

业绩靓丽，“大辅料”战略稳步向前

投资要点

- **业绩摘要：**公司发布 2021 年年报。2021 年公司实现营收 33.6 亿元，同比增长 34.4%；实现扣非后归母净利润 4.3 亿，增长 87.2%；其中 Q4 营收 9.9 亿，同比增长 44.8%，归母净利润 4938 万元，同比下降-2.7%，扣非归母净利润 5103 万元，同比增长 40.2%。
- **费控优化，盈利能力优异。**2021 年毛利率为 38%，同比下降 0.8pp，毛利率略有下滑主要受原材料上涨及会计政策调整影响，将运输包装费由销售费用改计入成本的影响，若采取同口径，毛利率同比提升 1.4pp。费用率方面，公司 21 年总费率达 26.1%，同比下降 3.5pp，主要受会计政策调整带来的销售费用率下降及生产端降本增效成效显著。具体来看，2021 年销售费用率/财务费用率/管理费用率/研发费用率分别为 7.8%（-2.7pp）/13.5%（-0.4pp）/0.8%（-0.4pp）/4.1%（-0pp），除销售费用率外，财务费用率、管理费用率均有所降低。受益于毛利率提升与费控持续优化，公司 21 年扣非后净利率达 13.1%，同比提升 3pp。
- **各项业务均高增，海外市场业绩亮眼。**2021 年公司拉链/纽扣/其他服饰辅料分别贡献营收 18.4 亿元（+37.9%）/13.9 亿元（+26.2%）/0.8 亿元（+217.9%），营收占比分别为 41.4%/54.7%/2.4%，两项主营均高增。分地区来看，21 年国内/国外销售收入分别达 24.5 亿元（+29.5%）/9.1 亿元（+49.9%），营收占比分别为 72.9%/27.1%，其中国外市场 21H2 营收同比增速达 82.9%，海外市场明显提速。
- **产能持续扩张，核心优势进一步稳固。**2021 年公司纽扣/拉链产能分别达到 116 亿粒（+14.9%）/8.5 亿米（+30.8%），其中国内/海外产能占比分别达到 85%/15%，整体产能利用率 66.3%。目前海外在建产能为孟加拉工业园的三期工程和越南工业园项目，全球化产能布局持续推进。从量价来看，2021 年公司纽扣/拉链销售量分别达 91.4 亿粒（+15.3%）/4.6 亿米（27.4%），单价分别为 0.2 元/粒和 4 元/粒，同比分别提升 9.4%和 8.3%，单价提升缓解了原材料成本上涨对盈利能力的冲击，反映了公司的产业链壁垒进一步稳固。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.68 元、0.84 元和 0.98 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍和 12 倍。考虑到公司深耕辅料行业数十年，产业链优势深厚，同时智能化建设将促进降本增效，业绩持续稳步提升，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**疫情影响产能释放的风险；原材料价格大幅上涨的风险；新客户增长不及预期的风险；汇率波动的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3355.68	4077.11	4842.10	5663.44
增长率	34.44%	21.50%	18.76%	16.96%
归属母公司净利润（百万元）	448.64	540.69	668.61	785.08
增长率	13.22%	20.52%	23.66%	17.42%
每股收益 EPS（元）	0.56	0.68	0.84	0.98
净资产收益率 ROE	16.30%	17.84%	19.62%	20.35%
PE	21	18	14	12
PB	3.48	3.16	2.81	2.48

