

伟星股份 (002003)

本土服饰辅料龙头，业绩增长提速 买入（首次）

2022 年 07 月 07 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,356	3,870	4,580	5,364
同比	34.44%	15.32%	18.36%	17.12%
归属母公司净利润（百万元）	449	514	617	727
同比	13.22%	14.63%	19.89%	17.93%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.43	0.50	0.59	0.70
P/E（现价&最新股本摊薄）	23.86	20.81	17.36	14.72

投资要点

■ **公司概况：本土服饰辅料领头人，21 年以来业绩提速。**公司成立于 1988 年，为国内服饰辅料龙头，截至 21 年拥有产能 116 亿粒纽扣+8.5 亿米拉链、主要分布在国内（国内/海外产能占比 85%/15%），以国内市场销售为主（国内/海外收入占比 73%/27%），在全球拥有 20+家分/子公司及 50+家营销网点。公司近年来持续推进国际化、智能制造战略，21 年以来进入战略成果兑现阶段，业绩增长提速，21 年营收 33.6 亿元/yoy+34.44%（拉链/纽扣收入占比 55%/41%）、归母净利 4.5 亿元/yoy+13.22%，22Q1 营收、归母净利分别同比+33.58%、+45.13%。

■ **服饰辅料：随服装箱包行业成长，近年来本土龙头份额提升。**作为服装箱包的辅助子行业，服饰辅料市场规模较小，随服装箱包行业成长，21 年国内拉链+纽扣市场规模约 792 亿元、约占服装箱包的 3.1%。15-21 年国内拉链+纽扣市场规模 CAGR3.1%，处于成熟平稳发展期。市场格局较为分散，20 年 CR3 约 12.6%，其中龙头 YKK、伟星、浔兴市占率分别为 6.6%、3.7%、2.3%。近年来 YKK 中国收入体量呈萎缩、本土辅料龙头市场份额提升，13-21 年 YKK 中国（13-20 年）/伟星/浔兴收入 CAGR 分别为 -5.6%/+8.3%/+10.7%，市场份额分别从 8.6%/2.9%/1.6%变化至 6.6%/4.2%/2.9%。

■ **公司亮点：国际化+智能制造行之有效，管理优势凸显。**1) **国际化：产能布局、营销网络双轮驱动国际化。**公司 16 年开始筹建孟加拉工业园、20 年开始筹建越南工业园，为国内率先布局海外产能的辅料企业，同时进行全球营销网络建设，积极拓展海外客户，穿透到终端客户目前国际品牌占比达六成以上。2) **智能制造：顺应行业趋势，生产周期大幅缩短。**公司较早开始准备数字化转型，推进“机器换人”项目，15 年开始较大规模投入，16 年起打造“智慧工厂”，提升生产效率、盈利水平、运营速度、产品品质及稳定性，顺应行业趋势，生产周期大幅缩短，满足客户快反要求。3) **管理优势：股权结构稳定，高管激励充分。**06 年至今先后进行 5 次股权激励，对维持团队稳定及业绩增长起到促进作用。高管团队管理经验丰富、战略眼光高远，为公司长期稳健发展奠定基础。

■ **发展空间：对标 YKK 空间广阔，品类拓展提供新增长点。**1) **YKK：全球拉链龙头，20 年发斯宁事业部销售额 160 亿元、为伟星的 6 倍+**，约占全球拉链市场的 13%-15%。18 年以来增长乏力，为本土辅料龙头提供发展机会及空间。2) **伟星 vs YKK：对比 YKK，伟星在品牌知名度、制造及装备技术等方面存在一定差距而近年来差距不断缩小，但在快速响应、时尚设计和服务等方面具备较强竞争优势。**客户端，伟星在国际市场、客户拓展及产品单价方面均有较大上升空间。3) **品类拓展：公司具有从纽扣到拉链的品类拓展成功经验，未来有望复制到其他领域，打开增长空间。**21 年 2 月设立织带子公司、发力织带业务，有望贡献新增长点。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为本土中高端服饰辅料制造龙头，经过四十余年发展积淀了深厚的产能、技术、研发、客户优势。近年来推进国际化布局、智能制造战略，21 年进入战略成果兑现阶段，业绩增长提速。对标 YKK 公司成长空间广阔，同时发力拓展织带品类，有望开启新的增长曲线。看好公司未来凭借综合竞争优势成为全球中高端服饰辅料龙头，我们预计 22-24 年归母净利分别同比+14.6%/19.9%/17.9%至 5.14/6.17/7.27 亿元，EPS 分别为 0.50/0.59/ 0.70 元，对应 PE 分别为 21X/17X/15X，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**下游需求疲软、海外经济衰退、产能扩张不及预期、汇率波动、地缘政治风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.32
一年最低/最高价	6.83/15.39
市净率(倍)	2.97
流通 A 股市值(百万元)	8,792.92
总市值(百万元)	10,703.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.48
资产负债率(%LF)	31.50
总股本(百万股)	1,037.21
流通 A 股(百万股)	852.03

内容目录

1. 公司概况：本土辅料龙头，21 年以来业绩提速	5
1.1. 公司简介：拉链钮扣双龙头，产能客户布局全球	5
1.2. 发展历程：深耕服饰辅料四十余载，新五年规划踏上新征程	6
1.3. 业绩纵览：国际化+智能制造加速推进，21 年以来业绩提速	7
2. 服饰辅料行业：随服装箱包行业成长，竞争格局较为分散	8
2.1. 行业特点：产品种类多、单价低，与服装箱包需求高度相关	8
2.2. 市场规模：拉链+钮扣约占服装+箱包的 3.1%，处成熟平稳期	9
2.3. 竞争格局：较为分散，本土辅料龙头崛起	10
3. 公司亮点：国际化+智能制造行之有效，管理优势凸显	12
3.1. 国际化：产能布局、营销网络双轮驱动国际化	12
3.2. 智能制造：顺应行业趋势，生产周期大幅缩短	14
3.3. 管理优势：股权结构稳定，高管激励充分	16
4. 发展空间：对标 YKK 空间广阔，品类拓展提供新增长点	18
4.1. 全球拉链龙头 YKK 近年增长乏力，国产替代机会将出现	18
4.2. 伟星 VS YKK：各具优势，伟星的市场、客户、单价均有提升空间	20
4.3. 品类拓展：品类拓展能力优秀，未来有望开启新的增长曲线	21
5. 盈利预测及投资建议	22
5.1. 盈利预测	22
5.2. 投资建议	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 伟星股份下游合作品牌包括迪卡侬、Nike、优衣库、波司登、安踏等	5
图 2: 拉链+钮扣产品收入占比 96% (2021 年)	5
图 3: 国内市场收入占比 73% (2021 年)	5
图 4: 2002-2022Q1 伟星股份发展与服装行业趋势较为同步	6
图 5: 伟星股份历年营收及增速	7
图 6: 伟星股份历年归母净利润及增速	7
图 7: 拉链、钮扣收入及同比	8
图 8: 拉链收入占比显著提升	8
图 9: 伟星股份历年毛利率、期间费用率、归母净利率情况	8
图 10: 2021 年国内拉链+钮扣市场模约 792 亿元, 约占服装箱包的 3.1%	10
图 11: 2015-2021 年国内拉链、钮扣市场规模及增速	10
图 12: YKK 中国、伟星股份、浔兴股份收入及同比	11
图 13: 伟星股份、浔兴股份研发费用投入持续增加	11
图 14: 18 年以来 YKK 中国市场份额回落, 本土辅料龙头崛起	12
图 15: 2011-2021 年拉链产能及产量 (亿米)	13
图 16: 2011-2021 钮扣产能及产量 (亿粒)	13
图 17: 拉链、钮扣产能利用率有较大提升空间	13
图 18: 16-21 年拉链、钮扣产销率维持在 100% 左右	13
图 19: 公司营销网络覆盖全球	14
图 20: 伟星股份国内国外市场双轮驱动	14
图 21: 伟星股份海外收入占比小幅提升	14
图 22: 智能化生产提效同时实现管控	15
图 23: 伟星股份毛利率高于同行	15
图 24: 伟星股份存货周转快于同行	15
图 25: 伟星股份股权结构 (截至 22Q1)	16
图 26: 2020 年 YKK 集团销售额全球分布情况	19
图 27: 2011-2020 年 YKK 发斯宁销售额及增速	19
图 28: YKK 拉链技术更新历程	20
图 29: 伟星研发费用率高于 YKK	20
图 30: 伟星拉链单价有所上行, 但目前仍低于 YKK	20
图 31: 2016 年伟星拉链收入规模反超浔兴	22
图 32: 估算 2019 年中国织带行业市场规模 500 亿元以上	22
表 1: 拉链主要品类 (按材质分)	9
表 2: 钮扣主要品类 (按材质分)	9
表 3: 服饰辅料市场龙头公司情况对比	11
表 4: 伟星股份八大生产基地情况简介	13
表 5: 公司上市以来一共进行 5 次股权激励	17
表 6: 伟星股份高管简介	18

