

## 伟星股份 (002003.SZ)

### 品类扩充&客户升级 驱动公司 21 年成长加速

公司多年来持续进行信息化与自动化升级,提升了与头部品牌商在新品及材料的协同研发能力,并实现了生产工艺升级提效。辅之以强大的精益化管理能力、激进的营销风格、多区域产能布局,21年公司成长提速。预计未来5年伟星有望实现自身产品品类扩充&品牌商采购份额持续提升,保持较快速增长。目前总市值95亿元,对应22PE18X/23PE15X,维持“强烈推荐-A”评级。

□ 21年公司营业收入及扣非归母净利润规模均创历史新高。21年营业收入/营业利润/归母净利润/扣非归母净利润分别为33.56亿元/5.28亿元/4.49亿元/4.39亿元,同比增长34.44%/14.15%/13.22%/73.69%。Q4公司营业收入/营业利润/归母净利润/扣非归母净利润分别为9.85亿/0.59亿/0.49亿/0.51亿,同比增长44.83%/32.67%-2.67%/40.24%。

□ 技改提效推动产品升级&出口高增长&新增织带业务,推动公司Q4收入增长45%,达到了历史上单季度收入规模新高。

全年分品类看:纽扣收入同比增长26%至13.91亿元,收入占比41%,单价上涨9%,销量上升15%;拉链收入同比增长38%至18.36亿元,收入占比55%,单价上涨7%,销量增长29%。其他服饰辅料(织带为主)收入同比增长218%,收入占比2%。

全年分地区看:内销收入同比增长29%至24.47亿元,收入占比73%;出口收入同比增长50%至9.09亿元,收入占比27%。21年下半年出口收入同比增长83%,内销同比增长25%。外销的快速增长体现了公司海外市场开拓效果初步显现。

□ 技改提效&产品及客户升级,推动公司全年同口径毛利率提升1.43pct;规模效应推动管理费用率及销售费用率下降,全年公司扣非净利润率提升2.94pct至13.08%。

全年来看:虽然面临原材料涨价、能源价格提升、运费提升等不利影响,但考虑到公司于此前进行技改提效,产品结构升级以及客户升级,其向下游传导成本压力的能力增强。21年同口径毛利率同比提升1.43pct至40.27%。另外规模效应显现,全年同口径销售费用率同比下降0.43pct至10.05%,虽新增了股权激励费用摊销,但管理费用率依然同比下降了0.41pct至13.45%。全年公司扣非净利润率提升2.94pct至13.08%。

21Q4:毛利率(-7.17pct至31.93%)、销售费用率(-3.88pct至8.85%)、管理费用率(-1.88pct至14.96%)、扣非净利润率(-0.17pct至5.18%)。其中Q4毛利率变化的原因主要受会计政策影响:运输费和包装费调到了营业成本,影响了Q4毛利率4个百分点左右。12月份并表广东丰利织带,该公司全年成本于Q4计提,影响当期毛利率3个百分点左右。原材料价格上涨以及运费上升对Q4毛利率有轻微影响。

□ 经营净现金流充足,应收账款和存货有所增加,但仍处于正常范围。1)公司21年经营净现金流6.34亿元,同比增长4%。2)21年末公司应收规模4.27亿元,较年初上升32%。3)受原材料价格上涨及订单量增长导致的未

## 强烈推荐-A (维持)

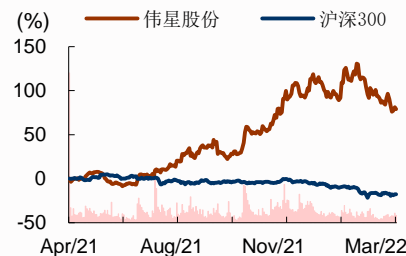
消费品/轻工时尚  
目标估值: NA  
当前股价: 11.94元

### 基础数据

总股本(万股)	79785
已上市流通股(万股)	64617
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	77
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	16.7
资产负债率	32.3%
主要股东	伟星集团有限公司
主要股东持股比例	29.16%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	43	87
相对表现	-18	58	103



资料来源:公司数据、招商证券

### 相关报告

- 《伟星股份(002003)——中高端辅料市场国产替代趋势下的最大受益者》2021-12-14
- 《伟星股份(002003)——Q3业绩超预期股权激励推出彰显公司长期发展信心》2021-10-28
- 《伟星股份(002003)——国内纽扣拉链产业隐形冠军技改驱动业绩增长提速》2021-10-08

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

赵中平 S1090521080001

zhaozhongping@cmschina.com.cn

交付产品增加影响，21年末公司存货规模达到5.50亿元，较年初上升62%。

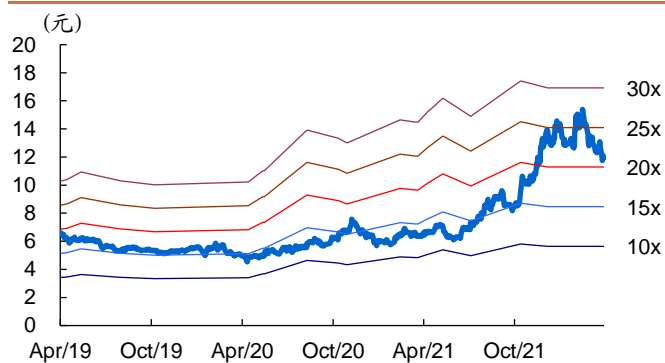
- **推出第五期股权激励草案，彰显长期增长信心：**本次股权激励计划拟授予的限制性股票数量为2200万股，授予价格为4.44元/股，授予的激励对象共计161人，主要为中层管理骨干以及核心技术人员。本次激励计划考核期为2021年-2025年，业绩考核目标为：以2020年扣非归母净利润为基数，2021年-2025年同比净利润增长率不低于58%、14%、8%、10%、12%。
- **盈利预测及投资建议：**公司高管团队深耕行业超过20余载，团队稳定&稳健务实。2017年后研发费用年支出金额过亿，研发费率达4%；2017年-2020年年新增机器设备投入金额过亿；持续技改投入提升生产效率&缩短交期&升级工艺精细化水平。叠加激进的营销策略，近年来与核心客户太平鸟、海澜之家、波司登、李宁、安踏、H&M、Nike合作不断加强，成为公司规模扩大业绩增长的推动力。参考公司年报中对于22年全年的生产经营计划（收入计划38.50亿元，营业总成本控制在32.50亿元左右。），以及疫情对22年的不利影响，我们小幅下调盈利预测，预计2022年-2024年公司归母净利润规模分别为5.27亿元、6.31亿元、7.57亿元，同比增速分别为17%、20%、20%。对应22PE18X、23PE15X，估值较低，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**国内疫情反复风险、原材料成本上升风险、国际贸易环境不确定风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2496	3356	3882	4559	5330
同比增长	-9%	34%	16%	17%	17%
营业利润(百万元)	462	528	625	747	894
同比增长	32%	14%	18%	20%	20%
归母净利润(百万元)	396	449	527	631	757
同比增长	36%	13%	17%	20%	20%
每股收益(元)	0.50	0.56	0.66	0.79	0.95
PE	24.0	21.2	18.1	15.1	12.6
PB	3.8	3.5	3.4	3.1	2.9

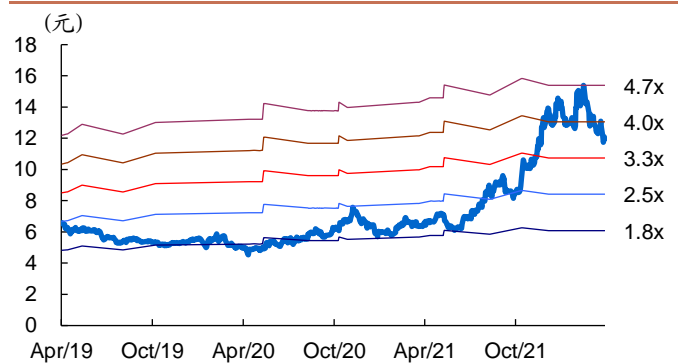
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 伟星股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 伟星股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1530	1764	1875	2093	2343
现金	673	634	600	600	600
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	35	0	0	0	0
应收款项	289	427	472	555	648
其它应收款	18	25	29	34	40
存货	340	550	626	731	852
其他	175	127	147	173	202
<b>非流动资产</b>	1873	2275	2354	2420	2475
长期股权投资	37	60	60	60	60
固定资产	1200	1229	1342	1439	1521
无形资产商誉	317	309	278	250	225
其他	320	677	674	671	669
<b>资产总计</b>	<b>3403</b>	<b>4039</b>	<b>4230</b>	<b>4514</b>	<b>4818</b>
<b>流动负债</b>	718	1168	1235	1314	1339
短期借款	214	328	369	369	305
应付账款	237	364	420	491	572
预收账款	36	41	47	55	64
其他	231	435	398	399	399
<b>长期负债</b>	95	138	138	138	138
长期借款	15	5	5	5	5
其他	80	134	134	134	134
<b>负债合计</b>	<b>812</b>	<b>1306</b>	<b>1373</b>	<b>1452</b>	<b>1478</b>
股本	776	798	798	798	798
资本公积金	588	612	612	612	612
留存收益	1154	1283	1410	1620	1904
少数股东权益	73	40	36	31	26
归属于母公司所有者权益	2518	2693	2821	3030	3314
<b>负债及权益合计</b>	<b>3403</b>	<b>4039</b>	<b>4230</b>	<b>4514</b>	<b>4818</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	610	634	627	687	797
净利润	395	445	523	626	752
折旧摊销	179	202	219	233	244
财务费用	25	21	17	18	16
投资收益	(117)	(12)	(52)	(52)	(57)
营运资金变动	124	(19)	(85)	(145)	(165)
其它	4	(3)	5	7	7
<b>投资活动现金流</b>	124	(497)	(248)	(248)	(243)
资本支出	(329)	(450)	(300)	(300)	(300)
其他投资	453	(47)	52	52	57
<b>筹资活动现金流</b>	(419)	(161)	(413)	(439)	(554)
借款变动	(107)	82	3	0	(65)
普通股增加	18	22	0	0	0
资本公积增加	(11)	25	0	0	0
股利分配	(303)	(310)	(399)	(421)	(473)
其他	(15)	20	(17)	(18)	(16)
<b>现金净增加额</b>	<b>315</b>	<b>(24)</b>	<b>(34)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2496	3356	3882	4559	5330
营业成本	1527	2080	2404	2807	3271
营业税金及附加	23	31	36	42	49
营业费用	262	262	303	356	416
管理费用	243	313	369	433	501
研发费用	103	139	160	188	220
财务费用	29	25	17	18	16
资产减值损失	(8)	(18)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	42	27	40	40	45
投资收益	117	12	12	12	12
<b>营业利润</b>	462	528	625	747	894
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	5	14	14	14	14
<b>利润总额</b>	459	516	613	735	882
所得税	63	70	90	109	131
少数股东损益	(1)	(3)	(4)	(5)	(6)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>396</b>	<b>449</b>	<b>527</b>	<b>631</b>	<b>757</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-9%	34%	16%	17%	17%
营业利润	32%	14%	18%	20%	20%
归母净利润	36%	13%	17%	20%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.8%	38.0%	38.1%	38.4%	38.6%
净利率	15.9%	13.4%	13.6%	13.8%	14.2%
ROE	16.1%	17.2%	19.1%	21.6%	23.9%
ROIC	13.9%	16.0%	17.2%	19.5%	21.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.9%	32.3%	32.5%	32.2%	30.7%
净负债比率	7.0%	9.2%	8.8%	8.3%	6.4%
流动比率	2.1	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.7	1.0	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1
存货周转率	4.2	4.7	4.1	4.1	4.1
应收账款周转率	6.2	8.9	8.6	8.9	8.9
应付账款周转率	5.5	6.9	6.1	6.2	6.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.50	0.56	0.66	0.79	0.95
每股经营净现金	0.76	0.80	0.79	0.86	1.00
每股净资产	3.16	3.37	3.54	3.80	4.15
每股股利	0.39	0.50	0.53	0.59	0.71
<b>估值比率</b>					
PE	24.0	21.2	18.1	15.1	12.6
PB	3.8	3.5	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	15.9	14.1	12.0	10.4	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**宋盈盈：**CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理 研究方向为轻工新消费

## 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。