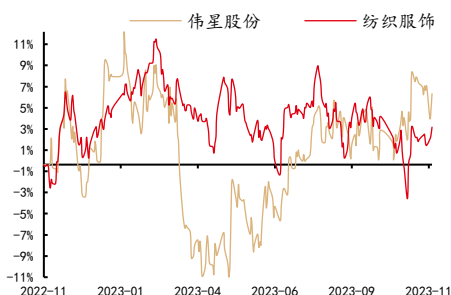


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.22
总股本/流通股本(亿股)	11.69 / 8.71
总市值/流通市值(亿元)	119 / 89
52 周内最高/最低价	11.22 / 8.66
资产负债率(%)	38.7%
市盈率	21.29
第一大股东	伟星集团有限公司

研究所

分析师: 李媛媛  
SAC 登记编号: S1340523020001  
Email: liyuanyuan@cnpsec.com

伟星股份(002003)

服装辅料龙头，国际化+高端化推动份额提升

● 投资要点

(1) **服装辅料龙头，收入业绩稳健增长。**公司成立于 1988 年，主营纽扣、拉链、金属制品、织带绳带和标牌等服饰及箱包辅料产品，国内外拥有 8 大生产基地，目前拥有纽扣 116 亿粒年产能、拉链 8.5 亿米年产能。公司实际控制人及一致行动人章卡鹏、张三云，两者合计持有公司股份 18.45%，公司上市以来推进 5 期股权激励绑定核心员工，团队稳定，员工持股比例较高。2022 年公司收入/归母净利润分别为 36.3 亿元/4.9 亿元，04 年-22 年对应复合增速分别为 13.0%/17.0%，收入业绩稳健增长，2023Q1-Q3 公司收入/归母净利润同比增速分别为 3.1%/2.3%，受全球经济复苏缓慢以及服装类品牌商去库存节奏影响短期增长承压，出现逐季改善。

(2) **服装辅料市场规模大，龙头份额提升大有可为。**服装辅料包括里料、衬料、垫料、填料、缝纫线、扣紧材料（纽扣、拉链等），紧扣材料为辅料较大品种。根据公司公告，全球拉链市场规模约 1000 亿元（含箱包），其中国内市场占据 50% 左右的规模（根据华经产业研究），是全球重要的生产国；拉链整体集中度较低，YKK 以约 20% 份额遥遥领先，伟星拉链量价齐升实现份额稳步追赶。根据华经情报网中国纽扣市场规模约 278 亿元，17 年-22 年复合增速为 4.9%，装饰性需求+外销驱动增长；伟星为国内龙头，22 年份额为 5.2%，保持相对稳定。我们认为，服装辅料市场规模大，整体格局仍较为分散，本土龙头凭借产品优势以及客户基础有望提升份额。

(3) **产品力领先、智能化提效、客户服务至上奠定核心优势。**研发方面，公司持续保持高研发投入，近年来研发费用率超过 4%，截止 22 年拥有国内外发明专利 1139 项，中国辅料行业首家国家级实验室 CNAS 实验室，建设省博士后科研工作站以及省级企业研究院，强大的研发沉淀为产品品质以及产品创新奠定基础，在绿色制造方面不断突破。产品方面，行业头部客户以及领先评审机构认证，为产品品质背书，推进智能化工厂建设，22 年人均拉链产量为 8.4 万米/年，14 年-22 年复合增长率为 4.1%，带动人工成本率同期下降 1.7pct，成本优势突出，同时对客户订单需求最快可实现 3-7 天生产周期，小批量快交付能力领先。客户服务方面，打造“一站全程”服务，为客户提供专家型销售服务以及承诺式服务，与全球知名服装家居等品牌合作，频获客户供应商奖项彰显客户粘性。

(4) **海外产能布局助力份额提升，新品孵化打开增量空间。**短期来看，全球鞋服品牌去库周期接近尾声，服装需求整体平稳，有望带动订单增长，公司 23Q3 收入/业绩加速增长进一步佐证行业回暖。中长期来看，公司加大产能布局，将新增年产 9.7 亿米高档拉链配套织带搬迁及服饰辅料、产能年产 2.2 亿米高档拉链产能以及越南

拉链纽扣产能，助力国际化进程，提升高端拉链份额；此外，公司 21 年开始发展织带&绳带业务，2022 年/23H1 公司其他辅料业务增速分别为 31.6%/25.2%，借助拉链、纽扣等业务良好的客户基础以及渠道协同，未来有望快速增长打开增量空间。

### ● 投资建议

我们预计 2023 年-2025 年公司收入分别为 38.2 亿元、43.8 亿元、50.4 亿元，归母净利润分别为 5.6 亿元、6.5 亿元、7.4 亿元，截止最新收盘日对应 PE 为 21.5 倍、18.5 倍、16.1 倍；我们认为短期品牌去库周期接近尾声有望带动订单增长，中长期公司海外高端拉链产能扩建以及织带等新品孵化有望持续抢占份额，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示：

- 1) 全球服装市场景气度下行以及品牌商去库周期拉长带动客户订单需求放缓风险；
- 2) 公司产能释放不达预期风险；
- 3) 公司新品孵化不及预期等。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022 年	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,628	3,820	4,382	5,038
增长率(%)	8.12	5.29	14.71	14.97
EBITDA（百万元）	807	845	896	999
归属母公司净利润（百万元）	489	555	646	741
增长率(%)	8.97	13.60	16.38	14.57
EPS(元/股)	0.42	0.47	0.55	0.63
市盈率（P/E）	24.44	21.52	18.49	16.14
市净率（P/B）	4.13	2.17	1.94	1.73
EV/EBITDA	13.09	11.46	9.96	8.10

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 公司概况：服装辅料龙头，收入业绩稳健增长 .....	6
1.1 基本情况：服装辅料龙头，多期股权激励绑定核心员工.....	6
1.2 财务分析：收入业绩稳健增长，ROE 稳步提升 .....	9
1.3 业务分析：量价齐升推动拉链业务增长，外销占比不断提升.....	11
2 行业分析：服装辅料市场规模大，龙头份额提升大有可为.....	14
2.1 全球服装辅料市场规模超 250 亿美元，中国占据较高市场份额.....	14
2.2 全球拉链市场约千亿，本土品牌中端市场奋力追赶.....	15
2.3 纽扣市场需求平稳增长，伟星份额领先 .....	20
3 竞争优势：产品力领先，智能化提效，客户服务至上.....	22
3.1 产品：研发提质、智能化提效，注重 ESG 保持高质量发展.....	22
3.2 全球化销售网络布局，一体化服务提升客户满意度.....	25
4 未来看点：海外产能扩建助力份额提升，新品孵化打开增量空间.....	26
4.1 积极布局海外产能，加强国际化进程，抢占高端拉链份额.....	26
4.2 扩展织带&绳带业务，夯实大辅料战略基础，有望成为新增长点.....	28
5 盈利预测及投资建议.....	29
6 风险提示.....	29

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品情况.....	6
图表 2: 公司主要发展历程.....	7
图表 3: 公司股权结构情况 (截止 2023H1) .....	8
图表 4: 公司高管情况 (截止 2023H1) .....	8
图表 5: 公司五期股权激励情况.....	9
图表 6: 公司 2004 年-23 年前三季度收入及增速.....	10
图表 7: 公司 2004 年-23 年前三季度归母净利润及增速.....	10
图表 8: 公司 2004 年-23 年前三季度毛利率及归母净利率.....	10
图表 9: 公司 2004 年-23 年前三季度期间费用率.....	10
图表 10: 公司存货、应收账款、应付账款周转天数 (天) .....	11
图表 11: 公司货币资金及经营性现金流净额/净利润情况 .....	11
图表 12: 公司 2004 年-2022 年 ROE 及变化.....	11
图表 13: 公司收入分品类占比情况 .....	12
图表 14: 公司分品类毛利率情况 .....	12
图表 15: 公司 2011 年-2022 年拉链销量及变化.....	13
图表 16: 公司 2011-2022 年拉链 ASP 变化 .....	13
图表 17: 公司 2011 年-2022 年纽扣销量及变化.....	13
图表 18: 公司 2011-2022 年纽扣 ASP 变化 .....	13
图表 19: 公司 2004 年-2022 年收入分地区占比情况.....	14
图表 20: 服装辅料分类情况.....	15
图表 21: 全球服装市场规模及增速情况 .....	15
图表 22: 中国服装市场规模及增速情况 .....	15
图表 23: 拉链按照材质分类情况 .....	16
图表 24: 拉链按照类型分类情况 .....	16
图表 25: 中国拉链进出口额及增速 .....	16
图表 26: 中国拉链市场规模及增速 .....	16
图表 27: 拉链市场主要竞争参与者 .....	17
图表 28: 全球拉链竞争金字塔结构 .....	18
图表 29: 2022 年全球拉链竞争格局情况.....	18
图表 30: 2017 年-2022 年 YKK、浔兴股份、伟星股份拉链收入比较 .....	18
图表 31: YKK、浔兴股份、伟星股份拉链国内份额变化 .....	18
图表 32: 2018 年-2022 年 YKK、浔兴股份、伟星股份拉链产能比较 .....	19
图表 33: 2017 年-2022 年 YKK、浔兴股份、伟星股份拉链客单价比较 .....	19
图表 34: YKK、浔兴股份、伟星股份经营利润率比较 .....	19
图表 35: 纽扣产品分类情况.....	20

图表 36: 中国进出口纽扣产品结构情况 .....	20
图表 37: 中国纽扣进出口额及增速 .....	21
图表 38: 中国纽扣市场规模及增速 .....	21
图表 39: 中国纽扣市场产量及需求量 .....	21
图表 40: 中国纽扣市场单价变化 (元/粒) .....	21
图表 41: 中国纽扣市场主要竞争参与者 .....	22
图表 42: 伟星股份纽扣收入以及国内纽扣市占率 .....	22
图表 43: 公司研发费用及行业比较 .....	22
图表 44: 公司发明专利数量及变化 (个) .....	22
图表 45: 伟星股份部分发明专利情况 .....	23
图表 46: 公司部分绿色产品及绿色制造产品 .....	23
图表 47: 公司获得客户及专业评审机构认证情况 .....	24
图表 48: 公司国家级实验室情况 .....	24
图表 49: 公司拉链、纽扣人均产量 .....	24
图表 50: 公司原材料成本、人力成本、制造费用成本占比总收入情况 .....	24
图表 51: 公司一体化服务流程 .....	25
图表 52: 公司全球销售网络布局 .....	25
图表 53: 公司销售人员数量及人均收入情况 .....	25
图表 54: 公司代表客户情况 .....	26
图表 55: 公司客户获得荣誉 .....	26
图表 56: 公司目前生产基地情况 .....	27
图表 57: 公司拉链、纽扣产能情况 .....	27
图表 58: 公司拉链、纽扣产能利用率 .....	27
图表 59: 公司国内、海外产能占比情况 .....	28
图表 60: 公司国内、海外产能利用率情况 .....	28
图表 61: 公司定增布局产能情况 (万元) .....	28
图表 62: 公司 2018 年-23H1 其他辅料业务收入及增速 (百万元) .....	29
图表 63: 织带行业市场规模 (亿元) .....	29
图表 64: 公司收入成本拆分及预测情况 .....	29



## 1 公司概况：服装辅料龙头，收入业绩稳健增长

### 1.1 基本情况：服装辅料龙头，多期股权激励绑定核心员工

**国内服装辅料龙头制造商。**伟星股份成立于1988年，主营钮扣、拉链、金属制品、塑胶制品、织带、绳带和标牌等服饰及箱包辅料产品，是面向全球的中国服饰辅料行业领军企业。公司在海内外建有八大生产基地，目前拥有钮扣116亿粒年产能、拉链8.5亿米年产能，产能国内领先。公司采用柔性化的智能制造体系，与产业链上下游高效互动，是国内规模最大、品类最为齐全的服饰辅料企业之一，主要客户包括迪卡侬、耐克、优衣库、宜家、zara、阿迪达斯等全球龙头企业。

图表1：公司主要产品情况



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司经过40余年发展，2016年以来实施聚焦大辅料战略，核心品类行业地位不断提升，具体而言：

**1) 1976年-2004年，初创期：**伟星集团（公司控股股东）前身为临海市有机玻璃厂，成立于1978年，专业生产纽扣产品，1984年集团引进意大利先进生产设备，成功研发出不饱和聚脂树脂纽扣，一举成为全国纽扣行业中的龙头企业。1988年集团开始走外向型经济道路，创办了集团第一家合资企业——伟星塑胶制品有限公司（伟星股份前身），1994年，公司前身进行企业经营体制改革，从一家乡镇集体企业转变为股份制企业，2000年集团设立浙江伟星实业发展股份有限公司，开始走产业经营与资本经营结合道路。2001年，公司实施“大辅料”战略，产品从纽扣延伸至拉链、金属制品等，并在深圳建立工业园。2004年，公司成功登陆深交所，成为国内纽扣、拉链行业首家上市公司。