表 7： 伟星股份和 YKK 竞争优势比较.....21

表 8： 与 YKK 相比，伟星拉链在国际市场、客户拓展及产品单价方面均有较大上升空间.....21

表 9： 2022-2024 年伟星股份收入预测 23

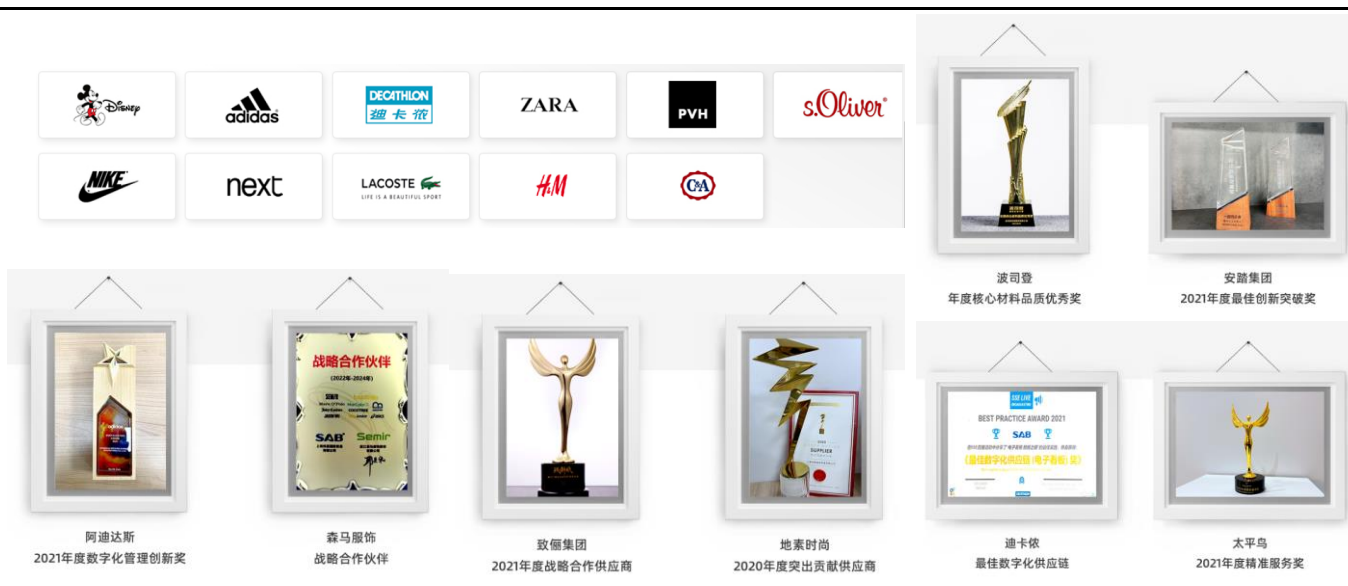
表 10： 伟星股份与可比公司估值比较.....24

1. 公司概况：本土辅料龙头，21 年以来业绩提速

1.1. 公司简介：拉链钮扣双龙头，产能客户布局全球

本土拉链钮扣双龙头，产能及营销网络全球布局。公司主营中高档服饰及箱包辅料产品的研发、生产和销售，产品包括钮扣、拉链、金属制品等，是国内综合规模最大、品类最齐全的辅料生产企业。旗下“SAB”品牌为国内辅料领军品牌，是全球多家知名服装品牌的战略合作伙伴。截至 2021 年公司拥有年产 116 亿粒钮扣、8.5 亿米拉链产能，在全球共有 8 个生产基地（21 年国内/海外产能分别占比 85%/15%），20+ 家分/子公司及 50+ 家营销网点。

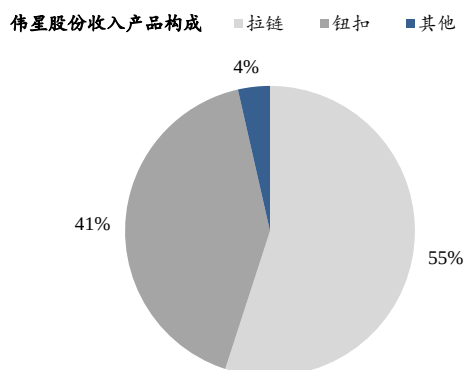
图1：伟星股份下游合作品牌包括迪卡侬、Nike、优衣库、波司登、安踏等



数据来源：公司官网、官方公众号，东吴证券研究所

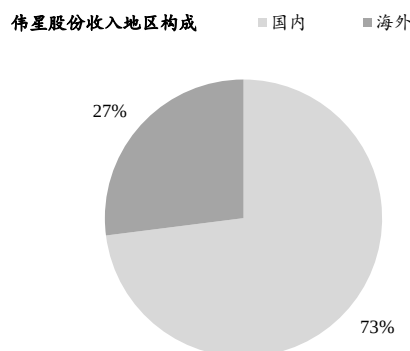
拉链、钮扣为主导产品，主要销售市场在国内。公司 21 年实现营收 33.6 亿元、归母净利 4.49 亿元，其中拉链/钮扣/其他产品收入分别占比 55%/41%/4%、国内/海外收入分别占比 73%/27%。

图2：拉链+钮扣产品收入占比 96%（2021 年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：国内市场收入占比 73%（2021 年）

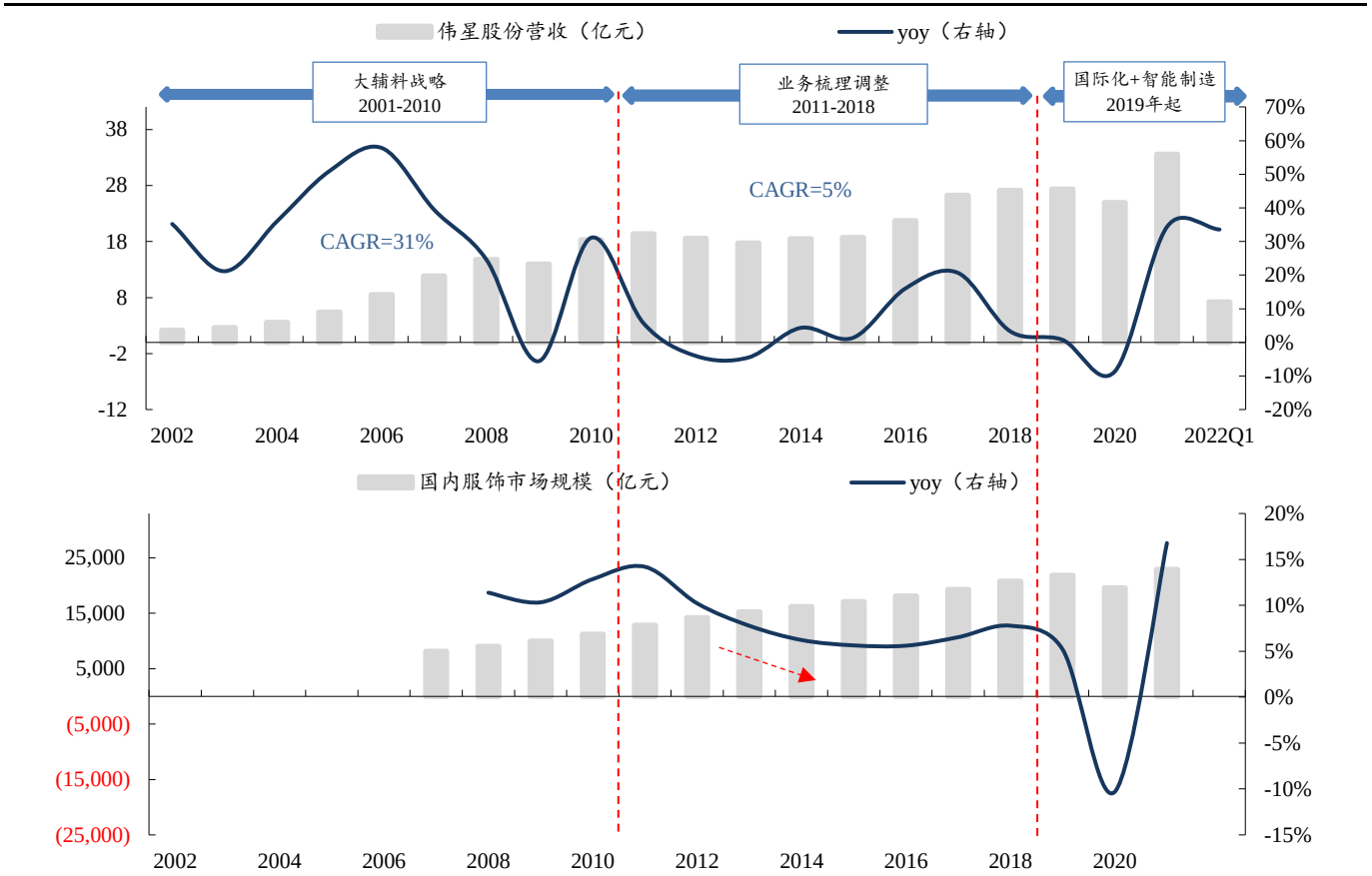


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 发展历程：深耕服饰辅料四十余载，新五年规划踏上新征程

伟星从 1976 年开始经营辅料，1988 年公司设立、2004 年于深交所上市，作为品牌服饰的辅助子行业，伟星股份的发展与服装行业发展具有高度相关性。

图4：2002-2022Q1 伟星股份发展与服装行业趋势较为同步



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

结合服装行业发展阶段以及公司自身战略变化，伟星 40 余年发展历程可大致分为四个阶段：创立探索（1988-2000 年）、大辅料战略（2001-2010 年）、业务梳理调整（2011-2018 年）、国际化+智能制造（2019 年起）。

1) 创立探索（1988-2000 年）：公司起源最早可追溯至 1976 年伟星集团初创，1978 年伟星集团前身临海市有机玻璃厂成立，1984 年集团引进意大利先进设备，研发不饱和聚酯树脂纽扣并成为全国纽扣行业龙头。1988 年，由临海市有机玻璃厂与外资企业合资成立伟星塑胶制品有限公司，为伟星股份前身。2000 年改制为伟星股份，开始走产业经营与资本经营结合道路。

2) 大辅料战略（2001-2010 年）：2001 年公司确立实施“大辅料”战略，并在深圳建立工业园，由此在原有纽扣基础上，切入拉链、金属制品、水晶钻配件等其他辅料生产。04 年于深交所上市，为国内纽扣、拉链行业首家上市公司。上市后公司先后建立江南工业园、大洋工业园等生产基地。06 年提出“一站式（全程）服饰辅料供应”模式，正式启动 SAB 品牌战略。09 年获得 CNAS 实验室认证，成为国内服饰辅料行业首个国家级实验室。伴随国内鞋服行业快速发展、辅料需求快速扩张、公司扩建产能、扩充品类，此阶段公司营收规模快速扩张。

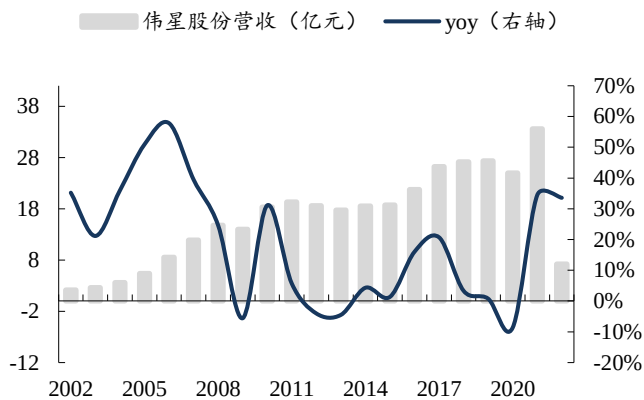
3) 业务梳理调整 (2011-2018 年): 伴随行业需求放缓, 公司对旗下业务做了梳理调整。具体包括: 1) 由于水晶钻市场无序竞争、需求低迷, 12 年公司对相关业务进行优化处理。2) 13 年将光学镜片业务剥离出表 (13 年收入占比约 5%)。3) 16 年公司收购中捷时代 51% 股权新增北斗卫星导航业务 (16 年收入占比 2.1%), 后因卫星导航系统技术升级、军改因素, 该业务呈波动下滑、于 20 年出售剥离。在此阶段公司拉链规模超过本土拉链龙头浔兴股份 (16 年伟星/浔兴拉链收入分别为 12.3/11.3 亿元), 成为本土拉链纽扣双龙头。同时开始布局东南亚产能, 18 年孟加拉工业园正式开工投产。