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

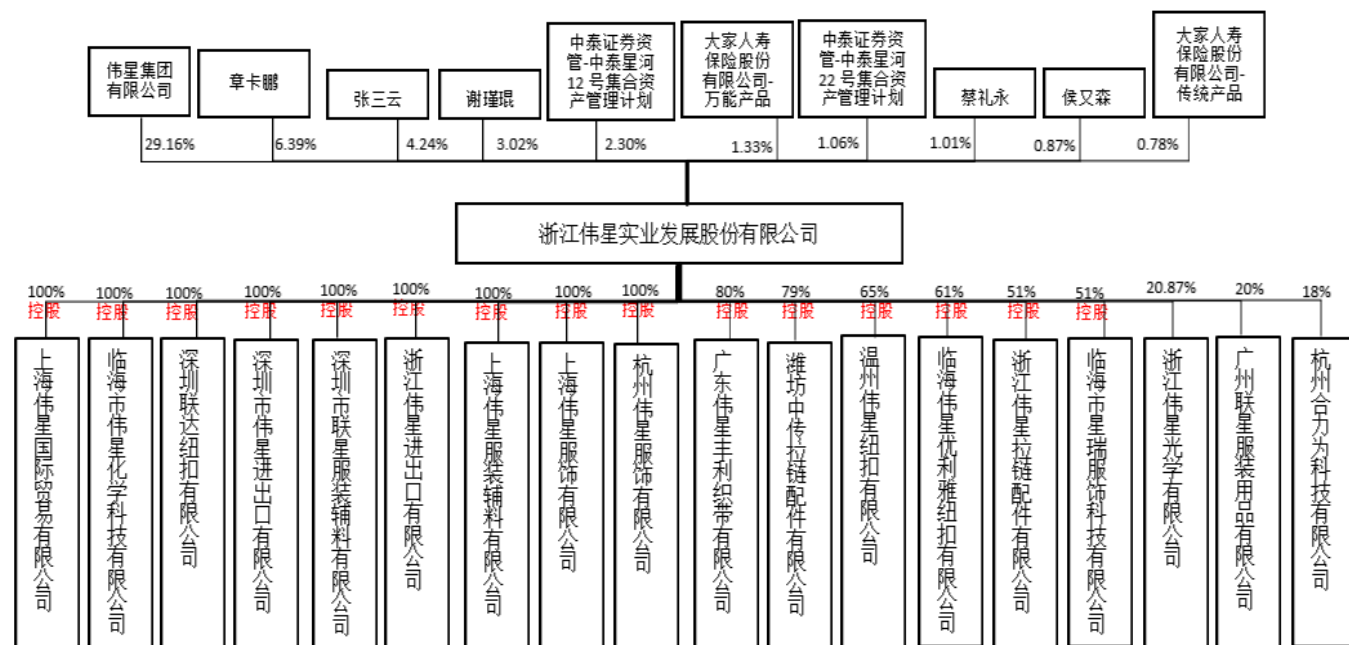
总股本(亿股)	7.98
流通 A 股(亿股)	6.46
52 周内股价区间(元)	6.1-15.39
总市值(亿元)	95.10
总资产(亿元)	40.39
每股净资产(元)	3.38

相关研究

1 拉链纽扣行业龙头，国内辅料最大供应商

浙江伟星实业发展股份有限公司成立于 1988 年 5 月，是一家专业从事各类中高档服饰及箱包辅料产品的研发、制造与销售的企业，主营拉链、金属制品、钮扣等服饰辅料产品，可广泛应用于服装、鞋帽、箱包、家纺、户外及体育用品等领域。公司以成为“全球化、创新型的时尚辅料王国”为愿景，坚持“专业、领先、超越”为核心理念，与全球众多知名服装品牌达成战略合作协议。同时，作为服饰辅料行业的龙头企业，公司在国内外建有 8 大工业基地，现已形成年产钮扣 116 亿粒、拉链 8.5 亿米的生产能力，是国内综合规模最大、品类最为齐全的服饰辅料企业。2004 年 6 月，公司在深交所挂牌上市，成为中国拉链纽扣行业首家上市公司

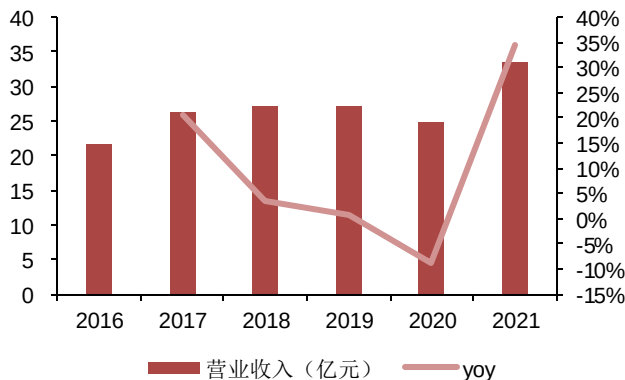
图 1：伟星股份股权结构图



数据来源：Wind，西南证券整理

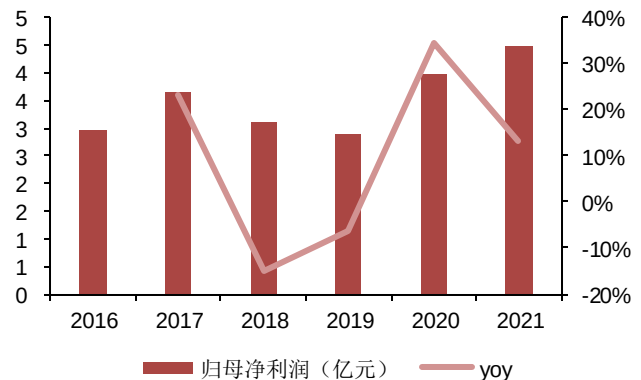
营业收入稳健增长，盈利能力行业领先。从经营业绩来看，公司营业收入稳健增长，2016-2021 年复合增速达 9.1%。2021 年，公司营收达 33.6 亿元，同比增 34.4%，公司在研发、设计、智造等多方面形成综合竞争优势。从盈利能力来看，公司净利率持续提升，2016-2021 年复合增速达 8.7%。2021 年，公司归母净利润/扣非归母净利润实现 4.5 亿元/4.4 亿元，同比增长 13.2%/73.7%，净利率达 13.4%，盈利能力行业领先。

图 2：2016-2021 年公司营业收入及增速



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 3：2016-2021 年公司归母净利润及增速

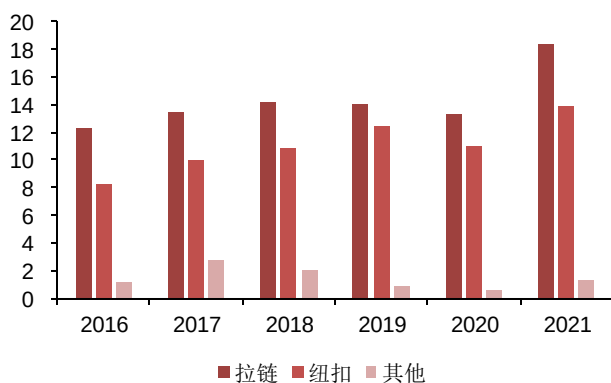


数据来源：公司财报，西南证券整理

品牌规模效应不断显现，有效助推市场份额提升。分产品来看，2021 年公司主营业务拉链/纽扣营收分别实现 18.4/13.9 亿元，占比分别达 54.7%/41.4%。其中，拉链业务同比增长 38%，主要系公司聚焦产品研发，打造竞争化技术优势，生产效率实现大幅提升，同时为满足市场个性化需求，公司加速推进品类拓展，以寻求新的利润增长点，纽扣业务同比增长 26.2%。公司立足“大辅料”战略，积极拓展箱包、标牌等辅料产品，强化供应链优势，打造国内辅料最全企业。