**2) 2005年-2011年，快速发展期：**2005年，随着纺织品出口配额的取消，为我国纺织行业及相关行业带来了良好的发展机遇。该阶段公司聚焦服装辅料主业，加大技术创新及研发力度，不断优化产品结构，如2006年率先在业内提出“一站式（全程）服饰辅料供应”模式，正式

启动 SAB 品牌战略；2007 年大洋工业园正式投产，成为拉链的主要生产基地，大力推进拉链业务。2009 年公司获得 CNAS 实验室认证，成为国内服装辅料行业首个国家级实验室。2011 年公司收入/归母净利润分别为 19.3 亿元/2.0 亿元，05 年-11 年复合增速高达 23.7%/33.3%，公司规模迅速扩张，研发能力、生产能力及品牌价值持续提升。

3) 2011 年-2016 年，困境调整阶段。2011 年开始国内服装产业增速放缓，被迫向上下游传导压力，公司面临订单、成本、交期和服务等方面的经营压力。公司一方面提升主业竞争力，加大研发投入，实现企业创新突破，全力提升综合管理水平，如 2012 年深圳观澜园区建设完工，实现高效进驻投产；2013 年公司剥离了光学镜片业务，并进行结构调整水晶钻不在单列；2014 年成立伟星辅料学院，打造人才培养的“黄埔军校”。另一方面公司在谋求第二增长曲线方面不断探索；2015 年公司成立北京中捷时代航空科技有限公司，进入军工领域和北斗导航应用领域。

4) 2017 年-至今，聚焦大辅料战略，恢复活力。2016 年以来，国内纺织服装行业实现增速换挡，呈现低速增长，经过多年第二曲线探索，公司再次聚焦大辅料战略，开启全球化布局，核心优势不断凸显。一方面，公司加大东南亚产能布局，如 2016 年建立孟加拉工业园区，迈出全球化生产步伐，并于 2018 年投产；2020 年设立越南子公司，加大东南亚产能布局，并于 2022 年越南工业园开工；另一方面，国内产能不断提升，如 2017 年建立花园工业园、头门港工业园，2020 年建立邵家渡工业园。2022 年公司收入/归母净利润分别为 36.3 亿元/4.9 亿元，16 年-22 年复合增速分别为 8.9%/8.8%。

**图表2：公司主要发展历程**

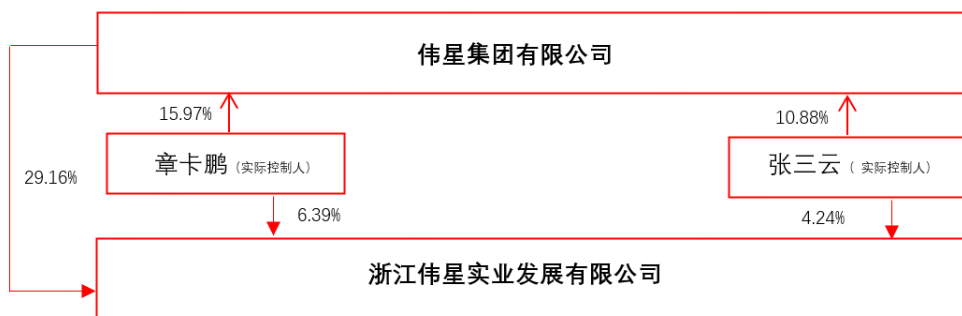
时间	事件
1976	伟星开始了艰苦创业的历程。
1978	伟星集团前身——临海市有机玻璃厂成立
1984	引进意大利先进生产设备，成功研发出不饱和聚酯树脂纽扣，一举成为全国纽扣行业中的龙头企业
1988	创办了公司第一家合资企业——伟星塑胶制品有限公司（伟星股份前身）
1990	深圳联达纽扣公司成立，外向型经济得到进一步发展
1994	进行企业经营体制改革，从一家乡镇集体企业转变为股份制企业
2000	因势设立浙江伟星实业发展股份有限公司，开始走产业经营与资本经营结合道路
2001	实施“大辅料”战略，涉足拉链、金属制品等。同年，在深圳建立工业园
2006	业内率先提出“一站式（全程）服饰辅料供应”模式，正式启动 SAB 品牌战略
2007	大洋工业园正式投产，成为拉链的主要生产基地
2009	获得 CNAS 实验室认证，成为国内服装辅料行业首个国家级实验室
2012	深圳观澜园区建设完工，高效进驻投产
2014	成立伟星辅料学院，打造人才培养的“黄埔军校”
2018	孟加拉工业园正式开工投产，国际化经营迈出新步伐

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

**公司实际控制人及一致行动人为章卡鹏、张三云，核心员工获得股权。**截止 2023H1 公司实际控制人及一致行动人章卡鹏、张三云分别直接持有公司股份 6.39%/4.24%，通过伟星集团

间接持有公司股份分别为 4.65%/3.17%，两者合计持有 18.45%。公司高管团队多人获得股权，员工激励到位。

图表3：公司股权结构情况（截止 2023H1）



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表4：公司高管情况（截止 2023H1）

姓名	职务	年龄	履历
章卡鹏	董事	58	1983 年至 1995 年，在临海市有机玻璃厂先后担任车间主任、厂长助理、副厂长；1995 年至今，在伟星集团先后担任副董事长兼副总经理、副董事长兼总裁、董事长兼总裁；2000 年 8 月至今，在伟星股份先后担任董事长、董事；2007 年 10 月至 2020 年 12 月，在慧星集团先后担任执行董事、董事长；2007 年 12 月至今，在伟星新材担任董事；2022 年 11 月至今，担任浙江伟星光学股份有限公司董事
张三云	董事	60	任伟星集团副董事长，伟星股份副董事长兼总经理，伟星新材董事，并兼任中国服装协会服装辅料专业委员会专家组组长、临海市政协委员。
谢瑾琨	副总经理, 董事, 董事会秘书	56	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
蔡礼永	董事长	58	1987 年至 2000 年月，任临海市有机玻璃厂开发部部长、厂长助理；2000 年至 2016 年，任公司副总经理；2016 年至 2019 年，任公司董事、副总经理；2019 年至 2022 年，任公司董事、总经理，2022 年至今，任公司董事长；2017 年 7 月至今，担任宁波家联科技股份有限公司董事，参与制定公司发展战略
沈利勇	财务总监, 董事	54	1989 年至 1995 年，在临海市有机玻璃厂先后担任财务科科员、副科长；1995 年至 2000 年，在伟星集团先后担任财务部副部长、部长；2000 年至今，在伟星股份先后担任财务总监、副总经理兼财务总监、董事兼财务总监；2022 年 11 月至今，任浙江伟星光学股份有限公司监事会主席。目前还担任伟星集团监事、浙江伟星创业投资有限公司、浙江先锋科技股份有限公司董事
张祖兴	副总经理	59	现任公司副总经理、花园工业园总经理、伟星集团董事



施加民	监事会主席	59	具有三十多年市场营销管理经验。现任公司监事会主席、杭州伟星实业发展有限公司执行董事兼总经理。		
	副董事长，总	49	公司金属事业部总经理，现任公司董事、副总经理、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		

资料来源：ifind，中邮证券研究所

**多期股权激励绑定核心员工利益。**公司自上市以来推出 5 期股权激励，激励人数以及授予股份数量逐次增加，覆盖较多核心员工，充分调动员工积极性。公司历次股权激励主要对 ROE 以及业绩增速作出考核，过去股权激励考核目标均达成。我们认为公司多次推出股权激励有助于绑定核心员工，提升团队稳定性，业绩考核目标彰显对未来增长的信心。

图表5：公司五期股权激励情况

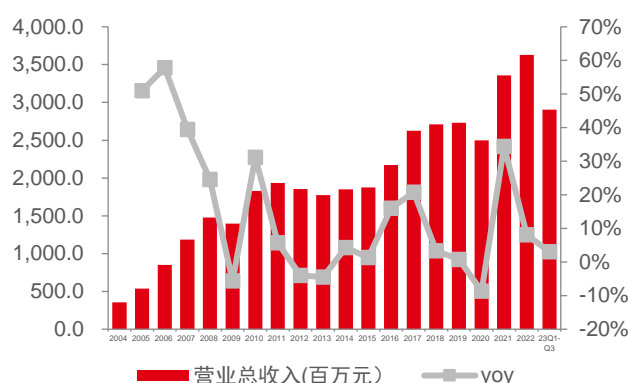
	第一期股权激励	第二期股权激励	第三期股权激励	第四期股权激励	第五期股权激励
考核期限	2006 年-2009 年	2013 年-2016 年	2016 年-2019 年	2020 年-2024 年	2021 年-2026 年
人数	9 人	10 人	77 人	149 人	161 人
股份	608 万份	800 万份	1,290 万	1,800 万	2,200 万
行权价格	9.06 元	9.83 元	6.39 元	2.95 元	4.44 元
考核目标	1) 公司上一年度加权平均净资产收益率不低于 10% 2) 公司上一年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10%； 3) 公司 2006 年、2007 年扣非净利润分别超过 4434 万元和 5543 万元，即以 2005 年净利润为基数，两个会计年度净利润复合增长率超过 25%	以 2012 年归母净利润（剔除股权激励费用，下同）为基数： 1) 2013 年加权平均净资产收益率不低于 11%且净利润增长率不低于 10%； 2) 2014 年加权平均净资产收益率不低于 12%且净利润增长率不低于 25%； 3) 2015 年加权平均净资产收益率不低于 13%且净利润增长率不低于 40%	以 2013-2015 年平均净利润（为扣非归母净利润）为基数： 1) 2016 年的净利润增长率不低于 13.50%且加权平均净资产收益率（以归母净资产为依据，下同）不低于 11%； 2) 2017 年的净利润增长率不低于 21%且加权平均净资产收益率不低于 11%。 3) 2018 年的净利润增长率不低于 32%且加权平均净资产收益率不低于 11%。	以 2019 年归母扣非净利润为基数： 1) 2021 年的净利润增长率不低于 15% 2) 2022 年的净利润增长率不低于 32% 3) 2023 年的净利润增长率不低于 52%	以 2020 年归母扣非净利润为基数： 1) 2021 年的净利润增长率不低于 58% 2) 2022 年的净利润增长率不低于 80% 3) 2023 年的净利润增长率不低于 95% 4) 2024 年的净利润增长率不低于 115% 5) 2025 年的净利润增长率不低于 140%
实际达成情况	均达成	均达成	均达成	21 年-22 年均达成	21 年-22 年达成

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

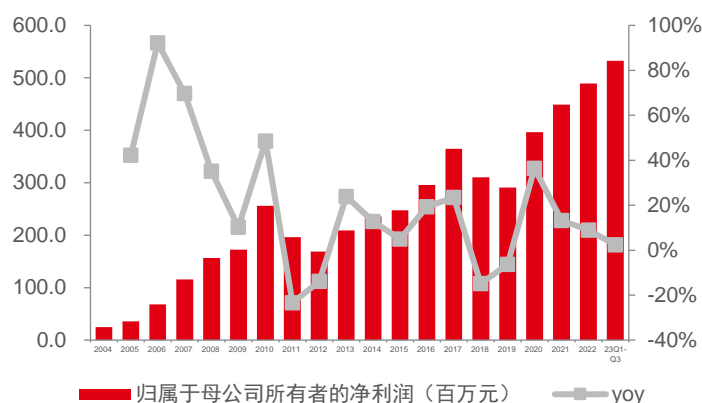
## 1.2 财务分析：收入业绩稳健增长，ROE 稳步提升

**收入业绩稳健增长。**公司 2022 年收入/归母净利润分别为 36.3 亿元/4.9 亿元，04 年-22 年对应复合增速分别为 13.0%/17.0%，得益于拉链、纽扣产品不断提升竞争力、客户持续扩展，公司收入业绩稳健增长；2023Q1-Q3 公司收入/归母净利润分别为 29.0 亿元/5.3 亿元，同比增速分别为 3.1%/2.3%，受全球经济复苏缓慢以及服装类品牌商去库存节奏影响，公司 23 年前三季度收入业绩增长整体承压，但出现逐季改善，23Q3 收入/归母净利润增速分别为 8.7%/10.6%。

图表6：公司 2004 年-23 年前三季度收入及增速



图表7：公司 2004 年-23 年前三季度归母净利润及增速

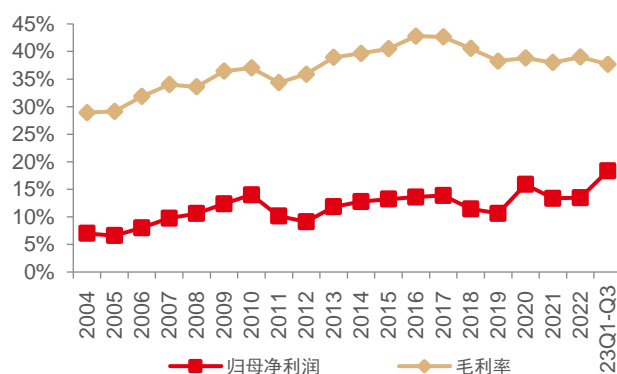


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

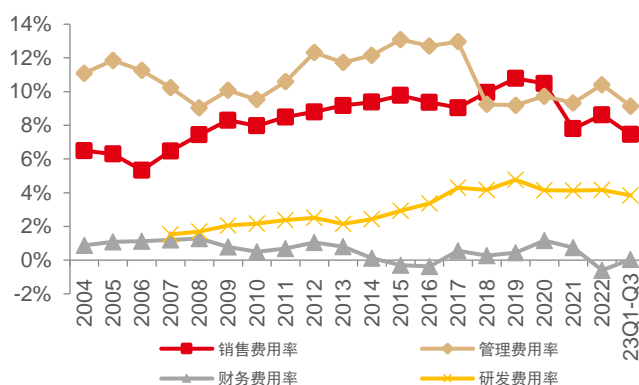
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**毛利率稳步提升带动净利率优化。**公司 2022 年毛利率为 39.0%，同比提升 1.0pct，产品结构升级、智能化制造提升效率、规模效应等因素共振毛利率处于较高水平，近年来相对稳定；23Q1-Q3 公司毛利率为 41.58%，较去年同期提升 1.1pct，拉链业务毛利率大幅提升带动公司毛利率提升。公司 2022 归母净利率分为 16.9%，19 年以来实现较大提升，主要得益于销售及管理费用优化；23Q1-Q3 公司归母净利率为 18.3%，得益于毛利率提升净利率处于历史较高水平。

图表8：公司 2004 年-23 年前三季度毛利率及归母净利率



图表9：公司 2004 年-23 年前三季度期间费用率



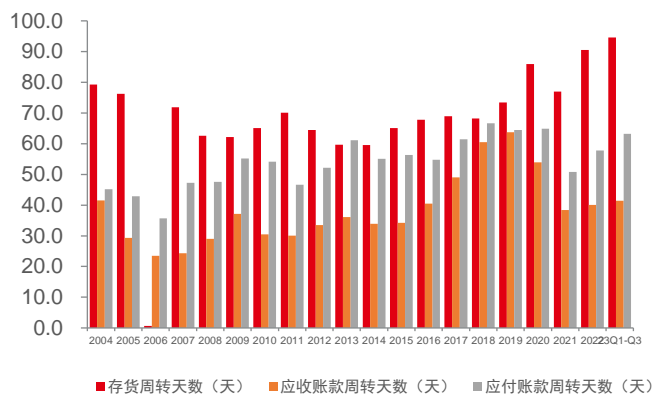
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

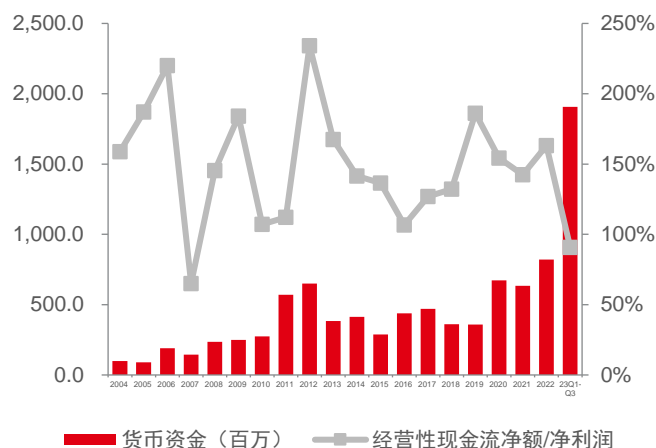
**营业周期较为稳定，现金创造能力较佳。**公司 22 年净营业周期为 73 天，其中存货周转天数为 91 天，应收账款周转天数为 40 天，应付账款周转天数为 58 天，近年来整体保持营业周期稳定。公司 2004-2022 年经营活动现金流净额与净利润比重维持在 1.5 左右水平，现金创造

能力良好；截止 2022 年末公司账面货币资金为 8.2 亿元，23 年 9 月通过增发货币资金提升至 19.1 亿元，充裕的现金储备有助于产能建设。

图表10：公司存货、应收账款、应付账款周转天数（天）



图表11：公司货币资金及经营性现金流净额/净利润情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司近年 ROE 保持 16% 以上。公司 ROE 经过几轮变化，目前处于高位平稳阶段：1) 2004 年到 2010 年公司 ROE 稳步提升，最高达 24.0%，主要得益于资产周转率保持较高水平同时净利率稳步提升；2) 2011 年到 2016 年，公司 ROE 总体维持在 10%-14% 区间，较前期有所回落，主要受总资产周转效率减弱拖累，净利率有所波动；3) 2017 年至今，公司 ROE 逐步提升至 17% 左右，保持相对稳定，权益乘数有所提升带动 ROE 提升。

图表12：公司 2004 年-2022 年 ROE 及变化

年份	04N	05N	06N	07N	08N	09N	10N	11N	12N	13N	14N	15N	16N	17N	18N	19N	20N	21N	22N
ROE	15.1	14.5	19.5	23.6	20.8	17.9	24.0	13.8	10.2	12.4	13.4	13.6	14.6	15.8	13.0	12.2	16.1	17.2	17.5
权益乘数	1.8	1.8	1.9	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.6
资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1	1.1	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7	0.9	0.8
净利率 (%)	7	7	8	10	11	13	14	10	9.3	12	13	13	14	16	12	10	15	13	13

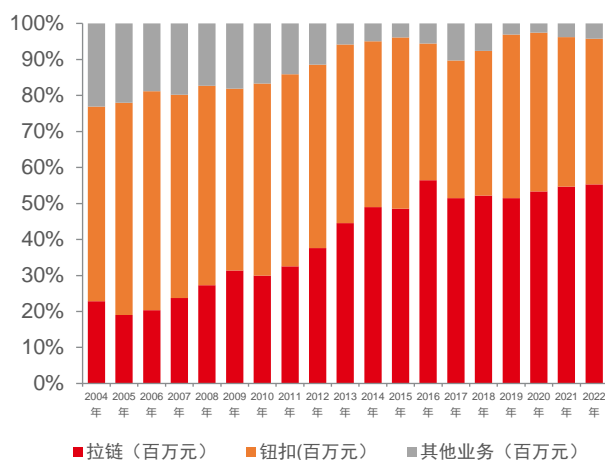
资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 1.3 业务分析：量价齐升推动拉链业务增长，外销占比不断提升

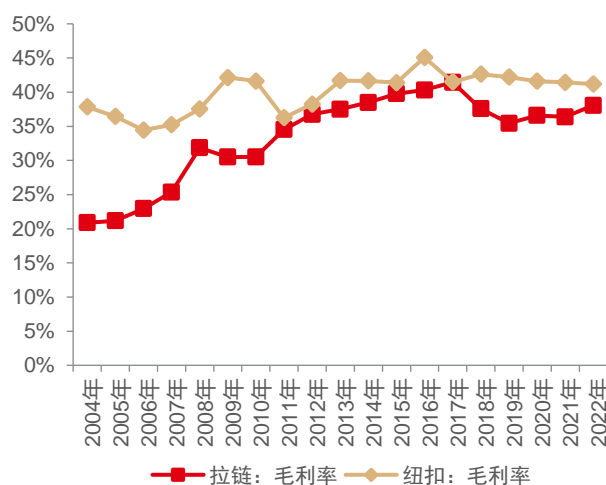
拉链业务快速增长，毛利率逐步提升。公司业务分产品来看，主要分为纽扣、拉链以及其他辅料+其他业务：1) 拉链业务，公司主要销售金属拉链，用于服装、箱包、鞋面等品类，2022 年公司拉链业务收入 20.1 亿元，同增 9.3%，占比 55.3%，04 年-22 年复合增速达 18.4%，通过产品升级、客户扩展实现快速发展；2022 年拉链业务毛利率为 38.1%，较 04 年提升 17.2pct，

得益于产品结构优化、规模效应、智能化制造等毛利率稳步提升；23H1 公司拉链业务收入 10.15 亿元，同减 2.9%，毛利率 42.55%，同比增长 5.5%。2）纽扣业务，公司主要销售金属扣、树脂扣、尿素扣等，用于服装品类，2022 年收入 14.6 亿元，同增 5.6%，占比 39.0%，04 年-22 年复合增速达 11.9%，实现平稳增长；公司 2022 年毛利率为 41.2%，较 04 年提升 3.3pct，得益于良好的规模效应及行业地位，纽扣毛利率维持高位；23H1 公司纽扣业务收入 7.3 亿元，同增 3.2%，毛利率 41.8%，同比增长 0.29%。3）其他辅料主要包括衣架、配饰件、标牌、绳带、绳扣、箱包扣等，2022 年收入为 1.0 亿元，同增 31.3%，04-12 年复合增长率为 22.0%，2022 年其他辅料毛利率为 13.9%，其他辅料处于培育孵化期，整体收入体量较小，毛利率仍具提升空间；23H1 公司其他辅料业务收入 0.62 亿元，同增 26.1%，得益于新业务开拓，获得快速增长。

图表13：公司收入分品类占比情况



图表14：公司分品类毛利率情况

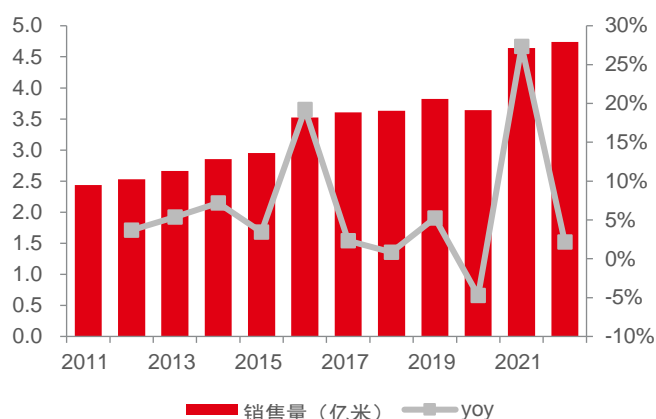


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

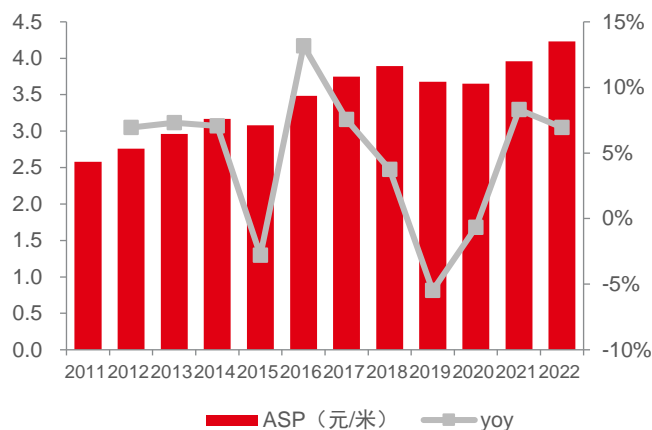
**拉链业务量价齐升，纽扣以价格提升为主。**分量价来看：1）2022 年公司拉链销量为 4.7 亿米，同比增长 2.2%，11 年-22 年复合增速为 6.2%；2022 年公司拉链 ASP（收入/销量）为 4.2 元/米，同比提升 6.9%，11 年-22 年复合增速为 4.6%，公司拉链业务实现量价齐升。2）2022 年公司纽扣销量为 85 亿粒，同比减少 6.8%，11 年-22 年复合增速为 0.2%；公司纽扣 ASP 为 0.17 元/粒，同比提升 13.3%，11 年-22 年复合增速为 3.0%，公司纽扣业务整体以均价提升驱动为主，得益于产品结构优化。

图表15：公司 2011 年-2022 年拉链销量及变化



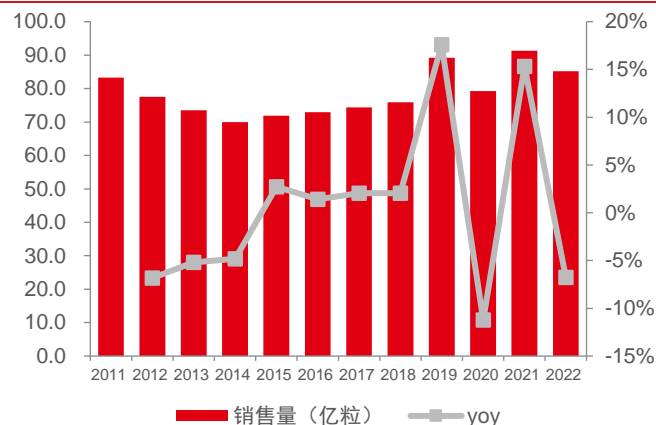
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表16：公司 2011-2022 年拉链 ASP 变化



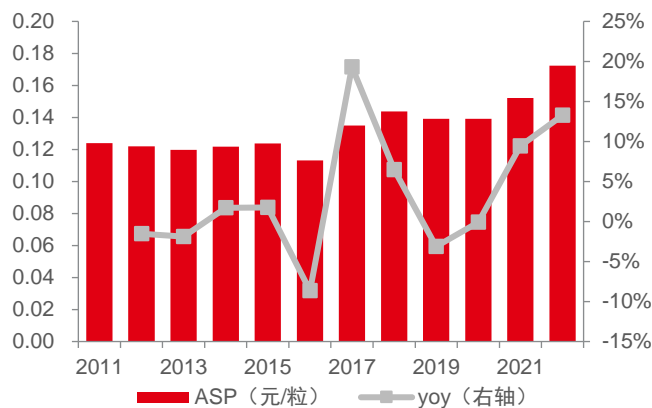
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表17：公司 2011 年-2022 年纽扣销量及变化



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表18：公司 2011-2022 年纽扣 ASP 变化

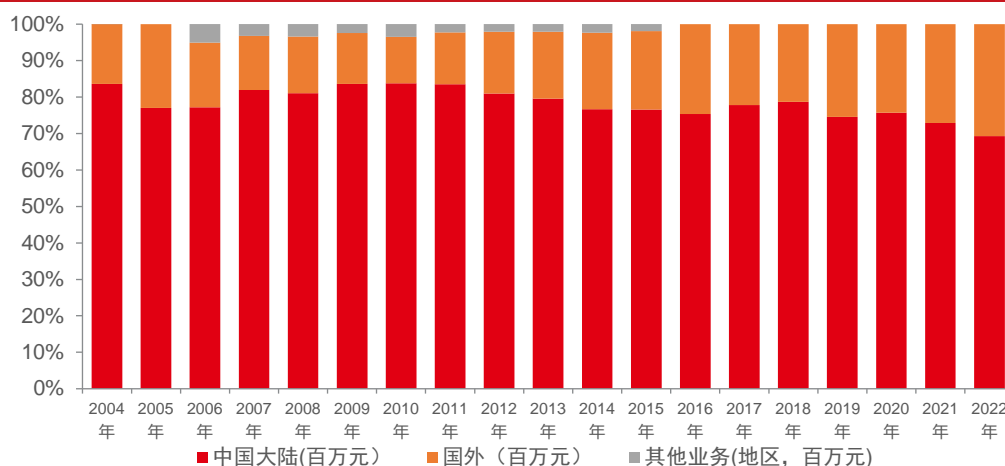


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

客户集中度较低，内外销发展较为均衡。公司客户涉及家居、服饰等行业，包括迪卡侬、耐克、优衣库、宜家等头部公司，实现全球化销售。2022 年国内、海外地区收入分别为 25.2 亿元、11.1 亿元，占比分别为 69.3%、30.7%，04 年-22 年复合增速分别为 12.6%/17.8%，近年来海外占比呈现不断上升的趋势；实际上，由于部分海外品牌由国内公司制造生产，反应为内销，若以实际品牌所属地来看，内外销比例较为均衡。公司 2022 年前五大客户收入占比为 7.3%，一方面海外品牌商供应商较多，另一方面公司客户较丰富，整体集中度较低。



图表19：公司 2004 年-2022 年收入分地区占比情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2 行业分析：服装辅料市场规模大，龙头份额提升大有可为

### 2.1 全球服装辅料市场规模超 250 亿美元，中国占据较高市场份额

**拉链、扣钮为扣紧材料，是服装辅料重要品类。**根据《服装面料辅料应用与采购》，服装辅料主要包括里料、衬料、垫料、填料（絮类填料、材料填料）、缝纫线、扣紧材料（纽扣、拉链、魔术贴）、装饰材料与包装材料等七大类，其中拉链、纽扣等为紧扣材料，是服装辅料的重要组成部分：

1) 拉链下游应用包括服装、箱包等领域；按材质可分为尼龙拉链、塑钢拉链和金属拉链；按照产品形态可分为条装拉链、码装拉链和码头。拉链上游主要以金属、塑料、尼龙原材料为主，中间品经过切割、组装或者挑选之后制成成品。

2) 纽扣根据不同材质可以分为塑料纽扣、金属纽扣、木质纽扣、织物纽扣、珠宝纽扣；根据形状可以分为平面纽扣、多孔纽扣、扣子式纽扣、别针式纽扣。纽扣上游主要以金属和不饱和树脂等原材料为主，下游应用包括服装、家纺等领域。纽扣原材料经过模具的加工之后形成中间品，中间品再经过选胚、制扣，制成成品。

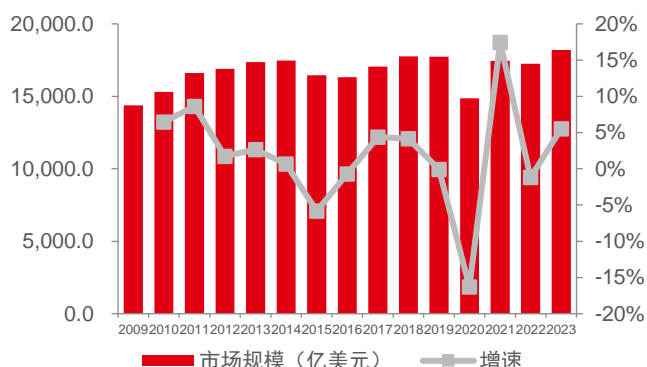
图表20：服装辅料分类情况

种类	基本介绍
里料	服装最里层的材料，通常称为里子、里布或夹里，是用来部分或全部覆盖服装面料或衬料的材料。
衬料	用于服装某些部位的，起衬托、完善服装塑型或辅助服装加工的材料，如领衬、胸衬、腰头衬等。
填料	面料和里料之间的材料，用于保暖。根据填充的形态，可分为絮类和材类两种；絮类主要的品种有棉花、丝绵、驼毛和羽绒；材类主要有氯纶、涤纶、腈纶定型棉，中空棉和光洁塑料等。
垫料	主要用在服装的特定部位，用能够支撑及铺垫等的物品，主要有胸垫、领垫、肩垫。
缝纫线	缝纫线用于缝合各种服装面料及其它辅料材料，具有实用与装饰双重功能
扣紧材料	在服装中主要起连接、组合和装饰的作用，它包括纽扣、拉链、魔术扣等。
装饰材料	装饰材料，花边种类繁多，是女装及童装重要的装饰材料，包括机织花边和手工花边。包装材料、包装
材料等	料。此外还有带类材料、标示材料、包装材料

资料来源：《服装面辅料应用与采购》（作者陈海珍，竺梅芳），中邮证券研究所

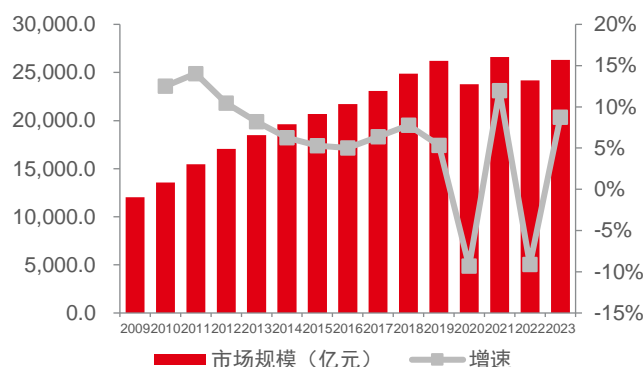
**服装辅料市场规模大，受服装行业景气度影响。**根据欧睿数据，2022 年全球服装鞋履市场规模为 17242 亿美元，若假设成本价到终端零售价加倍率为 3 倍，服装占比 75%，服装原材料成本占比 60%，辅料占比原材料 10%，则服装辅料市场规模约为 259 亿美元，服装辅料市场规模庞大；2013 年以来全球服装鞋履市场保持相对平稳，鞋服作为成熟消费品成长性减弱，一定程度上影响辅料成长性。根据欧睿数据，2022 年中国鞋服市场规模为 24184 亿元，保持低速增长，占比全球服装鞋履市场 20%，考虑到国内纺织鞋履出口，中国辅料市场规模占比全球比例更高。

图表21：全球服装市场规模及增速情况



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图表22：中国服装市场规模及增速情况




资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所




## 2.2 全球拉链市场约千亿，本土品牌中端市场奋力追赶

**金属拉链占据中国进出口规模的 23%，价格整体较高。**根据材质来看，拉链主要分为尼龙拉链、塑钢拉链和金属拉链三种，金属拉链坚固，主要用于牛仔裤、外套以及背包领域，价格较高，注塑拉链顺滑流畅，主要用于运动服外套、羽绒服领域，价格次之，尼龙拉链紧密度高且柔和，主要用于箱包、帐篷、降落伞、西裤等领域，价格整体偏低；根据我国进出口数据，金属拉链占据整体进出口市场规模的 23%，尼龙及注塑整体占比更高。根据产品形态来看，拉链主要分为条装拉链、码装拉链以及拉头，条装拉链是完整的拉链，配有上下止及拉头，码装拉链无上下止及拉头，可根据需要切割，一般主要为尼龙及注塑材质，拉头为拉链的重要零部件。

图表23：拉链按照材质分类情况

材质	类别	特性	售价	用途	图片
尼龙拉链	隐形拉链、防水拉链	米齿咬合紧密，柔软而强度很高的，耐弯曲 90 度以上而强度不受影响	5 号 60cm 尼龙隐形拉链 0.5-1 元/条	西裤、服装口袋、箱包、帐篷、降落伞	
注塑拉链	透明拉链、镭射拉链、金(银)拉链	顺滑、流畅、强度低、难弯曲	5 号 60cm 树脂拉链 1.23.8 元/条	运动外套、羽绒服	
金属拉链	名牙拉链、铜牙拉链等	坚固、价格较高	5 号 60cm 金属拉链 3.38 元/条	牛仔裤、外套、背包	

图表24：拉链按照类型分类情况

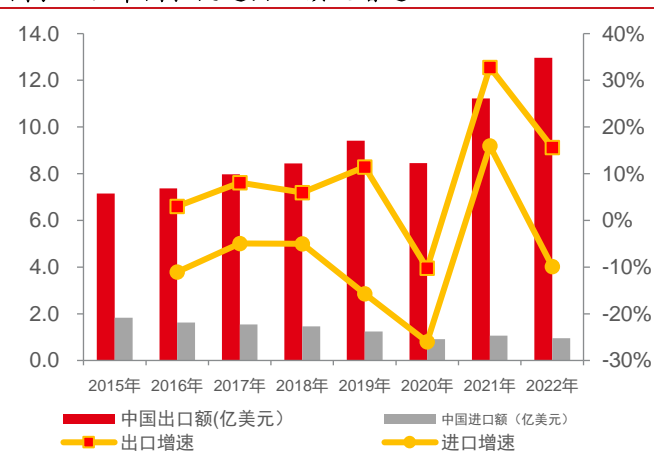
类型	介绍	售价	图片
条装拉链	是一条完整的拉链，配以上下止和拉头。	90cm 长 5 号条装尼龙拉链 13.5 元/条，90cm 长 5 号条装注塑拉链 1-7 元/条	
码装拉链	从形态上看是一条链带，使用者根据裸自己的需求切割，没有上下止和拉头，材料大多为尼龙和注塑。	5 号尼龙码装拉链 0.2-0.8 元/码。5 号注塑码装拉链 0.7-1.6 元/码	
拉头	是拉链的部件之一。使用者需要自己安装，材料主要为金属、塑料、皮革等。	5 号金属拉头 0.09-0.7 元/个 5 号塑料拉头 0.04-0.5 元/个 5 号皮革拉头 0.4-2 元/个	

资料来源：华经情报网，中邮证券研究所

资料来源：华经情报网，中邮证券研究所

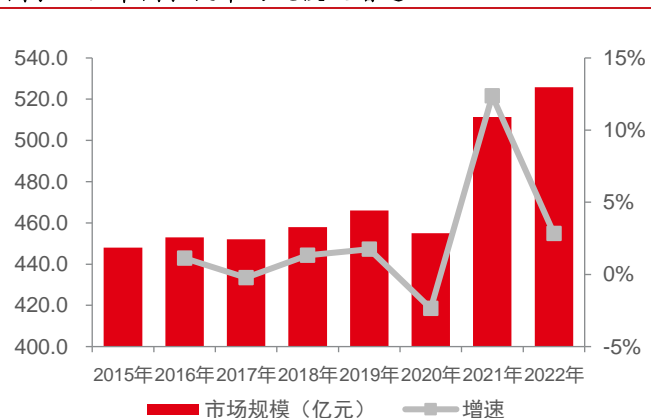
**全球拉链市场规模约千亿元，中国占据 50%左右规模。**根据公司增发公告，全球拉链市场规模约 1000 亿元（根据全球服装市场规模为 1.5 万亿美元、全球箱包市场规模约 1600 亿美元推算），是服装辅料市场规模较高的品种。根据华经产业研究院数据，2022 年中国拉链市场规模为 526 亿元（包括内销及出口），占据全球 50%左右产能规模，是全球领先的拉链生产大国。

图表25：中国拉链进出口额及增速



资料来源：中国海关，中邮证券研究所

图表26：中国拉链市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

**中国拉链出口景气度好于内销。**根据华经产业研究院数据，2015 年-2022 年中国拉链市场复合增速为 2.3%，维持低速增长；根据中国海关数据，2022 年国内拉链出口规模为 13.0 亿美元，占比拉链市场规模的 17%，2015 年-2022 年复合增速为 8.9%，景气度好于内销，成为拉链市场增长的重要引擎。我们认为，中国服装内销市场规模高位震荡导致拉链内需增长遇到一定调整，本土制造商通过不断夯实产品力及提升服务品质抢占海外市场份额，未来有望带动拉链市场稳定增长。

**国外品牌占高端市场，本土品牌中端领域崭露头角。**全球拉链市场可划分为奢侈品市场、中高端市场、中低端市场。目前奢侈品拉链市场主要有瑞士 RIRI、意大利 LAMPO、日本 YKK 旗下的 EXCELLA 等品牌，其产品从原料选材、外观设计、制造工艺等各方面都有严格的要求，多为奢侈品定制，制造周期长，价格昂贵，下游客户包括 LV、Gucci、Prada 等箱包企业；中高端拉链市场主要有日本 YKK、本土企业伟星股份的 SAB、浔兴股份的 SBS 以及上海东龙 YCC，其产品主要供应给各大品牌服饰企业，既对拉链的品质和设计要求较高，又需满足品牌商批量化快速生产；低端拉链市场参与者较多，主要是大量的中小公司，以价格取胜，竞争较为激烈。根据华经情报网数据，中国拉链公司超过 2000 家，主要定位于中端、低端市场，与国际品牌在生产工艺、品牌效应等方面仍存在差异，未来伴随研发实力及品牌影响力增强，有望追赶。

图表27：拉链市场主要竞争参与者

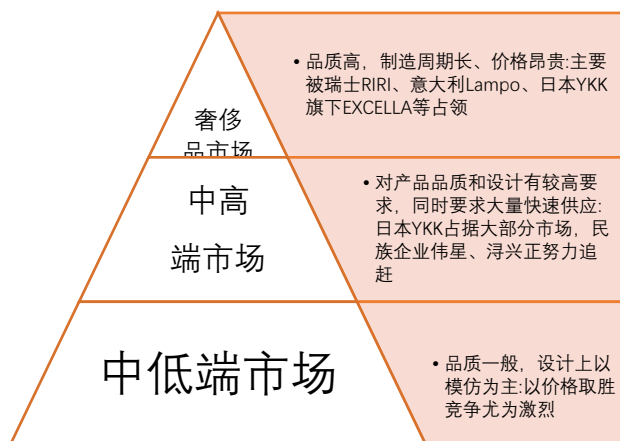
名称	公司简介
Riri 集团	瑞士企业，成立于 1936 年，产品包括拉链、纽扣及金属配件等，旗下品牌为金属和塑料拉链品牌 Riri、按钮、牛仔裤纽扣和铆钉品牌 Cobrax、皮具五金配件的 Cobrax Metal Hub、DMC 以及鞋履和服装及时尚珠宝配件 Amom。2022 年集团收入为 1.7 亿欧元，22 年 12 月瑞士高科技公司 Oerlikon 宣布对其进行收购。
YKK	YKK 株式会社创立于 1934 年，规模超百亿美元。以金属拉链起家，专注于拉链、尼龙粘扣带（纤维产品）、扣具（树脂产品）以及按扣纽扣等商品。2021 年发斯宁收入达 3400 亿日元。集团收入达到 7970 亿日元。
伟星股份	伟星股份创立于 1988 年，主营纽扣、拉链、金属制品、塑胶制品、织带、绳带和标牌等服饰及箱包辅料产品。旗下拉链品牌为 SAB，2022 年拉链收入达到 20 亿元，总体收入达 36 亿元。
浔兴股份	前身为创立于 1992 年的浔兴精密模具有限公司，主营金属、尼龙、塑钢三大系列的各种码装和成品拉链，各种规格型号的拉头和拉链配件等产品。旗下拉链品牌为 SBS，2022 年拉链收入为 16.5 亿，总体收入为 21 亿元。
上海东龙	YCC 成立于 1995 年，主营产品为条装、码装拉链，凭借优质的产品和服务，YCC 已成为众多国际知名服装品牌的合作伙伴。
恒泰集团	原名开易，成立于 1992 年，是一家专业制造拉链的香港主板上市公司，致力于拉链设计、开发、生产、销售一体化经营，是中国规模较大的抗链制造企业之一。2022 年拉链收入 2.1 亿港元，总收入为 2.2 亿港元。

资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

**拉链行业集中度较低，YKK 份额领先。**根据各公司公告，YKK（2022 年发斯宁事业部收入）、伟星股份（2022 年拉链收入）、浔兴股份（2022 年拉链收入）、RIRI（总收入）分别为 3805 亿日元（以年度汇率 0.0513 换算为人民币为 195 亿元）、20 亿元、16.5 亿元、12 亿元，若以全球拉链市场规模 1000 亿元为计算依据，其份额分别为 19.5%、2.0%、1.7%、1.2%，拉链市场整体集中度仍较低，YKK 大幅领先。我们认为，YKK 绝对领先的地位来源于其精益求精的产品

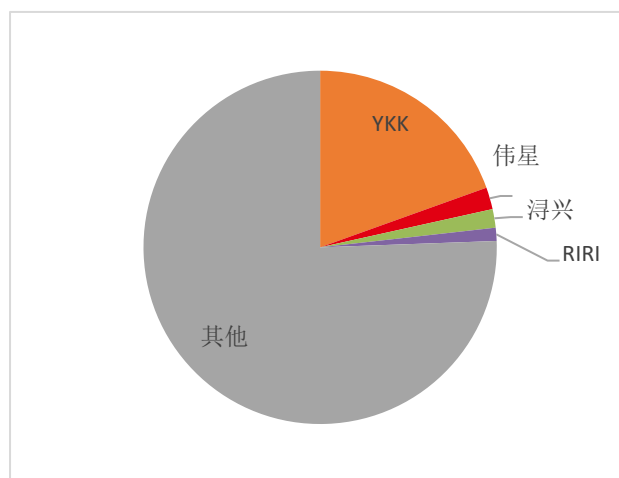
力以及扎实的客户基础，全球化布局领先；根据公司公告，2022 年 YKK 中国、欧洲、日本、美洲、东盟、ISEMA（印度、南亚、中东、非洲）收入分别为 859/615/286/537/966/518 亿元，其产品全球化销售领先。

图表28：全球拉链竞争金字塔结构



资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

图表29：2022 年全球拉链竞争格局情况

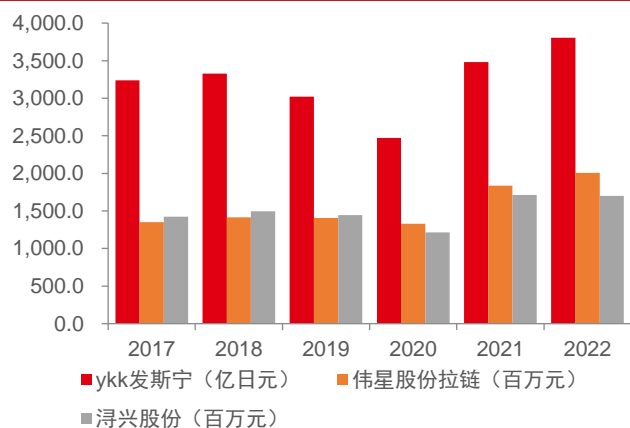


资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

备注：以 1000 亿元为市场规模，各公司收入/市场规模计算份额

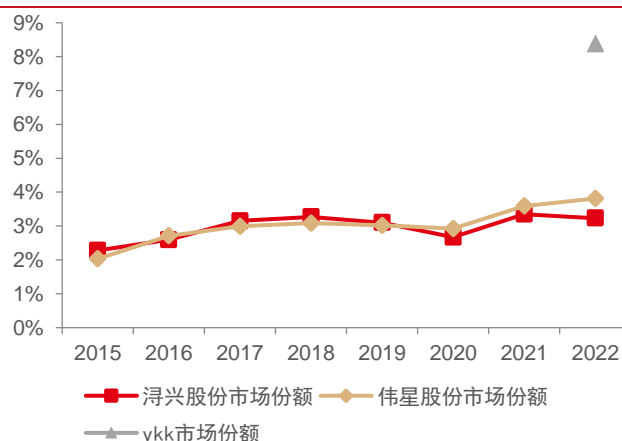
**伟星拉链业务奋力追赶，国内份额持续提升。**以伟星为代表的本土企业奋力追赶，抢占订单，国内市场份额不断提升。根据各公司公告，2017 年-2022 年 YKK 发斯宁事业部、浔兴股份、伟星股份拉链业务收入复合增速分别 3.3%/3.6%/8.2%，伟星股份增长远高于同行。若以国内市场份额来看，2021 年 YKK、伟星、浔兴份额分别为 10.5%、3.6%、3.4%，2022 年 YKK 伟星、浔兴份额为 8.3%/3.8%/3.2%。伟星国内份额迅速追赶，伴随全球化扩张优势有望进一步突破。

图表30：2017 年-2022 年 YKK、浔兴股份、伟星股份拉链收入比较



资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

图表31：YKK、浔兴股份、伟星股份拉链国内份额变化



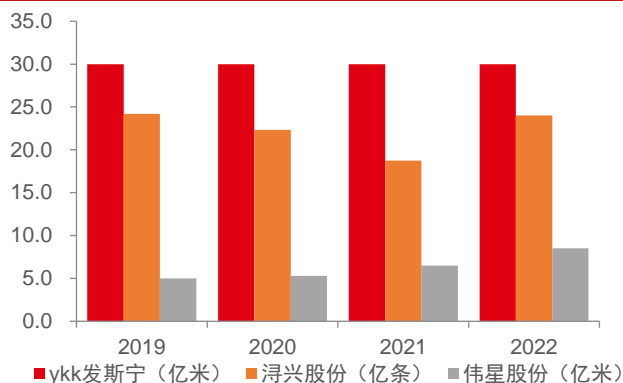
资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

备注：浔兴、伟星为拉链收入，YKK 为 21 年中国地区收入



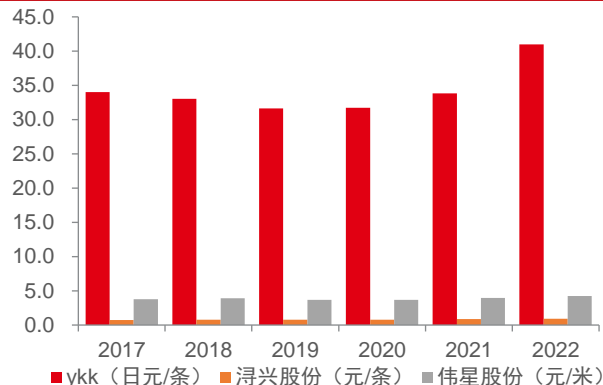
伟星产能保持扩张，价格稳步提升，不断缩小与龙头差距。产能上，2022 年 YKK 发斯宁事业部拉链产量超过 30 亿米、伟星股份产能为 8.5 亿米、浔兴股份产能为 24 亿条，YKK 产量处于领先地位，伟星股份产能稳步增长，不断缩小与龙头差距。客单价上，2022 年 YKK 拉链为 41.0 日元/条（约为 2.1 元/条，若考虑到产量超过 30 亿米，22 年销量为 92.9 亿条，假设 1 条=0.33 米，则换算为米单位价格为 41.0 日元/0.33 米=124.5 日元/米=6.3 元/米），浔兴股份为 0.9 元/条，伟星股份为 4.2 元/米，本土浔兴股份和伟星股份均价不同程度上涨，且伟星价格与龙头 YKK 价差缩小。

图表32：2018 年-2022 年 YKK、浔兴股份、伟星股份拉链产能比较



资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

图表33：2017 年-2022 年 YKK、浔兴股份、伟星股份拉链客单价比较

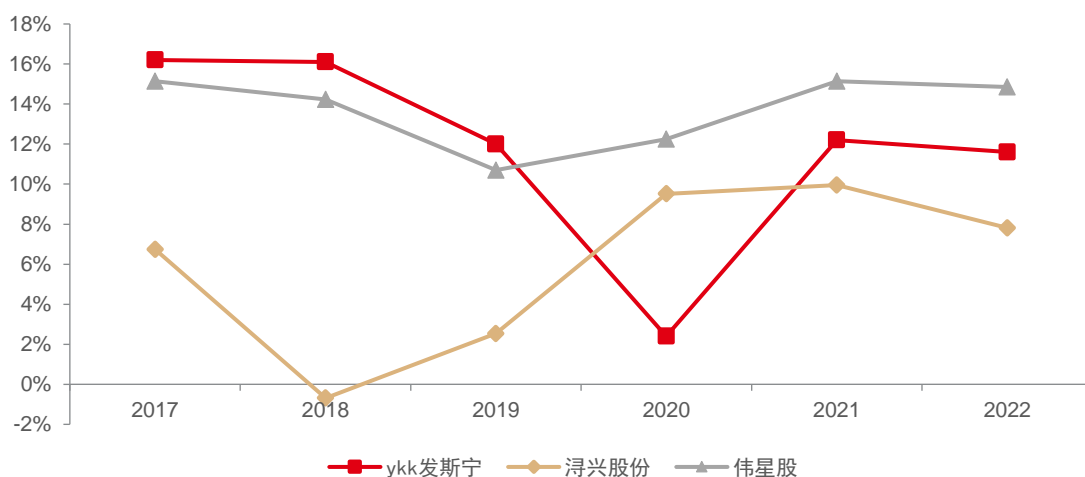


资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

备注：YKK 为产量超过 30 亿米

YKK、伟星利润率先领先。2022 年 YKK 发斯宁事业部、伟星股份、浔兴股份经营利润率分别为 11.6%/14.9%/7.8%，YKK 及伟星股份整体盈利水平较好，得益于产品中高端定位以及良好的规模效应，浔兴股份经营利润率波动较大，整体低于龙头公司。

图表34：YKK、浔兴股份、伟星股份经营利润率比较



资料来源：各公司公告，中邮证券研究所（备注：1）2020 年 YKK 重组调整因而发斯宁事业部经营利润率低；2）伟星股份与浔兴股份采用拉链业务毛利率-销售费用率-管理费用率-研发费用率）

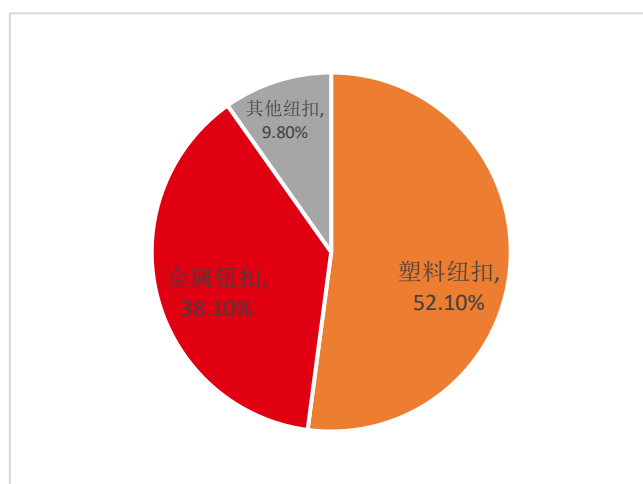
## 2.3 纽扣市场需求平稳增长，伟星份额领先

**塑料及金属纽扣是中国纽扣进出口主要品类。**纽扣主要作用在于连接衣服的门襟并兼具艺术性及装饰性。纽扣根据材料可以分为塑料纽扣、金属纽扣、木质纽扣、织物纽扣、珠宝纽扣；根据形状可以分为平面纽扣、多孔纽扣、扣子式纽扣、别针式纽扣；根据用途可以分为装饰性纽扣、功能性纽扣、纽扣配饰。塑料纽扣具备耐腐蚀性、耐熨烫性、耐水性好，价格便宜，应用广泛，适用于所有服饰，金属纽扣有质感，电镀性好，价格相对较高，适合于高档西装、大衣、高档衬衣。根据中国海关数据，2021 年金属纽扣、塑料纽扣占比中国纽扣进出口总额的 38.1%、52.1%，塑料纽扣及金属纽扣占据主要规模。

图表35：纽扣产品分类情况



图表36：中国进出口纽扣产品结构情况

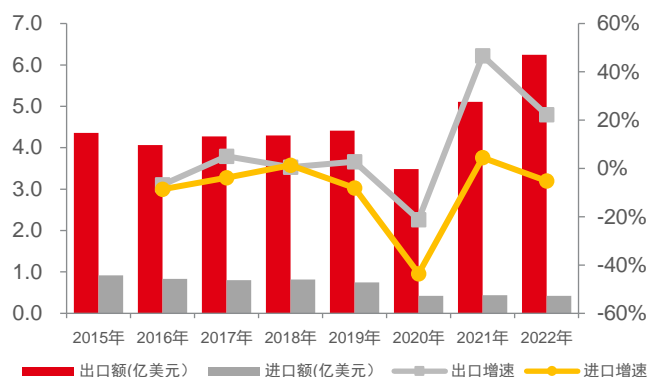


资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

资料来源：中国海关，中邮证券研究所

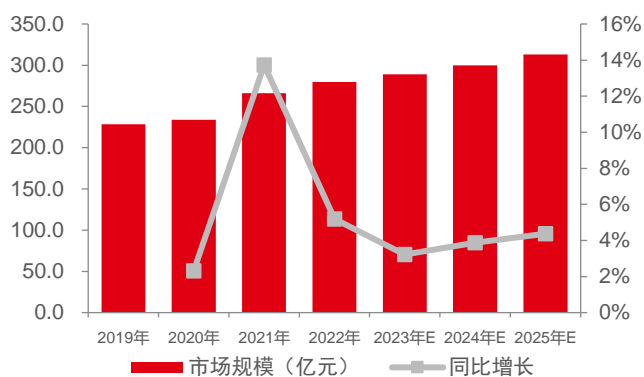
**中国纽扣市场规模约 278 亿元，销量驱动低速增长。**根据华经情报网数据，2022 年中国纽扣市场规模约 278 亿元，17 年-22 年复合增速为 4.9%。从量价来看，2022 年纽扣消耗量为 2200 亿粒，17 年-22 年复合增速为 6.8%，2022 年纽扣均价为 0.13 元/粒，17 年-22 年复合增速为-1.8%，纽扣市场以销量驱动平稳增长。我们认为，纽扣市场增长主要得益于：1) 装饰需求驱动增长，尽管服装整体需求较为平稳，但纽扣作为装饰性辅料需求增强，带动市场增长；2) 外销驱动增长，根据海关数据，2022 年中国纽扣出口额为 42 亿元，17 年-22 年复合增速为 7.8%，高于整体增速。目前国内纽扣行业整体单价仍较低，未出现明显产业均价提升势头。

图表37：中国纽扣进出口额及增速



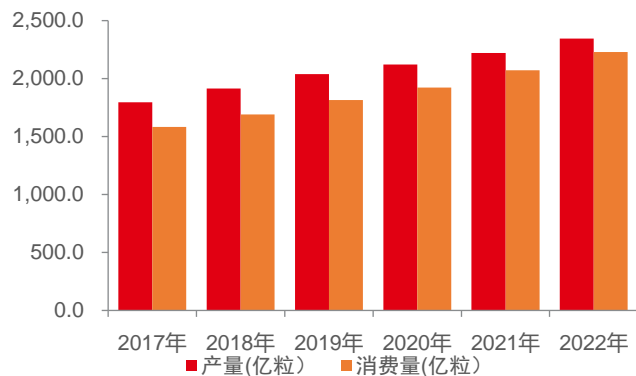
资料来源：中国海关，中邮证券研究所

图表38：中国纽扣市场规模及增速



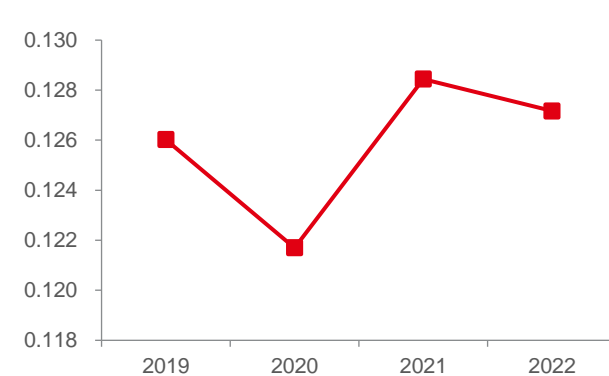
资料来源：华经情报网，中邮证券研究所

图表39：中国纽扣市场产量及需求量



资料来源：智研咨询，华经情报网，中邮证券研究所

图表40：中国纽扣市场单价变化（元/粒）



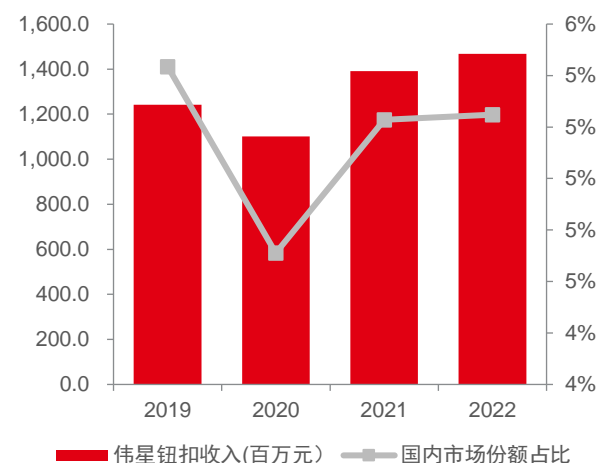
资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

伟星为国内纽扣龙头，份额相对平稳。根据 ifind 数据，国内拥有纽扣生产企业约 4000 家，代表企业包括伟星股份、力顿纽扣、三水创新、爱丽丝等，行业规模企业较少，经营较为分散，整体集中度偏低。伟星股份为纽扣行业龙头企业，份额持续提升，若以公司纽扣业务收入/国内纽扣市场规模来看，2022 年伟星股份份额为 5.2%，近年来相对平稳。我们认为，国内纽扣产业较为成熟，龙头公司凭借良好的工艺技术以及规模效应产品力领先，伴随客户不断延展有望持续提升份额。

图表41：中国纽扣市场主要竞争参与者

企业名称	企业概况
伟星股份	成立于1988年，主营纽扣、拉链、金属制品、织带、绳带和标牌等服饰及箱包辅料产品。2022年拉链收入达到14亿元，总体收入达36亿元。
力顿纽扣	成立于1990年，产品包括插扣、钮扣、拉头。从美国的一家工厂发展到现在在美国、意大利、中国和越南拥有全球工厂。
佛山市三水	公司是金属纽扣、牛仔扣、印花纽扣、批花纽扣、五爪扣、陶瓷纽扣、合金纽扣、四合扣、工字钮夹扣、子母扣、按扣、金属纽扣、急扣、牛仔扣、撞钉、水泡扣、铆钉、鸡眼、带扣、D字扣等产品专业生产加工的实业公司。
创新五金	主要经营生产纽扣、皮带扣等服饰配件、塑料五金装饰品、纽扣生产设备及、文具及相关小饰件，销售自产产品。
爱丽丝纽扣	

图表42：伟星股份纽扣收入以及国内纽扣市占率



资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

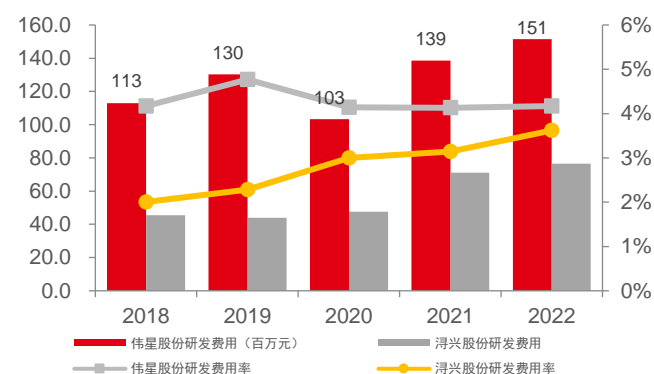
资料来源：智研咨询，公司公告，中邮证券研究所

### 3 竞争优势：产品力领先，智能化提效，客户服务至上

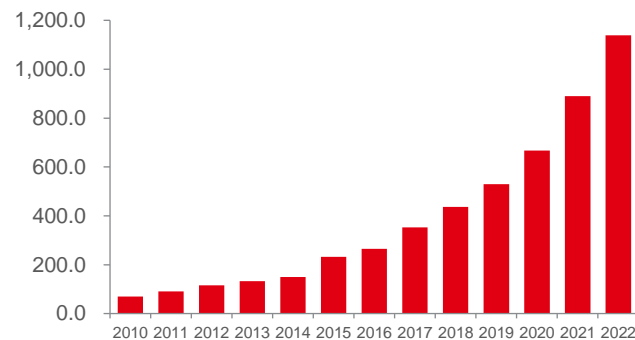
#### 3.1 产品：研发提质、智能化提效，注重 ESG 保持高质量发展

保持较高研发投入夯实研发实力。2022年研发人员为694人，占比总人数为8.2%，15-22年研发人员人数复合增长率为3.8%，呈现稳定增长，其中研发团队中硕士及以上人员占比4.2%。2) 2022年公司研发费用为1.5亿元，占比收入4.2%，2018-2022年复合增长率为7.6%，研发费用率保持行业领先。

图表43：公司研发费用及行业比较



图表44：公司发明专利数量及变化(个)



资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

专利储备丰富，拉链纽扣制造等领域颇有沉淀。截止2022年末，公司拥有发明专利1139项，高于浔兴股份，近年来专利数据不断提升。根据天眼查专利查询，公司在纽扣材料制造

及应用、各类型拉链制备及工艺创新等方面颇有沉淀，良好的专利储备助力公司产品创新及品质提升。

**图表45：伟星股份部分发明专利情况**

申请日	专利名称
2013/12/16	一种数控全自动喷漆拉头上挂具装置
2016/12/7	一种防水膜及其制备方法和防水拉链
2019/11/5	一种原色拉链布带、其制备方法及其在服装面辅料中的应用
2019/11/21	一种拉链布带、注塑拉链及其制备方法
2019/11/27	一种拉链、拉头及拉片更换装置
2019/12/10	一种拉链、注塑齿牙及其加工工艺
2019/12/16	一种快速调节码装条装的拉链排咪模
2021/1/29	一种采用环保喷漆工艺生产的拉头及其制备方法
2021/5/10	一种防水拉链用胶防水膜及其制备方法和应用
2022/3/22	一种抗吸色树脂材料及其制备方法和应用
2022/9/19	一种耐冲击性能优良的高比例生物基树脂钮扣及其制备方法

资料来源：天眼查，中邮证券研究所

**注重 ESG，绿色制造方面不断突破。**公司目前研发聚焦三大方向：1）聚焦时尚前沿，强化“时尚设计”能力；2）聚焦“资源循环、回归自然、绿色制造”三大研发方向；3）聚焦前沿技术和重点领域，加速创新研发及迭代差异化、特色化、绿色化的产品，以核心优势取胜市场。近年来公司在可回收、可降解、生物基辅料等绿色产品领域以及绿色制造技术方面取得重大突破，如研发可回收拉链系列、废料再回收钮扣、低苯乙烯钮扣等，注重可持续发展。

**图表46：公司部分绿色产品及绿色制造产品**

产品	特色
可回收拉链系列	同类型废料回收再制造，产出成品拉链，减少废料对环境造成危害，各种拉链品类可回收率平均可达 30%以上。
废料再回收钮扣	回收废旧纸制品做成钮扣，纸粉含量 30%，韧性好、不易破碎，减少环境污染。秸秆再回收钮扣（20%）舍弃传统焚烧法，使用全新处理方式回收利用，避免环境污染。将树脂废料碎片回收，制成树脂板，经加工最终形成树脂钮扣。
低苯乙烯钮扣	苯乙烯为世卫组织认定的二类致癌物，但又是制作钮扣所必须的交联剂。伟星 SAB 采用低含量苯乙烯工艺，苯乙烯含量低于 500ppm（普通为 >3000ppm）。

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

**获得国际大客户&专业机构审核认证，为产品品质背书。**经过多年沉淀，公司打造中国辅料行业首家国家级实验室 CNAS 实验室，建设省博士后科研工作站以及省级企业研究院。同时获得行业头部客户以及领先评审机构认证，为产品品质背书，如 adidas 实验室认证、Nike 实验室认证、CNAS 认证、bluesign 认证、REACH SVHC 环保测试认证证书、Oeko-Tex 100（I 级）认证等。



图表47：公司获得客户及专业评审机构认证情况

分类	代表案例
客户认证	adidas 实验室认证
	Nike 实验室认证
专业机构审核	CNAS 认证
	bluesign 认证
	REACH SVHC 环保测试证书
	Oeko-Tex 100（Ⅰ级）认证

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

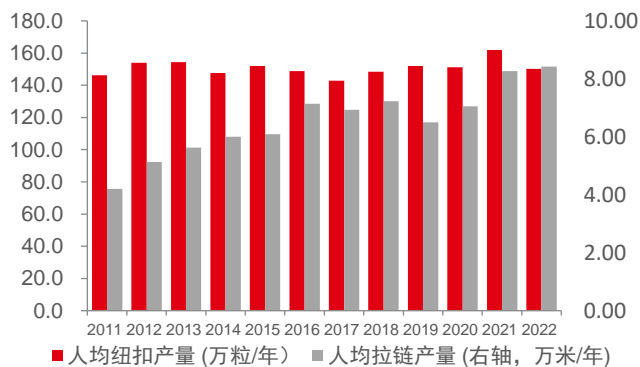
图表48：公司国家级实验室情况



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

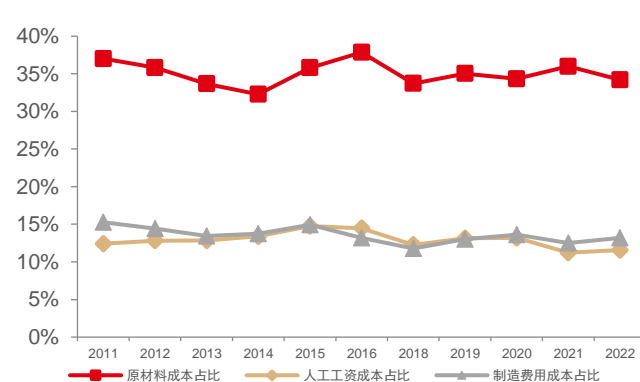
**大力推进智慧工厂建设，人均产出大幅提升，实现降本增效。**公司2014年开始全速推进设备自动化改造和信息化工程应用，持续推进机联网、物联网、智能物流等“互联网+”项目，不断优化工厂与市场的智能协作。公司引进国际精密制造研发设备、智能化系统、配备先进的ERP生产管理系统，导入工业4.0，建造智慧工厂，实现生产的智能化、自动化、信息化。2022年人均纽扣产量达到150万粒/年，14年-22年复合增长率为0.2%；2022年人均拉链产量为8.4万米/年，14年-22年复合增长率为4.1%；2022年公司人工费用以及制造费用占比收入分别为11.6%/13.2%，较14年变动率分别为-1.7pct/-0.3pct，公司智能化建设有效缓解成本上涨压力，良好的成本管控提升公司同业竞争力。

图表49：公司拉链、纽扣人均产量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表50：公司原材料成本、人力成本、制造费用成本占比总收入情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**柔性供应链领先，快速反应市场需求。**公司通过主要生产设备自动化，全工序生产自制，工艺品质标准化，数据化，实现生产环节快速流转，为客户提供专业、快捷的“一站式”服饰辅料供应。一般来说，公司根据客户订单需求最快可实现3-7天生产周期，小批量快速交付成为公司核心竞争优势之一。

### 3.2 全球化销售网络布局，一体化服务提升客户满意度

**注重服务体验，一体全程服务提升客户满意度。**公司以“产品+服务”的经营理念，注重在为客户提供优质产品的同时提供“一站全程”的服务，“一站”包含辅料品类齐全，可以满足客户对各类辅料的需求，为客户提供辅料产品一站式解决方案，“全程”服务包括“时尚设计”、“精工制造”、“专家销售”、“承诺式服务”四大体系加以实现和保障。通过一站全程服务打开差异化，提升客户满意度。

图表51：公司一体化服务流程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

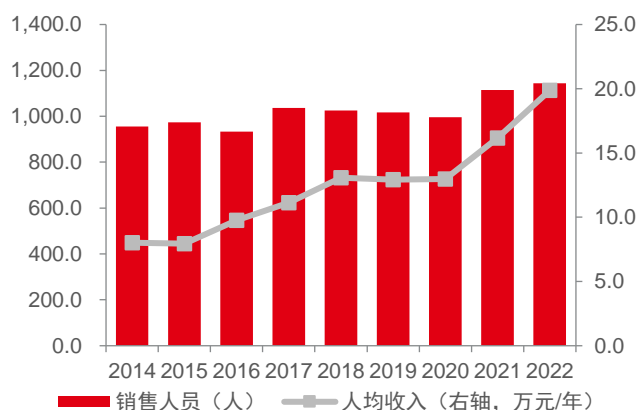
**全球销售网络布局，提供专家型销售服务。**公司通过完整的辅料专业知识培训体系，培养1000余位集辅料专业知识、专业销售技巧、高品质服务能力的销售精英，遍布全球五大洲。可在第一时间为客户提供全套辅料产品采购和解决方案，帮助客户规避采购和应用风险，节约成本，提高效率，为客户创造长远、稳定、可持续的价值。根据公司官网信息，目前公司在全球拥有20多家销售分公司，50多个销售网点，实现客户需求快速反应。

图表52：公司全球销售网络布局



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表53：公司销售人员数量及人均收入情况

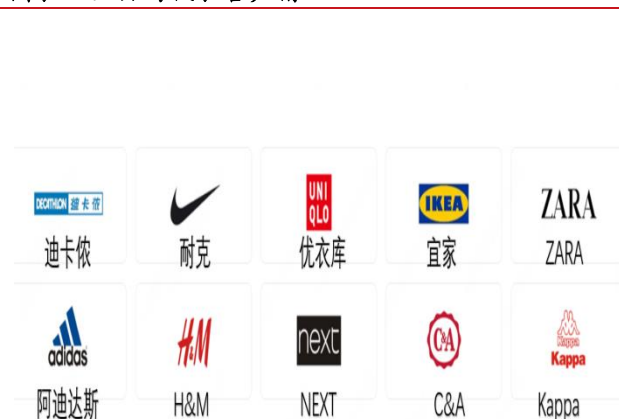


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**与全球顶尖品牌客户深度合作，频获荣誉彰显客户粘性。**公司与国内众多一线服饰品牌建立深厚联系，逐步加大国际一线品牌合作。公司与国际一线品牌如Adidas、Nike、ZARA、C&A、迪卡侬、H&M、NEXT等建立合作，国际化战略不断深化。近年来，公司频繁获得客户荣誉，如

波司登 2022 年度快反领先奖、安踏 2022 年度创新奖、波司登 2021 年度核心材料品质优秀奖、adidas3C 奖等，客户持续认可提升粘性，为订单份额提升奠定基础。

图表54：公司代表客户情况



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表55：公司客户获得荣誉

年份	荣誉
2023	波司登 2022 年度快反领先奖
2023	探路者 2023 年度金牌供应商奖
2022	安踏 2022 年度创新奖
2022	劲霸优秀供应商金鸡奖
2022	波司登 2021 年度核心材料品质优秀奖
2022	太平鸟 2021 年度精准服务奖
2021	波司登 2020 年度优秀供应商奖
2020	SKECHERS 2019 年度优秀供应商奖
2020	波司登 2019 年度核心材料优秀供应商奖
2020	H&M2019 可持续发展创新奖”
2019	森马股份·巴拉巴拉品牌产品质量免检供应商”
2019	adidas3C 奖
2019	安踏 2019 特殊贡献奖

资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

## 4 未来看点：海外产能扩建助力份额提升，新品孵化打开增量空间

### 4.1 积极布局海外产能，加强国际化进程，抢占高端拉链份额

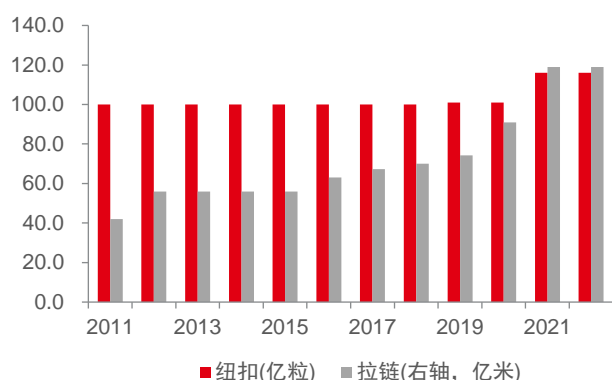
国内外八大生产基地，纽扣产能利用率较高，拉链产能利用率持续爬坡。伟星股份现有产能纽扣 116 亿粒，拉链 8.5 亿米。国内主要生产基地包括大洋工业园、江南工业园、花园工业园、深圳工业园、邵家渡工业园、头门港工业园、潍坊工业园，国外主要为孟加拉库米拉工业园。截止 2022 年公司拉链、纽扣产能利用率为 56%、73%，考虑到季节效应纽扣产能利用率较高，受国外产能爬坡影响拉链产能利用率具备一定提升空间。

图表56：公司目前生产基地情况

生产基地	主要产品
大洋工业园:浙江临海拉链制造基地	金属拉链、塑钢拉链、尼龙拉链、隐形拉链
江南工业园:浙江临海金属制品制造基地	金属扣
花园工业园:浙江临海钮扣制造基地	树脂扣、尿素扣、果实扣、真贝扣、牛角扣
深圳工业园:深圳制造基地	金属拉链、塑钢拉链、尼龙拉链、隐形拉链、金属制品、树脂扣
邵家渡工业园:浙江临海织带、绳带制造基地	织带、绳带
头门港工业园:浙江临海表面处理制造基地	电镀加工业务
潍坊工业园:山东潍坊拉头制造基地	拉头
孟加拉库米拉工业园:孟加拉库米拉制造基地	金属拉链、塑钢拉链、尼龙拉链、隐形拉链、金属制品

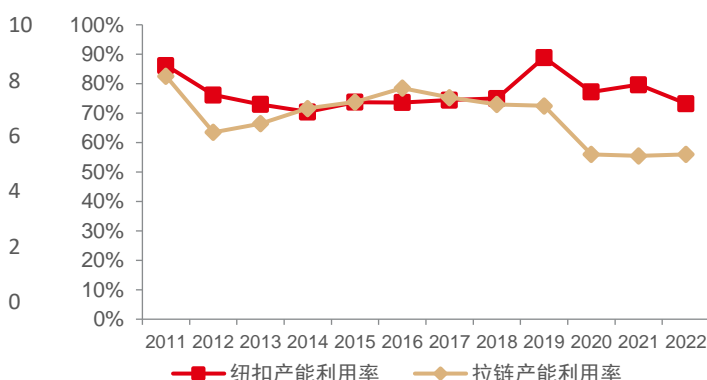
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表57：公司拉链、纽扣产能情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

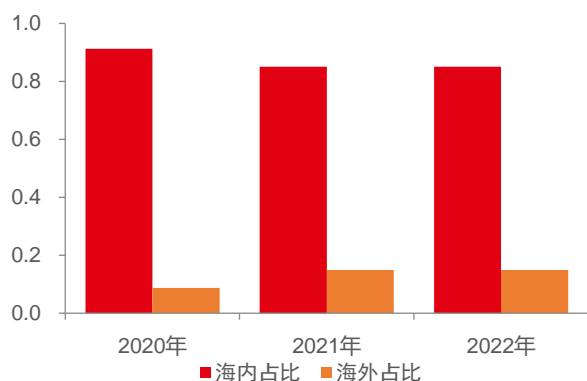
图表58：公司拉链、纽扣产能利用率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

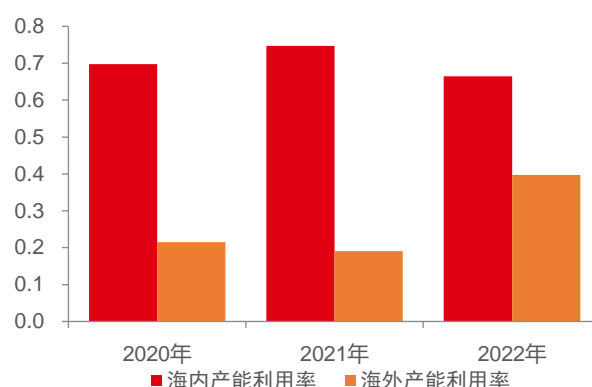
**定增布局海外产能，顺应服装加工东南亚转移大势。**目前，国外产能主要为孟加拉产业园（该园区16年开始规划，一期产能18年正式投入使用），2022年孟加拉工业园产能占比达到15.0%，产能利用率为39.7%，仍在爬坡阶段。2023年公司定增加大产能布局，包括年产9.7亿米高档拉链配套织带搬迁及服饰辅料技改项目（一期）、年产2.2亿米高档拉链扩建项目以及越南服装辅料生产项目，其中越南服装辅料生产项目主要用于生产各类拉链产品以及金属扣产品，规划产能分别为1.24亿条、3.98亿套，预计一期产能将于2024年1月正式投产。我们认为，一方面，东南亚具备较好的成本优势，海外产能布局有助于长期降本；另一方面，若此次产能全部落地，公司拉链产能将超过20亿米，为国际化发展、高端化升级蓄能。

图表59：公司国内、海外产能占比情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表60：公司国内、海外产能利用率情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表61：公司定增布局产能情况（万元）

项目名称	地点	投资总额	募集资金拟 投金额
年产 9.7 亿米高档拉链配套织带搬迁及服饰辅料技改项目（一期）	国内	47,460	42,000
年产 2.2 亿米高档拉链扩建项目	国内	34,620	32,760
越南服装辅料生产项目	越南清化	44,640	30,240

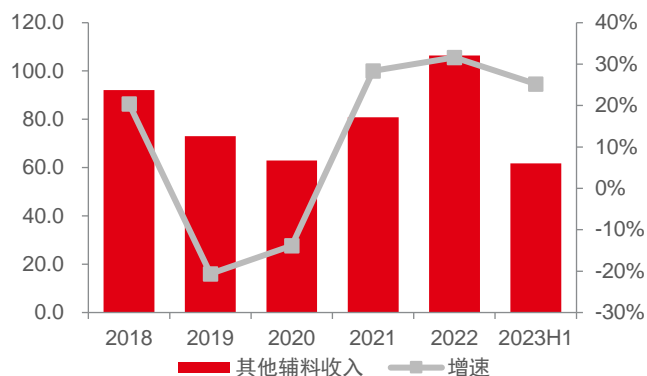
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 4.2 扩展织带&绳带业务，夯实大辅料战略基础，有望成为新增长点

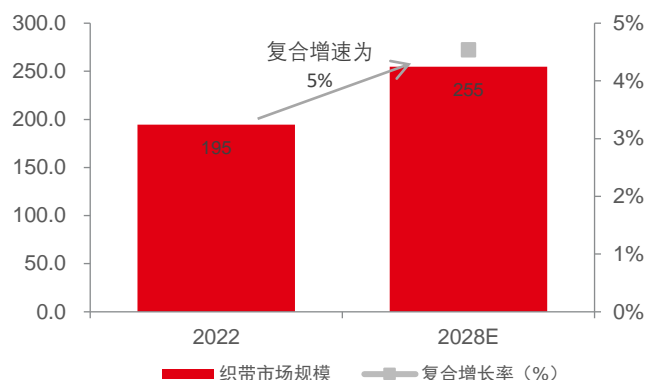
**扩展织带/绳带业务，完善大辅料布局，打开增量空间。**织带是以各种纱线为原料制成狭幅状织物或管状织物，织带品种繁多，广泛用于服饰、鞋材、箱包、工业、农业、军需、交通运输等各产业部门，织带行业依据产品类型可细分为聚丙烯，聚酯，碳纤维，UHMWPE，尼龙，P-芳纶纤维。根据贝哲斯咨询，2022年全球织带市场规模达195亿元，2028年预计达到255亿元，拥有较大市场规模。2021年公司在临海成立织带分公司，同年收购东莞丰利织带厂，并设立广东伟星丰利织带，正式进入织带绳带业务。2022年/23H1公司其他辅料业务增速分别为31.6%/25.2%，新业务获得较快增长。我们认为，公司拥有良好的客户基础及营销网络，织带/绳带业务布局不断完善大辅料平台建设，有望成为新增长点。



图表62：公司 2018 年-23H1 其他辅料业务收入及增速（百万元）



图表63：织带行业市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：贝哲斯咨询，中邮证券研究所

## 5 盈利预测及投资建议

我们认为伴随下游客户去库周期接近尾声有望带动上游订单回暖，公司研发、产品以及客户优势突出，海外高端拉链产能扩建以及织带等新品孵化有望带动公司在大辅料市场中份额持续提升。我们预计 2023 年-2025 年公司收入分别为 38.2 亿元、43.8 亿元、50.4 亿元，同比增速分别为 5.3%、14.7%、15.0%，预计毛利率分别为 40.8%、40.8%、40.8%。预计公司 2023 年-2025 年归母净利润分别为 5.6 亿元、6.5 亿元、7.4 亿元，截止最新收盘日对应 PE 为 21.5 倍、18.5 倍、16.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表64：公司收入成本拆分及预测情况

	2022 年	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	3628	3820	4382	5038
yoy	8.1%	5.3%	14.7%	15.0%
毛利率	39.0%	40.8%	40.8%	40.8%
拉链业务(百万元)	2006	2106	2487	2937
yoy	9.2%	5.0%	18.1%	18.1%
毛利率	38.1%	42.0%	42.0%	42.0%
纽扣业务(百万元)	1468	1538	1679	1834
yoy	5.6%	4.8%	9.2%	9.2%
毛利率	41.2%	41.5%	41.5%	41.5%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

## 6 风险提示

- 1) 全球服装市场景气度下行以及品牌商去库周期拉长带动客户订单需求放缓风险；
- 2) 公司产能释放不达预期风险；
- 3) 公司新品孵化不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	3,628.07	3,820.08	4,382.07	5,037.87	营业收入	8.12%	5.29%	14.71%	14.97%
营业成本	2,212.78	2,262.73	2,594.17	2,980.66	营业利润	11.46%	12.75%	16.32%	14.49%
税金及附加	32.88	34.38	39.44	45.34	归属于母公司净利润	8.97%	13.60%	16.38%	14.57%
销售费用	312.88	351.45	403.15	463.48	<b>获利能力</b>				
管理费用	377.68	389.65	446.97	513.86	毛利率	39.01%	40.77%	40.80%	40.83%
研发费用	151.38	152.80	175.28	201.51	净利率	13.48%	14.54%	14.75%	14.70%
财务费用	-21.74	20.12	-4.53	-13.59	ROE	16.89%	10.10%	10.50%	10.73%
资产减值损失	-14.25	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.52%	8.51%	8.70%	8.97%
营业利润	588.00	662.99	771.17	882.94	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2.31	1.20	1.00	1.00	资产负债率	38.57%	29.73%	28.72%	27.80%
营业外支出	10.35	5.00	5.00	5.00	流动比率	1.28	2.41	2.68	2.93
利润总额	579.96	659.19	767.17	878.94	<b>营运能力</b>				
所得税	92.85	105.47	122.75	140.63	应收账款周转率	8.98	8.28	7.62	7.70
净利润	487.11	553.72	644.42	738.31	存货周转率	6.52	6.41	6.50	6.51
归母净利润	488.89	555.38	646.35	740.52	总资产周转率	0.82	0.60	0.53	0.55
每股收益(元)	0.42	0.47	0.55	0.63	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.42	0.47	0.55	0.63
货币资金	821.35	3,445.64	4,201.39	5,033.47	每股净资产	2.48	4.70	5.26	5.91
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	381.12	541.18	608.62	699.70	PE	24.44	21.52	18.49	16.14
预付款项	18.30	20.36	23.35	26.83	PB	4.13	2.17	1.94	1.73
存货	563.37	628.54	720.60	827.96	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	1,918.64	4,818.93	5,757.47	6,815.15	净利润	487.11	553.72	644.42	738.31
固定资产	1,679.34	1,735.12	1,601.89	1,468.67	折旧和摊销	237.01	165.22	133.22	133.22
在建工程	494.78	559.78	559.78	559.78	营运资本变动	70.68	-57.45	-30.89	-48.45
无形资产	375.39	371.39	371.39	371.39	其他	0.00	-1.46	23.53	29.67
非流动资产合计	2,854.52	3,057.67	2,924.44	2,791.22	经营活动现金流净额	794.81	660.03	770.28	852.75
资产总计	4,773.17	7,876.59	8,681.91	9,606.37	资本开支	-680.16	-249.89	0.38	1.04
短期借款	649.71	949.71	949.71	949.71	其他	-52.17	-69.72	21.91	15.11
应付票据及应付账款	359.31	471.40	540.45	620.97	投资活动现金流净额	-732.33	-319.61	22.29	16.15
其他流动负债	486.98	577.53	660.38	757.01	股权融资	1.47	2,393.92	0.00	0.00
流动负债合计	1,496.00	1,998.64	2,150.54	2,327.69	债务融资	508.80	277.11	0.00	0.00
其他	345.04	342.97	342.97	342.97	其他	-448.00	-394.31	-36.82	-36.82
非流动负债合计	345.04	342.97	342.97	342.97	筹资活动现金流净额	62.27	2,276.72	-36.82	-36.82
负债合计	1,841.04	2,341.61	2,493.50	2,670.65	现金及现金等价物净增加额	187.54	2,624.29	755.75	832.08
股本	1,037.21	1,301.36	1,301.36	1,301.36					
资本公积金	582.43	2,712.20	2,712.20	2,712.20					
未分配利润	964.28	1,089.48	1,647.88	2,286.33					
少数股东权益	36.91	35.25	33.32	31.10					
其他	311.30	396.69	493.65	604.72					
所有者权益合计	2,932.13	5,534.99	6,188.41	6,935.71					
负债和所有者权益总计	4,773.17	7,876.59	8,681.91	9,606.37					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048