4) 国际化+智能制造 (2019 年至今): 19 年公司正式提出“五年战略目标”, 加速推进国际化布局及智能制造, 20 年孟加拉园区二期工程投产、并设立越南子公司筹建越南工业园。20 年受疫情影响公司收入下滑, 同年剥离卫星导航业务。随疫情影响减弱及新五年战略见效, 21 年、22Q1 公司业绩迎来显著复苏。

1.3. 业绩纵览: 国际化+智能制造加速推进, 21 年以来业绩提速

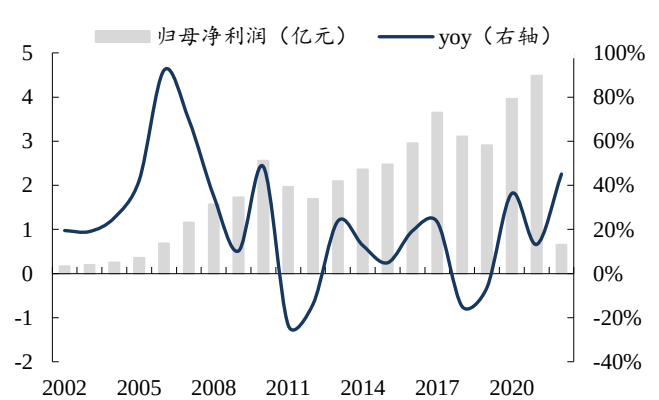
国际化、智能制造战略显效, 21 年以来业绩增长提速。 伴随战略调整, 上市以来公司业绩增长经历三个阶段: **1) 01-10 年大辅料战略时期** 营收、归母净利快速扩张, CAGR 分别达 31%、30%。**2) 11-18 年业务梳理调整**, 同期服装行业增速放缓, 公司营收、归母净利 CAGR 分别为 4.9%、6.8%。**3) 19 年以来加速推进国际化、智能制造战略**, 21 年以来进入战略成果兑现阶段, 21 年营收 33.6 亿元/yoy+34.44%、归母净利 4.5 亿元/yoy+13.22%、扣非归母净利 4.4 亿元/yoy+73.69% (2020 年剥离中捷项目产生非经营性损益, 导致 21 年归母净利增速较低), 22Q1 营收、归母净利分别同比+33.58%、+45.13%, 保持较快增长。

图5: 伟星股份历年营收及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

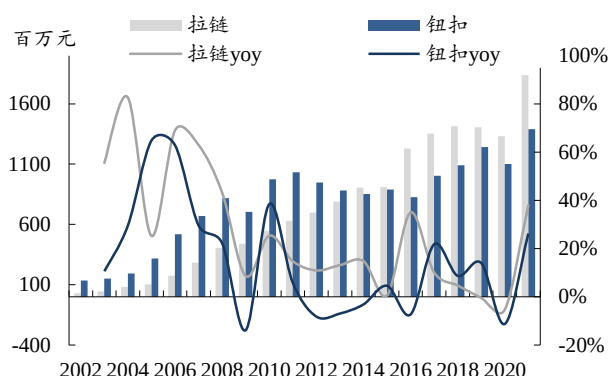
图6: 伟星股份历年归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

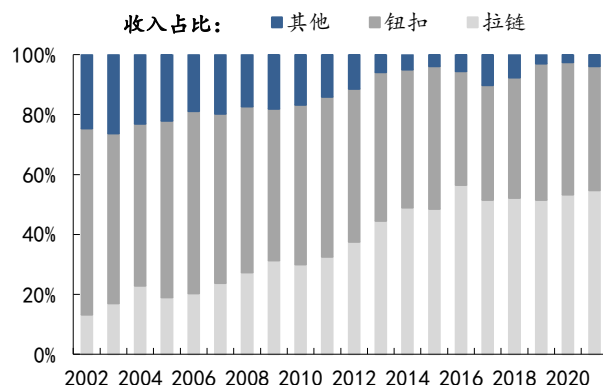
分业务看, 拉链业务增长较快, 收入贡献持续提升。 公司拉链业务发展晚于纽扣, 但由于拉链应用范围广、市场空间更大, 公司定位中高端服饰品牌供应, 因此拉链业务整体增长速度快于纽扣, 02-21 年拉链/纽扣业务收入 CAGR 分别为 24.5%/13.1%, 收入占比分别从 13.3%/62.1% 变化至 54.7%/41.4%。

图7：拉链、钮扣收入及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

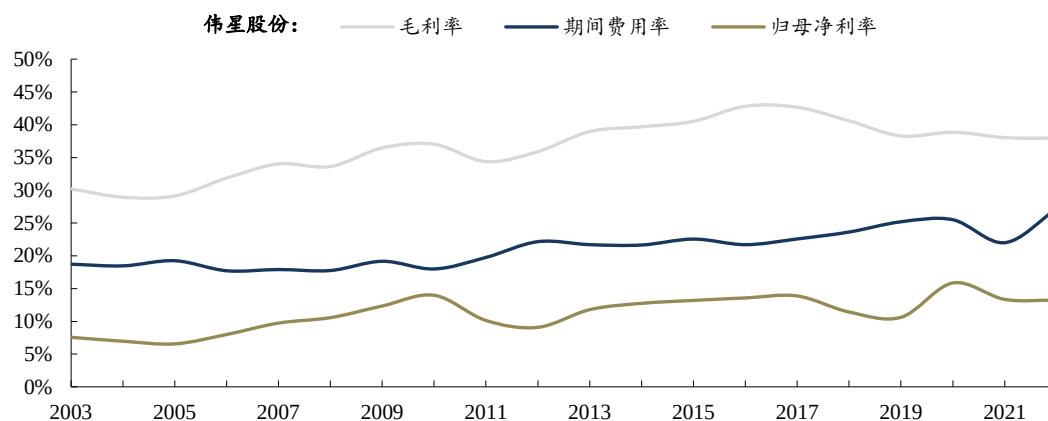
图8：拉链收入占比显著提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利水平整体上行，17年以来毛利率有所回落。1) 毛利率：伴随规模效应凸显及定位中高端化，03-16年公司毛利率整体呈上升趋势，16年为历史高点42.2%。17年以来随着公司产品结构变化（随运动休闲服饰需求增加，尼龙拉链收入增长快于金属拉链），公司毛利率有一定回落，21年/22Q1毛利率分别为38%/37.9%。2) 期间费用率：03-21年公司期间费用率从18.7%升至22%，其中销售、研发费用率小幅上升，管理费用率有所优化，主因公司持续中高端化，相关市场拓展及研发费用支出加大。03-21年销售/管理费用率分别从6%/11.7%变化至7.8%/9.3%，13-21年研发费用率从2.1%升至4.1%。3) 归母净利率：11-21年归母净利率在9%-16%区间，除18-19年因子公司中捷时代经营不佳计提商誉减值、叠加坏账损失等因素影响外，整体呈上升趋势。

图9：伟星股份历年毛利率、期间费用率、归母净利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 服饰辅料行业：随服装箱包行业成长，竞争格局较为分散

2.1. 行业特点：产品种类多、单价低，与服装箱包需求高度相关

服饰辅料是服装箱包的重要组成部分，与下游服装箱包需求高度相关。服饰辅料主要应用于服装和箱包领域，常见的有拉链、钮扣、金属制品等，品类丰富、体积小、单

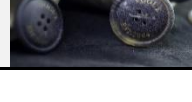
价低，为非标准化产品，季节性、时尚性特征明显，行业景气度与下游服装箱包需求高度相关。**按材质划分**，拉链包含尼龙、树脂、金属等材质，钮扣包含金属、树脂、真贝、牛角、果实、尿素等材质。**按市场定位划分**，服饰辅料分为高端、中高端、低端，分别面向奢侈品品牌、大型知名箱包服饰品牌、长尾小型客户。其中低端辅料生产具有劳动力密集属性，进入门槛较低、市场体量较大、参与者众多。高端、中高端则对产能、生产效率、研发能力等有更高要求，参与者数量相对较少。

表1：拉链主要品类（按材质分）

材质	品类	应用场景	特点	示意图
尼龙拉链	隐形拉链、防水拉链、双骨拉链、编织拉链等	西裤、服装口袋、箱包、帐篷等	价格便宜，柔软度高，米齿小且咬合紧密	
树脂拉链	金（银）牙拉链、透明（半透明）拉链、镭射拉链、钻石拉链、蓄能发光拉链	运动外套及羽绒服等	不易弯曲，支撑力较强，顺滑流畅	
金属拉链	铝牙拉链、铜牙拉链、黑镍拉链	牛仔裤、箱包及外套	坚硬，价格高	

数据来源：公司官网，服装辅料网，东吴证券研究所

表2：钮扣主要品类（按材质分）

材质	主要材料	应用场景	特点	示意图
金属钮扣	铝合金、锌合金、铜	高档西装和大衣、高档衬衣	厚重、牢固、有质感；电镀性好	
树脂钮扣	不饱和聚酯树脂	适用于各类服装	耐腐蚀性、耐蒸烫性、耐水性；价格低	
真贝钮扣	贝壳	高档春夏衬衫和休闲西服，女性连衣裙	有独特的珠光效果，质地坚硬、耐腐蚀	
牛角钮扣	牛角、牛骨	秋冬西装及大衣；针织衫、羊毛衫	颜色与花纹深沉稳重，特性温润	
果实钮扣	棕榈树果实、象牙果果壳	秋冬衬衣	颜色一般偏暖色系	
尿素钮扣	尿醛树脂	需要经常熨烫的衣服	硬度高、耐腐蚀、耐高温，但污染环境	