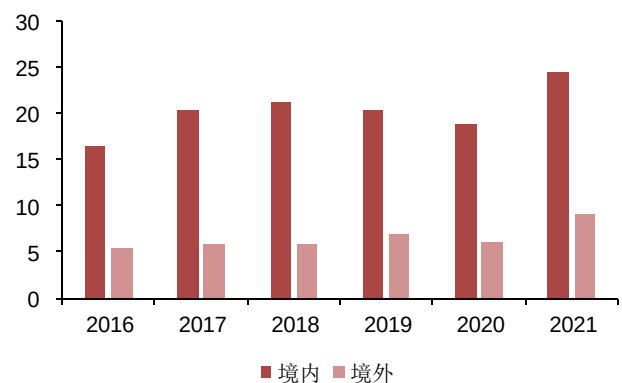
境内贡献主要营收，境外收入持续提升。分区域来看，公司主要业务集中于境内市场，境外销售以欧美市场为中心，东南亚国家和地区为重点。2021 年，公司境内和境外收入规模分别为 24.5 亿元/9.1 亿元。在稳步拓展国内销售业务的同时，公司也加强了国际市场的开拓力度，2021 年境外收入同比增长 49.9%。未来，公司将全力把握后疫情时代带来的机遇，在维持境内市场优势基础上，积极加大境外市场拓展力度，实现国内国际业务快速发展。

图 4：2016-2021 年分产品营业收入（亿元）



数据来源：公司财报，西南证券整理

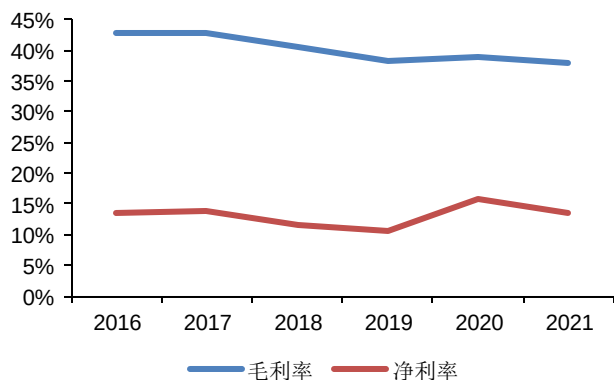
图 5：2016-2021 年分地区营业收入（亿元）



数据来源：公司财报，西南证券整理

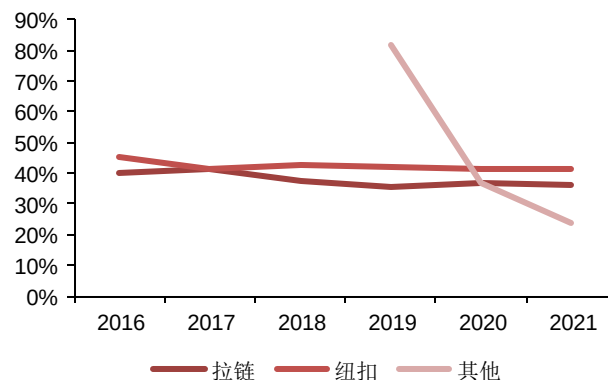
毛利率总体趋于稳定，盈利能力优异。2021 年，公司毛利率水平为 38%，较 2020 年下跌 0.8 个百分点，主要系公司采用新会计准则，将与合同履行相关的运输费和包装费调整至营业成本所致，同比口径下毛利率提升 1.4pp。整体来看，2016-2021 年公司毛利率稳定维持在 40% 左右。同时费用控制得力，保持了较高的净利率水平。

图 6：2016-2021 年公司毛利率/净利率



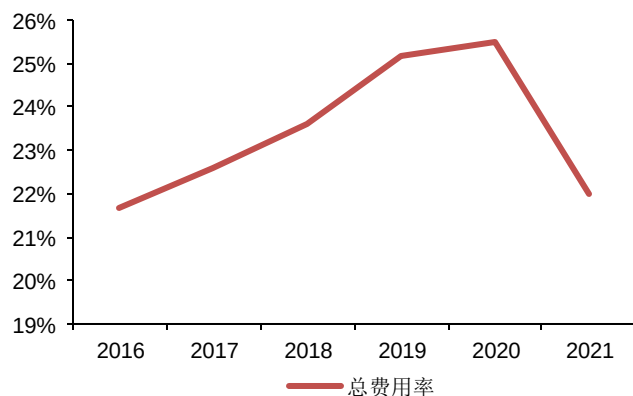
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 7：2017-2021 年公司分产品毛利率



