 年	深圳观澜园区建设完工，高效进驻投产。
2014 年	成立伟星辅料学院，打造人才培养的“黄埔军校”。
2018 年	孟加拉工业园正式开工投产，国际化经营迈出新步伐。
2019 年	制定下一个五年战略目标，规划新的发展蓝图。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 核心管理层稳定，持续优化激励体系

核心管理层地位稳定。公司实际控制人为董事长章卡鹏先生、副董事长张三云先生，两人均自 2003 年起就在公司任职，其中张三云先生还担任中国日用杂品工业协会纽扣分会会长；章卡鹏持有伟星股份 6.57%的股份，持有伟星集团 15.97%的股份；张三云持有伟星股份 4.36%的股份，持有伟星集团 10.88%的股份。

图 2：伟星股份与其实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

差异化奖励分配，充分调动员工积极性和创造性。公司建立了完善的绩效考核和薪酬管理体系，薪酬分配遵循“论功行赏”、“按劳取酬”、“按效分配”的原则，根据岗位职责及履

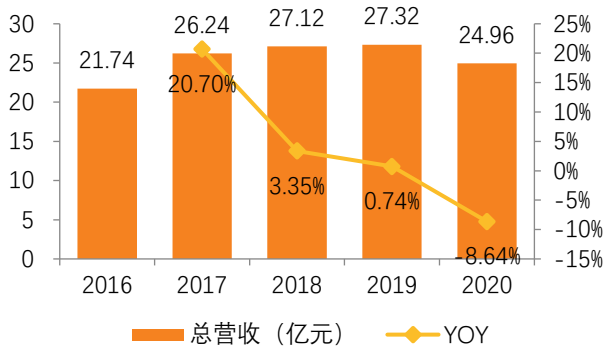
职能力，以岗定级，以能定薪，以绩付薪；同时公司进一步健全长效激励机制，分期实施股权激励计划，全面推进绩效评估与考评体系，实施差异化奖励分配政策，充分调动员工的积极性和创造性。

1.3. 经营持续改善，全面聚焦辅料核心主业

1.3.1. 20Q2 逐渐复苏，持续领先同行

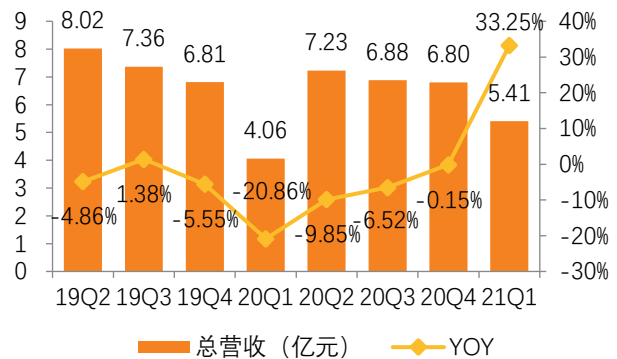
韧性较强，收入自 20Q2 呈复苏趋势。2020 年伟星股份总营收为 24.96 亿元，同比减少 8.64%；分季度来看，2020 年年初全球新冠疫情爆发，服饰行业受到冲击较大，20Q1 营收同比减少 20.86%，为 4.06 亿元；自 20Q2 开始，公司营收增速开始恢复，20Q2/Q3/Q4 营收增速分别为 -9.85%/-6.52%/-0.15%，21Q1 营收同比增长 33.25%回正，达 5.41 亿元。

图 3：2016-2020 年伟星股份营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

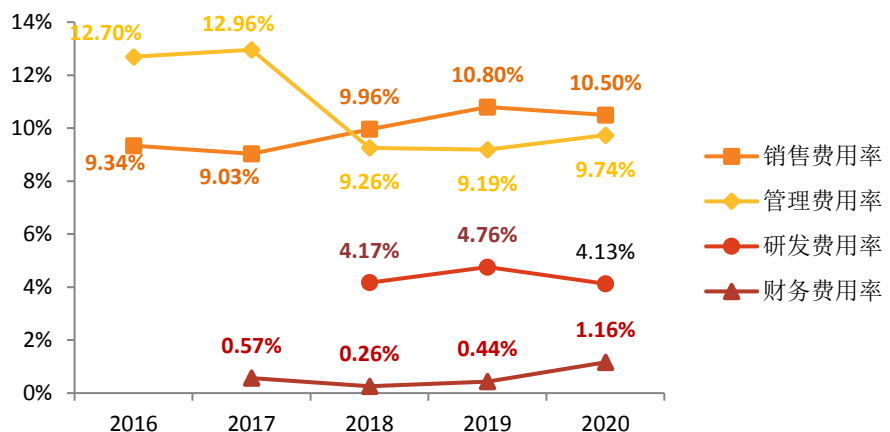
图 4：19Q2-21Q1 伟星股份单季度营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年管理费用率为 9.74%，同比增长 0.55pct；公司销售费用率于 2018 年同比增长 0.93pct 达 9.96%，而后维持在 10% 左右，2020 年公司销售费用率为 10.50%；2020 年公司财务费用率同比增长 0.72pct 达 1.16%；2020 年公司研发费用同比减少 0.63pct 至 4.13%。

图 5：2016-2020 年伟星股份期间费用率



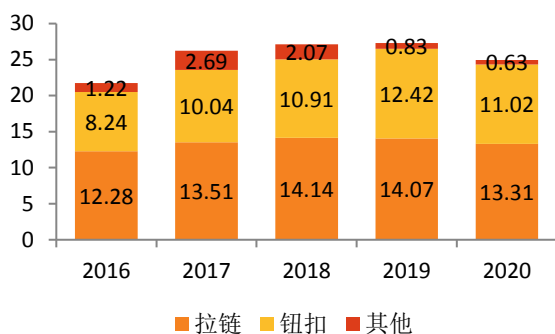
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.2. 聚焦辅料主业，毛利、产销率维持较高水平

2020 年纽扣、拉链营收和超 97%。分业务来看，2016-2019 年公司纽扣业务营收稳步提升，

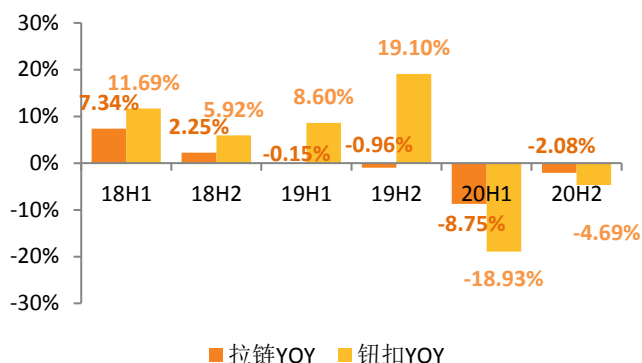
分别为 8.24/10.04/10.91/12.42 亿元，2020 年公司钮扣业务营收同比减少 11.27%，为 11.02 亿元，占公司总营收比例达 44.15%；2017-2019 年公司拉链业务营收占比维持在 52%左右，2020 年拉链业务营收达 13.31 亿元，占比 53.33%；2020 年钮扣与拉链业务营收和占比超 97%。

图 6：2016-2020 年伟星股份分产品营收（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

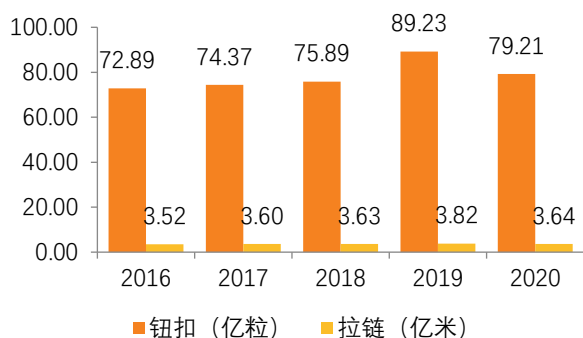
图 7：18H1~20H2 伟星股份分产品收入增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

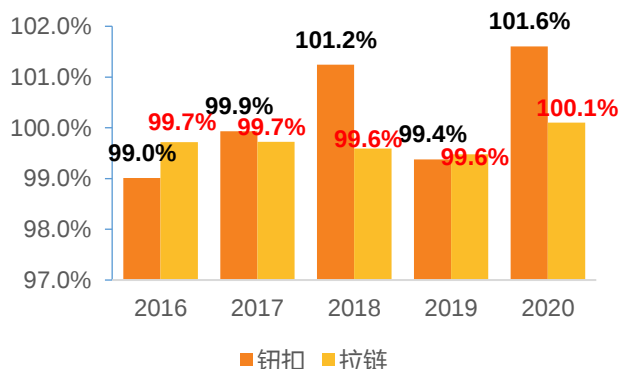
产品需求旺盛，产销率常年保持高水平。2016-2019 年公司钮扣、拉链业务销量均伴产能稳步扩张，2019 年钮扣销量同比增长 17.58%达 89.23 亿粒，拉链销量同比增长 5.23%达 3.82 亿米；2020 年受疫情冲击影响，钮扣、拉链销量分别为 79.21 亿粒、3.64 亿米。从产销率来看，伟星股份的钮扣、拉链产销率均常年维持在较高水平。

图 8：2016-2020 年伟星股份分产品销售量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

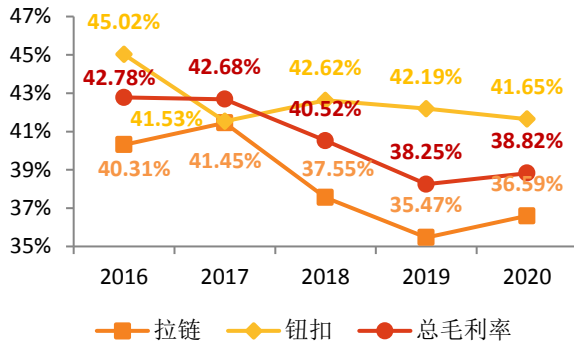
图 9：2016-2020 伟星股份主要产品产销率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

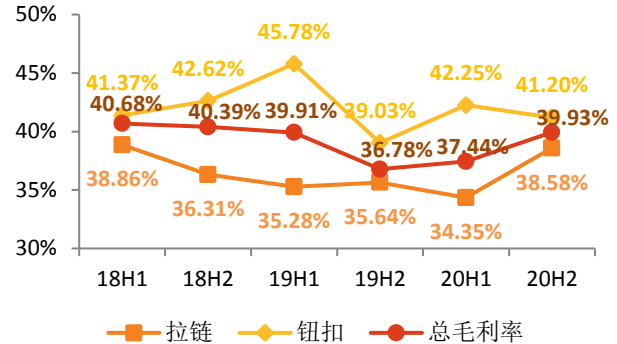
总毛利率较高，20 年拉链业务推动整体毛利率提升。2020 年公司总毛利率同比增长 0.57pct 达 38.82%，拉链业务毛利率同比增长 1.12pct 达 36.59%，钮扣业务毛利率同比减少 0.61pct 至 41.60%，主要系钮扣业务的营收下降；2016-2020 年公司钮扣业务毛利率始终高于拉链业务，保持在 41%以上。

图 10：2016-2020 年伟星股份分产品毛利率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 11：18H1-20H2 伟星股份分产品毛利率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2. 行业规模较为分散，公司业内优势逐步积淀

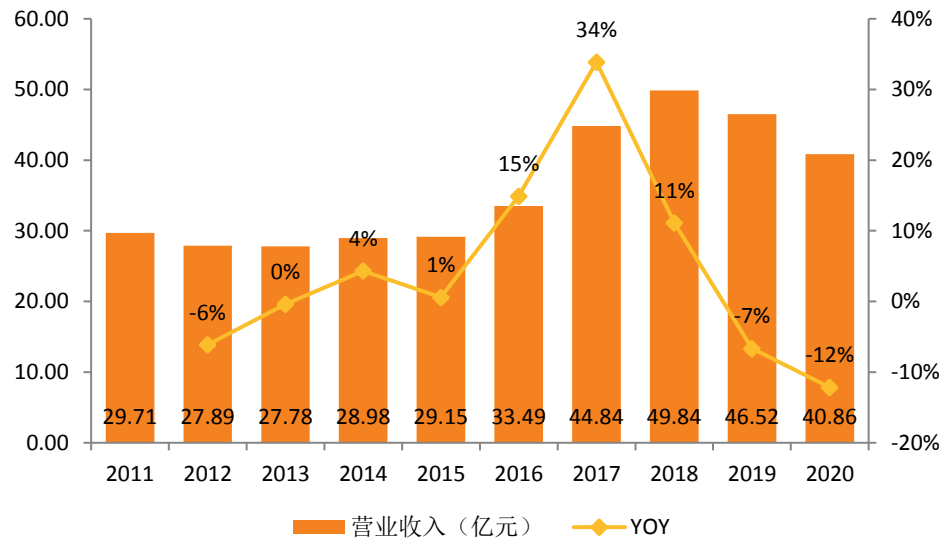
服饰辅料行业为劳动密集型行业，随着中国经济的增长、产业升级，生产要素成本高企及环保趋严，国际比较优势逐步弱化，纺织服装行业国际分工呈现结构分化，不断向低成本国家和地区迁徙，但国内中高端品牌服装的产业链配套较成熟，仍具备较强的国际竞争力。快时尚品牌、定制业务的迅速发展、电商营销的异军突起等给纺织服装行业发展带来了新的生机。

2.1. 国内服装辅料行业市场集中度较低、竞争激烈

2020 年，受新冠疫情和中美贸易战等影响，终端市场需求低迷，纺织服装行业遭遇重大冲击。但随着国内疫情逐步得到控制，经济生活恢复常态，国内消费稳步复苏，纺织服装销售增速自 2020 年 8 月起实现转正，结构上呈现逐月改善的趋势。公司 2020 年度经营情况与行业总体趋势一致，但经营质量好于行业大部分企业。

国内服装辅料行业市场集中度较低，市场竞争激烈。作为纺织服装的配套产品，服饰辅料具有品类丰富、体积小、单价低等特点，为非标准化产品，季节性、时尚性特征明显；主要依托服装企业集群分布，规模企业较少，经营较为分散，集中度偏低，市场竞争激烈，中低档产品的市场竞争尤为激烈。近几年，随着纺织服装行业集中度的不断提升，服饰辅料的行业集中度也在进一步提升。行业领先者在发展中取得先机，经营增速较快，市场竞争优势更加明显，从而进一步推动行业集中度的提升。

图 12：国内服装辅料收入规模及增长率

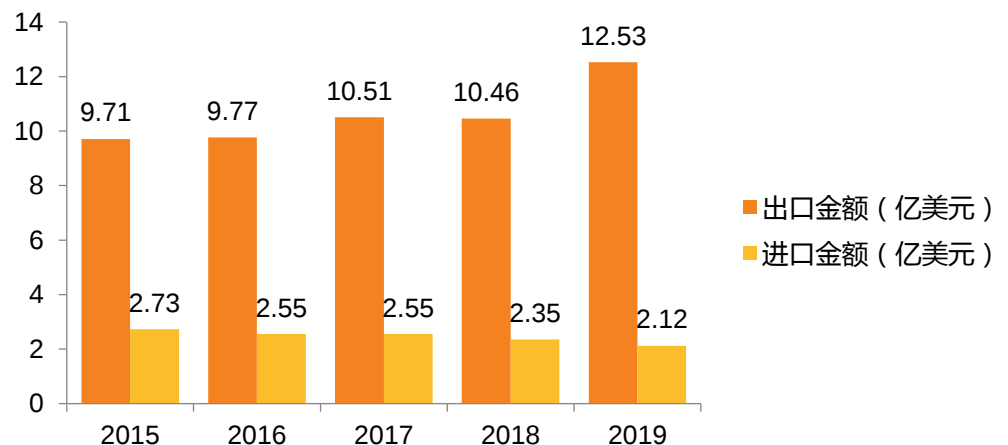


资料来源: Wind, 国家统计局, 天风证券研究所

随着居民消费水平的提高和消费结构的改变, 对中高档品牌服装的需求不断加大, 具备综合竞争实力并享有一定品牌美誉度的规模企业相对更具竞争优势, 经营增速较快, 发展也更为稳健。中高档品牌服装公司的拉链、钮扣等辅料多采购自业内知名的供应商。主要供应商品牌有日本 YKK、国内 SAB (公司旗下品牌) 和 SBS (浔兴股份) 等, 这些供应商可以为下游服装生产商提供从设计到生产的全程配套服务, 市场竞争优势明显。

拉链行业在整体上属于劳动密集型行业, 市场集中度较低。中国多层级的内需市场和全球服装箱包制造基地的格局, 使我国存在数量众多的服装箱包加工厂, 且分散于全国各个角落, 其中大部分工厂在选择拉链供应商时比较关注就近服务与价格因素, 从而为数量众多的中小型拉链企业提供了一定的生存空间。

图 13: 我国拉链进出口额



资料来源: Wind, 国家统计局, 天风证券研究所

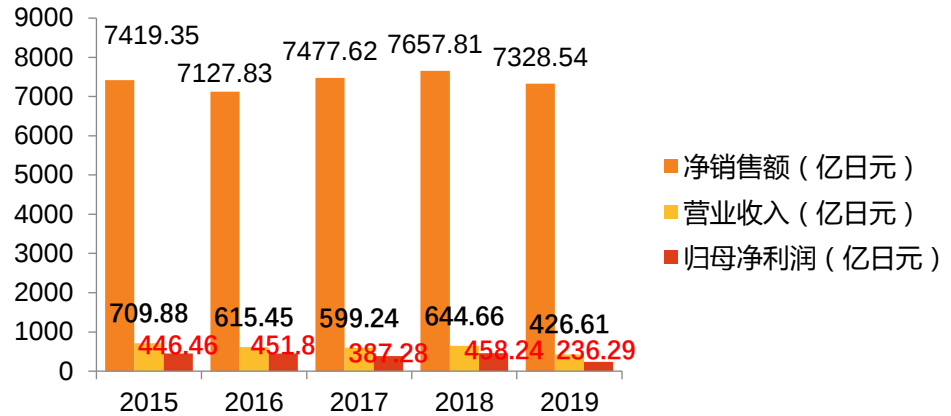
2.2. 于“散装”服装辅料市场厚积薄发, 快速成长比肩 YKK 集团

不断提升研发能力, 初步具备与巨头竞争的能力。拉链市场应用范围广阔, 市场空间广阔, 但高端市场主要被日本 YKK 公司、瑞士 RIRI 集团所占据, 国内仅有少数企业能够参与中高端市场的国际竞争, 而前者凭借品牌、研发及技术实力在高档产品领域具有明显优势。近年来, 我国拉链产品正从低端向中、高端发展, 以公司为代表的创新型企业不断提升制造

技术和产品研发能力，初步具备了与国际拉链巨头竞争的能力。

日本 YKK 集团是全球拉链市场占有率最高、生产规模最大的企业。1934 年，YKK 将拉链事业作为集团出发点，开展了长达 75 年之久的拉链事业经营活动，年拉链产量超过 300 万公里，后拓展为以拉链为中心的 YKK 品牌发斯宁事业，和以门窗为中心的 YKK AP 品牌 AP 事业，围绕两大核心开展业务活动。

图 14: YKK 集团净销售额、营业收入及归母净利润

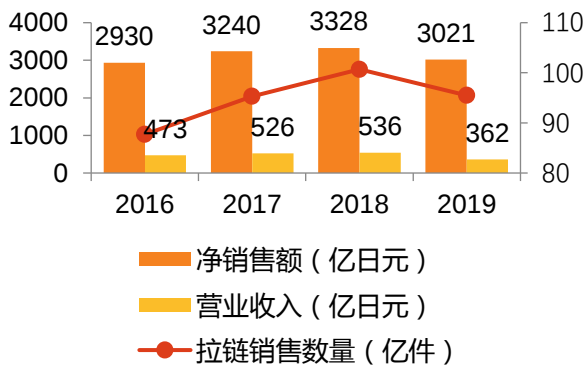


资料来源: YKK 公司公告, 天风证券研究所

YKK 集团 2019 财年（截至 2019 年 3 月 31 日）净销售额 7328.54 亿日元（约 475.09 亿元人民币，按 2019 年 3 月 31 日汇率计算，下同），中国业务区域销售额 861 亿日元（约 55.82 亿元人民币）。营业收入 426.61 亿日元（约 27.66 亿元人民币），归母净利润 236.29 亿日元（约 15.32 亿元人民币），总资产 6625.64 亿日元（约 429.52 亿元人民币）。其中发斯宁事业净销售额 3021 亿日元（约 195.84 亿元人民币），营业收入 362 亿日元（约 23.47 亿元人民币），拉链销售 95.5 亿件。

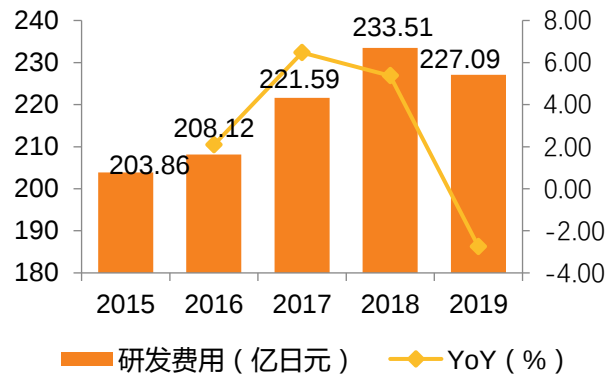
与 YKK 集团相比，国内拉链供应商公司规模仍有一定差距，随着产品工艺与自动化水平的提高，国内拉链制造企业有望缩小与国际品牌市场差距，在全球市场份额中的占比有望进一步提升。

图 15: YKK 集团发斯宁事业净销售额和营业收入



资料来源: YKK 公司公告, 天风证券研究所

图 16: YKK 集团研发费用及 YoY



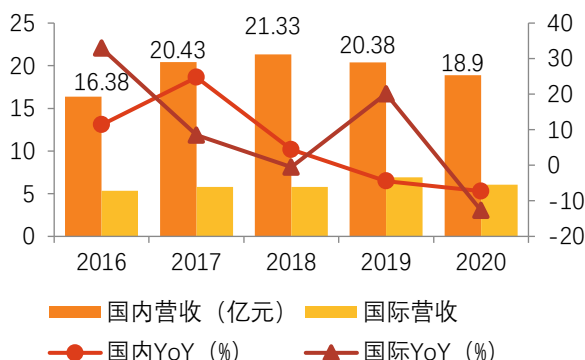
资料来源: YKK 公司公告, 天风证券研究所

国际化营销和服务体系辐射全球 50+ 国家。公司以欧美市场为中心，东南亚地区为重点，

构建了辐射全球五十多个国家和地区的国际化营销和服务体系。完善的营销网络和强大的保障体系为全球客户提供专业、优质的一站式（全程）服务，有效促进公司与市场的良性互动，不断提升客户的满意度。

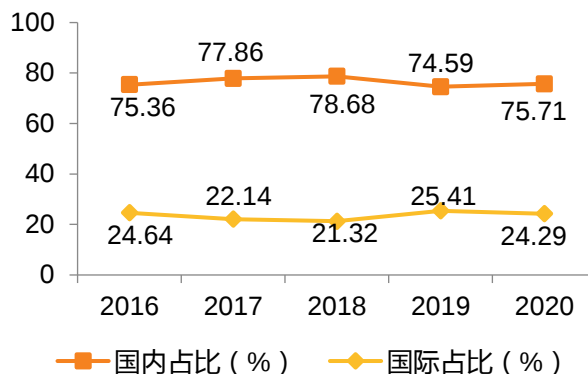
国际营收持续提升。2020 年，公司国际营业收入 6.06 亿元，国际营收占比 24.29%。随着公司持续推进国际化战略，全球销售网络日渐完善，加强外汇资金管理，降低贸易环境不确定带来的影响，从而不断提升产品的综合竞争优势，国际营收将继续提高并成为未来几年公司业绩增长的主要贡献点之一。

图 17：公司国内、国际营业收入及 YoY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：公司国内、国际营业收入占比 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 国内服装辅料市占率有所提升，伟星行业内表现优异

国内辅料行业市场集中度较低，市场竞争激烈。作为纺织服装的配套产品，服饰辅料具有品类丰富、体积小、单价低等特点，为非标准化产品，季节性、时尚性特征明显；主要依托服装企业集群分布，规模企业较少，经营较为分散，集中度偏低，市场竞争激烈，中低档产品的市场竞争尤为激烈。

下游产业带动拉链行业转型，集中在东南沿海地区。近年来，随着消费升级和市场竞争的加剧，服装箱包等下游产业的整合力度加大，带动了拉链行业开始向资金密集型、技术密集型和劳动密集型转化。目前，我国已经形成了一些以拉链生产、销售为主的产业集群基地，主要集中在东南沿海地区的广东、江苏、福建、浙江和上海。

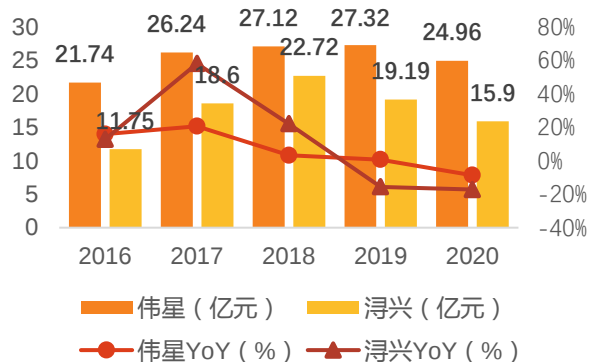
国内市占率较高的两大服装辅料供应品牌分别为 SAB(公司旗下品牌)和 SBS(浔兴股份)，接下来我们重点将二者做出比较：

收入及利润变化随服装周期变动基本一致。拉链业务是浔兴股份的主要利润来源，公司专业从事拉链、精密模具、金属和塑料冲压铸件的研发、生产和销售；主营金属、尼龙、塑钢三大系列的各种码装和成品拉链，各种规格型号的拉头和拉链配件等产品。伟星和浔兴的收入及利润变化趋势基本一致，均与服装行业的周期发展密切相关。

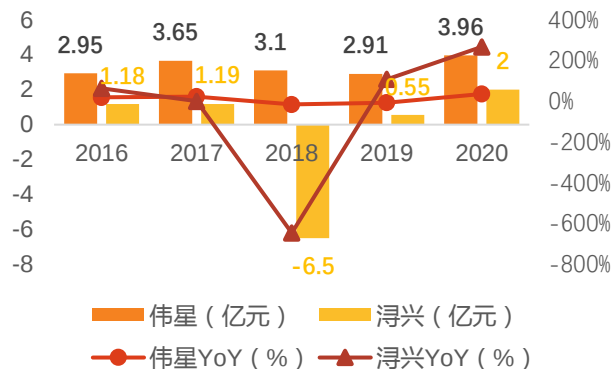
疫情时期伟星表现出更强的风险承受能力。受新冠疫情影响，纺织服装及服装辅料行业步入寒冬，伟星股份与浔兴股份的业绩表现均出现不同程度受损。2020 年，伟星股份营业收入 24.96 亿元，同比减少 8.65%，浔兴股份营业收入 15.90 亿元，同比减少 17.15%；伟星股份归母净利润 3.96 亿元，同比增长 36.34%，浔兴股份归母净利润 2 亿元，同比增长 267.67%。总体来看，伟星股份营收受损程度低于浔兴股份，归母净利润高于浔兴股份，呈现出良好的抗风险能力。

图 19：伟星与浔兴营业收入（亿元）及 YoY 对比

图 20：伟星与浔兴归母净利润（亿元）及 YoY 对比



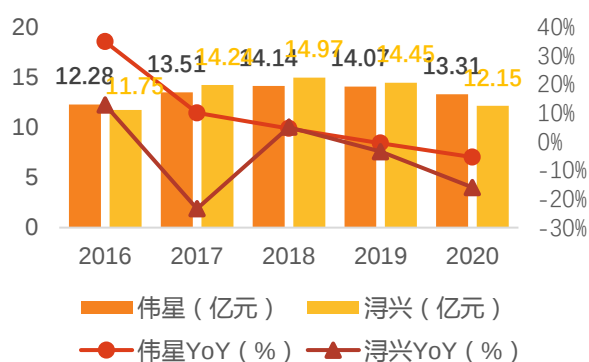
资料来源：伟星股份、浔兴股份公司公告，天风证券研究所



资料来源：伟星股份、浔兴股份公司公告，天风证券研究所

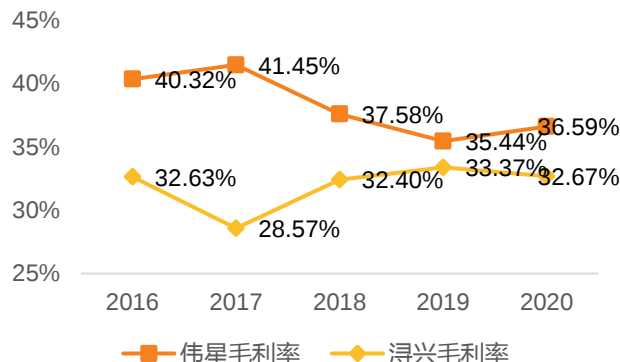
伟星股份营收、毛利率占优。2020 年伟星股份拉链业务营业收入 13.31 亿元，同比减少 5.38%，浔兴股份拉链业务营业收入 12.15 亿元，同比减少 15.96%；伟星股份拉链业务毛利率 36.59%，同比增长 1.15%，浔兴股份拉链业务毛利率 32.67%，同比减少 0.7%。

图 21：伟星与浔兴拉链业务营业收入（亿元）及 YoY 对比



资料来源：伟星股份、浔兴股份公司公告，天风证券研究所

图 22：伟星与浔兴拉链毛利率及 YoY 对比



资料来源：伟星股份、浔兴股份公司公告，天风证券研究所

因此，我们看好公司的经营发展规划和品牌市场前景，一方面，随着国内纺织服装及服装辅料行业集中度不断提升，公司处于行业领先优势，经营增速较快，市场竞争优势更加明显，在行业发展中获得先机；与此同时，在国际市场上，公司借助国内中高端品牌服装的产业链配套，具备较强的国际竞争力，较高的生产技能及生产效率，日趋完善的国际化营销和服务体系，公司将逐渐缩小与国际品牌 YKK 的差距，取得国际高端品牌客户认可。

3. 立足现有优势，拓产能+优化客户深化产业壁垒

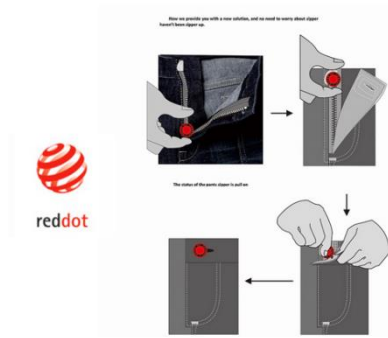
3.1. 服装辅料业内优势显著，品牌壁垒稳固

经过三十多年发展，公司业已成为国内服饰辅料行业的领军企业，在研发与技术、智能与规模、营销与服务、品质与品牌、企业文化与管理团队等方面形成了较强的综合竞争优势。

1) 研发与技术优势

公司坚守“传统服饰文化，提升时尚品味”的使命，坚持“时尚设计”理念，在《VIEF 国际纺织品流行趋势》持续解码辅料流行风向，700 多位研发人员，根据传统品牌的风格以及流行趋势为客户“量身定制”一体化辅料解决方案。

图 23：公司红点奖获奖拉链产品示例



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24：伟星股份产品部分使用场景



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司在服装辅料的研发与生产方面积累了丰富的工艺技术诀窍，近年来在可回收、可降解等绿色环保领域取得重大突破，现建有省级企业研究院、CNAS 实验室、博士后工作站，主编、参编了 13 项国家和行业标准，拥有国内外专利 667 项，为时尚设计和批量生产提供了强大的技术支持。多层次、专业化的研发模式能够满足不同客户的个性化需求。

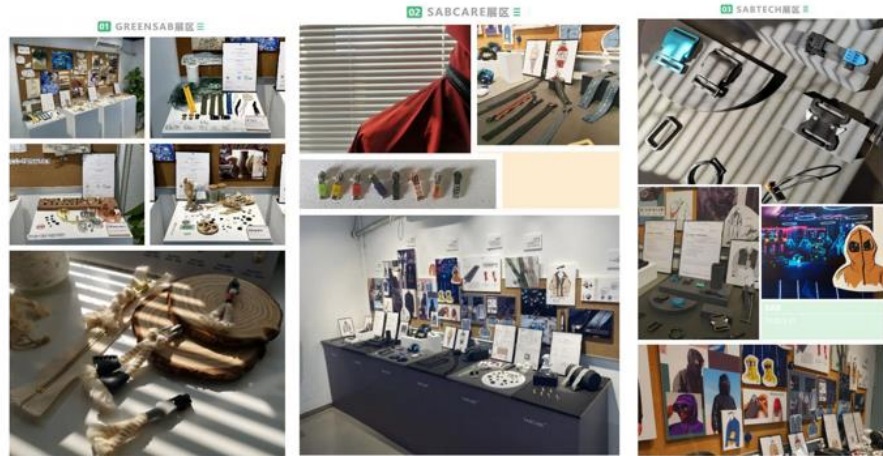
2) 智造与规模优势

公司以智慧工厂为目标，全面实现生产标准化，设备智能化、管理数据化，智造水平全球领先。同时公司在国内外建有五大生产基地，现拥有年产钮扣 100 亿多粒、拉链 6.5 亿多米的生产能力，成为国内规模最大、品种最齐全的服装辅料企业，能够为客户提供高效快捷的生产服务。

3) 营销与服务优势

国内市场，公司以服装集散地所在重点省市为中心，设立了 50 多家销售子、分公司和办事处。国际市场，公司以欧美市场为中心，东南亚地区为重点，构建了辐射全球五十多个国家和地区的国际化营销和服务体系，完善的营销网络和强大的客户保障体系为全球客户提供高效、优质的一站式服务，贴身的专家式服务和高效的重点客户保障体系，有效促进公司与市场的良性互动，不断提升客户的满意度和忠诚度。

图 25：伟星 2020 年上海设计中心时尚周活动



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4) 品质与品牌优势

公司以成为全球知名的服饰辅料专业供应商为愿景，坚持“专业、领先、超越”的品牌核心理念，紧盯品质持续精进，持续赋能产品，提升品牌价值；旗下“SAB”品牌在业内享有盛誉，成为 Adidas、NIKE、ARMANI 等全球众多知名服装品牌战略合作伙伴。

图 26：公司荣获 Skechers 2019 年度、波司登 2020 年度优质供应商奖



资料来源：公司官微，天风证券研究所

公司历来重视与头部优质客户深度合作，2019 年公司正式运作上海设计中心，接轨时尚资源，内研辅料设计，外展产品形象，吸引客源；同时积极尝试海外设计开发模式，服务国际源头客户。

5) 企业文化与管理团队优势

“可持续发展”的核心价值观，“稳中求进”的经营理念，四十多年的文化沉淀，锤炼了一支经营管理经验丰富的优秀团队，管理团队勤勉务实，积极进取，具备较强的行业趋势研判能力和出色的团队协作理念，推动公司长期持续健康发展。

图 27：公司旗下 SAB 品牌秉持绿色可持续发展原则



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 全球产能布局持续优化，长期成长空间广阔

公司作为全球服装辅料生产龙头标的，产能优化建设成为公司巩固竞争优势重点项目，公司自 2017 年开始逐步拓展建设海外生产基地，目前已形成国内（浙江临海、广东深圳、山东潍坊）海外（孟加拉一二期等）科学配套产能布局。

截至 2020 年底，公司纽扣产能达到 101 亿粒，拉链产能达到 6.50 亿米，其中拉链产能较 2019 年净增 1.20 亿米，主要得益于公司智能制造战略持续推进，部分生产线完成自动化流程改造，生产效率大幅提升，产能增加较为明显，同时孟加拉二期项目建成终端产品产能迅速增长。此外，2021 年公司计划继续拓展建设孟加拉工业园三期工程、越南工业园新建项目，海外产能未来有望顺利进行。客观来看，海外产能的有序推进，助推公司朝“全球知名服饰辅料专业供应商”进化迈进。

公司目前仍以国内产能为主，2020 年底国内产能占比维持在 91.27%，海外产能占比达到 8.73%；国内生产基地得益于公司智能制造战略的持续推进，工业园区特别是临海拉链工业园部分生产线完成自动化流程改造，生产效率大幅提升，产能增加较为明显。

图 28：公司国内海外产能布局数据

	2020	2019
总产能	纽扣101亿粒 拉链6.50亿米	纽扣101亿粒 拉链5.30亿米
产能利用率	65.59%	80.18%
扩产信息	孟加拉工业园三期 越南工业园新建项目	孟加拉工业园二期
国内产能	浙江临海、广东深圳、山东潍坊	海外产能
产能占比	91.27%	8.73%
产能利用率	69.74%	21.50%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 29：公司孟加拉工业园开业纪念及内部规划



资料来源：公司官微，天风证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们基于以下假设对公司未来三年盈利情况进行预测：

1) 公司海外拓产计划顺利推进，2020 年底较 2019 年底拉链产能净增 1.2 亿米至 6.5 亿米，且 2021 年内公司正在推进孟加拉工业园三期、越南工业园扩产项目，未来拉链、钮

扣产能有望保持稳步扩充。我们假设 2021~2023 年得益于后续孟加拉、越南基地产能爬坡及新工厂产能释放，钮扣产能分别增至 120、130、150 亿粒，2022~2023 年拉链产能分别增至 6.8、7.5 亿米。

2) 公司产能利用率 2020 年受到疫情客观影响较往年有所减少，鉴于 2021H2 全球整体疫情防控较 2020 年持续改善，我们参考公司历史产能利用率，同时考虑到新厂房产能爬坡释放，招工培训进度等不确定性，初期产能利用率较低，据此我们假设公司 2021 年产能利用率保持在 80%左右，持平历史水平。且伴随着公司终端服装消费复苏、以及国外生产基地效率爬坡进程的推进，我们认为未来公司整体产能利用率有望稳步提升。此外，公司整体产销比未来有望维持平稳，我们假设公司 2021~2023 钮扣、拉链业务产销比分别保持在 100%、96%左右波动。

3) 公司其他辅料业务规模较小，未来有望保持相对稳定。未来盈利能力、费控能力我们假设在 2021~2023 年内保持相对稳定。

图 30：伟星股份盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收/亿元	27.32	24.96	31.08	36.15	39.01
YOY	0.77%	-8.65%	24.52%	16.32%	7.90%
纽扣业务/亿元	12.42	11.02	14.00	15.30	16.90
YOY	13.93%	-11.27%	27.04%	9.26%	10.47%
产能/亿粒	101	101	120	130	150
产能利用率	88.90%	77.19%	79.46%	82.31%	80.33%
生产量/亿粒	89.79	77.96	95.35	107	120.5
产销比	99.38%	101.60%	100.49%	101.05%	100.77%
销量/亿粒	89.23	79.21	95.82	108.12	121.43
单价	0.14	0.14	0.15	0.14	0.14
拉链业务/亿元	14.07	13.31	16.42	20.23	21.48
YOY	-0.52%	-5.40%	23.39%	23.18%	6.20%
产能/亿米	5.3	6.5	6.5	6.8	7.5
产能利用率	72.45%	56.00%	75.00%	83.46%	81.73%
生产量/亿米	3.84	3.64	4.875	5.675	6.13
产销比	99.48%	100.00%	90.00%	96.49%	95.50%
销量/亿米	3.82	3.64	4.39	5.48	5.85
单价	3.68	3.66	3.74	3.69	3.67
其他辅料营收/亿元	0.73	0.63	0.66	0.63	0.63
YOY	-	-14.34%	5%	-4.67%	0.16%
其他业务营收/亿元	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 31.08、36.15、39.01 亿元，对应归母净利润分别为 3.88、4.61、5.10 亿元，增速分别为-2.38%、19.22%、11.55%，21~23 年 EPS 分别为 0.50、0.59、0.66 元，21~23 年对应 P/E 分别为 14.26、12.00、10.55X。

我们采取相对估值法，选取 A 股同行可比标的欣贺股份、地素时尚、金春股份、稳健医疗，结果如下：

表 2：公司相对估值法

	2021E	2022E
地素时尚	15.73	13.63
欣贺股份	17.05	13.86
金春股份	18.96	15.27
稳健医疗	21.07	17.35
行业平均 P/E	18.20	15.03

资料来源：wind，天风证券研究所，参考 7 月 23 日 wind 一致盈利预测

我们参考 2022 年行业平均 P/E，我们给予公司 2022 年 15 倍 P/E，对应目标价格 8.85 元，对应目标市值 68.68 亿元。

5. 风险提示

- 1) 原材料价格波动提升，原有价格带动化工原材料价格上行，带动公司纽扣、拉链生产成本上升；
- 2) 海外人工成本上升，人均生产效率不及预期，孟加拉、越南等南亚、东南亚地区国家人均素质不及国内，工作效率与国内工人相比普遍存在差距；
- 3) 产能拓展及后续释放不及预期等，公司未来孟加拉工业园三期、越南工业园项目后续有望建成，但是实际投产日期可能受到海外疫情、政策变化影响而延迟。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	358.63	672.85	248.66	442.58	437.33
应收票据及应收账款	485.17	324.81	724.17	373.99	665.04
预付账款	30.14	21.87	42.68	29.73	50.24
存货	389.29	339.54	439.82	501.49	491.70
其他	251.93	170.45	215.44	199.47	231.56
流动资产合计	1,515.15	1,529.52	1,670.76	1,547.27	1,875.85
长期股权投资	30.62	36.67	36.67	36.67	36.67
固定资产	1,264.36	1,199.94	1,264.04	1,300.91	1,308.44
在建工程	270.21	275.04	201.02	168.61	131.17
无形资产	233.19	316.55	305.73	294.91	284.09
其他	161.22	45.04	32.59	23.88	21.44
非流动资产合计	1,959.59	1,873.24	1,840.06	1,824.98	1,781.82
资产总计	3,474.74	3,402.76	3,510.82	3,372.25	3,657.67
短期借款	353.27	214.18	85.16	0.00	0.00
应付票据及应付账款	322.34	236.68	442.87	348.05	510.06
其他	181.30	266.73	245.53	239.37	289.72
流动负债合计	856.90	717.59	773.56	587.42	799.78
长期借款	26.13	14.66	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	55.27	79.86	55.79	63.64	66.43
非流动负债合计	81.40	94.52	55.79	63.64	66.43
负债合计	938.30	812.11	829.36	651.06	866.21
少数股东权益	117.28	72.90	75.77	72.50	72.05
股本	758.02	775.85	775.85	775.85	775.85
资本公积	599.04	640.25	640.25	640.25	640.25
留存收益	1,654.37	1,788.65	1,829.84	1,872.84	1,943.56
其他	(592.26)	(687.00)	(640.25)	(640.25)	(640.25)
股东权益合计	2,536.44	2,590.65	2,681.46	2,721.19	2,791.46
负债和股东权益总计	3,474.74	3,402.76	3,510.82	3,372.25	3,657.67

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	283.29	395.15	387.87	461.03	509.65
折旧摊销	156.17	179.37	80.74	86.36	90.73
财务费用	13.43	24.77	15.61	15.87	18.05
投资损失	(7.72)	(116.97)	0.00	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(36.89)	244.69	(387.28)	231.33	(116.74)
其它	119.28	(117.46)	2.87	(3.27)	(0.45)
经营活动现金流	527.55	609.56	99.81	786.32	496.24
资本支出	348.08	59.64	84.07	72.15	47.21
长期投资	6.24	6.06	0.00	0.00	0.00
其他	(774.96)	58.37	(144.07)	(147.15)	(92.21)
投资活动现金流	(420.63)	124.07	(60.00)	(75.00)	(45.00)
债权融资	384.62	238.62	90.16	6.67	7.15
股权融资	15.33	(23.24)	31.14	(15.87)	(18.05)
其他	(514.80)	(634.47)	(585.30)	(508.19)	(445.59)
筹资活动现金流	(114.85)	(419.09)	(464.00)	(517.39)	(456.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(7.93)	314.54	(424.19)	193.92	(5.25)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,732.48	2,496.12	3,108.23	3,615.45	3,900.99
营业成本	1,686.98	1,526.70	1,849.66	2,161.32	2,341.37
营业税金及附加	27.75	22.52	33.00	35.91	38.45
营业费用	294.61	261.60	308.52	368.78	386.20
管理费用	251.21	242.72	287.09	340.89	369.04
研发费用	130.31	103.29	129.55	150.16	150.30
财务费用	11.97	28.76	15.61	15.87	18.05
资产减值损失	(0.25)	(7.80)	7.80	(5.08)	(9.69)
公允价值变动收益	0.36	0.36	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.72	116.97	0.00	5.00	5.00
其他	(27.00)	(261.18)	0.00	(10.00)	(10.00)
营业利润	348.81	462.16	477.00	552.60	612.26
营业外收入	0.78	0.98	0.89	0.88	0.92
营业外支出	5.48	4.55	5.38	5.14	5.02
利润总额	344.11	458.59	472.50	548.35	608.15
所得税	60.82	63.44	81.76	90.59	98.95
净利润	283.29	395.15	390.74	457.76	509.20
少数股东损益	(7.35)	(1.12)	2.87	(3.27)	(0.45)
归属于母公司净利润	290.64	396.27	387.87	461.03	509.65
每股收益（元）	0.37	0.51	0.50	0.59	0.66

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.77%	-8.65%	24.52%	16.32%	7.90%
营业利润	-13.68%	32.50%	3.21%	15.85%	10.80%
归属于母公司净利润	-6.33%	36.34%	-2.12%	18.86%	10.55%
获利能力					
毛利率	38.26%	38.84%	40.49%	40.22%	39.98%
净利率	10.64%	15.88%	12.48%	12.75%	13.06%
ROE	12.01%	15.74%	14.89%	17.41%	18.74%
ROIC	13.24%	16.82%	19.29%	19.06%	23.34%

偿债能力					
资产负债率	27.00%	23.87%	23.62%	19.31%	23.68%
净负债率	1.02%	-16.76%	-5.91%	-16.02%	-15.41%
流动比率	1.77	2.13	2.16	2.63	2.35
速动比率	1.31	1.66	1.59	1.78	1.73

营运能力					
应收账款周转率	4.81	6.16	5.93	6.58	7.51
存货周转率	7.94	6.85	7.98	7.68	7.86
总资产周转率	0.82	0.73	0.90	1.05	1.11

每股指标（元）					
每股收益	0.37	0.51	0.50	0.59	0.66
每股经营现金流	0.68	0.79	0.13	1.01	0.64
每股净资产	3.12	3.25	3.36	3.41	3.51

估值比率					
市盈率	19.03	13.96	14.26	12.00	10.85
市净率	2.29	2.20	2.12	2.09	2.03
EV/EBITDA	7.56	6.63	9.45	7.86	7.15
EV/EBIT	9.86	8.60	11.00	9.05	8.17

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com