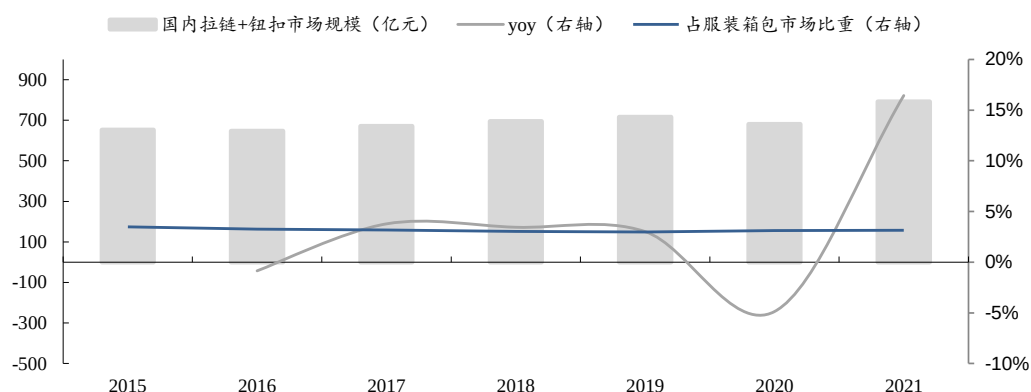
数据来源：公司官网，服装辅料网，钮扣网，东吴证券研究所

2.2. 市场规模：拉链+钮扣约占服装+箱包的 3.1%，处成熟平稳期

拉链+钮扣市场规模约占服装+箱包的 3.1%，当前处于成熟平稳发展阶段。作为服装箱包的辅助子行业，辅料整体市场规模较小，21 年国内拉链+钮扣市场规模约 778 亿元、约占服装+箱包的 3.1%。从增速看，15-21 年国内拉链+钮扣市场规模 CAGR3.1%，处于成熟平稳期。

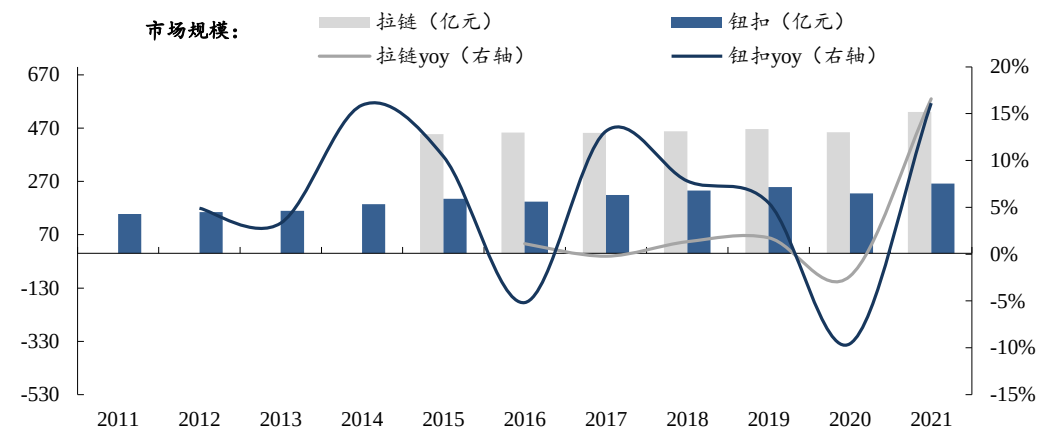
国内拉链市场规模约为钮扣的两倍。1) **拉链**：结合华经情报网&欧睿数据，2020 年国内拉链市场规模约 455 亿元、占服装+箱包零售额的 2.1%，由于拉链占服装+箱包规模比重较为稳定，因此以 21 年服装+箱包零售额估算 21 年拉链市场规模 530 亿元/yoy+15.7%（20 年受疫情影响，21 年修复、故增速较高）。2) **钮扣**：据智研咨询，2017 年国内钮扣市场规模约 219 亿元、占服装+箱包零售额的 1.0%，以前述方法估算 21 年钮扣市场规模 262 亿元/yoy+16.1%。

图10：2021 年国内拉链+钮扣市场模约 792 亿元，约占服装箱包的 3.1%



数据来源：华经情报网，智研咨询，欧睿，东吴证券研究所估算

图11：2015-2021 年国内拉链、钮扣市场规模及增速



数据来源：华经情报网，智研咨询，欧睿，东吴证券研究所估算

2.3. 竞争格局：较为分散，本土辅料龙头崛起

国内服饰辅料市场较为分散，YKK/伟星/浔兴为行业龙头。由于服饰辅料产品具有品类多、单价低、非标属性，且下游服装箱包市场较为分散，因此服饰辅料市场集中度较低。日本 YKK 集团为全球辅料龙头，其在中国市场销售规模位于行业第一，国内本土服饰辅料上市公司包括伟星股份、浔兴股份两家。

2020 年国内服饰辅料市场 CR3 约为 12.6%。根据 2020 年 YKK 中国销售额¹及伟星、浔兴营收数据估算，2020 年国内辅料市场 CR3 约为 12.6%，其中 YKK 中国、伟星、

¹ 由于 YKK 未披露发斯宁业务中国销售额，本报告中采用的 YKK 中国收入中包含发斯宁+AP 业务（发斯宁为主），据此估算的 YKK 市占率、辅料市场 CR3 可能略高于实际值。

浔兴市占率分别为 6.6%、3.7%、2.3%。从产能情况看，YKK 拉链年产能 30+亿米，伟星股份拉链年产能 8.5 亿米、钮扣年产能 116 亿粒，浔兴股份条装/码装/拉头产能分别为 25.3 亿条/9.5 亿码/70.5 亿个。

表3：服饰辅料市场龙头公司情况对比

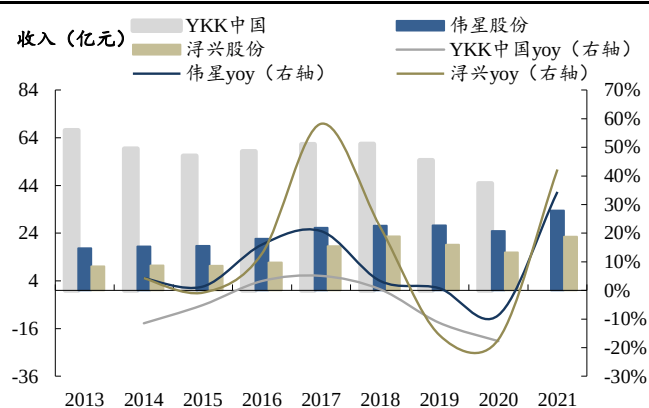
公司名称	主要产品	收入	中国市场份额	毛利率	归母净利率	产品单价	年产能
YKK	拉链+钮扣（发斯宁事业部）、建材产品（AP 事业部）	发斯宁事业部 2471 亿日元，约 145 亿元人民币 YKK 中国（以辅料业务为主）764 亿日元，约 45 亿元人民币	6.6%（含 AP）	34.3%	2.7%	拉链 5-7 元/米	30+亿米拉链
伟星股份（SAB）	拉链、钮扣	33.6 亿元	3.7%	38.0%	13.4%	拉链 3-4 元/米、钮扣 0.15 元/粒	8.5 亿米拉链、116 亿粒钮扣
浔兴股份（SBS）	拉链（条装、码装、拉头）	22.6 亿元	2.3%	33.1%	5.6%	条装、码装、拉头价格分别约为 0.76 元/条、0.3 元/码、2.8 万元/吨	条装、码装、拉头产能分别为 25.3 亿条/9.5 亿码/70.5 亿个。

备注：YKK 数据、伟星和浔兴的市场份额数据为 2020 年，其余数据为 2021 年。

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所。

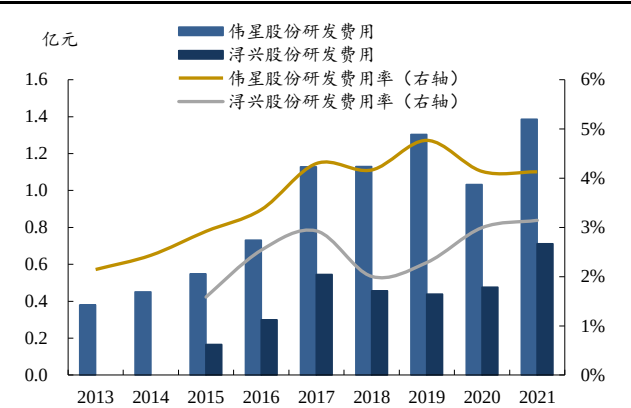
YKK 中国收入体量呈萎缩，本土辅料龙头崛起。头部辅料制造企业多定位中高端市场，客户多为全球知名服装箱包品牌，因此交付周期、生产品质、研发设计能力等是影响公司获取客户订单的重要因素。13-21 年本土辅料制造龙头伟星、浔兴持续加大研发投入，收入规模稳健扩张。18 年以来 YKK 中国收入体量出现萎缩，为本土辅料企业提供发展空间。13-21 年 YKK 中国（13-20 年）/伟星/浔兴收入 CAGR 分别为-5.6%/+8.3%/+10.7%，15-21 年 YKK 中国（15-20 年）/伟星/浔兴市场份额分别从 8.6%/2.9%/1.6%变化至 6.6%/4.2%/2.9%。

图12：YKK 中国、伟星股份、浔兴股份收入及同比



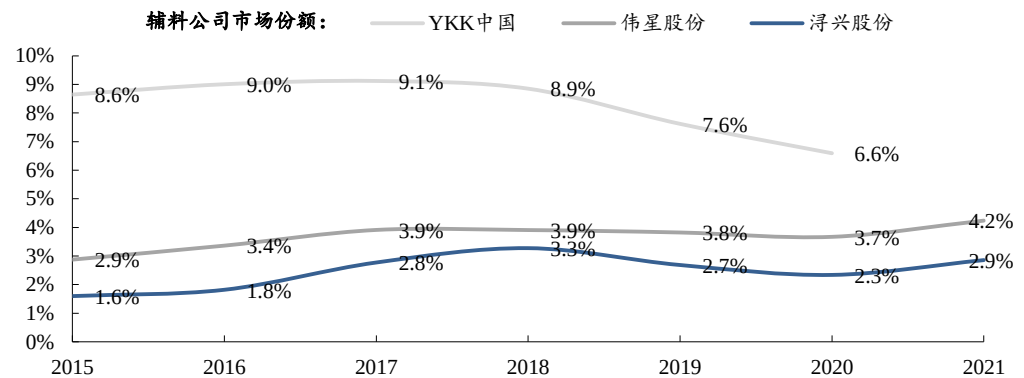
备注：YKK 收入采用当年日元平均汇率换算为人民币
数据来源：Wind，YKK 官网，东吴证券研究所

图13：伟星股份、浔兴股份研发费用投入持续增加



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：18年以来YKK中国市场份额回落，本土辅料龙头崛起



备注：YKK 收入采用当年日元平均汇率换算为人民币

数据来源：YKK 官网，Wind，华经情报网，智研咨询，欧睿，东吴证券研究所

3. 公司亮点：国际化+智能制造行之有效，管理优势凸显

如前文 1.2 节所述，在 40 余年发展过程中，伴随下游需求变化以及公司自身战略调整，公司经历了 4 个阶段发展，整体上看与下游服饰景气度相关性较强。21 年以来公司业绩端出现明显提速，除了受益于 21 年下游品牌服饰复苏，我们认为还与公司近五年来加速推进国际化、智能制造战略步伐，战略成果逐步在业绩端显现有关，与此同时公司管理优势凸显，保证前述战略得以顺利推进。

3.1. 国际化：产能布局、营销网络双轮驱动国际化

➤ 产能：配合国际化战略，推进孟加拉、越南产能建设

公司为国内产能规模最大、品类最齐全的辅料企业。15-21 年公司拉链产能从 4 亿米扩增至 8.5 亿米，钮扣产能从 100 亿粒扩增至 116 亿粒，为国内辅料产能规模最大、生产品类最齐全的辅料制造商。截至 21 年伟星股份共有 8 个生产基地（国内 7 个+孟加拉 1 个），其中国内/孟加拉产能占比分别为 85%/15%。

布局海外产能，有助就近服务于客户，加速国际化进程。公司 16 年开始筹建孟加拉工业园，18/20 年孟加拉园区一期、二期工程分别投产。20 年设立越南子公司，开始筹建越南工业园，目前项目建设的审批工作已完成，计划下半年正式动工，22 年 7 月公司同意全资子公司伟星国际（新加坡）对 SAB 越南增资 6000 万美元。公司为国内率先布局海外产能的辅料企业（同行浔兴股份产能全部位于国内），海外产能布局有助就近服务于客户，加速国际化进程。

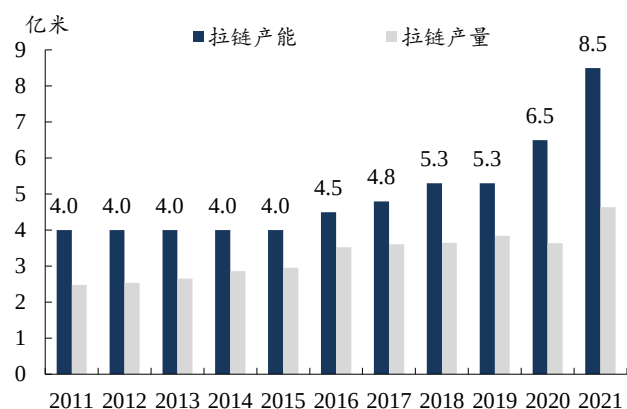
产能利用率仍有提升空间。由于辅料为非标品，生产需要控制“余量”（即考虑残次率等，在订单基础上上浮生产量），因此辅料企业产能利用率存在一定限制，16-19 年公司拉链、钮扣产能利用率平均水平分别为 74%、78%。20、21 年由于拉链产能持续扩张，而终端需求一定程度受疫情冲击，因此拉链产能利用率回落至 55% 左右。长期看，随着疫情影响减弱、终端需求复苏，伟星产能优势将逐渐凸显。

表4：伟星股份八大生产基地情况简介

序号	生产基地	地理位置	成立/收购时间	产品类型	具体产品
1	大洋工业园	浙江临海	2007 年	拉链	金属拉链、塑钢拉链、尼龙拉链、隐形拉链等
2	江南工业园	浙江临海	2005 年	金属制品	金属扣、电镀类产品等
3	花园工业园	浙江临海	1988 年	钮扣	树脂钮扣、果实、真贝等自然类钮扣，年产 100 亿颗
4	塑胶工业园	浙江临海	2017 年	塑胶产品	全塑四合扣，衣架，绳带、绳扣，插扣，钮扣，标牌，护膝，帽袢等。
5	深圳工业园	广东深圳	1990 年	拉链、钮扣、金属制品	金属拉链、塑钢拉链、尼龙拉链、隐形拉链、金属制品、树脂扣等
6	中传工业园	山东潍坊	2019 年收购	拉链配件	拉头
7	孟加拉库米拉工业园	孟加拉	2018 年	拉链	金属拉链、塑钢拉链、尼龙拉链、隐形拉链、金属制品等
8	头门港工业园	浙江临海	2021 年	表面处理加工	/

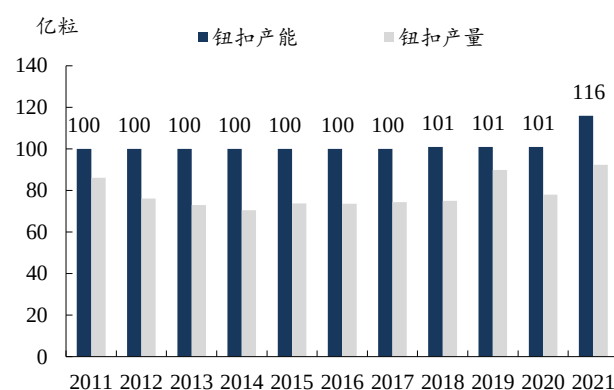
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图15：2011-2021 年拉链产能及产量（亿米）



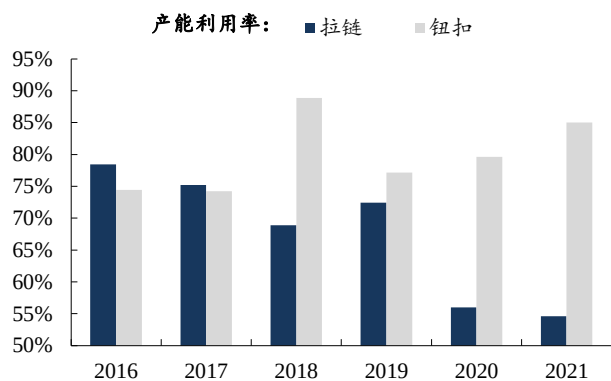
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16：2011-2021 年钮扣产能及产量（亿粒）



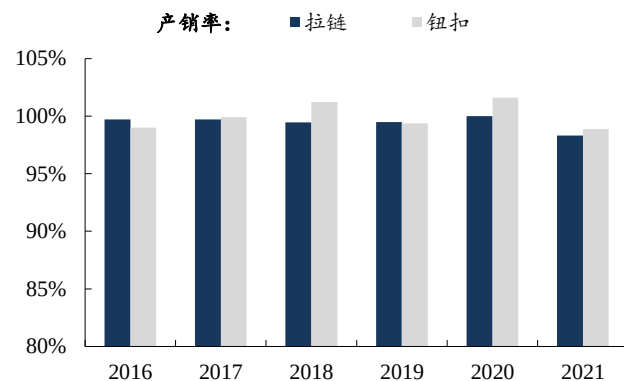
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：拉链、钮扣产能利用率有较大提升空间



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：16-21 年拉链、钮扣产销率维持在 100%左右



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 销售网络：辐射全球，深化国际化布局战略

立足国内、拓展欧美、依托孟加拉工厂切入东南亚市场。公司在成立之初便自带外向型经济基因（与外资合资成立公司），国内国际市场双轮驱动。当前公司在全球拥有 20+ 家分/子公司及 50+ 家营销网点，形成覆盖国内各大中城市和辐射欧、美、亚、非、大洋洲的营销网络。

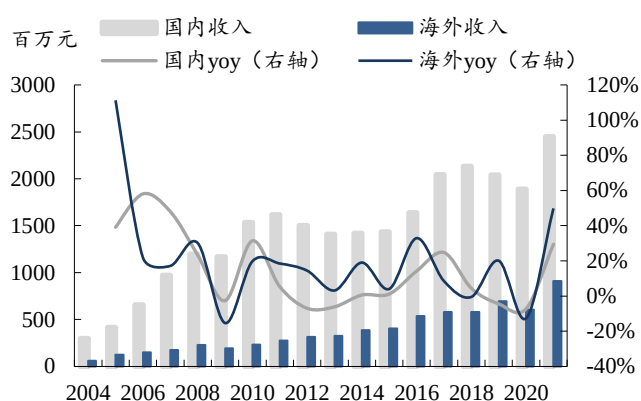
图19：公司营销网络覆盖全球



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

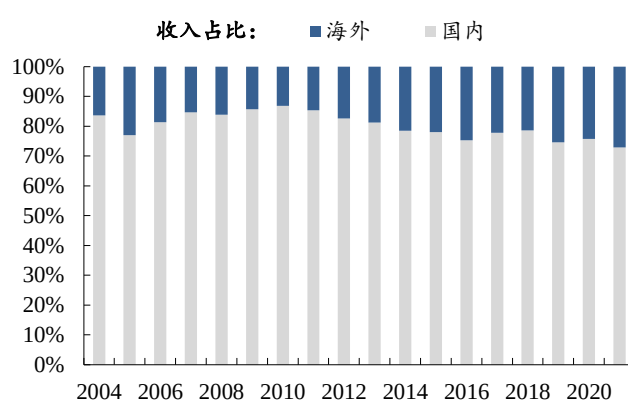
穿透到终端客户，国际品牌占比达六成以上。04-21年公司国内/海外市场收入CAGR分别为13%/18%，21年国内/海外市场收入占比分别为73%/27%。事实上，得益于长期以来公司对全球营销网络的建设以及在客户端竞争力的提升，目前穿透到终端客户国际品牌贡献收入达到六成以上、超过国内品牌占比。

图20：伟星股份国内国外市场双轮驱动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图21：伟星股份海外收入占比小幅提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 智能制造：顺应行业趋势，生产周期大幅缩短

智能制造持续发力，生产效率持续改进。公司较早开始着手准备数字化转型，推进

“机器换人”项目，15 年开始较大规模投入，16 年起打造“智慧工厂”，加速信息化、自动化，持续提升“智造”水平。举例来看，1) **检测包装环节**，使用切断成像包装一体机（拉链切断、成像检测以及包装工序合为一体），实现拉链检测无人化。2) **搬运环节**，使用搬运机器对物料货品进行搬运，节省人力的同时实现定置定位配送。3) **生产环节**，使用物联网设备对“人、机、料、法”等生产要素进行监测，实现生产过程透明化及质量检测和预警管控。

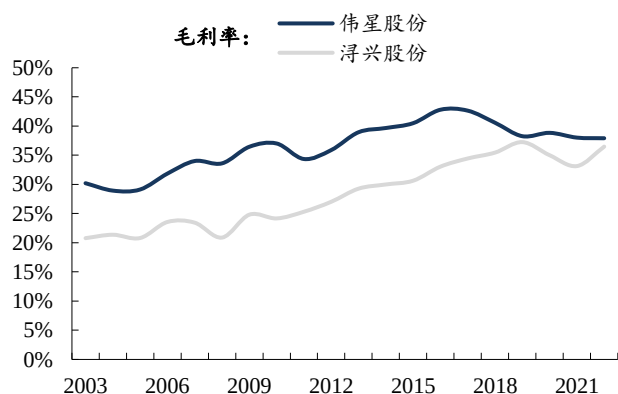
数字化助力盈利水平及运营效率高于同行。国内服装行业在过去几年经历去库存阶段后，为降低库存风险品牌商普遍加强快反运营，提升现货占比、降低期货占比，这对供应商生产反应速度提出了更高要求。基于智能制造优势，公司快速反应能力显著加强，目前对单一客户订单生产周期能缩短至 1 周左右，快反订单最快可以 2-3 天出货，高于同行 3-15 天的平均交货周期。快速、优质的综合保障使得公司客户吸引度以及合作粘性大大提升。与此同时，机器换人有助降低生产环节上的出错率，从而降低生产成本、提升盈利水平，促进存货周转水平保持稳定、显著快于同行。

图22：智能化生产提效同时实现管控



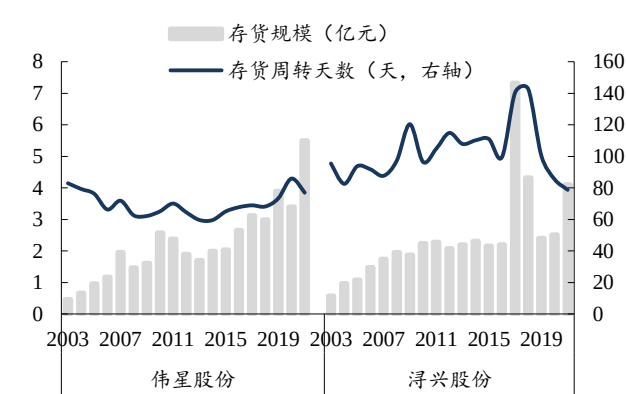
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：伟星股份毛利率高于同行



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：伟星股份存货周转快于同行



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

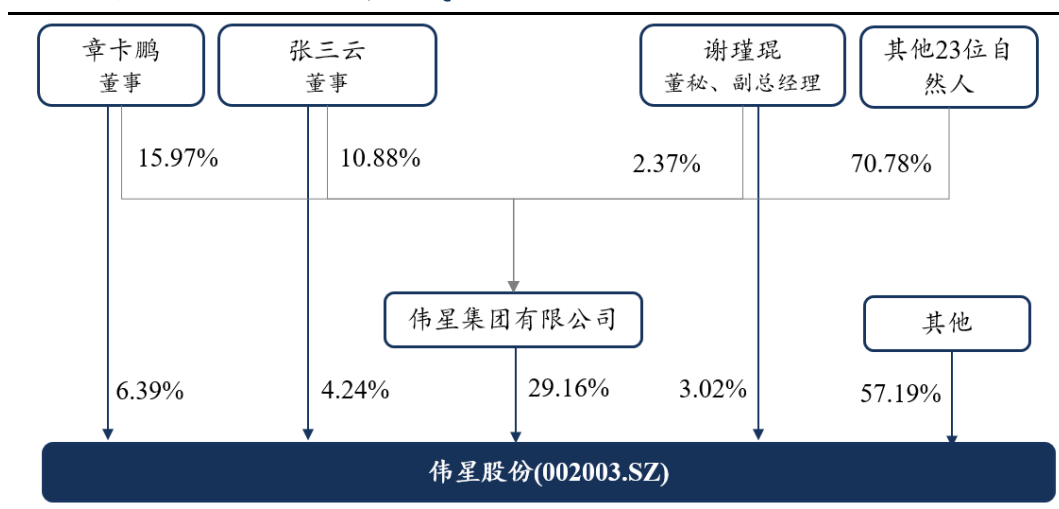
3.3. 管理优势：股权结构稳定，高管激励充分

在国际化、智能制造战略顺利推进、成果逐步兑现的背后，我们认为更核心的是公司高效科学的管理组织架构、充分的员工激励机制、长期以来管理层团队积极进取的企业家精神，使得公司战略具备前瞻性并且得到有效执行推进。

➤ 股权结构稳定，激励充分

公司股权结构稳定，大股东为伟星集团。伟星集团为公司大股东，截至 22Q1 持股 29.16%。伟星集团的股东为 26 个自然人，这样的组织架构决定了公司拼搏进取的企业文化。公司实控人为董事章卡鹏、张三云（分别曾任公司董事长、副董事长，于 2022/7/1 董事会换届后任公司董事），分别直接持股 6.39%、4.24%，并持有伟星集团 15.97%、10.88%的股权。高管谢瑾琨直接持股 3.02%、并持有伟星集团 2.37%股权。前述股东持股比例自公司上市以来变动较小，公司股权结构稳定。

图25：伟星股份股权结构（截至 22Q1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

多次推出股权激励计划，有效提升管理经营效率。2006 年至今公司先后进行 5 次股权激励，主要激励对象为董事、高管、中层管理骨干及核心技术和业务骨干。从历次经验来看，行权条件对应的业绩考核目标完成情况较好（2006-2016 年完成率 3/3），充分体现员工和公司利益一体化对公司业绩的有力促进作用。

2021 年 12 月推出第五期股权激励计划，着眼 2025 年增长目标。2021 年 10 月公司推出第五期股权激励计划，考核期为 2021-2025 年，业绩考核目标为：以 2020 年扣非归母净利润为基数，2021-2025 年净利润增长率分别不低于 58%/80%/95%/115%/140%，21 年已完成考核目标，22-25 年转化为净利润同比增长目标分别为 2%/8%/10%/12%。

表5：公司上市以来一共进行 5 次股权激励

首次实施公告日期	激励形式	激励总数(万股/万份)	激励总数占当时总股本比例(%)	激励对象	行权条件	是否达成业绩考核
2021-12-01	限制性股票	2,200	2.84	161 名董事、高管、中层管理骨干及核心技术和业务骨干	分五期解除限售，考核期为 21-25 年的五个会计年度。业绩考核目标：以 20 年扣非归母净利润为基数，21-25 年净利润增长率分别不低于 58%/80%/ 95%/115%/140%。 21 年已完成考核目标，22-25 年转化为扣非净利润同比增长目标分别为 2%/8%/10%/12%。	21 年完成
2020-11-12	限制性股票	1,783	2.35	147 名董事、高管、中层管理骨干及核心技术和业务骨干	分三期解除限售，考核期为 21-23 年的三个会计年度。业绩考核目标：以 19 年扣非归母净利润为基数，21-23 年净利润增长率分别不低于 15%/32%/52%。 21 年已完成考核目标，22-23 年转化为扣非净利润同比增长目标分别为-17.3%/+15.2%。	21 年完成
2016-07-16	限制性股票	1,290	3.00	77 名董事、高管、中层管理骨干及核心技术和业务骨干	以 13-15 年平均净利润为基数，16-18 年净利润增长率分别不低于 13.50%/21%/32%、加权平均净资产收益率均不低于 11%。	完成
2013-07-09	期权	800	3.09	10 名业务骨干	以 12 年归母净利润为基数，13-15 年净利润增长率分别不低于 10%/25%/40%、加权平均净资产收益率分别不低于 11%/12%/13%。	完成
2006-11-01	期权	608	8.13	9 名董监高	上一年度加权平均净资产收益率、扣非加权平均净资产收益率均不低于 10%，且以 05 年度净利润为基数，06、07 年净利润年复合增长率超过 25%。	完成

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 高管团队：管理经验丰富、战略眼光高远

多数高管从业数十年，管理经验丰富。董事长蔡礼永、董事章卡鹏、董事张三云、董秘兼副总经理谢瑾琨均为公司创立发展初期骨干人员，深耕行业近四十年。高管中总经理郑阳（负责江南工业园）、副总经理张祖兴（负责花园工业园）、洪波（负责海外事业部）、章仁马（负责拉链事业部）、徐明照（负责纽扣事业部）等均从业 20 年以上，管理经验丰富。

管理层战略眼光高远，为公司长期稳健增长奠定基础。在资深的管理团队带领下，公司在关键发展阶段确立“大辅料”战略（01 年）、“一站式（全程）服饰辅料供应”（06 年）等正确战略布局，从纽扣延伸至拉链、金属制品等品类，并持续加大研发投入占领中高端辅料市场，为公司长期稳健增长奠定了扎实基础。15、16 年以来公司决定大力推进国际化、智能制造战略，并于 18 年开始布局孟加拉产能、19 年提出新五年战略目标，加码国际化征程。

表6：伟星股份高管简介

姓名	职务	任职日期	年龄	简介
蔡礼永	董事长	2016/6/7	57	1965年3月生，三十多年的新产品研发与企业管理经验。现任公司董事长、中国服装协会第五届服装关联产业专业委员会副主任委员、中国服装协会第七届理事会理事、中国五金制品协会第六届理事会常务理事。
郑阳	副董事长、总经理	2016/6/7	48	1974年8月生，高级经济师，具有二十多年市场营销与管理经验，曾任公司副总经理、总经理助理、金属事业部总经理，现任公司副董事长兼总经理、江南工业园总经理、上海伟星服装辅料有限公司执行董事。
章卡鹏	董事	2003/8/30	57	1965年1月出生，高级经济师，三十多年的企业决策管理经验。现任公司董事，浙江省人大代表，临海市工商业联合会主席、总商会会长。
张三云	董事	2003/8/30	59	1963年12月出生，工商管理硕士，高级经济师，三十多年的企业决策管理经验。现任公司董事。
谢瑾琨	董事会秘书、副总经理	2003/8/30	55	1967年9月生，工商管理硕士，近三十年的投资与管理经验，现任公司董事、董事会秘书兼副总经理。
沈利勇	董事、财务总监	2003/8/30	53	1969年8月生，二十多年财务管理经验，现任公司董事、财务总监。
张祖兴	副总经理	2003/8/30	58	1964年3月生，三十多年的生产与行政管理经验，现任公司副总经理、花园工业园总经理。
洪波	副总经理	2014/3/20	55	1967年3月生，三十多年市场营业经验，曾任公司总经理助理、海外事业部总经理，现任公司副总经理。
章仁马	副总经理	2019/6/25	48	1974年6月生，二十多年生产管理经验。曾任公司总经理助理，现任公司副总经理、拉链事业部总经理、公司临海拉链分公司总经理。
徐明照	副总经理	2022/4/14	56	1966年2月生，行政管理本科学历，高级经济师，具有三十多年的生产管理经验。曾任公司总经理助理，现任公司副总经理、钮扣事业部总经理、花园工业园副总经理。
张云	副总经理	2022/4/14	54	1968年10月生，电气自动化专科学历，具有二十多年的市场营销经验。曾任公司总经理助理、国内事业部总经理，现任公司副总经理。
张玉明	副总经理	2022/4/14	49	1973年5月生，工商管理本科学历，具有二十多年的产品研发及管理经验。曾任公司总经理助理，现任公司副总经理、设计中心总经理兼技术中心总经理。
黄伟	副总经理	2022/4/14	47	1975年12月生，财务专业本科学历，具有二十多年的市场营销及管理经验。曾任公司总经理助理、市场部总经理，现任公司副总经理。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 发展空间：对标 YKK 空间广阔，品类拓展提供新增长点

4.1. 全球拉链龙头 YKK 近年增长乏力，国产替代机会出现

YKK 为全球拉链龙头，全球市场份额约 13%-15%。YKK 集团下属发斯宁、AP 两个事业部，分别主营拉链钮扣、门窗建材产品，业务覆盖全球 72 个国家和地区。2020 年集团销售额 6538 亿日元，其中发斯宁事业部销售额 2470 亿日元/yoy-10.8%（以 2020 年平均汇率折合人民币约 160 亿元、为伟星收入的 6 倍多）、拉链年产量超过 30 亿米。以 Global Info Research 统计的 2021 年全球拉链市场规模 183 亿美元（以 2021 年平均汇率折合人民币约 1180 亿元）估算，20-21 年 YKK 拉链全球市场份额约 13%-15%。

图26：2020年YKK集团销售额全球分布情况



数据来源：YKK 官网，东吴证券研究所

80 余年发展构筑全球拉链版图，近年来增长乏力。YKK 创立于 1934 年，迄今经历近 90 年发展，大致分为 4 个阶段：

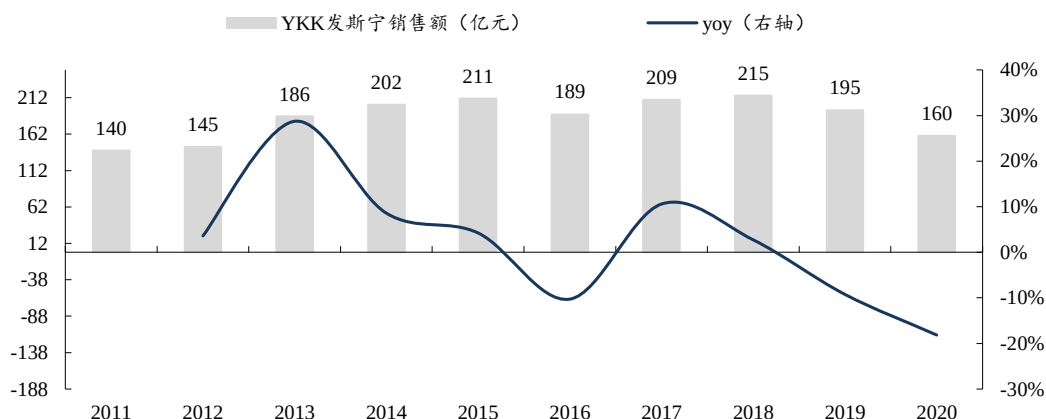
1) 创立探索期（1934-1958 年）：期间确立“YKK”商标、进口拉链链条机，构建从材料到制造设备、产品的一体化生产体制。

2) 高速全球化（1959-2000 年）：1959 年公司首次进军海外市场（印度、新西兰），1992-2015 年陆续在中国上海、大连、深圳、苏州、无锡等城市成立分公司，实现全球市场跑马圈地。

3) 创新升级（2001-2017 年）：推进设备数字化、智能化。随全球服饰市场进入低速发展期，发斯宁业务增长放缓，11-18 年 CAGR 为 6.4%。

4) 收入下滑（2018 年至今）：随着行业竞争加剧，叠加 19-20 年中美贸易摩擦、全球疫情冲击，发斯宁业务收入呈下滑趋势，从 18 年的 215 亿元下滑至 20 年的 160 亿元，其中国市场份额亦出现下滑（从 17 年的 9.1%降至 20 年的 6.7%），我们认为这亦为本土辅料龙头提供了较好的发展机会和空间。

图27：2011-2020年YKK发斯宁销售额及增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

YKK 拉链生产技术全球领先。经过近 90 年发展，YKK 积累了深厚的生产技术，目前其拉链生产可以做到“一体化”，即从原材料、生产设备、到产成品，公司均可实现自主开发和生产，生产精度达到 0.01 毫米。公司过去研发产品包含基础的尼龙拉链、金

属拉链等，也有水密气密拉链、无布带拉链、磁力闭合拉链等创新产品，以及再生丝拉链、再生 PET 原料拉链、海洋塑料垃圾原料拉链等环保产品，凸显强大研发实力。

图28: YKK 拉链技术更新历程

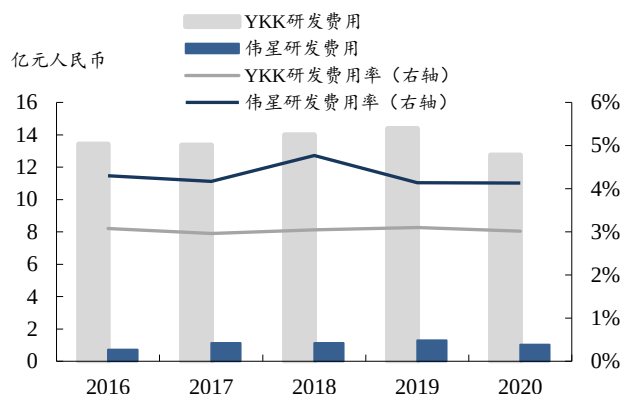


数据来源: YKK 官网, 东吴证券研究所

4.2. 伟星 VS YKK: 各具优势, 伟星的市场、客户、单价均有提升空间

伟星和 YKK 各具优势。在品牌知名度、制造及装备技术等方面，伟星较 YKK 仍有一定差距而差距正逐步缩小，但在快速响应、时尚设计和服务等方面具备较强竞争优势。YKK 作为外企决策链条较长，而伟星通过智能制造升级最快生产出货时间缩短至 2-3 天，快反优势突出。

图29: 伟星研发费用率高于 YKK



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图30: 伟星拉链单价有所上行, 但目前仍低于 YKK



数据来源: Wind, YKK 官网, 东吴证券研究所

表7：伟星股份和 YKK 竞争优势比较

	YKK	伟星股份
品牌知名度	√	
制造及装备技术	√	
快速响应		√
时尚设计		√
服务		√

数据来源：东吴证券研究所绘制（√表示在该领域具有相对优势）

与 YKK 相比，伟星在国际市场、客户拓展及产品单价方面均有较大上升空间。1) 市场方面，目前 YKK 业务覆盖 72 个国家和地区，20 年日本外市场收入占比 43%，21 年伟星海外收入 27%，国际市场仍有较大提升空间。2) 客户角度，YKK 主要客户包含高端品牌、高性能运动服装、汽车内饰、休闲服、欧美量贩店等，伟星则主要面向中高端服装品牌，在客户层级、客户类型方面均有拓展空间。3) 单价角度，11-20 年伟星拉链单价从 2.5 元/米提升至 3.7 元/米，但仍低于 YKK 的 5-7 元/米，产品仍有提价空间。

表8：与 YKK 相比，伟星拉链在国际市场、客户拓展及产品单价方面均有较大上升空间

	YKK	伟星	发展空间/方向
市场	业务覆盖 72 个国家和地区。 20 年日本/亚洲（除日本+中国）/中国/中北美/EMEA/南美收入占比分别为 57%/15%/12%/9%/6%/1%，海外收入合计占比达到 43%。	全球拥有 20+家分/子公司及 50+家营销网点。 21 年国内/海外收入占比分别为 73%/27%。	国际市场占比提升
客户	高端客户：高端客户包含高端品牌、高性能运动服装、汽车内饰； 标准客户：包含休闲服、欧美量贩店。	主要面向中高端服装品牌。	客户层级、客户类型拓展
单价	5-7 元/米。	11-20 年伟星拉链单价从 2.5 元/米提升至 3.7 元/米。	单价提升

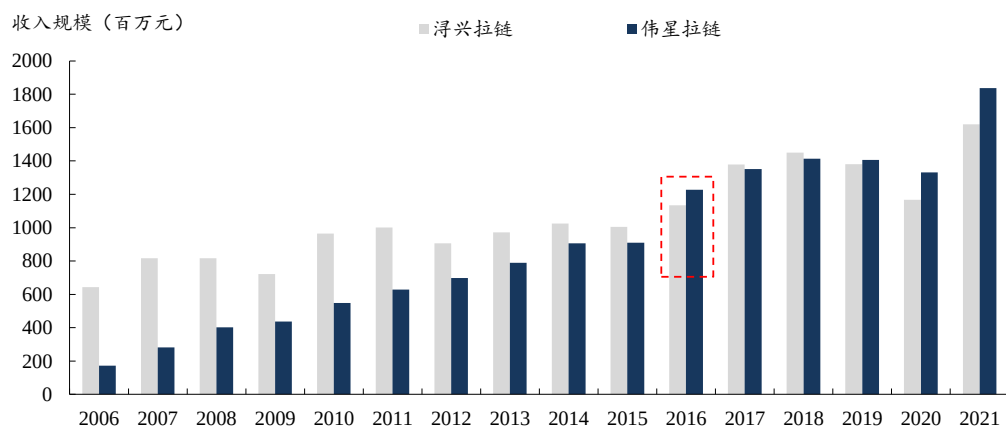
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 品类拓展：品类拓展能力优秀，未来有望开启新的增长曲线

公司具备成功的品类拓展经验，未来有望复制到其他品类。公司最早以纽扣发家，依托纽扣客户资源、生产资源延伸至竞争激烈的拉链市场，并快速成长为拉链领域龙头，2016 年拉链收入规模反超当时的拉链龙头浔兴股份，由此可见公司具备辅料品类拓展的成功经验。经过 40 余年发展，公司本土辅料龙头地位巩固，但始终保持锐意进取的企业精神，持续致力于寻找新的增长曲线。从国际化布局到智能制造升级，可以看出公司在拓宽广度、挖掘深度方面均有部署，未来有望通过品类拓展方式打开增长空间。

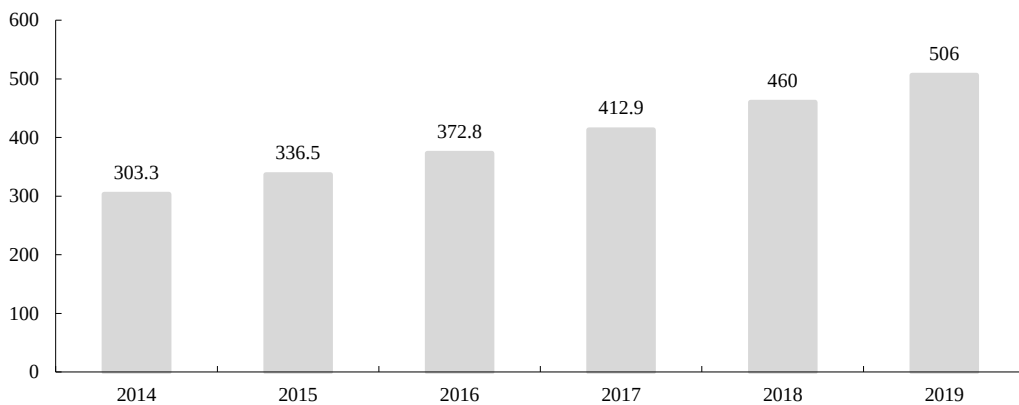
拓展织带品类，剑指全球大辅料龙头。21 年 2 月公司在广东东莞设立织带子公司、发力织带业务，贯彻“大辅料”战略，剑指全球辅料龙头。织带是拉链布带的一种，与原有拉链生产具有一定协同性。从市场空间看，织带应用领域包含箱包、鞋类、内衣裤、饰品等，据智研数据估算 2019 年中国织带行业市场规模超过 500 亿元，比拉链市场规模更大。未来公司有望将拉链拓展经验复制到织带领域，迎来新的增长曲线。

图31：2016 年伟星拉链收入规模反超得兴



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32：估算 2019 年中国织带行业市场规模 500 亿元以上



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

营收端：伴随公司持续推进国际化布局、智能制造、“大辅料”产品链拓展等战略，结合国内外产能扩张有序推进、产能利用率提升，我们预计未来三年公司营收规模有望保持稳健较快增长态势，22 年因受到国内疫情影响增速略低。考虑到拉链市场空间较大且公司在生产成本、性价比方面较 YKK 优势愈发凸显，我们预计未来三年拉链收入增速快于钮扣，预计 22-24 年拉链收入分别+18.9%/+22.6%/+19.3%、钮扣收入分别同比+10.8%/+12.9%/+14.1%。

毛利率：智能化水平的提高有助于进一步降本增效，与此同时东南亚、南亚地区劳动力成本较低，因此海外产能占比提升也有望降低整体生产成本。过去两年拉链、钮扣主要原材料（金属、塑料等）价格上涨较多，未来进一步上涨概率不大。因此我们预计拉链、钮扣毛利率有望保持小幅上升趋势。

基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营收分别 38.7/45.8/53.6 亿元，分别同比 +15.3%/+18.4%/+17.1%；归母净利润分别为 5.14/6.17/7.27 亿元，分别同比 +14.6%/+19.9%/+17.9%。

表9：2022-2024 年伟星股份收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,355.68	3,869.78	4,580.08	5,364.27
yoy	34.44%	15.32%	18.36%	17.12%
毛利率	38.02%	38.72%	38.74%	38.77%
主营业务按产品划分				
拉链	1,836.03	2,182.52	2,675.11	3,190.95
yoy	37.95%	18.87%	22.57%	19.28%
毛利率	36.38%	36.50%	36.60%	36.70%
占比	54.71%	56.40%	58.41%	59.49%
产量（亿米）	4.64	5.36	6.37	7.38
yoy	27.47%	15.41%	19.00%	15.81%
单价（元/米）	3.96	4.08	4.20	4.32
yoy	8.22%	3.00%	3.00%	3.00%
钮扣	1,390.61	1,540.29	1,738.60	1,983.67
yoy	26.21%	10.76%	12.88%	14.10%
毛利率	41.44%	41.50%	41.80%	42.00%
占比	41.44%	39.80%	37.96%	36.98%
产量（亿粒）	92.37	97.44	104.75	113.82
yoy	18.48%	5.49%	7.50%	8.66%
单价（元/粒）	0.15	0.16	0.17	0.17
yoy	6.52%	5.00%	5.00%	5.00%
其他服装辅料	80.81	96.97	116.37	139.64
yoy	28.40%	20.00%	20.00%	20.00%
占比	2.41%	2.51%	2.54%	2.60%
其他业务	48.23	50.00	50.00	50.00

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

公司为本土中高端服饰辅料制造龙头，经过四十余年发展积淀了深厚的产能、技术、研发、客户优势，构筑了较高的竞争壁垒。2019 年公司提出新五年规划，近两年在外界环境变动较大背景下调整完善战略布局，在国际化布局、智能制造方面持续优化进步，21 年以来进入战略成果兑现阶段，业绩增长提速。

对标全球辅料龙头 YKK，公司成长空间广阔。此外，公司 21 年开始发力拓展织带品类，有望开启新的增长曲线。看好公司未来凭借综合竞争优势成为全球中高端服饰辅料龙头。我们预计 22-24 年公司归母净利润分别同比+14.6%/+19.9%/+17.9%至 5.14/6.17/7.27 亿元，EPS 分别为 0.50/0.59/0.70 元/股，对应 PE 分别为 21X/17X/15X，首次覆盖给予“买入”评级。

表10：伟星股份与可比公司估值比较

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002003.SZ	伟星股份	107.04	4.49	5.14	6.17	7.27	23.86	20.81	17.36	14.72
可比公司平均估值							29.01	22.21	17.75	14.68
300979.SZ	华利集团	828.57	27.68	35.08	43.17	51.34	29.94	23.62	19.19	16.14
300577.SZ	开润股份	40.36	1.80	2.05	2.51	3.08	22.41	19.69	16.08	13.10
605080.SH	浙江自然	64.01	2.20	2.91	3.67	4.48	29.10	22.00	17.44	14.29
2313.HK	申洲国际	1,167.10	33.72	49.56	63.89	76.75	34.61	23.55	18.27	15.21

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测。采用 2022/7/6 行情数据，港股采用当日港币汇率 0.857 换算成人民币。

（备注：伟星股份为纺织制造龙头公司，选取制造类龙头公司进行对比。）

6. 风险提示

1) 下游需求疲软：22 年 3-5 月国内疫情较严重，对下游服装箱包需求形成冲击，若需求恢复较缓慢，可能拖累公司业绩增速。

2) 海外经济衰退：公司近三成收入来自海外市场，当前美联储加息步伐加快，美国通胀压力较大，未来欧美经济可能面临下行压力，相关需求可能转弱。

3) 产能扩张不及预期：公司当前在国内外均有在建产能，若产能扩建、投产进度不及预期可能影响公司出货进度。

4) 汇率波动风险：公司海外业务占比近三成，人民币汇率波动会对公司盈利能力产生一定的影响。

5) 地缘政治风险：目前俄乌局势仍紧张，公司在海外有业务布局，若相关国家地区出现地缘政治风险，可能会对公司当地业务产生不利影响。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,764	1,966	2,467	3,034	营业总收入	3,356	3,870	4,580	5,364
货币资金及交易性金融资产	634	578	944	1,198	营业成本(含金融类)	2,080	2,371	2,806	3,285
经营性应收款项	525	708	684	888	税金及附加	31	39	41	48
存货	550	609	762	844	销售费用	262	310	366	429
合同资产	0	0	0	0	管理费用	313	387	458	536
其他流动资产	55	71	77	104	研发费用	139	163	192	231
非流动资产	2,275	2,609	2,920	3,212	财务费用	25	22	23	19
长期股权投资	60	60	60	60	加:其他收益	27	19	23	27
固定资产及使用权资产	1,289	1,617	1,915	2,182	投资净收益	12	8	9	11
在建工程	463	463	463	463	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	309	309	317	335	减值损失	-14	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-4	0	0	0
长期待摊费用	18	23	28	34	营业利润	528	606	725	853
其他非流动资产	137	137	137	137	营业外净收支	-12	-8	-8	-8
资产总计	4,039	4,575	5,387	6,245	利润总额	516	598	717	845
流动负债	1,168	1,184	1,375	1,501	减:所得税	70	84	100	118
短期借款及一年内到期的非流动负债	366	366	366	366	净利润	445	514	617	727
经营性应付款项	364	374	483	520	减:少数股东损益	-3	0	0	0
合同负债	41	47	56	66	归属母公司净利润	449	514	617	727
其他流动负债	398	397	470	550	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.50	0.59	0.70
非流动负债	138	143	148	153	EBIT	545	620	739	862
长期借款	5	10	15	20	EBITDA	746	856	1,005	1,157
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.02	38.72	38.74	38.77
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	13.37	13.29	13.46	13.55
其他非流动负债	100	100	100	100	收入增长率(%)	34.44	15.32	18.36	17.12
负债合计	1,306	1,328	1,523	1,655	归母净利润增长率(%)	13.22	14.63	19.89	17.93
归属母公司股东权益	2,693	3,207	3,824	4,551					
少数股东权益	40	40	40	40					
所有者权益合计	2,733	3,247	3,863	4,591					
负债和股东权益	4,039	4,575	5,387	6,245					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	634	525	954	851	每股净资产(元)	3.37	3.09	3.69	4.39
投资活动现金流	-497	-569	-576	-585	最新发行在外股份 (百万股)	1,037	1,037	1,037	1,037
筹资活动现金流	-161	-11	-12	-12	ROIC(%)	15.77	15.70	16.03	15.96
现金净增加额	-39	-56	366	254	ROE-摊薄(%)	16.66	16.04	16.12	15.98
折旧和摊销	202	236	266	296	资产负债率(%)	32.35	29.02	28.28	26.50
资本开支	-445	-572	-581	-589	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.86	20.81	17.36	14.72
营运资本变动	-43	-242	56	-186	P/B (现价)	3.06	3.34	2.80	2.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为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>