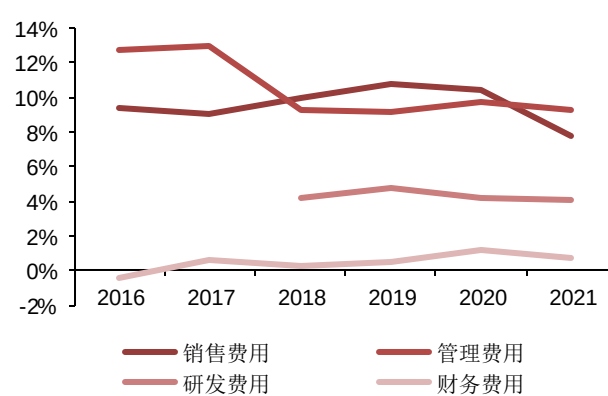
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 8：2016-2021 年公司总费用率



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 9：2016-2021 年公司各项费用率



数据来源：公司财报，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：未来公司各项业务将受益于产能扩张，预计 2022-2024 年产能增速将达 20%、18%、16%，产能利用率也将稳步提升。

假设 2：受益于自动化持续推进叠加规模效应不断突出，公司毛利率有望稳步提升，预计 22-24 年公司毛利率分别为 37.9%、38.2%和 38.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	3,355.68	4077.1	4842.1	5663.4
yoy	34.4%	21.5%	18.8%	17.0%
营业成本	2,079.94	2530.9	2992.6	3487.7

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	38.0%	37.9%	38.2%	38.4%
纽扣				
收入	1,390.61	1640.9	1887.1	2132.4
yoy	26.2%	18.0%	15.0%	13.0%
成本	814.30	963.2	1103.9	1241.0
毛利率	41.4%	41.3%	41.5%	41.8%
拉链				
收入	1,836.03	2295.0	2799.9	3359.9
yoy	37.9%	25.0%	22.0%	20.0%
成本	1,167.99	1464.2	1778.0	2126.8
毛利率	36.4%	36.2%	36.5%	36.7%
其他服饰辅料				
收入	80.81	92.9	106.9	122.9
yoy	28.4%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	81.88	69.7	76.9	86.0
毛利率	-1.3%	25.0%	28.0%	30.0%
其他				
收入	48.2	48.2	48.2	48.2
yoy	10384.78%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	15.8	33.8	33.8	33.8
毛利率	67.30%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以同类型业态的兴业科技、健盛集团、新奥股份作为可比公司，考虑到公司深耕辅料行业数十年，产业链优势深厚，同时智能化建设将促进降本增效，业绩持续稳步提升，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
002674.SZ	兴业科技	9.86	0.82	0.96	12.09	10.23
603558.SH	健盛集团	12.23	0.81	1.01	15.16	12.09
603889.SH	新奥股份	17.56	0.76	0.95	7.72	6.19
平均值					11.66	9.50
002003.SZ	伟星股份	11.92	0.68	0.84	18	14

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3355.68	4077.11	4842.10	5663.44	净利润	445.38	536.76	663.75	779.37
营业成本	2079.94	2530.91	2992.60	3487.67	折旧与摊销	182.93	262.65	282.93	297.37
营业税金及附加	31.15	37.84	44.94	52.57	财务费用	25.07	21.08	16.79	6.39
销售费用	261.62	309.86	363.16	436.08	资产减值损失	-1.51	-2.00	-3.00	-3.00
管理费用	312.79	554.49	653.68	775.89	经营营运资本变动	46.40	-265.83	-81.67	-130.59
财务费用	25.07	21.08	16.79	6.39	其他	-63.84	-7.47	-10.74	-8.63
资产减值损失	-1.51	-2.00	-3.00	-3.00	经营活动现金流净额	634.43	545.19	868.07	940.91
投资收益	11.58	12.00	12.00	12.00	资本支出	-316.04	-90.00	-90.00	-95.00
公允价值变动损益	0.36	0.27	0.34	0.33	其他	-180.88	12.27	12.34	12.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-496.92	-77.73	-77.66	-82.67
营业利润	527.54	633.20	780.27	914.17	短期借款	114.22	411.11	-253.01	-271.13
其他非经营损益	-11.75	-11.58	-11.58	-11.58	长期借款	-9.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	515.79	621.62	768.68	902.59	股权融资	137.19	0.00	0.00	0.00
所得税	70.41	84.86	104.93	123.21	支付股利	-310.34	-264.81	-289.63	-332.91
净利润	445.38	536.76	663.75	779.37	其他	-92.65	-24.41	-18.27	-7.80
少数股东损益	-3.26	-3.93	-4.86	-5.71	筹资活动现金流净额	-161.46	121.89	-560.91	-611.84
归属母公司股东净利润	448.64	540.69	668.61	785.08	现金流量净额	-39.10	589.35	229.50	246.40
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	633.78	1223.13	1452.63	1699.03	成长能力				
应收和预付款项	471.96	577.86	680.39	800.06	销售收入增长率	34.44%	21.50%	18.76%	16.96%
存货	549.85	666.26	789.72	919.89	营业利润增长率	14.15%	20.03%	23.23%	17.16%
其他流动资产	108.12	54.59	53.84	69.40	净利润增长率	12.71%	20.52%	23.66%	17.42%
长期股权投资	60.37	60.37	60.37	60.37	EBITDA 增长率	9.73%	24.66%	17.78%	12.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1691.54	1539.07	1368.20	1185.28	毛利率	38.02%	37.92%	38.20%	38.42%
无形资产和开发支出	308.54	290.13	269.82	252.13	三费率	17.87%	21.72%	21.35%	21.51%
其他非流动资产	214.85	213.10	211.34	209.58	净利率	13.27%	13.17%	13.71%	13.76%
资产总计	4039.04	4624.51	4886.31	5195.75	ROE	16.30%	17.84%	19.62%	20.35%
短期借款	328.40	739.51	486.50	215.37	ROA	11.03%	11.61%	13.58%	15.00%
应付和预收款项	608.01	705.99	847.77	982.87	ROIC	15.74%	16.75%	19.18%	21.28%
长期借款	4.78	4.78	4.78	4.78	EBITDA/销售收入	21.92%	22.49%	22.30%	21.50%
其他负债	365.24	165.58	164.49	163.50	营运能力				
负债合计	1306.43	1615.86	1503.54	1366.52	总资产周转率	0.90	0.94	1.02	1.12
股本	797.85	797.85	797.85	797.85	固定资产周转率	2.76	3.25	3.88	4.93
资本公积	755.44	755.44	755.44	755.44	应收账款周转率	9.36	8.76	8.74	8.66
留存收益	1286.70	1562.58	1941.56	2393.73	存货周转率	4.65	4.15	4.10	4.07
归属母公司股东权益	2692.74	2972.72	3351.71	3803.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.03%	—	—	—
少数股东权益	39.86	35.93	31.07	25.36	资本结构				
股东权益合计	2732.60	3008.65	3382.77	3829.23	资产负债率	32.35%	34.94%	30.77%	26.30%
负债和股东权益合计	4039.04	4624.51	4886.31	5195.75	带息债务/总负债	25.50%	46.06%	32.67%	16.11%
					流动比率	1.51	1.71	2.18	2.84
					速动比率	1.04	1.26	1.60	2.09
					股利支付率	69.17%	48.98%	43.32%	42.40%
					每股指标				
					每股收益	0.56	0.68	0.84	0.98
					每股净资产	3.42	3.77	4.24	4.80
					每股经营现金	0.80	0.68	1.09	1.18
					每股股利	0.39	0.33	0.36	0.42
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	735.54	916.93	1079.99	1217.92					
PE	21.20	17.59	14.22	12.11					
PB	3.48	3.16	2.81	2.48					
PS	2.83	2.33	1.96	1.68					
EV/EBITDA	12.30	9.67	7.76	6.45					
股息率	3.26%	2.78%	3.05%	3.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn