

2022年11月17日

证券研究报告·公司研究报告

伟星股份 (002003) 纺织服饰

持有 (维持)

当前价: 9.97 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

面向全球的辅料龙头，大客户战略前景广阔

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司作为国内辅料龙头, 2021年营收达33.6亿元, 同比增长34.4%, 业绩亮眼; 2022年前三季度实现营收28.2亿元, 同比提升18.9%, 增长稳健; 2) 辅料市场空间大但集中度较低, 根据我们测算, 2021年国内辅料市场规模达863.7亿元, 而截止2020年CR3仅约8.8%, 未来在行业高端化+功能服饰兴起+环保政策收紧等多因素催化下, 龙头市占率有望持续提升; 3) 展望来看, 公司通过聚焦研发+推行智能制造实现降本增效+全球营销网络布局, 支撑“大客户”战略, 市场份额有望持续提升。
- **拉链纽扣双轮驱动, 辅料龙头经营稳健。** 公司作为国内辅料龙头, 2017-2021年营收GAGR达6.3%, 归母净利润2017-2021年GAGR达5.3%; 2022年前三季度实现营收/归母净利润28.2亿元/5.2亿元, 分别同比增长18.9%/30.3%。盈利能力方面, 受高毛利率产品金属拉链需求下滑、销售占比下降影响, 2017年以来公司毛利率有所下降, 但2019年来已维持稳定, 截至2022年三季度末公司毛利率为40.5%, 公司净利率为18.5%, 同比增加1.6pp, 盈利水平较为稳健。
- **市场空间大, 国产龙头份额提升。** 据测算, 2021年全球/国内辅料行业规模分别达319.5亿美元/863.7亿元, 预计到2025年全球/国内辅料市场规模分别会提升至324.2亿美元/978.6亿元。辅料行业竞争格局较为分散, 2020年中国辅料市场CR3测算仅8.8%, 其中以伟星、浔兴为代表的国产品牌市场份额持续提升, 截止2021年伟星/浔兴市场份额分别为2.8%/1.6%, 分别较2016年提升0.5pp/0.3pp。预计未来在在行业高端化+功能服饰兴起+环保政策收紧等多因素催化下, 龙头市占率有望持续提升。
- **多重优势驱动, 大客户战略收效显著。** 公司核心竞争优势体现在: 1) 研发力度强, 产品认可度高。公司研发费用率持续高于浔兴及YKK, 在高研发投入支撑下, 公司产品获多项重要奖项, 业界认可度高; 2) 智能制造持续推进, 促进降本增效 (2021年人均产出同比+21.5%, 截止22H1拉链纽扣存货周转天数平均减少5.7天); 3) 营销网络遍及全球, 不断发掘全球客户。公司已在全球设立20多家销售公司50多个网点, 有利于公司实施大客户战略, 发掘全球客户。在多重优势的驱动下, 公司坚持“大客户战略”, 纵深推进大客户服务保障机制, 收效明显。考虑到公司目前在核心客户份额占比仍有较大提升空间, 前景可期。
- **盈利预测与估值:** 预计22-24年公司EPS分别为0.54元、0.64元和0.77元, 对应PE分别为18倍、15倍和13倍。考虑到公司深耕辅料行业数十年, 在研发、交货期、服务等方面优势稳固, 同时公司积极推进智能制造实现降本增效, 并通过全球营销网络布局支撑大客户战略, 未来市场份额有望持续提升, 维持“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 | 4009.21 | 4624.98 | 5357.98 |
| 增长率 | 34.44% | 19.48% | 15.36% | 15.85% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 448.64 | 563.87 | 668.05 | 801.39 |
| 增长率 | 13.22% | 25.68% | 18.47% | 19.96% |
| 每股收益EPS (元) | 0.43 | 0.54 | 0.64 | 0.77 |
| 净资产收益率ROE | 16.30% | 17.11% | 18.26% | 19.43% |
| PE | 23 | 18 | 15 | 13 |
| PB | 3.78 | 3.16 | 2.85 | 2.53 |

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) | 10.37 |
| 流通A股(亿股) | 8.52 |
| 52周内股价区间(元) | 9.39-15.39 |
| 总市值(亿元) | 103.41 |
| 总资产(亿元) | 40.39 |
| 每股净资产(元) | 3.38 |

相关研究

1. 伟星股份 (002003): 22Q3 经营稳健, 业绩高质量增长 (2022-10-30)
2. 伟星股份 (002003): 业绩超预期, 盈利能力逆势提升 (2022-08-31)
3. 伟星股份 (002003): 业绩靓丽, “大辅料”战略稳步向前 (2022-04-21)

目 录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 1 公司概况：拉链与钮扣双轮驱动，辅料龙头扶摇直上..... | 1 |
| 1.1 国内辅料龙头，深耕拉链钮扣四十余载..... | 1 |
| 1.2 业绩增长稳健，盈利能力优秀..... | 2 |
| 1.3 股权结构稳定，高管激励充分..... | 6 |
| 2 行业分析：市场空间大，国产龙头份额提升 | 8 |
| 2.1 行业增长稳健，市场空间大..... | 8 |
| 2.2 竞争格局较为分散，集中度有望持续提升 | 13 |
| 3 公司分析：多重优势驱动，大客户战略前景可期 | 17 |
| 3.1 研发力度强，产品认可度高..... | 17 |
| 3.2 推进智能制造，实现降本增效..... | 19 |
| 3.3 聚焦核心客户和重点市场，大客户战略前景可期..... | 21 |
| 4 盈利预测与估值..... | 23 |
| 5 风险提示 | 25 |

图 目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 公司主要产品 | 1 |
| 图 2: 公司发展历程 | 2 |
| 图 3: 公司 2001 年~2021 营收及同比增速 | 2 |
| 图 4: 2017-2022Q3 公司营业收入及增速 | 3 |
| 图 5: 2017-2022Q3 公司归母净利润及增速 | 3 |
| 图 6: 2017-2022H1 分产品营业收入 (亿元) | 3 |
| 图 7: 2017-2022H1 分地区营业收入 (亿元) | 3 |
| 图 8: 2017-2022H1 主要产品营业收入同比增长率 | 4 |
| 图 9: 2017-2022H1 分地区营业收入同比增长率 | 4 |
| 图 10: 2017-2021 年公司拉链、钮扣销量及增速 | 4 |
| 图 11: 2017-2021 年公司钮扣及拉链单价 | 4 |
| 图 12: 2017-2022Q3 公司毛利率/净利率 | 5 |
| 图 13: 2017-2022H1 年公司分产品毛利率 | 5 |
| 图 14: 2017-2022Q3 年公司各项费用率 | 5 |
| 图 15: 2017-2022Q3 公司研发费用 (亿元) 及增速 | 5 |
| 图 16: 2017-2022Q3 公司 ROE 及其组成部分 | 6 |
| 图 17: 2017-2022Q3 年伟星与浔兴 ROE 对比 | 6 |
| 图 18: 伟星股份股权结构 | 6 |
| 图 19: 2013-2021 年全球服装市场规模及增速 | 9 |
| 图 20: 2013-2021 年中国服装市场产值规模及增速 | 9 |
| 图 21: 辅料处于产业链中游 | 10 |
| 图 22: 2021 年我国拉链进出口情况 | 11 |
| 图 23: 2021 年我国钮扣进出口情况 | 11 |
| 图 24: 拉链行业竞争格局 | 13 |
| 图 25: 2016-2020 年 YKK 拉链业务营收及增速 | 15 |
| 图 26: 2016-2021 年伟星股份营收及增速 | 15 |
| 图 27: 2016-2021 年浔兴股份营收及增速 | 15 |
| 图 28: 2017-2020 年 ykk、伟星及浔兴的均价 (ASP) | 15 |
| 图 29: 2013-2021 品牌服饰营收及同比增速 | 16 |
| 图 30: 2014-2021 年服装类零售额与品牌服装营收同比增速 | 16 |
| 图 31: 2014-2021 年全球运动鞋服/男装/女装/童装 CR5 | 16 |
| 图 32: 2014-2021 年国内运动鞋服/男装/女装/童装 CR5 | 16 |
| 图 33: 2018-2022Q3 YKK、伟星及浔兴研发费用率 | 18 |
| 图 34: 2018-2022Q3 伟星股份研发费用及增速 | 18 |
| 图 35: 2017-2021 年伟星股份与浔兴股份研发人员数量 (名) | 18 |
| 图 36: 伟星与浔兴本科以上学历研发人员数量 (名) 及占比 | 18 |
| 图 37: 2016-2021 年公司与浔兴获得专利数量 | 18 |
| 图 38: 2016-2021 年公司主编、参编行业标准数量 (项) | 18 |
| 图 39: 公司产品获得红点设计奖 | 19 |

| | |
|--|----|
| 图 40: 公司产品获得 ISPO 全球设计奖 | 19 |
| 图 41: 公司所获专业认证 | 19 |
| 图 42: 引进先进设备 | 20 |
| 图 43: 2016-2021 年公司人均产出 | 21 |
| 图 44: 2020-2022H1 公司纽扣拉链存货周转天数 (天) | 21 |
| 图 45: 公司受到客户安踏认可 | 22 |
| 图 46: 公司助力安踏打造“冠军龙服” | 22 |
| 图 47: 公司主要合作客户 | 22 |
| 图 48: 公司全球营销网络布局 | 23 |

表 目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 表 1: 公司管理层简介 | 7 |
| 表 2: 公司股权激励情况 | 8 |
| 表 3: 辅料类型 | 8 |
| 表 4: 服装成本构成 | 9 |
| 表 5: 辅料市场规模测算 | 9 |
| 表 6: 各类拉链情况 | 11 |
| 表 7: 各类纽扣情况 | 12 |
| 表 8: 拉链纽扣市场规模测算 | 12 |
| 表 9: YKK、伟星、浔兴市占率测算 | 14 |
| 表 10: 各品牌 ESG 计划 | 17 |
| 表 11: 公司借助浪潮 GS 系统实现精细化管理 | 20 |
| 表 12: 公司八大生产基地 | 21 |
| 表 13: 公司分业务收入及盈利预测 | 24 |
| 表 14: 可比公司估值 | 24 |
| 附表: 财务预测与估值 | 26 |

1 公司概况：拉链与钮扣双轮驱动，辅料龙头扶摇直上

1.1 国内辅料龙头，深耕拉链钮扣四十余载

伟星股份成立于 1988 年，主营中高档服饰及箱包辅料产品的研发、制造与销售，包括钮扣、拉链、金属制品等。公司以成为“全球化、创新型的时尚辅料王国”为愿景，旗下“SAB”品牌在业内享有盛誉，是中国服饰辅料的领军品牌，与全球众多知名服装品牌达成战略合作协议，包括 NIKE、优衣库、安踏、ZARA 等。目前公司在国内外建有 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。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司公告，西南证券整理

回顾公司发展历程，可大致分为四个阶段：

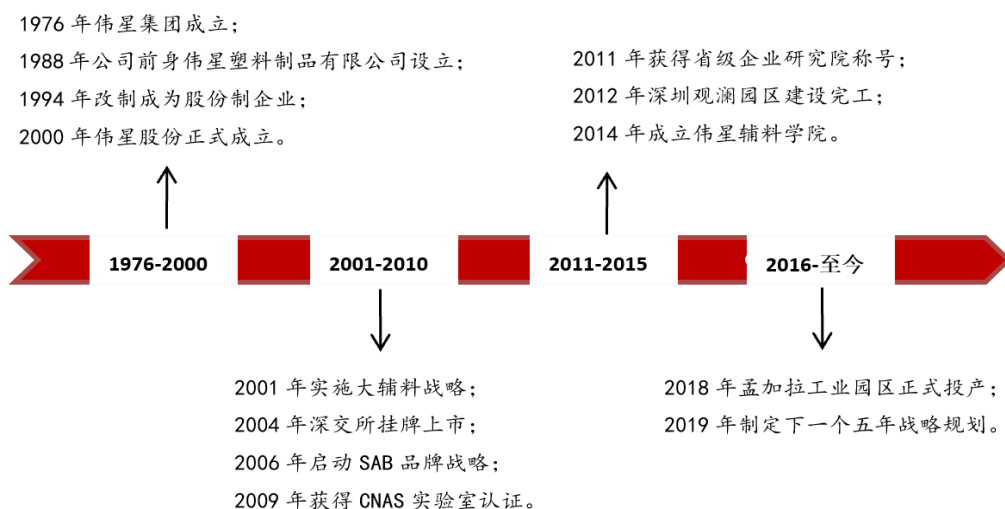
起步阶段（1976-2000 年）：1976 年伟星集团初创奠定公司基本雏形，为后续辅料业务发展奠定基础，1988 年公司前身伟星塑料制品有限公司设立，1994 年公司进行经营体制改革，成为股份制企业，2000 年伟星股份正式成立。

快速发展阶段（2001-2010 年）：随着我国加入 WTO，服装行业迎发展红利期，带动辅料需求快速扩张。公司于 2001 年确立实施“大辅料”战略，并于 2004 年在深交所挂牌上市，成为国内辅料行业首家上市公司。上市后公司先后成立了江南工业区、大洋工业区等生产基地，提升产能规模。2006 年公司又提出“一站式服饰辅料供应”模式，致力于为客户带来更加便捷高效的服务，并正式启动 SAB 品牌战略。2009 年公司获得 CNAS 实验室认证，成为国内服饰辅料行业首个国家实验室。在这一时期，公司营收/归母净利润复合增速分别为 31.1%/38.1%，业绩亮眼。

调整阶段（2011-2015 年）：在环保政策收紧、劳动力成本上升叠加行业下游需求放缓的背景下，公司通过优化生产经营结构，剥离光学镜片、卫星导航等业务，实现对钮扣、拉链两大主业的聚焦，带来经营效率提升，一定程度上对冲了行业景气度下行的冲击。在这一时期公司营收/归母净利润复合增速分别为 -0.8%/6.1%。

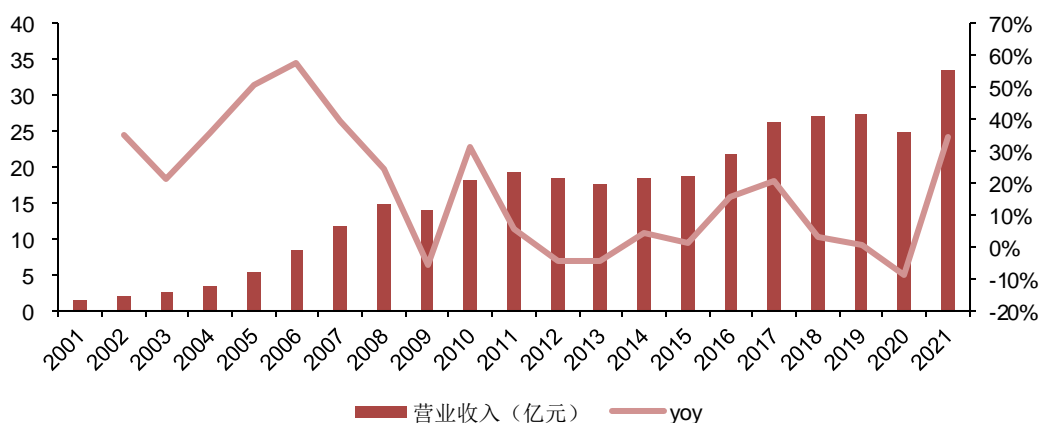
转型升级阶段 (2016-至今): 2016 年公司拉链业务营收超越浔兴, 成为国内拉链/钮扣双料龙头, 前期聚焦主业策略成效显著。公司在这一时期一方面加大研发及营销投入, 推动产品和品牌升级, 向中高端市场迈进。另一方面推动国际化战略, 在海外建立生产基地和营销网络, 发掘国外品牌客户。2015-2019 年公司营收 CAGR 达 9.9%, 增速有所回升; 2020 年受疫情冲击业绩下滑, 但随着疫情缓和, 2021 年营收达 33.6 亿元, 同比增加 34.4%, 2022Q1-Q3 公司业绩持续修复, 营收达 28.2 亿元, 同比增加 18.9%, 经营重回稳定增长轨道。

图 2: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 西南证券整理

图 3: 公司 2001 年~2021 营收及同比增速

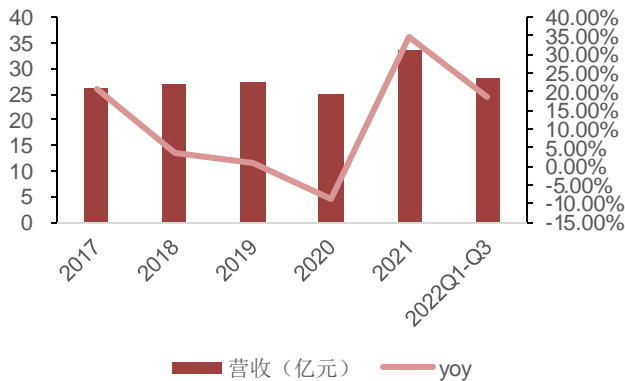


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

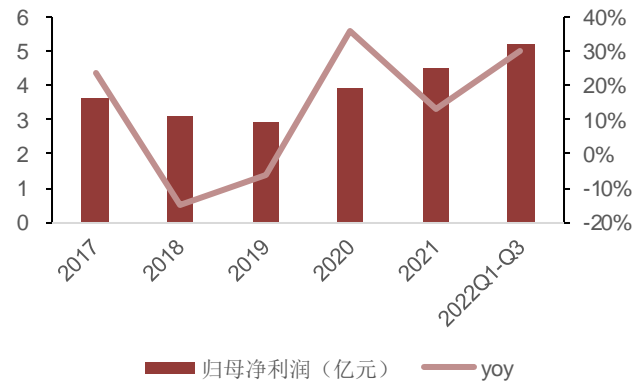
1.2 业绩增长稳健, 盈利能力优秀

营业收入稳健增长, 盈利能力较强。2021 年公司营收达 33.6 亿元, 同比增长 34.4%, 2017-2021 年复合增速达 6.3%, 主要受益于公司加大研发营销投入, 不断推进产品和品牌转型升级, 叠加海外市场开拓顺利带来业绩兑现。2022Q1-Q3 公司实现营收 28.2 亿元, 同

比增长 18.9%，高增长态势延续。2021 年公司实现净利润 4.5 亿元，同比增长 13.4%；2017-2021 年归母净利润增速为 5.3%，盈利能力较强；2022Q1-Q3 公司净利润实现 5.2 亿元，同比增加 30.3%，业绩亮眼。随着公司不断推进国际化和智能制造战略，业绩有望实现进一步提升。

图 4：2017-2022Q3 公司营业收入及增速


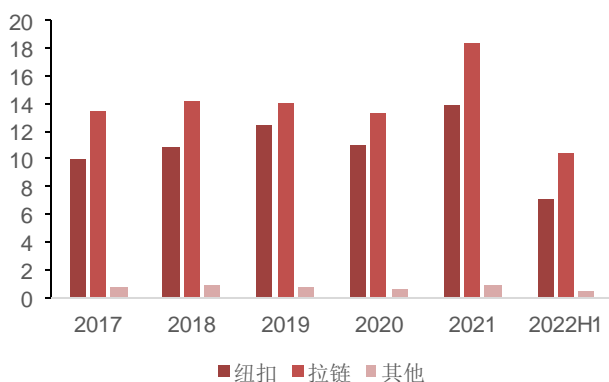
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2017-2022Q3 公司归母净利润及增速


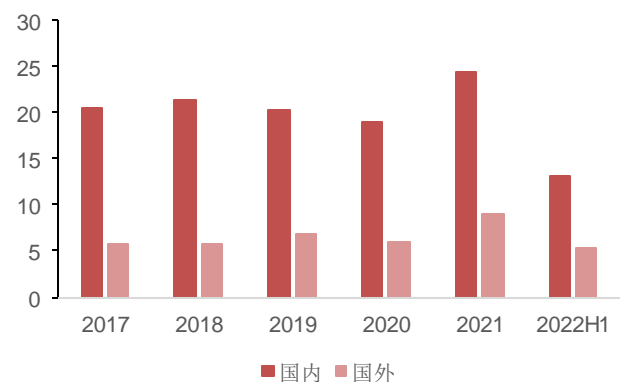
数据来源：公司公告，西南证券整理

拉链、钮扣贡献营收主力，国内外均快速发展。分产品来看，2022H1 公司拉链/钮扣业务分别实现营收 10.4/7.1 亿元，同比分别增长 29.2%/13.1%，占比分别达到 57.1%/38.7%，两大业务贡献营收主力。虽然公司对拉链业务的布局晚于钮扣业务，但由于公司拉链产品定位中高端，叠加拉链应用范围更广，市场空间更大，因此拉链业务营收规模实现了对钮扣业务的赶超，营收占比从 2017 年的 38.2% 上升至 57.1%。

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。2022H1，公司境内和境外收入规模分别为 13 亿元/5.3 亿元，分别同比增加 18.6%/36.8%，均保持良好增长态势。2016-2022H1，境内销售收入占总营收的比例稳定维持在 75% 左右。在坚持以国内为主要销售区域的原则下，公司同时也加强了国际市场业务的开拓力度。近年来，公司国际竞争力不断提升，海外业务订单实现大幅增长，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，实现国内国际业务双发展。

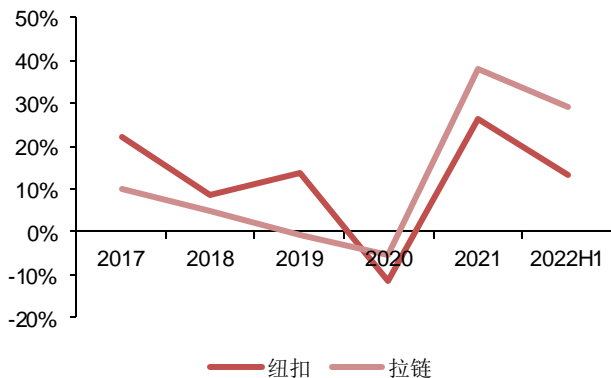
图 6：2017-2022H1 分产品营业收入（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2017-2022H1 分地区营业收入（亿元）


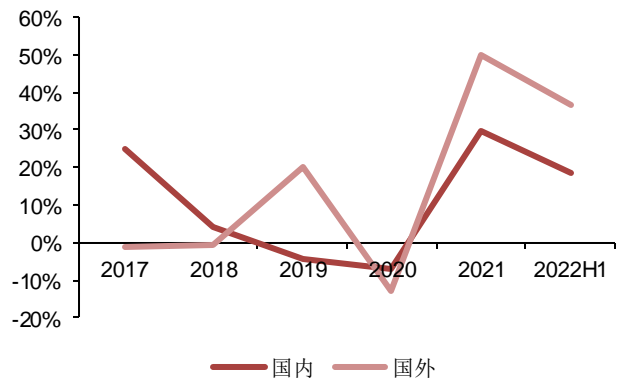
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2017-2022H1 主要产品营业收入同比增长率



数据来源：公司公告，西南证券整理

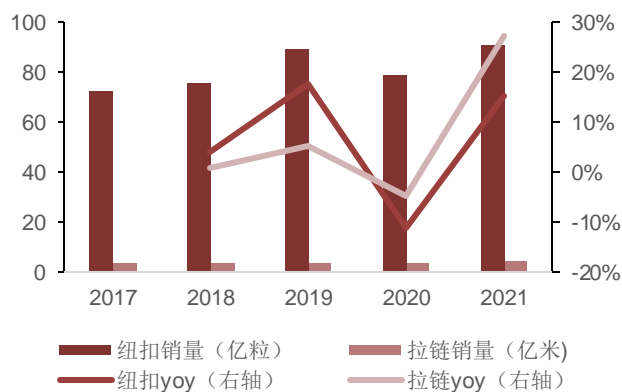
图 9：2017-2022H1 分地区营业收入同比增长率



数据来源：公司公告，西南证券整理

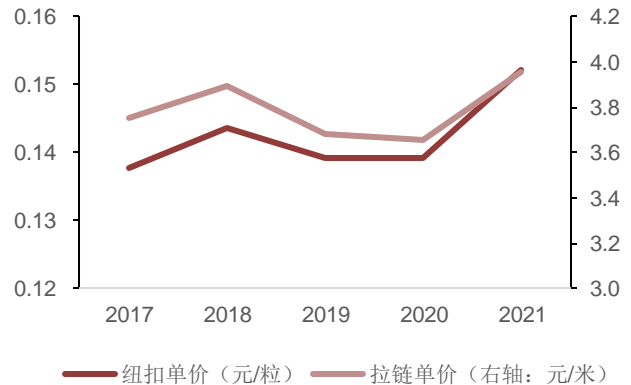
量价齐升，拉链与纽扣成长空间广阔。除去 2020 年由于疫情因素扰动生产，近几年拉链和纽扣的量价均保持正增长。**拉链方面**，2017-2021 年公司拉链销量分别为 3.6 亿米/3.6 亿米/3.8 亿米/3.6 亿米/4.6 亿米，期间内销量 GAGR 达 6.5%；2017-2021 年拉链单价分别为 3.75 元/米、3.89 元/米、3.68 元/米、3.65 元/米、3.96 元/米，期间内提升了 0.21 元/米。**纽扣方面**，2017-2021 年公司纽扣销量分别为 72.9 亿粒/75.9 亿粒/89.2 亿粒/79.2 亿粒/91.4 亿粒，期间内销量 GAGR 达 5.8%；2017-2020 年纽扣单价均维持在 0.14 元/粒左右，2021 年提升至 0.15 元/粒。

图 10：2017-2021 年公司拉链、纽扣销量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

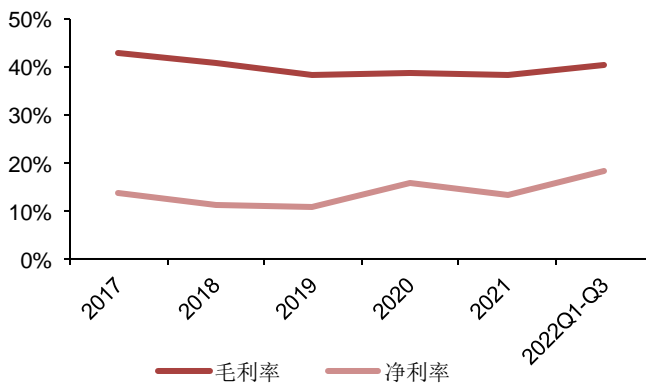
图 11：2017-2021 年公司纽扣及拉链单价



数据来源：公司公告，西南证券整理

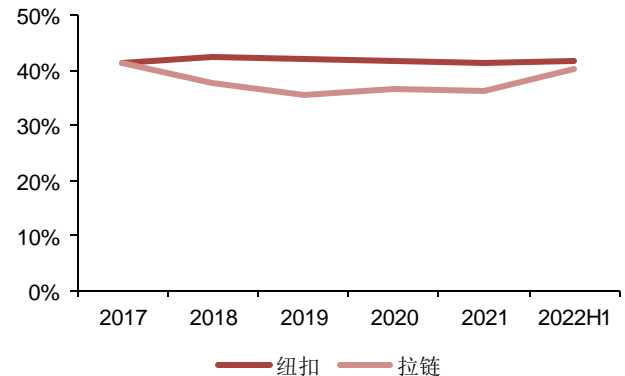
毛利率总体趋于稳定，纽扣盈利能力更强，盈利空间有望进一步打开。2017-2021 年公司毛利率由 42.6%下降至 38%，其中 2017-2019 年毛利率降幅明显 (-4pp)，主要是因为市场流行趋势改变，导致公司毛利率更高的金属拉链需求下降。2020 年以来公司毛利率较为稳定，2022 前三季度毛利率为 40.5%，同比减少 0.1pp。分产品来看，公司各品类毛利率整体平稳，现阶段略有小幅下滑。2022H1，公司拉链/纽扣毛利率分别为 40.3%/41.7%，分别同比增加 1.5/1.3pp，主要系原材料价格上涨，疫情下国际运费大幅提升所致。随着 2022 年后续原材料价格和运费的回落，成本端压力有望释放，盈利能力预期得到进一步改善。

图 12：2017-2022Q3 公司毛利率/净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

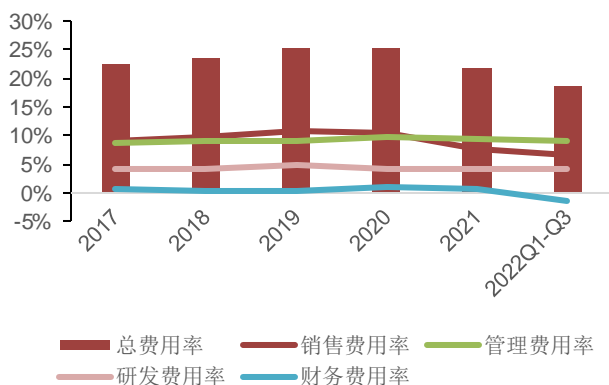
图 13：2017-2022H1 年公司分产品毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

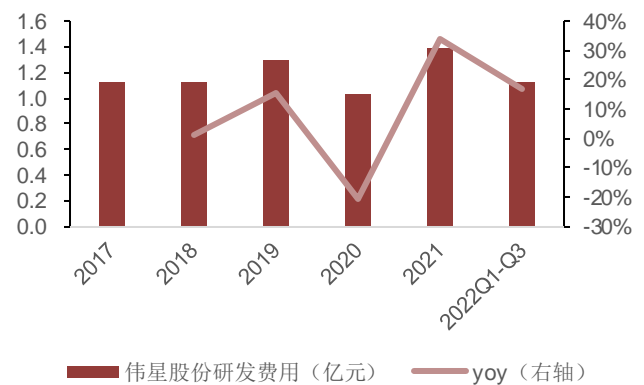
费用率整体有所下降，研发投入高增长。2022 年前三季度公司总费率为 18.7%，同比下降 1.8pp。具体来看 2022 年前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.8%/9.2%/4%/-1.3%，分别同比变动-0.6pp/+0.5pp/-0.1pp/-1.6pp。近年来，除去 2020 年由于疫情扰动公司研发投入有所下滑，2017-2021 年公司研发投入整体维持上升趋势，2021 年研发投入达 1.4 亿元，较 2017 年增加 27%，持续高研发投入，为公司提升研发实力提供有力支撑。

图 14：2017-2022Q3 年公司各项费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

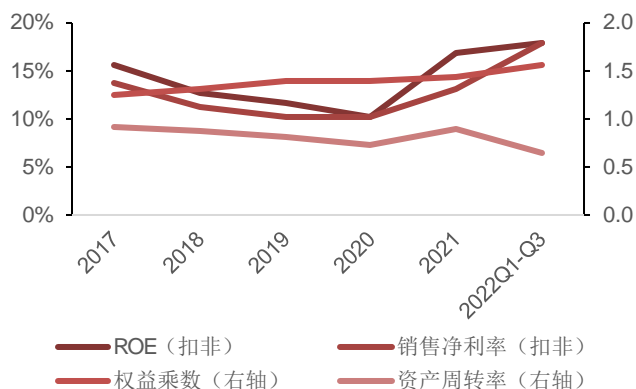
图 15：2017-2022Q3 公司研发费用（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

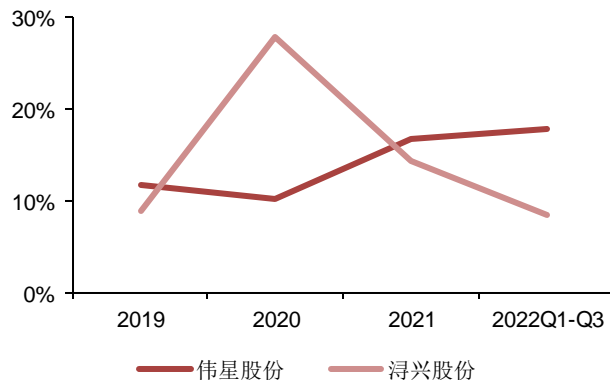
ROE 稳中有升，受资产周转率影响有所波动。纵向来看，2017-2021 公司 ROE 整体呈增长态势，从 2017 年 15.6%提升至 2021 年 16.9%，增加 1.2pp；分拆来看，21 年扣非后销售净利率为 13.1%，较 2017 年略降 0.6pp，21 年公司资产周转率为 0.9，与 2017 年持平；21 年公司权益乘数为 1.4，较 2017 年提升 0.2，与规模扩张一致。横向对比来看，公司 ROE 自 2021 年超过浔兴，截止 2022 年 9 月，公司 ROE 较浔兴股份高 9.2pp。

图 16：2017-2022Q3 公司 ROE 及其组成部分



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：2017-2022Q3 年伟星与浔兴 ROE 对比

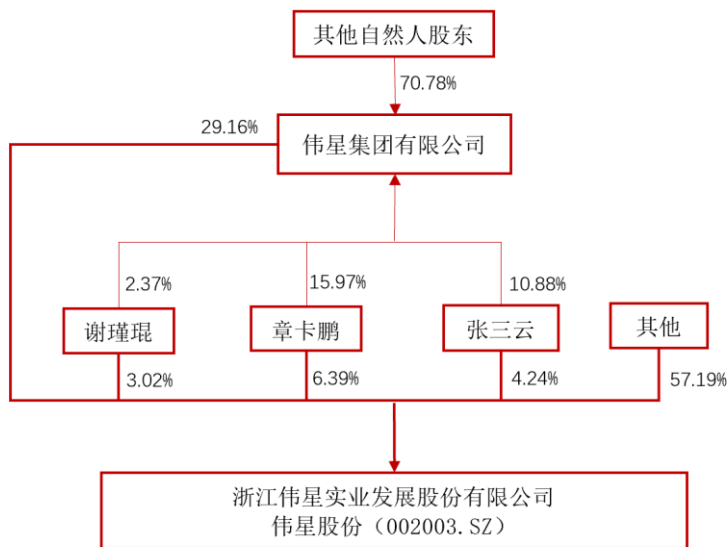


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 股权结构稳定，高管激励充分

股权结构稳定，截止 2022 年 9 月，伟星集团为公司第一大股东，持股比例达 29.2%。公司现任董事长章卡鹏及张三云（为章卡鹏一致行动人）分别直接持有公司 6.4%、4.2%的股份，并通过伟星集团间接持有公司 4.7%、3.2%的股份，合计持股 18.5%。

图 18：伟星股份股权结构



资料来源：公司公告，西南证券整理

高管经验丰富。公司董事长蔡礼永、副董事长兼总经理郑阳、副总经理张祖兴、洪波等人，普遍拥有三十年左右的纺织行业工作经验，在公司工作时间长，熟悉公司经营。其中公司董事长蔡礼永先生亦担任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；副董事长兼总经理郑阳亦担任中国日用杂品工业协会纽扣分会副会长、全国日用杂品标委会纽扣分标委会副主任委员，在行业中具有较强的影响力。

表 1：公司管理层简介

| 姓名 | 职位 | 履历 |
|-----|------------|---|
| 蔡礼永 | 董事长 | 工商管理大专学历，具有三十多年的新产品研发与企业管理经验。曾任公司总经理，现公司董事长、伟星集团董事，担任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 | 金融学本科学历，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、金属事业部总经理，现任公司副董事长、总经理、江南工业园总经理、伟星集团监事，中国日用杂品工业协会纽扣分会副会长、全国日用杂品标委会纽扣分标委会副主任委员、台州市政协委员 |
| 章卡鹏 | 董事 | 工商管理硕士，高级经济师，具有三十多年的企业决策管理经验，曾任临海市人大常委、公司董事长，现任公司董事、伟星集团董事长兼总裁、伟星新材董事、浙江省人大代表、台州市人大常委会、临海市人大代表、临海市工商业联合会主席、临海市总商会会长 |
| 张三云 | 董事 | 工商管理硕士，高级经济师，具有三十多年的企业决策管理经验，曾任公司副董事长、总经理、台州市政协委员，现任公司董事、伟星集团副董事长兼副总裁、伟星新材董事 |
| 谢瑾琨 | 董事、副总经理、董秘 | 工商管理硕士，具有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、伟星新材董事、浙江伟星创业投资有限公司董事长 |
| 张祖兴 | 副总经理 | 工商管理硕士，具有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、伟星集团董事 |
| 章仁马 | 副总经理 | 企业管理大专学历，具有二十多年生产管理经验，曾任浙江伟星拉链配件有限公司董事兼总经理、浙江伟星辅料科技有限公司执行董事兼经理，现任公司副总经理、拉链事业部总经理、临海拉链分公司总经理 |
| 洪波 | 副总经理 | 数学专业本科学历，具有三十多年市场营销经验，曾任公司海外事业部总经理，现任公司副总经理 |
| 徐明照 | 副总经理 | 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、纽扣事业部总经理、花园工业园副总经理 |
| 张云 | 副总经理 | 电气自动化本科学历，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 | 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 | 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 |
| 沈利勇 | 董事、财务总监 | 会计专业本科学历，具有二十多年的财务管理经验，曾任公司副总经理、伟星拉链配件董事、浙江伟星进出口 |

资料来源：公司公告，西南证券整理

持续推进股权激励，绑定高管提升管理经营效率。2006 年至今，公司共实施了五次股权激励，主要激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理骨干以及核心技术和业务骨干。除了仍在考核期限内的第四和第五期股权激励计划，前三期均圆满完成。2021 年 10 月 28 日，公司发布了第五期股权激励计划，拟授予 161 名激励对象共计 2200 万股限制性股票，考核期为 2021-2025 年，业绩考核目标为：以 2020 年扣非归母净利润（剔除股权激励费用）为基数，2021-2025 年净利润增长率分别不低于 58%/80%/95%/115%/140%。综合来看，从 2006 年第一期股权激励计划至今，公司股权激励的力度持续增强，股票数量和激励对象人数都在不断加大。

表 2：公司股权激励情况

| 姓名 | 发布时间 | 激励形式 | 激励份额 | 激励对象人数 | 业绩考核目标 | 完成情况 |
|-----|-------------|-------|---------|-----------------------------|---|-------------|
| 第一期 | 2006 年 6 月 | 期权 | 608 万份 | 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 2005 年度净利润为基数，2006、2007 年净利润年复合增长率超过 25%。 | 完成 |
| 第二期 | 2011 年 7 月 | 期权 | 800 万份 | 10 名业务骨干 | 以 2012 年归母净利润为基数，2013-2015 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 |
| 第三期 | 2016 年 6 月 | 限制性股票 | 1290 万股 | 77 名董事、高管、中层管理骨干及核心技术和业务骨干 | 以 2013-2015 年平均净利润为基数，公司 2016-2018 年净利润增长率不低于 13.5%/21%/32%；年加权平均净资产收益率不低于 11%。 | 完成 |
| 第四期 | 2020 年 8 月 | 限制性股票 | 1783 万股 | 147 名董事、高管、中层管理骨干及核心技术和业务骨干 | 以 2019 年扣非归母净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率分别不低于 15%/32%/52%。 2022-2023 年转化为扣非净利润同比增长目标分别为 -17.3%/+15.2%。 | 2021 年度考核完成 |
| 第五期 | 2021 年 10 月 | 限制性股票 | 2200 万股 | 161 名董事、高管、中层管理骨干及核心技术和业务骨干 | 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%。 | 2021 年度考核完成 |

资料来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：市场空间大，国产龙头份额提升

2.1 行业增长稳健，市场空间大

2.1.1 辅料行业：随服装行业增长，市场空间大

辅料种类较多，是服装三大成本之一。服装辅料包括里料、衬料、填料、线带类材料、紧扣类材料、装饰材料等。纽扣和拉链作为紧扣类材料，既具有连接、组合功能又兼具时尚性，对于提升服饰穿着舒适度和美观度有重要作用。根据头豹研究院数据，辅料与主料、加工费并列为服装生产中三大主要成本，其中主料与加工费为主要成本，合计占比超 88%，辅料在服装成本中占比为 5%-12% 不等，梭织服装中辅料占比相对较高。

表 3：辅料类型

| 辅料类型 | 材料 | 作用 |
|-------|------------------------|--|
| 服装里料 | 涤纶塔夫绸，尼龙绸，绒布，各类棉布与涤棉布等 | 1) 便于服装穿脱，提高舒适度；2) 减少面料与内衣之间的摩擦，起到保护面料的作用；3) 使服装平整、挺括；4) 增加厚度，保暖 |
| 服装衬料 | 纱线、化纤 | 1) 保持服装的结构形状及尺寸的稳定性；2) 增强服装的可缝纫性。 |
| 紧扣类材料 | 金属、树脂、尼龙 | 连接、组合及装饰 |
| 线带类材料 | 棉、丝、涤纶、锦纶、晴纶 | 缝合衣片，连接部件，美化装饰 |
| 服装填料 | 羽绒、棉花 | 增强服装保暖性能，提升立体感 |
| 装饰填料 | 金属片、珠光片等 | 增加美感及附加值 |

资料来源：公开资料，西南证券整理

表 4：服装成本构成

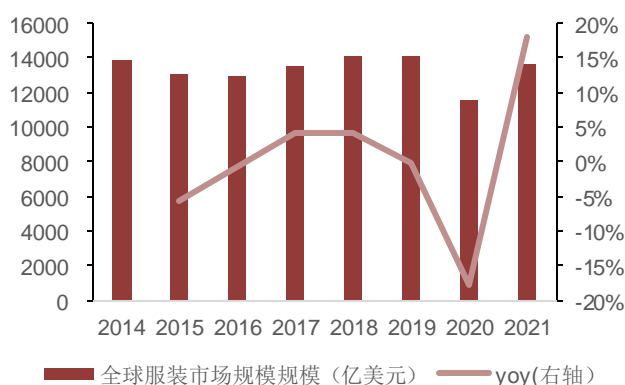
| 服装类型 | 主料比重 | 辅料比重 | 加工费比重 |
|--------|-------|-------|-------|
| 梭织下装 | 53.0% | 10.5% | 36.5% |
| 梭织单层上装 | 52.0% | 7.4% | 40.6% |
| 梭织复杂上装 | 50.0% | 12.0% | 38.0% |
| 梭织平均 | 56.8% | 7.6% | 35.6% |
| 针织 | 53.0% | 9.0% | 38.0% |
| 毛织 | 25.9% | 5.1% | 69.0% |

资料来源：头豹研究院《2021 年中国辅料行业概览》，西南证券整理

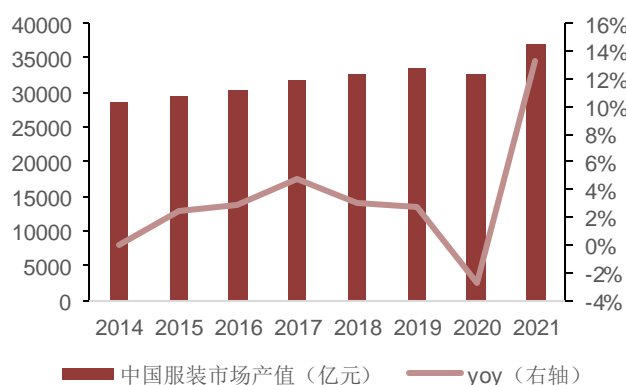
辅料市场增长稳健，全球市场规模超 2000 亿元。辅料行业主要随服装市场增长。根据 euromonitor，截止 2021 年，全球服装市场规模约为 1.4 万亿美元，同比增长 18.1%，2016-2021 年 GAGR 为 1.1%，行业处于存量阶段。我们假定：1) 服装出厂到终端零售加价 3 倍；2) 服装业毛利率为 30%；3) 辅料在成本中占比达到 10%（根据头豹研究院，辅料在服装成本中占比为 5%-12%），测算得到 2021 年全球服装辅料市场规模为 2076.5 亿元（按 1 美元兑 6.5 元换算），2016-2021 年全球服装辅料市场规模 GAGR 为 1.1%，增长稳健。

国内方面，同样根据 euromonitor，截止 2021 年，我国服饰市场规模达到 2.7 万亿元，同比增长 12%，同年我国服饰净出口规模达 10297.2 亿元（按 1 美元兑 6.5 元换算），因此 2021 年我国服饰总产值（终端零售价计算）达 3.7 万亿元，基于与全球市场同样的假定，可以估算 2021 年我国服装辅料市场规模为 863.7 亿元，2016-2021 年国内服装辅料市场 GAGR 为 4.1%，增速快于全球水平。

展望来看，预计到 2025 年全球/我国服装辅料市场规模将达 2107.4 亿元/978.6 亿元。

图 19：2013-2021 年全球服装市场规模及增速


数据来源：euromonitor，西南证券整理

图 20：2013-2021 年中国服装市场产值规模及增速


数据来源：euromonitor，西南证券整理

表 5：辅料市场规模测算

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 全球服装市场增速 | -0.20% | -17.73% | 18.14% | 0.37% | 0.37% | 0.37% | 0.37% |
| 全球服装市场规模 (亿美元) | 14087.14 | 11589.16 | 13691.23 | 13741.89 | 13792.74 | 13843.77 | 13894.99 |
| 全球服装市场规模 (亿人民币) | 91566.38 | 75329.51 | 88993.02 | 89322.30 | 89652.79 | 89984.50 | 90317.45 |

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 全球服装市场规模（出厂价计算，亿元） | 30522.13 | 25109.84 | 29664.34 | 29774.10 | 29884.26 | 29994.83 | 30105.82 |
| 全球服装市场成本规模（亿元） | 21365.49 | 17576.89 | 20765.04 | 20841.87 | 20918.98 | 20996.38 | 21074.07 |
| 全球辅料市场规模（亿元） | 2136.55 | 1757.69 | 2076.50 | 2084.19 | 2091.90 | 2099.64 | 2107.41 |
| 中国服装市场产值增速 | 2.71% | -2.80% | 19.62% | 3.17% | 3.17% | 3.17% | 3.17% |
| 中国服装总产值（亿元） | 33633.53 | 32692.93 | 37017.21 | 38190.65 | 39401.30 | 40650.32 | 41938.93 |
| 中国服装市场规模（出厂价计算，亿元） | 11211.18 | 10897.64 | 12339.07 | 12730.22 | 13133.77 | 13550.11 | 13979.64 |
| 中国服装市场成本规模（亿元） | 7847.82 | 7628.35 | 8637.35 | 8911.15 | 9193.64 | 9485.07 | 9785.75 |
| 中国辅料市场规模（亿元） | 784.78 | 762.84 | 863.73 | 891.12 | 919.36 | 948.51 | 978.58 |

假定：

- 1) 2022-2025 年全球服装市场规模增速等于 2014-2019 年复合增速，即 0.37%；
- 2) 2022-2025 年中国服装总产值（零售价计）增速等于 2014-2019 年复合增速，即 3.17%。
- 3) 服装出厂到终端零售加价 3 倍；
- 4) 国内与全球服装业毛利率均为 30%；
- 5) 辅料在成本中占比达到 10%。

数据来源：euromonitor，西南证券

辅料处于产业链中游，连接原材料端与品牌端。拉链与钮扣所属的辅料行业处于产业链中游，上游为化工原料（主要为铜和锌）和纺织原料（皮革棉花等）的供应商。原材料在辅料制造成本中占比较高，以伟星为例，原材料占比达 50%-60%。辅料下游包括服装和箱包行业，其中以服装为主。近年来下游服装行业整体进入存量阶段，但户外运动及品牌服饰龙头企业仍表现优异，带来较多订单。

图 21：辅料处于产业链中游



资料来源：头豹研究院，西南证券整理

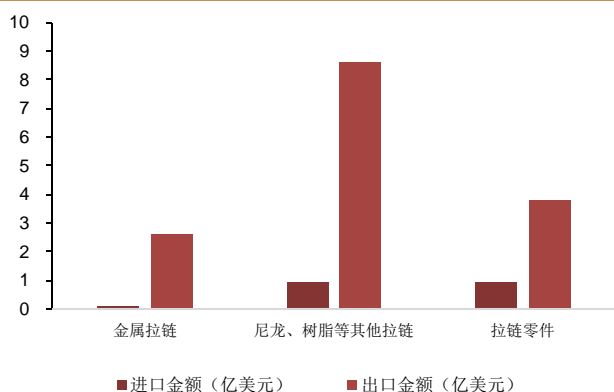
2.1.2 拉链及钮扣行业：单价低但市场规模大

拉链接材质可以分为金属拉链、树脂拉链以及尼龙拉链，其中金属拉链具备耐用、庄重等特点，价格较高；树脂拉链质地坚韧、抗腐蚀、色泽丰富，但链牙颗粒较大，有粗涩感，适用于面料较厚的服装；尼龙拉链柔软光滑，但容易老化，不耐高温，主要用于内衣、薄型高档服装和箱包。从出口数据来看，尼龙、注塑等非金属拉链为主力，2021 年尼龙、树脂等其他拉链进出口总额占比达 56.2%，金属拉链进出口总额占比为 15.9%。

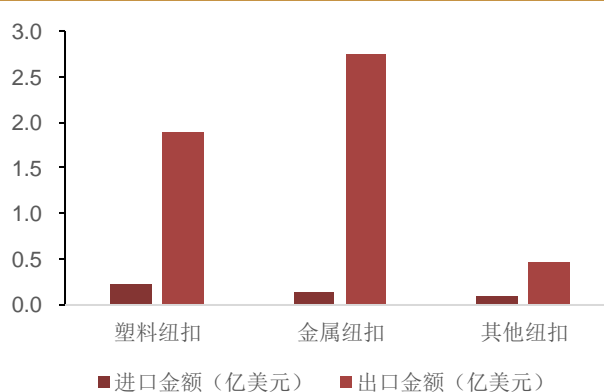
表 6：各类拉链情况

| 种类 | 主要材料 | 特点 | 价格 | 应用场景 | 示例 |
|------|-------|-------------|------------------------------|----------------|--|
| 金属拉链 | 铜、锌、铝 | 耐用、柔软、庄重 | 5 号 60cm 金属拉链 3.3-8 元/条 | 夹克衫、皮衣、羽绒服、牛仔服 |  |
| 树脂拉链 | 树脂 | 坚韧、抗腐蚀、色泽丰富 | 5 号 60cm 树脂拉链 1.2-3.8 元/条 | 防寒服、工作服、夹克衫 |  |
| 尼龙拉链 | 聚酯 | 光滑柔软、轻巧 | 5 号 50cm 尼龙隐形拉链 0.5-1 元/条 | 内衣及薄型高档服装 |  |

资料来源：百度百科、1688，西南证券整理

图 22：2021 年我国拉链进出口情况


数据来源：中国海关，西南证券整理

图 23：2021 年我国纽扣进出口情况


数据来源：中国海关，西南证券整理

纽扣种类繁多，按材质同样可以分为金属扣、树脂扣、尿素扣、天然扣等，其中塑胶纽扣（包括树脂和塑料）应用最为广泛，同时价格也最低，金属纽扣和天然纽扣受原材料影响价格相对较高。从出口来看，我国是纽扣出口大国，2021 年纽扣出口/进口金额分别达到 5.1 亿美元/0.4 亿美元，净出口达 4.7 亿美元。分品类来看，金属纽扣为主要产品，2021 年金属纽扣/塑料纽扣/其他纽扣进出口总额占比分别达 38%/52.1%/9.8%。

表 7：各类纽扣情况

| 种类 | 主要材料 | 特点 | 价格 | 应用场景 | 示例 |
|-------------------|---------|------------|-------------------------------|---------|---|
| 金属纽扣 | 铜、铝、合金 | 牢固、美观、装饰性强 | 20mm(32L)金属纽扣 0.1-1.8 元/粒 | 职业装、夹克等 |  |
| 塑胶纽扣 (树脂、塑料纽扣) | 不饱和聚酯树脂 | 耐磨、耐高温、耐腐蚀 | 20mm(32L)树脂纽扣 0.08-8.8 元/粒 | 各类服装 |  |
| 天然纽扣 | 贝壳、竹子等 | 环保、装饰性强 | 20mm(32L)天然纽扣 0.04-0.4 元/粒 | 高档西服、衬衫 |  |

资料来源：百度百科、1688，西南证券整理

根据智研咨询，截止 2020 年我国拉链市场规模为 455 亿元，同比下降 2.4%，拉链占我国服装辅料市场规模（前述已测算）比重逐年降低：从 2016 年 64% 下降至 2020 年 59.7% 左右。纽扣方面，根据中国产业信息网数据，2017 年我国纽扣行业市场规模达 219.2 亿元，占我国服装辅料市场规模比重达 29.5%。此外，根据国家统计局数据，2000 年、2009 年、2017 年我国服装生产量分别为 71.6 亿件、237.5 亿件、287.8 亿件，而根据中国产业信息网数据，2000 年、2009 年、2017 年我国纽扣产品需求量分别为 143 亿粒、950 亿粒和 1583 亿粒，因此对应各时期每件衣服纽扣数量分别为 2 粒/件、4 粒/件、5.5 粒/件，呈现增长趋势，因此预计纽扣市场规模占我国服装辅料市场规模会逐年增加，我们假定 2021 年纽扣市场规模占中国服装辅料市场规模的 31.2%。展望来看，至 2025 年，我们预计我国拉链/纽扣市场规模分别为 571.5 亿元/313.1 亿元。

表 8：拉链纽扣市场规模测算

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国辅料市场规模（亿元） | 784.78 | 762.84 | 863.73 | 891.12 | 919.36 | 948.51 | 978.58 |
| 拉链市场占辅料市场比重 | 59.38% | 59.65% | 59.20% | 59.00% | 58.80% | 58.60% | 58.40% |
| 拉链市场规模（亿元） | 466.00 | 455.00 | 511.33 | 525.76 | 540.59 | 555.83 | 571.49 |
| yoy | 1.7% | -2.4% | 12.4% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | 2.8% |
| 纽扣市场占辅料市场比重 | 30.50% | 31.00% | 31.20% | 31.40% | 31.60% | 31.80% | 32.00% |
| 纽扣市场规模（亿元） | 239.36 | 236.48 | 269.49 | 279.81 | 290.52 | 301.63 | 313.14 |
| yoy | 4.4% | -1.2% | 14.0% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |

注：

- 1) 考虑到 16-20 年拉链市场规模占服装辅料市场规模比重逐年降低（从 64% 降至 59.7%），假定 21-25 年拉链占服装辅料市场规模比重从 59.2% 至 58.4% 逐年递减；
- 2) 考虑到单衣纽扣数量持续提升，假定 18-25 年纽扣市场规模占服装辅料市场规模从 30% 至 32% 逐年提升。

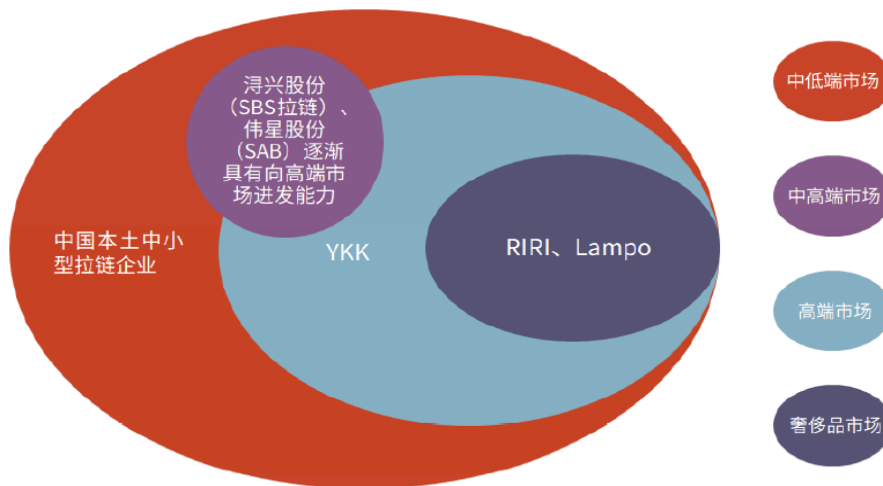
数据来源：euromonitor、中国产业信息网，西南证券

2.2 竞争格局较为分散，集中度有望持续提升

2.2.1 竞争格局分散，国内龙头份额提升

我国拉链市场高中低端分层明显，中高端市场竞争壁垒高。根据头豹研究院，截止 2019 年我国拉链行业拥有 2000 家本土拉链企业，主要集中于中低端市场，高端市场由国际品牌占据，其中奢侈品牌对辅料材质、做工、设计等要求较高，一旦选定不会频繁更换供应商，因此具备较高进入壁垒，目前由瑞士 RIRI、意大利 Lampo 占据市场。在高端市场中，根据头豹研究院数据，截止 2019 年，日本企业 YKK 占据全球高端拉链市场 80% 以上份额，其客户包括阿迪达斯、耐克、李维斯等。国内企业主要分布于中低端市场，虽然产量高但存在产品质量参差不齐及同质化程度高等局限，不过其中也产生了伟星和浔兴两大定位中高端的企业，通过发力研发创新和营销叠加较强的快反能力和服务意识，已具备在高端市场与 YKK 进行竞争的能力。

图 24：拉链行业竞争格局



资料来源：头豹研究院，西南证券整理

低端纽扣市场低价竞争，中高端纽扣具差异化优势。纽扣具有体积小、单价低的特点，我国大量纽扣企业依托下游服装箱包企业呈现集群分布，规模亦较小。中高端纽扣在设计个性化、多变性和时尚度方面与低端纽扣形成差异化。中高端纽扣制造商往往具备更强的设计研发能力，低端纽扣同质化较为严重，以低价取胜；中高端纽扣制造商则凭借差异化的设计研发能力及快反能力获得客户订单。

我国辅料市场整体集中度较低，近年来国内龙头份额逐步提升。目前辅料市场主要参与者为 YKK、伟星股份及浔兴股份，其中日本 YKK 为全球拉链龙头企业，在中高端市场龙头地位显著，除了日本本土市场外，在中国、南美、北美等地均有布局，中国为其第二大市场，2020 年（YKK 尚未披露 21 年业绩）YKK 拉链业务在全球/中国地区分别贡献营收 121 亿元/38.2 亿元（YKK 未披露中国地区拉链业务营收，此处采用包含了 AP 以及发斯宁业务的 YKK 中国地区营收代替，收入按 1 日元兑 0.05 元人民币进行换算），在全球及中国地区辅料市占率分别为 6.9%/5%。2020 年伟星拉链&纽扣业务在全球/中国分别实现营收 25 亿元/18.9 亿元，在全球及中国辅料市场市占率分别为 1.4%/2.5%。浔兴 2020 年拉链及纽扣业务在全球/中国地区分别实现营收 12.2 亿元/10 亿元，在全球/国内辅料市场市占率分别为 0.7%/1.3%。

因此 2020 年 YKK、伟星、浔兴三家在全球/国内辅料市场市占率之和分别为 9%/8.8%。相较于 2016 年，YKK 在全球与国内市场市占率分别下滑 0.4pp/1.7pp；而伟星/浔兴在全球与国内市场市占率均有所提升，部分原因在于伟星浔兴产品性价比更优。一方面伟星、浔兴产品 ASP 显著低于 YKK（2017-2020 年 YKK 拉链 ASP 均值较伟星高 43%，较浔兴高 145.1%），另一方面，近年来伟星与浔兴发力研发设计，产品竞争力已得到显著提升。以伟星为例，早年公司客户以 HM 等快时尚品牌客户为主，后随着公司产品力逐步提升，获得了全球运动鞋服龙头 Nike 以及奢侈品牌 Burberry 等高端品牌客户，与 YKK 形成直接竞争。

表 9：YKK、伟星、浔兴市占率测算

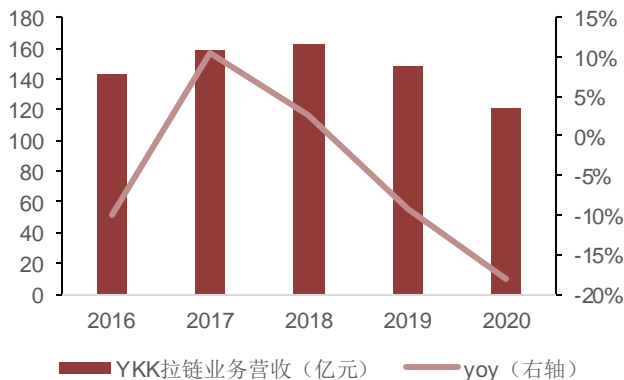
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 全球服装辅料市场 | | | | | | |
| 全球服装辅料市场规模（亿元） | 1968.66 | 2053.08 | 2140.90 | 2136.55 | 1757.69 | 2076.50 |
| YKK 拉链业务营收（亿元） | 143.42 | 158.61 | 162.94 | 147.88 | 121.04 | |
| YKK 在世界服装辅料市场市占率 | 7.29% | 7.73% | 7.61% | 6.92% | 6.89% | |
| 伟星股份营收（亿元） | 21.74 | 26.24 | 27.12 | 27.32 | 24.96 | 33.56 |
| 伟星股份在世界辅料市场市占率 | 1.10% | 1.28% | 1.27% | 1.28% | 1.42% | 1.62% |
| 浔兴股份营收（亿元） | 11.5 | 14.24 | 14.97 | 14.45 | 12.15 | 17.12 |
| 浔兴股份在世界辅料市场市占率 | 0.58% | 0.69% | 0.70% | 0.68% | 0.69% | 0.82% |
| 三家市占率合计 | 8.97% | 9.70% | 9.58% | 8.88% | 9.00% | |
| 中国服装辅料市场 | | | | | | |
| 中国服装辅料市场规模（亿元） | 707.75 | 741.38 | 764.06 | 784.78 | 762.84 | 863.73 |
| YKK 中国营收（亿元） | 47.55 | 50.8 | 51.3 | 43.05 | 38.2 | |
| YKK 在国内服装辅料市场市占率 | 6.72% | 6.85% | 6.71% | 5.49% | 5.01% | |
| 伟星股份国内营收（亿元） | 16.38 | 20.43 | 21.33 | 20.38 | 18.9 | 24.47 |
| 伟星股份在国内服装辅料市场市占率 | 2.31% | 2.76% | 2.79% | 2.60% | 2.48% | 2.83% |
| 浔兴股份国内营收（亿元） | 9.30 | 11.60 | 12.30 | 11.80 | 10.00 | 13.90 |
| 浔兴股份在国内服装辅料市场市占率 | 1.31% | 1.56% | 1.61% | 1.50% | 1.31% | 1.61% |
| 三家市占率合计 | 10.35% | 11.17% | 11.12% | 9.59% | 8.80% | |
| 国内两家市占率合计 | 3.63% | 4.32% | 4.40% | 4.10% | 3.79% | 4.44% |

注：YKK 除拉链业务（即发斯宁业务）外还有建材（AP）业务，由于 YKK 未披露中国地区发斯宁业务，用其中国地区整体营收替代。

数据来源：euromonitor、公司官网，西南证券；注：YKK 营收按 1 日元兑 0.05 元计算

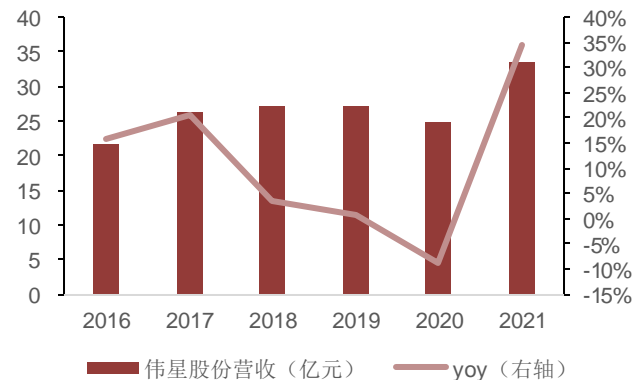
中高端辅料市场竞争格局更优。拉链方面，据浔兴股份 2020 年 3 月 19 日在深交所易互动平台透露，其 2019 年在我国中高端拉链市场市占率达 10% 左右，假定该比例维持稳定，测算得 2021 年国内中高端拉链市场规模约为 171.1 亿元，占国内拉链市场规模比重约为 34.2%，而伟星在国内中高端拉链市场市占率达 10.7%。纽扣方面，据伟星股份 2022 年 1 月 10 日在深交所易互动平台透露，其在国内中高端纽扣市场市占率达 20%，测算得我国中高端纽扣市场规模为 69.6 亿元，占国内纽扣市场规模比重为 25.8%。

图 25：2016-2020 年 YKK 拉链业务营收及增速



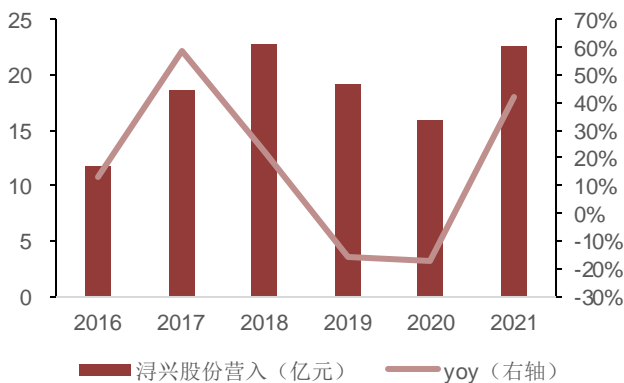
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 26：2016-2021 年伟星股份营收及增速



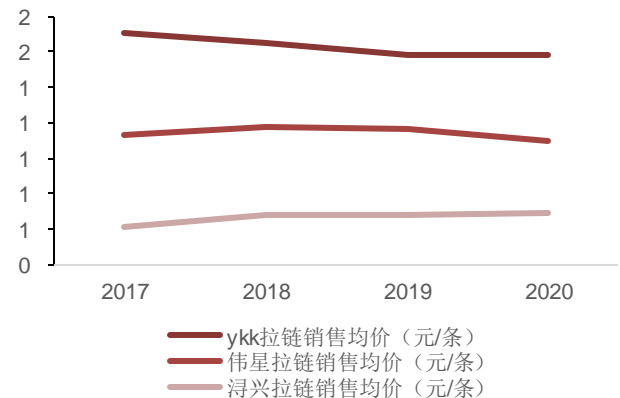
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：2016-2021 年浔兴股份营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：2017-2020 年 ykk、伟星及浔兴的均价 (ASP)



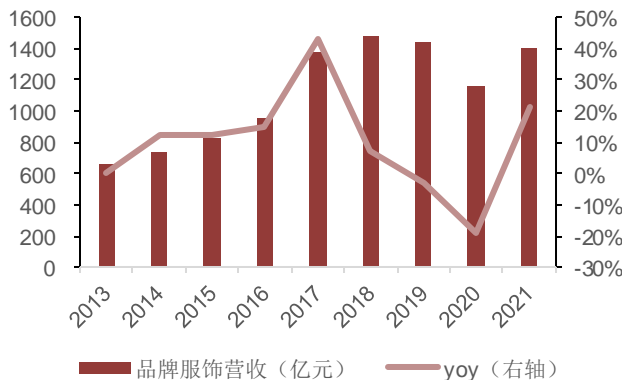
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.2 竞争格局有望优化：高端化+环保政策收紧+户外潮流方兴未艾

展望来看，行业竞争格局有望在多重因素推动下逐步优化。

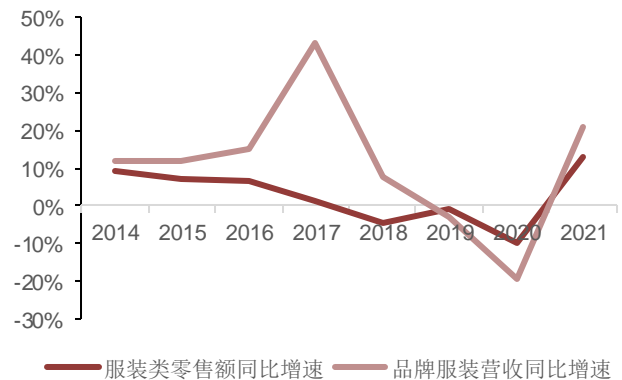
首先，行业高端化趋势明显，将带来龙头市占率提升。辅料行业高端化趋势明显，2016-2021 年伟星/浔兴营收复合增速分别达 9.1%/14%，而同期根据我们前述测算得到的纽扣+拉链行业规模复合增速仅 3.6%，原因在于中高端市场增速快于行业整体。这一观点在下游服饰行业亦能得到验证，SW 运动及非运动服饰企业总营收从 2013 年 662.9 亿元增长到 2021 年 1405.8 亿元，GAGR 达 9.9%；同期服装类零售额 GAGR 为 2.5%，品牌服装（即上市服装企业）增速高于行业整体，印证了下游服装业亦呈现高端化趋势。由于品牌服装在选择辅料供货商时会考虑设计能力、产品质量、快反能力等多种因素纳入考虑衡量标准，而众多低端辅料厂商同质化严重，不具备创新能力。长期来看，截止 2020 年我国人均服装消费金额仅 216 美元，较美国（902 美元）、日本（596 美元）仍有较大提升空间，而随着高端化不断推进，具备更优产品品质和更强研发设计能力的头部品牌市占率将持续提升。

图 29：2013-2021 品牌服饰营收及同比增速



数据来源：wind，西南证券整理

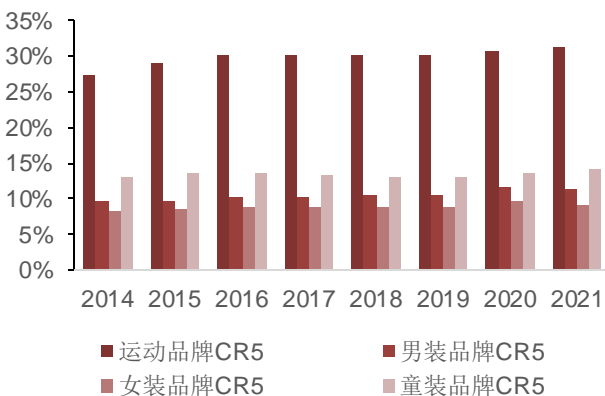
图 30：2014-2021 年服装类零售额与品牌服装营收同比增速



数据来源：wind，西南证券整理

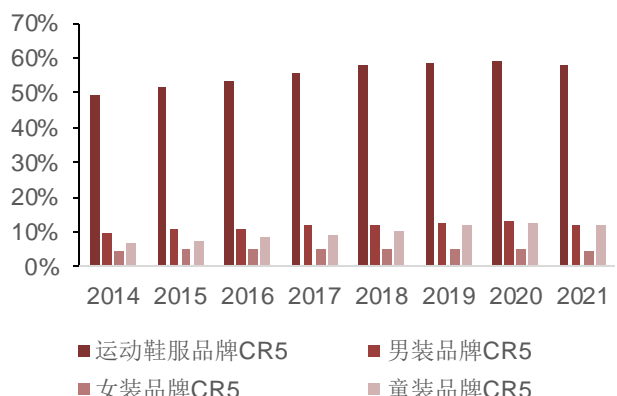
其次，运动户外潮流方兴未艾，促辅料行业集中度提升。近年来，运动户外成为纺织服装行业最具成长性的赛道，根据 euromonitor，从全球来看，2016-2021 年全球运动鞋服行业 GAGR 达 5.3%；同期男装/女装/童装 GAGR 分别为 0.5%/0.9%/3%。从国内来看，运动鞋服 2016-2021 年 GAGR 达 14.3%，同期男装/女装/童装 GAGR 分别为 3.8%/4.6%/10.3%，运动鞋服不论在国内还是全球都呈现远高于其他类型服饰的景气度。高景气度的运动鞋服赛道同时也具有更优的竞争格局，根据 euromonitor，全球来看，2021 年全球运动服饰品牌 CR5 达到 31.3%，高于男装（CR5 为 11.4%）、女装（CR5 为 9.1%）以及童装（CR5 为 14.1%）；国内来看，运动鞋服集中度更高，2021 年运动鞋服 CR5 达到 58.1%，同样高于男装（CR5 为 12%）、女装（CR5 为 4.8%）和童装（CR5 为 12.1%）。考虑到头部运动品牌主要选择头部辅料供应商，运动服饰兴起对上游辅料行业竞争格局优化也有促进作用。

图 31：2014-2021 年全球运动鞋服/男装/女装/童装 CR5



数据来源：euromonitor，西南证券整理

图 32：2014-2021 年国内运动鞋服/男装/女装/童装 CR5



数据来源：euromonitor，西南证券整理

最后，环保政策收紧，加速辅料市场竞争格局优化。自“双碳”目标提出以来，纺织服装行业环保政策逐步收紧，2021 年发布的《纺织行业十四五绿色发展指导意见》指出，要通过提高能源利用效率和资源利用水平、清洁生产水平以及完善绿色制造体系来实现纺织行业的绿色发展转型。这将从两方面提升对辅料行业的环保要求，一方面基于此的相关政策细则会陆续出台，直接提升对辅料行业企业的环保要求；另一方面，下游服装企业也会提出自己的环保生产规划，倒逼中游辅料企业提高其环保水平。例如波司登在 ESG 报告中指出，要逐步淘汰影响环境的 PFC，在整条价值链中减少碳排放，延长产品的使用寿命等，同时使用更

具可持续性发展的材料如 Dupont TMSORONA®面料进行生产；雅戈尔则致力于积极开发环保服饰、减少生活废水排放量、控制厂界噪音。考虑到环保开支会增加企业生产成本，辅料行业大量小微企业或将面临出局，预计服装行业竞争格局会加速优化。

表 10：各品牌 ESG 计划

| 品牌 | ESG 计划 |
|--------|---|
| NIKE | 2025 年目标：1) 实现自有及自营设施的温室气体排放量减少 70%；2) 实现 50%主要原材料使用环境友好型材料；3) 实现供应链中产生的废弃物 100%不进入垃圾填埋场。 |
| H&M | 2030 年目标：100%使用再生或其他可持续来源的材料 |
| Adidas | 2025 年目标：90%的产品采用可持续材料。 |
| 安踏 | 2030 年前实现自有生产废弃物零填埋，自有营运设施原生塑料零使用及零碳排放；2030 年前将可持续产品的比例提高到 50%；战略合作伙伴能耗的 50%采用可再生能源替代；50%的产品使用可持续包装；自有运输设备能耗的 50%采用清洁能源替代；产品中使用 50%可持续原材料。2050 年前实现碳中和。 |
| 李宁 | 将化学品管理纳入战略考量，在纺织和鞋类全供应链识别并逐步淘汰危险化学品。 |
| 波司登 | 逐步淘汰影响环境的 PFC，在整条价值链中减少碳排放，延长产品的使用寿命。 |
| 雅戈尔 | 开发环保服饰、减少生活废水排放量、控制厂界噪音。 |

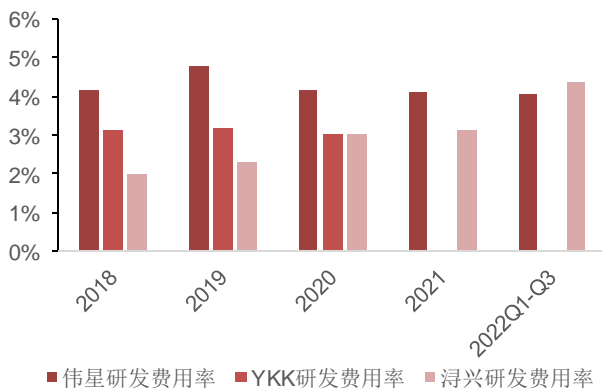
资料来源：各公司 ESG 报告，西南证券整理

3 公司分析：多重优势驱动，大客户战略前景可期

3.1 研发力度强，产品认可度高

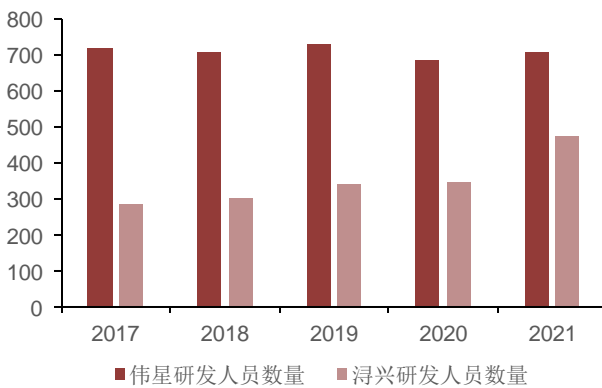
研发投入行业领先，多维发力提升研发实力。截止 2022 年三季度公司研发费用达 1.1 亿元，同比增长 16.9%，研发费用率达 4%。横向对比来看，近年来公司研发费用率持续高于竞争对手 YKK 及浔兴，较 YKK/浔兴分别平均高 1.2/1.7pp，近五年整体研发投入大致为浔兴股份的 2.7 倍。在高研发投入支撑下，公司通过扩张研发平台+壮大研究队伍提升研发实力。公司先后成立纽扣、拉链技术研究中心，中国辅料行业首家国家级实验室，博士后研究工作站等研究机构。人员方面，截止 2021 年底，公司拥有 705 名研发人员，远高于浔兴（474 名），且从研发人员结构上，公司本科及以上学历研发人员达 263 名，占研发人员数量比例达 37.3%，占比较 2020 年提升 3.3pp，研究队伍学历结构进一步优化。横向对比来看，浔兴本科及以上学历研发人员仅 134 人，占比 28.3%，伟星在研发人员数量和学历结构均更优。

图 33：2018-2022Q3 YKK、伟星及浔兴研发费用率



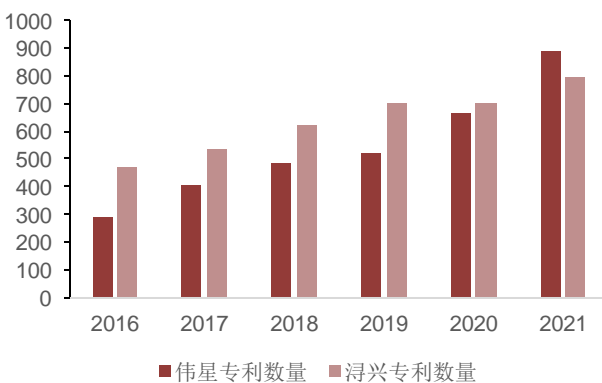
数据来源：公司公告，西南证券整理；注：YKK2021 年数据尚未披露

图 35：2017-2021 年伟星股份与浔兴股份研发人员数量（名）



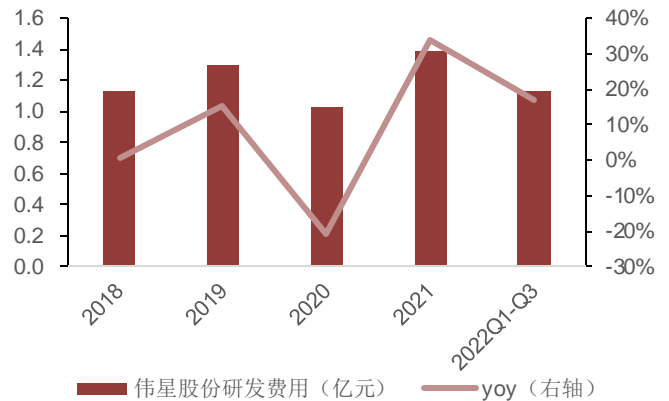
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：2016-2021 年公司与浔兴获得专利数量



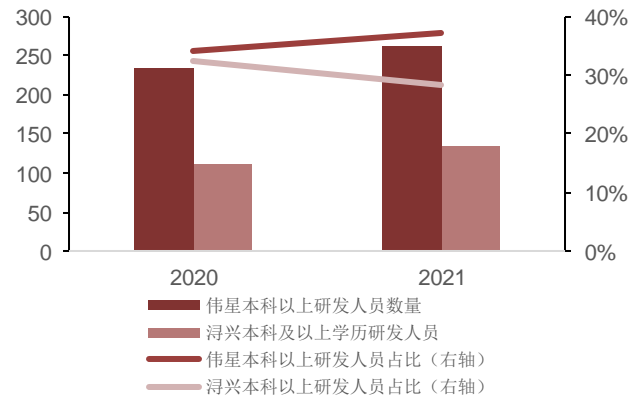
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：2018-2022Q3 伟星股份研发费用及增速



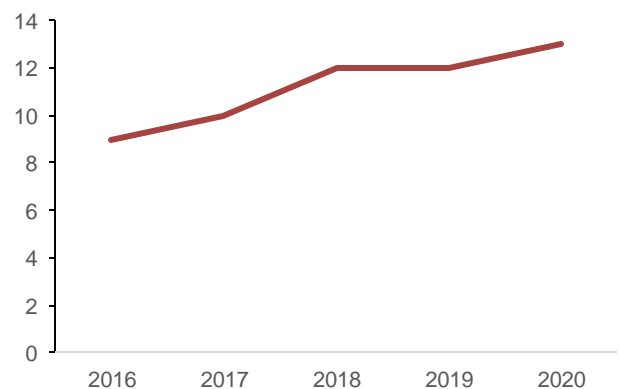
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：伟星与浔兴本科以上学历研发人员数量（名）及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

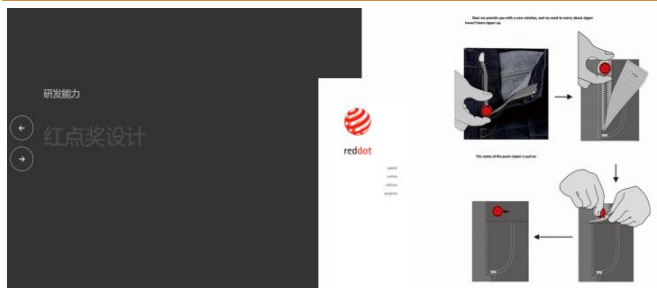
图 38：2016-2021 年公司主编、参编行业标准数量（项）



数据来源：公司公告，西南证券整理

聚焦新品研发，产品受业界认可。公司以客户需求为导向，立足客户痛点和前沿技术，一方面积极把握趋势变化，多维度发力以实现产品领先；另一方面专注技术、工艺创新，打造核心拳头产品。2021 年公司共开发“五新产品”（新材料、新工艺、新技术、新结构、新体验）584 项，形成专利 136 项，其中行业首创产品 30 款，且收纳专用拉链获得德国红点奖，2022 年 5 月公司首创的连帽服专用滑链再获 ISPO 最佳辅料奖，产品得到业界认可。

图 39：公司产品获得红点设计奖



资料来源：公司官网，西南证券整理

图 40：公司产品获得 ISPO 全球设计奖



资料来源：公司官网，西南证券整理

图 41：公司所获专业认证



资料来源：公司公告，西南证券整理

3.2 推进智能制造，实现降本增效

数字化生产为行业大势所趋，公司智能制造收效显著。辅料生产具有“多品类、多批次、小批量”的特征，随着公司规模扩张叠加人员、设备数量增多，如果不能实现高效信息互通，实现精细化管理，就容易导致企业反应迟钝，产能评估粗略，排产计划不灵活，生产领料和仓库备料不同步、订单交货期不能保证等一系列问题。在这一背景下，国内外辅料龙头均积极布局数字化生产，以 YKK 为例，其在第六次中期事业计划中就提出了要加强数字化运用，包括构建无人生产线、运用物联网技术实时了解设备运转状态等。

伟星自 2016 年开始打造“智慧工厂”。一方面，引进国际精密制造设备，提升制造水平；另一方面配备先进的 ERP 生产管理系统，实现智能工厂化、信息化，以此实现对于产品质量和订单高效交付的保证。其中公司借助浪潮 GS 系统成功在交货周期、采购周期及库存管理方面实现显著提升。公司通过高效、柔性化的智造能更好地与产业链上下游互动，为下游品牌服饰企业提供快速、优质的综合保障。

图 42：引进先进设备



资料来源：公司官网，西南证券整理

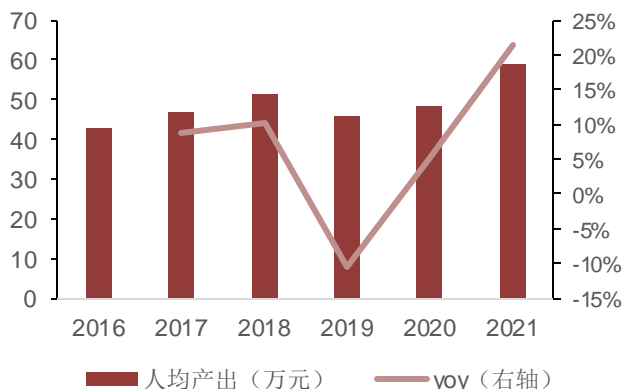
表 11：公司借助浪潮 GS 系统实现精细化管理

| 领域 | 内容 |
|------|--|
| 销售管理 | 1) 订单从接收到计划排产完成，时间平均缩短约 24 小时； 2) 订单确认到产品交货时间平均缩短约 24 小时； 3) 客户投诉响应时间平均缩短约 48 小时，提高了订单及客户投诉响应速度，有效加强企业竞争力。 |
| 采购管理 | 1) 通过系统管理 1000 多家供应商，价格变化响应时间缩短至 2-4 小时、原材料采购周期平均缩短约 36 小时； 2) 通过同质比价，选择最优货源，有效降低企业成本。 |
| 库存管理 | 使各个原材料仓库数据有效共享，能够全面统计原材料库存，库存统计准确率达到 95%-98%。 |

资料来源：浪潮官网，西南证券整理

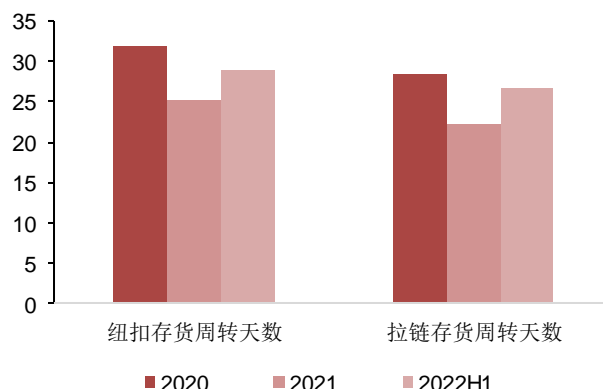
受益于数字化建设持续推进，公司生产方面降本提效显著。2021 年，公司人均产出达 58.8 万元，同比提升 21.5%，2016-2021 年 GAGR 达 6.5%。而在实施智能制造的大洋工业园区，在生产规模持续扩大的背景下，园区生产人员从 5000 多人减少至 2500 多人，人效提升一倍以上。另一方面，公司快速反应能力持续提升，在下游订单呈现小批量、多批次的趋势下，增强了公司的竞争力。从交货期来看，公司交货期为 3-15 天左右，其中快反订单 2-3 天即可完成交货，较 YKK 快一周以上。从存货周转来看，2022H1 钮扣/拉链存货周转天数分别为 28.9 和 26.8 天，分别较 2021H1 缩短 5.4/5.9 天；横向对比来看，拉链存货周转天数较浔兴快 36 天。

图 43：2016-2021 年公司人均产出



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：2020-2022H1 公司纽扣拉链存货周转天数 (天)



数据来源：公司公告，西南证券整理

八大生产基地高效生产，保障产品供应。公司在国内外建有八大生产基地，截止 21 年拥有年产纽扣 116 亿粒、拉链 8.50 亿米的精工智造能力，是国内规模最大、品种最齐全的服饰辅料企业，其中国内与国外分别拥有七个和一个生产基地，国内产能/国外产能占比分别为 85%/15%。近年来公司加速海外产能布局，实现了较大突破。公司 16 年开始筹建孟加拉工业园区，18 年孟加拉产区完成一期投产，20 年完成二期投产。同时在 20 年公司开始筹建越南工业园区，预计今年下半年可以开工，22 年 7 月份公司下属子公司伟星国际对 SAB 越南增资 6000 万美元。根据公司规划，未来会加速海外工业园建设，完善全球生产基地布局。

表 12：公司八大生产基地

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

资料来源：公司公告，西南证券整理

3.3 聚焦核心客户和重点市场，大客户战略前景可期

聚焦核心客户，把握重点市场。公司坚持“大客户”战略，重点聚焦权重客户的挖掘和潜力客户的培育，实行大客户专服模式，提供个性化服务。同时积极拓展海外客户，目前已与全球众多知名服装品牌达成战略合作协议，包括 NIKE、优衣库、安踏、李宁、ZARA 等国内外知名品牌，成效明显，2021 年度公司多个品牌客户接单破亿。公司摒弃以往仅仅只对接国内加工厂的方式，转而直接对接源头品牌客户。其中安踏作为公司主要合作客户之一，与公司接连展开紧密合作。早在 2017 年公司与当时作为冬奥运动服装合作伙伴的安踏就拉链的设计制作事宜展开交流合作，伟星作为独家拉链供应商，主力安踏完成“冠军龙服”设计；2022 年公司在北京冬奥会期间再度与安踏合作，第三次参与设计了“冠军龙服”专用拉链。

图 45：公司受到客户安踏认可



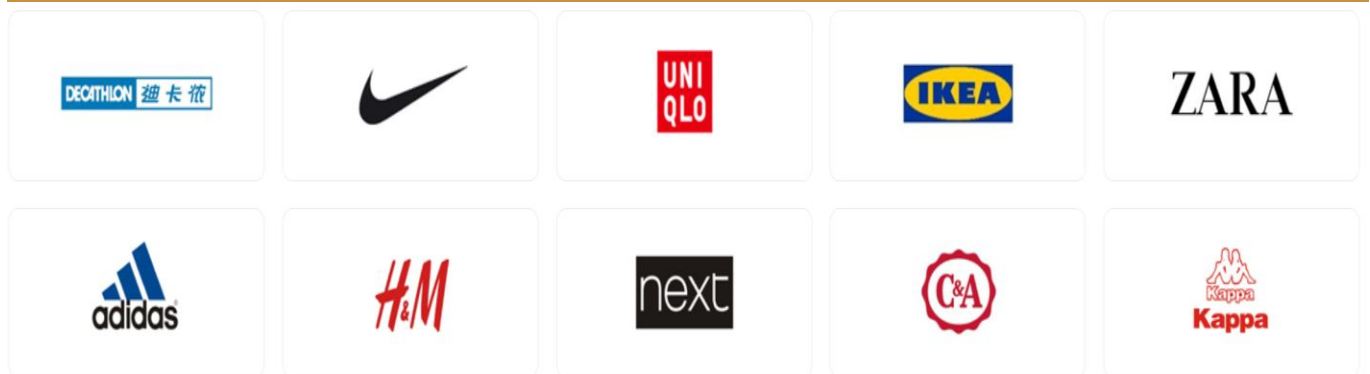
资料来源：公司官网，西南证券整理

图 46：公司助力安踏打造“冠军龙服”



资料来源：公司官网，西南证券整理

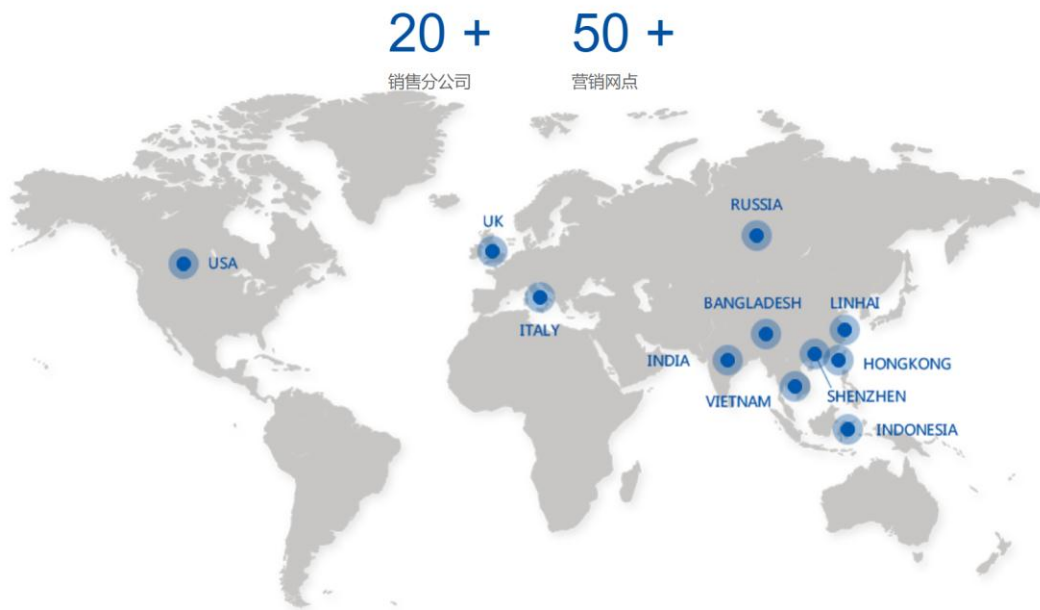
图 47：公司主要合作客户



资料来源：公司官网，西南证券整理

营销网络遍布全球，专业团队促业绩转化。公司在全球市场广泛布局营销网点，构建了一套强大的营销网络和服务保障体系。在国内市场中，公司以服装集散地所在的重点省市为中心，设立了近 50 家销售子、分公司和办事处；在国际市场中，公司以欧美为中心，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营销和服务体系，其中公司还培养 800 多位集辅料专业知识、专业销售技巧、高品质服务能力的销售精英，遍布全球 20 多家销售分公司，50 多个营销网点。强大的营销网络为公司实施“大客户”战略提供了有力支撑。

图 48：公司全球营销网络布局



资料来源：公司官网，西南证券整理

核心客户订单占比仍有提升空间。2016-2020 年，公司营收复合增速达 5.9%，高于 YKK 中国营收复合增速 12.8pp。从市占率来看，根据我们测算，2020 年伟星股份在国内辅料市场市占率为 2.5%（2021 年进一步提升至 2.8%），较 2016 年提升 0.2pp；同期 YKK 中国市占率从 6.7%下降至 5%，减少 1.7pp。主要受益于公司坚持“大客户战略”，加大研发投入以提升产品质量和设计感，同时公司积极推进智能制造缩短交付周期，促进产品竞争力和大客户满意度显著提升，带来核心客户订单占比上升。考虑到目前公司客户主要集中在快时尚品牌，在高端客户 NIKE、Adidas 中占比较小，同时公司在国内客户订单份额较高（达到 50%-60%），在国际客户中份额较低（仅 10%-30%），公司国产替代空间仍较大，高端客户渗透率亦有较大提升空间。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：对于拉链业务，1) 假定 2022-2024 年公司拉链业务产能增速分别为 7%、11%、15%；2) 考虑到公司产品升级叠加海外客户占比提升，假定 2022-2024 年拉链单价分别为 3.98 元、4.00 元、4.02 元；

假设 2：对于钮扣业务，1) 考虑到公司产能扩张顺利推进，假定 2022-2024 年公司钮扣业务产能增速分别为 4%、6%、8%；2) 假定公司钮扣单价稳步提升，2022-2024 分别为 0.16 元、0.17 元、0.18 元；

假设 3：受益于自动化持续推进叠加技术改革，预计公司毛利率维持稳定，2022-2024 年分别为 38.0%、38.9%、39.4%。

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 13：公司分业务收入及盈利预测

| 百万元 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-----------|--------|--------|--------|
| 合计 | | | | |
| 营业收入 | 3355.68 | 4009.2 | 4625.0 | 5358.0 |
| yoy | 34.4% | 19.5% | 15.4% | 15.8% |
| 营业成本 | 2849.19 | 2485.3 | 2823.9 | 3246.9 |
| 毛利率 | 38.0% | 38.0% | 38.9% | 39.4% |
| 纽扣 | | | | |
| 收入 | 1390.61 | 1563.0 | 1760.0 | 2012.5 |
| Yoy | 26.2% | 12.4% | 12.6% | 14.4% |
| 成本 | 814.30 | 917.5 | 1026.1 | 1167.3 |
| 毛利率 | 41.4% | 41.3% | 41.7% | 42.0% |
| 拉链 | | | | |
| 收入 | 1836.03 | 2280.3 | 2668.0 | 3094.9 |
| Yoy | 37.9% | 24.2% | 17.0% | 16.0% |
| 成本 | 1167.99 | 1422.9 | 1640.8 | 1887.9 |
| 毛利率 | 36.4% | 37.6% | 38.5% | 39.0% |
| -其他服饰辅料 | | | | |
| 收入 | 80.81 | 105.1 | 121.0 | 156.4 |
| Yoy | 28.4% | 30.0% | 15.2% | 29.2% |
| 成本 | 81.88 | 84.0 | 81.1 | 97.6 |
| 毛利率 | -1.3% | 20.0% | 33.0% | 37.6% |
| 其他 | | | | |
| 收入 | 48.2 | 60.8 | 76.0 | 94.2 |
| yoy | 10384.78% | 26.00% | 25.00% | 24.00% |
| 成本 | 785.0 | 60.8 | 76.0 | 94.2 |
| 毛利率 | -1527.66% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

数据来源：公司公告，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、新澳股份作为可比公司，考虑到公司深耕辅料行业数十年，具备一定竞争壁垒，同时智能化建设将促进降本增效，维持“持有”评级。

表 14：可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 002674.SZ | 兴业科技 | 11.60 | 0.69 | 0.87 | 1.04 | 16.72 | 13.32 | 11.15 |
| 603558.SH | 健盛集团 | 8.55 | 0.83 | 1.01 | 1.22 | 10.33 | 8.45 | 7 |
| 603889.SH | 新澳股份 | 7.00 | 0.76 | 0.94 | 1.11 | 0.31 | 0.32 | 0.35 |
| 平均值 | | | | | | 9.12 | 7.36 | 6.17 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 9.97 | 0.54 | 0.64 | 0.77 | 18.34 | 15.48 | 12.90 |

数据来源：Wind，西南证券整理

5 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。

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 | 4009.21 | 4624.98 | 5357.98 | 净利润 | 445.38 | 559.77 | 663.19 | 795.56 |
| 营业成本 | 2079.94 | 2485.26 | 2823.94 | 3246.92 | 折旧与摊销 | 182.93 | 252.16 | 255.70 | 259.71 |
| 营业税金及附加 | 31.15 | 37.21 | 42.93 | 49.73 | 财务费用 | 25.07 | -4.74 | -3.67 | -14.50 |
| 销售费用 | 261.62 | 308.71 | 360.75 | 417.92 | 资产减值损失 | -1.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 312.79 | 521.20 | 619.75 | 723.33 | 经营营运资本变动 | 40.65 | -256.62 | -62.11 | -118.52 |
| 财务费用 | 25.07 | -4.74 | -3.67 | -14.50 | 其他 | -58.09 | 2.39 | 0.47 | 1.79 |
| 资产减值损失 | -1.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 634.43 | 552.96 | 853.58 | 924.04 |
| 投资收益 | 11.58 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -316.04 | -40.00 | -40.00 | -45.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.36 | 0.27 | 0.34 | 0.33 | 其他 | -180.88 | 0.27 | 0.34 | 0.33 |
| 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 | -39.73 | -39.66 | -44.67 |
| 营业利润 | 527.54 | 661.85 | 781.61 | 934.91 | 短期借款 | 114.22 | -328.40 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -11.75 | -13.58 | -13.58 | -13.58 | 长期借款 | -9.89 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 515.79 | 648.27 | 768.03 | 921.33 | 股权融资 | 137.19 | 239.04 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 70.41 | 88.49 | 104.84 | 125.77 | 支付股利 | -310.34 | -264.81 | -302.05 | -332.63 |
| 净利润 | 445.38 | 559.77 | 663.19 | 795.56 | 其他 | -92.65 | 1.42 | 2.18 | 13.09 |
| 少数股东损益 | -3.26 | -4.10 | -4.86 | -5.83 | 筹资活动现金流净额 | -161.46 | -352.76 | -299.87 | -319.54 |
| 归属母公司股东净利润 | 448.64 | 563.87 | 668.05 | 801.39 | 现金流量净额 | -39.10 | 160.47 | 514.06 | 559.83 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 794.25 | 1308.31 | 1868.14 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 471.96 | 568.17 | 649.20 | 755.92 | 销售收入增长率 | 34.44% | 19.48% | 15.36% | 15.85% |
| 存货 | 549.85 | 655.17 | 745.99 | 857.57 | 营业利润增长率 | 14.15% | 25.46% | 18.10% | 19.61% |
| 其他流动资产 | 108.12 | 53.68 | 51.42 | 65.66 | 净利润增长率 | 12.71% | 25.68% | 18.47% | 19.96% |
| 长期股权投资 | 60.37 | 60.37 | 60.37 | 60.37 | EBITDA 增长率 | 9.73% | 23.62% | 13.68% | 14.17% |
| 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 | 1499.55 | 1305.92 | 1110.66 | 毛利率 | 38.02% | 38.01% | 38.94% | 39.40% |
| 无形资产和开发支出 | 308.54 | 290.13 | 269.82 | 252.13 | 三费率 | 17.87% | 20.58% | 21.12% | 21.03% |
| 其他非流动资产 | 214.85 | 213.10 | 211.34 | 209.58 | 净利率 | 13.27% | 13.96% | 14.34% | 14.85% |
| 资产总计 | 4039.04 | 4134.43 | 4602.38 | 5180.02 | ROE | 16.30% | 17.11% | 18.26% | 19.43% |
| 短期借款 | 328.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 11.03% | 13.54% | 14.41% | 15.36% |
| 应付和预收款项 | 608.01 | 693.41 | 801.42 | 917.18 | ROIC | 19.50% | 21.81% | 25.73% | 31.13% |
| 长期借款 | 4.78 | 4.78 | 4.78 | 4.78 | EBITDA/销售收入 | 21.92% | 22.68% | 22.35% | 22.03% |
| 其他负债 | 365.24 | 165.54 | 164.34 | 163.29 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1306.43 | 863.73 | 970.53 | 1085.25 | 总资产周转率 | 0.90 | 0.98 | 1.06 | 1.10 |
| 股本 | 797.85 | 1037.21 | 1037.21 | 1037.21 | 固定资产周转率 | 2.76 | 3.54 | 4.92 | 7.19 |
| 资本公积 | 755.44 | 755.12 | 755.12 | 755.12 | 应收账款周转率 | 9.36 | 8.69 | 8.63 | 8.62 |
| 留存收益 | 1286.70 | 1585.76 | 1951.76 | 2420.52 | 存货周转率 | 4.64 | 4.11 | 4.01 | 4.04 |
| 归属母公司股东权益 | 2692.74 | 3234.94 | 3600.94 | 4069.70 | 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 | 35.76 | 30.90 | 25.07 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2732.60 | 3270.70 | 3631.84 | 4094.77 | 资产负债率 | 32.35% | 20.89% | 21.09% | 20.95% |
| 负债和股东权益合计 | 4039.04 | 4134.43 | 4602.38 | 5180.02 | 带息债务/总负债 | 25.50% | 0.55% | 0.49% | 0.44% |
| | | | | | 流动比率 | 1.51 | 2.86 | 3.31 | 3.75 |
| | | | | | 速动比率 | 1.04 | 1.95 | 2.41 | 2.84 |
| | | | | | 股利支付率 | 69.17% | 46.96% | 45.21% | 41.51% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.43 | 0.54 | 0.64 | 0.77 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.63 | 3.15 | 3.50 | 3.95 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.61 | 0.53 | 0.82 | 0.89 |
| | | | | | 每股股利 | 0.30 | 0.26 | 0.29 | 0.32 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | | | | |
| EBITDA | 735.54 | 909.27 | 1033.65 | 1180.12 | | | | | |
| PE | 23.05 | 18.34 | 15.48 | 12.90 | | | | | |
| PB | 3.78 | 3.16 | 2.85 | 2.53 | | | | | |
| PS | 3.08 | 2.58 | 2.24 | 1.93 | | | | | |
| EV/EBITDA | 10.19 | 10.32 | 8.58 | 7.04 | | | | | |
| 股息率 | 3.00% | 2.56% | 2.92% | 3.22% | | | | | |

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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 |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@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 |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@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.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |